



徐高：更需关注经济中的反常之处



文/意见领袖专栏作家 徐高

2022 年 8 月，我国经济增长数据虽然相比上月有微弱改善，整体仍然低迷。但相比低迷的经济增速，真正让人警惕的是目前国内经济数据中的诸多反常之处。随着这些反常之处的浮现，我国经济过去多年运行的规律似乎正在被打破，从而让人难以对经济前景形成清晰预期和较强信心。

我国明显偏低的进口增速、下游终端市场明显的通缩压力、国内生产行业少见的主动降库存、地产行业明显收紧的融资瓶颈、地产调控政策在供给方发力的不足、“流动性堰塞湖”的重现，都是当前经济运行偏离过去经验的反常之处。如果过去的经验不再成立，经济前景就难以预料，经济向好的预期就很难形成——这是当前各经济主体“预期偏弱”的核心原因。

目前仍然可以期待，当前我国经济运行中的反常之处只是疫情和其他一些特殊情况所造成的短期现象。但要把这种信心变成现实，还有待宏观政策的恰当施行。在那之前，市场将继续处在观望之中。



2022 年 8 月，我国经济增长数据虽然相比上月有微弱改善，整体仍然低迷。从季节调整后的绝对水平指数来看，工业增加值、固定资产投资金额和消费品零售总额虽然都比上月小幅回升，但仍然明显低于今年年初。换言之，国内经济活动还远未恢复到今年这轮疫情暴发之前的水平。同时，季调后的出口金额连续第二个月下降，出口前景愈发不乐观。（图表 1）

图表 1. 2022 年 8 月，我国经济指标依旧低迷，出口下行趋势更加明显



资料来源：万得，中银证券

经济专家徐高

8 月出口走弱不应让人意外。其实在今年 5、6 月，我国出口结构就已开始恶化，表现对美国和欧洲的出口下滑，仅对东盟出口还在明显增长。在 2022 年 7 月 19 日发表的《中国经济内需收缩问题待解》一文中，笔者就已指出：“从过往经验来看，在发达经济体走弱的时候，东盟这样的发展中国家很难独善其身。这意味着我国对东盟出口的强势很难持续。今年下半年，我国出口将面临比上半年更大的下行压力。”【1】而从全球经济景气下行的大背景下来看，我国出口增长减速也实属正常。韩国的出口增

速也在过去一年中持续放缓，走势与我国类似。这表明，我国出口增长减速主要是全球经济增长放缓的结果。（图表 2）

图表 2. 我国出口增速与韩国出口增速均趋势性下滑——出口压力来自全球经济景气下行



资料来源：万得，中银证券

经济学者徐高

相对因全球经济走弱而减速的出口而言，我国内需的表现更让人担忧。内需指标的低增长还不是让人最担心的——更需要关注目前国内经济数据中的诸多反常之处。随着这些反常之处的浮现，我国经济过去多年运行的规律似乎正在被打破，从而让人难以对经济前景形成清晰预期和较强信心。

一个反常之处是我国明显偏低的进口增速。在过去十多年，我国与韩国的进口增速非常同步，且我国进口增速在大部分时间里都快于韩国。但从 2021 年下半年开始，韩国进口增速就明显跑赢我国。今年 2 季度以来，韩国与我国的进口增速差进一步拉大至近十几年来高位。由于进口增长更多反映一个国家的内需，以韩国为参照可以看出，我国近一年来的内需反常偏弱。（图表 3）

图表 3. 过去一年，我国进口增速明显低于韩国进口增速——二者之间的差距拉大到十多年来最大



资料来源：万得，中银证券

经济观察家徐高

另一个反常之处是下游终端市场明显的通缩压力。今年 8 月，我国生产者价格指数（PPI）显著下滑，表明生产者端的通缩压力进一步加大。其中，创出了十多年最大月环比跌幅的加工工业 PPI 尤其值得关注。同期，采掘工业和原材料工业的 PPI 虽然也环比下降，但跌幅都不像加工工业 PPI 这样创出十年来极值。由于加工工业 PPI 与下游终端市场需求联系更紧密，它的显著下滑表明终端市场需求疲弱得反常。（图表 4）

图表 4. 我国加工工业 PPI 环比创十年最大跌幅，表明国内下游终端需求相当疲弱



资料来源：万得，中银证券

@经济学家徐高

与之相关的又一个反常之处是国内生产行业少见的主动降库存。在今年 9 月 1 日发表的《这是一次少见的主动降库存》一文中，笔者曾论述：

“当前制造业企业主动降低了产成品库存。在这种少见现象的背后，是制造业企业弱得反常的预期。”【2】这一判断可从加工工业 PPI 的明显下滑中得到印证。

以上谈到的这些宏观数据中的反常之处，都指向了我国异常疲弱的内需，而这又主要是国内地产行业反常衰弱的结果。在今年 5 月 18 日发表的《疫情之外，地产是另一个关键》一文中，笔者曾论述：“在过去十几年中，地产行业的融资对利率高度敏感。但延续了十几年的按揭贷款增速与国债收益率降幅之间的正相关性现在已被打破，二者当下的背离程度前所未见。”【3】近期，我国按揭贷款增速有所回升，但与国债利率走势之间的背离仍然巨大，地产行业的融资仍然紧张，行业恶性循环仍未被打破，地产仍然是我国内需增长的最大拖累。（图表 5）

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_46271

