



彭文生：中国经济第二次 “闯关”——下半年宏观 经济展望



春末夏初局部疫情反弹，中国经济正经历 2020 年顺利破局之后的第二次“闯关”。与 2020 年初相比，本轮疫情对实体经济的当期物理冲击相对较小，但不确定性相对上升，企业与家庭“观望”的边界或走阔，短期影响被放大。楼市需求端的支持力度继续加大，但对开发商的监管力度较 2020 年更严，新增供给放缓，楼市复苏可能呈现“量稳价升”态势。2020 年信用投放货币力度上升，而今年信用增速放缓，财政投放货币的力度加大。疫情缓解，不确定性下降，叠加政策发力，我们预计下半年 GDP 同比增长有望反弹至 5.5% 左右。与 2020 年下半年金融与实体复苏明显分化不同，今年下半年“虚实”复苏或相对比较均衡。

疫情不确定性显著上升，企业/家庭“观望”态度更明显，实体经济短期受到的冲击被放大，但不确定性的另一面意味着不必过分担忧后续复苏的斜率。不确定性上升的一个体现是，近期疫情动态清零的要求得到严格执行，可能说明地方上对疫情的态度更趋审慎。与风险不同，不确定性难以量化，人们难以根据概率分布和历史经验做出应对。由于存在“调整成本”，企业与家庭更倾向于“观望”，效益好的企业不愿意扩产，受损的企业也不会轻易退出，总体投资偏弱，数据表明企业投资现金流对收入现金流的弹性下降。消费者储蓄倾向上升，今年一季度中国居民耐用消费品占总体商品消费比重低于上年同期。但不能忘记不确定性的另一面，一旦疫情走势更加清晰，企业/家庭的不作为边界将收窄，经济活动可能反弹较快。人类的学习效应也有助于对冲疫情的负面冲击，过往经验显示，同一类毒株每单位的扩散度，对消费的压制随时间推移而减弱。

疫情不确定性也压制了楼市复苏，目前房地产需求端的支持力度跟 2020 年同期相若，但供给端面临的制约大于彼时，下半年楼市复苏可能呈现“量稳价升”的态势。开发商的信用风险仍未释放完毕，并购重组的推进较为缓慢。开发商去杠杆的背景下，其资产负债表与居民共振，叠加人口等因素和疫情冲击，居民购房需求仍然比较低迷。一年多来，规模扩张比较激进的民营房地产商受到了比较严格的治理，新增供给放缓，待售面积的分布也存在区域之间的不均衡。在房住不炒的大背景下，我们预计按揭利率、限购限贷等政策放松将支持需求端改善，下半年楼市复苏可能呈现价格回暖快于销售面积与投资回暖的态势。

促进经济复苏的关键在于降低与疫情有关的不确定性，而宏观政策将继续加强保主体的力度，下半年财政扩张对货币增速的贡献将上升。推进疫苗接种与药物研发、改进治疗方案、核酸圈建设、完善常态化核酸检测能力都将有助于降低不确定性。综合考虑银行负债成本、流动性供应、贷款利率与再贷款额度，目前货币政策的宽松力度已经接近于 2020 年。我们测算，今年广义财政收支差额与上年 GDP 之比大约为 9.0%，与 2020 年基本相当，但跟 2020 年相比，下半年信贷扩张将仍然偏慢，全年新增

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_42555

