

## 财政金融小论文

当前我国经济形势是长期和短期、内部和外部等因素共同作用的结果。长期来看，我国经济经历了自改革开放以来的高速增长后，以劳动密集型为主的经济增长方式在面临老龄化加剧、人口红利扭转等问题前难以为继；而经济发展方式转型过程中又面临阵痛、短期下行压力较大。金融危机后的两轮加杠杆过程后，我国全社会债务存量增长快速、杠杆率水平高企、债务风险累积；而始于 2016 年的货币、财政和监管的“三紧”格局以图供给侧改革和去杠杆，债务收缩带来资产价格下跌、经济下行压力加大。于此同时，海外主要发达经济体危机后的超宽松货币政策逐步走向尾声，海外货币政策正常化过程与内部经济下行需要的宽松环境分化，加之中美贸易摩擦生变，内外部矛盾凸显。

从流动性总量上看，今年以来流动性缺口有所收窄，主要归功于宽松货币政策下降准和 MLF 的大额投放。2017 年以来货币政策的收紧和流动性投放力度的减弱导致流动性缺口的逐步走阔，缺口大小从 2017 年初的 1.5 万亿快速扩张至 2017 年底的 2.5 万亿左右。随着 2018 年以来货币政策的逐步宽松，截至 2018 年 9 月流动性缺口已经下降到 2.2 万亿左右。流动性缺口的收窄反映了流动性环境的舒缓，也说明了货币政策取向的转松。

M2 增速企稳而社融增速仍然下滑，宽货币向宽信用传导存在时滞。随着货币政策进入 2018 年以来转松后，货币供应量 M2 增速结束了 2017 年的快速下滑趋势而逐步企稳，下半年以来甚至出现回暖势头。但货币宽松后信用扩张却未能迅速好转。以社融增速为代表的信用资产端修复却始终未见起色，社融增速从 2018 年初的 13% 左右持续下滑至 10% 上下。宽货币向宽信用的传导受阻。

当前仍处于紧信用环境。2015 年 12 月至 2017 年 8 月信用环境处于偏松状态，2017 年 9 月至今信用逐步转为偏紧状态。2016 年起的金融去杠杆先驱动金融体系负债收缩，实体经济固然会受到影响，但负债端收缩带动资产端收缩需要时间，影响力度也是逐步传导的过程，前期 M2 增速下降主要原因是通过资管通道、结构化产品的金融空转杠杆部分受遏制，社融增速并未受明显影响，因而信用环境并未明显收缩。2017 年 9 月至今，前期紧货币逐步传导至信用，社融增速下降快于 M2 增速，[股票市场](#)质押融资遇到风险、中小企业面临[再融资](#)难题、违约事件频发，“紧信用”非虚言。

宽货币与紧信用矛盾下，促进信用扩张是货币政策目标之一。对于前三季度的货币政策实践，虽然从货币政策操作上看，四次降准、MLF 投放等都显示出货币政策的“形式宽松”，但信用扩张的持续乏力的矛盾也逐步显现。货币政策转向宽松后，信用环境却并未随着货币宽松如期扩张，社会融资规模增速持续下滑，其中表外融资急剧收缩最为显著，信用风险事件频发、中小企业融资难如切肤之痛。在货币政策已然宽松的环境下，货币政策的传导和信用扩张是下一阶段的主要目标。

去杠杆和债务处置引导债务周期。2016 年底以来的去杠杆政策意在遏制社会债务规模攀升、实体经济杠杆率高企趋势，历时一年多货币+财政+监管“三紧”的金融条件收缩和债务处置意图引导债务

周期向下运行。从效果上来看，全社会债务规模增速和宏观杠杆率得到有效控制。供给侧改革带动非金融企业杠杆率显著下降，中央政府杠杆率稳中有降，居民部门杠杆率继续抬升，全社会杠杆率企稳。社科院最新统计数据传递出杠杆企稳信号，2018 年 2 季度末，全社会杠杆率由 2017 年末的 242.1% 增加到 242.7%，仅上升了 0.6 个百分点，基本保持稳定。

债务周期是以杠杆率为观测指标的社会债务杠杆的周期性变化规律，是经济运行、市场投融资活动等等的反映。根据明斯基的杠杆周期理论，在经济繁荣时期将会有更多投机者进行更多的投机融资，一旦市场出现较为严重的“坏消息”改变了市场风险偏好，资产价格下跌将使得一部分投机者和投机资产的现金流无法偿还债券到期利息，投机型融资者转变为庞氏融资者，必须出售资产以完成偿还义务。在资产价格下跌的市场中，投机资产很难脱手，投机者不得不出售信用更高资产，进一步拉低相关资产价格，最终导致资产价格的全面下跌。在没有政策干预的情况下，繁荣时期整体杠杆水平上行并处于较高水平，衰退时期杠杆率下行至较低水平。

金融条件包括短期和长期两个方面。短期而言，监管政策对表外融资限制力度仍不减，债务结构变迁；长期来看，储蓄率的持续走低使得[银行信贷](#)间接融资渠道将逐步萎缩，债务周期下行。目前我国债务存量较大，后续广义债务和隐性债务处置仍将是政策的关注点；但经济下行压力和补短板需求则要求新增债务。债务处置过程中不断暴露的风险和经济波动之间存在矛盾，但债务高企、储蓄率走低酝酿的风险也不容忽视。

中美货币政策分化背后是经济周期的分化。进入 1999 年，我国经济增长遇冷，GDP 增速有所下滑，央行采取降准和下调存贷款准备金的方式进行货币宽松；于此同时，美国经济增长保持高位稳定运行，美联储开启一轮加息周期。2006 年中到 2008 年年中，我国经济保持快速增长，于此同时美国经济增长动力羸弱，因而形成了美联储降息而央行提高准备金率和存贷款基准利率的分化。2010 年~2015 年，美国经济处于复苏前期，美联储维持零利率政策；于此同时，国内经济面临下行压力，货币政策左右逢源但并未遏制经济增长衰退的脚步。

以美国为主的发达经济体真经历一轮货币政策收缩过程，美联储 2019 年继续加息 3 次的概率较大，中美市场利率倒挂和政策利率倒挂的可能性较大，从而造成人民币汇率的贬值压力和资金的外流。另一方面，经济下行压力的加大又要求货币政策营造宽松的货币金融环境。在传统三元悖论下，央行货币政策需考虑内外均衡。

面临多重矛盾，货币政策需考虑多目标的实现。当前经济面临着三重矛盾：经济发展方式的转型与经济短期下行压力加大的矛盾、长期债务积累和短期去杠杆阵痛的矛盾，以及内部经济下行需要的宽松环境与全球政策紧缩周期直接的分化的内外部矛盾。与之相对应，货币政策面临着宽信用以稳增长、债务处置过程中的防风险、人民币汇率稳定的三个目标。一直以来，我国货币政策在宏观调控占据主角地位，并非单一目标和单一规则制，2019 年则需在多重目标和矛盾中寻求平衡。

关注供给侧改革，货币政策创新，通胀目标有所弱化。面对经济结构性矛盾，2016 年起的上游供给侧改革带来的上游资源品和工业品价格攀升直接推升 PPI，但该典型宽货币阶段 CPI 却未见明显上行，CPI 与 PPI 的分化使得货币政策通胀目标分散而不得不弱化。另一方面，去杠杆和防范金融风险成为政策重心，货币政策对此更为关注。

供给侧结构性改革关注中上游行业，经济的上下游结构性矛盾有所凸显。源于 2015 年 12 月底提出的“三去一补一降”关注中上游行业，无论是去产能、环保督查都对中上游企业产生显著的影响。上游周期行业方面，小煤窑的填埋、地条钢的清退、化工小企业的关停，令很多本来并不在经济数据统计口径中的中小企业退出了市场；大型企业合并更是在更高一级的层面提高了行业的集中度。上游行业企业在去产能推行过程中的集中度提高，上游工业品价格上涨压缩了集中度较低的中下游企业的利润，加之金融去杠杆对下游中小企业的融资能力的限制，下游企业经营环境恶化。

2016 年是典型的宽货币时期，但该阶段 CPI 未见明显上行，PPI 上行主要源于供给侧成本推动。2011 年底起 CPI 与 PPI 便出现了较为明显的分化走势，2016 年这一现象更为显著。在供给侧结构性改革去除上游过剩产能的影响下，上游资源品和工业品价格大幅上涨直接推动了 PPI 上行，这一过程是成本端直接推动而非货币政策宽松引致的需求提振。相较而言，CPI 在这一时期内表现平稳，宽松的货币政策不仅没有直接拉动消费需求，PPI 也未能像 2010 年前数次的通货膨胀期间一样传导至 CPI。

PPI 的需求拉动效果体现为中上游需求扩张引致经济上行，促进就业并提高人均收入水平，进而刺激居民消费，最终形成对 CPI 的传导。2016 年以来的 PPI 上行并未拉动工业增加值回升；而相比 2003 年和 2009 年通胀上升阶段，工业增加值都有相应提升。

通胀是全球主要经济体的货币政策目标在经济的结构性矛盾和通胀指标的分化背景下，我国货币政策通胀目标有所弱化。2012 年起 CPI 与 PPI 产生了分化，2016 年 PPI 快速上行而 CPI 保持平稳运行更为显著。本轮工业品和居民消费品价格的分化如此显著，通胀指标的信号作用变得模糊、混乱和复杂。

目前我国货币政策调控正处于数量型向价格型转型的过程，价格工具将越来越多使用。当前宽货币向宽信用传导阻滞的矛盾点并非数量工具投放不足，而在利率传导不畅，后续数量工具的再使用效果自然大打折扣，因而价格工具将成为货币政策工具箱的下一步。我们货币政策调控正处于由数量型向价格型转型的过程中，以利率走廊为代表的价格型货币政策调控方式正不断完善构建。但在当前信用扩张受阻的环境下，金融市场利率下行并不能传导至实体经济融资成本回落，因而需要通过存贷款基准利率的调整实现价格工具的效果。

未来货币层面上会维持一个宽松的环境，货币政策将会进一步出现多种创新，比如通过发行融资支持工具等手段来解决。我们在报告《近期民企政策答疑一六问民营[企业债券](#)融资支持工具与 CRM》中介绍过 CDS 等工具的运作原理，并未有资金投放但是风险得到了化解，对企业也进行了增信，支持其融资。同时地方政府还采取了成立基金进行股权受让的方式对企业提供资金，有效化解股权质押风险。

货币政策与财政政策配合。2018 年货币政策另一特征是货币政策财政化：MLF 抵押品扩容等带有类 QE 色彩；民营企业再贷款、再贴现支持，民营企业债券融资支持工具和股权融资工具都带有 QE 色彩；社融作为货币政策中介目标之一，将地方政府专项债融资纳入统计口径也符合货币政策财政化趋势。目前我国仍然属于财政主导的金融体系。在这种金融体系下，货币政策、监管政策、其他金融机构等都需要被动配合。

实际上，在宏观杠杆率较高、稳经济背景下，货币政策与财政政策殊途同归。历史上看，货币政策与财政政策同步配合较强：2014 年货币政策宽松背后是配合地方政府债务置换；本轮货币宽松背后有地方政府专项债加速发行。如果说 2018 年货币政策的宽松还是“独角戏”，那么可以预见在减税、扩大赤字等积极财政政策加持的宏观调控宽松环境中，货币政策更将配合财政政策和监管政策，实现政策“几家抬”。

总的来说，在以国内经济为主的货币政策中，包括利率、准备金率以及货币条件在内的政策调整会随机而动，未来货币政策将呈现降准+降息组合，其中降准仍然是数量投放的主要工具，MLF 为辅助、逆回购次之；若银行风险偏好继续下行、信用扩张受阻，流动性供给的效果仍然很弱，则需动用价格工具，预计 2019 年存在 1~2 次存贷款基准利率下调空间。

汤淳

15140220024