

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

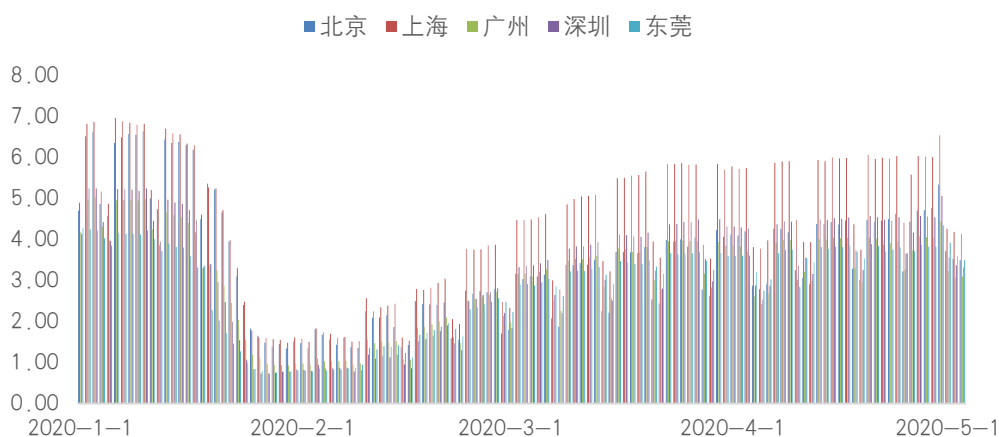
一季度各项数据表明疫情对国内经济的冲击大于最初估计，同时海外疫情持续发酵，产业链不同程度受损，以原油为代表的大宗商品价格大跌，各国金融市场大幅波动与央行采取宽松举措相继出现，这些因素均为外需乃至整个经济增长蒙上了不确定性。在这种内外加剧承压的背景下，我们如何衡量压力的大小，并对下半年增长形成合理预期？本文将致力于解答这一问题。

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；

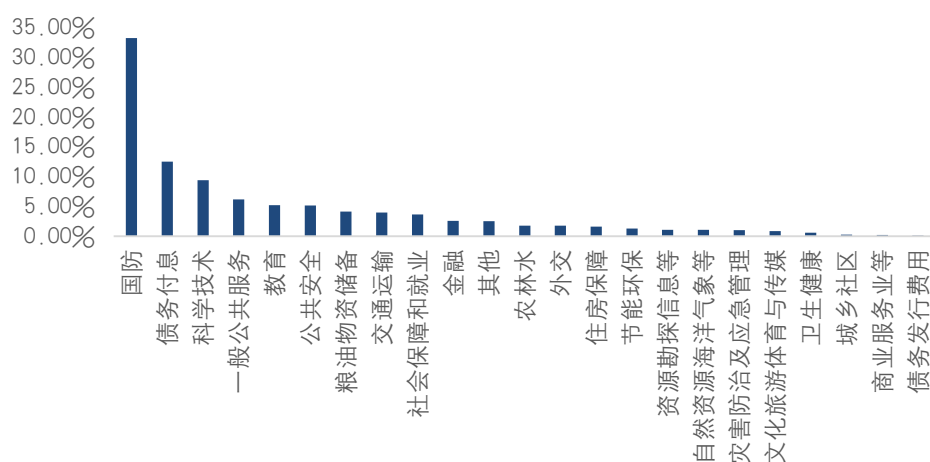
专项债则用于一定的投资方向和投资项目，要求未来有投资回报，因此投资属性更浓，也能通过债券信息查找到某一专项债券的用途。从 2019 及以往的数据来看，专项债主要被用于棚改（棚户区改造）和土地储备（地方政府依法取得土地，进行前期开发、储存以备供应土地的行为），2020 年起这一特征被扭转，但仍然用于各类投资（基建、产业园区、轨交等等）。

（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。

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_5403

