

## 一季，芳菲——2022年下半年宏观经济展望

### 报告要点：

● **疫情和疫情乘数在过去给予了基本面偏大的压力，但看起来疫情所带来的影响也许会持续消退。**

1) 这一轮新冠疫情的发病情况正在慢慢向0收敛，5月的加权高德拥堵指数已经非常接近合理的状态；

2) 在可视的区间之内，我们也许不会再遇到再一轮严峻的疫情，一则新冠繁殖率已回到历史低位，二则北京疫情曲线可能预示着防疫强度和经济增长的平衡点的极端边界；

3) 如果这一判断正确的话，那Q2的经济将成为全年的底部。

● **但接下来，地产和出口的问题可能会浮出水面。**

1) 地产行业已从卖方市场切换到买方市场，这应该是产业政策所推动的变化；

2) 出口当前也出现了与海外景气度并不匹配的下降，这也许与产业链外迁有关。

● **周期上并没有那么令人乐观，地产可能会缺席今年的稳增长。**

1) 当前地产销售的表现更多是产业内生的；

2) 地产销售的问题还是在期房盘上，但从房企预收账款的骤降看，房企还在加速消化前期的应竣工项目，这意味着地产销售所拥有的保护垫还是有限；

3) 现在唯一能看到的改变是，房企拥有了更多的纾困资金，但这些流动性距提振购房者的信心尚待时日；

4) 从销售转稳到地产资本开支加快，至少需要十个月的时间，这意味着地产资本开支的加速可能要在明年出现。

● **短周期来看，外需的转弱和产业链转移使得我国出口承压。**

1) 在过去的两年间，全球利率没有再出现下降，这意味着外需进一步上行的动力已经消失；

2) 抛却印太协议对预期的影响不论，短周期意义上，若发达国家没有那么多增量需求出来，出口便难以上行；

3) 以越南为代表的东南亚国家在服装、鞋帽、玩具等领域对我国出口形成替代。

● **基建是今年实现稳增长的重要抓手，但实际效果有待观察。**

1) 今年和2020年很难相提并论，2020年的赤字率目标很高，而且还动用了大量的地方财政转入资金，今年的财政在各方面都比较受限；

2) 经验上，基建投资加快的状态下若要实现经济企稳，一般要以地产投资企稳为前提。

● **下半年宏观经济的状态可能是冷热均沾的。**

1) 短时疫情的恢复将是一个主导项，但再往后看的话，一旦疫情恢复的力量变弱，沉重的周期可能会使得经济压力重新增加；

2) PPI及CRB持续收敛应该是相对确定的事实，企业补库存的意愿及速度也会相应下降，这是周期减速的加速项。

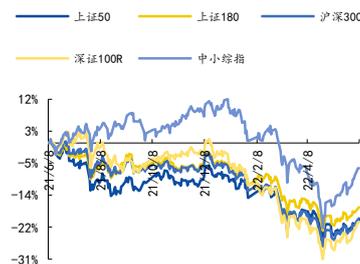
● **下半年的货币政策呈现出来的状态可能会比上半年略宽松。**

1) PPI的下滑意味着货币政策的边界是拓宽的，这时货币宽一些总比紧一些要好；

### 主要数据：

上证综指：	3241.76
深圳成指：	11935.57
沪深300：	4179.13
中小盘指：	4185.09
创业板指：	2554.63

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《海外地产复盘：日本向左，美国向右》

2022.05.31

《兵临城下的预期》2022.05.13

### 报告作者

分析师 杨为敦  
执业证书编号 S0020521060001  
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

---

2) 市场对汇率的预期其实是充分稳定的，汇率应该已不是掣肘货币政策的因素，这可能和逆周期因子有关；

3) 照此来看，资产荒有持续到年终的可能性。

● 在价格这个层面，唯一加速的应是猪周期，但猪的宏观影响在逐步弱化。

1) 这一轮生猪去栏的过程要持续到年末，这意味着，猪肉价格所面临的上涨状态应该是跨年的；

2) 猪肉价格的影响会导致 CPI 回升，但这不会影响到政策空间，原因之一可能是居民收入变得充分平坦。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

## 1. 将成往事的疫情

疫情对经济基本面的影响是显然的。

1) 疫情对经济的影响分为肉眼可见的部分及肉眼难见的部分。随着基本面波动率的增加，经济主体的预期对基本面产生了更加持续的影响。在疫情这个随机游走的影响之下，经济出现了一个又一个难以预期的奇异点，无论对于企业还是居民来说，这种波动都是难以预测的，因此，在对未来的营商环境进行展望时，企业的开支决策时更加谨慎。

图 1：疫情冲击下工业增加值大幅下滑

图 2：疫情增加了基本面的波动率



资料来源：Wind，国元证券研究所

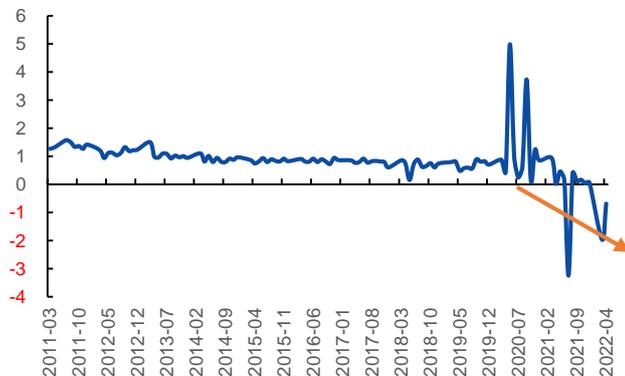


资料来源：Wind，国元证券研究所

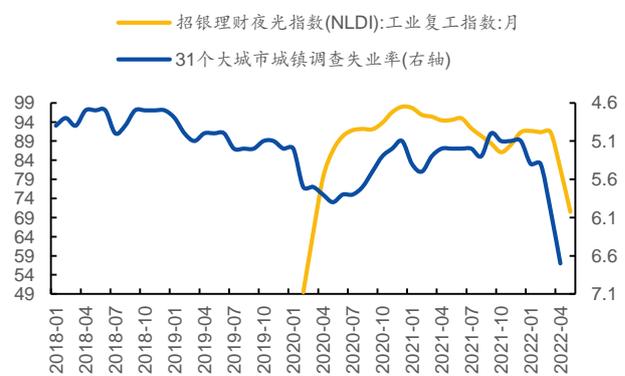
2) 谨慎的预期在蔓延，这种预期已经通过实实在在的失业数据影响了消费。消费环比自 2021 年年初后，形成了一个明显向下的轨道，这不是疫情这种点式影响所能解释的。消费的式微应该跟企业对未来不可捉摸的茫然息息相关，从当前失业率和复工情况看，失业率出现了复工情况无法解释的攀升，企业在悲观预期的假设下，出现了大量人员裁撤或少招，以应对未来的诸多不确定性。

图 3：目前消费环比形成了一个明显向下的轨道

图 4：复工情况无法解释失业率的攀升



资料来源：Wind，国元证券研究所

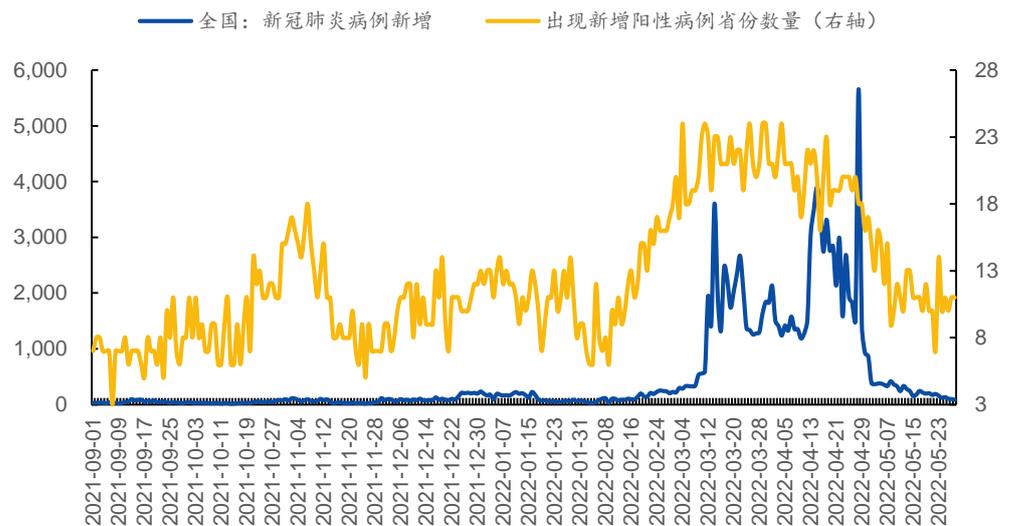


资料来源：Wind，国元证券研究所

但现在看起来，疫情所带来的影响后续可能会持续消退。

1) 这一轮新冠疫情的发病情况正在慢慢向 0 收敛。每日新增疫情的数据不仅仅代表着疫情的强度，也代表着疫情防控的强度，一旦疫情在边际上被管控住，也意味着经济活力在边际上会逐步修复，事实也是如此，我们看到，5 月的高德拥堵延时指数出现了明显恢复，且按照高德拥堵延时指数和 GDP 的相关性去推测，5 月的经济增长情况已经非常接近合理的状态。

图 5：新冠疫情的发病情况正在慢慢向 0 收敛



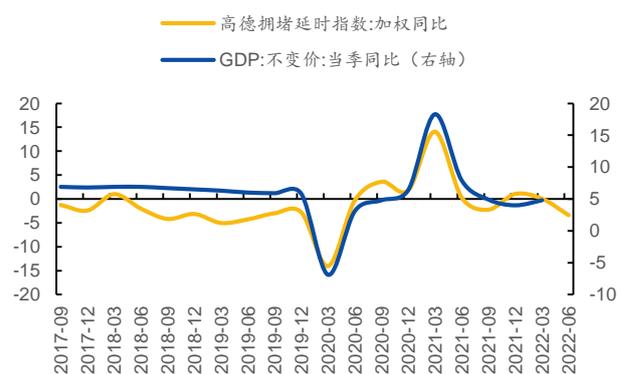
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：5 月高德拥堵延时指数出现明显恢复



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：高德拥堵延时指数和 GDP 有较强的相关性



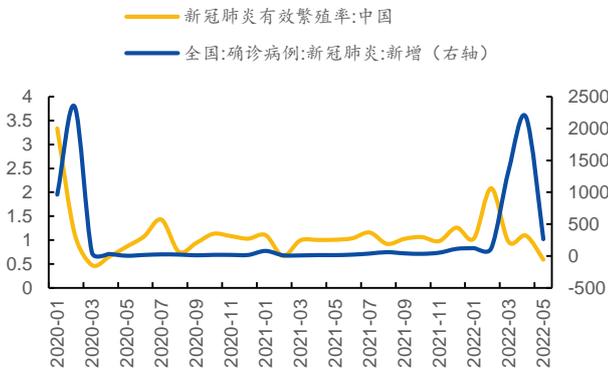
资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 往后来讲，在可视的区间之内，我们也许不会再遇到再一轮严峻的疫情。一方面，中国的新冠繁殖率是预测疫情的前瞻指标，最近新冠繁殖率一路下降，目前其繁殖率已跌至 2020 年 3、4 月份的低位，这意味着病毒若不能出现预期之外的凶猛

变异的话，上海疫情可能已是今年防疫最为严峻的状态；另一方面，北京疫情于5月22日之后断崖式下降，这可能预示着防疫强度和经济增长的平衡点的极端边界。

图 8：新冠繁殖率是预测疫情的前瞻指标

图 9：北京疫情于 5 月 22 日之后断崖式下降



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

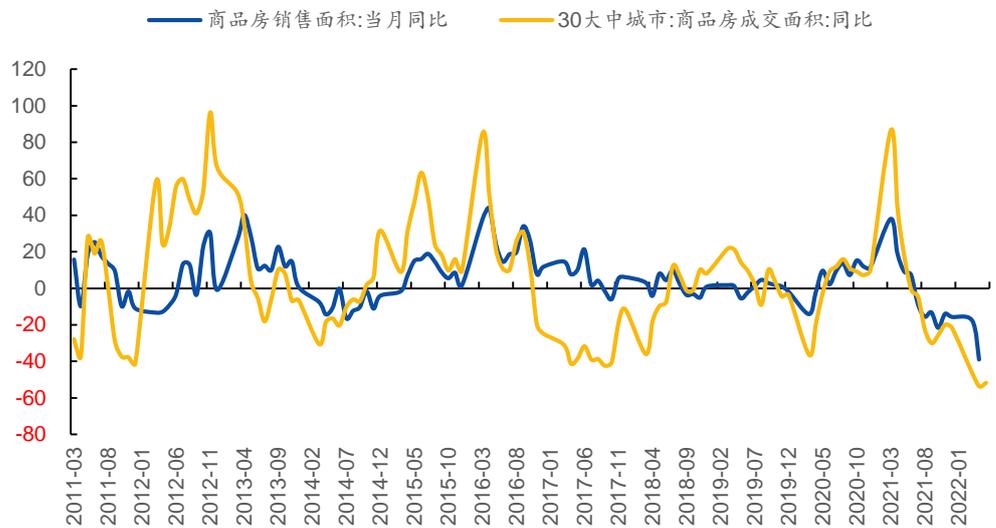
3) 需要稍作心理准备的是：疫情的次生影响的恢复要更加长尾。在疫情转好之后，民众可以外出购物生产，但市场信心恢复起来却需要更长的时间，在对未来偏弱的信心下，企业和民众难以开足马力消费。因此，疫情对经济的影响曲线应该是右偏的，经济活力的充分恢复需要一段时间。

## 2. 浮出水面的问题

地产和出口的问题可能会浮出水面。

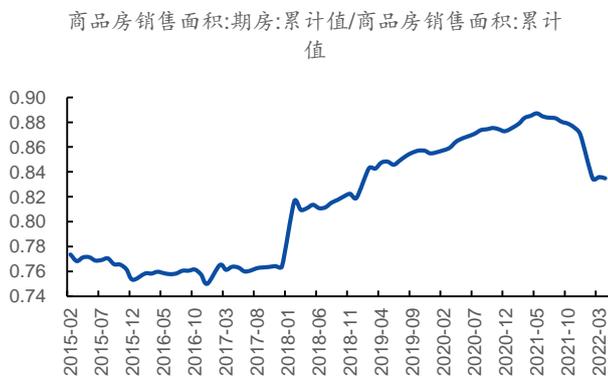
1) 地产其实早已进入市场的聚光灯之下。地产销售在流动性偏宽的环境下持续缩水这一点，已经说明地产行业已从卖方市场切换到买方市场（供给政策失效），这应该和三条红线等一系列产业管制政策有关。在产业风险激增之后，为了回避竣工风险，住宅和办公楼的期房交易大幅下滑。

图 10: 地产销售在流动性偏宽的环境下持续缩水



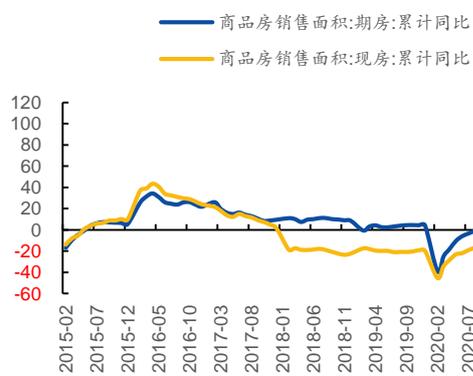
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 11: 商品房期房交易大幅下滑



资料来源: Wind, 国元证券研究所

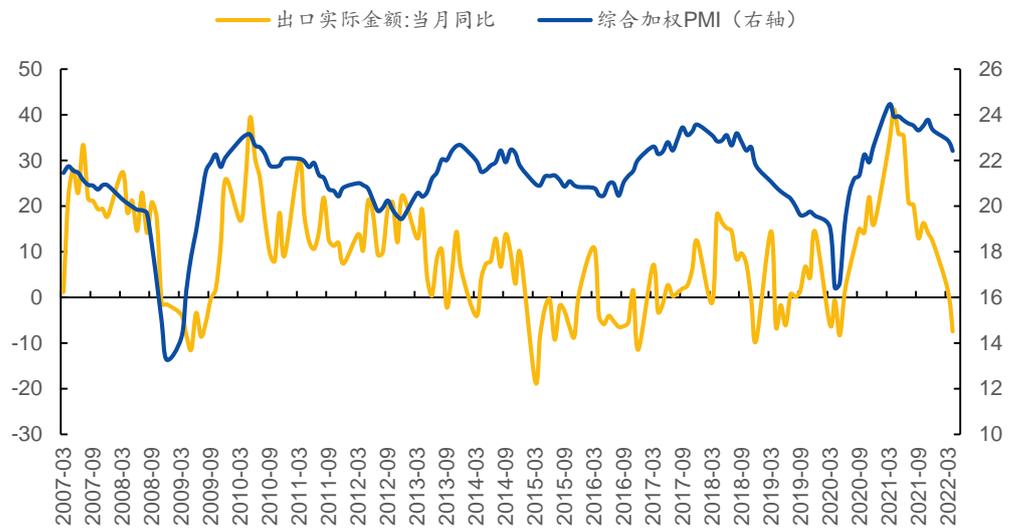
图 12: 商品房期房与现房双双下滑



资料来源: Wind, 国元证券研究所

2) 出口当前也出现了与海外景气度并不匹配的下降。历史上，出口的荣衰都是偏被动的，其升降大多与海外经济的变化有关，目前来看，美、日、欧这些与中国有频密出口交易的国家的景气度虽稍有下降，但中国出口的实际水平已经降到历史的偏低位置之上，其原因也许和外围国家的产业链修复及中国产业链外迁有关。

图 13：中国出口的实际水平已经降到历史的偏低位置



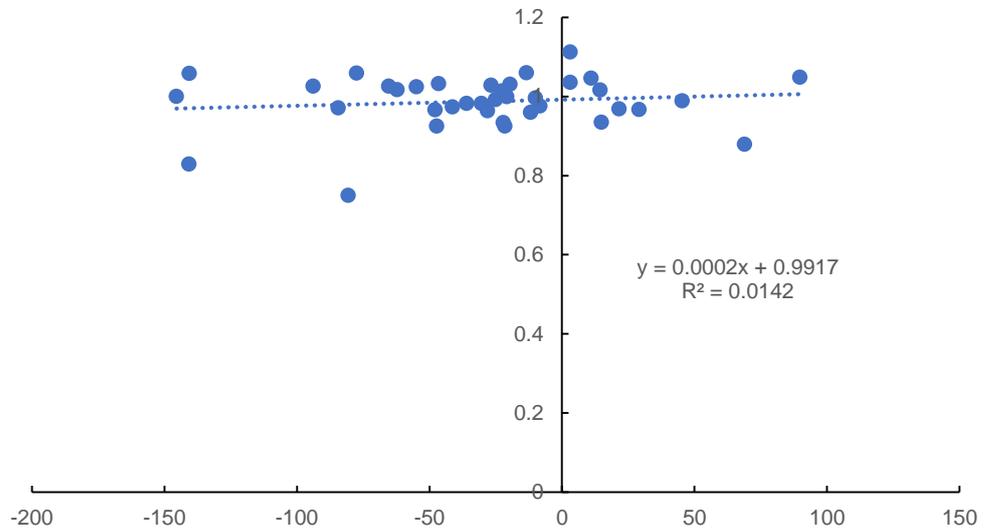
资料来源：Wind，国元证券研究所

事实上，地产和出口给予的压力应该是贯穿全年的。

地产应会缺席今年的稳增长。

1) 我们不必考虑太多疫情对地产的影响，事实上疫情对地产的影响相对有限。从各个城市的销售结果看，其地产销售增长在今年放缓的程度与该城市今年的受疫程度关系不大。譬如，泉州在今年同样受疫情的影响很大，但其地产销售却总体处于逆势加快的状态，而成都、杭州在今年的经济活动没有太多受到疫情的影响，但其地产销售却出现了明显放缓。

图 14: 地产销售增长放缓的程度与受疫程度关系不大 (横轴为地产销售损失, 纵轴为拥堵指数损失)

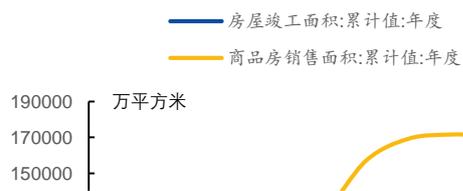
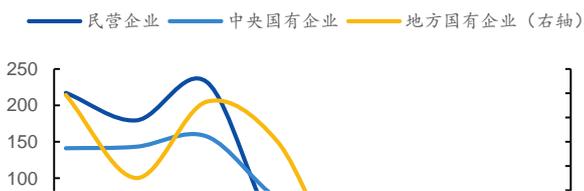


资料来源: Wind, 国元证券研究所

2) 地产销售的问题还是在期房盘上。对于地产开发商来说, 无论是国企还是民企, 其预收账款水平都出现了巨大的下降, 这意味着, 在过去的一年左右的时间里, 地产主要是保竣工。如果购房者仍然对期房购买谨慎, 且地产仍然无暇做更多的现房资本开支的话 (竣工与销售之间仍然存在着巨大的裂口), 那地产销售的见底仍然是个未知数。

图 15: 国企、民企预收账款水平都出现了巨大的下降

图 16: 竣工与销售之间仍然存在着巨大的裂口



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\\_42795](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42795)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>