

GDP 翻番：或需 6-8 万亿刺激

分析师 梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理 吴嘉璐

电话

邮箱 wujl@r.qlzq.com.cn

研究助理 张陈

电话

邮箱 zhangchen@r.qlzq.com.cn

研究助理 李俊

电话

邮箱 lijun@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 销售业绩双高增，拿地权益持续提升

2 中国银行 2019 年报详细解读：资产质量靓丽，增长稳健

3 国防军工行业周报(03.23-03.29)

投资要点

- 国内疫情的拐点已经过去一个多月，但从高频数据来看，经济恢复至正常水平仍需时间；而海外疫情的发酵和防控，在未来几个月都会明显冲击外需。在这种情况下，如果需要实现翻番目标，会有多少 GDP 缺口？需要多少刺激？我们对主要的需求端指标进行了估算。
- **1、消费：可选消费压力最大。**短期内限制人员聚集的措施很难完全取消，甚至有可能边际加强。即使限制聚集措施解除，从高频数据来看，居民打消顾虑并恢复消费也需要一定的时间，尤其是可选消费冲击较大。考虑到主要消费品类，消费或拖累 2 季度名义 GDP 增速 4-5 个百分点。居民收入减少和失业增加带来的乘数效应，也不容忽视，对三四季度消费也不宜太乐观。
- **2、投资：全年制造业或现负增长。**综合分析我国房地产本身的回落压力，内外需的冲击，财政的边际发力，我们预计今年全年房地产投资增速或回落至零值附近，制造业投资增速可能降至-4.0%附近，基建增速有望回升至 8%。预计今年固定资产投资增速将继续回落至 2.5%左右，制造业和房地产投资是主要拖累。
- **3、外需：拖累 GDP 一个点以上。**利用我们修正后的外贸影响测算方法，一单位出口可以拉动 0.8 单位的 GDP，出口损失将导致 1 季度 GDP 损失约 5200 亿元，2 季度 GDP 损失约 4490~7310 亿元，合计拖累全年名义 GDP 增速 1.0-1.3 个百分点。
- **4、如果实现翻番：还需多少刺激？**悲观情况下，我国全年 GDP 或在 0 增长附近；乐观情况下，全年 GDP 增速或在 2%-3%附近。如果需要财政发力来弥补缺口、实现翻番目标，即使财政赤字率上调至 3.5%，专项债额度提高到 3 万亿，名义 GDP 仍然有 4.4-6.5 万亿的缺口，意味着相比去年要追加 6-8 万亿的政策刺激，完成目标确实需要更加努力。
- **风险提示：疫情发酵，全球经济降温，政策变动。**

内容目录

1、消费：可选消费压力最大。	- 3 -
2、投资：全年制造业或现负增长。	- 4 -
3、外需：拖累 GDP 一个点以上。	- 8 -
4、如果实现翻番：还需多少刺激？	- 10 -

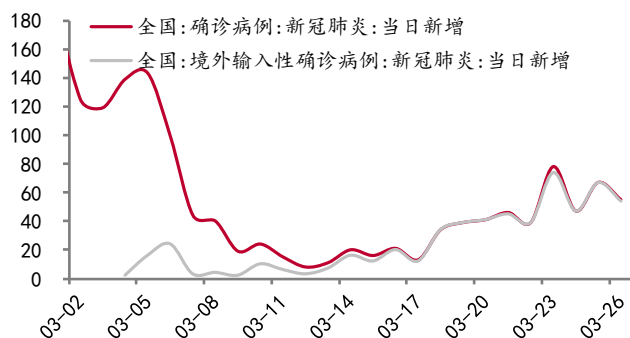
图表目录

图表 1：全国新增确诊及新增输入性确诊病例（例）	- 3 -
图表 2：一二线城市地铁运量恢复度（%）	- 3 -
图表 3：1-2 月各项社会消费品零售增速（%）	- 3 -
图表 4：单日票房收入走势（万元）	- 3 -
图表 5：不同情境假设下主要几类消费拖累 GDP（亿）	- 4 -
图表 6：发电量增速与二三产业新增就业人数走势	- 4 -
图表 7：居民消费与收入增速走势（%）	- 4 -
图表 8：今年春节以后商品房销售相对节前恢复程度（%）	- 5 -
图表 9：剔除土地购置后的地产投资增速（%）	- 5 -
图表 10：百城土地成交面积累计值（万平方米）	- 5 -
图表 11：涤纶长丝 POY:江浙织机库存天数（天）	- 6 -
图表 12：国内 PTA 库存天数（天）	- 6 -
图表 13：基建投资与广义财政支出增速（%）	- 7 -
图表 14：基建投资对名义 GDP 的拉动（%）	- 7 -
图表 15：今年固定资产投资增速预测（%）	- 8 -
图表 16：疫情严重国占中国出口的比重（%）	- 8 -
图表 17：主要经济体服务业 PMI 指数大幅“跳水”	- 8 -
图表 18：乐观情况下主要经济体 GDP 增速预测（%）	- 9 -
图表 19：全球经济与外贸的联动性（%）	- 10 -
图表 20：出口相关对经济增长的拉动	- 10 -
图表 21：今年各季度 GDP 实际增速预测（%）	- 11 -
图表 22：不同情境下释放财政资金增量（万亿）	- 11 -

1、消费：可选消费压力最大。

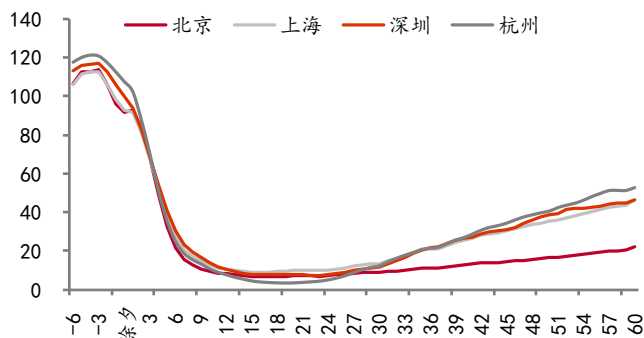
目前国内疫情虽有所缓解，但海外疫情仍在发酵，仍然要警惕因为海外输入导致的疫情反弹。因此，**短期内限制人员聚集的措施很难完全取消，甚至有可能边际加强**。例如 3 月 27 日国家电影总局通知，全国所有影院暂不复业，已复业的也要立即暂停营业。另外从其他高频指标来看，经济活动恢复缓慢，比如一线城市平均地铁出行人数仅达到平时的 50% 左右，全国旅客运量也不足去年同期的 40%。

图表 1：全国新增确诊及新增境外输入性确诊病例（例）



来源：wind，中泰证券研究所

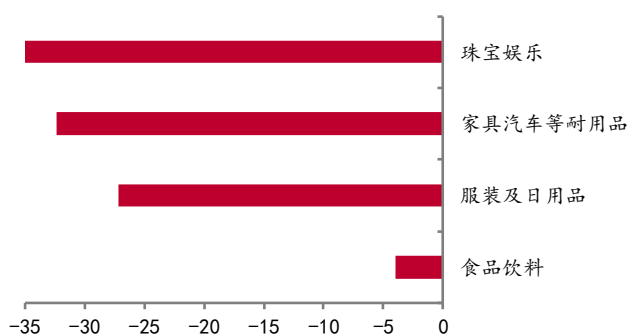
图表 2：一二线城市地铁运量恢复度（%）



来源：各地地铁，中泰证券研究所

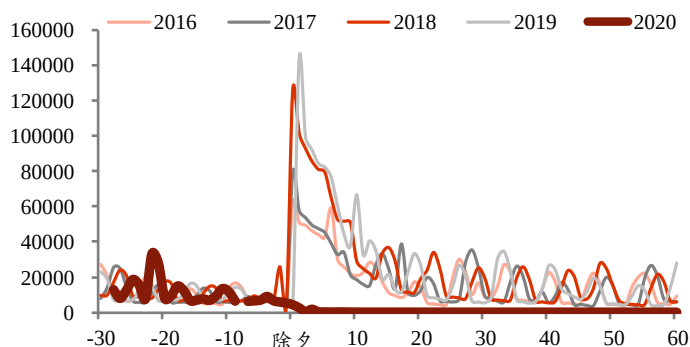
消费受损严重，服务和可选耐用品是重灾区。从 1-2 月社会消费品零售数据来看，商品零售下降 18.5%，而餐饮收入则大幅下降 42%。在商品消费中进一步细分，可选的耐用品下降更多，比如珠宝、娱乐用品同比下降 35%，家具汽车等耐用品下降 32%，而食品饮料这种生活必需品仅小幅下降 4%。

图表 3：1-2 月各项社会消费品零售增速（%）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：单日票房收入走势（万元）

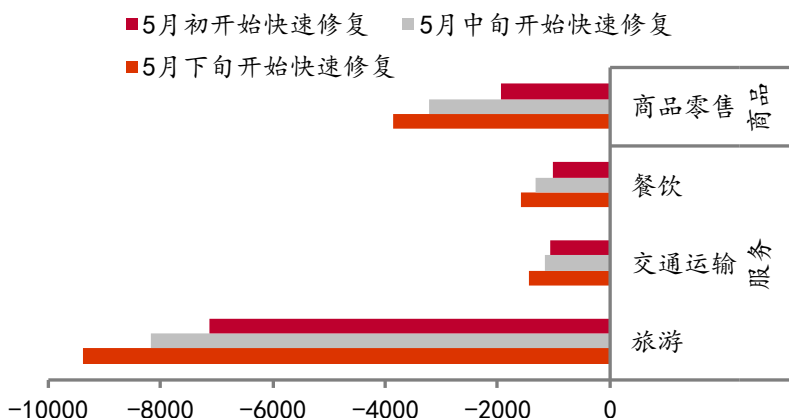


来源：wind，艺恩，中泰证券研究所

我们估计，即使到了二季度，消费整体或仍将拖累名义 GDP 达到 4-5 个百分点。只要疫情和限制集聚措施还在，服务和可选消费就很难完全恢复。并且即使限制集聚措施解除了，居民打消顾虑并恢复消费也需要一定的时间。若各项消费在 5 月初开始快速修复，到 6 月初修复完毕，那么分月来看，4 月各项消费收入大致会跟 1 季度接近（前文已有讨论，旅游为 0，交通运输为 8 成，零售为 9 成，餐饮为 8 成），5 月简单假定

旅游恢复至 5 成，交通运输恢复至 9 成，餐饮恢复至 7 成，零售完全恢复，6 月各项消费收入均完全恢复。那么 2 季度旅游仍然会损失近 9000 亿收入，交通运输约 2300 亿，餐饮约 3000 亿，商品零售约 2900 亿，根据投入产出表可得到各项收入对应的增加值与收入的比率，进而折算成 GDP 总共为 1.1 万亿，与去年 2 季度的现价 GDP 相比，拖累增速达到了 4.6%。

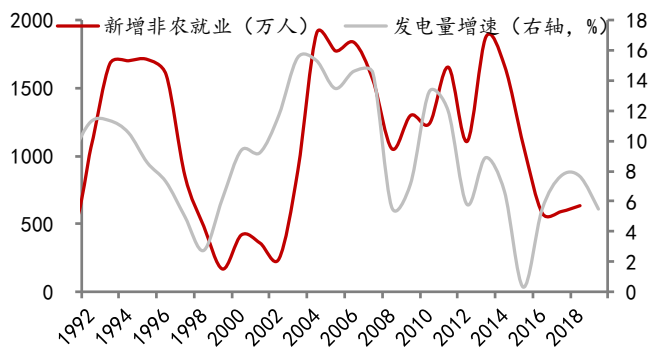
图表 5：不同情境假设下主要几类消费拖累 GDP（亿）



来源：WIND，中泰证券研究所

居民收入减少和失业增加带来的乘数效应，也不容忽视，三四季度消费的恢复程度也不宜太乐观。因为决定居民消费最根本的是收入水平，居民收入减少，失业问题发酵，这些因素对居民消费的影响不仅仅在一两个季度。我国 2 月份失业率飙升至 6.2% 的历史高位，从历史上来看，我国发电量增速与新增非农就业人数高度相关，而目前扣除居民用电后的发电量不足去年同期 9 成，海内外需求走弱势必会对就业产生冲击，进而影响消费行为。

图表 6：发电量增速与二三产业新增就业人数走势



来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：居民消费与收入增速走势 (%)



来源：wind，中泰证券研究所

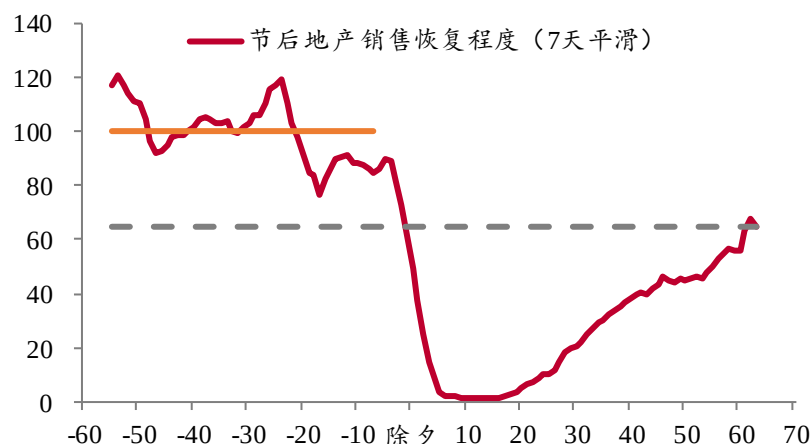
2、投资：全年制造业或现负增长。

今年 1-2 月固定资产投资增速也降至了 -24.5%，主要是因为是在疫情的冲

击下，各项投资活动基本暂停。那么，随着近期复工复产持续推进，是否会出现投资节奏补偿性地加快，从而对 GDP 形成一定支撑？

先从地产来看：今年地产本就面临均值回归的压力。即使没有疫情，地产周期也会回落，疫情的冲击只不过是加速了地产下行的速度。当前 30 大中城市的商品房销售仅恢复到节前水平的 65%，而销售领先房地产投资大概半年，销售还未完全恢复至正常，房企的资金回笼面临困难。今年以来百城土地成交面积相比去年同期回落了 23%，相比前五年均值回落了 28%，也会对未来地产投资构成制约。

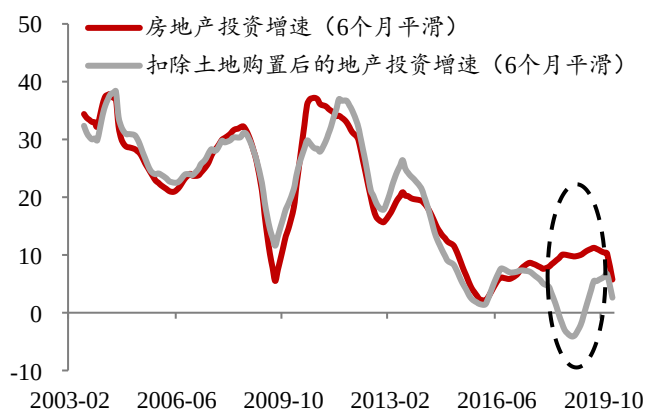
图表 8：今年春节以后商品房销售相对节前恢复程度（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

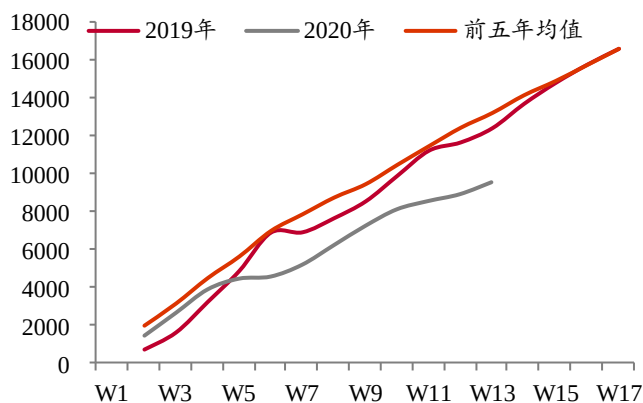
我们预计今年全年房地产投资增速或回落至零值附近。结合全年增长情况以及投资节奏的安排，一季度受到复工延迟的拖累，地产投资增速预计降至-13%；而二季度开工逐渐恢复正常，跌幅小幅收窄，但全年需求下行或制约下半年投资进度。

图表 9：剔除土地购置后的地产投资增速（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10：百城土地成交面积累计值（万平方米）



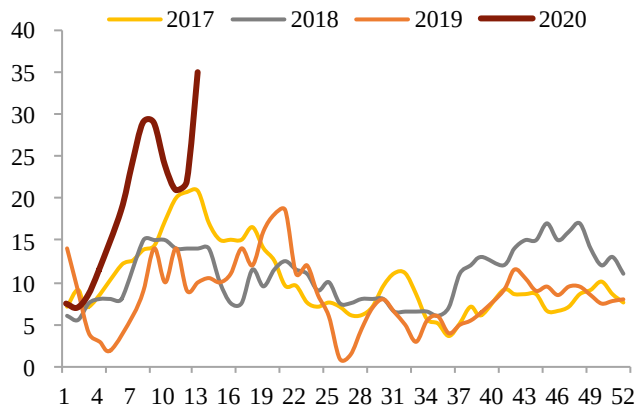
来源：WIND，中泰证券研究所

其次是制造业。去年制造业投资增速大幅回落至 3.1%，今年低位回升的希望也很渺茫。一方面，主要工业品库存水平仍在高位。我们观察的钢铁社会库存升至去年同期的 1.5 倍，主要化工品中涤纶长丝 POY、PTA 和聚酯切片的库存天数分别是去年同期的 3.5 倍、2.6 倍和 2.8 倍。之前

是国内疫情影响需求回落，推升库存；而现在海外疫情蔓延，外需又在走差，预计库存回落至正常水平还需要一段时间。

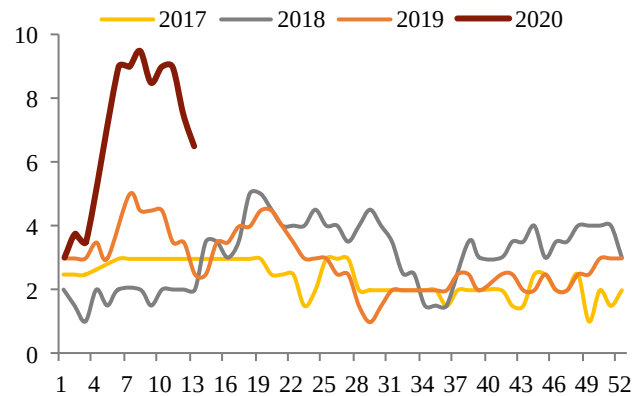
另外企业盈利往往是投资的领先指标，前两月我国工业企业利润总额大幅回落 38%。考虑到未来内外需的冲击，今年制造业投资增速回落幅度或有所扩大，去年制造业投资增速从 9.5% 回落了 6.4 个百分点至 3.1%，我们预计今年制造业投资增速可能降至 -4.0% 附近。

图表 11：涤纶长丝 POY：江浙织机库存天数（天）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 12：国内 PTA 库存天数（天）

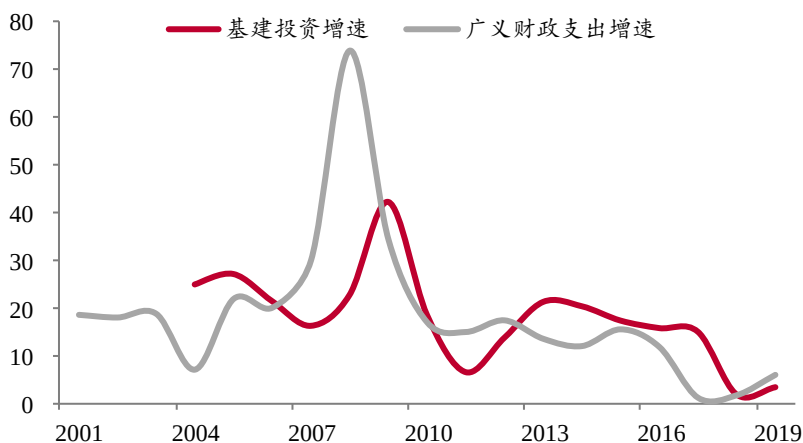


来源：WIND，中泰证券研究所

基建增速大概率回升，但稳增长作用不宜高估。从今年的大环境来看，减税降费继续巩固，土地财政延续降温，地方隐性负债监管仍难明显放松，未来广义财政收入仍会持续受到影响，因此资金来源是基建投资回升的主要限制。不过考虑到财政赤字率有望上调，专项债限额放宽，特别国债的发行，我们预计今年整体基建增速可能会回升至 8%（详见报告：《并没有“基建潮”》）。

从节奏上来说，前两月基建投资大减主要还是因为疫情之下复工延迟。随着后续复工加快，基建投资还是有望快速回升的。按照往年财政节奏前移的情况，预计二季度基建增速或回升至 9%，略超全年平均增速。

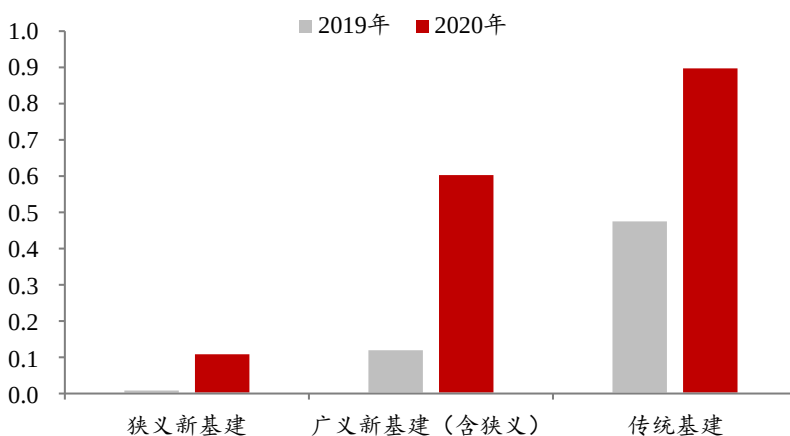
图表 13: 基建投资与广义财政支出增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

从结构上来说,传统基建仍是主力,或拉动今年名义 GDP 增长 0.9 个百分点;而新基建虽然发展较快,但由于目前体量仍然较小,拉动作用并不明显。预计狭义新基建对名义 GDP 增长的拉动或只有 0.1 个百分点,广义新基建拉动作用也只有 0.6 个百分点。(详见专题报告:《“新基建”稳增长:作用有多大?》)。

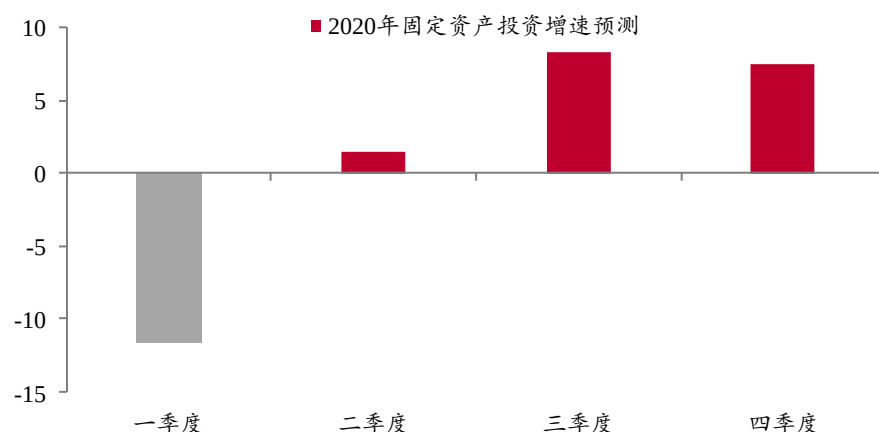
图表 14: 基建投资对名义 GDP 的拉动 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

固定资产投资中地产、制造业和基建三大类投资的占比较大,去年达到了 90%以上。通过线性回归来测算,拟合效果也比较好。因此,结合我们前面对地产、制造业和基建投资的增速预测,预计今年我国固定资产投资增速将继续回落至 2.5%左右,其中制造业和房地产投资是主要拖累。

图表 15: 今年固定资产投资增速预测 (%)

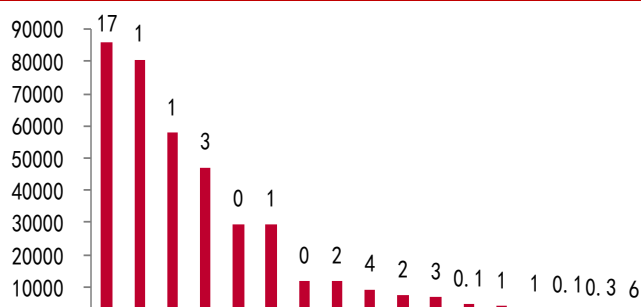


来源: WIND, 中泰证券研究所

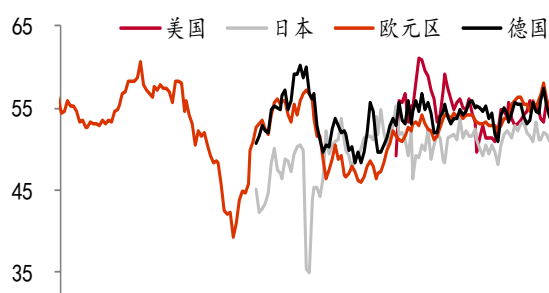
3、外需: 拖累 GDP 一个点以上。

2月下旬以来,海外疫情持续发酵,我国外需压力明显增大。我国主要出口国美、德、法、英、韩等疫情均较为严峻,而这些国家的产品需求占我国出口比重高达30%。海外疫情防控升级,预计接下来海外经济会面临较大压力。根据 IHS Markit 公布的3月 PMI 初值,美国、日本、欧洲等主要经济体 PMI 均大幅回落,其中服务业 PMI 回落至比08年金融危机期间还要低的位置。

图表 16: 疫情严重国占中国出口的比重 (%)



图表 17: 主要经济体服务业 PMI 指数大幅“跳水”



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_6187

