

中国经济相对增长率有望明显提高

宏观专题报告

2020年04月27日

报告摘要:

- **美国复工进展缓慢，将陷入深度衰退。**从防控疫情出发，复工需要满足条件：新增治愈病例>新增确诊病例。美国整体上短期内不具备复工条件。分地区来看，目前美国只有人烟稀少的几个州可以先行有序复工，对美国经济拉动有限。美国将迎来大萧条以来最严重的衰退，考虑到复工困境，美国经济V型反弹并不现实，U型复苏已是理想情形。
- **中国经济走出低点，走上逐步复苏之路。**在疫情带来的变局下，2020年中国经济需要守住增长、风险和转型三条底线。由于疫情防控较好，中国经济已经走出低点，走上逐步复苏之路。复苏之路上，既面临需求仍然疲弱的挑战，也拥有高技术产业和新兴服务业增势良好的希望。建成小康社会的关键是脱贫攻坚战，GDP增速不必僵化追求具体数字。
- **中国经济相对增长率有望明显提高，利好A股表现。**从相对增长率（中国GDP增速-全球GDP增速）看，过去四年都维持在3.1%-3.4%之间，2020年有望大幅提高至4%以上。考虑到中国经济的相对优势，中国资产的投资价值凸显。在经济逐步复苏、流动性保持宽松的宏观背景下，A股的表现值得期待。
- **代表性观点**
 - 2019年下半年前瞻预判【美国失业率上升和美国危机爆发】
 - 2019年11月前瞻预判【一季度房地产投资明显下滑】
 - 2020年2月前瞻预判【经济增长目标将灵活调整】
 - 2020年2月前瞻预判【黄金牛】
- **风险提示**

全球疫情持续蔓延，中国逆周期调节不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

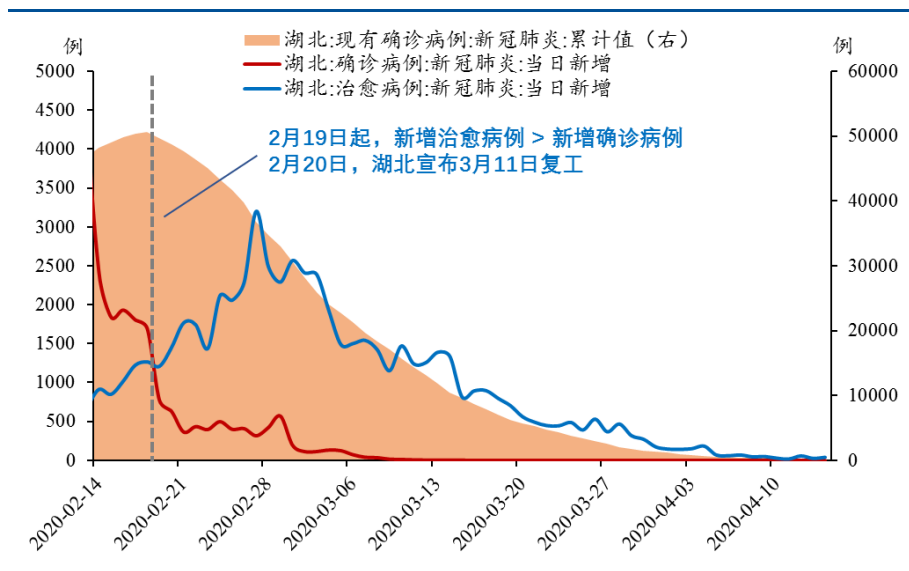
邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、美国复工进展缓慢，将陷入深度衰退

从防控疫情出发，复工需要满足条件：**新增治愈病例>新增确诊病例**。当前市场普遍关注的一个问题是美国何时能够启动复工。尽管特朗普多次表示希望尽快复工，但出于防控疫情的需要，只有在达到特定条件后才适宜启动复工。从理论逻辑来看，当且仅当新增治愈病例>新增确诊病例时，现有确诊病例才能不断减少，此时可以启动复工。从实践经验来看，2月19日起，湖北新增治愈病例>新增确诊病例，2月20日湖北宣布3月11日起有序复工，湖北复工正是遵循了这一条件。截至4月23日，湖北现有病例已不足50例，取得了复工和疫情防控的双重胜利，可以作为各国复工决策的有益借鉴（图1）。

图1：复工需要满足条件：新增治愈病例>新增确诊病例

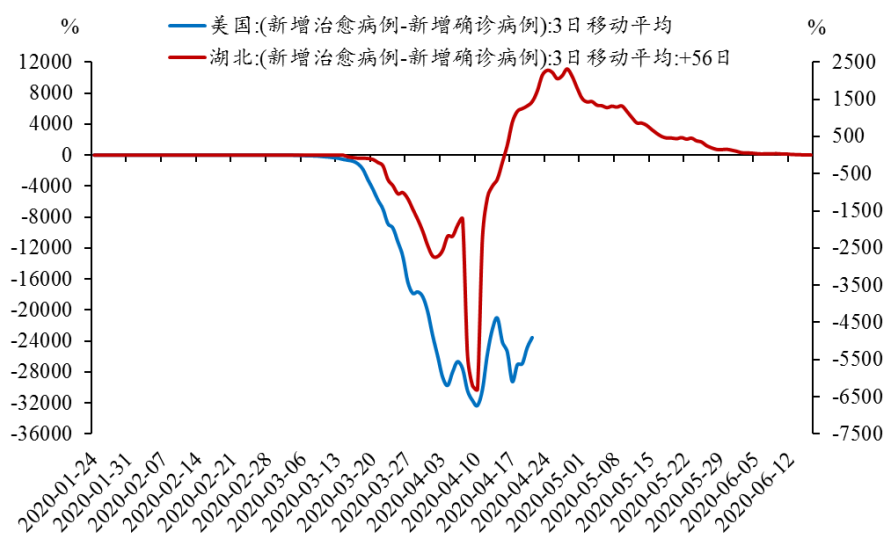


资料来源：Wind，民生证券研究院

美国整体上短期内不具备复工条件。截至目前，美国每日新增确诊病例仍高达 25000 例以上，而每日新增治愈病例仅为几千例，新增治愈病例远小于新增确诊病例，美国还远远没有达到复工条件（图 2）。我们对（新增治愈病例-新增确诊病例）进行 3 日移动平均处理，以图过滤掉数据单日的异常波动。平滑处理后，（新增治愈病例-新增确诊病例）的极小值出现在 4 月 10 日，记该日为 $t=1$ 。我们的预测模型显示，乐观情形下， $t=92$ ，即 7 月 10 日时，新增治愈病例>新增确诊病例，美国达到复工条件；悲观情形下， $t=203$ ，即 10 月 29 日时，新增治愈病例>新增确诊病例，美国达到复工条件（图 3）。

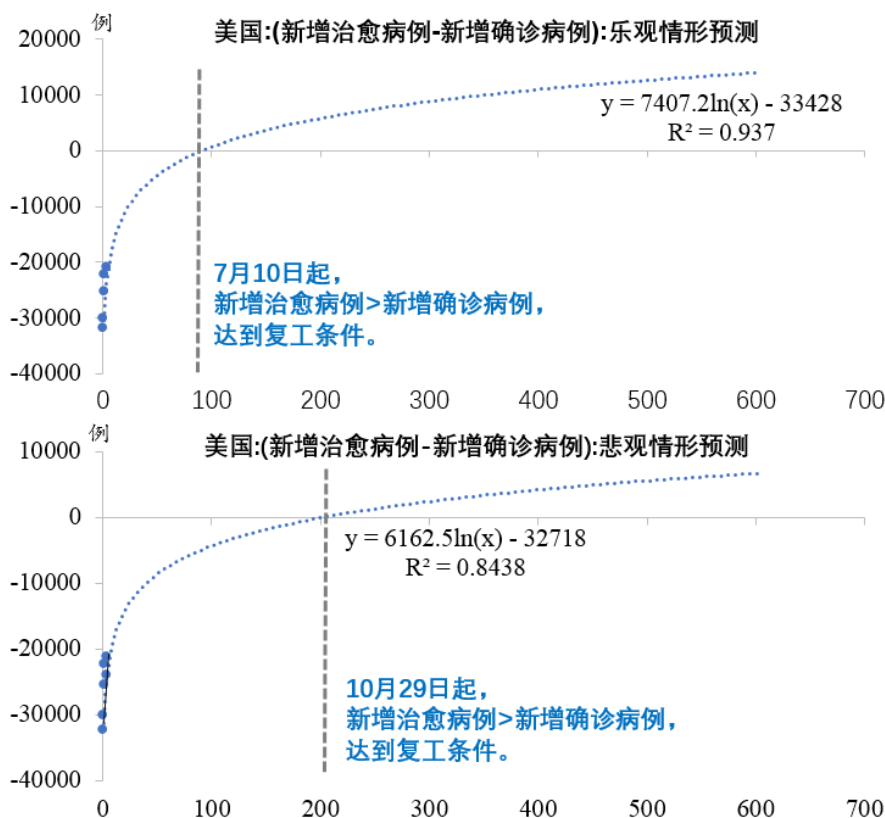
分地区来看，目前美国只有人烟稀少的几个州可以先行有序复工，对美国经济拉动有限。进一步地，我们考察美国每一个地区的复工情况，发现目前美国一些地区现有确诊病例已开始减少，可有序复工，仅包括阿拉斯加、夏威夷、爱达荷、肯塔基、蒙大拿、内华达、田纳西、怀俄明等八个州，其他地区现有确诊病例仍不断增长，不具备复工条件（图 4）。上述八个地区均属于人烟稀少地区，在美国经济中分量均不高，其中田纳西州在美国 GDP 中占比仅为 1.8%，其他七个州占比更低，合计仅占 5.2%。因此，这些地区尽管可以先行复工，但对美国经济的拉动作用十分有限。

图 2：美国整体上短期内不具备复工条件



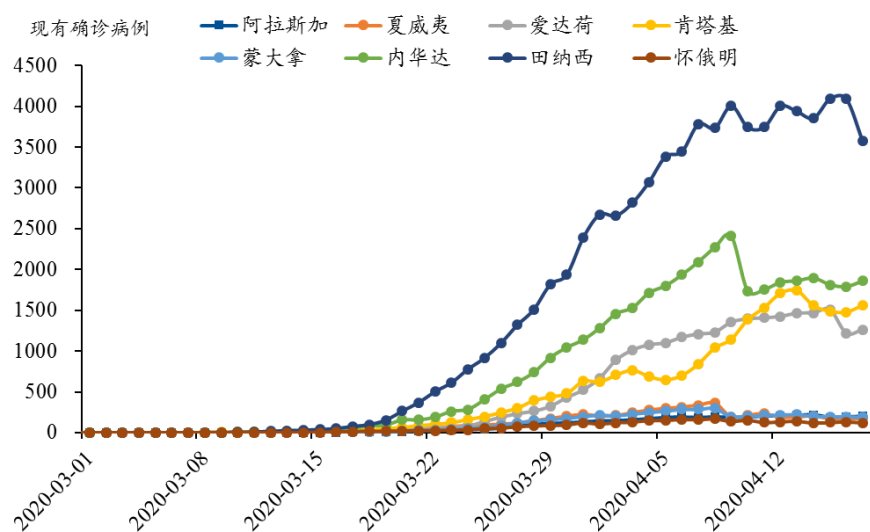
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：美国“新增治愈-新增确诊”转正时间预测：7月中旬至10月底



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：仅人烟稀少的八个州可以先行谨慎复工



资料来源：Wind，民生证券研究院

美国将迎来大萧条以来最严重的衰退。目前美国面临两难选择，要么选择安全复工，继续坚持隔离和停工直到达到条件后再复工，这样就必须接受一段时间的经济停摆；要么选择强行复工，在疫情没有得到较好防控的情况下贸然复工，这样就必须接受疫情二次爆发乃至彻底失控的风险。目前金融、通胀、消费者和景气调查等方面指标均指向美国经济已陷入衰退模式（图 5）。自大萧条以来，美国衰退平均时长约 14 个月，最短 6 个月，最长 43 个月。NBER 可能会将 3 月作为本轮衰退起点。按照最短时长计算，三季度末或四季度初是衰退结束时点，考虑到美国复工的困境，美国经济 V 型反弹并不现实，U 型复苏已是理想情形。

图 5：美国衰退信号汇总：“大封锁”提前锁定经济深度收缩

		2020-Q1	2007-2009	2001	1990-1991	1981-1982	1980	1973-1975	1969-1970
金融	收益率曲线	是	是	是	是	是	是	是	是
	信用利差	是	是	是	是	是	是	否	警惕
	货币供应量	警惕	是	是	是	是	是	是	是
通胀	通胀预期	是	是	-	-	-	-	-	-
	大宗商品	是	是	是	是	是	是	是	是
消费者	新屋许可	是	是	是	是	是	是	是	是
	失业金人数	是	是	是	是	是	是	否	是
	失业率	是	是	是	是	是	警惕	警惕	警惕
经济活动	ISM新订单	是	是	是	是	是	是	是	是
	企业利润	警惕	是	是	是	是	是	警惕	是

资料来源：Wind，民生证券研究院

二、中国经济走出低点，走上逐步复苏之路

在疫情带来的变局下，更加需要守住中国经济的三条底线。2019 年底，我们曾经提出 2020 年中国经济需要守住增长、风险和转型三条底线。现在看这一判断经受住了时间的检验，事实上，由于疫情的冲击，守住这三条底线变得更加重要了。这次疫情对一季度经济增长带来了巨大冲击，对全年经济的影响也不容忽视。守住增长底线最重要的意义在于稳住就业，2019 年

GDP 每增长一个百分点，大体可以带动 220 万就业（图 6）。守住风险底线，包括防范疫情冲击下的国内债务违约风险，也包括防范外围市场动荡带来的输入性风险。而越是形势复杂严峻，越要守住转型风险，避免强刺激和大水漫灌，坚定推动中国经济高质量发展。

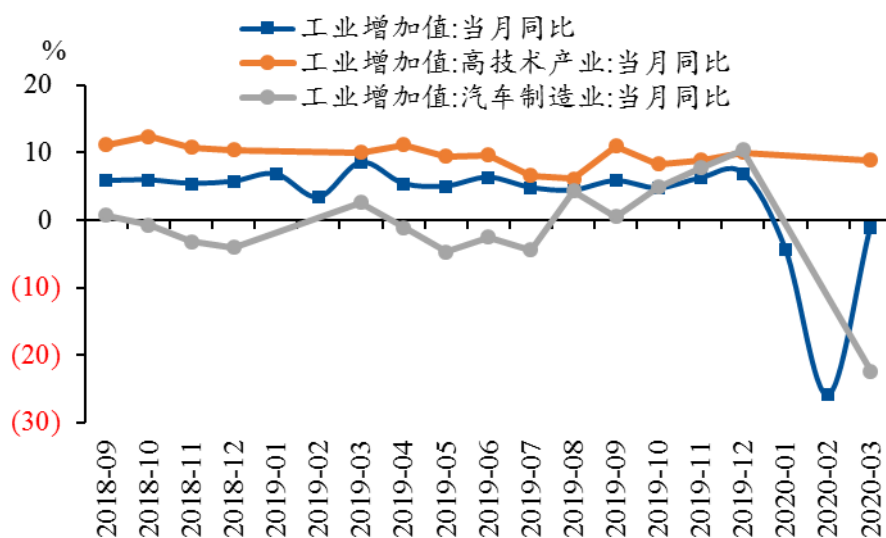
图 6：2019 年 GDP 每增长一个百分点，大体可以带动 220 万就业



资料来源：Wind，民生证券研究院

中国经济已经走出低点，走上逐步复苏之路。2 月 15 日，我们明确提出了一季度经济增长状况的判断条件——2 月 24 日起若未能实现全面复工，一季度 GDP 就会负增长。日前公布的一季度 GDP 录得-6.8%，确认了疫情的冲击。2 月 29 日，在前期判断的基础上，我们提出 2 月份是中国经济短期底部的位置，从 3 月起中国经济将从低点逐渐修复，而海外经济的麻烦可能刚刚开始。最新数据显示，3 月规模以上工业增加值同比下降 1.1%，降幅较前值收窄 12.4 个百分点。环比增长 32.13%，创历史最大升幅，升幅甚至超越了 2 月的降幅（图 7）。这体现了我国疫情防控较好，规上企业普遍复工复产的成效。

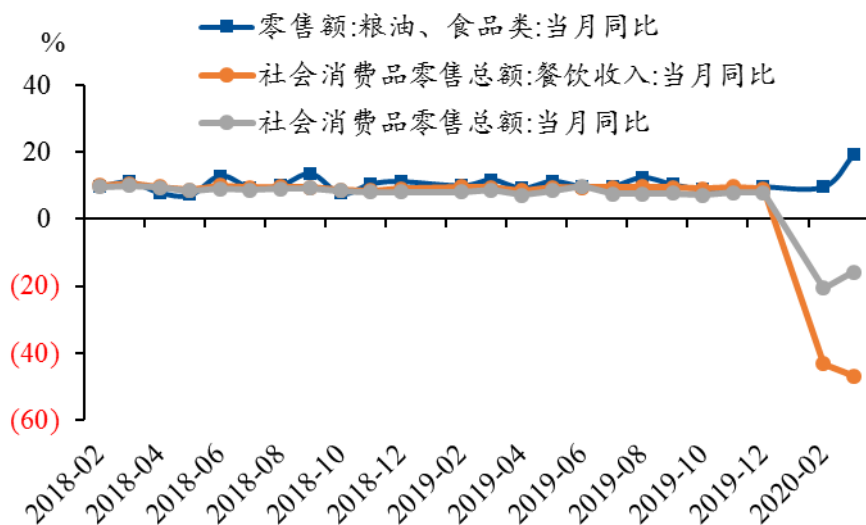
图 7：3 月工业增加值增长明显改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

复苏之路上，既有挑战，也有希望。就国内来看，最大的挑战在于需求仍然疲弱，对生产的支撑不够强。1-3月，社会消费品零售同比名义下降19.0%，3月当月降幅仍高达两位数（-15.8%）；固定资产投资同比名义下降16.1%；净出口同比名义下降-81.9%。中国季度GDP数据是根据生产法核算，若根据支出法核算，降幅将会更大（图8）。就海外来看，全球疫情仍在蔓延，中国仍需警惕疫情输入性风险，这对复工复产形成一定抑制。另外一方面，我国高技术产业发展进入新阶段，受疫情影响小，发展后劲强，信息传输、软件和信息技术服务业等新兴服务业增势良好，成为中国经济向好的希望所在。

图8：3月中国经济需求端仍然较弱



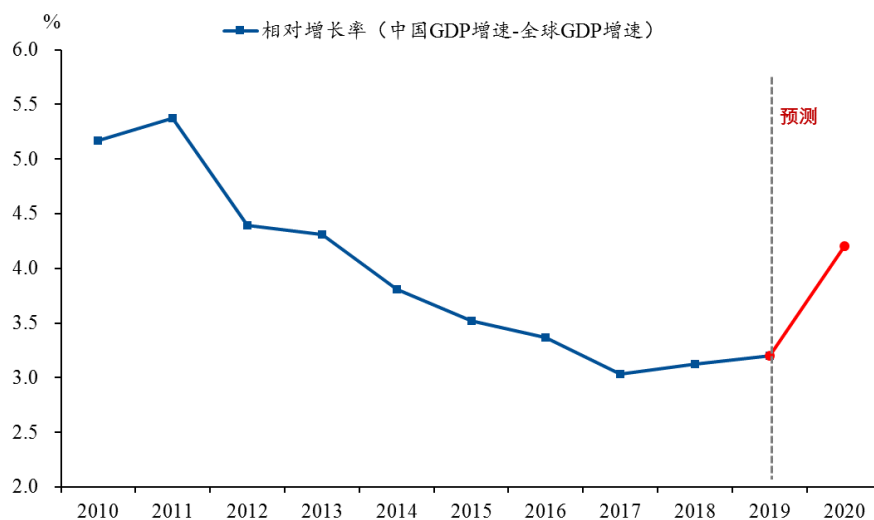
资料来源：Wind，民生证券研究院

建成小康社会的关键是脱贫攻坚战，GDP增速不必僵化追求具体数字。早在2月9日，我们就提出，新冠疫情对经济的冲击属于不可抗力，中国经济已进入高质量发展阶段，质量比速度更重要，2020年不应再僵化追求经济增长翻一番的目标，经济增速可以适当低一些，不损害经济长期发展潜力。开始时遭遇了不少质疑，此后很长时间也一直是市场上的少数派，但随着各项经济数据不断发布，越来越多的朋友开始认同我们的观点。4月17日，中央政治局会议提出“确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”，相比此前“确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”，表述已有明显变化，释放出了GDP目标调整的信号。

三、中国经济相对增长率有望明显提高，利好A股表现

中国经济相对增长率有望明显提高。IMF预测2020年美国GDP增速-5.9%，接近Conference Board第三种情况下的经济增速-5.1%，即疫情长尾效应导致美国GDP环比增速在四季度才能转正。中国最早遭受疫情冲击，也将最早摆脱疫情影响。从相对增长率（中国GDP增速-全球GDP增速）看，过去四年都维持在3.1%-3.4%之间，2020年有望大幅提高至4%以上（图9）。尽管中国经济增速也会出现明显放缓，但在全球横向对比下，中国经济的相对优势将明显加大。

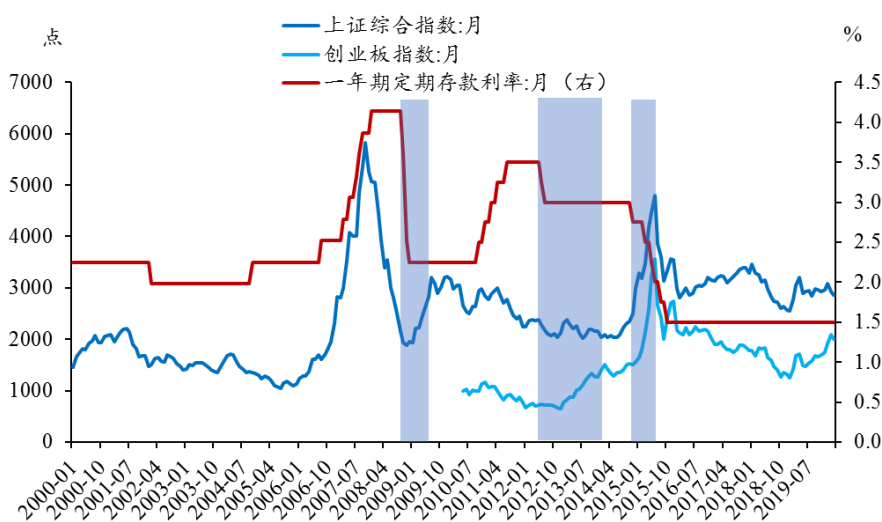
图 9：2020 年中国经济相对增长率有望明显提高



资料来源：Wind, IMF, 民生证券研究院

中国投资价值凸显，A 股不必悲观。考虑到中国经济的相对优势，中国资产的投资价值凸显，有利于 A 股走出独立行情。复盘中外资本市场的历史可以发现，风险资产在经济复苏期表现均较好。4.17 中央政治局会议明确提出“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕”，广谱利率中枢进一步下降的窗口可能就此打开。在经济逐步复苏、流动性保持宽松的宏观背景下，A 股的表现值得期待（图 10）。

图 10：中央政治局会议明确提出“降息”，对 A 股形成利好



资料来源：Wind, 民生证券研究院

风险提示

全球疫情持续蔓延，中国逆周期调节不及预期等。

附录：民生证券宏观团队部分深度报告

疫情观察系列：

[20200407 【民生宏观】美国疫情发展的三种情形及对中国出口的冲击](#)

[20200320 【民生宏观】全球通缩：起源、演变及影响——疫情观察系列](#)

[20200308 【民生宏观】流动性宽松至少可持续到4月底——疫情观察系列](#)

[20200226 【民生宏观】黄金牛：从疫情对全球经济的影响谈起](#)

[20200215 【民生宏观】保持经济增长需如何安排复工节奏？——疫情观察系列](#)

[20200210 【民生宏观】疫情对通胀有三波冲击，目前处于第一波——疫情观察系列](#)

[20200209 【民生宏观】预计经济增长目标将根据疫情灵活调整——疫情观察系列](#)

[20200201 【民生宏观】别忽略了经济修复力，资本市场危中有机——疫情观察系列](#)

海外危机跟踪系列：

[20200404 【民生宏观解运亮】2020 美国危机：三大泡沫的形成与破灭](#)

[20200326 【民生宏观】债务之忧：从美国失业率拐点到下一次危机来临](#)

[20200325 【民生宏观】美元未来将走下坡路——海外危机跟踪](#)

[20200323 【民生宏观】美国可能还会出台哪些救市政策？——海外危机跟踪](#)

[20200318 【民生宏观】全球债务观察：风险特征、关联与传导](#)

[20200316 【民生宏观】美联储降息 QE 齐出，虽有一利却有两弊——暨 QE 的回顾](#)

[20200310 【民生宏观】从实体到金融：美国前方道路更加艰难——兼评美股再次熔断](#)

[20200310 【民生宏观】这是美国的危机，是旧时代的结束——评美股大跌熔断](#)

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_5608

