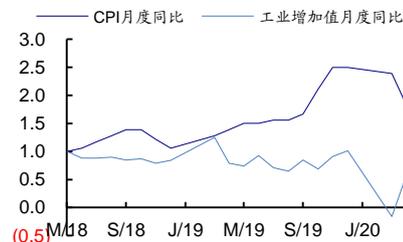


**CPI与工业增加值月度同比增速**

**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, 国内政府早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

<b>2003 年国内经济内生性增长与补偿性增长测算</b> .....	<b>4</b>
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
<b>2008-2009 年次贷危机后存在补偿性增长吗?</b> .....	<b>7</b>
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
<b>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</b> .....	<b>10</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>12</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>12</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>12</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>12</b>

## 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

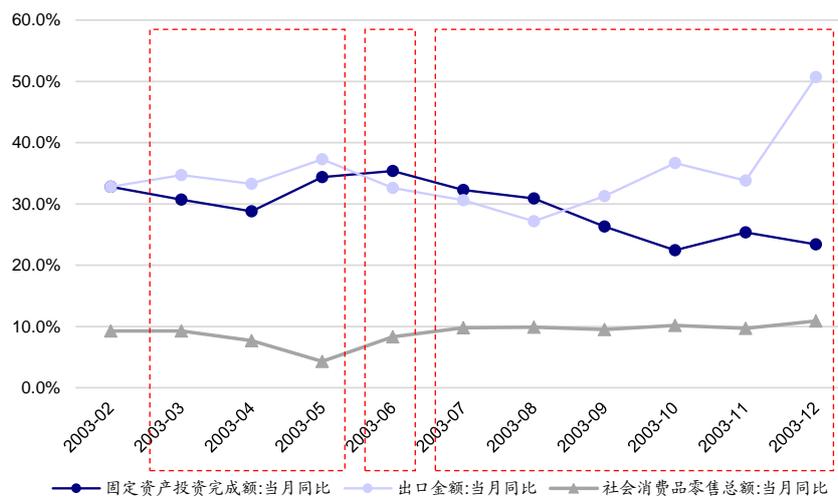
2003 年非典疫情发展时间线：2002 年底首发自广州，随后 2003 年年初在北京爆发，2003 年 3 月确认疫情源自“冠状病毒”；2003 年 5 月底，国内非典疫情每日新增感染人数降至个位数，世卫组织宣布解禁令；2003 年 6 月初，中国国家旅游局宣布有限制地恢复国内游，整个 6 月国内非典疫情每日新增感染人数均为个位数。

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的过渡期；（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。

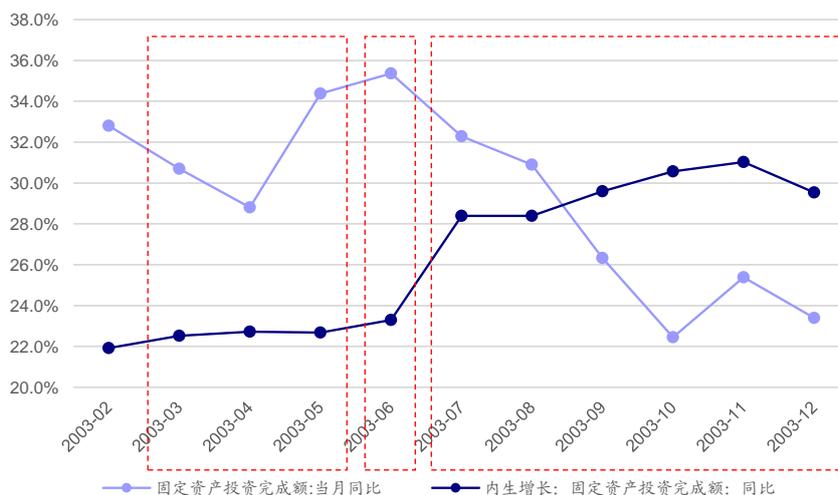
2003年6月，每日新增非典疫情感染人数都控制在个位数，国内非典疫情基本结束，6月初中国国家旅游局宣布有限制地恢复国内游，整体来看，2003年6月是非典疫情结束后的一个过渡月份，国内经济运行仍然受到一定的负面影响，但负面影响已经明显消退。

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。

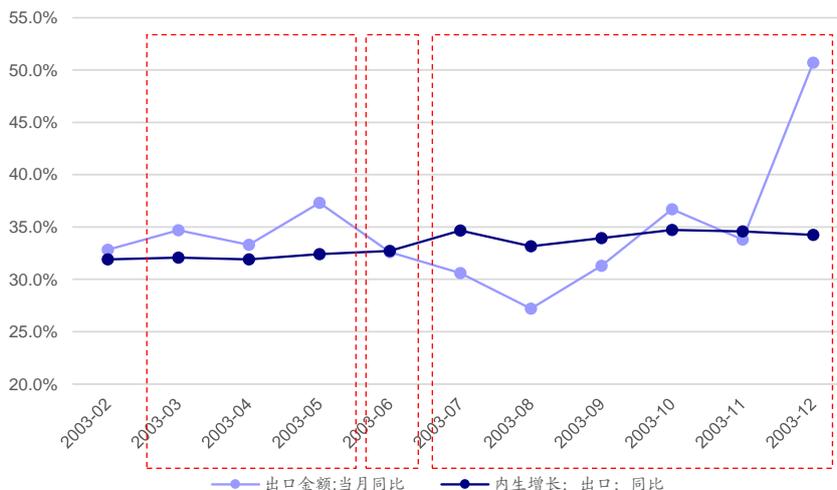
2003年7-10月，国内社会消费品零售总额当月金额分别3400、3455、3747、4036亿元，而若按内生性增长同比水平增长，2003年7-10月社会消费品零售总额当月金额分别为3378、3435、3742、4009亿元，因此可估计非典疫情结束后，2003年7-10月社会消费品零售总额在内生性增长基础上叠加的补偿性增长分别为22、20、6、26亿元，合计补偿增长73亿元，补偿性增长金额占损失金额（疫情以及疫情后经济恢复过渡期间的损失）的比例约为37%。

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



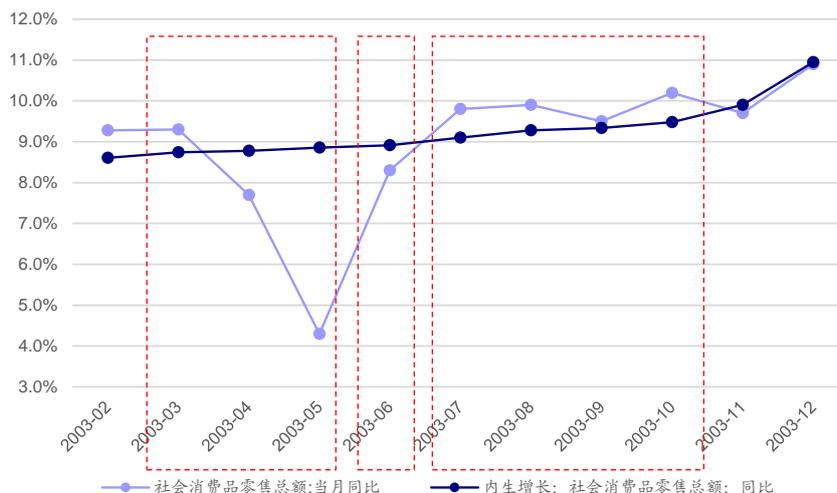
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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。

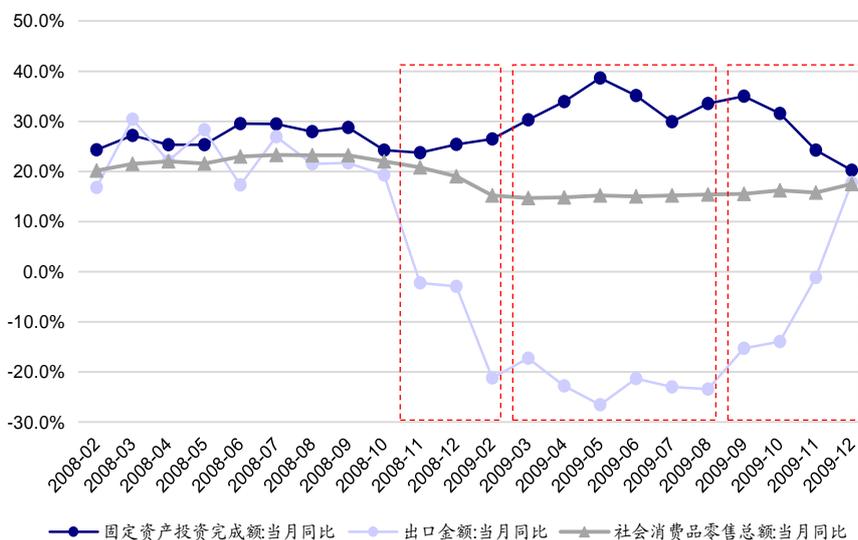
具体次贷危机期间国内经济增长变化的时间线是：

(1) 外需急剧下行期。2008年11月至2009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。2009年3月至2009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。2009年9月起，国内出口同比增速开始抬升，至2009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。

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\\_5018](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5018)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn