



# 中国货币政策如何再定位



【财新网】(专栏作家 钟正生)

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。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中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。

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，截至今年三季度，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 年新冠疫情暴发前的水平。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：

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_31290](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31290)

