

对话经济学家

中央经济工作会议全面分析当前经济形势,部署2025年经济工作。在实施更加积极有为的宏观政策总体要求下,强调要实施适度宽松的货币政策,发挥好货币政策工具总量和结构双重功能。本期“对话经济学家”邀请中国社会科学院财经战略研究院院长何德旭围绕相关问题进行分析解读。

传递更加积极的“支持性”信号

记者:何院长您好,货币政策的变化备受关注,将连续实施14年的“稳健的货币政策”调整为“适度宽松的货币政策”,传递出什么信号?

何德旭:货币政策的变化与宏观经济形势密切相关。为应对全球性金融危机,2009年、2010年我国央行实施了适度宽松的货币政策。虽然从2011年到2024年,我国央行实施的都是稳健的货币政策,但基于不同形势和情况,还是存在细微差别,如“保持中性”(2018年)、“松紧适度”(2019年)、“灵活适度”(2020年、2022年)、“灵活精准、合理适度”(2021年)、“精准有力”(2023年)、“灵活适度、精准有效”(2024年)。中央经济工作会议提出2025年要实施适度宽松的货币政策,这显然是根据当前国内外复杂严峻的形势、应对不确定性不稳定性因素增多的巨大挑战、出于回应市场关切和引导预期需要而及时作出的政策调整。货币政策取向从“稳健”转为“适度宽松”,是一个比较大的变化,释放出强烈且明确的加大宏观政策逆周期调节力度以及助力和支持经济持续回升向好的积极信号。这同时表明,作为宏观调控的重要手段,货币政策的前瞻性、针对性和有效性将得到显著提升,逆周期调节作用将更加突出,货币供应量及市场流动性将更加合理充裕,市场利率水平将继续处于低位,企业的货币信贷环境、市场融资环境将得到明显改善,国家重大战略、重点领域和薄弱环节的金融支持力度将进一步加大,更多金融资源将投向小微企业、科技创新、绿色产业等实体经济领域,从而更好提振各方信心、激发全社会内生动力和创新活力,进一步促进消费、扩大投资,为经济持续回升向好和高质量发展营造更加良好的货币金融环境。

记者:货币政策的“适度宽松”,具体会体现在哪些方面?

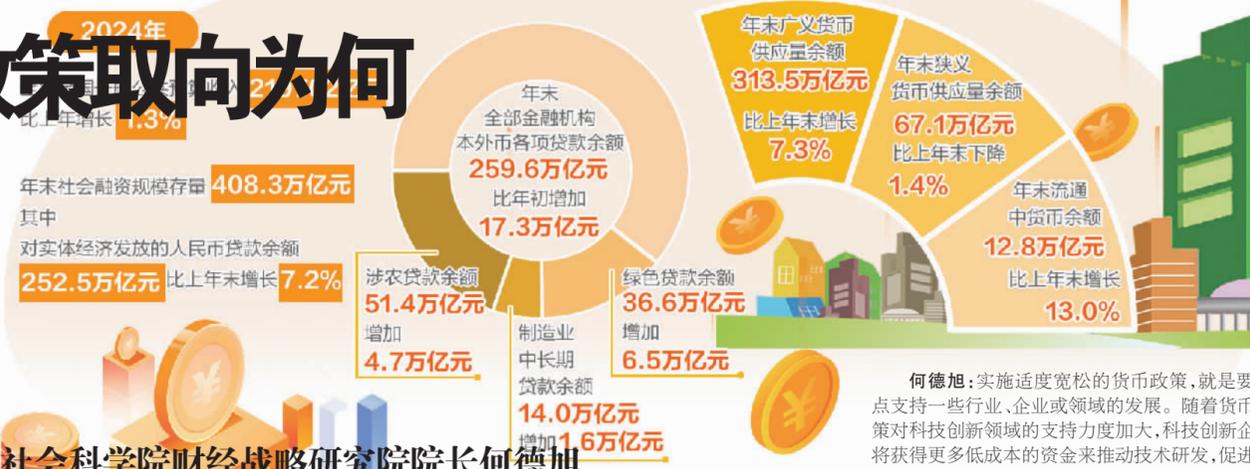
何德旭:一般来说,无论是稳健的货币政策还是宽松的货币政策,都是中央银行利用各种货币政策工具增加或减少货币供给量,从而调节利率,引导投资和消费行为。从这样一个认识出发,我们就能看到,实施适度宽松的货币政策可以有多方面的具体表现。例如,下调利率。央行可以通过调低基准利率来降低企业和个人的融资成本,刺激投资和消费需求。又如,降低存款准备金率或者开展逆回购操作。这是央行释放流动性的常见手段。通过降低存款准备金率,央行能够释放商业银行存放在央行的部分准备金,为市场提供更多流动性;进行逆回购操作,可以通过短期注入资金来优化市场的流动性状况。再如,实施结构性货币政策。这是近些年我国央行运用得比较多也比较有效的一个手段。针对特定领域或特殊行业,央行可以实施定向的低息贷款、再贷款等政策,有选择地重点支持科技创新以及战略性新兴产业发展。结构性货币政策不仅可以促进短期经济增长,也可以为产业结构调整和经济结构转型提供支持。此外,还有一个具体表现就是加强信贷政策引导。通过窗口指导、定向支持等方式,引导商业银行等金融机构加大对实体经济的信贷投放,确保金融活水精准滴灌,避免资金空转或过度流向非实体经济领域,从而提升金融支持实体经济的质效。

记者:调整货币政策是为了实现特定的宏观经济目标,那么货币政策是如何影响经济运行的?

何德旭:这涉及货币政策的运行逻辑和传导机制,从政策工具到手段变量、中介目标,再到最终目标,是一个比较复杂的运行系统。总的来说,就是通过发挥货币政策工具总量和结构双重功能,影响商业银行等金融机构的业务、行为和活动,进而影响货币供应量,最终对经济运行产生影响。我们可以简单地看几条路径。一个是通过利率传导机制影响经济运行。当利率下降时,企业和消费者的融资成本降低,就能刺激投资和消费的增长。对企业而言,较低的融资成本可以激励其扩大生产规模和增加创新投入,增强投资意愿;对家庭及个人来说,低利率意味着消费贷款负担减轻,尤其是住房贷款负担减轻,这可以带动房地产市场活跃和消费需求增加。再一个是通过流动性传导机制影响经济运行。以降低存款准备金率或进行公开市场操作等方式,央行向银行体系注入更多资金,可以有效增强商业银行的放贷能力,缓解融资约束,使企业和居民能够更容易获得贷款。还可以通过信贷传导机制影响经济运行。当央行实施宽松的货币政策时,商业银行能获得资金支持,就能向企业和居民提供更多贷款。当经济下行时,宽松的货币政策通过增加信贷供给,能够帮助企业渡过难关,促进经济复苏。同时,信贷扩张还可以带动消费支出,进一步刺激经济增长。此外,通过预期效应也能够影响经济运行。宽松的货币政策通常会向市场传递一个稳定增长、促进经济回升的信号,有利于增强消费者和投资信心。当人们认为经济形势会持续向好时,消费意愿和投资意愿也会随之增强,从而形成正向的经济循环。

专访中国社会科学院财经战略研究院院长何德旭

货币政策取向为何



数据来源:国家统计局

稳健的货币政策已取得显著成效

本报记者 记者:作为实施适度宽松的货币政策的参照,稳健的货币政策在支持实体经济回升向好和金融市场稳定运行方面取得了哪些成效?有哪些值得借鉴的经验?

何德旭:去年央行实施稳健的货币政策,具体的要求是“灵活适度、精准有效”,采用了一些有效做法。一是保持流动性合理充裕。央行两次降准共1个百分点,释放长期流动性超过2万亿元,并综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具,保持流动性合理充裕。还开展国债买卖操作,优化流动性管理,支持政府债券发行和二级市场交易。二是降低社会融资成本。央行两次降准共0.3个百分点,引导1年期和5年期以上贷款市场报价利率分别累计下降0.35个和0.6个百分点,推动企业贷款利率和个人住房贷款利率明显下行。通过完善市场化利率形成和传导机制,强化央行政策利率引导作用,降低企业融资和居民信贷成本。三是优化信贷结构。央行创新推出国债买卖操作、买断式逆回购等工具,进一步丰富货币政策工具箱。目前,我国已有结构性货币政策工具近20项,设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款、3000亿元保障性住房再贷款等,精准支持重点领域和薄弱环节。加大对普惠小微、绿色金融、科技创新等领域的信贷支持,相关贷款增速显著高于整体贷款增速。四是防范化解重大金融风险。完善房地产金融宏观审慎管理,推动存量房贷利率下调,支持房地产市场平稳健康发展。加强重点机构和区域风险处置,完善金融风险监测、预警、处置体系,守住了不发生系统性金融风险的底线。

过去一个时期,稳健的货币政策取得的成效非常明显。例如,为经济持续回升向好奠定基础。2024年国内生产总值(GDP)达到134.9万亿元,增长5%,就业、物价总体平稳,社会预期和信心得到提振;金融总量合理增长,年末社会融资规模存量 and 广义货币供应量余额同比分别增长8.0%和7.3%,人民币贷款余额达255.7万亿元。又如,融资成本显著下降。2024年末,制造业中长期贷款余额13.97万亿元,同比增长11.9%;专精特新企业贷款余额4.26万亿元,同比增长13.0%;普惠小微贷款余额32.93万亿元,同比增长14.6%。可以说,金融资源配置效率显著提升,为经济高质量发展注入了新动能。

在这个过程中,我们积累了一些宝贵经验。一是必须注重多种货币政策工具的灵活运用。通过降准、降息、再贷款等多种工具的组合使用,发挥货币政策工具总量和结构双重功能,可以增强货币政策的精准性和有效性。特别是多种货币政策工具的搭配组合,不仅能有效应对不同领域、不同性质的资金需求,而且能增强货币政策的综合效应。二是必须注重提高货币政策传导效率。通过完善市场化利率形成机制和强化利率政策执行,可以极大地促进货币政策实施效果直达实体经济;通过结构性货币政策工具,如再贷款、再贴现等的精准支持,可以满足重点领域的融资需求,提高货币政策的精准性。三是必须注重平衡好稳增长与防风险的关系。在实施稳增长政策的同时注重加强对金融风险的防控,必须严格防控房地产市场、地方政府债务、中小金融机构等领域的系统性金融风险,通过加强对这些重点领域的监测、监管和引导,避免过度杠杆化和系统性风险的蔓延,确保金融市场的稳定和经济增长的可持续性。四是必须注重增强宏观政策协调能力和预期引导。货币政策的实施需要与财政政策等其他宏观政策协调配合,这样货币政策才能在更多方面得到有效补充与支持,形成政策合力。

适度宽松不是“大水漫灌”

记者:将货币政策取向从“稳健”转向“适度宽松”,主要针对当前经济发展中的哪些新情况新问题?

何德旭:今年,我国实施适度宽松的货币政策具有非常明显的指向性、针对性和前瞻性。我认为主要是针对以下几个方面。一是经济下行压力加大。这主要体现在内需不足、预期不稳和信心不强。2024年实现了GDP增速达到5%左右的目标,

但一些行业和领域如房地产市场、地方财政以及部分中小企业,还面临较多困难。从长远来看,要实现2035年远景目标,就必须保持一定的经济增速。有研究测算,2021年到2035年GDP年均复合增速需达到4.7%以上。这就需要在较长时期内持续保持较为宽松的货币金融环境。适度宽松的货币政策通过降低利率水平、增加市场流动性、促进信贷扩张,改善企业尤其是中小企业的融资环境,将有助于缓解企业面临的融资困难,激发市场活力和推动技术创新。二是物价持续低位运行。最近一个时期的物价水平持续偏低,全国居民消费价格指数和全国工业生产者出厂价格指数回升乏力。国家统计局数据显示,2024年全年,居民消费价格比上年上涨0.2%,工业生产者出厂价格下降2.2%。在当前国内外复杂形势影响下,物价回升至合理水平还面临不小挑战。这使得企业的投资决策更加谨慎,消费者的消费意愿也受到抑制。适度宽松的货币政策通过释放流动性,能推动物价温和回升,实际贷款利率降低,从而增强经济内生动力。三是房地产市场持续调整,部分企业出现了流动性困难。为避免房地产市场过度波动带来系统性风险,适度宽松的货币政策通过降低房贷利率、实施专项再贷款等措施,能够提供必要的流动性支持,有助于维护市场稳定。四是中小金融机构风险显现。一些地方中小银行的净息差收窄,资本充足率下降,面临较大的经营压力。适度宽松的货币政策不仅有助于降低融资成本,还能够为这些中小金融机构提供流动性支持,有效防范系统性风险,从而保障金融体系稳定。五是外部环境不确定性不稳定性增加。全球经济复苏乏力,地缘政治紧张局势进一步加剧,单边主义、保护主义蔓延。实施适度宽松的货币政策扩大内需,改善融资环境,有助于增强我国经济的韧性,也可以提高应对外部冲击的能力。

记者:实施适度宽松的货币政策,需注意避免哪些认识误区?

何德旭:对于实施适度宽松的货币政策,确实还存在认识上的误区,以及各种各样的担心、困惑和疑虑。准确理解、客观认识、正确看待适度宽松的货币政策,很有必要也十分重要。第一,这不是“大水漫灌”。适度宽松的货币政策虽然具有“宽松”之意,但这种宽松是“适度”的,决不是无节制的“大放水”、无限制的刺激、不计成本的“漫灌”,而是根据经济发展需要进行的灵活调整,保持流动性合理充裕,保持社会融资规模和货币供应量的增长与经济增长和物价总水平预期目标相匹配,因而不会带来通胀、企业部门杠杆率水平和政府部门债务水平的大幅升高以及资产泡沫。第二,这不是实行零利率。适度宽松的货币政策并不意味着利率越低越好,而是要保持利率水平与经济动态匹配,避免资源错配和“脱实向虚”。央行此前发布的《2024年第四季度中国货币政策执行报告》强调“加强利率政策执行”,我认为就是要注重发挥利率的调节作用,强化央行政策利率的引导作用,防止或降低货币政策传导过程中效果的“漏损”,有效降低商业银行整体负债成本,缓解净息差方面的压力,保持商业银行资产负债表稳健,最终实现企业融资和居民信贷成本下降的目标。第三,这不是短期刺激。适度宽松的货币政策同样注重中长期效果,同样要推动经济结构优化和高质量发展,而非只关注短期经济指标数据的改善。第四,这并未忽略外部因素和外部约束。在实施适度宽松的货币政策时,仍然注重综合考虑汇率压力、国际市场状况以及外部环境变化等因素,同样注重避免政策过度宽松导致资本外流或汇率过度波动。

经济金融领域将出现积极变化

记者:实施适度宽松的货币政策会给经济金融领域带来哪些变化?

何德旭:我们可以预期,经济金融领域将出现一些积极变化。例如,流动性状况将有所改善。市场流动性将保持充裕,商业银行体系的资金供给将增加,特别是随着利率下行,资金流动性增强,金融市场的整体风险溢价可能降低,市场交易活跃度将得到提升。又如,融资成本将下降。贷款利率、债券发行利率将有所下降,这不仅会降低企业的融资成本,支持企业扩大投资和生产,还可能刺激居民的消费需求,尤其是房贷利率下调,购房成本的降低可能会带动房地产市场需求回暖。再如,信贷政策将得到优化。小微企业、科技创新、绿色产业等领域将得到更大支持,获得更多资源,一些具有创新潜力的行业将得到重点扶持,从而推动经济结构的整体优化升级。也可以认为,适度宽松的货币政策将通过创新货币政策工具,运用更有效的结构性工具,既注重“增量支持”,又注重“存量优化”。同时,金融风险防控将得到加强。在适度宽松的货币政策背景下,金融监管部门将加强对风险程度较高领域的监测与防控,尤其是在信贷扩张的同时,货币政策将更加注重金融市场的稳定,防止过度借贷和金融泡沫的形成,确保金融体系健康运行。

记者:在这些变化中,哪些行业企业会有更多机遇?

何德旭:实施适度宽松的货币政策,就是要重点支持一些行业、企业或领域的发展。随着货币政策对科技创新领域的支持力度加大,科技创新企业将获得更多低成本的资金来推动技术研发,促进产业升级,尤其是人工智能、新能源等战略性新兴产业将迎来发展机会。随着绿色金融政策的支持力度加大,新能源、节能环保等行业有望获得更多融资支持,适应“双碳”目标的要求,绿色低碳产业发展将加速,货币政策工具将推动绿色技术和产品的普及,提升绿色产业市场竞争力。随着房贷利率下调和流动性增加,房地产企业有望获得更多融资支持,有助于缓解企业资金压力,推动保障性住房、城市更新等领域发展。随着融资成本降低和信贷支持增强,中小企业和民营企业的融资环境也将得到改善。适度宽松的货币政策扶持和鼓励创新创业,许多企业将获得更多的市场机会,尤其是有望在一些细分领域找到新的增长点。随着居民可支配收入的逐步增加和消费信贷成本的降低,汽车等大宗耐用消费品的市场需求有望回升,同时文旅、教育、医疗等服务行业也可能迎来新的发展机会。

记者:有一个大家普遍关心的问题,实施适度宽松的货币政策对老百姓的经济行为有哪些影响?

何德旭:货币政策与老百姓经济行为、经济生活密切相关。具体来说,这可能会降低购房成本。房贷利率的下调将直接降低购房者的月供压力,尤其是对首次购房者和改善性住房需求者来说购房成本将大大降低,可能会刺激更多刚需和改善性住房需求的释放,提升消费者的购房信心。还会增强人们的消费意愿,消费信贷利率下行不仅降低了借款成本,还可能促使人们在消费信贷方面采取更积极的态度,对大额消费品的购买意愿可能会随之增强。人们的投资选择也将更加多样化。金融市场的活跃能使居民的投资渠道更加丰富,股票、基金、债券等金融资产多样化会使居民投资性资产的配置具有更大选择空间。还有很重要的一点,就业环境将得到改善。中小企业和创新型企业的成长会促进就业市场回暖,就业机会的增加和收入预期的改善能提高居民消费的能力和信心。总的来看,这能够向社会、向市场、向老百姓发出更加清晰、明确的政策信号,使得市场各方更好领会政策的“宽松”意图,并对后续政策及实施效果形成具有一致性的积极预期。

注重与其他宏观政策协调配合

记者:中央经济工作会议强调要打好政策“组合拳”,使更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策以及其他宏观政策形成合力。在实施中,需注意哪些问题?

何德旭:有效发挥货币政策的作用,我认为还需注意以下几点。第一,将“适度”真正落到实处。适度宽松的货币政策通过降低利率和增加货币供应量,支持企业融资和居民信贷需求并刺激经济增长。但是,如果货币政策过于宽松,就可能导致过度借贷、金融杠杆率过高以及资产泡沫等。因此,货币政策的“宽松”一定要做到“适度”,确保在促进经济增长的同时,不出现相关的金融风险。第二,畅通货币政策传导机制。货币政策的实施效果如何,很大程度上取决于其传导机制是否有效。现在,在某些地区或行业中,货币政策的传导还存在一些滞后,一些阻力,商业银行的放贷意愿、企业的融资需求以及消费端的反应依然受到外部环境和结构性因素等多方面影响,这就造成了货币政策的执行及其效果在不同地区和行业存在差异。因此,在实施适度宽松的货币政策过程中,央行和相关部门有必要加强对不同经济主体和行业的引导,努力优化金融资源配置,确保资金能够真正流向有需求的实体经济和创新领域。第三,增强宏观政策取向一致性。货币政策和其他宏观政策的有效协同配合是政策发挥作用的关键,尤其是在实施更加积极的财政政策背景下,必须将财政支出、债务管理与货币政策的适度宽松协调好,避免出现政策方向不一致、重复刺激或者功能相互抵消的情况,确保政策作用相互增进、相互补充、相得益彰。第四,提高结构性货币政策工具的精准性。在实施适度宽松的货币政策时,还需关注解决经济结构性问题,特别是要通过结构性货币政策工具的实施促进经济结构的调整和优化。比如,在推动科技创新和绿色产业发展的过程中,需通过货币政策来引导资金流向这些领域,而不是单纯降息或增加信贷。这就要求结构性货币政策工具真正做到精准滴灌,通过定向宽松和结构性工具促进优质企业和科技型创新型企业的成长。第五,兼顾短期刺激与长期可持续发展。实施适度宽松的货币政策不仅要注重解决经济面临的短期难题,还要支持经济的长期可持续发展。虽然适度宽松的货币政策能够在短期内提振消费和投资需求,但若没有相应的结构性改革和产业升级,仍然可能导致经济增长的不可持续。因此,必须在短期刺激和长期可持续发展之间找到平衡,促进经济结构优化和经济高质量发展。第六,强化预期管理。货币政策的效果也与市场和公众的预期密切相关。在实施适度宽松的货币政策时,需传递明确的政策目标信号,引导预期,提振市场信心,避免市场对政策的误解或过度反应,同时避免过度投机炒作导致金融市场过度波动。

现任中国社会科学院财经战略研究院院长、研究员,中国社会科学院大学商学院院长、教授。兼任国家社会科学基金学科评审组专家、中国金融学会常务理事兼副秘书长、中国财政学会常务理事兼学术委员、中国现代金融学会常务理事兼学术委员、中国成本研究会会长。入选“国家高层次人才特殊支持计划”(“万人计划”)领军人才、文化名家暨“四个一批”人才,享受国务院政府特殊津贴。



何德旭