

不一样的“逆周期调节”

核心要点:

近期公布的8月份经济数据和9月制造业PMI已经初步显示经济企稳的信号，但经济复苏的可持续性和上行轨迹依然有待确认，投资者高度关注长假期间的出行消费和地产销售数据。我们对四季度中国经济复苏的方向没有疑问，但对复苏的斜率相对谨慎。这是因为：一方面是我们认为当下中国经济面临的挑战更多是中长期结构性问题的显性化，另一方面是对7月份政治局会议中重提的“逆周期调节”有不同于市场的理解。

一个令人费解的现象：2020年7月份政治局会议上首次提出“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”。在“跨周期调节”被提出之后，“逆周期调节”开始逐步被淡化。但如果我们重新审视今年7月份政治局会议，会发现有一个令人疑惑的现象：在重提“逆周期调节”的同时，中央在化解重大宏观风险方面明显提速。无论是房地产市场供求关系新形势的新提法，还是地方政府债务从控制增量转向化解存量，显然都不是单纯的周期性问题，而更多是结构性问题。既然是结构性问题，共识是要更多依靠结构性改革，而不应该是逆周期调节。

政策调节的三个阶段：第一阶段，在长周期的上行周期中，可以通过逆周期政策来熨平周期波动。第二阶段，当长周期进入下半场时，作为灰犀牛存在的长周期因素会逐步占据主导地位，并导致短周期的规律性会变得极不稳定。加上宏观政策传导机制不畅导致滞后效应上升，政策频繁变化可能会造成周期波动加大或者周期错位，适时转向实施跨周期调节成为明智和合理的选择。第三阶段，面对长周期拐点，新旧动能的更替不可能实现无缝衔接，下行风险会显著加大。因此在结构性改革推动经济转型的过程中，需要逆周期政策来配合对冲新旧动能切换过程中的下行风险。而这种逆周期调节显然与此前第一阶段的上行周期过程中熨平经济周期的逆周期调节存在质的区别。

一个形象的比喻：如果以前的逆周期调节是发现车子偏离正常行进路线而通过反打方向把车子拉回来正常轨迹，而当前的逆周期调节是为了转向提供更大的安全保障。经验丰富的司机在转弯时，一般都会先反打方向，然后再顺打方向来转弯（例如想要右转，先略微向左打方向，然后再打右方向），目的是为了避免转向过急，造成车身倾斜。中国经济目前体量已经是全球第二大经济体，巨大的经济体量类似重型卡车转弯，更需要适度反向打方向来为转向提供更大的空间和提升安全系数。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

风险提示：

1. 政策落实速度偏缓的风险
2. 改革措施难以推行的风险
3. 负向外部冲击的风险

距离 7 月政治局会议已经过去了 2 个多月时间，期间宏观政策组合拳持续发力。近期公布的 8 月份经济数据和 9 月制造业 PMI 已经初步显示经济企稳的信号，但经济复苏的可持续性和上行轨迹依然有待确认。因此，投资者在中秋国庆长假中依然不敢有丝毫懈怠，高度关注长假期间的出行消费和地产销售数据。

如果长假期间各项数据出现能持续反弹，并且中国经济在 4 季度继续显著复苏，说明目前中国经济面对的各种挑战依然更多是周期性的。反之，如果呈现的政策效果更多是托而不举，则证明结构性问题是主导因素。我们对四季度中国经济复苏的方向没有疑问，但对复苏的斜率相对谨慎。这是因为：一方面是我们认为当下中国经济面临的挑战更多是中长期结构性问题的显性化，另一方面是对 7 月份政治局会议中重提“逆周期调节”有不同于市场的理解。

重提逆周期调节和加强应对结构性问题看似矛盾

长期以来包括中国在内的各国政府在宏观层面都是实施逆周期调节，强调对经济的实时逆向对冲来降低甚至熨平经济周期的波动。2020 年 7 月份政治局会议上首次提出“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”。在“跨周期调节”被提出之后，“逆周期调节”开始逐步被淡化。市场对“跨周期调节”的理解是：在“逆周期调节”的基础上要兼顾经济短期的周期性波动与中长期的结构性问题，增强宏观政策的前瞻性、连续性和稳定性。换言之，跨周期调节是兼顾逆周期调节和结构性改革的平衡模式。

但是在三年之后的 2023 年 7 月政治局会议上，逆周期调节的字眼再次出现在人们的视野中。基于政策立场重回逆周期，以及对传统逆周期政策的凯恩斯主义属性，市场对之后的政策力度充满了乐观期待。但事实上，虽然会后的宏观组合拳频出，但政策力度与市场预期存一定的差距，由此产生的政策预期差造成了市场在 8 月份一直处在等待更强力度政策出台的状态，但预期中的强力逆周期政策依然没有出现。

如果我们重新审视 7 月份政治局会议，会发现有一个令人疑惑的现象。在重提“逆周期调节”的同时，中央对化解重大宏观风险方面相对之前的 4 月份会议出现了明显变化。一方面，相对于此前“房住不炒”的定位，首次提出了“房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”；另一方面，对地方政府债务的关注点，从严控增量（加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务）转向了化解存量（有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案）。无论是房地产市场供求关系新形势，还是地方政府债务的存量化解，显然都不是单纯的周期性问题，而更多是结构性问题。既然是结构性问题，共识是要更多依靠结构性改革，而不应该是逆周期调节。因此，重提逆周期调节和加强应对房地产和地方政府债务层面的结构性问题成为令人疑惑的矛盾。

如何理解从“跨周期调节”到“不一样的逆周期调节”？

经济基于内在的运行逻辑，在一段时间内会呈现周期性运动规律。根据周期的时间跨度可以分为短周期和长周期。短周期中最受经济分析人士关注的是 3 年左右的库存周期（基钦周期）和 10 年左右的设备更新周期（朱格拉周期），特别是前者与宏观政策和资本市场波动高度相关。而长周期则是对应 20 年左右的地产周期（库兹涅茨周期）、50-60 年的技术进步周期（康波周期）、60 年的人口周期，以及桥水资本达里奥提出的长达百年的国家长债务周期。在长周期内，大部分时间是短周期（库存、设备更新）主导经济和市场的波动。虽然长周期因素至关重要，但因为变化缓慢，因此往往被定义为灰犀牛因素。

对应长周期内的不同阶段，宏观政策也要做出相应调整。第一阶段，在长周期的上行周期中，可以通过逆周期政策来熨平周期波动。例如通过宏观政策调控可以对冲库存周期和设备更新周期的影响。第二阶段，当长周期进入下半场时，作为灰犀牛存在的长周期因素会逐步占据主导地位，并导致短周期的规律性会变得极其不稳定。加上宏观政策传导机制不畅导致滞后效应上升，政策频繁变化可能会造成周期波动加大或者周期错位，适时转向实施跨周期调节成为明智和合理的选择。第三阶段，在面对长周期拐点，往往伴随者经济转型。在此过程中，新旧动能的更替不可能实现无缝衔接，下行风险会显著加大。因此在结构性改革推动经济转型的过程中，需要逆周期政策来配合对冲新旧动能切换过程中的下行风险。而这种逆周期调节显然与此前第一阶段的上行周期过程中熨平经济周期的逆周期调节存在质的区别，

如果我们用驾驶汽车来做个形象的比喻：经验丰富的司机在转弯时，一般都会先反打方向，然后再顺打方向来转弯（例如想要右转，先略微向左打方向，然后再打右方向），目的是为了避开转向过急，造成车身倾斜。交通安全新闻经常报道，重型卡车急转弯会造成车身倾覆，从而酿成悲剧。如果以前的逆周期是发现车子偏离正常行进路线而通过反打方向把车子拉回来，而当前的逆周期是为了转向提供更大的安全保障。中国经济目前体量已经是全球第二大经济体，巨大的经济体量类似重型卡车转弯，更需要适度反向打方向来为转向提供更大的空间和提升安全系数。

逆周期调节内涵的变化说明要以新思路来分析当下的中国经济

全球经济增长在 08 年次贷危机之后明显增长乏力。发达经济体和新兴市场经济体交替复苏带动全球经济蹒跚前行，波动性和不确定性明显上升。当全球化分工无法继续做大经济，民粹主义势力明显增强，导致全球经济一体化进程放缓甚至局部逆转。中国经济中枢持续下台阶，传统的投资和出口驱动增长模式对经济拉动作用明显下降，特别是基建和地产周期性波动节奏出现紊乱，政策传导效应明显滞后和减弱。这些现象背后是中国人口周期、地产周期、债务周期，以及外部的全球化周期都出现了趋势性变化，这些长期因素的共振导致短周期规律（例如库存周期）的稳定性下降。经济数据之间往往出现互相矛盾，无法形成一个完整的逻辑链条。

研究宏观经济需要从周期规律出发来进行经济预测和政策判断，全球和中国经济稳态的下降造成经济预测和政策判断的难度显著上升，同时也在一定程度上造成市场预期出现紊乱。稳态下降背后的原因是什么呢？简单来说，当前全球正在面临百年变局，政治、经济、社会等各个层面发生了巨大的变化，国际环境日趋复杂。不稳定性不确定性明显增强导致很多以往有效的规律和成熟的经验失灵，因此简单从历史经验出发去做类比、预测或者甚至在政策层面照抄历史经验，往往会犯下刻舟求剑的错误。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn