

下半年宏观政策特征是“重心后移”

不难推测，无论是基于防范风险的要求，还是明年稳经济的任务，今年下半年的货币投放量都将保持在较低水平。

文 | 张禅成



8月16日，国家统计局公布了7月国民经济运行数据，我国经济总体上延续稳定恢复态势。

展望下半年，在传统“逆周期调节”框架下，唯有通过相对宽松的总量政策刺激投资，才能起到“托底”的作用。而事实上，下半年的总量宽松不大可能出现，因为当前宏观环境较为特殊，多种因素将共同导致“稳经济”重心后移。

风险需积极防范

自从去年新冠肺炎疫情发生以来，世界各国普遍采用了量化宽松政策以应对疫情冲击。在取得一定效果的同时，也难免导致了风险的累积。

首先，“宽信用”环境带来了专项债偿还压力和银行不良资产增大的问题。

债务层面，为了应对疫情冲击，与不少国家一样，我国去年显著加大了财政发债力度。其中，地方专项债券为支持地方经济发展发挥了不小作用。

数据显示，2020年全国发行地方政府新增债券约45000亿元。其中，专项债券占大头，达到约36000亿元。截至今年8月20日，财政部已下达2021年新增地方政府债务限额42676亿元。其中，一般债务限额8000亿元，专项债务限额34676亿元。

根据政策设计，专项债券主要用于支持有收益的地方项目，依靠项目的收益来偿还专项债券。不过，在市场的现实环境下，专项债券的偿还可能存在一定问题。对于一些地方来说，专项债是拿到融资搞项目建设的机会，但类似公园、广场这样的基建项目难有收益，这意味着专项债今后很可能产生一定程度的坏账。

银行不良资产层面，截至今年第二季度末，商业银行不良贷款余额2.8万亿元，较上季度末增加25亿元；不良贷款率为1.76%，较上季度末下降0.05个百分点。尽管不良贷款率有所

降低，但这一下降实际上是整体信贷规模增加带来的。此外，2021年第二季度末，商业银行贷款损失准备余额为5.4万亿元，较上季度末增加1746亿元；2021年第二季度末，商业银行核心一级资本充足率为10.50%，较上季末下降0.14个百分点；资本充足率为14.48%，较上季度末下降0.03个百分点。虽然商业银行普遍增加了风险拨备和不良资产处置力度，但规模的扩大使得对资本的需求仍十分迫切。

8月25日，普华永道发布的《中国不良资产管理行业改革与发展白皮书》显示，2020年，中国不良资产整体规模较2019年增大21%，至5.21万亿元。其中，非银金融机构不良资产规模同比增大62.9%，增速远高于非金融企业和商业银行。

从存量来看，商业银行仍是不良资产的最大供方，不良贷款余额占比过半；非银机构不良资产主要来自信托项目、非标债权、P2P网贷和金融租赁款；企业则主要是应收账款和委托贷款。疫情之后，部分企业债务困难显现，房地产、信托等资管市场暴雷频发，不同行业、地区的债权债务关系更加复杂，对不良资产管理提出新的挑战。

其次，总体杠杆率有所下降，但居民、企业、政府和国外四部门结构差异较大。

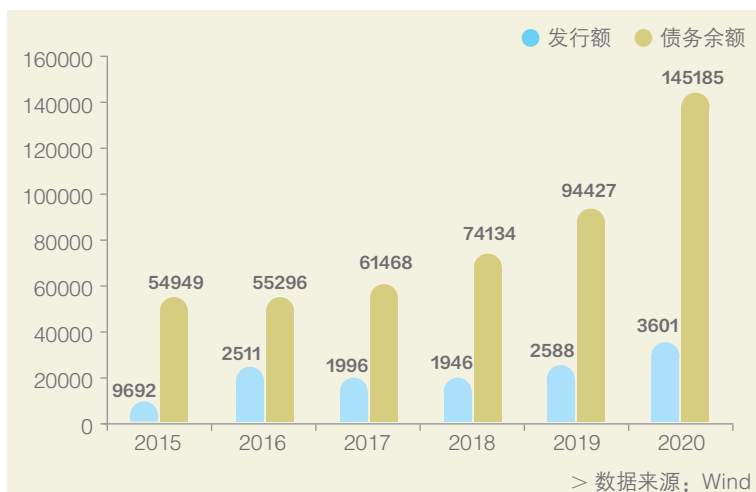
7月末，国家金融与发展实验室发布了《2021年二季度中国杠杆率报告》。报告显示，今年第二季度我国宏观杠杆率下降了2.6个百分点，为265.4%；上半年共下降4.7个百分点。

不过，宏观杠杆“去化”最主要还是受益于经济提速——第二季度的名义GDP无论从同比增速上看，还是从环比增速上看，都保持在一个非常高的水平。正是这一超预期增长，加速了宏观杠杆率的下降，因而也不能充分代表实际债务风险水平的降低。同时还存在着隐忧：一是PPI与CPI之差拉大，挤压了下游行业利润和生存空间；二是四部门之间去杠杆呈

在居民杠杆率处于高位的情况下，以消费的形式拉动内需的难度将会更大。

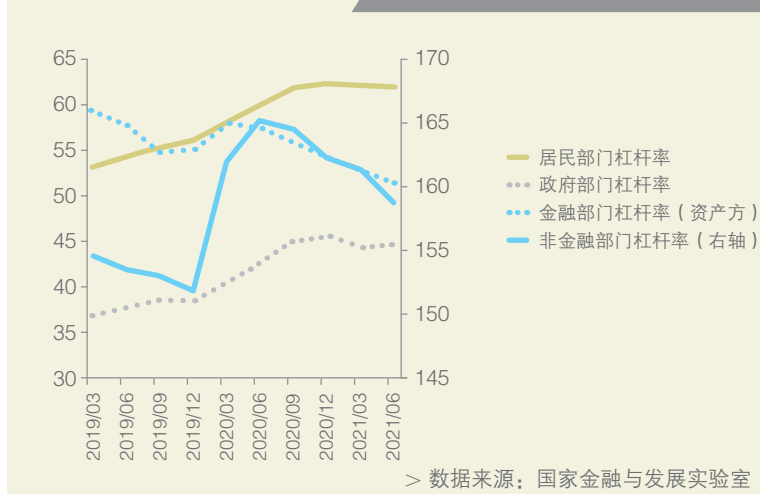
近年来地方专项债发行和余额情况

(单位: 亿元)



我国第二季度宏观杠杆率有所下降

(单位: %)



现结构性差异,下半年居民部门杠杆大概率仍呈升势。根据国家金融与发展实验室的估算,今年居民部门债务增速高于2020年同期水平,预计维持在15%以内,年末居民杠杆率会增长至63%,全年增长0.5~1个百分点。

需要指出的是,在我国居民部门杠杆率走高的同时,并未伴随社会消费品零售总额数据的走高。这意味着前者走高并非受到消费的带动。当下,海外生产能力正在逐步修复,我国部分低附加值企业也在迁出,如果未来出口形势走弱、订单外流,将会通过就业率的减退影响我国居民可支配收入。在居民杠杆率处于高位的情况下,以消费的形式拉动内需的难度将会更大。

经历了去年的财政货币“双宽松”,资产价格快速上涨。通常情况下,这意味着投资者的“所有者权益”扩张,就居民个人投资者而言,会带来更多的可支配收入。然而,在金融资产的上涨行情中受益的往往是拥有大体量资金的一方。对此,“共同富裕”加速推动,一些行业乱象也受到了严格监管和整顿。

后续“稳经济”势在必行

随着疫情的持续蔓延和全球供应链重构的持续,目前全球经济恢复已经出现了进一步分化的趋势。对于中国而言,保持经济增长的可持续性将面临更为复杂的挑战。尤其是病毒变种带来疫情防控起伏、海外供应链的修复将会挤占我国出口份额,预计2022年中外的经济修复差距仍将存在。如果不预留“政策弹药”,一旦明年中外经济增速差距走阔,将不可避免地发生资金外流。

众所周知,我国今年第一季度名义GDP

同比增速高达 20.7%，实际增速为 18.3%。即便第二季度有所回落，当季名义增速也高达 13.1%，实际增速为 7.9%。如果未来一段时间消费难有改观，叠加海外疫情修复可能带来的外贸规模缩减，基数效应会导致我国明年上半年经济增速受到影响。

重心料将“后移”

不难推测，无论是基于防范风险的要求，还是明年稳经济的任务，今年下半年的货币投放量都将保持在较低水平，宏观政策整体将呈现“重心后移”的特征。

在货币信用层面，央行屡次强调“跨周期调节”。

2021 年 8 月 23 日，央行再度召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，提出“统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性，增强前瞻性、有效性，把服务实体经济放到更加突出的位置，以适度的货币增长支持经济高质量发展”。

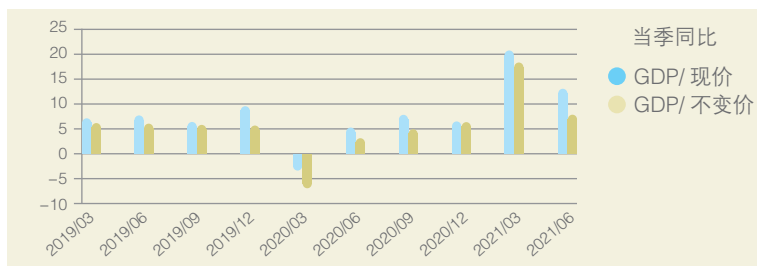
从“以适度的货币增长支持经济高质量发展”这一表述，以及以前提出的“货币供应量同名义经济增速基本匹配”，可以推知第四季度货币供应量有限。

尽管央行在 7 月推出了一轮降准，但随着后期流动性的变化，以及中期借贷便利 MLF 和贷款市场报价利率 LPR 数据表明，央行实际上仍然坚持“稳货币”的基本政策基调，相关的降准措施，只是在稳健基础上的边际调节。在目前的市场环境下，即使未来降准，其以往所代表的宽松“信号”也会偏弱。

财政方面，相当体量的地方专项债很可能预留到 12 月“跨年发行”。

我国今年第一季度 GDP 基数非常高

(单位：%)



> 数据来源：Wind

近日，已有 5 个省市在预算调整方案中提到，将按照相关政策要求，预留部分新增专项债券额度到今年 12 月发行，分别为浙江 506 亿元、云南 428 亿元、天津 324 亿元、重庆 160 亿元、吉林 150 亿元，合计 1568 亿元。按照这些省市披露的 2021 年新增专项债限额来看，预留比例分别为 26%、34%、30%、13%、23%，平均预留比例约为 26%。

前面提到，财政部已下达 2021 年新增地方政府债务当中，一般债务限额为 8000 亿元，专项债务限额为 34676 亿元。与 3 月预算报告中公布的一般债务限额为 8200 亿元、专项债务限额为 36500 亿元比照，有 200 亿元新增一般债务限额、1824 亿元新增专项债务限额尚未分配下达。相关部门可能已充分考虑到经济增速“前高后低”的特征，预留了空间，兼顾了跨周期调节的需要。在专项债发行后置的情况下，今年专项债对基建投资等的提振作用可能会比较有限，但在跨周期调节的考虑下，明年上半年基建投资力度将有所保障。□

(作者系独立经济学者)

从“以适度的货币增长支持经济高质量发展”这一表述，以及以前提出的“货币供应量同名义经济增速基本匹配”，可以推知第四季度货币供应量有限。