CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第70期）

当前货币政策的空间有多大？

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2023年7月

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会　第70期

货币政策还有空间吗？

报告人：于泽

2023年7月8日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

主要问题

- 货币政策需要做什么？
- 货币政策能够做什么？
- 货币政策有足够空间吗？

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

主要观点

- 当前中国突出矛盾是经济总需求不足，其背后的影响因素决定了中国经济复苏的阶段，也就决定了货币政策要做什么。
  - 总需求不足背后存在秩序扰动、资产负债表受损和结构性因素三方面成因
  - 考虑潜在经济增速、库存周期等因素之外，中国经济复苏需要重点修复三大问题，从而需要经历三个阶段。目前经济处在秩序修复阶段。由于内生发力点不足，当前货币空转的部分原因也在于此。
  - 未来，货币政策发展力要集中在修复全社会资产负债表，并助力解决房地产等结构性问题。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

主要观点

- 货币政策能够做什么
  - 经济循环速度放缓下紧紧抓住降成本，进一步全面降息，尤其是存量房贷利率，降低企业融资成本，修复居民资产负债表，建议稳步降低7天逆回购利率10-20个BP。
  - 降低准备金率0.5个百分点，提供低成本长期资金。
  - 进一步建立货币供给的“经济增长锚”。在出口和土地金融两个经济增长锚逐渐失灵后，逐渐建立知识产权等无形资产和消费之上的货币供给锚。
    - 以数字货币形式发放消费券。
  - 结构性货币政策在当前阶段不宜作为政策重点。
  - 进一步疏通货币政策，尤其是利率体系的传导效率，降低政策扭曲。
  - 建设更加透明的货币政策沟通机制

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

主要观点

- 政策举措有足够空间吗
  - 全年价格运行向上动力有限，我国实际利率水平较高，存在进一步降息的空间
  - 自然利率水平受到需求影响，我国目前投资为主要需求动力情况下，自然利率水平会更低，可以进一步降息
  - 汇率虽然受到中美利差影响，但在短期内并不是目前汇率主要影响因素，更需要推动经济复苏，提振信心
- 加大政策协调，扩大政策空间
  - 做强资本市场
  - 货币是市场交易的反映，更要强化市场改革

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

目录

热点背景：经济新形势与货币政策方向

货币政策措施：加大总量还是强化结构性货币政策

未来货币政策空间：约束与勇气

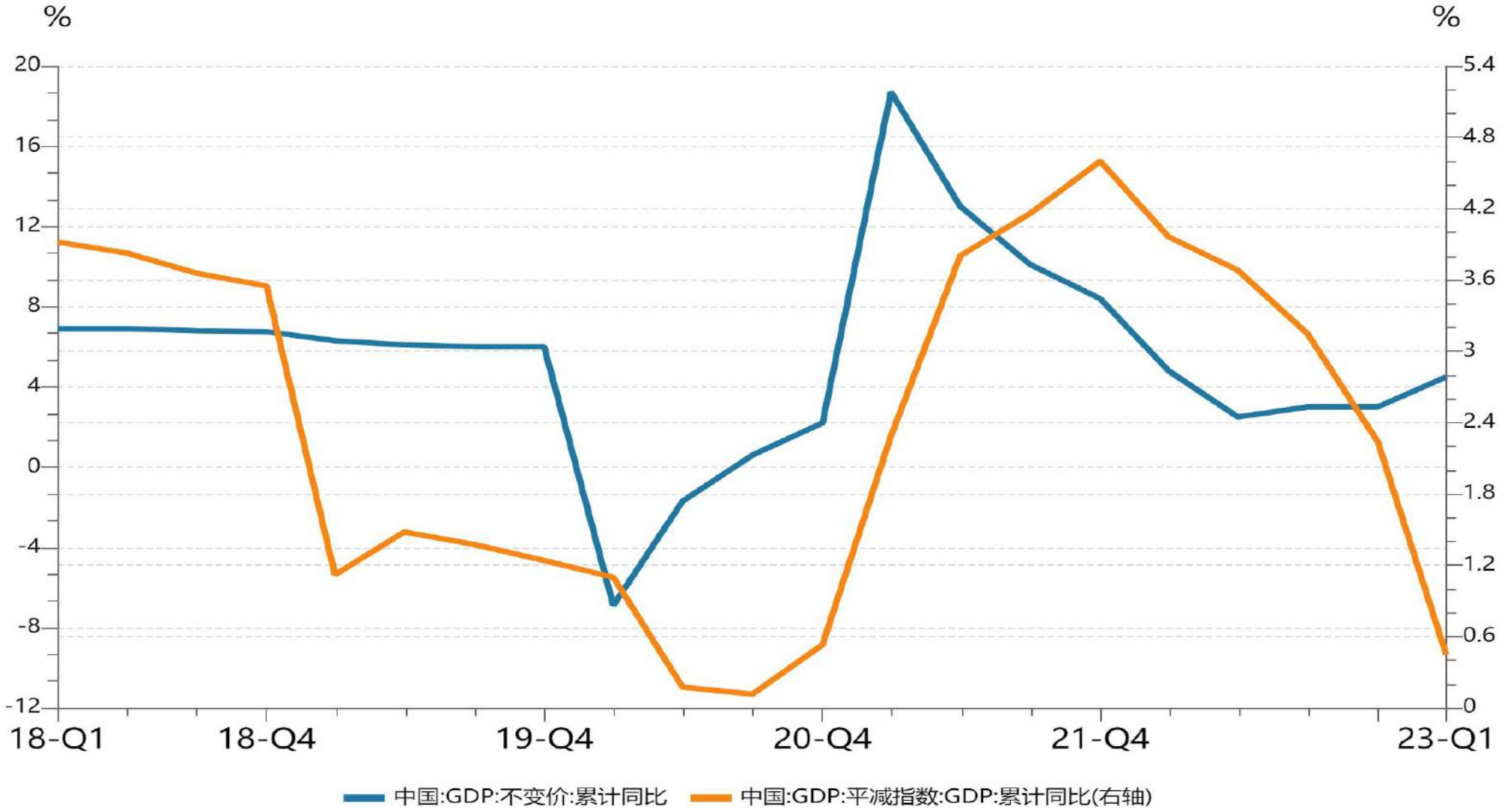
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

经济新形势与货币政策方向

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

问题背景：总需求不足

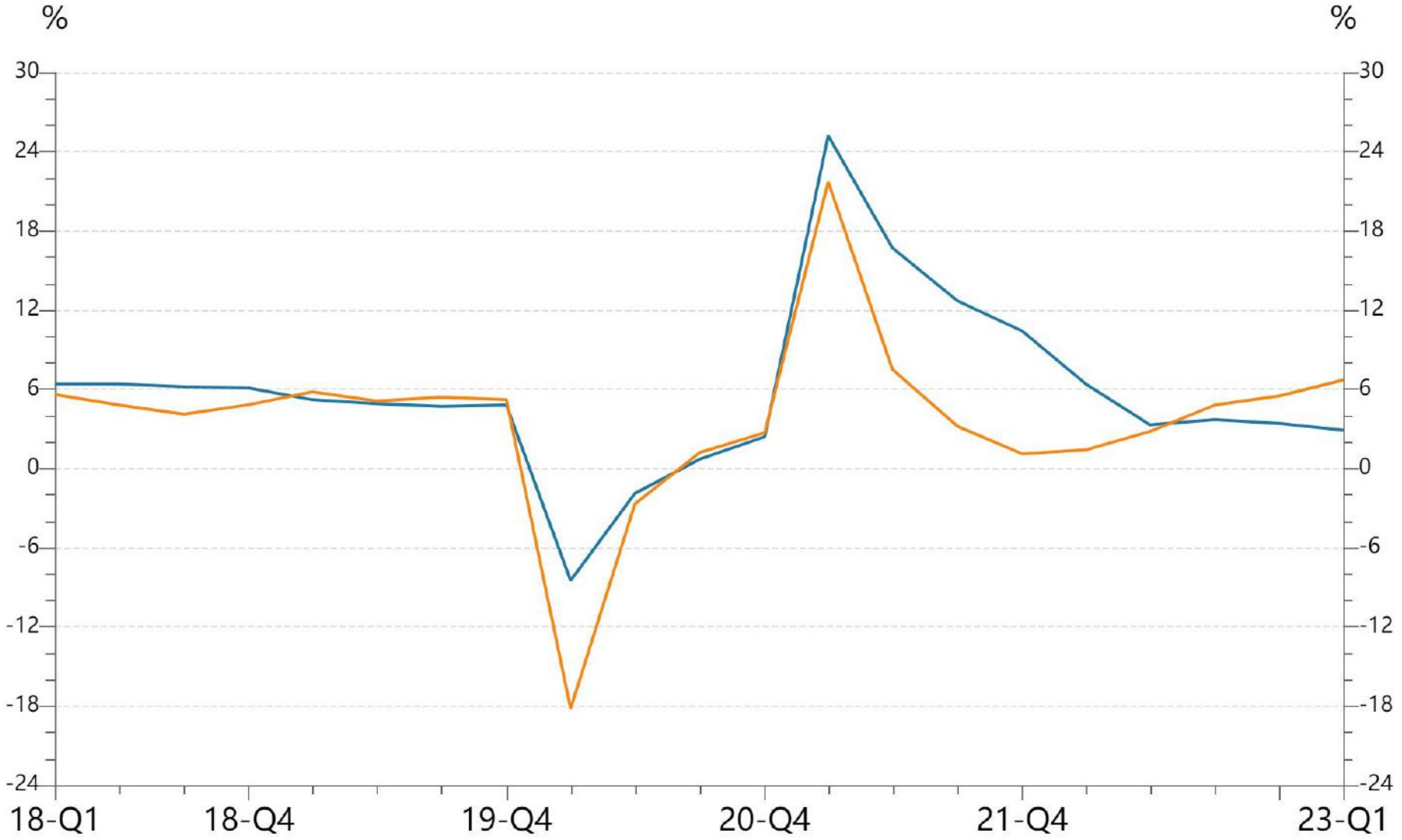
- 实际GDP增速与价格增速不断背离。2022年GDP同比增长3%，平减指数累计同比下滑到2.24%，2023年一季度累计同比更是下降到了0.45%，反映总需求偏弱带来价格紧缩效应。



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

问题背景：总需求不足

- 2022年至今，建筑业取代工业成为了稳增长支柱之一。基建推动作用明显。



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

价:建筑业:累计同比

问题背景：总需求不足

- 2023年上半年数据更加凸显内需不振

		同比增速	两年平均增速	四年平均增速
供给面				
	工业增加值	3.6	3.4	5.2
	服务业生产指数	9.1	4.1	5.4
内需面				
	社会消费品零售总额	9.3	3.8	4.0
	固定资产投资完成额	4.0	5.1	4.5
外需面				
	净出口（人民币计价）	38.0	40.9	
	出口总额	8.1	9.5	
	进口总额	0.5	2.7	
	净出口（美元计价）	27.8	37.1	
	出口总额	0.3	6.5	
				−0.1

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

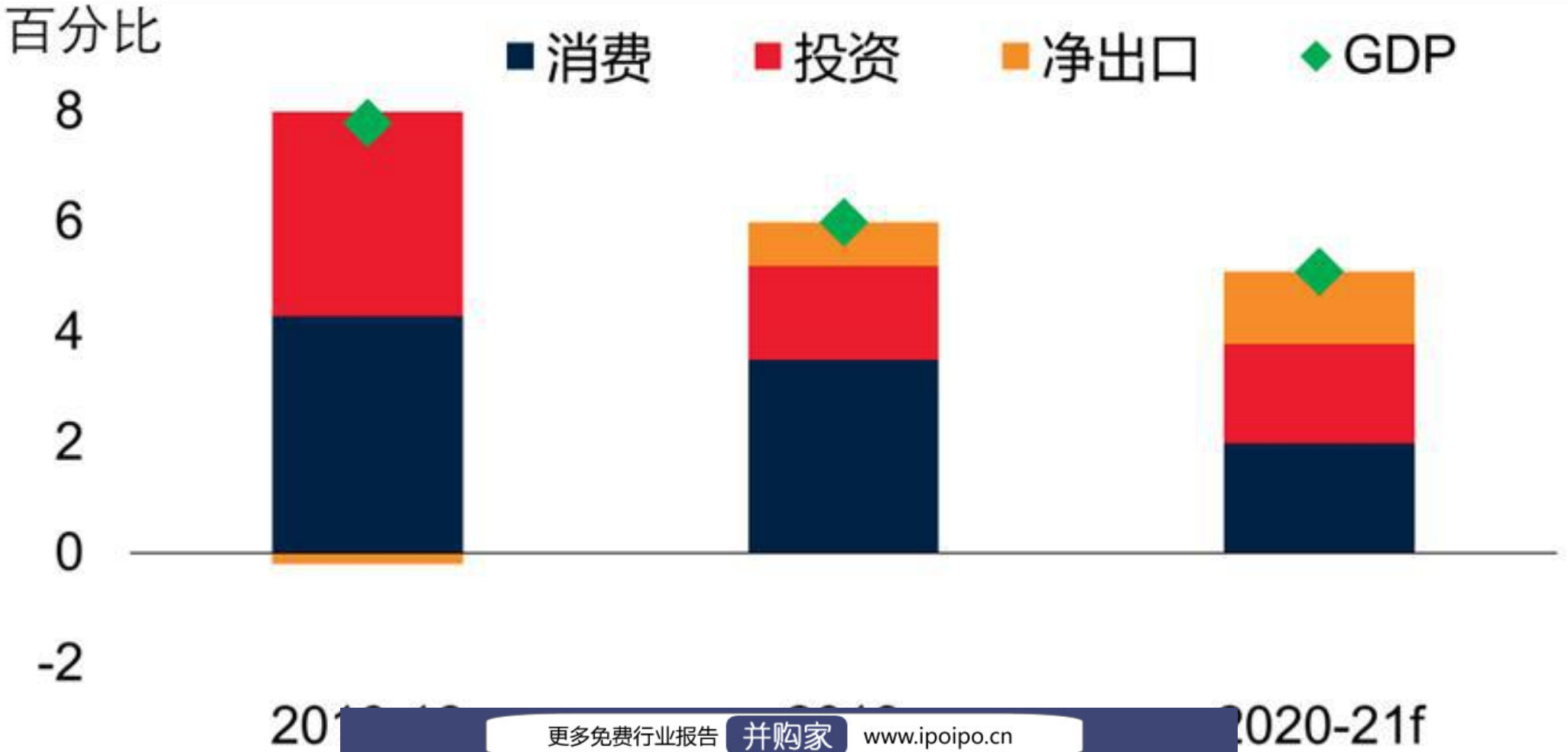
问题背景：总需求不足

- 当前中国经济突出矛盾是总需求不足，并带来各市场主体信心不足。这既是疫情干扰正常生产生活秩序等超预期冲击的直接后果，更是疫情损害了居民、企业和政府的资产负债表，市场内生的扩张能力和意愿不足。
- 总需求不足背后更是结构性问题的体现。
  - 房地产深度调整在周期性因素以外，反映了城镇化模式转型后，房地产行业供需模式转型受到的挑战。
  - 在全球产业链重构和发达国家经济循环模式转型中，对美欧出口下行。
  - 消费疲弱是目前中国经济的核心底色。消费问题从2019年以来就产生了，在疫情期间进一步放大，主要是结构性动力缺失。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

总需求：周期性转折

•此轮疫情后的经济核心词是回归与放大。在2020年5月份宏观应急政策逐渐走向常态化之后，经济更多开始回归2019年发展趋势。疫情将总需求原本“温水煮青蛙”缓慢下行的情况，变为了“大火爆炒”快速放缓的态势。



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

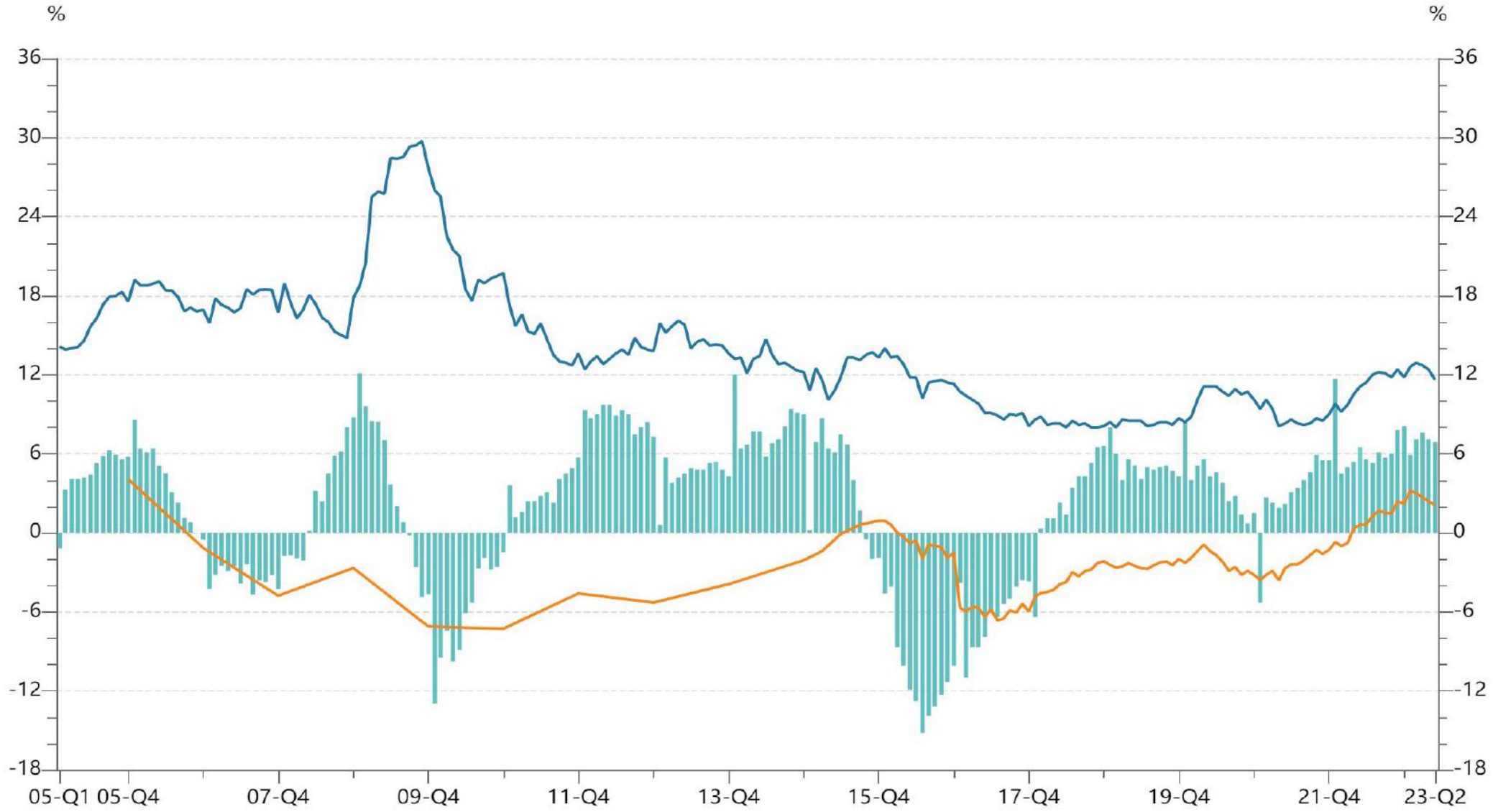
经济复苏状态

- 一季度国内生产总值按不变价格计算，同比增长4.5%，环比增长2.2%。
  - 分产业看，第一产业增加值同比增长3.7%；第二产业增加值增长3.3%；第三产业增加值增长5.4%。
  - 接近5%的潜在增速
- 如何判断经济恢复状态：周期法（库存周期等）、潜在增速法、经济复苏阶段法
  - 恢复性复苏期
    - 生产生活秩序恢复√
      - 服务业产出增速快于工业、餐饮快于商品消费、食品烟酒消费相对较好、集团消费快于居民消费、房地产链条后端好于前端、个人所得税和消费税收入下降、工业利润下降、价格增速下降
      - 环比增速下降
    - 资产负债表修复
      - 工资收入慢于GDP增速，利润增速还未恢复等
  - 内生性扩张期

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

问题背景：货币和社融增速缺口

- 2022年以来广义货币（M2）增速一直保持在10%以上。但是持续高于M1增速，在2022年一季度后，持续高于社会融资规模增速。

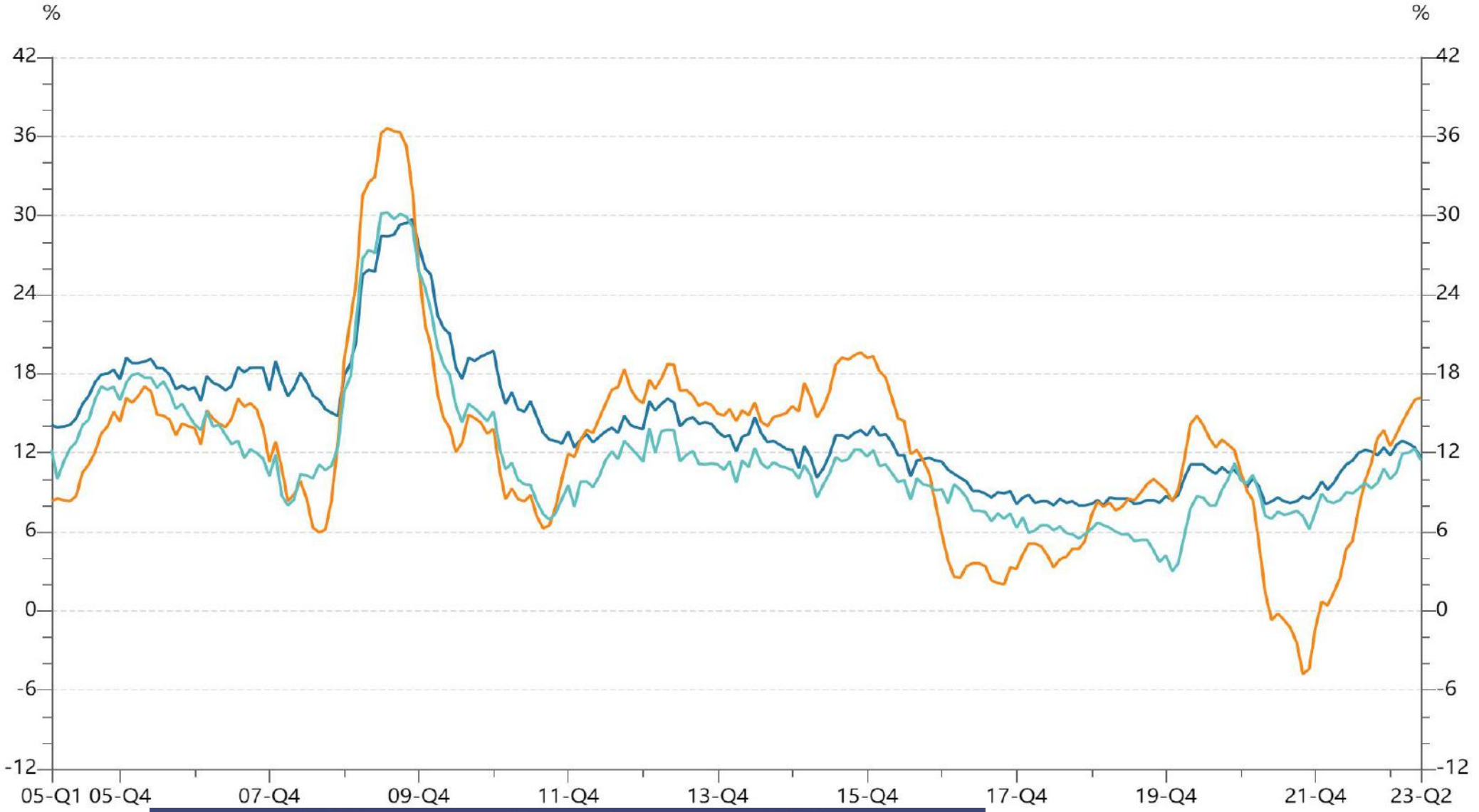


更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

国:M2:同比-中国:M1:同比

问题背景：货币和价格增速缺口

- 疫情以来，广义货币（M2）增速一直保持较高增速，但是价格水平总体呈现疲弱的态势。1-5月份，消费者价格指数增速累计同比增长0.8%，核心CPI累计同比0.7%。在耐用消费品价格走弱带动下，5月份生活资料PPI同比进入负增长。



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

货币政策方向

- 人民银行以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标。在当前的阶段，更要关注经济增长问题，而不是简单与名义GDP增长相匹配。
- 当前着重需要将经济复苏从秩序修复推向资产负债表修复阶段，为此，一方面，货币政策要在总量上支撑总需求，为修复创造良好的环境；另一方面，货币政策更要直接助力资产负债表修复。
- 货币政策也需要对房地产等经济中结构性问题做出反应，帮助修复，但是并不意味着要加大结构性货币政策。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

货币政策方向

- 我国的结构性货币政策主要包括再贷款、再贴现、抵押补充贷款等工具。
  - 发放支农支小再贷款引导农村金融机构扩大涉农信贷投放，以降低“三农”融资成本
  - 陆续开始碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用、普惠养老、交通物流等再贷款政策
  - 设立房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划
  - 2008年起再贴现重点用于支持涉农信贷、小微信贷和民营企业融资

	工具		创设时间	期限	发放对象
1	再贷款：				
	1.1	支农再贷款	1999	长期性工具	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行
	1.2	支小再贷款	2014	长期性工具	城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和民营银行
	1.3	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	2021.11	2021-2022.12	开发银行、进出口银行、5家国有银行
	1.4	科技创新再贷款	2022.4	阶段性工具	21家全国性金融机构：5家国有银行，3家政策性银行，12家股份制银行，邮储银行
	1.5	普惠小微贷款支持工具	2022.4	2022.01-2023.06	开发银行、进出口银行、5家国有银行
	1.6	交通物流专项再贷款	2022.5	2022	5家国有银行，农发行，邮储银行
	1.7	设备更新改造专项再贷款	2022.9	2022.9-2022.12	21家全国性金融机构
	1.8	民营企业债券融资支持工具	2022.11	2022.11-2025.10	专业机构
	1.9	保交楼贷款支持计划	2022.12	2022.11-2023.3	5家国有银行，邮储银行可扩展至18家全国性金融机构
2	再贴现：		2008	长期性工具	全国性商业银行、地方法人银行和外资银行
3	抵押补充贷款		2014	阶段性工具	开发银行、农发行和进出口银行
4	定向降准		2014		符合定向降准审核标准的银行业金融机构
5	支持工具				
	5.1	普惠小微贷款支持工具	2021.12	2022.12-2023.06	地方法人金融机构
	5.2	碳减排支持工具	2021.11	2021.11-2022.12	21家全国性金融机构
	5.3	普惠小微贷款减息支持工具	2022.9	2022.9-2022.12	16家全国性金融机构和地方法人金融机构
	5.4	收费公路贷款支持工具	2022.9	2022.9-2022.12	21家全国性金融机构

资料来源：黄益平等（2023）

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

货币政策方向

- 我国的结构性货币政策更类似一种产业政策，与欧美国家稳定特定融资渠道和特定金融市场的模式并不完全相同。
  - 相同点：降低商业银行成本扩大贷款，与商业银行的收益和风险分担机制
  - 不同点：欧美融资换贷款不限定行业，面向特定领域修复流动性
- 再贴现、再贷款等结构性工具总量有限，对于现有修复整体经济的资产负债表收益有限。进一步加大规模将会产生较大结构性扭曲。
- 加强针对整体经济的普惠性，改善以无形资产等为基础的融资便利性。

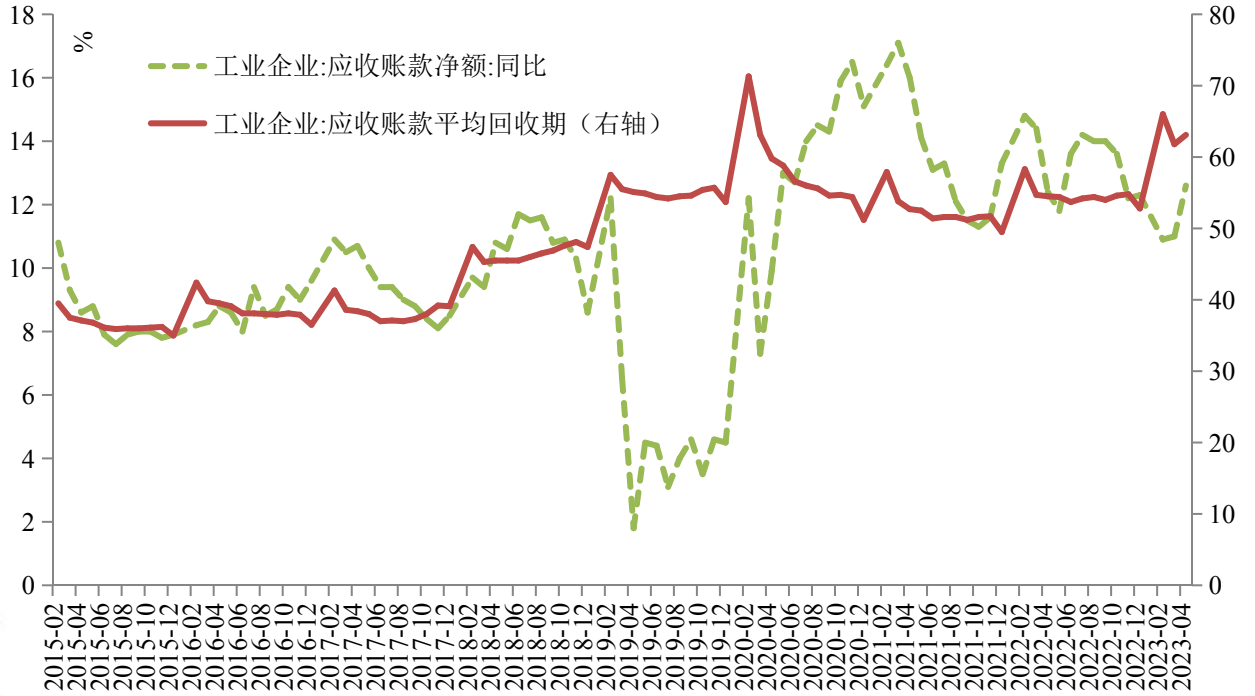
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

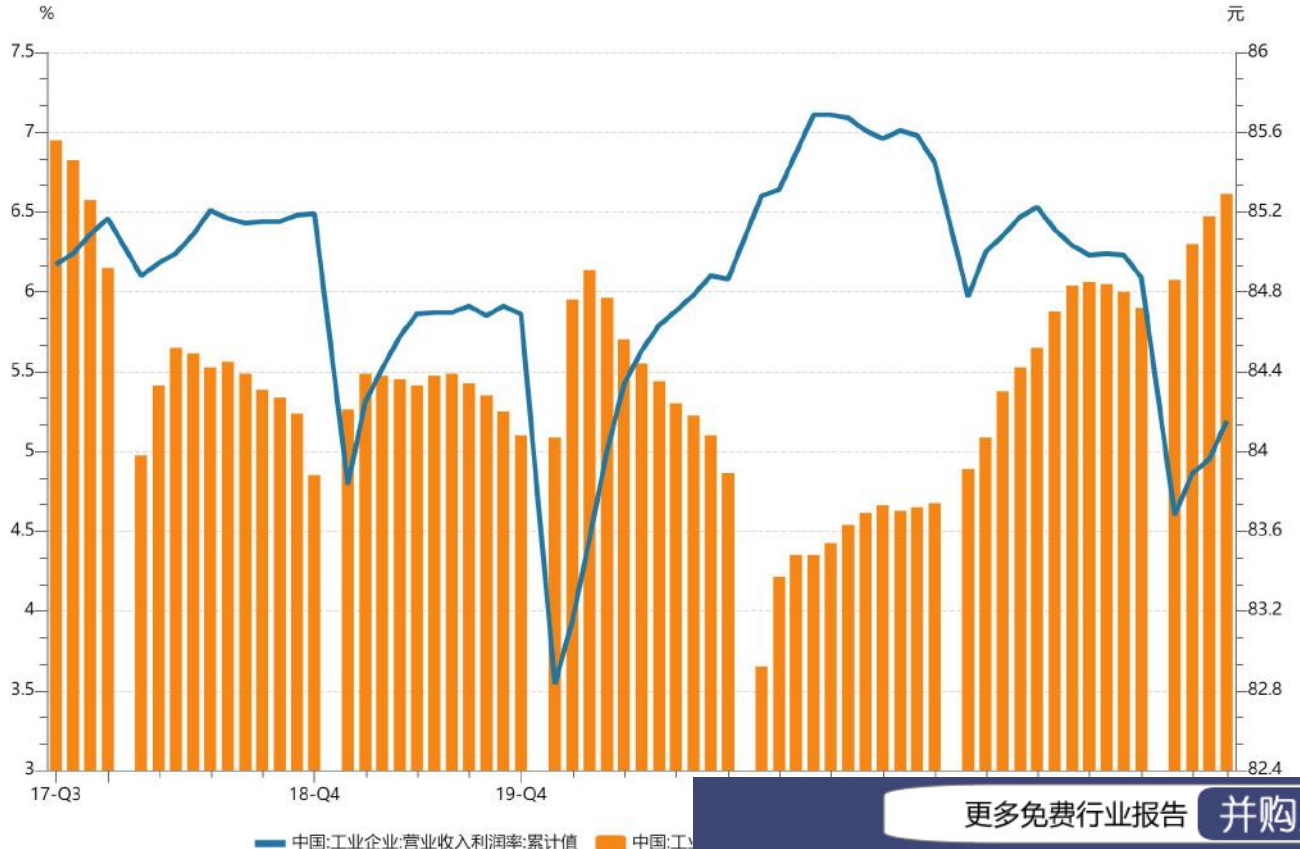
货币政策可选措施

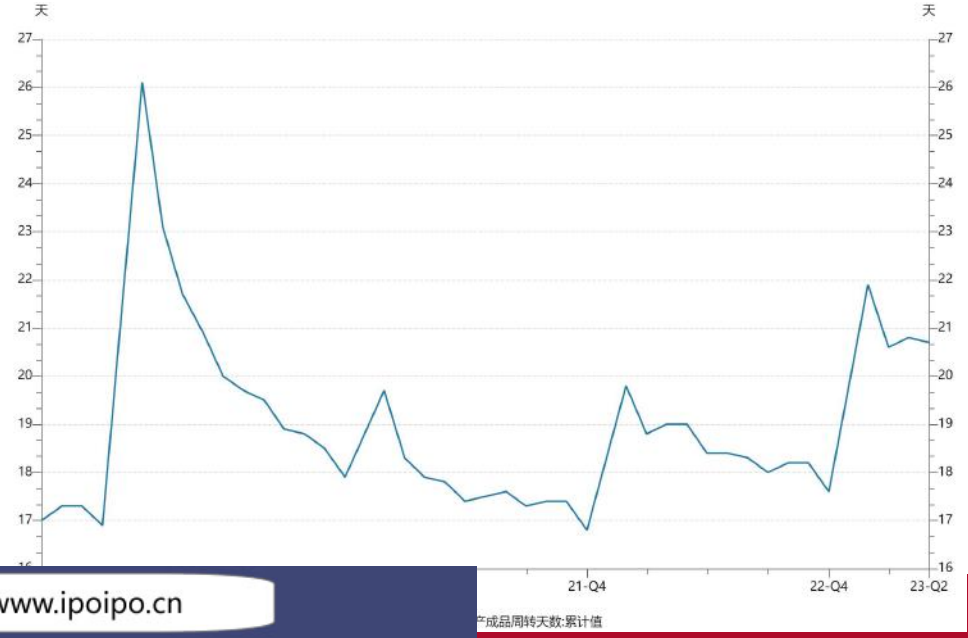
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

降息

- 在经济循环速度放缓等影响下，修复居民、企业和地方政府资产负债表需要进一步降低负债端利率。
- 降低政策利率，全面降低企业和政府融资成本。
- 同时更加快速下调商业银行存款利率，保持商业银行一定的利差空间，防止过度积累风险。





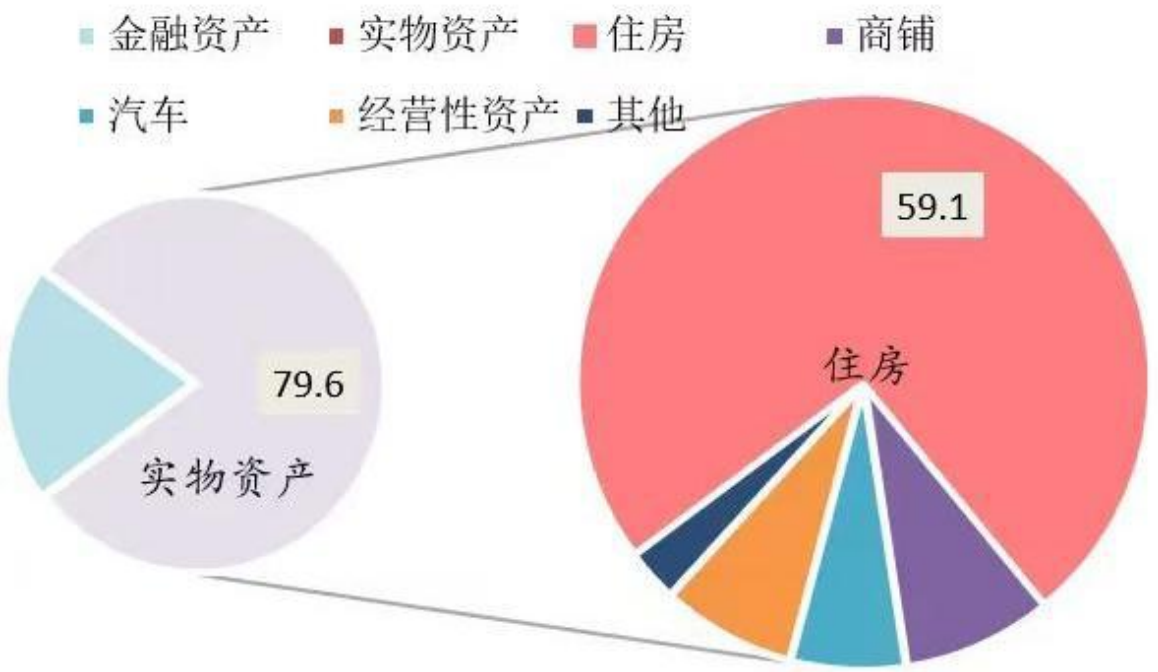


更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

降息

- 降低存量房贷利率，降低居民还款负担。
- 一季度末，个人住房贷款余额38.9万亿元，时间窗口宜早不宜迟。

资料来源：人民银行，中信建投

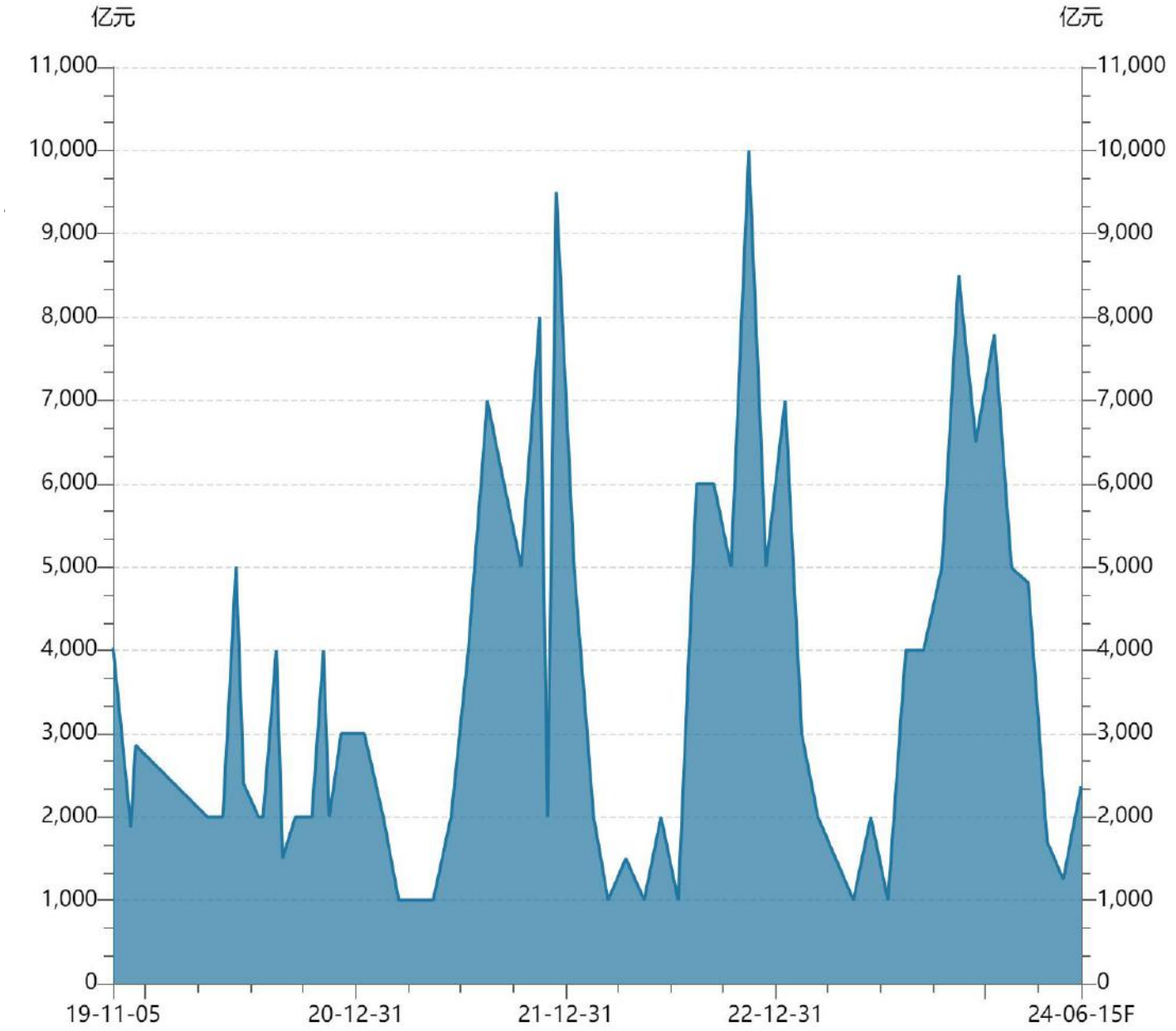


资料来源：人民银行，中信建投

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

降低准备金

- 总体看，我国准备金率还相对较高。
- 准备金相当于对商业银行的税收，降低准备金可相应降低金融融资成本释放更多低成本资金。
- 为了支持准备金，存在通过公开市场投放，用短期资金为商业银行机构融资的问题，加大了资金成本和融资不确定性
- 现代支付体系发展导致对准备金需求降低。
- 为了应对下半年MLF到期高峰，建议进一步全面降低准备金率0.5个百分点，在置换MLF的基础上进一步释放流动性。



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

便利(MLF):到期量

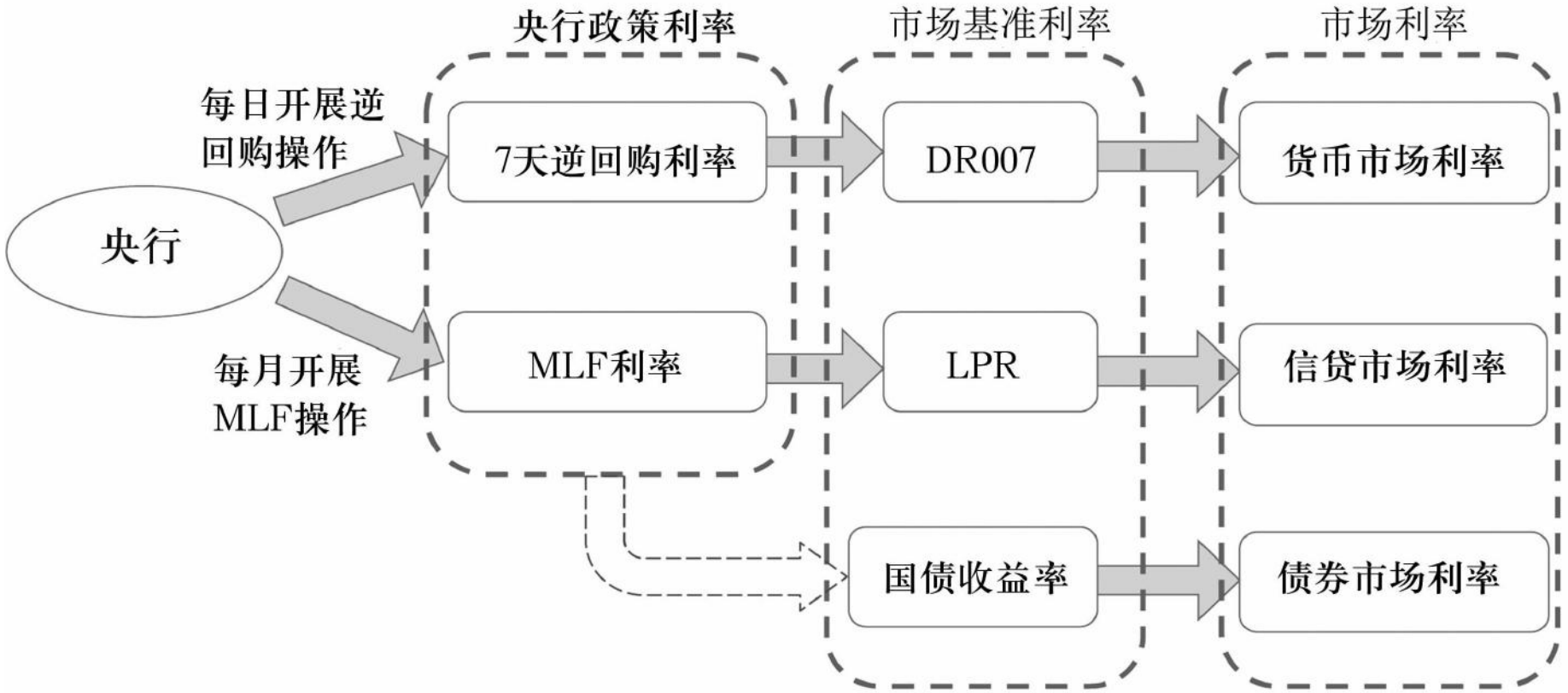
疏通货币供给机制

- 进一步建立货币供给的“经济增长锚”。
  - 最初，出口形成了我国的货币供给锚，一方面创造了低成本货币，另一方面货币供给和经济增长形成良性互动
  - 在城市化阶段，土地金融接力，虽然稳定了经济增长，但产生了高杠杆和高负债等问题
  - 在数据要素等无形资产积累阶段，逐渐建立知识产权等无形资产和消费之上的货币供给锚。
    - 以数字货币形式发放消费券。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

疏通利率传导机制

- 我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，以及较为完整的市场化利率体系，主要通过货币政策工具调节银行体系流动性，释放政策利率调控信号，在利率走廊的辅助下，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成市场化的利率形成和传导机制，调节资金供求和资源配置，实现货币政策目标。



资料来源：易纲（2021）

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

疏通利率传导机制

- 监管套利、金融市场分割、融资平台预算软约束、无序竞争等问题带来利率传导机制不畅。
- 通过改革，发挥贷款市场报价利率改革效能，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

货币政策沟通机制

- 我国正在逐步建立《货币政策执行报告》、主要央行官员发言、新闻发布等方式的沟通机制
- 我国在沟通中主要是对未来经济状况和货币政策调控思路进行笼统描述，清晰度还有待提升
- 未来需要建设更加透明的沟通机制，防止将央行的货币政策过度解读为经济信号

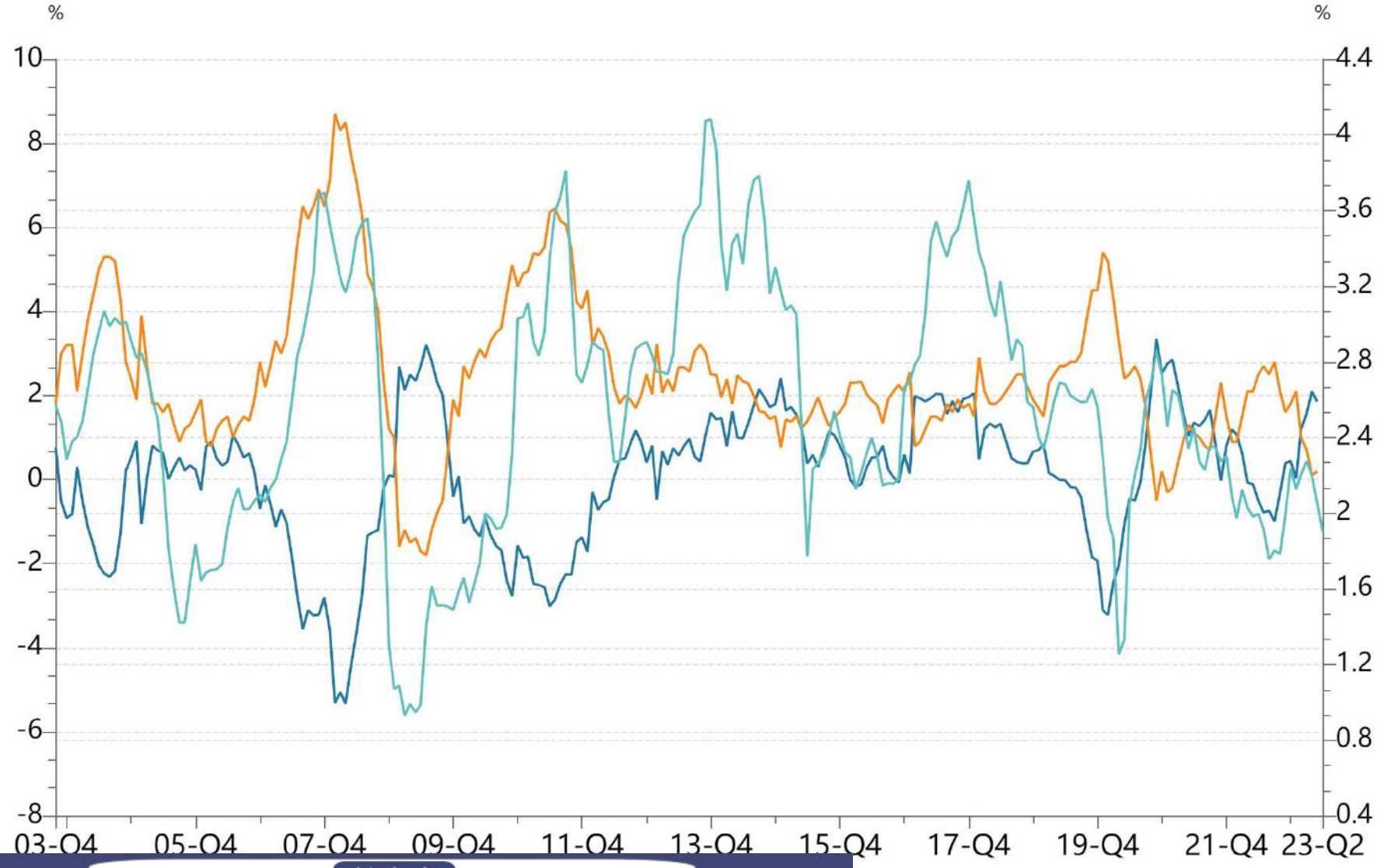
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

货币政策空间

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

价格弱势，实际利率相对较高

- 2022年以来，价格水平持续走弱推动了实际利率处在相对较高位置。
- 未来，由于商品消费背后的结构性动力不足和收入增速放缓，总体修复进程较慢，带动制造业增速放缓，供需矛盾会进一步加大，价格总体上保持相对弱势运行。
- 政策利率距离零下限较远，进一步为降低利率创造了空间
- 考虑到未来的不确定性，同时考虑到净息差，7天逆回购可以考虑稳步降息10-20个BP。



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

自然利率约束小

- 判断利率位置的一个办法是以自然利率为参考点。
- 伴随着人口老龄化等因素，全球自然利率均有下降的趋势。
- 在实践中，各国一般采用“黄金法则”来衡量合理的利率水平，即经济处于人均消费量最大化的稳态增长轨道时，经通胀调整后的真实利率r 应与实际经济增长率g 相等。发展中国家往往稍微低于实际经济增长率。（易纲，2021）
- 考虑到我国的总需求结构，尤其是近年来基建投资占比上升，自然利率会更低。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

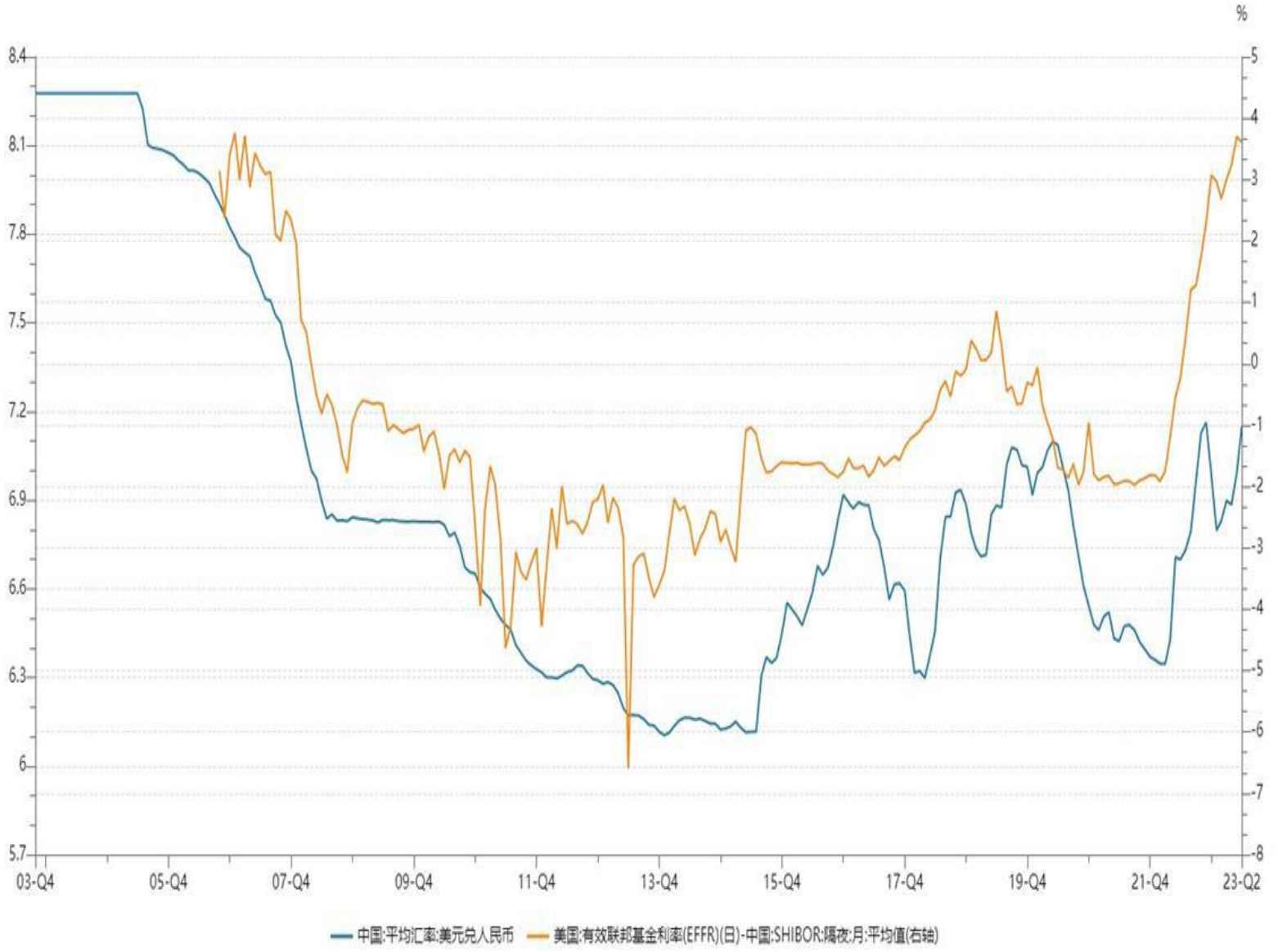
汇率

- 作为美元与其他六种货币之间的汇率平均值，美元指数的变化反映了美元的强弱。一般来说，美元指数与人民币兑美元汇率之间存在一定的正相关关系。美元指数上升，人民币汇率贬值。
- 近期，尽管存在美元指数下降的情况，但人民币汇率仍然呈现较明显的贬值状态。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

汇率

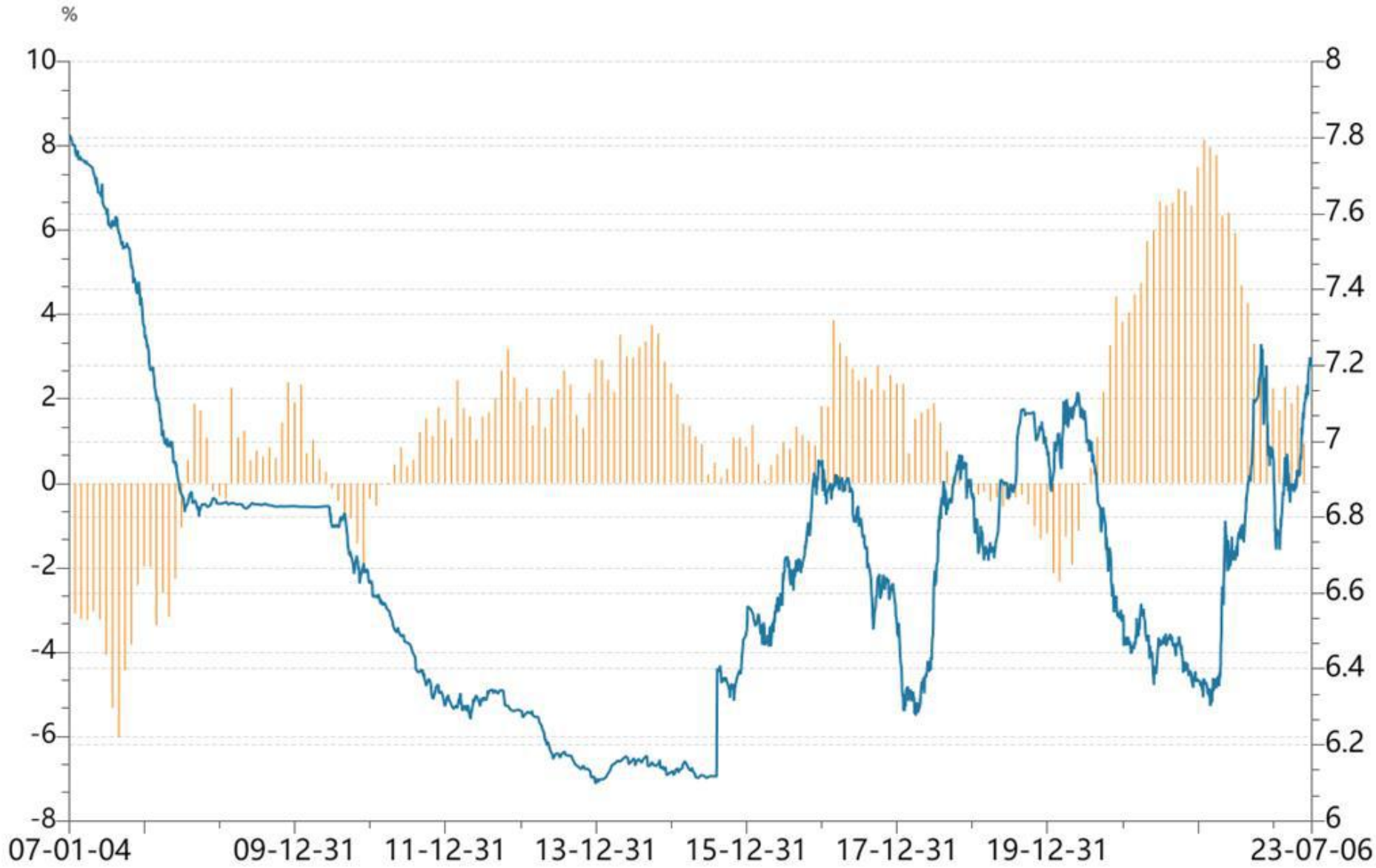
- 按照利率平价理论，两国之间的汇率很大程度上受到两国利差的影响。使用美中利差（联邦基金有效利率-隔夜Shibor利率）与人民币兑美元汇率的月度平均值来进行比较。理论上说，美中利差越大，人民币汇率数值越高（贬值）。
- 整体看，人民币汇率与中美利差之间存在一定的相关性。粗略估算，2006年至2023年6月，二者之间的相关性达到0.81。
- 在不同历史时期，二者之间的相关性是不同的。可以看到，2015年-2016年美中利差相对稳定，但人民币汇率出现较为连续的贬值；2017年中美利差呈现小幅上升态势，但人民币汇率反而有所升值。



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

汇率

- 当前中美两国的利差与汇率走势之间并不太吻合
- 汇率更多受到大国博弈、外汇制度和对经济基本面预期的影响。
- 在目前状况下，通过自主的货币政策进一步修复资产负债表等，推动经济复苏，将会有利于稳定未来的汇率走势。



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

比-美国:国债收益率:1年:月:平均值-美国:CPI:同比

加强政策协调，扩大政策空间

- 做强资本市场
  - 通过进一步降低政策利率和商业银行存款利率，都会相应降低理财产品收益率，对于居民的财产性收入是不利的。
  - 为进一步扩大财产性收入，修复居民资产负债表，需要做强资本市场，为居民提供更多投资机会。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

加强政策协调，扩大政策空间

- 货币是市场交易的反映，没有市场经济的货币政策相当于财政，未来更要强化市场改革
  - 农村集体所有制与市场经济的结合点
  - 落实市场准入和监管的负面清单制
  - 政策制定的法治化、透明化
  - 发挥好资本的健康作用
  - 防止从上到下一个统一模式进行规范
  - 明确边界，避免过度的“一箭双雕”

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

当前货币政策的空间有多大？，CMF 专题报告深度解析

7 月 8 日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 70 期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，**聚焦“当前货币政策的空间有多大？”**，来自学界、政界、企业界的知名经济学家**余永定、刘元春、殷剑峰、曾刚、伍戈、于泽**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**于泽**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、经济新形势与货币政策方向

二、货币政策可选措施

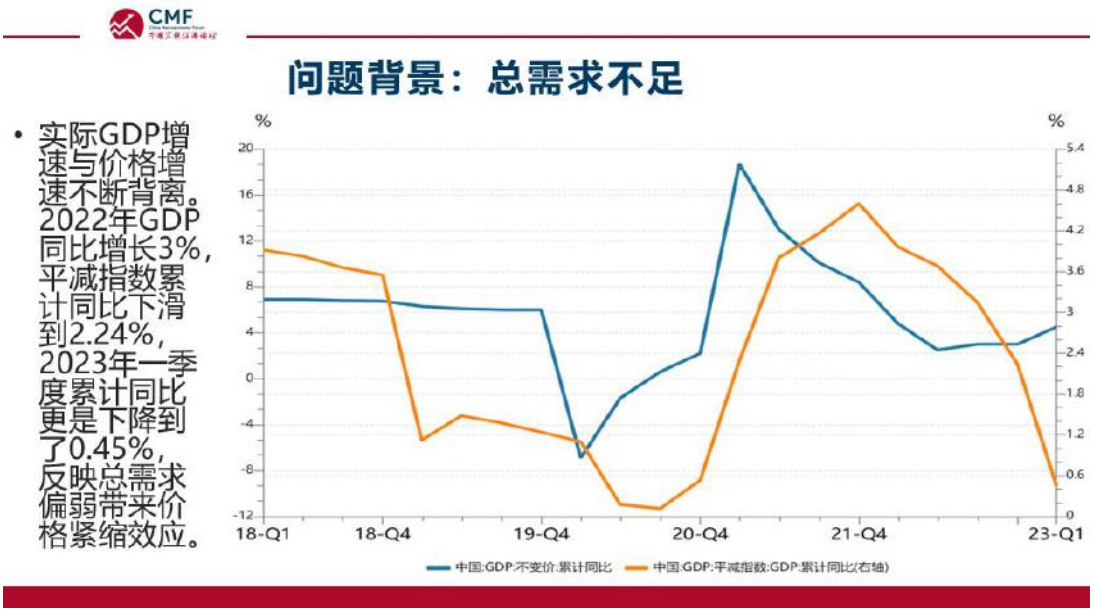
三、货币政策空间

一、经济新形势与货币政策方向

当前的中国经济的核心问题是总需求不足，可以从货币政策角度的三个维度做出进一步梳理：

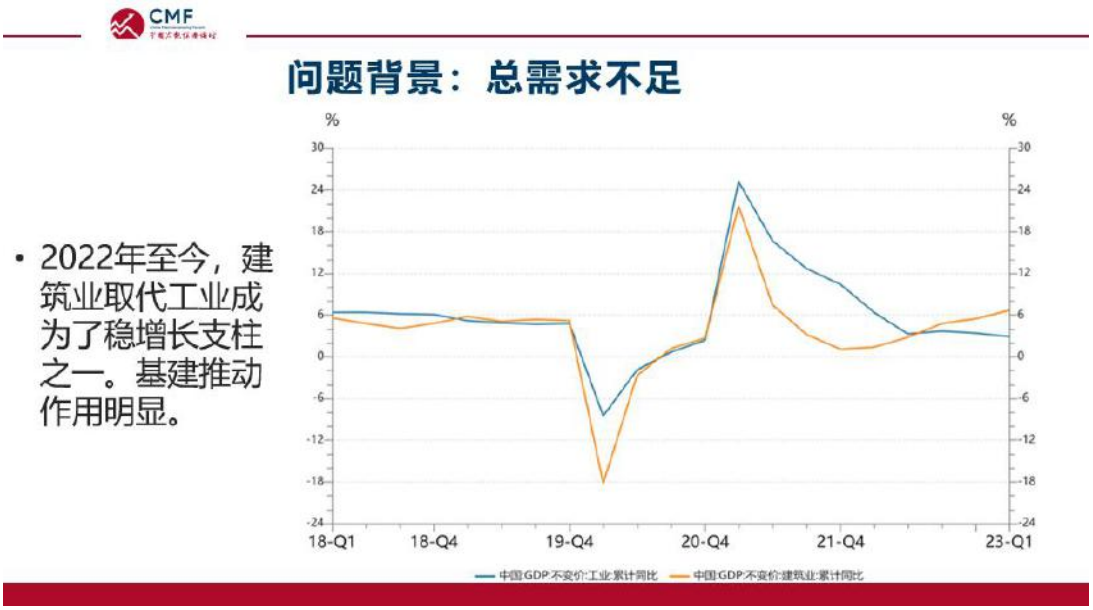
1、实际 GDP 增速与价格间的背离越来越严重

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn



上图中，蓝色的 GDP 增长与黄色的 GDP 平减指数的剪刀差越来越大。2022年经济增长3%，GDP 平减指数为2.24%；而今年一季度经济增长4.5%，GDP 平减指数却下滑到0.45%。在季度统计中，GDP 统计方式是生产法，更多度量的是生产侧；而价格则度量了市场交易水平，也就是实际需求所产生的购买力。两者间的背离明确告诉我们：当前需求和供给间的缺口正在不断放大。

2、建筑业增速反超工业，成为中国经济增长的核心动力之一



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

上图中，蓝色的曲线代表了中国工业累计同比增速，而黄色曲线对应的是建筑业累计同比增速。2022年以前，即使在房地产业相对较好的时候，工业总体还是略强于建筑业。但从2022年起，建筑业增速开始全面反超工业。由于目前建筑业更多是由大基建项目所拉动，而工业更多体现的是市场的内生消费以及外需出口，因此政策推动力大于市场内生动力。

3、上半年供需缺口明显

2023年上半年供给侧加速修复，工业增加值和服务业生产指数四年平均增速平均在5.3%左右，但是国内需求四年平均在4.3%左右，供需缺口更加明显。

	同比增速	两年平均增速	四年平均增速
供给面			
工业增加值	3.6	3.4	5.2
服务业生产指数	9.1	4.1	5.4
内需面			
社会消费品零售总额	9.3	3.8	4.0
固定资产投资完成额	4.0	5.1	4.5
外需面			
净出口（人民币计价）	38.0	40.9	
出口总额	8.1	9.5	
进口总额	0.5	2.7	
净出口（美元计价）	27.8	37.1	
出口总额	0.3	6.5	
进口总额	-6.7	-0.1	

总需求不足是制定货币政策的核心背景因素。未来的货币政策要解决总需求不足的问题，首先要弄清其背后的原因，这样才能选择合理的货币政策，对症下药，才能判断政策的实施空间有多大。当前的总需求不足主要是由以下三个原因引起的：

1）疫情对原有生产生活秩序的扰乱

2）在疫情冲击下，居民、企业、地方政府资产负债表受到了较大的影响

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

今年各地发展经济的意愿非常强烈，也在积极通过建立与民营企业和外资企业的定期沟通机制，不断改善营商环境，树立市场信心。但受制于财政压力，很多地方政府在发展经济的资源受到很大的影响。

3）结构性问题

在资产负债表受损之外，当前经济还存在着一些超越资产负债表的结构性问题，亟待修复。这就意味着在修复总需求时，不仅仅需要使用货币政策，必须结合其他相应的政策，这样才能真正打开货币政策空间。只有通过相应的政策修复结构性问题，才能为进一步提升货币政策效力奠定基础。

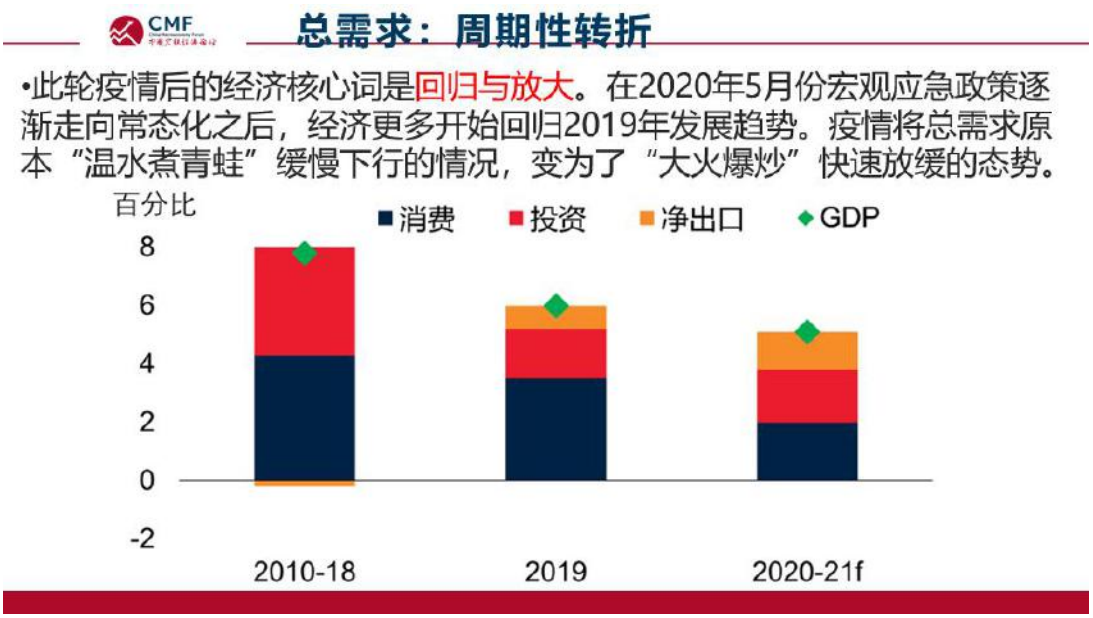
目前的总需求不足背后的三个典型问题：

1）除周期性因素，以及各种红利消失等因素以外，房地产行业面临着城镇化模式转型后，供需两端深度调整转型的趋势，并且转型中存在着诸多障碍。

2）在全球产业链重构和发达国家经济循环模式转型，尤其是美国出台的制造业回流、近岸友岸等贸易政策的推动下，我国对美欧出口下行。

3）2019年以来，商品消费端面临着大量的结构性机制缺失，使得商品消费端修复难度较大，从而导致今年制造业下游的复苏压力较大，呈现出价格增速下降的趋势。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn



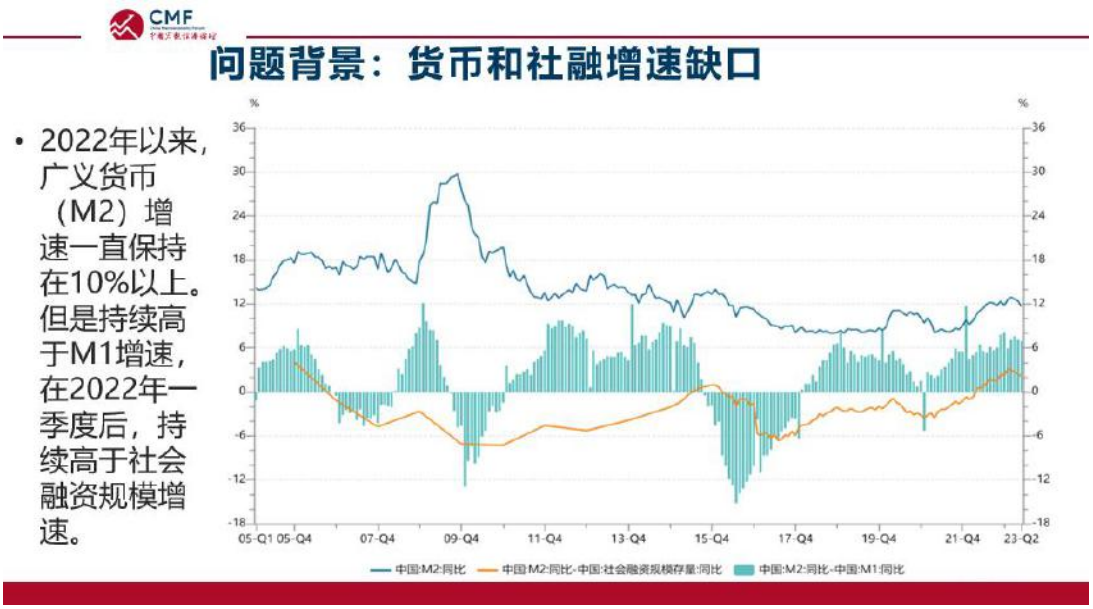
从2010年以来的总需求状况来看，2010年-2018年我国内需很强，而外需甚至存在负增长；2019年出现转折，内需急剧放缓，外需由负转正。疫情三年里，这种特征更加明显：内需进一步放缓，放大了2019年的趋势。

结合总需求不足的三层成因来看，当前中国总需求不足的背后除了疫情对资产负债表的扰动，还有大量的结构性问题。因此，未来需要进一步解决结构性问题，为货币政策打开空间。

面对总需求不足的三重成因，本轮经济复苏要经历三个阶段：第一个阶段是生产生活秩序的修复；第二个阶段是资产负债表修复，从而带动居民端消费和企业端投资；第三个阶段是通过一系列内生动力对冲结构性问题，进入全面的内生性增长阶段。

目前，中国经济仍然处在秩序修复阶段。上半年的经济数据呈现出几大特征：服务业增速显著高于工业，消费中餐饮增速高于商品消费，而在商品消费里食品烟酒表现相对较好，集团消费显著好于居民侧消费，房地产链条后端好于前端，个人所得税和消费税持续放缓，工业利润和价格增速下降等。这一系列表现都说明我们当前仍处于秩序的修复阶段，因此宏观和微观数据存在极度分化。由于一季度修复状况较好，二季度更多是边际改善，因此环比增速不断放缓。在此阶段，货币政策的目标是要尽快推动中国经济从秩序修复阶段全面走向资产负债表修复阶段，进而走向全面的内生经济增长阶段。

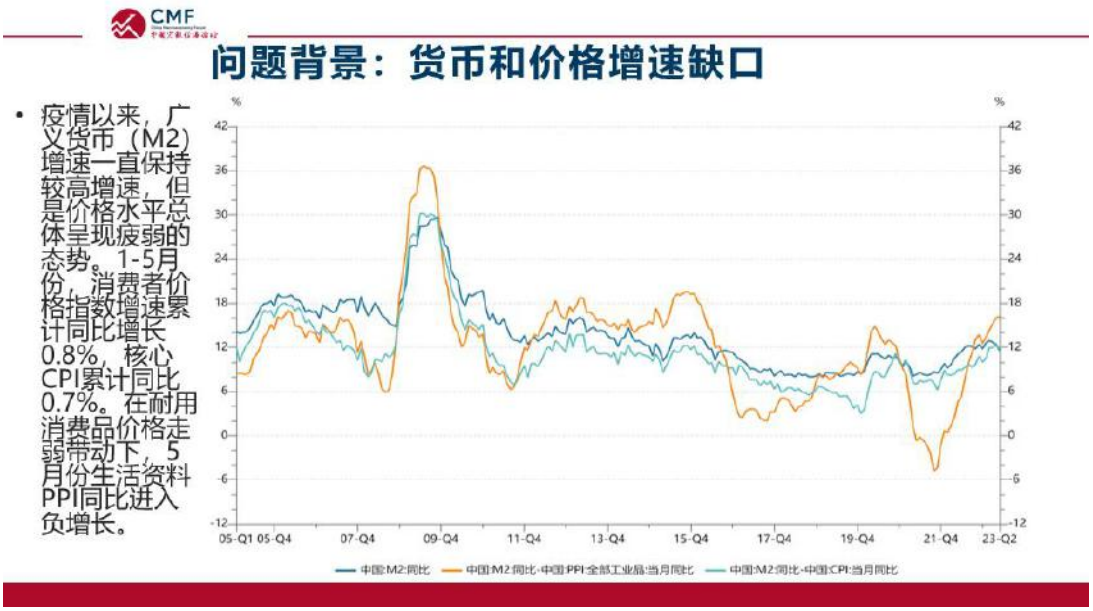
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn



与此同时，今年在货币政策方面出现了大量金融指标之间的背离。比如从2022年以来，广义货币增速一直维持在10%以上，并且持续高于 M1增速。上图中，蓝色曲线代表了当前广义货币 M2增速，浅蓝色柱形代表了 M2与 M1增速之差。在经济增长相对疲弱的状态下，M2与 M1增速之差往往为正，而当经济增长相对较好时，M1增速一般会反超 M2增速。当前，二者的差距正在逐渐加大，并且表现出一定持久性。

从 M2与社融增速差来看，大多数时间社融增速都快于 M2。但自2022年以来，M2增速明显快于社融增速。由于社融是当期新增融资，属于流量，而 M2更多是一种存量。M2增速高于社融意味着生成的流量更多地在转化为存量，货币难以真正传导到实体经济。这就导致在当前的修复阶段，货币政策没有真正的传导抓手，从而无法转向资产负债表以及结构性内生动力的修复。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn



此外，货币与价格增速间的缺口也在放大。疫情以来，广义货币保持较高增速，但由于目前存在很多结构性问题，价格水平整体呈现疲弱的态势。1-5月份核心 CPI 累计同比0.7%。在耐用消费品价格走弱带动下，5月份生活资料 PPI 同比进入负增长。

面对以上三大背景，我们可以对当前中国经济和货币政策做出一个明确定位。

按照《中华人民共和国中国人民银行法》，人民银行的货币政策是以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标。中国拥有典型的多元目标货币政策体系。在这种体系下，不同阶段有不同的侧重点，当前最重要的就是实际经济增长问题。在当前的情况下，更需要用货币政策来推动经济修复的进程。货币政策应该更加聚焦于经济增长，着力使经济复苏从秩序修复阶段过渡到资产负债表修复阶段。为此，一方面，货币政策要在总量上支撑总需求，为修复创造良好的环境；另一方面，货币政策更要直接助力资产负债表修复。

政策在方向上也要助力解决总需求不足背后的结构性问题，帮助经济修复，但这不意味着要加大结构性货币政策。也就是说，我们需要货币政策帮助修复经济中的结构性问题，但不意味着需要用结构性货币政策来进行修复。对中国的结构性货币政策进行一个简单梳理，它包含了再贷款、再贴现、抵押补充贷款等一系列工具。总体上看，中国的结构性货币政策更像是一种产业政策。欧美国家也会实施一些类似中国的结构性货币

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

政策，但更多关注的是稳定特定的融资渠道和特定的金融市场流动性，而我国当前则更多针对某个行业和产业，具有更强的产业性质。由于我国的结构性政策是面对特定行业的，这对于修复目前的资产负债表的作用是有限的，如果盲目加大规模有可能会进一步产生结构性扭曲。从这个角度来说，我国的结构性政策确实会对普惠、支农支小等众多领域起到精准纾困的作用，但仍然要坚持使原有结构性货币政策聚焦特定问题，而不是简单盲目地扩大其规模。

目前的货币政策需要更多地强调对于资产负债表的全面修复，以及对于整体经济的普惠性，改善以无形资产等为基础的融资便利性。

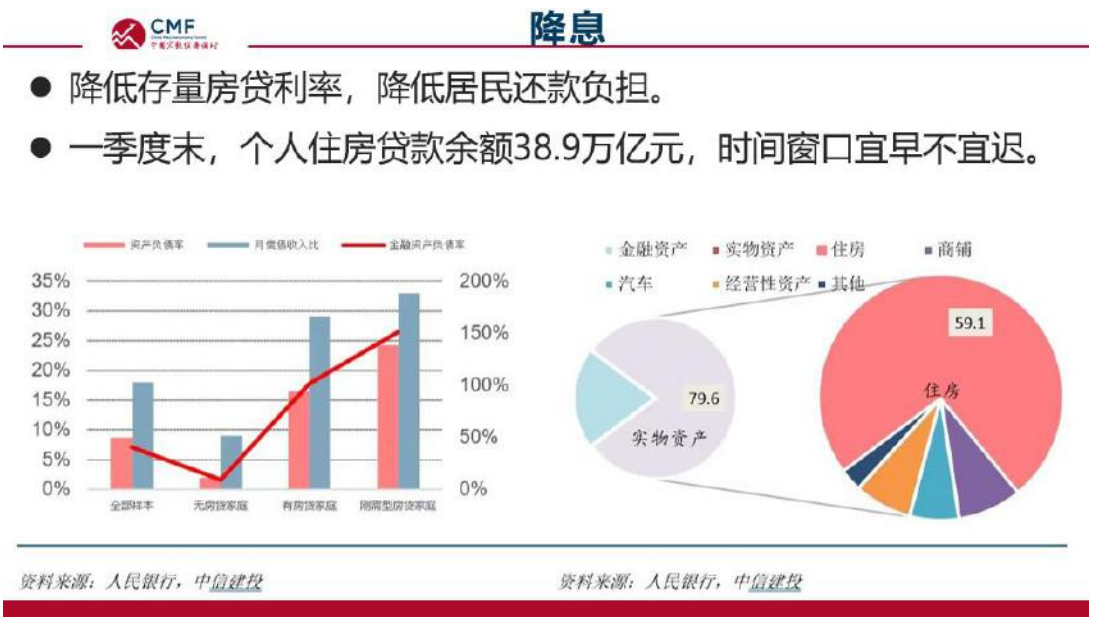
二、货币政策可选措施

1、降息

从企业端看，经济循环速度在逐渐放缓。上图中，红色曲线对应的工业企业应收帐款回收期在不断拉长，百元营收中的成本不断上行。这表明：一方面，当前经济循环放缓，企业收款时间变长；另一方面，成本上行将导致企业利润进一步降低。在这种情况下，资产负债表处于持续恶化的状态，需要进一步降低企业融资成本，降低利息支付，减缓成本端压力。在降息过程中，需要考虑到银行的净息差。因此，我们建议进一步全

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

面降息，包括下调商业银行存款利率，从而保证一定的、正常的商业银行净息差空间，防止在商业银行领域出现过度风险积累。



从居民端看，目前存贷住房余额压力比较大。一季度末，个人住房贷款余额为38.9万亿元。居民资产负债表中，60%的负债集中于房贷，因此进一步下调存量房贷利率将有助于缓解居民还款压力。

2、准备金

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

总体来看，当前我国准备金率相对世界一般水平较高。此外，在支付较高准备金时，一定时期内会产生高公开市场操作，带来特有的“双高模式”，即高准备金和高公开市场操作，提高了整体融资端成本。因此，无论是从当前准备金率的绝对水平来看，还是为了打破中国货币政策的“双高模式”，或是为了应对下半年即将到来的中期借贷便利到期高峰，都需要降低准备金率。我们建议可以在三、四季度下调准备金率0.5个百分点，在置换 MLF 的基础上进一步释放流动性。

3、疏通货币供给机制

在货币政策的基础上，需要进一步锚定“经济增长锚”。“货币名义锚”是指货币政策盯住一个名义变量，这个名义变量与价格紧密相连；“增长锚”是指货币供给通过某个机制与经济增长形成良性互动。我国历史上包括两个阶段：一是出口阶段。在出口阶段，通过人民币与美元间的换汇，形成“出口带动货币供给，货币供给促进出口”的良性循环，出口就成为了“货币供给锚”；二是城市化阶段。土地金融接力在一定程度上为货币政策提供了增长渠道。但随着传统渠道的动能逐渐放缓和风险累积，目前的货币政策在供给机制上没有和未来的增长动能形成联动。由于货币是日常交易的媒介，经济增长一定伴随着交易媒介的上升，因此交易媒介和经济增长间需要形成良性的机制。从供给端来说，未来的中国经济增长会走向创新，更加强调以数据要素为特征的无形资产积累，因此我们要更加强化货币与无形资产间的连接机制。从需求端来说，未来要更多地走向国内消费，可以以数字货币的形式发放消费券，以此修复和扩大居民消费。

4、疏通利率传导机制

通过多年改革，我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，构建了包括七天逆回购利率、中期借贷便利等央行政策利率体系，通过政策利率直接影响市场基准利率，从而影响市场利率。但这个机制仍然存在着诸多不畅，未来需要通过市场化改革疏通传导机制。

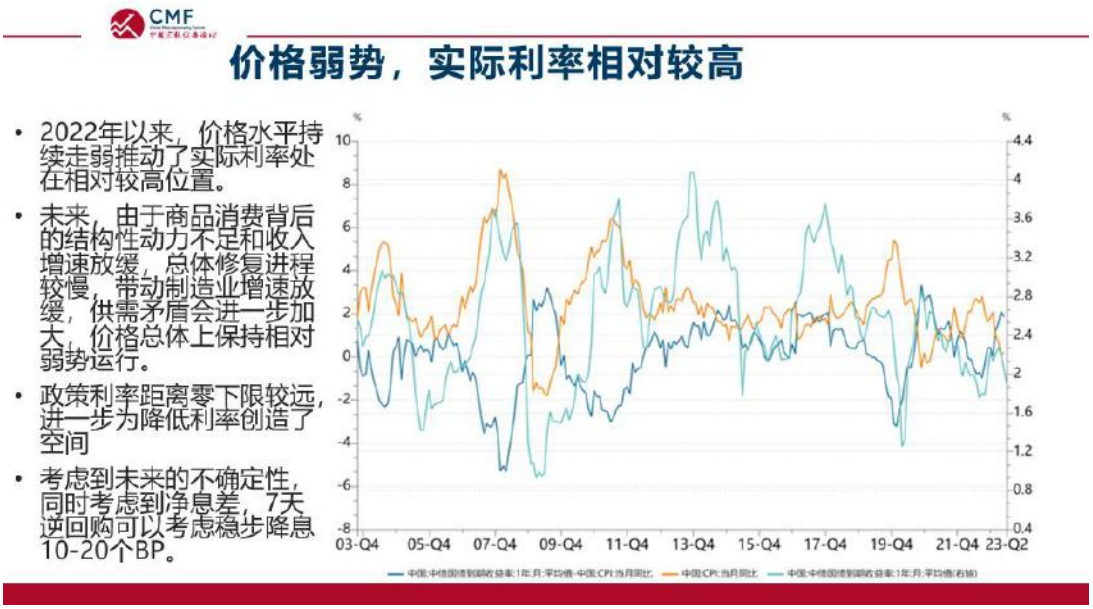
5、强调货币政策沟通机制

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

降息降准的政策很容易被简单解读为大水漫灌，或者让市场产生对中国经济的担忧。在这种情况下，需要进一步强化政策沟通机制，为政策目标、政策措施和央行对未来的预判进行沟通。当前，我国在沟通中主要是对未来经济状况和货币政策调控思路进行比较笼统的描述，清晰度还有待提升。未来需要建设更加透明的沟通机制，防止将央行的货币政策过度解读。

三、货币政策空间

1、降息

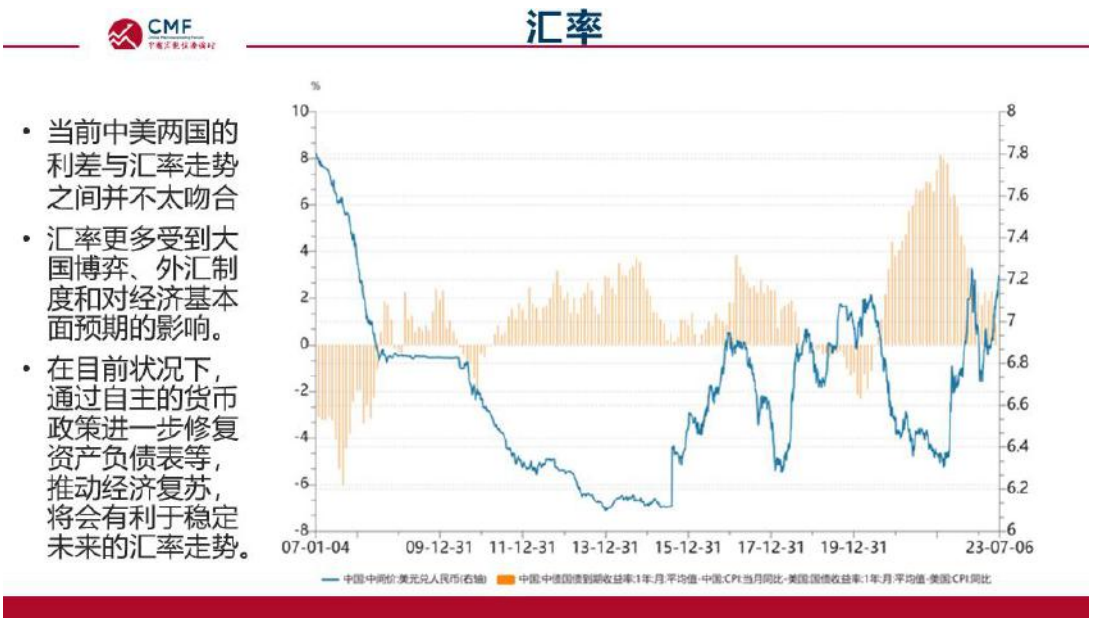


目前在空间上争议最大的是降息。预计下半年整体价格走势将保持相对偏弱的态势，其核心原因在于当前商品消费背后存在大量的结构性问题。消费不仅是一种经济现象，更是一种人的社会化表达，而目前消费创造的社会机制存在着一定的不足。在这种情况下，下半年整体消费的结构动力依然不会非常强，导致价格走势仍将保持相对偏弱的态势。这意味着在目前的名义利率下，实际利率水平是偏高的。上图中，蓝线是我们计算的实际利率。可以看到，2022年以来实际利率呈现上升态势，其背后的重要原因是价格下降得更快。虽然名义利率也在下调，但其下调速度赶不上价格增速的下滑速度，导致实际利率水平不降反增。这为进一步降息提供了空间。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

降息受到自然利率的约束。但随着人口老龄化等因素，全球自然利率均有下降趋势。一般来说，在判断自然利率时，一种常用的思路是让经通胀调整后的真实利率稍低于实际经济增长率。考虑到中国是一个发展中国家，也是一个转型国家，需要特别注意我国的总需求结构，尤其是近年来基建投资占比上升，自然利率会更低。综合来看，自然利率对于货币政策不会构成太大约束。

利率的第三个约束是汇率。无论是美元指数还是中美利差，都与中美间的汇率联系紧密。经粗略估算，2006年-2023年6月中美利差和汇率间相关性达到0.81，相关性很强。但是，近期二者的走势出现了一定分化。



上图中，柱形图代表了中美利差。之前利差与汇率走势之间的关系比较符合理论预测，但最近一波人民币贬值与利差的关系有所脱离，而更多地体现了预期因素。从这个维度来说，需要一些政策来修正预期，稳定未来汇率走势。综合来看，利率调整是有空间的。

2、加强政策协调，扩大政策空间

实施货币政策还需要考虑政策间的协调。全面降息会压低银行存款利率，带动理财等利率下行，使得居民的财产性收入下降，从而导致居民资产负债表进一步受损。在这

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

种情况下，迫切需要进一步做强中国的资本市场，不能仅发挥资本市场的融资功能，还要发挥其财产增值的功能。

由于货币是市场交易的反映，因此，未来更要强化市场化改革。比如，将政策制定过程法治化、透明化；防止从上到下一般粗的模式进行规范等等。通过未来的政策协调，将进一步为中国货币政策创造足够的空间。

总结来说，当前中国的货币政策需要进一步在总量层面发力，有针对性地进行降息降准，推动全面修复资产负债表。在修复资产负债表的同时，通过政策协调进一步为货币政策打开空间。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“货币政策空间有多大、如何有效实施货币政策”等问题展开讨论。

长江证券首席经济学家**伍戈**指出，今年二季度的国内生产总值同比增速可能在6.5%-7%之间，结合今年的经济增长目标，我认为这一增速是可以接受的。从二季度开始，环比增速明显下滑，人们对经济下行压力的感受愈发强烈。当环比数据和同比数据相背离时，决策者可能更看重同比数据。

很多中央文件中提到，人民银行必须要稳住汇率。客观而言，货币政策保持宽松，在大方向上没有问题，但在这一过程中，政策的使用节奏值得商讨。由于种种原因，包括结构性原因、老龄化原因、调控原因等等，未来中国经济增速下降可能比我们的预期快很多。在此背景下，需要重新审视利率工具的使用方法。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**指出，我们需要明确疫后经济复苏所面临的问题到底是以周期性问题为主体、以结构性问题为主体，还是以体制性问题为主体。如果在这个问题上没有找好定位，只是简单地讨论宏观政策，可能会出现一些偏误。

面对中国目前的经济状况，我们不能直接套用流动偏好陷阱、安全资产陷阱等西方理论。中国并没有像西方那样实施超级量宽，因此目前货币政策是比较有效的。中国当

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

前的货币政策效率依然很高，**在解除扭曲的基础上相对大幅地降低利率，是解决目前循环不畅、成本高企的重要法宝。**此外，必须要使财政政策回归到积极的定位上来。通过中央政府进一步扩大债务规模，加强地方政府的扩张能力，使积极的财政政策恢复原有的定位，而不是进一步的扩张。

中国社科院学部委员**余永定**认为，货币供应量增速超过国内生产总值（GDP）导致通胀的一个必要条件是：经济中存在供不应求的缺口。中美两国资产结构的差异是中国M2/GDP 高于美国的重要原因。一方面要承认中国的资金使用效率在下降，也就是 GDP 信贷密度在提高；另一方面，我国的资金使用效率并不是最差的，基本处在世界中等水平。

在总需求不足的情况下，货币政策有效性会出现问题。无论是从价格调控角度，还是从数量调控角度，都难以提高经济增长速度，鼓励消费和投资的作用也会受到很大限制。**当前中国面临的最尖锐的问题是总需求不足，或者说有效需求不足。**在这种情况下，货币政策有必要进一步放松，货币政策传导机制也需要进一步完善。

浙商银行首席经济学家**殷剑峰**认为，以前中国宏观杠杆率的部门划分是错误的。以2022年为例，中国宏观杠杆率为276%。如果不降息，利息成本会非常高。但降息降准不能解决根本问题。因为经济当事人借钱投资的意愿，一方面取决于利率，另一方面取决于投资回报率，即宏观经济学中的资本边际报酬。

长期来看，中国居民消费率只有38%，远远低于其他国家；但投资率高达44%，这可归因于收入分配问题。2015年以来，城投公司一直是加杠杆的主力，但其 ROA 非常低，尚未达到上市公司的一半。截至2023年5月，有十多个省市的 EBITDA/带息债务都低于4.57%的一般贷款加权平均利率，也就是说很多城投公司可能无法偿还债务。在这种情况下，货币政策难以解决根本问题。

上海金融与发展实验室主任**曾刚**认为，为了制定货币政策的主要目标，首先需要判断当前我国所处的经济阶段。如果我们处于经济周期性问题主导的发展阶段，货币政策目标在方向上可以保持大致不变，经济发展动力不足可以通过扩张性的政策来调整；如

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

果我们处于经济结构性问题主导（不仅有经济周期性问题出现，而且伴随着新经济周期、新发展动能的形成）的发展阶段，那么货币政策可能就需要方向性的调整。

从总量上来看，为防止债务风险的爆发，降低融资成本是必然趋势。从结构上来看，可以将结构性政策的范围扩展得更广些，从产业端扩展到消费端的结构性货币政策刺激，同时配合产业政策。

我国金融结构高度依赖商业银行体系，M2主体部分是银行存款，它是随商业银行信贷形成的，贷款创造存款。从这个意义上来说，贷款端决定了 M2的走向和货币乘数。因此，我们要确保商业银行能够稳定运行，才能有效实施货币政策。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

余永定最新深度报告：抓住经济增长的窗口期，加大财政货币政策力度

余永定 中国社科院学部委员

以下观点整理自余永定在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 70 期）上的发言

一、货币政策调控的目标体系

货币政策调控的目标体系包括两大类：最终目标和中间目标。不同国家的目标体系不一样，大多数发达国家现在是单一目标制，即通货膨胀目标制。美国有两重目标，通胀和就业。中国是多重目标体系，要管通胀、管增长、管就业、管汇率稳定、管金融安全、管资源配置等。我认为中国的最终目标太多，导致无法集中精力抓住主要矛盾。

中国的中间目标有两个，一是广义货币供应量目标，二是利息率目标。当前，我们提出从数量调控转向价格调控，希望从主要通过控制广义货币的变动来影响实体经济，转到通过控制利息率的变化来影响实体经济。由于货币供应存在内生性，应该更多地发挥利息率政策的作用，因此央行想要实现这个转变的意图是完全正确的。

二、关于M2/GDP

80年代以来，市场上经常有指责央行货币“超发”的观点。这里的货币超发主要是指两个方面：一是 M2增速明显超过 GDP 增速。比如2022年 M2增速为11.8%，远远超过 GDP3%的增速。二是由于 M2增速长期超过 GDP 增速，M2/GDP 的数值不断攀升。2022年底，我国货币余额为266.4万亿元，M2/GDP 为220%左右。很多人拿这两个数据和美国比较，中国的 GDP 低于美国，但 M2/GDP 却远超过美国，因此认为中国存在货币超发的问题。

我认为，基于以上两个现象指责央行货币超发在理论和实践上都是不正确的。货币主义认为通货膨胀无论何时何地都是通货膨胀现象。货币数量公式有一个基本假设，即货币的流通速度不变。因而通货膨胀率等于货币增长速度减去 GDP 增速。相对 GDP 增速，

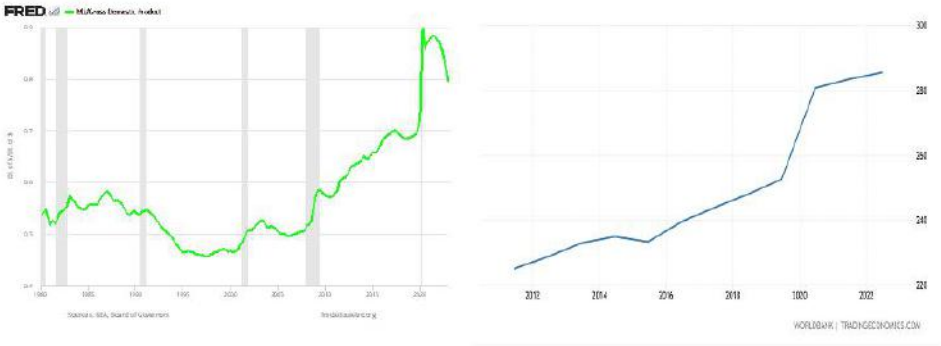
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

货币供应量增速越高，通货膨胀率就越高。货币主义对通货膨胀的解释不无道理。但不是金科玉律，在许多情况下甚至是错误的。在我看来，是否会出现通货膨胀不仅与货币供给增速同 GDP 增速的差额有关，同时也取决于实体经济是否存在“供需缺口”。如果存在供大于求的缺口，就会产生通胀压力；反之就会产生通缩压力。在不存在供需缺口的情况下，货币供应量的变化未必能够导致通胀。无论 M2增速有多高，如果在足够长的时间内，中国并未出现通胀甚至出现通缩，就不能认为中国存在货币超发的情况。此外，是否出现资产泡沫（金融风险）往往也是评判央行货币供应量增速是否过快的标准。但关于这个标准，国际经济学界还存在一些争论、还没有定论。关于这个问题可以进一步讨论。总之，**我不认同央行货币“超发”的观点**。

在全球金融危机爆发前，美国 M2/GDP 一般在50%-60%之间；在全球金融危机爆发后的十年中，该比值逐渐增加至70%；2020年3月后，美国急剧扩大 QE 规模，恢复零利率。在几个月的时间内，M2/GDP 迅速上升。2021年第一季度后，该比值则明显下降。长期来看，美国 M2/GDP 呈现出上升趋势。

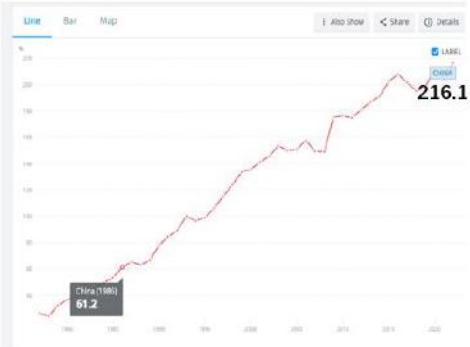
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

美、日M2/GDP的比较：日本M2/GDP远高于美国，但通货收缩问题比美国严重



日本 M2/GDP 远高于美国，甚至也远高于中国，达到280%以上。无论是美国还是日本，在2021年第一季度之前的十几年甚至二十几年内，他们都没有出现严重的通货膨胀。日本甚至长期存在着严重的通缩，直至最近才出现通胀趋势。因此，M2/GDP 高并不能说明某个国家一定会发生通货膨胀，即便出现通货膨胀，也可能是在“超发”十几年二十年之后的事情。

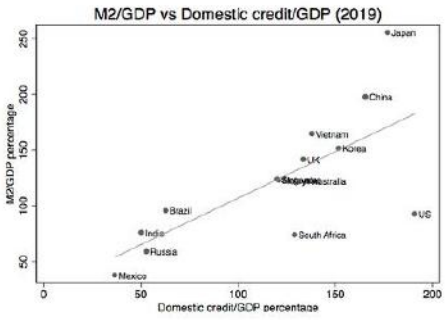
中国金融结构中的overbanking是中国M2/GDP比远高于美国M2/GDP的原因之一



- 中国的社融规模=股票余额为78.8万亿元+债市余额92.7万亿元+银行贷款余额212.43万亿元=383.93万亿元
- 对GDP占比为3.17
- 美国的社融规模=股市总值40.5万亿美元 +债市总值55万亿美元+银行贷款12万亿美元=107.5万亿美元
- 对GDP占比为4.2
- 可知，中美金融市场融资结构差异（股市依赖vis-a-vis银行依赖）是导致中国M2/GDP比高于美国的重要原因。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

信贷和广义货币增长高度相关：M2/GDP偏高意味着信贷/GDP比偏高



$\Delta M = Budget\ deficit - \Delta$ government bonds + bank credit to the public+ ΔF

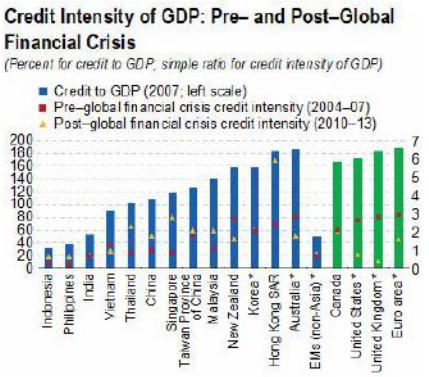
转引自刘季朋

中国 M2/GDP 确实是在不断上升，去年年底达到216%，比美国高得多。银行信贷增长和广义货币增长高度相关。从左图中可以看出，在贷款增加的同时，M2也在增加。银行贷款创造货币，银行贷款增加导致了 M2增加。从对外部融资的需求来看，2022年年底，中国社融规模总额为383.93万亿元，对 GDP 占比为3.17；而美国的社融规模总额为107.5万亿美元，对 GDP 占比为4.2。美国经济对外部融资的总体依赖度高于中国，但对银行贷款的依赖度（银行贷款对 GDP 比）却明显小于中国。可见，中美两国资产结构的差异是中国 M2/GDP 高于美国的重要原因（当然不是全部原因）。

M2/GDP 偏高意味着信贷/GDP 偏高。世界银行、国际货币基金组织和外国学者的研究认为，中国 M2/GDP 偏高，意味着中国资金利用效率较低。同其他国家相比，为了生产一个单位的 GDP 所需要的贷款较高。而 M2/GDP 的上升或信贷/GDP 的上升，意味着中国资金利用效率的降低。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

中国M2/GDP（信贷/GDP)比不断上升是否意味中国资金使用效率不断下降？



- 有可能，但并非十分严重

从动态角度看，上述观点有一定道理。但从国际对比来看，中国的信贷密度不是世界上最高的，而是处在中等水平。因此，一方面要承认中国的资金使用效率不高甚至在下降；另一方面，我国的资金使用效率并不是最差的，基本处在世界中等水平。

总结来说：

- **货币供应量增速明显超过 GDP 增速并不是通胀的充分条件，也非通胀的必要条件**。

- **经济中存在供不应求的缺口是发生通胀的必要条件**。过去十年二十年来美国和日本货币供应量增速远超 GDP 增速而没有出现通胀，其中的一个重要原因是其经济中存在需求不足而非供不应求的缺口。因此，单纯的货币“超发”（货币供应量增速明显超过 GDP 增速）并不一定能相应导致通货膨胀。只有当货币供应量增速超过 GDP 增速和实体经济中“供不应求缺口”二者共存，才会导致通货膨胀；自全球金融危机以来，日本和美国极度扩张型的货币政策并未导致通胀，原因就是两个国家始终存在有效需求不足问题。

- 但是，也应该看到在一定条件下，**货币供应增加本身的变化也可以成为导致需求缺口扩大的原因**。2020年3月，美国的极度扩张性货币政策使 M2/GDP 在极短

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

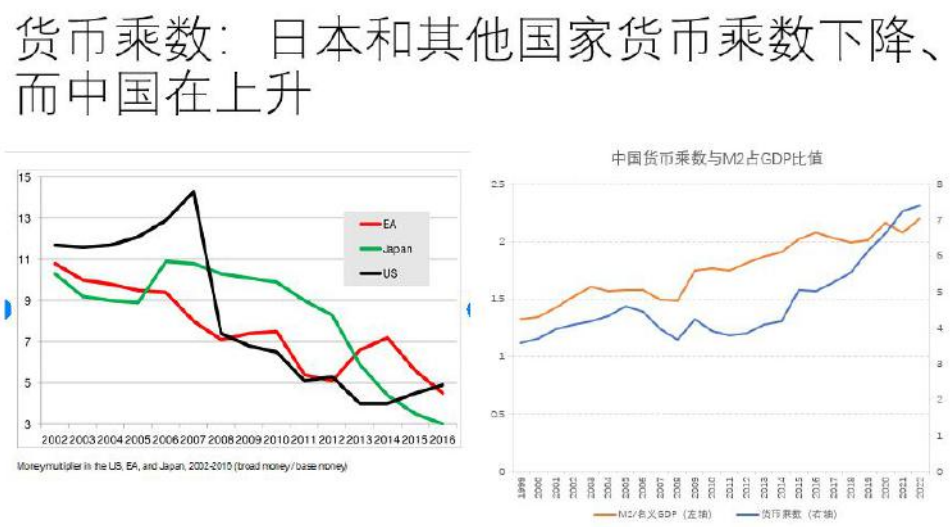
时间内上升20个百分点，从而使实体经济出现“供不应求”缺口。这样，在几个季度之后，美国通货膨胀开始不断恶化。

总之，要具体问题具体分析，不能一概而论。**特别是当中国徘徊在通缩的边缘上时，指责央行货币超发是没有道理的。**

至于央行在控制广义货币增速时是否应该遵循“货币供应量和社融与名义 GDP 增长基本匹配的”的原则，则是需要进一步讨论的。

三、货币乘数问题

在教科书的基本概念里，货币乘数是一个常数，但实际上它并不是常数。



左图是东亚国家、日本和美国的货币乘数，都呈现出不断下降的趋势。右图是中国的情况，可以看出，中国的货币乘数在2014年前后开始上升，而且上升幅度比较明显。

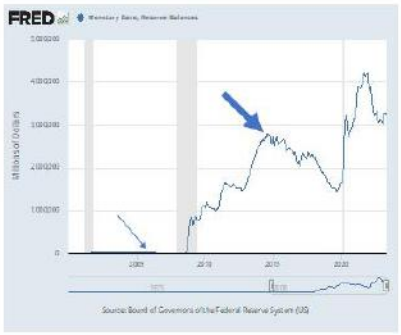
西方经济学教科书都假设货币乘数不变，假设广义货币=基础货币×货币乘数。我们也假定在货币乘数不变的情况下可以通过改变基础货币中的准备金数量改变广义货币数量；或在基础货币不变的情况下，通过改变准备金率改变货币乘数从而改变广义货币数量。在实践中，美联储很少改变准备金率（货币乘数不变）。一般情况下，美联储

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

会通过公开市场操作改变准备金数量从而改变货币供应量。但是，美联储官员告诉我们，教科书上的这种说法已经过时，因而是完全错误的。

教科书中关于联储和银行体系关系的错误：

1. 在存在**准备金要求**的情况下，联储通过**公开市场操作**改变准备金数量从而改变货币供应量
   - 08年以前是准备金有限时代，现在是准备金充裕时代，见右图
   - 公开市场操作对准备金的影响相对于由于QE而在联储账户上的大量准备金而已经微不足道。



2008年以前，商业银行在美联储存放的准备金数量极低，而在采取 QE 政策后，准备金大幅增加，从几千亿美元增加到4-5万亿美元。在这种情况下，进行公开市场操作对于准备金总量的影响几乎是微不足道的。因此，在教科书上所学到的，美联储通过公开市场操作影响准备金，从而影响货币供应的概念已经完全过时了。

2、货币乘数概念

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

The Ratio of M2 Deposits to Reserve Balances

在2020年3月之后，美联储已经取消了准备金要求，准备金率降低为0。在全球金融危机爆发很久之前，新西兰中央银行、澳大利亚储备银行、英格兰银行等就没有准备金要求了。因此，就这些国家而言，假定存在一个给定的货币乘数，通过公开市场操作影响准备金，从而影响广义货币的机制是完全错误的。就美国而言，货币乘数概念在2020年3月以后已经变得毫无意义了。贷款的发放是出于商业银行追求利润最大化的结果，同准备金的多寡并没有什么直接关系。如果把货币乘数定义为 M2/准备金。则货币乘数是变化不居的（见上图）。

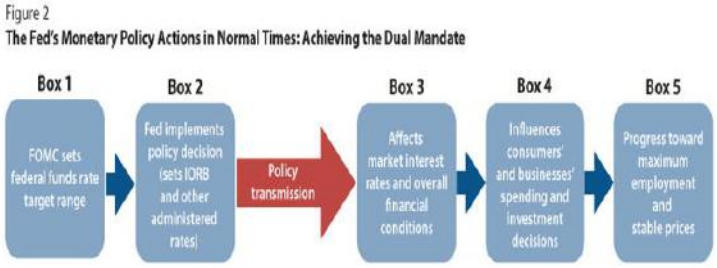
一些学者发现，美国联邦基金利率在不断上升，但美国的广义货币和准备金都没有什么明显变化。他们怀疑美国并没有真正执行货币紧缩政策。这种理解是错误的。因为美国的货币紧缩在目前阶段同基础货币和广义货币的变动没有直接关系。美联储的货币紧缩体现在联邦基金利息率上。美联储通过改变提高准备金利息率--IORB（政策利息率）影响联邦基金利息率（市场基准利息率）。而联邦基金利息率的上升将抬高美国的收益率曲线，从而影响消费需求和投资需求、影响经济增长速度。

简言之，**货币乘数概念在美国已经变得没有意义。美国大学的经济学教科书需要重写**。当然，中国同美国和其他一些西方国家不同，央行依然可能通过降低准备金率，改变货币乘数，从而控制广义货币供应量。货币乘数概念在中国还是有意义的：准备金率下调，会加大货币乘数，在给定基础货币的情况下，广义货币会增加。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

3、美国的货币政策传递机制

美国货币政策的传递机制-从政策利率到就业和物价稳定



在自2022年3月的升息过程中，升息意味着提高市场基准利率—联邦基金利息的变动区间，这个区间的宽度是25个百分点。美联储不是像我们通常理解的那样——通过公开市场操作（出售国债）来抬高联邦基金利息率变动区的。

美国商业银行在美联储有一个户头，商业银行可以把资金贷给企业或购买国债，也可以存入中央银行取得利息率。这个利息率叫做 IORB，即准备金率利息率。如果想紧缩，美联储会提高准备金利益率，商业银行就会愿意把更多的资金存放在中央银行，而用来买国债和其他资产的资金就会减少，国债收益率和其他金融工具的利息率就会上升。通过这个传导机制，将紧缩传递到整个金融市场，从而影响消费者和投资者的决策，影响失业率、影响经济增长速度。**在整个货币紧缩过程中，广义货币的变动是被动，而且并没有发生很大变化。**

四、中国的货币政策传导机制

1、中国的利息率调控体系

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

央行在几年前提到，要从数量控制转到“价格”控制，也就是说从控制 M2变动转到控制利息率变动，这种改进非常正确，合乎时宜。但中国的利息率调控框架似乎仍有待改进。

从数量控制到“价格”控制：利息率调控体系

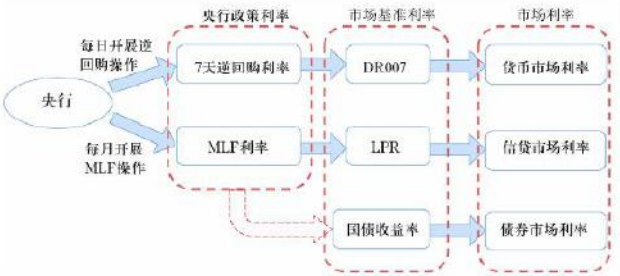


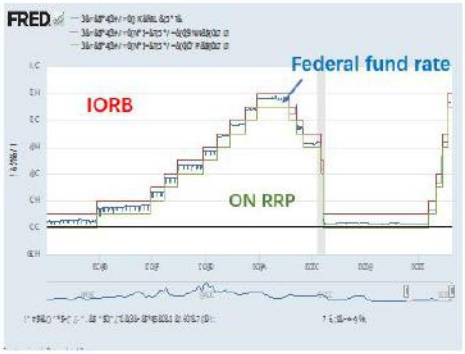
图1 我国利率体系和调控框架

上图是易纲行长对我国利率体系和调控框架的梳理，包括三大部分：一是央行政策利率，二是市场基准利率，三是市场利率。政策利率包括7天逆回购利率（OMO）和中期借贷便利 MLF。中央银行可以通过 OMO 的改变，影响市场基准利息率 DR007，进而影响其他货币市场利率。央行的价格调控是否有效，首先要看它是否能通过改变 OMO 实现改变 DR007的意图。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

中美市场基准利息率走廊的设定

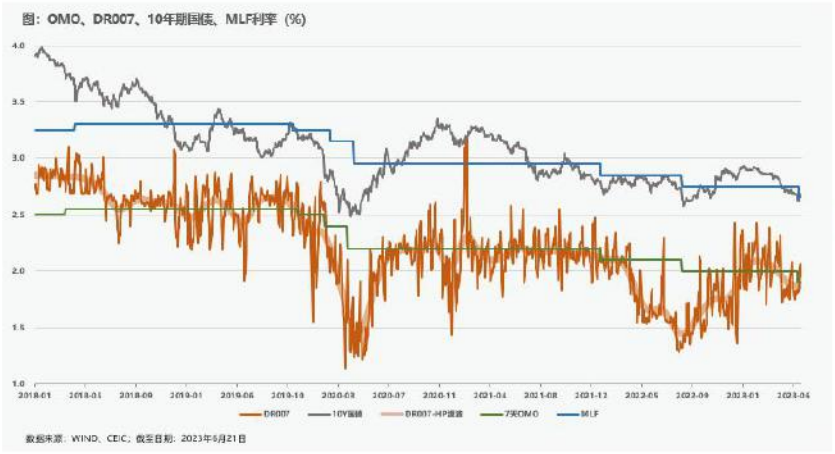
OMO还在发挥调节货币供应量的作用



美联邦基金利率走廊的宽度只有0.25 个百分点，中国的政策利息率走廊大概比美联邦基金利息率宽10倍

央行学习欧洲中央银行和美联储，设置了一个利息率走廊，上限是 SLF，下限是超额准备金利息率，中间是7天回购利息率（OMO），折线是 DR007。央行想通过改变 OMO 使得 DR007变动，并且这种上下变动不能超过上限和下限。这种设计的指导思想是正确的，但相比美国存在很大的问题。美国联邦基金利息率也处在一个走廊中，它的上限是准备金利息率，下限是逆回购利息率，但其上下限的宽度比中国小得多，能够非常精确地把联邦基金利息率确定在 IORB 和 ON RRP 之间。中国的上下限宽度是美国的十倍，DR007在一个非常宽的范围内波动，说明我们的利息率调控缺乏精准度。

重要政策利率和市场基准利率变化



政策利息率OMO在相当一段时间高于市场基准利率

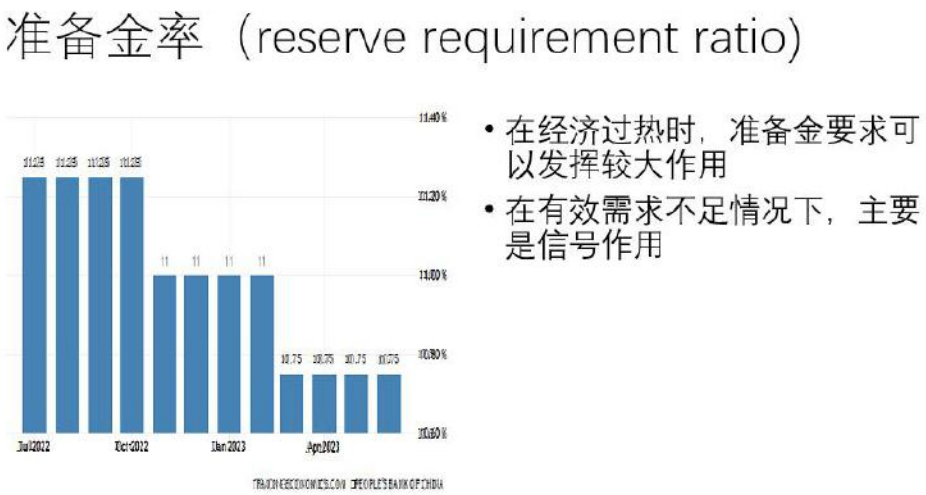
DR007国债收益率同MLF走势大体一致

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

上图中，绿线是 OMO，黄线是 DR007。央行希望通过改变 OMO 来影响 DR007，但是图中靠右的部分显示，在相当一段时间 DR007低于 OMO，这是不太正常的。一般情况下，OMO 作为一个基准，DR007围绕其上下波动。

总而言之，在总需求不足的情况下，中国目前的利息率传导机制还有待改善。正常情况下，市场基准利息率应随政策利息率的改变而改变。 DR007低于 omo 似乎说明市场基准利息率不是跟着政策利率的变化而变化的。DR007下跌可能反映了市场悲观情绪、对流动性缺乏需求。

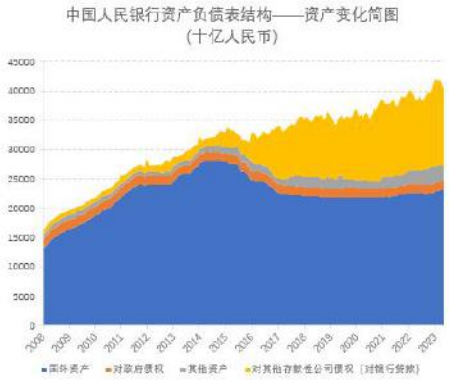
2、数量调控-货币供应量调控



除了公开市场操作、利息率走廊，中国也改变准备金率来调控广义货币的供应量。在经济过热的时候，调整准备金可以比较好地控制商业银行的贷款；但是在有效需求不足的情况下，准备金利息率下降主要是作为信号，对于增加 M2供应的作用是有限的。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

央行资产负债表的变化



2015年以前，基础货币增加主要源于外汇储备增加。2015年后，基础货币的增加主要源于央行对商业银行的贷款。

1、抵押贷款（央行逆回购）。商业银行以实物资产作抵押向中央银行借款。

2、再贴现。商业银行以工商企业向其贴现的商业票据为抵押，向中央银行再贴现，取得所需的资金。

3、信用放款。中央银行直接向申请贷款的商业银行放款，不需要抵押。

下面我们再看看央行的“数量控制”。在总需求不足的情况下，无论是从价格调控还是数量调控，货币政策有效性都可能会出现问题。上图是央行的资产负债表，2015年前，中国基础货币的增加主要来源于外汇储备的增加；2015年之后，基准货币增加主要是源于央行对商业银行的贷款（逆回购）。

央行资产负债表：负债

- 准备金要求是否对商业银行发放贷款形成制约？
- 超额准备金有所增加
- 在2014年以后，尽管广义货币维持了较高的增速，基础货币的数量变化不大，中国货币乘数的增加似乎可以由此得到解释。

央行资产负债中，灰色的部分是法定准备金，黄色的部分是超额准备金，这两部分加起来是准备金，蓝色部分是流通货币，深黄色的部分是政府存款。从图中可以看出，超额准备金在最近几年有所增加。这似乎说明商业银行并不打算充分利用它的准备金来

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

发放贷款。2014年之后，尽管广义货币维持了较高增速，但基础货币数量变化不大。M2增速达到了百分之十几甚至更高，但基础货币变化并不大。这种情况意味着货币乘数增加。中国的情况与西方国家相反，西方国家的货币乘数在下降，而中国的在上升。

M2-M1喇叭口：尽管可以控制广义货币但却无法决定增发货币是否用于真是交易需求

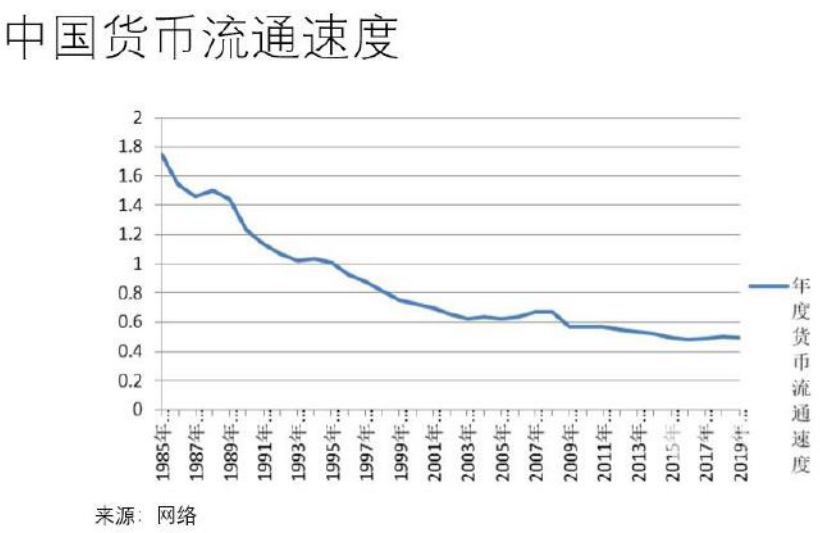
美国有效需求增加：M1在M2中的比重急剧上升。中国相反，由于有效需求不足M1在M2中比重下降

中国的 M1和 M2存在着一个喇叭口，并且这个喇叭口趋于扩大。右图是美国的情况，橙色线是 M1，蓝色线是 M2，M1是 M2的组成部分之一。2020年3月以前，M1在 M2中所占的比重是非常低的，但2020年3月以后美国采取了极度扩张的货币政策，恢复了零利率政策，导致 M1急剧增长，在 M2中所占的比例快速上升。这说明在2020年3月采取了极度扩张的货币政策后，美国的有效需求增加了，因此2021年3月后出现了通货膨胀的迹象。而中国的情况不是这样，尽管货币供应增加，但是作为交易手段的 M1并没有增加太多，比如2023年5月 M2增速为11.6%，M1增速为4.7%，这说明我们现在面临的问题依然是有效需求不足。

3、货币流通速度下降

中国的 M2增速很高，但通货膨胀和 GDP 增速都很低，也可以解释为是我们的货币流通速度在下降。由于有效需求不足，货币政策的有效性大打折扣。央行增加基础货币未必能够相应增加 M2，M2增加也未必能够相应增加投资和消费需求，从而推动经济增长。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn



上图是中国的货币流通速度，它在持续下降。因此，尽管 M2在增加，由于货币流通速度下降，它对实体经济的拉动作用是有限的。因而，与其批评央行货币超发，不如多研究为什么中国的货币流通速度会下降。

尽管执行货币政策中的种种问题，中国仍然需要进一步降息，而且降息的空间是比较大的。主张执行扩张性宏观经济政策的经济学人中对降息的观点有所不同。一派观点认为，**政策利率每降低1个百分点可增加名义 GDP 增速1.2个百分点**。另一种观点认为，**经济总体对利息率的敏感度大幅下降，降低回购利息率可能会鼓励套利，吸引市场参与者通过加杠杆套利，导致债市大幅度波动**，这种情况在2013年曾经出现过。本轮降息是否会出现这种情况，仍有待进一步研究。我个人认为，无论如何，**降息还是十分必要的**。

五、小结

当前中国面临的最尖锐的问题是总需求不足，或者说有效需求不足。在这种情况下，货币政策有必要进一步放松，货币政策传导机制也需要进一步完善。目前市场对流动性和贷款的需求疲软，货币政策的有效性受到较大制约，而且中国央行的货币政策工具也有待进一步完善，以增加货币政策的有效性。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

我认为，在当前形势下，**首先应该扩大财政赤字，加大基础设施投资**。这里的基础设施投资不是单指“铁公机”，而是是一个广义的概念。中国不存在基础设施饱和和超前的问题，广义基础设施的缺口仍然非常大。当然，也要总结过去的经验教训，不要匆忙上阵，应该注意改善资源配置。加大基础设施投资后，会加大财政赤字，产生挤出效应，使得利息率上升，一旦发生这种情况，央行就要采取宽松的货币政策来抵消这种挤出效应，使基础设施投资充分发挥“挤入效应”。有效需求的增加将导致融资需求增加，在这种情况下，辅之以扩张性的货币政策，压低利息率，**只有这样中国经济才有望出现比较大的反弹**。

中国政府应该尽快打消各种顾虑，通过扩张性的财政货币政策刺激经济增长。中国目前的准通缩状态，为中国政府采取扩张性财政货币政策提供难得的机会，如果由于外部冲击通货膨胀形势恶化，中国就会陷入推动经济增长还是抑制通胀的两难境地。西方发达国家目前处在这种两难境地，一方面要控制通货膨胀，一方面又要避免经济衰退。现在我们没有面临这种两难问题，如果不抓紧时间，机会窗口可能就会关闭。

未来若干年，中国应该能够维持较高的经济增长速度。我们有足够大的政策空间，中国经济仍有非常大的潜力。但如果继续放任经济增速下跌，由于“**磁滞效应**”和**人口老龄化**等因素，经济增长的机会窗口就可能会关闭。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

刘元春：准确把握当前经济问题的性质，全面恢复财政政策的积极性

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 70 期）上的发言

在调整宏观经济政策时，首先要明确疫后经济复苏所面临的问题到底是以周期性问题为主，以结构性问题为主，还是以体制性问题为主体。如果在这个问题上没有找好定位，只是简单地进行讨论，宏观政策可能会出现一些偏误。

一、需求不足与产能过剩虽然是问题的两个方面，但性质却大不相同

近期，辜朝明的演讲引起了市场很大的反响。他认为，目前80%的问题是周期性的，是由于资产负债表的衰退所引发的；只有20%的问题是结构性的。因此，简单的货币政策和结构性政策都是无效的，只有持续扩大财政政策，才能有效克服当前的问题。如果我们目前面临的主要问题的确是周期性的，全力启动逆周期政策来对冲一些指标的下滑，包括失业、物价水平和内需不足的问题等，就十分必要了。但如果我们所面临的问题不是周期性的，而是“面多了加水，水多了加面”的恶性循环，**大规模地通过扩大产能过剩行业的投资虽然可以在短期缓解需求不足的问题，但在中期却会面临更严峻的供求不平衡的问题——一是投资扩大了过剩产能企业的产能，二是政府扩张产生挤出效应，反而导致市场导向的主体需求进一步萎缩，这样动态失衡的问题将愈演愈烈**。因此，如果不能很好地判断是周期性问题还是结构性问题，一定会在宏观政策的总体定位和实施力度上产生一些偏误。

随着逆全球化进程加速，中国外需占比持续下降，特别是贸易顺差占 GDP 的比重从9%回落到2%左右，中国产能过剩的问题一直没有得到解决。2014年，国家启动了供给侧结构性改革，希望以此来解决产能过剩的问题，从而实现产业升级中供求的动态平衡。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

三年疫情对供需两端产生了全面的冲击，导致我们难以判断当前面临的是需求端的问题还是供给端的问题，是短期疫情冲击的需求不足问题，还是传统的地方政府“锦标赛”所带来的重复建设、供给端过剩的问题。

在这个问题上，中国与西方国家是不一样的。中国作为世界的生产工厂，全球供给的核心焦点，构建的基础是中国特色体系，尤其是在财政分权体系下，地方政府在政绩工程的推动中出现了产能叠加和产能过剩。因此，不仅要考虑周期问题，还要考虑动态平衡中的结构性问题，更要考虑当期风险与未来风险的平衡问题。需求不足与产能过剩虽然是经济下滑问题的两个方面，但是参照系和形成原因是不一致的。供给能力可能高于潜在水平，也可能低于潜在水平，需求水平也是如此，以潜在水平为参照点，可以将经济萧条区分为产能过剩主导性的萧条和需求不足主导的萧条，采取的治理模式分别为供给侧管理和需求侧管理。如果用扩大投资来解决产能过剩型萧条一定会导致动态失衡加剧的结果。

当下的经济低迷在疫情期间显得更为复杂，有疤痕效应带来的消费修复和复苏的问题，也有供给端修复更快带来的供求不平衡的问题，更有体制问题带来的传统产能过剩的问题。所以，不能单纯依赖一种药方包治百病，而是要分类施策，对症下药。既有以消费修复和消费扩张为主的逆周期政策，也有加速产业升级的供给侧结构性政策，更有改革导向的体制性调整。

二、宏观经济政策在逆周期定位不足是当前底线管理的重点考虑的问题

在目前有效需求不足，物价水平下滑的状况下，大家期待需求端的扩大内需政策全面放量。但今年上半年的复苏可能与很多市场主体的预期有一定差距，这主要是由于受到机制体制问题的影响，财政政策的积极性没有得到充分发挥。目前地方政府的财力基础全面削弱，导致地方财政支出特别是广义政府支出负增长。1-5月，政府广义支出同比仅增长0.7%左右，这比过去几年常态状态下的财政支出增速都要低。在此背景下，难以按照中央经济工作会议的定位，通过积极的财政政策提力加效来达到扩内需的目的。

同时，稳健的货币政策也是不稳健的。这一点体现在结构性宽松上，表现为对于国有企业，以及一些小微企业的定向宽松出现了强烈的扭曲。尽管货币在数量上有很大的

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

宽松，但是由于定向滴灌没有产生更迭效应，没有通过对国有企业和大型企业的信贷向中小企业和传统企业进行全面贯通。因此，在这种政策调控下，只有结构性数量的宽松，并没有总量上的全面宽松，更没有在价格机制，尤其是名义政策利率上进行调整，结果导致了利率扭曲。尽管现在的 LPR 是3.55%，但是头部企业，尤其是头部国有企业的贷款利率已经低于1.8%，出现了倒挂；而民营企业的总体融资成本依然维持在5-6%的水平，民间融资成本仍然很高。因此，这种定向宽松、精准滴灌带来了整个货币体系的价格扭曲和套利，不仅难以扩大总需求，反而可能会导致产能进一步放量。从动态平衡的角度来讲，目前稳健的货币政策过度倾向于结构性政策和产业政策，可能会出现一些政策偏误。广义财政支出必须回归到今年两会定下的7%左右的增速目标；同时，我们要纠正利率的扭曲，而不是简单地降低利率。

很多人认为货币政策，尤其是总量的货币政策是无效的。辜朝明也提出，现在不要把时间浪费在货币政策和结构性政策上，这种判断是极其错误的。当前，国家总体的融资成本在4-5%的，宏观债务量到年底将超过310万亿。如果降低100个 BP，将节省3.1万亿的成本。今年1-5月，国有企业的利润是1.8万亿，规上工业企业利润也不足2万亿。也就是说，**仅降息这一项政策所产生的潜在利润空间就抵得上目前实体经济所产生的全部利润，货币政策应该是很有效的。**

无论是凯恩斯的流动偏好陷阱，克鲁格曼的安全资产陷阱，还是辜朝明所讲的资产负债衰退陷阱，其所提到的货币政策无效，主要是指当名义利率下降到零之后，货币政策的效果可能会大打折扣。但是目前我国的名义利率并没有下降至0，市场对于民营企业的贷款利率依然维持在5%左右。更为重要的是，目前的 PPI 是-4点多，提出物价因素，企业所面临的实际融资成本是8%左右，而美国的实际融资成本仅为1%左右。实际融资成本过高，导致利息支付占 GDP 的比重也很高，达到17%-18%的水平，因此经济越转越慢。

三、政策建议

第一，面对中国目前的经济状况，我们不能直接套用流动偏好陷阱、安全资产陷阱等西方理论。中国并没有像西方那样实施超级量宽，因此目前货币政策是比较有效的。当前，货币政策面临的一个重要问题是要重新调整对宏观经济所面临的主体问题的认识。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

一方面，要认识到当前的周期性问题比较严重；另一方面，也要认识到周期性问题和结构性问题是可以相互转换的。如果控制不好扩内需的政策，可能会演化成为产能的扩大，产生动态失衡的问题。因此，目前的政策在锚定周期性问题和结构性问题上要有一个平衡，一方面要保持战略定力，另一方面要通过保持战略定力实现产业升级，更重要的是要防止恶性循环的产生。

第二，货币政策在锚定各种目标的同时，要有一个回归。结构性货币政策解决不了结构性问题，反而会产生价格和市场的扭曲。因此，我们必须高度关注目前货币市场和信贷市场上的扭曲，解除扭曲是畅通循环的关键。

第三，中国当前的货币政策效率依然很高，**在解除扭曲的基础上相对大幅地降低利率，是解决目前循环不畅、成本高企的重要法宝。**

第四，必须要使财政政策回归到积极的定位上来。要通过中央政府进一步扩大债务规模，加强地方政府的扩张能力，使积极的财政政策恢复原有的定位，而不是进一步的扩张。货币政策也可以进行相应的配合，但需要高度重视传统的财政挖坑、货币放水模式所产生的结构性扭曲问题。需要从更高的层面来思考当前宏观经济政策的定位，以及各种工具之间的协调。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

殷剑峰：宽松货币政策是必要的，但无法解决根本问题

殷剑峰 浙商银行首席经济学家

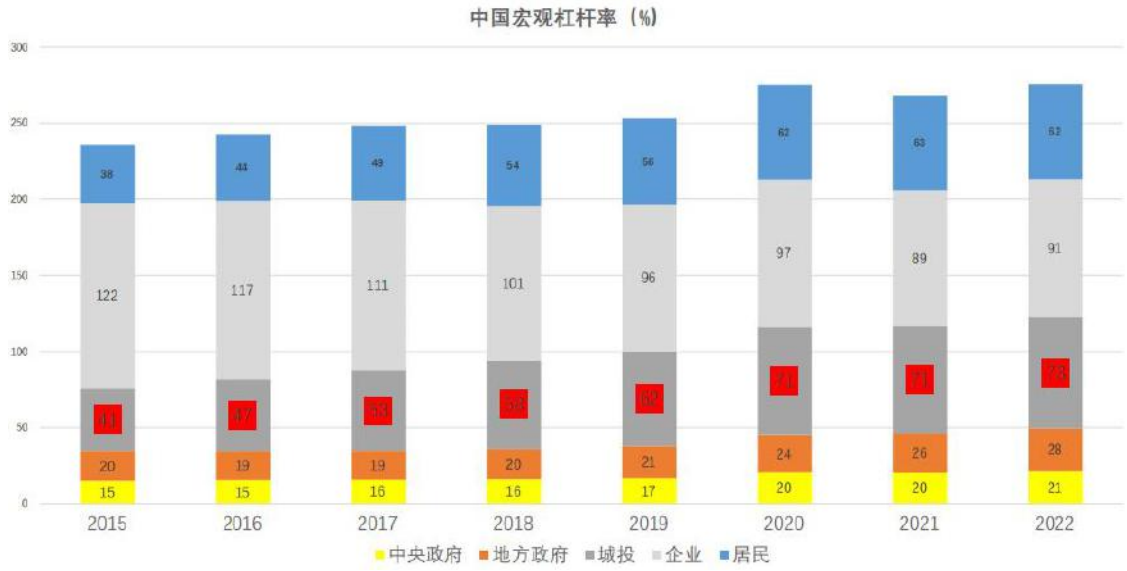
以下观点整理自殷剑峰在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 70 期）上的发言

于泽老师花一个小时的时间讲了财政政策和货币政策，我也十分赞同。现代货币银行学讲的都是错的，货币主义都是错的，货币乘数就是一个错误的概念。那么在不兑现信用货币体制下，货币是怎么创造的，经济是怎么循环的？中国会不会像日本一样陷入长期停滞？中国和日本之间有什么异同？中国财政货币政策应该怎么办？这些问题在我即将出版的著作《成事在人：人口、金融与资本通论》中有详细的解释。就货币政策，今天我主要谈两个问题：首先，货币政策应该继续宽松吗？应该；其次，货币政策能解决根本性问题吗？不能。

一、再议中国的宏观杠杆率

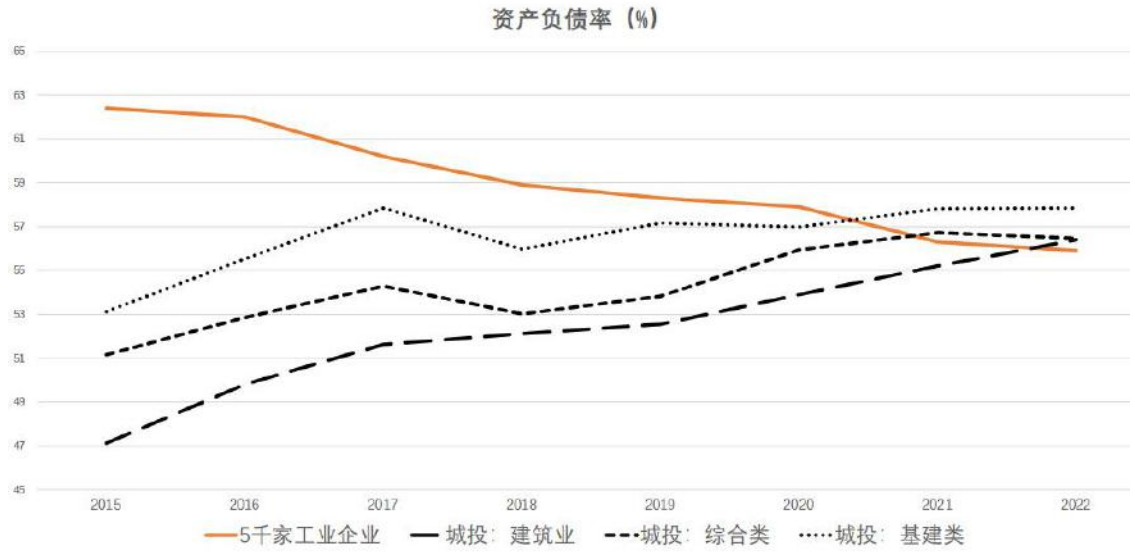
以前中国宏观杠杆率的部门划分是错误的，我们对此做出新的划分，即令企业中的城投公司单独作为一个部门。以2022年为例，中国宏观杠杆率为276%。其中，中央政府21%，地方政府28%，城投公司73%，不包括城投公司的企业91%，居民62%。显然，如果不降息，利息成本会非常高。从图表中我们可以看出，自2015年以来，居民和企业在去杠杆，而城投公司和地方政府在加杠杆。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn



二、资产负债率

从资产负债率这一微观杠杆率指标来看，央行统计的5千家工业企业整体资产负债率在不断下降，而城投公司的资产负债率在上升。进一步将城投公司分为建筑业、综合类和基建类三类，其资产负债率均呈现上升态势。2022年，城投公司资产负债率已经超过5千家工业企业的平均水平。



三、各省地方政府杠杆率

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

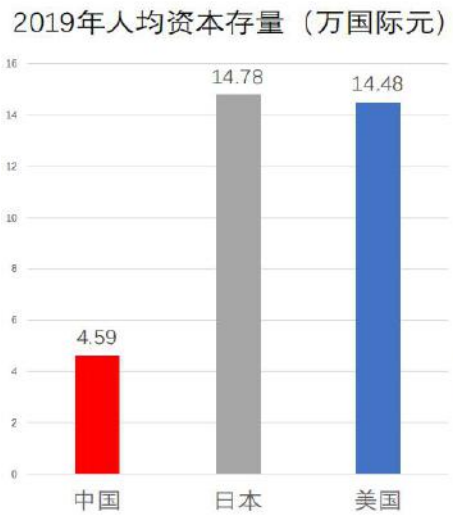
地方政府的负债，包括地方政府本身的负债、地方政府发行的债券、城投公司负债、城投债券、以及其他类型的负债（银行贷款等）。图中呈现了31个省市2022年的地方杠杆率（含地方政府负债和城投负债），由于报告要提交行里，我们没有公开省市的名字。我们可以看到，有5个省市的地方政府杠杆率高于150%，处于高负债水平，其中一个省市的地方政府杠杆率已经接近250%，和日本情况类似；另外还有几个省市处于高杠杆水平，地方政府杠杆率超过100%；真正比较稳健（地方政府杠杆率低于60%）的省市只有5个。

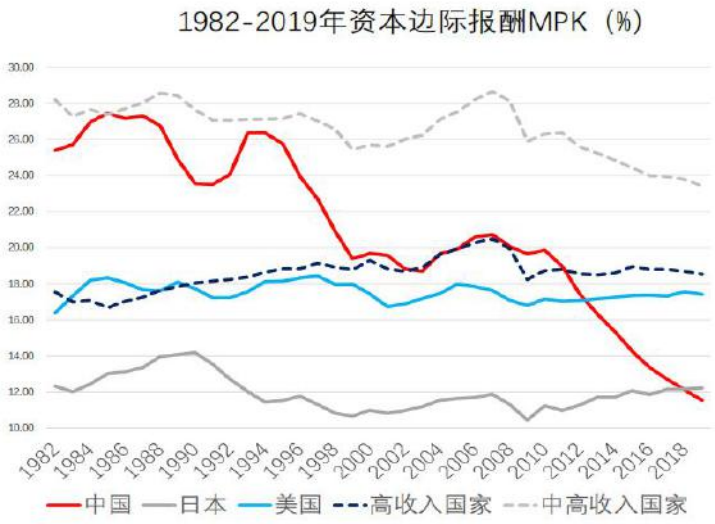
四、资本积累悖论：低人均资本存量+低MPK

负债如此高的情况下，如果不降息，债务成本将十分高昂。但降息降准能解决根本问题吗？不能。因为经济当事人借钱投资，一方面取决于利率，另一方面取决于投资回报率，即宏观经济学中的资本边际报酬（MPK）。

右图展示了1982-2019年91个国家 MPK 的情况。2010年中国第一个“人达峰”后，MPK 持续下滑，2019年已经低于日本。MPK 如此低，投资没有回报，即使降低利率企业也不会投资。

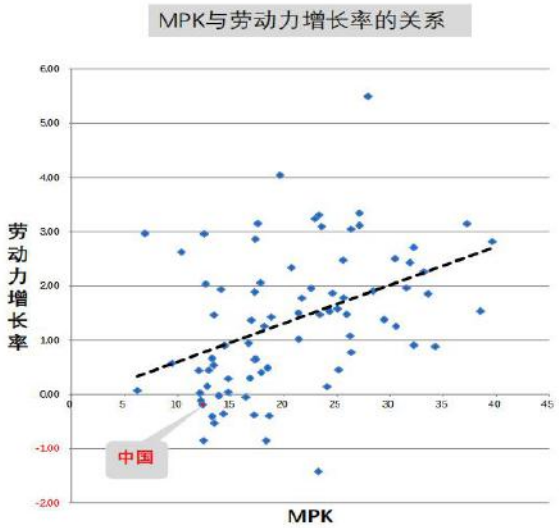
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

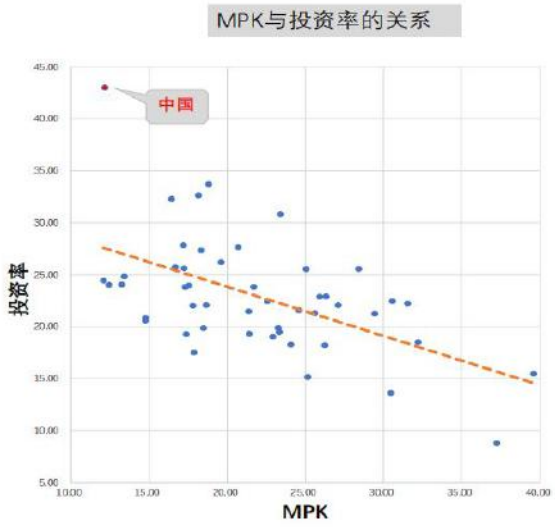




这里存在一个问题。MPK 边际递减规律意味着，人均资本存量低时、MPK 应该较高。而中国的人均资本存量只有美、日两国的1/3左右，却出现了 MPK 持续性下滑，这是一个极其反常的现象。这一研究成果刊发在今年第一期的《金融评论》中。

左图纵轴表示劳动增长率，横轴表示 MPK，两者呈现正相关关系。劳动年龄人口增长率越低的国家 MPK 越低，如中国处于左下角。右图考虑了投资率，投资率越高的国家，MPK 越低，如中国位于左上角。这是因为投资率高本身就说明资本回报率较低。





五、中国经济的结构问题：居民消费率过低，投资率过高

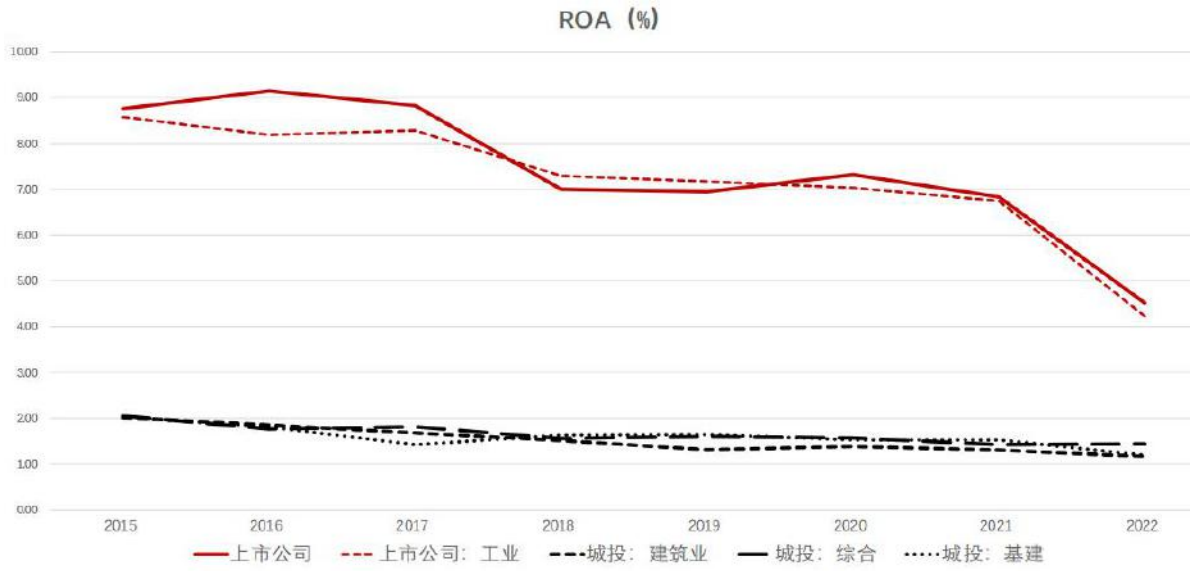
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

中国经济的结构性问题，在以往的研究中经常被忽略。长期来看，中国居民消费率只有38%，远远低于其他国家；但投资率高达44%。可归因于收入分配问题，时间关系不再讨论，详细内容可参考2007年我和李扬老师在《经济研究》上发表的文章以及我的微信公众号推文“财政的钱去哪儿了？”。

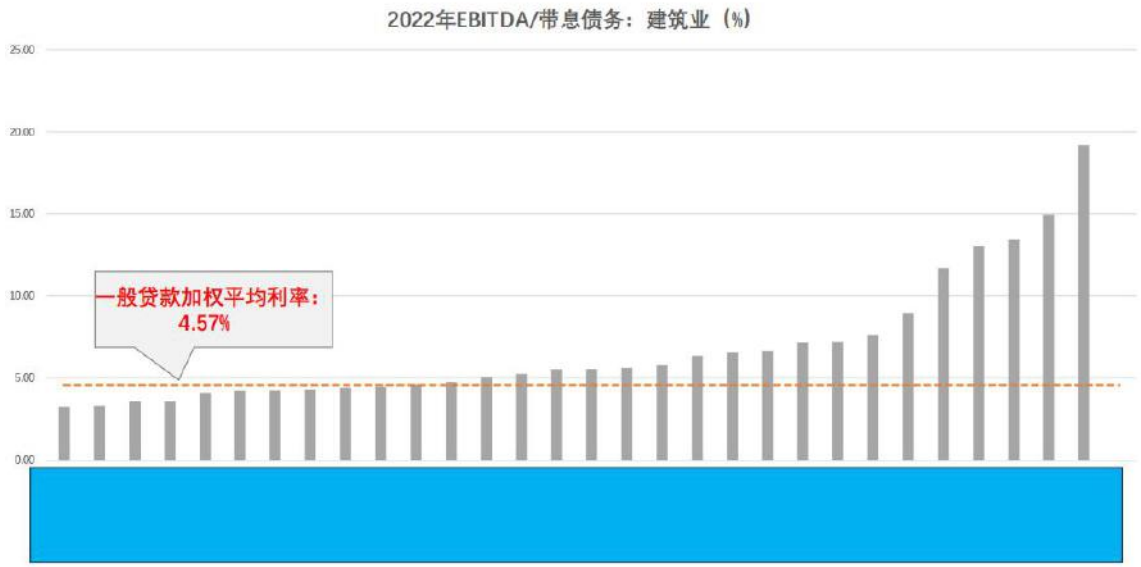
六、城投公司效率很差且偿债困难

2015年以来，城投公司一直是加杠杆的主力，那城投公司效率如何呢？与宏观经济中 MPK 持续下滑相对应，城投公司的 ROA 非常低，尚未达到上市公司的一半，此时投资在微观上没有回报，在宏观上也无法带动 GDP。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn



作为投资的主力军，城投公司能够还得起钱吗？以2022年为例，比较31个省市建筑类城投公司的 EBITDA/带息债务，该指标反映了城投公司能够承受的最大的债务利率。截至今年5月，一般贷款加权平均利率为4.57%。有十多个省市，EBITDA/带息债务都低于4.57%，也就是说很多城投公司可能无法偿还债务。此时，货币政策解决不了根本问题。



凯恩斯《通论》和马克思的《资本论》、亚当·斯密的《国富论》一样，被引用次数远远超过被阅读的次数。引用凯恩斯《通论》第328页的一段话，“正是由于资本边际效率的崩溃，所以萧条状态才如此难以治理……要想恢复资本边际效率并不那样容易，

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

因为，资本边际效率在目前系由无法控制的和不听控制的工商业界的心理状态所决定。”凯恩斯认为治理萧条要降息、要利用货币政策，货币政策不行要用财政政策，但凯恩斯在《通论》的最后才意识到最根本的原因在于资本边际效率。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

曾刚：货币政策目标、总量、结构和传导机制问题

曾刚 上海金融与发展实验室主任

以下观点整理自曾刚在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 70 期）上的发言

一、宏观经济政策目标问题

个人认为，货币政策的关键在于“在货币政策多目标的基础上，准确把握不同经济发展阶段所面临的突出问题和重点任务，有针对性地制定一个主要的政策目标”。因为只有明确了货币政策的主要目标，我们才能深入研究货币政策工具的最优选择问题。

为了制定货币政策的主要目标，首先需要判断当前我国所处的经济阶段。如果我们处于经济周期性问题主导的发展阶段，货币政策目标大致可以围绕经济增长来展开，经济发展动力不足可以通过扩张性的政策来逆向调节；如果我们处于经济结构性问题主导（不仅有经济周期性问题出现，而且伴随着新经济周期、新发展动能的形成）的发展阶段，货币政策的目标就要围绕经济、社会调整以及长期发展方向展开。此时一味地使用扩张性政策不仅无法解决问题，甚至会加剧已有的结构性问题，带来更严重的产能过剩危机。个人认为，当下我国所处的经济阶段还需要更深入的探讨，如果看作是新经济周期形成阶段，那么当下的货币政策就是一个“旧动能已经消退，新动能尚未形成的转弯调整过程中的货币政策”，此时宏观政策的主要目的应当是实现经济、社会向新的长期发展模式的平稳过渡。要实现平稳过渡，在众多货币政策目标选择中必须突出两个问题，一是充分就业，创造更为稳定的社会环境；二防范化解债务风险，创造更为稳定的经济、金融环境，核心在于解决上个经济周期遗留的风险问题。

二、货币政策总量和结构问题

明确货币政策的主要目标是充分就业和金融稳定后，我们需要进一步考虑货币政策总量和货币政策结构问题。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

从防范化债务风险的角度，为债务重组创造更为良好的环境，通过进一步降低实际利率水平来降低融资成本是必然趋势。此外，从目前来看，房地产和相关行业是一个潜在的系统性风险来源，在下调总体融资成本的情况下，加大对房地产领域的利率调整力度（如进一步下调五年期 LPR）是必要的。

从促进充分就业的角度，即使采用扩张性财政政策加大支出和投资，也要考虑财政政策对就业的带动作用，尤其是制造业投资对就业的吸收能力边际下降的现实。制造业产能本身面临着需求端约束，因此我们不得不考虑大量投资，包括基础设施投资，能否产生良好的就业效果，以及能否产生收入提升甚至带动消费提升。有鉴于此，财政支出和货币政策的结构需要进一步优化，个人认为可以将结构性政策的范围扩展得更广些，从目前主要集中在生产（产业端）扩展到消费端以及与消费高度相关的服务业，逐步构建适合我国产业和就业结构变化的总需求调节政策框架。

从上述两个角度，总量货币政策和结构货币政策工具均有进一步的拓展空间。特别地，在经济结构发生重大转变的阶段，通过扭曲的价格积极引导资源配置将是一个有意尝试，但要注意把控价格扭曲的范围和程度，并对价格扭曲所产生的后果做恰当评估。

三、货币政策传导机制问题

与美国不同，我国金融结构高度依赖商业银行体系，M2主体部分是银行存款，它是随商业银行信贷形成的，贷款创造存款。从这个意义上，贷款端决定了 M2的走向和货币乘数。

银行的行为及其所面临的约束对于解释宏观经济状况至关重要。在货币政策的传导机制中，银行扮演着关键的角色，因此，在设计和实施货币政策时，必须充分考虑银行的行为和其所面临的限制。美联储通过扩张其资产负债表来实施宽松货币政策，而中国的宽松货币政策主要通过商业银行的资产负债表扩张来实现。银行的资产负债率为什么要扩张？扩张是否可以持续，要产生什么样的效果？这需要我们深入研究商业银行的行为模式。近期，高盛发布的一份报告引发了市场的广泛关注。尽管报告基于许多不合理的假设，并得出了错误的结论，但其提及的一些问题仍值得我们重视。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

从目前看，商业银行资产端的扩张（贷款投放）除了面临客户（企业和个人客户等）的资金需求约束外，还会收到银行自身的经营管理的限制，一是息差收窄后对银行经营可持续性的约束；二是随着过去的增长模式发生变化，过度依赖城投和房地产的发展模式已然不可持续。已形成的一些资产在未来有风险暴露的可能，我们需要评估这些风险对银行未来资产配置的影响。当然，我们认为不同的银行受到的影响是不同的。三是来自监管政策层面的约束。目前货币乘数扩张不仅要受需求端影响，最近一段时间，微观层面的信贷需求相对疲弱，给银行信贷投放带来不小的挑战。另一方面，在资本充足率监管框架下，银行信贷投放（或风险资产扩张）能力受制于其自身的资本状况。

从传导机制角度，货币政策的实施效果不仅取决于中央银行，金融监管政策也会对中国的货币政策产生重大影响。由于金融监管政策并不一定由货币政策当局主导，因此还需要考虑监管政策的叠加效应。目前，我们正在实施资本充足率要求的新规定（巴塞尔协议三），这对银行的信贷投放总量和投放结构都会产生影响。此外，银行为满足资本充足率要求，银行在资产扩张的同时必须要报有足够的资本，但在银行估值偏低的背景下，如何解决银行业（特别是中小银行）的资本补充问题，以确保之前提到的扩张政策能够顺利实施，保证金融机构具备相应的投放能力，这些都是我们未来需要讨论的课题。

综上所述，我主要强调三点内容。一是政策目标问题。不同的目标决定了不同的政策选择，并且在不同时间段上，货币政策的主要目标也不同。因此，我们必须“因时而变”，根据时机的不同做出持续一段时间的改变，目前阶段，应坚持就业优先的政策目标，兼顾金融稳定。二是围绕货币政策目标构建需要的货币政策体系和货币政策工具，总量和结构上的调整都是必要的。总量调整主要涉及价格调控，而结构调整则需要政策支持引导资金流向消费和服务业领域。目前，政策重点集中在生产和第二产业层面上，需要加强引导消费和服务业的发展。三是从商业银行的角度出发，转型过程中货币政策传导可能面临的挑战和问题。我们需要及时进行政策上的优化调整，以避免在调整过程中产生新的问题。如果金融机构本身的运营不稳定和不可持续，货币政策传导就很难落到实处，因此，我们要确保商业银行能够稳定运行，才能确保货币政策的有效实施。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

伍戈：现行经济背景下货币政策的挑战

伍戈 长江证券首席经济学家

以下观点整理自伍戈在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 70 期）上的发言

在今天的分享中，我将讨论这样一个问题：如果未来大家对政策方向有共识，为何在现实中市场感到政策似乎并不“给力”？尽管当前经济已呈现出明显的下行趋势，但无论是货币政策，还是包括财政政策在内的其他各种政策，发力程度似乎低于市场预期。

中国的货币政策与海外，特别是与西方发达国家的货币政策存在差异。不论从货币政策的独立性还是央行在中国的定位（属于“内阁”的组成）来看，其行为方式和决策机制与西方并不完全相同，决策并非完全依赖于投票形成决议。总体而言，中国的货币政策形式丰富多样，除了利率之外，还有许多其他的政策工具。

针对这一问题，结合于泽教授刚刚的报告，我有两方面思考。第一，从大局观来看，货币政策是短期的总需求调控政策，如果大家对此没有异议，那么对短期经济的描述或者对货币政策背景的明确无疑是必要的。第二，我们需要讨论在当前背景下，货币政策面临的问题、挑战和约束。在座各位也可以思考，如果站在央行行长的角度，会考虑哪些问题？

一、货币政策背景

市场包括以于泽老师代表的一部分学者，都在呼吁实行降息等宽松的货币政策。两三周前央行基准利率下降了10个 BP，央行自今年以来也在督促存款利率下降，贷款利率总体上也在下降，虽然下降趋势并没有去年那么明显，但考虑到去年存在疫情冲击影响，利率变动方向整体上与去年是一致的。

在大背景下，今年无论是中央还是地方都锚定了经济增长目标。今年的经济增长目标是达到5%左右的经济增速，因为疫情的影响，存在基数效应扰动，我们对同比增速的

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

预期需要更加谨慎。考虑到去年的低基数，总体而言，今年的目标设定还是较为审慎的，如果按照复合增速来看，大约是4%多一点，这是一个相对而言较低的经济增速目标。在此经济增速基础上，今年二月份，总书记在二中全会和两会江苏代表团的发言中明确提出——不要“大干快上”；两三天前，求是网更是发表了习总书记3月份在江苏团论断的全文。现在决策强调核心意识，要根据党中央、国务院的部署进行，在总基调下，我们观察货币政策、财政政策和其他政策，似乎出现了一定程度的“发力”，但强度尚且不是很大。到目前为止，从对经济形势的响应而言，货币响应较快，名义利率保持宽松趋势；广义财政增速可能下降，换句话说，财政不同于年初所说的“狭义财政赤字3%的扩张”，而有可能是收缩的。

这样的宏观背景决定了决策者，尤其是中央银行作为国务院的组成部门，对政策使用的力度。货币政策在方向上没有问题，今年的货币政策仍然保持宽松趋势，无论是一季度还是二季度的数量和价格都朝着更宽松的方向发展，利率趋势下降，货币总量扩大。对于货币政策的争议，主要集中在力度上，而非方向上；但对于财政政策而言，可能在方向把控上就存在问题。对于总需求的调控政策，我们不应该仅仅着眼于讨论应该如何，也要站在决策者的角度，思考他们在考虑什么。横看成岭侧成峰，只有将两者结合起来，我们才能更加全面地理解当前的政策问题。

客观而言，今年的数据存在很多有趣之处。从一季度数据可以看出，随着疫情高峰的消逝，经济开始自发修复，这也符合其他国家在疫后修复的特征。再过一两周，我们就能看到二季度同比增速的数据，不出意外的话，基于去年的低基数，今年二季度的国内生产总值（GDP）同比增速可能在6.5%-7%之间。如何理解这一数据？虽然部分人可能认为这一增速不高，但结合今年的经济增长目标，我认为这一增速还是可以接受的。

从二季度开始，环比增速明显下滑，人们对经济下行压力的感受愈发强烈。作为决策者，该如何思考？总体而言，二季度的同比增速偏高，而环比增速明显降低。在同比数据和环比数据相争时，决策者究竟是更多地关注同比增速还是环比增速呢？对这一问题的判断非常关键。尽管青年失业率一直居高不下，未来一两个月甚至可能还会创下新高，但从《政府工作报告》中考核的整体调查失业率来看，今年以来的失业率是持续下降的。这一数据可能存在一些问题，但青年失业率数据和整体调查失业率数据来自于统

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

计局的同一个部门，如果说整体调查失业率数据有问题不可信，那我们又怎么能相信青年失业率数据呢？换句话说，数据可能存在统计问题、样本选择问题，如果我们不相信整体调查失业率下降的趋势，为什么又要相信青年失业率上升的趋势？众所周知，过去“稳增长”实际上就是在“稳就业”，今年调查失业率整体趋势并没有达到5.5%（过往能够引发货币政策甚至财政政策迅速调整的失业率临界值），一季度以来整体调查失业率也一直呈现下降趋势，对于决策者而言，他们观察到的正是这些事实。

此外，根据我的观察，当环比数据和同比数据相争时，决策者可能更看重同比数据。过去我们就经历过环比增速明显下降，但同比增速表现良好的情况，比如在2021年，当时上半年经济增速同比表现出色，但环比增速明显下滑。为什么会出现这一情况？原因在于受到武汉疫情的影响，2020年基数较低，2021年的数据建立在2020年的低基数基础上，就像今年上半年经济数据建立在去年上海疫情冲击导致的低基数基础上一样，将出现同比增速很高但环比增速下降的现象。在此背景下，政府采取了何种政策措施？2021年的五、六月份，有文件提到要把握好改革的窗口，当时政府出台了一系列相对偏紧缩性的改革政策，包括互联网平台监管、教培行业监管、三道红线、房贷集中度以及缺煤限电供给侧约束等等。直到2021年底，中央经济会议上中央意识到这一问题，所以在年底的经济工作会议上提到了“三重压力”的问题。实际上，这三重压力与2021年上半年低基数引起的高增长以及随后出台的一系列监管措施是密切相关的。

2021年的事实表明，决策者可能更加关注同比增速。不过，今年中央还是清醒地意识到了这一问题，没有继续出台更多的紧缩性政策，很多会议定调“复苏基础尚不牢固”。在政策调整过程中，要考虑中央意图，把握中央总基调，这是任何一位中央银行行长，或者在座各位未来有幸成为中央银行行长时，都需要考虑的背景和环境。

另外一个问题与央行技术性判断有关。他们在决策货币政策时首要考虑的是经济的冷暖，包括物价、就业和通胀等因素，但在做出这些判断后，他们也会洞察引起这些现象的原因。首先，他们会思考，目前的问题有多少是由供给冲击引起的，又有多少是由需求问题引起的，还有多少是由短期供给和需求无法解释的因素引起的。客观而言，如果从实证角度来看，现在不能完全用总需求或短期供给来解释的问题越来越多。举个简单的例子，以前我们观察到商品房销售与利率之间存在明显的负相关关系，但最近一两

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

年，商品房销售对利率的敏感性明显减弱。具体来说，商品房房贷利率定价由两部分构成，一部分是中央银行五年期 LPR 定价，另一部分来自于商业银行的加点。LPR 在去年和今年都有所下降，尽管降幅未达市场预期；相较于央行 LPR 利率，商业银行降点相当可观。不过，即使利率明显下降，疫情前后商品房销售依旧反应平平。对于整个经济现象的需求面、短期供给冲击以及一些无法解释的因素而言，技术性官员会进行权衡和识别。

二、货币政策面临的挑战和约束

无论如何每个人做好自己份内的事情就好。但是，央行在做自己份内的事情时，它的顾虑究竟是什么？

举个例子，汇率。现在学界已经达成一个共识，只要经济搞好了，哪怕存在中美利差也不会导致资本外流，汇率问题仍能得到很好的解决。但问题是，从短期来看，美国经济仍有韧性、还要加息，但中国利率已呈现下行趋势，所以利差问题还未解决，目前来看汇率依旧有压力。有的专家学者认为，把中国经济搞好了，利率直接降到零不就什么问题都解决了？但是，大家有没有考虑过，货币能对经济增长发挥重要作用，但是否能起到百分百的作用？或者究竟能起到百分之几十的作用？如果汇率出现贬值，或者趋势性变化，正如同过去“8.11”汇改经历的那样，它是综合性的反应。最近，我们对汇率灵活性有了更大的容忍度，但客观上讲，当汇率达到一定阈值后，出于某种力量，也许是来自中央的力量，也许是来自社会的力量，中央银行不得不进行宏观审慎管理。所以，汇率本身是全社会整体经济运行的结果，而货币政策只是影响经济运行的政策之一，但是汇率调控和稳汇率，包括资本管制的职责和压力最终都落在了央行身上。

从理论上来讲，这样不仅经济稳住了，汇率稳住了，也不用过分考虑中美利差问题。但从现今的体制机制设计而言，中央银行的权责利并不对等。宽松的货币政策对经济显然有帮助，这是常识，但如果货币政策已经走到极端，其他政策却没有太多响应，使得汇率最终还是出现贬值压力，但汇率贬值问题包括资本流动管理问题完全由人民银行外汇局负责，这样的权责利体制机制设置会影响央行货币政策发力程度。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

在过去的观察中我们感受到，人民银行负有稳住汇率的职能。从央行视角看，汇率问题是一个综合性问题，财政上不提供支持，其他政策也不行动，即使央行将利率降到零，又能怎么办呢？这就存在权责利对等的问题，这是体制机制设置问题，也取决于政策机构的理解问题。我认为，在经济下行压力较大时，各类政策机构都要出力，各司其职。但从客观上来讲，为什么货币政策保守，财政政策也保守？这背后的逻辑是什么？央行可能没有特别积极，为什么财政部门也不积极？虽然机理可能不完全一样，但机理背后也存在共通点，这是需要我们去思考的。

客观上而言，货币政策保持宽松，在大方向上没有问题，但在这一过程中，政策的使用节奏值得商讨。当然，这一问题即使在国际上也没有明确的答案。由于种种原因，包括结构性原因、老龄化原因、调控原因等等，未来中国经济增速下降可能比我们的预期快很多。在这种情况下，利率工具究竟如何使用？需要按照何种规则来？过去美国有泰勒规则，现在美国也基本放弃泰勒规则了，我们需要重新审视这一规则的建立。

此外，结构性货币政策可能存在扭曲。刚才于泽教授提到，现在存量房贷利率显著高于一般贷款利率，我认为对最优质的客户、最优质的资产给予最高的利率，显然是不合适的。为什么利率调整不动？这中间有商业银行的问题，也有中央银行的问题，还有存量房贷定价机制的问题，这些问题都急需调整。因为如果存量房贷不调整，老百姓都提前还贷，资产负债表自然收缩，自然引致消费紧缩。

总体而言，我想起周小川行长的一句话，逆周期调控是必要的，但还是要强调一个理念——寓改革于调控之中。“子弹”是要打的。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn