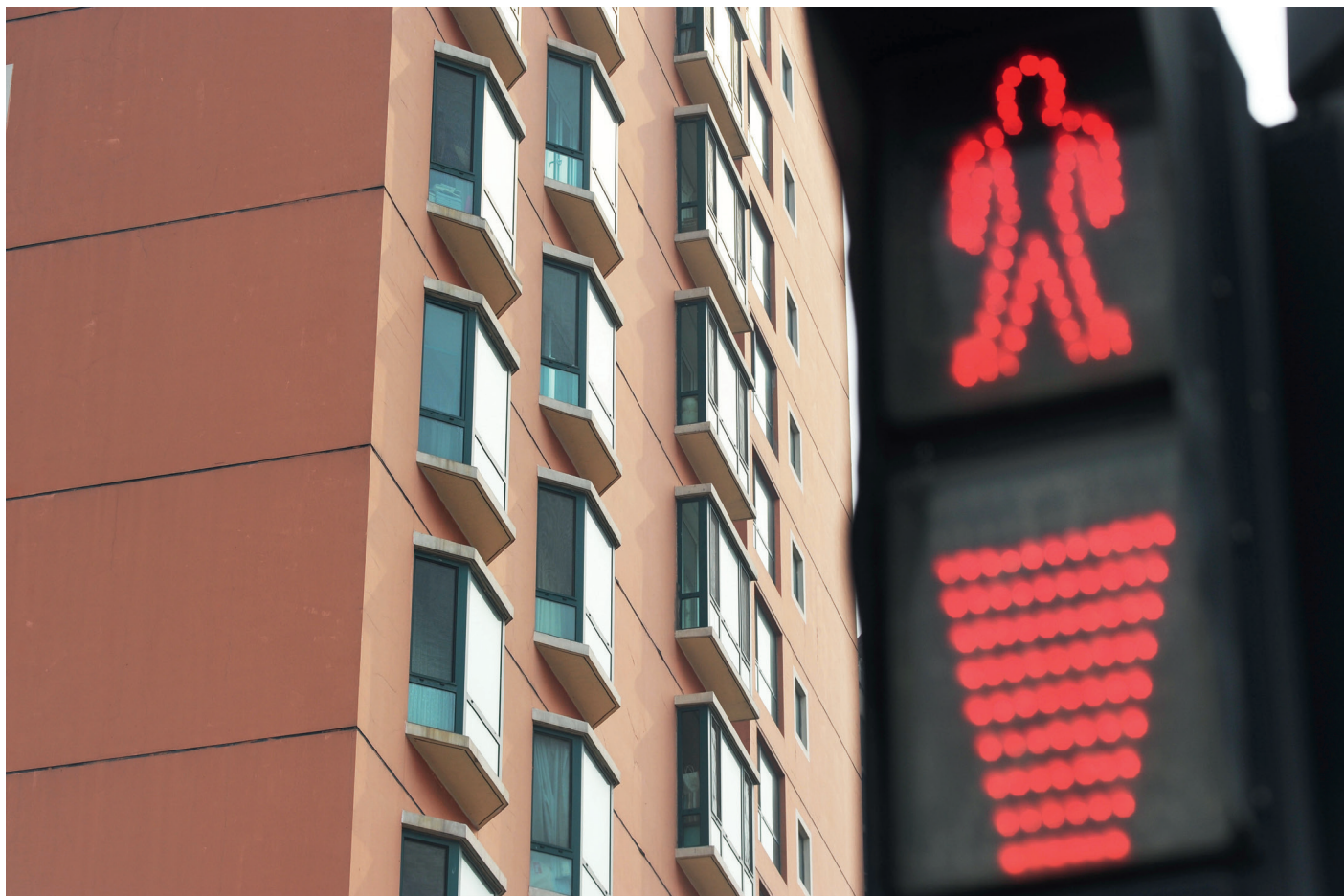


宏观政策不至于收得过紧

预计 2021 年宏观杠杆率会先下后上，最终走平或微升；货币政策上半年保持中性，流动性维持紧平衡，下半年流动性在货币政策出现积极变化后逐渐偏松。

文 | 宋雪涛



2020年年底召开的中央经济工作会议对2020年的经济工作成效给予较高评价,认为“我国经济运行逐步恢复常态”。对于2021年的宏观政策则明确要保持连续性、稳定性、可持续性。

“连续性”意味着保持积极的财政政策和稳健的货币政策总体取向不变,尤其在经济恢复基础尚不牢固的情况下,要保持宏观政策对实体经济恢复的必要支持力度。

“稳定性”意味着政策取向在边际调整的过程中力度要相对平稳,不要大起大落、大开大合,不要“急转弯”,否则可能造成经济过度波动、企业预期不稳。

“可持续性”意味着要统筹使用有限的常规总量宏观政策空间,既要适当支持当前发展,又要为以后的政策调整留有空间,同时要提高政策的精准度和有效性。

因此,考虑到今年内部处于重要时期、外部环境仍有诸多不确定性的因素,经济政策虽然整体仍然是以从去年疫情时期的“放”向今年疫后时期的“收”为主,但可能不会急于收缩,要控制好节奏和力度。2020年宏观杠杆率上升幅度超过25%,约等于过去5年之和,随着经济增速回归甚至阶段性超越潜在增速,大概率要维持宏观杠杆率稳定。社融增速所表征的信用环境从11月开始温和回落,意味着信用扩张开始内生性收缩,预计今年3月叠加基数效应开始加速回落,这是货币回归中性、财政赤字缩减、防风险力度上升的综合结果。

2020年年底中央政治局会议提出“努力保持经济运行在合理区间”,隐含了增速目标范围,降低了政策过度收紧导致信用快速收缩、经济快速下行的概率。

2021年是国内现代化建设进程中具有特殊重要性的一年,处于两个百年的交汇期,同时新冠肺炎疫情和外部环境仍有诸多不确定性,因此政策整体方向会收但不至于过紧。

2020年财政的总量特征是赤字扩张对冲收入下滑,一方面,经济增速下滑和减税降费降低财政收入;另一方面,广义赤字规模明显扩张以保证一定的财政支出强度。

财政政策和基建投资回归常态化

2020年财政的总量特征是赤字扩张对冲收入下滑,一方面,经济增速下滑和减税降费降低财政收入;另一方面,广义赤字规模明显扩张以保证一定的财政支出强度。

后疫情时代,财政政策料将回归常态化。根据国家金融与发展实验室的宏观杠杆率季报,2020年前三季度政府部门杠杆率较上年年底上升6.4%,是1997年有统计数据以来的最大升幅。考虑到2021年名义GDP增速回升将提升财政收入增速,2020年结余的财政资金也将部分结转到2021年,预计2021年广义赤字规模大概率低于2020年。一是一般公共预算赤字率2020年按3.6%以上安排,预计2021年重新退守“3%红线”;二是政府性基金预算中的新增专项债2020年同比增长74%至3.75万亿元,预计2021年增速锐减;三是政府性基金预算中的特别国债,2020年规模为1万亿元,预计2021年不再安排。照此估计,即便在偏积极的财政基调下,2021年广义赤字规模也将较2020年减少,偏紧情况下可能少2万亿元,偏松情况下可能少0.76万亿元。

随着广义赤字规模收缩,2021年广义财政支出增速将降至名义GDP增速以下,财政支出对经济增长的拉动力度较2020年有所收敛。其中一般公共预算受益于税收增速随经济增速改善,支出增速将高于2020年,但明显低于2021年名义GDP增速;政府性基金收入受“三道红线”抑制房企拿地影响,增速料将回落,特别国债缺失后的赤字收缩规模更大,因此预计支出增速将较2020年明显回落。

另外,根据财政部部长刘昆在《〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划

和二〇三五年远景目标的建议》辅导读本》中的文章《建立现代财税体制》，“十四五”期间的部分财税改革任务值得关注，包括房地产税的立法推进、完善跨年度预算平衡机制、完善地方政府债务限额确定机制（一般债务限额与税收等一般公共预算收入相匹配，专项债务限额与政府性基金预算收入及项目收益相匹配）等。

回过头看，虽然2020年广义赤字大幅扩张，但全年基建投资增速大约只有4%，仅比2019年高不到1%，原因可能是多方面的。这些原因不仅有短期的，更有中长期的、系统性的，可能对未来一段时期的基建增速评估产生重要影响。

对于一般公共预算，主要是消费性支出挤占了投资性支出。除了2020年公共预算支出增速较2019年小幅下滑等短期因素外，中长期原因是财政的消费性支出压力持续增长，包括地方债务尤其是隐性债务偿还压力、人口老龄化下的社保收支缺口压力等。当前财政补贴社保的规模逐年递增，2020年的补贴规模可能超过2万亿元，占全国一般公共预算收入总量的约11%，而且补贴增速持续高于财政收入增速，这意味着未来补贴支出占财政收入的比重还将提高。

相应的，2020年1~11月一般公共预算支出同比增长0.7%，消费性项目支出增速（债务付息16.1%、社会保障和就业9.8%、卫生健康9.4%）明显高于投资性项目支出增速（交通运输-1.6%、节能环保-13.6%、城乡社区事务-24.0%）。

对于政府性基金，主要是地方储备优质项目的能力相对不足。政府性基金尤其是专项债的支出强调“收益性”，不可用于消费性支出，且对接项目要求实现收益和融资的自平衡。然而现实情况是，除房地产相关项目外，地方能够储备的“优质”项目比较有限，专项债对基建投资的支持力度也没有达到预期。

与此同时，由于政府性基金结余可以结转至下一年并进入一般公共预算，在消费性支出

考虑到2021年内部处于重要时期、外部环境仍有诸多不确定性，2021年经济政策不会过度收缩，会更多使用跨周期和结构性工具，与“科学精准实施宏观政策”的整体政策要求相对应。

压力持续增长和政府性基金相对富余的情况下，地方存在结余一部分政府性基金并结转至下一年一般公共预算的动机。从跨期财政预算平衡和防控地方财政风险的角度来考虑，这种操作有一定合理性。

根本原因可能在于政策导向从2018年开始出现了系统性变化。党的十九大之后，决策层开始逐渐淡化GDP增速量化考核、严肃整顿地方财政纪律并强调终身追责，这使得地方推进项目、相关部门审批项目和配置债务额度等行为都更加审慎，将“劣质”项目与债务资金强制结合以求拉动投资增长的动力明显减弱。

在这种系统性变化和“十四五”时期进一步突出发展质量的导向下，未来基建投资增速中枢可能主要取决于内生性增长水平，赤字规模等外生因素对基建增速的影响仍然存在，但弹性明显降低。所谓内生增长水平，主要与地方储备优质项目的能力有关，这种能力由地方经济发展、财政收支状态、城市管理水平、人口年龄结构和流动趋势等内生性因素决定，短期内不会因政策意志而发生明显变化。

由于基建项目本身带有一定公益属性，其投资回报率整体低于一般纯商业化项目，因此其内生增长水平可能也稍低于名义GDP增速。作为参考，2018~2020年的财政政策基调大相径庭，但每年的全口径基建增速均为2%~4%，因此这一增长水平可能有一定参考意义。考虑到2021年广义财政支出力度低于2020年，预计全口径基建投资增速小幅回落到2.8%左右。

货币政策料将收缩信用

2020年国内宏观杠杆率上升幅度超过25%，约等于过去5年之和，因此2021年货币政策的主要导向很可能要严控杠杆率，这将导

致 2021 年的信用环境较 2020 年收紧。中央经济工作会议明确指出“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，保持宏观杠杆率基本稳定”。

大体上看，由于 2021 年的名义 GDP 增速（分母）大致为 11%，杠杆率持平所对应的社融增速（分子）也应在 11% 左右。但具体来看，“基本稳定”本身也有三种可能：小幅回落、走平和小幅上升，三种情景对 2021 年货币政策和信用环境的映射也有一定区别。

如果小幅去杠杆，作为参考，2018 年全年杠杆率去化 1.9% 但副作用明显，中央经济工作会议也强调“不急转弯”，因此 2021 年的收缩力度可能稍微缓和。假设全年杠杆率降低 1.5%，则存量社融增速回落约 3%（2018 年回落 3.8%），全年新增社融较 2020 年减少 4.1 万亿元，少增部分会相对均匀地分布在房地产、政府部门和一般企业上。因此，这将引发全方位、内生性为主的信用收缩，信用环境将明显偏紧。

如果 2021 年杠杆率走平，存量社融增速将回落 2.5%，全年新增社融减少约 2.4 万亿元；如果允许 2021 年杠杆率再微幅升高 1.5%，高基数下存量社融增速仍将回落约 2%，但全年新增社融仅减少约 6000 亿元，而且结构上主要由房地产、政府部门和影子银行承担，一般企业的融资体量还有望较 2020 年有所增长，这种情境下的信用环境仍将较 2020 年偏紧，但一般企业的压力明显缓和。

静态地看，按照当前的货币政策基调，2021 年的杠杆率和信用环境情景出现“中性一紧”的概率更大。随着经济增长超预期复苏甚至阶段性超越潜在增速，当前货币政策在总量层面已经基本完成常态化回归，整体取向偏中性甚至时常略偏紧。

从历史经验来看，流动性和超储率可以作为信用环境的领先指标。随着流动性进入紧平

衡状态、超储率持续偏低，来自融资供给的约束将逐渐取代融资需求改善成为信用环境走向的主导因素，这种变化将导致信用环境的内生性收缩，而不仅仅是基数上升带来的数据读数回落。随着 11 月社融增速见顶回落，可以大致确认本轮信用扩张结束。

信用回落的初始阶段力度会相对温和，2021 年 3 月之后社融增速将会加速下行。一是信贷收缩的同时将面临基数的快速上升，二是广义赤字规模收缩后新增政府债券融资转为负增长，三是资管新规过渡期截止在即推动压缩表外融资。

动态地看，货币政策取向也会考虑大环境，并根据基本面情况进行相机抉择的调整。2020 年年底政治局会议的定调为“2021 年是我国现代化进程中具有特殊重要性的一年，做好经济工作意义重大；确保‘十四五’开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立 100 周年”，2021 年经济增长的目标为“努力保持经济运行在合理区间”，对 2021 年外部环境的判断为“新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性，要强化机遇意识、风险意识”。由此可见，考虑到 2021 年内部处于重要时期、外部环境仍有诸多不确定性，2021 年经济政策不会过度收缩，会更多使用跨周期和结构性工具，与“科学精准实施宏观政策”的整体政策要求相对应。

另外，2021 年海外疫苗大规模接种之后，内外经济的比较优势会发生相对变化，2 季度之后，我们可能会面临内需和外需同步回落的局面，经济可能重新出现下行压力。因此，2021 年的情景可能是杠杆率先下后上，最终走平或微幅上升，流动性上半年维持紧平衡，下半年在货币政策出现积极变化后逐渐向“中性一松”的方向转换。□

（作者系天风证券首席宏观分析师）