

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001
邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



辨析“跨周期调节”

- 跨周期调节早在去年 7 月的中央政治局会议上就已提及，在今年 7 月的中央政治局会议上再次涉及。为什么政治局会议在这个时点再度提及“跨周期”？时隔一年“跨周期”的指向是否已经改变？在跨周期调节（而不是逆周期调节）的框架下，今年往后财政和货币政策的“出牌”会有什么变化？这是本文试图阐释的问题。
- 一、跨周期调节与逆周期调节有何区别？这可以用一句话来概括，那就是“风物长宜放眼量”：逆周期调节着眼当下的经济周期，跨周期调节着眼中长期的经济运行。这可以从两个角度来理解：一是，可以避免对大规模财政货币刺激的依赖。二是，更加注重在增长动能上的“先破后立”。
- 二、为什么现在时点再提“跨周期调节”？我们认为，尽管“十四五”规划没有设定具体的经济增速目标，但要完成 2035 年中国达到中等发达国家收入水平的远景目标，仍然蕴含了一定的经济增速要求。7 月经济金融数据超预期放缓，为不日之前中央政治局会议加码稳增长政策提供了最好的注解。政策需要打些提前量，留足时间差。
- 三、“跨周期调节”下财政货币政策的侧重点是什么？下半年财政政策要形成对今年底和明年初 GDP 的有效拉动。市场比较关心今年剩余地方债发行节奏的问题，并由此担心，届时地方债供给压力会不会令资金面会明显收紧。我们认为，这一担心大可不必。下半年货币政策将更加着眼于“补短板”和“跨周期”。
- 四、如何判断接下来的货币政策立场和节奏？我们认为，接下来货币政策会更加调适（accommodative）。央行降准未必是一次性的，但货币政策更“调适”并不意味着央行短期内会降息。首先，降息蕴含着明确的货币宽松信号。其次，今年 6 月贷款加权平均利率为 4.93%，创有统计以来新低。目前贷款利率下降已经取得比较满意的成果，短期内降息的必要性不强。再次，央行已经创设了碳减排政策支持工具。既有“绿色降息”，为何还要“全面降息”？最后，我国货币政策宽松仍然受到掣肘。这个掣肘就是，海外通胀形势严峻和不确定，以及美联储货币政策周期的反差。当前，增强人民币汇率弹性有其可行性和必要性。

跨周期调节早在去年7月的中央政治局会议上就已提及,在今年7月的中央政治局会议上再次涉及。可以说,一年前主要指的是政策从危机应对模式逐渐正常化,本次会议则指政策从正常化逐渐转向更积极主动发力,而不再提政策“转弯”。为什么政治局会议在这个时点再度提及“跨周期”?时隔一年“跨周期”的指向是否已经改变?在跨周期调节(而不是逆周期调节)的框架下,今年往后财政和货币政策的“出牌”会有什么变化?这是本文试图阐释的问题。

一、跨周期调节与逆周期调节有何区别?

这可以用一句话来概括,那就是“风物长宜放眼量”:逆周期调节着眼当下的经济周期,跨周期调节着眼中长期的经济运行。跨周期调节由于更多考虑到政策的滞后效应,从而可以更张弛有度地使用宏观政策工具,更好地熨平宏观经济波动,更加有利于中国经济的“行稳致远”。这可以从两个角度来理解:

一是,可以避免对大规模财政货币刺激的依赖。显然,前瞻性调整可以比应激性调整更柔和,“防患于未然”要比等到症状加深再下猛药更有效。去年中国在新冠疫情的控制上“先进先出”后,为避免宏观杠杆率进一步快速攀升,先于西方发达经济体寻求货币政策正常化就是一个很好例子。

二是,更加注重在增长动能上的“先破后立”。也就是说,跨周期调节不仅要在需求端做文章,也要在供给侧下功夫。不仅要有节制有节奏地使用传统的宏观政策工具(财政和货币政策),也要更多释放体制机制改革的红利,更好地提升全要素生产率,从而实现“需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。这与十四五规划中强调高质量发展的精神也是一脉相承的。

二、为什么现在时点再提“跨周期调节”?

我们认为,尽管“十四五”规划没有设定具体的经济增速目标,但要完成2035年中国达到中等发达国家收入水平的远景目标,仍然蕴含了一定的经济增速要求。疫情冲击接近正常化之后,“十四五”开局的经济增速水平较为关键。我们预测,今年四季度GDP同比增速可能在5%、两年平均增速在5.7%,这比疫情之前的增速进一步放缓(2019年四季度GDP同比增长5.8%)。在加快构建新发展格局的过程中,还是需要积极稳定经济增长。7月中央政治局会议指出,“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”。与4月政治局会议相比,将“不稳固”放在“不均衡”前面,足见当前中国经济修复的稳固程度要更弱了,需要从跨周期的视角“未雨绸缪”。这与资本市场担心二季度就是今年中国经济环比高点也是相互验证的。

7月经济金融数据超预期放缓,为不日之前中央政治局会议加码稳增长政策提供了最好的注解。7月中国经济数据全线走弱,单月同比和两年平均的单月同比均是如此,且都明显低于市场预期。除了异常天气、局部地区疫情再起、限产限电拖累外,中国经济本身下行压力也在加速显现。从7月经济数据出发,也就不难理解专项债发行速度和8月中旬央行MLF续作规模都超预期了。7月社融存量增速10.7%,回到2019年底水平。央行在今年二季度货币政策执行报告中指出,“上半年货币政策力度已基本回到疫情前的常态”,这从社融增速上恰好完美体现出来。虽然从去年与今年两年平均来看,社融增长仍然稳定,但若从今年与明年的政策衔接来看,三季度社融增速还有进一步下降的空间。考虑到社融增速与中国名义GDP增速大约半年左右的领先关系,这就使得明年年初可能呈现偏紧的经济环境,不利于确保“十四五”开好局、起好步。回头看,这也许是央行7月超预期全面降准的重要原因之一;往后看,这亦确立下半年货币政策边际宽松的主基调。毕竟,政策需要打些提前量,留足时间差。

三、“跨周期调节”下财政货币政策的侧重点是什么？

财政政策上，7月30日中央政治局会议的部署是：“积极的财政政策要提升政策效能”、“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。可见，对今年下半年财政政策的要求是，要形成对今年底和明年初 GDP 的有效拉动。今年上半年财政支出偏向于就业、教育等民生领域，在形成投资方面明显不足。这既与中央当时主要强调优化经济结构的定调有关，也是受到地方政府债务严监管的约束。本次会议强调“加快推进‘十四五’规划重大工程项目建设”，或将为下半年预算内投资和地方专项债加快发行提供支点。

市场比较关心今年剩余地方债发行节奏的问题。根据《21 世纪经济报道》，今年将预留部分专项债额度在 12 月发行，其余部分在 9 月发行完毕。按照这个节奏并结合 2019、2020 年提前批专项债额度，我们推测今年 12 月预留额度可能在 1 万亿左右。那么 8 月、9 月地方专项债还有 1.3 万亿新增待发行，相比于 4-7 月的月度发行规模将有大幅增长。从而，政府债券融资或将为 8 月、9 月和 12 月的社融增长提供支撑。

但市场亦由此担心，届时地方债供给压力会不会令资金面会明显收紧。我们认为，这一担心大可不必：一是，央行持续强调会综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导市场利率围绕政策利率上下波动。“宽货币”不是继续降低实际贷款利率的充分条件，但毫无疑问是不可或缺的必要条件。二是，在今年二季度货币政策执行报告里，央行提到将加强对财政收支、政府债券发行等不确定性因素的监测分析，提高公开市场操作的前瞻性、灵活性和有效性。我们认为，这是央行在引导和管理市场预期的表现之一，也意味着未来财政和货币政策会有很好的配合。

今年 1-7 月财政支出没有明显发力，财政有充足的子弹可供跨周期调节使用。1-7 月实际赤字使用率只有 0.4%，比前三年同期低了 20-30 个百分点，政府性基金支出仅使用了其赤字空间的 6.5%。若严格按照今年的预算支出额来计算，8-12 月一般公共预算+政府性基金这两本账支出规模为 19.4 万亿，高于今年前 7 个月的 18.7 万亿；8-12 月两本账支出同比增长 9.6%、两年平均增长 14.6%，明显高于 1-7 月的 0.4% 和 1.3%。

货币政策上，7月30日中央政治局会议对货币政策的部署是，“助力中小企业和困难行业持续恢复”、“要增强宏观政策自主性”。而 4 月中央政治局会议对货币政策的表述为“强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持”。今年上半年社会融资结构得到有效调整，房地产贷款占比持续下降，制造业、普惠小微、乡村振兴和绿色金融方面比例明显提升。下半年货币政策将更加着眼于“补短板”和“跨周期”。在 2021 年金融机构货币信贷形势座谈会上，央行行长易纲指出要“加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度”，特别要“衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作”，更是彰显了这一货币政策侧重点的变化。

四、如何判断接下来的货币政策立场和节奏？

我们认为，接下来货币政策会更加调适（accommodative）。其主要考量在于：

一是，近期十年期美债收益率上行冲击力度减弱。十年期美债（名义）收益率可以分解为实际利率和通胀预期两个部分：目前来看，美国经济仍处于相对温和的复苏状态，短时间内实际利率不会过快上升，而目前通胀预期也大致稳定在美联储对未来通货膨胀的预期水平上。因此，到今年底美债收益率上行的高度有限，而不是之前市场非常担心的达到甚至超过 2% 的水平。

二是，人民币汇率可以发挥更多调节作用。这也是 7 月政治局会议论及人民币汇率时明确提出“增强宏观政策自主性”的用意所在。

三是，实体经济融资成本仍有降低的诉求。特别是，中国产业链的下游存在明显短板，仍呈现出“高库存、低营收、弱盈利、轻投资”的疲软组合，是拖累制造业投资快速修复的关键。

四是，从货币政策双支柱调控框架来看，宏观审慎从严，货币政策就可以更加调适一些。今年是资管新规过渡期的最后一年，信托业“两压一降”继续开展，表外融资压降压力犹存，再考虑到实体经济融资需求不佳（7月新增企业中长期贷款4937亿，为今年首度下降至低于去年同期水平，相比2017-2019年同期的强势程度也明显降低），更加需要稳信用配合。今年金融机构货币信贷形势座谈会提前召开，也许就是释放了进一步稳信用的信号。

正如我们此前分析的，央行降准未必是一次性的。尤其是考虑到7月全面降准后我国加权平均法定存款准备金率8.9%、中小银行法定存款准备金率9.5%，这个水平在全球而言仍然高于大部分国家，通过降准“奖励”银行，进而推进金融给实体经济“输血”仍有空间。

但货币政策更“调适”并不意味着央行短期内会降息。其主要原因在于：

首先，降息蕴含着明确的货币宽松信号。这与央行一直强调降准只是调节流动性的中性货币政策工具截然不同。其次，今年6月贷款加权平均利率为4.93%，创有统计以来新低。央行在二季度货币政策执行报告中指出，目前我国利率水平虽比主要发达经济体略高一些，但在发展中国家和新兴经济体中相对较低。而且，从向企业发放贷款的实际利率水平看，中美两国主要商业银行基本相当。这意味着目前贷款利率下降已经取得比较满意的成果，短期内降息的必要性不强。再次，央行已经创设了碳减排政策支持工具。既有“绿色降息”，为何还要“全面降息”？

最后，我国货币政策宽松仍然受到掣肘。这个掣肘就是，海外通胀形势严峻和不确定，以及美联储货币政策周期的反差。7月美国CPI同比增长5.4%，其中住房价格同比上涨2.8%，而住房消费的权重在整体CPI编制中占超30%，美国房价节节攀升之际，美国房租推升物价的压力已经开始显现；从7月美联储会议纪要来看，美联储已经开始讨论削减资产购买（Taper），预计大概率在今年四季度开始，由此带来的货币政策外溢效应需要关注。此外值得关注的是，二季度货币政策报告继续保留了“管好货币总闸门”的表述，而历史上央行降息前货币政策执行报告通常会拿掉这一表述。

当前，增强人民币汇率弹性有其可行性和必要性。7月政治局会议论及人民币汇率时，明确提出“增强宏观政策自主性”。这意味着，在下半年美联储货币政策面临转向之时，将会允许更多释放人民币汇率的弹性，发挥其调节内外平衡的作用，而国内货币政策将会拥有更多“以我为主”跨周期调节的空间。

一是，假设年内10年美债利率上行至1.9%（目前大多数机构已经明显调低了这一预测），中国10年国债利率以3%为下限，那么中美利差将压缩至110bp。这仍属于2011年以来的中等偏低水平，本身还是有一定安全垫的。二是，中国经常项目顺差大幅扩张（得益于出口高景气下的货物顺差扩大，以及疫情控制下的服务逆差收窄），证券投资项下的资金流入亦平稳增加，这为人民币汇率的平稳提供了扎实支撑。尤其是，去年美元“融资荒”和今年春节后美债利率急速上行时期，就是两次

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_25894

