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40期）

货币政策是否需要再定位、如何再定位？

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责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2021年12月

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40期

货币政策是否需要再定位、如何再定位

报告人：于泽

2021年12月9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

问题背景

- 全球进入大放水的新时代。
  - 从1990年到2008年，世界产值年平均增速5.8%，同时期货币平均增速6.6%，基本与产出保持同速。
  - 2008年至疫情前，全球经济平均增速2.5%，但是货币增速达到6.3%。
  - 疫情巨量刺激后，欧美货币政策开始转向。
- 国内通货膨胀压力显现、经济增长遇到新挑战，明年着力稳定宏观经济大盘。
- 12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，下调支农、支小再贷款利率，房地产融资条件改善。

主要观点

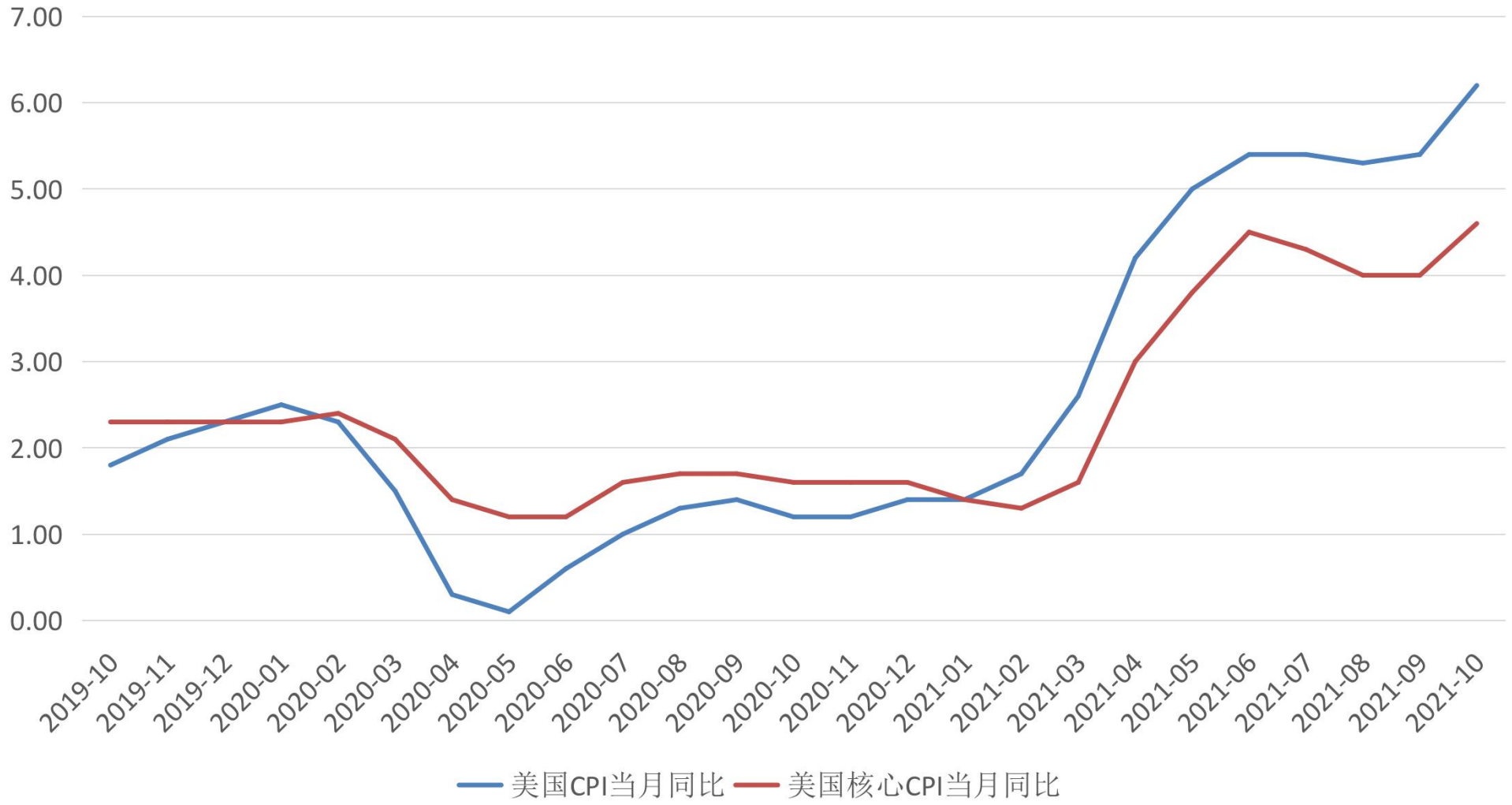
- 面对国际国内经济各种新挑战，货币政策已经不能再回到传统模式，需要在思想和实践上重新定位。
- 在思想上，需要进一步认识到货币政策的积极作用。
- 在政策取向上，不能过度放水，但要更加强化和财政政策等协调。
- 在政策目标上，要在价格基础上，更加关注就业和经济增长。
- 在政策工具上，进一步发挥好市场化红利，非常规货币政策会常规化，重视结构性货币政策的效果。
- 建议明年进一步适度降准，提高货币政策传导效率，降成本，进一步发挥好货币政策稳增长等作用。

一、货币政策面对新环境

- 供需两侧冲击，价格形成机制改变，通货膨胀笼罩全球，国内压力显现。
- 新就业形态等带动劳动力市场发生结构性变化。
- 经济内生动力还需增强，分化加剧，从房地产到科技，构建新发展格局还需加速，尽力保持经济较高增速。
- 银行体系创造货币机制调整，加快构建现代中央银行制度。
- 债务高企、全球覆水难收，中美周期错位。

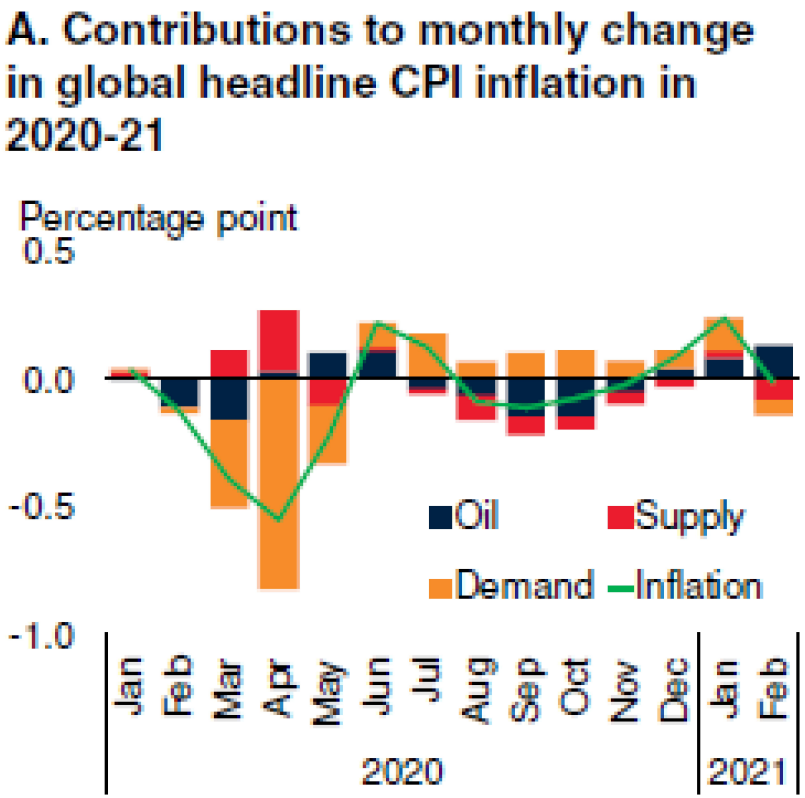
1. 通货膨胀

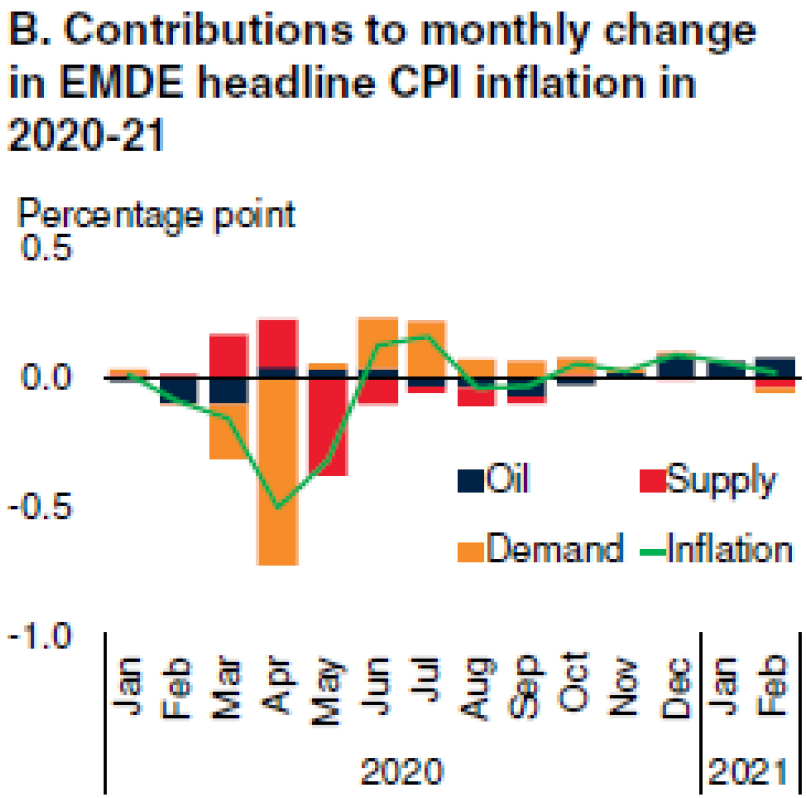
- 美国通货膨胀创出1982年以来的新高。制造业PPI同比上涨16.3%
- 至10月份，欧盟消费者价格指数同比增长4.4%，核心CPI同比2.6%，都追平历史高点。欧盟27国PPI同比增长21.7%。
- 英国CPI和核心CPI 增长4.2%和3.4%。
- 欧美均在2021年通货膨胀大幅度上升



1.通货膨胀

- 根据世界银行数据，疫情期间价格波动主要来自服务业和非食物商品的需求，石油价格波动和供给因素。
- 需求和石油价格是主要的反转力量，供给和食品因素是放大器。





1.通货膨胀

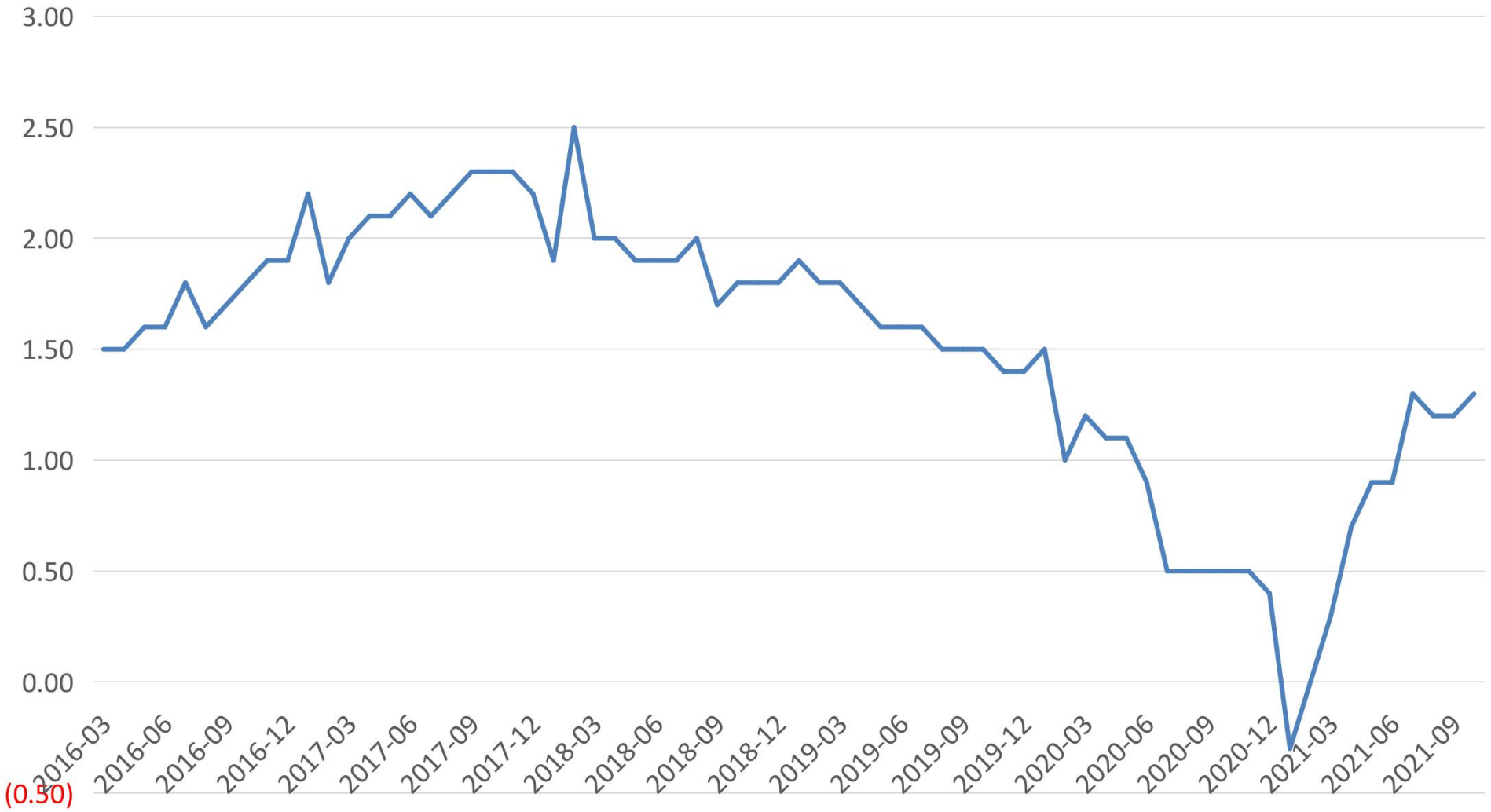
- 在欧美需求的带动下，我国出口保持了高速增长。
  - 欧美对家庭收入的支持
  - 居家导致商品替代服务消费
  - 商品消费中电子产品提升
- 在出口推动下，1—10月份，全国规模以上工业增加值同比增长10.9%，两年平均增长6.3%。
  - 分产品，新能源汽车、工业机器人、集成电路产量同比分别增长164%、51.9%、40.2%
- 前三季度服务业增加值同比增长9.5%，两年平均增长4.9%。相比2019年同期7.3%的增速还有一定差距。
- 1—10月份，社会消费品零售总额同比增长14.9%，比2019年1—10月份增长8.1%，两年平均增长3.97%。

1.通货膨胀

- 11月，全国居民消费价格同比上涨2.3%。其中，食品价格上涨1.6%，非食品价格上涨2.5%；消费品价格上涨2.9%，服务价格上涨1.5%。1—11月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.9%。核心CPI涨幅1.2%，比上月下降0.1个百分点。
  - 11月份，食品烟酒类价格同比上涨1.7%，影响CPI上涨约0.49个百分点。食品中，鲜菜价格上涨30.6%，影响CPI上涨约0.60个百分点；蛋类价格上涨17.6%，影响CPI上涨约0.10个百分点；水产品价格上涨8.5%，影响CPI上涨约0.15个百分点；鲜果价格上涨4.1%，影响CPI上涨约0.07个百分点；粮食价格上涨1.5%，影响CPI上涨约0.03个百分点；畜肉类价格下降19.7%，影响CPI下降约0.81个百分点，其中猪肉价格下降32.7%，影响CPI下降约0.68个百分点。
  - 其他七大类价格同比六涨一降。其中，交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别上涨7.6%、3.0%和1.7%，医疗保健、衣着、生活用品及服务价格分别上涨0.6%、0.5%和0.5%；其他用品及服务价格下降0.6%。

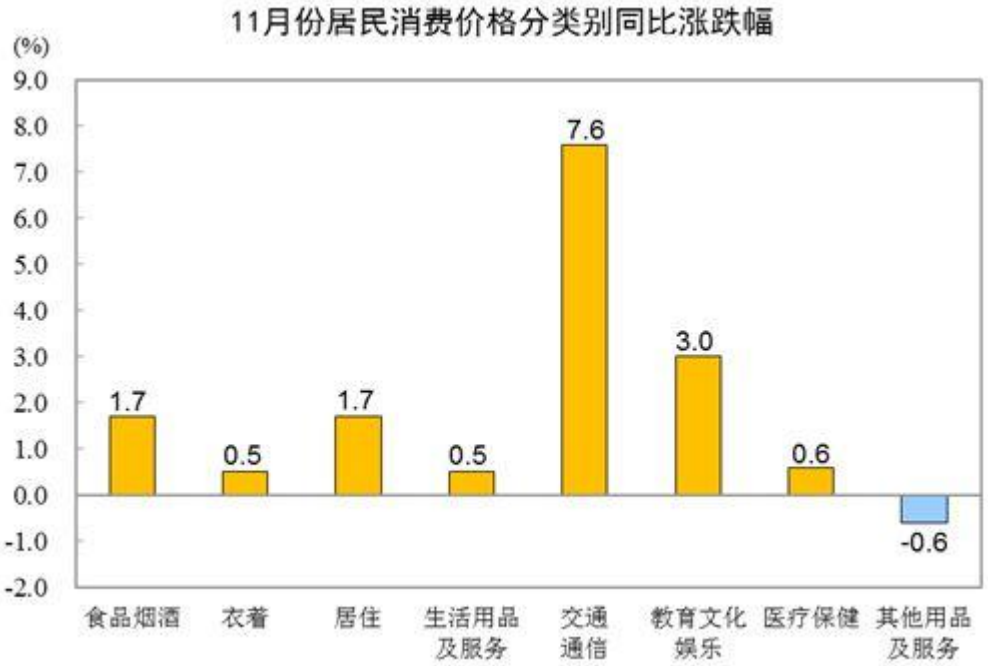
1.通货膨胀

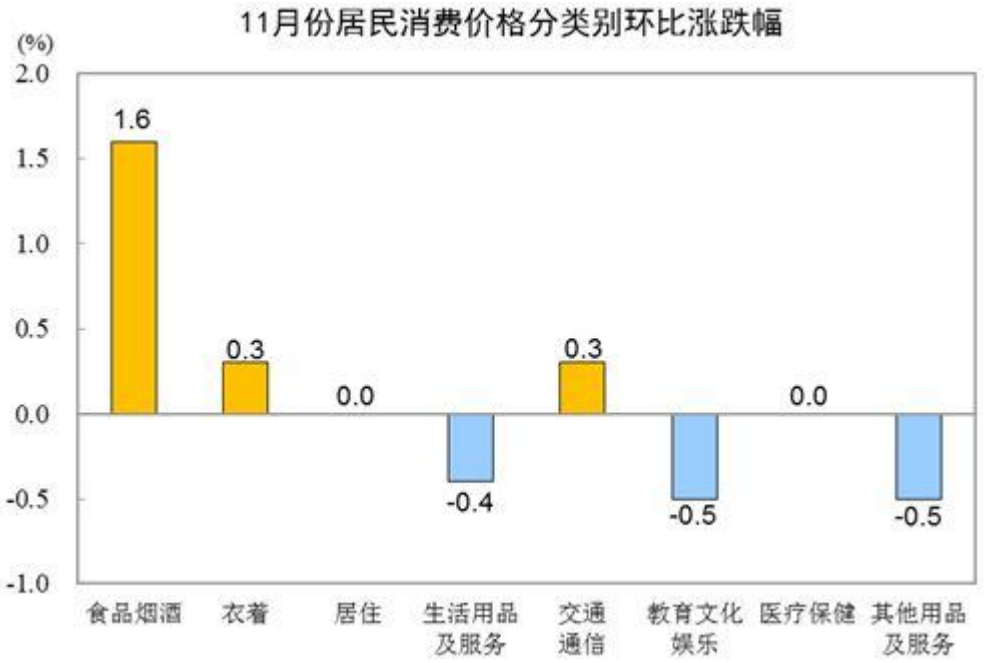
- 拿去猪都是通胀？
- 猪周期下行确实对消费者价格稳定起到了很大作用，但是我们也要看到，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1. 2%。
- 核心CPI涨幅与2019年之前的涨幅基本持平，还处在较低阶段，并不是处在历史高位。



消费者价格

全国居民消费价格涨跌幅
(%)
同比
环比
3.0
2.5
2.0
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
-0.6
0.7
0.2
1.0
-0.3
0.6
-0.2
0.4
-0.5
0.9
-0.3
1.3
-0.2
1.1
-0.4
1.0
0.3
0.8
0.1
0.7
0.0
1.5
0.7
2.3
0.4
2020年11月
12月
2021年1月
2月
3月
4月
5月
6月
7月
8月
9月
10月
11月

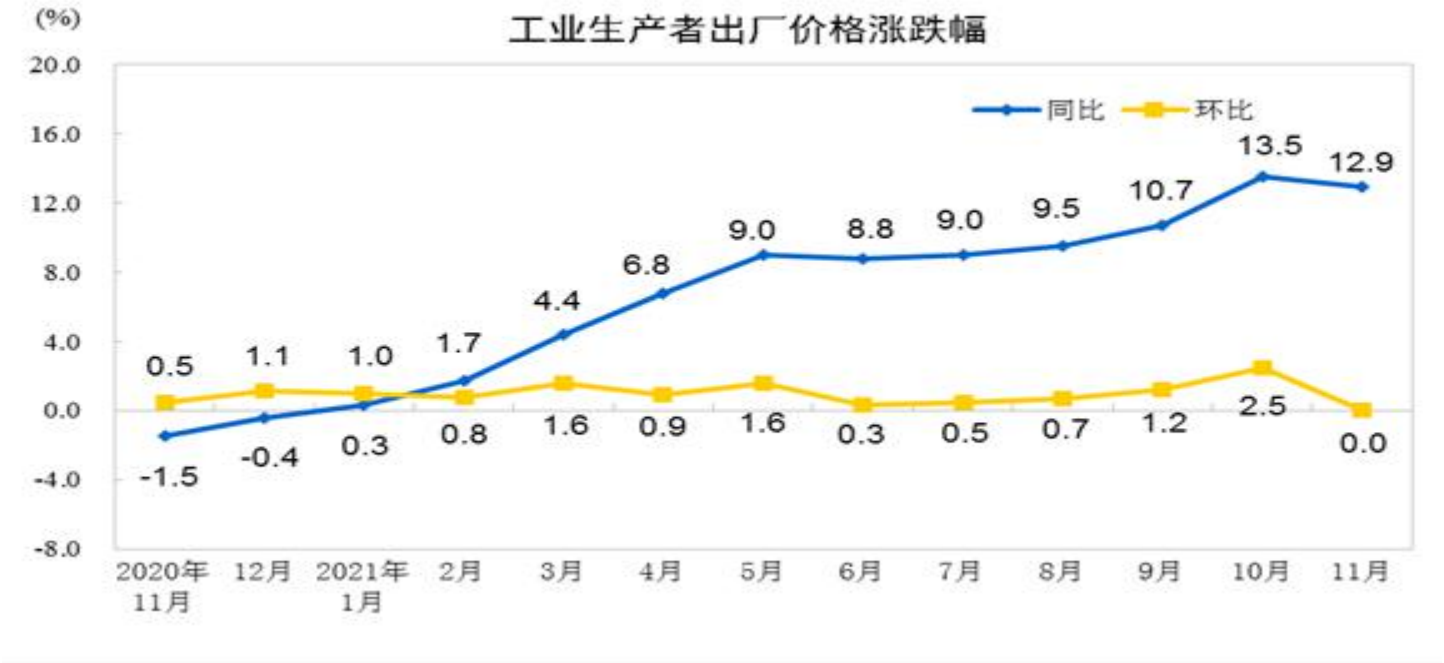

11月份居民消费价格分类别同比涨跌幅
(%)
9.0
8.0
7.0
6.0
5.0
4.0
3.0
2.0
1.0
0.0
-1.0
-2.0
1.7
0.5
1.7
0.5
7.6
3.0
0.6
-0.6
食品烟酒
衣着
居住
生活用品及服务
交通通信
教育文化娱乐
医疗保健
其他用品及服务

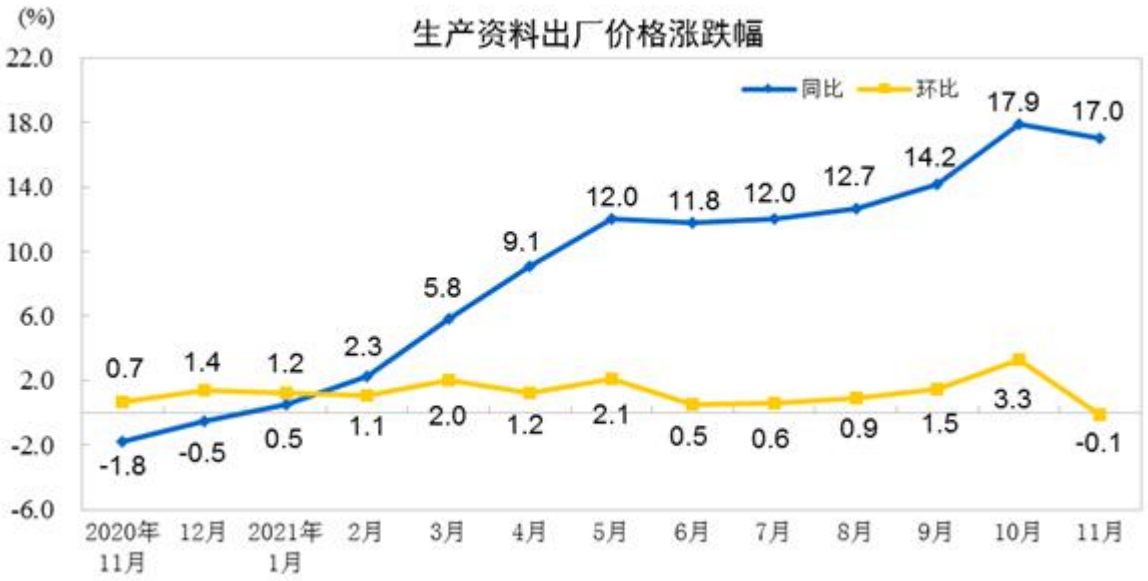

11月份居民消费价格分类别环比涨跌幅
(%)
2.0
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
1.6
0.3
0.0
-0.4
0.3
-0.5
0.0
-0.5
食品烟酒
衣着
居住
生活用品及服务
交通通信
教育文化娱乐
医疗保健
其他用品及服务

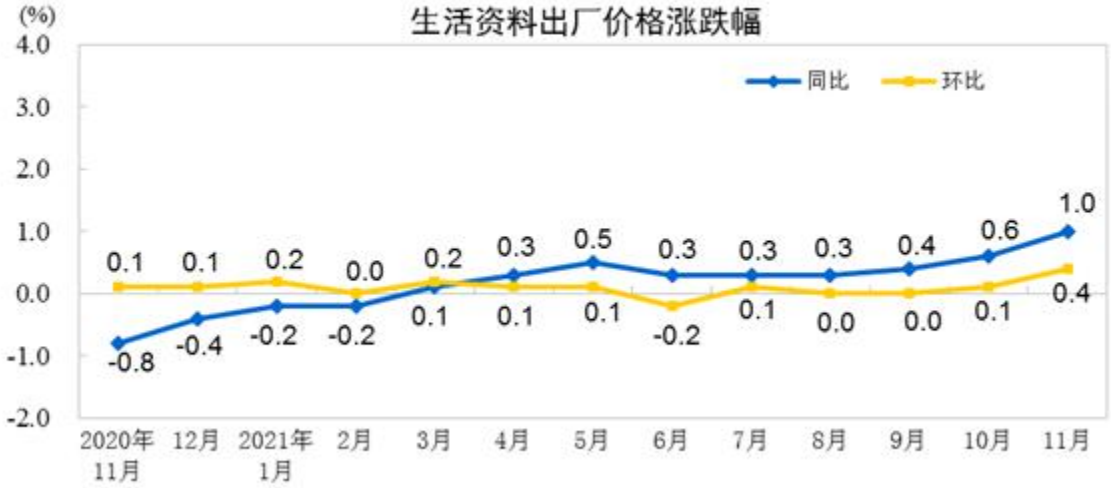
1.通货膨胀

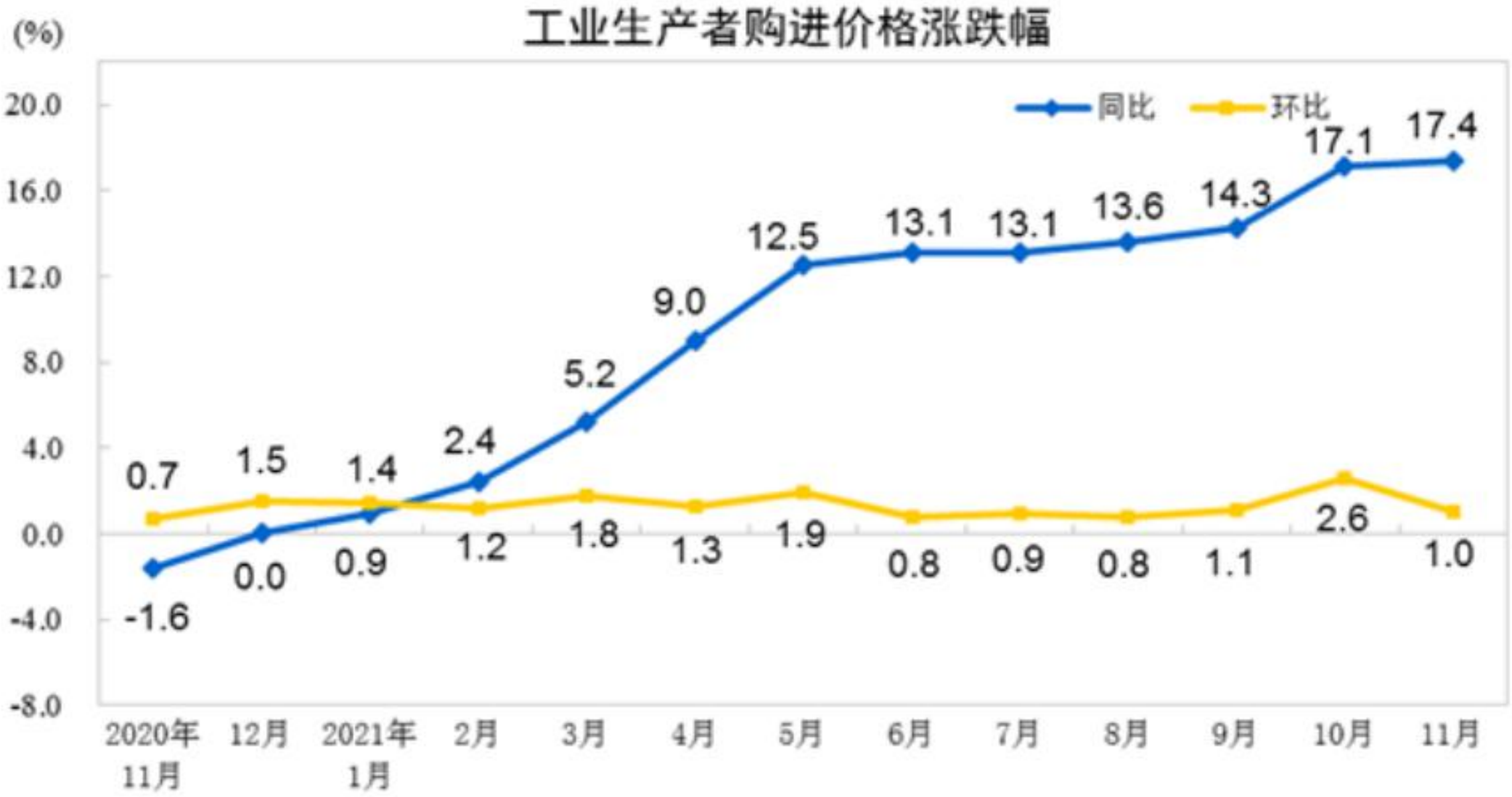
- 11月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨12.9%，环比持平；工业生产者购进价格同比上涨17.4%，环比上涨1.0%。1—11月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨7.9%，工业生产者购进价格上涨10.7%。
- 工业生产者出厂价格同比看，生产资料价格上涨17.0%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约12.66个百分点。其中，采掘工业价格上涨60.5%，原材料工业价格上涨25.0%，加工工业价格上涨10.1%。生活资料价格上涨1.0%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.26个百分点。其中，食品价格上涨1.6%，衣着价格上涨1.2%，一般日用品价格上涨1.4%，耐用消费品价格上涨0.1%。
- 工业生产者购进价格同比看，燃料动力类价格上涨43.8%，化工原料类价格上涨25.1%，有色金属材料及电线类价格上涨24.7%，黑色金属材料类价格上涨19.4%。
- 工业生产者出厂价格环比看，生产资料价格下降0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.06个百分点。其中，采掘工业价格下降2.1%，原材料工业价格上涨0.9%，加工工业价格下降0.3%。生活资料价格上涨0.4%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.08个百分点。其中，食品价格上涨0.8%，衣着和一般日用品价格均上涨0.4%，耐用消费品价格下降0.2%。
- 工业生产者购进价格环比看，燃料动力类价格上涨3.5%，化工原料类价格上涨1.9%；有色金属材料及电线类价格持平；黑色金属材料类价格下降2.3%。

工业生产者价格


工业生产者出厂价格涨跌幅
(%)
同比
环比
20.0
16.0
12.0
8.0
4.0
0.0
-4.0
-8.0
0.5 1.1 1.0 1.7 4.4 6.8 9.0 8.8 9.0 9.5 10.7 13.5 12.9
-1.5 -0.4 0.3 0.8 1.6 0.9 1.6 0.3 0.5 0.7 1.2 2.5 0.0
2020年11月 12月 2021年1月 2月 3月 4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月

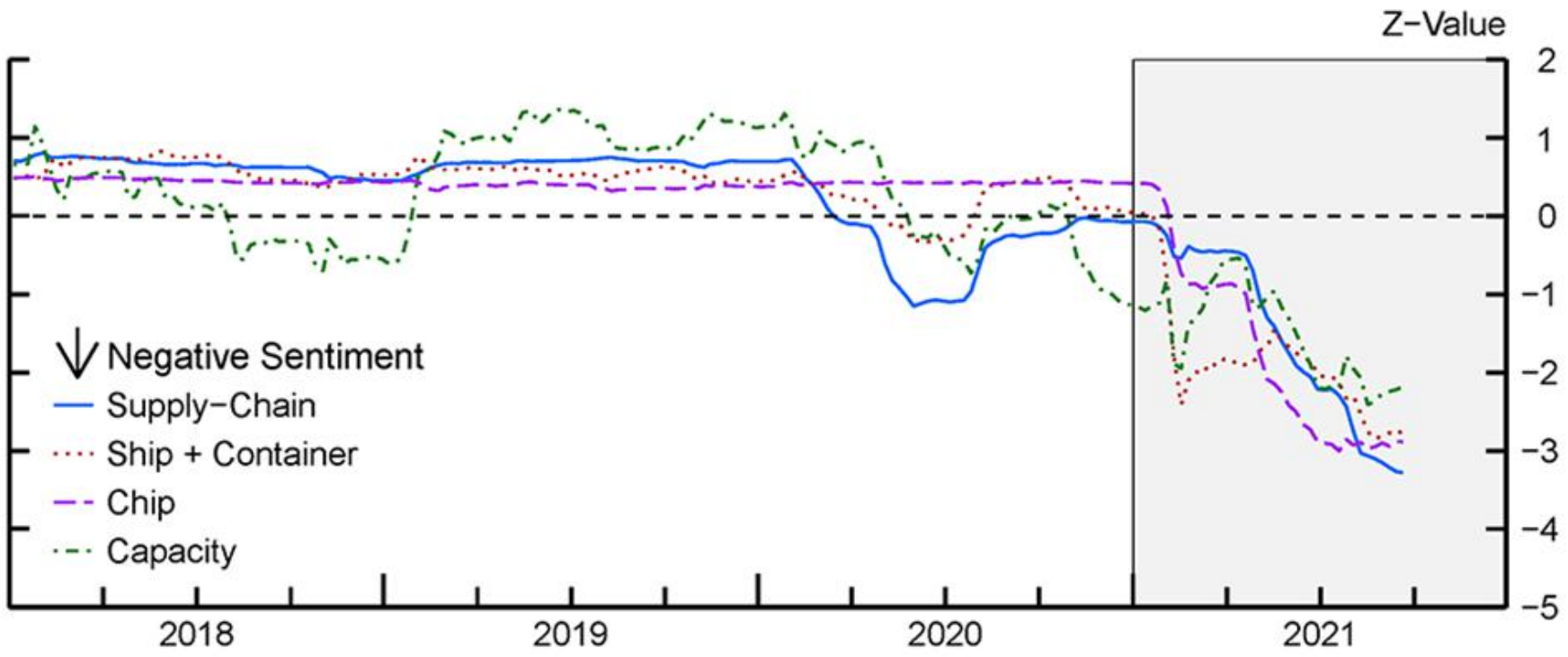

生产资料出厂价格涨跌幅
(%)
同比
环比
22.0
18.0
14.0
10.0
6.0
2.0
-2.0
-6.0
0.7 1.4 1.2 2.3 5.8 9.1 12.0 11.8 12.0 12.7 14.2 17.9 17.0
-1.8 -0.5 0.5 1.1 2.0 1.2 2.1 0.5 0.6 0.9 1.5 3.3 -0.1
2020年11月 12月 2021年1月 2月 3月 4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月


生活资料出厂价格涨跌幅
(%)
同比
环比
4.0
3.0
2.0
1.0
0.0
-1.0
-2.0
0.1 0.1 0.2 0.0 0.2 0.3 0.5 0.3 0.3 0.3 0.4 0.6 1.0
-0.8 -0.4 -0.2 -0.2 0.1 0.1 0.1 -0.2 0.1 0.0 0.0 0.1 0.4
2020年11月 12月 2021年1月 2月 3月 4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月

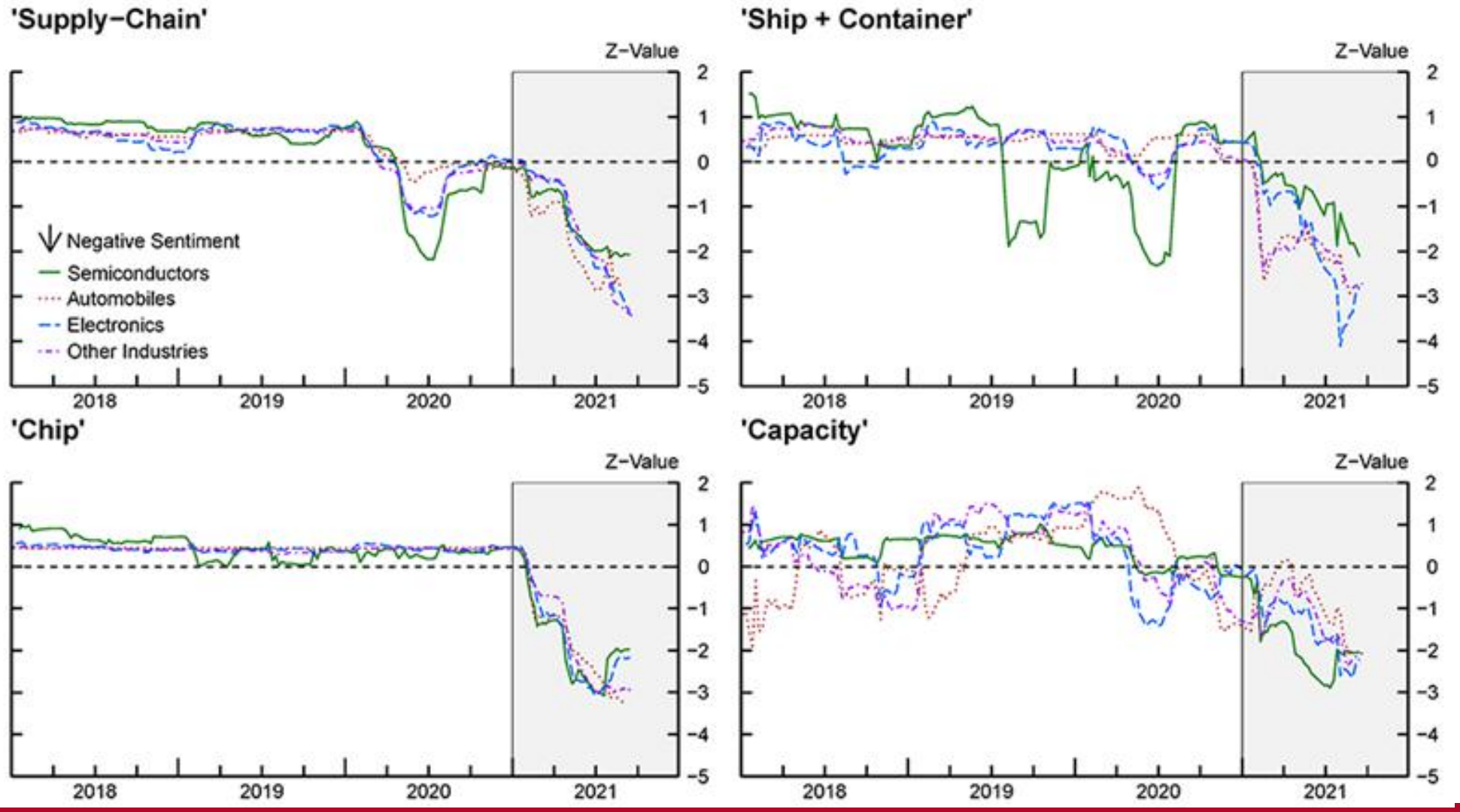

工业生产者购进价格涨跌幅
(%)
同比
环比
20.0
16.0
12.0
8.0
4.0
0.0
-4.0
-8.0
-1.6
0.0
0.9
2.4
5.2
9.0
12.5
13.1
13.1
13.6
14.3
17.1
17.4
0.7
1.5
1.4
1.2
1.8
1.3
1.9
0.8
0.9
0.8
1.1
2.6
1.0
2020年11月
12月
2021年1月
2月
3月
4月
5月
6月
7月
8月
9月
10月
11月

1.通货膨胀

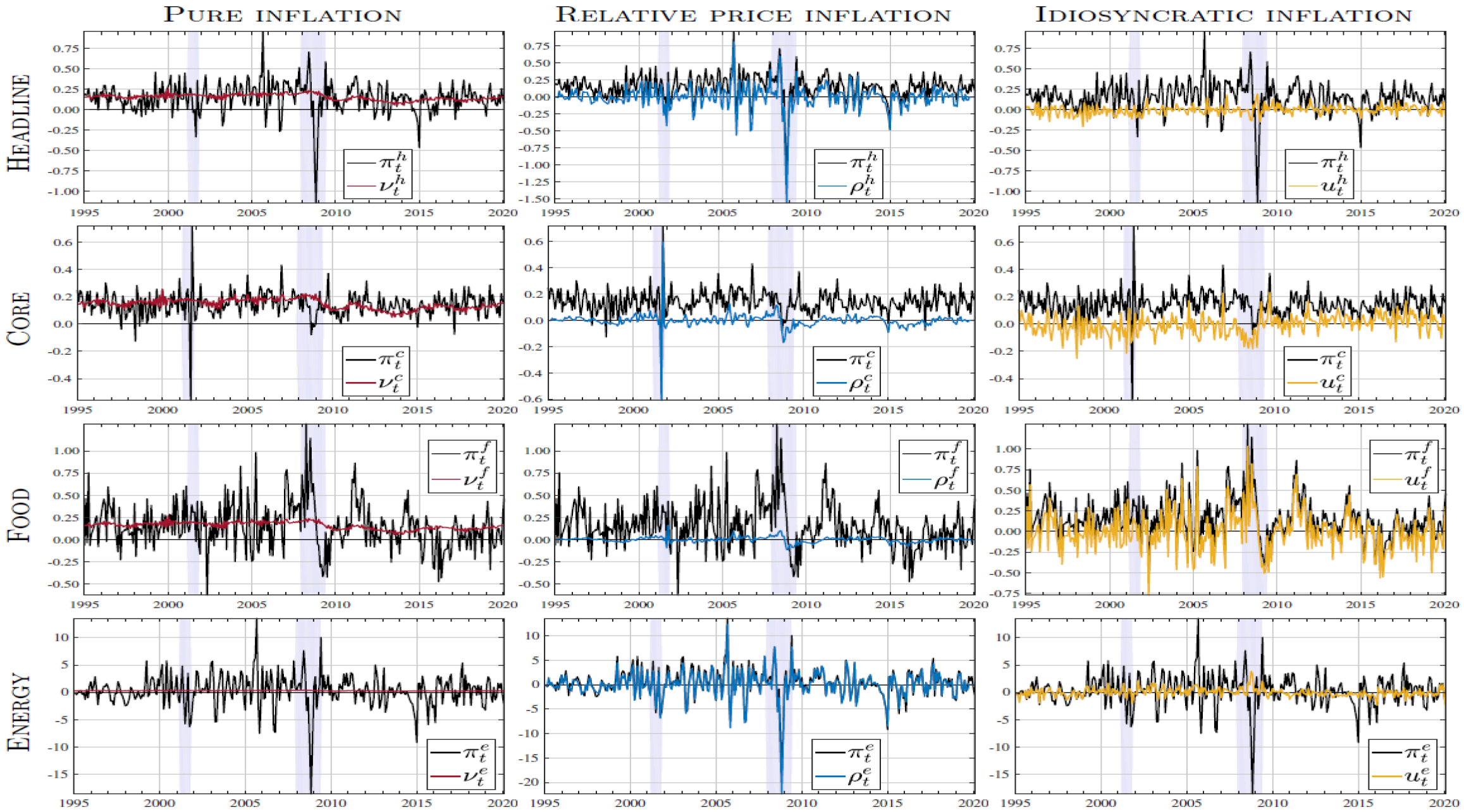
- 在奥密克戎的威胁下，欧美的复工复产再次延迟，供需矛盾再次加大，对我国的出口进一步支持。
- 供应链危机化解还需要时间。美联储估计供应链负向情绪急剧上升。好消息是芯片危机有所缓解。



供应链问题在产业间扩散



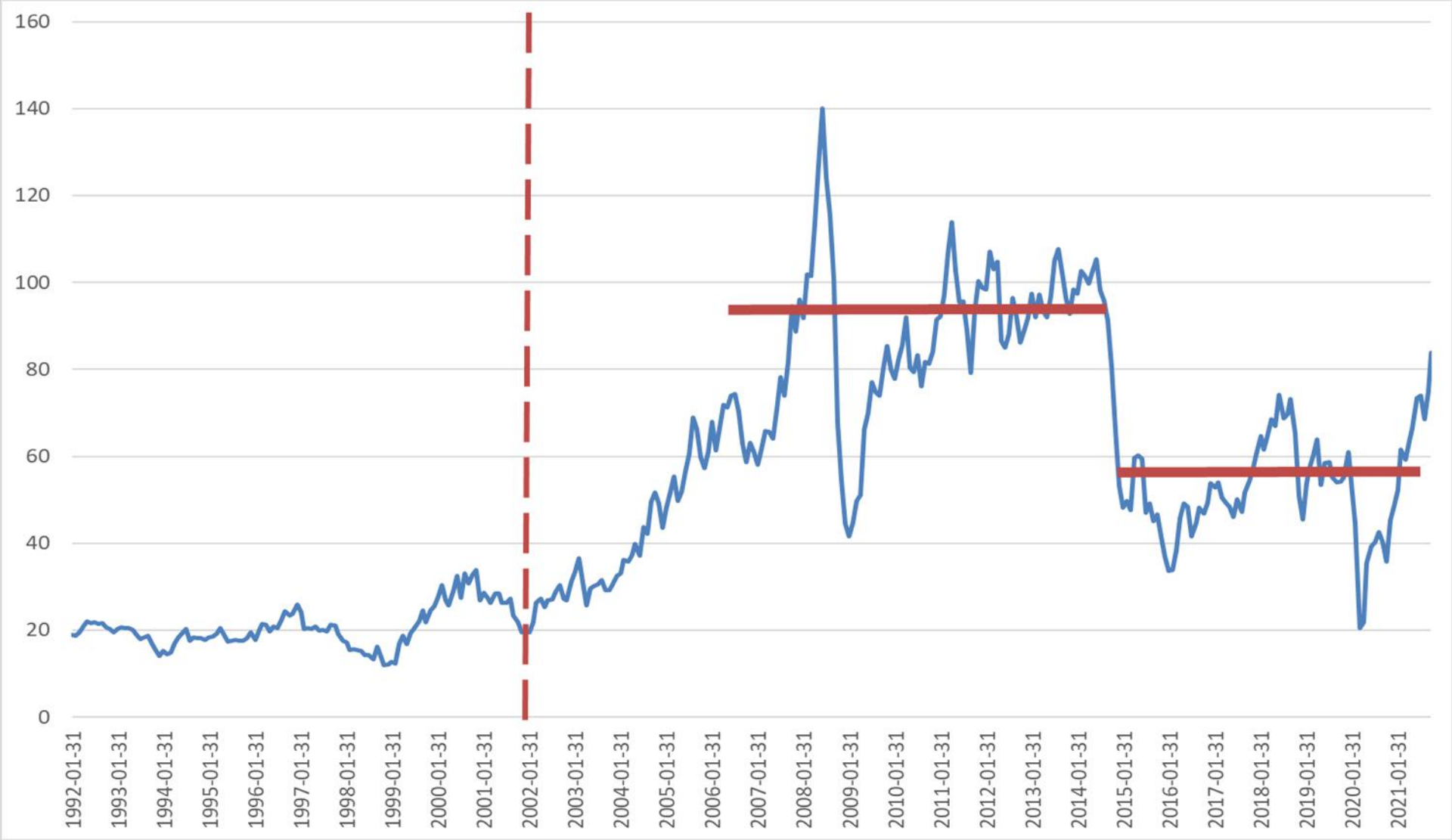
美联储估计，石油带动的相对价格通货膨胀是目前主要波动来源



1.通货膨胀

- 纯粹通货膨胀（趋势通货膨胀）主要由利率、劳动市场状况影响
- 相对价格通货膨胀主要由石油和食品价格影响

石油价格明年处在高位


160
140
120
100
80
60
40
20
0
1992-01-31
1993-01-31
1994-01-31
1995-01-31
1996-01-31
1997-01-31
1998-01-31
1999-01-31
2000-01-31
2001-01-31
2002-01-31
2003-01-31
2004-01-31
2005-01-31
2006-01-31
2007-01-31
2008-01-31
2009-01-31
2010-01-31
2011-01-31
2012-01-31
2013-01-31
2014-01-31
2015-01-31
2016-01-31
2017-01-31
2018-01-31
2019-01-31
2020-01-31
2021-01-31

定价机制变化

- 在市场经济条件下，我们经历过两个大的循环模式。一个是福特-凯恩斯模式，一个是灵活积累模式。
- 福特-凯恩斯模式是市场经济循环长期发展探索中最终形成的一种主导模式。这种模式是大规模生产、大众消费、平稳的劳动力供给体制、泰勒制为代表的高效率管理策略等。
- 但是由于资本积累存在的固有问题，必然会产生消费不足等现象，最终带来了1929年到33年的大萧条。在罗斯福新政和凯恩斯主义的推动下，国家权力开始适度介入市场经济，弥补消费不足。
  - 美国因为移民，工会相对较弱
  - 国家权力介入

定价机制变化

- 在二战之后，通过战争期间孕育的新技术，福特-凯恩斯模式将新技术导入经济循环，带来了稳定的经济增长。汽车、造船、石油化工、橡胶、电器消费、房地产成为了经济增长的助推器。
- 各个主体行为模式调整。
- 不断创造新的需求，产生了以房地产供给推动和中产阶级文化吸引等多个方面形成的郊区化、运输和交通系统扩大以及新一波全球化浪潮。
  - 20世纪价格革命，成为一种世界性现象
- 这种模式中也存在很多生产和循环固有的问题。
  - 大规模生产一定意味着大规模的市场开发，有效需求不足始终是一个循环核心问题。这就导致利润率不断下降。
  - 同时经济体系的刻板性不断增强，产生劳动力市场分割，会更加依靠灵活的货币政策注入流动性维持繁荣，但这必然带来通货膨胀。最终经济会逐渐走向滞胀。
  - 制度性通货膨胀因素，例如，建议零售价等。石油价格冲击是一个放大器。

定价机制变化

- 灵活积累就形成了一种有效的对抗式循环。
- 灵活积累模式依靠劳动过程、劳动力市场、产品和消费模式相关的灵活性，其特征是出现了全新的生产部门、提供金融服务的各种新方式、新市场，最终商业、技术和组织创新得到了极大的强化。
- 新的积累模式下，原有的经济冲击效果也就不再相同。例如，布兰查德等发现上世纪90年代之后石油冲击对于世界经济的影响正在逐渐减弱，其背后的关键因素在于经济的循环模式发生了结构性转型。

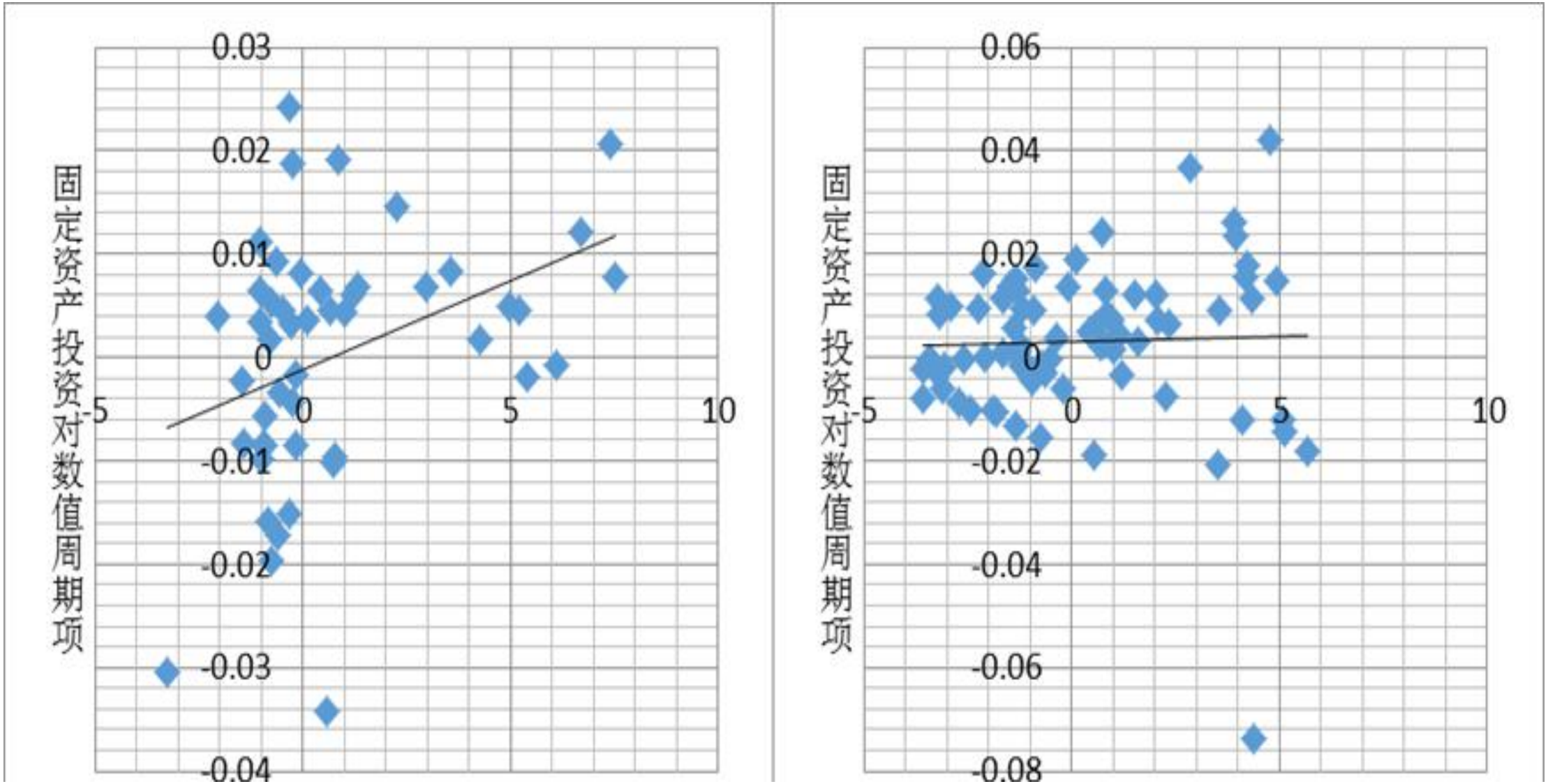
定价机制变化

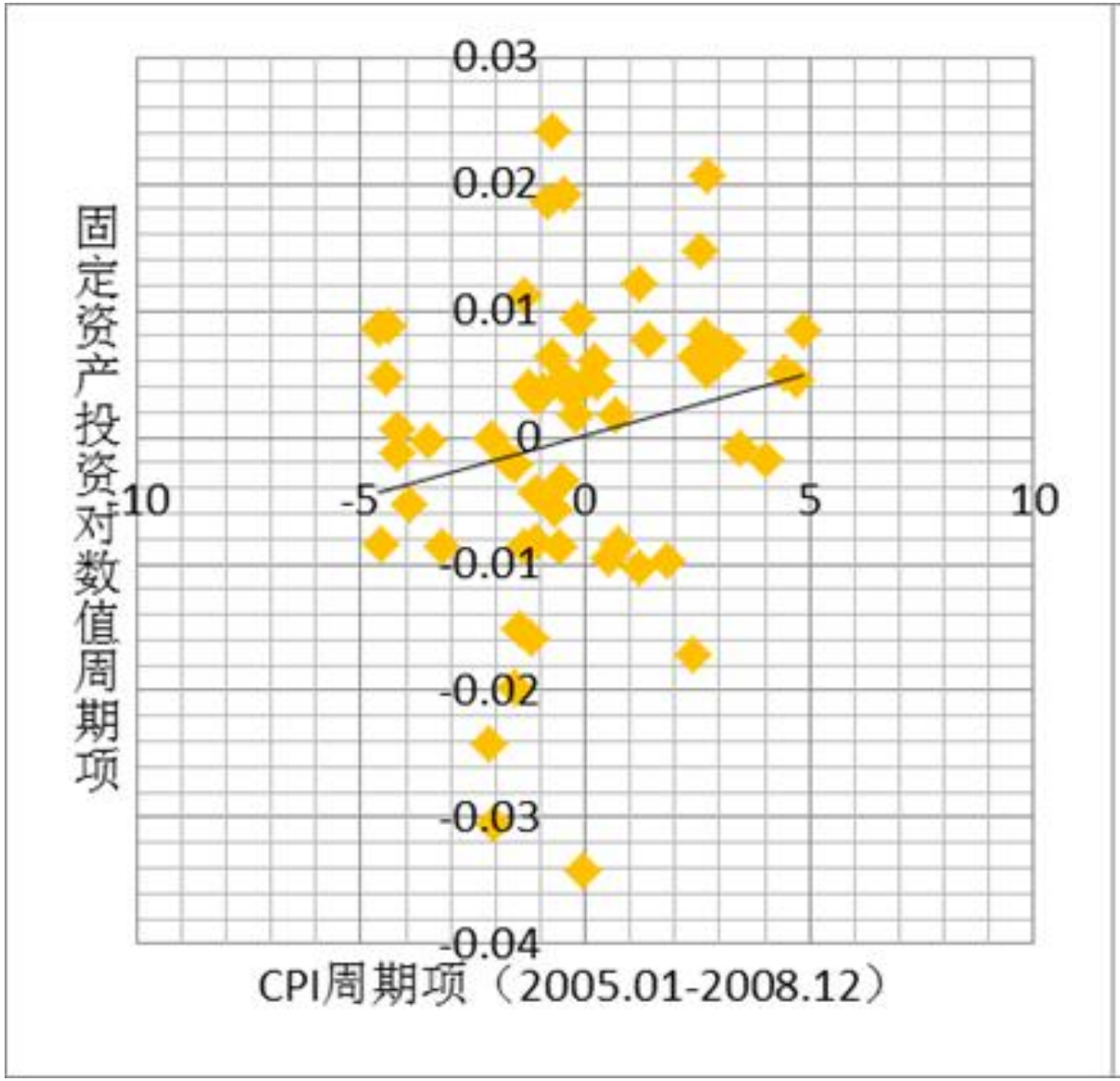
- 信息技术的崛起极大强化了灵活积累模式。
- 通过信息技术，不断下降的运输和交易成本，使得决策可以传到更为广阔和多样化的全球空间，全球化不断推进。
- 灵活积累模式的核心变化之一是，劳动力市场出现了彻底的重构，较为刻板的雇佣模式全面走向外包等灵活劳动力模式。
- 灵活生产体制使产品创新的速度得以加快。
- 在消费方面伴随着更加快速变化的时尚、调动一切的消费至上主义。生产即消费的文化产业得到了极大发展，短视频等模式又不断侵入原有的文化行业。
- 产业结构和渠道结构的变化，商品销售和定价机制出现了巨大变化。制度性通货膨胀因素下降。

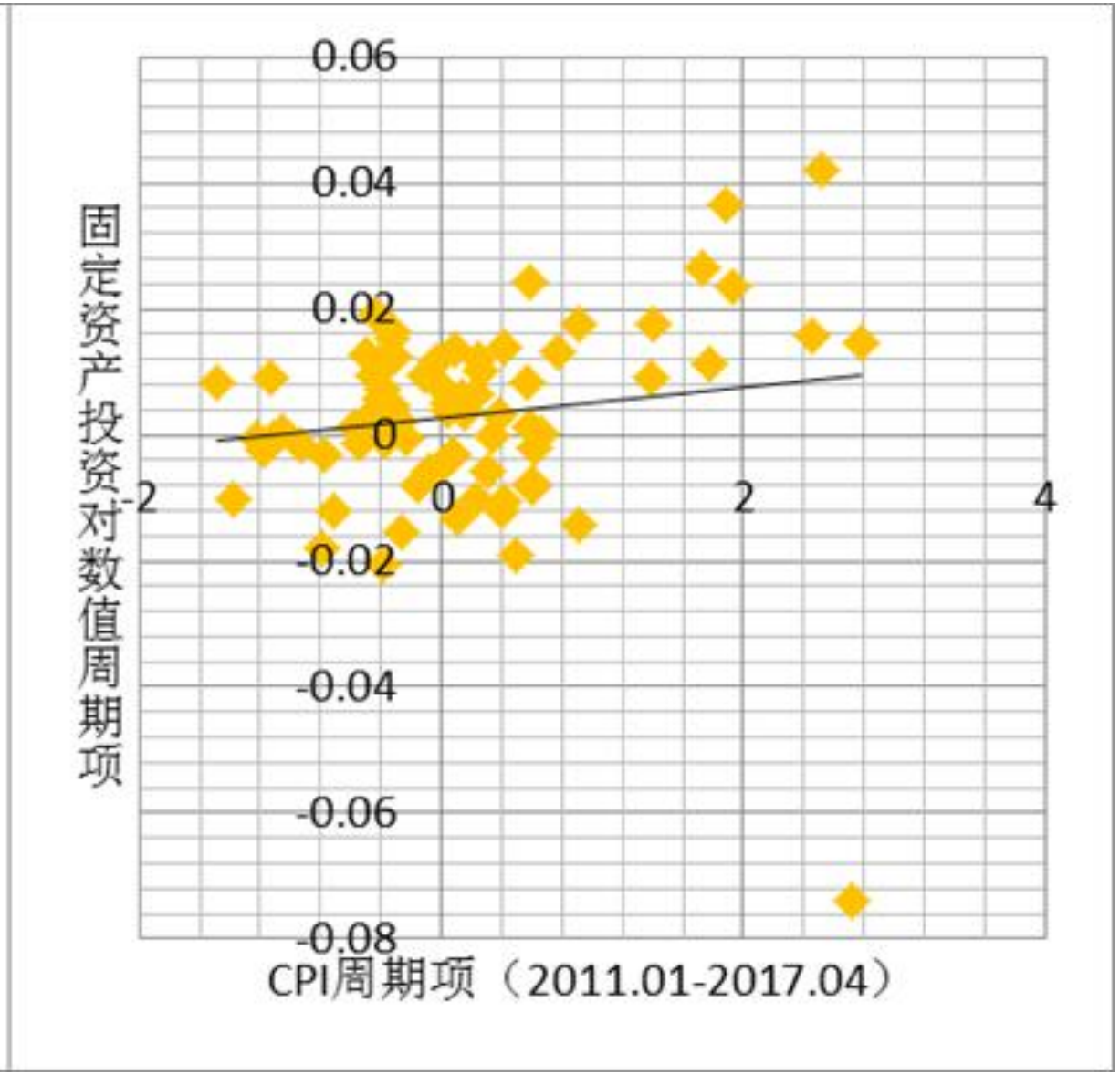
1.通货膨胀

- 总体判断，明年全球通货膨胀还是处在较高水平，但是因为定价机制的变化，不会达到上世纪80年代的高点。国际需求带动国际资源价格高企。
- 2022年PPI增速放缓，但是绝对价格水平处在高位
- 因为石油价格和能源转型成本，PPI逐步向CPI传导
- 我国通货膨胀逐步上升，主要是成本冲击的相对价格通货膨胀

传统的经济周期传导方式，即投资、出口——价格上升带动利润增加——资产负债表稳步修复——拉动投资——推动经济上行，在危机后出现了失灵，下游行业难以跟进。

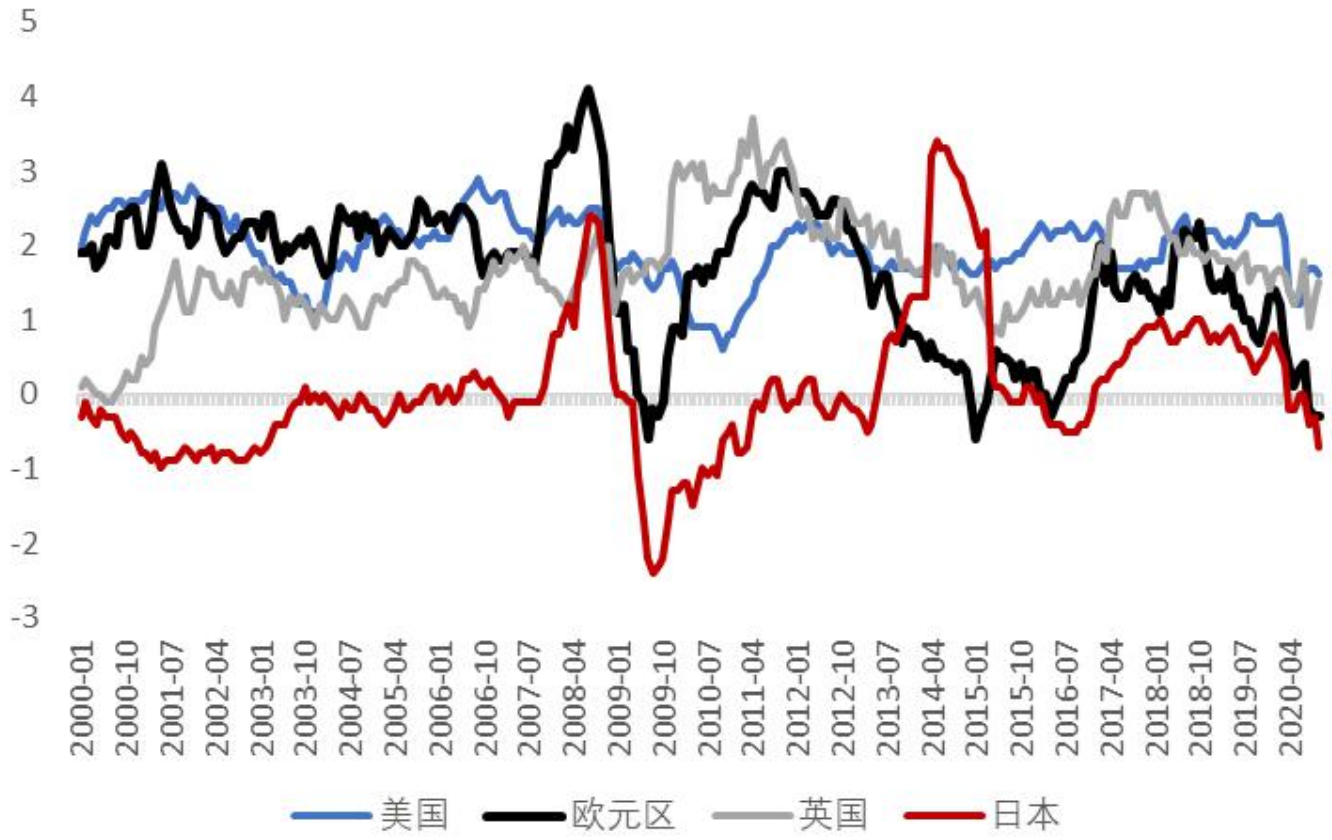



0.03
0.02
0.01
0
-0.01
-0.02
-0.03
-0.04
-10
-5
0
5
10
固定资产投资对数值周期项
CPI周期项（2005.01-2008.12）


0.06
0.04
0.02
0
-0.02
-0.04
-0.06
-0.08
-2
0
2
4
固定资产投资对数值周期项
CPI周期项（2011.01-2017.04）

2.劳动市场变化

- 低通胀与工资传导压力减弱
  - 通胀和通缩齐消失



2.劳动市场变化

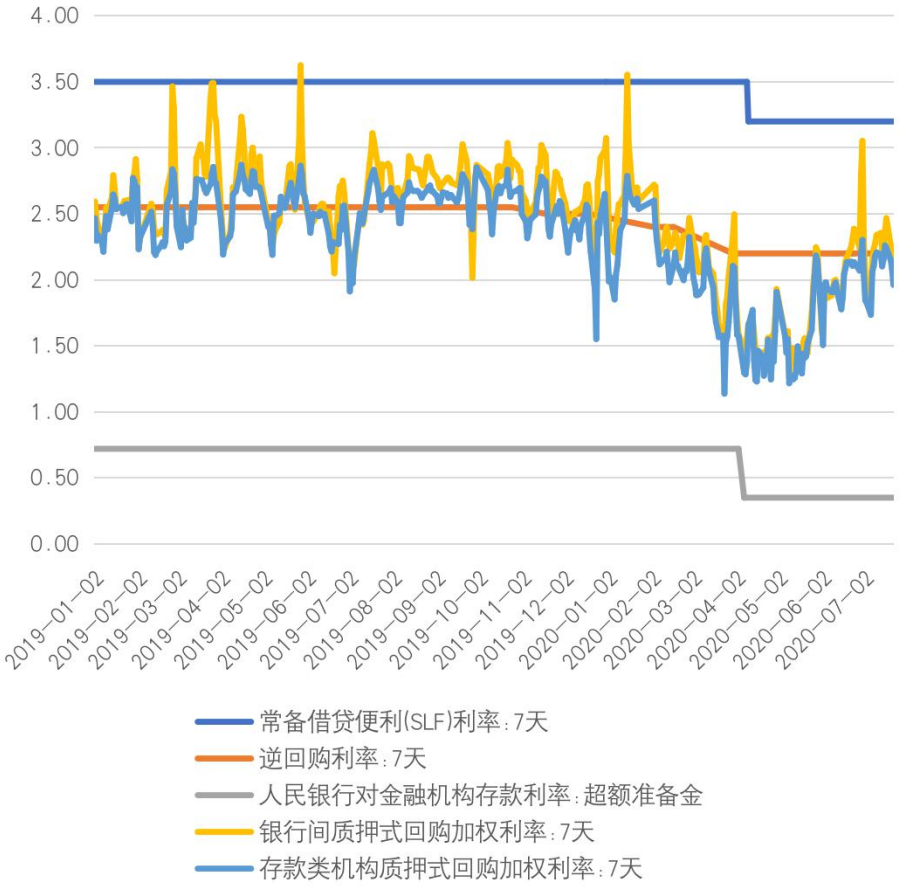
- 低通胀与工资传导压力减弱
  - 工资传导压力减弱
  - 工资的变动并未伴随着物价水平变化。这可能表明工资向物价水平的传导发生了根本性的变化，美联储和欧洲央行的研究均证实了这一点（Peneva & Rudd，2017；Bobeica et al.，2019）。

2.劳动市场变化

- 欧美国家劳动力市场加速了复苏步伐。但是，劳动参与率下降约2个百分点。
- 我国当前就业状况良好。但这之后主要是供给因素推动，需求较弱。
- 明年会进入退休高峰，对于就业更加宽松。
- 物流快递、直播带货等灵活就业模式改变劳动力市场。

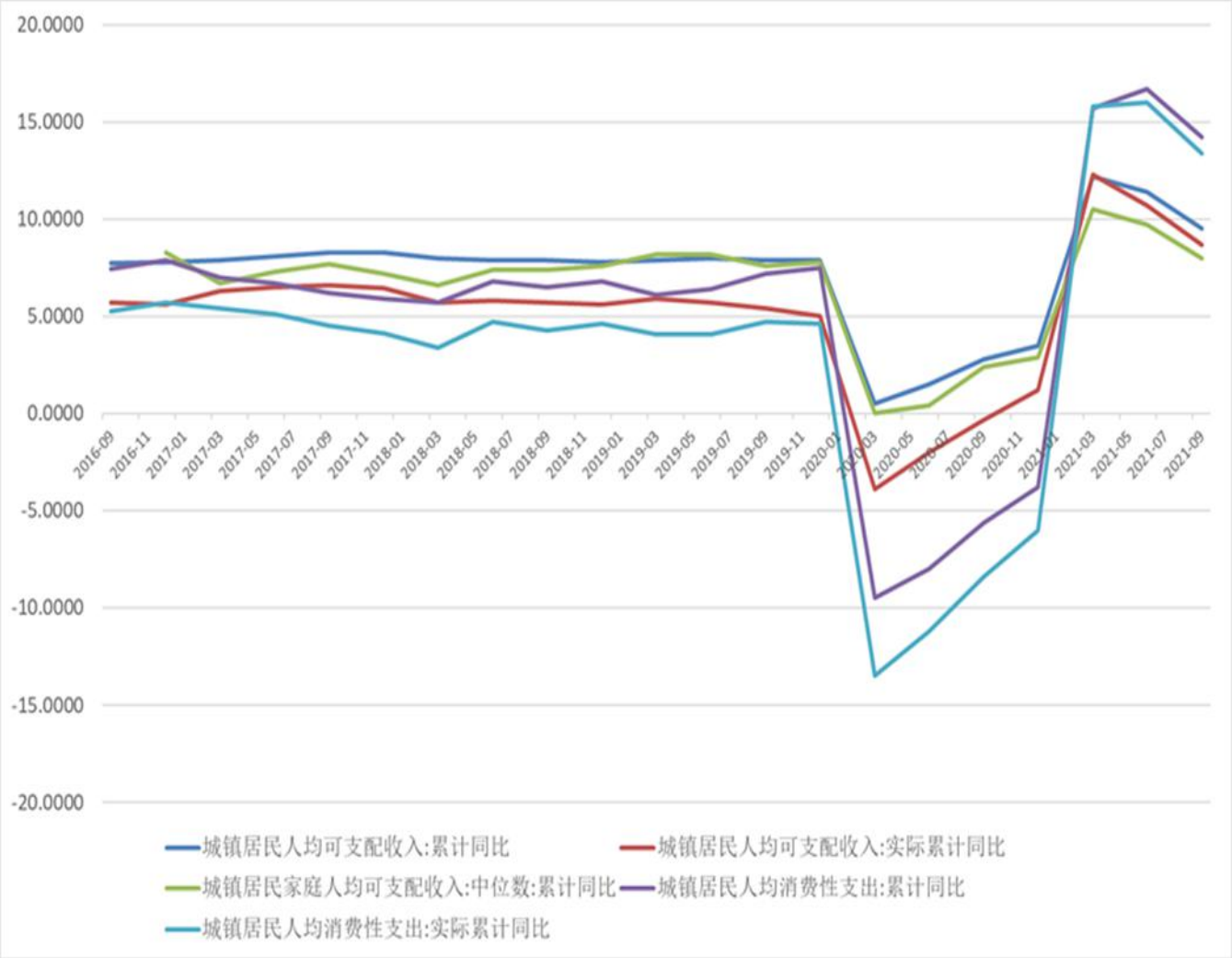
2.劳动市场变化

- 市场利率上行，重回逆回购利率上方
- 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



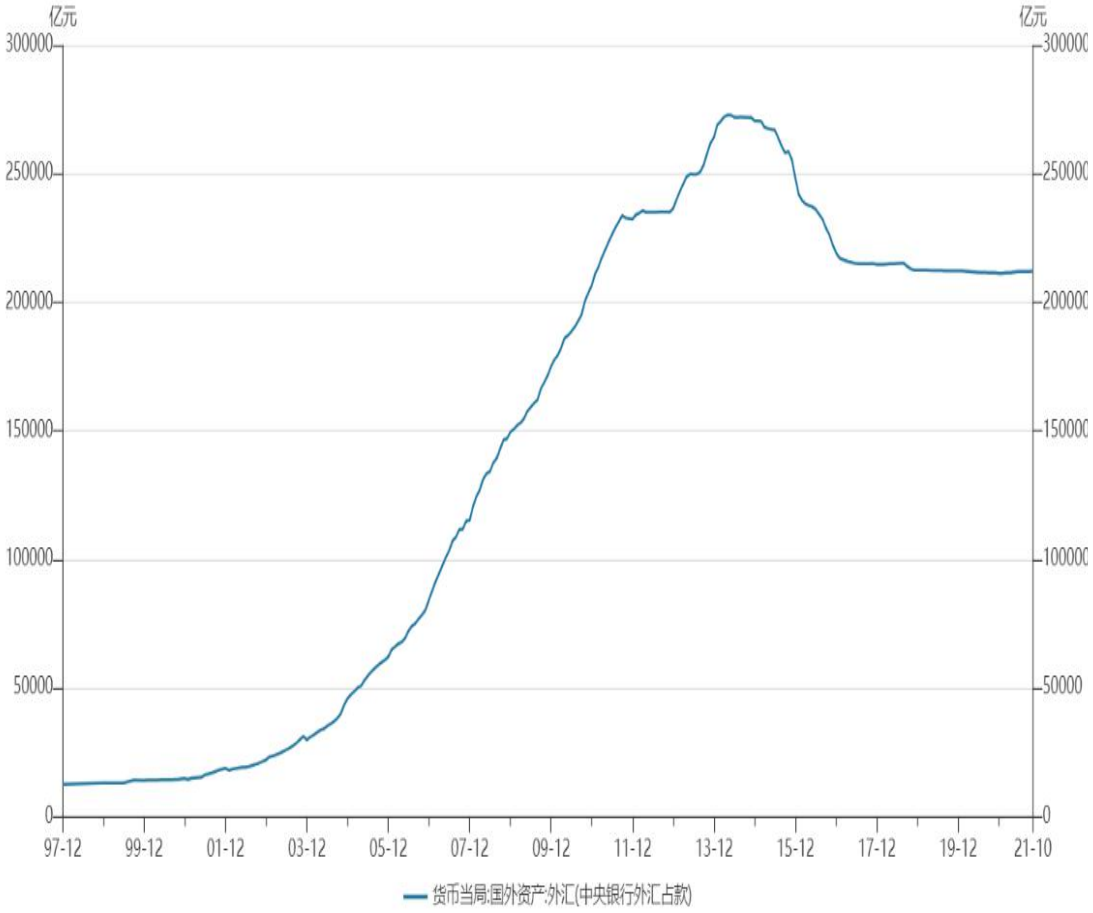
3. 经济内生动能不足

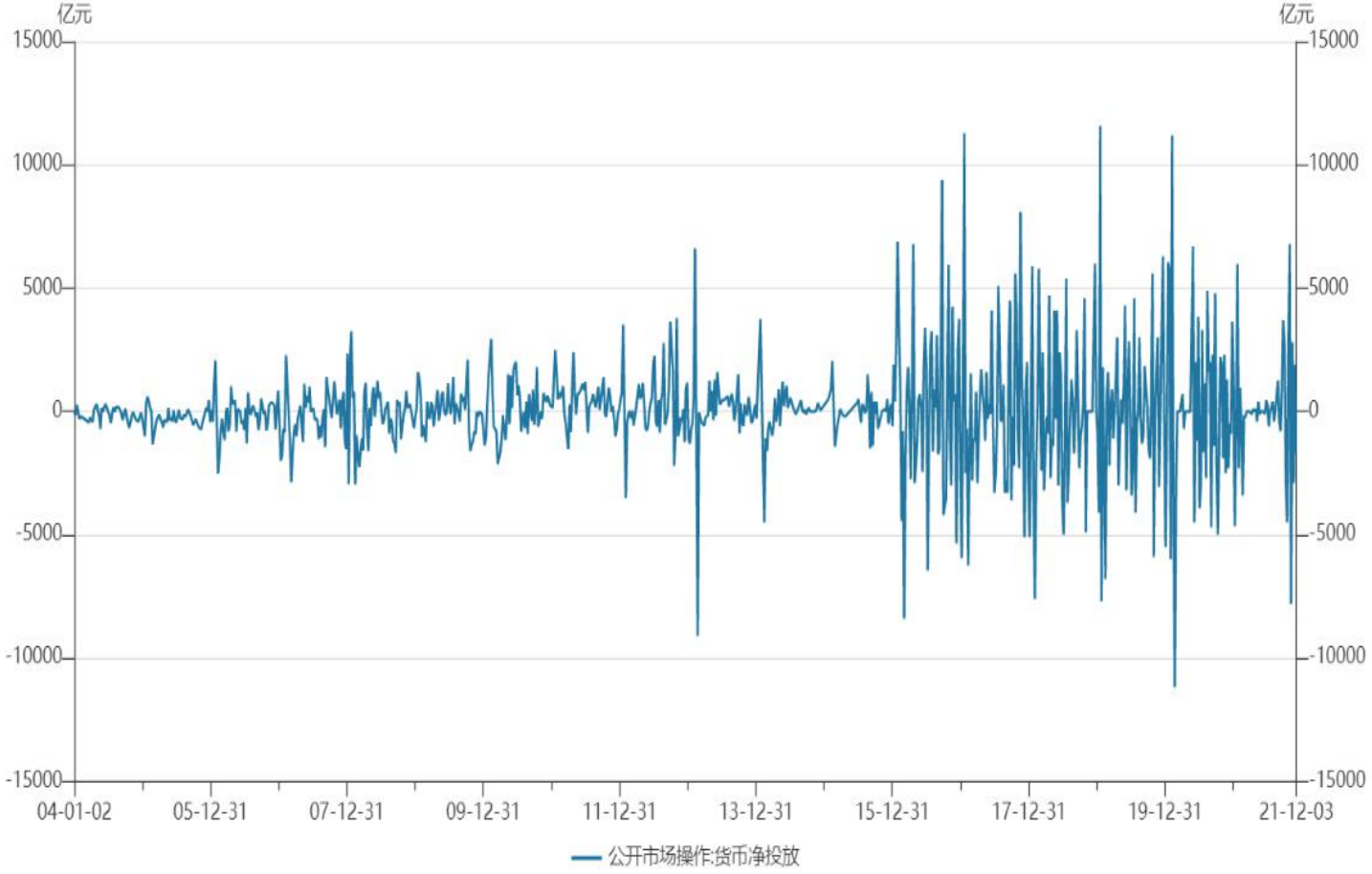
- 假日经济、流量竞争加剧等消费增长点日趋乏力，消费总体动能不足。到3季度，城镇居民人均可支配收入累计同比增速9.5%，人均消费性支出累计同比增速14.2%，2016年以来首次超过收入增速。
- 房地产在投资中重要性依旧
- 收入、城乡、僵尸企业等结构性问题日渐突出
- 科技、产业安全迫在眉睫
- 如何结构性突围？



4.货币创造机制调整

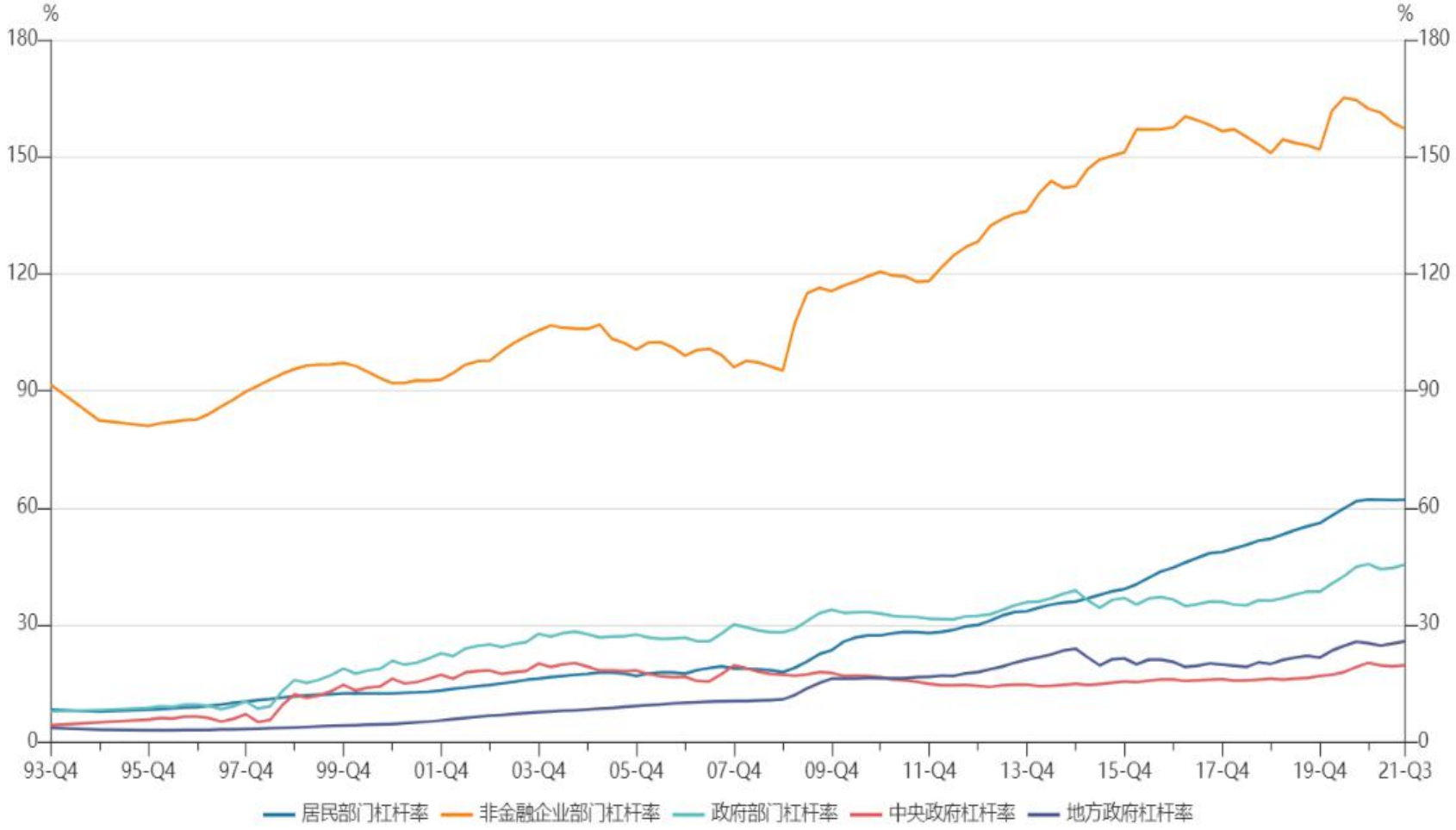
- 从外汇占款到公开市场投放
- 货币投放成本提高，增加了经济风险





5.债务高企

- 在全球大放水的环境下，过去十年世界债务高企
- 总体上，我国有效控制了债务水平
- 回归疫情之前困难较大，金融加速器效应进一步放大，货币政策需要更加谨慎



二、货币政策再定位

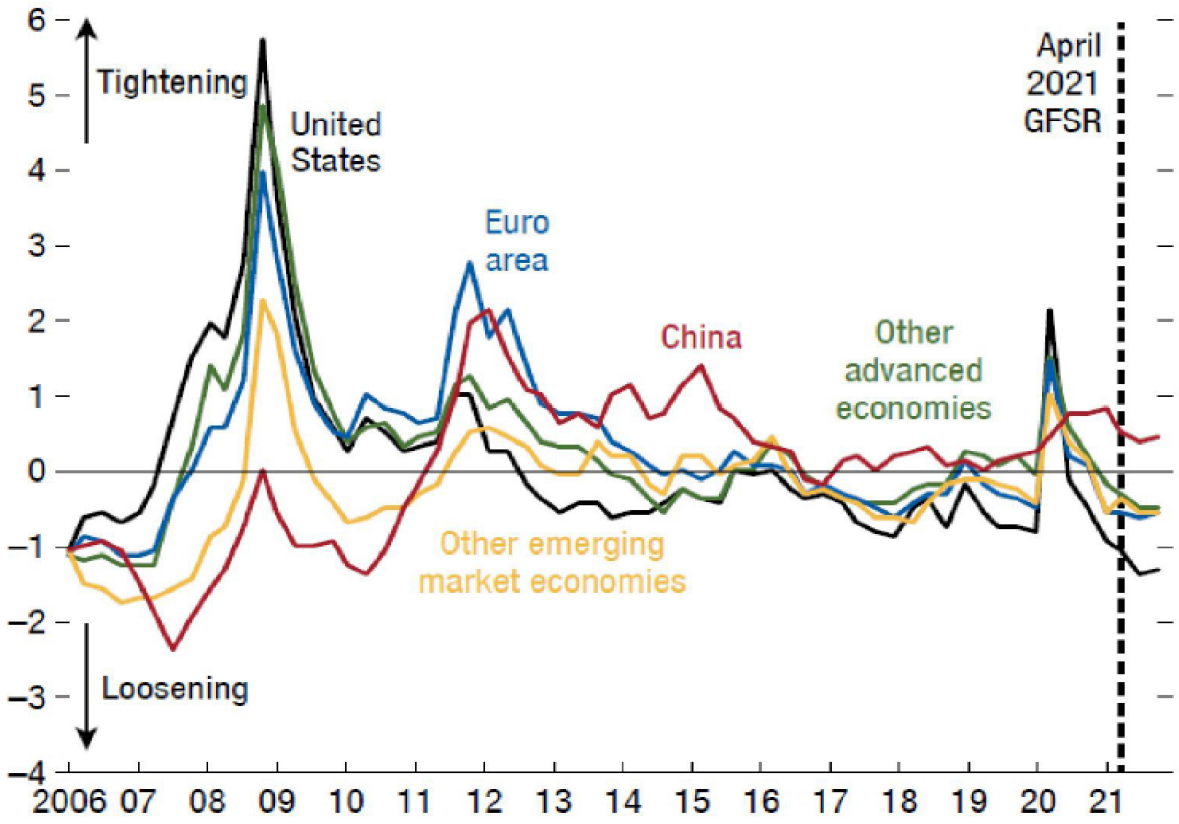
- 货币政策再定位不是简单的“松”或者“紧”的问题
- 货币政策面对新环境，已经进入了新的时代，全球覆水难收，不可能再回到以前的时代
- 这需要在理论和实践上全面对货币政策进行反思，以更好应对未来的情况，促进构建“双循环”新发展格局

二、货币政策再定位

- 从理论维度看，目前货币政策理论基本还是维持了危机前的共识，只是更加关注宏观经济的金融摩擦、尾部风险和高度非线性，所以通货膨胀目标制还是成立的，只是需要修正而已，而不是颠覆。（ Eusepi and Preston,2018,Taylor,2019 ）
  - 未来世界主要经济体对于政策的分析更多是集中在如何调整政策执行框架，为未来预留足够的空间。
  - Bernanke(2020)估算，现有新政策工具可以打开3个百分点的政策空间，这是以自然利率2—3%为前提，如果继续下降，这些政策工具不足，就需要未雨绸缪，调整货币政策策略
- 需要更加积极地思考货币政策在宏观政策体系中的地位。
- 原有通货膨胀目标制更多考虑不要超过目标上限，这导致了中央银行越来越成为风险规避者。未来的环境，不是简单的规则能够应对的，需要更加积极、灵活，同时控制好通货膨胀预期。这对中央银行的挑战加大。
  - 弥补型通货膨胀目标制

二、货币政策再定位

- 在政策取向上，稳健基础上，更加积极灵活
  - 我国货币政策因为面对的主要是结构性问题、中美经济周期错位等，不能过度放水。
  - 要更加积极，为避免后遗症效应，跨越中等收入陷阱，把握好发展的机遇期，为结构调整创造良好环境，将中国经济增速维持在合理区间的偏上部分。
  - 同样的环境变化，需要宏观调控框架的再定位，政策间相互配合。



二、货币政策再定位

- 在货币政策目标上
  - 理清通货膨胀影响因素，不要被束缚住手脚。通货膨胀趋势主要来自于劳动市场和社会融资成本，更多需要依靠改革。相对价格效应主要来自于能源。能源革命将是一次巨大的转型，不是简单的货币政策能控制的。
  - 更加积极关注就业和经济增长

二、货币政策再定位

- 货币政策工具更加关注风险分布、加快推进利率市场化改革、更加多样。
- 第一，更加积极的货币政策不是不谨慎，需要更加关注政策带来的宏观风险分担问题。面对不同的风险需要有与之风险特征对应的工具。
- 面对系统性风险，需要中央银行直接承担，也就是通过直接购买相关资产。
  - 可以降低商业结构承担的资产风险，在低利率的环境下，更好与风险匹配。
  - 系统性风险留在金融机构手中，更容易引发金融危机。

二、货币政策再定位

- 第二，以改革疏通利率传导机制
  - 我们有短期的逆回购、SLO、SLF，也有中长期的MLF工具
  - 但是各工具要求不一致
  - 货币政策信号不明确，甚至会自我放大

二、货币政策再定位

- 我国货币政策虽然有较多沟通，但是透明度不够，在操作发生变化后引起大量猜测
- 从外汇占款模式转向公开市场操作，不确定性加大

- 前瞻指引

二、货币政策再定位

- 货币政策灵活性要求充分利用多种政策工具，特别是结构性工具
  - 量化宽松的非常规货币政策工具将会逐渐常规化，要做好储备。
  - 传导机制包括信号机制、久期–风险机制和资产组合再平衡（供给–稀缺性机制）。
  - 在执行后，从欧美经验看，改善金融条件、改善宏观经济。通货膨胀和金融稳定问题似乎并没有发生。
  - 目前来看，对资产购买计划最大的风险在于进入和退出这个政策时的交流策略。

二、货币政策再定位

- 货币政策灵活性要求充分利用多种政策工具，特别是结构性工具
  - 为了激励银行提供更多信贷，中央银行通常通过廉价的长期资金补贴银行贷款
  - 结构性绿色货币政策工具是银行先投放信贷，再找央行获取基础货币，通过信用来拉动货币。
  - 银行主导型经济或者更加依赖隐含融资的主体
  - 效果主要取决于银行的财务健康状况。如果银行的资本充足，那么它们对来自中央银行的廉价流动性的需求可能不大，相反，如果银行缺乏资金，尽管可获得低成本的资金，但它们的贷款可能会受到限制，或者扭曲了提供良好贷款的动机。
  - 结构性货币政策与金融稳定政策相协调。

三、货币政策建议

- 在保持稳健的基础上，加大绿色信贷投放扩大内需，更加对冲成本冲击，进一步通过降准置换MLF等操作，降低资金成本
- 加强预期管理，考虑市场情绪的基础上加强引导
- 做好国际协调，稳定汇率

总结

- 我们已经来到了货币政策的新时代，迫切需要进一步思考政策的重新定位。
- 货币政策目标、工具都需要进一步调整重点。
- 未来一段时间保持稳健取向下相对宽松货币政策。

谢 谢！

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济专题报告发布：货币政策是否需要再定位、如何再定位？

12 月 9 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 40 期）于线上举行。**百度 APP、网易财经、新浪财经、财经、凤凰财经、WIND、证券时报、中国证券报、同花顺财经、好看视频**等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数逾**六十万**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**“货币政策是否需要再定位、如何再定位？”**，知名经济学家**余永定、毛振华、管涛、钟正生、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。

报告首先介绍了本次论坛主题提出的相关背景。首先，全球在 2008 年金融危机后进入了一个大放水时代，促使我们要对当前的货币政策进行再思考。尤其是在应对新冠肺炎的过程中，欧美推出天量刺激政策导致货币增速进一步上升，新的国际环境要求对中国货币政策定位做出思考。其次，国内通货膨胀压力显现、经济增长遇到新挑战，货币政策的再定位也是明年着力稳定宏观经济大盘的需要。最后，近期人民银行宣布将在 12 月 15 号全面下调金融机构存款准备金率，并下调了支农、支小再贷款利率，房地产融资条件也在得到改善，**中国的货币政策在边际上进行调整，政策如何进一步定位和完善需要研究**。

在此之后，于泽教授提出了本期报告的基本观点：**第一，**面对国际国内各种新变化，美国等货币政策无法回归传统状态，需要我们在思想和实践上对中国货币政策进行重新定位。**第二，**思想上需要进一步认识到，在这样一个更加复杂的情况下，货币政策能够发挥更加积极的作用，要充分利用好货币政策。**第三，**在政策取向上，我国的货币政策

不能进行过度放水，但要更加积极，在发挥货币政策作用的同时，强化与其他宏观政策的协调。**第四，**在政策目标上，在价格基础上，未来中国货币政策制定要更加关注就业和经济增长目标。**第五，**在政策工具上，建议激发市场化红利，面对欧美非常规货币政策在整个货币政策体系中逐渐常规化，我们要做好相应的准备，要更加重视结构性货币政策。**第六，**建议明年进一步适度降准，提高货币政策传导效率，帮助经济降成本，进一步发挥好货币政策稳增长等作用。

结合以上背景分析和基本观点，报告围绕三方面内容展开：

一、货币政策面对新环境；

二、货币政策再定位；

三、货币政策建议。

一、货币政策面对新环境

货币政策是否需要再定位，这取决于政策环境是否发生了变化。报告开始提出了货币政策已经不能再回到传统模式。具体看来，通货膨胀问题显现、劳动力市场结构改变、经济内生动能还需提升、货币创造机制调整以及债务问题使得我国货币政策所面对的一些基本参数发生了改变，**尤其是改变了价格决定机制，这也对中国经济的发展路径提出了新要求。**

1、通货膨胀

未来一到两年，通货膨胀是困扰整个世界经济的核心问题。从全球维度看，到 10 月份美国通货膨胀达到 1982 年以来新高；目前欧盟的消费者价格指数同比增长 4.4%，核心 CPI 增长 2.6%，追平欧盟历史高点。**2021 年以来，通货膨胀是一个全球性的现象，相对而言，中国的 CPI 涨幅增速相对比较平缓。**

根据世界银行统计分析，从 2020 年以来价格的变化主要来自于三个维度。**一是总**

需求，主要表现在服务业和非食物商品；二是来自供给侧的石油价格的波动；三是来自于供应链因素。在这三个因素当中，需求和石油价格是主要的反转力量，供应链是放大器。

首先来看需求因素，欧美之所以有如此高的需求，在于疫情期间欧美在财政货币政策领域对家庭收入提供了相当大的支持。在这些需求中，居家办公使人们用商品消费代替服务消费。由于疫情原因，欧美国家大量停工停产，供需两端产生缺口错配。**这种缺口一方面加剧了欧美的通货膨胀，另一方面也影响了中国通货膨胀的机制。**

欧美国家的供需缺口为中国出口提供了空间，推动我国出口保持高速增长，带动工业实现了超常规恢复。但是，消费修复还不够理想。欧美需求上行拉动我国工业恢复，叠加国内消费相对疲软，使得我国不同领域产品价格出现极度分化。一方面消费端通胀表现相对温和，11 月，全国居民消费价格同比上涨 2.3%，但是核心 CPI 涨幅 1.2%，比上月下降 0.1 个百分点。另一方面，工业原材料价格出现大幅度上涨。11 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 12.9%，环比持平；工业生产者购进价格同比上涨 17.4%，环比上涨 1.0%。**在奥密克戎的威胁下，欧美的复工复产再次延迟，供需矛盾再次加大，对我国的出口进一步支持。明年 PPI 的增速会大幅放缓，但是绝对价格水平维持在高位。**

此外新冠疫情对于全球供应链的影响也是我们不得不考虑的一个因素。**除了芯片供应链的“至暗时刻”可能已经过去，当前全球供应链断裂程度攀升。**从美国来看，供应链问题在各个产业间已经开始扩散，大体可以判断欧美国家的通货膨胀会处于一种居高不下的状态。

此外，能源价格的变化是欧美通货膨胀的核心，也是其重要的驱动因素。过去几年石油价格处于相对低位，再加上对于能源转型的预期，导致近年来国际上对以石油为代表的传统能源投资不足，叠加近期需求增加，使得石油等能源价格上涨压力较大。**也正是基于这一判断，从短期来看，未来世界和中国所面对的通货膨胀环境要更加严峻。**

除了以上供需两方面的冲击以外，定价机制的变化也深刻影响到全球通货膨胀的

走势。为什么说商品定价机制在发生改变呢？最核心的一个表现是菲利普斯曲线出现扁平化。这背后的深层次原因在 20 世纪时经济循环经历了一个大的变化。20 世纪初的经济循环是一种福特-凯恩斯模式，就是以福特制的生产和凯恩斯主义的大众消费为基础。二战后，福特-凯恩斯模式将新技术导入经济循环，带来了稳定的经济增长。这一模式有其刻板性，大生产和大消费背后是以稳定的雇佣关系为基础。**由于这种制度的刚性产生了很强的滞胀内生动力，在大消费环境下，带来了很多制度性通货膨胀因素。**也正是由于这种模式，全球迎来 20 世纪的价格革命，从 1896 年之后，尤其是一战二战后全球价格出现全面向上趋势，原来的经济循环模式和定价模式最终产生了上世纪 70、80 年代的滞胀效果。

在 80 年代之后出现了新的经济循环模式，可以称之为灵活积累模式。劳动市场出现了一个非常彻底的重构，由刻板的雇佣模式全面走向外包等灵活劳动模式。信息化推动了这种模式更快更灵活，这种产业结构和销售渠道的变化，**使得商品销售和定价机制发生了改变。原有的制度性通货膨胀因素实际上是在下降的。**

多种因素的综合对比，未来通货膨胀的走势会比较复杂，一方面从短期看，全球经济会面临供需两方面力量的冲击，比如供给侧产业链问题、能源问题以及需求处在相对高位的问题。在这种情况下，未来一两年全球通货膨胀问题会比较严重。但因为全球定价模式的改变，可以判断这个问题的严重程度不会像上世纪 80 年代那样。同时，因为这次的 PPI 高位更多的将来自于石油和能源转型带来的成本，这种高位就会逐步向 CPI 传导。**正是基于以上分析，未来一两年内我国消费侧通货膨胀处于逐步上行的趋势。**

2、劳动市场变化

第二个货币政策所面临的环境变化是劳动力市场。实际上，在 2008 年全球金融危机之后，劳动力市场出现工资传导压力减弱。以欧美为例，虽然一些国家整体工资上涨，但 CPI 传导效率在大幅下降。明后年的中国劳动力市场也会发生一些比较巨大的变化。明年我国将迎来退休高峰，这使得就业环境相对更友好。同时由于物流快递、直播带货模式的发展，劳动力市场弹性是在加大的。因此，我们可以说原有劳动力市场的状况，

在未来几年一方面受制于经济有下行压力，但另一方面又会因为人口和就业模式等因素影响出现好转。

3、经济内生动能不足

当前中国经济的结构性问题非常突出，内生动能还不够充分。这一点各界研究较多，在此不再赘述。

4、货币创造机制调整

中国货币政策创造机制在发生改变。原来外汇占款机制在 2015 年后迅速弱化，**当前更多依靠公开市场投放**。由于公开市场投放的成本天然高于外汇占款，在经济下行压力加大的环境下；进一步增加了经济中的风险。

5、全球债务高企

过去十年的全球大放水导致世界债务上升，但中国债务总体可控。虽然我国债务增长相对平缓，但非金融企业杠杆率目前处在很高的水平，这会放大货币政策传导机制中的金融加速器效应。**庞大的债务存量，导致少量改变利率也会带来大量的冲击。**所以现在我国的货币政策调整难度比之前更大。

二、货币政策再定位

首先是货币政策思想的再定位。目前的货币政策理论基本上维持了全球危机前的共识，只是更加关注金融摩擦、尾部风险和高度非线性，通货膨胀目标制还是成立的，需要做的更多的是打开政策空间，而不是颠覆这个框架。但是，随着全球环境的变化，未来货币政策要扮演更加积极的作用。原有的通货膨胀目标制更多的是把通货膨胀作为上限，央行在这种环境下会成为风险规避者。**面对越来越复杂的环境，原有的简单依靠通货膨胀目标制、依靠泰勒规则等方式来制定政策已经不够了，需要更加积极、灵活的货币政策。**

因为我国面对的大量的结构性问题，并且存在中美经济周期错位、欧美货币政策常态化等问题，这种情况下不能过度放水，但同时，货币政策还是要更加积极。我们要把握好目前的发展机遇，为结构调整创造良好环境。基于这些考量，中国经济增速在未来需要维持在合理区间的偏上部分，货币政策要更好地推动经济。

在通货膨胀问题上需要一个综合治理方式，而不是简单地通过货币政策收紧应对通货膨胀。要更加积极地把货币政策从简单的价格目标解放到就业和经济增长上，将中国增速维持在一个相对合理的区间。如果给定这样一个目标，意味着在工具上要更加关注未来货币政策带来的风险分布，加快推进利率市场化改革，需要更加多样化的货币政策工具组合。**在政策设计上，需要我们关注以下三点：**首先，更加积极的货币政策不是不要谨慎，而是更加关注货币政策带来的风险分担问题；其次，需要进一步以改革疏通利率传导机制；最后，在货币政策上要储备更多的政策工具，尤其是结构性工具。

三、货币政策建议

报告最后，对于明年的货币政策，于泽教授给出三点建议：**第一，**在保持稳健的基础上，加大绿色信贷投放扩大内需，进一步通过降准置换 MLF 等操作，降低资金成本。**第二，**加强预期管理，考虑市场情绪的基础上加强引导。**第三，**做好国际协调，稳定汇率。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，围绕货币政策再定位，各位专家发表了自己的观点。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长**毛振华**认为，**就中国目前的情况，要非常冷静地看待通胀。**我们在考虑通货膨胀时，应当以两年为期限，观察两年的平均增长率。现在看中国的情况，对通胀预期也是有的。一是上游PPI传导的客观存在；二是供给方面也发生了国际上的供给紧张，导致价格增长传递，作为消费品来说也有这样的空间；三是实际上面临着持续的社会福利、工资上升的压力。这种大背景下通胀依然是有可能，在未来一两年中，中国的通货膨胀会进一步攀升。**我国的货币政策除了要应对通胀的压力之外，还要关注国内**

新冠疫情冲击对经济的影响。此外，房地产长期经营风险累计和缓释过程中，金融风险也适当在增加。所以货币政策不应该简单采取收缩的措施。现在提出货币政策稳字当头，稳字当头就是以比较宽松的政策为主，不是简单的维持现状的稳，而是积极的扩张性货币政策。

中国社科院学部委员**余永定**对通货膨胀、货币政策定位以及中国宏观经济组合三个问题进行了分析。首先，美国确实出现了通胀的情况，所以美联储提出了一些货币政策的边际调整。但是未来美国货币政策是不是会全面退出、如何来度量退出的性质，是需要深入研究的。**其次，对于中国的货币政策是否需要调整，需要考虑GDP增速、通胀水平和金融脆弱性三个因素。**对于这一问题，余永定认为当下中国经济的主要矛盾的解决办法还是稳增长，如果稳住增长一切问题都有谈的余地。基于此观点，我国的货币政策还有扩张的空间。最后，关于宏观政策的组合性问题，尽管当下中国出现通胀，但是现在中国要谈货币政策的常态化为时过早。**当下还是要从稳增长的角度实施扩张性政策，真正要稳住增长，不仅仅需要扩张性的货币政策，更需要积极的财政政策。**扩张性货币政策配合积极财政政策，对未来中国经济的稳定增长非常有帮助。

平安证券首席经济学家**钟正生**对通胀形势演绎和货币政策给出了自己的观点。就美国而言，供应链紊乱、能源品紧张，美国房租滞后上涨，再加上最近出现了一些工资、物价螺旋上涨的倾向，**这些因素都说明美国通胀暂时论是错误的。**预计后续美联储货币政策可能要开始讨论加息，但并不意味着马上要加息。美联储手中还有一个灵活机动的部分，那就是可以调整削减资产购买的节奏，视美国通胀发展的情况再确定下一步。中国则是完全不一样的情况，**预计明年PPI明显回落，CPI慢慢回升，CPI和PPI剪刀差在收敛。**通胀的压力要明显减弱，发展停滞的压力明显增加。**所以我国的货币政策方向非常清楚，货币政策稳中有进，稳中趋松的方向应该不会变。**

从IMF评估来看，中国的货币政策还是偏紧，所以相对于海外发达经济体的央行来说我们一直是在正常化的过程中。中国传统城投和地产是信用的两个最重要的发动机，目前这两个领域的推动力不像以前那么强了。在这种背景下，货币政策的第一个问题是关于怎么定位，至少跟金融支持实体经济的发展在总量层面要匹配，甚至略微超前。**从**

结构层面来说，还是要支持实体经济中的薄弱环节。从减轻实体经济还本付息负担的角度来看，央行有进一步降低利率的空间，也有进一步降低利率的必要。在汇率方面，人民币汇率弹性可以增加，要更多地发挥汇率调节内外均衡的作用。

中银证券全球首席经济学家**管涛**从国际和国内两个视角对这一问题展开讨论。国际上确实存在通货膨胀的压力，特别是美国全面通胀风险上升。此外疫情的暴发使得现代货币理论遭到重大冲击。**面对疫情，不同国家的不同应对方式也对经济发展带来了不同的结果。**疫情刚暴发时，中国政府就做了非常重要的判断：疫情不是短期冲击。欧美在应对这个问题时，把疫情当成一个短期冲击，想采取速战速决的措施。随着疫情不断反复，非常明显美国财政不断加码，货币宽松退不出来。现在疫情没有解决，供应链危机、劳动力短缺、通胀起来了，宏观调控面临两难境地。经济还没有恢复，需要货币政策进一步支持，但通胀起来以后又需要货币政策紧缩。**美国的困境也是需要我们警惕的。**

对于中国而言，作为一个大国，**我们的货币政策应该优先考虑国内增长、就业和物价稳定情况。**尽管明年CPI有一定上行的风险，但是在整个财政货币政策比较克制，供需矛盾主要是供大于求的矛盾的情况下，**中国全面通胀风险有限，货币政策空间相对美国要大比较多。**中国货币政策以我为主，一方面要尽可能长期保持正常的货币政策，另一方面，正常货币政策并不意味着降准、降息就是排除项，而是应该在加强形势研判的基础上，当出手时就出手。

余永定：稳定经济增长需要更为宽松的宏观经济政策

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 40 期）上的发言

一、如何看待世界和中国的通货膨胀

目前，美国通货膨胀率是 6.2%，1990 年 11 月以来的最高值。由于通货膨胀的形势进一步恶化，美联储发生了态度上的变化。鲍威尔承认，通货膨胀比原来预计得更严重，持续的时间可能会更长。他不再坚持通货膨胀是“过渡性的”。**总而言之，天平已经明显向着抑制通货膨胀这个方向倾斜。**

2021 年 11 月美联储开始了新一轮的“逐渐减缩”（taper）。人们往往把“逐渐减缩”和“退出 QE（exit from QE）”相混淆。QE 是指 2008 年全球金融危机后美联储通过购买国债和“住房抵押贷款支持证券”(MBS)扩大联储资产负债表的过程。所谓退出 QE 应该是指**通过出售国债和 MBS**，缩小联储资产负债表，使之恢复常态的过程。**退出 QE 的标志**是联储不但不再购买新国债和 MBS，而且也不再购买到期的**国债和 MBS**，让美联储持有的国债和 MBS 自然减少，并最终恢复到“正常水平”。**所谓“逐渐减缩”（taper）是指减少国债和 MBS 的购买量。原来美联储每月购买 1200 亿美元国债和按揭支持债券（MBS），从 11 月起每月减少 100 亿美元国债和 50 亿美元按揭支持债券的购买量。**2008 年联储的资产为 8000 多亿美元，目前是 8.7 万亿美元，而且在未来的 6 个月中还会继续增长。因而，美联储现在是在逐渐缩减而不是在退出 QE。

到 2022 年 6 月左右，美联储就不会再购买新的国债或者其他的债券（即美联储的资产负债表不再扩大，但并不是“缩表”）。应该说，只有在那个时候，“**退**出”QE 的进程才刚刚开始，联储才会开始升息。因而，即便**美国目前正在“逐渐减缩”，美国的货币政策无疑依然是非常宽松的。**从最近鲍威尔和耶伦的一系列讲话中可以看出，一方面，

由于通货膨胀的严重程度超出预期，联储可能会加快“逐渐缩减”的步伐，提前“退出”QE，但他们仍然留下了再次调整政策的余地。例如，如果疫情进一步恶化，联储就可能会延长“逐渐缩减”的时间，推迟“退出”QE。这种情况，在过去 10 多年中已经多次发生。

如何看待美国通货膨胀的性质？**首先**要分析通货膨胀到底是哪些原因造成的，是扩张性财政、货币政策所导致经济过热抑或是疫情导致的供给冲击？大部分学者，包括美联储和其他的官员都认为目前美国的通货膨胀主要是供给冲击造成的。例如，国内供应链中断，重要港口不能正常运转，即便港口能够运转，也找不到运货的卡车司机。其次，国外的供应商也不能正常供货。**最后**，由于疫情，美国很多人不愿意工作，劳动力短缺严重。令人担心的问题是形成物价和工资螺旋上升的恶性循环。从目前来看这种恶性循环还没有真正出现，所以从总体来讲，联储目前的基本政策是警惕通货膨胀，但还在观望，为自己留下充分的政策选择余地。

应该说，美国明年 6 月份退出 QE（“缩表”）、加息是大概率事件。美国退出 QE 和加息，必然会对中国经济造成一定的冲击。中美利差的扩大会导致**资金向美国流动，对**人民币形成贬值压力。此时，我们将面临贬值还是不贬值的选择？如果不贬值，就要干预外汇市场，外汇储备就要增加，从而导致基础货币增加。基础货币的增加又给货币当局提出了另一个选择：对冲还是不对冲。对冲与否各有利弊，但都会造成相当多的麻烦和问题。如果贬值，贸易摩擦可能加剧，而进口产品价格的上升，又会增加中国的通货膨胀压力。**总而言之，非常关键的一点是美国货币政策的趋紧（特别是加息）将对中国执行宽松货币政策造成很多掣肘和制约。坦率说，中国可能错过了执行宽松财政、货币政策，刺激经济增长的最佳时机。**

美国执行宽松的货币政策，在短期对中国可能利大于弊；但在长期，情况就完全不同了。这里涉及通货膨胀的趋势问题。由于美国政府采取的扩张性财政、货币政策，美国财政赤字一直居高不下。今年拜登政府推出美国版的“四万亿（美元）”财政刺激计划。根据美国国会预算办公室预测，2021 年美国财政赤字率将高达 10%，尔后美国的赤字率将维持在 4%-5%的水平，到 2050 年美国的国债占 GDP 比将会达到 250%。从长期来

讲，如果还相信经济理论，就应该相信美国一定会发生严重通货膨胀。与此同时，到2021年第二季度为止美国海外净负债为15.42万亿美元，对GDP比例超过70%（2020年美国GDP为20.94万亿美元），而且完全看不到好转的趋势。因而，从长期来讲，如果还相信经济理论，就应该相信美元一定会贬值，更何况，通货膨胀本身就足以导致美元的实际贬值。

中国是美国的最大外国债主。中国持有大量的美元资产。如果美国通货膨胀难以控制，如果美元大幅度贬值，中国的海外资产就会遭受巨大损失。如何保护我们的海外资产，是我们必须认真考虑的长期问题。

二、货币政策的定位问题

货币政策到底应该是松是紧，主要看三个因素：一是GDP增长状况；二是通货膨胀形势；三是国家金融脆弱性。

第一，今年中国GDP增长率超过6%肯定没有问题，但要看到，这里有很大的基数效应。同正常情况相比，此6%和彼6%不是一个概念，它可能相当于过去的5%，甚至4%。如果实现像2019年以前那样的不受基数效应影响的6%的增速， 2021年GDP同比增速可能应该达到10%以上。

第二，目前通货膨胀确实有比较强的上升势头，CPI已经上升到2.3%，但对**作为一个发展中国家的中国来说，2.3%的通胀率是偏低的。**从消费者的角度看，东西越便宜越好，但对企业来说就不一定是如此了。所以应当有一个适度的通货膨胀率。发达国家的通胀目标大都是2%，对于发展中国国家，3%-5%可能是合适的。关键是不要让通胀失控，不要形成物价和工资的螺旋式上涨的局面。

11月份，CPI同比虽然上升了，但环比却已经开始下降。PPI的涨幅虽然依然较大，但PPI环比和同比都出现下降， PPI走势可能已经发生变化。同时，还应该看到，一直以来，PPI就具有很强的波动性。在过去10多年中， PPI在过去有七年时间的负增长。如果从定基指数的角度看，PPI并没有超过十年前的峰值。

总之，**虽然我们应该对通货膨胀始终保持高度警惕，但到目前为止通货膨胀并未达到非常严重的程度，目前还不需要把抑制通货膨胀作为最主要的政策目标。**

第三，中国金融的脆弱性是大家担心的另一个问题。衡量金融脆弱性有一系列的指标，最常用的指标大概是杠杆率。总体杠杆率方面，中国和欧洲、美国差不多，但显著低于日本。**中国的突出问题是企业宏观杠杆率非常高。**但并不存在全球适用的衡量企业杠杆率高低的临界值。中国企业的高杠杆率同企业盲目扩张有关，甚至可能与货币政策在某些时候过于宽松有关。但总体来讲，高杠杆率是中国高储蓄率的反映。高杠杆率并不绝对是坏事，要具体问题具体分析。同时，考虑到我们的外债比较少、我们的制度优势等因素，中国对高杠杆率的容忍程度要高于西方市场经济国家。我们固然要高度警惕金融风险，但企业高杠杆率问题还未严重到威胁中国金融体系稳定的程度。更何况由于过去几年所采取的政策，从 2016 年开始中国企业杠杆率水平已经开始下降了。

总之，中国虽然存在着通货膨胀上升、企业杠杆率过高等问题，但是主要问题、主要矛盾的主要方面是有效需求不足、经济增长速度低迷。邓小平说过，发展是硬道理，如果没有一个相当强劲的增长，一切都免谈。如杠杆率问题，杠杆率是债务除以 GDP，降低杠杆率的最有效的途径是提高经济增长速度。只有通过强劲的经济增长才能真正降低杠杆率，否则就会出现越砍债务，经济增长速度越低，杠杆率越高的尴尬局面。

三、宏观经济政策组合的问题

美国也提出过“正常化”的概念。当经济已经走出危机之后，反危机的宏观经济政策应该退出，使经济维持自主增长。但什么时候退出？退出的节奏应该如何掌握则是一个有争议的问题？正如前文所述，全球金融危机爆发已经过去 10 年左右了。自 2009 年走出危机之后，美国的经济扩张维持了 128 个月（直到疫情结束了这轮扩张），创造了历史最长记录。但正如前文所述，直到现在美国还未真正开始退出 QE。欧洲则我自岿然不动，依然在执行扩张性的财政货币政策，并没有因为在欧洲也已出现了通货膨胀形势而改变货币政策。日本的情况就更是如此了。

对中国来讲，也存在何时开始正常化的问题，2010 年第一季度中国 GDP 增速是

12.2%，从那以后 GDP 增速几乎每个季度都在下降，一直降到 2019 年的 6%。据称，2021 年和 2022 年美国的经济增长速度有可能超过中国。这种状况在 10 年前是根本无法想象的。难道中国经济长达 10 年的持续下跌是不可避免的？是无论采取什么政策都是无法扭转的吗？中国维持了 40 年的 10%左右的高速增长，“豆茎不能长到天上”。但十年内经济增速下降一半一定是必然的吗？我不赞成那种首先通过计量经济学手段确定中国的潜在经济增速，然后根据这种计算确定中国经济增速目标（或根本不再设立目标）的思维方式。潜在经济增速可能可以在事后倒推，但谁能知道中国目前的潜在经济增速到底是多少呢？我们连计算所需要的可靠数据都找不全，况且任何数学模型都是建立在一系列简化假设基础上的。因而，任何模型充其量只有参考价值，不能充当决策基础。我以为，经济增长目标应该建立在经验-试错的基础之上。如果经济增速下滑，采取扩张性的财政政策导致通货膨胀失控、金融脆弱性严重恶化，我们就可能需要降低经济增速目标。但如果通货膨胀并没有失控，金融脆弱性并没有那么严重，这时候为什么不能采取更具有扩张性的财政政策、货币政策，使经济增速更高一点呢？

我们从 2010 年就开始谈论“正常化”，早早开始退出扩张性财政政策和扩张性货币政策。但实际上，直到现在，我们仍然处在不正常的时期，这个不正常有两重含义：第一，全球金融危机的后遗症并未完全消除；第二，新冠疫情对全球经济的冲击还远未结束。前者主要是需求冲击、后者既有供给冲击也有需求冲击。在武汉封城时期，中国经济的主要问题是供给冲击。在当时的情况下，采取扩张性财政、货币政策刺激消费和投资，效果是有限的。当时的重中之重是控制疫情。在疫情基本得到控制之后，需求不足的问题再次凸显。在这种情况下，应该继续执行扩张性的财政和货币政策，而不是尽快实现宏观经济政策“正常化”。

最近，央行宣布降准，这个政策是完全正确的。央行强调稳健货币政策取向没有改变；降准是货币政策常规操作；是为了释放一部分资金用于金融机构归还到期的中期借贷便利（MLF）、是为了支持中小企业。我想央行降准的目的恐怕不仅仅是这些。在 2015 年，央行曾经密集降准，因为当时房地产价格下跌，房地产投资出现负增长。2018 年、2019 年又密集降准，当时主要是为了解决流动性短缺问题，解决银行利率下降等问题。我猜这次降准恐怕同央行对经济增长形势和房地产形势的判断有关。

就目前中国的经济形势而言，尽管这次降准的作用非常积极，具有很强的信号作用，但对遏制中国经济增速下滑显然只是杯水车薪。未来应该还会有进一步的降准。但除降准之外，更为强有力的政策工具应该是降低基准利息率，特别是银行贷款的基准利率。在经济不景气时应该降低基准利率，但基准利率自 2015 年以来就没有变过。我相信，在未来一段时间内，央行恐怕还会继续降准，降基准利率并采取其他一些宽货币的政策措施。

央行的位置有点尴尬。如果经济处于过热时期，央行的紧缩政策会非常有效。但是在经济不景气的时候，如果消费和投资疲软，央行的宽松政策虽然能够发挥一定的作用（如减少企业的财务负担），但作用是有限。**在经济不景气的时候，央行在宏观调控中只能充当第二小提琴手，第一小提琴手是财政政策。**这是一种凯恩斯主义的传统理论，这种理论对中国是仍然适用的。如果企业由于对未来前景、增长前景缺乏信心，不愿投资，就不会产生贷款需求。在这种情况下，即便增加信贷供应，降低利息率，货币需求也不会有很大增加，实体经济也不会因货币的宽松而发生明显变化。在这种情况下，真正能够发挥刺激经济增长作用的是财政政策。

中国自 2010 年开始退出扩张性财政政策，根据中国自身和美国等西方国家的经验，我认为中国退出扩张性财政、货币政策，特别是财政政策过早。在 2020 年新冠疫情暴发之后，中国依然存在财政政策力度不够、退出或试图退出过早的问题。2021 年全国一般公共预算收入197650 亿元，增长 8.1%。加上调入资金及使用结转结余 16770 亿元，收入为 214420 亿元。全国一般公共预算支出 250120 亿元(含中央预备费 500 亿元)，增 1.8%。赤字 35700 亿元，比 2020 年减少 1900 亿元。在实际执行过程中，前半年，一般公共财政收入增加 21.8%，支出 4.8%。收入增速超过预算 13.7 个百分点，支出超过预算 3 个百分点。2021 年前半年财政政策具有明显的紧缩性。

在有效需求不足情况下，加大财政支出是应有之义。在这种情况下，压缩财政开支大概率会导致经济增速进一步下滑，而经济增速下滑必然导致财政状况的进一步恶化。虽然财政状况令人担忧，但经济增速进一步下滑更令人担忧。没有哪个国家在经济增速持续下跌的情况下财政状况会好转的。在还有进一步扩张财政余地的情况下，急于缩小

财政赤字-GDP 比并不一定是明智之举。

财政赤字由什么来弥补？答案很简单：发国债。国债市场是一个国家资本市场的定海神针。一直以来，美联储的资产中，国债占最大份额。与此相对比，在中国央行的资产中，最大一块是外汇储备，其次是对其他存款性机构的贷款，国债的数量微乎其微。增发国债是发展中国资本市场的大好机会，一举两得，何乐而不为？当初推行“4 万亿刺激政策”时，中央政府不想增加财政赤字，所以鼓励地方成立地方融资平台，从银行、从其他的金融机构借钱。现在来看，这个政策显然不妥。如果当时允许地方政府发债或者是中央替地方政府发债，后来的很多麻烦可能就不会出现了。中国目前还有降息的较大余地，如果发债导致国债收益率上升，央行完全可以压低利息率支持国债的发行。在最最不得已的情况下，央行也可以推出中国式的 QE（当然目前还谈不上这个问题）。由于人所共知的原因，地方政府财政非常困难。在这种情况下。允许地方政府增发地方政府债可能是不得不考虑的一种选择。目前令人担忧的一个情况是，尽管地方政府财政困难，但地方政府发行地方政府专项债的积极性并不高，发行额度并未完成。但这类问题很重要，但已经超出宏观经济政策的范围。

在确定执行扩张性财政、货币政策以刺激有效需求的方针之后，还需要考虑的主要问题是，扩张性财政政策的着力点应该是有效需求的那一个部分？消费？投资？出口？

在疫情得到基本控制之后，中国并未出现报复性消费增长，这种情况完全是预料之中的。消费的增长主要依赖于收入的增长，其次是收入增长预期。收入增长得不到恢复，消费需求就难以得到恢复。扩张性的财政、货币政策可以在一定程度上刺激消费，例如，通过发各种代购券可以对消费起到一定的刺激作用，但不能起到根本性作用。

在自主增长动力不足的情况下，刺激经济增长，主要还是要靠通过扩张性的**财政、货币政策（特别是财政政策）支持基础设施投资。这听起来像是陈词滥调。但我们能够找到其他更好的方法吗？**当然，基础设施并不简单意味着“铁公机”，基础设施意味着“新基建”、公共服务设施、医药卫生、研发等等。在这些领域，中国依然有非常大

的投资空间。政府支持甚者主导的基础设施投资，可以通过创造“挤入”，带动私人投资和其他领域的投资，并进而恢复经济增长的势头。这样，就可以在基础设施投资和其他投资之间形成良性循环，在投资和消费之间形成良性循环，中国就能实现稳增长的目标，而且还可以减少对外需的依赖。

小结

总之，在 2021 年谈论货币政策正常化为时过早，在 2022 年货币政策的取向应该是更为宽松。货币政策应积极配合扩张性的财政政策，一方面通过降低利息率等方式支持实体经济，另一方面通过压低国债收益率，支持国债的发行。

扩张性财政、货币政策的有效性离不开合理的制度安排和激励机制。例如，基础设施投资是要通过地方政府来推动的，如果地方政府没有积极性，基础设施投资就难以进行，即便勉强推行，也难以保质、保量，并最终形成国民财富，国民资产。因而，**在执行扩张性财政、货币政策的同时，必修进一步深化市场化改革和其他一系列改革。只要政策对头，中国一定能继续维持较高经济增长速度，并最终实现中华民族自立于世界民族之林的“百年目标”。**

毛振华：通胀水平不足以成为货币政策调整的决定性因素

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 40 期）上的发言

当前应以新视角来看待通胀以及通胀和货币政策的关系。今年 10 月份美国通胀已经超过 6%，达到近 30 年来高点。面对如此高企的通胀水平美联储及美国学术界并未显现恐慌情绪，也未执行具体的应对性政策。高通胀水平还会持续多久？美联储对高通胀的容忍度是否还会提高？这仍需进一步观察。与此同时，我国通胀水平虽亦有所抬升，但与美国相比仍有差距。在当前的情况下，如何看待通胀对货币政策的影响？我认为应该从以下几个方面加以分析：

一、从长周期视角来看待当前我国的通胀水平并未出现显著提高

我曾于 2010 年发表过一篇题为《通胀是个伪命题》的文章，当年恰逢我国将反通胀列为宏观经济政策目标之一。我在该篇文章中提出两个观点：一是认为未来不会出现过高的通胀，二是认为通胀对经济并不会产生剧烈冲击。上述观点主要是基于彼时的供需角度来进行判断的，我认为当时中国的产能水平较高，供给充足，多数一般消费品均存在供给过剩现象，即便出现其他引发通胀的因素，究其根本仍是供给过剩所致，因此我判断通胀并不会成为严重威胁经济增长的因素。

从较长周期来看，当前我国通胀水平并未出现明显提高。从当前的情况来看，经济运行出现了一些新变化，我们需以新视角冷静看待当前的通胀问题。过去全世界长期处于高货币供给、低通胀水平时代，曾几何时，发达国家均盼望能够小幅提升通胀水平，使其处于 1%-2%的温和区间。通常来讲，若通胀率过低被认为是经济不景气的表现，而通胀率过高则被认为是经济过热的表现。**那么当前我国出现了经济增速放缓、通胀水平**

较高，是否意味着我国已进入滞胀空间？并不能简单以此作为判断依据。从一个较长时期的视角来看，我国在长期低通胀水平后，受新冠疫情影响当前我国的通胀水平有所提升，但从去年和今年的两年平均增速来看通胀水平与过去若干年的平均增速相比则未出现显著提高，同时剔除了食品和能源的核心 CPI 也依然处于相对较为温和的水平。

当前通胀压力依然存在。虽然从长周期来看我国的通胀水平并不过高，但通胀预期持续存在仍然是需要高度关注的问题。一方面，PPI 高位运行对下游价格传导客观存在；另一方面，部分国际大宗商品供给趋紧导致价格攀升并向消费品传导依然存在空间；此外，我国还面临着持续的社会福利、薪酬上升等压力。

二、货币政策调整需考虑理论和实际两方面因素

当前我国通胀水平有所提高，同时短期内通胀压力依然存在，这是否意味着通胀因素就会成为货币政策的决定性因素？在考量货币政策时，除通胀之外仍需考虑其他因素。

从理论角度看，现代货币理论认为通胀水平并非仅由货币政策所决定。传统货币理论认为更多的货币追求同样多的商品会导致通货膨胀，很长时间内央行也把反通胀作为主要政策目标之一。2008 年以来，随着经济社会和经济学理论的演进，这一传统的观点逐渐遭受了挑战。现代货币理论认为主权货币由政府发行，政府赤字创造了货币供给，税收则相当于收缩货币供给，且储备货币和国债同为主权债务，随着政府消费支出，国债会转化为储备货币，而央行通过公开市场操作协助国债和货币的转化，以实现目标利率，货币政策并非通胀的决定性因素。在实践中，货币政策目标已经出现较大变化，在后格林斯潘时代，央行政策已经向更加注重短期经济政策目标实现转变，在货币政策工具的选择上更多选择调节货币流通总量即 QE 的方式，疫情以来美国等发达经济体就采取了“无底线的 QE”来对冲经济下行压力。

从实际情况来看，当前我国面临通胀、疫情以及金融风险多重压力，货币政策需要平衡防通胀、稳增长、防风险等多重需求。当前我国货币政策除要应对通胀压力外，

还需应对新冠疫情给经济运行带来的不确定性；与此同时，当前我国宏观风险仍然处于高位，尤其是房地产领域风险释放有所加速。**在此情况下，货币政策应采取进一步收缩还是适度宽松？根据 2008 年金融危机时的历史经验，建议还是应采取较为缓和且适度宽松的货币政策。**2008 年金融危机时期，虽然普遍认为是由于长期大量货币投放导致资产泡沫上升进而引发金融危机，但各国应对危机时并没有大规模收缩货币政策，而是通过对市场注入大量流动性以应对危机，具体以美国 QE 政策为代表。

三、短期内货币政策仍应以宽松作为主基调

今年 11 月份美联储开启 Taper 操作，其货币政策开始由强烈 QE 转向温和 QE，但其货币政策与常态时期相比仍较为宽松，随着全球经济逐渐向常态化水平回归，预计明年将有更多经济体货币政策有所转向。虽然当前我国面临通胀较高以及通胀预期持续存在的情况，但这并不意味着我国货币政策需要如同西方发达国家一样有所收紧。

宏观经济政策需要在“稳增长”与“防风险”中实现动态平衡，我认为当前我国货币政策应保持宽松基调，侧重“稳增长”。与发达经济体为应对疫情而大幅提高货币宽松程度相比，我国此前的应对政策相对克制，且由于疫情防控成效显著，经济恢复节奏领先于其它经济体，宏观政策在全球率先向常态化回归，这为我国后续实施适度宽松的货币政策提供了一定空间。当前我国面临的内外部环境复杂严峻，经济下行压力逐季加大，三季度经济增速更是下滑至 5%以下的水平，供给端趋紧且需求端偏弱。12 月 6 日召开的中央政治局会议强调明年经济工作要稳字当头、稳中求进。同时多次提及“稳”。如：“着力稳定宏观经济大盘”“保持社会大局稳定”“继续做好‘六稳’、‘六保’工作”等。**稳字当头就是以较为宽松的政策为主，即采取积极的扩张性货币政策。**结合政治局会议精神以及我国经济增长所面对的诸多挑战，在存在调整空间以及实现经济平稳增长目标的前提下，建议短期内货币政策在保持稳健的基础上保持适度宽松，同时留有一定弹性以做好美联储货币政策调整的准备。

总体而言，通胀问题在整个货币政策的决策体系中只是需要关注和解决的一个方面，且目前来看我国的通胀水平与西方国家相比并不算高，通胀并不足以成为整个货币

政策的决定性因素。

管涛：中国通胀容忍度较强，未来货币政策走向应坚持“以我为主，稳字当头”

管涛 中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 40 期）上的发言

一、美国通胀风险加大或导致货币政策加速紧缩，中国通胀容忍度较强

国际上通货膨胀的压力，特别是美国全面通胀风险上升，让现代货币理论面临着大的考验。现代货币理论认为，在没有通胀的环境下，政府可以无限举债，央行印钞为赤字融资。甚至国内也有人提出要搞“赤字货币化”。关于财政货币刺激带来的后果，无论国际还是国内，都有人做了预判。美国前财长萨默斯提出，美国这次疫情应对的财政货币刺激力度远超过美国的负产出缺口，高通胀不可避免。去年 6 月 18 日陆家嘴论坛上，中国银保监会主席郭树清先生也谈到了，**尽管目前主要经济体物价水平涨幅不明显，但考虑到国际供应链恢复需要较长时间，要素成本需要进一步上升，加之各国持续刺激，通胀有可能卷土重来。**去年 5 月份美国 CPI 同比增长 0.1%，核心 CPI 只有 1.2%，PPI 负增长 1%。但那个时候郭主席谈到的美国通胀的演进路径，就是现在美国通胀高企的原因。

所以，有一些规律性的东西是不是由于经济环境的变化就不会发挥作用呢？这是值得反思的。

上次通胀发生在七八十年代滞胀时期。曾经出现了两位数的通胀，主要原因是货币超发和供给侧冲击。2008 年全球金融危机爆发后，美联储搞了三轮量化宽松。当时大家预期美元对内通胀，对外贬值，但美国没有发生通胀。很重要的原因是它只有货币超发，但没有供给侧冲击，大量的流动性被资产价格上涨吸收了。但这次由于疫情带来的影响前所未有，货币超发力度超过了 2008 年危机应对。

我个人做过测算，去年一年美联储扩表速度相当于过去六年三轮量化宽松的扩表速度。去年通胀压力不大，很大程度上是看到了美国的资产价格，包括不名一文的数字资产价格也大幅上涨。但今年由于疫情持续蔓延，造成了供应链危机和劳动力短缺，和货币超发结合加大了通货膨胀压力。**新冠病毒出现新变异——奥密克戎，大家都认为这个病毒变异可能会拖累全球经济重启，但根据美联储最新的判断，它更多会加大通胀的压力。**因为它可能会导致进一步降低工人返岗的意愿，也会进一步加剧供应链混乱或中断。**这意味着如果疫情持续的时间越长，供应链危机劳动力短缺越晚得到解决，过去十多年货币超发蕴育的通胀反噬力量越大。**

一旦通胀起来以后，现代货币理论（MMT）所说的无通胀环境下政府无限举债，央行印钞是否可以持续，面临了很大的考验。国际货币基金组织在十月份世界经济展望中，对通胀情景下的货币政策前景做了两种情景分析：一种是通胀预期没有起来，经济没有完全复苏，劳动力市场还在进一步修复中，货币政策可以持续宽松；**另一种情形是如果通胀预期面临上行风险，央行有可能被迫在货币政策上提前做出反应，否则货币政策公信力将受到很大影响。这将有可能增加经济不确定性，影响私人部门投资，进而拖累就业市场恢复，这不符合宽松货币政策的初衷。**正是基于这样的逻辑，12 月 3 日国际货币基金组织根据美国通胀风险上升的判断建议美联储应加快收紧货币政策步伐。**如果美国通胀预期起来，形成工资和物价上涨的螺旋，美联储货币政策加速紧缩难以避免。**美联储 12 月份的议息会议可能会考虑加快缩减购债甚至加息的问题。这都对未来经济复苏和国内金融市场运行带来新的不确定性。

反思 MMT 的讨论和实践，有助于反思在疫情暴发初期对中国宏观政策的讨论。有人建议中国要采取赤字货币化的措施来应对疫情所带来的史无前例的冲击。**一方面，MMT 是一个新的提法，到底实践中是不是成功尚未定论，至少对发展中国家来讲是否适用、是否能够简单类比发达国家仍然值得讨论。另一方面，用超级宽松政策来应对疫情反复，不一定是好的应对措施。**

去年 7 月 30 日中央政治局会议上有很多新提法，比如新发展格局和跨周期调节。此次会议，中央还做了一个非常重要的判断，要建立疫情防控和经济社会发展工作的中

长期协调机制。当时就指出，疫情对经济的影响可能不是短期冲击，而是一个中长期变量。

欧美在应对这个问题时，刚开始一定程度上把疫情当成一个短期冲击，想采取 All-in 的做法速战速决。但疫情多次反复，美国财政非常明显地不断加码，货币宽松退不出来。现在疫情没有解决，供应链危机、劳动力短缺、通胀起来了，宏观调控面临两难境地——经济还没有恢复，需要货币政策进一步支持，但通胀起来以后又需要货币政策紧缩。

非常有意思的是，欧元区协调 CPI 和核心 CPI 都涨到了过去二三十年的高点。但 IMF 对欧元区的建议认为通胀是暂时的，中期仍将保持疲软，欧洲央行应审慎暂时性通胀压力，保持高度宽松的货币立场。美国没有遭遇通缩，而对于欧元区和日本来讲，过去长期是通缩的压力，实际上温和的短期通胀有助于扭转债务-通缩的螺旋。因为经济背景不同，可能对通胀容忍度不同。**所以，对于中国这样一个经济体来讲，由于过去多年来整个供需矛盾是供大于求，中国对于通胀的容忍度应该高于发达国家的 2%左右。**

二、中国货币政策空间仍然较大，应坚持“以我为主，稳字当头”基调

面对疫情持续发展演变带来的冲击，我们仍然应该稳健略偏宽松，具体是“以我为主，稳字当头”。不管美联储货币政策走向如何，中国的货币政策应该优先考虑国内增长、就业和物价稳定情况。**美国全面通胀风险比较大，中国尽管明年 CPI 有一定上行的风险，但是在整个财政货币政策比较克制、供需矛盾主要是供大于求的情况下，中国全面通胀风险有限，货币政策空间相对美国要大比较多。**

我们不用担心中美货币政策重新错配带来的冲击。一方面中国这次货币政策是先进先出，领先于美联储的货币政策周期。另一方面，现在汇率弹性增加、货币错配改善，我们也无惧于汇率调整和跨境资本流动的波动。我认为升贬值不应该作为汇率政策的目标。最近一段时间，很大的问题是美元指数反弹对人民币汇率的压力，完全被贸易大顺差、市场供求驱动的人民币升值对冲掉了。现在银行代客结售汇中，货物贸易的结售汇

占比达到 73%，有 3/4 的客盘交易都是和贸易有关的，所以，贸易顺差自然而然主导了人民币汇率走势，这反映了外汇市场缺乏深度和广度。本来金融开放以后人民币汇率应该是资产价格，应该更多具有金融属性。但是现在外汇市场客盘交易由于基本面原因，也有一些制度安排的原因，导致人民币汇率以贸易为主。所以，这让我国的一些政策传导受到了很大的阻碍。

巨大的贸易顺差导致企业手上攒了不少的外汇头寸，要么结汇，要么用自己的外汇对外支付，这造成了这段时间人民币的独立行情。所以，要防范化解汇率偏离经济基本面的问题，根本上还是要通过发展外汇市场的办法，特别是发展在岸外汇市场。我们自己外汇市场的交易不但应该有贸易项下的外汇收支活动，还应该有金融项下的交易。但是现在金融项下的交易大部分通过制度安排在境外完成人民币和外币兑换，表面上人民币跨境收付增加了，但是等于把在岸市场金融交易人民币汇率定价权一定程度上让渡给了离岸市场，在岸市场方面就缺乏定价能力。

中国货币政策“以我为主”，**一方面要尽可能长期保持正常的货币政策；另一方面，正常货币政策并不意味着降准降息就是排除项，而是应该在加强形势研判的基础上，当出手时就出手。**根据中国经济发展客观需要，我们不应过于考虑外部的变化，外部的资本流动和宏观经济政策的变化，因为我们是一个大国经济体。当然美联储货币政策紧缩或者货币政策转向对中国整体影响有限，但并不意味着对个体没有影响，一些境内机构、境内企业在海外的资产，还有一些跨境投融资安排，肯定会受到全球流动性变化的影响。所以，相关主体仍然要高度关注主要经济体货币政策的变化带来的负面冲击。

货币政策另一方面就是要坚持“稳字当头”。虽然今年中国两次降准，但实际上法定存款准备金率加权平均 8.4%在主要经济体中仍然是比较高的，而且比中国历史上的低点 6%还要高出一些。所以这并没有改变中国货币政策仍然处在正常状态，或者说官方讲的稳健货币政策的取向。

坚持稳字当头，有两个方面的考虑。**一是采取大水漫灌的货币政策解决不了疫情蔓延供应链危机。**而且现在货币刺激力度越大，将来退出的成本越高、越复杂、越困难。

美联储尽管有可能迫于通胀压力考虑货币政策的提前紧缩问题，但美联储的联邦基金利率可能难以回到疫情前的水平了。伯南克卸任美联储主席后，在一个内部场合曾经讲过，人类历史上从来没有从零利率、正利率正常退出过。所以，这就是为什么中国要尽可能长时间的维持正常货币政策状态，一旦真正跌入了零利率下限就容易出现很多问题。

二是疫情对经济带来的冲击是非对称的。所谓的经济 K 型复苏或者经济复苏分化，在中国内部表现为外需恢复好于内需，工业好于服务业、大企业好于中小微，上游好于中下游。在这种情况下一些结构性定向的货币政策工具效果可能更好。12 月 6 号宣布全面降准 0.5 个百分点以后，第二天又宣布把支农支小再贷款利率下调 0.25 个百分点。下个阶段还有三千亿的支小专项再贷款，还有两千亿煤炭高效利用专项贷款，还有两千亿支持区域协调发展的专项再贷款等等工具。这符合中国的国情，而且中国也有这方面体制机制的优势，可以发挥更加有效的作用。在一定程度上，也能够节约政策成本。像美国那种大放水的方式，给每个家庭都发钱，确确实实主观上是照顾了公平。但客观上，中低收入家庭边际消费倾向高，高收入家庭边际消费倾向很低，发给高收入家庭的补贴刺激消费的效果或许并不理想，在一定程度上造成了资源浪费。

钟正生：中美货币政策走向出现分化，未来货币政策再定位应坚持四个标准

钟正生 平安证券首席经济学家

以下观点整理自钟正生在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 40 期）上的发言

一、美联储货币政策加速正常化，中国货币政策稳中趋松

关于美国通胀问题，我认为“通胀暂时论”可以休矣。今年通胀超出了美联储和资本市场的预期：一开始以为是二手车价格上蹿太快，后来发现其实有一系列的助推因素，比如供应链紊乱、能源品紧张、美国房租滞后上涨、再加上最近出现了一些工资、物价螺旋上涨的倾向。这种情况下，通胀预期也有攀升的迹象，可能通过自我实现机制进一步推动通胀持续上涨。

这种情况下，美联储货币政策在加速正常化。美联储在今年 11 月议息会议上，宣布 11、12 月份削减购债规模，但对未来几个月的路径含糊其词，在我看来就是为加快削减购债步伐埋下伏笔。目前，美联储和市场出现认知失调的问题，很多市场人士认为美联储对于通胀持续攀升、通胀预期持续升温反应不够，一致呼吁美联储至少要把加息放在桌面上讨论了。

之前美联储在引导削减资产购买上非常成功，但在这次引导加息的问题上做得非常不够。所以，预计后续美联储可能开始讨论加息，但这并不意味着马上要加息。美联储手中还有一个灵活机动的牌可打，即可以调整削减资产购买的节奏，看看当时美国通胀发展的情况再确定下一步。**但可以确定的是，美联储货币政策调整速度会加快。**

中国今年消费品价格比较低迷，但工业品价格一路蹿升，出现了 CPI 和 PPI 剪刀差的问题。市场上对于 2022 年年 CPI 会平稳回升的预期基本是一致的。其中最主要的推

动因素是猪周期到明年七八月份开始启动，猪价从此前 CPI 的拖累因素慢慢转为 CPI 的助推因素。这种情况下，我们预计明年 CPI 全年 2.1%左右。而 PPI 年基数太高，明年只要工业品价格不持续攀升，这种基数因素就会造成 PPI 明显回落。我们预测 PPI 明年在 2.9%左右。CPI 和 PPI 剪刀差在收敛，这对工业企业是好事。

放在更大的图景下来看，关于今年大家讨论的滞胀或者说类滞胀的问题，**很明显明年“胀”的压力要明显减弱，而“滞”的压力明显增加**。

所以，宏观经济形势指向的货币政策方向非常清楚——“松”。**不管怎么表述，货币政策稳中趋松的方向应该不会变。我们在**《2022 年中国经济展望》也提到了：明年要关注中美之间，第一大经济体和第二大经济体的三个差异。

一是疫情控制上的开放差。若新冠病毒不进一步演化，奥密克戎病毒不进一步失控，基本上海外发达经济体开放边境比我国开放边境可能更早。

二是经济增速上的反向差。明年美国经济可能继续平稳复苏，当然不一定复苏势头有今年这么强劲，因为它的财政货币政策刺激在退坡。但中国经济增速有可能在换挡，所以出现了中美经济增速的反向差。

三是中美货币政策的节奏差。美国货币政策趋紧，中国货币政策趋松。

这三个差异决定了明年全球经济通胀演化的图景，因第一大经济体和第二大经济体出现了显著差异。**总之，中国通胀压力大概率缓和，而美国通胀演化高度具有不确定性，因此美联储出牌现在也比较谨慎。**

二、中国货币政策再定位的四大标准

下一步中国货币政策再定位的几个标准如下：

一是，广义货币和社融增速要与名义经济增速相匹配。若明年实际经济增速能达到

5.5%，再考虑到明年物价的水平，差不多名义经济增速在 8%左右。按照之前年份的惯例，社融增速应该要略微领先或者超前于名义经济增速，所以明年要至少维持在 10%左右的社融增速，也就是至少和今年持平甚至比今年略微提升。当下的问题在于，房地产市场还在调整，中国传统城投和地产是信用的两个最重要的发动机，在这两个发动机转速没有以前那么快的情况下，如何维持社融的增速？货币政策“拉绳”非常有效果，“推绳”的效果可能不是那么明显，此时谁来做信用发动机的问题值得讨论。

二是，从结构层面来说，还是要支持实体经济中的薄弱环节。我提到过“木桶理论”，中国经济体质不是由最长的那块板确定的，而是由最短的那块板确定的，也就是下游制造业。中国下游制造业在本轮出口高景气中没有那么受益，因为上游工业品在涨价，下游消费品涨价涨不动，这种情况下下游制造业的亏损是在加重的，上下游产业链完全是冷热不均的状况。央行去年一直通过各种各样结构性货币政策工具推进实体经济融资成本的下降，但中国经济不同部分的感受和获得感是不同的。以上市制造业企业投入资本回报率来看，截止今年三季度，由于上游工业品价格一路攀升，国有企业投入资本回报率显著提升至 7.3%，中下游民营企业投入回报率只有 4.9%。而同期新投放的一般贷款加权平均利率是 5.3%，可以看出新投放的一般贷款平均利率比民营企业投资回报率还要高。所以，要继续加强对薄弱环节的支持。央行上次在全面降准后又出台了更多的支农支小再贷款，确实对下游短板行业用更多定向政策在支持。货币政策定位上除了要总量适度之外，结构上要加大对中下游制造业和大量的民营企业的倾斜力度。

三是，从宏观审慎的角度看，利率需要进一步降低。我们测算每年还本付息占到当年新增社融的比重可以看出，2020 年央行全面推进实体经济融资成本降低，当年还本付息占新增社融比重明显降低。今年这一比例又重新开始抬头，回到了 2019 年新冠疫情爆发前的水平。所以，从减轻实体经济还本付息负担的角度来看，央行有进一步降低利率的空间，也有进一步降低利率的必要。

四是，定位还要考虑到国际货币政策协调或中美货币政策联动的问题。美国货币政策趋紧，中国的货币政策趋松。这个时候非常关键的是人民币汇率要不要动？应该不应该动？我的看法也是非常明确的：人民币汇率弹性可以进一步增加，而且现在央行不

止一次提出要更多地发挥汇率调节内外均衡的作用。在美元阶段性强势的背景下，人民币汇率适当贬值，至少可以取得“一石三鸟”的效果：

一是，假设美联储明年 6 月加息，中国货币政策宽松的空间取决于汇率动还是不动。如果人民币汇率允许适度贬值和更大弹性，国内货币政策自主空间可以进一步打开。中美两国处在经济周期的不同位置，这就像两个人绑腿跑，一个经济在平稳修复，一个经济有放缓压力。这时候两国货币政策亦步亦趋，肯定是经济基本面更好的要占优势。所以，可以适度释放出一些人民币汇率上的弹性。

二是，虽然中国出口高景气还在延续，但在美元偏强背景下人民币汇率已经升到 6.4 以下，强势升值的人民币对中国出口企业的竞争力当然会有不利影响。过去这种不利影响可能被中国出口的高市场占有率给掩盖了。若明年中国出口份额回落，此时人民币汇率适度贬值，对中国出口企业是一个利好。

三是，有担心人民币贬值会引起资本外逃。目前，中美利差还是处在相对高位，人民币资产的相对收益还是相对不错的。若中国经济能够行稳致远，很难看到成规模的资本外流。去年三月份美元融资荒时，新兴市场经历过一番冲击；今年三月份拜登新政美债利率快速攀升，新兴市场又承受过一次冲击。这两次中国经济表现得都是相对一枝独秀的，中国资本市场受到的冲击也是最弱的。所以，中国经济只要把自己的事情做对了，中国经济能够行稳致远了，即便人民币汇率适度贬值，也不会引起大规模的资本外流。

总之，不管是总量层面从社融增速与名义经济增速匹配来看，从结构层面支持中国经济最短的短板来看，还是从降低实体经济还本付息压力、让宏观杠杆率不要攀升过快的角度来看，以及从中美货币政策的联动来看，中国的货币政策都要更加强调“以我为主”。也应该让人民币汇率更多地动一动，这样国内货币政策空间才会进一步打开，该松就松，才能更好地做好跨周期的调节、支持实体经济发展。

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：