

首席宏观报告

经济复苏下一步

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事件：

7月统计局PMI数据公布后，市场对本轮疫后经济恢复力度和持续时间，以及三季度经济形势的讨论较多。

平安观点：

- 三季度经济过热概率极低，更有可能的随着前期出台的各类稳增长政策继续部署、落地和见效，在国内疫情未超预期扩散的情况下，三季度中国经济逐步回归常态，预计三季度中国GDP同比在5.0%左右。不能简单类比2020年疫后经济快速复苏经验，就认为今年下半年中国经济存在过热风险的主要原因有以下三点：**第一**，2020年疫情爆发前经济处于上升周期，而今年一季度经济原本处于下行通道，因此两轮疫情好转后，中国经济的内生修复动能差异较大；**第二**，2020年中国经济疫后快速复苏，主要是房地产和出口这两大动能的推动，但两者目前均面临放缓压力；**第三**，两轮疫情后，企业、居民的预期差异大。
- 今年三四季度宏观调控的重点，预计是部署、落实前期出台的稳增长一揽子政策，再度出台大规模刺激政策的概率较低。相关政策还有较大发挥效能的空间，尤其是**消费恢复和基建形成实物工作量**，有望推动三季度经济运行回归正常轨道。**消费方面**，一是目前国内消费本身就处在疫情冲击后的恢复阶段，2022年6月，除汽车以外的社会消费品零售总额当月同比1.8%，较本次疫情前的7.0%（2022年1-2月数据）有明显差距；二是汽车促消费政策的效果继续显现；三是绿色家电可能成为消费稳增长新的重要抓手。**基建实物工作量方面**，一是3000亿政策性开发性金融工具、8000亿新增政策性银行信贷额度，有望缓和基建项目融资尤其是配套资金的难度；二是7月以来出台了多项有利于基建形成实物工作量的部署和安排；三是8月初以来水泥供需双升、库存下降、价格上涨，或表明当前基建等项目的实物工作量正在加快形成。
- 鉴于当前经济恢复的基础尚不牢固，就抓住三季度窗口期促进全年发展达到较好水平，我们有以下建议：**一是**，疫情防控中更加重视稳定供应链，确保经济循环运转、保持供应链稳定。这对于保持出口领先优势、改善企业和居民的预期、促进制造业投资和消费恢复都具有重要意义；**二是**，着力“保交楼”，推动房地产产业链走出“负反馈”。有必要进一步明确“保交楼”的底线，尽快出台更大力度、更有实效的“保交楼”方案；**三是**，着力增强“稳信用”的持续性。加大重点领域的中长期贷款投放力度，在薄弱环节强化托底，进一步降低实体融资成本；**四是**，进一步提振企业家信心，具体措施包括为资本设置“红绿灯”、明确资本扩张的边界、创造良好的营商环境等。

在两个“超预期变化”的冲击下，今年二季度稳增长必要性攀升。5月底国务院发布扎实稳住经济一揽子政策措施，多个省市自治区相继出台稳增长若干举措或方案，以期推动经济较快恢复。各类稳增长措施取得了积极成效，二季度 GDP 同比 0.4%，城镇调查失业率从 4 月的高点 6.1% 持续下降至 6 月的 5.5%，圆满完成了 5 月底全国稳住经济大盘电视电话会议上提出的“努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降”这一任务。

展望三季度，有观点认为中国经济存在过热风险。得出该结论的核心逻辑，一是参考 2020 年经验，疫情好转后主要经济数据的环比将高于季节性均值；二是今年 5 月底出台的稳增长一揽子政策力度大，有望进一步推动中国经济上行，甚至走向过热。

对此，我们的看法相对谨慎，认为中国经济恢复基础并不牢固，出现经济过热的概率极低。更有可能的是，随着前期出台的各类稳增长政策继续部署、落地和见效，**在国内疫情未超预期扩散的情况下，三季度中国经济逐步回归常态，经济增速向潜在增长率靠近，预计三季度中国 GDP 同比在 5.0% 左右。**

不能简单类比 2020 年疫后经济快速复苏经验，认为今年下半年中国经济存在过热风险的主要原因有以下三点：

第一，2020 年疫情爆发前经济处于上升周期，而今年一季度经济原本处于下行通道。因此两轮疫情好转后，中国经济的内生修复动能差异较大。今年 7 月中国统计局制造业 PMI 超预期回落，再度降至荣枯线之下，即折射出当前中国经济的内生增长动力不足，6 月经济恢复受稳增长政策的影响较大。

第二，2020 年中国经济疫后快速复苏，主要是房地产和出口这两大动能的推动，但两者目前均面临放缓压力。今年 7 月中旬以来，郑州、西安等地积极推动问题楼盘“保交付”。不过，由于是地方政府主导，或将受限于地方财力（停工、烂尾楼盘多的城市对土地财政的依赖度通常较高）。从郑州市房地产纾困基金设立运作方案看，保交楼还需要撬动并购贷款等金融机构的资金参与，鉴于当前金融机构对房地产行业的低风险偏好，我们认为应理性看待现有地产纾困政策的短期效果。出口方面，虽在海外订单和供应链稳定等因素的支撑下，中国出口韧性持续超预期，但考虑到欧美经济衰退的风险在加大，年内出口同比大趋势是向下的。对比来看，2020 年中国房地产和出口的景气度均持续回升。

第三，两轮疫情后，企业、居民的预期差异大。2020 年上半年国内疫情较快得到控制，很多人认为新冠疫情将如同 2003 年的非典，在当年就会消失，加之 2020 年经济较快恢复，因此企业和居民对未来的预期并不悲观。但新冠疫情持续至今尚未看到结束迹象，部分企业和居民的积蓄在这两年被净消耗后，选择压缩新增资本开支和消费，增加储蓄来应对未来的不确定性。

长江商学院编制的 BCI 企业投资前瞻指数，6 月短暂回升后，7 月再度回落至 54.06，这是 2011 年 9 月有统计以来的第五低（仅高于疫情严重冲击的 2020 年 2 月-4 月、2022 年 5 月）。央行城镇储户问卷调查结果显示，今年二季度“更多储蓄占比”为 58.3%，是 2002 年三季度有统计以来的最高水平。

从 7 月 28 日中央政治局会议、7 月 19 日总理出席世界经济论坛全球企业家特别对话会的通稿看，今年三四季度宏观调控的重点，预计是部署、落实前期出台的稳增长一揽子政策，再度出台大规模刺激政策的概率较低。**我们认为，相关政策还有较大发挥效能的空间，尤其是消费恢复和基建形成实物工作量，有望推动三季度经济运行回归正常轨道。**

一方面，消费延续恢复。疫情后各终端需求中，消费恢复的速度最慢。除疫情影响消费场景外，也和中国居民部门偿债压力高于主要发达国家、居民部门对经济和就业的预期不乐观等中长期因素有关。国内消费或难有大的起色，但短期将延续修复趋势。

首先，目前国内消费本身就处在疫情冲击后的恢复阶段。2022 年 6 月国内社会消费品零售总额受汽车促消费政策的影响较大，除汽车以外的社会消费品零售总额当月同比 1.8%，较本次疫情前的 7.0%（2022 年 1-2 月数据）有明显差距，因此国内消费本身就有继续恢复的基础。

其次，汽车促消费政策的效果继续显现。汽车是本轮消费稳增长中最重要的抓手，中央层面减半征收车辆购置税、组织开展新能源汽车下乡，地方层面多地增发车牌指标、发放消费券和给予现金补贴等。限额以上批零企业汽车类零售额当月同比，从今年 5 月的 -16.0% 跳升至 6 月的 13.9%。中国乘联会数据显示，狭义乘用车零售销量当月同比，虽从 6 月的 22.7% 小幅降至 7 月的 20.4%，但仍处于近年高位。我们认为，汽车销售高景气短期还将持续。

最后，绿色家电可能成为消费稳增长新的重要抓手。2021 年限额以上家用电器和音像器材类零售额为 9340 亿，占当年限额以上企业零售总额的 6.1%，因此刺激家电消费对于促进消费恢复也具有重要意义。今年也有较强的家电更新换代需求，2007 年到 2013 年中国实施了一轮家电消费刺激，部分家电已进入报废期，国家发改委预计 2022 年家电报废量将超过 2 亿台。

国务院《扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》第 18 条，指出“鼓励家电生产企业开展回收目标责任制行动，引导金融机构提升金融服务能力，更好满足消费升级需求”。7 月下旬商务部等 13 部门联合印发《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》，做了一系列部署，但没有明确对家电消费的财税支持力度。2007 年—2013 年先后实施的家电下乡、以旧换新、节能惠民，都给予了财政补贴，全国共投入财政资金 1363 亿元，拉动家电消费约 1.21 万亿，杠杆率为 8.9 倍，成效显著。再结合今年汽车促消费的经验看，我们认为三季度有可能出台对绿色智能家电的财税支持政策。

另一方面，基建实物工作量加快形成。基建是这一轮稳增长的最重要载体；但今年基建领域的一个新变化是，宏观的基建投资增速，和中观的沥青装置开工率、水泥磨机运转率等高频指标间存在较大分化。今年上半年全口径基建投资同比增长 9.3%，但上述两个周度高指标持续低于去年同期，表明基建实物工作量形成进度偏慢。分化的原因之一是，基建投资使用财务支出法核算，只要资金在财务上完成了拨付，不管是否形成实物工作量，都可计入投资完成额。今年专项债资金拨付较快，上半年公共财政也加大了对基建领域的支持，因此上半年基建投资增速较高。但由于项目前期准备工作不足、多地新冠疫情散发、高温天气和配套资金不足（今年上半年投向基础设施的新增中长期贷款同比少增 3419 亿、城投债净融资同比少增 2469 亿）等原因，已拨付资金并未全部用于雇佣工人、购买原材料等进而形成实物工作量。

三季度基建实物工作量将加快形成，由于 GDP 核算时固定资产投资以实物工作量为基础，基建投资对经济的拉动作用有望加强。首先，3000 亿政策性开发性金融工具、8000 亿新增政策性银行信贷额度，有望缓和基建项目融资尤其是配套资金的难度。其次，7 月以来出台了多项有利于基建形成实物工作量的部署和安排。比如 7 月 21 日国常会指出“建立推进有效投资重大项目协调机制”、“各地按质量要求加快项目进度”，8 月上旬自然资源部等 7 部门印发《关于加强用地审批前期工作积极推进基础设施项目建设的通知》，河南省近日印发的《全面加快基础设施建设稳住经济大盘工作方案》中提出 2022 年 9 月底前开工建设 84 个重大基础设施项目。最后，8 月初以来水泥供需双升、库存下降、价格上涨，或表明当前基建等项目的实物工作量正在加快形成。

鉴于当前经济恢复的基础尚不牢固，就抓住三季度窗口期促进全年发展达到较好水平，我们有以下建议：

一是，疫情防控中更加重视稳定供应链。下半年中国更好统筹疫情防控和经济发展的关键在于，确保经济循环运转、保持供应链稳定。这样有助于保持中国出口的领先优势，改善企业和居民的收入预期，从而促进制造业投资稳中有升、消费进一步向常态化回归。

二是，着力“保交楼”，推动房地产产业链走出“负反馈”。房地产是当前中国经济复苏的最大拖累，也是信用周期内生性企稳的最大掣肘。地方政府牵头“保交楼”，是推动房地产产业链走向良性循环的关键一环。但目前来看，各地现有纾困政策的效果或不宜高估，原因是地方政府财力受限、金融机构参与意愿不足以及地方政府“保交楼”和开发商“要生存”的目标相冲突等。我们认为，有必要进一步明确“保交楼”的底线，尽快出台更大力度、更有实效的“保交楼”方案。

三是，着力增强“稳信用”的持续性。在科技创新、绿色经济、传统基建等重点领域，加大中长期贷款的投放力度。随着基建实物工作量逐步形成，下半年投向基础设施的中长期贷款增量有望同比多增。在普惠小微、房地产、疫情受损行业等薄弱环节强托底，继续下调或引导贷款利率下行。今年 6 月新发放企业贷款加权平均利率为 4.16%，新发放的普惠小微企业贷款加权平均利率为 4.82%，对比看后者还有进一步下行空间。可通过持续释放 LPR 改革红利、完善存款利率市场化调整机制、“相机抉择”适度调降 MLF 利率等方式，进一步降低实体融资成本。

四是，进一步提振企业家信心。预期转弱是本轮疫后经济恢复力度较弱的重要决定因素，短期稳经济的同时，也亟需改善企业家信心。“一方面，为资本设置“红绿灯”，明确资本扩张的边界，加强对企业预期的引导，鼓励创新发展和长期投资行为；另一方面，创造良好的营商环境，解决好企业所面临的账款逾期、补贴拖欠等遗留问题。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033