

● 证 券 研 究 报 告 ●

财政与货币政策协同下的债市新环境

证券分析师：黄伟平 A0230524110002
栾强 A0230524110003

研究支持：王哲一 A0230123100001
2025.01.05

- **1. 财政赤字具有合理的必然性：**经济发展客观要求下，赤字融资今后将成为我国财政政策的重要任务之一，财政和货币金融政策协调配合料将持续增强。
- **2. 财政与货币政策协同的历史脉络：**1) 财政体制总体呈现从高度集中到分级管理的演进历程。2) 货币政策框架从信贷主导转向现代货币体系、从数量型调控转向价格型调控，自主性明显增强。3) 财政与货币政策协调，实质上是适应经济社会发展的新模式，尤其在新旧动能切换阶段实体部门内生动能不强的环境下，货币配合财政支撑社会信用扩张。
- **3. 财政与货币政策协同的理论视角：**1) 货币和国债，本质上都是主权信用的具象化载体，因此，实际上财政和货币的互动无处不在。2) 货币发行机制比较来看，主权信用模式相对更有优势。3) 国债货币化本身就是合乎自然逻辑的事情，财政活动更多地是作为货币信用重要环节的客观载体。4) 所谓的3%赤字率红线，本身既缺乏理论基础，也脱离发展现实，而广义赤字视角更符合实际。
- **4. 我国财政与货币政策协同的现状：**1) 财政与货币协同的迫切性在于，信贷约束已从供给端转向需求端，实体经济内生信用扩张动力较弱。2) 当前阶段，财政货币在政府债发行、呵护税期资金面、支持社会信用合理扩张、防范化解风险、完善沟通协调机制等方面的协调配合已经渐趋完善。
- **5. 债市新环境展望：**1) 财政货币协同的市场化纽带主要是国债和国库。2) 国库现金管理或将增加做市、回购等国债交易。3) 人民银行或将进一步增加国债买卖操作，并且可能以短债交易为主。4) 财政或将增加短债发行规模和频率，配合货币政策操作需要。债券市场本身来看：1) 短债相关资管产品有望持续扩容。2) 不同期限债券波动率可能趋于分化。3) 收益率曲线可能更多呈现陡峭化形态。

风险提示：宏观调控政策超预期、金融监管超预期、海外环境变化超预期

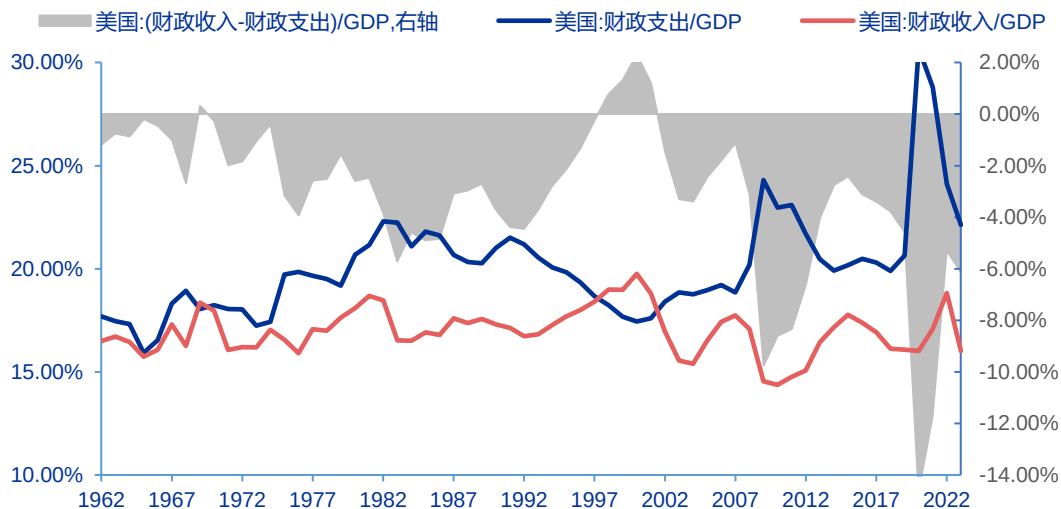
主要内容

1. 财政赤字具有合理的必然性
2. 财政与货币政策协同的历史脉络
3. 财政与货币政策协同的理论视角
4. 我国财政与货币政策协同的现状
5. 债市新环境展望

研究背景：财政赤字的长期必然性

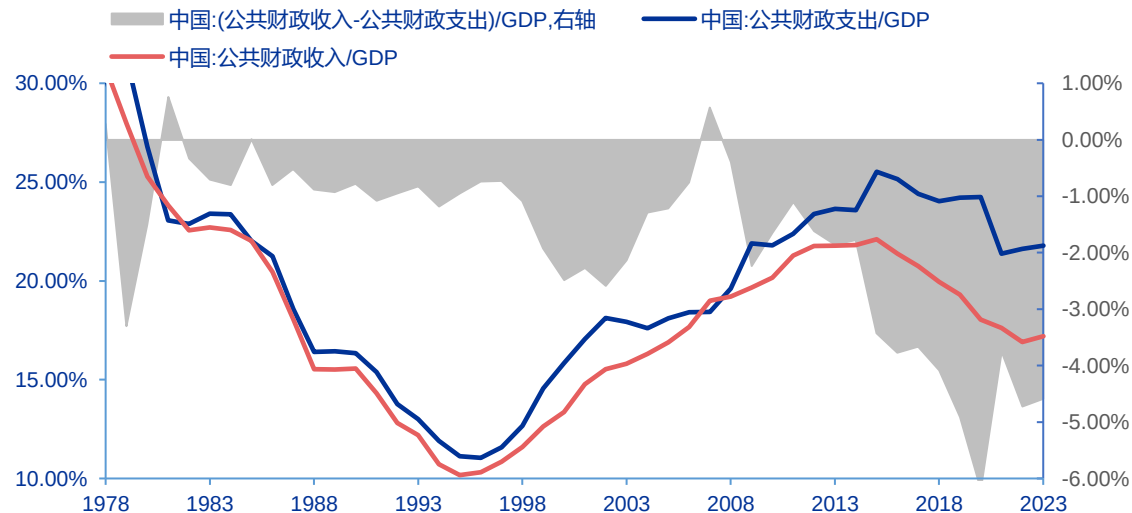
- **瓦格纳法则：**当国民收入增长时，财政支出会以更大比例增长，即随着人均收入水平的提高，政府支出占GDP的比重将会提高，经济下行压力下尤甚。
- **赤字融资要求财政与货币协调配合：**
 - 经济发展客观要求下，赤字融资今后将成为我国财政政策的重要任务之一。
 - 赤字融资本身也是金融问题，因而，在保证金融稳定的前提下，赤字融资成为我国制定和实施宏观政策必须考虑的要素。
 - 在今后一个相当长时期内，财政和货币金融政策协调配合料将持续增强，并且主要集中于政府赤字和债务管理方面。

海外经验表明，财政赤字是常态



资料来源:wind, 申万宏源研究

我国历史来看，财政赤字扩大的趋势较为明显



资料来源:wind, 申万宏源研究

主要内容

1. 财政赤字具有合理的必然性
2. 财政与货币政策协同的历史脉络
3. 财政与货币政策协同的理论视角
4. 我国财政与货币政策协同的现状
5. 债市新环境展望

2.1 财政体制演进历程：从高度集中到分级管理

■ 财政体制改革关注的主要问题：

- 中央与地方的财政分配关系
- 调动地方财政积极性

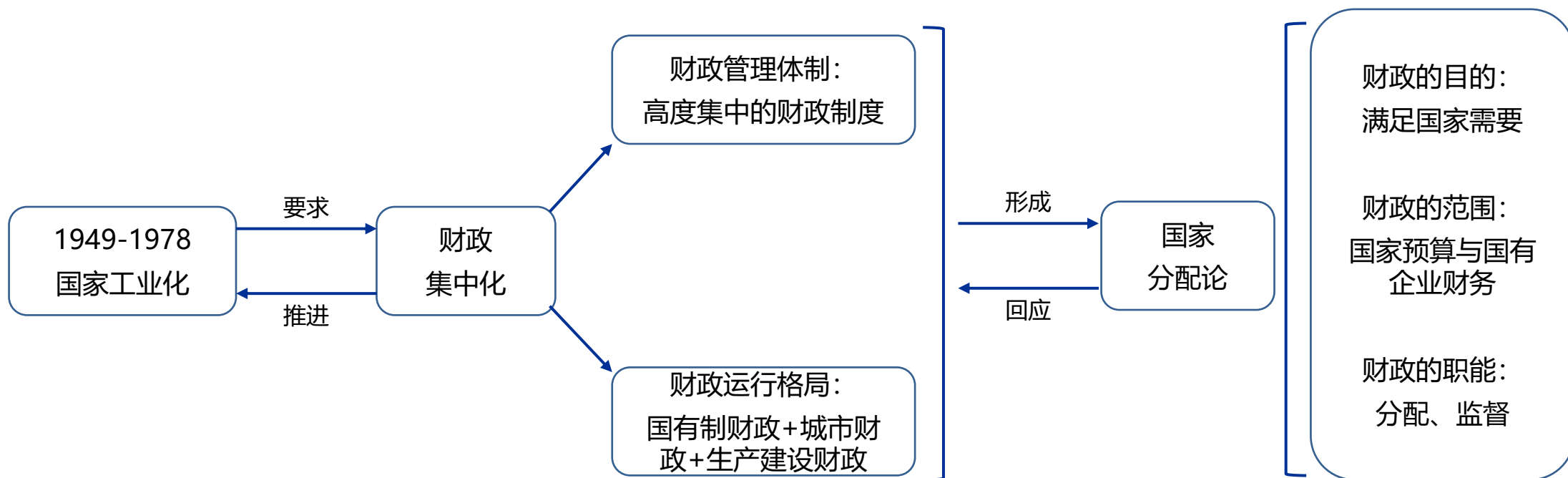
中国财政管理体制改革年表

	实行时间	财政体制概况
统收统支阶段	1950	高度集中、统收统支
	1951-1957	划分收支、分级管理
	1958	以收定支、五年不变
	1959-1970	收支下放、计划包干、地区调剂、总额分成、一年一变
	1971-1973	定支定收、收支包干、保证上缴（或差额补贴）、结余留用、一年一定
	1974-1975	收入按固定比例留成，超收另定分成比例，支出按指标包干
	1976-1979	定收定支、收支挂钩、总额分成、一年一变。部分省（市）试行“收支挂钩，增收分成”
分灶吃饭阶段	1980-1985	划分收支、分级包干
	1986-1987	划分税种、核定收支、分级包干
	1988-1993	多种形式财政包干
分税制以及财税体制深化改革阶段	1994-以来	1994年实施分税制改革
	2002年	实施《所得税收入分享改革方案》
	2003 年	十六届三中全会《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，部署健全和完善公共财政体制
	年	十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确央地事权财权，健全地方债管理体系

2.1.1 国家工业化、财政集中化与国家分配论：1949-1978

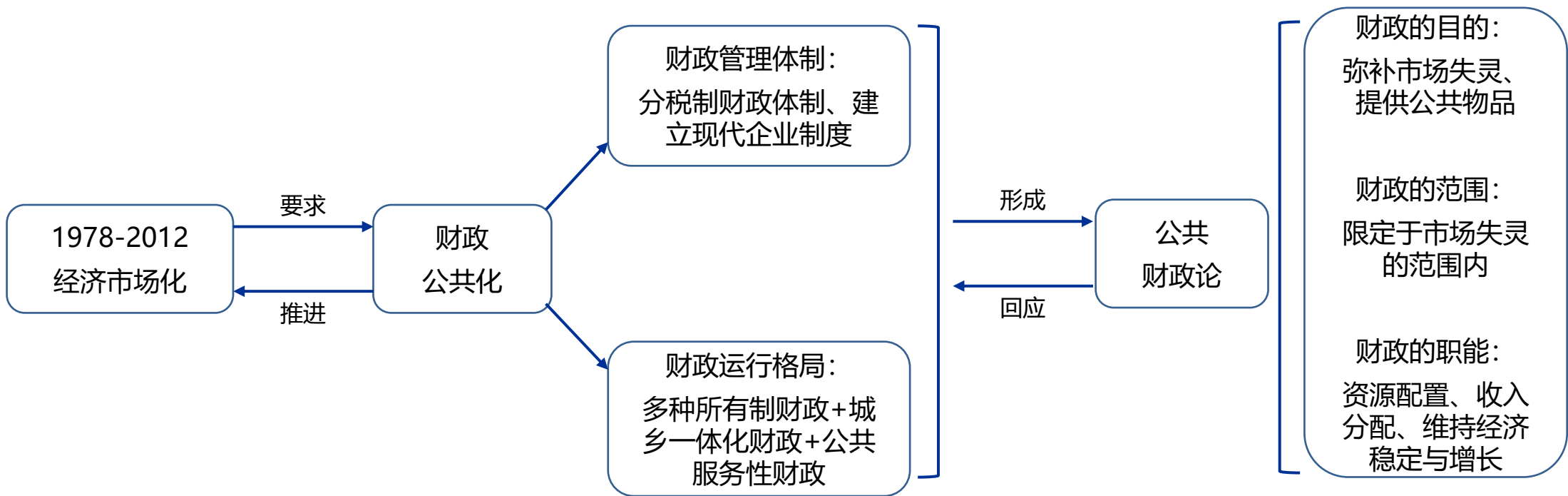
■ 面对国家快速发展的要求和国力基础较弱的现状，通过高度集中财政以便将资源集中到国家的赶超发展需求。

- 财政收支集中于国有部门：国有和集体经济缴款几乎撑起全部财政收入，相应地，政府和国企的经费几乎占用了全部财政支出。
- 财政范围主要覆盖城市区域：国有经济主要活动在城市区域，集体经济主要活动在农村区域。
- 财政支出集中用于生产建设：国家财政支出中涉及民生减少的相对较少，超过一半用于生产建设。
- 高度集中的财政管理体制：央、地方面，中央全面控制财政收支；政府、企业方面，政府指令安排企业经营，企业利润上缴。
- 政府财政、企业财务、银行信贷，很大程度上混淆在了一起。



2.1.2 经济市场化、财政公共化与公共财政论:1978-2012

- **改革开放后，公共财政被认为是符合市场经济体制的财政类型和标志中国财政改革方向的概念。**
 - 按照经济市场化改革要求，中国财政开启从集中化到公共化的转型，并表现在财政运行格局和财政管理体制的嬗变中。
 - 1980年代，中国重新引入西方财政理论。1990年代，随着财政改革的深入，公共财政目标也逐渐明确。
- **公共财政论在国家分配论的基础上扩充了“公共”属性。**
 - 公共财政论者承认国家分配论揭示了财政的本质，但“国家财政”不能体现“公共财政”的“公共”特征；就公共财政的适用性而言，部分学者认为公共财政适用于中国财政改革。



2.1.3 从提质增效看分税制改革

■ 税收分权合同主要的四种形式：

- 假定某税种的税收收入、分成比例和税收定额分别为T、a、T0
- 中央政府税收所得= $(1-a)*T+T0$
- 地方政府税收所得= $a*T-T0$

契约形式	分成比例和上解定额	征管权归属	收益权归属
定额合同	$a=1, T0>0$	地方政府	定额部分归中央，剩余归地方
分成合同	$0<a<1, T0=0$	地方政府或中央政府	按分成比例划归中央政府和地方政府
分税合同	$a=1, T0=0$	地方政府和中央政府	按税种划归中央政府和地方政府
代征合同	$a=0, T0=0$	地方政府	中央政府

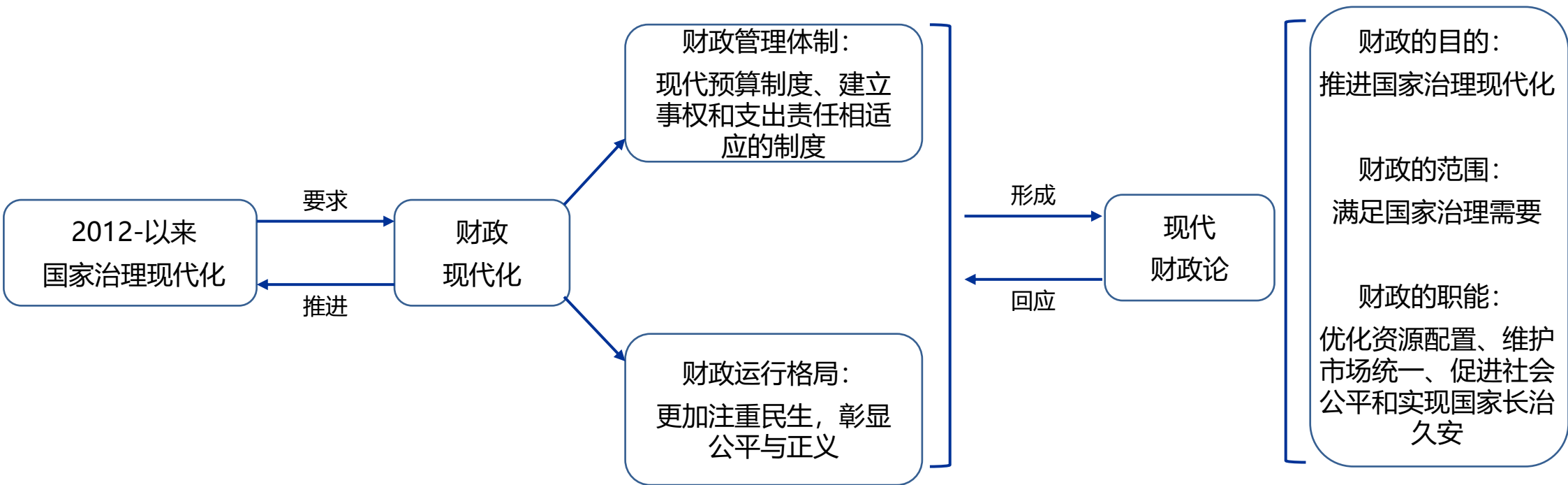
■ 四种契约形式的效率优劣比较：

- 对地方政府的激励：**分税合同**>定额合同>分成合同>代征合同
- 监督地方政府税收努力成本：**分成合同**<定额合同<分税合同<代征合同
- 与地方政府讨价还价成本：定额合同需随时间调整，**其他契约**一旦制定，可以维持相当长的一段时间
- 对中央政府的激励：**代征合同**>分税合同>分成合同>定额合同

2.1.4 国家治理现代化、财政现代化与国家治理论：2012-以来

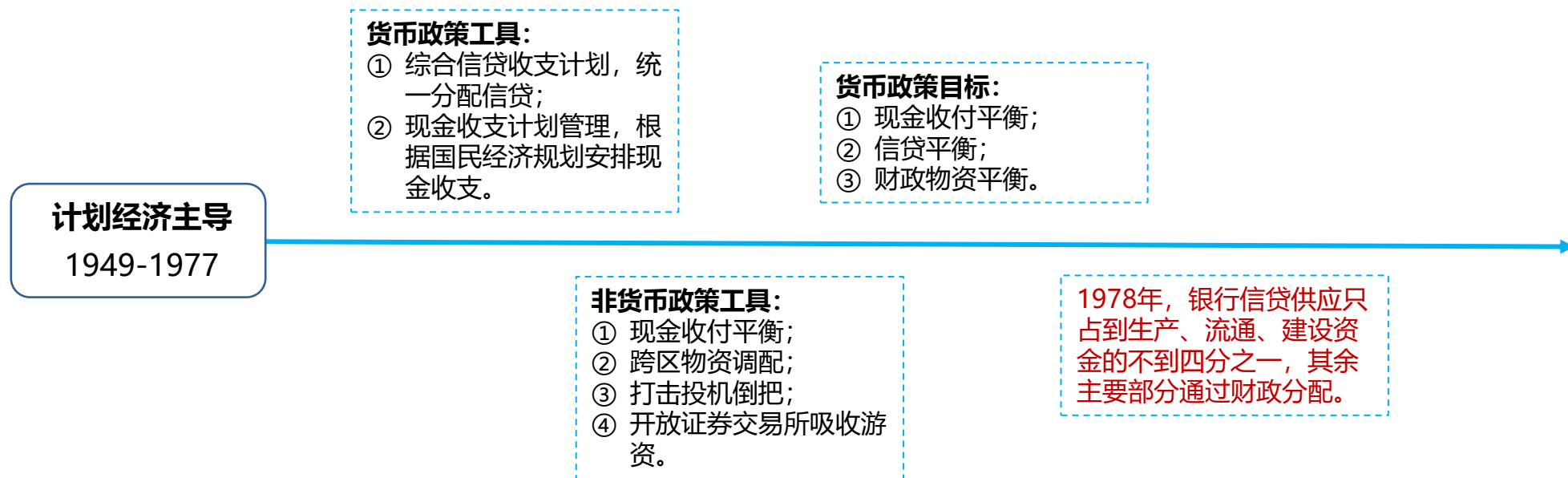
■ 党的十八届三中全会《决定》提出“财政是国家治理的基础和重要支柱”。

- 财政主体从政府作为单一主体集中组织财政活动，转变为由政府、企业组织、社会组织和居民自治组织在互动的基础上推行财政活动；
- 以国家治理界定财政职能——优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平和实现国家长治久安；
- 财政理论体系从以弥补市场失灵为逻辑起点，转变为以满足国家治理需要为逻辑起点。



2.2.1 货币政策框架演进：计划经济时期辅助财政政策

- 金融体系较为简单，货币数量调控为主，主要目标是防通胀、保稳定。
- 财政政策为主：建设资金、国有企业经营资金，等
- 信贷政策为辅：临时性资金、集体企业以及农业小额信贷，等
 - 货币政策中介目标：1) 市场现金流通量增速；2) 市场现金流通量与社会商品零售额的比例。



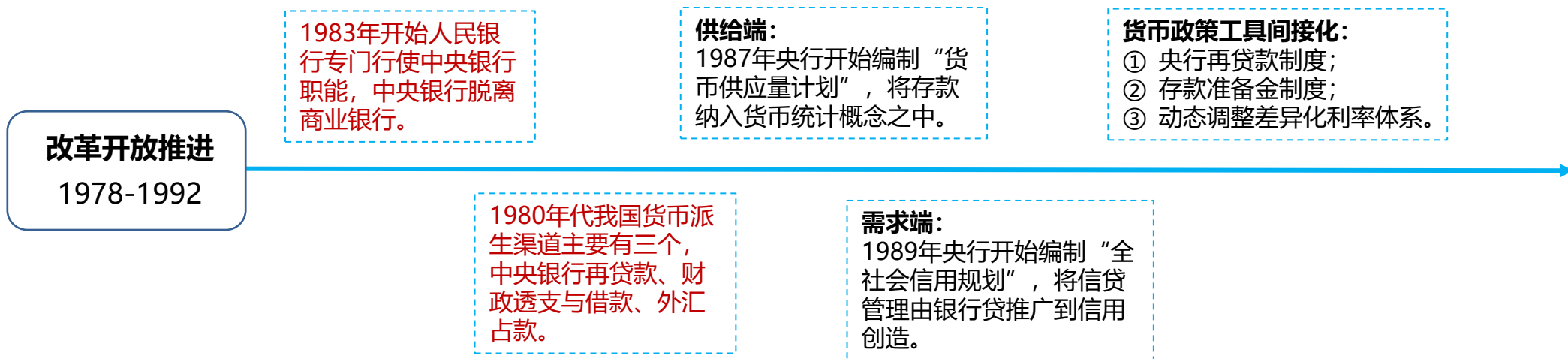
2.2.2 货币政策框架演进：改革开放时期逐步健全现代货币信用机制

■ 中央银行脱离商业银行，现代货币信用机制逐步健全：“双层”货币创造机制

- 中央银行通过对金融机构贷款、购买外汇和金银等手段发行基础货币；
- 银行金融机构通过贷款派生等渠道创造存款货币

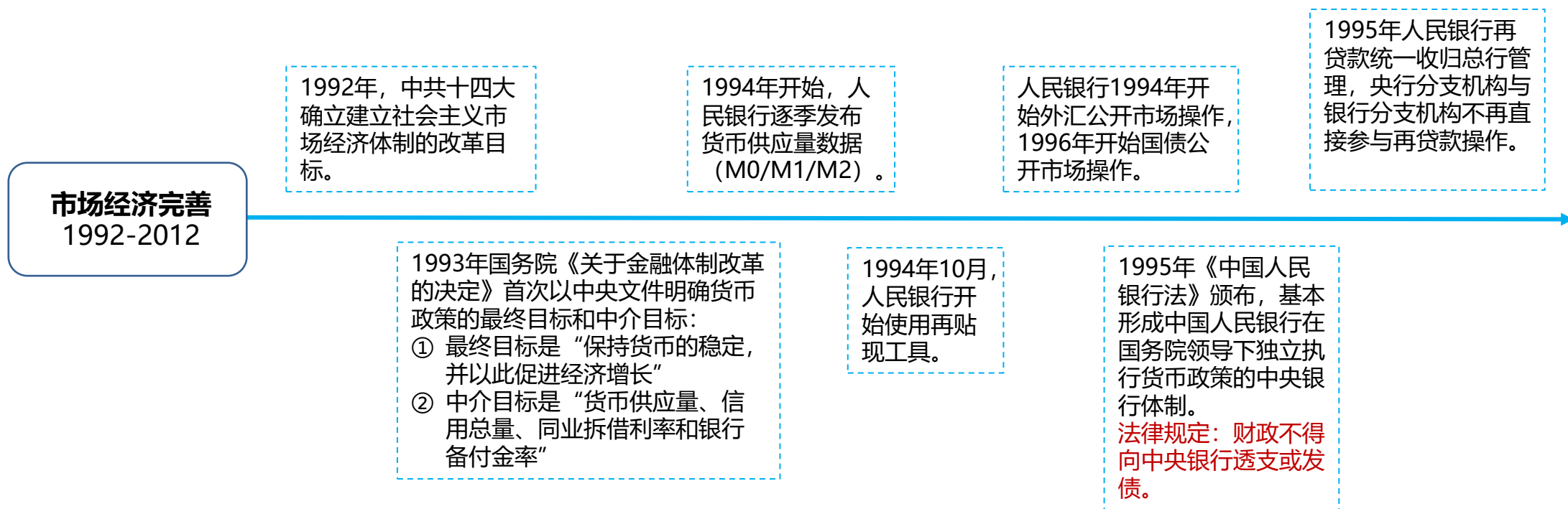
■ 计划经济和市场经济并存：

- 信贷规模管理和现金发行计划依然发挥作用，但货币政策工具也逐步丰富



2.2.3 货币政策框架演进：市场经济完善时期外汇占款到信贷派生

- 外汇占款主导基础货币
- 信贷投放推动信用派生
 - 央行逐步建立现代中央银行货币政策框架



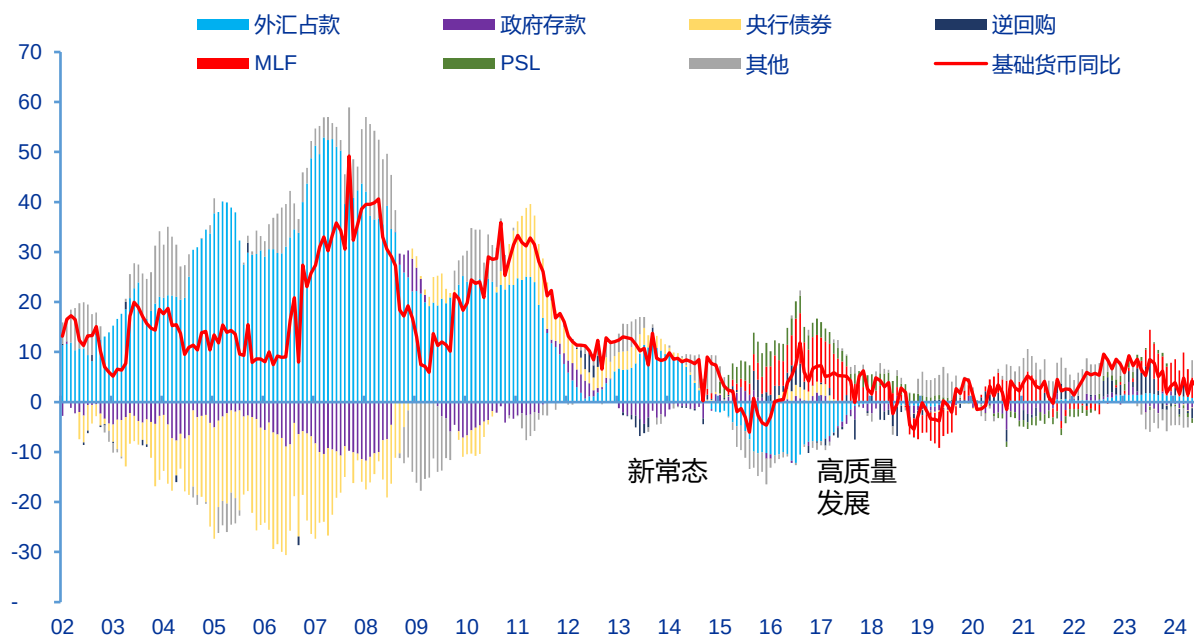
2.2.4 货币政策框架演进：高质量发展新要求

■ 2012年以来，新发展理念下的新要求

- 货币金融体系复杂化，基础货币创造由外汇占款主导转向央行贷款主导
- 货币中介目标现代化，数量型目标向价格型目标过渡（2018年开始不再公布M2目标）
- 央行逐步建立现代中央银行货币政策框架

央行“以我为主”称为基础货币投放的主基调

基础货币同比增速拆分，%



央行货币政策工具渐趋丰富

公开市场业务 (OMO)

正/逆回购交易；中央银行票据；央行票据互换(CBS)；短期流动性调节工具 (SLO)；中央国库现金管理；**买断式逆回购**；**公开市场国债买卖**；**证券、基金、保险公司互换便利 (SFISF)**，等

存款准备金

人民币存款准备金；外汇存款准备金

中央银行贷款

再贷款；再贴现

利率政策

贷款市场报价利率 (LPR)

常备借贷便利 (SLF)

满足金融机构期限较长的大额流动性需求 (1-3个月)

中期借贷便利 (MLF)

提供中期基础货币

抵押补充贷款 (PSL)

对金融机构提供的期限较长的大额融资

定向中期借贷便利 (TMLF)

期限长、利率优惠，引导银行支持重点领域

结构性货币政策工具

碳减排支持工具、科技创新再贷款、保交楼贷款支持计划，等

2.3 顶层设计来看，财政与货币政策协调配合重要性进一步增强

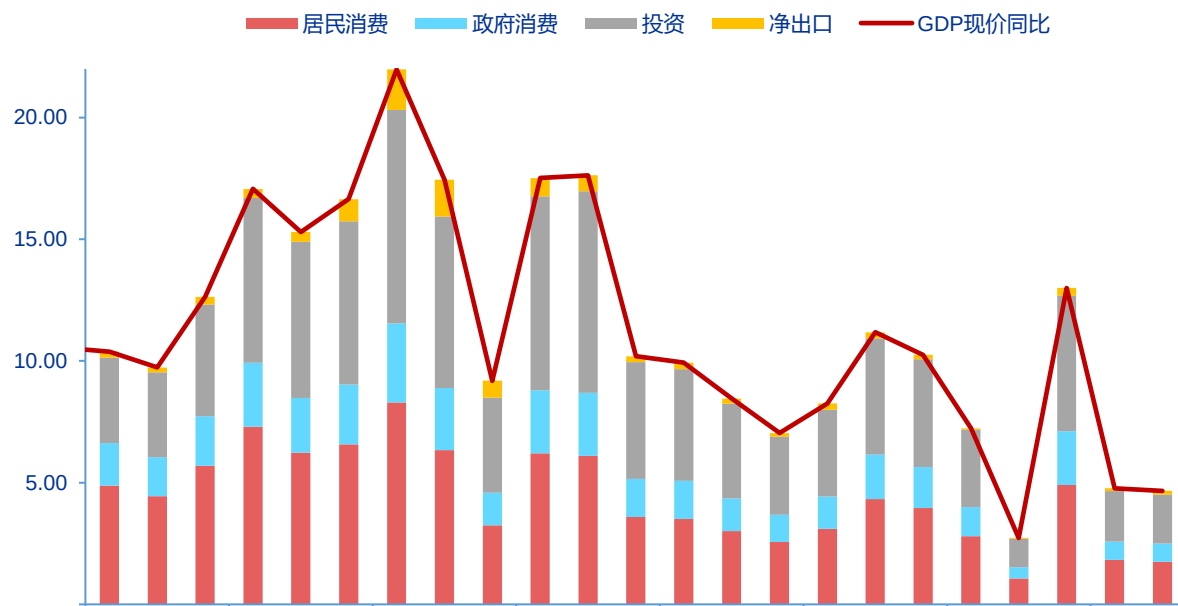
财政货币政策协调配合的相关政策梳理

年份	会议/政策	宏观政策配合相关内容
2011	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	加强和改善宏观调控。巩固和扩大应对国际金融危机冲击的成果，把短期调控政策和长期发展政策有机结合起来，加强财政、货币、投资、产业、土地等各项政策协调配合
2012	《金融业发展和改革“十二五”规划》	进一步加强财政政策与货币政策之间的协调配合，科学确定财政政策与货币政策的松紧配合
2015	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	完善以财政政策、货币政策为主，产业政策、区域政策、投资政策、消费政策、价格政策协调配合的政策体系，增强财政货币政策协调性
2015	《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》	财政部、中国人民银行要加强财政政策和货币政策的协调配合，为地方政府发行债券创造良好的市场环境
2018	《国务院关于落实〈政府工作报告〉重点工作部门分工的意见(2018)》	继续创新和完善宏观调控，把握好宏观调控的度，保持宏观政策连续性、稳定性，加强财政、货币、产业、区域等政策协调配合
2019	《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度——推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》	健全以国家发展规划为战略导向，以财政政策和货币政策为主要手段，就业、产业、投资、消费、区域等政策协同发力的宏观调控制度体系
2020	《关于2020年国民经济和社会发展计划执行情况与2021年国民经济和社会发展计划草案的报告》	充分发挥宏观政策协调机制和重点省市“六稳”、“六保”会商机制作用，中央与地方之间、部门之间的政策联动协调不断增强，宏观经济治理体系更加完善，政策稳定性、可预期性和透明度进一步提升
2021	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	健全以国家发展规划为战略导向，以财政政策和货币政策为主要手段，就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策紧密配合，目标优化、分工合理、高效协同的宏观经济治理体系
2022	党的二十大报告	健全宏观经济治理体系，发挥国家发展规划的战略导向作用，加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用
2024	《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》	围绕实施国家发展规划、重大战略促进财政、货币、产业、价格、就业等政策协同发力，优化各类增量资源配置和存量结构调整。
2024	国务院关于金融工作情况的报告	增强宏观政策一致性，货币、金融政策与财政、产业、就业等政策形成合力。

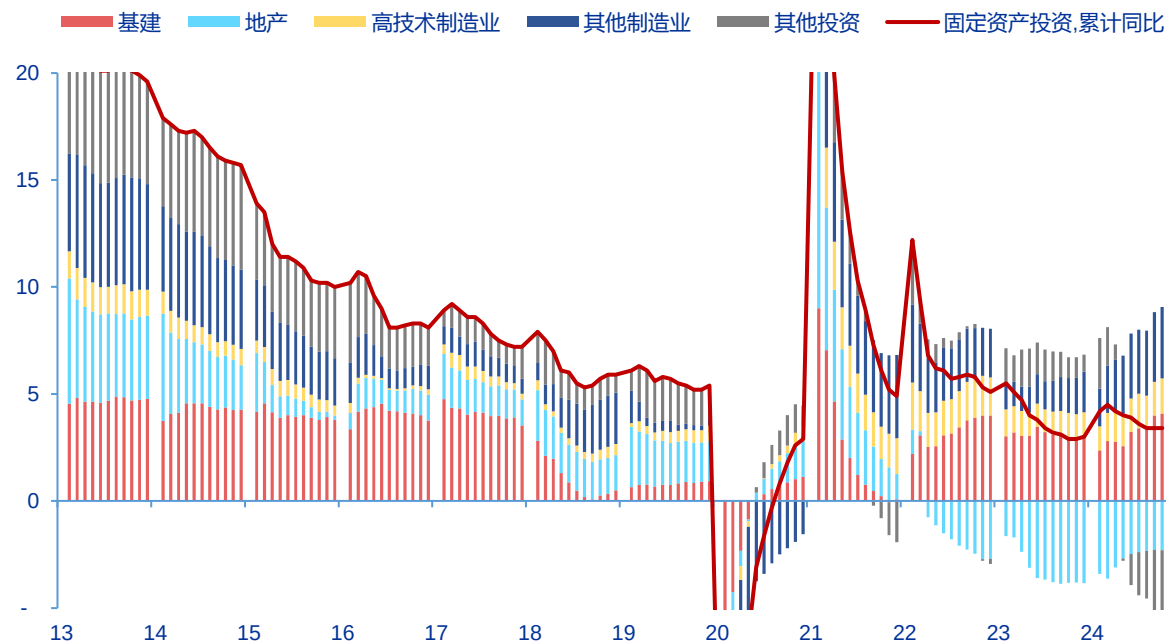
2.4 财政货币协调配合的本质：有效支持经济社会高质量发展

- 经济社会发展的基础是物质数量，现代意义上与社会信用扩张相辅相成。
- 财政与货币政策协调，实质上是适应经济社会发展的新模式，尤其在新旧切换阶段实体部门内生动能不强的环境下，货币配合财政支撑社会信用扩张。

名义GDP同比拉动拆分,%

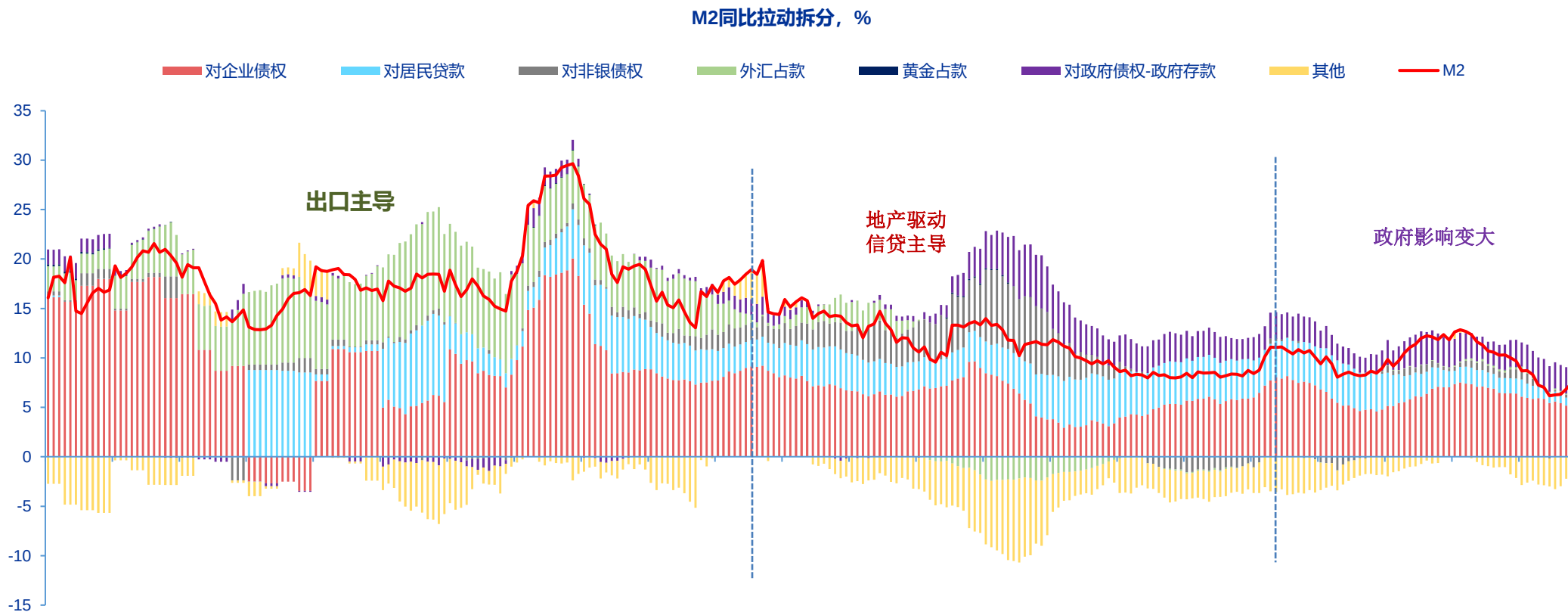


固定资产投资累计同比,拉动拆分,%



2.4 财政货币协调配合的本质：有效支持经济社会高质量发展

- 经济社会发展的基础是物质数量，现代意义上与社会信用扩张相辅相成。
- 财政与货币政策协调，实质上是适应经济社会发展的新模式，尤其在新旧切换阶段实体部门内生动能不强的环境下，货币配合财政支撑社会信用扩张。



2.5 总结

- 财政体制总体呈现从高度集中到分级管理的演进历程。
- 货币政策框架从信贷主导转向现代货币体系、从数量型调控转向价格型调控，自主性明显增强。
- 财政与货币政策协调，实质上是适应经济社会发展的新模式，尤其在新旧切换阶段实体部门内生动能不强的环境下，货币配合财政支撑社会信用扩张。

主要内容

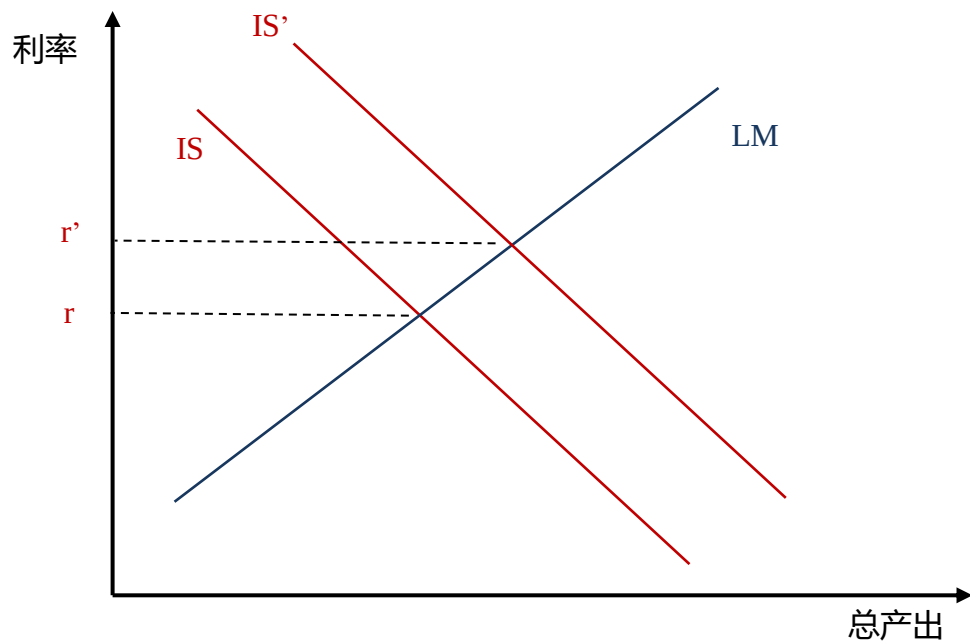
1. 财政赤字具有合理的必然性
2. 财政与货币政策协同的历史脉络
3. 财政与货币政策协同的理论视角
4. 我国财政与货币政策协同的现状
5. 债市新环境展望

3.1 财政货币协同的必要性

■ 货币和国债，本质上都是主权信用的具象化载体，因此，实际上财政和货币的互动无处不在。

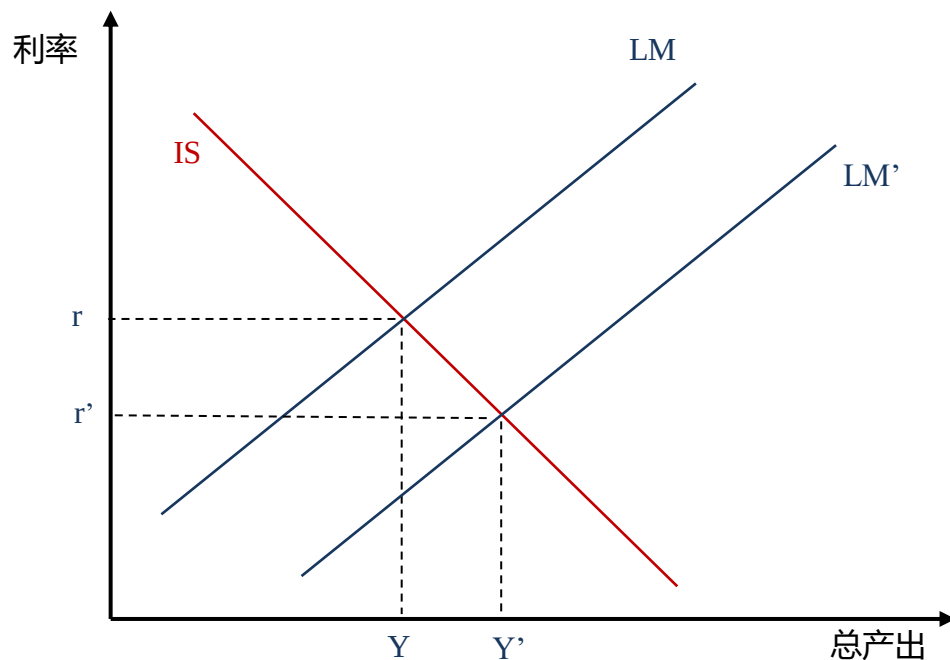
- 宏观调控的客观需要，单一政策难以有效满足经济稳定发展的需要。

财政扩张：如果缺乏货币政策配合，可能产生挤出效应



资料来源: 申万宏源研究

货币宽松：如果缺乏财政政策配合，可能宏观调控效果不够理想

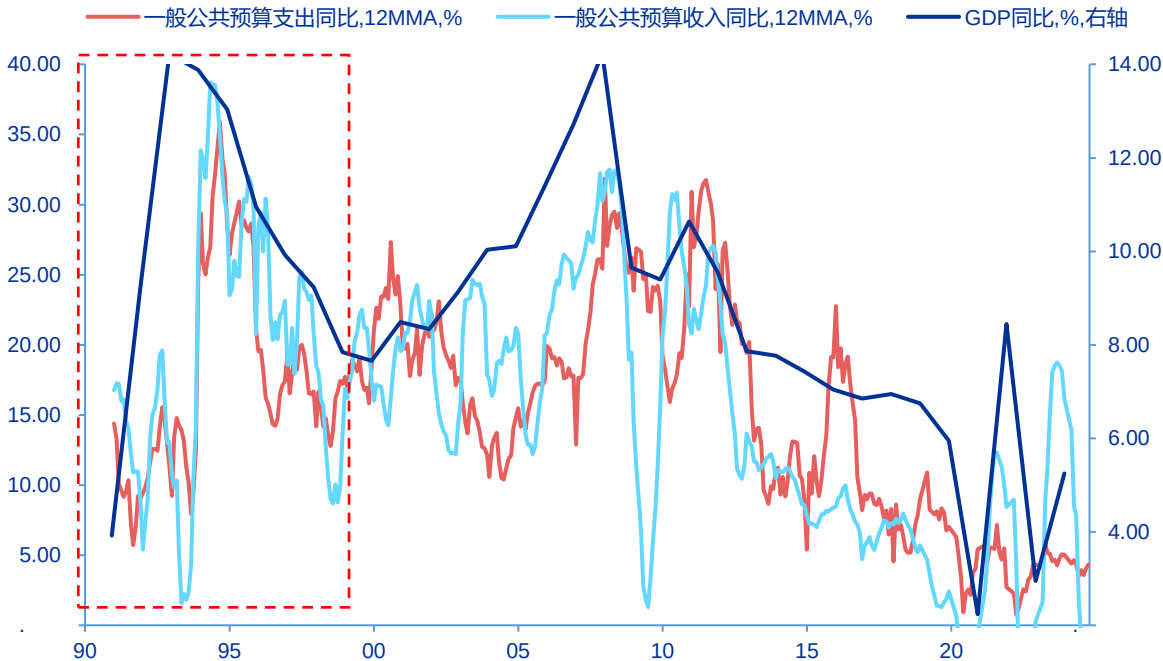


资料来源: 申万宏源研究

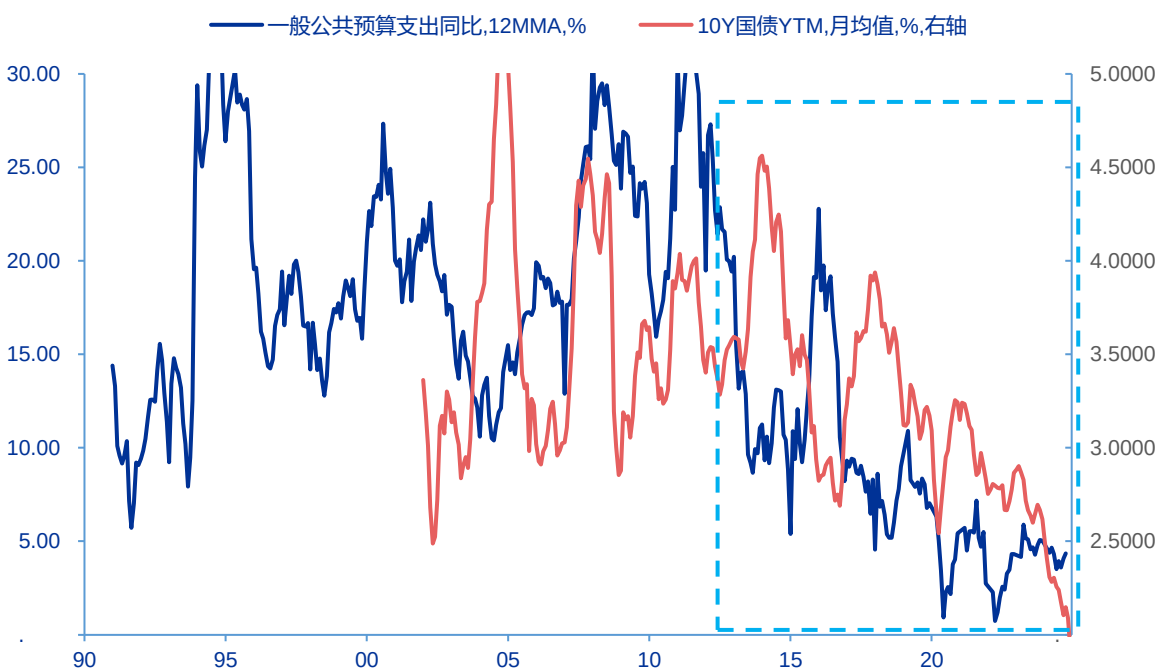
3.2 财政货币协同的必要性：财政政策落地需要货币政策配合

- 1998年“积极财政政策”理念之前，财政货币协同性不够强，财政本身更多的是顺周期属性。
- 2012年以来财政逆周期属性增强，货币政策起到重要支持作用，重点在于为财政扩张提供良好的流动性环境。

财政政策的逆周期调控功能属性明显加强



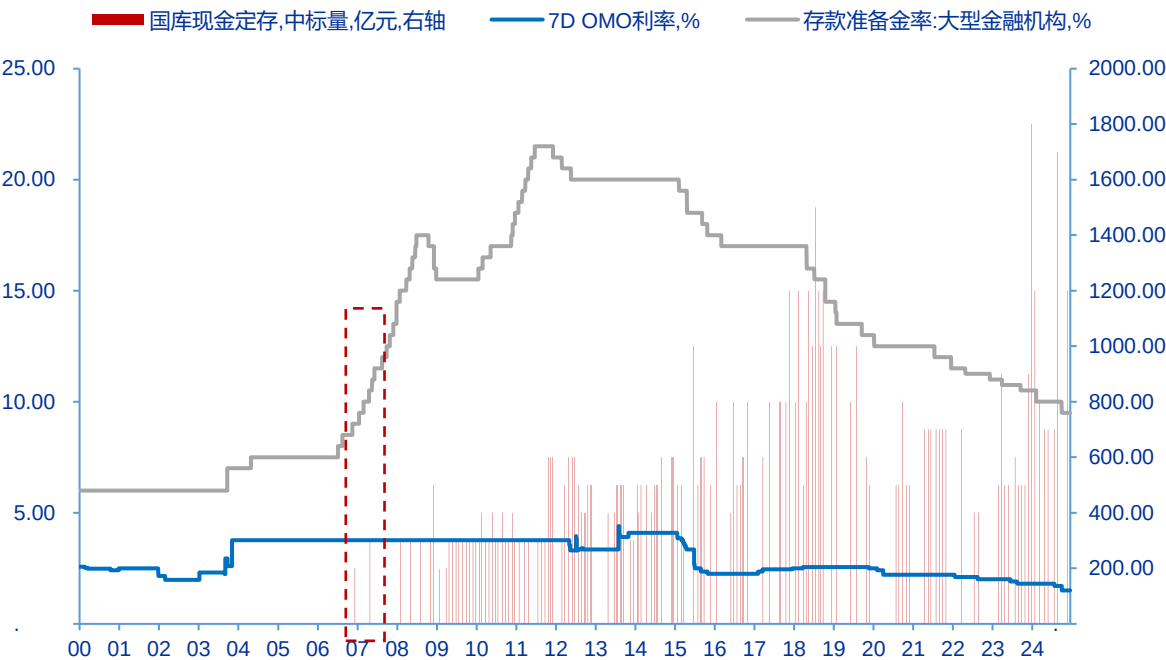
货币政策对财政发力的支持配合更加明显



3.3 财政货币协同的必要性：货币政策实施也需要财政政策配合

- 中央国库现金管理于2006 年开始实施；地方国库现金管理于2014 年在全国范围内逐步推广实施。
- 2007 年紧缩性货币政策目标下， 国库现金的商业银行存款进一步扩大了流动性。

2007年紧缩性货币政策时期，财政流动性投放



2012年之前，逆回购、MLF等工具尚未频繁使用

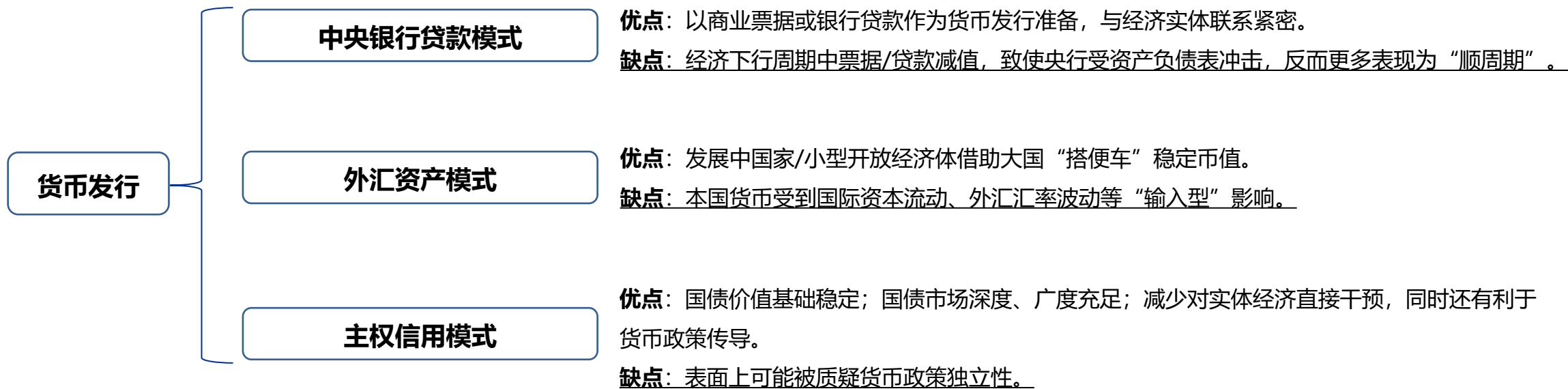


3.4.1 三个问题的反思：1) 货币发行机制比较

■ 储备货币= 中央银行资产 - 中央银行其他负债

- 储备货币：货币发行、金融性公司存款和非金融机构存款
- 中央银行资产：持有的国外资产、对政府的债权、对存款性公司的债权、对其他金融性公司的债权，以及其他资产
- 中央银行的其他负债：政府存款、中央银行发行债券、国外负债，以及其他负债

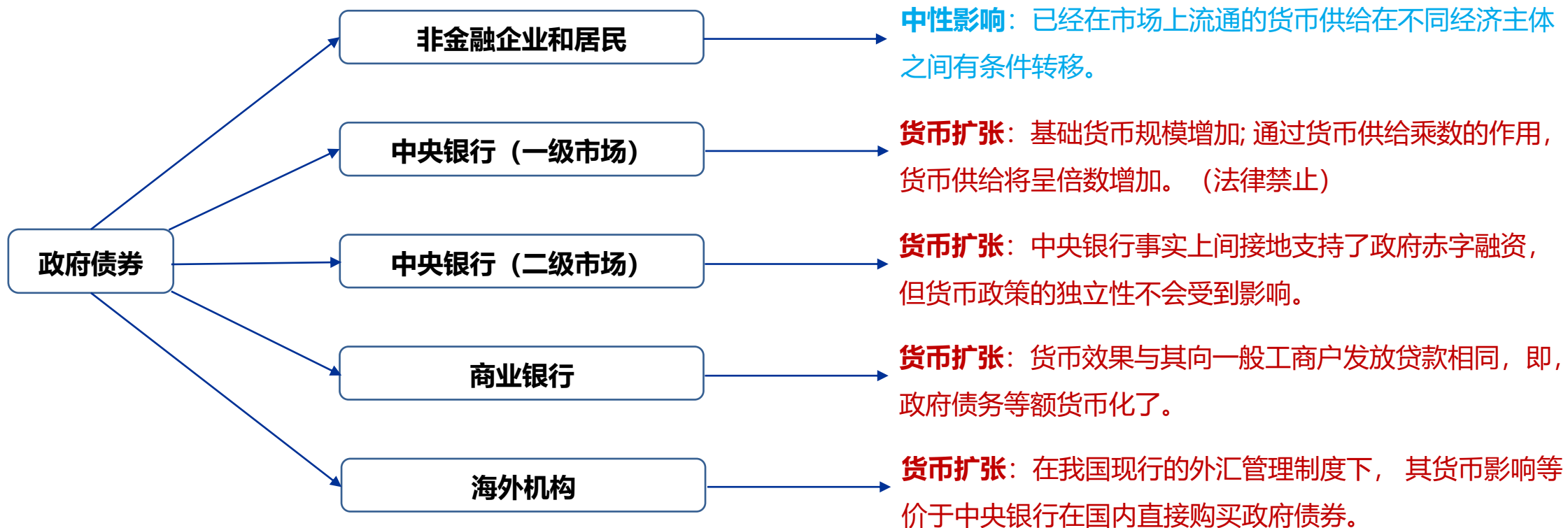
主流的三类货币发行机制比较



3.4.2 三个问题的反思：2) 国债货币化

- 只要具备货币创造能力的机构(主要是中央银行、商业银行) 购买了国债， 债务的货币化就现实地发生了。
- 如果中央银行不承担一级市场认购政府债券的责任， 政府赤字对货币政策的不利冲击事实上可以避免。

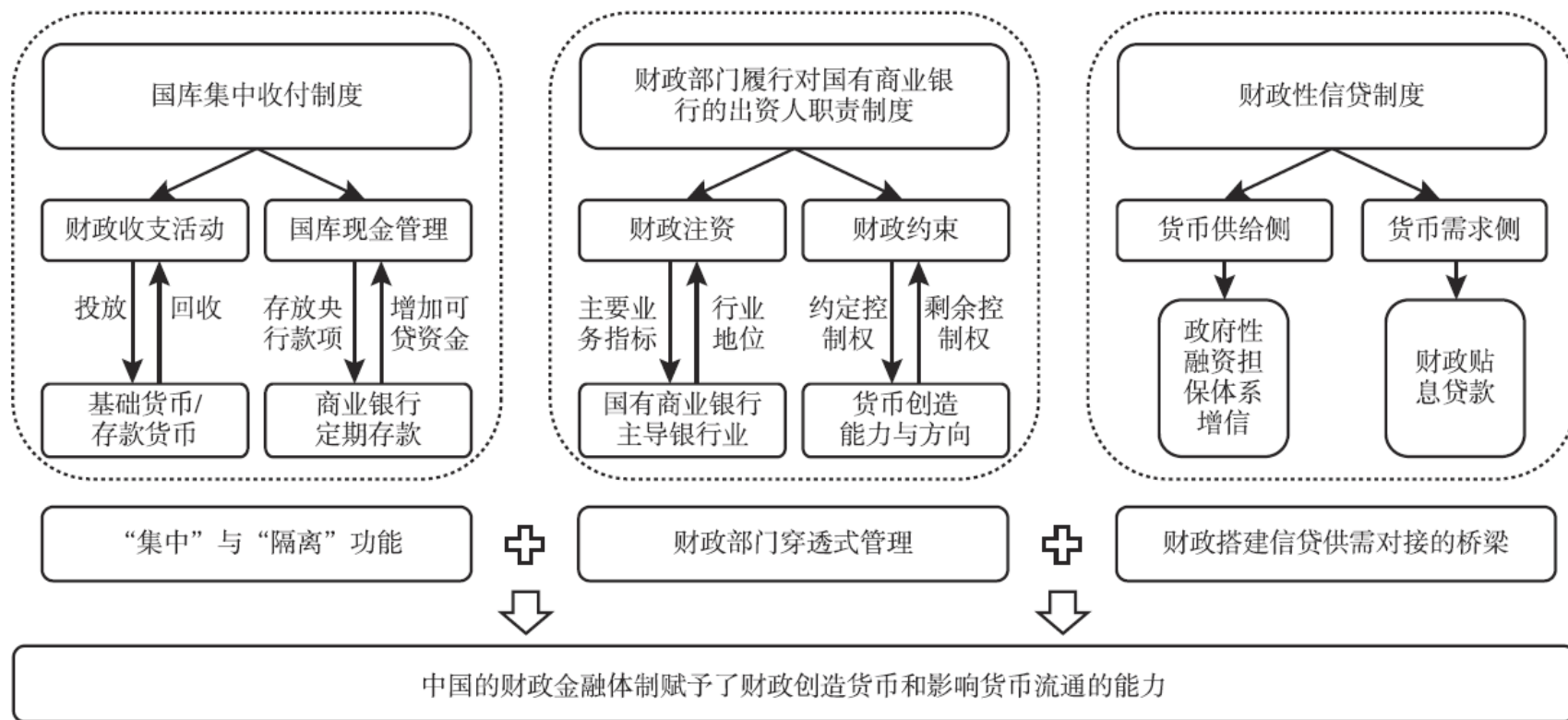
不同主体购买政府债券，对货币信用派生的影响



3.4.2 三个问题的反思：2) 国债货币化

- 财政天然地具备货币创造功能，这是由现代经济运行的客观现实决定的。
- 财政活动更多地是作为货币信用重要环节的客观载体。

财政货币创造功能的制度基础及其渠道



3.4.3 三个问题的反思：3) 赤字率红线？

■ 1991年《欧洲联盟条约》（马斯特里赫特条约）确定了“3%赤字率、60%负债率”的红线。

- 参考1990年欧共体谈判时期成员国大致的平均负债率水平，欧盟确立60%的负债率红线。
- 赤字率红线3%则是在当时名义经济增速预期5%的目标下，确保维持60%负债率的估算值。
- 若要保持债务稳定、60%负债率、3%基本赤字率， $g-r$ 要长期高于5%，显然并不现实。

令 d 为政府负债率， B 为政府负债规模， D 为政府赤字规模， Y 为总产出， g 为经济增速，

s 为财政基本盈余率（财政盈余剔除债务利息支付部分/GDP）

$$B_t(1+r) + D_{t+1} = B_{t+1} \quad (\text{恒等式}) \quad \Rightarrow \quad \frac{B_t(1+r)}{Y_t(1+g)} + \frac{D_{t+1}}{Y_{t+1}} = \frac{B_{t+1}}{Y_{t+1}} \quad \Rightarrow$$

$$\Rightarrow \quad d_t \frac{1+r}{1+g} - s_{t+1} = d_{t+1} \quad (\text{近似}) \Rightarrow \quad d_{t+1} - d_t = (r-g)d_t - s_{t+1} \quad \Rightarrow$$

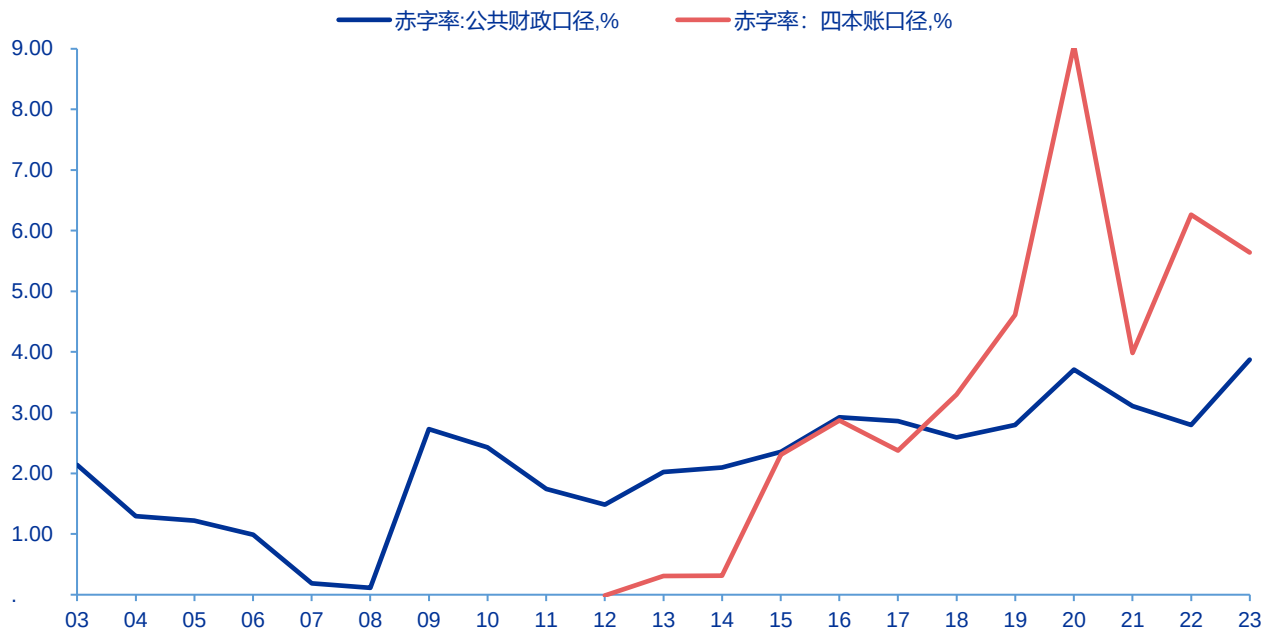
$$\Rightarrow \quad \text{若要求 } d \leq 60\%、-s < 3\%， \text{ 则需要 } g-r > 5\%$$

3.4.3 三个问题的反思：3) 赤字率红线？

■ 1991年《欧洲联盟条约》（马斯特里赫特条约）确定了“3%赤字率、60%负债率”的红线。

- 参考1990年欧共体谈判时期成员国大致的平均负债率水平，欧盟确立60%的负债率红线。
- 赤字率红线3%则是在当时名义经济增速预期5%的目标下，确保维持60%负债率的估算值。
- 若要保持债务稳定、60%负债率、3%基本赤字率， $g-r$ 要长期高于5%，显然并不现实。

广义的赤字率口径来看，更符合实际情况



- 货币和国债，本质上都是主权信用的具象化载体，因此，实际上财政和货币的互动无处不在。
- 货币发行机制比较来看，主权信用模式相对更有优势。
- 国债货币化本身就是合乎自然逻辑的事情，财政活动更多地是作为货币信用重要环节的客观载体。
- 所谓的3%赤字率红线，本身既缺乏理论基础，也脱离发展现实，而广义赤字视角更符合实际。

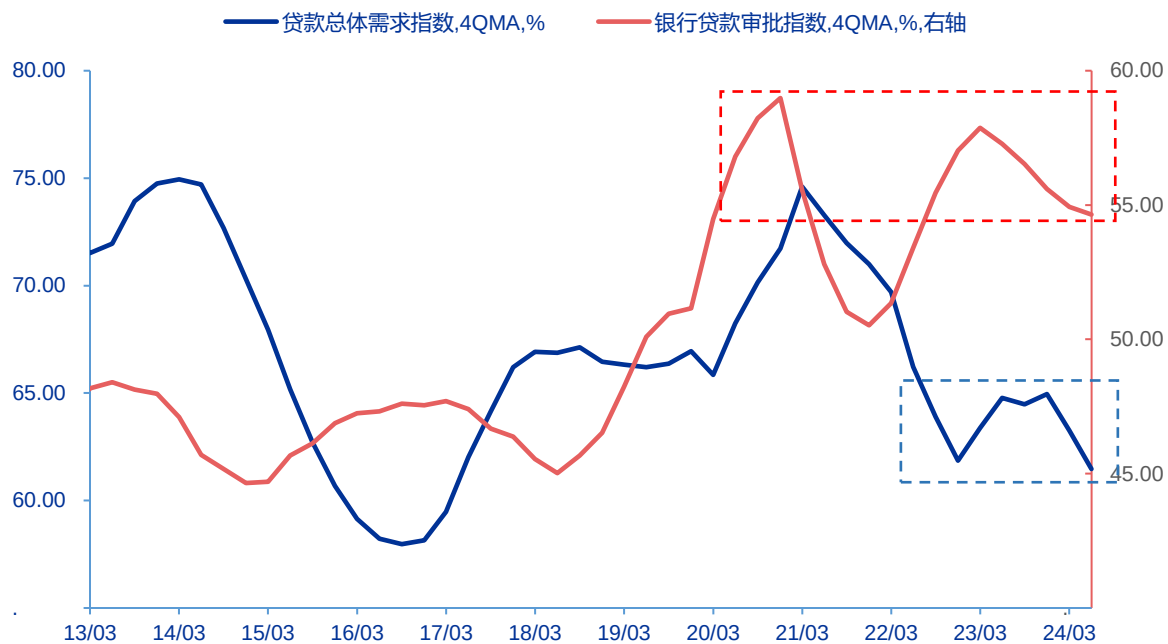
主要内容

1. 财政赤字具有合理的必然性
2. 财政与货币政策协同的历史脉络
3. 财政与货币政策协同的理论视角
4. 我国财政与货币政策协同的现状
5. 债市新环境展望

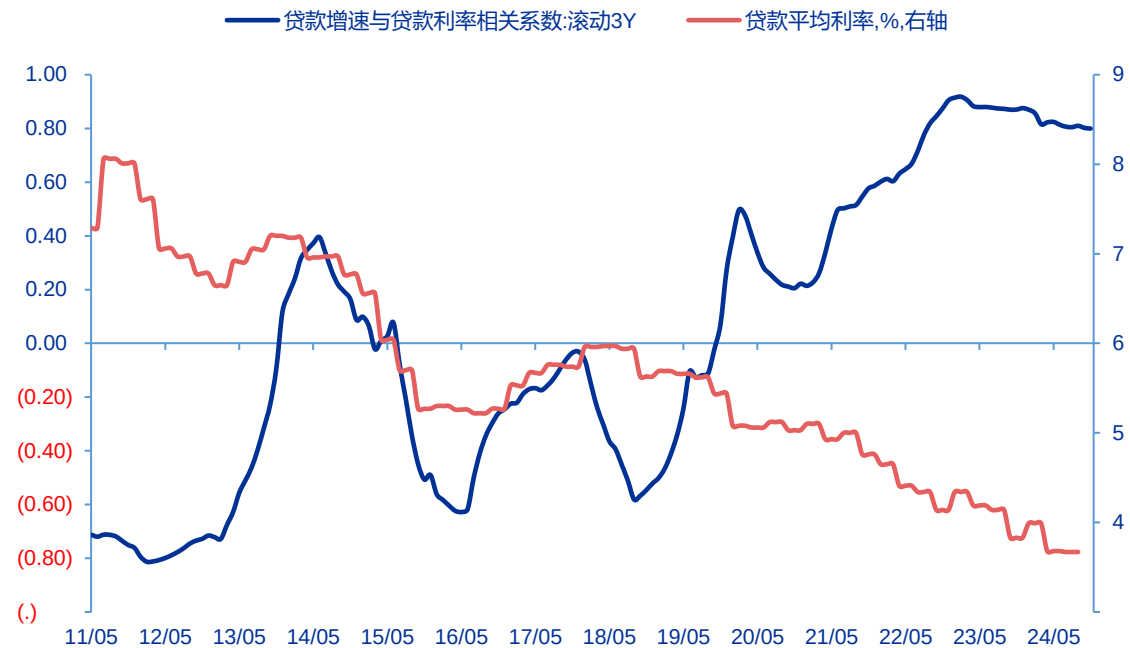
4.1 财政与货币协同的迫切性：信贷约束已从供给端转向需求端

- 后地产周期时代，经济动能切换或仍需经历一定时间。
- 信贷约束更多在需求端，实体经济内生信用扩张动力较弱，社会信用合理扩张需要财政和货币政策同向发力。

信贷供给环境良好，但信贷需求总体偏弱



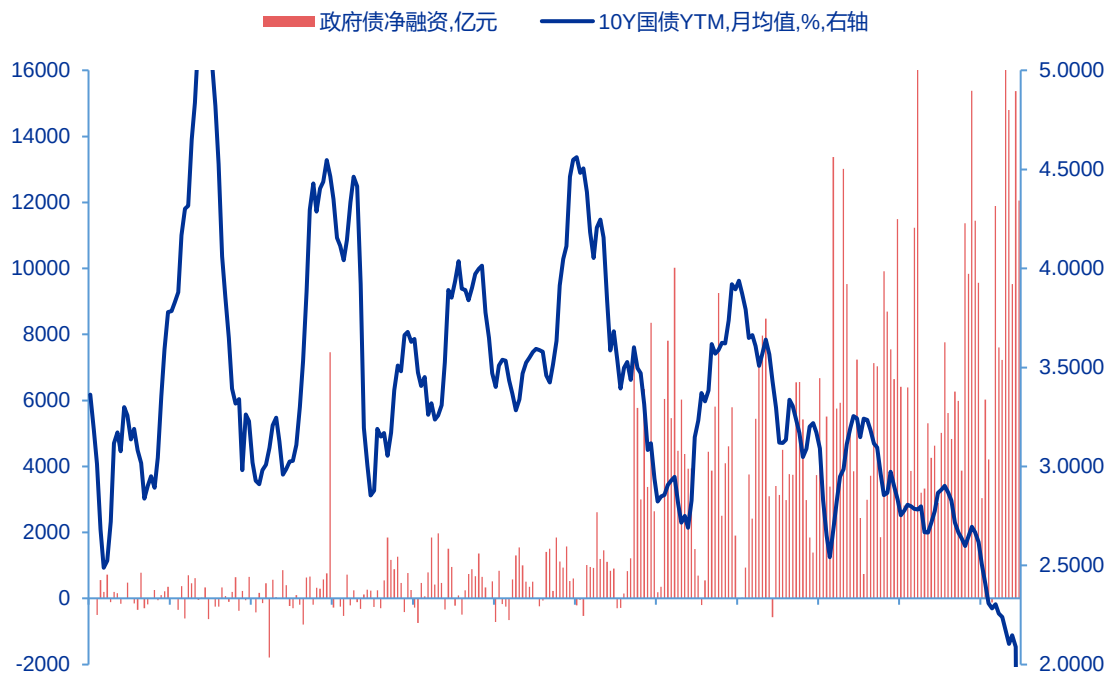
利率下行的同时，需求端起到决定作用



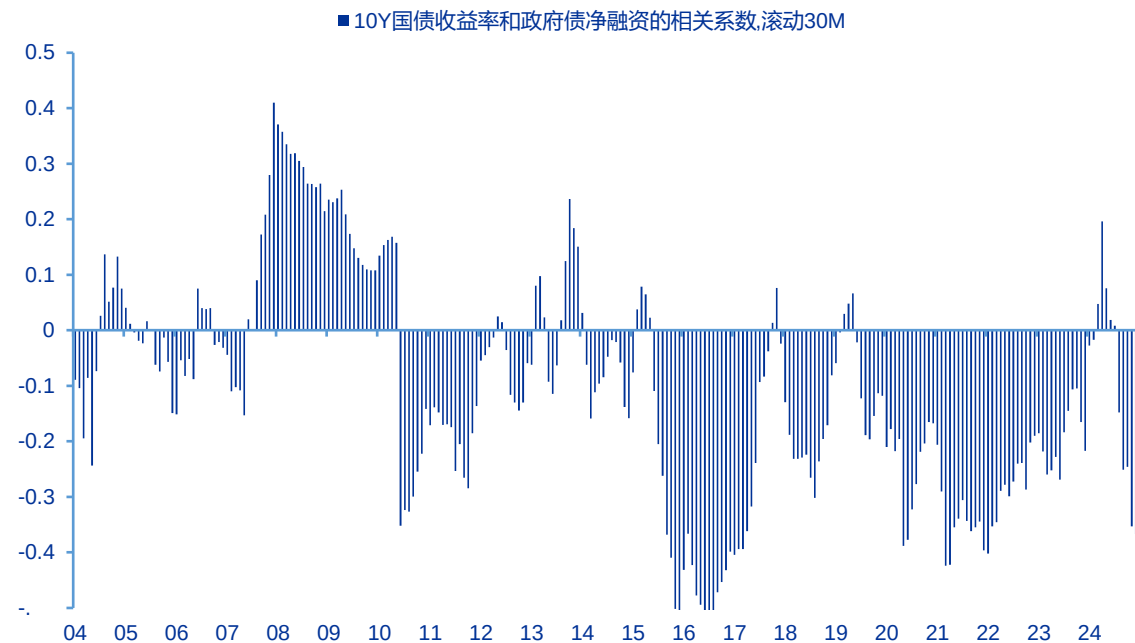
4.2.1 财政货币协调配合：货币为财政发债营造良好环境

- 防风险和稳增长诉求下政府债发行规模攀升，同期货币政策起到良好的支持作用。

2015年以来，政府债发行规模持续攀升



近年来，货币政策倾向于为财政发债营造良好金融环境

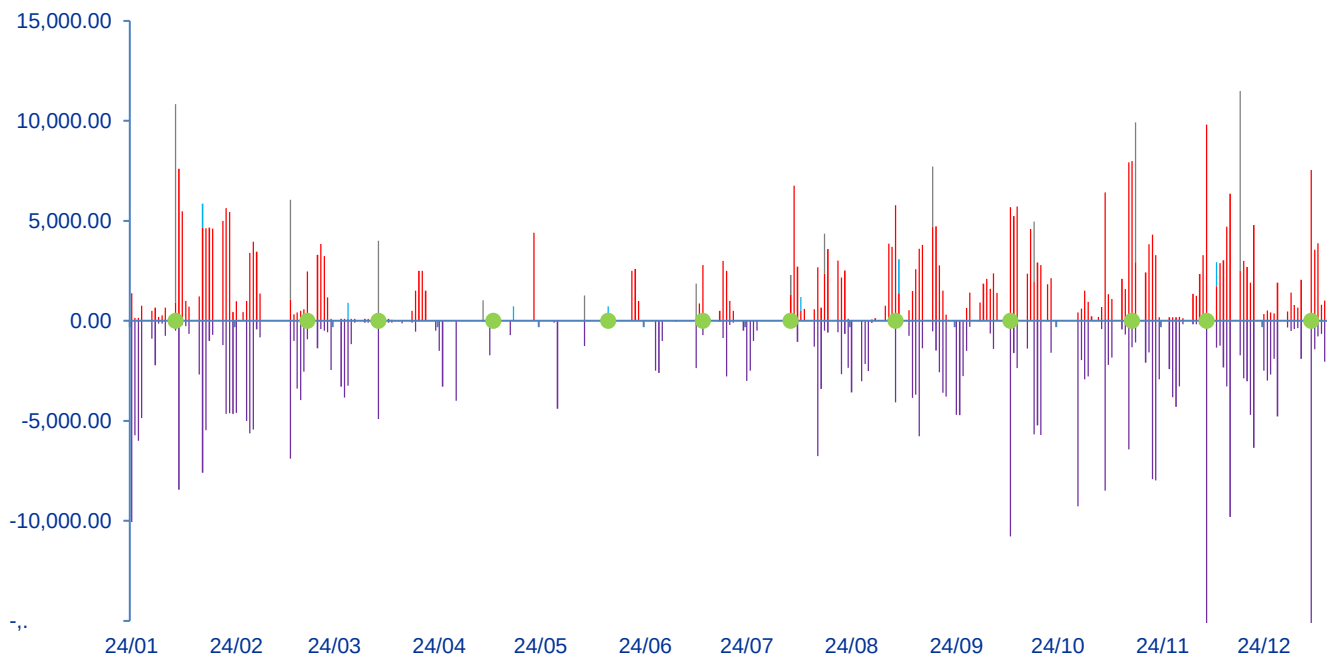


4.2.2 财政货币协调配合：货币政策操作对冲税期资金扰动

- 税期走款可能对资金面造成扰动，货币政策往往及时采取对冲措施。

2024年公开市场操作与税期

■ 逆回购投放,亿元 ■ MLF投放,亿元 ■ 其他投放,亿元 ■ 回笼量,亿元 ● 当月纳税期限



公开市场业务交易公告 [2024]第248号

字号 大 中 小

文章来源：货币政策司

2024-12-16 09:20:30

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

为对冲中期借贷便利（MLF）到期、税期高峰等因素的影响，保持银行体系流动性充裕，2024年12月16日人民银行以固定利率、数量招标方式开展了7531亿元逆回购操作。具体情况如下：

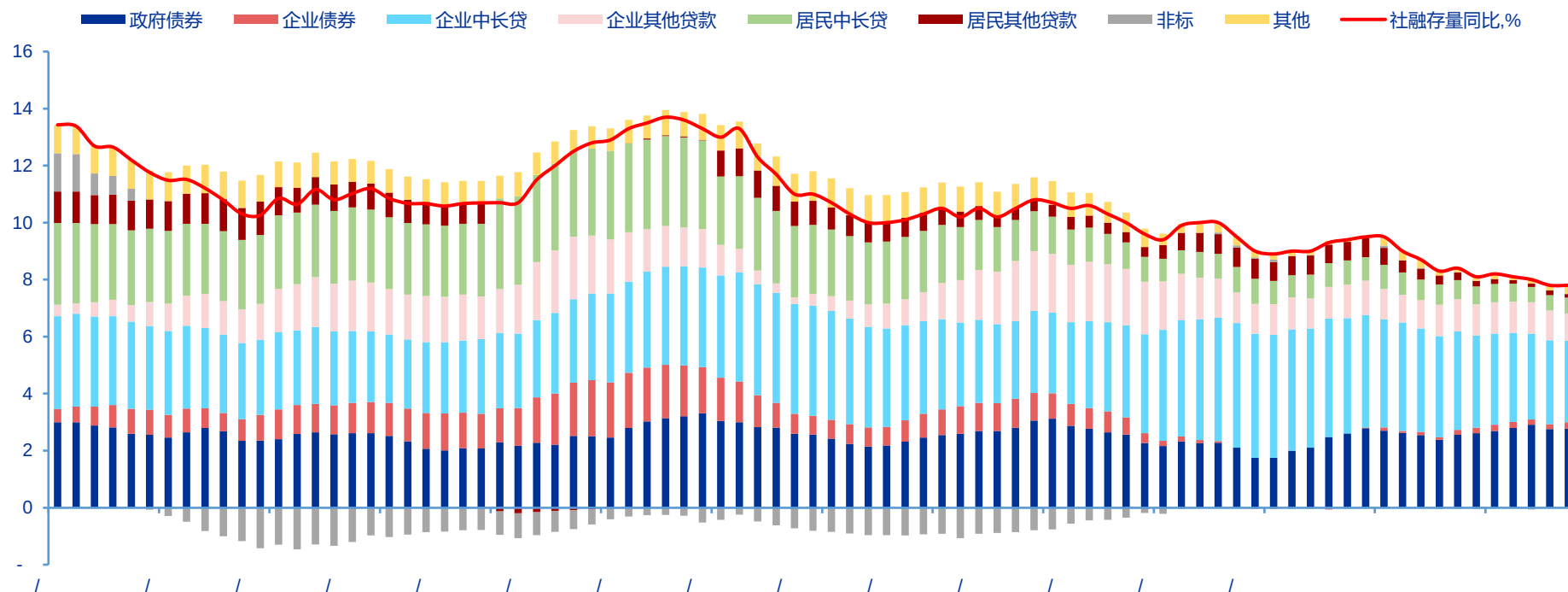
逆回购操作情况

期限	操作量	操作利率
7天	7531 亿元	1.50%

4.2.3 财政货币协调配合：财政政策有效弥补社会信用扩张缺口

- 经济内生动能恢复阶段，主体信用扩张动力不强。
- 政府加杠杆有效支撑社会信用合理扩张，有望带动企业、居民的信贷需求。

居民、企业信贷需求趋弱背景下，政府加杠杆有效支撑社融增速



4.2.4 财政角色转变：可能从注重效率转向注重公平

■ 财政政策可能相对更注重公平：

- 化债视角来看，很多债务压力大的地区也是经济发展程度不够高的地区，但获得了较多的化债资源支持；

■ 货币政策可能相对更注重效率：

- 数量型调控转向价格型调控，对于货币政策的市场化传导以及落地效率提出了更高要求；
- 对于公平性和效率性的结合，也是货币财政协调配合的关键环节，或意味着货币政策框架转型将同时考虑积极财政政策发力的综合需要。

区域	置换隐债专项债发行额（亿元）	2023年GDP,亿元
广东	0	135673
江苏	2511	128222
山东	1255	92069
浙江	814	82553
四川	1148	60133
河南	1227	59132
湖北	982	55804
福建	502	54355
湖南	1288	50013
上海	0	47219
安徽	980	47051
河北	281	43944
北京	47	43761
陕西	564	33786
江西	551	32200
辽宁	771	30209
重庆	754	30146
云南	878	30021
广西	515	27202
山西	385	25698
内蒙古	572	24627
贵州	1176	20913
新疆	216	19126
天津	771	16737
黑龙江	484	15884
吉林	385	13531
甘肃	443	11864
海南	152	7551
宁夏	138	5315
青海	73	3799
西藏	137	2393

4.2.5 财政货币协调配合：防风险组合拳

■ 1989-1993年期间“三角债”的成因与解决：

- **成因1**：建设项目超概算严重，当年投资计划安排不足和自筹资金不落实，造成严重的固定资产投资缺口，形成对生产部门贷款和施工企业工程款的大量拖欠；
(解决：银行贷款支持为主，地方和企业自筹为辅，但清理完拖欠款之前，禁止开工新项目。)
- **成因2**：企业产品不适销，亏损严重、产品挤压，挤占了企业自有资金和银行贷款，加剧了相互拖欠和恶性循环；
(解决：要求企业限产压库、扭亏增盈和推进技术进步、进行产业结构和产品结构调整等措施来解决。)

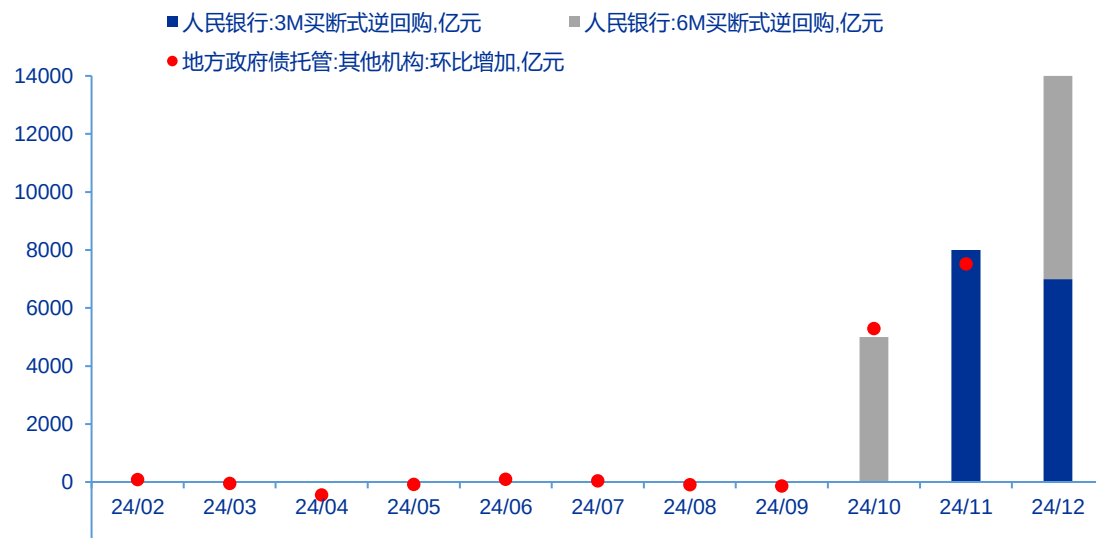
本轮化债的着力点

隐
债

- ✓ 地方债扩容支持化解存量债务风险和清理拖欠企业账款等。
- ✓ 增加债务额度，支持地方化解隐性债务。
- ✓ 特别国债支持国有大行补充资本，提升银行抵御风险和信贷投放能力。
- ✓ 需求：税收优惠激发购房需求。
- ✓ 供给：保障房，棚户区、城中村、老旧小区改造。
- ✓ 化险：财政部门配合出台“保交楼”专项借款贴息政策。
- ✓ 房企：专项债用于土地储备和收购存量房。

地
产

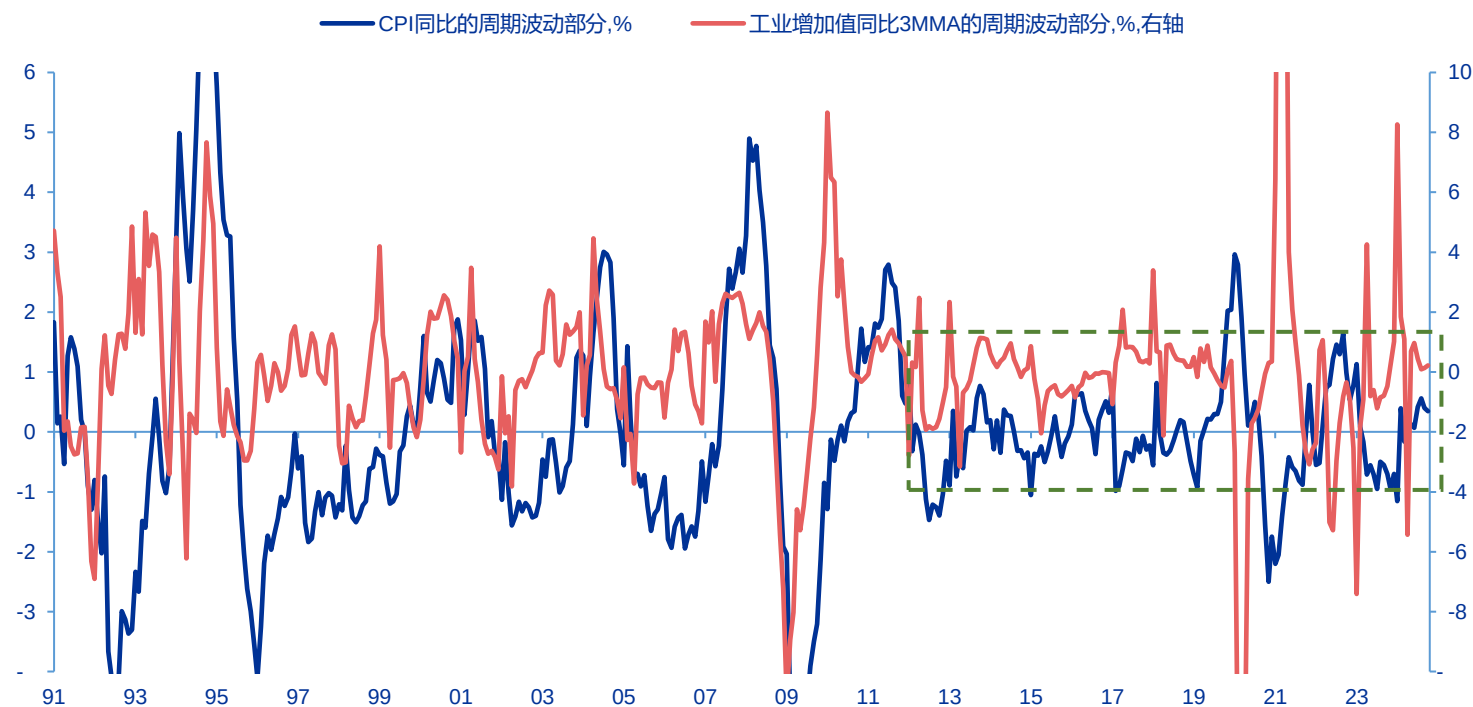
央行协同配合：启动买断式逆回购新工具，面向更多种类债券标的



4.2.6 财政货币协调配合的具体效果

- 财政货币协调配合加强下，我国经济运行稳定性明显增强。

2012年以来，我国经济运行稳定性明显增强



2012年以来，我国经济运行稳定性明显增强

	CPI同比的 周期波动部分 (标准差) ,%	工业增加值同比3MMA的 周期波动部分 (标准差) ,%
1991-2012	2.24	2.53
2012-2019	0.61	1.02

资料来源: wind, 申万宏源研究

4.3 财政货币协调配合机制有望持续丰富和加强

- 我国逐步健全完善财政和货币的协调配合机制。
- 从海外经验来看，央行和财政也都具有常态化的信息交流共享机制。

我国货币和财政的沟通协调机制

建立时间	交流机制	基本构成
1997年	货币政策委员会	人民银行行长及副行长、财政部副部长、统计局局长、证监会以及金融监管总局领导、专家学者等
2017年	国务院金融稳定发展委员会	人民银行行长与副行长、财政部副部长、证监会以及金融监管总局领导等
2018年	中央财经委员会	原为中央财经领导小组，成员包括财政部以及人民银行主要领导。
2024年	人民银行、财政部联合工作组	人民银行以及财政部有关领导，目前主要讨论国债买卖等货币政策工具。

美联储与美国财政部的信息交流共享机制

交流机制	基本构成	沟通目标
金融稳定监管委员会 (FSOC)	FSOC有15名成员，包括财政部长和美联储主席，每季度至少召开一次会议。	维护金融稳定，防范系统性风险。
财政部借款咨询委员会 (TBAC)	TBAC成员来自各种市场机构的高级代表，包括银行、经纪商、资管公司、对冲基金、保险公司等，纽约联储等央行人员也会参会发表意见。	分析国债市场和税收状况，对下季度国债发行提出建议。
国债市场会议	美国财政部、美联储理事会、纽约联储、美国证券交易委员会、美国商品期货交易委员会每年召开一次讨论会。	了解国债市场当前结构和流动性变化的影响因素。

4.4 总结

- 财政与货币协同的迫切性在于，信贷约束已从供给端转向需求端，实体经济内生信用扩张动力较弱。
- 当前阶段，财政货币协调配合已经在多个维度渐趋完善：
 - 政府债发行
 - 呵护税期资金面
 - 支持社会信用合理扩张
 - 防范化解风险
 - 健全沟通协调机制

主要内容

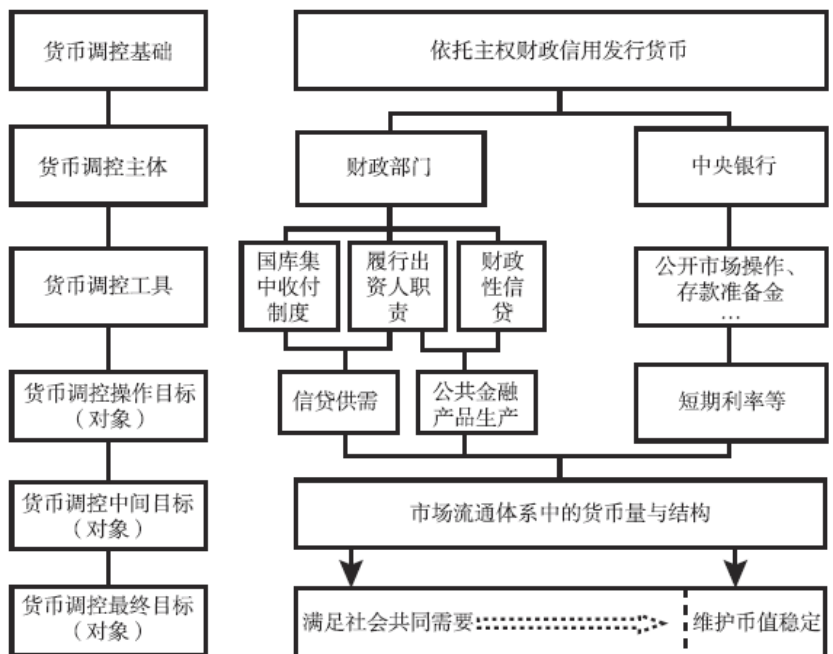
1. 财政赤字具有合理的必然性
2. 财政与货币政策协同的历史脉络
3. 财政与货币政策协同的理论视角
4. 我国财政与货币政策协同的现状
5. 债市新环境展望

5.1 货币与财政协调配合的可能方向

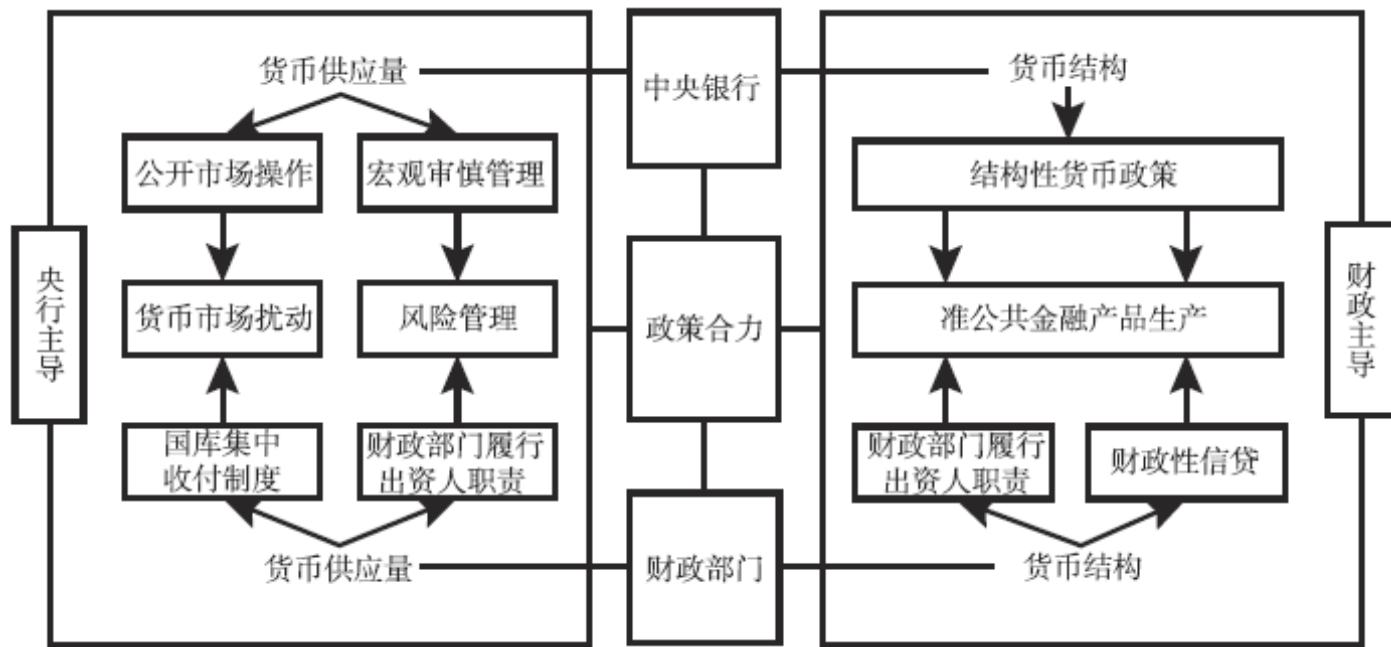
5.1.1 财政货币协同的市场化纽带：国债、国库

- **国债：**国债是主权货币的延伸，二者都是国家信用衍生债务，货币是国债的高流动性替代品。
- **国库：**直接影响公开市场操作。

“央行—财政双主体”货币调控体系



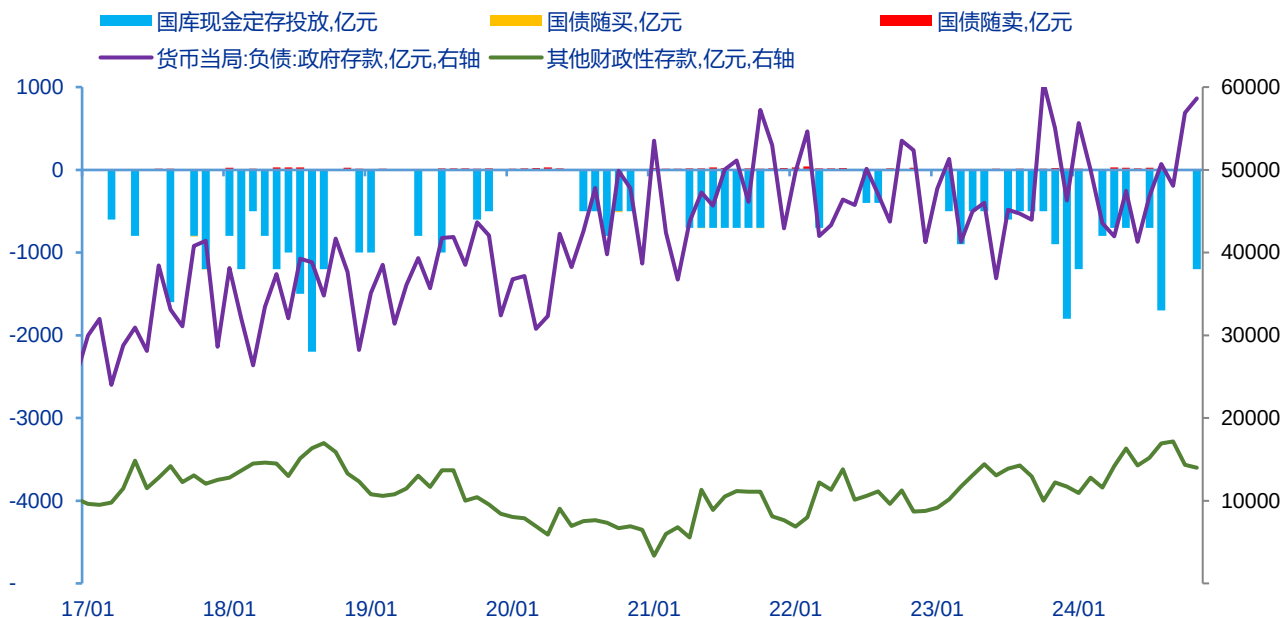
财政部门与央行协同配合的主要渠道



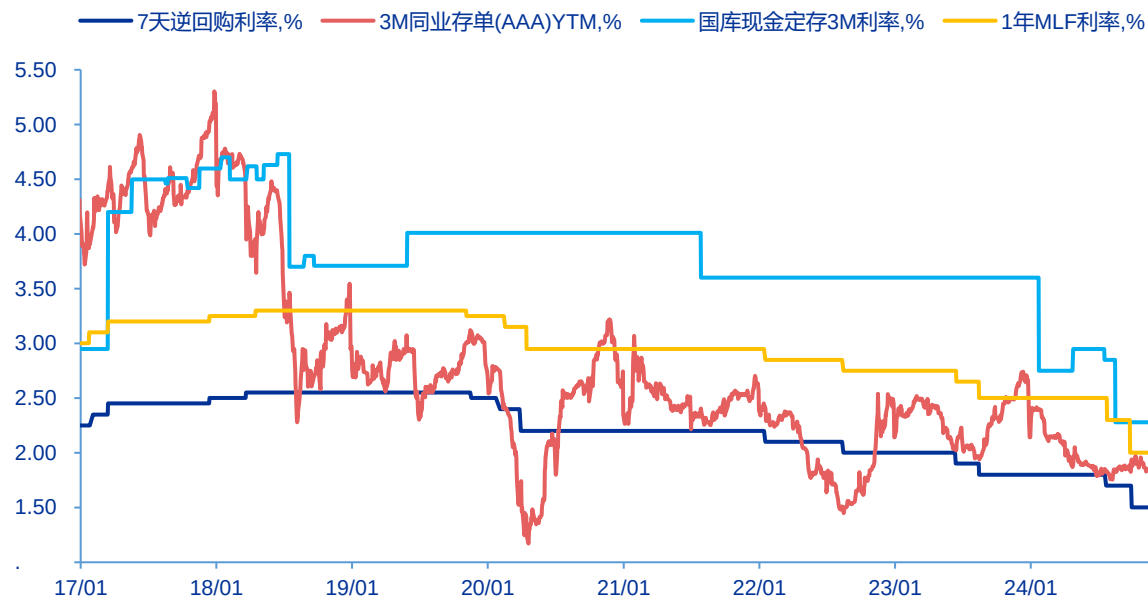
5.1.2 国库现金管理或将增加国债交易（做市/回购）

- 发达国家国库现金管理操作以短期国债投资、回购等方式为主，并且中央银行调控货币市场的流动性工具也是以国债买卖/回购为主。
- 我国国库现金管理操作主要采取以商业银行定期存款为主，国债赎回为辅的操作模式。
 - 与国债买卖/回购相比，国库现金定存到期前不得收回，缺乏灵活性。
 - 发达国家中央银行调控货币市场的工具也以国债回购/买卖为主，与国债市场发展相辅相成。

量：财政资金主要以存款形式存在，其次是待结算财政存款、专项基金存款等



价：国库现金定存利率可能仍未与公开市场操作利率协调配合

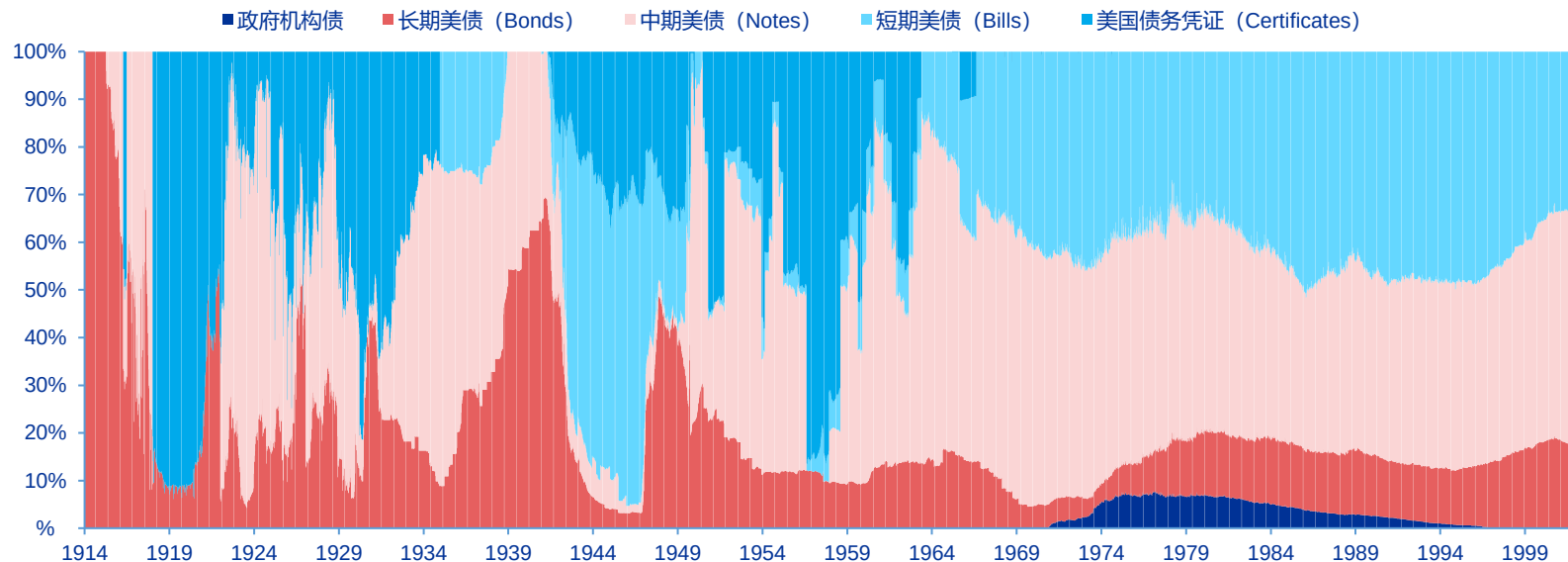


5.1.3 美联储国债买卖的历史

- 美联储建立国债买卖机制的过程经历了三个重要阶段，从早期为了票息收益购买国债，到1924年公开市场操作的正式启动，以便利财政部发债，再到1951年以准备金管理为目标。
 - 第一阶段：初步尝试（1922年前）：便利财政部发债（一战）+获取票息收入，但暂未成为主要的货币政策工具
 - 第二阶段：公开市场操作的正式启动（1924-1951年）：明确公开市场操作目标，但实际上仍然为财政部发债服务（二战）
 - 第三阶段：以准备金管理为目标（1951年及以后）：美联储不再受财政部直接影响，专注于通过公开市场操作管理准备金
 - ✓ 1951年财政部-联邦储备协议（Treasury-Federal Reserve Accord）签署，确立美联储货币政策的独立性。
 - ✓ 此后，美联储公开市场操作转向了通过管理银行准备金水平来影响信贷，公开市场操作的目标也从长期国债转向短期国债，以提升SOMA账户的流动性和灵活性。

历史上比较长的时间里，美联储为支持财政扩张，曾一度持有较多中长期债券

美联储历史上持有债券期限分布情况

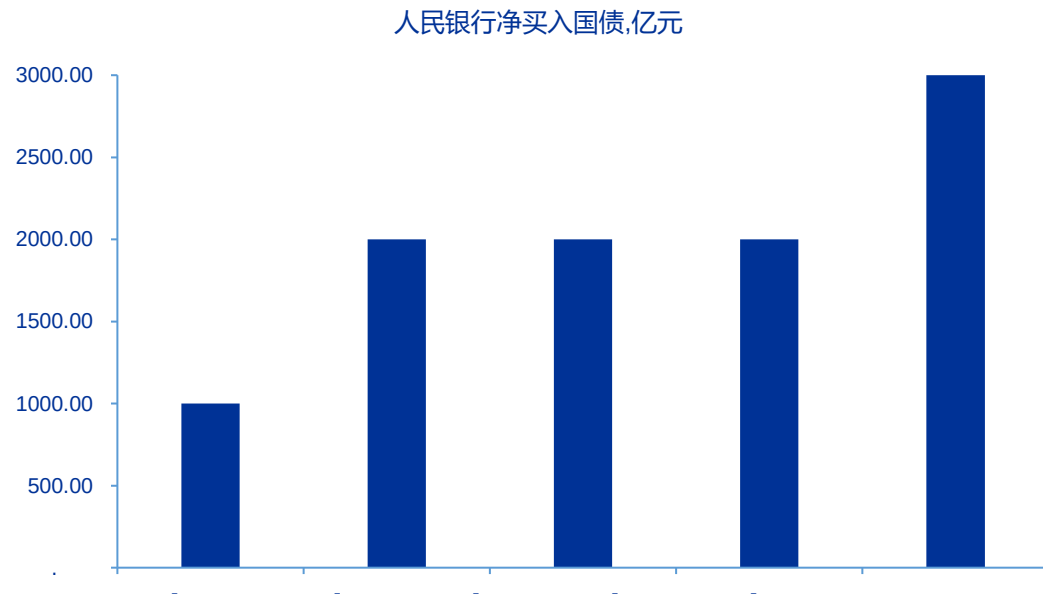


5.1.4 我国央行或将进一步增加国债买卖操作

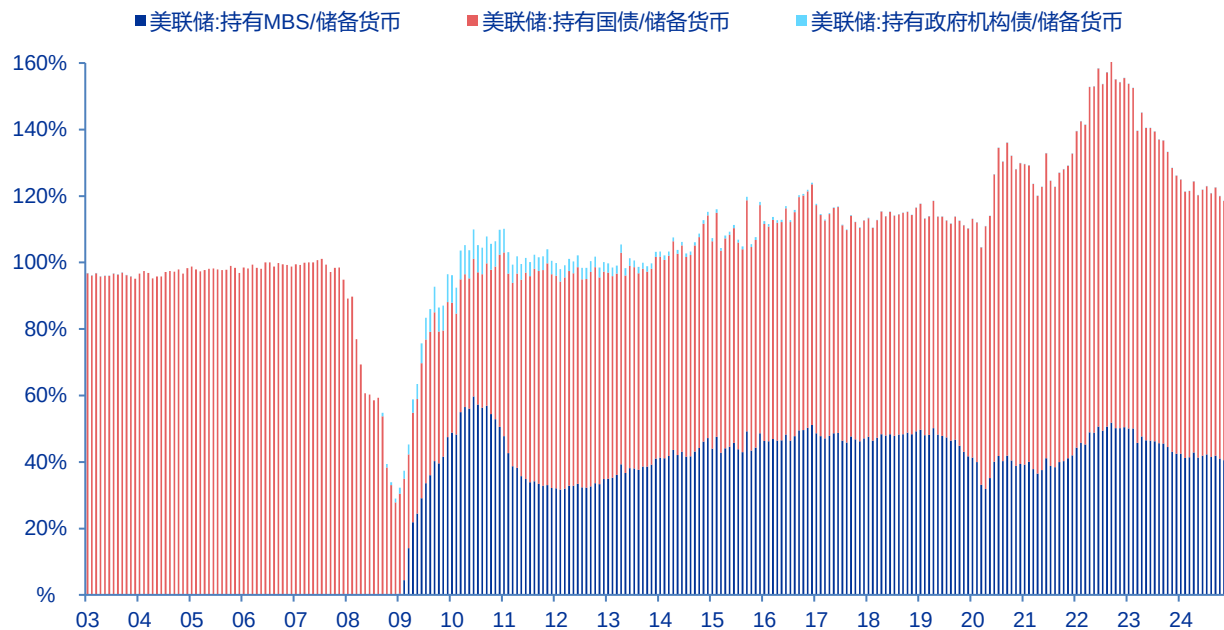
■ 央行买卖国债的规模、频率可能都将进一步提高。

- 逆回购：可能更多作为价格工具存在，但同时要求政策利率向收益率曲线传导效率改善。（固定利率、数量招标）
- 买卖国债：可能更多作为数量工具存在，尽量避免对 market 价格的干扰，大概率主要是净买入国债。
- 此外，在极端市场环境下，买卖国债可以作为调控收益率曲线的工具使用。

2024年8月开始，人民银行常态化使用国债买卖工具



买卖国债长期以来就是美联储的常用工具



5.1.4 我国央行或将进一步增加国债买卖操作

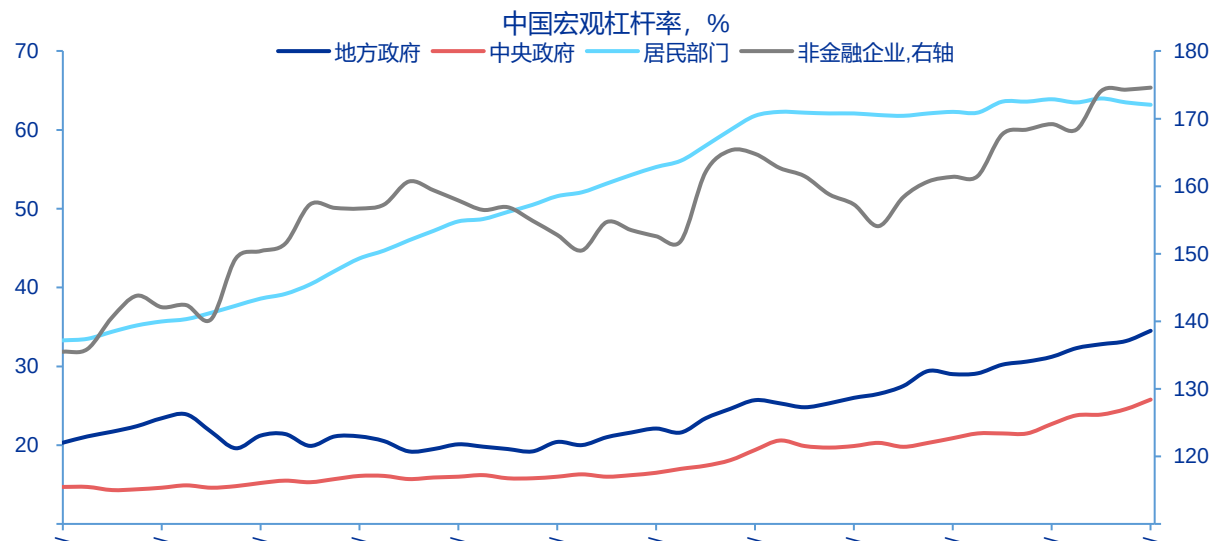
■ 央行买卖国债的规模、频率可能都将进一步提高。

- 逆回购：可能更多作为价格工具存在，但同时要求政策利率向收益率曲线传导效率改善。（固定利率、数量招标）
- 买卖国债：可能更多作为数量工具存在，尽量避免对 market 价格的干扰，大概率主要是净买入国债。
- 此外，在极端市场环境下，买卖国债可以作为调控收益率曲线的工具使用。

合理支持政府加杠杆，人民银行资产负债表仍有较大空间



我国各部门杠杆率



5.1.5 央行或将更多交易短期国债

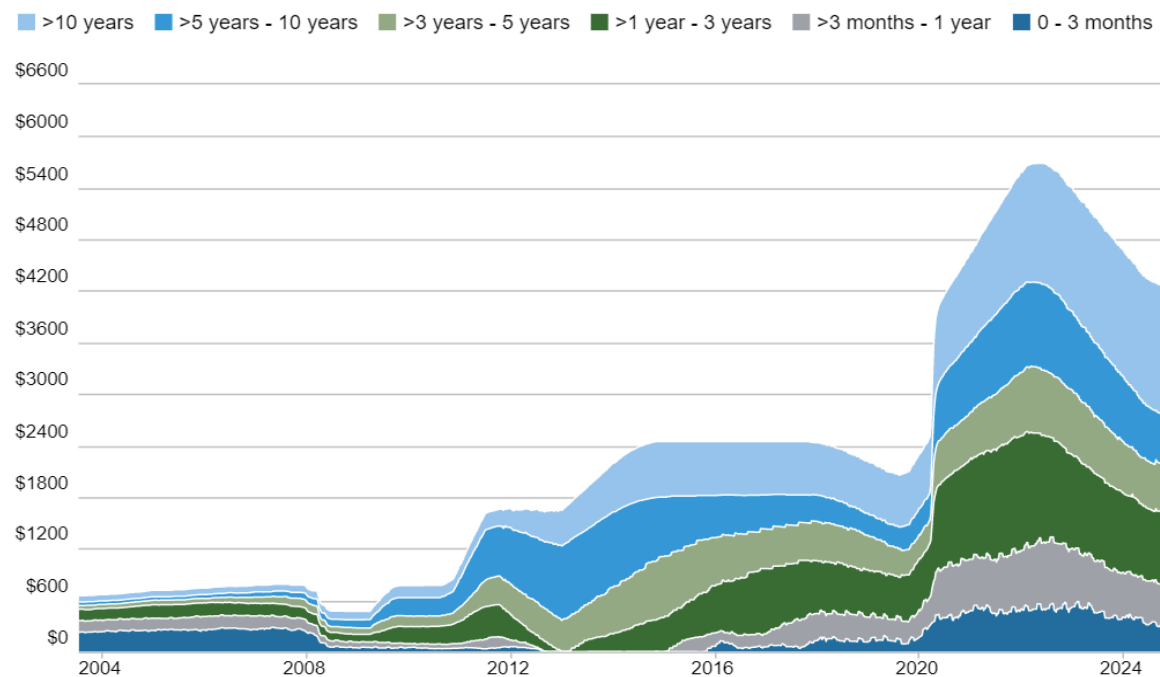
■ 完善基础货币投放的灵活性，之前常用的降准是无限期流动性投放，但难以回收无限期流动性。

- 基础货币投放期限频谱进一步完善：7D OMO→买断式逆回购→买卖国债→存款准备金率。
- 逐步取代MLF等灵活性不够高、成本定价不够市场化的操作工具。
- 央行通过买卖国债投放流动性，可能需要采取与市场流通规模相适应的期限操作，以免过度干预市场化形成的曲线形态。

央行基础货币投放的常用工具期限更加灵活



常规情况下，美联储以短债买卖操作为主

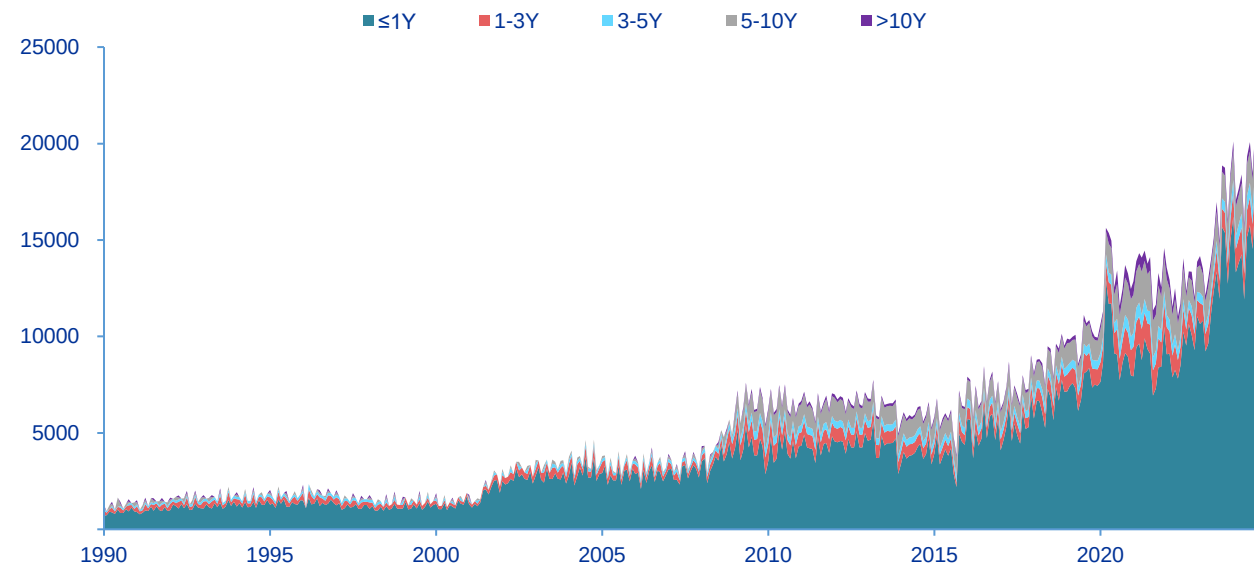


5.1.6 财政或将增加短债发行规模和频率

- 支持完善国债市场和无风险利率期限结构。
- 支持货币政策操作的灵活性（买卖国债）。

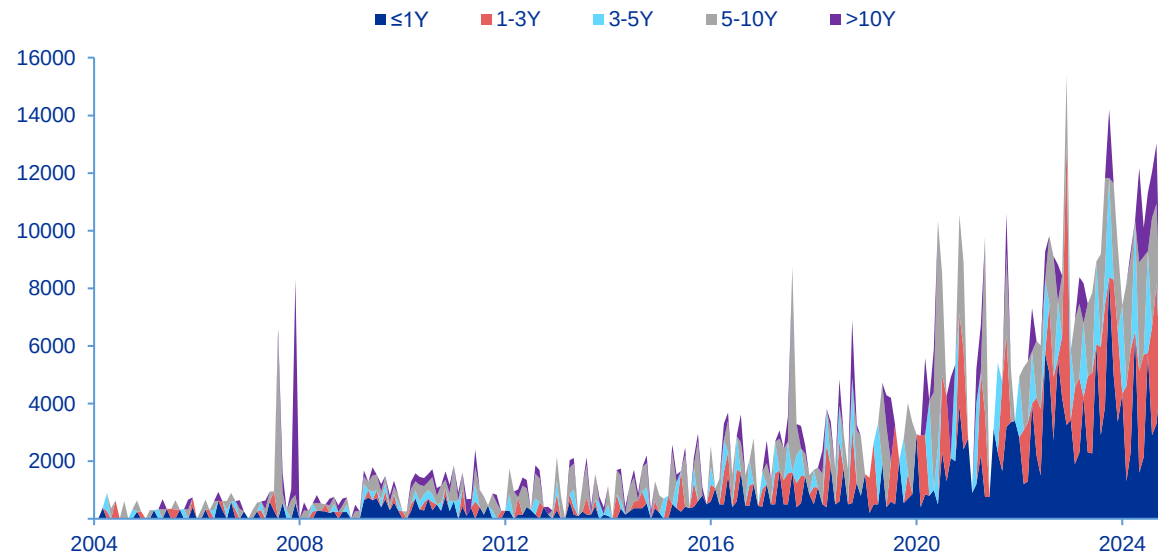
美国国债发行期限来看，基本以短期为主，中长期相对较少

美国国债月度发行,不同期限,亿美元（不含TIPS）



我国国债发行中，中长期依然占据较大比例

中国国债月度发行,不同期限,亿元（记账式）

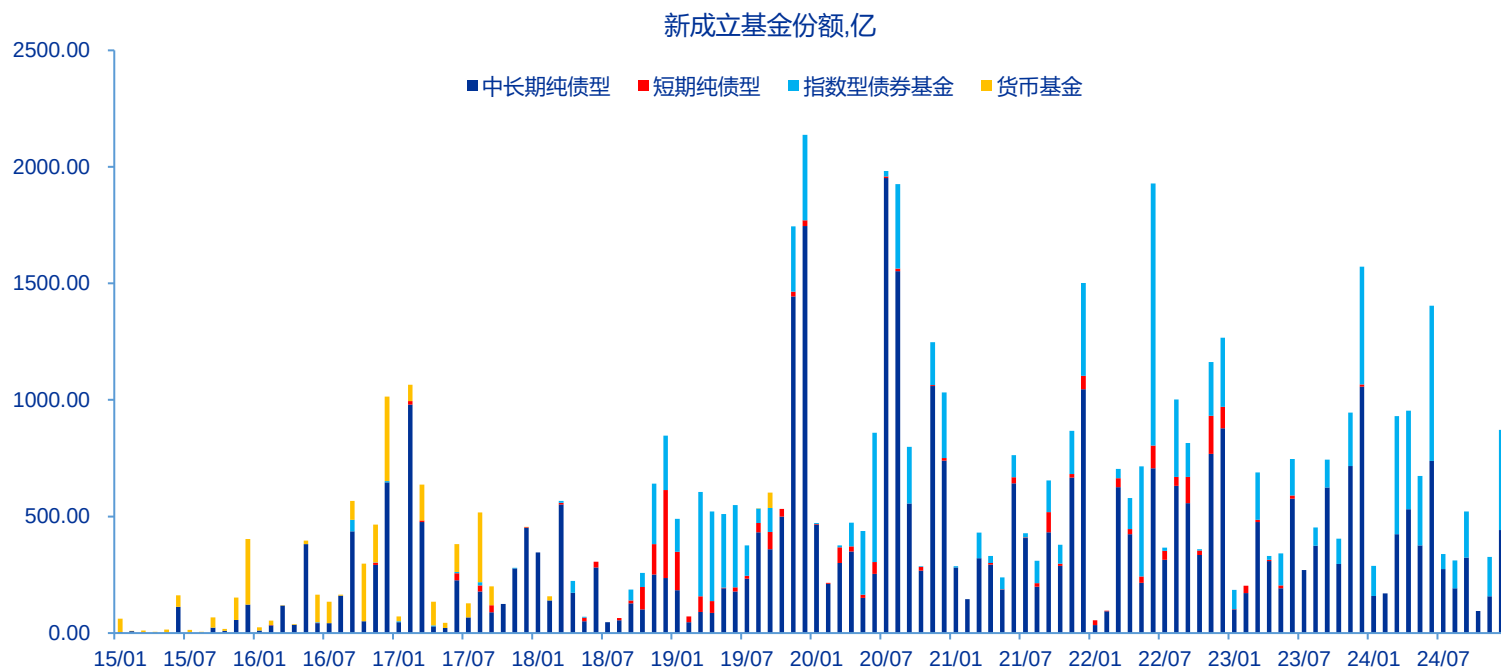


5.2 对债券市场的可能影响

5.2.1 短债市场有望带动相关资管产品持续扩容

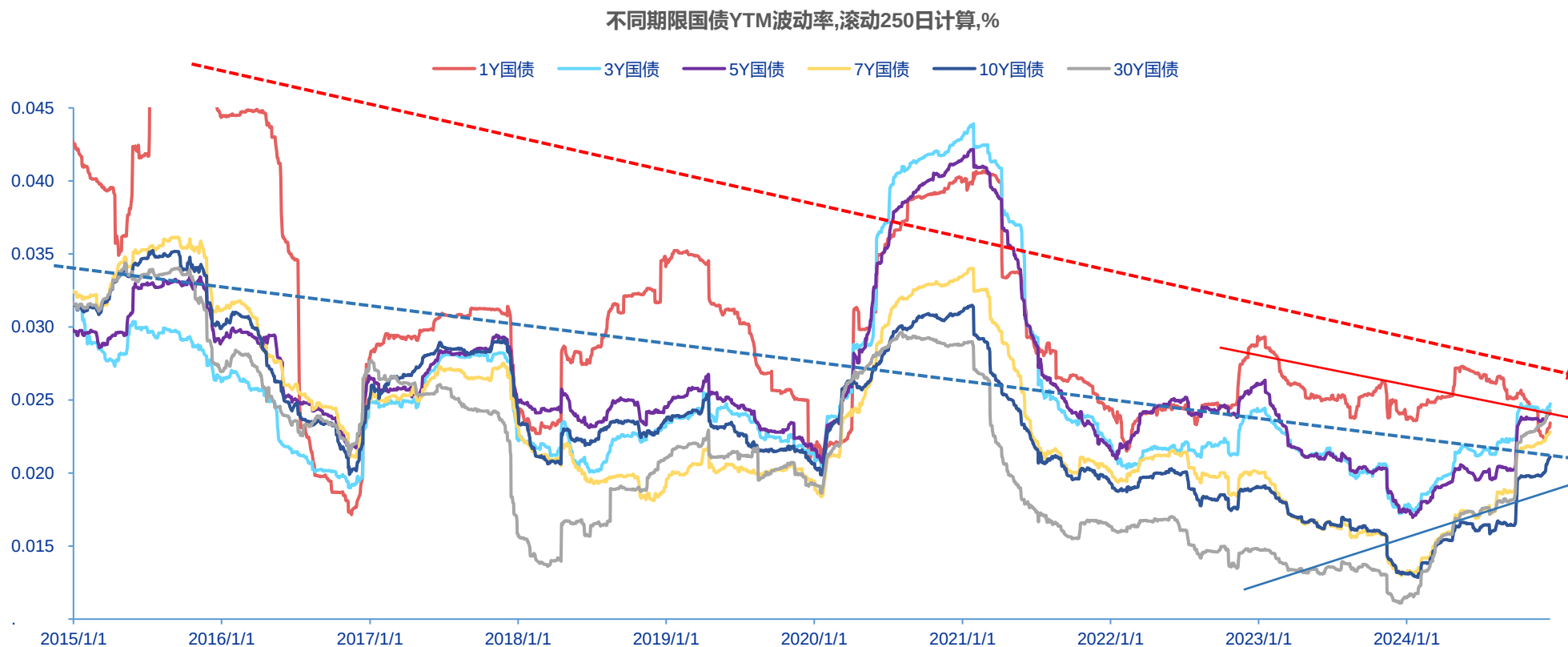
■ 短期国债的重要性：

- 1) 对央行来说，基础货币投放期限更加灵活，对中长端利率期限结构影响较小，能够兼顾稳定市场和不过度干扰市场合理预期，也方便政策退出。
- 2) 对财政来说，短债发行成本本来就低，在流动性提高的背景下，有望进一步压缩成本，并且方便择时发债，对财政融资的可持续性有帮助。
- 3) 对于资管市场来说，短债产品对于现金管理类产品可能起到更好的替代性，不失流动性的同时可以带来相对更高的投资增益，同时助力政策层面做好短期国债市场的广度和深度。



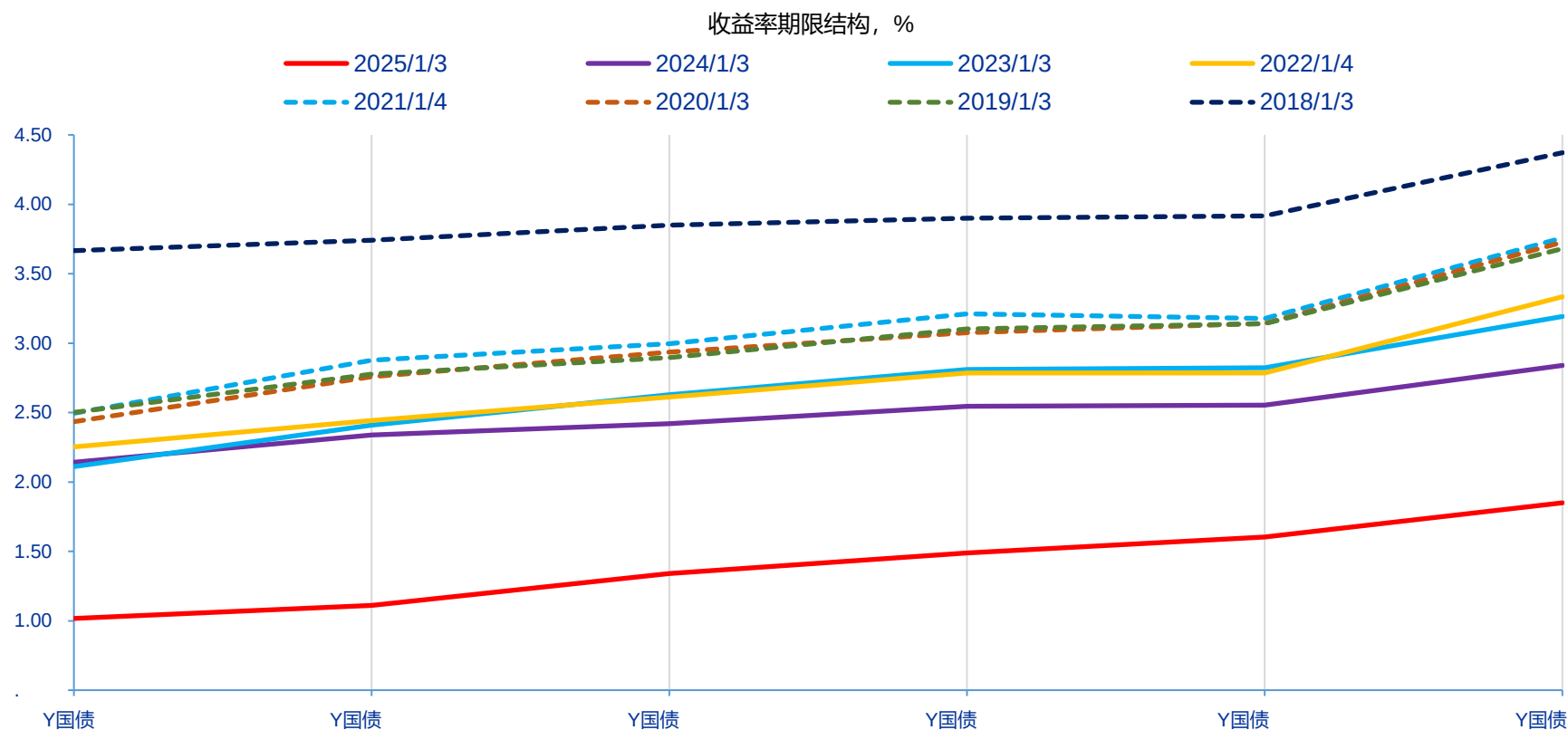
5.2.2 不同期限收益率波动可能趋于分化

- 财政货币协同增强，可能增强经济运行稳定性，减弱周期性，长期有助于提高宽货币向宽信用的传导效率。
- 叠加经济转型期，低利率环境或将延续较长时期，机构博弈久期策略可能进一步演绎。



5.2.3 收益率曲线可能更多表现为陡峭化

- 国债规模的期限分布更加合理，有望带动中短端国债市场的流动性。
- 央行买债等持续性力量影响下，短端利率可能更快下行，预计收益率期限结构更多呈现陡峭化。



5.3 总结

■ 货币与财政协调配合的可能方向：

- 财政货币协同的市场化纽带主要是国债和国库。
- 国库现金管理或将增加做市、回购等国债交易。
- 人民银行或将进一步增加国债买卖操作，并且可能以短债交易为主。
- 财政或将增加短债发行规模和频率，配合货币政策操作需要。

■ 对债券市场的可能影响

- 短债相关资管产品有望持续扩容。
- 不同期限债券波动率可能趋于分化。
- 收益率曲线可能更多呈现陡峭化形态。

- 风险提示：宏观调控政策超预期、金融监管超预期、海外环境变化超预期

信息披露
证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华东B组	李庆	18017963206	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysec.com
华南创新团队	夏苏云	13631505872	xiasuyun@swhysec.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：
以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入（BUY）：股价预计将上涨20%以上；
增持（Outperform）：股价预计将上涨10-20%；
持有（Hold）：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持（Underperform）：股价预计将下跌10-20%；
卖出（SELL）：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：
以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数（HSCEI）

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

黄伟平
huangwp@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号