

内需，思变

核心观点：

1. 穷则变，变则通。疫情三年，出口的强势有效弥补了我国内需的羸弱。然而，目前出口已快速落入负增长区间，未来靠什么来支撑中国经济？近期疫情防控进一步优化，房地产支持政策有所加快，“弱现实”之下似乎燃起“强预期”。最终，预期能否兑现？

2. 出口负增长的时期往往对应着国内货币条件的宽松，实体部门杠杆率的抬升，甚至是金融市场风险偏好的增强。但当下与过往最大不同在于疫情。纵观东南亚经验，管控优化的初期，短期经济会由于疫情恶化而受到一定冲击，此后将加快向疫前恢复。

3. 地产是内需修复的关键。近期政策多加码于供给端，“保交楼、防风险”固然能缓释居民购房的担忧。但若无需求端政策更为积极的支撑，整体市场的改善依然艰难。特别地，疫情困扰下居民收入的预期能否企稳，成为本轮地产修复中最为特殊的要素。

4. 展望未来，发展仍是执政兴国的第一要务。考虑外需和汇率等，明年出口将持续小幅负增长。参照过往政治经济周期，内需政策有望加码。疫情防控优化大势所趋，但渐进过程或长于东南亚国家。待疫情缓释，地产、消费等内生动能才会实质性企稳。

正文：

疫情三年，出口的强势有效弥补了我国内需的羸弱。然而，目前出口已快速落入负增长区间，未来靠什么来支撑中国经济？穷则变，变则通。近期疫情防控进一步优化，房地产支持政策有所加快，“弱现实”之下似乎燃起“强预期”。最终，预期能否兑现？

一、出口转负，然后呢？

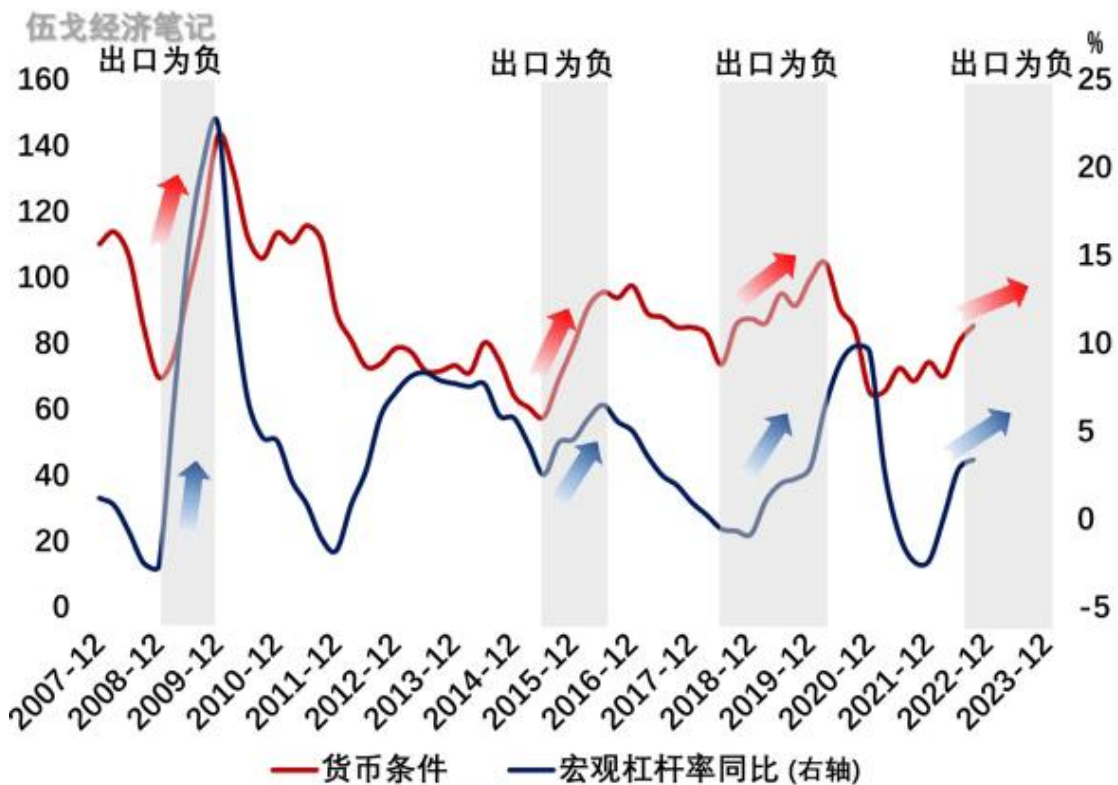
发达经济体而非新兴市场的需求主导我国的出口走势。随着欧美经济的持续下行，我国出口放缓的趋势显而易见。不过，基于人民币贬值对于出口的提振有半年左右的时滞，其对明年出口或有一定的正向支撑。初步预计，明年出口将维持-1%左右的水平。

图 1. 出口将持续小幅负增长



外需不足，内需补。出口负增长的时期往往对应着国内货币条件的宽松，实体部门杠杆率的抬升，甚至是金融市场风险偏好的增强。借鉴历史，随着新一轮政治经济周期，叠加“五年规划”进入第三年，明年基建实物工作量可能呈现超季节性抬升。

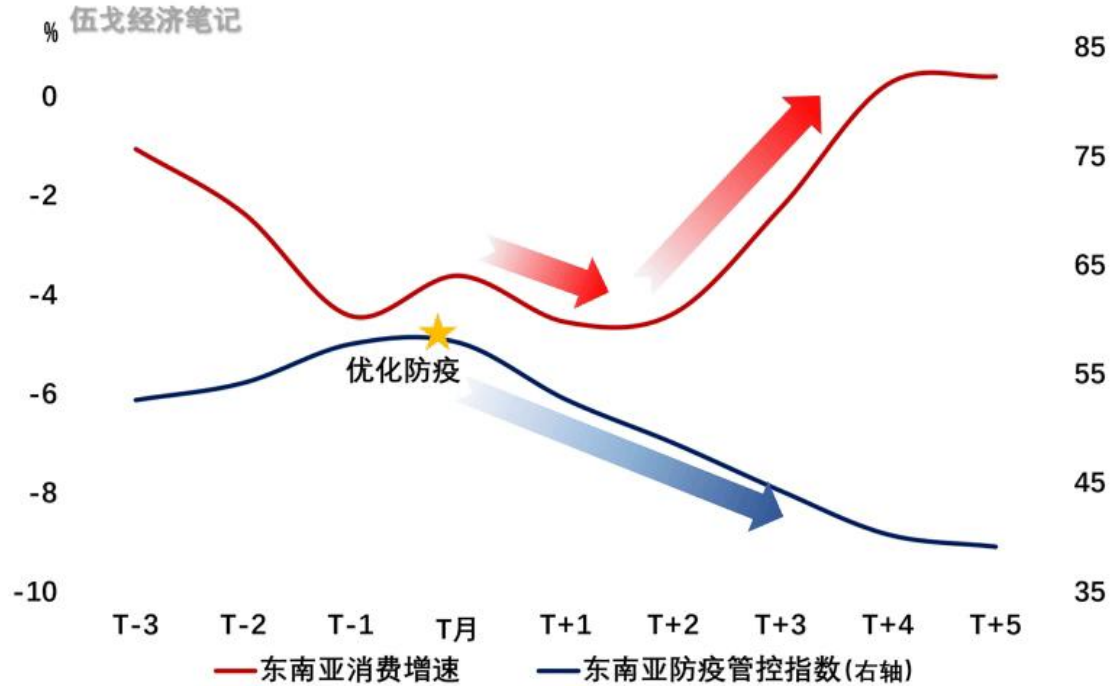
图 2. 出口转负，内需补上



二、企稳预期，能兑现吗？

当下环境与过往最大不同在于疫情。纵观东南亚的经验，在管控优化的初期，短期经济会由于疫情恶化而受到一定冲击，但完成试探后将加快向疫前恢复。值得注意的是，在防疫优化过程中，若病毒变异诱发更大级别疫情时，管控强度仍有阶段性的反复可能。

图 3. 防疫优化后，经济或先抑后扬

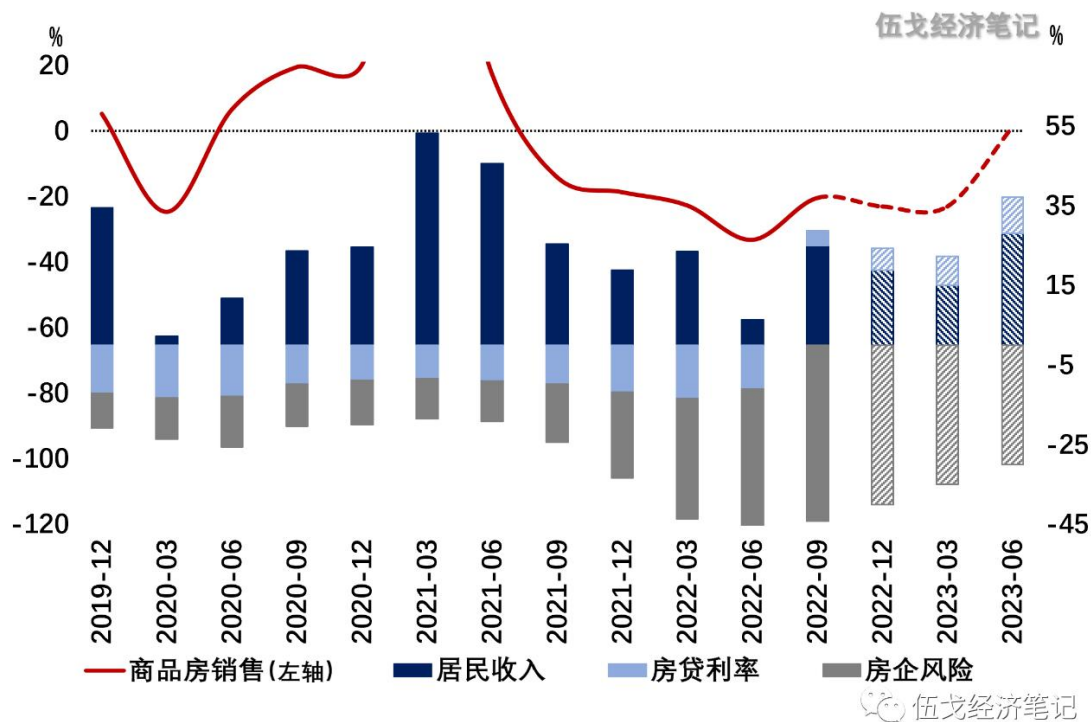


来源：WIND，笔者测算

注：东南亚包括越南、泰国、日本、韩国、新加坡、中国香港等。

地产是内需修复的关键。近期政策多加码于供给端，“保交楼、防风险”固然能缓释居民购房的担忧。但若无需求端政策更为积极的支撑，整体市场的改善依然艰难。特别地，疫情困扰下居民收入的预期能否企稳，成为本轮地产修复中最为特殊的要素。初步预计，商品房销售转正待到明年二季度，投资趋稳回正则需到明年下半年。

图 4. 先应对房企风险，然后才是修复



来源：WIND，笔者测算

注：收入、利率、风险均为各自对销售的拉动。

三、基本结论

一是穷则思变。出口负增长的时期往往对应着国内货币条件的宽松，实体杠杆率的抬升，甚至是金融市场风险偏好的增强。但当下与过往最大不同在于疫情。纵观东南亚经验，管控优化的初期，短期经济会由于疫情恶化而受到冲击，此后将加快向疫前恢复。

二是地产是内需修复的关键。近期政策多加码于供给端，“保交楼、防风险”固然能缓释居民购房的担忧。但若无需求端政策更为积极的支撑，整体市场的改善依然艰难。特别地，疫情困扰下居民收入的预期能否企稳，成为本轮地产修复中最为特殊的要素。

三是展望未来，发展仍是执政兴国的第一要务。考虑外需和汇率等，明年出口将持续小幅负增长。参照过往的政治经济周期，内需政策有望加码。疫情防控优化大势所趋，但渐进过程或长于东南亚国家。待疫情缓释，地产、消费等内生动能才实质性企稳。

【作者】

伍戈：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，曾获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，蝉联“远见杯”经济预测冠军。

俞涛、曹海巍、高童：长江证券研究员。

黎苇、高溶、刘冰璨：长江证券实习研究员。

【近期研究】

1. 寻底经济，2022年11月6日
2. 财力，还有多少空间？2022年10月27日
3. 经济，倚赖确定性，2022年10月19日
4. 居民还愿买房吗？，2022年9月25日
5. 新书：货币之四部曲，2022年5月9日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



伍戈经济笔记