



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第12期）

# 疫情冲击下新一轮信用扩张与 宏观杠杆趋势

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2020年7月

# 疫情冲击下新一轮信用扩张与宏观杠杆趋势 ——CMF 中国宏观经济专题报告（第 12 期）

## 疫情冲击下新一轮信用扩张与宏观杠杆趋势

闫衍<sup>1</sup>

2020年以来,新冠疫情爆发并在全球车轮式蔓延,对全球经济和中国经济均产生了巨大冲击,全球主要经济体均推出了一系列量化宽松的政策以对冲疫情对经济的负面影响。在此背景下,中国开启了新一轮的信用扩张,货币政策稳健灵活、边际宽松,市场流动性充裕,融资改善明显。本轮量化宽松对我国经济复苏产生了重要影响,是经济修复的主要驱动因素之一。但不可否认的是,信用扩张也导致了债务风险加速累积,宏观杠杆率快速攀升。随着经济的复苏,宏观政策需边际调整,应由疫情冲击下的阶段性放松杠杠约束转向稳杠杠。

### 一、本轮信用扩张的背景、特征与影响

在经济下行期,通过信用扩张提振有效需求、稳定经济增长不仅具备深厚的理论基础,也是各国常见的宏观调控手段。为了应对新冠疫情的冲击,我国开启了2008年金融危机以来的第四轮信用扩张。在前期经验与教训的基础上本轮信用扩张呈现出跟过往三轮信用扩张不一样的特征,如量化宽松的力度相对温和、更加注重结构性调整等。从目前来看,信用扩张对于复工复产、短期经济恢复、缓释信用风险起到了良好的效果,但也导致资金空转和资金套利等问题。

#### (一) 本轮信用扩张的背景

2008年金融危机以来,中国经济运行呈现在波动中增长的特征。为了稳定经济增长,我国多次采取了信用扩张的策略。根据每个时间段信用扩张不同的特征,大抵可以将2008-2019年的信用扩张分为三轮:2009-2010年为应对次贷危机的第一轮信用扩张,本轮信用扩张主要是“四万亿投资”扩张影响下资金重点流向国有企业为主要特点;2012-2014年是以非标融资、影子银行快速膨胀为主要特征的第二轮信用扩张;2015-2016年是以资金流向股市、债市、房地产等金融领域为主要特征的第三轮信用扩张。三轮信用扩张对应09年、12年和15年的经济快速复苏和宏观杠杆的快速上扬。前三轮信用扩张的得失为本轮信用扩张提供了参照,可以说,本轮信用扩张的实施和调整的过程在很大程度上扬弃了前三轮

<sup>1</sup> 作者系中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、中国人民大学经济研究所联席副所长

信用扩张的教训。2016年下半年-2017年，宏观调控重心转向防风险、去杠杆，宏观杠杆率增长一度边际放缓，宏观杠杆的去化也为本轮信用扩张创造了政策空间。

新冠疫情的爆发加大了新一轮信用扩张的必要性。在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度中国经济出现前所未有的下滑，此后随着疫情得到控制，实体经济有所修复。但在疫情全球蔓延的背景下，经济运行的不确定性依然存在。为了对冲新冠疫情的负面影响，全球主要经济体均采取了一系列政策措施稳定经济，如美联储迅速将联邦基金利率降至 0-25% 的低位，并启动了开放式的量化宽松计划；欧盟央行和日本央行分别加大了对欧盟各国、日本的国债购买力度。我国也采取了一系列措施稳增长。积极的财政政策更加积极，出台了“赤字率提高至 3.6% 以上”、“新增地方专项债额度增加至 3.75 亿元”、“发行万亿特别国债”等一系列财政组合拳。货币政策坚持稳健灵活，量价宽松，上半年累计三次降准共释放长期资金约 1.75 万亿元，下调逆回购利率、MLF、TMLF 等政策利率，并创设了普惠小微企业信用贷款支持计划等政策工具助力宽信用。监管政策方面助力经济复苏，公司债和企业债发行实行注册制，加大对中小企业融资的支持力度，本轮信用宽松正式开启。

## （二）本轮信用扩张的特征

新冠疫情冲击下的本轮信用扩张表现出了与此前三轮信用扩张差异化的新特征。为缓解疫情影响下实体经济的运行压力，本轮信用扩张更加注重统筹兼顾总量宽松与结构性调整，加大对中小微企业的支持力度，并对信用宽松环境下金融市场的规范化提高要求。具体来看，本轮信用扩张有如下四个特征：

**一是本轮信用宽松力度相对温和。**一方面，与全球其他主要经济体相比，我国信用宽松力度相对较小。全球主要经济体均采取了宽松政策应对疫情冲击，美联储、欧洲央行、日本央行等发达经济体央行资产负债表规模均大幅扩张，其中美联储在上半年扩表幅度接近 70%。与其他国家相比，我国央行资产负债表规模变动不大。从利率调整来看，我国政策利率的下调幅度也相对克制，上半年美国、韩国、英国基准利率下调幅度均超过 65bp，而我国 LPR 报价下调幅度在 30bp 以内。另一方面，纵向比较我国历次的信用宽松周期，本轮信用宽松力度也相对温和，2020 年 6 月末，M2 和社会融资规模存量同比增长 11.10% 和 12.80%，增速较

去年末增加约 2 个百分点，而金融危机后的 2009 年宽信用环境，二者增速分别高达 27.7%、34.8%。

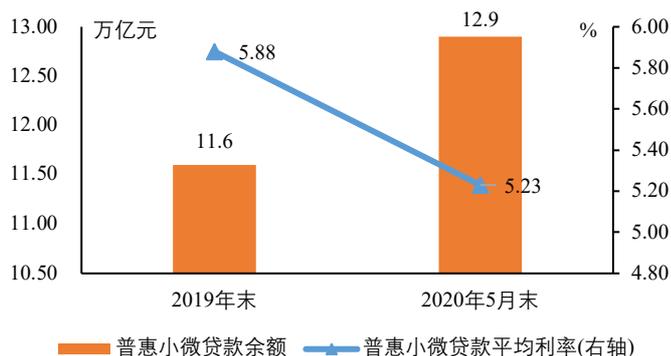
表 1： 全球主要经济体央行资产负债表规模（亿美元）

	2019 年 12 月末	2020 年 6 月末	扩张比率
中国央行	5.32	5.14	-3.37%
美联储	4.21	7.13	69.23%
欧洲央行	5.26	7.01	33.11%
日本央行	5.27	6.01	14.00%
韩国央行	0.32	0.34 (5 月末)	6.44%
加拿大央行	0.18	0.23 (3 月末)	31.37%

数据来源，中诚信国际整理，Wind.

二是货币政策更加注重结构性调整，加大对中小微企业的支持力度。上半年金融监管部门下发多份文件要求落实中小微企业复工复产信贷支持政策、提升银行金融服务能力等。央行还创设两个直达实体经济的货币政策工具，增加第三批再贷款再贴现额度，缓解小微企业还本付息和再融资压力。在宏观政策支持下，上半年小微企业融资情况有所改善，普惠小微贷款余额较去年底增加，贷款平均利率也明显下降。

图 1： 普惠小微贷款余额及贷款利率的变化



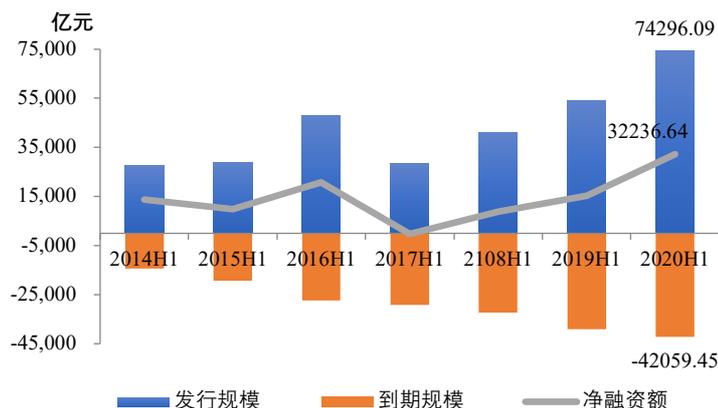
数据来源：中诚信国际整理，中国人民银行。

三是融资支持力度加大，推动市场融资环境改善。为支持企业渡过难关，中央出台多项措施指导疫情防控工作，金融监管部门也针对性地推出一系列宽货币、扩信贷措施，加大对企业资金支持力度，缓和疫情的负面影响。随着支持政策的

落地实施，市场融资环境改善，主要金融指标均出现回升。M2 增速时隔三年再次回升至 10%以上，社融及信贷增速也回升至 13%左右。

**四是债券融资便利性提升，非标监管继续加强。**上半年金融监管也推动市场朝着更加规范的方向发展，继续防范金融风险、整治金融乱象。债券市场规范统一步伐加快，债券品种更加丰富。修订后的新《证券法》简化了公司债和企业债行政审批程序，并放宽了限制，交易商协会对中短期票据的发行要求也与公司债趋同。另外短期公募公司债发行范围扩大，资产支持商业票据（ABCP）新品种，丰富了债券市场产品供给。债券融资的便利性提升以及债券品种的进一步丰富推动信用债市场扩容，上半年信用债发行与净融资规模均创新高。与此同时，非标监管的加强使得非标债务融资规模下降，上半年非标债务融资在新增社融中占比仅 0.13%。

图 2： 2020 年上半年信用债发行和净融资额均创新高



数据来源，中诚信国际整理，Wind.

### （三）本轮信用扩张的影响

本轮信用扩张对于疫情冲击下实体经济的修复和流动性压力的缓解起到了重要作用，但同时也一定程度上加大了阶段性的资金套利和资产泡沫风险，并且随着财政宽松力度的加大，部分区域财政收支平衡压力凸显。

**本轮信用宽松有效助力了经济修复，降成本效果有所显现。**二季度经济呈现明显的回暖势头，二季度 GDP 当季同比由负转正，同比增长 3.2%，供需两端均有所修复。降成本效果也有所显现，信贷、债券融资成本明显下行，贷款加权平均利率下行 36bp，1 年期短融发行利率下行 70-100bp。6 月份国常会提出要推动金融系统全年向企业合理让利 1.5 万亿元，其中利率下行让利 9300 亿元，根据

中诚信国际的测算，年内贷款利率仍将有 50bp 左右的下行空间。

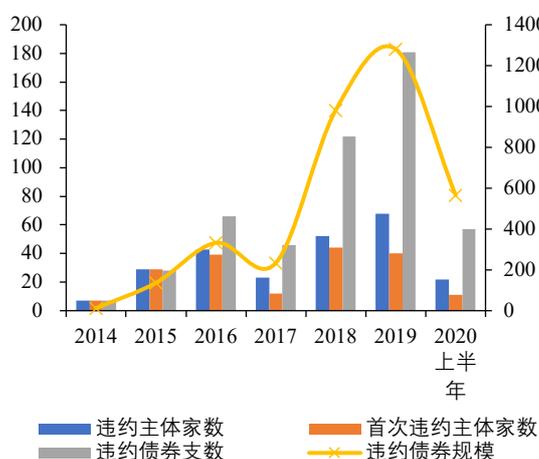
表 2： 二季度宏观经济各项指标有所修复（单位：%/亿美元）

	2020 年 Q2	2020 年 Q1
GDP（当季同比）	3.2	-6.8
GDP（累计同比）	-1.6	-6.8
工业增加值（累计同比）	-1.3	-8.4
固定资产投资（累计同比）	-3.1	-16.1
社会消费品零售额（累计同比）	-11.4	-19

数据来源，中诚信国际整理，Wind.

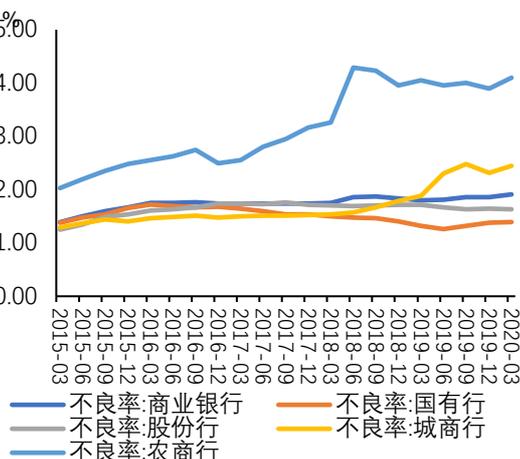
同时，本轮信用宽松推动了市场融资环境明显改善，避免了大规模流动性危机的发生。从债券市场信用风险来看，上半年债券市场新增违约主体共 11 家，同比、环比均明显减少，公募市场滚动违约率较去年末下降 0.08 个百分点至 0.68%，违约风险暴露边际趋缓。商业银行不良率上升幅度也有限，截至 2020 年 6 月末，商业银行不良率为 2.10%，较年初上行 0.08 个百分点。

图 3： 中国债券市场历史违约情况



数据来源，中诚信国际整理，Wind.

图 4： 商业银行不良贷款率



再次，随着资金环境的边际放松及实体投资回报率下降，资金套利风险和资产泡沫风险有所上升。受疫情冲击影响，经济运行的不确定性增加，实体投资回报率及市场对实体投资意愿均下降。在低利率环境下，企业以低成本获得资金后，可能更有动力购买风险收益相对确定、收益率相对更高的金融产品，结构性存款

规模快速扩张，带来企业资金套利以及资金空转的风险。企业资金套利的结果将在一定程度上导致资金从实体回流至金融体系。今年以来，相比于 M2 增速的较快回升，M1 增速的回升相对较慢，说明企业和居民更愿意储蓄资金而不是投资和消费，流动性或部分淤积在金融市场。另外，今年以来，房地产及股票市场再度出现上涨势头，资产泡沫化隐忧犹存。7 月中下旬开始银保监会进一步加强了对于影子银行和交叉金融业务的监管，纠正资金空转和脱实向虚的行为，资金空转、套利风险得到一定程度抑制，但仍不能掉以轻心。

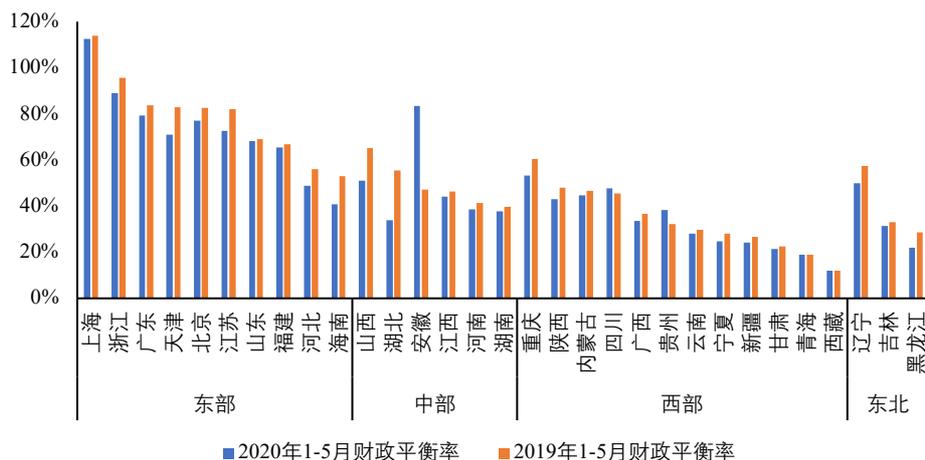
表 3： 理财收益率、结构性存款利率与企业融资利率倒挂

	融资成本 (%)			收益率 (%)			
	短期融资券			票据融资	银信理财收益率	结构性存款收益率	年化实体投资回报率 (工业企业利润/总资产)
	AAA	AA+	AA				
0-3 个月	1.78	2.56	3.64	2.94	3.78	3.46 (国有银行)	3.76
3-6 个月	1.76	3.04	3.00		3.95	4.29 (股份制银行)	
6 个月-1 年	2.26	3.42	3.99		4.10		

数据来源：中诚信国际整理，Wind，用益信托，融 360 研究院

此外，在财政宽松情况下，中西部地区财政收支缺口压力继续加大。在疫情冲击叠加减税降费的影响下，财政收入近 5 年来首次出现下滑，且在财政收入掣肘下，财政支出也显著回落。从数据来看，上半年一般公共财政收入和支出累计同比分别减少了 10.8% 和 5.8%。区域财政实力也进一步分化，今年 1-5 月近九成地区财政平衡率同比下滑，其中半数地区财政平衡率低于 50%，中西部地区财政平衡率普遍低于 50%，财政收支缺口压力较大。

图 5：近九成地区财政平衡率下滑（1-5 月）



数据来源，中诚信国际整理计算，Wind.

## 二、本轮信用扩张下的宏观杠杆及其趋势

在疫情冲击经济下行压力加大背景下，我国开启了新一轮信用扩张，宏观债务及杠杆率快速攀升，其中积极财政政策发力下政府部门杠杆率增长较快。下半年伴随经济延续复苏，政策或逐步回归常态化，信用扩张态势或放缓，宏观杠杆增长亦将逐步趋缓。虽然，本轮信用扩张是修复疫情冲击下的我国经济的必要选择，但在一定程度上也加剧了企业债务的脆弱性，中长期看信用风险仍有加速释放的压力。

### (一) 从总量上看信用宽松下非金融部门总债务及杠杆率增速加快

**信用宽松下非金融部门总债务增速迅速上扬，杠杆率持续攀升。**上半年，非金融部门总债务较去年底增加 20 万亿元至 290 万亿元，同比增长 12.25%，增速较去年全年回升 1.77 个百分点。从月度走势来看，1-2 月份，在春节因素、疫情冲击导致生产、融资以及居民活动受限的背景下，非金融部门总债务增长较为平缓，但随着 3 月份复工复产的持续推进以及稳增长政策力度的持续加大，非金融部门总债务增速迅速上扬，3-6 月债务规模共增加了 14 万亿元，占上半年债务增量的 70%。债务增长加快叠加经济下行，带动非金融部门杠杆率增速加快。疫情冲击下经济短期深度下行，作为杠杆率分母的 GDP 增长放缓甚至出现负增长；与此同时，稳增长持续发力助推非金融部门迅速加杠杆，杠杆率分子扩张加速——双重因素作用下，上半年非金融部门总杠杆率出现明显攀升。截至 6 月末，非金融部门总杠杆率为 285.6%，较去年底上升近 13 个百分点，较去年同期上升 15 个百分点，同比增速升至 5.6%，增速较去年底增加 3.06 个百分点。

图 6：非金融部门债务快速扩张

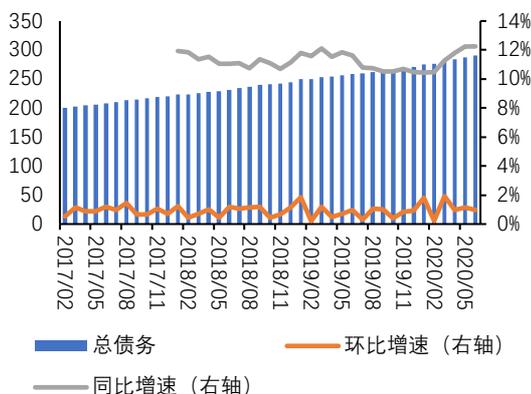
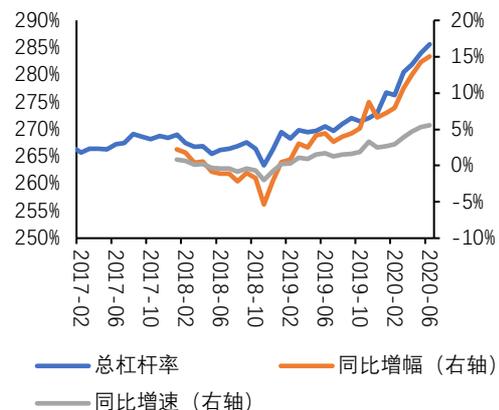


图 7：宏观杠杆率加速攀升



## （二）从结构来看，杠杆结构内部分化加剧，政府部门加杠杆明显

从宏观杠杆的内部结构看，由于稳增长政策着力点的差异，非金融各部门债务及杠杆走势分化进一步加剧。从债务总量占比看，作为政策扶持的主要对象，非金融企业部门债务占比仍超六成，但占比较 2019 年底小幅减少 0.02 个百分点至 62.18%；由于疫情影响，房地产市场交易受限，居民部门债务占比下降明显，较 2019 年底回落 0.29 个百分点至 22.22%；积极财政政策持续发力稳增长，政府部门债务显著增长，债务占比创 2017 年以来新高，较 2019 年底增加 0.32 个百分点至 15.60%。

从杠杆水平看，各部门杠杆率均较去年底增加，非金融企业部门仍然是推升宏观杠杆率最为重要的主体，但积极财政政策发力背景下政府部门杠杆率增长较快。融资政策支持下企业部门债务扩张加速，但疫情冲击下企业生产经营压力加大，同时对未来预期较为悲观，加杠杆的能力和动力不足，二季度以来企业部门杠杆增长持续边际放缓，整体较去年底增加 7.8 个百分点至 177.6%，同比增速 3.9%，高基数下加杠杆幅度较大但增速较低。

分所有制看，国有企业杠杆率先降后升、整体较去年底回落。民营企业是近年来企业部门加杠杆的重要推动力，一方面与宽信用环境下加大对民营企业的融资支持有关，但也不排除部分民营企业在盈利下行背景下导致的杠杆率被动攀升，需警惕后续风险释放。

居民部门杠杆率与房地产市场表现密切相关，由于年初疫情影响房地产交易受限，居民部门房贷增速回落，杠杆率有所下降，疫情基本得到控制后，杠杆率恢复平稳上行态势；截至 6 月末，居民部门杠杆率较去年底增加 2 个百分点至

63.5%，同比增速为7.0%。稳增长背景下，积极财政“三支箭”尤其是地方债持续发力，快速推升政府部门杠杆，杠杆率增速居各部门之首。上半年地方债大幅扩容，发行量达到3.5万亿元，较去年同期增加0.65万亿元，政府部门杠杆率（显性债务）较去年底增加2.8个百分点至44.5%，同比增速9.8%；同时，逆周期调控下，城投债发行规模再创新高，以城投有息债务为主的隐性债务增速由前期回落态势趋于平缓，政府部门杠杆率（含隐性债务）较去年底增加3.3个百分点至88.5%，同比增速5.3%。

### （三）下半年宏观杠杆走势模拟与预测：宏观杠杆增速或将趋缓

对于下半年宏观杠杆走势，可能存在以下两种情景：第一种情景是经济延续复苏态势，信用宽松或边际趋缓，宏观杠杆率增速趋缓；第二种情景是疫情反复，经济下行压力再度加大，信用宽松力度加大，宏观杠杆率增速再度加快。从下半年经济走势看，当前我国经济持续修复，假设国内疫情不再大规模爆发，供需或延续边际复苏，另假设外需萎缩带来的出口冲击在下半年可控，经济或将延续复苏态势。伴随疫情趋于稳定、经济延续复苏，前期用于抗疫情的逆周期调节政策或相继退出，或由疫情防控下的“应急型宽松”逐步回归常态化。此外，近期央行行长表示，全年人民币贷款新增近20万亿元、社融增量将超过30万亿元，在上半年人民币贷款与社融均大幅新增的背景下，下半年信用扩张节奏或将放缓，大致保持去年同期规模，且在目前宏观杠杆高位运行的约束下，年内政策难以持续大幅放松，宏观杠杆率继续大幅上行空间有限。整体而言，我们认为下半年宏观杠杆走势更符合前述第一种情景，伴随经济延续复苏，政策回归常态化，信用扩张或放缓，宏观杠杆增长亦逐步趋缓。

因此，中性情境下，今年非金融部门债务或接近300亿元，同比增长10.7%，增速与去年基本持平但较上半年有所回落；宏观杠杆率增长亦趋缓，或较上半年小幅攀升2.2个百分点至287.8%，同比增长5.4%，增速较上半年略有回落。从内部结构看，各部门分化态势或将延续。企业部门杠杆率增长或持续放缓。随着年内宽信用力度边际趋缓，人民币贷款与信用债融资增量或将回落至常规水平；叠加近期银保监会发布《关于信托公司风险资产处置有关工作的通知》，进一步加强对非标资产的管控，预计下半年非标融资将进一步减少。综合来看，今年企业部门债务或超180万亿元，杠杆率或上升到176.1%，同比增长3.7%，但较上

半年有所回落，延续二季度增长放缓态势。居民部门杠杆率延续平稳上升。疫情冲击下居民收入增长放缓，支出结构从消费向加杠杆的远期投资倾斜，二季度部分城市房价再度波动；但在“房住不炒”政策下，相关部门迅速采取措施防止房价过快上升。因此，年内房地产市场大概率以稳为主。若按此前增速估算，今年居民部门债务规模或升至 70 万亿元，同时杠杆率或延续平稳上行，或较去年底增加 6 个百分点至 67.5%，同比增速或达 9.7%。政府部门杠杆增长或持续加速。专项债的持续扩容、万亿抗疫特别国债的集中落地、万亿赤字下普通国债及地方政府一般债的发行，均将推动政府债务延续扩张，显性债务规模或大幅升至 46 亿元左右，杠杆率或加速攀升至 44.3%，同比增速或升至 15.2%；与此同时，在再融资放宽的背景下，地方政府隐性债务增速或再度出现小幅攀升态势，含隐性债务的杠杆率或抬升至 89.0%左右，同比增速或上升至 8.6%。

#### **（四）信用扩张是修复经济的必要选择，但仍需警惕信用扩张的潜在风险**

**疫情冲击下实施信用扩张对于经济恢复具有重要作用，是我国经济修复的主要驱动因素之一。**面对疫情的超预期冲击，我国持续加大逆周期调节力度，容忍宏观杠杆阶段性上升，催生了本轮信用扩张。一方面通过货币与信用宽松缓释企业流动性压力，避免疫情冲击导致债务风险的超预期爆发；另一方面通过货币政策尤其是财政政策加大稳增长力度，助力经济回升。目前看，逆周期政策发力下的本轮信用扩张已取得了显著成效，二季度我国经济呈现明显的回暖势头，GDP 当季同比由负转正，同比增长 3.2%，较一季度回升 10 个百分点，带动上半年 GDP 累计同比增长-1.6%，降幅大幅收窄。总体而言，本轮逆周期政策下的宏观债务扩张是修复疫情冲击下的增长失速，其目标是增长。本轮信用扩张在一定程度上缓释了由于经济失速带来的各种风险，是经济实现复苏的重要推动力之一。

**同时，信用扩张在一定程度加剧企业债务的脆弱性，从中长期看信用风险仍不断累积。**上半年，在信用宽松、信贷与债券展期等逆周期政策支撑下，信用风险释放边际趋缓。从银行不良贷款率来看，金融监管政策频出，要求金融机构不得盲目抽贷、断贷、压贷，对到期还款困难的可予以展期或续贷，因疫情出现贷款逾期的可以延缓被列为不良。实际不良率或被低估；从债券市场风险释放来看，得益于融资环境的改善以及部分发行人通过展期、场外兑付、劝退回售等方式缓释流动性压力，上半年债券市场违约风险暴露边际放缓。但本轮信用扩张一定程

度上加剧了微观主体债务的脆弱性，尽管上半年通过各类展期措施缓释了企业短期风险，避免了因疫情导致债务风险的超预期爆发，但疫情冲击下企业经营基本面大幅恶化，上半年企业盈利持续下滑，资产负债率也较去年底明显攀升，未来的流动性压力及偿债压力仍较突出，随着稳增长力度的边际调整，中长期看信用风险仍有加速释放的压力。

### 三、政策建议：宏观政策由阶段性加杠杆转向稳杠杆

2020 年上半年，统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果，国内短期问题得以平稳过渡，但随着经济的逐步复苏，出于防控风险的考虑，未来宏观政策侧重点应有所调整，由对加杠杆的阶段性容忍转向稳杠杆，由逆周期调节转向跨周期调节，调整信用扩张的结构与节奏，关注重点领域风险，着力实现稳增长与防风险的长期均衡。

#### （一）调整信用扩张结构，扩大基于财政政策的宽信用

随着疫情常态化下经济主体由供给侧约束转向需求侧约束，宽货币下的宽信用效率将会下降、基于宽财政的宽信用效率将会相对上升，信用扩张结构调整变得尤为重要。在历次危机对冲的宏观管理中，由于货币流向的不均匀与不平衡，信用宽松带来的资产价格上涨是普遍现象，本轮信用扩张下已经显现出部分资金从实体经济中溢出，带来局部货币资金空转套利、金融市场杠杆上升、部分区域房地产价格上涨等现象，宽货币下的宽信用产生了一定的负面效应。此时加快财政支出不仅可以及时稳定投资、保护就业、托底经济，还可以形成资产为资金和流动性提供新的渠道和投向，因此基于财政扩张的宽信用效率相对较高。值得注意的是，当前货币宽松的实施相对其他经济体，相对以往的历次逆周期调节都是审慎的，疫情没有对金融市场及资金流动性本身带来过大的冲击，这为财政政策发力提供了较好的前提和基础。通过政策调整转换宽信用结构，扩大基于财政政策的宽信用，需要加快财政支出，提升特别国债和专项债支出的信用拉动和杠杆撬动作用，加大财政政策对中小企业的扶持和信用支持力度，通过与货币政策直达实体经济的政策配合，提升信用扩张效率。

#### （二）调整信用周期扩张节奏，宏观政策由阶段性加杠杆逐步转向稳杠杆

经济恢复和生产常态化后，经济复苏的结构非均衡问题仅依靠宽信用无法解决，需要及时调整信用扩张的节奏。疫情冲击下实体经济经营受到限制，企业利

润出现下降，对于宽信用的需求体现在维持现金流的运转、偿付存量债务，而并非体现在生产性投入的增加，随着信用周期加速扩张后，实体经济对宽信用的合理需求有所下降。同时，经济下行期实体经济资本支出意愿不足，投资需求下降，宽信用也未必能带动有效投资。如果此时继续强力推动加杠杆政策，有可能带来企业部门对资金的非理性需求上升，加剧冒险性经营行为并带来债务风险上升；而地方政府部门也可能因此增加显性债务和隐性债务，带来地方债务风险上升；以土地为核心抵押物的政府投资会在宽信用周期下推高房地产价格，并通过房地产市场将债务向居民部门转移，引起居民部门杠杆率上升。信用扩张节奏把握不好会在整体上推高宏观杠杆和债务风险，因此当前宏观政策应由阶段性加杠杆逐步向稳杠杆转换，将政策重点从信用扩张转向结构性改革和结构调整，及时应对经济复苏的结构分化问题。

### **（三）关注政府信用扩张中地方政府债务风险，尤其需要关注新一轮信用扩张下地方政府隐性债务风险抬升的隐忧**

疫情冲击下地方政府收入断崖式下滑，支出压力却有增无减，财政平衡的矛盾日益突出，地方政府隐性债务风险有再次抬升的风险。疫情冲击下地方政府税收收入和政府性基金收入锐减，广义财政赤字扩张，可能对政府融资平台融资功能的依赖性再次增大。疫情以来城投债发行规模实际上呈现出扩张趋势，地方政府隐性债务风险边际上升，进一步加大隐性债务风险的化解压力。地方专项债的使用效率也值得关注，一方面部分经济强省（市）对于专项债的利用程度并不充分，出现募集资金闲置的情况，甚至挪作他用，没有完全发挥释放专项债对于拉动经济增长的效果；另一方面部分区域专项债对应的项目市场化现金流缺乏，加大了专项债风险。因此，在地方政府信用扩张中应继续防范地方政府债务风险，地方政府负债规模需要与其财力、发展阶段动态平衡，防止隐性债务风险抬升。

### **（四）把握好后疫情时期信用扩张中稳增长和防风险的长期平衡**

疫情冲击下宏观杠杆约束放松，通过对阶段性加杠杆的容忍缓解了实体经济流动性压力，这类政策包括支持实体经济债务展期，出台企业贷款延期支持工具，实施企业信用贷款支持计划，提升债券市场融资效率和力度等。这些纾困式宽信用政策支持延迟了债务风险暴露，但并没有从根本上消除债务压力。随着二季度经济增长转正，政策逐步回复常态，下半年债务风险或将逐步暴露，债券违约风

险或将上升。企业端的债务风险将加大中小银行坏账风险压力，预计今后一段时间银行不良资产率将呈现上升态势。在此背景下，宏观政策仍需把握好稳增长与防风险的再平衡，在此背景下，宏观政策仍需把握好稳增长与防风险的再平衡，既要防止稳增长导致风险尤其是债务风险的继续快速累积，也要防止扩张性的政策过快收缩导致风险加速暴露甚至引发系统性风险。随着疫情防控、中美摩擦等内外局势逐渐从预期中的短期变量演变成长期变量，年中中央政治局会议也提出宏观管理应当从“持久战”角度出发，强调跨周期设计和调节。因此，从更长期的角度来看，宏观政策应当寻求实现稳增长和防风险的长期均衡，实现经济运行状况变化与政策目标转换、政策工具调整之间的长期协调。

## 刘元春 巴曙松 杨瑞龙 毛振华 闫衍 管清友 刘煜辉 陈彦斌联合解 析：疫情冲击下新一轮信用扩张与宏观杠杆趋势

7月30日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限公司联合主办的CMF宏观经济热点问题研讨会（2020年7月）于线上举行。百度APP、新浪财经、凤凰网财经、搜狐财经、WIND、中国网等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近110万人次。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙和中国人民大学国家经济学教材建设重点研究基地执行主任，中国宏观经济论坛（CMF）主要成员陈彦斌主持，聚焦“疫情冲击下新一轮信用扩张与宏观杠杆趋势”，知名经济学家刘元春，巴曙松，毛振华，闫衍，管清友，刘煜辉联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济研究所副所长，中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、总裁闫衍代表论坛发布本期中国宏观经济专题报告。

报告从以下三个方面展开：

- 1、本轮信用扩张的背景、表现的特征以及影响。
- 2、本轮信用扩张下宏观杠杆的趋势。
- 3、相关的政策建议。

报告指出，在新冠疫情蔓延导致社交大隔离、经济大停摆背景下，全球主要经济体均采取了量化宽松的政策以缓释经济下行压力，中国也开启了金融危机以来的第四轮信用扩张。从目前来看，本轮信用扩张已经对中国经济的复苏产生了积极影响，但也带来了资金空转、套利等负面影响。

报告详细总结了本轮信用扩张的四个主要特征：

第一，与全球主要经济体以及2008年相比，此轮信用扩张所表现出的信用宽松力度相对温和。一方面，和美联储、欧洲央行、日本央行等发达经济体央行的资产负债表扩张规模相比，我国央行资产负债表规模变动不大，基准利率的下调幅度也相对克制。另一方面，纵向比较我国历次的信用宽松周期，本轮信用宽松力度也相对温和，M2和社会融资规模存量同比增速远小于2008年金融危机后

的扩张幅度。

第二，更加注重结构性的调整，加大对中小微企业的支持力度。通过贷款展期、续贷等方式对面临临时流动性压力的中小微企业进行扶持、救助。央行还创设两个直达实体经济的货币政策工具、增加第三批再贷款再贴现额度，缓解小微企业还本付息和再融资等压力。在这一轮信用扩张中，不管是贷款的规模还是利率下行的幅度，对中小微企业的支持均变得更加明确。

第三，融资支持力度加大，融资“量升价跌”。截至2020年6月底，M2、社融和贷款规模增速都比去年年底有比较明显的增长；贷款利率也有比较明显的下调，普惠小微贷款利率从年初到6月份约回落50BP；债券市场加权平均发行利率回落。

第四，金融监管的规范化，债券融资便利性进一步提高，非标监管继续加强。这一轮信用扩张更多的是通过贷款和债券规模扩张，受监管影响非标影子银行扩张方面相对有限，非标融资的占比在这次信用扩张的过程中并没有表现出急速上升的势头。

报告详细分析了本轮信用扩张对经济运行的影响。

影响一：降成本效果显现，有效助力经济修复。无论是货币市场、债券市场还是信贷市场，利率均有下行。这对降低实体经济融资成本、助力经济修复发挥了重要作用。

影响二：推动了市场融资环境明显改善，避免了大规模流动性危机的发生。宽松的政策向市场提供大量的流动性，信用风险释放短期趋缓。债券市场上半年新增违约主体同比、环比均减少，公募市场滚动违约率有所下行。

影响三：在宽信用下，不同市场利率存在差异，加大了资金套利和流动性淤积的风险。在低利率环境下，企业以低成本获得资金后，可能更有动力购买风险收益相对确定、收益率相对更高的金融产品，带来企业资金套利以及资金空转的风险。这在3-4月份表现得比较明显，5月以来通过加强监管已经得到了一定抑制，但在宽信用背景下，仍需防范未来可能再度出现资金空转、套利情形。

影响四：地方财政收支缺口压力进一步加大。在疫情冲击叠加减税降费的影响下，财政收入近5年来首次出现下滑，且在财政收入掣肘下，财政支出也显著回落。区域财政实力也进一步分化，今年1-5月近九成地区财政平衡率同比下滑，

其中半数地区财政平衡率低于 50%，中西部地区财政平衡率普遍低于 50%，财政收支缺口压力较大。

影响五：宽信用下资金或流入股市或房市，推高资产泡沫。信用宽松下，4 月以来房地产销售明显回暖，股市前期也快速上涨，资产泡沫化风险依然存在，未来仍需高度关注。

报告重点分析了本轮信用扩张下宏观杠杆变化以及趋势。

从总量来看，信用宽松下非金融部门总债务迅速上扬，增长加快。上半年，非金融部门总债务较去年底增加 20 万亿元至 290 万亿元，同比增长 12.25%，增速较去年底上升 1.77 个百分点。与此同时，疫情冲击下我国经济下行加剧，作为杠杆率分母的 GDP 增长放缓甚至出现负增长。在分子增长加快、分母增长放缓的双重作用下，上半年非金融部门总杠杆率出现明显攀升。

从结构来看，由于政策稳增长着力点的差异，非金融各部门债务风险走势也有所差异，分化态势加剧。非金融企业部门仍然是推升宏观杠杆率最为重要的主体，但疫情冲击下企业生产经营压力加大，同时对未来预期较为悲观，受限于加杠杆的能力和动力不足，二季度以来杠杆增长持续边际放缓，高基数下加杠杆幅度较大但增速较低；居民部门杠杆率与房地产市场表现密切相关，由于年初疫情影响，房地产交易受限，居民部门房贷增速回落，杠杆率有所下降，疫情基本得到控制后，杠杆率恢复平稳上行态势；积极财政政策发力背景下政府部门杠杆率增长较快，政府部门杠杆率同比增速居于各部门首位。

根据对下半年宏观经济的走势以及对宏观杠杆率走势的模拟，中性的假设下宏观杠杆率增长或趋缓。中性情境下，随着经济延续复苏，信用宽松或边际趋缓，宏观杠杆率的增长有望边际趋缓。悲观情境下，疫情再度反复，信用扩张力度有可能进一步加大，从而导致宏观杠杆率进一步快速上升。报告更倾向于中性情境下的判断。

报告认为，疫情冲击下实施信用扩张对于经济恢复具有重要作用，是我国经济修复的主要驱动因素之一，但信用扩张在一定程度加剧企业债务的脆弱性，从中长期视角看信用风险仍不断累积。疫情和经济修复未来还存在一定的不确定性，如果经济修复不如预期，信用风险可能会出现加速暴露的趋势。

在重点分析了本轮信用扩张下宏观杠杆变化趋势之后，报告对下阶段的宏观

政策调整提出了如下建议：

调整信用扩张结构，扩大基于财政政策的宽信用。随着疫情常态化，基于宽货币的宽信用效率将会下降，部分资金从实体经济中溢出，导致金融市场杠杆上升，房地产价格上涨，宽货币下的宽信用产生一定的负面效应。在此背景下，需要通过政策调整转换宽信用的结构，扩大基于财政政策的宽信用，加快财政支出，提升特别国债和专项债支出的信用拉动和杠杆撬动作用，加大财政政策对中小企业的扶持和信用支持力度，通过与货币政策直达实体经济的政策配合，提升信用扩张效率。

调整信用周期扩张节奏，由阶段性加杠杆逐步转向稳杠杆。信用扩张这一政策工具的使用有一定的边界约束和局限性：随着信用扩张成效的显现，实体经济短期流动性压力有所缓解，同时经济下行压力下企业资本支出意愿不足，投资需求下降，宽信用需求不足，后续继续宽信用的必要性有所降低。另外，当前经济复苏仍存在非均衡问题，宽信用并不能解决这一结构性问题，且不加节制的宽信用会加剧债务风险压力。因此，在经济逐步复苏的背景，信用扩张节奏应有所调整，从前期阶段性的加杠杆逐步向稳杠杆转变。

关注政府信用扩展中地方政府债务风险，尤其需要关注新一轮信用扩张下地方政府隐性债务风险抬升的隐忧。在疫情冲击下，地方政府财政收入断崖式下滑，财政平衡的矛盾日益突出，未来仍需注重地方政府负债规模与其自身财力、发展阶段的动态平衡。尤为值得关注的是，收支压力加大背景下地方政府对融资平台融资功能的依赖性增大，城投债发行规模扩张，地方政府隐性债务风险边际上升，进一步加大隐性债务化解压力。此外，地方专项债的扩容和使用效率也值得关注，部分募集资金闲置、项目市场化程度不足、现金流压力较大，加大了专项债使用过程中的风险。

把握好后疫情时期信用扩张中稳增长和防风险的再平衡。疫情冲击下宏观杠杆约束放松，宏观政策缓解实体经济流动性压力，支持实体经济债务展期和延迟还本付息，债务市场融资效率提升，纾困式宽信用政策支持下延迟了债务风险暴露。随着政策常态化，下半年债务风险或将逐步暴露，债券违约风险或将上升，前期由于信贷展期而被压低的银行不良率也将呈现上升态势，尤其需要关注中小银行风险暴露引发的系统性金融风险。在此背景下，宏观政策仍需把握好稳增长

与防风险的再平衡，既要防止稳增长导致风险尤其是债务风险的继续快速累积，也要防止扩张性的政策过快收缩导致风险加速暴露甚至引发系统性风险。

论坛第二单元，与会嘉宾就以下议题发表了精彩演讲。

如何看待信用宽松下的资金脱实向虚的风险？

北京大学汇丰金融研究院执行院长，中国银行业协会首席经济学家，中国宏观经济学会副会长巴曙松主要谈到了此次脱实向虚与以往的差异。第一，这次脱实向虚内部也非常分化，主要是在一些新经济的龙头股。第二，在资本市场内部，基本还是由新经济和龙头企业在带动。第三，落实到中国资本市场情况来看，在去杠杆的背景下，有一个契机。这一轮在充足的流动性下，资本市场在资产泡沫价格隐忧下的一个亮点就是，通过这些代表着未来发展方向的新经济的融资，把流动性引入到了实体经济，来推动其发展。目前是个充足的流动性环境，确实杠杆率上升快的情况下，要防范杠杆率过快上涨带来的隐忧和风险。要加快发展直接融资，调整融资的结构，特别是把充足的流动性通过适当的制度调整和创新，引入到新经济领域。这不仅能够优化融资结构和控制杠杆率上升，还能够推动产业转型和技术创新。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长毛振华指出，要注重财政政策与货币政策的协调，尤其是财政政策需要发挥更大的作用。本轮信用宽松的基础与 2008 年金融危机时期有着根本不同，在当前债务风险依然处于高位的背景下，货币政策的过度宽松会加剧债务风险，因此政策稳增长要更多倚重财政政策。金融危机以来很长的时间内，财政政策发力主要着力于大型的基建项目和一些公益性项目的建设，在当前情况下，财政政策应更多地关注中小企业救助和拉动居民消费。

中国社科院教授，天风证券首席经济学家刘煜辉指出，用超级宽松的流动性政策对冲经济的不确定性上升必然会带来相应的副产品。经济中间的 ROE（资产回报率）的水平是由经济众多结构性因素所决定，如果不推动结构性改革，ROE 在短期内要出现回升是很困难的。我们站在一个危机的端口面临诸多的问题，如果强力地推进技术制度深层次的结构性改革，就能够化危为机，抑制我们系统产生不利的因素，极大地激昂我们系统中积极向上的因素。而我们已经看到了这样的变化。

如是金融研究院院长、如是资本创始合伙人管清友指出，日本在 80 年代末、90 年代初的情况给我们提供了参考和教训。第一，1985 年广场协议以后，日本经济出现泡沫也不仅仅是因为日元升值，很重要的原因是宏观政策上出现了失误，这给我们一个警醒。第二，在现在这种情况之下，确实还是要靠结构化改革。第三，结构化改革不只是来自于资本市场领域，现在把数据这些也都被列为所谓生产要素。结构化改革非常重要的一环其实来自于土地。土地改革力度和步子要更大一些，不仅仅形成城乡土地市场的统一，在土地产权、法律上也要做一些变动。

中国人民大学副校长刘元春指出，我们必须看到几种现象。第一，信用宽松下，资产价格出现一系列的变化是一种正常现象。第二，在资产价格变异的情况下，是不是要出现一些战略性的调整，必须对此做出一些全面的评估和深入的研判。对于目前金融指标的一些变化进行一些过激的反应、非常态的监管，可能不利于我们化疫为机，变乱局为新局。所以，要从以下几个方面入手。一是目前脱实向虚的问题应该交给常规化的监管政策来进行管理和实施；二是战略性的问题，中国经济常态化复苏所需要的宏观经济政策的支持不能够进行转向，虽然可以在一些着力点上、工具上做一些调整，但总体面不应该做出调整。三是我们必须抓住目前国际国内重大的化疫为机的战略机遇期，对国内金融市场改革应当进一步全力推进。

如何看待稳增长，稳杠杆之间的关系，以及它们与构建国际国内双循环的关系？

巴曙松指出，首先，这次疫情带来数字化的加速，实际上没有形成大家说的所谓国内循环和国外循环，使得内外循环界线模糊。而更多地是使内循环、外循环融合在一起。第二，稳增长，稳杠杆。通过加杠杆刺激增长，也是为了对冲疫情冲击和贸易摩擦冲击的宏观政策的必须之策。第三，不能总让国内循环、国际循环停留在商品领域，中国现在金融市场已经具有足够的规模了。这时候要把金融资源内循环和外循环作为整个国内外良性循环互动。

毛振华指出，全球经济下滑，居民消费倾向下移，外部需求持续疲弱，同时中美博弈进一步加大了中国经济运行的外部不确定性，在此背景下，完善内循环十分有必要。从目前情况来看，完善内循环遇到的最大问题是需求不足，这就需要宏观政策精准施策，金融支持要注重结构性调整，使得金融政策能够更好地服

务于内循环的构建与完善。与此同时，从供给端来看，宏观政策尤其是财政政策要加大对关键制造业、高技术制造业等“国之重器”领域的投入。此外，虽然面临多重阻力，但我们仍然要着力拓展外部循环，尤其需要关注大宗商品的进口和国内消费品的出口。

管清友指出，我们内循环的潜力还是非常大的。主要体现在以下几个方面：1、监管、管制、管理的法律法规统一。现在法律法规上看似统一，实际各地执行的尺度、力度是不一样的。这种统一其实是非常必要的。2、充分地降低跨区域的物流、交通、企业运营这种成本。3、提质增效必须要走的一个步骤。稳增长还要从不光是财政政策、货币政策的宽松、对冲出发，还要帮助这些困难企业、困难群体。今年上半年个人所得税的增长幅度是非常大的，如何平衡好这种关系，在稳增长、稳杠杆以及稳消费这几方面平衡好，需要从长计议或统筹来安排，不能出现“政策绑架”的情况。

刘煜辉指出，在未来的智慧城市中，不可或缺的要素和基础设施会变成智能供应链、智能物流以及巨大的数据流、信息流和巨大的场景。这些新型的生产要素，成为智慧城市不可或缺的组件。如果中国能够做得好，坚持内循环为主体，通过国内打造巨大的内需、巨大的市场，把我们面临脱钩冲击的中国强大的工业集成能力、核心产业链做起来，这就能够变成现实，能够在未来 G2 长期脱钩的博弈中间找到更有利于中国的一个新的均衡点。

中国人民大学副校长刘元春指出，目前稳增长与稳杠杆之间的权衡并不是当下面临的核心问题，但是这个问题依然值得我们考虑。第一，随着疫情常态化，疫情冲击的中期化，对于持续宽松所带来的杠杆率一定要有高度的重视，也就是说未来很重要的核心就在于控风险。第二，大量的金融扩张所带来的后遗症，杠杆率持续上扬所带来的循环和结构性问题往往具有强烈的滞后性和隐蔽性。虽然目前稳增长和稳杠杆之间没有像以往那样出现强劲的两难抉择，但是我们一定要考虑到中国金融的特性，考虑到这场疫情的规律。对于目前放大杠杆过程中的一些结构性问题，我们要高度关注，这是实现我们内部大循环、高效、顺畅、稳健很重要的一个把手。

## 刘元春：要高度关注放大杠杆过程中的结构性问题

作者刘元春，中国人民大学副校长

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第12期）上的发言

由于前期货币的相对宽松导致宏观杠杆率快速上扬，进一步引发大家对一系列金融参数变异的担忧。这种担忧最后的落脚点在于宽信用的货币政策定位在下半年是不是应该做出进一步的调整，政治局所做出的关于金融向实体经济让利1.5万亿等系列政策承诺是否会打折扣等问题之上。注意到以下两个事实，我们可以看到，就杠杆谈杠杆意义并不大。

第一，信用宽松下，资产价格出现一系列的变化是一种正常现象。

第二，在疫情冲击下，中国资产价格与实体经济之间的偏离在世界各国是最小的。

因此，在资产价格变异的情况下，我们是否应该出现一些战略性的调整，必须做出一些全面的评估和深入的研判。

如果我们把一些参数放在更开阔的视角里进行分析，可能会发现问题并不是完全像从指标到指标所得出的结论那样。

1、我们把目前资产价格的变化，即股票市场，房地产市场，宏观杠杆率的变化放到过去几轮宽松条件下来进行比较，会发现这一轮的货币宽松和信用宽松是相对审慎的。这与我们稳健性的货币政策以及配合型的货币政策定位是匹配的。

2、如果放到全球视角来看，由于中国的疫情对中国金融市场没有带来根本性的影响，特别是股票市场没有像欧美出现史诗性的变化，流动性没有出现像欧美一样超级的紧缩。因此，我们所看到的信用宽松，央行资产负债调整与欧美实际上不属于同样的范畴。

3、如果下一步货币政策定位要进一步配合财政政策，配合下一步中国经济的全面复苏，那么延续当前的货币政策总体定位依然是适宜的。在一些价格空间上依然是有一定的调整空间的。而不是像大家所考虑的由于我们资金价格下调和信用持续宽松扩大会酿成颠覆性的一种错误，出现像以往“四万亿”刺激计划以及1997年、1998年财政货币刺激计划所带来的资本市场虚高，房地产过度泡沫。

我们看到过去的年份里，对于整个金融市场的整顿，对房地产市场的整顿，以及宏观决策者对于房地产市场这种战略定位，实际上已经使一些政策的缺陷得到了根本性的弥补。大的经济系统就像一个牛皮袋一样，充满了水之后一定会有漏水的地方，那么是否因为这个皮袋漏水就不向里面注入流动性？

当然，我认为，这个答案是否定的。原因很简单：

1、目前我们经济复苏刚刚开始，也就是说行政性复工复产刚刚完成它的使命。而经济良性循环刚刚起步，如果在这样的关键时期进行政策的过大调整，对于我们快速启动有效需求，快速推进经济大循环的常态化和稳固基本盘是非常不利的。

2、目前国际国内环境已经形成了进一步实施金融供给侧改革的良好基础。

从国内来讲，过去五年金融供给侧结构性改革已经获得很多成效。我们在金融服务实体经济，发展高质量的资本市场新战略方面，必须进一步往前推动。如果不往前推动，我们就会发现，很多的改革因为半途而废反而成为结构调整和经济循环的绊脚石。这就把很多社会经济发泄的渠道堵死之后却没有开辟新的渠道，这样带来的问题会更大。

从国际环境来看，中美之间这种冲突，无论是从技术战，贸易战还是金融战几个层面来看，中国从来没有像今天这样需要资本市场。这种需求不是简单地进行一般融资，一般承接流动性，而是要有更明确的需求——金融不仅要服务于实体经济，更重要的是要服务于产业升级，不仅仅要服务于我们的创新战略，更重要的是服务于我们的科技创新战略。因此，目前我们就会看到几大问题。

(1) 中概股的回归。

(2) 美国对于香港金融市场的全面打压。

(3) 最近美元指数急剧下降，以及美国对于香港联席汇率挑战和质疑。

(4) 更为重要的是，下半年美国金融市场和全球金融市场进一步的调整，可能会给我们形成进一步改革资本市场的良好外部氛围和战略性资源支撑。

总书记在博鳌论坛和进博会上所谈到的“金融开放”战略如果进一步落实，进一步将我们的科创板、注册制和统一债券市场一系列制度加快地往前做，对于加大我们内部循环的战略性主体是个最好的时机。在这个时机里，我们对于目前金融指标的一些变化进行过激的反应、并采取非常态的监管可能不利于我们化疫

为机，变乱局为新局。所以，我感觉：

一是目前脱实向虚的问题应该交给常规化的监管政策来进行管理和实施；二是战略性的问题，中国经济常态化复苏所需要的宏观经济政策的支持不能进行转向，虽然可以在一些着力点上、工具上做一些调整，但总体面不应该做出调整；三是我们必须抓住目前国际国内重大化疫为机的战略机遇期，对国内金融市场改革应当进一步全力推进。

那么如何在稳增长和稳杠杆之间来进行权衡？特别是国内经济大循环和国内国际双循环这个新格局下，稳增长和稳杠杆是过去这些年里一直面临的两难冲突之一，当然，实际上也是当下中国面临的一个两难冲突之一。但这个两难冲突实际上并没有像以往那么强烈，原因很简单，恢复国内经济大循环基本盘，实现中国经济全面复苏的任务依然是压倒性的、首要性的。因此，在稳增长与稳杠杆之间，目前保市场主体，保居民就业，保民生，这“六保”实际核心的落脚点汇聚到一点就是“保增长”。

可以看到美联储所出的很多公告，欧洲中央银行对于持续量宽的解释，对宏观杠杆率和债务率传统约束性的指标进行了全面放弃。原因很简单，那就是在“生”与“死”的这种决策上一定是要选择“生”。目前，对于欧美来讲，“生”很重要的一点就是持续保持量宽，保证零利率超常规政策的持续实施。这对于他们来讲已经很明显，但对于中国来讲，由于疫情冲击的风险性质不一样，疫情复苏的阶段也不一样，目前我们在稳增长与稳杠杆之间的权衡并不是当下面临的核心问题，但是这个问题依然值得我们考虑。

第一，随着疫情常态化，疫情冲击的中期化，我们对于持续宽松所带来的杠杆率一定要高度重视，也就是说未来的核心就在于控风险。如果我们对于下一步风险没有很好的控制，相信在中期稳增长是不可能的。

第二，大量的金融扩张所带来的后遗症，杠杆率持续上扬所带来的循环和结构性问题往往具有强烈的滞后性和隐蔽性。目前，大量的宽信用直接可能会导致银行的资产负债表出现恶化，导致银行稳健性出现恶化。我们就会看到，欧美对于未来银行业面临的呆坏账的变化，已经在积极地提高它的拨备率，坏账冲销率，加大资本支持的力度。当然，这也属于巴塞尔 III 新协议里的一些内容。这些内容可能会带来一些短期的收缩，但这就有一个权衡，到底银行和金融机构在目前

短期状况下，稳健程度会不会因为过度稳健而保守，会不会因为过度激进而导致崩溃。

在中国当下，由于我们拨备率已经很高，现在更重要的是补充我们的资本金。目前不是大型银行的问题，而是中小银行，村镇银行、农商行、城商行，这样的银行在过去成为救助中小企业，支持中小企业的核心主力军。我们在最近发现，很多中小银行自身出了很多的问题，用中小银行去救助支持中小企业，带来的结果是解决问题的方法比问题本身还要糟糕。因此，当前重要的是对中小银行本身的救助，可能在某种程度上与救助中小企业本身同等重要。因此，这就需要一个很重要的结构性调整，而不是总量性的调整。

虽然目前稳增长和稳杠杆之间没有像以往那样出现强劲的两难抉择，但是我们一定要考虑到中国金融的特性，考虑到这场疫情的规律。我们要高度关注目前放大杠杆过程中的一些结构性问题，这是实现我们内部大循环高效、顺畅、稳健很重要的把手。目前我们思考一些问题，主要不是来源于近忧，而是来源于远虑，把这些问题权衡好，抓住主要矛盾；同时兼顾一些次要矛盾和未来可能演化成主要矛盾的次要矛盾，我们就能够把下半年的经济政策定位好、把握好。

## 巴曙松：通过资本市场的制度创新将流动性引入新经济

巴曙松 北京大学汇丰金融研究院执行院长，中国银行业协会首席经济学家，中国宏观经济学会副会长

以下观点整理自巴曙松在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第12期）上的发言

流动性宽松的市场条件下，如何防止脱实向虚，是一个值得探讨的问题。在美国的经济体系中，资本市场的影响非常大，可以说直接影响到广大的居民部门，资本市场的涨跌直接影响到居民的资产负债表，因此我们可以观察到美国在应对危机时，对于资本市场的波动是相当关注的。从这个意义上说，虚拟经济和实体经济，至少在美国应对危机的政策中，其实并没有那么明确的分野。

在新冠疫情冲击前后，全球的资本市场、包括中国市场，都出现了非常戏剧性的波动，现在一些代表性的指数在大幅度地回升，不过，比较一下不同的指数、以及指数内部的构成，可以发现，实际上资本市场内部也很分化，主要表现在资本市场上涨的动力基本集中在新经济、以及龙头公司，最典型的是美国四家市值最大的新经济公司，其市值加起来和日本整个资本市场的总市值相当。如果把创出新高的纳斯达克指数再分开算，如果把这些指数中前几大上涨的龙头扣除之后，大部分的成分股份是没有上涨甚至还是下跌的。

在中国的经济政策分析中，讨论防止脱实向虚，实际上结合起来看，主要担心的是是否会出现资产泡沫，这确实值得关注，特别是要防止资产市场大幅起落可能带来的系统性的风险。不过，在此基础上，在当前的环境下讨论防止脱实向虚，还需要比较一下这一次市场的回暖，和以前有什么不同，如何通过政策引导来趋利避害。

具体来说，这一次全球以及中国的资本市场回暖，有几个方面的特点：

首先，资本市场回升的结构非常分化，回升的动力主要来自新经济的龙头股。造成这种现象的原因是多方面的，我们也和很多市场机构讨论过，也有许多不同的看法，例如，有的认为，投资者认为现在还是在疫情冲击与传播的环境下，这些新经济的龙头企业反而从疫情冲击中受益，往往现金流比较稳定又代表着未来产业发展方向，因此，部分投资者认为在动荡的市场环境下投资这些新经济的龙头企业的风险可能相对比较小。

同时，这些新经济的龙头公司可能在疫情冲击之下，更能适应未来发展的方向。为什么是新经济的大公司呢？投资者可能认为，这些新经济的龙头公司，本身就是全球化的公司，而且在疫情冲击之下，许多行业中的小公司现金流断裂，相对比例的基本上就倒了。所以，疫情会促使整个行业的洗牌，使得整个行业的集中度上升，龙头企业的优势地位反而强化了。这是全球资本市场在疫情冲击下的显著变化，和全球实体经济、特别是部分发达经济体的实体经济遭受严重冲击形成强烈的对比。

另外，从当前中国资本市场的情况来看，当前中国资本市场的回暖与中国较好地控制疫情、经济恢复较快直接相关，同时，如果把当前中国的金融政策放到整个去杠杆背景下来看，在当前全球流动性都比较充裕的环境下，中国资本市场和直接融资面临一个重要的发展契机，特别是现在中国内地资本市场注册制改革的顺利推出，新经济发展十分活跃。无论是内地还是香港，对一些新经济行业来说，上市的门槛大幅度降低，同时，中国对于房地产市场的严格调控，也使得居民客观上有加大金融资产配置的需求，目前发展直接融资，特别是把充足的流动性引导到创新型的实体经济，应该说在这一轮充足的流动性环境下，通过促进金融体系对这些代表着未来产业发展方向的新经济的融资，可以把流动性引入到促进产业转型的实体经济。

从目前的趋势看，当前应当是中国的上市公司家数迅速上升的阶段，这个过程可能会持续一段时间，如果对照欧美发达经济体的资本市场上市公司家数，就会发现在欧美经济发展的类似阶段，同样也是经历了几年资本市场上市公司家数持续上升的阶段，然后总体上保持上市公司家数的平稳甚至还因为并购和退市而下降的，相对照来说，当前中国的资本市场应当就处于上市公司家数快速上升的阶段，而目前宽松的流动性、以及新经济的蓬勃发展和旺盛的融资需求，更是促进和加速了这个趋势。

在没有实施注册制的时候，市场通常认为有形或者无形上市门槛比较高，客观上就容易形成拟上市公司的“堰塞湖”。注册制的实行，加上包括香港在内对于新经济上市门槛的灵活调整，上市速度明显加快。按照目前上市的进展，可能短则两三年、长则五六年时间，就基本可以把中国拟上市公司的所谓“堰塞湖”这个问题消化掉，这将是一个非常关键的时期。正好这个上市公司数量的快速增

长阶段，与中国的产业升级和技术创新阶段叠加在一起，加上当前国际和国内相对宽松的流动性、居民资产结构的调整需求等因素，可以预期，当前以新经济为主导的直接融资快速扩张将会持续一段时间。如果这样的趋势能保持得比较健康平稳的话，流动性比较宽松的条件，对于促进整个经济转型、防止杠杆率大幅度上升、同时用充足的流动性来支持实体经济转型来说，应该说是个比较难得的时间窗口。

在这样的背景下，资本市场和金融体系该做什么呢？提升整个金融资源配置的市场化程度，识别出新经济中对于直接融资的新需求，相应进行一些制度创新，使得上市以及整个融资制度对这些新经济公司更加友好，支持新经济公司能利用好资本市场去融资和创新。

当前，在中美经贸摩擦的背景下，市场十分关注中概股回归，实际上这两者之间具有一点时间上的巧合，即使没有中美经贸摩擦，许多新经济公司为了拓展亚洲和中国市场，也有强烈的回归的动机。与此同时，实际上在中概股回归的同时，依然有不少的公司踊跃到美国市场上市，2020年以来中国到美国资本市场上市的家数和融资额依然保持高速增长。这说明新经济公司是受到全球资本市场关注的，也说明至少在资本市场方面，全球各国依然保持着密切的联系。

与此同时，大量美国的中概股到香港上市，除了拓展亚洲市场更为方便外，也与两年前香港市场推出的面向新经济上市融资的上市制度改革直接相关。当时香港推动面向新经济的上市制度改革，就是把握了全球和亚洲正在到来的经济转型和产业升级的大趋势，全球和亚洲经济的转型动力都冀望于新经济，而新经济的融资需求、特性、风险收益偏好和传统产业有许多方面是不一样的。所以，香港在当时就新经济上市融资做了几个比较大的调整，比如生物科技公司不需要盈利，达到一定的标准之后在研发阶段就可以上市的；比如差别投票权制度或者超级投票权制度，从理论上说这些制度体现了在新经济中人力资本影响力和对公司价值贡献的认可；比如说以全球化的布局时进行第二上市。这些方面的改革为新经济融资提供了条件，而正好这次中概股回归的主体主要是一些新经济公司。

总之，无论是全球还是中国市场，目前是一个流动性充足的环境，中国的金融体系相对来说还处于较为正常的区间，欧美主要经济体已经进入到零利率甚至负利率阶段。对于中国金融体系来说，为了应对新冠疫情的冲击进行适度的经济

刺激是需要的，但是因为刺激政策导致宏观杠杆率上升快的情况下，也要适时微调宏观政策，防范杠杆率过快上涨带来的风险。加快发展直接融资，调整融资的结构，特别是把这些充足的流动性通过适当的融资制度创新，把它引入到新经济领域，这不仅能够优化融资结构和控制杠杆率上升，还能够推动产业转型和技术创新。

如何看待稳增长，稳杠杆之间的关系，以及它们与构建国际国内双循环的关系？

第一，数字化程度的提升淡化了国际和国内循环之间的界线，客观上为中国推进数字经济领域的全球化提供了新空间。

这一次疫情给经济体系带来了结构性的变化，其中最为突出的就是数字化的加速。原来可能需要长时间培育、迁移的数字工具使用习惯，因为疫情的倒逼和推动，却在短时间内实现了大规模的向数字化的转移。数字化加速实际使得内循环和外循环之间原来一度十分清晰的划分界线变得模糊了，也使得原来难以进行跨境贸易的一些产品在数字化平台上就变得可行。可以说，数字经济时代，在一个数字化平台上的经济循环，许多天然的就是全球化的供给和需求的循环。比如我们以前开会，要到一个指定的场所，路上要花很多的时间，现在则无论在什么地方，通过常用的视频会议系统，都能够实现这个国内和国际的互动循环。我理解当前促进国内和国际循环的重点，是要激发内需潜力，特别是在外部需求有可能下降的情况下，强调内循环的带动作用，促进消费和产业升级。但不容忽视的是，这次疫情带来数字化的加速，实际上更多地促使经济内循环、外循环融合在一起。

第二，当前强调稳增长，稳杠杆，“稳”的意思，对于增长来说，主要就是增长有下行的压力；对于杠杆来说，就是前一阶段刺激政策带动杠杆上升速度比较快，需要做出调整。通过加杠杆，刺激增长，对冲疫情的影响和贸易摩擦冲击，在当时的条件下是有必要的，但是现在也有必要考虑逐步把非常态的政策逐步常态化。下一步宏观政策要促进国际国内双循环、稳增长、稳杠杆，其政策的着力点，需要放到国内外种种因素叠加导致的经济运行的不平衡方面。

首先，要关注经济复苏中的消费和投资的不平衡，市场寄予国内消费很大的希望，但从统计数据观察，目前国内消费的增长并不是那么强。从部分电商的数

据可以观察到，一二线城市的消费恢复得比较强，三四线及以下依然较弱。由此得到的一个推论就是，不少在中小企业就业的人群受到的冲击较大，居民收入下降，消费能力下降。如果这个不平衡不纠正，不有针对性地对这一部分受到冲击的人群进行救助，就想刺激这部分人群的消费，其实是很难的。

同时，要关注经济复苏中的制造业、服务业的不平衡，制造业恢复得比较快，服务业恢复得比较慢；金融业与实体经济的恢复不平衡，金融业、特别是资本市场的恢复很快，实体经济恢复得相对比较慢；而按机构规模来分，大机构、国有、龙头企业恢复得比较快，民营、中小企业恢复得比较慢。

所以，从目前经济复苏的数据看，应对疫情的宏观政策产生了积极的效果，经济在稳步复苏，但是这种复苏也出现了很多的不平衡。当前的宏观政策要想实现经济内外循环之间的协调，就要着力去校正这种经济复苏中出现的种种不平衡。我们也经常对比海外发达国家和中国应对疫情的种种政策举措及其成效。中国的应对成效大家有目共睹，效果显著，控制措施非常得力。和刚才几个不平衡对照起来看，从经济政策角度来看，和发达国家应对来比，我们在疫情应对方面是成功的，不过，在经济应对政策上是否还可以做得更好？比如美国等国在应对疫情上缺少有力的举措，重点是在补消费上，补受到冲击的中低收入阶层的收入。现在美国市场上，一些中低端劳动者往往还并不一定愿意去就业了，因为就业拿的工资还不一定比在家里不干活收的补贴多。在维持中低端需求方面，美国投入的资源规模大，相对来说是维护得比较好的。而中国非常重视生产环节的恢复，很快供给端的生产恢复就跟上了；美国相对来说供给端恢复慢，在需求端、特别是在中低端阶层的收入补救措施着力较多。中国在疫情应对上做得非常出色，在经济政策上，还需要进一步把资源补到弱势的群体、企业和产业，应对疫情的救助如果不落实到具体的群体、产业、区域，就很难产生实际的应对效果，这一点在各项消费数据的恢复等方面是可以观察到的。

从当前经济复苏过程中的消费数据的分化观察看，中低端就业、中小企业、三四线城市受到的冲击不容忽视，在消费端的统计数据中是可以观察到的；从就业来看，服务行业受到的冲击比较大，中小企业受到的冲击比较大，我们有机会得到一家网络电商机构的数据，从这些小额信贷样本数据观察，在应对疫情的过程中，小微企业能拿到优惠贷款扶持的比例是很有限的，往往需要扶持的群体和

企业甚至在银行里都没有账户，你怎么给他优惠贷款支持？中国的金融体系，在大型金融机构和小微企业服务网络之间，还需要多种形式的对接。

目前讨论国内循环和国外循环，主要是谈商品贸易，实际上在当前的经济环境下，货币循环也是当前促进国际国内良性循环的重要方面，不容忽视。现在全球主要的经济体基本进入零利率甚至负利率阶段，全球范围内的负利率资产规模在不断提高。相比较而言，中国还处于相对正常的货币政策空间，这个并存的情况可能会持续比较长的时间，这应当说是中国的货币政策的优势，相对政策回旋余地更大。这就为中国再一次抓住机会，推动金融开放，吸引国际资本，提升人民币国际化水平提供了一个重要的时间窗口。中国在推动人民币国际化方面，基本上是由市场驱动的思路，市场有需求时就顺势推动。上一次人民币国际化的加速背景是2008年美国次贷危机动荡的时候，国际市场客观上需要相对稳定的货币，所以当时中国当时从贸易计价领域及时开始推动，产生了明显的成效。当前，美元、欧元等这些主要国际货币大规模的、甚至无限制的量化宽松带来了国际市场的隐忧，这种大规模的量化宽松实质上是利用国际货币的独特地位，由全球这些国际货币资产的持有者分担这些国家的经济调整成本。中国当前的货币政策处于相对正常区间，与零利率、负利率的欧美利率环境并存的格局又为推动人民币国际化提供了良好的条件，使得国际投资者有更强的动机持有人民币计价的资产。

吸引国际投资者持有人民币资产，总要有有一定的激励机制。2008年时，有批评说，有些国际投资者当时就是要套人民币的利差和汇差，确实当时有一部分投资者持有人民币是为这个目的，但是这也为人民币的国际化提供了很多流动性和现实的需求，促进金融机构把当时人民币国际化所需要用到的金融基础设施初步建立起来。但是总体看，人民币在国际货币体系中的影响虽然取得了长足的进展，但是占比还是相当有限。人民币在国际货币基金 SDR 货币篮子里的占比现在占到了 10.92%。与此对照，经过这么多年不断的开放，外资持有人民币金融资产的占比依然非常的低，债券市场可能相对高一点，整个金融市场就百分之二点多。当前，要利用这个对人民币有力的货币环境，完善支持人民币国际化的金融基础设施，提升人民币在国际支付、投资、计价中的占比，提升外资持有人民币计价资产的比例、规模，这也是为对冲金融上的脱钩提供了一个很好的增长空间。

从更为宏观的角度观察，前几年成功推出的沪港通、深港通、债券通，打通了国际投资者投资中国市场的便捷通道，现在看起来实际起到了金融挂钩的作用，把国际资本和中国市场更为紧密地联系在一起。现在的货币环境，可以说又是一个强化金融挂钩的时期，也是中国的宏观政策中一直强调的高水平开放的重要领域，通过这种开放来对冲脱钩。这应当也是内循环和外循环很重要的内容，在中国金融市场的规模已经达到相对大的规模的今天，不能总是把国内循环、国际循环的讨论停留在商品领域，而是要把金融资源内循环和外循环的良性互动作为整个国内外互动的一个非常重要的方面。

## 毛振华：财政政策应在救助企业方面发挥更大作用

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛  
(CMF) 联席主席、中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛 (CMF) 宏观经济热点问题研讨会 (第 12 期) 上的发言

### (一) 宽信用下实体经济融资改善，但仍需要关注结构性问题与风险

本轮疫情冲击下的信用宽松，在一定程度上延续了 2018 年下半年以来的宽松政策。自 2018 年下半年起，中美博弈背景下宏观政策重心已经有所调整，从以防风险为主调整为以稳增长为主，提出了“六稳”的政策目标，今年又进一步提出了“六保”。这说明在疫情冲击导致经济面临更加严峻的下行态势的情况下，稳增长重心进一步下移。从宽信用效果来看，信贷、债券、股票市场融资都有所改善。但值得注意的是，我们仍然需要关注其中的结构性问题与风险。

从信贷市场融资来看，政策在直达实体经济方面做了很多工作，在支持中小企业方面很有成效，为很多企业尤其是在疫情之下稍微有些困难的中小企业赢得了喘息的时间，这是很重要的。但是，我们也必须看到其中的问题，从目前来看，很多贷款是借新还旧，甚至宽信用提供的资金反而导致企业存款增加，并没有形成实际生产力。对于银行来说，把控风险是第一位的，宽信用所蕴藏的风险隐忧依然存在，我们对于银行惜贷要客观看待。

债券市场也走出了较好的行情，融资放量增长，融资成本有所下降。但是，我国债券市场发债门槛较高，比较优秀的企业（信用评级 AA 及以上）才能获得发债资格，导致大量需要资金的企业难以发债融资。同时，宽信用下民营企业信用风险释放仍然处于高位，民企信用等级下调或列入负面观察名单的情况频现，给民营企业的生产经营和市场地位带来了更多挑战。

股权市场融资与债券市场融资有很大不同。债券市场融资以国有企业、政府融资平台为主，上半年包含融资平台在内的国有企业融资占债券市场新增融资的比例接近 90%，而民营企业占比仅为 10% 左右，但股权融资市场新股发行的主体是民营企业。在宽信用的重要窗口期，要考虑怎么让以新经济、民营经济为主的这部分企业在资本市场扩大股本。我把股票市场分为两部分，一部分是扩股型的，包括 IPO、配售股份、增发股份；另一部分是炒作旧股。炒作旧股只是投资者之

间的游戏，即使价格再高也没有为实体经济带来很多资金，对企业运转、新经济发展来说价值没那么大，当然，如果二级市场氛围好的话，也使得企业能更容易地扩股。而扩股型的股票市场融资能为实体经济注入资本，因此应该加大企业增资扩股力度。

## （二）注重政策调整，财政政策应在救助企业方面发挥更大作用

我们这次量化宽松政策和 2008 年相比有一点很大的不同。本次信用宽松虽然追随了全球其他主要经济体的量化宽松步伐，但从节奏和力度上更有节制，这主要是出于防风险的考虑。2008 年的时候我们债务基数比较低，虽然中国并没有发生经济危机，但采取的刺激经济的手段比发达经济体甚至更为激进、力度更大。现在我们是在高债务基础上进一步地宽松，政策稳增长所面临的债务约束加大。从长远来看，疫情终将过去，我们还是要回归常态，我们的高债务风险依然没有解除，在防风险这方面来说我们还是要警钟长鸣。

正是出于防范债务风险的考虑，我始终旗帜鲜明地反对扩大中小企业的信贷。在疫情冲击下的经济下行期，中小企业本身的经营困难就比较大，在看不到良好的市场前景、未来竞争力仍未知的情况下，扩大它们的债务就是加大它们死亡的风险。从另一个方面来说，让银行来扶持中小企业，会给银行带来更多不良资产。宽松货币政策释放的大量货币以债务的形式流入市场，不仅有可能会催生资产泡沫，还会导致企业债务快速增加。而通过企业负债来延缓风险可以说是饮鸩止渴，短期来看有效，但从中长期来看，这种效用可能是负的。

在这种情况下，要注意财政政策和货币政策的调整，财政政策应该在稳增长中发挥更大作用。今年以来，积极的财政政策更加积极，赤字率按照 3.6% 以上安排，发行万亿国债，专项债扩容，使用范围扩大，财政政策的引导作用加大。未来财政政策应该在企业救助方面发挥更大作用。过去财政政策主要用于支持大型基建项目和公益性项目，现在财政要更多地介入到对中小企业的救助中来，包括加大对困难企业的救助力度，拉动居民消费支撑企业发展，也包括对有前途的企业的扶持和帮助，帮这些企业发放一部分工资、支付一部分房租、减免一些税费等等，这都是很重要的。当前，财政政策已经朝着这个方面在调整，但力度还不够，我们财政政策的力度同其他受疫情冲击的国家比还有很大的提升空间，要进一步加大财政救助企业的力度。

### （三）完善“内循环”十分必要，需精准施策疏通需求不足“堵点”

当前关于“内循环”有很多讨论。从中国经济运行的内外环境来看，当前的情况跟2008年既有相同之处也有不同之处。一方面，今年与2008年有点类似，由于全球性危机的冲击，经济下行居民消费能力下降，居民避险心理升温、消费倾向下移，导致需求整体回落。另一方面，今年的情况与2008年又有所不同，在中美博弈的背景下，疫情之下各国经贸和人员往来弱化，美国加速拉拢其盟国与中国“脱钩”，不仅仅是中美贸易现在基本上处于非常困难的局面，中国和其他发达国家的贸易前途、前景也不乐观，这时候提出“内循环”是很有必要的。

对于完善“内循环”，问题主要还是出在需求端。中国是制造业大国，产能比较大，尽管疫情之下供给端也面临了一些问题，比如供应链和企业的开工因为疫情遇到了一些困难，但归根结底，问题主要还是出在需求端。出口受到一定阻碍，国内企业和居民的消费动力和能力又受到经济下行的不利影响。因此要完善“内循环”，关键是要疏通需求不足这一“堵点”。具体怎么做呢？金融政策要注重结构性调整，要考虑货币政策特别是信贷政策和内循环的联系，因为疫情冲击下居民收入增长放缓，企业经营压力加大，对未来预期也不乐观，单纯地靠总量政策难以支撑消费者扩大信贷、增加消费，这就需要我们要考虑货币政策特别是信贷政策和内循环的联系，做好进一步的研究。同时，从财政政策的角度来看，虽然我们在技术领域、关键制造业等“国之重器”领域和重大基础设施建设领域里还需要加大投入，但更重要的是，财政政策要考虑在中国的消费品生产和消费内循环中找到破解需求不足的方法。

当然，虽然面临多重阻力，我们仍需要坚持外循环，尤其是需要做好大宗商品的进口和国内消费品的出口等工作，做到内外循环相互兼顾。原油、铁矿石等大宗商品的供需缺口不是内循环能解决的，一定要通过进口来解决。同时，我国出口大部分是消费品。保持一定的出口才能维持我们大宗商品进口的平衡，这也是很重要的。此外，还需要通过扩大储备、扩大技术引进等方式提高企业应对外部风险的能力。在坚持外循环方面，同样也需要宏观政策的支持。

## 管清友：通过结构性改革启动内需，土地改革是重中之重

管清友 如是金融研究院院长、如是资本创始合伙人

以下观点整理自管清友在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第12期）上的发言

如何看待信用宽松下的资金脱实向虚的风险？

在对冲经济下行的过程中确实要防止资产泡沫的出现，资产泡沫在过去十几年里有过这样的教训，2009年、2012年、2014年三轮大宽松，也出现了三轮大的资产泡沫，并不能说当时出台这些政策，比如“四万亿”、“保7.5”、“保7”有什么问题，但现在看来宽松政策后遗症还是比较大的。所以，这次整个宽松政策还是采取了一个比较克制的态度，我个人认为也是完全必要的。

国际上面临贸易战、中美关系的变化，国内又面临经济下行、疫情冲击的情况，从宏观政策管理上来讲，毫无疑问要选择所谓的宽松政策对冲。但这时候容易产生资产泡沫，日本在80年代末、90年代初给我们一个很大的教训或者说是很重要的参照。现在回头研究日本那段历史有几个点是值得我们重新思考的。

第一，1985年广场协议以后，日本经济出现泡沫不仅仅是因为日元升值，很重要的原因在于它的宏观政策出现了失误，特别是宽松政策导致资产泡沫一发不可收拾，这也是我们今天必须要警醒的。

第二，在现在这种情况下，确实还是要靠结构性改革。刚才几位老师都讲得非常好，我都同意。资本市场通过实行注册制，大大降低发行门槛，加快发行速度，这其实是创造资产的过程，或者说是帮助中国老百姓更换资产池的过程。在宽松的流动性政策这个背景下，尽管我们流动性释放程度比美国、日本差得远，甚至说在国际上出现所谓流动性价值洼地效应或流动性洼地效应，但是相比国内的经济下行，流动性去处不多，而且必然会产生脱实向虚的情况。疫情冲击这么大，企业受到的影响这么大，银行的放贷包括PE/VC这些机构的投资都是非常谨慎的，但是流动性总要有个去处。刚才几位老师提到，资本市场，特别是股票市场其实承接了创造更多资产，承接更多流动性，通过资本市场的资源配置中枢功能去服务实体经济是非常必要的。

不光是发行的频率、发行的速度要加快，其实注册制的改革本身也要加快。现在我们的注册制还不是完全意义上的注册制，我们在交易制度上还做了很多限

制，比如仍然是 T+1 的设计，仍然有涨跌停板的设计。既然大方向看清楚了，要创造更多的资产，吸纳更多的流动性，通过这个服务实体经济，在注册制具体的设计上也可以更大胆一些。当然，这个问题是有讨论的，如果实行 T+0，如果取消涨跌停之后可能导致巨大的市场波动，这是现在大家比较纠结的一个问题。

第三，结构化改革不只是来自于资本市场领域，我们现在把数据这些也都列为所谓的生产要素。但我个人认为结构化改革非常重要的一环其实是来自于土地。而土地这个问题，确实有意识形态和很多认识上的问题，目前国内主要是两种观点，我个人还是建议，土地改革力度和步子要更大一些，或者说不仅仅是形成城乡土地市场的统一，而且在土地产权、法律上要做一些变动。我们知道，农民群体在过去 70 年里是一直做贡献的，过去前 30 年通过工农业剪刀差，农业给工业做贡献了；后 40 年，实际通过城乡土地剪刀差，农村给城市做贡献了；现在既契合当前的生产要素改革，同时也符合启动内需的需要，把土地产权做彻底的变革，可能已经到時候了。现在反思我一开始提到日本当年在宏观政策上的失误，他们出现这样的失误也是不得已而为之。日本当时的选举制度以及大量财阀对政治的影响，导致日本政府所采取的宏观政策极其有限，宏观政策施政的空间非常闭塞，所以才出现了日本的房地产和股票市场上出现两大泡沫，最后不可收拾，失去了 30 年。

从改革的深度、广度和潜力来讲，确实还是很大，刚才大家说资本市场是非常容易做的，也能做的。基于未来长远发展，能不能在土地这样的生产要素上做更大力度的改革，实行土地产权的改革，实现城乡土地市场一体化，这其实是我们下一步真正要实现国际国内双循环格局，特别是强调以国内大循环为主体的发展格局的基础。

如何看待稳增长，稳杠杆之间的关系，以及它们与构建国际国内双循环的关系？

我认为这个话题特别有意义，也是个新提法，总书记在 5 月 14 日和 5 月 23 日分别讲了这个话题，而且一次比一次讲的递进，这次我们的报告也提到这个。现在我从双循环格局说起。双循环格局是基于国际国内形势做出的一个新判断或新论断。如果说国际上格局持续深化，可能双循环，特别是挖掘国内循环的潜力也是我们不得不去做的一件事情。当然，构建国际国内双循环的格局也不是关上

门搞建设，国际大循环仍然是需要的，仍然是要坚持高水平对外开放的发展态势。

即便是没有中美关系的变化，没有所谓逆全球化的趋势，我们挖掘国内循环的潜力也是非常必要的。毕竟就像领导人讲到的，我们现在国内面临发展方式的转变、面临产业结构的升级，同时又面临着疫情的冲击，本身整个经济就处在新常态中。按照以往的经验，像我们这种高速增长 30 年的经济体，其实平均减速期在 20 年。也就是说如果按照这个平均数，我们的减速期可能还有 10 年。最后很多经济学家测算出了不一样的结果，大概稳定在 4% 左右的速度。即便是这种情况，我们充分发挥国内的潜力也是必要的。所以，构建国际国内双循环格局并不是要关起国门，甚至很多人只强调内循环，这也是不对的，内循环和外循环应该双轮驱动。

内循环潜力巨大。加入 WTO 以后，国内也做了一次启动内需、统一国内市场的重大改革。印象比较深的是，那时候全体领导干部都要学习有关世贸组织的相关法律、金融知识、各种地方保护主义。现在距离那时候也有 20 年的时间了，国内统一市场的建设潜力还是比较大。我认为包含几方面：

1、监管、管制、管理的法律法规统一。现在法律法规上看似统一但实际各地执行的尺度、力度是不一样的。这种统一其实是非常必要的。

2、充分地降低跨区域的物流、交通、企业运营成本。很多地方物流交通的差异非常大。

3、这也是提升我们整个发展质量，所谓提质增效必须要走的一个步骤。

所以，从国际国内双循环格局角度来讲：第一个关键词就应该是“统一市场”。第二个关键词比较重要的还是“启动内需”。启动内需这一次不是简单地发消费券这么简单，一定要通过结构化的改革，特别是生产要素的改革。这里涉及到土地、资本、劳动力、技术、数据，其中土地和资本的改革又是生产要素改革当中的重中之重。第三个关键词比较重要的是“基础设施的升维”。现在我们讲“新基建”、“数字基建”其实就是基础设施的升维。美国在 80 年代的时候，里根总统执政时期，他们经过一轮数字信息高速公路建设，这为 90 年代之后出现的经济繁荣奠定了非常好的基础。我们现在也面临这种基础设施的升维，从原先民间的说法“要想富先修路”，到后来各个省都普遍建立了比较完善的高速公路；再到上一次全球金融危机以后我们高铁的迅速发展，在基础设施升维过

程中，产业链会出现重构，区域的经济布局会发生变化。当然，这当中也意味着企业家的机会。在双循环格局构建当中，基础设施的升维是比较重要的。而这一轮基础设施的升维主要特点就是数字基建或者说是数字经济，特别是疫情冲击以后，数字经济或数字基建的升维更加迫切。

疫情之后，我们提出“两新一重”，所谓新基建、新型城镇化建设、重大工程建设，这里面包括了基础设施的升维。长远来看，构建国际国内双循环格局确实让我们到了新的发展阶段，能不能把这个事情顺畅地做好，直接涉及到未来我们几十年的发展态势。

最后再补充一点，关于短期政策问题，涉及到稳增长和稳杠杆的关系处理问题。确实，为了稳增长可能会在现在牺牲掉过去几年所谓降杠杆、稳杠杆的一些成绩，恐怕短期之内也很难做到完美的平衡，只是说我们在经济下行、疫情冲击之下，杠杆有了一个很明显的提升以后，确实要防止债务风险、金融风险，特别是资产泡沫。

从另一个维度来讲，我觉得稳增长不光是财政政策、货币政策的宽松、对冲，还是要帮助这些困难企业、困难群体。我自己感触比较深的是财政政策帮助这些弱势群体，脆弱群体，帮助中小企业力度还可以更大一些。另一方面，财政和税务部门可能现在压力也比较大，财政支出刚性特点是比较强的，从国家宏观管理部门来讲，能不能平衡好这一点，特别是你一方面是在帮助弱势群体，帮助中小企业，另一方面发现税收征管、稽查非常严格，甚至比以往严格得多，他可能比以前交的税更多了，这样政策就有点反向。今年上半年个人所得税的增长幅度是非常大的，如何平衡好这种关系，在稳增长、稳杠杆以及稳消费这几方面平衡好，其实需要从长计议或统筹来安排的，不要出现“政策绑架”的情况。

## 刘煜辉：打造智慧城市，新型生产要素不可或缺

刘煜辉 中国社科院教授，天风证券首席经济学家

以下观点整理自刘煜辉在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第12期）上的发言

如何看待信用宽松下的资金脱实向虚的风险？

用超级宽松的流动性政策去对冲经济的不确定性上升，必然会带来相应的副产品。对此大家都很清楚，因为我们不只一次经历过这样的场景，关键在于如何引导。经济中间的 ROE（资产回报率）水平是由经济众多结构性因素所决定的，如果不推动结构性改革，ROE 在短期内要出现回升是很困难的事情。如果政策重心放在需求端，需求端迅速拉升，形成正向产出缺口，对应的只能是通货膨胀快速回升。逆周期政策对应的都是货币信用，就是需求的扩张，短期货币信用剧烈的投放，可能很快拉升起“三驾马车”。

复工复产之后，大家也看到中国经济三驾马车的 V 型反转，但对经济结构性因素所决定的 ROE 低迷，短期内是难以克服的。政策重心放在需求端，需求端迅速拉升，形成正向产出缺口，对应的只能是通货膨胀快速回升。用超级宽松的流动性政策去对冲短期内释放的大量不确定性必然产生负向的成本，也就是通货膨胀和资产泡沫上升得很快，也包括我们提到的资金脱实向虚的问题。从数据上也看得很明显，M2 增长是非常显著的，增速从年初的 8.4% 一直拉升到 11.1%；而 M1 的恢复是相对疲弱，这两者之间形成了巨大反差，所以货币必然流向资产类的方向，也就是说短期释放的超宽松流动性一定会冲击资产价格。

过去的经验教训告诉我们，这样的对冲会造成大量的资金直接冲击房地产市场，房地产市场蠢蠢欲动，我们这次也看到了这样的苗头。但中央决策的反应过程，经过这么多年的磨砺应该日臻成熟。这次房地产市场很及时出台一系列政策的调整，包括近期韩正副总理主持召开的房地产工作座谈会，背后其实是货币信用政策比较灵敏、比较及时地转向和调整，无论是微调还是接下来在方向的调整，我们都可以看到政策调整的灵敏度比之前有了很大的进步。

更可喜的是，我们可以看到更积极有为的政策转向，把房地产的大水，转换到内循环为主体的“水大鱼大”。在 2018 年年底，中央改革顶层设计确立了资本市场“牵一发而动全身”的战略地位，把资本市场改革确立为五大要素市场改

革的枢纽，这个定位是非常重要的制高点，过去的两年中国经济改革最浓墨重彩的一笔，把资本市场给激活了。今天中国股票市场的广度和深度，早已经不是2015年那个股灾频发的市场了，经过两年资本市场的基础制度改革，取得了长足进步。事实上的注册制践行，使得新经济、新产业、新技术实现资本化的成本显著地降低。甚至带动着全社会的财富观的悄然转变，全社会资源配置开始从金融地产向新型资本形成（技术资本、智力资本、知识资本）转移。事实上，就全社会资源配置而言，我们已经隐约感受到可喜的变化，全社会的财富观在发生悄然的变化。特别是对年轻人来讲，如果在实体经济中实心做事，实心干科研，做出一个靠谱的项目，按照今天资本市场注册制游戏的规则、运行的规则，在3-5年内完成资本化，实现经济系统对个人技术资本、人力资本、智力资本的价值认同、实现个人的财富，都是看得见、确定性的事实，这直接冲击过去20年房地产经济所形成的强大房产财富观的惯性导向。

对于家庭来讲，一个繁荣、活跃、有广度和深度的资本市场也会对家庭整个新增财富的配置起着决定性的改变和影响。家庭会减少对房产的配置，更多地把闲余资金转移到权益资产的方向。中国股权投资大时代的序幕已经拉开，我们站在危机的端口面临诸多的问题，如果强力地推进技术制度深层次的结构改革，就能够化危为机，抑制系统产生的不利因素，极大地激发系统中积极向上的因素。这次我们看到了这样积极的变化，资本市场的改革功莫大焉。

如何看待稳增长，稳杠杆之间的关系，以及它们与构建国际国内双循环的关系？

以内循环为主体，内外循环搭配的新格局是当下中央决策最重要的判断，在这背后体现的是一种底气。面对百年一遇的严峻外部环境，在“脱钩”的大背景下，中国最高决策把控整个局面的一种能力，是对治理能力的一种底气。

从2018年美国发动贸易战开始，逆全球化的逆流不断地升级。之前我们处于被动承受的状态，很长一段时间都在承受脱钩的压力。站在今天这个时点，之所以领导层敢于提出以内循环为主体，内外循环搭配这样新的判断，是源自对中国当下能够与美国博弈长达三两年过程中一种经验总结，是源自对自己治理能力显著提升的信心，这个底气来自于强大内循环的形成。内循环的形成很大程度上依托于信息革命和互联网革命。用国内的超大规模市场把我的1到10，10到100

的关键产业链养起来，哪怕短期承受技术降维的打击，你有芯片，我有“云”。云在青天水在瓶，领导心中有个“水大鱼大”的故事。

互联网的国运。中国在过去十年中投入巨资打造了一张经济网络，实现了物联、数联、智联，万物连通形成巨大的数据海洋和场景世界，使得中国经济发展生态空间发生了根本的变化。2019年9月特斯拉上海超级工厂投产至今，股价从250上涨到近1800的传奇表演，可见中国水大背后的中国溢价。

总书记在去年12月16日《求是》那篇文章中间已经提出“我国经济发展的空间结构正在发生深刻变化，中心城市和城市群正在成为承载发展要素的主要空间形式”。所以，中央决策现在明确提出，要打造中心城市群、核心都市圈、卫星城的概念，如果这个导向能够取得积极的进展，能够为中国创造巨大需求空间。长三角、大湾区、中部的长沙、武汉，西部的成渝，是今天中国最有潜力的资本密度提升的区域经济体，新基建在这些区域发力将强化中国经济韧性。在传统的城市概念中，水、电、煤气这些是一个城市生存和发展不可或缺的基础设施和基础要素，未来智能供应链、智能物流就会变成成为智慧城市不可或缺的组件。

如果中国能够做好这个方向，坚持以内循环为主体，通过国内激发出巨大的内需，巨大的市场，把我们面临脱钩冲击的中国强大的工业集成能力和核心产业链养起来，就能够在未来G2长期脱钩的博弈中找到更有利于中国的新均衡点。

这个判断是我对当下中央决策内循环的一个理解，这也是我们为什么对于传统经济增长速度以及杠杆存在焦虑或忧虑的原因。从决策角度来看，我个人认为是在下降的态势中，对治理能力的底气在显著提升的过程。



把脉中国经济 传递中国声音  
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

