中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 9 月 8 日　　2020 年第 36 期（总第 305 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：周景彤　中国银行研究院
　　梁　斯　中国银行研究院
电　话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤
联系人：叶银丹
电　话：010 - 6659 6874

＊　对外公开
＊＊　全辖传阅
＊＊＊　内参材料

如何实现稳增长和防风险的长期均衡*

新冠疫情暴发后，在各项政策支持下，我国经济社会秩序持续恢复，企业乐观情绪上升，经济活动逐步回归正常。但在经济逐步转暖的同时，相关领域风险也出现抬头，防风险压力有所加大。一是稳增长资金来源渠道单一，民间资本活跃度不足；二是资金“脱实向虚”问题显现，金融套利现象抬头；三是商业银行资产质量管理难度加大，未来不良资产风险或将加速暴露；四是地方政府财政收入放缓，偿债压力加大；五是各部门杠杆率快速上升，为经济金融稳定埋下隐患。下一步，在稳增长的同时，要合理把握政策节奏，严防各类风险点，实现稳增长和防风险长期均衡。第一，坚持逆周期的政策调控思路，把握政策节奏，做好市场预期管理；第二，以市场化手段拓宽资金来源渠道，提高民间资本活跃度，激发经济增长内生动力；第三，提高政策精准性和监管有效性，引导资金流向，防止资金“脱实向虚”；第四，多措并举助力商业银行做好资产质量管理工作，防范不良资产集中暴露风险；第五，增加国债发行规模，适度提高中央政府杠杆率，拓宽财政资金来源。

如何实现稳增长和防风险的长期均衡

新冠疫情暴发后，在各项政策支持下，我国经济社会秩序持续恢复，企业乐观情绪上升，经济活动逐步回归正常。但在经济逐步转暖的同时，相关领域风险也出现抬头，防风险压力有所加大。一是稳增长资金来源渠道单一，民间资本活跃度不足；二是资金“脱实向虚”问题显现，金融套利现象抬头；三是商业银行资产质量管理难度加大，未来不良资产风险或将加速暴露；四是地方政府财政收入放缓，偿债压力加大；五是各部门杠杆率快速上升，为经济金融稳定埋下隐患。下一步，在稳增长的同时，要合理把握政策节奏，严防各类风险点，实现稳增长和防风险长期均衡。第一，坚持逆周期的政策调控思路，把握政策节奏，做好市场预期管理；第二，以市场化手段拓宽资金来源渠道，提高民间资本活跃度，激发经济增长内生动力；第三，提高政策精准性和监管有效性，引导资金流向，防止资金“脱实向虚”；第四，多措并举助力商业银行做好资产质量管理工作，防范不良资产集中暴露风险；第五，增加国债发行规模，适度提高中央政府杠杆率，拓宽财政资金来源。

为缓解新冠疫情冲击，今年以来财政政策、货币政策持续发力，逆周期调控力度不断增强，但在经济持续复苏的同时，部分领域出现了风险苗头。2020 年 7 月召开的中央政治局会议指出，要完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。中央已将防风险提升至与稳增长同等重要的位置上。未来，在坚持稳增长基础上，要加强宏观调控的协调配合，提高政策效率，推动防风险工作的落实。

一、稳增长仍是未来我国经济工作的重心

疫情暴发后，我国采取了严格的隔离防控措施，避免人口大规模流动和聚集，在阻止疫情扩散的同时也导致社会需求和生产大幅受限，投资、出口、消费短期内出现全面下滑。为缓解疫情防控对企业生产及居民生活带来的影响，切实纾困实体经济，各部委相继出台多项措施，助力疫情后的复工复产工作，推动社会经济活动尽快回归正轨。在多项政策支持下，我国经济运行逐步转暖，社会生产生活秩序陆续恢复。2020 年二季度，我国 GDP 增速实现由负转正，同比增速由一季度的-6.8%增长至二季

度的 3.2%，呈现快速回升态势，宏观调控政策取得了积极效果。二季度，除住宿和餐饮业、租赁和商务服务业以及其他服务业受疫情影响较深外，其他行业增加值均实现正增长。从全球范围看，我国是首个恢复正增长的经济体，这为许多饱受疫情困扰的国家带来了希望，也为世界经济的复苏增添了信心。

从长远看，全球疫情“大流行”何时减弱和消除，全球经济内生动力不足，中美关系受经贸摩擦、美国大选及其他非经济因素的影响程度等，这些都为中国经济带来了变数。因此，持续推动“六稳”“六保”政策落地，推动经济持续复苏，切实做好稳增长工作仍是未来一段时间我国经济工作的重心。

二、金融风险苗头显现，“防风险”压力有所上升

在推动经济复苏的同时，宏观调控政策带来的负面效应开始显现，金融风险再度抬头。各部门杠杆率快速上行，金融套利和杠杆交易导致资金“脱实向虚”，防风险压力有所加大。

（一）稳增长资金来源渠道单一，民间资本活跃度不足

宽松货币政策能够在短期内迅速见效，推动经济尽快走出困境，但经济的行稳致远不能仅依赖货币政策刺激，需要市场化行为推动才能确保经济复苏后的可持续增长。从全球范围看，货币政策普遍面临效果有限的问题，同时货币条件的持续宽松会成为金融风险暴发的诱因，因此必须依靠自发性经济活动的恢复。疫情过后，我国稳增长的资金主要来源自银行信贷和财政资金，市场化资金来源相对不足，民间资本活跃度不高。一方面，信贷融资会推高杠杆率，加重企业还款负担，若经济无法有效回暖，受制于风险偏好及资本约束等问题，银行信贷投放意愿可能会有所下降。2020 年 7 月份，货币供应量同比增速由 3-6 月份的 11.1%降至 10.7%，小幅下降 0.4 个百分点。另一方面，政府支出也受到财政收支压力的束缚，基建投资等领域的资金筹措仍是重点需要解决的问题。2020 年上半年，民间投资增速比全社会固定资产投资增速低 4.2 个百分点，除湖南、浙江等省外，其余近 20 个省份民间投资增速仍为负增长，而民间投资占我国固定资产投资的比重长期保持在 60%左右。为此，国家发改委等部委表示要

进一步完善民间投资环境，为民间投资提供更多的市场化机会，并同步出台了一系列支持措施，放宽民间资本在部分行业的准入门槛。考虑到民间投资是稳投资的重要力量，当务之急是进一步优化市场环境，尽快恢复民间资本的信心，拓宽稳增长的资金来源，增强经济发展的内生动力。

（二）资金“脱实向虚”问题再现，金融套利现象抬头

第一，部分城市房地产市场再度升温，土地交易量连创新高。疫情发生后，各界普遍预期房地产市场将遭遇寒冬，但部分城市房地产市场却逆势上扬。一、二、三线城市百城住宅价格指数环比增速由 2020 年 2 月份的 0.01%、-0.38%、-0.24%上升至 7 月份的 0.33%、0.52%和 0.37%。部分城市如深圳、银川、西宁等房价出现明显上涨，深圳房价涨幅更是突破了两年以来的涨幅纪录。2020 年上半年，深圳房价较 2019 年底上涨 15%，其中二手房共成交 4.4 万套，同比上升 41.2%，涨幅明显。为此 2020 年 7 月政治局会议再次重申了“房住不炒”的定位。另外，2020 年上半年，我国土地市场成交额持续上升，北京、杭州、上海、广州突破千亿元，50 个大城市土地收入总计 2.29 万亿元，同比涨幅 17.3%，38 个城市超过 200 亿元，58 个城市超过百亿元，刷新历史记录。在实体经济遭遇寒冬的情况下，房地产市场的火爆反映出当前存在资金“脱实向虚”问题，资金过度向房地产集中不仅将对金融稳定和经济复苏带来潜在影响，而且还会进一步压缩实体经济发展空间。

第二，贷款利率与理财产品收益率倒挂，企业持有交易性金融资产规模大幅上升。在政策支持下，企业信贷资金成本快速下降，但部分企业在获得低息贷款后，并未直接从事生产经营活动，而是通过购买理财产品或结构性存款的方式进行套利，资金空转问题再次抬头。自 2020 年 2 月起，一年期贷款市场报价利率（LPR）长期低于同期限理财产品预期收益率，且部分时点存在较大价差，部分企业存在利用低利率贷款获取无风险收益的条件。根据中国人民银行公布的数据，2020 年 6 月末，一般贷款中等于或低于 LPR 利率的贷款占比近 30%。从企业情况看，A 股上市公司近年来交易性金融资产规模处于不断上升态势。尤其 2020 年一季度，400 家上市公司交易性金融资产规模与 2019 年末相比大幅上升约 3100 亿元，说明部分企业存在利用低成本资金购买金

融产品获取收益的现象[1]。

第三，货币市场加杠杆现象抬头，期限错配问题突出。为缓解疫情冲击，防范流动性风险，央行持续加大流动性投放，货币市场利率快速下行，在资金环境相对充裕的情况下，市场套利空间增大，货币市场出现明显的“加杠杆”现象。2020 年 2 月份以来，短期利率快速下行，市场融资成本迅速下降，部分金融机构利用低利率环境，采取循环拆借短期资金的方式投资中长期债券，获取票息收益，导致隔夜质押回购资金成交量（R001）迅速放大，R001 单日成交量由 2 月初的 8000 亿元左右最高上升至 5 月份的 4.9 万亿元，创下自 2017 年以来新高。央行加大流动性投放，引导市场利率下行是为降低流动性获取成本，便于金融机构扩大信贷投放力度，支持实体经济发展。但在低利率环境下，市场套利空间增大，金融机构极易出现过度的风险承担行为，通过“加杠杆”获得超额收益。这与政策目的相悖，一旦市场环境发生变化，容易引发流动性风险。

（三）商业银行不良资产风险或将加速暴露，资产质量管理难度加大

近年来，受经济增速持续下行影响，企业经营状况恶化，资金周转周期延长，部分企业生产经营面临困境，信用风险有所上升。2020 年二季度，商业银行不良贷款率为 1.94%，银行业金融机构不良贷款率为 2.1%，均创下近十年新高。近些年来，商业银行不良贷款生成速度大都有所加快。例如，五大行不良贷款净生成率自 2018 年起连续两年出现上升，2019 年达到 0.98%，接近历史高位；股份行不良贷款净生成率 2019 年达到 1.78%，已超过 2016 年的最高水平。在疫情影响下，商业银行不良生成速度势必继续加速。央行创设直达实体经济的货币政策工具、银保监会要求对企业延期付息等手段在缓解企业资金链问题的同时也将银行的不良资产问题进行了延后。2020 年 5

[1] 企业购买理财产品计入其交易性金融资产科目，交易性金融资产科目越高，企业购买金融产品的规模越大，意味着存在资金“脱实向虚”的问题。从上市公司情况看，2019 年起不少企业贷款资金成本和购买理财产品收益率出现明显倒挂，企业使用低成本贷款购买理财产品获取收益。例如亿联网络公司 2019 年平均理财收益率在 4.2%以上，但 2019 年 8 月以来新增贷款平均贷款成本为 3.2%，外加公司可获取一定的贷款贴息，贷款成本远低于公司平均理财收益率。

月以来，人民银行、银保监会均表态要警惕商业银行不良贷款上升压力。在信用风险上升、利润考核压力等因素影响下，未来商业银行不良贷款率将有所反弹，同时核销能力也将受到影响，后续资产质量管理难度或将明显上升。

（四）地方政府财政收入放缓，偿债压力加大

第一，财政收入大幅下滑，给保运转和稳增长均带来挑战。受疫情影响，各级政府财政收入面临较大压力。2020 年上半年，全国一般公共预算收入同比下降 10.8%，其中，中央一般财政预算收入下降 14%，地方一般公共预算本级收入下降 7.9%。在收入大幅下降的同时，地方政府仍然面临抗击疫情、防洪减灾、救助困难企业和家庭、发放消费券等必要支出，在支出扩大、减税降费的情况下，财政收支平衡后续将面临更大压力。为解决资金来源，部分地方政府与融资平台和国有企业通过盘活资产形成非税收入，但仍无法解决资金来源短缺的问题。此外，虽然政府专项债不断扩容，但由于专项债对应政府基金预算，不计入政府赤字，需要用于具有一定现金流的项目，不能用于必要的刚性支出。

第二，地方政府债务风险上升。2020 年是地方政府债券到期高峰，且主要偿债压力集中在下半年。2020 年，地方政府债券共到期 2.07 万亿元，比 2019 年增加 7605 亿元，其中 2020 年下半年到期 1.44 万亿元，比 2019 年下半年增加 8007 亿元，增幅达 125%，创近年新高。我国地方政府债务问题尚未得到有效解决，在疫情影响下，收入来源受限、偿债压力上升将放大地方政府债务风险。

（五）各部门杠杆率快速上升，为金融稳定和经济稳定增长埋下隐患

在宽松政策刺激下，各部门杠杆率出现明显上升。居民部门、非金融企业部门和政府部门杠杆率由 2019 年底的 55.8%、151.3%、38.3%上升至 2020 年 6 月末的 59.7%、164.4%、42.3%，分别上升 3.9、13.1、4 个百分点，尤其非金融企业部门杠杆率出现明显上涨。疫情冲击下，为应对经济收缩，杠杆率出现快速扩张属正常现象，但过高的杠杆率将对金融稳定和经济增长埋下隐患。

三、政策建议

第一，坚持逆周期的政策调控思路，把握政策节奏，做好市场预期管理，助力稳增长。一是继续坚持逆周期调控思路不动摇。考虑到稳增长仍是未来较长时期内经济工作的重点，因此要坚持逆周期调节的大方向，但也要灵活调整政策节奏，确保流动性总量、利率变化及政府支出与经济复苏阶段相匹配，避免单方面刺激，防止政策“超调”诱发金融风险。**二是把握降准、降息节奏，继续推动企业融资成本下行。**合理利用法定存款准备金率等货币政策工具，通过控制操作频率，根据经济复苏及企业融资情况择机降准、降息，推动企业综合融资成本继续下降。**三是要强化政策沟通，积极回应市场关切，做好市场预期管理。**当前，适度宽松的货币政策不宜退出，为避免市场误解政策取向，政策制定部门和监管部门需建立更高频次的沟通机制或常态化的沟通渠道，及时回应市场关切，对流动性投放信息提前向市场“吹风”，提高流动性投放的透明度，平滑金融机构流动性波动，稳定各类主体对政策的方向性判断，做好市场预期管理工作，降低政策摩擦，助力稳增长。

第二，以市场化手段拓宽资金来源渠道，提高民间资本活跃度，夯实经济增长内生动力。一是要出台更多帮扶性政策，持续推动经济环境改善。各个部门要密切配合，在增加企业融资可得性、降低融资成本的同时，要推动包括物流、审批、信息获取及传递等其他环节成本的下降，改善整体经营环境。**二是要发挥杠杆效应，撬动更多市场化资金来源，夯实经济增长内生动力。**要提高政府专项债等资金的使用效率，创新政府性基金、产业基金的设立方式，通过适度免税、加计扣除等方式，积极发挥杠杆效应，撬动市场化资金参与“新基建”等重点项目的投资建设，提高民间资本的活跃度，夯实经济增长的内生动力，推动经济尽快复苏。

第三，提高政策精准性和监管有效性，引导资金流向，防止资金“脱实向虚”。一是创新激励机制，不断提高政策精准性。继续以纾困实体经济为目标，对金融机构信贷投向进行精准把控，在坚持原有考核办法之外，采取定向降低资本充足率考核、降低抵押品条件等方式鼓励商业银行加大对普惠型中小企业的支持力度。**二是商业银行要严控资金流向，强化贷后资金管理。**商业银行对企业贷款的资金用途要严格审核，

对符合贴息政策等优惠条件企业的资质要做好把关，避免为达到监管要求而忽视资金流向，严控资金“脱实向虚”。**三是切实降低银行负债成本，防止利率倒挂。**贷款利率与理财产品收益率倒挂主要问题在银行负债成本过高，虽然近期存款利率有所下行，但幅度相对较小。建议适度放松对商业银行存款及同业负债考核的要求，缓解“存款争夺”现象，同时鼓励商业银行通过市场化的方式补充流动性，降低负债成本，带动理财产品收益率下行，防止利率倒挂带来套利空间。**四是动用“窗口指导”控制金融机构过度加杠杆。**对金融市场建立更加及时、动态的监管机制，动用“窗口指导”及时干预金融机构的套利行为，杜绝各类“加杠杆”和期限错配现象，防范流动性风险。

第四，多措并举助力商业银行做好资产质量管理工作，防范不良资产集中暴露风险。一是提前计提拨备应对资产恶化风险，同时加快核销清理存量不良。积极鼓励商业银行合理计提贷款损失准备，做好风险对冲工作，加快不良清收；提高对商业银行不良贷款容忍度，并积极提供政策便利，允许商业银行加快不良贷款核销，同时采用资产证券化、市场化债转股等方式清理存量不良贷款，防范资产风险。**二是支持银行做大信贷资产证券化规模，并鼓励相关机构适度参与二级市场交易，缓解银行后续资产质量管理难度。**资产证券化能够提高资产周转速度，优化资产结构，改善资产质量，建议放松商业银行信贷资产证券化的标准和条件，同时鼓励国有投资集团、资产管理公司等适度购买银行信贷资产、证券化产品等，通过市场化的方式盘活信贷资产周转，缓解银行后续资产质量管理难度。

第五，增加国债发行规模，适度提高中央政府杠杆率，拓宽财政资金来源。一是继续提高国债发行规模，加快财政支出力度。2020 年 7 月底，中国债券市场余额中国债余额仅占 17%，与发达国家相比差距较大。考虑到当前经济尚未全面复苏，外加市场缺乏高收益项目，专项债使用存在一定限制，建议后续继续增大一般国债或者特别国债的发行规模，适度提高政府部门杠杆率。此外，我国财政存款长期超过 3 万亿元，可考虑适度增大财政支出力度。**二是要合理确定国债期限结构，积极推动收益率曲线建设。**建议将国债发行分为“短期疏困式”国债和“长期发展式”国债，适度增大短期限国债券种，进一步完善国债收益率曲线。**三是加大长期限流动性供给，确保国债**

平稳发行。建议央行根据国债发行规模和期限，通过滚动续期的方式加大流动性，尤其是 MLF 等长期限流动性的供给，为“长期发展式”国债提供流动性支持。