

宏观

证券研究报告

2022年06月24日

经济修复的斜率

预计今年的经济底部在4月，4-5-6月将是逐渐上台阶的过程。5月经济数据确认了经济复苏的拐点，但初始阶段的总量复苏不充分、结构复苏不均衡，估算单月GDP仍然是微幅负增长；进入6月，经济复苏的斜率进一步提升，单月GDP有望重回正增长，2季度GDP正增长的目标有望“压线”达成。

下半年，要保证经济回到合理运行区间，疫情和地产的稳定是前提。在经济处于合理运行区间之外，经济修复的斜率还与四个额外因素有关：线下消费场景的恢复缺口，供应链紊乱造成的出口份额回落，居民收入预期和杠杆行为，财政收支缺口对财政支出的影响。据测算，经济正常运行以外的影响因素对下半年GDP增速的拖累大约在0.4%-0.8%。

3季度仍处于疫后经济修复期，预计实际GDP增速从2季度的0增长附近回升到4.0-4.5%；如果4季度疫情保持平稳，积极情形下预计GDP同比在5.0%左右，最保守情形下预计同比增长4.2%。可见今年2-3-4季度的GDP同比增速大概率也将是逐级上台阶的过程，其中3季度是上升斜率最大的时期，4季度能否重新接近潜在增速将主要取决于疫情形势和增量政策。

风险提示：疫情形势发展超预期；增量政策力度低于预期；海外经济下滑压力超预期

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

相关报告

- 1 《宏观报告：三大央行的滞胀选择-三大央行的滞胀选择》 2022-06-22
- 2 《宏观报告：反弹向上可能还有空间—6月资产配置报告》 2022-06-22
- 3 《宏观报告：风险定价-全球信用风险正在上升-6月第4周资产配置报告》 2022-06-22

内容目录

一、线下消费场景受损的额外影响	3
二、供应链紊乱对出口份额的额外影响	3
三、居民收入预期走弱和去杠杆的额外影响	5
四、财政缺口对政府支出的额外影响	6
五、总体评估	6

图表目录

图 1：疫情与物流景气度负相关、菜价正相关（%）	3
图 2：疫情严重性与供应商配送时效性负相关	4
图 3：整车货运流量指数仍然没有复原，且波动性上升	4
图 4：过去两年防疫比较优势带动国内出口份额累计提升 2.4%	4
图 5：1 季度开始居民可支配收入增速可能会首次出现长时间下穿房贷利率的情况（%）	5
图 6：居民部门杠杆率最近 6 个季度没有上升（%）	5
图 7：实际 GDP 同比增速预测（2021 年为两年同比增速 %）	6

预计今年的经济底部在4月,预计4-5-6月是逐渐上台阶的过程。根据已公布的官方数据,4月单月的GDP增速大致在-3%~-2.5%之间;5月经济数据确认了经济复苏的拐点,但初始阶段的总量复苏不充分、结构复苏不均衡,估算5月单月的GDP仍然是微幅负增长;进入6月,随着上海全面复工复产、多地陆续调整防疫要求,经济复苏的斜率进一步提升,结合高频数据,单月GDP有望重回正增长,2季度GDP正增长的目标有望“压线”达成。

下半年,要保证经济回到合理运行区间,疫情和地产的稳定是前提,分别对应了经济增长的上限和下限。在经济处于合理运行区间之外,经济修复的斜率还与四个额外因素有关:线下消费场景的恢复缺口,供应链紊乱造成的出口份额回落,居民收入预期和杠杆行为,财政收支缺口对财政支出的影响。

一、线下消费场景受损的额外影响

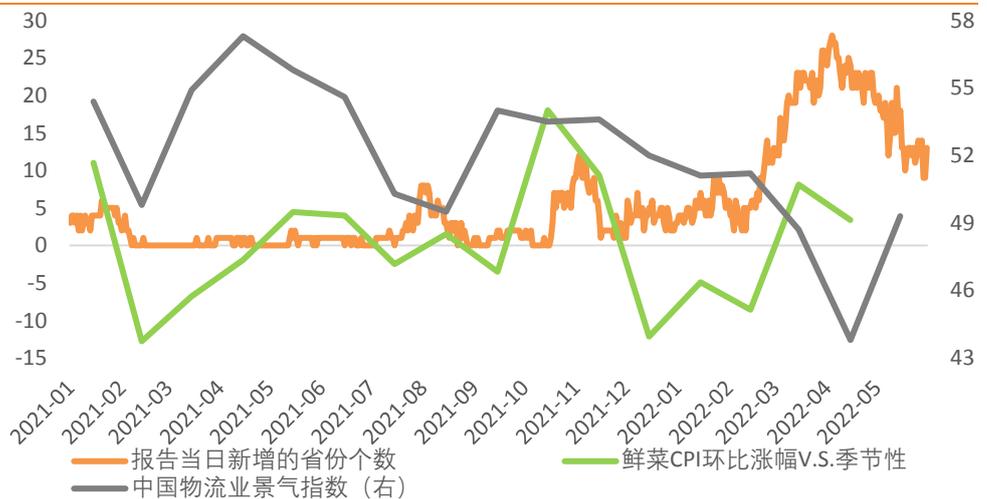
2020年以来,受冲击最严重的行业当属接触性服务业。以2018年的投入产出表为准,交通运输、住宿餐饮、批发零售、居民服务、文体娱乐等接触性服务业占GDP比重合计19%。2021年接触性服务业的两年复合增速为4.0%,比2019年的同比增速8.0%下降了4%,明显高于同期GDP增速降幅(6.0%→5.1%),相当于每年下降2.7%。

通过梳理深圳和武汉过去两个月常态化核酸以来的经济修复状态,可以发现接触性服务业依然无法完全恢复正常经营。考虑到当前局部疫情的发生频率可能有所提高,如果今年下半年接触性服务业增速再下降1%-2%,对GDP增速的拖累大约在0.2%-0.4%。

二、供应链紊乱对出口份额的额外影响

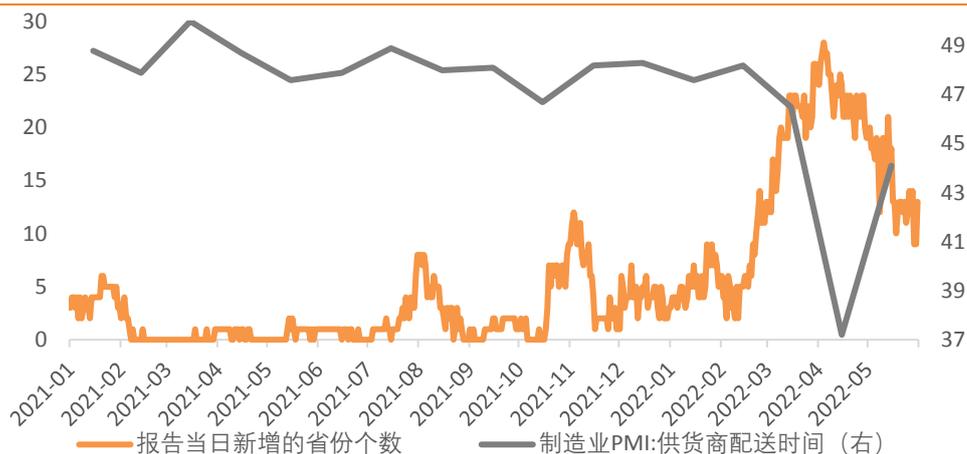
从过去一年多的经验来看,疫情压力与物流景气度存在负相关,与通胀存在正相关。货物配送时间会因疫情影响而延长,可能会造成阶段性的供应短缺,导致生产链供应链效率下降。物流不畅导致商品供应短缺,也会带来涨价压力,例如本轮疫情直接带动了3-4月鲜菜水果等食品价格的超季节性上涨,美国去年下半年通胀高企也与疫情导致的供应链紊乱有关。

图1: 疫情与物流景气度负相关、菜价正相关(%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

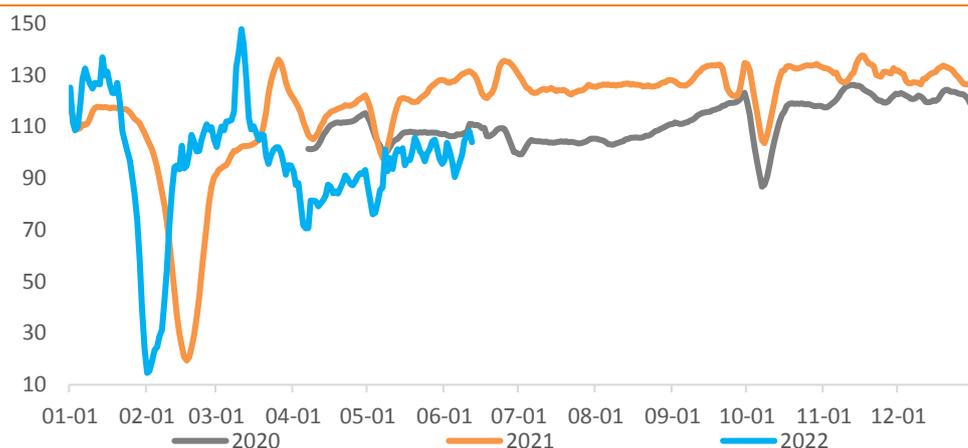
图 2：疫情严重性与供应商配送时效性负相关（PMI 数值越低时效性越低）



资料来源：WIND，天风证券研究所

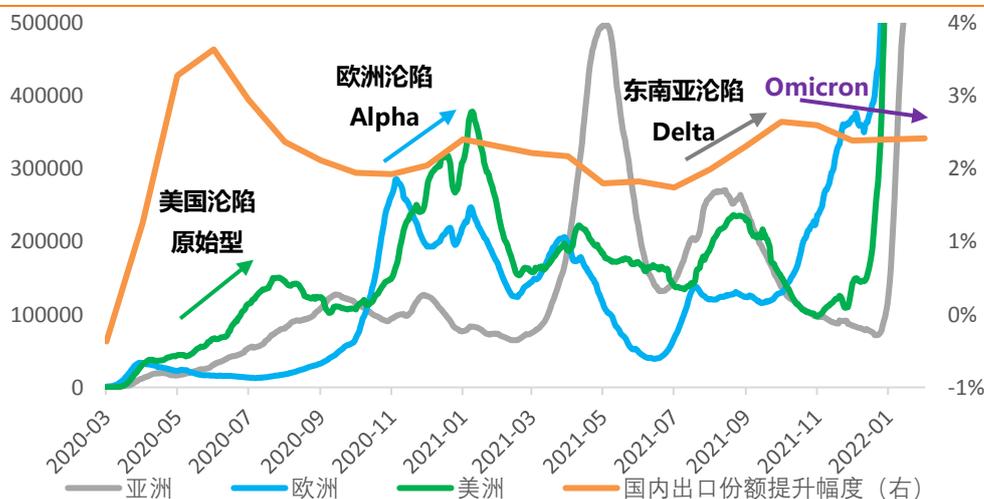
供应链紊乱度上升可能会加大出口份额的回落压力。2020-2021 年，我国出口份额累计提升了 2.4%，主要得益于全球疫情环境下供应链稳定性的比较优势提升。当前这一比较优势有所弱化，出口份额面临重新回落的压力。假设供应链紊乱度上升导致我国相对于东南亚的比较优势回到疫情前，估计今年出口份额多下滑 0.2%-0.5%，将额外拖累出口增速 1.2%-2.9%，拖累 GDP 增速约 0.1%-0.3%。

图 3：整车货运流量指数仍然没有复原，且波动性上升



资料来源：G7，天风证券研究所

图 4：过去两年防疫比较优势带动国内出口份额累计提升 2.4%（左轴，每日新增人数）



资料来源：WIND，天风证券研究所

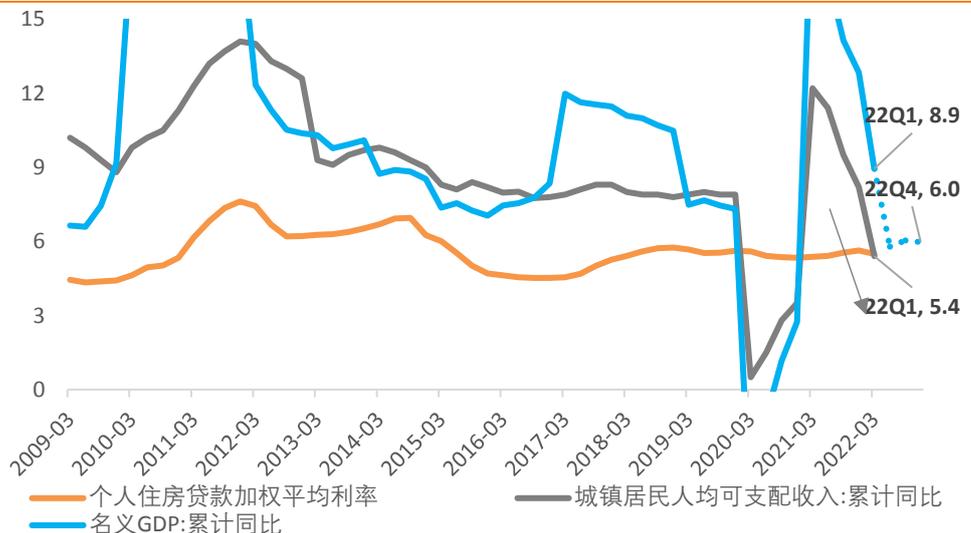
三、居民收入预期走弱和去杠杆的额外影响

过去两年居民收入减速、预期走弱，消费意愿不足、预防性储蓄提升，消费疲弱与从业者收入下降又形成循环反馈，具体机制我们曾在《消费复苏动能为何持续缺失》里有所讨论。去年年底以来，这种效应从一般商品和服务消费延展到房地产消费，表现为商品房销售增速大幅下滑、居民部门杠杆率连续 6 个季度没有提升。

值得注意的是，从今年 1 季度开始，居民可支配收入增速可能会首次出现长时间下穿房贷利率的情况。居民可支配收入增速一定程度上反映了居民从事生产经营和房屋出租等活动带来的财富增值速度，低于房贷利率意味着居民存款的再投资收益可能低于持有房贷的成本。如果适逢金融市场收益低迷，可能会进一步降低居民加杠杆的意愿和能力，甚至导致部分群体主动降杠杆。

居民不加杠杆将削弱房地产放松政策的效果、降低房地产投资企稳回升的斜率，主动降杠杆则会削弱其他消费。过去十年居民杠杆率平均每年上升 3.4%，如果今年居民收入和预期变化导致杠杆率少增 1%，将直接拉低社融增速约 0.4%，对实际 GDP 增速的影响大致在 0.1%；考虑到房地产销售景气度对房企拿地、开工施工、后周期消费等环节的衍生影响，实际影响可能更高。

图 5：今年 1 季度开始居民可支配收入增速可能会首次出现长时间下穿房贷利率的情况（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：居民部门杠杆率最近 6 个季度没有上升（%）

65

170

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_43254



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>