



# 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11期）

## 利率还应继续下调吗？ --灵活适度货币政策的定位

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

2020年7月

## 利率还应继续下调吗

### ——灵活适度货币政策的定位

于泽 中国人民大学经济学院教授、国家发展与战略研究院研究员、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

4 月份以来，我国政策利率基本保持平稳，货币市场利率呈现一定的上升。结合二季度经济同比增长 3.2% 的表现，灵活适度的货币政策立场需要调整吗？未来还应该继续下调利率吗？

总的来看，我国当前经济还处在恢复期，货币政策立场不能调整，还要加大降低实体经济融资成本，特别要关注居民的资产负债表状况。货币政策立场调整的主要参考指标是就业、居民收入和消费增速的恢复。货币政策需要在国内外两个循环的大背景下考虑，在未来一段时间内，都要在总体稳健中维持相对宽松的立场，更好完成国内循环为主体的调整过程。

在具体执行方案上，为了更好地在稳增长、调结构和防风险中保持平衡，可以考虑逐步下调短期政策利率，给金融机构留出足够的定价灵活性，并配合央行购买资产，带动长期和高风险利率下行，而不是简单抬高短期利率，压低长期利率的思路。同时，以改革手段疏通利率传导链条，尽早建立明确的前瞻指引。

#### 一、当前利率走势反映了货币政策灵活适度

银行间市场 7 天质押式回购利率和存款类金融机构 7 天质押式回购利率从 5 月下旬开始上升，逐渐回到了人民银行 7 天逆回购利率的 2.2% 上方，反映了市场流动性开始收紧。在 1 年期 MLF 从 4 月份开始维持在 2.95% 的基础上，7 月 20 日，最新一期贷款市场报价利率（LPR），一年期 LPR 为 3.85%，五年期以上 LPR 为 4.65%，连续四个月未作调整。市场资金价格的变化不是流动性转向，是央行政策节奏发生变化，从一季度的极度宽松回归稳健。我国疫情高发期在一季度，货币政策更多体现了临时救助功能。二季度后，货币政策回归对经济温和刺激轨道，没有大水漫灌。

#### 二、货币政策取向未来较长时间不能发生改变

我国 2 季度经济同比增长 3.2%，实现了统筹做好疫情防控和经济社会发展，在全球首先实现了正增长。货币政策的立场取决于对未来经济的预期额和中国向国内循环的调整过程。

在后疫情时代，各种力量变化较快，更应该从当季同比和环比数据中看推动回升的力量是什么。二季度回暖主要动力是投资，拉动 GDP 增长 5.01 个百分点，其次是净出口拉动了 0.53 个百分点，消费依然是同比负增长。投资中更多比例来自于房地产和基础设施建设，制造业投资持续下滑。净出口的影响可以从货物贸易与服务贸易两方面来看。货物贸易修复的原因是医疗产品增加和我国产能恢复与国外需求、国外供给之间的时间差。目前，只有我国和越南生产端恢复较快，可以弥补其他国家的需求缺口。但是，从需求端看，如果国外疫情一直延续，需求可能会进一步放缓，从供给端看，目前东南亚的疫情正在改善，随着越南、泰国、菲律宾等产能逐渐恢复，我国的货物出口状况在下半年压力仍然较大。服务贸易修复的主要原因是旅游项下贸易逆差大幅度减少。

因此，当前的经济回稳更多体现了政策上的“填坑”效应，是将我们从一季度的经济停滞状态拉回了正常的轨道，但是面对疫情，市场并没有充分的内生增长动力。这种力量无法有效传导到就业和收入端。城镇调查失业率 5.7%，31 个大城市 5.8%。同时，居民收支缺口加大。二季度，外出农民工月均收入下降 6.7%。城镇居民二季度人均可支配收入累计同比 1.5%，实际同比-2%，与 GDP 增速差距加大。特别城镇居民二季度人均可支配收入中位数累计同比 0.4%，收入差距拉大，主要是零售、餐饮、住宿等行业受到影响。城镇居民二季度人均消费性支出累计同比-8%，实际同比-11.2%，居民消费意愿不足。全社会对疫情的信息敏感度依然非常高，因此还需要保持政策的取向不变，着力降低实体经济融资成本。

实际上，我国货币政策立场更要从建立国内国际两个大循环这个背景考虑。在构建国内循环为主体过程中，各种经济结构会经历较大调整，需要相对宽松的货币金融环境。1929 年大萧条部分原因在于结构调整过程中，美联储收紧货币政策。

所以，在未来一段时间内，货币政策都需要在稳健中维持相对宽松。突破以价格为主，经济增长为辅的总量性指标，更多参考就业、居民收入、消费等指标。

### 三、利率结构存在扭曲，需要降低短期政策利率和增加央行资产购买

为了降低实体经济融资成本，今年以来一直在压低长期利率。在 2019 年 LPR 改革之后，MLF 起到了长期利率引导作用，年初至今下调了 0.3 个百分点。但是在这个过程中，通过调节流动性，短期的银行间市场 7 天回购和银行间市场存款

类机构 7 天回购先下降后上升，在 6 月底的节点效应下，甚至高于年初水平。总体看，二季度以来货币政策执行思路是在压低长期利率的同时抬高了短期利率。压低长期利率利于降低实体经济融资成本，抬高短期利率防止“滚隔夜”等金融空转套利。

利率结构可以分为两个维度，一个是时间维度，从短期、中期到长期。还有一个是风险维度，无风险、低风险和高风险。我国已经构建了从短期公开市场操作到中长期 MLF 的政策利率体系，通过流动性调节调控从货币市场到债券市场的利率走势。可以说，在时间维度上，产品是比较丰富的。但是，由于我国风险类工具不足、刚兑等问题的存在，风险维度定价与时间维度定价混合在一起。

**当前的货币政策执行思路蕴含了不稳定因素。**目前抬高短期利率，压低长期贷款利率，让银行业让利于实体企业。这导致的结果是银行的息差收窄，从 2019 年第 2.2% 下降为一季度 2.1%，二季度会进一步收窄。

从目前的数据看，今年收窄的幅度还不是非常大，重要的原因在于银行的负债结构在改善，今年以来存款增速持续上升。这其中一个重要表现为居民存款在大幅度攀升。但这个过程本身是不可持续的。当前居民的预防性储蓄上升。随着我们的疫情逐渐平稳消费逐步回升，这部分动机会放缓。同时，随着资本市场改革，部分资金向股市等流入，下半年的存款上升速度会放缓。商业银行的息差有可能会进一步下降。

在这样的一个环境下，商业银行承担的风险在上升，但是对应的息差下滑。这就产生了风险与定价之间的不匹配，商业银行承担了过多的风险，不利于金融稳定。**建议需要降低短期政策利率，给商业银行足够的定价空间。**

**对于降低短期利率担心的是资金空转，更要通过宏观审慎政策应对。**这些年一直在讲资金空转，监管部门“三三四十”的检查也重点关注了资金空转，但所谓资金空转其背后有更深层次的原因，主要是两个：第一个是实体经济下行。根本性问题由于我国实体经济不振，收益率下滑。资金进入实体经济的意愿不足，更多的也就是进入房地产和城投平台。第二，在于我们对于资金价格的过度管制。由于对于资金价格的过度管制，所以就导致了大规模的扭曲，在这种条件下商业银行为了逐利，就产生了资金空转问题。

其实 2008 年的金融危机跟现在的情况有些类似。由于世界各国在美国追逐

安全资产，所以导致美国的长期利率下行，同时美联储在加息，那么就导致美国银行业的整体息差收窄。在这样的一个背景下，银行等金融机构开始追求高利润，所以就出现了过度的金融创新，以及后来的金融危机。因此，实际上当前我们这种方法看似在规避金融风险，但蕴含了很大的金融风险。为了给实体经济让利，我们可以控制住长期利率。但在这样的一个情况下，如果我们还要控制短期利率不下降，给金融机构的定价空间就非常窄了，金融机构无法正常风险定价，也就不能形成良好的相对价格。所以需要进一步下调短期利率，给金融机构留出足够的定价空间。

对于可能出现的金融套利问题更多应该通过宏观审慎监管来完成，而不是通过货币政策完成所有任务，不能简单的既要保增长又要防风险。与当前利率期限结构类似的问题还存在于结构性货币政策工具。对于结构性工具主要是定向，但是不宜直接定价，将相对价格交给市场。

如果不改变压低长期利率，抬高短期利率的思路，为了解决存在的问题，降准是不是可以？当然在完美市场上，数量和价格是等价的，但是信息不对称的市场上，这二者不等价，问题依然存在。降准可以缓解问题，但不是治本的办法。

**除了下调短期政策利率以外，还要进一步通过央行资产购买理顺各种风险因素。**我国当前的风险定价不但空间不足，同时比较扭曲的。扭曲的主要原因就在于商业银行承担了过多的系统性风险。货币政策不单单是一个总量性工具，更多是通过总量调控，改变整个社会的风险分布和风险感知，通过调整风险分布与风险感知影响居民和家庭的支出从而影响总需求。但是，当前我国的整个货币政策在定价过程中将系统性风险转嫁给了商业银行。因此，我们应该让中央银行更多承担系统性风险。商业银行能够识别的主要是企业的个体性风险。让商业银行去承担跨越周期这样的系统性问题是很难的、也不合适。

6月1日，人民银行联合四部委发布了《关于加大小微企业信贷支持力度的通知》。自即日起，央行将按季度购买符合条件的地方法人银行业金融机构2020年3月1日至12月31日新发放的普惠小微信用贷款的40%，贷款期限不少于6个月。

在操作上，央行向与财政部联合成立的SPV提供4000亿再贷款资金，SPV拿了4000亿的再贷款资金以后，和地方法人金融机构签订信用贷款支持计划的合

同，购买地方商业银行发放贷款的 40%，资金期限是一年。

央行购买的贷款，委托放贷银行管理，贷款利息由放贷银行收取，坏帐也由放贷银行承担。因此，央行只是名义上购买一部分贷款，实际上对所购买贷款不承担任何收益和风险，仍完全归属于放贷银行。这种操作实质上只是以特定贷款为标的，向符合条件的银行提供一定比例的零息再贷款支持。

**要让资产购买政策真正起作用，还是需要央行承担更大的系统性风险。**第一，在额度上进一步加大，今年中小微企业的贷款需求大，更需要力保市场主体生存，资产购买规模可以根据情况进一步提升。第二，建议考虑真实购买，利用 SPV 等机构主体，将贷款真正对商业银行出表。提升商业银行资本金使用效率，降低风险。第三，为保证商业银行审慎放贷，可以将最终违约率与准备金率等挂钩。第四，扩大范围，考虑购买中小微企业发行的集合债券等，多渠道稳定中小微企业融资。

#### 四、强化政策利率体系改革和预期引导

**我国的货币政策需要调整政策利率之间的传导机制。**从期限结构等角度来讲，我们从短期、中期、长期是可以拼接出一个跨时的政策利率。但是，其背后的操作工具不同。操作工具所对应的交易主体、抵押品信息就不相同。这就导致了实际上我们在不同的产品之间在传导的过程中存在着大量的由于信息和抵押品所带来的扭曲和分割。因此，为了更好调整中国经济，需要更加统一、透明的资本政策工具体系，统一交易对象、缓释要求等。

**未来应该加强前瞻性指引。**现在中央银行对未来利率路径有一定的含混性，导致市场的参与者、政策的观察者都不是非常清晰。所以，有时会有担心货币政策会不会突然转向，会需要不停的由中央来公布货币政策的方向。如果能够明确的进行前瞻指引，有利于我们更好的去稳定预期。现在货币政策的初衷是非常好的，但是希望达到的目标太多，为了保持灵活性，就经常会想保持各种选择。这样的情况下其实并不利于我们整个经济的预期平稳，需要更为明确的利率指引，让金融市场、企业和居民进行更一致的选择。

## 杨瑞龙 王国刚 屈宏斌 闫衍 孙明春 洪灏 于泽联合解析：利率还应继续下调吗？—灵活适度货币政策的定位

昨日，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公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会(第 11 期)于线上举行。百度 APP、新浪财经、财经、凤凰网财经、搜狐财经、WIND、中国网等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数逾 110 万人次。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）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“利率还应继续下调吗？—灵活适度货币政策的定位”，知名经济学家王国刚、屈宏斌、闫衍、孙明春、洪灏、于泽联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、国家发展与战略研究院研究员、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。

报告就以下四个观点展开：

- 一、当前利率走势反映了货币政策灵活适度；
- 二、货币政策取向未来较长时间不能发生改变；
- 三、利率结构存在扭曲，需要降低短期政策利率和增加央行资产购买；
- 四、强化政策利率体系改革和预期引导。

首先，报告指出当前利率走势反映了货币政策灵活适度。银行间市场 7 天质押式回购利率和存款类金融机构 7 天质押式回购利率从 5 月下旬开始上升，逐渐回到了人民银行 7 天逆回购利率的 2.2% 上方，反映了市场流动性开始收紧。在 1 年期 MLF 从 4 月份开始维持在 2.95% 的基础上，7 月 20 日，最新一年期 LPR 为 3.85%，五年期以上 LPR 为 4.65%，连续四个月未作调整。市场资金价格的变化不是流动性转向，是央行政策节奏发生变化，从一季度的极度宽松回归稳健。我国疫情高发期在一季度，货币政策更多体现了临时救助功能。二季度后，货币政策回归对经济温和刺激轨道，没有大水漫灌。

其次，报告认为货币政策取向未来较长时间不能发生改变。货币政策的立场取决于对未来经济的预期额和中国经济向国内循环的调整过程。二季度回暖主要动力是投资，拉动 GDP 增长 5.01 个百分点，其次是净出口拉动了 0.53 个百分点，消费依然是同比负增长。当前的经济回稳更多体现了政策上的“填坑”效应，

是将我们从一季度的经济停滞状态拉回了正常的轨道，但是面对疫情，市场并没有充分的内生增长动力，这种力量无法有效传导到就业和收入端。

实际上，我国货币政策立场更要从建立国内国际两个大循环这个背景考虑。在构建国内循环为主体过程中，各种经济结构会经历较大调整，需要相对宽松的货币金融环境。在未来一段时间内，货币政策都需要在稳健中维持相对宽松。突破以价格为主，经济增长为辅的总量性指标，更多参考就业、居民收入、消费等指标。

再次，当前我国利率结构存在扭曲，需要降低短期政策利率和增加央行资产购买。总体看，二季度以来货币政策执行思路是在压低长期利率的同时抬高了短期利率。压低长期利率利于降低实体经济融资成本，抬高短期利率防止“滚隔夜”等金融空转套利。

当前的货币政策执行思路蕴含了不稳定因素。目前抬高短期利率，压低长期贷款利率，让银行业让利于实体企业。这导致的结果是银行的息差收窄。随着居民预防性储蓄增长放缓，加之资本市场改革，部分资金向股市等流入，下半年的存款上升速度会放缓。商业银行的息差有可能会进一步下降。这就产生了风险与定价之间的不匹配，商业银行承担了过多的风险，不利于金融稳定。因此，需要降低短期利率，给商业银行足够的定价空间。

对于降低短期利率担心的是资金空转，更要通过宏观审慎政策应对。资金空转其背后有两个更深层次的原因：第一个是实体经济下行。根本性问题由于我国实体经济不振，收益率下滑。资金进入实体经济的意愿不足，更多的也就是进入房地产和城投平台。第二，在于我们对于资金价格的过度管制。由于对于资金价格的过度管制，所以就导致了大规模的扭曲，在这种条件下商业银行为逐利，就产生了资金空转问题。

对于可能出现的金融套利问题更多应该通过宏观审慎监管来完成，而不是通过货币政策完成所有任务，不能简单的既要保增长又要防风险。与当前利率期限结构类似的问题还存在于结构性货币政策工具。对于结构性工具主要是定向，但是不宜直接定价，将相对价格交给市场。

除了下调短期政策利率以外，还要进一步通过央行资产购买理顺各种风险因素。我国当前的风险定价不但空间不足，同时比较扭曲。扭曲的主要原因就在于

商业银行承担了过多的系统性风险，我们应该让中央银行更多承担系统性风险。

最后，报告指出要强化政策利率体系改革和预期引导。我国的货币政策需要调整政策利率之间的传导机制。从期限结构等角度来讲，我们从短期、中期、长期是可以拼接出一个跨时的政策利率。但是，其背后的操作工具不同，对应的交易主体、抵押品信息就不相同，导致了实际上我们在不同的产品之间在传导的过程中存在着大量的由于信息和抵押品所带来的扭曲和分割。因此，为了更好调整中国经济，需要更加统一、透明的资本政策工具体系，统一交易对象、缓释要求等。

另外未来应该加强前瞻性指引。现在中央银行对未来利率路径有一定的含混性，导致市场的参与者、政策的观察者都不是非常清晰。所以，有时会担心货币政策会不会突然转向，会需要不停的由中央来公布货币政策的方向。如果能够明确的进行前瞻指引，有利于我们更好的去稳定预期。现在货币政策的初衷是非常好的，但是希望达到的目标太多，为了保持灵活性，就经常会想保持各种选择。这样的情况下其实并不利于我们整个经济的预期平稳，因此需要更为明确的利率指引，让金融市场、企业和居民进行更一致的选择。

论坛第二单元，与会嘉宾发表了精彩演讲。

首先与会嘉宾就“经济发展分化背景下货币政策应该如何灵活定位？”展开了讨论。

中国社科院学部委员，中国人民大学财政金融学院教授王国刚认为，新冠疫情冲击和复工复产的推进要求更加灵活的货币政策。今年上半年广义货币供应量为 213 万亿，增长了 11.1%，远远高于经济增长。五年期 LPR 为 4.65%，贷款基准利率是 4.90%，已经下调了 0.25 个百分点。利率下调对于接受贷款的企业来讲意味着财务成本降低。然而现在存在这样一个问题：今年上半年人民币贷款新增 12.5 万亿，贷款本应该落到各个企业上，企业拿资金去加强经营运作。然而今年 1-6 月住户存款中的定期存款增加了 6.7 万亿，非金融企业存款中定期存款增加了 6.2 万亿，两者之和比贷款增加总量 12.09 万亿要多了将近 1 万亿。所以这些资金不是流动的，而是转为定期存款固化了。一头是中小微企业嗷嗷待哺，严重缺乏资金；另一头是大型企业拥有如此多定期存款。在这一背景下光讨论利率是不够的，需要关注其他金融工具，给金融市场化开路。

中国人民大学经济研究所副所长，中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、总裁闫衍指出，受到新冠疫情的冲击，我国的货币政策宽松、财政政策积极。货币市场利率的调整还是比较频繁的，同样也带动了实体经济利率的下调。财政货币政策积极调整的过程中，信用市场和货币市场发生了一些变化。首先，年初以来利率快速下调，一度出现了利率倒挂的现象，更多反映了货币市场利率的变化。货币政策的宽信用和流动性导致货币市场利率调整，从而转到实体经济融资成本下降和债券市场利率下降。其次，随着疫情趋稳、经济复苏和逐步回归正常化，此前针对疫情出台的特殊政策、阶段性的货币政策工具有边际退出的倾向，流动性也有回归常态的边际调整，从而货币市场利率也出现了边际上的大幅度上调。以上变化也引申出最后一个问题，在市场利率的调整和防止资金空转、套利和防风险的政策中，我们要不要实现再平衡的问题。从目前来看，通过这样一个利率的逐步调整和防风险的平衡，实现了利率的逐步正常化的回调。

未来随着经济逐步复苏，货币政策回到常态化水平后，我们希望利率从年初快速的下调再回到适度利率的水平，未来利率还可能有进一步下调。一方面支持实体经济复工复产，保持经济增长复苏的持续性；另一方面，保市场主体也需要适度的利率下调，尤其是对中小企业的信贷支持。

汇丰银行大中华区首席经济学家屈宏斌的观点围绕三点展开。首先，货币政策主要的功能就是逆周期调节和短期内熨平经济周期。所以我们要判断货币政策应该保持怎样的态势，是要宽松还是要紧一些，这主要看周期性的经济状况。其次，在这种状况下，我国从年初以来的政策都是支持经济增长的。鉴于目前这种经济状况，要谈边际收紧，或者边际减少宽松的力度，显然是为时过早，因为经济仍未出现“内生性的恢复”。最后，既然从基本面、增长和通胀的角度看都需要继续保持货币政策宽松的态势，那么如何宽松、通过什么样的政策工具去宽松？货币政策工具，大类上无非是两类，量和价。从量上来讲，到目前为止实际上过去六个月做得还是不错的，无论是社融总量的同比增速还是银行信贷的增速，都保持一个双位数的增长。在最近几个月甚至有所加速。但是从年初到现在，相对这种量的动作来说，我们从价格方面的政策一直都是比较谨慎的。

海通国际首席经济学家孙明春提出两点看法。第一，今年上半年无论是M2增长率还是贷款增长率都保持在两位数以上，今年社融总量上涨也不错。并且今年

不只是贷款增加较多，债券新增的社会融资量比去年增长了一倍多。对应今年上半年实际的经济增长情况，流动性可以说是充足的。在一个市场化运行的体系中，如果价不够，量不应该涨这么多。第二，长期利率取决于中国经济的长期前景。基于这一点我们认为长期利率大方向还是往下的，当然这一点更多的是由市场决定的。短期利率调整的主要目的是解决恐慌情况下的流动性危机，中国并没有出现流动性危机，但为了在短时间内解决中小企业面临的困难，我国有必要释放流动性、降息，至少采取一种姿态让大家心里踏实。目前整体的货币政策是适度的，做一些微调也是可以的。

交银国际董事总经理洪灏认为从市场的角度考虑，现在过分担心短期货币政策过紧是为时过早的。第二季度的GDP有所修复，但它的结构比预期要差。所以在这种情况下，现在市场上有考虑货币政策可以微调的声音，但这是为时过早的。同时，中国的货币供应从来就是结构性问题，其实总量是没有太大的问题的。今年以来由于疫情之后市场利率下降非常快，有短暂的一段时间低于央行基准利率，因此我们发现一些短暂的套利行为。但是仅仅因为短期出现一些市场套利行为，而去担心货币政策过于宽松，这是不应该的。同时，这些套利行为也是市场价格形成机制最重要的部分，当价格机制出现套利机会，这也说明价格机制出现失衡。这时候需要依靠市场的力量，通过套利的行为把利率走廊重新规范。

由于市场持续宽松的预期不改变，价格运行的趋势，尤其是股票价格运行趋势很难改变。这的确给货币政策制定带来一些限制，毕竟我们不希望市场又出现2015年的过度泡沫化的现象。所以，这可能是现阶段制定货币政策时要考虑的比较大的限制条件。

对于实体经济面临的融资难、融资贵的问题，各位专家发表了自己的观点。

王国刚指出，融资难体现在五个方面：一是融资渠道窄；二是融资数量少；三是融资价格高；四是融资条件严；五是融资风险大。我们的金融体系是银行建立的，所以现在严重缺乏的是企业之间的横向金融机制。通过间接金融体系进行融资当然贵，因为两点之间直线是最快捷的，也是风险最小、成本最低的。有些企业将资金存入银行，当需要资金时又到银行贷款，这样的企业存款结构是有大问题的。所以中国要讨论利率，应该建立横向金融体制。现在实际上实体企业在利率方面和银行没有竞争关系，因为银行单方面卖方垄断，对需求方而言没有其

他的选择性。所以在这种条件下，要进一步推动利率市场化。

闫衍认为融资难、融资贵的问题应该从两个方面进行讨论。首先从目前市场来看，今年的融资规模还是非常可观的，从直接融资的市场结构中可以看到有三个明显的特征：第一，净融资额比去年有非常大的增长，目前今年净融资额达到了去年全年的净融资额；第二，80%以上的融资都是还本付息；第三，90%以上的融资，债券市场的融资都是被国有企业获得。

第二方面，从信贷市场看，融资难、融资贵还是结构性问题，最主要还是中小微企业的融资难问题如何解决。可以通过政策的协同效应，在一定程度上解决目前所面临的政策工具实施效果不好的问题。另外在规模性的政策设计中，例如今年的专项债券的发行，特别是抗疫特别国债等项目的发行，可以考虑从这些债券融资中拿出一定的份额，建立财政支持实体经济担保资金池。

屈宏斌的观点围绕以下两点展开：第一，这次重点是解决民营企业、中小微企业长期以来的老大难的融资难、融资贵的问题，仅仅靠货币政策是不够的，通过财政政策也要做出相应的贡献。目前中小微企业的商业信贷、被政府各种形式支持的信贷担保的覆盖面是偏低的，提高覆盖面是解决中小微企业融资难问题的不可避免的前提条件。第二，解决中小微企业贷款难，在金融体系里主要是金融改革，尤其是新型中小金融机构如何进一步规范化地、可持续地增加市场份额。因为大银行不适应做中小微企业贷款，中外银行都是这样。所以大部分中小企业的贷款解决，从金融机构来说，都是依赖于社区银行、中小型银行等等。

孙明春认为，融资难、融资贵的问题不是总量问题，而是结构问题。从银行角度看，银行虽然是利润大户，但是银行股这么多年一直是低于净值，这背后很重要的一点是因为市场对资产质量真实情况有所担忧。银行需要不断地去承担高风险、让利、降低融资成本。关键有一点，银行的坏账核销起来也不方便，这也影响到有些企业从银行处获取资金。如果是在1.5万亿让利的基础上，能够让银行把坏账整体大幅度核销、比较真实地做一些核销，相信一定程度上可以解决资本市场对于银行资产质量真实情况的担忧。这样可以为银行减轻一些负担，进而更好地为实体经济服务。

洪灏认为当问题出现的时候，我们还是用老方法去解决新问题。就财政政策而言，目前中国其实还可以做很多事情。中国财政赤字尤其是中央政府的财政赤

字相对来说比较低，即便是今年要用比较多的财政政策，包括发行地方债和专项债等。但相对很多国家来讲，我们还是比较节制的，但这样也增加了中小企业复苏的难度。现在我们也要考虑通过资本市场解决企业融资难的问题，尤其是企业需要钱去扩张的问题。我们在科创板和创业板都进行了注册制改革，这些都能够从一定程度上缓解中小企业的困难。

## 王国刚：建立企业融资的横向金融体制

王国刚 中国社科院学部委员，中国人民大学财政金融学院教授

以下观点整理自王国刚在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第11期）上的发言

经济发展分化背景下货币政策应该如何灵活定位？

中国整个利率体系进行的是市场化改革，中央文件目前仍然在讲深化利率市场化改革。但我们的利率是政策性的，而且要用政策性利率来进行调控。这也就需要考虑我们的利率往哪儿走？今后利率机制是政策性定位还是以遵守市场规律为基础？

货币政策要更加灵活，一方面因为我们面临新冠病毒冲击，另一方面在于要加快复工复产，稳住经济的基本盘。目前实体经济状况不容乐观。在多年减税减息减费（包括2020年再减税减费2.5万亿元）的基础上，6月17日国务院常务会议提出，金融系统要向实体经济让利1.5万亿元，由此，在研讨货币政策和利率走向时，将其考虑在内。

利率研讨要具体化。今年上半年广义货币供应量213万亿，增长了11.1%，就此而言，它远远高于经济增长，显然能够满足经济金融运行中的资金需求（包括抗击新冠病毒疫情、复工复产等对资金的需求）。如果从M1角度看，2020年6月，它增长了6.5%，这是最近几年上涨最快的。我们现在研讨的是利率，就需要对利率做具体的分解。中国的利率至少分为四个体系：一是央行利率，比如再贷款再贴现利率、法定准备金利率、超额准备金利率等等都属于央行利率；二是属于商业银行的存贷款利率，当然其中也包括贴现率；三是市场收益率，债券市场等市场收益率，包括发行市场的发行票面利率等等；四是在其他方面表现出来的收益，相对而言，这些利率的功能效应是不一样的。在讲LPR的时候，与2020年2-3月相比，今年4月份以后LPR的利率是上行的。尽管如此，与一年期贷款基准利率相比，二者之间差0.5个百分点；如果以五年期来讲，LPR是4.65%，贷款基准利率是4.90%，所以，也已经下调了0.25个百分点。

下面就有一个问题，利率下调了干什么？以贷款利率为例，利率下调对于接受贷款的企业来讲当然有利于财务成本的降低。因为贷款利率下调了，付出的利息就减少。但对于很多企业来讲，现在重要的不是利率多了0.1个百分点或少

0.1 个百分点，比利率更重要的是资金的可得性程度。可以看一个简单的数据，今年上半年人民币贷款新增 12.5 万亿元，这个贷款下去落到各个企业上，企业应该拿资金去加强经营运作。在加强经营运作过程中，商业交易物流在这个过程中会使用这些资金。但是今年 1-6 月住户（包括城乡居民、个体户）定期存款增加了 6.7 万亿，非金融企业存款中定期存款增加了 6.2 万亿，这两个定期存款增加数加起来是 12.97 万亿，比贷款增加额 12.09 万亿要多了将近 1 万亿。

如果实体企业获得资金主要是转向定期存款，那么，这些资金不属于流动性范畴，转为定期存款就固化了。中小微企业嗷嗷待哺，严重缺乏资金，而大型企业拥有这么多的定期存款，银行再放款，企业还会再增加定期存款。所以，现在关键问题恐怕不在于银行放多少贷款出去，而是要调整客户的存款期限结构。实际上现在中国的实体面，资金的情况也许也像我们一些人所用的另一个词，叫做贫富两极分化。一些企业非常有钱，资金多得是，定期存款在不断增加，一些企业资金匮乏。在这一背景下，仅仅研讨利率高低是不够的，更多的需要讨论如何利用其他金融工具给金融市场化开路。

实体经济面临的融资难、融资贵的问题该如何解决？

融资难表现在五个方面：一是融资渠道窄；二是融资数量少；三是融资价格高；四是融资条件严；五是融资风险大。融资贵已经在融资难里包含了。

到目前为止整个中国金融体系，是纵向的金融体系，众多实体企业的资金主要来自于银行。从本源上来讲，企业之间有着一个横向的直接金融体系。直接金融体系可以追溯到中世纪。在欧洲中世纪，商业票据就非常发达，当时还没有银行存贷款一说。企业借贷是很正常的现象。在这一背景下，企业之间大量的商业交易主要通过商业票据解决，所以，马克思说商业票据是真正的货币，但商业票据在中国没有。因为我们金融体系是银行建立的，严重缺乏企业之间的横向金融机制。鉴此，中国金融中许多问题的研讨不应局限在货币政策上，可能更需要从本源上去讨论。

一个非常有意思的事情，2008 年美国发生金融危机，金融机构倒的倒、接管的接管，出现陡峭式崩塌。但在这个过程中，美国实体经济基本没受什么冲击，所以 2009 年以后，它的失业率没有多高，GDP 增长率也很快恢复了。从资金角度看，它靠什么呢？美国所谓的量化宽松是央行和商业银行之间的游戏。它们实

实际上靠的就是横向金融体系来支撑美国实体经济的运转。我们可以看到，融资走间接金融体系当然贵，谁都知道两点之间直线是最快捷，也是风险最小、成本最低的。但我们都在走间接金融体系。我们的实体企业在银行存款到今年6月份一共是64万亿元，定期存款为40万亿元。定期存款在存期内是不能直接投入使用的，那么，这些企业需要资金怎么办？只好再申请短期贷款。由于这些企业的条件好（因为它们有定期存款搁在那里，这个资产也是很好的资产，就在银行里），所以，获得贷款的可能性较大。但它们获得了贷款，其他中小微企业的所能得到的贷款空间就被压缩了。不难看出，中国的企业存款结构存在大问题。我们有着大量的定期存款，企业定期存款加居民定期存款占M2的比重达到45%以上，这样M2供应量里面的水分（即不可流动的资金）就很大了。中国要推进利率的市场化形成机制，必须加快建立横向金融体系。现在，实体企业在利率形成中与商业银行等金融机构之间缺乏竞争关系，因为银行单方面卖方垄断，作为需求方没有其他的选择性；在这种条件下，利率市场化难以完成，其原因在于未能有效建立市场利率的形成机制。

## 闫衍：进行适度的利率回调助力经济

闫衍 中国人民大学经济研究所副所长，中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、总裁

以下观点整理自闫衍在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第11期）上的发言

经济发展分化背景下货币政策应该如何灵活定位？

关于利率的问题可以讨论两个层面：一是从实体经济的角度讨论实体经济贷款利率，二是从货币市场的角度讨论货币市场利率，当下感受到更多的是货币市场利率频繁的调整。随着疫情形势、基本面情况的变化，货币政策和财政政策也相应有所变动，上半年整个货币市场利率的调整较为频繁，这也带动了实体经济融资成本的变化。

为抗击疫情，上半年监管推出的宽松政策包括宽松货币政策和积极财政政策，产生了宽信用的效果。在货币市场利率变化过程中，我们看到了利率从快速下行到回调，到再平衡的过程，反映了在财政、货币政策调整过程中，信用市场和货币市场的一些变化。

首先，前四个月利率大致处于快速下调阶段，甚至一度出现了政策利率与货币市场利率倒挂的现象。抗击疫情初期，央行实行了较为宽松的货币政策，通过降准降息、提供再贷款、再贴现等，加大了货币的支持力度，引导利率快速下行。在较为宽裕的流动性环境下，资金价格大幅下调，R007 和 DR007 均进入“1”时代，较年初和去年同期大幅下行，且与7天期逆回购利率发生倒挂。随着货币市场利率的调整，企业融资成本有所降低，一年期 LPR 利率4月份较年初下调30个BP，虽然近三个月 LPR 利率没有变化，但从年初看有较大幅度的下行。同时，债券市场的发行利率也大幅下行，4月份发行利率总体较上年末下调50BP以上。这些变化反映了在疫情冲击之下，宽货币、宽信用导致货币市场利率调整，从而带动贷款和债券市场发行利率等实体经济融资成本的下降。

随着疫情逐步趋稳、宏观经济复苏，此前针对疫情出台的特殊的、阶段性的货币政策工具有边际退出的倾向；同时为防范风险，监管加大了对资金空转和套利等问题的打击，4月以来流动性逐步回归常态，货币市场利率有所回调。现阶段14天以内的货币市场利率均告别了“1”的时代，从早期的“1”左右都提升

到“2”以上，7天期回购利率也升至7天期逆回购利率附近，修正了前期倒挂。

6、7月以来债券市场利率回调也带来一定负面影响。从债券市场来看，其产生的负面影响包括企业发债成本有所上升、企业债券发行难度有所增加等，并且近期很多企业出现了取消发行和推迟发行的情况。

这种变化产生了一个问题，即支持实体经济发展和防风险的政策要不要实现再平衡的问题。从目前来看，近期通过政策引导和强调防风险，通过再平衡的手段，实现了利率逐步回归常态。货币市场利率的变化打击了资金空转、套利情形，但也看到企业存款总的增长速度有所放缓、企业通过债券市场融资难度加大，反映了利率可能存在过度调整的情况。未来货币政策在经济逐步复苏后回到常态化，我们希望利率回到适度的水平，希望未来利率较现阶段还能够有进一步下调。这主要出于以下几方面考虑：

首先支持实体经济复工复产、保持经济复苏的持续性，仍然需要一定的宽信用的政策环境，适度利率对推动经济持续复苏有重要作用。

同时，保市场主体也需要适度利率下调。保市场主体中主要是对中小企业的信贷支持，除了量的支持，也需要在价格方面通过降低利率水平来支持中小企业生存发展。同时，保市场主体也意味着稳就业，目前就业压力仍较大，从“六保”角度来看也需要一个适度的利率环境，减轻企业经营压力，支持就业情况修复。

除此之外，利率适度下调有利于实现国务院提出的金融体系为实体企业让利1.5万亿的政策目标。让利1.5万亿要通过利率下行的手段让利将近9300亿，让利的规模较大。要达到这样一个让利的目标，一方面要降低实体经济融资成本和利率水平，同时也要从金融体系的负债端降低负债成本，只有负债成本降低，银行或者说金融体系才有可能下降资产端的利率水平，因此从这个角度来说也需要适度的利率水平，保证实现让利1.5万亿的目标。

总体来看，在未来经济复苏过程中，利率水平要适度下调，保持经济复苏的持续性，实现复工和复产，同时实现“六保”中保就业、保主体、保民生的目标。因此虽然随着货币政策的边际调整，短期内可能利率有上调的压力，但是未来还是需要保证利率适度的回调，来达到上述的目标。

实体经济面临的融资难、融资贵的问题该如何解决？

融资难、融资贵的问题是老生常谈的问题，这和疫情没有特别的关系，融资

难、融资贵的问题应该从两个方面讨论：

从目前市场来看，几个数量指标显示今年的融资规模较为可观，其中上半年社会融资规模新增 20.5 万亿，新增人民币贷款 12 万亿，信用债发行规模已经达到了 7.33 万亿。通过这些总量指标来看，当前总量宽松与融资难之间有一点相悖的地方。

第一方面，从债券市场来看，今年信用债的净融资额达到了 3.23 万亿，接近去年全年水平，净融资规模较大。从直接融资的市场结构中可以看到有三个明显的特征：

一、净融资额较上年有明显增长，到目前为止，今年净融资额基本达到了去年全年的净融资额；

二、80%以上的融资都是还本付息，这是一个很重要的特征；

三、债券市场 90%以上的融资都是被国有企业获得，民营企业融资在总体的融资中大概只有 10%左右。

债券市场融资难、融资贵的问题，可能是结构性的问题，主要体现在民营企业 and 中小企业能否进入债券市场。目前来看民营企业在边际上逐步退出这个市场，更主要的原因是前期的信用风险过度释放，尤其是民营企业违约风险释放，对市场形成一定的冲击。

另外一点，是中小企业的融资能否通过债券市场等直接融资渠道来解决的问题。从目前来看，前期创新的一些工具，如中小企业集合债券、集合票据等工具发挥了一定的作用，但其规模有限，难以满足实际融资需求。

第二方面，从信贷市场看，融资难、融资贵还是结构性问题，最主要还是中小微企业的融资难问题如何解决。六月份央行创设了两个工具，一是普惠小微企业贷款延期支持工具，二是普惠小微企业信用贷款支持工具，这两个工具的创设为中小微企业融资提供了一定的便利，通过货币政策工具的创新体现了直达实体经济的政策目标。但也需要注意这些政策目标的实施，在实际执行过程中面临很大的压力，两个政策工具最主要的特征是通过央行来购买地方性商业银行所发放的中小微企业的贷款，但贷款信用风险并没有转移，还是由商业银行来兜底风险。在这种情况下，特别是在疫情的影响和冲击下，中小微企业本身的风险在放大，当商业银行再去放款、而信用风险没有转移的时候，信用风险发挥的效果可能会

受到一定的影响。

通过政策的协同效应，可以在一定程度上解决目前所面临的政策工具的实施效果有限和中小微企业的融资难、融资贵的问题。比如在财政政策工具设计方面，现在各个地方有大量的融资性担保机构，这些担保机构主要还是为中小微企业的融资提供了一定的担保支持或者信用支持。未来在政策工具设计中，可以通过财政政策担保机制来解决中小微企业融资问题，把财政政策和货币政策实现某种程度上的协同，完成货币政策的政策目标。

目前来看，在规模性的政策设计中，可以尝试从今年的专项债券，特别是防疫抗疫特别国债等项目中拿出一定的份额，建立财政支持实体经济担保资金池。在具体实践中，可以通过完善现有政策性融资担保机制，或者通过财政支持实体经济担保，建立这样一个担保的资金池，完善财政性的融资担保机构的资本补充机制、风险分担机制，同时强化激励和约束机制。在政策操作中，可以考虑从现在的专项债券和抗疫特别国债中拿出一定资金，比如 2000 亿来补充担保机构的资本金，这些资本金为中小微企业的货币直达工具提供某种担保，解决兜底信用风险的问题。通过这种方式激励商业银行为中小微企业提供放款，从而解决中小微企业融资的实际问题。因此在信贷市场，可以尝试通过政策的协同效应解决融资难和融资贵的问题，尤其是中小企业的融资问题。

## 孙明春：疫情下可更大胆地核销坏账

孙明春 海通国际首席经济学家

以下观点整理自孙明春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 11 期）上的发言

第一，先不讲最近两三个月的变化，我们就站在今天，从一个截面看看当前的金融条件，到底是紧、松还是适度？

今年上半年，无论 M2 还是贷款增长率都在两位数以上，社融总量增长也不错，不只是贷款增加多，债券新增的融资量也比去年同期增长了一倍多。两位数以上的融资量增长，相对于今年上半年接近于零的实际经济增长情况，我个人觉得流动性应该是够的。价格（利率）调整够不够？在一个市场化的环境，如果价格调整不够，量不应该涨这么多。当然，王国刚教授谈到了资金分配的问题，有些机构比较容易拿到银行贷款，但实际上用不到，把钱存到了定期存款上，也有上市公司拿很多钱做理财，说明这些钱真的没有进入实体经济。所以，站在今天，我觉得至少从货币条件来看，今年上半年货币政策整体不紧，还是相对宽松的。

第二，边际上来看，最近有一些变化。怎么看待这些变化呢？我来分析一下短期与长期利率。

刚才报告里提到，长期利率上半年整体是下降的，只是最近这两三个月长短期利率都有反弹，短期利率涨幅更大。长期利率取决于什么？取决于中国经济的长期前景。中国经济的长期发展，就算没有疫情的话，大方向也是增长不断下行，所以长期利率大方向是往下走，只不过不会下降太快。当然这更多是市场决定的。对于短期利率，货币政策的影响会更大，主要是通过公开市场操作以及监管方面的政策来影响。

短期利率怎么看呢？上半年突然来了疫情，导致封城等措施，经济被砸了一个“坑”。货币政策当时在全球和中国都是比较积极的，国外属于激进，中国属于积极，利率下调的没有美国那么多。我认为，在经济遭遇疫情冲击的情况下，企业家面临的问题可能不是 30 个 BP、甚至 100 个 BP 的利率下调能解决的。企业家面临的是高度不确定的经济前景，不只是这 6 个月，也不只是这 12 个月。我们常说，疫情后的世界和疫情前是不一样的，商业模式会变化，生活方式会变化，很多生意会永久性丧失，有些则是永久性减少，也有的是永久性增加。增加

的主要是新经济领域。在传统行业，我认为企业家对未来不确定性的担忧是有道理的。如果减息鼓励企业家做了新投资、或者增加了生产，最后却不一定能卖掉，或者生产设施建成后将来的产能利用率不高，对企业家和银行而言情况反而会更糟糕。

因此，从企业家角度来讲，他们不会根据 100 个或 50 个 BP 的利率下调来制定生产与投资的决策，而是从更长期来看。在这个环境下，制造业投资的增长肯定不会太强，只能靠能看得到需求的地产投资、以及政府对基础设施投资做一些拉动。这些问题经济学家已经讨论过很多，大家都明白，这些问题不是央行通过货币政策“推绳子”能够解决的。我觉得，短期利率下调的主要目的是解决恐慌情况下出现流动性危机带来的利率飙升。欧美在 3 月份面临的的就是流动性危机，当然要大幅度释放流动性。中国并没有出现流动性危机，但疫情冲击后短时间内很多中小企业确实也面临流动性困难，在这种情况下确实有必要释放流动性、降息，至少是采取一种姿态让大家心里踏实下来。这个过程过去之后，我认为货币政策做一些微调无可厚非。

货币政策现在确实面临两难。比如说降息，虽然 PPI 是负的，但过去几年 CPI 涨幅一直都是超过一年期存款利率的。老百姓存款的实际利率过去几年都是负的。尤其需要指出的是，利率是一个重要的政策信号，它不是只针对借款企业的，而是针对经济中的所有主体。大家刚才在讲房地产的问题，说房价涨得太快了，那么如果利率继续下调，老百姓会怎么预期房地产的价格？股票价格最近涨了很多，大家有各自的理论，有人说是泡沫，有人说不是泡沫。但不管怎么讲，看美联储的无限量宽导致大家担心美元贬值，导致大家拼命买资产，买优质股票和房地产，都是一样的逻辑。如果我们考虑到实体经济和虚拟经济的关系，利率的价格信号功能太强了，与其降利率，还不如定点、定向解决一些企业面临的实际问题，比如财政贴息、央行通过降低公开市场操作利率（如回购利率）对商业银行补贴一部分，银行对企业的借款利息减免一部分，企业再承担一部分，财政、央行、商业银行和企业四方共同分担，渡过困难时期。即便降息，企业和家庭部门拿着钱还是不敢投资实体经济，又怕钱贬值，会去做什么？肯定都是买资产，助长资产价格泡沫。所以在当前的情况下也没有什么特别好的办法。我个人认为货币政策整体来讲是适度的，做一些微调我是赞同的，大方向我也赞同。无论是短期利率

还是长期利率，从中国的情况看，未来大方向还是往下的。

融资难、融资贵的问题谈了十多年了，到现在解决不了，说明了这个问题的这种解决方法肯定是不对的，因为这不是总量问题，而是结构问题，这一点我非常赞同。这么多年来，无论是社会融资总量还是贷款都是每年百分之十几的增长，从总量上讲融资算难吗？显然这是结构问题。解决这个问题，财政应该多出力，不应该让银行来承担。我也能理解要银行让利 1.5 万亿，以减轻企业的负担。但中国的银行真的那么赚钱吗？如果真的那么赚钱，为什么银行股的市净率这么低呢？中国的商业银行每年都是利润大户，但股票市场就是不买账，绝大部分银行股的市净率都不到 1 倍。靠银行解决中小企业融资贵的问题没有道理，因为银行作为商业机构，就是要风险定价。国企有隐性的担保或隐性的刚性兑付，房地产企业有比较好的抵押品，因此从商业银行贷款的角度来看，它们风险较低，银行当然愿意以比较低的利率给他们贷款。作为商业机构，如果要市场化，凭什么让商业银行以低利率贷款给高风险的企业，这是没道理的。股票市场对银行股的估值已经告诉我们，银行的利润可能没有看起来那么高。银行股这么多年，市值一直低于净资产，而且还低那么多，背后很重要的原因是投资者对其资产质量的真实情况有所担忧。现在遇到疫情的冲击，如果还要银行去承担高风险，还要再让利以把企业融资成本降下来，将来银行体系积累的风险会更大。

有坏账也就罢了，但核销起来不方便，这个问题要解决。为什么要解决呢？如果是在 1.5 万亿让利的基础上，能够让银行把坏账更充分地核销，相信一定程度上可以解决资本市场对于银行资产质量真实情况的担忧。如果担忧能够减弱，市净率就会往“1”靠近，不会一直在 0.6、0.7、0.8 倍的低位徘徊。市净率靠近 1 倍有什么好处？现在银行放贷，除了各种各样的制约因素之外，还有资本约束。要降低资本约束，银行就要增资，没上市的要上市，上市了的要增发。但银行发股增资都必须参照市场定价，以低于 1 倍的市净率发股，否则没有投资者会有兴趣。但这样做，有关监管部门考虑到国有资产流失的风险就不会同意。这就令银行再融资、IPO 都很困难。当然，大家总是有办法的，但是低于 1 倍的市净率给银行股增资扩股增添了很多困难，银行补充资本一直是很头疼的事。如果资本补充不起来，怎样在资本充足率的约束下让银行为实体经济增加更多的融资呢？所以，我的想法是，目前遇到了这么一个百年一遇的疫情，企业确实遇到了困难，

银行也遇到了困难，无论从减轻企业负担还是减轻银行负担的角度，进行一次比较大的、相对大胆一点的坏账核销，可能会通过一连串的变化，令银行对企业、对实体经济给予更充分的支持。

## 洪灏：不应过早考虑财政货币政策是否过于宽松

洪灏 交银国际董事总经理、研究部主管、首席策略师

以下观点整理自洪灏在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第11期）上的发言

现在过分的担心短期货币政策过紧是为时过早的。一季度经济遇到空前的调整，即便二季度能够看到中国经济增长的速度比市场预期要快，但结构性比市场预期要差的多。其实在GDP数据出来后，市场的反应非常差。

当然也有别的负面消息，主要还是GDP结构跟大家想象的不一样。主要二季度GDP是投资拉动的，但整个经济增长里最需要帮助货币持续的部分，也就是现在增长最大的部分——消费并没有像预期那样有一个比较好的V型反弹，它的同比增长还是负的。

虽然二季度的GDP有所修复，但结构比预期要差。所以在这种情况下，现在市场上有声音，认为货币政策可以考虑适度微调，但还是为时过早。同时，中国的货币供应从来就是结构性的问题，其实总量是没有太大问题的。无论是M2同比增长重新回到两位数的水平，还是社融也是回到两位数的水平，这些都表明了货币供应的总量，尤其相对经济增速，这样10%以上的货币和社融增速是足够的，经济增速才是两到三个点，甚至一季度是-7个点。但是结构上出现了问题，比如小企业借不到钱。小企业在正常情况下，融资的难度就比大企业要难得多，所以疫情情况下，在很多小企业出现现金流困难的情况下，银行也可以理解，毕竟银行是一门生意，商业银行还是要为股东挣钱的。这样他们出于信贷质量的考虑，不太愿意给小企业放贷，这些暂时来说都是可以理解的。从这方面考虑，央行出台了很多对于中小企业的贷款政策，包括再贷款的优惠，以及窗口指导，商业银行不要太担心坏账风险，去加大对中小企业放贷的力度等等，这些都应该会有帮助。

至于命题里面提到的资金空转现象，如果看中国市场上的几个利率，在2016年汇率制度改革以及之后的利率制度改革，很多市场利率逐步形成了“利率走廊”，这一点非常明显。如果把市场利率和央行基准贷款利率和存款利率做一个比较，2013年、2014年，尤其是2013年钱荒之前的一段时间，市场利率有时候是低于7天回购利率的，以及低于7天市场间的存款利率的，它是可以低于央行

的基准利率的。

今年以来由于疫情之后市场利率下降非常快，有短暂的一段时间，市场利率低于了央行基准利率。因此我们发现一些短暂的套利行为，但由于整个利率形成机制非常健康和完善，所以我们看到在套利空间出现之后，由于市场自身产生的交易行为，重新把利率往上抬，回到了央行基准存款利率之上，这是值得注意的。这跟 2013 年、2014 年，尤其是 2013 年之前的情况完全不一样，当时出现的情况是市场利率持续低于央行基准存款利率。所以，仅仅因为短期出现一些市场套利行为，而去担心货币政策过于宽松，我觉得还是为时过早。同时，这些套利行为也是市场价格形成机制最重要的部分，当价格机制出现套利机会的话，其实也是价格机制出现失衡的时候，这时候依靠市场的力量，通过套利的行为，把利率走廊重新规范化。所以，没有特别大的问题。

与此同时，现在市场面临另外一个问题，现在市场对于宽松的预期还是非常强的，是否由于这种宽松预期会导致股票市场出现一定泡沫化的现象？毕竟今年从端午节到现在，其实我们看到整个股票市场是涨得非常快、非常多的，同时估值尤其是成长股的估值有非常快的提升。这是我们货币政策执行的成本，无论在什么时候，只要市场宽松预期形成之后，都会非常快的反映到股票价格运行上，这就表现在总体价格的快速上涨。

同时，由于这个市场持续宽松的预期的不改变，价格运行的趋势，尤其是股票价格运行趋势很难改变。因为股票价格反映的是对未来情况的预期，这的确给货币政策制定带来一些限制，我们不希望市场又出现 2015 年的过度泡沫化的现象。所以，这可能是现阶段制定货币政策时要考虑的比较大的限制条件，2019 年一季度、二季度交替、二三月份的时候出现过货币供应量大涨，同时社融增长速度过快的现象。我记得当时新闻标题讲，“天量的信贷”，当时出现过这样的情况，但当时政治工作会议马上把这个势头给按住了。在我们制定货币政策时必须要考虑这个成本，但这个成本是很好控制的，尤其在股票 3000 多点、3200 点、3300 点水平徘徊时，在一些低估值的蓝筹板块、周期板块、老工业板块、必需消费品板块的估值仍然是非常低的时候，如果市场预期过差，要控制预期，同时像 2019 年重新让市场回到理性预期下，其实难度也不大。虽然它是一个限制，但是它控制的难度和成本都不算特别高。

我简单讲一下市场的反应。货币政策到了今天，毕竟无论是 M2 的总量，还是社融总量，相对于 GDP 增长都非常快。其实，当问题出现的时候，我们还是用老方法去解决新问题，尤其这一波疫情，很可能是 1929 年大萧条以来，我们见过的情况最严重的一次经济衰退，全球都是这样。所以，仅仅用货币政策去刺激经济，刺激了这么多年，2009 年还行，到后来效果也没有那么好了。现在出现了更严重的问题，由于服务业中的中小企业比较多，在疫情影响下他们受到的冲击是最严重的，可想而知他们现在面临的困难。

所以，中国的财政政策其实可以做很多的东西。毕竟中国财政赤字尤其是中央政府的财政赤字相对来说比较低，即便是今年要用比较低的财政政策。我们看赤字方面，还有地方债发债力度方面，专项债发债是有，但相对很多别的国家来讲，我们是比较有节制的，这样也增加了经济里头中小企业部分复苏的难度。

像国外直接出现的新的情况，因为第一轮的援助支票已经寄到美国家庭和中小企业里了，甚至中小企业可以通过第一个救助的法案，可以从银行贷款。但是现在由于疫情继续蔓延，我们看到美联储可以继续向中小企业贷款，这是以前没有出现过的，这也显示了美国在财政和货币政策方面愿意做的，即愿意去刺激经济的决心。所以，我们这边因为有节制，它同时伴随的现象是中小企业恢复的时间的长度是需要更长一点。另外，现在也想通过资本市场解决企业融资难的问题，尤其企业需要钱去扩张的问题。我们在科创板和创业板都进行了注册制改革，这些都能够从一定程度上纾缓中小企业的困难，同时由于股票市场比较火爆，人的情绪很容易被股票指数带动起来，毕竟股票指数每天都在各大屏幕不断的轮流播放，所以，股票市场涨，对人的情绪和信心都有正面的作用，这也会间接带动消费，最后反馈到服务型行业里去。所以，我们现在做的方向是正确的，但力度过于保守，尤其是财政政策力度过于保守，我们可以做更多。但中国经济一季度经过比较大的冲击之后，其实显示了很大的韧性，尤其现在我们看到服务业和金融行业，今年的人均产出和增加值是非常不错的。所以，这都在一定程度上给中小企业纾困，无论是财政政策还是货币政策都不应该过早考虑是否过于宽松，因为中国经济的复苏还是需要财政和货币政策的帮助。



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：

