



# 连平：未来经济运行应重点关注三个问题



文/新浪财经意见领袖专栏作家 连平（植信投资研究院）



当前，我国经济面临一定下行压力。从近期固定资产投资、房地产、工业、税收等各数据的综合表现来看，当前实体经济需求不足的问题较为突出。从金融支持实体经济角度看，流动性向实体企业传导不足的问题犹在。这不仅是因为金融机构担心信贷风险，对实体企业的贷款意愿普遍不高；从金融机构自身存贷比等情况来看，部分商业银行负债增长困难，信贷投放能力明显受限。当前及今后一段时间，房地产投资增速快速下滑、外贸出口不稳定因素增多、社融和信贷增速下行等是最值得关注的问题。对此，有必要采取积极政策加以应对。

#### 一、当前实体经济需求不足的表现

一是投资增速进一步放缓。1--8 月份，全国固定资产投资（不含农户）

同比增长 8.9%；以 2019 年 1-8 月份为基期，两年平均增速为 4.0%；8 月份环比增长 0.16%。但需要看到的是，同比数据维持高位的同时，环比数据出现明显下滑，固定资产投资同比已从年初的 35% 下滑至 8 月的 8.9%，预计未来一个时期还有可能进一步下滑。下滑的原因虽有低基数因素影响，但更与固定资产投资增长动力减弱相关。分细项看，今年前 8 个月基建投资受制于债券发行和项目审批进度，维持疲软状态；房地产投资在去年四季度后增速明显放缓；制造业投资在外需旺盛和企业利润改善推动下保持较快恢复步伐，但民间投资信心不足和中下游利润受两头挤压可能抑制民营经济投资，从而拉低制造业投资。总体上来看，房地产投资的降速对固定资产投资增速影响最大，占到约 28% 的影响。特别考虑到明年上半年，房地产投资增速可能降至 4.6% 左右的低水平，将进一步拉低固定资产投资增速。

二是房地产数据全线下滑。商品房成交下滑速度加快。截至 2021 年 9 月末，30 大中城市商品房销售累计同比为 13.8%，涨幅较前月回落 4.5 个百分点；当月同比下降 30.3%，传统“金九”行情不再出现。一线城市同比下滑 35.4%，三线城市同比下降 49%，是自去年疫情以来最低水平。9 月，万科、融创等部分大中型房企销售面积同比下降逾 30%。十月节假日过后的高频数据显示，“银十”的情况更加不容乐观。土地市场供应和成交疲态尽显，二、三线城市收缩较快。9 月，100 大中城市土地供应累计同比下降 18.1%，较 8 月回落 4.2 个百分点。其中，一线城市土地供给有所增加，但二、三线土地供应进一步减少，尤其是三线城市累计同比下降



26%，预计年内弱二线和三线城市土地供给总体仍将大概率延续当前疲软态势。地价短期涨幅较高，全国土地溢价率跌至“冰点”。9月，100大中城市土地挂牌均价（12个月平均）同比上涨23.4%，较8月增加0.4个百分点。9月溢价率仅为4%，较8月进一步回落2.6个百分点，在各地“限价”等严控措施下，当前土地市场溢价空间基本上低于房企融资成本，导致大部分房企缺乏投资意愿。其中，一线城市当月溢价率为5.2%，二线城市仅为2.6%，三线为7%。土地市场成交偏淡。100大中城市土地成交当月同比下降48.2%，较8月跌势扩大10个百分点，全口径下滑。其中，一线城市同比下降18.7%，二线城市同比下降22%，三线城市同比下降72.6%。土地市场活跃度降至2016年年初以来最低水平，房企在融资环境偏紧、土地溢价空间较小的背景下，拿地意愿非常低。地方政府土地出让显得捉襟见肘，而房企在财务风险重压之下土地购置行为也小心谨慎，预计这种情形大概率将延续至年底，导致整体土地购置增速放缓。

三是工业企业状况不容乐观。1-8月工业企业营业收入和利润增速持续放缓，受国际大宗商品涨价影响，利润持续向上游产业集中。近期“拉闸限电”带来新的不利影响。8月规模以上工业企业营业收入同比增长3.97%，经营成本同比增长4.06%，使得利润总额同比增速仅为1.29%，较年初大幅下降，创下年内新低。从产业结构上看，采矿业经营状况普遍受益于量价齐升，营业收入和利润同比分别增长16.42%和55.96%，增速持续上升。制造业工业增加值小幅下降，价格指数上升，营业收入同比增长8.96%，较前值有所上升，但由于营业成本增速维持高增长，利润同比增长13.11%，

较前值放缓。受拉闸限电政策和成本上升的影响，公共事业部门工业增加值增速大幅下降，尽管营业收入增长 8.60%，较前值并未出现明显下滑，但利润增速进一步下滑至-27.16%。其中，电力、燃气及水的生产和供应业利润增速下降 38.84%。从产业链结构看，上游产业受益于量价齐升，普遍维持营业收入和利润高增长。多数中游产业同样出现营业收入和利润高增长。除医药制造、纺织和烟草制品等少数行业外，下游产业营业收入和利润增长均表现不佳，主要是受到消费低增长拖累和成本上升等因素抑制。

四是税收收入增速进一步回落。1-8 月，公共财政收入和税收收入累计同比分别较前值下降 1.6%和 1.1%，经济增长放缓方向相一致，主要原因可能在于 8 月国内局部地区疫情反复，导致暑期旅游娱乐等需求大幅降温。单月收入增速来看，财政收入和税收收入增速的降幅已分别为 8.33%和 4.81%，幅度较大。主要税种表现各异，增值税和个人所得税增速较为平稳；企业所得税累计同比下降 0.7%，但单月情况显示企业所得税增速已经由正转负，从 7 月的 26.68%下降至-6.5%，说明整体企业经营状况堪忧，与工业企业情况相一致，说明大部分行业处于不景气状态；消费税增速显著回升，与社会零售总额表现不一致，主要是因为缴税时点错位；出口退税与进口环节增值税和消费税当月均保持较高增长，与外贸数据表现一致，但出口退税两年平均增速跌幅进一步扩大，反映出口在一定程度上有趋弱的迹象；契税和印花税增速较前值有所回升，但汽车销量表现不佳制约了车辆购置税增速；上游原材料价格继续高速增长带动资源税增速进一步上升。

五是消费有所改善但增速偏低。1-8 月份，社会消费品零售总额 281224 亿元，同比增长 18.1%，比 2019 年 1-8 月份增长 8.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 252739 亿元，增长 17.8%。但从 8 月单月来看，社会消费零售总额同比出现较大幅度下降，由 7 月的 8.5% 下降至 2.5%，主要可能受房地产带动的相关商品销售走弱有关。9 月非制造业 PMI 环比回升 5.7% 至 53.2%，重新走入扩张区间，铁路运输、航空运输、住宿和餐饮等行业商务活动指数均大幅回升至临界点以上，表明疫情反复的影响有所减弱，服务业加快恢复。随着传统消费旺季的到来，同时鉴于我国对于疫情反弹的防控效果，将继续带动整体消费回暖以及服务类消费的改善，但整体上行空间有限，特别考虑到消费受收入增速放缓、防御性储蓄行为加强和房地产相关消费下降等因素的压制。

六是就业持续受到压力。近期我国城镇调查失业率维持在 5.0-5.1% 的低位，但因为统计方法和时滞等原因，这一数据并不能完全反应社会整体的失业情况。当前我国内需整体较为疲软，从企业所得税情况反应出企业整体盈利下滑甚至可能进入亏损，这将导致用工需求下降，影响未来就业。疫情反复冲击导致中小微企业生存艰难，而中小微企业是吸收就业的主力军，中小企业的困难将传导至就业困难。同时，政策风险影响着企业用工需求，能耗双控、限电限产、教育“双减”和房地产调控等政策，都影响着广泛但却无法及时体现在城镇调查失业率里的就业人群。截至 2020 年，我国教培行业的从业者人数超过 1000 万，房产中介经纪人总数接近 200 万，对于这些行业的规范措施，长期来看具有积极作用，但短期内对就业



市场的冲击也非常明显，进而又会影响到居民收入和消费。

七是通胀差持续走高。近日，多地区工厂被要求限电停工，导致部分中上游工业品产量明显下降，价格也出现了一轮较为明显的上涨。此轮限产的原因既有煤炭供需错配造成的电力短缺，也有部分地区“双控”政策对高能耗、高排放企业的降负荷运行要求。随着政府部门出台一系列保障煤炭供应、调配能耗额度和调控用电政策等措施落地，用电紧张的局面有望缓解，预计“拉闸限电”情况不会持续太长时间。“双控”政策所影响的高能耗、高排放企业多为产业链上游的金属、化工等行业，因价格传导路径较长，途中易受各种因素干扰，对下游影响有限。相较于前者不分行业的全地区限电，“双控”政策对于居民消费价格上升的影响可控，但由于相关指标以年为单位执行，预计年内难以放松产能限制，上下游通胀差可能维持高位。

## 二、未来经济运行应重点关注三个问题

未来房地产投资增速可能快速下滑。由于整体信贷扩张速度已无法与2015年之前的高速发展相提并论，且房地产投资季节性特征较为明显，剔除2020年因疫情冲击带来的特殊年份，对比2018年以及2017-2019年三年平均水平有很好的指引作用。从销售端来看，考虑到贷款价值比仍旧处于相对高位，居民中长期信贷可能延续弱势表现，预计2022年一季度新增居民中长期贷款1.38万亿，同比下降30.5%，到二季度末累计新增2.69万亿，同比下降21.6%。这将对房地产企业整体开发贷款和表内融资

带来很大的冲击。与此同时，土地市场在土地供给快速收缩、地价短期快速反弹上涨和限价措施的共同作用下，叠加房企现金流和融资困难的背景下，房企拿地策略变得格外谨慎，土地流拍的情况将逐渐蔓延至更广泛的区域。根据过往 12 个月 100 大中城市土地成交情况来看，截至 2021 年 9 月，平均每月土地成交面积为 5493 万平方米，较去年同期减少 1242 万平方米。若以此推算，到 2022 年一季度末新增土地成交面积约 8318 万平方米，同比下降 27%；到二季度末新增土地成交面积约 22261 万平方米，同比下降 19.2%。在住房销售和土地购置显著放缓的背景下，预计明年上半年房地产投资规模可能在 7.5 万亿-7.55 万亿之间，同比增长 4.1%-4.6%，这与过往 5 年房地产投资增速在 7%-10% 的区间相比相差较大，从而拖累同期固定资产投资增长。

外贸出口不稳定因素增多。未来一个时期，外需依然会有一定幅度的增长拉动，发达经济体与新兴经济体外需交替接力，我国对越南和印尼等东盟国家的出口供给替代效应仍显著。今年以来我国外贸量稳质升的基础进一步巩固，但同时也要注意未来我国外贸发展面临的不稳定、不确定性因素。一旦东盟国家复苏后可能对我国出口产生替代效应，近期世卫组织

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\\_27825](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27825)

