

宏观

证券研究报告

2023年07月03日

疫后复苏进入第三阶段？

今年经济既是转型中的复苏，也是疫后复苏。

进入3季度，经济是否进入疫后复苏的第三阶段，即环比增速在2季度明显放缓之后能否重新向上，对于市场情绪和基本面定价而言至关重要。

第一是6月的PMI数据表明，环比增速重新向上的拐点或已临近。

第二是6月部分高频数据也表明国内部分行业产需开始企稳。

第三是除“补偿性”消费导致的透支效应逐渐减弱外，“政策底”的到来以及库存周期见底或会成为后续经济见底回升的重要动力。

最后，我们继续强调出口或依然是今年经济复苏的重要驱动力。

作者

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

孙永乐 分析师
SAC执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-7月第1周》2023-07-02
- 《宏观报告：宏观报告-逐字逐句重点解读二季度货政委员会例会》2023-07-01
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6月第4周》2023-06-25

风险提示：海外经济下行超预期、中国经济复苏不及预期、地产拖累经济复苏

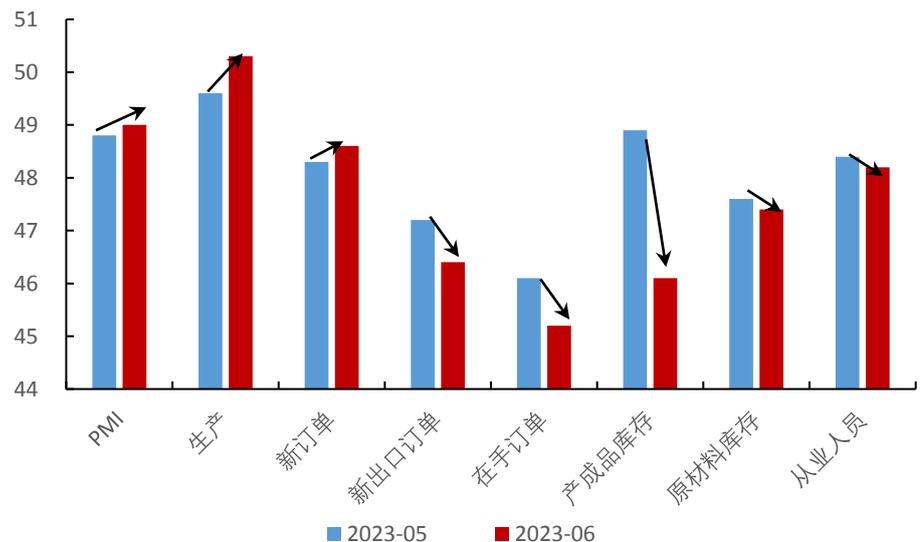
今年经济既是转型中的复苏，也是疫后复苏。转型复苏的特征是经济增长中枢处于长期下行通道，疫后复苏的特征是环比增速分为“N”字形三个阶段。一季度是疫后复苏的第一阶段，高环比增速体现出疫后经济“报复性”恢复的特征。二季度是疫后复苏的第二阶段，环比增速的大幅回落既有短期因素、也有长期因素，短期因素是前期“报复性”复苏透支了后期的复苏节奏，长期因素是经济内生动能不足，增速向疫后更低中枢回归（详见《中国经济不是二次探底》，2023.6.22）。

但是站在3季度初，各项短期因素或多或少都发生了变化。我们在《经济修复的斜率是否出现变化？》（2023.4.3）中也曾表示经过一个季度的观察期，同时低基数效应结束，经济内生动能的成色更加清晰，三季度针对性出台政策，经济复苏进入第三阶段。进入3季度，经济是否进入疫后复苏的第三阶段，即环比增速在2季度明显放缓之后能否重新向上，对于市场情绪和基本面定价而言至关重要。

第一是6月的PMI数据表明，环比增速重新向上的拐点或已临近。

6月PMI数据上行0.2个百分点至49%，结束了连续3个月的下行。其中，生产强于需求，6月生产指数上行0.7个百分点至50.3%，拉动PMI上行0.18个百分点；新订单指数上行0.3个百分点至48.6%，拉动PMI上行0.09个百分点；原材料库存下滑0.2个百分点至47.4%，拖累PMI下滑0.02个百分点。

图1：6月PMI主要分项变化（单位：%）

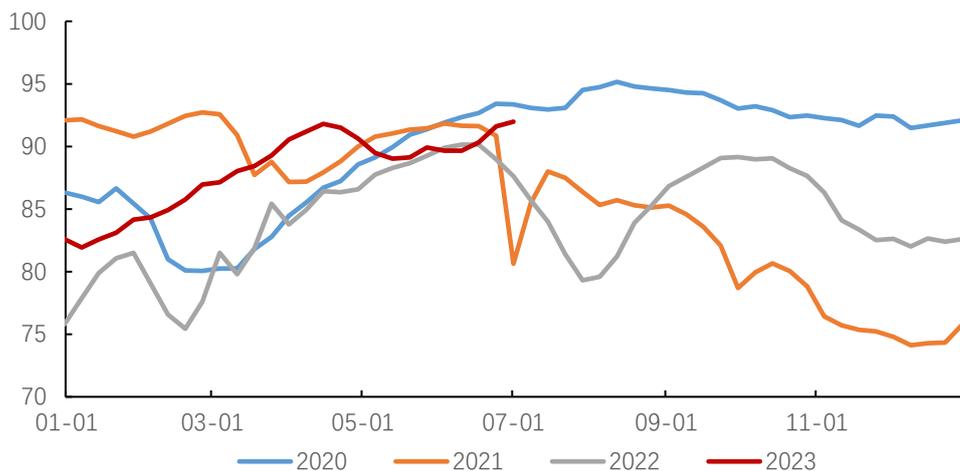


资料来源：wind，天风证券研究所

第二是6月部分高频数据也表明国内部分行业产需开始企稳。

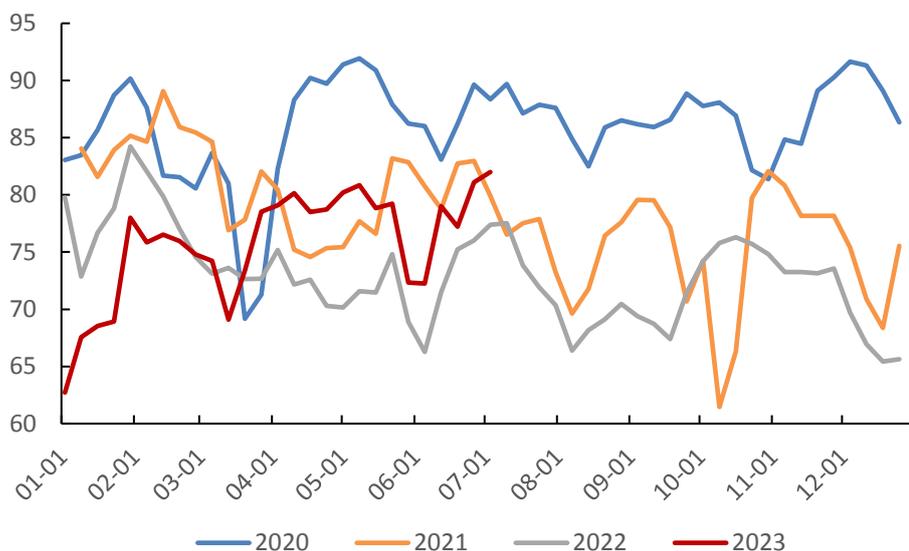
生产端，6月上下游生产指标均有所好转，如高炉开工率从5月末的82.4%上行至6月末的84.1%，江浙地区涤纶长丝开工率从82.2%上行至86.2%。需求端，6月轻纺城成交量、乘用车零售环比表现亮眼，3-4月份轻纺城成交量环比明显低于往年同期，但随着透支效应减弱等，6月轻纺城成交量环比已经与往年同期水平接近。6月乘用车零售环比上行9%，强于今年4、5月水平。

图2：高炉产能利用率近期有所回升（单位：%）



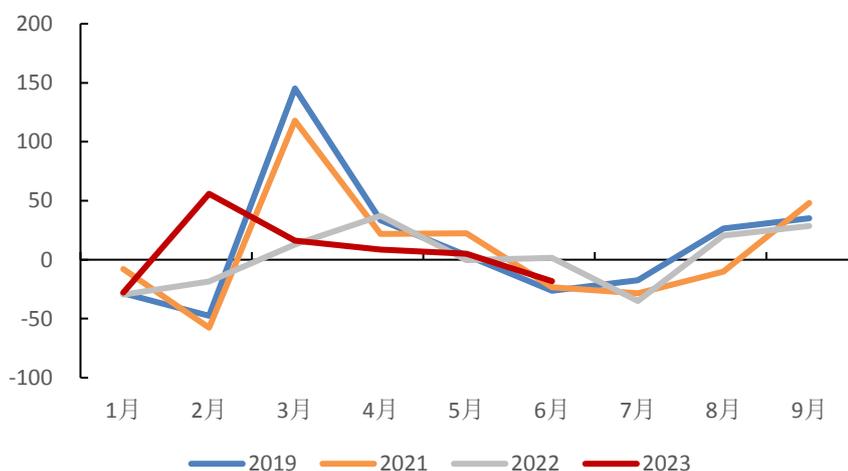
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: PTA 开工率近期有所回升 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 轻纺城成交量环比 (单位: %)



资料来源：wind，天风证券研究所

第三是除“补偿性”消费导致的透支效应逐渐减弱外，“政策底”的到来以及库存周期见底或会成为后续经济见底回升的重要动力。

货币政策来的最早，在6月中旬先后下调了OMO和MLF利率，并在二季度例会明确表示“要克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度”，“继续发挥好已投放的政策性开发性金融工具资金作用…延续实施保交楼贷款支持计划”等¹。在6月底提高支小支农再贷款额度后²，我们预计后续信用端政策工具或会继续加码。同时，6月16日国常会明确表示要研究推出经济持续回升向好的一批政策措施，强调具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应³。

随着政策底的到来，政策对经济的支撑力度增强。如央行通过加大对基础设施建设的支持力度（如政策性开发性金融工具等），弥补基建因土地出让收入下滑的资金缺口，进而推动基建投资企稳（详见《基建怎么了？》，2023.05.23）。

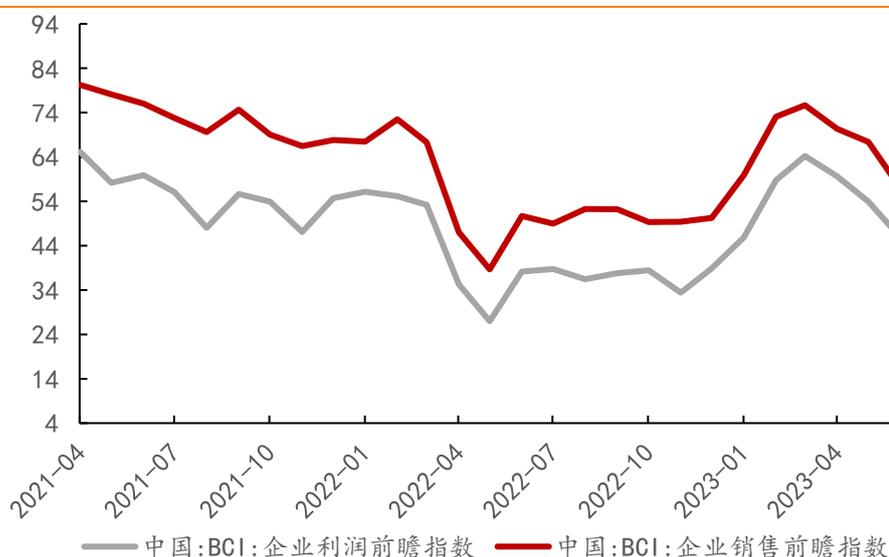
除政策发力外，去库存对经济的拖累预计会逐渐减弱。

企业加速主动去库存助推了二季度经济环比增速的大幅放缓。库存同比增速从3月的9.1%快速下滑至5月的3.2%，6月企业继续加速去库，如6月PMI产成品存货下滑2.8个百分点至46.1%。加速去库存虽然不是经济放缓的原因，但是加剧了放缓幅度，导致4、5月工业增加值复合增速（比21年）快速回落至1.3%和2.1%。

从库存周期来看，当下库存周期有望从主动去库阶段逐渐转向被动去库和补库阶段。

目前工业企业利润总额和营业收入同比增速正在缓慢修复，后续企业去库速度或会开始放缓，并逐渐进入补库阶段。6月PMI产成品库存指数快速回落时，原材料库存指数仅下滑0.2个百分点，同时新订单指数、商品出厂价格指数和主要原材料购进价格指数均有所回升。这也表明库存周期中的积极因素正在逐步增多，行业去库对经济的拖累将会放缓。

图 5：二季度企业预期明显回落（单位：%）



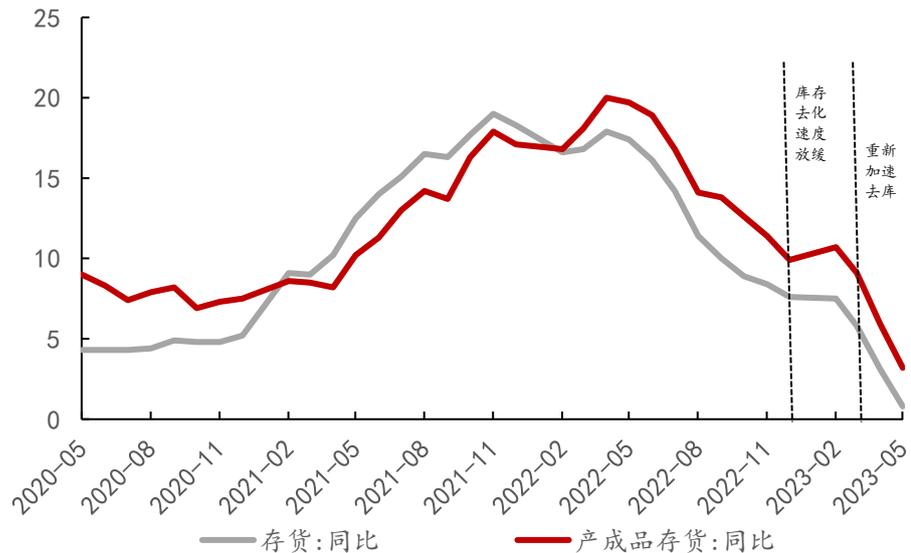
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：企业加速去库存（单位：%）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/Of-pdquf-zjE1rtUBZwcSg>

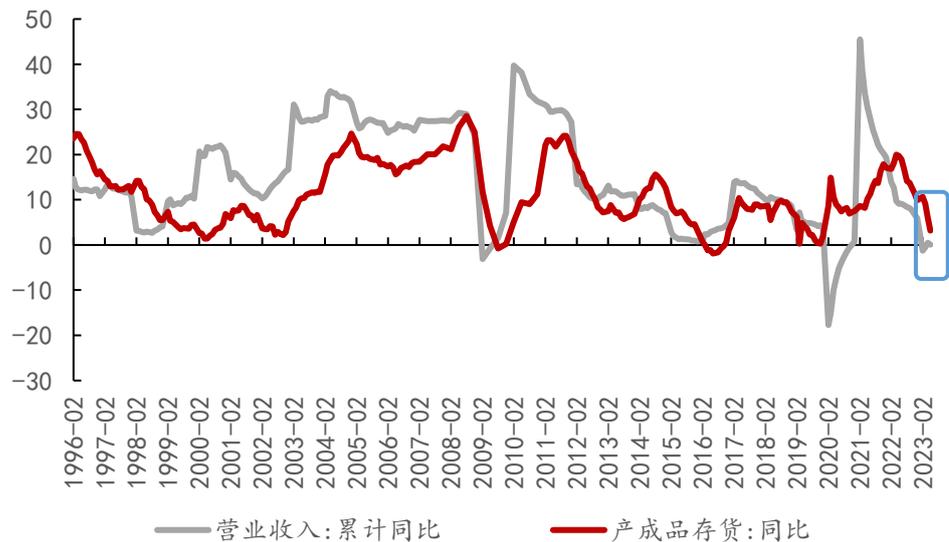
² <https://mp.weixin.qq.com/s/aP4CMmB8HXBpQsEzZqOBXg>

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/DOvDKojAIBTx7a1Mfu8og>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 营收同比领先库存同比迎来拐点, 库存处于加速回落末尾 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

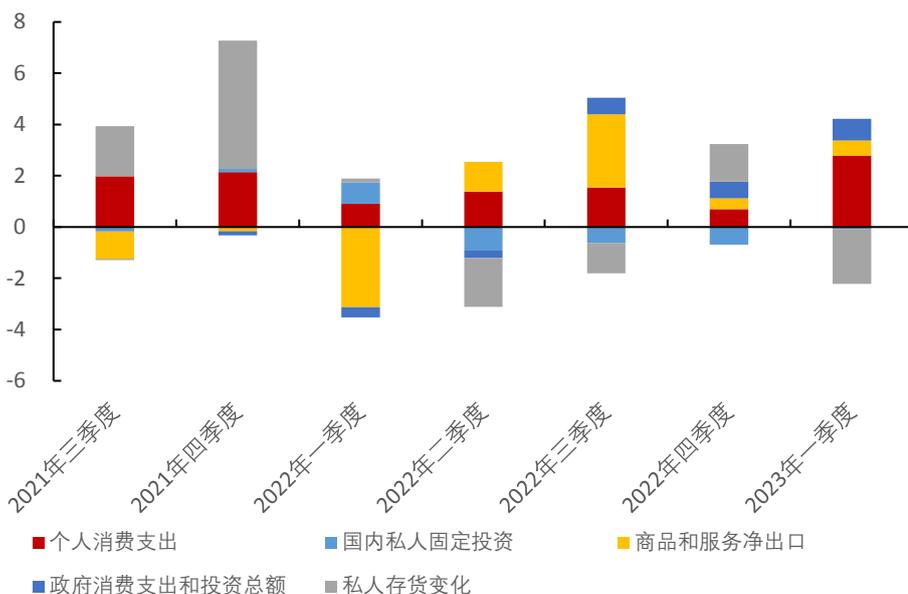
最后, 我们继续强调出口或依然是今年经济复苏的重要驱动力。

5-7 月是出口下行压力较大的时间点, 8 月之后随着基数效应减弱以及以美国为代表的外需回暖, 中国出口增速或将再度上行。随着通胀读数回落, 美国居民实际可支配收入增速回升, 当下美国供不应求的劳动力市场格局确保了美国居民端的收入维持高增 (详见《为可能的长期高利率做好准备》, 2023.6.3), 一季度美国 GDP 同比增长 2%, 其中个人消费支出拉动 GDP 同比增长 2.8 个百分点。

按照此前去库速度 (美国批发商库存同比增速以每个月平均 1.9 个百分点的速度下滑, 美国零售商库存增速以 1.5 个百分点的速度下滑), 今年三季度末-四季度初可能是美国库存周期底部, 美国四季度或将开启补库存, 中国出口订单好转将带动外贸企业更早补库。

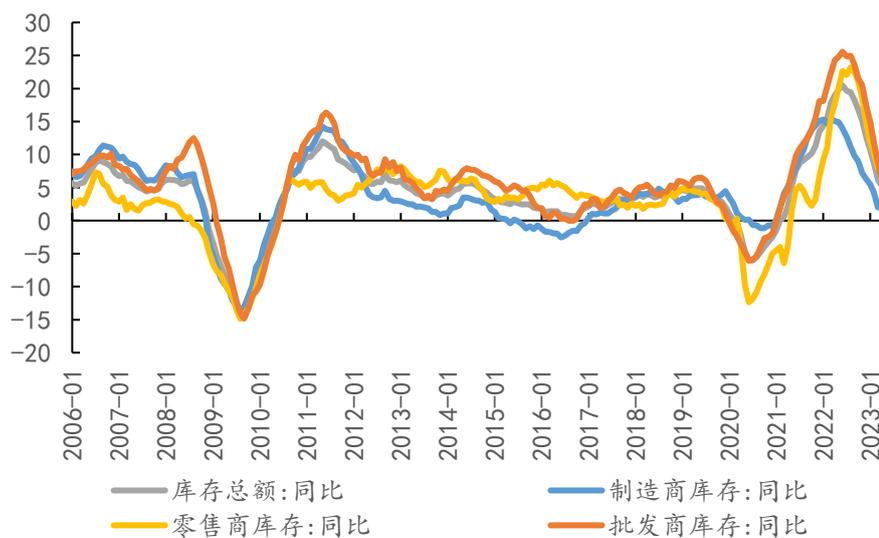
总的来看, 二季度或是疫后复苏环比最弱的阶段, 即疫后复苏的第二阶段 (N 字形的第二笔), 三季度在透支效应减弱、政策适度托底、内外库存加速见底等因素的共同作用下, 环比增长有望有所改善。进入疫后复苏的第三阶段, 市场对基本面定价也有望从低估进入到修复。

图 8：美国居民消费对 GDP 的劳动力增强（单位：%）



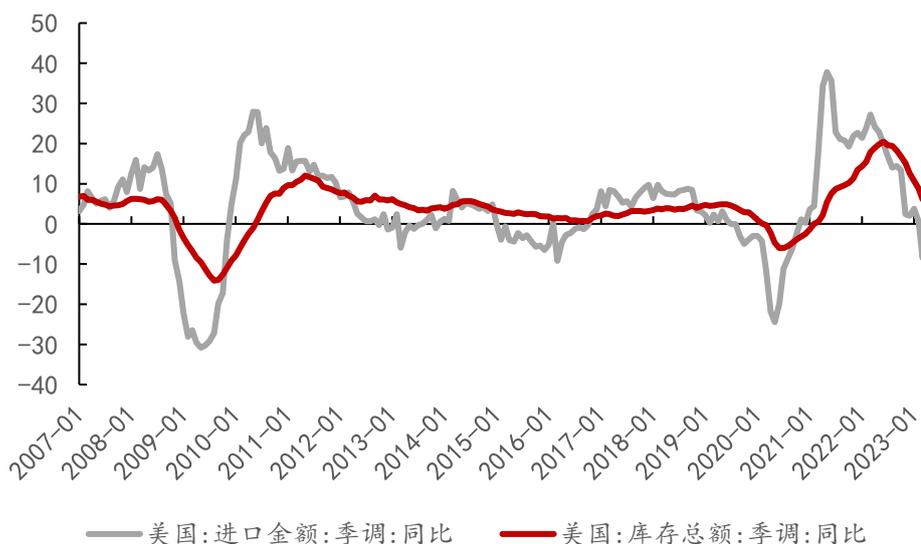
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：美国库存增速快速回落（单位：%）



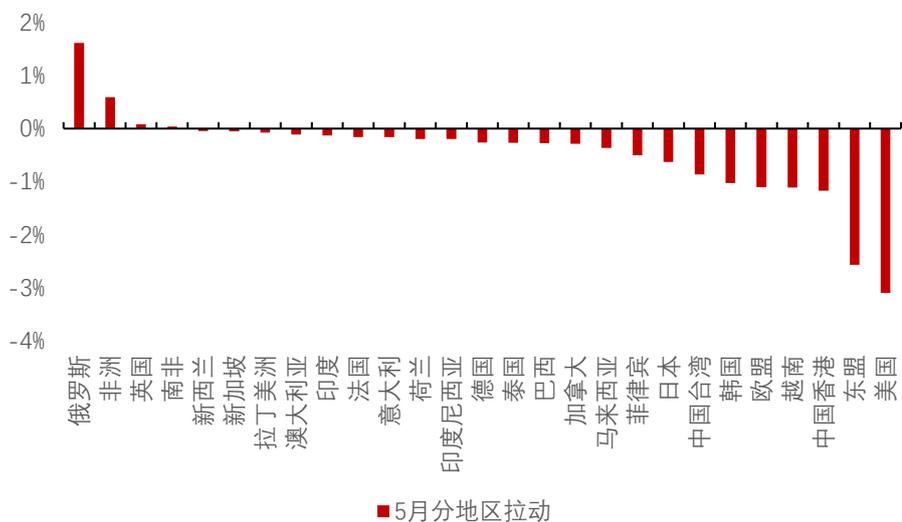
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：美国库存与进口增速呈现正相关（单位：%）



资料来源: wind , 天风证券研究所

图 11: 美国是中国出口弱的主要拖累 (单位: %)



资料来源: wind , 天风证券研究所

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