



张斌：走出经济低迷的政策选择



文/意见领袖专栏作家 张斌



在近日由中国金融四十人论坛（CF40）与中国国际经济交流中心（CCIEE）联合主办的第四届外滩金融峰会上，CF40 资深研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长张斌就当前经济形势与明年政策着力点展开分析。

张斌认为，本轮经济低迷持续时间长、服务业受损严重、并可能伴随比较明显的“伤痕效应”，这些都是在过去历次周期性经济下行中从未出现过的新特征。究其原因，一是疫情引发投资回报预期和投资意愿的下降，同时预防性储蓄上升，使经济面临疫情后中性真实利率大幅下降风险，由此带来的真实利率扭曲制约经济自发平衡；二是房地产及其上下游关联产

业低迷，影响居民和政府部门的信贷扩张，带来购买力和总需求压力；三是逆周期政策较弱，表现为财政支出增速和政策利率下调幅度都较低。

“我相信中国经济明年会出现明显反弹，走出低迷局面。”张斌建议，实现经济反弹需要从以下五个方面进一步发力——

一是制定合理的增长目标，明年的经济工作应朝着 6%以上的增速努力。

二是适应增长动力的变化，从依靠外需转变为依靠内需发力。

三是通过适当的补助和优惠政策帮助居民和小微企业恢复活力。

四是通过恢复融资渠道、推动资产重组以及寻求新增量等方法帮助房地产市场走出低迷。

五是以货币政策优先、财政保底发力的总原则进行更大力度的逆周期调节。货币政策要以政策利率下调为重点，财政政策则需要发挥基建平台公司的杠杆作用，利用好乘数效应，实现立竿见影的调节。

“至于逆周期调节可能带来的通货膨胀问题，我国应该容忍未来可能出现的持续时间相对较短的 5%以内的通胀，全力实现充分就业目标。”张斌补充道。

以下为演讲实录，小标题为编者所加



当前，我国经济运行处于低迷状态，内外部均面临较多挑战。虽然我国经济每隔几年都会出现周期性下行，但此次经济下行与以往的周期性下行有很大区别，具体表现为三个方面：一是经济下行幅度较深，产出缺口持续三年以上；二是受到影响的经济部门不同。一般经济下行影响的多为周期性部门，此次则是服务业、消费领域受影响更为严重，并且小微企业和就业的受损较为严重；三是此次经济下行可能会带来更持续、更明显的“疤痕效应”。

本轮经济下行的三方面原因

一是疫情对供需两端的严重冲击。从供给面看，一个突出的特点是市场的投资回报率预期和投资意愿受到较大影响。投资回报率下降的原因可

能有多个方面,比如劳动供给意愿的下降、研发投资和资本开支的缩减等。投资意愿的下降可能受到管控政策带来的情绪焦虑、投资者个人的风险偏好变化等影响。从需求端看,消费下降的速度远大于金融资产和收入下降的速度,反映了居民部门变得更加谨慎、更加厌恶风险,预防性储蓄上升。

综合来看,一方面预防性储蓄在上升,另一方面资本回报预期和投资意愿在下降,二者的同时发生意味着中性真实利率将出现大幅下降。中性真实利率指的是使储蓄投资达到平衡的利率,是使经济保持在潜在产出水平、实现充分就业所对应的真实利率。

图 1 2013-2022 年中国储蓄存款增速

及城镇居民人均可支配收入增速变化

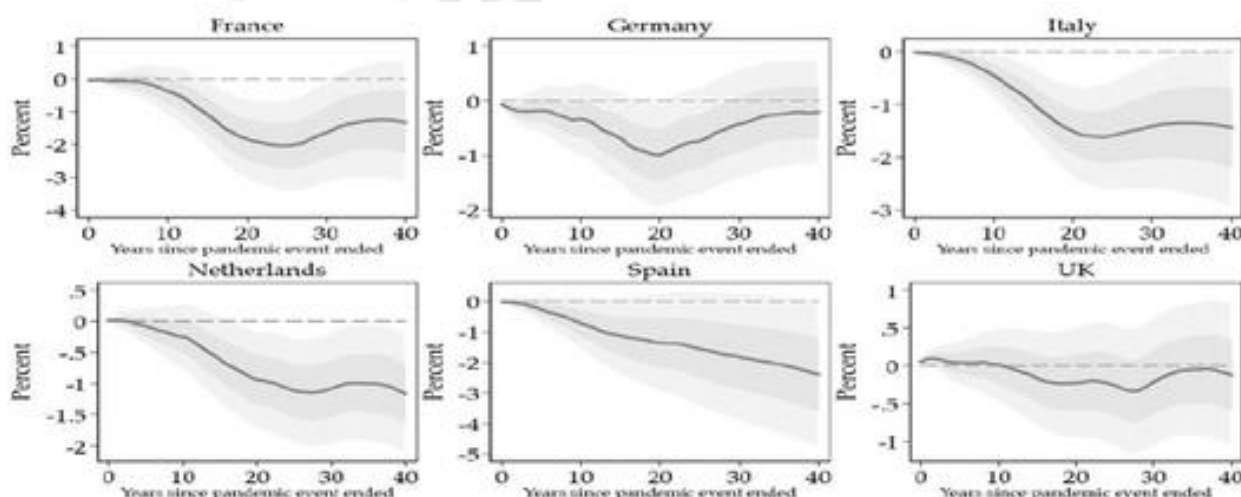


中性真实利率的下降并不是中国独有的现象。过去关于疫情的研究表

明，历次严重疫情发生之后，真实利率都会出现明显的大幅下行。具体来说，每逢严重疫情退去，各国的中性真实利率将平均下降 150 基点左右。如果中性真实利率出现明显的大幅下降，而同时名义利率和价格调整得不够到位，使实际真实利率一直高于中性真实利率，那就意味着经济将持续面临需求不足、非充分就业的局面。

图 2 历史上欧洲主要经济体

经历疫情后的中性真实利率变化



二是房地产及上下游关联企业投资受影响，进而导致全社会信贷和购买力萎缩。过去十年来，房地产是我国信贷增长最重要的发动机。从数据和结构上看，过去十年，我国工业部门信贷需求出现较大幅度下降，居民部门和地方政府平台债务上升。其中，居民信贷的上升主要是因为房贷上升，平台债务则很大程度上与卖地收入相联系，因为平台投资需要杠杆，而撬动杠杆依赖于卖地收入。一旦房地产企业出问题，那么居民住房抵押

贷款和地方平台公司的相关贷款都会受到影响，给信贷需求带来较大压力。信贷需求的压力将直接转化为购买力压力和总需求压力，导致需求不足。

图 3 2010-2020 年政府、居民和企业新增债务比例变化

政府、企业和居民在新增债务中的占比



与典型的发达国家相比，尽管中国没有出现房价泡沫的破灭，但房地产的下行仍然会通过信贷萎缩给实体经济造成压力。典型发达国家的房地产危机模式是房价泡沫破灭使银行资产受损，金融市场无法正常运转，导致信贷大幅下降，实体经济受到负面影响。相比之下，中国则因为房价下行程度较低和房地产行业杠杆率受到控制等原因，金融部门的资产没有出现大问题。然而，即便如此，住房销售大幅下降也会导致信贷下降，给实

体经济造成较大压力。

三是逆周期政策力度相对较弱。过去每一次经济下行之后都能够快速反弹，一个很重要的原因是逆周期政策力度较大。本轮经济下行过程中，尽管下行的时间和深度都很严重，逆周期政策的力度却相对偏弱，财政支出力度和货币政策工具的使用都可以说明这个问题。

财政政策方面，无论是公共财政支出增速，还是政府基金支出增速，在疫情期间都出现了下滑。疫情前的 2013 至 2019 年，公共财政支出和政府基金支出的年均增速分别为 9.6%和 15.7%，远远高于疫情暴发后的 3.1%和 12.7%。两项支出合并之后的平均广义财政支出增速也从疫情之前的 10.8%下降至疫情期间的 5.7%。疫情期间，政府的收入下降，所以尽管增加了债务，但支出增速还是会出现下降，这是可以理解的。如果要通过财政政策来进行逆周期调节，那么这种低于疫情前平均增速的支出力度对经济的拉动作用必然是偏弱的。

图 4 分阶段中国政府公共财政支出

图 4 分阶段中国政府公共财政支出

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_50400

