

再论经济中的几个问题

核心内容：

1、经济增长预期

1 季度经济冰封，1-2 月份获得了最差的经济数据，即使 3 月份经济数据有所好转，1 季度负增长已经成为定局。二季度由于受到净出口的负面拉动，以及服务业缓慢的恢复速度，经济增速反弹力度有限。我们预计 1、2 季度经济增速为-7.4%和 4%，3、4 季度经济有所好转，全年 GDP 增速在 2.3%左右。

由于 1 季度经济的供需两方面均出现大比例的下滑，我们预计 1 季度经济增速可能要下跌 7 个百分点以上。进入 4 月份我国经济仍然难以恢复正常水平，同时海外疫情仍然在蔓延，预计 2 季度经济增速恢复仍然有难度。2 季度消费受到疫情影响以及消费者在大灾后习惯性储蓄减少消费的基础上，全社会消费会有所反弹，但疫情仍然不明朗，反弹的力度可能有限。而 2 季度随着我国经济生活的缓慢恢复，建筑工程逐步开工，基建和房地产投资会有所上行，基建投资会受到政府支持，这是稳定经济的基础，主要是稳定就业，房地产由于前期土地成交一直较为平稳，投资虽有下行但仍然较为稳定，加之银行等金融机构对地产稍有放松，我们认为房地产投资可能更为平稳。进出口较为疲弱，可能出现 2009 年出口大幅消失的情况，2 季度出口下滑 20% 左右，净出口对 GDP 拉动为负。

2、外贸对我国经济的影响

外贸减少对我国经济的冲击分为两重，出口订单减少对我国 GDP 的直接冲击。出口制造业萎缩带来的失业是第二重冲击。

我们预计本次出口可能直接下滑 20%以上，这样出口额度基本回到了 2014-2015 年的状态，我国出口月平均约 1700 亿美元，影响最严重是在 2 季度。初步预计，2 季度我国外贸损失可能超过 800 亿美元，2 季度出口增速为-20.87%。全年出口损失可能超过 1200 亿美元，全年出口增速预计为-14.58%，2 季度拉低我国 GDP 约 1.4 个百分点。

出口仍然在我国工业生产中占有重要地位，2019 年仍然有约 11.7%的工业生产是为外贸服务。也即是说，我国出口减少会影响近 11%的工业生产，如果出口减少 20%，预计拉低工业增加值约 2.2 个百分点。中采 PMI 预计，新增出口订单占全年工业生产的 17%，那么对工业的冲击会超过 3 个百分点。

3、新冠疫情对我国就业的冲击

新冠疫情由于对经济按了暂停键，对就业的冲击较为直接，但要密切失业的行业结构。如果冲击集中在服务业，也即是说一旦经济重启，失业率会自然下行。如果冲击蔓延至制造业，这需要政策给予支持。

从我国城镇就业人数来看，最主要的行业仍然是制造业，其次是建筑业。餐饮酒店行业就业人数 269 万人，其他服务业 77 万人。当然此数据仍然有偏差，餐饮类人员多数为小个体经营人员，而农民工就业并未统计在其中，如果失业集中于服务业，那么随着我国经济重启，失业率会自然下降。但如果失业波及制造业，尤其是外贸型制造业，那么就需要建筑业增加就业机会，也就是需要政策的支持。2015 年商务部长钟山称全国约有 1.8 亿劳动人口与出口有关，如果出口下滑 20%并且短时间无法恢复，失业人口可能达到 1800 万人

4、货币政策是否会引发未来通胀

货币政策的放松不会必然引发通胀，尤其在现阶段，我国更应该担忧未来的通缩。

首先，通胀水平上行主要是因为供给和需求的不平衡带来的。现阶段我国生猪价格大幅上行是典型的供给不平衡，现阶段的通胀不是全面的价格上行。而我国主要生活用品生产中供给都较

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515030003

为充分，我国主要面临的问题一直是有效需求不足的问题。我国又是工业化大国，生产能力一直较为强劲，供给和需求的不平衡至少在未来 3 年可能只是短期的、局部的。

其次，超发的货币会引起通货膨胀。现代金融和经济生活更为复杂多样，2008 年全球次贷金融危机后，美国和欧洲央行连续 QE，但全球大宗商品持续低迷。由于金融市场的深度和广度，使得增发的货币并不是直接流入了商品市场，通货膨胀不会必然到来。而我国金融自 2017 年起一直强调金融去杠杆，M2 持续处于较低的水平，房地产调控不放松，货币超发并不必然带来通胀。

最后，全球商品市场处于流通状态，进出口暂时没有受到较大的影响，成本端涨价仍然较难。即使疫情使得全球产业链处于不连通状态，也要看到这种不连通也是很短暂的，物价的上行只可能是短暂的和局部的。反而是疫情带来的需求端下降更为猛烈，使得全球大宗商品顺势走低，原油价格已经出现闪崩，即使全球产油国联合起来减产，原油价格仍然受到弱需求影响处于低位。

目录

一、经济增长的预期	3
二、外贸对我国经济的影响	5
1、出口减少对 GDP 的直接冲击	6
2、出口减少对工业生产的影响	6
三、新冠疫情对我国就业的冲击	7
四、货币政策是否会引发未来通胀	9

一、经济增长的预期

1 季度经济冰封，1-2 月份获得了最差的经济数据，即使 3 月份经济数据有所好转，1 季度负增长已经成为定局。二季度由于受到净出口的负面拉动，以及服务业缓慢的恢复速度，经济增速反弹力度有限。

我们预计 1、2 季度经济增速为-7.4%和 4%，3、4 季度经济有所好转，全年 GDP 增速在 2.3%左右。

我国经济增长在 1 季度按下了暂停键，至 3 月末工业企业复工有所恢复，但服务业仍然处于停滞状态。全国物流和人员流动受到较大的限制，经济仍然小幅冰封。

冰封后的经济得到了自建国以来的最差数据，1-2 月份工业生产下滑 13.5%，固定资产投资下滑 24.5%，其中制造业投资下滑 31.5%，社会消费品零售总额下滑了 20.5%。而 3 月份经济秩序并未有所恢复，重点企业工业生产有所保障，虽然 3 月份比 2 月份总体经济形势有所好转，但仍然没有全面恢复。

3 月份制造业 PMI 录得 52%，服务业 PMI 录得 51.8%，服务业仍然表现仍然较弱。

表 1:我国 GDP 预期 (%)

%	GDP	工业增加值	社会消费零售总额	固定资产投资				进出口
				总投资	制造业	房地产	基建	
2012	7.9	10.0	14.5	20.6	22.03	16.2	13.7	6.2
2013	7.8	9.7	13.1	19.6	18.46	19.8	21.21	7.55
2014	7.4	8.3	12.0	15.7	13.5	10.5	20.29	3.43
2015	7.0	6.1	10.7	10	8.1	1	17.29	-8.1
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.71	-6.77
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7	14.93	11.44
2018	6.7	6.2	8.98	5.9	9.5	9.5	1.79	12.55
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	-0.98
20201Q	-7.4	-11.06	-13.2	-23.1	-38.5	-1.29	-12.63	-8.1
20202Q	4.0	4.6	4.1	3.6	1.1	5.2	3.1	-15.26
20203Q	6.4	6.5	8.1	5.2	1.5	7.6	7.2	-9.22
20204Q	6.5	7.1	8.3	5.6	2.3	7.9	8.9	-4.13

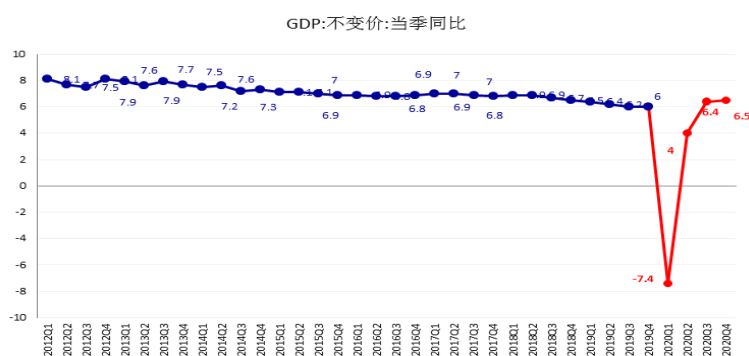
数据来源：统计局 中国银河证券研究院（2020 年数字为当季度增长率）

由于 1 季度经济的供需两方面均出现大比例的下滑，我们预计 1 季度经济增速可能要下跌 7 个百分点以上。进入 4 月份我国经济仍然难以恢复正常水平，同时海外疫情仍然在蔓延，预计 2 季度经济增速恢复仍然有难度。2 季度消费受到疫情影响以及消费者在大灾后习惯性储蓄减少消费的基础上，全社会消费会有所反弹，但疫情仍然不明朗，反弹的力度可能有限。而 2 季度随着我国经济生活的缓慢恢复，建筑工程逐步开工，基建和房地产投资会有所上行，基建投资会受到政府支持，这是稳定经济的基础，主要是稳定就业，房地产由于前期土地成交一直较为平稳，投资虽有下行但仍然较为稳定，加之银行等金融机构对地产稍有放松，我们认为房地产投资可能更为平稳。

较为难以预测的是进出口，3 月份 PMI 指数中，新外贸订单有所回升，但仍然只有 46.4%，回升速度偏弱，加之 3 月末全球多国限制出行，全球外贸会受到影响，我们以 2014-2015 年的水平预测出口水平，这是以 1-2 月份出口水平衡量，预计出口出现下滑，全年保持负增长。

综合来看，1 季度 GDP 会出现较大幅度的下滑，2 季度 GDP 重新回到正增长，3、4 季度增长速度加快。如果 2 季度我国持续推出稳增长措施，同时货币政策能有所放开，尤其是监管政策有所放松，那么经济增长会比我们预计的还要快。

图 1：我国 GDP 增速（%）



资料来源：WIND 中国银河证券研究院

表 2:2020 年各行业对 GDP 的拉动 (%)

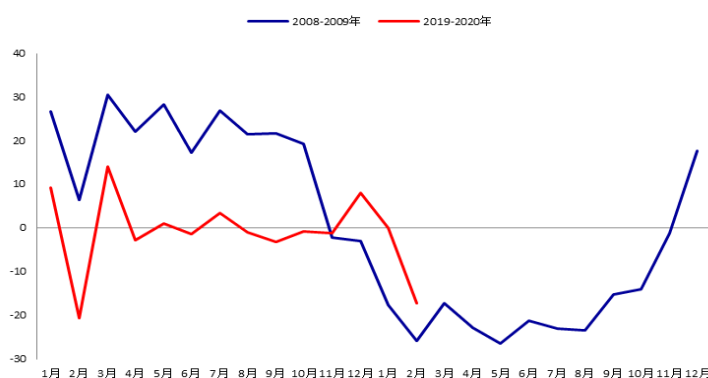
	农林牧渔业	工业	建筑业	交通运输、仓储和邮政	批发和零售	住宿和餐饮	金融	房地产	其他服务	合计
2020-03	-0.20	-3.40	-0.50	-0.60	-0.80	-0.40	0.80	-0.60	-1.70	-7.40
2020-06	0.20	1.40	0.20	0.40	0.40	-0.20	0.60	0.40	0.60	4.00
2020-09	0.20	2.20	0.50	0.40	0.70	0.10	0.60	0.40	1.30	6.40
2020-12	0.30	2.20	0.50	0.40	0.70	0.10	0.60	0.40	1.30	6.50
全年	0.13	0.60	0.18	0.15	0.25	-0.10	0.65	0.15	0.38	2.38

数据来源：统计局 中国银河证券研究院 (2020 年数字为当季度增长率)

二、外贸对我国经济的影响

由于新冠疫情带来的全球多国封闭以及疫情发展的不确定性，外贸的波动对我国经济的影响很难判断。世界银行最新预计疫情可能使得新兴经济体国家经济增长放缓至-3.0%，新冠疫情前对 2020 年经济预期是 2.9%。尽管仍然不能确定新冠疫情是否在 3 季度有所好转，使得经济能快速回升，但 2 季度新冠疫情已经确实带来影响，发达国家经济受到剧烈冲击，发展中国家也陷入衰退。4 月份我国出口可能会大幅下滑，这种下滑可能堪比 2008 年金融危机时的状态。

图 2：出口增速对比 (%)



资料来源：WIND 中国银河证券研究院

2008-2009 年次贷危机时，我国出口增速在 2008 年 11 月份开始下滑，2009 年上半年进入快速下降阶段，2009 年上半年出口额跌去了 21.8%，这是出口减少对我国经济的直接冲击。同时外贸企业订单大量减少，制造业受到严重冲击，失业大量增加，这是出口减少对我国的第二重冲击。

1、出口减少对 GDP 的直接冲击

我们预计本次出口可能直接下滑 20%以上，这样出口额度基本回到了 2014-2015 年的状态，我国出口月平均约 1700 亿美元，影响最严重是在 2 季度。但与 2008-2009 年不同，我国进口可能表现会显平稳，主要考虑到 1-2 月份进口仍然较为强劲，我国农产品、铁矿石等进口仍然较为旺盛，4 月份受到航运停滞的影响，但 5 月份可能会缓慢恢复。

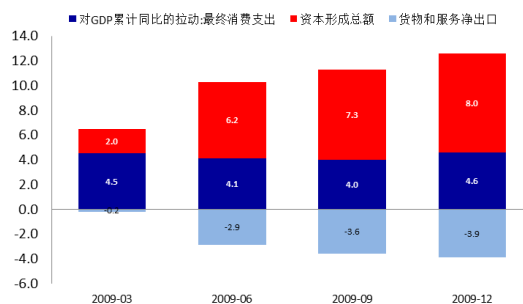
初步预计，2 季度我国外贸损失可能超过 800 亿美元，2 季度出口增速为-20.87%。全年出口损失可能超过 1200 亿美元，全年出口增速预计为-14.58%。预计本年度进口强于出口，我国外贸顺差会有所减弱，净出口对 GDP 的拉动为负。

图 3：2020 年出口走势（%）



资料来源：wind 中国银河证券研究院

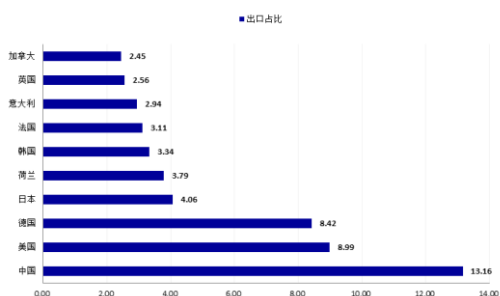
图 4：2009 年净出口对 GDP 的拉动为负（%）



资料来源：wind 中国银河证券研究院

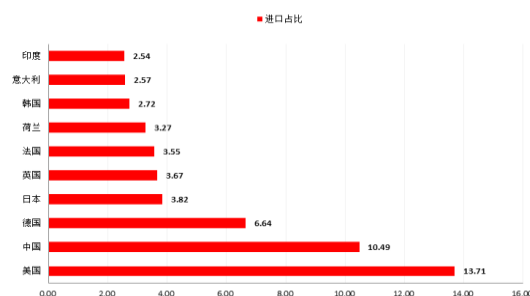
新冠疫情的发展直接决定了我国外贸形势，全球主要出口国家和全球主要进口国家中，都是新冠疫情较为严重的地方。2009 年我国净出口对 GDP 的拉动是-3.9%，如果疫情持续时间过长，那么全年净出口对 GDP 的冲击与 2009 年类似，对 GDP 会产生较大的冲击。

图 5：全球出口占比（%）



资料来源：wind 中国银河证券研究院

图 6：全球进口占比（%）



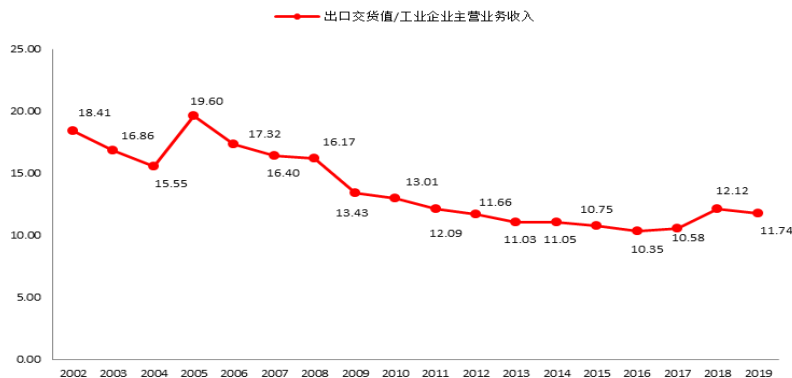
资料来源：wind 中国银河证券研究院

2、出口减少对工业生产的影响

出口仍然在我国工业生产中占有重要地位，加入 WTO 后的 5 年，我国与出口相关的工业生产达到顶峰，2005 年我国工业生产中约 19.6%与外贸有关。近年来随着国内消费的兴起，我国工业生产更多转

入对内服务,但 2019 年仍然有约 11.7%的工业生产是为外贸服务。也即是说,我国出口减少会影响近 11%的工业生产,如果出口减少 20%,预计拉低工业增加值约 2.2 个百分点。中采 PMI 预计,新增出口订单占全年工业生产的 17%,那么对工业的冲击会超过 3 个百分点。

图 7：出口占工业的比值（%）



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

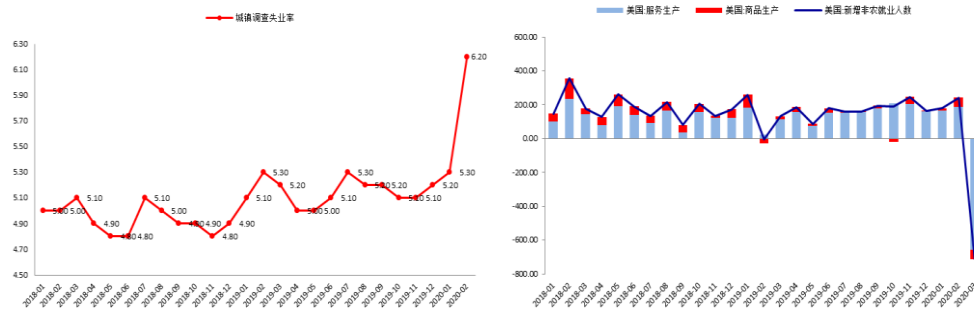
三、新冠疫情对我国就业的冲击

新冠疫情由于对经济按了暂停键，对就业的冲击较为直接，但要密切失业的行业结构。如果冲击集中在服务业，也即是说一旦经济重启，失业率会自然下行。如果冲击蔓延至制造业，这需要政策给予支持

新冠疫情由于对经济按了暂停键，对就业的冲击较为直接。1-2 月份，我国城镇调查失业率大幅上行 0.9 个百分点至 6.2%，这对常年保持在 5%水平的城镇调查失业率而言，上行幅度较为惊人。不过这种就业可能多数集中在服务业，也即是说一旦经济重启，失业率会自然下行。以美国的数据来看，3 月份美国新增就业人数下滑 71.3 万人，其中服务业就业人数下降 65.9 万人，服务业中休闲和酒店业就业人数下降 45.9 万人。

图 8：城镇调查失业率大幅上行（%）

图 9：美国新增就业人数下滑（%）



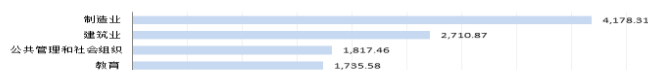
资料来源：WIND 中国银河证券研究院

资料来源：WIND 中国银河证券研究院

从我国城镇就业人数来看，最主要的行业仍然是制造业，其次是建筑业。餐饮酒店行业就业人数 269 万人，其他服务业 77 万人。当然此数据仍然有偏差，餐饮类人员多数为小个体经营人员，而农民工就业并未统计在其中，如果失业集中于服务业，那么随着我国经济重启，失业率会自然下降。但如果失业波及制造业，尤其是外贸型制造业，那么就需要建筑业增加就业机会，也就是需要政策的支持。2015 年商务部部长钟山称全国约有 1.8 亿劳动人口与出口有关，如果出口下滑 20% 并且短时间无法恢复，失业人口可能达到 1800 万人。

虽然新冠疫情对我国就业的一次性冲击可以暂时容忍，但对于经济衰退带来的失业，就需要国家政策给予对冲。失业仍然是我国经济面临的主要问题，现阶段基建工程仍然是吸纳就业就多的行业，也需要国家在政策上给予支持。

图 10：我国各行业就业人数 (万人)



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_5799

