管涛解读“7.30”中央政治局会议精神：跨周期调节下半场

意见领袖丨管涛、付万丛

摘 要

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。

https://www.yunbaogao.cn

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。

正文

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想》[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；

https://www.yunbaogao.cn

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

https://www.yunbaogao.cn

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。

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。

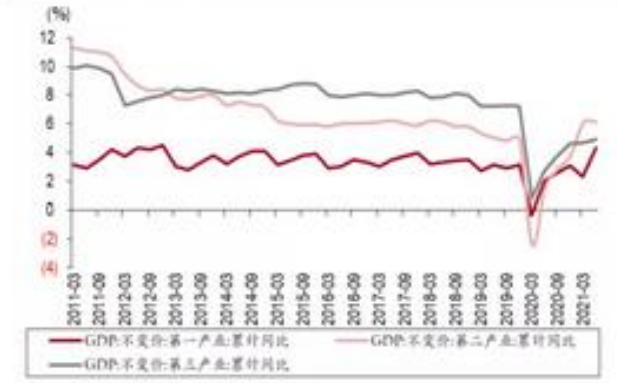
https://www.yunbaogao.cn

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。

云报告

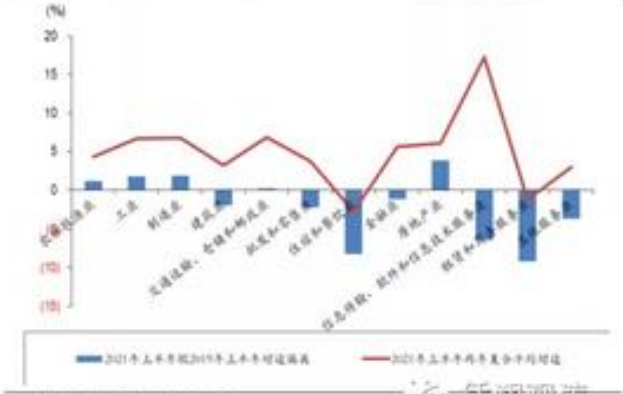
图表 2. 三次产业累计同比（%）



资料来源：Wind，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：Wind，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“类滞涨”的担忧。相较之下，内需投资表现得“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

https://www.yunbaogao.cn

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

凭澜观涛

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

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_34384