

2021 年中国经济展望之二：稳杠杆下中国金融环境的变化

张涛 路思远¹

2020 年中央经济工作会议再次重申“保持宏观杠杆率基本稳定”，此宏观诉求是决策层于 2019 年 12 月召开的中央经济工作会议上首次明确的，而在新冠疫情冲击下，经济下行压力巨大，尤其是微观市场主体面临阶段性的经营困难，为此政策部门加大了逆周期调控力度，相应包括政府、企业和居民在内的各部类杠杆率出现了阶段性的上升，预计到 2020 年末，整体的宏观杠杆率将由 2019 年末的 245% 升至 275%（已公布数据显示，三季度末宏观杠杆率为 270%）。而伴随疫情因素的消退，“恢复经济和防范风险”的平衡重新成为宏观调控主要目标之一，那么稳杠杆自然就是题中应有之意，而稳杠杆诉求的重新强化也就成为了影响 2021 年金融环境的核心变量。

在兼顾经济恢复的诉求下，稳杠杆的实际操作仍会保持宏观杠杆率微幅上升

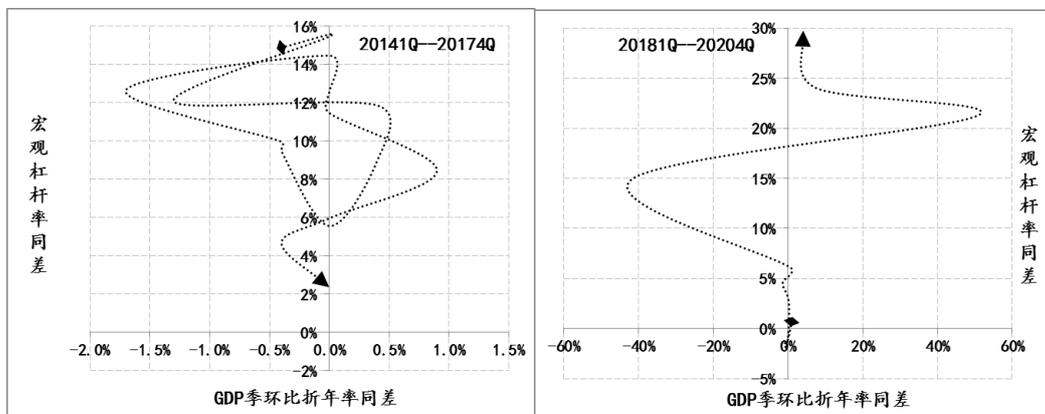
鉴于之前宏调已有“稳杠杆”和“去杠杆的”经验，无疑为 2021 年稳杠杆的宏调提供了重要借鉴。例如，伴随 2014 年经济发展进入新常态，经济增长由高速向中高速转变，宏观调控进一步向经济结构性调整和发展方式转变侧重，虽然当时尚未对杠杆率有明确宏调指引，但已明确“化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间”，因此该阶段的宏调重点之一就是“去杠杆”。就实际情况而言，该阶段去杠杆更多体现为抑制宏观杠杆率上升速度，即宏观杠杆率同

¹ 作者单位中国建设银行金融市场部，谨代表作者个人观点。

差下降但继续保持正值，由期初 15% 以上的水平降至 2% 左右（宏观杠杆率同差 = 当期宏观杠杆率 - 上年同期宏观杠杆率）。

但作为经验教训，该阶段由于政策转弯过急，不仅触发了局部风险，还给经济运行增加了下行压力，2014 年至 2017 年期间，曾有 6 个季度 GDP 季环比折年率同差为负值（GDP 季环比折年率同差 = 当期 GDP 季环比折年率 - 上年同期 GDP 季环比折年率）。

图 1：新常态阶段和新时代初期宏观杠杆率变化情况



2018 年以来，经济运行已由新常态转入新时代，转向高质量发展模式的方向也得以确认，为此决策层确立三年打赢三大攻坚战的宏调主线，“防范化解重大风险”位列三大攻坚战之首，其重点是“防范金融风险”，相应宏观杠杆率同差一度连续三个季度降至负值（2018 年 2 季度至 3 季度），宏观杠杆率最低降至 2018 年的 239%，之后宏观杠杆率就稳定在 245% 附近，宏观杠杆率由 2014 年初的 215% 升至 2019 年末 245%，耗时 6 年，同期经济完成二次探底，2018 年至 2019 年期间，只有三个季度 GDP 环比折年率同差处在正值，GDP 季环比折年率最低于 2019 年三季度降至 4.1%。

但为应对本次疫情，宏观杠杆率仅用一年的时间，就上升了 30

个百分点，由此可见稳杠杆的紧迫性，但由于我们已经有过政策急转弯的经验教训，而且本次中央经济工作会议也强调了“保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上更加精准有效，不急转弯”，因此在兼顾经济恢复的要求下，预计 2021 年宏观杠杆率还会有 5%-10% 的微幅，即至年末宏观杠杆率进一步升至 280%-285% 左右，对应着 2021 年 GDP 季环比折年率也处于逐季回落态势。

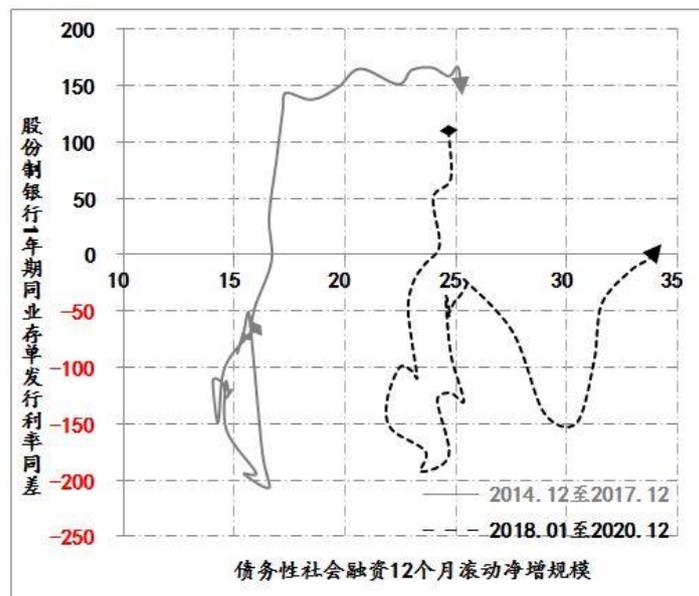
流动性略紧和融资环境不会大起大落

与上述宏观杠杆率过快上升一致，2020 年为了应对疫情，社会融资扩张速度在一年的时间内，就提高了 10 万亿/年，剔除股票融资后的纯债务性社会融资 12 个月滚动净增量由 2019 年末的 25 万亿升至 2020 年末的 35 万亿，而在新常态阶段，纯债务性社会融资扩张速度由 2014 年的 15 万亿/年升至 2017 年末的 25 万亿/年，即扩张速度耗时 6 年才增长了 10 万亿，反映出应对疫情期间融资环境出现了大幅放松，同期商业银行的长期资金利率也出现了明显的下降，以股份制银行为例，其 1 年同业存单发行利率同差一度降至 -150Bps（同业存单发行利率同差 = 当期同业存单发行利率 - 上年同期同业存单发行利率），目前该指标刚刚回升至 0 以上，即同业存单发行利率恢复至疫情前的水平。

若按照新常态时期，稳杠杆操作的经验（社融稳定同时，商业银行长期资金利率上升，当社融重返扩张之后，资金利率才得以稳定），预计 2021 年纯债务性社会融资 12 个月滚动净增量将稳定在目前 35 万亿左右的水平，但商业银行长期资金利率则会继续上升，以股份制

银行为例，其 1 年期的同业存单发行利率可能回升至 4.3% 以上，即在稳杠杆和兼顾经济恢复的诉求下，流动性状况略紧，但融资环境不会大起大落，金融对实体的支持力度能够得到保持。

图 2：新常态阶段和新时代初期流动性及融资的变化情况



人民币的内外价格条件不会大幅收敛

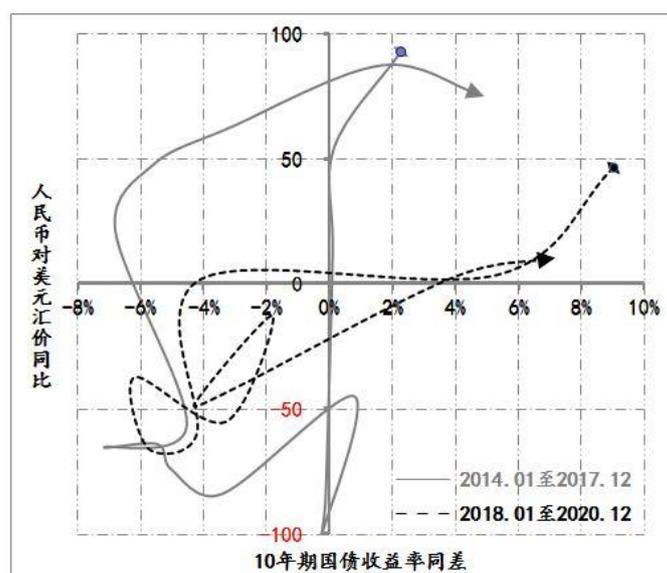
除了上述政策诉求和流动性、融资两个事关国内金融环境的重要因素之外，在观察 2021 年金融环境变化时，还需要对人民币的内外价格条件进行预判，即人民币的利率（内部价格条件）和汇率（外部价格条件）的组合方式。

比照上文，观察新常态时期（2014 年至 2017 年）的经验数据，伴随宏观调控对于杠杆率政策诉求的变化，人民币内外价格条件同步由“升值+加息”转为“贬值+降息”，随后在稳杠杆的诉求下，再次向“升值+加息”组合状态回归。升值表现为人民币对美元汇价汇率同比为正，贬值则为负；加息表现为 10 年国债收益率同差为正，降息则为负值。

2018 年新时代以来，人民币内外价格条件的变化呈现出类似的路径，由去杠杆诉求下的“升值+加息”组合（2018 年前三季度），到稳杠杆诉求与应对疫情的“贬值+降息”，2020 年三季度以来，稳杠杆诉求持续回升，人民币内外价格条件重返“升值+加息”组合。但本次重返，汇率回调幅度和速度明显要快速利率（2014-2017 期间是利率快速汇率），其中很重要的原因就是美元的弱势，即美国因素外溢性影响的体现。

按照“美元指数拐点的出现滞后于全球经济增长的拐点”的经验数据规律，2021 年全球经济增长的疫后反弹反而不会给美元提供很强的走弱动力，相应弱美元的外溢性影响会大幅减弱，同时伴随海外慢复苏的逐渐显露，疫情期间中国的生产替代效应也会大幅削弱，两因素叠加已不支持目前较快的汇率升值速度。以此同时在“政策不急转弯”的诉求下，利率进一步回升的动力也在趋弱。

图 3：新常态阶段和新时代初期汇率及利率条件变化情况



因此，综上，2021 年人民币内外价格条件虽然会在收敛区间内

(人民币汇价同比和 10 年国债收益率同差均为正值), 但进一步收敛的空间有限, 2021 年很可能的组合是“汇率在目前位置保持基本稳定+利率在目前位置窄幅震荡”。