**稳增长与防风险权衡下的宏观政策**

**——宏观政策评价报告2022**

陈彦斌 刘哲希 陈小亮 [[1]](#footnote-1)

摘要：2021年中国经济持续恢复、稳中有进，但也面临一定下行压力，需要不断完善与创新宏观调控方式，从而保证经济平稳运行。本报告从“政策目标设定的合理性”“政策整体效果”“政策力度”“政策传导效率”“政策空间”“预期管理”“政策协调性”七大维度对2021年中国宏观政策及其效果进行系统评价。总体上看，2021年中国宏观调控的目标设定合理，而且通过跨周期调节与逆周期调节的有机结合，既保证了政策空间的充裕度，又在经济稳定与金融稳定方面取得了较好成绩。不过，宏观调控也存在一定的改善空间。一是货币政策与财政政策的力度应有所加大，从而更好地熨平负向的产出缺口与潜在增速缺口。二是宏观政策的传导效率需进一步提升，从而促使宏观政策“稳健有效”。三是在实施中国特色预期管理的同时，可进一步加强货币政策预期管理。四是宏观政策协调性有待加强，要实现宏观政策“三策合一”，从而更好地应对经济的“三重压力”。这些举措将有助于2022年宏观政策更好地稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。

关键词：宏观政策评价 经济稳定 金融稳定 宏观政策“三策合一”

宏观经济政策（简称宏观政策）对于一国的经济稳定和金融稳定至关重要，尤其是在百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定的背景下，宏观政策的重要性更加突出。在此背景下，对宏观政策进行系统性评价，既有重要的现实意义，也有重要的理论意义。就现实意义而言，宏观政策评价有助于提高宏观调控效率，推动中国经济高质量发展，从而顺利实现第二个百年奋斗目标。就理论意义而言，宏观政策评价有助于将中国特色宏观调控的成功实践经验理论化，助力构建和完善中国经济学理论体系。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》明确提出，要“健全宏观经济政策评估评价制度”，将宏观政策评价的重要性提升到了新的高度。

本报告将在“大宏观”和宏观政策“三策合一”视角下，结合宏观经济理论与中国国情，从“政策目标设定的合理性”“政策整体效果”“政策力度”“政策传导效率”“政策空间”“预期管理”“政策协调性”七大维度对2021年的宏观政策操作及其效果进行系统评价。[[2]](#footnote-2)与以往年度的《宏观政策评价报告》相比，本报告主要有两方面创新。第一，突破既有宏观政策理论的局限性，使用宏观政策“三策合一”新理论框架对宏观政策进行评价。宏观政策“三策合一”新理论将稳定政策、增长政策与结构政策纳入统一框架，突破了以新凯恩斯主义为代表的主流宏观调控理论主要聚焦于稳定政策的局限。从宏观政策“三策合一”的新理论视角，既能更好地发现中国宏观调控有待完善之处，也能进一步创新与完善宏观经济治理，促进中国经济更好地实现高质量发展。第二，结合宏观政策理论与中国现实情况，系统测算了宏观政策力度指数和效率指数等政策指数，从而能够更完整、更系统地反映宏观调控运行情况。往年宏观政策评价报告对于宏观政策力度的评价，主要是基于对M2、社会融资规模、赤字率与财政支出等关键指标的分析。仅依据这些指标对宏观政策进行评价还不够完善与全面。有鉴于此，本报告系统测算了宏观政策的力度指数和效率指数，这既是对已有研究的重要拓展与补充，也是相比往年评价报告的重要创新。

一、政策目标设定的合理性评价

宏观政策的目标不是越多越好，更不能等价于国家治理目标。国家治理目标一般包含经济发展、制度建设、社会稳定与环境治理等多个维度，相比于宏观政策目标更为宽泛。宏观政策的核心目标是实现经济稳定和金融稳定。就经济稳定目标而言，主要是设定经济增速、失业率与价格总水平的目标，并予以实现。就金融稳定目标而言，主要是要保证金融体系的稳定运行，防控金融风险，守住不发生系统性金融风险的底线。本报告基于2021年政府工作报告设定的宏观政策目标，对目标设定的合理性进行评价。

**1.2021年GDP增速目标设定在6%以上，体现了高质量发展阶段不再追求过快增速的理念，目标设定合理。**2020年中国GDP增速在新冠肺炎疫情的冲击下降至2.2%，[[3]](#footnote-3)形成了低基数效应，这会相应地抬高2021年GDP增速。国际货币基金组织 （IMF）等机构在2021年年初时均预测2021年中国GDP增速将达到8%以上。然而，中国并没有将2021年GDP增速目标设定在过高水平，而是设定在6%以上。这是因为，中国经济不仅要实现一定的经济增长速度，更要实现经济增长质量的提升。没有设定过高的GDP增速目标，有利于为改革创新与经济结构转型等工作留下空间。将6%作为GDP增速目标的下限，是基于底线思维的考量。客观上看，受新冠肺炎疫情与全球经济不确定性加剧等因素影响，2021年中国经济增长仍存在不确定性。根据笔者测算，2021年中国经济潜在增速为6%左右（消除疫情带来的基期效应之后，2020年和2021年两年平均增速为5.3%），因此将6%作为2021年GDP增速的底线较为合理。

**2.城镇调查失业率目标值下调0.5个百分点至5.5%左右，体现了高质量发展阶段对“稳就业”目标的重视，具有必要性。**与2020年相比，2021年城镇新增就业目标由900万人以上提高至1100万人以上，城镇调查失业率目标由6%左右下调至5.5%左右。在经济增速目标提高的情况下，就业目标相应提高，体现了宏观政策对“稳就业”的重视。同时，2021年就业目标发生的一个突出变化是只设定了城镇调查失业率的目标值，不再设定城镇登记失业率目标值。城镇登记失业率的目标值自2005年以来一直作为政府工作报告发布的重要目标值之一。不过，囿于统计方式与统计范围等方面的局限性，该指标难以准确反映就业的实际情况。城镇调查失业率可以弥补城镇登记失业率存在的不足，更真实地反映失业情况。2018年的政府工作报告首次增设城镇调查失业率目标值，与城镇登记失业率目标值同时发布。2021年的政府工作报告不再公布城镇登记失业率目标值，只公布城镇调查失业率的目标值，这有助于提高就业目标的准确性与合理性。

**3.CPI涨幅目标值下调至3%左右，较为合理，主要是考虑到食品价格回落的因素。** 2021年政府工作报告将CPI的涨幅目标值设定在3%左右，低于2020年0.5个百分点。从理论上看，CPI涨幅目标应与GDP增速目标和就业目标保持一致。但是，在GDP增速目标和就业目标相比于2020年有所提升的情况下，CPI涨幅目标反而低于2020年，这主要是考虑到食品价格回落的影响。从实际情况来看，2021年食品价格同比下跌1.4%，这也导致CPI同比涨幅仅为0.9%。因此，年初下调CPI涨幅目标值具有一定的合理性。不过，对于宏观政策目标而言，更应该关注的是剔除食品和能源价格的核心CPI。这是因为，食品价格与能源价格容易受到季节性与随机性因素干扰而具有较强的波动性，这不仅容易扰乱公众的通胀预期，还可能会误导宏观政策的制定。相比之下，核心CPI的运行较为稳定，能够更准确地反映经济运行态势。因此，对于食品价格以及能源价格，宏观政策应予以密切关注但不能作为其主要调控目标，而要依靠产业政策与社会政策等其他政策加以调控。宏观政策在价格总水平方面，应明确设定核心CPI的量化目标。

**4.继续高度重视金融稳定，强调要“处理好恢复经济与防范风险的关系”，具有较大的必要性。**金融稳定的核心是防控金融风险，保证金融体系的稳定运行，守住不发生系统性金融风险的底线。近年来，中国对于金融稳定的重视程度不断提高。2021年政府工作报告进一步提出了“处理好恢复经济与防范风险的关系”与“坚决守住不发生系统性风险的底线”的总体要求。具体来看，政府工作报告在金融风险防控方面重点提及以下几个方面。第一，“保持宏观杠杆率稳定”。受新冠肺炎疫情的影响，2020年末，中国宏观杠杆率攀升至270.1%的高位，宏观杠杆率攀升过快不仅会加大偿债压力从而抑制经济增长，而且还容易触发系统性金融风险。因此，“保持宏观杠杆率稳定”是防控金融风险的重要内容。第二，“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。中国作为发展中大国，在国际环境不确定性增加的情况下，需要防范汇率的大幅波动与资本的异常流动。第三，“强化金融控股公司和金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行”，以防不当的金融创新风险对金融体系与宏观经济造成冲击。

二、政策整体效果评价

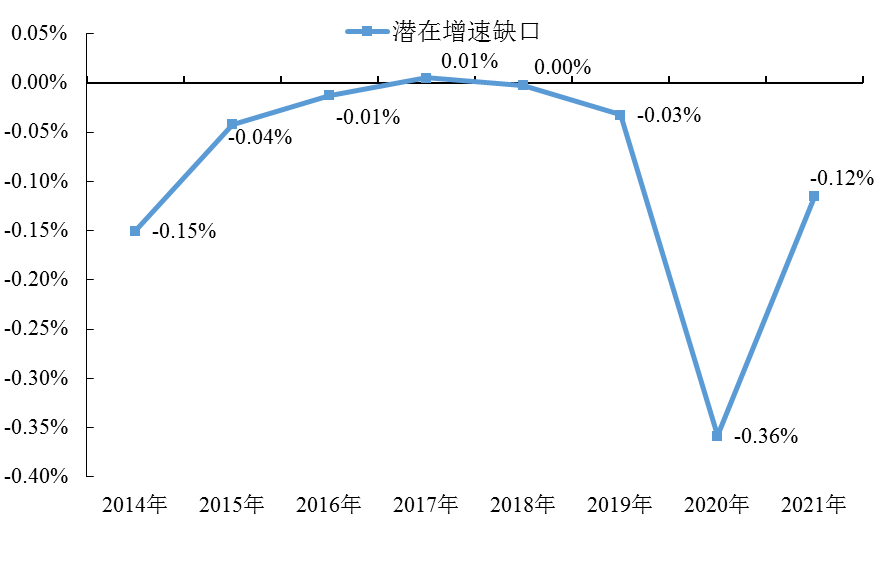
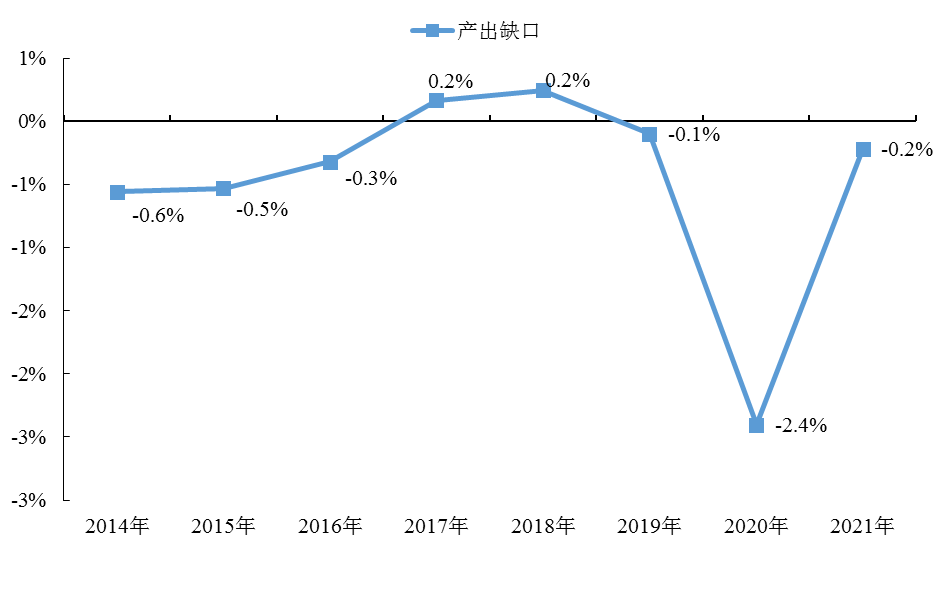
评价宏观政策的整体效果，主要是分析宏观政策追求的核心目标是否实现。宏观经济理论表明，宏观政策的核心目标是实现经济稳定和金融稳定。2021年中国宏观政策同样高度重视经济稳定与金融稳定两大目标，2020年末召开的中央经济工作会议在部署宏观政策任务时明确提出要“处理好恢复经济和防范风险关系”。基于此，本报告将从经济稳定和金融稳定两个方面对2021年宏观政策的整体效果进行系统分析和评价。

（一）经济稳定情况分析

2021年中国经济呈现稳中向好的恢复态势，全年GDP增速达到8.1%，从全球范围来看，这一增速水平继续领先于大多数主要经济体。根据IMF发布的数据，2021年全球经济增速为5.9%。就发达经济体而言，美国为6.0%、欧元区为5.2%、英国为7.2%、日本为1.6%。就发展中经济体而言，印度的经济增速虽然达到了9.0%，但这一增速是在2020年增速仅为-7.3%的情况下实现的，俄罗斯为4.5%，巴西为4.7%。2021年年底召开的中央经济工作会议对于2021年的经济工作也给予了高度评价与充分肯定，指出“我国经济发展和疫情防控保持全球领先地位”，“构建新发展格局迈出新步伐，高质量发展取得新成效”。

要想更为全面准确地评价经济稳定的情况，一个重要的参考指标是产出缺口。如果产出缺口显著为正，表明经济相对过热，反之如果产出缺口显著为负，则表明经济面临下行压力。从跨周期调节的视角来看，宏观政策并非一定要使产出缺口保持为零，但测算产出缺口有助于评估经济稳定情况。在此基础上，陈彦斌和陈伟泽（2021）指出，不仅实际增速会偏离潜在增速进而形成产出缺口，而且潜在增速也会偏离其本身的合理水平进而形成潜在增速缺口。负向的潜在增速缺口也是经济下行压力的突出体现。因此，本报告以产出缺口与潜在增速缺口为主要评价依据，同时结合总需求、价格总水平与微观主体效益等方面的情况，对经济稳定目标的实现状况进行评价。总体而言，2021年宏观政策在经济稳定方面实现了较好地效果，完成了年初制定的各项主要目标。不过，2021年下半年中国经济下行压力有所加大，宏观政策在经济稳定方面的效果仍需提升，这样才能更好地应对“三重压力”。

**1.从产出缺口与潜在增速缺口看，受下半年经济下行压力加大的影响，2021年产出缺口与潜在增速缺口双双为负，反映出中国经济发展面临“三重压力”。**2021年上半年，随着中国经济逐步摆脱新冠肺炎疫情的影响，中国经济稳步恢复。然而，受世界经济恢复势头放缓、国际大宗商品价格高位运行等多重因素的影响，2021年下半年中国经济面临的下行压力有所增大。2021年年底的中央经济工作会议明确强调“在充分肯定成绩的同时，必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。“三重压力”突出表现为中国经济所面临的产出缺口与潜在增速缺口双双为负的局面。在产出缺口方面，2021年上半年随着中国经济的稳步恢复，产出缺口回归至零附近，但前三季度中国经济的产出缺口再次转负（实际增速与潜在增速均采取两年平均值，消除疫情带来的基期效应），由上半年的0%左右转为-0.1%左右，全年的产出缺口进一步扩大为-0.2%（见图1）。在潜在增速缺口方面，[[4]](#footnote-4)由于受到“供给冲击”等因素的影响，2021年中国经济的潜在增速缺口为-0.12%。2021年的潜在增速缺口比疫情冲击下的2020年有所收窄，但依然比疫情之前的2016—2019年有所扩大，同样反映出“经济恢复仍不稳固、不均衡”的情况。



(a)产出缺口 (b)潜在增速缺口

图1 产出缺口和潜在增速缺口的变化情况

资料来源：笔者测算得到。

**2.从总需求看，出口需求增长较快，但消费与投资需求较为疲软，导致“需求收缩”。** 2021年中国经济的三大需求的表现明显不同，其中出口总额累计增速达到21.2%，两年平均增速达到12.3%。出口总额的较快增长既与全球经济恢复等因素有关，也与国际大宗商品价格上涨等价格因素有关。相比之下，消费与投资两大内需较为疲软。在消费方面，社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增速仅为3.9%。全国居民人均消费支出同比实际增长12.6%，两年平均实际增速为4.0%，显著低于人均GDP增速。在投资方面，全国固定资产投资累计同比增长4.9%，两年平均增速为3.9%，同样处于偏低水平。其中，基础设施投资仅同比增长0.4%，两年平均增速为0.6%。房地产开发投资增速的回落势头也较为明显，2021年1—6月房地产开发投资累计额的两年平均增速为8.2%，而全年增速的两年平均增速则已降至5.7%。

**3.从价格总水平看，CPI与PPI呈现结构性分化态势，反映经济同时面临“供给冲击”与“需求收缩”的冲击。**2021年CPI与PPI呈现明显的结构性分化走势。一方面，CPI同比涨幅持续较为低迷，仅为0.9%，核心CPI涨幅仅为0.8%，均处于近年来的较低水平。另一方面，PPI同比涨幅显著扩大，达到8.1%，其中10月份PPI同比涨幅更是达到13.5%，创下了该指标自1993年有统计数据以来的最高点。CPI与核心CPI衡量的是消费领域的物价水平，主要反映下游需求端情况。PPI衡量的是生产领域的物价水平，主要反映上游生产端情况。PPI持续走高而CPI较低的“剪刀差”走势，意味着企业部门既面临上游成本抬升的“供给冲击”，又面临“需求收缩”情况下销售价格难以提升的困境，对经济增长产生了较为显著的抑制作用。

**4.从微观主体效益看，中低收入群体的收入增速恢复偏缓，企业盈利状况分化明显，是“预期转弱”的重要原因。在**居民收入方面，2021年全国居民人均可支配收入同比实际增长8.1%，两年平均实际增长5.1%，与人均GDP增速基本同步。但是，中低收入群体的收入增速恢复偏缓，突出表现为居民人均可支配收入中位数增速偏低。2021年全国居民人均可支配收入中位数同比名义增长8.8%，低于人均可支配收入同比名义增速0.3个百分点。中低收入群体收入增速偏低既是当前消费需求较为疲软的直接原因，也是居民“预期转弱”的主要原因。在企业效益方面，2021年全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长34.3%，两年平均增长18.2%。虽然企业利润总额快速增长，但分化情况明显。一方面，不同行业的利润存在明显分化。受PPI大幅上涨的推动，钢铁、有色等上游行业利润迅猛增长，电力、热力、燃气及水生产和供应业以及汽车等下游制造业的利润较为低迷。另一方面，不同类型企业的利润也存在明显分化。2021年国有控股企业利润总额同比增长56.0%，显著高于民营企业（27.6%）。而且，2021年民营企业亏损数量同比增长了5.4%。在上游成本大幅攀升的情况下，下游行业的企业尤其是一些民营企业盈利状况反而有所恶化，容易导致企业“预期转弱”。

（二）金融稳定情况分析

实现金融稳定的核心目的是使金融体系拥有足够的稳健性，从而能够抵御经济和金融环境变化所带来的不可预期冲击，从而更好地保证经济平稳运行。可以将威胁金融稳定的风险点概括为五类：外汇风险、不当的金融创新风险、资产价格大幅波动风险、金融体系信用风险和流动性风险、高债务风险。本报告将基于上述风险情况对 2021 年中国金融稳定情况进行评估。

**1.2021年部分金融风险得到有效控制，系统性金融风险水平整体改善。**2021年，面对复杂多变的经济形势，中国在金融风险防控方面仍然取得显著成效，系统性金融风险水平整体得到改善，表现为以下几个方面。

**一是宏观杠杆率稳中有降，高债务风险得到一定控制。各类金融**危机的教训表明，高杠杆不仅会显著地抑制经济增长，而且还容易触发系统性金融危机，是必须要防控的金融风险。在2008年全球金融危机之后的十余年中，中国的宏观杠杆率持续攀升，而且是这一时期宏观杠杆率上升最快的主要经济体。2021年，中国宏观杠杆率过快攀升的势头得到有效遏制，国家资产负债表研究中心（CNBS）的数据显示，截至2021年三季度末，中国的宏观杠杆率为264.8%，比2020年同期下降了6.4个百分点。

**二是人民币汇率稳中有升，外汇储备保持稳定，外汇风险总体可控。**2021年以来，美元指数反弹回升，但人民币汇率并未走弱，呈现稳中有升的走势。美元兑人民币中间价从2021年初的6.5左右上升至年末的6.4左右。在美元指数回升的背景下，人民币汇率不降反升主要与中国经济良好表现以及贸易顺差扩大等因素密切相关。2021年中国外汇储备也保持稳定，截至年末外汇储备为3.25万亿美元，比2020年末上升约336亿美元。根据IMF（2015）提出的风险加权法，按照“浮动汇率+资本管制”情形的计算可得出中国最优外汇规模的下限值（可以视为外汇储备的安全线）应在1.9万亿美元左右（见表1）。由此可知，当前中国外汇储备规模显著高于安全线，为抵御外汇风险提供了重要保障。

表1 实际外汇储备规模与最优外汇储备规模比较（单位：万亿美元）

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 年份 | IMF风险加权法测算的最优外汇储备规模 | | | | | | | | 实际外汇储备 | 实际外汇储备与下限距离 |
| 固定汇率 | | 浮动汇率 | | 固定汇率+资本管制 | | 浮动汇率+资本管制 | |
| 下限 | 上限 | 下限 | 上限 | 下限 | 上限 | 下限 | 上限 |
| 2018 | 3.67 | 5.50 | 2.09 | 3.14 | 2.29 | 3.43 | 1.40 | 2.10 | 3.07 | 1.67 |
| 2019 | 3.83 | 5.75 | 2.18 | 3.27 | 2.39 | 3.59 | 1.46 | 2.20 | 3.11 | 1.64 |
| 2020 | 4.29 | 6.44 | 2.43 | 3.65 | 2.68 | 4.02 | 1.65 | 2.48 | 3.22 | 1.57 |
| 2021上半年 | 4.86 | 7.29 | 2.78 | 4.18 | 3.07 | 4.61 | 1.89 | 2.83 | 3.21 | 1.32 |

资料来源：借鉴IMF（2015）提出的风险加权法，计算得出不同情形下的最优外汇储备规模。

**三是不当金融创新风险得到有效监管，影子银行风险持续收敛。**金融创新有助于提高金融资源配置效率，促进经济发展。但是，不当金融创新不仅无助于改善资源配置效率，而且还会加剧系统性金融风险。2017年以来，中国一方面加强了对宏观审慎监管框架的完善，对金融部门的过快扩张进行总量把控，另一方面加强了微观审慎监管，对不当的金融创新行为实施了更为严格的管控治理。2021年，不当的金融创新风险继续改善，影子银行风险进一步收敛。根据国际评级机构穆迪的测算数据，2021年前三季度中国广义影子银行资产减少约1.58万亿元，延续了2017年以来的下降趋势。影子银行资产占名义GDP的比重从2020年底的58.3%下降至51.5%，该值为2013年以来的最低点。

**2.一些潜在的金融风险点仍需高度关注。一是部分地区房价的下跌风险加大。**2021年下半年以来，受部分大型房企流动性风险加剧等因素的影响，居民对于房价预期发生显著改变，房价下跌幅度与范围显著扩大。根据国家统计局发布的70个大中城市商品住宅销售价格数据，6月份仅有14个城市的二手住宅价格同比下降，而12月份已增加至26个城市。根据央行对储户的调查，预期房价上涨的居民占比在2021年一季度与二季度分别达到25.2%与25.5%，而三季度这一比重显著下降至19.9%，四季度进一步降至16.8%。由此可见，本轮房价下跌已经出现了形成价格下跌与下跌预期相互强化的迹象，需要对部分地区的房价下跌风险有所重视与防范。而且，由于长期以来房地产企业普遍采取高杠杆、高负债、高周转的运营模式，其资产负债表较为脆弱，在房价下跌阶段很容易引发资金链断裂等问题。2021年，部分房地产企业已经开始面临流动性风险与债务违约风险。虽然这并未构成系统性金融风险，但是随着房价下跌与下跌预期加剧的循环不断强化，可能会导致更多房地产企业陷入资金困境之中，因此这一风险不容忽视。

**二是虽然宏观杠杆率稳中有降，但结构性问题依然突出，地方政府隐性债务风险依然较为严峻，居民部门债务风险有所上升。**就地方政府隐性债务风险而言，以显性债务与隐性债务余额之和占地方财政收入比重对地方政府债务率进行测算，2021年青海、贵州、湖南、湖北和吉林等11个省份的地方政府债务率在600%以上，财政收入已难以负担每年的债务还本付息额。[[5]](#footnote-5)不少地区更多是靠“借新还旧”来滚动债务缓解偿债压力，但这只是权宜之计且会导致债务规模越滚越大，带来更严重的潜在系统性金融风险。就居民债务风险而言，相比于宏观杠杆率的整体下降，2021年居民部门杠杆率仍在上升，三季度末达到了62.1%。显著高于新兴经济体的平均水平（46.0%），更高于德国（57.8%）等一些发达经济体。不仅如此，中国居民部门背负的实际债务负担更重。其一，由于中国存在居民收入占GDP比重偏低的典型特征，目前“居民债务总额/GDP”测算方式会低估中国居民部门的实际债务压力。其二，杠杆率只是统计了居民部门从金融机构获取的信贷总额。中国家庭的借贷还是以向亲戚朋友借钱的民间借贷为主，存在较大规模的隐性债务。

**三是金融体系的信用风险与流动性风险不容忽视。在**信用风险方面，近年来一些企业的经营状况有所恶化，债务违约情况有所增加。2021年商业银行的不良贷款率虽然有所下降，但主要与商业银行加大了不良贷款的核销力度有关，同时普惠小微企业贷款延期还本付息政策也在一定程度上降低了不良贷款率，潜在的信用风险依然不容忽视。在流动性风险方面，2021年金融部门的流动性总体保持在合理水平，货币市场利率较为稳定。不过，与大型金融机构相比，中小金融机构在流动性风险上面临较大挑战。截至2021年三季度末，城市商业银行与农村商业银行的资本充足率分别为12.96%与12.46%，显著低于大型商业银行的16.84%；城市商业银行与农村商业银行的拨备覆盖率分别为197.18%和131.72%，也显著低于大型商业银行的232.57%。其中，农村商业银行的拨备覆盖率没有达到监管要求的150%的基本标准。《中国金融稳定报告2021》明确指出，个别中小银行风险较为突出，由此可能带来的金融体系流动性风险不容忽视。

三、政策力度评价

政策力度大小是决定政策调控效果的关键因素之一。如果政策力度不足，将难以实现调控目标。反之，如果政策力度过大，则可能带来一定的负面影响，而且还会过度损耗政策空间。2021年，面对疫情的持续影响以及国内外的复杂经济形势，中国人民银行和财政部采取了多项举措予以应对，本部分将系统评估货币政策和财政政策力度的大小。

（一）货币政策力度评价

中国的货币政策正处于转型过程中，既包括数量型货币政策的调控，也包括价格型货币政策的调控，因此在评价货币政策时，既要评价数量型货币政策的力度，也要评价价格型货币政策的力度。

**1.就数量型货币政策而言，2021年M2增速与社会融资规模余额增速均明显放缓至疫情之前的水平，数量型货币政策力度有所不足。**2021年以来，M2增速快速下降，从1月份的10.1%降至2月份9.4%和3月份的8.1%，此后基本处于8.3%左右的水平，与疫情之前2018—2019年的水平相当，直到12月末才恢复到9%的水平。社会融资规模余额增速的降幅更加明显，已经从2021年初的13%以左右降到8—12月份的10.0%—10.3%，这也是2017年以来的最低水平。但是，2021年以来尤其是三季度以来的负向产出缺口和潜在增速缺口明显扩大。面临有所加剧的经济下行压力，M2增速和社会融资规模余额增速并没有相应提升，本报告据此认为数量型货币政策力度有所不足。

**2.就价格型货币政策而言，虽然货币市场利率维持在相对低位，但是信贷市场实际利率高企，并且已经超过疫情之前的水平，价格型货币政策力度也有所偏小。**2021年以来，以DR007为代表的货币市场利率走势较为平稳，基本上在2.2%上下徘徊，处于近年来的相对低位。与之对应，信贷市场名义利率也处于相对低位，2021年前三季度金融机构一般贷款加权名义利率一直处于5.2%—5.3%的水平，比疫情之前2016—2019年间的平均水平低0.6个百分点左右。但是，由于2021年CPI涨幅明显下降，导致实际利率显著升高，[[6]](#footnote-6)2021年前三季度金融机构一般贷款加权实际利率的平均值为4.63%，比疫情之前2016—2019年间的平均值高出近1个百分点。考虑到2021年经济下行压力超过疫情之前2016—2019年间的平均状况，本报告认为价格型货币政策的力度有所不足。

**3.综合来看，2021年的货币政策力度指数低于疫情之前2019年的水平，但是负向产出缺口却有所扩大，由此进一步表明货币政策的整体力度有待加强。**为了更加系统全面地评估货币政策的力度大小，本报告使用货币政策力度指数进行衡量。本报告计算货币政策力度指数的指标体系主要包括政策工具性指标和逆周期指标。政策工具性指标直观反映各类政策工具的力度，包括M2同比增速和社会融资规模存量同比增速等数量型指标，以及DR007和金融机构一般贷款加权实际利率等价格型指标，共计4个指标。逆周期指标旨在体现货币政策逆周期调节的本质，包括M2同比增速、社会融资规模存量同比增速、DR007等指标相对应的逆周期调节指标，共计4个指标。将上述8个指标分别采用Z-Score方法进行标准化处理并赋予不同权重，然后加权平均即可得到货币政策力度指数。测算结果表明，疫情之前的2019年，中国经济产出缺口为-0.1%，货币政策力度指数为45.2。相比之下，2021年中国经济的产出缺口扩大至-0.2%，但是货币政策力度指数却只有45.0。由此表明，2021年货币政策的整体力度相对偏小，需要适当加大货币政策力度才能更好地实现逆周期调节的目的。2022年以来，央行明显加大了货币政策力度，1月17日将1年期MLF中标利率和7天逆回购利率降低10个基点，这是2020年4月之后时隔近两年时间央行再度启动降息操作，由此也可以间接反映出货币政策力度有待加强的状况。

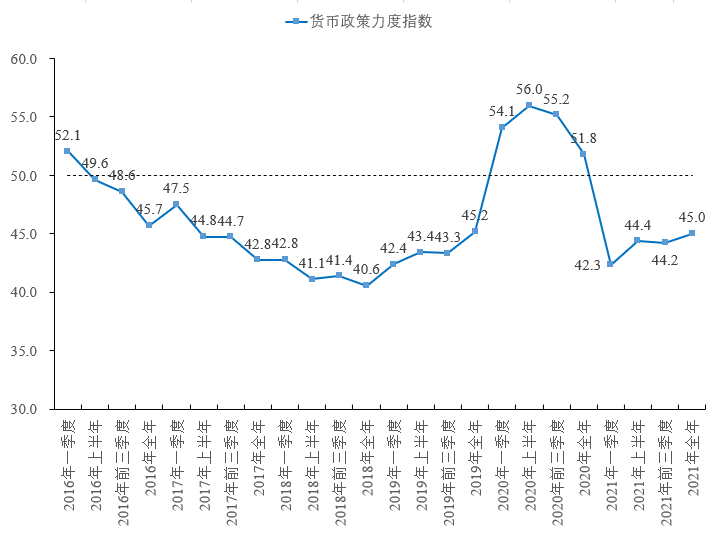


图2 货币政策力度指数

注：50分代表的是2000—2020年间货币政策力度指数的平均值，货币政策力度指数的数值越大表示政策力度越大。

之所以货币政策力度偏小，是因为受到稳杠杆、稳物价等因素的共同约束。其一，2020年疫情期间，中国的宏观杠杆率大幅攀升了25个百分点左右，这是过去20多年间仅次于2009年的第二高年度涨幅，进入2021年之后“保持宏观杠杆率基本稳定”成为货币政策的重要目标之一。其二，受国际大宗商品价格上涨等因素的影响，PPI涨幅持续走高，为了防止市场形成通胀预期，从而“保持物价水平总体稳定”，货币政策力度也因此而受到了一定掣肘。

（二）财政政策力度评价

财政政策包括财政支出工具和财政收入工具。当经济面临下行压力时，需要实施积极财政政策加以应对，既包括增加财政支出，也包括减少财政收入。两方面政策的共同作用将使得赤字率随之升高。因此，要想判断财政政策的力度大小，需要结合赤字率、财政支出和财政收入状况加以分析。

**1.就赤字率而言，2021年降至近年来的相对低位。**2021年政府工作报告指出，“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，“考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，今年赤字率拟按3.2%左右安排”。虽然相比2020年赤字率有所下调，但是仍然是历史第二高的赤字率。而且，由于政府工作报告制定目标赤字率时没有将“调入资金”和“结转结余资金”考虑在内，此外也没有将政府性基金预算考虑在内，因此往往会低估财政政策的力度。将“调入资金”“结转结余资金”考虑在内后，可以得出政府工作报告设定的一般公共预算赤字率（口径1）达到了4.5%。进一步将政府性基金预算考虑在内后，可以发现广义口径下的赤字率达到了7.6%（口径2），处于历史高位，仅次于2020年应对疫情期间的水平。然而，从实际情况来看，2021年一般公共预算赤字率（口径1）只有3.8%，这是2018年以来的最低水平，与本报告重新计算得到的目标赤字率（4.5%）相比存在明显差距。同时，一般公共预算与政府性基金预算加总之后的赤字率（口径2）为5.2%，与本报告重新计算得到的目标赤字率（7.6%）相比同样明显偏低，而且也低于2019年的5.6%和2020年的8.6%。

**2.就财政支出而言，2021年支出进度和支出增速偏慢，支出力度相对不足。**2021年，一般公共预算与政府性基金预算之和的支出进度仅为94.4%，不仅低于2020年疫情期间的97.2%，而且大幅低于疫情之前2016—2019年间的进度（均值为103.6%）。根据财政部《关于2020年中央和地方预算执行情况与2021年中央和地方预算草案的报告》所制定的目标，2021年一般公共预算支出与政府性基金支出之和要比2020年增长4.9%，但是从实际情况来看，2021年一般公共预算支出与政府性基金支出之和相比2020年下降了1.0%。进一步计算可知，2021年一般公共预算支出与政府性基金支出之和占GDP的比重为31.5%，与2020年相比下降了4.4个百分点，而该口径下的赤字率下降了3.4个百分点，可见2021年赤字率的下降可归咎于财政支出的相对不足。

**3.就财政收入而言，虽然呈现出恢复性增长，但是宏观税负仍然处于近年来的低位。**伴随着经济逐渐摆脱疫情影响，财政收入呈现恢复性增长，2021年一般公共预算收入增速达到了3.1%（两年平均值），一般公共预算收入与政府性基金收入之和的增速达到了4.6%（两年平均值），与2020年相比明显反弹。但是，2021年一般公共预算口径下的宏观税负（口径1）为17.7%，不仅低于2020年疫情时期的18.0%，而且显著低于疫情之前2016—2019年间的均值20.3%。类似地，2021年一般公共预算与政府性基金预算口径下的宏观税负（口径2）为26.3%，不仅低于2020年的27.3%，而且显著低于2016—2019年间的均值27.9%。由此可知，财政收入的恢复性增长并不是2021年赤字率下降的原因。

**4.综合来看，2021年财政政策力度指数相对偏低，由此进一步表明2021年财政政策的整体力度相对偏小。**为了便于综合评估财政政策的整体力度，本报告使用货币政策力度指数进行衡量。计算财政政策力度指数的指标体系同样包括政策工具性指标和逆周期指标。将一般公共预算（窄口径）以及一般公共预算与政府性基金预算（宽口径）两个口径下[[7]](#footnote-7)的财政支出累计同比增速、财政支出执行进度、财政收入累计同比增速、宏观税负、赤字率等10个政策工具性指标，以及两个口径下财政支出对经济增长的逆周期调节指标和财政收入对经济增长的逆周期调节指标等4个逆周期指标，分别采用Z-Score方法进行标准化处理并赋予不同权重，然后加权平均即可得到财政政策力度指数。图3的测算结果显示，2021年财政政策力度指数为50.6，这不仅低于疫情之下2020年的水平（57.9），而且与2016—2019年间相比也明显偏低。由此表明，2021年财政政策力度相对偏小，财政政策需要更加积极有效，加大跨周期调节力度并更好地进行逆周期调节。

之所以财政政策力度有所偏少，尤其是财政支出进度有所偏慢，这在一定程度上是因为疫情反复出现，导致部分项目的开展受阻。此外，还是为了避免政府部门债务过快上涨，尤其是部分地方政府债务上涨较快的问题，从而“保持宏观杠杆率基本稳定”。

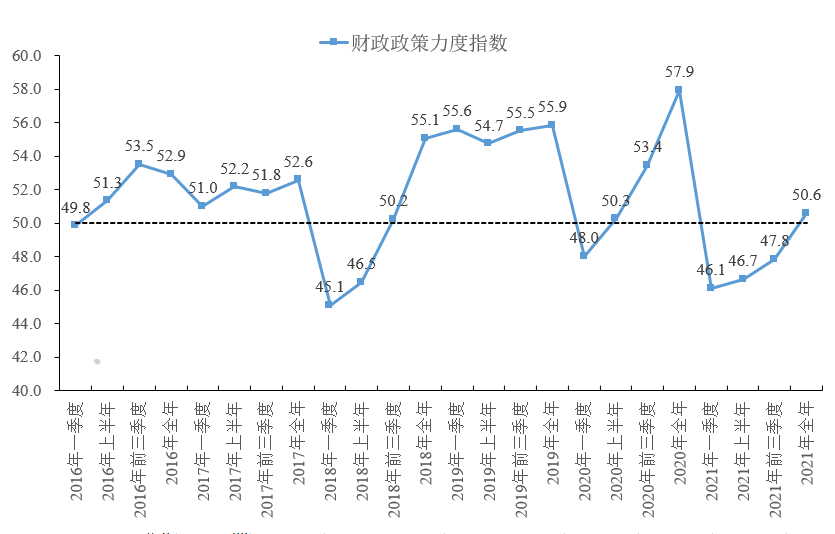
****

图3 财政政策力度指数

注：50分代表的是2000—2020年间财政政策力度指数的平均值，财政政策力度指数的数值越大表示政策力度越大。

四、政策传导效率评价

宏观政策的最终调控效果受到政策传导效率的影响。如果传导效率不高，则需要额外加大政策力度，才可能实现既定的调控目标，这既是对政策空间的过度损耗，也是经济效率的损失。有鉴于此，需要对宏观政策的传导效率进行评价。

（一）货币政策传导效率评价

可以通过评估货币政策传导机制当中三个主要环节的通畅程度（图4），进而评估货币政策的传导效率。一是央行的货币政策操作对金融机构流动性的调控能力，央行可以直接调控该环节的传导。二是金融机构对企业和居民家庭发放信贷的通畅程度，央行可以通过调控资金可获得性以及资金成本间接调控该环节的传导。三是企业和居民所筹集资金是否真正用于生产性投资和消费活动，该环节的影响因素较为复杂，央行难以进行调控。本报告通过分析这三个环节的传导效率，进而评估货币政策的传导效率。不难发现，对第一环节的评价同时涵盖了数量型和价格型货币政策，央行可以综合使用降准等数量型货币政策和降息等价格型货币政策工具对第一环节的传导效率加以调节。对第二环节和第三环节的评价则主要涉及数量型货币政策，在分析过程中可以重点考虑央行释放的资金是否顺畅地流向了实体部门并最终用于生产性投资和居民消费活动。

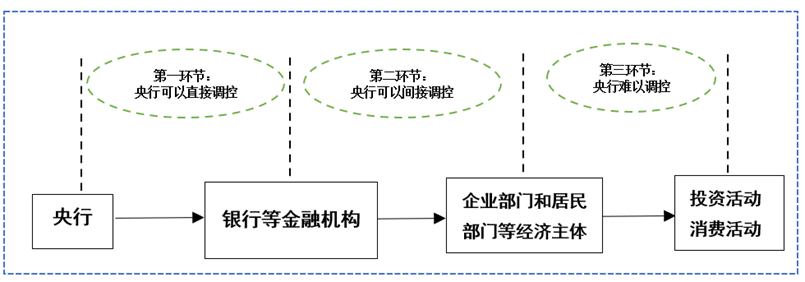


图4 货币政策传导机制示意图

**1.在数量型和价格型货币政策的共同作用下，货币市场利率保持在低位，因此****货币政策在第一环节的传导效率相对较高。**2021年以来，央行综合运用降准、再贷款、中期借贷便利（MLF）、公开市场操作等多种货币政策工具“保持银行体系流动性总量合理充裕”，并且使得货币市场利率保持在相对低位。以DR007为代表的货币市场利率走势较为平稳，基本上在2.2%的低位浮动，由此表明央行对金融系统流动性的调控效果较好，可见货币政策在第一环节的传导效率相对较高。

**2.流向房地产等虚拟经济领域的新增信贷显著减少，流向工业等实体经济领域的新增信贷显著增加，因此货币政策在第二环节的传导效率明显提升。**信贷资金“脱实向虚”问题在2012年以来饱受诟病，不过2020年以来这一问题逐渐得到缓解。由于中央“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度”，流向房地产领域的信贷资金占比显著降低，流向实体经济领域的信贷资金占比显著升高。就新增贷款而言，2021年前三季度流向房地产的新增贷款占比已经降至18.1%，比2016—2019年间的均值下降了20个百分点之多，流向工业和服务业的新增贷款占比则已经升至40%，比2016—2019年间的均值上升了近20个百分点。[[8]](#footnote-8)

**3.企业投资和居民消费仍较为疲软，因此货币政策在第三环节的传导效率有待提升。**在经历了2020年疫情冲击下的低迷之后，2021年的企业投资和居民消费状况虽然有所改善，但依然较为疲软。2021年前三季度工业中长期贷款余额增速达到了20.1%（两年平均值），服务业中长期贷款余额增速也达到了13.7%（两年平均值），均处于2016年以来的相对高位，但是工业和服务业投资增速仍明显低于2016—2019年间的平均水平。与之类似，2021年前三季度住户消费性贷款余额增速仍然处于12.5%以上的相对较高水平，但是居民消费增速却不及2019年的一半。这意味着，货币政策对企业投资和居民消费的带动效果有待进一步提升。

之所以货币政策在第三环节的传导效率相对偏低，并非完全由货币政策本身的问题所致，因为货币政策已经将资金从金融系统借贷到企业和居民手中，但是企业和居民没有充分地开展投资活动和消费活动。一个直观证据是，在企业投资和居民消费低迷的同时，企业部门存款增速和居民部门存款增速持续居于高位。2021年三季度末，非金融企业和住户的存款余额增速分别为8.6%和12.2%（两年平均值），而2017—2019年间的均值为5.4%和10.7%。可见，企业投资和居民消费低迷的主要原因并非是缺少资金，而是因为一些结构性因素的存在导致企业和居民不愿意进行投资和消费活动。一是实体经济投资回报率偏低导致企业不愿投资。由于民间投资在教育、医疗、金融等行业面临进入门槛，大量资金集聚在产能本就过剩的第二产业，导致投资回报率处于低位，降低了企业投资意愿。二是教育、医疗和社会保障体系不够完善导致居民预防性储蓄动机较强，不敢贸然消费。疫情冲击加大了居民收入的不确定性，导致居民预防性储蓄动机进一步加强。三是收入分配结构失衡，中低收入阶层收入水平偏低，这是导致居民消费长期低迷的重要原因之一。

（二）财政政策传导效率评价

理论上，可以主要根据财政政策对投资和消费的带动效果来判断财政政策的传导效率。对中国而言，由于收入分配结构失衡和社保保障体系不够完善等结构性问题的存在，财政政策对居民消费的作用效果有限。一方面，收入分配结构有所失衡，中低收入群体的收入占比和收入增速相对偏低，但是中低收入群体是消费的主力群体，由此使得居民消费整体而言有所不足，表现为中国的居民部门消费率长期相对偏低。另一方面，教育、医疗、养老等领域的社会保障体系有待进一步完善，居民的预防性储蓄动机仍然较强，从而进一步限制了居民部门的消费能力。相比之下，财政政策对民间投资和基建投资的作用效果更值得关注。本报告将重点分析，面临疫情和国内外复杂形势所带来的经济下行压力，积极财政政策是否有效带动了民间投资和基建投资的恢复。

**1.财政政策对民间投资的带动效果有所改进，民间投资占比有所反弹。**2021年以来，中央和地方出台了鼓励民间投资的一揽子政策：政府工作报告明确提出要“完善支持社会资本参与政策，进一步拆除妨碍民间投资的各种藩篱，在更多领域让社会资本进得来、能发展、有作为”；[[9]](#footnote-9)4月15日的国务院政策例行吹风会专门强调，要“用好向民间资本推介项目长效机制，完善支持社会资本参与政策。推动规范的政府和社会资本合作（PPP）项目尽快落地实施”，从而“进一步调动民间投资积极性”；不少地方政府也相继出台鼓励民间投资的举措。[[10]](#footnote-10)一揽子政策的出台扩大了民间投资的范围、降低了民间投资在融资等方面面临的障碍，促进了民间投资信心的恢复，从而改进了财政政策对民间投资的带动效果，突出表现为民间投资占全社会固定资产投资比重的回升。截至2021年末，民间投资占比为56.5%，比2020年末高出了0.8个百分点。不过，民间投资增速仍然处于相对低位，这主要与疫情冲击下的不确定性、第三产业（尤其是金融、教育、医疗等行业）进入门槛仍然存在、实体经济投资回报率偏低等诸多因素有关。下一步，应该多措并举消除民间投资面临的障碍，才能更好地提高财政政策对民间投资的带动效果。

**2.财政政策对基建投资的带动作用持续减弱。**基建投资是中国固定资产投资的重要组成部分，在全社会资本存量中，基金资本存量占比高达25%左右，而在美国等发达经济体该指标仅为10%左右。很长时间以来，中央和各级地方政府都将基建投资作为稳增长的重要力量。2013—2017年间基建投资累计同比增速的平均值为19.7%，比全社会固定资产投资增速高出7.6个百分点。但是，2018年之后，在财政政策力度明显加大的情况下，基建投资不仅不再拉动反而越来越“拖累”全社会固定资产投资的增长。2018—2020年间，全年赤字率分别升至4.6%、5.6%和8.6%，但是基建投资累计同比增速却只有3.8%、3.8%和0.9%，平均而言比全社会固定资产投资增速低1.9个百分点。2021年，基建投资累计同比增速更是只有0.4%，比2020年疫情期间还要低0.5个百分点。可见，财政政策对基建投资的带动作用正在不断减弱，这主要源于地方政府为了防范政府债务风险而难以再持续提供基建投资配套资金。

（三）宏观政策整体效率评价

本报告专门构建了宏观政策效率指数，用来综合反映货币政策与财政政策的整体调控效率，这是因为现实中货币政策与财政政策的传导相互影响，难以准确剥离货币政策与财政政策各自的调控效率。宏观政策效率指数由GDP/M2增量、GDP/信贷增量、GDP/政府债务增量与GDP/财政支出增量四个子指标构成。考虑到货币政策与财政政策的时滞效应，当期GDP受到当前与过去一段时间内宏观政策的共同作用，M2、信贷、政府债务与财政支出不能采取当期增量。综合考虑多方面因素后，本报告采取季节调整后的当期及滞后5期累计增量进行测算。子指标的数值越大，表明一单位的货币数量扩张或财政支出规模扩大能够带动的总产出越多，宏观政策的调控效率也就越高。对4个子指标分别采用Z-Score方法进行标准化处理并赋予不同权重，然后加权平均即可得到宏观政策效率指数。

由图5可以看到，自2020年一季度宏观政策效率在疫情冲击下触及42.4的低点以来，已经连续七个季度呈现回升态势。2021年以来，宏观政策效率指数回升势头更加明显，到2021年四季度末已经恢复至49.7，由此表明宏观政策的整体效率不断改善。不过，与2018—2019年相比，2021年的宏观政策效率指数仍然偏低。2018—2019年间，宏观政策效率指数平均达到了51.2，除了2019年四季度为48.9之外，其余七个季度全都超过了50。可见，宏观政策传导效率有待进一步提升。

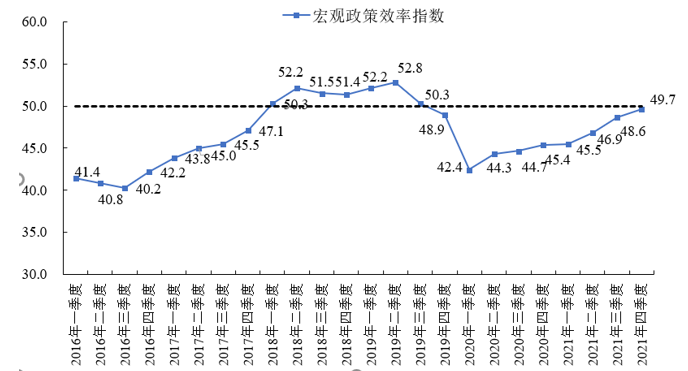
****

图5 宏观政策效率指数

注： 50分代表的是2000—2020年间宏观政策效率指数的平均值，宏观政策效率指数的数值越大表示政策效率越高。

**综上可知，2021年中国宏观政策调控效率在持续改善，但仍需进一步提升。**从宏观政策“三策合一”新理论框架来看，之所以宏观政策传导效率仍然有所偏低，并不完全是货币政策与财政政策本身的问题所导致的，而是由经济结构失衡等问题所导致的。长期存在的供给结构失衡、收入分配结构失衡、社会保障体系不完善等结构性因素使得企业投资（尤其是民间投资）和居民消费面临不小的障碍。疫情冲击下的风险和不确定性的增加，进一步削弱了企业投资和居民消费的动机。基于宏观政策“三策合一”的新调控思路，要想改善宏观政策的整体效率，只关注货币政策和财政政策本身是不够的，还需要结构政策与增长政策的积极配合。就结构政策而言，需要进一步深化供给侧结构性改革和需求侧管理，不断优化经济结构，消除企业投资和居民消费面临的结构性与制度性障碍，从而不断改进货币政策和财政政策对企业投资（尤其是民间投资）和居民消费的带动作用。就增长政策而言，需要多措并举为经济增长注入内生动力，提高实体经济的投资回报率，这样才能切实提高货币政策和财政政策对企业投资的促进效果。

需要特别强调的是，下一步财政政策的工作重点并非是增强对基建投资的带动作用，而是要强化财政政策对民间投资和居民消费的带动作用。经过数十年的建设，中国的基础设施日趋完善，中西部一些地区的基础设施甚至处于过度投资的状态（Shi & Huang，2014；胡李鹏等，2016）。再加上地方政府债务风险不断攀升而难以为基建筹集资金，不应该寄希望于重走依靠基建投资稳增长的老路。下一步，要想提高积极财政政策的传导效率，需要重点做好两方面工作。第一，消除民间投资在教育、医疗、金融等行业面临的进入门槛以及减轻非税负担等举措，进一步改善民间投资的营商环境，从而改善财政政策对民间投资的带动效果。第二，进一步弥补教育、住房、养老等领域的短板，减轻居民的预防性储蓄动机，从而提高财政政策对居民消费的带动效果。

五、政策空间评价

政策空间与政策力度之间存在密切关联，要想保持一定的政策力度并且保持政策的可持续性，必须要有足够的政策空间。近年来，中央高度重视宏观政策的可持续性，在政府工作报告、中央经济工作会议、中央政治局会议中多次强调要“保持宏观政策连续性稳定性可持续性”。要想保持宏观政策的可持续性，需要具有一定的政策空间作为前提。如果政策空间不足，那也就很难保持宏观政策的可持续性，进而很容易发生急转弯。美国在应对1929—1933年大萧条时期以及日本在应对20世纪90年代泡沫经济泡沫时期的政策操作中，都出现过政策空间不足导致的政策操作不可持续的情况。因此，很有必要对政策空间进行评估，从而做好前瞻性应对，这样才能更好地实现宏观政策的可持续性。

（一）货币政策空间评价

与货币政策力度评价部分保持一致，本部分同时评估数量型货币政策和价格型货币政策的政策力度。对于数量型货币政策，央行主要依靠调整存款准备金率予以实现，因此本报告通过存款准备金率的高低判断数量型货币政策空间的大小。对于价格型货币政策，结合近年来央行降息操作的主要工具，央行主要依靠调整7天OMO逆回购利率和1年期MLF中标利率水平予以实现，因此本报告主要通过这两类政策利率的高低判断价格型货币政策空间的大小。

**1.2021年央行先后两次全面降准，中小金融机构的降准空间较小，不过大型金融机构仍然存在一定的降准空间。**为了支持实体经济发展，促进融资成本稳中有降，央行分别于2021年7月15日和12月15日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。两次全面降准后，中国金融机构加权平均存款准备金率降为8.4%，比2020年底下降1个百分点，比2018年初的14.9%更是下降了接近一半。可见，2018年以来央行的降准空间正在不断缩小。不过，目前金融机构执行的是“三档两优”的存款准备金制度框架，大型金融机构和中小型金融机构的存款准备金率存在较大差异。截至2021年底，大型金融机构的存款准备金率仍然处于11.5%的水平，在国际范围内处于相对较高水平。未来央行仍然可以主要通过降低大型金融机构的存款准备金率来应对经济下行压力。相比之下，部分县域金融机构的存款准备金率已经降至5%的历史低位，未来降准空间已经较小。从2021年央行的操作也可以看到，两轮降准均没有将已执行5%存款准备金率的金融机构考虑在内，预计未来针对这些小型金融机构降准的空间也已经较小。

**2.2021年中国的各项政策利率保持不变，持续高于美日欧等发达经济体，央行的降息空间仍然较为充裕。**2021年，央行始终没有调整主要的政策利率，7天OMO逆回购利率维持在2.2%的水平，1年MLF中标利率维持在2.95%的水平。进入2022年之后，央行再次启动降息操作，于1月17日将7天OMO逆回购利率和1年MLF中标利率分别下调了10个基点。考虑到美国、日本、欧盟等发达经济体的政策利率持续处于零利率附近，中国的政策利率与之相比仍然明显偏高。虽然美联储可能于2022年开启加息周期，但是在疫情反复等复杂政治经济环境下，美国货币政策的收紧力度将会相对温和，因此中国人民银行降息的可操作空间较大。

**（二）财政政策空间评价**

国内外研究普遍使用政府部门债务率作为财政政策空间的主要测度指标（Romer & Romer，2018，2019）。这是因为，在应对经济下行压力时，不管是增加财政支出还是减税降费，都会转变为政府债务的扩张。如果政府债务负担过重，财政政策空间随之收窄，积极财政政策将难以持续。本报告同样使用政府部门债务率作为财政政策空间的测度指标。

**1.2021年中国政府部门债务率稳中有降，财政政策空间略有增加。**根据国家资产负债表研究中心（CNBS）的数据，截至2021年三季度末，中国政府部门债务率总和为45.5%，比2020年末下降了0.1个百分点（表3）。国际清算银行（BIS）的统计口径比CNBS更宽，不过BIS数据同样显示，2021年以来中国政府部门债务率略有下降，2021年二季度末比2020年末下降了0.6个百分点。需要注意的是，地方政府部门的债务率仍在不断增长，从而会对财政政策空间形成掣肘。CNBS数据显示，2021年前三季度地方政府债务率提高了0.5个百分点。IMF的统计口径包含了更多的地方政府隐性债务，据其测算，2021年中国地方政府部门债务率增长了4.1个百分点。

未来，随着老龄化的不断推进以及社会保障体系的不断完善，中国的政府部门债务率将会呈现上升趋势。据IMF预测，未来五年中国政府部门债务率将会提高20个百分点左右，从而使得财政政策空间逐步收窄。因此，中国需要为未来预留一定的宝贵财政政策空间。不过，中国的政府部门债务主要是地方政府债务，中央政府债务占比明显偏低，此外中国政府债务中的外债占比明显偏低。因此，中国政府部门的债务风险更加可控，希腊、西班牙、葡萄牙等爆发过政府债务危机的国家普遍是因为政府债务中的外债占比偏高。未来中国可以适当增加中央政府发债规模，这样有助于使得财政政策在进行逆周期调节时保持较为充足的力度并维持政策的可持续性。

表3 中国政府部门债务率走势（不同口径对比，%）

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 年份 | | 窄口径：CNBS | | | 中口径：BIS | 年份 | 宽口径：IMF | | |
| 中央  政府 | 地方  政府 | 政府部门  合计 | 政府部门  合计 | 中央  政府 | 地方  政府 | 政府部门  合计 |
| 2017 | | 16.1 | 19.8 | 35.9 | 51.6 | 2017 | 16.3 | 56.5 | 72.8 |
| 2018 | | 16.2 | 20.0 | 36.2 | 53.7 | 2018 | 16.3 | 60.1 | 76.4 |
| 2019 | | 16.9 | 21.6 | 38.5 | 57.4 | 2019 | 16.9 | 63.6 | 80.5 |
| 2020 | | 20.3 | 25.3 | 45.6 | 67.3 | 2020 | 19.7 | 72.0 | 91.7 |
| 2021 | Q1 | 19.6 | 24.7 | 44.3 | 66.5 | 2021 | 20.3 | 76.1 | 96.4 |
| Q2 | 19.4 | 25.2 | 44.6 | 66.7 | 2023 | 21.7 | 83.9 | 105.6 |
| Q3 | 19.7 | 25.8 | 45.5 |  | 2025 | 23.1 | 89.6 | 112.7 |
| Q4 |  |  |  |  | 2026 | 23.8 | 92.1 | 115.9 |

注：在IMF数据中，2021—2026年间的数据是预测值，数据来源于IMF（2018，2020）。

六、预期管理评价

预期管理可通过加强与公众的信息沟通来引导公众预期，从而提高宏观政策的调控效率。在西方宏观政策理论和实践中，预期管理局限于货币政策，主要是通过提高货币政策的透明度或加强前瞻性指引来引导公众预期，从而改善货币政策的调控效果。中国特色预期管理则广泛地应用于整个宏观经济治理体系之中，包括货币政策的短期预期管理（与西方国家的预期管理近似）、通过年末召开的中央经济工作会议与年初政府工作报告实施的年度预期管理、以及通过定期制定经济发展的五年规划与发布经济发展的远景目标所实施的长期预期管理。根据宏观政策“三策合一”新理论框架，将短期预期管理、年度预期管理与长期预期管理相结合，能够更好地提高宏观政策的整体调控效率。

**1.就货币政策的短期预期管理而言，2021年货币政策预期管理继续改善，但在前瞻性指引方面仍有提升空间。**货币政策预期管理包含提高政策透明度和前瞻性指引两个方面。政策透明度主要包括目标信息透明度、经济信息透明度、决策信息透明度和操作信息透明度。前瞻性指引主要是对未来货币政策取向的明确指引。

2021年中国货币政策的透明度进一步提升，主要是在经济信息透明度和操作信息透明度方面有所改善。经济信息主要包括央行用于政策分析的宏观经济模型、反映货币政策力度和效果的基本经济数据，以及央行对通货膨胀和GDP等经济变量的定量预测等。2021年央行继续对经济形势与重要问题的分析，表明了货币政策制定的主要考量，提升了经济信息透明度，帮助公众形成对经济运行的理性预期。比如，针对通胀形势，2021年二季度的货币政策执行报告在专栏1《正确认识货币与通胀的关系》中进行了分析与判断，从而帮助公众对于通胀形势以及未来的货币政策走势有一个正确的认识。操作信息透明度主要指央行货币政策操作工具的定义和说明是否清晰，以及对货币政策操作是否进行解释说明。2021年，央行加强构建常态化货币政策沟通机制，形成了多元化的货币政策沟通方式，如每月月中固定时间开展中期借贷便利操作并提前发布有关操作安排，稳定市场预期。通过答记者问与新闻发布会等多样化形式及时阐明货币政策立场，释放货币政策信号。这些举措均较为有效地提高了操作信息的透明度。

相比之下，货币政策的前瞻性指引有待改进。虽然央行形成了常态化的货币政策操作与沟通机制，但是在降准等一些非常态化的重要操作之前，对公众的前瞻性指引有所不足。以12月15日的降准操作为例，四季度初公众对降准操作本已形成较为一致的预期，但是央行相关官员在10月15日的新闻发布会上并未有所回应，从而弱化了公众对降准的一致预期。而从李克强总理在12月3日释放“适时降准”信号到12月6日央行正式公布降准，中间又仅仅相隔两天，难以对公众预期进行较好地引导。因此，未来央行可以增强对货币政策操作的前瞻性指引，使得公众更好地形成一致预期，提高货币政策调控效率。

**2.就年度预期管理而言，2020年底召开的中央经济工作会议与2021年初发布的政府工作报告较好地发挥了预期引导作用。**每年年底召开的中央经济工作会议与年初的政府工作报告通过前瞻性地设定全年经济运行目标以及宏观政策的预期定位，在稳定公众预期方面发挥了重要作用。从现实情况来看，2021年的GDP增速为8.1%，完成了年初预设的“6%以上”目标；CPI涨幅为0.9%，同样在预设的3%涨幅目标之内；城镇调查失业率全年的平均值为5.1%，较快地完成了年初预设的“城镇调查失业率5.5%左右”的目标。预设目标的圆满实现既源于年度预期管理对公众预期的引导，也有助于进一步强化对公众的预期管理。

**3.就长期预期管理而言，2021年初发布的“十四五”规划纲要对未来五年和十五年的经济增长预期进行了较好地前瞻性指引。**2021年3月份发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，不仅对“十四五”时期中国经济发展的重要目标设定了具体目标值，如“国内生产总值年均增长保持在合理区间、各年度视情提出，全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”“城镇调查失业率控制在5.5%以内，居民人均可支配收入增长与国内生产总值增长基本同步”，而且还提出了到2035年的远景目标，包含“经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶”“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”等具体要求。根据笔者测算，到2035年“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”就意味着到2035年中国人均实际GDP水平应该要比2020年翻一番，由此能够更好地引导公众对中国经济发展的长期预期。

总体而言，国外预期管理的应用主要局限于货币政策，而中国的预期管理具有典型的中国特色，范畴更为宽泛。中国特色预期管理通过将短期、中期、长期三个维度的预期管理有机结合，更加彰显了中国特色预期管理的优越性，更好地锚定了公众预期，是中国宏观经济治理的重要创新举措。

七、宏观政策协调性评价

2008年全球金融危机以来，面临复杂多变的经济局面，加强宏观政策协调成为国内外学者与政策制定者的共识。中国对于宏观政策协调的重视程度也在不断提高。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》明确提出，要构建“以财政政策和货币政策为主要手段，就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策紧密配合，目标优化、分工合理、高效协同的宏观经济治理体系”。有鉴于此，本部分主要就2021年中国宏观政策的协调性进行评价。

**1.2021年中国应实施“积极的财政政策+稳健偏宽松的货币政策+偏紧的宏观审慎政策”的政策组合，从而更好地实现“稳增长”与“防风险”的双重要求。**2021年中国既面临一定的经济下行压力与经济发展的新挑战，又面临守住不发生系统性金融风险底线的硬性要求，宏观政策需要“处理好恢复经济与防范风险的关系”。在这一局面下，应实施“积极的财政政策+稳健偏宽松的货币政策+偏紧的宏观审慎政策”的政策组合。一方面，“积极的财政政策+稳健偏宽松的货币政策”能够更好地实现经济稳定目标，推动经济增速尽快向长期合理的潜在增速靠拢。尤其是在当前中国货币政策和财政政策空间都受到一定掣肘的情况下，货币政策与财政政策更应该加强协调，均增加一定力度以形成合力，在避免各自政策空间被大幅压缩的前提下稳定经济增长。另一方面，偏紧的宏观审慎政策与“积极的财政政策+稳健偏宽松的货币政策”相互协调，能够更好地实现金融稳定目标，抑制金融风险的加剧。比如，偏紧的宏观审慎政策与稳健偏宽松的货币政策相协调，可以防止在货币政策增加力度时，较多资金“脱实向虚”催生资产泡沫的情况，从而更好地维护金融稳定与防范风险。

在实践中，2021年各类政策之间协调得较好，但仍有进一步提升空间。主要是货币政策与财政政策力度应进一步提升，从而更好地在稳定经济方面形成合力。就货币政策而言，2021年以来货币政策力度指数显著下降，不仅显著低于2020年的水平，而且也低于疫情之前2016—2019年间的平均水平。就财政政策而言，2021年的财政政策力度指数为50.6，同样显著低于2016—2019年间的同期均值51.8。货币政策与财政政策力度偏小，在稳定经济方面形成的合力不足，导致2021年尤其是下半年以来经济下行压力有所增加，全年的产出缺口为-0.2%。而且需要注意的是，经济下行压力的增加也会通过影响微观主体偿债能力与加大资产价格波动等渠道来影响金融体系的稳定性，进而加剧系统性金融风险。

**2.中国需要加强稳定政策、增长政策与结构政策三者的协调，实现宏观政策“三策合一”，从而更好地应对经济发展面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。**无论是从当前主流宏观政策理论还是从各国的宏观政策实践来看，宏观政策往往局限于短期内对总需求进行逆周期调节的稳定政策，但实际上，宏观政策还包括促进经济长期增长的增长政策与调节经济结构的结构政策。以新凯恩斯主义为代表的主流宏观政策理论在短期与长期二分法研究范式的禁锢之下，忽视了增长政策与结构政策在保持经济稳定运行方面的重要作用。宏观政策局限于稳定政策的弊端也在2008年全球金融危机之后突显，危机之后主要经济体普遍面临短期经济下行压力加大、长期潜在增速下滑与虚拟经济过度膨胀等结构性问题加剧的复杂局面，仅依靠稳定政策难以应对。宏观政策“三策合一”新理论框架将稳定政策、增长政策与结构政策这三大类宏观政策有机结合起来，从而能够更好地促进一国或地区经济的平稳发展。

当前中国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，更加需要宏观政策“三策合一”。具体而言，货币政策和财政政策等稳定政策的核心任务是扩大总需求，通过货币政策与财政政策的有效协调，应对需求收缩的压力。结构政策的核心任务是应对供给冲击所带来的结构性压力，畅通国民经济循环。增长政策的核心任务是提升长期经济增长动力，增强公众信心，以应对预期转弱的压力。秉持宏观政策“三策合一”新调控思路，促使稳定政策、结构政策与增长政策加强协调、形成合力，才能更好地应对中国经济发展所面临的“三重压力”。

2021年的中央经济工作会议针对中国经济面临的“三重压力”，提出了宏观政策、微观政策、结构政策、科技政策、改革开放政策、区域政策与社会政策的“七大政策”组合。与以往通常采用的“宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架”表述相比，会议将结构政策、科技政策、改革开放政策、区域政策纳入了宏观经济治理框架之中。从宏观经济理论范畴来看，会议提及的宏观政策属于狭义的宏观政策，即稳定政策；新提及的结构政策与理论层面的结构政策是一致的；微观政策、科技政策、改革开放政策和区域政策等均属于理论层面的增长政策。由此可见，中央经济工作会议提出的“七大政策”组合与宏观政策“三策合一”具有内在逻辑一致性。在“七大政策”组合的基础上，进一步加强宏观政策“三策合一”，有助于中国经济更好地应对“三重压力”，使中国经济保持平稳较快增长。

八、2022年宏观政策的总体思路

2021年，在多项宏观政策的共同努力之下，中国经济增速继续在全球范围内保持领先，“构建新发展格局迈出新步伐，高质量发展取得新成效”。而且，2021年宏观政策操作在多个方面显著改善，包括优化了就业目标、提高了金融体系对实体经济的资金支持力度、改进了财政资金对民间投资的带动效果、提升了货币政策操作的经济信息透明度与操作信息透明度等。同时，也有一些有待完善之处。一是需要增补一些重要的宏观政策目标。二是货币政策和财政政策的力度有待强化。三是一些结构性问题的存在导致货币政策和财政政策的传导效率有待提高。四是货币政策预期管理有待进一步强化。五是对增长政策和结构政策的重视程度有待提高，不同政策之间的协调配合有待强化。

展望2022年，中国经济发展面对“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，需要创新与完善宏观调控，以进一步改善宏观调控的整体效果。第一，增设核心CPI目标值和潜在增速缺口等重要指标，进一步提高宏观政策目标设定的合理性。第二，适当加大货币政策和财政政策的力度，以熨平产出缺口与潜在增速缺口。就货币政策而言，可以考虑适时进一步降低大型金融机构的存款准备金率。此外，由于绝大多数主要经济体的政策利率维持在低位，因此还可以考虑进一步采取降息操作，以降低融资成本。就财政政策而言，需要加快财政政策的执行进度，落实好2021年底中央经济工作会议提出的“加快支出进度”要求。考虑到地方政府债务负担尤其是隐性债务已经较高，需要“坚决遏制新增地方政府隐性债务”。相比之下，中央政府债务仍然处于较低水平，可以通过适当增加中央政府债务来为财政政策筹集资金。第三，进一步推进供给侧结构性改革和需求侧管理，不断优化经济结构，疏通货币政策与财政政策的传导机制，从而提高政策调控效率。第四，在充分发挥中国特色年度预期管理和长期预期管理的同时，进一步加强货币政策短期预期管理，特别是加强货币政策的前瞻性指引。第五，从宏观政策“三策合一”视角加强稳定政策、增长政策和结构政策之间的协调配合，有机地统筹中央经济工作会议提出的“七大政策”组合。宏观政策要着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。

**参考文献：**

陈彦斌 陈伟泽，2021：《潜在增速缺口与宏观政策目标重构——兼以中国实践评西方主流宏观理论的缺陷》，《经济研究》第3期。

胡李鹏 樊纲 徐建国，2016：《中国基础设施存量的再测算》，《经济研究》第8期。

林晨 陈小亮 陈伟泽 陈彦斌，2020：《人工智能、经济增长与居民消费改善：资本结构优化的视角》，《中国工业经济》第3期。

Bernanke, B. S.(2015), *The Courage to Act: A Memoir of A Crisis and Its Aftermath*, New York: W. W. Norton & Company.

Blanchard, O., G.Dell’Ariccia & P.Mauro(2010), “Rethinking macroeconomic policy”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(S1):199-215.

Blinder, A.S.(1998), *Central Banking in Theory And Practice*, MIT Press.

IMF(2015), “Assessing reserve adequacy-specific proposals”, IMF Policy Paper, https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Assessing-Reserve-Adequacy-Specific-Proposals-PP4947.

IMF(2018), “2018 article IV consultation—press release; staff report; staff statement and statement by the executive director for the People’s Republic of China”, IMF Country Report No.18/240.

IMF(2020), “People’s Republic of China staff report for the 2020 article IV consultation key issues”, IMF Country Report, December 2, 2020.

Lucas, R. E.(1972), “Expectations and the neutrality of money”, *Journal of Economic Theory* 4(2):103-124.

Mishkin, F. S.(2016), *The Economics of Money, Bank and Financial Markets*. New York: Pearson Education.

Romer, C.D. & D.H.Romer(2018), “Why some times are different: Macroeconomic policy and the aftermath of financial crises”, *Economica* 85(337):1-40.

Romer, C.D. & D.H.Romer(2019), “Fiscal space and the aftermath of financial crises: How it matters and why”, NBER Working Paper, No.25768.

Shi, H. & S. Q. Huang (2014), “How much infrastructure is too much? A new approach and evidence from China”, *World Development* 56(C):272-286.

Woodford, M.(2005), “Central bank communication and policy effectiveness”, NBER Working Paper, No.11898.

**Macro Policy Under the Balance Between Stable Growth and Risk Prevention—Macro Policy Evaluation Report 2022**

**CHEN Yanbin1 LIU Zhexi2 CHEN Xiaoliang3**

(1. Renmin University of China, Beijing, China; 2. University of International Business and Economics, Beijing, China; 3.Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)

**Abstract:** In the post- epidemic period, China’s economy has continued to recover and make steady progress, but it also faces some downward pressure. It is necessary to constantly improve and innovate macro policy to ensure the steady growth of China’s economy. This report systematically evaluates macro policy operations and their effects in 2021 from seven dimensions: “the rationality of policy target setting”, “overall policy effect”, “policy intensity”, “policy transmission efficiency”, “policy space”, “expectation management” and “policy coordination”. China's macro policy target for 2021 is reasonable. Through the combination of cross-cyclical adjustment and counter-cyclical adjustment, macro policy has not only guaranteed sufficient policy space, but also achieved good results in economic and financial stability. However, there is still room for improvement. First, monetary and fiscal policies should be strengthened to eliminate the negative output gap and potential growth gap. Second, the transmission efficiency of macro policies still needs to be further improved. Third, while the expectation management with Chinese characteristics plays an important role, the expectation management of monetary policy can be further strengthened. Fourth, macroeconomic policy coordination needs to be strengthened. We need to integrate the macro policies into one to better cope with the “triple pressures” on the China’s economy. These improvements will help macro policies in 2022 better stabilize the China’s economy and keep economic growth within a reasonable range.

**Keywords:** Macro Policy Evaluation; Economic Stability; Financial Stability; The Synthesization of Macro Policy

1. \* 陈彦斌，中国人民大学经济学院，邮政编码：100872，电子邮箱：cyb@ruc.edu.cn；刘哲希（通讯作者），对外经济贸易大学国际经济贸易学院，邮政编码：100029，电子邮箱：liuzhexi@uibe.edu.cn；陈小亮，中国社会科学院经济研究所，邮政编码：100836，电子邮箱：chenxiaoliang@126.com。本文为中国宏观经济论坛“宏观政策评价课题组”的研究成果，课题组组长为陈彦斌，课题组主要成员包括陈小亮、刘哲希、陈伟泽、郭豫媚、王兆瑞、谭涵予、姚一旻、韩少华、刘玲君等。基金项目：国家自然科学基金专项项目“中国特色宏观调控理论研究：规律总结、理论构建与实践应用”（72141306）。 [↑](#footnote-ref-1)
2. 《宏观政策评价报告》所构建的七大维度评价体系涵盖了对宏观政策的事前评价、事中评价与事后评价的完整链条，是一个较为完善的评价体系。具体而言，“政策目标设定合理性的评价”是对宏观政策目标制定合理性的事前评价，“政策整体效果”是对宏观政策最终效果的事后评价，而“政策力度”“政策传导效率”“政策空间”“预期管理”“政策协调性”则是对宏观政策实践过程中影响最终政策效果的重要因素进行评价，亦即事中评价。 [↑](#footnote-ref-2)
3. 如无特别说明，本报告所使用的数据全部来自国家统计局、财政部和中国人民银行官方网站。 [↑](#footnote-ref-3)
4. 潜在增速缺口等于潜在增速与潜在增速合理水平的差值，采用基于经济波动频域识别的BP滤波法测算得到，具体请参见陈彦斌和陈伟泽（2021）的方法。 [↑](#footnote-ref-4)
5. 相关数据引自Wind数据库。 [↑](#footnote-ref-5)
6. 影响企业投资和居民消费的是信贷市场实际利率而非名义利率（Mishkin，2016），因此应该基于信贷市场实际利率的走势及高低判断价格型货币政策力度的大小。 [↑](#footnote-ref-6)
7. 根据《新预算法》，完整的预算体系包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算“四本账”，不过社会保险基金专项用于社会保险，国有资本经营预算规模非常小，因此本报告重点分析一般公共预算和政府性基金预算“两本账”的财政政策力度。 [↑](#footnote-ref-7)
8. 需要注意的是，流向房地产的资金减少，有可能会导致部分地区房价的下跌风险加大和部分房地产企业债务违约风险加剧，本文第二部分在分析金融风险时已经予以强调。下一步，应该有针对性地提前防范部分城市房价下跌以及由此可能带来的金融风险，更好地处理经济稳定与金融稳定之间的关系。 [↑](#footnote-ref-8)
9. 2021年政府工作报告还专门提出，要“建立常态化财政资金直达机制并扩大范围，将2.8万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年，为市县基层惠企利民提供更加及时有力的财力支持”。这同样有助于提高财政政策对民间投资的带动效果。 [↑](#footnote-ref-9)
10. 2020年12月27日，青岛市发布《关于进一步促进民间投资若干措施的通知》，并于2021年2月7日专门举办“‘抓项目落地、促企业扎根’2021年青岛市促进民间投资政策宣讲活动”；2021年3月20日，广西省印发《广西进一步促进民间投资发展若干政策措施》；2021年11月25日，贵州省印发《关于发布贵州省2021年重大民间投资项目和重点PPP项目工程包的通知》，向社会资本推介重大民间投资项目134个，项目总投资863.3亿元，拟引入民间资本规模为583.76亿元，民间资本占比达到了67.6%。 [↑](#footnote-ref-10)