



宏观研究

【粤开宏观】疫后恢复的结构性特征明显，全年“保5”仍需加力

2023年07月18日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】积极发挥财政在防范化解重大风险中的作用》2023-07-07

《【粤开宏观】稳住房地产，解决财政和城投风险》2023-07-07

《【粤开宏观】财政支持扩大内需的实现路径》2023-07-07

《【粤开宏观】当前财政、城投问题的症结在房地产》2023-07-07

《【粤开宏观】资产负债表衰退：理论缺陷，不适用于当前的中国》2023-07-11

摘要

1、二季度 GDP 当季同比为 6.3%，表面上较一季度的 4.5% 上升，上半年实现 5.5%，但低基数下的“5%”不同于过往高基数下的“5%”，内涵、结构和微观主体感受不同。疫情以来经济数据的波动性明显加大，单纯“从数据中来，到数据中去”将得出错误甚至误导性的结论，疫后经济的显著特征是结构分化、不对称、不同步。

这种波动性加大主要源自五个方面：一是百年未有之变局导致内外部不确定性加大，冲击宏观供需和微观主体；二是疫情打乱了经济运行的连续性，形成了基数的大起大落，如 2020 年一季度和 2022 年二季度，直接影响 2021 年一季度和今年二季度数据；三是从不同频次观察经济将得出不同的结论，当年同比、两年平均、三年平均都将得出不同结论，同比和环比、当月同比和累计同比也将得出不同结论；四是经济从疫情模式切换到正常的市场经济模式重启恢复进程需要时间，疫情影响了居民、企业对风险和不确定性的认知，信心比较脆弱，叠加全球经济下行和收缩，居民、企业主动或被动地放缓资产负债表扩张；五是疫情对经济的冲击是不对称的，恢复进程自然也呈现出明显的结构性特征，导致部分行业、部分群体恢复快，其他恢复慢，诸如目前主要是餐饮旅游住宿、交通运输等服务业恢复较快，房地产和出口链条的产业和群体恢复慢，战略性新兴产业投资和生产快、传统和出口产业恢复慢。这种结构性特征导致研判经济形势的难度加大，同时各方也更加难以达成共识，出现总体与结构分化、宏观与微观分化、内需与外需分化、服务业与工业的分化。

2、二季度 GDP 同比增长 6.3%，低于市场预期的 6.8%；两年平均增速为 3.3%，较一季度的 4.6% 大幅回落，经济从一季度疫情平稳转段、积压需求集中释放后回归修复之路。经济运行显著弱于季节性，二季度 GDP 环比增速仅为 0.8%，是除疫情冲击之下的 2022 年同期以外的最低值，2011-2019 年同期的增速区间为 1.4%-2.3%。二季度经济增速下行，主要是房地产和出口拖累，前者受房地产市场低迷和纾困政策落地时滞、银行机构激励不足的影响，后者受全球需求下行影响，而服务业的链条短，内需恢复难以完全承接出口快速下滑。

3、虽然二季度经济两年平均增速下行，但也有改善和值得关注的亮点；从月度节奏看，6 月经济动能趋稳。其中，一季度的居民收入实际增速低于经济实际增速，但是上半年的居民收入实际增速为 5.8%（两年平均 4.4%），高于 GDP 的 5.5%（两年平均 3.3%）。从经济运行的月度节奏看，4 月和 5 月经济显著下行，6 月出现企稳迹象，疫后居民消费回暖和政策支持下的基建投资成为托底经济的重要动力。6 月社零消费两年平均同比为 3.1%，高于 4-5 月的 2.6% 和 2.5%，其中餐饮收入两年平均增速 5.6%，仅次于 2 月。



4、要实现今年 5%左右的经济增长目标，下半年经济增速要达到 4.5%，折合两年平均增速为 3.95%，高于二季度的 3.3%，有一定难度。还要看到物价下行导致的实际利率上升、青年失业率继续攀升、企业应收账款持续上行、民间投资负增长、地方债务风险凸显、居民和企业家信心不振等问题。

5、疫后经济恢复的结构性特征，决定了短期应急政策与中长期结构性改革要同步推进。既要扩大总需求，又要补短板防风险；既要财政、货币、房地产等政策发力，又要避免无效投资和缺乏收入基础的消费透支。当前很难找到类似过去房地产、基建等毕其功于一役的解决方案和抓手，面临的约束增多；在房住不炒的基调下稳定房地产、扩大基建但又不增加无效投资，极为重要、难度增加；政策要尤其注重系统性、协调性，比如经济政策扩张时非经济政策不能采取紧缩的态势。财政政策应发挥更大作用，货币政策仍有操作空间，结构性改革则着眼长远、见效时间长，短期内对稳增长的应急作用有限，但是假以时日可以发挥出更大效果，比如消费问题，仅凭刺激政策效果有限，长期要靠国民收入分配制度改革、财政支出结构优化、高质量产品和服务供给改善等。

风险提示：经济下行压力超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、二季度经济增速下行，服务消费恢复不足以完全对冲出口下滑和房地产投资低迷.....	4
二、经济中仍有结构性改善和亮点，经济动能 4-5 月走弱但 6 月趋稳.....	6
三、全年“保 5”有一定难度，短期应急政策与中长期结构性改革要同步推进.....	7

图表目录

图表 1： 2023 年二季度 GDP 两年平均增速为 3.3%，较一季度大幅回落.....	4
图表 2： 2023 年二季度 GDP 环比增速显著弱于季节性.....	4
图表 3： 5 月和 6 月出口同比转为负增长.....	5
图表 4： 4 月以来房地产销售持续低迷.....	5
图表 5： 6 月消费数据回暖.....	6
图表 6： 2023 年 4-5 月工业生产明显放缓，6 月回暖.....	7
图表 7： 青年失业率处于历史高位.....	8
图表 8： 1-6 月民间投资同比下降 0.2%，大幅低于总体投资增速.....	8



一、二季度经济增速下行，服务消费恢复不足以完全对冲出口下滑和房地产投资低迷

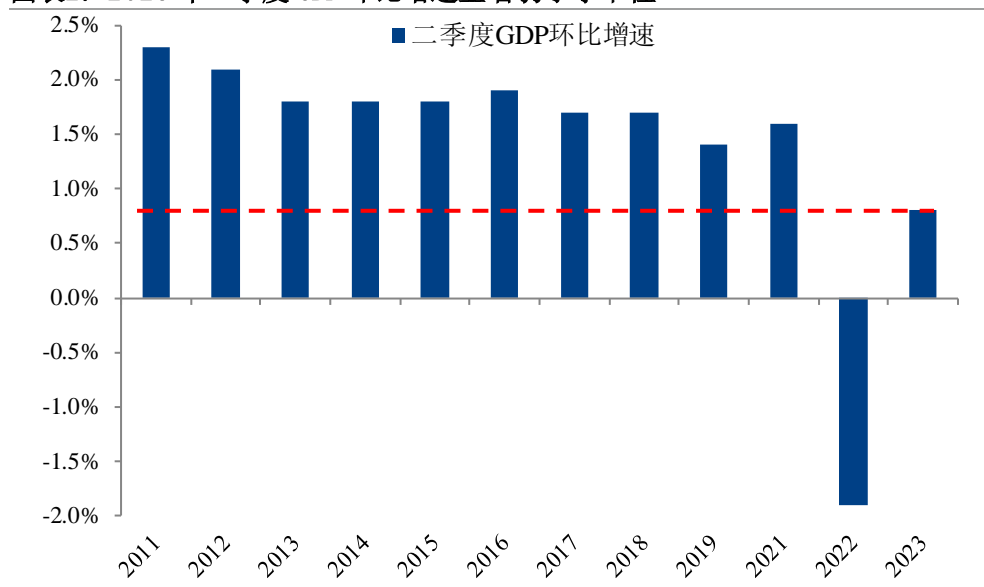
二季度 GDP 同比增长 6.3%，低于市场预期的 6.8%；两年平均增速为 3.3%，较一季度的 4.6% 大幅回落，经济从一季度疫情平稳转段、积压需求集中释放后回归修复之路。经济运行显著弱于季节性，二季度 GDP 环比增速仅为 0.8%，是除疫情冲击之下的 2022 年同期以外的最低值，2011-2019 年同期的增速区间为 1.4%-2.3%。

图表1：2023 年二季度 GDP 两年平均增速为 3.3%，较一季度大幅回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院 (注：2021 和 2023 年为两年平均增速)

图表2：2023 年二季度 GDP 环比增速显著弱于季节性

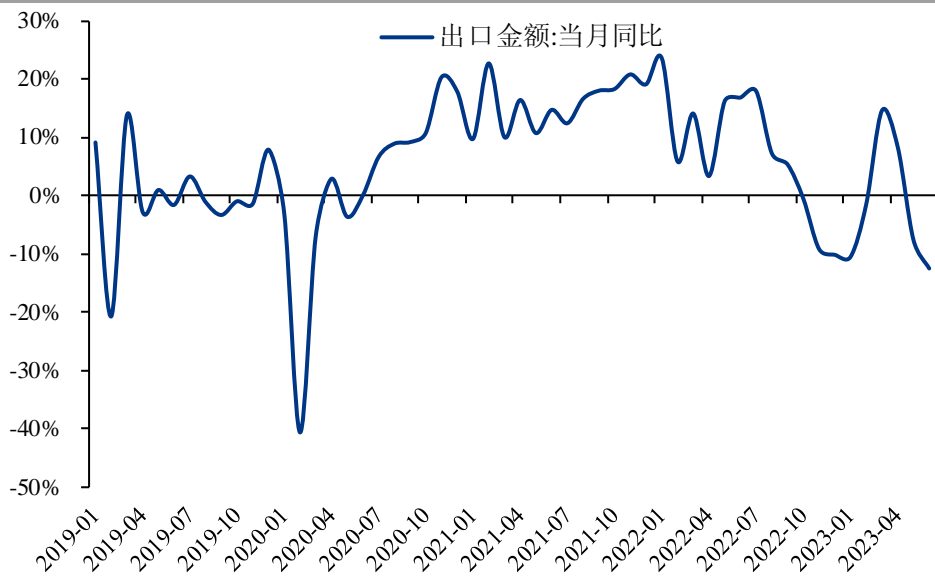


资料来源：Wind、粤开证券研究院



二季度经济增速下行，主要是房地产和出口拖累，前者受房地产市场低迷和纾困政策落地时滞、银行机构激励不足的影响，后者受全球需求下行影响，而服务业的链条短，内需恢复难以完全承接出口快速下滑。出口金额累计同比由3月的0.5%降至6月的-3.2%，当月同比从去年10月以来总体疲软，5月和6月分别为-7.5%和-12.4%，韩国、越南、中国出口同比亦出现较大幅度负增长；房地产投资累计同比由3月的-5.8%进一步下滑至6月的-7.9%。

图表3：5月和6月出口同比转为负增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

图表4：4月以来房地产销售持续低迷



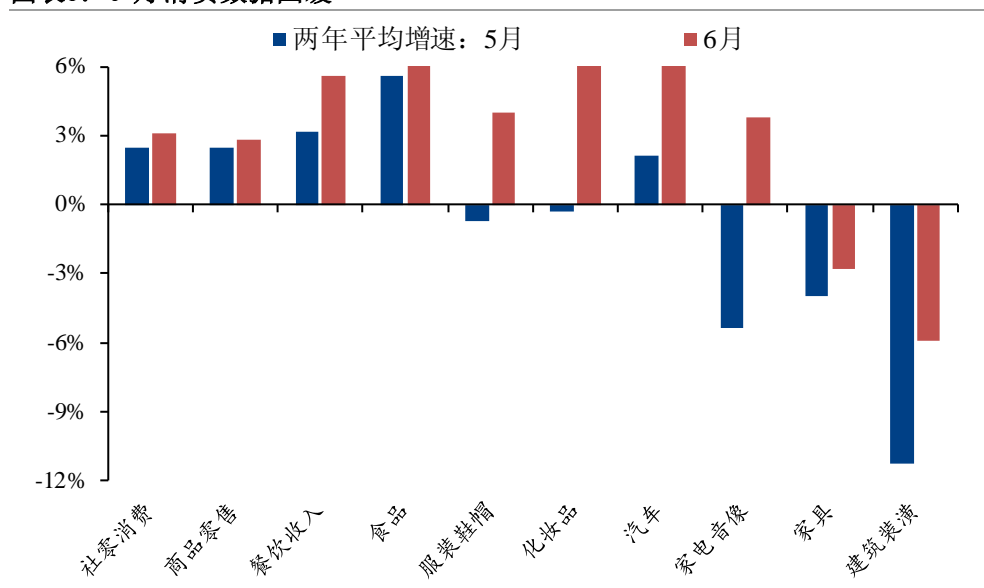
资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、经济中仍有结构性改善和亮点，经济动能 4-5 月走弱但 6 月趋稳

虽然二季度经济两年平均增速下行，但也有改善和值得关注的亮点。其中，一季度的居民收入实际增速低于经济实际增速，但是上半年的居民收入实际增速为 5.8%（两年平均 4.4%），高于 GDP 的 5.5%（两年平均 3.3%）。受益于“保交楼”政策下房地产竣工加快，家电、家具、家装等地产后周期消费有所好转，两年平均增速分别从 5 月的-5.4%、-4.0%和-11.3%升至 3.8%、-2.8%和-5.9%；受益于政府补贴和车企降价，汽车销售得到明显提振，4-6 月的两年平均增速分别为-2.8%、2.1%和 6.1%。新兴产业投资好于传统产业投资，上半年，电子及通信设备制造业、电子商务服务投资分别增长 14.2%和 22.2%，清洁电力投资同比增长 40.5%，其中太阳能发电投资增长 84.4%，风力发电投资增长 16%。在 6 月总体出口金额同比下降 12.4%的背景下，汽车包括底盘出口同比增长 109.9%。

图表5：6 月消费数据回暖

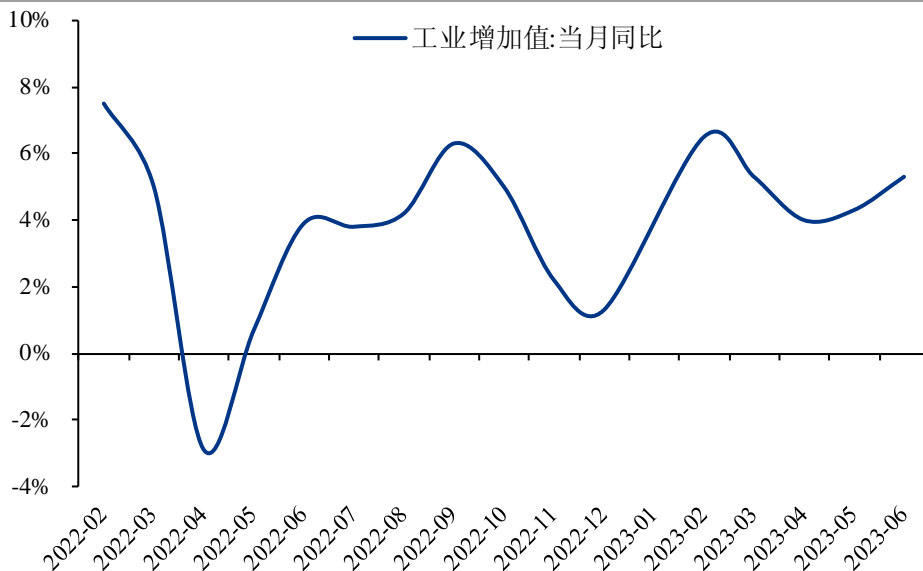


资料来源：Wind、粤开证券研究院

从月度节奏看，4-5 月经济明显走弱，6 月经济动能趋稳。疫后居民消费回暖和政策支持下的基建投资成为托底经济的重要动力。6 月社零消费两年平均同比为 3.1%，高于 4-5 月的 2.6%和 2.5%，其中餐饮收入两年平均增速 5.6%，仅次于 2 月。6 月工业增加值的两年平均增速从 5 月的 2.1%升至 4.1%，服务业生产指数从 3.0%升至 4.0%，广义基建投资从 9.1%升至 10.0%。



图表6：2023年4-5月工业生产明显放缓，6月回暖



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2023年为两年平均增速）

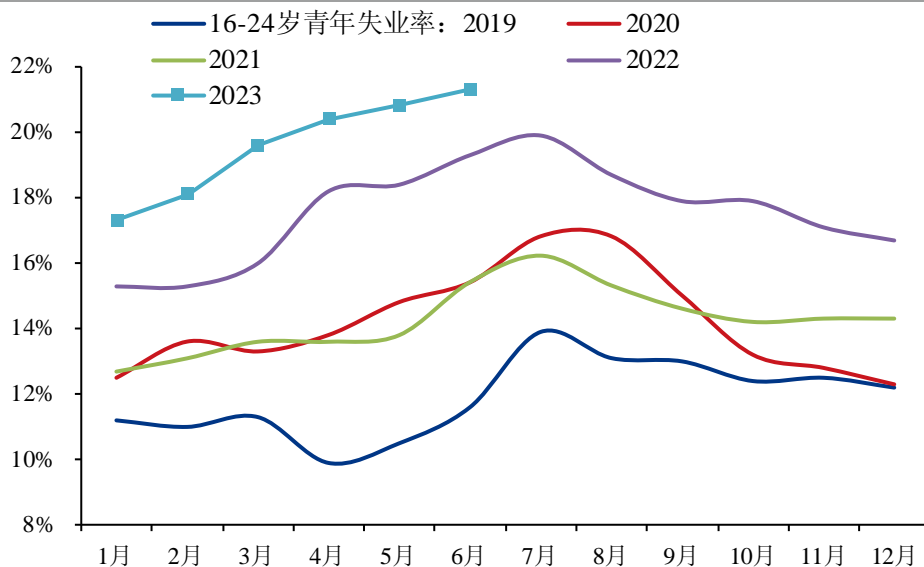
越是经济下行压力较大的时期，宏观数据和微观感受之间的“温差”便越明显。若只看宏观数据，容易犯以全盖偏的错误，会忽视微观主体的困境；而若只看某部分群体的微观感受，又容易犯以偏概全的错误，会放大局部的悲观或乐观因素和情绪。因此要综合分析总体数据和结构数据、宏观数据和微观数据，既要看到经济的隐忧，也要注意经济的亮点，尽可能全面客观地研判经济形势。

三、全年“保5”有一定难度，短期应急政策与中长期结构性改革要同步推进

今年的政府工作报告将全年经济增长目标定为5%左右。上半年GDP同比增长5.5%，要想实现全年目标，则下半年经济增速要达到4.5%，折合两年平均增速为3.95%，高于二季度的3.3%，有一定难度。还要看到物价下行导致的实际利率上升、青年失业率继续攀升、企业应收账款持续上行、民间投资负增长、地方债务风险凸显等问题。

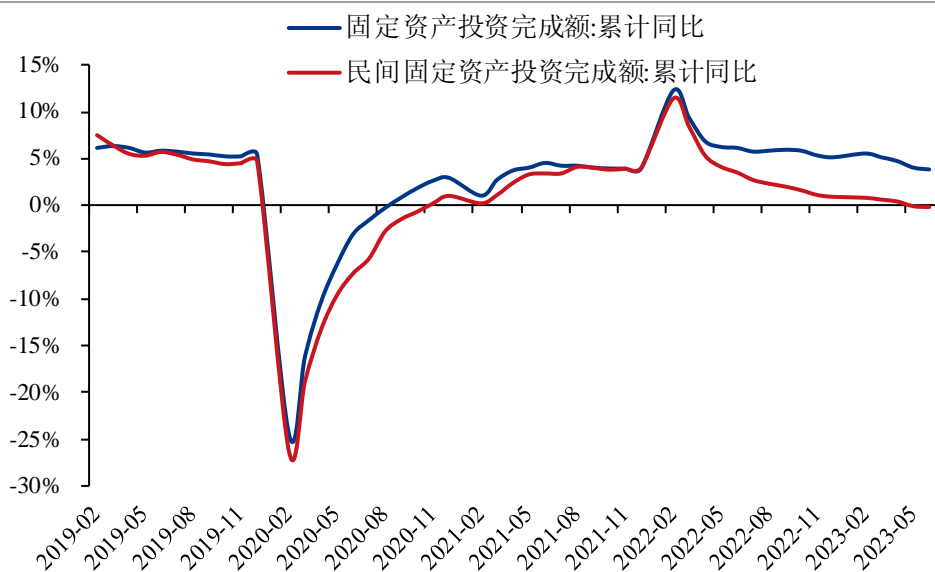


图表7：青年失业率处于历史高位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：1-6月民间投资同比下降0.2%，大幅低于总体投资增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

疫后经济恢复的结构性特征，决定了短期应急政策与中长期结构性改革要同步推进。既要扩大总需求，又要补短板防风险；既要财政货币房地产等政策发力，又要避免无效投资和缺乏收入基础的消费透支。当前很难找到类似房地产、基建等毕其功于一役的解决方案和抓手，政策要尤其注重系统性、协调性，比如经济政策扩张时非经济政策不能采取紧缩的态势。

财政政策应发挥更大作用：一是新增政策性开发性金融工具，缓解项目资本金不足问题，撬动更大规模的社会资本参与项目建设，为稳增长项目政策落地提供有力支撑。二是加快今年新增专项债额度的发行进度，同时尽快动用专项债结存限额空间，剩余空



间超过 1 万亿元。三是发行长期建设国债，提前建设十四五期间的重大项目工程，扩大总需求，稳定信心和预期；同时将腾出的财力给中低收入人群发放补贴尤其是提高农村地区的养老金，促进消费或提高抗风险能力，保民生、稳增长。四是发放消费券，中央和地方分地区按比例分配，既能减轻地方政府负担，又能调动其积极性，最终提振全国居民消费。五是防范化解地方政府债务风险，避免系统性风险导致区域经济受到重大负面冲击，为稳增长提供良好的宏观环境。

货币政策也仍有发挥空间：总量政策方面，当前商业银行的加权平均法定存款准备金率为 7.6%，1 年期 MLF 利率为 2.65%，都有进一步下调的空间，有助于保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。结构性政策方面，当前仍有不少结构性货币政策工具使用规模偏低，例如截至 2023 年一季度，收费公路贷款支持工具、民企债券融资支持工具（第二期）、房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划等的使用量均为 0。要建立和完善激励机制，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，促进金融机构继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。

结构性改革着眼长远、见效时间长，短期内对稳增长的应急作用有限，但是假以时日可以发挥出更大效果，比如消费问题，仅凭刺激政策效果有限，长期要靠国民收入分配制度改革、财政支出结构优化、高质量产品和服务供给改善等。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com