



中国特色社会主义经济建设协同创新中心

《成果要报》

2018年第26期

(总第148期)

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2018年06月12日

2017年宏观政策 效果评价与存在的主要问题

陈彦斌

【内容简介】中国人民大学“大宏观”课题组发布的《宏观政策评价报告2018》在“大宏观”视角下，结合宏观经济理论与中国国情，从“指标前瞻性设定的合理性”、“政策整体效果”、“政策力度与传导效率”、“政策空间”、“预期管理”和“政策协调性”等方面对中国宏观政策进行系统全面的年度评价。研究发现，2017年中国宏观政策较好地完成了“稳增长”与金融“防风险”任务，不过需要注意的是，当前经济增长势头不够稳固，潜在的金融风险与隐患依然不小。由此反映出，中国宏观政策仍存在一些不足与问题。一是货币政策力度不足，而且传导效率依旧不高；二是财政政策传导效率不够高；三是预期管理虽有改善，但仍存在一定不足；四是货币政策、财政政策与宏观审慎等各类政策之间的协调仍不到位。因此，未来需要创新和完善宏观调控，进一步提高宏观政策效果。

一、2017年宏观政策效果评价

2017年中国宏观政策在继续将“稳增长”列为首要目标的同时，对金融稳定的重视程度明显提升，强调“要把防控金融风险放到更加重要的位置”。因此，评价宏观政策的调控效果如何，主要是分析宏观政策所追求的经济稳定与金融稳定目标是否得以实现。整体来看，2017年宏观政策调控取得了一定成效，但仍需进一步改善。

1. 就经济稳定而言，2017年中国经济企稳回升，但势头不够稳固

2017年中国经济“稳中有进”。一方面，2017年的GDP增速预计为6.8%，比2016年升高了0.1个百分点。这不仅超额完成了年初设定的“6.5%左右”增速目标，而且也是最近七年来GDP增速首次止跌回升。另一方面，产出缺口从2016年-0.5%左右收窄至2017年的-0.1%左右，这也是新常态以来产出缺口的最小值。

尽管如此，中国经济回升的势头还不够稳固。一是，2017年经济增速的回升主要是依靠外部需求的拉动，消费需求和投资需求依然较为疲软。如果剔除出口超预期增长的拉动作用，那么2017年的GDP增速有可能低于2016年。二是，民间投资的低迷增长态势没有明显改观。2017年1—11月份，剔除价格因素后的民间投资实际增速仅为0.5%，与过去五年（2012—2016年）的平均增速相比更是下跌了多达15.5个百分点。三是，中国的中小企业PMI指数持续偏低，基本在50%荣枯线附近徘徊，表明中国经济增长的内在动力依然有所不足。

2. 就金融稳定而言，2017年金融“防风险”取得显著成效，但潜在隐患依然存在

2017年，中国部分金融风险得到明显改善。一是，人民币汇率企稳回升，资本外流压力有所减轻，外汇风险明显下降。二

是，金融去杠杆取得显著成效，金融机构对短期负债的依赖度有所下降，负债端与资产端的期限错配问题得以缓解，由此使得市场流动性风险有所改善。三是，商业银行不良贷款率的攀升势头得到遏制，影子银行的扩张势头显著放缓，金融体系信用风险有所下降。此外，2017年所开展的打击违法违规金融活动工作取得了积极进展，显著提升了互联网金融行业的规范程度，从而降低了互联网金融风险。

不过，中国仍然面临着一些潜在的金融风险与隐患。一是，房地产泡沫风险尚未得到妥善化解，尤其是部分三、四线城市房地产泡沫风险有所加剧。二是，虽然2017年企业部门的整体债务率略有下降，但是从企业财务费用与利息支出增速来看偿债压力并没有得到缓解。而且，部分国企与局部地区的企业债务违约风险进一步上升。三是，地方政府债务率的攀升速度依然偏快，地方政府债务区域性风险和债务隐性化问题较为突出。

二、2017年中国宏观政策存在的主要问题

1. 货币政策的力度有所不足，而且传导效率依旧不高

要想更好地兼顾经济稳定与金融稳定，在“管住货币供给总闸门”的前提下，需要“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”，但是2017年的M2和社会融资规模余额增速双双低于目标值。截至2017年11月末，M2增速只有9.1%，明显低于“12%左右”的目标值。考虑债务置换的影响之后，同期社会融资规模余额增速约为11.1%，同样没有达到“12%左右”的目标值。不仅如此，在经济面临下行压力的背景下，实际利率不降反升。2017年前三季度金融机构人民币一般贷款加权实际利率平均为4.4%，而2016年前三季度平均值为3.6%，由此可见，货币政策力度的确有所不足。

不仅如此，货币政策还未能有效地通过利率机制和信贷机制服务于实体经济，因此传导效率依旧不高。利率机制方面，实际利率不降反升加重了企业的偿债压力，并减弱了企业的投资动机，由此导致货币政策难以通过利率机制发挥作用。信贷机制方面，2017年仍然有大量信贷流向房地产市场，截至三季度末，房地产贷款余额占人民币贷款余额的比重达到了26.4%，比2016年底升高了1.4个百分点，由此导致金融服务实体经济的力度不足，可见信贷机制的效果同样不够好。

2. 财政政策力度较大，但传导效率不够高

2017年，积极财政政策的力度相对较大。一是，2017年1—11月份一般公共预算支出增速为7.8%，高于6.5%的目标增速。二是，2017年1—11月份政府性基金支出增速高达31.2%，比2016年同期高出21个百分点之多。三是，2017年PPP落地投资额预计将超过2016年，从而能够强化积极财政政策的整体力度。

然而，积极财政政策既没能有效拉动投资增长，也没能有效拉动居民消费增长，可见财政政策的传导效率有待提高。投资方面，2017年以来国家预算资金占全社会固定资产投资资金来源的比重进一步提高，但是这并没有改变全社会固定资产投资（尤其是民间投资）的下滑态势。究其原因，货币政策配合不到位导致财政政策的挤出效应较大，宏观税负的反弹进一步降低了企业的投资动机，而民间投资的空间受限使得其下滑态势更加明显。消费方面，在积极财政政策持续发力的情况下，2017年前三季度全国居民人均消费支出实际增速仅为5.9%，与2016年同期相比再度降低了0.5个百分点，延续了2015年和2016年的下滑态势。这主要是因为，积极财政政策并未显著提升中低收入家庭的可支配收入水平。

3. 预期管理虽有改善，但仍存在一定不足

从宏观经济理论和国际经验来看，预期管理主要通过事前

进行前瞻性指引、在事后进行解释和发布其他重要信息等三个方面发挥作用，从而提高货币政策的效率。因此，可以从这三个方面对2017年中国预期管理的状况进行评价。

第一，2017年央行在数量型和价格型指标的前瞻性指引方面实现了新的突破，但仍有较大改进空间。数量型指标方面，央行在2017年提前发布从2018年起实施定向降准的信息，从而为市场提供了预测数量型指标走势的重要信息。价格型指标方面，央行首次在报告中给出短期利率的合理目标区间，该目标区间已成为市场预期国债利率和货币市场利率走势的重要参考依据之一。不过，央行的前瞻性指引政策仍有较大的改进空间。比如，央行有必要对2017年M2增速大幅低于目标值的原因及其未来走势进行更加清晰的解释，从而更好地引导市场预期。

第二，2017年央行对部分货币政策操作进行了解释并且取得了一定效果，但仍不够完善。公开市场操作方面，相比于2016年央行没有对任何一次公开市场操作进行解释，2017年央行对184次公开市场操作中的30次操作进行了说明，这些解释较好地引导了市场预期。利率调整方面，2017年央行公开市场操作的中标利率水平共发生了四次变化，而且都表现为公开市场利率的上行。央行对后两次利率的调整进行了解释，不过，这并没有很好地引导预期，市场对公开市场利率上行是否意味着加息仍存在较大争论。

第三，2017年央行对重要信息的披露有所增加，但还存在一些不足。具体而言，货币政策目标信息、经济信息、决策信息和工具信息的透明度仍然不高。一是，货币政策目标仍然较多，且没有设定优先目标。二是，央行仍然没有对GDP、CPI等指标进行官方预测或提供相关数据。三是，货币政策会议纪要仍没有涵盖货币政策决策的实质性内容。四是，仍然存在部分货币政策工具定义不清的问题。

4. 各类政策之间的协调仍不到位

由于单一政策无法同时实现经济与金融的“双稳定”目标，所以要想更好地实现“双稳定”目标，需要货币政策、财政政策、宏观审慎政策、汇率政策之间加强协调与配合。不过，2017年中国各类宏观政策之间的协调工作还不够到位。

第一，货币政策与财政政策协调不够充分，主要是因为货币政策力度有所不足。在2017年经济下行压力依然存在的情况下，理论上需要适当加大货币政策力度以配合积极财政政策，从而更好地“稳增长”。但是，2017年中国货币政策与财政政策的协调不够充分，主要是因为货币政策力度较小。两类政策协调欠佳导致财政政策的挤出效应较为明显，突出表现为全社会固定资产投资增速下行态势加剧。此外，由于货币政策力度不足，主要依靠财政政策发力“稳增长”，这导致财政政策空间进一步受到挤压，从而会影响到未来积极财政政策的可持续性。

第二，货币政策与宏观审慎政策的协调效果欠佳，主要是因为货币政策过多地关注金融风险而弱化了其“稳增长”的职能。2017年中国宏观经济面临下行压力的同时，还面临着多类金融风险。从理论上讲，宏观审慎政策与货币政策通过“一紧一松”的协调配合才能实现经济与金融的“双稳定”。但在实践中，由于货币政策过多地关注金融风险，以“稳健中性”定位下的偏紧姿态与偏紧宏观审慎政策相配合，从而弱化了其“稳增长”职能。由此，两类政策在经济稳定方面的效果欠佳：融资成本过高加剧了投资增速放缓的态势，而且金融对实体经济的信贷支持也不够充分。

第三，汇率政策与货币政策的协调效果较好，不过协调机制仍需改进，否则长期而言会限制货币政策的独立性和有效性。2017年，人民币汇率形成机制调整为“收盘汇率+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”，同时央行还实施了偏紧的跨境资本流动管理

政策。这些举措在实现人民币兑美元汇率基本稳定的同时为货币政策预留了空间。不过，目前所实行的汇率政策与货币政策协调机制在未来仍需改进，主要问题是人民币汇率形成的新机制在长期内不利于汇率向合理均衡水平调整，如果长期执行会限制中国货币政策的独立性和有效性。

三、新时代下创新与完善宏观调控的政策建议

基于当前宏观政策存在的主要问题，以及新时代下经济“由高速增长阶段转向高质量发展阶段”的总体发展要求，本报告建议从以下几个方面创新与完善宏观调控。

第一，强化货币政策在宏观调控体系中的主导地位，并且加快推动货币政策从数量型向价格型的转变，从而提高货币政策的效率。

第二，优化财政支出结构的同时着力降低宏观税负，更好地带动企业投资需求和居民消费需求，从而提高财政政策的效率。此外，还要严防地方政府隐性债务风险，以增强财政政策的可持续性。

第三，完善宏观审慎政策框架，加快货币政策与宏观审慎政策“双支柱调控框架”的构建，从而“守住不发生系统性金融风险的底线”。

第四，加强预期管理。央行需要更加注重前瞻性指引，进一步增加对货币政策操作的事后解释，并且着重提高货币政策透明度。

第五，健全宏观政策协调机制，尤其要加强货币政策、财政政策、宏观审慎政策和汇率政策之间的协调，从而兼顾“双稳定”目标。

【作者简介】

陈彦斌，中国人民大学经济学院教授、副院长，中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员。