



植信投资首席经济学家兼研究院院长连平：投资和消费政策要精准发力



■本报记者 吴晓璐

植信投资首席经济学家兼研究院院长连平日前在接受《证券日报》记者专访时表示，三季度，国内经济下行压力初显。四季度，随着国外圣诞和国内消费旺季的到来，内外需可能会有小幅改善。接下来，政府需要采取有效措施稳

定市场预期，保持信贷社融平稳增加，更好地统筹疫情防控和经济社会发展，持续深化供给侧结构性改革，着力释放内需潜力，助企纾困，加快推进改革开放，保持经济运行在合理区间，努力完成全年经济社会发展目标任务。随着基数效应的逐季消退，预计三季度GDP增长5.8%，四季度增长5.0%，全年增长8.8%左右。

“居民消费扩张受限，仍将限制消费品价格上涨。”连平认为，一是散发性疫情对旅游等外出型消费的影响可能长期存在，二是房地产市场监管政策对于住房及相关配套产品需求的制约已有明显体现，三是部分商品如汽车已形成供给约束反作用于需求的局面，在疫情仍对国际贸易形成整体性、系统性影响的时期，销量难有回升。消费品制造业行业集中度低，市场竞争激烈，当前形势下不具备全面提价的市场基础，消费品价格难以大幅上涨，下游行业利润将进一步承压。

9月27日，中国人民银行货币政策

委员会例会添加了“增强信贷总量增长的稳定性”的政策要求，引起市场关注。

“8月份信贷增速已降至2020年1月份水平，并有继续下降趋势，稳信贷或将成为主要政策导向。”连平认为，一方面，要把服务实体经济放到更加突出的位置，利用好存款准备金率、利率、MLF等政策工具，保持流动性合理充裕，降低市场实际利率水平，发挥再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用；另一方面，进一步推进信贷结构性调整，支持银行补充资金，用好3000亿元支小再贷款额度，支持增加小微企业和个体工商户贷款，适度延期中小企业纾困信贷，引导金融机构增加制造业中长期贷款，引导金融机构合理控制风险避免过度打压刚需按揭贷款发放。

近日，国家发改委召开三季度经济形势分析专家座谈会，针对当前和明年上半年经济运行态势，连平受邀参与座谈会。连平表示，应重点关注三方面问题，即需求替代和成本上升可能导致出

口比预期下行更快，市场环境迅速变化带来房地产行业风险上升，金融增速持续放缓预示需求走向疲软。

连平认为，明年中国经济运行压力不小：一是在运行惯性和高基数作用下，明年一二季度的经济增速将会出现较大回落。因此有必要采取积极和针对性举措促进内需增长，运用积极的财政政策和稳健偏松的货币政策来稳定经济，避免后者出现大起大落；二是疫情扰动大概率将延续到明年上半年。疫情反复以及金融增速持续放缓，预示需求走向疲软，对于扩大内需和促进内循环产生不利影响，因此要精准推动投资和消费领域政策发力；三是随着全球疫情整体的改善，疫情红利逐步褪去，中国出口将会面临较大挑战，供给替代和成本上升可能导致出口比预期下行更快。因此要综合各项举措保障和促进出口；四是市场环境迅速变化带来房地产行业风险上升。有必要采取有力措施保障房地产市场平稳发展。

东方证券首席经济学家邵宇：促进中小企业融资政策力度可能加大



■本报记者 昌校宇

“当前，我国经济下行压力主要来自四个方面：疫情反弹显著拖累消费和服务业；原材料涨价阻碍中下游生产；能耗双控硬约束限制工业产能；全球经济不确定性压制投资意愿。”东方证券首席经济学家邵宇日前在接受《证券日报》记者采访时表示，上述因素在四季度仍将影响我国经济企稳。

“海内外疫情节奏错位带来的强劲外需，对我国出口和制造业形成了一定支撑。”邵宇进一步分析称，今年以来经济增速放缓，一方面是对前期增速持续走高的调整，前两季度货币政策回归常态化稳健中性，财政支出相对平稳。4月份召开的中共中央政治局会议强调，“用好稳增长压力较小的窗口期”，实施了能耗双控、房地产调控等政策，短期内对基建和房地产投资带来减速效应，上游涨价制约了下游盈利，风险隐现使房地产供需均呈现疲弱态势。另一方面，叠加近期疫情局部反复和高温汛情的短期影响，7月份—8月份生产、投资和需求数据大幅不及预期。

5月份召开的国务院常务会议提

出，“保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨”，7月底召开的中共中央政治局会议强调，“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”“纠正运动式减碳”。邵宇认为，随着经济下行压力愈发显著，后续政策将逐渐由控风险向稳增长切换。虽然能耗约束和地产调控是长期趋势，目前政策也未见放松，但上游涨价已引发中央重视，在猪肉价格低迷的背景下，上游涨价传递至下游通胀的幅度或有限。“四季度，随着货币和财政政策的发力，投资风险缓解，能耗目标达成和调控政策纠偏，以及短期影响因素的消失，经济企稳恢复的动能充足。”

“四季度边际收紧的海外货币政策对我国冲击有限。”邵宇介绍，一方面，本次Taper美联储吸取上次经验教训，更注重与市场沟通，对资本市场和货币政策冲击有限。随着9月份FOMC会议召开，Taper进程进一步明确，四季度海外大幅收紧的概率较小。另一方面，影响国内经济复苏的关键依然是国内宏观环境，目前中美经济和政策周期仍存在一定程度错位，美联储最快年底Taper，加息则大概率在明年，短期内为国内政策宽松提供了一定空间。此外，海外流动性边际收紧，有助于缓解输入型成本压力。

邵宇预测，年内来看，促进中小企业融资的政策力度可能加大。北京证券交易所的设立、扶持“专精特新”特色产业政策，有助于制造业投资和信贷需求复苏，尤其是对于中小创新型企业的。未来10年至15年是我国经济发展的关键时期，核心逻辑除了公平，最重要的是科技创新和产业发展。不同规模企业在创新的不同领域和阶段有各自分工，鼓励细分领域的领军中小企业发展，有助于企业间发挥协同效应，释放创新的“多样性红利”。

中国银河证券首席经济学家刘锋：政策发力需着重疏通经济“堵点”



■本报记者 吴晓璐

三季度，受国内部分地方疫情反复、各地地产调控加码等因素影响，国内经济复苏进度延缓。中国银河证券首席经济学家刘锋日前在接受《证券

日报》记者采访时表示，目前，国内经济呈现两大特点，“滞胀”和结构性失衡。四季度和明年，货币政策和财政政策发力点，需要疏通经济“堵点”，加大对实体经济的支持力度。

“当前，全球都有结构性失衡问题，只不过中国呈现了不一样的特征。我国出口虽然保持较高增长，但是增速已经出现下滑苗头，这主要是因为流通环节出现了较大问题，海运和陆运成本大幅提升。另外，流通环节受阻、运输效率下降，以及生产环节出现了问题，导致基础资源的供给也出现了问题，最终使得PPI提升较快。”刘锋表示。

谈及大宗商品涨价对下游的影响，刘锋表示，目前，可选消费涨价明显，但是居民消费能力并没有显著提升，制约了消费品价格的整体上涨。当前，PPI和CPI剪刀差升至历史高位，后期，预计

随着疫情扰动对经济的影响逐渐消散，PPI和CPI剪刀差将逐渐回落。

对于当前一些地区出现限电限产的现象，刘锋表示，首先，这是由于部分地方上半年能耗双控未能达标而企图通过集中限产达标；其次，煤炭等基础资源和运输价格大幅上涨造成电力成本大增；第三，今年以来出口和工业部门强势增长造成用电量增幅超过20%，使电力供需缺口加大。“一些地方不得不采取用电指标分解、错峰用电等方式缓解压力。这些问题已经引起政府相关部门的高度重视并采取措施，相信短期内会得到缓解。”刘锋解释称。

另外，刘锋认为，目前，房地产企业出现的问题需要重视：首先是可能波及消费者；其次，房地产作为综合性行业、劳动密集型行业，也很容易波及供货商、施工企业，容易形成系统性风

险；最后，房地产企业一旦信用坍塌，资产变现能力就会变差，可能引发资金链断裂等连锁反应。

今年以来，教育行业和平台经济迎来强监管。“这些领域的确存在比较严重的问题，确实到了必须监管、必须整顿的地步。不过，这些监管政策出台后，资本市场反应较大。”刘锋表示，宏观监管政策对资本市场的影响越来越大。这是我国经济进入新发展阶段后，各个宏观监管部门和金融监管部门需要共同面对的新问题。

刘锋就此提出三点建议，首先，宏观监管部门在制定政策时，应当充分考虑政策对金融体系的冲击和影响。其次，宏观监管政策有必要进一步提高可操作性，而且应当着重从相关行业、企业和从业人员的角度来提高政策的可操作性。第三，宏观监管政策的可预期性有待加强。

摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊：适当对冲经济下行压力 四季度可进行置换性降准



■本报记者 杜雨萌

“预计4季度中国经济增长的下行

压力会明显上升。”9月29日，摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊在接受《证券日报》记者专访时分析称，考虑到消费疲软在短期内难以扭转，房地产市场调控压力犹在，地方专项债加速发行向基建投资传导存在一定时滞，以及出口受到运输及原材料价格上涨制约等影响，整体上看，四季度中国经济增速仍存在一定的下行风险，但预计不会影响全年实现6%以上的GDP增长目标。

目前，市场对于四季度国内经济走弱已有一定的预期。在此背景下，章俊认为，未来的政策调整应充分考虑明年宏观环境的不同，进行分阶段布局。即若未来出口与房地产市场的下行风险进一步释放，则政策层面面临的稳增长压力也将增大。但稳增长并不意味着

着过快的政策放松，在此过程中，我国货币财政政策需要兼顾稳定性与连续性，政策重点聚焦有针对性的提质增效。

章俊进一步表示，从短期来看，若为了适当对冲经济下行压力，四季度可进行置换性降准。置换性降准不仅释放了货币政策偏宽松的信号、对冲MLF到期导致的流动性缺口，也有利于央行随时通过OMO操作回收多余的流动性，从而将整个政策放松的节奏和规模维持在合理适度的水平。同时，在降准带来较为宽松的流动性环境下，也可以加快地方政府专项债的发行，适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏，提高债券资金使用绩效，适当对经济下行起到一定的托底作用。

从中长期来看，货币调控的根本目

的是为了实现较好的降成本效果。在此过程中，应该更加注重“宽信用”而不是“宽货币”，推动实体经济信用扩张与流动性宽松“脱钩”。未来，预计政策将更倾向于精准的结构性的调整。

谈及明年中国经济走势，章俊认为，随着宏观政策的跨周期调节，预计经济增长动能将从外需驱动转向内需驱动。具体来看，一是出口将温和回落；二是基建稳增长效应将逐步显现。随着地方政府专项债的加速发行以及明年可能出现的财政前置，预计基建投资有望在明年年初温和反弹，托底经济增长；三是制造业投资保持韧性。考虑到中下游企业的成本压力可能在边际上有所缓解，预计制造业投资或将持续修复，助力经济增长；四是服务业与就业情况的进一步修复。



■本报记者 昌校宇

“四季度，中国经济下行的压力会有所回升。”红塔证券首席经济学家李奇霖在接受《证券日报》记者采访时预测。

对此，李奇霖从四个角度予以分析：第一，房地产投资下行压力逐渐加大。受房地产市场监管政策影响，近几个月房地产销售大幅下滑。而销售下滑叠加外部融资受限等因素，使得房企资金压力增大，减少拿地和新开工，如近期二次土拍多地出现大规模流拍等现象。销售下滑、房企拿地动力不足均预示后续房地产投资会继续下行。

第二，上半年多地能耗不达标，所以近期多地开始限产限电。在这样一大环境下，部分企业的生产会受到影响，且影响四季度工业生产。

第三，国内消费缓慢恢复，四季度节假日增多，历来也是居民消费旺季，但需要警惕疫情零散发对居民消费的影响，如目前部分城市居民因疫情外出消费受限。

第四，结构性通胀短期较难缓解，因为限产、部分大宗商品进口受限（海外疫情）等原因，大宗商品供给端弹性较弱，短期CPI维持高位，而因为缺乏消费支撑，国内CPI难以出现明显反弹，这会使得PPI与CPI的差距维持高位，结构性通胀缓解需要时间。

谈及四季度宏观政策的发力点，李奇霖认为，第一，货币政策可能会发力。日前，中国人民银行货币政策委员会召开2021年第三季度例会，再次提到了要增强信贷总量增长的稳定性。此前，央行也推出了3000亿元支小再贷款政策，可以看到政策面目前是想要稳住信贷增速。而且，四季度经济下行压力加大，加上结构性通胀对中下游以及小微企业造成了较大的成本压力，预计后续可能会有降准操作。

“第二，财政政策发力新基建。”李奇霖进一步解释，目前，地方政府专项债发行进度在60%左右，依旧慢于往年节奏，但是近期专项债的发行进度有所加快，预计后续会进一步提速。考虑到旧基建优质项目不足，后续财政资金更可能会发力新基建，如9月初召开的2021中国国际数字经济博览会提到，“适度超前进行基础设施建设”。预计后续随着地方债发行规模的增加，基建类支出增速有望随之提升，从而助力基建投资回升，托底经济增速。

展望明年中国经济走势，李奇霖表示，全球以及国内疫情的演变是明年经济增长最主要的不确定事件，局部疫情出现的次数及严重程度将会对明年全年经济增速和节奏产生显著影响。今年，国内疫情零星反复，这对中国经济特别是消费以及线下服务业的修复造成了巨大影响。而目前全球疫情依旧处于高峰，同时疫苗接种错位，发展中国家疫苗接种在明年也很难实现全体免疫，在此情况下，明年疫情对中国经济的影响依旧存在。

“明年基建会提前发力。”李奇霖进一步分析称，今年9月份，国家发改委表态，要高质量做好明年专项债券项目准备，加快推进项目前期工作，争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量。另外，政策面也多次提到要做好跨周期政策设计，统筹做好今年明年宏观政策衔接。预计今年末到明年年初基建会开始发力。

光大证券董事总经理、首席宏观经济学家高瑞东：四季度货币政策易松难紧



■本报记者 昌校宇

近日，国家发展改革委党组成员、

副主任宁吉喆主持召开前三季度经济形势分析专家座谈会，光大证券董事总经理、首席宏观经济学家高瑞东参会并发言。日前，《证券日报》记者围绕中国经济走势，以及世界经济形势可能对我国经济产生的影响，对高瑞东进行了专访。

高瑞东认为，进入四季度，经济增速有望小幅反弹。7月份至8月份，在疫情和汛情双重冲击下，经济恢复势头放缓。进入四季度，随着疫情基本得到有效控制，预计制造业投资和消费增速有望回升，基建也将随着专项债发行放量开启反弹。

“但经济恢复不均衡的问题依然存在，将限制制造业投资和消费复苏。”高瑞东进一步解释，疫情反复，居民收入

有望再次降准

结构性分化、储蓄倾向较高，将限制消费复苏。通胀风险虽总体可控，但工业品价格高企，持续压制下游制造业盈利恢复，拖累制造业复苏步伐。

高瑞东预测，四季度，财政政策将进一步发力，随着专项债进入密集发行期，基建增速有望持续反弹。上半年，经济复苏势头良好，财政支出进度和专项债发行规模不及正常年份，为下半年发力预留了充足空间。在三季度经济压力超预期的背景下，9月1日召开的国务院常务会议要求，发挥地方政府专项债作用，带动扩大有效投资。9月22日召开的国务院常务会议要求，更好发挥社会投资作用扩大有效投资。接下来，随着专项债进入密集发行期，预计基建投资将持续反弹，支撑总需求。

“货币政策易松难紧，央行或适时通过加大公开市场操作，或再次降准来缓解市场的阶段性流动性紧张。”高瑞东分析称，二季度末金融机构超储率为1.2%，整体处于历史较低水平。9月份至12月份共计约有3.99万亿元的新增政府债券待发行，叠加9月份至12月份本身还有3.05万亿元的MLF到期，大量政府债券发行和MLF到期将对银行体系流动性产生较大扰动。央行或通过适时加大公开市场操作，或者再次降准，稳定流动性环境，配合政府债券发行。

此外，高瑞东认为，“随着美国财政刺激政策逐步推进、货币逐渐收紧和经济稳步恢复，预计美债收益率和美元指数将进入中长期上行通道，进而对人民币汇率带来压力。”