

疫情的反复、高温的扰动和地产的羸弱，使得经济复苏之路并非一帆风顺，继续巩固来之不易的经济企稳成果是未来政策的关键。

廖宗魁 /文

经济在经历了五六月份的逐步企稳后，7月份复苏的动能略有回落。

此前一些先行指标已有预示，7月制造业PMI再度跌破枯荣线至49%，比上月下降1.2个百分点；7月新增社会融资规模7561亿元，比上年同期少3191亿元，存量社会融资规模同比增长10.7%，比上月下降0.1个百分点。

8月15日，国家统计局

公布的经济数据显示，7月消费、投资、工业和地产的复苏动能都有所减弱，内需不足仍是当前经济的主要问题。7月社会消费品零售总额同比增长2.7%，比上月回落0.4个百分点；7月全国规模以上工业增加值同比增长3.8%，比上月回落0.1个百分点；1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.7%，比1-6月份回落0.4个百分点；1-7月份，商品房销售面积同比下降23.1%，降幅比1-6月份扩大0.9个百分点。

地产持续下行对相关消费、产业链增长都有较大的影响；全国很多地区持续高温也给经济运行带来了一些不利的冲击；6月份经济脉冲性冲高后，也会有一个自然回落的过程。这些因素叠加在一起，都对7月经济复苏产生了扰动。

国家统计局新闻发言人付凌晖表示，“经济目前还是处于恢复进程中，市场需求的制约作用还是比较大，企业经营的困难还比较多，经济回升的基础还有待巩固。”

近期市场也有所调整，而且缺乏明确的主线，热点板块之间的轮动较快，与经济相关度高的蓝筹股表现低迷。这些特征都表明，市场对经济复苏的不确定性存在担忧。

与此同时，央行

逆回购

操作的中标利率均下调了10个基点。这是央行1月份以来，再次下调MLF利率。

由于政策利率已经下调，未来一段时期，新一轮贷款市场报价利率

( LPR ) 估计也会下调，与房贷利率关联度更大的5年期LPR下调幅度可能会更大。

## M2与社融的背离

根据央行公布的数据，7月新增社会融资规模仅为7561亿元，比上年同期少3191亿元，社融单月的增量创下2016年7月以来的最低。7月新增人民币贷款6790亿元，比去年同期少4042亿元。

### 中信证券

认为，地产销售下滑、信贷需求被部分透支，以及制造业景气度有所回落，可能是7月信贷扩张阶段性放缓的主要原因。第一，7月30个大中城市商品房成交面积同比下降33.8%，降幅比6月扩大，导致居民按揭贷款投放较少。第二，6月信贷投放较多，存在半年度考核时点冲业绩的动力，可能部分透支了7月的信贷需求。第三，受市场有效需求不足、大宗商品价格波动、高耗能行业景气走弱等因素影响，7月制造业景气有所回落，可能对信贷产生了一定的影响。

### 虽然社融的表现不佳

，但货币供给端却仍旧继续上升。7月末广义货币供给量（M2）同比增长12%，比上月提升了0.6个百分点，创近6年来的新高。这导致M2与社融增速差达到1.3个百分点，这是有月度社融数据以来的最高增速差。

社会融资规模与M2就像一对孪生兄弟，类似于一张表的两端，即资产和负债，一个表示资产的运用（社会融资规模），一个表示资金的来源（M2）。社会融资规模可理解为金融体系的资产、实体经济的负债，而M2则可理解为金融体系的负债。

既然社会融资规模与M2是一个硬币的两面，为何会经常出现较大的背离呢？从历史的规律看，当M2与社融增速差不断走弱时，往往意味着稳增长取得了较好的效果，经济增长动能较强，比如2016-2017年以及2020年4月至2021年一季度；当M2与社融增速差不断上升时，则表明经济的增长动能较弱，比如2018年。

M2增速上升较快，表明央行在货币供给端给予了足够的放松，但是由于经济需求端较弱，导致融资需求恢复较慢，从而形成了M2与社融的增速差不断扩大。其背后揭示的是，宽信用迟迟没有明显见效。

相比历史上的稳增长周期，2022年社融增速的上升幅度要更慢、且更少。7月存量社融增速为10.7%，用了9个月时间，仅仅比低位提升了0.7个百分点。在2020年2-10月的周期中，社融增速仅仅8个月就上升了3个百分点。在2015年6月至2016年3月的周期中，经过调整后的社融增速一年内上升了2.7个百分点。

在以往的“稳增长”周期中，货币政策都通过房地产较好的达到了宽信用的目的，社融增速得以较快的回升。而在本轮中，地产不仅是缺席的，而且还起到了负向的影响，宽信用的效果就大打折扣了，社融上升就变得比较缓慢。

中金公司认为，M2增速大幅上升，其中财政扩张的贡献了大半，也不排除居民赎回投资产品对M2的影响。货币供应增速高，但私人部门仅愿意持有货币，并不进行投资和支出，就会形成流动性的淤积。

### 经济动能放缓

从2020年疫后经济各部门恢复的经验看，出口和工业生产的修复速度最快，修复的程度也最好，这一规律在当下经济的复苏中仍然适用。目前出口已经很快恢复到了18%左右的高增长，7月规模以上工业增加值增速也稳定在3.8%，接近于2021年底的水平。

但工业恢复的速度没有进一步上升，可能一定程度上受到了夏季高温的影响。付凌晖也强调，7月份以来多地出现了散发疫情，南方地区的高温也对经济运行造成了一些不利影响。

### 国盛证券

认为，夏季高温对工业形成短期制约。7月居民用电同比增长26.8%，第二产业用电量同比下滑0.1%。近期南方多地启动有序用电，要求工业企业特别是高耗能企业主动错峰用电，居民用电挤压工业用电，对工业生产构成了短期制约。

中信证券认为，现在需求侧最突出的问题仍然是房地产问题，若房地产市场不能很快得到稳定，既制约社会融资需求的恢复，也严重侵蚀地方政府的财力，还影响居民财富的预期，限制地方政府统筹疫情防控和经济发展的能力。

6月份地产数据出现了短暂的回暖，事后证明这只是疫情缓和后的一次短暂的需求释放，7月又重新回归弱势。1-7月房地产投资同比下降6.4%，降幅比1-6月份扩大1个百分点。7月商品房销售面积同比下滑28.9%，降幅比上月扩大10.6个百分点。从高频数据看，8月前两周30个大中城市商品房成交面积同比下滑约27%，压力依然较大。

房地产的低迷还要持续多久？长江证券认为，疫情管控三年，居民收入受损，住房销售回升举步维艰。尽管各方都在摸索房地产危机的处理方式，但“慢”变量似乎都追不上行业整体恶化的“快”变量。房地产的复杂性、系统性决定了，若无政府信用的介入，仅靠市场力量很难扭转风险趋势。当下房企拿地意愿的低迷，将对未来房地产投资及整体经济形成拖累。

消费恢复较慢一直是内需动力不足的主要矛盾。7月消费同比增长2.7%，比上月回落0.4个百分点。7月消费环比仅为0.27%，比上月回落0.48个百分点。

从消费的绝对增长水平看，仍是比较弱的。相比疫情前8%左右的消费增速相差已经很远，而且也明显低于2021年两年平均增长3.9%的水平，也就是说，当前消费的疫后恢复，甚至弱于2020年下半年至2021年。

疫情对居民消费活动的制约在减弱，7月餐饮消费同比下滑1.5%，降幅比6月有所收窄。但居民收入、房地产等长期因素对消费的制约依然较大。

付凌晖指出，消费增速有所放缓主要原因是：一是由于出行类商品销售有所回落。受汽车促消费政策效果边际减弱，叠加市场淡季和石油价格下调等影响，7月份限额以上单位汽车类、石油及制品类商品零售额同比分别增长9.7%和14.2%，分别比上月回落了4.2和0.5个百分点。这两类合计拉低社会消费品零售总额增速0.4个百分点，影响比较大。

二是部分居住类商品销售比较低迷。7月份，限额以上单位家具类、建筑装潢材料类商品零售额同比分别下降6.3%和7.8%。

虽然全国城镇调查失业率连续回落，7月份已经回落到了5.4%，但一些结构性失业情况依然严峻，7月份，16-24岁城镇青年人失业率为19.9%，比上月上升0.6个百分点。

### 央行意外“降息”

#### 为什么说这次央行的“降息”超出市场预期呢？

实际上，自7月份以来，央行公开市场操作的量就明显收缩，从此前100亿元以上的操作量缩小到了20亿-30亿元的规模。央行似乎在有意的“敲打”市场，市场对进一步宽松的预期逐步降低。



前一段时间，央行公布了二季度货币政策执行报告，里面的一些新表述更使得市场对“降息”不抱太大希望。在报告中，央行强调，“不超发货币”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。而且央行对通胀的关注度大幅提升，报告中用专栏的形式讨论了“结构性通胀压力”，明确指出，未来通胀“一些月份涨幅可能阶段性突破3%”，要“警惕通胀反弹压力”。

一方面，7月经济复苏动力有所回落，宽信用的效果也并不很理想；另一方面，货币供给端依然较为充裕，流动性在银行间市场淤积。在这种背景下，央行采取“量缩价降”的方式，就变得顺利成章了。

8月15日，央行开展4000亿元MLF操作和20亿元公开市场逆回购操作，而8月有6000亿元的MLF到期，可见央行在“量”上是缩的，公开市场操作仍是净回笼状态。但央行同时下调了MLF和逆回购利率，又形成了“价降”。

从外部环境看，中美政策背离的弱化可能给央行降息

打开了一定的空间。2022年以来，美联储处于快速大幅加息的通道当中，中美利差

出现倒挂，人民币汇率存在一定的贬值压力，央行为了兼顾内外平衡，对降息则显得比较谨慎。随着7月美国通胀

的见顶回落，市场对美联储加息

的预期开始有所缓和，央行货币政策受到的外部束缚在减弱。

光大证券

认为，从市场的层面看，由于市场利率持续偏离政策利率，政策利率已经失去了对市场利率的引导作用，调降政策利率有利于弥合市场利率与政策利率的分歧，畅通货币政策的传导路径。

政策利率是市场利率的锚，常态下，银行间市场7天期回购利率（DR007）一般会以7天逆回购操作利率为中枢波动。4月份以来，DR007开始持续明显偏离政策利率，平均偏离近50个基点。在这种持续偏离的情况下，要么央行引导市场利率上行，向政策利率靠拢；要么央行采取下调政策利率的方式，让政策利率向更低的市场利率弥合。央行选择了后者，表明在经济复苏形势尚需巩固之时，央行难以大幅回笼流动性。

央行“降息”是否意味着，稳增长政策出现新一轮的升温？单纯依靠央行的“降息”恐怕并不足以形成如此强烈的信号，后续财政政策以及房地产相关政策的边际变化，可能才是市场关注的稳增长更为重要的发力点。