

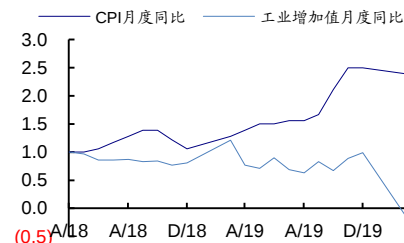
证券研究报告—深度报告

宏观经济

2020 年二季度宏观经济报告

2020 年 04 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	-16.10
社零总额当月同比	-15.80
出口当月同比	-20.70
M2	10.10

相关研究报告：

《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
 《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
 《中美经贸联合声明点评：贸易战疑云消散，未来经济何去何从》——2018-05-21
 《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

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

这是最差的时期，这是最好的时期

● 疫情后国内经济恢复情况跟踪与分析

从高频指标来看，4 月以来居民消费同比增速或仍为负值，但整体经济活跃度已经接近去年同期水平，这或预示着 4 月以来国内投资活跃度已经超过去年同期水平。

● 一季度国内政府消费同比或大增 18%，高技术类产业快速恢复

2020 年中国一季度 GDP 实际同比增速为-6.8%，我们估计若按支出法分项计量：一季度投资实际同比增速约为-9.5%，净出口实际同比增速约为-50%，消费实际同比增速约为-3.4%，支出法衡量的消费中，一季度居民消费实际同比增速为-12.5%，政府消费实际同比增速或达到 18%。

从 3 月工业生产同比增速与 1-2 月比较来看，3 月疫情后国内经济结构呈现两个较显著的结构特征：（1）高技术制造业生产恢复很快，3 月同比增速已超过去年全年水平，高技术制造业扩张产能的步伐可能会延续；（2）投资恢复快于消费。

● 二季度国内经济增长展望：GDP 同比增速或达到 7%

为保就业，今年政府执行的 GDP 增长目标或为 4%，这意味着 2020 年后三个季度单季 GDP 同比增速平均要达到 7%。

考虑到疫情影响下居民可支配收入回落有限，二季度居民消费持续恢复可期。因此我们假定 2020 年二季度居民消费实际增速恢复至零，政府消费实际增速回落至 10% 左右（考虑到部分财政资金转向基建投资），则整体消费实际同比增速约为 3%。

投资方面，考虑到房地产投资韧性较强，二季度有望继续维持正增长；在稳增长驱动下，二季度基建投资同比增速有望反弹至 20% 左右；制造业投资在高技术制造业投资支撑下，整体下滑幅度会比较有限。因此，二季度整体投资增速可能会高于去年同期水平。因此我们假定二季度投资实际同比增速持平去年的 4.5%。

净出口方面，考虑到二季度国外的进口（即二季度国内的出口）或与一季度国内的进口表现较为类似，净出口回落的幅度可能不会高于一季度的水平。因此我们假定二季度净出口实际同比增速为-50%。

根据 2003 年非典疫情经验，除了上述分析的正常增长以外，一季度损失的消费和投资在二季度还存在一定比例的补偿。综合正常增长与补偿增长，整体二季度 GDP 实际同比增速约为 7.5%。

● 国内经济结构特征展望：科技升级、消费降级、投资加速

国内高技术制造企业的技术水平和产品质量水平已经具备很高的竞争力，贸易摩擦仅能有限地减缓国内高技术制造业企业蚕食海外企业市场份额的速度，并不能阻止这一进程。一个有力的证据是，我们看到自 2018 年起，国内高技术制造业投资同比增速开始有明显回升，这无疑表现出国内高技术制造企业面对全球竞争时的充足信心。

因此，我们有理由相信，国内高技术产业的发展不会因为贸易摩擦而中断，反而会在市场竞争的压力中不断升级。

内容目录

疫情后国内经济恢复情况跟踪与分析	4
上中游工业原材料生产情况	4
下游消费情况	6
衡量经济活跃度的综合指标情况	8
一季度国内政府消费同比或大增 18%，高技术类产业快速恢复	9
一季度政府消费同比增速或达到 18%	9
从工业生产情况来看疫情后国内经济结构特征：科技兴趋势不变	11
二季度国内经济增长展望：GDP 同比增速或达到 7%	13
为保就业，今年政府执行的 GDP 增长目标或为 4%	13
二季度国内投资展望	13
二季度国内消费展望	16
二季度国内出口展望	16
二季度 GDP 实际同比测算：达到 7%并非不可能	17
国内经济结构特征展望：科技升级、消费降级、投资加速	21
国内经济结构特征展望（一）：科技升级	21
国内经济结构特征展望（二）：消费降级	22
国内经济结构特征展望（三）：投资加速	22
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

图 1: 国内 PTA 产量与产量同比变化一览.....	4
图 2: 国内腈纶产量与产量同比变化一览.....	5
图 3: 国内粗钢产量与产量同比变化一览.....	6
图 4: 国内钢材产量与产量同比变化一览.....	6
图 5: 国内乘用车厂家批发量与同比变化一览	7
图 6: 国内乘用车厂家零售量与同比变化一览	7
图 7: 国内 30 城市商品房成交套数与同比变化一览	8
图 8: 国内 30 城市商品房成交面积与同比变化一览	8
图 9: 国内交通拥堵延时指数周度均值与同比变化一览	9
图 10: 国内五大电厂日耗煤量周度均值与同比变化一览	9
图 11: 国内固定资产投资实际同比与支出法 GDP 中的投资实际同比一览	10
图 12: 国内第二产业 GDP 实际同比与支出法 GDP 中的投资实际同比一览	11
图 13: 国内高技术制造业工业增加值当月同比与投资累计同比增速一览	12
图 14: 国内与投资相关的工业产品产量同比一览	12
图 15: 国内与消费相关的工业产品产量同比一览	13
图 16: 房地产开发投资当月同比增速一览	14
图 17: 基建投资历年同比增速一览	14
图 18: 不同的全年基建投资同比增速下 4-12 月的同比增速测算	15
图 19: 制造业与高技术制造业投资同比增速一览	16
图 20: 中国一季度进口同比增速受到疫情的冲击较为有限	17
图 21: 中国出口同比增速与中国自日韩台进口同比一览	17
图 22: 中国支出法 GDP 三大分项占比变化情况	18
图 23: 中国二季度 GDP 实际同比测算数据表一览（二季度居民消费增速为 6.4%）	19
图 24: 中国二季度 GDP 实际同比测算数据表一览（二季度居民消费增速为零）	20
图 25: 中国整体工业增加值同比增速与高技术制造业增加值同比增速一览	22

疫情后国内经济恢复情况跟踪与分析

从上中游工业原材料生产情况来看，4月以来与非耐用品相关的PTA产量和同比有较明显的回升，与纺织服装相关的腈纶产量和同比明显下滑，与投资 and 耐用消费品相关的粗钢产量和同比继续回升。

从下游消费情况来看，4月以来汽车、房地产销售量和同比均继续回升，其中汽车销售量和同比已回升至接近去年同期的水平。

从衡量经济活跃度的综合指标情况来看，4月以来全国交通拥堵延时指数、电厂日耗煤量同比继续回升，目前已经基本持平去年同期的水平。

整体来看，4月以来居民消费同比增速或仍为负值，但整体经济活跃度已经接近去年同期水平，这或预示着4月以来国内投资活跃度已经超过去年同期水平。

上中游工业原材料生产情况

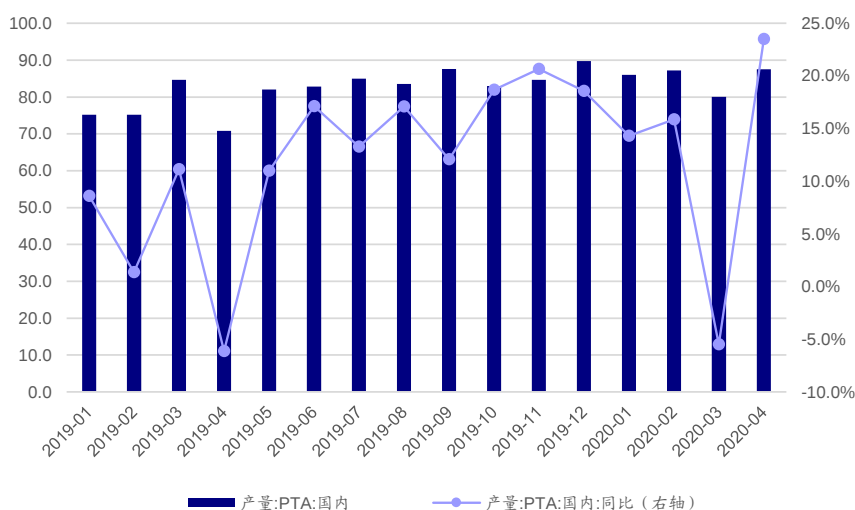
我们选取化工和钢铁这两个上中游工业原材料生产行业进行观察。其中化工行业我们选取了PTA、腈纶周产量指标，这两个产品主要与下游的非耐用消费品有关；钢铁行业我们选取粗钢、钢材日产量指标，这两个产品主要与下游的投资、耐用消费品有关。

化工行业

化工行业方面，从PTA周产量均值情况来看，疫情的影响并不大，仅在3月产量以及产量同比有所下滑，但幅度小于去年的最低水平，2020年4月PTA周产量较3月明显回升，由于去年4月基数较低，2020年4月PTA产量同比增速创下去年以来新高。

PTA生产持续火热反映了居民对非耐用消费品的消费并未因疫情明显下降，其中医疗耗材需求大幅增长或是其中一个原因。4月PTA产量明显抬升，一方面或与国内消费持续恢复有关，另一方面可能还与国外停工停产导致国内相关产品出口需求增加有关。

图1：国内PTA产量与产量同比变化一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从腈纶周产量均值情况来看，今年疫情确实造成较大的影响，2月腈纶产量明

显下滑，3月小幅回升，4月再次明显下滑。从同比来看，自去年12月起腈纶产量同比就持续下滑，今年2、3月腈纶产量同比还高于去年上半年的水平，但4月已创下去年以来新低。

实际上，国内腈纶产量同比在2018年1月至2019年7月均持续负增长，背后可能反映了国内纺织服装产业链正向国外持续转移，2019年8月-11月腈纶产量同比大幅抬升，或与外需回暖有关，此次疫情先打击了内需，3月后由打击了外需，因此造成腈纶产量同比持续回落。考虑到纺织服装产业链在国内也属于夕阳产业，因此其规模的萎缩与整体经济状况关联度相对较低。

图2：国内腈纶产量与产量同比变化一览



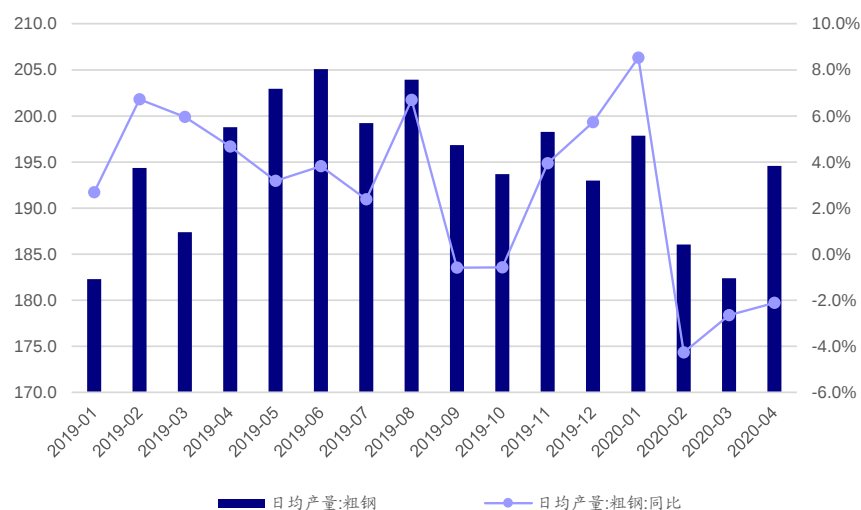
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

钢铁行业

钢铁行业方面，从粗钢日均产量情况来看，疫情的影响较大，2、3月粗钢日均产量持续下滑，4月上旬有明显抬升。从日均产量同比来看，2月创下低点后，3、4月连续反弹，但目前仍然明显低于去年同期水平。

从粗钢产量来看，2、3月投资和耐用品消费仍较低迷，4月有较明显的恢复，但同比数据显示恢复的水平仍不高。

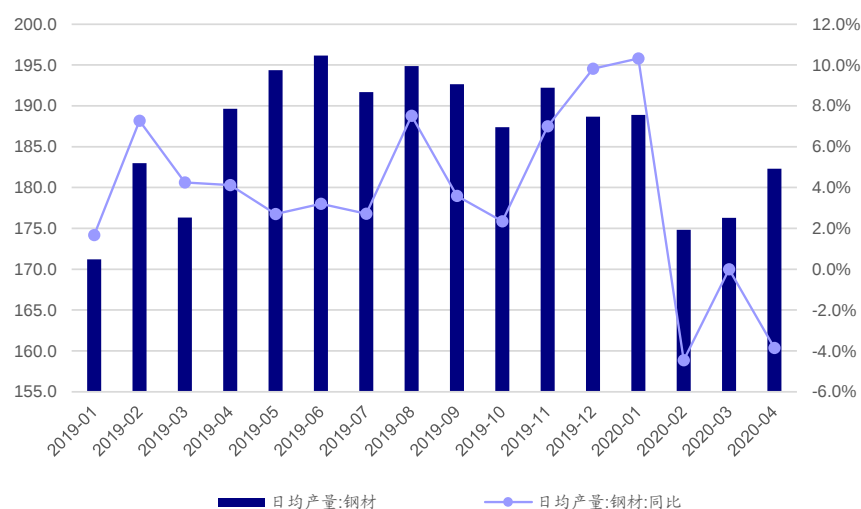
图 3: 国内粗钢产量与产量同比变化一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从钢材日均产量情况来看, 2 月明显下滑, 3 月小幅回升, 4 月继续明显回升。从同比来看, 2 月钢材日均产量同比创下低点, 3 月反弹但仍明显低于去年同期的水平, 4 月日均产量随明显回升, 但同比却再次回落, 从同比来看, 钢材生产恢复情况弱于粗钢。

图 4: 国内钢材产量与产量同比变化一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

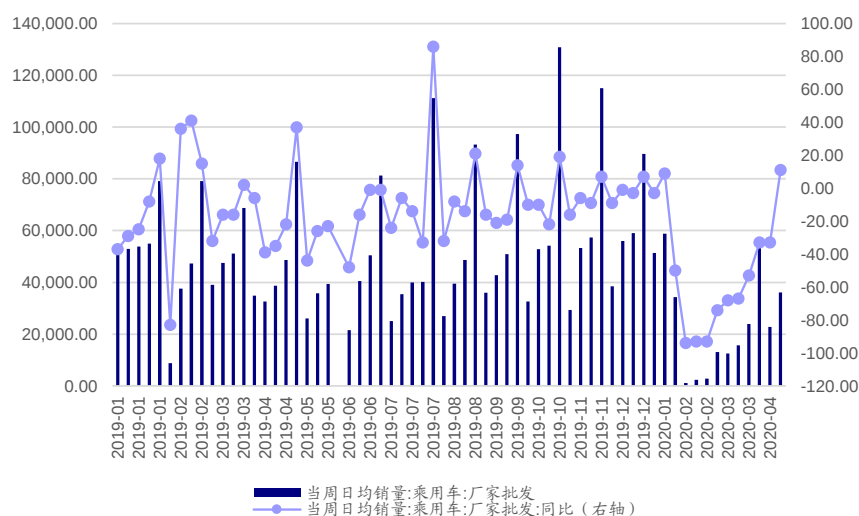
下游消费情况

我们选取汽车和房地产这两个行业作为下游消费情况的衡量。其中汽车销售包括厂家批发（包含出口）、厂家零售（仅国内销售）；房地产销售包括 30 大中城市商品房成交套数、30 大中城市商品房成交面积。

汽车销售

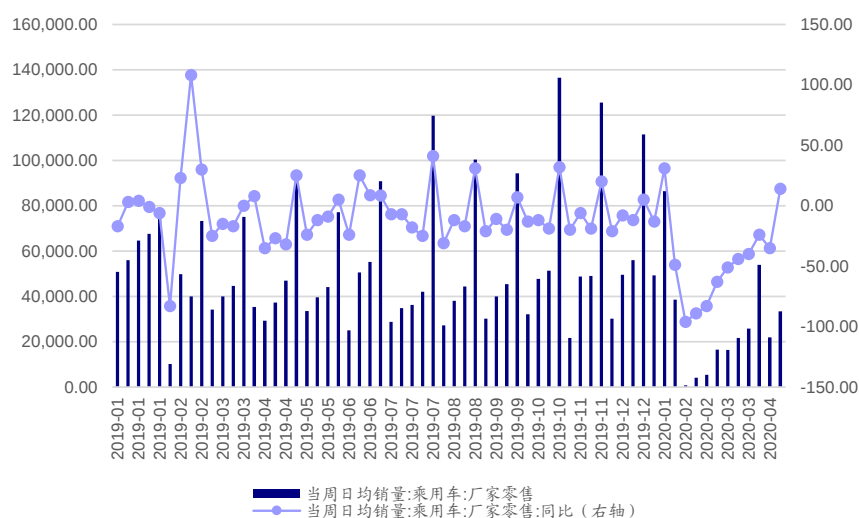
从汽车销售量情况来看, 3 月以来汽车周日均销量逐渐回升, 同比亦逐渐回升, 4 月以来国内汽车销量和同比均已接近去年同期水平。

图 5: 国内乘用车厂家批发量与同比变化一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 国内乘用车厂家零售量与同比变化一览

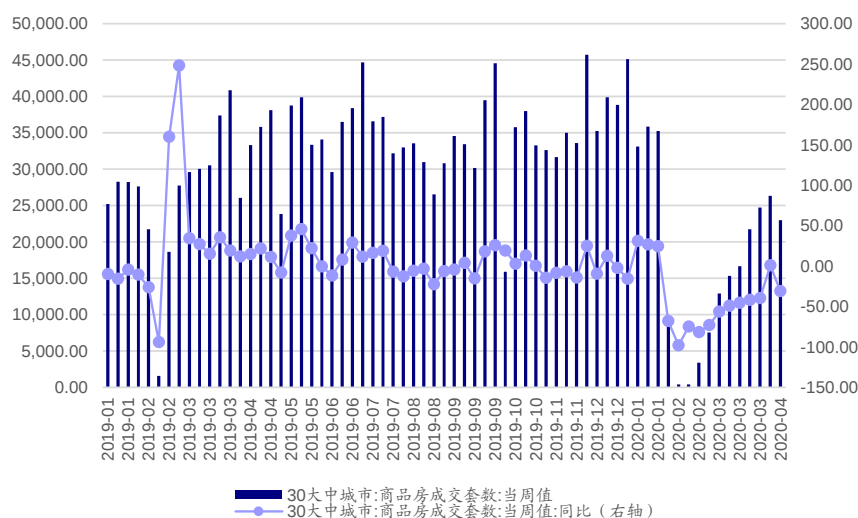


数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

房地产销售

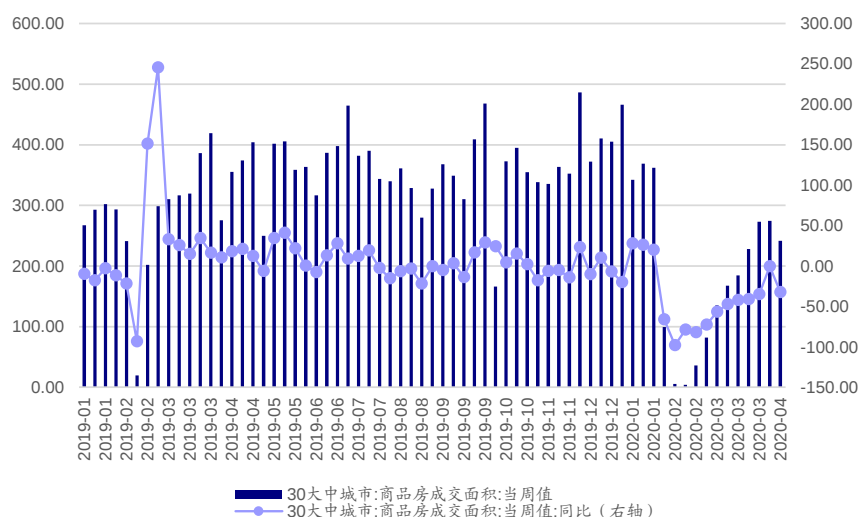
从房地产销售情况来看, 3 月以来地产销量和同比均逐渐回升, 但整体来看, 目前仍未恢复到去年同期水平。

图 7：国内 30 城市商品房成交套数与同比变化一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：国内 30 城市商品房成交面积与同比变化一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

衡量经济活跃度的综合指标情况

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_5674

