

首席研究员：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

联系人：马家进

✉ majiajin@evergrande.com

什么是好的宏观调控？ ——来自中美日的经验教训

宏观研究

专题报告

2019/3/6

导读：

2018年下半年以来经济加快下行，中央强调“逆周期调节”。未来宏观政策既要防止对冲不及时、力度不够，也要防止力度过大、重走老路。政府应如何处理好短期的逆周期需求管理与长期结构性改革的关系？

摘要：

宏观调控通常是指政府的逆周期需求管理，政府通过抑制或刺激总需求以防止经济过热或过冷，旨在熨平短期经济周期性波动，减少社会福利损失。宏观调控着眼于短期稳定，熨平短期经济波动，通过货币财政政策等使实际产出趋近潜在产出；结构性改革着眼于长期增长，拉抬长期增长中枢，通过各项制度变革提高潜在产出能力。宏观调控的政策目标包括经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡、金融稳定等。宏观调控的政策手段包括货币政策、财政政策、宏观审慎政策、行政干预（房地产、汇市）等。

宏观调控实践中存在政策时滞、政策冲击、政策目标冲突和政策传导不畅等问题，导致最终效果偏离初始目标。1) 政策时滞包括认识时滞、决策时滞和生效时滞，政策出台不及时导致风险累积，政策出台实施时形势发生相反变化导致危机加重，2008年宏观政策从“防经济过热防通胀”不得不快速转向“防过快下滑”。2) 政策冲击，政策力度过大或失误如2015年证监会严格清理场外配资和2016年初“熔断机制”，引发“股灾”；监管竞赛导致政策叠加；缺乏与市场沟通引发预期混乱，例如央行实施结构性降准以回收MLF，调节流动性结构，中性的政策操作可能被市场解读为货币宽松，引发资产价格异动和汇率贬值。3) 政策目标冲突增加了宏观调控的难度，例如美国滞胀时期调控通胀与失业率发生冲突；固定汇率制度下，内部均衡与外部均衡可能无法通过需求管理同时实现的“米德冲突”。4) 政策传导不畅将严重影响政策效果。典型如宽货币到宽信用传导依赖商业银行风险偏好。

中国的宏观调控为过去四十年经济高速增长保驾护航，但也暴露出“放乱收死”循环等诸多问题。“放乱收死”循环加剧了微观主体的道德风险，加大经济波动，提高政策调控难度。历次房地产调控导致市场形成“房价永远涨”的坚定信仰，迫使调控升级而误伤刚需。政策制定方面，多重政策目标与外部干预严重制约职能部门有效开展工作；不同部门之间职权不清导致多头监管或监管真空；监管竞争容易引发政策效应叠加；政策制定缺乏科学性和专业性；过于依赖行政手段，经济手段运用不足；政策透明度不够，缺乏有效的市场沟通。政策执行方面，运动式、一刀切、选择性执法，政策执行层层加码、走样变形，从一种形式主义到另一种形式主义；中国存在诸多体制性结构性问题，影响政策执行效果。

改革开放以来，中国先后经历了八轮宏观调控。其中，1998年为应对金融危机，中央从总量性的需求管理和供给侧结构性改革两方面解决问题：

1) 实施积极的财政政策：增发长期建设国债，扩大财政赤字，1998-2003年共增发8000亿元长期建设国债；调节税率、减轻税负、鼓励投资，提

高出口退税率、降低关税税率、清理整顿收费。2) 实施稳健的货币政策：连续下调存贷款基准利率，下调再贷款、再贴现利率和存款准备金率，取消对四大国有商业银行贷款的限额控制等。3) 启动消费需求：设立五一和十一黄金周、高校扩招、住房商品化改革等。4) 国企改革：国企三年脱困，抓大放小，调整国有经济布局，搞活民营经济和小微企业。5) 银行不良资产剥离：对国有商业银行进行资产重组，补充资本金，成立四大资产管理公司剥离坏账。6) 对外开放：2001 年加入 WTO，深度融入全球化。1998 年宏观调控与深入改革同步并举，经济稳步复苏、走出通缩泥潭，还为此后十年中国经济的高速增长减少制度阻碍。**面对 2008 年全球金融危机，中央政府快速制定并实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。**央行 5 次下调存贷款基准利率，4 次下调法定存款准备金率，明确取消对金融机构信贷规划的硬约束；推出“四万亿投资”刺激计划，经济摆脱衰退和通缩，但却加剧了体制性结构性矛盾。2010 年通胀高企，GDP 增速自此一路下滑，并且出现产能过剩、僵尸企业、杠杆高企等问题。

美联储为 2008 年后美国经济的快速与持续复苏做出突出贡献。第一，果断承担央行的最后贷款人职责，为金融市场注入充足流动性，防止危机继续蔓延；第二，对经济衰退和通缩压力及时反应，快速将政策利率降至 0-0.25%，避免实际利率上升诱发债务-通缩循环；第三，在名义利率零下限的约束下，突破传统框架束缚，实施前瞻指引和量化宽松等非常规货币政策。充分有力的货币政策加快了美国经济的再通胀进程，居民部门和非金融企业部门的资产负债表修复，支撑经济持续稳定增长。

日本政府对 1990 年代初泡沫破灭后的反应速度太慢、救助力度太弱，没有及时阻断资产价格、银行信贷、物价水平等的螺旋式下降进程，也未进行系统改革，导致危机迅速蔓延并不断深化。危机发生后，日本政府没能果断地对陷入困境的金融机构进行救助，致使信贷快速收缩，流动性枯竭，M2 同比增速从 1990 年的 11.5% 快速下降到 1992 年 9 月的 -0.5%。

从中美日应对经济衰退的宏观调控实践中，可以得到如下重要启示：第一，不应将宏观调控与结构性改革对立，宏观调控必须配以结构性改革，否则结构性矛盾固化将引发新的危机。宏观调控能够为结构性改革营造稳定的经济环境；结构性改革能减少市场和行政扭曲，为宏观调控创造更有利的条件。第二，宏观调控应松紧适度，过快过急导致经济大起大落，调控不及时导致危机深化。第三，宏观调控应更多采取经济而非行政手段。尊重市场规律和微观主体的意愿，避免一刀切、运动式执法。房地产调控中短期化的行政手段过多，尽管见效较快，但房地产也由此成为管制化的市场。第四，坚持法治化和市场化的调控方向，营造公平的竞争环境。法治化避免政府调控的缺位和越位。第五，提高宏观调控决策、目标的透明度，强化与市场的沟通，稳定预期至关重要。市场沟通与预期引导是宏观调控的重要环节，给市场主体留足充分的时间和空间调整资产负债结构和产业布局。美联储在金融危机之后借助前瞻指引稳定市场信心，保障经济持续复苏；货币政策回归正常化时就 QE 退出和加息进程提前沟通，避免对经济造成过大冲击。第六，金融创新与金融监管不可偏废和因噎废食，强化宏观审慎管理。第七，加强政策间的协调，避免政策的同向共振叠加。完善部际协调机制，完善对各部门的考核机制。第八，货币政策更多是总量政策，要重视发挥财政税收的结构性调控作用。

宏观调控要把握好力度和节奏，在经济下行初期力度大一些，防止衰退蔓延，在政策见效后力度小一些，避免矫枉过正。日本在 1990 年代初泡沫破灭后政策力度不够，导致经济衰退持续深化；中国在应对 2008 年金融危机时，初期的强力刺激政策有效托底经济，但是后期未能及时退出，导致通胀高企和产能过剩等严重问题。相较之下，美国在 2007 年次贷危

机后的果断举措支撑了经济快速复苏，宽松政策在经济企稳后有序退出，保证了经济健康发展。回顾本轮宏观调控，2018年下半年刺激力度应更大一些，防止经济增速过快下滑，2019年政策效果显现后则应适当审慎，以免重蹈覆辙。宏观政策既要防止对冲不及时、力度不够，也要防止力度过大、重走老路。

预计2019年中经济触底，资本市场否极泰来。当前及下阶段宏观政策应：

1) 财政政策要更加积极，提高赤字率，支持大规模减税和基建补短板；
2) 货币金融政策要结构性宽松，降准降息，将资金导向实体经济，解决小微企业和民企融资难融资贵问题。3) 政策执行上要减少“一刀切”和“运动式”，体现结构性。供给侧结构性改革重心应加大降成本和补短板力度，从中长期看未来应以六大改革为突破口，提振企业和居民信心。

目录

1	宏观调控是什么？	6
1.1	宏观调控的目标与手段	6
1.2	宏观调控与结构性改革	6
2	宏观调控有哪些难点？	7
2.1	政策时滞	7
2.2	政策冲击	8
2.3	政策目标冲突	8
2.4	政策传导不畅	9
3	中国的宏观调控存在哪些问题？	10
3.1	经济表现：放乱收死，大起大落	10
3.2	政策制定和执行中的突出问题	11
3.2.1	政策制定存在诸多限制与不足	11
3.2.2	政策执行方面存在不少缺陷与阻碍	12
3.3	短期内可以改进的地方	12
4	宏观调控在应对经济衰退方面有哪些经验教训？	13
4.1	中国 1998 年和 2008 年两次危机后的宏观调控	13
4.1.1	应对 1998 年危机的宏观调控	13
4.1.2	应对 2008 年危机的宏观调控	15
4.2	美国 2007 年次贷危机后的宏观调控	17
4.3	日本 1990 年代初泡沫破灭后的宏观调控	19
4.4	各国宏观调控实践的启示	21
5	当前经济形势下中国宏观调控应如何进行？	22
5.1	货币政策：宽货币宽信用，金融监管结构性放松	22
5.2	财政政策：上调赤字率，减税降费，基建补短板	23
5.3	结构性改革：“做减法”转向“做加法”	23

图表目录

图表 1: 美国实际 GDP 围绕潜在 GDP 周期性波动	7
图表 2: 2007-2008 年中国宏观调控显著滞后	8
图表 3: 2015-2016 年政策冲击引发两轮“股灾”	8
图表 4: 1970 年代的滞胀使美联储陷入政策两难	9
图表 5: 美联储通过 QE 投放的基础货币以超额准备金形式堆积	10
图表 6: 中国经济大起大落	10
图表 7: 中国房地产市场存在显著的 3 年左右的政策周期	11
图表 8: 1998 年后中国 CPI 和 PPI 陷入通缩	14
图表 9: 中国加入 WTO 后出口的全球份额快速提升	14
图表 10: 2008 年危机后的积极政策使中国经济快速复苏	15
图表 11: 积极政策刺激下 2009 年货币、社融和投资增速大幅增长	16
图表 12: PPI 经历 54 个月的通缩, 工业企业利润增速低迷	16
图表 13: 美国房地产泡沫破灭引发 2007 年次贷危机	17
图表 14: 美联储加息, 房贷利率上升, 房地产销售下滑	17
图表 15: 2009 年后美国经济快速走出衰退并持续复苏	18
图表 16: 美联储的非常规货币政策突破了名义利率零下限	18
图表 17: 金融危机后美国政府部门加杠杆, 居民部门去杠杆	19
图表 18: 1990 年代初日本股市泡沫和房地产泡沫相继破灭	19
图表 19: 日本资产泡沫破灭后流动性快速枯竭, 货币供应降至负增长	20
图表 20: 日本名义 GDP 和 CPI 增速长期低迷	21

1 宏观调控是什么？

1.1 宏观调控的目标与手段

宏观调控通常是指政府的逆周期需求管理，政府通过抑制或刺激总需求以防止经济过热或过冷，旨在熨平经济周期性波动，减少社会福利损失。宏观调控的政策目标主要包括：经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡。随着金融体系愈发重要，金融稳定、资产价格和汇率波动等因素也被纳入政策考量之内。

货币政策和财政政策是宏观调控的常规性政策手段。扩张性的货币政策和财政政策能够刺激总需求，提振经济增长；紧缩性的货币政策和财政政策则会抑制总需求，降低通胀压力。鉴于2008年全球金融危机的经验教训，宏观审慎政策成为宏观调控的另一重要手段，与货币政策一起共同构成双支柱调控框架。宏观调控的政策工具箱中还包括一些非常规性的计划和行政手段，典型的如房地产调控中的限购、限售、限价、限贷等。

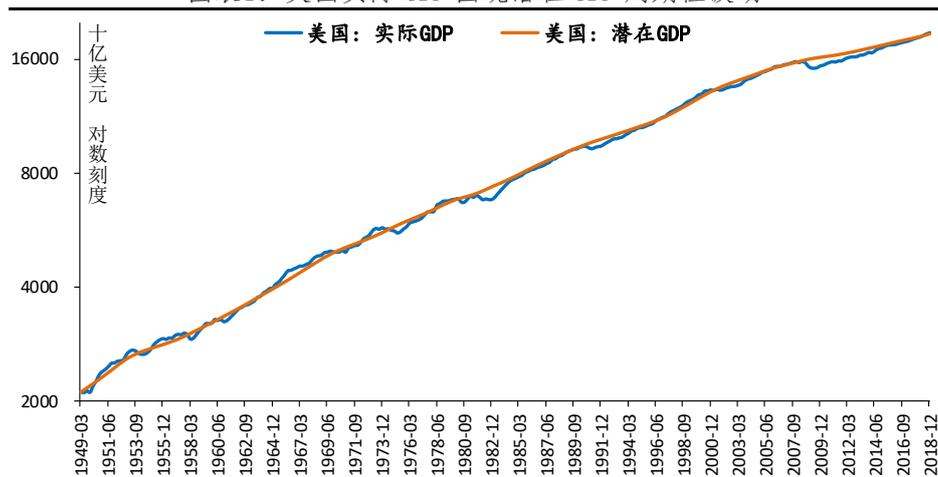
1.2 宏观调控与结构性改革

经济增长和经济周期是宏观经济学的两大研究主题。经济增长是长期趋势，经济周期是短期波动，实际的经济运行通常表现为围绕长期趋势的周期性波动。宏观经济学有两大政策药方：宏观调控用于熨平短期经济波动，通过货币财政政策等手段使实际产出趋近潜在产出；结构性改革用于拉抬长期增长中枢，通过各项制度变革提高潜在产出能力。

宏观调控着眼于短期稳定，结构性改革着眼于长期增长，二者各有所长，无法相互替代。宏观调控仅在短期有效，例如货币短期非中性而长期中性，货币政策宽松短期内能够刺激经济增长，长期则只能带来恶性通胀。结构性改革会对经济造成临时冲击，即改革的短期阵痛，例如1980年代末价格双轨制并轨后的物价闯关，1990年代末国企改革抓大放小后的下岗潮。

宏观调控与结构性改革相辅相成，不可或缺。宏观调控能够为结构性改革营造稳定的经济环境，降低负面冲击，减轻改革阻力；结构性改革则能减少市场和行政扭曲，顺畅经济运行机制，为宏观调控的决策和执行创造更有利的条件。2009年的宏观调控重短期、轻长期，四万亿财政刺激和天量信贷投放在避免经济硬着陆的同时也引发了产能过剩、杠杆高企、僵尸企业等问题。2018年的宏观调控重长期、轻短期，财政整顿、金融去杠杆、环保风暴等政策效应叠加，在化解部分问题的同时也加剧了经济下行压力，削弱市场信心。因此要平衡好宏观调控与结构性改革的关系，才能实现经济的长期稳定健康发展。

图表1：美国实际 GDP 围绕潜在 GDP 周期性波动



资料来源：Wind，恒大研究院

2 宏观调控有哪些难点？

宏观调控实践中主要存在政策时滞、政策冲击、政策目标冲突和政策传导不畅等问题，导致最终效果偏离初始目标。

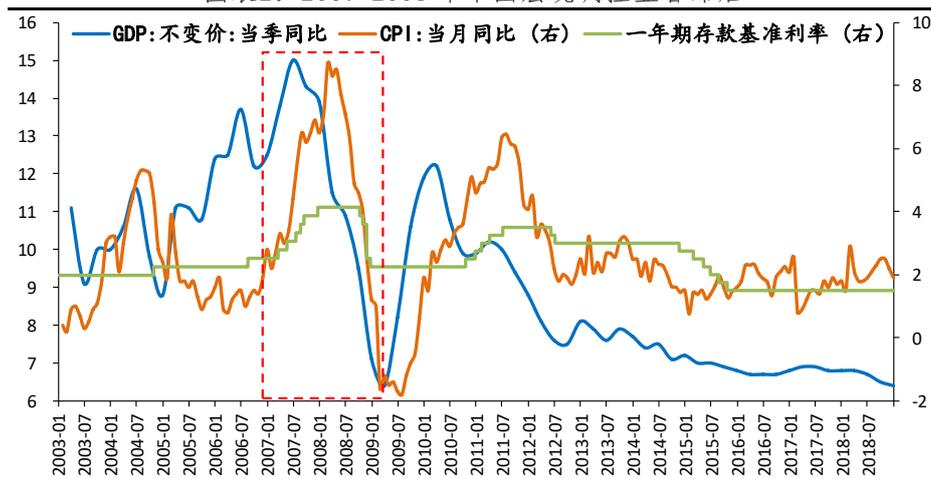
2.1 政策时滞

政策时滞是指从经济形势发生变化到宏观调控政策最终生效之间存在时间间隔。政策时滞包括认识时滞、决策时滞和生效时滞，其中认识时滞和决策时滞属于内部时滞，生效时滞属于外部时滞。认识时滞存在于政府对经济形势变化和政策的必要性的判断阶段，决策时滞存在于政策的制定和执行阶段，生效时滞存在于政策的最终生效阶段。内部时滞主要取决于政府的信息、决策和执行系统运行效率的高低，外部时滞主要取决于政策传导机制及其畅通程度。

政策时滞将会带来两方面的问题：一方面，在政策制定落实并开始生效之前，经济形势将按照现有趋势继续演进，导致经济经历更长时期的过热或过冷，风险也在持续积累；另一方面，万一在政策制定和执行阶段，经济形势因为外生冲击而突然逆转，若是未能及时调整政策，待其落地生效，势必加剧经济形势的恶化。2007-2008 年的中国便是典型案例：2007 年中国经济显著过热，央行连续 6 次加息，但是通胀仍然快速上升，CPI 最高达到 8.7%；2008 年前三季度按照过热时期“防通胀、防过热”的目标实施从紧的货币财政政策，叠加全球金融危机爆发导致的外需萎缩，待到 10 月政策调整之时，经济增速已经开始快速滑落。

政府应加强宏观调控的前瞻性，优化决策流程以降低内部时滞，理顺政策传导渠道以降低外部时滞。增强对当前和未来经济走势认识和判断的准确性，事先备好多项政策预案，提高政策制定与执行效率。通过结构性改革减少政策传导过程中的各项障碍，缩短政策生效时间。

图表2：2007-2008 年中国宏观调控显著滞后



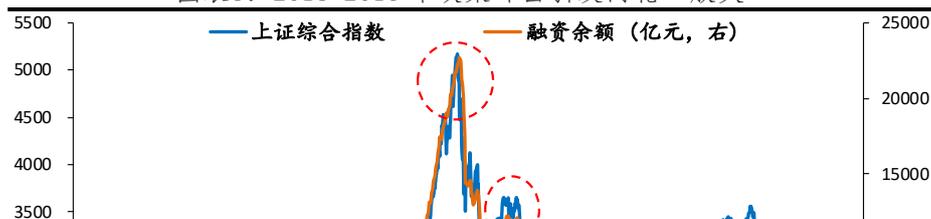
资料来源：Wind，恒大研究院

2.2 政策冲击

宏观调控意在熨平经济周期性波动，但是有时却会引发政策冲击，反而导致经济出现更大幅度的波动。政策冲击可能来自于两个方面：一是政策力度过大或政策失误，例如 2015 年证监会严格清理场外配资，结果导致股市发生抛售踩踏，引发“股灾”，2016 年初的熔断机制在“磁吸效应”作用下再次引发“股灾”；二是缺乏市场沟通，政策误读引发预期混乱，例如央行实施结构性降准以回收 MLF，调节流动性结构，这一中性的政策操作可能被市场解读为货币宽松，引发资产价格异动和汇率贬值。

政府应提高决策水平，把握好政策力度和节奏，并且加强与市场的沟通，妥善引导预期。市场沟通与预期引导是宏观调控的重要环节，给市场主体留足充分的时间和空间调整资产负债结构，有助于提高政策效果。例如美联储在金融危机之后借助前瞻指引稳定市场信心，保障经济持续复苏；货币政策回归正常化时又就 QE 退出和加息进程进行提前沟通，避免对经济造成过大冲击。

图表3：2015-2016 年政策冲击引发两轮“股灾”



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_13882

