

## 宏观研究

证券研究报告

2023年06月22日

### 中国经济不是二次探底

即使没有政策的推动，今年三四季度经济复苏的内生动能可能也会开始边际走强，而不是继续回落。我们预计，二季度大概率是今年经济复苏动能的环比低点，在透支效应衰退、内生增长动能修复、库存周期见底的共同作用下，三四季度经济或将环比改善，进入“N字形”复苏的第三阶段。

而市场对长期（转型换挡减速）问题短期化，对短期（疫后N形复苏低点）问题长期化，导致了过度悲观的情绪，意味着市场对于基本面定价可能存在低估，未来受外因刺激，又存在定价修复的空间。

**风险提示：**房地产市场复苏存在不确定性；政策发力节奏及力度存在不确定性；对经济增速的预测可能存在误差。

#### 作者

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

**张伟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

#### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-实现全年5%仍需努力》2023-06-20
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6月第3周》2023-06-18
- 3 《宏观报告：宏观-政策的触发因素是什么？》2023-06-14

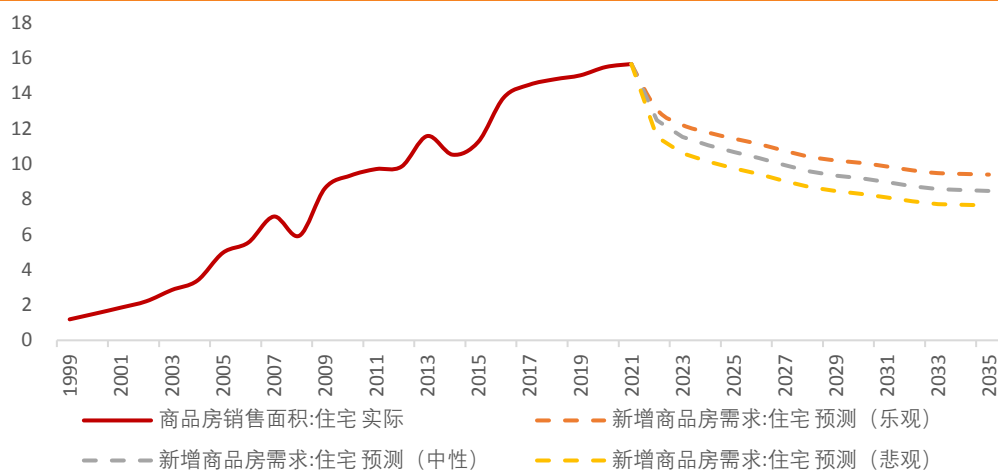
当前市场对于经济太悲观，担心经济二次探底，落入衰退象限。之所以会有这样的悲观情绪，我们认为主要有两个原因——一是长期问题短期化，二是短期问题长期化。

**第一是长期问题短期化，把转型中的增长中枢回落当成是短期的经济减速，进而认为经济大幅偏离了增长中枢，认为经济出现失速风险。**

本轮经济复苏是转型中的疫后复苏。房地产需求回落、人口老龄化、出生率下滑、产业迁移、地方政府债务等等，都是经济转型中的长期问题，是需要通过努力提升要素生产率、在发展中逐渐解决的长期问题。在转型过程中，潜在增长中枢阶段性回落也是必须要接受的事实，如果对长期增长中枢预期过高，必然会产生不切实际的悲观预期。

无论对于房地产爱恶与否，经济都在去地产化，这是当前经济结构转型的客观特征。在人口负增长、城镇化斜率放缓、人均住房面积提升幅度放缓等因素的共同作用下，房地产销售的中枢正在长期下移。根据我们测算，2021年后中国新增商品房需求呈现“L”型回落，预计到2031-2035年，每年新增商品房需求中枢在9亿平左右（详见报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？》，2022.10.22）。

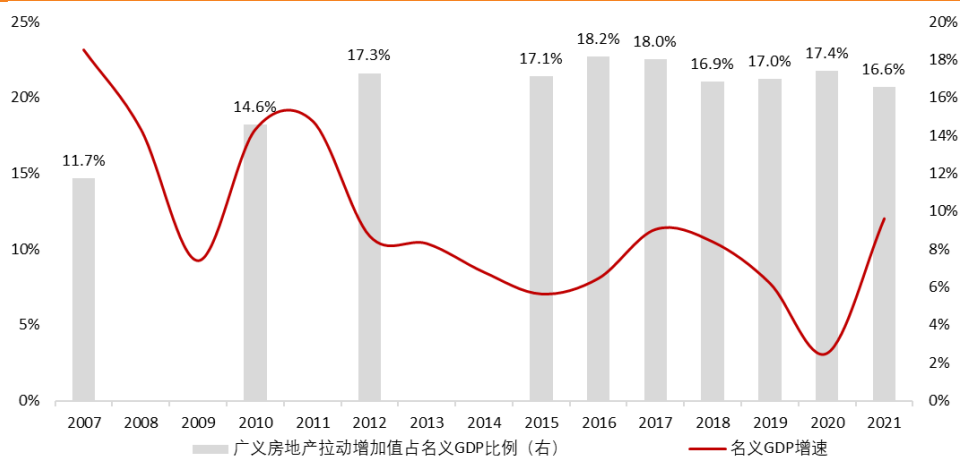
图 1：2022-2035 年新增商品房需求预测（单位：亿平方米）



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

无论对于房地产爱恶与否，房地产仍然是当前经济的支柱之一。房地产投资活动和服务活动各自贡献了名义 GDP 的 10%和 7%，再加上房地产对基建和后周期消费的拉动，房地产业对 GDP 的影响远超 17%（详见《房地产的支柱作用到底有多强？——房地产对经济的影响（上）》，2022.12.29），因此房地产销售长期回落的过程，既是经济转型培育新动能的过程，也是经济潜在中枢阶段性下台阶的过程。

图 2：广义房地产对名义 GDP 贡献在 17%左右（单位：%）



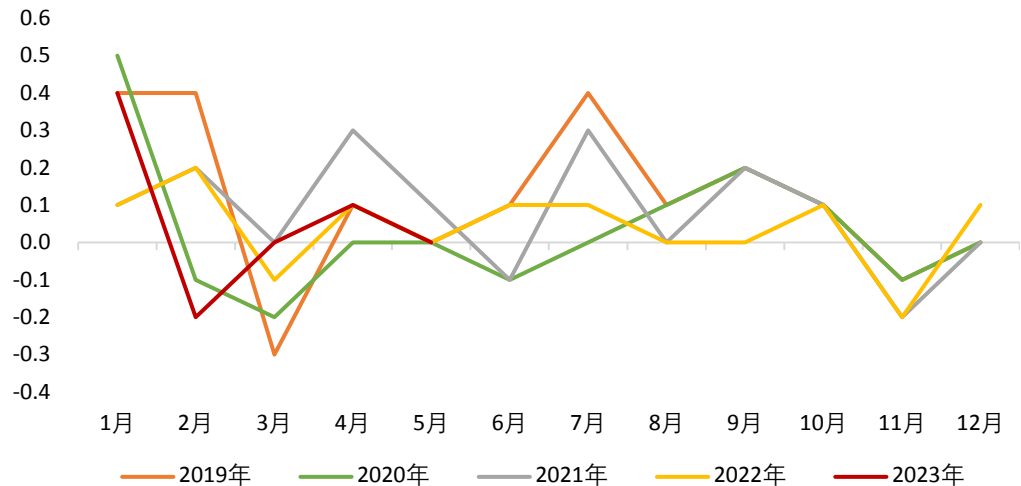
资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

注：本图中广义房地产仅包括房地产投资活动、服务活动，未包括对基建、后周期的拉动

而市场所感受到的经济放缓，很大程度上包含了疫后潜在经济增速中枢正在向更低水平收敛。因此对于二季度经济是否存在二次探底，需要厘清的是经济增速是否已经明显低于潜在增速中枢，出现了负的产出缺口。如果是，那么通缩将进一步加深，失业率会出现上升，消费、投资、债务等各方面下行压力将随之出现。

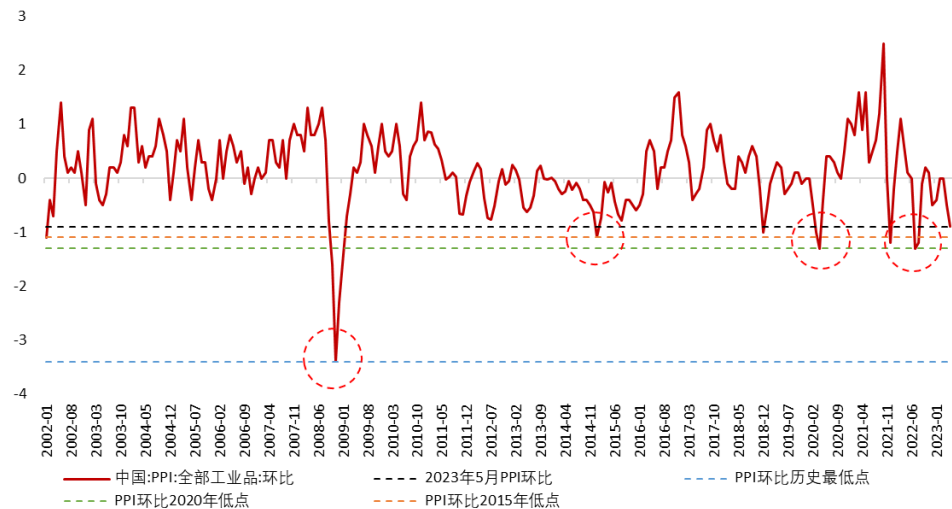
但实际情况是，今年以来核心 CPI 虽然偏弱，但环比增速并未显著偏离季节性；PPI 下探的压力较大，但环比增速并未突破历史下限；青年失业率虽然持续提升，但整体城镇调查失业率持续回落，25-59 岁城镇失业率甚至已经低于疫情前 2019 年的同期水平，创下有数据以来的新低。

图 3：今年 1-5 月，核心 CPI 环比增速并未显著偏离季节性规律（单位：%）



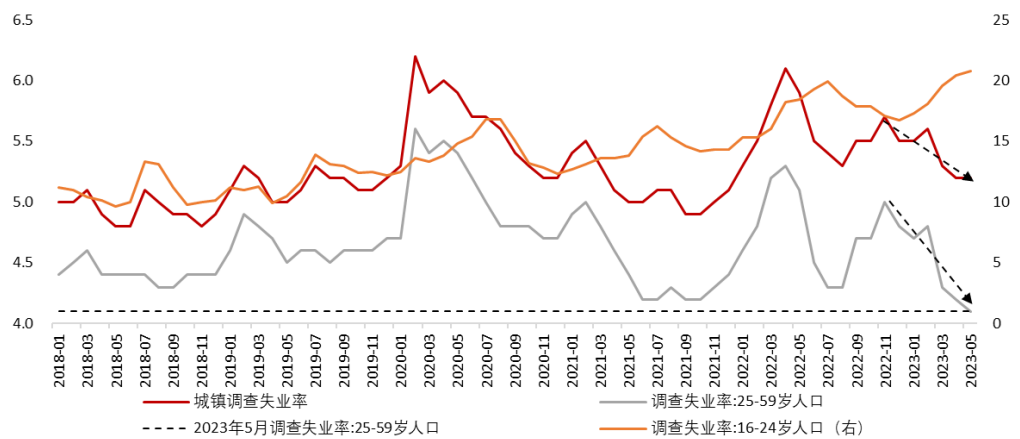
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：今年 1-5 月，PPI 环比增速并未突破历史下限（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：今年以来，整体失业率、25-59 岁失业率处在持续回落的趋势中（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

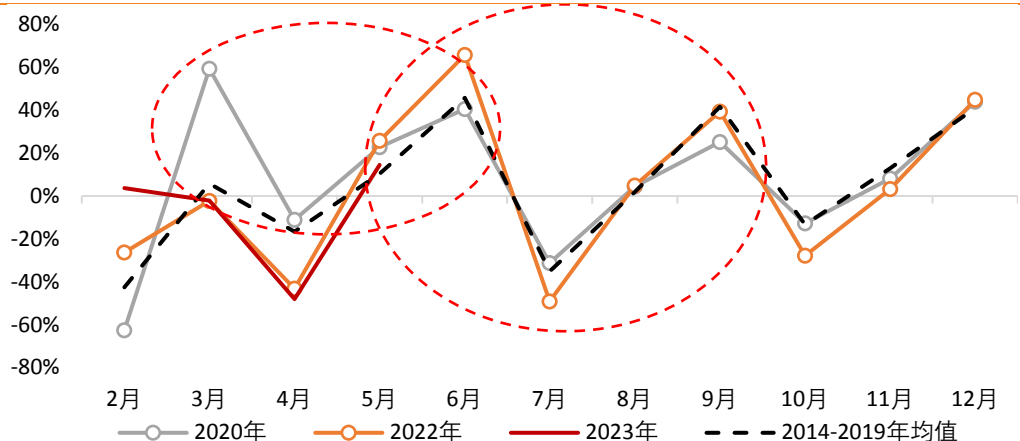
## 第二是短期问题长期化，把疫后复苏的低点当成是线性外推的起点。

今年既是“经济转型中的复苏”，也是“疫后的复苏”。“转型中的复苏”的特点是经济增速区间中枢下移，而“疫后的复苏”的特点是复苏节奏往往有“提速-减速-再提速”的顿挫感，环比增速呈现出“不对称的 N 字形”。

从过去三年来看，疫情之后（指每轮小的疫情周期，并非完整的疫情周期，下同）的第一个季度往往是“报复性”复苏。前期积压的需求集中释放，导致第一季度的环比增速过高，并对疫后第二个季度的复苏动能产生透支，导致第二个季度的环比增速放缓。疫后第三个季度，“报复性”恢复的透支影响减弱，复苏更加充分，环比增速再次走高。

房地产是疫后“N 字形”复苏的典型例子。在积压需求快速释放的过程中，成交量上升、房价上涨、房源减少，在“买涨不买跌”的心理作用下，未来的购房需求可能会提前兑现。2020 年 3-5 月和 2022 年 5-6 月，地产销售先走强，商品房销售面积环比增速超季节性走高；到了 2020 年 7 月、2022 年 7 月又开始明显回落；再到 2020 年 8 月、2022 年 8-9 月重新回到季节性水平。

图 6：商品房销售面积环比增速（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

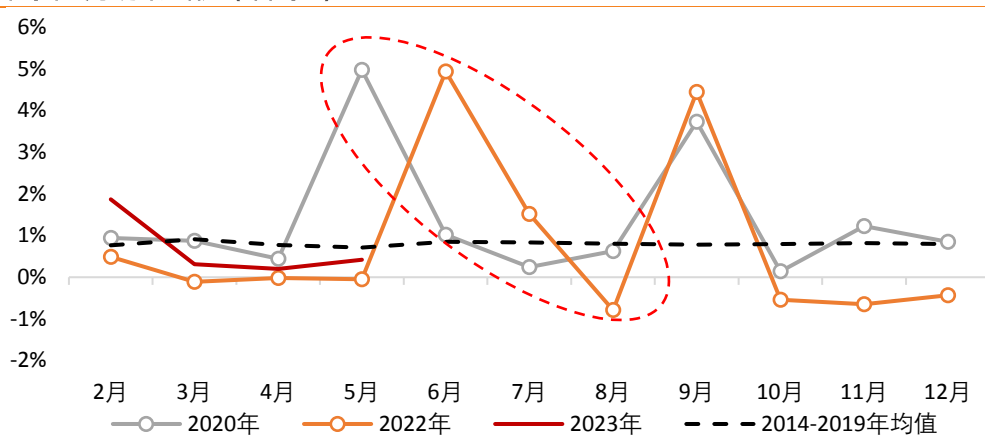
消费是疫后“N 字形”复苏的另一个例子。部分可选消费品和可选服务的消费频次不高，但疫情期间消费需求无法满足，在疫情后的初期集中释放，进而导致下一次发生消费的时间被推迟。

以旅游为例，如果某次疫情之前的旅游频率是每半年一次，上半年旅游时点在一季度和二季度的可能性相当，但是受疫情影响旅游需求在疫情后的一季度集中释放，导致二季度需求出现透支，下一次旅游恢复的时间可能要到三季度或者四季度才会出现。

2020年“五一”是疫情后的第一个长假，旅游收入恢复到了2019年同期的40%，较“清明”时的17%明显提升，但到“端午”又回落到2019年同期的31%，到“十一”再度回升至70%。

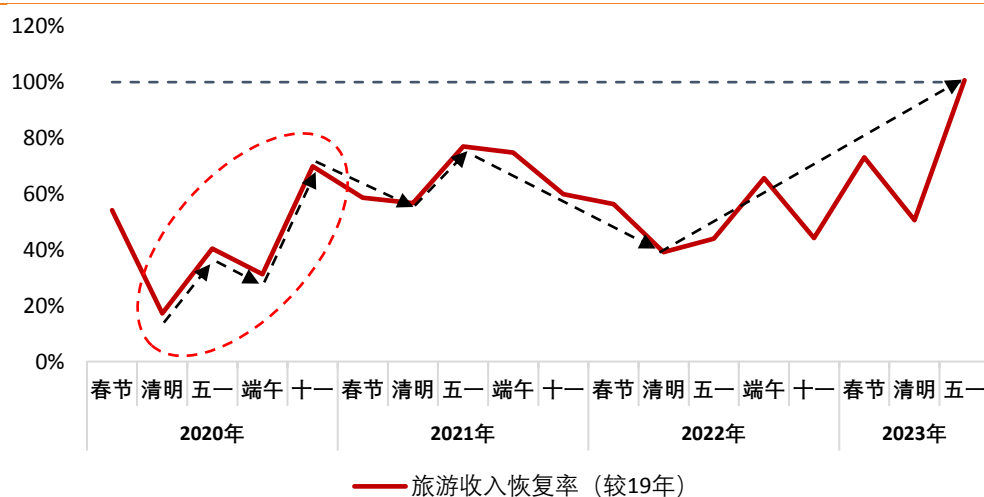
类似的“N字形”复苏特征也存在于和出行相关度较高的金银珠宝、服装、化妆品等低频可选消费上，所以看社零整体也有“N字形”复苏的疫后特征。2020年5月和2022年6-7月社零季调环比增速明显高出了季节性，到了2020年7-8月和2022年8月社零季调环比回落至季节性水平或下方，而后在2020年9月和2022年9月社零季调环比再度超季节性走强。

图7：社零季调环比增速（单位：%）



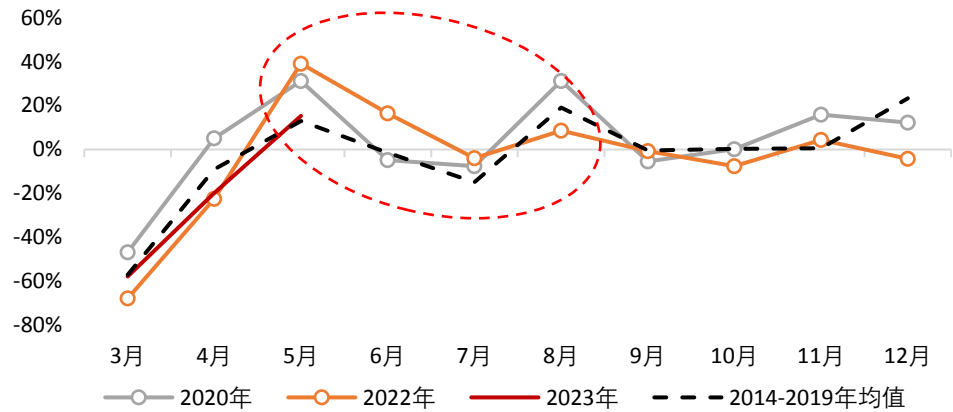
资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：2020年以来，各个假期旅游收入较2019年同期恢复程度（单位：%）



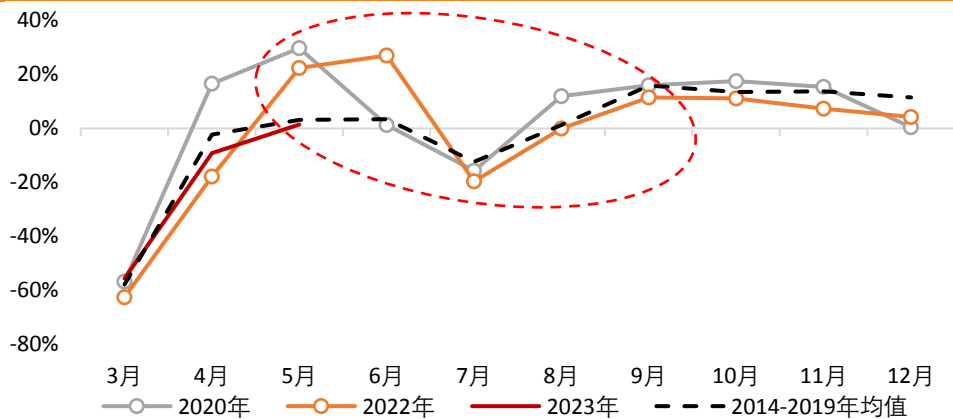
资料来源：中国政府网，文化和旅游部，人民网，天风证券研究所

图 9：金银珠宝类零售额（限额以上）当月环比增速（单位：%）



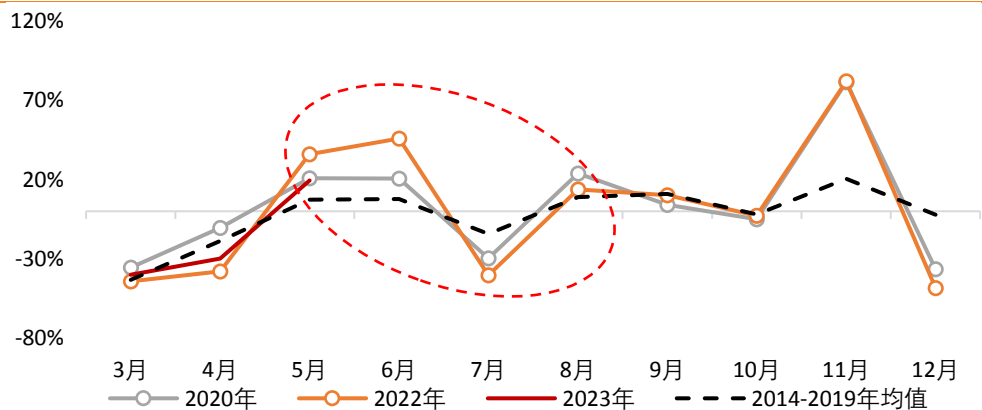
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：服装类零售额（限额以上）当月环比增速（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：化妆品类零售额（限额以上）当月环比增速（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

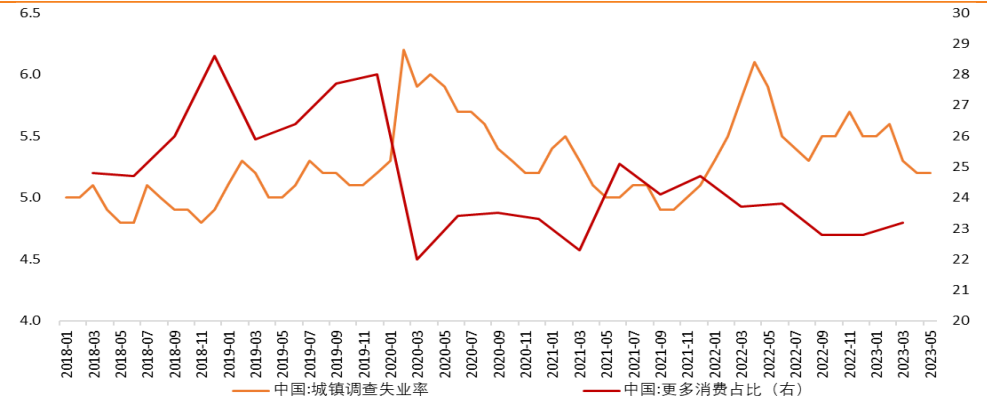
因此，尽管今年二季度经济环比增速回落，但除了疫后潜在增速中枢回落的长期因素外，也包含了疫后经济“N 字形”复苏的短期因素。到了今年三四季度，“报复性”复苏对地产和可选消费的透支效应或将有所缓解，同时消费内生性恢复的积极因素正在增加。比如，居民收入随失业率回落而出现连续改善，消费意愿边际提升（央行 2023 年一季度城镇储户调查显示“更多消费”比去年四季度上升了 0.4 个百分点）。

图 12：居民收入水平通常与失业率负相关（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

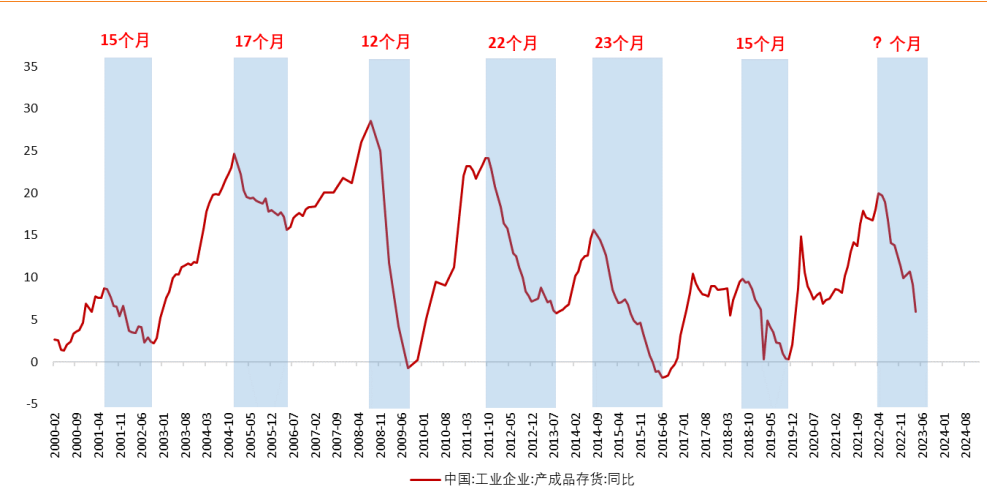
图 13：城镇调查失业率持续回落，消费意愿边际回升（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从企业行为来看，经过了二季度快速主动去库存之后，产能利用率、PPI 新涨价因素、产成品库存的相对底部或将在三四季度出现。

图 14：我国去库存周期平均 17 个月（单位：%）



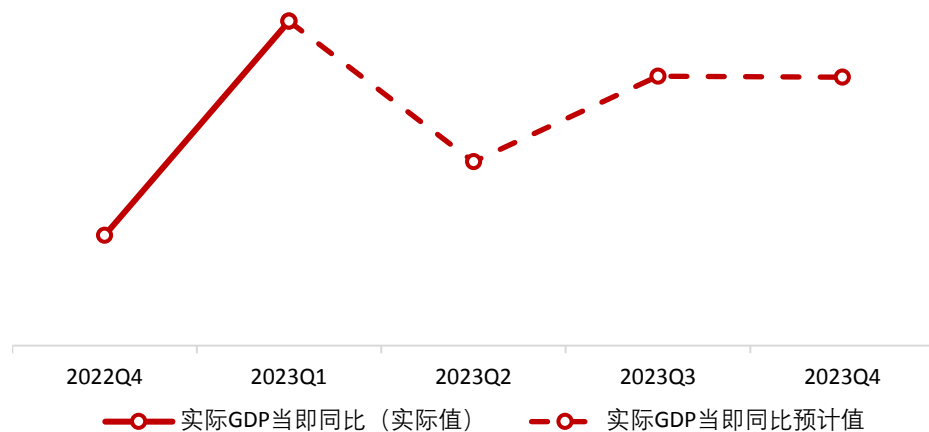
资料来源：Wind，天风证券研究所

因此即使没有政策的推动，今年三四季度经济复苏的内生动能可能也会开始边际走强，而不是继续回落。我们预计，二季度大概率是今年经济复苏动能的环比低点，在透支效应衰退、内生增长动能修复、库存周期见底的共同作用下，三四季度经济或将环比改善，

进入“N字形”复苏的第三阶段。

而市场对长期（转型换挡减速）问题短期化，对短期（疫后N形复苏低点）问题长期化，导致了过度悲观的情绪，意味着市场对于基本面定价可能存在低估，未来受外因刺激，又存在定价修复的空间。

图 15：预计今年经济将呈现“N”型复苏的趋势（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：为了消除疫情冲击产生的低基数扰动，2023年数据采用两年复合同比增速；图中数据仅为描述“N”型复苏的趋势，不代表具体的经济增速



## 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