



执笔人：张斌 朱鹤 张佳佳 钟益

人均收入一万美元后的经济政策

- 运行环境：全球经济景气度高位回落，（能源、劳动力、运输…）供求错位加速价格上涨制约全球经济复苏；国内广义财政支出和社融增速持续下降，信用风险溢价上升。
- 运行特点：消费弱、投资落、出口高增长更多反映了成本价格上升而非数量上涨。较好反映总需求水平的核心CPI处于低位，青年劳动力就业仍面临压力。部分能源和工业品的供给方受限制约了工业品生产，抬升工业品价格。住房抵押贷款、房地产销售、新开工均大幅下滑，房地产企业流动性紧张，土地市场遇冷，房地产市场存在硬着陆风险。
- 展望和对策：一是避免房地产企业流动性危机，保障企业现金流。具体政策包括及时放松对住房抵押贷款政策的额度限制，支持对房地产企业债务的借新还旧，把握好房地产税收政策出台的时机。二是提振全社会社融增速，充实其他行业和部门的现金流。具体政策包括降低利率，增加公共部门债务支持基础设施建设投资。三是提高上游行业及相关产品的供给弹性，缓解大宗商品价格上涨压力；放松对部分上游产品的进口限制。

专题：人均收入一万美元后的经济政策

- 购买力平价下的人均收入一万美元是经济发展阶段的分水岭。人均收入一万美元以后，会普遍遇到市场内生需求不足、生产率提升难度增加、收入分配进一步恶化、对社会保障诉求上升等问题，不同的应对政策带来的结果大相径庭。
- 德、法、意等国在上世纪70年代以后人均收入先后超过一万美元，此后经历了历史学家托尼·朱特所谓的“战后大衰退”年代。70年代，在传统产业没落、布雷顿森林体系解体和石油危机三重压力下，保护传统产业和工人的不当做法破坏了市场机制，总需求管理政策未能充分发挥作用，滞涨升级。进入80年代以后，市场化改革和欧洲一体化进程修复了市场机制，紧缩政策遏制住了通胀，欧洲经济逐渐走出滞涨困境。
- 日本70年代以后人均收入先后超过一万美元。日本也遇到了欧洲类似的挑战，却进入了美国学者傅高义所谓的“日本第一”时代。70-80年代，日本在输入型高通胀期间，货币与财政双紧，很快遏制住了通胀；在其他大部分时间，货币与财政政策双宽松，较好地维持了经济景气。日本用扩大基建支出、减税而不是保护传统产业的方式应对经济低迷，企业保持了较高活力。日本政府债务大幅上升，吸纳了民间的过度储蓄，对保持需求增长起到了巨大支撑作用且没有带来通胀。80年代以后日本进一步推进了贸易和金融，减少政府干预，日本企业国际竞争力进一步提升。
- 中国台湾和韩国分别在上世纪80年代末和90年代初人均收入先后超过一万美元。他们



以宽松的财政和宽松货币政策应对市场自发需求不足，宏观经济运行相对平稳。中国台湾推出了自由化和国际化政策，支持海外投资，加强科技和教育投入，以此激发经济活力和应对国际竞争压力。韩国结束了权威政府对经济的过度干预，加强竞争政策，抑制经济力集中。中国台湾和韩国的金融自由化起到了减少政府干预，促进金融机构竞争和优化资源配置的效果，同时也因为监管缺位带来了金融市场动荡。

- 如果不考虑能源价格冲击，人均收入一万美元以后以后总需求管理面临在大部分时间面临的挑战是市场自发需求不足。私人部门，尤其是企业部门信贷需求增速/资本回报率大幅下降，市场自发的信贷增长不足以保持合理总需求水平。面对市场自发需求不足，一是用总需求管理手段而不是供给方手段解决，供给方手段不解决总需求不足问题，应对不当可能破坏市场机制、抬高供给成本，陷入滞涨；二是保护好货币和财政政策独立性；三是顺应投资回报率下降，下调利率；四是在通胀得到控制的前提下，财政扩张有很大空间。
- 人均收入一万美元以后，投资驱动增长模式终结，政府通过金融管制和产业政策等手段补贴投资和工业部门的经济增长妙方不再适用。随着经济复杂程度的提高，让市场主导资源配置（解决激励机制和信心不对称问题）成为提高生产率的关键。为了发展技术/知识密集型的新经济，一是鼓励公平市场竞争，反垄断，削减和取消各种政府补贴；二是对外开放，尤其是贸易和投资领域的市场开放；三是加强基础科研和教育。



外部环境：供需错位制约全球经济复苏

全球经济景气度高位回落。2021年3季度，摩根大通全球综合 PMI 和全球制造业 PMI 从 2 季度均值 57.3 和 55.8 下降至 3 季度均值 53.8 和 54.5。分国家来看，除巴西和印度持续上行外，美国、日本、欧元区和俄罗斯等主要经济体三季度制造业 PMI 均值高位回落。

供求错位制约全球经济复苏。国际货币基金组织（IMF）在最新一期《全球经济展望报告》中将今年全球经济增速预期小幅下调 0.1 个百分点至 5.9%，将美国经济增长预期从此前的 7% 下调至 6%。能源价格上涨、供应链紧张是当前经济复苏进程中的供求错配的突出表现，对经济复苏形成威胁。由于雇佣不到足够的装运工人和卡车司机，近期美国西部的两大港口——洛杉矶港和长滩港面临着前所未有的积压现象，部分商品供应出现短缺。在难以获得疫苗的地区，经济复苏仍明显受到疫情制约。

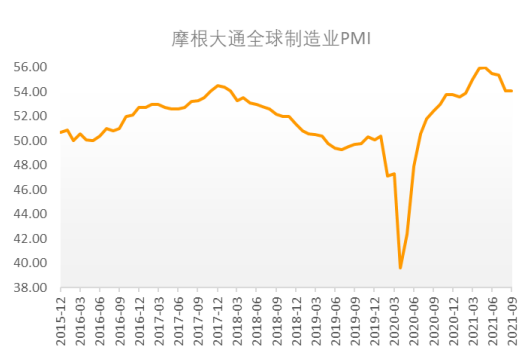


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

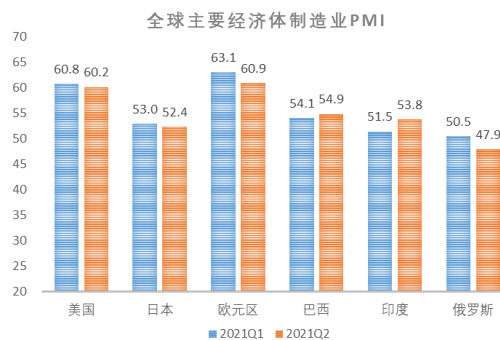


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛。

大宗商品价格持续上行，全球能源短缺蔓延。受需求复苏和能源供给短缺推动，今年以来原油价格持续上涨。截至 2021 年 10 月 15 日，布伦特原油现货价格为 85.2 美元/桶，期货价格为 84.9 美元/桶，分别较去年底上涨了 68% 和 64%。国际能源署（IEA）、美国能源情报署（EIA）和石油输出国组织（OPEC+）三大能源预测机构认为，最急剧的石油库存消耗已经过去，今年的石油供应缺口将于明年转为盈余。欧派克（OPEC+）称 11 月将按原计划每月增产 40 万桶/日，即不会超量增产来缓解供应荒。9 月以来，欧美天然气、动力煤以及电力价格，纷纷刷新历史新高，能源短缺情况愈演愈烈，并开始向全球蔓延。截至 2021 年 10



月 15 日，IPE 天然气、动力煤分别涨至 234 便士/色姆、250 美元/吨。美欧多国电力价格大涨，纷纷刷新历史记录。天然气、液化天然气和煤炭的短缺进一步提振了对石油的替代需求，以保持居民的正常照明和生产运转。

美国通胀持续上行，美联储推出宽松政策的预期提前。2021 年年初以来，美国 CPI 快速上行。9 月，美国 CPI 同比增长 5.4%，核心 CPI 同比上升 4.0%。与此同时，美国失业率从疫情以来的高点 14.8% 不断降至 9 月的 4.8%。近期，IMF 警告全球经济正进入通胀风险阶段，并呼吁各国央行“非常、非常警惕”，并在价格压力持续存在的情况下尽早采取措施收紧货币政策。IMF 警告称，美国、英国和其他发达经济体通胀有上行风险。IMF 特别点名美联储，称美联储等央行应准备好收紧政策，以防通胀失控。

9 月联邦公开市场委员会（FOMC）货币政策会议纪要显示，多数美联储官员在会议上表示，由于供应链中断和劳动力短缺持续的时间、以及对价格和薪酬的影响都要比此前预期得更为严重，目前通胀的主要风险依然趋于上行。与会者认为，通胀上升和需求强劲表明美联储已经接近实现其经济目标，很快可以通过降低每月资产购买步伐来开始货币政策正常化。这强化了美联储将在 11 月公布“渐进式缩债”的市场预期。美联储官员们对加息问题仍存在分歧。联邦基金利率期货数据显示，目前市场对美联储明年加息的预期不断升温，当前市场预计明年 9 月美联储加息的概率已高达 90%。

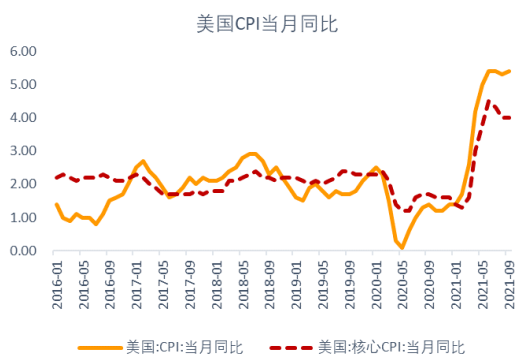


图 3 美国通胀水平不断上行



图 4 国际能源价格攀升

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛。



内部环境：财政支出与社融信贷持续回落

广义财政支出持续下降。2021年中国的财政支出预算增速是过去三十年的最低值，只有1.8%。将政府性基金支出和一般财政支出加总，作为广义财政支出的度量，2021年中国广义财政支出预算增速也创了公开数据发布以来的新低，只有4.9%。2021年1-8月，政府公共财政支出同比增速3.6%，政府基金性支出同比增速-7.3%，广义财政支出同比增速0.4%，较2季度末再降0.7个百分点。与此相对照，1-8月广义财政收入增速为17.3%。

社融存量增速继续回落。3季度末，社会融资规模存量增速较2季度末回落1.0个百分点至10.0%，M1同比增速较2季度末下降1.8个百分点至3.7%，M2同比增速较2季度末下行0.3个百分点至8.3%。3季度新增社会融资规模6.9万亿，较去年同期下降1.8万亿。分部门来看，政府部门新增债务2.0万亿，较去年同期减少1.0万亿；企业部门新增信贷3.2万亿，较去年同期减少0.1万亿；居民部门新增信贷1.8万亿，较去年同期减少0.8万亿。

金融市场利率总体稳定，企业信用风险溢价上升。2021年9月，短端利率DR007均值为2.18%，R007均值为2.37%，均较6月下降6个基点。恒大事件爆发以后，企业信用债风险明显上升。3年期低信用等级（AA-）公司债收益率与同期国债收益率的信用利差从8月上旬的3.32%不断上行至10月中旬的3.73%。对于近期国内外投资者高度关注的恒大集团债务危机事件，央行表示恒大集团的问题在房地产行业是个别现象恒大集团总负债中，金融负债不到三分之一，债权人也比较分散，单个金融机构风险敞口不大。

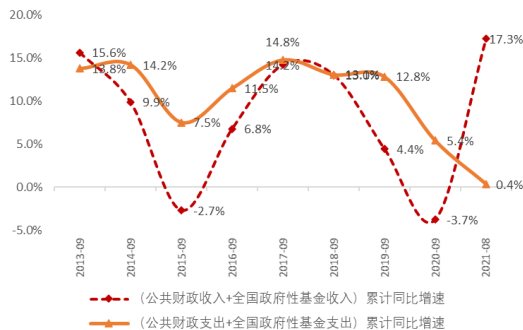


图5 广义政府财政支出和收入



图6 社会融资规模存量同比增速

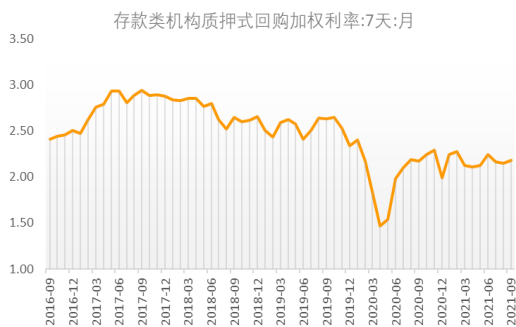


图7 DR007

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛



图8 低评级企业债信用利差

人民币汇率双向波动。自2020年下半年以来,人民币汇率一直保持双边震荡走势。3季度,人民币/美元汇率整体波动幅度减小,在6.44-6.50区间内窄幅震荡。人民币篮子汇率指数(CFETS)从2季度末的98.0回升至3季度末的99.6。美国通胀持续上行,美联储即将退出宽松货币政策,推动了美元指数上涨。强势美元并未过多的对人民币带来压力,这与中国经济基本面与市场情绪有关。中国资产对海外投资者依旧存在较大吸引力,进出口形势较好带动下我国贸易顺差不断扩大,市场投资者预期和情绪较为理性,都为人民币汇率提供了一定的支撑力量。

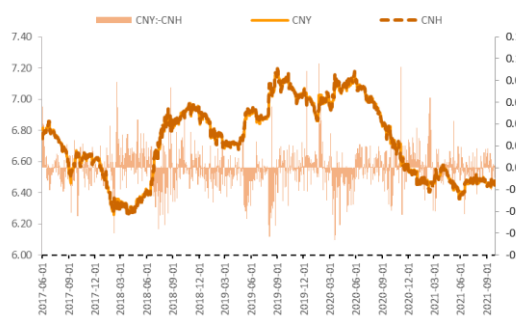


图9 在岸与离岸汇率

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛。

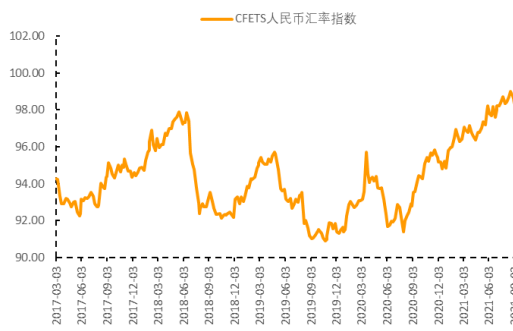


图10 人民币篮子汇率

运行特征: 内生增长动力弱

2021年前三季度GDP同比增长9.8%,两年平均增长5.2%。分季度看,1季度GDP同比增速为18.3%,两年平均增长5.0%;2季度GDP同比增速为7.9%,



两年平均增长 5.5%；3 季度 GDP 同比增速为 4.9%，两年平均增长 4.9%。整体来看，三季度中国经济的复苏动能有所减弱，经济开始面临下行压力。当前经济复苏中主要存在三大问题：一是消费复苏乏力；二是投资回落压力，特别是房地产和基建；三是就业缺口仍未完全收敛。对当前出口高增速也不宜过于乐观，上涨主要来自成本上升带来的价格上涨，制造业利润改善趋弱。

1. 消费复苏不及预期，部分服务消费复苏几乎停滞

疫情以来，消费复苏始终慢于经济复苏的进度。2021 年初至今，消费复苏的进度显著低于预期，其中部分服务消费的复苏几乎处于停滞状态。9 月，社会零售总额中的商品零售当月同比增速（两年几何平均）为 4.3%，低于疫情之前 8%-9% 的水平。8 月餐饮收入当月同比增速（两年几何平均）跌入负增长，为 -5.8%；9 月同比增速为 0.1%，仍显著低于疫情前 9%-10% 的水平。

乘用车消费直接反映了居民的耐用品消费需求，是各国宏观分析中判断消费需求的重要指标。9 月乘用车销量为 158 万辆，同比下降 17.3%，两年平均增速为 -5.7%，绝对值甚至低于 2019 年同期水平。市场普遍将汽车销量下滑归结为芯片短缺带来的产量减少。这显然是重要原因，但终端需求的变化亦被掩盖在供给冲击中。根据我们测算，如果没有芯片短缺对供给端的冲击，三季度乘用车销量同比增速为 3.9%，较二季度降低 3.7 个百分点。在剔除供给因素的干扰后，本轮乘用车销售的复苏周期已经开始走弱。未来半年，即使芯片短缺问题能得到实质性缓解，供给向上和需求向下的力量交织下，四季度乘用车销量依然很难回到 2020 年同期水平。

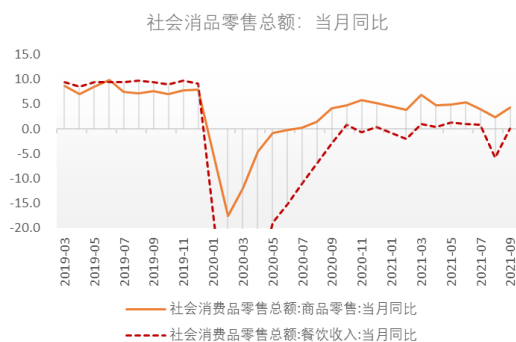


图 11 社会消费品零售总额: 当月同比

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛。

注: 2021 年后的社零和乘用车销售当月同比数据做了两年几何平均处理。

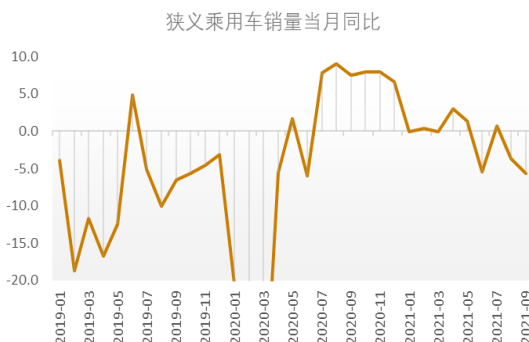


图 12 乘用车销售当月同比



2、投资回落压力，特别是房地产和基建

2021年三季度，固定资产投资有所回落。1-9月，全国固定资产投资累计同比增速7.3%，两年平均增长3.8%，较1-6月回落0.5个百分点。7-9月固定资产投资两年平均增速分别为-3.2%、-7.4%和-8.3%，跌幅不断扩大。其中，三大投资同比增速延续分化趋势，制造业投资持续回暖，基建投资乏力，房地产投资稳步回落。其中，9月制造业投资两年平均增速为6.4%，较6月回升0.5个百分点。但在原材料价格上涨、中下游企业盈利受冲击的背景下，制造业投资后续走势仍有待观察；基建投资两年平均零增长，较6月回落3.9个百分点；房地产开发投资两年平均增速为4.0%，较6月回落3.2个百分点。

下半年的基建投资依然很难有起色。地方政府附属的地方平台公司是当前基建的主导力量，下半年预算内支出和专项债提速难以真正托起基建投资。财政政策“保增长”的目标或许已阶段性地让位于“防风险”。这一方面使得财政预算中的基建支出占比显著下降。另一方面，财政减收压力进一步与地方债务风险交织，又直接放缓了显性地方债的新增发行并提高了隐性债化解的紧迫性，地方平台继续扩张基建意愿减弱。财政“后置”效应并不会对基建有明显提振作用，上半年的“超收节支”并不会形成下半年大幅超预算安排支出的空间。

房地产市场或出现加速回落。三季度，房地产数据全线下滑。2022年房地产投资、新开工和销售等指标可能均出现负增长。**从购房需求端看**，2020年底出台的涉房贷款新规限制了部分银行向居民部门发放住房贷款的额度，同时居民购房意愿和购房节奏也更加平稳。新的监管规则下，部分银行可以发放的个人住房贷款受到了增量限制，居民获取购房贷款的难度相应增加，贷款利率也在上升。2021年3季度，居民新增中长期贷款同比下降5100亿元。2021年9月全国首套房和二套房的贷款平均利率分别比去年年底上升23个基点和29个基点。恒大事件让部分购房者担心房屋降价以及开发商难以如期交房，也影响了购房需求，**从房屋供给端看**，房地产企业仍需要一段时间来全面调整此前不可持续的商业模式，短期内恐无法完全满足“三道红线”的监管要求，融资能力、开工和购地意愿会受到一定制约。在“三道红线”标准中，不少房企尚未满足“剔除预收款后的资产负债率”的监管要求，因为这需要房企从根本上调整经营模式，降低杠杆和对资本运作的依赖，转向更加可持续的商业模式。这种情况下，房地产企业的融资



能力就会受到监管规则的制约，开工和购地意愿也会受到影响。



图 13 固定资产投资当月同比增速

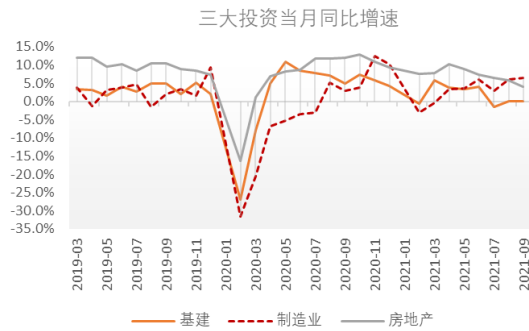


图 14 三大投资当月同比增速

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛。

注: 2021 年后的固定资产投资和三大投资当月同比数据均做了两年几何平均处理。

防止房地产市场硬着陆

房地产有显著的周期性特征，经历过前面两年的行业火热以后，接下来的降温也很自然。叠加上三道红线和两道红线对房地产企业的资金来源带来的巨大压力以及疫情的影响，进入 2021 年下半年以后房地产行业面临着前所未有的压力，硬着陆风险已现端倪。

(一) 硬着陆的征兆

房地产市场已显露硬着陆的征兆。2021 年 7 月以来房地产市场已经表现出非常明显的疲态，投资、新开工和销售等主要指标快速恶化。9 月，房地产投资的当月增速为-3.5%，这是 2016 年以来首次在常规时间内转负（除 2020 年 2 月以外）。房地产新开工面积连续 6 个月当月同比增速为负，房地产销售面积连续 3 个月同比增速为负，9 月当月两个指标的同比降幅都超过了 13%。

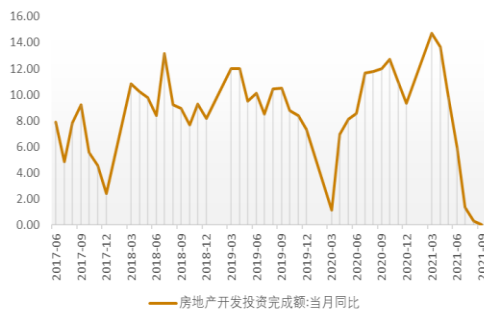


图 1 房地产开发投资完成额当月同比

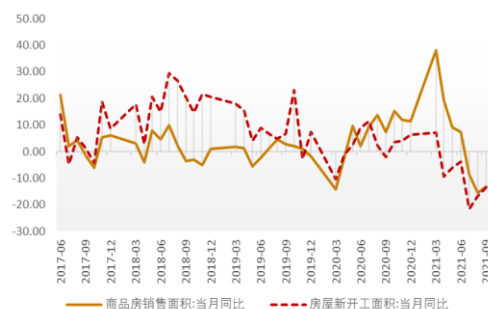


图 2 房地产新开工面积和销售面积当月同比

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛。



房地产销售骤然下降主要来自两方面原因。一是在“两道红线”的约束下，居民购房缺乏融资支持。2021年3季度居民新增中长期贷款同比下降5100亿元，这是2018年以来最大的连续收缩，且没有停止的迹象。住房抵押贷款利率也有所上涨。2021年9月全国首套房贷款平均利率为5.46%，较去年年底上升23个基点；二套房贷款平均利率为5.83%，较去年年底上升29个基点。二是受恒大事件影响，消费者担心其他房地产企业也会出现类似恒大事件的爆发，担心房价打折，担心不能按期交房。

房地产企业流动性极度紧张。高周转模式下，房地产企业高度依赖销售回款，销售的骤然下降给房地产企业带来巨大现金流压力。恒大事件影响下，国内金融机构对房地产企业的贷款更加审慎。房地产企业的海外市场融资遇到了更大的问题。中国房企在海外美元债市场上遭遇恐慌性抛售。不仅是恒大的债券价格大跌，国庆节后绝大部分的中国房地产企业海外债券价格都在大跌。海外市场已经形成了恐慌情绪，对优质和劣质房企没有区分，只要有即将到期的债券，不管公司做出任何声明，市场担心可能难以还债。海外研究机构认为，很多房地产公司已经失去自救能力，少量回购债券对市场完全没有作用，大量回购又没有现金支持。房地产公司的现金主要在项目上和子公司，在正常有再融资渠道的情况下，一般母公司不会存有大量现金。然而债券市场以前所未有的速度恶化，现金无法很快转到母公司，流动性危机依然发生。

（二）负反馈机制

房地产硬着陆会导致总需求的超预期回落。房地产对总需求的影响分为直接效应和间接效应。直接效应是指房地产投资下滑会带动投资下滑，并进而抑制总需求。房地产投资占社会固定资产投资的比重在三分之一左右，粗略估算，如果房地产投资从过去四年10%的同比增速下降到-5%的话，会直接拉低投资增速5个百分点，进而影响接近1个百分点的GDP增速。更值得重视的是房地产行业衰退给上下游行业和地方政府财政收入带来的间接影响。基于许宪春等人（2015）的估算结果，可以粗略得知如果房地产投资和销售从高位回落15%的话，至少会拉低GDP增速1.5个百



分点。

上面这种估计可能还是过于乐观。如果没有及时有力的处置措施，现实当中出现的会是不不断放大的负反馈机制。房地产企业、房地产上下游企业、地方政府关联企业、居民、金融体系几个部门关联在一起相互作用，对经济的负面影响加倍放大。

紧密跟踪房地产行业的房地产业内专家认为，如果房地产销售收入大幅负增长的不能及时止住，三成甚至更多的房地产企业会撑不下去，拖欠向上下游企业账款，未能及时偿债，甚至是不能偿还贷款会愈演愈烈。购地和开工是以后的事。

地方政府卖地收入超预期下降。即便是一线热门城市的住宅用地也开始无人问津，福州、青岛、济南、成都等 11 个城市第二轮集中供地等效流拍率(流拍以及提前终止出让的地块占比)高达 31%。8 月份，土地成交的溢价率大幅下降，底价成交的土地占比已经超过 50%，还有大量土地直接流拍。9 月，100 大中城市成交土地占地面积当月同比增速已经跌至-43%，为近六年来的最低点。地方政府卖地收入下降势必会影响到地方政府的基建和其他投资活动，相关的信贷也会受到影响。7-9 月，房地产开发资金来源当月同比数据也连续三个月落入负增长区间，为-11%。

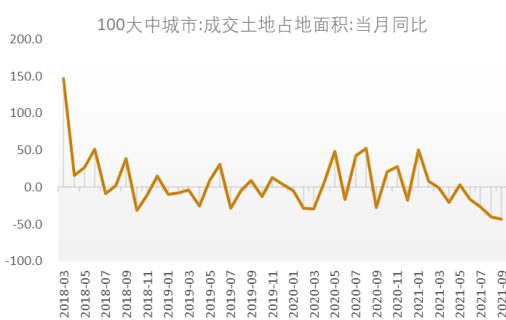


图 3 100 大中城市成交土地面积当月同比
数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

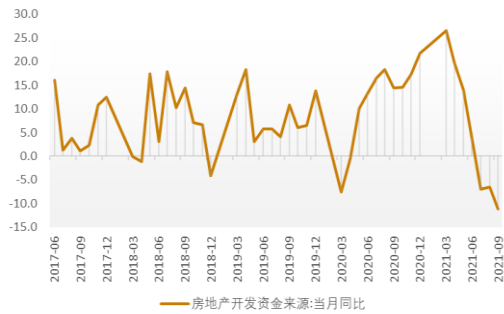


图 4 房地产开发资金来源

金融市场信心受到了冲击并抬升信用风险，全社会信用扩张受阻。房地产企业债券违约风险已经在行业内和行业间蔓延。国内方面，企业发行债券的难度较此前有明显提升，发行利率也有显著提升，这会抑制许多常规合理的融资需求。9 月企业债券发行规模只有 1400 亿，比 8 月减少了约



3000 亿。其中，AA 及以下评级的债券发行规模只有 896 亿，比 8 月减少了约 2700 亿。企业债券的发行利率也有明显上升，AA 和 AA-评级的企业发债 9 月份平均发行利率是 5.4%，而 8 月的平均发行利率是 5%，增加了 40 个基点。3 年期低信用等级（AA-）公司债收益率与国债收益率的信用利差从 8 月上旬的 3.32% 一路上行至 10 月中旬的 3.73%。中资离岸美元债市场也受到影响。目前高息美元债市场已经被打到有史以来最低水平，由于缺乏流动性，金融机构开始积极减仓其它中国资产——包括投资级别的债券，国企债券和股票。

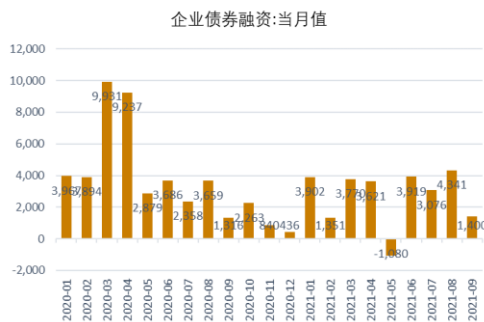


图5 企业债券融资规模

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛

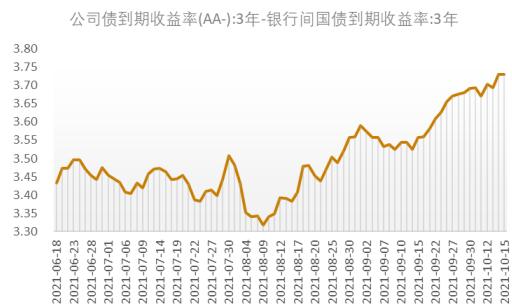


图6 低评级企业债信用利差

全社会信用扩张受阻带来的是全社会购买力下降，居民部门的购买力能力下降，再考虑到这个过程中的房价下降，居民部门的住房购买意愿也会下降，房地产销售下降进一步加剧。这样就形成一个不断放大的负反馈机制。在这个负反馈机制中，不限于房地产行业的大量企业破产，经济增速下降、社融下降、房价下降，居民收入和企业利润下降，上升的是风险溢价和还不起债的企业。

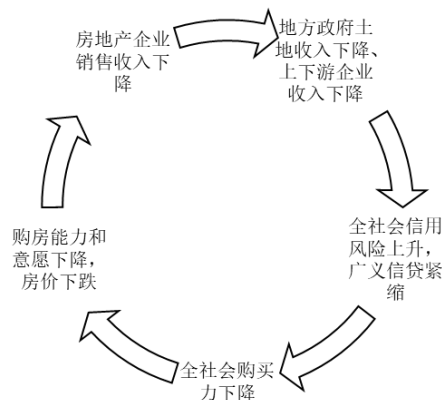




图 7 房地产硬着陆的负反馈机制

3. 当前出口景气主要来自成本上涨，制造业利润改善开始趋弱

自去年疫情以来，出口是带动经济持续复苏的重要力量，但近期的出口景气并没有持续带动制造业利润改善。准确区分出口扩张中的数量和价格两种效应，对判断当前出口形势和出口企业状况至关重要。

我们根据海关总署公布的 8 位代码下的产品的详细出口数据，主要包括该类产品品种的出口金额和出口数量，并剔除了少数数据存在缺失的产品，最终筛选出 6512 类产品，对其出口增速进行了拆分。拆分思路为：出口金额增速=a.出口数量增速+b.出口单价同比增速+c.出口数量增速*出口单价同比增速。经过测算可知，2021 年 7 月至今，出口产品数量对出口的拉动作用突然快速下降，出口产品价格上涨是拉动出口金额同比增速的最主要因素。2021 年 7 月和 8 月的出口增速中，超过 60%的部分来自价格效应。8 月出口金额同比增速为 25%，其中有 15 个百分点来自单纯的价格上涨。举个典型的例子，仅仅钢材出口价格上涨，就能解释 8 月全国出口同比增速 25 个百分点中的 1 个百分点，解释力度为 4%。

供给端的变化是造成价格效应走强的主要原因。如前所述，数量效应对出口扩张的解释力在 6 月之后的衰减速度非常明显，与此前在外需扩张阶段的表现截然不同。这说明现阶段的价格上涨并非来自终端需求走强，更有可能是因为生产成本快速增加推升了价格上涨。这与年初至今上游产品价格和运费价格快速上涨的局面相吻合，同时也能解释当前制造业利润改善明显趋缓的事实。2021 年 6 月至今，制造业利润改善的力度有明显减弱，8 月制造业当月利润同比增速只有 6%。

我国当前的出口景气主要来自出口产品价格上涨，而不是国外实际需求的持续走强。进一步讲，导致出口产品价格上涨的主要原因是生产成本和运费成本的快速上升。制造业利润并没有因为出口景气而得到改善，部分下游行业的经营状况反而因为成本快速增加在持续恶化。未来，随着美国财政补贴退潮和发达国家生产秩序逐步恢复，外需可能会开始走弱，并带动出口数量进一步下降。出口数量就是企业的订单规模，直接对应了企业的实际生产状况以及产能利用率，同



时也是影响出口企业投资决策的最直接因素。历史数据表明，出口同比增速大致领先制造业投资增速一年左右，两者之间保持比较稳定的对应关系。届时，我国制造业企业或面临成本和需求的双重压力，并影响到制造业的利润和投资。这会给我们经济复苏增加新的不确定性。

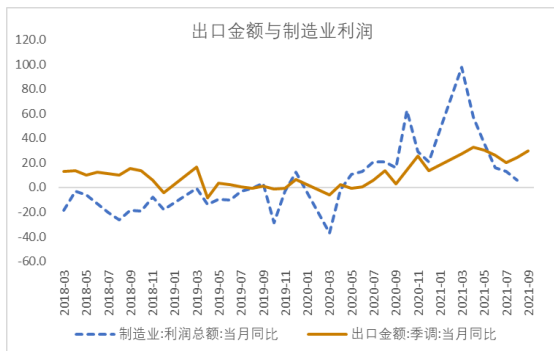


图 15 出口金额与制造业利润

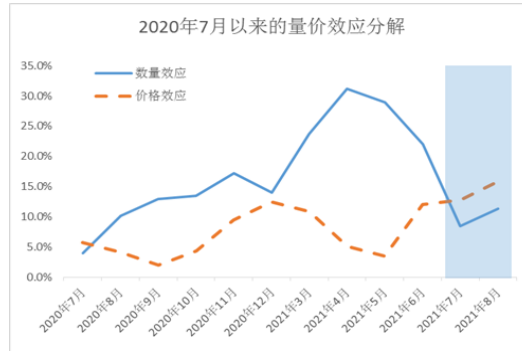


图 16 2020年7月以来的量价效应分解

数据来源: Wind, 中国金融四十人论坛。

4. CPI 偏低，就业压力仍在

较好反映总需求水平变化的核心 CPI 水平偏低。为了排除疫情造成的基数扰动，我们将三类价格指标的环比数据做连乘处理，最终求得相对于 2019 年 12 月的累计涨幅。如图所示，过去 19 个月里，PPI 的涨幅最高，为 8.5%。受环保和能源“双控”影响，煤炭、石化、有色等部分高耗能行业产品价格明显上涨，PPI 同比增速也屡创新高，9 月 PPI 同比增速 10.7%，创有记录以来历史新高。受猪肉价格拖累，CPI 的累计涨幅 0.8%。剔除了食品和能源价格的核心 CPI 往往更能真实地反映通胀压力，过去 16 个月里，核心 CPI 累计上涨了 1.5%，通胀水平偏低。

与低核心 CPI 对应的是就业缺口并没有完全收敛。虽然第三季度的全国调查失业率和 31 个大城市调查失业率回到了 2019 年的水平。但能耗“双控”、教育“双减”和房地产调控等政策，都广泛影响着市场就业状况，这并没有及时体现在城镇调查失业率的就业人群。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，对教育和房地产行业的骤然遇冷对就业市场带来显著冲击。9 月，16-24 岁人口的调查失业率为 14.6%，略低于 2020 年同期，显著高于 2018-2019 年的同期水平，表明青年群体的就业压力没有得到实质



性缓解。截止到三季度，农民工就业人数勉强与 2019 年三季度持平，但农民工工资收入两年平均增速 6.2%，低于疫情之前的增长水平，也低于二季度全国人均可支配收入的两年平均增速 7.1%。

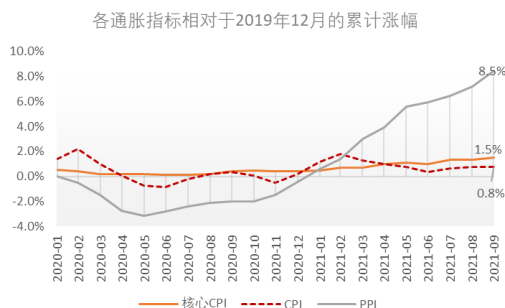


图 17 各通胀指标相对于 2019 年 12 月的累计涨幅

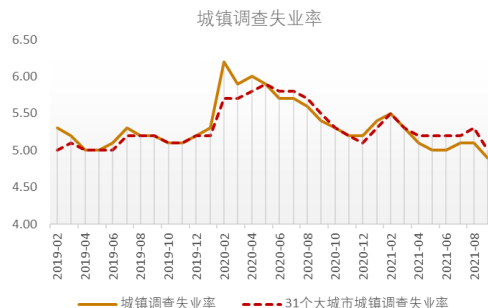


图 18 城镇调查失业率

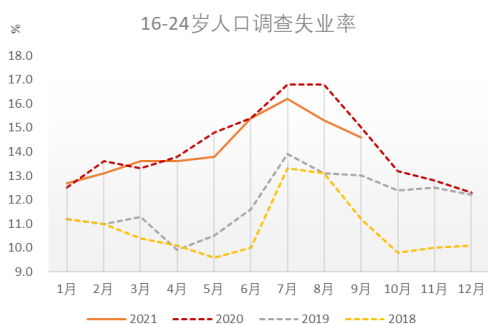


图 19 16-24 岁人口调查失业率

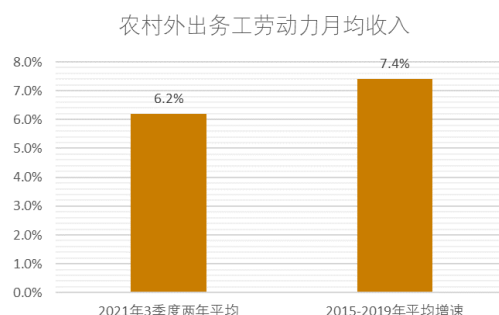


图 20 外出务工劳动力月均收入增速

数据来源：Wind，中国金融四十人论坛。

展望与政策：房地产有硬着陆风险，需保障房企现金流，提振总需求水平

当前中国经济并未完全恢复到疫情前状态，且经济下行压力开始加大。从近期消费、房地产、基建、出口、CPI、就业等数据的综合表现来看，实体经济需求不足的问题凸出，消费复苏乏力，房地产市场或将加速回落，外贸出口不稳定因素增多，基建投资难有起色。如果房地产销售收入大幅负增长的不能及时止住，三成甚至更多的房地产企业会撑不下去，拖欠向上下游企业账款，未能及时偿债，甚至是不能偿还贷款会愈演愈烈。房地产硬着陆带来的是中国经济硬着陆。

短期应重点避免房地产企业流动性危机。防止出现流动性危机的关键是保



障企业现金流，房地产企业现金流主要来自销售收入，房地产抵押贷款政策对房地产销售收入有着显著影响。一是要及时放松对住房抵押贷款政策的额度限制，坚持“因城施策”的原则，更多依据商业原则来满足居民的住房抵押贷款需求，让房地产恢复自我造血功能。二是支持对房地产企业债务的借新还旧。再次是对过去经营状况良好但突然陷入流动性困境房地产企业的紧急救助贷款，贷款利率不必优惠但数量上要足以帮助企业应对危机。三是近期内延缓出台其他对房地产市场影响过大的其他政策。市场普遍担心房地产税会近期出台，这对近期房地产销售会再次带来严重负面冲击。房地产税是长久之计，需要做也应该做，但需要找到更合理的时机出台。

提振全社会社融增速，充实其他行业和部门的现金流。为了防止房地产市场下行传导至其他行业和部门，防止不断放大的负反馈机制，同时也是为了提振当前整体经济的活力，需要主要措施包括：1，降低利率，这一方面减少了企业和居民部门的债务成本支出，另一方面有助于提升其所持有的资产估值，强化了企业和居民的资产负债表和应对负面冲击的能力。2，增加公共部门债务支持基础设施建设投资。这样做的好处一方面在于补上地方政府土地收入下降对基建投资的拖累；另一方面也是摆脱过度依赖土地财政的难得机会。

应尽快提高上游行业及相关产品的供给弹性，缓解大宗商品价格上涨趋势。减少对部分商品供给的非必要行政干预，让商品市场尽快回归市场化的定价机制。同时，适度放松对部分上游产品的进口限制，用市场化的手段缓解当前大宗商品的价格上涨压力。

宏观政策的着力点是提升保持总需求，实现今年和明年宏观经济的稳定衔接，避免经济出现大幅波动。应充分重视基建投资在稳定总需求方面发挥的重要作用。适当调整对专项债资金的使用范围限制，促使专项债资金尽快落地并形成实物工作量。充分发挥货币政策的空间和潜力，尽快降低基准利率并带动市场利率整体下行，降低社会融资成本，激发私人部门的融资需求。降低利率刺激经济的作用机制是让私人部门的债务成本下降，让私人部门的资产价格提升，让私人部门的资产负债表更强壮，通过私人部门发力提升总需求和经济活力。