

逆周期，有多强？

核心观点：

1.力由心生。近期逆周期调节政策频出，市场反应却依然平和。微观主体究竟在期待什么？实质重于形式。从经济的短周期变化看，政策方向如果既定，那么关键可能是力度。昔日立竿见影，未来经济能否企稳如初？

2.当前较强的政策似集中于地产端。与过往不同，积极信号更多来自二手房的成交，但这可能会“挤压”短期新房销售。若要等到二手房“出清”新房销售才有实质性恢复，则将延缓地产投资等经济指标的企稳回升。

3.财政是逆周期调节不可或缺的部分。历史上，地方化债进程开启后，城投信用风险得以阶段性缓释。但在“防止一边化债一边新增”的要求下，政府短期加杠杆的力度往往受到掣肘，即使有出口及经济增长等压力。

4.展望未来，低基数下实现年初经济目标难度不大，甚至开始考虑“明年经济工作的谋划”。地产和化债政策侧重防风险，而非逆周期发力。基建投资将抬升，已审批项目有所预示。或有增量政策工具，但规模有限。

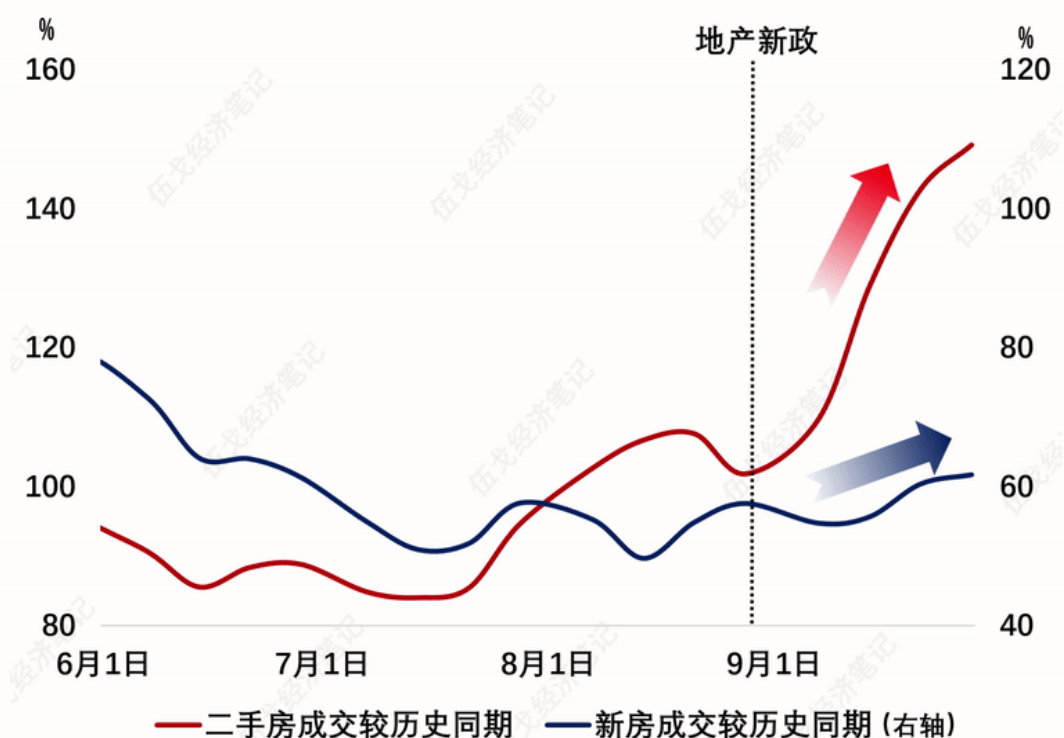
正文：

近期逆周期调节政策频出，市场反应却依然平和。微观主体究竟在期待什么？从经济的短周期变化看，政策方向如果既定，那么问题的关键可能是力度。

一、防风险，还是逆周期调节？

当前全国一、二线城市地产放松程度，接近 2014-2015 年的历史较高水平。与过往不同，目前积极信号更多来自二手房的成交。若要等到二手房“出清”新房销售才实质性恢复，则将延缓地产投资的企稳，何况本轮房企信心恢复可能会比过往长。

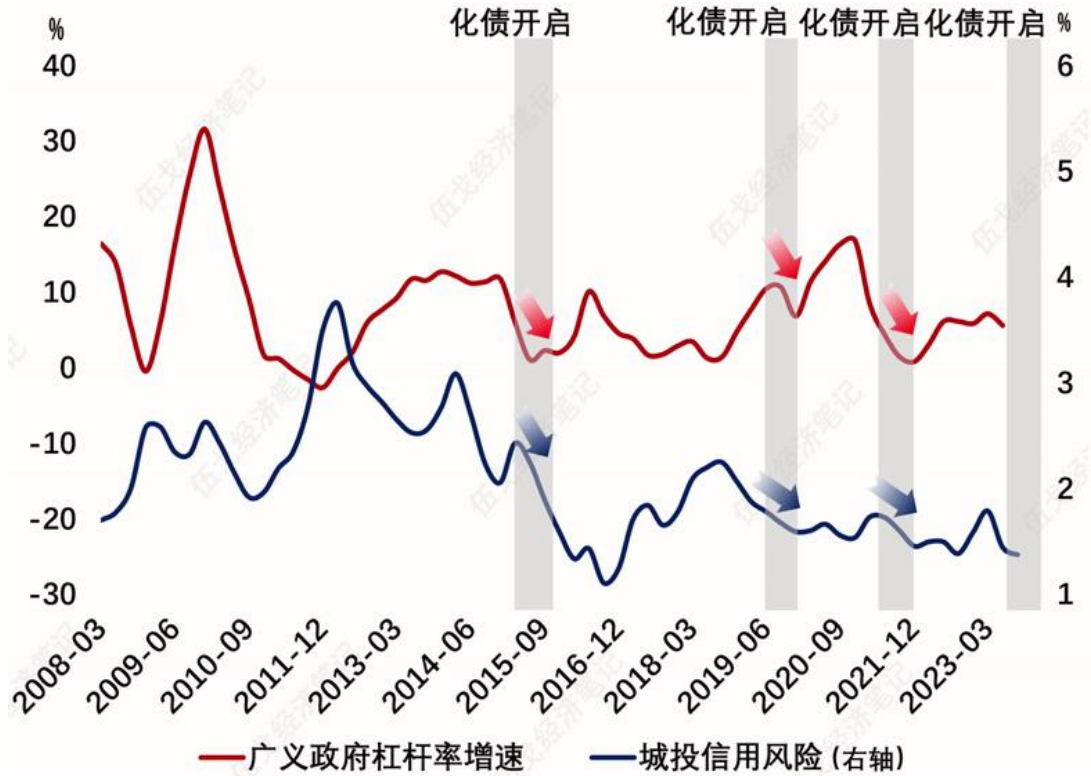
图 1. 二手房成交“挤压”新房销售



来源：WIND，笔者测算

历史上，地方化债进程开启后，城投信用风险得以阶段性缓释。但在“防止一边化债一边新增”的要求下，政府短期加杠杆的力度往往受到掣肘，即使有出口及经济增长等压力。

图 2. 化债：降低风险，但制约加杠杆



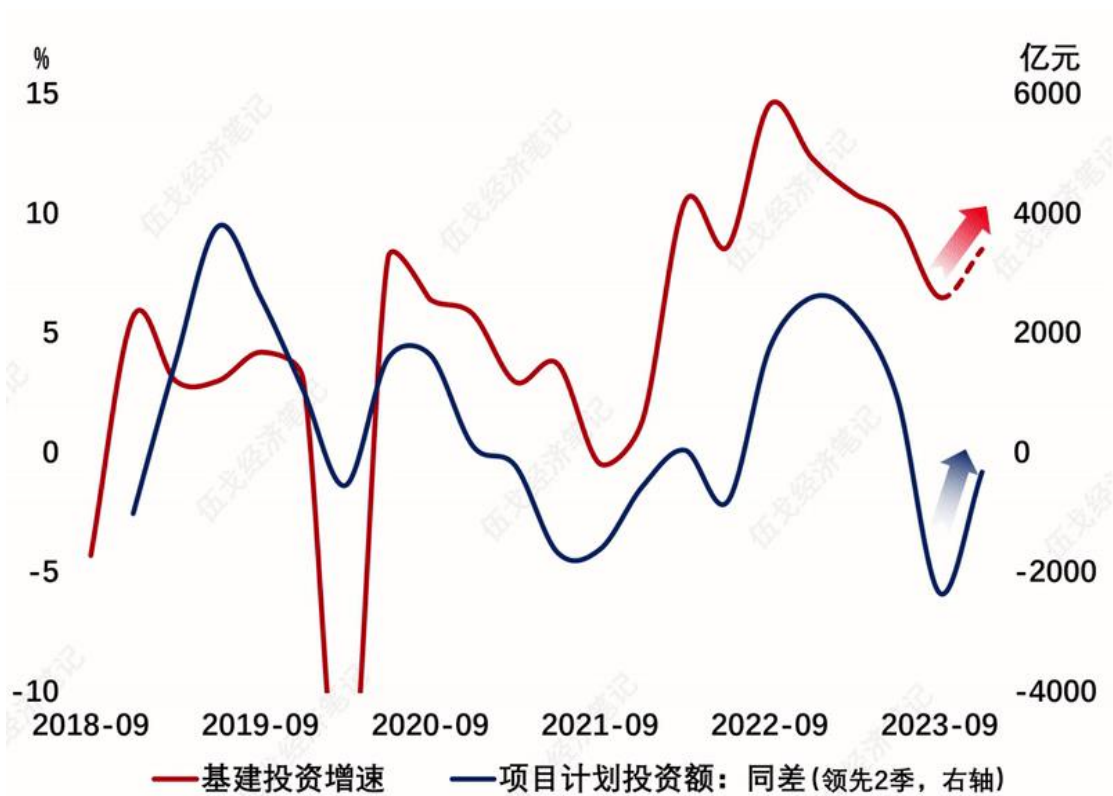
来源：WIND，笔者测算

注：广义政府杠杆率含各级政府及城投债务。

二、逆周期政策，力度有多大？

近期 PMI 低位回升，消费、投资、工业季调环比也小幅抬升，表征经济环比回落最快时期已过。由于去年低基数，今年三、四季度经济环比仅需持平，便能实现全年同比 5%左右的较为审慎的目标。

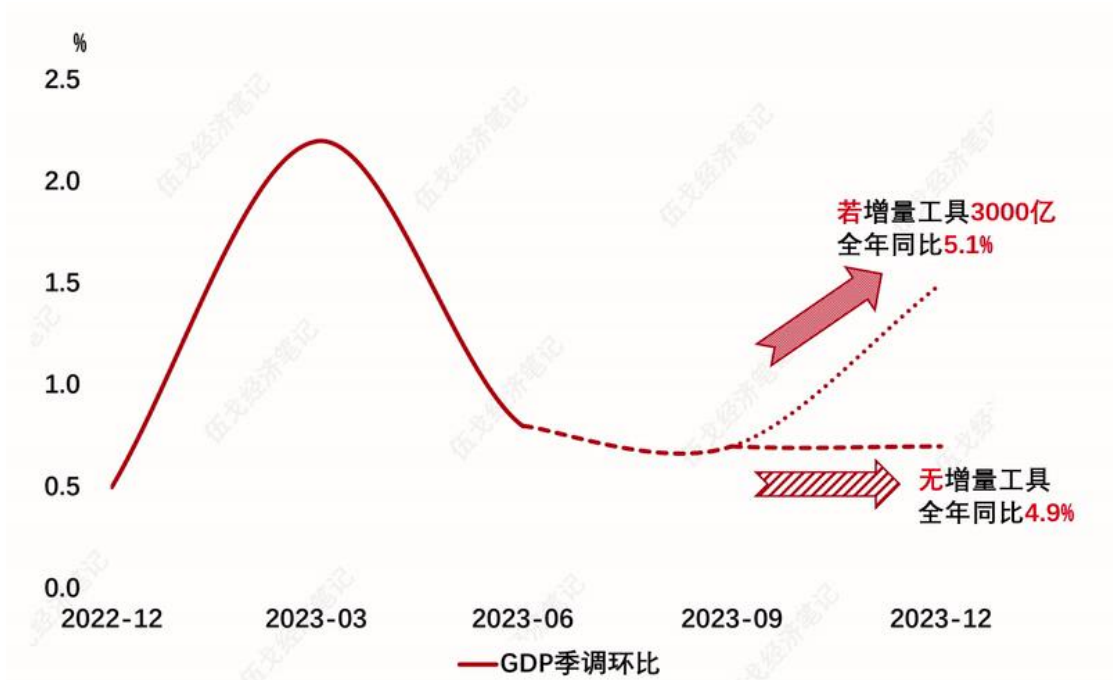
图 3. 基建回升在路上



来源：WIND，发改委，笔者测算

从发改委已审项目看，基建投资将抬升。但鉴于化债对地方加杠杆的约束，叠加“不要有大干快上的冲动”，未来或有增量政策工具但规模不大。经济环比企稳后，年内的向上弹性亦有限。

图 4. 经济环比趋稳，但向上弹性有限



来源：WIND，笔者测算

三、基本结论

一是力由心生。逆周期政策频出，市场反应却依然平和。微观主体期待的可能是政策力度及效果。若要等到二手房“出清”新房销售才实质性改善，则将延缓地产投资的企稳，何况本轮房企信心恢复可能会比过往都长。

二是财政是逆周期调节不可或缺的部分。历史上，地方化债进程开启后，城投信用风险得以阶段性缓释。但在“防止一边化债一边新增”的要求下，政府短期加杠杆的力度往往受到掣肘，即使有出口及经济增长等压力。

三是展望未来，低基数下实现年初经济目标难度不大，甚至开始考虑“明年经济工作的谋划”。地产和化债政策侧重防风险，而非逆周期发力。基建投资将抬升，已审批项目有所预示。或有增量政策工具，但规模有限。

【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、刘诗白经济学奖，“远见杯”经济预测冠军。著有货币经济“四部曲”。

高童、俞涛、曹海巍：长江证券研究员。

柳茗涵、陈梦豪：实习研究员。

【近期研究】

- 1.居民，这次会加杠杆吗？2023年9月17日
- 2.地产新政观察，2023年9月9日
- 3.预期的兑现，2023年9月6日
- 4.价格，改变的力量，2023年8月27日

