



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

中国宏观金融

殷剑峰

张旻 王蒋姜

2021 年 2 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

稳健复苏、关注风险

——2020 年中国宏观金融形势分析与展望

摘要

2020 年受疫情冲击，在各项积极政策的刺激下，我国宏观经济金融形势逐渐好转，但当前经济形势不稳定性不确定性仍然较大，未来需把握好“稳增长”与“防风险”之间的平衡。

金融部门年内信用快速扩张。2020 年的一个重要特征是 M1 显著回升，M1 上涨可能会推动经济以加速度的方式扩张到 2021 年 4 季度，信用扩张增速呈现上半年快速攀升、下半年逐渐放缓的特点。同时，资产价格呈现债熊股强房热的结构性特征，利率债价格疲弱，中美十年期国债利差达到全球危机以来最高水平，信用债风险暴露，而股票市场走强，一线房市的资产泡沫有所抬升。另外，全年资金面由松渐紧，年末波动尚存不稳定、不平衡特征，金融体系的流动性分层现象凸显，金融机构特别是中小银行和非银行金融机构的负债端压力明显抬升。

实体部门复苏进展分化。第一，产业方面，随着疫情受控、价格稳定，第一产业和第三产业的供需冲击逐渐缓解，但是第二产业的需求冲击仍然明显，需求依然处于不足的状态，投资成为 GDP 增长的主要拉动力，消费严重拖累经济增长，1 至 3 季度服务消费占比持续低于货物消费。第二，物价方面，受产业结构调整、中美脱钩、疫情冲击等一系列长、中、短期

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

● 殷剑峰

国家金融与发展实验室
副主任

● 张晔

国家金融与发展实验室
宏观金融研究中心助理
研究员

● 王蒋姜

国家金融与发展实验室
宏观金融研究中心助理
研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

因素影响，年内核心 CPI 和 PPI 延续通缩格局。第三，部门方面，企业部门货币信贷结构持续优化，但年内存在明显的货币窖藏现象，国有企业、大型企业经营较为稳定，小微企业经营仍较困难；居民部门收入增速恢复较慢，消费需求仍显疲软，就业虽有所好转但依旧不容乐观。

财政货币政策重点正在由“稳增长”开始转向“防风险”。从财政层面来看，2020 年“积极有为”财政政策重在稳增长，但经济进入平稳发展阶段后，需要警惕不断膨胀的财政风险，我国地方政府债务扩张过快，多地偿债压力较大，财政的央地不平衡和区域不平衡性不断加剧，因此 2021 年“提质增效”财政政策应重在防风险。从货币层面来看，当前货币政策稳中偏紧，10 年期国债收益率与 1 年期 MLF 的利差保持历史高位，实体经济真实的借贷成本明显上行，信用风险已先行在债券市场暴露，因此需处理好恢复经济和防范风险的关系，把握好货币政策转弯的时点与力度，谨防货币政策急转弯。

财政货币政策应该转向“财政稳经济、货币稳债务”的新组合。在金融危机和新冠疫情的短促强烈冲击及长期人口老龄化挑战的背景下，“财政稳经济、货币稳债务”将是必须采取的财政货币政策组合，新组合的实施需要尽快改革我国的财政货币体制。在财政层面，需要完善财政体制，关键是通过财政体制改革解决政府债务结构的两个不平衡问题。在央行层面，需要建立以政府债务作为货币发行准备的主权信用货币体制，紧密配合财政，度过艰难的体制转换过渡期。

目 录

一、金融部门：信用快速扩张	1
二、实体部门：复苏进展分化	5
三、财政货币政策：由“稳增长”转向“防风险”	8
（一）财政政策：重在可持续性发展.....	8
（二）货币政策：谨防货币政策急转弯.....	14
（三）财政货币配合：财政稳经济、货币稳债务.....	15

一、金融部门：信用快速扩张

2020 年的一个重要特征是 M1 显著回升，增速从年初的零增长上升至年末的 8.6%。一般来说，M1 增速领先于 PPI 走势半年至一年左右。从上一轮周期看，M1 从 2015 年 3 月份的 2.9% 持续上涨至 2016 年 8 月份的 25%，有力地推动了经济走出长达 4 年的通货紧缩（图 1）。因此，此轮 M1 上涨很可能会推动经济以加速度的方式扩张到 2021 年 4 季度。当前，PPI 环比从 2020 年 4 月份的 -1.3% 持续回升至 12 月份的 1.1%，已经达到 2017 年以来新高。

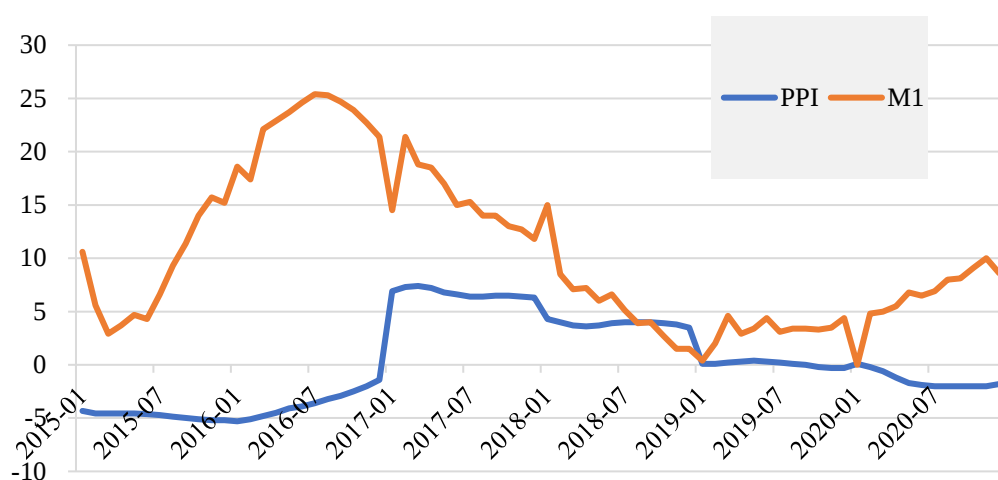


图 1 2015 年以来 PPI 和 M1 同比 (%)

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

信用扩张增速在上半年快速攀升，下半年随政策转向而逐渐放缓。2020 年新增社会融资规模的同比增速从 1 月份的 8% 攀升至 5 月份的 45%，而后阶段性回落至 12 月份的 36%。全年社融增量达到 35 万亿元，相当于 GDP 的 34%，仅次于 2009 年全球金融危机时 40% 的比重，为未来经济复苏提供支撑。从社融的结构来看，人民币贷款、企业债券、企业股票、政府债券的存量增速年内均明显上升。不过，企业债券增速从 7 月份起逐步回落，主要原因为债券市场融资利率回升与信用违约事件冲击。

各部门的信用扩张节奏不一，政府部门逆周期调节力度较大。2020 年末信用总量达到 281 万亿元，较 2019 年增加了 31 万亿，在增量中，政府部门占比为 29%，为全球金融危机以来最高，非金融企业部门和居民部门的占比分别为 46%和 25%。政府部门的信用规模保持全年加速扩张态势，同比增速从 2019 年末的 10.3%上升至 2020 年末的 17.2%，其中国债、地方政府债和城投债增速升幅较大；企业部门的信用规模从年初加速扩张至年中，而后在下半年增速放缓，同比增速从 2019 年 4 季度的 8.2%提高至 2020 年 2 季度的 10.8%，后回落至 4 季度的 10%，企业贷款和债券增速呈相似趋势，这与经济反弹、货币政策逐渐转向中性有关；居民部门的信用规模扩张呈 V 型反弹，同比增速从 2019 年 4 季度的 13.5%下降至 2020 年 1 季度的 11.2%，而后回升至 4 季度的 13.7%，其中经营贷款和中长期消费贷款增速升幅较大。影子银行的信用保持了 2018 年 3 季度以来的萎缩态势，信托贷款降幅加深，主要在于基础产业类信托需求下降以及房地产类信托管控趋严。

资产价格呈现债熊股强房热的结构性特征，无风险利率债价格低、收益率高，股票市场涨幅较大，一线房市的资产泡沫有所抬升。债券市场方面，利率债自 4 月份以来就陷入疲弱状态，信用债风险不断暴露。中美十年期国债收益率差从 2018 年的 24bp 不断扩大至 2020 年的近 250bp，处于历史最高水平，国际机构的投资积极性明显提升，我国债券市场中境外机构的持债规模增速从 2020 年初的 28%持续上升至年末的 60%。股票市场方面，从 3 月份的低点到年末的高点，道琼斯、标普、日经等股票指数的涨幅均超过 60%，上证指数的涨幅也达到 30.6%，全球主要股票市场基本恢复至超过了疫情前的水平，主要原因在于流动性充裕和政策预期推动，但是市场表现领先于公司盈利修复也意味着股票市场的脆弱性正在提升。房地产市场方面，虽然“三道红线”进一步加强了对房企融资的管控，但房地产市场的复苏力度较为

强劲，主要体现在以下三点。第一，房地产链条的销售端表现好于投资端。房地产开发投资增速虽然从2月份的-16.3%大幅回升至12月份的7%，但仍处于近年来的较低水平，同时新开工面积增速年内仍未转正。而商品房销售额增速从2月份的-36%回升至12月份的8.7%，达到近两年来的最高水平。第二，房企资金面有所改善，房地产开发资金增速从2019年12月份的7.6%升至2020年12月份的8.1%，其中国内贷款和自筹资金的增速均高于2019年末。第三，土地市场活跃度上升，房企购置土地面积增速从2019年12月份的-11.4%收窄至2020年12月份的-1.1%，土地成交价款从-8.7%大幅增长至17.4%。2020年房价增速总体平稳回落，但是各线城市表现不一，二、三线城市价格增速年内持续下降，而一线城市价格增速年内先降后升，12月份增速已经高于2019年同期水平。

资金面由松渐紧，年末波动尚存不稳定、不平衡特征。2020年货币市场利率呈先降后升的波浪型走势，以Shibor一周的利率为例（图2），以常备借贷便利（SLF）利率和超额存款准备金利率为上下限的利率走廊在2季度整体下移并小幅走阔，带动Shibor向下大幅偏离政策利率（7天逆回购利率）。3季度经济V型反弹、货币政策逐渐回归正常，Shibor回升至政策利率附近。政策转向之下资金面压力渐显，央行公开市场操作和中长期货币政策工具力度明显加大，4季度Shibor围绕政策利率宽幅波动。金融体系的流动性紧张在3季度比较明显，包含相互持有债券及其他债权在内的内部融资同比增速为6.9%，达到2017年2季度以来最高水平，而后于2020年4季度回落至3.3%。年末金融体系流动性分层显现，一是大中小银行之间的同业存单信用分层（图3），城商行和农商行的6个月同业存单发行利率较股份制银行的利差均值在12月份分别上行了27bp和20bp，二是“银行”与“非银行”之间的质押回购信用分层（图4），R007和DR007的利差于12月30日达到90bp，为2019年以来最高。

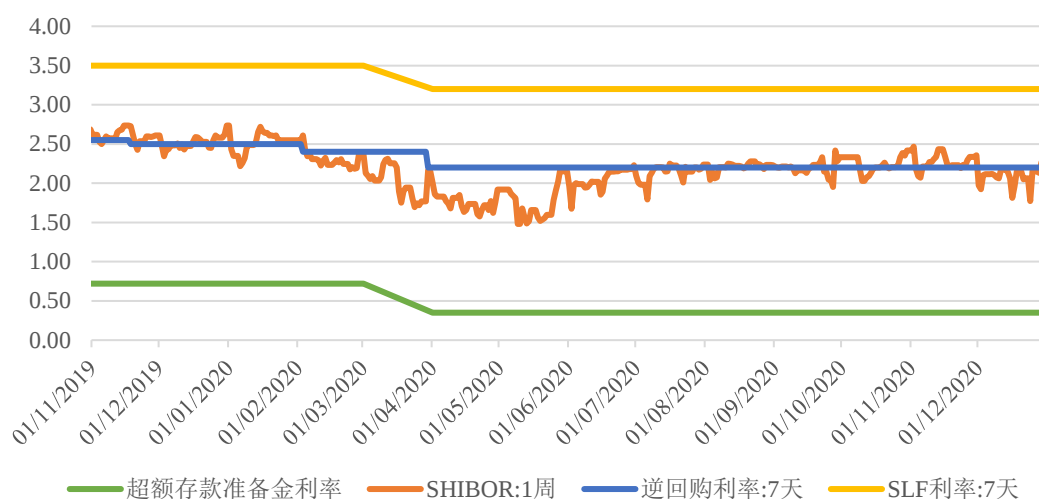


图2 利率走廊及主要市场利率 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

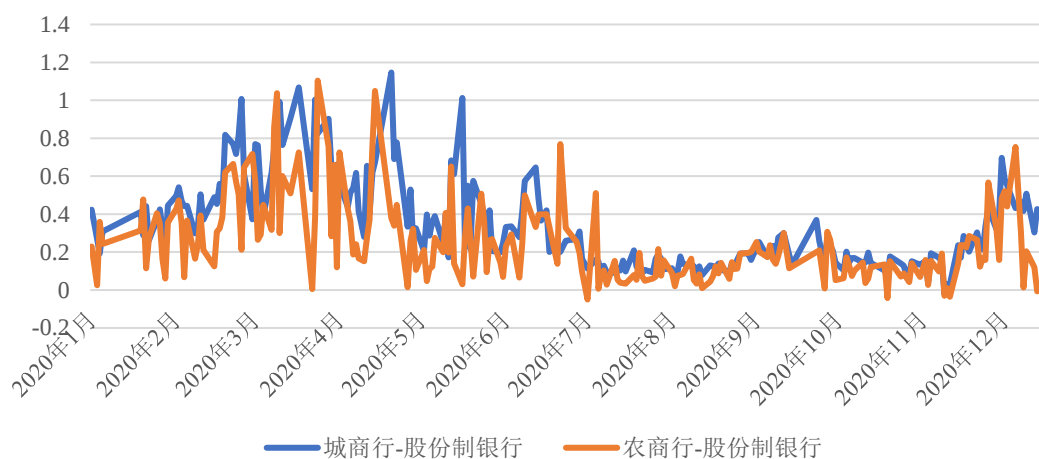


图3 6个月同业存单发行利差 (bp)

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

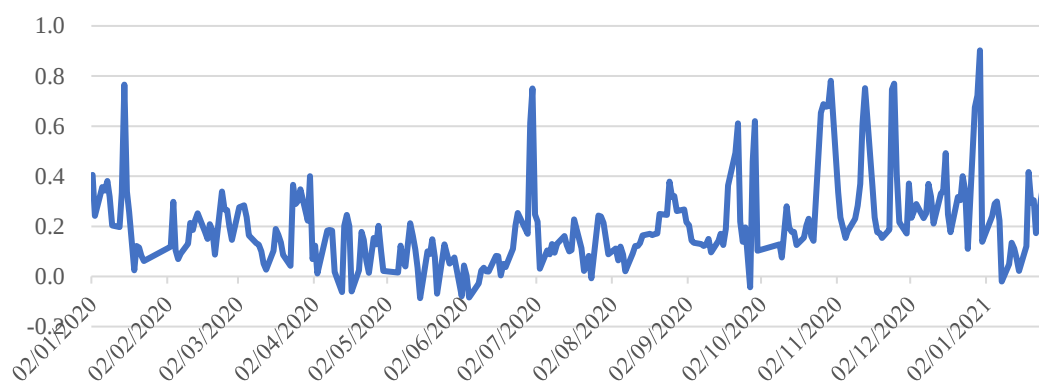


图4 R007与DR007的发行利差 (bp)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

二、实体部门：复苏进展分化

实际 GDP 反映的是实际产值，而名义 GDP 在实际产值的基础上还反映了物价因素。因此，通过比较疫情前后各产业实际 GDP 与名义 GDP 的相对变化，可以得到各产业供求两侧受到的冲击与恢复情况（图 5-图 7）。2020 年 1 季度第一产业的实际 GDP 增速下降，名义 GDP 增速大幅上升，意味着疫情使得第一产业受到了明显的供给冲击；第二产业的名义 GDP 降幅大于实际 GDP，意味着疫情期间第二产业同时受到供求两侧的冲击，但是需求冲击强于供给冲击；第三产业的实际 GDP 降幅大于名义 GDP，意味着第三产业同时受到供求两侧的冲击，但是供给冲击强于需求冲击。随着疫情受控、价格稳定，第一产业和第三产业的供需冲击逐渐缓解，但是**第二产业的需求冲击仍然明显**，需求依然处于不足的状态，进而导致工业企业营业收入恢复缓慢，增速于 11 月份才转正至 0.1%。在人口老龄化和后工业化发展阶段的长期影响下，这直接导致第二产业、尤其是制造业缺乏强劲的投资动力，12 月份固定资产投资中第二产业和制造业的增速分别为 0.1%和-2.2%，远低于信息技术服务业的 18.7%。

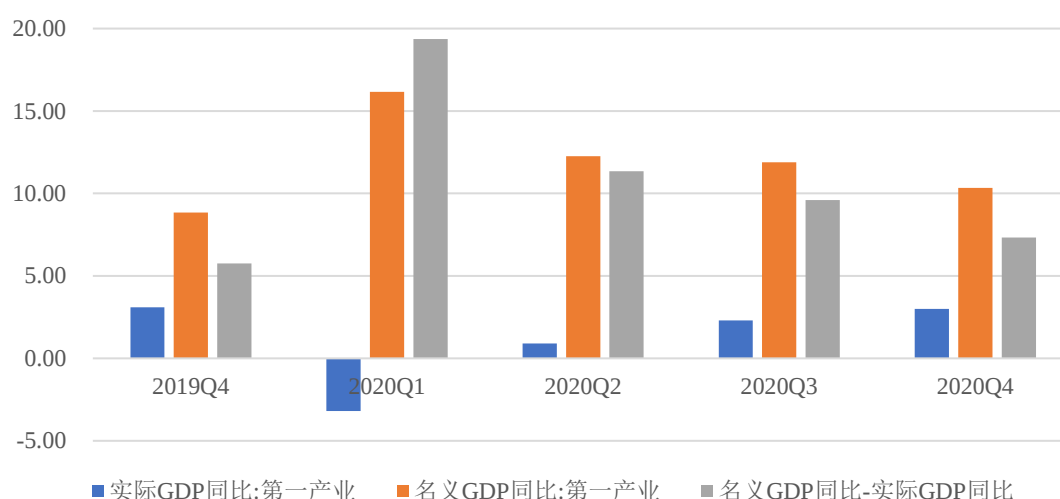


图 5 第一产业名义与实际 GDP 同比 (%)

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

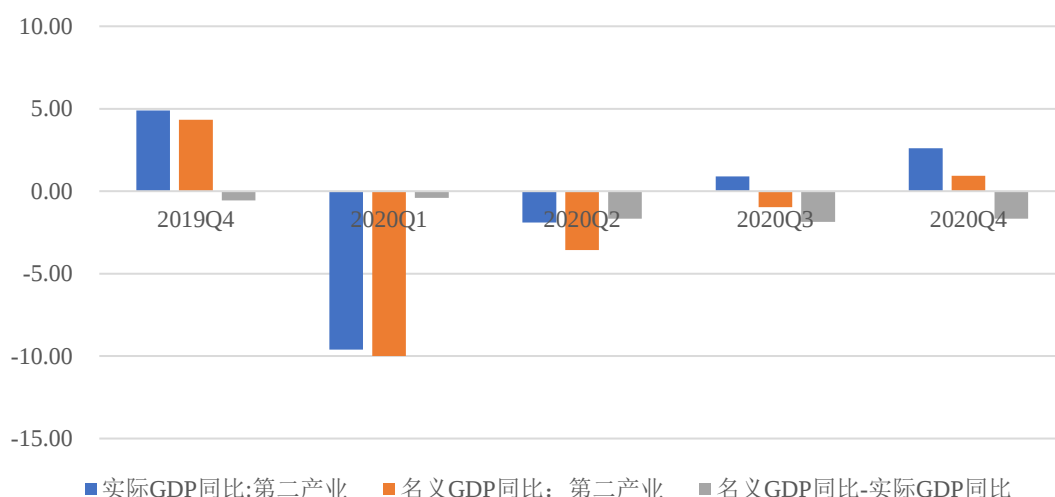


图6 第二产业名义与实际GDP同比 (%)

数据来源: Wind, 国家金融与发展实验室。

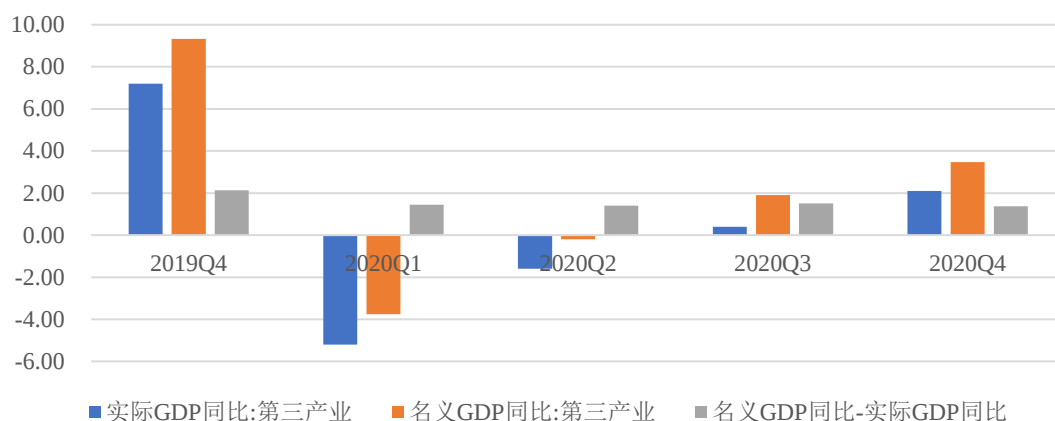


图7 第三产业名义与实际GDP同比 (%)

数据来源: Wind, 国家金融与发展实验室。

从需求结构来看,2020年末消费支出、资本形成和净出口对GDP的贡献率分别为-22%、94%和28%,而2019年末三者的贡献率分别为59%、29%和13%。消费严重拖累了经济增长,其中1至3季度服务消费占比持续低于货物消费,为有记录以来首次,归因于应对疫情而采取的防疫隔离措施影响。投资成为GDP同比的主要拉动力,其中固定资产投资增速在9月份转正,并于12月份达到2.9%,不过仍远低于2019年同期的5.4%。以离岸价格统计的出口增速在6月份转正,并于12月份达到18.3%,对北美洲和欧洲的出口增速分别高达33.6%和21.4%,除了防疫物

资出口涨幅明显之外，机电产品、部分轻工制品、高新技术产品等商品出口也在加快，反映出疫情控制使得中国在全球贸易网络中的地位进一步增强。

物价方面，年内延续通缩格局。一是食品价格带动 CPI 回落。2020 年 6 月份以来物价翘尾因素逐步走低，9 月份起新涨价因素也不断下行，二者叠加导致 CPI 同比明显回落。11 月份 CPI 同比进入负值区间，系 2009 年 11 月份以来首次，而后回升至 12 月份的 0.2%，核心 CPI 则进一步回落至 0.4%，理论上经济已经陷入通货紧缩。食品烟酒价格增速回落，但仍高于其他分项；衣着、居住、交通和通信项的价格自疫情以来一直在负增长，医疗保健、教育文化和娱乐的价格涨幅随疫情减退而逐步下降，物价已经从 2019 年的结构性上涨演变为当前的全面回落。二是 PPI 持续通缩。PPI 从 2017 年 2 月份开始便进入长期下行通道，2020 年 PPI 增速基本处于负值，这是产业结构调整、中美脱钩、疫情冲击等一系列长、中、短期因素所致。物价指数与货币供应相背离，一个原因是供给与需求长期不对称，另一个原因是大量流动性传导至了资本市场和楼市。就物价总体趋势判断，未来一年食品价格下降和核心 CPI 上升可能使得 CPI 保持基本稳定（至多在 2% 以下），PPI 通缩可能延续到 2021 年 2 季度。

企业部门结构性复苏。2020 年企业的货币信贷结构持续优化，短期贷款需求经历了 2 季度的激增后有所回落，中长期贷款增速从年初的 12% 回升至年末的 15%，达到 2018 年以来最高水平。不过，年内存在明显的货币窖藏现象，全年新增定期存款 5.3 万亿元，较 2019 年多增 2.7 万亿元。传统服务业的修复进度较慢，批发零售、住宿餐饮、租赁和商务服务的实际 GDP 增速仍未转正。小微企业经营仍较困难，大、中型企业的 PMI 分别于 3 月份、6 月份稳定在枯荣线之上，而小型企业的 PMI 还在围绕枯荣线上下波动，市场订单不足、生产恢复慢、用工量回落等现象比较突出。

居民部门的消费需求比较疲软。第一，短期和中长期消费贷款增速持续分化，短期消费贷款从 2 月份起便以-11%的速度持续萎缩，史无前例，而中长期消费贷款一直保持着 20%的速度扩张。个体经营贷款增速升至 2014 年以来最高水平，反映了普惠金融政策的力度。第二，就业存量基本稳定，增量持续萎缩，12 月份失业率已经降低至疫情前水平，新增就业人数增速为-12%。高校毕业生就业形势改善，年末 20—24 岁大专及以上学历人员失业率与 2019 年末持平。但农民工就业仍受影响，外出人数同比下降 2.7%，月均收入增速仅为 2.8%。第三，居民收入与消费增速差距仍然较大，12 月份实际人均可支配收入和消费性支出的增速分别为 1.2%和-6%，收支增速相差 7 个百分点（图 8）。

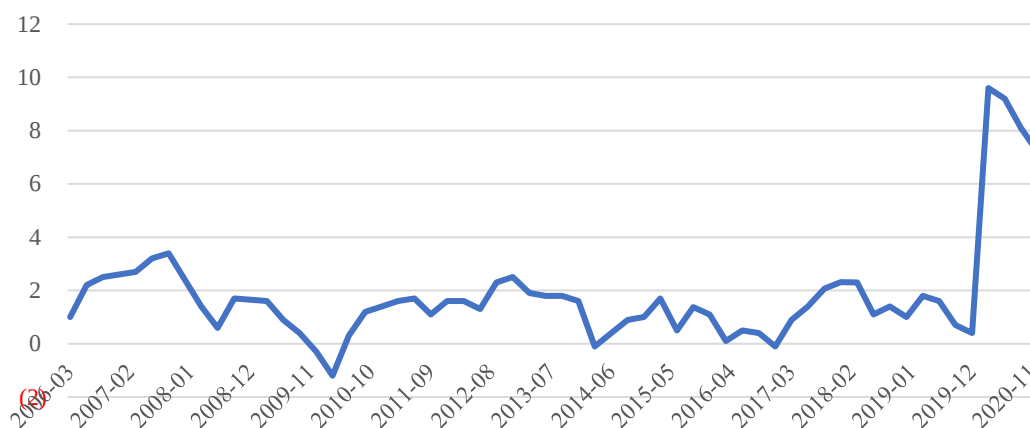


图 8 城镇居民人均可支配收入和消费性支出同比增速差值 (bp)

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

三、财政货币政策：由“稳增长”转向“防风险”

（一）财政政策：重在可持续性发展

1. 2020 年“积极有为”财政政策重在稳增长

2020 年受疫情影响，我国财政政策更加强调积极有为，各级政府均实施扩张性的财政政策来助力经济恢复。

第一，大力度减税降费，缓解企业资金压力。2020 年税收收入累计增速同比下降 2.3%，其中增值税及关税下降最快，主要受疫情及大规模减税降费的影响。根据国家税务总局统计数据，

2020 年新增减税降费预计超过 2.5 万亿元，占 GDP 的比重为 2.5%，其中以减费为主，降税为辅，全国非税收入同比下降 11.7%。2020 年减税降费重点均与疫情相关：一是受疫情冲击较大的行业如制造业、服务业等，其中制造业及相关环节新增减税降费预计占比 35%左右；二是受影响最为严重的中小微企业和民营企业，民营经济新增减税降费预计占比 70%左右；三是生产防疫物资的企业，截至 2020 年 11 月，疫情防控重点保障物资生产企业累计减免税费达 652 亿元。

第二，针对性财政支出，重在抗疫情保就业。2020 年财政支出的重点在于抗疫及相关方面，截至 2020 年 11 月底，各级财政疫情防控资金支出超过 4000 亿元，财政支出项目中增速最快的是社保就业和卫生医疗，累计增速分别为 10.9%和 15.2%。抗疫及相关支出主要集中在各级地方政府，2020 年地方政府公共财政支出累计同比增长 3.3%。另外，为维持基层政府的运转，中央加大了对地方的转移支付力度，2020 年中央对地方转移支付 8.39 万亿元，增长 12.8%，为近年来最高增速，同时新增 2 万亿元特殊转移支付资金直达市县基层，确保转移支付资金的精准使用。

第三，大规模增发债券，弥补地方财政缺口。2020 年地方财政收支缺口不断增加，债务融资成为地方政府融资的主要渠道。一方面提高赤字率至 3.5%，另一方面通过增加国债发行规模、加速地方政府专项债发行以及放宽城投债发行条件等措施来缓解政府财政压力。2020 年新增财政赤字 1 万亿元，发行特别抗疫国债 1 万亿元，分别发行国债和地方债务 7.1 万亿元和 10.9 万亿元，较 2019 年分别增长 71%和 27%，主要为各地稳经济、稳基建、稳就业提供资金支持。债券资金使用方面，新增赤字和国债规模主要用于弥补基层政府的收入，专项债和城投债主要用于基建投资及一些民生领域。

2. 2021 年“提质增效”财政政策重在防风险

经济进入平稳发展阶段后，相应财政政策回归常态，需要警惕不断膨胀的财政风险。2020 年“更加积极”的财政政策进一步扩大了地方政府的财政赤字，2020 年末地方政府财政赤字¹增至 13.6 万亿元，累计赤字增速达 23%。同时债务还本付息支出的增长使地方政府本就捉襟见肘的财政状况雪上加霜，2020 年全国财政支出中债务还本付息在所有支出项目中增速最快，增速高达 16.4%。因此，“十四五”时期财政政策更加注重财政的可持续性，尤其需避免债券到期的大规模违约。

第一，地方政府债务扩张过快，多地偿债压力较大。2020 年末地方政府债券和城投债余额分别增至 25.5 万亿元和 10.7 万亿元，整体较 2019 年增长 20.2%，而 2020 年我国财政收入（一般公共预算收入+政府性基金收入）为 27.6 万亿元，从这个口径来看，我国债务率已超出 100%的警戒线，债务的快速扩张在缓解地方短期财政压力的同时对未来的债务偿还带来更大的压力。2021 年政府债券面临大规模集中到期，2021 年到期债券数量达到最高峰 3930 只，2023 年债券达到最大偿还额 5.7 万亿（图 9），且在 2021 年至 2023 年至少有 9 个省市需用 50%以上的财政收入来偿还到期债务本息，债券的还本付息压力会进一步压缩各地的民生支出，降低财政资金的使用效率，同时增加政府的财政风险。另外，2020 年为弥补地方财政缺口，各地政府大力发行专项债券，新增专项债券发行额较 2019 年增长了 64%，但多地并未进行严格的项目审核，部分专项债券资金承担了一般债券的功能，被迫用于日常开支及社保民生等公益性项目，另一方面资金与项目的不匹配造成了很多债券资金沉淀，无法有效转化为政府支出。因此，地方政府债务风险不仅要关注债务存量规模的化解，更需注重如何提升债券资金使用效率，形成债务资金、产业升级及税收收入之间的良性循环。

¹ 此处财政赤字=（一般公共预算收入+政府性基金收入）-（一般公共预算支出+政府性基金支出）

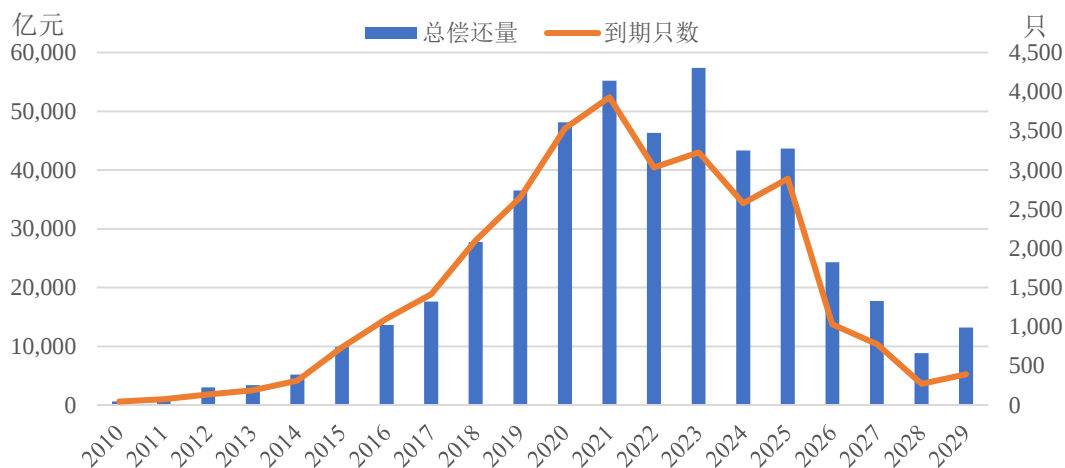


图9 地方政府债券到期偿还量

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

第二，央地财政不平衡突显，地方政府财政负担较重。我国财政体制呈现财权上收、事权和债务下放的特征，财政扩张政策实际上完全依靠地方政府。一方面，抗疫及相关民生支出主要由地方政府承担，地方政府以 50%左右的收入承担了全国约 85% 的事权和支出责任，中央政府只在外交、国防、金融监管及粮油物资方面承担了较大的支出责任，对于教育、医疗、社保等基础民生类项目，以及一些跨地区的要素流动性项目如养老保障体系建设、环保节能等，事实上均由各地政府承担。2020 年地方财政支出增速一直高于中央，1-12 月地方财政支出²累计增速为 11.56%，主要侧重于社保及卫生等民生相关的支出以及土地出让相关支出，而由于要过“紧日子”，中央本级财政支出累计下降 1.09%。另一方面，财政债务融资也主要依靠地方政府，虽然 2020 年受疫情影响，国债的发行速度要高于地方政府债券和城投债，但自 2015 年地方政府债券开始正式发行之后，国债的占比就开始不断萎缩(图 10)，截至 2020 年末国债存量规模仅占比 36.4%，说明我国政府债券市场将更多的债务压力交于了地方政府，在高政府债务背景下，地方政府过度负债，可能会使得局部地区的地方财政风险通过公开的债券市场传染放大成系统性的金融风险。

² 财政支出为一般公共预算支出与政府性基金支出之和。

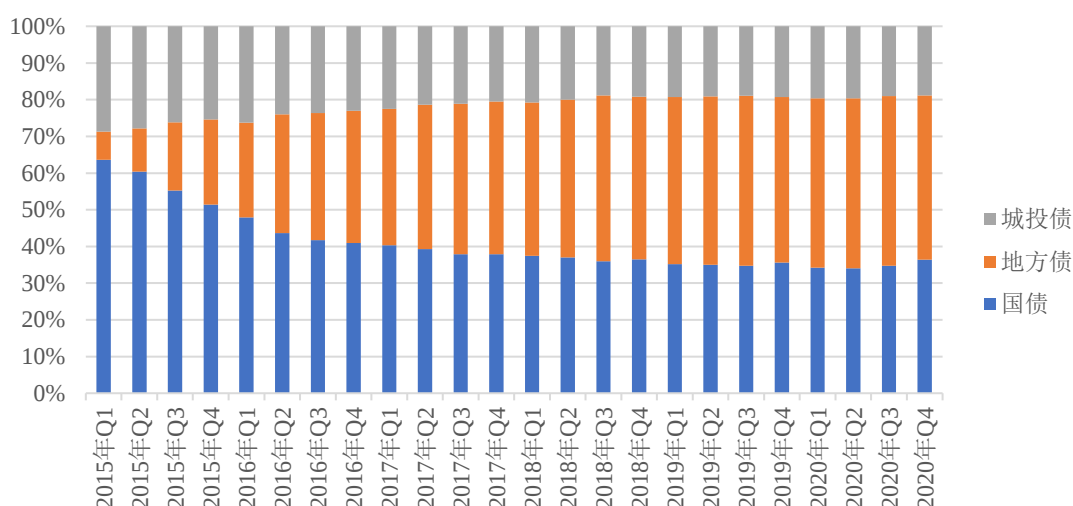


图 10 2015 年以来各政府债券品种余额比重变动 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

第三，地方财政区域不平衡风险加剧，容易引发金融风险。

2020 年面对突发情况，各省市反应出不同的财政能力，也直接暴露出我国财政严重的区域性不平衡问题。

从财政收支来看（图 11），2020 年各地区的财政收入均出现不同程度的下滑，中部及中等发达地区的财政收入下降幅度最大，除发达地区外，其余地区财政支出同比均上升，其中以西部不发达地区财政支出增幅最大，原因在于发达地区公共服务体系更为健全，面对突发冲击用于保经济运转的相关需求较小，而西部及不发达地区以传统行业为主，对财政的依赖性更强。同时可以看到，所有地区的财政赤字均出现较程度的增长，但我们发现特征与往年变动不同：往年发达地区的赤字增速最高，中等与不发达地区的赤字增速相差不大，但略低于发达地区，而 2020 年发达地区的赤字增速最低，这直接反映出发达地区在面对突发事件时，财政支出的效率较高，经济效应较强，地方财政的韧性较好。

从债券融资来看，所有地区总债务的发行增速相当，都维持 40% 左右的发行增速，同时债券余额均以 20% 的速度增长，其中发达地区以城投债为主，而不发达地区地方政府债券增速较快。尽管所有地区存量增速相同，但未来还本付息压力有明显的差别，

经济越落后的地区债务偿还压力越大，未来五年债务偿还压力均呈现这样一种趋势——西部不发达地区最高，中部及中等发达地区次之，东部发达地区最低，且各地区之间的差距越来越大（图 12）。同时，政府债券投资效率不同进一步恶化债务风险的区域不平衡现象，经济落后地区的地方政府负债和财政支出的经济效应显著低于经济发达地区，因此地方政府债务的区域不平衡问题将会不断持续并愈加严重。另外，地方政府债务的信用分层明显加快，经济落后地区债务融资成本上升速度要远快于发达地区，进一步加大了不发达地区的债务违约风险，而一旦出现地方政府债务违约，将会对整体地方政府债务信用形成强烈的冲击，进一步加大银行体系尤其是地方商业性银行的金融风险。

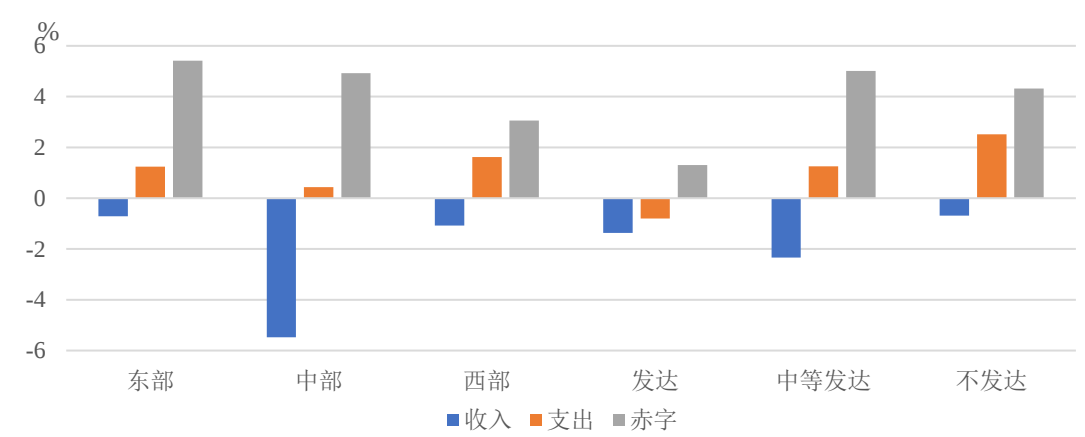


图 11 2020 年 11 月不同地区财政收支累计同比增速 (%)

数据来源：Wind，CEIC，各省市财政厅，国家金融与发展实验室。

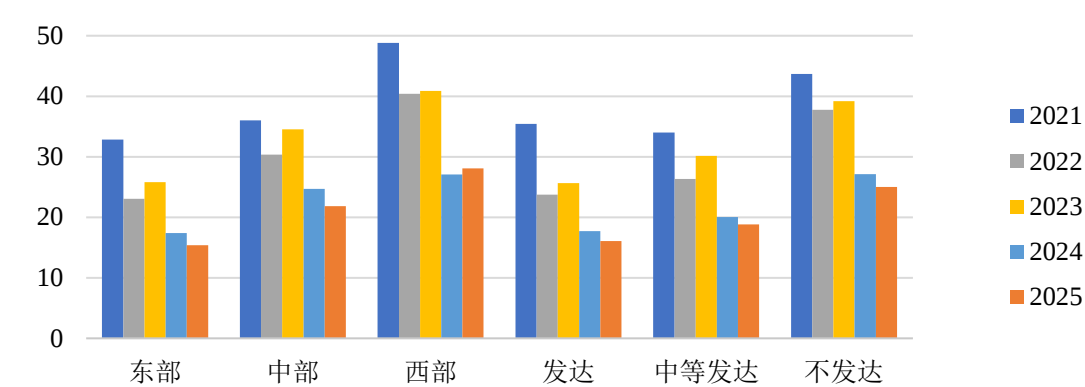


图 12 地方政府到期债务本息/地方财政收入 (%)

数据来源：Wind，CEIC，各省市财政厅，国家金融与发展实验室。

注：财政收入包括一般公共预算收入、政府性基金收入、转移支付收入，地方政府债务包括地方政府债券和城投债券。

（二）货币政策：谨防货币政策急转弯

在经济复苏尚不稳固的阶段，实体经济真实的借贷成本已经明显上行。2020 年 3 季度货币市场利率基本回归至了政策利率附近，但传导到信贷市场和债券市场的利率走势出现明显分化。信贷市场贷款利率仍然较低，3 季度金融机构一般贷款加权平均利率为 5.31%，与 2019 年末相比大幅下降了 43bp，而企业债利率基本恢复甚至超过了疫情前水平，1 年期和 10 年期 AAA 级企业债收益率分别达到 3.17%和 4.28%，较 2019 年末仅分别下行 1bp 和上行 8bp。对于较低的贷款利率与较高的信用债利率，显然后者更能体现出借贷主体真实的借贷成本与信用风险。这是因为信贷市场受到管控的力度较大，央行货币政策操作可以通过 LPR 影响贷款利率，债务人与银行也可以通过谈判来进行债务展期与借新还旧，但是这在公开的债券市场很难做到。在社融高速增长的情况下，2020 年 4 季度企业特别是地方国企债券违约的数量和规模明显增加，也佐证了上述看法，同时这也说明，信用风险已经先行在债券市场暴露。

当前货币政策稳中偏紧。从“价”来判断，2020 年 4 月份起国债收益率大幅上行，11 月份 1 年期国债收益率突破 1 年期 MLF，出现短暂倒挂；10 年期国债收益率与 1 年期 MLF 的利差保持历史高位（图 13）。国债收益率与中期政策利率的利差变化，说明货币政策稳中偏紧。一般来说，十年期国债收益率水平达到 3%，实体经济平均的借贷利率将在 5%以上，在 PPI 为 -2% 和核心 CPI 为 0.4%的情况下，这又相当于真实利率高达 7%或者 4.6%以上。无论用哪个物价水平来计算，真实利率都超过或者接近 2020 年和 2021 年两年平均的复合增长率（5%左右），意味着实体经济的杠杆率必然发散。从“量”来判断，与疫情以来其他主要经济体央行的大幅扩表相比，我国央行资产负债表变动幅度不大，2020 年央行资产增量 1.65 万亿元，不及 2009 年及此后平均每年 2 到 3 万亿元的增量。下半年货币供应增速阶段性放

缓，政策转向之下资金面压力有所显现。无论是从“价”还是“量”来看，当前货币政策都是稳中偏紧的。考虑到当前经济形势不稳定性不确定性仍然较大，实体经济的融资成本不宜过快上行，要处理好恢复经济和防范风险的关系，把握好货币政策转弯的时点与力度，谨防货币政策急转弯。

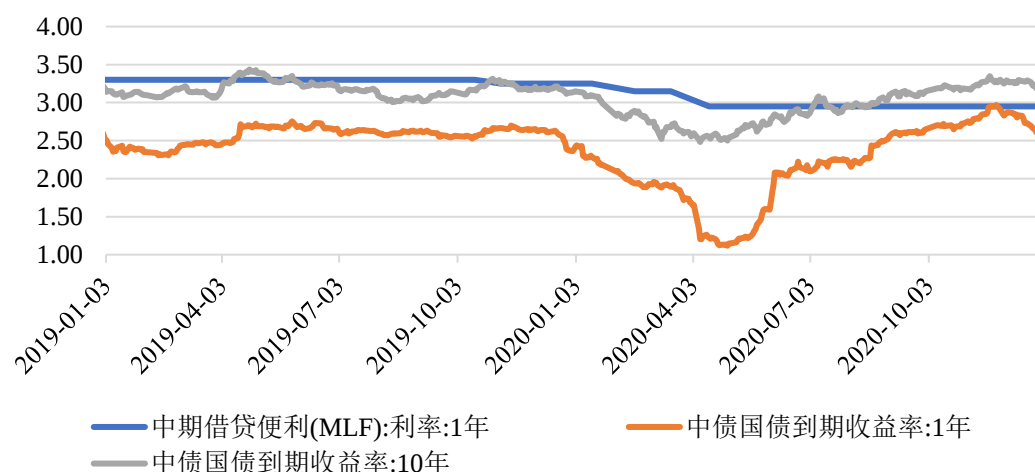


图 13 中国国债收益率与中期政策利率 (%)

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

（三）财政货币配合：财政稳经济、货币稳债务

从财政层面来看，我国地方政府债务问题的根源在于财权上收、事权和债务下放的财政体制，同时，政府的功能尚未从人口红利时代着重于推动经济增长，转变为后人口红利时代着重于提供社会所必需的公共品。从货币层面来看，过去 20 多年来人民币一直未摆脱依附型货币的特征，外汇资产模式遇到重大挑战，央行自 2013 年引入、2015 年开始大规模推出各种被市场戏称为“粉”的再贷款模式，但这种再贷款模式不利于传达明确的货币政策意图，尤其 LPR 反映不了实体经济真正的借贷成本。因此，应对金融危机和新冠疫情的短促强烈冲击，尤其是人口老龄化带来的长期挑战，高政府债务已经成为各国不得不为之的选择。在这种背景下，以往“财政稳债务、货币稳通胀”的政策组合已经不可行，也完全没有必要，财政货币政策应该转向“财政稳经济、货币稳债务”的新组合。

在财政层面，需要完善财政体制，关键是通过财政体制改革解决政府债务结构的两个不平衡问题。第一，加快央地事权和支出责任划分改革，加强中央的财政职能和协调作用。对于涉及要素的区域流动和全国统筹的项目如社保养老体系、环保节能及基础教育等，可以通过增加国债规模进行融资；另外需要中央政府改善与地方政府之间的公共支出的分摊比例，缓解地方政府债务的区域不平衡。第二，保持合理的财政支出结构，以最大化财政支出乘数。在人口老龄化的背景下，需要避免发生不断增长的刚性养老医疗支出。由于经济的短板在于日益减少的人口和劳动力，财政支出应该转向能够增加人口和有效劳动力的方面，尤其是应该以财政支出来支持鼓励生育的政策。第三，对地方政府债务融资应该严格管理，增强资金来源和资金用途的匹配性，精准使用债务资金，提升现有资金的使用效率，建立债务与税收之间的循环应是之后“精准”财政政策需要重点关注的方向。第四，由中央有关部门对不同区域实施信用风险评估，分区域实施不同的地方政府债务融资机制。对于财政收入稳定的地区，其地方政府债务发行可以采取备案制；而对于财政收入不稳定、经济落后地区，应该对地方政府发债采取严格的审批制。此外，可以借鉴日本模式，结合“直接融资”和“间接融资”的优势，通过政策性银行发债，再由政策性银行为缺乏发债条件的地区提供政策性贷款。

在央行层面，需要建立以政府债务作为货币发行准备的主权信用货币体制。第一，进一步压降实体经济融资成本，灵活把握调控的力度和节奏，疏通短期利率至长期利率的传导机制，着力发挥中期政策利率的信号作用和利率引导功能，保持短、中、长期流动性供需平衡，降低利率波动，稳定市场预期。第二，提高资金使用效率，加强金融机构的贷后管理，避免信贷扩张冲动，优化营商环境，促进企业存款向投资转化，引导金融机构加大对于新兴产业和科技型中小企业的支持力度，形成金融、科技和产业的良性循环，提高全要素生产率和投资收益率。第三，加强金

融稳定,维护内外均衡。进一步拓宽银行体系不良资产处置渠道,合理支持中小银行补充资本金。坚持以市场化、法制化原则完善债券违约风险防范和处置机制。避免财政风险与金融市场风险的双向传导。面对当前复杂的国际经济形势,还需强化对跨境资金流动的监管,防范跨境监管套利和风险传递。第四,适应财政政策,实施更加积极的货币政策。国债占我国央行资产的比重远低于日美欧等主要经济体,不利于提高我国国债的安全资产地位。财政政策应该更多地以国债融资支持中央财政支出的增长,而央行则应该通过公开市场大力购买国债。以国债为基础进行货币政策操作,一方面可以形成从短期到长期的可靠的收益率曲线,打通央行货币政策利率向信贷市场和债券市场传导的渠道,另一方面,这可以有效降低无风险利率水平,从而降低全社会融资成本。粗略估算,在实际 GDP 增长率 5%、核心通胀 1%的水平上,能够保证全社会新增收入覆盖债务利息的“合意”十年期国债收益率应该在 2.5%甚至更低水平。

版权公告:【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有,未经版权所有人许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登,如有违反,版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点,不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位:国家金融与发展实验室。