

旬度经济观察

——一季度 GDP 增速的一个估算

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020 年 03 月 02 日

内容提要

国内疫情持续好转，但复工进程依然不快。全国经济活动完全恢复正常可能需要到 4-5 月。

分析 2 月 PMI 及高频数据后，我们推测，一季度 GDP 增速可能在 0%附近。而在一定的假设下，或许实际影响可能更大一些。

海外疫情明显恶化，全球资本市场大幅动荡，最终拖累 A 股。海外疫情的变化仍需高度关注和跟踪。

风险提示：（1）疫情超预期 （2）模型假设局限性 （3）模型推算和实际结果可能存在差异

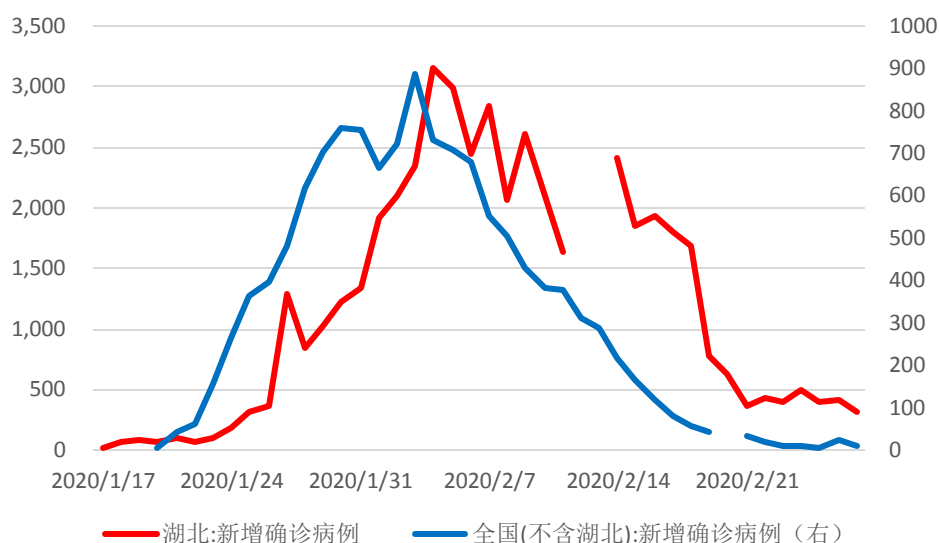
1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、经济完全回归正常可能需要到 4-5 月

时间进入到 2 月底，疫情依然是主导国内外资本市场最重要的因素。2 月下旬，国内外疫情出现了明显的分化。国内疫情持续好转，但海外疫情显著恶化。就国内而言，湖北省外新增病例在 2 月下旬有多天为个位数，而湖北的新增病例已经大幅下降至 400 例左右。随着新增病例的大幅减少，以及大量的治愈病例出院，全国的存量病例已经小于累计病例的一半。

图1： 单位：例

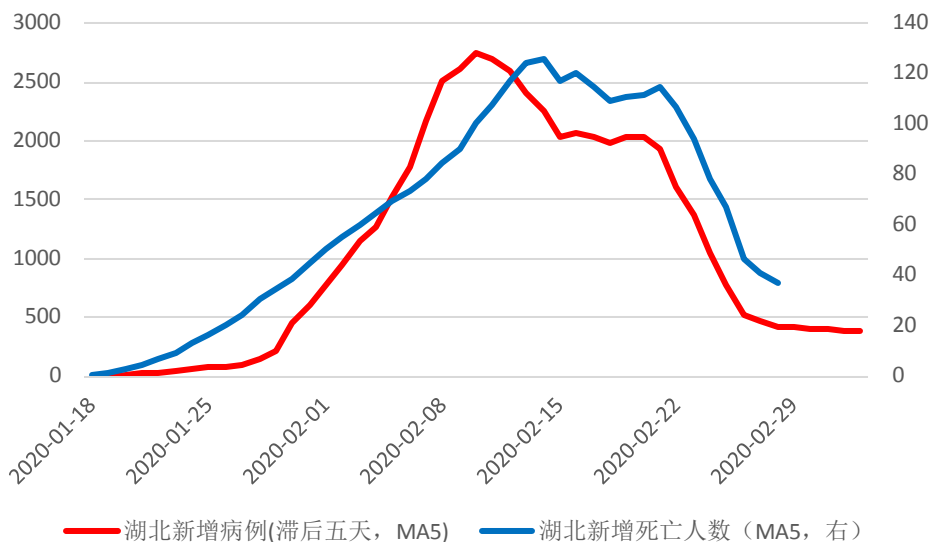


数据来源：卫健委，安信证券

注：为了保持数据的连续性，我们剔除了湖北 2 月 12-13 日以及湖北以外 2 月 20 日的样本点（湖北是因为武汉清查造成的一次性出清，湖北以外是因为监狱清查）。

另外一个社会关注的指标是死亡人数。我们发现，2 月下旬的死亡病例大幅下降。基于新增病例领先死亡病例的规律，我们推测死亡病例的下降主要是因为前期新增病例大幅下降导致，治疗效果可能并没有明显改变。尽管治疗效果可能没有明显好转，但也没有明显恶化。根据趋势判断，死亡病例估计会维持在低位。

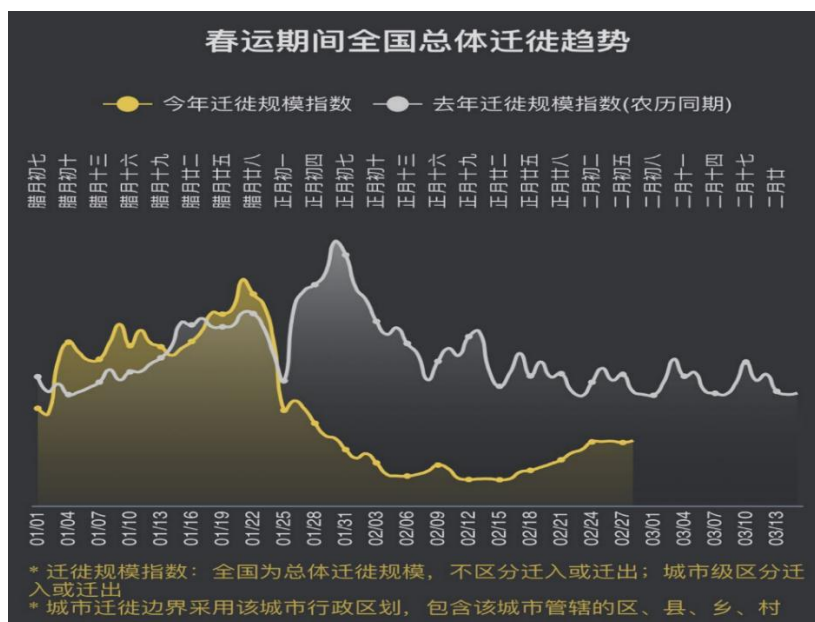
图2: 单位: 例



数据来源: Wind, 安信证券

因此, 从各项指标来观察, 国内的疫情逐渐受控已经是广泛的共识。前期疫情对节后复工形成了显著的压制。随着疫情的变化, 市场的关注点集中在复工的节奏上。

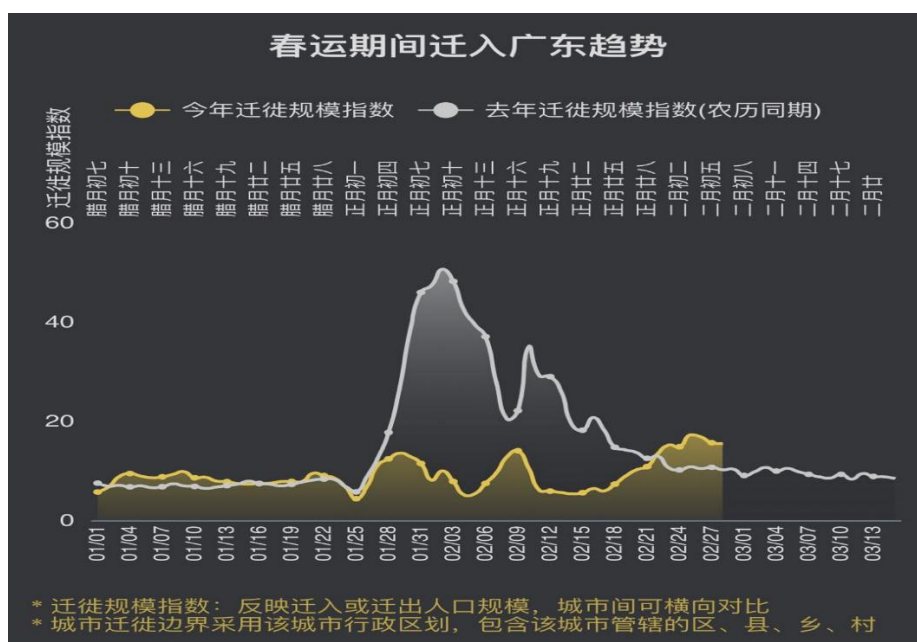
图3:



数据来源: 百度迁徙, 安信证券

从百度迁徙的指标来观察，全国迁徙的人数刚刚恢复到去年同期的 60%左右，上升的趋势明显但并不剧烈。从百度迁徙的数据上看，复工节奏存在着较大的省份区别，广东、浙江等沿海地区的复工节奏明显更快，比如广东的迁入人数已经持续一个星期高于去年同期水平。但即使是广东，复工率上升的节奏也有波折，并不剧烈。

图 4:

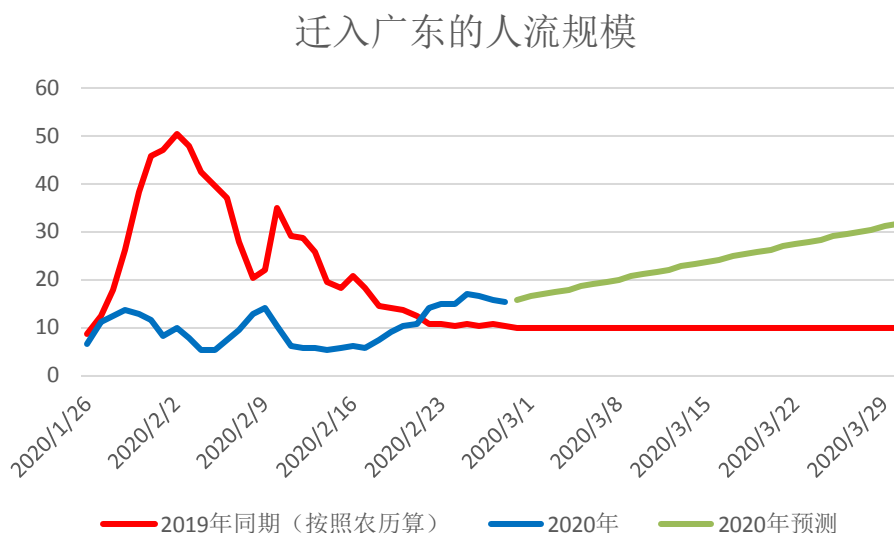


数据来源：百度迁徙

另外，尽管广东的迁入人数已经高于去年同期水平，但截止目前，节后累计的迁入人数只相当于去年的 42%。我们假设，广东的迁入人数在未来沿着最近两个星期的上涨趋势继续上升。结果发现，在这个假设下，节后累计的迁入人数要到 3 月底才能达到去年的水平。这在某种程度上说明，至少对于广东而言，整个生产和经营活动需要到 3 月底左右才能全面恢复正常。而广东属于全国复工的领

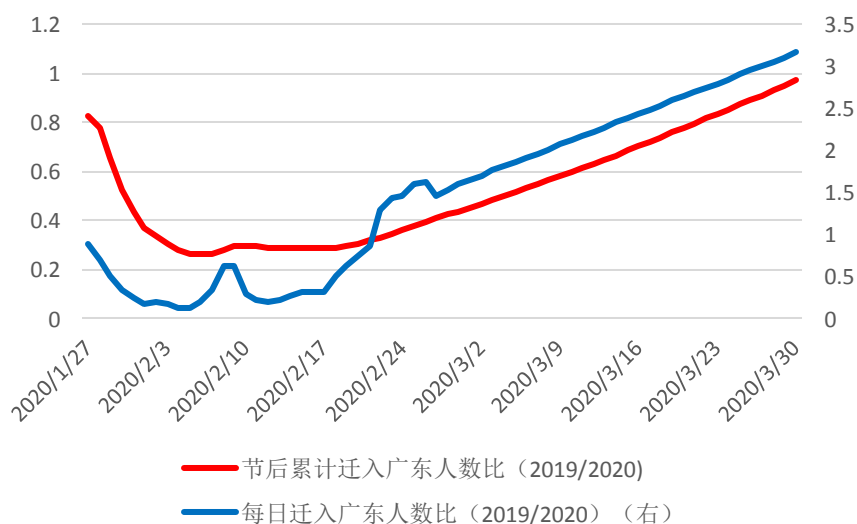
先省份，因此，我们推断，对于湖北省外来说，全面恢复正常可能需要 4 月甚至 5 月。而对于湖北，可能需要到 5-6 月。

图5:



数据来源：百度迁徙，安信证券

图6:

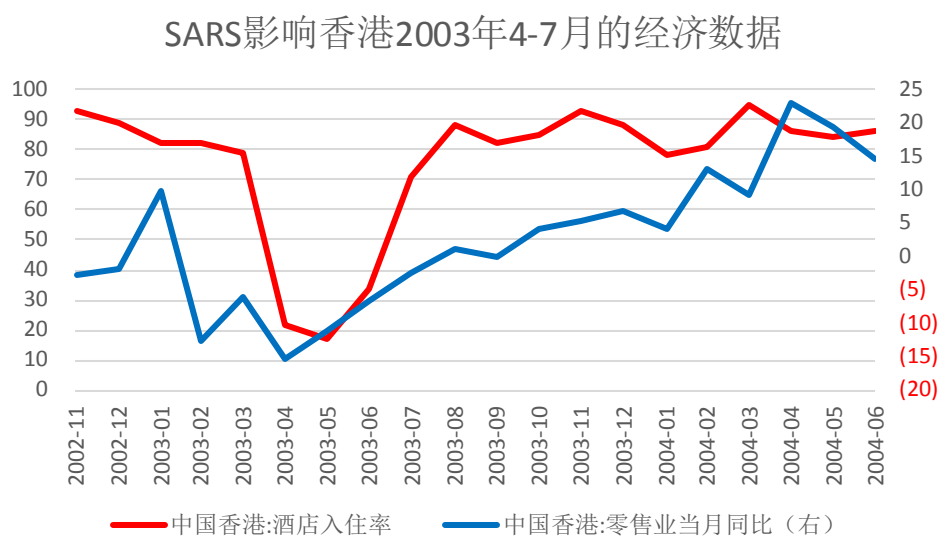


数据来源：百度迁徙，安信证券

注：3月为预测值

2003 年香港和北京的情形可以作为一个借鉴。2003 年 3 月 15 日，香港的 SARS 疫情爆发，4 月下旬达到高峰，6 月 23 日世卫组织将香港从疫区除名。从数据上观察，香港的经济数据从 4 月开始出现明显变化，直到 7-8 月才恢复正常，大概持续了 3-4 个月左右的时间。因此，如果按照 2020 年 1 月 20 日开始算，我们预测，湖北以外省份全面恢复正常，可能需要到 4-5 月。

图7： 单位：%

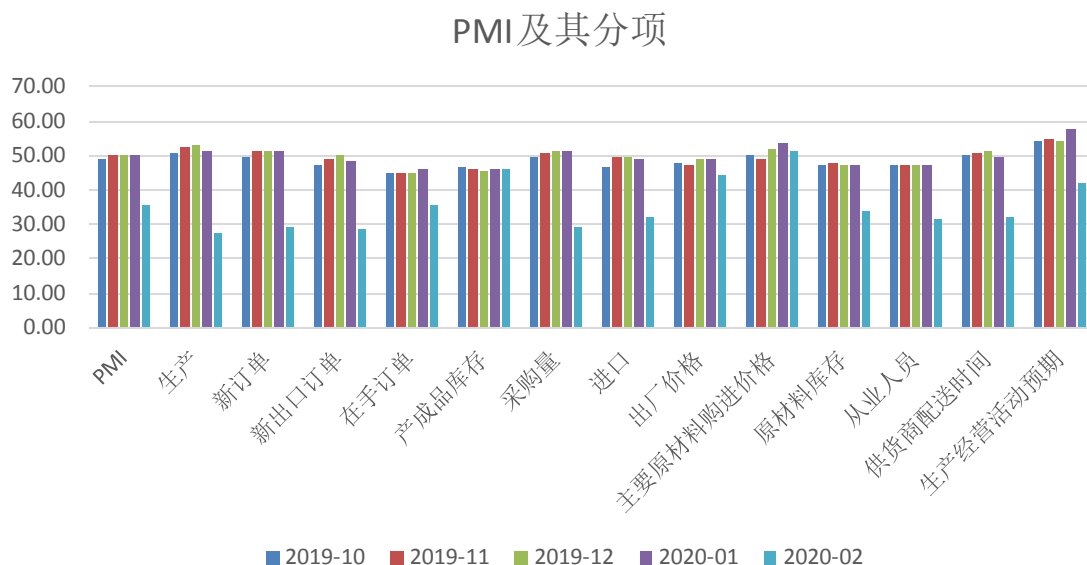


数据来源：Wind

二、一季度 GDP 增速可能短暂下滑至 0%左右

2 月 29 日，中采公布了 PMI 的数据，制造业和非制造业 PMI 分别为 35.7 和 29.6，均创出了历史新低。各大主要分项均大幅下降，但有两点值得关注。第一，出厂价格和原材料购进价格指数下降并不大；第二，原材料库存指数下降，但产成品库存指数保持平稳。这两点可能说明，2 月的生产和经营更像是一个半冰冻状态，需求和供给都大幅下降，最终的结果是价格并没有发生明显的变化。

图8: 单位: 点



数据来源: Wind, 安信证券

更为重要的是, 我们可以通过 PMI 的读数, 结合一些高频指标, 对一季度的 GDP 增速进行大致的估算。我们推测, 一季度的 GDP 增速可能为 0% 左右。

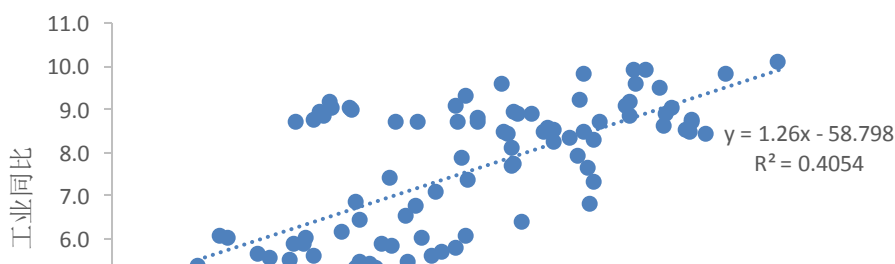
我们的估算思路如下:

- (1) 第一, 我们假设第一产业增速不变;
- (2) 第二, 对于工业部门, 我们结合 PMI、高频数据以及历史极端值对比等进行综合估算;
- (3) 第三, 对于一些有高频数据的第三产业部门, 我们利用高频数据估算其业务量; 对于没有高频数据的三产部门, 我们用 PMI 的从业人员指数估算其业务量。对于没有满产复工所导致的缺口, 我们用收入法估算。我们假设缺口部分, 资本贡献为零, 但劳动力部分正常发工资。对于三产部门, 我们统一假设资本贡献: 劳动力贡献=2:8。

举个例子，假设一个行业的复工率是 60%，那么缺口是 40%，缺口部分的资本贡献和劳动力贡献分别为 8%和 32%，收入法核算仍将这 32%计入 GDP，那么 GDP 总量相比去年为 60%+32%=92%，因此这个行业的增速就是-8%。（方便起见，我们不考虑 6%的趋势增速）

- (4) 第四，以上假设均是对 2 月增速的讨论。我们假设 1 月 GDP 增速维持在 2019 年四季度的水平，为 6%。我们假设 3 月底这个时间点的 GDP 增速为零(因为全面恢复正常可能要到 4-5 月份,出于简洁直观的考虑,我们做这个假设),那么 3 月的 GDP 增速就应为 2 月 GDP 增速的一半。我们假设 1-3 月 GDP 占比分别为 30%, 30%与 40%，然后对各月 GDP 增速加权加总后得到估算的一季度 GDP 增速。
- (5) 第五，为了测算极端值，我们假设三产部门的 GDP 增速完全由业务量决定，不考虑收入法修正的 GDP 影响。

图9： 单位：%，点



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_6849

