



伍戈：成本冲击与经济趋势



意见领袖 | 伍戈（长江证券首席经济学家）

2021年6月23日下午，由中国发展研究基金会主办的博智宏观论坛月度研判会于线下线上同步召开，主题为“2021年下半年宏观经济展望分析”，长江证券首席经济学家、博智宏观论坛学术委员会委员伍戈出席会议并发表主旨演讲。



研究宏观的人总会担心经济中的一些主要矛盾。比如说在疫情期间的时候，去年我们担心是经济增长，但到今年年初的时候，特别是在春节后全球大宗商品价格起来之后，我们开始关心通胀。但是站在目前这个时点，我们到底关心增长还是关心通胀呢？我个人以为，在这个时点既有点关心增长的问题，又有点担心通胀。那下半年我们担心什么东西呢，按照历史

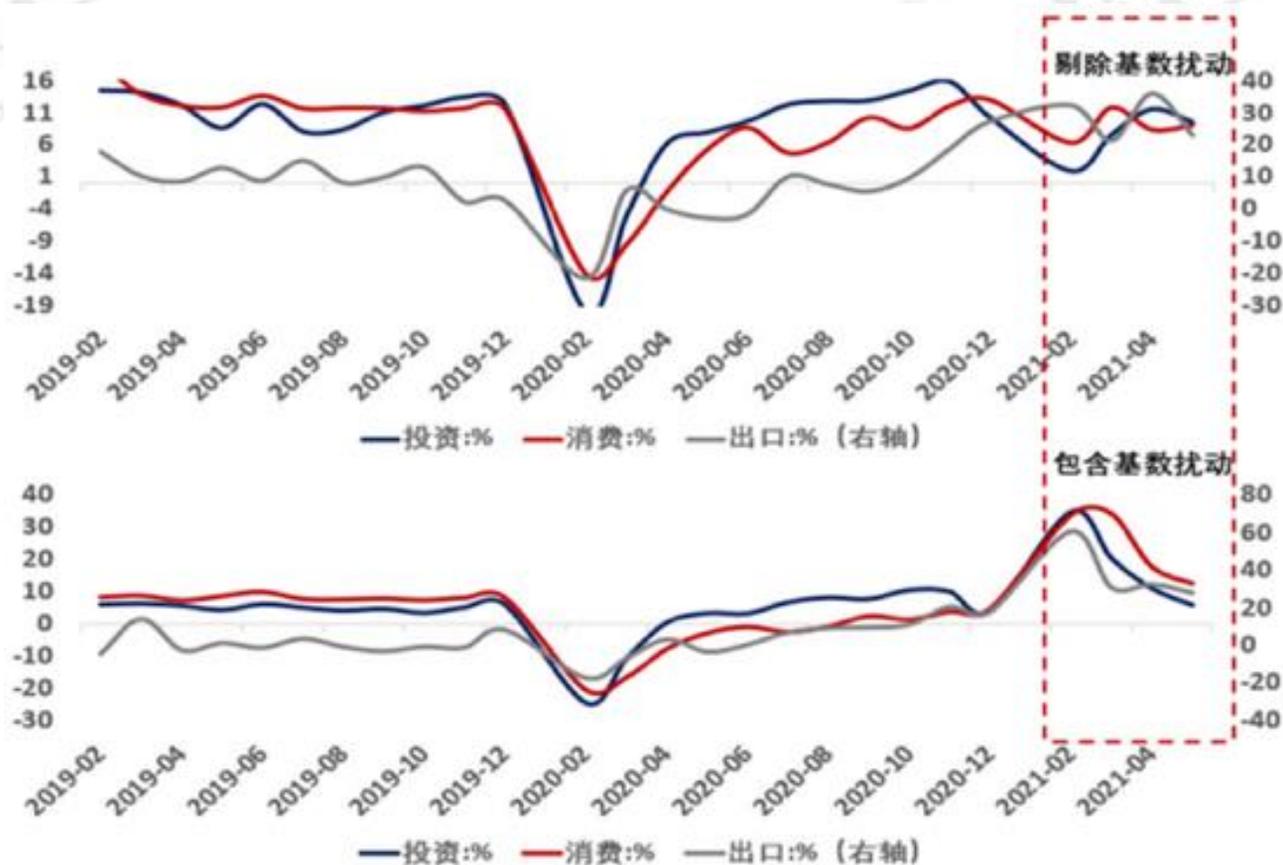
的规律，其实下一个阶段可能更加倾向于在物价在高位的时候，更加关心增长。

这一轮物价上涨和过去非常不一样的特征在于这不是简简单单由于中国的需求扩张而引起的，因为大家看过去的大半年的时间，中国的房地产基建也不是明显增长。当然有一些限产的因素，这也和总需求没关系。所以我们现在如果面临价格上涨，是和国内的总需求不相关的价格上涨，这一种上涨在教科书中理解为是一种成本冲击，这种成本冲击可能是来自于国内，也可以来自国外，但是有一点，是和内需不那么相关的。所以现在说大的背景是我们要研究成本冲击之下现在整个经济的情况。

我想先汇报一下三个倾向性的结论。

第一个结论，站在目前这个时点，大概率认为中国国内内需的高点已过或者正在经过，下半年内需趋势向缓。当然不一定很强，方向是明确的。第二，在全球范围而言，我们认为全球经济的增长的最高点可能是在与欧美全面免疫相关的时间点，一旦那个时间点一过，如果欧美已经全面免疫之后，我们大概率觉得，如果七八月份欧美全面免疫，全球的经济高点可能是在三季度，我说的最高点，不是以大家看到的基数效应的最高点。第三点，我们认为在目前的总需求的大的格局之下，如果叠加前期成本的冲击，以及大宗商品价格后续的影响，可能会使经济下滑的趋势或者方向变得更加明晰，在这个过程中间可能会有一个重要的风险点，就是美国的宽松政策的退出，这是我想今天和大家汇报的几个方面的内容。

首先第一点，数据有时是可以“骗人”的。现在市场上是比较习惯于把基数效应剔除。其实现在经济状况，特别是上半年，中国的经济这三驾马车，去除了基数效应后就像“麻花”一样纠在一起，很难说今年上半年中国经济一定很好或者上半年经济一定很差，其实是看不出来的。



当然如果是看基数效应，大家觉得趋势很明显。外需方面我们观点也非常简单，第一，高频数据显示中国出口占世界份额下降。“成也萧何败也萧何”，中国在疫情期间之所以占据份额，是因为全球工业生产在大幅度萎缩。但是现在在快速恢复，大家关注美欧的经济非常明晰，所以中国不太可能维持疫情期间大的份额，这对外需出口是一个坏消息。好消息是这个“蛋糕”的面积在迅速扩大，如果看短期欧美新型指标，确实短期的

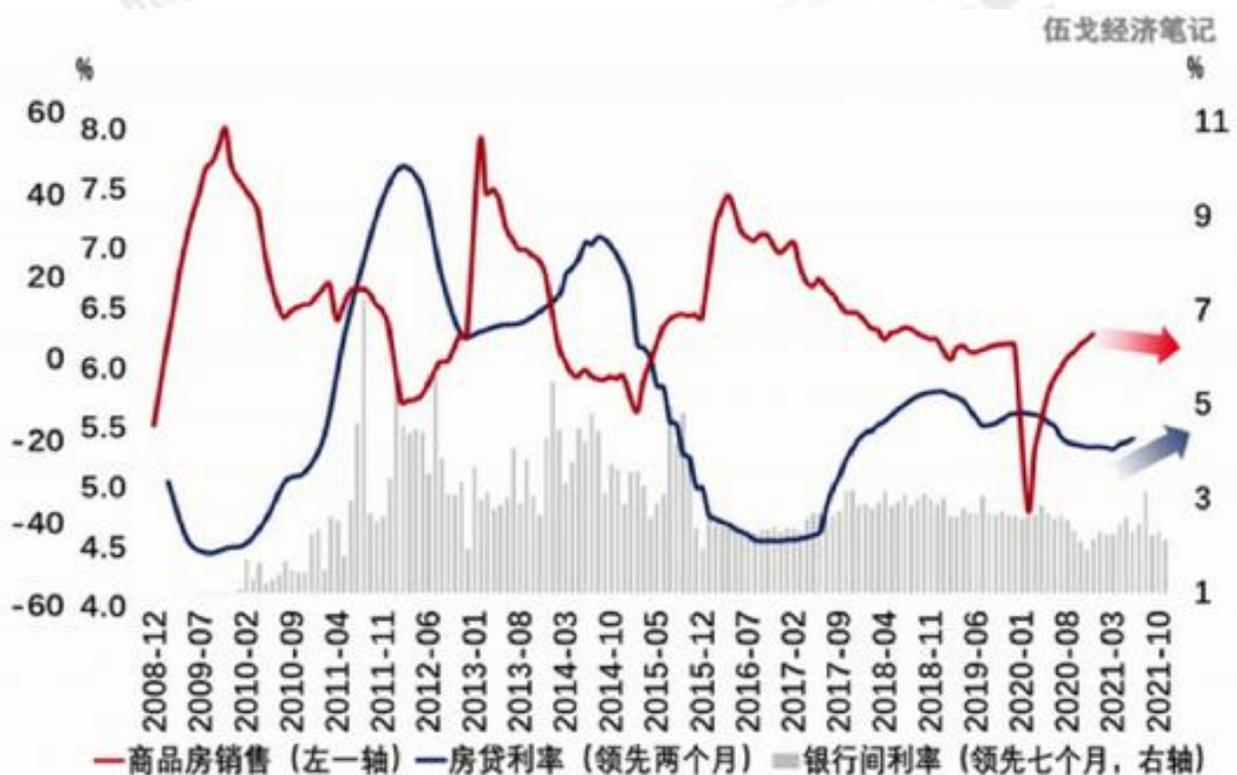
需求值非常强，在未来的半年，我们能够感觉到有好消息有坏消息，好消息是外需还不错，但是坏消息是份额在减少。好消息和坏消息结合在一起，到底是什么呢，取决于速度，所以总体而言还算好消息，但是并不代表到了三四季度一定还是好消息。

按照现在对华尔街或者医学专家一致预期，七八月份欧美实现全面免疫以后，服务业将会达到顶峰，包括美国很多投资动能，从前瞻性看美国的30年抵押贷款利率，投资动能也可能是在三季度以后筑底。欧美商品消费现在甚至超过了疫情前，一旦全民免疫实现，特别是当大家已经不再居家的时候，美国的商品消费至少做一个修复的斜率会受到影响，特别是交通服务业可以迅速扩张，因为大家可以坐飞机出去了。但是我们要相信外需是有顶的，现在还没有达到，很重要的原因是欧美很多幼儿园小孩或者小学生没有完全开学。中国人都是说美国人发钱过度，过度刺激，但是美国的家庭和我们不一样。如果幼儿园小学没开学，那美国家庭的夫妇两个人中至少有一个人必须在家，这时候工资再高，职位再空缺，我都无法参加劳动。所以解铃仍须系铃人，这与短期的经济刺激没有多大关系，与货币政策是不发钱没有太大的关系，而是要等到幼儿园和小学完全开学。现在我们看到美国一些州逐步减少这样的补贴和刺激，这与各个小学中学开学有关，所以到了七月份八月份，九月份开学以后，很多的状况会逐步恢复到常态，那时候可能在欧美将会出现一个顶点性的一些东西。

疫后中国的消费这块好有规律的，没那么复杂。对14亿人口大国而

言，每个月做预测的时候，我们发现只要这个月比上个月新增确诊病例多十几例，这个消费速度就下来，一旦比上个月低十几个人，发现消费的数据会下去。消费修复就是一个跌跌撞撞的过程，西班牙流感后欧美的消费服务业修复也经过两三年。所以不要着急，解铃仍须系铃人，你把症结搞掉了以后，人类是最容易好了伤疤忘了疼的，旧的服务业动能消失了还有新的服务业动能，00后会创造出很多想象不到的服务和消费的动能出来。这个没到头，说明这里的机会挺多的，有缺口才有动能，才有机会。

这次疫情中全球房价大涨，全球的房地产销售大涨，中国还好，房住不炒，所以我们看到大家很少看到房贷利率这么平稳，这么稳健的中央政策，其实房地产的短期需求端没问题。从行政性管控措施看也是一样，影响老百姓需求端不仅仅是放贷利率还是限贷限购，在疫情期间总体平稳。



中国房地产的短期问题其实是在供给端，近期政策主要是针对房地产的供给端，影响开发商。但是开发商也很敏感，有三大红线，开发商调整非常迅速，短期内可能资金不足，加快周转，但是从中期的维度而言确实确实有影响，总体而言大家形成了市场一致的预期，房地产投资比较趋缓的过程，至少我们在市场上没有为下半年房地产会起来。

其实在这次疫情中间，中国房地产市场还有一个非常重要的现象，或许是大家忽略的，在这次疫情中间，全国范围的房地产库存是明显收缩的，就是有很多城市确实确实无房可买，道理很简单，需求是稳定的，房贷利率没怎么变，但是供给端是收缩的，这意味着什么，意味着整个是去库存化的，这意味着至少对于宏观而言，即使房地产投资趋缓，但是房地产的景气程度也差不到哪去。

基建，市场近期在热议“财政后移”的事情，我觉得这个东西很难被证实和证伪，因为上半年发债不是很多，大家认为“子弹”可能留在下半年，下半年经济下滑一点财政就会发力一点，这种逻辑上是对的，但是在数据上是不是一定对应得上。是不是专项债，哪怕到下半年发行增多了，是不是既然带动基建呢，历史上也不是这么简单的事情，好像原因也挺复杂。而且我们知道今年还有一个重要的特点，今年在政府工作报告中非常强调政府隐性债务的约束，更多的提到了去杠杆稳杠杆的东西，不管是银行间市场发债还是交易所发债，大概率感觉到今年发债的标准是提高的，不是那么容易发债了，一方面发债必要性不是很强，因为上半年外需太好，

另一方面发债难度增大，历史上我们发现一个有意思的现象，当发债的难度增大的时候意味着即使发债，发债用于新增投资的比率上不去，也就是说最多满足还本付息，因为今年高标准严要求，所以我们期待着市场上半年没发下半年发。但我觉得或许要“打折”，也许这次和过去还是有点不一样。

关于价格的问题，最近有很多的行政性措施，历史上全出现过。从历史回顾来看，这些措施也许有用，也许没用，恰恰政府出手是供需矛盾不是那么激烈的时候，这个时候出手一定有用。但是如果供需矛盾非常尖锐的时候，政府行政性出台的措施可能就没用，所以大家看到历史上根本找不到太大的规律，到底行政性措施有没有用，就取决于出手的时间是不是够精准。也就是说大家可以看到对大宗商品研究很清楚，大宗商品研究总体是需求决定了大宗商品的方向，供给决定了它的弹性，而且大宗商品价格非常复杂，黑色是原油，大道至简的道理而言，大宗商品价格和全球总需求之间有一个完美的关系，要研究全球大宗商品价值，不仅仅是研究国内，更要研究全球。所以如果华尔街一致预期三季度就是顶点，但是假设华尔街预测是错的，这样的话大概率意味着大宗商品价格最高点就早到二

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_33555

