



张军：消除经济增长下行压力需稳住市场主体预期



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张军



这些年经济放缓的压力一直没有得到缓解，有学者认为是潜在增长率的下降导致了经济的下行。在我看来，这个说法夸大了我们看到的中国经济持续放缓背后的趋势因素。和这个说法类似的说法还有，比如人口红利减退导致了潜在增长率下滑。从趋势上说，人口增长放慢会影响增长趋势，但这跟我们现在看到的成长下行压力还不完全是一回事。如果我们看到经济增速处于持续下滑态势中，我们怎么知道潜在增长水平在哪，而且怎么能证明潜在增长率在 6% 附近而不是 7%？增长在持续放缓，似乎只有了下行趋势，而没有了经济波动，谁还能知道潜在增长率在哪？

我认为，经济下行压力之所以持续不减，除了有长期趋势性的因素之外，这些年市场预期走弱是主要原因。我们这么多年已经不怎么谈预期了，也没有人关注这个问题，宏观管理政策正在逐步丢掉市场预期这个锚。

影响市场预期的最重要因素是政策，或者准确地说是政策在时间上的不一致性、不连续，它导致政策的不确定性增加。这就会扰动市场投资者和企业对未来经济的看法发生改变。近年来，我们出台了比较多的约束性或限制性的政策，这些政策跟之前企业家接受的政策在方向上发生了改变，比如说，之前鼓励的或准许的，现在不准许了，甚至要强行改过来，这些带来的影响很大。

约束性或限制性政策往往是阶段性的，对政府要达到某个特定的目标而言是需要的，但这些政策大多数都是定性的，它的执行需要依靠政府的行政力量，具有强制性，甚至可能在执行中带有运动式的特点。比如说，供给侧改革、去产能、去杠杆、污染防治、防范金融风险、住房新政，包括三道红线，还有教辅政策等。但是，考虑到这些政策可能会对市场和企业的预期造成扰动。所以，我觉得制定这些政策时要做认真评估，如何能把新旧政策衔接得更好而不是急转弯。如何能跟市场做更好的解读和沟通，而不是单边操作。其实，鼓励性的政策也有类似问题。无论鼓励还是限制性的政策，重要的不是对错，而是怎么样避免这些政策在时间上的一致不连续问题，这才是最重要的。

另外一方面，我认为，我们的宏观调控政策也有改进空间。这些年数量型政策用得更多，价格型政策过少。比如，信贷政策就是数量型的政策，信贷数量多了少了，在短期内带来的变化会很大，对预期的稳定也有影响。这么多年我们的货币环境一直不宽松，远低于市场预期，利率偏高的局面一直没有改变。可能因为当时存在高杠杆、债务规模大等问题，央行希望收紧信贷来降低企业杠杆率。但这多半是数量思维和存量思路。如果我们多考虑价格型政策，利息降下来，把融资成本降低，那么中小企业的状况就能改善，市场预期就会改善。但如果我们继续多用数量型政策，即便释放更多信贷，这些钱也往往去鼓励地方政府的基建投资，未必能真正缓解大量中小企业的融资约束。在我们数量型主导的货币政策里，扩信贷多数情况下就是要扩基建。但其实我们宏观经济真正的问题是市场融资成本太高，严重约束了大量中小企业，而这些企业代表的又是最有竞争力的经济活动，导致经济学家说的错配问题。所以，货币政策要更多往价格型调控政策转变，把利率真正降下去，融资成本降下来，对市场预期改善非常重要。货币政策老是在数量框架里考虑，是难以走出怪圈的。

宏观经济政策是为了解决两个东西，或者说发挥两个功能：平稳市场预期，平滑经济波动。这两个功能比较重要，这也是经济学家凯恩斯最早发现和提出来的，他看到了预期在宏观经济波动当中的重要性。预期来自于市场，也就是市场上的经济主体，包括企业家、投资者，当然也应该包括消费者。

宏观经济状况就是受市场预期支配的，市场怎么看当下和未来，就决定了当前需求水平的变化方向。毫无疑问，预期会受很多因素的干扰，会引起宏观经济在短期内出现高高低低的波动。现代的市场经济当中，金融市场和资本市场可能更容易受到情绪的影响，也对整个宏观经济的波动有很大的影响，所以对市场预期的管理就需要特别关注金融市场和资本市场的预期。因此，宏观管理需要高度关注市场预期，需要应对预期的波动，稳定预期。

在我看来，在制定宏观政策时，市场预期应成为一个锚，一个参照。这个参照由市场主体对经济前景的看法构成，尤其是企业家的看法。政策要稳住市场预期这个锚，就是要高度关注市场主体的看法、包括企业家的看法怎么样，这是短期对宏观需求最主要的影响因素。

如果我们在出台新政时充分考虑到可能对市场预期的冲击，我们就能降低政策在时间上存在的不够连续、不确定性变大等问题，这些会对经济造成持久的冲击。比如说，近年来基建和企业投资增速都降下来了，这说明预期在弱化。在投资领域，房地产市场受到预期冲击的影响更大，一开

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_36097

