

财政政策与货币政策 将更加注重协同配合

中央经济工作会议指出，“财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费‘双升级’”，这为财政和货币的协同配合指明了大方向，财政资金和货币资源的使用也将更加有的放矢。

文 | 宋雪涛



2019年12月召开的中央经济工作会议对2020年的经济工作提出了明确要求，指出要“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”。

积极的财政政策： 将兼顾财政平衡和逆周期调节

中央经济工作会议和2020年全国财政工作会议均指出，“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生”。如何理解？

2008年以来，我国每年都实行积极的财政政策，至今已有十多年时间。尽管如此，不同时期积极财政的侧重点也有一定差异。例如，2018年的财政直接支出力度较大，在预算收入的基础上调入预算外资金近1.5万亿元，最终一般公共预算支出完成预算的105.3%，同比增速比2017年还高出1个百分点；2019年的主要举措是减税降费，规模超过2万亿元，按照一般公共预算收入同比增长4%计算，占全国公共预算收入的比重有望超过12%。

从积极财政的实际效果和影响来看，减收（减税降费）和增支有一定差异。

财政减收的优点在于直接减轻了企业和居民的税赋负担，有利于提高获得感和幸福感，有助于激发经济主体活力；不足在于对经济增长形成贡献需要中长期的积累，同时短期会加大地方财政的压力，尤其是经济欠发达、债务压力大的地区。

2019年，居民储蓄存款余额增速从2018年的11%回升至13%，企业存款余额增速从2018年的3.8%回升至5.6%，部分反映了减税降费的切实成果；与此同时，2019年的社会消费品零售总额增速从2018年的9%回落至8%，制造业

预计全年财政支出的节奏会是年初较强、年末偏弱。

固定资产投资增速从2018年的9.5%回落至2.5%，较2018年回落速度加快。由此可见，居民和企业部门的存款增长向消费支出和资本开支的转化暂时还不明显。相比之下，一般公共预算收入增速从2018年的6.2%回落至2019年1~11月的3.8%，支出增速则从8.7%降至7.7%，部分隐性债务负担较重的地区财政压力凸显。

财政增支的优点在于，由公共部门进行开支，可以直接形成投资和消费，带动经济增长，对于稳增长稳投资有重要意义，同时在民生领域的适当支出也可以保障社会福利；不足在于，政府部门长期主导投资可能对民间资本形成挤出，扭曲市场经济机制，同时也会提高政府部门负债率，加重债务负担。

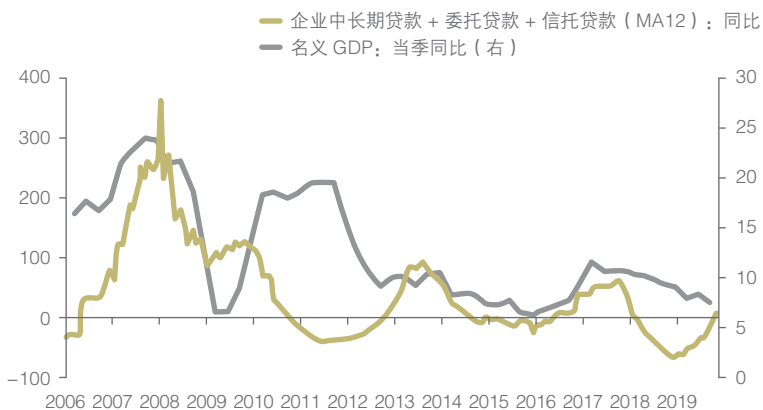
截至2019年年底，我国国债余额16.7万亿元，地方政府债券余额21.3万亿元，政策性银行债余额15.6万亿元，城投债余额8.8万亿元，广义政府部门显性债务余额合计62.4万亿元。另外，据测算地方隐性债务存量可能在30万亿元左右，因此广义政府部门债务余额在90万亿元以上。参考2019年名义GDP总额接近100万亿元，我国政府部门广义负债率接近100%。作为对比，2018年年底全球政府部门整体负债率为82.5%，发达国家为104.2%，发展中国家仅47.7%。总的来看，政府部门广义赤字率的长期扩张已经形成了较大的财政压力。

因此，减税降费和扩大开支都有各自优势，2018年以扩大开支为主，2019年以减税降费为主。预计2020年的政策风格会更加均衡，兼顾财政收支平衡和逆周期调节的要求。一方面，要巩固前期减税降费成果，保证政策落实的延续性，但减降的规模很难在去年的基础上进一步明显扩大，需要为地方财政留出“支持基层保工资、保运转、保基本民生”的空间；另一方面，小幅扩张广义赤字率，适当提高官方赤字率和地方专项债新增额度，同时更多以“优化支出结构、压

缩一般性支出”的方式腾挪财政空间，把资金投向“供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域”，提高财政资金使用效率，在赤字少增的情况下实现政策的提质增效。

预计年内财政支出的节奏也会有变化。2017年以来，一般公共预算支出的进度较早年明显前置，一季度支出的序时进度超过95%，上半年的序时进度超过100%。目前来看，今年财政的支出进度大概率继续前置。今年提前下达的新增专项债额度为1万亿元，据统计1月发行量将超过6500亿元，预计一季度提前额度基本发行结束。作为对比，2019年一季度专项债净融资约6300亿元。因此，预计全年财政支出的节奏会是年初较强、年末偏弱。

2017年以来财政支出进度明显前置



> 资料来源：作者提供

稳健的货币政策： 将更加灵活适度

中央经济工作会议和2020年中国人民银行工作会议均指出：“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应；深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”。

回顾2019年，货币政策取向出现多次波折：一季度开门红期间较为宽松，开年即全面降准100BP，并释放天量社融；随着一季度经济数据全面超预期、房地产市场躁动，4月起货币政策逐渐收紧；但5月下旬的中小银行风险事件对金融机构产生冲击，为稳定信心，银行间流动性一度极为宽松，并持续至7月初；8~10月猪价上涨斜率陡增，带动CPI连超预期，货币政策也进入年内最紧阶段；11月后，前期国常会、金稳会等重要会议连续提出要加强逆周期调节，央行降息释放积极信号，随后猪价也从高位回落，流动性再度回归相当宽裕的水平。

2020年，在稳健和灵活适度的总体要求下，货币政策显著收紧或大幅宽松的概率都不大。

年初，货币政策将延续2019年年底较为宽松的取向，一方面经济走势尚不明确，货币政策逆周期调节仍要保持一定力度；另一方面，提前批专项债大量发行，货币政策需要配合积极财政政策营造适度宽松的流动性环境；此外，今年春节时间较早，万亿级别的流动性缺口提前到来，需要货币政策适度对冲。

一季度过后，随着经济基本面企稳和PPI连续回升，可能会对货币政策在总量层面的进一步宽松形成制约，预计银行间流动性将边际收

紧。但考虑到 2020 年面临全面建成小康社会和“十三五”收官的中期目标，保持经济增速相对稳定的诉求也客观存在。因此，货币政策的边际收紧可能相对温和，与 2017 年直至 2018 年上半年的情况有所区别。

下半年，来自各方面的不确定性逐渐升高。如果基建增速前高后低、房地产投资韧性消退，国内经济基本面可能再次出现下行压力；7 月美国民主党初选结束后，大选形势将逐渐明朗，无论竞争对手是否有威胁，特朗普对中国的态度和策略都有可能转变，叠加第一阶段协议执行效果和第二阶段协议谈判进程未知，中美关系可能再次出现反复。如果内外部不利因素陆续出现，则三季度后货币政策有望边际松动，降准降息空间再次打开。

中性估计，在 2019 年降准 150BP、降息 5BP 的基础上，2020 年的降准空间在 50~100BP，降息空间在 15BP 左右。

对于 2020 年的货币信用条件，预计存量社融增速在 10.5%~11.5% 之间，中枢略高于 2019 年的 10.7%，与小幅抬升的名义 GDP 增速相契合，与“社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配”的要求一致。

第一，初步进入弱企稳阶段的基本面改善基础尚不牢固，稳增长诉求下信贷环境暂时不具备明显收紧的基础，叠加表外资金持续有回表需求，存量社融口径信贷增速有望继续保持在 12.5% 左右。第二，2020 年专项债新增额度大概在 3 万亿元左右，较今年的 2.15 万亿元额度多增 8500 亿元，对于当前 232 万亿元的社融存量来说，可提高社融增速 0.37%。第三，2018 年表外社融，即委托贷款 + 信托贷款 + 未贴现票据，收缩 2.9 万亿元，2019 年收缩规模预计在 1.8 万亿元，中性预期下 2020 年表外融资有望保持降幅收窄的趋势，对社融增速的拖累将进一步缓和。

从结构上看，随着基本面内生性企稳和信贷

与市场化、商业化机构不同，财政资金的运用主要是在“市场失灵”方向，涉及基础设施建设、医疗卫生等事关国计民生的重要领域，是对市场经济的重要补充。

政策的持续引导，企业中长期贷款比例有望进一步回升，叠加表外融资规模降幅继续收窄，2020 年大部分时间仍将处于 2019 年年初至今“中长期社融”修复的大趋势中，社融的“量”和“质”都将有所提升，这将对基本面改善形成进一步支撑。

流动性支持与合理配置

2020 年财政政策和货币政策将更加注重协同配合，这将主要体现在两个方面。

一是货币对财政的流动性支持。在积极财政的要求下，政府赤字规模将进一步适度扩张，2020 年的国债 + 地方政府一般债 + 地方政府专项债 + 政策性银行债的净融资规模可能达到 7 万亿~8 万亿元。大规模的政府类债券发行需要银行间流动性的适当对接，如果流动性缺口较大，可能造成发债成本大幅升高，进一步加剧政府部门的债务压力。因此，货币方面需要适度投放流动性，缓解利率债的供给冲击，为财政资金的顺利募集提供支持。

二是财政对货币资源的合理配置。财政资金募集到位后，将根据财政支出预算进行投放。与市场化、商业化机构不同，财政资金的运用主要是在“市场失灵”方向，涉及基础设施建设、医疗卫生等事关国计民生的重要领域，是对市场经济的重要补充。因此，财政政策的合理运用可以促进货币金融资源的合理配置。

中央经济工作会议指出，“财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费‘双升级’”，这为财政和货币的协同配合指明了大方向，财政资金和货币资源的使用也将更加有的放矢。□

（作者系天风证券首席宏观分析师）