



张斌：疫情防控期间的 货币政策



文/意见领袖专栏作家 张斌

提要

如果把疫情期间的经济环境比喻成森林火灾，货币当局发挥的作用有三个。一是防火，二是灭火，三是救灾。

如果绝大部分经济主体的现金流能够保持正常状态，那么绝大部分经济主体都不缺水，火灾也就不会蔓延。

货币当局灭火的具体方式是针对性地放水，哪里起火就在哪里放水。

从货币当局掌握的政策工具和专业技能来看，货币当局在防火和灭火方面有独特的优势，其他部门做不了，只有货币当局能做，这是央行的主要职责。救灾方面，货币当局可以有所作为，但没有特别的优势，更多是辅助。

货币当局一直鼓励商业银行对小微企业发放贷款，但还应该看到，对于小微企业贷款，能做到有借有还的小微企业越来越少。解决这个矛盾的关键点是贷款的价格，即利率。



正文

疫情期间经济运行的主要矛盾是各种管控措施，很多活动没办法展开。有观点认为这种环境下货币政策起不到作用。恰恰相反，货币政策的作用比平时更重要了。在给定的疫情管控措施下，货币政策做的好，做的不好，对经济的影响更大而不是更小。

货币政策发挥什么作用呢？把疫情期间的经济环境比喻成森林火灾，货币当局发挥的作用有三个方面。一是防火，二是灭火，三是救灾。从货币当局掌握的政策工具和专业技能来看，货币当局在防火和灭火方面有独

特的优势，其他部门做不了，只有货币当局能做，这是央行的主要职责。救灾方面，货币当局可以有所作为，但没有特别的优势，更多是辅助。

防火

疫情期间，无论是企业还是消费者，很多经济主体可能会出现现金流断裂。森林里到处都是火星子，地下到处都是藏着的小火苗。这时候就需要普降甘霖，靠的是总量政策，具体而言就是降低利率。通过降低利率，一方面降低债务成本，另一方面提高资产估值，对绝大部分经济主体的现金流都能起到改善作用。如果绝大部分经济主体的现金流能够保持正常状态，那么绝大部分经济主体都不缺水，火灾也就不会蔓延。

利率不仅是宏观经济运行当中最重要的价格杠杆，是央行一致强调的价格调控手段，也是各国货币政策实践中最看重的政策工具。中国政府、企业和居民加在一起有 300 多万亿元的债务，1 个百分点的利率下降就是减少 3 万亿元的利息负担，再考虑到 1 个百分点利率下降对股票、房地产价格可能会带来大几万亿元的资产估值提升，对居民和企业的现金流、资产负债表都会带来显著支撑。

因为疫情管控，经济活动受到限制，单靠降低利率不能帮助经济走出困境，但如果没有大幅降低利率，会有更多企业和居民现金流断裂，还不起债，火灾会更大面积的蔓延。

灭火

疫情期间，企业运行不正常，各种风险放大，金融市场运行也可能跟着不正常。国债市场、银行间市场、商业票据市场、资产抵押债券市场都有可能出现问题。这些市场是紧密联系在一起，一个市场的火灾会迅速传递到其他市场，金融市场的火灾会迅速波及到实体经济部门。货币当局必须非常及时地灭火，确保重要金融市场的正常运行。这个工作也只能央行来做。

货币当局灭火的具体方式是针对性地放水，哪里起火就在哪里放水。美国疫情严重时期，美联储出台了一系列的灭火措施，对国债市场、资产抵押债券市场、商业票据市场、公司债券的一级和二级市场等都采取了临时性的贷款便利措施，这些措施迅速压低和市场风险溢价，保障了市场正常运行。无论是给哪个市场灭火，最终目的是保持信贷合理增长，保持总需求合理增长。

中国的情况不太一样，表面上看各个金融市场运行相对平稳，灭火的任务没那么重。事实上是问题的表现形式不一样，严重程度不能低估。中国房地产相关的信贷出现了非常剧烈的下行，房地产一手托着住房抵押贷

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_42035

