

经济的正弦波：

一波还未平息，一波又来侵袭

报告要点：

● 通篇看下来，经济的大数是总体好转的，3月的工业增加值和Q1的GDP增长都高于去年年末。

● 就生产的角度看，经济的确一派生机勃勃的景象：

1) 绝大多数靠近上游的资源品的生产都在加速，尤其是原煤的产出增长速度已经攀至15%，这是近十年以来的新高；

2) 这个变化得益于双碳考核的松动，这使得之前产出已经跌到很低水平的品种（以焦炭、钢材为主）都出现了生产层面的持续恢复。

● 即使我们对经济需求不那么乐观，但短时这种报复性生产的确充盈了GDP水平：

1) 经济的长期由供应决定，中期由需求决定，短期又是由供应决定的；

2) 逻辑很简单：在GDP统计中，会计算入一个企业自产自购的过程，企业的库存生产也会被计算进GDP中；

3) 在双碳政策放宽之后，无论需求如何，产出的松绑会使得企业进入一个短暂的补库存阶段。

● 但这个产出的红利可能即将消逝：

1) 绝大多数品种的产出增长速度已经恢复到正常水平，只有水泥及钢材的产出速度偏低，但若地产起不来，钢铁水泥产出的进一步恢复是存疑的；

2) 这意味着，报复性生产已进入尾声，产出会回归到需求这个轨道之上。

● 其实需求上最大的看点是基建，但基建的红利也未必持续很久：

1) 在各个力量中，只有基建在启动，基建的实际增长速度在快速接近2019年（疫情之前）的那个中枢；

2) 但基建的拉动未必持久，在2022Q1，地方政府专项债的发行额度已经达到了全年目标的40%，这意味着后续地方政府专项债的发行会同比下降40%。

● 除了这些之外，今年又多了疫情防控这个波动因子：

1) 疫情防控和因此而导致的经济损失是今年新增的沉没成本，随着经济的“封控-解封-封控……”，经济的波动也随之明显增加；

2) 随着病毒的变异，防疫可能会造成越来越剧烈的经济波动，清零政策锚定的是病疫的数量而非病疫的重症率，因此，随着病毒变异带来病疫传播效率的增加，清零所造成的经济波动半径可能是越来越大的。

● 在此中，唯一可以给予想象力的是地产，若地产开始见底回升，则经济可能会进入一轮相对持续的改善趋势内，但此轮地产因超过了经验规律，我们很难在左侧对地产的趋势妄下推断。

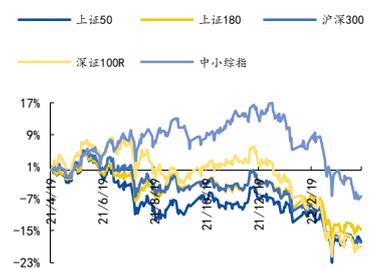
● 在地产的底部出现之前，我们暂可认为经济基本面会在高幅震荡的状态下缓慢走低，但今年的3、4、5月，经济可能会在一轮疫情的侵袭之下，构筑出一个小的底部脉冲出来，因此，4月的经济形态大概率是衰退，而5月的形态则可能是修复。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3195.52
深圳成指：	11691.47
沪深300：	4166.38
中小盘指：	4068.31
创业板指：	2487.77

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《抗疫的时空漩涡：关于清零的经济账本》

2022.04.11

《抢跑的时钟：超级平坦的美债收益率曲线》

2022.04.09

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟君子
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

