

宏观

证券研究报告

2022年10月03日

经济是复苏还是衰退

当前中国经济是正在复苏还是正在衰退？这虽然是个相当基础的问题，但确实存在明显的分歧。产生分歧有几个原因：

第一，长短期时间维度下评价经济的度量不同。第二，不同行业和市场主体对经济状态的感受不同。第三，全球经济连续三年面临供给侧冲击，供应链和货币的内外联动性产生了历史性的断裂。第四，经济数据反映的现实和金融市场反映的预期不同。

对于标题的问题：经济是复苏还是衰退？明确的回答是：经济短期正处于复苏中，基建和汽车是两大支撑，疫情压制了复苏的弹性但影响在减弱，企业整体处于去库存周期，利润结构开始改善。同时，长期经济增长中枢正在随地产下台阶，因此复苏周期的同比高点会不断下降，但经济也在加速去地产化，新动能和新趋势开始加速显现，出口份额提升是新趋势，制造业的附加值和贡献率上升是新动能。

本文刻画了当前经济的三个特征。

特征一：6月以来，经济处于逐月改善的复苏周期。

特征二：外需开始走弱，但出口份额继续上升，出口维持韧性。

特征三：行业整体处于去库存周期，利润格局改善。

风险提示：关注欧洲能源问题；关注国内疫情演变；关注国内经济走势变动

作者

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

孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：风险定价-分子端稳中向好，不必太过悲观-10月第1周资产配置报告》 2022-10-01
- 《宏观报告：宏观-贬值的终点》 2022-09-29
- 《宏观报告：宏观-消费是不是被低估了？》 2022-09-24

当前中国经济是正在复苏还是正在衰退？这虽然是个相当基础的问题，但确实存在明显的分歧。

产生分歧有几个原因：

第一，长短期时间维度下评价经济的度量不同，如果只关注经济短期的周期性，则经济在环比意义上处于反弹阶段，如果关注经济长期的趋势性，则经济在同比意义上处于中枢下台阶的阶段。

第二，由于疫情和政策的非对称影响，不同行业和市场主体对经济状态的感受不同，比如地产链和基建链的感受可能相反，消费服务行业和高端制造行业的感受可能相反。

第三，全球经济连续三年面临供给侧冲击，供应链和货币的内外联动性产生了历史性的断裂，结果是经济周期和政策周期发生错位，如果供给冲击持续，内外周期的错位可能还会延续。结果是内需型行业和外需型行业的感受不同，而外需型行业里，可选消费品出口企业和化工汽车机械等中间品、资本品出口企业的感受也不同。

第四，经济数据反映的现实和金融市场反映的预期不同，金融市场总是预期定价和边际定价，因此资产价格反映的不是过去和当前的经济状态，而是对未来宏观环境包括政策政治产业等一系列预期的边际变化。而预期转换往往就在须臾之间，因此即使经济数据开始显现复苏，但股票市场依然反映对未来的悲观预期。

对于疫情和地产，这是今年两个最重要的问题，我们从年初以来即有持续讨论，这里不再展开。

简单讲，疫情是短期，地产是长期。疫情压制了短期经济周期性复苏的弹性，但其对经济的短期影响正在减弱，因此不必太悲观于短期（详见《消费是不是被低估了》）；而地产带动长期经济增长中枢的下台阶，但是对经济的影响也在发生明显变化，消费、基建、制造业都出现了与地产脱钩的现象，需要关注地产以外的经济结构改变（详见《地产和实体经济的脱钩》）。

对于标题的问题：经济是复苏还是衰退？明确的回答是：经济短期正处于复苏中，基建和汽车是两大支撑，疫情压制了复苏的弹性但影响在减弱，企业整体处于去库存周期，利润结构开始改善。同时，长期经济增长中枢正在随地产下台阶，因此复苏周期的同比高点会不断下降，但经济也在加速去地产化，新动能和新趋势开始加速显现，出口份额提升是新趋势，制造业的附加值和贡献率上升是新动能。

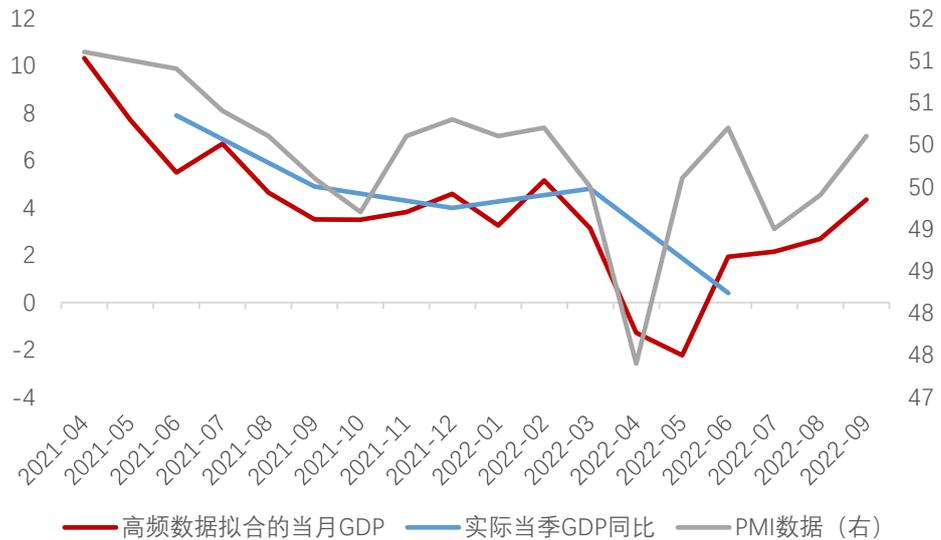
本文刻画了当前经济的三个特征。

特征一：6月以来，经济处于逐月改善的复苏周期。

对于经济短期的周期性状态，我们从生产端构建了“月度GDP”预测模型。具体方法是，用对应的高频数据拟合工业增加值同比和服务业生产指数的当月同比，再拟合第一、二、三产业的月度GDP同比，并在月内根据高频数据不断更迭。

数据显示，自6月以来经济逐渐好转，且9月的修复进度比7月和8月明显加快（7/8/9月的GDP同比分别为2.14%、2.69%、4.34%）。

图1：高频数据拟合当月GDP在9月明显好转（单位：%）



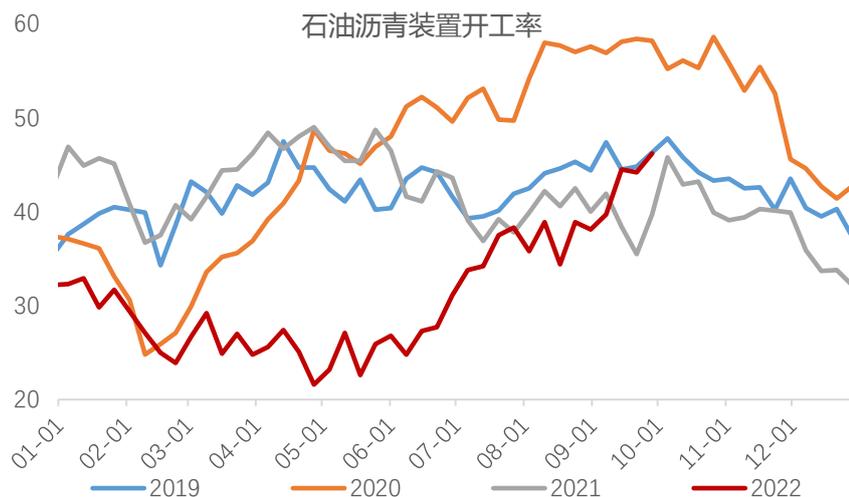
资料来源: wind, 天风证券研究所

6月以来的经济周期性复苏,主要依靠两个重要的需求支撑,一个是投资端的基建,另一个是消费端的汽车,且两者与地产的相关性正在明显下滑。(详见《地产和实体经济的脱钩》)

基建正在进入新一轮投资和施工共振走强阶段。8月受制于高温天气等,基建投资虽然同比高增(财政资金快速落地),但从水泥熟料产能利用率、石油沥青开工率等指标上看,基建实物工作量形成进度预计偏慢。9月随着气温回落,施工条件改善,基建正在加快形成实物工作量。

体现在数据上是9月建筑业PMI止跌反弹(建筑业商务活动指数为60.2%,比上月上升3.7个百分点),土木工程建筑业商务活动指数为61.0%是近4个月高点。同时,建筑业好转也带动相关中上游行业的需求和生产回暖,如石油沥青开工率、水泥熟料产能利用率等高频指标在9月明显改善。

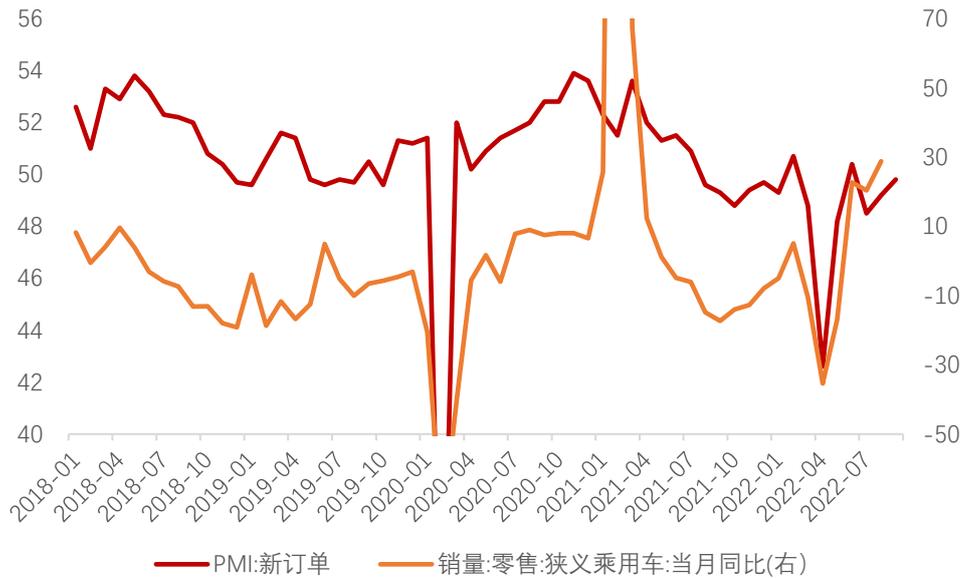
图2: 石油沥青开工率进一步走高(单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

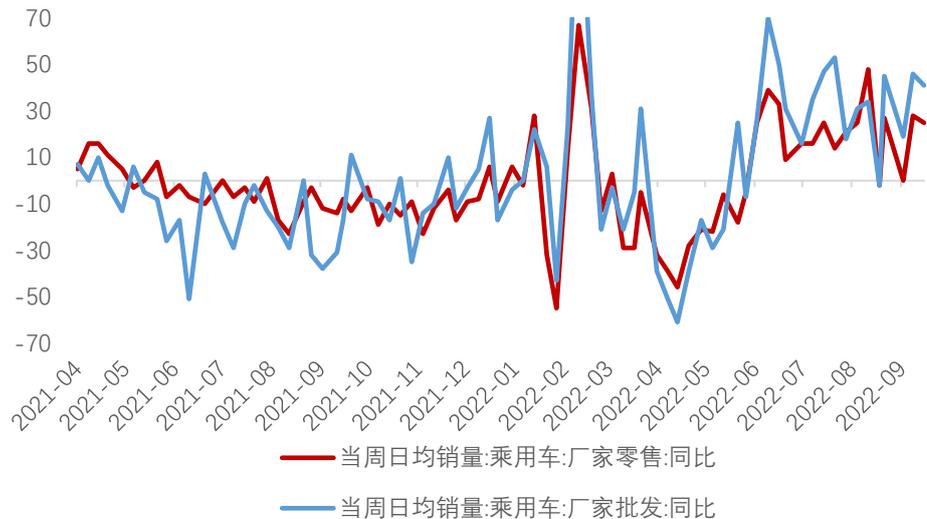
居民汽车消费维持韧性,推动汽车行业需求改善。8月汽车制造业的营业收入和利润继续大幅好转,累计同比分别上升3.6个和7.1个百分点,营收当月同比已经达到了33%。从高频数据上看,汽车销售韧性在9月延续,9月乘联会数据显示近两周汽车厂家零售同比增速均位于25%及以上水平。体现在数据上是9月制造业PMI新订单指数上升0.6个百分点,为49.8%,是过去12个月里的第三高点。

图 3：汽车销售与 PMI 新订单（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：9 月汽车消费维持高位（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

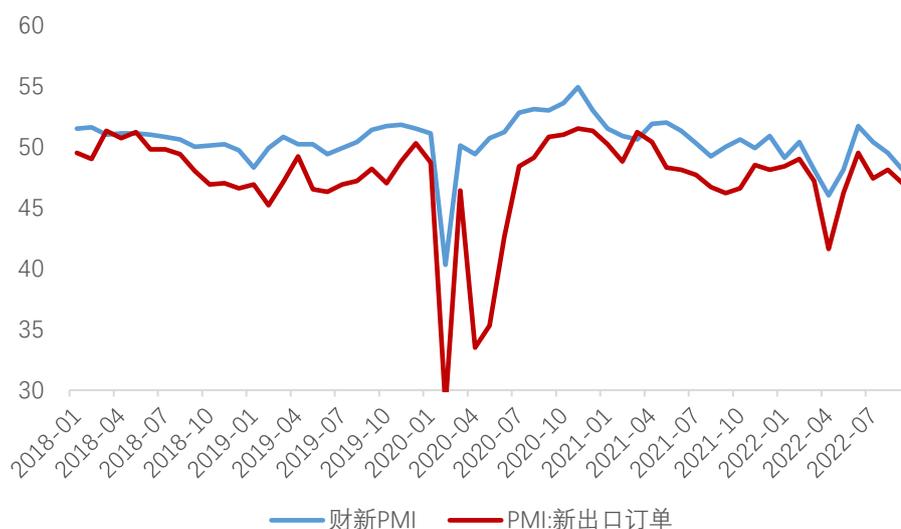
特征二：外需开始走弱，但出口份额继续上升，出口维持韧性。

外需在高通胀和高库存下走弱，已经体现在 9 月出口相关的高频数据和 PMI 上。除 9 月 PMI 新出口订单回落 1.1 个百分点外，9 月出口高频数据表现一般：1）价格方面，9 月末 CCFI 和 SCFI 综合指数环比分别下滑 19.8% 和 39%；2）数量方面，9 月上旬和中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量当月同比分别为 -14.6% 和 8.4%（上月受台风影响，同比明显回落，中旬则有赶工效应），整体弱于 7、8 月水平；3）可比国家方面，韩国 9 月前 20 日出口同比为 -8.7%（前值 3.8%），越南 9 月当月出口同比 10.9%（前值 27.4%），或也表明全球需求有所回落。

外需走弱也解释了 9 月中采 PMI 数据（统计局数据）与财新 PMI 的背离。从统计口径上看，除统计企业数量、统计时间等存在差别外，在企业分布上，中采 PMI 的行业分布较为均匀，而财新 PMI 则主要集中于东部沿海省份的出口企业。体现在数据上是 2013 年以来，出口当月同比与财新 PMI 的相关性（37%）高于与中采 PMI 的相关性（28%）。且相比中采 PMI，

财新 PMI 与中采 PMI 新出口订单的走势更接近。

图 5: 财新 PMI 与中采 PMI 出口新订单 (单位: %)



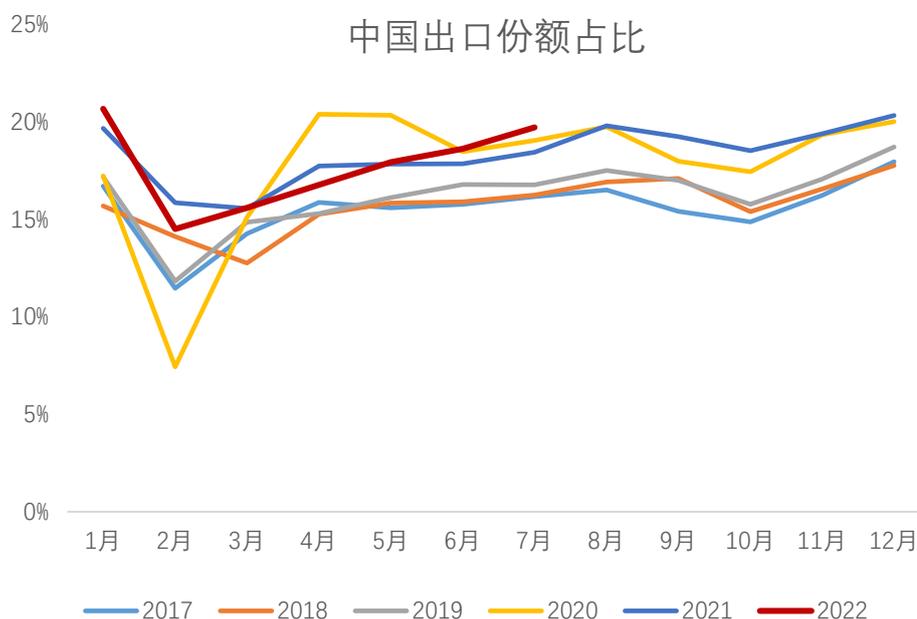
资料来源: wind, 天风证券研究所

但是出口不仅要看外需, 还要看份额, 且后者是过去三年全球供给冲击之下, 决定中国出口韧性的主要矛盾。

2020 年以来, 新冠疫情、供应链紊乱、能源危机先后给全球经济带来了三次供给侧冲击。受益于此, 中国出口份额持续提升, 2021 年比 2019 年提高了 1.9 个百分点, 2022 年中国出口份额继续上升, 今年 7 月创下 2017 年以来同期新高。WTO 数据显示, 今年 7 月中国出口规模占有统计数据国家(共 63 个, 已经包含世界主要国家)总出口的比重达到了 19.7%, 高于 2021 年同期 1.3 个百分点, 高于 2019 年同期 2.9 个百分点。

在今年欧洲制造业全球份额加快转移的背景下, 我们预计中国出口的韧性还会继续大于外需的韧性。(详见《欧洲制造大迁移》) 份额的提升能够有效弥补全球总需求回落, 以 2021 年为例, 份额每提高 1 个百分点, 能够对冲全球总需求下行 6.2 个百分点。根据 2020 年和 2021 年的经验(两年出口份额增长 1.9 个百分点)和 2022 年的月度数据, 预计今年中国出口份额有望提高 0.5 个百分点以上, 外需偏弱但出口偏强的趋势有望继续。

图 6: 中国出口份额持续提高 (单位: %)



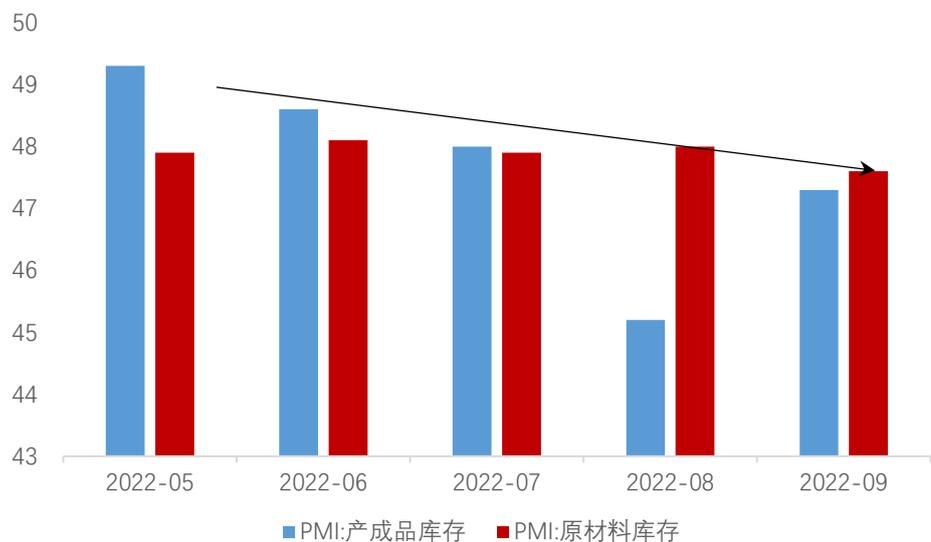
资料来源：WTO，天风证券研究所(注：WTO 数据导出时间为 10 月 1 日，出口份额占比为中国出口占 WTO 有月度统计数据 的 63 个国家的比重，因数据完整性原因，时间仅到 7 月)

特征三：行业整体处于去库存周期，利润格局改善。

综合需求端的几个特征：基建汽车强势、疫情影响减弱、出口份额提升，制造业的生产状况整体修复，与基建汽车相关的行业，生产指数较高，比如 9 月 PMI 中的非金属矿物制品生产指数从 8 月的低于 45% 快速回升至 9 月的 54% 以上。叠加前期高温、限电等短期扰动因素减弱，9 月制造业 PMI 生产指数环比上升 1.7 个百分点。

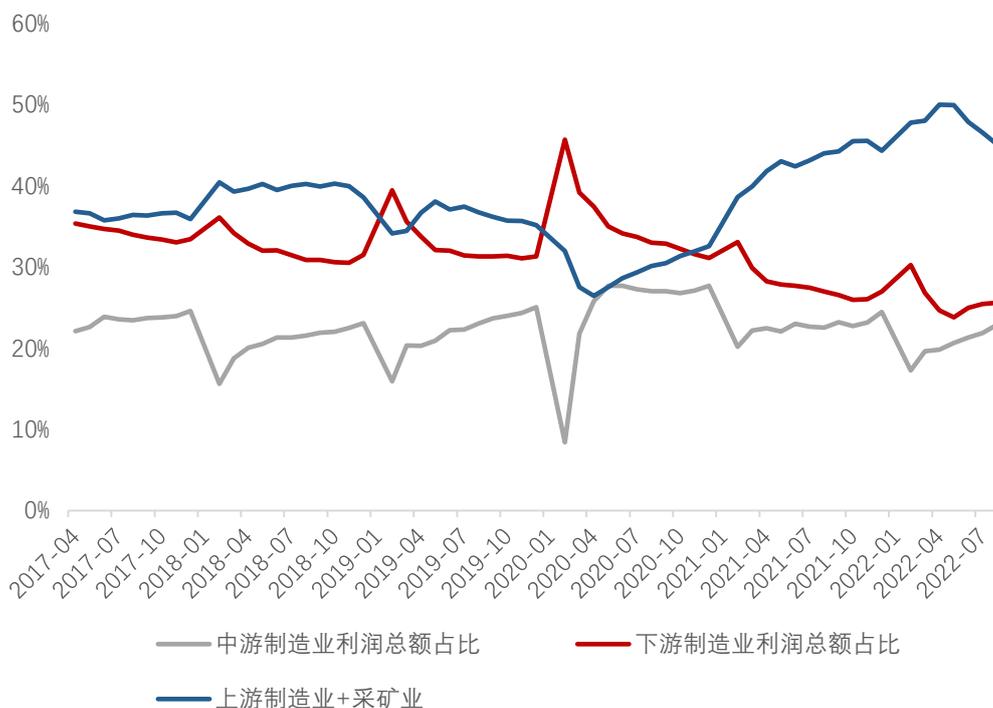
反映在企业库存和盈利状态上，企业整体库存周期回落、利润格局改善。8 月工业企业利润数据显示，受益于上游价格回落、内需改善、出口韧性等，以汽车制造业、电气机械及器材制造业为代表的部分行业销售和利润持续改善，如 8 月电气机械及器材制造业的营业收入、营业利润累计同比分别为 21.8% 和 20.9%，分别上行 0.4 个和 2.5 个百分点，相应的行业也处于被动去库阶段，如电气机械及器材制造业库存同比回落 2.4 个百分点。其他行业，比如上游制造业受价格回落等因素影响，营业收入和营业利润同比增速均有所回落，库存也在下滑，则正处于主动去库存阶段。9 月 PMI 数据显示企业原材料库存回落 0.4 个百分点，供应商配送时间受疫情和运力的影响出现放缓，企业产成品库存回升 2.1 个百分点。

图 7：产成品库存和原材料库存整体处于去化周期（单位：%）



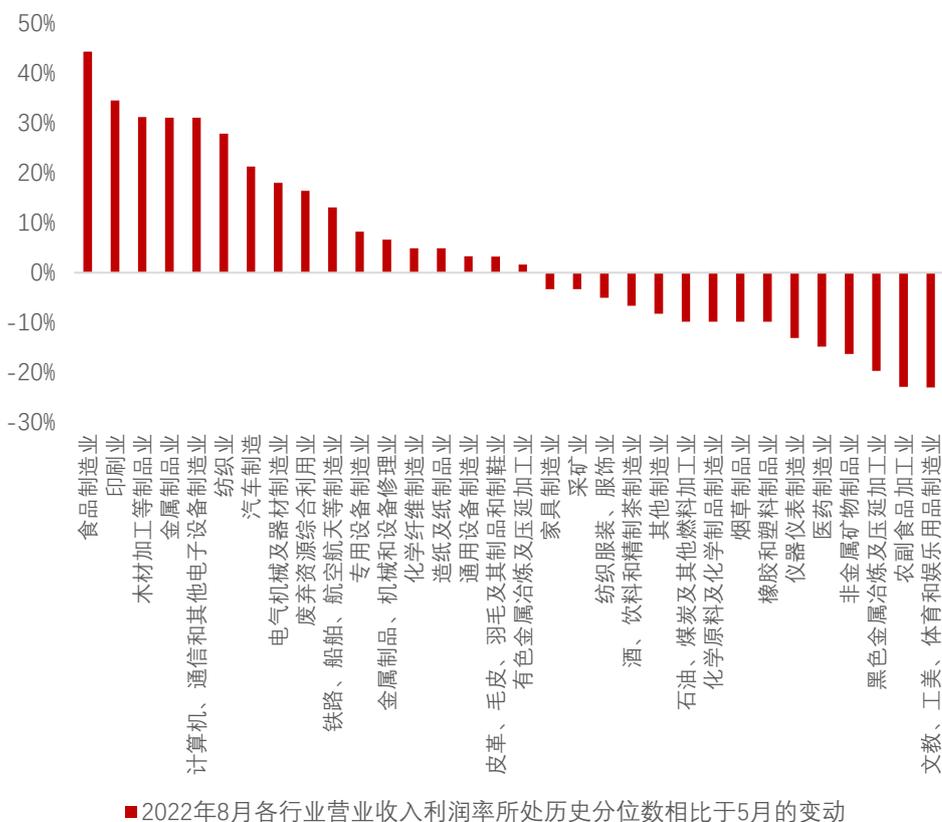
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：行业利润分配格局改善



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 分行业营业收入利润率历史分位数的变动



资料来源: wind, 天风证券研究所 (因 2017 年之前营业收入口径有所变化, 历史分位数的计算时间自 2017 年开始; 对比 5 月是因为 5 月开始采矿业营业收入利润率开始下滑)

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 |