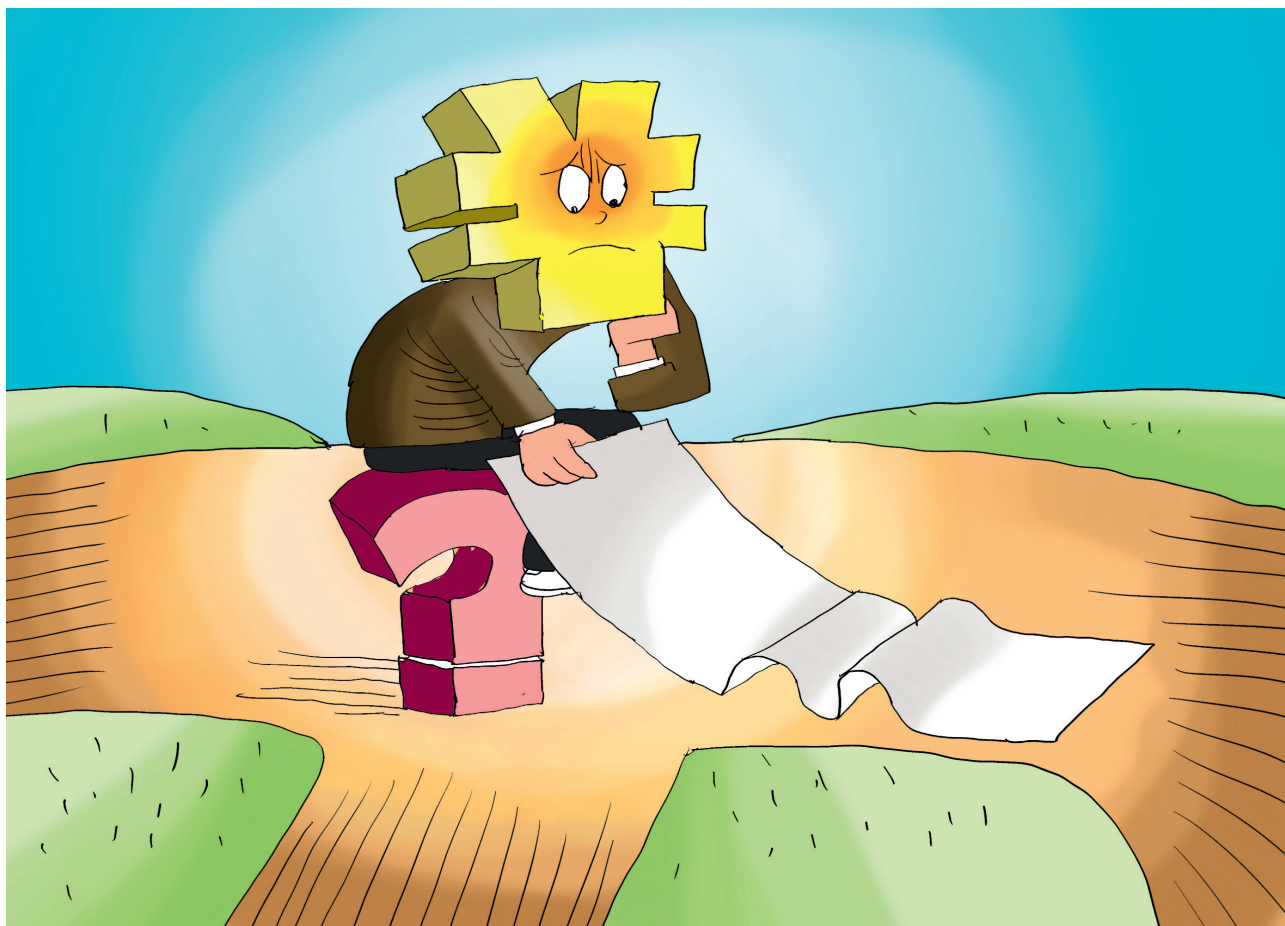


下半年货币政策保持稳健， 财政政策注重落实落细

我国货币政策将继续保持稳健，但信用收缩已是大趋势；财政政策的重心应是落实落细，预计专项债发行节奏将更加稳健，地方隐性债务化解可能进一步提速。

文 | 熊园



回看上半年，我国货币政策保持稳健，流动性维持合理充裕，十年期国债收益率趋势下行，信贷社融数据呈现“增速下降、企业中长贷增加、信托票据等表外融资结构性收紧”的特点。财政政策则保持积极，力度明显高于疫情前 2019 年的水平，但财政支出节奏明显滞后，表现为地方债发行偏慢。

展望下半年，7 月全面降准并不意味着转向全面宽松，我国货币政策将继续保持稳健，不搞“大水漫灌”，后续将呈现“稳货币 + 紧信用 + 严监管”的局面，流动性维持合理充裕，但信用收缩已是大趋势，财政政策的重心将是落实落细，预计专项债发行节奏将更加稳健，地方隐性债务化解可能进一步提速。

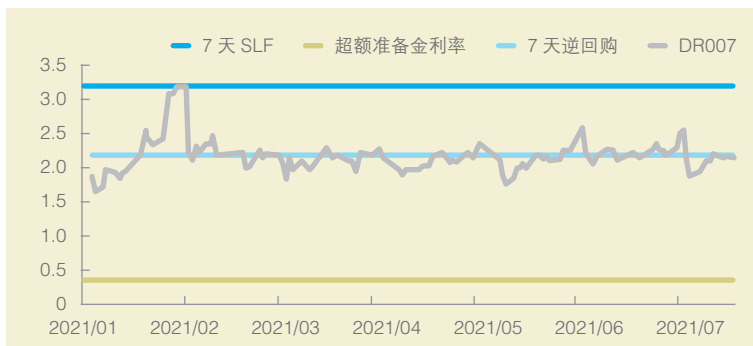
货币政策：稳货币 + 紧信用 + 严监管

回看上半年利率和信贷社融数据，我国货币政策表现出以下特点。

首先是稳货币，即流动性维持合理充裕，整体偏宽松。从央行公开市场操作来看，除 6 月最后一周因跨季资金需求加大，央行连续进行 300 亿元 7 天逆回购操作之外，春节之后央行还连续投放了 100 亿元逆回购。2 月底以来，央行周度货币净投放 / 回笼保持在 600 亿元以内，短端基准利率 DR007 围绕政策利率 7 天逆回购波动，流动性整体维持平稳。受地方债发行节奏偏慢、财政投放和银行加大货币基金配置等影响，4~5 月流动性一度偏松，DR007 持续运行在 7 天逆回购下方。受流动性超预期宽松带动，2 月以来十年期国债收益率趋势下行，至 7 月中旬降至 3.0% 以下。

其次是紧信用，即社融增速趋势下行，贷款仍强，信用结构性收紧。上半年社会融资规模

DR007 围绕 7 天逆回购波动



> 数据来源：Wind



DR007

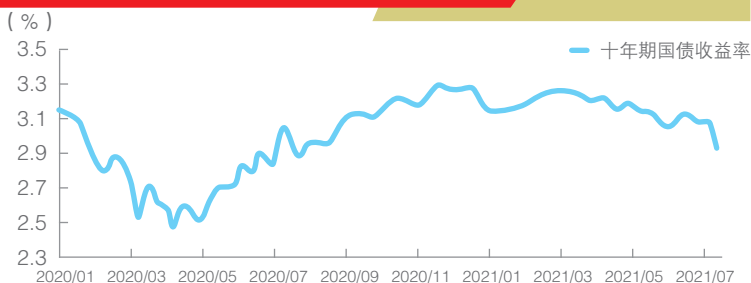
银行间存款类金融机构以利率债为质押的 7 天期回购利率

存量同比趋势下行，从去年年底的 13.3% 下落至 11%。从结构上看，企业中长贷延续了高增长态势，反映出实体经济景气度仍高，但地方债发行偏慢拖累配套融资。居民中长贷总体呈现高增长，5~6 月开始走弱，反映出楼市韧性仍强，但已边际降温。表外信托和票据偏弱，应是监管收紧信托融资、控制表外票据额度以及房地产调控趋严的表现。政府和企业债券发行量整体不高，与专项债发行节奏偏慢、企业债一级市场仍未完全恢复等因素有关。总体看，上半年企业贷款仍然可观，反映出实体经济景气度高，但表外收紧表明结构性紧信用已开始。

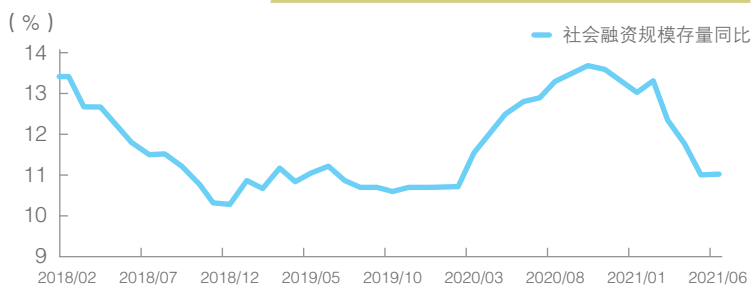
展望下半年，我国货币政策尚未转向，将呈现“稳货币 + 紧信用 + 严监管”态势，流动性维持合理充裕，但信用收缩已是大趋势，并将继续对制造、绿色、科技、新经济等行业给予结构性支持。

一方面，本次降准并不意味着货币政策全面转向宽松。分析其原因，本次降准不是因为经济下行压力大，而是因为大宗商品价格上涨、

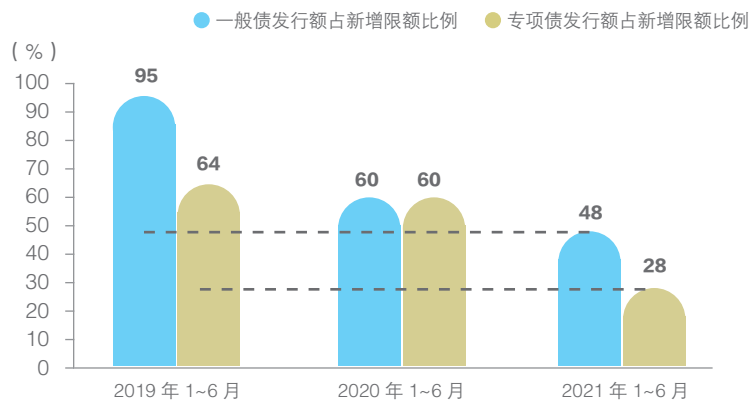
今年3月以来十年期国债收益率趋势下行



年初以来社融增速趋势下行



上半年地方债发行明显偏慢



> 数据来源: Wind

小微企业成本上升,以及为了对冲中期借贷便利 MLF 到期和 7 月企业缴税高峰期带来的流动性缺口。我国第二季度实际 GDP 同比增长 7.9%, 环比和复合增速均较第一季度明显提升,6 月的多数经济指标也环比改善,指向当前经济总体仍偏强,也进一步印证了降准并不是因为经济下行压力大。同时,央行明确指出“稳健货币政策取向没有改变”,意味着本次降准并非货币政策转向,更大意图是相机抉择,之后连续降准降息的概率不大。

另一方面,下半年货币政策仍会注重稳货币、紧信用和严监管。

其一,货币政策将保持稳健、不搞“大水漫灌”。在 7 月 13 日召开的上半年金融统计数据发布会上,央行指出“将坚持稳字当头,以我为主,把握好政策力度和节奏,兼顾内外均衡,更好支持实体经济”;7 月 9 日央行就降准答记者问时指出,“当前我国经济稳中向好,人民银行坚持货币政策的稳定性、有效性,坚持正常货币政策,不搞大水漫灌”;6 月 28 日央行二季度货币例会指出,“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,把握好政策时度效,保持流动性合理充裕”。从央行表态看,“稳货币”总基调将延续。

其二,信用趋于收缩,但节奏可能放缓,总体与经济增长匹配。总量上,将整体保持货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。预计下半年社融增速趋于下行,但下行速度放缓,节奏受降准释放资金、专项债发行节奏等扰动。结构上,将继续支持中小企业、绿色发展、科技创新,也将继续巩固贷款实际利率下降成果,促进社会综合融资成本稳中有降。此外,鉴于制造业内生修复动能仍将延续,预计对企业中长贷仍有支撑。

其三,防风险、去杠杆、严监管仍是大趋势,将延续结构性紧信用。从近期政策表态和社融

数据来看，信用收缩将继续，并重点落在房地产调控、化解地方债务、压缩表外融资、处置问题企业等领域。例如，房地产调控将持续收紧，包括收紧房地产相关贷款、提升按揭贷款审批门槛、严查信贷违规流入楼市、上调房贷利率等。地方债方面，银保监会近期发文要求打消财政兜底幻觉、不得新增地方政府隐性债务，并妥善化解存量地方政府债务等。

财政政策：关注发债节奏和化解债务进度

上半年，我国财政运行有两大特征。

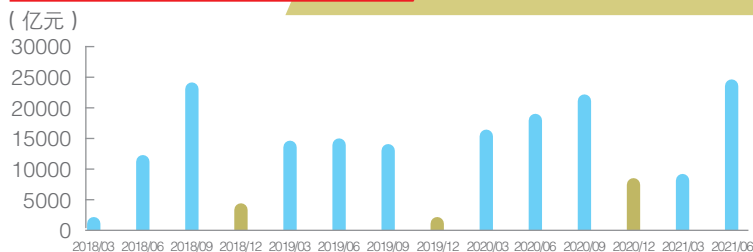
一是基调保持积极。今年两会确定的预算赤字率为3.2%左右（2020年为3.6%以上，2019年为2.8%），地方政府专项债券为3.65万亿元（2020年为3.75万亿元，2019年为2.15万亿元），整体财政政策力度虽然较2020年疫情期间有所收缩，但仍明显高于疫情前2019年的水平，确立了今年偏积极的财政政策基调。此后4月30日政治局会议等中央会议和讲话中也多次强调积极的财政政策要提质增效、更可持续、落实落细等。

二是节奏明显滞后。今年以来我国地方债，尤其是专项债的发行明显偏慢。1~6月，我国地方专项债、一般债累计发行额占新增限额比例分别为28%、48%，明显低于2019~2020年水平。主因可能有三：第一是稳增长压力较小，对应债务融资需求下降；第二是前期沉淀资金再利用，降低了新发专项债的需求；第三是项目审核趋严，达标项目又难以迅速增加，发行节奏自然趋缓。

展望下半年，我国财政政策有三大关注点。

其一，财政政策的重心是落实落细。与4月之前“提质增效、更可持续”的说法不同，4月30日中央政治局会议精神和近期财政部的相关表态中，总基调都是积极的财政政策要落实落细，

往年地方债发行集中于前三季度



> 数据来源：Wind

今年化解债务政策有三大特点：一是目标方向明确，二是进一步提升到政治高度，三是用词较温和，稳字当头。

并突出强调“增强国家重大战略任务财力保障”，加强对科技研发、公共服务、乡村振兴等领域的支持；“着力保障和改善民生”，解决好教育、养老、医疗等基本民生问题；“兜牢基层‘三保’底线”，即保工资、保基本民生、保运转。

其二，专项债发行节奏将更加稳健。6月，财政部部长刘昆在《关于2020年中央决算的报告》中指出，下一步要“用好地方政府专项债券，指导地方加强项目储备，适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏，提高债券资金使用绩效”，预示下半年专项债发行窗口期将放宽。从往年经验看，为尽早落地支持经济，地方债发行往往集中于前三季度，第四季度发行较少，但今年考虑到第三季度稳增长压力较小，下半年地方债务发行可能更加平滑稳健。

其三，地方隐性债务化解可能继续发力。从今年相关会议、文件的表述看，今年化解债务政策有三大特点：一是目标方向明确，二是进一步提升到政治高度，三是用词较温和，稳字当头。总体看，今年隐性债务化解的方向明确，进度将加快，但力度可能较温和，这是今年“不急转弯”的政策取向在财政端的体现，也是第二季度基建投资在专项债和城投债发行放量的支持下，仍然维持低位的重要原因。□

（作者系国盛证券首席宏观分析师）