

宏观

证券研究报告

2023年09月19日

经济中的几大错觉

错觉一：居民消费意愿不足
真相：居民消费意愿稳步修复

错觉二：居民收入修复缓慢
真相：收入增速超过了 GDP 增长

错觉三：居民有超额储蓄不花
真相：大多数居民或没有超额储蓄

错觉四：制造业外流，中国出口份额持续回落
真相：企业走出去提升了中国企业的全球竞争力，出口结构变了，份额维持韧性

错觉五：美国经济与中国出口脱钩
真相：美国依旧是中国的主要出口国

错觉六：中国经济是二次探底，急需出台刺激性政策
真相：经济“N形”复苏，内生动能被低估

错觉七：地产决定经济，两者相互作用会出现螺旋式下跌
真相：经济决定地产，经济是因，地产是果，地产在寻找新的中枢

风险提示：经济复苏不及预期，出口修复不及预期，中长期地产中枢测算基于理论假设，与实际情况可能存在一定偏差

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-经济复苏预期兑现》2023-09-16
- 《宏观报告：宏观-从8月中国出口看全球经济》2023-09-12
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年9月第2周》2023-09-10

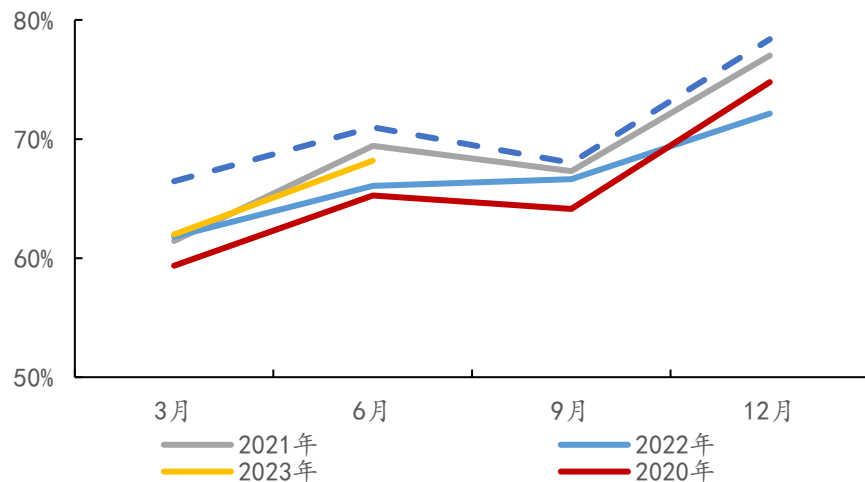
今年经济是转型中的疫后复苏，将长期经济增速中枢下行视为短期经济失速导致市场预期偏悲观（详见《中国经济不是二次探底》，2023.06.22）。长期问题短期化也导致市场忽视了当前经济正在复苏的现实，预期和现实存在着诸多背离。

错觉一：居民消费意愿不足

真相：居民消费意愿稳步修复

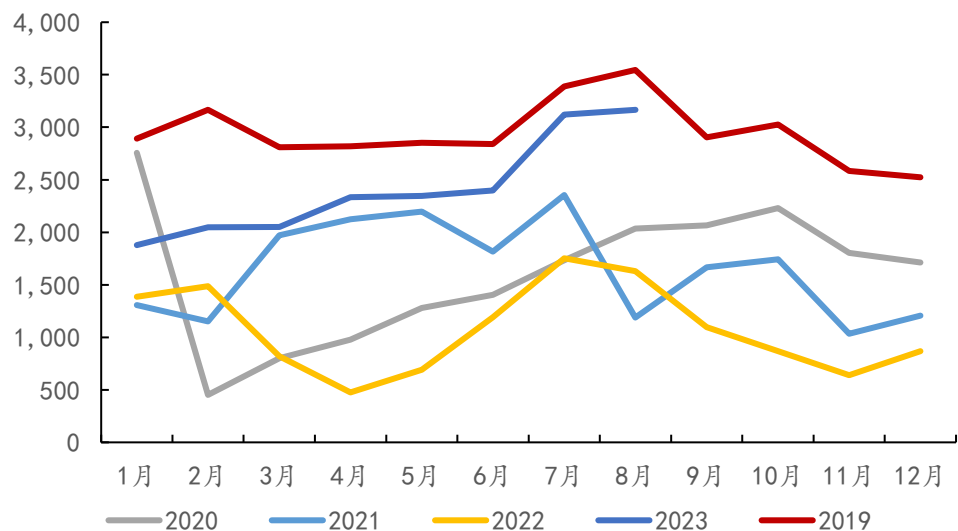
收入端的企稳、线下消费场景修复驱动居民消费意愿快速回升。比如居民出行意愿持续位于高位，8月旅客周转量达到了3165.8亿人公里，大幅超过过去三年同期水平。同时，以居民消费支出/可支配收入来衡量居民消费倾向——2季度该项指标已经回升至68%，与疫情前（2015-2019年）的差距从1季度4.5个百分点收敛至2.8个百分点。居民消费意愿并不弱。

图 1：居民消费意愿稳步修复（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：旅客周转量超过过去三年同期（单位：亿人公里）



资料来源：wind，天风证券研究所

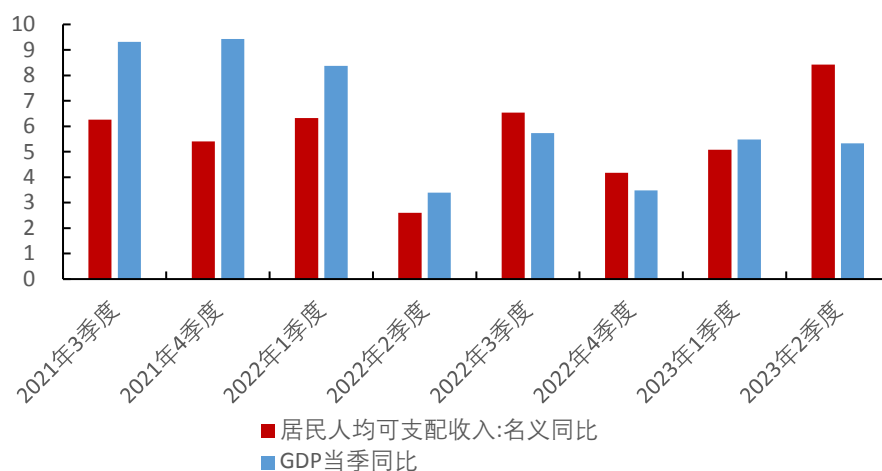
错觉二：居民收入修复缓慢

真相：收入增速超过了 GDP 增长

年初以来，受益于劳动参与率回升、居民失业率下滑，居民可支配收入稳步回升。上半年

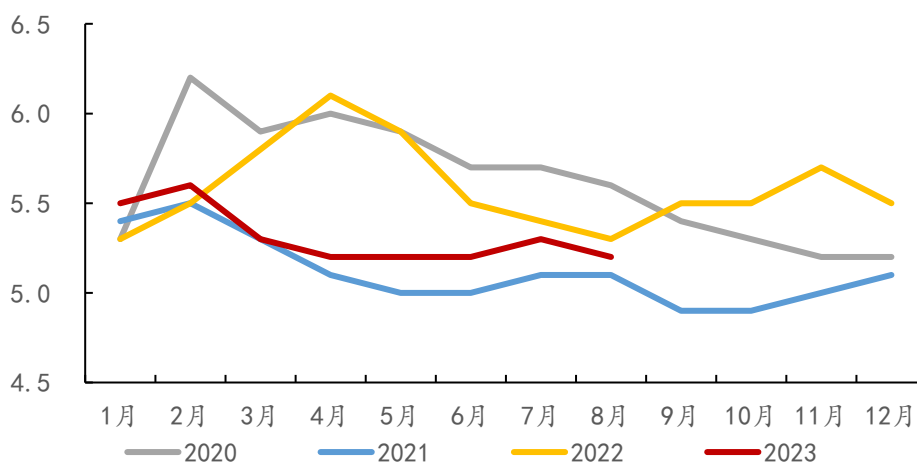
农村外出务工人员 1.87 亿人，超过 2019 年同期水平，调查失业率也从年初的 5.5% 震荡回落至 8 月的 5.2%。在这样的情况下，上半年居民可支配收入增长 6.5%，高于 5.4% 的 GDP 增速。

图 3：居民收入增速高于 GDP 增速（单位：%）



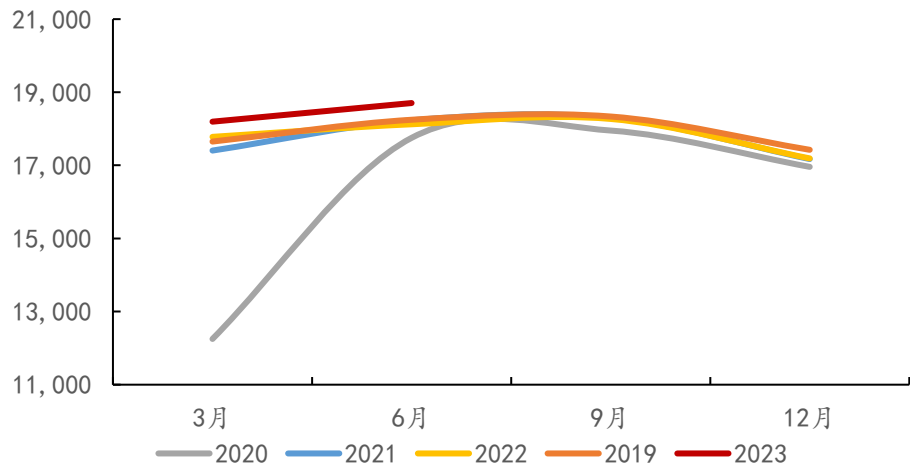
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：居民调查失业率处于较低水平（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：农村外出务工人员明显回升（单位：%）



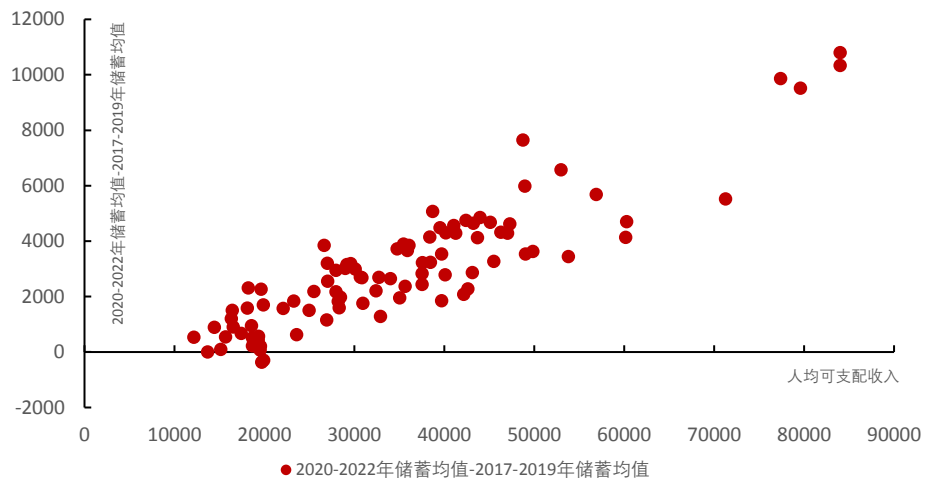
资料来源：wind，天风证券研究所

错觉三：居民有超额储蓄不花

真相：大多数居民或没有超额储蓄

存款高是居民不买房、不投资的结果。但存款高并不意味着储蓄高，从储蓄角度来看，超额储蓄或主要集中于高收入群体，而中低收入居民因收入回落，支出刚性，可能不仅没有持有超额储蓄，反而超额消耗了一部分储蓄。（详见《超额储蓄能否转化成超额消费？》，2022.12.31）这也是造成今年居民部门消费能力不足的主要原因。

图 6：居民部门储蓄的变动（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

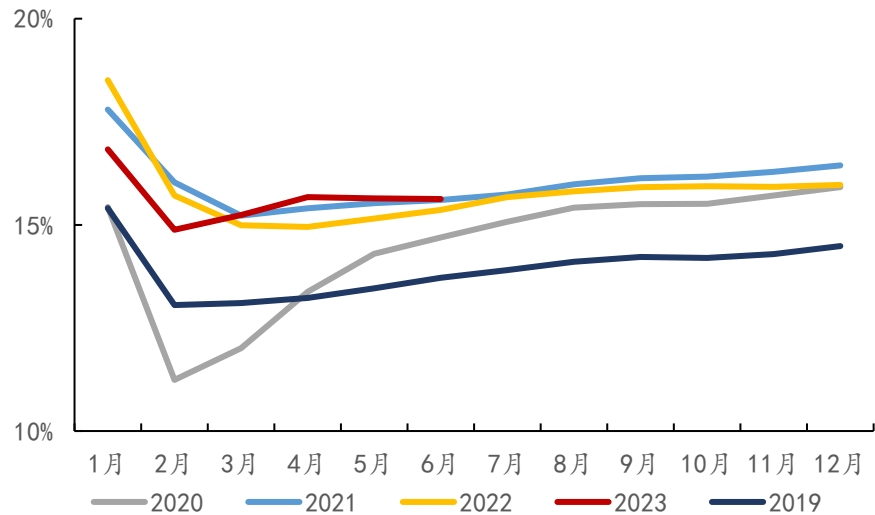
错觉四：制造业外流，中国出口份额持续回落

真相：企业走出去提升了中国企业的全球竞争力，出口结构变了，份额维持韧性

近年来市场一直担忧疫情期间中国出口份额的提高不可持续，出口份额会随着海外生产能力的修复、海外供应链体系重塑重新回落。

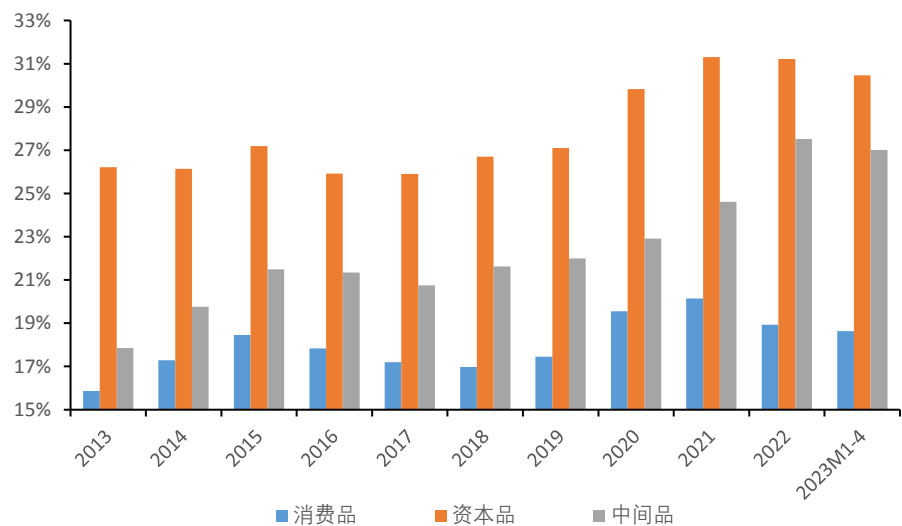
但实际上，上半年中国出口份额继续维持韧性，企业走出去拉动了中间品和资本品的出口。受益于中国完善的供应链体系、低廉的成本优势、不断提高的技术优势等，国内中间品、资本品的出口份额提高幅度超过了消费品份额的下滑幅度，出口链正在逐步实现从下游的消费品向中游中间品和资本品升级。依靠中间品和资本品的出口，今年 1-6 月中国的出口份额依旧位于高位。（详见《出口仍然是今年经济的亮点》，2023.08.25）

图 7：中国出口份额未见明显回落（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: 中国中间品、资本品的出口份额维持高位 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

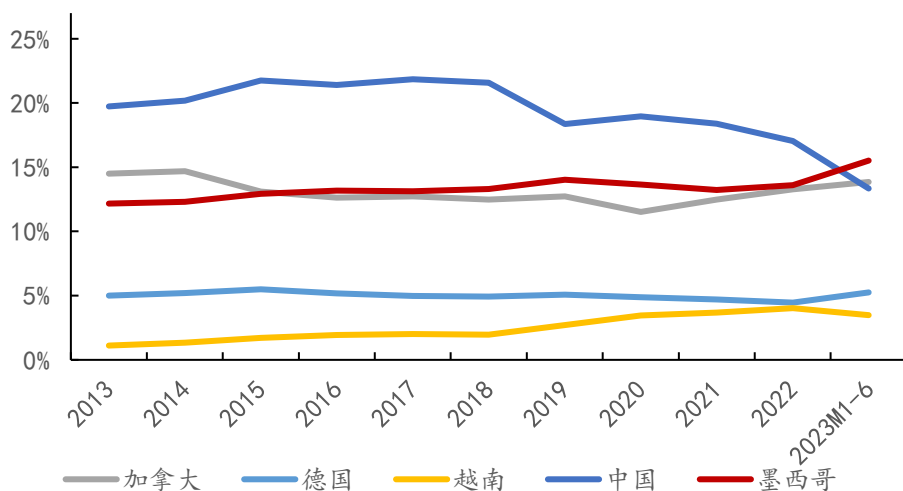
错觉五: 美国经济与中国出口脱钩

真相: 美国依旧是中国的主要出口国

中国占美国进口份额的比重从去年的 16.6% 下滑至今年 1-7 月的 13.5%。但美国需求与中国出口之间依然存在正相关性。

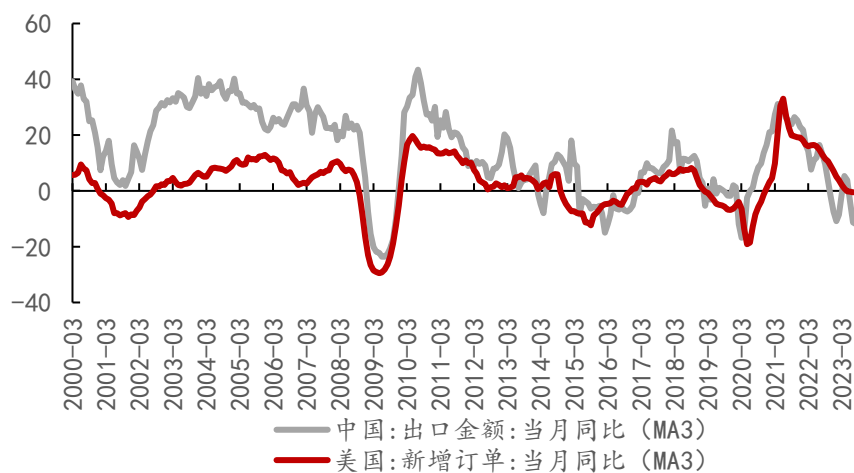
原因是虽然墨西哥和东盟部分取代了中国对美出口的份额, 但中国占墨西哥和东盟的份额也在提高, 如 2023 年上半年中国占越南等东盟主要国家的进口份额相比于 2019 年提高了 3 个百分点左右。考虑直接和间接的出口份额后, 美国仍然是中国出口最主要的拉动者。

图 9: 中国占美国进口份额的比重持续回落 (单位: %)



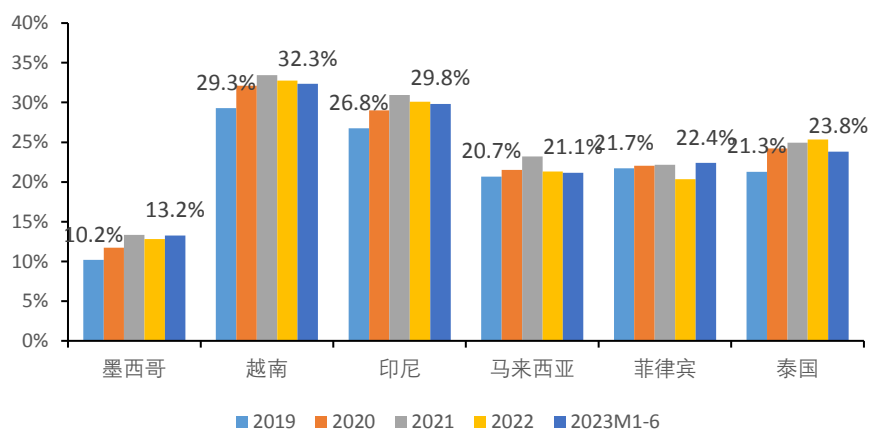
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 中国出口增速与美国经济正相关 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 中国占墨西哥、越南等国家的进口份额回升 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

错觉六: 中国经济是二次探底, 急需出台刺激性政策

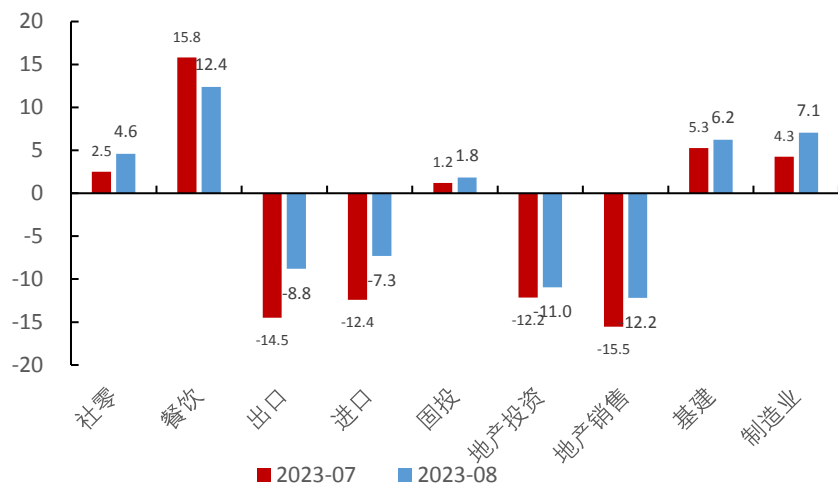
真相：经济“N形”复苏，内生动能被低估

二季度经济受地产中长期需求回落、一季度透支效应、主动信用收缩、企业加速去库等因素影响，GDP 两年复合增速明显回落。将长期问题短期化、短期问题长期化也引发了市场对经济落入衰退区间的担忧。（详见《中国经济不是二次探底》，2023-06-22）

但二季度 GDP 依旧实现了 3.3% 的两年复合增速，仅略低于 4% 的全年增速目标。二季度后随着透支效应减弱、政策“稳增长”诉求增强、居民内生动能恢复更加充分以及外需开始见底回升，国内经济已经进入了“N 形”复苏的第三阶段。

国内 PMI 连续 3 个月好转、PPI 连续 2 个月回升、金融数据反弹、8 月经济数据超预期修复也验证了我们对经济的判断。

图 12：8 月经济数据全面修复（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

错觉七：地产决定经济，两者相互作用会出现螺旋式下跌

真相：经济决定地产，经济是因，地产是果，地产在寻找新的中枢

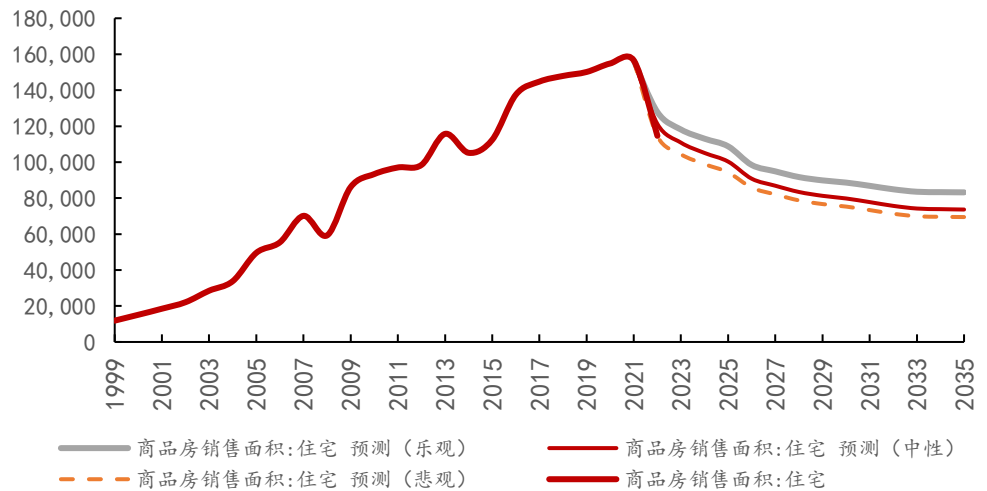
目前投资者对经济螺旋下跌的担忧核心来自地产。在房地产供需格局发生重大变化之后，虽然各项地产限制性政策在逐步放开，但政策实际效果一般，这进一步加重了投资者对中长期经济的担忧。

国内地产并不是螺旋断崖下跌，而是向新稳态靠拢。

按照我们此前的测算，在综合考虑了刚需、改善需求、更新需求、保障房供给、二手房供给等因素后，到 2025 年中国住宅的潜在需求中枢或在 10 亿平方米左右（详见《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）。2022 年中国住宅销售面积同比回落 26.8 个百分点至 11.5 亿平方米，2023 年 1-8 月同比继续下滑 5.5%。我们预计 2023 年全年住宅销售面积或在 10.5 亿平方米左右。

在连续两年大幅负增长后，目前地产已经接近住宅后续的潜在中枢，后续地产销售下行的压力和对经济的影响也会减弱。

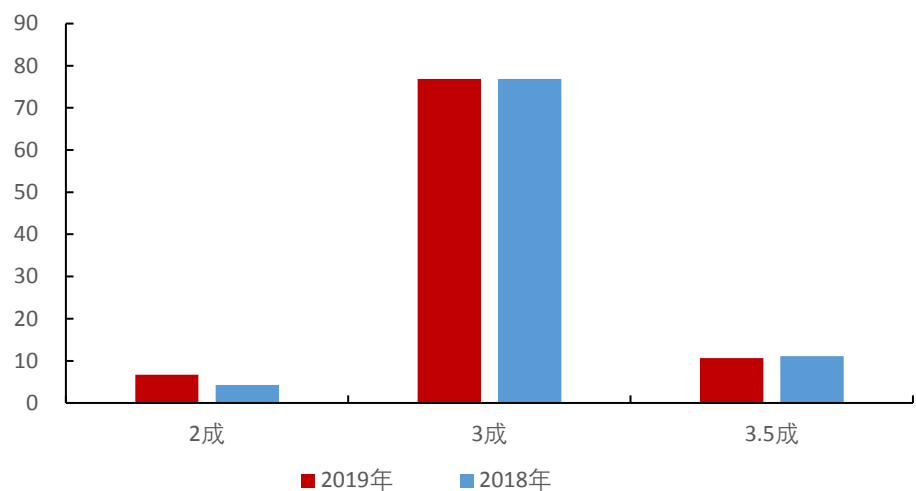
图 13：地产销售中枢测算（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

地产风险引发金融风险的可能性也较低。从数据上看, 或超过 90% 的中国居民购房首付比例在 20% 以上。今年虽然各地房价有所回落, 但并未导致房地产成为“负资产”, 所以居民的选择依旧是提前还贷, 而不是断贷。同时, 地产相关金融衍生品规模较小, 截止 2023 年 8 月末, 个人住宅抵押贷款 (RMBS) 存量规模已经下滑至 8691 亿元。

图 14: 样本银行首套房首付比例占比一般在 3 成以上 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

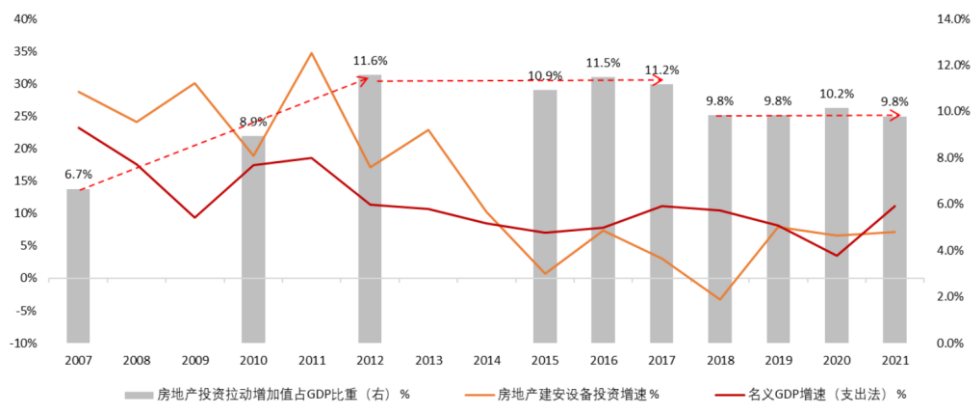
经济正在逐步“去地产化”, 地产对经济的拖累在放缓。

地产是经济增长的结果。此前, 受益于全球化红利、国内人口红利等, 中国经济快速发展, 城镇化和工业化水平的提高驱动地产需求持续上行。而地产投资的扩张又进一步加速了经济的发展。

现阶段, 随着出生人口减少, 中国经济增速开始放缓, 房地产投资拉动增加值占 GDP 的比重也逐渐回落至新的平台 (详见《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)。2023 年 1-8 月房地产投资占固定资产投资的比重也从 2021 年同期的 28.3% 回落至 23.5%。

在房地产占 GDP 比重回落, 经济“去地产化”的同时, 经济也在找到新的增长动能。比如从固定资产投资结构上看, 近年来制造业占固定资产投资的比重从 2019 年的 32.6% 上行至 2023 年 8 月的 43.9%。这意味着, 市场容易高估地产对经济的拖累。

图 15: 房地产投资活动对 GDP 的拉动在逐渐放缓 (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	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	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