



张斌：应尽快积极使用利率政策工具



【财新网】（作者 张斌）我认为，我们现在应该尽快降低利率，而且力度要大一点。

为什么呢？现在是非常好的时机，而且是重要的时间窗口期。经济恢复到今天的地步，还没有到疫情前的状态，我们的消费端比疫情前还是弱的，劳动力市场也比疫情前弱。劳动力市场每年应该有增长，而农民工就业到现在的最新数据和 2019 年处于同一水平，这两年为零增长。农民工工资两年平均增速 2.3%，过去五六年、六七年的 6%-7%是正常的。青年失业率现在在 16%左右，比正常年份的 13%多一点，16%太高了。劳动力市场、支出的增长都是偏弱的，经济还没有恢复到疫情前的状态。看经济接下来的势头，经济增长动力只会更弱，而不会更强。在本来就没有实现贴近潜在增速水平的情况下，还再往下走，出口未必好到哪，房地产有下调压力，内需不足是很大的挑战，经济下行压力是在的。

这样的环境下，宏观经济政策就应该是偏积极的，是要对冲经济下行的压力。既然偏积极，看宏观政策工具，短期内大概三类：一是预算内财政，今年预算内调子基本定了，年内无非是加快实施力度，在总量上还不够对冲经济下行压力；二是预算外财政支出，主要是地方融资平台，现在是整治处理阶段，存量风险很多，增量控得很严，现在这块也很难用了；只剩下货币政策能用。这是第一个理由，现在广义财政受到制约，只能用货币政策。

现在美联储加息预期还没有起来，但是大方向是美联储政策会慢慢正

常化，在美联储缩表加息预期没有起来之前，降利率、货币宽松没有压力。一旦美联储开始缩表加息，预期起来了，再想降低利率，再想用货币政策，那时外汇市场压力会非常大，汇率压力也非常大，其实很少国家可以做到这点。现在还可以用宽松货币政策降低利率，但是到了明年、后年，美联储货币政策收紧，中国货币政策再这么做就更困难。

政策组合搭配来讲，现在是货币政策最好的时候。一旦美联储政策收紧，那时候就要更偏向财政政策的使用了。

经常有人说货币政策没有人用，那美国、欧洲、日本为什么拼命用呢？宽松货币政策究竟带来什么结果？量化宽松从次贷危机后一直在用，美国用得最彻底，看美国经济复苏情况，美国就业达到目标，通胀达到目标，不是马上就可以达到目标，但是可以用几年时间慢慢实现目标。欧洲 2011 年看到通胀涨、能源价格涨，就加息，没有加两天，当年又降回来了，瑞典也出现过类似货币政策先紧、紧完又放松的过程，紧没能持续，很快松回来，经济复苏过程离不开宽松的政策环境。日本安倍政府最核心的就是宽松货币政策，日本没有实现通胀目标，但是实现了 80 年代末以来最长一段的经济复苏。美日欧经验告诉我们，货币政策是有用的，不是没有用的。我们不能认为它没有用。

为什么有用呢？很多机制性东西我不讲了，放在中国也非常有用。我们现在所有债务大概 260 万亿元左右，260 万亿元一个点的利率相当于对债务人减少债务利息负担 2.6 万亿元。我认为，这对企业、居民、政府影

响还是很大的，减少债务利息负担支出还是挺有用的。

具体我们做了实证研究，主要是看降低利率对劳动力市场各阶层收入分配的影响，看到一个非常强的证据是降低利率，收入越低的阶层收入改善越多，中高收入阶层收入改善不大（工资性收入）。对最低收入阶层 10% 的人群来说，降低 1% 的利率可以提高他们平均每人每天 2.8 小时的工作时间，工资数当然涨了。因为这拨人基本属于经济环境稍微好一点他们有工作干、经济环境稍微差一点最先没有工作的人群，其工资收入在整个收入里占比不到 30%。利率降了之后，对他们的影响是最大的，可以通过提高劳动时间改善他们的劳动收入。

100 年前都在争论货币政策是否有用，大萧条的时候美联储流行“真实票据理论”，说货币政策只能拉、不能推，意思是货币政策在经济低迷的时候不管用。但后来其实这个理论就被完全推翻掉了。

还有一个理由是，现在正好处在地方政府隐形债务、相关中小银行风险处理的关键时期，利率低一点，债务成本低一点，流动性多一点，这是缓释风险有帮助的。

大家担心负面作用，担心大水漫灌会引起通货膨胀，这不需要担心。因为我们过去货币信贷增长是怎么来的？并不是降低利率带来的。我们信贷的非常重要的一个组成部分是由于地方融资平台大量举债，大量信贷带动债务增长、信贷增长。而现在它们是在收缩的，全社会的广义信贷增速在持续下降。货币政策的作用只是使下降的速度能够不要下得太猛而已，

降低利率之后，让私人部门的资产多一点，债务少一点，然后让资产负债表更强一点，信贷多一点，这只是减缓了社融增速下降，而不是将社融反推上去。哪怕利率降到 0，我们未必能把社融反推上去，因为政府主导的债务信贷增长过去占比很高，现在是下降阶段。降低利率不会带来大水漫灌，而且我们过去的大水漫灌也不是降低利率造成的，更多是广义财政，地方政府国企扩张、信贷扩张造成的，并不是私人部门信贷扩张造成的。这是第一个担心，但不会再大水漫灌。

二是大家担心房价。现在经济往下走，社融往下走，明年房价涨不涨是问号。全社会信用增速大幅放缓，房价明年跌的概率也有的。即便房价涨了，是不是就可以绑架我们的货币政策？这不应该放在一起。即便房价涨了，三四线城市房价涨价压力小，涨的就是北上广深的几个城市。为了遏制北上广深几个城市的房价，能不能牺牲掉货币政策工具？这是完全说不通的。没有道理说为了几个城市，牺牲整个宏观调控，牺牲整个货币政策，这几个城市房价即便是涨了有它的问题，应该采取局部针对性政策，而不是牺牲总量的政策。

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_34152

