

更需关注经济中的反常之处

- 2022年8月，我国经济增长数据虽然相比上月有微弱改善，整体仍然低迷。但相比低迷的经济增速，真正让人警惕的是目前国内经济数据中的诸多反常之处。随着这些反常之处的浮现，我国经济过去多年运行的规律似乎正在被打破，从而让人难以对经济前景形成清晰预期和较强信心。
- 我国明显偏低的进口增速、下游终端市场明显的通缩压力、国内生产行业少见的主动降库存、地产行业明显收紧的融资瓶颈、地产调控政策在供给方发力的不足、“流动性堰塞湖”的重现，都是当前经济运行偏离过去经验的反常之处。如果过去的经验不再成立，经济前景就难以预料，经济向好的预期就很难形成——这是当前各经济主体“预期偏弱”的核心原因。
- 目前仍然可以期待，当前我国经济运行中的反常之处只是疫情和其他一些特殊情况所造成的短期现象。但要把这种信心变成现实，还有待宏观政策的恰当施行。在那之前，市场将继续处在观望之中。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

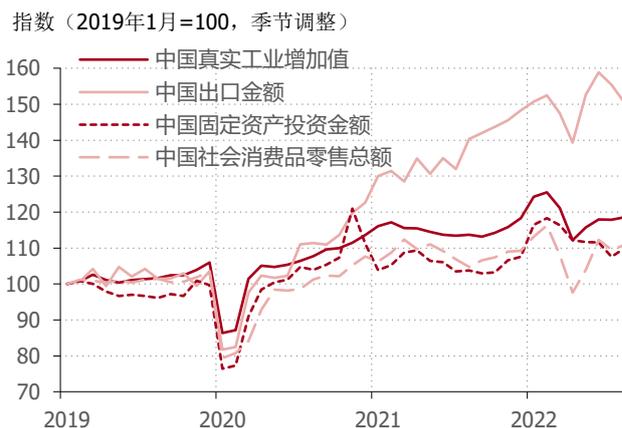
(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2022年8月，我国经济增长数据虽然相比上月有微弱改善，整体仍然低迷。从季节调整后的绝对水平指数来看，工业增加值、固定资产投资金额和消费品零售总额虽然都比上月小幅回升，但仍然明显低于今年年初。换言之，国内经济活动还远未恢复到今年这轮疫情爆发之前的水平。同时，季调后的出口金额连续第二个月下降，出口前景愈发不乐观。（图表1）

图表1. 2022年8月，我国经济指标依旧低迷，出口下行趋势更加明显



资料来源：万得，中银证券

8月出口走弱不应让人意外。其实在今年5、6月，我国出口结构就已开始恶化，表现对美国和欧洲的出口下滑，仅对东盟出口还在明显增长。在2022年7月19日发表的《中国经济内需收缩问题待解》一文中，笔者就已指出：“从过往经验来看，在发达经济体走弱的时候，东盟这样的发展中国家很难独善其身。这意味着我国对东盟出口的强势很难持续。今年下半年，我国出口将面临比上半年更大的下行压力。”^[1]而从全球经济景气下行的大背景下来看，我国出口增长减速也实属正常。韩国的出口增速也在过去一年中持续放缓，走势与我国类似。这表明，我国出口增长减速主要是全球经济增长放缓的结果。（图表2）

图表2. 我国出口增速与韩国出口增速均趋势性下滑——出口压力来自全球经济景气下行



资料来源：万得，中银证券

相对因全球经济走弱而减速的出口而言，我国内需的表现更让人担忧。内需指标的低增长还不是让人最担心的——更需要关注目前国内经济数据中的诸多反常之处。随着这些反常之处的浮现，我国经济过去多年运行的规律似乎正在被打破，从而让人难以对经济前景形成清晰预期和较强信心。

一个反常之处是我国明显偏低的进口增速。在过去十多年，我国与韩国的进口增速非常同步，且我国进口增速在大部分时间里都快于韩国。但从2021年下半年开始，韩国进口增速就明显跑赢我国。今年2季度以来，韩国与我国的进口增速差进一步拉大至近十几年来来的高位。由于进口增长更多反映一个国家的内需，以韩国为参照可以看出，我国近一年来的内需反常偏弱。（图表3）

图表3. 过去一年，我国进口增速明显低于韩国进口增速——二者之间的差距拉大到十多年来最大



另一个反常之处是下游终端市场明显的通缩压力。今年8月，我国生产者价格指数（PPI）显著下滑，表明生产者端的通缩压力进一步加大。其中，创出了十多年最大月环比跌幅的加工工业PPI尤其值得关注。同期，采掘工业和原材料工业的PPI虽然也环比下降，但跌幅都不像加工工业PPI这样创出十年来极值。由于加工工业PPI与下游终端市场需求联系更紧密，它的显著下滑表明终端市场需求疲弱得反常。（图表4）

图表4. 我国加工工业PPI环比创十年最大跌幅，表明国内下游终端需求相当疲弱



与之相关的又一个反常之处是国内生产行业少见的主动降库存。在今年9月1日发表的《这是一次少见的主动降库存》一文中，笔者曾论述：“当前制造业企业主动降低了产成品库存。在这种少见现象的背后，是制造业企业弱得反常的预期。”^{【2】}这一判断可从加工工业PPI的明显下滑中得到印证。

以上谈到的这些宏观数据中的反常之处，都指向了我国异常疲弱的内需，而这又主要是国内地产行业反常衰弱的结果。在今年5月18日发表的《疫情之外，地产是另一个关键》一文中，笔者曾论述：“在过去十几年中，地产行业的融资对利率高度敏感。但延续了十几年的按揭贷款增速与国债收益率降幅之间的正相关性现在已被打破，二者当下的背离程度前所未见。”^{【3】}近期，我国按揭贷款增速有所回升，但与国债利率走势之间的背离仍然巨大，地产行业的融资仍然紧张，行业恶性循环仍未被打破，地产仍然是我国内需增长的最大拖累。（图表5）

图表5. 个人按揭贷款增速与国债利率降幅之间的背离依旧明显



资料来源：万得，中银证券

其实，经济数据的低迷本来并不可怕。对我们这么一个储蓄丰厚、产能充足的国家来说，政府调控宏观经济的能力很强。特别是在面临内需不足的情况时，宏观政策创造需求的空间很大。换言之，只要政策调控得当，可以很快消除当前宏观数据中的反常之处。但因为种种原因，当前宏观政策却好像始终不能针对主要矛盾采取恰当手段。这种宏观政策应对的反常之处，是经济数据中种种反常之处的更深层次原因。

还是以地产市场为例。按道理说，在地产开发商信用风险高企，地产行业供给大幅收紧的时候，地产政策应该以刺激供给为主。在今年7月26日发表的《中国房地产业的困境和对策》一文中，笔者曾指出，要在短期内化解当前地产市场的困境，“需要放松对地产行业的融资管控……并成立地产短期纾困基金来消除地产开发商的信用风险，帮助行业回归常态。”^{【4】}时至今日，地产开发商的融资约束虽有松动，却依然明显；地产行业纾困基金虽已成立，但规模偏小，且未能以地产开发商为纾困目标，因而在化解行业信用风险方面效果有限。总的来说，在让地产行业供给恢复正常方面，近期地产调控政策的作用相当有限。

反倒是各地方政府在经济下行压力下，近期出台了**不少放松限购限贷、刺激地产需求的政策**。但笔者早在今年5月18日发表的《疫情之外，地产是另一个关键》一文中就说过：“在地产供给瓶颈收得如此之紧时，刺激地产需求很可能让房价大幅反弹。”^[3]而房价一旦反弹，势必让地产调控政策陷入更加两难的境地。但目前的情况恐怕正在顺着笔者所担心的方向演绎。以统计局月度发布的商品房销售金额数据除以商品房销售面积数据，可以计算出商品房的平均销售价格。在过去十多年，这个数据明显领先70城市房价数据。最近两个月，商品房销售价格的同比涨幅已经触底反弹，回到了正增长区间，且上升势头相当明显。看上去，**房价的反弹已经蓄势待发，地产行业可能正在步入经济活动增长缓慢，房价却涨的“滞胀”局面**。这应该是决策者不想看到的局面，却又是当前调控政策很可能催生的结果。（图表6）

图表 6. 全国商品住宅销售价格涨幅已经触底回升，上升势头明显



资料来源：万得，中银证券

面对经济增长低迷的状况，国内货币政策的应对也有些反常。社会融资规模反映了实体经济从金融体系获得的各类融资总量。经济增长低迷之时，货币宽松更应该以刺激社会融资规模增长、增加实体经济融资为目标。但最近几个月，我国社会融资规模增幅反倒走低，每月增量几乎回落到了去年同期水平（同比多增接近于0）。同时，银行间市场流动性却因降息等宽松措施而大幅泛滥，银行间市场日均成交量同比增幅更是创下十几年来来的新高。**当前这种金融市场流动性泛滥、实体经济融资收紧的局面，表明货币政策传导路径已明显阻塞**。（图表7）

图表 7. 银行间市场成交量增幅和社融增幅之间再度大幅背离，货币政策传导路径阻塞严重



资料来源：万得，中银证券

应该说，我国早就见识过货币政策传导路径阻塞的危害。2014年下半年到2015年上半年，我国就因为宽松货币政策向实体经济传导不力，形成了资金积压在金融市场的“流动性堰塞湖”，并最终催生了2015年的“股灾”。在2014年11月30日发表的《流动性堰塞湖待解》一文中，笔者写下了如下文字：^[5]

“金融市场的不差钱，和实体经济的融资难形成了鲜明反差。看起来，由于流向实体经济的渠道不畅，金融市场中已形成了流动性的‘堰塞湖’。在这样的局面下，货币政策放松只是推高了堰塞湖中的水位，带来了金融市场的牛市，却并未缓解实体经济的资金饥渴……流动性的堰塞湖已经给宏观经济和金融体系带来了不小的风险。融资难给经济增长的稳定制造了障碍，加大了经济格局全面崩坏的风险……而流动性堰塞湖大幅推高了金融资产价格之后，还让金融资产价格泡沫化的风险上升。近几个月快速增加的股市融资余额表明，有大量资金借助于加杠杆的方式进入了股市。次贷危机已经告诉我们，建立在加杠杆之上的牛市注定无法持久。当杠杆率的变化方向发生逆转时，将给股票市场、乃至整个金融市场带来巨大冲击。”

一语成谶，这篇文章发表半年之后，泡沫化的A股市场就在2015年6月发生了“股灾”，对金融系统带来巨大冲击。当然，由于当前对银行资金进股市的监管更为严格，2015年那种股市大泡沫的行情多半很难重演，但金融市场资金的泛滥终归还是会在金融资产价格上表现出来，增加金融体系运行的风险。如果说当年“流动性堰塞湖”的生成还可归因于调控经验不足，那么当前“流动性堰塞湖”的重现就只能说是一个政策调控的反常之处了。

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_46207

