



# 跨周期调节下的中国经济



【财新网】(专栏作家 钟正生)

## 当前中国经济的周期位置

开宗明义，中国经济高点已过，高点是环比的高点。今年二季度中国经济环比的高点可能已经出现，后面环比有回落压力。

### 1、全球经济的近况

先了解一下全球经济的近况，全球经济是 K 形的复苏，不均衡的复苏，发达经济体与新兴经济体之间复苏的轨迹不一样。这一差别，除了财政货币刺激程度上不一样之外，最重要的还是疫苗接种的速度，发达经济体明显领先于新兴经济体。最新的 IMF 全球经济展望，上调了今年全年经济的预测，但却下调了新兴经济体的预测，尤其是东南亚国家和地区新冠病毒变异有扩散的趋势，会令 K 形复苏的趋势更加明显。

美国经济是超级宽松的货币政策，加上大规模的财政刺激，造成了“超强的消费，加上不愿意就业”，从而暂时呈现出“快通胀、慢就业”的局面。也就是说，菲利普斯曲线在扁平化，通胀已经明显起来了，但就业还没有恢复到疫情之前的水准。菲利普斯曲线扁平化会给货币政策决策带来新的挑战。目前拜登政府刚刚通过新一轮的财政刺激计划，但货币政策刺激美国经济复苏的有效性开始减弱，这点大致是有共识的。从而，美国格外旺盛的需求向全球外溢，影响了非美地区的经济、通胀和资产价格。

跟中国做一个对比：新冠疫情暴发后，美国首先救助的是居民，中国

首先救助的是企业，从而美国的消费复苏非常快，中国复工复产非常快。这造成一个此前意想不到的结果，美国对中国进口的需求，尤其是对于中国制成品进口的需求增加很多，这某种程度上也是我们的意外惊喜。

目前美联储政策决策的一个核心因素就是就业。美国就业市场今年上半年恢复偏慢，但近期复苏势头比较强劲，往后看就业复苏的大方向也较为明朗。很多州失业补贴都会取消、疫情扰动进一步减弱、秋季开学在即（之前很多妈妈在家照顾孩子，无法外出求职），这些因素影响下，四季度美国就业恢复的动能是比较充足的。7月美国失业率下降速度是在加快的，目前美国非农就业的缺口大概有500多万人。我们预测，9月下旬美联储议息会议上会正式宣布有关削减资产购买的决定，到今年年底开始实施削减资产购买。前一段时间，市场有担心美联储根本没法退出资产购买，但在7月非农就业数据出来后，市场预期还是比较一致的，就是美联储会按部就班地实施削减资产购买的路径。

## 2、中国经济：高点已过

中国7月主要的经济增长数据普遍放缓，符合我们此前“方向见顶、分化收敛”的判断，也为7月30日中央政治局会议加码稳增长政策提供了最好的注解。1) 今年上半年中国工业生产和出口均超疫情前增速。随着出口的拉动作用减弱，加之限产、缺芯因素影响，工业生产面临回落压力。2) 制造业投资未能延续二季度加快复苏的态势。从前瞻指标来看三季度制造业投资增长或将进入平台期。3) 消费复苏有陷于停滞的倾向。4) 房地产

投资从销售、开工、施工、资金来源各个层面展露出疲态。这是 730 中央政治局会议做出“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”评估的背景。从两年复合增速来看，今年上半年，所有的经济指标都是往上的，但到了 7 月份，主要经济指标普遍放缓，这就是为什么我说经济环比的高点可能已经过去。

### (1) 下游产业链是中国经济恢复的短板

在本轮疫后复苏中，出口是终端需求的主要来源。2020 年净出口对中国 GDP 的贡献率达到 28%，是二十年来最高。但出口对产业链的拉动并不是平衡的，这与 2017 年上一轮出口高景气时期有很大差别：中游装备制造类行业出口率先拉升，医药汽车行业随后，今年以来，由于前一段时间大宗商品的暴涨，上游行业出口加速反弹，但其它下游行业仍持续负增长，与疫情之前的状况无异，甚至可以说下游的制造业就是当前中国经济恢复的短板。

再看一下拉动中国经济三架马车的情况：

### (2) 促进消费成为一项中长期的挑战

除了出口拉动的不平衡外，消费的持续低迷也加重了下游产业链的压力。尽管今年上半年中国居民收入进一步恢复增长，但居民储蓄倾向尚未有效回落，消费复苏缺乏进一步提速的动力。央行的城镇储户调查问卷显示，去年新冠疫情暴发以后城镇储户的储蓄倾向突然蹿升。当时有一种声

音认为，这是一个短期现象，因为疫情限制了消费，限制了社交，一旦疫情得到比较有效控制，生产和生活接近常态后，边际储蓄倾向会有一个明显的回落。但从去年二季度到现在，居民的预防性储蓄倾向并未明显降低。这也验证了有关灾难和疫情的经济分析，那就是“一朝被蛇咬，十年怕井绳”，大的灾难或疫情暴发后，居民边际储蓄倾向在较长一段时间内会维持在较高的水平上。换句话说，居民边际消费倾向都有明显降低，一段时间过后还恢复不了。

今年分析经济数据多用两年平均增速，因为去年疫情砸了一个坑，留下了一个很低的基数，同比数据会有点信号失真。讲到两年平均增速，有个隐含假设，就是失去的东西是可以回补的。但我们认为，大部分的非耐用品和服务品的消费是不可回补的，因此对于社会消费品零售总额的增速不宜使用两年平均来衡量。若直接跟 2019 年消费增速相比，今年 1-7 月份，消费增速是 8.8%，相比 2019 年新冠疫情暴发前 8% 的增速已经不太慢。但从今年 4 月以来，社零增速就进入了平台期，显然消费需要更多的促进因素。

促进消费成为一项中长期的挑战。凡是能够促进消费的政策，这段时间都在集中出台。一是，人口老龄化的问题。根据七普数据，中国老龄人口比例已达 13.5%，很快就会进入 14% 的中度老龄化阶段，且未富先老特征鲜明。而老年人消费倾向较低，成为拖累中国消费增长的中长期因素，需要以养老保险体系的构建完善等加以应对。前段时间有关养老保险第三

条支柱的进一步尝试，就是在往这个方向去解决。

二是，高企的房价。居高不下的房价下，青年人的可选消费让位于住房储蓄，中年人的可选消费业要让位于下一代的住房储蓄。说白了就是，高房价对于消费是挤出的效应，而没有挤入的效应。人民银行做过一个估计，中国居民杠杆率水平每上升 1 个百分点，社会零售品消费总额增速会下降 0.3 个百分点，而显然高房价是推升中国居民杠杆率的关键因素之一。现在全国房地产形势分化比较明显，但全国房价还在上涨，100 个大中城市的房价还是在上涨。很显然，对房地产要进行重新规范定位，有关房地产投融资方面的限制和红线频出，也是基于这样的背景。

三是，收入和财富差距的问题。8 月 17 日，中央财经委员会第十次会议聚焦研究扎实促进“共同富裕”问题，提高居民收入水平和消费能力是其应有之义。大家知道，收入分配差距越大，平均消费倾向越低，因为对于高收入人群来说，其边际消费倾向是较低的。

总之，在构建内循环为主、内外循环共同促进的高质量发展格局过程中，内循环最主要的引领就是消费，需要依托中国庞大的市场，庞大的消费群体。因此，不管是养老保险体系的进一步完善，抑制房价的过快上涨，还是往共同富裕的道路上做更多体制机制上的铺垫，都是往提升消费倾向和能力的方向在走。

### (3) 出口高景气面临逐步回落

疫情以来中国出口的高景气一直是超预期的。今年以来，中国出口在保持韧性的同时，呈现出以下几个突出特征：一是，出口的拉动从集中于防疫物资，转向机电及其它各类商品共同拉动；出口的国别结构从美国强劲拉动，转为欧盟和东南亚的拉动显著增强。二是，中国在全球的出口市场份额有限回落，回落压力主要来自欧美，而中国仍然替代着其它欠发达国家的部分市场份额。这些欠发达国家由于疫情控制有限，复工复产的进度也非常有限。三是，中美经贸冲突的影响非常深远，美国（尤其劳动密集型产品的）进口向中国以外的亚洲国家集中。目前，美国对中国医疗物资的进口依赖度已经回到疫情前水平，但对中国劳动密集型产品的进口依赖度仍然显著低于疫情之前。这再度证明美国增加了其它亚洲国家产品对中国产品的替代。说白了，美国在寻找“备胎”。当前，中美经贸谈判重启，第二轮谈判如何演化，值得高度关注。

不过，当前有三股力量支持中国的外贸景气度：一是，对欧洲地区出口有进一步修复空间。截至目前，中国在欧洲进口和出口中的占比均仍处于高位。因此，随着欧洲经济进一步恢复增长，其对中国的进口需求仍有进一步提升空间。在产品结构上，欧盟从中国进口或将从 2020 年的工业制成品逐渐向原材料偏移。这样，从对中国产业链的拉动来看，会向中国制造业的上游行业偏移，从而对于上游行业是一个利好；但中国经济修复的短板，下游的制造业仍然没太受益。

二是，东南亚和其它欠发达地区疫苗接种的滞后。我们不希望把中国

出口的韧性建立在其他国家和地区的痛苦之上，但从经济分析的角度来说，这点确实是延缓了中国出口市占率的回落。

三是，对“一带一路”沿线国家的出口有效提升。7月30日中央政治局会议强调“坚定不移推进共建‘一带一路’高质量发展”。在下半年外需面临回落、中美经贸谈判存在变数的情况下，稳定“一带一路”这个外贸基本盘更加重要。

昨天参加有关人民币国际化的一个会议，我就指出“一带一路”高质量的发展可以作为进一步推进人民币国际化的一个很重要的突破口。“一带一路”沿线国家和地区对于人民币结算、人民币投资的接受度显然是要更高的。

#### (4) 房地产投资进入震荡或下行周期

再说投资。7月房地产投资展露出疲态，进入震荡或下行周期已是共识。从销售来看，7月房地产销售面积的两年平均增速从6月的4.8%进一步下滑至0.1%，而5月这一增速为9.4%。在房地产贷款利率小幅抬升、

各地严控房地产贷款投放、各地升级房地产调控措施的背景下，房地产继续

**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\\_34736](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34736)

