

宏观七日谈 001

证券研究报告

2023年07月26日

如何看待当前的经济形势？

总而言之：短期来看，疫后的恢复又有一些“N字形”的特征，第一个季度好，第二个季度差，第三个、第四个季度会稍微好一些。汽车所代表的消费品、旅游出行所代表的服务业，其实短期来看都保持了逐渐向上走的状态。所以我们认为对经济没有必要太悲观，短期有一些波动的因素，到了下半年会渐渐的变弱。长期的因素是长期化的，也不能算在短期的里头导致过度短期化，市场预期逐渐修正之后就不会对经济过于悲观了。

风险提示：房地产复苏可能不及预期；海外需求恢复可能不及预期；消费复苏可能不及预期。

作者

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

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观报告-逐字逐句解读7月政治局会议》2023-07-25
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年7月第4周》2023-07-23
- 3 《宏观报告：宏观-如何看待迎峰度夏用电压力？》2023-07-23

我们认为，市场对经济基本面预期最悲观的时候大概是在 4、5 月份，直到 6 月 13 日央行降息以前。市场之所以有这样的悲观情绪，我们认为主要有两个原因——长期问题短期化、短期问题长期化（详见报告《中国经济不是二次探底》，2023.6.22）。

短期数据的回落在 4、5 月份表现得较为明显，其中回落幅度最大的是房地产。房地产在今年一季度“报复性复苏”以后，到了 3 月下旬走势出现了一些不确定性。从逻辑来判断，地产经过一季度比较好的恢复以后，后面可能会出现正常的回落。但在 3 月最后一周，30 大中城市新建商品房日均成交面积达 64.7 万平方米，接近 2019 年同期水准，仅明显低于 2021 年同期，其中一线城市销售面积已经超过了 2021 年同期水平；同时，各地房价开始企稳，3 月末一线城市二手房房价指数相比于去年末上行了 2.1%，三线城市房价止住跌势（详见报告《经济修复的斜率是否出现变化？》，2023.4.3）。我们当时判断，地产销售在方向上预计仍会保持修复的状态，但前期的高斜率可能难以持续（详见报告《地产修复的事实》，2023.3.20）。

到 4、5 月份，地产销售确实发生了迅速的下滑，30 大中城市新建商品房周日均成交面积从 3 月份的 50 万平方米左右下滑到 40 万平方米左右，在 6 月份进入到 30 多万平方米。今年 6 月份是房地产销售的淡季，除了在 6 月底的时候因为跨季，30 大中城市新建商品房周度日均成交面积短暂回到了 50 多万平的水平，但很快又掉下去了。现在到了 7 月份，30 大中城市新建商品房日均成交面积在 30 万平附近。按照我们此前的估计，中国新增商品房需求中长期呈现“L”型的回落趋势（详见报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》，2022.10.22）。

房地产在中国经济里边目前依然是相当重要的一部分。静态看，房地产仍是中国经济的支柱产业，广义房地产业贡献了超过 17% 的名义 GDP，超过 20% 的企业盈利，和超过 12% 的劳动者报酬（详见报告《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）。这还没有包括房地产对基建以及后周期消费的影响（详见报告《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）。在经济中占比超过 17% 的房地产还在下行的情况下，“房地产仍是支柱产业”的意思是，如果房地产仍未企稳则经济潜在增速可能也要趋于回落，而并不是说要通过房地产能把经济增速拉上去，这实际上是一个长期的问题，而不是短期的问题。

我们认为，关于经济基本面好不好这个问题，要看分长期还是短期。短期来看，经济好不好跟房地产的关系不太大，因为房地产只要不加速下行就不会产生较大影响。在 7 月份的淡季，30 大中城市新建商品房成交面积目前已经在日均 30 万平方米的水平上连续几周没有继续下滑，可见短期房地产加速下行的压力可能不会变大，无非是维持在这个水平上，等到 8、9、10 月传统的旺季再来观察房地产会不会有所改善。

但是短期看其他经济指标，存在好转的迹象，比如消费。商品消费的代表就是汽车，是商品消费中占比相当大的一部分，而汽车零售已经连续五个月出现环比转正。受燃油车和新能源车购置补贴退坡的影响，今年 1-2 月居民购车意愿偏弱，汽车消费同比增速相比去年 12 月下行了 14 个百分点至 -9.4%，环比增速也低于 2017-2019 年同期均值 1.4 个百分点，在各类可选消费品中表现最弱（详见报告《消费复苏进入第二阶段》，2023.4.21）。

但是后面这几个月汽车的销售环比连续转正，而且同比增速现在相当可观，说明居民消费力是在持续改善的。而且地产与汽车的关系也出现了变化，此前汽车消费受房价上涨带来的财富效应影响，地产销售领先于汽车消费；但是近年来随着财富效应逐渐减弱，这一领先关系也在逐步减弱（详见报告《地产和实体经济的脱钩》，2022.8.22）。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，有利于一般耐用品消费的修复（详见报告《中国经济不是二次探底》，2023.6.22；《经济修复的斜率是否出现变化？》，2023.4.3）。

另一个消费的代表是出行。从暑期出行的情况和预定量来看，出行需求较为旺盛，不管是酒店预定还是机票预定。这体现出疫后服务的恢复可能需要一个较长的时间，或许不会在短期把所有的服务需求释放完毕。先有一个初期的补偿性恢复，比如见面聚餐和出差的需求，这个在一季度表现的比较明显，服务消费出现了报复性修复，补偿性消费需

求的集中释放是服务消费快速回暖的关键（详见报告《消费修复的弹性》，2023.3.16）。还有一类是长期的服务需求，特别是旅行，美国航空的数据显示旅行需求自疫情以来一直在上升，并没有出现过回落，这也不存在库存的问题。所以从服务来看，我们目前的出行数据是上去以后再也没有下来；但是消费的数据需要一个缓慢修复的过程，与居民的收入相关。

所以短期来看消费并不差。二季度被一季度的报复性恢复有所透支和前置，等到下半年会好一点，类似的“N字形”复苏特征也出现在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品上，所以社零整体具有“N字形”复苏的疫后特征（详见报告《中国经济不是二次探底》，2023.6.22）。

我们预计，二季度可能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（详见报告《中国经济不是二次探底》，2023.6.22）。

出口也是市场非常关注的问题。6月份同比不管是人民币还是美元的出口增速还是在回落的，但我们认为不是太值得担心的问题。出口回落的原因和去年同期基数偏高有关系。节奏上，一季度的恢复也有一定的透支因素，比如外部订单的回流、年初积压的订单被快速释放，造成二季度稍被前期透支；再加上二季度中外共振去库存，所以出口上表现偏弱（详见报告《出口韧性的来源》，2023.5.11）。

但是出口根本的因素在于外部的需求，特别是美国的经济、美国的消费。尽管我们对美国的出口一季度累计同比为-17%，上半年累计同比为-17.9%，我们对东盟的增量一定程度上弥补了对美国的减量。不过东盟的经济并没有明显强于美国，而且中国对东盟国家的出口高增背后基本逻辑还是美国终端需求的支撑（详见报告《出口韧性的来源》，2023.5.11）。因此，对于像中国这样的出口是经济重要成分的国家，美国的消费对一国的出口增长起到重要的支撑作用。今年以来，美国经济较有韧性，关于美国居民的就业、收入、消费能力，目前没有看到过多消极的地方（详见报告《出口韧性的来源》，2023.5.11），这指向了中国在三季度末以后出口外需的韧性会依然存在，这是对中国出口依然保持乐观的地方。在关键的结构上，自年初以来，中国在“新三样”、“高耗能”等领域的出口金额累计同比保持高增长，成为拉动中国出口增长的重要稳定力量，所以我们对出口依然乐观（详见报告《出口韧性的来源》，2023.5.11）。

总而言之：是短期来看，疫后的恢复又有一些“N字形”的特征，第一个季度好，第二个季度差，第三个、第四个季度会稍微好一些。汽车所代表的消费品、旅游出行所代表的服务业，其实短期来看都保持了逐渐向上走的状态。所以我们认为对经济没有必要太悲观，短期有一些波动的因素，到了下半年会渐渐的变弱。长期的因素是长期化的，也不能过度短期化，市场预期逐渐修正之后可能就不会对经济过于悲观。

金融数据方面，无论是信贷还是社融，6月份的表现都是超预期的。信贷里面主要是居民中长期贷款和企业贷款表现较好。关于居民中长期贷款好转，季节性的因素和居民提前偿还房贷的行为有所缓和，都是可能的影响因素（详见报告《信用周期是否见底？》，2023.7.12）。但是二季度信用被动收缩之一就是房地产部门，房地产贷款余额增速持续回落的趋势并未改变，房地产融资还有继续下滑的压力，因此不太可能是房地产带动了居民中长期贷款的提升（详见报告《我们可能正在经历一个短暂的信用收缩》，2023.6.1）。所以对居民信贷的变化我们认为不用过于在意，这种在季末的波动有时候很大。

我们认为反而需要关注的是企业，尤其是民企的融资需求。企业融资的改善是一个缓慢的过程，关键是国有企业中地方政府和平台所发挥的作用。6月份信贷数据的改善，与政府债发行变快、财政存款加速下降应该是相关的。财政存款加速下降意味着财政政策在发力，财政支出除了针对民生相关的领域以外，对信用端的支出力度也有望增强（详见报告《信用周期是否见底？》，2023.7.12）。财政的支出需要信贷的配套，特别是发债变快之后也需要信贷的配套。所以站在政府的角度，特别是站在地方政府、融资平台的角度，企业融资行为或信贷表现从6月份的数据来看应该是开始发生了一些变化，这部分数据和二季度形成了鲜明的反差。

在二季度，除了居民中长期贷款以外，就是跟地方政府、城投平台融资相关的这部分信贷出现了比较大的收缩，基建融资开始走弱，5月城投债净偿还 293 亿元，较去年多减 361 亿元，明显弱于往年同期，仅仅略高于 2018 年（详见报告《我们可能正在经历一个短暂的信用收缩》，2023.6.1）。这个收缩背后有一些主动的原因，从央行一季度货币政策的执行报告也能看到这一点，就是强调控制信贷节奏（详见报告《逐字逐句重点解读一季度货政报告》，2023.5.17）。在一季度信贷快速增长的背景之下，二季度央行主动地控制了信贷（详见报告《我们可能正在经历一个短暂的信用收缩》，2023.6.1）；直到 6、7 月份，央行二季度货币政策委员会例会，提到了“加大宏观政策调控力度”，信贷的扩张预计才有所加速，我们认为货币政策和信用政策的力度在二季度短暂放缓后，目前正在进入重新发力期，6 月 13 日降息是政策宽松的一个标志性信号（详见报告《逐字逐句重点解读二季度货政委员会例会》，2023.7.1）。在二季度融资放缓的背景下，无论是对于基建融资的担忧，还是对于地方政府债务风险的担忧（详见报告《我们可能正在经历一个短暂的信用收缩》，2023.6.1），到了三季度可能会获得政府有形的手主动托底，“政策底”为经济增速环比改善提供了额外支撑（详见报告《疫后复苏进入第三阶段？》，2023.7.3）。

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