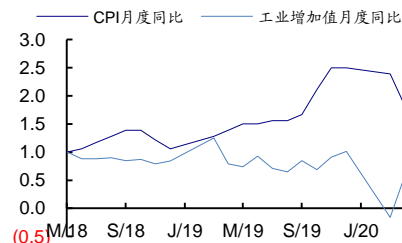


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	-10.30
社零总额当月同比	-7.50
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GDP同比保5%的压力测算》——2020-03-23
 《宏观经济专题研究: 从就业角度看为什么要保GDP增速处于适当水平》——2020-03-25
 《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: 这是最差的时期, 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

2020年补偿性增长分析——再论疫情后经济增长(二)

● 为何会有补偿性增长?

根据国内补偿性增长的历史经验, 消费的补偿性增长主要源于疫情的特殊性阻碍消费正常进行从而导致居民收入与消费不同步, 疫情期间压抑的消费在疫情后会有一个释放的过程; 投资的补偿性增长主要源于政府的投资需求刺激政策。

● 2020年疫情后或同时出现消费与投资的补偿性增长

根据国家统计局公布的数据, 2020年一季度我国居民人均消费支出名义同比低于可支配收入名义同比约9个百分点, 消费实际同比低于可支配收入实际同比约8.6个百分点。

2020年一季度居民消费同比增速的大幅下降并非全是因为居民收入下降所致, 而是进入有钱也没法消费的困境。随着疫情缓和, 疫情对经济运行影响大幅降低, 一季度压抑的居民消费将得到释放, 2020年疫情后国内消费存在较大的补偿性增长潜力。

从2020年政府工作报告中扩大财政赤字、增加地方政府专项债发行规模等表述来看, 2020年政府投资需求刺激力度较去年明显增大, 这有利于2020年疫情缓和后投资的回升, 2020年疫情后很可能出现类似2009年次贷危机时期的投资补偿性增长。

因此, 2020年疫情后国内或同时出现消费与投资的补偿性增长。

● 2020年国内补偿性增长观察与分析

2020年4月国内消费以及投资同比增速继续回升, 但仍低于内生性增长同比水平, 还未出现补偿性增长。我们认为可能有两个因素制约国内经济快速恢复至内生性增长水平:

1、目前海外疫情仍在蔓延, 国内仍有零星感染病例, 疫情对国内经济的影响仍未完全消除, 4月国内整体经济增长格局更像是2003年6月时的经济恢复过渡期。

2、截至2020年4月, 国内对冲需求下滑的力量还未明显体现, 因此居民的预防性储蓄倾向可能仍处于较高水平。2003年非典疫情并未对国内生产能力造成太大的影响, 但2020年一季度新型冠状病毒肺炎疫情影响对国内供给端造成较大影响, 使得一季度国内所有经济增长指标均大幅下降, 对冲总需求下滑的力量缺失, 导致国内一季度GDP首次出现同比负增长, 这种从未被我国居民感受过的经济寒冬可能使得居民预防性储蓄倾向明显抬升。2020年4月国内各项经济增长指标同比增速虽然明显回升但仍低于内生性增长水平, 对冲的力量仍未显现, 因此居民的这种预防性储蓄倾向可能仍处于较高水平。

预计2020年5、6月国内需求的对冲力量或显著显现, 同时国内零星疫情对经济运行的影响进一步弱化, 在此情况下, 国内投资同比增速有望超过内生性增长水平, 逐渐出现较明显的补偿性增长; 国内消费同比增速有望进一步向内生性增长水平靠拢, 不排除会超过内生性增长水平, 从而出现类似2003年的消费补偿性增长。

内容目录

为何会有补偿性增长？——国内补偿性增长的历史经验	4
2020 年疫情后或同时出现消费与投资的补偿性增长	5
2020 年国内补偿性增长观察与分析	5
2020 年固定资产投资完成额分项增长分析	7
2020 年社会消费品零售总额分项增长分析	9
国信证券投资评级	15
分析师承诺	15
风险提示	15
证券投资咨询业务的说明	15

图表目录

图 1: 2002-2010 年国内居民收入与消费同比增速一览.....	4
图 2: 2020 年一季度所有需求均大幅下降, 对冲力量缺失.....	7
图 3: 2019-2020 年国内固定资产投资完成额分项当月同比一览.....	8
图 4: 2019-2020 年国内制造业投资分项当月同比一览.....	9
图 5: 2019-2020 年国内工业增加值当月同比一览.....	9
图 6: 2019-2020 年国内社会消费品零售总额分项当月同比一览.....	11
图 7: 2019-2020 年国内社会消费品零售总额分项金额占比一览.....	11
图 8: 2020 年 4 月国内商品零售各分项同比增速与内生性增长同比比较.....	12
图 9: 2003 年粮油食品类零售同比与内生性增长比较.....	12
图 10: 2003 年服装鞋帽类零售同比与内生性增长比较.....	12
图 11: 2003 年化妆品类零售同比与内生性增长比较.....	12
图 12: 2003 年金银珠宝类零售同比与内生性增长比较.....	12
图 13: 2003 年日用品类零售同比与内生性增长比较.....	13
图 14: 2003 年体育娱乐用品类零售同比与内生性增长比较.....	13
图 15: 2003 年家电类零售同比与内生性增长比较.....	13
图 16: 2003 年中西药品类零售同比与内生性增长比较.....	13
图 17: 2003 年文化办公用品类零售同比与内生性增长比较.....	13
图 18: 2003 年家具类零售同比与内生性增长比较.....	13
图 19: 2003 年通讯器材类零售同比与内生性增长比较.....	14
图 20: 2003 年石油及制品类零售同比与内生性增长比较.....	14
图 21: 2003 年建筑装潢材料类零售同比与内生性增长比较.....	14
图 22: 2003 年汽车类零售同比与内生性增长比较.....	14

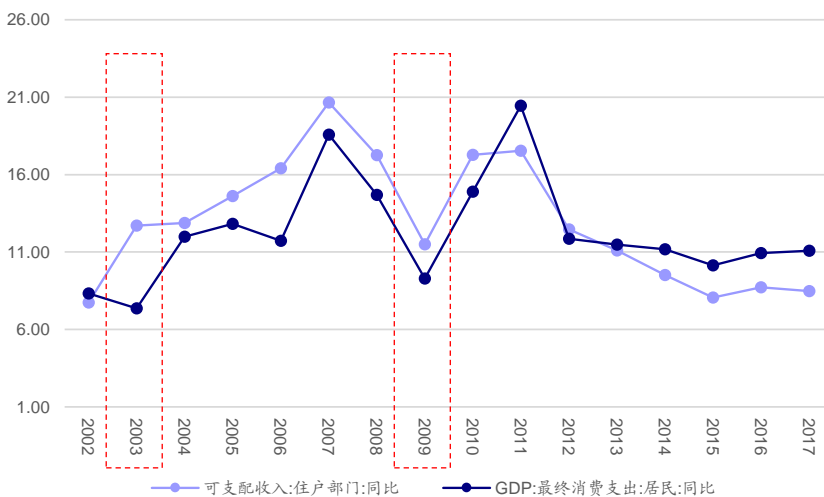
为何会有补偿性增长？——国内补偿性增长的历史经验

我们在报告《宏观经济专题：补偿性增长的历史经验——再论疫情后经济增长（一）》中提到，2003 年受非典疫情影响国内经济挖坑后，补偿性增长主要体现在消费方面，投资方面未出现补偿性增长；2009 年受次贷危机影响国内经济挖坑后，补偿性增长主要体现在投资方面，消费方面未出现补偿性增长。

2003 年受非典疫情影响国内经济挖坑后消费存在补偿性增长，我们认为主要是因为疫情期间消费的下降有很大一部分并非是收入下降所致，而是因为疫情的特殊性使得居民即使有钱也没法进行消费，因此在疫情过后，居民疫情期间被压抑的消费得到释放，由此体现出消费的补偿性增长。实际上，我们看到 2003 年住户部门可支配收入同比增速为 12.7%，较 2002 年提升 5 个百分点，而 2003 年居民消费支出同比增速为 7.4%，较 2002 年回落 1 个百分点，2003 年居民收入与消费同比增速之间的差距明显扩大。

2009 年受次贷危机影响国内经济挖坑后消费没有出现补偿性增长，因为次贷危机期间居民消费增速的回落基本与居民收入的回落同步，次贷危机对经济的影响消除后，居民消费也仅是跟着收入的回升同步上升，没有出现额外的补偿性增长。实际上，我们看到 2009 年住户部门可支配收入同比增速为 11.5%，较 2008 年回落 5.8 个百分点，而 2009 年居民消费支出同比增速为 9.3%，较 2008 年回落 5.4 个百分点，2009 年居民收入与消费支出同比增速回落的幅度非常接近。

图 1：2002-2010 年国内居民收入与消费同比增速一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

2009 年受次贷危机影响国内经济挖坑后投资出现了非常明显的补偿性增长，背后主要体现的是政府为了对冲次贷危机期间外需大幅下滑出台了较大力度的投资需求刺激政策。

而 2003 年非典疫情后国内投资没有出现补偿性增长，主要是因为 2002 年政府已经提前出台了投资需求刺激政策，在非典疫情对经济产生负面影响后，这种投资需求刺激政策力度进一步加大，因此非典疫情前以及疫情期间国内投资同比增速持续高于内生性增长水平，疫情后投资需求刺激政策逐渐退出，因此

非典疫情后我们没有看到投资方面的补偿性增长。

若政府并未提前实施投资需求刺激政策，而是在非典疫情严重影响国内经济运行的情况下才开始出台投资需求刺激政策，预计 2003 年也很可能出现类似 2009 年那样的投资补偿性增长局面。

因此关于投资方面的补偿性增长，国内主要是受投资需求刺激政策的影响，当国内经济增长出现明显回落，国内投资同比增速低于内生性增长水平时，政府很可能出台投资需求刺激政策，推动国内投资同比增速抬升至内生性增长水平之上，对冲总需求的回落，体现出投资方面的补偿性增长。

2020 年疫情后或同时出现消费与投资的补偿性增长

根据国内补偿性增长的历史经验，消费的补偿性增长主要源于疫情的特殊性阻碍消费正常进行从而导致居民收入与消费不同步回落，疫情期间压抑的消费在疫情后会有一个释放的过程；投资的补偿性增长主要源于政府的投资需求刺激政策。

根据国家统计局公布的数据，一季度我国居民的消费支出增速明显低于收入增速。一季度我国居民人均可支配收入名义同比增长 0.8%，剔除价格后实际同比下降 3.9%；而一季度我国居民人均消费支出名义同比下降 8.2%，实际同比下降 12.5%。一季度我国居民人均消费支出名义同比低于可支配收入名义同比约 9 个百分点，消费实际同比低于可支配收入实际同比约 8.6 个百分点。

由此可见，由于 2020 年新型冠状病毒肺炎疫情的特殊性，使得一季度居民消费同比增速的大幅下降并非全是因为居民收入下降所致，而是进入有钱也消费不了的困境。随着疫情缓和，疫情对经济运行的影响大幅降低，一季度压抑的居民消费将得到释放，2020 年疫情后国内消费存在较大的补偿性增长潜力。

此外，根据 2020 年中国政府工作报告，2020 年政府积极的财政政策要更加积极有为，今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，此外，为扩大有效投资，今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，并提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。

从政府工作报告中扩大财政赤字、增加地方政府专项债发行规模等表述来看，2020 年政府投资需求刺激力度较去年明显增大，这有利于 2020 年疫情缓和后投资的回升，2020 年疫情后很可能会出现类似 2009 年次贷危机时期的投资补偿性增长。

因此，整体来看，2020 年疫情后国内或同时出现消费与投资的补偿性增长。

2020 年国内补偿性增长观察与分析

要评估 2020 年新冠病毒肺炎疫情对经济增长造成的损失以及疫情后的补偿性增长，需要先评估 2020 年国内经济的内生性增长同比水平，但目前显然还缺乏未来的增长数据，因此当前还无法像非典疫情和次贷危机时期那样测算得到各月的内生性增长同比。

考虑到 2019 年下半年国内经济呈现较明显的企稳迹象，同时我们看到 2019 年整体市场价格走势较为平稳（CPI 明显上升主要是受猪肉供需失衡这一因素

影响),此外2019年失业率较2018年略有上升,因此2019年下半年国内经济增长速度或比较接近当前中国的潜在经济增速水平,因为若2019年国内经济增长速度明显超过当前中国的潜在经济水平,那整体市场价格会有较明显的上升,失业率会出现回落迹象而不是上升。

因此,2020年如果没有疫情影响,或疫情影响完全结束后,国内的经济增长大概率就以2019年下半年这个潜在经济增速水平运转。

2019年下半年,国内固定资产投资完成额、出口、社会消费品零售总额同比增速分别为5.1%、0.9%、7.7%,我们将这个同比增长水平作为2020年各月的内生性增长同比水平。

2020年1-2月、3月、4月固定资产投资完成额当月同比增速分别为-24.5%、-9.4%、0.7%,虽然同比增速逐月明显抬升,但4月仍低于内生性增长同比5.1%。

2020年1-2月、3月、4月出口当月同比增速分别为-17.1%、-6.6%、3.5%,一季度同比增速明显低于内生性增长同比0.7%,但4月超过了0.7%,4月出口出现明显的补偿性增长。

2020年1-2月、3月、4月社会消费品零售总额当月同比增速分别为-20.5%、-15.9%、-7.3%,虽然同比增速逐月明显抬升,但4月仍维持负增长,明显低于内生性增长同比7.7%。

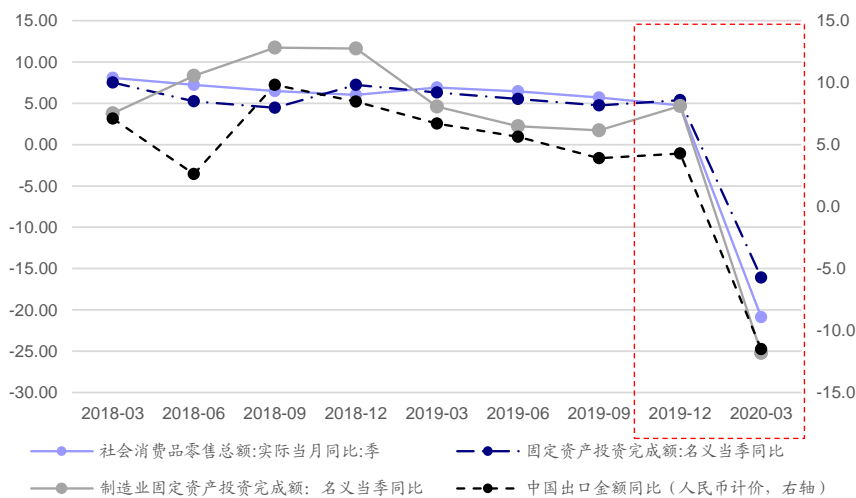
2020年4月国内消费以及投资同比增速继续回升,但仍低于内生性增长同比水平,还未出现补偿性增长。我们认为可能有两个因素制约国内经济快速恢复至内生性增长水平:

1、目前海外疫情仍在蔓延,国内仍有零星感染病例,疫情对国内经济的影响仍未完全消除,4月国内整体经济增长格局更像是2003年6月时的经济恢复过渡期。

2、截至2020年4月,国内对冲需求下滑的力量还未明显体现,因此居民的预防性储蓄倾向可能仍处于较高水平。2003年非典疫情并未对国内生产能力造成太大的影响,但2020年一季度新型冠状病毒肺炎疫情却对国内供给端造成较大影响,使得一季度国内所有经济增长指标均大幅下降,对冲总需求下滑的力量缺失,导致国内一季度GDP首次出现同比负增长,这种从未被我国居民感受过的经济寒冬可能使得居民预防性储蓄倾向明显抬升。2020年4月国内各项经济增长指标同比增速虽然明显回升但仍低于内生性增长水平,对冲的力量仍未显现,因此居民的这种预防性储蓄倾向可能仍处于较高水平。

预计2020年5、6月国内需求的对冲力量或显著显现,同时国内零星疫情对经济运行的影响进一步弱化,在此情况下,国内投资同比增速有望超过内生性增长水平,逐渐出现较明显的补偿性增长;国内消费同比增速有望进一步向内生性增长水平靠拢,不排除会超过内生性增长水平,从而出现类似2003年的消费补偿性增长。

图 2: 2020 年一季度所有需求均大幅下降, 对冲力量缺失



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2020 年固定资产投资完成额分项增长分析

我们将国内固定资产投资完成额大致分成两个部分: 一是房地产与基建投资合并金额, 二是制造业投资金额。

2019 年下半年, 房地产与基建投资合并金额同比增速为 5.8%, 制造业投资同比增速为 3.2%。

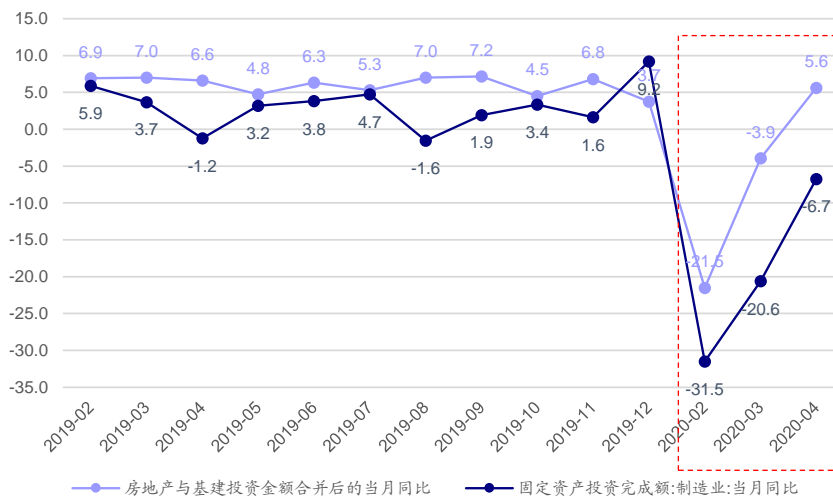
2020 年 1-2 月、3 月、4 月房地产与基建投资合并金额当月同比增速分别为 -21.5%、-3.9%、5.6%, 同比增速逐月明显抬升, 4 月基本持平内生性增长同比水平 5.8%。

从电厂日耗煤等高频数据来看, 政府的投资需求刺激政策可能在加快落地, 预计 2020 年 5 月房地产与基建投资合并金额当月同比增速会继续提升并超过内生性增长同比水平, 开始出现补偿性增长。

2020 年 1-2 月、3 月、4 月制造业投资当月同比增速分别为 -31.5%、-20.6%、-6.7%, 同比增速逐月明显抬升, 但 4 月仍然明显低于内生性增长同比 3.2%。

后续随着总需求持续修复, 5、6 月制造业投资同比增速或继续向内生性增长水平靠拢。

图 3: 2019-2020 年国内固定资产投资完成额分项当月同比一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

我们将制造业投资拆分为高技术制造业投资与旧产能制造业投资, 其中高技术制造业投资指医药制造业、专用设备制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业四个行业投资合并金额, 旧产能制造业投资指整体制造业投资减去高技术制造业投资的金额。

2019 年下半年, 高技术制造业投资同比增速为 19.6%, 旧产能制造业投资同比增速为-0.3%。

2020 年 1-2 月、3 月、4 月高技术制造业投资当月同比增速分别为-20.8%、-13.3%、9.9%, 同比增速逐月明显抬升至正值, 但 4 月仍明显低于内生性增长同比 19.6%。

2020 年 1-2 月、3 月、4 月旧产能制造业投资当月同比增速分别为-34.2%、-22.3%、-10.7%, 同比增速逐月明显抬升, 但 4 月仍明显低于内生性增长同比 -0.3%。

从中长期的视角来看, 我们认为高技术制造业投资会进入持续好几年的景气阶段, 背后最主要的逻辑是国内高技术产品生产企业加快蚕食海外企业市场份额。

实际上, 我们看到国内高技术制造业投资明显企稳反弹的起始时间点就是在贸易摩擦开始明显升温的 2018 年, 这反映了国内技术水平到达一定高度之后即

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_4908

