



疫后的复苏路径



上海复工复产开始启动，对于市场而言，首先关心的是复工的进度，与此同时，一个相对中期的话题是，中国经济是不是已经度过了“至暗时刻”。回答以上的两个问题，我们都需要等待更多的数据，从复工进度来看，市场一般会考察客流、汽车销量、动力煤耗以及开工率等高频数据，对于后一个问题而言，市场则需要更长的维度和中观数据。

但与此同时，另一个可以从过去的经验尤其是武汉封城后的经验中总结的是，未来经济可能的复苏路径，以及不同行业的复苏顺序。

从新冠疫情后的多数国家包括中国的情况来看，制造业往往最容易走出疫情的影响，这是因为相关疫情管控举措在制造业行业中能够得到更为有效的执行。

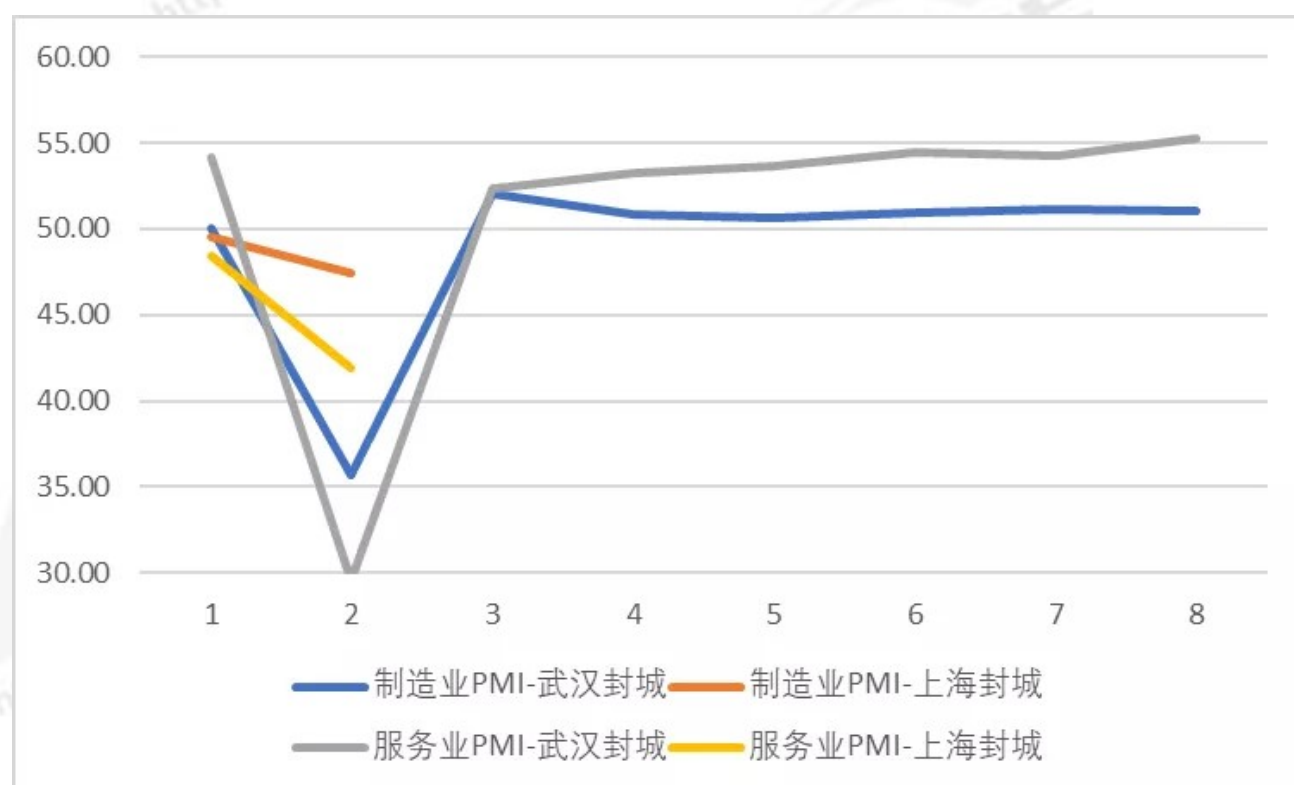
下图中我们可以看到官方 PMI 在武汉封城和上海封城后的变化，我们以封城当月作为起点，可以发现以下几个特点：

第一，服务业在封城后往往下滑斜率更快，在 2020 年全国性的管控举措从 3 月逐步取消后，制造业的复苏早于服务业；但从当年的 4 月份开始，服务业 PMI 的读数出现明显抬升，此后就一直显著高于制造业。当然，服务业 PMI 高于制造业 PMI 的读数，在疫情前也是一个较为常见的现象，因此我们倾向于认为从 4 月份开始整体经济活动开始恢复到疫情前的常态。

第二，从上海封城之后的 PMI 读数可以发现，服务业受到的冲击相对更大，但下滑的幅度却远小于武汉封城之时。这给市场的启示是，今年第

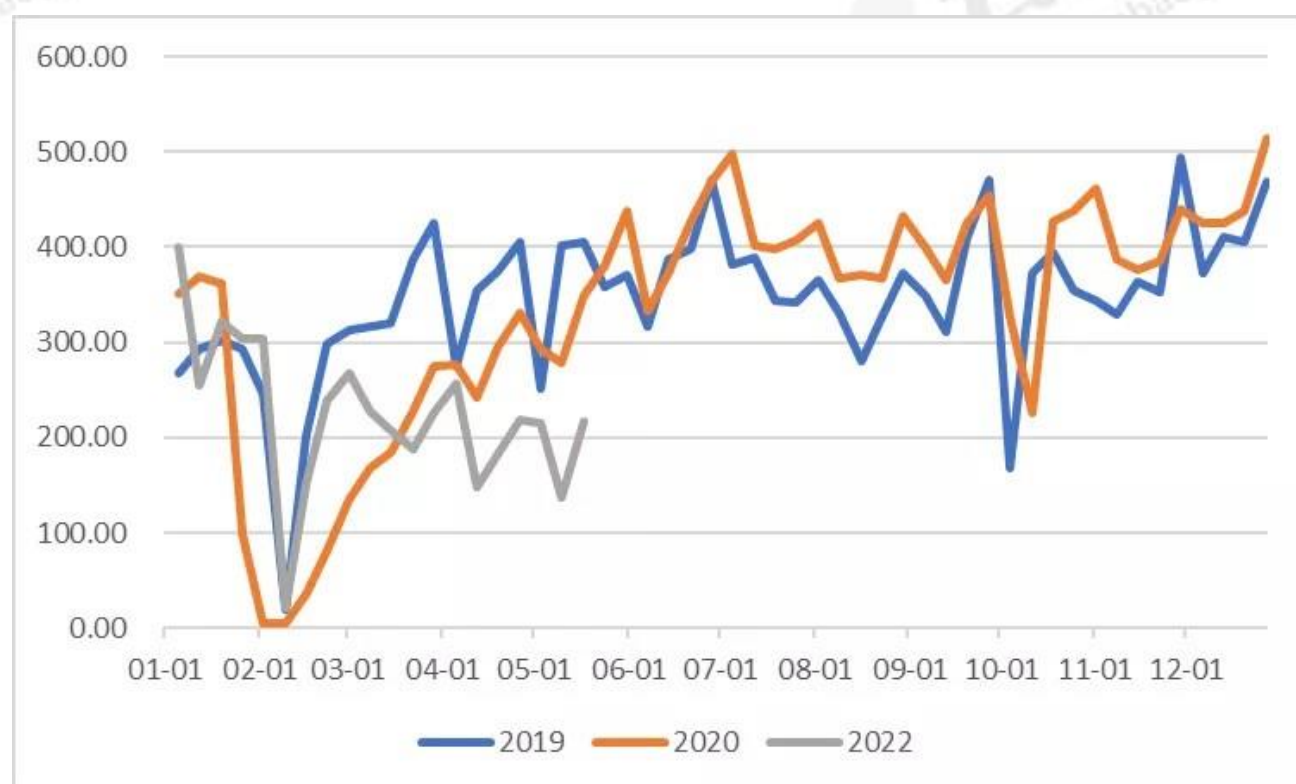
二季度的 GDP 表现尽管可能出现环比负增长，但环比表现会远好于 2020 年第一季度接近 10% 的跌幅。从这个角度来说，如果未来一段时间疫情能够得到相对有效的管控，那么经济工作的主要目标就是填上 4 月份上海封城的这个“大坑”。

同时，从 2020 年的经验来看，PMI 的下滑主要集中在 2 月份即全国大面积封锁的时候，春节后，全国大多数地区都开始逐步恢复常态。今年的情况可能有些类似，即主要的冲击应该会落在 4 月份，但由于上海解封从 5 月中逐步开始，因此对于 PMI 在 5 月份的回升力度需要保持一定的谨慎，但总体而言，复苏的态势是清晰的，同时制造业恢复力度会早于服务业。总结来看，5 月份的制造业 PMI 回升值得期待，而 6 月的服务业 PMI 一旦如期回升，那么市场会对整个经济的复苏保持一个相对乐观的心态。



2020 年的另一个重要的经验，是房地产市场在疫情后的快速启动，并在很大程度上撑住了内需。我们可以从下图中看到，主要城市的新房成交量从 3 月份开始明显拉升，到了 5 月份已经接近 2019 年的水平，从 6 月开始就明显超越了 2019 年的水平。

图：30 大中城市新房销售面积（连续 4 周滚动加总，百万平方米）



成交量一般考察的是成交面积，如果我们再去观察土拍金额，会看到另一个更有意思的现象，即 2020 年的土拍金额在疫情刚刚过去不久的 5 月份就已经超过了 2019 年同期，这也表明市场对于未来的预期也在不断地好转。市场的情绪也可以从土拍溢价率体现出来，土拍溢价率在 2019 年的平均水平在 12.3%，到了 2020 年则上升至 13.8%。

对比 2022 年与 2020 年的房地产表现，我们一方面看到了成交量在

今年的低迷，另一方面看到的则是土拍在上海封城前就显得不乐观。目前市场的预期是房地产销量会在下半年出现同比转正，这一方面是因为各地陆续出台对房地产松绑的政策，另一方面也是因为去年下半年相对较低的基数。房地产市场的表现的确对于中国经济的底部确认非常重要，尤其是考虑到与 2020 年相比，今年的出口表现应该会显著弱于 2020 年。

图：100 个城市土地成交总额（连续 4 周滚动加总，亿元）



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_42050

