

警惕经济的二次探底风险

- 我国 GDP 增速在 2022 年 1 季度回升，但回升势头并不稳固。今年 2 季度我国经济增长有二次探底的风险。这风险既来自因疫情而生的新一轮供给冲击，也来自于一直未能有效缓解的需求收缩和预期转弱的压力。
- 当下我国经济需要的不仅仅是稳住预期，还要防止悲观预期的自我实现，避免地产行业的情况蔓延至整个宏观经济。目前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。
- 随着经济二次探底风险的浮现，政策应对需要更加有针对性、更加高效，以尽力实现今年 5.5% 的 GDP 增长目标。疫情防控是当前的第一要务。在疫情防控之外，宏观政策也需进一步放松。当前有必要继续推进地产和基建的政策纠偏，尤其是要打破地产行业的恶性循环，让融资充分流入地产行业，带动地产投资企稳回升。在无法打通社融流向实体经济的通路之前，降息降准的推出需谨慎。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

徐高

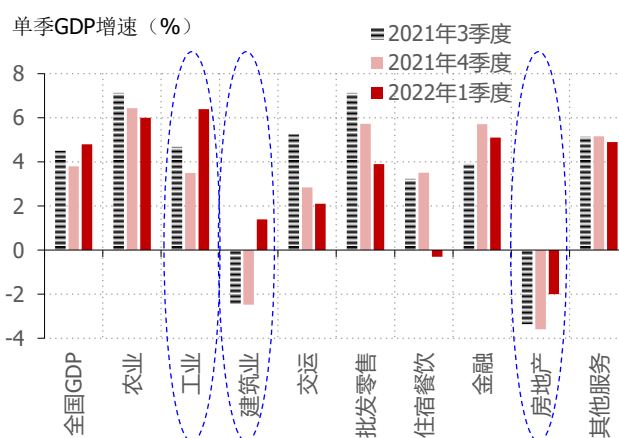
(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519050002

我国 GDP 增速在 2022 年 1 季度回升，但回升势头并不稳固。2022 年 1 季度，我国真实 GDP 同比增长 4.8%，增速高于 2021 年 4 季度的 4.0%。不过，经济增速回升的势头并未在行业间铺开。在我国九大行业中，仅工业、建筑业和房地产 3 个行业今年 1 季度的 GDP 增速高于去年 4 季度。其中，房地产业的 GDP 在今年 1 季度仍旧负增长，只是负增长幅度相比上个季度有所收窄而已。除开这 3 个行业，农业、交运、批发零售、住宿餐饮、金融和其他服务业这 6 大行业的 GDP 增速仍在下降通道中。（图表 1）

图表 1. 我国九大行业中，仅工业、建筑业和房地产 3 个行业 2022 年 1 季度 GDP 增速快于 2021 年 4 季度



资料来源：万得，中银证券

去年 12 月的中央经济工作会议上，中央指出我国经济正面临着供给冲击、需求收缩和预期转弱三重压力，并要求 2022 年的经济工作要“稳字当头”。尽管随后国内宏观政策有所纠偏，转向宽松，但时至今日，我国经济面临的三重压力仍然沉重。今年 2 季度，我国经济增长有二次探底的风险。这风险既来自随疫情而生的新一轮供给冲击，也来自于一直未能有效缓解的需求收缩和预期转弱的压力。

1. 不一样的供给冲击

过于严厉的限产政策是 2021 年供给冲击的主要来源。而 2021 年 12 月以来限产政策的放松则是今年 1 季度我国 GDP 增速回升的主要原因之一。限产放松的影响可见于上游行业的高频数据中——全国生铁日均产量和焦化企业开工率在 2021 年 12 月初触底之后都明显上扬。而在去年年底到今年 2 月的制造业采购经理人指数 (PMI) 中，也能发现“生产”分项指数显著上扬，“购进价格”分项指数明显走低。这种价跌量涨的走势也表明供给瓶颈在放松。受限产政策放松的带动，今年 1 季度我国工业行业 GDP 增速相比上季度明显走高。（图表 2）

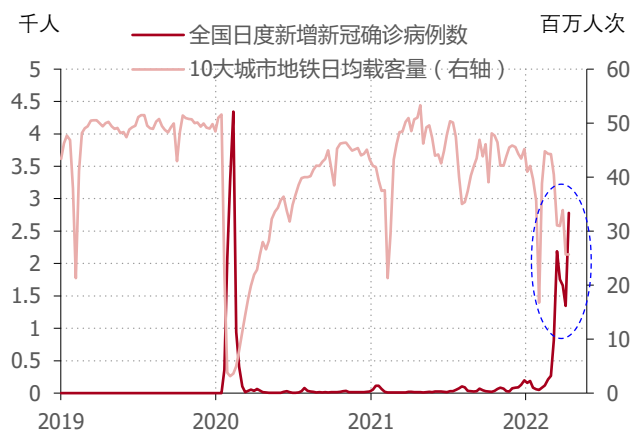
图表 2. 从 2021 年 12 月开始，全国生铁产量和焦化企业开工率都触底回升



资料来源：万得，中银证券

不过，限产政策带来的供给冲击刚过，新冠疫情抬头带来的新一轮供给冲击又来。2022 年 3 月以来，我国新冠新增确诊病例数大幅攀升。如果加上无症状的新冠病例数，目前全国日增新冠病患数目已远超 2020 年疫情第一波爆发时的峰值水平。又由于此次疫情中是传染性极强的奥密克戎毒株在传播，所以需要通过像封城这样的严厉防控措施来应对，从而严重抑制经济活动。受疫情影响，我国十个大城市的地铁日均客流量已经从今年 2 月末的 4400 多万人次，下降到 4 月中旬的 2570 万人次，降幅超过 40%。（图表 3）

图表 3. 2022 年 3 月以来，新冠疫情的重新抬头已经严重抑制了我国经济活动



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；新增确诊病例数不包括无症状感染者。

资料来源：万得，中银证券

疫情的影响并不仅仅局限在个别城市，而是波及了全国经济。今年4月中旬，全国整车货运流量指数已经比3月上旬下降了约40%。用这一指标来估计，今年4月全国交通（公路水运）货运量可能比去年同期下降10%到20%。而这只是疫情冲击国内供应链的一个例子。在疫情收紧全国供给瓶颈的情况下，我国2季度GDP增长会受到不小负面影响。（图表4）

图表 4. 全国公路水运货运流量将因疫情抬头而明显滑坡

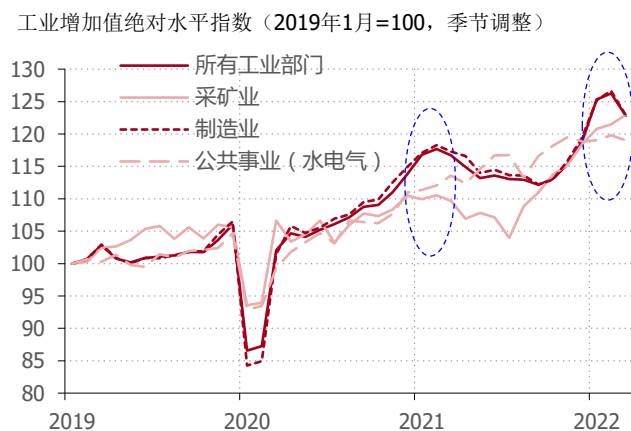


资料来源：万得，中银证券

事实上，不需要等到2季度，今年3月的经济数据就已经显露了供给冲击的影响。季节调整之后的3月工业增加值绝对水平已经明显低于2月（季调后环比负增长）。增加值的下滑主要表现在制造业上；同期采矿业增加值则仍保持升势。这种走势与2021年1季度形成了反差。2021年限产政策开始强化，并集中作用于上游采矿业上。因此在2021年1季度，采矿业工业增加值先于制造业而下滑。今年则是在限产放松，但疫情冲击加剧的背景下，制造业工业增加值先于采矿业下滑。这反映出了当前经济所面临的供给冲击与去年的不同。（图表5）

当前疫情走向仍有很高不确定性。根据2020年的经验，就算疫情被控制住，经济活动的恢复也有一个缓慢爬升的过程，所以不可低估今年我国经济可能遭受的供给冲击的影响。

图表 5. 2022 年 3 月，制造业工业增加值绝对水平先于采矿业而回落，与 2021 年 1 季度形成反差

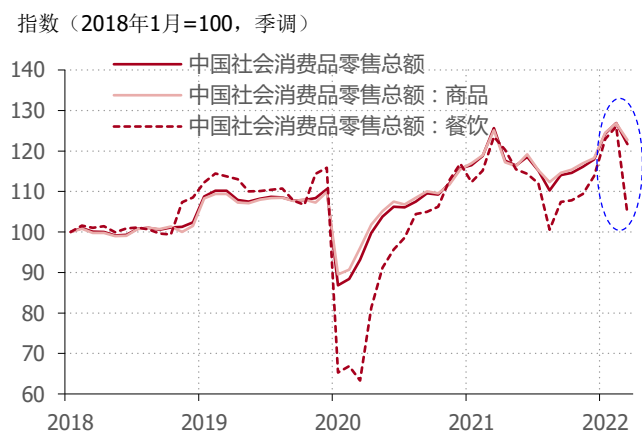


资料来源：万得，中银证券

2. 依然明显的需求收缩

今年疫情的抬头还明显冲击了需求端的消费。今年 3 月，我国季节调整后的社会消费品零售总额绝对水平明显滑坡。其中，餐饮消费的滑坡尤为明显。进入 2 季度后，消费的情况很可能更加严峻。（图表 6）

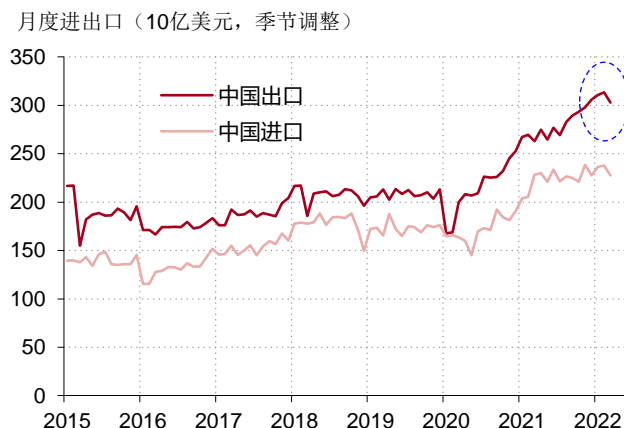
图表 6. 2022 年 3 月的社会消费品零售规模因疫情而明显走低



资料来源：万得，中银证券

需求端的出口在今年也将面临更大阻力。过去两年，在疫情爆发之后的“全球再循环”中，我国出口显著走强，成为拉动我国经济增长的强大需求引擎（参见笔者 2020 年 11 月发表的文章《全球再循环》^[1]）。在我国强势出口的背后，是西方国家强力需求刺激政策带给我国的外溢效应。但今年美欧都在快速退出其宽松货币政策，以抑制其国内需求扩张，为通胀降温。欧美宽松货币政策的退出将为我国出口带来压力。今年 3 月，我国季节调整之后的出口金额已经见顶回落。虽然这有可能只是一个短期波动，但今年我国出口增速多半会低于去年。（图表 7）

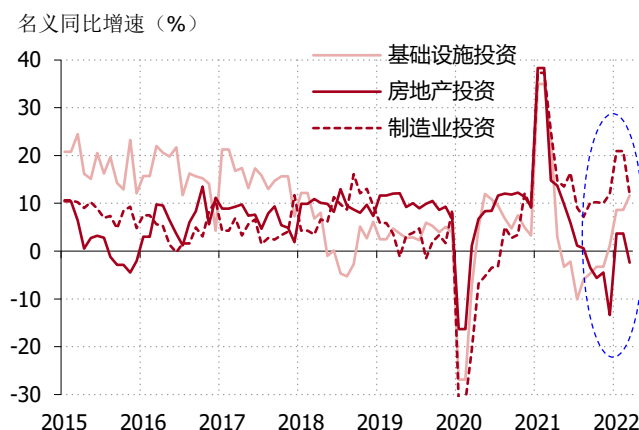
图表 7. 我国出口金额在 2022 年 3 月触顶回落



资料来源：万得，中银证券

讲完了消费和出口，再来看比较关键的投资。2021 年我国需求收缩的主要原因是政策对基建和地产两个重要投资引擎的打压。在去年 12 月中央经济工作会议给政策纠偏之后，基建投资的情况已经大为改观，但地产投资的形势依然严峻。今年 3 月，基建投资的同比增速已经上升到 10% 以上，超过疫情爆发之前的平均水平。但同月，地产投资同比增速又落回到负增长区间。这一来一去，再加上制造业投资增速从高位回落，使得总投资增速在 3 月有所下滑。（图表 8）

图表 8. 制造业投资和基建投资是经济中的两个亮点



资料来源：万得，中银证券

不过，当前并不算快的投资增速恐怕也难以持续。制造业工业增加值的下滑、出口面临的更大阻力，都意味着制造业投资增速可能持续回落。而在今年政策发力靠前，地方债发行前置的背景下，如果后续没有地方债额度的增加，基建投资增速恐怕也已接近高点。最让人担心的则是地产投资。近几个月的地产投资增速本就在三大投资中居于末位，而季节调整之后的绝对水平数据显示，当前地产投资资金来源规模显著低于地产投资金额规模，二者走势反差明显。在资金瓶颈持续收紧的情况下，未来地产投资还面临更大下行压力。（图表 9）

图表 9. 在地产投资资金来源走低的背景下，地产投资继续面临很大下行压力



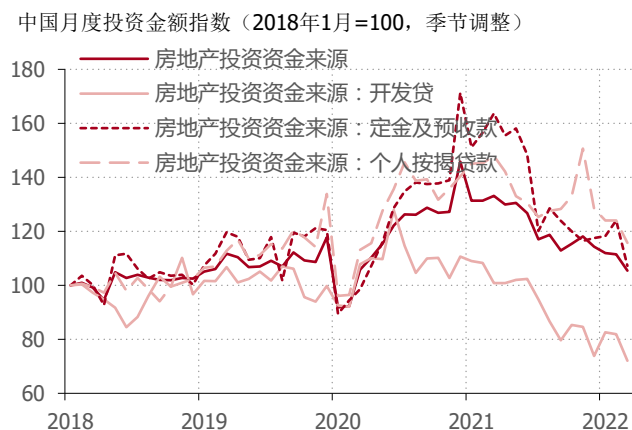
资料来源：万得，中银证券

3. 仍在走弱的预期

在疫情带来新一轮供给冲击，以及需求收缩压力持续的背景下，市场预期很难因为 1 季度 GDP 增速的回升而改观。而当下我国经济需要不仅是稳住预期，还要防止悲观预期的自我实现，以避免地产行业的情况蔓延至整个宏观经济。

2021 年下半年以来，在严厉的政策打压之下，地产行业融资显著恶化。直到今年 3 月，季节调整之后的地产投资资金来源规模仍处在下行通道中。其中，地产开发商直接从银行获取的开发贷规模已经创出了近几年的新低。而与地产销售相关的定金、预付款以及个人按揭贷款也持续走低。（图表 10）

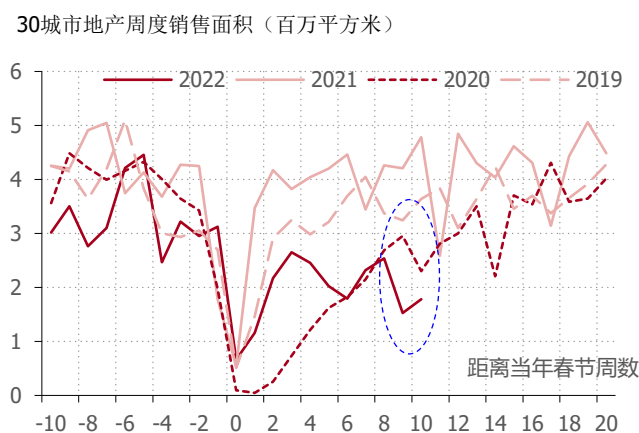
图表 10. 地产融资的恶化趋势没有改观



资料来源：万得，中银证券

地产销售的高频数据也让人忧虑。对比 2019 到 2022 年这 4 年春节前后我国 30 城市的地产周度销售面积可以发现，当前地产销售面积已经显著低于过去 3 年的同期水平，甚至还赶不上疫情刚刚爆发的 2020 年。可以说，当前地产销售状况已经处于极不正常的衰弱状况（图表 11）

图表 11. 当前 30 城市地产销售面积低于过去 3 年的同期水平



在地产政策已然开始放松的背景下，地产销售和融资之所以仍在恶化，关键在于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。因为担心地产开发商存在信用风险，难以偿还借款，所以银行对地产开发商惜贷（对民营地产开发商尤其如此）；因为担心地产开发商没法按时交房，所以购房者购买新房的意愿也走弱。银行惜贷和购房意愿下降反过来又加重了开发商的资金压力，让开发商的信用风险进一步上升，从而进一步推升银行的惜贷情绪并压低购房意愿。目前，地产行业已很难依靠自身能力跳出这一恶性循环。当前地产行业不仅需要纠偏前期过紧的政策，还需要强力政策刺激来重塑市场信心，从而打破恶性循环。

4. 政策放松需找准发力点

随着经济二次探底风险的浮现，政策应对需要更加有针对性、更加高效，以尽力实现今年 5.5% 的 GDP 增长目标。这方面，疫情防控是当前的第一要务。只有疫情带来的供给冲击逐步消退，宏观经济政策才有发力的空间。

而在疫情防控之外，宏观政策也需进一步放松，且放松的发力点应该放在刺激社会融资，尤其是长期社会融资的增长上。进入 2022 年，社融增长已经相比去年下半年明显加快，进入同比多增的状态（月度增量多于去年同月增量）。但今年社融中的长期社融（主要是中长期贷款）增长不够快，其同比多增幅度明显小于 2020 年。对此，许多人将其归因为实体经济融资需求偏弱。确实，在地产行业进入悲观预期自我实现的循环中，地方政府融资平台融资又受限的时候，实体经济很难表现出太强融资意愿。但这种融资需求的弱势本就是前期偏紧宏观政策的产物，需要通过政策纠偏来加以消除。（图表 12）

图表 12. 当前长期社会融资增速不快



在笔者 2021 年 11 月发表的《化解宏观风险要有宏观思维》一文中曾论述道：“分别看融资平台和土地财政，都有其问题。但如果把二者合起来，可以发现这是一个成立的、而且可以持续的‘商业模式’——即我国地方政府‘经营城市’的模式……缺乏宏观思维的视角下，针对这些所谓的风险点而采取的风险化解措施，非但不能真正化解宏观风险，反倒会让中国经济自废武功，主动放弃一个重要的经济增长引擎。”^[2] 当前经济的下行压力很大程度来自对“经营城市”这一成功商业模式的人为压制，来自对组成这一模式的地产和基建的打压。在这一模式未能重回正轨之前，地产行业难以健康发展，依靠地方债推动的基建投资也难有持续性。接下来，有必要继续推进地产和基建的政策纠偏。尤其是要打破地产行业的恶性循环，让社融充分流入地产行业，带动地产投资企稳回升。

在无法打通社融流向实体经济的通路之前，降息降准的推出需谨慎。事实上，自 2021 年 7 月国内开始降准降息之后，货币政策传导路径阻塞的局面已经重现。一方面是银行间市场成交量的快速上升，反映金融市场流动性愈发泛滥；另一方面则是社融增长幅度明显赶不上银行间市场流动性扩张的步伐。于是，宽松货币投放的流动性更多堆积在金融市场，而未能充分流入实体经济。这一方面抑制了货币政策放松的稳增长效果，另一方面则推升了金融资产价格泡沫的风险。这方面，2015 年是个前车之鉴。当时，也是一方面因为调控地产和基建而使得社融增长乏力，一方面又因货币宽松而致使银行间市场流动性泛滥。于是，在经济低迷的背景下，金融市场形成了股市大泡沫和随后的“股灾”。有此殷鉴在前，人民银行当前在降息降准时表现出来的迟疑完全合理。（图表 13）

图表 13. 当前货币政策传导路径再度不畅



资料来源：万得，中银证券

(完)

【1】徐高,2020年11月24日,《全球再循环》, http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/7504。

【2】徐高,2021年11月8日,《化解宏观风险要有宏观思维》, http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/8557。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场的基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371