

宏观周报 20220607

6月经济可以V到哪里？

2022年06月07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

《会有新一轮 PSL 稳地产扩基建吗？》

2022-06-02

《地方稳经济大盘下的产业“锦标赛”》

2022-06-01

《二季度经济合理增长，下半年多少？》

2022-05-28

- 随着中国走出奥密克戎疫情，当前国内经济正朝着5月企稳、6月反弹的路径演绎。我们认为相对市场预期中的5月企稳，6月经济更有可能实现超市场预期反弹。应如何看待6月经济反弹的空间？我们认为5月以来全国已经通过常态化核酸兜牢了经济发展的底线，随着各地抢抓二季度最后1个月快速落实稳经济“33条”，较乐观的情形下，6月工业同比增速可能回升至4.8%，消费同比转正至1.3%，而隐含的GDP增速约为4%。
- 5月下旬以来事情正在积极地变化，一方面，随着常态化核酸覆盖到全国GDP一半以上省市（图1），其抗击奥密克戎疫情的规模效应已经显现，使得一些形势较好的省市能有更多空间（比如取消核酸查验）来让位于稳增长；另一方面，二季度GDP的分省公布考核正在地方形成锦标赛效应，不少经济大省正在以超常规举措主抓当地最具投入产出比的产业，从而尽可能在最短的时间内形成实物工作量。
- 6月经济的主题无疑是经济的疫后复苏。随着常态化核酸的逐步推广和管控模式的日趋成熟，国内疫情蔓延出现了明显的好转，截至6月6日，国内涉及中高风险地区的城市（地级市）占GDP的比例下降至8%（如果包含14天内出现确诊并且但未调整风险等级的地区，这个比例大致为12%）。
- 第二产业V型的空间有多大？相较于服务业，工业疫后复苏的速度会更快。我们不妨乐观假设，6月疫情基本得到控制，经济的变化则主要取决于当前涉疫区域会如何复苏。
- 我们将浙江和广州模式作为两种复苏的参考基准。浙江对应的是疫情零星爆发的情形，广东则对应着出现过集中爆发和强力管控的情景（3月深圳、4月广州）。我们选取整车货运流量、磨机运转率和拥堵延时指数作为衡量指标，分别对应着跨区域物流、本地项目开工和本地复工物流的情况。不难发现，疫情的严重程度确实存在“后遗症”，从5月经济数据来看，浙江的复苏情况要好于广东，而其中跨区域的物流受疫情的拖累最大、复苏也较慢。
- 如果以2021年同期作为疫情前的基准，5月浙江相当于恢复到疫情前92%，广东相当于恢复到疫情前的86%。不过考虑到去年5月广州也爆发了疫情，广东恢复的程度可能要更低些。
- 在乐观复苏情形下6月工业增速有望反弹至4.8%左右。6月工业增加值的增速可能我们假设6月初涉疫区域中中高风险区按广州模式复苏，其他疫情不严重的区域遵循浙江模式。在此中性假设下6月工业增速可能到达4.3%，乐观情形下可能达到4.8%。
- 消费方面，中国香港地区疫后的复苏可以作为内地的参考。如图5所示，香港地区疫情在2022年2月初爆发，3月得到控制，4月消费实现了V型反弹（同比+11.7%）。与香港地区疫情的发展类似，内地3月末疫情反弹，5月得到控制，参考香港地区的消费反弹，我们认为6月内地消费的反弹可期。
- 不过，香港地区消费的复苏仅能作为内地消费复苏的乐观情形，这是因为对比香港地区和内地的政策，我们发现如下两点不同：
 - 一是香港地区的疫情防控政策更宽松。内地通过常态化核酸政策，目前已覆盖全国GDP过半的省市，人口占比近40%，多数城市出入公共场所须出示核酸检测证明，时效性的要求通常从72小时到一周不等。而香港地区采用疫苗通行证，除了对于酒店、机场、冷库等高暴露风险特定群组的从业人员采取强制核酸检测，民众出入公共场所仅需出示疫苗通行证，并未要求具备时效性的核酸检测证明（表1）。
 - 二是香港地区促销费的财政刺激力度更大。如表2所示，内地消费领域

财政刺激的主要发力点在汽车领域，已有 18 个省市以消费券、补贴等形式促进汽车消费；普惠领域的消费券方面，根据美团数据，2022 年前 4 个月，20 个省市先后发放总额超过 34 亿元的消费券。而香港地区 4 月发放的消费券规模占其 2022 年一季度 GDP 的比例高达 4.6%，如此看来，促消费领域内地较香港地区财政刺激的力度有较大差距。

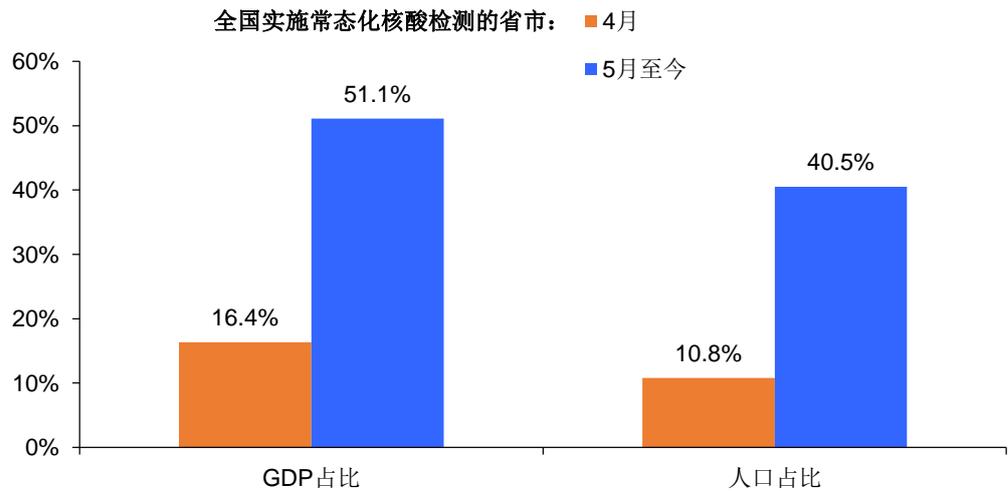
- 基于以上两点，在将香港地区消费的复苏作为乐观情形的同时，我们认为内地的消费复苏还需要再打一个折扣。这个折扣如何估算，我们主要考虑了两地封锁程度的差异：

两地的封锁指数可以作为参考指标。内地的封锁程度介于严格封锁和香港地区的封锁程度之间，我们预测 6 月内地封锁下降程度为香港地区 4 月的 80%，考虑到 2021 年同期的基数效应（内地封锁同比上升的程度近乎香港地区的 7 倍），简单估算下内地 2022 年 6 月社零有望同比增 1.3% ($11.7\% \times 0.8/7$)，当然这是一个相对乐观的估计。

- 如此测算，隐含的第三产业 6 月实际增速约为 3.4%。我们发现 2020 年疫情爆发后社零和第三产业增速密切相关，1.3% 的社零增速大致对应 5.5% 的第三产业增速，考虑到第三产业平减指数和服务业 CPI 的关系，第三产业 6 月的实际增速约为 3.4%。

- 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期；测算基于我们对政策和疫情发展情况的假设，可能会与实际情况有所偏离。

图1: 当前全国常态化核酸的省市在全国 GDP 占比已经超 50%，人口占比超 40%。



数据来源：Wind，东吴证券研究所

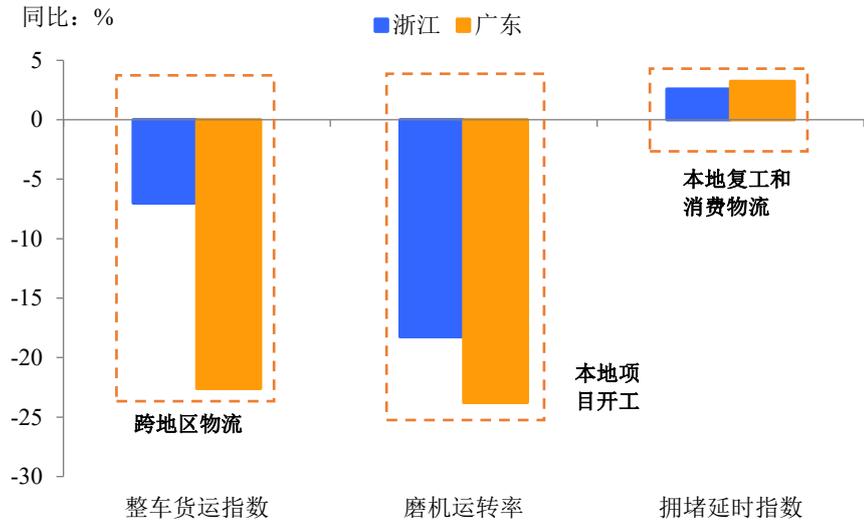
图2: 截至 2022 年 6 月 6 日全国主要涉疫区域情况

省市	地级市	风险区域	防控措施	GDP 占比	人口 (万人)
北京	北京	高风险区	区域防控	3.6%	2189
内蒙古	锡林郭勒	高风险区	区域防控	0.1%	112
上海	上海	中风险区	区域防控	3.8%	2489
河北	廊坊	中风险区	区域防控	0.3%	554
山东	威海	中风险区	区域防控	0.3%	291
辽宁	丹东	-	部分封控	0.1%	219
天津	天津	-	部分封控	1.4%	1373
河南	许昌	-	部分封控	0.3%	438
吉林	通化	-	部分封控	0.05%	130
吉林	白山	-	部分封控	0.05%	95
吉林	延边	-	部分封控	0.1%	194
新疆	乌鲁木齐	-	部分封控	0.3%	405
内蒙古	呼和浩特	-	部分封控	0.3%	350
河北	邯郸	-	部分封控	0.4%	937
云南	普洱	-	部分封控	0.1%	238
云南	红河	-	部分封控	0.2%	28
广西	防城港	-	部分封控	0.1%	105
福建	漳州	-	部分封控	0.4%	507
总计				11.8%	10654

注：部分封控指的是存在封控区。

数据来源：各地本地宝网站，东吴证券研究所

图3: 浙江和广东在疫情后的复苏情况对比



注: 省级的拥堵延时指数我们使用对应省份 GDP TOP5 地级市拥堵延时指数加权平均而来。

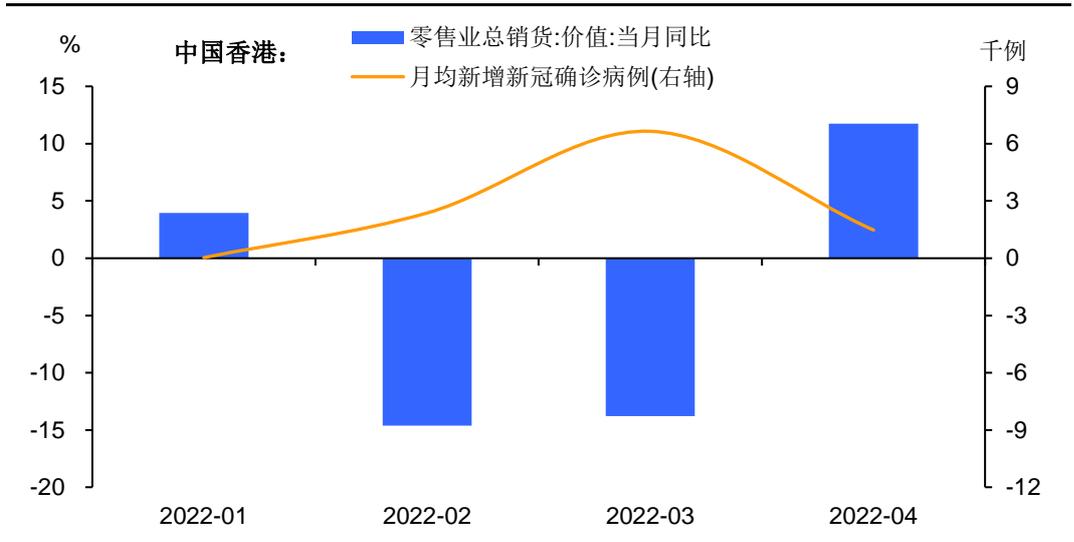
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 6月工业增速预测

	中高风险区域	其他涉疫区域	增速预测	原预测
GDP占比	8%	4%		
中性	-14%	-8%	4.3%	6.5%
悲观	-14%	-14%	4.0%	6.5%
乐观	-8%	-8%	4.8%	6.5%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图5: 香港地区疫情在2022年2月初爆发, 3月得到控制, 4月消费实现了V型反弹



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 内地的出行限制更为严格

	城市/省份	最新政策要求
城市或地区	北京市	6月6日起, 进入公共场所核酸阴性证明时限要求由48小时调整为72小时
	上海市	6月6日起, 进入有明确防疫要求的公共场所和搭乘公共交通工具的人员, 须持72小时内核酸检测阴性证明或者24小时内核酸采样证明
	广州市	出行已不再要求查验核酸检测阴性证明
	深圳市	进入公共场所或搭乘公共交通需出示72小时内核酸阴性证明
	香港地区	对于酒店、机场、冷库等高暴露风险特定群组的从业人员采取强制核酸检测 第三阶段“疫苗通行证”: 民众出入公共场所需要出示疫苗通行证(一般人士须接种三剂疫苗或正处于接种第二剂疫苗后6个月内, 才可继续使用“疫苗通行证”)
省份	山东省	公共交通工具和公共场所, 需出示7日内核酸阴性证明
	湖北省	无本土疫情地市所在城区, 公共场所、乘坐公共交通工具, 需出示72小时内核酸阴性证明; 有本土疫情地市所在城区, 需出示48小时内核酸阴性证明

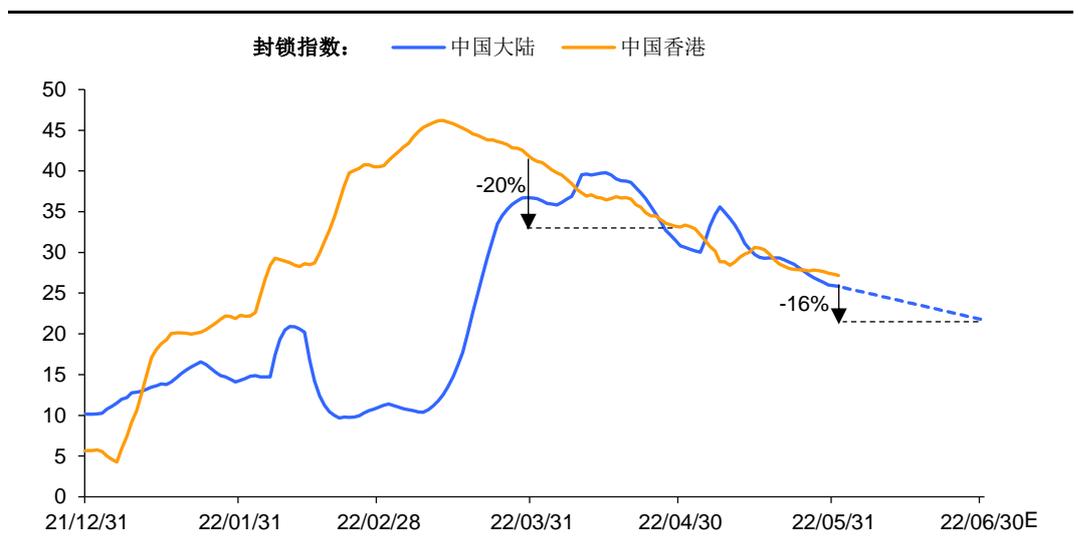
数据来源: 上观, 澎湃新闻, 光明网, 中国经济网, 华夏经纬, 东吴证券研究所

表2: 我国各地促消费政策节选

中央/地方	时间	政策
国常会	2022.05.23	促消费和有效投资: 阶段性减征部分乘用车购置税600亿元
北京	2022.06.1-12.31	单车价格(不含增值税)不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车, 减半征收车辆购置税
深圳	2022.05.23-12.31	汽车消费补贴: 对购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者, 给予最高不超过1万元/台的补贴。新增投放2万个普通小汽车增量指标, 对购置新能源汽车的中签者, 给予最高不超过2万元/台补贴 其他消费券: 3000万元数字人民币红包, 覆盖线上线下消费场景
上海	2022.06.1-12.31	上海年内新增非营业性客车牌照额度4万个, 按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税, 对置换纯电动汽车的个人消费者给予一次性10000元补贴
成都	2022.06.1-6.30	数字人民币线上消费券将通过京东、唯品会、美团三个电商平台分三批次发放, 共计约141万份, 总额1.6亿元, 涵盖零售、餐饮、文化、旅游等行业
郑州	2022.06.1-8.31	根据新能源车价格, 分别补贴4000-8000元不等
海口	2022.05.3-6.30	汽车消费券: “以旧换新”前2000名车主, 发放面值为3000元的汽车消费券券包; “直接购置”前4500名车主, 发放面值为2000元的汽车消费券券包; “团购购置”前1000名车主, 发放面值为5000元的汽车消费券券包
广东	2022.05.1-6.30	汽车补贴: 报废旧车, 购买新能源汽车的补贴10000元/辆, 转出旧车, 购买新能源汽车的补贴8000元/辆。对个人消费者在省内购买以旧换新推广车型范围内的新能源汽车新车, 给予8000元/辆补贴。该补贴与以旧换新专项行动补贴不重复享受
山东	2022.05.22-6.30	汽车补贴和消费券: 对在省内购置新能源乘用车(二手车除外)并上牌的个人消费者, 根据车辆售价分别补贴3000-6000元。同时, 以报废旧车购置新车(二手车除外)的消费者, 每辆车发放的消费券金额增加1000元
湖北	2022.06.1-12.31	汽车补贴: 报废旧车并购买新能源汽车的补贴8000元/辆、购买燃油汽车的补贴3000元/辆; 转出旧车并购买新能源汽车的补贴5000元/辆购买燃油汽车的补贴2000元/辆
香港地区	2022.04 2022.10	预计2022年消费券发放计划受益人群约为660万人, 财政支持总额约为664亿港元, 消费券分两个阶段发放: 第一阶段: 4月7日向约630万名符合条件的市民发放电子消费券, 每人5000港元, 共计约315亿港元 第二阶段: 第一阶段已获得5000港元消费券的市民, 会再获得5000港元消费券, 而新登记的符合资格市民则获得1万港元消费券

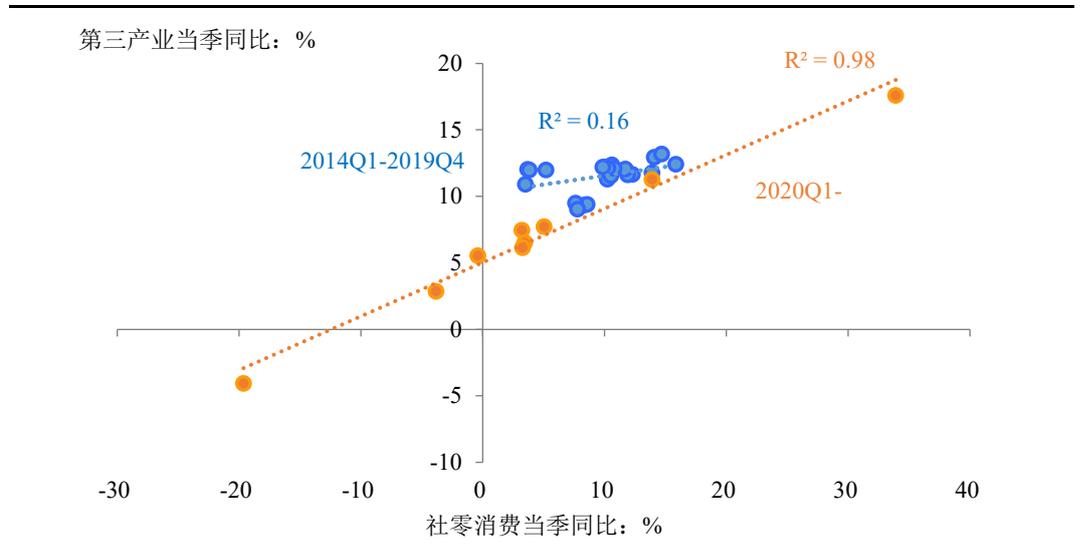
数据来源: 国际金融报, 证券时报, 新京报, 东吴证券研究所

图6: 我们预测 2022 年 6 月内地封锁下降程度为香港地区 4 月的 80%



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7：第三产业增速和社零增速在疫情后密切相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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>

