

本轮逆周期刺激政策的资金规模与路径

——基于广义资金扩张的历史对比分析

广义资金是对狭义的社会信用资金的扩展，涵盖了以银行为主的信用资金和以国家为主体的财政资金。本文回顾了 1990 年以来广义资金扩张时期资金总量、结构的变化，以及不同时期财政、货币政策的搭配，进而思考了当前广义资金扩张面临的问题及其解决方案。

一、定义：将广义资金范畴延伸至信用资金和财政资金

- 信用资金包括银行贷款、非标融资、非金融企业债务融资和铁道债，财政资金则包括一般公共预算支出和政府性基金支出。
- 1990 年以来，我们经历了 7 次明显的广义资金扩张时期。可以将广义资金的扩张时期分为两类：一是经济过热过程中的自主扩张，往往表现为信用资金的扩张；二是经济下行时期政策主导的扩张时期，往往呈现出先财政资金扩张、再信用资金扩张的态势。

二、复盘：典型的四次政策引导下的广义资金扩张时期

- 1999-2002 年，财政宽松、货币稳健，资金扩张源于政府加杠杆。1999 年初刺激经济的资金主要来源于财政支出，2000 年后信贷开始扩张，刺激经济的资金来源于银行贷款即信用资金的增加。
- 2008-2009 年，财政积极、货币宽松，资金扩张源于企业加杠杆。该时期刺激经济的主要资金来源同样是财政支出，随后信贷开始上升。
- 2011-2013 年，财政积极、货币稳健，资金扩张源于地方政府加杠杆。刺激经济的主要资金来源中除了信贷和财政支出，非标融资开始上升。
- 2015-2016 年，财政积极，货币稳健，资金扩张源于居民加杠杆。受去库存影响，居民贷款买房，但广义资金扩张不明显。

三、对当前的启示：财政预计更加积极，货币保持宽松

- 政策引导下的广义资金扩张时期的共同特征：（1）经济出现明显下滑，政策开始逆周期调节；（2）财政资金引导信用资金上升；（3）财政政策以加大财政支出、发行国债为主，货币政策以降准降息为主；（4）每一轮政策引导都在广义资金的分项上有明显体现。
- 财政预计更加积极，货币保持宽松。本轮政策刺激具有上文分析的四个时期的共同特征，但与 2011-2013 年的政策方式更为接近。在政策主动引导广义资金扩张时期，广义资金与 GDP 的比值呈现出“财政先行、信用跟上”的特征，2018 年的问题在于财政扩张幅度有限难以对冲信用收缩。因此，财政资金的扩张将是今年政策引导广义资金扩张的主要来源。同时，随着货币政策宽松，风险偏好的逐步修复，信用资金也将逐步企稳。我们预计，2019 年广义资金与 GDP 比值将相对 2018 年上升 5.58 个百分点至 56.91%。**财政资金方面**，通过政府加杠杆来对冲经济下行压力，积极的财政政策主要表现在宽广义财政和减税降费方面；**信用资金方面**，表外融资收缩缓解，边际宽松的货币政策外部约束减轻，将更加注重内部均衡的实现，疏通货币政策传导机制效果将会逐渐显现，信用环境将得到边际改善。

风险提示：财政宽松力度不足，货币政策短期过紧导致实际利率上升，叠加信用收缩，导致经济增长产生较大的下行压力

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

内容目录

一、定义：将广义资金范畴延伸至信用资金和财政资金	4
1、广义资金、货币（信用）和财政之间的关系	4
2、回顾 1990 年以来广义资金的变化	5
二、复盘：典型的四次政策引导下的广义资金扩张时期	7
1、1999-2002 年，财政宽松、货币稳健，资金扩张源于政府加杠杆	8
2、2008-2009 年，财政积极、货币宽松，资金扩张源于企业加杠杆	11
3、2011-2013 年，财政积极、货币稳健，资金扩张源于地方政府加杠杆	12
4、2015-2016 年，财政积极、货币稳健，资金扩张源于居民加杠杆	14
三、当前启示：财政预计更加积极，货币保持宽松	15
1、政策引导下的广义资金扩张时期的共同特征	15
2、2012 年与当前经济背景相似，可以作为对标参考	16
3、对当前的启示：财政预计更加积极，货币保持宽松	18

图表目录

图表 1：1990 年以来广义资金相对 GDP 呈现增长趋势	5
图表 2：1990 年以来广义资金相对名义 GDP 扩张的 7 个时期	6
图表 3：1990 年以来财政资金与信用资金相对名义 GDP 的表现	6
图表 4：政策引导下财政资金与信用资金的变化	7
图表 5：1997 年以来财政政策与货币政策的基调	8
图表 6：受亚洲金融危机影响，1998 年底我国经济面临下行压力	9
图表 7：1998-2002 年我国赤字额和赤字率明显上升	9
图表 8：1998-2002 年 M2 同比处于偏低位置	10
图表 9：1998-2002 年政府杠杆率有所上升	10
图表 10：“4 万亿”投资计划重点投向	11
图表 11：2008-2009 年信贷增速迅速拉升	11
图表 12：2008-2009 年基建投资先于房地产	12
图表 13：2008-2009 年间企业加杠杆	12
图表 14：基建投资与非标融资增速于 2012 年初上涨	13
图表 15：社融和 M2 于 2011 年开始上升	13
图表 16：2015 年下半年 PPI 与股市同时下滑	14
图表 17：2015-2016 年降息叠加宽财政	15
图表 18：房地产销售面积 2015 年下半年开始上升	15
图表 19：居民杠杆率 2015 年开始上升	15
图表 20：财政资金引导信用资金上升	16
图表 21：历史对标（2010-2011，1997-1998）	17
图表 22：2019 年与 2012 年经济背景一致	17
图表 23：2018 年与此前政策引导广义资金扩张时期相对比（百分点）	18

图表 24：2019 年地方专项债额度有望提升	19
图表 25：预算赤字对一般公共预算扩张形成约束	19
图表 26：表外融资收缩开始放缓	20
图表 27：非金融企业债券融资已开始改善	20
图表 28：1990 年以来广义资金结构	21

广义资金是对狭义的社会信用资金的扩展，涵盖了以银行为主的信用资金和以国家为主体的财政资金。本文回顾了 1990 年以来广义资金扩张时期资金总量、结构的变化，以及不同时期财政、货币政策的搭配，进而思考了当前广义资金扩张面临的问题及其解决方案。

一、定义：将广义资金范畴延伸至信用资金和财政资金

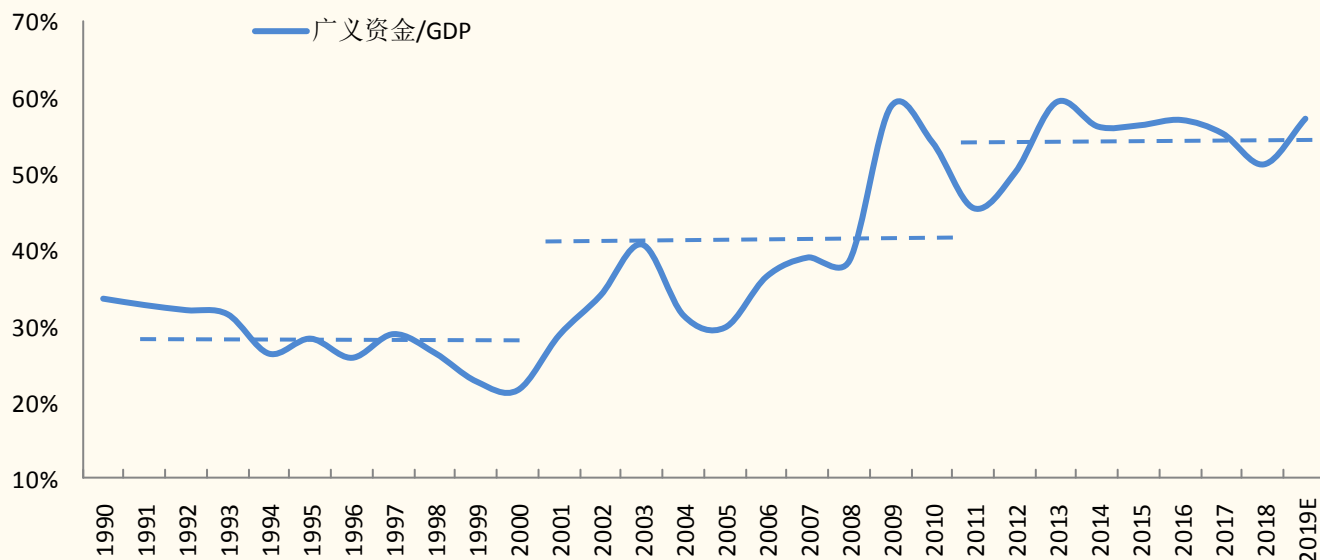
我们将“资金”的范畴扩展到广义范围，纳入信用资金和财政资金。如果将实体经济看成一个有机体，那么资金则是实体经济的血液，为经济提供持续动力。从狭义上来看，以银行为主的金融体系是提供资金的主体，通过资产负债表的扩张为实体经济运行提供资金支持，这一资金渠道称为信用资金；同时，国家财政也是很重要的资金提供者，与金融体系不同的是，财政资金更多是国家宏观意志的体现，包括支持某一产业的发展，以及在经济下行时期通过扩张的财政来刺激经济增长，这一资金渠道称为财政资金；其他资金渠道则包括 PPP 中的社会资金部分和非金融企业股票融资等。从资金总量来看，信用资金和财政资金是社会资金的主要组成部分，我们其统称为广义资金。具体来看，信用资金包括银行贷款、非标融资、非金融企业债务融资和铁道债，财政资金则包括一般公共预算支出和政府性基金支出。

1、广义资金、货币（信用）和财政之间的关系

广义资金不包括中间环节资金，信用资金与货币政策工具相联系又存在区别。关于广义资金，有两个问题需要注意：一是，这里的广义资金是实体经济最终的资金来源，因此不包括央行对金融机构的货币政策工具以及金融机构自身的负债，考虑到金融机构资金来源最终将通过信贷、债券和非标等多种形式作用于实体经济，已经属于广义资金的范畴，避免重复计算；二是，信用资金与货币政策工具是相互联系又有所区别的两个范畴。信用资金的源头是央行货币政策工具，但是货币政策的扩张/收缩并不一定意味着信用资金的扩张/收缩，这主要是受到货币政策时滞、力度以及在银行体系中传导等多方面因素影响。因此，会出现货币政策宽松、经济总体需求走弱的背景下，信用资金依然难以扩张，呈现出货币政策与信用资金相背离的状况。

无论在历史上，还是当前，财政与银行（信用）都是相互紧密联系的两个体系。1978 年以前，财政在国有企业固定资产投资和流动性资金供给中占主导，银行体系（人民银行）只提供企业部分流动资金，银行从属于财政；1983 年起，企业全部流动资金由银行统一供应；1985 年“拨改贷”在全国推行，由国家预算安排的基本建设投资也全部改为银行贷款；1993 年把财政包干制改为中央与地方的分税制，中央财政赤字不再向银行透支，通过发行国债解决；1995 年《中国人民银行法》发布，中央银行和商业银行体系逐步建立。当前，以银行为主体的信用资金与财政资金实际上也是相辅相成的。经济下行时期，政府通过积极的财政政策扩大财政支出（其中基建是很重要的一个方面），政府支出作为项目启动资金，信用资金则为项目后续融资提供支持（包括信贷、债券和非标等多种形式）。从数据来看，2017 年全社会固定资产投资 63.94 万亿元，其中国家预算内资金占比 6.06%，国内贷款占比 11.33%，自筹及其他资金占比 82.28%，自筹则包括了部分政府性基金支出、债券和非标等其他形式。

图表 1：1990 年以来广义资金相对 GDP 呈现增长趋势



来源：Wind，国金证券研究所

2、回顾 1990 年以来广义资金的变化

我们通过广义资金与名义 GDP 的比值的变化的变化，来衡量了广义资金的扩张与收缩。从长周期来看，资金的投入与产出之间存在边际递减趋势，随着时间的推移，相同规模资金推动 GDP 的数量会相应下降，资金的使用效率下降，表现在广义资金与名义 GDP 比值的上升。这与我们观察的数据相一致，1990 年以来广义资金与 GDP 比值总体呈现上升趋势，1990-2000 年均值为 28.21%，2001-2010 年均值为 39.23%，2010-2018 年均值为 54.01%。从短周期来看，不同时期广义资金与名义 GDP 的比值还存在短时期波动。广义资金与 GDP 比值的下降为广义资金收缩时期，往往与经济周期相一致（经济下行时期，广义资金，尤其是信用资金呈现大幅下降趋势）；广义资金与 GDP 比值的上升为广义资金扩张时期（扩张时期分为两种情况，一种是经济过热过程中的自主扩张，往往表现为信用资金的扩张；另一种为经济下行时期政策主导的扩张时期，往往呈现出先财政资金扩张、再信用资金扩张的态势）。

1990 年以来，我们经历了 7 次明显的广义资金扩张时期：

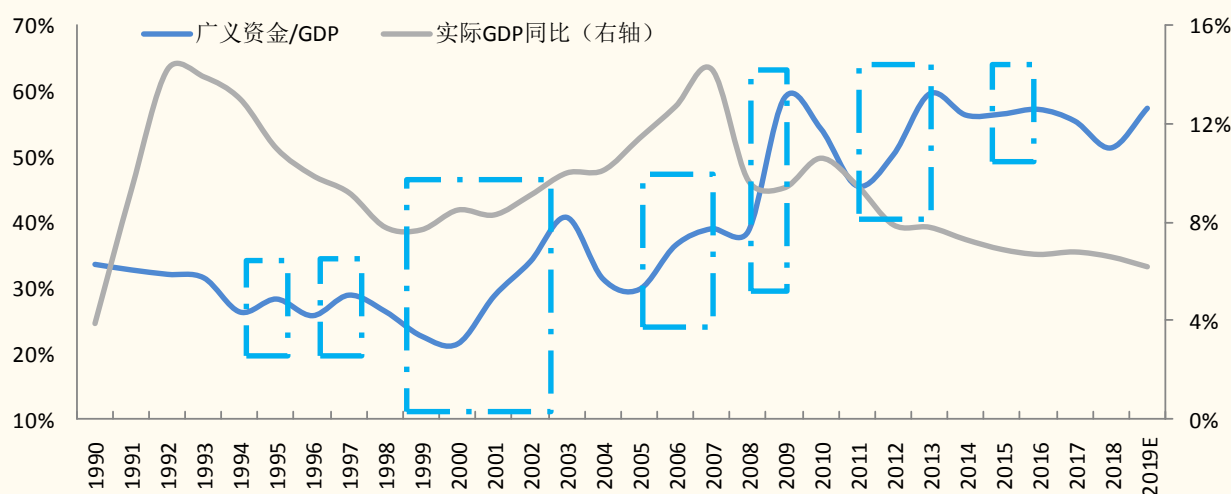
- ① 1994-1995 年，高投资、高通胀，经济过热下的信用快速扩张，信用资金与 GDP 比值由 14.46% 上升至 17.23%，在信用扩张带动下，广义资金与 GDP 比值由 26.37% 上升至 28.35%；
- ② 1996-1997 年，与前一时期相同，经济过热下的信用快速扩张，信用资金与 GDP 的比值由 14.77% 上升至 17.32%，在信用扩张带动下，广义资金与 GDP 比值由 25.82% 上升至 28.95%；
- ③ 1999-2002 年，为应对亚洲金融危机，我国采取了财政、货币双宽松的政策，社会资金整体呈现出财政资金先扩张，而后信用资金扩张的趋势，广义资金与 GDP 比值由 22.71% 上升至 34.07%，为政策主动引导下的广义资金扩张；
- ④ 2005-2007 年，经济高涨下的信用过热，高速增长的经济以及高资产回报率带来了信用的扩张，企业融资需求旺盛，房地产投资也持续上升。信用资金高速扩张，信用资金与 GDP 的比值由 11.53% 上升至 19.02%，在信用扩张带动下，广义资金与 GDP 比值由 29.82% 上升至 39.06%；
- ⑤ 2008-2009 年，为应对全球金融危机，我国进一步采取了财政、货币双宽松

政策，财政、信用资金同时扩张，财政资金与 GDP 比值由 19.61% 上升至 21.89%，信用资金与 GDP 的比值由 17.97% 上升至 36.07%，推动广义资金与 GDP 的比值由 38.62% 大幅上升至 58.93%，是历次广义资金扩张中最迅速的一次；

⑥ 2011-2013 年，地方政府财政扩张，金融监管方面对创新持鼓励态度，表外非标等影子银行业务随之兴起，推动广义资金与 GDP 的比值由 45.55% 上升至 57.72%，为政策主动引导下的广义资金扩张；

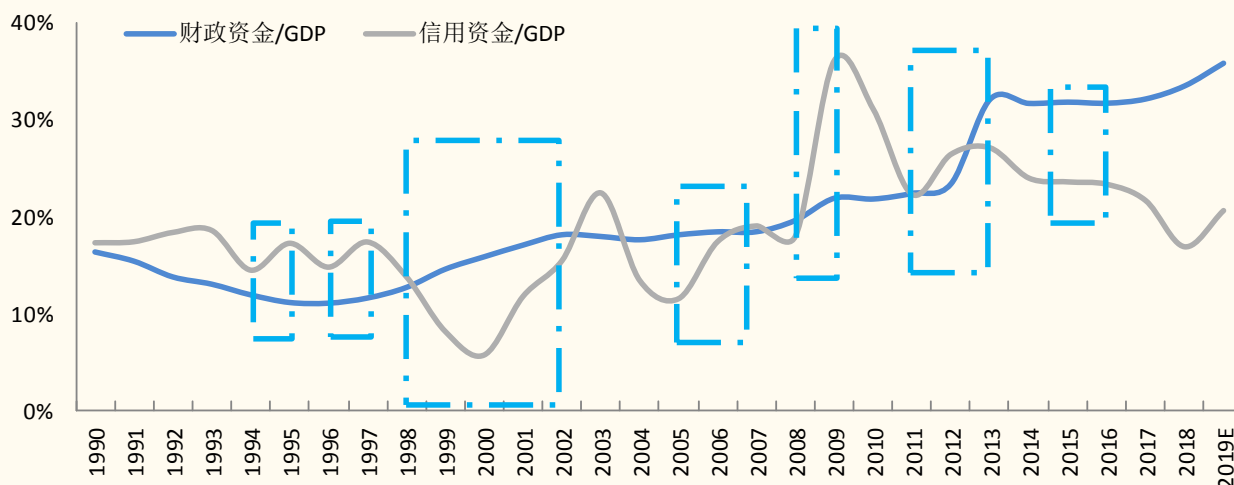
⑦ 2015-2016 年，经济面临时期性下行压力，受“股灾”影响，金融市场被动紧缩，原油等大宗商品大幅下跌导致输入性通缩，我国采取了货币宽松、增加财政支出和放松房地产的方式，广义资金与 GDP 的比值由 56.48% 小幅上升至 57.19%。

图表 2：1990 年以来广义资金相对名义 GDP 扩张的 7 个时期



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：1990 年以来财政资金与信用资金相对名义 GDP 的表现¹



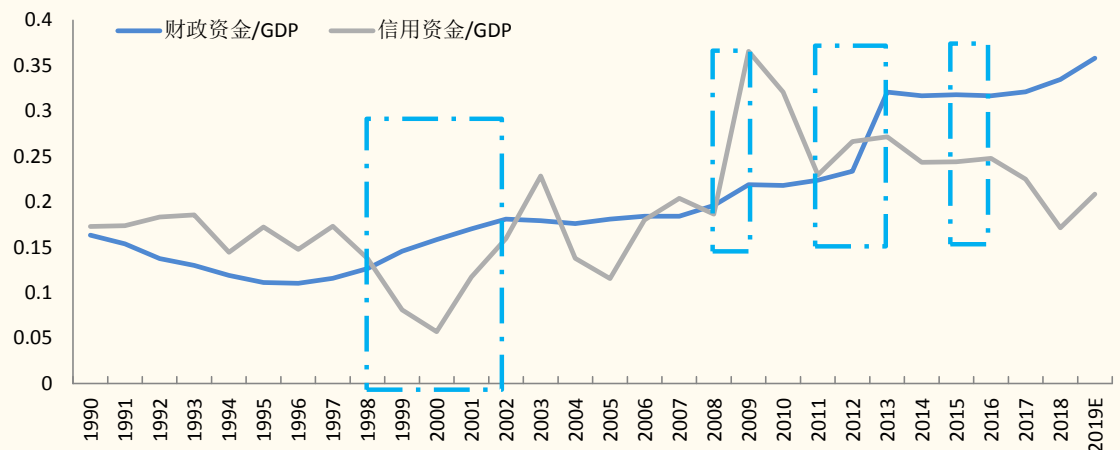
来源：Wind，国金证券研究所

¹ 2013 年开始统计政府性基金预算，考虑政府性基金支出后造成了财政资金的跳升，实际财政资金扩张程度并没有那么大

二、复盘：典型的四次政策引导下的广义资金扩张时期

结合历年政府工作报告关于货币政策和财政政策的表述，我们认为第三时期（1998-2002 年）、第五时期（2008-2009 年）、第六时期（2011-2013 年）以及第七时期（2015-2016 年）是四个比较典型的政策引导下的广义资金扩张阶段。下面我们分别从财政政策、货币政策实施以及其作用后广义资金的结构变化等方面做重点分析。

图表 4：政策引导下财政资金与信用资金的变化



来源：Wind，国金证券研究所

财政资金和信用资金的走势基本和财政、货币政策的松紧保持一致。财政政策由紧变松，再转稳健，最后积极，财政资金的趋势变化与之匹配；货币政策由从紧到稳健到紧缩，再适度宽松，最后到稳健，信用资金变化趋势也基本与货币政策基调相符。

图表 5：1997 年以来财政政策与货币政策的基调

时间	财政政策	货币政策
1997年	适度从紧	适度从紧
1998年	适度从紧	适度从紧
1999年	从紧转积极	从紧转稳健
2000年	积极	稳健
2001年	积极	稳健
2002年	积极	稳健
2003年	积极	稳健
2004年	积极	稳健
2005年	积极转稳健	稳健
2006年	稳健	稳健
2007年	稳健	稳健
2008年	稳健	稳健转从紧
2009年	积极	适度宽松
2010年	积极	适度宽松
2011年	积极	稳健
2012年	积极	稳健
2013年	积极	稳健
2014年	积极	稳健
2015年	积极	稳健
2016年	积极	稳健
2017年	积极	稳健
2018年	积极	稳健

来源：历年政府工作报告，国金证券研究所

1、1999-2002 年，财政宽松、货币稳健，资金扩张源于政府加杠杆

1999 年我国经济面临下行压力，1999-2002 年我国采取积极的财政政策与稳健的货币政策组合，稳增长的效果显著。1997 年亚洲金融危机爆发，不过，当年我国经济并未受到较大影响。1998 年政府工作报告提出，财政和货币政策的定位均是从紧。然而，1998 年 1 季度，GDP 当季同比下降至 7.3%，比 1997 年第 4 季度低 1.3 个百分点；CPI 下降至 0.3%，此后转负。亚洲金融危机的负向影响开始显现，我国经济面临增速下滑、通货紧缩的风险。1998 年底政策发生调整，财政政策转变为积极，货币政策转变为稳健。政策实施的时间为 1999-2002 年。该段时间内，经济开始回升，通胀维持较低位置。以 2002 年为例，GDP 同比为 9.1%，CPI 为-0.8%。从经济和通胀两个指标来看，积极的财政政策和稳健的货币政策的组合是成功的。

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_13940

