



滕泰：财政政策透支、货币政策隐忍，如何稳增长？



文/意见领袖专栏作家 滕泰

由于中国多年来稳增长主要靠投资驱动，财政政策已经严重透支，中央政府赤字率创新高，地方政府负债率更逐年攀升。虽然财政部公布的中央和地方政府债务总额约只有 50 多万亿元，但地方隐形债务可能更大。随着土地出让金收入等地方非税收入大幅下降、可投资的基建项目也越来越少，积极财政政策的空间和边际效应显著递减。而长期受到“放水”舆论压制而一直隐忍的中国货币政策，不但留下了较大的降息和量化宽松空间，在“后基建时代”对稳增长的边际效应也更大。

疫情以来中国降息力度远远不够

疫情以来，虽然中国货币决策部门也增加了货币投放，并曾阶段性地引导市场利率小幅下行，但总体货币宽松力度较小，降息的幅度与发达国家相比更是相去甚远。

从下图看，2020 年一季度国债收益率曾经有阶段性下行，但二季度以后又趋于上行，且很快回到疫情之前的利率水平。2021 年二季度以后，虽然下行趋势，但总体利率下行幅度有限，绝对利率水平与疫情之前相差无几。



图 1 中国十年期国债收益率变动

事实上，这些金融市场利率的太小幅度的变化并不能真正和引导企业实际融资成本的下降。以反映中小微民营企业的全国地区性民间借贷综合利率指数（温州指数）为例，从 2017 年以来并无明显下降，总体仍然处于 14-15%%的较高水平。

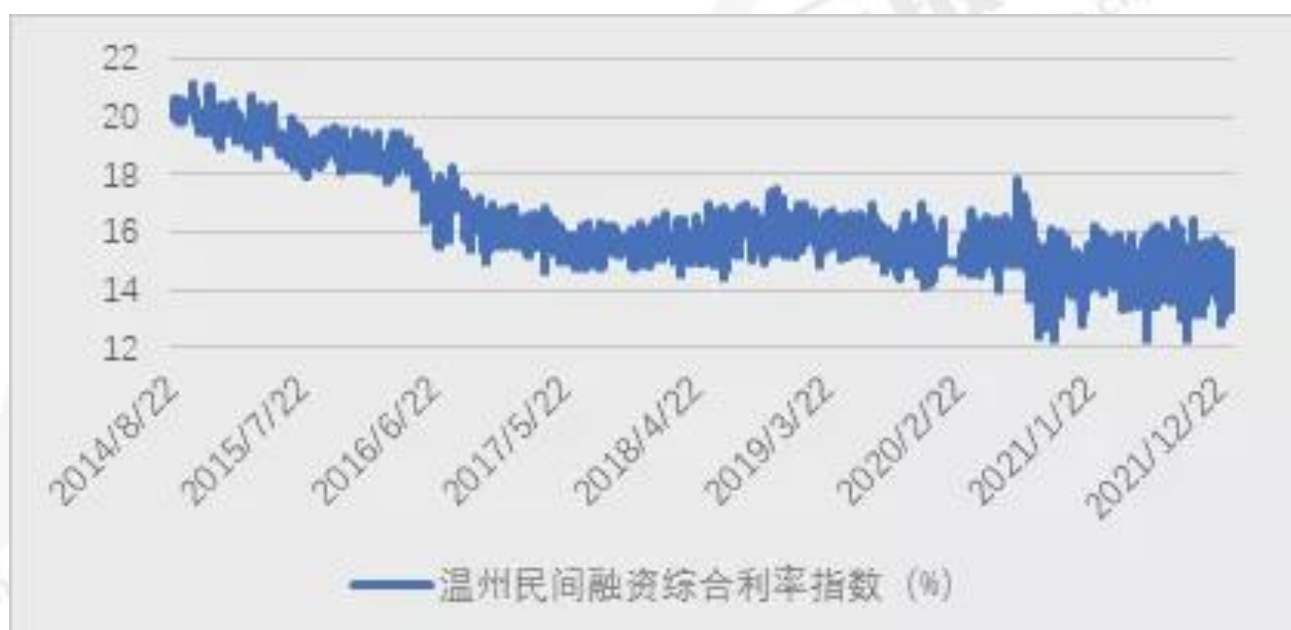


图 2 民间借贷综合利率温州指数

高存款利率是消费低迷的重要原因之一

由于近几年中国基本没降息，中国的实际存款利率也远远高于发达国家，定期存款利率较高，一年期银行理财产品的利率平均在 3.5% 以上。由于长期保持较高的存款利率，变相鼓励了储蓄，也是造成中国消费恢复缓慢的主要原因。如果存款利率若不能尽快调低，居民储蓄偏好还会增加、消费倾向会进一步降低。

考虑到中国最终消费在 GDP 中占比已经达到 65% 左右，以及中国消费复苏缓慢已经成为中国经济增长扩大内需的短板。稳消费应该是中国经济增长持续增重的重中之重，而稳消费除了增加居民收入、提高社会保障水平高等长期政策之外，短期能够灵活调节的最大的政策变量就是利率。

据了解，货币决策部门长期不愿意调低存贷款基准利率的原因是为了“保护存款者的利息收入”。事实上，对于类似于日本那样的老龄化富裕人口结构的社会，存款者的利息收入确是其居民收入的重要组成部分，而当前中国月收入 1000 元的人口有 6 亿之多，他们收入的主要构成部分就是工资或劳务性收入。对于当前中国这样的收入结构，用“保护存款者收入”这样的理由维持较高的利率，结果只保护了富裕阶层的储蓄收入，进而打击消费。

高贷款利率是投资低迷的重要原因之一

从社会平均利润率的一般原理出发，任何形式的利息都是社会平均利润率的一部分。疫情冲击后，各行业的平均利润率大幅下降，在这样的背景下，坚持不大幅降低贷款利率，是不符合社会平均利润率一般规律的。

从降低企业成本角度分析，降息对降低企业成本的效果远远大于任何财政政策，以当前中国非金融企业超过百万亿元规模的贷款余额计算，实际贷款利率每降低一个百分点，可降低企业融资成本近万亿元。

从降低中央和地方政府债务成本角度分析，降息也可以极大地降低中央和地方的债务利息负担。按照财政部公布的数据，截至 2020 年末，地方政府债务余额 25.66 万亿元，中央政府债务余额 20.89 万亿元，全国政府债务余额 46.55 万亿元。考虑到 2021 年新增情况，当前中央和地方显性的债务总额约 50~55 万亿元。如果把各地方政府的隐性债务也算上，总规模上百万亿。实际利率的降低可以大规模地降低中央和地方政府的债务成本，增强政府的对基建投资和社会保障能力。

在前些年经济增速高、投资回报率高、投资需求旺盛的时期，无论是房地产投资、地方基本建设投资，还是企业投资，对利率都并不敏感；如今，随着经济增长速度的持续下滑，房地产、基本建设项目和企业的投资回报率逐年降低，融资成本已经成为房地产开发商、各地政府和企业的沉重负担。在这样的阶段，如果能够大幅降低贷款利率，不但可以极大地缓解房地产和地方政府债务危机，同时也可以从边际上提高项目投资回报，对稳投资发挥积极作用。

货币政策应摆脱舆论压制，尽快回归总量本质

由于 2012 年前后，社会上对之前的货币政策“放水”批评较多，笔者作为新供给经济学的提出者，也曾在 2012 年撰文批评之前频繁的总需求刺激政策，批评过之前的货币“放水”。现在回头看，过多似是而非的舆论批评客观上对中国 2013 年以来的货币政策自由发挥形成了严重的压制。

在上述对“大水漫灌”的舆论批评氛围下，一种“市场不缺钱，只是没有流到该去的地方，因而货币政策不需要更宽松，只需要合理引导资金流向”的观点逐渐成为主流，认为长期以来一方面中国的国有银行和国有企业普遍存在资金供给过剩，另一方面民营企业、中小微企业、个体工商户普遍反映资金短缺，货币政策应该在“绝不搞大水漫灌”的前提下，引导货币更多流向实体经济，支持中小微企业。

为了实现上述结构性目标，中国货币决策部门探索了许多创新方法，例如：针对中小金融机构执行差别存款准备金率、普惠性再贴现再贷款、普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划等。

上述措施对于引导货币流向实体经济、支持中小微民营企业发挥了一定作用，但对于国有大中型企业和民营中小微的资金供给“冰火两重天”的情况并没有根本改变，对于支持中小微企业降低融资成本的实际效果并不显著，中小企业普遍反应“缺乏获得感”。

为什么定向“滴灌”型的货币政策在实际运行中效果受限呢？因为中国的货币流向难以摆脱各种市场客观规律的影响，比如“大河小河”定律、资产抵押优先定律、隐形担保定律和收益/风险定律。

第一，中国货币流向的“大河小河”的定律：金融机构在吸收存款时遵循的规律是从基层的分支结构、小金融机构逐渐汇聚到总部、大金融机构，“小河有水大河满，小河水少大河干”；而在发放信贷的时候，则先流向大金融机构，然后在一层层地流向中小金融机构，就如同从心脏流出的血液，总是先流向大动脉，然后在一层层流向遍布全身的毛细血管，“大河有水小河满，大河水少小河干”。

承认和面对信贷投放过程中必然出现的“大河小河规律”的重要意义在于：我们不能过于理想化地寄希望于通过精准投放或“滴灌”的方式让资金绕过“大河”、直接流向“小河”，更不能期望央行投放的货币能够精准地直接流到特定的领域里；不能看到大金融机构流动性充裕，就认为“货币投放量够了，只是没有留到该去的地方”，大金融机构流动性充裕是小金融机构、小微企业可能获得信贷资金的前提条件——只有让大机构资金更多，小机构才能有充分的资金供给；反之，如果像 2013 年“钱荒”时期那样，连“地主家也没有余粮了”，就会出现大批中小企业、民营企业资金链断裂的严重情况。

第二，中国金融机构在信贷投放过程中的“资产抵押优先”定律。不论是房地产，还是钢铁贸易企业，因为有看得见、摸得着的抵押担保品，

都最受银行信贷资金青睐，而中小微企业、服务类企业、高新技术企业，能够拿得出抵押的土地、厂房和商品较少，自然在融资上处于劣势。这也是我们在过年来控制对房地产等行业信贷难达到预期效果的原因——监管部门并不能改变金融机构对硬资产抵押行业的偏好，因而对房地产等行业的信贷控制结果只是把这些行业获得的直接信贷变为通过信托、资产管理产品、从其他行业转贷等方式，结果这么多年中国房地产行业的贷款总量并没有得到真正的控制，只不过把中介环节的成本加上去，让房地产行业的实际信贷成本提高到两位数——正是因为前些年很多民营房地产公司都以实际利率达 15% 的资金成本融资，才会大幅抬高市场上其他行业民营中小企业的实际融资成本。只有取消对特定行业的贷款限制，让市场来决定资金流向，实际市场利率才会真正降下来。

第三，在当前的金融机构决策体制下，中国的银行信贷资金还有个“隐形担保”偏好——凡是有“隐形担保”的政府基本建设项目、国有控股企业，都是商业银行的最爱，背后都是政府信用。如果这样的体制性偏好一时也难以改变，恐怕中小民营企业信贷被“挤出”的现实就难以改变，只能默认它们通过各种方式从国有企业“转贷”总比得不到贷款好一些。承

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_37191

