

# 下半年经济同比增速的意义

证券研究报告

2022年06月17日

## 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520060003  
zhaohonghe@tfzq.com

**林彦** 联系人  
linyanyan@tfzq.com

## 相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-确定性宽松，不确定增长-6月第3周资产配置报告》2022-06-16
- 2 《宏观报告：对通胀少一些焦虑-对通胀少一些焦虑》2022-06-13
- 3 《宏观报告：长鞭效应的反向、最快补库的结束与百年故事的重演》2022-06-10

相比 2 季度，下半年经济数据的“环比”大概率会有较大改善，但经济数据的“同比”更有意义。我们认为，下半年 GDP“同比 4%”是衡量经济修复质量的门槛，同比增速至少高于 4%，经济修复的程度才可以称得上是“复苏”。

从各经济阶段的市场历史回报来看，当经济处于衰退后期和复苏初期时，经济修复动能较弱，增速回落放缓或者刚开始改善，成长股表现好于价值股，大盘股表现好于中小盘股。

预计 3 季度同比增速 4%，处于第一档（4.0 以下）和第二档（4.0-4.5）之间——衰退后期和复苏初期，经验来看成长股或将表现更好。4 季度如果同比增速修复至 4.8%，进入第三档（4.5-5.0）——复苏中期，经验来看价值股可能表现更好。4 季度如果同比增速维持 4.0%或者修复动能出现边际走弱，经验来看成长股和偏防御的大盘价值股或将更好。

**风险提示：疫情再次出现反弹；经济增速回落超预期；海外货币政策超预期加码**

相比 2 季度，下半年经济数据的“环比”大概率会有较大改善，但经济数据的“同比”更有意义。因为目前经济处于不完全正常的状态，相比正常时期的同比，比相比不正常时期的环比，更体现经济修复的质量。我们认为，下半年 GDP “同比 4%”是衡量经济修复质量的门槛，同比增速至少高于 4%，经济修复的程度才可以称得上是“复苏”。

第一，6 月单月经济增速是否有 4%，决定了 2 季度 GDP 增长能否为正。根据对官方数据的拟合，预计 4 月单月 GDP 增速在 -3%~-2.5%，5 月单月 GDP 增速在 -0.5%。因此 6 月单月 GDP 增速如果能恢复到 3.5%~4%，2 季度基本可以保证正增长。

从 6 月上旬的高频数据来看，经济修复正处在总量不充分、结构不均衡的过程中。随着 5 月底以来多地陆续放松管控，恢复明显加速，出行活动和接触性消费都有一定改善，但公共交通和接触性消费的绝对恢复水平仍然较低。得益于汽车行业的快速复苏，中下游生产明显改善，但上游工业生产和工业需求的绝对水平仍然很弱。

表 1：6 月上旬的高频数据来看，经济修复正处在总量不充分、结构不均衡的过程中

	同比 %	3月	4月	5月	6月上旬
工业生产	样本上游生产	-13.3	-15.5	-11.7	-10.4
	样本中下游生产	-3.5	-11.2	-10.0	-1.5
	合计（修正后）	-	-3.1	-0.4	3.5
工业需求	螺纹钢消费量	-17.9	-30.3	-25.4	-20.9
	热轧卷板消费量	-4.9	-3.5	-3.3	-4.7
	乘用车零售销量	-10.5	-35.5	-16.9	-5.0
私人出行	49城拥堵延时指数	-6.4	-7.4	-2.4	-0.8
公共交通	国内航班执行架次	—	-78.5	-67.6	-51.5
	10城地铁客运量	-21.3	-43.4	-48.7	-37.1
接触性消费	全国观影人次	-63.2	-78.4	-82.5	-54.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

第二，同比 4%对应了下半年经济预测的保守情形，是正常运行区间的底限。

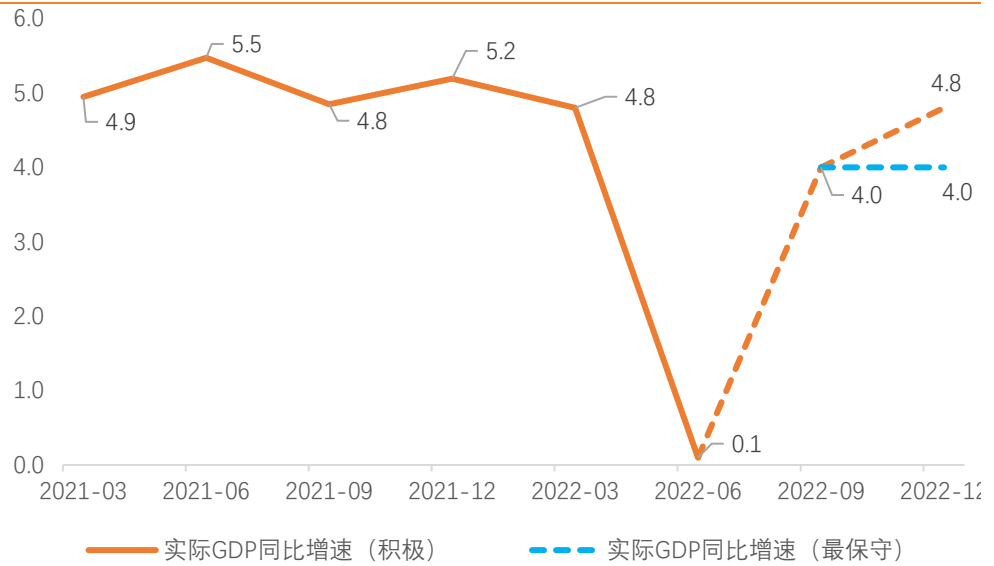
按照年初预期正常运行情况下，3 季度增长 5.5%，4 季度增长 5.0%。但在实际情况中，线下消费场景受损、供应链紊乱导致出口份额回落、居民收入预期走弱和去杠杆，这三者是经济正常运行以外的拉低经济增速的因素。根据测算，额外影响因素对下半年 GDP 增速的拖累大约在 0.6%-1.0%。

在保守情形下，3 季度修复不充分，增速在低基数下反弹至 4.0%，4 季度受额外影响因素拖累 1.0%，增速实现 4.0%，但与 3 季度持平。保守情形对应的是存在疫情但整体相对稳定的情况，额外影响主要是接触性服务业增速比去年回落 2%-3%，供应链紊乱导致出口份额比去年回落 0.2%-0.5%，居民杠杆率比去年少增 1%并拉低社融增速 0.4%。

这些假设前提，基本对应了经济正常运行区间的下限，所以下半年 GDP 同比增速至少要高于 4%，即经济回到了正常运行区间之内，才可称得上是复苏。

而在乐观情形下，如果疫情持续稳定，且有增量政策积极落地，4 季度基本完成修复，增速升至 4.8%，与今年 1 季度持平。在这种情形下，今年经济走出“耐克型”，下半年 GDP 同比增速实现 4.5 左右，3-4 季度开启经济复苏。

图 1：在保守情形下，3/4 季度增速在低基数下反弹至 4.0%，乐观情形下，4 季度基本完成修复，增速升至 4.8%



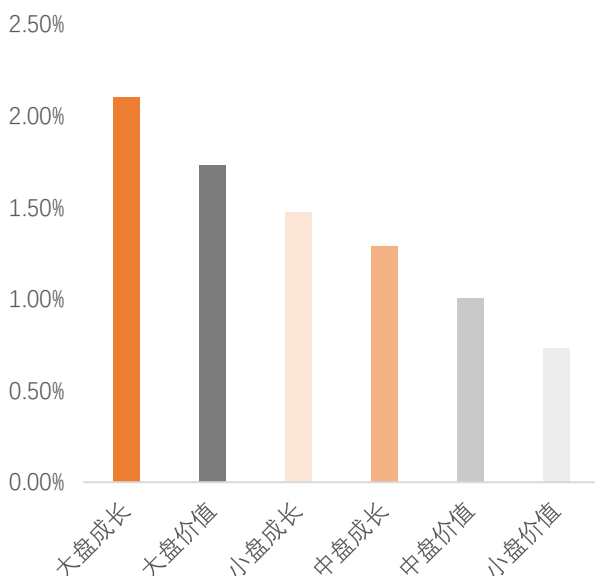
资料来源：Wind，天风证券研究所

所以下半年 GDP 平均增速，基本可以归为三档——1) 4.0 以下，继续衰退；2) 4.0-4.5，逐渐复苏；3) 4.5-5.0，较快复苏。

下半年经济修复的程度将对市场风格产生影响。根据我们的测算，成长股与增长因子的平均相关性仅为 5.4%，胜率更取决于长期基本面，比如产业趋势、行业成长性、企业竞争格局等，因此成长股在经济弱复苏的情况下，胜率提升的相对确定性更高。而价值股与增长因子的平均相关性相较成长更高，达到 16.3%（大盘价值的相关性达到 24%），价值股往往在经济强复苏时表现更好。

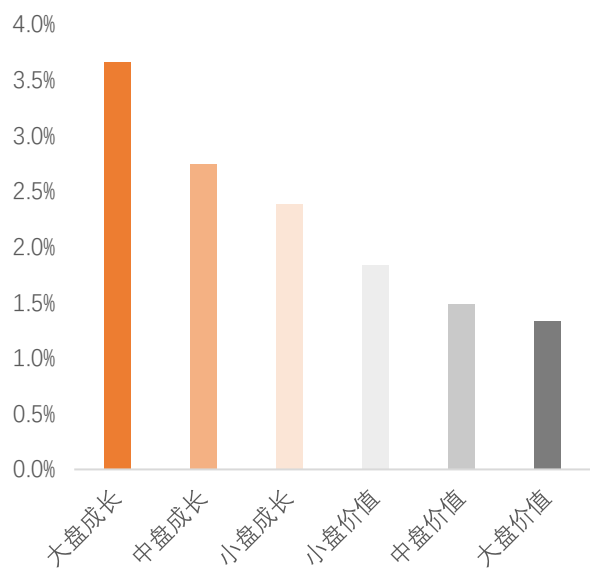
从各经济阶段的市场历史回报来看，当经济处于衰退后期和复苏初期时，经济修复动能较弱，增速回落放缓或者刚开始改善，成长股表现好于价值股，大盘股表现好于中小盘股。

图 2：衰退后段各个风格月度平均收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：复苏前段各个风格月度平均收益率



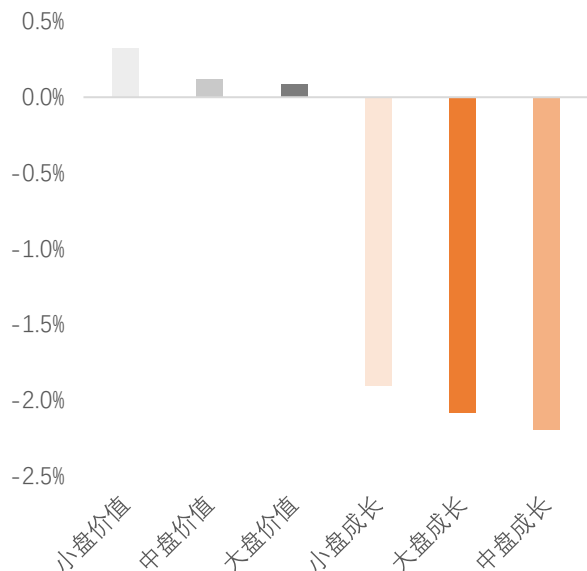
资料来源：Wind，天风证券研究所

当经济修复动能增强，进入复苏中期时，宽信用打破资产荒，利率回升，价值股的表现好于成长股。

当经济处于复苏后期，过热通胀和货币收紧时，中小盘往往表现更好，成长和价值风格没有明显的比较优势。

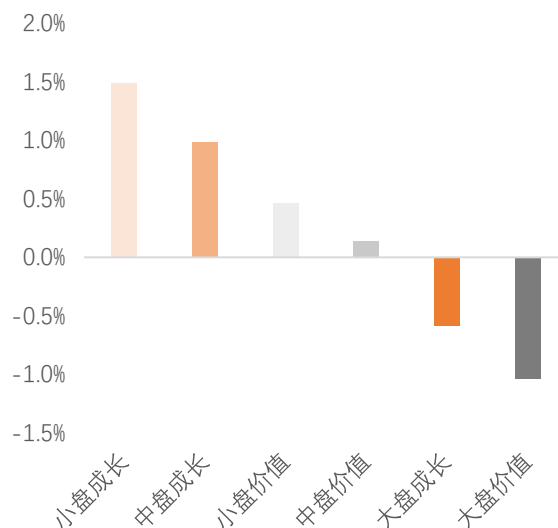
当经济进入衰退早期和中期，市场风险偏好下降，偏向防御，货币宽松利率回落，价值可能表现更好。

图 4：复苏中段各个风格月度平均收益率



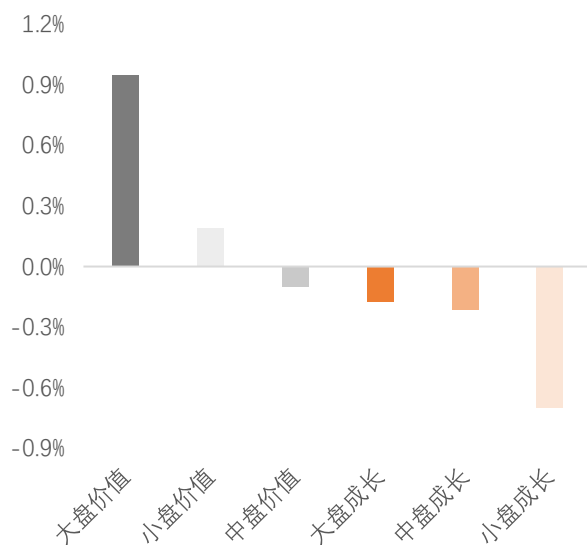
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：复苏后段各个风格月度平均收益率



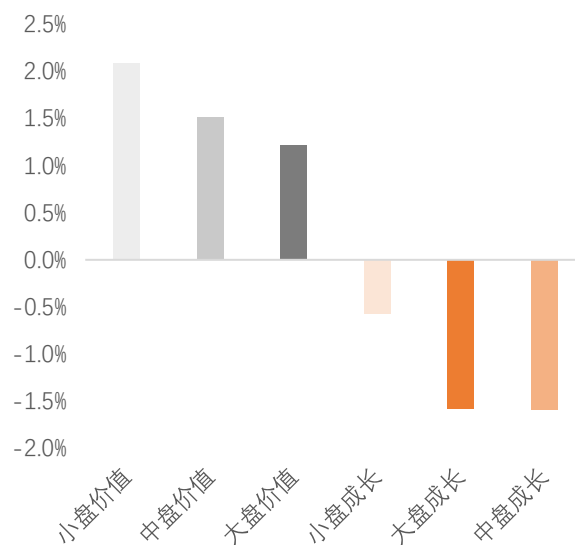
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：衰退前段各个风格月度平均收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：衰退中段各个风格月度平均收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

预计 3 季度同比增速 4%，处于第一档（4.0 以下）和第二档（4.0-4.5）之间——衰退后期和复苏初期，经验来看成长股或将表现更好。4 季度如果同比增速修复至 4.8%，进入第三档（4.5-5.0）——复苏中期，经验来看价值股可能表现更好。4 季度如果同比增速维持 4.0%或者修复动能出现边际走弱，经验来看成长股和偏防御的大盘价值股或将表现更好。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com