

货币政策变调为时尚早

当前阶段经济易冷难热，货币政策可松可紧的时候选择观望更安全，纵观一季度宏观数据，需要继续保持流动性合理充裕，维持政策利率在较低水平

文 / 张斌

一季度宏观经济数据是个开门红，但接下来的经济反弹还有众多掣肘，货币政策变调为时尚早。

有人担心大水漫灌，然而水少了对于经济的伤害更具毁灭性。去年四季度的经济表现就是个例子，水量突然下降，大量小微企业面临死亡威胁，高大上的领军企业经营业绩严重滑坡，股票市场更是生死时刻。

当前宏观经济运行的最大挑战在于结构性供求失衡难以解决，市场内生的“造水”能力严重下降。政府“造水”即便水质不如市场，也不能让经济早死。美国、日本、欧元区在市场造水能力下降的时候，政府也是竭尽全力造水，主要担心的不是大水漫灌而是水量不足。

2012年以来，中国宏观经济的主要特征从“易热”转向“易冷”。市场内生的经济增长动力变弱，市场内生的广义信贷扩张动力变弱。这种环境下，货币政策收紧需要尤其慎重，可松可紧的时候多观望，需要紧的时候力度也宜轻拿轻放。

通过结构性改革恢复市场造水能力当然好，然而放眼世界，这种改革即便成功也要长久积累才能见效，远水解不了

近渴。保持水量不让经济早死是第一要务。不让经济早死，市场会用自身的力量改变结构，凭借收入提高改变观念，凭借技术进步躲避过度管制，这些都会让供求失衡慢慢缓解，进程虽慢却从不停止。很难指望政府能在结构性改革方面做出太多，从国际经验看政府多数时候站在传统观念和利益的一方，而不是变革的一方。

“易热”转向“易冷”

2002年到金融危机以前，宏观经济管理的主要挑战是经济过热，通胀很容易跳起来。

这背后的原因是当时正值中国工业化的高峰期，出口也好，钢厂也好，房地产也好，敢投资就能赚大钱，企业信贷需求极为旺盛。2002年-2012年期间广义信贷（包括政府、企业和居民的债务）平均增速20%，信贷扩张的主体是企业，政府和居民的信贷扩张很有限。广义信贷高速增长，水自然就多了，这个期间反映全面物价水平的GDP平减指数达到4.7%。

2012年以后，中国经济全面开启从制造到服务的经济结构转型。

企业，尤其是传统制造业企业面临国内和国际两个市场环境突变，投资赚钱的是少数，敢于新增投资的企业也越来越少。

服务业，尤其是人力资本密集型服务业有发展潜力，需要融资，但是这些产业面临重重管制，即便突破管制还因为缺少像制造业那样的抵押品难以获得融资。企业信贷急剧下降，由企业信贷支撑的广义信贷扩张增速大幅回落。

居民部门消费信贷还在快速增长，对企业信贷下降做一些补偿，但还远远不够。政府增加举债，不管是纳入政府预算的国债和地方债也好，还是通过地方政府融资平台形成的债务也好，都是对市场内生广义信贷的补偿。即便考虑到了居民和政府增加举债的补偿作用，2013年-2018年期间广义信贷平均增速还是下降到了15%。

广义信贷增速放缓意味着水少了，GDP平减指数下降到了平均1.8%，出现了连续54个月的PPI负增长。持续过低的GDP平减指数环境下，劳动者收入、企业利润和政府税收都面临压力，资本市场缺水缺信心也身处艰难时刻。

中国经济从“易热”转向“易冷”，

直观原因是购买力不足，这来自广义信贷增长放缓。广义信贷增长放缓背后则是更深刻的原因，是收入提高过程中自然发生的产业结构调整，是结构改革政策不到位抑制了新产业的发展，是金融市场发展不到位难以为新产业实现充分融资。

居民和政府信贷能起到一定补偿作用，但是居民信贷增长受制于收入增长；政府信贷增长则受制于观念、舆论和财政支出效率，增长过程中备受争议。

活力回补促成一季度经济反弹

经济“易冷”，也不是每天都寒风凛冽。

2018年下半年是一场超级寒流，广义信贷大幅下降，市场一下子没钱了，企业叫苦不迭。2018年末政策开始调整，央行出了一系列政策注入流动性并且刺激企业贷款，地方政府融资平台融资条件显著改观。2019年一季度，新增广义信贷规模9.5万亿元，较去年同期增加3.1万亿元。

从增量部分来看，对广义信贷恢复贡献最大的还是政府。政府发债显著前置，一季度政府新增债务（国债+地方债+专项债）1.9万亿元，较去年同期增加1.2万亿元。

其中，地方政府一般债务发行额8675亿元，远超去年同期1426亿元；专项债发行额为5391亿元，远超去年同期769亿元。企业新增债务5.8万亿元，较去年同期增加1.9万亿元，这里面相当一部分是地方融资平台的新增债务。居民新增债务1.8万亿元，较去年同期增加0.06万亿元。

有钱才能做生意。广义信贷增长对应于政府、企业和居民账户上的钱在增长，购买力水涨船高。去年下半年该做没做的事情，今年一季度能补上。一季度经济数据开门红，很大程度上是广义信贷恢复增长以后经济活动的回补力量。

当然，促成开门红还有别的因素，减税、中美贸易争端有望缓解等等。

反弹还有诸多掣肘

广义信贷反弹对接下来经济表现有惯性的支撑力量。从历史经验看，广义信贷反弹对实体经济的影响在2个-3个季度后更加突出。但是接下来经济反弹的掣肘也不少。

出口增长仍面临压力。中国的出口增速与全球制造业景气程度和全球贸易增速高度一致。从全球制造业PMI、全球贸易的走势来看，本轮向下调整周期尚在途中，未来1个-2个季度全球制造业PMI仍有下行压力。在此背景下中国出口增速有望进一步下行。

制造业投资缺乏动力。去年制造业投资反弹很大程度上得益于去产能行业的投资扩张，随着产能扩张这股力量也在边际递减。

截至一季度末，制造业固定资产投资完成额同比增长只有4.6%，低于去年全年的9.5%。去年的制造业固定资产投资是个异常值，难以持续。从制造到服务的经济结构转型背景下，制造业投资面临趋势性下降，最终在一个比较低的位置上波动。

房地产销售乏力制约房地产投资。广义信贷大幅反弹以后，对房价、开发商买地和投资热情都有支撑，一季度房地产市场有起色。

然而房地产作为典型的周期性行业，2016年-2018年商品房销售15.7亿、16.4亿和17.2亿平方米，连续三个年份高于房地产销售趋势线，其间伴随了房价和居民部门杠杆率大幅上升。2019年商品房销售大概率回落至趋势线以下，制约房地产投资。

基建投资仍面临融资来源困扰。地方融资平台融资环境较去年下半年的改善以及地方政府债和专项债发行前置，推动了一季度的基建投资反弹。但是地

方政府的基础设施建设融资难题还没有解决。债务发行前置不等于总体债务融资规模增加。公益和准公益类基建投资的融资缺口依然巨大，相当大规模的融资需求仍要寻求影子银行业务的支持，而这种旧的融资方式与地方政府债务管理新规和资管新规难以兼容。接下来基建投资的资金来源仍是问题。

货币政策变调为时尚早

经济易热难冷的新千年初期，货币政策可松可紧的时候选择偏紧更安全。当前阶段经济易冷难热环境下，货币政策可松可紧的时候选择观望更安全，需要继续保持流动性合理充裕，维持政策利率在较低水平。

市场内生的广义信贷需求不足是个长期问题，光是靠货币政策支持还不够。政府信贷扩张是短期内保持广义需求合理增长的必要保障。尽快理顺基础设施建设的投融资机制，划清基建投资中的政府和市场边界，为公益和准公益类基础设施建设投资开辟更合理的融资渠道仍是当务之急。

决定政府债务风险的，不仅包括债务率，债务融资成本、透明度、经济增长表现也同样重要，后面这些问题解决了政府增加债务还有空间。

放长远来看，推进结构改革、让市场更有效是创造广义信贷需求的持久保障。但是短期内的货币政策抉择只能基于既定的经济结构，而不能过多地指望结构性改革替代货币政策。

货币政策在改变经济结构方面难有作为，最好的作为就是避免经济陷入过度萧条，让市场能够发挥作用。市场会用自身的力量改变结构，凭借收入提高改变观念，凭借技术进步躲避过度管制，这些都会让供求失衡慢慢缓解，进程虽慢却从不停止。■

（作者为社科院世界经济与政治研究所研究员；编辑：王延春）