



任泽平：对未来经济下行压力要有估计和准备



意见领袖 | 任泽平团队

特别鸣谢：

华炎雪、梁颖、毕然

对本文数据整理有重要贡献



同比增速 (%)	工业增加值 当月	固定资产投资 累计	房地产投资 累计	社零 当月	出口 当月	进口 当月	CPI 当月	PPI 当月	社融 当月
2021-06	8.3	12.6	15.0	12.1	32.2	36.7	1.1	8.8	11.0
2021-05	8.8	15.4	18.3	12.4	27.9	51.1	1.3	9.0	11.0
变化值	-0.5	-2.8	-3.3	-0.3	4.3	-14.4	-0.2	0.2	0.0

一、对未来经济下行压力要有估计和准备

上半年经济交卷了，整体表现平稳。上半年经济增速 12.7%，两年复

合增速 5.3%，2019 年同期增长 6.1%。其中，一季度 GDP 增速 18.3%，两年复合增长 5.0%，二季度增速 7.9%，两年复合增长 5.5%。

二季度经济韧性仍强，但下行压力初现，6 月制造业 PMI、PMI 新出口订单、房地产销售和投资等指标纷纷下滑，中小企业 PMI 指数长期处于荣枯线下，下半年经济面临下行压力。我们预测全年 GDP 增速 9%，三、四季度经济增速分别为 6.6%和 5.5%。

我们最新的判断：大宗商品通胀的高点已现，经济将逐季放缓，现在处在经济周期的滞胀后期和衰退初期，今年下半年到明年上半年是两期转换时点，货币宽松周期的时间窗口正在打开，货币政策将对资本市场逐步友好。

未来的货币政策周期四部曲：不急转弯 - 慢转弯 - 转弯 - 轰油门。

1、我们将进入经济周期从滞胀到衰退的过渡阶段，呈现下行斜率缓、历时长的特点

复盘本轮经济周期：

2019 年至今，我们经历了衰退、复苏、过热、滞涨四个阶段，历时短但斜率陡。2019 年下半年，中国经济进入衰退期、通缩，后遇 2020 年疫情，经济落入冰点。2020 年二季度进入复苏期，逆周期调节政策刺激、叠加海外供需缺口拉大，在基建、地产和出口强劲拉动下，中国经济复苏，表现为快而强的特点。2021 年一二季度进入过热和滞涨期，大宗商品价格

通胀，基建逆周期调节作用退出，房地产、出口不差，消费、制造业投资逐渐恢复，经济惯性上冲。

2021年下半年，我们将经历滞胀到衰退的过渡期，特点为时间长、斜率缓，房地产和出口是主要拖累。当前，房地产销售拐点已经出现，出口面临下行压力，消费和制造业投资反弹力度有限难以对冲，经济出现放缓迹象。但美欧仍处于复苏的中后段，经济韧性很强，对出口有一定支撑；消费和制造业投资仍有空间，需要政策助力；通胀回落，对货币政策掣肘减弱，货币政策目标重回稳增长。这一阶段可能会很长、下行斜率可能会较缓。

2021年下半年到2022年上半年，经济将逐季下滑。未来降准降息、专项债发力新基建，是对冲性的，对冲的力度决定了未来经济下滑的幅度。

2、经济先行指标纷纷下滑，复苏不均衡导致内生动力不足

概括来讲，6月主要经济指标回落，但韧性仍强。工业增加值同比连续两个月回落，房地产投资连续两个月回落，基建投资低增长，制造业投资和消费边际改善但仍疲软、尚未完全恢复。

近期经济先行指标纷纷下滑。制造业PMI连续三个月回落、PMI新出口订单连续两个月回落至临界值以下。房地产销售回落、土地购置负增长、资金来源回落，房地产融资收紧政策密集出台。小型企业生产经营情况恶化。

疫情后经济呈现 K 型复苏，不仅体现在居民收入上，也体现在企业经营上，这对消费和制造业投资的恢复产生一定的抑制，经济内生动力不足。大中小企业景气度分化、上下游企业利润率分化；就业结构性矛盾凸显。中小企业经营恢复不牢固，叠加大宗商品上涨，成本抬升对下游、小企业利润压制尤为突出。1-5 月采掘业、上、中、下游制造业利润两年复合增长率分别为 15.3%、31.3%、22.4%和 4.1%。6 月大、中、小型企业 PMI 分别为 51.7%、50.8%和 49.1%。制造业和非制造业从业人员指数仍处于临界值以下；16-24 岁城镇的青年调查失业率为 15.4%，比上个月上升了 1.6 个百分点，其中，20-24 岁的大专及以上人员失业率更高。

3、715 对冲式、预防式全面降准，中国货币政策宽松的窗口打开

7 月 9 日央行提出全面降准，短期对冲 MLF 到期、地方政府债发行的压力；中期缓解中小企业经营压力、提振经济内生动力、防风险。

通胀已从前期高点回落，国际主要大宗商品工业品价格环比涨幅明显收窄，国内消费者物价水平整体受猪肉价格拖累仍处于温和区间。通胀水平对货币政策掣肘作用减退，下半年货币政策目标转向稳增长。

我国经济周期比美国领先三个季度左右，下半年美国将从复苏转入过热，6 月 FOMC 议息会议释放收紧信号，或将在三季度讨论缩减购债规模。央行货币政策司司长孙国峰 7 月 13 日在国新办发布会上提到，“美联储货币政策转向对中国金融市场影响较小”，货币政策以我为主。

未来的货币政策周期四部曲：不急转弯 - 慢转弯 - 转弯 - 轰油门。对今年下半年到明年上半年的经济下行压力要有预判和准备。未来的货币政策周期和所有新事物一样，将经历：看不见 - 看不起 - 看不懂 - 来不及。

4、下半年警惕债务风险、以及美国经济恢复后的中美贸易摩擦风险

未来三大风险值得警惕：一是美联储货币政策转向以及全球流动性拐点；二是新兴经济体面临金融脆弱性、深陷疫情以及美联储缩表预期的三重危机；三是国内信用收紧、金融去杠杆、流动性退潮过程中，房地产、地方平台、僵尸企业等债务风险开始暴露，有的深陷流动性危机之中，个别的命悬一线。

美国经济进入复苏中后段，警惕中美贸易摩擦风险。随着美国经济的持续恢复，美国政府从疲于内政的状态中解放出来，近期着手针对中国实施多项举措，一方面，美国以人权和全球安全秩序等借口炒作香港问题、将又一批中国实体纳入出口管制清单以及就南海问题发表不实言论，干涉中国内政；另一方面，美国试图游说各国形成制华联盟，5月美国游说东欧国家使中欧投资协定冻结，美国国务卿路布林肯在G20外长会议前访问欧洲并屡屡谈及中国问题。

5、具体来看，6月经济数据呈现七大特点和趋势：

1) 生产端延续边际放缓，但斜率不大。6月工业增加值两年平均复合

增速 6.5%，较上月略下滑 0.1 个百分点，连续两个月下滑。出口对生产仍然起到支撑作用，但带动作用较上月减有所弱，出口交货值同比增速 13.4%，较上月下滑 3.5 个百分点。

2) 房地产销售和投资高位回落；房地产销售、土地购置、资金来源等领先指标回落。6 月房地产投资两年复合平均增长 7.2%，较 5 月下降 1.7 个百分点，连续 2 个月下滑。从先行指标来看，6 月商品房销售面积和销售额同比分别为 7.5%和 8.6%，较 5 月下滑 1.7 和 8.9 个百分点；土地购置面积同比为-18.3%；1-6 月房企从国内贷款、自筹资金、定金及预收款到位的开发资金同比分别增长-2.4%、11.9%和 49.7%，均有所下降。

房地产调控加码，金融政策收紧，房地产投资将持续承压。“三道红线”政策倒逼房企去杠杆降负债，土地集中供应制度对房企资金施压。

3) 基建投资乏力，地方财政空间有限。1-6 月基建投资两年平均增速 2.4%，增长乏力，主要受专项债对项目投资审查严格、优质基建项目储备不足、地方财政紧张等因素影响。后续项目储备减少进一步制约基建投资，基建托底经济作用有限。

4) 制造业投资持续恢复，但上游受环保等约束，下游受大宗商品通胀挤压，制造业投资反弹力度有限。1-6 月制造业投资两年复合增速 2.6%，年内首次转正，较 1-5 月上升 1.3 个百分点。主因企业利润逐步恢复带动，1-5 月规模以上工业利润两年复合增长 20.0%。

5) 消费疲软，与疫情前差距较大，或与就业、收入、复苏 K 型分化有关。未来反弹力度有限。6 月社会消费品零售总额两年复合平均增 4.9%，较上月上升 0.4 个百分点。其中商品和餐饮消费两年复合增速分别为 5.3% 和 1.0%。消费是经济的慢变量，受居民收入和就业影响，上半年居民人均可支配收入两年复合实际增长 5.1%，不及 2019 年同期 6.5%。此外，疫后经济恢复存在结构性问题，“消费降级与消费升级并存”“底层通缩，高层通胀”，或带来消费中枢下滑。

6) 出口整体仍然强劲，但品种分化出现，未来面临下行压力。6 月中国出口金额（以美元计）两年复合平均增 15.1%，保持强劲。但出口产品呈现分化，机电和高新技术产品趋势上涨，家具、家电等劳动密集型产品高位放缓，防疫物资份额下滑。这也反映：一是全球处于产能恢复、供需再平衡阶段，对机电设备等需求抬升；二是美国消费从商品转向服务、失业救济政策退坡、耐用品库存回补等，对中国劳动密集型产品需求下降；三是海外疫情从全面爆发转向局部反复，防疫物资供给充足，防疫物资对出口贡献持续降低。从成本角度看，原材料成本上升、海运运费高涨、集装箱“一箱难求”压制出口商成本和出货速度，降低了出口商接单意愿。

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_32799

