

关于短期经济增长的几个问题

引言：近期，市场对短期经济增长趋势较为关注，问题主要集中在两个层面上：一是疫情下海外需求的衰退程度，二是国内宏观政策刺激内需的对冲力度。对于中国本身经济增长而言，这两块属于后疫情时期最重要的外生冲击。本文围绕消费、固定资产投资、通胀、流动性等方面，就几个市场较为关注的问题尝试做出回答。

1、财政积极将引导 2020 年基建投资增速达到多少？

2020 年基建投资增速有望达到 13%左右。在基建资金来源结构中，最重要的资金来源于政府（一般财政和政府性基金支出），占比约为 63.8%。从现阶段财政政策积极程度来看，预计 2020 年一般财政预算赤字率可能在 3.5%以上，不排除上调至 5%的可能性；其次，预计今年地方政府专项债发行在 3.5 万亿左右，相较于去年增加 1.4 万亿；此外，预计今年抗疫特别国债发行可能在 1 万亿左右（少部分用于基建），可以与现有的财政货币政策相互补充，形成合力。预计 2020 年将形成约 2.4 万亿的增量资金，最终基建投资累计同比在 13%左右。

2、外需塌陷对制造业影响几何？

疫情影响下，海外经济增长衰退概率较大。受海外疫情影响，2Q 外需可能下滑 30%。原因在于 4 月整月海外经济停摆，二季度生产需求可能下滑 1/3。此外，从美国失业救济金领取人数上看，疫情以来由 28 万跃升至现在 400 多万水平，远超金融危机。美国大型金融机构也将美国 2 季度经济增长下调至 -30%，海外经济以服务业为主，且隔离防疫措施较晚，冲击可能比中国要大。

外需塌陷导致制造业回升力度偏弱，预计二季度制造业同比难有明显回升，跌幅可能收窄至 -15%左右的水平。出口交货值占整个工业增加值的比值在 40%左右，可以理解为外需可能占到制造业投资 40%左右，如果二季度外需下滑 30%，那么可能拖累制造业近 12 个百分点。2020 年 1 季度制造业投资累计同比 -25%，二季度内需应有所企稳，但外需下滑严重，预计跌幅有所收窄，但整体水平仍然较弱，可能在 -15%左右的水平。

3、政策会支撑房地产投资吗？

房地产需求端难以放松，但为稳定经济增长，融资端可能有所放松。从现阶段政府的表态来看，基本上“房住不炒”的定位没有因为这次疫情的影响而发生动摇。但考虑到疫情对房地产企业经营的影响，我们认为会从融资端给予一定放松，主要是土地供给（政府在税收收入下降，土地收入可能作为一部分补充）和房地产企业融资（支持中小企业融资政策中受益）两块，最终保证一定的房地产投资增速，稳定经济增长。预计 2020 年全年房地产投资增速转正，并有小幅上升的可能性。

4、二季度消费能起来吗？

二季度消费难以大幅回升。二季度消费可能有所反弹，达到去年同期消费水平，主要是汽车消费和政府公共消费的拉动（汽车占社零消费比重较大、政府可能采取消费券、加大公共消费力度等拉动消费）。但餐饮、服装、旅游等占比较大的消费依然难有起色，且疫情影响名义 GDP 下行，收入减少导致消费意愿下降，因此消费大幅上升的可能性不高。

5、下半年通胀怎么看？

CPI 方面，猪肉平均批发价预计在 40 元/公斤高位震荡，蔬菜 Q2 环比季节性下跌，水果 Q3 环比季节性下跌，燃料价格随着原油价格逐渐企稳回升，我们判断 CPI 未来三个季度分别是 3.6%、2.7%和 1.1%。

PPI 方面，原油价格逐渐企稳回升，Q2-Q4 的均价在 27 美元/桶、30 美元/桶和 35 美元/桶。煤炭、钢铁、水泥等价格随着国内基建项目发力企稳回升，有色金属跟随全球经济在 Q2 探底随后回升。综合来看我们下调 PPI 中枢，后三个季度 PPI 同比分别为 -3.6%、-3.1%、-2.3%，全年可能基本处于工业品通缩压力中。

6、全年流动性能释放多少？

2020 年社融预计达到 32 万亿左右，全年社融余额同比约为 12.7%。按照季节性的比例安排，再考虑到上半年疫情的影响整体流动性投放节奏有所前倾。预计后三个季度的社融分别在 8.3 万亿、7.4 万亿和 6.2 万亿左右。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

一、财政积极将引导 2020 年基建投资增速达到多少？	3
二、外需塌陷对制造业影响几何？	4
三、政策会支撑房地产投资吗？	5
四、二季度消费能起来吗？	5
五、下半年通胀怎么看？	6
六、全年流动性能释放多少？	7

图表目录

图表 1：出口和制造业累计同比趋势相同	5
图表 2：各行业消费占限额以上商品零售总额比重	6
图表 3：2020 年经济增长分项预测	7

引言：近期，市场对短期经济增长趋势较为关注，问题主要集中在两个层面上：一是疫情影响下的外需的影响，二是政策对冲力度。对于中国本身经济增长而言，属于疫情影响后的二次外生冲击。本文围绕消费、固定资产投资、通胀、流动性等方面，就几个市场较为关注的问题尝试做出回答。

一、财政积极将引导 2020 年基建投资增速达到多少？

1、基建的主要资金来源有哪些？

政府资金：基建投资主要依靠政府资金撬动，主要包括一般财政支出和政府性基金支出。根据往年经验，一般财政支出中用于基建的资金约为 10-12%，而政府性基金支出中用于基建的资金的占比约为 40-45%。

金融市场融资：金融市场融资作为配套资金参与基建项目建设，主要形式有城投债、贷款、非标、铁道债、发改委专项债等。随着非标融资受限，城投债和银行贷款成为最重要的融资手段。

社会资金：社会资金的主要手段是 PPP。

从占比上看，政府资金、金融市场融资以及社会资金分别占基建资金来源比重的 63.8%、34.7%以及 1.6%。由于基建项目大多投资回报率偏低，难以吸引社会资本主动投资，因此政府资金对于基建投资具有重要意义。现阶段我国政府已从第一阶段的抗疫和第二阶段的纾困转向第三阶段的稳增长、内需反补外需的经济刺激，政府财政也将发挥重要作用。而基建也将作为稳增长的重要手段也将有突出表现。

2、财政政策将有多积极？

相对于货币政策而言，现阶段最大的不确定性来自于财政政策。政治局会议要求，“积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。”我们预计财政政策的力度会明显加大。

具体地，预计 2020 年一般财政预算赤字率可能在 5%左右；其次，预计今年地方政府专项债发行在 3.50 万亿元左右，相较于去年至少增加 1 万亿元以上；此外，预计今年抗疫特别国债发行可能在 1 万亿元左右，可以与现有的财政货币政策相互补充，形成合力；最后，预计今年 PSL 净增 6000 亿元以上。

3、财政政策积极，将引导基建投资增速达到多少？

一季度的缺口：1Q20 基建投资累计值 2.21 万亿（1Q19 基建为 2.65 万亿），缺口为 4400 亿元。

按照目前的财政力度，较 2019 年能多出多少资金？

从一般财政支出上看，若支出增速不变（仍按 8%计算），2020 年财政支出为 25.8 万亿，用于基建的资金为 3.1 万亿（2019 年用于基建的资金为 2.8 万亿），因此带来 3000 亿元增量。

从政府性基金支出上看，因为今年卖地收入可能无法贡献增量，主要集中于地方政府专项债收入，我们预计将由 2.15 万亿升至 3.5 万亿以上，将出现 1.35 万亿的增量资金。

从特别国债和 PSL 上看，估计将出现 1 万亿增量（特别国债 1 万亿，PSL6000 亿元以上，当然特别国债主要用于防疫，可能只有少部分用于基础设施建设，我们预计有 1/3 用于基建，算下来总共 1.2 万亿左右）。

综合来看，按照目前的财政力度将出现 $(0.3+1.35+1.2-0.44=2.4)$ 万亿的增量基建资金，计算得到 2020 年基础设施建设累计同比约为 13%。当然这其中还需要考虑不是所有的资金都用来进行基建项目建设，同时还需要考虑金融市场配套资金部分，因此计算是一个大概的估数。

从历史上看，总资金来源和基建投资增速方向基本一致，但在 2017-2019 年出现了背离。主要表现在 2017 年，基建投资增速仍有 15%，但基建的资金来源却下降较快。而在 2018 年基建投资下降，基建资金增速仍保持较低增速。到 2019 年，基建资金来源改善，但基建投资增速却没有上升，这主要是因为 2019 年改善的资金用于偿还拖欠基建企业的款项了。这一证据可以从微观和宏观两个方面相互印证，一是 50 家基建上市企业应收账款/营业收入在 2018 年开始减少，另一个是基建资金的缺口不断放大而在 2018 年开始收窄。2018-2019 年，国家明确提出要清欠民企应收账款以及严禁施工单位垫资等措施，这些使得资金多用于偿还账款，导致基建投资增速没有上去。

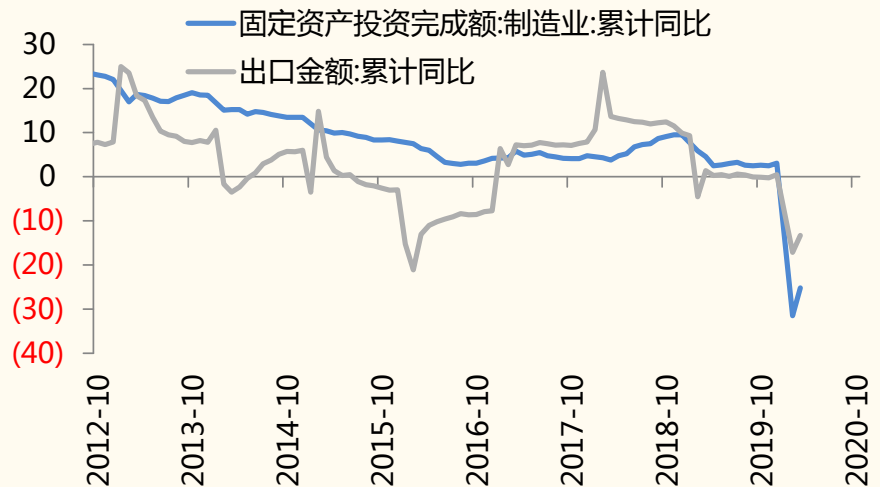
二、外需塌陷对制造业影响几何？

疫情影响下，海外经济增长衰退的概率较大。粗略估算，受海外疫情影响，2Q 外需可能下滑 30%，原因在于 4 月整月海外经济停摆，二季度生产需求可能下滑 1/3。此外，从美国失业救济金领取人数上看，疫情以来由 28 万跃升至现在 400 多万水平，水平远超金融危机。高盛也将美国 2 季度经济增长下调至 -30%，海外经济以服务业为主，且隔离防疫措施较晚，冲击可能比中国要大。

外需下行在经济数据上的体现可能不在净出口，而在制造业。我国位于全球产业链的中游位置，扮演着中游组装、加工和制造的角色，因此外需不好导致出口不好的同时，进口也将受到较大影响。因此最后的货物贸易顺差对 GDP 的影响可能并不明显。此外我国服务贸易一直是逆差，从今年形势来看，有可能对经济增长的贡献为正，因为海外旅游可能出现较大下滑，使得服务贸易逆差收窄。最终影响的不是净出口，而是固定资产投资当中的制造业。

外需塌陷导致制造业回升力度偏弱，预计二季度制造业同比难有明显回升，跌幅可能收窄至 -15% 左右的水平。从数据的角度来看，出口和制造业同比趋势几乎相同；另外，出口交货值占整个工业增加值的比值在 40% 左右，可以理解外需占到制造业投资 40% 左右，如果二季度外需下滑 30%，那么可能拖累制造业近 12 个百分点。2020 年 1 季度制造业投资累计同比 -25%，二季度内需应有所企稳，但外需下滑严重，预计跌幅有所收窄，但整体水平仍然较弱，可能在 -15% 的水平。

图表 1：出口和制造业累计同比趋势相同



来源：Wind，国金证券研究所

从行业的角度看，多个制造业领域海外营收占比较大，其中高新技术和通用设备行业外需占比较大。从 2019 年数据来看，制造业子领域中和外需最密切相关是高新技术产业和通用设备产业，占比基本达到了 20%的水平，最高的计算机行业出口交货值占营业收入比重达到 49%。而和外需不太相关的子领域是传统制造业，例如黑色、有色和石油加工，占比仅有 2-4%。

三、政策会支撑房地产投资吗？

房地产需求端难松。从现阶段政府的表态来看，基本上“房住不炒”的定位没有因为这次疫情的影响而发生动摇，政策更倾向于用其他手段刺激经济增长，例如基建（传统基建和新基建）以及消费（政府公共消费和居民消费等）。

供给端可能放松，保证房地产投资增速，稳定经济增长。考虑到疫情对房地产企业经营的影响，我们认为为保证中小房企能够存活，会从房企的融资端给予一定放松，同时加强土地供应（加强土地供应还有一个因素是地方财政收入和土地分不开，要想基建能够起来，地方政府支出必须增加，而今年在财政收入吃紧的情况，土地收入可能需要弥补一定缺口），保证企业能够获得土地能够继续经营。

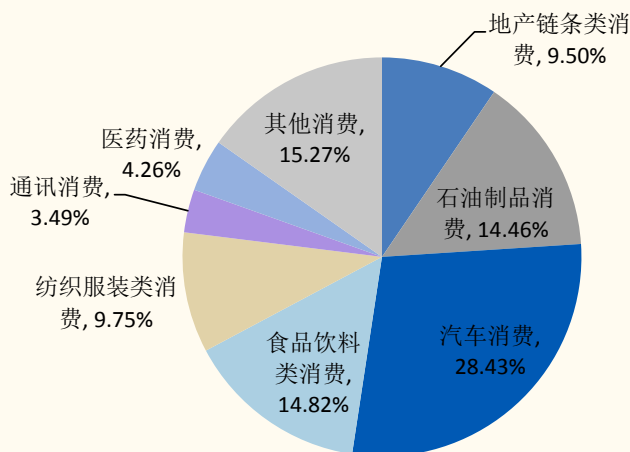
因此，在今年整体房地产需求不旺、政策“房住不炒”的前提下，我们认为房地产增速不一定会很差。2020 年 Q1 房地产投资累计同比-7.7%，在三大投资当中表现最好。未来看，我们认为全年房地产增速转正，并小幅上升的可能性较大。

四、二季度消费能起来吗？

我们认为二季度消费难以大幅回升。原因有以下几点：第一，从总量的角度看，消费和居民收入相关性高，收入增加带来的财富效应能够拉动消费意愿。但疫情影响整体名义 GDP 下行，收入减少，消费意愿下降；第二，从餐饮角度

来看，截至 4 月结束，在疫情和管控措施的影响下，餐饮业很难回到去年同期水平；**第三**，从纺织服装来看，截至 4 月结束，大型购物商场消费者依然较少，即使是在不太限制的劳动节假期，大型商场的人流量依然较少，二者占到商品零售总额（限额以上）比重的 25% 左右；**第四**，从汽车消费来看，随着新能源车政策的积极加码（补贴退坡放缓、延长两年等），2 季度汽车消费有望出现一轮一季度延迟后的补偿消费和政策刺激消费的补涨行情；**第五**，政府消费可能上升，政治局会议特别强调了“做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费”的要求，可能今年政府消费也将有所扩张。从投入产出表来看，2017 年政府消费占最终消费支出的 27.8%，其中，公共管理和社会组织、教育、卫生等公共消费方面有望发力（本身占比也比较大）。总体来看，二季度消费可能有所反弹，达到去年同期消费水平，主要是汽车消费和政府公共消费的拉动。但餐饮、服装、旅游等占比较大的消费难有起色，且疫情影响名义 GDP 下行，收入减少导致消费意愿下降。因此，消费大幅上升的可能性不大。

图表 2：各行业消费占限额以上商品零售总额比重



来源：Wind，国金证券研究所

五、下半年通胀怎么看？

2020 年上半年，通胀主要受到了疫情的影响。我们在 2 月 16 日发表的《疫情如何影响物价走势？》的专题报告中，分析了疫情及其管控措施对不同物品价格的影响。我们判断一季度 CPI 环比上行，但翘尾因素对冲涨价因素，CPI 同比依然趋降；二季度开始随着疫情消退，CPI 环比转跌，同比将继续下行。现在看来整体验证较好。PPI 方面，我们判断一季度 PPI 环比下行，同比可能转负；但二季度开始随着疫情消退，国内外经济共振向上将推升 PPI 回升。从需求端看，PPI 的逻辑不变，但原油的这次下跌从供给上带来了很大的冲击，5 月交割的 WTI 原油价格一度降至 -37 美元/桶。这一变化将对 PPI 产生较大拖累，因此我们下调未来 PPI 中枢，节奏上还是不变。

未来看，CPI 四个重要分项中，猪肉平均批发价预计在 40 元/公斤高位震荡，蔬菜 Q2 环比季节性下跌，水果 Q3 环比季节性下跌，燃料价格随着原油价格逐渐企稳回升，我们判断 CPI 未来三个季度分别是 3.6%、2.7% 和 1.1%。

未来看，PPI 的六个重要分项中，原油价格逐渐企稳回升，Q2-Q4 的均价在 27 美元/桶、30 美元/桶和 35 美元/桶。煤炭、钢铁、水泥等价格随着国内基建项目发力企稳回升，有色金属跟随全球经济在 Q2 探底随后回升，综合来看我们下调 PPI 中枢，后三个季度 PPI 同比分别为-3.6%、-3.1%、-2.3%，全年可能基本处于工业品通缩压力中。

六、全年流动性释放多少？

2020 年社融预计达到 32 万亿左右，全年社融余额同比约为 12.7%。2020 年 Q1 达到 11.1 万亿的天量。从季节性来看，一季度信贷占全年 32%左右，后三个季度分别占比 26%、24%、18%。按这一比例推断全年社融规模为 34 万亿左右，但考虑到上半年疫情的影响整体流动性投放节奏有所前倾，因此全年社融下修至 32 万亿左右，那么后三个季度的社融分别在 8.3 万亿、7.4 万亿和 6.2 万亿左右。

从货币政策的角度，降准降息仍有空间。央行对应货币市场中的多个利率无论是从银行资产端的超储率还是从负债端的 MLF、逆回购利率等，均下降 30BP。未来作为利率走廊上限的 SLF 值得关注，另外今年货币政策还是量的宽松重于价的宽松，也就是说今年我们还将多次看到降准和公开市场操作，当然由于全球央行降息、房价下行压力、通缩压力等，我国货币政策价的空间也有所打开。

图表 3：2020 年经济增长分项预测

指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020F
实际GDP当季同比(%)	6.4	6.2	6.0	6.0	(6.8)	3.0	5.5	6.0	2.3
CPI当季同比(%)	1.8	2.6	2.9	4.3	5.0	3.6	2.7	1.1	3.1
PPI当季同比(%)	0.2	0.5	(0.8)	(1.2)	(0.6)	(3.4)	(3.1)	(2.3)	(2.4)
名义GDP同比(%)	7.9	8.3	7.6	7.4	(5.3)	4.4	6.4	6.0	3.7
固定资产投资完成额累计同比(%)	6.3	5.8	5.4	5.4	(16.1)	(3.1)	0.5	2.0	2.0
基建(全口径)投资完成额累计同比(%)	3.0	3.0	3.4	3.3	(16.4)	3.0	9.0	13.0	13.0
房地产投资完成额累计同比(%)	11.8	10.9	10.5	9.9	(7.7)	1.0	1.0	2.0	2.0
制造业投资完成额累计同比(%)	4.6	3.0	2.5	3.1	(25.2)	(13.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
社会消费品零售总额当季同比(%)	8.3	8.6	7.6	7.8	(15.8)	8.0	9.0	9.0	2.9
M1同比(%)	4.6	4.4	3.4	4.4	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2
M2同比(%)	8.6	8.5	8.4	8.7	10.1	10.1	10.3	10.7	10.7
新增人民币贷款(当季值, 万亿)	6.3	3.7	3.9	3.0	7.3	5.8	5.1	4.3	22.3
新增社会融资规模(当季值, 万亿)	8.6	6.0	6.0	5.0	11.1	8.3	7.4	6.2	32.0
社融余额同比(%)	11.2	11.2	10.7	10.7	11.5	12.3	12.7	12.7	12.7
人民币汇率(季度均值, %)	6.7	6.8	7.0	7.0	7.0	6.8	6.8	6.9	6.9
10年期国债到期收益率(季度均值, %)	3.1	3.2	3.1	3.1	2.6	2.6	2.8	2.8	2.8
DR007(季度均值, %)	2.7	2.6	2.9	2.7	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

- 1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；
- 2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH