



李迅雷对当前经济特征的思考： 低增长下聚焦高成长





本周五美国三大股指中道琼斯和标普指数再创历史新高，尽管美国疫情再次恶化，消费者信心大跌至 2011 年以来新低，但股市的投资者依然充满信心。那么，如何看待当前的中美经济，如何从资本市场的表现来理解未来的经济走势，本文进行探讨。

美国经济：通胀高企却难加息

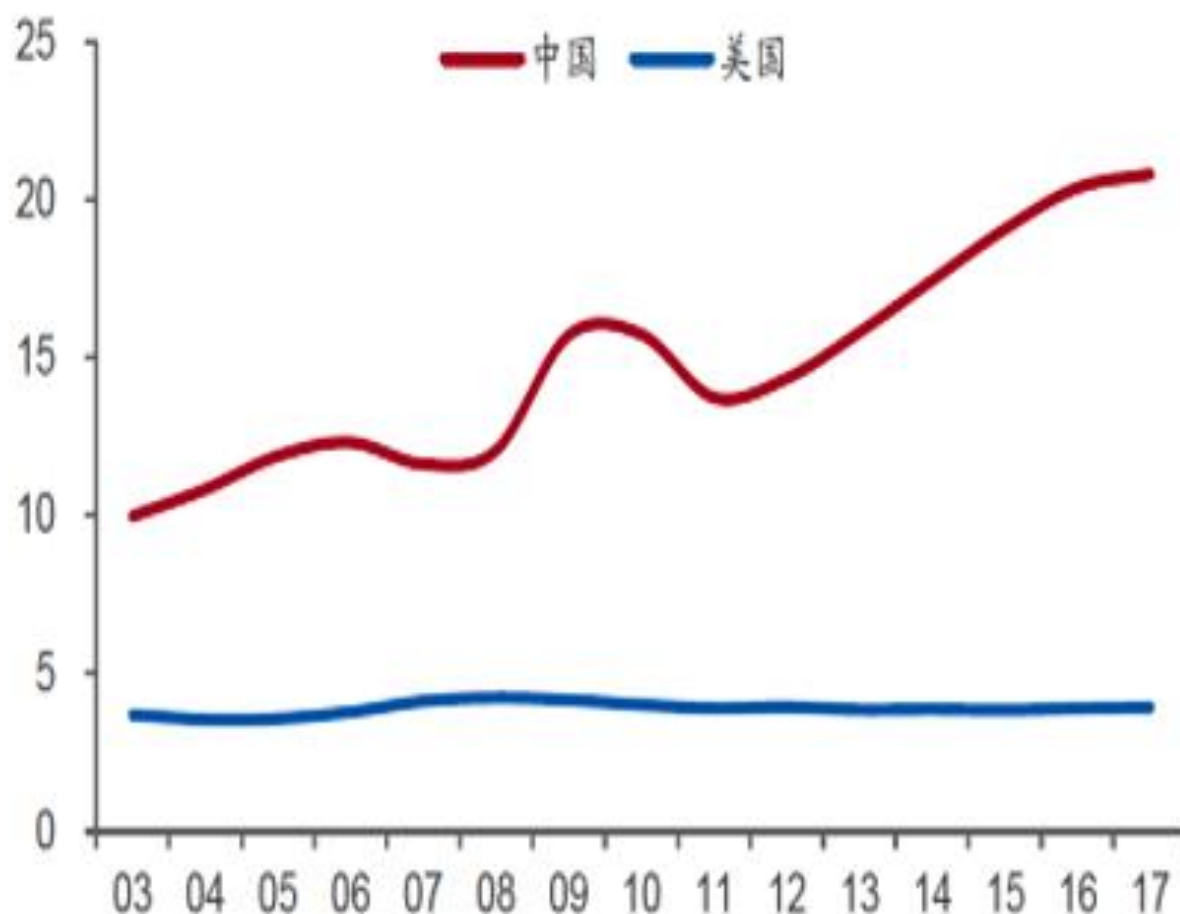
7 月份美国消费者价格指数（CPI）同比增长 5.4%，涨幅较 6 月份持平，是 2008 年 8 月份以来最高值，显示美国通胀压力不减。虽然核心 CPI 优势回落，但在德尔塔病毒蔓延的背景下，全球产业链、供应链再度受到冲击，如汽车芯片短缺导致汽车价格上涨，原材料价格上涨、劳动力短缺

等加大企业生产成本，进一步加大了通胀压力。

美国经济尚在复苏中，复苏的动力来自低利率环境和政府的巨额财政支出。但在疫情再度严重的情况下，政府的财政不可能一直大投入，居民所获得的补贴也将减少乃至取消，所以，复苏见顶之后，未来美国经济的低增长格局仍将持续。

不少人对拜登的基建投资法案寄予厚望，但实际上该法案的规模已经从 3 月份的 2.3 万亿美元降低至即将交众议院讨论的 1 万亿美元左右。如果把已经实施的 4500 亿美元剔除，新增的也就 5500 亿美元左右。因此，把美国的基建投资当作拉动经济的良药，或者成为支持大宗商品价格上涨动力，显然是高估了。

中美基建投资占 GDP 比重



来源：WIND，中泰证券研究所

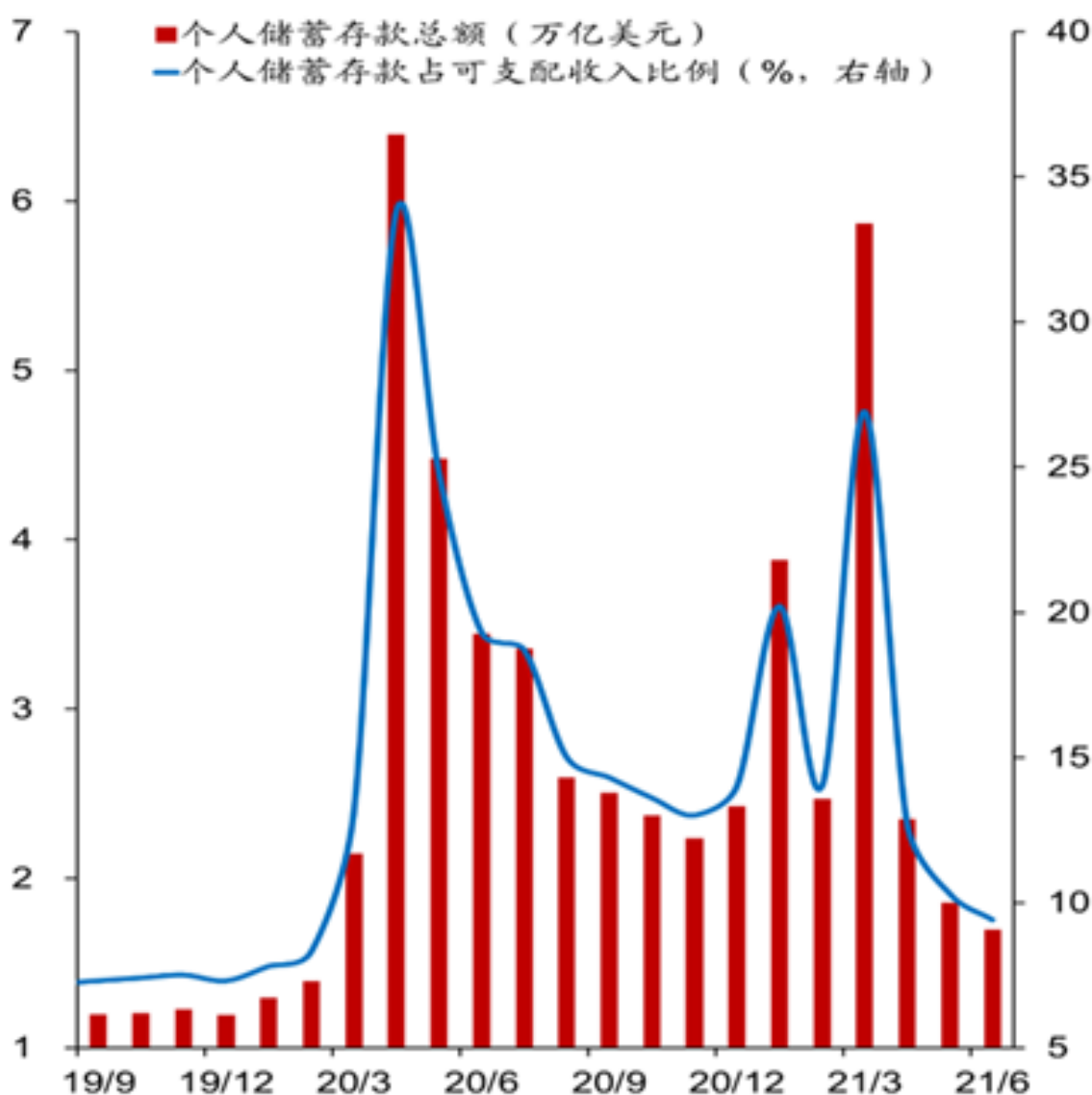
从历史上看，美国基建占比稳定，近年并无较大作为。事实上，这几年来美国在基建投资上确实没有比较大的作为，自 2003 年起基建投资规模占 GDP 的比重一直稳定在 4% 左右，也就是 0.85 万亿美元左右，如果新增的 1 万亿美元分 6 年实施完成，也就是每年增加 0.16 万亿美元，增量部分实际不大。

而与之形成鲜明对比的是，我国基建投资规模占 GDP 的比重从 2003 年的不足 10%，到 2017 年已经提高到超过 20%，不过近年来基建投资的占比已经有所下滑，但 2020 年也接近 3 万亿美元。

在经济增速下行、疫情持续的情况下，美国政府举债将持续，美联储如果在这种情况下加息，将增加举债成本，显然会导致拜登政府的不满。所以，我认为美国今明两年加息的可能性很小，何况美联储主席鲍威尔还想谋求连任，至于把就业率不达预期作为不加息的理由，可能只是借口而已。

据 CNN 8 月 12 日报道，超过 98% 的美国人目前都居住在新冠疫情高风险传播区，是一个月前的 5 倍有余。同时，美国消费者信心指数又大幅回落，因为政府部门的补贴已经大幅缩减，自今年 3 月以来，美国居民存款总额从 5.9 万亿美元降至 6 月份的 1.7 万亿，同时个人存款占可支配收入的比例也 27% 降至 10%。

美国居民储蓄存款已大幅回落



来源：WIND，中泰证券研究所

那么，既然美国经济前景并不乐观，为何股价指数却屡创新高呢？这是因为美国三大股指都是成分股指数，即上市公司的精华体现在成分股指数上。美国股市已经有接近 230 年历史了，但两大交易所的上市公司现存数量迄今只有 5444 家，而 A 股市场才 31 年时间，但沪深两地交易所的上市数量已经达到 4140 家，估计 2025 年前应该能够超过美股。

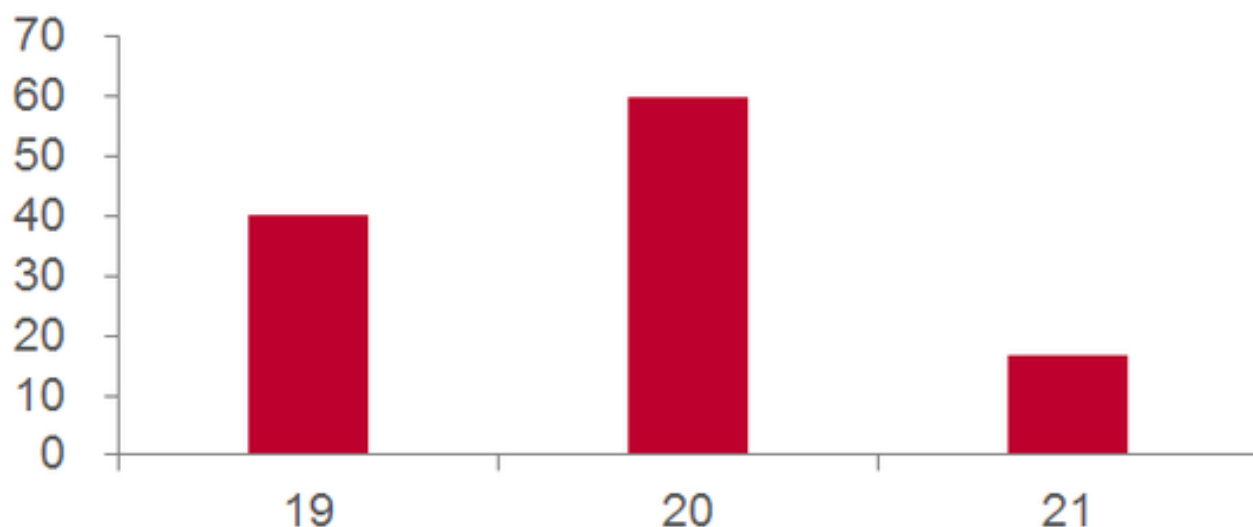
美国现存股票数量之所以那么少，是因为执行严格的退市制度，仅今年年初至今，退市公司数量已经达到 225 家。从 1980 年至今，大概所有上市数量的 80%左右的公司退市，真正做到了优胜劣汰。而被纳入成分股指数的成分股，则更是优中选优。因此，美国股指更能代表美国有前景的行业和企业。而上证综指属于全样本指数，且传统企业在该指数中的权重占比较大，故上证综指似乎更能反映中国经济的“过去”。

中国经济：应对减速不只是宽松

中国 7 月份的经济数据已陆续公布，大部分数据都显示经济减速压力加大，例如，出口增速回落、房地产的销售额回落、汽车销量负增长等等。7 月份的降准，意味着货币政策再度宽松，或许货币政策将经历一场宽松周期，即降准和降息都有可能。

之所以对货币政策的宽松预期比较高，是因为财政支出在政府降杠杆的背景下，不大可能大幅增加。今年前五个月只完成了不足 20%的债券发行，而 2019 年和 2020 年同期这一比例要超过 40%。既然财政政策是积极中偏紧，用意在于提高财政的投入产出比，降杠杆和提高经济质量，那么，货币政策就必须宽松了。

今年前五个月的专项债发行规模



来源：WIND，中泰证券研究所

7 月份开始，受德尔塔病毒的传播影响，我国的旅游、餐饮、酒店、交运等都受到负面影响，使得服务业收入增速下降，从而又让经济减速压力进一步加大。所以，德尔塔病毒的蔓延不仅对全球经济，同时也是对中国经济带来了新的负面影响。

不过，尽管中国的全年 GDP 增速可能低于预期（8%-8.5%），但政府工作报告所提出的 6%左右的 GDP 增速目标肯定可以实现。因此，大家对于逆周期的政策预期不要太高。近期，中央政治局会议有关“宏观政策跨

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_34319

