



# 徐奇渊：宏观政策传导机制不畅，预料之中和预料之外



文|意见领袖专栏作家 徐奇渊、盛中明

☞ 当前经济活跃程度显著降低，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力在近期有所强化。三重压力强化直接加大就业压力。

☞ 预料之中的是信贷需求萎靡，信用传导机制不畅；有些预料之外的是企业无营收基础、居民收入受损，在此条件下减税退税力有不逮；出乎预料的是项目开工受阻，制约了专项债提速发行对基建扩张的支撑。

☞ 有序恢复物流畅通、推动生产和生活秩序恢复正常，这仍是当前稳定经济的第一要务。

☞ 为增强市场预期、真正畅通政策传导机制，宏观调控需要进一步拓宽思路：

第一，增量纾困政策应更加侧重保居民，可考虑对低收入群体直接发放补贴，而非把重点放在消费券形式或开展针对个人的减税。针对中低收入群体进行收入补助，其总体量级是“可以承受之重”，而且这类人群的边际消费倾向较高。具体可以设想三种补贴方式：一是对因停工而收入减少的群体进行抗疫补贴；二是对全国低保群体进行抗疫补贴；三是扩大规模，对全国收入最低 20%的家庭进行补助。

第二，应提高地方政府对债务资金的可支配度，增强其稳基建、稳增长的能力。实现方式可考虑两个方向：其一，正视相当一部分地方基建项目难有稳定财务收益的现实，适度放松对财务收益和绩效的要求；其二，

通过扩大一般债或者增发抗疫特别国债，替换部分基建资金需求，也就是在现行预算管理体制下，加大一般公共预算对基建的支持力度。

第三，要理顺统筹机制，增强财政与货币政策、宏观调控政策与国资管理政策间的协调性。从货币政策角度来看，可以通过降息减轻政府债务负担，增加财政政策纾困的空间。从宏观调控政策与国资管理政策的协调来考虑，可以适度增加国有企业的利润上缴比例，为纾困政策提供资金。

——徐奇渊 中国金融四十人论坛特邀研究员，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员、副所长；盛中明 中国金融四十人研究院青年研究员



5月11日国务院常务会议指出：受新一轮疫情、国际局势变化的超预期影响，经济新的下行压力进一步加大。近期统计局公布的数据也反映出，当前经济活跃程度显著降低，需求收缩、供给冲击、预期转弱这三重压力在近期有所强化。

在此条件下，货币政策的信用传导机制不畅，这完全在预料之中。此时，财政政策积极发挥作用最为合适，因为财政政策的挤出效应小、支出的主动性强，对应的乘数效应也更大。但是当前相当一部分地区物流不畅、经济活动受到较大影响，并导致企业营收基础削弱、居民收入受损，从而导致财政的减税、退税政策力有不逮，该因素导致的政策传导机制不畅有些在预料之外。更甚者，部分项目开工受阻，直接制约了专项债提速发行、财政支出对基建的支撑。该因素导致的宽松政策传导不畅更是超出此前预期。一些重点企业坦言，现在的基建不是没有钱，而是开工受阻。因此，有序恢复物流畅通仍是当前稳定经济的第一要务，否则财政政策也会继续面临货币政策“推绳子”的窘境。

另外，为增强市场预期、真正畅通政策传导机制，宏观调控需要进一步拓宽思路：第一，增量纾困政策应更加侧重保居民，可考虑对低收入群体直接发放补贴；第二，应提高地方政府对债务资金的可支配度，增强其稳基建、稳增长的能力；第三，要理顺统筹机制，增强财政与货币政策、宏观调控政策与国资管理政策间的协调性。

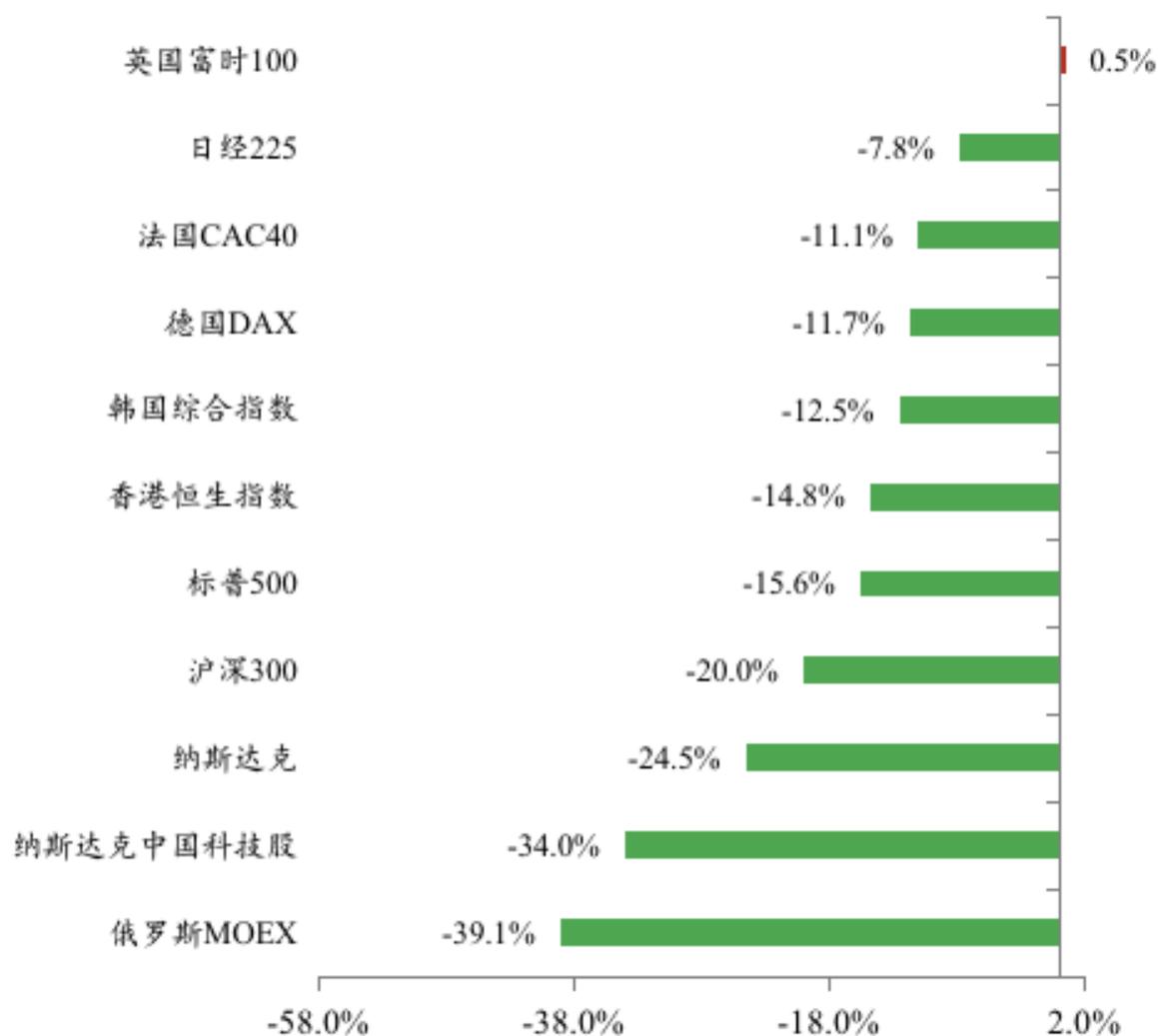
### 经济下行压力进一步加大

2022年初以来，俄乌冲突显著增强了外部形势的不确定性。粮食和能源等大宗商品市场面临巨大的供给冲击，在推高全球通胀水平的情况下进一步恶化了全球增速预期。美欧等发达国家也不得不加快货币政策收紧步伐，其面临的“滞胀”风险也在上升。在此背景下，新兴经济体的资本外

流压力上升，债务风险加剧，经济更为脆弱。此外，部分低收入国家还可能同时面临“缺粮”、通胀等多重压力。最新一期国际货币基金组织《世界经济展望》将 2022 年的全球经济增速下调 0.9 个百分点至 3.5%。

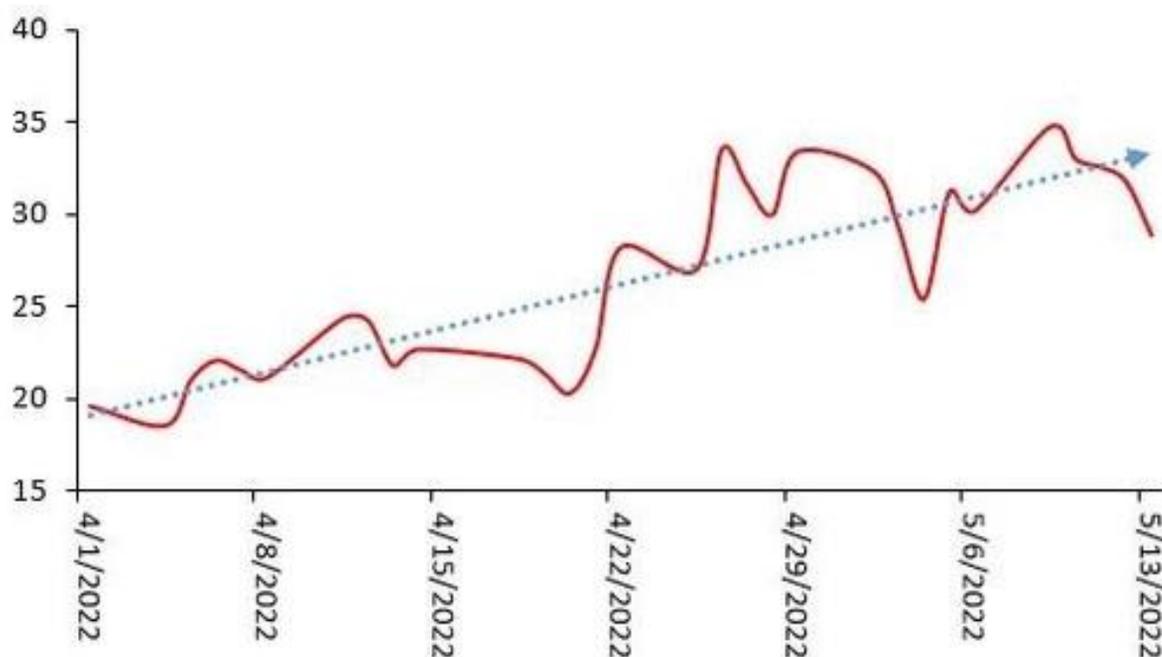
外部形势的走弱还体现在全球金融市场的动荡上。年初至今，全球大多数股票市场指数大幅下跌（图 1）；进入 4 月，“恐慌指数”（VIX，芝加哥期权交易所波动率指数）大幅走高（图 2），该指数通过标普 500 指数期权价格展现市场对未来波动率的预期，其走高反映出投资者的市场预期走弱、恐慌情绪较高。

图 1：今年以来主要股票指数表现



数据来源：Wind

图 2：“恐慌指数” (CBOE 波动率指数)



数据来源：Wind

国内形势则受到疫情持续干扰。3月开始，新冠奥密克戎变异株的高传染性不断突破常态化疫情防控体系，全国范围内仅西藏未有新增病例。深圳、广州、上海、北京、天津等人口超大城市接连出现较大幅度的病例新增，各地经济活动频繁受到疫情扰动。根据已有研究的梳理，4月份，45个大型城市（以2019年GDP超5000亿为标准）中，仅有扬州、石家庄两个城市没有受到疫情的大范围影响。在此情形下，经济活跃程度显著降低，需求收缩、供给冲击、预期转弱这三重压力进一步强化。

预期方面：企业投资意愿较低迷，4月企（事）业单位中长期贷款增加2652亿元，同比少增3953亿元。居民部门信贷走低，4月居民贷款负增长2170亿，继今年2月后再度出现单月负增局面，大幅低于上月值7539亿和上年同期值5283亿，这可能反映了整体预期不稳、风险偏好

转弱。

需求方面：其一，居民消费走弱。由于收入预期受损、消费场景受限等原因，4月份社会消费品零售总额同比下降11.1%，其中餐饮下降22.7%，连续两个月负增长。其二，房地产投资持续走弱与房地产销售的深度遇冷相互印证，4月两者同比增速分别为-10.1%、-46.6%。其三，制造业投资、基建投资4月当月同比增速虽仍为正增长，但分别较3月下降了5.5和7.5个百分点，呈现明显的回落。最后，外需乐观形势不再，4月出口增速大幅下滑，同比增速较3月下降10.8个百分点至3.9%。

供给方面：当前部分地区的人流、物流受限，特别是跨区域流动遇阻、产业链循环面临阻碍，运输成本显著抬升，线上消费也受到抑制。我国物流运输以公路运输为主，按货运量口径占比超70%，而公路运输受疫情影响较大，尤其是面临较多的跨区协调障碍。在此背景下，集成度高、产业链长、生产网络空间分布广的制造行业面临更大挑战。在工业三大门类中，4月采矿业、电力热力燃气和水的生产供应业都保持了正增长，但规模以上制造业增加值却下降了4.6%，其中汽车制造业下降了31.8%。此外，受

**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\\_42110](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42110)

