



影响后期经济运行的 三类风险



【财新网】（专栏作家 张涛）虽然全年经济增速“前高后低”走势已在市场预期之内，但近期多项经济数据超预期下滑，尤其是投资、消费和出口“三驾马车”均有下行压力、加之全球货币政策环境起变以及多类风险事件的叠加，使得市场对经济前景的担忧加重。结合经济实况和后期风险因素，我们将今年中国经济的全年增速预期下调 1.5%至 8.5%左右（之前我们的预期为“2021 年 GDP 单季同比增速也随之逐季回落至 6%附近，全年增速约 10%GDP 全年增速约 10%”，参见《2021 年经济展望（一）：中国经济疫后的返途》），同时出于对冲经济下行的考虑，预计宏观调控将出现阶段性放松。

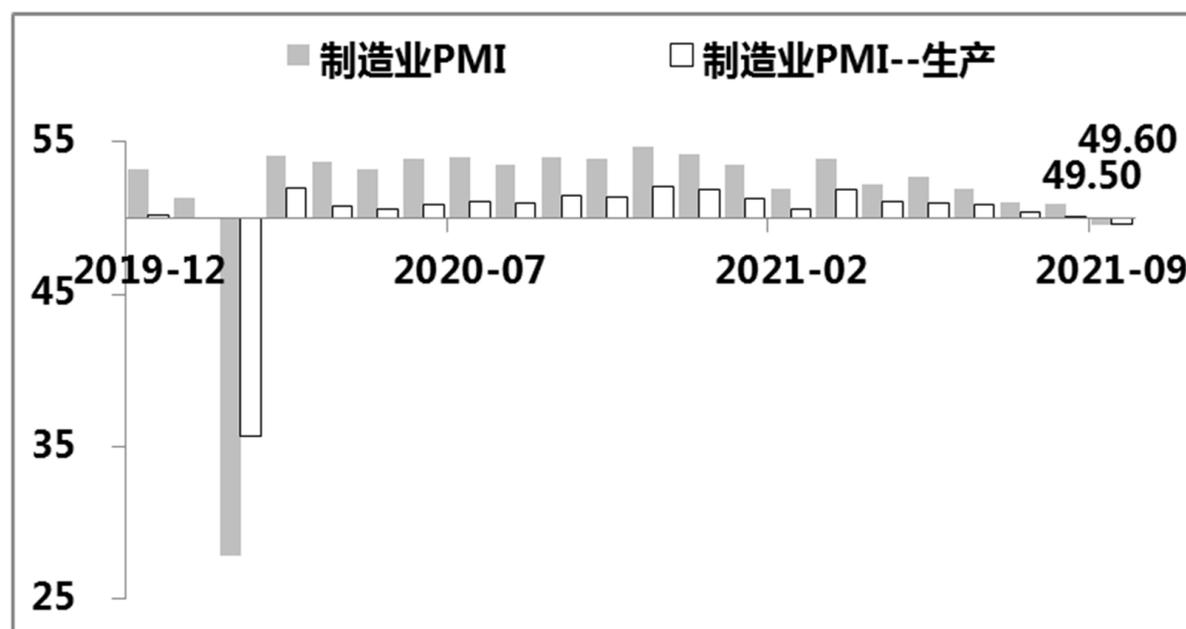
风险 1：经济产出潜在缺口仍有扩大风险。

除了出口依然保持较强韧性之外（前 8 个月出口累计同比增幅为 33.7%），目前投资和消费均出现明显下滑。其中，投资累计增速已跌至 10% 以下（8 月末投资增速为 8.9%）；8 月份社会零售总额同比增速仅为 2.5%（参见《警惕美国财政风险的外溢性冲击》）。之前我们按照高频宏观数据静态估算，继去年四季度完全修复了疫情冲击出的缺口后，经济实际增长再度低于潜在增长，目前缺口幅度约-3%。鉴于后期投资、消费和出口仍面临诸多下行压力，故经济潜在缺口仍有扩大风险。

（1）投资方面。恒大事件对房地产行业的冲击还在发酵，而近期多地出现土地流拍现象则显示市场投资预期开始发生明显变化；基建投资则在严控地方政府隐性债务的政策环境下，很难在短期内发力；制造业则是在

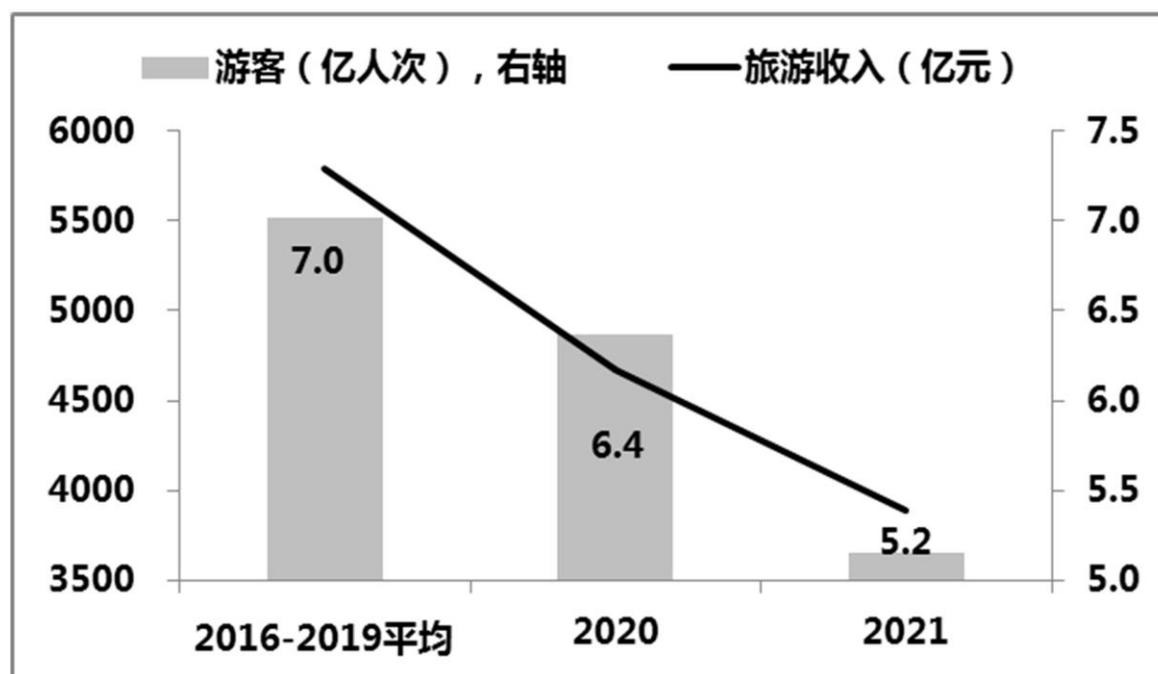
能耗和环保达标等因素影响下，也出现下滑苗头，9月份制造业 PMI 及生产指数双双跌至 50 荣枯线下方。鉴于制约房地产、基建和制造业投资的因素短期内难有改善，后期投资增长放缓是大概率事件。

图 1：制造业 PMI 和生产指数



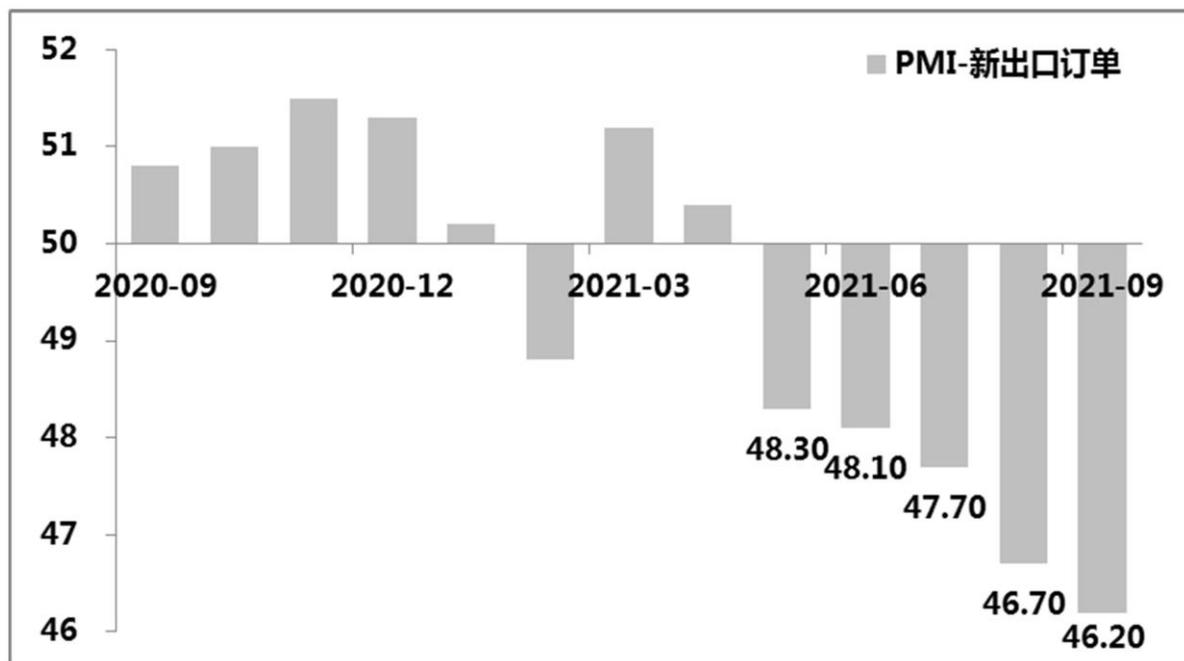
(2) 消费方面。由于疫情在多地仍呈现局部反复态势，居民的出行依然受限，制约了消费类服务业的修复。例如，今年国庆期间，国内旅游人次和收入均为历年来最低水平，但居民整体杠杆率已连续两年超过 70%（超出 65% 的国际警戒线），在“稳杠杆”的宏观要求下，消费类融资已难以对消费构成新的支撑，而收入预期未明显改善则进一步削弱了居民的消费预期。

图 2：历年国庆出游情况



(3) 出口方面。对疫情的有效持续防控，为中国承接海外产能提供了有力支撑，中国商品出口在全球的份额明显提升，在较强出口替代效应作用下，经济增长对出口的依赖度也相应提升。但伴随疫苗接种率的提升，海外解禁的范围和程度逐渐扩大，有助于各国产能的恢复，相应会削弱中国的出口替代，加之上游能源、原材料商品价格和运费的提升，回款周期的拉长等因素，国内企业承接订单的能力和意愿都将受到影响。实际上，制造业 PMI 新出口订单指数已连续 5 个月回落，且回落幅度还在持续加深，暗含着出口前景的不确定性。

图 3：制造业 PMI 新出口订单指数



风险 2：全球货币政策环境起变的外溢性影响。

全球复苏节奏在 6 月中旬虽被德尔塔病毒打乱，但整体复苏形态并未被破坏，多个经济体已进入货币政策回归常态的实施阶段，全球已有近 30 家央行先后加息，范围涵盖亚洲、欧洲、美洲和非洲；美欧货币当局明确年内宣布缩减购债计划；加之金属、原油、粮食、棉花等商品价格相继进

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_27586

