

# 宏观

证券研究报告

2023年08月20日

## 经济不用悲观

### 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：汇率要稳，息差要扩——逐字逐句重点解读二季度货政报告》 2023-08-18
- 《宏观报告：宏观报告-如何理解政策利率的非对称降息？》 2023-08-16
- 《宏观报告：宏观报告-从 724 政治局会议至今有哪些地产政策出台？》 2023-08-15

疑问一：7 月经济数据与高频数据的反差在哪儿？

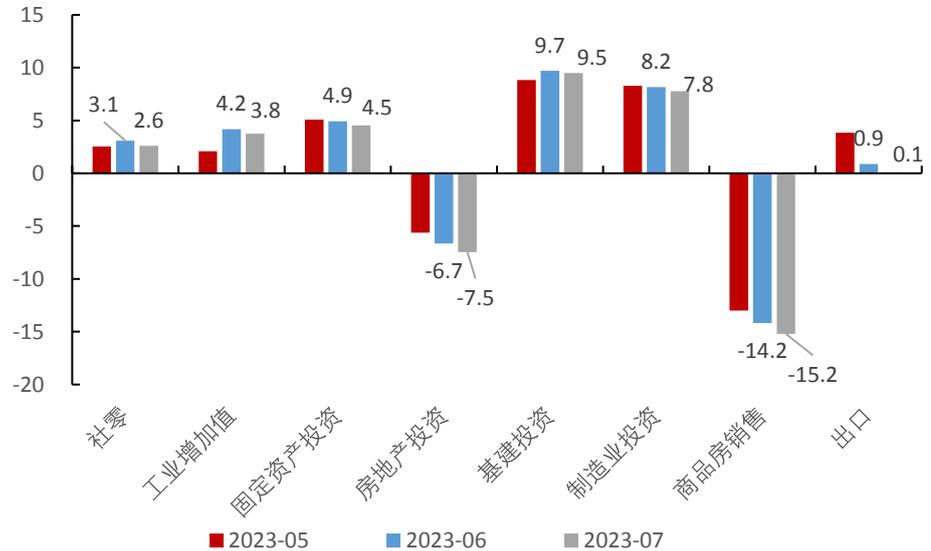
疑问二：消费恢复慢是能力问题还是意愿问题？

疑问三：全年实现 5%左右增长目标的压力有多大？

**风险提示：**经济复苏力度低于预期，居民消费修复低于预期，出口不及预期

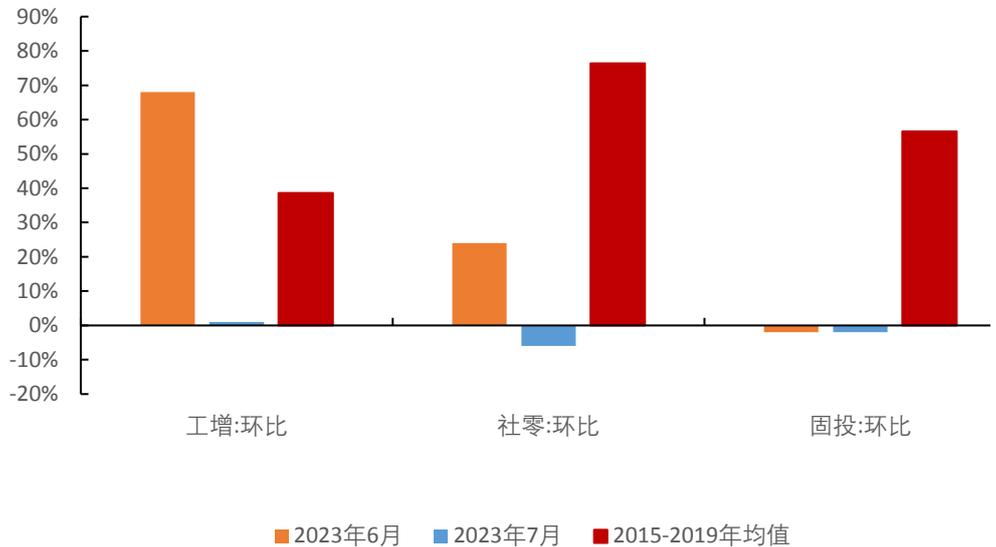
7 月经济数据公布后，关于如何解读这份低于预期的经济数据报告依然存在疑问。为何经济数据与 PMI、高频数据的改善形成反差？经济究竟是正在趋势性下滑，还是弱复苏中的结构性问题？对下半年经济应该悲观还是乐观？这些问题，值得我们认真审视。

图 1：主要经济指标两年复合增速均有所回落（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：固定资产投资两年复合同比增速通过 2023 年绝对量和同比增速倒推得到）

图 2：主要经济指标环比数据转弱（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

疑问一：7 月经济数据与高频数据的反差在哪儿？

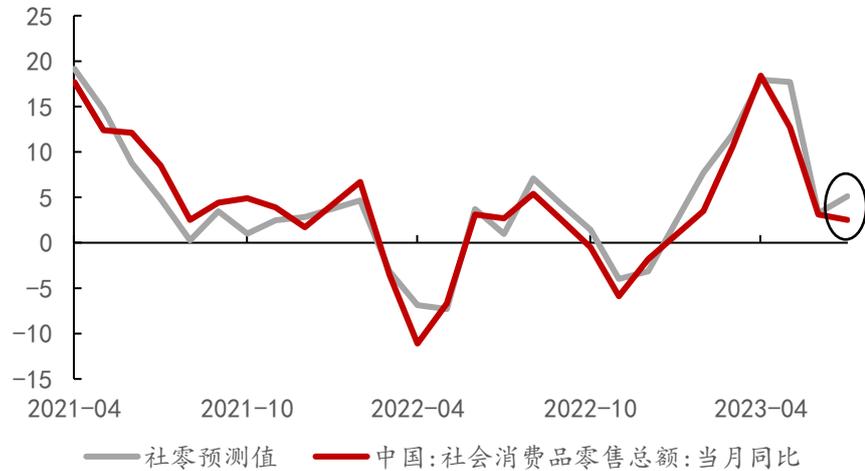
7 月居民迎来了 2020 年以来第一个受外部影响较小的暑假，7 月地铁出行人数、铁路客运量等相关指标明显修复，如 7 月铁路客运量 4.06 亿人次<sup>1</sup>，同比增长 79.5%。但 7 月社零增速既低于预期（7 月 wind 一致预期值为 5.3%，实际值为 2.5%），也与高频消费数据的改善

<sup>1</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/whiKrkAbKe9TuoCmVkybYA>

形成鲜明反差，与除汽车外的一般耐用品消费偏弱有关。

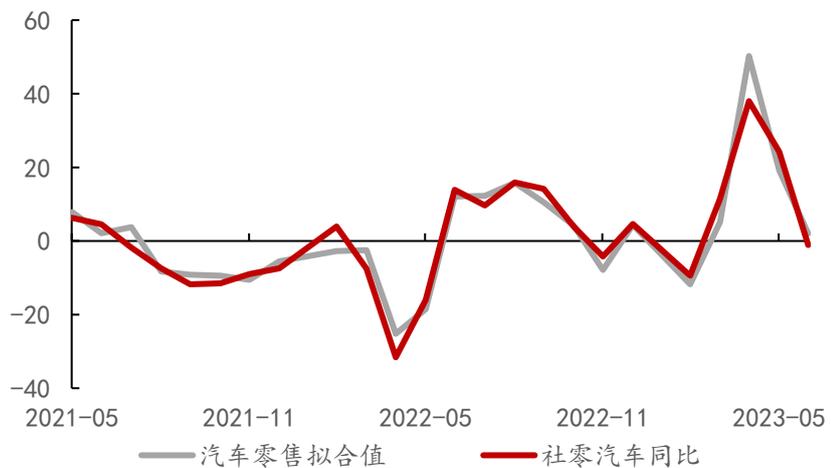
和社零消费有关的高频数据一般包括狭义乘用车零售同比（对应汽车消费）、30大中城市商品房销售面积同比（对应地产链消费）、地铁客运量同比、拥堵延时指数同比、轻纺城成交量同比（对应居民出行相关消费）等。这些高频指标对线下消费的跟踪度较高，但对除汽车外的一般耐用品消费跟踪度不足。

图 3：基于高频数据估算的社零预测值相比上月小幅回升（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4：汽车社零也能够较好的预测（单位：%）



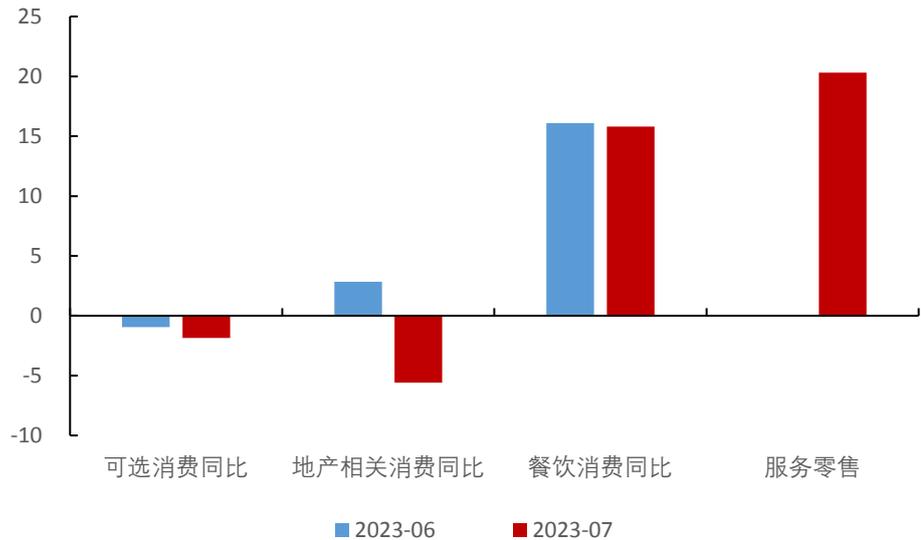
资料来源: wind, 天风证券研究所

疑问二：消费恢复慢是能力问题还是意愿问题？

一般耐用品消费弱，线下服务和出行消费强，反映了什么问题？

把消费分成三类，第一类地产相关消费——7月同比下滑了5.6%（包括家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类），第二类一般耐用品消费——7月同比增速-1.9%（包括汽车类同比-1.5%、通讯器材类同比3%、文化办公用品类-13.1%），第三类线下消费、服务消费——7月餐饮同比增长15.8%，首次公布的服务零售累计同比增长20.3%，大幅高于7.3%的社零累计同比增速。

图 5：分品类商品消费增速（单位：%）

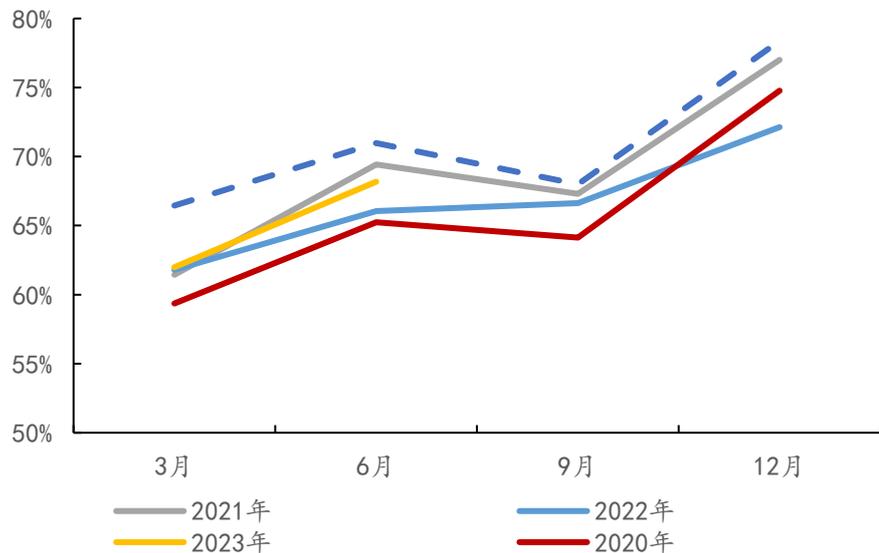


资料来源：wind，天风证券研究所（注：考虑到零售数据口径调整，这里我们基于 2023 年数据按照同比增速倒推 2022 年绝对量在计算同比）

服务消费体现消费意愿，商品消费体现消费能力。当前线下服务和出行消费强，说明居民并不缺乏消费意愿，但一般耐用品消费弱，反映居民消费能力仍然不足，需要更长时间逐渐恢复。

从暑期出行和观影数据看，当前居民的消费意愿高，且持续改善。7 月铁路客运量 4.06 亿人次，同比增长 79.5%，7、8 月电影观影人数、主要城市地铁出行人数等指标也处于近年同期的新高。用居民消费支出/可支配收入来衡量平均消费倾向——2 季度已经回升至 68%，与疫情前（2015-2019 年）的差距从 1 季度 4.5 个百分点收敛至 2.8 个百分点。同时，央行二季度问卷调查数据也显示居民“更多消费”占比从 23.2% 上升至 24.5%<sup>2</sup>。

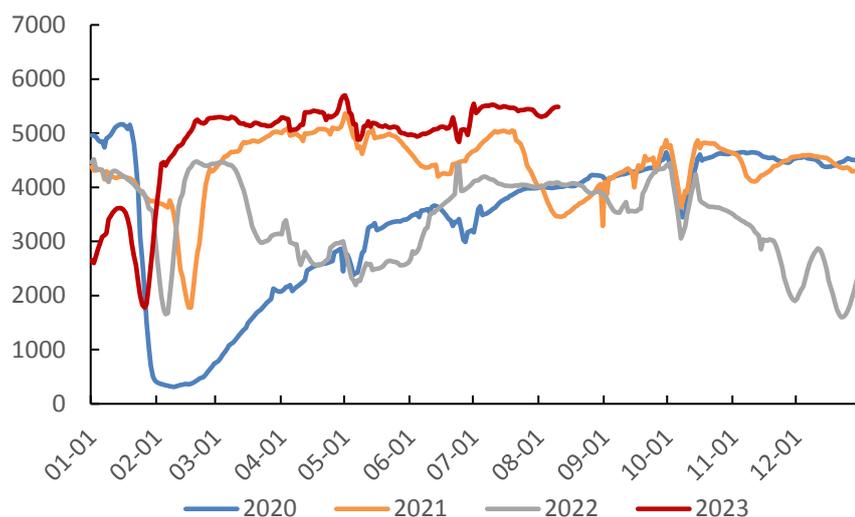
图 6：居民平均消费倾向继续修复（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

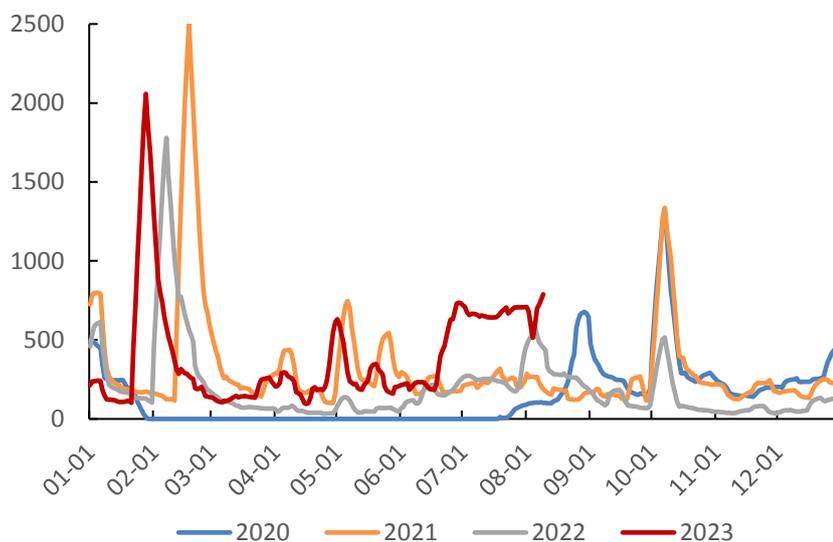
图 7：地铁客运量维持高位（单位：万人次）

<sup>2</sup> [2023062915251589195.pdf \(pbc.gov.cn\)](https://www.pbc.gov.cn/2023062915251589195.pdf)



资料来源: wind, 天风证券研究所

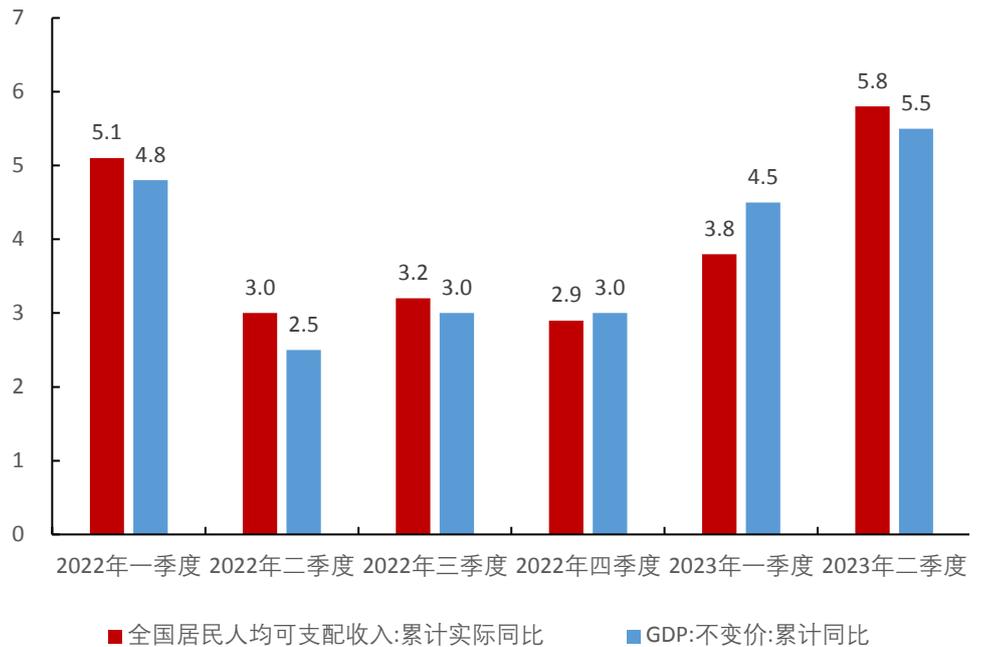
图 8: 观影人数持续位于高位 (单位: 万人次)



资料来源: wind, 天风证券研究所

我们认为制约消费复苏的主要原因是居民消费能力不足。年初以来, 居民收入的修复进度其实并不慢, 上半年居民实际可支配收入同比增长 5.8%, 高于 5.5% 的 GDP 增速。上半年居民经营净收入同比增长 7%, 调查失业率从年初的 5.5% 回落至 7 月 5.3%, 居民工资增速从去年末 4.9% 上行至第二季度的 6.8%。

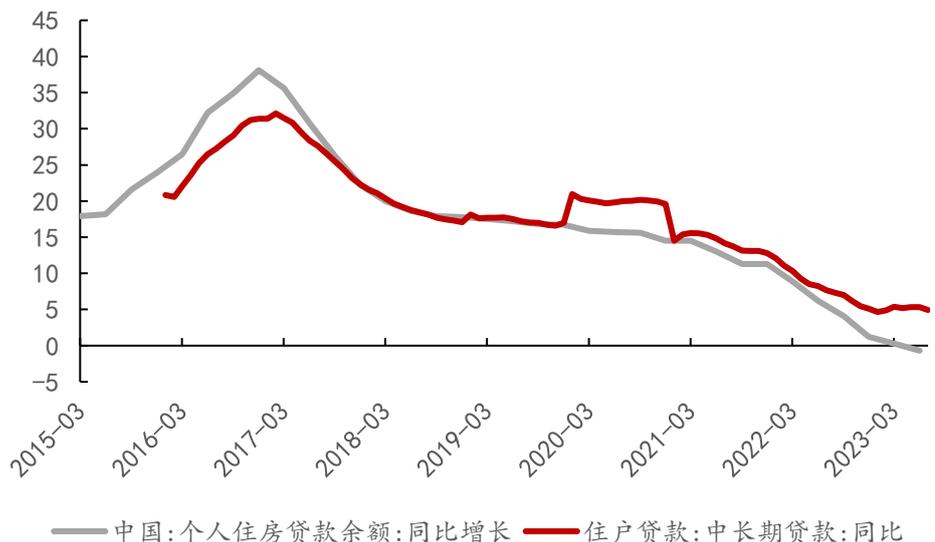
图 9: 居民收入增速超过 GDP 同比增速 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

然而收入修复的初期，并不会直接转化为消费，而需要先修复资产负债表。原因是过去三年，中低收入居民收入受影响更大，不仅未持有超额储蓄，反而可能消耗了一部分储蓄（详见《超额储蓄能否转化成超额消费？》，2022.12.31）。今年收入增速回升时，中低收入居民优先回补储蓄，偿还债务，修复资产负债表。2023年6月个人住房贷款余额比去年末减少了2000亿元，同比增速下滑至-0.7%，是2010年以来首次负增。居民中长期贷款增速也持续回落。

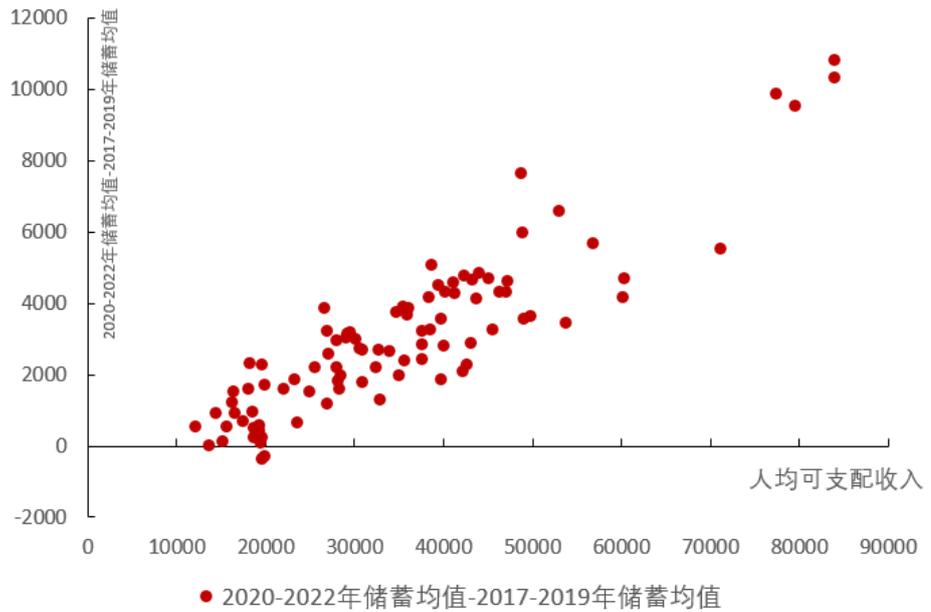
图 10: 居民部门贷款增速持续回落 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

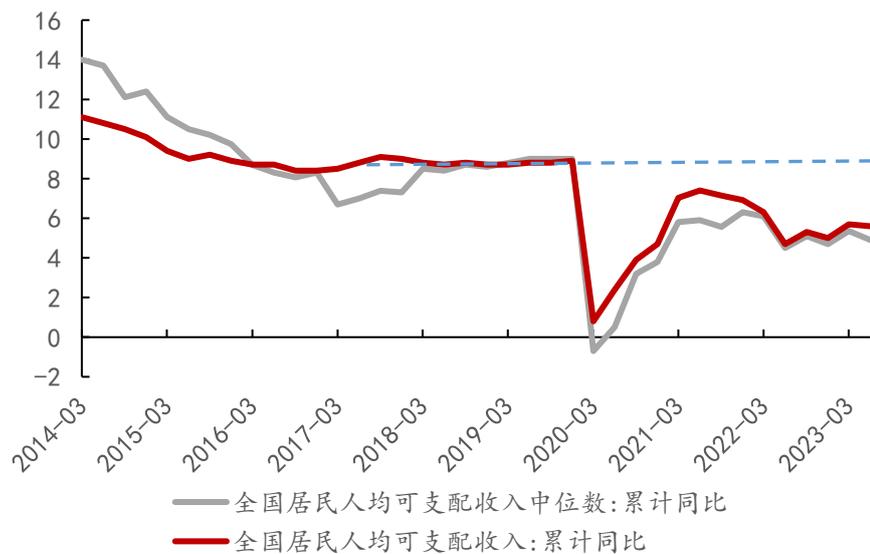
上半年居民收入增速已经有所企稳，随着居民资产负债表的修复，降负债后的真实储蓄回归到正常水平，未来持续稳定的居民收入也有望逐渐向消费转化。

图 11: 储蓄或主要集中在高收入居民手中 (单位: 元)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：居民收入增速超过 GDP 同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 疑问三：全年实现 5%左右增长目标的压力有多大？

上半年 GDP 实际增长 5.5%，要实现全年 5%的增长目标，下半年实际经济增速需要达到 4.6%，对应 4%的两年复合增速。这并不是一个很高的要求。

7 月用工业增加值同比和服务业生产指数同比估算的 GDP 增速（方法详见《如何估算一季度 GDP？》，2023.04.11）为 4.3%左右。8 月高频数据显示，工业生产整体小幅修复（8 月上旬石油沥青装置开工率、涤纶长丝开工率、半钢胎开工率），服务业生产小幅回落（8 月上旬 30 大中城市商品房成交面积、狭义乘用车销量），基于工增和服务业生产指数预测值估算的 8 月 GDP 或在 4.2%左右。

预计三季度 GDP 同比增速在 4%-4.4%区间范围内，略低于目标增速要求。在此基础上要完成 5%的全年目标，需要四季度实现 4.8%-5.1%的增速，对应 3.8%-4%的两年复合增速，这依

然不是一个很高的要求。

即使不依靠政策，四季度经济也至少有两个方面的乐观因素。一是外需，可能会受益于四季度美国消费复苏和库存见底回补带来的订单改善。二是内需，拖累社零消费的居民消费能力需要得到时间的疗愈，随着居民收入增速回升和资产负债表修复，消费复苏逐渐从线下服务和出行消费，传导到一般耐用品消费。

考虑到四季度去年的低基数（2021年四季度工增同比 2.5%，服务业生产指数同比-0.9%），以及后续出口、内需的企稳，目前我们估算 GDP 四季度同比增速或在 4.8%-5.4%左右。对应全年增速或在 5%-5.2%左右。

## 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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	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：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com