

下半年经济同比增速的意义

证券研究报告

2022 年 06 月 17 日

作者

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

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-确定性宽松，不确定增长-6 月第 3 周资产配置报告》2022-06-16
- 2 《宏观报告：对通胀少一些焦虑-对通胀少一些焦虑》2022-06-13
- 3 《宏观报告：长鞭效应的反向、最快补库的结束与百年故事的重演》2022-06-10

相比 2 季度，下半年经济数据的“环比”大概率会有较大改善，但经济数据的“同比”更有意义。我们认为，下半年 GDP“同比 4%”是衡量经济修复质量的门槛，同比增速至少高于 4%，经济修复的程度才可以称得上是“复苏”。

从各经济阶段的市场历史回报来看，当经济处于衰退后期和复苏初期时，经济修复动能较弱，增速回落放缓或者刚开始改善，成长股表现好于价值股，大盘股表现好于中小盘股。

预计 3 季度同比增速 4%，处于第一档（4.0 以下）和第二档（4.0-4.5）之间——衰退后期和复苏初期，经验来看成长股或将表现更好。4 季度如果同比增速修复至 4.8%，进入第三档（4.5-5.0）——复苏中期，经验来看价值股可能表现更好。4 季度如果同比增速维持 4.0%或者修复动能出现边际走弱，经验来看成长股和偏防御的大盘价值股或将更好。

风险提示：疫情再次出现反弹；经济增速回落超预期；海外货币政策超预期加码

相比 2 季度，下半年经济数据的“环比”大概率会有较大改善，但经济数据的“同比”更有意义。因为目前经济处于不完全正常的状态，相比正常时期的同比，比相比不正常时期的环比，更体现经济修复的质量。我们认为，下半年 GDP “同比 4%”是衡量经济修复质量的门槛，同比增速至少高于 4%，经济修复的程度才可以称得上是“复苏”。

第一，6 月单月经济增速是否有 4%，决定了 2 季度 GDP 增长能否为正。根据对官方数据的拟合，预计 4 月单月 GDP 增速在 -3%~-2.5%，5 月单月 GDP 增速在 -0.5%。因此 6 月单月 GDP 增速如果能恢复到 3.5%~4%，2 季度基本可以保证正增长。

从 6 月上旬的高频数据来看，经济修复正处在总量不充分、结构不均衡的过程中。随着 5 月底以来多地陆续放松管控，恢复明显加速，出行活动和接触性消费都有一定改善，但公共交通和接触性消费的绝对恢复水平仍然较低。得益于汽车行业的快速复苏，中下游生产明显改善，但上游工业生产和工业需求的绝对水平仍然很弱。

表 1：6 月上旬的高频数据来看，经济修复正处在总量不充分、结构不均衡的过程中

	同比 %	3月	4月	5月	6月上旬
工业生产	样本上游生产	-13.3	-15.5	-11.7	-10.4
	样本中下游生产	-3.5	-11.2	-10.0	-1.5
	合计（修正后）	-	-3.1	-0.4	3.5
工业需求	螺纹钢消费量	-17.9	-30.3	-25.4	-20.9
	热轧卷板消费量	-4.9	-3.5	-3.3	-4.7
	乘用车零售销量	-10.5	-35.5	-16.9	-5.0
私人出行	49城拥堵延时指数	-6.4	-7.4	-2.4	-0.8
公共交通	国内航班执行架次	—	-78.5	-67.6	-51.5
	10城地铁客运量	-21.3	-43.4	-48.7	-37.1
接触性消费	全国观影人次	-63.2	-78.4	-82.5	-54.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

第二，同比 4%对应了下半年经济预测的保守情形，是正常运行区间的底限。

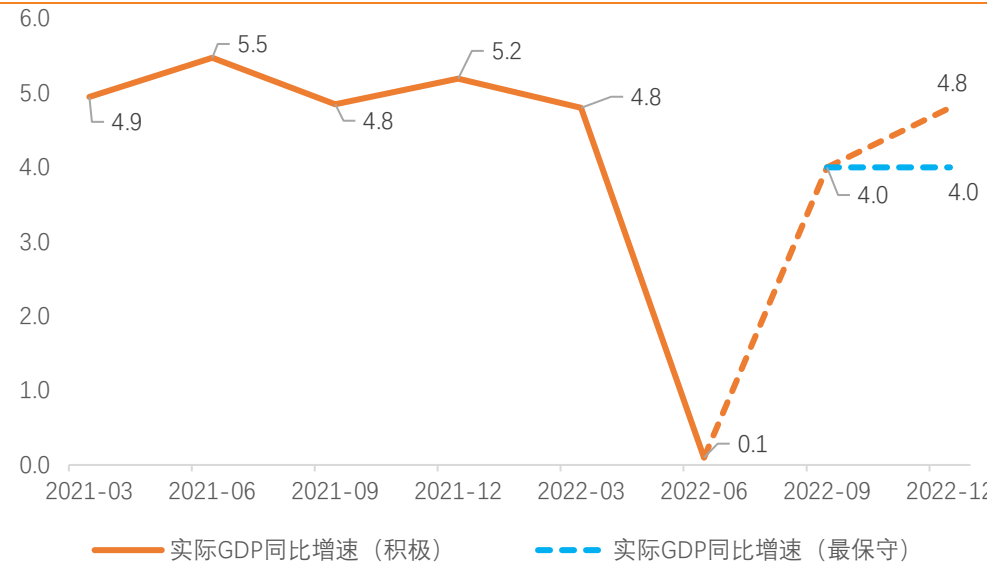
按照年初预期正常运行情况下，3 季度增长 5.5%，4 季度增长 5.0%。但在实际情况中，线下消费场景受损、供应链紊乱导致出口份额回落、居民收入预期走弱和去杠杆，这三者是经济正常运行以外的拉低经济增速的因素。根据测算，额外影响因素对下半年 GDP 增速的拖累大约在 0.6%-1.0%。

在保守情形下，3 季度修复不充分，增速在低基数下反弹至 4.0%，4 季度受额外影响因素拖累 1.0%，增速实现 4.0%，但与 3 季度持平。保守情形对应的是存在疫情但整体相对稳定的情况，额外影响主要是接触性服务业增速比去年回落 2%-3%，供应链紊乱导致出口份额比去年回落 0.2%-0.5%，居民杠杆率比去年少增 1%并拉低社融增速 0.4%。

这些假设前提，基本对应了经济正常运行区间的下限，所以下半年 GDP 同比增速至少要高于 4%，即经济回到了正常运行区间之内，才可称得上是复苏。

而在乐观情形下，如果疫情持续稳定，且有增量政策积极落地，4 季度基本完成修复，增速升至 4.8%，与今年 1 季度持平。在这种情形下，今年经济走出“耐克型”，下半年 GDP 同比增速实现 4.5 左右，3-4 季度开启经济复苏。

图 1：在保守情形下，3/4 季度增速在低基数下反弹至 4.0%，乐观情形下，4 季度基本完成修复，增速升至 4.8%



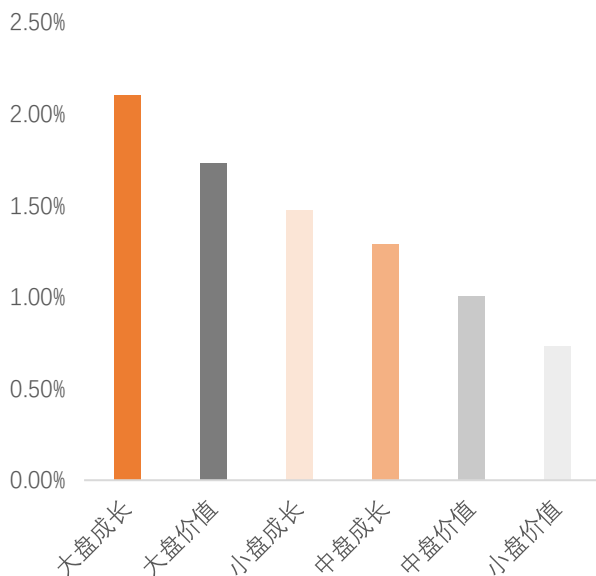
资料来源：Wind，天风证券研究所

所以下半年 GDP 平均增速，基本可以归为三档——1) 4.0 以下，继续衰退；2) 4.0-4.5，逐渐复苏；3) 4.5-5.0，较快复苏。

下半年经济修复的程度将对市场风格产生影响。根据我们的测算，成长股与增长因子的平均相关性仅为 5.4%，胜率更取决于长期基本面，比如产业趋势、行业成长性、企业竞争格局等，因此成长股在经济弱复苏的情况下，胜率提升的相对确定性更高。而价值股与增长因子的平均相关性相较成长更高，达到 16.3%（大盘价值的相关性达到 24%），价值股往往在经济强复苏时表现更好。

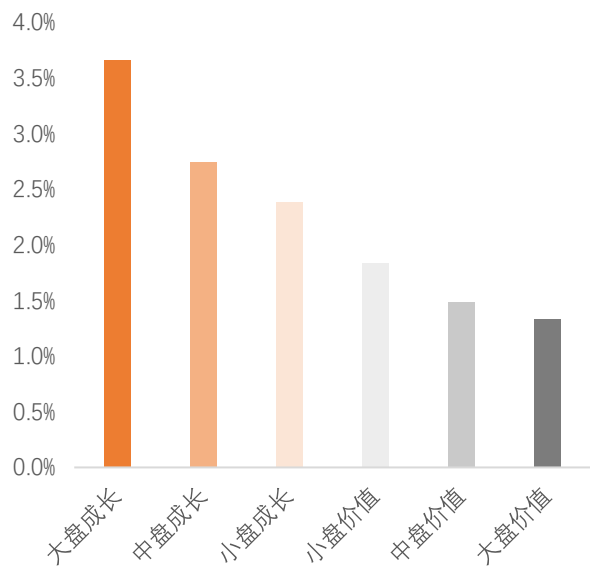
从各经济阶段的市场历史回报来看，当经济处于衰退后期和复苏初期时，经济修复动能较弱，增速回落放缓或者刚开始改善，成长股表现好于价值股，大盘股表现好于中小盘股。

图 2：衰退后段各个风格月度平均收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：复苏前段各个风格月度平均收益率



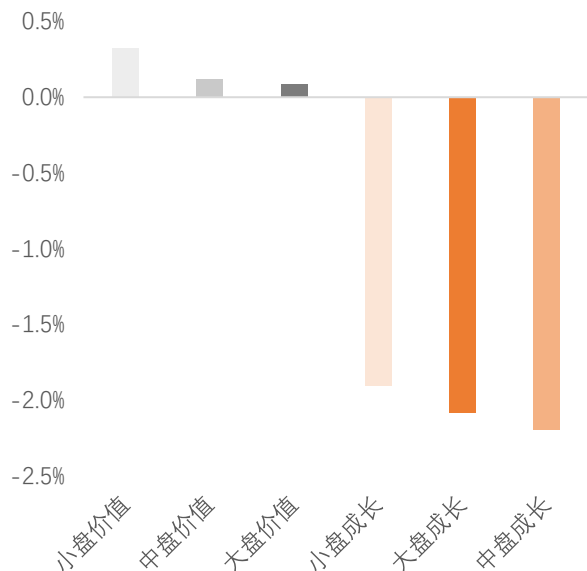
资料来源：Wind，天风证券研究所

当经济修复动能增强，进入复苏中期时，宽信用打破资产荒，利率回升，价值股的表现好于成长股。

当经济处于复苏后期，过热通胀和货币收紧时，中小盘往往表现更好，成长和价值风格没有明显的比较优势。

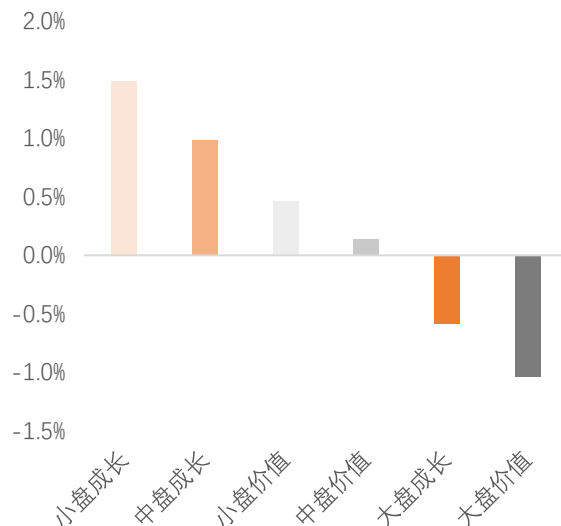
当经济进入衰退早期和中期，市场风险偏好下降，偏向防御，货币宽松利率回落，价值可能表现更好。

图 4：复苏中段各个风格月度平均收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：复苏后段各个风格月度平均收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：衰退前段各个风格月度平均收益率

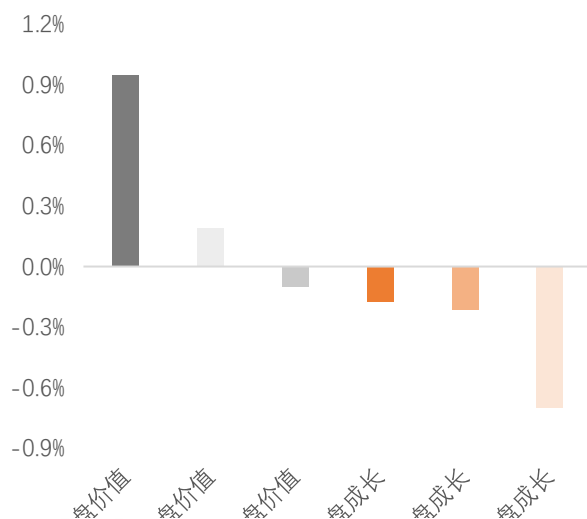
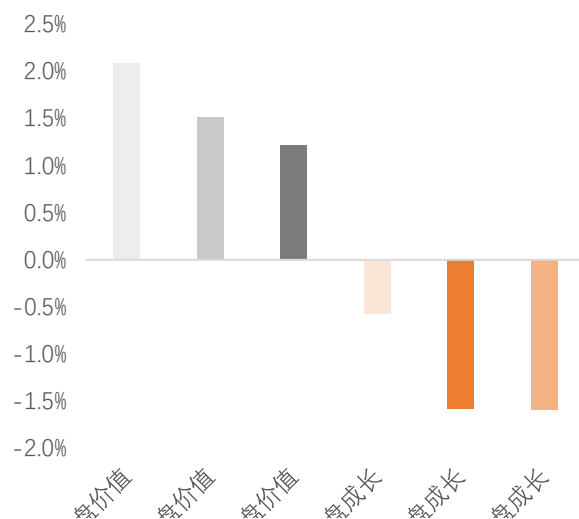


图 7：衰退中段各个风格月度平均收益率



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43127

