

宏观周报

从基础货币投放看财政融资路径

■ 核心观点

第一，自2001年以来，中国人民银行投放基础货币的方式可以明显分为两个阶段。第一个阶段是自2001-2014年的外汇占款投放渠道；第二阶段是自2015年以来至今通过公开市场操作和降准的方式投放流动性。

第二，阶段一投放基础货币方式的主要缺陷是投放比较被动。阶段二公开市场操作投放主要会带来频繁的到期和续作，以及流动性分层；降准面临的问题主要是未来法定存款准备金可能会降至零，政策空间不足。

第三，在未来降准空间不足时，从全球经验来看，央行在公开市场买卖国债可能会成为我国基础货币的投放方式。该方式具有如下优点：其一，不存在政策空间不足的问题；其二，有助于完善中国的国债收益率曲线。不过，该方式目前面临着我国国债市场数量和种类不足的难题。因此，未来货币政策的转型需要财政部发行更大规模以及不同期限的国债产品进行配合。

第四，值得指出的是，央行在公开市场买卖国债与当前市场热议的财政赤字货币化存在较大差异。

第五，我们认为在当前政策环境下，国债的发行仍应该以向商业银行、保险公司等金融机构通过市场化的方式发行。如果国债的发行带来显著的挤出效应，如导致利率大幅上升，那么央行可以通过公开市场操作或者降准等方式提供流动性支持。

本周市场重点

自2001年以来，中国人民银行投放基础货币的方式可以明显分为两个阶段。

第一个阶段是自2001-2014年的外汇占款投放渠道。受加入WTO红利的释放和人民币的持续升值预期，2001-2014年我国常年保持经常账户顺差和资本账户顺差，外汇储备资产大幅增加，外汇占款成为当时投放基础货币的主要渠道。在央行资产负债表上，该过程表现为资产端外国资产科目扩张和负债端储备货币科目扩张。为了对冲外汇占款过多导致的流动性过剩，央行通过频繁的发行央票和提高存款类金融机构的法定存款准备金率来回收流动性。

第二阶段是自2015年以来至今通过公开市场操作和降准的方式投放流动性。2015年以来，随着人民币兑美元汇率转为贬值趋势，我国的双顺差也转为经常项目顺差和资本账户顺逆差交替，中国的外汇储备资产增幅放缓甚至下降，外汇占款对基础货币的影响减弱。人民银行开始改为通过创新的公开市场操作工具来主动投放短期流动性，如SLF、MLF等结构性工具，以及通过降准来释放长期流动性。在央行资产负债表上，公开市场操作投放流动性过程体现为资产端对存款性金融公司科目扩张和负债端储备货币科目扩张；降准过程体现为资产端科目基本无变化，负债端科目转换，由存款性金融机构存款减少转为货币发行增加。

通过上述分析可以看出，阶段一投放基础货币方式的主要缺陷是投放比较被动，阶段二央行投放基础货币虽然由被动转为主动，但仍存在下述缺陷。其一，公开市场操作面临频繁的到期和续作，叠加流动性的季节性以及缴税等扰动因素，会加大流动性的波动；其二，公开市场操作需要评级较高的资产作为抵押品以及主要面对大型金融机构，会导致流动性分层，加剧流动性在不同金融机构分布的分化；其三，降准从长期来看，面临着空间不足的问题。面对经济的持续下行，未来法定存款准备金可能会降至零。

那么未来我国基础货币的投放方式会如何变化？

在未来降准空间不足时，从全球经验来看，央行在公开市场买卖国债可能会成为我国基础货币的投放方式。该方式具有如下优点：其一，不存在政策空间不足的问题；其二，有助于完善中国的国债收益率曲线，增强短端利率向中长端传导的有效性。不过，该方式目前面临着我国国债市场数量和种类不足的难题。从数量上看，2019 年底，中国国债余额/GDP 比例为 16.2%，美国该比例为 90%；从种类看，美国 1 年期以上国债主要有 2 年、3 年、5 年、7 年、10 年和 30 年，且均有稳定的每月一次发行。而中国 2 年期、30 年期国债均未实现常态化发行。因此，未来货币政策的转型需要财政部发行更大规模以及不同期限的国债产品，重视国债的金融属性。

值得说明的是，央行在公开市场买卖国债与当前市场热议的财政赤字货币化存在较大差异。财政赤字货币化是指央行在一级市场以零利率或者低于市场化的利率直接购买财政部发行的国债，这容易导致财政纪律丧失，通常是在传统的政策空间不足、货币政策陷入流动性陷阱以及国债无法市场化发行时而不采取的一种极端做法。而央行在公开市场买卖国债是二级市场操作，属于市场化行为，不会导致财政纪律丧失。

总结来看，财政融资大致可以分为以下几种：其一，财政部发行国债，由商业银行、保险公司等金融机构通过市场化招标的方式认购。在此过程，央行可以通过公开市场操作或者降准等方式提供流动性间接支持；其二，财政部发行国债，由商业银行、保险公司等金融机构通过市场化招标的方式认购，同时央行承诺在二级市场买入部分国债为市场提供流动性支持；其三，央行在一级市场直接购买财政部发行的国债。5 月 22 日的财政预算报告指出今年增发抗疫特别国债 1 万亿，其中抗疫特别国债利息由中央财政全额负担，本金由中央财政偿还 3000 亿元，地方财政偿还 7000 亿元，这意味着抗疫特别国债不会通过央行在一级市场直接购买的方式发行。我们认为在当前政策环境下，国债的发行仍应该以向商业银行、保险公司等金融机构通过市场化的方式发行。如果国债的发行带来显著的挤出效应，如导致利率大幅上升，那么央行可以通过公开市场操作或者降准等方式提供流动性支持。

上周市场动态

■ 中共中央、国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》

事件：2020 年 5 月 18 日，中共中央、国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》（以下简称《意见》）。

点评：我们认为《意见》有七大亮点：1）**国资国企改革更加灵活，借助资本市场提升国有资本收益。**对于充分竞争领域的国有经济，提出通过资本化、证券化等方式优化国有资本配置，并探索将部分国有股权转化为优先股，为提高国有资本收益提供了更多手段。2）**自然垄断行业对市场主体的放开，五大行业明确改革方向。**对于自然垄断行业，从原来的“国有资本继续控股经营”，到此次不同程度地放开电力、油气管网、铁路、邮政、烟草等五大行业，提出了清晰的改革措施。3）**全面完善产权制度与“非禁即入”的负面清单制度。**强调了保护民营经济的产权；明确“农村第二轮土地承包到期后再延长 30 年政策”的细节；推行“全国一张清单”和“非禁即入”模式，尤其以服务业开放为重点试点。4）**明确要素市场化改革的具体举措。**相对于此前要素市场化改革文件的面面俱到，此次提炼出了五大要素市场改革的重点举措。5）**优化政府间财权事权划分，根除地方政府债务痼疾。**明确提出了央地财权事权改革的目标，提出了事权改革方面的具体措施，有助于改善当前地方政府的收支状况，从根本上解决地方政府债务问题。6）**完善科技创新体系，激励企业承担科研任务。**尤其值得关注的是强调了企业在其中发挥的作用，这有助于利用企业市场化的激励机制促进科技创新，也可以通过企业的生产经营渠道促进科技成果的高效产业化。7）**建设更高水平**

的开放型经济新体制。文件对此前几年推进的开放措施进行了总结和再深化，相关表态体现了中国将以更大范围、更宽领域、更深层次的全面开放来应对当前不确定性增大的国际形势。

■ 5月LPR报价暂缓下调

事件：5月20日，5月LPR报价出炉：1年期品种报3.85%，5年期以上品种报4.65%，均与上一次持平。央行当日不开展逆回购操作，当日无逆回购到期。Shibor多数上行，隔夜品种下行16.5bp报1.22%，7天期上行1.3bp报1.5340%，14天期上行4.7bp报1.3210%。

点评：针对5月LPR报价持平，我们有如下观点：1) 本次LPR报价基本符合市场预期，此前5月15日MLF操作中标利率为2.95%，与4月保持不变，意味着5月LPR利率的参考基础并未发生变化，此前信贷环境已经相对宽松，当前监管更注重把握货币政策宽松的整体节奏。2) 当前信贷环境已经有所改善，宏观经济恢复的主要障碍在于总体需求不足，企业订单下滑严重，信贷宽松无法显著提升实体经济的融资意愿，政策手段重心转向财政政策以及产业政策。政府工作报告提及2020年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债；拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，中央预算内投资安排6000亿元以重点加强新型基础设施建设，意味着未来财政政策空间较大。3) 当前LPR报价持平并非意味着货币政策总体基调转变，鉴于巴西、俄罗斯等新兴市场进入全球新一轮的疫情爆发期，外贸受到的冲击以及疫情防控常态化还会持续对经济向好形成制约，货币逆周期持续加码的趋势依然显著，只是当前注重把控政策节奏。4) 伴随着“猪周期”见顶回落以及通缩压力有所显现，宽松货币政策受到的牵制逐渐减小，未来货币政策“量”和“价”都存在下调空间。

■ 《2020年政府工作报告》发布：稳企业保就业，轻刺激重改革

事件：2020年5月22日，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大三次会议作政府工作报告。

点评：2020年政府工作报告有如下几点值得关注：1) **未设定全年经济增速具体目标。**我们认为这体现了政府的底线思维，通过守住“六保”的底线来稳住经济的基本盘，避免地方政府拔高经济增长目标导致强刺激。2) **更加积极有为的财政政策留有空间，加大向地方的转移支付。**今年赤字率拟按3.6%以上安排，说明赤字率最低水平为3.6%，可能实际发行会更高，体现了未来财政的空间。赤字规模多增1万亿，同时发行1万亿抗疫特别国债，2万亿全部转给地方。整体来看，积极的财政政策并未超预期扩张，更加强调对市场主体以及民生的精准支持，充分缓解疫情的负面冲击，体现“六保”的内涵。3) **稳健的货币政策保持偏宽松，注重实体经济融资。**除了对M2和社融将可能显著高于名义GDP增速以外，报告特别提到，要创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款。4) **稳企业保就业是政策的着力点。**稳企业是保就业的前提，一旦企业出现大规模破产，“六保”也就无从谈起，这也是无论货币政策还是财政政策都将稳企业作为政策出发点的主要原因。5) **深化改革增强发展新动能。**报告中具体提到了，要深化“放管服”改革、要素市场化改革、提升国企改革成效、优化民营经济发展环境、提高科技创新支撑以及深入推进大众创业万众创新等。深化改革有助于激发内生发展动力和市场信心，从中长期提振经济潜在增速。6) **扩大内需需要提振消费与扩大投资有效结合，突出民生导向。**扩大投资要重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，包括新型基础设施、新型城镇化和重大工程。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2020.05.22)	最新值分位	本周均值 (2020.05.18-05.22)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.15	68.6%	1.20	68.9%	34.93	-0.63
R007	1.45	60.6%	1.48	60.8%	8.02	-10.74

SHIBOR:3M	1.40	73.7%	1.40	73.7%	0.08	-11.37
1 年期国债收益率	1.39	64.9%	1.31	64.5%	8.81	-0.45
10 年期国债收益率	2.62	63.8%	2.69	64.0%	0.53	12.45
1 年期国开债收益率	1.45	64.5%	1.46	64.5%	7.63	6.07
10 年期国开债收益率	2.93	63.9%	3.00	64.0%	-0.37	13.41
美元兑人民币:中间价	7.09	73.0%	7.09	73.0%	0.00%	0.70%
美元指数	99.78	69.2%	99.51	65.5%	-2.30%	-0.60%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4979

