

汪涛：政策正常化对经济反弹影响有限

2021年05月18日 11:19 来源于 [财新网](#)

<https://opinion.caixin.com/2021-05-18/101714333.html>

政府在房地产相关信贷、地方政府融资平台融资、互联网金融、反垄断方面的监管政策已经开始收紧。不过，鉴于企业营收与居民收入有望大幅好转，政策正常化对经济反弹的影响较为有限

【财新网】（专栏作家 汪涛）

投资和出口拉动4月经济反弹，但消费不及预期

图表 1：4月主要宏观数据一览

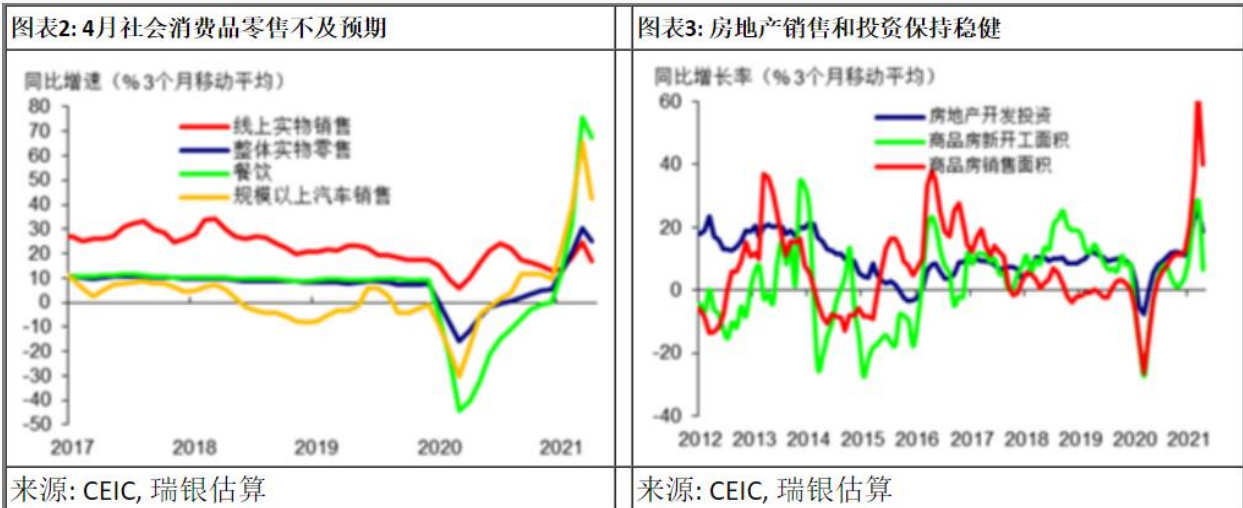
	同比增速 (%)		2021 vs 2019		
	20年4月	21年3月	21年4月	3月	4月
工业增加值（同比增长率，%）	3.9	14.1	9.8	12.8	14.1
社会消费品零售总额（同比增长率，%）	-7.5	34.2	17.7	13.0	8.9
固定资产投资（年初至今增长率，%）	-10.3	25.6	19.9	5.4	7.6
固定资产投资（单月同比增长率，%）	0.7	19.4	10.9	8.1	11.7
# 制造业投资	-6.7	25.1	14.7	-0.7	7.0
# 基建投资	4.8	21.6	2.8	11.9	7.8
# 房地产开发投资	7.0	14.7	13.7	16.0	21.6
房屋销售面积（同比增长率，%）	-2.1	38.1	19.2	18.5	16.7
房屋新开工面积（同比增长率，%）	-1.3	7.2	-9.3	-4.0	-10.5
出口额同比增长率（%，美元计）	3.0	30.6	32.3	21.6	36.3
进口额同比增长率（%，美元计）	-14.4	38.1	43.1	36.2	22.5

来源：CEIC，瑞银估算

4月社会消费品零售不及预期、环比增速放缓。4月整体社会消费品零售同比增速从3月和一季度的34%放缓至17.7%，相比2019年同期增幅从3月的13%收窄至8.9%（一季度较2019年同期增长8.5%）。官方公布的月环比增速从此前的0.9%放缓至0.3%。社会消费品零售走弱主要由于去年同期基数升高，加之消费增长在3月冲高后释放回落压力等因素影响。具体来看，餐饮销售同比增速受高基数拖累回落至46%，较2019年4月

增长 1%（3 月较 2019 年同期增长 2%），表明餐饮消费的恢复常态增长尚需时日。另一方面，商品零售较 2019 年 4 月增长 10%，增幅较 3 月（14%）略有收窄。在限额以上单位零售中，汽车、建材、家具销售较 2019 同期的增幅比一季度有所扩大，后两者可能主要得益于房地产销售较为稳健。珠宝销售较 2019 年同期增幅也有所扩大，不过化妆品、日用品销售较一季度相对 2019 年同期增幅收窄。线上商品零售同比增速受高基数拖累从 18.5% 降至 7%，其占整体零售的比重小幅下滑 1 个百分点至 23%。

房地产销售和投资保持稳健。虽然去年同期基数升高，但得益于市场情绪仍较稳健，4 月房地产销售同比增速仅放缓至 19.2%（3 月为 38%），依然保持较快增长，较 2019 年同期增长 16.7%（3 月为 18.5%）。虽然近期政策有所收紧，但房地产投资同比增速仅小幅下滑 1 个百分点至 13.7%，较 2019 年同期增幅扩大至 21.6%。另一方面，房地产新开工从 3 月的同比增长 7% 转为同比下跌 9%，较 2019 年同期跌幅扩大至 10.5%。受高基数拖累，土地购置面积同比下跌 15%，不过较 2019 年同期跌幅收窄至 4%。虽然 4 月 22 个大城市已开始集中供地（个别城市从 5 月开始），但其对官方土地购置和新开工数据的影响可能要在未来几个月才会有所体现。我们依然预计房地产开发商融资条件和房贷监管收紧会逐渐给房地产活动带来下行压力，但年初至今较为稳健的购房情绪可能仍会在未来一段时间内支撑房地产活动。

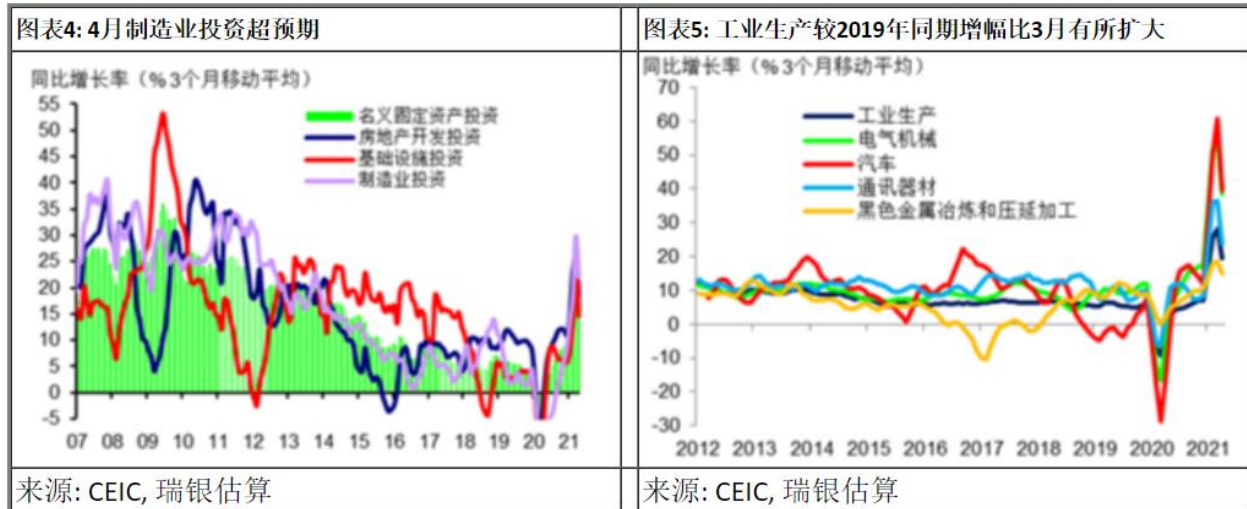


固定资产投资同比增速如期放缓、较 2019 年同期增幅扩大。4 月固定资产投资同比增速受高基数拖累从 3 月的 19% 放缓至 10.9%，较 2019 年同期增长 11.7%（3 月较 2019 年同期增长 8%）。由于去年同期基数较高、加之财政资金支持减弱，基建投资同

比增速从3月的22%大幅降至2.8%（较2019年同期增幅从3月的12%收窄至8%）。另一方面，制造业投资同比稳健增长14.7%（3月为25%），较2019年同期水平从一季度的下跌3%转为增长7%，主要得益于企业营收继续恢复、经营前景不确定性降低，以及持续的信贷支持。同时，采矿业投资同比增速回落至0.9%，较2019年下跌16%，可能是因为出于环保要求和尽早实现“碳达峰碳中和”的考量，一些地方政府对上游采矿和原材料行业的产能限制措施依然偏紧。此外，服务业投资保持稳健，其中教育、文体娱乐等行业投资同比增速虽受高基数拖累有所放缓，但分别较2019年4月增长32%和6%。

尽管低基数支持减弱，4月以美元计出口同比增速仍走强至32%，出口额较2019年同期增长36%。主要一般消费品出口大幅反弹，如家具、灯具、玩具、服装等。另一方面，鞋类和箱包出口虽较去年同期大幅反弹，但二者仍低于2019年4月10%左右，表明海外消费者的户外活动仍未恢复常态。整体而言，我们估算4月整体出口同比增速较3月的升幅中有接近2个百分点来自一般消费品出口的贡献。此外，4月电子产品和工业品出口也较为强劲，而防疫物资出口同比增速可能受高基数拖累走弱。受益于去年基数较低，4月以美元计进口增速加快至43.1%，较2019年4月增长22%。进口走强主要受从大宗商品生产国进口拉动，部分是由于大宗商品价格上涨，尤其是原油（进口额同比增长73%，而进口量同比零增长）。此外，机床和钢材进口同比增速较3月有所放缓、但依然维持了30%左右的稳健增长，反映国内企业资本开支可能持续回暖。

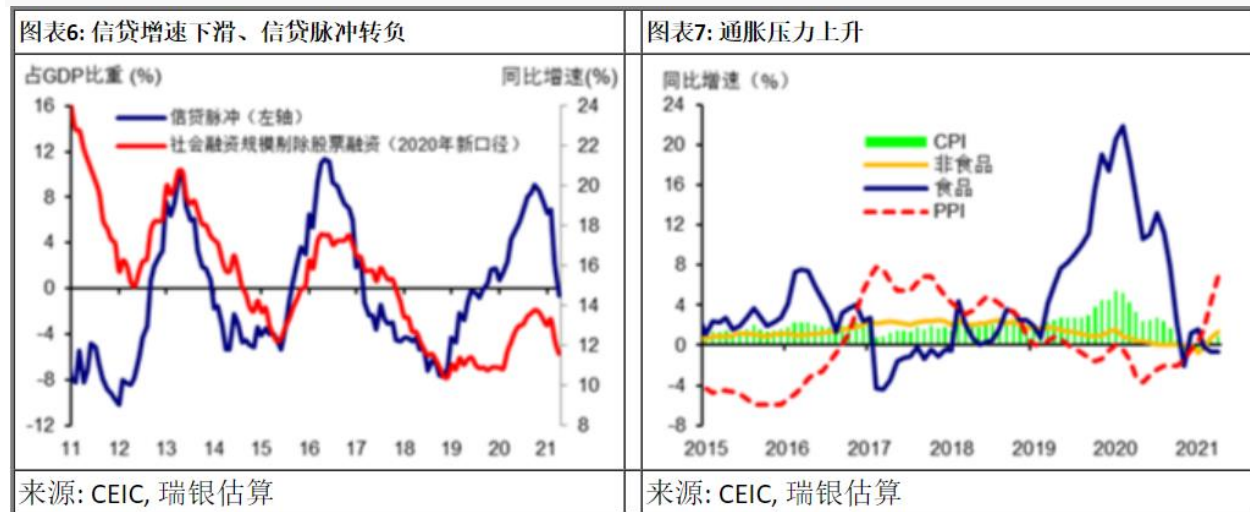
由于同期基数升高，4月工业生产同比增速从14%降至10%，较2019年同期增幅则保持在14%。化学原料和化学制品制造、非金属矿物制品、黑色金属冶炼和压延加工等上游行业实际增加值较2019年4月增长12-17%，但增幅较3月和一季度有所收窄，可能部分由于大宗商品价格上涨导致成本上升，以及受到限产措施偏紧的影响。与之相对，乙烯、粗钢、钢材产量较2019年同期增速也有所下滑。另一方面，相比2019年同期，电气机械和电子设备增加值保持较高增长，分别达到34%和32%，而通用设备和专用设备较2019年同期增幅进一步扩大至25%，主要得益于全球需求和国内经济活动的持续回暖。



信贷增速下滑、信贷脉冲转负。4月新增人民币贷款走弱至1.47万亿、同比少增2300亿。新增人民币贷款走弱主要受短期贷款拖累，而新增居民中长期贷款（4920亿，同比多增530亿）和企业中长期贷款（6610亿，同比多增1060亿）均保持稳健。前者表明近期房地产活动仍较为活跃、且部分银行可能预计房地产政策会进一步收紧因而尽快发放了房贷，而后者可能表明企业资本开支继续回暖。4月新增社会融资规模1.85万亿，比市场预期低了将近4000亿、同比少增1.24万亿。除了新增银行贷款走弱外，[企业债券](#)净发行和影子信贷疲弱也是重要原因，不过政府债券净融资较一季度的低位有所反弹。4月调整后社融（剔除股票融资）同比增速继3月下滑1个百分点后进一步降低0.7个百分点至11.6%。官方社融增速也下滑了0.6个百分点至11.7%。我们估算的信贷脉冲如期转负，从3月GDP的2.2%转为-0.7%。

通胀压力上升。4月PPI环比继续上涨0.9%，增速略低于3月环比1.6%的历史高位。其中，加工工业价格环比再次上涨1.3%，而生活资料价格环比上涨0.1%、依然较为疲弱。由于去年同期基数大幅降低，4月PPI同比增速跃升2.4个百分点至6.8%，其中采掘（同比上涨25%）和原材料工业价格（15%）同比涨幅较大。另一方面，生活资料价格同比涨幅大致企稳于0.3%，依然较为乏力。另一方面，4月CPI中非食品价格环比再次上涨0.2%（同比增速提高了0.6个百分点至1.3%，去年同期基数较低），其中旅游价格大幅上涨、主要得益于国内疫情防控形势较好叠加节日需求上升等因素影响，居民出行大幅增加。此外，由于去年同期基数很低，交通工具用燃料价格同比增速跃升。CPI中

食品价格同比下跌 0.7%。整体而言，4 月 CPI 同比增速上行 0.5 个百分点至 0.9%，核心 CPI 同比增速小幅上行至 0.7%，明显超过一季度平均的 0%。



经济增长和政策展望

我们仍预计二季度经济环比增速加快。4 月社会消费品零售环比增速放缓，出口走强，而工业生产和固定资产投资则大致符合预期。我们预计 5-6 月经济环比增长有望有所提速，季调后实际 GDP 环比增速折年率有望从一季度的 2% 加快至第二季度的 7-8%（同比增速预计为 8.3%）。居民收入和消费者情绪不断好转的势头也有望延续、推动全年实际消费增长 10%，其中服务类消费的反弹可能更为显著。实际上，五一劳动节假期的旅游收入已恢复至 2019 同期水平的 77%，较清明节（旅游收入为 2019 年同期水平的 43%）进一步好转。不过，消费能否如期反弹也取决于疫情能否继续得到良好的控制。此外，今年全球经济有望大幅反弹、加之发达经济体疫苗接种较快推进，都应能对外需形成一定支撑；而另一方面，大部分新兴经济体疫苗接种进度较慢，因此中国应能在今年维持部分供应链和产能方面的比较优势，进而有望保持一定额外的市场份额。我们依然预计今年全年出口增长 16%，不过随着去年基数的抬升，下半年出口增速可能放缓到个位数。受益于企业营收和信心的不断改善、产能利用率高位运行，以及持续的信贷政策支持，企业资本开支继 4 月大幅反弹后应能继续恢复。虽然年初至今较为稳健的购房情绪可能仍会在未来一段时间内支撑房地产活动，但我们依然预计房地产开发商融资条件和房贷监管收紧会逐渐给房地产活动带来下行压力。

PPI 同比增速可能在二季度见顶，CPI 同比增速逐步上行。近期大宗商品价格的上涨可能是多个因素共同作用的结果，包括海外供应受阻但需求回暖，国内建设活动稳步复苏，企业价格上升预期叠加宽裕流动性（库存成本较低）推升加库存活动。瑞银预计随着需求见顶、加上更多新兴经济体加快疫苗接种，供需结构有望在二季度有所改善。在国内，如我们此前预期，政府加强了对上游产品价格上涨压力的关注，未来几个月政府有可能会阶段性暂时放松部分限产措施或调整相关措施的节奏，并加大对投资炒作行为的监管力度。我们预计未来几个月 PPI 环比增速会有所放缓，同比增速可能会在 5-6 月见顶、高点可能在 7% 以上，下半年可能依然会维持相对高位。PPI 的上涨对 CPI 的传导力度仍相对有限，再考虑到食品价格可能继续偏弱，三季度 CPI 同比增速可能温和升至 2% 左右、四季度达到 3% 或以上，我们依然预计全年平均增速为 1.7% 左右。虽然通胀压力上升，但我们认为央行政在年内不会大幅收紧。

政策继续正常化，但“不急转弯”。在近期召开的政治局会议上，政府重申宏观政策不急转弯，继续强调防风险。我们依然预计此前宽松的货币信贷政策和财政政策会逐步退出。具体而言，我们预计整体信贷增速可能会从 4 月的 11.6% 放缓至年底的 11% 左右，而信贷同比增速可能在四季度企稳、信贷脉冲在 10 月见底。实际上，政府在房地产相关信贷、地方政府融资平台融资、互联网金融、反垄断方面的监管政策也已经开始收紧。不过，鉴于企业营收与居民收入有望大幅好转，我们认为政策正常化对经济反弹的影响较为有限。