

# 研报精选

2022年4月11日 第67期

## 宏观专栏

### 应对世界经济百年变局

报告认为，宏观政策需兼顾逆周期调节、促进供给、帮扶弱势群体。面对市场自发的信用紧缩，理想的组合是“紧信用、松货币、宽财政”。美国加息环境下，中国降息可能性下降，但可通过多种结构性工具稳经济。

### 详解疫情对出口的影响

报告认为，疫情主要通过四个渠道影响出口：物流受阻导致无法发货、疫情防控期间出口企业可能停产减产、供应链不畅导致原材料不足、海外订单转移。若疫情得到有效控制，对于出口的短期负面影响主要集中于3-4月，预计分别拖累当月同比增速约2ppt和4ppt。

## 专题聚焦

### 房地产板块当前六大关键问题

报告认为，当前新房市场可能已经出现“需求疲弱-推盘不足-销售不振-回款监管-信用恶化-金融避险-预期走弱-需求疲弱”的负向循环，房企现金流压力仍在加剧，政策在供、需两侧仍有进一步发力空间。

### 中国基础设施REITs之电力篇2 - 电力变革中的火电价值再挖掘

报告认为，近年来电力供需趋紧、电网稳定性要求攀升，火电价值再次凸显。然而，火电企业正面临新能源布局和机组改造带来的资金压力，亟须拓宽有效、新颖的融资渠道，实现转型。

## 宏观专栏

### 应对世界经济百年变局

当今世界经济面临百年未有之变局。新冠疫情与俄乌冲突不仅具有短期经济影响，还将和世界经济的长期结构性因素相耦合，对全球宏观经济产生中长期的深远影响。中国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力。去年12月中央经济工作会议提出“稳中求进、稳字当头”，我们理解“稳”不是一切都稳定不变，而是在当今世界经济的百年变局中要以“稳”应对。在宏观政策的选择上，应该有进有退，财政进取，信贷退守；在经济增长、控制通胀、防范风险三方面追求平衡，促进宏观经济的稳定。

#### 一、疫情与战争带来短期滞胀压力

分析当前经济形势，需要关注的两件大事就是新冠疫情和俄乌冲突。新冠疫情百年不遇，人们生活习惯和经济行为都因之发生变化。俄罗斯和乌克兰之间的军事冲突，很容易令人联想到一百多年前西班牙大流感叠加第一次世界大战的情况。新冠疫情叠加俄乌冲突，给世界经济带来百年一遇的大变局，势必对未来经济发展产生深远影响。

疫情对经济的影响是多方面的，比如会导致贫富分化加剧<sup>1</sup>，对宏观经济的最大影响就是增加了滞胀压力。首先，疫情爆发对国际贸易形成巨大冲击。2020年贸易量大幅下跌，但在贸易复苏的过程中，贸易复苏大部分是价格上涨带来的，这就是典型的滞胀。背后的原因在于，疫情对全球产业链以及物流都带来诸多影响，是一代人才见到一次的供给冲击。其次，受疫情影响，人们对未来的增长预期存在很大的不确定性，不敢增加投资，因此过去两年投资不足，未来短期内产能增长受限；疫情后投资需求虽然回升，但不能立即形成产能，供给恢复需要更长时间。

**战争也会加剧滞胀。**俄乌冲突是二战以来欧洲本土出现的最大规模战争，

<sup>1</sup> 世界银行一篇报告表明，这次疫情造成全球赤贫人口数量上升的幅度超过亚洲金融危机时期。疫情对高收入人群，例如政府公务员、科技、教育、医疗卫生从业者影响较小，甚至没有影响，但对要求人与人密切接触的服务业、制造业、交通物流业影响较大。

战争导致的破坏和制裁将对现有的产业链布局有很大的冲击，尤其能源和粮食供给缺口将加剧全球滞胀压力。俄罗斯、乌克兰是粮食、石油、天然气的重要生产国和出口国，这些商品价格受战争影响波动巨大。俄罗斯、乌克兰小麦出口在全球的占比达到25%，是中东、非洲不少国家的粮食进口来源，比如，埃及80%的小麦来自俄罗斯和乌克兰<sup>2</sup>。历史经验显示，粮食危机可能造成发展中国家社会动荡。

## 二、中长期供给弹性下降

疫情过后，战争结束，全球经济的滞胀格局是否会逐步结束？即便我们的生产和生活都恢复正常，仍然存在四方面导致未来长期的供给约束的因素：人口老龄化、碳中和、全球产业链调整以及和平红利下降。当下全球经济可能面临根本性的大转折，过去低通胀、低利率的环境将发生根本性变化，滞胀压力不是一个短期问题。未来的宏观政策决策者可能面临这样的局面：要维持现有的经济增长速度，就必须接受更高的通胀水平；而要把通胀维持在过去的水平，就要接受更低的经济增速。这对投资、资产配置有重要含义。

首先，全球主要经济体都存在老龄化问题，劳动年龄人口增长放缓。中国问题更严重，劳动年龄人口即将面临负增长。美国人口结构相对健康，一个重要原因，就是美国欢迎移民。移民主要是年轻人，生育率也更高，这对改善人口年龄结构起到了重要作用。中国不仅有人口老龄化问题，而且存在较严重的性别失衡，导致社会问题。中国需要更高水平的对外开放，应形成吸引移民的机制，尤其吸引周边国家的年轻人口。

其次，碳中和，或者说绿色转型，意味着化石能源使用量下降，社会生产的成本上升。去年中金公司研究部、中金研究院出版了《碳中和经济学》，提出绿色转型的关键在于消除绿色溢价，将使用清洁能源的成本降低到化石能源成本之下。有三种方法：技术进步、碳定价和社会治理，最终都是要使化石能源成本上升。技术进步不是免费的，更不会自动发生：如果清洁能源成本一直

<sup>2</sup> 俄罗斯和乌克兰小麦出口数据、埃及小麦进口数据来源于UN Comtrade。

比化石能源高，经济主体难有动力做技术进步的转换。欧盟的碳市场价格出现了趋势性的上升。中国碳交易市场刚刚起步，碳定价机制还不完善，但行政性调控手段的效果也已经体现：过去十几年高碳欠发达地区与其他欠发达地区的人均GDP差距越来越大，与过去几次五年规划提出的碳减排目标和能耗目标约束有关<sup>3</sup>。

**第三，全球产业链调整，主要是各国从产业安全角度出发的产业链横向和纵向两个维度的调整。**其中，横向的维度是西方国家谋求去中心化。中国是全球最大的产成品生产和出口中心，供给量超过美国和德国。西方国家担心过度依赖中国的进口，希望可以分散供给来源。去中心化意味着把制造业从中国转移到其他国家，导致成本增加。在过去几十年，全球产业链的布局已经形成了基础设施、产业工人与制造中心的路径依赖。中国号称“基建狂魔”，是全球基础设施最好的国家之一，这是与中国全球制造业中心相配套的。建造基础设施需要大量铁矿石、铜等自然资源，这些是中国出口换来的。中国的出口和基础设施相辅相成：出口为基础设施建设提供资源，良好的基础设施增加出口竞争力。改变过去几十年逐渐形成的全球产业链布局，在其他国家建设相应的基础设施需要成本。

**产业链安全问题的纵向维度是中国担心被其他国家“卡脖子”而谋求自主创新。**中国整体处于全球产业链的下游，处在上游的国家要么自然资源丰富，如俄罗斯、澳大利亚、巴西等，要么拥有先进技术，如日本、美国等。过去我们可以从发达国家学习与引进技术，要么照搬过来，要么用比较低的成本学习，现在自主创新意味着成本增加。

**第四，和平红利消退。**过去四十年高增长和低通胀的宏观组合，除了人口红利、全球化红利，和平红利也是一个贡献因素。1960年代OECD国防开支对GDP的比例高达6%~7%，七十年代降低到4%~5%，八十年代末九十年代初，东欧剧变、苏联解体之后，OECD军费开支明显下降，这就是我们讲的和平红

<sup>3</sup> 根据碳排放强度和人均GDP中位数，将我国各省划分为发达地区、高碳欠发达地区和其他欠发达地区。其中，高碳欠发达地区包括山西、安徽、河南、四川、贵州、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆；其他欠发达地区包括江西、湖南、广西、海南、重庆、云南、西藏。

利。俄乌冲突爆发，德国等欧洲国家要增加军费开支，这会不会带来新的军费增长周期？如果是这样，那么过去三十年全球享受的和平红利会降低，军费开支上升，也是造成全球滞胀的新的因素。

人口、绿色转型、产业链调整、和平红利消退的影响叠加起来，都指向未来全球滞胀不是一个短期问题。当然经济增长和通胀会有上下波动，但是未来平均的通胀率大概率会比过去三四十年有明显上升，由此利率也会有明显上升。

### 三、区分两类债务

从需求侧看未来经济发展，需要区分总需求扩张的两种不同方式，即通过政府债务扩张需求和通过私人部门债务扩张需求。疫情以来，中美在供给侧受到的冲击比较类似，需求扩张的方式则明显不同。主要差别在于美国是财政扩张，中国是信贷扩张。这也导致中美两国货币投放方式的不同：美国是财政投放基础货币，中国是银行信贷投放派生货币。

这两者有什么不同？其实是政府债务和私人部门债务的差异。政府债务，同时也是私人部门的资产。财政赤字增加，实际上是增加了私人部门的净资产。政府发债增加开支，通过失业救济、基建、社会服务等活动帮助了低收入群体。同时，政府债务又是私人部门储蓄形式，由高收入群体持有。因此，财政扩张一方面增加了低收入群体的收入，另一方面向高收入群体借钱，给予市场利率作为吸引。因此，通过政府债务扩张总需求，增加了私人部门的净资产，对消费的刺激力度较大。

信贷扩张，意味着企业和家庭从银行借钱，短期可以获得现金流，用来投资和消费，但同时也意味着负债增加。信贷扩张不增加私人部门的净资产。为了避免净负债增加，私人部门获得信贷必须相应增加资产，即进行投资。中小企业在系统性风险面前并不敢借钱发工资，一般做法就是关张。大企业和地方政府借钱做固定资产和基建投资。家庭借到钱，投资渠道主要是房地产。因此，信贷扩张对消费的促进作用相对小，它更多促进投资和资产价格，尤其是房地产。因为房地产是信贷的抵押品，房地产价格与信贷扩张往往相辅相成，加大经济与金融的顺周期性。

回顾过去百多年的宏观经济发展历史，财政投放货币和财政赤字扩张，对应的主要问题是通胀，例如六七十年代；而信贷投放货币，对应的主要问题是资产泡沫和债务危机。美国1929年股票市场崩盘就是因为信贷扩张被用来购买股票，2007~2008年次贷危机是信贷扩张被用来购买地产。在疫情冲击下，美国货币投放一半来自财政，中国则主要来自信贷，因此美国面临的主要问题是通胀，而中国则是债务。去年以来，中国房地产开发企业的债务问题比较突出。

所以，要扩张总需求，应该选择增加政府债务还是私人部门债务呢？二者都有副作用。政府部门债务扩张太快了，容易带来通胀问题；私人部门债务扩张太快了，会带来资产泡沫和债务风险。政策要做到平衡很不容易。2007~2008年，美国私人部门债务扩张太快曾导致次贷危机，之后政府加强金融监管，私人部门去杠杆，债务逐渐转移到政府部门。目前一些负面的影响开始显现，就是通胀问题。中国处在私人部门债务过度扩张后的调整阶段，需要化解债务风险和房地产泡沫。因此，我们认为中国的需求扩张需要从信贷向财政转换，经济增长要更多从财政政策借力。

美国M2同比增速2020年高点达到27%，目前仍有13%，而且其M2增长几乎都是由财政赤字扩张贡献的。财政扩张推动M2增长对经济和通胀的影响有4~8个季度的时间差，现在的M2高增长对明年甚至明年下半年的通胀仍会有影响。看美国居民部门净资产的变化，2008年金融危机导致居民部门净资产下降，当时的财政赤字主要用来救助金融机构。新冠疫情冲击之下，财政扩张主要用来救济居民部门，所以居民部门净资产上升，增幅达到20%以上。

中国应对疫情冲击的对策主要是信贷扩张。从非金融私人部门，也就是企业和家庭部门存量债务还本付息负担相对于新增信贷的比例来看，以2019年四季度为基期，疫情发生后，初期还本付息负担相对于新增贷款下降，资金边际上从银行体系流向企业和家庭部门，确实对经济起到支撑作用。但3-4个季度后还本付息负担即上升，相对新增贷款的比例已经超过疫情前，资金从实体部门流回银行体系。

除非不断加速信贷扩张，否则存量债务还本付息的负担与新增信贷之比越

来越高，终归是个问题。用发新贷款解决旧贷款的偿还问题，实际上是饮鸩止渴，这是我们现在面临的问题。中国面临的问题不只是疫情造成的，经济处在金融周期下行阶段，面临房地产降温、债务风险暴露和处置等问题。欧美在金融周期的上行阶段，已经经过下行的调整，财政再发力，促进了私人部门的财务状况改善。

#### 四、加强货币与财政政策协同

从宏观角度看，影响总需求的政策路径有三条，分别是财政政策、货币政策和宏观审慎监管。宏观审慎管理通过调节金融部门的监管力度，尤其是针对房地产融资，影响信贷扩张速度。财政政策主要影响政府部门债务。货币政策既可以影响政府债务也可以影响私人部门债务。美国这一轮的宽松政策不仅表现为财政赤字，国债增加，美联储通过财政投放货币，导致M2增加，实质上是美联储通过国债为财政部融资。

当前中国面对需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力。具体而言，疫情在供需两端给经济带来负面影响，而且对低收入群体就业集中的餐饮、旅游等服务行业冲击更大。同时，俄乌冲突带来的地缘政治影响，以及前期对数字经济平台的监管，都对经济预期产生负面影响，加大了短期的经济下行压力。因此宏观稳增长政策不能仅仅考虑需求刺激，而要兼顾三方面：逆周期调节的力度足够大，降低企业成本提升供给能力，帮扶受疫情影响严重的中低收入群体。

当前中国应采取“紧信用、宽财政、松货币”的政策思路<sup>4</sup>。这里的“紧信用”不是指通过加强宏观审慎监管来紧缩银行信贷，而是指在金融周期下行阶段，由于风险偏好下降，市场主体自发的信用紧缩动能。在市场自发的信用紧缩环境下，应该通过货币和监管方面的扶持来促进信贷扩张，但更重要、更有效的方法是通过货币放松来促进财政扩张，以抵消信用紧缩对总需求的影响。

<sup>4</sup> 笔者曾在2017年《渐行渐近的金融周期》书中提出“紧信用、松货币、宽财政”的政策建议，目前这个宏观政策组合的大方向仍然有效，也适用于当前的问题。

今年财政扩张是稳增长的亮点。

财政扩张的具体措施应该依次是减税降费、转移支付、基建。首先是通过减税降费，尤其在疫情冲击的影响下，有助于避免企业大量倒闭产生失业，同时降低成本促进供给。其次是通过转移支付调节收入分配。疫情防控措施对低收入群体的影响更大，需要财政发挥社会保险的作用，给受到影响的人提供支持。基建应该是最后的选项，在供给不足的情况下搞大规模基建，很快就会面临通胀问题。

财政扩张的资金从哪里来？一方面，政策性金融。政策性金融由于享受政策优惠，其信贷扩张方向性和结构性与财政扩张近似，属于准财政。比如，普惠金融、绿色信贷、科技创新金融、以及相关的央行再贷款等。另一方面，央行上缴利润，可以说开启了中国财政和货币协同的新篇章。市场上不少研究人员分析外汇收益上缴带来的影响，但多是见树木不见森林。央行上缴利润是以人民币而非外汇形式，不可能让财政再去市场上换人民币。央行上缴利润用于财政支出，就是投放基础货币，实际上就是央行直接把资金给财政做支出。

今年的财政扩张力度有多大？我们计算了广义财政收支差额，广义财政包括一般公共预算和政府性基金两部分，预计2022年广义财政收入和支出差额约相当于去年GDP的9.2%。之所以使用相对去年的GDP，是因为我们关心财政对经济增长的影响，经济增长是相对于去年的，这样更能反应财政对经济增长的拉动作用。广义财政收支差额占GDP的9.2%中，6.1%来自发债，包括国债、地方一般债、地方专项债，3.1%来自基础货币的增加。

财政扩张有助于基础货币投放，也需要货币政策与之协同，形成“松货币”的局面。财政投放的基础货币，来自两方面。一是上年财政结转结余资金，也就是财政在央行的存款今年使用。二是央行利润上缴，这部分占上年GDP的1%。按照上述估算，今年与去年比较，广义财政收支差额与上年GDP之比提升了3个百分点。作为对比，2021年财政收支差额下降了3个百分点，显示今年财政扩张的力度较大。

另一方面，从货币政策的角度，今年货币放松不应该过度依赖信贷扩张，



不应局限于利率或准备金调节等促进信贷扩张的总量措施。尤其是，人民币汇率目前仍在高位，在美联储加息的背景下，人民银行降息将带来人民币贬值压力。今年央行单纯依靠总量调控手段的可能性有所下降，结构性工具的重要性增加，包括支持绿色转型与科技创新再贷款。

财政扩张、信用扩张和货币放松都存在政策超调的风险。财政扩张力度过大，主要风险是推高通胀。现在地产不景气，信用过度扩张后的风险是，导致新一轮债务扩张，加大地产泡沫。松货币比如降息，随着美国加息，可能带来人民币汇率的贬值压力。针对这些超调风险，缓解之策有几方面的考虑。财政上减税降费可以加大力度，包括“五险一金”缴费减免，而不是基建投资进一步推升通胀。金融上适时推进债务重组，并通过央行资产负债表的扩张来支持财政的扩张。三者之间，相对来说现阶段财政扩张的副作用更小。财政到位了，松货币的必要性下降，汇率的贬值压力就小了。即使财政扩张抬升了一定通胀，也要好于继续依靠信贷吹大地产泡沫和债务风险，也好于当前国际地缘环境下面临人民币较大贬值压力的结果。

---

以上观点来自：2022年4月10日中金研究院已发布的《应对世界经济百年变局》  
彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 宏观专栏

### 详解疫情对出口的影响

2022年3月以来，疫情在多地反复，通过四个渠道影响出口：物流受阻导致无法发货、疫情防控期间出口企业可能停产减产、供应链不畅导致原材料不足、海外订单转移。转港和赶工效应能够部分减轻负面影响；高技术产品的全球供应链相对稳定，难以在短期内转移；而物流不畅则是当前最大的瓶颈，规上工业企业原材料库存平均可以支撑生产27天以上，但是由于木桶原理，部分关键原材料的供给不足可能导致企业提前停产，近期政策尤为注重保障供应链，后期各地防疫政策可能会朝着这个方向改善。如果疫情得到有效控制，对于出口的短期负面影响主要集中于3-4月，分别拖累当月同比增速约2ppt和4ppt，叠加去年同期基数效应，我们预计3、4月出口同比分别为14.4%、4.5%。

疫情影响逐渐由面向点变化。2022年3月以来，疫情在多地反复，全国本土聚集性疫情一度呈现点多、面广、频发的特点，有疫情地级市GDP占比一度接近40%，但是疫情防控措施的强力推进，尤其是上海实施全域静态管理之后，有疫情地级市GDP占比有所下降，上海以外地区的每日新增感染数连续下降。

疫情如何影响出口？我们认为疫情对于出口主要有四种影响渠道：物流受阻导致无法发货、疫情防控期间出口企业可能停产减产、供应链不畅导致原材料不足、海外订单转移。

一是物流受阻导致无法发货。3月疫情发生以来，虽然港口仍然保持运行，但是港口仓库和公路物流疫情防控期间物流受阻程度仍然上升，中国远洋货轮靠港量一度下滑，但是随着深圳复工复产，靠港量迅速回升。3月中、下旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量分别同比增长-1.2%、10.1%。上海港口拥堵指数也一度上升，但近期已经开始下降。

转港能够部分减轻负面影响，如果疫情得到控制，后续赶工效应可能减弱负面冲击。虽然上海港可能因为疫情影响而操作效率下降，但是部分货物可以转移至周边港口（例如宁波港）发货，部分减轻负面影响。3月宁波港集装箱吞吐量318万标准箱，环比上升幅度明显高于季节性。疫情得到控制后的赶工

效应可能一定程度上弥补疫情造成的缺口，2021年5月广东疫情一度使得当月广东省出口金额超季节性下滑，但是随着疫情得到控制，2021年6月后广东出口金额再度回升。但这个效应大小视疫情持续的时间而定。

从投入产出表来看，2017年上海出口、进口占全国比重分别为8.2%、17.5%。主要行业中，上海出口占全国比重较高的有非金属矿和其他矿采选产品（21.4%）、通信设备、计算机和其他电子设备（12.3%）、通用设备（11.7%）、仪器仪表（11.4%）、交通运输设备（11.3%）。

**二是疫情防控期间出口企业可能停产减产。**为配合防疫政策，一部分企业停产减产。2022年3月共有39家上市公司发布受疫情影响公告，创2020年3月以来的新高。但一些对生产影响较大的管控措施相对短暂，例如深圳疫情使得部分上市公司停产一周；昆山的静默期为4月2日至4月12日，根据我们的不完全统计，已经有数十家电子产业链相关企业公告在此期间停产减产。此外，一些企业采取了闭环管理的措施来保持生产。从上海的电厂日均耗煤量来看，虽然在全域静态管理后有较大幅度的下降，但仍高于去年同期。

从投入产出表来看，2017年上海增加值占全国比重为3.7%。主要工业行业中，上海增加值占全国比重较高的有交通运输设备（9.2%）、通用设备（5.9%）、通信设备、计算机和其他电子设备（4.7%）。

**三是供应链不畅导致原材料不足。**上海加强疫情管控之后，整车货运流量指数大幅下降，而部分临近地区也加强了防控，全国整车货运流量指数也有所下降。供应链不畅导致部分企业原材料和零部件供应不足而短期停产减产。从3月以来公告受疫情影响的上市公司来看，部分上市公司本身并未受到疫情的影响，但是由于上游供应链公司停产或物流受阻而短期停产减产。

从规上工业企业来看，平均来看原材料库存可以支撑生产27天以上，但是由于木桶原理，部分关键原材料的供给不足可能导致企业提前停产。因此如果物流不畅的情况继续持续下去，工业生产受到的负面影响或进一步加剧。近期政策层对于稳定供应链频繁发声，我们预计后期各地防疫政策会朝着这个方向改善。

从投入产出表来看，2017年上海流出和流入占全国总产出的比重分别为2.5%、1.9%。主要工业行业中，上海流出占全国总产出比重较高的有仪器仪表（9.8%）、交通运输设备（8.7%）、通用设备（5.0%）；上海流入占全国总产出比重较高的有石油、炼焦产品和核燃料加工品（6.3%）、仪器仪表（6.2%）、石油和天然气开采产品（5.3%）。

**四是海外订单转移。**疫情给中国大陆供给能力带来的不确定性也会使得部分海外订单转移，但我们认为这种现象可能更多集中于部分劳动力密集型产品中，例如2021年东南亚疫情中，中国大陆与越南的鞋靴出口替代效应强于整体。而高技术产品的短期订单转移能力较差。这是由于在全球供应链大背景下，低劳动力成本在全球供应链中并没有那么重要，反而资本和高技术劳动力占比变相提高了发展中国家的进入门槛，全球供应链的交易复杂度较高，需要长期磨合，难以在短期内搭建完成。中国大陆作为全球供应链的重要枢纽，疫情冲击下反而会使得区域内的其他经济体出口也受到负面冲击。从3月PMI新出口订单来看，区域内经济体皆有所下降。分行业来看，纺织服装、通用设备、化学原料等行业PMI新出口订单较历史均值下降幅度较大，或体现了一定订单转移效应。

---

以上观点来自：2022年4月10日中金公司研究部已发布的《详解疫情对出口的影响》

郑宇驰 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 SAC 执证编号：S0080521070001

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### 房地产板块当前六大关键问题

当前房地产行业基本面表现如何？开年以来新房销售面积持续下行，同比跌幅持续走阔；除小部分低库存城市房价初现回升迹象外，多数中低能级城市房价仍处下行趋势。在此背景下，今年以来土地市场地方政府供地呈现提质、缩量但不降价的特征。

**新房市场为何表现如此疲弱？**我们认为当前新房市场可能已经出现“需求疲弱-推盘不足-销售不振-回款监管-信用恶化-金融避险-预期走弱-需求疲弱”的负向循环，而近期多地疫情加剧了这一循环负向作用，供需相互作用下购房人及房企对后市信心持续走低。

**房企层面的困境走到了哪一步？**因销售端持续低迷、预售资金监管难言松动且收并购市场买家意愿不足，房企现金流压力仍在加剧。我们保守估计房企年内共有1.1万亿元信用债和ABS到期，未来半年逐月均为到期高峰，叠加债务评级下调可能导致的风险传染，信用风险事件尚难言结束。

**政策端在哪些方面或仍有空间？**我们认为政策在供、需两侧仍有进一步发力空间，需求侧更多集中于围绕支持合理住房需求的住建类政策，而供给侧或更须聚焦于房企信用问题的纾困和缓解（须关注的重点措施详见正文）。

**后市基本面指标将如何演进？**考虑政策节奏的不确定性，我们给出后市可能的三种情形推演。**情形1：**若二季度前半段即出现政策有力调整，预计全年销售面积同比-7%，投资额-3%，新开工面积-20%；**情形2：**若有效政策发生于二季度末三季度初，预计全年销售面积-12%，投资额-9%，新开工面积-31%；**情形3：**若政策端四季度才出现有力变化，预计全年销售面积-17%，投资额-15%，新开工面积-41%。

---

以上观点来自：2022年4月5日中金公司研究部已发布的《房地产板块当前六大关键问题》

张宇 SAC 执证编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713

李昊 SAC 执证编号：S0080120080057

王璞 SAC 执证编号：S0080520050003 SFC CE Ref: BOL362

## 专题聚焦

### 中国基础设施REITs之电力篇2 - 电力变革中的火电价值再挖掘

“双碳”目标下，我国正在从电价机制、电网消纳能力、金融政策等多维度出台政策推动构建以新能源为主的新型电力系统，实现电力清洁化。近年来，电力供需趋紧、电网稳定性要求攀升，我们看到火电价值再次凸显，并有望在电力市场中获得重估。然而，火电企业正面临新能源布局和机组改造带来的资金压力，亟须拓宽有效、新颖的融资渠道，实现转型。

火电企业是电力低碳转型的重要参与者，资金需求显著加大，须探索REITs等有效权益融资手段。“十四五”火电企业新能源开发目标宏大，低碳转型加速，带来高资金要求。我们测算多数电企的经营性现金流难以覆盖，盘活融资迫在眉睫。考虑行业杠杆高企、二级市场估值偏低，债、权融资均面临瓶颈，我们认为REITs是有效的创新融资方式。

双碳目标下，火电的电力保供和调峰战略地位不容小觑。我们认为火电作为稳定的基荷电源在电力转型中承担着两大重要任务：1) 2018年以来，我国电力供需或由“总体过剩”走向“总体平衡，局部紧张”。尖峰负荷紧张，火电仍然发挥电力保供“压舱石”作用；2) 新能源比重不断提升过程中，作为经济性优且可规模化的灵活性资源，火电将作为重要调峰力量活跃于新型电力系统。我们看好在政策、技术支持下，火电企业短期内实现节煤降耗，走向清洁升级，中长期通过灵活性改造，提高服务能力。

市场改革下火电盈利模式向好，现金流或走向稳定可持续，煤电一体化确定性更优。此前，火电盈利长期受制于“市场煤”+“计划电”矛盾，周期性较强。我们认为市场化改革深化将推动电企角色由“简单的电力生产商”转向“综合能源服务商”。发售电端引入竞争后提升电企营销任务要求。2022年电价政策放开，“能涨能跌”定价机制支持价格松绑及成本传导，拓宽电企盈利空间，火电盈利迎来健康稳定发展新变局。

---

以上观点来自：2022年4月7日中金公司研究部已发布的《中国基础设施REITs之电力篇2 - 电力变革中的火电价值再挖掘》

刘佳妮 SAC 执证编号：S0080520070002 SFC CE Ref: BNJ556

曾韬 SAC 执证编号：S0080518040001 SFC CE Ref: BRQ196

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2022.4.4 中国图说中国宏观周报：再看疫情对经济的影响
- 2022.4.4 海外宏观周报：就业强劲，联储加息将提速
- 2022.4.6 中国宏观专题报告：利差收窄，货币政策且行且看 ——2022年3月流动性观察
- 2022.4.7 中国宏观热点速评：对症下药，直达实体 ——2022年4月6日国常会点评
- 2022.4.7 海外宏观热点速评：缩表将至，美国货币“量价双紧”
- 2022.4.10 其他宏观专题报告：数字经济月报：欧美数据传输新框架出炉
- 2022.4.10 中国图说中国宏观周报：详解疫情对出口的影响

### 策略及大宗商品

- 2022.4.4 海外市场观察：多高算高？量化测算利率影响美股阈值 2022年3月28日~4月3日
- 2022.4.5 主题策略：谁在卖出？从资金面看近期港股波动
- 2022.4.5 A股策略周报：稳增长压力仍在
- 2022.4.5 中国策略简评：境内企业境外上市相关制度拟获修订
- 2022.4.6 海外策略：当流动性拐点遇上供需错配 海外资产配置月报(2022-04)
- 2022.4.8 碳中和双周报：“碳”策中国(13)：五大路线攻关能源科技瓶颈 3月24日~4月7日
- 2022.4.9 全球资金流向监测：外资整体回流，北向再度流出
- 2022.4.9 海外策略：本轮中国局部疫情对供应链影响几何？疫情复工周度追踪(4月9日)
- 2022.4.9 海外中资股策略周报：稳增长仍需政策进一步发力
- 2022.4.10 海外市场观察：当中美利差倒挂遇上美债曲线倒挂 2022年4月4日~4月10日
- 2022.4.10 A股策略周报：“稳增长”有望继续发力
- 2022.4.10 主题策略：一季报预览：哪些公司业绩有望超预期

### 固定收益

- 2022.4.6 简评：2022年4月十大转债
- 2022.4.6 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.4.6 招投标备忘录：国开债22年第1、5期增发——利率债招标分析
- 2022.4.7 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.4.7 招投标备忘录：贴现国债22年第13、14期新发——利率债招标分析
- 2022.4.8 固收+周报：固收+与风格轮动：规律、策略与Python实现

- 2022.4.8 离岸中资信用债月报：高收益经历“过山车”行情，投资级走势较弱——3月中资美元债月报
- 2022.4.8 简评：永东转2投资价值分析
- 2022.4.9 信用债收益率跟踪周报：假期影响一级发行回落，二级收益率多数下行
- 2022.4.9 中国利率策略周报：中美利差倒挂需要担心汇率和资金流动压力么？

## 行业

- 2022.4.4 新能源汽车：新势力4Q21业绩回顾：快增长高投入厚积薄发 强调低估值布局机会
- 2022.4.4 日常消费：零食系列一：细剖千亿坚果炒货行业
- 2022.4.4 化工：原材料价格回落，关注下游子行业投资机会
- 2022.4.4 REITs：公募REITs月报（2022-03）：估值压力有所释放
- 2022.4.5 电力电气设备：新能源车月度观察：中美欧销量同比高增，淡季不淡
- 2022.4.5 金融：周报：港交所举办开放日；重申板块推荐
- 2022.4.5 不动产与空间服务：房地产板块当前六大关键问题
- 2022.4.5 保险：继续推荐中国财险，寿险调整进入后半段
- 2022.4.5 金融：预计上市券商1Q22盈利同比-21%：手续费收入保持平稳、投资收入受市场波动影响
- 2022.4.6 银行：聚焦理财业务七大热点——一年报回顾（二）
- 2022.4.6 节能环保：两地推进工业绿色发展，节能与资源化持续受益
- 2022.4.6 传媒互联网：1Q22电影行业回顾：疫情反复拖累，下调预测
- 2022.4.6 机械：疫情因素扰动，3月制造业PMI环比放缓
- 2022.4.6 日常消费：周思考：白酒消费淡季基本面稳健，关注大众品需求改善情况
- 2022.4.6 金融：数字化转型投入/布局/成效一年报回顾（三）
- 2022.4.6 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2022年4月组合
- 2022.4.6 主题研究：硅料报价上涨，2022能源工作指导意见发布
- 2022.4.6 汽车及零部件：产业资源加速入局，换电生态迅速丰富
- 2022.4.6 电力电气设备：海外极端电价频发，储能盈利能力提升
- 2022.4.6 基础材料：电车中游产业链：试算材料涨价的成本传导
- 2022.4.6 传媒互联网：电商板块2021年回顾：消费疲软逢竞争，估值合理待拐点
- 2022.4.6 传媒互联网：广告2月：相对平淡，梯媒增速略有回落
- 2022.4.6 金融：从资本人力到组织架构，财富管理战略投入窗口期已至一年报回顾（四）
- 2022.4.6 电力电气设备：工业自动化跟踪：3月本土厂商涨价预期落地，成本压力有所释放



- 2022.4.6 电力电气设备：锂电中游2月回顾：材料价格大稳小调，排产持续向好
- 2022.4.6 软件及服务：美股软件及服务公司业绩梳理二：垂直领域趋势分化，头部企业优势稳固
- 2022.4.7 房地产：内房股2021年业绩回顾：吹尽狂沙始到金
- 2022.4.7 公用事业：中国基础设施REITs之电力篇2 - 电力变革中的火电价值再挖掘
- 2022.4.7 银行：金融稳定法：防范化解处置风险的长效机制
- 2022.4.7 建筑与工程：疫情扰动推升稳增长预期；关注低估值龙头
- 2022.4.7 不动产与空间服务：周报#286：推盘回升，销售同比跌幅收窄
- 2022.4.7 银行：银行年报的六大看点——年报回顾（一）
- 2022.4.7 物业管理：成长性持续兑现，行业发展逐步迈入新阶段
- 2022.4.7 非酒类食品饮料：乳业月报：近期疫情有所扰动，国内乳品消费需求延续稳健
- 2022.4.7 交通运输物流：1Q22盈利预测：重点关注四类机会
- 2022.4.7 软件及服务：医疗信息化：1Q中标数据追踪——订单增长稳健，疫情反复影响总体可控
- 2022.4.8 工业：碳纤维：风电大型化拉动需求，碳化设备先行
- 2022.4.8 REITs：公募REITs年报有哪些新亮点？
- 2022.4.8 传媒互联网：出版1Q22：疫情反复压制市场复苏，新动能欠缺致负增长
- 2022.4.8 传媒互联网：1Q22前瞻：至暗已过，黎明渐至
- 2022.4.8 传媒互联网：中金看海外 公司 | ZipRecruiter：技术驱动的在线招聘平台
- 2022.4.9 汽车及零部件：汽车电子系列五：汽车线束“三化”升级，高压高速打开增量空间
- 2022.4.9 化工：电解液价格下行，关注行业格局变化与电池环节
- 2022.4.9 金融：周报：低估值优质标的股价展现韧性；继续看好板块核心资产组合
- 2022.4.10 航空航天科技：业绩验证行业高景气，逢低布局细分龙头
- 2022.4.10 传媒互联网：周报：腾讯视频会员宣布提价，游戏买量市场热度下降
- 2022.4.10 日常消费：周思考：疫情不改龙头酒企改革进程，布局价值高；大众品积极应对成本及疫情压力
- 2022.4.10 医疗健康：国内局部疫情反复，关注新冠相关产品研发进展
- 2022.4.10 科技：科技硬件周报（4/9）：持续关注疫情对半导体产业影响

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn