

3月即将迎来全国两会，中国将迎来怎样的财政和货币政策，市场对此颇为关注。展望2023年，相对确定的宏观趋势是外需收敛然而内需扩张。我们认为2023年内需扩张需要依赖两个部门扩表，一是居民部门，二是中央政府。

中央政府扩表涉及QE、财政货币化等概念探讨，本质上是在追问一个问题，中国财政货币如何协同。一个更具体的问题是，“财政货币化”过程中流动性将呈现怎样的格局？

➤ **“财政货币化”存在两种范式，中国“财政货币化”本质上是财政货币协同。**

“财政货币化”虽然常被讨论，但学界与市场对其赋予的内涵并不相同。学界探讨的“财政货币化”，指央行在一级市场上购入国债。这种模式下央行被财政牵引，独立性缺失，且恶性通胀风险较高。这一财政货币化模式多数国家禁止，中国也不例外。市场探讨的“财政货币化”，更多指代央行二级市场购买政府债券。这种模式下一国货币政策更多起到财政扩张的配合角色，财政和货币高度协同。

1995年《中国人民银行法》实施之后，中国再未出现过学界讨论的“财政货币化”。本文探讨中国“财政货币化”，只指央行在二级市场配合财政扩表，本质上是财政货币协同。

➤ **中国式财政货币化的历史上有四个关键时点值得关注。**

第一个关键时点，1993年。在此之前中国财政资金紧张，政府可直接向央行借款。90年代初经历高通胀之后，1993年国务院发文要求“财政部停止向中国人民银行借款”。**第二个关键时点，1995年。**《中国人民银行法》出台，明确央行不得在一级市场上购入国债，彻底切断财政和央行在一级市场上直接联动。与此同时，《中国人民银行法》明确，央行可以在二级市场买卖国债等优质债券。**第三个关键时点，2009年。**为落实四万亿投资计划，中央支持地方政府通过城投平台融资，此后地方政府通过城投与商业银行、政策行联动扩表，开启了中国预算外财政货币化路径。**第四个关键时点，2013年-2014年。**央行创设多项货币工具（MLF、SLF等），允许金融机构将优质债券与信贷作为抵押品释放流动性，意味着央行与财政联动的形式不再局限于二级市场购买国债。

➤ **中国式财政货币化有三种模式，所致流动性效果不尽相同。**

中国式“财政货币化”可分为三种模式：**模式一**，直接买卖国债或接受政府相关负债为抵质押品。**模式二**，创设并投放新型流动性工具。**模式三**，敦促商业及政策性银行信用扩张。模式一和模式二中，财政扩张同时央行一般会配合流动性投放，所以财政货币化过程大概率伴随着流动性宽松。然而模式三大为不同，财政预算外扩表，商业银行或政策性银行同步扩表，这一过程的直接效果是银行间资金面反而收紧。

➤ **中国式财政货币化对2023年资金面影响。**

海外主流财政货币化流程是财政发行国债，然后央行在二级市场上或直接购买，或接受政府债券作为抵质押品，因而海外主流财政货币化往往对应着银行间流动性宽松。

中国式“财政货币化”可以有三种模式，并不必然意味着流动性宽松。回溯历史，某些特定年份，例如2016至2017年，财政货币化同时银行间资金面收紧。2023年，预算外财政扩张或仍将是财政主流选择。这意味着商业银行及政策性扩表是2023年财政货币化的主要模式。这一模式下，流动性格局或将有两点值得注意：

第一，财政货币化同时央行不必然配合流动性宽松。**第二**，全年维度，2023年流动性波动率或提高。

风险提示：经济修复节奏超预期，疫情发展超预期，海外地缘政治冲突超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周信悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：全球风险资产情绪共振-2023/01/29
- 2.春节假期海外经济跟踪：海外衰退风险仍不可忽视-2023/01/29
- 3.2022年12月经济数据点评：复苏交易仍可持续-2023/01/17
- 4.宏观事件点评：如何解读地方两会？-2023/01/17
- 5.全球大类资产跟踪周报：预期差的定价-2023/01/15

目录

1 财政货币协同，中国式“财政货币化”	3
2 中国式“财政货币化”的政策规范演绎	4
2.1 当前政策禁止央行一级市场购债	4
2.2 当前政策允许央行二级市场购债	5
2.3 中国式“财政货币化”历史上的四个关键时点	6
3 中国式“财政货币化”的三种模式	7
3.1 模式一，央行直接买卖或接受抵质押品	7
3.2 模式二，央行创设并投放流动性工具	8
3.3 模式三，商业及政策性银行信用扩张	9
4 中国式“财政货币化”之下的流动性启示	10
5 风险提示	12
表格目录	13

1 财政货币协同，中国式“财政货币化”

“财政货币化”虽然常被讨论，但学界与市场对其赋予的内涵并不相同。

学界常常讨论的“财政货币化”，指央行直接在一级市场上购入国债的行为。

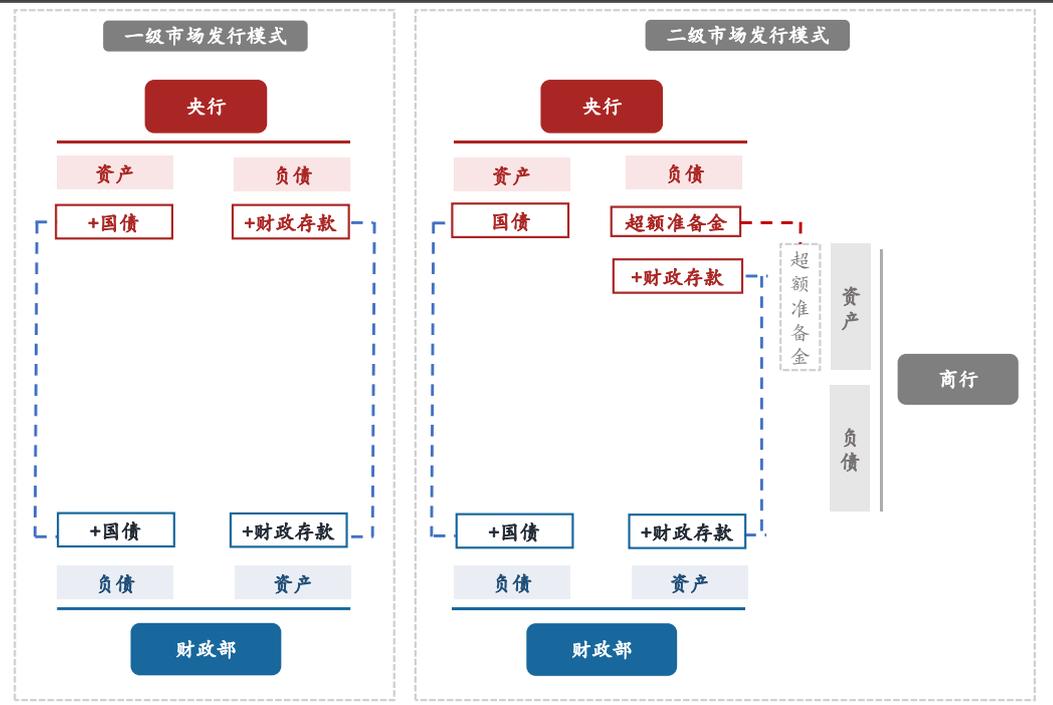
一国财政扩张时，若政府直接对话央行要求资金支持，央行随即在一级市场购入政府债券（例如国债），央行与财政直接同步扩表，即学界所称“财政货币化”，意在刻画一国央行为配合财政而缺失独立性现象。

市场上讨论的“财政货币化”，更多指代央行二级市场购买政府债券——间接与财政联动的行为。

如果政府先绕开央行，从商业银行等金融机构融资，后续金融机构再从央行获取流动性，央行间接与财政扩表，即市场所探讨的“财政货币化”，其更多反映一国货币政策与财政政策的协同。

1995年以后，由于受到法律的约束，学界讨论的“财政货币化”从未在中国发生，因此讨论中国式“财政货币化”，自然将央行在一级市场购买国债的行为排除在外。本文即将展开讨论的中国式“财政货币化”，不仅包括央行在二级市场配合财政扩表，还包括商业银行、政策行对财政的信用支持。

图 1：学界、市场对“财政货币化”的界定并不相同



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院整理

2 中国式“财政货币化”的政策规范演绎

2.1 当前政策禁止央行一级市场购债

主流国家（美日欧）都禁止央行一级市场购债。

不同国家均以相对严格的法律形式约束央行直接认购国债，譬如美国《联邦储备法》明确美联储只能在二级市场买卖国债、日本财政法指出央行原则上不能在一级市场购买国债。（但英国、日本等主流经济体也在特定时期或特定情境下容忍央行直接认购国债）

央行一级市场购债被禁止，因为这种方式会挤压央行必要独立性、同时带来道德风险，一旦财政“不负责任”扩表，将带来恶性通胀等不良后果。

中国也从法律层面禁止央行一级市场购债。

首先，1993年财政部被禁止直接向央行借款。1993年以前，中国财政资金紧张，政府曾直接向央行借款行为（1995年《中国人民银行法》公布前，中央财政向人民银行借款1663.57亿元¹）。

在央行与财政协同且缺乏约束的背景下，1993年中国发生了较为严重的通胀，通胀率高达14.7%。同年12月25日，《国务院关于金融体制改革的决定》正式下发，要求“**财政部停止向中国人民银行借款**，财政预算先支后收的头寸短缺靠短期国债解决，财政赤字通过发行国债弥补”。

随后1995年《中国人民银行法》出台，以立法的形式明确央行不得在一级市场上购入国债，进一步切断财政和央行直接联系。《中国人民银行法》其中第二十八明确规定，“中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券”。1995年以后中国央行恪守《中国人民银行法》，至今未曾在一级市场对财政融资。

¹ <https://www.g3mv.com/thesis/view/137140>

图 2：1993 年通胀高企



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：《中国人民银行法》规定不得直接认购政府债券、提供信贷支持

时间	法律/政策规范	核心内容
1993	国务院关于金融体制改革的决定	财政部停止向中国人民银行借款 ，财政预算先支后收的头寸短缺靠短期国债解决，财政赤字通过发行国债弥补。
1995	中国人民银行法	第四章 业务 第二十八条 中国人民银行 不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债 第二十九条 中国人民银行不得向地方政府、各级政府部门提供贷款，不得向非银行金融机构以及其他单位和个人提供贷款，但国务院决定中国人民银行可以向特定的非银行金融机构提供贷款的除外。

资料来源：国务院网站，民生证券研究院整理

2.2 当前政策允许央行二级市场购债

绝大多数主流国家均允许央行在二级市场购买国债。

观察不同国家央行资产负债表，美国、日本、英国等主流国家均有对政府债权科目，一级市场购债被禁止前提下，说明各国央行允许在二级市场购债。原因之一是可以为低利率国家的货币政策找到出路，2008 年全球金融危机冲击、2020 年疫情冲击期间，日本、美国、欧洲开展的大规模量化宽松均在二级市场上开展。

原因之二在于，二级市场购债能够反映政府信用的真实价值，一旦政府信用陷入危险，二级市场国债价格将迅速走低，从这一层面上，一定程度上可以降低货币超发风险。

中国同样允许央行在二级市场上购入国债。

中国于 1995 年《中国人民银行法》中明确，央行可以在二级市场买卖国债等优质债券。其中第二十二条规定，“中国人民银行为执行货币政策，可以在公开市场上买卖国债和其他政府债券及外汇。”明确可以在二级市场上进行现券买卖。

2013 年-2014 年后，央行创设多项货币工具 (MLF、SLF 等)，允许金融机构将优质债券与信贷作为抵押品释放流动性，意味着央行与财政联动的形式不再局限于二级市场购买国债。

表2：主流国家均禁止正常时期央行一级市场购债

国家	法律	一般情况	特殊情况
美国	《联邦储备法》	美联储只能在二级市场买卖国债	“异常和紧急情况”下，只要有五个或以上美联储理事会成员表决同意，美联储可以向任何人、合伙企业或机构发放贷款。
日本	《财政法》	原则上不能认购国债	如果有原因，日本央行可以通过国会集体决议，在一级市场上购买国债。
英国	《马斯特里赫特条约》	禁止欧央行和成员国央行直接购买成员国政府和公共企业债券	英国财政部可以通过英国央行共同表决，使用筹款便利，向央行借款。

资料来源：美联储，日本央行、英格兰银行，民生证券研究院整理

2.3 中国式“财政货币化”历史上的四个关键时点

上文仅讨论央行于财政的协同，如果将商业和政策行对财政协同的政策也纳入讨论，我们将得到中国式“财政货币化”的四个关键时点。

第一个关键时点，1993 年，财政部禁止向央行借款。

在此之前中国财政资金紧张，政府可直接向央行借款。90 年代初经历高通胀之后，1993 年国务院发文要求“财政部停止向中国人民银行借款”。

第二个关键时点，1995 年，央行被禁止在一级市场购买国债，被允许在二级市场上购买国债，开启预算内财政货币化。

《中国人民银行法》出台，明确央行不得在一级市场上购入国债，彻底切断财政和央行在一级市场上直接联动。与此同时，《中国人民银行法》明确，央行可以在二级市场买卖国债等优质债券。

第三个关键时点，2009 年，地方政府可以通过城投获得商业银行、政策行信贷支持，开启预算外财政货币化。

1996 年《贷款通则》明确借款人并不包括政府，及政府无法直接从金融机构借款。而在 2009 年 3 月央行、银监会下发〔2009〕92 号文，为落实四万亿投资计划，中央支持地方政府通过城投平台融资，至此以后，地方政府得以通过城投与商业银行、政策行联动扩表，开启了中国预算外的财政货币化。

第四个关键时点，2013 年-2014 年，央行创设多项货币工具，支持财政预算

内外货币化。

央行创设多项货币工具（MLF、SLF 等），允许金融机构将优质债券与信贷作为抵押品释放流动性，意味着央行与财政联动不只有二级市场购买国债一种路径，也意味着央行不仅可以支持财政预算内扩表，也可以实现对财政预算外扩张的支持。

3 中国式“财政货币化”的三种模式

根据实施财政货币化的主体以及使用货币工具的不同，中国式“财政货币化”可划分为三种模式：其中模式一、二是央行对财政的协同，模式三是商业银行、政策行对财政的协同。

3.1 模式一，央行直接买卖或接受抵质押品

模式一是央行配合财政扩张的方式之一。央行可以基于自身意愿，直接在二级市场上买断或接受政府债券抵质押，进而投放流动性实现财政与货币的协同。

2013 年以前，央行更多采用现券买断投放流动性。

2000-2003 年，当时央行为了调节市场流动性，多次在债券市场上进行现券买卖。2001 年的货币政策执行报告就明确提到，在当年央行公开市场操作方式中，现券的交易量明显增加。

2013 年以后，央行更多使用逆回购、MLF、SLF 工具，通过接受抵质押品投放流动性。

2013 年以后，在各类创新货币工具的加持下，央行不局限于外汇资产派生基础货币，而是接受政府债券、政府富有偿还义务的信贷、信用债等优质资产作为抵押投放流动性。这样一来，央行可以实现对财政预算内、外扩张的协同。

当然，买卖、接受抵质押品的主动权掌握在央行手中，财政扩张时，央行没有义务 100% 进行配合。

模式一中，政府通过发行政府债券、借助平台融资的加杠杆，必然伴随着宽信用。央行若在二级市场上买卖国债或者接受政府债券作为地址押品，投放 MLF 等结构性工具，那么这一过程伴随着流动性投放。

表3：央行多项货币工具接受政府相关债券、信贷资产抵押

货币工具	创设时间	抵押品	交易对手	方式
现券买断	1995	—	—	央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币
逆回购	2014	有价证券	一级交易商	逆回购为中国人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为

SLF	2013	优质债券+信贷	政策性银行和全国性商业银行	常备借贷便利以抵押方式发放，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。
MLF	2014	优质债券	符合宏观审慎要求的商业银行、政策性银行	中期借贷便利采取质押方式发放，金融机构提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院整理

3.2 模式二，央行创设并投放流动性工具

模式二是央行配合财政扩张的方式之二。

在这一模式下，央行通过创设不同种类的结构化货币工具，金融机构先向政府提供贷款，随后央行向金融机构输送流动性（即先贷后借），最终实现财政货币协同闭环。

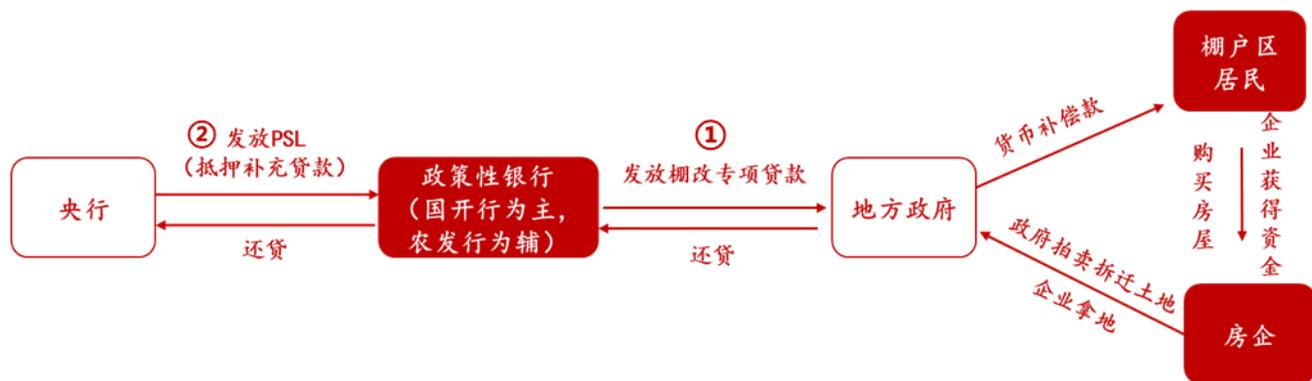
针对政府扩表而开展的流动性工具包括 PSL（2014 年创设）、设备更新再贷款（2022 年创设）。

2014 年开设的 PSL（补充抵押贷款）实操模式中，政策性银行首先向地方政府提供棚改贷款，再将相关贷款或其他资产抵押给央行获得流动性支持（贷款本金的 100%）。

2022 年创设的设备更新贷款，实践流程中，先由 21 家金融机构向学校、医院²等事业单位提供用于专向用于设备更新贷款，随后再从央行获得资金支持（贷款本金的 100%）。

结构性货币工具秉持“先贷后借”原则，金融机构在“贷”后必然跟进“借”的操作。在这一模式中，政府扩表同时伴随着流动性同步宽松。

图 3：PSL 的投放模式秉持“先贷后借”



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院整理

² 这类事业单位预算收支纳入政府预算管理。

3.3 模式三，商业及政策性银行信用扩张

和前两大模式不同，模式三中央行的直接参与度下降，而是由政策行与商业银行配合财政进行扩张。

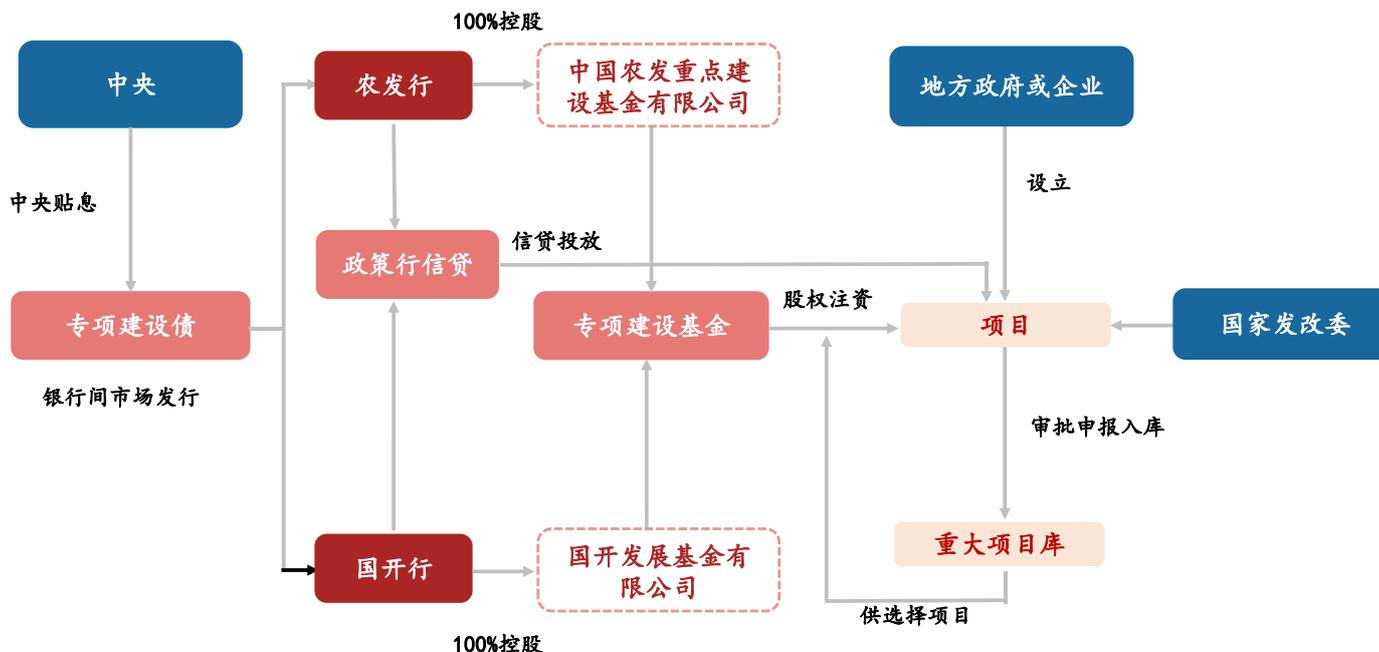
除了购买政府债券，商业银行和政策行还能向政府提供信贷类支持。

2015 年以前，政府扩表主要依赖商业银行扩表。法律约束下，商业银行不能直接给政府贷款，但在多年的实践中，出现了商业银行接受政府资产（譬如土地）抵押，向融资平台提供贷款、商业银行接受实体企业或个人的政府购买承诺抵押，向企业提供贷款等方式，实现商业银行对政府扩表的协同。

2015 年后，隐债监管趋严（对融资平台监管力度加大），政府更依赖政策行扩表。对于政策行而言，一般通过政策行信贷或者设立专项建设基金（即开发性金融工具）的形式扩表。譬如 2015-2017 年设立 2 万亿专项建设基金、2022 年设立 0.7 万亿建设基金，新增逾 8000 亿政策行信贷。

现实中，中国财政扩张更多借助模式三。模式三也是预算外财政扩张的主要渠道。值得强调，模式三中的财政货币协同，财政和银行同步扩张，会消耗流动性。除非央行后续跟进流动性投放，否则模式三的直接效果是带来流动性收紧。

图 4：政策性开发性金融工具运作模式



资料来源：政策行网站，民生证券研究院整理

4 中国式“财政货币化”之下的流动性启示

海外主流财政货币化往往对应着银行间流动性宽松。

海外主流财政货币化流程是财政发行国债，然后央行在二级市场上或直接购买，或接受国债作为抵质押品。

这一传统财政货币化进程中，财政扩表需要央行在公开市场上投放流动性，最终实现央行和财政部同步扩表。央行终究需要投放流动性来配合财政扩张。

这一传统财政货币化模式中，财政扩张的同时央行维持流动性宽松。

中国式“财政货币化”可以有三种模式，并不必然意味着流动性宽松。

尤其模式三，财政通过预算外渠道扩表，普通商业银行或者政策性银行开展信用扩张，这一过程不仅没有对应央行流动性投放，相反会消耗银行间超额准备金，效果是银行间资金利率收紧。

当然，央行可以在后续跟进降准，公开市场操作等流动性投放操作，最终可以缓解预算外扩表带来的流动性压力。但单纯从中国式财政货币化模式三而言，商业银行或政策性银行扩表的直接效果，的确是造成流动性收紧。

回溯历史，某些财政货币化年份反而伴随着银行间流动性收紧。

一个典型的宽财政时期，2015-2017年，当时财政同步启用PPP、棚改贷款、政策性金融工具三项准财政工具。财政刺激下，这一时期基建和地产投资需求得到提振，社融增速高企，宽信用效果显著。

反观资金面，2016年末至2017年资金利率快速抬升，流动性趋紧。这一时期呈现出典型的财政扩张、信用扩张（社融增速抬高），然而银行资金利率收紧。

原因比较容易理解，2016年至2017年，政府通过PPP、政策性银行扩表等形式进行财政扩张。与此同时，央行在银行间市场未投放足额流动性，最终我们看到的是资金面结束了2015年至2016年上半年的宽松，最终在2016年下半年迎来收紧。

2023年，预算外财政扩张或仍将是财政主流选择。这意味着商业银行及政策性扩表是2023年财政货币化的主要模式。

我们曾在《年度财政基建展望》中提出，中性情形下，今年仍有0.7万亿政策性金融工具有待发行使用。

这一模式下，流动性格局或将有两点值得注意。第一，财政货币化同时，央行不必然配合流动性宽松。第二，全年维度，流动性波动率或提高。

图 5：2016-2017 年资金利率明显上行



资料来源: wind, 民生证券研究院

5 风险提示

1) 经济修复节奏超预期。若海外经济大幅好于预期，国内出口好于预期，经济下行压力缓解，政策重心或向调结构偏倚。

2) 疫情发展超预期。疫情发展超预期，可能使得经济下行压力加大，宏观调控力度或较当前大幅加码。

3) 海外地缘政治冲突超预期。若海外发生预期外地缘政治冲突，海外经济表现弱于预期，没有新一轮财政刺激情况下，将进一步拖累出口表现，今年国内宏观政策加码或超过当前预期。

插图目录

图 1: 学界、市场对“财政货币化”的界定并不相同	3
图 2: 1993 年通胀高企	5
图 3: PSL 的投放模式秉持“先贷后借”	8
图 4: 政策性开发性金融工具运作模式	9
图 5: 2016-2017 年资金利率明显上行	11

表格目录

表 1: 《中国人民银行法》规定不得直接认购政府债券、提供信贷支持	5
表 2: 主流国家均禁止正常时期央行一级市场购债	6
表 3: 央行多项货币工具接受政府相关债券、信贷资产抵押	7

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026