太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-06-20

宏观研究报告

对经济政策的理解：功能与目标错配的角度

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email：yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

相关报告：

1.《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29

2.《全球债务观察》—2019/04/12

3.《经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市》—2019/06-10

4.《特朗普大选的隐忧：10 万条新闻大数据的启示》—2019/06/19

5.《从各国房地产税政策中探寻中国模式》—2019/07/18

6.《老旧小区改造的宏微观效应》—2019/07/19

7.《如何启动农村市场：钱、地、人的乡村振兴》—2019/08/01

8.《美国菲律普斯曲线平坦化证伪——特朗普如何结束贸易战》—2019/09/10

9.《2.5 万亿减税降费后，明年财政如何稳增长？》—2019/11/10

10.《警惕 2020 年基建投资的下行风险》—2020 年 1 月 22 日

11.《“传统基建”与“新基建”——从全国到区域的国际比较分析》—2020 年 5 月 20 日

核心观点：

报告试图从施政者的角度出发，换位思考，揣摩近期宏观经济政策的变化。

首先，传统理论认为货币政策属于总量型政策，而财政政策更偏重于结构性调控。货币政策效率优先，财政政策更注重公平。货币政策决策时滞短，显效时滞长。财政政策决策时滞长，显效时滞短。

其次，我们试图站在施政者的角度，框定两个前提认知。首先，施政者应更关注宏观的总体情况。其次，经济的固有模式在发展到一定阶段后，会进入瓶颈期，这也是经济不同周期的表现，短期瓶颈小变革，长期瓶颈大革新。进入长期瓶颈期，改革成为首要任务。在面对诸如疫情等短期影响时，首选“过活”，而不是“过热”。现在在任何一点旧有发展模式上用力，都可能形成改革的阻碍。所以我们看到了很多所谓的“新”。

结论认为，货币政策是总量型的政策，创新了结构性调控的偏好，最终引发总量型的宽松结果，再以总量型的回笼回到净平衡。财政政策是结构性的政策，易于接受总量型的调控短期效果，最终导致债务风险积累以及财政收支压力过大，长期结构性的调控政策力不从心。

对于施政的改革已在路上，一方面加快直接融资市场扩容，降企业杠杆的同时，弥补间接融资容易缺位的小微企业融资。减少货币政策的目标，减少央行施政的顾虑。一方面如总理答记者问时所言，“避免起重脚，扬起尘土迷了后人的路”，“规模性政策主要不是依赖上基建项目”。逐步降低政府投资比重，加快化解地方债务，降总体税负，逐步提高直接税的占比。

风险提示：疫情影响下的地方债务风险。

目录

一、货币与财政政策的理论功能 1
二、结构性货币政策的创新最终还是走出总量型的结果 1
三、总量型的财政政策难以持续，结构性调控已力不从心 5

图表目录

未找到图形项目表。

图 1 制造业投资与工业企业利润 ..... **错误!未定义书签。7**
图 2 民间制造业投资与投资回报 ..... **错误!未定义书签。7**

全球新冠疫情对经济的影响已甚于2008年金融危机，在应对此类全局性风险时，目光无一例外会集中于政府，集中于央行与财政两个宏观经济政策部门。就国内来看，从疫情爆发到收敛，货币政策的“悄然转变”与财政政策的所谓“不及预期”，让市场疲于捋顺、摸清政策的意图。实际上应该还是难以认可政策放慢刺激的脚步，甚至转向。因为我们有很多看似“常识性”的理由认为政策应继续宽松。市场与施政者站在不同的角度，对宏观经济政策应有不同的理解。因而此次我们试图从施政者的角度出发，换位思考，进而揣摩宏观经济政策的变化。

一、货币与财政政策的理论功能

问题的起点还是要厘清货币政策与财政政策的功能。按照宏观经济学理论，财政政策和货币政策之间主要有以下几点不同：一、货币政策的特点是有偿性、无差别性。财政政策则更具无偿性、强制性。二、货币政策归根结底是对货币供应量的调控。所谓对“价”的调控，也是对货币创造的调控。而货币供给量又决定了社会对商品的总需求，因此货币政策主要调控经济总量，属于总量型经济政策。而财政政策，无论是收入机制还是分配机制，在调控货币资金流向上都具有很大自由度。财政政策可以通过自身的收支活动，把一部分资金引导到新兴或薄弱产业上去，从而优化经济的供求结构和产业的技术结构，因此除调控经济总量外，财政政策也可以通过调整财政支出结构来影响经济结构。三、货币政策偏重效率优先，财政政策偏重社会公平。传统的货币政策调控，使用利率、存款准备金率等总量性工具，主要调控具有偿还性质的借贷资金，这就决定了货币政策更加注重提高资金的使用效率。而财政政策通过税收、公共支出、财政补贴等结构性工具对货币资金进行无偿集中和使用，调节着经济利益在各个阶层的分配。四、货币政策决策时滞性短，对经济情况反应较为灵敏。但其发挥作用与传导机制、经济环境等有较大的关系，导致其外在显效时滞相对较长。而财政政策决策时滞性长，对经济情况变化反应相对缓慢，但一旦作出决策付诸实施可以立即发生作用，外在时滞短。

二、结构性货币政策的创新最终还是走出总量型的结果

理论是诸多实践之上的共性概述，实践以理论为基础，可以有不同于理论的创新，进而更新理论。从国际经验来看，金融危机之后，一些发达经济体已将结构调控的货币政策纳入了货币政策框架之中。如美联储早期使用的扭曲操作。而今应对疫情创新的三

种新的货币政策工具（PMCCF，SMCCF，TALF），对实体经济部门和市政提供 3,000 亿美元规模的定向支持，并对流动性和信贷支持工具（CPFF，MMLF）的适用范围进行了扩充。以及与美国小型企业署（SMA）合作开设“普惠企业贷款项目”（Main Street Business Lending Program），为符合条件的中小企业提供直接贷款。欧央行同样于 2014 年在传统的长期再融资政策基础上推出了定向长期再融资操作（TLTRO），以定向支持商业银行向家庭和非金融企业放贷，引导资金通过信贷途径流向实体经济。接着欧央行又分别于 2016 年 6 月与 2019 年 9 月实施了第二轮、第三轮定向长期再融资操作。结构性的货币政策是否更具针对性的效果，因上述央行同时有量化宽松政策的实施，且相对于美国企业的间接融资渠道，直接融资更为便利。因而很难分清结构性政策的效果。货币政策宽松之下，一方面企业确实获得了融资便利。另一方面也如陆家嘴金融论坛上郭树清所说：金融体系富有韧性通常是经济强健的表现，但是当实体经济尚未重启，股票市场却依然高歌猛进、不断上涨。金融市场与实体经济背道而驰，这样的扭曲空前显著。

在揣摩我国央行的施政思路之前，我们有必要试图站在施政者的角度框定两个前提认知。首先，施政者应更关注宏观的总体情况。其次，经济的固有模式在发展到一定阶段后，会进入瓶颈期。这也是经济不同周期的表现，短期瓶颈小变革，长期瓶颈大革新。进入长期瓶颈期，改革成为首要任务。在面对诸如疫情等短期影响时，首选“过活”，而不是“过热”。现在在任何一点旧有发展模式上用力，都可能形成改革的阻碍。所以我们看到了很多所谓的“新”。有了前提，我们再将疫情以来的宏观经济政策。如果政策重点是“过活”就要把握这个度。疫情影响之下，从供给与需求两个方面看，虽然影响均甚于金融危机，但需求并没有出现金融危机前的提前性透支。需求较金融危机时是短期断崖式下滑，其恢复也会快于金融危机，因而最担忧的反而是供给端。若供给端同样出现匹配需求的断崖式收缩，在需求恢复后，结果可能是供小于求的高通胀。这样我们就进一步细化了政策的施政对象——供给端，即保企业产能、保企业运转。报企业也就保住了就业，保住居民的生活收入，进而缩短需求恢复的时间。这就有别于金融危机时的施政传导链条。我们上面说过，在面对经济发生变化时，货币政策的决策时滞相对较短，因而也自然成为首发宏观经济政策。从保供给端出发，央行先后给出了三轮 1.8 万亿的专项再贷款政策、定向降准以及引导利率下行的政策。这里面需要解释的是 MLF 利率下调，因其是 LPR 的市场化利率定价基础，所以容易被认为是普适性降息。在 MLF

创设之初，央行就表示向金融机构投放中期基础货币，是为了引导其加大对小微企业和“三农”等重点领域和薄弱环节的支持力度。因此，央行疫情以来货币“宽松”的初衷都是针对实体经济，尤其是其薄弱环节——小微企业的融资需求。出发点好的，政策效果如何?

结构性调控又叫定向调控，属于非传统货币政策，是国务院总理李克强于 2014 年首次提出并多次强调的一个概念，其实施背景是我国经济发展进入新常态后，货币政策环境和货币政策目标已经发生改变，央行为提高调控的针对性与有效性，进行补充和完善的一系列调控方式与政策工具。理论上，货币政策更偏重总量调节，而要向结构性政策靠拢且政策有效，首先要有市场化、公平化的微观主体——企业。其次，为了弥补间接融资系统的缺陷，一个发达的直接融资市场必不可少。央行同样可以通过引导发债成本下行，弥补间接融资的不足。对于上述两点，我们显然还不完全具备，因而施政者也正在做相应的努力。一方面，压住了商业银行最为青睐的房地产资产持有。扩大政府投资的发债资金运用，并引导发债成本下行，利于更多的国企通过发债融资，让出了间接融资空间。另一方面，加快直接融资市场建设，弥补间接融资系统无法有效识别小微企业风险的不足。一切努力之后，虽收效明显，但不可避免的也出现了总量调节的结果。朴素的逻辑来看，即便是结构性政策，最终还是要涉及到货币供给增加。货币供给一旦增加，就会向风险更小、收益更高的方向流动。由于小微企业或“三农”领域存在较高信贷风险，银行的相对收益较低，加之资金流向缺少有效跟踪监测，因此商业银行未必完全跟着政策采取行动，甚至可能把其他信贷包装成“三农”、小微贷款。重要的是，从长期看，如果金融机构将定向调控带来的增量资金转投其他领域，定向刺激的边际效应将不断减弱，多次政策效果的叠加必然会演变成传统的总量调控，甚至有脱实向虚的可能，最终稀释定向调控政策的效力。

疫情以来的结构性货币政策的实施已出现总量调控的结果。一季度宏观杠杆上行 13.9 个百分点，仅低于 2009 年一季度 14.2 个百分点的增长。总体上看，宏观杠杆上行有其合理性、必然性，但细化资金流向并非都合意。一、今年以来 5 年期 LPR 下行 15bp，根据 6 月 18 日，融 360|简普科技大数据研究院 2020 年 6 月中国房贷市场报告显示，2020 年 6 月全国首套房贷利率降至 5.28%，4 月 20 日后 10 城降幅超 20BP。70 大中城市新建商品住宅价格及二手房价格 2 月后环比开始上涨，某些城市甚至出现过热现象。二、北

京银保监局通过大数据监测发现，一些企业一边从银行获取贷款资金，一边把资金拿去买理财、结构性存款，或将资金违规流入股市房市。三、资金“空转”再来，监管着手压降商业银行结构性存款。易纲行长 4 月下旬在《经济研究》杂志第 3 期发文《再论中国金融资产结构及政策含义》，其中政策建议部分特别提到“宏观杠杆率出现一定上升有其内在必然性，但上升过快就会积累风险，并挤压经济长期增长的空间。综合考虑经济增长对债务融资的需求，以及防范杠杆过快上升可能导致的风险，保持宏观杠杆率基本稳定是适宜选择”。货币政策的总量调控不合意，此时货币政策偏紧信号已现。

赤字货币化的讨论与央行的“不甘心”。5 月随着两会的召开，财政刺激政策被认为即将替代货币政策发挥稳定经济增长的作用。叠加 4 月经济数据开始回暖，货币政策也乐得悄然退出。疫情之下，财政收支压力大增，需要大规模发债对冲。由此赤字货币化的争论再起。实际上对于赤字货币化的讨论 2019 年已有，财政在 2019 年实施了一轮“真金白银”的大规模减税降费，结果导致财政收支压力上升。彼时财政关起门来讨论与央行的公开反对，就有了第一回合的交锋。2020 年发债规模较 2019 年多出 3.5 万亿，赤字货币化大有不干不行的架势。可不可能？首先，要考虑人民币的国际地位是否支持赤字货币化后，增发的货币向其他国家流动，换句话说，通胀能不能转嫁他国。其次，财政纪律能不能自觉守住。第三，财政解决了自己的问题，出现了宏观经济问题央行愿不愿意“背锅”。第四，央行还有没有政策独立性。综上来看，赤字货币化完全没有必要讨论。央行虽然没有发声，却用实际行动回应了赤字货币化。连续 37 天暂停逆回购，且在最后一周投放的短期流动性资金与 2019 年同期相仿。问题是今年 5 月有近 1 万亿的地方专项债发行，达到今年地方单月净发债的峰值，较去年同期多出 8000 亿，又逢缴税大月，进而导致债券收益快速上行。央行货币政策再次被关注，也跟财政政策不及预期有关。“两会”前市场给出财政政策接棒货币政策的预期。财政政策不及预期后，市场再次认为央行货币政策还会继续发力。而站在央行的角度，在总结并扭转前期结构性政策出现总量效果的同时仍没有放弃结构性的努力。于 6 月 1 日，出台了《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》，央行将使用 4000 亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）购买符合条件的地方法人银行的普惠小微企业信用贷款，人民银行按地方法人银行实际发放信用贷款本金的 40%提供优惠资金，期限为一年。同时还出台针对普惠小微企业贷款的《延期还本付息通知》。此次央行的结构性政策能否防止总量性的结果，

有待观察。但一旦出现总量性结果，可能引发央行货币政策的全面从紧。

国常会的 1.5 万亿让利与降准。央行货币政策的错配在于本就总量性的政策配以结构性调控的目标，出现了“急放急收”的结果。6 月 17 日国常会“金融系统向各类企业合理让利 1.5 万亿”再次成为降息预期的根据。对于国常会提到的“让利”，易纲行长 18 日表示：一是通过降低利率让利。二是直达货币政策工具推动让利。三是银行减少收费让利。粗略计算，按照现有贷款余额与一般贷款加权平均利率测算，全年此部分让利约在 6500 亿左右。7 万亿普惠式小微企业贷款还本付息延期，仅付息一项又约有 4500 亿左右的让利。表外 22 万亿贷款同样有降息优惠，让利规模约在 1000 亿。因而在现有利率水平下，凑足 1.5 万亿的让利规模并不困难。关于国常会提到的降准，我们在一周前的周点评中就认为央行如果不再全额对冲 MLF，就有降准可能。一来商业银行逢半年考核，且有 1 万亿特别国债要发。与 5 月专项债发行相比，并不是央行在区别对待，实是未全额对冲到期 MLF 已回笼 5400 亿一年期资金。同时逆回购操作也较去年同期减少 4000 亿。再回到我们框定的两个前提，正如前央行行长周小川所说，货币政策可以为结构性改革提供空间和时间，但不是万能药。包括美联储前主席伯南克、前欧洲央行行长德拉吉和日本央行行长黑田东彦等也有过同样的表述。货币政策能提供的空间与时间，即不要出现大起大落，平稳的过活最合意。正如郭树清主席所言：量化宽松，进入时欢欣鼓舞，退出时可能十分痛苦。因此，我们可以认为央行有降息与降准的政策储备，但实施的方式可能是先收后放或先放后收，达到净平衡，甚至净回笼。

三、总量型的财政政策难以持续，结构性调控已力不从心

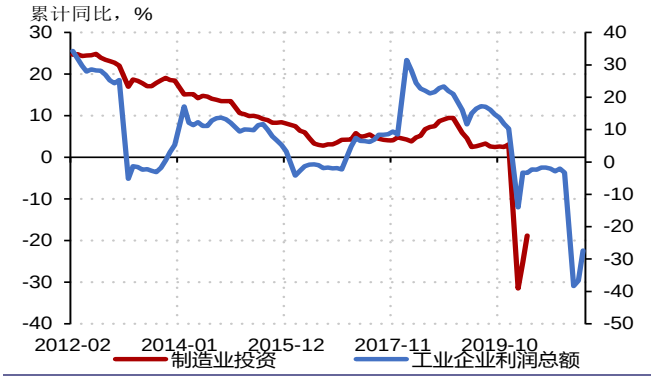
财政政策与货币政策相反，恰恰是结构性政策的功能匹配了总量政策的目标。财政宽松源于凯恩斯主义。凯恩斯主义主张政府主动干预，不应奉行年度财政平衡原则，在市场有效需求不足时，政府应采取赤字政策拉动有效需求回升。此思想与政府扩张一拍即合，因此二战以后，凯恩斯主义被更多的国家所采用。但总需求并不是可以无限提升，凯恩斯也没有解释当有效需求停滞之时该如何施政。凯恩斯主义的演变于上世纪 80 年代产生了新凯恩斯主义。新凯恩斯主义吸收了理性预期的观点，认为信息不对称导致工资与价格变动具有粘性，短期内仍会出现偏离自然失业率的现象，体现为有效需求不足。因此，短期内需求管理政策仍是必要的和起作用的。同时，新凯恩斯主义也接受供给学

派的观点，主张从长期着手、从供给方面着手来考虑经济政策。他们认为长期的财政赤字是有害的，会最终引致投资减少，导致贸易逆差的增加。因此，在重视短期需求管理的同时应更重视长期的供给侧结构调整。

与货币政策相比，财政的宽松体现在减收与增支。其可将政策细化至每一个行业，甚至每一个企业，进行更为精准的调控。所以财政本身的优势是偏重结构性的宏观经济政策。具体考虑我国的财政政策，首先要明晰我国财政的特殊性，它并不仅有一般公共预算一部分收支。不计入隐性债务筹资的情况下，加总财政四本账的收入总量约占 GDP 的比重为 40%左右，支出上大部分又属于经济职能开支，这一点不同于全球其他主要经济，可以说我国财政参与经济事务的比重较大。这一点有利的一面是财政开支稳定且有保障，这也保证了我国经济长期稳定向好。不利的一面是，偏重于结构性调控的财政政策，长期以来并没有将重心放在结构性调整，反而偏重于总量调整。金融危机后，大搞基建，稳定经济增长的同时，创造了规模庞大的政府显性及隐性债务。同时也对市场投资产生了挤出效应，且长期依赖政府投资的稳定增长，也延迟了经济发展模式问题的暴露，软化了改革的决心，推迟并阻碍的改革的步伐。行至 2019 年，我国真正意义上实施了财政结构性调控，对企业及居民采取了大规模的减税降费。最终结果来看，为企业减负的逻辑链条拉的过长，减免并不属于企业真正税负的增值税，所以是通过终端刺激需求进而为企业牟利。当然也有部分中上游垄断企业通过减税不降价，节流了减税收益，导致中下游企业受损。2019 年的减税降费也使规模庞大的财政加大了收支压力。2020 年抗疫开始，市场对财政刺激政策的呼声很高，而施政者则更看重政府债务风险。站的角度不同，对政府债务风险估计不足，导致了预期偏差。从今年的财政收支安排，更多的体现也是“过活”的思路。增发 1 万亿赤字，1 万亿特别国债，直达地方保地方政府。但还有 3.75 万亿专项债稳基建投资，拉动总需求。而如果没有社保“顾前不顾后”的助力，今年的结构性的减税降费政策真难拿出手。究其原因来看，社保暂时有 5.8 万亿结余，且社保不与其他财政账目发生收支往来，因此社保可以在不影响其他财政收支的情况下，动用结余资金。当然引申出来的问题是，社保的可持续性。今年减税降费 2.5 万亿，必须高于 2019 年的 2.36 万亿，否则说不过去。2.5 万亿里面有降社保费及其他费用占据了大部分，减税也计入了 2019 年减税的翘尾效应，还有税收延迟缴纳的部分。除中小企业外，并没有给企业继续长期减负的措施。企业利润下滑明显，非税收入及企业所得税的减收

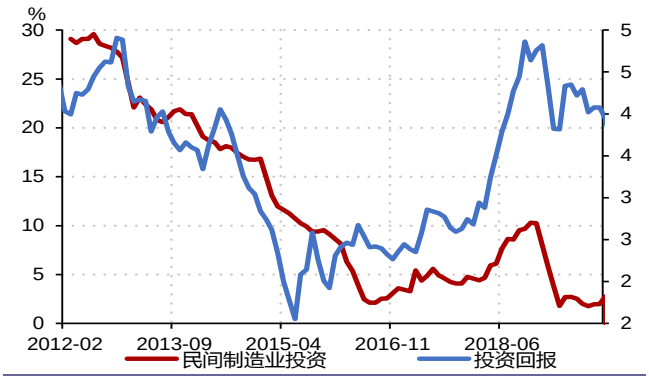
势头难回转也是一个例证。进而可能导致企业投资不振，经济稳定更依赖于政府投资。

图 1：制造业投资与工业企业利润



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：民间制造业投资与投资回报



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

长期的大规模总量型财政政策导致了政府债务的相应规模化膨胀。大规模总量型财政宽松，对市场投资产生长期的挤占效应，这就需要明确，政府的基建投资是否比市场投资更有效？这也是为什么要强调财政纪律的原因。直到 2018 年供给侧改革开始，总量型的政府投资势头才开始减弱，政府债务风险的积聚也受到了空前的重视。施政者开始重视“留的青山，赢得未来”的结构性减税降费政策。但囿于财政多年的扩张，减收可能带来的财政收支压力，一直到 2019 年减税降费才真正意义上开始实施。因此，所谓财政刺激政策低于预期，同样是结构性政策的功能错配总量型目标，导致债务风险加速累积的结果。所以站在施政者的角度，简单的说，长期改革重于一切，短期要“过活”，债务风险绝不可轻视。总量型刺激政策还能减持走多远，要重新换位思考。至于拉佛曲线支撑的涵养税源政策，恐已力不从心。

总结来看，货币政策是总量型的政策，创新了结构性调控的偏好，最终引发总量型的宽松结果，再以总量型的回笼回到净平衡。财政政策是结构性的政策，易于接受总量型的调控短期效果，最终导致债务风险积累以及财政收支压力过大，长期结构性的调控政策力不从心。对于施政的改革已在路上，一方面加快直接融资市场扩容，降企业杠杆的同时，弥补间接融资容易缺位的小微企业融资。减少货币政策的目标，减少央行施政的顾虑。一方面如总理答记者问时所言，“避免起重脚，扬起尘土迷了后人的路”，“规模性政策主要不是依赖上基建项目”。逐步降低政府投资比重，加快化解地方债务，降总体税负，逐步提高直接税的占比。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张静雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。