



宏观研究

【粤开宏观】从疫后经济恢复全局理解当前经济下行压力

2023年08月15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】持续优化发展环境，促进民营经济更大作为》2023-07-20

《【粤开宏观】政治局会议的新提法与信号》2023-07-24

《【粤开宏观】财政收入恢复性增长的背后——上半年财政形势分析与展望》2023-07-30

《【粤开宏观】防范化解债务风险：当前形势与14条应对举措》2023-08-01

《【粤开宏观】7月PPI同比企稳回升，预计2024年下半年回正》2023-08-09

摘要

8月15日，国家统计局公布7月经济数据，工业生产、社零消费、固定资产投资同比增速分别为3.7%、2.5%和3.4%，均低于市场预期和前值。与此同时，央行再度降息，分别下调1年期MLF利率和7天逆回购利率15和10个基点，上一次是6月同步下调10个基点。

1、疫后经济恢复“波浪式发展、曲折式前进”，服务需求集中释放与疤痕效应并存、结构性恢复而非全面恢复是大部分经济体以后恢复的基本特征；当前中国经济仍未回到疫情前的潜在增长路径，且负的增长缺口存在扩大趋势，有必要加大逆周期调控力度，加快经济增长向潜在水平靠拢。假设经济潜在增速分别为5.5%和5.0%，则二季度负的增长缺口分别为3.1%和1.2%，较一季度分别扩大0.7和0.6个百分点。财政要加大支出力度，加快专项债发行进度并形成投资，根据形势需要动用专项债结存限额，推动金融、财政协同化债（详见《防范化解地方债务风险：当前形势与14条综合应对》）；降准降息，优化结构性货币政策的激励机制，推动商业银行更好支持房地产企业纾困，避免房地产风险演化为金融风险、社会风险；优化一线城市限制刚需和改善型住房的政策。

2、7月生产、消费、投资、出口同比增速放缓，环比增速有所下行，新增信贷社融低于去年同期，反映出经济仍在持续恢复过程之中，但恢复动能有所趋弱、趋缓，主要是房地产链条和出口链条拖累。央行今天降息既是对724政治局会议精神的落实，也是对经济下行压力增大的及时应对；此外，近期监管部门要求2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕，也有助于托底经济。

3、当前经济下行压力增大的主要原因是宏观总需求不足、微观主体信心不振，具体表现为外需和出口回落、房地产市场仍较低迷、居民商品消费需求不旺、民间投资负增长等。疫后经济恢复呈现出两个明显的不同阶段：一是2020-2021年，经济在疫情的巨大冲击后快速回到潜在增长路径，并维持在一个仅略低于潜在产出的水平，这主要得益于国内生产快速恢复和海外巨大的供需缺口，以及国内房地产市场的快速恢复和商品消费的引致需求；二是2022-2023年，经济再度大幅偏离潜在增长路径，且负的增长缺口未能有效收窄，原因是房地产市场和出口分别于2021年下半年和2022年下半年明显走弱，疫情的“伤痕效应”和资本市场不振的“负财富效应”抑制了居民的消费需求，企业家预期和信心低迷导致民间投资增速放缓，即使居民服务消费快速恢复以及政府主导的基建投资持续发力，也无法完全对冲经济下行压力。因此政府除了加大逆周期调控力度以外，还需通过各种改革措施激发微观主体活力。

4、当前市场信心和预期似乎没有随着疫情消退和经济恢复而明显提升，除了总体上的经济动能偏弱以外，也与不同行业（群体）处境的非对称性冲击和



恢复有关，经济增速下行、资本市场低迷与社会焦虑情绪形成负反馈循环，相关部门要进一步及时回应公众关切，加强沟通。2020年疫情剧烈冲击后，线下密集接触型行业和“手停口停”的中低收入人群严重受损，但工业受益于强劲的外需、房地产业受益于快速复苏的楼市，在经历短暂下挫后快速反弹至潜在增长路径以上，金融业受益于宽松的货币政策、互联网行业受益于居家办公，更是迎来难得的发展机遇。然而近两年，随着房地产市场和出口回落，房地产相关链条和工业企业处境变差，金融和互联网等部分行业面临薪酬优化和降本增效，相反，住宿餐饮旅游等线下服务业随着疫情消退而迎来快速恢复，中低收入人群处境明显改善。当前经济下行压力覆盖的行业更多，且中高收入人群在网络和媒体上的“声量”更大，导致低迷情绪被叠加和放大。

5、经济中也存在积极的一面：其一，服务业仍在快速恢复，7月餐饮收入的两年平均同比增速为6.8%，较5月和6月的3.2%和5.6%持续加快，仅次于2月的9.0%；**其二，高技术产业投资保持高增**，1-7月医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长16.0%、13.9%，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长44.9%、23.8%；**其三，农民工就业状况好转**，7月总体失业率上升0.1个百分点至5.3%，但外来农业户籍人口失业率下降0.1个百分点至4.8%，创近两年新低。

6、政策除了扩大总需求以外，还应增加服务业的有效供给，充分释放居民消费潜力。虽然当前经济的主要矛盾是总需求不足，但供给约束也对经济恢复形成掣肘。其一，随着去年底防疫措施优化、今年初疫情快速过峰，经济从疫情模式重新切换到正常的市场经济模式，然而之前的部分限制性措施却未能及时解除。例如，部分景区的每日预约限额较疫情前大幅减少，同时验票和安检效率也较为低下。其二，疫情期间部分行业经历了剧烈的产能去化，导致当前供需缺口扩大。今年以来经济型酒店价格大幅上涨，甚至逼近高端酒店，对居民的商务出行和旅游出行都造成了较大影响，其中一个重要原因便是三年疫情期间酒店房源大幅减少，2022年底酒店业设施较2020年初减少17.5%，客房总数较2020年初减少19%。因此有必要增加有效供给，解除已经过时的限制性措施，在融资、用工等方面提供支持，促进服务业产能快速恢复。

风险提示：外部冲击超预期、经济下行压力超预期



目 录

一、当前经济仍未恢复至疫情前的潜在增长路径，政府加强逆周期调控以加快缺口收窄	4
二、不同行业（群体）面临非对称冲击和恢复，市场低迷情绪被叠加和放大，但也要看到经济中的亮点.....	6
三、政策除了扩大总需求以外，还应增加服务业的有效供给，充分释放居民消费潜力.....	8

图表目录

图表 1： 今年二季度实际 GDP 与潜在水平的缺口较一季度有所扩大.....	4
图表 2： 当前房地产市场仍较低迷.....	5
图表 3： 今年央行于 6 月和 8 月降息两次	6
图表 4： 不同行业的实际 GDP 走势和疫情前的潜在增长路径.....	7
图表 5： 农民工群体的就业状况显著好于总体劳动力.....	8

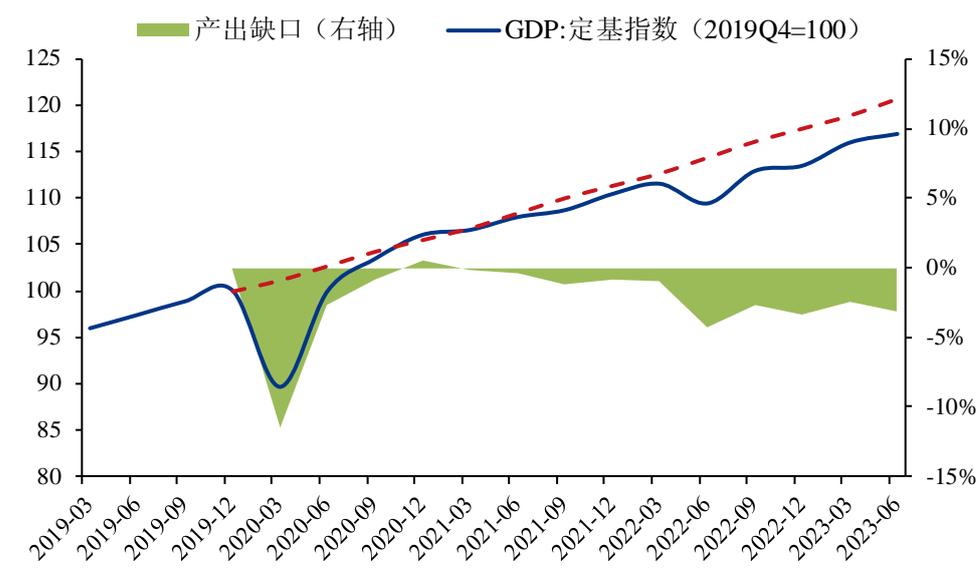


一、当前经济仍未恢复至疫情前的潜在增长路径，政府加强逆周期调控以加快缺口收窄

对于研判当前经济形势，传统的经济指标同比增速的作用明显削弱，定基指数或是一个不错的辅助工具。一方面，近几年的同比增速受到频繁的基数效应扰动，即使是两年平均增速也不能完全剔除其影响，因为再往前一年仍存在基数效应，而根据环比季调增速计算的定基指数则没有这方面的忧虑；另一方面，定基指数有助于更好地界定当前经济的恢复程度及趋势，从而为政府决策提供有力支持。

疫后经济恢复“波浪式发展、曲折式前进”，服务需求集中释放与疤痕效应并存、结构性恢复而非全面恢复是大部分经济体以后恢复的基本特征；当前中国经济仍未回到疫情前的潜在增长路径，且负的增长缺口存在扩大趋势，有必要加大逆周期调控力度，加快经济增长向潜在水平靠拢。假设经济潜在增速分别为 5.5% 和 5.0%，则二季度负的增长缺口分别为 3.1% 和 1.2%，较一季度分别扩大 0.7 和 0.6 个百分点。财政要加大支出力度，加快专项债发行进度并形成投资，根据形势需要动用专项债结存限额，推动金融、财政协同化债（详见《防范化解地方债务风险：当前形势与 14 条综合应对》）；降准降息，优化结构性货币政策的激励机制，推动商业银行更好支持房地产企业纾困，避免房地产风险演化为金融风险、社会风险；优化一线城市限制刚需和改善型住房的政策。

图表1：今年二季度实际 GDP 与潜在水平的缺口较一季度有所扩大



注：假设经济潜在增速为 5.5%

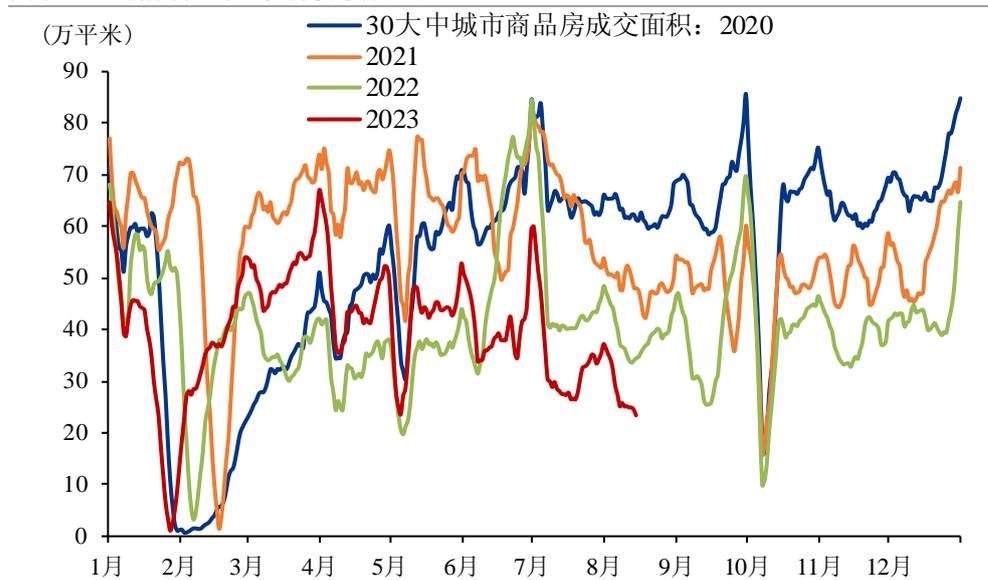
资料来源：Wind、粤开证券研究院

疫后经济恢复呈现出两个明显的不同阶段。阶段一：2020-2021 年，经济在疫情的巨大冲击后快速回到潜在增长路径，并维持在一个仅略低于潜在产出的水平。这主要得益于国内生产快速恢复和海外巨大的供需缺口，以及国内房地产市场的快速恢复和商品消费的引致需求。阶段二：2022-2023 年，经济再度大幅偏离潜在增长路径，且负的增长缺口未能有效收窄。原因是房地产市场和出口分别于 2021 年下半年和 2022 年下半年明显走弱，疫情的“伤痕效应”和资本市场不振的“负财富效应”抑制了居民的消费需求，企业家预期和信心低迷导致民间投资增速放缓，即使居民服务消费快速恢复以及政府主导的基建投资持续发力，也无法完全对冲经济下行压力。因此政府除了加大逆周期调控力度以外，还需通过各种改革措施激发微观主体活力。



当前经济下行压力增大的主要原因是宏观总需求不足、微观主体信心不振，具体表现为外需和出口回落、房地产市场仍较低迷、居民商品消费需求不旺、民间投资负增长等。7月工业生产、社零消费、固定资产投资、出口同比增速分别为3.7%、2.5%、3.4%和-14.5%，无论是当月同比还是两年平均增速均较6月明显放缓。其中社零消费主要受商品零售拖累，除饮料、烟酒和石油制品两年平均增速较6月有所上升以外，其他种类几乎全面下滑，家电、家具、家装等地产后周期消费仍是最大拖累项，汽车零售额增速也从6.1%降至3.9%。固定资产投资则主要受房地产投资拖累，7月商品房销售面积和销售额同比增速进一步下滑至-28.9%和-28.2%，房地产投资同比增速降至-12.1%。实体融资需求也较为低迷，7月新增信贷和社融分别较去年同期下降3331亿元和2503亿元，其中居民中长期贷款出现负增长，一是购房需求低迷，二是资产收益率下滑背景下居民继续提前还贷。

图表2：当前房地产市场仍较低迷

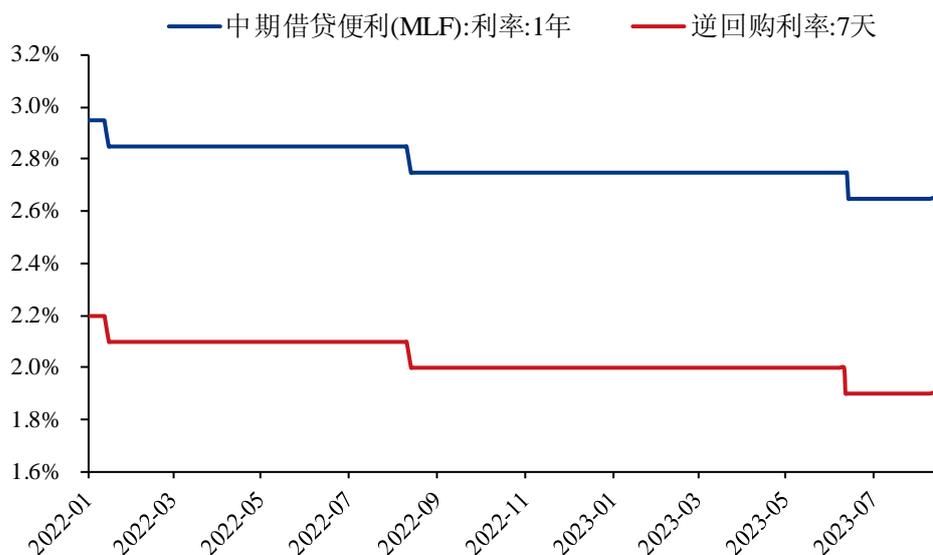


资料来源：Wind、粤开证券研究院

落实 724 政治局会议精神，及时应对经济下行压力，逆周期调控力度进一步加大。货币政策方面，8月15日央行再度降息，分别下调1年期MLF利率和7天逆回购利率15和10个基点；财政政策方面，近期监管部门要求2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕。这些措施有助于降低实体融资成本，刺激居民和企业信贷需求，加快基建投资增速，从而扩大总需求、托底经济。



图表3：今年央行于6月和8月降息两次



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、不同行业（群体）面临非对称冲击和恢复，市场低迷情绪被叠加和放大，但也要看到经济中的亮点

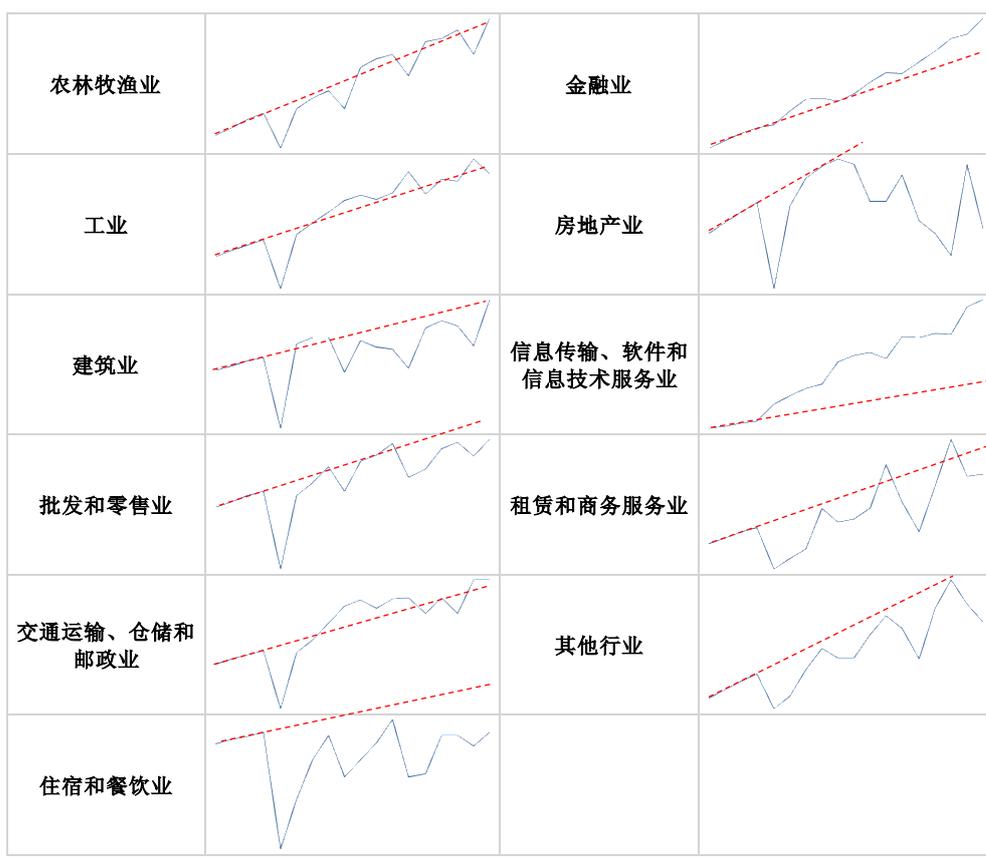
当前市场信心和预期似乎没有随着疫情消退和经济恢复而明显提升，除了总体上的经济动能偏弱以外，也与不同行业（群体）处境的非对称性冲击和恢复有关，经济增速下行、资本市场低迷与社会焦虑情绪形成负反馈循环，相关部门要进一步及时回应公众关切，加强沟通。2020年疫情剧烈冲击后，线下密集接触型行业和“手停口停”的中低收入人群严重受损，但工业受益于强劲的外需、房地产业受益于快速复苏的楼市，在经历短暂下挫后快速反弹至潜在增长路径以上，金融业受益于宽松的货币政策、互联网行业受益于居家办公，更是迎来难得的发展机遇。

然而近两年，随着房地产市场和出口回落，房地产相关链条和工业企业处境变差，金融和互联网等部分行业面临薪酬优化和降本增效，相反，住宿餐饮旅游等线下服务业随着疫情消退而迎来快速恢复，中低收入人群处境明显改善。

当前经济下行压力覆盖的行业更多，且中高收入人群在网络和媒体上的“声量”更大，导致低迷情绪被叠加和放大。



图表4：不同行业的实际 GDP 走势和疫情前的潜在增长路径



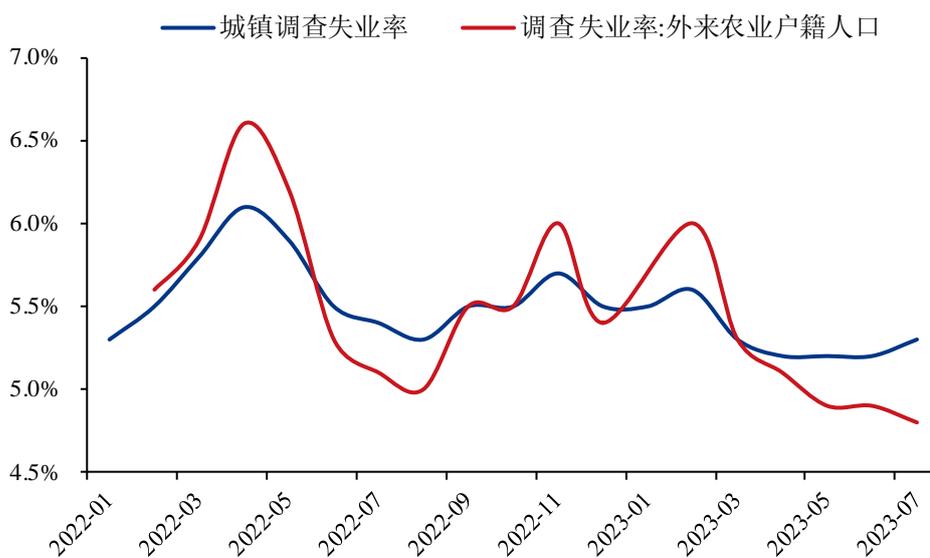
注：时间区间为 2019 年一季度至 2023 年二季度

资料来源：Wind、粤开证券研究院

经济中也存在积极的一面：其一，服务业仍在快速恢复，7 月餐饮收入的两年平均同比增速为 6.8%，较 5 月和 6 月的 3.2%和 5.6%持续加快，仅次于 2 月的 9.0%；其二，高技术产业投资保持高增，1-7 月医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 16.0%、13.9%，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 44.9%、23.8%；其三，农民工就业状况好转，7 月总体失业率上升 0.1 个百分点至 5.3%，但外来农业户籍人口失业率下降 0.1 个百分点至 4.8%，创近两年新低。



图表5：农民工群体的就业状况显著好于总体劳动力



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、政策除了扩大总需求以外，还应增加服务业的有效供给，充分释放居民消费潜力

虽然当前经济的主要矛盾是总需求不足，但供给约束也对经济恢复形成掣肘。

其一，随着去年底防疫措施优化、今年初疫情快速过峰，经济从疫情模式重新切换到正常的市场经济模式，然而之前的部分限制性措施却未能及时解除。例如，部分景区的每日预约限额较疫情前大幅减少，同时验票和安检效率也较为低下，既无法满足居民旺盛的旅游需求，也导致旅游体验不尽如人意。

其二，疫情期间部分行业经历了剧烈的产能去化，导致当前供需缺口扩大。今年以来经济型酒店价格大幅上涨，甚至逼近高端酒店，对居民的商务出行和旅游出行都造成了较大影响，其中一个重要原因便是三年疫情期间酒店房源大幅减少，《2023 中国酒店业发展报告》显示，截至 2022 年底，酒店业设施 27.9 万家，较 2020 年初减少 17.5%；客房总数 1426.4 万间，较 2020 年初减少 19%。

因此有必要增加有效供给，解除已经过时的限制性措施，在融资、用工等方面对企业提供支持，促进服务业产能快速恢复。



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