

## 【申银万国期货】一季度经济大幅下滑，扩大内需重在刺激消费

2020年4月17日

摘要：

- 一季度经济数据显示，终端需求恢复较慢，生产仍未完全修复，就业短期有所好转。在海外疫情扩散的情况下，后期国内经济仍将面临着较大的压力。
- 国内经济下行压力较大，全年GDP增速或在2.5%-3.5%区间。由于海外疫情不断蔓延，持续时间有拉长的趋势，且3月份生产、消费修复不及我们的预期，因此将此前季报中对于全年GDP增速的预期从3.5-4.5%下调1个百分点至2.5%至3.5%。若二三季度经济若缓慢修复，则增速在2.5%附近，若各类刺激政策能有效传导，则增速可能在3.5%附近。
- 扩大内需，重在刺激真实消费，小康社会的含义不在于“增速”。小康社会的真实含义是群众总体精神、物质生活水平提升，就业的稳定、生活质量得到保证更为关键。因此，加大基建等投资短期而言固然是重要举措，但是引导消费意愿的恢复应成为政府下阶段更为重要的政策方向。

分析师

唐广华

从业资格号：F3010997

投资咨询号：Z0011162

电话：021-50586292

邮箱：tanggh@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路800号

宝安大厦7、8、10楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货  
宏观金融研究



申银万国期货研究

## 一、终端需求恢复较慢

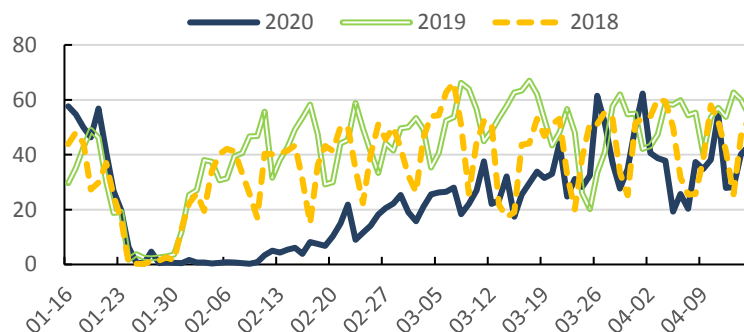
3 月份，社会消费品零售总额同比下降 15.8%，降幅比 1—2 月份收窄 4.7 个百分点。疫情防控压力仍然较大，餐饮等线下消费尽管有所修复，但在经济下行的前景下，汽车、家电等可选消费意愿仍然较低。一季度人均可支配收入同比名义增长 0.8%，但人均消费支出同比名义下降 8.2%，数据进一步证明了消费意愿下行的观点。

图 1：乘用车销量跌至谷底（辆）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：房地产销售近期有所恢复（万平方米）



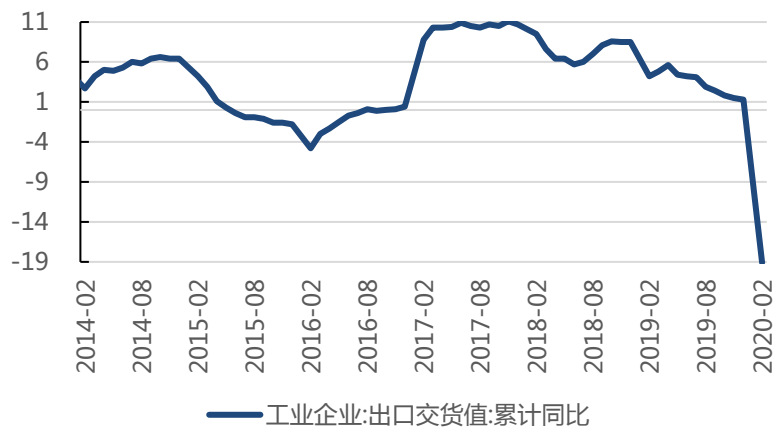
资料来源：Wind，申万期货研究所

## 二、外需下行压力较大

据海关统计,一季度我国货物贸易进出口总值同比下降 6.4%, 出口下降 11.4%, 进口下降 0.7%, 贸易顺差减少 80.6%。其中, 3 月份外贸进出口同比下降 0.8%, 出口下降 3.5%, 进口增长 2.4%。

出口短期快速回升或因积压订单得以完成。在新冠疫情影响下, 2 月份至 3 月上中旬多数企业处于停工停产的状态, 企业的出口订单难以完成, 由此造成了出口同比增速下跌快于进口, 从国家统计局此前公布的 1-2 月出口交货值数据也可以看到, 该累计同比数据下降了近 20%。随着复工复产的进行, 这些积压的出口订单得以完成, 3 月份的出口数据因而也出现了回升, 因此不能充分说明外需得到快速的修复。

图 3: 停工停产导致 1-2 月出口交货值大幅下降 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

作为全球需求价值链的主要“目的地”美国的疫情尤为严重。在此情形下, 2020 年全球经济前景堪忧, 总体需求下行将使得国内相关企业后期缺少订单, 现金流出现较大压力, 企业经营积累较大风险。不过, 由于国内制造业产业链完善、相关人力资本储备较为充足, 具有较强的比较优势, 年度总体出口增速不会大幅下行。

尽管当前出口占 GDP 比重逐年下降, 但仍占相当大的一部分。外需下行对广大企业, 特别是中小、民营企业产生的风险若不能有效化解, 将对国内经济整体稳定发展产生一定负面影响。因此, 可以预期相关扶持政策将会持续出台以稳定外需。

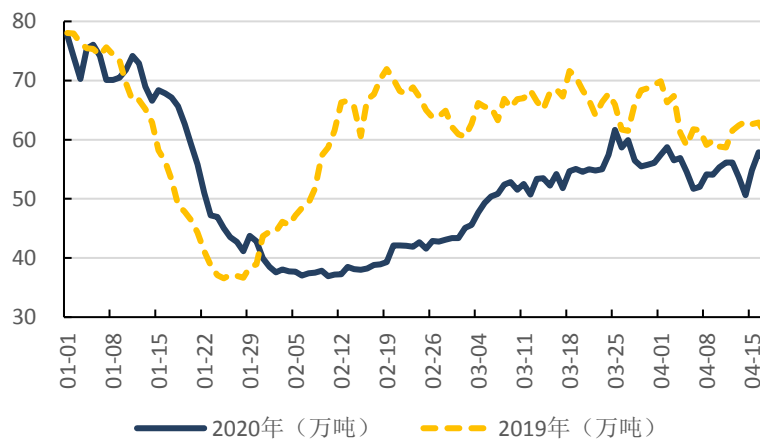
## 二、生产仍未完全恢复

3 月份, 规模以上工业增加值同比实际下降 1.1%, 尽管 3 月份制造业生产迅速恢复, 制造业 PMI 快速回升, 但距离回到潜在

生产水平仍有一定距离。

此前在 3 月份 PMI 数据公布时我们就指出，PMI 大幅回升不能说明经济生产已完全恢复正常。国家统计局相关人士表示，通常情况下当 PMI 连续三个月以上同向变化时，才能反映经济运行的趋势性变化。由于 PMI 数据是环比数据，3 月份制造业生产好于 2 月份，因此数据重回 50 是“意料之内，情理之中”。当前的一些生产需求或来自此前订单的积压，真实的需求情况不容乐观。在境外疫情扩散，全球需求下行的情况下，后期工业生产将持续面临压力。

图 4：发电耗煤显示生产修复，但未完全恢复（春节对齐）



资料来源：Wind，申万期货研究所

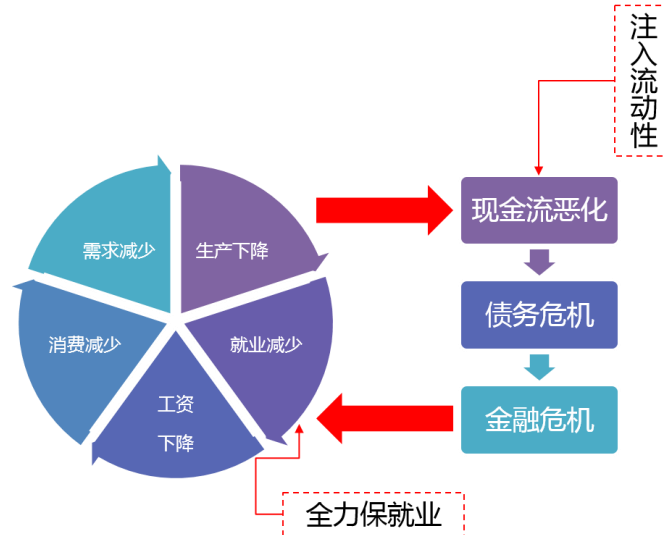
### 三、就业形势或有所好转

3 月全国城镇调查失业率为 5.9%，环比下降 0.3%。就业稳定是经济稳定发展最为核心的因素之一，“只要就业稳住了，经济增速高一点低一点没什么了不起的”。3 月 20 日，国务院总理李克强指出：**就业事关基本民生、经济发展和社会稳定大局。**

从经济运行的实际经验来看，就业、生产、消费紧密联动。疫情造成生产、消费大幅下降，企业现金流紧张，就业形势恶化，出现有效需求不足、生产继续疲软的恶性循环。要阻断就业下降-需求下行-生产减少-就业下降的负面循环，稳就业仍是下阶段工作的重要方向。

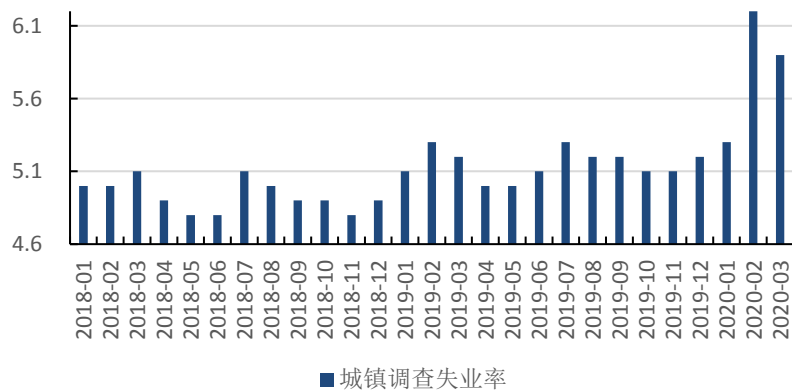
目前来看，今年总体就业压力仍然较教育部数据显示，**2020 届高校应届毕业生将达到 874 万人，创历史新高。**2020 年 2 月份，城镇调查失业率高达 **6.2%**，疫情影响下就业情况不容乐观。

图 5：就业、生产、消费紧密联动



资料来源：申万期货研究所

图 6：城镇调查失业率比 2 月有所下降（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

#### 四、国内经济下行压力较大，全年 GDP 增速或在 2.5%-3.5% 区间

一季度国内生产总值按可比价格计算同比下降 6.8%，综合各项经济数据，我们认为若二三季度经济若缓慢修复，则增速在 2.5% 附近，若各类刺激政策能有效传导，则增速可能在 3.5% 附近。

表 1：各项经济数据预测

















	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
GDP：实际（%）	6.9	6.7	6.8	6.6	6.1	3
工业增加值（%）	6.1	6.0	6.5	6.3	5.7	3.9
固定资产投资增速（%）	10.0	8.1	7.2	5.9	5.4	5.7
社会消费品零售总额增速（%）	11.0	10.4	10.2	9.1	8.0	6.0
居民消费价格指数（%）	1.4	2.0	1.5	2.1	2.9	3.6
生产资料价格指数（%）	-5.2	-1.4	6.5	3.8	-0.3	-0.5

## 五、扩大内需，重在刺激真实消费，小康社会的含义不在于“增速”

从当前数据来看，内需恢复仍然较慢，外需有预期下行的趋势，外部环境或与疫情前相比发生较大变化，并将持续相对较长的时间。在全面建成小康社会，努力完成各项目标任务仍是政府主要工作方向的前提下，**扩大内需是最重要的出路**：一方面是要刺激人们的消费意愿，另一方面是要促进相应的固定资产投资。但是，**小康社会的真实含义是群众总体精神、物质生活水平提升，就业的稳定、生活质量得到保证更为关键**。因此，加大基建等投资短期而言固然是重要举措，但是引导消费意愿的恢复应成为政府下阶段更为重要的政策方向。

同时，尽管当前出口占 GDP 比重逐年下降，但仍占相当大的一部分。外需下行对广大企业，特别是中小、民营企业产生的风险若不能有效化解，将对国内经济整体稳定发展产生一定负面影响。可以预期相关扶持政策将会持续出台以稳定外需。在短期稳住外需，短期通过基建投资和终端消费扩大内需，长期则需要通过优化收入结构等提高总体有效需求水平，从而使经济实现高质量发展。

## 六、近期宏观经济数据概况

	近12月走势	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11
<b>工业</b>						
工业增加值累计同比 (%)		-8.40	-13.50	-4.31	5.70	5.60
工业企业利润总额累计同比 (%)		-38.30	-38.30	-20.80	-3.30	-2.10
制造业PMI		52.00	35.70	50.00	50.20	50.20
<b>消费</b>						
社会零售总额:累计同比 (%)		-19.00	-20.50	-6.25	8.00	8.00
<b>投资</b>						
固定资产投资累计同比 (%)		-16.10	-24.50	-9.55	5.40	5.20
房地产开发投资累计同比 (%)		-7.70	-16.30	-3.20	9.90	10.20
基建投资累计同比 (%)		-16.36	-26.86	-11.77	3.33	3.47
<b>进出口</b>						
出口金额当月同比 (%)			-17.20		8.06	-1.26
进口金额当月同比 (%)			-4.00		16.65	0.90
贸易差额 (亿美元)			-70.96		472.94	373.86
<b>金融</b>						
社会融资规模存量同比 (%)		-19.00	-20.50	-6.25	8.00	8.00
M2同比 (%)		8.60	8.80	8.40	8.70	8.20
<b>世界经济</b>						
美国制造业PMI		49.10	50.10	50.90	47.80	48.10
德国制造业PMI		45.40	48.00	45.30	43.70	44.10
日本制造业PMI		44.80	47.80	48.80	48.40	48.90
欧元区制造业PMI		44.50	49.20	47.90	46.30	46.90

数据来源: Wind, 申万期货研究所

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。