



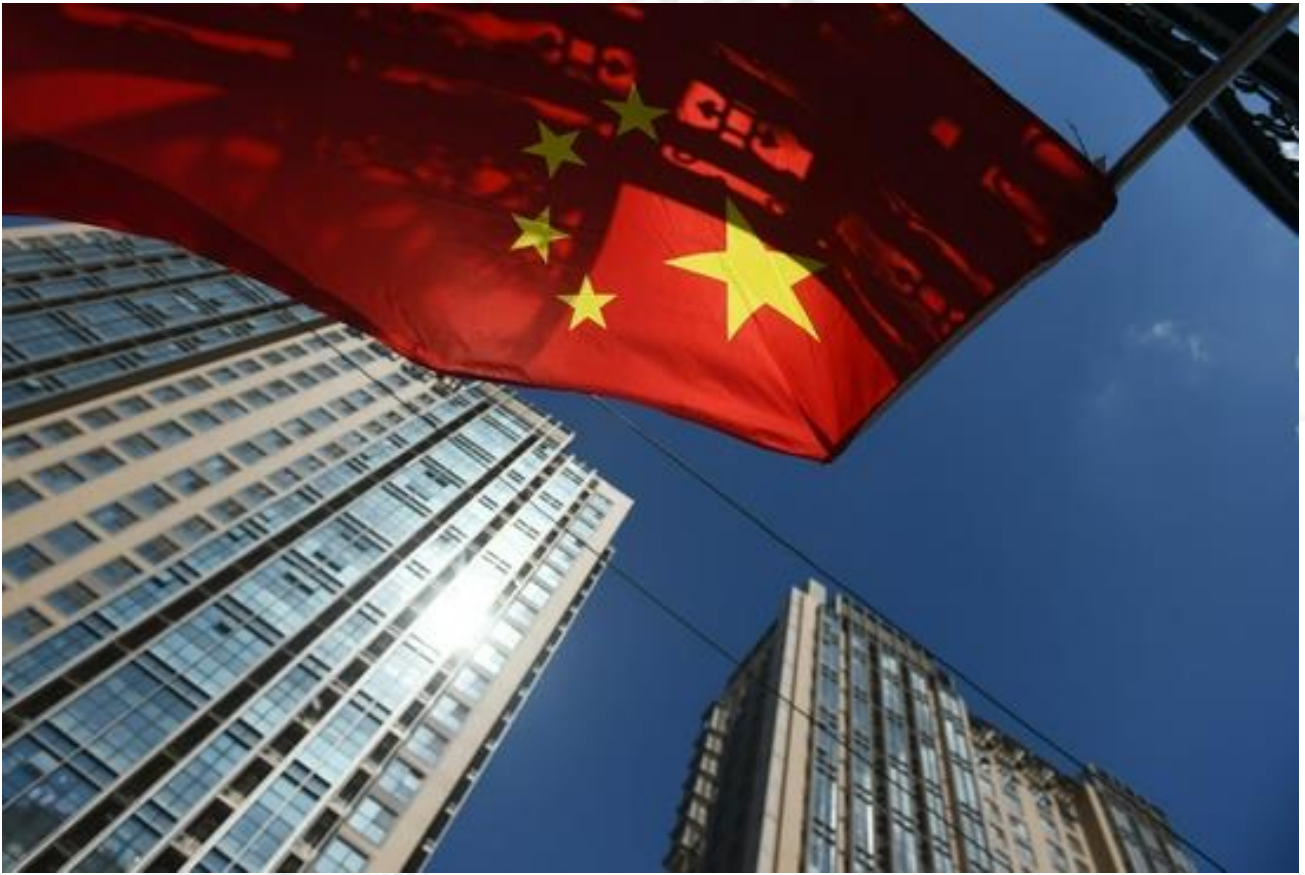
# 滕泰：下半年政策还有空间 明年需警惕下行压力和通胀风险



文/新浪财经意见领袖专栏作家 滕泰、张海冰

从上半年数据看，经济已基本恢复到正常运行状态，但增长动力仍弱于疫情前。消费增长刚刚补上去年的“作业”，投资实际可比增速并没有真正恢复到疫情前水平，且可持续性堪忧。工业生产超水平恢复主要靠出口拉动，而出口增速已经出现回落迹象。随着下半年经济下行压力逐步加大，提振内需已经成为下半年乃至明年畅通国内大循环的主要堵点。

由于财政政策空间受负债率和赤字水平限制，阶段性地扩大内需任务只能更多地依靠货币政策。然而考虑到美国通货膨胀率仍居高不下，中国PPI已经处于历史高位，明年有输入性和成本推动型通胀风险，货币政策能够发挥作用的时间窗口期并不长。预计2022年中国经济更艰难，下行压力和通货膨胀风险并存，有可能出现类似“滞胀”的经济运行情况，在财政政策和货币政策既要稳增长，又要控物价的两难背景下，更多的供给侧结构性政策、收入分配改革政策成为必选。



### 上半年消费增长刚补上去年的“作业”

消费方面，国家统计局公布的增速是，上半年社会消费品零售总额同比增长 23%，比 2019 年同期增长 9%，两年平均增长 4.4%。假定 2020 年不曾爆发新冠疫情，以疫情之前 2019 年上半年社会消费品零售总额 195209.70 亿元，按照当年同比增速 8% 外推计算，2020 年社消总额应达到 210826.48 亿元，这个数据与刚刚公布的 2021 年上半年实际社会消费品零售总额 211904.30 亿元相比，基本持平，也就是说目前社会消费品零售总额刚恢复到正常增长情况下的 2020 年上半年的水平，刚刚补上去年的“作业”。

从消费形态来看，服务型消费增速仍然低于商品销售。2021 年上半年，



商品零售额比 2019 年同期增长 9.3%，基本相当于假定没有疫情影响的 2020 年测算水平。而餐饮消费一季度两年平均下降 1%，二季度餐饮两年平均增长 0.9%，上半年整体刚刚基本恢复至 2019 年同期水平。

从消费支出数据看，2019 年上半年全国居民人均消费支出为 10330 元，如果按照当时 7.5% 的累计增速外推计算，2020 年同期应当达到 11105 元，而 2021 年上半年全国居民人均消费支出为 11471 元，基本与 2020 年正常增速应达到的水平相当。从增速看，全国居民人均消费支出两年平均实际增长 3.2%，比疫情之前 2019 年上半年实际增速还低 2.0 个百分点。

社会消费品零售总额和全国居民人均消费支出的数据都表明，虽然名义增长率很高，但实际上消费增长刚刚补上去年的作业，餐饮等服务型消费远未恢复到正常增长应达到的水平。但值得注意的是，2 季度最终消费支出对 GDP 增长的贡献继续上升，从一季度的 53.50% 升至 77.10%，显然，这种上升是投资和出口贡献度下降后的被动上升，消费持续拉动 GDP 增长的后续动力并不强。

从储蓄倾向来看，上半年居民户新增人民币存款有 5 个月正增长，累计比疫情之前的 2019 年同期多增 6300 亿元，显示居民储蓄倾向仍然偏高。而消费倾向不断降低，疫情爆发前，中国城镇居民平均消费倾向已经从 2010 年的 0.70 下降到的 0.66 左右，2020 年疫情期间居民消费倾向再创历史新低，城镇居民平均消费倾向已经下滑到不足 0.62。据有关券商研究机构测算，5 月中国城镇居民的边际消费倾向下降到 10 年来的低点。

消费倾向降低的主要原因是居民收入增速下降。2021年上半年,全国居民人均可支配收入17642元,同比名义增长12.6%,名义增速比一季度放慢1.1个百分点;扣除价格因素影响,实际增长12.0%,实际增速比一季度放慢1.7个百分点。与2019年上半年相比,居民人均可支配收入两年平均名义增长7.4%,扣除价格因素影响,两年平均实际增长5.2%。低于2019年上半年居民人均可支配收入实际累计同比6.5%的增速。

其中尤其值得重视的是小微企业和个体工商户的收入问题。如果用2019年上半年居民可支配收入中经营净收入2467元,按照当月累计同比增速8.9%做外推计算,2020年应当达到2687元,今年上半年经营净收入为2752元,由此测算增速实际可比增速只有2.4%,显示上半年小微企业和个体工商户的处境仍然比较困难。

### 投资堪忧,民间投资尤其值得关注

从投资看,国家统计局公布的增长数据是,上半年固定资产投资同比增长12.6%;以2019年上半年为基期,两年平均增速为4.4%。从资本形成总额对GDP增长的贡献看,2020年二季度以后逐季下行,从154.6%已经下降到13.2%。

如果同样以2019年上半年固定资产投资累计完成额299100亿元,按当年增速5.4%外推计算,2020年上半年固定资产投资累计完成额应达到315251亿元,而2021年上半年固定资产投资累计完成额只有255900亿元,与没有疫情的测算数相比,增速是-18.8%;如果直接比较2021年

上半年与 2019 年上半年的固定资产投资完成额，增速也是-14.4%——考虑到国家统计局每年的固定资产投资统计口径都有变化，我们相信经过调整后的正增长数据也是真实的，但是毕竟未经过统计调整的固定资产投资增速是负增长，其情况堪忧，值得高度重视。

民间投资测算结果相差更大。上半年民间固定资产投资两年平均增速为 3.8%，较整体固定资产投资 4.4%的增速还要低 0.6 个百分点。根据 2019 年上半年民间固定资产投资完成额 180289 亿元，按照当月累计同比增速 5.7%测算，2020 年上半年假定没有疫情影响的固定资产额应为 190565 亿元。2021 年上半年民间固定资产投资完成额为 147957 亿元，与之相比，增速为-22.4%。

考虑到上半年 PPI 高企、CPI 相对滞后，造成在分布在上游的国有企业利润暴增，而更多分布在中下游的民营企业利润受到严重挤压，后期民间投资增速下滑的情况值得重视。

只有房地产投资恢复较好，2021 年上半年的累计值为 72,179.07 亿元，相当于在 2020 年剔除疫情影响后的累计值 68324.7 亿元的基础上增长 5.64%。但受到房地产融资渠道限制及“三条红线”等行业政策影响，有研究机构认为房地产投资增速可能已经接近顶部。

基础设施建设投资增速下降较快，3 至 6 月的累计增速分别为 29.70%、18.40%、11.80%和 7.80%。财政支出进度较慢可能是基本建设投资快速下降的重要原因。据券商测算，上半年公共财政收入完成预算进度的 59.3%，



创近年来新高；但公共财政支出仅完成 37.4%，仅略高于受疫情影响较大的 2020 年，政府性基金支出进度为 2017 年以来最低水平。

### 出口订单一旦收缩的影响

从出口数据来看，4、5、6 月出口增速为 32.6%和 30.1%和 26.1%，仍保持高速增长，但增长势头有所放缓。PMI 指数中新出口订单指数 3 至 5 月的数据分别为 51.20、50.40、48.30，6 月数据为 48.10，出现走弱趋势，显示未来出口可能趋弱，需要加强观察。值得注意的是，净出口对 GDP 增长的贡献率在 2 季度出现明显下降，从一季度的 24.1%下降到 9.7%。

虽然欧美经济复苏向好趋势明确，6 月非农就业新增 85 万人，大幅高于预期 70 万人（前值 58.3 万人），美国制造业生产增速达到 2007 年开始调查以来的最高水平，但有资料显示美国消费品的补库已经完成，预计未来美国对居民的消费补贴将逐步减少至取消，居民的就业意愿将逐步上升。欧元区 6 月经济景气指数为 117.9，达到 21 年来的高点。随着发达国家疫情逐步得到控制，将增加芯片等中间产品的供给，对下游商品的供给提升有利，很多发展中国家疫情仍在蔓延和加重，如孟加拉国近日新增确诊病

**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\\_32868](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32868)

