



徐高：疫情之外，地产是另一个关键



文/意见领袖专栏作家 徐高



调控经济需要抓住主要矛盾。当下中国经济的主要矛盾在疫情和地产。在疫情冲击之下，2022 年 4 月我国宏观经济数据全面下滑。但从高频数据来看，疫情对我国经济活动的冲击程度可能已到峰值，最坏的时候很可能正在过去。

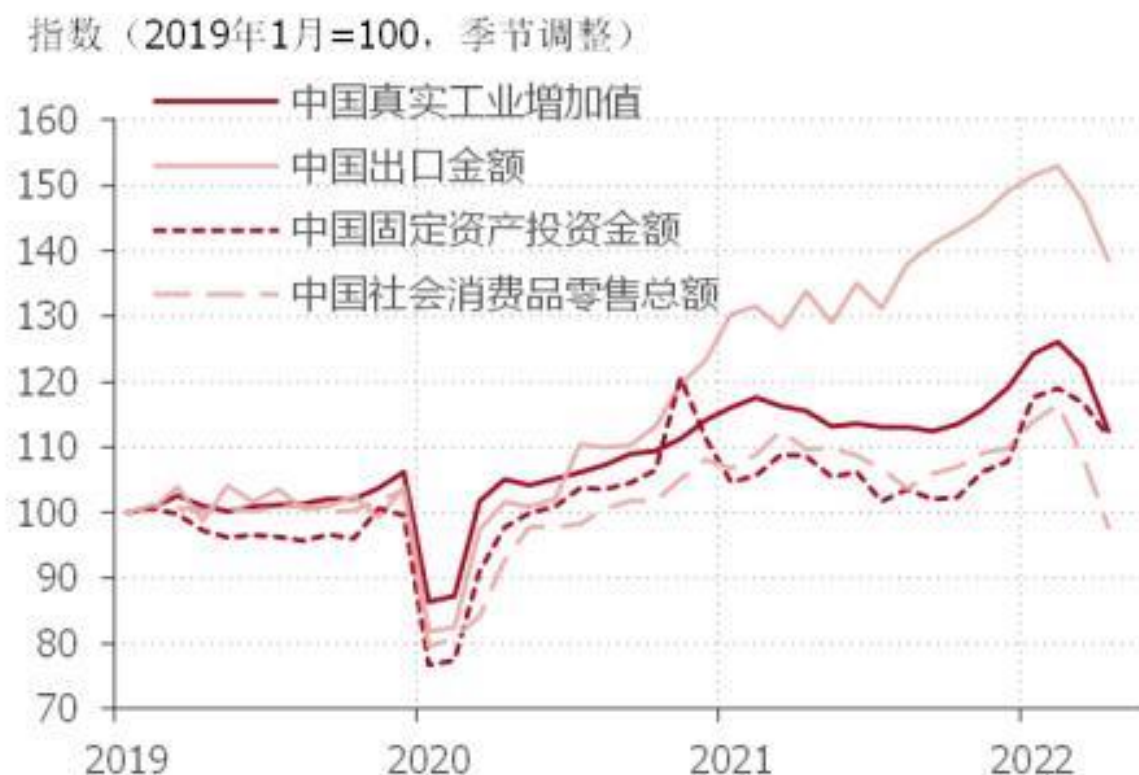
地产是当前我国经济的又一个关键。目前，地产行业的恶性循环仍未被打破，整体处在极为反常的状态。在过去十几年中，地产行业的融资对利率高度敏感。但延续了十几年的按揭贷款增速与国债收益率降幅之间的正相关性现在已被打破，二者当下的背离程度前所未见。2022 年 4 月，土地购置面积增速下滑至 10 年新低，土地购置价格增速却上升至 10 年新高，

二者的背离程度之大，也前所未见。

在地产行业陷入自身难以摆脱的恶性循环之中，地产开发商信用风险居高不下之时，由政府信用背书的行业性“困难资产救助计划”可以有效重塑行业信心，从而让地产开发商尽快回到正常状态。在地产供给恢复之前，如果对地产需求刺激得过快或过猛，很可能让房价大幅上涨，令宏观政策陷入两难。为了更好控制地价房价上涨，也有必要调整对地价有明显推升作用的集中供地政策。

受疫情冲击，2022 年 4 月我国宏观经济数据全面下滑。季节调整之后，4 月我国工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资金额和出口的绝对水平均显著下滑。注意，这代表着经济活动绝对规模的收缩，而不仅仅是增速的放缓。由于疫情的影响在 3 月经济数据中就已浮现，4 月数据走弱不算意外。

图表 1. 2022 年 4 月，国内各项经济数据季调后的绝对水平均明显下滑



资料来源：万得，中银证券

徐高经济观察

尽管疫情对经济的影响不小，但从高频数据来看，疫情的冲击程度可能已到峰值。进入 5 月之后，公路整车货运指数已经从 4 月的低位回升，10 大城市地铁客运量也有企稳之势。再考虑到近几周国内新增新冠确诊病例数明显走低的趋势，最坏的时候很可能正在过去。（图表 2）

图表 2. 从公路整车货运指数和地铁客流量这些高频数据来看，疫情对经济活动的冲击可能已到峰值



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。

资料来源：万得，中银证券

徐高经济观察

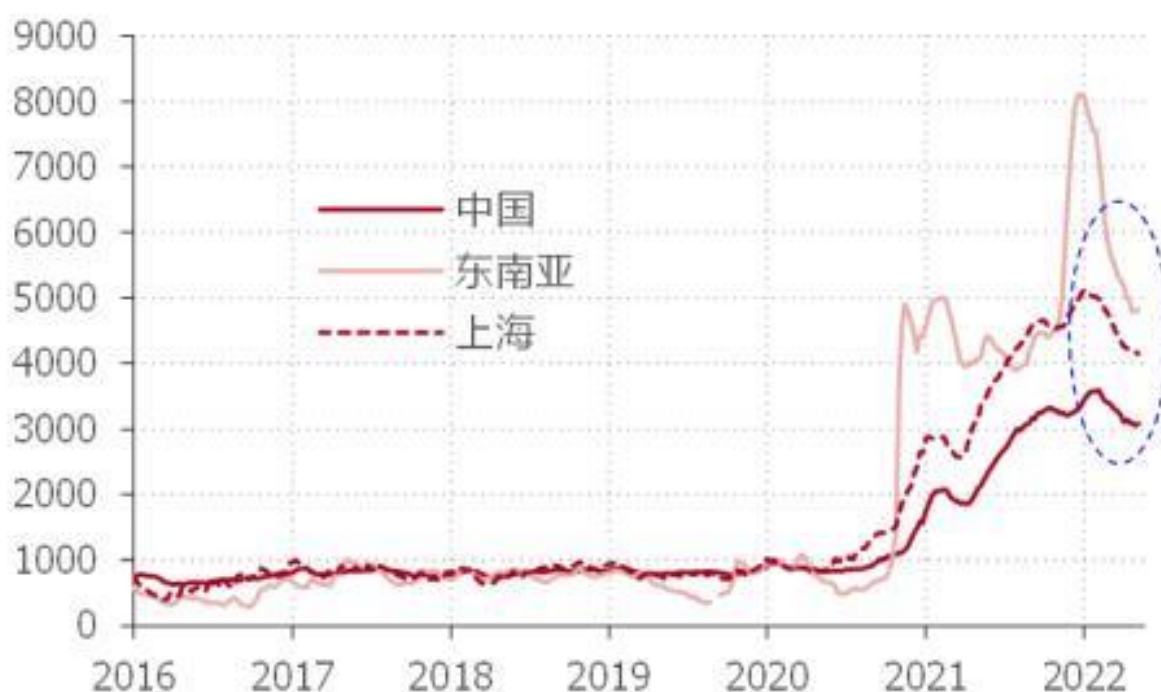
尽管疫情影响到了经济的方方面面，但有必要分辨经济不同方面受到疫情影响的程度。那些受疫情影响比较大的经济活动，在疫情消退后反弹的动能也会比较大。而那些走弱的原因主要在疫情之外的经济指标，则很难因为疫情的消退而明显改观。

在 4 月主要的经济数据中，工业生产（工业增加值）和消费（社会消

费品零售总额) 的走低应该主要缘于疫情影响。疫情带来的供给冲击之影响在 3 月工业增加值数据中就已显现, 并在 4 月数据中进一步显化。餐饮消费断崖式滑坡也凸显了疫情对消费的影响。不过, 4 月我国出口金额的走低倒应该主要是外需走弱所致。一个证据是, 在最近的两个月, 我国出口集装箱运价指数跟随出口金额走低而下滑。但同期, 疫情冲击程度小于我国的东南亚国家, 其出口集装箱运价指数也明显下降。(图表 3)

图表 3. 近期我国和东南亚的出口集装箱运价指数均下降, 我国 4 月出口下降应更多是外需走弱所致

出口集装箱运价指数



资料来源: 万得, 中银证券

徐高经济观察

在 4 月主要经济指标中，固定资产投资金额下滑幅度最小。但在投资整体稳健的图景背后，是制造业投资、基建投资和地产投资的分化，以及地产行业持续的弱势。事实上，当前中国经济的主要矛盾就在于疫情和地产两方面。在疫情之外，地产是当前经济的又一个关键。

在 2022 年 4 月 20 日发表的《警惕经济的二次探底风险》一文中，笔者曾说：“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。”目前，地产行业的恶性循环仍未被打破，且情况又因疫情而进一步恶化。季节调整之后，地产投资资金来源的绝对规模在 4 月显著下滑，创下近 5 年的新低。（图表 4）

图表 4. 季调之后，地产投资资金来源绝对规模在 2022 年 4 月显著下滑，创 5 年新低

中国月度投资金额指数（2018年1月=100，季节调整）



资料来源：万得，中银证券

徐高经济观察

比融资下滑更让人担心的是，目前地产行业的融资处在极为反常的状

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_42031

