



# 总需求管理应更加倚重货币政策，“降准”或是一次预演



## 意见领袖 | 中国金融四十人论坛

7月7日召开的国务院常务会议提出，“保持货币政策稳定性、增强有效性”，“适时运用降准等货币政策工具”。

这是2018年6月以来，国常会第七次提及降准或定向降准，在前六次中，有五次实际落地，最近的一次，即2020年6月17日提出后则并无动作。

考虑到上半年内需恢复弱于预期，出口、房地产投资等前期主要支撑力量在下半年面临回调压力，国内经济复苏出现放缓迹象等，近期经济学界对于下半年稳中有松的货币政策已经有较多预期和呼吁。

但是，今年以来，在官方多次强调坚持不搞大水漫灌、把好货币供给总闸门，以及不紧不松的政策操作之下，此次“降准”提法仍大超市场预期。

“降准”说法透露哪些信号？下半年经济、物价和利率怎么走？宏观政策最需要解决的问题是什么？财政和货币政策具体怎么做？中美经济复苏与货币政策的不同步可能对我国带来哪些影响？



聚焦上述问题，中国金融四十人论坛（CF40）资深研究员、社科院世界经济与政治研究所副所长张斌、CF40 青年研究员朱鹤、CF40 青年论坛会员张涛分享了各自的思考。

张斌认为，降准可以看作是总需求管理政策工具转型的一次预演。我国总需求管理政策工具需要转型，未来可能会更加倚重货币政策，这种转型是一个好的变化方向。

他指出，过去我国的总需求管理过度倚重地方政府融资平台主导的债务扩张，带来了地方政府隐性债务快速扩张，抬升了真实利率，经济个体的还本付息压力沉重。而依靠货币政策从稳需求、调结构和防风险几个角度来看，这种政策工具调整都有帮助。

朱鹤认为，这一提法明显释放出了“以我为主”的立场，更像是一种

市场预期管理。至于降准何时落地，还要取决于宏观经济的表现，具体落地形式预计可能会与小微企业融资挂钩或首次尝试与双碳目标相结合。

他们总体认为，我国下半年经济增长速度有减弱压力。通胀短期无忧，宏观政策应将重点放在挖掘市场内生增长动力，保障投资动能。通过放松货币政策提振总需求是应有之义，预计下半年利率水平稳中有降。

至于美联储可能提前收紧货币政策等带来的影响，应依靠足够市场化和有弹性的人民币汇率予以吸收，保持货币政策的独立性。

总需求管理需更加倚重货币政策

降准或是一次预演

Q：国常会提出“保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具。”货币政策既要稳定，又要降准，对此应该如何理解？您对具体降准形式和落地时点有何预期？

张斌：我国总需求管理政策工具需要转型，未来我国总需求管理政策可能会更加倚重货币政策。这种转型是一个好的变化方向。此次在市场看来的超预期降准，可以看作是总需求管理政策工具转型的预演。

过去我国的总需求管理政策过度倚重地方政府融资平台主导的债务扩张，货币政策工具发挥的作用并不突出。这带来了地方政府隐性债务快速扩张，抬升了真实利率，经济个体的还本付息压力沉重。

到了目前这个阶段，地方融资平台债务扩张难以为继，这就需要货币政策工具在总需求管理方面发挥更加积极的作用。相对充裕的市场流动性和更低的利率，有利于提升市场自发的投资和消费需求，有利于降低经济个体债务负担并提升其持有的资产价值，有利于提升市场自发的支出力量。从稳需求、调结构和防风险几个角度来看，这种政策工具调整都有帮助。

朱鹤：这次的表达更像是一种管理市场预期的信号，因为在过去一两个月，在美联储宽松货币政策可能提前退出的外部环境下，市场担忧中国货币政策可能会受到一定牵制，从市场一些观点和资产价格的表现来看，显示了一定程度的货币政策可能进一步趋紧的预期。

此次国常会的表达明显释放出了“以我为主”的立场。接下来什么时候会落地，还要取决于宏观经济的表现，明确的信号最迟可能在八月份释放出来。至于具体落地形式，预计可能会与小微企业融资挂钩，也可能首次尝试与双碳目标相结合，比如对绿色贷款做出要求等。

让弹性的人民币汇率吸收外部影响

预计下半年利率稳中有降

Q：您对中国三四季度和全年经济增长、物价和利率走势有何预期？

张斌：预计下半年中国经济增长动能并不强劲。在全社会广义信贷增速持续放缓的背景下，消费、房地产投资、基建投资的增长动能并不强，出口还是维持较强的动能但是增速也会放缓。物价方面，大部分的终端消

费品和服务价格涨幅很低，涨价主要集中在部分上游原材料和中间品。预计下半年 CPI 会有小幅上升，PPI 可能在目前的高位上小幅下降，整体而言中国不存在通胀威胁，利率稳中有降。

朱鹤：预判无论是经济增长、物价运行还是利率整体都是逐渐向下的趋势，特别是经济增速和利率。对于通胀而言，如果看 PPI，属于高位回落；如果看 CPI，特别是核心 CPI，其升势很有可能在三季度逐渐停滞，继而回落。当然，最关键的可能是核心 CPI 到底能不能恢复到 2%左右的正常水平，并且稳定住，目前看仍有较大难度。

张涛：伴随基数效应的减弱，下半年中国经济同比增速会出现明显回落，但关键要看环比增速，目前看出口高增长能否持续和服务业修复能否加快是需要重点关注的环节，只要环比增速能稳住，中国经济复苏就没有问题。

物价方面，在猪周期的扰动下，中国 CPI 全年涨幅很难超过 2%，但四季度涨幅大概率会升到 2%以上，因此对通胀短期无忧，长期还是要审慎。

利率方面 中国经济内生增长动能增强 经济复苏只是暂时性 结构性

**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\\_33460](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33460)

