



周茂华：市场为何陷入分歧？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 周茂华

摘要：最新三季度中国宏观经济指标出现不同程度的放缓，市场波动加大，反映出投资者对经济与政策走势存分歧。那么第四季度经济和政策会怎么走？



统计局公布数据显示，三季度经济放缓超预期，由三季度 7.9%放缓至 4.9%，不及一季度 18.3%，从两年均值看，三季度 GDP 同比增长 4.9%，也低于一、二季度 5.0%和 5.5%。从分项指标看，三季度主要宏观经济指标均出现不同程度回落，前三季度工业、消费和投资同比增速分别由上半年 15.9%、23%和 12.6%降至 11.8%、7.3%和 16.4%；从两年均值看，前三季度工业、消费和投资较上半年分别同比分别下降 0.6、0.6 和 0.4 个

百分点。

三季度经济扩张步伐为何超预期放缓？

一是去年基数抬升明显。由于去年国内及时遏制住疫情蔓延，并推动生产生活正常化，去年下半年国内经济复苏步伐有所加快，基数明显抬升；二是国内经济遭遇多因素冲击。7月以来，国内遭遇疫情和汛期，工业原材料价格持续涨价，部分重要零部件短缺，国内局部出现阶段性电力供应紧张及房地产融资环境收紧等多重因素叠加影响，对三季度供、需两端均构成拖累。从三大需求看，三季度国内GDP同比“破5”主要拖累来自固定投资的超预期下滑，从固定投资三大分项看，前三季度房地产、基建投资增速两年均值分别为7.2%、0.4%，较上半年分别下滑1.0和2.0个百分点，抵消了制造业投资增速增长1.3个百分点。

市场为何陷入分歧？

一般来说，宏观经济超预期放缓对股市和汇率偏空，并拓展投资者政策宽松想象空间，利好债市；但三季度经济成绩单落地后，近两日市场走势反复，股市先抑后扬，人民币汇率连续两日大幅走强，盘中一度突破6.40关口，10年期国债收益率时隔三个月再度突破3.0%。市场预期为何出现分歧？

一是经济前景预期分歧。前三季度国内经济扩张步伐逐季放缓，三季度国内经济供需两端同步放缓，部分市场担忧房地产市场风险进一步暴露，

导致房地产销售和投资进一步放缓；工业原材料价格维持高位，以及海外防疫与需求前景仍存在不确定性，部分投资者担忧四季度经济大幅放缓。

但细究三季度宏观数据发现，国内经济展现韧性并出现积极改善迹象，三季度尽管国内经济遭遇疫情、汛期、关键零部件短缺、原材料价格持续走高等因素冲击，但主要指标均保持扩张，制造业投资稳步改善，9月以来国内商品、服务消费明显回暖，9月服务业 PMI 重返 50 枯荣线上方，餐饮零售强劲反弹等。前三季度 GDP 同比增长 9.8%，两年均值 5.2%，较上半年小幅回落 0.1 个百分点，继续运行在合理区间；另一个重要指标，国内前三季度新增城镇就业人口 1045 万人，完成全年 95%，城镇失业率 5.2%，国内经济前景并不弱。

二是对货币政策前景分歧。市场在四季度降准方面存在一定分歧，有部分观点认为，三季度经济超预期放缓，担忧房地产投资放缓、供给瓶颈、外需前景不确定性等因素，可能拖累四季度经济再度下滑；同时，四季度公开市场操作工具到期量大，专项债发行量有望增加等因素干扰资金面，央行有必要通过降准刺激内需，且有助于避免市场流动性过紧情况出现。

但也有部分反对意见，认为目前市场流动性保持合理充裕，最新公布的金融数据显示 9 月末 M2 同比增长 8.3%，两年平均增速增长 10%，社融增速 10%，与国内名义 GDP 增速基本匹配；从短中期看，全球供给瓶颈、能源商品价格高位运行，全球主要经济体 PPI 同比维持高位等，需要防范潜在通胀风险，以及美联储政策外溢市场波动风险等。

市场对经济与政策前景分歧导致近期市场表现不一、波动有所加剧，人民币走强与国债收益率上升，较大程度上受流动性趋紧的担忧，股市先抑后扬，板块轮动加快等。

四季度经济、政策怎么走？

从国内经济韧性与内外环境看，有利因素在增加，四季度经济有望出现一定改善。

首先，消费支出有望改善。国内疫情防控形势向好，就业市场稳定，收入平稳增长，四季度是传统消费旺季；并且从三季度汽车销售数据看，汽车芯片短缺对销售影响程度边际减弱，预计四季度国内消费动能有望进一步增强。

其次，固定资产投资有望企稳改善。近期房地产销售冷清，部分房企融资压力上升，除了房地产融资环境收紧外，近期市场出现“一致性”悲观预期；近日有管理部门向市场传递房地产“稳”的信号及明确对个别房企风险暴露的态度，有助于稳定市场预期，预计楼市销售与房企融资环境有所改善，四季度房地产投资有望企稳；8月以来，国内地方政府专项债发行放量，有助于推动四季度基建投资回升；制造业方面，工业制造业产能利用率维持高位，制造业部门整体保持盈利与政策支持，制造业投资有望延续改善态势。整体看，四季度固定资产投资将触底回暖。

再次，外需保持扩张。从主要经济体制造业 PMI 指数看，全球经济仍

有望延续扩张格局，这得益于全球疫苗持续推广，经济解封与支持内需政策仍在发挥效率；同时，国内供给能力强，外贸有望保持在较高景气区间。

受去年高基数影响，四季度 GDP 同比增速进一步放缓，但预计环比改善，全年经济继续运行在合理区间。

货币政策怎么走？

文章认为，三季度经济放缓不改稳健政策基调。一方面，经济仍处于复苏轨道。三季度经济属于复苏过程中的波动，政策更多是预调微调，与政策逆周期调节有区别。另一方面，影响经济的因素复杂。从三季度数据看，供给和需求两端均出现放缓，受到疫情和汛期等短期因素，重要零部件短缺、供给瓶颈、工业原材料飙涨、房地产融资趋紧、局部能源供应紧张等因素共振影响，这种情况仅靠宽松货币政策的效果有限，甚至可能引发宏观杠杆率过快上升、资金脱实向虚等潜在风险。另外，中短期，全球产业链紊乱、供给瓶颈、能源工业原材料价格高于运行等，全球高通胀风险与美联储等政策外溢风险需要保持一定警惕。

以制造业为主的实体经济 同时有望在稳增长政策支持下保持较高景气度

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_28030

