

过度冷却的内循环

- 2021年7月的我国宏观经济数据中，除了进出口数据表现尚可外，其他经济增长数据全面走弱，内需更是疲弱到令人担忧的程度。因为国内极度紧缩的宏观政策过度冷却了国内循环，并阻碍了外循环对内循环的带动，当前中国经济走势明显弱于笔者四个月前的预期。
- 国内紧缩政策对内需的打压只是其对内循环的第一轮影响。紧缩政策的第二轮影响是阻碍外循环对内循环的拉动。从2021年2季度到现在，中国经济已经重回“政策市”——国内经济前景高度取决于国内政策走向。
- 今年7月30日召开的政治局会议已经释放了明确的政策纠偏信号。今年下半年，尤其是今年4季度，应该是国内宏观政策转向宽松的时间窗口。不过，下半年政策转向虽然是大概率事件，但转向之后的政策力度尚待观察。
- 当前内循环过度冷却的状况有利于债券市场，但后续可能会变化。A股市场整体估计会处在震荡状态，缺乏系统性机会。在结构性机会中，低估值周期股仍然是配置方向。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 徐高

(8610)66229055

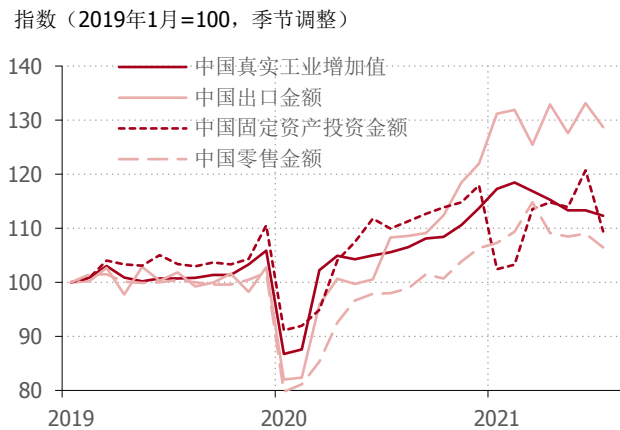
gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519050002

2021年7月的我国宏观经济数据中,除了进出口数据表现尚可外,其他经济增长数据全面走弱,内需更是疲弱到令人担忧的程度。由于去年上半年留下的低基数,今年上半年我国各项经济指标的同比增长率都处在较高水平。随着基数效应的变化(去年下半年基数抬高),今年下半年经济同比增长率数字理应逐步走低。但这种“预期之中”的同比增速下滑反而掩盖了经济的疲弱——因为如果不做仔细的数据处理,其实很难区分经济同比增速的下降是基数效应所致,还是确实反映了经济增长动能弱化。

从季节调整之后的经济指标绝对水平来看,今年7月我国固定资产投资金额显著下滑,零售和工业增加值继续延续过去几个月的下行趋势。注意,这都是绝对水平的走低,意味着季调后的环比增速为负。对我国这么一个长期维持较高增速的经济体来说,这样的情况绝不正常。(图表1)

图表 1. 2021 年 7 月, 我国宏观数据全面走弱, 内需相关指标季调后的绝对水平下降

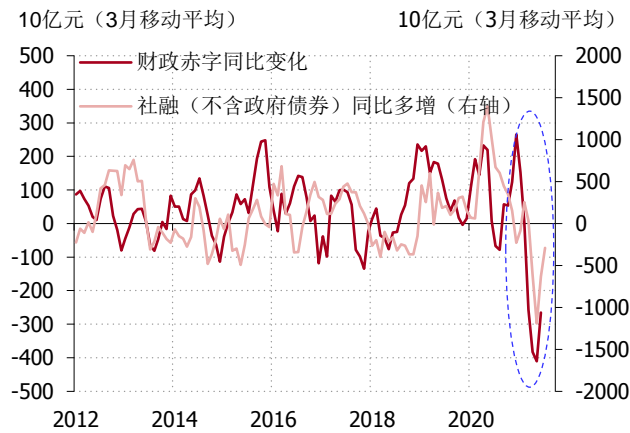


资料来源: 万得, 中银证券

当前中国经济走势明显弱于笔者四个月前的预期。(在今年1季度经济数据发布之后,笔者还期待我国经济景气能进一步走高参见笔者2021年4月20日文章《中国经济的景气高点还在后面》^[1])。但在过去几个月中,我国经济景气却弱化至令人担忧的程度。笔者的乐观预期之所以落空,主要原因是国内极度紧缩的宏观政策过度冷却了国内循环,并阻碍了外循环对内循环的带动。

2021年上半年,我国公共财政赤字4560亿元,比2020年上半年的赤字减少了约1.6万亿元——财政赤字的减小意味着财政政策正在收缩。事实上,进入21世纪之后,我国还从没有过今年上半年这样规模的财政紧缩(参见笔者2021年7月12日文章《财政紧缩下的货币宽松》^[2])。财政紧缩的同时,今年上半年投放到实体经济的社会融资规模也显著小于去年同期。国内财政政策和社融投放的收缩自然会明显抑制国内需求的扩张。(图表2)

图表 2. 2021 年上半年，国内财政政策和社融投放均明显收紧



资料来源：万得，中银证券

在收紧财政和社融抑制内需的同时，国内还在今年上半年推行了较为严厉的限产政策，强行压低一些上游产品的产量。今年年初以来，高炉、焦化等行业的产能利用率在限产政策约束下明显走低，与同期显著走高的大宗商品价格形成了明显背离。受此影响，今年 7 月我国粗钢产量同比增速已经下滑至-8.7%，创下 2018 年以来的最低读数。十种有色金属的产量增长也在 7 月接近停滞。限产政策既给经济增长带来了阻力，也推升了通胀压力，让经济陷入了低增长和高通胀并存的“滞胀”状态（参见笔者 2021 年 6 月 22 日文章《当需求扩张遇到供给约束》^[3]）。（图表 3）

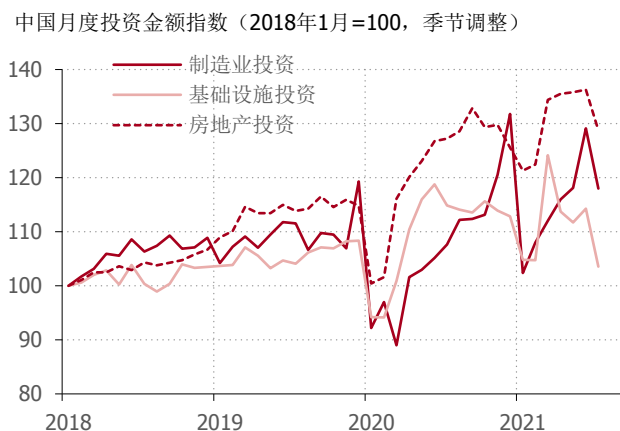
图表 3. 我国粗钢产量已同比负增长，有色金属产量增长也接近停滞



资料来源：万得，中银证券

受国内需求面宏观政策紧缩的影响，我国内需在最近几个月明显走弱。其中，基础设施投资首当其冲。财政政策的紧缩，再加上对地方政府融资的管制，使基建投资资金来源减少，投资显著走弱。季节调整之后的数据显示，基建投资的绝对水平在今年 3 月短暂冲高之后就一路下滑，到今年 7 月已降到疫情前水平之下。今年 2 季度以来，地产投资增长也在地产调控政策的压力下日渐乏力。到今年 7 月，地产销售走弱还让地产投资资金来源断崖式滑坡，令地产投资显著走低。投资低迷的时候，消费也难以独善其身。季节调整后的数据还显示，我国社会消费品零售总额在今年 3 月冲高之后，也持续处于下行趋势中。（图表 4）

图表4. 季节调整后，国内三大投资的绝对水平均在7月显著下滑



资料来源：万得，中银证券

以上还只是国内紧缩政策对内循环的第一轮影响。紧缩政策的第二轮影响是阻碍外循环对内循环的拉动。新冠疫情爆发之后，在发达经济体强力的需求刺激政策的带动下，全球进入了“中国生产——美国消费”的“再循环”之中，我国出口因而明显走强（参见笔者2020年11月25日文章《全球再循环》^[4]）。这种再循环的格局一直延续至今。

按道理，在外需走强，国内企业利润明显上升的时候，国内制造业投资会随之走强，开启国内产能扩张周期。次贷危机之前，我国经济的繁荣主要来自出口对国内制造业投资的拉动。但在今年，当存量产能都因为限产政策而开工不足时，企业投资扩产的动能自然大受影响。而基建和地产投资在政策压力下的走弱，也给制造业投资带来负面影响。这样一来，外需在我国经济内部的传导受阻，外循环对我国内循环的拉动作用难以充分发挥。

从2020年2季度到2021年1季度，因为外需强劲修复，我国经济处在外需主导的状态——“全球再循环”是当时分析中国经济的主导逻辑。而从2021年2季度到现在，因为国内紧缩政策对经济的影响已经充分体现，中国经济重新回到国内政策主导的状态，国内经济前景高度取决于国内政策走向——“政策市”变成当前分析中国经济的主逻辑。在“政策市”的逻辑中，要知道政策会根据经济形势的变化而相机调整，因而要有逆向思维，避免对经济趋势做简单的线性外推。

还要注意到，今年上半年国内政策的施行并不完全符合我国“双循环”大战略。双循环战略要求“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。但今年上半年国内政策紧缩却过度冷却了我国的内循环，让我国经济增长更加依赖于外循环。在全球新冠疫情不确定性仍然高企，国际上贸易保护主义倾向仍然高涨的时候，这种格局不利于我国经济应对外部挑战。

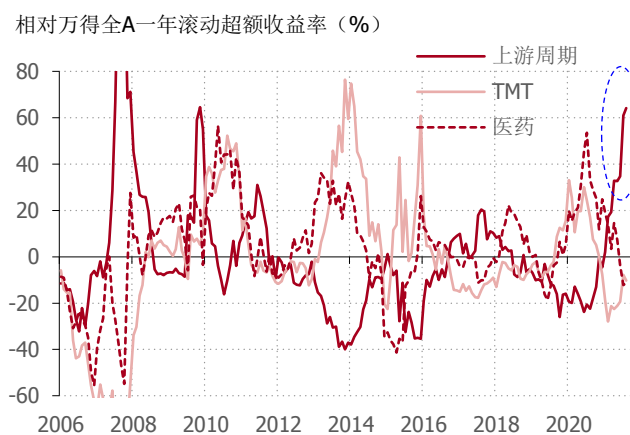
有鉴于此，今年7月30日召开的政治局会议已经释放了明确的政策纠偏信号。会议公报中要求“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层‘三保’底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”——这显然是针对今年上半年偏紧的财政政策说的。会议还要求“坚持全国一盘棋，纠正运动式‘减碳’，先立后破”——这是针对上半年的限产政策说的。通过压减产出来减碳，是为“破”；通过在清洁能源方面的投资来减碳，是为“立”。“先立后破”提法背后，显然是不认可运动式限产减碳。当然，730政治局会议也有对上半年政策的延续，地产政策的提法仍然延续偏紧基调。但整体来看，政治局会议所体现出来的政策基调要明显比上半年更宽松。

今年下半年，尤其是今年4季度，应该是国内宏观政策转向宽松的时间窗口。730政治局会议传递出的政策导向自然是重要原因。此外，基数效应对同比增长数字的扰动在下半年会逐步消除，经济增长动能的衰弱会更明显地体现在数据中。而下半年美联储大概率会开始退出宽松货币政策，可能令全球金融市场震荡。这些因素都会促使国内宏观政策更多转向稳增长，从而改变目前我国内循环过度冷却的状况。

当然，下半年政策转向虽然是大概率事件，但转向之后的政策力度尚待观察。不过，高层对经济的下行风险已经有了清醒认识。730政治局会议已明确定调：“当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”。而今年上半相当紧缩的政策态势，反过来也意味着下半年政策放松的空间很大。在全球“再循环”仍在持续的背景下，国内宏观政策的放松应该能明显减轻经济的下行压力。

对各类资产而言，当前内循环过度冷却的状况有利于债券市场。不过随着国内宏观政策的转向，债市未来可能会因为经济前景的改善而承压。在政策转向较为确定，但转向后政策力度尚待观察的背景下，A股市场整体估计会处在震荡状态，缺乏系统性机会。在结构性机会中，低估值周期股仍然是配置方向。一方面，供给约束下重估中国产能的逻辑仍然成立（参见笔者2020年12月18日文章《全球再循环的资产价格含义》^[5]）；另一方面，政策转向也会给周期股带来更好预期。此外，今年下半年美联储宽松政策的退出估计会给全球高估值股票带来下行压力。此时低估值周期股的安全性更高。（图表5）

图表5. 2021年前7个月，周期股在A股市场明显占优



资料来源：万得，中银证券

(完)

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_25168

