

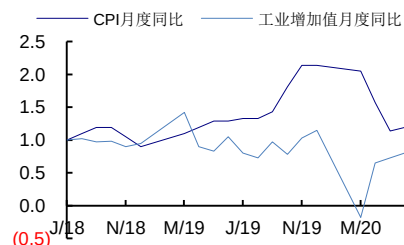
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观专题报告

2020 年 07 月 29 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	-3.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《宏观经济专题研究: 2020 年补偿性增长分析——再论疫情后经济增长(二)》——2020-05-28
 《宏观经济专题研究: 历史上的两会——总量篇》——2020-05-28
 《宏观专题报告: 下半年补偿性增长的潜力仍在》——2020-07-02
 《2020 年中期宏观经济报告: 复苏未尽》——2020-07-04
 《宏观经济专题研究: 补偿性增长的历史经验——再论疫情后经济增长(一)》——2020-05-22

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观专题

莫高看存货变动对经济增长的影响

● 二季度国内资本形成总额同比增速或达到 10% 以上

根据国家统计局公布的数据, 二季度国内最终消费、资本形成总额对实际 GDP 同比的拉动分别为-2.35、5.01 个百分点。考虑到最终消费在 GDP 中的占比约为 50%-60%, 资本形成总额占比约为 40%-50%, 按此估计, 二季度最终消费不变价金额同比落在[-4.70%, -3.92%]之间, 资本形成总额不变价金额同比落在[10.02%, 12.53%]之间。二季度国内资本形成总额不变价金额同比大概率已经超越了 10%。

● 二季度资本形成总额同比增速明显上升并非源于存货增加

二季度国内固定资产投资完成额同比增速仅约为 3.6%, 考虑到二季度 PPI 同比约为-3.3%, 二季度剔除价格后的固定资产投资完成额实际同比可能在 7% 左右, 按此估计, 二季度国内资本形成总额不变价金额同比大于固定资产投资完成额实际同比的幅度仍超过 3 个百分点。

固定资产投资完成额与资本形成总额中的固定资本形成总额相关, 与存货变动无关, 因此有可能因为二季度存货变动对经济增长构成了极大的贡献从而推高了资本形成总额不变价金额同比, 但我们通过以下两个方面的考察, 基本否定了这种可能性, 即二季度国内资本形成总额同比的大幅抬升并非源于存货增加, 应该全部是来自固定资本形成总额同比增速的明显上行。

首先, 从经济逻辑上来讲, 存货可以看作市场交易成本中的一份子, 因为存货增加需要企业付出额外的资金成本、仓储成本、管理人员成本等等, 而信息技术的发展极大地降低市场的交易成本, 其中也包括了存货, 我们看到近几年, 随着信息技术的发展, 存货变动对经济增长的贡献确实是越来越小的。2019 年资本形成总额中的存货增加占比已降至 1.5%, 因此要抬升资本形成总额同比 1 个百分点, 需要存货增加同比上升幅度高达 60 个百分点以上, 二季度在疫情逐渐消退后还有这种幅度的交易成本抬升是很难想象的。

其次, 我们看到二季度工业品存货、产成品库存累计同比均较一季度大幅下降, 2020 年二季度中国仓储指数期末库存同比较一季度亦明显回落, 这些指标表明二季度存货增加同比增速更应该是明显下降而不是大幅上升。

● 资本形成总额同比超越固定资产投资完成额的现象未来或延续

2017 年起, 国内资本形成总额实际同比增速就持续高于固定资产投资完成额实际同比, 2017、2018、2019 年国内资本形成总额实际同比增速高于固定资产投资完成额实际同比的幅度分别为 4.7、6.0、1.7 个百分点, 而 2017-2019 年存货增加同比分别为 19.0%、-8.9%、-24.4%, 持续回落, 不构成资本形成总额同比向上的支撑力量。

2020 年二季度国内资本形成总额不变价同比高于固定资产投资完成额实际同比并非特殊情形, 而是 2017 年以来一直在发生的事情, 很可能是对国内新旧动能切换的一种反映, 未来这种状况或继续延续。

内容目录

莫高看存货调整对经济增长的影响.....	4
二季度国内资本形成总额同比增速或达到 10%以上.....	4
统计局关于资本形成总额的指标解释.....	4
二季度资本形成总额同比增速明显上升并非源于存货增加.....	5
固定资本形成总额与固定资产投资完成额统计口径差异的分析.....	7
资本形成总额同比超越固定资产投资完成额的现象未来或延续.....	8
国信证券投资评级.....	10
分析师承诺.....	10
风险提示.....	10
证券投资咨询业务的说明.....	10

图表目录

图 1: 二季度支出法 GDP 中资本形成总额的拉动达到 5 个百分点, 远超去年水平	4
图 2: 2019 年资本形成总额中的存货增加占比已降至 1.5%	6
图 3: 2020 年二季度工业品存货与产成品库存累计同比均较一季度大幅下降	6
图 4: 2020 年二季度中国仓储指数期末库存同比较一季度亦明显回落	7
图 5: 2020 年二季度土地购置对固定资产投资完成额同比拉动较一季度明显上升	8
图 6: 2017 年起, 国内资本形成总额同比增速就持续高于固定资产投资完成额同比 ..	9
图 7: 2017-2019 年, 国内资本形成总额中的存货增加同比持续下行	9

未找到图形项目表。

莫高看存货调整对经济增长的影响

二季度国内资本形成总额同比增速或达到 10%以上

根据国家统计局公布的数据，二季度国内最终消费、资本形成总额、净出口对实际 GDP 同比的拉动分别为-2.35、5.01、0.53 个百分点，较一季度分别抬升 2.01、6.48、1.51 个百分点。

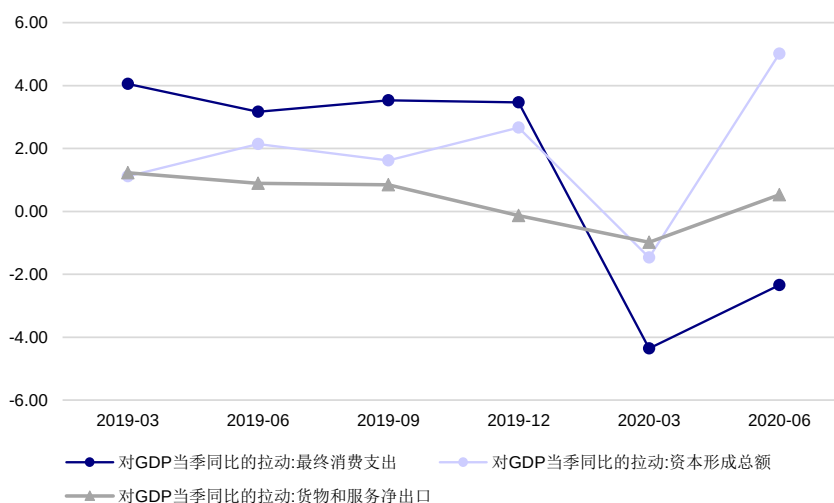
2019 年四个季度最终消费、资本形成总额、净出口对实际 GDP 同比的拉动平均值分别为 3.56、1.89、0.71 个百分点。

从 2020 年二季度三大需求对实际 GDP 同比的拉动与 2019 年四个季度的平均值比较来看，2020 年二季度最终消费、净出口的拉动低于 2019 年平均值约 5.90、0.18 个百分点，而资本形成总额的拉动高于 2019 年平均值达到 3.13 个百分点。

考虑到最终消费在 GDP 中的占比约为 50%-60%，资本形成总额占比约为 40%-50%，按此估计，国内一季度最终消费不变价金额同比落在[-8.72%,-7.27%]之间，资本形成总额不变价金额同比落在[-3.65%,-2.92%]之间；国内二季度最终消费不变价金额同比落在[-4.70%,-3.92%]之间，资本形成总额不变价金额同比落在[10.02%,12.53%]之间。

因此，二季度国内资本形成总额不变价金额同比大概率已经超越了 10%。

图 1：二季度支出法 GDP 中资本形成总额的拉动达到 5 个百分点，远超去年水平



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

统计局关于资本形成总额的指标解释

根据国家统计局给出的统计指标解释，资本形成总额指常住单位在一定时期内获得减处置的固定资产和存货的净额，包括固定资本形成总额和存货变动两部分。

其中固定资本形成总额指常住单位在一定时期内获得的固定资产减处置的固定资产的价值总额。固定资产是通过生产活动生产出来的，且其使用年限在一年以上、单位价值在规定标准以上的资产，不包括自然资源、耐用消费品、小型工器具。固定资本形成总额包括住宅、其他建筑和构筑物、机器和设备、培育性生物资源、知识产权产品（研发支出、矿藏的勘探、计算机软件）的价值获得减处置。

存货变动指常住单位在一定时期内存货实物量变动的市场价值，即期末价值减期初价值的差额，再扣除当期由于价格变动而产生的持有收益。存货变动可以是正值，也可以是负值，正值表示存货上升，负值表示存货下降。存货包括生产单位购进的原材料、燃料和储备物资等存货，以及生产单位生产的产成品、在制品和半成品等存货。

二季度资本形成总额同比增速明显上升并非源于存货增加

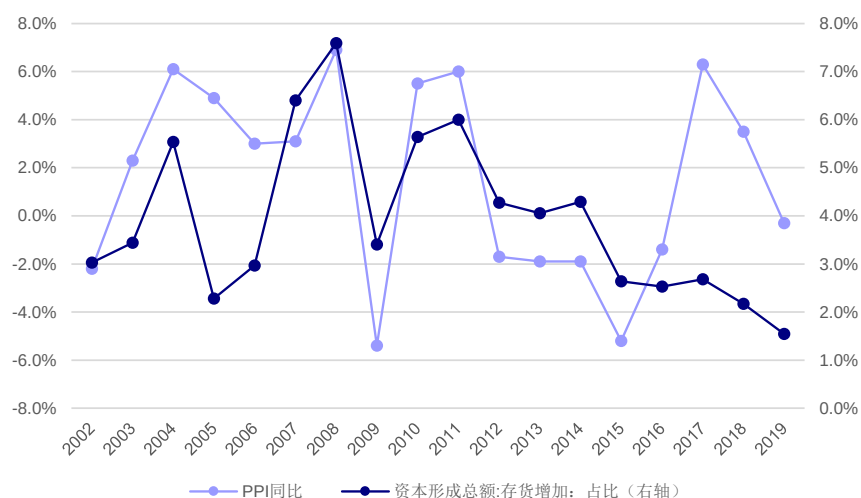
根据国家统计局发布的固定资产投资完成额数据，可以计算得到，二季度国内固定资产投资完成额同比增速仅约为 3.6%，明显低于二季度国内资本形成总额不变价金额同比。考虑到二季度 PPI 同比约为-3.3%，二季度剔除价格后的固定资产投资完成额实际同比可能在 7%左右，按此估计，二季度国内资本形成总额不变价金额同比大于固定资产投资完成额实际同比的幅度仍超过 3 个百分点。

固定资产投资完成额与资本形成总额中的固定资本形成总额相关，与存货变动无关，那二季度国内固定资产投资完成额同比增速明显低于资本形成总额不变价金额同比增速，是否表明二季度存货变动对经济增长构成了极大的贡献从而推高了资本形成总额不变价金额同比呢？我们通过以下两个方面的考察，基本否决了这种可能性，即二季度国内资本形成总额同比的大幅抬升并非源于存货增加，应该全部是来自固定资本形成总额同比增速的明显上行。

首先，从经济逻辑上来讲，存货其实可以看作市场交易成本中的一份子，因为存货增加需要企业付出额外的资金成本、仓储成本、管理人员成本等等，而信息技术的发展可以极大地降低市场的交易成本，其中也包括了存货，我们看到近几年，随着信息技术的发展，存货变动对经济增长的贡献确实是越来越小的。

从每年存货增加金额占整体资本形成总额金额比例来看，2019 年资本形成总额中的存货增加占比已降至 1.5%，存货增加占资本形成总额的比例非常小，若存货增加要引发资本形成总额同比上升 1 个百分点，则存货增加本身的同比可能需要有超过 60 个百分点的上升幅度。二季度资本形成总额不变价金额同比高于固定资产投资完成额实际同比增速超过 3 个百分点，若都是由存货增加带动的，则意味着二季度存货增加同比增速要较一季度上升超过 180 个百分点。二季度在疫情逐渐消退后还有这种幅度的交易成本抬升是很难以想象的。当然，当季的存货增加占资本形成总额的比例可能大于 2019 年全年的 1.5%，但超出的幅度应该不会太大，对存货增加同比增速的上升幅度要求仍然是非常高的。

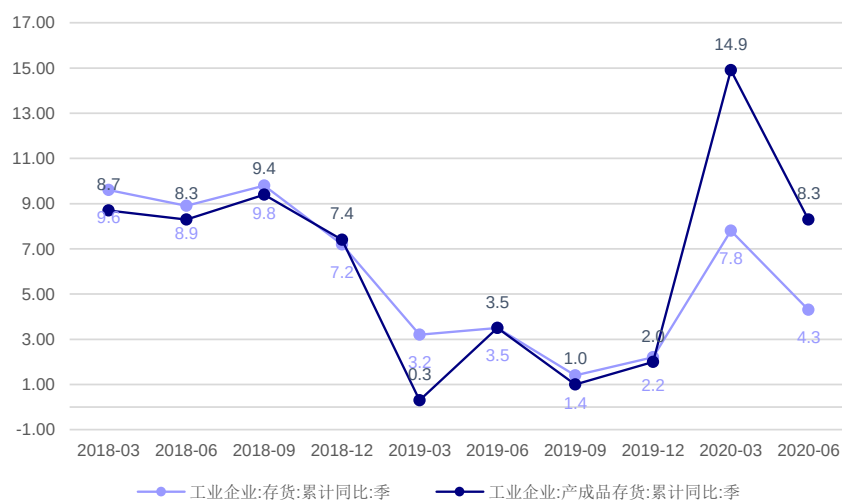
图 2：2019 年资本形成总额中的存货增加占比已降至 1.5%



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

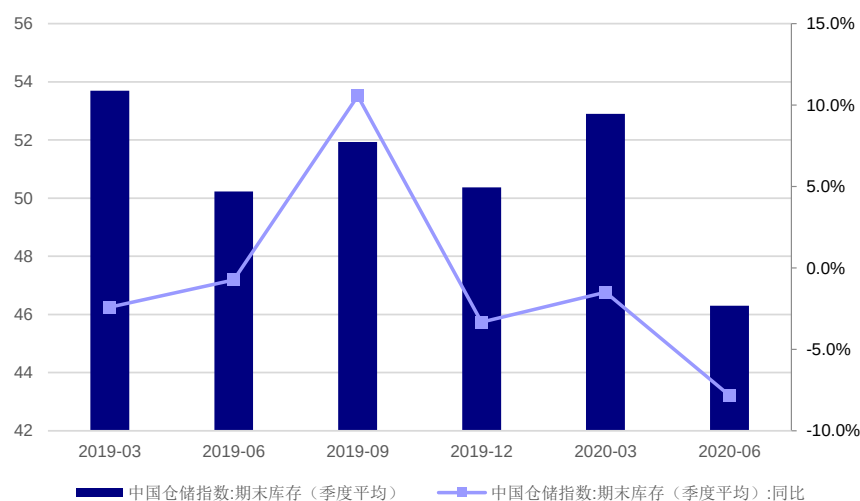
其次，我们看到二季度工业品存货与产成品库存累计同比均较一季度大幅下降，2020 年二季度中国仓储指数期末库存同比较一季度亦明显回落，这些指标表明二季度存货增加同比增速更应该是明显下降而不是大幅上升。

图 3：2020 年二季度工业品存货与产成品库存累计同比均较一季度大幅下降



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 4：2020 年二季度中国仓储指数期末库存同比较一季度亦明显回落



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

固定资本形成总额与固定资产投资完成额统计口径差异的分析

通过上述分析，二季度资本形成总额不变价金额同比增速大幅上行大概率并非源于存货变动，相反，从同比变动角度看，二季度存货变动对资本形成总额构成的是负贡献，因此，二季度资本形成总额中的固定资本形成总额不变价金额同比增速应该明显超过了 10%，才能拉动资本形成总额同比增速超过 10%。

二季度剔除价格后固定资产投资完成额约为 7% 左右，因此二季度资本形成总额中的固定资本形成总额不变价金额同比应明显超越固定资产投资完成额实际同比增速。

从统计局的指标解释来看，固定资本形成总额与固定资产投资完成额统计口径的差异可能表现在如下方面：

首先，固定资产形成总额指常住单位在一定时期内获得的固定资产减处置的固定资产的价值总额，固定资产投资完成额指在一定时期内全社会建造和购置固定资产的工作量以及与此有关费用的总称。固定资产形成总额在统计中要减去处置的固定资产，而固定资产投资完成额没有减去处置的固定资产。

其次，固定资产形成总额不包括自然资源，例如土地等，而固定资产投资完成额的其他费用中包含了土地的货币价值。

此外，在统计局的指标解释中，固定资产形成总额包含知识产权产品（研发支

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3533

