



# 徐高：过度冷却的内循环



文/新浪财经意见领袖专栏作家 徐高



2021年7月的我国宏观经济数据中，除了进出口数据表现尚可外，其他经济增长数据全面走弱，内需更是疲弱到令人担忧的程度。因为国内极度紧缩的宏观政策过度冷却了国内循环，并阻碍了外循环对内循环的带动，当前中国经济走势明显弱于笔者四个月前的预期。

国内紧缩政策对内需的打压只是其对内循环的第一轮影响。紧缩政策的第二轮影响是阻碍外循环对内循环的拉动。从2021年2季度到现在，中国经济已经重回“政策市”——国内经济前景高度取决于国内政策走向。

今年7月30日召开的政治局会议已经释放了明确的政策纠偏信号。今年下半年，尤其是今年4季度，应该是国内宏观政策转向宽松的时间窗

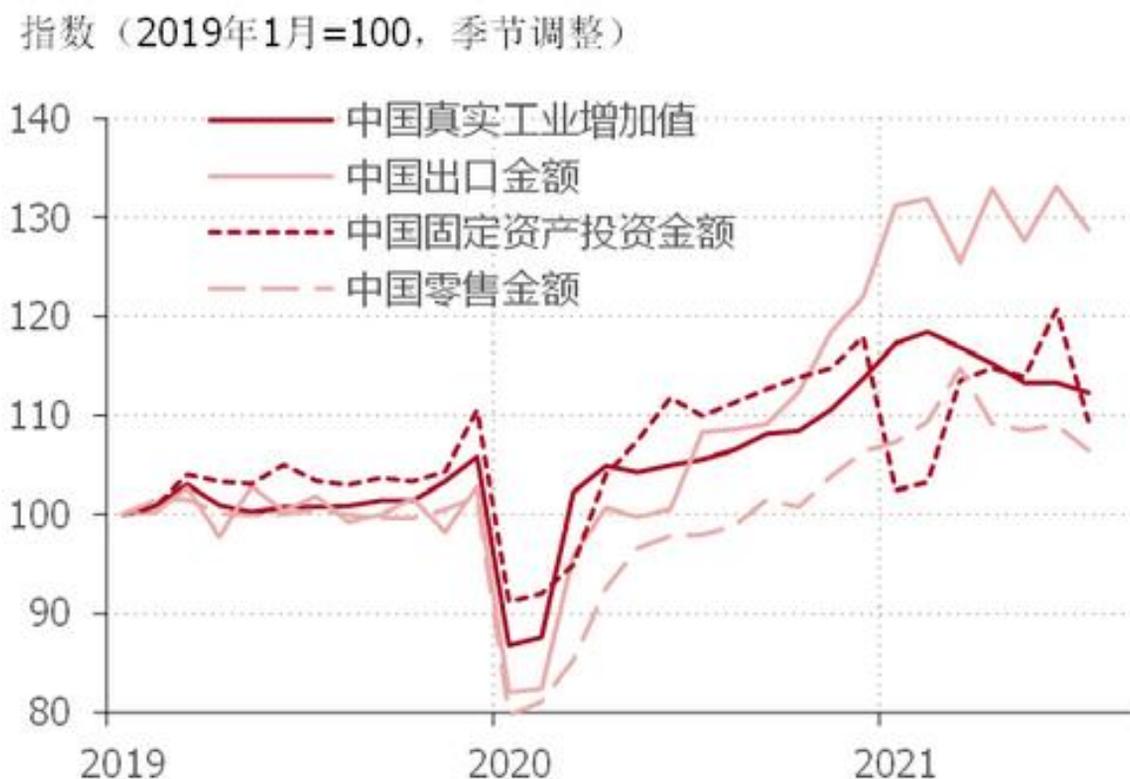
口。不过，下半年政策转向虽然是大概率事件，但转向之后的政策力度尚待观察。

当前内循环过度冷却的状况有利于债券市场，但后续可能会变化。A股市场整体估计会处在震荡状态，缺乏系统性机会。在结构性机会中，低估值周期股仍然是配置方向。

2021年7月的我国宏观经济数据中，除了进出口数据表现尚可外，其他经济增长数据全面走弱，内需更是疲弱到令人担忧的程度。由于去年上半年留下的低基数，今年上半年我国各项经济指标的同比增长率都处在较高水平。随着基数效应的变化（去年下半年基数抬高），今年下半年经济同比增长率数字理应逐步走低。但这种“预期之中”的同比增速下滑反而掩盖了经济的疲弱——因为如果不做仔细的数据处理，其实很难区分经济同比增速的下降是基数效应所致，还是确实反映了经济增长动能弱化。

从季节调整之后的经济指标绝对水平来看，今年7月我国固定资产投资金额显著下滑，零售和工业增加值继续延续过去几个月的下行趋势。注意，这都是绝对水平的走低，意味着季调后的环比增速为负。对我国这么一个长期维持较高增速的经济体来说，这样的情况绝不正常。（图表 1）

图表 1. 2021 年 7 月，我国宏观数据全面走弱，内需相关指标季调后的绝对水平下降



资料来源：万得，中银证券

徐高经济研究

当前中国经济走势明显弱于笔者四个月前的预期。在今年 1 季度经济数据发布之后，笔者还期待我国经济景气能进一步走高（参见《中国经济的景气高点还在后面》）。但在过去几个月中，我国经济景气却弱化至令人担忧的程度。笔者的乐观预期之所以落空，主要原因是国内极度紧缩的宏观政策过度冷却了国内循环，并阻碍了外循环对内循环的带动。

2021 年上半年，我国公共财政赤字 4560 亿元，比 2020 年上半年的

赤字减少了约 1.6 万亿元——财政赤字的减小意味着财政政策正在收缩。事实上，进入 21 世纪之后，我国还从没有过今年上半年这样规模的财政紧缩（参见《财政紧缩下的货币宽松》）。财政紧缩的同时，今年上半年投放到实体经济的社会融资规模也显著小于去年同期。国内财政政策和社融投放的收缩自然会明显抑制国内需求的扩张。（图表 2）

**图表 2. 2021 年上半年，国内财政政策和社融投放均明显收紧**



资料来源：万得，中银证券

徐高经济研究

在收紧财政和社融抑制内需的同时，国内还在今年上半年推行了较为

严厉的限产政策，强行压降一些上游产品的产量。今年年初以来，高炉、焦化等行业的产能利用率在限产政策约束下明显走低，与同期显著走高的大宗商品价格形成了明显背离。受此影响，今年 7 月我国粗钢产量同比增速已经下滑至-8.7%，创下 2018 年以来的最低读数。十种有色金属的产量增长也在 7 月接近停滞。限产政策既给经济增长带来了阻力，也推升了通胀压力，让经济陷入了低增长和高通胀并存的“滞胀”状态（参见《当需求扩张遇到供给约束》）。（图表 3）

**图表 3. 我国粗钢产量已同比负增长，有色金属产量增长也接近停滞**



资料来源：万得，中银证券

徐高经济研究

受国内需求面宏观政策紧缩的影响，我国内需在最近几个月明显走弱。其中，基础设施投资首当其冲。财政政策的紧缩，再加上对地方政府融资的管制，使基建投资资金来源减少，投资显著走弱。季节调整之后的数据显示，基建投资的绝对水平在今年 3 月短暂冲高之后就一路下滑，到今年 7 月已降到疫情前水平之下。今年 2 季度以来，地产投资增长也在地产调控政策的压力下日渐乏力。到今年 7 月，地产销售走弱还让地产投资资金

来源断崖式滑坡，令地产投资显著走低。投资低迷的时候，消费也难以独善其身。季节调整后的数据还显示，我国社会消费品零售总额在今年3月冲高之后，也持续处于下行趋势中。（图表4）

**图表4. 季节调整后，国内三大投资的绝对水平均在7月显著下滑**

中国月度投资金额指数（2018年1月=100，季节调整）



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\\_34367](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34367)

