

逆周期？跨周期？

核心观点：

1. 疫情未平，经济趋弱。期待政策逆周期发力，情理之中。与过往“逆周期”不同，近期“跨周期”调节更抢眼。融入“跨周期”的“逆周期”，究竟是思路转换的开始，还是过往趋势的延续？取舍之间，是否意味着短期内更大的增长压力？

2. 过去一年多以来，其实出台了不少结构性的约束政策，无论是在房地产还是基建等领域。只不过这些举措或被疫情“遮盖”，但其实质与疫前“供给侧结构性改革”一脉相承。水落石出。随着抗疫等常态化，前期政策的滞后效应正逐步显现。

3. 作为传统经济增长引擎之一的房地产，与逆周期宏观调控之间已无必然联系，其管控趋严的基本逻辑仍在持续。而在化解政府隐性债务等政策基调下，基建投资的逆周期特征也大打折扣，甚至在经济下行期还呈现出“跨周期”调节的倾向。

4. 展望未来，结构性约束短期难言松绑，房地产投资下滑可能明显，基建投资有望发力但未必强烈。“逆周期”叠加“跨周期”调节，社融增速四季度或将企稳，但此后升幅较为有限。与疫前相比，经济可能在相对更低的增速水平实现均衡。

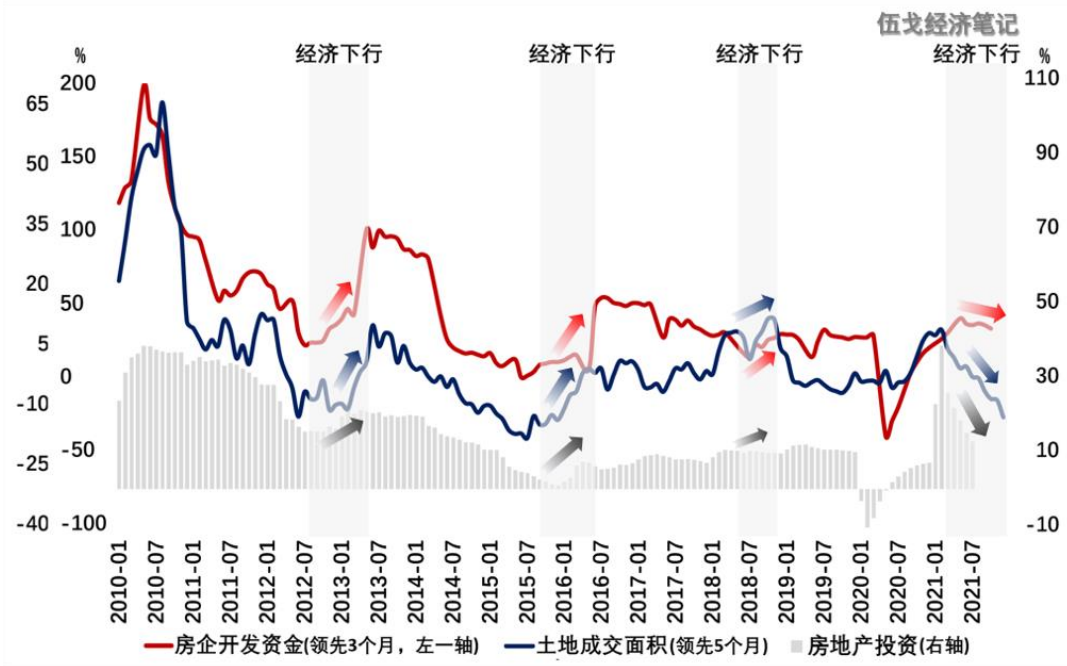
正文：

疫情未平，经济趋弱。期待政策逆周期发力，情理之中。然而与过往“逆周期”不同，近期“跨周期”调节更为抢眼。融入“跨周期”的“逆周期”，究竟是思路转换的开始，还是过往趋势的延续？取舍之间，是否意味着短期内更大的增长压力？

一、谁能“逆周期”发力：房地产？

短周期来看，与历次经济下行期不同，本轮房企融资和土地成交等指标并未如过去那般“逆周期”上升，房地产投资下行趋势或强于以往。这可能与疫情期间出台的约束房企融资的“三条红线”、房贷集中度等多项管控政策有关。

图 1：与过往下行期不同，本轮房地产不再“逆周期”

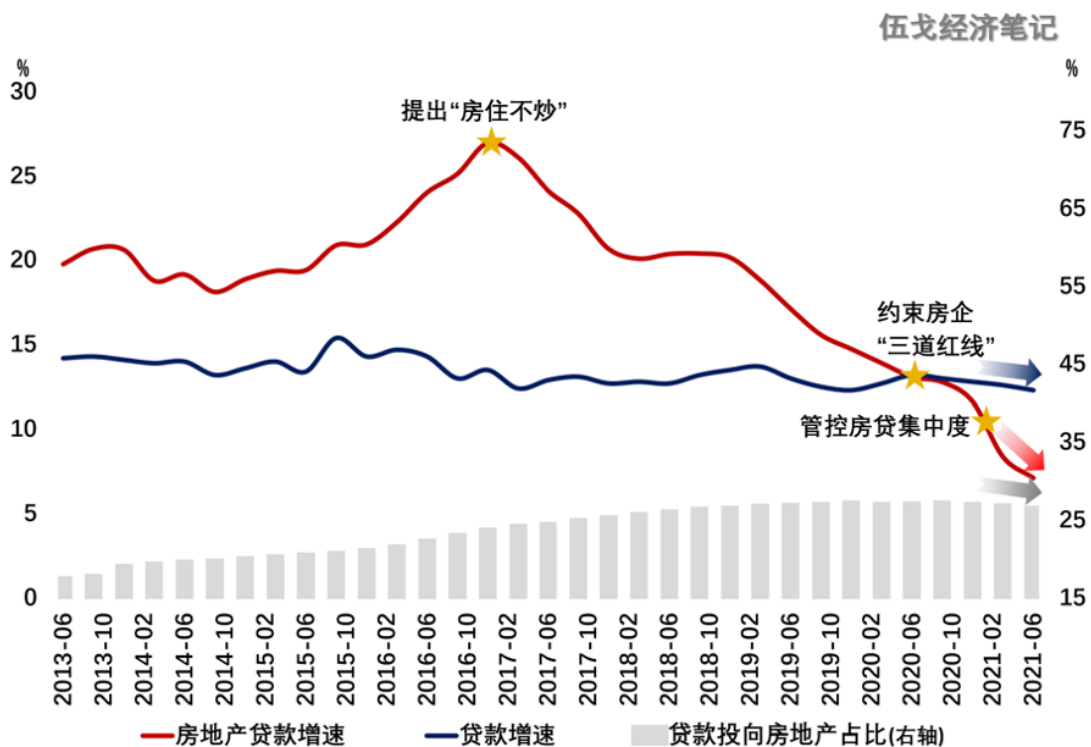


来源: WIND, 笔者整理

注: 房企资金、房地产投资 2021 年使用两年复合增速。

跨周期来看, 房地产贷款增速曾多年持续快于整体贷款。但自 2016 年首次提出“房住不炒”以来, 房地产贷款增速出现明显拐点, 开始迅速低于整体贷款。**值得一提的是**, 近期针对房地产领域的政策似具有长期性单边约束而非双向调节的特征。

图 2: 房地产面临怎样的长期约束?

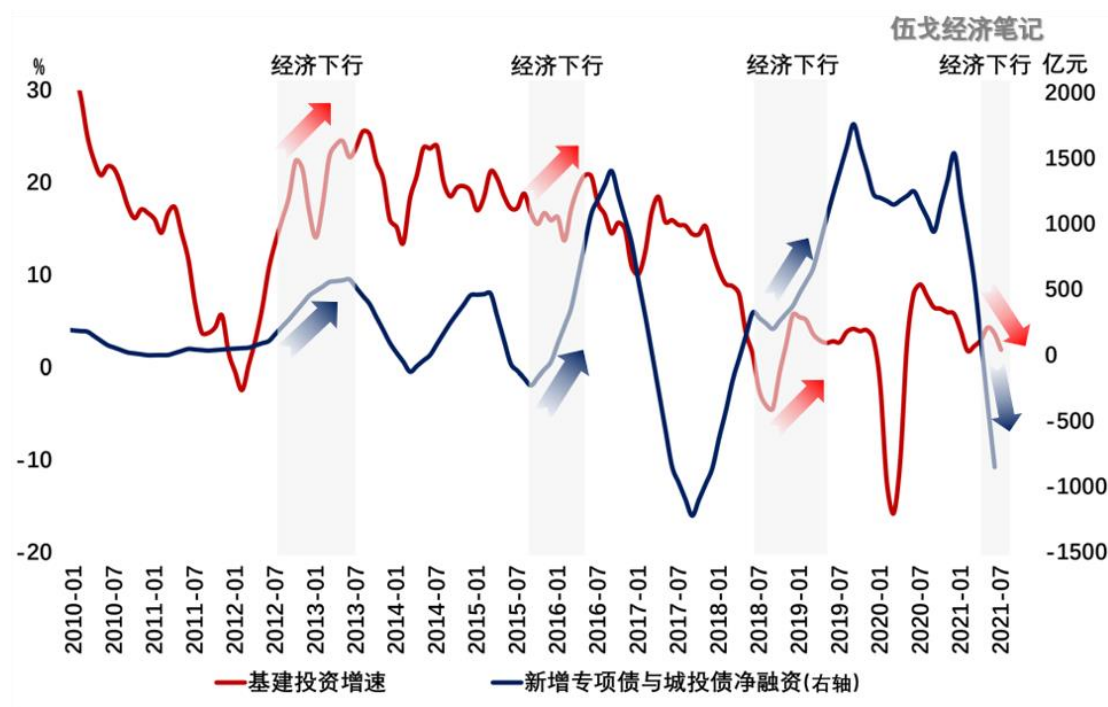


来源：WIND，笔者整理

二、谁能“逆周期”发力：基建？

短周期来看，与历次经济下行期不同，本轮财政支出趋弱，基建投资“逆周期”表现平淡。这也与疫情期间城投平台的发债和贷款等渠道受限，“化解地方隐性债务”等政策持续强化有关。

图 3：与过往下行期不同，本轮基建开始“跨周期”

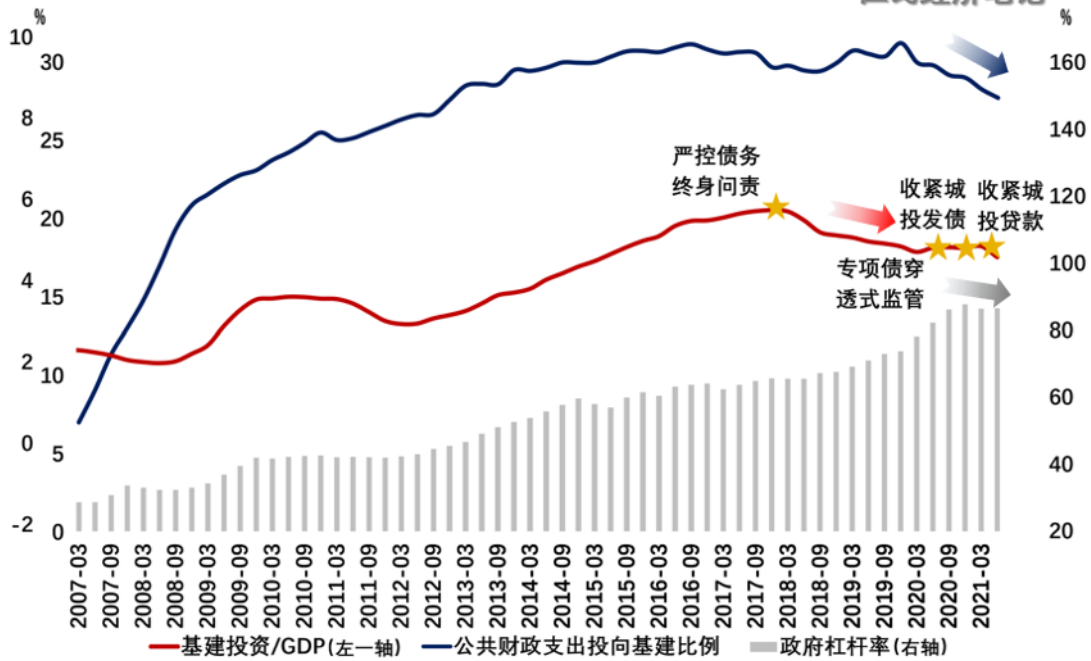


来源：WIND，笔者测算

注：基建投资 2021 年使用两年复合增速

跨周期来看，从过去几年“严控地方政府债务增长，终身问责”到近期“专项债实行穿透式、全过程监控”等监管政策，其实一以贯之。同时，“做好今明两年宏观政策衔接”，传统宏观调控框架有由“逆周期”向“跨周期”转变的倾向。

图 4：基建面临怎样的长期约束？

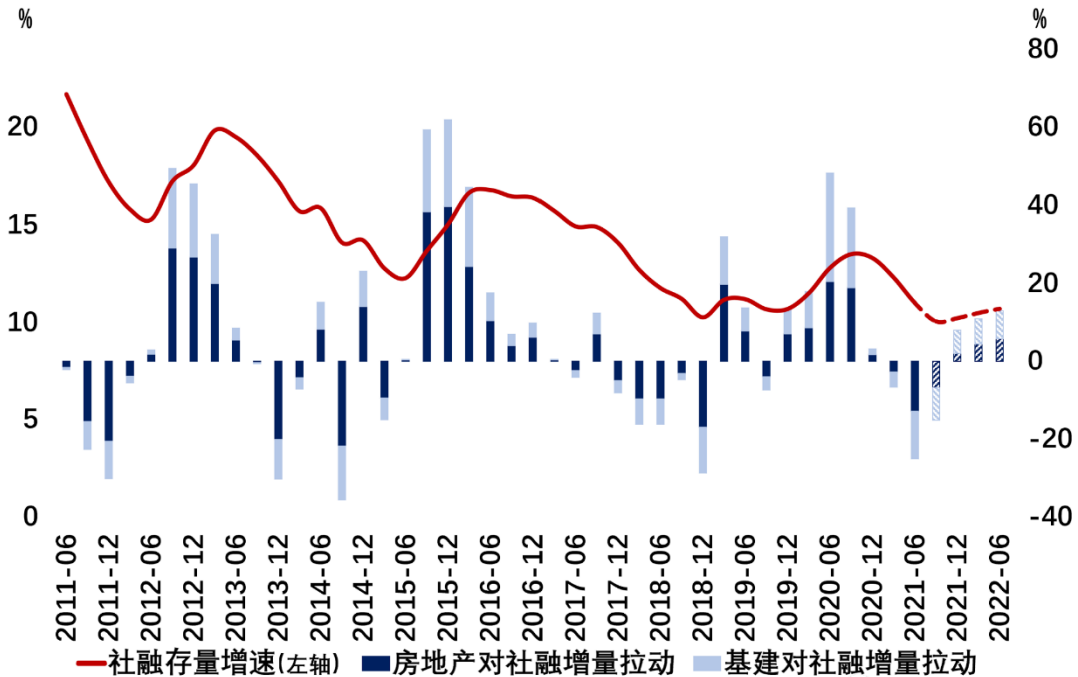


来源: WIND, 笔者测算

注: 此处政府杠杆率包含城投债务。

展望未来, 结构性约束短期难言松绑, 房地产投资下滑可能明显, 基建投资有望发力但未必强烈。“逆周期”叠加“跨周期”调节, 社融增速四季度或将企稳, 但此后升幅较为有限。与疫前相比, 经济可能在相对更低的增速水平实现均衡。

图 5: 融资需求何时筑底回升?



来源: WIND, 笔者测算

三、基本结论

一是经济趋弱，政策逆周期调控。然而与过往不同，近期“跨周期”调节更为抢眼。疫情期间出台的不少结构性政策或被“遮盖”，其本质与疫前供给侧结构性改革一脉相承。水落石出。随着抗疫等常态化，前期政策的滞后效应正逐步显现。

二是作为传统经济增长引擎之一的房地产，与逆周期宏观调控之间已无必然联系，其管控趋严的基本逻辑仍在持续。而在化解政府隐性债务等政策基调下，基建投资的逆周期特征也大打折扣，甚至在经济下行期还呈现“跨周期”调节的倾向。

三是展望未来，结构性约束短期难言松绑，房地产投资下滑可能明显，基建投资有望发力但未必强烈。“逆周期”叠加“跨周期”调节，社融增速四季度或将企稳，但此后升幅较为有限。与疫前相比，经济可能在相对更低的增速水平实现均衡。

【作者】

伍戈：长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者，曾获浦山政策研究奖。“远见杯”中国经济、全球市场预测双冠军。

徐剑、高童、曹海巍：长江证券研究员。

赵卓、周明、王钟琪、陈家齐：长江证券实习研究员。

近期研究：

1. [疫情，如果反复下去](#)，2021年8月15日
2. [疫情反扑：熟悉？陌生？](#)，2021年8月4日
3. [疫后留痕](#)，2021年7月25日
4. [政策发力受限，还是预留空间？](#) 2021年7月14日
5. [焦点转移：涨价到增长？](#) 2021年7月4日
6. [货币退潮：祸兮？福兮？](#) 2021年6月24日
7. [成本冲击：几家欢乐几家愁？](#) 2021年6月14日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



 伍戈经济笔记