

首席宏观报告

经济复苏下一步

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事件：

7 月统计局 PMI 数据公布后，市场对本轮疫后经济恢复力度和持续时间，以及三季度经济形势的讨论较多。

平安观点：

- 三季度经济过热概率极低，更有可能的随着前期出台的各类稳增长政策继续部署、落地和见效，在国内疫情未超预期扩散的情况下，三季度中国经济逐步回归常态，预计三季度中国 GDP 同比在 5.0% 左右。不能简单类比 2020 年疫后经济快速复苏经验，就认为今年下半年中国经济存在过热风险的主要原因有以下三点：**第一**，2020 年疫情爆发前经济处于上升周期，而今年一季度经济原本处于下行通道，因此两轮疫情好转后，中国经济的内生修复动能差异较大；**第二**，2020 年中国经济疫后快速复苏，主要是房地产和出口这两大动能的推动，但两者目前均面临放缓压力；**第三**，两轮疫情后，企业、居民的预期差异大。
- 今年三四季度宏观调控的重点，预计是部署、落实前期出台的稳增长一揽子政策，再度出台大规模刺激政策的概率较低。相关政策还有较大发挥效能的空间，尤其是**消费恢复和基建形成实物工作量**，有望推动三季度经济运行回归正常轨道。**消费方面**，一是目前国内消费本身就处在疫情冲击后的恢复阶段，2022 年 6 月，除汽车以外的社会消费品零售总额当月同比 1.8%，较本次疫情前的 7.0%（2022 年 1-2 月数据）有明显差距；**二是**汽车促消费政策的效果继续显现；**三是**绿色家电可能成为消费稳增长新的重要抓手。**基建实物工作量方面**，一是 3000 亿政策性开发性金融工具、8000 亿新增政策性银行信贷额度，有望缓和基建项目融资尤其是配套资金的难度；**二是**7 月以来出台了多项有利于基建形成实物工作量的部署和安排；**三是**8 月初以来水泥产需双升、库存下降、价格上涨，或表明当前基建等项目的实物工作量正在加快形成。
- 鉴于当前经济恢复的基础尚不牢固，就抓住三季度窗口期促进全年发展达到较好水平，我们有以下建议：**一是**，疫情防控中更加重视稳定供应链，确保经济循环运转、保持供应链稳定。这对于保持出口领先优势、改善企业和居民的预期、促进制造业投资和消费恢复都具有重要意义；**二是**，着力“保交楼”，推动房地产产业链走出“负反馈”。有必要进一步明确“保交楼”的底线，尽快出台更大力度、更有实效的“保交楼”方案；**三是**，着力增强“稳信用”的持续性。加大重点领域中长期贷款投放力度，在薄弱环节强化托底，进一步降低实体融资成本；**四是**，进一步提振企业家信心，具体措施包括为资本设置“红绿灯”、明确资本扩张的边界、创造良好的营商环境等。

在两个“超预期变化”的冲击下，今年二季度稳增长必要性攀升。5月底国务院发布扎实稳住经济一揽子政策措施，多个省市自治区相继出台稳增长若干举措或方案，以期推动经济较快恢复。各类稳增长措施取得了积极成效，二季度 GDP 同比 0.4%，城镇调查失业率从 4 月的高点 6.1% 持续下降至 6 月的 5.5%，圆满完成了 5 月底全国稳住经济大盘电视电话会议上提出的“努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降”这一任务。

展望三季度，有观点认为中国经济存在过热风险。得出该结论的核心逻辑，一是参考 2020 年经验，疫情好转后主要经济数据的环比将高于季节性均值；二是今年 5 月底出台的稳增长一揽子政策力度大，有望进一步推动中国经济上行，甚至走向过热。

对此，我们的看法相对谨慎，认为中国经济恢复基础并不牢固，出现经济过热的概率极低。更有可能的是，随着前期出台的各类稳增长政策继续部署、落地和见效，**在国内疫情未超预期扩散的情况下，三季度中国经济逐步回归常态，经济增速向潜在增长率靠近，预计三季度中国 GDP 同比在 5.0% 左右。**

不能简单类比 2020 年疫后经济快速复苏经验，认为今年下半年中国经济存在过热风险的主要原因有以下三点：

第一，2020 年疫情爆发前经济处于上升周期，而今年一季度经济原本处于下行通道。因此两轮疫情好转后，中国经济的内生修复动能差异较大。今年 7 月中国统计局制造业 PMI 超预期回落，再度降至荣枯线之下，即折射出当前中国经济的内生增长动力不足，6 月经济恢复受稳增长政策的影响较大。

第二，2020 年中国经济疫后快速复苏，主要是房地产和出口这两大动能的推动，但两者目前均面临放缓压力。今年 7 月中旬以来，郑州、西安等地积极推动问题楼盘“保交付”。不过，由于是地方政府主导，或将受限于地方财力（停工、烂尾楼盘多的城市对土地财政的依赖度通常较高）。从郑州市房地产纾困基金设立运作方案看，保交楼还需要撬动并购贷款等金融机构的资金参与，鉴于当前金融机构对房地产行业的低风险偏好，我们认为应理性看待现有地产纾困政策的短期效果。出口方面，虽在海外订单和供应链稳定等因素的支撑下，中国出口韧性持续超预期，但考虑到欧美经济衰退的风险在加大，年内出口同比大趋势是向下的。对比来看，2020 年中国房地产和出口的景气度均持续回升。

第三，两轮疫情后，企业、居民的预期差异大。2020 年上半年国内疫情较快得到控制，很多人认为新冠疫情将如同 2003 年的非典，在当年就会消失，加之 2020 年经济较快恢复，因此企业和居民对未来的预期并不悲观。但新冠疫情持续至今尚未看到结束迹象，部分企业和居民的积蓄在这两年被净消耗后，选择压缩新增资本开支和消费，增加储蓄来应对未来的不确定性。

长江商学院编制的 BCI 企业投资前瞻指数，6 月短暂回升后，7 月再度回落至 54.06，这是 2011 年 9 月有统计以来的第五低（仅高于疫情严重冲击的 2020 年 2 月-4 月、2022 年 5 月）。央行城镇储户问卷调查结果显示，今年二季度“更多储蓄占比”为 58.3%，是 2002 年三季度有统计以来的最高水平。

从 7 月 28 日中央政治局会议、7 月 19 日总理出席世界经济论坛全球企业家特别对话会的通稿看，今年三四季度宏观调控的重点，预计是部署、落实前期出台的稳增长一揽子政策，再度出台大规模刺激政策的概率较低。**我们认为，相关政策还有较大发挥效能的空间，尤其是消费恢复和基建形成实物工作量，有望推动三季度经济运行回归正常轨道。**

一方面，消费延续恢复。疫情后各终端需求中，消费恢复的速度最慢。除疫情影响消费场景外，也和中国居民部门偿债压力高于主要发达国家、居民部门对经济和就业的预期不乐观等中长期因素有关。国内消费或难有大的起色，但短期将延续修复趋势。

首先，目前国内消费本身就处在疫情冲击后的恢复阶段。2022 年 6 月国内社会消费品零售总额受汽车促消费政策的影响较大，除汽车以外的社会消费品零售总额当月同比 1.8%，较本次疫情前的 7.0%（2022 年 1-2 月数据）有明显差距，因此国内消费本身就有继续恢复的基础。

其次，汽车促消费政策的效果继续显现。汽车是本轮消费稳增长中最重要的抓手，中央层面减半征收车辆购置税、组织开展新能源汽车下乡，地方层面多地增发车牌指标、发放消费券和给予现金补贴等。限额以上批零企业汽车类零售额当月同比，从今年 5 月的 -16.0% 跳升至 6 月的 13.9%。中国乘联会数据显示，狭义乘用车零售销量当月同比，虽从 6 月的 22.7% 小幅降至 7 月的 20.4%，但仍处于近年高位。我们认为，汽车销售高景气短期还将持续。

最后，绿色家电可能成为消费稳增长新的重要抓手。2021 年限额以上家用电器和音像器材类零售额为 9340 亿，占当年限额以上企业零售总额的 6.1%，因此刺激家电消费对于促进消费恢复也具有重要意义。今年也有较强的家电更新换代需求，2007 年到 2013 年中国实施了一轮家电消费刺激，部分家电已进入报废期，国家发改委预计 2022 年家电报废量将超过 2 亿台。

国务院《扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》第 18 条，指出“鼓励家电生产企业开展回收目标责任制行动，引导金融机构提升金融服务能力，更好满足消费升级需求”。7 月下旬商务部等 13 部门联合印发《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》，做了一系列部署，但没有明确对家电消费的财税支持力度。2007 年—2013 年先后实施的家电下乡、以旧换新、节能惠民，都给予了财政补贴，全国共投入财政资金 1363 亿元，拉动家电消费约 1.21 万亿，杠杆率为 8.9 倍，成效显著。再结合今年汽车促消费的经验看，我们认为三季度有可能出台对绿色智能家电的财税支持政策。

另一方面，基建实物工作量加快形成。基建是这一轮稳增长的最重要载体；但今年基建领域的一个新变化是，宏观的基建投资增速，和中观的沥青装置开工率、水泥磨机运转率等高频指标间存在较大分化。今年上半年全口径基建投资同比增长 9.3%，但上述两个周度高频指标持续低于去年同期，表明基建实物工作量形成进度偏慢。分化的原因之一是，基建投资使用财务支出法核算，只要资金在财务上完成了拨付，不管是否形成实物工作量，都可计入投资完成额。今年专项债资金拨付较快，上半年公共财政也加大了对基建领域的支持，因此上半年基建投资增速较高。但由于项目前期准备工作不足、多地新冠疫情散发、高温天气和配套资金不足（今年上半年投向基础设施的新增中长期贷款同比少增 3419 亿、城投债净融资同比少增 2469 亿）等原因，已拨付资金并未全部用于雇佣工人、购买原材料等进而形成实物工作量。

三季度基建实物工作量将加快形成，由于 GDP 核算时固定资产投资以实物工作量为基础，基建投资对经济的拉动作用有望加强。首先，3000 亿政策性开发性金融工具、8000 亿新增政策性银行信贷额度，有望缓和基建项目融资尤其是配套资金的难度。其次，7 月以来出台了多项有利于基建形成实物工作量的部署和安排。比如 7 月 21 日国常会指出“建立推进有效投资重要项目协调机制”、“各地按质量要求加快项目进度”，8 月上旬自然资源部等 7 部门印发《关于加强用地审批前期工作积极推进基础设施项目建设的通知》，河南省近日印发的《全面加快基础设施建设稳住经济大盘工作方案》中提出 2022 年 9 月底前开工建设 84 个重大基础设施项目。最后，8 月初以来水泥供需双升、库存下降、价格上涨，或表明当前基建等项目的实物工作量正在加快形成。

鉴于当前经济恢复的基础尚不牢固，就抓住三季度窗口期促进全年发展达到较好水平，我们有以下建议：

一是，疫情防控中更加重视稳定供应链。下半年中国更好统筹疫情防控和经济发展的关键在于，确保经济循环运转、保持供应链稳定。这样有助于保持中国出口的领先优势，改善企业和居民的收入预期，从而促进制造业投资稳中有升、消费进一步向常态化回归。

二是，着力“保交楼”，推动房地产产业链走出“负反馈”。房地产是当前中国经济复苏的最大拖累，也是信用周期内生性企稳的最大掣肘。地方政府牵头“保交楼”，是推动房地产产业链走向良性循环的关键一环。但目前来看，各地现有纾困政策的效果或不宜高估，原因是地方政府财力受限、金融机构参与意愿不足以及地方政府“保交楼”和开发商“要生存”的目标相冲突等。我们认为，有必要进一步明确“保交楼”的底线，尽快出台更大力度、更有实效的“保交楼”方案。

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_45032

