

跨周期调节下半场：“7.30” 中央政治局会议精神解读

准确理解跨周期调节，是正确把握我国宏观调控脉络的关键。我国已基本渡过跨周期调节的上半场，即稳增长压力较小的窗口期，而正在进入跨周期调节的下半场，经济复苏动能放缓。

- 相较疫情前的经济增长态势，当前的经济复苏仍有不足之处。部分疫情造成的损失可能是难以弥补的。经过我们拆解发现，服务消费拖累居民消费复苏，而非居民部门的商品消费疲软可能是社零恢复较慢的一个重要原因。虽然 2021 年二季度内外需错配有所收敛，但是经济动能的切换仍具挑战性。
- 未来仍需面对五点挑战：一是外需景气逐渐回落，内需的紧迫性进一步增强；二是K型复苏下的就业压力仍较大，服务业创造就业的能力仍存在堵点；三是就业压力背后的收入问题，财政难以完全填补疫情引发的收入损失，基建投资又存在资金闲置和项目不足的问题，可能无法像过去那样显著拉动就业增长；四是中小企业经营压力不减，根本原因是内需不足；五是严监管的短期影响可能逐渐显现，房销不弱和消费疲软形成鲜明对比，如何平衡长期发展和短期阵痛将考验政策调控能力。
- 经济增长是解决问题的关键。部分领域可能存在流动性陷阱，政策调控需要有效改善经济预期。跨周期调节下半场，保持宏观政策的连续性稳定性，既要保持政策定力，保持必要的支持，不搞强刺激；又要加强经济形势研判，保持政策弹性，该出手时便出手。正常的宏观政策是资产而非负债，跨周期是逆周期调节的补充而非替代。
- 风险提示：经济下行超预期，政策不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120090034

目录

一、准确理解跨周期调节内涵是正确把握宏观政策取向的关键	4
二、上半年经济稳步修复但复苏不充分和动能放缓值得关注	5
三、上半年内需消费与投资恢复究竟如何	7
3.1 内需消费难言乐观，未来可能会对经济动能切换产生较大影响	7
3.2 内需投资的分化特征明显，房地产投资缓慢下行	10
四、扩内需要应对五个方面的挑战	13
五、主要结论及政策建议	18

图表目录

图表 1.过去 5 年中央经济工作会议内容.....	4
图表 2. 三次产业累计同比 (%)	5
图表 3. GDP 分行业平均增速及与 2019 年的偏离 (%)	5
图表 4. 2021 年下半年中国经济增长的情景分析.....	6
图表 5. 2021 年 7 月 IMF 世界经济展望 (%)	6
图表 6. 社零消费额和居民消费性支出累计	7
图表 7. 居民服务消费占比.....	8
图表 8. 社零、商品零售和餐饮收入当月同比两年复合平均增速相对 2019 年同期的偏离 (%)	8
图表 9. 全国密接累计人次和当日新增确诊病例.....	9
图表 10. 居民消费倾向 (%)	9
图表 11. 居民人均可支配收入与名义 GDP 累计同比及其偏离 (%)	10
图表 12. 城镇新增就业累计人数及与 2018 年和 2019 年同期的偏离 (万人)	10
图表 13. 固定资产投资三大需求的累计同比 (%)	11
图表 14. 制造业和工业中长期贷款增速 (%)	11
图表 15. 房地产新开工面积和商品房销售额增速 (%)	11
图表 16. 商品房待售面积 (狭义库存指标)	12
图表 17. 出口累计同比和 PMI 新出口订单指数 (%)	13
图表 18. 净出口对当季 GDP 的拉动及贡献率 (%)	13
图表 19. 三次产业就业人数同比变化 (万人)	14
图表 20. 三次产业就业人员净变化 (万人)	15
图表 21. 城镇就业人员变动 (万人)	15
图表 22. 社保收支结余 (亿元)	15
图表 23. 限额以上社零销售额在社零总额的占比 (%)	16
图表 24. 房地产开发其他资金来源占比和个人购房贷款同比 (%)	16

一、准确理解跨周期调节内涵是正确把握宏观政策取向的关键

2020年12月19日，我们在研报《逻辑比结论重要：关于明年货币政策与人民币汇率的猜测》¹做出了两个重要的判断，一个是货币政策没有那么紧，另一个是人民币汇率没有那么强。这被事实所印证。2021年前7个月，国内市场利率不同程度走低，7月份甚至有了一次央行全面降准；人民币汇率呈现W型的双向震荡走势，累计涨幅仅有1%左右。

之所以猜对了宏观政策的走向，主要是因为我们对于2020年7月30日中央政治局会议提出的跨周期调节的理解，与市场主流看法不同。市场大都从实现稳增长与防风险的长期均衡角度来理解跨周期调节。然而，2016至2019年底中央经济工作会议，稳增长与防风险就一直被相提并论（见图表1）。2020年底因新冠疫情冲击，才代之以“六稳”、“六保”。多目标正是宏观调控的中国特色。2021年初全国人大正式审议通过的“十四五”规划和2035年远景目标纲要要进一步提出，要完善宏观调控政策体系，搞好跨周期政策设计，提高逆周期调节能力。可见，跨周期与逆周期并不是一回事情，仍要加以区分。

图表1.过去5年中央经济工作会议内容

年份	内容
2016	全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作
2017	统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作
2018	统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作
2019	统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定
2020	更好统筹发展和安全，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间

资料来源：万得，中银证券

2020年8月份，我们就旗帜鲜明地提出，传统的宏观调控是逆周期调节，跨周期调节的现实挑战是经济收缩与扩张周期的快速切换甚至因疫情反复可能出现重叠，这不能沿用传统的逆周期调节思路（参见2020年8月17日文章《中国经济由收缩转向扩张阶段的宏观调控：跨周期调节现实挑战》²）。此后，我们一再呼吁货币政策要多看少动，宏观政策不要过早退出（参见2020年9月17日文章《当前货币政策宜多看少动》³）。其实，2020年9、10月份，国际货币基金组织与世界银行就多次呼吁，不要把经济反弹混淆为经济复苏，过早撤销经济扶持政策。

2020年底中央工作会议提出保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，给经济恢复提供必要的支持，不急转，证伪了前期市场关于年初经济复苏基本完成、宏观政策退出的判断。2021年7月30日的中央政治局会议（以下简称“7.30”会议）再次提出，要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。这与2021年不久前我们提出“稳增长”需要未雨绸缪的判断又不谋而合（参见2021年6月29日文章《“稳增长”需要未雨绸缪》⁴）。但是，下阶段的跨周期调节与前期不同，更加考验宏观调控的艺术与技巧。

¹ 管涛，2020年12月19日中银研报，《逻辑比结论重要：关于明年货币政策与人民币汇率的猜测》，<https://mp.weixin.qq.com/s/A-Tt6nvXEKPUDDJICEgT1g>。

² 管涛，2020年8月17日第一财经日报，《中国经济由收缩转向扩张阶段的宏观调控：跨周期调节现实挑战》，<https://www.yicai.com/news/100737745.html>。

³ 管涛，2020年9月27日第一财经日报，《当前货币政策宜多看少动》，<https://www.yicai.com/news/100786386.html>。

⁴ 管涛，2021年6月29日第一财经日报，《“稳增长”需要未雨绸缪》，<https://www.yicai.com/news/101094843.html>。

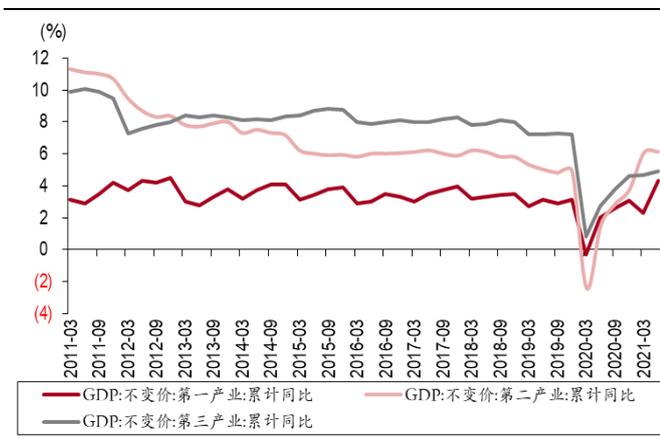
二、上半年经济稳步修复但复苏不充分和动能放缓值得关注

前期是跨周期调节上半场，其特点之一是因为基数效应，创造了一个稳增长压力较小的时间窗口。到 2021 年二季度，我国经济连续五个季度同比正增长，经济稳中向好、稳中加固。当季，经济同比增长 7.9%，上半年累计同比增长 12.7%。根据国际货币基金组织 7 月底最新的世界经济展望，全年我国经济增长有望达到 8.1%，远超出我国潜在产出增长。2021 年前七个月，我国新增城镇就业 822 万人，完成全年新增城镇就业目标的 75%，7 月份城镇调查失业率 5.1%，低于全年调控目标 0.4 个百分点；消费物价指数累计上涨 0.6%，远低于全年 3% 的调控目标。

但是，尽管上半年我国经济稳步复苏，全年实现 6% 以上的经济增长调控目标无虞，因全球疫情仍在持续演变，经济复苏却难言基本完成。在稳步恢复的背后，我国经济供需两端仍不无隐忧。

从生产端看，工业生产保持稳定，而服务业生产缺口却未见明显愈合。2021 年上半年，第二产业 GDP 两年复合平均增速达到 6.1%，高于 2019 年同期约 1.1 个百分点。如果仅看二产中的工业，恢复程度更好，二季度工业 GDP 两年复合平均增速达到 6.7%，高于 2019 年同期约 1.7 个百分点。第三产业 GDP 两年复合平均增速达到 4.9%，较一季度上升 0.2 个百分点，依旧低于 2019 年同期约 2.3 个百分点（见图表 2）。尤其是第三产业内部复苏仍不均衡，疫情影响的痕迹较为明显，仅“房地产业”、“交通运输、仓储和邮政业”的两年复合平均增速好于 2019 年同期水平（见图表 3）。此外，近期经济景气有所回落，制造业 PMI 连续四个月下降，7 月份较 3 月份下降 1.5 个百分点，而 PMI 新订单指数下降更为明显，达到 2.7 个百分点。同时，人民银行的银行家问卷调查显示，二季度贷款需求较一季度大幅下降 7 个百分点至 70.5%，为疫情复苏以来的新低。

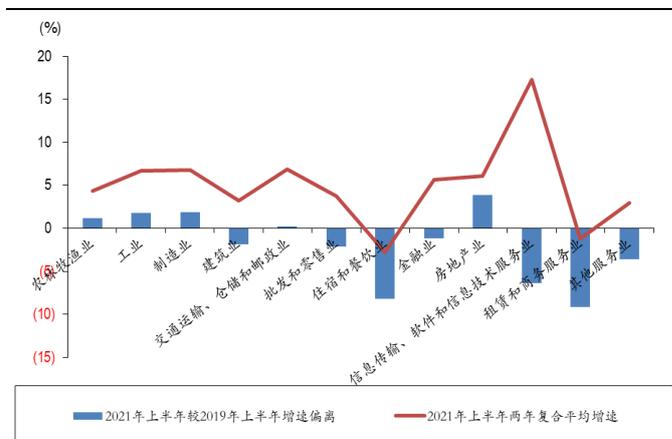
图表 2. 三次产业累计同比 (%)



资料来源：万得，中银证券

注：2020 年一季度至 2021 年二季度累计同比采用两年复合平均增速。

图表 3. GDP 分行业平均增速及与 2019 年的偏离 (%)



资料来源：万得，中银证券

需求端的复苏更为复杂。虽然二季度内外需错配有所收敛，但是内需消费的修复缓慢和外需贸易的韧性均超出市场预期，对于前者的悲观甚至一度引发了“类滞胀”的担忧。相较之下，内需投资表现现“中规中矩”，内部结构演变也符合市场预期。特别是在二季度，外需对经济增长拉动作用为 0.8 个百分点，较一季度回落了 3.6 个百分点。在外需拉动作用较多减弱的情况下，内需能否及时接棒，成为下一步中国经济“稳增长”的关键。

2021年GDP增速完成6%的目标是比较容易的，但在2020年下半年高基数的情况下，2021年全年要达到9%以上，甚至是两年复合平均6%以上的难度比较大。不过，2021年GDP增速仍会大概率落在8-9%的区间。参照最新IMF的经济展望，只要下半年GDP两年复合经济增速与上半年持平，我国2021年GDP经济增速便可达到8.1%（见图表4）。鉴于财政政策加码落地的预期较高，8%以上的全年GDP增速也是比较容易实现的。当前主要思考的是2022年的经济增长工作。IMF预计我国2022年经济增速将回落至5.7%，与美国的经济增速差值进一步收敛至0.8个百分点（见图表5）。考虑到距离2022年还有四个多月，政策层仍有时间观察政策效果和经济发展形势。年底中央经济工作会议是疫情下半场定调的重要窗口期。至于2022年经济增速目标如何设置，是“6%左右”、“5.5%以上”，还是“5.5%左右”，将会对疫后经济预期起到承前启后的作用。

图表4. 2021年下半年中国经济增长的情景分析

	情景1: 达到政府工作报告6%以上	情景2: 达到IMF预测值8.1%	情景3: 达到9%以上	情景4: 两年复合平均6%以上
2019	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
2020	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
2021	6.0%	8.1%	9.0%	9.8%
2021年上半年同比	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
2021年下半年同比	0.7%	5.0%	6.1%	7.5%
2021年两年复合平均	4.2%	5.2%	5.6%	6.0%
2021年上半年两年复合平均同比	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
2021年下半年两年复合平均同比	3.2%	5.3%	5.9%	6.7%

资料来源：万得，中银证券

图表5. 2021年7月IMF世界经济展望（%）

	2020年	2021年	2022年
世界产出	(3.2)	6.0	4.9
发达经济体	(4.6)	5.6	4.4
美国	(3.5)	7.0	4.9
欧元区	(6.5)	4.6	4.3
新兴市场和发展中经济体	(2.1)	6.3	5.2
中国	2.3	8.1	5.7
印度	(7.3)	9.5	8.5

资料来源：IMF，中银证券

这或是“7.30”会议删除“稳增长”压力较小的时间窗口提法的重要原因。以下，本文将重点从内需复苏状况出发，提出未来可能面临的五点挑战。

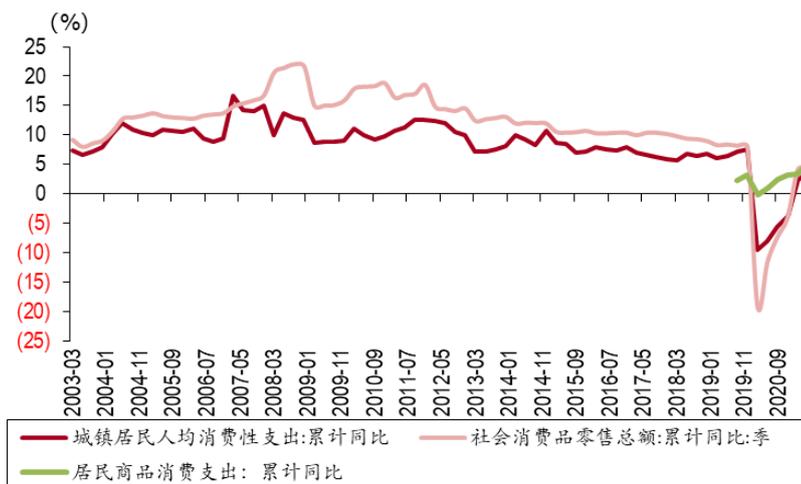
三、上半年内需消费与投资恢复究竟如何

3.1 内需消费难言乐观，未来可能会对经济动能切换产生较大影响

虽然社零增速延续回升之势，但是屡屡低于市场预期，尤其是回升斜率也有所放缓。2021 年前六个月社零两年复合平均增长 4.4%，较一季度上升 0.3 个百分点，低于 2019 年同期约 4 个百分点；二季度居民消费性支出两年复合平均增长 3.6%，较一季度上升 1.3 个百分点，仍低于 2019 年同期约 2.8 个百分点（见图表 6）。从社零和城镇居民消费支出的缺口来看，虽然居民消费修复快于社零，但两者仍存在缺陷。根据统计局的指标解释，社零数据来自于供给端统计，包含居民商品消费和集团（或非居民）商品消费，且仅含服务消费中的餐饮。如果按照 GDP 支出法的居民货物消费和服务消费占比来拆分，二季度居民商品消费支出两年复合平均增速达到 5.1%，高于社零和居民整体消费支出的增速，构成拉动作用。

这里有两点启示。一是集团消费的拖累可能更大。考虑到居民在服务消费受抑制后会相应的增加商品消费（替代作用）、疫情以来企业线下商务活动下降和政府支出放缓等综合作用，集团消费对社零修复的拖累可能更大。二是居民的服务消费受疫情影响大幅下降，拖累居民消费支出的修复。2021 年二季度服务消费占比仍低于疫情前水平约 1.3 个百分点，尚未回归正常状态（见图表 7）。

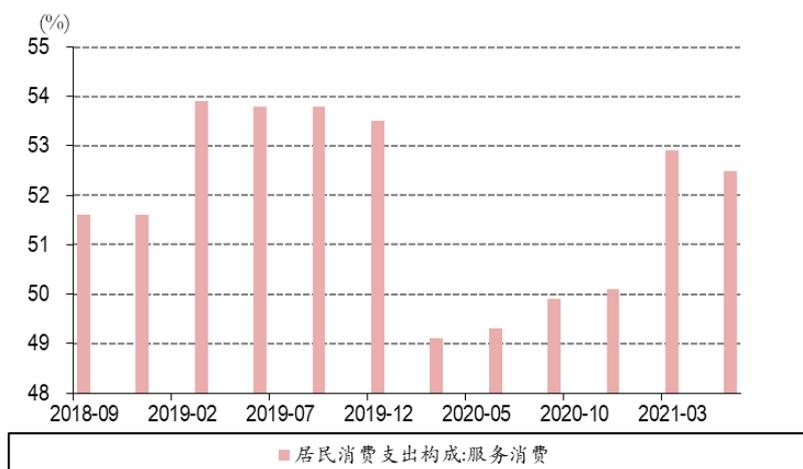
图表 6. 社零消费额和居民消费性支出累计



资料来源：万得，中银证券

注：2021 年一季度、二季度为两年累计同比复合增速；居民商品消费占比来自 GDP 支出法的核算，口径与居民问卷调查中的消费性支出略有不同。

图表 7. 居民服务消费占比



资料来源: 万得, 中银证券

部分损失的消费难以弥补, 例如餐饮收入的缺口修复缓慢, 主要是因为个体的食物摄入是有限的。在收入压力较大的情况下, 普通百姓也不会大鱼大肉。从当月同比两年复合平均增速与 2019 年同期的偏离来看, 3 月份以后, 餐饮收入平均增速的偏离甚至有所走扩, 商品零售亦是如此, 7 月份负偏离值分别达到 8.5 和 3.5 个百分点 (见图表 8)。此外, 大部分服务消费是即时发生的, 完全追回损失的难度较大。服务消费停滞不前引发的就业不足和收入减少等问题可能会抑制商品消费。

另外, 疫情防控继续对经济活动正常化形成掣肘。从端午假期出行数据看, 受广东等地零星疫情爆发的影响, 尽管与 2020 年同期相比仍保持了较快的增长势头, 但按可比口径与 2019 年同期相比, 恢复趋势有所放缓。“五一”假期, 旅游出行人次已超过 2019 年同期, 但端午假期重新略低于疫情暴发前; “五一”假期, 国内旅游收入已恢复到疫情前的 77%, 但端午假期仅相当于 2019 年同期的 75%。近期, 德尔塔病毒从南京传到张家界, 继而逐渐蔓延至全国 10 多个省市, 部分疫情形势严峻的城市再次重启社交隔离政策。根据卫健委数据显示, 截至 8 月 16 日, 全国密接者累计医学观察人数和新增确诊病例均已接近或超过 2021 年 1 月份的前期高点, 说明此次疫情大概率比前三波更为严重 (见图表 9)。同时, 民航局明确 8 月 4 日至 8 月 31 日的国内机票免费退票; 许多地方对重点景区和线下娱乐场所要求严格控制人流上限、应关尽关, 并采取限制人员集聚的措施。

图表 8. 社零、商品零售和餐饮收入当月同比两年复合平均增速相对 2019 年同期的偏离 (%)



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_25266



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn