

2021 年 10 月 28 日

当下宏观分析的三大“误区”

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

近期，市场对当前经济所处阶段讨论增多，“滞胀”与“衰退”争论频现，政策应对、市场研判的分歧也在加大。本文厘清三大“误区”，有助于把握宏观大势。

● “误区”一：“滞胀”与“衰退”之争，可能找错了经济分析的“锚”

“滞胀”与“衰退”之争，仍在沿用传统框架分析，而忽视了新一轮总量下台阶背景下，周期特征弱化、结构加大分化的事实。眼下我国处于转型“攻坚”阶段，结构转型的同时，新一轮增速下台阶正在进行，经济呈现周期特征弱化、结构分化加大、总量波动减弱等特征。供给端影响下，偏上游部分行业呈现“滞胀”特征，而偏下游多数行业表现为“衰退”迹象；二者都不能很好刻画当下经济特征。经济增速的新一轮下台阶，与“防风险”政策推进下，传统引擎“无序”扩张的进一步规范有关，经济或在 2022 年一季度前后见底，随后在新区间窄幅波动。年初以来经济的回落，源于：1）2020 年下半年以来部分“防风险”政策的滞后影响，以地产链条为代表；2）特殊时段，部分非市场化手段对经济活动的干扰。前者影响具有持续性，是经济增速下台阶的主推力；后者对经济形成阶段性干扰。

● “误区”二：政策定力强于以往，对冲经济下行地产难放松、基建发力也不同转型“攻坚”阶段，政策重心在“调结构”、“防风险”，面临的约束条件更多，更加强调跨周期、逆周期调节。传统周期下，经济下滑后能快速回升，很大程度上得益于托底政策下，地产和基建两大引擎的驱动。然而，伴随着债务的持续累积，资金效率不断下降、政策空间越发逼仄；疫后托底政策的加码，进一步加速地方债务的累积，加大了防风险、调结构的紧迫性，传统引擎的约束进一步提升。防风险、调结构下，政策定力较强，坚持相关调控方向不变，产业引导或成稳增长的重要抓手。传统思维惯性下，经济下行、放松地产的预期屡有出现；事实上，地产调控思路已发生根本性变化、定力也明显强于以往，三条红线、贷款集中度考核等稳步推进，部分地区“因城施策”的微调并不意味政策态度转向。托底政策或更注重稳增长与调结构的平衡，加大结构引导，推动产业转型、绿色发展等。

● “误区”三：稳增长到宽信用并不容易，债牛基础牢固、调整即提供加仓机会传统引擎受限、需求偏弱下，信用环境由紧转松并不容易；伴随经济增速下台阶，与之相匹配的社融增速也下台阶、弹性下降。经验显示，信用环境从持续收缩转向扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。当前债务监管、地产调控定力较强，对相关链条融资的影响或将持续显现；尽管地方债错位发行、基数支持等，或推动社融读数阶段性上升，传统引擎受限、实体需求偏弱下，宽信用并非易事。多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳，有利长端表现；继续强调，债牛基础牢固、调整即提供加仓机会。眼下，货币政策要服务于多重目标，经济压力加大、债务风险加速暴露、原材料涨价对中小企业的“伤害”等，仍需宽松的货币流动性环境来“呵护”。短端利率保持低位稳定的同时，传统引擎的收缩，决定“资产荒”仍将延续；叠加经济下台阶、利率中枢下移，皆指向债牛基础牢固。

● 风险提示：债务风险暴露，调控政策变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-出口景气下，中游行业利润暂回升》-2021.10.27

《宏观经济专题-地产调控放松效果或有限》-2021.10.26

《宏观经济专题-全球“大割裂”下的市场展望》-2021.10.25

目 录

1、“误区”一：“滞胀”与“衰退”之争，可能找错了“锚”	3
2、“误区”二：对冲经济下行，地产难放松、基建发力也不同	5
3、“误区”三：宽信用并不容易，债牛基础较为牢固	7
4、风险提示	10

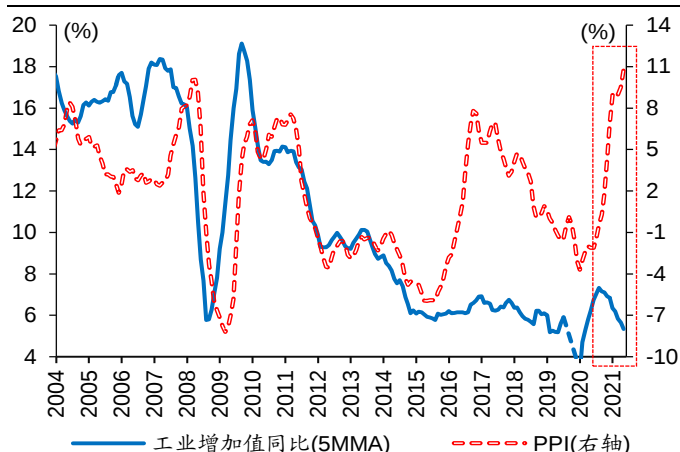
图表目录

图 1：近几个月来，PPI 与工业生产明显背离	3
图 2：行业内部明显分化，有些量缩价升，有些量价齐跌	3
图 3：基建投资和地产投资依次见顶回落	4
图 4：疫情反复等影响下，餐饮消费持续低迷	4
图 5：部分银行个人住房贷款集中度仍超过上限	4
图 6：地产投资、销售等依次见顶回落	4
图 7：土地成交与地产投资均明显下滑	5
图 8：出口领先指标，PMI 新出口订单持续下滑	5
图 9：伴随杠杆持续抬升，债务压制加速显性化	5
图 10：地方债新券投向基建占比回落、保障工程抬升	7
图 11：一般财政支出投向社保和教育等增多、基建下降	7
图 12：可比口径下，2021 年重大项目规模快速增长	7
图 13：2021 年重大项目产业居多，民生增多、基建下降	7
图 14：前两轮信用“扩张”，地产从调控转向放松	8
图 15：专项债项目几乎没有外部融资	8
图 16：票据连续多月大幅“冲量”	8
图 17：经济增速下台阶，与之匹配社融增速也随之下降	8
图 18：地方债务到期、再融资压力明显加大	9
图 19：短端利率在利率走廊下沿保持低波动	9
图 20：地方债供给较难对冲地产收缩缺口	9
图 21：流动性平稳宽松下，债牛基础牢固	9
表 1：地产、地方债务监管明显收紧	5
表 2：地产调控定力较强，部分省市“因城施策”并非调控大方向变化	6

1、“误区”一：“滞胀”与“衰退”之争，可能找错了“锚”

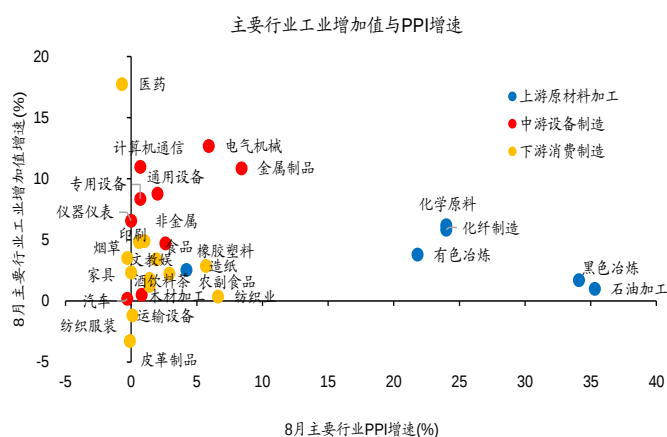
“滞胀”与“衰退”之争，仍在沿用传统框架分析，而忽视了新一轮总量下台阶背景下，周期特征弱化、结构加大分化的事实。眼下我国处于转型“攻坚”阶段，结构转型的同时，新一轮增速下台阶正在进行，经济呈现周期特征弱化、结构分化加大、总量波动减弱等特征。供给端影响下，偏上游部分行业呈现“滞胀”特征，而偏下游多数行业表现为“衰退”迹象；二者都不能很好刻画当下经济特征。这种背景下，如果简单套用传统分析框架，容易对宏观形势和市场研判产生“误读”。

图1：近几个月来，PPI与工业生产明显背离



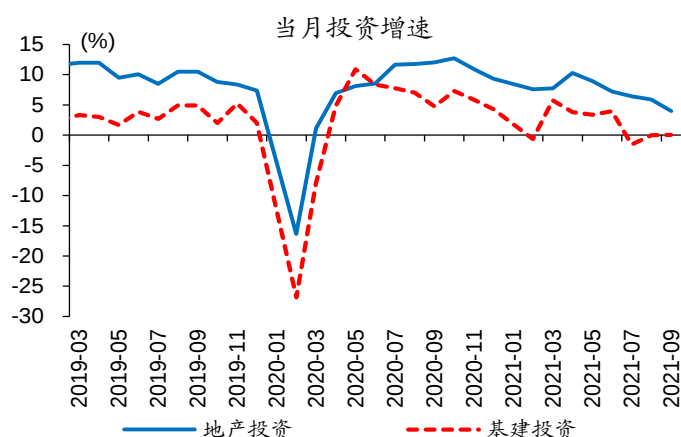
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：行业内部明显分化，有些量缩价升，有些量价齐跌

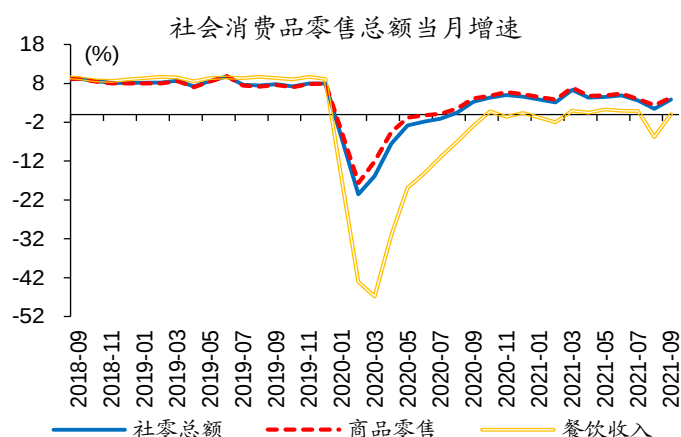


数据来源：Wind、开源证券研究所

经济增速的新一轮下台阶，与“防风险”政策推进下，传统引擎“无序”扩张的进一步规范等有关。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”，地产和基建投资依次见顶、2021年初以来加速回落，分别较高点回落近9个百分点和11个百分点。疫情反复、收入修复偏慢等影响下，消费修复偏慢，以餐饮为代表的线下消费拖累显著。此外，部分地区“运动式”碳减排下的限电限产等，也阶段性对经济活动产生干扰。

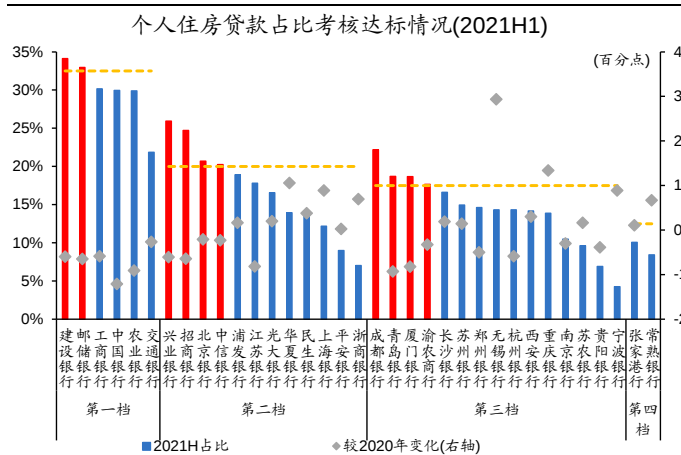
图3: 基建投资和地产投资依次见顶回落


数据来源: Wind、开源证券研究所

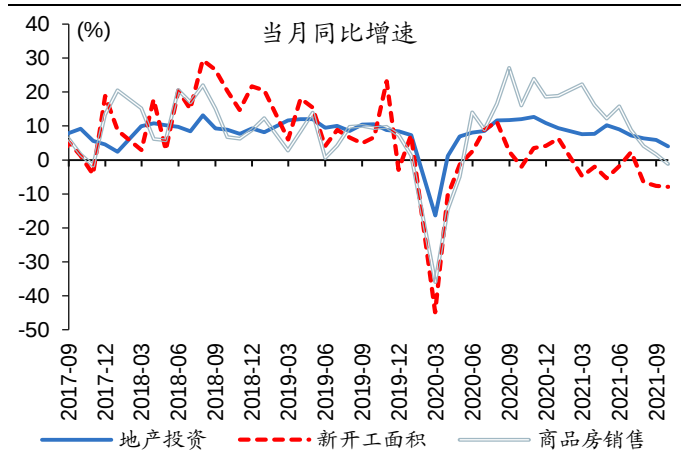
图4: 疫情反复等影响下, 餐饮消费持续低迷


数据来源: Wind、开源证券研究所

经济或在 2022 年一季度前后见底, 随后在新区间窄幅波动。“防风险”政策影响的持续显现, 或成为本轮经济下台阶的主推力, 以地产链条为典型代表, 地产调控下, 地产销售、拿地、新开工等已开始全面降温。伴随全球疫情“流感化”, 全球经济活动正常化, 或加快中国出口“份额”的衰减, 使得出口对国内经济支撑下降。而制造业和消费修复, 结构亮点大于总体弹性, 并不推动经济周期性复苏。

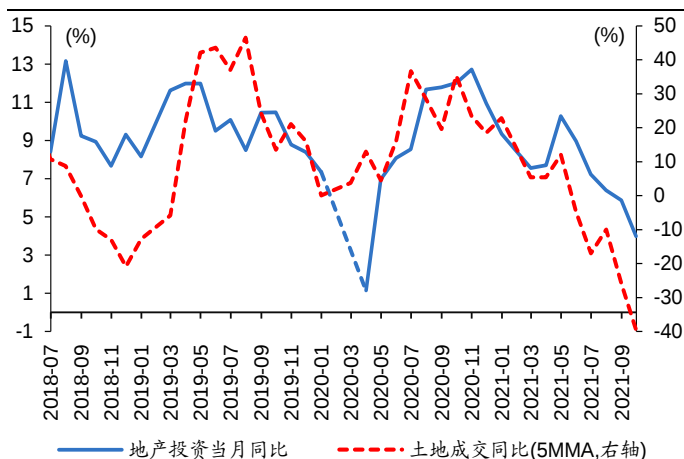
图5: 部分银行个人住房贷款集中度仍超过上限


数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 地产投资、销售等依次见顶回落


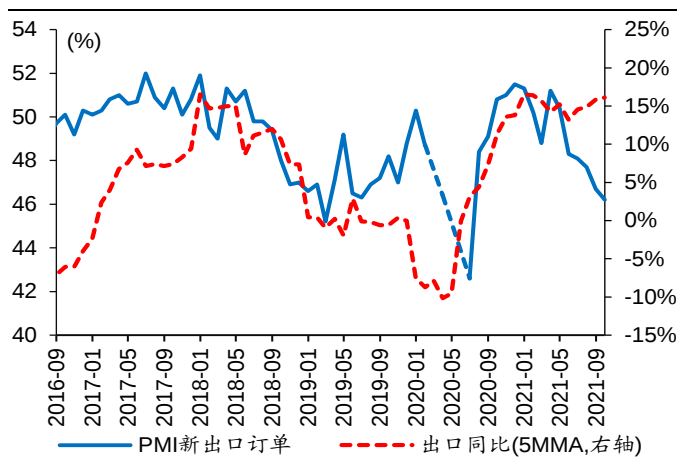
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 土地成交与地产投资均明显下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 出口领先指标, PMI新出口订单持续下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、“误区”二：对冲经济下行，地产难放松、基建发力也不同

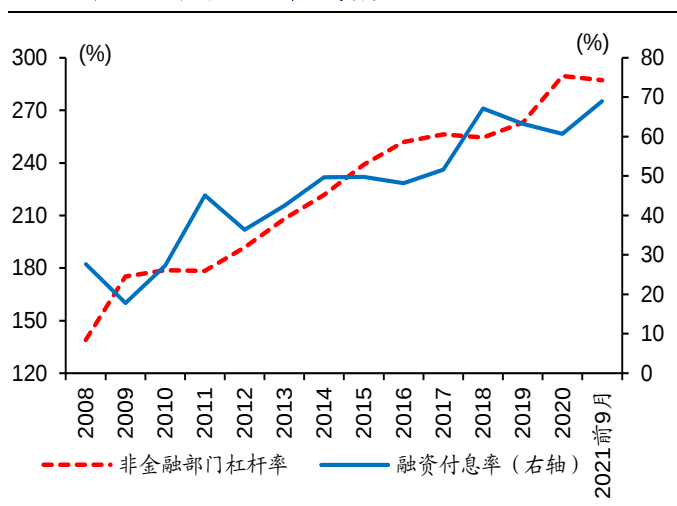
转型“攻坚”阶段，政策重心在“调结构”、“防风险”，面临的约束条件更多，更加强调跨周期、逆周期调节。传统周期下，经济下滑后能快速回升，很大程度上得益于托底政策下，地产和基建两大引擎的驱动。然而，伴随着债务的持续累积，资金效率不断下降、政策空间越发逼仄；疫后托底政策的加码，进一步加速债务的累积，加大了防风险、调结构的紧迫性。2020年7月底以来，三条红线、贷款集中度考核等政策，以及限制涉及隐性债务主体新融资、要求落实“地方党政同责”等政策，传统引擎的约束进一步提升（详情参见《“周期性风险”，理解与应对》）。

表1: 地产、地方债务监管明显收紧

	时间	文件/会议/主题	主要内容
地产	2020年8月	“三道红线”	开启“三道红线”管理，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，控制房地产企业有息债务的增长。
	2020年12月	房地产贷款集中度管理制度	综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。
	2021年3月	关于防止经营用途贷款违规流入房地产问题的通知	开展一次经营用途贷款违规流入房地产问题专项排查，于2021年5月31日前完成排查工作，并加大对违规问题督促整改和处罚力度...对企业成立时间或受让企业股权时间少于1年，以及持有被抵押房产时间少于1年的借款人，要进一步加严借款主体资质审查。
	2021年9月	房地产金融工作座谈会	准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。
地方债务	2020年10月	金融委专题会议	坚决整治各种金融乱象，对各类违法违规行为“零容忍”，积极稳妥防范化解金融风险，坚决维护金融稳定，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
	2020年12月	中央经济工作会议	抓实化解地方政府隐性债务风险工作...打击各种违法违规行为...处理好恢复经济和防范风险关系。
	2021年3月	政府工作报告	处理好恢复经济与防范风险的关系...稳妥化解地方政府债务风险，及时处置一批重大金融风险隐患。
	2021年4月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩，坚决遏制隐性债务增量...严禁地方政府通过金融机构违规融资或变相举债...决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子。
	2021年4月	“交易所发债指引”	(1)主要城市建设企业中申报发行公司债券时，应符合地方政府性债务管理的相关规定，不得新增地方政府债务。(2)城投企业总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA(含)的，应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力，审慎确定公司债券申报方案，并采取调整本次公司债券申报规模。
	2021年4月	政治局会议	要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制，要加强和改进平台经济监管...

资料来源: Wind、开源证券研究所

图9: 伴随杠杆持续抬升, 债务压制加速显性化



数据来源: Wind、BIS、开源证券研究所

防风险下，地产调控定力较强，部分地区“因城施策”的微调，并不意味政策态度转向。传统思维惯性下，经济下行、放松地产的预期屡有出现；事实上，地产调控思路已发生根本性变化、定力也明显强于以往。近期央行等在多个场合明确强调，“不将房地产作为短期刺激经济的手段”、“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，三条红线、贷款集中度考核等稳步推进。部分地区“因城施策”的放宽购房资格、预售条件、土地增值税等微调，并不意味政策态度转向。

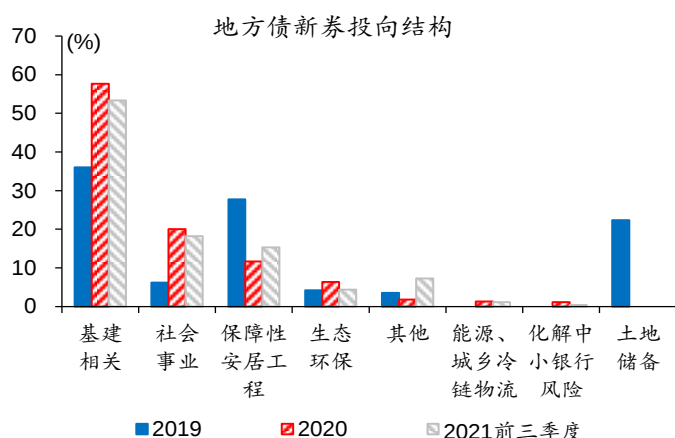
表2: 地产调控定力较强，部分省市“因城施策”并非调控大方向变化

	时间	主要内容
政策基调	2021/9	房地产金融工作座谈会 准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段
	2021/10	三季度金融统计数据新闻发布会 坚持稳地价、稳房价、稳预期，加快建立房地产长效机制，在防范化解房地产“灰犀牛”风险、实现房地产市场平稳健康发展的同时，也有力推动了中国经济结构转型和高质量发展，降低了整体金融风险水平。
因城施策	2021/8	岳阳 《关于房地产市场新疆商品住房网签成交价格限制的通知》，要求新建商品住房销售实施价格备案， 实际成交价格不得低于备案价格的 85%，否则不予网签
	2021/8	成都 成都、德阳、眉山、资阳四市职工在这四个城市异地买房时，可就近向缴存地公积金中心申请公积金贷款
	2021/9	长春 《留（来）长人才、农民购房补贴和购房消费券办理流程》， 符合条件的人才按 50 元/平方米，农民按 80 元/平方米给予购房补贴
	2021/9	珠海 《关于调整珠海市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》， 个人转让二手住宅的个人所得税核定征收率调整为 1%，个人转让二手非住宅的个人所得税核定征收率调整为 1.5%
	2021/9	沈阳 《高校毕业生和高新技术企业人才首次购房补贴实施细则（新修订）》， 博士毕业生补贴由 6 万元提高到 7 万元，硕士毕业生由 3 万元提高到 4 万元，本科毕业生和技师由 1 万元提高到 2 万元
	2021/9	惠州 《关于调整惠州市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》， 个人转让二手住宅的个人所得税核定征收率调整为 1%，转让二手非住宅的个人所得税核定征收率调整为 1.5%
	2021/10	哈尔滨 出台“十六条”促进房地产市场平稳健康发展，提到 给予符合标准的人才以货币形式一次性发放购房补贴，普通标准住宅土地增值税由 4%下调至 1.5%，放宽二手房公积金贷款年龄限由 20 提高到 30 ，允许异地缴存公积金职工申请公积金贷款
	2021/10	孝感 《关于进一步规范新建商品住宅预售价格备案工作的通知》，规定商品房销售价格不能超过备案价销售，且 涨价或降价幅度超过备案价 10%需要重新报备
	2021/10	鄂州 《关于进一步规范新建商品住宅预售价格备案工作的通知》，规定商品房销售价格不能超过备案价销售，且 涨价或降价幅度超过备案价 10%需要重新报备

资料来源：中国人民银行、住建部、开源证券研究所

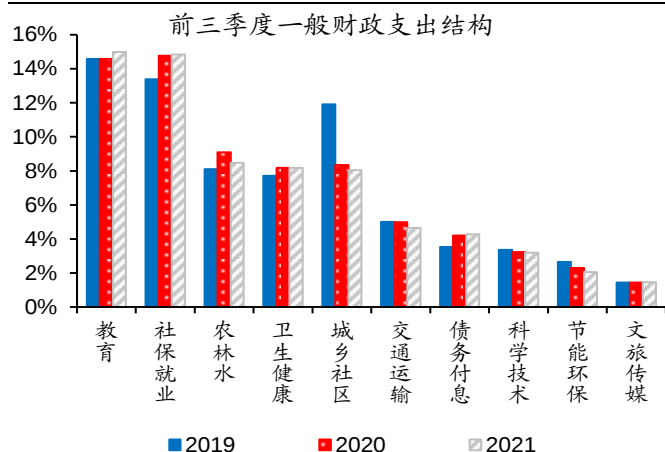
政策托底也不是简单的传统基建发力，更多以调结构为导向，产业引导或成稳增长的重要抓手。防风险、调结构下，财政重在“三保”、加快推动产业转型等，一般财政投向社会保障等民生领域明显增加、投向交通运输等基建相关明显下降；类似地，专项债投向社会事业等领域占比上升、基建相关占比下降。跨周期调节下，政策注重稳增长与调结构的平衡，加大结构引导，推动产业转型升级、加快绿色发展等（详情参见《从重大项目，看“稳增长”抓手》）。

图10：地方债新券投向基建占比回落、保障工程抬升



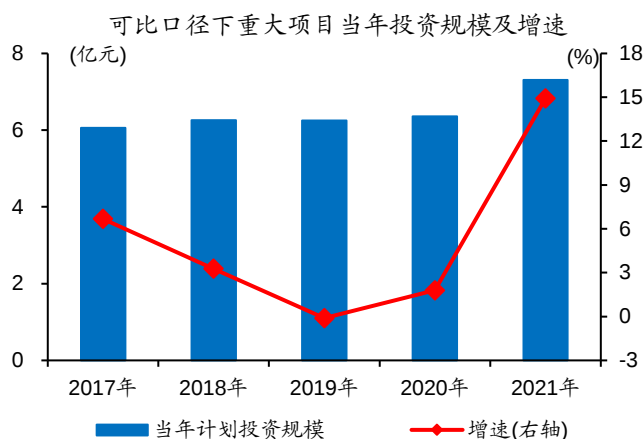
数据来源：财政部、开源证券研究所

图11：一般财政支出投向社保和教育等增多、基建下降



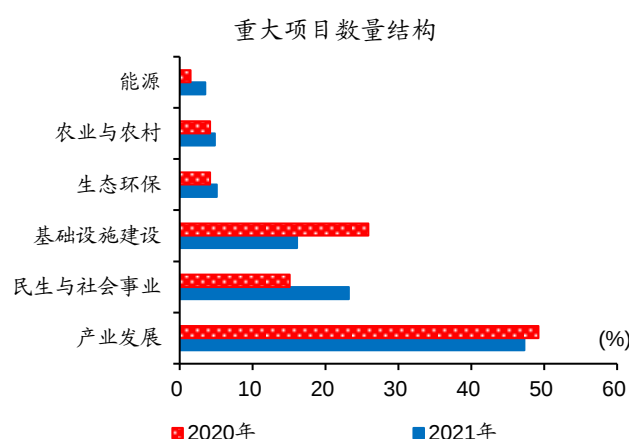
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：可比口径下，2021年重大项目规模快速增长



数据来源：Wind、各地发改委、开源证券研究所

图13：2021年重大项目产业居多，民生增多、基建下降

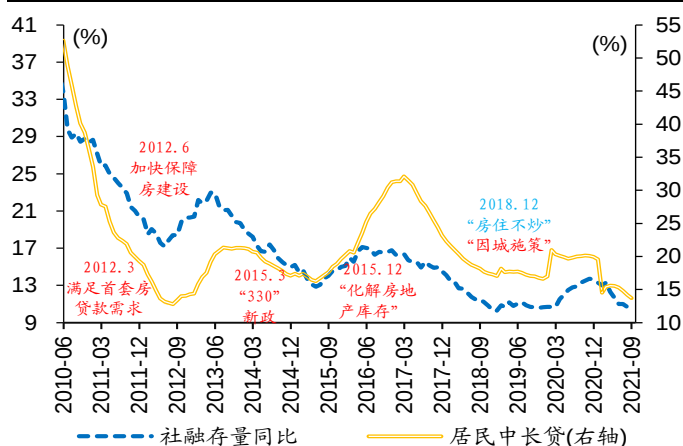


数据来源：发改委、开源证券研究所

3、“误区”三：宽信用并不容易，债牛基础较为牢固

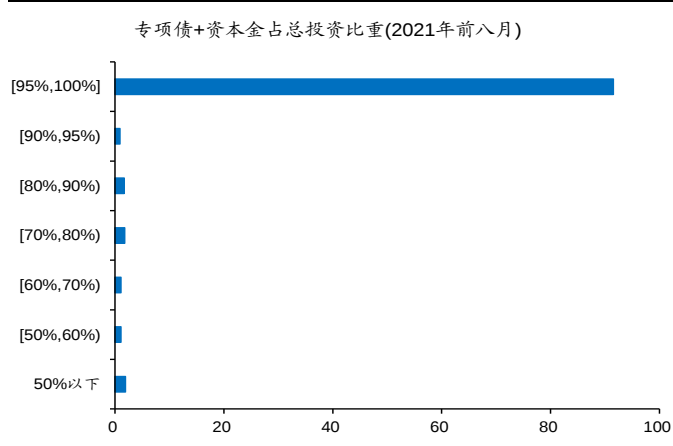
传统引擎受限、需求偏弱下，信用环境由紧转松并不容易；伴随经济增速下台阶，与之相匹配的社融增速也下台阶、弹性下降。经验显示，信用环境从持续收缩转向扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。当前债务监管、地产调控定力较强，对相关链条融资的影响或将持续显现；尽管地方债错位发行、基数支持等，或推动社融读数阶段性上升，但项目质量、债务等掣肘下，地方债撬动杠杆能力有限。在传统引擎受限、实体需求偏弱下，宽信用并非易事（详情参见《贷款流向全景图》）。

图14: 前两轮信用“扩张”，地产从调控转向放松



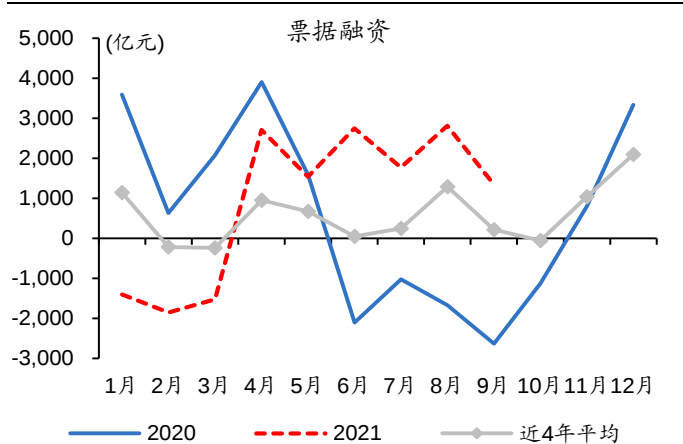
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 专项债项目几乎没有外部融资



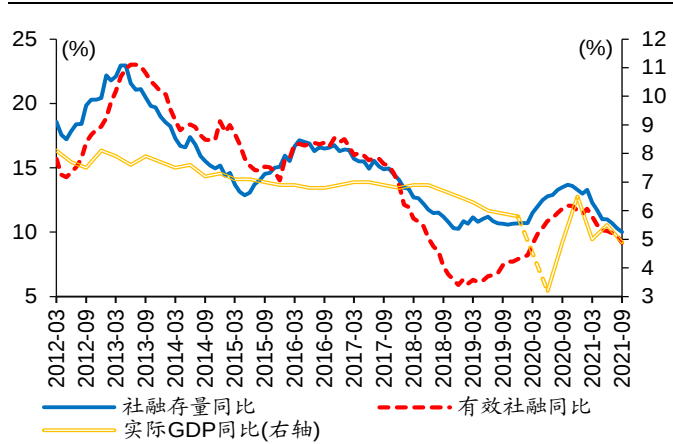
数据来源: 中国债券信息网、开源证券研究所

图16: 票据连续多月大幅“冲量”



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 经济增速下台阶，与之匹配社融增速也随之下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳，有利长端表现。眼下，货币政策要服务于多重目标，经济压力加大、债务风险加速暴露、原材料涨价对中小企业的“伤害”等，仍需宽松的货币流动性环境来“呵护”。利率走廊调控日趋成熟的

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_28441

