

2021 年 07 月 25 日

“周期性风险”，理解与应对

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

“周期性风险”为近期首次提出，理解其含义，或有助于厘清当下政策思路。

- **“周期性风险”，在国内经济中体现为短周期下行压力、以中周期债务压制**
“周期性风险”，在国内短周期的体现，或为疫后政策“退潮”带来的经济局部下行压力，以投资为例。政策托底及“外溢”下，房地产和基建投资在疫情期间快速修复，2020 年年中已恢复至疫情前；伴随经济活动逐渐正常化，政策重心回归“调结构”、“防风险”，房地产投资从 2020 年 11 月高点 12.7% 回落至 2021 年 6 月两年复合的 7.2%，基建投资从高位回落 7 个百分点至最新两年复合的 3.9%。
“周期性风险”，在国内中周期的体现，或为持续累积的债务压力，及债务化解过程中的信用风险暴露，与经济下行压力。疫后杠杆的快速抬升，使前期持续累积的债务压力加速显性化，再融资现金流趋紧，城投债募资用于“借新还旧”比例抬升至 86%、创历史新高；同时，城投平台负债短期化、信用分层等加剧，推升潜在信用风险。债务压制下，地方政府投资意愿和能力等下降，进而影响经济。
- **“周期性风险”，在全球经济运行中体现为全球通胀、资金回流、及出口回落**
“周期性风险”，在海外的体现，首先包含了全球“大放水”之后的全球大通胀。应对疫情影响，美国等发达经济体实施货币“大放水”、M2 增速创历史新高。不同于以往因衰退“放水”阶段，美国财政大规模发钱，导致部分居民就业意愿下降、企业被迫加薪招人，使劳动力成本“不降反升”；同时，发达经济体经济修复带动商品需求扩张，而新兴经济体疫情反复拖累原材料供给，进而推升全球通胀。美国已进入复苏甚至过热的状态，部分新兴经济体却已陷入“滞涨”，如此格局容易鼓励资金从新兴市场回流美国。新兴经济体，大多需要出口相对低附加值商品、进口相对高附加值商品，美元走强背景下，输入性通胀压力上升；抗击通胀、汇率贬值的压力下，又被迫加息、加剧问题暴露。此外，主要生产型经济体生产能力的修复，或导致中国出口“份额”的下降，出口链对国内经济支撑作用下降。
- **面对“周期性风险”，政策或应做好跨周期调节，注重前瞻性、持续性等**
跨周期调节应对“周期性风险”，更加注重前瞻性、持续性和结构引导等，带来经济长期波动下降等。应对经济回落压力等，传统阶段以逆周期调节为主；而当前主要运用跨周期调节，目标、方式、影响等不同。相较逆周期调节，跨周期调节着眼经济长期可持续发展，熨平经济短周期波动的过程中，更加注重前瞻性、持续性和结构引导等，并通过结构性改革释放政策红利，加快推动经济转型等。
跨周期调节下，货币流动性不具备趋势性收紧的基础，也不会“大水漫灌”。经济回落等周期性风险的渐显，决定了货币流动性较难出现明显收紧；政策重心回归“防风险”、“调结构”，也需要适宜的货币流动性环境相配合。但过于宽松的货币流动性环境，容易导致商品交易的金融属性增强、加大通胀压力和资产泡沫，也容易引发金融机构和企业“空转”套利等行为，不利于应对“周期性风险”。
- **风险提示：**经济压力加大，债务风险暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-水泥、玻璃表现，映射地产投资结构分化》-2021.7.21

《宏观经济点评-收入改善延续，支出仍然偏慢》-2021.7.21

《宏观经济专题-从债务付息，看地方财政压力》-2021.7.19

目 录

1、 “周期性风险”，在国内体现为短周期下行压力、债务压制等	3
2、 在全球经济运行中体现为全球通胀、资金回流、出口回落等	4
3、 政策或应做好跨周期调节，注重前瞻性、持续性等	8
4、 流动性与政策跟踪	10
5、 风险提示	12

图表目录

图 1: 社融等领先指标显示，经济已逐步见顶回落	3
图 2: 地产、基建增速自 2020 年已先后见顶回落	3
图 3: 疫后杠杆率明显抬升	4
图 4: 地方债务到期、再融资压力明显加大	4
图 5: 疫后主要发达经济体货币“大放水”	4
图 6: 不同以往，本次经济回落后劳动力成本“不降反升”	4
图 7: 美国职位空缺数创历史新高	5
图 8: 经验显示，劳动力成本居高不下，容易推升通胀	5
图 9: 全球疫苗供给严重失衡	5
图 10: 主要资源型经济体疫苗接种率多偏低	5
图 11: 考虑原油产量，当前油价仍处于相对偏低位置	6
图 12: 中国 CPI 部分原材料相关分项已处于历史高位	6
图 13: 伴随通胀压力上升，美债利率上行	6
图 14: 土耳其政策利率上调应对通胀压力	6
图 15: 伴随美元指数走强，部分新兴市场国家汇率贬值	7
图 16: 新兴市场国家外债压力攀升	7
图 17: 2020 年，中国在全球出口中的份额明显提升	7
图 18: 海外主要发达经济体生产大多已恢复至疫情前	7
图 19: 美国、欧盟从中国进口占比下降	8
图 20: 中国出口增速逐季回落	8
图 21: 传统周期下，基建和房地产投资对冲出口下行	8
图 22: 2020 年年中以来，资金空转、地产等监管加强	8
图 23: 政策向中小微企业、高新技术产业倾斜	9
图 24: 财政直达资金支持“六保”	9
图 25: 全球“大放水”下，大宗商品上涨快于以往	9
图 26: 货币市场利率围绕政策利率附近波动	9
图 27: 本周(7月19日-7月23日)资金净投放为零	10
图 28: 下周(7月26日-7月30日)有 500 亿元资金到期	10
图 29: 本周(7月19日-7月23日)货币市场利率多数回落	11
图 30: 本周(7月19日-7月23日)SHIBOR 多数回落	11
表 1: “周期性风险”为近期首次出现	3
表 2: 本周重点政策概览(7月19日-7月25日)	11

1、“周期性风险”，在国内体现为短周期下行压力、债务压制等

“周期性风险”为近期首次出现，理解其含义，或有助于厘清当下政策思路。7月12日，国务院总理在经济形势专家和企业界座谈会上指出，“做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险”。而在此之前的7月7日，国务院常务会议决定，适时运用降准等工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持；随后7月9日，央行宣布降准。超预期的降准，放在“周期性风险”环境下，或更容易理解。

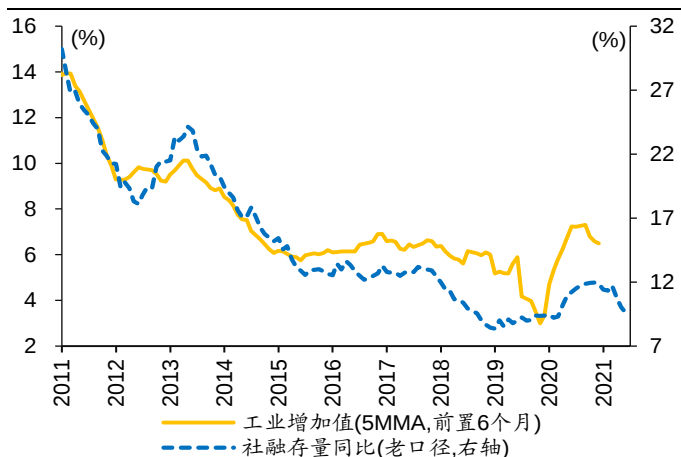
表1：“周期性风险”为近期首次出现

时间	会议/文件	主要内容
2021年7月7日	国务院常务会议	针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性， 适时运用降准等货币政策工具 ，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。
2021年7月9日	央行宣布降准	中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。
2021年7月13日	经济形势专家和企业界座谈会	统筹疫情防控和经济社会发展，立足当前，着眼长远，做好跨周期调节， 应对好可能发生的周期性风险 ，大力推进改革开放，在发展中保障和改善民生，巩固经济稳中向好态势

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

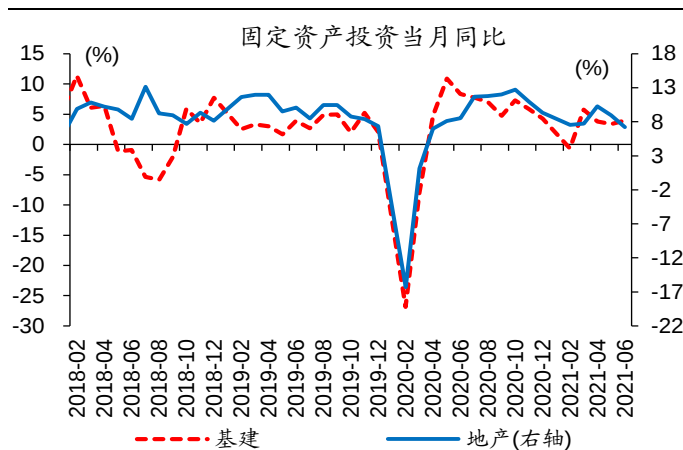
“周期性风险”，在国内短周期的体现，或为疫后政策“退潮”带来的经济局部下行压力，以投资为例。政策托底及“外溢”下，房地产和基建投资在疫情期间快速修复，2020年年中已恢复至疫情前；伴随经济活动逐渐正常化，政策重心回归“调结构”、“防风险”，房地产投资增速从2020年11月高点12.7%回落至2021年6月两年复合的7.2%，基建投资增速从高位回落7个百分点至最新两年复合的3.9%。

图1：社融等领先指标显示，经济已逐步见顶回落



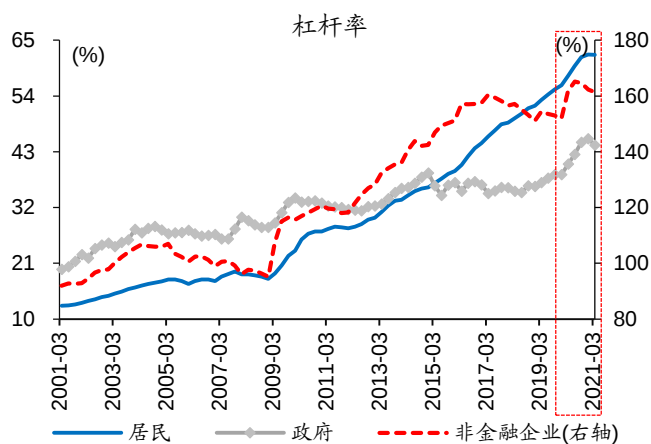
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：地产、基建增速自2020年已先后见顶回落

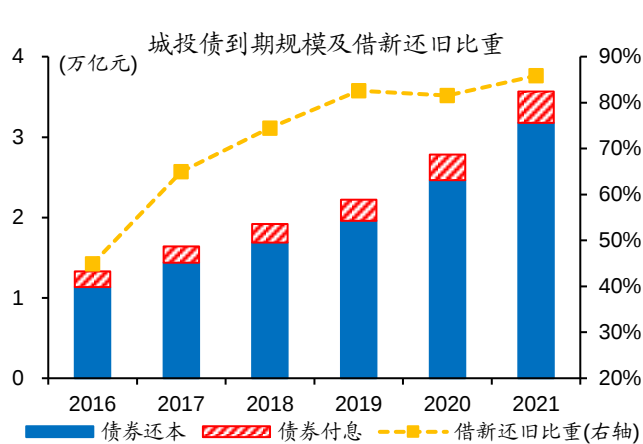


数据来源：Wind、开源证券研究所

“周期性风险”，在国内中周期的体现，或为持续累积的债务压力，及债务化解过程中的信用风险暴露，与经济下行压力。疫后杠杆的快速抬升，使得前期持续累积的债务压力加速显性化，再融资现金流趋紧，城投债募资用于“借新还旧”比例抬升至 86%、创历史新高；同时，城投平台负债短期化、信用分层等加剧，推升潜在信用风险（详情参见《城投债融资“新”变化》）。债务压制下，地方政府投资意愿和能力等下降，也可能影响经济表现。

图3：疫后杠杆率明显抬升


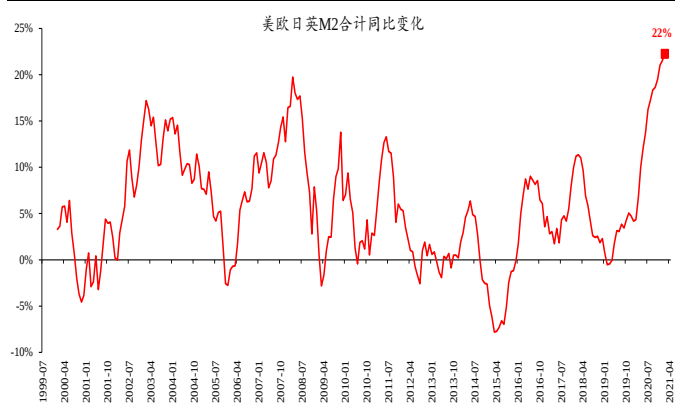
数据来源：CNBS、开源证券研究所

图4：地方债务到期、再融资压力明显加大


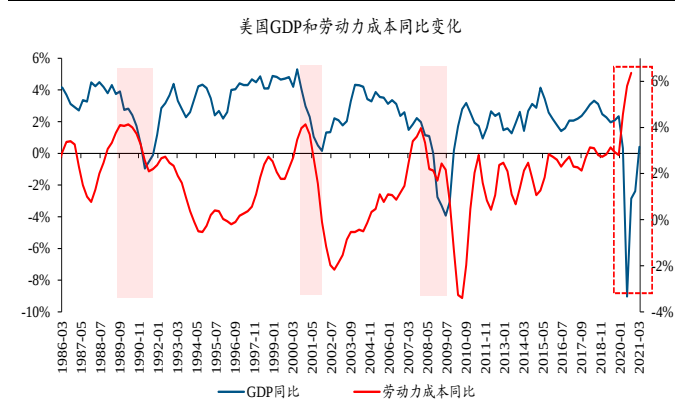
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、在全球经济运行中体现为全球通胀、资金回流、出口回落等

“周期性风险”，在海外的体现，首先包含了全球“大放水”之后的全球大通胀。应对疫情影响，美国等发达经济体均实施货币“大放水”、M2 供应增速创历史新高。不同于以往因衰退“放水”阶段，美国财政大规模发钱，导致部分居民就业意愿大幅下降，企业被迫加薪招人，使得劳动力成本“不降反升”。“用工荒”的持续存在下，美国企业的劳动力成本持续高企；经验显示，美国劳动力成本的居高不下，容易引发通胀螺旋式上涨（详情参见《全球大通胀时代》）。

图5：疫后主要发达经济体货币“大放水”


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：不同以往，本次经济回落后劳动力成本“不降反升”


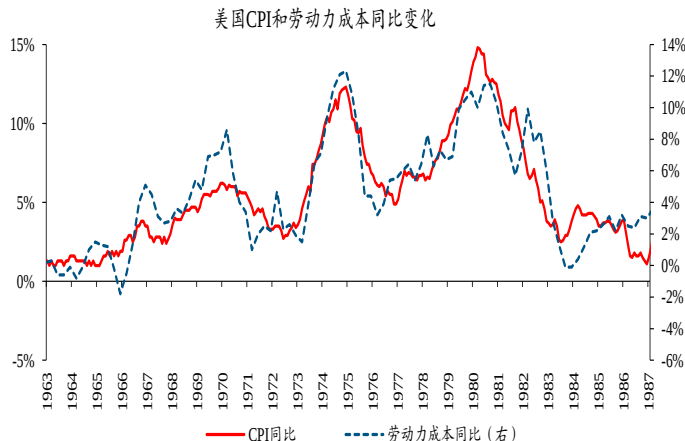
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国职位空缺数创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

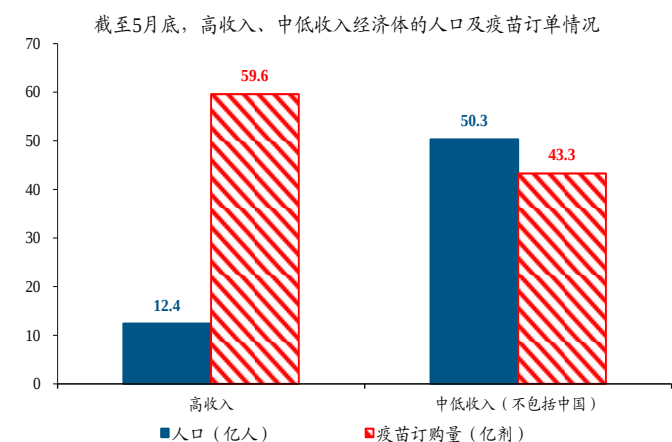
图8：经验显示，劳动力成本居高不下，容易推升通胀



数据来源：Wind、开源证券研究所

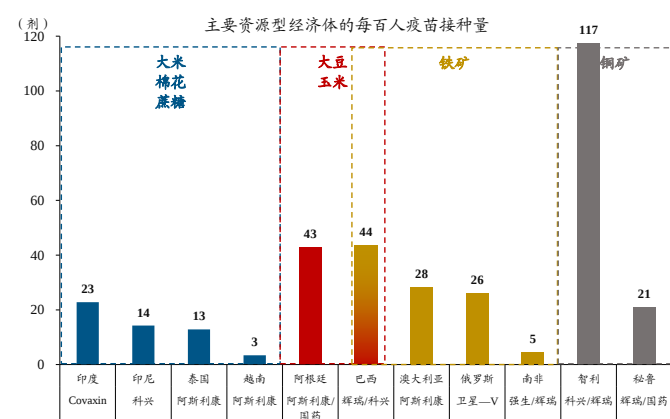
供需缺口等影响下，全球大通胀压力或持续较长时间，也带来国内输入性通胀压力显性化。伴随疫苗大规模推广、疫情形势改善，发达经济体的经济修复将持续加快，并带动各类商品需求大幅扩张。相反，由于疫苗严重短缺，新兴经济体的疫情反复仍是常态，农产品、铜等商品的产能将因此持续受限。全球供需缺口及流动性过剩等因素影响下，全球主要商品持续大幅上涨、多创历史新高，对国内物价的影响也已有明显体现，CPI 交通工具燃料、通信工具、家用器具等分项抬升至历史高位（详情参见《低估的通胀“传导”》）。

图9：全球疫苗供给严重失衡

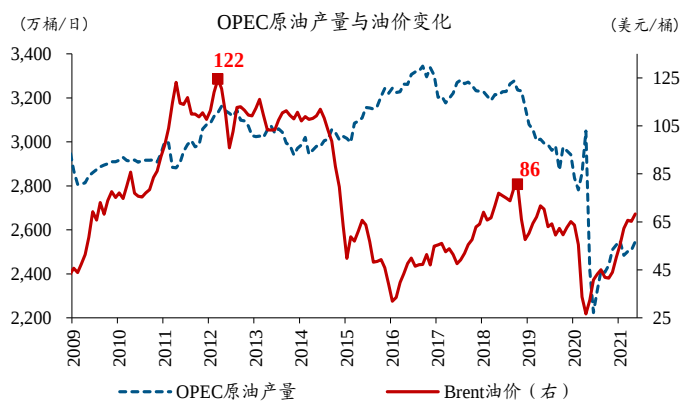


数据来源：Duke University、开源证券研究所

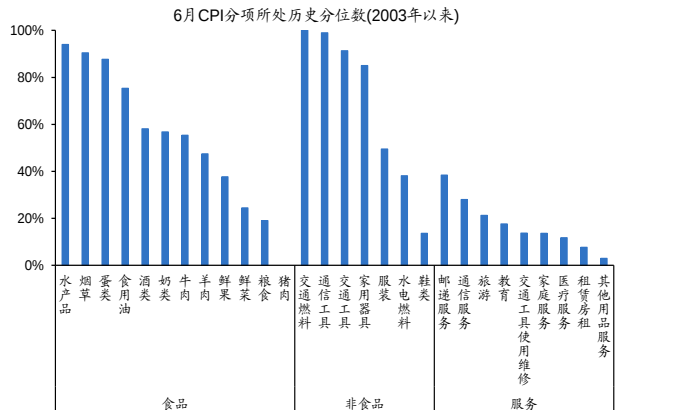
图10：主要资源型经济体疫苗接种率多偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

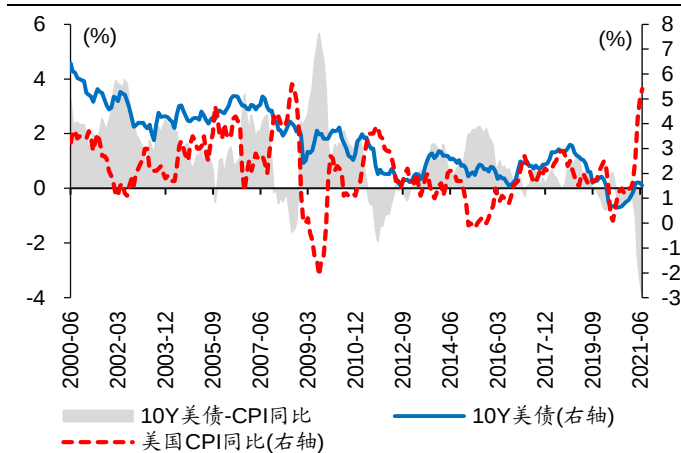
图11: 考虑原油产量, 当前油价仍处于相对偏低位置


数据来源: Wind、开源证券研究所

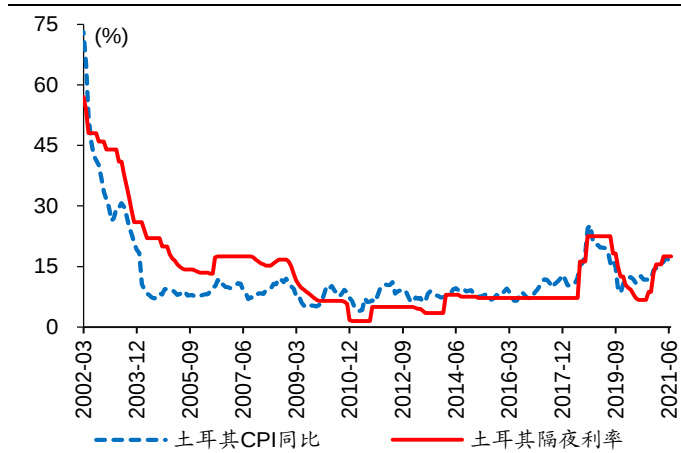
图12: 中国 CPI 部分原材料相关分项已处于历史高位


数据来源: Wind、开源证券研究所

美国已进入复苏甚至过热的状态, 受制于输入性通胀压力, 部分新兴经济体却已陷入“滞胀”, 如此格局容易鼓励资金从新兴市场回流美国。新兴经济体, 大多需要出口相对低附加值商品、进口相对高附加值商品, 美元走强背景下, 输入性通胀压力上升; 抗击通胀、汇率贬值的压力下, 又被迫加息、加剧问题暴露。经验显示, 美债利率上行、美元进入“强势通道”, 往往会带动资金回流美国, 部分新兴经济体的“尾部风险”容易暴露(详情参见《美债上行的国别影响》)。

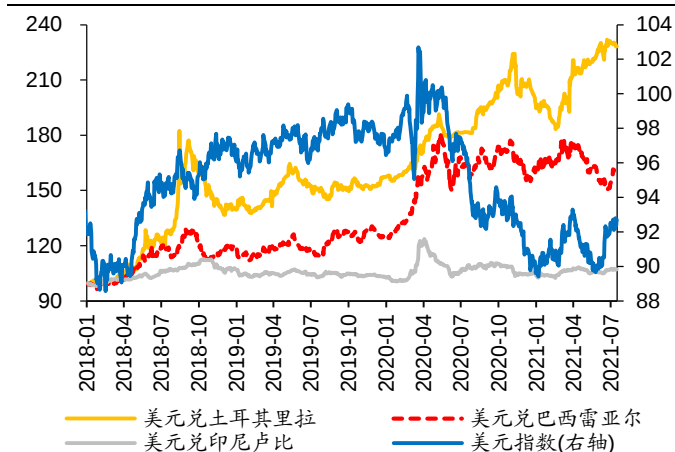
图13: 伴随通胀压力上升, 美债利率上行


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 土耳其政策利率上调应对通胀压力


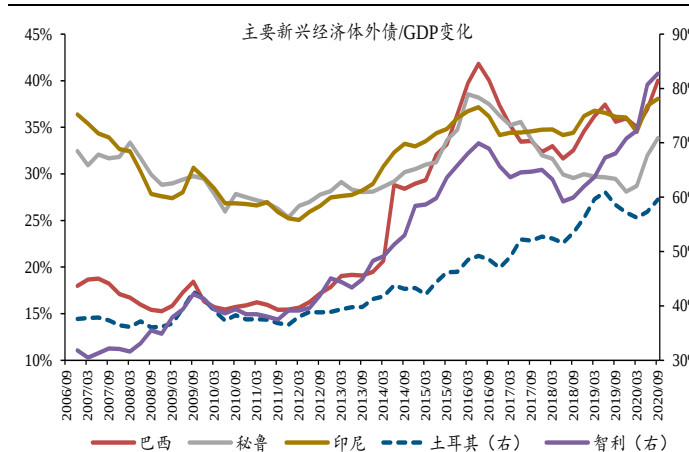
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 伴随美元指数走强, 部分新兴市场国家汇率贬值



数据来源: Wind、开源证券研究所

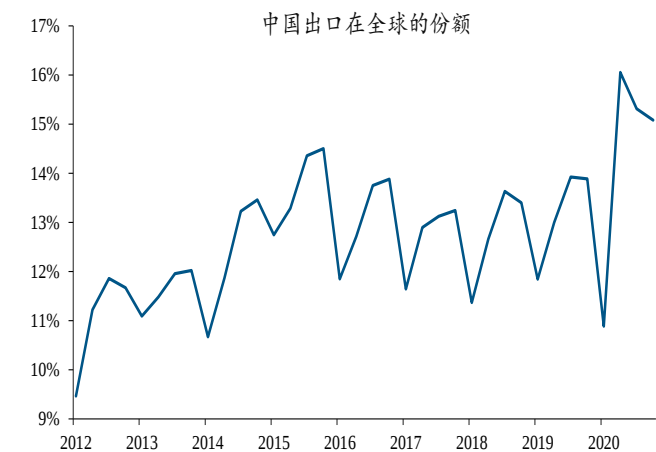
图16: 新兴市场国家外债压力攀升



数据来源: Wind、开源证券研究所

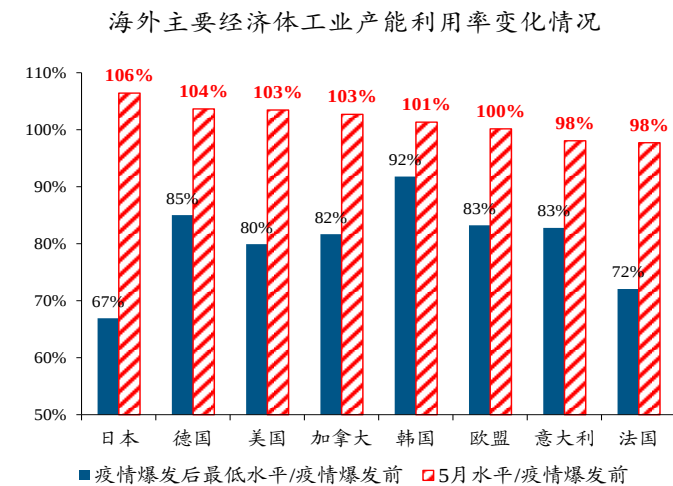
此外, 主要生产型经济体生产能力的修复, 或导致中国出口“份额”的下降, 出口链对经济支撑作用下降。中外疫情错位下, 中国率先走出疫情、生产恢复, 快速成为承接全球需求的生产中心, 出口在全球份额大幅提升。伴随疫情对发达经济体干扰减弱, 美、欧及主要生产型经济体的产能快速修复、大多已恢复到疫情前, 从中国进口的动能逐步减弱, 进而导致中国出口“份额”的下降 (详情参见《出口形势, 全景展望》)。

图17: 2020年, 中国在全球出口中的份额明显提升



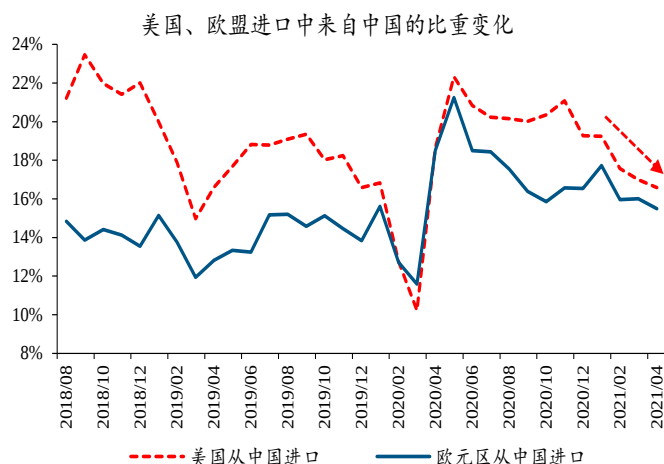
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 海外主要发达经济体生产大多已恢复至疫情前



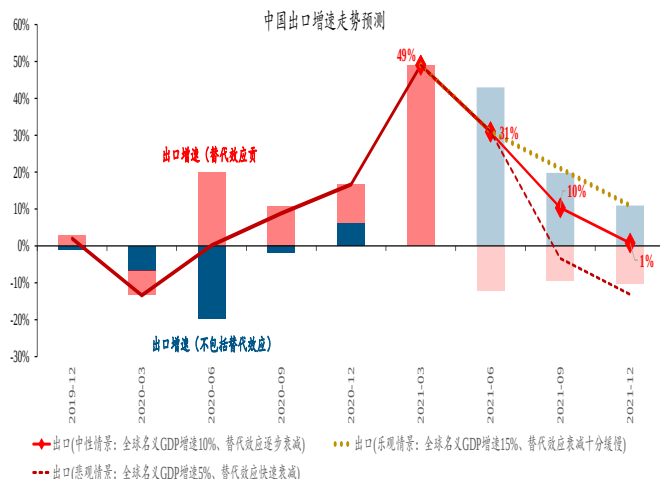
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 美国、欧盟从中国进口占比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 中国出口增速逐季回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、政策或应做好跨周期调节，注重前瞻性、持续性等

跨周期调节应对“周期性风险”，更加注重前瞻性、持续性和结构引导等，带来经济长期波动下降等。应对经济回落压力等，传统阶段以逆周期调节为主；而当前主要运用跨周期调节，目标、方式、影响等不同。相较逆周期调节，跨周期调节着眼经济长期可持续发展，熨平经济短周期波动的过程中，更加注重前瞻性、持续性和结构引导等，对结构性问题的“容忍度”较低，2020年年中以来地产调控加强即为典型。

图21: 传统周期下，基建和房地产投资对冲出口下行

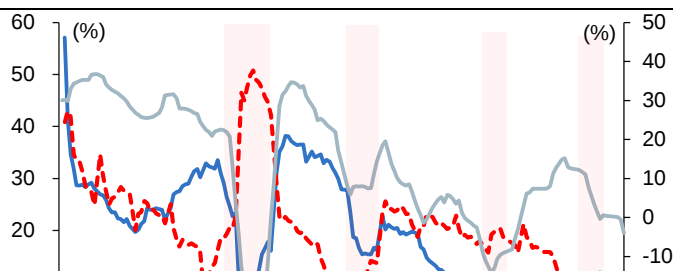
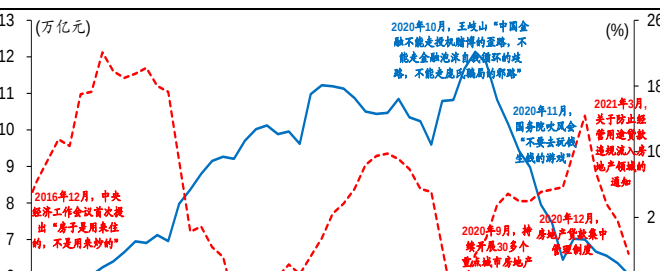


图22: 2020年年中以来，资金空转、地产等监管加强



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22357

