

# 稳步扩内需 下半年宏观政策实施空间增大

当前研究人士比较一致的看法是，下半年我国出口增速大概率放缓以及外需对经济增长的拉动作用弱化，从而使得经济增长压力有所上升。整体看，我国内需正稳步回升，而且下半年我国可实施的政策空间变大，完全有条件用内需增长来弥补可能出现的外需增速回落。

● 中国外汇投资研究院副院长 赵庆明



视觉中国图片 数据来源/国家统计局 制图/王春燕

## 外需在经济恢复中发挥重要作用

由于我国率先控制住新冠肺炎疫情，具备完整的工业体系和完备的产业链，去年年中以来，我国货物出口持续高速增长。去年6月，我国货物出口恢复正增长，至今已经连续14个月保持正增长。以美元计价，去年10月至今，出口同比增速更是保持在两位数以上。今年1月至7月，按美元计价，我国出口同比增长35.2%，即使以2019年为基数，两年平均增速也高达13.7%。尽管同期我国进口也实现快速增长，但由于增速略低于出口以及绝对数低于出口，货物贸易顺差明显扩大。

同期，我国服务贸易逆差明显收窄，净出口大幅增长。由于全球疫情防控，我国居民出国旅游等服务贸易进口大幅下降，我国服务贸易逆差较此前明显收窄。货物贸易顺差扩大和服务贸易逆差收窄，使整个外需对我国经济增长的拉动作用较此前明显提高。

从支出法核算的GDP看，去年三、四季度，净出口（即外需）对经济增长的贡献率分别为26.2%、22.1%，分别拉动当季GDP增长1.28个和1.24个百分点。去年全年我国

GDP增长2.3%，外需在其中起到重要作用。今年上半年，我国GDP同比增长12.7%，其中净出口拉动2.43个百分点，仅比去年同期资本形成拉动的2.44个百分点低0.01个百分点。

也正是得益于货物出口的高速增长，我国第二产业比第三产业更早更快恢复。从去年9月开始，我国规模以上工业增加值同比增长6.9%以上，恢复到了疫情前的最好水平。去年全年第二产业增加值同比增长2.6%，比第三产业增速高0.5个百分点。其中，出口高速增长的拉动作用

功不可没。今年以来，我国规模以上工业增加值继续维持高速增长。反映工业景气度的一个重要指标工业产能利用率去年二季度以来持续攀升，今年二季度更是达到有记录以来的最高水平78.4%。

出口高速增长拉动了我国经济较快恢复，必须强调的一点是，我国大量出口防疫物资和生活生产物资，也为其他国家抗疫和保证居民正常生活做出巨大贡献。贸易是双赢的事，不单单是我国受益。

## 多因素影响外需拉动作用

进入下半年，我国货物出口增速大概率回落，尤其是到四季度增速可能重回个位数，因此外需对经济的拉动作用可能有所弱化。究其原因有以下两个方面。

首先是基数因素。去年上半年，我国出口同比增长是-6.51%，下半年是12.57%，即使出口仍能维持目前的景气度，单纯由于基数的缘故，下半年出口增速也会明显放缓。最新公布的7月份出口增速为19.3%（美元口径），比上月大幅回落接近13个百分点，其中基数变化是最主要影响因素。另外，从货物贸易顺差看，去

年下半年同比增长47.7%，如此高边际增长，在此基础上再实现正的边际增长难度很大。加之，下半年我国实际出国留学人数较去年同期明显回升，服务贸易逆差有重新扩大的可能。因此，即使不考虑外部因素，单从基数因素看，下半年外需对我国经济增长的拉动作用也会弱化。

其次是主要国家工业生产对我国进口的替代效应可能大于外需改善效应。尽管最近德尔塔变异病毒在欧美很多国家已经扩散，但是从领先指标看，各主要国家的制造业PMI受到的影响不大。由于疫

苗接种以及对新冠病毒有一些防控经验，加之制造业企业人员和场所固定，能够相对较好地做好防护，所以，可以推测即使德尔塔变异病毒扩散某种程度上超过预期，这些国家的制造业受到的影响可能也不会很大。主要国家自身制造业生产的加速，必然对我国出口形成替代效应。当然，如果疫情对经济的不利影响不大，这些国家经济继续复苏，经济增速加快，也会反映到对进口商品的需求上，对我国出口来说就是外需效应。综合来看，替代效应可能大于外需效应。退一步看，即使外需效

应不会完全被替代效应对冲，相对于去年下半年和今年上半年，对我国的进口需求也会大概率放缓。

此外，从国际环境看，外部不确定性因素也有所增加。

实际上，从我国的相关经济指标看，我国货物出口以及相对应的制造业可能已经转弱。7月份，以美元计价的我国出口较上月回落接近13个百分点，人民币计价的出口增速回落至8.1%，为去年7月以来次低增速。从我国制造业PMI来看，也有放缓趋势。

## 内需稳步回升

去年我国经济实现2.3%的正增长，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。去年四季度GDP同比增长6.5%，单从GDP增速看，已经恢复到了疫情前的水平。今年GDP增速更是有

望实现8.5%以上，继续引领全球经济增长。

但也要看到，去年二季度至今，服务业恢复始终慢于工业，外需强于内需，尤其是消费恢复一直慢于预期，经济的内生

增长动能仍未恢复到疫情前水平。如今，外需可能出现弱化，会进一步传导至工业生产一端。这种情况下，扩大内需就成了不二选择。

整体上看，我国内需稳步回升，而且

下半年我国可实施的政策空间不是变小，而是在变大。尤其是财政政策，下半年的空间不仅大于上半年，而且也大于去年下半年，完全有条件使内需增长来弥补可能出现的外需增速回落。

## 先立后破 有序推进碳达峰碳中和

● 英大证券研究所所长 郑后成

中共中央政治局会议日前明确提出，要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台2030年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展。其中，“先立后破”意义深远，既着眼长远，也要立足当下，需遵循能源转型发展规律，充分发挥制度优势，合理安排、有序推进我国碳达峰、碳中和工作。

一是“先立”系统，推进新型电力系统建设。发展可再生能源、提升能源效率和推进终端电气化是实现碳达峰、碳中和的主要举措，对碳减排贡献度超过70%，其核心在于加速打造新型电力系统建设。中央财经委员会第九次会议指出，要构建清洁低碳安全高效的能源体系，控制化石能源总量，着力提高利用效能，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。

新型电力系统核心特征体现为清洁低碳、安全可控、灵活高效、智能友好和开放互动，应推进新能源集中式和分散式发展，推动风光水火储一体化开发；推进新能源发电跨省跨区优化配置，推进能源互联网建设；在输电配用电各环节系统性推进电力系统灵活性建设；推进数字化技术在新型电力系统中的作用，推进发输配售用一体化建设；推进综合能源服务、虚拟电厂、灵活性响应、电动汽车及充电桩、分布式能源等新业务、新业态、新模式的发展，推进电力市场建设，积极推进可再生能源参与电力市场交易，进一步还原电力商品属性。

二是“先立”市场，完善我国碳市场建设。目前我国碳交易市场在立法建设和实务操作上都取得一定成效，逐步形成了全国和区域、一级和二级、现货和衍生品的多层次碳交易市场体系。接下来将在配额分配机制、温室气体范围、市场覆盖行业等方面进一步完善。从全球成熟碳市场看，碳交易是碳金融的基础，碳金融是碳交易的方向，两者都是推进绿色技术应用、控制温室气体排放，实现经济社会可持续发展的有效工具。为充分发挥碳市场在碳达峰、碳中和中的作用，我国碳市场需要进一步推进碳市场金融属性建设，推进金融机构成为碳市场主体，推进碳期货、碳基金等碳金融创新产品示范，充分发挥碳金融在配额价格发现、降低碳市场风险、提高配额配置效率、推进绿色技术发展中的作用，发挥电网平台作用，完善碳配额成本传导机制，形成全社会共担共建共享绿色发展的局面。

三是“先立”技术，推进绿色技术示范应用。绿色技术是实现碳达峰、碳中和的关键。我国风光等可再生能源技术在全球处于领先地位，但相比化石能源竞争力仍不足。据测算，绿色溢价在当前及今后一段时间仍将存在，电力行业在2030年左右实现绿色溢价转负，非电能源供应行业则需要更长时间。需要充分发挥碳金融、绿色金融等创新机制，推动绿色低碳技术、减污降碳技术等实现重大突破。进一步降低风光等可再生能源度电成本，进一步推进可再生能源在供热、制氢等领域创新应用，进一步提高风光灵活性与可靠性水平；进一步提高云大物移智链等数字



新华社图片

技术在存量改造和增量发展中的作用；进一步推进氢能、储能、特高压、碳捕集及利用等创新技术示范及推广；进一步推进工业、建筑、交通等领域电能替代示范，推进绿氢、绿氨应用示范；进一步推进能源生产清洁化、能源消费电气化、能源利用高效化、技术产品化、产业化应用节奏。

四是“后破”传统化石能源，逐步打破煤电及化石能源主体地位。目前我国能源消费结构中化石能源占比仍然超过80%，煤炭占比超过55%，化石能源仍在稳定可靠能源供给、保持实体经济竞争力等方面发挥重要作用。“十四五”“十五五”期间我国各区域逐步进入后工业化社会，全国能源消费逐步进入“总量增加，增速下降”的减增速阶段，但仍处于碳排放上行阶段。“十四五”“十五五”期间，我国电力供给端和需求侧负荷双向波动逐步加大，能源电力供应整体宽松，但局部地区季节性、阶段性供需紧张趋势将越发凸显，电价波动也逐步成为常态。在储能、氢能等创新灵活性技术逐步具备竞争力的过程中，仍需煤电在促进可再生能源消纳、提高电力系统灵活性调节、保障区域季节性阶段性电力供需安全中发挥重要作用。新型电力系统建设是一个长期的、系统性工程，煤电仍是新型电力系统建设过程中的重要支撑，一味地、一刀切地去煤化、去煤电将对能源电力安全可靠稳定供应带来较大影响。

注：本文仅代表个人观点，与所在供职单位无关

## 全球金融周期步入复苏和扩张阶段

# 中国资产崛起时代来临

● 招商证券研发中心董事总经理 谢亚轩

全球金融周期逐步进入复苏和扩张阶段，将带动国际资本特别是证券项下国际资本流向新兴经济体。中国作为新兴经济体的代表是国际投资者的首选投资目的地，“中国资产”崛起的时代已经来临。

## 上半年国际投资者增持中国股票和债券资产

2021年上半年的数据显示，国际投资者继续增加持有中国的股票和债券资产。据中国人民银行公布的数据，2021年前6个月，境外机构增加持有境内人民币债券5046亿元人民币，同比增长62%。从陆股通数据来看，2021年上半年北向资金净买入股票金额达2236亿元人民币，同比增长89%。国际投资者通过证券市场对中国资产投资的规模开始超过直接投资。国际收支平衡表显示，2021年一季度，外商来华直接投资976亿美元，我国对外直接投资219亿美元，直接投资项下跨境资本流动规模达1195亿美元。同期，我国对外证券投资717亿美元，境外对我国证券投资752亿美元，证券项下跨境资本流动规模达1469亿美元，证券项下跨境资本流动规模已是直接投资项下跨境资本流动规模的1.2倍。

不过，近期似乎有一些市场信号让公众担心国际投资者在改变对中国资产的看法。2021年7月北向资金净流入107.6亿元，

虽连续第9个月净流入，但净流入规模明显放缓。与此同时，证券市场国际资本流动的波动性显著放大。比如，7月26日，中国资本市场出现调整，有观点认为这与国际投资者抛售中国债券有关。此前一直处于盘整状态的人民币兑美元汇率在当天也出现异常波动，离岸人民币汇率一度贬超0.6%，跌破了6.5。

必须看到，国际投资者以价值投资为主导思想，在作出投资决策时会综合考虑中国 and 全球领域多个方面的经济基本面、金融、宏观经济及制度性因素。

## 四大有利因素

基于以下四个理由，笔者认为，国际投资者未来仍将青睐和增持中国资产：

一是中国多维度释放对外开放资本市场和融入全球化的积极信号。8月1日，中国证监会回应美国证券交易委员会称，两国监管部门应当继续秉持相互尊重、合作共赢的精神，就中概股监管问题加强沟通，找到妥善解决的办法，为市场营造良好的政策预期和制度环境。证监会还强调，中国推进改革开放的基本国策坚定不移，金融对外开放的力度会不断加大。8月6日，富达基金管理（中国）有限公司获批设立，这是继全球最大资产管理公司贝莱德的中国全资子公司——贝莱德基金管理有限公司获得批文后的第二家。同日，摩根大通宣布，证监会已对摩根大通证券（中国）有限公司

控股股东——摩根大通国际金融有限公司受让5家内资股东所持股权，成为摩根大通证券（中国）唯一股东的事项准予备案。摩根大通证券（中国）将成为中国首家外资全资控股的证券公司。以上信息都充分说明，决策层在向国际投资者释放明确和积极的政策信号，以稳定其信心并增强中国资产的吸引力。

二是新冠疫情一定程度上得到控制，全球宏观经济基本面企稳回升，为中国资产打下坚实基础。2021年7月，国际货币基金组织发布更新的《世界经济展望报告》，预计2021年全球经济增长速度将达到6%。当前虽然有德尔塔病毒变异带来的挑战，但疫苗的推广和普及，防疫措施更广泛实施，对于全球各个主要经济体实体经济恢复起到关键作用。这意味着以疫情受控和实体经济恢复常态为基础的跨境资本流动总量扩张有坚实的基础，而非纯粹由利差等金融套利因素所驱动。这使得跨境资本流动的总量扩张具备更强的持续性和稳定性。中国作为全球最重要的制造中心仍将显著受益于全球经济基本面和跨境资本流动扩张的趋势，受到更多注重经济基本面和价值投资的国际投资者的重视。

三是美联储的货币政策收缩将晚于市场预期，推动国际资本流入中国资本市场。美联储的货币政策是影响国际投资者行为的重要因素。市场认为美联储会因考虑全球通胀走势而提前收缩货币政策，但美联储主席鲍威尔却一再强调通胀只是暂时

的。第一，近期通胀的高企是因为疫情得到控制后消费等需求的“报复性”增加，不可持续；第二，美国总供给瓶颈不是永久的，近期供应会重新上升，因此当前通胀将是一次性的价格膨胀，通胀预期锚定在2%左右；第三，“宁要通胀，不要通缩”，因2%的通胀目标多年未达标，这次美联储愿意承担通胀上升的风险。据此推测，美联储退出宽松货币政策的时间更可能在2022年上半年，而非市场预期的2021年第四季度，这将推动国际资本继续流入中国资本市场。

四是新一轮全球金融周期已处于复苏和扩张状态，在更长的时间维度内对国际资本投资中国资产带来推动力。国际清算银行（BIS）此前的研究认为，美元的强弱与全球美元金融周期或信用扩张（商业银行对所有部门的国际信贷占GDP的比重）之间存在一个互相加强的正反馈关系，美元走弱带动美元信用扩张，美元信用的扩张通过增加美元供应进一步带动美元走弱。上一轮全球金融周期扩张处于2000年至2008年。其中，2000年三季度国际信贷占GDP的比重开始扩张，时隔6个季度，美元指数在2002年一季度开始回落，这一进程一直持续到2008年全球金融海啸的爆发。当前，国际信贷占GDP的比重从2019年出现上升，美元指数的底部已出现在2020年二季度，间隔7个季度，与上一轮十分接近。以上信号表明新一轮全球金融周期已经处于复苏和扩张阶段，这将为国际投资者投资中国资产提供源源不断的“推动力”。