

总量回落结构灵活，提质增效稳定连续

——下半年宏观政策展望

相关研究：

1. 《回归与重启—2021年中国宏观经济展望》 2020.12.30
2. 《海外复苏美国主导，国内增长动力切换—2021年二季度宏观经济展望》 2020.03.29

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021-68634510-8370

Email: qizc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研究所

<http://www.xcsc.com>

核心要点：

□ 政策相对克制，疫后逐步回归

为了应对新冠肺炎疫情带来的自大萧条以来最大的全球经济衰退，各主要经济体均迅速出台了较为强力的货币政策。相对于欧美大规模的货币政策刺激，无论从央行资产负债表扩张规模，还是市场利率方面，我国央行的表现显得相对克制。随着我国经济在全球范围内率先复苏，我国的货币政策也从去年下半年开始逐步回归常态化的进程，截止今年4月份，社融增速已逐步回落至11.7%的水平，M2增速也回落至疫情前的水平。无论是银行间市场还是实体经济，流动性水平均较疫情期间有所收紧，但总体还是较疫情前更宽裕。

□ 总量温和回落，结构精准灵活

以实际GDP 8.5%和CPI 2.5%来估算，今年的名义GDP增速约为11%左右，较4月份数据低0.7个百分点左右。也即到年底，社融增速整体延续趋势性回落的过程，但是回落的节奏相对温和平缓。还可以从三个方面看这一趋势：一、宏观杠杆率新高后出现回落，货币政策需要控制杠杆率，但并不迫切。二、通胀会对货币政策产生一定的压力，但结构性特征致其不会产生太大影响。三、美国通胀压力推升国债收益率，一定程度上掣肘了货币政策空间，但总体影响有限和可控。在总量温和回落的基础上，可能进一步在结构上为小微企业提供支持。

□ 财政空前扩张，六稳六保纾困

受疫情影响，2020年的财政政策空前扩张。目标赤字率自2.8%提升至3.6%以上，为近十年的最高水平；对应赤字规模比去年大幅增加1万亿元至3.76万亿元。新增专项债规模大幅扩容74%至3.75万亿元，同时发行抗疫特别国债1万亿元。但由于支出结构主要覆盖“六稳六保”方面，所以并未对基建投资造成大幅的拉动。

□ 政策稳定连续，支出提质增效

今年《政府工作报告》强调积极的财政政策要提质增效、更可持续，将财政赤字率安排在3.2%左右。虽然今年不再发行抗疫国债，赤字率较去年下调，但财政直达资金增加8000亿元至2.8万亿元，地方政府专项债也超出市场预期。一季度财政支出节奏略缓，预计下半年会有所加快，从而推动基建投资温和上行。但地方政府债务负担和逆周期调节需求减弱，决定了基建投资上行幅度有限。我国和海外发达经济体的区别决定了

我国财政政策不会放弃债务约束从而进行大规模的财政刺激，更有效和适合我国国情的是货币政策和财政政策相互配合，促进我国经济的以后复苏和结构转型。

□ 风险提示：

通胀超预期上行，海外疫情发展超预期。

正文目录

1 货币政策以我为主，总量回落结构精准	4
1.1 政策相对克制，疫后逐步回归.....	4
1.2 总量温和回落，结构精准灵活.....	7
2 财政政策积极扩张，提质增效稳定连续	9
2.1 财政空前扩张，六稳六保纾困.....	9
2.2 政策稳定连续，支出提质增效.....	11
3 结论	13

图表目录

图 1 三大需求稳步复苏，一季度开局良好.....	4
图 2 央行资产负债表扩张相对温和（百万欧元、百万美元、亿元）.....	5
图 3 社融和 M2 增速在去年四季度见顶（%）.....	5
图 4 疫情后银行间流动性先松后平.....	6
图 5 实体经济流动性较疫情前充裕.....	7
图 6 四季度宏观杠杆率出现回落.....	8
图 7 通货膨胀呈现结构性特征.....	8
图 8 小型企业开始边际向好.....	9
图 9 疫情导致 2020 年目标财政赤字率超过 3%.....	10
图 10 疫情导致去年上半年财政收支缺口走阔.....	10
图 11 “六稳六保”下社会保障和就业支出维持高位.....	11
图 12 地方政府专项债发行节奏有所放缓.....	12

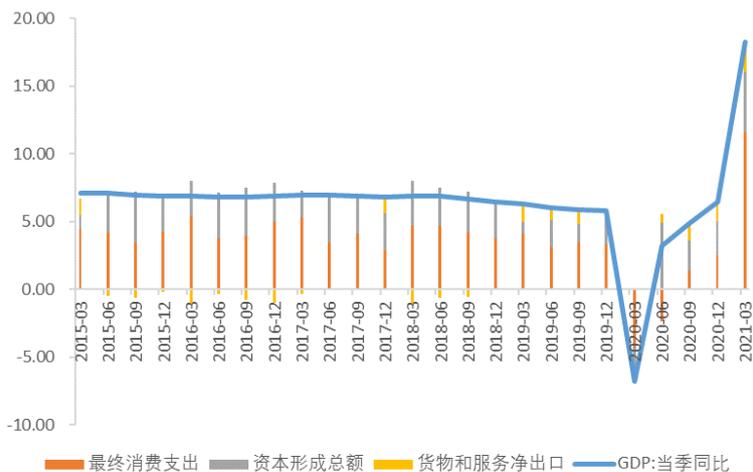
得益于有效的防疫措施，国内疫情逐步得到控制后，去年我国经济在全球范围内率先进入复苏趋势。在采取了相对于发达经济体而言相对克制的货币财政政策后，我国经济在 2020 年录得 2.3% 的增长，是全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。2021 年以来，我国经济继续呈现稳步恢复态势，需求持续回暖，宏观政策以稳为主。一方面，逐步退出去年为应对疫情而出台的宽松政策，另一方面也要维持良好的政策环境以应对外部不确定性和支持实体经济继续修复。展望下半年，货币政策总量上将会与名义 GDP 增速相匹配而出现温和回落，但结构上还是会保持精准灵活，维护小微企业复苏态势。财政政策支出节奏将较上半年有所加快，从而带动基建投资增速上行，但在地方政府债务约束下更注重提质增效。

1 货币政策以我为主，总量回落结构精准

1.1 政策相对克制，疫后逐步回归

今年以来，常态化疫情防控推动经济稳步修复，三大需求持续回暖，一季度 GDP 实际同比录得 18.3%，两年平均增长 5.0%。虽然环比动能较去年四季度的高基数有所回落，但从社零消费增速和制造业投资等方面来看仍有进一步修复的空间，同时出口贸易维持了强劲的态势，整体经济动能仍然积极向好。

图 1 三大需求稳步复苏，一季度开局良好

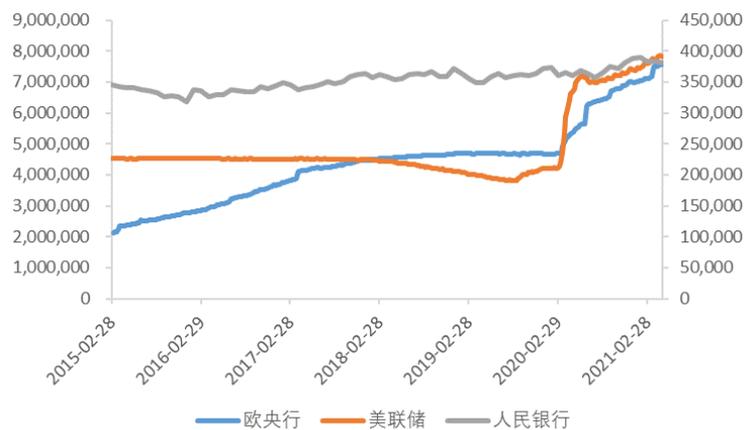


资料来源：湘财证券研究所、Wind

为了应对新冠肺炎疫情带来的自大萧条以来最大的全球经济衰退，各主

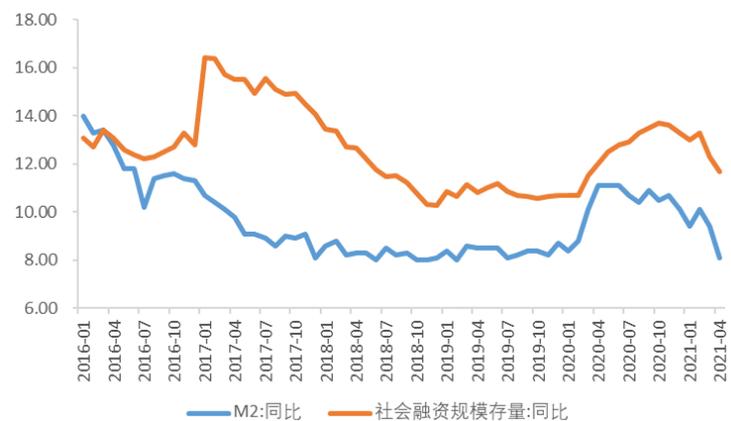
要经济体均迅速出台了较为强力的货币政策。相对于欧美通过大量的货币投放来增加企业和家庭部门的流动性，刺激经济复苏，我国央行的表现显得相对克制。截止4月底，美联储资产规模7.8万亿美元，较2020年初的4.2万亿美元增长了85.7%；欧央行资产规模7.6万亿欧元，较2020年初的4.7万亿美元增长了62.4%；我国央行的资产规模38.2万亿人民币，较2020年初的37.3万亿人民币仅增长了2.4%。

图2 央行资产负债表扩张相对温和（百万欧元、百万美元、亿元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图3 社融和M2增速在去年四季度见顶 (%)



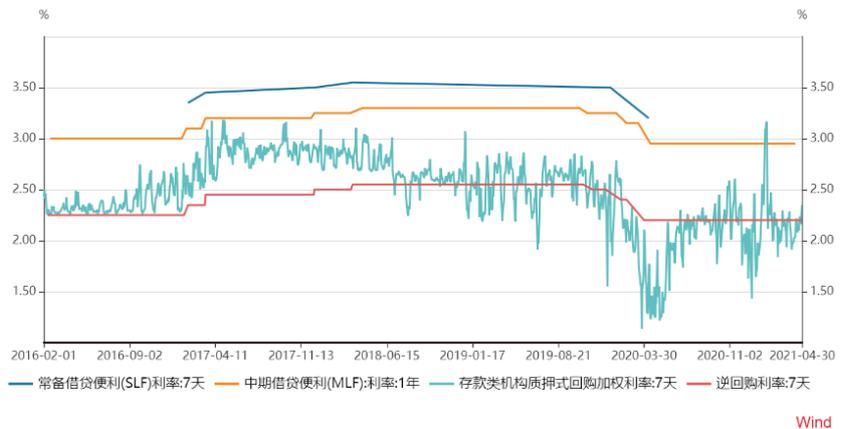
资料来源：湘财证券研究所、Wind

去年上半年为了应对疫情引发的负面经济冲击，央行持续的为市场提供充足的流动性，同时推动实体融资成本的持续下行，为市场微观主体提供现金

流支持，减轻其经营压力。央行先后出台了一系列宽松货币政策措施，三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度，发挥政策性银行信贷支持作用，引导商业银行加大对小微企业的支持力度。4 月份央行持续引导金融机构下调贷款市场报价利率 (LPR) 推动企业融资成本降低，提高金融机构加大信贷支持实体经济的针对性和有效性。金融机构积极调整内部管理和考核政策，增加贷款投放。在各项经济数据下滑的情况下，信贷投放力度明显放大，金融数据逆势增长，有效支持了实体经济。从社融增速来看，从去年初的 10.7% 持续上行至 10 月份的最高点 13.7%。随着我国经济在全球范围内率先复苏，我国的货币政策也开始了逐步回归常态化的进程，截止今年 4 月份，社融增速已逐步回落至 11.7% 的水平，M2 增速也回落至疫情前的水平。

从价的角度来看，存款类机构质押式 7 天回购利率 (DR007) 在去年 3、4 月份大幅下探，反映出了为应对疫情冲击，央行向银行体系注入了充足的流动性，为实体经济纾困起到了重要的作用。此后二季度随着经济的逐步回升，DR007 也逐步回升，期间经历了海外疫情的反弹以及春节假期，DR007 虽然有所波动，但整体水平仍较疫情前略低。

图 4 疫情后银行间流动性先松后平

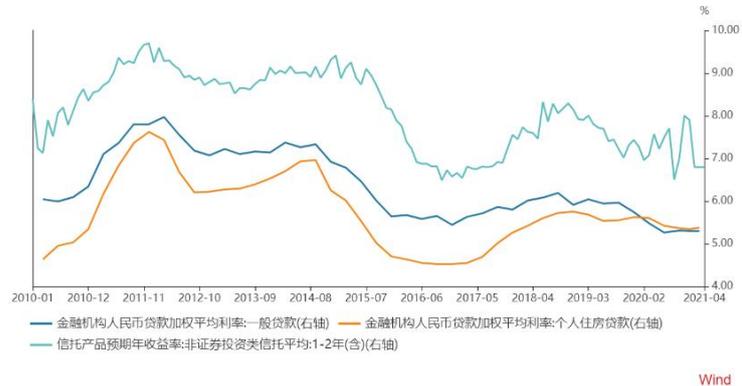


资料来源：湘财证券研究所、Wind

从实体经济的流动性来看，相较于疫情前整体相对充裕。人民币贷款加权利率在去年二季度回落至 5.26% 后，随着经济的逐步复苏略有回升，基本稳定在 5.3% 的水平。1-2 年期的非证券投资类信托平均收益率去年底有所冲高，

但在今年又重新回落到7%以内,低于疫情前的水平。虽然从去年下半年开始,货币政策的整体基调就是开始逐步向正常化回归。但是考虑到海外疫情的不确定性以及我国经济复苏的结构性特征,如消费和制造业投资的修复仍在路上,无论是银行间还是实体经济的流动性仍较疫情前充裕。

图5 实体经济流动性较疫情前充裕



资料来源:湘财证券研究所、Wind

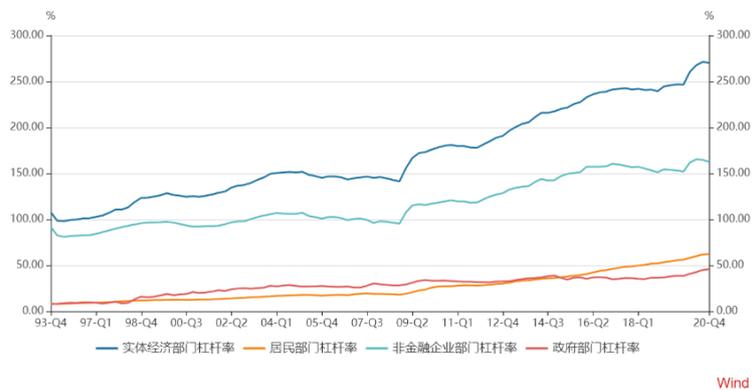
1.2 总量温和回落, 结构精准灵活

今年一季度货币政策执行报告中刊登了专栏,再次介绍了健全货币政策框架的内容。提及央行货币政策的最终目标是保持币值稳定,并以此促进经济增长。因此要保持物价稳定,关键要管好货币总闸门。相较于海外主要发达经济体更加珍惜来之不易的货币政策空间。总量上保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配,清晰明确地界定了货币政策框架的“锚”。这样的锚基本上为下半年的整体货币政策定下了比较清晰透明的基调。以实际GDP 8.5%和CPI 2.5%来估算,今年的名义GDP增速约为11%左右,较4月份数据低0.7个百分点左右。也即到年底,社融增速整体延续趋势性回落的过程,但是回落的节奏相对温和平缓。

下半年货币政策总量来看整体回落但幅度相对温和平缓,支持这一结论的理由有三。一、宏观杠杆率新高后出现回落,货币政策需要控制杠杆率,但并不迫切。二、通胀会对货币政策产生一定的压力,但结构性特征致其不会产生太大影响。三、美国通胀压力推升国债收益率,一定程度上掣肘了货币政策空间,但总体影响有限和可控。

随着我国经济率先进入修复趋势，货币政策在下半年开始逐步向正常化回归。虽然疫情导致我国宏观杠杆率在三季度创下新高，但四季度开始出现了回落。从控制宏观杠杆率的角度来说，货币政策会继续保持稳健中性，但紧信用的过程并不急迫。从通胀的角度来看，考虑到货币政策稳定币值的目标，如果通货膨胀持续高企必然会对货币政策形成掣肘。但从通过通货膨胀的结构性特征和下游需求来看，货币政策大幅收紧的概率不大。虽然 PPI 同比增速创下近三年新高，但主要因为疫情导致的供需错配及海外宽松货币政策带来的大宗商品价格上涨导致，CPI 在猪肉等食品价格的拖累下表现总体问题。虽然 PPI 呈现出了向 CPI 传导的趋势，但考虑到国内下游需求复苏温和，今年 CPI 同比增速预计还不需要货币政策进行制约。最后美国通胀预期对美国十年期国债收益率形成了一定的压力，一定程度上需要我国维持相对稳健的货币政策以应对中美利差的收窄，但总体影响有限和可控。

图 6 四季度宏观杠杆率出现回落



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 7 通货膨胀呈现结构性特征



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_19744

