



高瑞东：降准落地、社融企稳，经济低预期的可能性有多大？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

全面降准的超预期落地以及社融增速的企稳，均释放出政策维稳信号，我们认为这反映出经济基本面低于预期的可能性较大，下半年经济存在减速压力，疫情后经济的薄弱环节尚未得到有效改善，需求及通胀分化也导致经济结构性矛盾进一步加深。

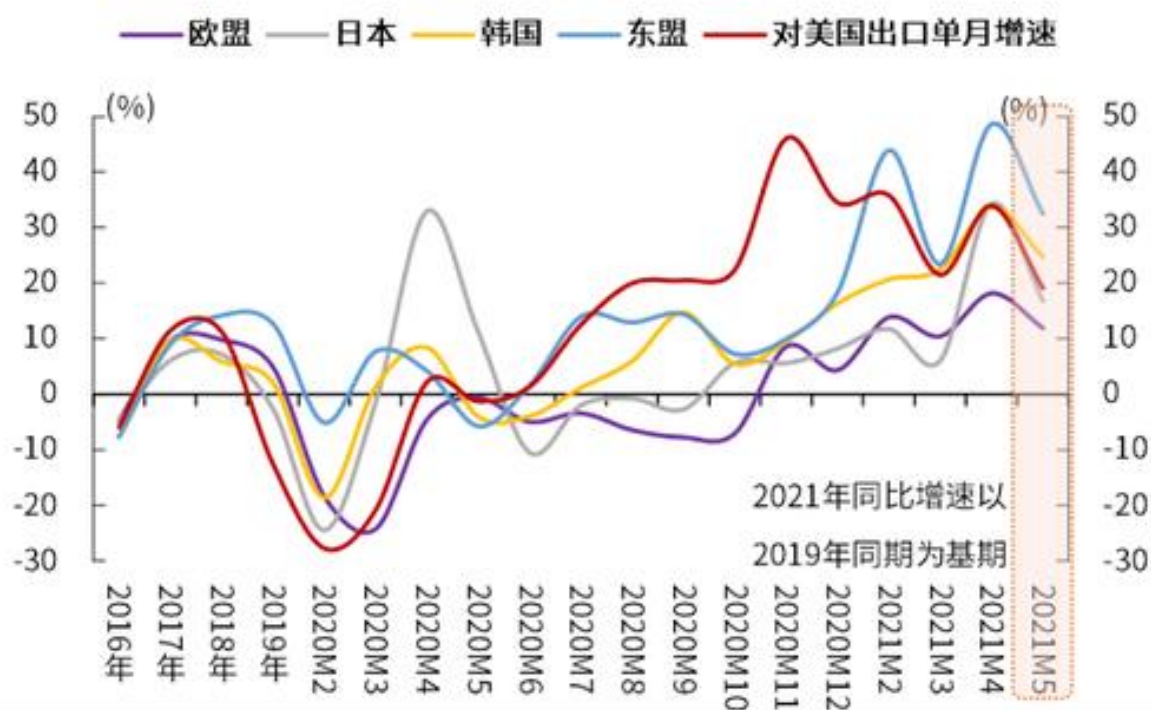
从经济环境来看，下半年出口、地产投资等快变量存在放缓风险，而消费、制造业投资等慢变量下半年带来的边际贡献有限，且出口回落也会进一步影响内需的修复步伐。从金融环境来看，二季度信用收敛速度加快，企业、居民的融资需求均存在减弱迹象，对下半年经济也将存在滞后影响。

一、下半年出口、地产投资大概率趋缓

出口领先指标已经呈现见顶回落迹象，下行压力或将在四季度体现。2020年，中国对美出口增速上行，主要受到了美国总需求复苏，和中国在美国进口的份额提升，两个因素的带动。截至2021年4月，中国在美国总进口的份额已经基本下滑到疫情之前，这意味着未来中国对美出口主要取决于美国的总进口需求。一方面，海外发达经济体普遍有望在三季度末、四季度初达到群体免疫状态，这意味着高额的失业补贴发放将边际放缓，居民的消费动能减弱；另一方面，限制美国供应链修复的部分因素，将在三季度改善，比如失业补贴降低了就业积极性，学校尚未复课使得父母被迫赋闲在家。随着供应链的逐步恢复，预计供需缺口也会逐步弥合。2021年4月至6月，作为领先指标的新出口订单PMI连续三个月滑落，预计出

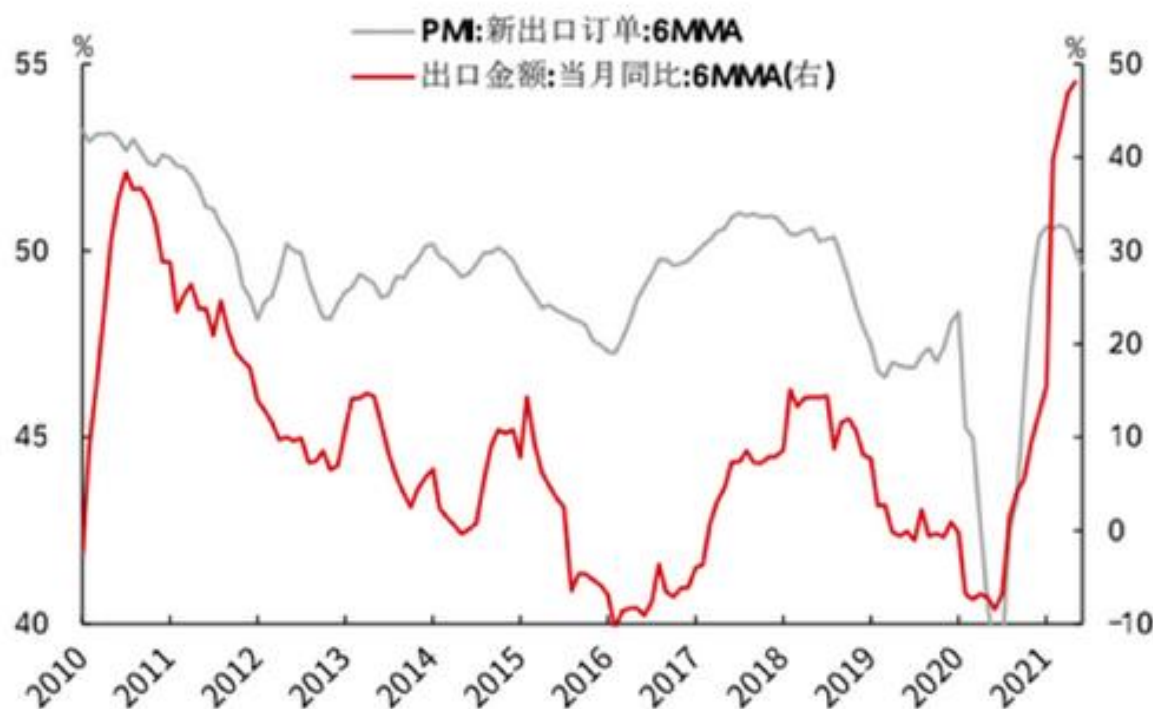
口会在下半年出现震荡下滑的态势，三季度仍有韧性，四季度下滑压力较大。

图 1：中国对主要国家的出口增速呈现出下行迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：新出口订单指数已经率先回落

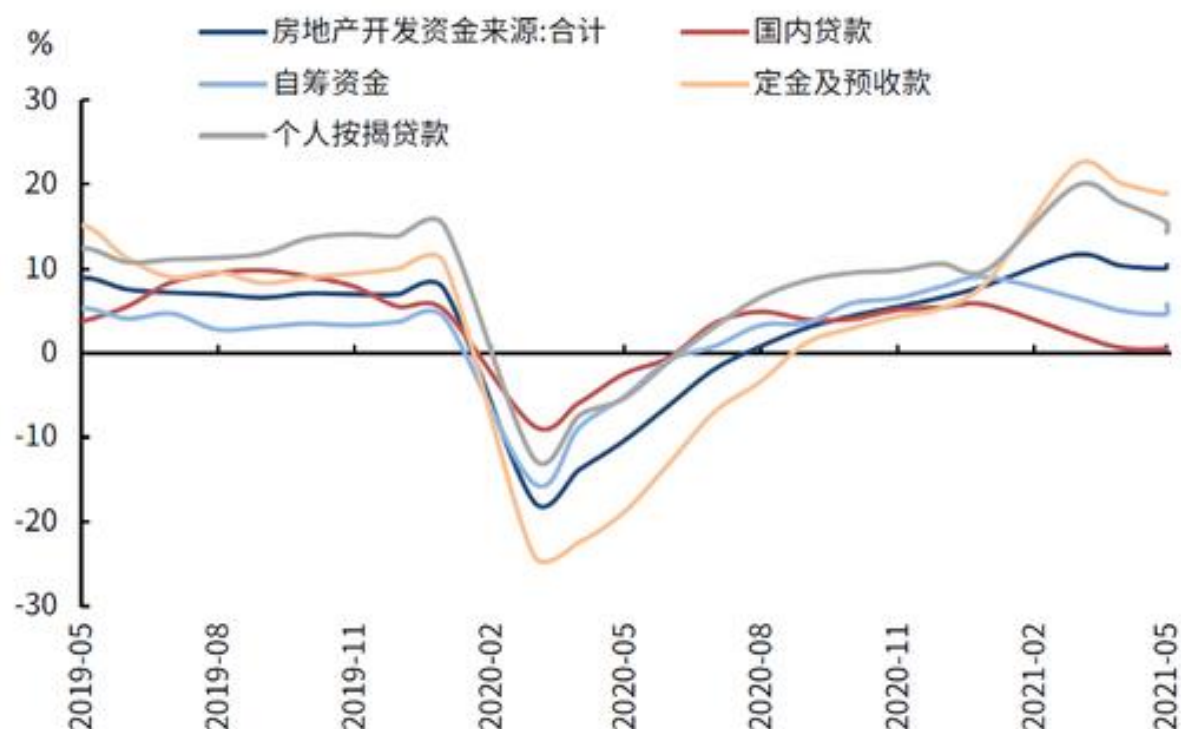


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据区间为 2010 年 1 月-2020 年 5 月

地产销售下行拐点已现，将持续约束开发商资金链，预计下半年房地产开发投资将步入缓慢下行区间。在房地产调控趋严的背景下，今年以来，表外融资压降拖累明显，开发商自筹资金增速持续下滑，表内开发贷增速也回落至低位，开发商融资需求主要依托于居民购房款。但是，3 月以来全国商品房销售面积增速开始下行，4、5 月以来持续降温。向前看，随着 5 月土地出让“两集中”告一段落，预计短期新开工和竣工的反弹或将持续，对开发投资带来支撑。但是，销售拐点的确认，也会持续约束开发商资金链条，房地产投资基本见顶。

图 3：3 月以来地产开发商资金增速逐步收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2021 年同比为以 2019 年为基期的两年复合增速

图 4：5 月房地产销售面积持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2021 年同比为以 2019 年为基期的两年复合增速

二、 疫情后经济薄弱环节仍未得到有效改善

疫情发生后，国内复工复产政策的有效推行，加之外需持续驱动，带动制造业生产、地产投资快速修复。然而，经济修复不均衡的现象依然存在，贫富差距扩大及疫情反复导致消费恢复持续不及预期，内需疲弱、盈利分化导致中低端制造业投资恢复进程缓慢。同时，疫情后带来了社会财富的再分配，大型企业经营状况显著好于小微企业，高收入群体收入稳定，金融资产大幅增值，而低收入群体仍然挣扎在基本生存线上。尽管 430 政治局会议提出“推动经济在恢复中达到更高水平的均衡”，但目前来看，经济薄弱环节仍未得到有效改善。

当前国内消费整体复苏缓慢，结构性分化严重。疫情后必选及消费升级类商品率先恢复，而纺服、餐饮、旅游等出行类消费以及家电等地产后周期消费表现偏弱，远低于疫情前水平。从 6 月服务业 PMI 回落、核心 CPI 弱于季节性的表现来看，预计 6 月社零数据依然呈现疲弱态势。

我们认为主要有四点原因延缓本轮疫后的消费复苏节奏：

一是，国内疫情呈现点状散发，导致各地疫情防控政策难以全部松绑，居民生活半径仍然受限，进而延缓国内旅游、餐饮、教育娱乐等线下服务业修复节奏。疫情以来，我国服务业 PMI 与新冠肺炎新增确诊病例数呈反向相关。例如，今年二季度境外疫情输入性风险加大，国内新冠肺炎新增确诊病例由 3 月的 308 例逐步上升 6 月的 670 例，同期服务业 PMI 由 3 月的 55.2% 逐步滑落至 52.3%。这也说明，疫情反复对服务业的冲击较为

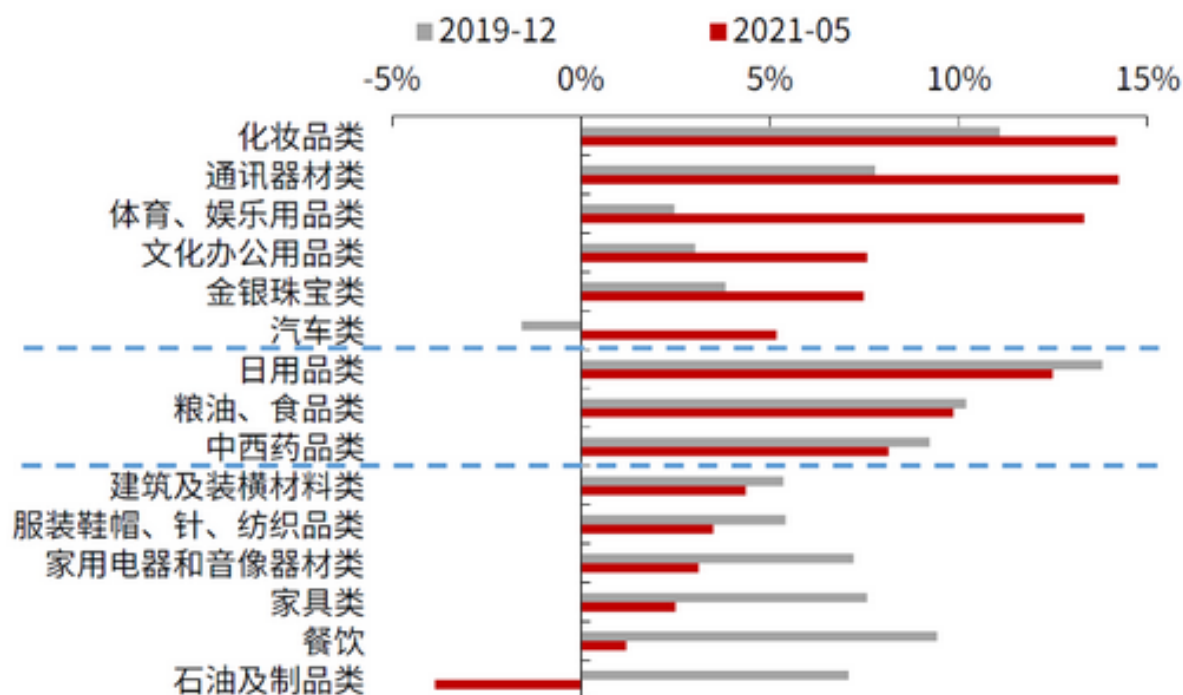
明显，尽管居民的出行强度逐步恢复正常，但其生活半径依旧受限，体现在今年端午节旅游人数恢复至 2019 年同期的 99%，而旅游收入仅恢复至 2019 年同期的 75%。

图 5：疫后消费修复的四个阶段

	社零 餐饮 商品零售			必选消费			宅经济			出行消费				居住消费		
	社零	餐饮	商品零售	粮油食品	中西药品	日用品	通讯器材	体育娱乐用品	化妆品	汽车	金银珠宝	纺织服装	石油及制品	家电	建材	家具
2020-02	-20.5	-43.1	-17.6	9.7	-8.9	-6.6	-8.8	-4.0	-14.1	-37.0	-41.1	-30.9	-26.2	-30.0	-30.5	-33.5
2020-03	-15.8	-46.8	-12.0	19.2	6.1	0.3	6.5	-7.1	-11.6	-18.1	-30.1	-34.8	-18.8	-29.7	-13.9	-22.7
2020-04	-7.5	-31.1	-4.6	18.2	6.5	8.3	12.2	11.6	3.5	0.0	-12.1	-18.5	-14.1	-8.5	-5.8	-5.4
2020-05	-2.8	-18.9	-0.8	11.4	1.9	17.3	11.4	15.4	12.9	3.5	-3.9	-0.6	-14.0	4.3	1.9	3.0
2020-06	-1.8	-15.2	-0.2	10.5	8.1	16.9	18.8	19.8	20.5	-8.2	-6.8	-0.1	-13.0	9.8	2.2	-1.4
2020-07	-1.1	-11.0	0.2	6.9	0.5	6.9	11.3	7.6	9.2	12.3	7.5	-2.5	-13.9	-2.2	-2.5	-3.9
2020-08	0.5	-7.0	1.5	4.2	9.4	11.4	25.1	8.9	19.0	11.8	15.3	4.2	-14.5	4.3	-2.9	-4.2
2020-09	3.3	-2.9	4.1	7.8	12.2	10.7	-4.6	8.0	13.7	11.2	13.1	8.3	-11.8	-0.5	0.5	-0.6
2020-10	4.3	0.8	4.8	8.8	11.7	11.7	8.1	6.3	18.3	12.0	16.7	12.2	-11.0	2.7	4.2	1.3
2020-11	5.0	-0.6	5.8	7.7	11.2	8.1	43.6	24.0	32.3	11.8	24.8	4.6	-11.0	5.1	7.1	-2.2
2020-12	4.6	0.4	5.2	8.2	9.6	8.0	21.0	2.2	9.0	6.4	11.6	3.8	-3.8	11.2	12.9	0.4
2021-02	3.1	-2.0	3.8	10.3	12.2	12.1	18.2	18.2	9.9	5.8	8.2	1.0	-5.2	0.1	3.1	2.7
2021-03	6.3	1.0	6.9	13.6	13.9	14.5	14.7	15.8	12.2	10.4	13.2	5.0	1.3	-1.2	11.3	5.1
2021-04	4.3	0.4	4.8	12.2	6.6	12.7	13.2	23.2	10.4	7.7	14.2	3.4	0.8	-1.5	11.0	7.3
2021-05	4.5	1.3	4.9	10.3	8.0	14.6	9.7	25.8	15.4	6.3	11.4	5.0	1.7	2.9	6.8	1.4

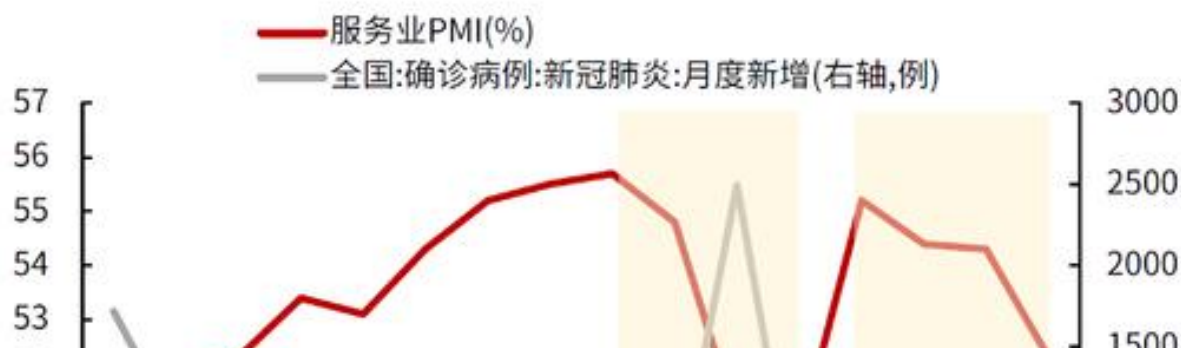
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：表格中数值为社零分项中的当月同比；2021 年同比为以 2019 年为基期的两年复合增速（单位：%）

图 6：必选及消费升级类恢复充分，出行及居住消费恢复偏弱



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图内数字为限额以上消费品零售额的 12 个月移动平均增速，其中，2021 年 5 月调整为以 2019 年为基期的两年复合增速。

图 7：6 月国内疫情反复，服务业 PMI 明显回落



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_33367

