

## 更需关注经济中的反常之处

- 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。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

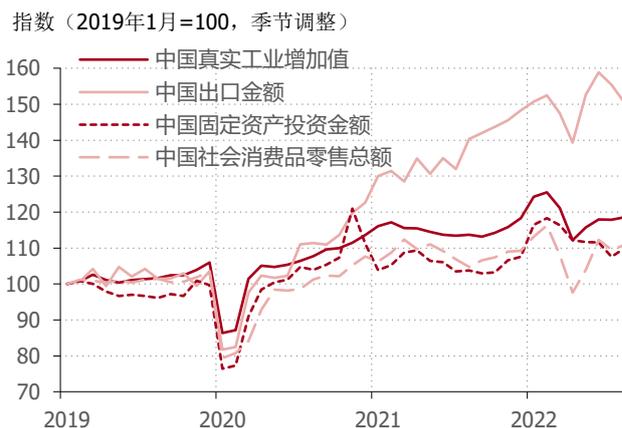
(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

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爆发之前的水平。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

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。”<sup>[1]</sup>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

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来的高位。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**



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**



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。”<sup>【2】</sup>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。”<sup>【3】</sup>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）

**图表5. 个人按揭贷款增速与国债利率降幅之间的背离依旧明显**



资料来源：万得，中银证券

其实，经济数据的低迷本来并不可怕。对我们这么一个储蓄丰厚、产能充足的国家来说，政府调控宏观经济的能力很强。特别是在面临内需不足的情况时，宏观政策创造需求的空间很大。换言之，只要政策调控得当，可以很快消除当前宏观数据中的反常之处。但因为种种原因，当前宏观政策却好像始终不能针对主要矛盾采取恰当手段。这种宏观政策应对的反常之处，是经济数据中种种反常之处的更深层次原因。

还是以地产市场为例。按道理说，在地产开发商信用风险高企，地产行业供给大幅收紧的时候，地产政策应该以刺激供给为主。在今年7月26日发表的《中国房地产业的困境和对策》一文中，笔者曾指出，要在短期内化解当前地产市场的困境，“需要放松对地产行业的融资管控……并成立地产短期纾困基金来消除地产开发商的信用风险，帮助行业回归常态。”<sup>【4】</sup>时至今日，地产开发商的融资约束虽有松动，却依然明显；地产行业纾困基金虽已成立，但规模偏小，且未能以地产开发商为纾困目标，因而在化解行业信用风险方面效果有限。总的来说，在让地产行业供给恢复正常方面，近期地产调控政策的作用相当有限。

反倒是各地方政府在经济下行压力下，近期出台了**不少放松限购限贷、刺激地产需求的政策**。但笔者早在今年5月18日发表的《疫情之外，地产是另一个关键》一文中就说过：“在地产供给瓶颈收得如此之紧时，刺激地产需求很可能让房价大幅反弹。”<sup>[3]</sup>而房价一旦反弹，势必让地产调控政策陷入更加两难的境地。但目前的情况恐怕正在顺着笔者所担心的方向演绎。以统计局月度发布的商品房销售金额数据除以商品房销售面积数据，可以计算出商品房的平均销售价格。在过去十多年，这个数据明显领先70城市房价数据。最近两个月，商品房销售价格的同比涨幅已经触底反弹，回到了正增长区间，且上升势头相当明显。看上去，**房价的反弹已经蓄势待发，地产行业可能正在步入经济活动增长缓慢，房价却涨的“滞胀”局面**。这应该是决策者不想看到的局面，却又是当前调控政策很可能催生的结果。（图表6）

**图表6. 全国商品住宅销售价格涨幅已经触底回升，上升势头明显**



资料来源：万得，中银证券

面对经济增长低迷的状况，国内货币政策的应对也有些反常。社会融资规模反映了实体经济从金融体系获得的各类融资总量。经济增长低迷之时，货币宽松更应该以刺激社会融资规模增长、增加实体经济融资为目标。但最近几个月，我国社会融资规模增幅反倒走低，每月增量几乎回落到了去年同期水平（同比多增接近于0）。同时，银行间市场流动性却因降息等宽松措施而大幅泛滥，银行间市场日均成交量同比增幅更是创下十几年来来的新高。**当前这种金融市场流动性泛滥、实体经济融资收紧的局面，表明货币政策传导路径已明显阻塞**。（图表7）

**图表 7. 银行间市场成交量增幅和社融增幅之间再度大幅背离，货币政策传导路径阻塞严重**



资料来源：万得，中银证券

应该说，我国早就见识过货币政策传导路径阻塞的危害。2014年下半年到2015年上半年，我国就因为宽松货币政策向实体经济传导不力，形成了资金积压在金融市场的“流动性堰塞湖”，并最终催生了2015年的“股灾”。在2014年11月30日发表的《流动性堰塞湖待解》一文中，笔者写下了如下文字：<sup>[5]</sup>

“金融市场的不差钱，和实体经济的融资难形成了鲜明反差。看起来，由于流向实体经济的渠道不畅，金融市场中已形成了流动性的‘堰塞湖’。在这样的局面下，货币政策放松只是推高了堰塞湖中的水位，带来了金融市场的牛市，却并未缓解实体经济的资金饥渴……流动性的堰塞湖已经给宏观经济和金融体系带来了不小的风险。融资难给经济增长的稳定制造了障碍，加大了经济格局全面崩坏的风险……而流动性堰塞湖大幅推高了金融资产价格之后，还让金融资产价格泡沫化的风险上升。近几个月快速增加的股市融资余额表明，有大量资金借助于加杠杆的方式进入了股市。次贷危机已经告诉我们，建立在加杠杆之上的牛市注定无法持久。当杠杆率的变化方向发生逆转时，将给股票市场、乃至整个金融市场带来巨大冲击。”

一语成谶，这篇文章发表半年之后，泡沫化的A股市场就在2015年6月发生了“股灾”，对金融系统带来巨大冲击。当然，由于当前对银行资金进股市的监管更为严格，2015年那种股市大泡沫的行情多半很难重演，但金融市场资金的泛滥终究还是在金融资产价格上表现出来，增加金融体系运行的风险。如果说当年“流动性堰塞湖”的生成还可归因于调控经验不足，那么当前“流动性堰塞湖”的重现就只能说是一个政策调控的反常之处了。

无需列举更多的经济反常之处就可以看出，当前中国经济运行明显偏离过去十多年的运行规律。按照过去的经验，当经济面对当前这样的下行压力时，可以预期宏观政策会很快有力出手，有效托底经济，经济增速可以很快触底回升。但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可能只是疫情和其他一些特殊情况所造成的短期现象。2022年第1期的《瞭望》新闻周刊曾刊发中央财经委员会办公室分管日常工作的副主任韩文秀撰写的文章《稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题》<sup>[6]</sup>。文中，韩副主任说：“经济社会发展是一个相互关联的复杂系统。要防止出现合成谬误，不把分兵把关变成只顾自己、不及其余，避免局部合理政策叠加起来造成负面效应；又要防止分解谬误，避免把整体任务简单一分为之，更不能层层加码，导致基层难以承受。制定和实施政策，都要坚持系统观念和实践标准，遵循经济规律，以实践效果检验政策的成败优劣。”我党一直秉承“实践是检验真理的唯一标准”的理念，坚持实事求是的思想路线。相信在实事求是的路线之下，宏观政策最终能找到适合经济实际的方向和发力点，进而把国内经济稳定下来。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。（完）

- 【1】 徐高，2022年7月19日，《中国经济内需收缩问题待解》，  
[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/9279](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9279)。
- 【2】 徐高，2022年9月1日，《这是一次少见的主动降库存》，  
[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/9390](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9390)。
- 【3】 徐高，2022年5月18日，《疫情之外，地产是另一个关键》，  
[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/9101](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9101)。
- 【4】 徐高，2022年7月26日，《中国房地产业的困境和对策》，  
[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/9298](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9298)。
- 【5】 徐高，2014年11月30日，《流动性堰塞湖待解》，  
[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/2124](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/2124)。
- 【6】 韩文秀，2022年1月5日，《稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题》，  
[https://www.sohu.com/a/514473093\\_115479](https://www.sohu.com/a/514473093_115479)。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场的基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371