CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第75期）

# 加强宏观政策协调，提升政策效果

**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10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75期

# 加强宏观政策协调 提升政策效果

报告人：于泽

2023年10月14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

# 主要问题

- 我国下半年集中出台了哪些政策?
- 宏观政策的效果和协调性如何?
- 如何进一步提升宏观政策效果?

# 主要观点

- 面对经济复苏的曲折过程，我国下半年从财政、货币、房地产、产业、消费和就业政策等方面综合发力。总体看，宏观政策协调性得以提升，政策效果正在初步显现，经济处在稳定修复中，高质量发展更加凸显。
- 同时，宏观政策的边际效果逐渐减弱。
  - 当前中国突出矛盾是经济总需求不足，在周期性因素之外，其背后的主要影响因素是结构性和体制性的。结构性和体制性因素导致了微观主体行为和市场供求关系，尤其是房地产市场供求关系发生了重大变化，与以往相同的政策效果会逐渐下降。
  - 更深层次，中国已经从增量增长为主走向存量优化，宏观政策需要通盘考虑对存量和增量因素的影响，但目前还不充分。

# 主要观点

- 宏观政策同时具有总量和结构功能，不同政策需要在方向上有所侧重
  - 货币政策更加强化总量功能，结构性方面更加强化与财政等政策的配合
  - 财政政策加大预算内财政支出力度，适度提升中央政策层面杠杆，结构方面更加配合就业、产业等更加专业化的结构性政策
  - 推动全面化解债务工作
  - 进一步全面优化房地产政策

# 主要观点

- 短期内抓住资产负债表作为切入点，以切实的体感提振市场主体信心
  - 就业
  - 房地产
  - 地方政府债务
  - 资本市场
- 加大政策协调，扩大政策空间
  - 要强化市场改革
  - 强化政策总体目标导向，而不是简单强调落实

# 目录

热点背景：经济恢复与近期宏观政策

政策协调：宏观政策效果与协调程度

提升政策效果：优化方向与政策建议

# 经济恢复与近期宏观政策

# 经济恢复状况

- 国民经济持续恢复、总体回升向好
- 当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻
- 要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长

# 财政政策

- 财政支出增速平稳
  - 1-8月累计，全国一般公共预算支出同比增长3.8%
  - 1-8月累计，全国政府性基金预算支出同比下降21.7%
- 针对一些企业经营困难，加大对中小微企业帮扶
  - 8月1日，关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的公告、关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告
  - 8月2日，关于进一步支持小微企业和个体工商户发展有关税费政策的公告、关于支持小微企业融资有关税收政策的公告
  - 8月3日，关于支持小微企业融资有关税收政策的公告
  - 8月4日，关于小微企业和个体工商户融资担保增值税政策的公告
  - 8月18日，支持小微企业和个体工商户发展税费优惠政策指引（1.0）

# 财政政策

- 专项债发行加速
  - 在7月份之前，地方政府专项债发行的节奏偏慢，对比2022年7月份基本上90%的地方政府专项债额度已经发行完毕。
  - 7月24日后，地方专项债的发行明显提速，8月份和9月份发的地方专项债的规模大概在1.3万亿，创年内的新高，到10月8日，新增专项债发行3.51万亿，完成了92%

# 地方特殊再融资债券披露发行规模超5600亿元

- 一揽子化债方案进入实质性阶段
  - 到10月12日，云南、内蒙古、辽宁等13个省份披露了特殊再融资债券发行计划，将总计发行约5645亿元特殊再融资债券，用于偿还存量债务。其中，云南、内蒙古、辽宁发债规模均超千亿。

| 省份 | 披露发行特殊再融资债券总额（亿元） |
|---|---|
| 云南 | 1076 |
| 内蒙古 | 1067 |
| 辽宁（含大连） | 1006 |
| 广西 | 498 |
| 重庆 | 421.9 |
| 福建 | 282 |
| 山东 | 282 |
| 吉林 | 250 |
| 甘肃 | 220 |
| 天津 | 210 |
| 江西 | 156 |
| 青海 | 96 |
| 宁夏 | 80 |
| 合计 | 5644.9 |
| **第一财经整理** | 数据来源：中国债券信息网 截至10月12日 |

# 货币政策

- 加大逆周期调节，保证流动性合理充裕，维护金融稳定
  - 3月27日和9月15日全面下调金融机构存款准备金率0.25个百分点
  - MLF已连续超额续做，6月和8月利率分别下行10个和15个基点
  - 5年期LPR保持不变，对应中长期贷款利率维持不变；存款利率主要参考1年期LPR及10Y国债利率，1年期LPR调降有助于推动存款利率下调，稳定银行息差
- 发挥好货币政策的结构优化作用
  - 积极运用支农支小再贷款、再贴现、抵押补充贷款等工具。
  - 普惠小微贷款支持工具将延续实施至2024年末，激励资金比例由余额增量的2%下调至1%
  - 碳减排支持工具将延续实施至2024年末，支持煤炭清洁高效利用专项再贷款将延续实施至2023年末
  - 科技创新再贷款、设备更新改造专项再贷款、交通物流专项再贷款等到期退出，已发放的存量资金可继续使用
  - 促进房地产市场平稳健康发展

# 房地产政策

- 积极动态调整适应房地产市场变化
  - 1月5日，人民银行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，截至3月末，83个城市下调了首套房贷利率下限，较全国下限低10-40个基点，12个城市取消了首套房贷利率下限。
  - 1月18日，人民银行印发《关于向全国性金融资产管理公司发放再贷款支持房地产纾困的通知》，向全国性金融资产管理公司提供低成本资金，支持其并购受困房地产企业存量房地产项目。
  - 2月10日，人民银行印发《关于开展租赁住房贷款支持计划试点有关事宜的通知》，引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向试点城市专业化住房租赁经营主体发放长期限租赁住房购房贷款。
  - 7月10日，人民银行印发国家金融监督管理总局关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知，将适用期限统一延长至2024年12月31。

# 房地产政策

- 积极动态调整适应房地产市场变化
  - 8月25日，住建部、央行、金融监管局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。
  - 8月25日，财政部、税务总局、住房城乡建设部发布《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》。自2024年1月1日至2025年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
  - 8月27日，《证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排》提到，房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。
  - 8月31日，人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，降低存量首套房贷利率，首套和二套最低首付比政策下限统一为不低于20%和30%，热点限购城市二套房首付比下调10%-40%，二套住房贷款利率政策下限由不低于LPR加60BP调整为不低于加20BP，大幅下调40BP。
  - 9月25日起，中国正式调降符合条件的存量首套住房贷款利率。

# 房地产政策

- 积极动态调整适应房地产市场变化
  - 8月30日，广州、深圳率先宣布执行认房不认贷政策
  - 9月1日，北京、上海等多地宣布落实认房不认贷政策；天津取消非城六区限购
  - 9月20日，广州放松限购，多区限购政策社保要求从5年调整为2年，9区增值税征免年限由5年调整为2年
  - 截至9月28日，已有82个城市出台了超100次稳楼市政策，其中“认房不认贷”政策落实加快，多城全面取消限购政策

# 产业政策

- 发布系列行业稳增长方案
  - 十大重点行业稳增长方案，对钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工业和电子信息制造业等行业提出了明确的发展目标和配套政策
- 加大新能源等行业发展支持

# 消费政策

- 提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，尤其是汽车消费
  - 6月9日，商务部办公厅 发展改革委办公厅 工业和信息化部办公厅 市场监管总局办公厅关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知。
  - 7月20日，国家发展改革委 工业和信息化部 财政部 《关于促进电子产品消费的若干措施》的通知
  - 5月17日，国家发展改革委、国家能源局加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见。
  - 6月8日，商务部 商务部办公厅关于组织开展汽车促消费活动的通知。
  - 6月16日，工业和信息化部、国家发展改革委、农业农村部等五部门在江苏惠山、海南琼海、湖北荆门三地同时启动了2023新能源汽车下乡。
  - 6月21日，财政部 税务总局 工业和信息化部 关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告。
  - 6月26日，财政部 车购税优惠政策延长 预计减免总额达5200亿元——精准施策助新能源汽车扩量提质。
  - 7月20日，国家发展改革委 工业和信息化部 公安部 《关于促进汽车消费的若干措施》的通知。
  - 9月13日，《财政部 税务总局 工业和信息化部 交通运输部关于节能 新能源车船享受车船税优惠政策的通知》。

# 活跃资本市场

- 融资端
  - 8月27日，证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排》，根据近期市场情况，阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡
  - 《证监会进一步规范股份减持行为》，上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。
- 投资端
  - 7月28日,中金所发布 2023 年中长期资金风险管理计划(“长风计划”)，助力中长期资金参与金融期货市场证监会正在研究制定《资本市场投资端改革行动方案》。

# 活跃资本市场

- 交易端
  - 8月3日，中国结算公告《中国结算将进一步降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例，实施差异化备付金调降安排》，拟自10月起将股票类业务最低结算备付金缴纳比例由现行的16%调降至平均接近13%。
  - 8月10日，沪深交易所研究允许主板股票、基金等证券申报数量可以以1股 (份) 为单位递增和ETF引入盘后固定价格交易机制。
  - 8月18日，沪深北交易所发布《关于调整股票交易经手费收费标准的通知》，自8月28日起进一步降低证券交易经手费。
  - 8月27日，财政部和税务总局联合发布《关于减半征收证券交易印花税的公告》，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。
  - 8 月27日，证监会发布《证券交易所调降融资保证金比例，支持适度融资需求》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至80%。
  - 9月1日，证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，提出了引导公募基金扩大北交所投资，允许私募股权基金通过二级市场增持其持股公司的股票，扩大北交所做市商数量，同步完善融资融券机制等一系列重要举措。
  - 9月1日，沪深北交易所发布《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》，加强程序化交易监管。

# 促进民营经济发展

- 《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》
  - 支持民营经济发展是党中央的一贯方针。
  - 促进民营经济发展壮大，要着力优化民营经济发展环境，破除制约民营企业公平参与市场竞争的制度障碍，引导民营企业在高质量发展中找准定位，通过企业自身改革发展、合规经营、转型升级，不断提升发展质量。
  - 要充分考虑民营经济特点，完善政策执行方式，加强政策协调性，推动各项优惠政策精准直达，切实解决企业实际困难。
  - 要把构建亲清政商关系落到实处，引导促进民营经济人士健康成长。
- “1+N”的配套措施，通过政策措施的集中推出，多措并举，多管齐下，切实推动《意见》落地见效

# 就业政策

- 高度重视就业工作
  - 3月26日，财政部 关于延续实施残疾人就业保障金优惠政策的公告。
  - 7月3日，人力资源和社会保障部通知规定，对招用2023届及离校两年内未就业普通高校毕业生、登记失业的16至24岁青年，签订劳动合同并为其缴纳失业、工伤、职工养老保险费1个月以上的企业，可按每招用1人不超过1500元的标准发放一次性扩岗补助。政策执行至2023年12月底。
  - 7月7日，人力资源和社会保障部多措并举拓宽就业渠道。
  - 8月2日，多部门关于进一步支持重点群体创业就业有关税收政策的公告关于进一步扶持自主就业退役士兵创业就业有关税收政策的公告。
  - 9月4日，人力资源社会保障部和财政部印发通知进一步加强就业政策落实有关工作。

# 宏观政策效果与协调度

# 政策效果评估

- 如何评估政策
  - 政策是快变量，经济是慢变量
  - 宏观经济表现是多种原因综合作用的结果
- 重点关注
  - 政策协调程度
  - 是不是达到了预期的引导市场主体行为的目的
- 政策效果
  - 宏观政策协调性提升，政策效果正在初步显现
  - 宏观政策的边际效果逐渐减弱
  - 总需求不足背后结构性和体制性问题导致市场主体行为发生变化，政策传导机制改变，从增长量增长为主进入到存量优化，需要进一步在新变化下提升政策效果

# 宏观政策协调性提升

- “既要防止出现‘合成谬误’，避免局部合理政策叠加起来造成负面效应；也要防止‘分解谬误’，避免把整体任务简单一分了之，更不能层层加码，导致基层难以承受。”
  - 多目标、多工具、多部门
  - 将相同的政策目标分解到不同部门实施，简单考核落实情况，会容易带来“合成谬误”和“分解谬误”
- 合成谬误
  - 丁伯根法则
  - 蒙代尔指派原则
- 新一轮党和政府机构改革，加强党的集中统一领导
  - 党中央、全国人大、国务院和全国政协
  - 统一监管的新模式

# 经济景气指数上升

- 9月份，制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月上升0.5个百分点，重返扩张区间。
  - 生产指数为52.7%，比上月上升0.8个百分点，制造业生产扩张步伐有所加快。
  - 新订单指数为50.5%，比上月上升0.3个百分点，制造业市场需求继续改善。
  - 原材料库存指数为48.5%，比上月上升0.1个百分点，表明制造业主要原材料库存量降幅持续收窄。
- 9月份，非制造业商务活动指数为51.7%，比上月上升0.7个百分点，非制造业扩张力度有所增强。
  - 建筑业商务活动指数为56.2%，比上月上升2.4个百分点
  - 服务业商务活动指数为50.9%，比上月上升0.4个百分点

# 投资助推高质量发展

- 1—8月份，全国固定资产投资（不含农户）327042亿元，同比增长3.2%，其中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.4%，制造业投资增长5.9%，增速比1—7月份加快0.2个百分点。
- 从环比看，8月份固定资产投资（不含农户）增长0.26%。
- 高技术产业投资同比增长11.3%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长11.2%、11.5%。
  - 高技术制造业中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长17.5%、12.8%
  - 高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长42.1%、28.3%。

# 商品消费回升

- 8月份，社会消费品零售总额同比增长4.6%，比上月加快2.1个百分点；环比增长0.31%。
- 按消费类型分，商品零售增长3.7%，比7月份加快2.7个百分点。
- 在限额以上单位商品零售额中，化妆品类、通讯器材类、金银珠宝类、家具类商品零售额分别增长9.7%、8.5%、7.2%、4.8%。

# 出口态势好转

- 9月以美元计价出口同比-6.2%（8月为-8.8%）、进口同比-6.2%（8月为-7.3%），出口好于市场预期
- 9月出口相较于8月的环比增加值143亿美元是近年来同期的最高值，2018-2022年的平均值为69亿美元，高于季节性

# 内需带动制造业回暖

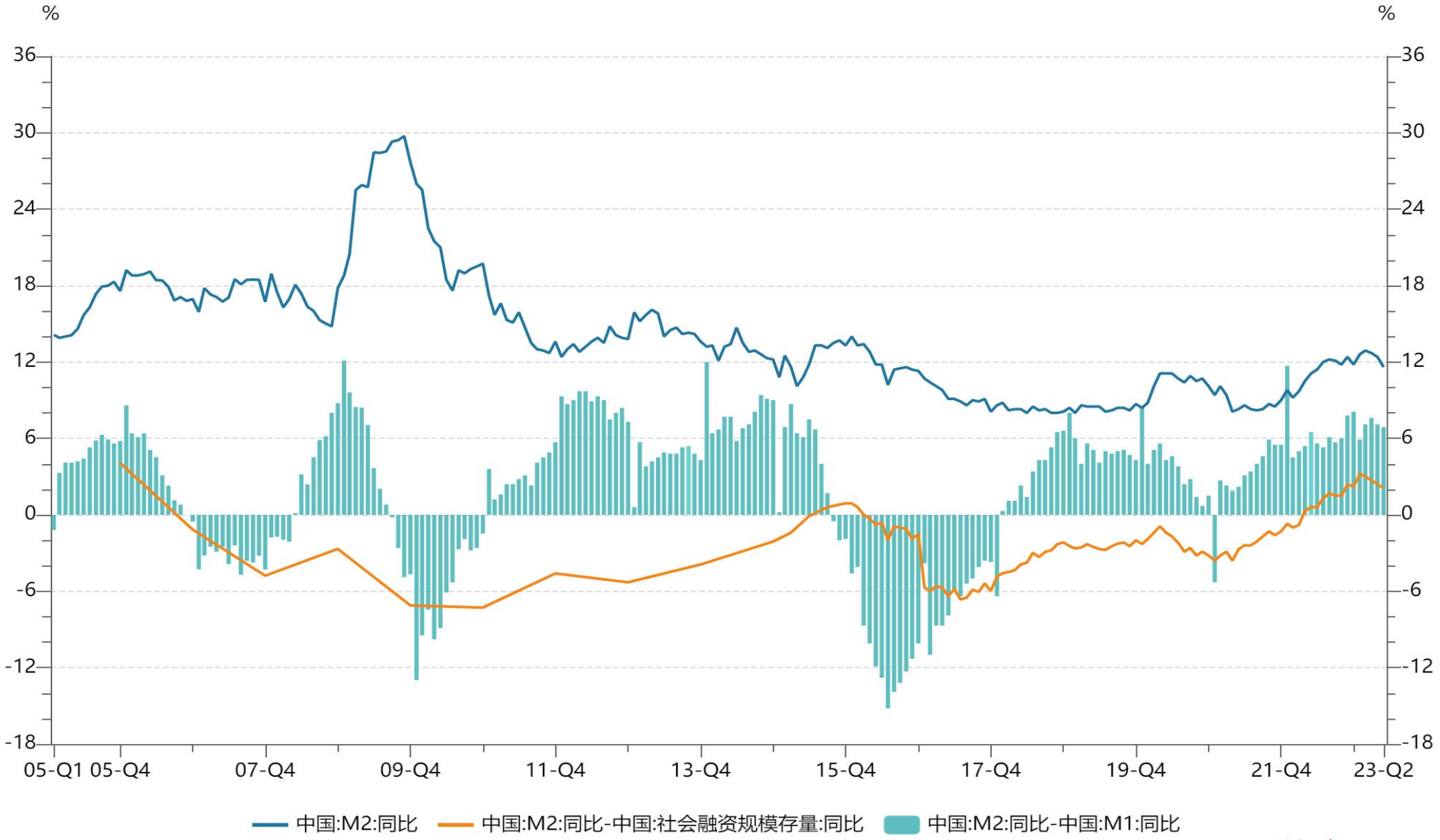
- 8月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.5%，比上月加快0.8个百分点；环比增长0.50%。
  - 采矿业增加值同比增长2.3%，制造业增长5.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%
  - 装备制造业增加值同比增长5.4%，比上月加快2.1个百分点；高技术制造业增加值增长2.9%，加快2.2个百分点
- 8月份，规模以上工业企业利润实现由降转增，同比增长17.2%。在其带动下，1—8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降11.7%，降幅比1—7月份收窄3.8个百分点。
- 8月份，工业企业出口交货值同比名义下降4.5%，彰显了内需的作用不断提升
- PPI持续回升
  - 9月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.5%，收窄0.5个百分点
  - 9月份，生产资料价格下降3.0%，收窄0.7个百分点
  - 9月份，全国工业生产者出厂价格环比上涨0.4%，提高0.2个百分点

# 绿色化、智能化转型

- 太阳能电池、服务机器人、光电子器件产品产量同比分别增长77.8%、73.7%、29.9%。
- 8月份，全国信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比增长11.5%

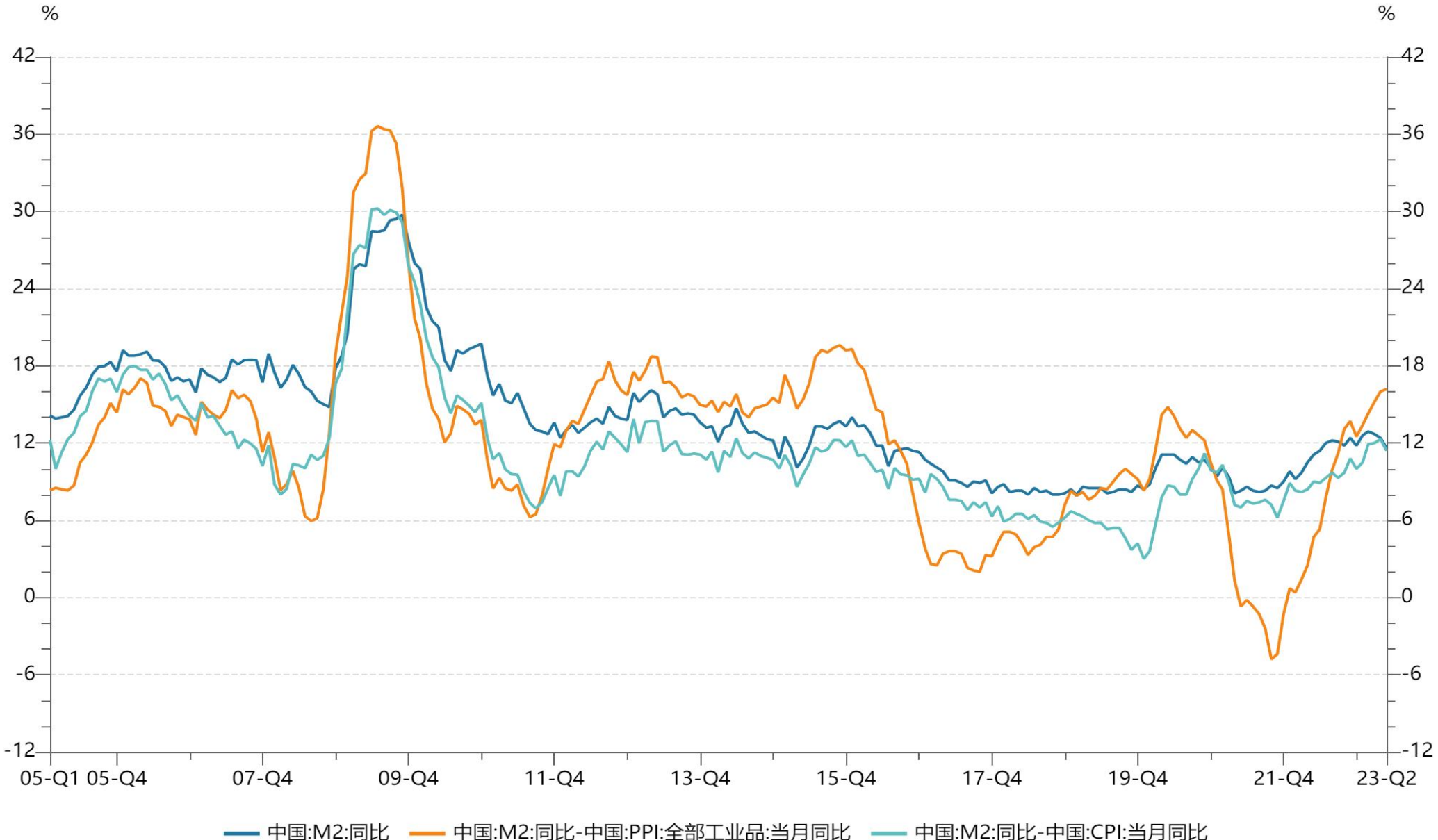
# 显著问题：货币和社融增速缺口

- 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，9月份分别是10.3%和9%，市场信心还有待提升，资金使用效率还不高。



# 显著问题：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。1-9月份，消费者价格指数增速累计同比增长0.4%，耐用消费品价格增速放缓。

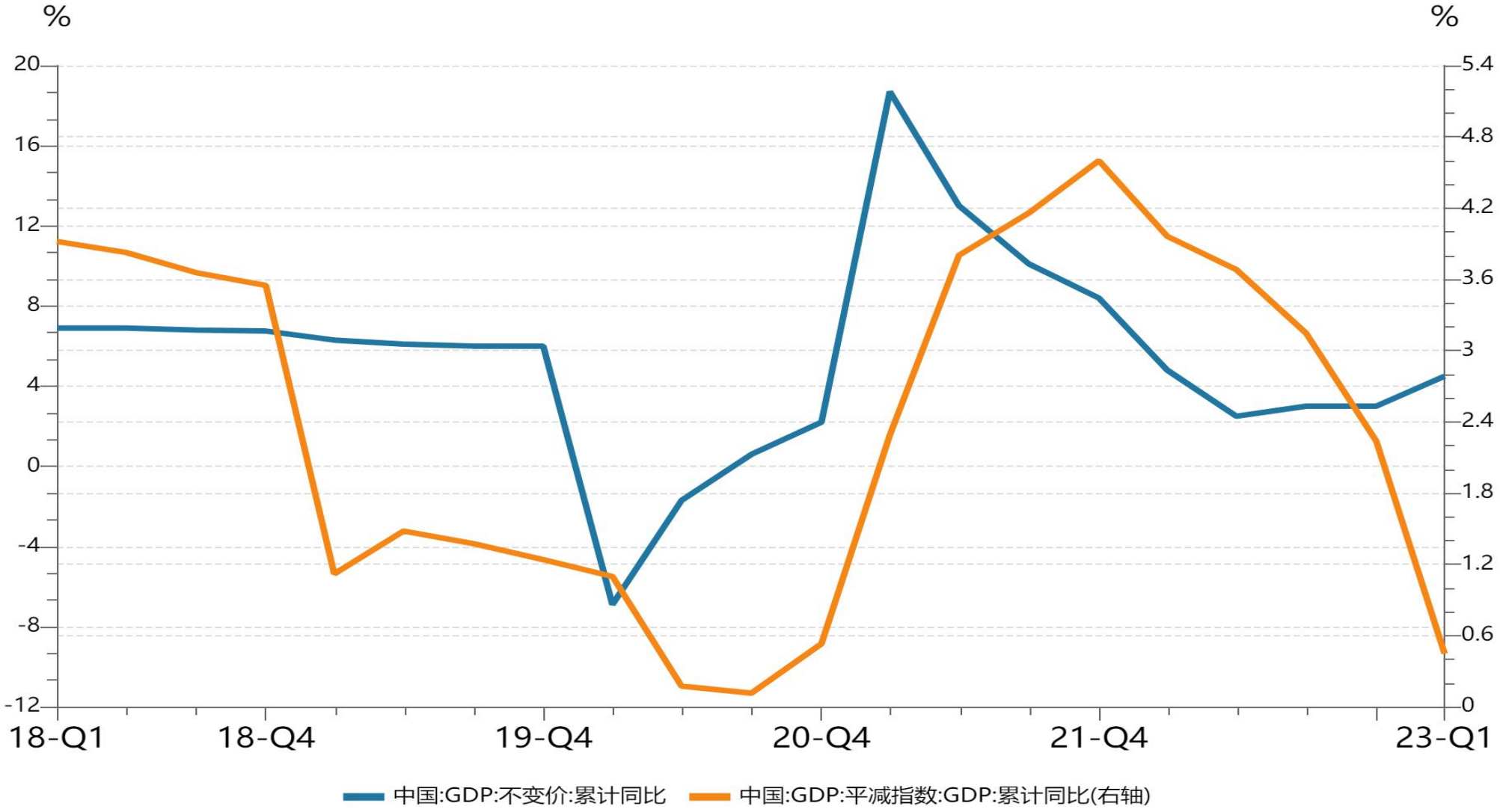


# 显著问题：房地产

- 9月第一周全国城市二手房出售挂牌量指数上升17.58%，其中一线城市上升58.76%，二线城市上升8.83%，三线城市上升12.6%。
- 9月第一周全国城市二手房出售挂牌价指数下跌0.25%，其中一线城市指数环比持平，二线城市下跌0.27%，三线城市上下跌0.4%。

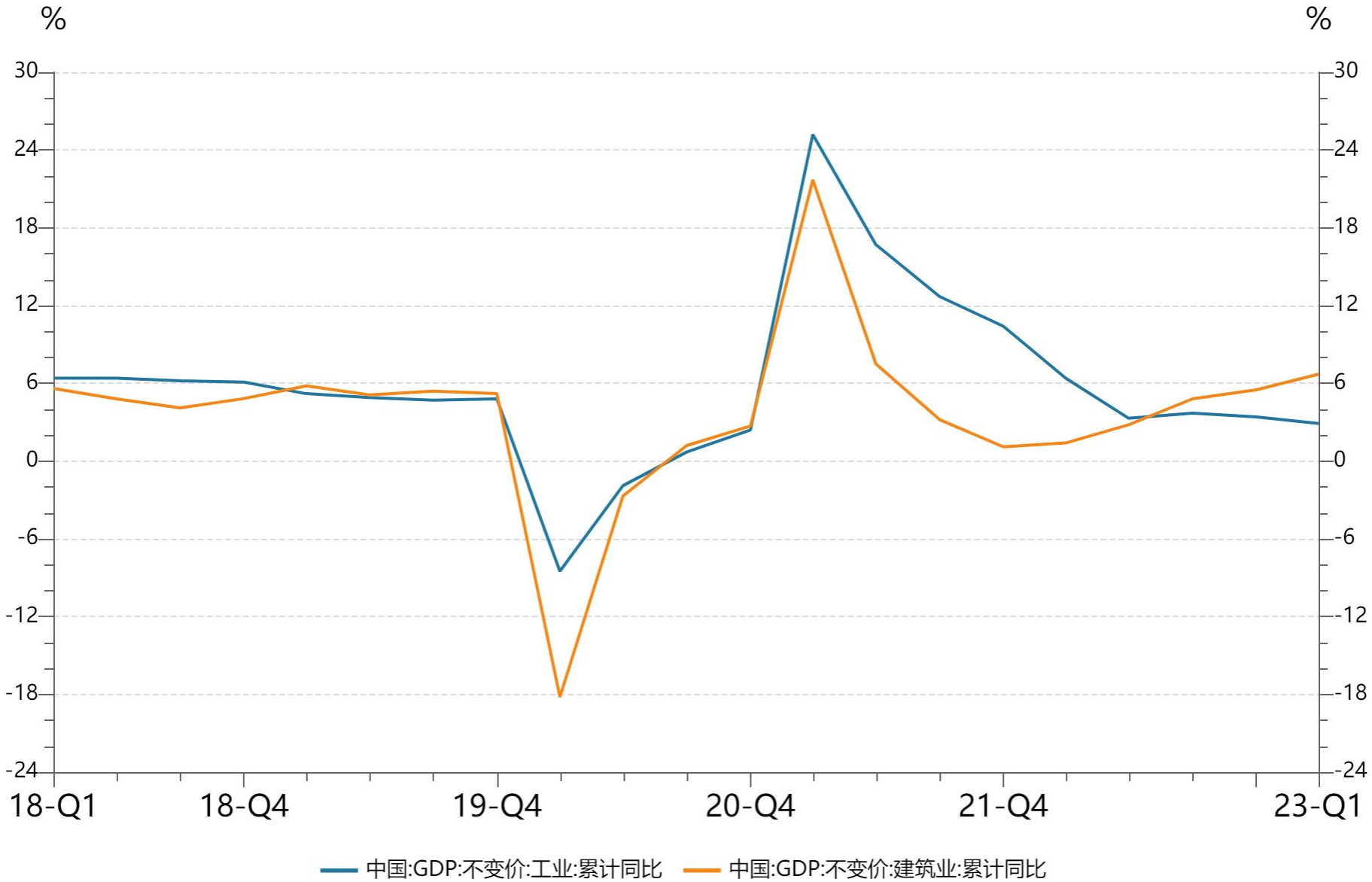
# 深层原因：总需求不足

- 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%，二季度-0.59%，总需求偏弱带来价格紧缩效应。



# 深层背景：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。
- 基建推动作用明显彰显了市场侧内生动力不足。

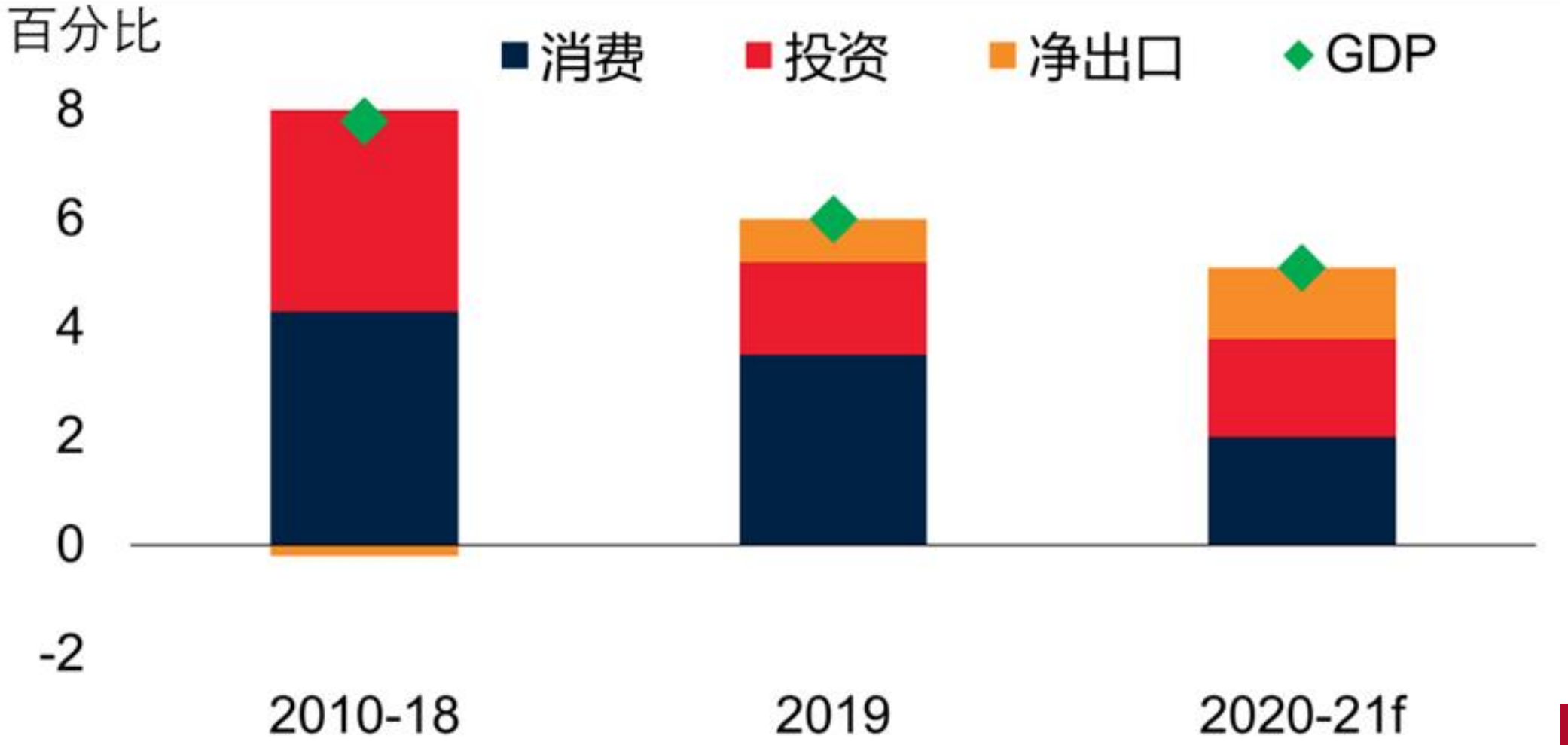


# 深层背景：总需求不足

- 当前中国经济突出矛盾是总需求不足，尤其是市场侧动能不足和价格下行的直观感受带来各市场主体信心不足。
- 疫情损害（冲击）了居民、企业和政府的资产负债表，虽然还不是资产负债表衰退，但是导致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，在收入因素以外，结构性动力缺失。

# 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。



# 政策总结

- 宏观政策协调性得以提升，政策效果正在初步显现，宏观政策的边际效果逐渐减弱。
- 总需求不足背后更是结构性问题的体现，导致政策传导机制变化。
  - 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，在收入因素以外，结构性动力缺失。
- 结构性变化中一个重要方面是我国经济已经从增长为主时代逐渐步入存量优化调整时代，需要统筹考虑政策对于增量和存量市场的影响。

# 宏观政策优化方向与政策建议

# 宏观政策优化

- 提升政策传导效率需要激发市场主体活力
- 我国没有进入资产负债表衰退
  - 我国没有大幅度的资产价格下行。1989年12月日经225指数触顶后，开始了持续近三年的暴跌，跌幅达到63%；地价相比之下略有滞后，90年和91年地价指数的边际增速放缓，92年开始了长达26年的下跌过程，跌幅达53%。
  - 企业部门持有房地产相对较少。日本企业部门持有大量房地产，但我国相对较少，同时，工业用地本身极为廉价，也有所对冲
- 但是疫情损害（冲击）了居民、企业和政府的资产负债表，导致市场内生的扩张能力和意愿不足
- 短期内，抓住资产负债表修复进一步聚焦和优化政策，在政策设计上进一步统筹总量与结构、存量与增量市场
- 中长期中进一步通过市场化改革提升政策传导效率

# 货币政策

- 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。

# 货币政策

- 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 |

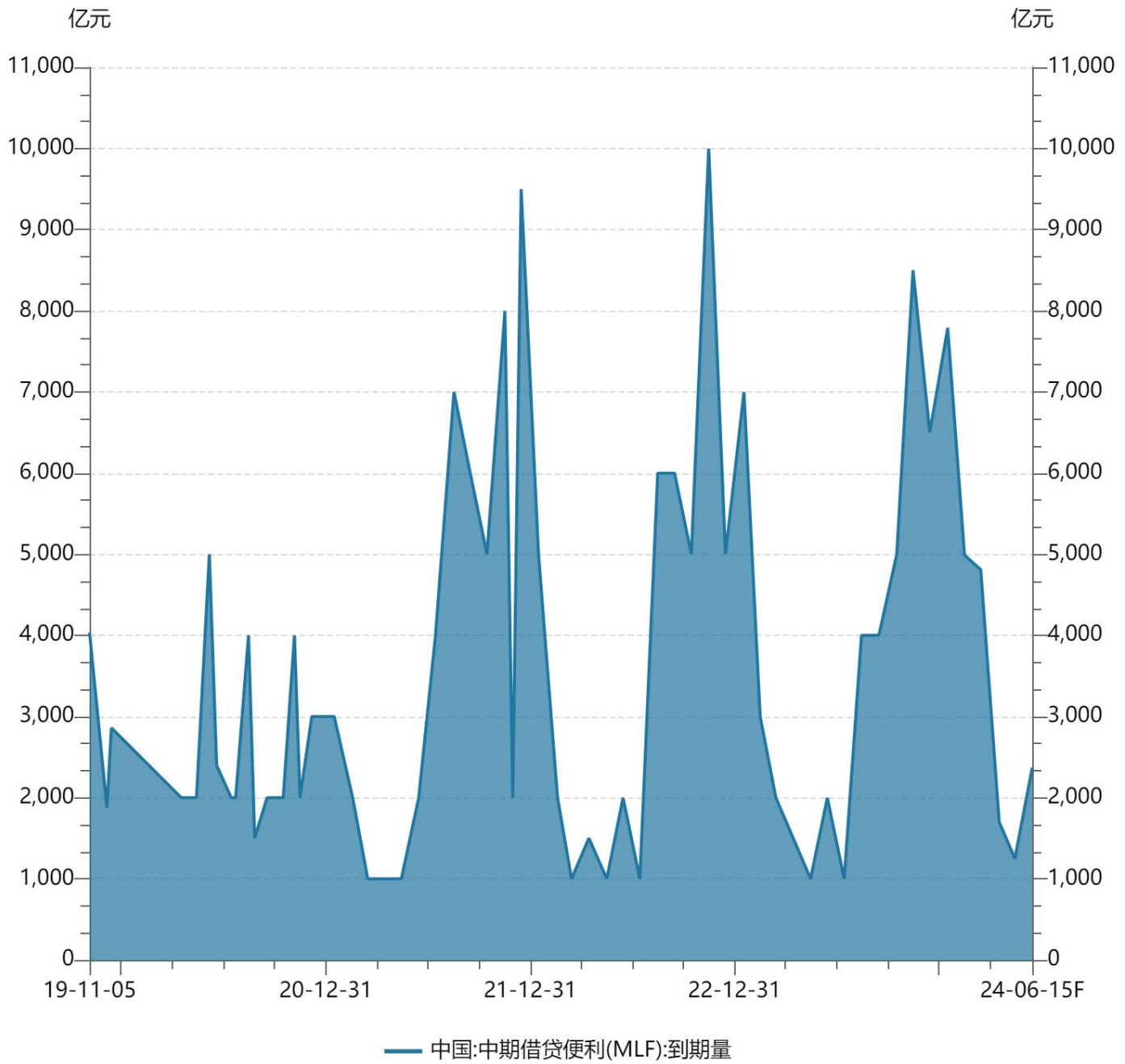
资料来源：黄益平等（2023）

# 货币政策

- 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；加强与财政政策协调，发挥好政策性金融工具

# 进一步考虑降低准备金

- 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。
- 考虑到稳定净息差，降低融资利率，建议进一步全面降低准备金率0.25个百分点，在置换MLF的基础上进一步释放流动性。

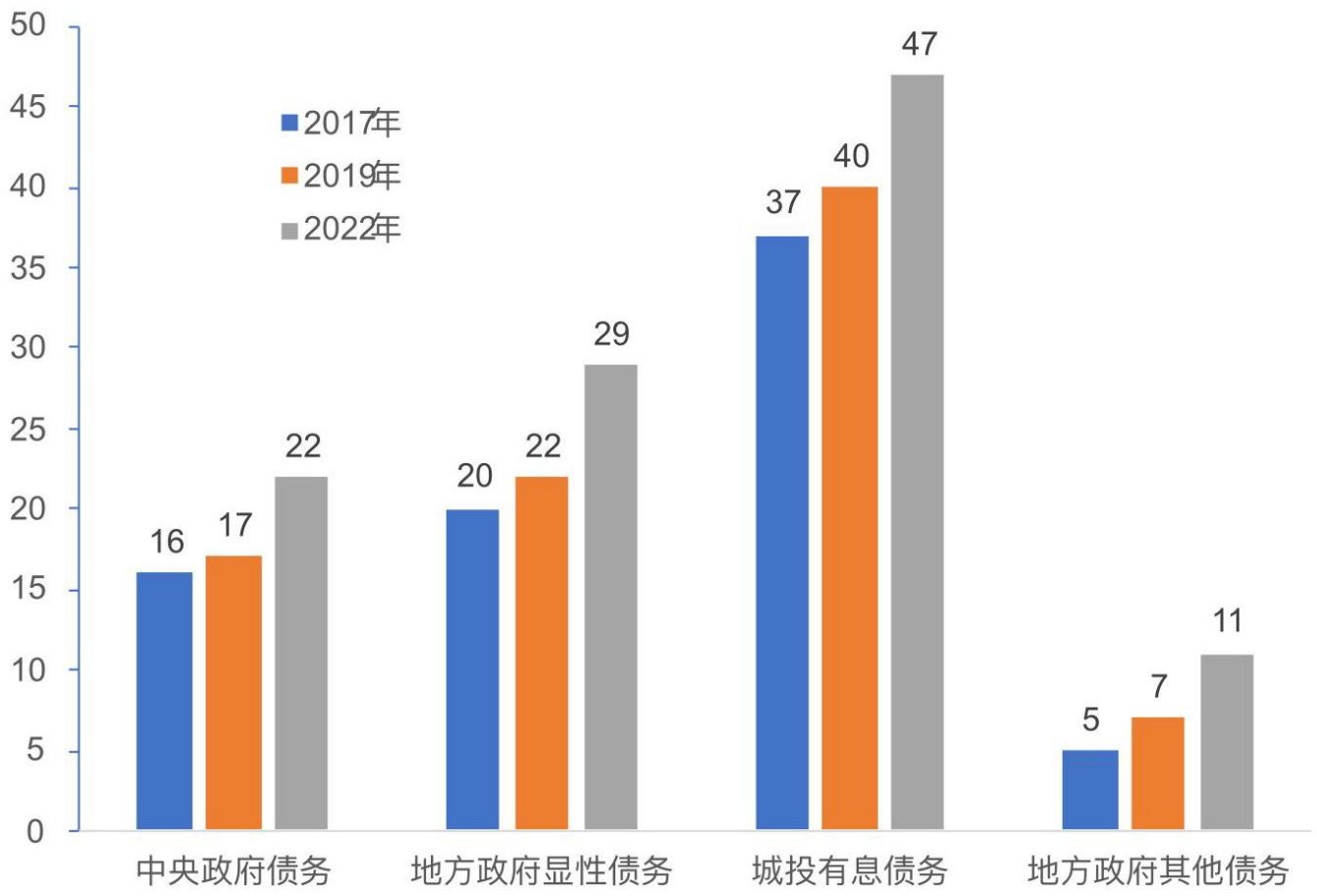


# 疏通货币供给机制

- 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。

# 财政政策

- 适度提高中央政府杠杆率
  - 2022年底，我国政府债务余额60.94万亿，其中国债余额25. 87万亿，占比42%，地方债余额35.07万亿，占比58%，总体债务水平可控
  - 2022 年地方政府一般公共预算收入、政府性基金收入合计下滑10.95%，出于“六稳” “六保”的需要，地方债大幅扩容，地方政府债务增速持续超过15%。
  - 最近三年，中央政府债务率提高了5个百分点，地方显性债务提高了7个百分点，城投有息债务提高了7个百分点，其他债务提高了4个百分点，地方政府成为加杠杆主力




- 加大对新市民的社会保障和人力资本支出

# 财政政策

- 地方债“债务-资产”转化效率不高
- 地方债结构错配问题比较严重
  - 地方政府债务增速与财力增速走势分化，区域间债务承载能力差异较大，例如2022年广义财政收入下滑严重地区债务扩张速度提升
  - 财政付息成为预算硬约束，青吉黑等财力薄弱地区偿债压力大，2022年有11省将超过10%的财政收入用于地方债付息支出
  - 在地方债持续扩容的同时，其内部结构产生失衡，与地方经济发展需求、财力水平出现错配
  - 成本与收益不匹配、投资期限结构与债务期限结构错配问题
- 地方债解决
  - 土地财政
  - 财税体制改革

# 房地产政策体系

- 城镇化率65%，适龄人口见顶，考虑新型城乡结构之下的城市化战略。
- 以人为核心的新型城镇化
  - 需求端：存量人口下首套置业人群减少，需要在全国层面放开二套房政策，不能过度指望首套置换
  - 供给端：需要在增量模式下进行调整，而不是简单存量下进行整合，1—8月份，房地产开发企业到位资金同比下降12.9%，加大增量融资

# 资本市场

- 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。
- 资本市场的地位要更加凸显投资或者财富管理功能，以财富管理带动股市融资
- 更加关注存量上市公司的减持等行为。

# 加强政策协调，扩大政策空间

- 政策协调的关键是强化市场改革
  - 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”
- 建立激励机制关键要发挥好价格的作用

# 谢 谢！

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

# 聚焦“加强宏观政策协调，提升政策效果”，CMF专题报告发布

10 月 14 日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 75 期）于线上举行。

本期论坛由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**刘凤良**主持，**聚焦“加强宏观政策协调，提升政策效果”**，来自学界、政界、企业界的知名经济学家**毛振华、冯俏彬、苏剑、徐高、程实、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、热点背景：经济恢复与近期宏观政策

二、政策协调：宏观政策效果与协调程度

三、提升政策效果：优化方向与政策建议

报告主要观点的简要总结如下：

面对2023年疫后曲折的复苏进程，下半年以来，尤其是在7月24日的政治局会议之后，我国从财政、货币、房地产、产业、消费、就业等方面出台了一系列宏观政策。总体来看，宏观政策的协调性得到了提升，政策效果正在初步显现，具体表现为两个维度：一是经济处在持续向好的稳定修复过程中，二是随着经济的修复，高质量发展得以进一步凸显。

同时，宏观政策的边际效果逐渐减弱，其背后主要原因是中国经济的传导机制发生了改变。一方面，当前我国面临着大量的结构性和体制性问题，这些问题改变了微观主体行为和市场供求关系，尤其是房地产市场的供求关系。在这种情况下，传统政策发挥作用的机制发生了改变。另一方面，中国经济已经从传统的以增量为主的增长走向了存量优化阶段，宏观

政策需要通盘考虑存量市场和增量两个方面。目前的政策设计更加偏重增量维度，可能会对存量市场形成一定掣肘。

未来进一步优化政策的方向：首先，宏观政策兼具总量和结构的功能，未来的货币政策要更加强化总量功能，进一步降低社会融资成本。在结构方面，要更加强化与财政等政策的配合协调。第二，对于财政政策而言，要加大预算内的财政支出力度，同时适度提升中央政府层面的杠杆率。在财政支出结构上，要更加配合就业、产业等方面，凸显对民生等领域的支出。第三，要进一步推动化解地方政府债务的工作。最后，要根据房地产的存量和增量两方面市场，全面优化房地产政策体系。

短期内，要以资产负债表修复为切入点，通过资产负债表的切实修复和提升，提高市场主体的政策体感，从而提振信心。在资产负债表的修复过程中，一是要强化稳就业，二是要全面修复房地产政策，三是要通过化解地方政府债务修复地方政府资产负债表，四是要进一步活跃资本市场。

为了更好地发挥政策效果，在中长期内，我们需要进一步强化市场化改革，疏通宏观政策传导机制。此外，还要强化政策的目标导向，防止合成谬误，通过政策协调进一步发挥好政策合力。

## 一、热点背景：经济恢复与近期宏观政策

7月24日政治局会议指出，当前中国经济处于持续回升的过程中。但与此同时，国内经济仍面临着一系列新困难和挑战，具体包括三大维度：一是国内需求还存在着较大缺口；二是部分企业经营困难；三是外部环境更加复杂严峻，国内重点领域风险隐患较多。

面临这些新困难和挑战，7月24日的政治局会议要求进一步加大宏观政策调控力度，着力扩大内需，提振信心，防范风险。在政治局会议精神下，下半年出台了一系列宏观政策。

### 1、财政政策

财政支出总体上保持相对平稳的态势。1-8月，一般公共预算支出增长3.8%。但相对其他政策而言，今年财政政策的总体支撑力度较为有限。

积极发挥税收作用，针对部分企业经营困难的问题，加大对中微企业的帮扶。比如8月1日以来，我国出台了一系列政策，对中小微企业的各种税费进行了相关优惠与减免。

8月以来，地方政府专项债发行加速。8月、9月的地方政府专项债发行规模在1.3万亿左右，到10月8日，新增专项债发行3.51万亿，完成了全年目标的92%。

一揽子化债方案进入实质性操作阶段。到10月12日，13个省份披露了特殊的再融资债券发行计划，发行总额约5645亿元。通过这些债务对存量债务进行置换，将进一步拓宽地方政府的财政空间。

**2、货币政策**

今年以来，政府加大了逆周期调节力度，维护好流动性的合理充裕和金融稳定。在3月27日和9月15日两次全面下调了金融机构的存款准备金率0.25个百分点。同时，MLF 连续超额续做，在6月和8月利率分别下行了10个和15个基点。8月的下调采用了非对称的方式，即通过保持五年期 LPR 稳定，使得中长期贷款基本保持稳定状态；调降一年期利率，进一步稳定金融机构尤其是银行的净息差，助力银行资产负债表修复。

积极发挥好货币政策结构优化作用。积极运用支农支小再贷款、再贴现、抵押补充贷款等工具；普惠小微贷款支持工具和碳减排支持工具延续实施至2024年末；同时，今年的结构性货币政策着力促进房地产的平稳健康发展。

**3、房地产政策**

今年以来，房地产政策一直在不断适应房地产市场的变化，进行动态调整与优化。比如，1月5日，人民银行、原银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率动态调整机制。随后，人民银行又做出了一系列安排为房地产纾困，上半年主要是从金融领域为“保交楼”等提供支持。

7月24日以来，国家进一步落实房地产政策。比如8月25日推动落实首套房贷“认房不认贷”政策，并进一步对房地产交易中的税费进行了明确的优惠延期安排；8月31日，在全国范围内明确规定了首套和二套的首付比例；9月25日，正式开始调降符合条件的存量首套住房贷

款利率。在此过程中，随着国家层面房地产政策的集中出台，各地开始积极响应，尤其是以北上广深为代表的一线城市进行了积极回应。截至9月28日，已有82个城市出台了超100次稳楼市政策，其中“认房不识贷”政策落实加速，多城全面取消限购政策。

**4、产业政策**

我国对产业政策也进行了积极的安排。一方面，发布了十大重点行业的稳增长方案，对于行业的发展目标、行业发展的配套政策都做出了非常详细的安排。本次行业稳增长方案以重点行业内部的各子行业为牵引，覆盖面非常广泛，针对性也非常强。另一方面，以研发创新作为新动能，积极推动新能源等行业的健康稳定发展。

**5、消费政策**

今年以来，我国积极提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，尤其是针对汽车消费提出了一系列支持性政策。5月17日，国家发改委和国家能源局对加快推进充电桩建设，支持新能源汽车下乡进行了政策安排；6月8日，商务部发布了《关于组织开展汽车促消费活动的通知》；6月21日，财政部等部门印发《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免的公告》；7月20日，国家发改委等发布《关于促进汽车消费的若干举措》。今年，我国紧抓大宗商品消费这一发力点，通过一系列政策举措构建更加友好的，能够提振商品消费的消费政策体系。

**6、活跃资本市场**

7月24日的政治局会议明确提出要活跃资本市场，8月，关于资本市场的政策集中出台，具体包括三个维度：一是在融资端，8月27日，证监会根据近期市场情况优化了 IPO 节奏，并进一步规范了存量上市公司的减持行为；二是在投资端，进一步强化了对于中长期资金入市的鼓励政策；三是在交易端，最近一段时间对交易端进行了集中的政策安排，比如调低结算备付金的缴纳比例，进一步完善以“1”股为单位进行交易的机制，同时调整了交易费用和印花税等一系列交易成本。总结来说，7月份以来，国家对于资本市场的融资端、投资端和交易端都进行了大量政策尝试。

**7、促进民营经济发展**

除此之外，今年着重促进民营经济发展。公布了《关于促进民营经济发展壮大的意见》，也就是民营经济“31条”，并在此之后构建了“1+N”的配套措施，切实推动《意见》落地见效。

**8、就业政策**

今年我国依然秉承着就业优先的政策，针对残疾人、大学生、退伍转业军人和农民工等在就业上存在较大困难与挑战的群体进行了政策安排。

综上所述，面对今年中国经济复杂曲折的复苏进程，尤其是二季度以后部分数据同比、环比出现回调的现象，在7月24日政治局会议的指引下，下半年国家从财政政策、货币政策、房地产、产业、消费、就业等方面打出了一套政策组合拳。

**二、政策协调：宏观政策效果与协调程度**

政策评估，尤其是短时间内的政策评估较为困难。因为政策相对来说是一个快变量，可以通过政府行为进行调整，而经济则更多是慢变量。政策效应存在一定时滞，作用到经济需要时间。同时，由于宏观数据是各种因素的综合结果，难以通过单一指标来评估政策效应。在评估政策时，一方面要注意到政策组合拳的协调性如何，是否能推动中国经济朝着既定目标发展；另一方面要关注政策组合拳是否达到了引导市场主体行为的目的，如果政策能够引导好市场主体，将会有很大概率在宏观表现上取得较好成绩。因此，在政策评估时，不仅要关注政策协调度，还要观测政策出台后能否达到引导微观主体的目的。

通过这样的评估思维和模式，可以得出以下结论：一是目前宏观政策的协调性在持续提升，宏观政策效果初步显现；二是政策的边际效果逐渐减弱，其中的关键因素是中国经济的结构性和体制性问题导致市场主体行为发生变化，尤其是在我国从增量经济逐渐走向存量经济的过程中，政策传导机制发生了变化，传统的政策设计在新的政策传导机制下效果可能会不及预期。

**1、宏观政策协调性提升**

下半年以来，宏观政策组合拳的协调性得到了有效提升。一直以来，我们都在强调要防止发生合成谬误，也要防止发生分解谬误。宏观政策之所以容易出现合成谬误，是因为这涉及到多目标和多工具的问题。根据丁伯根法则或蒙代尔指派原则，如果政策目标多于政策工具，就很容易产生合成谬误。因此，我们需要匹配政策目标与政策工具，使二者的数量和性质相互对应。中国在政策设计上除了多目标、多工具之外，还存在一个问题，即多部门。如果简单地将一个政策目标分解到各个部门，仅考核政策的落实情况，就会导致各部门出现政策落实的“锦标赛”，很容易产生合成谬误和分解谬误。比如，将加强对于房地产的监管这一目标分解到不同的监管机构，就有可能出现监管竞争，导致过度监管。

今年，新一轮党和政府的机构体制改革很好地解决了这个问题，进一步统筹党中央、全国人大、国务院、全国政协，**通过新一轮统一监管模式尽量破解多部门叠加产生的合成谬误。**从这个维度来说，我们政策的协调性相较以往得到了较大的提升。

**2、政策效果初步显现**

政策效果的体现既包括总量维度，也包括结构层面，尤其是高质量发展日渐凸显。在总量层面上，9月份制造业采购经理指数 PMI 重回扩张区间，生产指数和新订单指数均有改善；非制造业的商务活动指数扩张力度有所增强，尤其是建筑业商务活动指数较8月上升2.4个百分点。建筑业的扩张有季节性因素的影响，比如9月以来台风等影响相对减弱，但另一方面，伴随地方债发行加速，基建也进一步提速。

需求端，1-8月全国固定资产投资保持稳定增长，其中高科技产业的投资增速达到11.3%，进一步凸显了未来高质量发展的新动能；商品消费出现一定的回升，8月商品零售同比增长3.7%，增速比7月加快2.7个百分点。在此过程中，化妆品、通信器材、金银珠宝、家具类商品增速都出现了较大提升幅度。总体来看，投资和消费都呈现出逐渐向上的趋势。

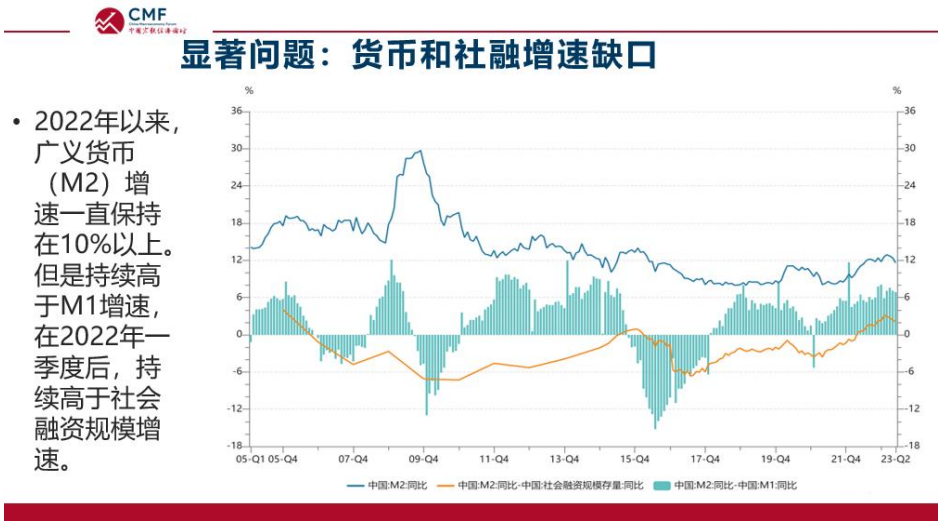
外需端，出口态势好转。9月，以美元计价的出口同比下滑6.2%，但仍然好于预期，并且9月出口较8月环比增加143亿美元，是近年来同期的最高水平。在2018-2022年中，9月的季节性顺差平均为69亿美元，因此今年9月出口呈现出强季节性变化。

**3、内需带动制造业回暖**

在内需带动下，8月工业增加值同比增速较7月加快0.8个百分点，工业企业利润实现由降转增，同比增长17.2%，制造业出现了一定程度的回暖。同时，绿色化和智能化转型进一步加速。

总的来看，目前经济出现了一系列向好的信号，加上结构转型和高质量发展日渐凸显，8月以来宏观政策组合拳的政策效果正在逐渐显现。

与此同时，当前的宏观数据也揭示了目前我国面临的一系列挑战。




一是从金融数据来看，中国经济的循环过程中存在着非常明显的信心不足、资金效率不高的问题。比如，今年以来 M2增速一直维持在10%以上。然而在2022年一季度之后，M2增速持续高于社融增速。今年9月的社融增速为9%，M2增速为10.3%。由于社融更多度量的是新增融资，而 M2则代表货币的沉淀。M2增速和社融增速的差表明，当前在新增融资进入实体经济后，大家的支出意愿和支出能力并不是很强，支出效率不高。

二是目前价格仍然处于相对疲弱的状态。9月的价格维持了和去年相同的水平，尽管部分信号出现改善，但整体价格依然处于相对疲弱的状态。

三是在8月的房地产政策出台后，9月第一周二手房挂牌量出现了17.58%的上升，其中一线城市上升了58.76%。如此来看，当前的宏观政策确有效果，但这种效果相较以往经济“一放就热”的状态已经发生了改变。原来中国经济的状态更多是“易热难冷”，而这几年则更多是“易冷难热”，因此政策推动经济变化的过程会更加缓慢。

其中，有两个比较重要的原因：

一是今年经济的总需求状况不佳。一方面，资产负债表受到了冲击；另一方面，中国的经济结构正在面临转型，但是目前的经济动能和结构转型之间还没有实现完全匹配。总需求不足的背后既有周期性问题，也有结构性问题，并且目前结构性问题日益凸显，导致宏观政策的传导机制发生了一系列变化。

二是政策传导机制变化的关键在于结构性因素。尤其是，我国经济从传统的以增量为主导逐渐转向存量优化，这意味着政策不仅要关注增量部分，更要考虑到对存量可能产生的影响。

总结来说，下半年的政策组合拳收到了一定的效果，不过政策的边际效果在逐渐减弱。其背后涉及到两个问题，一是在经济增长的过程中，资产负债表受到冲击，其修复还需要一

段时间；二是当前中国经济的结构发生了变化，政策传导机制出现调整，需要统筹考虑增量和存量市场。

## 三、提升政策效果：优化方向与政策建议

**要提升政策传导效率就需要激发市场主体活力，而激发市场主体活力的关键在于资产负债表的修复。**与日本相比，当前我们面临的是资产负债表冲击而非资产负债表的衰退。日本在1989年后，无论是股指还是土地价格都出现了大幅下跌，而我国的资产价格总体上还是相对平稳的。此外，日本企业部门持有大量的房地产，放大了资产负债表的衰退；而我国企业部门的房地产持有量相对较少，中国特殊的土地制度也使得工业用地价格极为廉价，一定程度上对冲了房地产下行的影响。

从这个维度来说，短期内一定要以激发市场主体活力为抓手，着力修复资产负债表；中长期内，要通过市场化改革，进一步提升政策传导的效率。

### 1、货币政策

一方面，货币政策要在总量上支撑总需求，助力资产负债表修复；另一方面，货币政策也需要对房地产等结构性问题做出反应，但这并不意味着要加大结构性货币政策。

目前，我国的货币政策主要包括再贷款、再贴现、抵押补充贷款等工具。结构性货币政策对于调结构的确发挥了积极作用，但中国的结构性货币政策与欧美的不同。欧美有大量的再贴现、再贷款等政策，主要用于修复特定的融资渠道，比如通过央行对商业银行的贷款支持来修复商业银行贷款；而我国的结构性货币政策则更多是面对特定行业和特定主体。在此过程中，由于存在大量的结构性问题，导致结构性货币政策有时容易与结构性问题叠加，对于经济修复来说是“双刃剑”。因此，我们要更加强化货币政策的总量效果。

**在发挥好货币政策总量效果的同时，要进一步加强货币政策与财政政策的协调，从而实现调结构的作用。**对于发挥好货币政策的总量效果有两个具体的政策建议：一是进一步考虑降低准备金，从而降低金融机构的资金成本，修复其资产负债表；二是进一步疏通货币供给机制，形成“货币供给锚”。原来我国更多是以土地、出口为货币供给锚，未来要逐渐建立知识产权等无形资产和消费之上的货币供给锚。

**2、财政政策**

**1）适度提高中央政府杠杆率**

2022年底，我国政府债务余额大约是60.94万亿，即便是按照最宽的 IMF 口径，中国政府的债务在国际上也不算非常高，关键问题在于债务结构。我国的政府债务更多偏向于地方政府债务，比如2022年，地方政府债务增速超过15%；最近三年，中央政府债务率上升了5个百分点，而地方显性债务上升了7个百分点，城投有息债务上升了7个百分点，其他债务上升了4个百分点，地方政府成为加杠杆主力。**因此，需要进一步调整杠杆率的分布，提升中央政府层面的杠杆率，加大对于新市民的社会保障与人力资本支出，落实好新型城镇化。**

**2）进一步解决好地方政府的化债问题**

目前，我国地方政府的“债务-资产”转化率不高，结构错配问题严重。地方政府债务增速与财力增速走势分化，财政付息成为很多地方的预算硬约束。2022年，有11个省份将超过

10%的财政收入用于地方债务付息。目前，地方债与地方经济发展，地方债成本与收益，投资期限结构与债务期限结构均有较大错配，因此下半年要着重抓好地方政府的债务化解，释放地方政府的行动空间。在此过程中，要进一步推动土地财政改革和财税体制优化。

**3）进一步调整房地产政策**

房地产政策的一个重要推手是城镇化。目前，中国的城镇化率为65%，相较国际平均水平75%还有一定增长空间。随着适龄购房人口的见顶，这一空间正在逐渐缩窄。在这种情况下，需要进一步考虑从城镇化战略升级为新型城乡结构下的城市化战略。城镇化战略中农村作为中国的一种隐性社保兜底机制，城市化战略则需要将这种隐性的兜底显性化，从而为新市民和农村改善资产负债表，创造新经济的动能与空间。

此外，要适应房地产市场未来供需两端的变化。在需求端，随着中国经济从增量走向存量，首套置业人群减少，改善型住房需求上升，因此建议在全国层面放开二套房政策。不能过度指望首套置换，因为若存量市场大于增量市场，需求就无法得到承接。在供给端，要进一步强化对于房企增量融资的安排，加大增量资金供给。

**4）资本市场**

要着力凸显资本市场的财富管理功能。这并不意味着简单地放缓新增 IPO，而是要保证新增融资项目的质量，同时更多地关注资本市场的存量违规行为，进一步提高违法成本，通过对于违规行为的遏制真正实现资本市场存量和增量的环境优化。

**5）加强政策协调，扩大政策空间**

要强化政策改革，通过市场化改革进一步发挥好价格的激励作用，从而理顺政策传导空间。

总结来说，短期内的核心政策取向是进一步疏通政策传导渠道，提高政策传导效率，通过货币政策、财政政策、房地产政策、地方政府债务和资本市场综合修复社会资产负债表，从而激发市场主体活力；在中长期内，要进一步加大市场化改革，理顺市场发挥作用的渠道，发挥好价格的激励作用。

**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“如何提升宏观调控的有效性、如何做好政策协调”等问题展开讨论。**

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）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**指出，对于宏观政策目标的判断十分关键，这将影响到我们的政策选择。当前，我们遇到的问题是长期发展之后产生的调整压力，中国宏观经济政策应该关注如何筑牢底部，而非寻求通过短期刺激性政策带来实质性的反弹。

在具体政策选择上，应该在民间、需求、分权、积极性、体制机制等方面做文章。我们需要吸取日本的经验教训，**对凯恩斯主义在应对日本长期高增长后的经济下行时的失效予以关注。**在制定经济政策时，不仅要关注政府在资源配置方面的作用，也要关注体制机制的改革措施，把改革作为宏观经济政策调整的重要内容。

国务院发展研究中心宏观经济研究部副部长**冯俏彬**认为，当前我国宏观经济仍然面临三重压力，即预期转弱、需求收缩和供给冲击，只是这三重压力的顺序相较以前发生了变化。以前更多强调供给冲击，现在则更多转向需求收缩。需求收缩的背后是预期问题。

一方面，宏观调控的目标并不是在其语境下可以解决的；另一方面，宏观调控自身也有问题，这导致很多政策出台后效果不及预期。**如何对宏观调控和高质量发展这两种语境进行区分，又能够使得宏观调控朝着高质量发展的方向发力，是我们需要解决的重点问题。**

中银证券首席经济学家**徐高**认为，近几年经济下行压力较大，但汽车行业却异军突起，取得了历史性突破，成为经济增长的亮点。当前经济下行面临的压力主要来自房地产，因此要稳定经济增长，房地产是重中之重。目前来看，“保交楼”政策，包括地产融资“三支箭”的修复政策力度还不够，地产开发商信用风险高企的局面并没有得到明显的扭转。

政策建议：1）守住经济存量；2）GDP 增长目标不宜定得太低，对于我国的债务认识和房地产调控政策要纠偏；3）经济发展导向要更加明确，高质量发展仍应以 GDP 为纲。

北京大学国民经济研究中心主任**苏剑**指出，相对于西方目前主流的、仅包括需求管理的宏观政策体系而言，中国的宏观体系应更为完整，理论基础更为先进扎实，政策组合更为丰

富，可以应对多目标宏观调控。中国宏观调控特色是以市场环境管理为主、供给管理次之，需求管理为辅。

当前，中国宏观经济政策的重点和难点在于要应对预期转弱问题。外部环境动荡、人口老龄化加速，加上疫情等其他不确定因素的影响，导致中国经济出现了供给需求双收缩的局面。消费、投资、供给、出口等方面的下行都与预期转弱有关，而要改善预期就需要改善中国经济运行环境。

工银国际首席经济学家**程实**指出，疫情带来的供给冲击导致滞胀，而在滞胀的背景下，所有政策搭配都难以兼顾多元化的政策目标。实证结果表明，主动型财政政策+被动型货币政策在总供给冲击下对产出与私人消费造成的扰动更小，更能够起到应对“滞”的压力的作用。

对新兴市场消费情况的研究表明，财政赤字的变化对长期居民部门的消费支出产生了显著的非对称影响，而货币政策对新兴市场国家居民消费的支持作用弱化。**因此，宽财政、稳货币、重结构、强目标的财政货币政策搭配更有助于实现中国消费的可持续增长。**

# 毛振华：正确认识周期，理性应对经济下行压力

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）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

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（总第 75 期）上的发言

近期各界关于宏观经济政策的讨论颇多、分歧也不少，比如宏观政策的发力点究竟应在何处？是在货币与财政层面采取总量政策加码调控力度，还是从市场主体与制度改革层面发力？等等。造成当前分歧的主因，在于今年以来虽出台多项稳增长政策，但社会各界所期待的经济“强劲反弹”并未出现。早在去年12月中央经济工作会议过后，我就曾提出要防止经济修复出现“强信号、弱反应”现象，今年年初以来，我也曾在公开场合多次提出要防止出现“强政策、弱修复”的局面。从今年以来经济运行的实际情况来看，稳增长政策出台后的效果远不及预期。为何会出现这一情况?是传统的调控政策失灵，还是政策的着力点有误，亦或是其他问题？在此我和大家分享下我的一点思考和感受。

## 一、确定政策目标之前需要准确判断经济所处的周期阶段

**宏观调控的目标简单来说就是对症下药，但在开出药方之前，首先要对经济的“症状”本身有一个清醒的认识与判断。**与一部分专家学者的判断不同，我认为当前中国经济所面临的困难和问题，主要是长周期性因素所决定的。过去在中国经济周期处于上升期时，即便经济发展过程中出现一些短期、暂时性的问题，只要及时采取相关的政策措施予以干预，通常经济很快会回到原有的增长路径上来。但是，当前中国经济所处的阶段不同于以往，如果经济正处于长周期的下行期，那么宏观调控首先要着眼于帮助经济运行筑牢底部，而非着眼于实现经济刺激下的迅速反弹。

**我认为当前经济内外部、长短期问题交织叠加，长周期下行的趋势较为明确。**从经济运行来看，随着长期的经济高速增长以及房地产等领域的资产价格大幅上行，资产泡沫累积；从经济运行所伴生的债务周期来看，长期积累的债务风险逐渐升至高位，包括政府债务、企

业债务甚至是个人债务问题都在可持续性上遇到了瓶颈；从产业链的重构来看，受到中外防疫政策有所区别以及美国主导的制造业回流等政策影响之下，我国供应链面临较长期的迁移或调整压力，特别是去年以来我国部分订单及产能转移至海外其他国家，且短期内难以恢复；从外围环境看，一方面是全球经济延续放缓态势，另一方面是中美大国博弈基调不改，虽然美对华政策当前转为“去风险”，但其“小院高墙”的政策措施在高技术等领域进一步强化，新冷战的风险在上升而非下降；从国内微观主体来看，当前居民对未来的收入预期较弱，企业特别是民营企业的投资意愿不强，长期来看人口拐点也已经到来，人口结构呈现少子化、老龄化的特征，人口红利也有所削弱；此外，社会思潮愈加纷繁复杂并对经济产生潜在、广泛的影响，等等。这些短期因素与长期因素叠加，最终形成当前我国经济的复杂局面，很难依靠简单的调控政策就能扭转整体局势。因此，当前我国经济修复所处的背景，将是一次比较大的周期性调整，而非经济短期下滑后的反弹，对于经济实现短期强劲反弹的预期并不现实。

## 二、在经济出现大的周期性调整之时，需要谨慎使用凯恩斯主义政策

当前中国经济仍处于下行周期且尚未触底，宏观政策目标应该是筑牢经济底部，而不是一味通过短期政策去试图刺激经济实现强劲反弹。凯恩斯主义为短期的刺激政策提供了理论支持，逆周期调节手段也已经被各国政府所广泛采用，而且政府作为“有形之手”发挥作用，是天然的凯恩斯主义信徒。

**但是，凯恩斯主义在不同国家、不同阶段的实践效果不尽相同，需要全面理解凯恩斯主义。**从美国、日本两国的实践经验来看，二者政策效果有所区别。在美国大萧条时期，罗斯福新政加强了国家对经济的干预和管理，帮助美国重新成为世界经济强国。第二次世界大战后，美国政府以凯恩斯主义理论为主要依据，对经济进行大规模的干预，促进了美国经济修复。但日本的情况与美国不同，与我国类似，日本在经历了长期的高增长与资产泡沫之后也终于遇到了周期调整，为应对二十世纪90年代后的经济放缓，大规模扩大政府债务和政府投资，提高对部分重点产业的支持力度，同时配合扩张性的货币政策。但是日本所采取的凯恩斯主义政策的效率并不高，公共投资的 GDP 拉动乘数偏低并对市场产生了挤出效应，而且较难转化为居民部门的收入与消费。这样，一方面日本政府债务规模在短期内迅速攀升，随后日本成为全球政府债务占 GDP 比重最高的国家，另一方面日本经济增速并未摆脱低迷，日本

的居民消费也没有得到改善，家庭部门最终消费占 GDP 的比重总体在55%以下，资产价格也长期低迷，最终陷入了“失去的二十年”。所以在面临长周期经济调整的背景下，凯恩斯主义政策显然是失灵的。

**当前我国经济面临的困难并非是短期问题，因此需要谨慎的使用凯恩斯主义政策，此外还需要注意到，我国的宏观操作在总供给与总需求之间的作用是不平衡的，存在一定体制机制方面的问题。**中国经济与全球其他经济体一样也分为供给端和需求端，但是中国的宏观经济政策，特别是特殊的产业政策长期以来主要在供给端发力，包括基建投资政策短期来看是促进需求，但长期来看还是在供给端增加了产能，这是中国经济运行过程当中所存在的体制机制方面的特殊性。张维迎教授和林毅夫教授曾经围绕产业政策的效果产生了激烈的争论，无论我们认为哪一方是正确的，当前我国经济面临的核心问题之一是如何发挥政府的作用，是否需要通过货币、财政、产业政策进一步扩大市场干预，这个问题值得讨论和反思。

**三、深化体制机制改革进一步发挥市场的作用，出台“十万亿”消费支持计划**

政府层面的宏观政策发力与市场层面的体制机制改革二者不可偏废、不可替代，其中更为重要的是需要清醒认识到市场是财富创造者，在资源配置中起到决定性作用，因此对于市场体制机制的持续完善改进尤为重要，政府的作用往往局限在现有资源和财富的重新配置。

**要持续推进体制机制改革，并且要“把激励机制搞对”，将以经济建设为中心的第一要务落到实处，加大官员经济指标的考核比重。**我过去研究中国改革开放的成功历史经验，认为“提高积极性”这五个字是最重要的，就是在激励机制层面释放了市场和微观主体的积极性。当前经济处于调整周期，民营企业出现不敢负债、不愿负债的情况，居民包括一般工薪阶层也出现躺平，期待和欲望降低。目前政府官员在经济领域也出现躺平不作为的情况，由于政府是资源的再配置者，官员的躺平对于经济效率将带来负面损失，甚至可能会诱发各个层面“同步躺平”。解决这一问题的关键也是要理顺激励机制，虽然政府工作很勤奋，但对非经济指标考核比较刚性，对经济领域考核非刚性，这就与过去以经济建设为中心的首要目标出现了比较大的偏差，因此当前应加强地方政府官员在经济增长领域的指标考核，把以经济建设为中心落到实处。

**宏观政策目标应以筑底企稳为主，建议分期发放现金或货币补贴，出台“十万亿”民间消费支持计划。**以上分析说明，当前的宏观政策目标应是筑底企稳而非短期反弹，需要避免出现日本当前的资产负债表衰退，其中重要的一条路径是将政策的重心更偏向于居民部门的需求端。如果经济增长都是基建部门和国有企业通过投资实现，那么民间和市场也就没有了活力和动力，反而可能会加大经济的长周期下行的压力。疫情以来美国三轮财政刺激实际发放金额约在5.4万亿美元左右，对于美国经济修复起到了重要作用。相比之下当前我国住户部门可支配收入占 GDP 的比重不足40%，在全球主要经济体中处于最低水平，建议出台一个“十万亿”民间消费支持计划，采用分期发放的形式，向居民部门投放十万亿左右规模的现金或数字货币，既有对过去疫情冲击的缓冲补偿，也有对未来经济发展的前瞻性考量。长期以来我国政策侧重在供给端发力，在消费端的宏观政策还存在较大空白。在当前基建投资效率边际递减、优质项目数量不足的情况下，“十万亿”消费支持计划相较同等规模的基建投资对于经济的提振作将更加显著，要改变过去只有投资才能拉动经济的看法。

以往一般认为经济总是处在某种不确定性当中，而我认为当前经济所面临的困难以及长周期下行的格局实际上是确定性的。但在这种确定性之下，我们自己能否开出正确的“药方”，能否通过中西医方法既“靶向治疗”又“固本培元”，能否通过市场化的路径和机制调整激发各个部门的活力，还是会带来不同的结果。因此对于每个个体而言，还是要坚持做好自己的事，“在认清生活的真相之后依然选择热爱生活”。

# 冯俏彬：厘清宏观调控目标，加强政策综合协调

冯俏彬 国务院发展研究中心宏观经济研究部副部长

以下观点整理自冯俏彬在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（总第75期）上的发言

## 一、宏观调控与其目标之间产生错配

宏观调控需要依据当前的宏观经济形势。从上半年发布的经济数据来看，二季度经济增长率不及预期，这引起了各方面的高度重视，也是7月24日政治局会议后，宏观政策密集出台的根本原因。总体来看，大家普遍认为现在经济处于弱复苏状态，疫情带来的“疤痕效应”依然存在。

### 1、宏观调控依然面临诸多结构性问题

当前我国宏观经济仍然面临三重压力，即预期转弱、需求收缩和供给冲击，只是这三重压力的顺序相较以前发生了变化。**以前更多强调供给冲击，现在则更多转向需求收缩。**需求收缩的背后是预期问题。当前，部分制约我国经济稳定、合理增长的因素还没有完全发生变化。

当前的宏观调控不仅要面对传统凯恩斯主义中熨平经济周期的问题，还要面对体制性和结构性问题。这在一定程度上超出了传统宏观调控的范畴。实施宏观调控，不管使用什么样的政策工具，不管如何评价政策效果，最重要的还是宏观调控的目标。理论上讲，宏观调控的四大目标是清晰的，其核心目标可以简化为经济增长。但是在中国当前的发展阶段下，仅仅着眼于经济增速这一目标是不恰当的。当前中国经济增长以及宏观调控都要面对很多结构性问题，包括创新问题、数字经济发展问题、绿色转型问题、消费问题、人口问题、政府治理问题等，其涉及的内容超出了短期宏观调控的范围，更多涉及到经济改革、经济发展和经济增长层面的问题。这使得宏观调控，尤其是本来着眼于短期经济稳定增长的宏观调控，面临的问题变成了经济增长和经济改革的问题，导致宏观调控效果不及预期，或者调控的边际效果递减。

**宏观调控考虑的短期经济增长问题，而当前影响我国经济增长更多是结构性问题，这就导致宏观调控作为一个手段，与其要达到的目标之间，产生了不匹配。**所以，我们发现，在宏观调控的语境下讨论中国经济问题时经常觉得不尽如人意，但如果跳出宏观调控的框架，围绕经济改革和经济增长的问题进行讨论，逻辑会顺畅很多。

**2、宏观调控自身也存在许多问题**

多数时间，宏观调控的主要目标是稳定经济增长。经济能不能实现稳定增长，前提之一要看内外部环境是否稳定、明确、可预期。当前，我国的内部环境和外部环境都对稳定的经济增长产生了非常大的冲击。从外部看，前几年的疫情、近期逐渐增加的战争风险、国际地缘政治博弈等问题都使得经济增长面临的外部环境和过去相比完全不同，这也是影响宏观调控效果的重要因素。从内部看，我国经济已进入实质性的转型阶段，虽然数字化、绿色化的方向是比较确定的，但从某一个具体的行业或企业看，从传统向数字的转型则充满了不确定性。

在宏观调控上，确实存在政策目标多元化的问题，这在很大程度上是由于我们是在宏观调控的框架下谈改革、谈体制、谈结构以及长期发展的问题，语境并不完全恰当。在政策工具上，每年两会时都会涉及到5-7类政策工具，如财政政策、货币政策、产业政策、社会政策等，但相关政策工具之间的协调不尽如人意，政策效应叠加、共振时有发生。

另外，在出台一些重大政策时，事前、事中、事后的科学化、定量化评估急需加强。诸如教培和平台经济治理等政策，如果在出台前能够对其产生的效果进行定量化评估，就能进一步提高政策的科学性。

总结来说，宏观调控的目标多元化，但并不是在宏观调控本身语境下可以解决的；另一方面，宏观调控自身也有问题，这导致很多政策出台后效果不及预期。因此，在口径、话语体系方面，需要进一步明确到底是宏观调控的问题，还是经济改革和经济增长的问题。

**二、完善有效协调的宏观调控机制**

**无论是宏观调控政策、工具还是目标，核心都在于有效协调。**“有效”是指宏观调控需要着力于经济运行的合理区间，不断改善经济结构，使得新旧动能顺畅接续，激发市场主体的活力。“协调”是指政策目标先后要适当，政策体系主次有序，政策工具相互配合，政策传导机制顺畅，政策效果透明可测。

**1、增强宏观调控机制的有效性**

有效性主要取决于目标。我们在面对多重目标时，要围绕各个时期党中央确定的重大战略任务，将这些目标在时空上进行分解，确定各年度的工作目标与重点任务，从而使得政策在每一个具体时点上的操作性更强，政策效果更加可评估。

在当前复杂的环境下，建议对于重大政策调整和改革措施预先进行“沙盘”推演，对不同政策选项的经济和社会后果做到心中有数，这需要依靠很多的理论、数据和模型支持。

**2、加强各类宏观政策的综合协调**

第一，在政策体系中，要区分目标政策和工具政策。比如社会、区域、改革的开放政策属于目标政策范畴，即一定时期内通过各方面的努力要达到的目标；而财政政策、货币政策则属于工具范畴，是实现上述目标所要倚重的手段和工具。我们时常将二者混淆，有时候把工具当目标，有时候把目标当工具。因此，在进行目标分解时，要确保目标清晰、可量化，并且具备可操作性。

第二，要加强目标的协调性，分清轻重缓急，防止同一时期下目标的多元化。

第三，要完善宏观经济政策协调机制，做好部门间的协调。由于中国的政府部门庞大有力，在明确目标后，如果各部门同时发力，目标会很容易实现，但也可能用力过度。因此，一方面要加强各部门在政策时序、边界、工具、方向、目标等方面的协调。另一方面不同部门承担的功能职责不同，有时候需要一定的相互制衡，而如何发挥必要的制衡作用，是比较深层次和复杂的问题。

第四，要做好中央和地方层面的协调。中央层面要做好顶层设计，充分考虑地方实际，调动地方积极性；地方层面要强化对于宏观经济政策的理解、执行和传导，引导市场主体积极响应和实现宏观政策意图。

第五，做好国际国内的沟通协调。这不是我们讨论的重点问题，加强宏观政策的综合协调，主要还是取决于目标的清晰度和可操作性。

**3、进一步加强财政、货币政策的协调配合**

过去一段时间内，有关方面比较强调财政政策要发挥总量功能，而货币政策要发挥结构调整功能。但现在再回头看，**财政政策的优点还是调结构，货币政策的优点仍然是调总量。**如何发挥好二者的优势，合理、有效地进行宏观调控，值得我们进一步研究。不否认在特定情况下，财政政策可以发挥总量调节功能，货币政策也有结构调整的功能；但在长期中，还是要回归它们各自的特征和优势。

**三、提高我国宏观调控的预期管理水平**

中国并不缺乏政策工具，无论是财政政策还是货币政策都有着相当的政策空间。政策工具的作用效果与目标密切相关，因此目标要清晰，要具有可操作性。在多目标、多功能的状态下，是难以对政策效果进行评估的。

预期管理是宏观调控的重要内容，“躺平”等现象的出现都与预期有关。当前，“百年未有之大变局”刚刚开启，新一轮产业革命、绿色化数字化转型还在前期，经济的高质量发展转型也还在进行中。在这种复杂多变的环境中，要尽力保持政策的连续性和稳定性，提高公共政策透明度，做好预期管理。

近期，李强总理召开了的国常会，提出“确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控都要向高质量发展聚焦”。也就是说，当下宏观调控的目标也要向高质量发展聚焦。高质量发展是一个非常大的话题，不是简单的短期宏观调控问题，而是涉及到未来中国经济的发展方式，内容非常综合化和多样化，并且各部门、各地区和各企业的高质量发展命题都不同。

在高质量发展的大目标下，宏观调控描绘了未来中国经济增长的新形态。因此，单纯地“就宏观调控论宏观调控”是不够的，我们需要把宏观调控和政策改革结合起来，共同向高质量发展发力。这也带来了一个问题，即如果在宏观调控上谈高质量发展，就会产生语境的大小不对称问题。**因此，如何对这两种语境进行区分，又能够使得宏观调控朝着高质量发展的方向发力，是我们需要解决的重点问题。**

# 苏剑：基于总供求模型和中国特色的宏观调控体系

苏剑 北京大学国民经济研究中心主任

以下观点整理自苏剑在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（总第 75 期）上的发言

## 一、现有宏观调控体系的局限性

### 1、政策框架的局限性

按照西方经济学的观点，现有宏观调控体系只包括需求管理政策，**其局限性体现在宏观调控体系的发展严重滞后于宏观经济理论体系的发展。**西方宏观调控中的需求管理体系是以上世纪50年代提出的 IS-LM 模型为基础的，虽然西方宏观经济学现在已经发展了总供求模型，但宏观调控政策体系的建立却未依据总供求模型，反而继续沿用上世纪50年代提出的 IS-LM 模型。从这个角度看，目前西方宏观调控体系的发展严重滞后于宏观理论体系的发展，导致它在效果上存在较大局限性。

### 2、 政策框架效果的局限性

#### 1）治标不治本

凯恩斯主义宏观经济政策存在的前提是市场失灵，即宏观经济学中的价格刚性或价格黏性。如果出现这些问题，正确的宏观调控的办法是消除价格刚性和价格黏性。然而，西方宏观经济学却将其忽视，在假设市场失灵存在的前提下进行宏观调控，这当然是治标不治本。

#### 2）无法同时针对多个政策目标

凯恩斯主义需求管理政策无法同时针对多个政策目标，同一时间只能针对其中一个。比如，在通货膨胀与失业之间选择时，要么是失业，要么是通货膨胀，二者很难兼顾。

#### 3）导致经济“肥胖症”，最终引发金融、经济危机

经济“肥胖症”是指凯恩斯主义需求管理政策刺激出来的需求是劣质需求，不利于经济的高质量发展。与我国强调经济发展质量不同，西方不太考虑经济发展的质量，而只管数量。财政政策的恶果是地方政府债务问题，这一问题在我国和西方国家都存在。银行通过货币政策降息扩大需求，导致被刺激出来的需求质量越来越差，如果利息率突然回涨或者由其他因素导致企业成本上升，就会使得企业破产、银行坏账增加、引发银行危机。

**4）效果外溢**

国家通过财政政策和货币政策扩大了需求，但老百姓购买的产品可能来自于外国，本国政府花钱结果受益的是外国人，这就是明显的政策效果外溢。

**5）未照顾到中国特色**

近四十多年来，对中国经济发展影响最大的因素是改革开放，但在宏观调控体系中对改革开放的考虑严重不足。

**6）对创新考虑不足**

众所周知，在宏观经济学中，创新对长期经济增长的影响十分重要，涉及到科技进步和相关科技创新。而在短期波动中，经济周期理论虽然也考虑创新的问题，但在宏观调控这部分的考虑不多，这形成了当前宏观体系的局限性。

## 二、一个新的宏观调控体系

## 2.一个新的宏观调控体系：总体框架

按照总供求模型，宏观经济政策体系应该包括三大类，即**需求管理、供给管理和价格管理**，如图1所示。

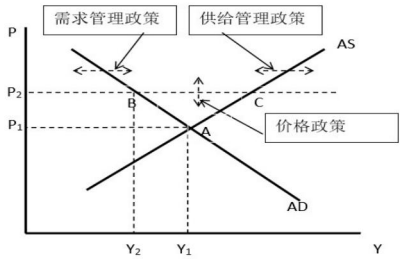
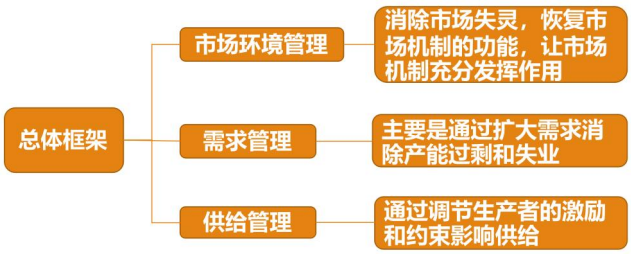



图1 以总供求模型为基础的宏观调控理论体系

我们根据已出现的总供求模型提出一个新的宏观调控体系，图1是总体框架。一个市场经济的正常运行由三部分构成：供给侧、需求侧、需求双方赖以交易的平台（即市场）。什么是市场？比如各种基础设施、农贸市场本身就是市场。宏观经济也有这样一个市场，只是这个市场不再像农贸市场那样简单。

### 宏观调控体系的总体框架




**宏观调控体系的总体框架包括需求管理、供给管理和市场环境管理。**在这个框架中，市场环境管理的目标是消除市场失灵，降低交易成本，恢复市场机制的功能，让市场机制充分发挥作用。比如，凯恩斯主义宏观政策的前提是存在价格刚性，那么在这种情况下，宏观调控就要想方设法消除价格刚性，让市场正常发挥作用，这是市场环境管理的一种。另外，需求管理主要是通过扩大需求消除产能过剩和失业，供给管理是通过调节生产者的激励和约束来影响供给。

1、 需求管理政策及相关工具

需求管理包括三类政策。**一是凯恩斯主义需求管理；二是需求型创新，**是指能够扩大优质需求的科技进步，即提供能够给消费者带来较高边际效用的产品创新以及能够给企业带来较高边际收益的创新，包括产品创新、工艺创新、原材料创新和市场创新等；**三是需求侧改革，**即通过制度变迁来扩大消费、投资、各级政府需求或者出口需求的政策，比如扩大对外开放、社会保障制度的完善，后者有助于提高全国的边际消费倾向。

2、 供给管理政策及相关工具

**一是要素价格政策，包括货币政策、工资政策、原材料价格政策。**首先，货币政策通常被看作需求管理政策，但同时也是供给管理政策。货币政策影响的是利率即资本要素的价格，这影响的不仅是新增的投资需求，同时影响了所有现存资本存量的使用成本。从这个角度来看，货币政策对供给的影响至少不弱于它对需求的影响，毕竟需求中的投资是一个流量，而资本是存量，其规模要远大于投资。其次，就工资政策而言，如1998年亚洲金融危机期间，新加坡曾经通过暂时停止企业给员工发放住房公积金来降低工资成本，这是要素价格政策中的工资政策。最后，原材料价格政策是通过提高或者降低原材料价格来影响经济。

**二是生产率政策，包括供给型创新和供给侧改革，**供给型创新能够提高企业生产效率的创新。

**三是财政政策。**它一般也被看作需求管理政策，但**并非所有的财政政策必然是需求管理，主要看财政政策针对的是企业还是居民户。**比如减税，如果给老百姓减税，那么一般是需求管理政策；但如果给企业减税（如降低增值税、对企业补贴），这相当于降低企业的生产成本，是供给管理政策。

**四是行政手段。**比如经营许可证制度、行政审批制度。

3、 市场环境管理政策及相关工具

**一是市场化改革。**市场失灵是市场经济的通病，包括价格刚性、垄断、不对称信息、外部性及公共产品等。市场环境管理，指的是消除价格刚性、垄断、信息不对称、外部性等一

系列市场失灵，恢复市场功能的政策。市场失灵是所有市场经济国家都面临的问题。**对转轨国家来说，在市场化改革方面会面临自己特有的问题，**比如市场不完善问题，就需要健全市场体系，比如进行价格改革。**我国至今还未完全完成要素市场价格改革，还需要进一步推进。**

**二是在既定市场制度基础上进行的市场环境微调政策。**分为简化审批、公平监管政策、优化民营经济发展环境的政策、加强社会治理政策、促进国际合作便利的政策等。

**4、 各种政策的组合方式**

**首先，应优先选择市场环境管理，消除市场失灵，恢复市场功能。**要发挥市场的基础性作用，当然就应该想方设法让市场能够正常运作。

**其次，市场失灵无法被完全消除时（这是现实经济中常出现的情况），应尽量用需求管理政策应对需求冲击，用供给管理政策应对供给冲击。**例如，滞胀的出现是因为生产成本上升，是成本推动的通货膨胀。比如油价上涨，就会导致企业一方面为了保持自己正常运行而提升价格，造成通货膨胀；另一方面为了降低成本要减员，导致失业。在这种情况下，如果用需求管理来应对，就会顾此失彼——要消除通货膨胀就得采取紧缩性政策，结果失业率会上升；要解决失业问题就得扩张，结果通货膨胀率会上升。这时候如果采用供给管理，如政府减税，就可以直接解决所有问题。

**最后，在失衡出现时，可能需要供给管理、需求管理和市场环境管理三者的适当结合，具体如何结合要看当时经济面临的情况。**

**三、美国的宏观调控政策**

虽然西方宏观经济学强调需求管理，但是自特朗普执政以来，美国的宏观调控体系也是同时考虑了需求管理、供给管理和市场环境管理的。

就需求管理而言，美联储和财政部一直都在执行。就供给侧管理而言，包括美国采取的政策包括美国制造2020、特朗普大规模减税、石油自给战略。就市场环境管理而言，特朗普上台后简政放权，逐步削减了约束美国企业经济行为的法律，这被认为是他非常成功的政策；

美国财政部长曾说，拜登上台后采取的政策致力于改善美国基础设施建设，应被称为新供给经济学政策。**在我看来，基础设施的改善有助于降低宏观经济运行成本，不仅对供给方有利，对需求方同样有利，所以它应该是市场环境管理政策，而不是供给管理政策。**

**总之，虽然理论上西方经济学没有形成包括这三类政策的宏观调控体系，但在实际宏观调控中所使用的也是这种三维的宏观调控体系。**

## 四、总结

### 1、以“市场环境管理为主、供给管理次之、需求管理为辅”的中国宏观调控体系

中国的宏观调控体系恰好建立在目前西方宏观经济学中的主流模型——总供求模型的基础上，超越了建立于50年前且依然是目前西方宏观调控政策体系基础的 IS-LM 模型，因此，**相对于西方目前主流的、仅包括需求管理的宏观政策体系而言，中国的宏观体系应更为完整，理论基础更为先进扎实，政策组合更为丰富，可以应对多目标宏观调控。**

中国每年的政府工作报告中，关于宏观调控的政策有几千字，但关于需求管理（比如货币政策和财政政策）的论述往往只有两三百字，剩下几千字论述的都是供给管理或市场环境管理政策。**中国宏观调控的特色就是以市场环境管理为主、供给管理次之，需求管理为辅。**四十多年来，我国一直是以改革开放为刺激经济的基础，其他政策都处于从属地位，改革开放方面的大部分政策实际上就是市场环境管理。

### 2、中国当前宏观经济政策的重点和难点：以市场环境管理政策应对预期转弱问题

#### 1）中国经济预期转弱

目前，中国宏观经济政策的重点和难点在于，要应对预期转弱问题。**首先，外部环境不利影响到中国的出口。**去年的数据中，出口占到中国 GDP 的20%。今年，出口的增速尤其对发达经济体出口的增速一直在大幅度下滑，这对中国经济产生不利影响。**其次，是人口因素。**从去年开始，中国老龄化加速，1962年出生的人从去年开始达到60岁；随着这种加速，中国劳动力人口也开始急剧萎缩。**最后，中国的不确定性仍在增加。**由于疫情或者其他不确定性

因素的影响，老百姓在消费和投资方面都变得更为谨慎。因此，**中国经济出现了供给需求双收缩的局面。**

2）市场环境管理是改善预期转弱的重点

我们发现**消费、投资、供给、出口各方面最终都和预期转弱有关，而要改善预期转弱需要改善中国经济运行环境。**因此，可能只有市场环境管理政策能够应对预期转弱的问题。

**首先是国际环境。**去年的数据中，进口占比也较大，进口的往往是我国所需要的关键原材料和中间投入品，因此外部环境的变化对中国经济的影响非常之大。目前，我国的生产能力是面对全球市场的，若出口下降，中国目前的国内市场是无法消化如此大的生产能力的。在这种情况下，尽管我们的新发展格局以内循环为主、注重国内市场，但同时也必须考虑到从巨大出口规模向以国内市场为主转变中是有一个过程的。而这个过程需要依靠外部环境的改善，从而至少能在建设新发展格局的过程中，使得宏观经济实现平稳地转变。

**其次，要持续打造市场化、法治化、国际化的营商环境。**要加强依法治国，加强产业保护，尤其保护民营企业的财产安全，当然更要保护他们的人身安全。

**最后，建设全国统一大市场。**虽然中国现在政治上是统一的，但**地方保护主义及行业间进入壁垒都导致中国的市场规模虽然大，但是中间还有大量的市场割裂，这就不利于发挥市场机制的效率，**因此要从这个角度去解决目前中国经济面临的问题。

# 徐高：宏观政策协调搭配促进高质量发展
# ——以汽车和地产行业为例

徐高 中银证券首席经济学家

以下观点整理自徐高在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（总第 75 期）上的发言

## 一、经济亮点：汽车出口量爆发性增长与国内自主品牌崛起

近几年经济下行压力较大，但汽车行业却异军突起，在过去三年取得了历史性突破。下图是中日德韩四大汽车生产大国的汽车月度出口量。从2020年到今年，我国汽车出口量爆发式增长，中国如今是世界第一大汽车出口国，这是非常了不起的进展，而这一进展与我们抓住了新能源转型的历史性机遇密切相关。2020年至今，我国新能源车（电动+插电混）在乘用车中的比重由5%上升到35%，与此同时，汽车出口量也呈现爆发性增长态势。这种数量上的相关性并非偶然，表明我们借助汽车行业技术更新换代的契机取得了弯道超车的好成绩。

汽车产业的突破不仅表现在出口上，还表现在国内汽车自主品牌的崛起。2010-2021年，我国汽车行业自主品牌销量明显落后于合资品牌，但是在新能源转型过程中，我们看到自主品牌销量反超了合资品牌，自主品牌逐渐崛起。在谈论中国经济转型时，汽车行业总体营收

达到一年4.5万亿。近几年中国汽车行业取得的历史性突破，清晰地表明了中国经济在培育新的增长点、抓住升级机遇上取得了相当的成就。

但与此同时，**整个宏观经济仍然面临很大的下行压力，这是因为在稳定存量增长引擎方面，过去几年出现了较大的问题。**

## 二、主要矛盾：地产投资收缩与开发商信用风险上升

上图是今年一季度、二季度主要经济数据的两年复合同比增长率。数据表明，GDP、工业增加值、出口、消费、制造业投资、基建投资，整体都保持了稳健的增长。然而，**地产投资却显著下滑，进而导致整个经济下行压力较大。现在经济下行面临的压力主要来自房地产，房地产就是现在经济面临的主要矛盾，因此要稳定经济增长，房地产是重中之重。**

2023年1季度地产销售回升带动的地产复苏已经结束，地产融资紧缩卷土重来

数据来源：万得

6 中银证券

房地产近期推出了诸如“认房不认贷”等政策。从30城销售数据来看，截至上周，整个地产投资数据改善很有限，地产销售仍处在过去几年来的同期最低水平。“认房不认贷”政策对地产销售面积刺激作用有限，这是因为当下地产行业的主要矛盾不在需求面的限购政策。2021年“三条红线”政策启动以来，针对地产行业的融资紧缩政策使得地产行业融资急剧收缩，可以看到，当下房地产投资资金来源的绝对水平比2021年上半年下跌超过50%，同时非地产投资资金来源还有一个比较稳定的增长。针对地产行业的融资紧缩会导致整个行业面临较大的困境，地产行业现在的局面是前所未有的。

地产行业在2021-2022年陷入恶性循环，至今还未恢复正常

数据来源：万得

7 中银证券

在2021年之前的地产六轮大周期中，每当十年国债利率降低三个季度后，就会出现明显加快的个人按揭贷款增速。但这种长期稳定的关系在过去两年中破裂了，原因在于地产行业已经陷入了恶性循环。一方面，地产开发商在融资紧缩压力下信用风险高企，而银行因为担

心贷款变成坏账，所以对地产开发商惜贷；另一方面，老百姓担心房子买了以后交付不了因此惜购。银行惜贷和老百姓惜购，会强化地产开发商融资紧张，使得地产开发商信用风险进一步上升，使得银行更加惜贷，老百姓更加惜购，导致恶性循环。在去年年底出台了地产“保交楼”政策后，这一恶性循环有所缓解。**但现在来看，“保交楼”政策，包括地产融资“三支箭”的修复政策力度还不够，地产开发商信用风险高企的局面并没有得到明显的扭转。**

从地产销售数据看出，过去十几年商品房的期房销售面积要么和现房销售面积增速相近，要么明显快于现房销售面积增速。但过去两年，商品房期房销售面积增速显著低于现房销售面积增速，这说明现在主导地产市场的是老百姓对于开发商信用风险的忧虑。因此，老百姓不敢买期房，只敢买现房。这种局面下，整个地产行业的主要矛盾就是地产开发商的信用风险，它很难通过放开需求面限购（包括“认房不认贷”政策）而得到有效缓解，这就是近期政策对地产行业的带动作用有限的原因。**这说明在短期，政策对地产行业纾困效果不明显，而中长期中国的房价可能会变成很大的问题。**过去两年多以来，整个地产行业“三条红线”信用紧缩过程中，地产供给瓶颈显著收紧。

地产供给瓶颈已经显著收紧，需求刺激政策对房价的推动作用不容忽视

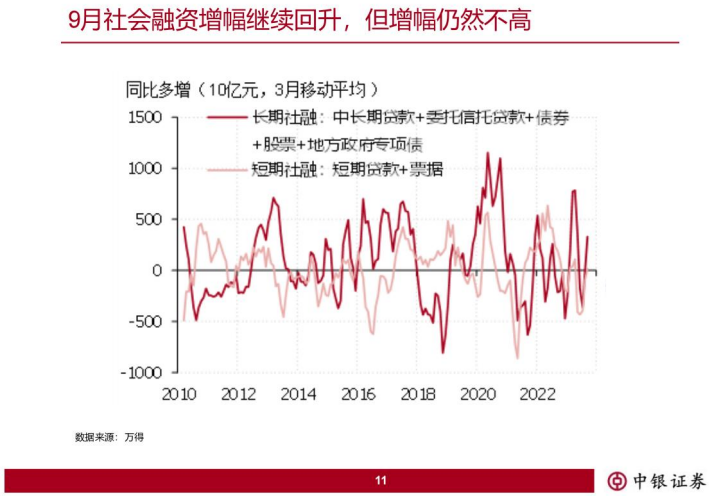
数据来源：万得

9 中银证券

如上图所示，“三条红线”政策以来，地产新开工面积已经累计下降三分之二，地产在建面积和销售面积累计下降二分之一。在各项地产指标中只有房屋竣工面积指标表现不错，现在房屋竣工面积指标的绝对水平与“三条红线”之前（2021年上半年）的水平差不多。主要原因是地产开发商在过去两年要加速推盘和完工来回笼资金，并缓解自身融资紧张的局面。

在新开工面积下降三分之二、在建面积下降二分之一的情况下，竣工面积不可能保持在目前的水平。**可以预见，在未来的几个季度，房屋竣工面积将显著收缩。**现在整个地产市场看起来似乎是供大于求：一方面开发商加速推盘完工面积和竣工面积；另一方面老百姓因为对开发商信用风险的担忧从而其购房需求有所抑制。但是地产行业总会出台政策，让其需求逐步恢复正常。而在不远的将来，也能够看到地产完工面积将大幅度收缩。这种局面下，地产行业供需平衡会发生巨大的逆转，那时房价恐怕会呈现为一个很大的问题。**房价上涨压力不仅仅来自于供给收缩，还来自于2021年启动的22个城市集中供地政策。**在这22个城市中，每年只供地三次，这种供给的收紧自然而然地带来地价上涨。数据分析表明，集中供地政策推出以来，在地产行业整体严重走弱背景下，22个集中供地城市住宅类用地单价累计上涨50%。而在其他城市地价累计下降了30%。因此，集中供地对地价推升作用非常明显，而它推升的也都是东部沿海发达城市。一方面，地价已经被集中供地政策推高；另一方面，房地产供给显著收缩，再加上整个地产政策在刺激需求，可以预见中长期，甚至几个季度之后，房价上涨的压力恐怕难以抑制。**我们正在经历十几年来从未见过的地产行业供给收缩，我们也有理由怀疑未来十几年会产生从未见过的房价上涨的压力，这种压力一旦变成现实，不仅仅房地产调控政策，整个宏观政策都会进退两难。**

## 三、当下困境：风险聚集与人民币贬值压力




**从数据上，现在的政策在带动经济向好。**可以看到，长期社会融资同比增幅有所回升，尽管整体增幅仍然不高。推动社会融资在8月、9月增长的主要因素是政策性力量（新增地方政府专项债）。在政策带动下，整个需求面、经济状况从底部有所回升。**但这些政策在化解当前经济所面临的主要矛盾（房地产），以及化解房地产本身的主要矛盾（地产开发商的信用风险）做的相当不够。在未来，我们能够观察到更多的风险正在集聚，尤其在房价上。**

就整个市场而言，人民币汇率已经清晰地表明市场中全球投资者对中国经济的看法。从绝对水平看，人民币汇率已经贬到十年最低水平。从人民币对美元中间价相对上一日收盘价偏离程度看，人民银行正在非常有力地动用逆周期调节因素来稳定人民币汇率。尽管人民银行已经采取了非常强的稳定人民币汇率的措施，**人民币贬值压力仍然比较大**，这从金价中也可以明显看出。从长期来看，过去两年国内外金价价差较小，大概在1%左右，甚至更低一些，但是最近国内外金价价差最高能够达到4%-5%。这说明在国内可以通过种种手段如逆周期调节因素控制住人民币对美元汇率，但贬值压力在其他方面仍会表现出来，比如国内金价相对国外金价的跃升。国内金价高说明本币对黄金贬值幅度比外币贬值幅度要大。如果国内外金价与过去两年平均水平差不多，那么现在人民币汇率应该在7.5以上而不是现在的7.3。**尽管经济数据在改善，但现在仍然面临着较大的经济困难。**

## 四、政策启示：稳经济存量、提市场预期与回归GDP目标导向

首先，汽车行业带来两方面的启示。一方面表明我国供给面的转型升级一直在向前推进，技术进步不需要担忧。另一方面，汽车行业取得历史性突破，但经济仍然面临较大的下行压力，充分表明**当下中国经济更重要的是守住经济存量**。

其次，政策要纠偏。**第一，GDP 增长目标不宜设太低。**2023年 GDP 增长目标设在5%左右，其实是低于市场预期的。而经济增长目标设定越低，市场预期越低，经济下行压力越大。因此，明年经济增长目标至少在5%，如果在5%以下，这对市场预期的打击将是非常严重的。**第二，对我国债务认识要纠偏。**中国作为储蓄过剩、且有大量贸易顺差的国家，债务的可持续性是较强的。在经济面临较大的下行压力时，中央政府责无旁贷要加杠杆。**第三，房地产市场调控政策要纠偏。**过去十多年的地产调控一直在需求面做抑制措施，通过抑制需求限购限贷来调控房价，而没有观察到房价持续上涨的核心原因是土地供给不足。过去两年“三条红线”作用下整个地产市场供给收缩更是前所未有，这种局面下无论短期稳定地产市场还是中长期控制房价都需要在地产供给侧做加法。短期要稳住地产开发商，给地产开发商提供更多融资，让地产行业整体恢复正常；同时长期加大土地供给，通过供给扩张平抑房价。

最后，经济发展导向要更明确。“高质量发展”的提法很好，但缺乏精确的界定——很难说某地方政府官员做到某些标准就达成了高质量发展。它只能从负面界定，比如没有做到环境保护、没有做到能耗目标就不是高质量发展。因此实践中容易陷入对官员的求全责备，让人无所适从。所以，官员们的动力不足，和目标模糊有很大的关系。**高质量发展，仍应以 GDP 为核心。**认为 GDP 仅仅是经济发展的数量指标的认知是错误的，GDP 是用市场价格加总的所有最终产品的总价值，市场价格反映了所有老百姓的主观偏好，所以 **GDP 其实是站在老百姓的角度对经济最终产品的价值评估。因此，经济要恢复正常，除了短期政策之外，更重要的是树立 GDP 这一明确的目标，以 GDP 为核心推进经济的高质量发展。**

# 程实：宏观政策搭配应对经济挑战

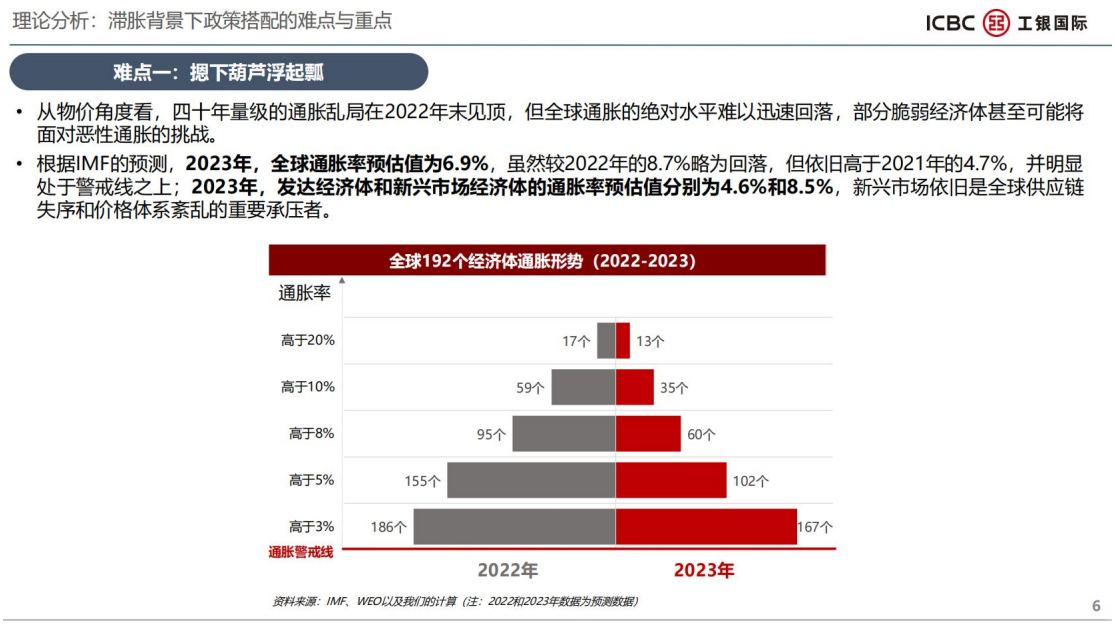
程实 工银国际首席经济学家

以下观点整理自程实在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（总第 75 期）上的发言

## 一、理论分析：滞胀背景下政策搭配的难点与重点

### 1、难点一：摁下葫芦浮起瓢

首先要回到中国所处的全球化背景中来。当前，我们刚刚经历了一场百年一遇的公共卫生危机，这是过去四十年来最大的供给冲击，**供给冲击必然会带来滞胀**。而在滞胀的大背景下，所有政策搭配都难以兼顾多元化的政策目标，这就是第一个难点，摁下葫芦浮起瓢。




从当前全球经济滞胀状况来看，在全球192个有统计数据的国家中，依旧有179个国家过去四年复合经济增长速度大大低于历史中枢水平。因此，全球宏观经济增长远远没有回到正常状况，并且宏观压力也会在微观国民财富中明显地体现出来。

从通胀角度看，虽然中国通胀没有太大的压力，但全球通胀在过去几年供应链断裂过程中表现非常明显。截至今年，全球通胀率依旧高于6%，超过全球警戒线。在复杂的滞胀格局下，所有国家做政策搭配是非常困难的。

理论分析：滞胀背景下政策搭配的难点与重点

ICBC 工银国际

**难点一：摁下葫芦浮起瓢**

- 2023年下半年，全球经济将由“高通胀”逐步转向“弱衰退”周期，**压力重心正从“胀”更多转向“滞”。**
- 从增长角度看，全球经济活动下半年可能将进一步出现放缓：1）加息和高通胀的累计效应进一步弱化居民部门购买力、2）财政货币收紧宏观金融条件恶化、3）地缘政治加速经济“去全球化”、4）新冠大流行后债务（尤其是公债）大幅上行都对经济前景造成了显著压力。
- 根据IMF的数据，**2023年，全球经济增长预期值为3.0%**，不仅低于2021和2022年的6.3%和3.5%，也低于1980-2019年历史平均的3.5%，IMF甚至判断2023年全球经济增速有25%的可能性跌至2%。

**IMF2023年10月的全球经济增长预测（%）**

| | | 预测值 | | 与2023年7月预测值调整 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |
| 全球经济 | 3.5 | 3.0 | 2.9 | 0.0 | -0.1 |
| 发达经济体 | 2.6 | 1.5 | 1.4 | 0.0 | 0.0 |
| 美国 | 2.1 | 2.1 | 1.5 | 0.3 | 0.5 |
| 欧元区 | 3.3 | 0.7 | 1.2 | -0.2 | -0.3 |
| 日本 | 1.0 | 2.0 | 1.0 | 0.6 | 0.0 |
| 英国 | 4.1 | 0.5 | 0.6 | 0.1 | -0.4 |
| 新兴市场和发展中经济体 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 0.0 | -0.1 |
| 中国 | 3.0 | 5.0 | 4.2 | -0.2 | -0.3 |
| 印度 | 7.2 | 6.3 | 6.3 | 0.2 | 0.0 |
| 俄罗斯 | -2.1 | 2.2 | 1.1 | 0.7 | -0.2 |
| 巴西 | 2.9 | 3.1 | 1.5 | 1.0 | 0.3 |
| 南非 | 1.9 | 0.9 | 1.8 | 0.6 | 0.1 |
| 全球贸易（商品与服务） | 5.1 | 0.9 | 3.5 | -1.1 | -0.2 |
| 发达经济体通胀（CPI） | 7.3 | 4.6 | 3.0 | -0.1 | 0.2 |
| 新兴经济体通胀（CPI） | 9.8 | 8.5 | 7.8 | 0.2 | 1.0 |

*资料来源：IMF以及我们的整理（注：2023和2024年数据为预测数据）*

7

根据 IMF 对全球经济的最新预测，**全球经济2023-2024两年最大的特点是：低增长、高通胀、弱贸易。**这也会对政策搭配造成更大的难度。货币政策和财政政策在时间和空间上都有可能互斥，这在全球也有非常多的案例。因此，财政货币政策搭配的难点就在于难以两全，难以取舍。

在当前的高通胀背景下，财政货币政策如果没有搭配，容易形成利率和债务的负面螺旋，这种情况下，我们的滞胀格局会进一步加剧。所以，当前的难点是既要面对滞胀格局做出相应政策搭配，但政策搭配又是非常困难的。

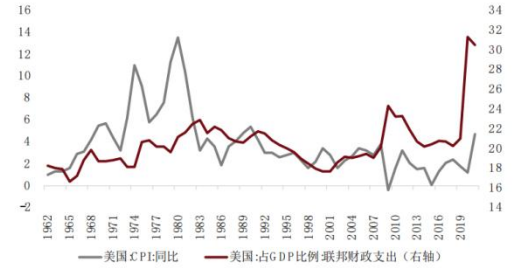
理论分析：滞胀背景下政策搭配的难点与重点

ICBC 工银国际

**难点一：摁下葫芦浮起瓢**

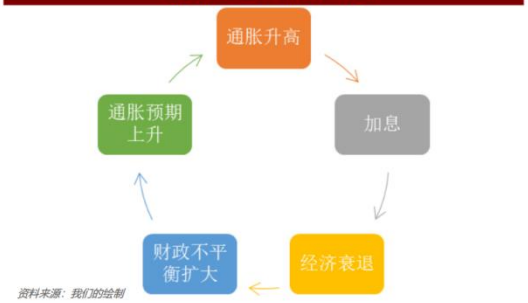
- **持续的高通胀不单单是货币现象**，长期趋势通胀的变动可以用财政冲击和宏观政策组合的变化来解释。由于无纪律的财政扩张引致的通胀不仅具有高度持续性，而且更容易形成“利率-债务”螺旋，造成货币政策与财政政策配合的两难困境，进一步削弱货币政策抑制通胀的效果，甚至有可能促进长期通胀中枢上行。
- 目前来看，“利率-债务”螺旋中的财政赤字扩大、债务水平攀升或将成为现实。CBO 2023年5月最新预测显示，美国公共债务占GDP比重自2022年起呈现持续上升态势，并将在2024年超过100%，快于2022年5月预期的2027年超过100%。
- 坚定且值得信任的货币政策与财政政策对于治理长期通胀缺一不可，全球政策制定者需要持续有所作为，加强政策搭配的细节设计，增强市场沟通与预期引导，避免不必要的“动态不一致性”打击业已脆弱的市场信心。

持续的高通胀不仅是货币现象




资料来源：Wind以及我们的整理

“利率-债务”螺旋提升通胀预期




资料来源：我们的绘制

9

## 2、难点二：有无政策搭配天壤之别

我们对全球主要国家做了相应的实证研究。我们发现，财政政策和货币政策在同向发挥作用时，会产生更大的效应。反之，如果二者出现冲突，则会导致更大的灾难。当前的重点就是在失衡状态下寻找一种均衡解。财政政策和货币政策搭配的关键点是，这二者中有一个要有相应的约束，否则如果二者都没有约束或者都有约束，最终就会导致没有稳定的均衡解。对于整个宏观经济运行而言，要在两种均衡解——主动型货币政策+被动型财政政策或者主动型财政政策+被动型货币政策组合中，寻找更适合自己的答案。

我们的实证研究分析了总供给冲击背景下，两种类型的均衡解对哪种国家更好。**实证结论是：主动型财政政策+被动型货币政策（即以财政政策为主导的组合）在总供给冲击下对产出与私人消费造成的扰动更小，更能够起到应对“滞”的压力的作用。**在总供给冲击下，我们发现主动型货币政策+被动型财政政策的组合在控制通胀上效果更好。这对于理解当前中美货币政策非常有帮助，因为对于中国和美国来讲，“滞”和“胀”同时存在，但美国的压力重心更多在“胀”一侧；而中国的压力重心则更多在“滞”上。美国采用主动型货币政策+被动型财政政策的组合，主要目标是控制通胀，中国采用主动型财政政策+被动型货币政策的组合，更多的则是促进经济增长。

这一学术分析视角对中国的货币政策搭配的启示在于，在特定总供给冲击导致滞胀的全球背景下做出中国宏观政策搭配，需要重视以下四点：**方向确定、细节灵活、重心平衡、理性指引**。具体如下：

**一是方向确定**。要有明确目标，当前滞胀背景下政策目标更加多元，很容易碰到政策调控中的米德冲突，我们会面临工具少而目标多的困境。所以一定要有优先级，要非常明确我们最想要的是什么。

**二是细节灵活**。财政货币政策的出台如何更好地实现其效果，关键不仅是我们想要做什么，更重要的是我们怎么做。

**三是重心平衡**。要考虑不同产业行业受到相应的影响，在供给冲击下不同行业受到不对称冲击非常明显，发展过程中要维持重心平衡。

**四是理性指引**。宏观政策搭配一定要和市场有充分的沟通，否则，往往会导致政策效果和预期有较大的偏离，这是关键。

总而言之，当前在全球总供给冲击下，宏观政策的搭配非常困难。但我们仍然要迎难而上做出选择，否则结果会更难。在滞胀的背景下，政策搭配的关键在于要方向确定、细节灵活、重心平衡、理性指引。

## 二、实证研究：财政货币政策搭配如何支持消费

消费对中国的重要性不言而喻。消费既是短期稳增长的重要抓手，又是长期经济向内生型、主导型模式转型的关键。因此，党中央、国务院对于当前中国经济的分析中就指出，当前政策搭配目标的核心就是恢复并扩大内需，消费又是最重要的主体。

如何通过宏观政策搭配更好地实现促进消费增长的目标？我们对中国、印度、巴西、南非、印尼、墨西哥等典型的新兴市场国家做了实证研究。由于新兴市场国家和发达国家的消费整体状况，比如国民收入水平、边际消费倾向变化、传统消费习惯等方面存在巨大差异，因此，我们的实证研究聚焦于新兴市场国家。

我们的研究有两个重要发现。第一个重要发现是**财政赤字的变化对长期居民部门的消费支出产生了显著、非对称的影响**。实证结果表明，**当财政赤字率上升1个百分点，新兴市场国家居民消费支出长期将上行0.21个百分点**。然而，长期财政赤字下降对居民消费支出影响并不显著。因此，我们要以积极的财政政策来支撑中国的消费增长。对于不同居民收入水平受到财政赤字的影响，我们也做了结构性分析。居民消费部门对于财政赤字的反应比较敏感。对于资本账户受管制的经济体，财政赤字和通胀的正相关性会减弱，这进一步会放大财政政策对居民消费行为影响的效率，这对中国是非常有启示的实证结论。

第二个重要发现是**货币政策对新兴市场国家居民消费支持作用弱化。**理论上，货币政策影响居民部门的消费，主要是从影响资本收入和劳动收入两个维度来影响收入，进而影响消费支出。货币政策变化对新兴市场居民消费的影响与发达国家完全不同，这表现在新兴市场国家的边际消费倾向仍然由劳动收入主导，因为绝大多数居民财产性收入比较少，他们主要的收入来源是劳动收入，因此货币政策的宽松或者边际宽松对于整个新兴市场国家的居民部门消费增长的影响，相对于发达国家是偏弱的。而发达国家的资本市场更偏向宽松的货币政策，货币政策的宽松通过资本渠道对居民部门财富产生一定的影响。而对于新兴市场国家而言，这一渠道的影响则相对较小。

新兴市场国家居民部门的劳动收入更容易受到外生冲击的影响。这时，货币政策对居民边际消费倾向的影响相应弱化。在发生供给冲击时，一般情况下新兴市场国家的居民部门劳动收入会受到显著影响，这时货币政策对提振居民边际消费倾向的影响会相对偏弱。另一方面，我们把中低收入部门和高收入部门进行了区分，得到了相应的实证结论。实证表明，货币政策对于新兴市场国家中低收入家庭部门的边际消费倾向的影响显著强于对高收入家庭部门边际消费倾向的影响。因此，货币政策虽然对于新兴市场国家居民消费提振相对发达国家来讲影响相对较小，但是**对于中低收入部门的影响显著高于对高收入部门的影响**。

基于这些实证分析，我们得出了对于中国当前货币政策搭配，如何更好地实现支持消费目标的政策建议。我们发现，**宽财政、稳货币、重结构、强目标的财政货币政策搭配更有助于实现中国消费稳定的可持续增长：**

**第一，宽财政。**中国家庭部门的可支配收入已经有所回落，在居民消费过程中，财政政策需要发挥更加重要的主导性作用。

**第二，稳货币。**在货币政策方面，有专家提出，中国的M2增速和M1增速间有背离，这种背离在某种程度上表明了货币政策对于提振当前中国边际消费倾向的效应相对不如发达国家明显。在此背景下，货币政策会更加偏向于通过稳定灵活的基调来实现维持金融支持实体经济的根本目标。

**第三，重结构。**这强调了通过共同富裕政策优化中低收入部门消费增长对中国消费筑基的重要意义。对中国而言，关于消费最重要的故事不再是消费升级，而是消费筑基，这是未来中国消费最重要的趋势和亮点。与广大劳动人民群众衣食住行用的增量提质密切相关的服务性消费和基础性消费的增长，实际上会成为中国未来消费最重要的支撑点。

**第四，强目标。**要增强目标的可引导性，通过货币政策目标预期的引导来实现政策的传递效果，传递路径会更加有效。

以上就是基于对新兴市场国家财政货币政策的实证分析，得出的对如何更好地支撑中国消费增长的政策建议，即宽财政、稳货币、重结构、强目标。

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：