

宏观点评 20210824

政策蓄力明年一季度日渐明朗

2021年08月24日

观点

- 2021年7月以来虽然经济下行的压力明显加大，但政策的发力并未彰显其紧迫性。正如我们此前的报告所述（2021年8月10日《以史为鉴，下半年财政发力的空间有多大？》），虽然今年经济增速“前高后低”的特征比2018年和2019年更为显著，但不同于以往政策在下半年的不断加码，**有更多的迹象表明政府对于今年下半年经济增速放缓的容忍度在提升，而对于明年一季度稳增长的诉求则在加大。**我们认为，在“跨周期调节”下，未来财政和信贷的发力都将着眼于力保明年一季度经济增长。
- 从下半年来看，2021年经济的真实下行压力大于以往。如图1、图2所示，从各分项来看，仅有出口的7月两年复合增速（2019-2021年）好于2018年和2019年同期，消费、投资则相对乏力。从增长动能来看也同样不容乐观，如我们此前所述（2021年8月16日《7月经济数据是“假摔”还是“真跌”？》），7月经济增速较6月全面放缓，其中虽有短期因素扰动，但内生结构性下行压力更为突出。
- 在经济下行压力不亚于2018年和2019年同期的情况下，为什么政府对于下半年经济增速放缓的容忍度在提升？我们认为有如下两个原因：
- 一是在2021年经济增速不低于8%的要求下，三四季度经济增速的门槛并不高。考虑到今年以来德尔塔毒株在全球的爆发，我们认为不低于全年8%的GDP增速在政府看来是比较合意的（对应2019-2021年两年复合增速略高于5%）。表1基于此对三四季度不同GDP增速进行了情景分析，我们发现只有当三四季度GDP增速均降至4%时，2021年全年的GDP增速才有可能跌破8%。在目前疫情可供的局面下，这种情景不大可能出现。
- 二是参考此前两次财政在下半年的发力，基建投资反弹仅限于一个季度。我们此前的报告详细梳理了2018年和2019年下半年财政发力的情况，发现无论当时政府稳增长的诉求有多强烈，但所带来的基建投资的反弹都仅仅持续了一个季度（图3），其背后主要受隐性债务监管的约束。因此，如果下半年财政过早发力使得基建投资在年内反弹，反而会令明年一季度相形见绌，这也是为什么近期多地调整地方专项债的发行预留额度在12月且明年初支出形成实物工作量。
- 不过，2021年以来高层在政策上也更加强调灵活性，**某些领域的超预期下行风险可能会使得政策提前行动，这其中地产投资具有代表性。**今年房地产监管的压力不断升级，房地产投资的下行压力更大，这与2018年和2019年相比存在较大差异。如图4所示，2018年经济面临的内外压力较大，房地产政策在坚持房住不炒的定位下主要还是强调因城施策，通过保证供给来遏制房价过快上涨，这导致2018年地产投资的增速达9.5%（同期固定资产投资仅同比增长5.9%）。更进一步，从历史上看政策往往也会使用基建来对冲地产的放缓（图5）。因此，地产投资的超预期“失速”可能成为触发年内基建提前托底的重要线索。
- **风险提示：**病毒变异导致局部疫情控制难度加大、政策变化超出预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dzwzq.com.cn

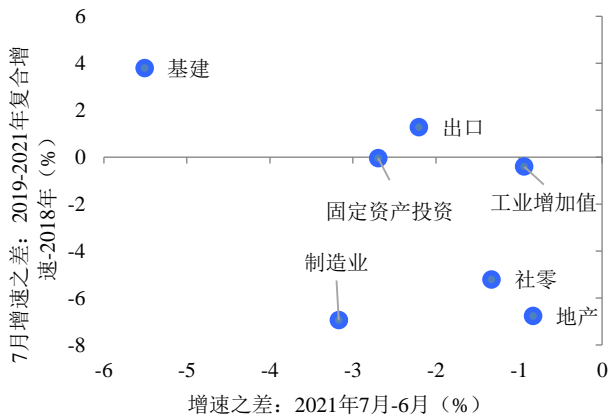
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dzwzq.com.cn

相关研究

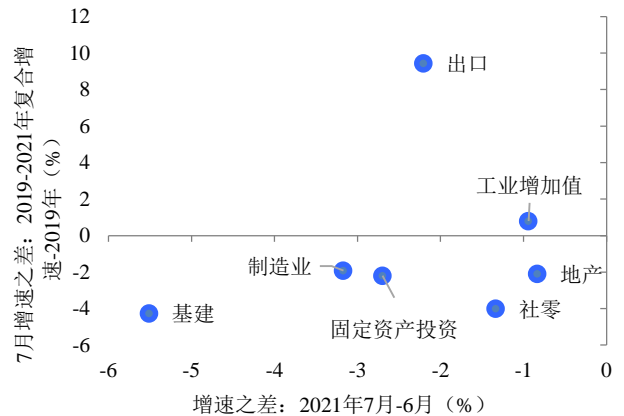
- 1、《宏观点评 20210819：美元创年内新高后怎么走？》2021-08-19
- 2、《宏观专题报告 20210818：MLF之后，定向降息要来了吗？》2021-08-18
- 3、《宏观点评 20210816：7月经济数据是“假摔”还是“真跌”？》2021-08-16
- 4、《宏观点评 20210815：从北京到南京，历数各省局部疫情的经济影响》2021-08-15
- 5、《宏观点评 20210811：4万亿美元的拜登基建法案离落地还有多远？》2021-08-11

图 1: 当前中国经济放缓压力不亚于 2018 年



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 当前中国经济放缓压力不亚于 2019 年



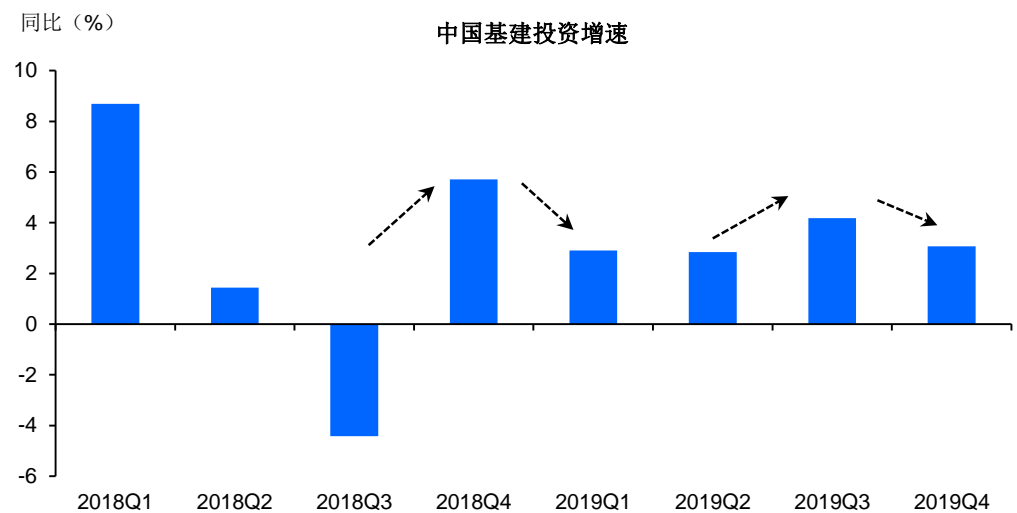
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 不同情景下, 2021 年三四季度 GDP 增速对全年 GDP 增速的影响

	情形一	情形二	情形三	情形四
三季度 GDP 增速	4.5%	4%	4%	4%
四季度 GDP 增速	5.5%	5%	4.5%	4%
2021 年 GDP 增速	8.4%	8.1%	8%	7.8%

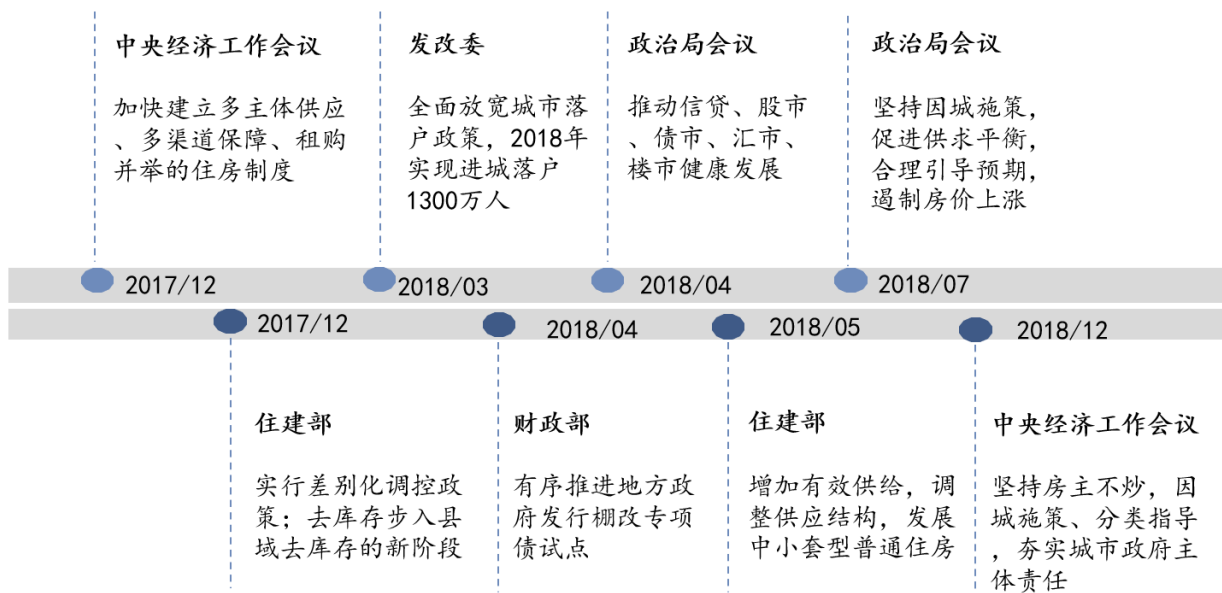
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 此前两次财政下半年的发力, 基建投资的回升仅持续了一个季度



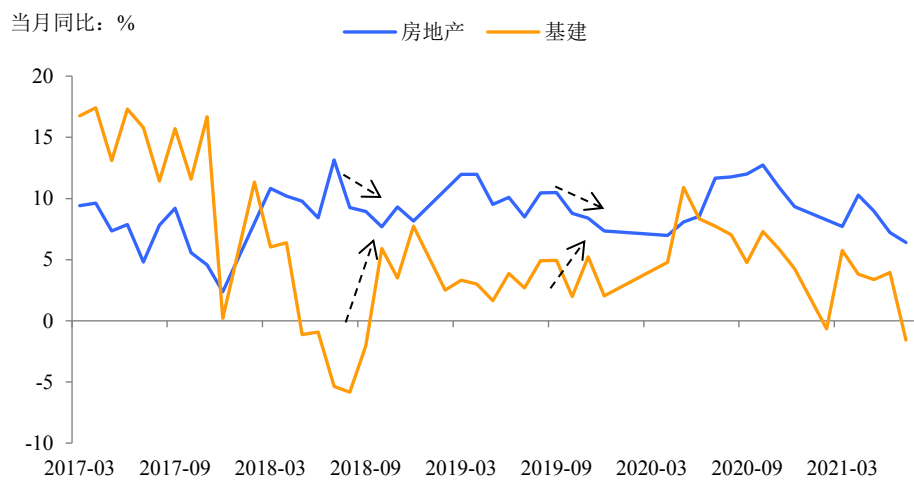
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2018 年房地产政策还是以稳供给、稳房价为主



数据来源: 中国政府网, 住建部, 发改委, 东吴证券研究所绘制

图 5: 2018 年和 2019 年末, 房地产放缓对应着基建的企稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

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_25379

