



伍戈：逆周期归来



意见领袖 | 伍戈（长江证券首席经济学家）



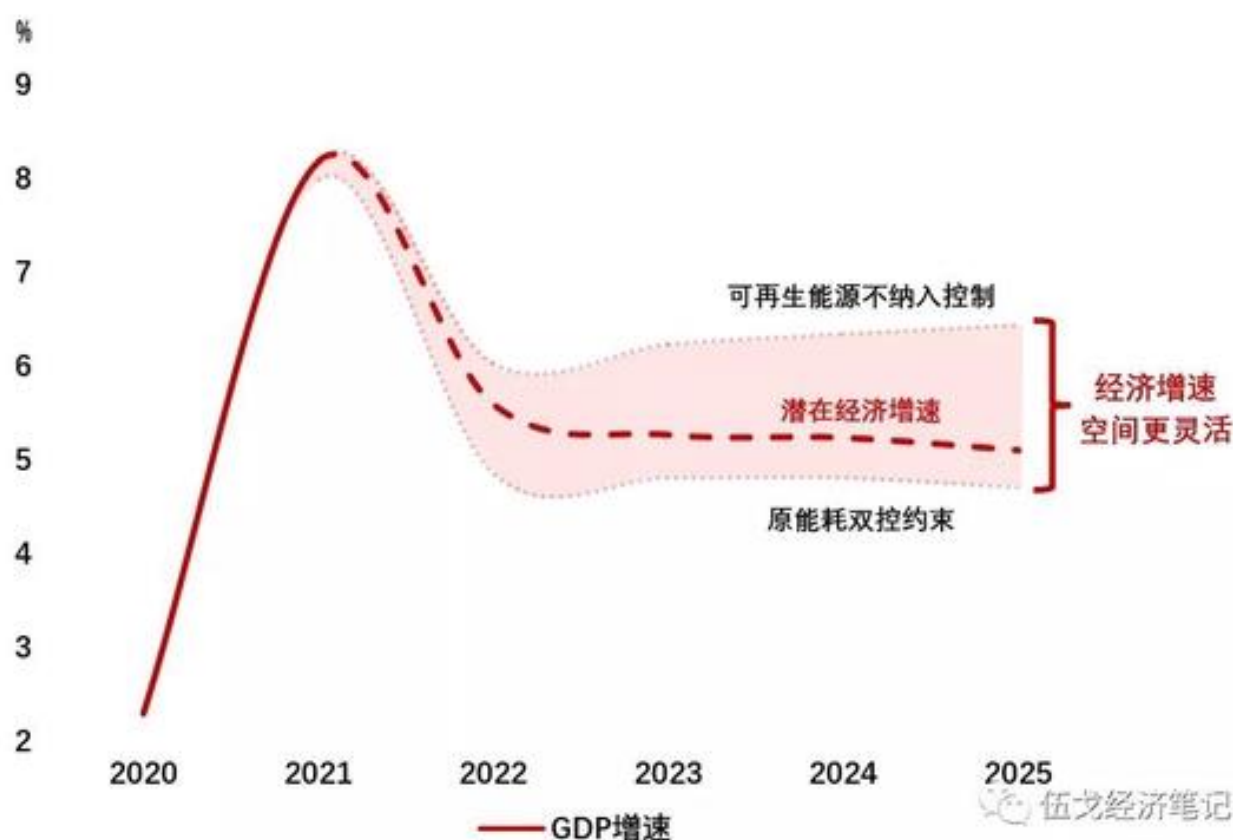
纵观历史，预期转强往往发生在政策不确定性降低以及经济趋稳的时期。如此看，新年或有转机

纲举而后目张。历史上，每当下行压力集中在岁末时，来年经济往往反倒不悲观，这或许与年初是财政、货币等逆周期政策重新规划的时点有关。当前供给冲击、需求收缩、预期转弱“三重压力”袭来，中国经济能否实现否极泰来？多重现实约束之下，新年动力究竟何在？

一、直面供给冲击

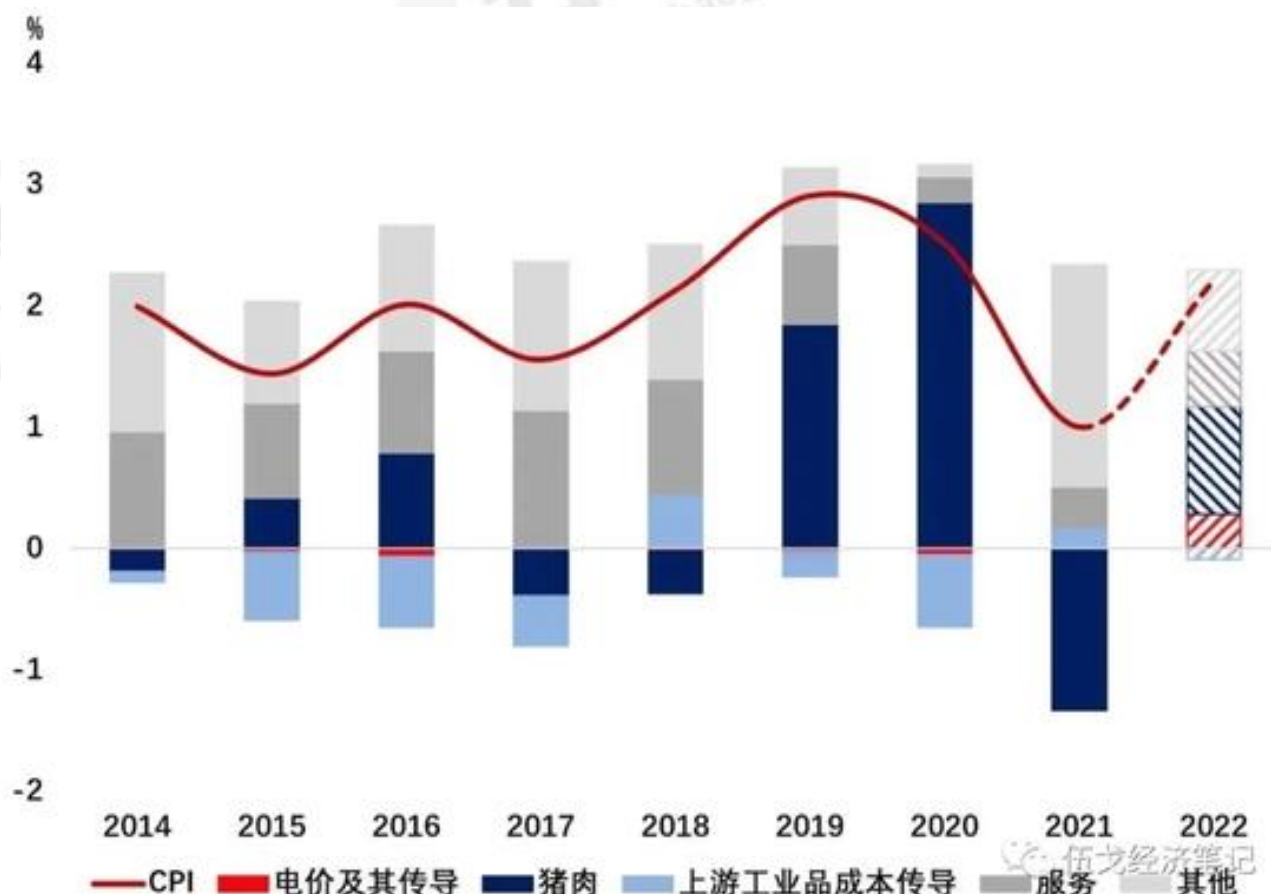
供给冲击方面，持续两年的疫情仍在掣肘经济，但过去半年来自能耗“双控”的冲击更为突出。近期中央提出“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，能耗约束或将明显弱化。初步估算，相较原“双控”机制，在相同能耗强度下，新机制能支持的经济增速运行上限将抬升约1.5个百分点。

图1. 能耗“双控”约束弱化



“双碳”顶层设计之后各领域的行动方案陆续出台，能耗“双控”将逐步转向碳排放的“双控”约束。诸如电力等成本将更加分散地由各微观主体承担，不再集中于生产端。随着“双碳”实现路径更加系统和清晰，工业限产力度或将趋于平滑柔和。

图 2. 电价等成本冲击将更分散，不集中于生产端



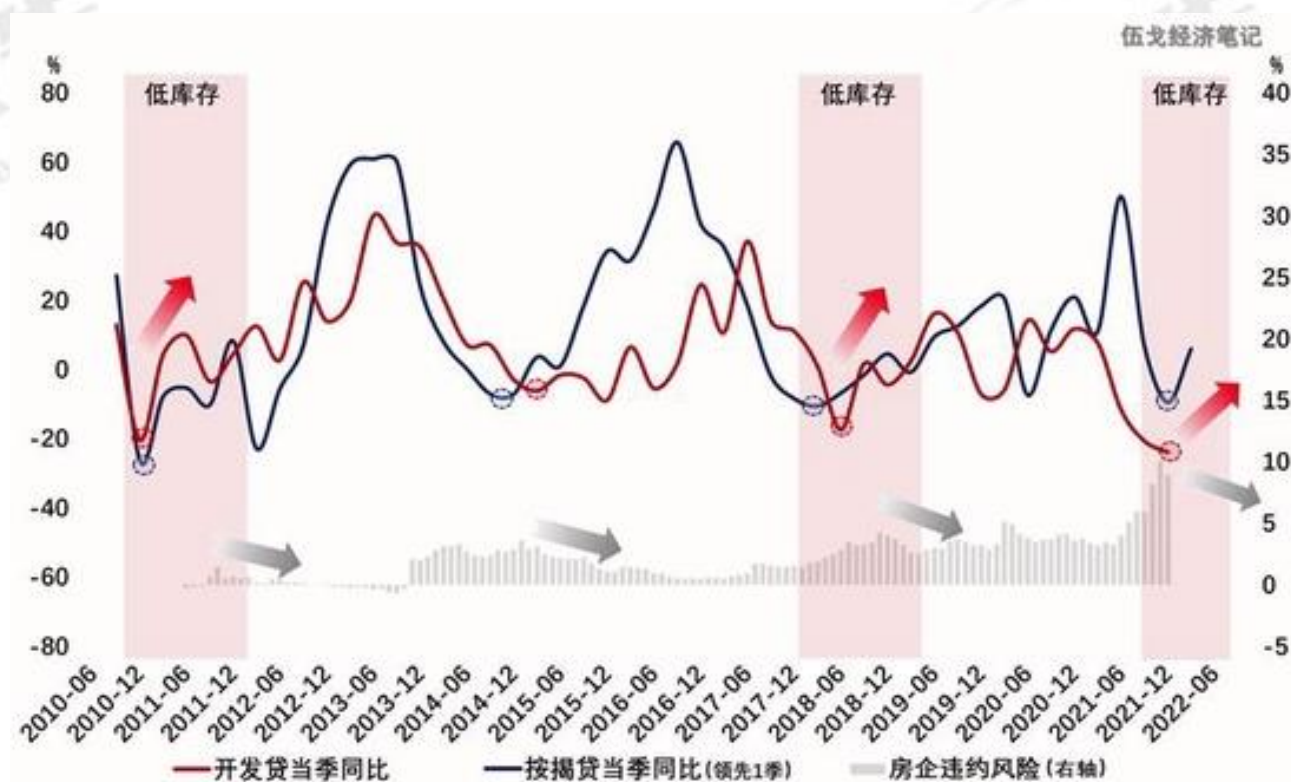
“双碳”实现过程中，市场化的价格约束机制会比行政管控更为有效和有序。近期多地年度长协燃煤电价纷纷上浮 20%，而高耗能行业电价已完全自由浮动。初步估算，今年电价或将上浮 12%，拉升 PPI 约 0.8 个百分点，拉升 CPI 约 0.3 个百分点。

二、直面需求收缩

需求收缩最明显的领域是房地产及相关行业。解铃还须系铃人，融资松绑，风险方能缓释，此后销售投资才可能企稳。目前，按揭贷已连续 2 月实现同比、环比多增。历史来看，开发贷有望随后改善，特别是在低库

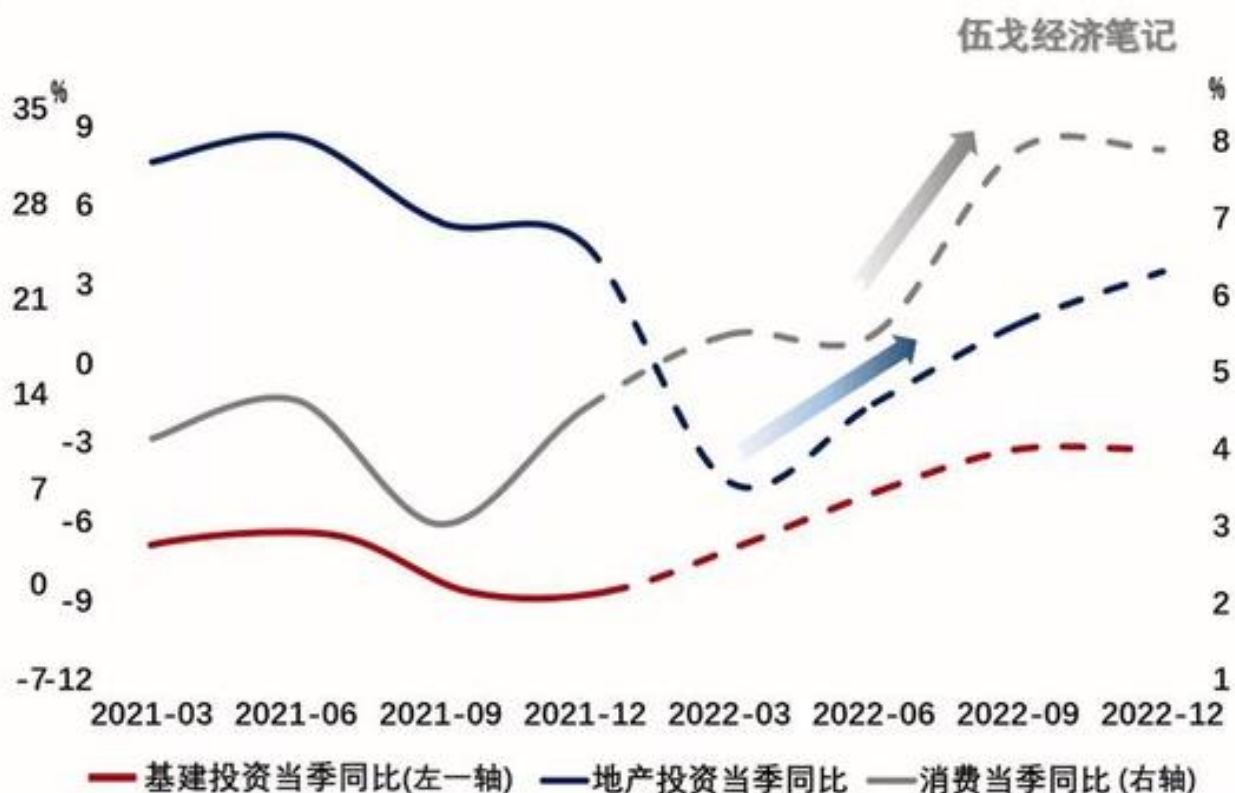
存阶段。此外，房贷利率也连续 3 月回落。考虑到融资的领先作用，后续房企整体风险和经营状况有望得以改善。

图 3. 融资才是“解铃人”



政策纠偏之下，内需动能将先后接力。前期“跨周期”调节使得财政结余较为充裕，加之专项债额度提前下达及其使用推进加快，基建投资一季度将率先抬升。房地产投资可能二季度探底后回升，消费则要待到三季度经济企稳后转暖。全年经济有望呈现前低后稳趋势。

图 4. 内需接力：基建先行，到地产纠偏，再到消费企稳



三、直面预期转弱

去年下半年以来，密集出台的部分政策措施对宏观经济造成了某种程度的叠加共振。随着中央重提“以经济建设为中心”并强调“慎重出台有收缩效应的政策”，预计负向冲击性的举措将有所减少。纵观历史，预期转强往往发生在政策不确定性降低以及经济趋稳的时期。如此看来，新年

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_35550

