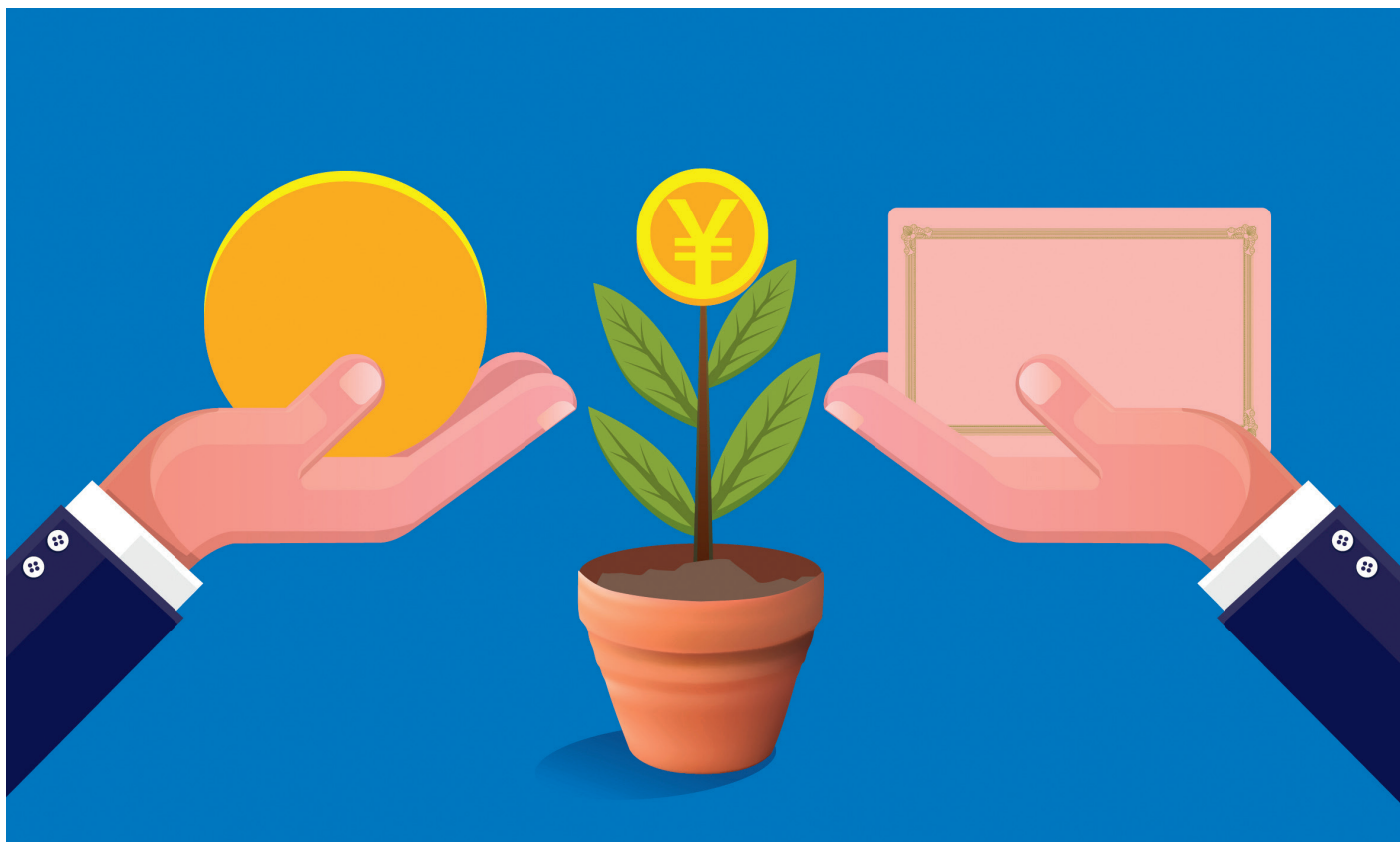


宏观政策发力扩大需求

综合来看，下半年的经济政策将更加积极有为，第三季度将会是加速形成实物工作量的阶段。预计在政策的呵护下，第三季度基建投资增速有望达到 15%，助力实现 5% 以上的经济增速。

文 | 宋雪涛



7月28日召开的中央政治局会议部署了下半年经济工作，指出宏观政策要在扩大需求上积极作为，对财政和货币政策作了具体安排，同时提出要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力。

财政政策是主要发力点

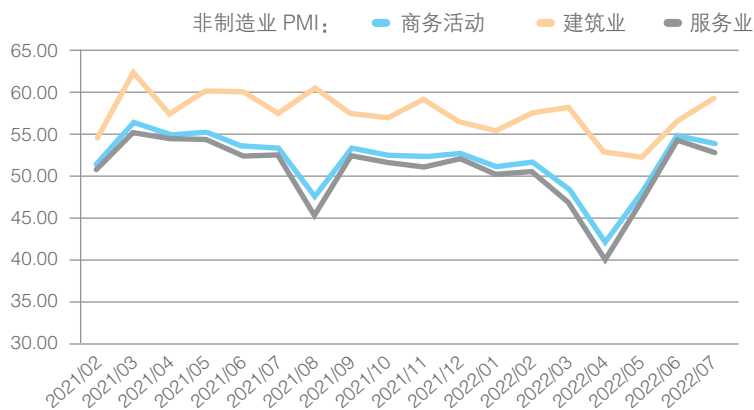
综合国内外经济环境来看，财政政策将是下半年稳增长、扩需求的主要发力点。

财政政策的增量空间主要在专项债。7月28日的中央政治局会议要求“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”。如何理解“用足用好专项债务限额”？我们认为在基建“挑大梁”的背景下，有可能会动用“未使用的专项债务限额”来增加地方政府专项债券的发行规模，这将是财政政策在下半年积极有为的重要体现。

增发地方政府专项债券确有必要。截至今年7月底，地方政府新增一般债券、地方政府新增专项债券分别累计发行6783亿元、3.47万亿元，均已完成全年额度的90%，现有的待发行地方债额度有限。考虑到财政部要求力争8月底前将今年新增专项债券基本使用完毕，专项债对基建投资的支持从9月开始可能面临“断档”的压力。同时，上半年一般公共预算收入、政府性基金预算收入分别同比减少10.2%、28.4%，财政收支面临较大的缺口，基建投资亟需增量财政资金的助力。

增发地方政府专项债券有空间。自2015年地方政府专项债券开始发行以来，一方面由于用来置换一类债务的置换债券额度未被完全使用，另一方面由于近几年到期的地方政府债券未足额借新还旧，地方政府专项债务余额持续低于地方政府专项债务限额，形成了一部分“未使用的专项债务限额”。财政部数据显示，截至2021年年末，“未使用的专项债务限额”约为1.5万亿元，预计这部分空间将会支撑地方

建筑业 PMI 继续冲高



> 数据来源：万得，天风证券研究所

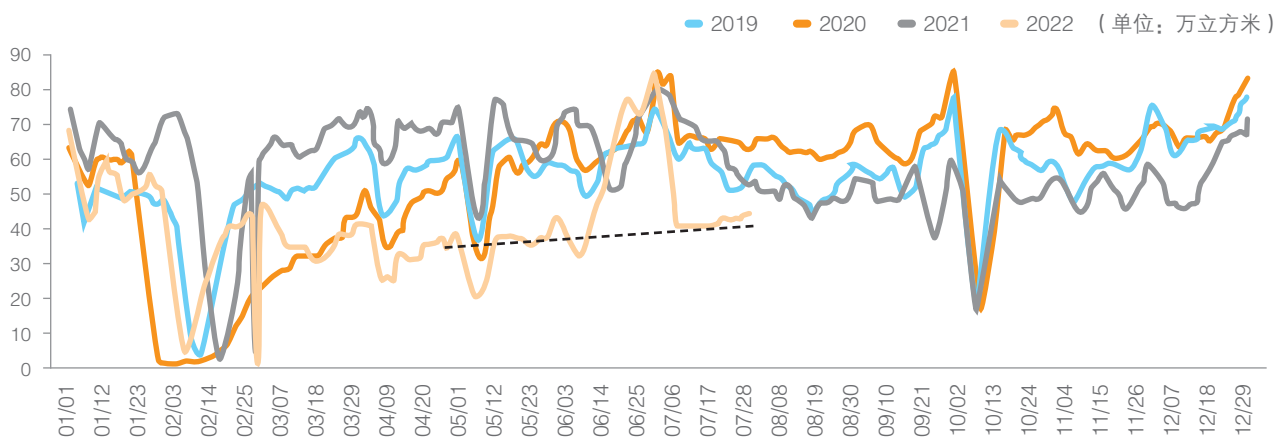
政府在下半年扩大专项债券发行规模。不过，考虑到“未使用专项债务限额”的初始用途并不是发行新增地方债来支持项目建设，其区域分布也较不均衡，可能仍然需要财政部对这部分专项债务限额的性质和区域进行调整。此外，根据预算法，各级政府需要增加举借债务数额时，应当进行预算调整。因此在扩大专项债券发行规模之前，还需经由财政部、地方政府以及各级人大常委会共同完成对今年各级财政预算的调整工作。

货币政策着力激活融资需求

相比于财政政策，货币政策在下半年面临的掣肘因素可能较多。一方面，以美联储、欧洲央行为首的海外央行整体处于加息紧缩周期，美元兑人民币汇率已经接近6.9，国内施行货币宽松政策的空间有限。另一方面，在海外能源供需紧平衡和国内猪周期的共振作用下，通胀压力边际走强，居民消费价格指数（CPI）在第三季度或将阶段性突破3%。因此，下半年

下半年继续推出总量货币宽松政策的可能性较小，货币政策的积极有为将更多体现在政策性金融工具及结构性金融工具上。

房地产销售低位企稳



> 数据来源: 万得, 天风证券研究所

继续推出总量货币宽松政策的可能性较小, 货币政策的积极有为将更多体现在政策性金融工具及结构性金融工具上。当前稳增长的影响因素主要在于三重压力当中的需求收缩和预期转弱, 体现在货币、信用层面则是融资意愿的缺失和所谓的“类资产负债表衰退”, 相比于降准、降息等总量工具, 政策性工具、结构性工具更有利于直接激活融资需求。

政策性银行增量资金将助力基建投资加速发力。6月1日和29日召开的国务院常务会议分别推出政策性银行8000亿元增量信贷资金及3000亿元资本金工具来支持基建投资。国开行、农发行披露, 7月21日、22日, 国开基础设施基金、农发基础设施基金分别完成了首批项目投放。目前大部分基建项目的资本金占比下限要求是20%~25%, 因此最大的杠杆效应

为4~5倍, 据此测算, 3000亿元政策性资本金工具可以带动1.2万亿~1.5万亿元基建投资, 假设今年下半年施工进度能够完成新带动投资的30%, 将对应提升基建投资增速1.9%~2.4%。

结构性工具方面, 各项再贷款仍有发力空间。当前货币市场流动性非常充裕, 隔夜资金利率逼近1%, 说明流动性并不是宽信用的阻碍, 继续总量宽松的边际效果有限, 直达融资主体的结构性工具反而能够发挥更大的作用。今年以来, 央行先后推出了4400亿元再贷款工具, 包括2000亿元科技创新再贷款、1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、1000亿元交通物流领域再贷款, 以及400亿元普惠养老专项再贷款。根据央行、外汇局4月18日发布的《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》, 各项再贷款工具预计带动金融机构

贷款投放多增1万亿元。

综合来看，下半年的经济政策将更加积极有为，第三季度将会是加速形成实物工作量的阶段。预计在政策的呵护下，第三季度基建投资增速有望达到15%，助力实现5%以上的经济增速。

保障供应链稳定性

疫情影响下，我国供应链的不稳定性有所暴露。4~5月上海人员、物料的流通一度受阻，整个长三角区域的生产经营活动受到波及，供应链的不稳定性使得部分企业遭遇到了生产停滞、销售不畅的双重压力。相关调查问卷结果显示，疫情对供应链的冲击主要体现在四个方面——生产资料短缺、开工受限、仓储运输受阻及缺少员工。

具体来看，高度分工、集中布局的供应链效率更高，但也更脆弱；反之扁平分散、各环节有替代的供应链，在抵御冲击时更加具有反脆弱性。调查问卷结果显示，新能源汽车、汽车零部件、机床、发光二极管(LED)、集成电路、医疗器械、创新药以及有机化学原料等行业由于产能较为集中，在疫情期间较难在长三角以外找到有效的产能替代和补充。

供应链不稳定性或将加速产能和订单的转移。调查问卷显示，疫情期间，半导体（半导体设备、半导体材料、芯片）、非金属新材料、工业化学产品等行业表现出较高的产能转移倾向，家电、通信设备、化工、医药、汽车、电子等行业面临较大的海外撤单压力。对于中国而言，成本因素驱动的低端产业转移是机遇；安全因素驱动的高端产业（电子元件、电子设备、通信设备和部分复杂的机械电气类产品等）转移是风险。

因此，稳定供应链在当前具有重大意义。

7月28日的中央政治局会议明确提出“要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力”。

为了提升供应链稳定性，预计可能出台以下四个方面的政策。

第一，优化产业布局。产业布局过于集中是导致供应链脆弱的重要原因，调整优化当前的产业布局有助于提升供应链的稳定性。预计部分产业向内陆迁移、向中西部迁移的进程将有实质性的加速。在产业链迁移的过程中，应适度推动供应链扁平化，同时培育关键节点的替代企业。

第二，提升自主可控水平。关键技术和环节的自主可控是提升供应链应对外部冲击能力的核心。一方面有助于提升我国在全球产业链中的作用，抵御高端产业的外迁压力；另一方面有助于提升我国供应链完备程度，强化应对外部打击的能力。我们认为，下半年关键技术的自主可控和国产替代进程仍将持续推进。

第三，呵护中小企业发展，提升供应链稳定性。部分原材料、中间品等生产资料往往由中小企业提供，稳定的供应链离不开广大的中小企业。同时，快速发展的“专精特新”中小企业在将来也会成为供应链的关键节点，从而加强供应链的稳定性。因此，下半年在“专精特新”领域有望进一步出台新的政策，同时类似年初“一纵一横”强链补链固链稳链的政策也有陆续出台、强化的可能性。

第四，加强各环节循环能力。疫情影响下的人员、物料流通不畅是供应链不稳定的重要原因，因此如何尽可能地缩小冲击对流通环节的影响至关重要。我们认为，下半年有望在现有基础上，进一步优化流通环节相关政策，尽可能减小疫情对物流的冲击。□

（作者系天风证券研究所宏观首席分析师）

产业布局过于集中是导致供应链脆弱的重要原因，调整优化当前的产业布局有助于提升供应链的稳定性。