



高瑞东：为什么我们认为四季度可能会降息？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

近期，随着全面降准的信号释放及落地，市场对于我国央行是否会进一步降息的关注与讨论日渐增多。本文尝试着从经济基本面、中美政策周期错位下的内外平衡、政策利率与市场利率分歧的收敛以及资产泡沫风险四个角度，探讨未来一年左右的时间，央行调降政策利率的可能性。

一、复苏结构不均衡，四季度面临下行压力

疫后经济增速持续修复至潜在产出水平附近，但基本面复苏结构明显失衡。向前看，结构上的不均衡问题仍将持续存在，四季度经济增速趋缓的压力也将逐步显现。

从总量层面来看，今年一、二季度实际 GDP 两年复合同比增速分别为 5.0%、5.5%，与去年四季度 6.5% 的同比增速相比，已有所回落。生产法来看，主要的支撑项来源于第一产业与第二产业，以服务业为代表的第三产业的恢复速度则相对较为缓慢。支出法来看，主要支撑项来自于出口及投资增速的快速修复，以社零为代表的消费恢复的则较为缓慢，尤其是社零中以餐饮收入为代表的服务业消费恢复情况较差。

图 1：经济增速持续修复至潜在产出水平附近，但基本面复苏结构明显失衡

单位：%		2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12
项目	口径	2020年-2021年两年复合平均同比增速							当年同比增速											
实际GDP同比	当季同比	5.5			5.0			6.5			4.9		3.2				-4.8			5.8
第一产业	当季同比	5.4			2.3			4.1			3.9		3.3				-3.2			3.4
第二产业	当季同比	6.1			6.0			6.8			6.0		4.7				9.6			5.0
工业增加值	当月同比	6.5	6.6	6.8	6.2	6.3	9.5	7.3	7.0	6.9	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.5	-4.3	6.9
第三产业	当季同比	5.1			4.7			6.7			4.3		1.9				-5.2			6.9
出口	当月同比	15.1	11.1	16.8	10.3	23.0	10.0	18.1	20.5	10.9	9.4	9.1	6.8	0.2	-3.5	3.0	-6.9	-40.6	-2.9	8.1
进口	当月同比	18.8	12.4	10.7	16.8	12.5	5.4	7.0	4.3	4.7	13.3	-1.7	-0.8	3.2	-16.4	-14.4	-1.4	7.6	-12.7	16.7
固定资产投资	当月同比	-12.8	-10.0	-5.8	-5.7	0.4		8.9	-28.8	-5.9	-4.8	-4.1	-4.4	1.1	0.9	-2.2	-10.9	-25.7		12.6
制造业投资	当月同比	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		10.2	12.5	3.7	3.0	5.0	-3.1	-3.5	-5.3	-6.7	-20.6	-31.5		9.2
房地产业投资	当月同比	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		9.3	10.9	12.7	12.0	11.8	11.7	8.5	8.1	7.0	1.1	-16.3		7.4
广义基建投资	当月同比	3.9	3.4	3.8	5.8	-0.7		4.3	5.9	7.3	4.8	7.0	7.7	8.3	10.9	4.8	-8.0	-26.9		2.0
狭义基建投资	当月同比	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4		-0.1	3.5	4.4	3.2	4.0	7.9	6.8	8.3	2.3	-11.1	-30.3		1.9
社零	当月同比	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		4.6	5.0	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5		8.0
社零-商品零售	当月同比	5.3	4.9	4.8	6.9	3.8		5.2	5.8	4.8	4.1	1.5	0.2	-0.2	-0.8	-4.6	-12.0	-17.6		7.9
社零-餐饮收入	当月同比	1.0	1.3	0.4	1.0	-2.0		0.4	-0.6	0.8	-2.9	-7.0	-11.0	-15.2	-18.9	-31.1	-46.8	-43.1		9.1

资料来源：Wind，光大证券研究所

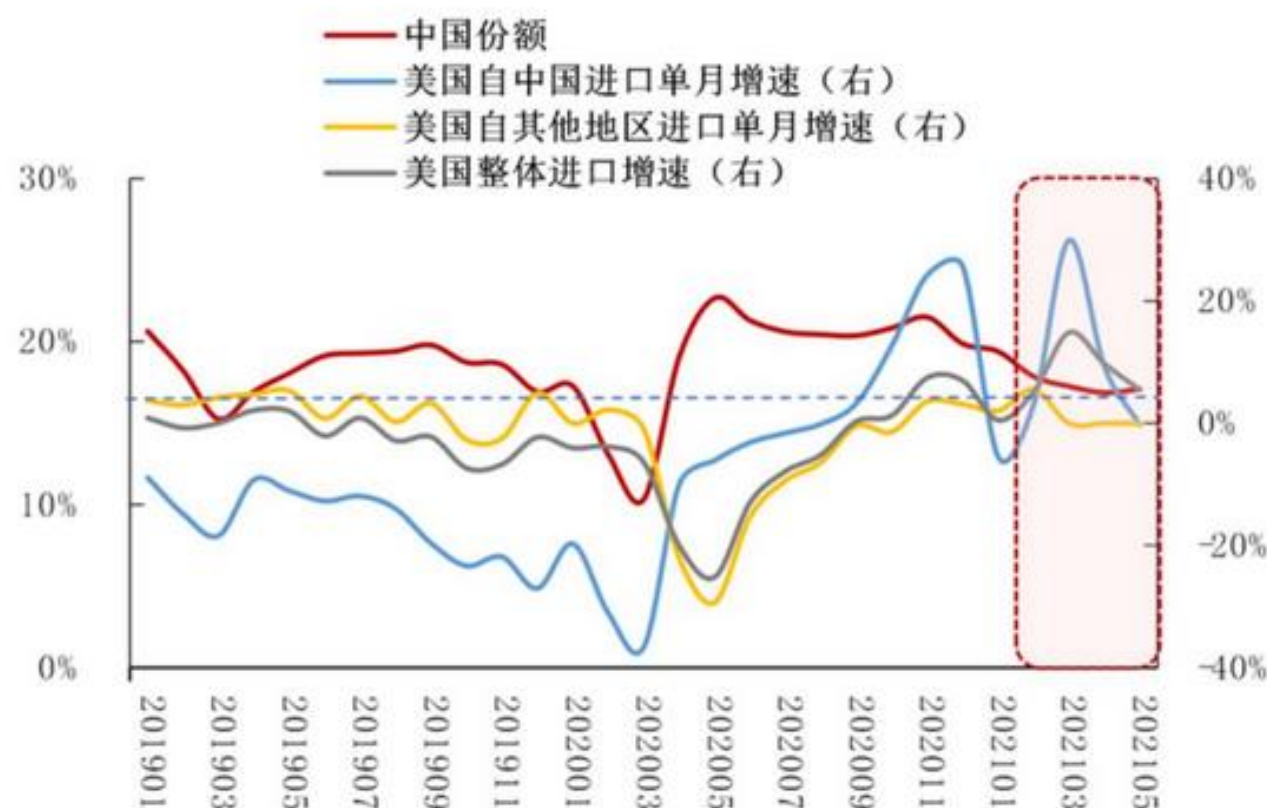
一则，出口是去年以来总量修复的主要支撑因素，但今年四季度可能会面临一定的下行压力。

首先，我们可以看到，今年以来出口两年复合同比增速总体上是延续回落趋势，这主要源于中国出口份额占全球贸易份额的持续回落。以美国为例，2020 年中国对美出口享受了份额上升和需求回升的双重推动，2020 年 11 月以来中国所占份额持续下滑，对美出口上行主要来源于美国总需求的回升。2021 年 5 月，中国在美国总进口的份额已经降至 17%，低于 2019 年（18%）。

在全球贸易中份额回归常态，意味着我国出口的后续支撑将逐渐由份额的提升，切换至全球总需求的提升。展望来看，欧美发达国家疫后需求端率先恢复，后续进一步带动全球总需求快速扩张的动能相对有限。但随着疫情的进一步趋缓，欧美供给端仍有很程度的改善空间，这将对我国出口份额形成进一步的挤压。今年一季度以来，PMI 指数中的新出口订单分指数持续回落便是较好的印证。根据我们的估测，欧美等经济体将在三

季度逐步实现群体免疫，预计四季度欧美等经济体的供给产能将会进一步恢复，在去年高基数的背景下，我国出口增速将会面临一定的下行压力。

图 2：美国自中国进口份额基本回落到疫情之前



资料来源：USITC，光大证券研究所

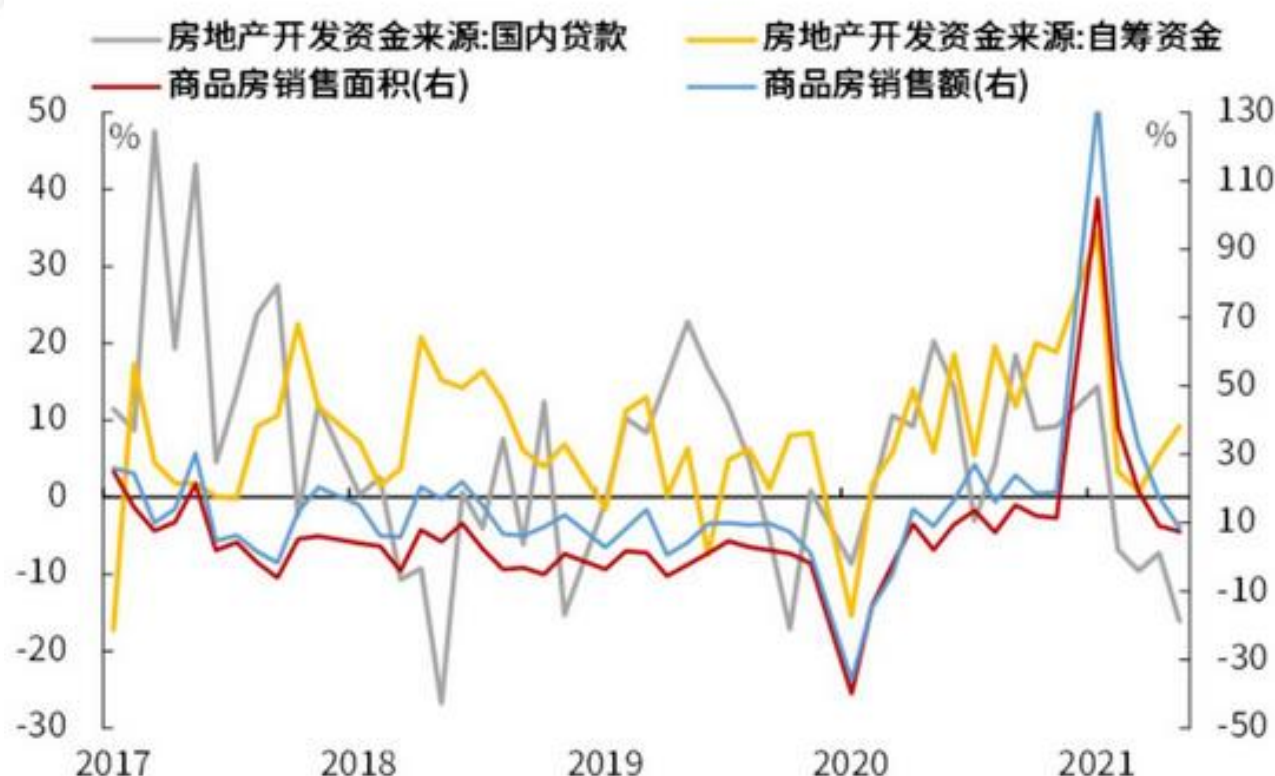
数据截至 2021 年 6 月

二则，房地产投资增速承压，制造业与基建投资延续弱复苏。一方面，在地产“三道红线”、防范信贷资金违规流入房地产业等持续政策高压下，房地产企业的各项融资渠道多呈现不同程度下滑，叠加房地产销售增速也已呈现放缓态势，预计后续房地产增速大概率将会延续下行走势。

另一方面，我们可以观察到，今年以来，无论是广义基建投资，还是狭义基建投资，一直处于相对疲弱状态。这在一定程度上源于，上半年的

经济托底压力不大，以及地方政府债券的滞后发行。随着三季度地方政府债券发行提速，预计基建具备较强的支撑，但考虑到政策层面对于专项债项目的监管趋严，并且地方政府存量债务到期压力明显增大，约束地方财力扩张空间，基建投资增速的反弹空间也在一定程度上受到限制。

图 3：房地产企业的融资渠道明显受阻



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

三则，消费延续弱复苏，服务性消费的复苏是一个较为缓慢的过程。疫后，社零等消费数据总体呈现缓慢复苏态势，细分来看，社零中表征商品消费的商品零售恢复较快，而表征服务性消费的餐饮收入则恢复较为缓慢，并且与疫情前的缺口较大。向前看，我们认为消费仍将呈现弱复苏态势，消费的复苏主要受到两个方面的制约：一是，突如其来的疫情显著提

升了居民的储蓄意愿，收入信心及消费意愿的复苏将会是一个相对缓慢的过程；二是，复苏相对缓慢的服务性消费的制约不在需求端，更多源于供给端，疫情冲击下，许多以提供服务性消费为主的小微企业永久性的退出了市场，服务性消费的供给恢复也是一个较为缓慢的过程。

图 4：消费的弱复苏主要源于服务性消费的疲弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

四则，经济复苏在省级行政区域间的分化较为明显，中部区域相对较为薄弱。我们以 2021 年一季度的两年复合 GDP 同比增速与 2019 年一季度的 GDP 同比增速差，表征省级行政区的经济复苏情况。可以发现，截至 2021 年一季度，经济复苏在省级行政区域间的分化较为明显，如海南省、西藏自治区、吉林省及江苏省等四个省区的经济增速，已经恢复至 2019

年的经济增速水平之上；而湖北省、辽宁省、河南省及云南省等四个省区的经济增速，则距离 2019 年的经济增速水平仍有 3 个百分点以上的差距。

图 5：2021Q1 各省级行政区经济增速与疫情前差值分化明显

颜色越深表示相对疫情前修复的越好



资料来源：Wind，光大证券研究所

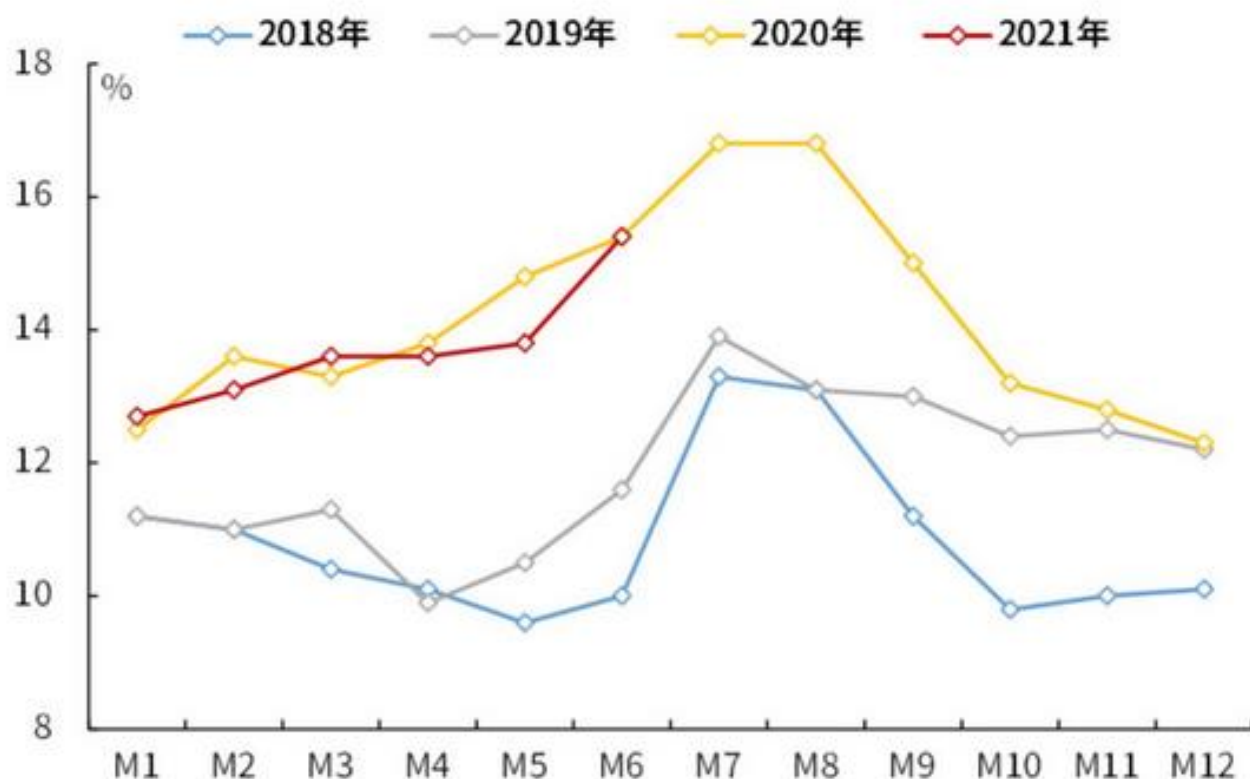
数据截至 2021 年 3 月

数据说明：受限于统计数据完整度，图示并未标示中国完整领土，GDP 增速差为 2021 年一季度的两年复合 GDP 同比增速与 2019 年一季度的 GDP 同比增速之差。

五则，总体失业率已经明显下行到了政策阈值之下，但就业结构仍需改善。从城镇调查失业率来看，自今年 2 月份以来，总体失业率一直处于 5.5% 的政策容忍线以下。但从结构上来看，16-24 岁人口与 25-59 岁人口的失业率自今年 2 月以来呈现持续分化。6 月份 25-59 岁人口的调查失业率为 4.2%，16-24 岁人口的调查失业率为 15.4%。从季节性来看，16-24

岁人口调查失业率明显高于往年同期,6月份已经触及2020年同期。因而,16-24岁人口调查失业率迟迟未能恢复,不仅仅要归咎于应届生毕业季的季节性走高,也有就业结构恢复不均衡的因素。

图6: 16-24岁人口调查失业率疫后迟迟未能恢复



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至2021年6月

总体来看 目前我国的经济基本面仍存在复苏趋势之中 但复苏结构上

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_32823

