

如何合理预期下半年的经济增长？



研究结论

- 一季度各项数据表明疫情对国内经济的冲击大于最初估计，同时海外疫情持续发酵，产业链不同程度受损，以原油为代表的大宗商品价格大跌，金融市场大幅波动与各国央行采取宽松举措相继出现，这些因素均为外需乃至整个经济增长蒙上了不确定性。在这种内外加剧承压的背景下，本文目的在于衡量压力的大小，探讨如何对下半年增长形成合理预期。
- 疫情形成超预期冲击的原因在于几个方面：(1) 防控对经济秩序的影响较疫情本身更大，各项交通、物流至今也未能完全恢复。以上海为例，市内交通早高峰车流量已于 3 月 2 日接近日常早高峰水平，但反映全天客流的百度市内交通强度指标 4 月份工作日多数在 4-6 之间（4 月末略超 6），而 1 月多数在 6.5 以上，表明复工复产已达到较高水平，但通勤之外的日常出行修复不足；(2) 经济增长的速度本身较低，损失的天数需要更多天的增长红利去弥补，这是当前和非典、金融危机等阶段的重要差异。
- 不考虑逆周期政策，如何测算下半年增速？（1）考虑到疫情影响仍有持续，我们假设 4 月损失 0.5 或 1 天，假设 5-6 月损失 1 天，同时也对日均工业生产的增速作出 5.5%（延续去年的下滑趋势）、5.7%（去年底增速）、6.0%、6.3%（赶工导致日均生产水平提高）的假设。测算可知，如果 4 月份日均增速 5.7%且净损失 1 天，则单月工业增加值从上月-1.1%转正到 2.2%；（2）假设之后半年的时间区间内工业生产恢复正常，不再损失天数，可以计算得到全年工业增加值增速在乐观情形下为 2.4%；（3）从一季度公布的数据来看，尽管之前市场普遍预期疫情对服务业打击更大，但实际数据显示，随着信息、金融等受疫情影响较小的行业占比提高，第三产业起到了一个稳定器的作用，我们简单采用今年一季度 GDP 增速与工业增加值的比例关系，估算得到今年各个季度的经济增速，在乐观情形下全年增速约 3.1%。
- 以上测算不考虑逆周期政策力度的加大，因此必须进一步衡量政策扩张对经济的拉动作用，这牵涉到一系列关键的步骤，一是财政扩大多少，二是这些财政多大程度上转化为投资或者政府公共消费，三是如何进一步转化为资本形成乃至 GDP。结合最新政策动向，以及新增债券约有 60%转化为政府主导的投资项目（2019 年 7 月 16 日财政部举行 2019 年上半年财政收支情况新闻发布会提到“从资金支持领域看，稳投资支出超过 60%”）、从投资到资本形成有 60%左右的折扣率（即年度固定资产投资完成额/GDP 固定资本形成总额）等等既往信息，我们将政策效应叠加在之前基于受损程度测算的经济增长速度上，可知乐观条件下，今年财政扩张对 GDP 的拉动有望较去年快 1.2 个百分点，全年 GDP 增速为 4.3 个百分点（去年年末累计增速 6.1%）。

风险提示

- 海外疫情发展加速导致外需超预期下滑，拖累国内净出口的风险；
- 贸易摩擦风险提升，影响供应链稳定的风险；
- 企业家信心与消费者信心修复不足，稳增长政策力度不及预期的风险。

报告发布日期

2020 年 05 月 06 日

证券分析师 陈至奕

021-63325888-6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

联系人 曹靖楠

021-63325888-3046

caojingnan@orientsec.com.cn

相关报告

高技术产业韧性强，消费分化明显——1 季度经济数据点评	2020-04-20
经济数据超预期下滑，如何看待一季度及全年增速？——2 月经济数据点评	2020-03-17
非常时期下的非常稳就业有哪些招？——后疫情时代系列之一	2020-02-29

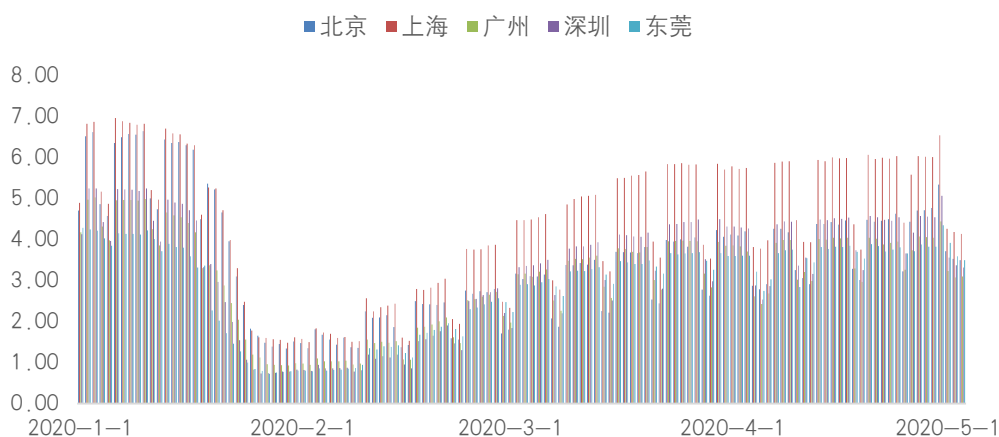
一季度各项数据表明疫情对国内经济的冲击大于最初估计，同时海外疫情持续发酵，产业链不同程度受损，以原油为代表的大宗商品价格大跌，各国金融市场大幅波动与央行采取宽松举措相继出现，这些因素均为外需乃至整个经济增长蒙上了不确定性。在这种内外加剧承压的背景下，我们如何衡量压力的大小，并对下半年增长形成合理预期？本文将致力于解答这一问题。

增速换挡叠加疫情影响，冲击幅度超过早期预期

本次疫情对经济的影响幅度较大，原因在于几个方面：

（1）疫情超预期，而防控对经济秩序的影响较疫情本身更大，各项交通、物流至今也未能完全恢复。尽管武汉 4 月 8 日起撤除交通管控卡口，全国范围内的人员流动开始趋于正常，但并不代表完全恢复。以上海为例，市内交通早高峰车流量已于 3 月 2 日接近日常早高峰水平，但反映全天客流的百度市内交通强度指标在 4 月份工作日多数在 4-5 之间（4 月末略超 6），而 1 月工作日基本在 6.5 以上，这意味着复工复产已达到较高水平，但上班之外的日常出行修复不足；

图 1：主要城市百度市内交通指数



数据来源：百度，东方证券研究所

（2）过去几年经济增长动能放缓，导致“耽误”的天数难以轻易弥补。2019 年 1-2 月工业增加值定基指数合计为 328.5（2010=100），日均 5.6，假设 2020 年单日工业增加值增速 5.7%（即去年年末累计增速），则 1-2 月损失 11.7 天，基本符合我们的直观感受；3 月份工业增加值为 206（2010=100），相当于损失 2 天，相比 2 月已有较大程度的恢复。但即使只有 12、2 天的损失，也足以使得一季度工业生产增速大幅度降低，原因就在于当前经济增长的速度较低，损失的天数需要更多天的增长红利去弥补，这是当前和非典、金融危机等阶段的重要差异。

在此背景下，如何在利用一季度数据信息的基础上，合理预期下半年的经济增长？我们分两个步骤进行测算。

不考虑逆周期政策，如何判断下半年增速？

在不过多考虑逆周期政策的情况下，我们通过如下步骤判断下半年增速的基本水平：

（1）通过工业增加值定基指数，计算得到去年一季度及之后的日均工业增加值；

- (2) 考虑到疫情影响仍有持续，我们假设 4 月损失 0.5 或 1 天，假设 5-6 月损失 1 天，同时也对日均工业生产的增速作出 5.5%（延续去年的下滑趋势）、5.7%（去年年底增速）、6.0%、6.3%（赶工导致日均生产水平提高）的假设，测算可知，如果 4 月份日均增速 5.7% 且净损失 1 天，则单月工业增加值从上月 -1.1% 转正到 2.2%；
- (3) 假设之后半年的时间区间内工业生产恢复正常，不再损失天数，可以计算得到全年工业增加值增速在乐观情形下为 2.4%；
- (4) 同理，在各类假设下我们可以计算得到今年 2-4 季度的工业增加值累计、单月同比增速；
- (5) 从往年情况来看，GDP 与工业增加值增速几乎是 1:1 的关系。如 2019 年全年工业增加值增速从前一年年末的 6.2% 下滑到 5.7%，GDP 增速则从 6.7% 降到 6.1%，分别对应了 0.5、0.6 个百分点，但如果拉长时间看，则 GDP 增速较工业增加值的波动更小。

然而，从一季度公布的数据来看，在已知工业增加值的情况下利用 1:1 测算 GDP 增速，则经济增长将优于基于工业增加值的测算，原因在于第三产业 GDP 增速（-5.2%，去年 6.9%）较第二产业（-9.6%，去年 5.7%）下滑更少而非更多。尽管之前市场普遍预期疫情对服务业打击更大，但实际数据显示，随着信息、金融等受疫情影响较小的行业占比提高，第三产业起到了稳定器的作用；

基于以上原因，我们简单采用今年一季度 GDP 增速与工业增加值的比例关系，测算得到今年各个季度的经济增速，在乐观情形下全年增速约 3.1%。

以上分析不考虑逆周期政策力度的加大，实际增速应高于我们测算的水平，我们将在下一个步骤纳入对政策力度的考察。

图 2：GDP 增速与工业增加值增速（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：Q2-Q4 工业增加值和 GDP 增速（%）

不同时间区间的天数和日均实现工业增加值					
时间区间		天数（2020年）	2019年同期每天实现的工业 增加值（2010年=100）	2020年日均工业增加值 （2010年=100）	
10—12月		92	7.14	/	
7—9月		92	6.57	/	
5—6月		61	6.80	/	
4月		30	6.22	/	
3月		31	6.72	6.65	
1—2月		60	5.57	4.74	
不同核心假设（损失天数和日均增加值增速）工业增加值增速					
假设：单日增速		5.50%	5.70%	6%	6.30%
4月	损失0.5天	3.74%	3.94%	4.23%	4.53%
	损失1天	1.98%	2.18%	2.47%	2.76%
5—6月（合计损失1天）		3.77%	3.97%	4.26%	4.56%
7—9月（恢复正常）		5.50%	5.70%	6.00%	6.30%
10—12月（恢复正常）		5.50%	5.70%	6.00%	6.30%
乐观情形：工业增加值和GDP增速的季度预测					
		工业增加值		GDP增速（按照一季度两者变化比例折算）	
		单季	累计	单季	累计
Q2		4.32%	-1.79%	4.83%	-0.75%
Q3		6.15%	0.97%	6.51%	1.77%
Q4		6.15%	2.39%	6.51%	3.07%
悲观情形：工业增加值和GDP增速的季度预测					
		工业增加值		GDP增速（按照一季度两者变化比例折算）	
		单季	累计	单季	累计
Q2		3.40%	-2.27%	3.99%	-1.20%
Q3		5.60%	0.46%	6.01%	1.30%
Q4		5.60%	1.87%	6.01%	2.59%

数据来源：Wind，东方证券研究所

如何衡量财政扩张对经济的拉动？

政策扩张将对 GDP 增速形成多大拉动？这牵涉到一系列关键的步骤，一是赤字、专项债多大程度上转化为投资，二是投资多大程度上转化为经济增速。

首先对政府债券的规模进行假设：

（1）目前市场对赤字率的预期普遍超过 3%，我们按照 3%、3.5%两种情形来测算，同时假设 2020 年名义 GDP 增速为 5%（2019 年为 7.8%），可计算得到 2020 年国债和地方一般债合计 3.12 万亿至 3.64 万亿，其中，国债和地方一般债的比例仍延续 2019 年，分别对应 66%给到国债，34%给到地方一般债。

（2）专项债占到名义 GDP 的比重不断提高，2016-2019 年分别为 0.5%、1%、1.5%、2.2%，考虑到疫情后巨大的稳增长压力，我们假设今年专项债占预期名义 GDP 比例为 3.5%，对应地方专项债 3.6 万亿，同时也考虑 3 万亿的假设。

（3）作为专门服务于某项特定目的的债券，本次发行的特别国债以“抗疫”为目的。近日湖北省人民政府公布《关于加快推进重大项目建设着力扩大有效投资》，要求“围绕中央预算内投资支持的 8 个领域 66 个专项，中央特别国债支持的 4 个领域 32 个专项，特别是应急医疗救治能力、疾病预防控制体系、县级医疗诊治能力、以县城为主要载体的新型城镇化基础设施、城镇老旧小区改造、医废危废和污水垃圾处理设施、应急物资储备体系建设等短板弱项，投可准入、可落地、可申

报、可持续的“四可”要求编制三年滚动投资计划，及时推送国家重大建设项目库”，可见相比之前的两次特别国债发行（分别用于注资银行和成立中投）集中于某个单一用途，本次特别国债预计与专项债更加相似，将涉及各类抗疫相关子领域，在拉动经济的作用机制上和投资以及公共消费更加相关。我们以 1 万亿作为假设。

对规模进行假设后，下一个需要回答的问题是财政扩张能在多大程度上促进 GDP？其中：

（1）地方一般债可用范围较为广泛，财政收入作保，不要求持续的投资收益。虽然一般债券的发行也需要公布募资用途，但多数没有对领域作详细说明，仅表述为“纳入一般预算管理”、“不用于经常性支出”，这也是财政部对地方债券的要求；

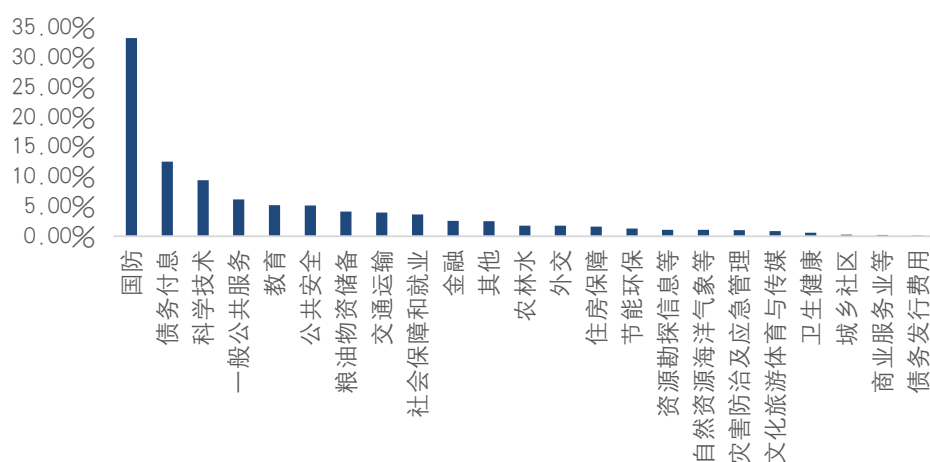
专项债则用于一定的投资方向和投资项目，要求未来有投资回报，因此投资属性更浓，也能通过债券信息查找到某一专项债券的用途。从 2019 及以往的数据来看，专项债主要被用于棚改（棚户区改造）和土地储备（地方政府依法取得土地，进行前期开发、储存以备供应土地的行为），2020 年起这一特征被扭转，但仍然用于各类投资（基建、产业园区、轨交等等）。

（2）如我们前文所述，今年特别国债的功能可能和专项债比较接近，最终也会转化为投资和政府公共消费。

（3）国债用于弥补中央预算中“支出大于收入的差额”，单个国债不会公布有针对性的募资用途，而是被作为收入的一部分，用于国防（33.32%）、还本付息（12.5%）、一般公共服务支出（6.18%）等等，其中，债务还本付息、发行费用支出难以对 GDP 产生贡献，因此从国债到财政扩张应有一个折扣率，我们以 80% 作为假设。

从以往情况来看，新增债券约有 60% 转化为政府主导的投资项目（2019 年 7 月 16 日财政部举行 2019 年上半年财政收支情况新闻发布会，其中提到，“从资金支持领域看，稳投资支出超过 60%”）；此外，从投资到资本形成还有 60% 左右的折扣率（即年度固定资产投资完成额/GDP 固定资本形成总额），我们将这一假设（2018 年 62%，之前今年都在 55% 左右）应用于过去几年。

图 4：2019 年中央一般公共预算支出预算表中中央本级支出的分布



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：财政扩张对 GDP 的拉动测算

	赤字率	对应国债+一般债	其中的国债	其中的地方一般债	专项债规模	特别国债	带动GDP规模/前一年GDP	拉动力提高	不考虑稳增长背景下的GDP测算	整体测算结果
2020年（乐观）	3.5	36414	24033	12381	36414	10000	2.9%	1.2%	3.1%	4.3%
2020年（悲观）	3.0	31212	20600	10612	30000	10000	2.5%	0.8%	2.6%	3.4%
2019年	2.8	27600	18300	9300	21500	0	1.7%	中性判断		3.8%
2018年	2.6	23800	15500	8300	13500	0	1.3%			

数据来源：Wind，东方证券研究所

上一章节我们已经得到基于受损程度测算的经济增长速度，最终结果应在此基础上叠加政策效应。乐观情形下，今年财政扩张对 GDP 的拉动有望较去年快 1.2 个百分点，全年 GDP 增速为 4.3 个百分点。

风险提示

1. 海外疫情发展加速导致外需超预期下滑，拖累国内净出口的风险；
2. 贸易摩擦风险提升，影响供应链稳定的风险；
3. 企业家信心与消费者信心修复不足，稳增长政策力度不及预期的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

