

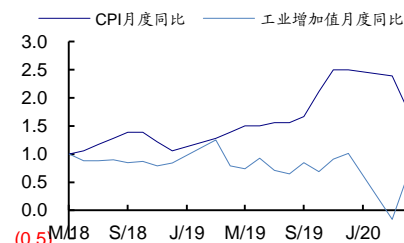
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观经济专题研究

2020 年 05 月 27 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	-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 年疫情后很可能会出现类似 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。

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

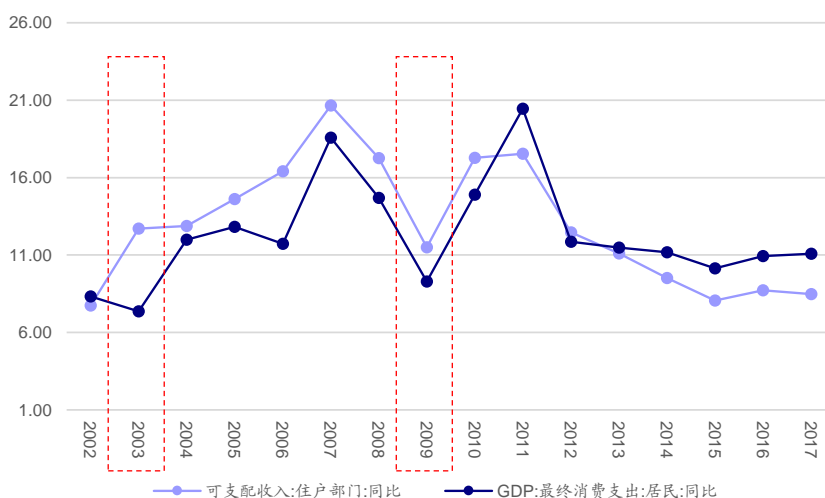
为何会有补偿性增长？——国内补偿性增长的历史经验

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，而是进入有钱也没法消费的困境。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单一因素

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%。

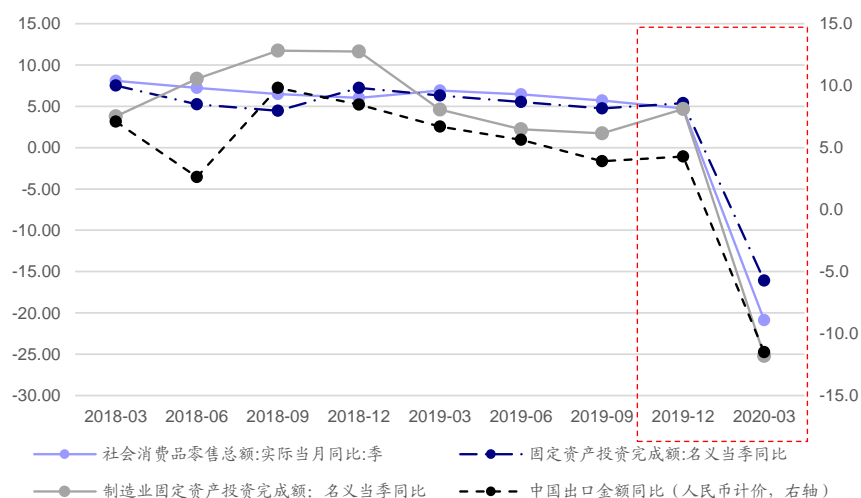
2020 年 4 月国内消费以及投资同比增速继续回升, 但仍低于内生性增长同比水平, 还未出现补偿性增长。我们认为可能有两个因素制约国内经济快速恢复至内生性增长水平:

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。

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%。

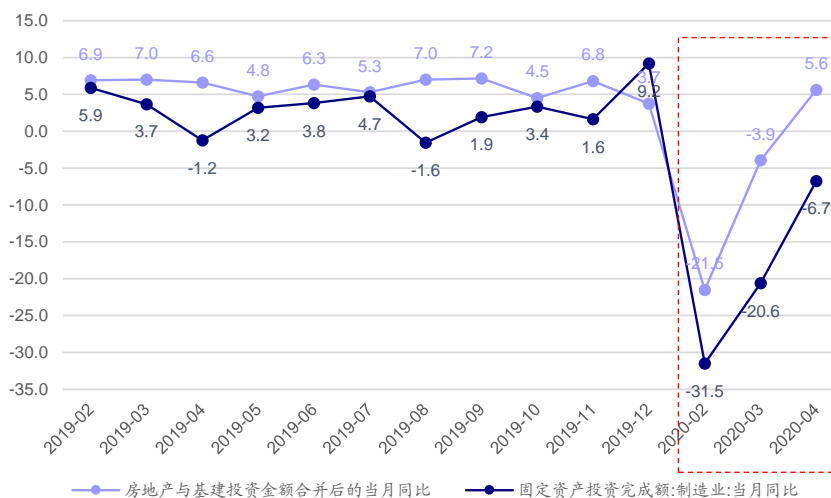
2020 年 1-2 月、3 月、4 月房地产与基建投资合并金额当月同比增速分别为 -21.5%、-3.9%、5.6%, 同比增速逐月明显抬升, 4 月基本持平内生性增长同比水平 5.8%。

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%。

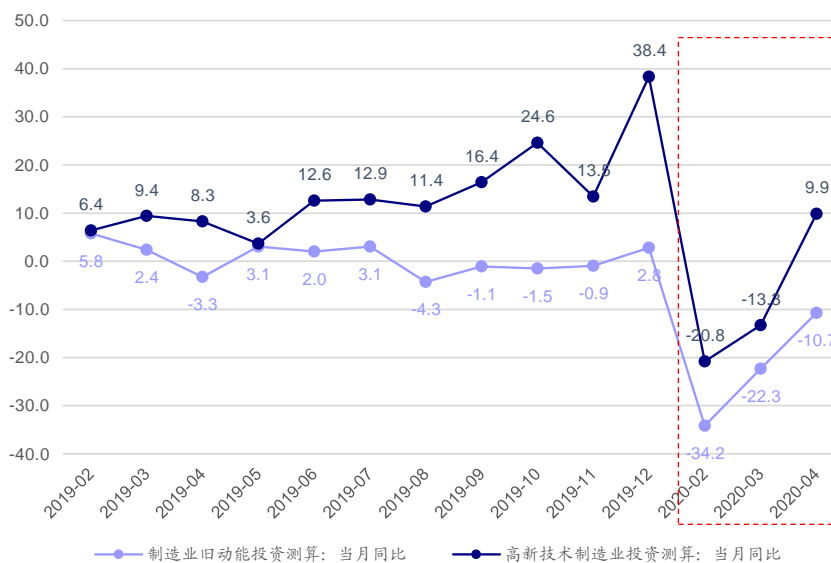
从中长期的视角来看, 我们认为高技术制造业投资会进入持续好几年的景气阶段, 背后最主要的逻辑是国内高技术产品生产企业加快蚕食海外企业市场份额。

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使存在贸易摩擦也无法阻止国内高技术制造业企业蚕食海外企业的市场份额。目前疫情造成国外企业生产遭遇阻碍, 正好加强了国内高技术制造业企业蚕食海外企业市场化份额的逻辑, 是有利于高技术制造业投资扩张的。

实际上, 2020 年 3 月高技术制造业增加值同比增速反弹至 8.9%, 已经高于去年全年的 8.8%的水平, 2020 年 4 月高技术制造业增加值同比增速继续上行至 10.5%, 国内高技术产品生产量增速持续高增长。

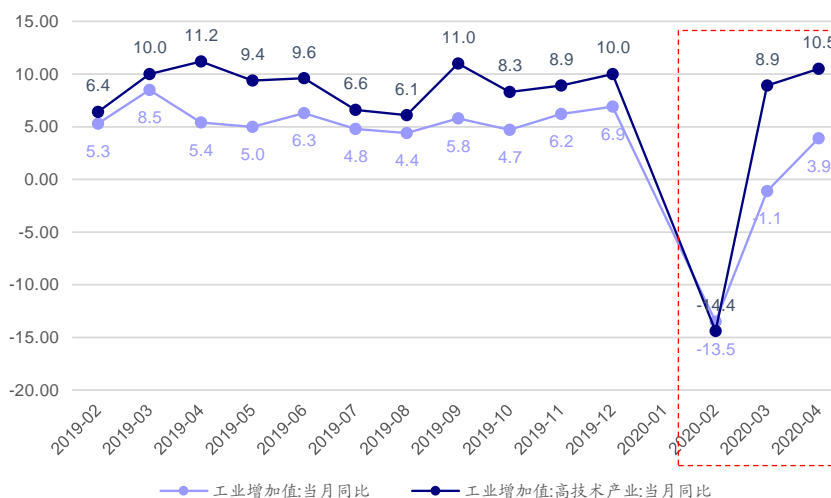
考虑到 2019 年高技术制造业工业增加值同比为 8.8%时, 高技术制造业投资增速出现了明显的抬升, 2020 年 3、4 月国内高技术制造业工业增加值同比增速持续超过 2019 年的水平, 预计高技术制造业产能瓶颈已经进一步显现, 在此情况下, 高技术制造业扩张产能的动力是客观存在的, 预计 5、6 月高技术制造业投资同比增速会进一步向内生性增长同比水平靠拢。

图 4: 2019-2020 年国内制造业投资分项当月同比一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 2019-2020 年国内工业增加值当月同比一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2020 年社会消费品零售总额分项增长分析

我们将社会消费品零售总额拆分为商品零售与餐饮收入。2019 年下半年, 商品零售同比增速约为 7.5%, 餐饮收入同比增速约为 9.4%。

2020 年 1-2 月、3 月、4 月商品零售当月同比增速分别为 -17.6%、-12.0%、-4.6%, 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 7.5%。

2020 年 1-2 月、3 月、4 月餐饮收入当月同比增速分别为 -43.1%、-46.8%、-31.1%, 4 月同比增速较 3 月明显抬升, 但仍明显低于内生性增长同比 9.4%。

对比来看, 社会消费品零售总额中, 4 月商品零售同比增速与内生性增长同比的差距明显小于餐饮收入, 显示在国内日均新增感染人数为个位数并保持常规

性防疫情况下，国内商品零售恢复情况明显好于餐饮收入。

展望 5、6 月，若国内或继续维持个位数的每日新增感染人数，则目前这种常规性防疫政策将会延续，由于餐饮对疫情的反应更加敏感，在此情况下，预计商品零售增速恢复好于餐饮收入的局面会持续，后续出现商品零售补偿性增长的概率远高于餐饮收入。

社会消费品零售总额中，商品零售金额占比约为 90%，餐饮收入占比仅为 10%，因此整体社会消费品零售总额的恢复增长关键仍是商品零售。

从限额以上商品零售各分项同比增速与内生性增长同比（内生性增长同比同样定义为 2019 年下半年同比均值）比较来看，2020 年 4 月已经出现补偿性增长的分项有饮料类、中西药品类、文化办公用品类、通讯器材类、汽车类。

同比增速小于内生性增长同比但与内生性增长同比水平相差 5 个百分点之内的分项是烟酒类、体育娱乐用品类。

同比增速小于内生性增长同比且与内生性增长同比水平相差 5-10 个百分点的分项是化妆品类、金银珠宝类、日用品类、建筑及装潢材料类。

同比增速小于内生性增长同比且与内生性增长同比水平相差 10 个百分点以上的分项是服装鞋帽针纺织品类、书报杂志类、家用电器和音像器材类、家具类、石油及制品类。

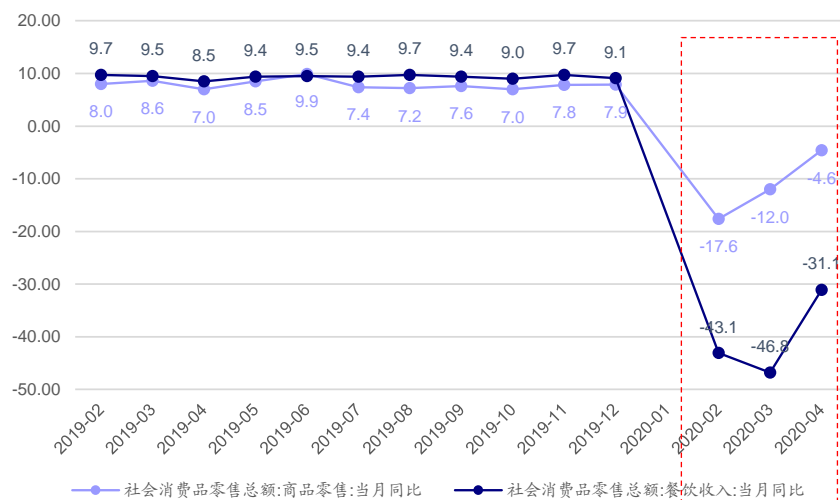
此外，粮油食品类同比增速自疫情发生以来一直高于内生性增长水平，因此 4 月粮油食品类同比增速高于内生性增长水平不能判定为疫情后的补偿性增长。

整体来看，2020 年 3 月以来国内消费的恢复仍比较缓慢，2020 年 3 月、4 月国内社会消费品零售总额同比增速均明显低于内生性增长同比水平。相比之下，非典疫情期间，2003 年 5 月底国内每日新增感染人数降至个位数后，6 月社会消费品零售总额同比增速就已恢复至接近内生性增长同比水平，7 月就开始超越内生性增长同比水平。

从 2020 年 4 月限额以上商品零售各分项同比增速与内生性增长同比对比来看，可选消费恢复较慢是拖累整体消费恢复的主要原因，这或与居民对未来可持续的收入水平预期仍较悲观有关，而这种对收入的悲观预期一定程度上与政府需求刺激力度还未有较明显的体现有关（2020 年 4 月国内房地产和基建投资合并金额同比增速仍小幅低于内生性增长水平，未体现出对前期损失的补偿），后续随着政府需求刺激力度逐渐显现，这种悲观预期或将逐渐减弱，届时可选消费的恢复在补偿性需求加持下或迎来加速修复。

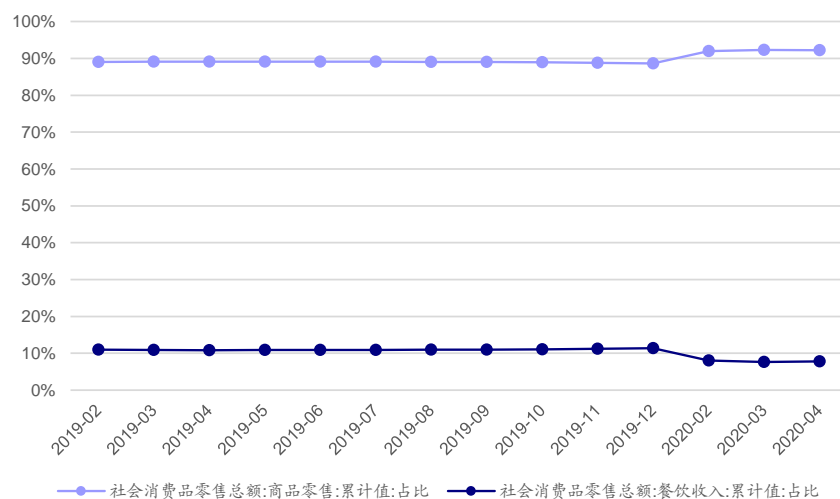
实际上，从 2003 年限额以上商品零售各分项同比增速与内生性增长同比对比来看，2003 年非典疫情后可选消费的补偿性增长是非常明显的。

图 6: 2019-2020 年国内社会消费品零售总额分项当月同比一览



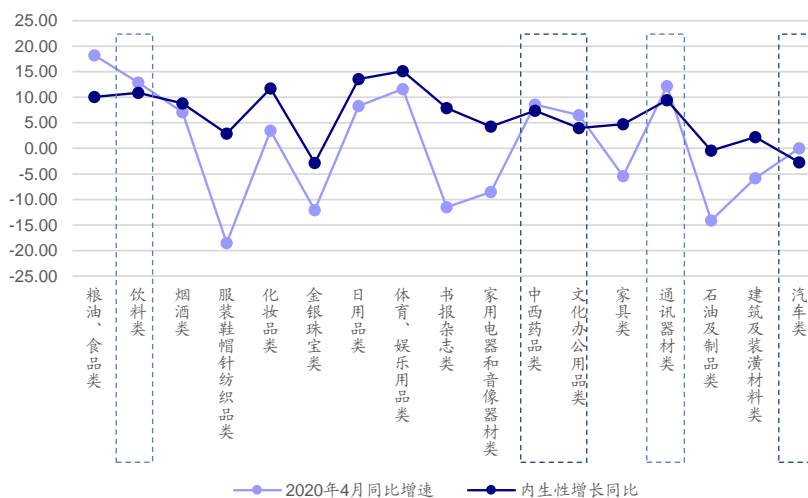
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 2019-2020 年国内社会消费品零售总额分项金额占比一览



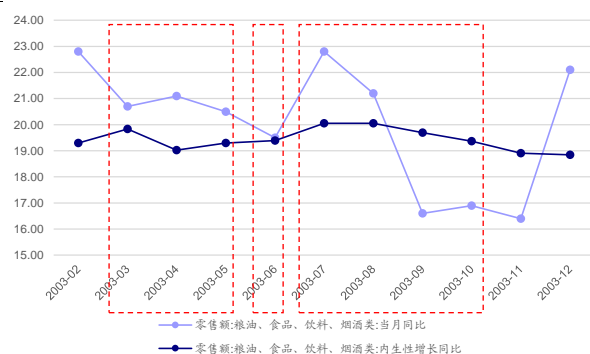
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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



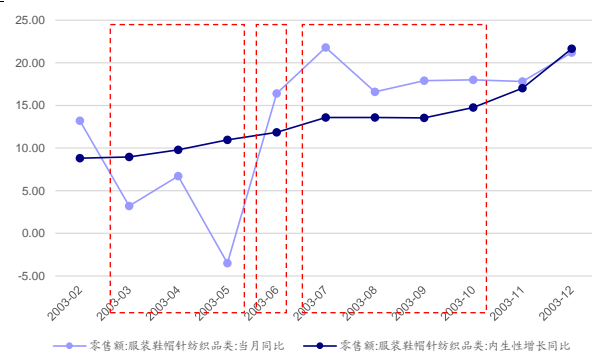
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 9: 2003 年粮油食品类零售同比与内生性增长比较



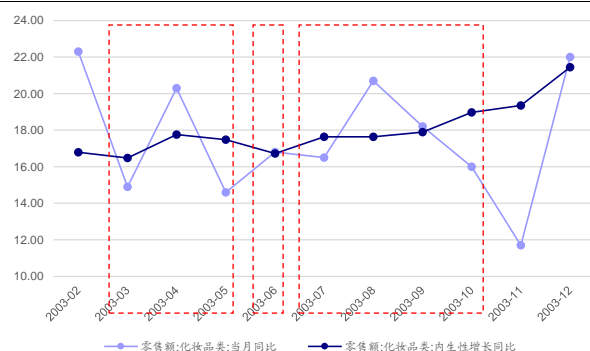
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 10: 2003 年服装鞋帽类零售同比与内生性增长比较



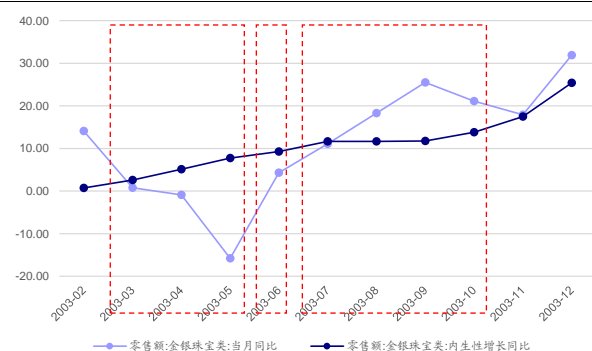
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 11: 2003 年化妆品类零售同比与内生性增长比较



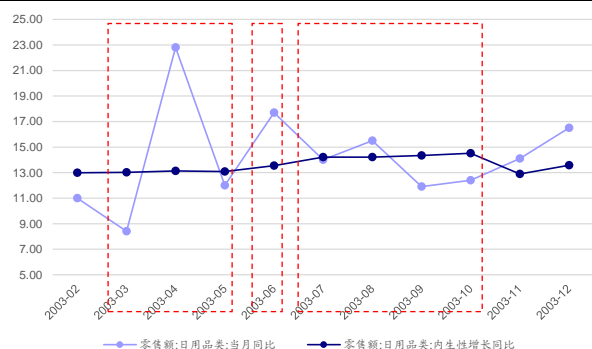
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 12: 2003 年金银珠宝类零售同比与内生性增长比较



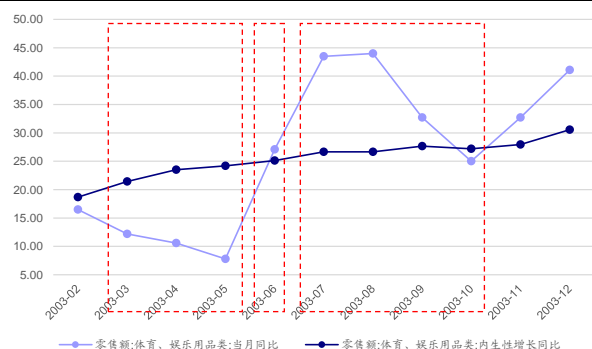
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 13: 2003 年日用品类零售同比与内生性增长比较



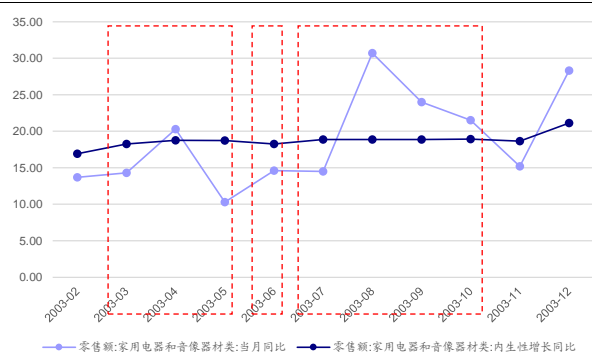
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 14: 2003 年体育娱乐用品类零售同比与内生性增长比较



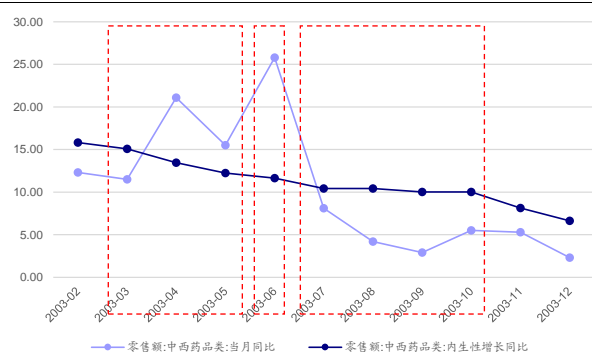
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 15: 2003 年家电类零售同比与内生性增长比较



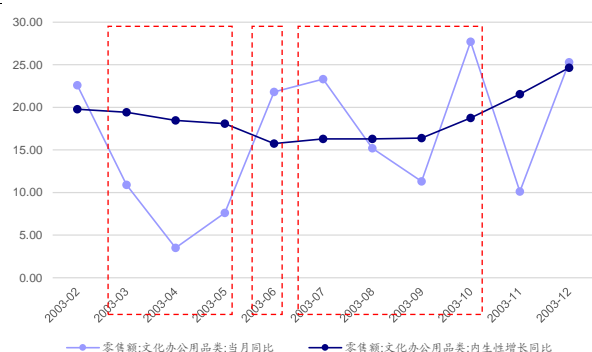
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 16: 2003 年中西药品类零售同比与内生性增长比较



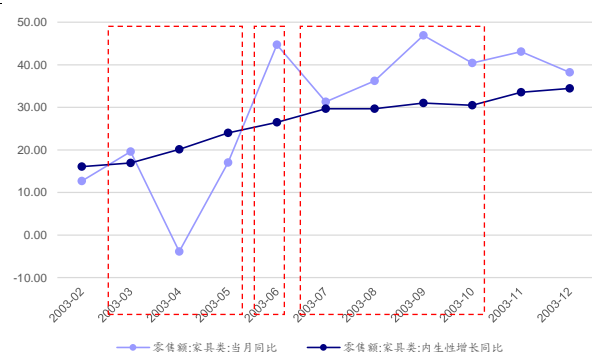
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 17: 2003 年文化办公用品类零售同比与内生性增长比较



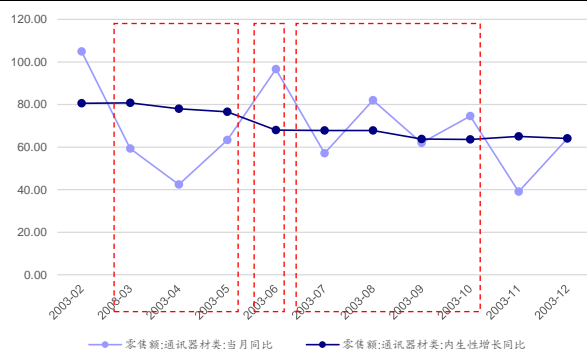
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: 2003 年家具类零售同比与内生性增长比较



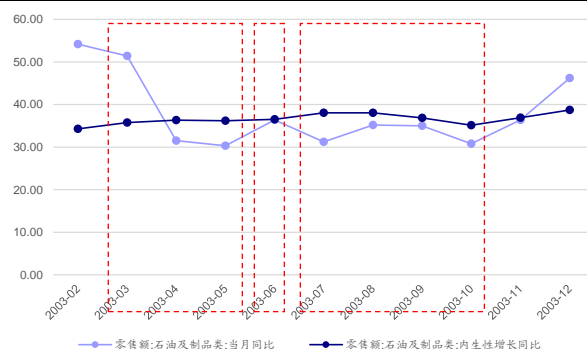
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 19: 2003 年通讯器材类零售同比与内生性增长比较



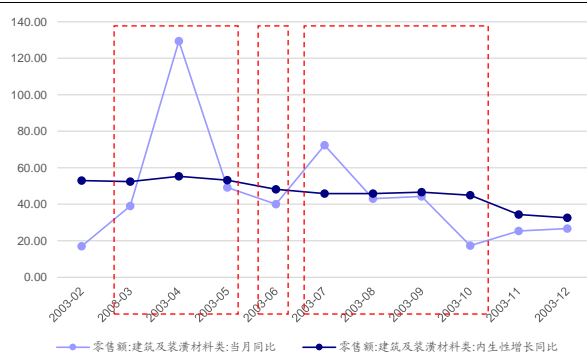
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 20: 2003 年石油及制品类零售同比与内生性增长比较



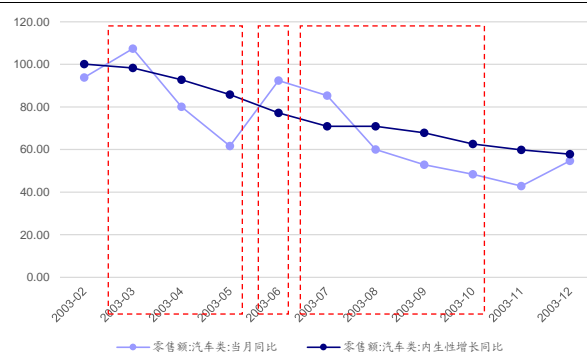
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: 2003 年建筑装潢材料类零售同比与内生性增长比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 2003 年汽车类零售同比与内生性增长比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032