



彭文生：乘数效应下降，政策发力需要直达最终消费



意见领袖 | 彭文生、谢超

7 月份数据显示经济下行压力较大，工业增加值、固定资产投资增速均放缓，社会消费品零售同比仅增长 2.7%。如何看待当前经济运行面临的问题，宏观政策如何更好地发力，本文试图对这些问题进行一些探讨。



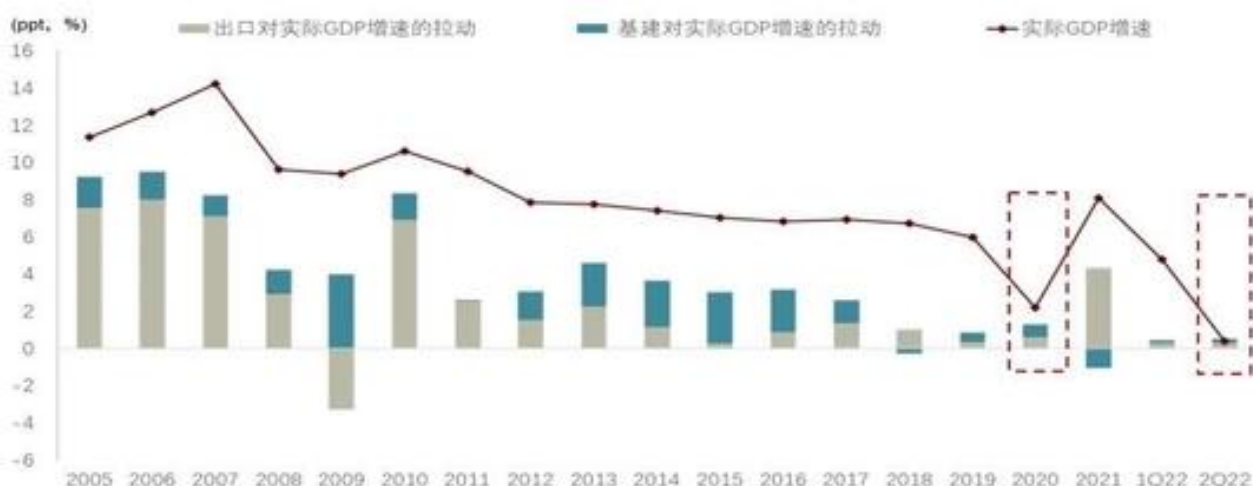
一、外生力量拉动经济的乘数效应下降

(一) 出口强劲、基建高增长，但拉动效率较低

全面看 7 月份的经济数据，并不是没有亮点，出口增速超预期，基建增速保持在两位数的高水平（去年的全年增速只有 0.2%）。从过去的经验看，出口和基建往往是拉动中国经济走出增长下行压力的外生力量。现在的问题是，为什么出口与基建这一次没有转化为足够的内生消费与投资需

求？虽然我们难以估算精确的乘数，但在 2020 年和今年二季度疫情冲击比较大的时期，出口与基建对 GDP 增速的贡献接近甚至超过了 GDP 增速本身。以今年二季度为例，仅基建和出口两项就带动实际 GDP 增长了 0.51 个百分点，但二季度实际 GDP 增速仅有 0.4%。这说明疫情冲击下的内生需求动能非常弱，导致基建、出口等外生力量对整体经济的乘数效应大幅降低了。

图表 1：疫情冲击降低了出口、基建的乘数效应



资料来源：Wind，中金公司研究部

（二）疫情叠加金融周期下行，造成非同寻常的顺周期下行压力

是什么因素造成了乘数效应下降？首要的是疫情冲击。二季度的疫情虽然是局部性的，但发生疫情的地区占据了汽车等重要产业链的承上启下环节，局部地区所受到的经济冲击通过产业链上下游广泛延伸至其他区域，放大了疫情的全局影响力。疫情冲击给预期造成的巨大不确定性，降低了信心，显著抑制了基建、出口等外生力量对内生消费与投资需求的拉动。

其次是金融周期的调整，也就是房地产和信用相互作用形成的中长期周期波动。一个完整的金融周期大约需要 15 到 20 年的时间，大致可以分为上下半场。在上半场，房价上涨与企业、家庭部门的债务扩张相互促进，支撑信贷大幅扩张，经济上行动能比一般的经济周期要强。金融监管加强，或者地产泡沫破裂，均会触发金融周期上下半场的切换，房价、信用相互促进的螺旋式上升转为螺旋式下降，企业、家庭进入到去杠杆阶段，资产价格调整压力凸显，债务风险暴露，下行的压力也比一般的经济周期要大。目前，中国正在经历第一个金融周期，2018 年之前的十多年基本上是持续上行的上半场，此后进入到下半场。近几年的金融周期下行，叠加新冠疫情冲击，进一步削弱了乘数效应。

二、宏观金融环境：“紧信用、松货币、宽财政”

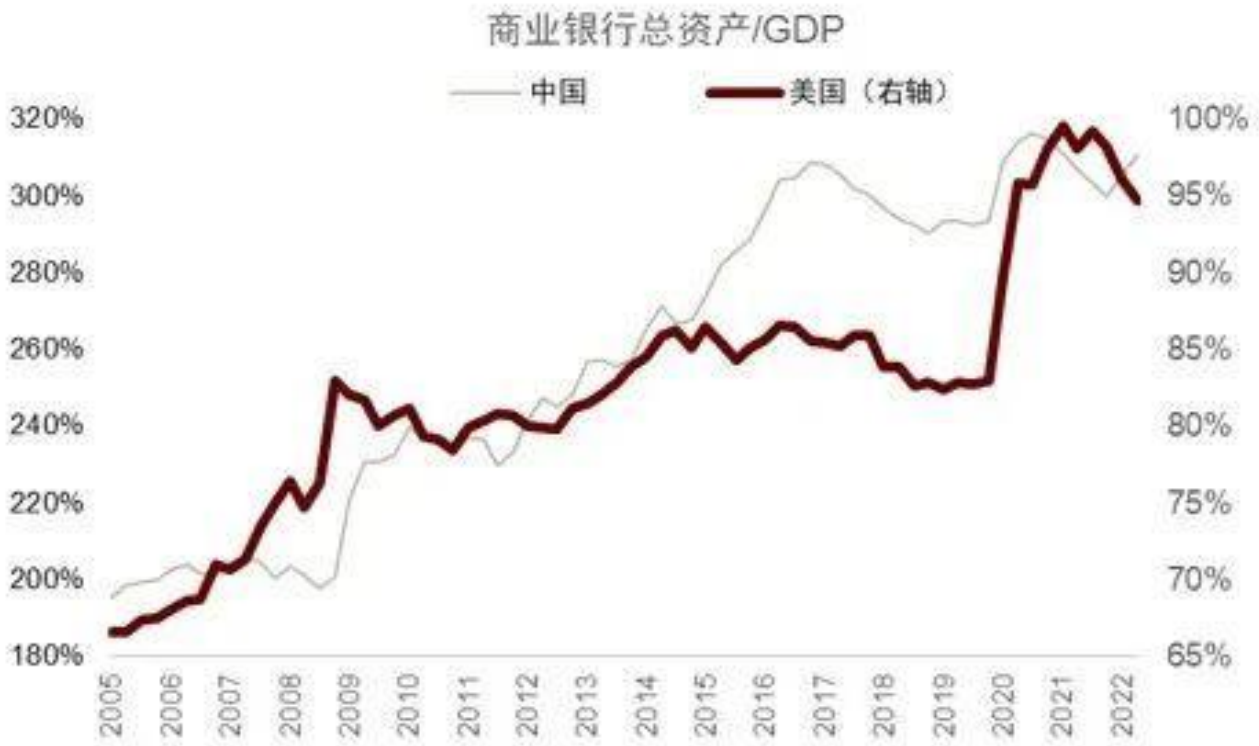
通常而言，金融周期下半场的宏观金融环境呈现出“紧信用、松货币、宽财政”的组合。这里的“紧信用”不是指通过政策主动地紧缩银行信贷，而是指债务风险暴露、房地产价格调整以及疫情冲击造成的风险偏好下降，共同导致市场主体出现较强的自发信用紧缩。为应对这种情况，一个方法是政策逆周期操作以促进信用扩张，例如货币放松、降低利率增加信贷需求，监管措施放松以提升信贷供给，另一个方法是宽财政，通过货币放松支持财政扩张，促进总需求。

（一）信贷并不很弱，需要警惕宽信用悖论

从总量来看，当前的融资环境并不是很紧。近期信贷与社融的月度波

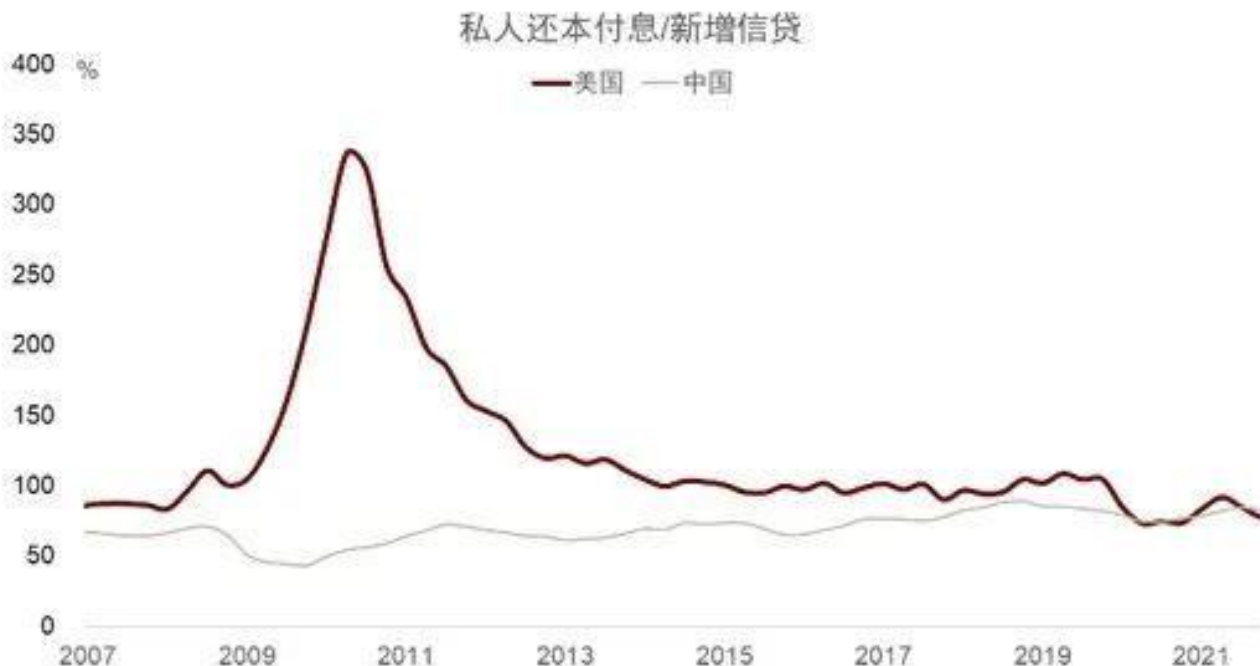
动虽有所加大，但今年以来总量并不很弱，商业银行总资产/GDP 稳定在比较高位的水平，这和 2008 年次贷危机后美国银行总资产/GDP 下行形成鲜明对比。当时，美国私人部门存量债务的还本付息负担与新增贷款之比大幅上升，意味着从实体部门流回银行体系的资金大幅高于银行流向实体的资金，是典型的信贷“塌方”。中国这一指标目前还是比较平稳的，背后是信贷供给在政策性金融等宽信用政策的作用下稳步增长。

图表 2：中国商业银行总资产/GDP 保持在高位...



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3：...还本付息负担相对于新增信贷在较低水平



资料来源：Wind，中金公司研究部

当然，就逆周期调节而言，信用扩张是一个传导渠道。当前信用扩张乏力的主要矛盾在于需求疲弱，降低利率有助于降低融资成本，促进信贷需求。8月15日，央行宣布公开市场操作利率与中期借贷便利（MLF）利率分别下调10bp至2.00%与2.75%，反映了这样一种思路。从美国经验来看，无论是在2008年次贷危机期间，还是在2020年的疫情冲击期间，货币政策利率都降到了零附近，其负面效果包括进一步拉大贫富差距也引起了很多反思。

值得注意的是，对于当下的中国而言，宽信用还面临着一些中长期因素的约束。企业、家庭的高杠杆问题是长达十几年的金融周期上行造成的，下半场的债务风险化解也需要较长时间，短期内难以完成。靠宽信用政策来抵消市场自发紧信用压力，不是说不可能，而是要付出较大的代价，可

能存在宽信用悖论：由于房地产是天然的信贷抵押品，如果不能“成功”刺激起房价高位上涨，宽信用难度很大；如果房价再出现一波上涨，则下一轮的调整压力甚于当下。

（二）宽财政的力度加大

基于以上的分析，政策发力应更多以松货币支持宽财政。中央政府加杠杆，可以为企业、家庭乃至地方政府去杠杆创造一个相对平稳的宏观环境，也只有宽财政才能真正实现逆周期的效果。美国 08 年危机后一段时间出现了“无信用增长”，很大程度上得益于宽财政力度较大。

图表 4： 2022 年“紧信用、宽财政”态势非常明显



资料来源：Wind，中金公司研究部

宽财政也正是今年宏观政策的主要发力点。把预算里赤字、政府性基金、央行利润上缴、过去财政结余（即财政在央行的存款）的使用放在一起，我们估算的今年广义财政扩张力度，较去年有 3 个百分点的提升。作为对比，2021 年财政收支差额下降了 3 个百分点。同时，货币政策与财政政策协同增强，支撑了今年的基础货币投放，形成“松货币、宽财政”的配合。

三、增加财政发力工具，促进经济重启与重构

当前的问题是，既然财政扩张力度明显加大，为什么传导效果似乎不明显？作为传统的财政政策工具，基建投资、减税降费、政策性金融面临拉动效力弱化的挑战，亟需重构财政发力工具箱，以直达最终消费需求。

（一）传统财政发力工具拉动作用下降

作为重要的财政发力工具，无论是减税降费，还是政策性金融，直接作用的主体是企业。在 2020 年疫情爆发初期，这样一些旨在保主体的措施，有效避免了企业在疫情冲击下大规模破产，为 2020 年下半年的复苏打下了坚实的供给侧基础。这样，此前在保主体的政策，具有针对性地打

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_45438

