



中国特色社会主义经济建设协同创新中心

## 《 成果要报 》

2017年第2期                      （总第72期）

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2017年01月10日

### 当前宏观政策效果欠佳的表现与调整思路

陈彦斌

【内容简介】2016年中国经济增速为6.7%左右，在世界主要经济体中位居前列，不过增长态势并不稳固。中国经济增长难以企稳与多个因素有关，其中宏观政策效果欠佳是重要因素之一。陈彦斌教授主持的《宏观政策评价报告2017》在“大宏观”视角下，结合现代宏观经济理论与中国国情，从政策目标、政策工具、政策力度、政策效率、政策空间、预期管理和政策协调性七个维度对2016年的宏观政策进行了系统评价。研究发现，2016年中国的宏观政策目标设定较为合理、政策空间相对充裕，但是在其他五方面的表现欠佳。由于2017年中国经济仍然面临一定的下行压力，建议相机采用“积极的财政政策+稳健略偏宽松的货币政策+偏紧的宏观审慎政策”的政策组合。而且，还要加强预期管理，并强化政策之间的协调，从而提高调控效率、改进调控效果。

## 一、2016年宏观政策效果欠佳的主要表现

### 1. 选用的政策工具组合并非最优

要想顺利实现宏观政策所制定的目标，需要运用恰当的政策工具。2016年的政策工具组合为“积极的财政政策+稳健的货币政策”，这并非最优组合，因为它难以同时实现“稳增长”与“防风险”目标。一方面，货币政策的“稳健”定位不利于配合“积极的财政政策”稳增长。“积极的财政政策”虽然有助于扩大总需求，但是会对私人部门投资产生挤出效应，若使用“稳健略偏宽松的货币政策”予以配合，挤出效应将减弱。另一方面，由于实体经济投资回报率偏低，使用“稳健略偏宽松的货币政策”助力稳增长的同时，很容易引发“衰退式泡沫”，因此还应该辅以“偏紧的宏观审慎政策”来防风险。可见，2016年最优组合应该为“积极的财政政策+稳健略偏宽松的货币政策+偏紧的宏观审慎政策”。

### 2. 货币政策的力度有所不足

政策力度是决定政策效果的重要因素之一，要想实现政策目标，需要政策力度达到一定水平。2016年，传统财政政策和多项“准财政政策”共同发力，财政政策的力度尚可，但是货币政策的力度有所不足。

数量型货币政策方面，M2和社会融资规模的实际力度均没有达到目标值。截至2016年11月末，M2同比增速只有11.4%，明显低于“13%左右”的目标值。同期，社会融资规模余额增速为13.3%，虽然达到了“13%左右”的目标值，但是5—10月份社会融资规模余额增速一直低于13%，11月份才达到了目标值。考虑到货

币政策从出台到发挥效果存在时滞，因此货币政策在本年度的实际力度将大打折扣。

价格型货币政策方面，实际利率不降反升，政策力度同样不足。评价价格型货币政策松紧程度应该使用实际利率而非名义利率，因为影响投资和消费决策的是实际利率。2016年第一季度中国的实际利率为3.37%，而第二季度和第三季度则分别升至3.68%和3.74%。

### 3. 货币政策和财政政策的效率均偏低

货币政策与财政政策需要通过特定的传导机制才能作用于实体经济，传导机制是否通畅决定了政策效率的高低和政策效果的好坏。

货币政策方面，由于大量资金“脱实向虚”，流向房地产，导致货币政策效率偏低。货币政策效率的高低取决于银行信贷是否能够顺畅地流入实体经济。在产能过剩和外需低迷等因素的影响下，实体经济投资回报率偏低，一二线城市房地产的强势回暖吸引大量资金涌入。新增贷款中流向房地产的比重从2016年第一季度的32.6%大幅升至第三季度的42.5%，达到新常态以来的最高水平。同期，流向企业部门的新增贷款占比从64.3%骤降至43.3%。货币政策对实体经济的支持力度有所减弱，从而导致货币政策的效率偏低。

财政政策方面，在充裕财政资金的支持下，国有及国有控股投资增速大幅提升，但是未能有效带动民间投资复苏，因此财政政策的效率也不高。国有投资从2015年的10.9%升至2016年的20%以上，比全国固定资产投资增速高出约12个百分点。然而，民

间投资增速仍然持续下滑，2016年7月末降至2.1%的低位，此后略有反弹，不过截至11月末仍然只有3.1%，处于近10年来的低位。

#### 4. 预期管理仍然明显不足

国际经验表明，预期管理有助于提高货币政策的有效性。透明度和前瞻性指引是货币政策预期管理的两个重要方面。

中国的货币政策透明度依然不高。可以从目标透明度、信息透明度、决策透明度和操作透明度四个方面判断货币政策透明度的高低。2016年中国货币政策的操作透明度相对较高，央行不仅及时公布了各类货币政策操作，而且对重要操作的意图进行了解释。但是，其他三者表现欠佳。目标透明度方面，2016年的货币政策不仅延续了此前“稳定增长、结构调整、降成本、汇率稳定和金融稳定”的目标，还增加了“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大新目标，而且央行并未明确给出目标的先后次序，由此导致目标透明度显著下降。信息透明度方面，2016年央行既没有公布用于政策分析的理论模型，也没有发布对经济指标的预测信息，因此信息透明度仍然较低。决策透明度方面，2016年中国没有公布货币政策决策的具体过程，因此决策透明度不高。

中国依然没有采用前瞻性指引来稳定预期。前瞻性指引的核心在于，通过发布未来货币政策路径等前瞻性信息来引导公众预期。前瞻性指引所描述的未来政策路径能够使市场了解到货币政策稳定经济的决心，在经济低迷时期有助于提振市场信心。欧美发达国家先后采用过开放式指引、日历式指引和目标式指引等形式的前瞻性指引。中国经济仍然面临持续下行的压力，而且货币

政策正处于从数量型向价格型转变的特殊时期，货币政策效率相对较低，因此有必要采用前瞻性指引，然而2016年中国仍然没有采用任何一种形式的前瞻性指引。

#### 5. 各类政策之间的协调不到位

近年来中国经济面临持续下行压力，内外部金融风险不断攀升，单个宏观政策难以实现双稳定目标，需要加强各类政策之间的协调。不过，2016年中国各类宏观政策之间的协调工作并不到位。

第一，货币政策与财政政策协调不到位。从执行情况来看，2016年财政政策力度尚可，但货币政策力度有所不足，导致货币政策与财政政策协调不到位，进而使得宏观政策“稳增长”的效果欠佳。

第二，货币政策与宏观审慎政策协调不到位。早在2015年底房价已经出现快速上涨的苗头，但是由于宏观审慎政策体系尚不健全，没有及时采取宏观审慎政策予以应对。在此情形下，一线和部分二线城市的房价持续大幅上涨，越来越呈现出泡沫化风险，并导致货币政策陷入了进退两难的局面。

第三，产业政策与货币政策财政政策协调不到位。去产能背景下，民间投资在第二产业的发展空间受到挤压，而产业政策管制措施则导致民间投资难以进入第三产业，由此导致民间投资增速复苏乏力。要想民间投资快速回暖，除了使用“积极的财政政策”和“稳健略偏宽松的货币政策”，还应该放松产业政策在第三产业的管制。

第四，汇率政策与货币政策协调不到位。由于担心汇率大幅

波动，目前人民币汇率形成机制依然不够灵活。这既不利于人民币贬值压力的释放，也不利于发挥汇率的价格发现和风险提示功能，从而削弱了货币政策独立性，由此导致2016年基础货币投放不足。应该实行更灵活的人民币汇率形成机制，并寻求汇率稳定和资本账户自由开放之间的最优中间解，以确保货币政策的独立性。

## 二、2017年的宏观政策建议和调整思路

2017年经济增速可能将继续放缓，而且根据“大宏观”团队的测算结果，还将存在0.2个百分点左右的负产出缺口。因此，2017年仍然需要较为积极的宏观政策予以应对，从而更好地配合“供给侧结构性改革”的深入推进。

1. 政策目标方面，应该以经济稳定和金融稳定为核心目标，相机兼顾促改革等其他重要目标

理论上，一国宏观政策应该以经济稳定和金融稳定为核心目标，从中国的实际经济情况出发，也要求宏观政策在2017年继续以经济和金融稳定为核心目标。一方面，要想实现第一个百年奋斗目标，需要保持一定增速，由于新常态以来经济增速持续放缓，因此2017年仍然有必要重视“稳增长”。另一方面，“衰退式泡沫”出现的概率仍然很大，债务风险等主要金融风险也在持续加剧，可见“防风险”任务依旧艰巨。

除此之外，中国还应该根据国内外经济形势的变化，相机兼顾其他重要目标。虽然2008年全球金融危机已经过去了接近十年的时间，但是世界经济仍然复苏乏力、风险丛生，外部不确定性大大升高。与此同时，国内经济体制也处于不断改革和转型过程

中，增加了国内经济环境的不确定性。正因如此，2017年中国宏观政策需要兼顾促改革、调结构等其他重要目标。

2. 政策工具方面，建议相机采用“积极的财政政策+稳健略偏宽松的货币政策+偏紧的宏观审慎政策”的政策组合

由于2017年存在负产出缺口的概率较大，财政政策应该继续定位为“积极的财政政策”。如果经济下行压力继续加大，单独使用财政政策可能难以有效应对，可以考虑将“稳健的货币政策”相机调整为“稳健略偏宽松的货币政策”。货币政策与财政政策共同发力能够适度扩大总需求，从而更加有效地帮助中国经济摆脱下行压力。此外，2017年仍有可能发生“衰退式泡沫”，因此需要“偏紧的宏观审慎政策”予以应对。偏紧的宏观审慎政策可以通过调节金融体系的杠杆率与资本充足率等举措，防止资金“脱实向虚”，从而有效避免“衰退式泡沫”的发生，使货币政策可以更好地服务于实体经济。

3. 加强预期管理，提高货币政策有效性

具体而言，其一，拓宽央行与市场沟通的途径，丰富沟通的内容，从而提高货币政策透明度。其二，尽快实施前瞻性指引，稳定市场预期，从而提高货币政策效率。其三，适当加快货币政策由数量型调控向价格型调控转变的步伐，充分发挥利率对预期的引导作用。其四，加强央行的研究能力。只有央行对未来经济走势有更强的判断力，才能有效地引导预期。

4. 加强政策协调，提高宏观政策的调控效果

具体而言，其一，加强货币政策与财政政策之间的协调，尤其注意相机适当加大货币政策的力度，二者共同发力稳增长，这

样才能适度扩大总需求。其二，加强货币政策与宏观审慎政策之间的协调，避免“衰退式泡沫”的发生。其三，加强产业政策与货币政策财政政策之间的协调，为民间投资提供更宽裕的生存空间，大力振兴实体经济。其四，加强汇率政策与货币政策之间的协调，以确保货币政策的独立性。

### 【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。