



朱鹤：7 月经济数据回落， 当下还需把握宏观政策发力的 窗口期



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者： CF40 研究部朱鹤



8月16日，国家统计局公布了1-7月主要经济数据，生产、消费、投资等多项指标的同比增速放缓，不及市场预期。

中国金融四十人论坛（CF40）青年研究员朱鹤分析认为，宏观经济之所以有这样的表现，最大的逻辑是当前经济复苏基本进入后半程，同时叠加前期超常规刺激政策的逐步退出。

朱鹤表示，越来越多的理由支持宏观政策应该开始发力，而当下恰是宏观政策发力的最好时候：

一方面，疫情的短期冲击效应基本过去，社会经济秩序基本恢复正常。

正常的宏观经济本来就存在周期性，因此需要正常的宏观政策来熨平这种周期性。“当正常状态下的宏观经济呈现走弱态势，宏观政策就应逐步发力，这是宏观政策正常化的应有之意。”

另一方面，越来越多的证据表明当前宏观景气度出现减弱，对此出现形势误判的概率已经较低，而留给宏观政策打提前量的时间在不断减少。

朱鹤表示，接下来，财政和货币政策要协同发力。财政政策要提升政策效能；货币政策有更好的灵活性和更多的政策空间，可以唱主角。

7月宏观数据最大的特点是全面走弱。

从同比的角度来看，无论是 PMI、工业增加值，或者是消费投资等代表国内需求的指标，还是 M1、M2、社融等货币指标，较 6 月份都有明显下滑。

从连续两年平均增长率的角度来看，这些指标的表现也都比 6 月份差。价格水平虽然相对稳定，但是就业方面表现出来的情况是，目前就业市场的压力仍然较大，基本跟 2019 年的时候是持平的。

宏观经济之所以有这样的表现，最大的逻辑是当前经济复苏基本进入后半程，同时叠加前期超常规刺激政策的逐步退出。这些政策包括海外发达国家的刺激政策边际效果减弱，同时也包括国内货币政策和财政政策的逐步正常化。

具体来看，生产端的工业增加值和 PMI 都在持续回落，特别是 PMI

已经连续 4 个月回落，形成下降趋势。这与供给因素扰动有关，比如天气状况、限产、芯片供应短缺和局部疫情爆发等，但这些因素的影响究竟有多大值得商榷。同时，来自需求端的影响也很重要。

从需求的角度来看，目前最大的问题已经不再是消费复苏相对缓慢，而是房地产和基建投资的全面且持续回落，只有制造业的投资依然在缓慢复苏。

7 月，房地产投资和基建投资的当月同比增速分别为 1.4%和-10.1%，比 6 月大幅下降。当然，这么大的降幅跟偶然因素有关，比如强降雨和局部疫情都会影响项目开工，但这种回落的趋势已经基本确立。

制造业投资之所以能够呈现比较持续的复苏，跟海外需求带来的出口景气密不可分。目前，我们还没能够观察到海外需求有显著恶化的迹象。

市场对房地产投资的回落已经基本形成共识，主要理由包括融资环境收紧和调控政策趋严。

政策的影响在房地产的各项指标上都逐步有所体现。比如，房地产融资中来自居民部门的部分出现显著减少，表明银行开始收紧对居民部门的购房贷款。这与 7 月的信贷数据有直接的对应——7 月居民部门新增中长期贷款只有 3974 亿元，是过去 5 年的同期最低值。投资回落也与房地产新开工和销售面积的回落相互印证。

相对于房地产投资，市场对基建投资有一定分歧。有一种观点认为，

2021 下半年的财政后置效应会对基建投资形成一定的支撑。

所谓的财政后置，实际上是建立在这样一种观察之上的：2021 上半年财政表现出“超收节支”的特征，即 2021 上半年财政支出的速度比往年同期要慢，据此推断 2021 下半年财政支出的速度会提速。

逻辑上来讲，这种观察没有问题，但要注意一个基本事实，即 2021 全年财政预算支出的同比增速只有 1.8%。在这样的增速约束下，即使下半年财政支出有一定的增速提升，在量级上或也不会对总需求产生实质的影响。

而聚焦到基建投资问题上，财政支出后置对基建的影响会更小。近三年来基建投资占预算内财政的比重持续下降，总体增速为负，基本上预算内对基建投资的支撑力度不大。

在这样的宏观环境下，整体的信用扩张速度又在明显回落。7 月社融数据显著低于市场预期，其中贷款数据表现差强人意，政府发债规模收缩和表外融资减少是主要原因。这背后也反映出宏观政策正常化的影响。

从历史经验看，信用增速的回落有比较强的惯性，往往会持续 4-6 个季度。当然，在这个过程中会有阶段性的回升。即便宏观政策开始转向，特别是货币政策开始逐步宽松，这种政策影响最终传导至信用端还存在时滞。

因此，预计未来的两个季度，信用回落的大方向很难有实质性的改变，

只不过 8 月的增速回落或许不会像 7 月这么快。

越来越多的理由支持宏观政策应该开始发力，而当下恰是宏观政策发力的最好时候。

一方面，疫情的短期冲击效应基本过去，社会经济秩序基本恢复正常。即使有偶发的局部疫情，配合有效的防控措施的情况下，疫情对整个宏观经济的影响并不大。而正常的宏观经济本来就存在周期性，因此需要正常的宏观政策来熨平这种周期性。当正常状态下的宏观经济开始走弱的时候，宏观政策就应该逐步发力，这是宏观政策正常化的应有之意。

另一方面，当下出现形势误判的概率已经非常低，而留给宏观政策打提前量的时间在不断减少。

越来越多的证据表明当前宏观景气度在不断减弱，此时出现误判的概率，即经济接下来会全面过热的概率，实际上是相当低的。

这里需要说明一点，大宗商品上涨不等于通胀，在总需求偏弱的情况下，PPI 很难向 CPI 传导，未来大概率是 PPI 向 CPI 快速收敛。☐中国需要担心输入性通胀吗？

中央提出要把握宏观政策的“时度效”，时是最需要考量的变量。随着经济复苏动力转弱、下行压力加大，宏观政策干预得越早，需要的宏观政策力度也就越小，这个阶段其能取得的边际效果也就越大。

如果等到经济确认下行趋势之后再调整宏观政策，此时经济的惯性已

经形成，需要的政策力度也会更大，最终的效果不确定性也就更高。

接下来，财政和货币政策要协同发力，财政政策要提升政策效能，货币政策可以唱主角。

因为受到预算限制的影响，预算内的财政支出只能“按部就班”。即使考虑到财政支出的后置，如前所述，这部分增量对稳定宏观总需求的作用并不会很大。专项债或许是一个可能的发力方向，但单纯强调提高专项债的使用效率效果未必理想，亟需解决的问题是放松对专项债的诸多限制。同时，考虑到防范化解地方隐性债务风险的大背景，地方政府大规模推动建设项目的动力和能力明显受限。

相比之下，货币政策有更好的灵活性和更多的政策空间。

一方面，货币政策是可以实现真正的微调，特别是在跟市场充分沟通的基础上，有时候可能不需要做太大的政策操作就可以达到预想的目的。

同时，货币政策实际上有足够的政策空间。如果把 7 天逆回购利率作为短期基准利率的指标，目前的 2.2% 显著高于发达国家的短期政策利率。

而在当前阶段，用货币政策提前对宏观经济变化做出应对或许是更好的选择，因为中国经济增速毕竟还是处于全球的领先水平。即使中国与发达国家的利差缩小，只要确保人民币汇率有足够的弹性，现阶段汇率就可以比较及时的吸收这种利差缩小带来的影响。

但是，如果等到发达国家经济开始全面复苏、宽松货币政策正式退出

的时候，我们再择机使用货币政策，可能会更加被动。因为在发达国家货币政策调整的阶段，全球资本对利率变化的敏感度会更高，这可能带来更大的资本流动压力，我国使用货币政策的难度也会更大。

附：

CF40 宏观医生 2021 年 7 月报告单

文 | CF40 资深研究员张斌、CF40 青年研究员张佳佳

宏观经济运行

- ◆ 经济景气程度显著回落。7 月官方制造业 PMI 为 50.4，较 6 月回落 0.5 个百分点。大型企业制造业 PMI 为 51.7，与上月持平；中型和小型企业制造业 PMI 为 50.0 和 47.8，分别较 6 月回落 0.8 和 1.3 个百分点。

- ◆ 工业生产增速放缓。7 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%，环比增长 0.3%；两年平均增长 5.6%，较 6 月回落 0.9 个百分点。分大类看，制造业同比增长 6.2%，两年平均增长 6.1%；采矿业增加值同比增长 0.6%，两年平均下降 1.0%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增

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_34305

