

如何理解跨周期调节？

证券研究报告

2020 年 07 月 31 日

作者

在二季度经济增长“明显好于预期”后，本次会议对经济工作的主要关切由疫情冲击切换到了“必须从持久战的角度加以认识”的中长期问题，最重要的表述是“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”。

第一，“跨周期”是相对于“逆周期”而言的。逆周期调控的目的是降低传统经济短周期的波动性，但我们当前遇到的很多中长期问题超越了传统逆周期政策框架，因此亟需建立和完善一套战略站位更高、更针对于缓解中长期问题的宏观调控框架，即“宏观调控跨周期设计和调节”。

第二，我国常规政策空间尚存，但也日益逼仄，因此应对中长期问题，需要有中长期的政策空间储备，既要给中长期问题留有应对余地，也要给经济休养生息留出空间。

第三，如何完善跨周期设计和调节的框架机制可能是“十四五”期间的重要命题，包括财政相关的跨年度预算平衡机制和中期财政规划管理、疫情相关的疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制等。

宏观调控跨周期框架的建立健全有望缓解对我国经济发展面临的诸多中长期问题，同时也有利于保留传统宏观政策的正常空间，有助于“实现稳增长和防风险的长期均衡”。

风险提示：国内疫情出现大规模反复；中美关系变化超预期

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520060003

zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



一、会议首提“跨周期设计和调节”的含义

会议指出“二季度经济增长明显好于预期”，这个结论对应了5月以来货币政策的边际收紧。也因此，会议对经济工作的主要关切，从4月份政治局会议的疫情冲击，切换到了“必须从持久战的角度加以认识”的中长期问题。

其中最重要的表述是“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”，“跨周期”的说法在中央级别的会议通稿中首次出现。

第一，“跨周期”是相对于“逆周期”而言的。“逆周期”调控的目的是降低传统经济周期的波动性，既缓解经济下行时的压力，也抑制经济过热时的风险。政治局会议首提“跨周期”而不是“逆周期”，意味着政策更关切的是传统经济周期之上的大周期和大环境正在发生的变化，以及政策框架如何应对这些中长期问题。

“当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的”，这些中长期问题可能既包括房地产、隐性债务、经济结构、人口结构等老问题，也包括新冠疫情、外部环境变化等新问题。对于这些问题的应对，超越了以应对经济短周期波动为主的传统逆周期政策框架，因此亟需建立和完善一套战略站位更高、更针对于缓解中长期问题的宏观调控框架，即“宏观调控跨周期设计和调节”。

第二，相比于已经走向零利率和负利率等非常规政策的欧美经济体而言，中国的常规政策空间尚存，但也日益逼仄，对于中长期问题，“必须从持久战的角度加以认识”，因此政策需要留有中长期的空间储备。不能在经济刚开始下行时就一次性把子弹打光，要给中长期问题留有应对余地，也不能在经济刚开始恢复时就连续收紧，要给经济休养生息留出空间。

防范金融系统性风险和房地产长效机制是现有的跨周期调节机制。针对更长期的金融周期问题，央行在2016年前后逐渐健全了货币政策和宏观审慎政策的双支柱调控框架，宏观审慎政策的引入弥补了传统货币政策调控框架的弱点和不足，加强了系统性金融风险防范。以MPA考核和房地产市场宏观审慎管理为核心的宏观审慎政策框架约束了金融机构在逆周期货币政策调节下的行为尺度，使得政策效果呈现了一定的“跨周期”性。

第三，如何完善跨周期设计和调节的框架机制可能是“十四五”期间的重要命题，我们推断可能包括财政相关的跨年度预算平衡机制和中期财政规划管理、疫情相关的疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制等。宏观调控跨周期框架的建立健全有望缓解对我国经济发展面临的诸多中长期问题，同时也有利于保留传统宏观政策的正常空间，有助于“实现稳增长和防风险的长期均衡”。

二、货币政策：没有释放出将进一步收紧和重新放松的明确概率

货币政策的背景是5月以来总量的宽松政策已经陆续退出，近期流动性环境已经回归去年4季度疫情之前的水平，剩余的结构性政策例如再贷款再贴现、延期还本付息、银行减费让利等继续执行。

第一，会议并未提及宏观杠杆率、金融风险、房价等敏感问题，对于货币政策的总基调保留了“更加灵活适度”的表述，说明货币政策仍然处于观察期。

第二，“跨周期设计和调节”的提法淡化了传统“逆周期调控”在中长期问题面前的重要性，出现基于经济短周期波动的“大开大合”式的货币宽松或收紧的概率不大，更多是基于中长期问题导向的政策微调。

第三，删去了“降准、降息”等表述，说明货币政策仍是相机抉择，具体操作由基本面决定，没有明确的降准、降息概率。

因此在过去3个月货币政策已经边际收紧、流动性回归疫前水平的情况下，会议没有释放出货币政策将进一步收紧和重新放松的明确概率。

信用政策方面，会议在货币政策“更加灵活适度”的基础上，增加了有结构性意味的“精准导向”，要求“货币供应量和社会融资规模合理增长”，而不是央行一季度货币政策执行报告中的“增速与名义GDP增速基本匹配并略高”，说明信用政策不会更松，未来将以结

构性宽信用政策为主。

后续货币信用政策的主要观察指标包括：失业率、经济复苏斜率、信用扩张、工业品再通胀程度、中美关系和疫情等。

三、财政政策：下半年以存量空间为主且更加注重实效

会议对财政政策的总基调也保持了“更加积极有为”不变，但增加了“注重实效”的要求。在财税体系去年已经让利 2 万亿的情况下，今年财政收支本身就处于紧平衡状态。疫情冲击经济导致财政大幅减收，但逆周期调节要求财政支出保持一定强度，因此今年的财政赤字规模大幅扩张，这在一定程度上增加了财税系统尤其是部分地方财政的远期债务压力。因此，在 2 季度经济复苏好于预期后，要更加注重对财政资金的管理监督，严肃财政纪律，防止宝贵的政策空间用于大量无效投资，反而在以后增加财政负担。

在 4 月政治局会议提出“发行抗疫特别国债、增加地方政府专项债券”后，本次会议没有提及新的财政政策工具，因此下半年应是以财政预算报告中已经确定的存量政策空间为主。上半年国债+特别国债发行规模约为 1.1 万亿，下半年剩余近 2.7 万亿；地方一般债+专项债发行规模约为 2.79 万亿，下半年剩余约 1.94 万亿。总的来看，下半年的财政剩余空间仍然比较可观，考虑到后续经济增速回升将带动税收增速回升，下半年财政支出力度将强于上半年。

四、房地产：定位不变，景气度可能在年中附近见顶

会议对房地产市场的表述相比于 4 月会议没有变化，仍然是“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。

7 月 24 日的房地产工作座谈会已经对下一阶段的房地产工作提出了明确要求，其中既包括原则性要求如“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”、“稳地价稳房价稳预期”，也包括很多具体工作要求如“防止资金违规流入房地产市场”、“对市场异动及时提示、指导和预警”、“持续整治房地产市场乱象”等。

货币宽松引发房价滞后出现上涨压力是正常现象，本次政治局会议和房地产工作座谈会再次确认了高层对房价上涨的容忍度没有提高，对房地产市场平稳运行的总体要求没有放松。我们维持之前的判断，今年房地产销售景气度将呈现倒 V 型走势，在年中附近到达景气度高点后缓慢回落。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

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_3491

