

首席观点

2021年9月29日

关于当前经济形势和 资本市场的若干判断

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83146635 ✉ dinganhua@cmbchina.com



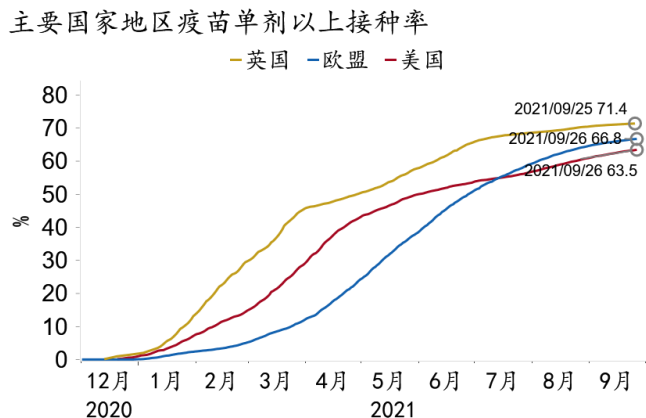
进入四季度，是时候回顾今年的经济形势，并对明年进行展望。综合考虑内外部环境、市场演变和经济治理框架，本文对当前市场高度关注的几个问题进行研判。

一、经济增长：Delta 变种扰动 “疫苗复苏”

当前全球经济运行的格局仍受到疫情演变的制约。在 Delta 变种冲击下，三季度全球确诊病例曲线又形成了一个新的高峰，各国经济复苏进程受到明显扰动。虽然高峰似乎已经开始回落，但主流机构对下半年海外经济的乐观预期落空，近期纷纷下调全球经济增长预测，上调全球通胀预测。

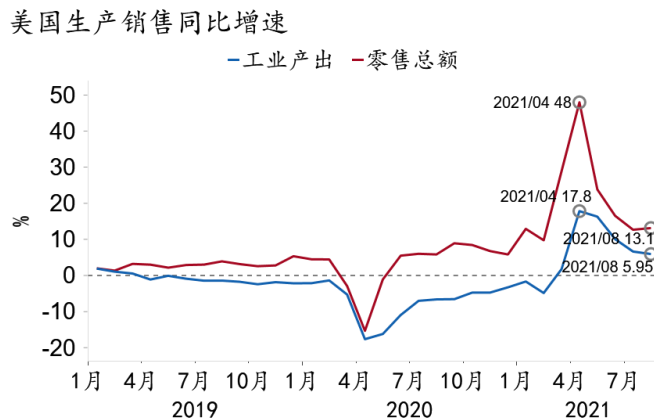
目前看来，由于疫苗犹豫和突破性感染的存在，各国难以通过疫苗接种实现群体免疫。另一方面，疫苗对 Delta 变种依然有效，在降低住院率和死亡率方面效果明显。目前美国接种率已超 60% 且仍处在爬坡阶段（图 1），再加上至少 10% 的人群感染恢复后获得了免疫屏障，总体上对病毒已有相当抵抗力。更重要的是，相比年初，美欧民众对病毒的恐惧心理已经消退。近期美国每日新增确诊仍有十几万例，但这个数字对公众信心的影响大幅减弱，政府也未采取严格的经济封锁，美国仍计划于今年十一月开放边界。因此，在研判海外经济修复进程时，不仅要看疫情的数字，更要看经济活动和防疫措施的变化。

图 1：主要经济体疫苗接种率缓慢爬坡



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：三季度美国供需缺口缓慢收敛



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国经济恢复的形态与其防疫措施和宏观政策相关，表现为消费恢复快于生产，供需存在显著缺口（图 2），导致需求外溢。一方面，美国消费表现强劲，这是由于美国采取的刺激政策主要针对居民、特别是低收入家庭，受补贴群体边际消费倾向很高。另一方面，美国企业在很长一段时间不得不居家办公，生产经营活动受到拖累。中国的情况与美国刚好相反，生产的恢复持续好于消费。这是由于我国刺激政策主要针对企业，例如减费让利、再贷款，同时我国的疫情防控比较有效，很快便复工复产。

前瞻地看，随着疫苗起效和信心恢复，预计美国全年 GDP 增速将达 6%，而我国经济稳中承压，预计全年 GDP 增速在 8.2% 左右。分季度来看，二季度美国 GDP 同比增速已高于中国，三季

度仍有可能高于中国，四季度高于中国的可能性更高，其中当然有基数的原因。对于明年而言，预计美国 GDP 增速在 3-4% 之间，我国 GDP 增速在 5.5% 附近。

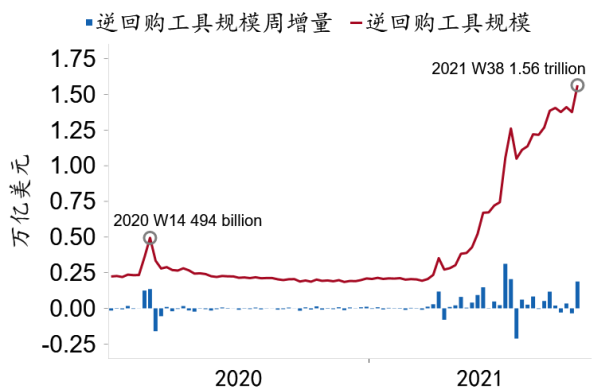
二、货币政策：中美分化

当前中美货币政策处于不同的轨道中。美国货币政策回归常态，处于收紧过程中；我国去年年中以来货币政策率先回归，目前处于收紧基本告一段落、甚至略有放松的过程中。在政策操作上，美联储的工作方式是提前对市场进行预期管理；我国货币政策更多采取相机抉择，货币政策工具多元、空间更大。中美货币政策分化，对两国之间的息差和跨境资本流动必然产生影响，值得高度关注。

美联储货币政策转向采用“三部曲”，目前实际上已开始收紧。第一步是“技术性”加息，回收市场的短端流动性，已于今年 6 月开始（图 3）。第二步是 Taper，大概率于 11 月明确缩减购债计划，年末启动并在明年中结束量化宽松。第三步是加息，预计美联储将采取“慢启动、快提速”的方式以达成“广泛而包容”的就业修复。当前点阵图隐含美联储 2022 年加息 1 次，2023 年加息 3 次。美联储政策回归所面临的一大风险在于通胀，如果通胀失去控制，美联储的转向将不得不加快速度、加大力度，威胁美国财政可持续性。美国 PCE 通胀 12 个月移动平均已突破 2%，美联储最近也进一步上调通胀预期 0.8pct 至 4.2%。经济学界对高通胀会否持续充满分歧，这也是接下来需要关注的重点。

图 3：美联储加大逆回购力度回收短端流动性

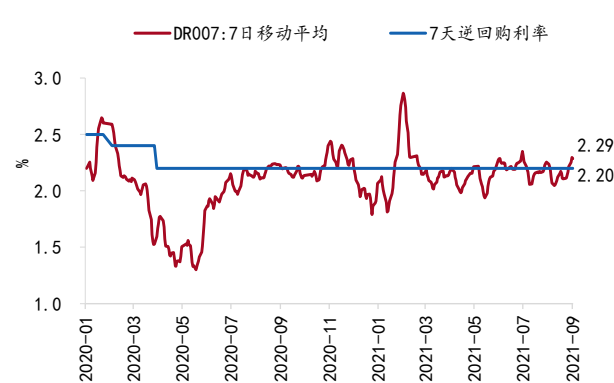
美联储逆回购工具使用情况



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：我国市场利率围绕政策利率中枢窄幅波动

DR007 与 7 天逆回购利率



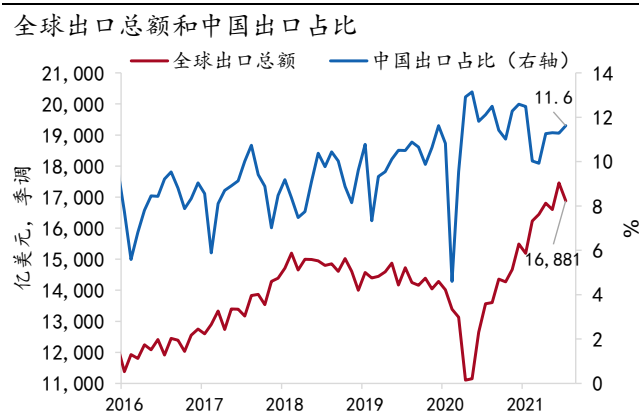
资料来源：Wind、招商银行研究院

当前我国货币政策在总量上处于稳中偏友善的环境（图 4）。今年 7 月 15 日全面降准标志着我国这一轮货币政策回归已经结束。虽然 LPR 没有下调，但市场实际贷款利率在下行，实体经济融资成本边际下降。另一方面，从商业银行的角度看，存在实体经济信贷需求不足的情况。这种表现背后有很多原因。有观点认为这是“宽货币、紧信用”，这在逻辑上并不成立，因为宽松的货币政策需要通过信用环节传导到实体经济。从企业部门看，企业信贷需求疲弱与中下游制造业企业利润持续承压有关。从居民部门看，今年以来融资需求受到消费复苏缓慢叠加房地产政策收紧的制约。此外，金融监管政策结构性趋严也有所影响。

三、出口：高景气下的隐忧

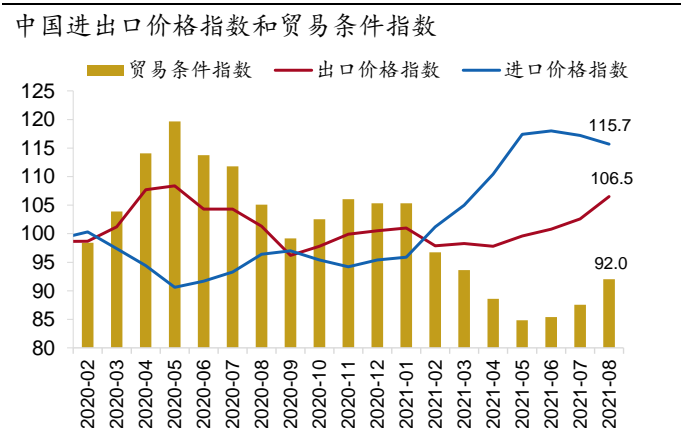
去年下半年以来，出口一直是我国经济修复的最主要驱动力量，表现好于投资和消费。出口维持高景气的主要原因在于海外需求外溢，以及中国在全球出口中所占份额的抬升（图5）。当前市场争议的焦点在于出口景气是否可持续，表现在领先指标与出口数据背离。

图5：中国占全球出口份额显著高于历史均值



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图6：中国贸易条件恶化



资料来源：Wind，招商银行研究院

注：进出口价格指数取上年同月=100；贸易条件指数为出口价格指数/进口价格指数*100

从领先指标 PMI 新出口订单指数来看，二季度以来大中小企业该项指数均持续处于枯荣线以下，反映出企业的出口订单环比减少。但是8月我国出口仍然强劲，金额创单月历史新高，主要受到两重原因支撑。一是6、7月份中国部分港口城市疫情零星爆发，港口货物积压，8月出口货量集中释放。数据上8月外贸货物吞吐量有所恢复，集装箱运价指数也持续攀升。二是由于Delta变种在发展中国家肆虐，东南亚国家供应链受阻，中国出口部分替代了其市场份额。

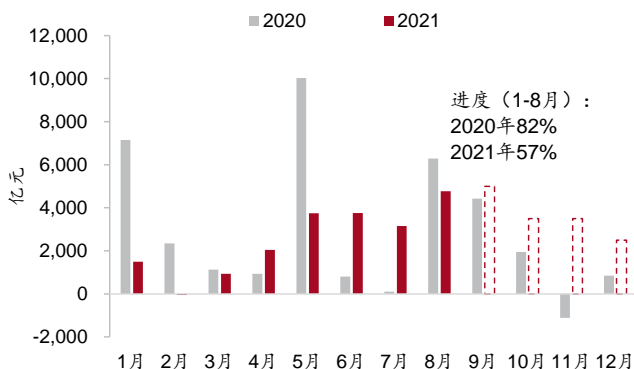
前瞻地看，出口景气将难以长期持续。一是贸易保护主义兴起，发达国家对“中国依赖”的警觉正随着经济修复而再度抬头。疫情期间，中国的供应链稳定安全，是美欧市场的最佳选择，但是中国出口越强劲，各进口国家、特别是发达国家的警觉、担忧和焦虑越强。同时各国也在疫情中意识到全球供应链太长，希望将其控制在本土或可控的范围内。因此，随着生产恢复，海外对中国的订单或显著减少。二是我国贸易条件趋于恶化，进口价格指数处于高位（图6）。上半年以来，进口价格攀升导致进出口价格增速剪刀差大幅扩张，8月进口价格同比增长15.7%，出口价格同比增长6.5%。这是因为我国进口以大宗原材料为主，价格由海外主导，而出口产品更多的是制造业中间品和最终消费品，我国定价权较弱。因此，尽管出口企业生意变多，但成本上升，利润空间受到挤压。这表现为我国上中下游工业企业利润增速的分化。近期调研部分企业反映，当前出口大部分为临时订单，未来可能面临流失。因此，PMI 新出口订单走弱可能仍然具有前瞻指向性，出口景气度或将于明年初开始下行。

四、基建：跨越周期

基建是当前中国经济增速放缓的原因之一。以往，基建投资是我国逆周期调节的重要抓手，但是今年基建投资增速持续低于预期。财政资金作为基建投资的启动资金，通常对其起到明显的拉动作用。今年基建的资金供给相对充裕，3.5万亿地方政府专项债的发行额度为历史次高，但发行进度偏慢，截至8月远低于去年同期（图7）。8月国务院要求加快地方债的发行，争取在今年年底和明年上半年形成实物工作量，也就是要表现在基建投资上。专项债发行已开始提速，但总额度在年内或难以用完。

图 7：今年专项债发行明显后置

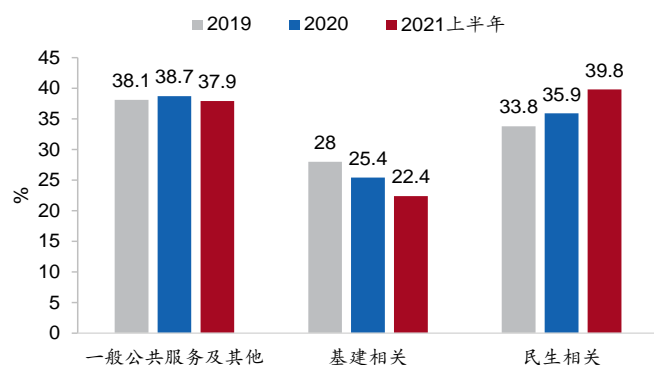
新增专项债当月净融资额



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 8：上半年基建相关支出增速下行

一般公共预算支出主要构成



资料来源：Wind，招商银行研究院

不过，这一情况在宏观上或许也有好的效果，即宏观债务率、地方政府债务率受到控制。今年以来财政收入增加了，但财政支出力度偏弱、进度推后。分类来看，民生相关支出增速加快，基建相关支出增速下行（图8）。这是由于今年上半年以来，我国处于“稳增长”压力较小的窗口期，同时财政纪律加强，特别是对地方财政的约束在加强。前瞻地看，基建或将发挥跨周期调节的作用，若明年一季度我国外需受到冲击，出口下行，基建或将形成替代以支撑内需。

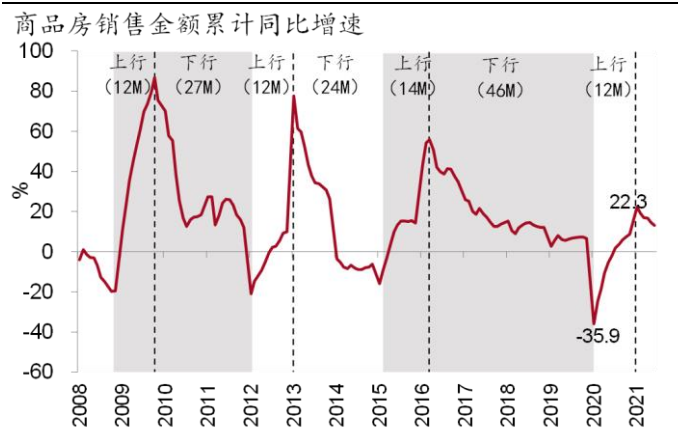
五、房地产：回归理性

房地产是当前居民、企业和政府共同关注的问题。在过去的十多年中，房地产销售出现了三轮完整周期。第三轮周期在2019年基本走进尾声。去年疫情爆发后，房地产市场出现一轮“新周期”，上行时间跨度12个月。前几轮周期的上行期历时均在一年左右，随后中央即进行政策调控。与之相似，今年3月以来，密集调控政策出台，房地产销售增速开始下行。这也是本轮“新周期”的拐点（图9）。在此背景下，房地产市场的三方参与者，即居民、地方政府和房企的行为都发生了演变。

从居民行为来看，一是收入增长分化导致房价与房租呈现K型分化（图10）。疫情对城镇居民可支配收入的增长产生极大压制。低收入阶层没有财富收入，又受可支配收入增速下滑影响，租房需求趋弱，房租下行，目前仍然低于疫前水平；高收入阶层的收入受疫情影响相对较小。二

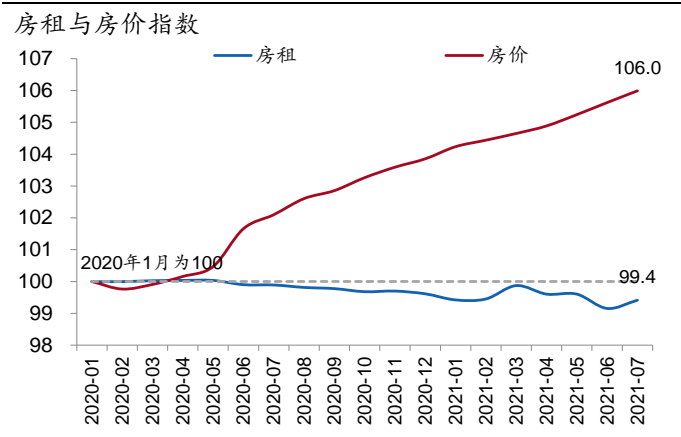
是调控政策下，居民部门加杠杆的能力受到制约。高收入阶层对于房地产加杠杆的能力和投资的意愿都将下降。当前一二线城市二手房市场成交已经在萎缩，未来将面临较大的价格压力。

图 9：房地产“新周期”见顶回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 101：房租与房价呈现 K 型分化

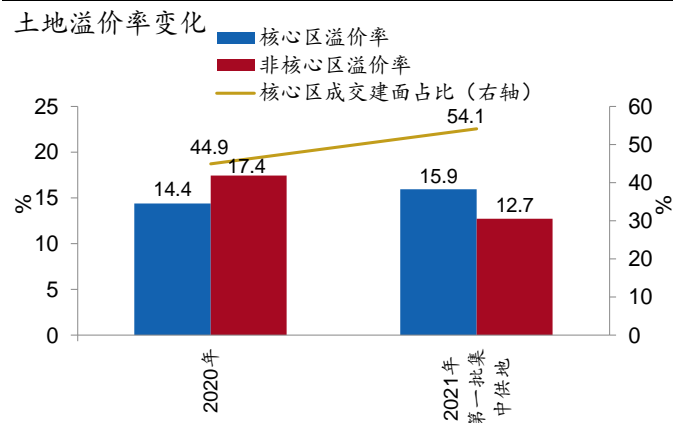


资料来源：Wind，招商银行研究院

从地方政府供地行为来看，去年由于疫情原因地方财政收入急剧下行，采取的措施是通过土地出让所得的政府性基金收入来补充地方财政。地方政府更多推出能够带来高收入的核心地块，导致土地溢价的提升，这一情况在一线城市尤为明显。今年《政府工作报告》提出“三稳”，出台“稳地价”的住宅供地“两集中”和土地收入划转税务部门征收两大政策。不过，第一轮集中供地的效果并不明显，试点城市核心区域的成交占比仍然偏高（图 11），这是由于地方政府仍在延续疫情阶段的行为，采取出让核心地段的策略。目前，部分试点城市被迫叫停第二轮集中供地，调整供地规则。预计未来高线城市的土地供应将向非核心区域转移，以压低溢价率；低线城市由于近年土地出让收入萎缩，将推出核心地块以保证财政收入。

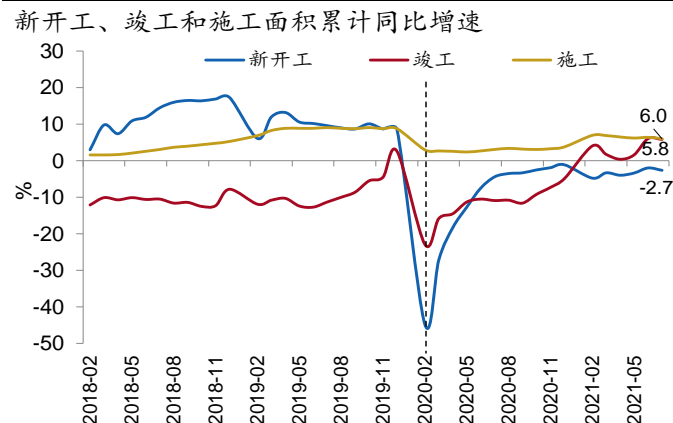
从房企的开发行为来看，可分为开工、施工和竣工三步。其中，新开工是销售的滞后指标，房地产销售越快，随后的新开工越高。2017 年以来，新开工最为活跃。疫情后，最主要的变化是新开工在开发行为中增速最快的一项变为最慢，房企加大了施工和竣工的力度，呈现出“低开工、快施工、高竣工”的行为特征（图 12）。这是因为此轮调控出台了房企“三道红线”和银行“贷款集中度”上限政策，房企的融资约束从维持现金流转向“降杠杆”，目的在于尽快确认销售收入，而不是作为应付款而增加负债。这产生了两个结果，一是民营房企特别是高负债企业减少拿地，土地拍卖市场的份额快速向龙头国有房企集中。二是民营房企在建工程提速，并将未开工的土地储备出让给其他企业，以尽快降低负债率，导致这些企业的资产负债表规模收缩。预计本轮调控后生存下来的民营房地产企业，在开发规模、资产负债规模上都将显著下降。极端情形下，某些企业甚至可能消失。

图 11：第一轮集中供地核心区域成交占比仍偏高



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 12：房企新开工增速由正转负



资料来源：Wind，招商银行研究院

六、国企与民企：量价背离

国企和民企两部门比较是理解中国经济实体部门的一把钥匙。疫后复工复产以来，从工业增加值看，民企的工业生产恢复快于国企（图 13）。其中部分原因是受出口高景气的推动，因为出口制造业中相当多是民企。但从利润总额增速和营收利润率看，国企的经营效益优于民企（图 14）。在资产负债率和应收款平均回收期两项数据上，国企相较民企也更有优势，去年以来呈现出逆转式分化（图 15、图 16）。这一现象是因为国企和民企在产业结构上存在差异，在两重因素的作用下出现量与价的背离。

图 13：民企工业增加值增速持续高于国企

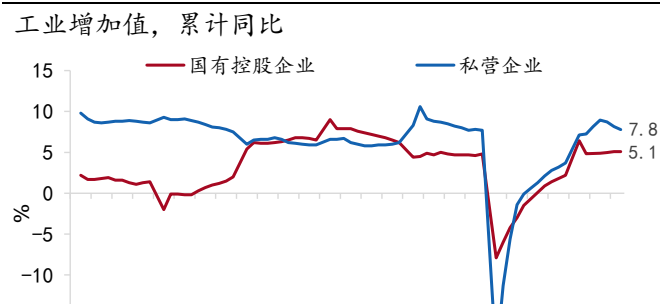
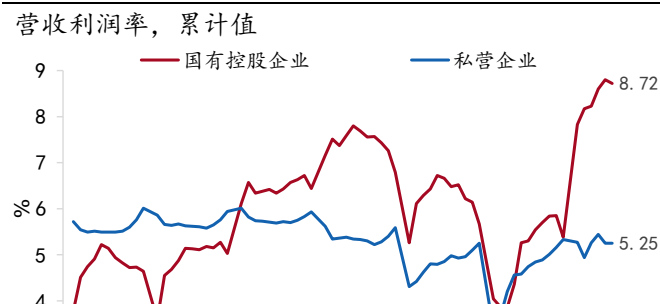


图 14：民企营收利润率持续低于国企



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_27334

