



北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2021年第8期 总第94期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院
院长：海闻
执行院长：巴曙松
秘书长：本力
编辑：钟龙军（执行） 曹明明 方培豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为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教授。

2021 年中国宏观政策走向： 财政与货币政策的配合

【对话主持】

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）

【特邀嘉宾】

丁爽（渣打银行大中华区及北亚首席经济师）

一、2021 年宏观政策走向判断

几乎每一家银行、每一个机构都在 2020 年年底就对中国的经济和宏观政策做了预测。2021 年比较特殊的地方在于，2021 年是“十四五”规划的第一年，2020 年中央确定了“十四五”规划的主要方向之后，“十四五”规划的具体纲要也应该会获得通过。我们已经很接近“两会”，所以很多判断也很快会见分晓。

第一个判断是宏观政策的走向，主要是刺激政策的退出，也就意味着政策向收紧的方向发展。为什么宏观刺激政策的走向是退出？这个判断主要是根据当前的经济形势，以及对未来一段时间的经济走势做出的判断，其中主要涉及三点。

首先，2020 年四季度至今，经济走势较为强劲。以下几组数据可

以说明，第一是 2020 年第四季度 GDP 同比增长达 6.5%，环比增长达 2.6%。另外 2020 年第四季度的工业增加值同比增长达 7% 左右。目前服务业指数越来越重要，重要性未来将要超过工业增加值，因为服务业占中国经济的比重已经达到 55%，远远超过工业增加值，服务业生产指数同比增长 7~8%。根据这些数据进行判断，2020 年四季度，经过政策的刺激，中国经济的运行是在潜在增长率之上的，当然这是指 2020 年四季度，不是指全年，全年增长只有 2.3%，低于潜在增长率。因为四季度的数据是与 2019 年四季度相比，也即跟疫情之前相比，2019 年四季度中国 GDP 增长 6%，如果 2020 年四季度 GDP 增长达到 6.5%，工业增加值和服务业生产指数达到 7~8%，那就是超过了正常的增长水平。

第二是失业率，失业率在 12 月份达到 5.2%，虽然各个地区、各个行业的就业状况不一样，但是从全国来说，失业率已回到疫情之前。这两点说明经济走势比较强劲。如果看 2021 年一季度，因为春节前就地过节的政策和措施，2021 年一季度对比 2020 年四季度的增长会明显减弱，但减弱幅度不会很大。春节 7 天零售的数据，跟 2019 年相比增长 4.9%（2020 年不具可比意义），说明 2021 年春节处于比较正常的消费状况，消费的增长率比较明显，虽然并不是非常强的增长。

最后，渣打银行对四、五百个中小企业进行了月度调研，根据调研发布了中小企业信心指数，与官方的 PMI 指数有很大的相关度。PMI 指数显示，2 月份相较于 1 月份走弱，而且 1 月份相比 2020 年

12 月份也是走弱的，所以 1 季度整体经济走势可能弱于四季度。同时调研也包括农民工回到工厂的比率，调研显示，在春节假期结束后三天，80%左右的工人已经回到了岗位，从生产的角度看，一季度恢复会比往年要快，而且从之前的订单状况看，需求还是比较强劲的，所以有了需求，有了工人在岗，一季度虽然比四季度可能会走弱，但还是处在增长的轨道之上。另外加上 2020 年政策刺激的滞后作用，接下来的经济增长为政策退出创造了条件。

第二个原因是海外状况有所改善，一方面是拜登新任美国总统之后，虽然大家对中美关系并不太看好，但是螺旋式下降的双边关系会有所改变，虽然很难恢复到原有水平，但目前看来至少是止跌了，一定程度减少了中美发生碰撞的几率。当然美国对中国的各种限制，比如高科技的限制和关税问题预计仍会维持一段时间，但整体的中美政治气氛有所改善。另一方面是从海外的经济角度，疫苗的接种和美国的财政刺激使得最近市场上大家对美国和全球的经济都有所看好。从疫苗的接种来说，英国的接种率已经达到 24%，美国达到了 12%左右，欧洲相对较慢，大多数经济体还没有达到 5%，但是他们签订了协议，能够保证较为充足的疫苗供应，2021 年下半年预计欧美的经济会出现比较强劲的反弹。2020 年测算全球经济衰退 3.5%，2021 年预计全球经济可以达到正的 5.3%。美国 2020 年经济萎缩 3.5%，2021 年我们预测是 5.5%。目前市场共识正向更高的方向在修订，如果疫苗还继续有效，并且财政刺激措施继续推出，全球的增长状况会有所

改善。

第三个原因涉及中国的宏观杠杆率，由于 2020 年的宏观刺激政策，中国的债务率占 GDP 的比重上升了 25 个百分点，达到 GDP 的 280%。在经济走势恢复，而且略超过潜在增长率的情况下，稳杠杆又提上了议事日程，因此我们判断宏观刺激政策的退出是大概率事件，当然政府也强调了“不急转弯”。

二、具体宏观政策走势判断

目前很多地方两会已经召开，已经制定了地方的 GDP 目标，所以这一点已成为既成事实。从全国角度来看，普遍的看法是不会过分强调 GDP 增长的目标，但仍会有 GDP 增长的预期目标，因为需要 GDP 增长预期对整个经济提供预期的管理和预算的制定。

我们的预测是 2021 年中国 GDP 增长 8%，加上 2020 年的 2.3%，平均在 5% 左右，这个预测在市场上相对较低。其中一部分原因是我们认为政策会向疫情前的水平靠拢。

在中国的货币政策角度，从量和价两个方面来看。

量的方面，社会融资规模和广义货币是目前中国央行的重点政策目标。首先，社会融资总额央行提到要与名义经济增长基本匹配，我们预测 2021 年 GDP 增长 8%，加上通胀的名义 GDP 增长 10% 左右，因此预测社会融资规模的增长会降到 10%~11% 的水平，2020 年社会融资规模增长有 13%~14%，2021 年会有比较明显的减速，但并不是非常紧的信贷政策导致的，因为 10%~11% 是 2019 年疫情前的水平。

由此我们根据过去几年的社会融资总额和广义货币的关系推测广义货币的增长可能是 8%~9%。为了让广义货币能有 8%~9% 的增长，我们预计在没有降准的情况下，央行需要增加 2 万亿左右的基础货币。关于 2 万亿的创造方式，涉及到之后提到的与财政政策配合的问题，但是其中央行不可避免需要向银行体系注入流动性，在不降准的情况下，就需要增加中期借贷便利的金额，或者是通过再贷款再贴现这些工具来增加对商业银行的信贷。

价的方面，中国的政策利率 2021 年大概率不会调整。政策利率是指公开市场操作的利率，比如短期政策利率中的逆回购利率和中期政策利率中的一年期中期借贷便利利率。针对这两个利率，很多人经常问的问题就是会不会加息？减息大家的期望几乎是没有，因为央行这方面期望管理也是做得比较足。中国为了维持正常的货币政策，会保留更多的利率空间，轻易不会再降息。特别是 2021 年下半年通胀还会往上走，加息的可能性也是非常小。我们预计通胀会上升，但是 CPI 全年的平均增长可能也就只有 1% 左右，其中涉及到粮食，特别是猪肉价格会下降比较多。但目前仍然有一个值得关注的不确定因素，也就是猪瘟是否会出现。假设猪瘟不会大规模出现，预期的猪肉供应应该会使 2021 年粮食的价格相对较低，但是非食品的价格会上升，总体我们的测算是 CPI 到 2021 年底会达到 2% 左右，但是全年平均可能只有 1% 左右。我们预计 PPI 2021 年平均可能会超过 3%（比市场共识要高很多），这个也是与近期的大宗商品，包括石油、铜的价

格的上升有很大关联。央行也对通货膨胀做出了一些大体的预测，指出中国没有通缩和通涨的基础，所以央行的判断也是不认为存在通胀的危险。

另外一个使我们认为不会加息的原因是涉及到人民币汇率。目前人民币利率，特别是 10 年国债的利率在 3.2% 左右，虽然近期美国 10 年国债利率有所上升，但是两者的差别还是维持在近 200 个基点。央行曾经强调，10 年国债收益率高于美国 100 个基点是比较合适的，目前接近 200 个基点属于差异较大的情况。如果中国继续加息，可能会造成热钱的流入，对汇率形成更大的升值压力。第三，由于 2020 年的主要目标是保就业，整体政策使企业部门和政府部门的债务都有所上升，而且有些债务的质量存在问题，包括债券发行的质量也会较弱。如果此时继续加息，会明显增加这些实体的负担，造成金融风险。因此，从防止系统性风险的角度，也不会加息。但是政策利率与实际的市场利率不同，实际的市场利率在更多的时间内会略高于政策利率，央行经常强调让市场利率围绕政策利率活动，但是实际情况很可能是市场利率（如 7 天回购利率、一年期的 NCD 利率等）在政策利率之上的时间会超过在政策利率之下的时间。

相比较于货币政策，财政政策在中国目前似乎讨论得还不太透彻，财政政策更多讨论还是停留于官方的预算数字、每个月的财政收支。个人认为财政政策的重要性在研究中与货币政策不匹配，但实际上财政政策对经济整体的影响是非常大的。如果只解读官方的财政数据，

就有可能被误导，包括财政是扩张的还是收缩的，扩张的程度有多少？政府的预算有四本账：第一个账本是一般公共预算，也就是大家普遍讨论的预算；第二个是政府性基金预算，其中包括地方的土地收入和地方的专项债发行所提供的融资，受到越来越多的关注，也是非常重要的一部分；第三和第四个重要性相对较低，是国有资本经营预算和社保基金的预算，这两个预算总体相对平衡，对宏观的影响相对较小，并且这两项预算是年度数据，很难通过这两个账本密切跟踪财政的运行状况。因此对中国的预算做判断主要是根据前两个账本：一般公共预算和政府性基金预算。这两个账本如果是按照比较合理的分类方法和定义进行计算，得出的数字与官方的数字不同，以三组数据举例：第一，2019与2020年相比，2019年官方预算赤字是2.8%，2020年是3.6%。如果从这个角度看，2020年的财政政策扩张程度不大，还不到GDP的1%，应该说不是很积极的财政政策。第二组数字是广义预算赤字，官方的预算赤字一般只根据一般公共预算，但广义的预算包括一般公共预算和政府性基金预算，同时又做出了一些调整。调整主要有两个方面：第一，政府以往年份积累的财政存款的调度，在政府计算中是把它算作收入的，但因为这部分并非当期收入，而是遗留的存款，所以在我们的计算中将其计算为赤字的融资项；第二，政府的预算中是把地方专项债的发行所获得的金额算做收入的，这其实是一个比较大的差异，我们将其作为赤字的融资项目，因为发债获得的收入不应算作财政收入，它的处理方法应与国债的发行相同。按

照这种计算方式得到的 2019 年广义的预算赤字是 6.7%，2020 年的广义预算赤字是 11%，可以看出是非常扩张的预算，赤字的增加超过了 GDP 的 4%。第三组数字是广义预算的执行情况，因为预算和执行可能不同，如果是执行没到位，即使预算大幅扩张，但对经济的支撑也会打折扣。2019 年实际执行的赤字是 GDP 的 5.6%，2020 年实际执行是 8.6%，说明预算没有得到足额的实施。但是这个数据同时说明 2020 年的财政政策比 2019 年有明显扩张，程度在 GDP 的 3% 左右。我们进一步根据财政乘数测算，财政政策对全年 GDP 的支撑达到 2.3% 左右。以上是简要地介绍一下我们预算分析的方式。

接下来对 2020 年到 2021 年的中国财政政策进行判断。2020 年实际执行的财政赤字是 8.6%，预计到两会期间赤字会调降到 6%，当然 6% 我们在两会期间肯定是看不到这个数字的，因为这是一个广义的概念。政府公布的赤字很可能从 2020 年的 3.6% 降到疫情前 2019 年的 2.8%，也就是官方的赤字增长可能会回到 3% 以内。但是对于经济真正有意义的是广义的预算赤字，从 8.6% 到 6%。我们预计赤字为 6%，这个数字主要取决于两点：一个是从财政的可持续角度，因为中国整体的政府债务率官方数据为 GDP 的 45%，按照我们的估算（包括一些隐性债务）达到 GDP 的 60%，在这种情况下，考虑到中国的经济增长率，比较可持续的年度赤字率应该是在 4%~5% 左右，而 8% 以上的预算赤字明显是不可持续的。从长期来讲，中国广义赤字会向 4%~5% 趋近，但是考虑到一方面要使得财政更加可持续，另一方面也

要防止所谓的财政悬崖，也就是如果一年之内赤字减少过快，可能会对经济造成比较大的影响。

不论是从货币政策的社会融资总额的增长率会下降近三个百分点，还是从财政政策广义预算的赤字下降超过 GDP 的两个百分点，这两个政策都是朝紧的方向在收缩。这就是我们在预测 GDP 增长的时候考虑的政策假设，虽然 8% 还是一个比较高的数字，但是要考虑 2020 年的基数比较低。

三、财政政策与货币政策的配合

财政政策和货币政策的配合非常重要。很多国家的财政部跟央行是很难充分配合，中国央行与财政部都同为国务院下属机构，按理应该更加容易协调。以 2020 年为例，政府采取非常扩张的财政政策，政府的发债规模达到了 8.5 万亿，包括中央政府和地方政府的一般债券、地方的专项债券和特别国债，这是从未有过的发债规模。从货币政策的角度的角度，发债必然会对流动性造成很大的影响，2020 年的货币政策相对宽松。从一方面来说是支持信贷的增长，同时也是为了能够解决政府发债对流动性的需求，防止流动性不足，造成政府债券的利率往上走，增加政府的债务负担。另一方面，还要防止因为财政扩张造成的对实体经济的挤出效应，这就涉及到央行与财政部、货币政策与财政政策的配合。因此 2020 年央行在年初降准较大幅度，平均下降了 100 个基点，同时央行增加各类贷款，包括通过中期借贷便利、再贷款、再贴现等直达工具，这也是财政政策与货币政策配合的比较典

型的例子。因为两者的密切配合，2020年虽然10年国债的收益率有所波动，但是在2020年底几乎回到了年初或者疫情前的水平。

2021年的情况比较特殊，2020年的广义预算赤字是GDP的11%，但只执行了8.6%，这说明预算没有得到充分的实施。2020年为了弥补11%的预算赤字，相应的债券发行是足额发出的，但执行的赤字低于预算赤字说明筹措的资金已经到位，但是没有足额支出，金额有2.5万亿左右，这是一个比较大的数字。一般公共预算大概有0.5万亿没有用完，政府性基金预算有2万亿的资金没有用完，这些资金2021年可以继续使用。我们认为2021年的预算赤字有一部分会用2020年剩下的资金来弥补，如果用财政的剩余资金或者财政存款来弥补赤字，会使得政府投入流动性，所以我们预计2021年的发债规模比2020年明显减少。2021年预测预算赤字是6%，相当于6.7万亿元，假设动用2万亿左右的剩余存款，需要通过发债弥补的赤字只有5万亿左右，跟2020年的8.6万亿相比大幅减少。因为货币政策的目的是保证市场的流动性合理充裕，所以央行不会过多地投放流动性，只要保证流动性基本足够。

由于发债的需求下降和政府财政存款的投放，预计2021年货币政策在提供流动性方面相比2020年较少，首先很可能就没有降准的措施，同时发放贷款的金额也会明显减少。但这并不意味着央行货币政策非常紧，货币政策究竟紧不紧，最终还是要看利率，如果市场利率没有明显偏离政策利率，即使很多时候市场利率高于政策利率，我

们也可以基本判断货币政策比 2020 年偏紧，但并不是非常紧的货币政策。

从长期来说，财政和货币政策的配合会涉及到今后中国的货币增长模式，因为中国需要保持货币供应量的增长与名义 GDP 基本匹配，而中国的名义 GDP 增长在今后 5 年会保持在 8%~10% 左右，所以货币增长每年会有 6%~9% 的增长。但因为存款准备金率已接近历史比较低的水平，并且今后降准更可能是被用作非常强的政策信号，而非例行投放流动性的工具，所以降准的可能性会明显下降。如果需要广义货币增长，央行就需要扩表，增加储备货币或者说基础货币的供应。所以在今后的几年将看到央行的资产负债表，特别是储备货币会有明显的上升。而扩充储备货币也涉及财政和货币政策的配合，近期更多的是用央行对商业银行的贷款，但是从长期来讲可能开始考虑在二级市场购买国债。因为购买国债从法律的角度并没有这方面的阻碍，同时如果购买国债是在央行的主导之下，它并不是财政赤字货币化，相反，如果央行能够在债券市场上发挥一定作用，能够帮助管理国债的收益率曲线，而国债收益率曲线对于债券市场和信贷市场都是一个非常重要的基准。央行如果开始使用国债的购买来管理收益率曲线，将有利于利率向实体经济的传导。

四、问答环节

Q1: 3 月份大家会关注信用债到期的风险，您认为是否有降息的可能性？

A1: 前几年在某些时候经常会出现一些不可预见的流动性波动，比如债券的违约。所以央行会密切关注流动性的供求状况，特别是财政政策、货币政策的配合，以及月度的财政收入，比如 1 月、4 月、5 月、7 月、10 月都是交税的季节，而季末是财政大规模拨付的季节，所以这些因素都会被纳入考量，再加上一些不可预计的事件来管理流动性。因为央行每天都在进行操作，所以央行有足够的通过短期和中长期的流动性的释放让市场利率几乎不偏离政策利率。但在这种情况下，市场对于流动性的管理就会更加疏忽，认为央行会提供足够的流动性，反而使金融机构承担更大的风险，所以央行会时不时地向市场表达自己的政策偏向。

刚才您提到的金融市场债券的到期等金融事件是一个因素，同时经济的走势也是非常重要的因素。如果 1 月和 2 月的经济走弱很快结束，回到比较强劲的反弹，在不加息的前提之下，我判断央行总体会更加鹰派；但如果出现了一些金融风险，它可能会在短期投放更多的流动性，甚至让市场利率低于政策利率，来防止恐慌情绪的扩散。

Q2: 中国的利率水平相对国际是相当高的，一些算法认为有 10 倍之巨。在国内发债需求较大的情况下，为什么国内利率下调的趋势并没有那么明显，以使得发债的成本相对来说降低一点呢？

A2: 对，这个涉及到央行对中国经济自然利率的看法，央行内部肯定是有讨论，只是没有公开地给大家指出中国的自然利率究竟是多少。自然利率就是在经济处在潜在增长水平下，没有通胀压力和大量

产能过剩的情况下的比较正常的利率。但是曾经有央行的研究所所长谈到中国现在的实际利率是低于自然利率，所以虽然目前利率比发达经济体高，但央行总体的判断是目前的利率水平低于自然利率，也就是说他认为目前的利率并不是太高。10倍这是完全有可能的，因为如果是政策利率的话，很多都是零利率，倍数放大会非常明显。这其中涉及到中国潜在 GDP 的增长判断，有一种比较简单的看法是跟名义 GDP 挂钩，即正常情况下，中国实际 GDP 增长 5%~6%，名义 GDP 增长 6%~7%，正常的利率不会比 6%~7% 低很多。目前普遍的贷款利率是 5%~6%，应该是处于比较正常的水平，是与潜在 GDP 相对应的利率水平。

在这一前提下，因为看到发达经济体实行量化宽松和零利率后政策的空间有所缩小，所以央行没有这个意愿让利率降太低，这也涉及到利率的零下限的问题。中国希望长期维持正常的货币政策，并且在利率并没有偏离自然利率反而低于自然利率的情况下，避免利率过低形成资源的错配，使很多本不应该得到支持的项目因利率过低得到支持。此外，利率过低会造成金融风险的增加，低利率更可能造成金融房地产等方面的泡沫，而央行对于泡沫的担忧更大。央行不会在这个时候使得利率过低，助长泡沫的形成。

Q3: 近两年虽然资金情况还可以，但是因为 2020 年曾多次发生爆雷事件，未来对信用市场不是特别乐观，这一方面的因素需不需要纳入到央行的考量中，会产生怎样的相互作用？

A3: 我认为央行肯定是要考虑信用市场的因素，也是“不急转弯”的一个重要的因素，政治局会议对此做出了定性。一个是 2020 年信贷发放的速度很快，并且涉及大量作为重点帮扶对象的中小企业，而中小企业向来是坏账率较高的，还有还本付息的延期政策。延长还本付息意味着商业银行的一些贷款不能回收，如果要发放新的贷款，就需要新的资金，而央行间接地需要提供支持。另外一个在这些短期的政策到期或者退出之后，很多信贷和债券需要按期偿还贷款，不像 2020 年可以延长偿还。所以在这种情况下，虽然 2021 年经济预测增长 8%，但是从季度环比的角度，我们预计下半年会出现减速，并且对一些企业造成压力，这个时候债券市场的违约事件可能会有所增加。央行在年初或者说在违约事件没有发生之前，会维持现在偏紧的政策取向，如果大范围发生违约事件、形成一些系统性问题时，会根据情况防止风险的扩散，但是不会事前就因为这个考虑释放流动性。

Q4: 严格意义上讲，2021 年的政府支出预算有 2.5 万亿元没有完成，您认为原因是什么？

A4: 原因有两个方面，一个是收入，一个是支出。

从收入来看，2020 年的收入状况高于预期。因为 2020 年编制预算时点是 5 月份，两会推迟，那时候市场对经济的总体预测是比较悲观的。所以特别是对土地收入的预测较低，对税收收入的预测较低，但是最终税收收入超过了预期，这说明虽然政府对实体经济有减税措施，但是涉及个人所得税部分有大幅度上涨，特别是三四季度经济强

劲复苏的速度超出了预期，所以收入高于预期，但是政府没有因为收入的上升进一步强化减税降税的政策，这是赤字低于预期的一个原因。

从支出来看，主要体现在政府性基金方面。虽然政府特别强调，希望加快基建，但是由于各种原因基建投资的数字三四季度开始减速，所以基建投资的资金没有花完是一个非常重要的原因。这当中涉及到了项目的准备，2020年项目上报并且举债，但是最后在实施阶段发现条件并不成熟，或者质量不是特别好，由于对于基建投资的要求较高，对于地方官员有问责制度，所以如果质量不过关，地方政府不一定会执行投资，特别是在下半年经济走势有所恢复，推动投资的动力有所减弱的情况下。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“连线华尔街”第一百五十二期（2021年02月25日）内容整理而成，特邀嘉宾为渣打银行大中华区及北亚首席经济师丁爽。

丁爽先生2015年4月加入渣打银行担任大中华区经济研究主管，现任大中华区及北亚首席经济师。丁爽先生在公共和私营部门拥有20多年的行业经验。在加入渣打之前，他在花旗银行工作四年，担任中国高级经济师，负责宏观经济研究。他于1997-2010年在美国华盛顿国际货币基金组织担任经济师，先后跟踪非洲、中亚和欧洲的经济体，从事经济研究、政策制定和贷款审查。他于1993-1997年担任中国人民银行的经济学家。丁爽先生拥有中国人民银行研究生部（现清华大学五道口金融学院）经济学硕士，约翰·霍普金斯大学工商管理硕士和复旦大学学士学位。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的内部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“连线华尔街”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

