

No. 2001

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告 (第三十三期)

IMI



微博 · Weibo



微信 · WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

目 录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观	- 1 -
1. 全球主要经济体经济走势分析	- 1 -
2. 2020 年一季度汇率展望：中美第一阶段协议签订后，人民币走强动能较大	- 3 -
(二) 国内宏观	- 3 -
1. 经济：全年 GDP 增速 6.1%，整体平稳	- 5 -
2. 通胀：CPI 高位持平，PPI 降幅继续收窄	- 10 -
3. 金融：社融增速稳定，信贷结构持续改善	- 11 -
(三) 商业银行	- 5 -
1. 存量贷款 LPR 切换规则出台	- 13 -
2. 2019 年 12 月货币金融数据分析	- 13 -
(四) 资本市场	- 16 -
1. 股市：经济和流动性稳定，融资活跃度略有下降	- 16 -
2. 债市：“免疫”与下注，迎接行情试金石	- 16 -
二、资管新规、影子银行与经济高质量发展	- 18 -
(一) 内容摘要	- 21 -
(二) 引言	- 21 -
(三) 资管新规的出台背景及其政策内涵	- 27 -
(四) 模型设定	- 31 -
(五) 限制影子银行活动的经济影响	- 38 -
(六) 进一步讨论	- 47 -
(七) 主要结论与政策建议	- 50 -
三、主要经济数据	- 52 -

图表目录

图 1：制造业投资反弹支撑投资增速回升	- 8 -
图 2：猪价回调，CPI 高位持平	- 10 -
图 3：M1、M2 增速回升	- 13 -

表格目录

表 1：12 月 M2 增量的结构	- 16 -
表 2：经济数据一览	- 52 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

1. 全球主要经济体经济走势分析

2019 年 12 月制造业数据环比均有回落，但欧洲经济景气度持续回升，全球贸易环境正在改善。从制造业数据来看，12 月全球制造业 PMI 数据环比均有回落，但欧元区经济景气度继续回升，经济边际向好的趋势逐步显现。货币政策方面：预计 1 月美联储、欧央行、日央行在降息方面均按兵不动。同时，受到美伊局势紧张等地缘政治影响，全球原油价格有所上涨带来各国通胀回升。值得关注的是，目前韩国出口增速、WTO 晴雨表指数、OECD 综合领先指标、全球制造业 PMI、OECD 国家消费者信心指数等皆已呈现止跌回升的迹象；汽车、半导体等重点行业的贸易量在修复，反映全球贸易环境正在改善。

(1) 美国制造业 PMI 意外下滑，就业数据大幅走差

就业与 PMI 数据大幅走差，但消费与地产呈现较强的表现。工业生产方面，12 月制造业 PMI 为 47.2，远低于预期 49，创下 2009 年 6 月以来新低；地产投资销售方面，12 月新屋开工总数年化为 160.8 万户，创 13 年来最高，预期 137.5 万户；12 月营建许可总数为 141.6 万户，预期 146.8 万户，前值 147.4 万户。消费方面，美国 12 月零售

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

销售环比增加 0.3%，符合预期，12 月假期销售带来较大正向拉动；但 1 月密歇根大学消费者信心指数初值 99.1，略低于预期。物价方面，12 月 CPI 及核心 CPI 分别 2.3、2.3%，受到能源价格回升影响，12 月 CPI 继续回升。就业市场方面，12 月非农就业人数增长 14.5 万，大幅低于预期；平均时薪同比增长 2.9%，创 2018 年以来最低。货币政策方面，从近期美联储官员以及降息预期数据来看，1 月议息会议大概率将按兵不动；同时，为了维持流动性充裕，美联储延长隔夜回购操作至 2 月 13 日。

(2) 欧元区经济景气度继续提升，制造业 PMI 环比略有回落

欧元区 12 月制造业 PMI 小幅回落，但经济景气度明显提升。从生产端看，欧元区 12 月制造业 PMI 为 46.3，环比有小幅回落，服务业 PMI 继续回升至 52.8。经济景气度继续提升，1 月欧元区 Sentix 投资信心指数大幅上升至 7.6，前值 0.7，ZEW 经济现状指数-14.7，连续 2 个月回升。物价方面，受原油价格上涨影响，12 月 HICP 显著继续回升至 1.3%，符合预期。就业市场方面，11 月失业率继续维持在 7.5% 的低位。货币政策方面，欧洲央行 12 月议息会议决议，继续维持欧元区三大关键利率不变。

(3) 日本制造业 PMI 环比小幅回落，失业率继续下行

日本制造业 PMI 环比小幅回落，失业率继续下行。日本三季度实际 GDP 环比折年率上修为 1.8%，预期 0.7%，初值 0.2%，大超市市场预期。生产端 12 月制造业 PMI 环比小幅下降 0.5 个百分点至 48.4，

12月服务业PMI为49.4，再次跌破荣枯线。消费端，日本11月零售销售折年率数据不及预期，实际-2.1%，前值-7.0%，预期:-1.7%，消费税上调对日本经济的影响不断扩散。物价方面，11月CPI与核心CPI同比增速分别回升至0.5%、0.5%，符合市场预期；就业方面，11月失业率继续下行至2.2%，再创新低。未来逆周期政策方面，或将由货币政策向财政政策切换。

2.2020年一季度汇率展望：中美第一阶段协议签订后，人民币走强动能较大

(1) 美元：2020年“美弱欧复苏”，内外均促成美元弱势

“美弱欧更弱”的状态有望转换为“美弱欧复苏”，美元主动、被动均有贬值空间。预计2020年欧洲经济的风险扩散缓冲期充足，经济增速有企稳回升迹象。当前欧元汇率已跌至2016年前后的较低水平，但相比当时刚走出欧债危机不久的欧洲，当前的经济环境更优、尾部风险扩散缓冲期也更长，后续脱欧靴子落地作为重要的催化剂，有望带来英镑和欧元的一轮走强；这将带来美元指数受到外部因素被动升值的动能减弱。而同时美国经济温和下行的环境下，未来大概率将是美国内部经济走弱主动引导美元贬值的动力更强，欧美相对动能比较之下，美元指数后续走势难强。

(2) 人民币：中美经贸第一阶段协议达成，市场化与透明化是关键词

中美经贸第一阶段协议达成，从协议文本内容来看，人民币汇率

未承诺任何方向，强调了汇率的市场化、透明化、避免竞争性贬值。在协议文本中，双方承诺了避免竞争性贬值、避免操纵汇率或国际货币体系以阻碍国际收支的有效调整或获得不公平的竞争优势。在此基础上，人民币汇率不存在任何方向性的承诺，随着人民币汇率定价体系的不断完善，未来的汇率走势将主要取决于外汇供求等市场因素。而从我们模型估算的人民币汇率逆周期因子来看，11月以来逆周期因子就已无明显波动，反映了在外汇市场从贸易摩擦紧张的恐慌情绪中恢复后，人民币汇率仍由市场主导其走势。

协议中也暗含了当汇率出现偶发性的过度波动时，央行适度的调整是可以接受的。协议文本中指出“双方应避免竞争性贬值，避免将汇率用于竞争性目的，包括对外汇市场进行大规模、持续、单向干预”，但央行在汇率出现突发的大幅波动时适度干预，也是维持主权货币稳定的义务，对此协议中暗含了对此双方也是可以接受的。

协议中要求中国公布的汇率相关数据，目前中国基本已全部按期公布，人民币汇率透明度本身就已较高。在协议中，双方要求按期公布每月外汇储备和远期头寸数据、国际收支金融账户的子项数据、每季度货物与服务进出口情况、IMF关于本方的第四条款磋商报告。目前，IMF每年都会定期公布我国第四条款磋商报告；2014年，我国采纳了IMF数据公布特殊标准（SDDS），并已经常态化公布宏观经济及汇率相关数据，此次协议中提出公布的数据均是我国已经公布的数据。当前人民币汇率本身就有较高的透明度，协议签订后也有助于巩固我国对外贸易领域数据的透明度。

（二）国内宏观²

2019 年四季度 GDP 增速 6.0%，持平于三季度，全年同比增速 6.1%，达到 GDP 增速 6%-6.5% 的预期。在宏观经济有企稳回暖迹象下，随着出口的好转以及汽车行业进入补库存带动制造业的改善，12 月工业生产回暖，房地产投资仍具韧性，制造业投资增速连续两个月提升支撑 12 月投资增速回升。消费平稳增长但实际消费依然疲弱，而进出口增速在中美贸易关系缓和的环境下大幅反弹。2020 年经济仍是“稳字当头”，逆周期调节政策将持续发力，经济或在一季度有所回暖。

1. 经济：全年 GDP 增速 6.1%，整体平稳

（1）全年 GDP 增速 6.1%，处于合理区间

四季度 GDP 同比增长 6.0%，持平于三季度，四季度经济增速还能维持在 6% 的位置主要与逆周期调节政策的支撑以及中美贸易关系的缓和有关，但今年经济整体呈 L 型的态势。2019 年全年 GDP 增速 6.1%，在目标值区间内，分产业来看，三大产业增速均较去年明显下滑，其中第一产业增加值同比增长 3.1%，前值为 3.5%；第二产业增加值增长 5.7%，前值为 7.8%，增速下降幅度最大；第三产业增加值增长 6.9%，前值为 7.6%。整体来看，GDP 增速较去年下降明显表明我国现在更加注重高质量的发展而不刻意追求高速增长，经济结构在不断改善。

²撰写人：IMI 研究员孙超

(2) 工业增加值增速继续回升

12 月工业增加值同比增长 6.9%，较上月继续反弹 0.7 个百分点，保持回暖态势。12 月份工业增加值继续回升，一方面与中美贸易摩擦有所缓和，出口大幅提升有关，另一方面也与汽车等行业的增速回升有关。分三大门类来看，12 月采矿业同比增速 5.6%，回落 0.1 个百分点；制造业增速 7%，较上月加快 0.7 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.8%，较上月加快 0.1 个百分点。从结构分析，汽车制造业受益于低基数等原因，同比增速回升 2.7 个百分点至 10.4%，是带动工业生产回暖的重要原因；受出口回升带动，计算机、通信和其他电子设备制造业增速亦显著回升至 11.6%，高技术制造业增加值同比增速为 10.0%较上月回升明显。而铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、纺织业和有色金属冶炼和压延加工业增速均较上月有所回落。整体来看，在宏观经济有企稳回暖迹象下，随着出口的好转以及汽车行业进入补库存带动制造业的改善，同时 1 季度专项债的发行带动基建投资增速增长，工业生产景气度短期内有望持续。

(3) 制造业投资反弹支撑投资增速回升

1-12 月固定资产投资累计增速同比增长 5.4%，较上月略有回升，其中制造业投资累计增速较上月回升 0.6 个百分点至 3.1%，房地产和基建投资累计增速分别回落 0.3 和 0.2 个百分点至 9.9%和 3.8%。

2019 年全年制造业累计同比增长 3.1%，较上月有所回升，但较 2018 年下滑高达 6.4 个百分点。分行业看，受益于 5G 的应用的不断

扩展以及出口改善，计算机行业投资增速在制造业投资中独树一帜，1-12月计算机行业投资累计同比16.8%，较上月回升3.0个百分点，而高技术制造业和高技术服务业投资亦有较快增长。化学原料和纺织累计同比分别为4.2%和-8.9%，较上月小幅下滑。虽然中美第一阶段贸易谈判的达成，企业盈利能力有所提升，但在全球经济依然面临较大下行压力情况下，制造业投资有望改善但空间有限。

房地产投资方面，1-12月房地产投资继续回落至9.9%，但高于去年1.2个百分点，仍具韧性。从开发端看，新开工、施工维持平稳，1-12月房屋新开工面积同比增速回落0.1个百分点至8.5%，施工面积持平于8.7%；而1-12月竣工面积同比增速2.6%，较上月大幅回升7.1个百分点，由负转正。从销售端看，1-12月商品房销售面积同比增长-0.1%，较上月回落0.3个百分点。而12月份一线城市商品房销售大幅回落。往后看，在“房主不炒”的大前提下房地产政策有望边际放松，同时建安投资也将支撑地产投资增速继续保持在较高位置。

1-12月基建投资同比增速继续回落0.2个百分点至3.8%，四季度基建投资回落主要在于专项债发行提前导致四季度财政支持减弱。而随着2020年一季度财政前置发力，专项债在一季度提前发行，基建投资增速年初有望回升。

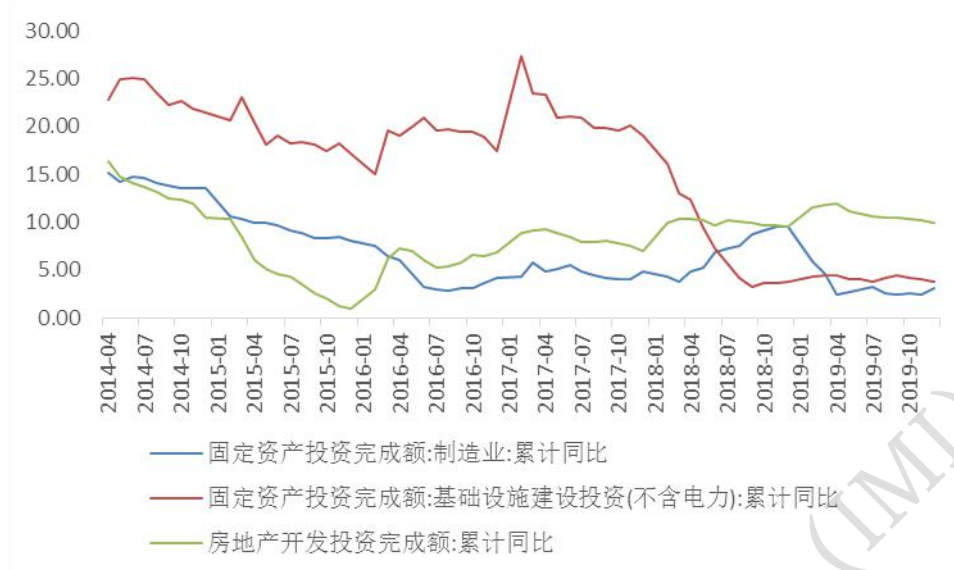


图 1：制造业投资反弹支撑投资增速回升

数据来源：Wind，IMI

(4) 汽车消费改善，实际消费依然疲弱

1-12 月社会消费品零售总额同比增速持平于上月的 8.0%，剔除价格因素的实际增速为 4.5%，较上年仍显疲弱。2019 年全年消费名义增速 8%，而下半年消费数据明显疲软。分项上看，受春节提前影响，饮料、烟酒类同比增速分别为 13.9%和 12.5%较上月增长 0.9 和 4.2 个百分点至；汽车消费同比增长 1.8%，增速由负转正；受油价上调影响，石油及制品消费同比 4%，较上月增长 3.5 个百分点；而地产链相关的家用电器和家具消费同比分别为 2.7%和 1.8%，较上月下滑明显。往后看，随着房地产竣工增速的提高以及汽车消费的改善，有望对消费增长形成支撑。

(5) 多因素造就进出口增速大幅反弹

按美元计价，12 月国内出口同比增速回升至 7.6%，进口增速 16.3%，进出口均大超预期，贸易顺差 467.9 亿美元。进出口数据大

超预期有以下几个原因。一是由于去年 12 月由于“抢出口”效应消退，去年年底进出口双双回落，低基数效应导致今年进出口增速明显回升；二是随着中美达成第一阶段贸易协议，市场情绪有所好转，提振了企业信心；三是 12 月份部分大宗商品价格上涨，从而推动了进出口金额上升。当然，今年春节前置也使得企业加快了出口。分国别来看，12 月中国对美出口增速由-23%上升至-14.6%，降幅收窄；对欧盟国家出口则由负转正至 6.6%；对东盟出口上升 9.4 个百分点至 27.40%，继续保持高速增长；对印度和巴西出口增速分别回升至 7.8% 和 71.1%，显示发展中国家对我国出口拉动率较高。从出口商品来看，农产品出口增速上升，传统大宗商品、机电产品、高新技术产品增速均由负转正。进口来看，随着中美贸易关系的缓和，12 月份对美进口增速回升 5.1 个百分点至 7.8%，对欧盟和日本进口增速分别回升 16.5% 和 7.3% 个百分点至 9.9% 和 16.4%，对主要发达国家进口增速显著回升。与对东盟出口增速维持高位相对应，12 月对东盟进口增速为 29%。从进口商品来看，农产品进口增速继续维持高位至 37%，其中大豆进口量更是上升至 67%，猪肉进口量增加 75%；机电产品、高新技术产品进口增速同样大幅上升。

后续来看，随着中美第一阶段贸易协议达成一致，未来一段时间内贸易摩擦对进出口的影响将有所缓和，加之全球经济有企稳迹象，国内一季度逆周期调节的发力，进出口增速仍有一定支撑。

2. 通胀：CPI 高位持平，PPI 降幅继续收窄

(1) 猪价回调，CPI 高位持平

12 月 CPI 同比增长 4.5%，持平于上月。其中食品项 CPI 同比增长 17.4%，但环比下降 0.4%，主要是由于猪肉价格高位回落同时带动其他肉类价格下跌影响，随着中央和地方储备猪肉的投放，12 月猪肉价格环比下跌 5.6%，牛羊肉以及禽肉类价格亦有所下行。而果蔬价格则受寒冷天气影响导致产量下降，鲜菜项收于 10.6%，较上月提高 6.9 个百分点。往后看，1 月进口猪肉类产品进口量或可能进一步增加，但由于前期加快投放以及春节的到来，春节前猪肉供需缺口依旧存在，预计猪价或有进一步上涨可能。非食品项中，受国内成品油上调影响，交通工具用燃料环比收于 1.4%，较上月上行 1.1 个百分点。当前 CPI 通胀仍是受食品价格影响。

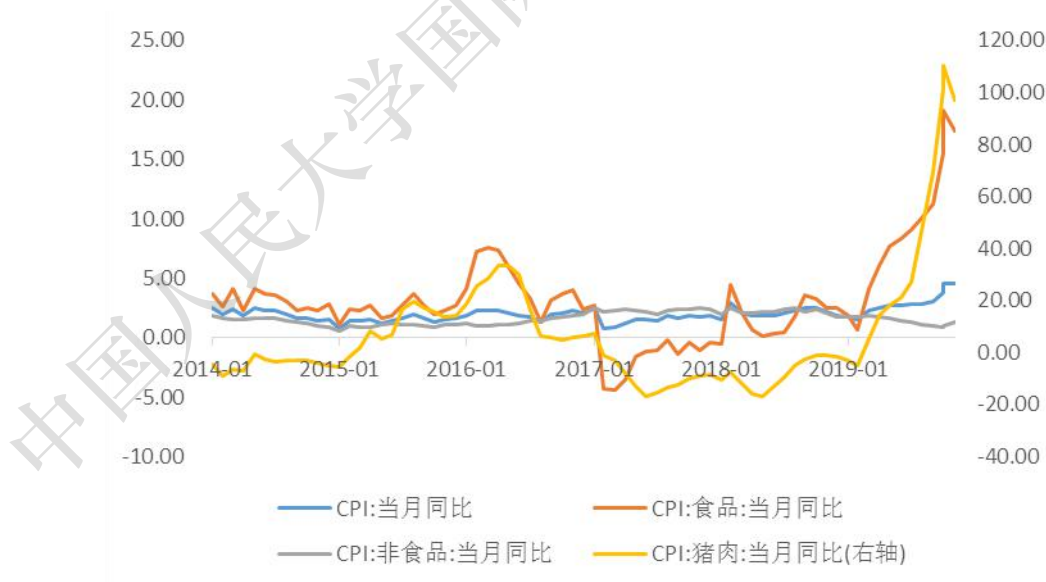


图 2：猪价回调，CPI 高位持平

数据来源：Wind，IMI

(2) PPI 降幅继续收窄

12 月份 PPI 同比下降 0.5%，跌幅较上月继续收窄，与上月一样，主要仍是受油价上涨及低基数的影响。12 月生产资料 PPI 同比下降 1.2%，环比持平，其中采掘、原材料、加工工业环比分别为 0.1%、0%、0.1%。生活资料各项普遍下行，其中食品类环比下降 0.3%，与猪肉价格下跌有关，耐用消费品的环比下降 0.3%，一般消费品环比下降 0.1%。后续来看，2020 年 1 月基数仍然较低，同时近期油价维持上行趋势，逆周期调节政策下生产回暖，PPI 在 1 月份或将转正。

3. 金融：社融增速稳定，信贷结构持续改善

(1) 剔除口径社融依旧平稳

2019 年全年社融达 25.58 万亿元，同比多增 3.08 万亿。12 月新增社融共 2.1 万亿元，同比多增 1719 亿元，存量增速维持在 10.7%。2019 年 12 月起，央行将国债和地方政府一般债券纳入社融统计，与专项债合并为“政府债券”指标，12 月国债和地方政府一般债的净增量达到 3000 多亿元，成为推高 12 月社融新增数据的主要因素，新口径对存量增速并无关键影响。而原口径下 12 月社融增量 1.7 万亿，同比多增 1071 亿，剔除口径调整影响社融增量与增长依然稳健，社融数据体现金融体系向实体经济投放的流动性。此次口径调整将后，社融数据体现了更广义的流动性指标，与 M2 指标的计算口径更为匹配，更综合的衡量了货币政策在整体流动性层面的支持。

(2) 中长期贷款支撑新增贷款

2019 年全年新增人民币贷款 16.81 万亿元，较去年增长 6439 亿

元。12月新增人民币贷款1.14万亿元，同比多增543亿元，其中新增中长期贷款8802亿元，同比多增3747亿元：其中新增企业中长期贷款3978亿元，同比多增2002亿元，支撑仍在；新增居民中长期贷款4824亿元，同比多增1745亿元。短期贷款和票据融资走弱，其中新增票据融资262亿元，同比减少3133亿元，占新增人民币贷款比例进一步下滑至2.3%；12月短期贷款新增1670万，其中企业短期贷款增加35亿元，同比多增825亿元；居民短期贷款表现相对平稳，新增1635亿元，同比多增111亿元，表明房地产销售依然保持韧性。2019年贷款数据受债务置换模式影响，8月以来，中长期贷款平稳增长，替代短期贷款和票据融资的贡献力量。

(3) M1、M2 增速回升

2019年12月财政存款减少1.08万亿元，同比多减约400亿。居民部门存款同比多增约3700亿元，企业部门存款同比多增约1800亿元。财政投放加快、信贷同比多增，使得12月货币增速明显回升，12月M2同比上升0.5个百分点至8.7%，M1同比升0.9个百分点至4.4%，反映出企业流动性也在持续改善。

央行调查统计司司长阮健弘表示，M2增速有所回升是人民银行坚持稳健的货币政策，坚持逆周期调控，政策针对性和实效性效果明显的体现。M1的同比增速回升有2018年末增速低位效应的因素，同时也受到企业融资渠道恢复，叠加年末企业和居民交易性需求明显上升的季节性因素影响。



图 3:M1、M2 增速回升

数据来源: Wind, IMI

总体来看,2019 年社融、M2 增长基本实现与名义经济增速匹配,符合要求。12 月金融数据按原口径计算表现平稳,表外融资逐渐向表内转化,信贷、债券融资占比均有所提升,信贷结构继续改善。在中美经贸摩擦缓和,逆周期调节以稳增长的政策背景下,实体企业融资意愿增强,同时在一季度专项债的大规模发行将进一步带动基建投资的回升下,信贷有望持续改善。

（三）商业银行³

1. 存量贷款 LPR 切换规则出台

2019 年 12 月 28 日,人行发布公告〔2019〕第 30 号,自 2020 年 3 月 1 日起,金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商,将原合同约定的利率定价方式转换为以 LPR 为定价

³ 撰写人: IMI 研究员王剑

基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。定价基准只能转换一次，转换之后不能再次转换。已处于最后一个重定价周期的存量浮动利率贷款可不转换。存量浮动利率贷款定价基准转换原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。

具体切换方式上，对于个人住房贷款，还专门要求切换后的新老实际利率保持不变，即 LPR 加减点之后的实际利率，与原先法定利率上下浮动之后的实际利率保持一致，以保持房地产政策平稳。其他对公贷款利率定价可自行商议，因此可能有些贷款切换后的实际利率可能低于原先水平。

浮动利率贷款的定价方式切换为以 LPR 为锚，是人行深化利率市场化改革的重要步骤。切换之前，贷款定价也是市场化的（因为实际贷款利率可以在法定利率基础上自由上下浮，区间不限，因此并不是说这次切换了才是市场化）。但其锚是人行公布的法定利率，它与新的锚 LPR 有着很大区别。法定利率由人行公布，并没有详细的生成方式或理论逻辑，因此容易脱离市场实际情况，而 LPR 则是由市场自行形成，来自于指定报价银行的报价的平均，相对更为内生，因此更能反映市场情况。目前，新发贷款大多已按 LPR 定价，而存量贷款也按新公布的要求陆续切换为 LPR 定价，因此利率市场化深化改革将有进一步推进。

改革后，未来银行的平均贷款利率走势将与整个信贷市场的利率走势高度相关，但归根结底还是取决于信贷市场的供需，当然也是反

过来更能及时反映供需。首先，18家报价银行是以自己的最优借款客户的利率形成LPR，这本身就是来自于市场竞争的结果。然后，这个LPR又再去影响全部以LPR为锚的贷款合同，使全部贷款利率均随着LPR波动。而在目前经济形势不佳的情况下，整个信贷市场需求疲弱，供给量却保持较大，因此贷款利率在未来大概率下行，LPR下行，然后带动全部贷款利率下行。待8月份全部完成切换后，LPR波动就能够更有效地影响全部贷款利率。

2. 2019年12月货币金融数据分析

2019年12月末，基础货币余额为32.42万亿元，全月增加20167亿元。其中，现金（货币发行）增加3524亿元，银行的存款准备金增加16141亿元，非金融机构存款增加503亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币9591亿元。此外，财政支出投放基础货币9648亿元，央行的“其他资产”减少，相应回笼基础货币605亿元。

12月末的M2余额为198.65万亿元，同比增速为8.74%，较上月有所上升。按不含货基的老口径计，12月份M2增加20009亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放，派生了14508亿元M2；同时财政支出投放M2约9648亿元，而银行购买企业债券则回笼M2约4674亿元；通过银行的SPV投资（投放非银、非标等）投放M2约546亿元；外汇占款则影响不大。

表 1：12 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	3,216	外占	-20
单位活期	10,307	债券	9,648
单位定期	-3,825	贷款	14,508
个人	15,294	财政	-4,674
非银	-4,982	其他（非银、非标等）	546
合计	20,009	合计	20,009

（四）资本市场⁴

1. 股市：经济和流动性稳定，融资活跃度略有下降

（1）经济和流动性：经济弱复苏预期强化，市场流动性大概率保持充裕

2019 年 12 月企业生产活动继续改善，制造业投资增速反弹，地产竣工改善明显，汽车消费增速由负转正，新旧口径社融同比均增长，实体中长期贷款同比多增，M1-M2 继续走扩；结合领先性指标 PMI、PPI 数据以及 2020 年 1 月专项债高发行量等，企业预期改善，库存周期有望迎来回补阶段，经济弱复苏趋势的预期有望强化。为维护春节前市场流动性合理充裕，上周央行货币净投放 9000 亿元，而上上周净回笼 500 亿元。若 1-2 月 PPI 同比回正+CPI 同比回落幅度弱于预期，货币政策边际调整的可能性提高，高估值品种或面临调整压力，

⁴ 撰写人：IMI 研究员芦哲

时点或在 2 月后。

(2) 市场特征：创业 50 继续走高、强势股回调，景气品种筹码相对珍贵

上周，国内主要指数均一度创下阶段性新高，但指数走势有所分化：上证综指、上证 50、沪深 300 等四连阴，周度收益为负；创业板指、中小板指、创业 50 等仍录得正的绝对收益。行业结构看，计算机、电子继续领涨，上上周涨幅居前的休闲服务、传媒、家电等板块上周出现回调；个股看，前期强势个股大幅调整，深交所也表示将对近期涨幅异常的个股进行重点跟踪。强势股回调的信号意义或弱于 19Q1 东方通信的调整，景气品种筹码仍然比较珍贵，建议预留仓位给年报和一季报的盈利驱动行情。

(3) 资金面：融资活跃度略有下降，本周将迎来年内解禁高峰

上周，增量资金仍继续入场：北向资金净买入 195.5 亿元，低于上上周，但活跃度高于上上周；融资余额增加 119 亿元（截至 1.16），弱于上上周，活跃度相比上周边际减弱；公募新成立偏股型基金 309 亿份，高于上上周，但偏股型基金仓位有所下滑。近期新成立公募爆款产品频频出现，中长期居民大类资产配置重构的逻辑较顺。近期将迎来年内解禁高峰，解禁规模接近 3000 亿元（上周 961 亿元），占全年、1 月解禁规模的 8%、49%。解禁高峰或对市场形成一定扰动，但出现大幅冲击的概率较小。

(4) 行业配置：短期景气+低估值策略，中期计算机/电子/电动车更优

去年 12 月以来 A 股市场的突出特征是增量资金入场之下的热点扩散，经济弱复苏与流动性偏宽两条逻辑线并行演绎，但两条线均强势的趋势或难持续，后续大概率将由一方向另一方边际收敛，验证时点或在 2 月后（解禁高点后的股票供给压力、宏观数据“靴子落地”、中美后续谈判门槛上升）。全年来看，指数上行空间或大于下行空间的判断，3000 点大概率扎实。配置上，继续关注建材/汽车/家电/建筑等行业性机会，重点挖掘电新/机械的个股精选（工控、工业机器人等），相机布局 Q1 结构性通胀减压后三个“大年”（电动车上中游、电子、云计算）的机会。

2. 债市：“免疫”与下注，迎接行情试金石

(1) 利率市场

因现金投放高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，银行体系流动性有所收敛，但央行加大流动性投放维稳春节前后流动性环境。本周央行公开市场全口径净投放 9000 亿元。利率债一级方面，本周利率债发行利率较上周涨跌互现，整体认购热情有所提振，本周总共发行 750.00 亿国债，与上周持平。政金债 1122.60 亿元，较上周增加 26.30 亿元；利率债二级方面，交易量有所回落，国债收益率涨跌互现。银行间同业拆借 1 天期品种报 2.5132%，涨 84.65 个基点；7 天期报 2.7713%，跌 14.20 个基点；14 天期报 2.9311%，涨 8.07 个基点；

1 个月期报 2.6326%，跌 44.17 个基点。银行间质押式回购 1 天期品种报 2.4275%，涨 80.25 个基点；7 天期报 2.5998%，涨 9.90 个基点；14 天期报 2.8041%，跌 20.96 个基点；1 个月期报 3.0670，涨 10.15 个基点。

（2）信用市场

信用债一级方面，本周总共发行 338 支信用债，发行支数有所增加；信用债二级方面，本周信用债成交 6,099.81 亿元，较上周的 7,289.49 亿元，减少 16.32%；企业债、公司债收益率多数有所下跌。本周发行企业债券、公司债合计 1152.73 亿元（比上周发行规模增加 283.05 亿元）。其中企业债券 49.00 亿元，公募公司债券 340.30 亿元，私募公司债券 763.43 亿元。本周债券市场有 2 家公司发生违约，为安徽省外经建设(集团)有限公司、西王集团有限公司。

（3）债市展望：“免疫”与下注，迎接行情试金石

基本面预期趋于一致，对市场的影响相对弱化

去年 12 月初以来，经济基本面的悲观预期已经出现修正，到了今年初，市场对未来经济基本面的预期已经较为一致，经济弱复苏态势延续，动力主要包括：全球经济从同步衰退到差异化改善，中美签署第一阶段经贸协议，外部不确定性降低；地方专项债“天量”供给，基建发力在即；库存周期已接近底部，或开启补库存周期。但地产下行风险犹存。而全球资本市场、国内债券市场都已经反映了经济弱复苏的预期，经济基本面对债市的影响已经有所弱化，且一二月份为经济数据的真空期。在这种情况下，政策和投资者行为更加重要，上周

债券市场的突然加速也源于此。

政策和投资者行为更重要

跨年之后，央行降准落地，资金面延续宽松，但地方债和信贷等资金消耗在春节前后才会开始，存在错位。同时“钱多是硬道理”，金融机构资产负债表仍在膨胀，导致配债资金充裕。但是在资产端，金融机构可配置的高收益资产仍在持续减少，尤其是非标规模继续压缩，且优质非标利率也出现了大幅下行。叠加年初各类机构都有“早配置、早收益”的想法，加剧了当前债券配置需求的释放，因此债市各个“洼地”均被扫平。尤其是在短端利率快速下行之后，长端和超长端利率债的配置价值明显提升，激发了配置盘的强烈兴趣。

2019 年初，与当前似曾相识

2019 年初债市的表现与这一轮债市行情的演绎较为类似。2018 年底，银行大量进行定制化公募操作，也曾引发利率债的超强表现，到了 2019 年初，债市投资者仍沉浸在牛市的情绪中，资产荒、流动性宽松驱动债市出现“开门红”行情。随着逆周期调节效果初显，1 月份天量社融和股市行情加速演绎，债市一度出现调整，但调整没有持续很长时间，受益于跨月后资金面转松、股市上攻步伐减慢，利率再次震荡下行。随后一季度宏观经济数据超预期、货币政策进入政策效果观察期，成为 2019 年一季度债市调整的导火索，而 4 月供给压力以及政治局会议召开加大债市调整力度。

二、宏观经济专题⁵：

资管新规、影子银行与经济高质量发展

（一）内容摘要

2018 年中国出台资管新规后，影子银行受抑制，经济虽“脱虚”但未“向实”。本文通过构建一个内生融资约束的异质性企业模型，研究影子银行限制政策对宏观经济的影响。研究表明，影子银行限制政策一方面导致资本总量下降，宽松货币政策对投资刺激效果减弱；另一方面使资本向高效率企业集中，提高了资源配置效率。资管新规虽然提高了经济发展质量，但“一步到位”的监管模式也产生了一定的经济成本。本文的政策含义在于，政府应当“堵疏结合”，在限制影子银行的同时，疏通货币政策影响中小和民营企业的传导机制，为经济高质量发展添砖加瓦。

（二）引言

2008 年全球金融危机之后，中国影子银行规模随着宏观信贷激增而迅速扩大（林琳等，2016）。影子银行在一定程度上缓解了中小和民营企业的融资困境，但也因为监管不足导致监管套利频繁，社会融资成本上升，影响了金融服务实体经济的质效，使经济出现“脱实向虚”的趋势。2017 年 7 月 15 日，习近平主席在全国金融工作会议中表示，“金融要回归本源，服从服务于经济社会发展。金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点”。针对影子银行问题，2018 年 4

⁵撰写人：中央财经大学金融学院彭俞超，中央财经大学亚投行研究中心何山。本文选自原载于《世界经济》2020 年第 1 期的《资管新规、影子银行与经济高质量发展》。

月 27 日，中国人民银行联合中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和国家外汇管理局正式发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称资管新规）。资管新规在认定合格投资者、打破刚性兑付、去除资金池运作、解决多层嵌套、抑制通道业务等方面制定了明确的要求，提高了影子银行活动的参与门槛，降低了影子银行业务的预期收益，大大降低了企业参与影子银行活动的动机和能力。

资管新规实施一年以来，中国经济脱实向虚的现象得到了明显遏制，影子银行活动的规模也显著降低。截至 2019 年 6 月，中国影子银行规模⁶下降到 23.5 万亿元，距离最高点 27.1 万亿元下降了 13%。然而，与此形成对比的是，实体经济生产和投资情况却没有出现明显改善，反而有进一步恶化的趋势。资管新规实施前后，固定资产投资增长率持续下行；产出增长率虽在资管新规公布之时出现跳升，但之后却连续下降，甚至低于资管新规公布前的水平；持续增加的货币供给增速也无法减缓固定资产投资和产出水平的连续下滑。影子银行、投资、产出与货币供给等宏观变量的关系令人疑惑。尽管中国经济在 2018 年还遭遇了中美贸易摩擦、互联网金融监管收紧、结构性去杠杆等其他一系列冲击，但这些冲击往往仅能解释上述宏观现象的某些方面，不能窥探经济全貌。鉴此，本文尝试给出一种逻辑自恰的回答：针对影子银行的限制政策对资源配置和资本积累具有双重效应，两重

6 参照李建军等（2015）的方法，本文使用社会融资规模存量中委托贷款、信托贷款以及未贴现银行票据 3 项之和作为影子银行规模的代理变量。虽然孙国峰和贾君怡（2015）与王永钦等（2015）对影子银行规模提出了更精确的测算方法，但由于其基础数据更新较慢，且变动趋势相差不大，本文仍采用李建军等（2015）的方法测算影子银行规模。

效应的相对强弱和效应发挥的时间差异驱动了上述看似矛盾的宏观经济现象。

从资金入口和出口看，中国影子银行主要成为了国有和大型企业金融化与中小和民营企业借助非正规金融渠道融资的桥梁。一方面，由于中小和民营企业风险较高且抵押品不足，其融资需求很难通过正规的银行信贷渠道得到满足，必须依赖影子银行融资（刘珪等，2014；彭俞超和黄志刚，2018；Allen 等，2019）。另一方面，由于经济增长放缓、企业生产力较低等原因，许多大型非金融企业主营业务利润率下降，有意愿积极参与影子银行活动（韩珣等，2017；Du 等，2017），将资金投资到银行理财、委托贷款、过桥贷款、民间融资等金融活动中。

资管新规对影子银行活动的限制从以下三方面影响实体经济。首先，影子银行是中小和民营企业的重要融资渠道之一（王永钦等，2015；钱雪松等，2018）。资管新规限制了影子银行活动，中小和民营企业融资环境恶化，导致社会总投资水平下降，总产出下降。其次，影子银行是经济脱实向虚的重要渠道（彭俞超和黄志刚，2018；彭俞超等，2018a）。资管新规遏制了经济脱实向虚，提升了社会资源配置效率，促进了经济高质量发展。最后，由于中小和民营企业融资约束较重，在影子银行活动消失后，宽松货币政策最终为中小和民营企业提供的流动性有限，从而对投资和产出的刺激作用也有限。因此，资管新规降低了货币政策有效性。2018 年以来，中国实施了多次降准操作，但货币政策的传导渠道不够畅通，出现了“银行体系流动性

增加，实体经济流动性下降”的结构性问题（刘向明，2019）。

基于以上分析，本文拓展了彭俞超和黄志刚（2018）的模型，通过刻画异质性厂商的融资约束，内生了异质性厂商之间的影子银行活动。通过稳态比较和转移动态分析两种方法，从静态和动态角度细致分析了资管新规出台后，限制影子银行活动对社会资源配置效率和货币政策有效性的影响。研究发现，影子银行主要通过改变资本边际收益的渠道影响低效率企业的生产和投资决策。低效率企业能够通过抵押手中的生产性资本获得银行贷款，并对高收益的影子银行业务进行投资。虽然影子银行能够帮助高效率 and 融资约束更紧的企业获得融资，然而影子银行的存在也就意味着低效率企业持有生产性资本变得更加有利可图，提高了生产性资本的边际收益。因而，影子银行在经济中发挥了两种作用：一方面促进企业持有生产性资本，提高总产出，且增强了宽松货币政策对投资的刺激效果；另一方面使生产性资本更多地聚集到融资约束更松的低效率部门，恶化了社会资源配置效率。当监管部门突然限制影子银行活动时，经济在短期内会因为资源配置效率改善而短暂上升，但在长期内会因为总投资减少而出现下滑。虽然资管新规的出台改善了资源配置效率，促进了经济高质量发展，但“一步到位”的监管方式也会造成一定的经济成本。政府在限制影子银行的同时，应当注重疏通货币政策影响中小和民营企业的传导机制，增加银行等正规金融途径对实体经济的支持，让金融回归本源，提高服务实体经济的能力，为经济高质量发展添砖加瓦。

本文主要有以下几方面的边际贡献：第一，通过理论模型从企业

角度详细刻画了企业参与影子银行的行为，并发现影子银行通过改变资本边际收益影响企业投资决策的主要渠道，丰富了影子银行的相关研究。企业的影子银行活动具有很强的隐蔽性。已有研究虽然尝试从不同角度对影子银行活动做界定（Claessens 和 Ratnovski, 2012；孙国峰和贾君怡, 2015）和详细测算（Shin 和 Zhao, 2013；王永钦等, 2015；中国人民银行调查统计司课题组, 2018），但由于数据限制和测量方法不够直观，他们对影子银行的研究仍然不够深入，研究口径也尚未达成一致。一些研究也尝试从理论角度对影子银行活动进行建模分析（Meeks 等, 2017；Chen 等, 2018；Huang, 2018；汪莉和陈诗一, 2019），但主要从银行表外业务的角度刻画影子银行，这种行为应当被更准确定义为“银行的影子”，而不是影子银行（孙国峰和贾君怡, 2015）。

第二，本文采用理论模型分析了资管新规的宏观经济影响，很好地解释了资管新规出台后的经济现象，弥补了该研究领域的不足。资管新规公布一年来，受限于数据规模，现有关于资管新规的研究主要以评述为主（李迅雷和齐晟, 2018；唐志刚和何勇亭, 2019；李正坤, 2019），较少进行深入的学术研究。已有涉及影子银行监管的研究（Plantin, 2014；Buchak 等, 2018；Ordoñez, 2018），难以对资管新规出台后看似矛盾的经济现象给出合理解释（刘向明, 2019）。本文从影子银行入手研究了资管新规对影子银行的主要影响，有效解释了产出先升后降、影子银行规模与实体投资双降的经济现象。

第三，本文比较了货币政策在有无影子银行的经济系统中的不

同作用，揭示了影子银行影响货币政策的主要渠道。现有研究从刺激实体经济增长（王振和曾辉，2014；马亚明等，2018；战明华和李欢，2018）、影响银行间市场利率（许少强和颜永嘉，2015；吕思聪和赵栋，2019）、影响货币乘数（何平等，2018；纪敏和李宏瑾，2018）、影响银行借贷行为（Sunderam，2014；Funke 等，2015；Chen 等，2018）等多种角度研究了影子银行对货币政策有效性的影响，但其视角各异，结论也并不统一。本文从异质性风险和效率企业内生借贷的角度出发，发现影子银行的存在提高了资本边际收益，能够促进实体投资，并提高了宽松货币政策对投资的刺激作用。

第四，本文研究了影子银行对资源配置效率的影响，深入探讨了资管新规如何促进经济高质量发展。经济高质量发展要求提高全要素生产力，改进增长的质量和效益（徐忠，2018；周晓强，2018）。现有关于影子银行与资源配置效率的研究认为影子银行能够诱导资金流向高效率部门，从而改善资源配置效率（Gennaioli 等，2013；Wang 等，2018）。与这些研究不同的是，本文发现，由于低效率部门参与影子银行活动的资金来源需要生产性资本做抵押，因而当存在影子银行时，低效率部门反而会持有更多的生产性资本，甚至超过了其转移给高效率部门的部分，进而降低了整体资源配置效率。这也肯定了资管新规提高经济发展质量的积极作用。

（三）资管新规的出台背景及其政策内涵

1. 资管新规的出台背景

企业参与影子银行活动是一种自发的市场行为。一方面，中小和民营企业由于项目风险较高且抵押品不足等问题，很难通过正规信贷渠道满足融资需求，只能向高成本和低要求的影子银行寻求融资。另一方面，大型和国有企业缺乏足够的投资项目，从而通过银行理财、委托贷款、过桥贷款等方式参与影子银行活动。影子银行缓解了中小企业的融资约束，但也导致企业荒废主营业务，即脱实向虚。（韩珣等，2017）。

为有效防控金融风险、引导社会资金流向实体经济，2018年4月资管新规发布后，《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》以及《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》等一系列资管新规的配套细则和操作流程文件陆续发布。

2. 资管新规的政策内涵

资管新规发布之前，由于通道业务和刚性兑付的存在，国有企业和大型民营企业有能力和动机将资金投向高收益的影子银行业务。资管新规抑制了不规范的影子银行业务，从认定合格投资者、打破刚性兑付、解决期限错配、去除资金池运作、解决多层嵌套、抑制通道业务等方面进行了规范（见表1）。

首先，资管新规提高了企业参与影子银行活动的门槛。资管新规

将合格投资者认定为最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位，将绝大多数中小企业排除在外，有利于引导资金回归本源，支持实体经济发展。其次，资管新规降低了影子银行资产的预期收益。资管新规禁止滚动发行、集合运作、分离定价的资金池业务，禁止金融机构进行刚性兑付，让企业重新成为风险承担者，降低了企业参与影子银行的动机。最后，资管新规将影子银行投资者纳入监管范围。资管新规实施穿透式监管，向上识别最终投资者，将所有投资者纳入监管，向下识别产品的底层资产，限制了影子银行资产虚高的收益率和较大的风险。

表1 资管新规主要内容

监管要点	监管内容
认定合格投资者	1.具有2年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于300万元，家庭金融资产不低于500万元，或近3年本人年均收入不低于40万元。 2.最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位。 3.金融管理部门视为合格投资者的其他情形。
打破刚性兑付	资产管理业务是金融机构的表外业务，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益。出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付。金融机构不得在表内开展资产管理业务。
解决期限错配	为降低期限错配风险，金融机构应当强化资产管理产品久期管理，封闭式资产管理产品期限不得低于90天。资产管理产品直接或间接投资非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或开放式资产管理产品的最近一次开放日。
去除资金池运作	金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。
解决多层嵌套	实行穿透式监管，对多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募证券投资基金除外）。
抑制通道业务	金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。 资产管理产品可再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

3. 资管新规出台后的经济现象

图 1 展示了中国影子银行活动规模的变化趋势。2017 年 11 月资管新规征求意见稿发布之后，影子银行规模在 2018 年 1 月达到顶峰，随后开始逐月递减。2018 年 4 月资管新规正式落地后，影子银行规模开始加速下降，从最高点 27.1 万亿持续下降到 23.5 万亿，下降幅度达到 13%。

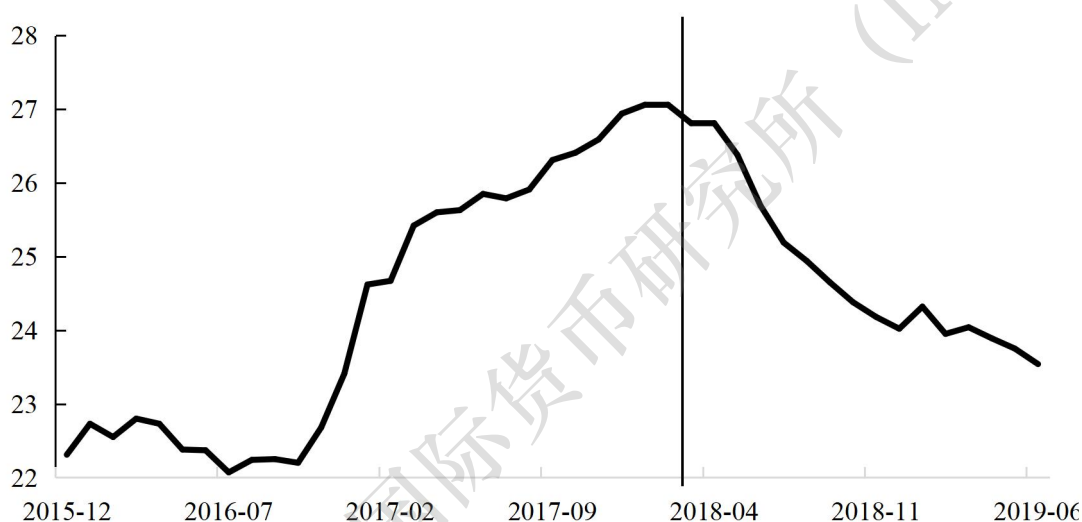


图 1：2015-2019 年中国影子银行规模

说明：影子银行规模计算方法来自李建军（2015），数据来自中经网数据库。

与此形成对比的是，实体经济的投资产出并未持续改善。在图 2 中，我们使用中国固定资产投资完成额的累计同比数据观察投资变动，使用广义货币 M2 的同比数据刻画货币政策取向，使用工业增加值的当月同比数据观察产出情况⁷。首先，图 2 显示在资管新规正式颁布后，固定资产投资反而出现了持续地加速下滑。资管新规的本意是引导资金回归本源，更好地服务实体经济，但实体经济的投资行为反

⁷ 固定资产投资完成额每年 1 月数据缺失，工业增加值每年的 1 月和 2 月存在明显的季节性，本文采用之前两个月和之后两个月月度平均值对缺失值和异常值进行替换。数据进行了必要的季节性调整。

而恶化，违背了政策初衷。其次，资管新规正式颁布后，经济总产出出现了明显改善。但这种改善只维持了一期，总产出随后连续下行，最终小于资管新规颁布前的增速。资管新规本应促进实体经济发展，工业增加值增长率先升后降，似乎也没有达到政策目的。最后，在资管新规正式颁布后，货币政策的有效性出现下降。资管新规颁布前后，货币政策一直保持稳健中性，货币供给增速甚至略有上升。然而，这却无法改变总产出和固定资产投资的下行趋势，对经济的刺激作用非常有限。

综上所述，资管新规政策的实施效果似乎不如预期，且导致了看似矛盾的事实。这一方面可能是由于同时期的其他经济冲击所导致，如中美贸易摩擦、互联网金融监管收紧、结构性去杠杆等。但另一方面，这些现象背后可能反映了影子银行对宏观经济影响的固有规律。

本文后续内容尝试对此展开深入分析。

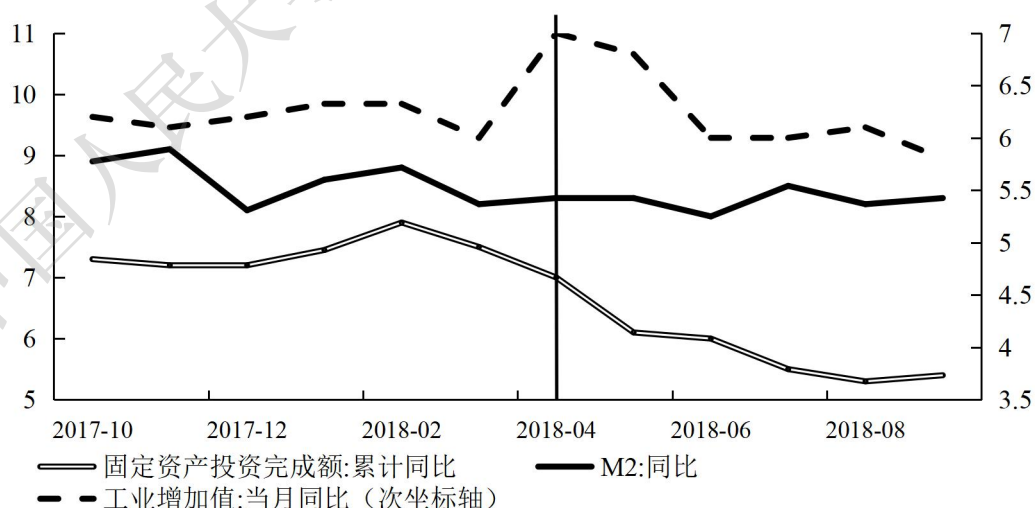


图2：资管新规发布后投资和产出增长率变化（单位：%）

数据来源：万得（Wind）数据库。

（四）模型设定

为研究资管新规发布后，限制影子银行活动对资源配置和货币政策有效性的影响，本文拓展了彭俞超和黄志刚（2018）的模型框架，重点刻画企业和商业银行两个部门⁸。其中，企业部门包含一系列生产技术、破产风险和耐心程度不同的企业，既刻画了处于生命周期不同时期的企业异质性特征，也刻画了企业的效率差异⁹。参考Gertler和Karadi（2011）的设定，我们假设每期会有固定比例的企业破产，同时有等量的新企业从家庭诞生。新生企业从代表性家庭得到初始资本，从资本品市场购入资本进行生产。异质性企业既可通过银行获得贷款融资，也可通过影子银行投资和融资。银行部门在给企业放贷时会对所需抵押品进行决策，进而对不同风险的企业提供不同的贷款条件，这刻画了异质性企业融资能力的差异。本文模型还包含家庭和央行两个部门，但由于其行为并不是研究重点，我们将其行为简化为外生过程。

1. 企业（家）

为刻画企业间的影子银行活动，本文引入一系列有序的异质性企业（家），记为 $i=1,2,\dots,n$ 。随着 i 增加，企业发展逐渐成熟，表现出如下特征：第一，企业主观贴现因子随企业发展单调上升，即对任意 $i \geq j$ ，贴现因子满足 $\beta^i \geq \beta^j$ 。这意味着随着企业发展，企业经营模式

⁸ 彭俞超和黄志刚（2018）的模型没有考虑异质性企业技术水平的差异，无法研究企业的异质性效率，也没有刻画货币政策，无法研究货币政策有效性。本文将对此进行拓展。

⁹ Song等（2011）与Liu等（2019）等研究都在宏观经济模型中引入异质性企业，用以分析资源配置问题，本文设定与其类似。

逐渐成熟，更加耐心，从外部借贷的积极性相对更低。第二，企业破产概率随企业发展单调下降，即对任意 $i \geq j$ ，破产概率满足 $\gamma^i \leq \gamma^j$ 。这意味着随着企业发展成熟，其产品质量逐渐稳定，销售渠道愈发畅通，市场份额达到一定水平，抗风险能力不断增强。第三，企业技术水平会随企业发展单调下降，即对任意 $i \geq j$ ，技术水平满足 $Z^i \leq Z^j$ 。这是因为发展初期的企业往往拥有更先进的技术和更富有活力的管理团队。随着企业逐渐发展成熟，其管理效率会随企业规模增加而不断下降，企业战略重心也逐渐转向开拓市场等方面，创新动机不断减弱¹⁰。

假设异质性企业最大化其消费 (C_t^i) 的终身预期效用，目标函数为：

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} [\beta^i (1 - \gamma^i)]^t \log C_t^i \quad \backslash * \text{MERGEFORMAT (1)}$$

同时，异质性企业面临如下预算约束：

$$C_t^i + B_{t-1}^i R_{t-1}^B + W_t L_t^i + Q_t [K_{t+1}^i - (1 - \delta) K_t^i] + S_t^i \leq R_{t-1}^S S_{t-1}^i + B_t^i + Y_t^i$$

$\backslash * \text{MERGEFORMAT (2)}$

其中，上标 i 代表第 i 类企业，下标 t 代表第 t 期。 E_0 表示理性预期算子。企业资金来源主要有：产出收入 (Y_t^i)、银行贷款 (B_t^i) 和上期影子银行资产的本息和 ($R_{t-1}^S S_{t-1}^i$)。其中，企业根据生产函数 $Y_t^i = Z^i (K_t^i)^\alpha (L_t^i)^{1-\alpha}$ 进行生产， K_t^i 代表企业资本持有， L_t^i 是企业劳动力

¹⁰ 现实中这些企业分别对应传统行业中的成熟企业和新兴产业中的创新企业。例如，传统石油行业中存在大量重资产、低风险但效率不高的企业，而新兴的互联网科技公司高效率但经营风险也较高。

需求， α 是资本产出份额。本文假设成熟企业和新兴企业不会自己进行资本积累，他们会在每期期末将剩余资本 (K_t^i) 以价格 Q_t 卖出，并以价格 Q_t 购买下期生产所需资本 K_{t+1}^i 。 S_t^i 代表企业持有的影子银行资产¹¹，企业可通过影子银行融资或投资，影子银行资产的投资收益率为 R_t^S 。企业资金用途主要有5个方面：企业家消费 (C_t^i)、上期银行贷款本息和 ($B_{t-1}^i R_{t-1}^B$)、工资支出 ($W_t L_t^i$)、投资支出 ($Q_t [K_{t+1}^i - (1-\delta)K_t^i]$) 和影子银行支出 (S_t^i)。其中， R_t^B 代表贷款利率， W_t 代表工资水平， Q_t 代表资产价格， δ 代表企业的资本折旧率。由于影子银行活动是企业部门内部的自发借贷行为，所以在经济达到均衡时有 $\sum_{i=1}^n S_t^i = 0$ 。

企业可通过银行贷款和影子银行融资两种方式获得融资服务。其中，企业从影子银行获得融资时不需要抵押品，而从银行贷款时需要使用实物资本进行抵押。因此，两类企业在获得银行贷款时会面临如下融资约束：

$$R_t^B B_t^i \leq v_t^i Q_t K_{t+1}^i \quad \backslash * \text{MERGEFORMAT (3)}$$

其中， v_t^i 表示企业的抵押率。该融资约束表明，企业拥有更多抵押品或更高抵押率，就可以从银行获得更多贷款。同时，由于影子银行资产的预期收益较高，影子银行投资方会将银行贷款投资于影子银行资产。但企业不能无限制地投资影子银行，为防止出现庞氏骗局，本文假设影子银行投资方会受如下流动性约束：

¹¹ 当企业利用影子银行融资时，有 $S_t^i < 0$ 。

$$S_t^i \leq B_t^i - Q_t [K_{t+1}^i - (1-\delta)K_t^i] \quad \backslash * \text{MERGEFORMAT (4)}$$

该约束表明，当企业从银行获得贷款时，企业必须在满足实体投资需求后才能投资影子银行资产。这也防止了企业出现过度的脱实向虚行为。

本文模型假设经济中存在专门的影子银行机构，允许所有企业参与影子银行活动，匹配不同企业的投资需求和融资需求。由于影子银行不要求抵押品且预期收益较高，因此影子银行的投资企业需要承担较大风险，只有融资企业存活时，投资企业才能收回影子银行的本息。此外，当投资企业破产时，影子银行机构将待收回的本息转移给代表性家庭。本文设置的影子银行活动类似委托贷款，影子银行机构按照投资企业的要求将资金转移给融资企业，只负责影子银行贷款的审查发放和计收利息，不负盈亏责任。资管新规发布后，委托贷款的资金来源受规范，资金用途受限制，规模持续下降。结合图1中影子银行活动“断崖式”的下行趋势，本文采用禁止影子银行活动的方式刻画资管新规的政策效果。

2. 银行（家）

银行（家）分为信贷和坏账处置两个部门。其中，信贷部门负责吸收存款和发放贷款，坏账部门负责卖出坏账对应的抵押品，将收回的坏账本息按时如数转移给信贷部门。信贷部门的目标函数如下：

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \left[(\beta^B)^t \log C_t^B \right] \quad \backslash * \text{MERGEFORMAT (5)}$$

其中， β^B 代表银行主观贴现因子， C_t^B 是银行家消费水平。信贷部门面临如下预算约束：

$$D_t + R_t^B B_{t-1} + \Pi_t = C_t^B + B_t + R_t^d D_{t-1} \quad (6)$$

其中，信贷部门的资金来源主要有三个方面：居民存款（ D_t ）、上期贷款本息和（ $R_t^B B_{t-1}$ ）以及坏账部门利润（ Π_t ）。信贷部门的资金运用主要有三个方面：银行家消费（ C_t^B ）、本期贷款发放（ B_t ）以及居民上期存款本息和（ $R_t^d D_{t-1}$ ）。其中，信贷部门为所有异质性企业发放贷款，出清条件为 $B_t = \sum_{i=1}^n B_t^i$ 。 R_t^d 是银行付给居民存款的利率，根据无套利条件，存款利率和中央银行的政策利率相等，即 $R_t^d = R_t$ 。此外，信贷部门还面临资本充足率要求，即 $D_t \leq m B_t$ ，其中， m 等于1减去资本充足率。这意味着银行不能在资产端进行过度扩张。

银行坏账部门每期负责卖出坏账对应的抵押品，收回坏账的本息，并转移给信贷部门。本文假设坏账处置存在成本，即对同一类资产，当市场大量抛售时，坏账部门不得不折价出售坏账对应的抵押品。为简化模型，我们假设处置成本满足线性形式 $c(G_t) = f G_t$ ，其中， f 是参数， G_t 是待出售的抵押品占总抵押品数量的比重，满足 $G_t \equiv \sum_{i=1}^n (\gamma^i K_{t+1}^i) / \sum_{i=1}^n (K_{t+1}^i)$ 。事实上，在均衡情况下， G_t 也是按资产加权平均的企业破产率。因此，坏账部门在信贷部门确定贷款数量（ B_t^i ）和贷款利率（ R_t^B ）的情况下，对两类企业提供的抵押品数量（ K_{t+1}^i ）

进行优化，决定最优的抵押率。坏账部门每期优化的利润函数为：

$$\Pi_t \equiv \max_{K_{t+1}^i} E_0 \left[(1 - fG_t) \sum_{i=1}^n (\gamma^i Q_t K_{t+1}^i) - \sum_{i=1}^n (\gamma^i R_t^B B_t^i) \right]$$

* MERGEFORMAT (7)

我们优化坏账部门的最优问题，可得到异质性企业的抵押率：

$$v_t^i = 1 - 2fG_t + fG_t^2 / \gamma^i \quad \backslash * \text{MERGEFORMAT (8)}$$

即随着企业破产概率上升，银行为企业提供的抵押率下降，抵押品能获得的贷款总量随之下降。

3.家庭与货币政策

由于本文主要研究银行对异质性企业的差异化融资约束以及企业参与影子银行的行为，家庭和中央银行的行为影响较小，因此本文简化处理家庭和中央银行行为。对家庭部门，本文假设劳动供给总量恒定，即 $\sum_{i=1}^n L_t^i \equiv \bar{L}$ ，企业对劳动力需求的程度反映在工资水平 (w_t) 上。对中央银行，本文假设政策利率外生给定。

4.竞争性均衡与参数校准

通过求解模型的一阶条件，即可得到模型的均衡方程组。为简化模型，本文将模型中多家异质性企业简化为两类异质性企业，即令 $n=2$ ，企业分为高效率的新兴企业和低效率的成熟企业。其中，令成熟企业变量的上标为M，新兴企业变量的上标为N。模型最终包含34个方程，包含34个内生变量。参照文献的标准做法，本文对模型参数进行校准（见表2）。参照胡志鹏（2014）的研究，我们校准资本产

出份额 $\alpha = 0.36$ ，资本折旧率 $\delta = 0.023$ 。高然等（2018）将存贷比（ m ）的稳态值设置为0.7，考虑中国商业银行存贷比自2014年以来持续上升，本文将其向上调整为0.8。抵押品处置系数（ f ）在现有文献中没有提及，本文根据模型稳态和平均抵押率将其校准为15。

针对两类异质性企业，本文参照Gerali等（2010）的研究，校准成熟企业贴现因子 $\beta^M = 0.99$ 。新兴企业贴现因子要低于成熟企业贴现因子，本文将其设置为 $\beta^N = 0.975$ ，同时将银行家贴现因子设置为 $\beta^B = 0.975$ 。一般文献默认厂商技术水平为1，本文参照这种设定，将成熟企业技术水平校准为 $Z^M = 1$ 。新兴企业技术水平要高于成熟企业，本文校准为 $Z^N = 1.5$ 。为满足模型主要经济变量的稳态为正，本文根据稳态将成熟企业破产率设为 $\gamma^M = 0.04$ ，将新兴企业破产率设为 $\gamma^N = 0.05$ ¹²。

表 2 参数取值

参数	描述	取值	依据
α	资本产出份额	0.36	胡志鹏（2014）
δ	资本折旧率	0.023	胡志鹏（2014）
m	存贷比	0.8	高然等（2018）
f	抵押品处置系数	15	根据稳态校准
β^M	成熟企业贴现因子	0.99	Gerali 等（2010）
β^N	新兴企业贴现因子	0.975	Gerali 等（2010）
β^B	银行家贴现因子	0.975	Gerali 等（2010）
Z^M	成熟企业技术水平	1	Gerali 等（2010）
Z^N	新兴企业技术水平	1.5	Gerali 等（2010）
γ^M	成熟企业破产率	0.04	根据稳态校准
γ^N	新兴企业破产率	0.05	根据稳态校准

12 为保证模型稳态值有经济含义（大于0），本文校准了较高的破产率。出于稳健性考虑，本文也降低破产率至1%，虽然会导致模型中部分变量稳态变为负值，但不会改变本文的主要结论。

（五）限制影子银行活动的经济影响

资管新规的主要政策效果是限制了影子银行活动，引导资金支持实体经济。本文从影子银行入手，在同一套参数环境下构建存在影子银行和不存在影子银行的两套经济系统，以研究资管新规出台的经济影响。首先，本文对模型稳态进行静态比较，重点考察有影子银行和无影子银行情况下，政策利率变动对各稳态变量的影响，以研究影子银行影响经济的具体渠道。其次，本文通过转移动态（transition dynamics）的方法进行动态分析，重点分析经济从有影子银行向没有影子银行的动态转换过程，以模拟资管新规出台的影响。最后，本文研究利率长期变动时经济的动态调整过程，以分析影子银行对货币政策有效性的影响。

1. 静态比较

（1）影子银行对资本积累和资源配置效应的影响。表3展示了有无影子银行的经济稳态。据此我们发现两点启示：第一，影子银行的存在能够提高产出和总投资。虽然新兴企业较成熟企业的生产技术更高，由此引致的新兴企业投资和生产需求也更高，但由于银行的差别性信贷政策，新兴企业用同样的抵押品只能得到更少的贷款。如果存在影子银行将成熟企业的资金转移到新兴企业，那么新兴企业的融资需求就能得到满足，从而扩大投资和生产，使经济整体的资本持有和产出水平上升。因此，影子银行能够缓解中小和民营企业融资难问题，进而促进产出。这也与经济直觉较为吻合。

表 3：影子银行的宏观经济影响

变量	产出	资本	产出/资本	成熟企业资本/新兴企业资本
无影子银行模型	1.094	7.349	0.149	1.442
有影子银行模型	1.649	13.626	0.121	9.838

第二，影子银行降低了资源配置效率。如表3所示，与无影子银行的情形相比，当影子银行存在时，产出与资本之比下降，新兴与成熟企业资本之比上升，即资本更多向低效率的成熟企业倾斜。这一点发现与现有研究不同。现有研究认为，在无影子银行时，银行差别性贷款政策偏向效率更低的成熟企业，导致新兴企业的融资需求得不到满足，资源配置效率较低；当存在影子银行时，资源从低效率的成熟企业重新流向高效率的新兴企业，将能够改善资本配置效率，而且只要新兴企业的全要素生产率足够高，影子银行还能够使经济实现帕累托改进（Wang等, 2018）。

为深入研究影子银行降低资源配置效率的机制，探索本文发现与已有文献不同的原因，我们拆分了成熟企业关于资本持有量一阶条件的稳态水平。成熟企业是影子银行的投资方，其对资本的一阶条件也反映了资本在不同用途中的边际收益。化简之后，本文得到了如下表达式：

$$\text{第三, } \frac{1}{\beta^M(1-\gamma^M)} - (1-\delta) - \frac{1}{q} \underbrace{\left[\alpha \frac{Y^M}{K^M} \right]}_{\text{资本边际产出}} = \underbrace{\frac{\frac{v^M}{\beta^M(1-\gamma^M)} \frac{\mu^M}{\lambda^M}}}_{\text{抵押价值带来的边际收益}} +$$

$$\underbrace{\left(1 - \delta - \frac{1}{\beta^M(1 - \gamma^M)}\right) \frac{\phi^M}{\lambda^M}}_{\text{影子银行活动带来的边际收益}} \setminus * \text{MERGEFORMAT (9)}$$

其中， v^M 代表成熟企业抵押率； q 表示实际资产价格； λ^M 、 μ^M 、 ϕ^M 是拉格朗日乘子，分别代表成熟企业的消费边际效用、贷款边际效用以及影子银行的投资边际效用。（9）式左侧前2项代表由企业家耐心程度决定的资本成本，第3项代表由生产技术决定的资本边际产出率。在经典的新古典模型中，（9）式右侧为0。这意味着资本的边际产出等于资本成本。根据资本边际收益递减规律，当资本边际产出率大于资本成本时，企业将增加资本投入，直至资本边际产出率下降至资本成本；反之，当资本边际产出率小于资本成本时，企业将减小资本投入。这时内生得到的 K^M 就是均衡的资本存量。

而在本文模型中，（9）式右边多出了两项边际收益：第一项反映抵押价值带来的边际收益，由于资本能够用于抵押获得贷款，缓解企业融资约束，因而资本具有正的边际收益；第二项代表影子银行活动带来的边际收益，由于资金除了投资生产资本，还能够投资影子银行活动获利，因而影子银行活动对生产性资本有负的边际收益。显然，影子银行活动将使成熟企业持有的生产性资本下降，而抵押价值的边际收益将导致均衡情况下成熟企业持有的生产性资本增加。

表4展示了影子银行存在时，抵押价值和影子银行活动带来的资本边际收益变化。从中可看出，当影子银行存在时，影子银行活动的资本边际收益绝对值上升。这是因为影子银行增加了成熟企业的资金

配置渠道，成为实体投资的重要机会成本。当企业增加影子银行资产投资时，相当于减少了生产性资本投资，这一机制将减少低效率成熟企业持有的生产性资本，是一条改善资源配置效率的机制。

表 4：成熟企业的资本边际收益

变量	抵押价值带来的资本边际收益	影子银行活动带来的资本边际收益	两类非生产性资本边际收益之和
无影子银行模型	0.019	0	0.019
有影子银行模型	0.032	-0.006	0.026

与此同时，我们还发现，当影子银行存在时，抵押价值的资本边际收益上升。这是因为，影子银行作为高收益资产，使成熟企业抵押生产性资本获得贷款更加有利可图。成熟企业为增加对高收益影子银行的投资，会增加生产性资本的持有以获得更多的银行贷款。这一机制将导致成熟企业持有的生产性资本增加，是一条恶化资源配置效率的机制。

这是本文与Wang等（2018）相区别的重要部分，也是本文提出的主要机制。Wang等（2018）仅考虑了前者，因而得到影子银行改善资源配置效率的结论。然而，本文的机制研究指出，影子银行对资源配置的影响应当同时考虑抵押价值和影子银行活动的两种边际收益。由于抵押价值带来的资本边际收益变动大于影子银行活动带来的资本边际收益价值变动绝对值，造成影子银行的存在会增加成熟企业持有的生产性资本，且增加规模超过新兴企业通过影子银行融资增持的生产性资本，导致总体资源配置效率下降。

(2) 影子银行对货币政策传导的影响。图3第1-3幅图分别描绘了产出、总资本、两类企业资本之比与货币政策利率的关系。实线表示有影子银行的经济系统，虚线表示无影子银行的经济系统。根据图3，我们可得到以下两点结论。

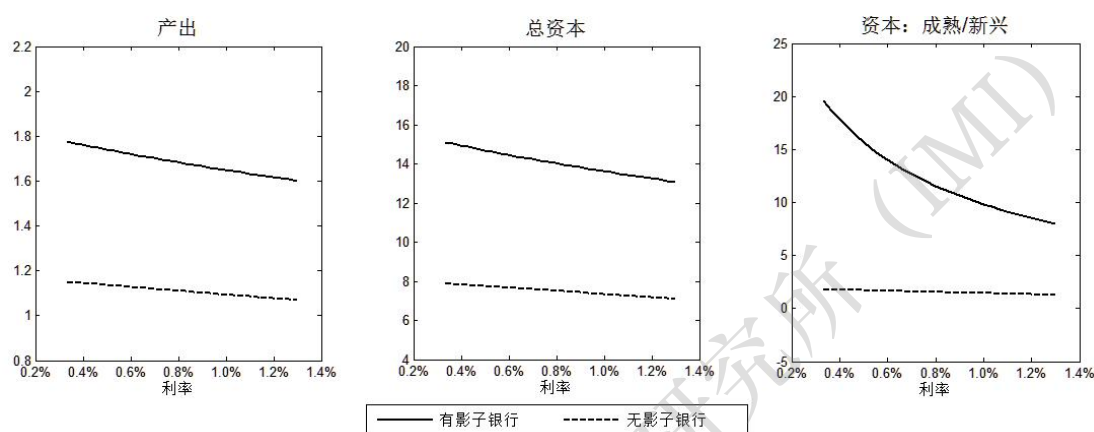


图3：有无影子银行的静态比较

第一，影子银行能够提高货币政策的有效性。如图3第1和2幅图所示，货币政策利率下降会导致产出和总投资上升，这是因为政策利率下降会带动银行贷款利率下降，降低企业贷款成本，促使企业增加贷款以扩大投资，进而提高总产出。这与文献的发现一致，也符合利率下降刺激经济增长的现实经验。图3实线的斜率要明显大于虚线，这说明当影子银行存在时，相同幅度的降息会引起产出和总投资更大幅度的上升。影子银行提高了宽松货币政策对产出和总投资的刺激作用，提高了货币政策的有效性。

第二，宽松货币政策会恶化资源配置效率，而影子银行会加剧这一作用。如图3第3幅图所示，政策利率下降会使成熟企业与新兴企业的资本之比上升，即资源配置更倾向于低效率企业，导致资源配置效

率下降。这是因为两类企业受到了不同程度的银行融资约束。由于成熟企业的破产概率更低，银行向成熟企业贷款时要求的抵押品更少，表现为成熟企业的抵押率更高。当政策利率下降带动贷款利率下降时，成熟企业因为融资约束相对更松，进而能够获得更多的增量融资，导致资源配置向成熟企业倾斜。图3第3幅图中实线斜率明显大于虚线，这说明当影子银行存在时，生产性资本会随利率下降更快地向低效率成熟企业集中，加剧了宽松货币政策对资源配置效率的恶化作用。这是因为成熟企业为投资影子银行资产，会大量增加生产性资本以从银行贷款，且增持速度快于新兴企业。

此外，本文进一步扩展分析了静态比较部分的结果。我们假设整个社会的资本总量外生给定，从而剔除增量资本的影响，从资源配置效率角度研究影子银行的作用。研究发现，当影子银行存在时，资本向低效的成熟企业集中。由于资本总量无法改变，资源配置效率下降会导致产出下降，这在利率下降时同样成立。这也意味着前文产出上升的主要原因是额外增加的资本投入，如果单纯考虑资本的配置效率，那么影子银行恶化了资源配置效率，进而降低了总产出水平。

2. 转移动态分析

(1) 资管新规的出台。在机制分析基础上，本文进一步通过转移动态方法进行动态分析，研究资管新规发布后经济的变化。我们假设前5期经济保持在有影子银行的稳态水平，第6期资管新规颁布，限制影子银行活动，两类厂商调整生产和投资决策，使经济慢慢收敛于

新的稳态水平。我们假设社会资本总量在期初给定，两类厂商在限制影子银行的当期只能改变存量资本的配置，下一期才能调整资本总量。这是为区分影子银行对资本总量和资本配置效率的两种影响。上述动态分析的主要结果见图4，我们可得到3个结论。

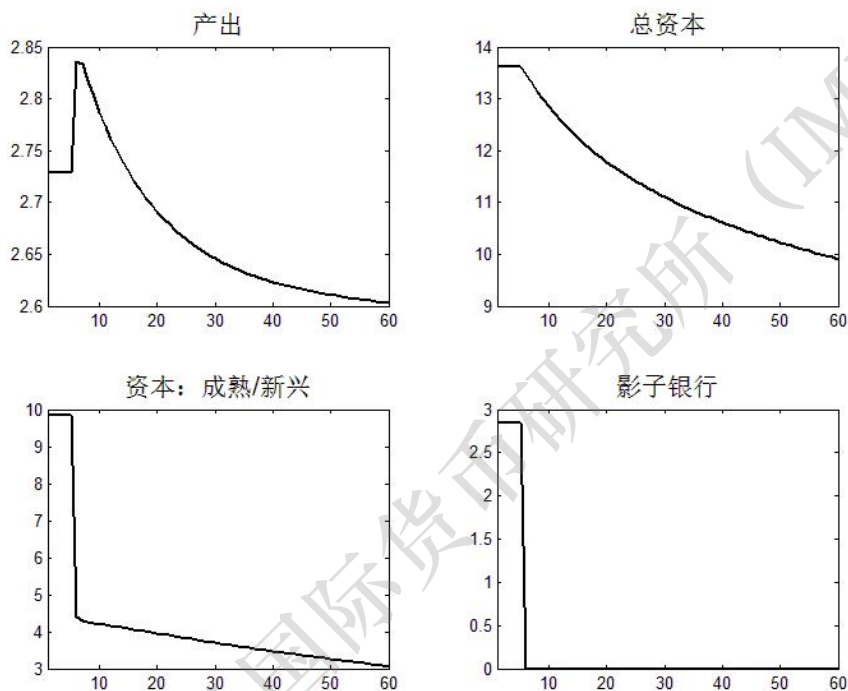


图4：限制影子银行的动态过程

第一，资管新规在长期降低了产出和总投资。如图4第1和2幅图所示，在资管新规发布后，产出在跳升后持续下降，总投资持续下降，与图2一致。这是因为，一方面，资管新规发布后，高效率的新兴企业失去了影子银行这一融资渠道，无法增加投资以扩大生产，生产性资本持有水平显著下降。另一方面，成熟企业失去了影子银行资产这一高收益的配置方式，抵押价值的资本边际收益下降，生产性资本的持有也将下降。因此，资管新规限制了影子银行活动后，总投资会出

现明显下降，产出也随之下降。

第二，资管新规在长期提高了资源配置效率，提高了经济发展质量。如图4第3幅图所示，在资管新规发布后，生产性资本会持续集中到新兴企业，资源配置效率持续改善。这是因为，成熟企业从银行获得贷款需要抵押生产性资本，且只能将贷款的一部分投向影子银行，因而新兴企业通过影子银行渠道增加1单位生产性资本往往意味着成熟企业需要增加多个单位的生产性资本。在资管新规发布后，成熟和新兴企业的生产性资本均会下降，但成熟企业生产性资本持有量的下降幅度高于新兴企业，从而改善了资源配置效率。

第三，在限制影子银行的当期，产出上升主要源于资源配置效率的改善。由于假设生产性资本总量在每期期初给定，资管新规出台的当期只会改变存量资本的配置情况。成熟企业无法将资金配置到影子银行资产，持有生产性资本的动机也会下降，且下降幅度比新兴企业更快，导致资本配置向高效率的新兴企业集中，资源配置效率得以提升。这是资管新规出台后产出跳升的原因，也与Wang等（2018）的结论一致。但这种现象只在短期成立，当资本总量可变时，产出水平将不再由资本配置效率唯一决定，产出也在跳升后持续下降，最终收敛到更低的稳态水平。

（2）资管新规对货币政策有效性的影响。进一步，本文区分了有无影子银行的经济系统，比较货币政策利率长期下降的经济影响，研究影子银行如何影响货币政策有效性。与脉冲分析不同，本文研究

改变稳态水平的政策利率长期下降的动态转移（见图5）¹³。其中，图5第一行实线部分表示无影子银行的情况，第二行虚线代表有影子银行的情况。我们主要发现两点启示。

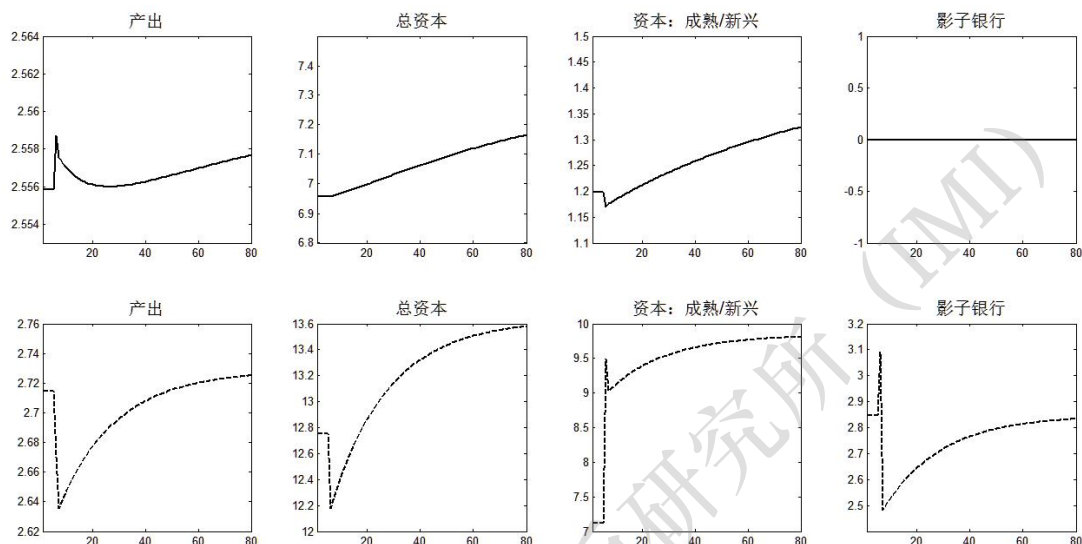


图5：政策利率长期下降的动态转移

第一，影子银行提高了货币政策有效性。图5左边两列图显示政策利率长期下降后，产出和总投资均逐渐收敛到更高水平，这在有无影子银行的两个系统中都很稳健。这是因为政策利率下降会带动贷款利率下降，新兴和成熟企业均会增加银行贷款扩大投资。比较实线和虚线可看出，当影子银行存在时，利率下降会导致产出和总投资更大幅度的变动，提高了货币政策的效果。

第二，宽松货币政策会恶化资源配置效率，影子银行的存在放大了这种影响。从图5的第3列图可看出，政策利率下降导致成熟企业和新兴企业的资本比不断提高，即资本集中到低效率的成熟企业，资源

¹³ 出于稳健性考虑，本文进一步研究了政策利率长期上升的动态转移，所得结论与政策利率长期下降时一致。

配置效率下降。这是因为成熟企业的融资约束相对宽松，可在利率下降时增加更多生产性资本。比较图5第3列的实线和虚线可看出，资本在有影子银行时会更快地集中到成熟企业。这是因为成熟企业为投资影子银行，会大量增持生产性资本以从银行贷款，且增持速度明显快于新兴企业。

（六）进一步讨论

资管新规出台一年以来，学术界和业界对其效果的评价很多，但仍缺乏直接的经验证据和严谨的理论分析。资管新规出台的背景是资管业务的监管规则 and 标准不一致，导致监管套利活动频繁，在正规金融体系之外形成监管不足的影子银行，干扰了宏观调控，提高了社会融资成本，影响了金融服务实体经济的质效。因此，资管新规限制影子银行活动后，金融业管控风险和支持实体经济的能力应当增强（陈卫东和熊启跃，2018）。然而，图2的证据却表明，资管新规正式发布后中国投资增速出现下滑，产出出现先升后降，货币政策有效性下降。刘向明（2019）也指出，2018年以来中国虽然多次降准，但在银行体系流动性增加的同时，实体经济流动性反而下降，货币政策传导仍不够畅通。

事实上，资管新规对实体经济的影响同时存在总量效应和结构效应。从总量效应看，资管新规出台后，成熟企业和新兴企业的资本持有均下降了。这是因为资管新规限制了影子银行活动，新兴企业失去了一个重要的融资途径，导致其资本持有下降，而同时成熟企业也失

去了一个重要的资金配置渠道，不需要持有过量资本从银行获得抵押贷款，资本持有同样下降。这解释了资管新规发布后，投资增速反而加速下降的现象。从结构效应看，资管新规提高了资源配置效率，促进了经济整体全要素生产率的提升。由于资管新规抑制了成熟企业持有资本的边际收益，从而使资本更多从成熟企业向新兴企业转移。

根据以上分析，我们可以得出资管新规的结构效应提高了资源配置效率，能够增强经济发展质量的结论。影子银行具有一个重要特征，它虽然能够在一定程度上缓解中小和民营企业融资难、融资贵的问题，但这种方式非常昂贵且低效。为使资金通过影子银行转移给新兴企业，成熟企业需要大量增持资本向银行贷款，导致其资本持有量超过了最优水平，造成社会资本的低效使用。成熟企业过度参与影子银行活动也会导致脱实向虚，忽视主营业务，恶化财务绩效（李建军和马思超，2017）。同时，影子银行活动拉长了资金流转链条，抬高了实体经济的融资成本（李建强等，2019），积聚了较大的金融风险（Bengtsson, 2013；彭俞超等，2018b；方意等，2019）。

党的十九大指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，这意味着中国经济发展方式和发展理念需要同步改变。经济高质量发展的根本在于提升经济的活力、创新力与竞争力，要求我们以新发展理念为指导，淡化GDP增长目标，提高全要素生产率，改进增长的质量和效益，从主要追求“量”的增长转变为主要追求“质”的提升。从量上看，影子银行发展对经济具有扩张作用（王振和曾辉，2014），提高了货币乘数（纪敏和李宏瑾，2018；郭晔等，2018），

能够提高经济的投资总量。但从质上看，影子银行使资源集中到低效率企业，降低了社会全要素生产率和资源配置效率，也大大增加了经济面临的风险（Li等，2014；Abad等，2017；Meeks等，2017）。对影子银行在量上积极效应和质上消极效应的权衡恰好反映了新旧两种发展理念的差异。在新发展理念指导下，资管新规限制了影子银行这一低效途径，使资源集中到生产效率更高的新兴企业，提高了全要素生产率，有助于实现经济高质量发展。

但资管新规的总量效应抑制了投资和资本积累，降低了经济发展速度。高质量发展既要有质量又要有发展，当前一步到位的资管新规政策虽然提高了发展质量，但却未能维持经济发展速度。影子银行是应对中小和民营企业融资难、融资贵的市场自发行为，资管新规只解决了“堵”的问题，没有解决“疏”的问题。例如，刘向明（2019）发现央行实施降准政策后，国有企业融资成本微降，民营企业融资成本上升，这说明中小和民营企业的融资难题仍然没有解决，金融支持实体经济的能力仍需增强，货币政策传导途径仍需畅通。虽然货币政策传导不畅与影子银行关系密切（裘翔和周强龙，2014；温信祥和苏乃芳，2018；卢盛荣等，2019），但中小和民营企业融资难题的根源在于中国长期存在的金融抑制和银行差异化的信贷约束（符林，2018）。中小和民营企业受到严重的信贷约束，融资需求无法通过正规途径得到满足，只能转向影子银行系统（王永钦等，2015）。因此，在资管新规的基础上，还需要深化中小和民营企业的金融服务，提高银行放贷意愿，同时大力发展多层次金融市场，拓宽中小和民营企业

的融资选择。这样才能提高金融服务实体经济的能力，将社会资源更多集中到生产效率和创新能力更高的企业，提高资源配置效率，促进经济高质量发展。

（七）主要结论与政策建议

由于缺少抵押品和经营风险较高，中小和民营企业受到更严重的信贷约束，融资需求很难通过正规金融途径得到满足。一些大型非金融企业将从银行获得的超额贷款通过影子银行转移给中小和民营企业，实质上充当了信用中介。影子银行为企业提供了额外的融资途径，但如果影子银行的投资方过于依赖影子银行业务，则会忽略主营业务，造成经济脱实向虚的现象。为抑制经济脱实向虚，2018年4月颁布的资管新规在认定合格投资者、打破刚性兑付、去除资金池运作、解决多层嵌套、抑制通道业务等方面进行了规范，提高了影子银行活动的参与门槛，降低了影子银行资产的预期收益，大大降低了企业参与影子银行活动的能力和动机。资管新规限制了影子银行活动，遏制了经济脱实向虚的倾向。但资管新规发布后，中国固定资产投资却出现加速下滑和产出先升后降的趋势，货币政策有效性下降。也就是说，虽然资管新规限制了影子银行活动，实体经济反而恶化，货币政策有效性反而下降。

为解释这种现象，本文拓展了彭俞超和黄志刚（2018）分析影子银行的框架，内生了企业的资本投资行为，通过稳态分析和转移动态方法详细研究了影子银行活动对资源配置效率和货币政策有效性的影响。研究发现，限制影子银行降低了资本边际收益，这一方面抑制

了投资总量，降低了总产出，也减弱了宽松货币政策对投资的刺激作用；另一方面使社会资本集中于高效厂商，提高了资源配置效率。动态分析发现，资管新规发布后，限制影子银行在短期改善了社会的资源配置效率，使产出短暂上升，但在长期内降低了社会的资本持有总量，将抑制经济增长。这与资管新规发布后投资下降，产出先升后降的趋势一致。

本文的政策建议在于，虽然资管新规限制了影子银行活动，提高了经济发展质量，但一步到位的监管方法也造成了一定的经济成本。影子银行产生的主要原因是银行的差异性信贷政策，是融资约束环境下自发的市场行为，能够拓宽中小和民营企业的融资渠道。因此，大力发展多层次金融市场，降低银行差异化信贷政策，拓宽中小和民营企业的融资渠道才是真正的治本之策。政策制定者应当“疏堵结合”，在限制影子银行的同时，疏通货币政策向中小和民营企业的传导机制，真正解决中小和民营企业的融资困境，为经济高质量发展添砖加瓦。

二、主要经济数据¹⁴

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	19-May	19-Jun	19-Jul	19-Aug	19-Sep	19-Oct	19-Nov	19-Dec
CPI	同比	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5
PPI	同比	0.6	0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5
制造业 PMI	同比	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2
工业增加值	累计增长	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9
规模以上工业企业利润总额	累计同比	-2.3	-2.4	2.6	-2.0	-5.3	-2.9	-2.1	暂未公布
固定资产投资完成额	累计同比	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4
社会消费品零售总额	同比	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0
进出口总值	当期值同比	6.0	7.9	2.3	2.1	-0.7	-2.6	3.7	12.7
M2	同比	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7
社会融资规模	存量(百亿元)	21106	21326	21413	21601	21904	21960	22128	25131
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	11837	16636	10558	12089	16909	6613	13880	11382

¹⁴撰写人：IMI 助理研究员孟源祯

免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作, 仅供派发予特定收件人, 不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料, 但 IMI 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用, 而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文件所造成的一切后果, IMI 及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所 (IMI) 推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同, 本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中, 宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色, 主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析, 提高了本报告的学术内涵。本报告由 IMI 研究员倾力打造, 由各位资深学术委员倾情指导, 是 IMI 的主要学术产品之一。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1911	IMI 宏观经济月度分析报告（第 31 期）	IMI
IMI Report No.1910	IMI 宏观经济月度分析报告（第 30 期）	IMI
IMI Report No.1909	IMI 宏观经济月度分析报告（第 28 期）	IMI
IMI Report No.1908	财政货币分析平衡精要（下）	王剑
IMI Report No.1907	财政货币分析平衡精要（上）	王剑
IMI Report No.1906	IMI 宏观经济月度分析报告（第 24 期）	IMI
IMI Report No.1905	IMI 宏观经济月度分析报告（第 23 期）	IMI
IMI Report No.1904	IMI 宏观经济月度分析报告（第 22 期）	IMI
IMI Report No.1903	IMI 宏观经济月度分析报告（第 21 期）	IMI
IMI Report No.1902	IMI 宏观经济月度分析报告（第 20 期）	王剑
IMI Report No.1820	信用融冰：2019 年银行业资产负债配置展望	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1819	2018 年第四季度宏观经济运行预测	IMI
IMI Report No.1818	IMI 宏观经济月度分析报告（第 19 期）	孙超、徐翔
IMI Report No.1817	政策“暖风”不断——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1816	“滞胀”或仅表象——中国大类资产观察	IMI
IMI Report No.1815	IMI 宏观经济月度分析报告（第 18 期）	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1814	2018 年第三季度宏观经济运行预测	IMI
IMI Report No.1813	IMI 宏观经济月度分析报告（第 16 期）	IMI
IMI Report No.1812	人民币国际化战略与未来展望	王彬
IMI Report No.1811	经济增长持续放缓，宏观政策有所调整	IMI
IMI Report No.1810	IMI 宏观经济月度分析报告（第 15 期）	IMI
IMI Report No.1809	2018 人民币国际化报告（中文发布稿）	IMI
IMI Report No.1808	IMI 宏观经济月度分析报告（第 14 期）	IMI
IMI Report No.1807	IMI 宏观经济月度分析报告（第 13 期）	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	2018 年第二季度宏观经济运行预测	IMI
IMI Report No.1805	IMI 宏观经济月度分析报告（第 12 期）	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	2018 年第一季度宏观经济运行预测	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告（第 11 期）	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告（第 10 期）	IMI



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn