

经济深度负增长，V 型反转难以实现

——联合宏观信用观察季报（2020 年 3 月）

联合资信、联合评级宏观研究部

王信鑫 马顺福 侯睿 王妍 吴玥 丁继平

摘要：

- 疫情全球蔓延，全球经济急剧收缩。IMF 预测 2020 年全球经济急剧收缩 3%，疫情对 2020 年和 2021 年全球经济造成的累计损失超过 9 万亿美元。在面对疫情造成的损失同时，还需要警惕地缘政治风险的上升。
- 国内经济如期下行，经济指标回落明显，三大需求均出现不同程度的下降，带动经济出现负增长。预计二季度经济依然存在较大的压力，但环比情况预计会有较大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。
- 区域方面看，受疫情影响，全国各地区经济增长均受到影响，其中湖北受影响最大。行业方面，上游煤炭生产由降转升，需求不足导致价格同比下降；下游房地产产销情况同步好转，价格小幅回升，汽车产业复工率上升，产量下降幅度收缩，销量同步好转，库存下降。
- 疫情以来财政政策更加积极有为，“特别国债”或将发行，全年赤字率“破 3”基本确定；货币政策更加灵活宽松，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行。

风险提示：疫情输入、全球地缘政治风险、石油价格超预期下跌；

一、一季度宏观经济运行回顾及分析

1、疫情全球蔓延，全球经济急剧收缩

全球疫情蔓延的最初以中国为主要区域，3月开始全球蔓延，当前已经进入到以美国为重灾区的阶段。根据世界卫生组织消息，截至4月22日，全球新冠确诊病例累计达到2471136例，死亡病例累计达到169006例，疫情波及到200多个国家及地区，疫情蔓延未见明显的减缓趋势。一季度的疫情对全球经济带来巨大的损失，甚至超过了2008年金融危机所带来的经济损失。从数据看，美国截至4月11日当周初申请失业金人数高达524.5万，连续四周突破400万，累计达到2200万，创历史最高值，基本抹去了金融危机以来所有的新增就业人数；3月美国零售环比下降8.73%，创历史最低值；4月美国消费者信心指数下降至71.00，是2008年金融危机以来的第二低点，投资者信心指数更是下降至-39.1，仅次于2008年金融危机时期。从PMI指数角度看，3月美、欧、日制造业PMI分别录得48.5%（前值50.7%）、44.5%（前值49.5%）、44.8%（前值47.8%），较前值均有较大幅度的下降，而服务业下降更为显著。新兴市场经济也受到不同程度的冲击，3月疫情尚未在印度大幅蔓延，因此印度经济冲击较小，3月PMI录得51.8%（前值为54.5%），虽有下滑但表现尚好。

面对疫情，全球国家采取宽松货币进行刺激，但目前效果并不明显。石油价格大幅下跌、全球股市震荡、大宗商品价格下跌，均表现出市场对于未来经济的不确定性。IMF在4月14日发布的《经济展望》中，预测2020年全球经济急剧收缩3%，比2008-2009年金融危机时期还要糟糕的多。其中，发达经济体下降幅度将达到6.1%，美国下降5.9%、欧盟下降7.1%；新兴市场和发展中经济体增长率下降1%。在疫情在下半年逐渐消退的假设前提下，预测2021年可实现5.8%的增长，2020年和2021年两年的累计损失达到9万亿美元，超过日本和德国的经济总和。

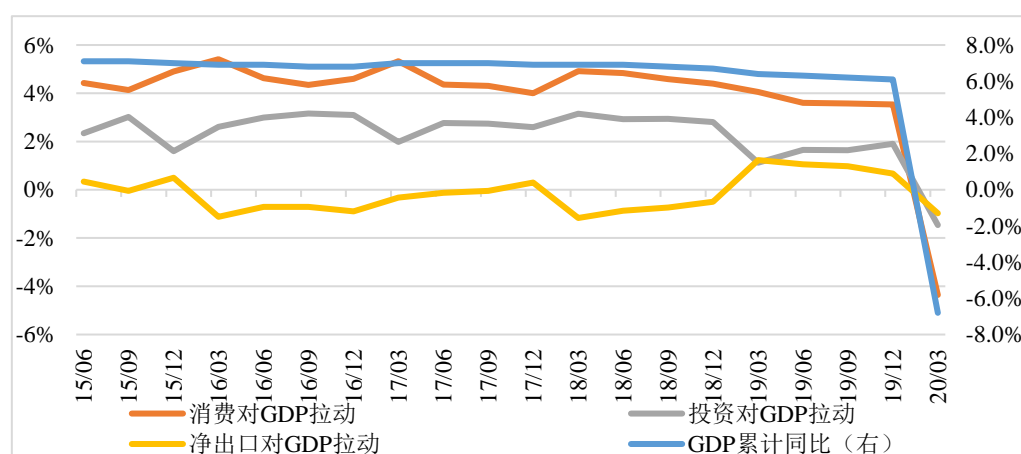
在面对疫情带来的损失的同时，还需要警惕地缘政治风险。海外疫情的蔓延加大了各国经济衰退的压力，激化社会矛盾，各国实施“以邻为壑”的政策风险上升。根据投资集团贝莱德的地缘政治风险指标(BGRI)显示，在经济疲弱时期，地缘政治风险爆发概率更高，且影响更为强烈且持续较长时间。近年来中美之间贸易摩擦不断，疫情的爆发在一定程度上进一步推升了中美关系发展的不确定性。

2、国内经济如期下行，经济指标明显回落

突如其来的疫情对我国经济造成较大冲击，一季度经济指标回落明显，国内生产总值206504亿元，按可比价格计算，同比下降6.8%，为改革开放以来最大降幅。分产业看，二、三产业受疫情影响更大，具体

看,第一产业增加值 10186 亿元,下降 3.2%;第二产业增加值 73638 亿元,下降 9.6%;第三产业增加值 122680 亿元,下降 5.2%。从构成看,三大需求均出现大幅下降,拉动经济负增长。其中,最终消费支出拉动 GDP 下降 4.4 个百分点,资本形成拉动 GDP 下降 1.4 个百分点,货物和服务净出口拉动 GDP 下降 1.0 个百分点。在此背景下,消费者价格指数逐月下降,生产者价格面临通缩压力,就业形势严峻,居民收入下降,稳就业保民生成为政策的首要目标。

图 1: 2020 年一季度 GDP 增速如期下行



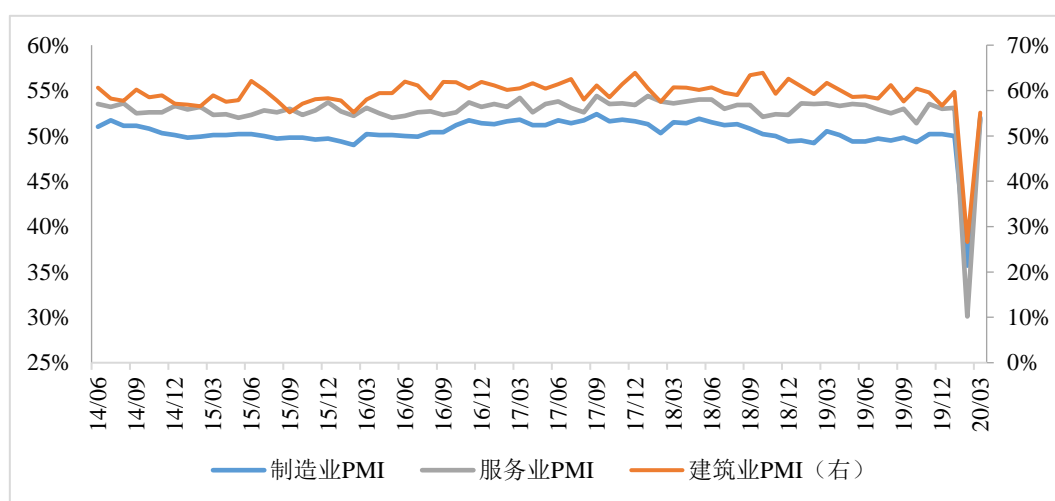
数据来源: Wind, 联合资信整理

(1) 3月 PMI 温和扩张

1月疫情对经济的冲击尚未显现, PMI 录得 50%; 2月疫情冲击凸显, 全国经济几乎停摆, PMI 指数断崖式下降; 3月制造业 PMI 呈现“V”形反转, 录得 52.0%, 比上月回升 16.3 个百分点。具体分项看, 3月份除价格指数外, 制造业 PMI 各分项指数均有所回升, 供需两端均有恢复, 生产指数和新订单指数分别为 54.1% 和 52.0%, 比上月回升 26.3 个和 22.7 个百分点, 生产指数高于新订单指数 2.1 个百分点, 显示制造业产能有所恢复; 采购量指数为 52.7%, 比上月回升 23.4 个百分点, 企业采购活动较上月活跃。从具体行业来看, 新动能恢复更快, 高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 为 55.8%、54.5% 和 52.0%, 其中高技术制造业 PMI 高于制造业总体 3.8 个百分点。非制造业商务活动指数升至 52.3%, 高于上月 22.7 个百分点, 各单项指数均出现不同程度上涨; 服务业商务活动指数为 51.8%, 比上月回升 21.7 个百分点, 整体较 2 月有很大的改善, 据统计局调查数据显示, 在调查的 21 个行业中, 除证券行业外, 其他行业均有不同程度回升, 其中交通运输、零售、银行等行业商务活动指数相对较高; 建筑业 PMI 为 55.1%, 较上月回升 28.5 个百分点, 建筑业生产加快恢复, 其中土木工程建筑业为 62.4%, 从劳动力需求和市场预期看, 建筑业从业人员指数和业务活动预期指数分别为 53.1% 和 59.9%, 比上月回升 20.8 个和 18.1 个百分点, 企业复工人数环比增长, 发展信心有所恢复。

3月采购经理指数较2月大幅回升，重回荣枯线上，但并不表示经济回暖，2月基数低是首要因素。PMI是环比指数，反映的是本月比上个月发生的经济变化情况，变化幅度与上月基数有很大关系。今年以来，疫情对我国经济造成严重冲击，2月PMI指数跌至历史最低点，经济活动短期内大幅收缩。3月随着复工复产节奏的加快，企业生产经营情况较上个月有明显改善，因此3月采购经理指数较2月环比有显著的改善。但采购经理指数是一个月度环比指标，能灵敏的反映经济的短期变化，通常情况下，当PMI连续三个月以上同向变化时，才能反映经济的运行趋势，仅仅单月数据升值荣枯线上，并不能判断经济已完全恢复正常水平，还需要继续观察。

图 2：PMI 指数



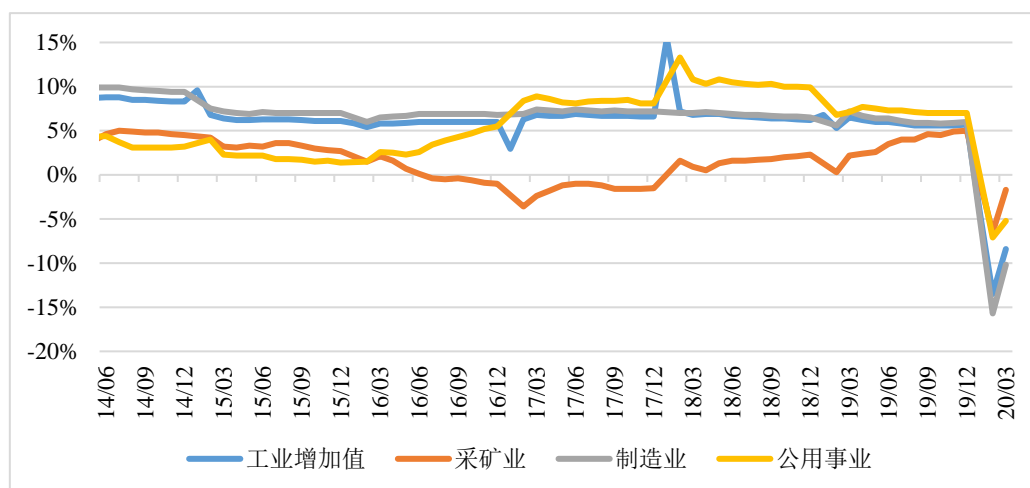
数据来源：Wind，联合资信整理

(2) 3月工业增加值下降幅度收缩

一季度，规模以上工业增加值同比下降 8.4%。单月看，3 月份，规模以上工业增加值同比实际下降 1.1%，降幅比 1-2 月份收窄 12.4 个百分点。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 32.13%，其中，采矿业增加值同比增长 4.2%，1-2 月份为下降 6.5%；制造业下降 1.8%，降幅收窄 13.9 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 1.6%，降幅收窄 5.5 个百分点。从行业看，41 个行业中有 16 个行业增加值保持同比增长，90% 的行业当月增加值都比 1-2 月份加快，其中高新技术产业恢复更快，构成一大特点，3 月高新技术制造业增加值同比增 8.9%，较 1-2 月回升 23.3 个百分点，高于 2019 年全年水平。3 月工业增加值下降幅度的收窄，主要是由于复工复产的进度的恢复，工信部消息称，截至 3 月 28 日，全国规上工业企业平均开工率达到了 98.6%，人员平均复岗率达到了 89.9%。中小企业复工率已经达到了 76%。高炉开工率自 2 月以来一直处于上升的趋势，日均耗煤量也较 2 月上升，但低于过去三年的同期值，一方面是由于受疫情影响部分小型企业倒闭造成的生产用电下降外，另一方面，水利部消息，3 月 25 日开启了华南前汛期

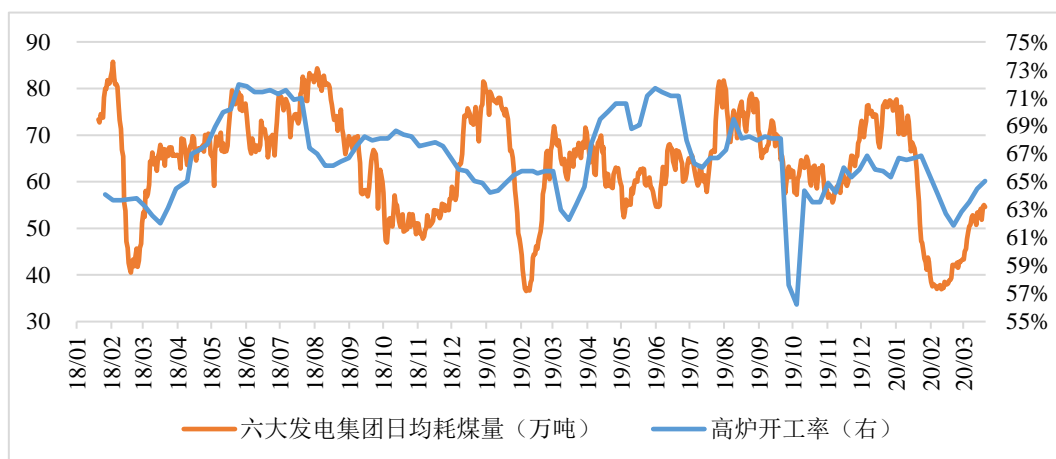
工程，入汛时间较往年偏早 12 天，导致水电、风电增加，也是 3 月下半旬日均耗煤不及往年的原因之一。同时 3 月供暖时间较往年年份延长，导致的日均耗煤量上升将抵消部分耗煤量的下降，因此用于生产的日均耗煤量实际值可能更低，或显示了生产端实际开工率低于统计数据所反映的情况。

图 3：工业增加值同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 4：高炉开工率及日均耗煤量



数据来源：Wind，联合资信整理

(3) 固定资产投资持续回落，房地产投资韧性犹存

一季度，全国固定资产投资同比下降 16.1%，降幅比 1-2 月份收窄 8.4 个百分点。三大领域投资均出现下降，具体看，基础设施投资（不包含电力）同比下降 19.7%，制造业投资下降 25.2%，房地产开发投资下降 7.7%。

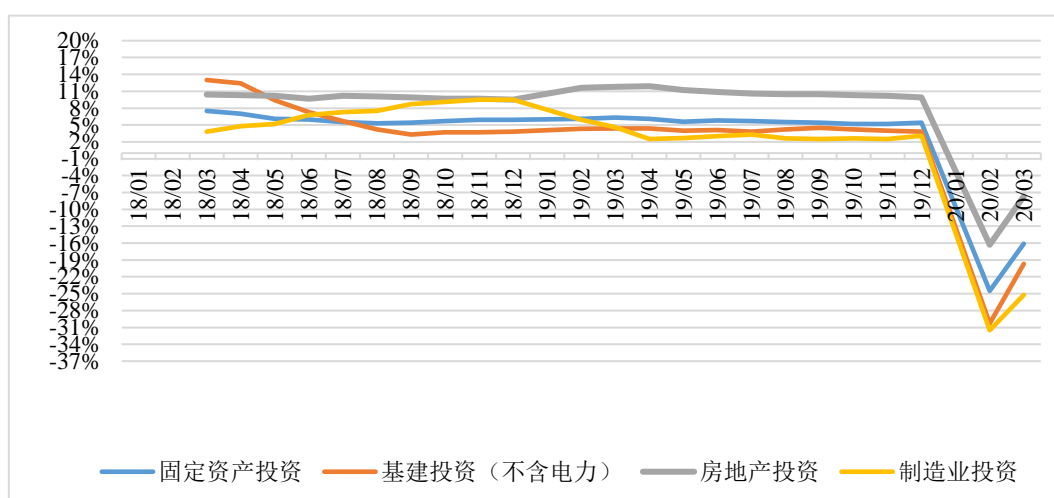
房地产投资在三大投资领域中表现的一枝独秀，累计同比下降 7.7%，降幅比 1-2 月份收窄 8.6 个百分点，

土地购置费的增加是支撑房地产增速的一个因素。房地产的各项数据均有好转，但依然是负向增长。一季度竣工面积累计同比下降 15.8%，较 1-2 月收窄 7.1 个百分点；新开工面积 27.2%，较 1-2 月收窄 17.7 个百分点，一方面各个工地逐渐开工是竣工开工面积同比增速好转的一个原因，据住建部消息，截至 4 月 1 日，全国房屋建筑和市政基础设施工程在建项目共 18.66 万，已开工 1587 万，复工率达 85.06%；另一方面是到位资金的增加，支撑房企开展新的项目。从房地产商资金链条看，房企的到位资金来源中来自销售端的定金及按揭贷款占全部到位资金的 30%-50% 左右，房产企业依赖于销售端的资金回笼，3 月房地产销售环比呈现量价齐升的现象，具体看，1-3 月房地产销售面积累计同比下降 26.3%（1-2 月为下降 39.9%），70 大城市新建住宅价格指数环比上涨 0.1%，同比上涨 5.4%；1-3 月企业到位资金同比下降 13.8%（1-2 月为下降 17.5%）；其中居民按揭贷款同比下降 7.4%，降幅收窄 5 个百分点，定金及预收款同比下降 22.4%，降幅收窄 1.5 个百分点。房地产销售的转好，主要是由于 3 月国内疫情得到控制，居民居家隔离政策逐渐取消，看房人数增加。4 月随着生产的进一步恢复，叠加旧城改造，房地产投资增速或将进一步上升，但 4 月 17 日政治局会议再提“房住不炒”，严控违规资金流入房地产领域，2009 年或 2015 年类似的大规模房地产投资不会重现。

一季度制造业投资下降 25.2%，下降幅度最大，降幅比 1-2 月份收窄 6.3 个百分点，降幅收窄幅度在三大投资领域中最小。一季度制造业投资最大的亮点是高新技术领域投资增速领先整体行业均值，具体看，一季度高技术产业投资同比下降 12.1%，降幅比全部投资小 4.0 个百分点，其中，高技术制造业投资下降 13.5%，比全部制造业投资小 11.7 个百分点；高技术服务业投资下降 9.0%，比全部服务业投资小 4.5 个百分点。制造业下降幅度最大主要是由于制造业中出口占比较大，外贸的不景气对我国的制造业形成较大的冲击，历史上 2008 年危机期间，出口不景气同样造成我国制造业的萎靡。预计二季度，海外疫情的持续造成的经济不确定性，外需低迷制造业前景不明，制造业投资增速难以有出色的表现。

一季度基建投资（不含电力）下降 19.7%，降幅较 1-2 月收窄 10.6 个百分点。复工复产叠加基建政策的逐渐发力是 3 月基建环比好转的主要原因。4 月 17 日政治局会议明确指出要加强传统基础设施和新型基础设施投资，并提出要提高专项债规模，3 月 11 日国常会议再次提前下达下一批专项债额度，加上前面下达的，共计 12900 亿元，主要用于交通设施、能源项目、农村水利、生态环保项目、民生服务等基础设施项目。基建作为经济的托底项目，二季度投资的复苏进程会加快。

图 5：固定资产投资增速（累计同比）



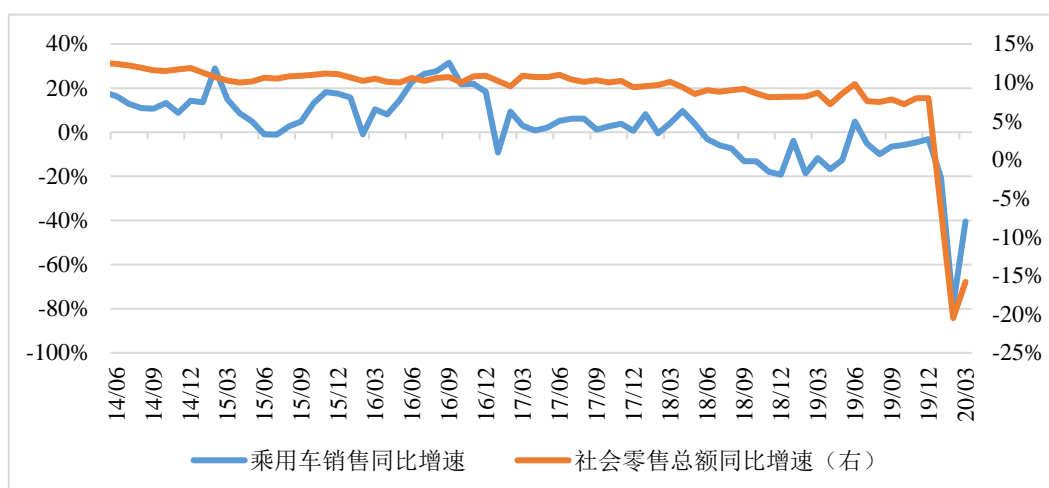
数据来源: Wind, 联合资信整理

(4) 消费分化, 环比好转

一季度, 社会消费品零售总额 78580 亿元, 同比名义下降 19.00%, 剔除价格影响外实际下降 21.97%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 72254 亿元, 名义下降 17.7%。受新冠肺炎疫情影响, 2020 年一季度市场消费下降较多, 消费分化较为明显, 粮油食品类必需品消费韧性较强, 一季度累计同比增长 12.6%; 汽车类、家具等可选消费低迷, 累计同比分别下降 29.3% 和 30.3%; 受居家隔离影响, 外出型消费下降显著, 其中餐饮类消费同比下降 44.3%。线上消费继续逆市增长, 1-3 月, 实物商品网上零售额同比增长 5.9%, 增速比 1 至 2 月加快 2.9 个百分点, 占零售总额 5.9%。

单月看, 3 月消费降幅逐步收窄, 3 月份社会消费品零售总额名义同比下降 15.80%, 实际下降 18.10% (1-2 月下降 23.70%), 消费环比好转。3 月居民基本生活必需品类商品加快增长, 粮油食品类、饮料类、中西药品类商品分别增长 19.2%、6.3% 和 8.0%; 而中汽协数据汽车消费同比下降 43.29%, 环比上涨 361.05%, 汽车销售环比上涨的主要原因是 3 月各地陆续出台了汽车消费的优惠政策。从高频数据看, 4 月第二周销量同比转正至 14%, 中汽协调研数据显示, 截至 4 月 10 日, 客流恢复率为 70%, 显示部分消费需求被压制, 后期在汽车销售政策的刺激下, 汽车消费有望继续回暖。乘联会预计 4 月狭义乘用车零售同比下降 8% 左右, 销售虽然是下降但较一季度已经大有好转。

图 6: 社会零售总额及汽车销售累计同比增速



数据来源: Wind, 联合资信整理

(5) 一季度外贸增速下降

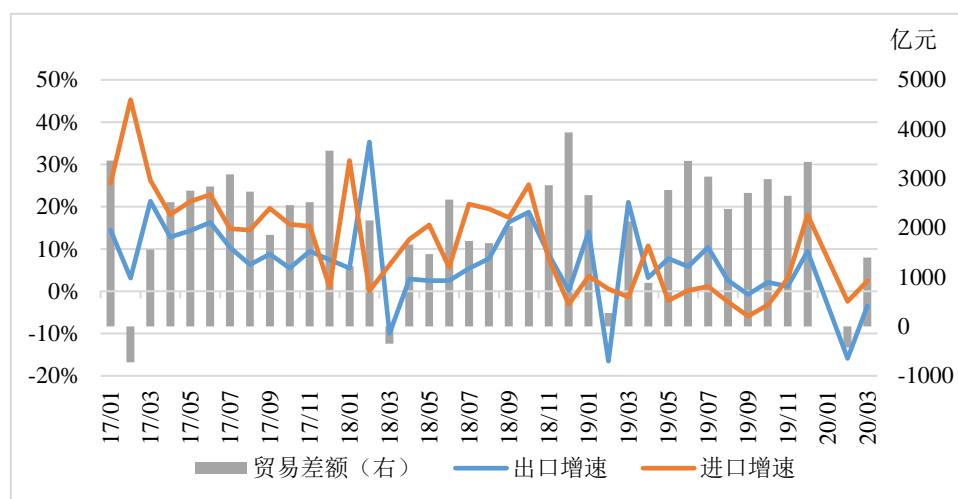
一季度,我国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元人民币,比去年同期下降 6.4%。其中,出口 3.33 万亿元,下降 11.4%;进口 3.24 万亿元,下降 0.7%;贸易顺差 983.3 亿元,减少 80.6%。从主要贸易国家看,受英国“脱欧”、中国-东盟自贸区升级“议定书”全面生效等因素影响,东盟越过欧盟成为我国第一贸易伙伴。具体看,一季度,我国对东盟进出口 9913.4 亿元,增长 6.1%,占我国外贸总值的 15.1%,东盟成为我国第一大贸易伙伴;对“一带一路”沿线国家进出口 2.07 万亿元,增长 3.2%,高出整体增速 9.6 个百分点;对欧盟进出口 8759.3 亿元,下降 10.4%;对美国进出口 6680.1 亿元,下降 18.3%;对日本进出口 4656.8 亿元,下降 8.1%。

从主要出口商品看,机电产品和劳动密集型产品为主要出口商品。一季度,我国机电产品出口 1.95 万亿元,下降 11.5%,占出口总值的 58.5%。同期,纺织服装等 7 大类劳动密集型产品出口 5969.8 亿元,下降 15.3%,占 17.9%。资源类大宗商品进口增速加快。一季度铁矿砂、原油、煤等大宗商品和肉类等重点民生消费品进口较快增加,具体看,进口铁矿砂 2.6 亿吨,增加 1.3%;进口原油 1.3 亿吨,增加 5%;进口煤 9577.8 万吨,增加 28.4%;进口天然气 2465.6 万吨,增加 1.8%。此外,进口大豆 1779.2 万吨,增加 6.2%;进口猪肉 95.1 万吨,增加 1.7 倍;进口牛肉 51.3 万吨,增加 64.9%。受疫情影响,我国进口医药材及药品 619.1 亿元,增长 14.8%。

单月看,3 月进出口下降幅度收窄。1 月并未受疫情影响,进出口增速录得正常水平;2 月我国经济生产活动几乎停滞,出口订单或取消或推迟,导致 2 月出口增速大幅下降至-15.90%,而进口在资源类进口增速上升的支撑下仅小幅下降至-2.4%;3 月随着国内疫情得到控制,复工复产逐渐推进,进出口增速下降幅度收窄。具体看 3 月我国出口 1.29 万亿元,下降 3.5%;进口 1.16 万亿元,增长 2.4%,贸易平衡再度转正。

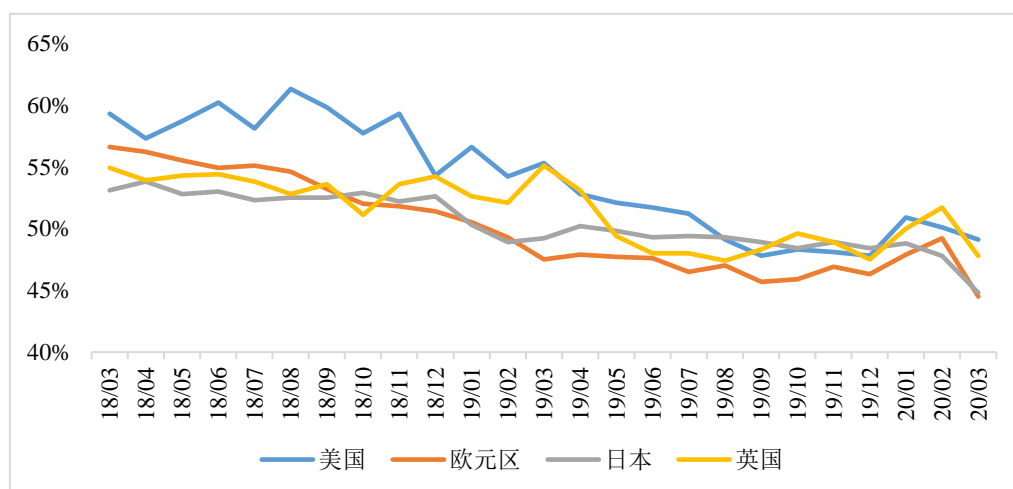
与出口增强不同的是，美欧日等主要经济国的地区经济增速回落，3月美、欧、日制造业 PMI 分别录得 48.5%（前值 50.7%）、44.5%（前值 49.5%）、44.8%（前值 47.8%），较前值均有回落。因此三月出口增速的上涨并不完全是由于外需的增加，我们分析共有两方面的影响：一方面是 2 月停工停产所导致的订单挤压。2 月由于我国的疫情严重，导致企业停工停产，外贸企业订单挤压严重，3 月随着复工复产的进行，企业逐步恢复生产，表现为 3 月出口交货值同比增加 3.1%，明显高于 1-2 月的累计同比-19.1%；另一方面由于海外国家多数是在 3 月下半月实施关闭边境、停工停产的措施，因此疫情对此的影响并不完全显现，同时由于海外疫情的爆发，我国医疗物资的出口加快，也是支撑出口增速好转的原因。

图 7：进出口增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 8：主要发达经济体制造业 PMI



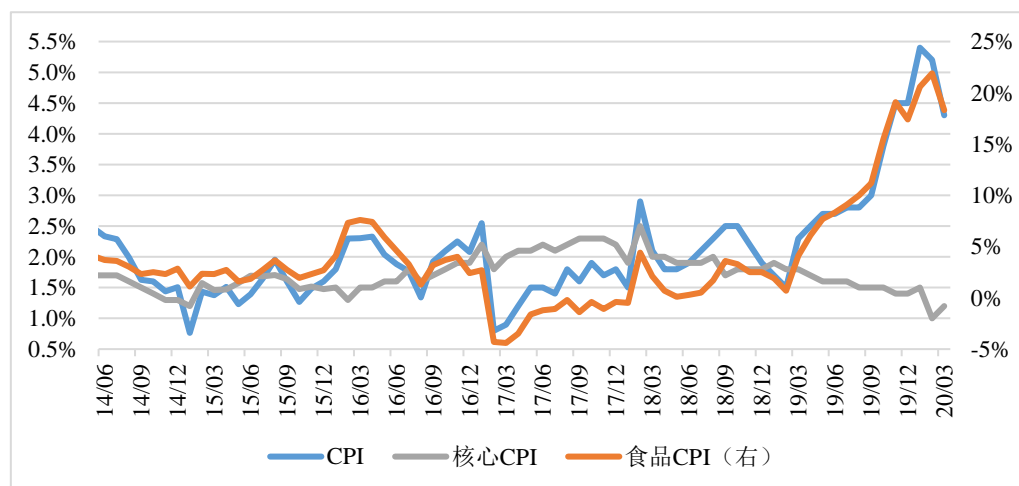
数据来源：Wind，联合资信整理

（6）CPI 继续回落，PPI 降幅进一步扩大

一季度，CPI 比去年同期上涨 4.9%，涨幅比去年同期扩大 3.1 个百分点，比去年四季度扩大 0.7 个百分点。食品价格上涨是推高 CPI 涨幅的主要因素。一季度，食品价格上涨 20.3%，涨幅比去年同期扩大 18.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 4.09 个百分点，占 CPI 总涨幅的八成多。食品价格上涨较多，主要是受非洲猪瘟、春节以及新冠肺炎疫情等因素叠加影响所致。食品中，猪肉价格上涨 122.5%，影响 CPI 上涨约 2.91 个百分点，占 CPI 总涨幅的六成左右。一季度，扣除食品和能源价格的核心 CPI 上涨 1.3%，涨幅比去年同期回落 0.6 个百分点，比去年四季度回落 0.1 个百分点，维持在较低水平，核心 CPI 基本稳定。

分月看，涨幅呈逐月回落态势。前两个月 CPI 上涨较多，1 月份环比上涨 1.4%，同比上涨 5.4%；2 月份环比涨幅回落至 0.8%，同比回落至 5.2%。3 月份，随着国内疫情防控形势持续向好，交通物流逐步恢复，市场供给不断改善，CPI 环比由涨转降，下降 1.2%，同比涨幅回落至 4.3%。具体看 3 月份，食品价格同比上涨 18.3%，涨幅回落 3.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.7 个百分点，是 CPI 下降的主要因素。食品中，随着生猪生产和调运逐步恢复，储备肉加量投放，猪肉价格高位回落，环比下降 6.9%，同比涨幅回落至 116.4%，同比涨幅回落 18.8 个百分点；鲜菜价格由上月上涨转为下降 0.1%；鲜果价格同比下降 6.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。

图 9：CPI 同比增速



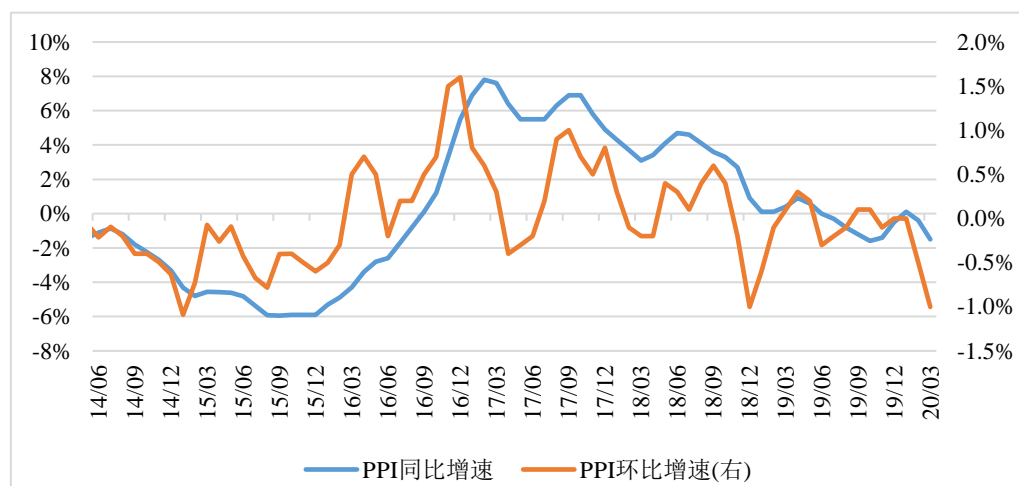
数据来源：Wind，联合资信整理

一季度，疫情对工业生产形成较大冲击，生产性需求阶段性偏弱，全国 PPI 由去年同期上涨 0.2% 转为下降 0.6%，但降幅比去年四季度收窄 0.6 个百分点。PPI 持续下降，根本逻辑在于需求端的不足，下游企业复工率不足，叠加一季度固定资产投资增速大幅下滑，对工业产品需求大幅下降。表现在 PPI 细分项，一

方面是受主要产油国“价格战”叠加疫情期间原油需求大幅下降等因素影响，国际原油价格巨幅震荡，叠加停工期间生产率导致的需求不足，国内石油相关行业价格下降，具体看，石油和天然气开采业价格一季度平均下降 2.2%；石油、煤炭及其他燃料加工业价格一季度平均下降 2.4%；下游化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、以及橡胶和塑料制品业等行业价格随之下降，降幅在 1.2%-11.0%之间。另一方面，由于下游企业复工达产率不足，同时受到国际有色金属价格走低影响，黑色及有色金属冶炼行业价格走低。

分月看，呈现逐月走低的趋势。1 月份，PPI 环比持平，同比上涨 0.1%；2 月份，环比和同比均转为下降，环比下降 0.5%，同比下降 0.4%；3 月份环比继续下降 1.0%，同比降幅扩大至 1.5%。分类看，生产资料价格同比持续下降，降幅从 1 月份的 0.4%扩大至 3 月份的 2.4%，是 PPI 逐月走低的主要原因。后期需要警惕生产端的通缩压力。

图 10: PPI 增速



数据来源: Wind, 联合资信整理

(7) 一季度社融规模逆势上行

一季度社融累计新增 11.08 万亿，比上年同期多了 2.47 万亿。单月看，2 月社会融资规模增量为 0.86 万亿，同比少增 0.11 万亿，3 月份社会融资规模增量为 5.15 万亿，比上年同期多 2.19 万亿。一般逻辑是经济上涨引发企业的投资需求上升，从而带动社融的增加，而一季度经济实现负增长但社融却同比多增，表现初与一般逻辑矛盾，根本原因是疫情冲击下，政策加大了对实体经济的支持力度，采取调准、调息等多种手段向实体经济输出流动性，因此造成二者走势背离的情况。一季度社融逆势增长只是在应对突发情况下的短期政策所为，而非是由于市场需求扩大而形成的资金需求增加，并不意味着经济形势的好转，需要理性看待。

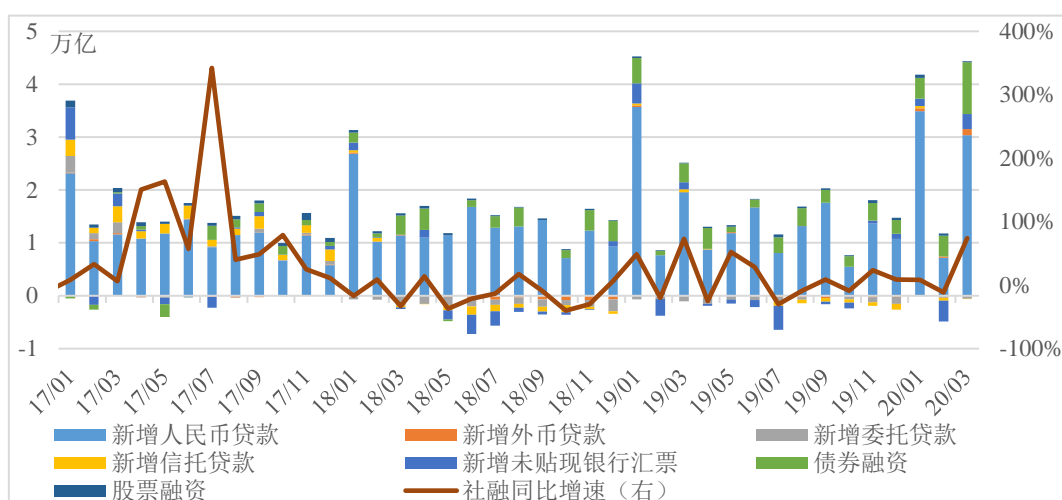
具体看，从社融结构看，3 月新增社融大幅上涨的推动因素主要有三个：一方面是人民币贷款多增。一

季度新增人民币贷款 3.04 万亿元，这个水平是季度历史新高，同比多增了 1.08 万亿元；第二是金融市场为企业提供的直接融资力度也在加大。企业债、股票和未贴现的银行承兑汇票这些融资都在明显增加。3 月份当月企业债的净融资 9819 亿元，这个水平是单月企业债净融资的最高水平；当月未贴现的银行承兑汇票增加了 2818 亿元，同比多 1453 亿元，表明在复工复产的进程中，企业的短期融资需求也在上升。第三个方面，金融体系积极配合财政政策，大力支持政府债券融资。3 月份当月政府债券的净融资 6344 亿元，同比多 2932 亿元。

一季度金融数据另一亮点是，3 月广义货币 M2 同比增长 10.1%，比上月末和上年同期要高 1.3 个和 1.5 个百分点，增速较快。从 M2 的具体构成看，存款上涨是 M2 增速大幅上调的主要原因。而存款上涨中又以居民存款大幅上涨为主要推动因素，3 月新增居民存款 4.16 万亿，同比多增 2.44 万亿；一季度住户存款增加 6.47 万亿元，同比多增 4012 亿元。居民存款的上升，与一季度居民支出下降相对应，说明了对未来充满担忧的情绪下，边际消费倾向下降，居民更倾向于存储，这与我国的消费习惯符合。一季度企业存款增加 1.86 万亿元，同比多增 1.53 万亿元；3 月增加 3.19 万亿，同比多增 1.26 万亿，企业存款的上涨反映了流动性较好的企业在市场需求大幅下降的情况下，投资急剧下降，另一方面也反映了不同企业流动性差异较大。最后财政支出的增加所导致的财政存款下降也是存款上升的一大因素，一季度财政存款减少 3143 亿元，同比多减 4795 亿元。

后期海外疫情的持续输入为我国的生产继续带来负面影响，外部的不景气叠加内需复苏尚需时间，二季度社融增速仍将依赖于政策支撑下的信贷。预计二季度信贷需求会进一步提升，随着疫情防空的常态化，生活生产秩序逐渐恢复，企业的生产经营资金需求逐渐上升，居民的消费贷也会有所恢复。同时随着政府推动重大项目投资计划的逐步开工，相应的贷款需求也会快速的增长，二季度的信贷需求会进一步上升。从人民银行银行家问卷调查结果来看，二季度的贷款需求预期指数是 83.1%，这个指数比一季度要高 17.1 个百分点。

图 11：新增社融构成及同比增速



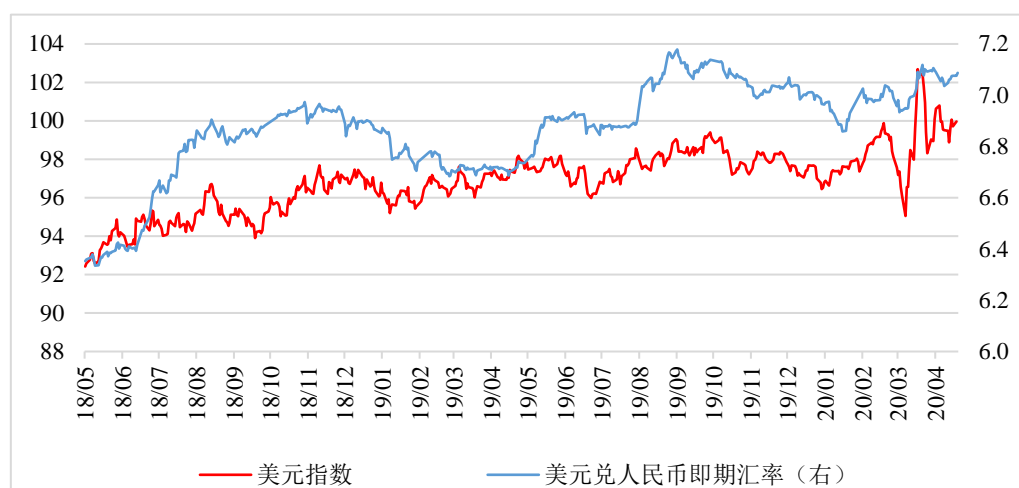
数据来源：Wind，联合资信整理

（8）估值因素导致外汇储备小幅下降，人民币兑美元贬值压力仍在

截至一季度末，外汇储备余额 30606 亿美元，较年初下降 473 亿美元，下降幅度 1.5%，主要受汇率折算和资产价格变化等因素综合作用。3 月，主要受新冠疫情在全球加速蔓延，叠加国际原油价格大幅下跌的因素，国际金融市场大幅震荡，美元指数走强，部分非美元货币兑美元汇率下跌，主要国家资产价格出现大幅调整。在汇率和资产价格双重因素的影响下，我国外汇储备规模有所下降。整体看，我国一季度外汇储备规模较为稳定，对外汇有较强的支撑。

一季度在疫情的影响下，海外避险情绪上升，叠加 3 月美国联储不断推出的宽松货币政策刺激经济增长，美元作为避险货币需求上升，美元指数走高，一度升至 102.45。一季度美元指数上涨 2.8%，人民币兑美元即期汇率小幅下降 1.8%，同期新兴市场货币指数下降 12.9%，显示了人民币汇率还是具有一定的韧性。未来短期内人民币具有一定的贬值压力，主要是由于海外疫情尚未结束，新兴市场疫情有蔓延的趋势，全球经济不确定性增加，投资者避险情绪高涨，美元作为避险货币的需求增加将会推升美元指数的上涨。而人民币兑美元汇率在美元指数走强的压力下有贬值的压力。

图 12：人民币汇率



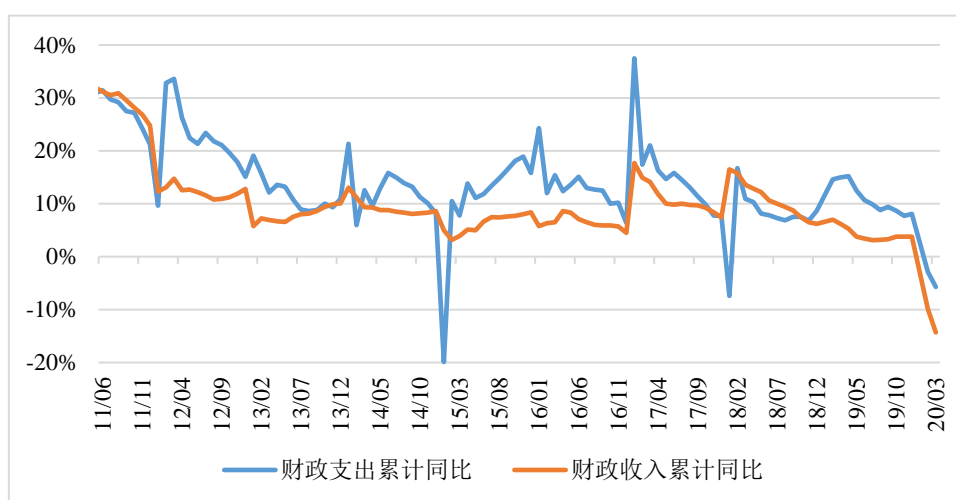
数据来源: Wind, 联合资信整理

(9) 财政缺口扩大，稳地方收入压力倍增

一季度政府财政累计收入 45984 亿元，累计下降 14.3%（去年同期值是上升 6.2%），其中税收收入下降 16.4%，出让土地收入同比累计下降 12%。财政收入下降主要受三方面因素影响：1）受新冠肺炎疫情影响税基减少，以及为支持疫情防控保供、企业纾困和复工复产采取减免税、缓税等措施，拉低全国财政收入增幅约 10 个百分点；2）巩固减税降费成效，增值税翘尾减收效果持续释放，拉低全国财政收入增幅约 5 个百分点；3）2019 年末延至今年初缴纳入库的税收收入同比减少。

财政支出累计同比下降 5.7%，财政缺口进一步放大，弥补地方政府财政收入压力进一步加大。为了稳定地方政府财政收入来源，2019 年实施了包括提高非税收收入、消费税前置、扩大地方专项债等措施，2020 年 3 月在税收收入大幅下降、政府转移支出增加的情况下，3 月 3 日在防疫会议上提出三项政策，促进地方政府的收支平衡：1）阶段性提高地方财政留用比例。3 月 1 日至 6 月底，在已核定的各省份当年留用比例基础上统一提高 5 个百分点，新增留用约 1100 亿元资金，全部留给县级使用。2）加快下达转移支付资金，指导各地优先用于疫情防控和“三保”支出按时足额支付。有缺口的地区一律要调减其他项目支出。3）压减一般性支出，除疫情防控需要外，严控新的增支。

图 13：财政收支缺口扩大



数据来源：Wind，联合资信整理

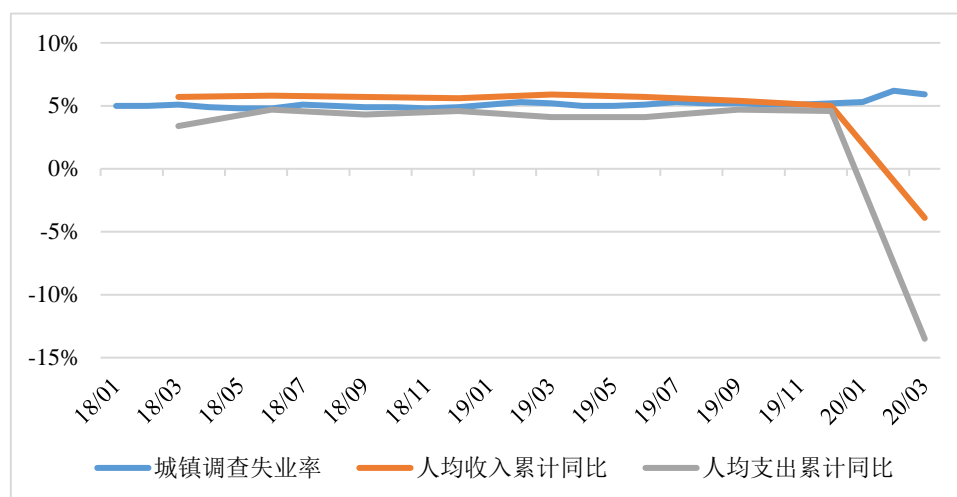
（10）居民收入下降，就业形势依然严峻

受疫情影响，当前部分企业生产经营出现困难，有的甚至开始裁员，今年稳就业任务十分艰巨。3月全国城镇调查失业率为5.9%，比2月下降0.3个百分点，就业情况较2月有所改善，但是这个数据并不包含农村就业人口和农民工，因此全社会面临的就业形势可能更加严峻。近期政策频发促进就业，中共中央政治局17日召开会议，会议首次强调保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，六方面“保”的工作，与对当前形势的判断密不可分，且将保居民就业、保基本民生分别居于前两位。国新办举行的吹风会上表示“当前部分企业物流受限、原材料供应短缺、资金压力比较大，生产经营困难增加，稳岗压力加大，出现了减员裁员苗头”。教育部统计今年高校毕业生将达到874万人，创历史新高，加上往届离校未就业毕业生，毕业生群体就业压力本来就比较大，叠加疫情对在职企业影响，整体看，就业形势依然严峻，3月18日，国务院办公厅印发《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》，通过减免企业养老、失业、工伤等费用来达到减轻企业负担从而保就业。后期保就业措施或将不断落地。

从“六稳”到强调“六保”，政策更加重视保障就业和基本民生，居民有工作就有收入，有收入才能有消费，经济发展才有基础。2020年一季度居民收入同比实际下降3.9%，下降幅度小于GDP增速。从细分项看，一季度全国居民人均工资性收入4896元，增长1.2%；人均经营净收入1376元，下降7.3%；人均财产净收入741元，增长2.7%；人均转移净收入1548元，增长6.8%。工资收入与转移收入是支撑居民收入的主要因素，一方面政府对低收入人群的补助使得居民收入有一定的支撑，另一方面居民收入统计的是城镇常住人口，因疫情返乡而失业的人群不在统计范围，因此会造成部分的统计偏差，实际收入可能下降更多。

居民支出实际同比下降 13.5%，下降幅度远超过居民收入，二者之间的缺口进一步扩大，超过 2008 年金融危机期间。从历史数据看，居民收入增速平均高于支出增速 2-4 个百分点，但 2020 年一季度二者的缺口高达 9.6 个百分点，显示了在收入增速下降叠加就业形势严峻的情况下，居民消费支出更加谨慎的心态，一季度居民存款大幅上升可以印证这一分析。

图 14：失业率及居民收入、支出情况



数据来源：Wind，联合资信整理

二、区域、行业运行特征

受疫情影响，全国各地区经济增长均受到影响。从工业增加值累计值看，一季度全国 31 个省份中，仅有新疆和宁夏实现正增长，主要是由于这两个地区疫情较轻，对经济的影响较小，受疫情影响最严重的湖北省，工业增加值累计同比下降 45.8%，创历史最低值；从居民消费价格看，全国有 10 个省份同比涨幅超过全国水平，湖北 6.3% 领涨全国，山西涨幅持平全国，其余省份通胀低于全国水平，此外，北京、河北、天津等 17 个省份 1-3 月 CPI 同比涨幅出现连降；财政收入方面，一季度政府财政收入累计下降 14.3%，收支缺口进一步扩大，从公布数据的 17 个省份看，财政累计收入均出现下降，累计支出中仅山西有所增加，其他 16 个省份均为下降。

表 1：2020 年一季度区域部分宏观数据

城市	工业增加值		CPI		PPI	财政收入		财政累计支出
	当月同比(%)	累计同比(%)	同比(%)	环比(%)	同比(%)	累计同比(%)	当月同比(%)	同比(%)
全国	-1.10	-8.40	4.30	-1.20	-1.50	-14.30	-26.11	-5.70
北京	-13.00	-14.70	3.20	-0.70	0.40	-11.00	-21.19	-0.87
天津	-15.90	-16.00	3.50	-0.70	-3.50	-16.30	-43.06	-10.28
河北	3.00	-4.80	3.80	-1.10	-2.00	-	-	-
山西	9.00	-3.50	4.30	-0.80	-2.10	-	-	-
内蒙古	0.10	-2.90	3.20	-0.80	0.20	-	-	-
辽宁	-9.90	-8.50	4.00	-1.10	-2.50	-16.90	-28.93	-6.49
吉林	-2.90	-12.20	4.10	-1.00	-0.90	-11.90	-10.26	-13.84
黑龙江	-5.50	-8.60	4.40	-0.90	-5.40	-	-	-
上海	-13.00	-17.70	2.80	-0.80	-1.20	-16.90	-	-
江苏	5.00	-7.80	4.20	-1.10	-1.80	-9.00	-20.65	-
浙江	1.30	-10.20	3.50	-1.30	-2.40	-	-	-
安徽	6.20	-5.30	4.00	-1.50	-1.00	-	-	-
福建	3.60	-6.80	3.90	-1.10	-0.60	-	-	-
江西	7.80	-6.10	3.90	-1.50	-2.20	-	-	-
山东	1.70	-5.80	4.80	-1.00	-1.60	-	-	-
河南	2.50	-6.80	4.80	-1.10	-0.30	-16.00	-24.35	-6.25
湖北	-46.90	-45.80	6.30	-0.80	-0.20	-47.58	-82.82	-14.05
湖南	6.10	-2.10	4.00	-1.20	-1.70	-5.60	-	-16.66
广东	-4.70	-15.10	4.90	-1.80	-0.40	-8.40	-10.15	-
广西	-1.00	-8.80	5.00	-1.40	-0.90	-2.80	7.87	5.10
海南	-7.70	-9.70	5.20	-1.90	-5.10	-	-	-5.47
重庆	7.50	-10.60	4.20	-2.20	-0.90	-23.20	-41.38	-7.11
四川	5.50	-0.90	5.70	-1.80	-0.80	-	-	-
贵州	12.90	-1.90	4.60	-1.40	-1.50	-11.40	-34.00	-26.92
云南	-1.30	-3.00	5.30	-1.20	-1.60	-5.30	-21.15	-10.90
西藏	-1.70	-9.30	2.80	-0.50	0.40	-	-	-
陕西	4.60	-3.00	3.90	-1.50	-4.30	-18.00	-1.79	-13.13
甘肃	-6.70	-4.40	2.70	-0.70	-5.00	-16.00	-37.14	-7.29
青海	9.00	-0.30	3.70	-0.90	-2.90	-	-	-
宁夏	9.00	0.60	2.50	-0.90	-4.00	-16.90	-23.93	-7.10
新疆	7.20	2.20	2.40	-0.90	-6.70	-	-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

上游煤炭生产由降转升，一季度累计增长 2.13%，3 月单月同比增长 13.04%，日均耗煤量虽有上升，但依然低于去年同期值，产量上升而需求下降，导致库存被动增加，价格同比下降（同比下降 6.43%）。中游钢材、水泥产量累计同比继续下滑，下滑幅度较 1-2 月进一步扩大，价格环比继续走低，二季度随着基建的发力，钢材、水泥的需求上升，产量或将由负转正，价格环比或将上涨。下游房地产竣工面积累计下降幅度收窄，3 月看房人数增加导致房价小幅反弹，环比上涨 0.14%，销售增加导致待售面积环比下降，但与去年同期相比依然处于补库存阶段；汽车产业复工率上升，产量降幅收窄，3 月汽车销量增加，汽车库存环比下降 1.51%，表明汽车消费优惠政策的刺激发挥了部分效用，汽车库存同比增速自 2019 年一致处于负增长的状态，表明了需求不足的状态下生产商主动去库存。

表 2：一季度行业运行数据

行业	累计同比 (%)		库存			价格指数		
				同比 (%)	环比 (%)		同比 (%)	环比 (%)
房地产	竣工面积	-15.79	累计待售面积	2.09	-0.52	百城住宅	2.95	0.14
原油	表观消费量	-	美国原油库存	4.78	0.64	布伦特原油期货	-49.68	-39.21
运输业	货运量	-		-	-		-	-
水泥	产量	-23.63		-			4.32	-4.88
钢材		-0.61		-	-		-9.46	-1.74
煤炭		2.13	秦皇岛港口库存	4.93	15.29		-6.43	-0.93
汽车		-44.60	汽车库存	-19.20	-1.51		-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策及二季度经济前瞻

1、宏观政策积极对冲疫情对经济的负面影响，推动经济恢复正常运行

一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，我国宏观政策积极应对，及时出台更加积极有为的财政政策和更加灵活稳健的货币政策，将稳就业放在更加突出的位置，统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，帮助促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面冲击。4月17日政治局会议分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。会议首次强调保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，从“六稳”到强调“六保”的工作，显示了当前稳定经济的重要性，“要坚持稳中求进工作总基调”。“六保”中最核心的一点就是更加重视保障就业和基本民生，在疫情可能长期存在的条件下推进复工复产、复商复市，更精准应对疫情带来的挑战。本次会议中，保居民就业、保基本民生分别居于前两位。

（1）积极的财政更积极

财政政策方面，明确积极的财政政策要更加积极有为，提前下达地方政府专项债券额度，及时出台了大规模阶段性税费减免政策。3月31日国常会提出进一步增加地方政府专项债规模，扩大有效投资补短板、加快重大项目和重大民生工程建设；同时加大对困难群体相关补助政策力度、确定三条汽车消费减免奖补政策，从投资、消费两方面扩大内需。4月17日的政治局会议上，对于赤字率的描述是“提高财政赤字率”，删除了“适当”二字，或表明2020年赤字率或将超过3%这一限制，同时还提出“提高专项债发行额度”“发行特别国债”等措施。而从国债发行的角度看，今年的国债发行呈现“下达更快、规模更大”的特点。

在减税降费方面，将采取对小微企业和个体工商户减免增值税、提高部分产品出口退税率、延长交通运输和餐饮住宿等企业亏损结转年限、阶段性减免企业社保费、缓缴住房公积金、免收收费公路通行费、

降低企业用电用气价格等措施，加上去年减税降费政策翘尾，这些可为企业减负 1.6 万亿元。为深入推进西部大开发、稳定企业长期发展预期，对 2020 年底到期的对设在西部地区的国家鼓励类产业企业减按 15% 税率征收企业所得税政策，延长实施期限。

（2）运用多种货币政策工具，促进实体经济发展

货币政策方面，运用降准、降息、再贷款等运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行。本季度连续三次增加了 1.8 万亿元再贷款再贴现专用额度，同时下调了支农再贷款、支小再贷款利率，主要是用于支持地方的法人银行、中小银行更好地发放小微企业贷款，支持小微企业生存发展；4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，2008 年从 0.99% 下调至 0.72% 后，推动银行增加信贷投放。此次定向降准分共计可释放长期资金约 4000 亿元，平均每家中小银行可获得长期资金约 1 亿元，有效增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，还可降低银行资金成本每年约 60 亿元。4 月 20 日，贷款市场报价利率（LPR）1 年期下降 20 个基点至 3.85%，5 年期以上下降 10 个基点至 4.65%，这是 2019 年 8 月央行改革完善 LPR 形成机制以来，两个期限的 LPR 单月最大降幅，LPR 非对称的下降体现了货币政策的灵活适度，将有助于推动贷款利率的下降，从而降低企业的贷款成本。

在债券市场融资方面，监管部门支持银行尤其是中小银行发行小微金融债，筹集资金专项用于发放小微企业贷款，央行预计今年可能要发行近 3000 亿的规模；支持中小银行在债券市场上发行二级资本债、永续债，增强中小银行资本实力，缓解资本约束，提升小微企业贷款投放能力；推动各地政府的融资担保机构，尽可能取消反担保要求、降低担保费率和贷款门槛、提高担保放大倍数，更加便利商业银行给中小微企业发放贷款；支持商业银行尤其是大型商业银行做一些内部调整，安排专门的信贷额度，加强内部考核联动，落实尽职免责管理要求等，这些措施对于商业银行提升小微企业金融服务能力起到比较显著的作用。此外，央行还联合银保监会出台临时性延期还本付息政策，为企业融资保持良好信用记录及后续贷款提供了政策支持。

2、二季度经济前瞻

4 月 17 日政治局会议上强调当前经济发展面临的挑战前所未有，未提及经济社会发展和全面建成小康社会的“目标任务”，对经济总量增长表述有所淡化，对经济增长底线的容忍度提高，也间接的表明了当前经济形势较为严峻。具体看，二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。一季度，面对新冠肺炎疫情的

严重冲击，经济出现负增长，消费、投资及进出口均出现下降。生产端恢复快于需求端造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观的预期形成的消费主观下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平；此外，海外疫情的爆发导致全球经济及贸易可能出现负增长，直接影响出口增速。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力。

（1）稳增长基建托底

从近期的政策意图以及3月以来审批的项目来看，本轮政策的目的重在“稳经济”，而非是走上以前“刺激”的老路，且表现出“重基建，轻房产”的特征。在4月17日的政治局会议中，重申“房住不炒”的方针，但同时提出“促进房地产市场平稳健康发展”，因此二季度，基建成为经济的主要托底手段，房地产的相关政策目的只是稳定其市场发展，防止房地产泡沫破裂进而引发更严重的经济危机。

房地产投资或将转正。作为固定资产投资的主要支柱，一季度房地产依然表现亮眼，同比下降7.7%，下降幅度最小。二季度房地产增速或将转正，为了扩大内需，政策将城镇老旧小区改造纳入专项债的投资范围，老旧小区改造短期内可以快速带动投资增量，成为经济增长的新动能。4月14日，国务院常务会议部署加大城镇老旧小区改造力度。会议指出，推进老旧小区改造，是改善居民居住条件、扩大内需的重要举措。今年各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，比去年增加一倍。从2019年开始，国家发改委、财政部已经安排了中央补助资金，同时鼓励社会力量参与，带动社会投资的增加。且从2月以来，为了保持房地产市场的平稳运行，多地通过放宽土地限制、预售要求，提供融资支持等方式，对房企纾困；部分地方对居民提供购房补贴和公积金支持，加大人才政策优惠、放宽购房户籍约束，积极提振居民的购房需求。但对房地产大的调控方向并未改变，防止“地产热”的再次出现。二季度，预计房地产会“因城施策”，促进房地产平稳发展的同时也防止违规资金进入出现过热，在老城改造项目的带动下叠加对房企的纾困政策，房地产投资增速有望转正，但2009年或2015年类似的大规模房地产投资不会重现。

基建投资或将发力。4月17日政治局会议上强调，要加强传统基础设施和新型基础设施投资、扩大民间投资和居民消费，当前内需不足、外需萎缩、失业率高企的情况下，居民消费及制造业投资均受到掣肘，基建或称为主要的发力方向。3月11日国常会议再次提前下达下一批专项债额度，加上前面下达的，共计12900亿元。3月发改委项目申报规模达30.4万亿元，显著高于前2个月均6.1万亿元，及去年单月最高22.8万亿元，基建项目明显加速。二季度在政策的支持下，基建投资复苏进程会加快。但同时要注意到，在财政加码的同时，防范地方债务风险的要求并未放松，2月以来，央行、财政部等多次强调，要在推进项目建

设的同时防范地方债务风险。近些年，随着经济发展的同时，地方政府的杠杆在不断提升，持续抬升的杠杆对经济行为和政策空间的压制逐步凸显，2019 年以来城投平台融资以“借新还旧”为主，一定程度上制约了地方维稳的压力。

制造业前景不明朗。2019 年制造业投资增速一直较为低迷，2019 年全年，制造业投资累计增长 3.1%。受疫情影响，2020 年一季度制造业增速创下历史新低，制造业中出口占比较大，外贸的不景气对我国的制造业形成较大的冲击，疫情在全球范围的扩散，使得 2020 年全球贸易受到严重冲击，IMF 预测，2020 年全球贸易出现负增长，外贸的不确定性将会打击制造业投资的热情。另一方面，工业生产者价格指数持续下降，叠加需求市场不景气，库存被动增加，企业利润空间继续收缩甚至形成亏损，客观上降低制造业投资。

（2）二季度消费低位运行

在外部经济增长可能进入负增长的情况下，扩大内需成为经济的主要方向，而其中消费就是一大推动因素，不少地区推出以发放消费券的方式刺激居民消费。短期看，该种方式能够推动居民的消费增长，但长期看，在经济增长放缓、就业压力较大的情况下，单纯的刺激消费并不能根本的解决消费低迷的情况，收入不能保障的情况下居民的消费意愿不会太强，因此预计二季度消费大概率是低位运行。从数据上看，2 月下旬以来需求端逐渐恢复，但未出现报复性消费。商务部统计，百货商场的零售额恢复速度较慢，仅为上年同期的 50%左右，一方面是由于疫情防控措施以及居民对自身感染疫情的担忧，使得居民外出消费意愿不强；另一方面，居民收入下降产生的对未来生活的担忧使得边际消费下降。中百协秘书长预计零售企业销售额整体恢复到正常水平最起码要到 6 月之后。而美团调查数据显示，3 月商户的复工率自 2 月底的 50%提升到 80%，消费复苏率提升至 50%，距离正常水平仍有一定的差距，显示需求端恢复较慢。从汽车消费的高频数据看，截至 4 月 19 日，乘用车厂商批发量实现同比正增长 6%，零售量同比降幅收窄至-0.5%，较 3 月情况大有好转。随着复工复产的进程，在消费券等形势的刺激下，二季度消费较一季度会有较大程度的好转。

从逻辑上看，经济增长对居民消费具有一定的领先性，当经济过冷时，居民表现为谨慎消费。一季度居民收入与 GDP 增速分化，主要是由于政府对居民的“让利”，但是由于对经济悲观的预期以及失业情况的担忧，居民部门资金流动未形成最终需求，更多的是转移到存储，一季度居民存款大幅上升就是证据，居民边际消费倾向较弱。展望二季度，经济复苏缓慢、疫情尚未完全结束、就业形式依然严峻，消费在政策的促进下，较一季度环比会有较为明显的上升，但同比增速难以达到去年同期水平。

（3）二季度出口形势不容乐观

一季度，我国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元人民币，比去年同期下降 6.4%。展望二季度进出口形势不容乐观。出口方面，受疫情影响，海外经济出现或将出现负增长，从国际货币基金组织（IMF）公布的最新经济预测来看，2020 年全球经济增长将会下降到-3%。其中，发达经济体下降幅度将达到 6.1%，美国下降 5.9%、欧盟下降 7.1%；新兴市场和发展中经济体增长率下降 1%。海外经济不景气直接影响到海外需求，从而造成我国出口增速下降。从产业链角度看，我国制造业在全球产业链中处于中下游位置，全球活动的停滞，将直接影响制造业产业链的上端供给，从而影响我国制造业的生产。二季度外贸企业的困境将从停工停产转向订单下降，外贸转内供将是二季度政策对外贸企业的主要支持方向。二季度出口增速或将进一步下降。

进口方面，从 3 月制造业 PMI 看，生产端的恢复快于需求端，内需的扩大需要进一步的政策刺激。我国企业外贸转内销承担部分国内需求，叠加海外疫情影响造成的海外产品进出境困难，二季度我国进口增速或将继续下降。