

警惕经济的二次探底风险

- 我国 GDP 增速在 2022 年 1 季度回升，但回升势头并不稳固。今年 2 季度我国经济增长有二次探底的风险。这风险既来自因疫情而生的新一轮供给冲击，也来自于一直未能有效缓解的需求收缩和预期转弱的压力。
- 当下我国经济需要的不仅仅是稳住预期，还要防止悲观预期的自我实现，避免地产行业的情况蔓延至整个宏观经济。目前地产行业的预期已经转为悲观，悲观预期自我实现的恶性循环已经形成。在这循环中，地产开发商信用风险的上升与外界对地产行业信心的下降相互加强。
- 随着经济二次探底风险的浮现，政策应对需要更加有针对性、更加高效，以尽力实现今年 5.5% 的 GDP 增长目标。疫情防控是当前的第一要务。在疫情防控之外，宏观政策也需进一步放松。当前有必要继续推进地产和基建的政策纠偏，尤其是要打破地产行业的恶性循环，让融资充分流入地产行业，带动地产投资企稳回升。在无法打通社融流向实体经济的通路之前，降息降准的推出需谨慎。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

徐高

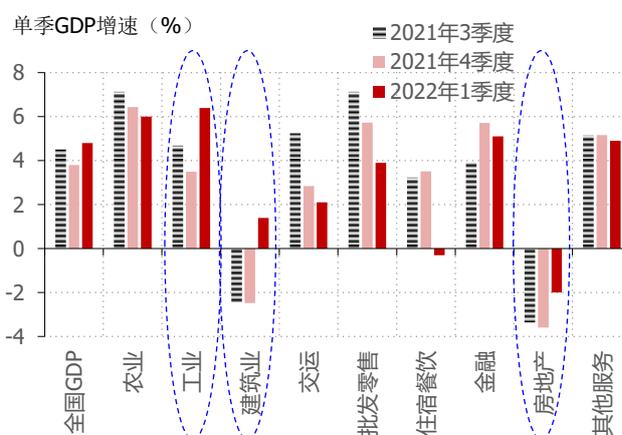
(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519050002

我国 GDP 增速在 2022 年 1 季度回升，但回升势头并不稳固。2022 年 1 季度，我国真实 GDP 同比增长 4.8%，增速高于 2021 年 4 季度的 4.0%。不过，经济增速回升的势头并未在行业间铺开。在我国九大行业中，仅工业、建筑业和房地产 3 个行业今年 1 季度的 GDP 增速高于去年 4 季度。其中，房地产业的 GDP 在今年 1 季度仍旧负增长，只是负增长幅度相比上个季度有所收窄而已。除开这 3 个行业，农业、交运、批发零售、住宿餐饮、金融和其他服务业这 6 大行业的 GDP 增速仍在下降通道中。（图表 1）

图表 1. 我国九大行业中，仅工业、建筑业和房地产 3 个行业 2022 年 1 季度 GDP 增速快于 2021 年 4 季度



资料来源：万得，中银证券

去年 12 月的中央经济工作会议上，中央指出我国经济正面临着供给冲击、需求收缩和预期转弱三重压力，并要求 2022 年的经济工作要“稳字当头”。尽管随后国内宏观政策有所纠偏，转向宽松，但时至今日，我国经济面临的三重压力仍然沉重。今年 2 季度，我国经济增长有二次探底的风险。这风险既来自随疫情而生的新一轮供给冲击，也来自于一直未能有效缓解的需求收缩和预期转弱的压力。

1. 不一样的供给冲击

过于严厉的限产政策是 2021 年供给冲击的主要来源。而 2021 年 12 月以来限产政策的放松则是今年 1 季度我国 GDP 增速回升的主要原因之一。限产放松的影响可见于上游行业的高频数据中——全国生铁日均产量和焦化企业开工率在 2021 年 12 月初触底之后都明显上扬。而在去年年底到今年 2 月的制造业采购经理人指数 (PMI) 中，也能发现“生产”分项指数显著上扬，“购进价格”分项指数明显走低。这种价跌量涨的走势也表明供给瓶颈在放松。受限产政策放松的带动，今年 1 季度我国工业行业 GDP 增速相比上季度明显走高。（图表 2）

图表 2. 从 2021 年 12 月开始，全国生铁产量和焦化企业开工率都触底回升



资料来源：万得，中银证券

不过，限产政策带来的供给冲击刚过，新冠疫情抬头带来的新一轮供给冲击又来。2022 年 3 月以来，我国新冠新增确诊病例数大幅攀升。如果加上无症状的新冠病例数，目前全国日增新冠病患数目已远超 2020 年疫情第一波爆发时的峰值水平。又由于此次疫情中是传染性极强的奥密克戎毒株在传播，所以需要通过像封城这样的严厉防控措施来应对，从而严重抑制经济活动。受疫情影响，我国十个大城市的地铁日均客流量已经从今年 2 月末的 4400 多万人次，下降到 4 月中旬的 2570 万人次，降幅超过 40%。（图表 3）

图表 3. 2022 年 3 月以来，新冠疫情的重新抬头已经严重抑制了我国经济活动



注：10 大城市包括北京、上海、广州、成都、南京、武汉、重庆、西安、郑州、苏州；新增确诊病例数不包括无症状感染者。

资料来源：万得，中银证券

疫情的影响并不仅仅局限在个别城市，而是波及了全国经济。今年4月中旬，全国整车货运流量指数已经比3月上旬下降了约40%。用这一指标来估计，今年4月全国交通（公路水运）货运量可能比去年同期下降10%到20%。而这只是疫情冲击国内供应链的一个例子。在疫情收紧全国供给瓶颈的情况下，我国2季度GDP增长会受到不小负面影响。（图表4）

图表 4. 全国公路水运货运流量将因疫情抬头而明显滑坡

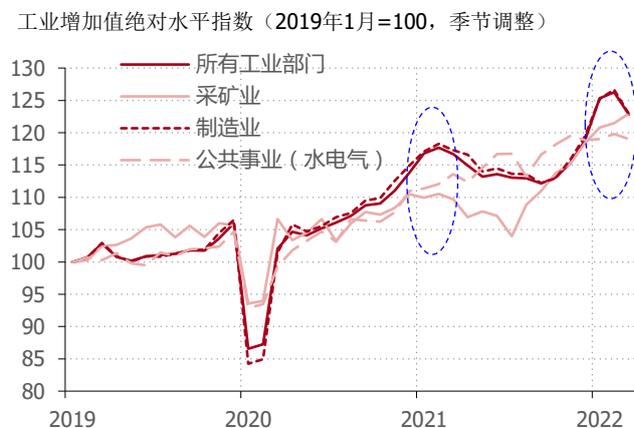


资料来源：万得，中银证券

事实上，不需要等到2季度，今年3月的经济数据就已经显露了供给冲击的影响。季节调整之后的3月工业增加值绝对水平已经明显低于2月（季调后环比负增长）。增加值的下滑主要表现在制造业上；同期采矿业增加值则仍保持升势。这种走势与2021年1季度形成了反差。2021年限产政策开始强化，并集中作用于上游采矿业上。因此在2021年1季度，采矿业工业增加值先于制造业而下滑。今年则是在限产放松，但疫情冲击加剧的背景下，制造业工业增加值先于采矿业下滑。这反映出了当前经济所面临的供给冲击与去年的不同。（图表5）

当前疫情走向仍有很高不确定性。根据2020年的经验，就算疫情被控制住，经济活动的恢复也有一个缓慢爬升的过程，所以不可低估今年我国经济可能遭受的供给冲击的影响。

图表 5. 2022 年 3 月，制造业工业增加值绝对水平先于采矿业而回落，与 2021 年 1 季度形成反差

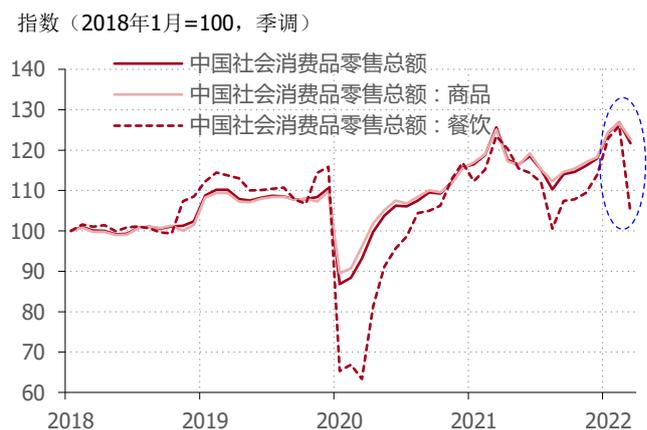


资料来源：万得，中银证券

2. 依然明显的需求收缩

今年疫情的抬头还明显冲击了需求端的消费。今年 3 月，我国季节调整后的社会消费品零售总额绝对水平明显滑坡。其中，餐饮消费的滑坡尤为明显。进入 2 季度后，消费的情况很可能更加严峻。（图表 6）

图表 6. 2022 年 3 月的社会消费品零售规模因疫情而明显走低



资料来源：万得，中银证券

需求端的出口在今年也将面临更大阻力。过去两年，在疫情爆发之后的“全球再循环”中，我国出口显著走强，成为拉动我国经济增长的强大需求引擎（参见笔者 2020 年 11 月发表的文章《全球再循环》^[1]）。在我国强势出口的背后，是西方国家强力需求刺激政策带给我国的外溢效应。但今年美欧都在快速退出其宽松货币政策，以抑制其国内需求扩张，为通胀降温。欧美宽松货币政策的退出将为我国出口带来压力。今年 3 月，我国季节调整之后的出口金额已经见顶回落。虽然这有可能只是一个短期波动，但今年我国出口增速多半会低于去年。（图表 7）

图表 7. 我国出口金额在 2022 年 3 月触顶回落



资料来源：万得，中银证券

讲完了消费和出口，再来看比较关键的投资。2021 年我国需求收缩的主要原因是政策对基建和地产两个重要投资引擎的打压。在去年 12 月中央经济工作会议给政策纠偏之后，基建投资的情况已经大为改观，但地产投资的形势依然严峻。今年 3 月，基建投资的同比增速已经上升到 10% 以上，超过疫情爆发之前的平均水平。但同月，地产投资同比增速又落回到负增长区间。这一来一去，再加上制造业投资增速从高位回落，使得总投资增速在 3 月有所下滑。（图表 8）

图表 8. 制造业投资和基建投资是经济中的两个亮点



资料来源：万得，中银证券

不过，当前并不算快的投资增速恐怕也难以持续。制造业工业增加值的下滑、出口面临的更大阻力，都意味着制造业投资增速可能持续回落。而在今年政策发力靠前，地方债发行前置的背景下，如果后续没有地方债额度的增加，基建投资增速恐怕也已接近高点。最让人担心的则是地产投资。近几个月的地产投资增速本就在三大投资中居于末位，而季节调整之后的绝对水平数据显示，当前地产投资资金来源规模显著低于地产投资金额规模，二者走势反差明显。在资金瓶颈持续收紧的情况下，未来地产投资还面临更大下行压力。（图表 9）

图表 9. 在地产投资资金来源走低的背景下，地产投资继续面临很大下行压力



资料来源：万得，中银证券

3. 仍在走弱的预期

在疫情带来新一轮供给冲击，以及需求收缩压力持续的背景下，市场预期很难因为1季度GDP增速的回升而改观。而当下我国经济需要不仅是稳住预期，还要防止悲观预期的自我实现，以避免地产行业的情况蔓延至整个宏观经济。

2021年下半年以来，在严厉的政策打压之下，地产行业融资显著恶化。直到今年3月，季节调整之后的地产投资资金来源规模仍处在下行通道中。其中，地产开发商直接从银行获取的开发贷规模已经创出了近几年的新低。而与地产销售相关的定金、预付款以及个人按揭贷款也持续走低。（图表 10）

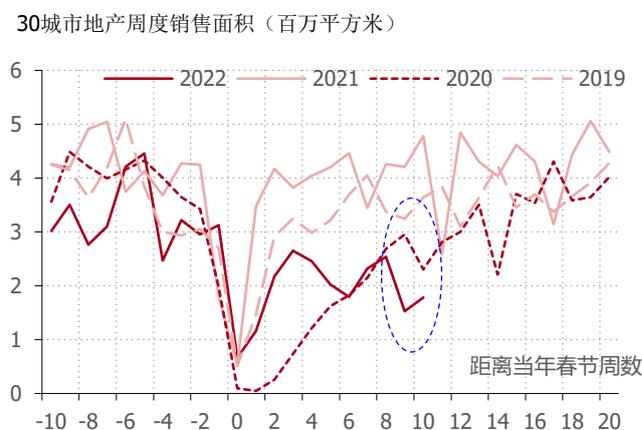
图表 10. 地产融资的恶化趋势没有改观



资料来源：万得，中银证券

地产销售的高频数据也让人忧虑。对比2019到2022年这4年春节前后我国30城市的地产周度销售面积可以发现，当前地产销售面积已经显著低于过去3年的同期水平，甚至还赶不上疫情刚刚爆发的2020年。可以说，当前地产销售状况已经处于极不正常的衰弱状况（图表 11）

图表 11. 当前 30 城市地产销售面积低于过去 3 年的同期水平



资料来源：万得，中银证券

在地产政策已然开始放松的背景下，地产销售和融资之所以仍在恶化，关键在于地产行业的预期已经转为悲观，悲观预期自我实现的恶性循环已经形成。在这循环中，地产开发商信用风险的上升与外界对地产行业信心的下降相互加强。因为担心地产开发商存在信用风险，难以偿还借款，所以银行对地产开发商惜贷（对民营地产开发商尤其如此）；因为担心地产开发商没法按时交房，所以购房者购买新房的意愿也走弱。银行惜贷和购房意愿下降反过来又加重了开发商的资金压力，让开发商的信用风险进一步上升，从而进一步推升银行的惜贷情绪并压低购房意愿。目前，地产行业已很难依靠自身能力跳出这一恶性循环。当前地产行业不仅需要纠偏前期过紧的政策，还需要强力政策刺激来重塑市场信心，从而打破恶性循环。

4. 政策放松需找准发力点

随着经济二次探底风险的浮现，政策应对需要更加有针对性、更加高效，以尽力实现今年 5.5% 的 GDP 增长目标。这方面，疫情防控是当前的第一要务。只有疫情带来的供给冲击逐步消退，宏观经济政策才有发力的空间。

而在疫情防控之外，宏观政策也需进一步放松，且放松的发力点应该放在刺激社会融资，

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_40582

