

预期，若见拐点

核心观点：

1.先行经济的，是预期。在前期政策保持定力的基础上，近期中央释放“加大宏观政策调控力度”等信号，各界似乎增添了诸多“超预期”的期待。然而，面对与过往不同的挑战，尤其是在“高质量发展”理念之下，宏观政策究竟如何发力？最终效果将如何？

2.历史上，当政治局等会议强调稳增长之后，货币、财政、产业等政策都明显发力。过往从“政策底”到“经济底”，约有 2 个季度的过程，从而经济指标实现边际企稳。但与过往传统动能相比，当前似更注重消费和新兴产业，后者对短期经济的拉动偏弱。

3.市场有自发调节功能，但若远离均衡，则需借助强劲外力才能修复。历史可见，地产围绕长期趋势波动，多数时候可通过利率等常规举措纠偏；一旦明显偏离，过往要出台全面降首付、取消限购等“大招”才能稳住，何况当前供求关系已“发生重大变化”。

4.展望未来，下半年消费有望低位企稳，但外需、地产投资仍处下行通道。为实现年初制订的 5%左右预期经济增长目标，仍有待地产及政策性金融工具等增量举措。此外，历史上我国几次真正走出价格低迷，都伴随重大结构改革，本轮或也不能例外。

正文：

在前期政策保持定力的基础上，近期中央释放“加大宏观政策调控力度”等信号，各界似乎增添了诸多“超预期”的期待。面对与过往不同的挑战，尤其是在“高质量发展”理念之下，未来宏观政策究竟如何发力？最终效果又将如何？

一、现实经济：与过往的异同？

历史上，当政治局等会议强调稳增长之后，货币、财政、产业等政策都明显发力。过往从“政策底”到“经济底”，约 2 个季度的过程，经济指标实现边际企稳。

图 1. 从政策转向，到经济见底

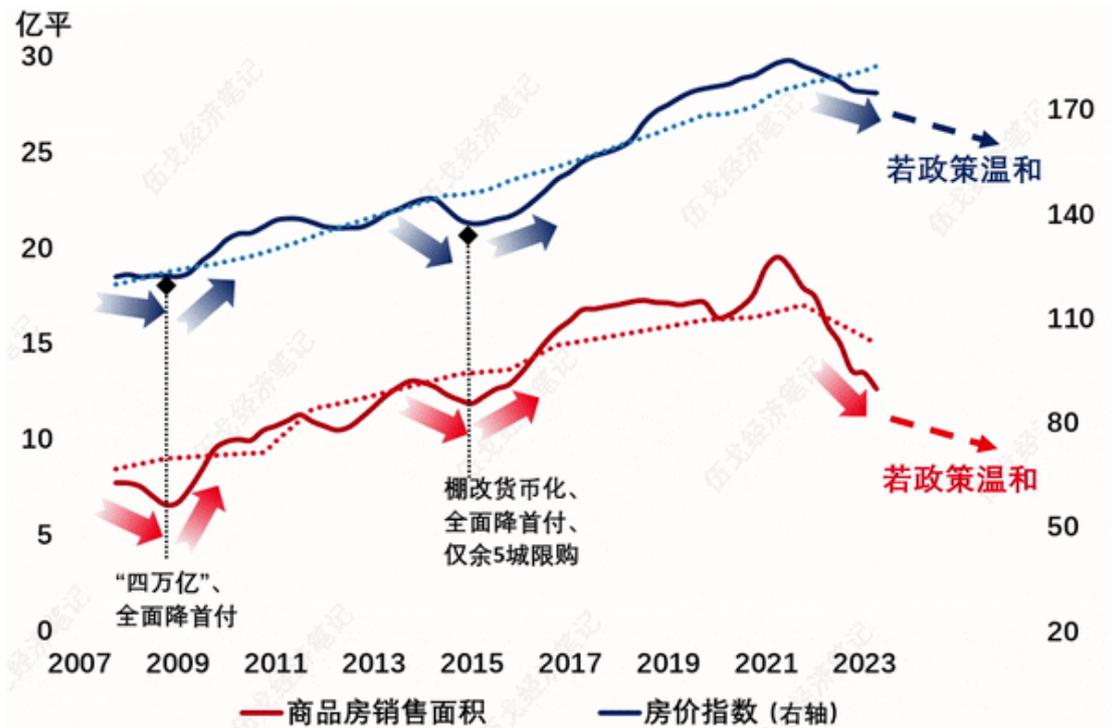


来源：WIND，笔者测算

与过往传统动能相比，当前似更注重消费和新兴产业，后者对短期经济的拉动偏弱。新动能体量仍较小，其在工业产出、制造业投资、出口中占比分别约 15%、18%、5%。地产、基建等旧动能不稳时，新动能难支经济。

地产围绕长期趋势波动，多数时期可通过利率等纠偏；一旦明显偏离，过往则需全面降首付、取消限购等“大招”，何况当前供求关系已“发生重大变化”。疫情三年城镇年均新增人口较疫前少增约 800 万，新房需求的中枢较疫前下降约 1 亿平米。

图 2. 远离趋势后，地产企稳倚赖非常规政策



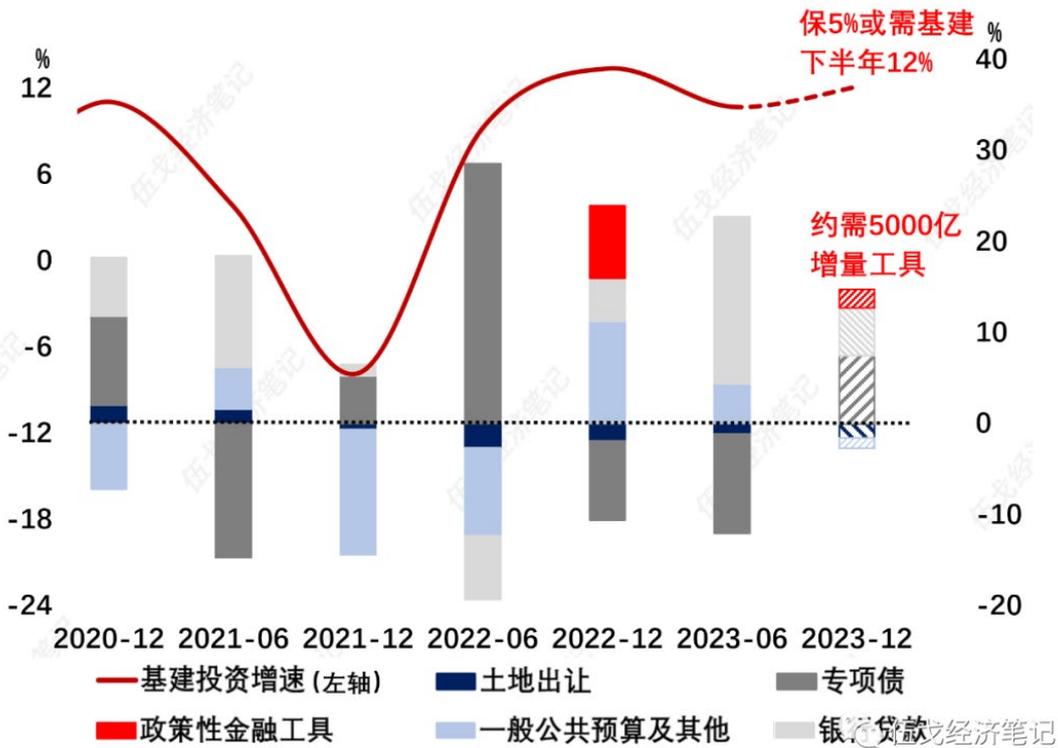
来源：WIND，笔者测算

注：销售趋势根据城镇化、改善性需求推算；房价为70城二手住宅价格指数（2004Q4=100），趋势线按居民收入拟合。

二、政策举措：是否也将不同？

随着边际消费倾向的修复，整体消费有望低位企稳，但外需、地产投资仍处下行通道。基于上半年 5.5% 的经济增速，下半年需 4.6% 左右的增长才能实现全年 5% 左右的目标，这对应着下半年经济增长（季调环比）较二季度应有所抬升。

图 3. 经济“保 5%”需增量工具



来源：WIND，笔者测算

下半年，价格（GDP 平减指数）同比或略有回升，但仍处负区间。实际利率及实际债务高企仍掣肘居民和企业的扩张意愿。历史上，逆周期政策发力叠加结构性改革，才能真正带动价格走出低迷。

图 4. 价格走出低位=逆周期调控+结构性改革



来源：CEIC，笔者测算

三、基本结论

一是先行经济的，是预期。历史上当政治局等会议强调稳增长之后，政策都明显发力。过往从“政策底”到“经济底”，约有 2 个季度的过程，从而经济指标实现边际企稳。但与过往传统动能相比，当前似更注重消费和新兴产业，后者对短期经济的拉动偏弱。

二是市场有自发调节功能，但若远离均衡，则需借助强劲外力才能修复。历史可见，地产围绕长期趋势波动，多数时候可通过利率等常规举措纠偏；一旦明显偏离，过往要出台全面降首付、取消限购等“大招”才能稳住，何况当前供求关系已“发生重大变化”。

三是展望未来，下半年消费有望低位企稳，但外需、地产投资仍处下行通道。为实现年初制订的 5% 左右预期经济增长目标，仍有待地产及政策性金融工具等增量举措。此外，历史上我国几次真正走出价格低迷，都伴随重大结构性改革，本轮或也不能例外。

【作者】

伍戈：博士，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。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖，远见杯经济预测冠军。著有货币经济“四部曲”。

俞涛、曹海巍、高童：长江证券研究员。

陈梦豪、陈家庚、李治慧：实习研究员。

【近期研究】

1. 话经济，在年中，2023年7月21日
2. 债务化解，如果开启，2023年7月16日
3. 经济企稳，条件呢？，2023年7月6日
4. 地产的预期，2023年6月26日

