



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

2020年10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、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、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、财富管理市场等领域的动态，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。

V 型反弹日趋明朗

——2020 年三季度形势分析与展望

摘 要

3 季度中国宏观经济金融形势继续呈现 V 型反弹的格局，但在不同领域，反弹力度存在较大差异。

第一，金融部门货币信用的扩张快于实体经济的复苏。此轮 M1 上涨可能会推动经济以加速度的方式扩张到明年 4 季度。当前我国短端及长端利率基本回归至政策利率附近，中美十年期国债利差达到全球危机以来最高水平，随着中国金融对外开放步伐的加快和经济 V 型反弹格局的明朗化，中国金融资产的吸引力将不断增强。但金融体系的流动性分层现象有所凸显，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。

第二，实体部门复苏冷热不均。一产、三产反弹远快于二产，消费和出口反弹远快于投资。核心 CPI 处于通缩的边缘，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，PPI 通缩可能延续到明年 2 季度。企业部门中国有企业、大型企业的经营情况率先恢复，企业的信贷结构长期化趋势明显。居民部门就业和收入同比反弹缓慢，短期及中长期消费贷款同比大幅分化，消费复苏仍显疲软。

第三，当前财政货币政策的反应强度不及金融危机时期，更多是在为了复杂交织的国内外形势而储备“子弹”。财政政策的基本特点是地方财政支出增速一直高于中央财政支出增速，财政扩张政策实际上完全

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

● 张旸

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

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

特殊资产行业运行

依靠地方政府，区域间经济发展和财政收支的不平衡问题愈发突出。疫情以来我国货币政策相对中性。文章通过测算各部门的杠杆率和偿债压力发现，在宏观政策的协调配合下，企业和居民部门杠杆率阶段性上升的风险是相对可控的。

随着反弹趋势的愈发明朗，虽然今年依然存在困难，但考虑到明年是十四五规划开局之年和建党一百周年，因此对 2021 年的经济形势较为看好。不过，在美国大选结果水落石出之前，需要谨防外部环境的重大不确定性——中美关系及其决定的台海局势。

目 录

一、金融部门：货币信用扩张加快	1
二、实体部门：复苏冷热不均	5
三、财政货币政策：储备“子弹”、适度扩张	8

3 季度中国宏观经济金融形势继续呈现 V 型反弹的格局，但在不同领域，反弹力度存在较大差异。V 型反弹的基本特点是，金融部门快于实体部门，实体部门中一产、三产远快于二产，消费和出口远快于投资，区域间经济发展和财政收支的不平衡问题愈发突出。随着反弹趋势的愈发明朗，虽然今年依然存在困难，但考虑到明年是十四五规划开局之年和建党一百周年，因此对 2021 年的经济形势较为看好。不过，在美国大选结果水落石出之前，需要谨防外部环境的重大不确定性——中美关系及其决定的台海局势。

一、金融部门：货币信用扩张加快

作为最重要的领先指标，狭义货币 M1 增速从年初的零增长持续上升，至 9 月份已经达到 8.1%。从上一轮周期看（图 1），M1 从 2015 年 3 月份的 2.9% 持续上涨超过一年，至 2016 年 8 月份达到 25%，有力地推动了经济走出长达 4 年的通货紧缩。由于 2021 年的特殊性，此轮 M1 上涨很可能会复制 2015 年的走势，推动经济以加速度的方式扩张到 2021 年 4 季度。

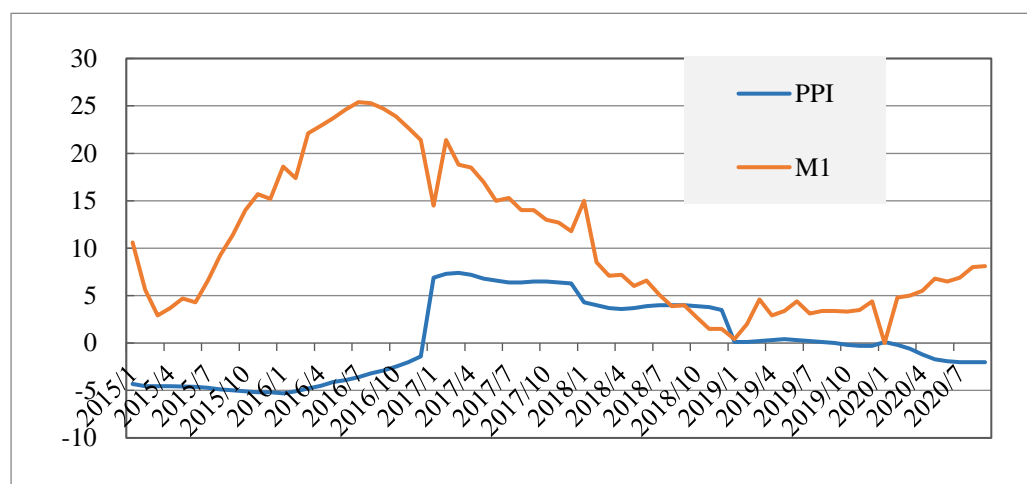


图 1 2015 年以来 PPI 和 M1 同比 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

M1 扩张的背后是强劲的信用扩张（表 1）。从累计新增的社融看，同比增速从年初的个位数上升到 9 月份的 44%；前三季度

新增社融占名义 GDP 的比重均不低于 40%。换言之，相对于经济总量来说，信用总量的扩张要快得多，这是未来经济继续复苏的支撑。从社融的结构看，人民币贷款、地方政府专项债、企业债券分别占 56%、23%和 14%，这三项从 4 月份迄今一直保持高增速，9 月份同比增速分别高达 20%、69%和 68%。

表 1 社融及其主要分项情况

	同比增速				%累计名义 GDP	
	社融	人民币贷款	地方政府专项债	企业债券	累计新增社融	累计新增贷款
2020/1	8	-2	348	-18		
2020/2	5	-3	56	37		
2020/3	29	15	67	92	54	35
2020/4	38	24	38	105		
2020/5	45	25	72	110		
2020/6	43	23	54	114	46	27
2020/7	42	23	40	93		
2020/8	44	22	58	80		
2020/9	44	20	69	68	41	23

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

各部门的信用扩张节奏不一。信用总量¹同比增速从 1 季度的 10.2%提高至 3 季度的 12.1%，增幅为 2013 年以来同期最高。从部门结构来看，今年以来政府部门、非金融企业部门和居民部门的同比增速分别上升了 3.9 个、1.3 个和 1.5 个百分点（表 2）。政府部门的信用扩张进一步提速，专项债、城投债和政信合作规模持续显著增长；企业部门信用同比自 2018 年以来首次超过 10%，近年的去杠杆成果为企业留出了调整空间；居民部门信用同比进一步反弹，但仍处于历史低位。影子银行的信用同比自 2018 年 3 季度以来持续萎缩，非标监管维持高压态势。

¹ 为了体现包含非银行金融机构在内的整个金融部门的金融能力，我们于 2013 年构建了一个宏观金融指标：“信用总量”，从金融部门资产方的角度，对金融部门为包括政府、非金融企业、居民在内的整个非金融部门创造的债务性融资工具进行了统计，其中既有银行信贷和金融部门持有的非金融债，也包含了被概括在“影子银行”范畴内的信用创造。

表 2 信用总量及各部门情况

	同比增速					%累计名义 GDP
	信用总量	政府部门	企业部门	居民部门	影子银行信用	累计新增信用
2019Q1	10.8	10.5	8.7	16.9	-8.4	38.3
2019Q2	10.7	11.9	8.4	16.0	-7.3	29.6
2019Q3	10.1	10.1	8.2	15.2	-6.5	26.7
2019Q4	9.8	10.3	8.2	13.5	-8.0	22.6
2020Q1	10.2	11.8	9.3	11.2	-9.8	49.2
2020Q2	11.6	13.3	10.8	11.9	-8.6	42.2
2020Q3	12.1	15.7	10.6	12.7	-7.7	36.9

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

资产价格方面，股市在经历了 7、8 月的上涨之后，9 月份因外部不确定性因素的增强，进入阴跌状态。从上证指数与道琼斯工业指数的历史关系看，相对于美股，A 股依然处于估值底限附近。疫情之后，由于避险情绪上升和规模更大的量化宽松政策，美国十年期国债收益率已经逼近到零利率附近（图 2），中美十年期国债利差从 2009 年初的 40 个 BP 扩大到目前的 240 个 BP。在中美利差达到全球危机以来最高水平的背景下，随着中国金融对外开放步伐的加快和经济 V 型反弹格局的明朗化，中国金融资产的吸引力将不断增强。

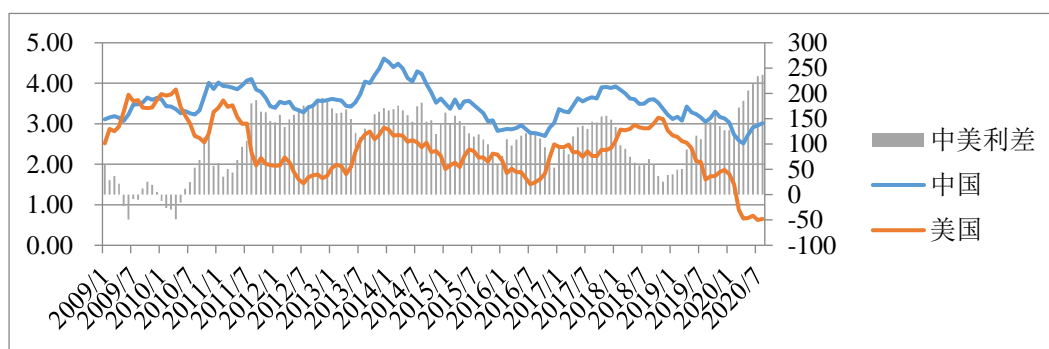


图 2 中美十年期国债收益率（%，左轴）和利差（bp，右轴）

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

房地产方面，由于人口老龄化趋势加快，加之政策意图没有任何松懈，“三道红线”进一步加强对房企融资的管控，房地产市场总体处于长期下降的趋势。不过，全国房地产的反弹明显快

于其他固定资产。全国房地产销售额增速已经由年初的-35%回升到9月份的3.7%。经济反弹明显的区域，如浙江和江苏，9月份房地产销售额增速已经分别高达18%和15%。与此同时，房地产开发投资的增速也于6月份转正，9月份达到5.6%，而全部固定资产投资的增速于9月份才转正至0.8%（表3）。

表3 全国及部分省市房地产销售额同比增速（%）

	全国	北京	上海	江苏	浙江	广东	五省市合计
2020/1	-35.93	-19.39	-44.33	-22.53	-21.32	-30.81	-27.35
2020/2	-35.93	-19.39	-44.33	-22.53	-21.32	-30.81	-27.35
2020/3	-24.68	-34.75	-38.31	-1.97	-8.41	-25.38	-16.80
2020/4	-18.59	-33.67	-33.29	0.45	-4.37	-23.42	-13.99
2020/5	-10.63	-25.88	-19.93	4.89	4.48	-18.43	-6.90
2020/6	-5.38	-24.82	-4.98	12.43	11.36	-16.10	-1.00
2020/7	-2.09	-18.43	-9.27	12.90	16.41	-8.61	2.84
2020/8	1.65	-9.84	-0.06	15.14	19.86	-1.70	7.98
2020/9	3.73	-0.54	7.00	15.09	17.84	4.56	10.72

当前我国短端及长端利率基本回归至政策利率附近，9月份DR007与7天逆回购利率的平均利差由负转正，基本恢复正挂，10年期国债收益率突破3.1%，恢复至年初水平。不过金融体系的流动性分层现象有所凸显。6月初，银保监会要求股份制银行压降结构性存款规模，再加上政府债券发行对流动性造成了一定抽离，银行体系内的流动性明显收紧，3季度同业存单发行量明显攀升，存量同比提高了7个百分点至10%。以6个月同业存单为例，“大行”与“中小行”之间的流动性压力加大，城商行与股份制银行的发行利差均值从8月份的12bp上行至9月份的18bp，农商行与股份制银行的发行利差均值从8月份的8bp上行至9月份的16bp；“银行”与“非银行”之间的利差也明显走扩，DR007和D007的利差分别于9月22日和29日达到61bp和62bp，创下年内高点。由此，金融部门内部同业活动持续增加，3季度金融部门内部融资同比提高了0.7个百分点至6.9%，达到2017年3季度以来新高。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。

二、实体部门：复苏冷热不均

在实体部门，从产业看，虽然3季度第二产业实际GDP增速快于第三产业，但名义GDP增速慢于第三产业，说明第二产业依然处于需求不足的状态。工业增加值的增速在8月份由负转正至0.4%，并于9月份进一步升至1.2%，但工业企业营业收入依然是负增长——当然，负增长的幅度收窄，9月份增速为-1.5%，而1至6月份负增长幅度均不低于5%。这导致的一个结果就是，第二产业、尤其是第二产业中的制造业依然缺乏较强的投资动力。例如，9月份固定资产累计投资增速在第二产业、制造业分别为-3.4%、-6.5%。

表4 各产业固定资产累计投资增速（%）

	第二产业	制造业	第三产业	信息传输、软件和信息技术服务业	房地产业
2020/1	-28.2	-31.5	-23.0	-32.8	-18.10
2020/2	-28.2	-31.5	-23.0	-32.8	-18.10
2020/3	-21.9	-25.2	-13.5	-21.2	-9.30
2020/4	-16.0	-18.8	-7.8	-9.5	-4.50
2020/5	-11.8	-14.8	-3.9	-2.2	-1.80
2020/6	-8.3	-11.7	-1.0	13.5	0.60
2020/7	-7.4	-10.2	0.8	18.2	2.10
2020/8	-4.8	-8.1	1.4	19.0	3.00
2020/9	-3.4	-6.5	2.3	20.40	3.80

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

从需求结构看，3季度最终消费、资本形成、净出口对当季增长的拉动分别为1.7%、2.6%、0.6%，其中资本形成的拉动作用较上季度下降了2.4个百分点。资本拉动作用不足，主要是在于第二产业和其中的制造业，这是人口老龄化和后工业化时代来临的结果，非短期财政货币政策所能为。未来的投资除了会聚焦于制造业的更新换代和解决“掐脖子”问题之外，将会进一步转向第三产业，尤其是第三产业中的现代服务业、如信息技术行业。6月份以来，出口发生了强劲反弹，以离岸价格统计的出口增速

在 6 月份转正，1 月份高达 9.92%，远远快于 2016-2017 年经济周期反弹时期。在出口中，9 月份对北美和欧洲的增速甚至分别高达 22%和 11%。出口的反弹并不意外，除了防疫物资的出口加快之外，主要原因就在于贸易订单向中国的回流，背后反映的是**疫情控制使得中国在全球贸易网络中的地位进一步加强**。不过，由于全球疫情可能会延续到明年，出口订单的回流在多大程度上能弥补外需不足，需要进一步观察。

在物价方面，两个明显特征分别是食品价格上涨推动了 CPI 上涨和 PPI 通缩。1 至 9 月份，CPI 保持正增长，从年初 5%以上的高位下降到 9 月份的 1.7%，但 PPI 自 2019 年 9 月份以来就一直是负增长（见图 1）。在 CPI 上涨的过程中，如果看扣除食品和能源价格的核心 CPI，6 月份以来只有不到 1%，核心 CPI 实际上也处于通缩的边缘，反映了直至 9 月份的消费需求还没有回到正常状态，未来消费应该保持继续反弹的态势。作为反映制造业状况的最直接的晴雨表，PPI 通缩是制造业营业收入下降、投资动力不足的主要原因，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。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（基本不可能超过 3%），PPI 通缩可能延续到明年 2 季度。**

从企业部门来看，**国有企业、大型企业的经营情况率先恢复**。工业企业营收同比从 1 月份的-18%回升至 9 月份的-1.5%，其中中国有企业的修复情况明显好于股份制企业和民营企业（见图 3）。PMI 中大型企业的生产、新订单、出口和就业情况明显好于中、小型企业。1 至 9 月份企业部门新增定期存款 4.4 万亿元，已经超过了近十年的全年规模（见图 4）。企业部门货币窖藏现象突出。不过**企业的信贷结构长期化趋势明显**，中长期贷款同比从 2 月份的低点 11.4%不断提高至 9 月份的 14.8%，反映出企业的投资意愿有所回升。

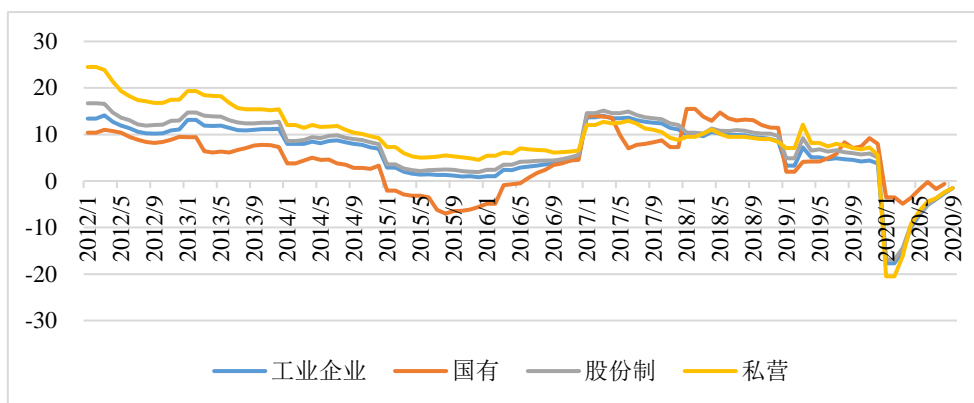


图3 工业企业营业收入同比增速 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

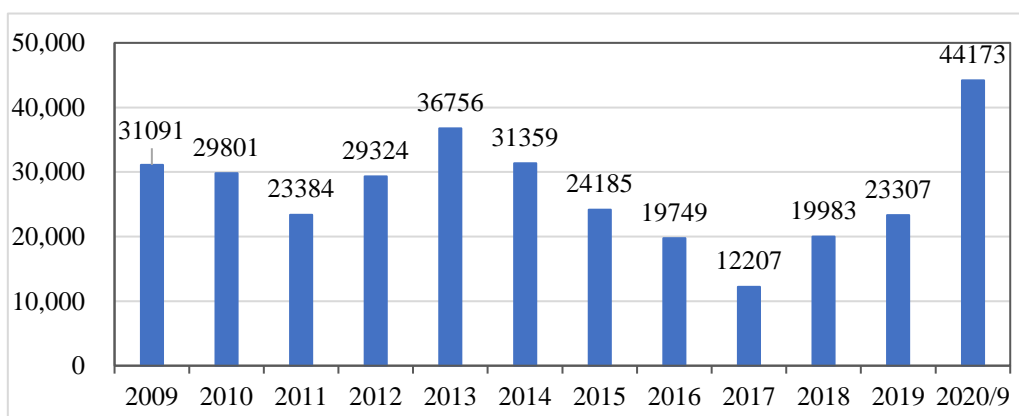


图4 企业新增定期存款 (亿元)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

从居民部门来看，就业和收入反弹缓慢。9月份城镇新增就业人数同比下降18.1%，降幅较上个月收窄2.5个百分点。3季度人均可支配收入同比上升1.3个百分点至2.8%，人均消费性支出同比回升2.4个百分点至-5.6%，二者虽然同步改善，但是力度并不强（见图5）。1至9月份居民新增存款大幅超过新增负债，货币窖藏现象明显（见图6）。居民的短期消费贷款同比下降幅度从2月份起便一直超过11%，而中长期消费贷款同比一直保持在20%以上，二者的大幅分化反映出消费复苏仍显疲软。

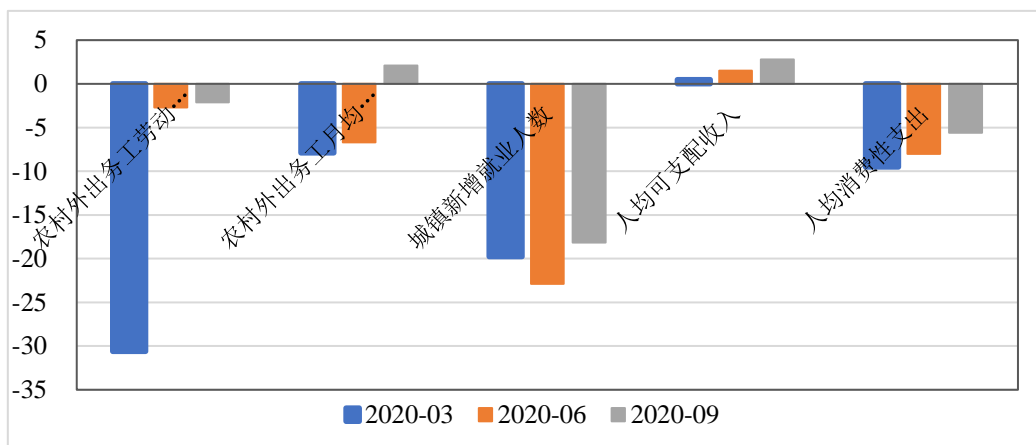


图5 居民就业和收入同比增速 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

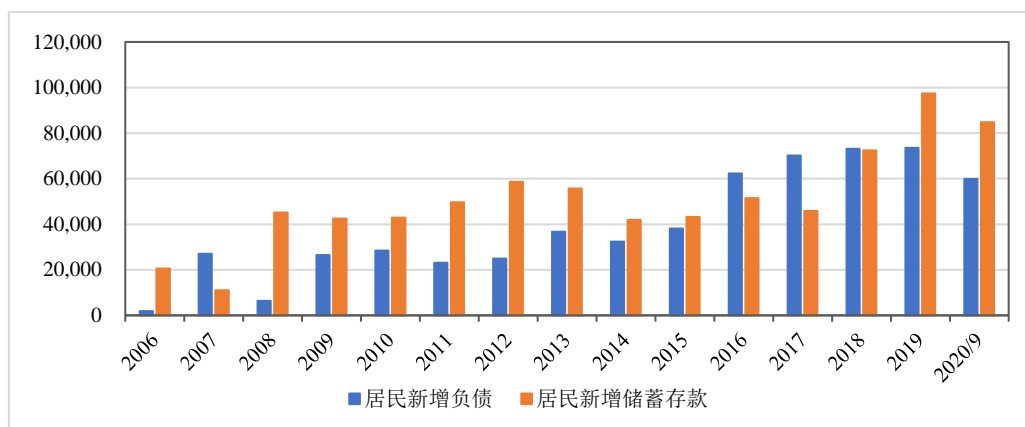


图6 居民新增负债和新增存款 (亿元)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

三、财政货币政策：储备“子弹”、适度扩张

财政政策的基本特点是地方财政支出²增速一直高于中央财政支出增速，财政扩张政策实际上完全依靠地方政府。4月份以来，全国财政支出增速持续正增长并大幅度超过财政收入增速，地方财政压力不断加大。1至9月份，地方财政支出累计增速为6.4%，远高于同期的财政收入累计增速-0.36%，相较于2009年经济危机时的财政刺激政策，本次财政扩张主要侧重于社保及卫

² 此处财政收支指一般公共预算收支与政府性基金收支之和。

生等民生相关的支出，而政府一般性支出在不断缩减。相比之下，由于要过“紧日子”，中央财政支出一直是负增长。

全国多数省市财政收支累计同比依旧维持负增长，不过降幅均持续收窄，但支出收窄速度要快于收入，这说明各省市财政收入的“回血”速度远不能满足公共支出的增长需求，主要表现为经济疲软下社保就业方面的支出需求大幅增加以及地方政府债务付息支出的快速增长。地方财政收支呈现以下区域特征(图7)。

其一，各地区的财政收入均随着其产业的恢复而逐渐回弹，财政收入增速依旧保持中部及中等发达地区收入增速最低的特点。6月份起西部不发达地区收入同比增速快于东部发达地区，主要原因在于发达地区因交运等因素受限、产业恢复相对较慢，不过随着交通的逐渐恢复，发达地区基于其经济产业结构的优势，未来会较快脱离疫情的影响。

其二，各地区财政支出变动趋势相同，6月份起财政支出逐渐回弹，其中东部地区增速最快，中部次之，西部最慢，进一步从经济发展水平来看，中等发达地区财政支出同比增速开始超过发达地区，7月和8月处于东部地区的中等发达省份河北和辽宁财政支出增长较快，分别保持10%和5%左右的增速，工业的逐步恢复是重要原因。从财政支出的变动可以看出各地区公共服务体系的区别，经济越发达的地区拥有更为健全的公共服务体系，对于教育、医疗、社保就业等民生方面的服务成本能够以最快速度下降。

其三，财政收支的变动反映到赤字上来看，由于财政收入持续负增长，各个地区的财政赤字依旧维持扩张趋势，其中东部发达地区赤字增速最快，中部及中等发达地区次之，西部不发达地区赤字持续下降。

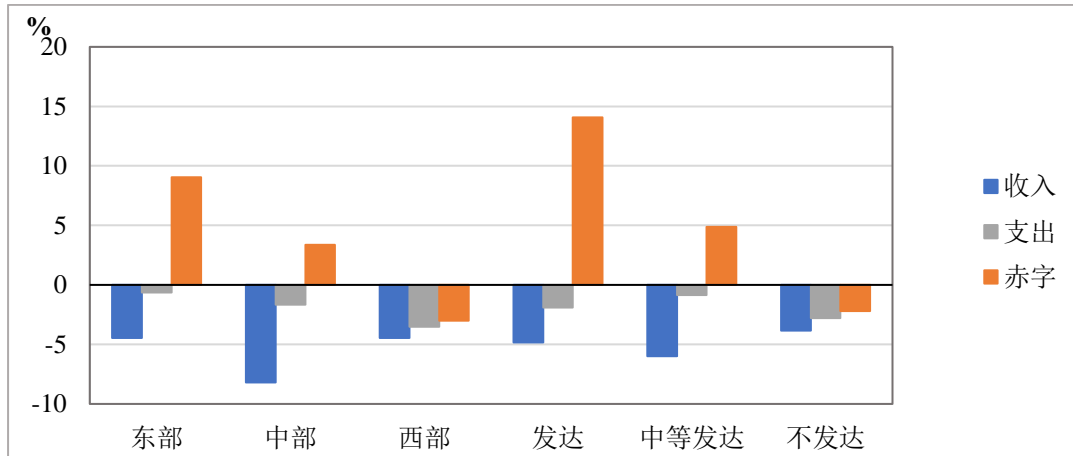


图7 2020年8月各地区财政收支同比增速变动(%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

地方政府面对不断增长的财政压力，主要通过政府债务的发行来弥补，其中多依赖于地方政府债券的加速加量发行。3季度西部不发达地区的地方政府总债务（地方政府债券与城投债）发行速度最快，东部经济发达地区次之，而各地区总体政府债务存量均呈现20%左右的较大程度的增长，说明即使各个地区的债券发行速度节奏不一，但毫无疑问，所有地方政府债务存量一直在快速增加，短期内可以缓解特殊时期财政紧缺的压力，但对未来地方政府的财政可持续性提出了更大的挑战。

自2015年地方政府债券正式发行以来，地方政府债券在政府债务中的占比逐步提升，而同时国债占比则不断下降。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，但截至2020年3季度，地方政府债券存量占比依然不断增长至46.3%，近整体政府债务的一半，而国债规模占比缩减至34.8%，城投债在政策约束下也不断缩减至18.9%（图8）。这意味着我国政府债券市场在不断规范透明化的同时也将更多的债务压力交于了地方政府，且政府债务未来的还本付息压力不会因一时的国债增发而得到根本性的解决。

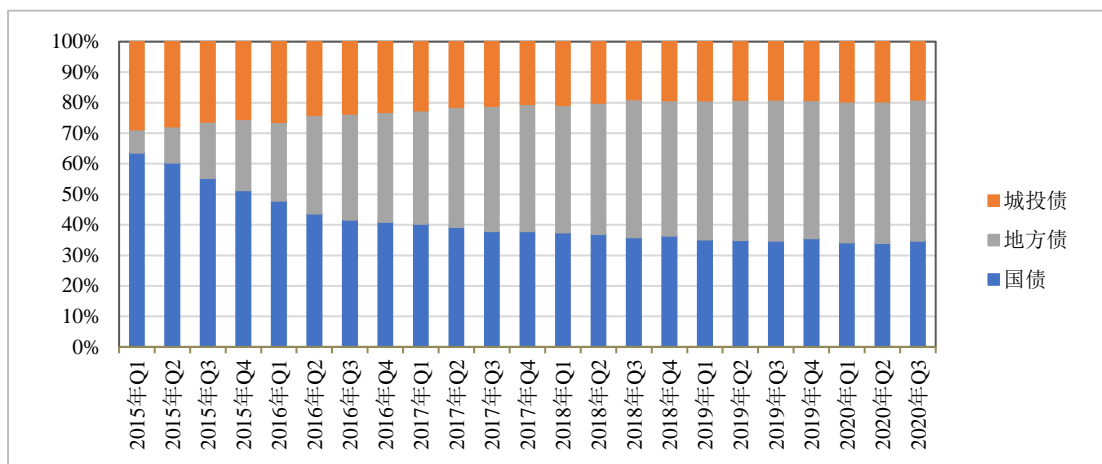


图 8 2015 年以来各政府债券品种余额比重变动 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

未来我国政府债务还本付息将面临很大的压力，截至今年 9 月全国政府财政一般公共预算支出中债务付息占比已升至 4.20%，而地方政府的债务偿还问题更加严重。**未来五年内多数省市的债务可持续性堪忧**，在不考虑 2020 年疫情对各省市财政收入的影响下，以现有的债务存量来看，即使债券发行的期限不断延长，在 2021 年至 2023 年至少有 8 个省市 50% 以上的财政收入将用于债务的还本付息，这将严重挤压地方政府财政收入的使用效率和公共服务的提供。而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 9）。可以看出债务偿还明显受经济发展水平的影响，原因在于经济越落后的地区对债券的依赖性越大，同时债券发行对当地经济的刺激并不能形成类似发达地区的正反馈机制。另一方面，财政收入作为偿债来源，经济发达地区的财政收入更多来源于自身的税收收入，债务与税收可形成良好的正循环，而经济落后地区多依赖于上级的转移支付收入，债务对当地的税收刺激较小，**建立债务与税收之间的循环则是之后“精准”财政政策需要重点关注的方向。**

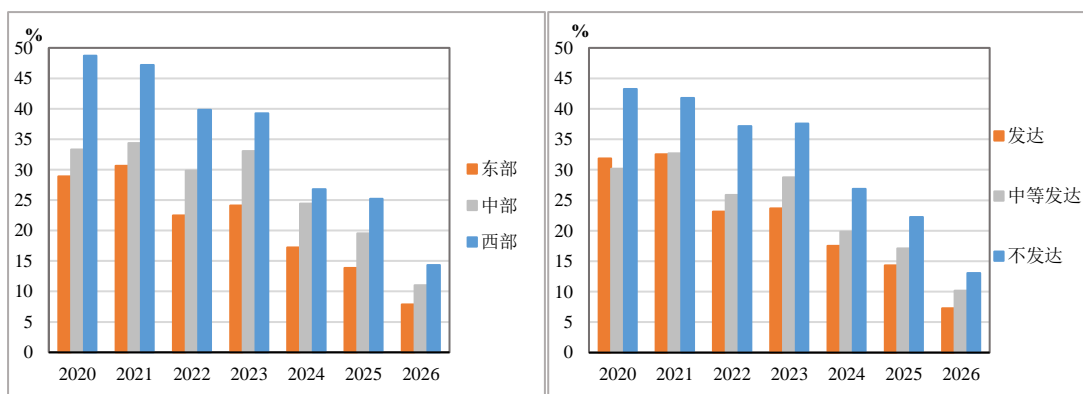


图9 不同地区未来债务还本付息压力 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

疫情以来，与其他国家央行的反应相比，我国货币政策只是中性的——央行在缩表的同时，采取降准措施并鼓励银行积极放贷。不过，当前银行间流动性偏紧，为了维护跨季资金面平稳，9月份央行加大了公开市场操作力度，通过再贷款的投放以及财政存款的投入，增加了基础货币的供应。今年1至9月份央行扩表累计3597亿元，其中央行对其他存款性公司债权增加5871亿元，储备货币减少了8532亿元，政府存款增加7359亿元（见图10、图11）。

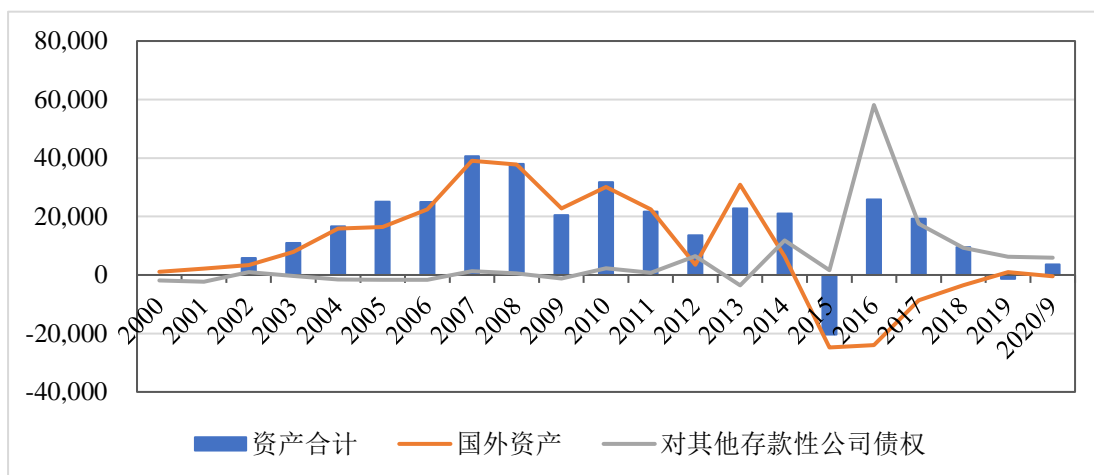


图10 央行资产年度增量 (亿元)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

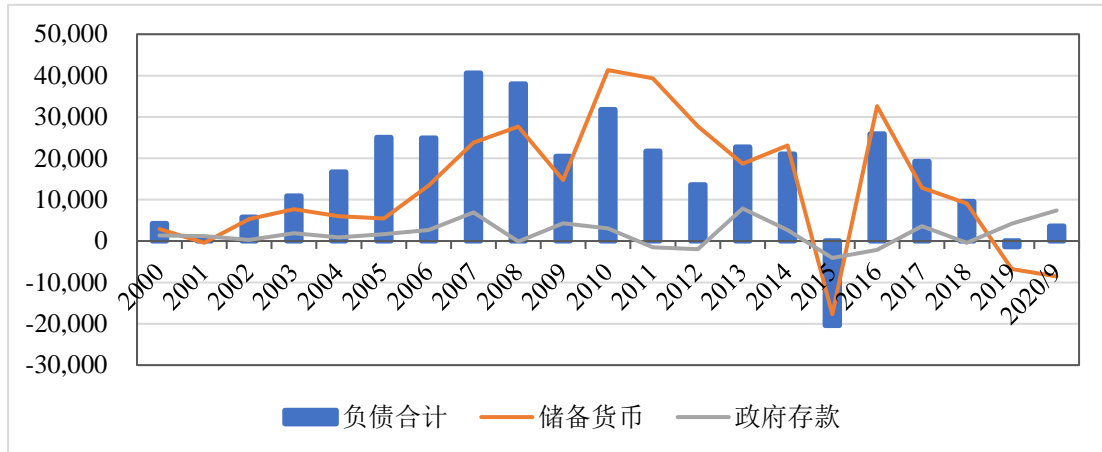


图 11 央行负债年度增量 (亿元)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

2017 年以来的去杠杆进程基本告一段落，10 月份央行表示应当允许宏观经济杠杆率阶段性上升。我们根据信用总量计算的非金融部门杠杆率从去年末提高了 24 个百分点至 277%，其中企业部门提高了 12.4 个百分点至 156.6%，居民部门提高了 5.3 个百分点至 61.4%。杠杆率的抬升往往伴随着债务风险加大。我们根据信用总量数据进一步计算了非金融部门的季度本息偿付额，并将新增债务本息偿付额³与新增 GDP 之比定义为偿债率，结果发现 2、3 季度企业和居民部门的偿债压力反而有所下降。非金融部门的偿债率从 1 季度的 167% 降至 3 季度的 145%，其中企业部门从 1 季度的 112% 降至 3 季度的 94%，居民部门从 1 季度的 48% 降至 3 季度的 40%。这意味着，在宏观政策的协调配合下，企业和居民部门杠杆率阶段性上升的风险是相对可控的。

总之，虽然疫情对经济的冲击远远大于 2009 年全球危机的冲击，但财政政策和货币政策的反应强度远远低于 2009 年。一个共同特点是，中央（中央财政和中央银行）在储备“子弹”。对于当前财政货币政策的姿态，一个判断是，这既可能是为了应对外部环境的重大不确定性，也可能是为明年的第一个“一百年”和十四五开局做准备。

³ 债务本息偿付额主要包含信贷本息偿付额、债券本息偿付额。其中，信贷本息偿付额通过信贷余额与商业银行贷款偿还期限结构计算得到。

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。