



张斌：当前货币政策重在利率调整而非数量



意见领袖 | 中国金融四十人论坛 张斌



当前货币政策重在利率调整而非数量

央行并非把钱放出去就万事大吉。央行的钱给了商业银行、商业银行把钱给了企业和居民，企业和居民拿到钱以后用于经营活动和消费支出，需求才能起来，货币政策才发挥作用。货币政策起作用的落脚点是要让企业和居民愿意借钱，借得起钱，不是增发基础货币就万事大吉（公开市场净投放货币），也不是银行把钱给了居民和企业（信贷和社融数据上升）就一定成功。

一月份的信贷数据看起来提振人心，但要小心看待。当前经济运行中，供给冲击的负面影响在减退，需求不足成为经济运行的主要矛盾，货币当局需要有所作为。一月份是企业和居民信贷需求上升带来了信贷增长吗？

至少从过去历史经验来看，缺席了房地产和基建，信贷扩张很难持续下去。一月份信贷增长可能是央行把钱给了商业银行，商业银行有很强的意愿贷款给资质还不错的企业，企业为了维持和商业银行的关系配合商业银行借了不少钱。如果资质不错的企业借到手里的钱其实在经营当中用不到，钱还是放在账上而不是用于经营活动。这样需求还是起不来，哪怕信贷和社融数据看起来涨了不少。

货币政策真正发挥作用，落脚点是让愿意花钱的企业和居民愿意借钱，借得起钱。怎么做到这一点呢？把更多的钱给商业银行不是关键，商业银行不缺钱。催着商业银行贷款不是重点，商业银行为了保持信贷质量，找的还是优质客户，这些优质客户不缺钱，拿到钱未必增加支出，还是不能提升需求。货币政策发挥作用的重点是把融资成本降下去，至少先把利率降下去。

怎么才能有更多的信贷需求？先看看其他国家央行的做法。对于央行来说，第一步要把钱的价格降下去，把利率降下去，利率足够低了企业才能负担得起贷款成本，才会借钱。所以很多发达国家把利率降到零。无奈即便是在零利率下，企业和居民还是不愿意借钱，怎么办？第二步货币当局买入风险资产，把风险溢价降低，企业和居民的贷款价格是（无风险利率+风险溢价），光是无风险利率降到零还不管用，那就把风险溢价也降下去，目的还是降低融资成本。如果这些都做了还是不太管用怎么办？第三步，货币当局可以通过前瞻性指引，这些指引告诉企业和居民，未来很长

时间里面融资成本都很低，大家放心借钱花钱。

降低利率能够显著降低我国债务成本。我国政府、企业（包括平台公司）和居民部门债务合计超过 310 万亿人民币。仅是降低债务成本渠道的影响，100 个 bp 的利率下降可以为政府、企业和居民节省债务利息支出大约 3 万亿，对支持投资和消费支出都能发挥重要作用。不仅如此，降低利率还能提高资产估值，对投资和消费也会起到支撑作用。

我国利率太高遏制了企业和居民的信贷需求。利率究竟是不是太高，不能和其他国家比，也不能和过去比，而是要看是否与经济状况相比配。另外，不能光看名义利率，更重要的是真实利率。2012 年以后，我国经济增速和资本回报率都在持续下降，真实利率不降反升，真实利率上升的原因是利率下调幅度远低于通胀下降幅度。表面上看名义利率下降了，实际上真实利率反而上升了，真实利率走势与实体经济走势脱节，遏制私人部门的投资需求和消费需求。

我国货币政策空间充裕。金融危机以后其他国家的货币政策实践让我们看到货币政策空间比之前想象的要大很多，货币当局可以发明出很多新

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_37397

