



张礼卿：2021 年下半年保持 增长动力需要更为积极的宏 观政策



作者：张礼卿 中央财经大学国际金融研究中心主任、普华永道中国首席经济学家

一、 经济增速回落，复苏相对趋缓

国家统计局上周发布的数据显示，二季度 GDP 同比增长 7.9%，比一季度放缓 10.4 个百分点，两年平均增长 5.5%；上半年累计 GDP 同比增长 12.7%，比一季度回落 5.6 个百分点，两年平均增长 5.3%。这些数据背后的逻辑，一方面体现了基数的作用，另一方面也反映出复苏可能正在趋缓。

在驱动经济增长的三驾马车中，出口表现最为亮丽。上半年，货物进出口同比增长 27.1%。其中，出口同比增长 28.1%；进口同比增长 25.9%。与 2019 年同期相比，进出口、出口、进口分别增长 22.8%、23.8%、21.7%。相比之下，消费和固定资产投资方面的表现似乎都不及预期，尚未回到疫情前的水平。其中，社会消费品零售总额同比增长 23%，以 2019 年同期为基数，两年平均的增速为 4.4%，远低于 2019 年同比 8.1% 的增速，广为期待的报复性消费增长看来并没有出现。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 12.6%，两年平均增速 4.4%，也低于 2019 年同期同比 5.6% 的增速。从结构看，房地产投资增长较为强劲，同比增长 15.0%，两年平均增速 8.2%；基础设施投资和制造业，分别增长 7.8% 和 19.2%，两年平均增速分别为 2.4% 和 2.0%。

受基数效应，下半年的增速预计会在 5.5% 左右，而全年的增速可能会达到 8.4% 左右。这个判断属于基准情形，是假设经济将继续保持比较强劲

复苏的基础上做出的。值得注意的是，国家统计局新近公布的制造业、非制造业采购经理人指数以及服务业商业活动指数等均延续 3 月以来的逐月回落态势。尽管还在枯荣线之上，但这些先行性指标的回落预示着未来经济扩张力度整体上看已经相对不足。如果经济增长动力不能及时获得提升，下半年的增速有可能会低于基准水平。

影响下半年经济复苏的因素主要包括五个方面。其一，出口高速增长的情形可能难以为继。年初以来，随着疫苗接种范围的扩大，很多国家开始摆脱疫情影响，经济恢复加快。世界银行 6 月份发布报告预测，今年全球经济增长有望达到 5.6%，将是过去 80 年间出现的最快、最强劲的衰退后复苏。全球经济复苏加快虽可能在一定程度上拉动我国的出口，但疫情减缓和全球供应链修复的加快也将减少对中国医疗防护物资和电子产品等的依赖，从而导致中国出口增速放慢。

其二，大宗产品价格大幅度上涨的势头很可能还会延续一段时间，并将继续推高生产资料价格。1-5 月，PPI 同比增速由 0.3% 飙升至 9.0%，6 月略有回落，但是否已经见顶尚难确认。据初步分析，未来 3-5 个月，PPI 仍将保持较强的上升态势；即使增速回落，其中枢已经抬高。生产资料价格上涨推升了中小企业的生产成本，同时由于 PPI 向 CPI 的传导不顺畅，企业无法向最终消费者转嫁高昂的成本，很多企业面临生存困难，投资信心不足。

其三，房地产投资将趋于放缓，从而拖累固定资产投资增速。上半年，

房地产投资增长相对强劲，对固定资产投资增长贡献最大。进入下半年，在房地产市场控制不断收紧的大环境下，随着“三条红线”宽限期的临近，房贷集中度管理制度的出台以及对信贷资金违规流入房地产业查处力度的加大，预计房地产投资的增速会有所回落。

其四，消费难以出现明显反弹。由于国内散点式疫情时有发生，防控形势总体上依然比较严峻，所以社会生活不大可能完全恢复正常。广东、云南等地的疫情反复，已经明显影响到餐饮、酒店和航空等服务领域的消费。整体上看，全国范围的消费依然难以很快恢复到疫情之前。企业投资乏力，对就业的回升和工资水平的提高构成压力，也将影响消费意愿和能力。

第五，“双碳目标”推进和“芯片供给短缺”产生的短期冲击。从长期看，碳达峰、碳中和目标的实现会带来能源行业的巨大变革，促使整个经济从粗放型、高投入、高消耗增长向节约型增长的转变。据测算，未来30年中国为实现“双碳目标”可能会产生高达500万亿的投资需求。但从短期看，“双碳目标”的推进可能会导致一些企业面临限产、停产的困境。类似地，由于疫情冲击等原因引起的芯片供给短缺，也已导致包括汽车生产在内的多个行业面临限产甚至停产压力。这些方面的挑战如果不能成功应对，下半年乃至未来几年相关制造行业的投资都将面临一定的冲击。

二、保持增长动力，需要更为积极的宏观政策

去年年底中央经济工作会议指出，2021年要保持宏观政策的连续性和

可持续性，不搞急转弯，是非常有预见性的决定。由于下半年的经济增长面临较大的不确定性，总体上看很可能低于年初的预期，我们认为，宏观经济政策应继续保持相对宽松，应对疫情的政策不应过早退出。

1. 财政政策。数据显示，今年上半年的财政政策没有人们期望的那么积极。2021 年 1-3 月累计，全国一般公共预算收入 57115 亿元，同比增长 24.2%；而同期全国一般公共预算支出 58703 亿元，同比增长 6.2%。如果考虑基数效应，收入和支出情况不可简单对比的话，那么可以与 2019 年同期的财政收支做个对比。2019 年 1-3 月累计，全国一般公共预算收入和支出分别为 53656 亿元和 58629 亿元。不难看出，今年第一季度的财政收入比 2019 年同期增加了 3459 亿，而支出仅比 2019 年同期增加了 74 亿。

相比其他政策工具，扩张性财政政策在经济下行时往往效果最为明显。考虑到我国的财政赤字率和公共负债水平仍然低于主要发达国家和很多发展中国家，有关方面或许应该在当前和未来一个时期，继续通过减轻企业和个人税收负担、直接补贴和扩大财政支出等方式来切实发挥财政政策的积极作用。另一方面，作为促进经济结构调整的重要手段，通过扩大专项债发行等方式，财政政策对于扩大新基建投资、推进“双碳”目标的实现以及解决收入分配不合理等中长期问题，也可以发挥更为积极的作用。

2. 货币政策。2021 年年初至今，货币政策的基调是“灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社

会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。从货币供给数量来看，M2 增速由去年 12 月的 10.1% 回落至今年 4 月的 8.1%。5、6 月虽有所回升，但幅度并不大。近期社会融资规模与人民币贷款增量仍然处于低位，这可能意味着货币政策事实上已处于偏紧的水平。7 月 9 日，央行做出了全面降低存款准备金率 0.5 个百分点的决定，大约释放了 1 万亿的资金。此次降准被解释为常规操作，释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分资金被金融机构用于弥补 7 月中下旬税期高峰带来的流动性缺口。

坚持稳健的货币政策是对的，特别是考虑到去年宏观杠杆率大约上升了 20 多个百分点。但是，如果经济面临较大的下行压力，社会融资成本偏高，适当放松货币政策也不失为一种合理选择。下半年伴随着新增地方政府专项债发行节奏的加快，预计市场资金还会趋于紧张，适当放松货币政策也是对财政政策的有效支持。从可行性方面看，新近公布的 6 月份全国居民消费价格（CPI）同比上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。受国际大宗产品价格上涨的影响，生产价格指数（PPI）依然较高，但应对输入性通货膨胀压力主要不能依靠货币政策。总体而言，适当放松货币政策

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31956

