

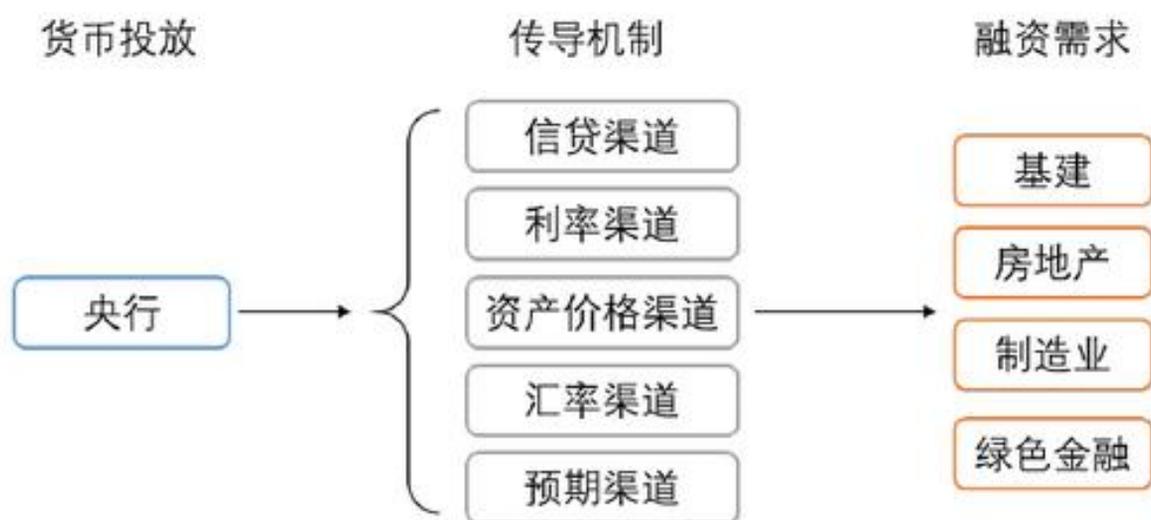


任泽平：高质量发展 的新型宽信用





图表：宽信用三部曲：货币投放、传导机制、融资需求



资料来源：泽平宏观

泽平宏观

导读

中国正在实验新型宽信用，兼顾长期高质量发展和短期稳增长：从大水漫灌向精准滴灌，从全面宽松走向结构性宽松，从房地产、传统基建到绿色经济、数字经济、新基建。

核心观点

现代货币体系中，信用扩张经历“货币投放-传导渠道—融资需求”三部曲，分别对应“中央银行—金融部门—实体经济部门”三大主体。随着经济新旧动能转换，宏观调控从“逆周期”转变为“跨周期”，信用扩张的方式也在发生转变。

从中国过去几十年宽信用实践看，经济依靠房地产、政府投资和出口等旧动能拉动，传统宽信用主要依赖基础货币投放和信贷传导渠道。1) 货币投放上，外汇占款是基础货币投放的主力，央行的作用在于被动投放流动性，经济下行时降准降息释放增量基础货币；2) 传导渠道方面，在间接融资为主导的体系下，以商业银行为代表的信贷渠道是信用派生传统主力，2012-2016 年影子银行兴起，也成为重要补充，但均以数量型调控为主。3) 货币流向上，房地产和传统基建凭借能够提供高收益安全资产，成为融资主力，在 2016 年达到顶峰，合计占社融 80%、占新增贷款 65%。传统宽信用效果显著，但当房地产金融属性超过居住属性，地方政府债务高企、金融体系资金空转，对实体经济的支持作用逐步削弱，积累资产泡沫和金融风险，难以持续。

新动能是产业结构升级，发展数字经济、新能源、新基建等，构建货币政策和宏观审慎政策双支柱，宽信用三大前提条件面临重构。1) 基础货币方面，央行投放基础货币的主动性越来越高，降准降息的使用越来越克制，转为使用结构性货币政策工具；2) 传导渠道方面，去杠杆、去通道、利率市场化，直接融资占比提升，数量型调控逐步向价格型调控转型，利率渠道重要性提升，资产价格、汇率与预期传导渠道发挥协同效应；3) 融资需求方面，政策约束资金流向落后产能，引导流向实体经济、高科技、绿色金融领域。2019-2021 年上半年，房地产占新增社融比重从 29.34% 下降至 16.12%，绿色金融比重从 8.20% 升至 12.71%，普惠金融比重从 17.59% 升至 18.57%。新型宽信用符合国家发展方向，但目前体量尚小，需要匹配新政策工具、传导渠道，新的宽信用落地还尚待时日。

从美日欧宽信用实践看，经济进入低速增长期，基础货币投放方式和传导机制较为完备，但实体经济融资需求乏力，不得不启动零利率、负利率、量化宽松、甚至直升机撒钱等非常规工具。1) 零利率、负利率突破理论下限，倒逼商业银行向市场注入流动性，并引导本币贬值，改善出口，但超低利率无法改变实体经济融资需求与劳动生产率下降的现实。2) 量化宽松主要通过信贷渠道来释放流动性，从而改善金融交易环境与信贷可得性。大规模、无限制的财政赤字货币化易催生通货膨胀、资产泡沫、金融杠杆和债务风险，并带来一系列深层次社会问题；3) 直升机撒钱是美国应对疫情冲击的极端方式，政府以税收返还、支票、购物券和直接发钱等方式，将钱转入私人部门的存款账户。直升机撒钱是最直接的宽信用方式，

但无异于饮鸩止渴，推高通胀水平，变相激励“养懒汉”。从效果来看，美国经济复苏最为成功，欧元区复苏缓慢、日本陷入债务通缩循环，但共同问题在于大量资金滞留在金融体系中，推高资产价格或通胀，难以撬动实体经济融资需求。

中国正站在新旧动能转换的十字路口，既不重走老路，也不重蹈欧美覆辙。启示在于：1) 新型宽信用关键在于融资需求端。过去只要基础货币宽松，基建、地产融资需求旺盛，带动宽信用立即见效，而新的发展阶段，宽信用效果主要看终端融资需求。2) 激发融资需求既要用好政策手段，也要尊重市场规律，培育市场主体自发、长效宽信用，形成良性预期。传统方式宽信用效果之所以显著，根本原因是形成“房企拿地-开发投资-土地财政-资产增值”的成熟闭环，在房价上涨、地方政府信用背书、金融资产刚性兑付三大预期支撑下，企业、政府、金融机构、居民四方均受益，因此融资需求旺盛，只要货币政策放松，宽信用会立即见效。新型宽信用也需营造各方主体积极参与的商业模式闭环。3) 政策方面，宽信用落地需配合预期明确、机制畅通的监管政策。美国等发达经济体实践表明，明确的政策信号、充分的市场沟通、畅通的传导机制，有助于宽信用落地。4) 新型宽信用对金融机构的风险定价能力提出挑战。传统宽信用建立在有形资产抵押上，风险定价相对简单，未来随着越来越多新领域成为宽信用主力，金融机构打破定式，提高风险定价的能力。

新型宽信用带来新机遇和新挑战，转型过程宜稳不宜急，避免“一刀

切”，我们建议：短期宽信用，既需要寻找新的支撑点，但同时需要稳住基本盘。房地产和传统基建仍是我国当前宽信用的基本盘，2020 年仍占新增社融 50%左右，在稳增长、防风险、房住不炒、传统基建相对饱和的大背景下，宜稳不宜刺激。长期来看，宽信用的长效机制需要匹配经济新动能。一是从基础货币投放来看，建议理顺各种货币政策工具目标，避免目标冲突，引导发挥合力。二是从传导机制看，我国在稳信贷、疏通利率渠道等方面仍有进步空间，三是，宽信用的最优解仍在于形成既符合政策导向、又符合市场规律的融资需求，碳减排、新基建、新消费、促进就业和鼓励生育等将成为宽信用的选项。

风险提示：跨周期难以对冲经济下行压力，新型融资主体无法完全替代房地产和基建的作用。

目录

1 宽信用三部曲

2 中国宽信用实践

2.1 货币投放：从被动管理到主动投放，从大水漫灌到精准滴灌

2.2 传导渠道：从数量型到价格型，五大渠道协同发力

2.2.1 数量型调控：信贷渠道简单直接，但受制于中介放贷意愿

2.2.2 价格型调控：宽货币向宽信用传导的“价”

2.2.3 间接渠道：资产价格、汇率传导与预期渠道

2.2.4 不同渠道的货币传导效率比较

2.3 融资需求：从房地产、基建到实体经济、绿色金融、高新技术

2.3.1 房地产：2020 年约占新增社融 20%，仍是稳信用的基本盘

2.3.2 基建：2019 年占新增社融 30%，传统基建饱和，新基建蓄势待发

2.3.3 制造业：贡献贷款 10%左右，未来有望回暖

2.3.4 绿色贷款：2021 年 H1 占新增社融 13%，发力迅速

2.3.5 普惠金融：约占新增社融 18%，增量效果显著

3 国际经验：基础货币投放方式和传导机制较为完备，但实体经济融资需求乏力，制约宽信用

3.1 美国：宽信用采用量化宽松和直升机撒钱非常规方式，效果显著，但大量资金滞留金融体系空转

3.2 欧元区：负利率，宽信用效果微现

3.3 日本：量化宽松的最初践行者，宽信用时滞较长

4 启示：既不重走老路，也不重蹈欧美覆辙

5 建议：稳住基本盘，构建宽信用长效机制

正文

1 宽信用三部曲

在现代货币体系中，信用扩张经历三部曲“货币投放-传导渠道—融资需求”，分别对应“中央银行—金融部门—实体经济部门”三大主体。1) 货币投放是指央行基础货币投放方式，是货币的总阀门，包括央行政策目标、中介目标、政策工具等，控制基础货币的总量、结构和投放方式。2) 传导渠道是基础货币变为广义流动性，从货币变为信用的过程。我们曾在2019年提出货币政策传导机制五大渠道，分别为信贷、利率、资产价格、汇率以及预期传导渠道。3) 融资需求是货币流向，包括金融体系、房地产、基建、实体经济等。

经济新旧动能转换之际，货币政策框架与宽信用的方式也面临调整。我们正在经历宽信用的换挡期，从逆周期到跨周期，从刺激房地产到支持新基建，从大水漫灌到精准直达。在旧动能下，经济依靠房地产、政府投资和出口拉动，宽信用的传统操作目标，央行通过降准降准自释放基础化工

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_30177

