



陈道富：对当前货币政策的五个认识



意见领袖 | 中国财富管理 50 人论坛 (CWM50)

本文作者：国务院发展研究中心金融研究所副所长 陈道富

近日参加由中国财富管理 50 人青年学术论坛举办的“数量型与价格型货币政策：政策空间与传导效果”专题研讨会，就如何统筹权衡数量型货币政策和价格型货币政策作了发言。陈道富从当前环境下货币政策的效果、货币市场流动性、社会总需求情况、居民部门及房地产行业信贷变化及利率调整空间等五个角度，对当前我国货币政策进行了一些方向性的思考。陈道富认为，综合整体环境因素的制约，当前仍需要以财政政策为主导提振经济复苏，货币政策可以发挥辅助配合作用。对于海外货币政策调整的影响，陈道富指出，当前我国货币政策仍然应以稳住国内经济为主要出发点。



以下是发言整理。

第一，当前环境下，货币政策的刺激效果有限。目前，在经济增长活力和动力受到一定制衡，面临国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力和疫情叠加俄乌冲突的外生冲击下，仅靠货币政策很难对经济起到拉动作用。中国当下的货币政策，既包括传统的数量和价格型工具，也包括结构性的数量价格工具。除此之外，一些宏观审慎工具、政策性银行、货币当局窗口指导等也在不同层面发挥着作用。但总体来看，目前的中国经济所面临的问题已经超出一般意义上传统货币政策框架所能有效应对的范畴。结构性工具是带有一定财政功能的货币政策工具，但总体的刺激效果有限。总之，此时的货币政策主要是向市场传递宽松信号，营造宽松货币环境并

配合其他主体发挥作用，尽可能维护金融稳定。

第二，货币市场流动性已相当宽裕。现在货币市场利率降到了接近 2020 年 4~5 月份的水平，当时财政政策无法充分发挥效能，主要由货币政策承担疫后复苏重担。现在的利率水平与历史上其他时候相比已经较低。尤其值得注意的是，4 月份货币市场交易量较大，信用利差在快速缩小。3 月底一年期 AA 级信用债的信用利差为 0.84%，在 5 月 24 日降到 0.51% 低点。可见流动性在货币市场已有一定淤积，货币市场流动性处于相对充裕偏宽松状态。

第三，需求萎缩是问题的关键。货币政策传导机制不畅是一个长期结构性的问题，成因较复杂。短期而言，货币政策的传导机制不畅边际上并非信贷扩张受阻问题的核心。当前银行超额储蓄率还比较正常，货币乘数随着不断降低的法定存款准备金率而不断升高。或者说，即使现在信贷需求下降，信贷扩张难度加大，银行通过努力和结构调整，还是可以把基础货币转化成信贷扩张。当前的情况是，市场利率先于政策利率下降，剔除政府债务后的社会融资存在着下行态势，4 月份新增贷款有较大幅度的同比少增，即使如此信贷中票据融资的比重还大幅上升，贴现利率处于低位。可见，需求萎缩甚至消失是制约当前信用扩张的主要方面。如果比较企业加权平均利率与不同类别的 PPI，上中游企业的实际贷款利率已是负数，需求端问题较明显。

第四，需特别注意的是居民部门与房地产领域出现降杠杆迹象。在房

价还相对稳定的环境下，2、4、5 月份居民部门的杠杆率下降比较明显。居民存款近年来出现了大幅度上升，从 2019 年 1~4 月份的累计三万亿上升至今年七万亿以上，新增贷款额从两万多亿下降到现在的一万亿，中长期贷款下降到了现在的 1.03 万亿。这既与疫情期间大家的收入和就业预期相关，也与房地产行业的调整有关。房地产领域，历次房地产调控都没有改变房地产行业外部资金净流入的状况，但从 2020 年开始，流入房地产行业的外部资金开始为负。

第五，基准利率还有一定的向下调整空间。但如果要适度保护利差、稳定金融业，调整空间并不大。当前十年期国债利率为 2.7% 左右，一年期利率是 1.9% 左右，接近历史低点，但还未达到 2020 年十年期利率 2.51% 左右的最低值，还有下行空间。七天回购利率比 2020 年和 2008 年略低一些，至少可以达到 2009 或者 2016 年的水平。因此，从市场中性利率角度，仍有下调空间。在存贷款利率方面，易纲行长曾提到，1~4 月份新发放贷款平均利率是 4.39%，处于历史最低点。但观察不同种类的贷款利率水平，个人住房抵押贷款显著高于一般贷款利率水平。2019 年 12 月，一般贷款利率是 5.74%，个人住房抵押贷款利率是 5.62%，当时个人住房抵押贷款

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_42784

