



# 连平：促进和保障经济跨周期平稳运行



文/新浪财经意见领袖专栏作家 连平 罗免劼

下半年需要重点关注可能出现的金融风险，尤其是“三小”问题，即中小企业、中小房企和中小银行的薄弱环节。宏观政策建议推行“宽财政，松货币，稳信用”的搭配，监管政策实施要有“坡度”，以共同营造良好的宏观环境，避免金融风险显性化，保持经济平稳运行，顺利恢复常态。



三季度以来，宏观经济多项数据放缓或下行。如何看待年内剩下四个月的经济运行态势以及经济能否跨周期平稳运行，市场普遍较为关注。

短期经济运行态势可能由低向高

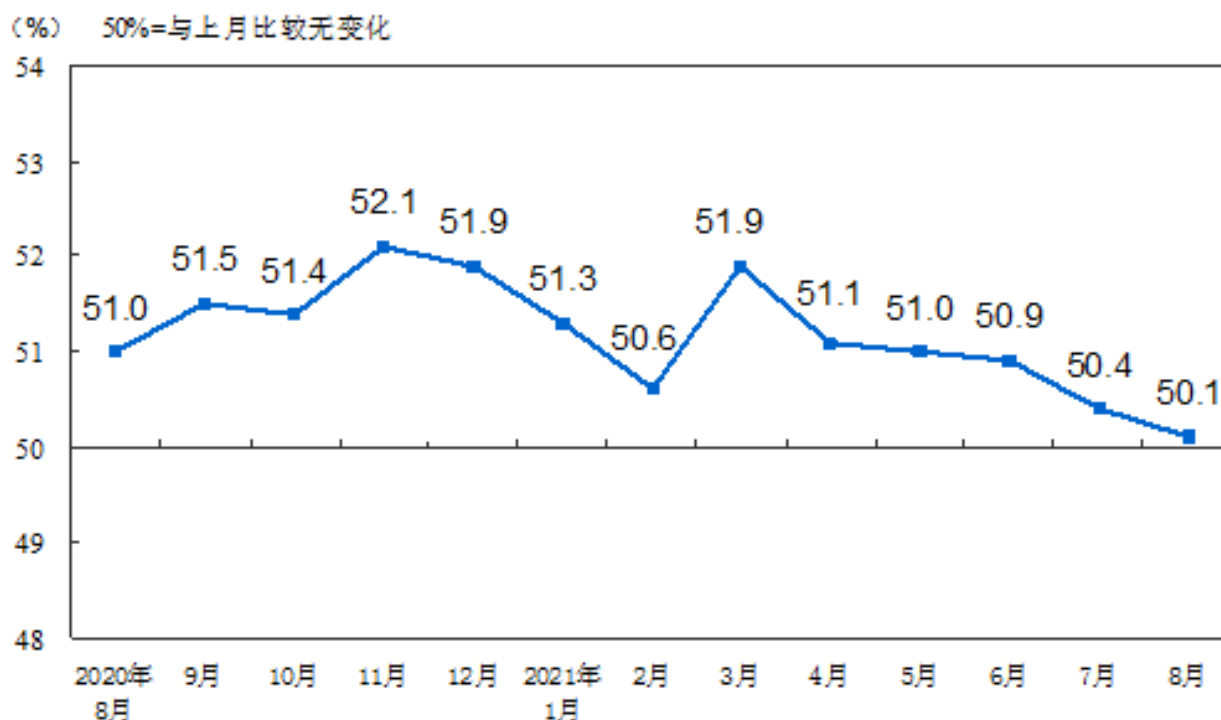
7月经济数据依旧延续了今年出口偏强、投资平稳、消费偏弱的特征，整体经济运行有所放缓但尚未失速。以人民币计，前七个月中国对欧美日等传统市场出口合计增长 22.6%，对东盟、拉美、非洲等新兴市场出口合

计增长 26.5%，进出口规模均创历史同期新高，对应增速均为 10 年来新高。单看 7 月数据，出口金额创中国单月出口的历史新高，同比增长 8.1%，比 2019 年同期增长 18.9%，整体表现依旧亮眼。其背景主要是德尔塔病毒蔓延，欧美日等重要消费型经济体生产重启受阻，东南亚等生产国供给能力仍未恢复，中国替代效应依旧明显。

三大投资领域总体表现相对平稳，其中受制于债券发行和项目推进的速度，基建投资维持疲软状态；在“三道红线”之下，房地产投资增速放缓，但韧性犹存；外需旺盛和企业利润改善推动制造业投资保持较快恢复步伐。由于经常受到疫情扰动以及居民收入恢复较慢等因素的影响，社零数据所反映的消费需求恢复进程始终较为波折。7 月社零环比下降 0.13%，这是 2011 年有数据统计以来第三次环比负增长，前两次分别是 2020 年 1 月和 2021 年 1 月，均是疫情冲击所致，可见疫情反复对于消费恢复影响较大。“缺芯”导致在消费中扮演重要角色的汽车消费连续 2 个月增速处于负区间，对消费整体拖累不小。

此外，8 月非制造业 PMI 以较大跌幅落入萎缩区间内。从行业情况看，疫情抑制了接触型聚集型服务行业需求的释放，道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均降至临界点以下，业务总量明显减少。

图1 制造业PMI指数（经季节调整）



随着基数逐步提高，在全球疫情大反弹的背景之下，短期内无论从需求端还是供给端，都对我国出口形成压力，未来数月出口增速会进一步放缓。8月新出口订单指数连续五个月下行且四个月在荣枯线之下。今年后四个月，欧美外需虽然会持续回升，但可能继续会由商品向服务切换，对我国出口拉动力减弱。当前欧美基于财政刺激的各项消费补贴效果见顶，产品类消费已基本释放，服务类消费需求回暖。美国7月零售同比增长15.94%，分项中餐馆营业等服务业恢复抢眼，对商品需求相对减弱。东南亚经济复苏后的需求转移可能产生出口替代。我国机电类产品出口平均占比达59.6%，越南为55.14%，美国自中国进口机电产品占比为49.8%。越南等东南亚国家具备劳动力和上游中间品低成本的优势，生产能力恢复

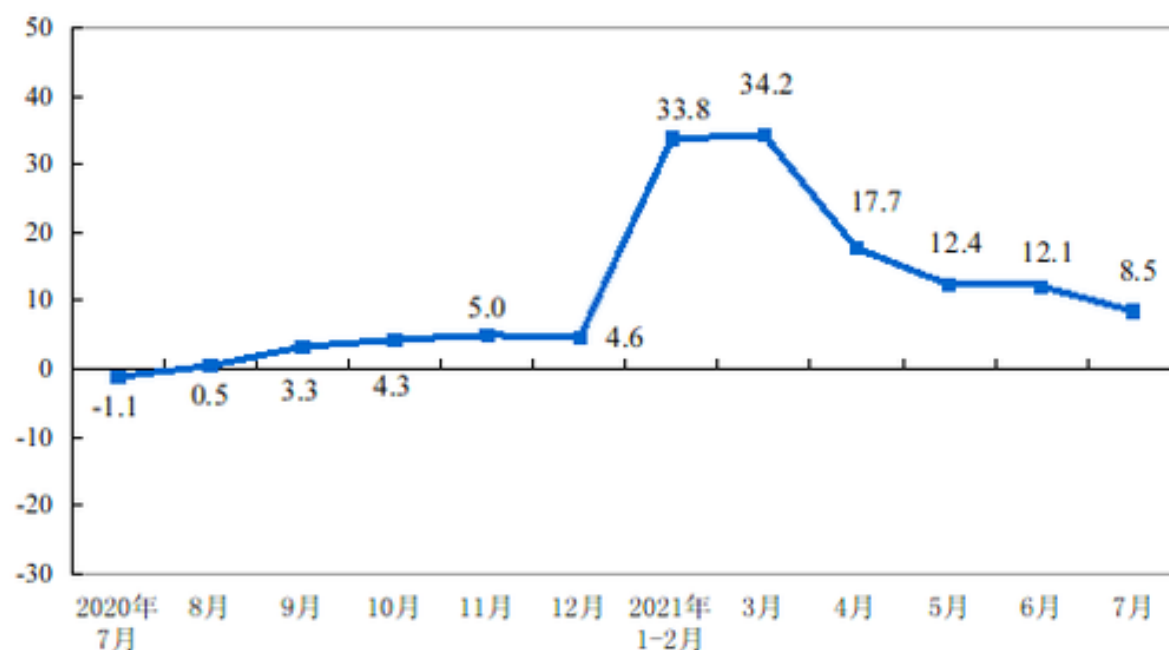
后对中国尤其机电产品出口可能产生一定程度替代。

人民币阶段性升值对出口增速产生滞后的拖累效应。人民币对美元汇率自 2020 年 5 月至 2021 年 3 月大约升值幅度达到 10%。根据“J 曲线”效应和历史经验，此轮人民币升值将于二季度后对出口增速产生拖累。企业用工成本和运输仓储成本高企将增加出口企业成本。去年 8 月是疫情用工形势拐点，海外订单增多加大用工需求，工资普遍提升，今年在工资刚性的影响下，企业用工成本抬升。“高昂”运费提升了进口价格，高出的运输成本转嫁消费端，中下游出口企业因议价能力较弱，出口商品缺乏国际竞争力，影响出口供给能力。自今年 3 月苏伊士运河货轮搁浅后，船期和供应链耗费数周得以恢复，航运价格飙升。伴随美欧等地疫情逐步收尾，叠加供给端 OPEC+ 谨慎增产、美国页岩油公司不愿意加大资本开支等，油价依然处于上涨通道，海运的涨价压力依然存在。

随着专项债发行提速和重大项目加快推进，后续基建投资有望发力。当前 PPI 仍处高位，大规模的宽信用会放大通胀压力，同时对隐性债务监管的压力犹在，预计基建投资整体处于小幅增长态势之中。集中供地叠加房地产贷款集中度管理、“三道红线”等监管措施，使得房企资金压力加大，进而促使房地产企业加大销售和周转，客观上将推动短期房地产投资继续保持平稳增长。仍然旺盛的外需和不断改善的企业利润叠加较低的基数将推动制造业投资增速加快，不过原材料涨价对中下游利润的挤占效应短期内难以消除，制造业投资修复空间存在较大的不确定性。

未来消费稳步复苏的方向不变，但疫情反复会扰动复苏节奏。随着疫苗接种以及疫情负面的效应进一步消退，以及传统消费旺季的到来，部分商品消费有望出现回补，或将继续带动整体消费回暖以及服务类消费的改善。但预计消费整体上行空间有限，且仍需关注收入增速放缓、防御性储蓄导致消费倾向降低等两方面因素对消费的抑制作用。

(%) 社会消费品零售总额同比增长速度



在外需拉动趋弱、内需复苏动力平稳背景下，经济运行或将延续向中长期中枢回归的趋势。随着疫情受到进一步管控，在宏观政策跨周期调节的有力支持下，后四个月尽管出口增速会较大幅度下降，但投资和消费的增速将企稳并提速。三季度经济运行可能触碰到了年内低点。经济运行将延续稳定恢复态势，为明年一季度的经济增长打好坚实基础。

六个问题和风险需要加以关注

当前经济增长已经接近潜在增长水平。今年后四个月总体运行将继续恢复常态。需要关注的是经济运行中的六个问题和风险。

### 1. 新冠病毒突变可能再度引发国际经贸封锁，降低全球总需求。

当前，全球医疗系统对于印度发现的德尔塔变异病毒还没有很好的应对方案，而德尔塔病毒的传播性已经凸显。全球疫苗接种程度最高的以色列也因变种病毒出现反弹，与印度接触密切、疫苗接种目标基本完成的英国也出现了疫情反复。不少经济体已经对印度、英国等变异病毒肆虐程度较高的国家实行人员来往“熔断”。

下半年，针对德尔塔病毒的疫苗如果不能很快问世，而德尔塔病毒的传播速度加快，不排除世界经济进入第二轮“大封锁”的可能。如果出现此种情形，一方面全球需求下降对中国出口形成压力，另一方面第二轮“大封锁”大概率不会像上一轮在疫情缓解后对中国出口产生转移或替代性的红利效应。这是因为当前各主要经济体的制造业供给能力已基本恢复，各经济体之间的“大封锁”主要针对他国，不太可能中断自身供给能力，对中国出口的依赖程度会下降。

### 2. 美联储货币政策收紧预期增强，可能引发全球金融市场动荡。

当前，市场对于美联储收紧货币政策的预期渐浓。伴随着美国通胀进一步恶化、失业率出现快速下降，美联储政策紧缩步伐可能加快。一方面，

美国经济增长向好、大宗商品价格飙升可能持续到四季度、美元超发等，都使得美国通胀上升冲破美联储容忍区间的不确定性在增加；另一方面，美国 9 月失业救助计划到期，“福利性”救济结束将迫使一大部分人重新进入工作岗位，失业率存在大幅下降可能，这两方面因素变化可能会改变美联储货币政策的取向和节奏。

全球金融市场普遍预期美联储可能收紧政策，而预期往往会自我强化，从而导致全球资产价格，包括房地产市场、股票市场、债券市场、外汇市场等金融市场都出现较大波动，进而引发金融风险。在我国金融开放程度已经较高的情况下，美国货币政策改弦更张、美元加息预期产生的溢出效应将会传导至我国金融市场，特别是外汇市场和股票市场，而同时其他经济体受美元加息的影响也可能产生共振，间接影响我国。

### 3. 大宗商品价格上涨持续增加中下游企业成本上升压力。

受猪周期下行影响，虽然大宗商品价格持续上涨，并向中下游开始传导，但我国 CPI 维持在低位运行。大宗商品价格上涨使得产业链上下游之间利润重新分配，上游企业将成本上涨压力转嫁给中下游，甚或从大宗商

**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\\_34890](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34890)

