



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融专报

2023 年第 13 期 总第 200 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2023 年 4 月 6 日

不确定下的宏观金融形势谨慎预判

费兆奇

- 当前可能扰动国内金融市场的四个不确定性因素：一是全球高通胀、高债务与利率水平抬升；二是国内经济低位运行；三是近期资金脱实向虚有所显现；四是地方政府债务问题凸显，地方政府债务规模扩张加速和地方政府偿债能力下降之间的矛盾凸显。
- 平台型供应链金融模式是一种基于普惠理念和互联网平台技术的新型融资模式，其关键在于平台取代核心企业成为资源整合枢纽，以交易为基础，覆盖交易、采购、仓储、配送、售后等环节，重点解决的是平台上中小微企业或企业主的流动性资金难题，同时也对中小微企业技术升级、

模式转换或流程重构等提供多元金融支持。

- 2023 年，货币金融政策的首要目标是激发市场内生动能，发挥消费的基础作用和投资的关键作用，拉动经济回归至潜在增长率水平，进而通过稳定经济增长，有效防范化解金融领域的系统风险。这需要实施以财政为主、货币为辅的扩张性政策组合；多措并举化解金融脱实向虚风险；稳定地方政府的收入来源和资金供给模式。

全球债务水平已经达到前所未有的高度，特别是在全球利率水平持续上升的背景下，部分新兴经济体新增 GDP 甚至无法覆盖债务的利息支出，债务违约风险持续增加，从而引发全球性债务危机。

2022 年以来，我国高效统筹防控疫情、化解外部冲击和拉动经济增长，最大程度稳住经济社会发展基本盘。但是，在国内疫情反复、国际政治经济格局动荡和美联储持续大幅加息等内外部因素的冲击下，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力尚未从根本上得以改善，宏观金融运行的波动幅度呈现扩大态势。进入 2023 年，在国内经济持续复苏、主要经济体加息步伐放缓等多重因素的支撑下，国内宏观金融形势的波幅有望降低且逐步转向宽松，但部分可能持续扰动国内金融形势的因素，值得持续关注。

一、宏观金融形势相对宽松

疫情以来，我国宏观金融运行的波动幅度显著放大，主要经历了三个阶段：一是 2020 年在疫情和国际金融风险的双重冲击下，宏观金融运行出现了放大数倍的波动；二是得益于对疫情的有效控制、逆周期调控政策的有效对冲和跨周期调节的有序衔接，宏观金融运行的波动特征在 2021 年呈现逐步收敛的态势；三是在多重复杂因素的冲击性下，宏观金融运行在 2022 年的波动幅度再次放大。

从资产端来看，2022 年以来扰动宏观金融形势的主要因素包括三个方面。一是房地产政策显效仍需时间，复苏情况不及预期。商品房价格的持续下行为宏观金融形势带来了显著的紧缩效应。二是受乌克兰危机爆发及欧美对俄罗斯的金融制裁，导致国内股票市场在 2022 年 3、4 月份急速、大幅下跌。股票市场在短期出现的持续、大幅下跌对实体融资、企业和居民部门的财富效应带来巨大冲击，从而加剧了宏观金融形势的震荡。三是多重因素影响下的人民币汇率波动。人民币有效汇率在 2022 年经历了两段趋势性下行：作为逆向指标，人民币受疫情影响在 4 月的趋势性贬值，减缓了宏观金融形势快速收紧的态势；在主要经济体被迫加息的情形下，人民币在下半年呈现长达数月的趋势性贬值，助推宏观金融形势从极度紧缩状态逐步回暖。

进入 2023 年，鉴于美联储加息周期接近尾声，中美货

币政策分化对国内金融形势带来的冲击将极大弱化，为此，国内短端利率水平在今年预计呈现前高后低的走势，宏观金融形势有望从中性偏紧状态逐步回升到相对宽松状态。但 2023 年全球主要经济体逐步加大的衰退压力，可能通过引发全球金融市场动荡，对国内宏观金融形势造成确定性冲击。

二、四个不确定性因素

（一）全球高通胀、高债务与利率水平抬升

主要经济体通胀水平持续走高，美联储及主要央行被迫加息，全球持续多年的低利率和高债务之间的平衡将被打破，从而引发全球性债务危机。全球需求开始复苏，但供给持续不足，引发全球性通胀问题。为应对疫情，主要经济体推出了超级宽松的货币政策和无边界扩张的财政政策，在各种调控政策的刺激下，全球需求出现了短暂的反弹，但供给瓶颈受疫情及国际形势动荡的影响却持续存在。为应对快速上升的通胀压力，美联储持续、大幅加息引发全球“加息潮”。然而，主要经济体激进的加息进程未有效遏制住通胀水平，高通胀出现结构性变化：虽然在主要经济体加息和全球经济衰退预期的影响下，全球能源和商品价格在 2022 年下半年以来高位回落，但核心服务价格依然呈现稳步上行的态势。

主要经济体持续、大幅的加息不仅会通过抑制企业投资进一步压制供给，从而减弱控制通胀水平的效果，而且还会使高负债国家面临更加沉重的债务负担。

在疫情之前，全球主要经济体就已步入债务驱动型的增长模式，疫情加剧了各经济体债务问题的恶化。此外，在疫情的冲击下，主要经济体陷入衰退，财政收入减少与开支持续上升形成的结构性矛盾日益凸显。综合来看，全球债务水平已经达到前所未有的高度，特别是在全球利率水平持续上升的背景下，部分新兴经济体新增 GDP 甚至无法覆盖债务的利息支出，债务违约风险持续增加，从而引发全球性债务危机。

（二）国内经济低位运行

受疫情反复和外部冲击的影响，2022 年以来国内经济的下行压力有所加大。根据我们估算的中国高频宏观经济先行指数（以下简称经济先行指数），经济运行在 2022 年经历了快速下降和缓慢回升两个阶段。2022 年第一季度的宏观经济运行偏弱但尚处于合理区间，4 月受到疫情冲击出现了“断崖式”下跌，此后在 5 月以来开启反弹，但在 2022 年下半年一直处于“-1”以下区间。虽然在 2023 年前 2 个月，先行指数渐进回升至“-1”的水平，但反弹动能仍然有待夯实。先行指数长期处于“-1”及其以下运行，意味着经济的总需求一直偏弱，具体表现在：房地产行业持续走低；由于地方政府资金、收入来源面临越来越多的压力，政府消费和基建投资相对低迷；居民部门出现去杠杆趋势。

经济平稳运行是金融体系保持稳定的根基，经济增速长期低位运行，会为整个金融体系带来诸多挑战。

其一，被动推高各部门宏观杠杆率。根据国家资产负债表研究中心数据，2022 年国内宏观杠杆率持续攀升，主因是经济增速出现较大幅度的下降，而实体经济的债务增速并不高。其二，资产负债表冲击。生产经营者对于未来预期持续转弱，企业的资产负债表可能因此恶化，甚至出现资不抵债的状况，企业行为由“利润最大化”转向“债务最小化”以尽快摆脱财务困境，从而导致在信贷需求下降时，即使货币政策足够宽松，但依旧难以实现“宽信用”。在居民端，由于担心未来收支的不确定性，居民的消费和投资变得更加谨慎，从而增加了预防性储蓄，并减少借贷。其三，自然利率出现下降。经济增速是影响自然利率水平的主要因素之一，我们估算的自然利率波动中枢从疫情 2% 的水平下行至目前的 1.5% 左右的水平。从短期看，自然利率下行为货币政策调降利率提供了政策空间，但中长期看，自然利率的下行意味着均衡水平下的资本回报率出现显著下降，并不利于经济增长的企稳。其四，对人民币汇率带来下行压力。宏观经济基本面是决定一国货币中长期走势的根本因素，国内经济受疫情反复影响在 2022 年 4 月以来出现显著的下行压力，导致人民币有效汇率在 4 月以来呈现显著的下降趋势。

（三）资金脱实向虚

2022 年第二季度以来我国货币政策先后降准、降息，提高了全社会流动性，但资金脱实向虚的现象有所显现。

其一，货币总量宽松但长期资本不足，货币和信贷结构短期化导致资金脱实向虚。受实体经济投资回报率偏低、企业中长期融资意愿偏弱等因素影响，狭义（M1）和广义（M2）货币剪刀差走阔，信贷结构呈现短期化特征。其二，在实体有效信贷需求不足的背景下，名义信贷增速修复明显快于社融，金融同业业务规模快速增长。其三，货币宽松政策下银行体系出现资产荒，信贷结构不均衡问题突出。2022 年第二季度以来市场流动性整体充裕，但实体部门预期转弱叠加金融机构风险偏好趋降，导致银行信贷资金供求存在错位，理财产品难寻优质资产。具体表现在：一是城投定融产品交易活跃，制造业中长期资金供给相对不足；二是通过票据融资“以票冲贷”现象明显，形成资金在金融体系内空转；三是银行定期存款利率持续走低甚至出现倒挂，存贷款期限错配难以满足实体经济融资需求。

（四）地方债务问题凸显

近些年，中国地方债务风险主要表现为债务规模扩张加速和偿债能力下降之间的矛盾。

其一，2022 年，为应对疫情冲击叠加经济下行压力，各级政府在财政收入减少的同时加大了财政支出的力度，使得收入与支出的矛盾更为突出。2022 年地方政府债券发行规模累计 5.13 万亿元，相比 2021 年增长了 4.27%；地方政府债务余额达到 35.07 万亿元，同比增长 15.06%。与此相对应的

是受经济下滑影响，地方本级财政收入的累计同比增速在 2022 年出现快速下降，并在 4 月份以来持续陷入负增长状态。在此情形下，地方政府杠杆率在 2022 年出现了快速攀升，在年末达到 28.29%。

其二，2022 年，地方政府债券到期偿还本金 27758 亿元，其中，发行再融资债券偿还本金 23910 亿元，安排财政资金等偿还本金 3848 亿元；此外，地方政府债券 2022 年累计利息支出 11211 亿元，政府债券到期偿还的本金和利息支出占政府债全年发行额的比重达到 52.9%。这意味着地方政府偿债高度依赖借新还旧的模式，各省份债务规模增速明显超过 GDP 增速和财政收入增速，偿债负担加大，收支矛盾突出，债务额持续性下降。

其三，2022 年城投融资监管趋严，叠加存量债务大量到期，城投债发行及净融资规模大幅回落。2022 年全年城投债的发行规模为 43371.75 亿元，较 2021 年同期减少 11.40%；全年发行 6298 只，比 2021 年减少 10.67%。受银行理财大规模赎回影响，年底出现了一波明显的注销潮，净融资规模由正转负。

三、政策建议

进入 2023 年，货币金融政策的首要目标是激发市场内生动能，发挥消费的基础作用和投资的关键作用，拉动经济回归至潜在增长率水平，进而通过稳定经济增长，有效防范

化解金融领域的系统风险。

第一，实施以财政为主、货币为辅的扩张性政策组合。一方面，在国际收支平衡的理论假设下，只有在财政开支大于税收或赤字开支的情况下，国内私人部门才可能有净盈余。为此，在以国内大循环为主的经济发展模式下，财政赤字是推动经济可持续增长的一项重要政策安排。另一方面，货币政策在宏观调控方面仍然发挥着关键性作用。一是做好“宽财政+宽信用”的跨周期政策组合，支持基础设施建设融资。二是着力疏通货币政策的传导机制，与财政、产业等相关政策共同撬动全社会的有效融资需求，实现从“宽货币”到“宽信用”。三是持续完善利率市场化改革，通过贷款市场化报价利率改革，推动金融机构持续降低实际贷款利率，进一步降低实体企业和居民部门的融资成本。四是继续用好结构性货币政策，定向支持引领我国经济新增长动能的相关行业，如科技创新、新型基建、清洁能源相关基建等，持续支持“三农”、小微企业发展。

第二，多措并举化解金融脱实向虚风险。一方面，提高实体经济资本回报率是改善金融脱实向虚的根本之策。脱实向虚的根本原因在于实体经济的资本投资回报率偏低，且显著低于金融行业的利润率，其化解之策在于提升实体经济的资本投资回报率。另一方面，金融改革应致力于为实体经济提供长期资本。一是坚定不移地继续推动发展多层次资本市

场；二是支持创新型、成长型企业通过公募和私募的方式进行股权融资；三是发展和完善国家开发银行等各类长期信用机构。

第三，稳定地方政府的收入来源和资金供给模式。从中长期看，应加快税制改革，提高直接税比重，逐步完善和推进房地产税，深化资源税扩围，研究数据税、碳税征收机制，增加地方财政收入来源。在短期，应保持投融资渠道的稳定性，搭建市场化的融资平台，着力稳定地方政府资金供给。

一是积极盘活存量资产，增加地方政府财政收入来源；二是支持财政实力较强省份发行新增专项债为重大基建项目筹资，适度增加专项债额度弥补建设资金短板，加大地方政府专项债券与市场化融资联动；三是积极尝试以引进项目的方式进行融资，加强项目共享，促进商业银行与政策性开发性金融工具对接，增加项目配套融资，满足项目资金需求。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联系人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）