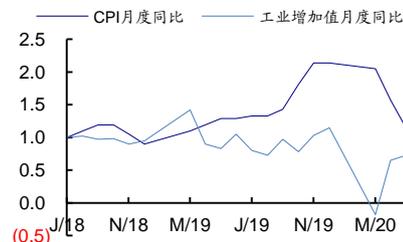


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	-6.30
社零总额当月同比	-2.80
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
 《宏观经济专题研究: 综合内外需影响, 二季度GDP同比可能达到7%以上》——2020-03-27
 《2020年二季度宏观经济报告: 这是最好的时期, 这是最好的时期》——2020-04-21
 《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

下半年补偿性增长的潜力仍在

● 储蓄倾向抬升或源于疫情不确定性而非收入分配不均衡

首先, 疫情期间国内经济增长大幅受挫, 一季度GDP同比较去年四季度回落12.8个百分点, 而以此同时, 国内失业率的抬升幅度非常有限, 这意味着疫情期间国内在创造财富过程中, 拥有资本的一方遭受的损失明显大于拥有劳动力的一方, 而我们知道, 高收入人群基本聚集在拥有资本的一方, 在此情况下, 收入分配实际上是向中低收入人群倾斜而非高收入人群。

其次, 疫情发生以来, 国内政府一直在实施较为积极的向低收入人群倾斜的再分配政策, 这些举措输出的资金大部分应该是流向低收入人群, 而非高收入人群。

最后, 考虑到高收入人群集中在拥有较多资本的一方, 其收入高增更可能是因为某些资产价格大幅上涨, 而疫情发生以来, 我们并未看到国内发生这种现象。

因此, 我们认为2020年疫情发生以来城镇居民收入增长远高于消费支出增速, 大概率是中低收入人群的储蓄倾向明显抬升的结果, 其储蓄倾向明显抬升的主要原因就是疫情给未来收入的增长带来了巨大的不确定性。随着经济逐渐复苏, 中低收入人群对未来收入的不确定性也将逐渐降低, 今年以来居民额外的预防性储蓄会逐渐转化为消费力, 推动消费的补偿性增长。

● 国内消费与投资环比走势展望

三季度国内消费与投资环比或持续强于2019年的水平。

首先, 截至5月份, 国内社会消费品零售总额同比增速仍为负增长, 考虑到上半年额外的预防性储蓄构成下半年消费的补偿性增长来源, 后续在消费的补偿性增长加持下, 其同比有望持续回升至正值, 这意味着后续社会消费品零售总额环比会持续高于2019年同期环比水平。

其次, 截至5月份, 国内基建投资同比增速为10.9%, 而若全年基建投资同比为10%, 则要求下半年同比增速超过16%, 若全年基建投资同比增速为15%, 则要求下半年同比增速超过20%, 可见后续基建投资同比仍然有较大的上升空间, 这意味着后续基建投资环比会持续高于2019年同期环比水平。5月国内旧产能制造业投资同比增速为-9.4%, 明显低于2019年全年水平0.6%, 后续仍有较大的上升空间, 这意味着后续旧产能制造业投资环比会持续高于2019年同期环比水平。此外, 当前高技术制造业工业增加值同比增速持续高于去年全年水平, 产能瓶颈进一步凸显, 下半年高技术制造业投资同比仍有进一步上升的空间, 环比亦可能持续超过去年同期水平。

● 国内GDP同比走势判断

根据对二季度和三季度GDP环比的估计, 我们预计二季度国内实际GDP同比或约为5%, 三季度实际GDP同比或落在7%-8%之间。

若没有额外的负面影响因素, 四季度GDP环比或与2019年相差不大, 2020年四季度GDP同比仍有望维持在7%左右。

内容目录

消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾	4
疫情以来居民收入同比增速持续高于消费增速.....	6
储蓄倾向抬升或源于疫情不确定性而非收入分配不均衡	8
国内消费与投资环比走势展望.....	9
国内消费环比走势考察与展望.....	9
国内投资环比走势考察与展望.....	12
国内 GDP 同比走势判断	16
二季度国内 GDP 同比判断	16
下半年国内 GDP 同比判断	18
国信证券投资评级.....	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明.....	20

图表目录

图 1: 5 月国内固定资产投资完成额同比增速接近 2019 年的水平	4
图 2: 5 月国内制造业投资同比增速明显低于 2019 年的水平	5
图 3: 5 月国内社会消费品零售总额同比增速仍明显低于 2019 年的水平	5
图 4: 5 月国内出口同比增速低于 2019 年的水平, 但幅度不大, 仍维持正增长	6
图 5: 5 月国内进口同比增速明显低于 2019 年的水平	6
图 6: 2010 年开始, 国内居民消费同比增速持续高于收入增速	7
图 7: 2020 年一季度前所未有的储蓄倾向抬升, 为后续消费增长蓄力	7
图 8: 2020 年一季度城镇登记失业率仍低于 2019 年一季度的水平	8
图 9: 2020 年一季度城镇调查失业率平均抬升低于一个百分点	9
图 10: 中国社会消费品零售总额月度环比季节性非常强	10
图 11: 中国 2020 年社会消费品零售总额月度环比与 2019 年比较	10
图 12: 中国 2020 年社会消费品零售总额季度环比与 2019 年比较	11
图 13: 中国社会消费品零售总额季度同比测算	12
图 14: 中国限额以上社会消费品零售总额 5 月同比仍低于 2019 年同比的分项	12
图 15: 中国固定资产投资完成额月度环比季节性非常强	13
图 16: 中国固定资产投资完成额月度环比与 2019 年比较	13
图 17: 中国固定资产投资完成额季度环比与 2019 年比较	14
图 18: 中国固定资产投资完成额季度同比测算	14
图 19: 中国基建投资同比增速仍有较大的上升空间	15
图 20: 中国旧产能制造业投资同比仍大幅低于去年全年水平, 仍有较大的上升空间	15
图 21: 中国高技术制造业投资同比接近去年全年水平	16
图 22: 中国高技术制造业产能瓶颈或推动投资同比增速向 20% 靠拢	16
图 23: 国内经济增长环比变动一览	17
图 24: PMI 指标显示二季度国内服务业恢复幅度大于制造业	18

消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾

今年1月新冠肺炎疫情开始在国内爆发，2月国内整体经济深度停摆，3月随着国内疫情缓和，国内经济运行逐渐向正常状态靠拢。

从需求端来看，5月固定资产投资同比增3.9%，较4月抬升3.2个百分点，低于疫情前2019年5.4%的水平约1.5个百分点；5月社会消费品零售总额同比为-2.8%，较4月抬升4.7个百分点，低于疫情前2019年8.0%的水平约10.8个百分点；5月出口同比增1.4%，较4月回落6.7个百分点，低于疫情前2019年5.0%的水平约3.6个百分点；5月进口同比为-12.7%，较4月回落2.5个百分点，低于疫情前2019年1.7%的水平约14.4个百分点。

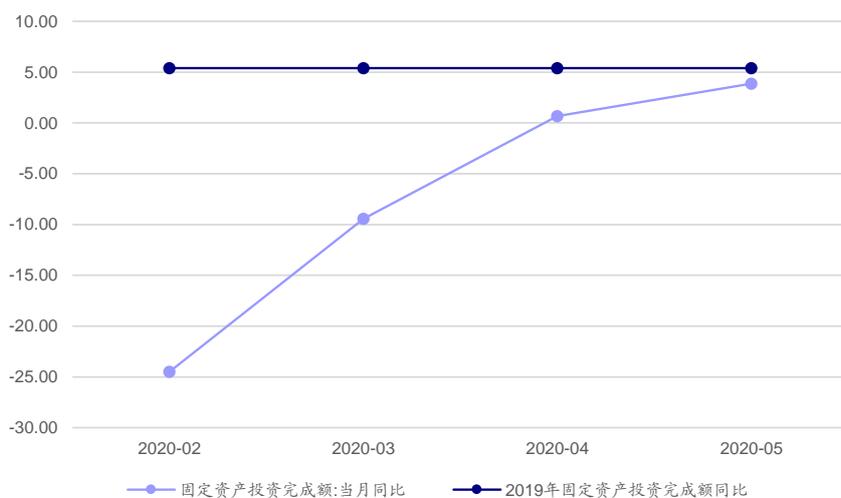
市场前期担心外需回落会给国内经济增长造成很大的负面影响，但从5月出口数据来看，国内整体出口情况仍较稳定，一方面是因为海外防疫物资需求较为旺盛，另一方面则是海外整体需求虽然大幅下降，但由于生产能力受限，海外防疫物资以外的一些产品需求也较为依赖进口。

考虑到全球每日新增确诊人数仍处于高位，现有确诊人数仍在持续上升，未来几个月海外对防疫物资的需求或仍较旺盛，有利于国内防疫物质出口增速维持高增长，此外随着国外经济活动陆续重启，海外对防疫物资以外的产品需求将逐渐恢复，预计后续国内出口增速将继续维持较稳定的格局。

实际上，以疫情前2019年全年同比为基准，则5月表现最差的经济指标是进口、社会消费品零售总额、制造业投资，三者同比增速低于疫情前2019年同比水平的幅度分别高达14.4、10.8、8.4个百分点。考虑到进口、制造业投资均与国内消费的关系非常密切，进口与制造业投资低迷的源头或主要就是国内消费的低迷。

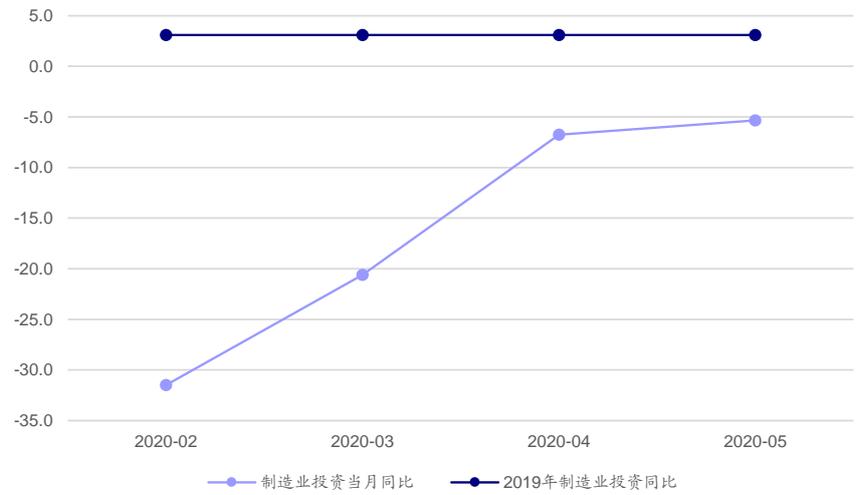
因此我们可以得出结论：消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾。一方面，消费不足直接减少了消费需求，另一方面，消费不足还造成消费相关产品生产的产能过剩，使得制造业投资难以提振，进一步拉低经济增长。

图1：5月国内固定资产投资完成额同比增速接近2019年的水平



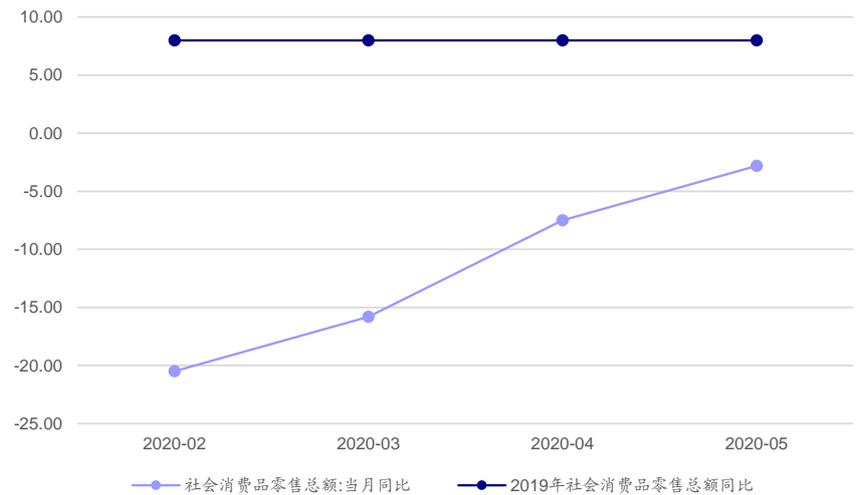
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2: 5 月国内制造业投资同比增速明显低于 2019 年的水平



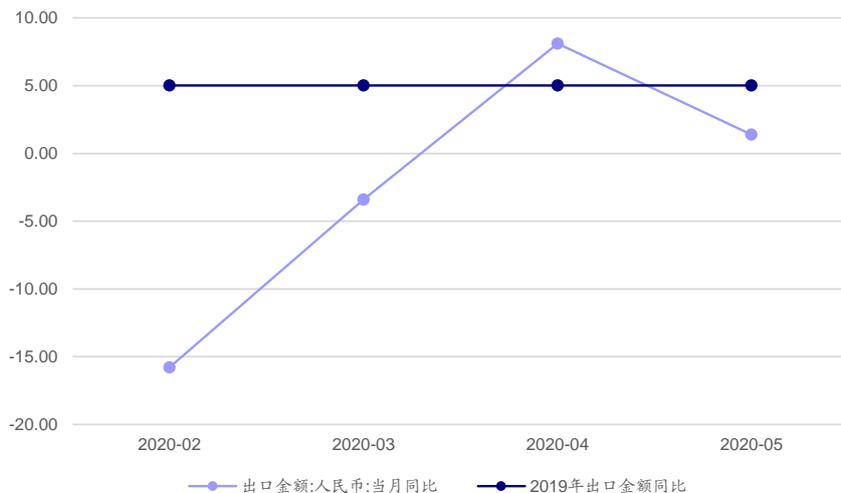
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 5 月国内社会消费品零售总额同比增速仍明显低于 2019 年的水平



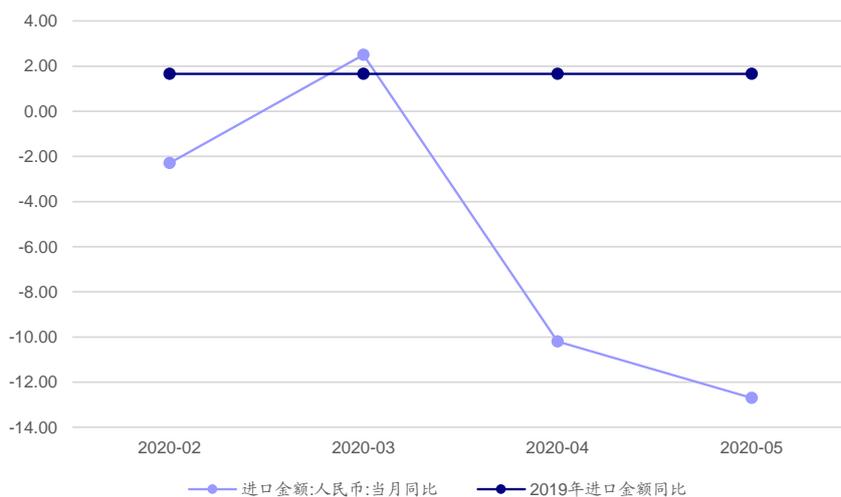
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 5 月国内出口同比增速低于 2019 年的水平, 但幅度不大, 仍维持正增长



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 5 月国内进口同比增速明显低于 2019 年的水平



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

疫情以来居民收入同比增速持续高于消费增速

从统计局公布的 2020 年一季度国内居民人均可支配收入和人均消费支出情况来看, 二者出现非常明显的不平衡状态, 居民收入增速远高于支出增速。2020 年一季度居民人均可支配收入名义增长 0.8%, 实际下降 3.9%, 人均消费支出名义下降 8.2%, 实际下降 12.5%, 居民收入与支出增速差异较大。

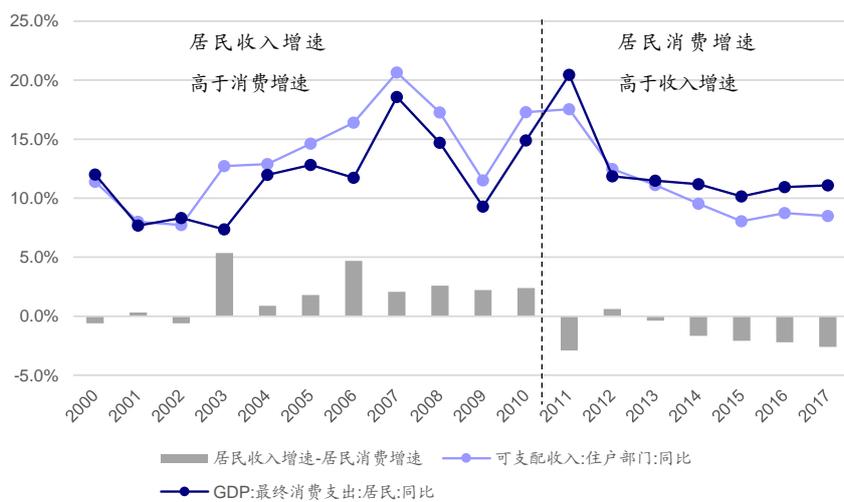
考虑到二季度以来国内经济持续修复, 因此 4、5 月国内居民的名义可支配收入增速应高于一季度的 0.8%, 而 4、5 月社会消费品零售总额同比增速仍为负值, 这表明 4、5 月国内居民可支配收入增速仍明显高于消费支出增速。

疫情以来居民收入增速明显高于消费支出增速, 特别是疫情明显缓和了之后的 4、5 月仍然如此, 这反映了居民的储蓄倾向一直还处于较高水平。

从历史上居民收入与消费支出同比增速情况来看，2010年之前，居民收入增速持续高于消费增速，但2010年之后，居民消费增速开始反超收入增速，这意味着2010年之后国内居民的储蓄倾向是在逐渐回落的，疫情的发生打断了国内居民储蓄倾向回落的进程。

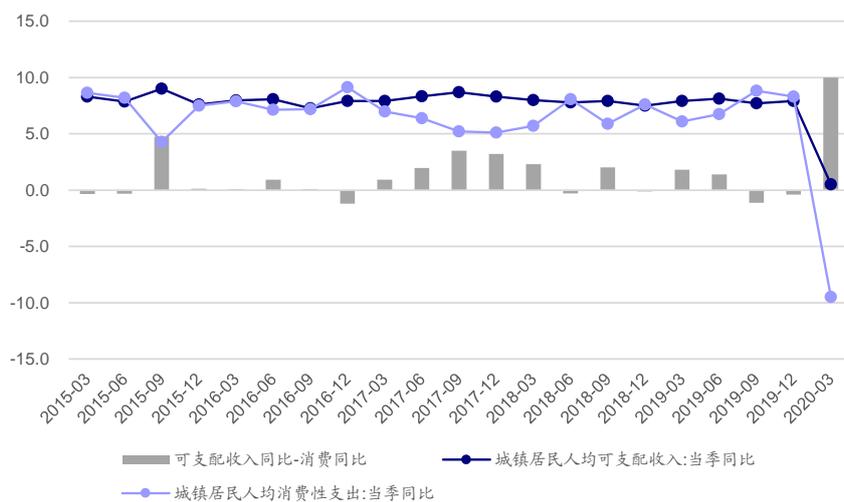
从季度的城镇居民人均可支配收入同比与消费支出同比增速对比来看，2020年一季度国内城镇居民出现了前所未有的储蓄倾向抬升，若后续储蓄倾向重新回到疫情前的水平，则当前的额外储蓄会转化为消费力，这无疑在为后续的消费增长蓄力。

图 6: 2010 年开始，国内居民消费同比增速持续高于收入增速



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 2020 年一季度前所未有的储蓄倾向抬升，为后续消费增长蓄力



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

储蓄倾向抬升或源于疫情不确定性而非收入分配不均衡

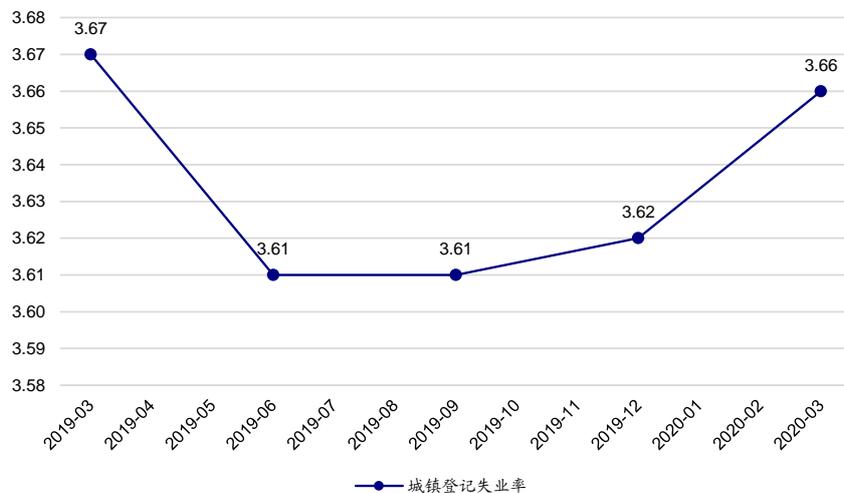
根据边际效用递减规律，高收入人群的消费倾向相对较低，而中低收入人群的消费倾向相对较高，因此相对应地，高收入人群的储蓄倾向较高，中低收入人群的储蓄倾向较低。

由于高收入人群的储蓄较多，在疫情带来不确定性时，高收入人群不太可能减少消费，额外增加储蓄。而储蓄较少的中低收入人群，在面对疫情带来的巨大不确定性时，很有可能大幅削减消费支出，增加预防性储蓄。

上述观察到的疫情以来城镇居民收入同比明显高于消费支出同比背后有没有可能是收入分配大幅度向高收入人群倾斜，因此造成整体储蓄倾向较高呢？我们认为这种可能性较低。

首先，疫情期间国内经济增长大幅受挫，一季度 GDP 同比较去年四季度回落 12.8 个百分点，而以此同时，国内失业率的抬升幅度非常有限，这意味着疫情期间国内在创造财富过程中，拥有资本的一方遭受的损失明显大于拥有劳动力的一方，而我们知道，高收入人群基本聚集在拥有资本的一方，在此情况下，收入分配实际上是向中低收入人群倾斜而非高收入人群。

图 8: 2020 年一季度城镇登记失业率仍低于 2019 年一季度的水平



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_4172

