



# 罗志恒：拾级而上——下半年中国宏观经济展望

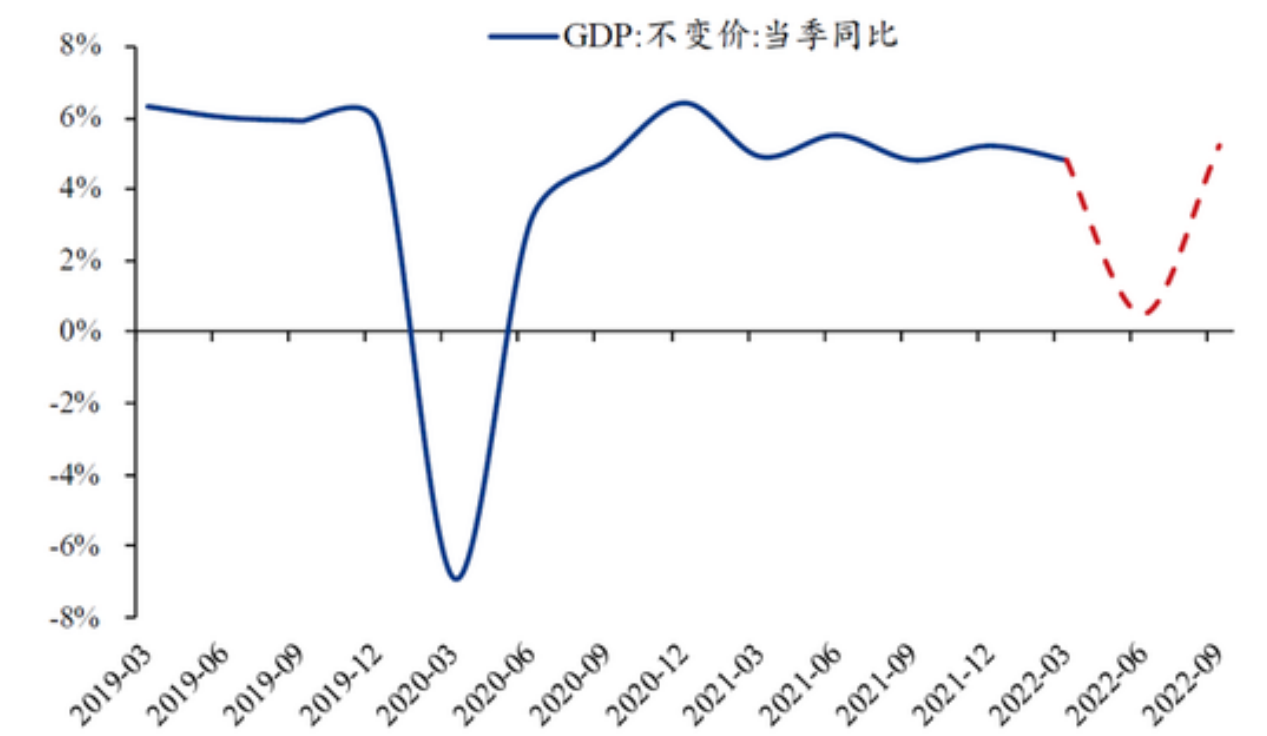




## 一、疫情经济学：中国经济 W 型走势的压力与动能

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。

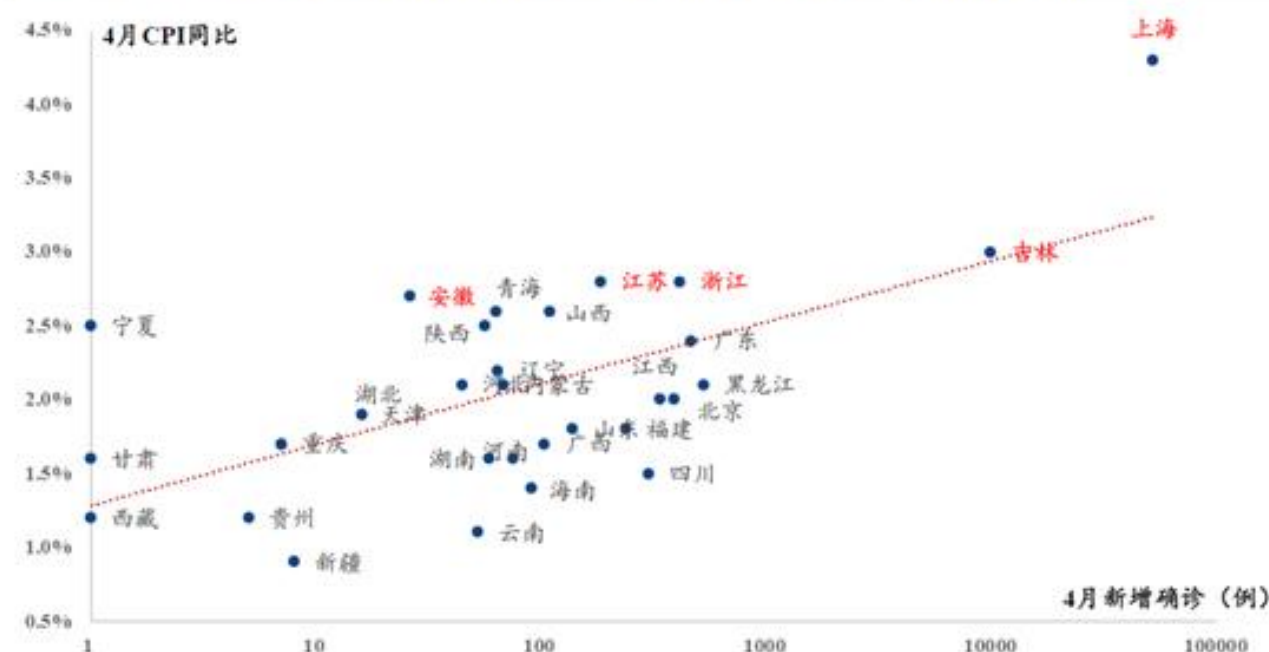
一是资源配置方式，疫情前，市场化的价格机制在资源配置中起决定性作用，各省市间人员和物资自由流动，充分发挥专业分工和比较优势；而疫情后，市场机制受到梗阻，产业链供应链不畅，行政性的计划配置行为增多。

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

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，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。

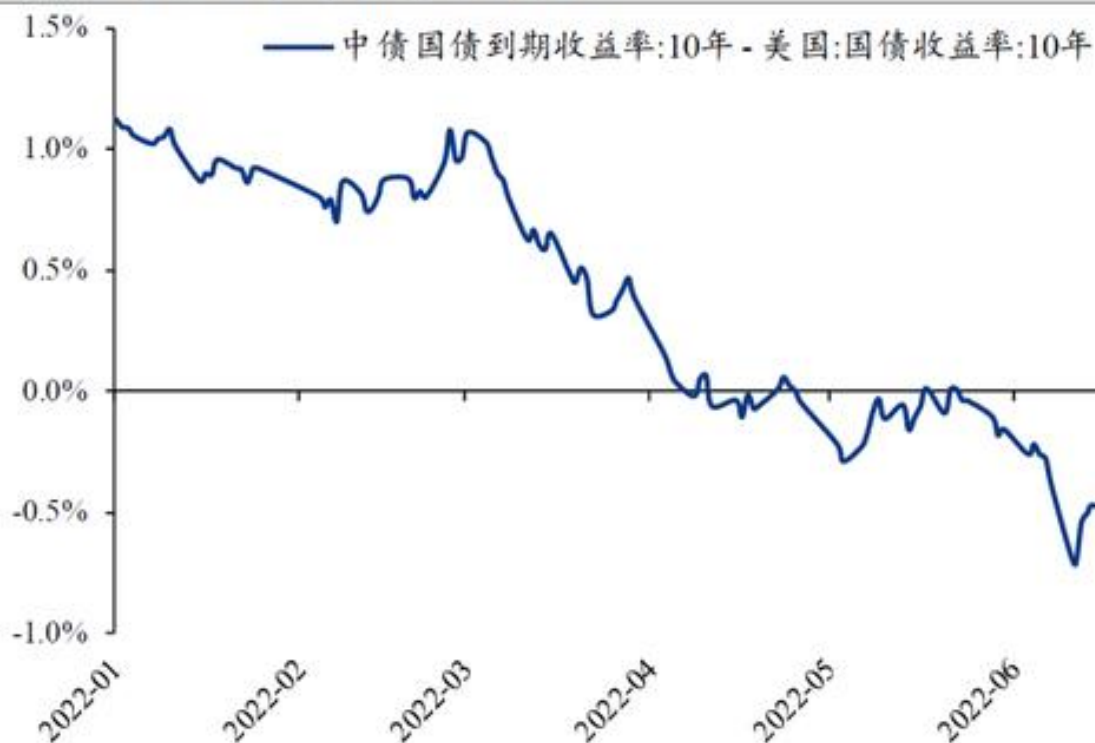


图表4：中国经济增速长期高于美国



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社会经济发展成效显现，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

|          | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1-5 月 | 2022 年 |
|----------|--------|--------|--------|--------------|--------|
| 实际 GDP   | 6.0%   | 2.2%   | 5.1%   | /            | 4.0%   |
| 消费       | 8.0%   | -3.9%  | 4.0%   | -1.5%        | 2.5%   |
| 固定资产投资   | 5.4%   | 2.9%   | 3.9%   | 6.2%         | 5.3%   |
| 其中：房地产投资 | 9.9%   | 7.0%   | 5.7%   | -4.0%        | -1.0%  |
| 制造业投资    | 3.1%   | -2.2%  | 5.4%   | 10.6%        | 6.5%   |
| 基建投资     | 3.3%   | 3.4%   | 1.8%   | 8.2%         | 8.0%   |
| 出口       | 0.5%   | 3.6%   | 16.0%  | 13.5%        | 10.4%  |
| CPI      | 2.9%   | 2.5%   | 0.9%   | 1.5%         | 2.3%   |
| PPI      | -0.3%  | -1.8%  | 8.1%   | 8.1%         | 5.8%   |

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\\_43683](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43683)

