

跨周期调节下半场：“7.30”中央政治局会议精神解读

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。
- 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。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛
wancong.fu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120090034

目录

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 4

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 5

三、上半年内需消费与投资恢复究竟如何 7

3.1 内需消费难言乐观，未来可能会对经济动能切换产生较大影响 7

3.2 内需投资的分化特征明显，房地产投资缓慢下行 10

四、扩内需要应对五个方面的挑战 13

五、主要结论及政策建议 18

图表目录

图表 1.过去 5 年中央经济工作会议内容 4
图表 2. 三次产业累计同比（%） 5
图表 3. GDP 分行业平均增速及与 2019 年的偏离（%） 5
图表 4. 2021 年下半年中国经济增长的情景分析 6
图表 5. 2021 年 7 月 IMF 世界经济展望（%） 6
图表 6. 社零消费额和居民消费性支出累计 7
图表 7. 居民服务消费占比 8
图表 8. 社零、商品零售和餐饮收入当月同比两年复合平均增速相对 2019 年同期的偏离（%） 8
图表 9. 全国密接累计人次和当日新增确诊病例 9
图表 10. 居民消费倾向（%） 9
图表 11. 居民人均可支配收入与名义 GDP 累计同比及其偏离（%） 10
图表 12. 城镇新增就业累计人数及与 2018 年和 2019 年同期的偏离（万人） 10
图表 13. 固定资产投资三大需求的累计同比（%） 11
图表 14. 制造业和工业中长期贷款增速（%） 11
图表 15. 房地产新开工面积和商品房销售额增速（%） 11
图表 16. 商品房待售面积（狭义库存指标） 12
图表 17. 出口累计同比和 PMI 新出口订单指数（%） 13
图表 18. 净出口对当季 GDP 的拉动及贡献率（%） 13
图表 19. 三次产业就业人数同比变化（万人） 14
图表 20. 三次产业就业人员净变化（万人） 15
图表 21. 城镇就业人员变动（万人） 15
图表 22. 社保收支结余（亿元） 15
图表 23. 限额以上社零销售额在社零总额的占比（%） 16
图表 24. 房地产开发其他资金来源占比和个人购房贷款同比（%） 16

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测》[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；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。

[1] 管涛，2020 年 12 月 19 日中银研报，《逻辑比结论重要：关于明年货币政策与人民币汇率的猜测》，https://mp.weixin.qq.com/s/A-Tt6nvXEKPUDDJlCEgT1g。

[2] 管涛，2020 年 8 月 17 日第一财经日报，《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》，https://www.yicai.com/news/100737745.html。

[3] 管涛，2020 年 9 月 27 日第一财经日报，《当前货币政策宜多看少动》，https://www.yicai.com/news/100786386.html。

[4] 管涛，2021 年 6 月 29 日第一财经日报，《“稳增长”需要未雨绸缪》，https://www.yicai.com/news/101094843.html。

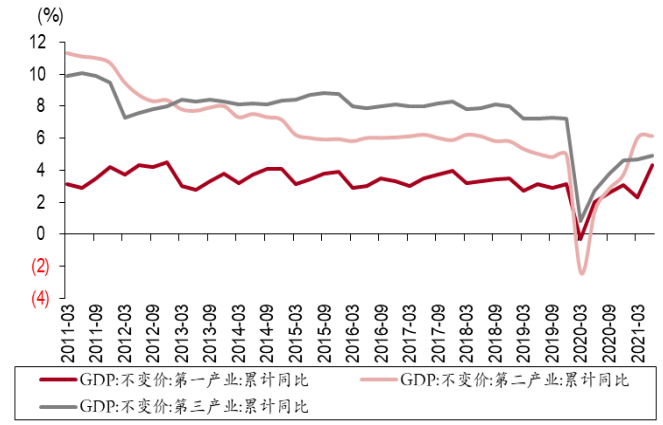
二、上半年经济稳步修复但复苏不充分和动能放缓值得关注

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。

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。

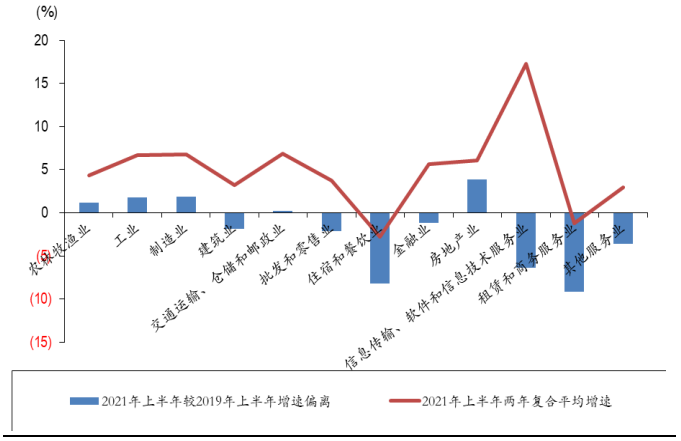
从生产端看，工业生产保持稳定，而服务业生产缺口却未见明显愈合。2021 年上半年，第二产业 GDP 两年复合平均增速达到 6.1%，高于 2019 年同期约 1.1 个百分点。如果仅看二产中的工业，恢复程度更好，二季度工业 GDP 两年复合平均增速达到 6.7%，高于 2019 年同期约 1.7 个百分点。第三产业 GDP 两年复合平均增速达到 4.9%，较一季度上升 0.2 个百分点，依旧低于 2019 年同期约 2.3 个百分点（见图表 2）。尤其是第三产业内部复苏仍不均衡，疫情影响的痕迹较为明显，仅“房地产业”、“交通运输、仓储和邮政业”的两年复合平均增速好于 2019 年同期水平（见图表 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。

图表 2. 三次产业累计同比（%）



资料来源：万得，中银证券

图表 3. GDP 分行业平均增速及与 2019 年的偏离（%）



资料来源：万得，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。

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 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

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
新兴市场和发展中经济体	**(2.1)**	**6.3**	**5.2**
中国	2.3	8.1	5.7
印度	(7.3)	9.5	8.5

资料来源：IMF，中银证券

这或是“7.30”会议删除“稳增长”压力较小的时间窗口提法的重要原因。以下，本文将重点从内需复苏状况出发，提出未来可能面临的五点挑战。

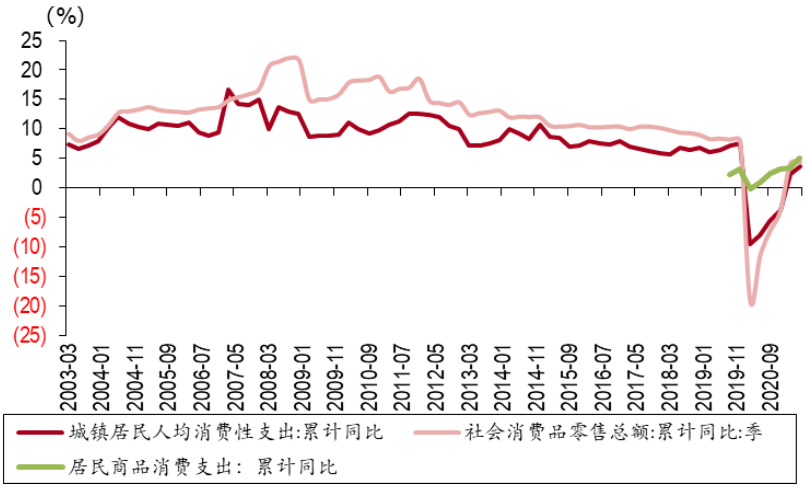
三、上半年内需消费与投资恢复究竟如何

3.1 内需消费难言乐观，未来可能会对经济动能切换产生较大影响

虽然社零增速延续回升之势，但是屡屡低于市场预期，尤其是回升斜率也有所放缓。2021 年前六个月社零两年复合平均增长 4.4%，较一季度上升 0.3 个百分点，低于 2019 年同期约 4 个百分点；二季度居民消费性支出两年复合平均增长 3.6%，较一季度上升 1.3 个百分点，仍低于 2019 年同期约 2.8 个百分点（见图表 6）。从社零和城镇居民消费支出的缺口来看，虽然居民消费修复快于社零，但两者仍存在缺陷。根据统计局的指标解释，社零数据来自于供给端统计，包含居民商品消费和集团（或非居民）商品消费，且仅含服务消费中的餐饮。如果按照 GDP 支出法的居民货物消费和服务消费占比来拆分，二季度居民商品消费支出两年复合平均增速达到 5.1%，高于社零和居民整体消费支出的增速，构成拉动作用。

这里有两点启示。一是集团消费的拖累可能更大。考虑到居民在服务消费受抑制后会相应的增加商品消费（替代作用）、疫情以来企业线下商务活动下降和政府支出放缓等综合作用，集团消费对社零修复的拖累可能更大。二是居民的服务消费受疫情影响大幅下降，拖累居民消费支出的修复。2021 年二季度服务消费占比仍低于疫情前水平约 1.3 个百分点，尚未回归正常状态（见图表 7）。

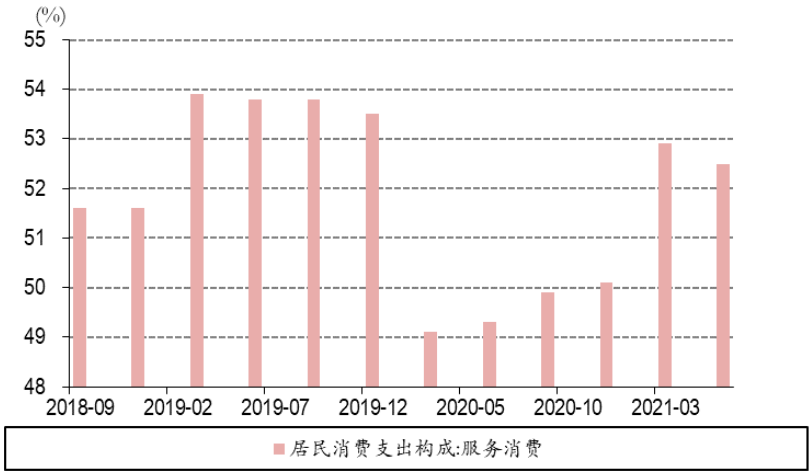
图表 6. 社零消费额和居民消费性支出累计



资料来源：万得，中银证券

注：2021 年一季度、二季度为两年累计同比复合增速；居民商品消费占比来自 GDP 支出法的核算，口径与居民问卷调查中的消费性支出略有不同。

图表 7. 居民服务消费占比

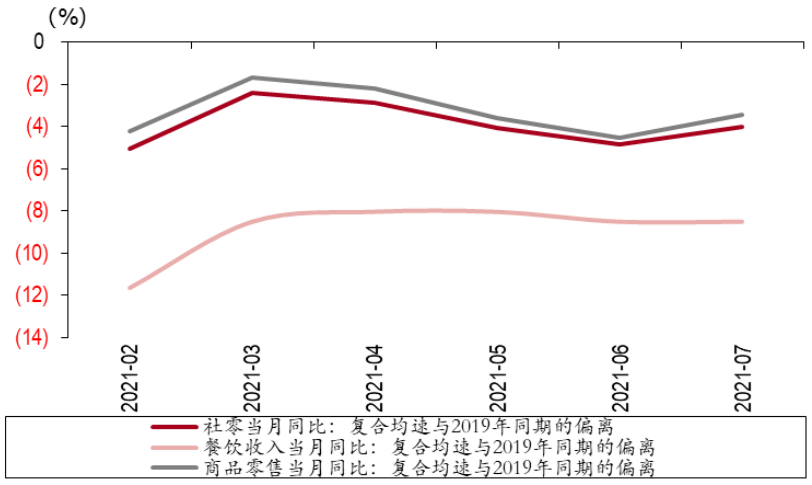


资料来源：万得，中银证券

部分损失的消费难以弥补，例如餐饮收入的缺口修复缓慢，主要是因为个体的食物摄入是有限的。在收入压力较大的情况下，普通百姓也不会大鱼大肉。从当月同比两年复合平均增速与 2019 年同期的偏离来看，3 月份以后，餐饮收入平均增速的偏离甚至有所走扩，商品零售亦是如此，7 月份负偏离值分别达到 8.5 和 3.5 个百分点（见图表 8）。此外，大部分服务消费是即时发生的，完全追回损失的难度较大。服务消费停滞不前引发的就业不足和收入减少等问题可能会抑制商品消费。

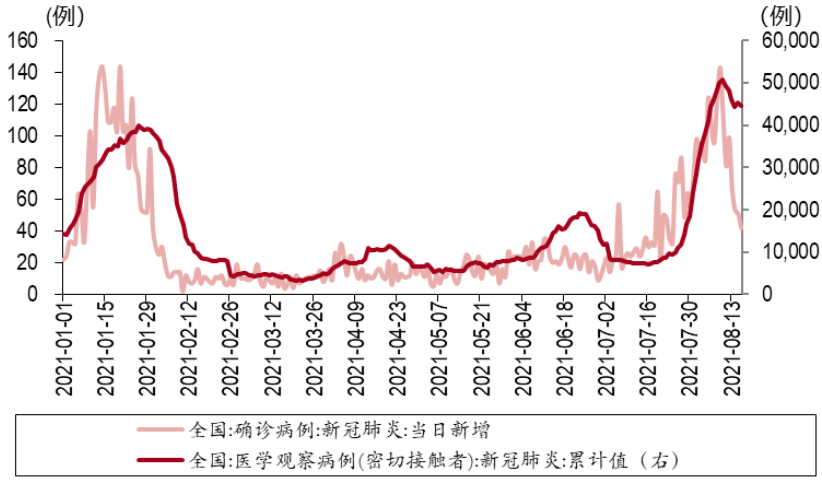
另外，疫情防控继续对经济活动正常化形成掣肘。从端午假期出行数据看，受广东等地零星疫情爆发的影响，尽管与 2020 年同期相比仍保持了较快的增长势头，但按可比口径与 2019 年同期相比，恢复趋势有所放缓。“五一”假期，旅游出行人次已超过 2019 年同期，但端午假期重新略低于疫情暴发前；“五一”假期，国内旅游收入已恢复到疫情前的 77%，但端午假期仅相当于 2019 年同期的 75%。近期，德尔塔病毒从南京传到张家界，继而逐渐蔓延至全国 10 多个省市，部分疫情形势严峻的城市再次重启社交隔离政策。根据卫健委数据显示，截至 8 月 16 日，全国密接者累计医学观察人数和新增确诊病例均已接近或超过 2021 年 1 月份的前期高点，说明此次疫情大概率比前三波更为严重（见图表 9）。同时，民航局明确 8 月 4 日至 8 月 31 日的国内机票免费退票；许多地方对重点景区和线下娱乐场所要求严格控制人流上限、应关尽关，并采取限制人员集聚的措施。

图表 8. 社零、商品零售和餐饮收入当月同比两年复合平均增速相对 2019 年同期的偏离（%）



资料来源：万得，中银证券

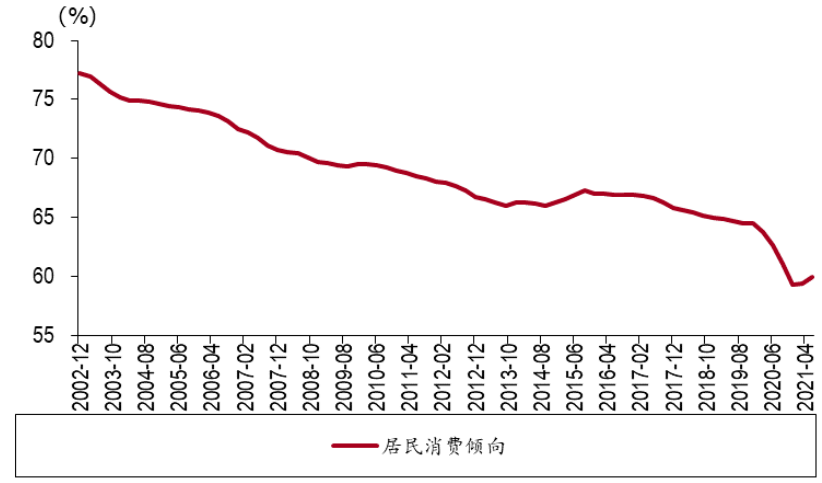
图表 9. 全国密接累计人次和当日新增确诊病例



资料来源：万得，中银证券

二季度居民消费倾向较一季度小幅反弹至 60.0%，仍低于 2019 年一季度的 64.87%（见图表 10）。从城镇居民收入来看，存在两点隐忧：一是上半年两年平均增速要显著高于中位数增速，说明收入差距加大；二是上半年城镇居民名义可支配收入平均增速（6.3%）显著低于名义 GDP 平均增速（8.6%），说明稳市场主体的财政政策可能尚未有效传导至劳动者（见图表 11）。由于传导链条过长，对财政政策难以显著提振收入和消费的担忧可能正在显现。只有稳定的收入改善和公平分配才能让居民敢于消费。此外，劳动力市场冷热不均现象可能也较为突出，和美国一样出现劳动力市场转换率和职业匹配率低迷的现象。例如广东地区出现招工难，但全国外出农民工数量却有所下降，上半年城镇新增就业累计值仍低于 2018 和 2019 年同期平均水平（见图表 12）。我们需要提防暂时的结构性失业转变成永久性失业，即脱离劳动力市场过久引起劳动技能损失。

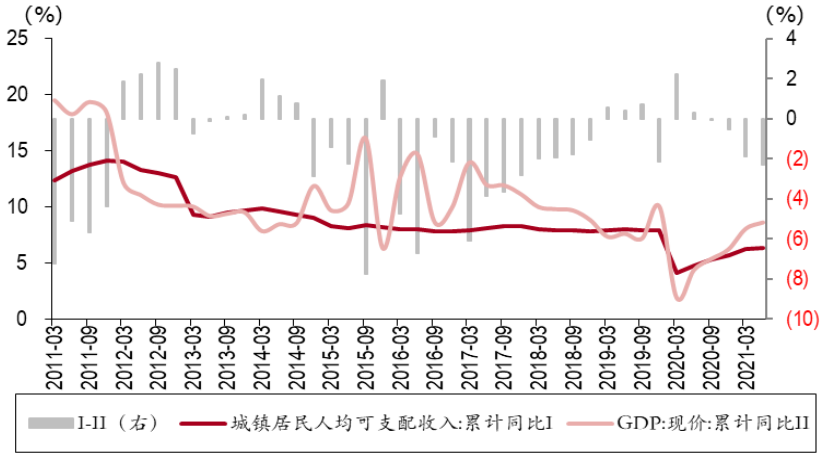
图表 10. 居民消费倾向（%）



资料来源：万得，中银证券

*注：居民消费倾向=（城镇居民消费性支出累计值 4 个季度滚动均值）/（城镇居民人均可支配收入累计值 4 个季度滚动均值）*100。*

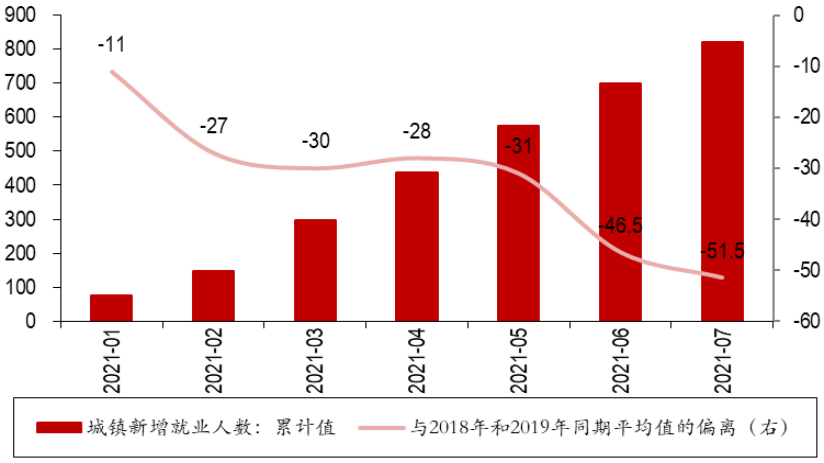
图表 11. 居民人均可支配收入与名义 GDP 累计同比及其偏离（%）



资料来源：万得，中银证券

注：2020 年一季度至今为两年复合平均增速。

图表 12. 城镇新增就业累计人数及与 2018 年和 2019 年同期的偏离（万人）



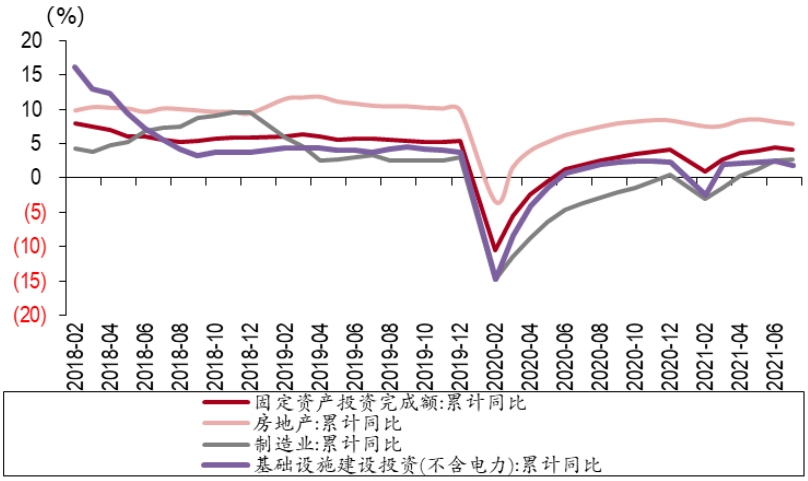
资料来源：万得，中银证券

3.2 内需投资的分化特征明显，房地产投资缓慢下行

季调后的固定资产投资环比已经与 2019 年相近，表明投资可能已经回到长期趋势。二季度投资环比均速为 0.39%，小幅低于 2019 年同期的 0.43%。相较于投资的趋势回归，内部结构的分化更为突出。4 月份制造业投资两年复合平均增速转正，7 月份达到 2.6%，较 6 月份小幅改善，上升趋势尚未中断（见图表 13）。工业中长期贷款余额同比增速持续上升，二季度进一步上升至 25.8%，有望支撑制造业投资进一步上升（见图表 14）。基建投资在项目要求趋严的约束下，前七个月两年复合平均增速达到 1.8%，年内首次回落，同时为投资三大需求中的最低。侧面上，基建低增速反映了当前稳增长压力较小，但也为将来稳增长留出了政策空间。7 月 12 日，李总理在经济形势专家和企业家座谈会上指出，要统筹 2021 年下半年和 2022 年经济运行，着力保持在合理区间，并强调要支持用好地方政府专项债等资金，推进重大工程、基本民生项目等重点建设。“7.30”会议进一步提出，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动 2021 年底明年初形成实物工作量。

前七个月，房地产投资两年复合平均增速仍然高达 8.0%，下行趋势较为缓慢。此外，同期房地产销售金额两年复合平均增速达到 13.1%，大幅高于 2019 年同期水平（6.2%），而房地产新开工面积两年复合平均增速仅有-2.7%，大幅低于 2019 年同期水平（9.5%），说明在房地产监管政策趋严的大背景下，房企开发意愿有所下降（见图表 15）。需要注意的是，如果房地产过快去库存，可能会造成供不应求的局面，导致房价易升难降（见图表 16）。

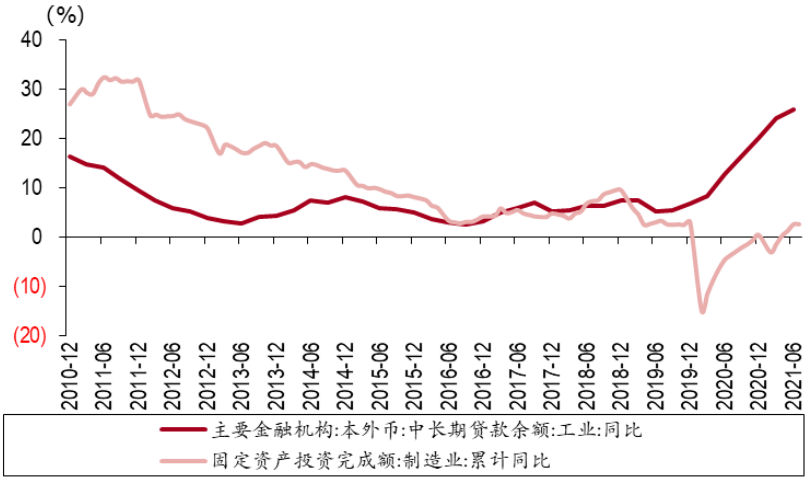
图表 13. 固定资产投资三大需求的累计同比（%）



资料来源：万得，中银证券

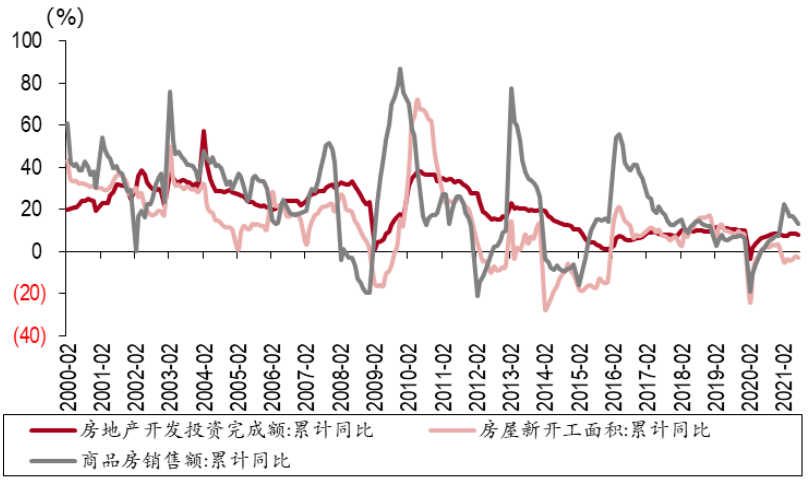
注：2020 年 2 月至 2021 年 7 月累计同比采用两年复合平均增速。

图表 14. 制造业和工业中长期贷款增速（%）



资料来源：万得，中银证券

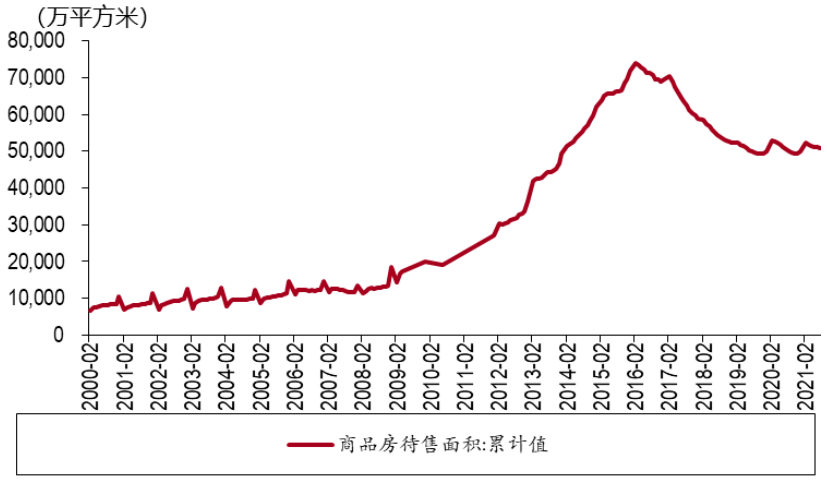
图表 15. 房地产新开工面积和商品房销售额增速（%）



资料来源：万得，中银证券

注：2020 年 2 月至 2021 年 7 月累计同比采用两年复合平均增速。

图表 16. 商品房待售面积（狭义库存指标）

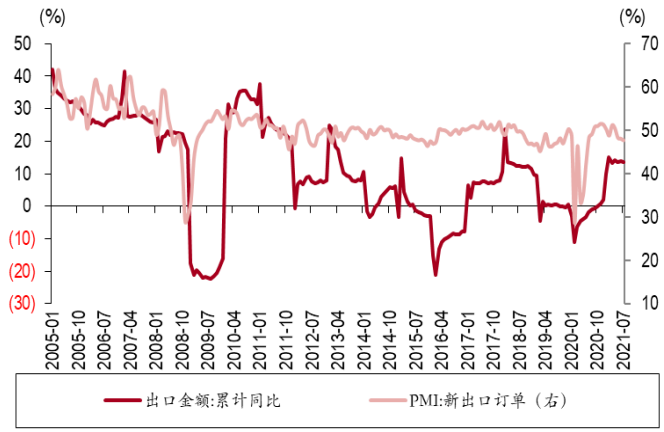


资料来源：万得，中银证券

四、扩内需要应对五个方面的挑战

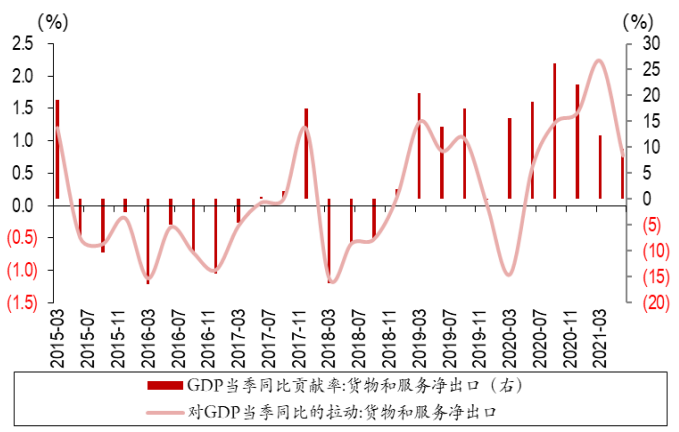
一是内需的紧迫性进一步增强。出口增长超预期，外需恢复好于内需是我国疫后经济复苏的一大亮点。但是，2021 年二季度内外需错配已经有所收敛，外需对经济的拉动正在减弱。3 月以来，出口金额（美元口径）的累计同比两年复合平均增速在 13.5%上下波动，即便强于 2019 年同期水平，但并未呈现进一步上升的趋势（见图表 17）。同期，我国制造业 PMI 新出口订单指数连续四个月下滑，5 月份至 7 月份均处于不景气区间，说明从月度环比来看，出口景气可能已经有所回落。至少，从净额看，外需对经济增长拉动作用已经开始减弱（见图表 18）。未来，我国出口增速向均值回归是大概率事件，四季度增速甚至可能会回落至个位数。即便全年出口增速可能不差，但是由于贸易的不可控性，我国需要依赖稳定的内需增长。当前，疲软的消费和“杠杆高悬”的投资加大了内外需衔接的难度。

图表 17. 出口累计同比和 PMI 新出口订单指数（%）



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 净出口对当季 GDP 的拉动及贡献率（%）

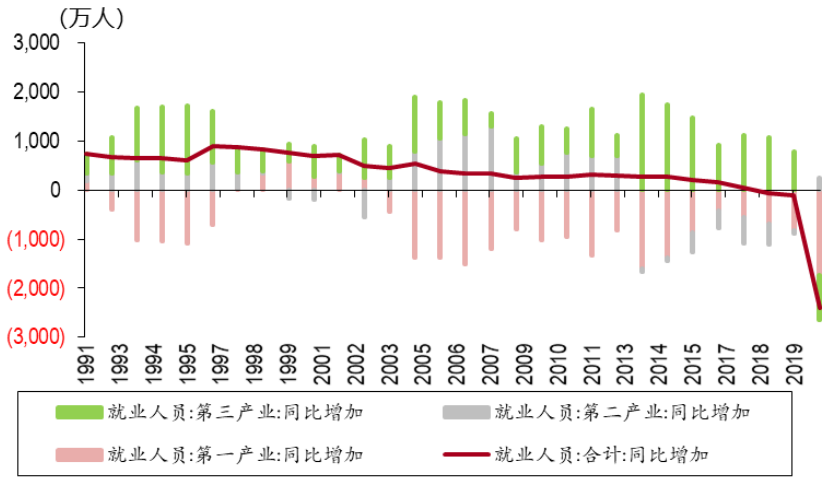


资料来源：万得，中银证券

注：2020 年 2 月至 2021 年 7 月累计同比采用两年复合平均增速。

二是 K 型复苏下的就业压力仍较大。第三产业是解决就业的最大来源，2020 年第三产业就业人数占总人数 47.1%，较上年回落了 0.3 个百分点，共计减少 915 万人，第二产业新增就业的 238 万人根本无法填补三产就业的缺口（见图表 19）。目前，除了服务业生产指数的修复趋缓以外，服务业 PMI 就业指数自 3 月份以来连续四个月下滑。另一方面，2021 年前七个月新增城镇就业 822 万人，同比增长 22.5%，但较 2018 和 2019 年同期的平均值少了 51.5 万人，该缺口为 2021 年以来最大（见图表 12）。若考虑到 2020 年因疫情冲击未就业，2021 年视同应届毕业生需要安排就业的高校毕业生，全年新增就业总量应该不低于往年的 1300 万人。就业是判断经济是否过热的重要指标。而就业不足或是制约当前企业投资和居民消费意愿的重要原因。

图表 19. 三次产业就业人数同比变化（万人）



资料来源：万得，中银证券

三是就业背后是收入问题。2020 年，社会总就业减少 2407 万人，其中一产就业净减少 1730 万人，二产净增加 238 万人，三产就业净减少 915 万人。一产和三产就业变化没有实现对冲和再平衡，凸显了疫情严重限制了 2020 年三次产业之间的就业转换（见图表 20）。同时，城镇就业总人数净增加“罕见”高于城镇新增就业数量，结合一产就业显著下降，说明疫情也“叫停”了 2020 年城乡就业转换和劳动市场正常运行（见图表 21）。失业率不降，2020 年城镇调查失业率 5.2%，与 2019 年底持平，或反映劳动参与率降低。在中国以稳市场主体为主的救助政策下，进一步影响了居民消费能力。

2020 年以来，财政直达基层保民生的政策和阶段性减税降费一定程度上缓解了就业压力，稳定了居民的可支配收入。例如，暂缓少裁员的企业社保费用缴纳，2020 年社保收支结余-6219 亿元，较 2019 年下降 14630 亿元，金额之大历史罕见（见图表 22）。但这可能仍难以填补失业人员的收入损失。按照 2020 年农村居民人均可支配收入 17131 元来测算，2020 年 4431 万人乡村就业减少所造成的居民收入损失约为 7591 亿元，高出同期三项社保基金支出增加 3087 亿元较多[5]。

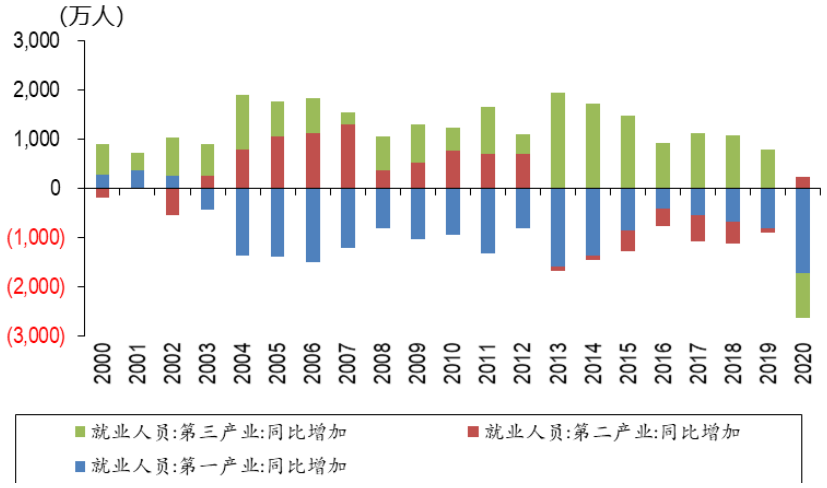
当然，我国也出台了不少以工代赈的政策，只不过传统的基建投资可能不像以前那么有效。专项债作为基建投资的抓手，由于监管趋严和可投项目下降，新增发行进度缓慢（截至 8 月 1 日，2021 年累计新增地方政府专项债发行 13546 亿元，仅相当于全年专项债发行额度的 37%）且大量资金闲置。根据 21 世纪财经报道，在专项债的使用上，多个地方出现资金闲置的情况，仅山东省审计厅抽查 2020 年 7 月至 12 月专项债管理使用就发现有 304.21 亿元债券资金存在不同程度闲置问题，占样本资金的两成[6]。

这应是 2021 年以来，尽管稳增长压力较小，国家却一再强调坚持就业优先政策，延续实施减负稳岗扩就业政策，加强对重点群体的就业帮扶，优化就业服务，扩大就业容量的主要原因。“7.30”会议进一步强调，要做好民生保障和安全生产，坚持巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接，强化高校毕业生就业服务，畅通农民工外出就业渠道，改进对灵活就业人员的劳动者权益保障，继续体现了就业优先的政策考量。

[5] *根据 2020 年度人力资源和社会保障事业统计公报，全年共为 515 万名失业人员发放了不同期限的失业保险金，比上年增加 54 万人。失业保险金月人均水平 1506 元，比上年增长 8.1%。根据《人力资源社会保障部 财政部关于扩大失业保险保障范围的通知》，共向 762 万人发放失业补助金。*

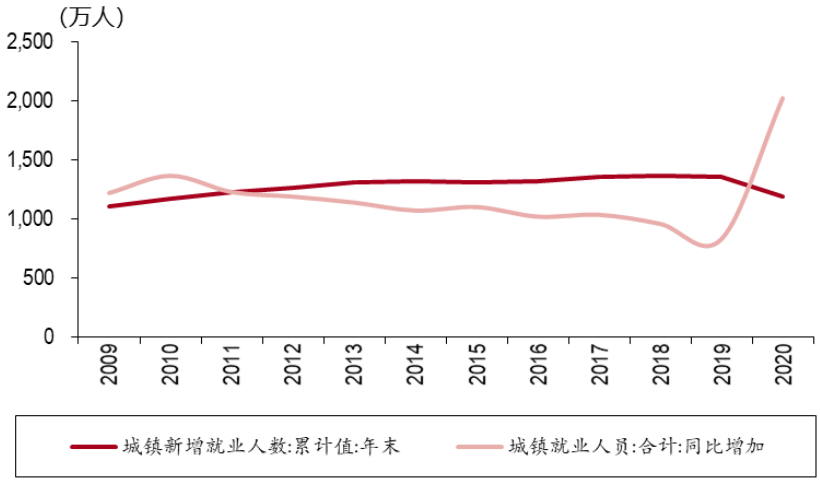
[6] *http://www.21jingji.com/2021/8-3/wNMDEzODBfMTYyNjMwNQ.html*

图表 20. 三次产业就业人员净变化（万人）



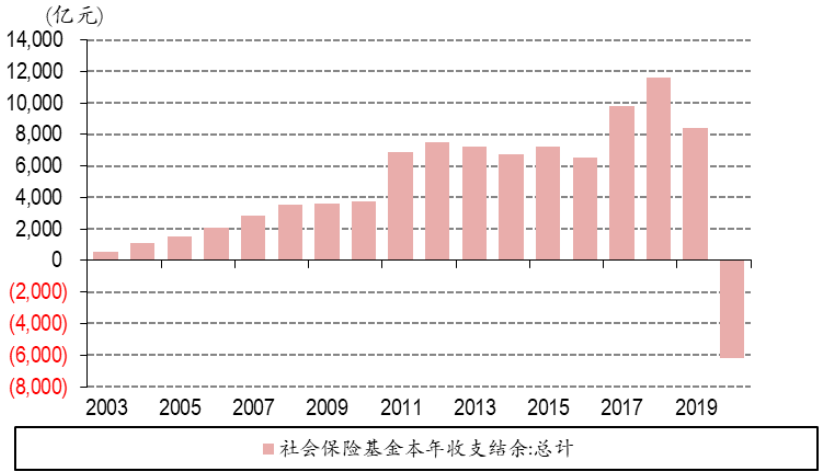
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 城镇就业人员变动（万人）



资料来源：万得，中银证券

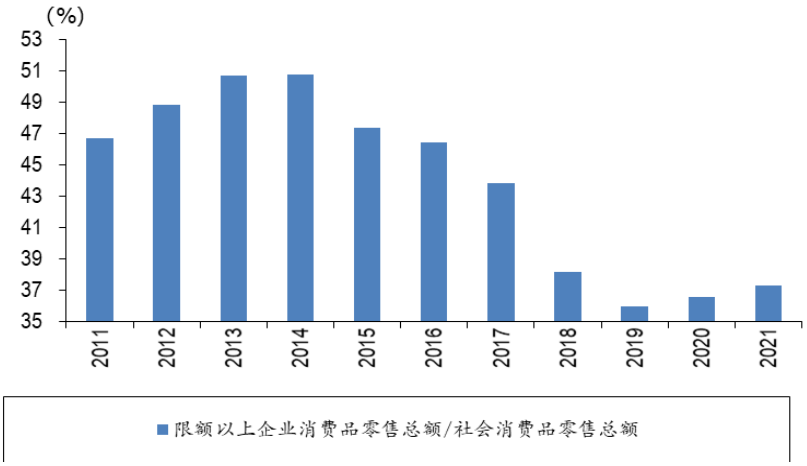
图表 22. 社保收支结余（亿元）



资料来源：万得，中银证券

四是中小企业经营压力不减。截至 2021 年 7 月份，限额以上社零在总额的占比较 2019 年年末上升 1 个百分点，终结了此前连续 5 年的下降趋势（见图表 23）。原因可能包含“宅经济”导致线下消费活动下降、部分限额以下企业退出市场和居民消费习惯的改变，例如疫情期间出行减少导致服装、化妆品和油气类等消费下降。从各个规模企业的亏损分布来看，2020 年疫情期间中小企业亏损数量增速高于大型企业，2021 年以来恢复速度又显著慢于大型企业，说明中小企业经营压力可能明显大于大型企业。由于中小企业多数为下游企业，加上内需恢复较慢和原材料价格涨幅较大，CPI-PPI 的剪刀差持续走扩，7 月份再创历史新高。这无疑会进一步加重中小企业的经营压力。值得注意的是，由于支持中小微企业的贷款显著上升，中小企业经营压力也可能会转变成银行的不良贷款压力。

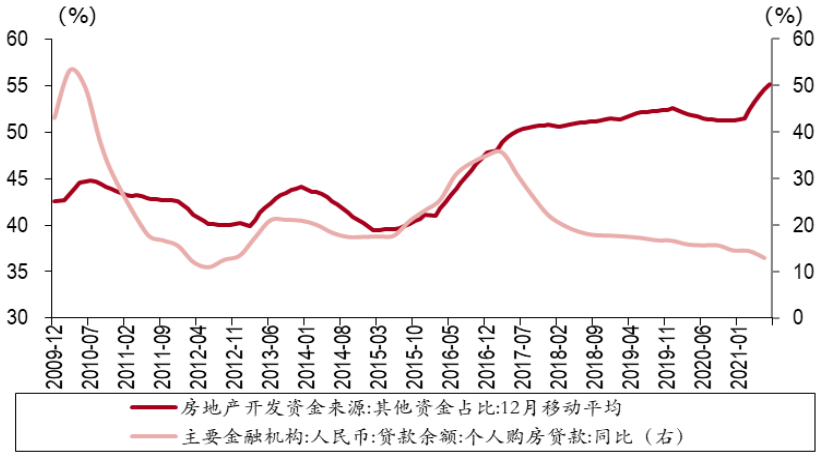
图表 23. 限额以上社零销售额在社零总额的占比（%）



资料来源：万得，中银证券

五是严监管的影响可能逐渐显现。近年来，严监管措施包括但不限于房地产去金融化、信用债打破刚兑和地方债务整顿。房地产方面，宏观审慎管理严格控制信贷流向，个人购房贷款余额同比增速从 2017 年开始持续下降。同时，针对房企的融资监管也逐渐升级，开发贷款和自筹融资的压力越来越大，进而高度依赖卖房回款（见图表 24）。疫情以来房屋销售走俏，7 月份两年复合平均增速仍有 13.1%，显著高于 2019 年同期水平，说明居民对住房的需求并不弱，大部分可能是刚需。对比居民消费倾向的低迷，房地产资金来源中的个人购房贡献已经超过疫情前的水平。由于严格限制金融系统对房地产的“输血”，居民只能想方设法靠自己补上资金缺口，甚至违规套取经营性贷款，压力越大越要买，部分导致了消费能力下降。

图表 24. 房地产开发其他资金来源占比和个人购房贷款同比（%）



资料来源：万得，中银证券

信用债方面，由于上半年稳增长压力较小，以城投债为主的企业债券融资较 2020 年同期显著下降，是社融增速快速下滑的一个重要因素。不过，2021 年上半年，经济显著好转和企业利润修复并未阻止信用债违约规模创下历史同期的新高。而且，违约主体规模更大。全方位严监管的驱动下，银行风险偏好必然会有所下降。未来在经济下行后，宏观审慎管理政策如何调整也是一个难题，银行既需要让利降低融资成本，又要控制不良率，还要敢于放贷。严监管引发的不确定性对资本市场冲击也不小。即便认识到改革都是有成本的，市场的困惑在于长期可持续性发展和短期阵痛的平衡边际在哪。

五、主要结论及政策建议

我国经济下行并非疫情造成的。2019 年底中央经济工作会议公报明确指出，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。上述问题并未因疫情自动得到解决，反而由于叠加了全球疫情持续演变的影响，经济下行风险有可能重新显现。

经济增速放缓是自然经济现象，结构性矛盾突出才是关键之所在。外界的担忧源自内需消费的低迷，原因是多方面的，既有就业压力仍较大和收入改善相对缓慢，也有房地产对消费的挤出效应。随着经济回落，稳增长压力较小的时间窗口正在关闭，疫情前本已存在的问题以及疫情本身造成的 K 型复苏可能令未来国内经济走向面对更多不确定不稳定因素，市场预期也会产生相应的变化。

“7.30”会议重提跨周期调节而非逆周期调节，更加凸显了下阶段宏观调控不是简单的刺激，而要更讲求调控的艺术和技巧。为此，要处理好以下几个关系：

一是处理好短期与长期的关系。短期，要通过必要的宏观政策支持，充分对冲疫情对经济活动正常化的影响，保持经济运行在合理区间。长期，又要避免过度刺激，给经济发展埋下风险隐患。从这个意义上讲，合理确定合意的经济增长目标非常重要。低了，发展动力不足，可能引爆各种系统性风险；高了，又可能恶化各种体制性结构性问题。“三期叠加”影响持续深化就是前车之鉴。

二是处理好治标与治本的关系。有工作才会有收入，有收入才会有消费。这是强调就业优先目标的出发点。围绕保就业目标，既要增强宏观政策的精准性，继续给中小微企业和困难行业纾困；又要通过深化“放管服”改革，反对垄断和不正当竞争，优化营商环境，激发市场主体活力；还要通过深化金融供给侧改革，健全多层次的金融市场体系，增强金融服务实体经济的能力。

三是处理好总量与结构的关系。K 型复苏是疫情冲击的重要经济表现，不同地区、行业、企业的经济修复状况不尽相同。2021 年 4 月 30 日和 7 月 30 日中央政治局连续两次强调，经济恢复不均衡、基础不稳固，二者又是相互关联的，对宏观调控提出了巨大挑战。一方面，要透过总量数据看到经济恢复不充分的本质，维持必要的政策支持力度，保持市场流动性合理充裕；另一方面，又要创新宏观调控工具，让财政金融资源直达有需要的实体经济部门，避免溢出造成的经济泡沫化风险..

四是处理好破旧与立新的关系。如前所述，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。实现高质量发展要贯彻新发展理念、构建新发展格局。在破旧立新的过程中，我们要解决一系列先破后立、先立后破，抑或是边破边立的宏观调控难题。例如，当前财政政策后置多大程度是政府有意为之，多大程度又是源于地方政府债务管理政策的调整呢？再如，过去稳增长主要靠扩投资，现在要靠促消费，那么，用什么政策工具来扩大分散化决策的消费需求呢？需要指出的是，前述工作并不完全是宏观调控的事情。要避免用宏观调控包打天下、包治百病，更要避免用宏观调控替代改革、替代市场。

“7.30”会议重提跨周期调节，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，意味着跨周期调节进入了下半场。下半场，宏观政策既要保持定力，不搞强刺激，又要保持弹性，该出手时便出手。

迄今为止，我们只能得出经济复苏尚未完成，宏观政策不退坡的判断，下阶段主要是将现有政策用足。但是，我们也要加强经济形势研判，警防经济下行超预期。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。若确有必要，外部经济政策变化不会掣肘我国宏观调控。民间货币错配改善和汇率弹性增加，增强了宏观经济政策的独立性。同时，前期留出足够的宏观政策空间，也为我们应对各种内外部的不确定性不稳定性提供了信心和底气。

风险提示：经济下行超预期，政策不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371