



宏观研究

【粤开宏观】拾级而上：下半年中国宏观经济展望

2022年07月07日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】本轮疫情反弹对各省份通胀的影响》2022-06-26

《【粤开宏观】香港澳门双城发展图谱2022》2022-06-30

《【粤开宏观】从财税视角看浙江：共同富裕“先行兵”的喜与忧》2022-07-04

《【粤开宏观】美国下半年消费展望：盛极则衰》2022-07-05

《【粤开宏观】3000亿开发性金融债券对基建投资的拉动》2022-07-06

摘要

一、疫情经济学：中国经济 W 型走势的压力与动能

1、自 2020 年初疫情爆发以来，中国经济呈 W 型走势，当前正处于二次探底后的恢复阶段。下半年中国经济将拾级而上，走出 V 型反弹。

2、疫情深刻地改变了经济的正常运行逻辑。一是资源配置方式，二是经济运行基础，三是不同能级城市间的传导。疫情前，市场化的价格机制在资源配置中起决定性作用，依赖于契约和法治，一线城市具有规模经济效应；疫情后，行政性的计划配置行为增多，依赖于强有力、高效的行政体系和基层治理能力，一线城市因其产业链的重要位置对周边乃至全国其他城市造成经济冲击，同时因疫情严格防控而产生防控方式的示范效应。

3、疫情以来的两年半，经济在不同阶段遭遇了多重下行压力。一是反复的疫情反弹与防控趋严干扰正常的生产生活秩序；二是房地产贷款集中度管理和房企融资“三道红线”过度收紧，导致房地产销售、投资下滑；三是部分地方政府运动式、一刀切追求“双碳”和“能耗双控”目标，出现了导致拉闸限电而影响工业生产的现象；四是本意是加强对平台经济和教培行业等的严格监管和处罚，客观上加大了稳定市场预期的难度；五是俄乌冲突和美联储货币政策收紧等外部冲击。

4、在疫情缓解、政策发力和经济内生修复的推动下，经济总体呈恢复态势，增长动能不断切换。疫情之前的 2019 年，经济主要依靠消费和房地产投资拉动；2020 年疫情爆发之后，中国率先恢复生产，出口和房地产投资成为主要拉动力；2021 年出口继续保持超预期增长，制造业投资明显回暖，但房地产投资于年中开始走弱；2022 年上半年，除了出口和制造业投资延续高增以外，基建投资开始明显发力。

5、中国向上、美国向下，中美经济增速与 10 年期国债收益率“双倒挂”将迎来逆转。3 月国内疫情出现反弹时，中国经济下行压力进一步增大，而美国经济却面临需求旺盛和劳动力市场紧俏进一步推高通胀的过热风险。然而随着疫情好转与政策持续发力，5 月以来中国经济走出至暗时刻、逐步恢复；而美国却因为高通胀对消费信心的冲击，以及美联储被迫快速加息对总需求的抑制，出现经济衰退隐忧。经济增速和 10 年期国债收益率“双倒挂”风险下降，中国经济增长仍将领先美国，中美 10 年期国债利差也重新扩大。

二、下半年经济展望：V 型反弹，消费自然恢复、房地产投资企稳回升、财政支持基建投资，但要警惕通胀上行

1、GDP：三四季度同比增速有望恢复至 5%。从全年来看，4 月和二季度将是经济谷底，随后快速恢复。上半年经济受疫情拖累，GDP 累计同比或不到 3%，三四季度同比增速有望恢复至 5%，全年增速在 4% 左右。

2、消费：环比或迎来较快恢复，但同比增速仍低于疫情前。居民消费受三大



因素共同驱动：消费能力、消费意愿和消费场景。随着疫情逐步好转，消费场景的限制将陆续放开，消费券和汽车购置补贴等政策将在一定程度上改善居民消费能力和消费意愿，消费或迎来环比较快恢复。但在疫情完全消退之前，消费的三大决定因素将仍受抑制，拖累消费同比增速低于疫情前水平。

3、房地产投资：下半年或将实现单月同比由负转正。我国房地产周期主要受政策周期驱动，但本轮周期还受到疫情和房企债务风险的冲击，从而抑制了调控放松的效果。随着疫情好转、房地产调控政策持续放松，30大中城市商品房成交面积已恢复至往年同期水平，下半年有望实现单月同比由负转正。

4、制造业投资：外需和利润增速回落叠加基数效应，增速或将放缓。2021年制造业投资两年平均增速达5.4%，高于疫情前2019年的3.1%，强劲的外需以及高利润增速是重要原因。随着未来出口从高增回归常态，PPI同比持续回落，制造业利润增速放缓，新增投资将逐步下滑。且受去年前低后高的基数影响，若今年环比无法持续走强，同比增速将逐步放缓。

5、基建投资：政策持续发力，或维持全年8%的较高增速。6月以来，国常会先后推出“调增政策性银行8000亿元信贷额度”和“发行3000亿元开发性金融债，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金”两项政策。预计全年基建投资增速或维持在8%左右。

6、出口：从高增回归常态，同比下行但仍有韧性。在经历近两年的高增之后，我国出口增速或将回归常态。一方面，欧美在高通胀压力下加快加息步伐，全球经济下行压力增大，外需走弱；另一方面，海外生产逐步恢复，中国此前因疫情防控优势所获取的超额出口份额面临挤压。出口同比回落，但不会失速，仍有一定支撑，预计全年增长10.4%。

7、通胀：输入性压力和猪周期或推动CPI单月同比上行至3%。下半年我国通胀面临内外部冲击：国际油价和粮价的输入性通胀风险，以及国内猪周期上行压力，CPI同比或于9月突破3%，全年同比2.3%。去年高基数决定了今年PPI同比的单边下行趋势，预计四季度同比最低降至2%，全年同比5.8%。CPI上行或对货币政策形成制约，并抬升中低收入人群生活成本。

风险提示：疫情反弹风险、房企债务风险、输入性通胀风险、全球流动性收紧风险、全球经济衰退风险



目 录

一、疫情经济学：中国经济 W 型走势的压力与动能.....	5
（一）疫情经济与非疫情经济的区别.....	5
（二）疫情以来中国经济恢复的压力与动能.....	6
（三）中国向上、美国向下，中美经济增速与 10 年期国债收益率“双倒挂”将迎来逆转.....	7
二、下半年经济展望：V 型反弹，消费自然恢复、房地产投资企稳回升、财政支持基建投资，但要警惕通胀上行 .8	
（一）GDP：三四季度同比增速有望恢复至 5%.....	8
（二）消费：环比或迎来较快恢复，但同比增速仍低于疫情前.....	9
（三）房地产投资：下半年或将实现单月同比由负转正.....	11
（四）制造业投资：外需和利润增速回落叠加基数效应，增速或将放缓.....	13
（五）基建投资：政策持续发力，或维持全年 8%的较高增速.....	14
（六）出口：从高增回归常态，同比下行但仍有韧性.....	15
（七）通胀：输入性压力和猪周期或推动 CPI 单月同比上行至 3%.....	17
（八）中国经济的潜在风险.....	19

图表目录

图表 1：疫情以来中国经济呈 W 型走势.....	5
图表 2：受上海影响，4 月江浙皖 CPI 同比高于疫情状况相似的省份.....	6
图表 3：经济增长动能不断切换.....	6
图表 4：中国经济增速长期高于美国.....	7
图表 5：中美 10 年期国债利差重新扩大.....	8
图表 6：主要经济指标 2022 年增速预测.....	8
图表 7：本轮疫情反弹导致 31 个大城市失业率高于 2020 年同期.....	9
图表 8：城镇储户储蓄意愿持续上升.....	9
图表 9：旅游人次恢复程度好于旅游收入.....	10
图表 10：疫情以来社零消费同比持续低迷.....	10
图表 11：疫情冲击一度导致房地产销售单月同比下降超 40%.....	11
图表 12：二季度各地房地产调控显著放松.....	11
图表 13：30 大中城市商品房成交面积已基本恢复至历史同期水平.....	12
图表 14：对公涉房贷款不良率明显上升.....	12
图表 15：房地产开发资金来源中，国内贷款同比仍在下滑.....	13
图表 16：制造业投资增速将随利润增速回落而放缓.....	13
图表 17：1-5 月基建投资同比增长 8.2%.....	14
图表 18：今年专项债发行进度显著加快.....	15
图表 19：全球制造业 PMI 明显回落.....	15
图表 20：中国出口份额或将回落.....	16
图表 21：新能源汽车产业链出口高增.....	16
图表 22：出口同比或将回落.....	17
图表 23：国际油价和粮价大幅上涨.....	17



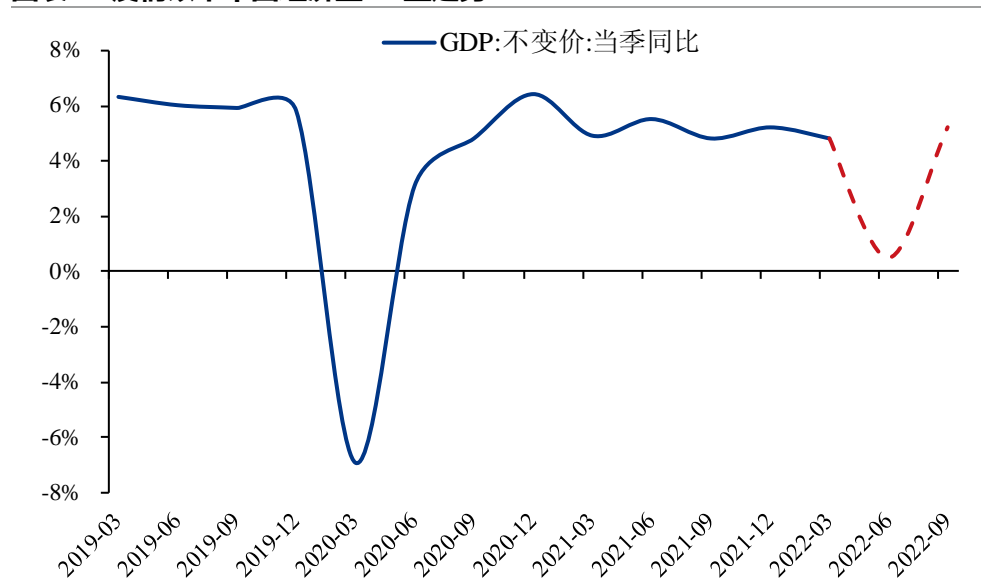
图表 24： 经过长期调整，猪周期将再度上行	18
图表 25： CPI 单月同比或上行至 3 %	18
图表 26： PPI 单月同比或降至 2 %	19



一、疫情经济学：中国经济 W 型走势的压力与动能

自 2020 年初疫情爆发以来，中国经济呈 W 型走势，当前正处于二次探底后的恢复阶段。疫情经济与非疫情经济存在显著区别，只有深入理解疫情背景下经济面临的压力与动能，才能在错综复杂的经济环境中更好地迎接机遇和挑战。

图表1：疫情以来中国经济呈 W 型走势



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

（一）疫情经济与非疫情经济的区别

疫情深刻地改变了经济的正常运行逻辑。

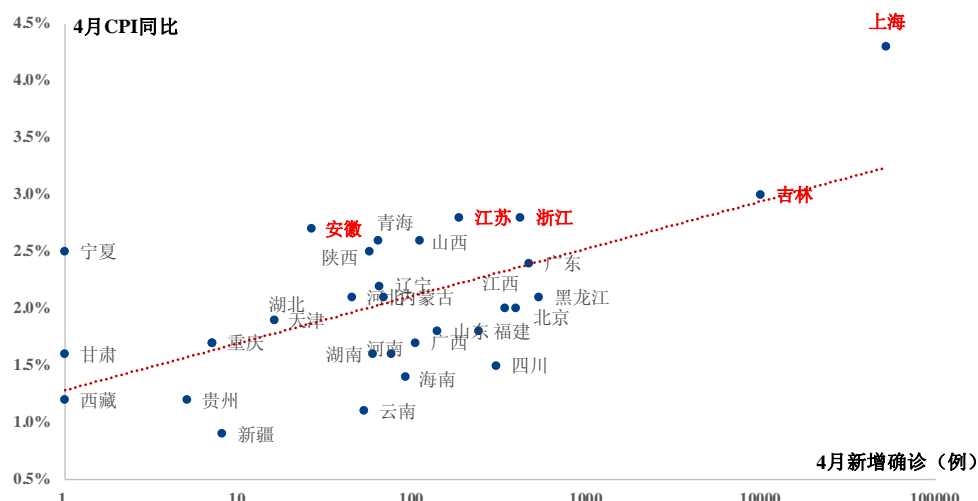
一是资源配置方式，疫情前，市场化的价格机制在资源配置中起决定性作用，各省市间人员和物资自由流动，充分发挥专业分工和比较优势；而疫情后，市场机制受到梗阻，产业链供应链不畅，行政性的计划配置行为增多。

二是经济运行基础，市场经济依赖于契约和法治，各微观主体在规则下寻求自身利益最大化，并实现社会总体福利的帕累托改进；计划经济则依赖于强有力、高效的行政体系和基层治理能力，关系到基本公共服务的供给和质量。

三是不同能级城市间的传导，疫情前，一线城市具有规模经济效应和引领作用，城市群和都市圈是经济增长极；而本轮疫情反弹中，一线城市因其产业链的重要位置对周边乃至全国其他城市造成经济冲击，同时因疫情严格防控而产生防控方式的示范效应。



图表2：受上海影响，4月江浙皖 CPI 同比高于疫情状况相似的省份



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）疫情以来中国经济恢复的压力与动能

回顾疫情以来的两年半时间，经济在不同阶段遭遇了多重下行压力。一是反复的疫情反弹与防控趋严干扰正常的生产生活秩序，例如2020年一季度和2022年二季度；二是房地产贷款集中度管理和房企融资“三道红线”过度收紧，导致2021年下半年房地产销售、投资快速滑落至负增长；三是部分地方政府运动式、一刀切追求“双碳”和“能耗双控”目标，出现了2021年三季度拉闸限电进而影响工业生产的现象；四是本意是加强对平台经济和教培行业等的严格监管和处罚，客观上加大了稳定市场预期的难度，引发2021年中概股大跌；五是俄乌冲突和美联储货币政策收紧等外部冲击。

在疫情缓解、政策发力和经济内生修复的推动下，经济总体呈恢复态势，增长动能不断切换。疫情之前的2019年，经济主要依靠消费和房地产投资拉动，增速分别高达8.0%和9.9%；2020年疫情爆发之后，中国率先恢复生产，出口和房地产投资成为主要拉动力，下半年同比分别增长12.6%和11.4%；以两年平均增速来看，2021年出口继续保持16.0%的超预期增长，制造业投资明显回暖，但房地产投资于年中开始走弱；2022年上半年，除了出口和制造业投资延续高增以外，基建投资开始明显发力。

展望未来，中国经济将走出V型反弹，下半年中国经济将拾级而上，主要动能是消费自然恢复、房地产投资在政策发力下企稳回升、财政支持基建投资。

图表3：经济增长动能不断切换

	实际GDP	消费	固定资产投资	其中：房地产投资	制造业投资	基建投资	出口
2019年	6.0%	8.0%	5.4%	9.9%	3.1%	3.3%	0.5%
2020年	2.2%	-3.9%	2.9%	7.0%	-2.2%	3.4%	3.6%
2021年	5.1%	4.0%	3.9%	5.7%	5.4%	1.8%	16.0%
2022年1-5月	/	-1.5%	6.2%	-4.0%	10.6%	8.2%	13.5%

资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

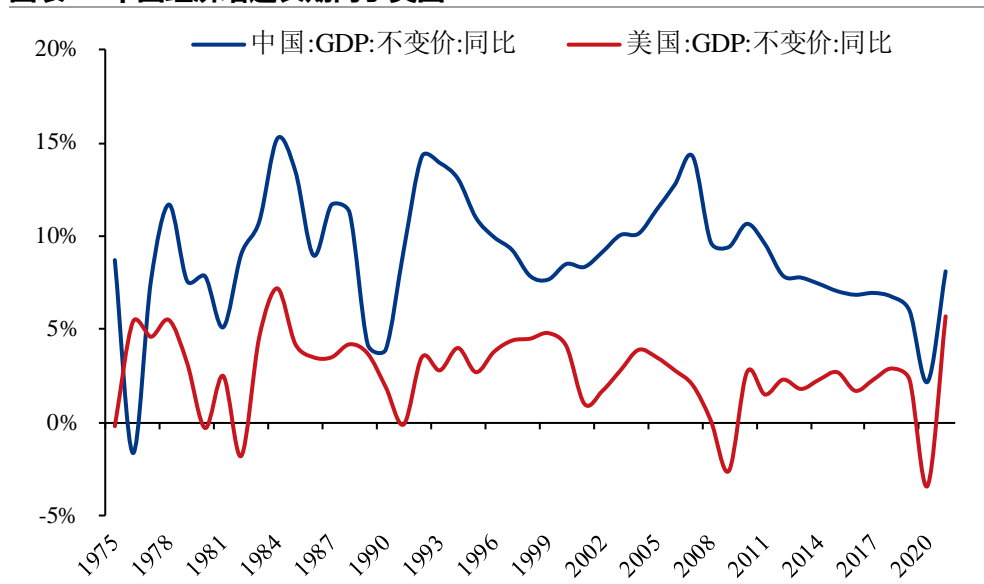


（三）中国向上、美国向下，中美经济增速与 10 年期国债收益率“双倒挂”将迎来逆转

3 月国内疫情出现反弹时，中国经济下行压力进一步增大，而美国经济却面临需求旺盛和劳动力市场紧俏进一步推高通胀的过热风险。因此，市场预期中美经济增速将出现倒挂，美国 GDP 增速或自 1977 年以来首次超过中国。中美经济和货币政策周期错位，导致中美 10 年期国债利差持续下滑，一度倒挂 72 BP。

然而随着疫情好转与政策持续发力，5 月以来中国经济走出至暗时刻、逐步恢复；而美国却因为高通胀对消费信心的冲击，以及美联储被迫快速加息对总需求的抑制，出现经济衰退隐忧。经济增速和 10 年期国债收益率“双倒挂”风险下降，中国经济增长仍将领先美国，中美 10 年期国债利差也重新扩大。外部约束减弱，中国得以继续坚持“以我为主”，政策空间增大，资本外流和汇率贬值压力缓释。

图表4：中国经济增速长期高于美国



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5：中美 10 年期国债利差重新扩大



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、下半年经济展望：V 型反弹，消费自然恢复、房地产投资企稳回升、财政支持基建投资，但要警惕通胀上行

(一) GDP：三四季度同比增速有望恢复至 5%

从全年来看，4 月和二季度将是经济谷底，随后快速恢复。4 月是国内疫情反弹最为严重的时刻，国内经济遭遇“冰封”。随着高效统筹疫情防控和经济社会发展成效显现，5 月以来经济景气水平明显改善。

上半年经济受疫情拖累，GDP 累计同比或不到 3%，三四季度同比增速有望恢复至 5%，全年增速在 4%左右。

图表6：主要经济指标 2022 年增速预测

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-5 月	2022 年
----	--------	--------	--------	--------------	--------

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_43640



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>