

宏观周报 20220528

二季度经济合理增长，下半年多少？

2022年05月28日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《农产品价格飞涨对中国的扰动有多大？》

2022-05-27

《稳经济大盘会议后，财政缺口如何弥补？》

2022-05-25

《美国削减关税：口舌之争还是箭在弦上？》

2022-05-22

■ 在5月的稳经济大盘会议后，当前稳增长面临着双重目标：一是二季度经济要合理增长；二是全年5.5%左右的预期目标并未放弃。我们注意到与之相关的两细节：

■ 一是历史上重大的经济会议很少会定调一个季度的经济增长，即便在武汉疫情爆发的2020年，也没有对单个季度的经济增长提出明确目标。

■ 二是5月稳经济大盘会议对于二季度经济目标的要求是“努力确保”，比4月政治局会议要求全年经济目标“努力实现”更加不留余地。

■ 由此可见，当前稳增长思路很可能由长及短，即通过考核二季度的经济增长来评估实现全年目标的可行性。虽然从目前来看，二季度经济只要是正增长就不可谓不合理，但不同的正增速无疑会影响到下半年的经济增速和接下来的稳增长力度。

■ 图1-图2计算了在二季度不同的GDP正增长假设下，实现全年5.5%左右的增速目标所需要的下半年两个季度的GDP增速：

■ 如果二季度GDP实现2%的正增长，下半年GDP增速需要接近7%，才能保证全年经济增速达到5.5%左右。由于5月前两旬从发电量、铁路货运量到新增贷款量都是负增长，因此二季度实现2%的增速难度并不小，但即便在此前提下，下半年的GDP增速至少要6.8%，才能保证全年GDP增速达到5.2%，即5.5%左右的下限。

■ 而如果二季度GDP仅实现1%的正增长，则要求三四季度的GDP增速都要在7%以上，才能实现全年5.5%左右的经济增速。

■ 7%的GDP增速下，各部门的经济增速需要达到多少呢？以史为鉴，2014Q3至2017Q4年GDP当季同比增速在7%左右的时候，基建投资和消费的季均增速分别录得16.5%和11.8%的高位，制造业投资和工业增加值增速也基本维持在6%以上，房地产投资季均增速5.6%，但出口动能放缓是这一时期的典型特征，季均增速不足1%（图3）。从2022年的情况来看，只有出口能“达标”，但在全球经济衰退风险上升、外需的高增长难以维系的背景下，出口提供的额外动力有限。

■ 不过，上述两种情形所要求的下半年经济增速并非完全不可能，但需要两个条件：一是疫情完全控制住；二是实行强刺激。但从目前的内外部环境来看，尤其是鉴于此前发达国家大水漫灌造成的严重通胀后果，我们认为实现上述两种情形是有相当难度的。

■ 一个更合理的选择是让下半年经济接近潜在增速，即5%-5.5%的区间。如图4所示，如果二季度GDP的增速介于1%-2%之间，则只要下半年的GDP增速回归潜在增速，就可以确保全年经济增速在4%以上。

■ 从目前看，常态化核酸检测加上“以快制快”、重点防控的防疫模式逐步成熟，GDP全年增速保持在4%以上并非“不可能完成的任务”。

参考我们在《15分钟核酸“采样圈”的稳增长深意》报告中的测算，即使假设之后每个月都出现类似上海规模的重点防控地区，只要防疫得当，经济增速也有望达到4.1%左右（图5）。当然，如果要追求更高的增长目标，则可能需要更加强力的刺激。例如，在此前的报告《稳经济大盘会议后，财政缺口如何弥补》中，我们预计2022年在疫情和地产的冲击下，财政缺口可能达1.3万亿（图6），要更好发挥财政稳经济的功能，在当前的基础上可能仍需更多的政策支持。

■ 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超预期；若测算前提发生变化，结论可能出现偏差

图1: 二季度 GDP 增速 2%, 下半年 GDP 增速需要 6.8%才能实现全年增速 5.5%左右

	2022Q1	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E	2022E
GDP环比 (%)	1.3	-1.5	4.7	2.9	-
GDP同比 (%)	4.8	2.0	6.0	7.5	5.2

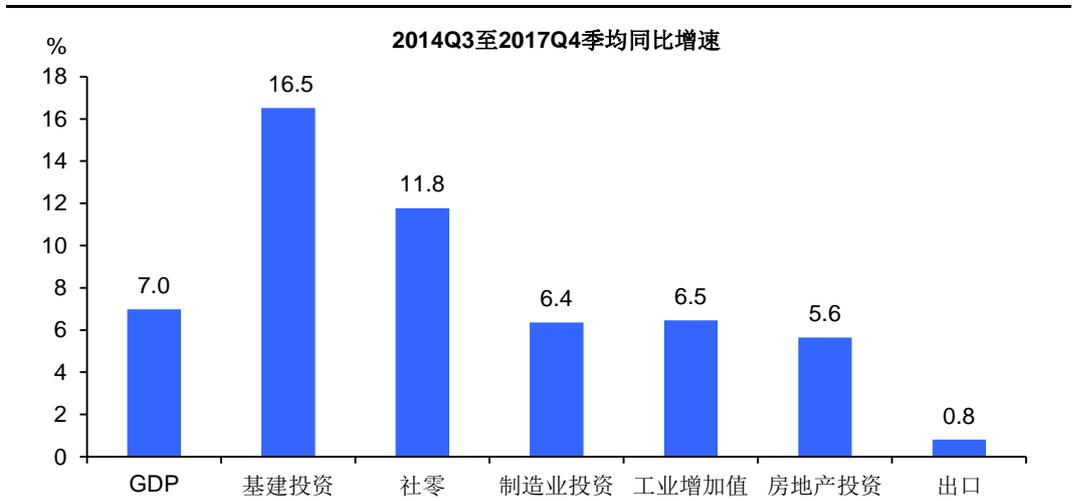
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 二季度 GDP 增速 1%, 下半年 GDP 增速需要 7.3%才能实现全年增速 5.5%左右

	2022Q1	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E	2022E
GDP环比 (%)	1.3	-2.5	6.7	2.0	-
GDP同比 (%)	4.8	1.0	7.0	7.5	5.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 历史上 GDP 当季增速在 7%左右时, 经济数据各分项的增速



注: 同比增速方面, 工业增加值为当季月均同比增速, 其他为当季同比增速

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 二季度正增长下, 下半年 GDP 增速回顾潜在增速相对合理

	2022Q1	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E	2022E
GDP环比 (%)	1.3	-2.0	4.2	2.0	-
GDP同比 (%)	4.8	1.5	5.0	5.5	4.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：二季度正增长下，下半年 GDP 增速回顾潜在增速相对合理

		三线及以上城市中20%涉疫			
疫情冲击	GDP占比 (%)	重点区域 3.0	防范区 1.9	其他区域 9.9	
	防疫方式	7天封控 +全面筛查	局部7天封控 +"常态化核酸检测"	常态化核酸检测	
	典型城市	深圳(2022年3月)	杭州(2022年4月)	无锡、福州	
	经济冲击(%)	-11.0	-3.0	-1.0	
	GDP损失 (%)	-0.3	-0.1	-0.1	
	合计损失GDP(%) /月	-0.5			
		2022	GDP增速 (%)	拖累GDP(%)	原预测 (%)
对经济的影响	Q1		4.8	-	-
	Q2		1.2	3.00	4.2
	Q3		5.0	0.5	5.5
	Q4		5.3	0.5	5.8
	全年		4.1	1.0	5.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2022年财政缺口测算及逻辑

序号	项目属性	内容	金额 (亿元)	核心假设
1	减收	税收收入减少	-2500	● 疫情导致经济增速放缓0.9个百分点 ● 税收增速和经济增速密切相关
		地方土地出让收入减少	-7850	● 地产疲软，年内土地出让收入同比-15%至-20% ● 部分土地相关支出会随成交减少而减少（占收入的50%）
2	增支	核酸检测费用	2560	● 核酸价格调低，检测范围扩大 ● 财政承担97%的核酸检测费用
		核酸检测点和方舱	385	● 15分钟核酸检测圈覆盖一、二线城市 ● 除上海外，平均每6000人一个方舱床位，造价6.5万/床位
3=1-2	收支缺口		-13295	
4	补缺	结转结余资金	>5000	● 中央预算稳定调节基金尚有约1089亿元余额 ● 中央政府性基金预算还有2000亿元盈余 ● 地方政府可用的结转结余资金>2000亿元
		专项债补缺	2000	● 使用转向债资金补缺土地出让金减少带来的基建和保障房资金缺口、支持方舱医院建设
5=3+4	剩余缺口		-6000左右	● 压缩一般性支出 ● 加大结转资金回收 ● 盘活存量资产，用社会杠杆置换财政杠杆

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

