

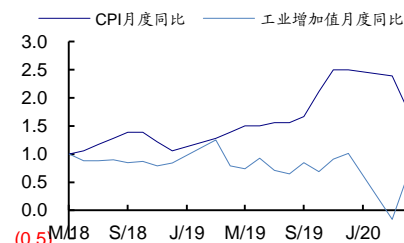
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观经济专题研究

2020 年 05 月 21 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：疫情影响何时休？——基于 2003 年经验》——2020-02-19
 《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：从就业角度看为什么要保 GDP 增速处于适当水平》——2020-03-25

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

补偿性增长的历史经验——再论疫情后经济增长（一）

● 非典疫情与次贷危机时期国内经济增长比较

受非典疫情影响，2003 年 4、5 月国内社会消费品零售总额同比增速持续低于内生性增长水平，遭受了较大的损失；2003 年 6 月国内社会消费品零售总额同比增速迅速恢复至接近内生性增长水平；2003 年 7-10 月国内社会消费品零售总额同比增速持续高于内生性增长水平。（内生性增长定义详见正文）

2003 年 4-6 月国内社会消费品零售总额同比低于内生性增长水平的部分可视为非典疫情带来的损失，2003 年 7-10 月国内社会消费品零售总额同比高于内生性增长水平的部分可视为补偿性增长。

根据测算结果，2003 年非典疫情结束后，国内社会消费品零售总额补偿性增长占疫情期间损失金额的比例约为 37%。

从持续时间来看，2003 年非典疫情期间，国内社会消费品零售总额同比急剧回落的时间持续了两个月；消费恢复过渡期持续了一个月；疫情结束后消费内生性增长与补偿性增长的叠加时期持续了 4 个月。

此外，值得关注的是，2003 年非典疫情仅仅对消费需求产生了较大的影响，对投资、出口需求的影响很小，对国内生产能力的影响也很小。

次贷危机期间，外需急剧下行期持续了 4 个月，在此期间国内固定资产投资完成额同比增速持续低于内生性增长水平；外需底部徘徊时期，国内固定资产投资完成额同比增速持续高于内生性增长水平，投资内生性增长与补偿性增长的叠加时期持续了 8 个月；外需开始回升后 2 个月，国内固定资产投资同比增速迅速回落至内生性增长水平之下。

根据测算，次贷危机期间，固定资产投资完成额补偿性增长占前期损失的比例接近 200%。

值得注意的是，2009 年次贷危机期间，国内社会消费品零售总额在外需底部徘徊期间以及外需回暖后均未出现补偿性增长。

根据我们对内生性增长与补偿性增长的定义，非典疫情以及次贷危机这两个特殊时期都出现了补偿性增长，但补偿性增长的来源完全不同。2003 年在非典疫情影响下，补偿性增长体现在消费方面；2009 年次贷危机影响下，补偿性增长体现在投资方面。

考虑到投资的补偿性增长主要是由政府的需求刺激政策所带动，而在非典疫情来临之前，国内政府已经开始实施需求刺激政策。若政府并未提前实施经济刺激政策，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。

那为何 2009 年次贷危机期间没有消费补偿性增长，而 2003 年非典疫情期间却出现消费的补偿性增长呢？我们认为或是因为非典疫情的特殊性，使得居民即使有钱也没法消费，因此疫情期间居民消费被深度压抑，而随着疫情缓和，疫情期间被压抑的居民消费得到释放，因此我们会看到疫情后消费出现较明显的补偿性增长。

内容目录

2003 年国内经济内生性增长与补偿性增长测算	4
2003 年非典疫情发展时间线	4
内生性增长与补偿性增长的测算方法	4
2003 年国内经济内生性增长与补偿性增长分析	5
2008-2009 年次贷危机后存在补偿性增长吗?	7
次贷危机对国内经济影响的时间线	7
次贷危机期间国内经济内生性增长与补偿性增长分析	8
非典疫情与次贷危机下国内经济内生性增长与补偿性增长分析小结	10
国信证券投资评级	12
分析师承诺	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

图表目录

图 1: 2003 年国内各项经济增长指标同比增速一览.....	4
图 2: 2003 年国内固定资产投资完成额同比增速与内生性增长同比一览	6
图 3: 2003 年国内出口同比增速与内生性增长同比一览	7
图 4: 2003 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览	7
图 5: 2003 年国内各项经济增长指标同比增速一览.....	8
图 6: 2008-2009 年国内固定资产投资完成额同比增速与内生性增长同比一览	9
图 7: 2008-2009 年国内出口同比增速与内生性增长同比一览	9
图 8: 2008-2009 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览	10

未找到图形项目表。

2003 年国内经济内生性增长与补偿性增长测算

我们用国内出口、固定资产投资、社会消费品零售总额同比增速来刻画国内经济增长状况。

2003 年非典疫情发展时间线

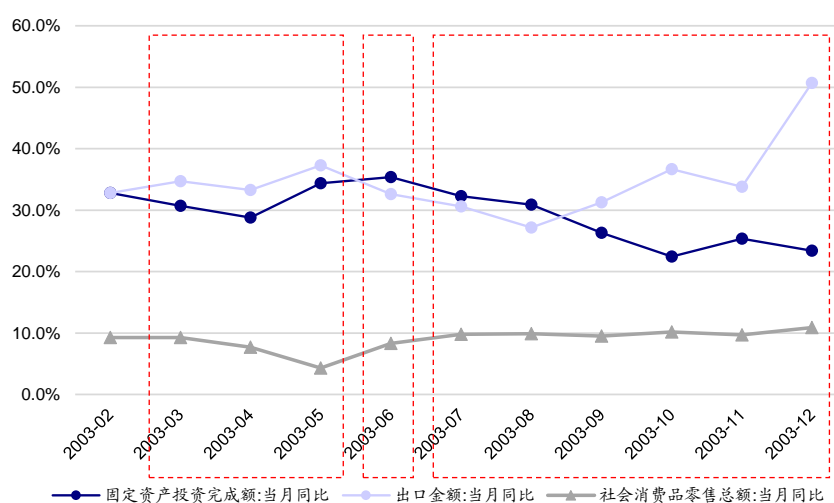
2003 年非典疫情发展时间线：2002 年底首发自广州，随后 2003 年年初在北京爆发，2003 年 3 月确认疫情源自“冠状病毒”；2003 年 5 月底，国内非典疫情每日新增感染人数降至个位数，世卫组织宣布解禁令；2003 年 6 月初，中国国家旅游局宣布有限制地恢复国内游，整个 6 月国内非典疫情每日新增感染人数均为个位数。

从非典疫情发展时间线上来看，2003 年非典疫情对经济的影响从 3 月开始，4 月最为严重，5 月疫情影响到达尾声，6 月国内经济运行开始进入疫情后的恢复期。

根据 2003 年国内出口、固定资产投资、社会消费品零售总额月度同比增速（1-2 月合并计算同比）走势，2003 年非典疫情影响期间，国内经济增长变化的时间线可大致分成三个时期：（1）3-5 月为疫情强烈干扰经济运行时期；（2）6 月为疫情缓和后经济逐渐恢复正常运行过渡期；（3）7-12 月，疫情结束后经济完全恢复正常运行。

2003 年 3 月国内社会消费品零售总额和出口同比增速未出现回落，但固定资产投资同比增速较 1-2 月回落 2.1 个百分点；4 月国内社会消费品零售总额、固定资产投资、出口同比增速较 3 月分别回落 1.6、1.9、1.4 个百分点；5 月国内社会消费品零售总额同比增速继续较 4 月回落 3.4 个百分点，但固定资产投资和出口分别回升 5.6、4.0 个百分点；6 月社会消费品零售总额、固定资产投资同比增速分别回升 4.0、1.0 个百分点；7 月起，社会消费品零售总额同比增速持续回升，固定资产投资同比增速持续回落。

图 1：2003 年国内各项经济增长指标同比增速一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

内生性增长与补偿性增长的测算方法

为了将疫情后国内经济增长拆分为补偿性增长和内生性增长，我们需要先确定内生性增长的测算方法。

一般情况下，内生性增长同比与潜在经济增速是等同的，而月度潜在经济增速可以采用包含当月在内前后合计 12 个月移动平均值的同比作为衡量。例如，2003 年 3 月社会消费品零售总额内生性增长同比等于 2002 年 8 月至 2003 年 7 月各月社会消费品零售总额平均金额相比 2001 年 8 月至 2002 年 7 月各月社会消费品零售总额平均金额的增速水平。

在测算出内生性经济增长水平后，当月的经济增长水平若低于内生性增长水平，则低出的部分我们就认定为外部冲击带来的经济增长损失；当月的经济增长水平若高于内生性增长水平，则高出的部分我们就认定为补偿性增长。

另外，考虑到统计口径可能存在变化，因此在经济增长指标当月同比增速的测算过程中，我们并不是直接采用统计局公布的每个月金额数值，而是统一以 2000 年数据为基准，再根据每个月的同比增速计算出 2002-2004 年各月的金额数值。

2003 年国内经济内生性增长与补偿性增长分析

根据上述内生性增长同比测算方法，我们分别测算了 2003 年各月国内固定资产投资、出口、社会消费品零售总额内生性增长同比，再考察这三个经济增长指标的同比增速是高于还是低于内生性增长同比。

在疫情对国内经济持续产生负面影响的 3、4、5 月，国内固定资产投资完成额、出口同比增速均高于内生性增长同比，表明 2003 年非典疫情对国内投资、出口的负面影响较小；但 2003 年 4、5 月社会消费品零售总额同比增速却明显低于内生性增长同比，表明 2003 年非典疫情对国内消费的影响较大。

2003 年非典疫情影响最严重的 4、5 月，国内固定资产投资完成额、出口同比增速均高于内生性增长同比，表明非典疫情对国内投资、出口需求的影响较小，同时非典疫情对国内生产的影响也较小。

因此，2003 年 4、5 月非典疫情对国内消费的负面影响主要源于对居民消费需求的影响，而非对生产的影响。

2003 年社会消费品零售总额内生性增长同比整体呈现向上走势，这意味着 2003 年国内消费的内生性增长比较强劲。

2003 年非典疫情对国内消费的负面影响集中体现在 4、5 月，2003 年 4、5 月国内社会消费品零售总额同比增速显著低于内生性增长同比水平，非典疫情对国内消费增长造成较大的损失。

2003 年 6 月国内消费开始修复，6 月社会消费品零售总额同比增速从 5 月的 4.3% 反弹至 8.3%，反弹幅度达到 4 个百分点，但 6 月社会消费品零售总额同比增速仍然小幅低于当月的内生性增长同比 8.9%。

2003 年 7 月至 10 月，国内社会消费品零售总额同比连续 4 个月超过内生性增长同比水平，体现出较强的补偿性增长与内生性增长叠加效应。

2003 年 4、5 月，国内社会消费品零售总额当月金额分别为 3287、3340 亿元，而若按内生性增长同比水平增长，2003 年 4、5 月社会消费品零售总额当月金额应分别为 3320、3486 亿元，因此可估计 2003 年 4、5 月社会消费品零售总额受非典疫情影响分别损失了 33、146 亿元，合计损失 179 亿元。

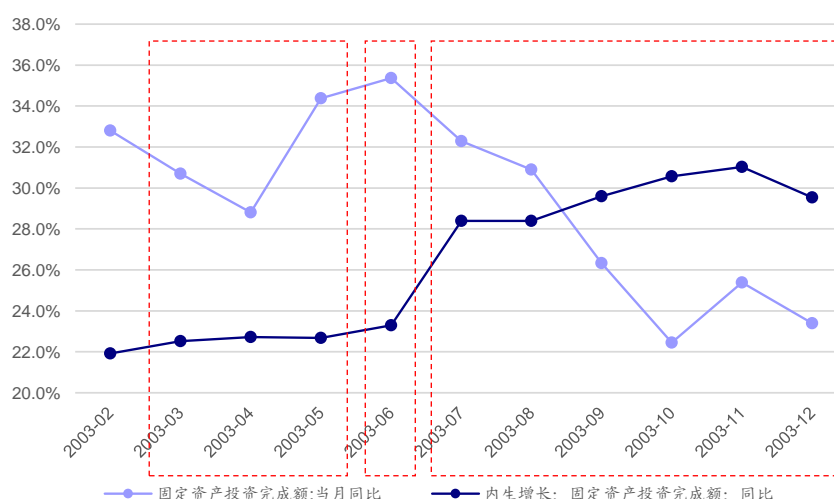
2003 年 6 月，每日新增非典疫情感染人数都控制在个位数，国内非典疫情基本结束，6 月初中国国家旅游局宣布有限制地恢复国内游，整体来看，2003 年 6 月是非典疫情结束后的一个过渡月份，国内经济运行仍然受到一定的负面影响，但负面影响已经明显消退。

2003 年 6 月社会消费品零售总额当月金额 3422 亿元，而若按内生性增长同比水平增长，2003 年 6 月社会消费品零售总额当月金额为 3442 亿元，2003 年 6 月国内社会消费品零售总额仍然低于内生性增长水平约 20 亿元。

因此，2003 年 4-6 月，国内社会消费品零售总额受非典疫情影响损失总金额约为 198 亿元。

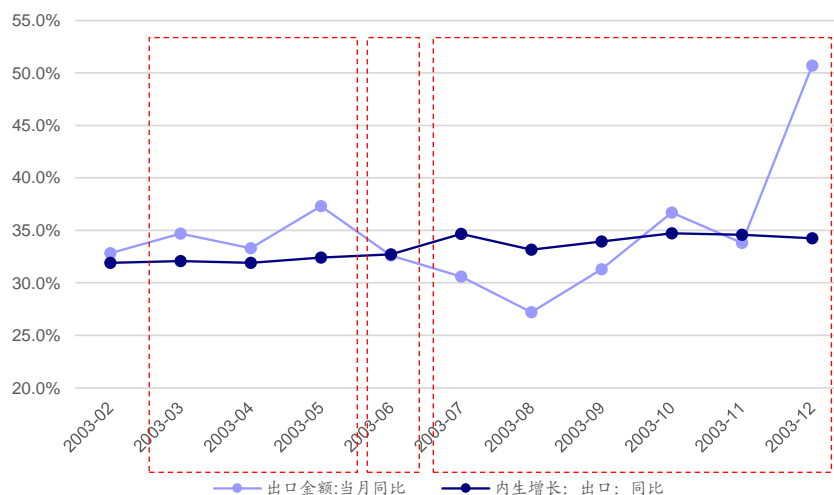
2003 年 7-10 月，国内社会消费品零售总额当月金额分别 3400、3455、3747、4036 亿元，而若按内生性增长同比水平增长，2003 年 7-10 月社会消费品零售总额当月金额分别为 3378、3435、3742、4009 亿元，因此可估计非典疫情结束后，2003 年 7-10 月社会消费品零售总额在内生性增长基础上叠加的补偿性增长分别为 22、20、6、26 亿元，合计补偿增长 73 亿元，补偿性增长金额占损失金额（疫情以及疫情后经济恢复过渡期间的损失）的比例约为 37%。

图 2：2003 年国内固定资产投资完成额同比增速与内生性增长同比一览



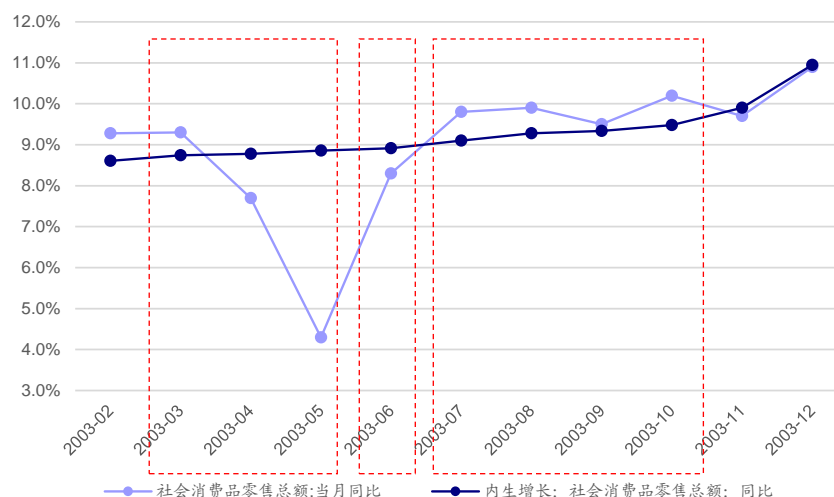
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 2003 年国内出口同比增速与内生性增长同比一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 2003 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2008-2009 年次贷危机后存在补偿性增长吗?

我们继续考察 2008-2009 年期间国内出口、固定资产投资、社会消费品零售总额同比增速情况。

次贷危机对国内经济影响的时间线

根据 2008-2009 年国内出口、固定资产投资、社会消费品零售总额月度同比增速 (1-2 月合并计算同比) 走势, 次贷危机给国内出口带来了巨大的负面影响, 出口同比增速从 20% 左右回落至 -20% 以下; 在国内需求刺激政策带动下, 固定资产投资同比增速明显反弹, 从 24% 左右上升至最高接近 40%; 社会消费品零售总额同比增速从 20% 左右回落至 15% 左右并稳定下来。

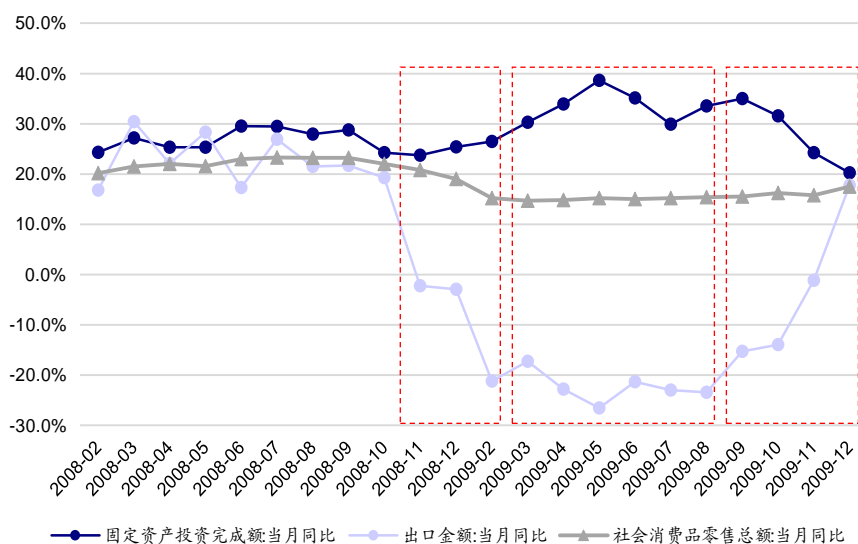
具体次贷危机期间国内经济增长变化的时间线是：

（1）外需急剧下行期。2008 年 11 月至 2019 年 2 月，国内出口同比增速从 2008 年 10 月约 20%大幅回落至负值区间；消费同比增速从 2008 年 10 月约 22%回落至 15%左右；固定资产投资完成额同比增速从 10 月约 24%上升至 30%。

（2）外需底部徘徊期。2019 年 3 月至 2019 年 8 月，国内出口同比增速一直在-20%至-25%的底部徘徊；消费则维持 15%左右同比增速不变；固定资产投资完成额同比增速先上后下，但均维持在 30%以上的水平。

（3）外需上升期。2019 年 9 月起，国内出口同比增速开始抬升，至 2019 年 12 月，国内出口同比增速再次回升到次贷危机前 20%左右的水平；在此期间，消费增速缓慢上行，从 15%左右上升至 18%左右；固定资产投资完成额同比增速从 30%以上回落至约 20%。

图 5：2003 年国内各项经济增长指标同比增速一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

次贷危机期间国内经济内生性增长与补偿性增长分析

我们继续使用 2003 年非典疫情期间的分析方法，将国内经济增长拆分为补偿性增长和内生性增长。

根据拆分测算结果，在外需急剧下行期，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均低于内生性增长同比；在外需底部徘徊期，国内固定资产投资完成额同比增速抬升至内生性增长同比水平之上，体现很强的补偿性增长，但同期出口、社会消费品零售总额同比增速仍然在内生性增长同比水平之下；在外需上行期，固定资产投资完成额同比增速迅速回落至内生性增长同比水平之下，出口同比迅速回升至内生性增长同比水平之上，社会消费品零售总额同比增速持续回升，但持续低于内生性增长同比水平。

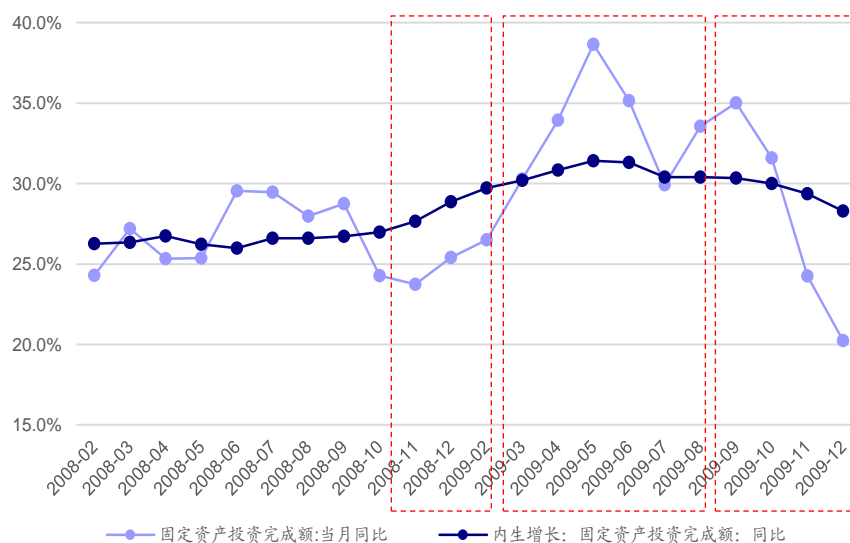
整体来看，2008-2009 年次贷危机期间，在政府需求刺激带动下，固定资产投资完成额在外需底部徘徊期间出现较明显的补偿性增长；而国内社会消费品零售总额在外需底部徘徊期间以及外需回暖后均未出现补偿性增长。

根据测算，2008 年 10 月至 2019 年 2 月，国内固定资产投资完成额同比均低

于内生性增长同比，若将这个低于内生性增长同比的幅度视作某种损失，则这个损失的金额合计约为 1595 亿元；2019 年 3 月至 2019 年 10 月，国内固定资产投资完成额同比增速基本均高于内生性增长同比，若将这个高于内生性增长同比的幅度视作某种补偿，则这个补偿的金额合计约为 3120 亿元。按此计算，次贷危机期间，国内固定资产投资完成额补偿性增长占前期损失的比例接近 200%。

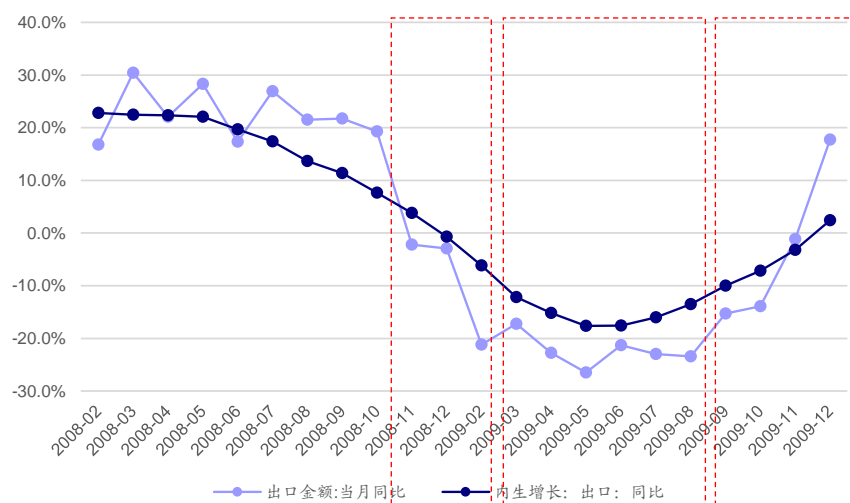
注：上述经济增长指标当月同比增速的测算过程中，我们并不是直接采用统计局公布的每个月金额数值，而是统一以 2006 年数据为基准，再根据每个月的同比增速计算出 2007-2010 年各月的金额数值。

图 6：2008-2009 年国内固定资产投资完成额同比增速与内生性增长同比一览



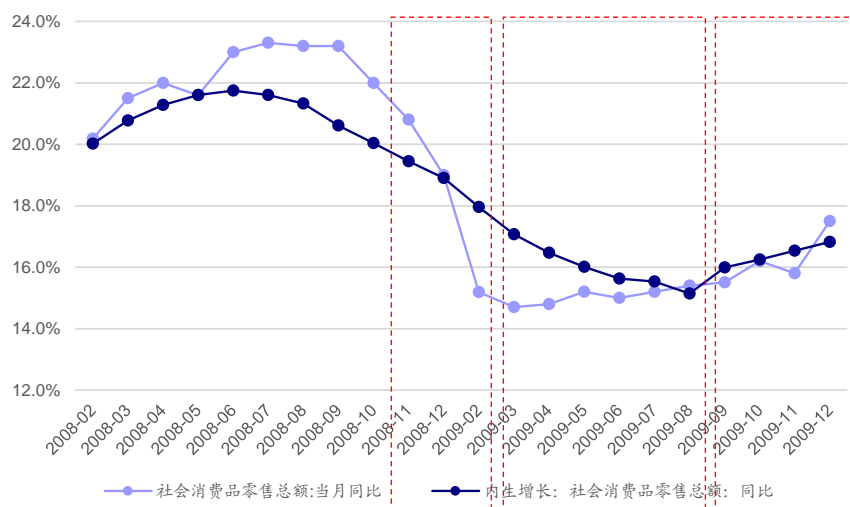
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：2008-2009 年国内出口同比增速与内生性增长同比一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：2008-2009 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

非典疫情与次贷危机下国内经济内生性增长与补偿性增长分析小结

受非典疫情影响，2003 年 4、5 月国内社会消费品零售总额同比增速持续低于内生性增长水平，遭受了较大的损失；2003 年 6 月国内社会消费品零售总额同比增速迅速恢复至接近内生性增长水平；2003 年 7-10 月国内社会消费品零售总额同比增速持续高于内生性增长水平。

2003 年 4-6 月国内社会消费品零售总额同比低于内生性增长水平的部分可视为非典疫情带来的损失，2003 年 7-10 月国内社会消费品零售总额同比高于内生性增长水平的部分可视为补偿性增长。

根据测算结果，2003 年非典疫情结束后，国内社会消费品零售总额补偿性增长占疫情期间损失金额的比例约为 37%。

从持续时间来看，2003 年非典疫情期间，国内社会消费品零售总额同比急剧回落的时间持续了两个月；消费恢复过渡期持续了一个月；疫情结束后消费内生性增长与补偿性增长的叠加时期持续了 4 个月。

此外，值得关注的是，2003 年非典疫情仅仅对消费需求产生了较大的影响，对投资、出口需求的影响很小，对国内生产能力的的影响也很小。

次贷危机期间，外需急剧下行期持续了 4 个月，在此期间国内固定资产投资完成额同比增速持续低于内生性增长水平；外需底部徘徊时期，国内固定资产投资完成额同比增速持续高于内生性增长水平，投资内生性增长与补偿性增长的叠加时期持续了 8 个月；外需开始回升后 2 个月，国内固定资产投资同比增速迅速回落至内生性增长水平之下。

根据测算，次贷危机期间，固定资产投资完成额补偿性增长占前期损失的比例接近 200%。

值得注意的是，2009 年次贷危机期间，国内社会消费品零售总额在外需底部徘徊

徊期间以及外需回暖后均未出现补偿性增长。

根据我们对内生性增长与补偿性增长的定义，非典疫情以及次贷危机这两个特殊时期都出现了补偿性增长，但补偿性增长的来源完全不同。2003 年在非典疫情影响下，补偿性增长体现在消费方面；2009 年次贷危机影响下，补偿性增长体现在投资方面。

考虑到投资的补偿性增长主要是由政府的需求刺激政策所带动，而在非典疫情来临之前，国内政府早已经开始实施需求刺激政策，在非典疫情影响下，这种需求刺激应当进一步加强，因此疫情期间国内固定资产投资同比增速持续高于内生性增长水平，并无损失体现。但若政府并未提前实施经济刺激政策，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需求刺激政策，预计 2003 年也很可能出现类似 2009 年那样的固定资产投资完成额补偿性增长的局面。

那为何 2009 年次贷危机期间没有消费补偿性增长，而 2003 年非典疫情期间却出现消费的补偿性增长呢？我们认为或是因为非典疫情的特殊性，使得疫情期间居民即使有钱也没法消费，因此居民消费被深度压抑，而随着疫情缓和，疫情期间被压抑的居民消费得到释放，因此我们会看到疫情后消费出现较明显的补偿性增长。

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