



管清友对近期经济形势的分析和 建议：要高度关注下半年的 经济下行压力和金融出清风险



文/新浪财经意见领袖专栏作家 管清友



编者按

全球政经格局巨变，国内三驾马车后劲不足，经济复苏最强劲的阶段已经过去了，下半年经济下行压力加大。特别是中美两国再度进入经济货币双背离周期，中国无论在经济走势还是货币取向上都相对被动。不仅要应对增速放缓的出口、投资回落的地产、不及预期的基建、相对疲软的消费，还要兼顾货币正常化后的出清，为美联储“加息”带来的资本外流和金融市场巨震做好准备。尽管内外承压，挑战重重，中国经济有坚实的基本盘，窗口期还在，依然有很多好牌可以打，而且金融出清已接近尾声，我们有能力也有信心可以打赢这场经济保卫战和金融风险攻坚战。

经济低基数后的回落：下半年下行压力重新凸显

当前中国经济正处于复苏向类滞胀切换的过程中，经济复苏的最高峰已过，经济增长动能逐渐回落。结合最新的 6 月经济数据来看，最有效的经济先行指标 PMI 三连降，复苏顶点已确认，下半年经济下行压力值得警惕，当然这里面既有外部冲击，也有内部挑战。

1、外部冲击：中美进入经济货币双背离周期，中国相对被动

拜登政府上台后，对华政策主基调不变，缓而不柔。上半年美国政府重心在抗疫，随着下半年疫情防控进入常态化，经济逐步复苏，美国外交的重心大概率会重新回到对华博弈上，G2 博弈还有进一步升级的可能。特别是 G7 峰会后，拜登联合盟友围堵中国的野心逐渐暴露，再加上中美经济货币政策再次错位，出现了不少新趋势，近日美国泛化国家安全概念，将 23 家中国实体列入“实体清单”，无理打压中国企业，外部冲击值得关注。

第一，G2 博弈升级，平行世界越来越明显。从前不久的 G7 峰会就可以看出，重点目标就是中国，拜登力推合纵连横战略，拉拢盟友对抗中国。G7 启动了一项帮助较贫困国家建设基础设施的计划，美国联合盟友，想要复制中国的一带一路，打造 G7 版的“一带一路”，用于对抗中国大国崛起，背后美国的战略野心值得警惕。美国意在借助基建重建以美国为核心

的全球化体系，重回全球经济中心和全球需求核心，中美博弈会越来越明显，中美经贸合作将会越来越疏离，美国很有可能让印度、越南等盟友逐渐替代或部分替代中国。

第二，中美出现经济周期背离，中国进入被动状态。自去年疫情爆发以来，中国经济率先复苏，且复苏情况优于美国，出口旺盛，一直处于主动状态。但现在中国先行指标 PMI 逐渐走弱，今年中国经济大概率前高后低，经济增速已经放缓。而美国经济强劲复苏，先行指标 PMI 继续回升，最近就业也有明显好转，整体向好，处于主动状态。

第三，宽松极限基本确认，美联储加息越来越近。美联储货币政策转向已经箭在弦上，已经开始讨论考虑缩减 QE。由于美国的通胀状况可能会比预期的更高、更持久，美联储最近也开始释放信号，如果通胀预期过高，将准备调整政策，预计这一轮美联储政策转向应该更快，因为本轮通胀供需问题，比之前更剧烈、更复杂，下半年应该会开始缩减 QE，势必会引发全球金融市场巨震，新兴资产资本回流。

第四，全球 40 年减税潮开始逆转，结构性加税已经开启。全球财政抗疫的重点从纾困、刺激切换到第三步加税了，弥补财政缺口。拜登酝酿大规模加税为天量基建筹措资金，不仅在国内推出“美国制造税收计划”，提议将公司税从 21%调高至 28%，并提高 50 万美元以上收入者的个人所得税，实行结构性加税。还联合 G7 将最低企业税率设定为 15%，已得到了超过全球 90% GDP 的 130 个国家的支持，加税已是大势所趋。我国企

业所得税的基本税率为 25%，远高于 15%，整体影响不大，但会有部分行业、地区企业适用 15%或更低的优惠税率，比如国家鼓励的重点集成电路设计企业和软件企业税率为 10%，西部地区、海南自贸港鼓励类产业企业税率为 15%，最低税率高于 15%，这些行业和地区的跨国企业可能会受到冲击，从而影响企业竞争力。

2、内部挑战：经济复苏高点已过，三驾马车后劲不足

从去年一季度的经济底确立后，中国经济率先走出重围，引领全球复苏。但从今年一季度站上新高后，PMI 从 3 月最高的 51.9%持续下行到现在的 50.9%，经济复苏动能边际减弱，三驾马车后劲不足，经济复苏拐点已经确认，下半年的经济下行压力值得警惕。

第一，出口增速回落。由于欧美等主要经济体疫苗接种加速，生产逐步恢复，“替代效应”减弱，再加上大宗商品涨价潮推升企业生产成本，挤压中下游企业盈利空间，出口竞争优势逐渐降低，而且去年高基数效应明显，出口虽会保持一定增长，但增速边际放缓。6 月 PMI 中反映外需的变化新增出口订单指数为 48.1%，连续 3 个月回落，近两个月均在荣枯线之下。

第二，地产韧性不足。上半年地产超预期，主要是受火爆的销售支撑，地产投资有韧性，下半年房企融资受限，新开工放缓，居民房贷收紧，投资有回落风险。

第三，基建增量有限。上半年本来表现就不及预期，下半年对于地方政府，防风险比稳增长更重要，基建投资没有太大的增量空间，先行指标挖掘机销量持续回落，基建投资放缓，仍有下行空间。

第四，消费相对疲软。上半年虽有所修复，但仍相对疲软，并未恢复到 2019 年正常水平，且增速趋于放缓，主要是居民收入增速还未回到疫情前水平，经历疫情冲击后，预防性储蓄动机强烈，消费意愿不强，下半年也没有明显改善的迹象。

02

货币正常化后的出清：金融风险攻坚战还在继续

疫情之后，全球特别是欧美日开启无上限宽松，美联储资产负债表已扩张将近一倍，欧央行扩张一多半，日本银行扩张超过四分之一，资产泡沫化和通货膨胀如期而至。特别是过高的通胀预期不断挑战美联储的容忍度，货币宽松的极限基本确认，美联储 Taper 越来越近，全球金融市场屏息以待，美联储的政策取向成为下半年全球的关注焦点。

1、全球金融风险

根据 6 月的美联储议息会议，货币转向节奏可能会比预想来得更快，最快可能年底缩减 QE，点阵图显示的加息时点显著前移，暗含 2023 年两次加息。美国要“加息”，中国却在降准，而且是全面降准 0.5 个百分点，力度大超市场预期，中美两国再度进入货币背离周期，中国相对被动，新

兴市场资本外流和金融市场巨震难以避免。当前美联储的行为有点像 2013-2014 年，2013 年 6 月伯南克发表讲话明确释放退出 QE 信号，引发了全球范围内的缩减恐慌，10 年期美债利率由 1.7% 持续提升至 9 月 3% 左右，利率快速上行，全球股市、大宗商品大跌，金融市场接连震荡。多个新兴市场货币暴跌，巴西、南非等新兴国家汇率跌幅超过 20%，出现了大规模资金流出，给当地金融市场造成严重冲击。当前全球化进一步深化，中国市场与境外市场高度相连，再加上本轮货币宽松力度前所未有，资产泡沫化加剧，一旦国外金融市场的泡沫破灭，国内市场无法独善其身，会出现一系列连锁反应，风险值得警惕。

2、地方债务风险

在去年一系列货币宽松和财政刺激下，中国经济成功率先触底回升。地方政府成为本轮加杠杆的主力，地方政府杠杆率已从 2020 年一季度的 40.6% 攀升至 2020 年底的 45.6%，刷新历史新高，地方债务风险值得关注，特别是在经济下行压力加大和土地出让金划转税务征收的背景下，地方政府腾挪空间变小，自主性降低。部分债务规模过大、债务率较高的省

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_33325

