

政策传导效率评价^{*}

中国社会科学院经济研究所 陈小亮

中国人民大学经济学院 陈彦斌

摘要: 本报告对 2020 年货币政策和财政政策的传导效率进行了系统评价。总体而言,2020 年货币政策和财政政策的传导效率在部分环节有明显改进,但结构性问题的存在导致货币政策和财政政策最终并未有效提振企业投资与居民消费,因而政策传导效率有待提高。关于货币政策,在多次降准和降息操作之下,全社会新增信贷大幅增加,同时流向房地产领域的新增信贷占比不断下降,因此金融系统对实体经济的支持力度显著增强,不过最终并未有效带动企业投资和居民部门消费,可见货币政策的整体传导效率还有待提升。关于财政政策,积极财政政策对国有控股投资的带动作用较为明显,但是对民间投资和基建投资的带动效果尚欠佳,此外积极财政政策对居民消费的带动作用同样有待改善,因此财政政策传导效率同样有待提高。展望 2021 年,需要在把握好货币政策与财政政策力度的同时,进一步深化供给侧结构性改革,消除经济中长期存在的阻碍企业投资与居民消费的结构性问题,这样才能真正打通货币政策与财政政策的传导机制,切实提高政策传导效率。

关键词: 政策传导效率 脱实向虚 结构性货币政策 供给侧结构性改革

中图分类号: F812.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-3151 (2021) 02-0062-15

DOI:10.16110/j.cnki.issn2095-3151.2021.02.006

宏观政策的调控效果除了取决于政策力度大小,还取决于政策传导效率的高低。如果政策传导效率较高,则在政策力度较小的情况下即可实现调控目标,从而达到

* 基金项目: 本报告是国家自然科学基金面上项目“人口老龄化对中国宏观政策有效性的影响: 实证研究与模型仿真”(No. 72073141) 和国家自然科学基金应急管理项目“国内经济政策环境与金融风险防范”(No. 71850003) 的阶段性成果。

“事半功倍”的效果。反之，如果政策传导效率不高，即使加大政策力度可能也难以实现调控目标。日本在应对 20 世纪 90 年代经济衰退时，虽然出台了大量的货币政策与财政政策，但是效果并不理想，一个很重要的原因就是政策的传导效率不够高。例如，虽然货币政策较为宽松甚至采取了负利率和量化宽松政策，但是由于大量企业深陷资产负债表衰退，不愿意增加贷款需求，由此也导致货币政策的传导效率不足，最终调控效果自然欠佳（陈彦斌等，2019）。

近年来，中国正在不断加强对政策传导效率的重视程度。就货币政策而言，自 2013 年第四季度到 2020 年第三季度的 27 个季度的货币政策执行报告中，全都提及要疏通货币政策的传导机制或提高货币政策传导效率，政府工作报告和中央经济工作会议中也频频出现类似表述。就财政政策而言，2016~2020 年的政府工作报告分别要求积极的财政政策“加力增效”“更加积极有效”“聚力增效”“加力提效”“大力提质增效”，可见“十三五”期间中央同样高度重视财政政策的传导效率。之所以中央明显加强了对宏观政策传导效率的重视程度，很大程度上是因为近年来中国货币政策和财政政策空间双双收窄（陈小亮等，2020），因此需要通过提高传导效率来改善当前政策的调控效果，并提高未来政策的可持续性。本报告将全面评价货币政策和财政政策的传导效率，从而探寻 2020 年中国经济在实现“阶段性复苏”的同时仍然面临一定下行压力的原因。

一、货币政策传导效率评价

（一）货币政策的传导机制与传导效率评价依据

结合经济理论和中国经济运行的实际情况可知，货币政策的传导机制可以分为三个主要环节（Boivin et al., 2010; Mishkin, 2016）。如图 1 所示，第一环节的核心在于，央行所执行的降准和降息等货币政策操作是否能够顺利地调节银行部门和其他金融机构的流动性状态。第二环节的核心在于，银行部门和其他金融机构是否

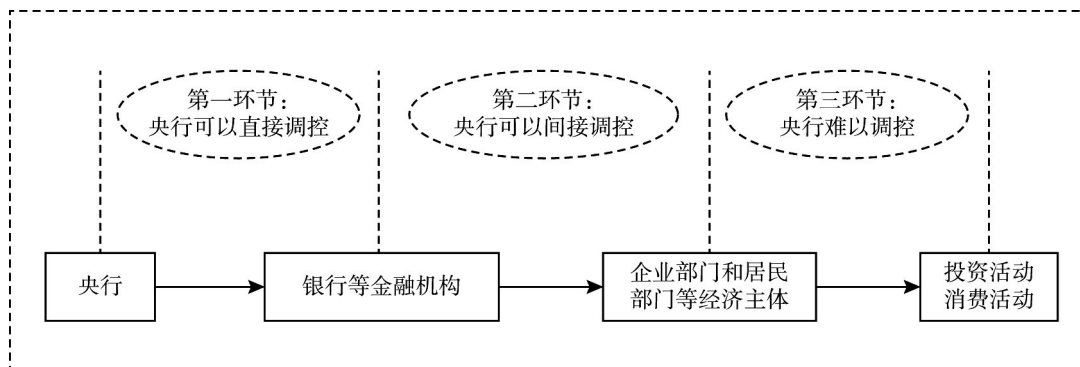


图 1 货币政策传导机制示意

能够顺利地将资金释放给企业部门和居民部门。第三环节的核心在于，企业部门是否真正将所筹集的资金用于生产性投资，以及居民部门是否真正将所筹集资金用于消费。

还应该特别强调的是，虽然货币政策的传导机制包括三个主要环节，但是这三个环节并不是央行或者货币政策本身完全可控的。央行可以直接调控的主要是第一环节，央行可以通过降准等操作释放流动性进而调控金融系统的流动性，从而通过信贷机制调控经济运行，此外，央行还可以通过降息来降低金融机构获得资金的成本，从而通过利率机制调控经济运行。对于第二环节，央行也可以进行间接调控，当央行采取降准或降息操作之后，金融机构将会有更强的动机向企业部门和居民部门释放信贷。但是，对于第三环节，央行则很难进行有效调控。当企业部门和居民部门获得信贷之后，究竟是用于实体经济投资和普通消费品消费，还是用于房地产等虚拟经济领域的交易，还是以存款或现金的形式留在手中以备未来之需，除了受资金可获得性和融资成本的影响，还会受到投资回报率、政策不确定性、国际经济环境、老龄化程度、市场准入门槛、产品质量等诸多因素的影响，而央行和货币政策很难对这些因素产生影响。有鉴于此，在分析货币政策传导效率时，不仅要分析整体传导效率的高低，还应该深入剖析每一个环节的传导效率，这样才能做到有的放矢，从而更好地提高货币政策的传导效率。

（二）2020 年货币政策在三个环节的传导效率评价

1. 央行通过降准和降息等操作较好地提高了银行等金融机构的资金可获得性并且降低了金融机构获取资金的成本，因此货币政策在第一环节的传导效率相对较高

为了应对新冠肺炎疫情和国内外复杂形势带来的经济下行压力，央行采取了三轮降准操作（一轮全面降准、两轮定向降准），同时采取了多轮降息操作，将公开市场操作（open market operation, OMO）7 天逆回购利率下调了 30 个基点，将 1 年期 MLF 利率下调了 30 个基点，此外还下调了常备借贷便利（standing lending facility, SLF）和定向中期借贷便利（targeted medium-term lending facility, TMLF）等利率。这些操作较好地提高了银行等金融机构的资金可获得性并且降低了金融机构获取资金的成本，集中体现为货币市场利率 DR007 的大幅下降。2020 年 1~4 月 DR007 分别为 2.40%、2.17%、1.84% 和 1.46%，4 月的 DR007 与 1 月相比下降幅度超过 90 个基点，超过了 OMO 7 天逆回购利率和中期借贷便利（medium-term lending facility, MLF）利率的下降幅度，这意味着货币政策在第一环节的传导效率是相对较高的。5 月以来，货币政策逐步恢复正常化，DR007 随之出现反弹迹象，这再次说明货币政策在第一环节的传导效率是相对较高的（见图 2）。

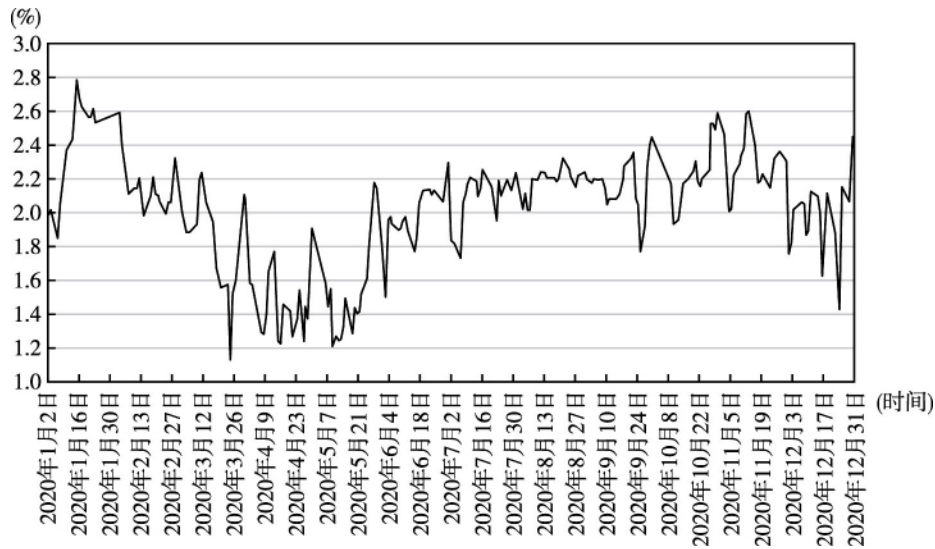
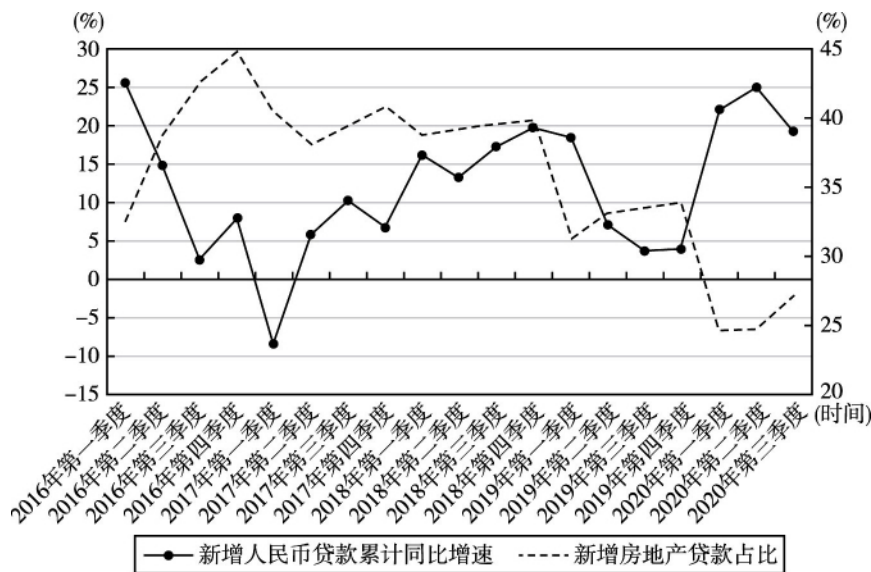


图2 2020年货币市场利率DR007走势

2. 全社会新增信贷大幅增加，同时流向房地产领域的新增信贷占比不断下降，可见货币政策在第二环节的传导效率不断提高

在央行采取多轮降准和降息操作之后，银行等金融机构新增信贷显著增加。如图3(a)所示，2020年前三季度新增人民币贷款累计同比增速达到了19.3%，这是“十三五”期间各年同期的最高水平，并且比“十三五”期间的平均增速高出了7.1个百分点之多。而且，2020年前三季度新增人民币贷款16.26万亿元，比2019年同期多出了2.63万亿元（见图3(b)）。



(a) 新增信贷增速及流向房地产贷款占比

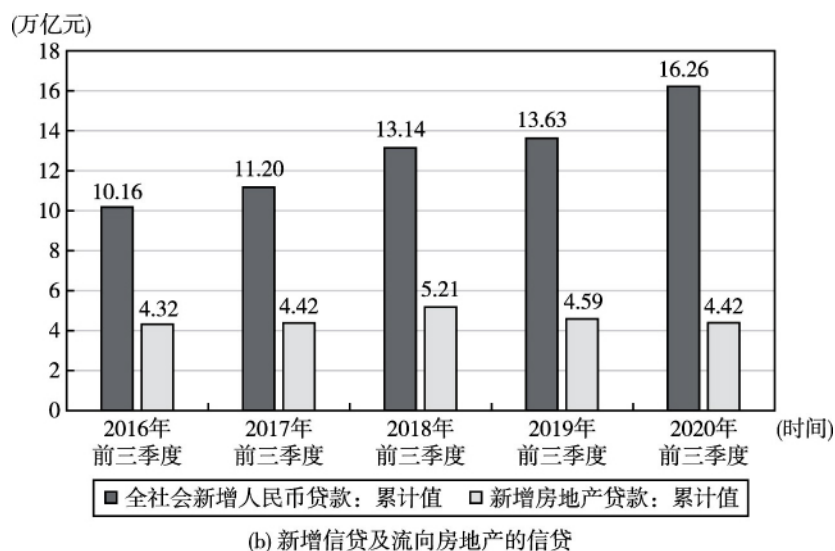


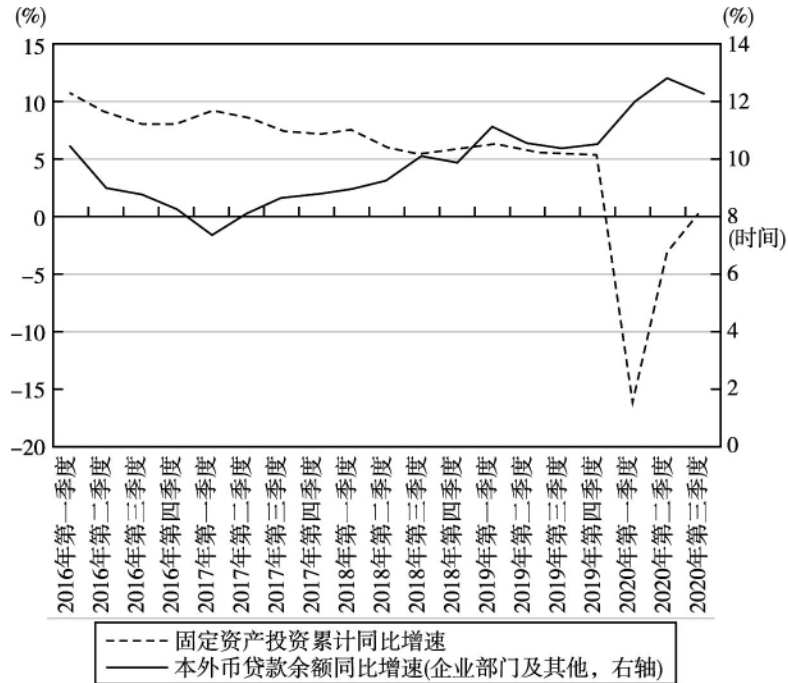
图3 新增信贷增速及流向房地产的信贷状况

与此同时，流向房地产的新增信贷占比步入下行区间，这在2020年表现得尤为明显。图3(a)显示，“十三五”期间，流向房地产的新增贷款占比在2016年第四季度达到了44.82%的峰值，此后步入下行区间，截至2019年末已经降至33.97%。进入2020年之后，流向房地产的新增贷款占比进一步下降，第一季度末和第二季度末分别为24.65%和24.73%，第三季度虽然略有反弹但是仍然只有27.18%，与2016年末44.82%的峰值相比下降了17.64个百分点。而且，2020年流向房地产的新增信贷规模也有所下降。2020年前三个季度房地产新增贷款为4.42万亿元，比2019年同期减少了1700亿元，比2018年同期更是减少了7900亿元（见图3(b)）。在全社会新增信贷大幅增加的同时，流向房地产的新增信贷占比和新增贷款规模双双减少，可见流向实体经济的新增信贷占比和信贷规模不断提高，由此充分表明货币政策在第二环节的传导效率显著提高。

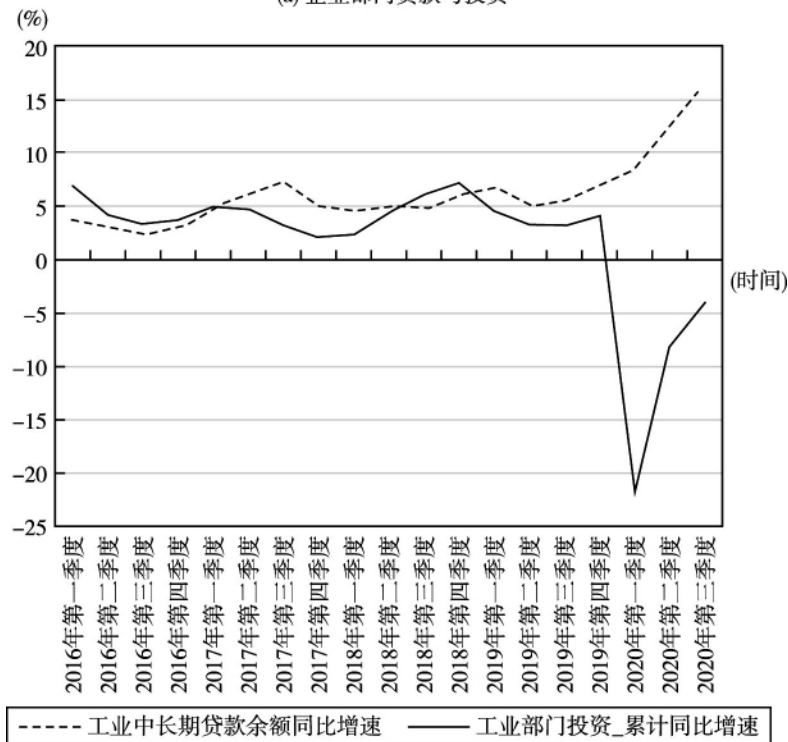
3. 虽然金融系统对实体经济的支持力度显著增强，不过企业投资和居民部门消费持续低迷，可见货币政策在第三环节的传导效率相对偏低

一方面，虽然金融系统对企业部门的信贷支持力度显著增强，但是并未有效改善企业投资。2020年银行等金融机构向企业部门释放了大量新增贷款，从而使企业部门的贷款余额增速出现了较为显著的升高。如图4(a)所示，2020年第三季度末企业部门及其他的本外币贷款余额同比增速为12.3%，比“十三五”期间的平均水平高出了2.44个百分点。不过，企业部门新增贷款和贷款余额的增加，并没有带来全社会固定资产投资显著提升。2020年前三季度固定资产投资累计同比增速仅为0.8%。而且，这在一定程度上还是受到了房地产投资的带动，如果扣除房地产投资之后，固定资产

投资增速会进一步下降。图4(b)更加清晰地展示了工业部门中长期贷款与工业部门投资的相互关系,从图4中可以进一步看出,2020年虽然企业部门获得的信贷显著增



(a) 企业部门贷款与投资



(b) 工业部门贷款与投资

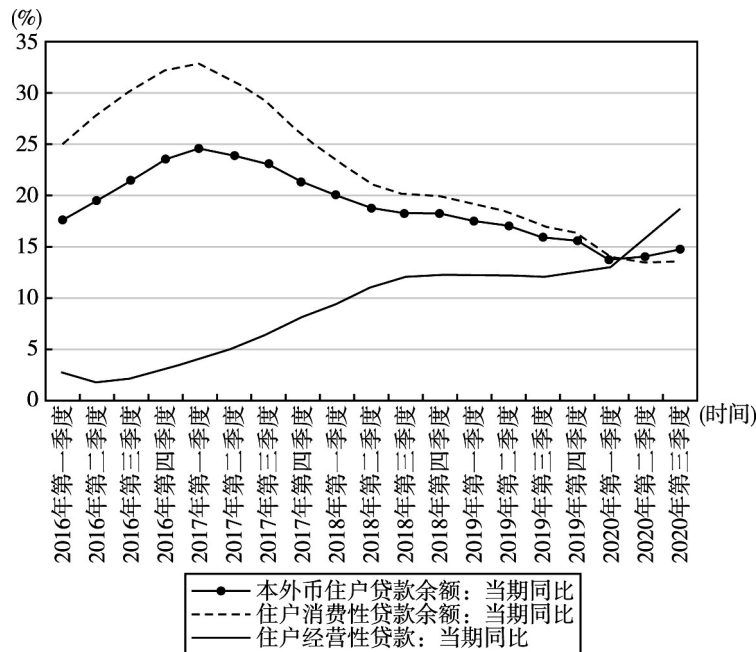
图4 企业部门贷款与固定资产投资走势

加，但是并没有很好地带动实体经济投资。2020年第三季度末工业部门中长期贷款余额同比增速达到了16.3%，比“十三五”期间的平均水平高出了10个百分点，但是2020年前三季度工业部门投资增速却为-4.1%（而2016~2019年平均为4.22%），由此充分显现出2020年工业部门贷款的增加并没有转化为投资的增长。

另一方面，金融系统对居民部门的信贷支持力度持续居于两位数以上的相对较高水平，不过居民部门消费在2020年却显著下滑。与企业部门相比，“十三五”期间，金融系统对居民部门的支持力度有所减弱，不过与不断下滑的经济增速相比却始终处于相对较高水平。截至2020年第三季度末，本外币住户贷款余额同比增速为14.69%，与2019年末相比下降了0.8个百分点，与“十三五”期间的平均水平相比则下降了4.2个百分点。进一步分析可知，住户贷款同比增速下降主要表现在住户消费性贷款方面，而住户经营性贷款同比增速在“十三五”期间则持续升高。即便“十三五”期间金融系统对居民部门消费的信贷支持力度有所减弱，到2020年第三季度末仍然保持在13.6%的两位数增速。相比之下，居民部门消费支出却出现了较大幅度的下滑。统计局数据显示，2016~2019年社会消费品零售总额累计同比增速平均达到了9.55%，而2020年前三季度降至-7.2%。与之类似，2016~2019年城镇家庭人均消费支出实际增速平均达到了4.73%，而2020年前三季度降至-8.4%（见图5）。

（三）货币政策在第三环节传导效率偏低的原因分析

为什么货币政策在第三环节的传导效率相对偏低呢？毫无疑问，疫情冲击是2020年企业投资和居民消费大幅下滑的重要原因，除此之外，长期存在的结构性问题对企



(a) 住户贷款

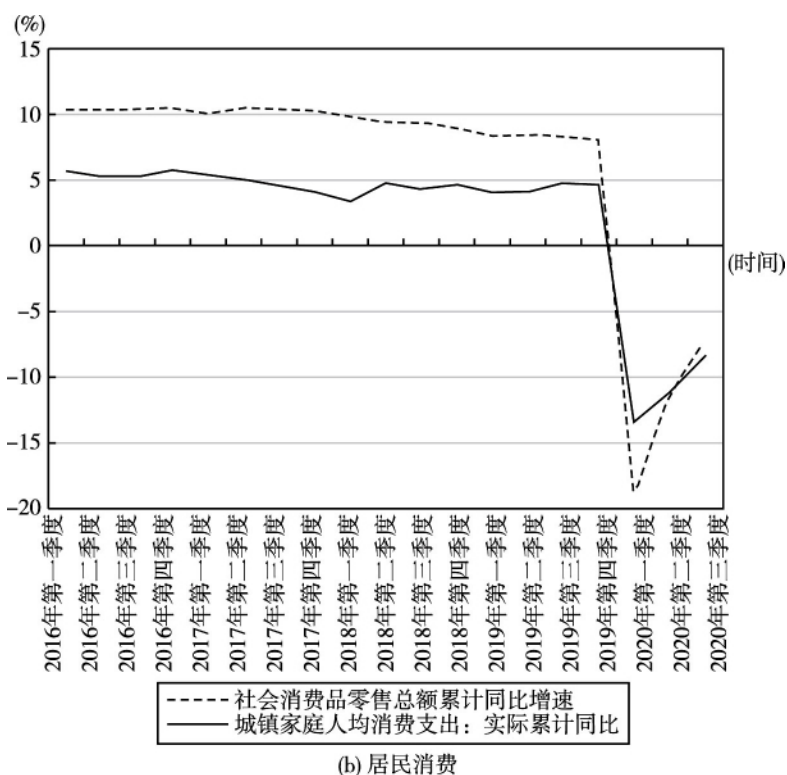


图5 住户消费性贷款与居民消费走势

业投资和居民消费产生了持续性阻碍，是货币政策难以有效带动企业投资和居民消费的关键原因。其一，收入分配结构失衡，导致消费长期低迷，并且进一步引发了产能过剩，以及对投资活动的阻碍。长期以来，中国的收入分配结构有所失衡，中等收入群体的收入增速相对偏慢，导致中等收入群体规模偏小，而中等收入群体是一个经济体内消费的核心力量，由此就会使消费率长期低迷。不仅如此，居民消费的低迷还导致企业投资和生产活动难以畅通循环，长此以往会限制企业投资活力。其二，社会保障体系尚不完善，导致居民预防性储蓄相对较多，进一步限制了居民消费。一直以来，教育、医疗、养老、住房等服务性消费供给数量不足，导致“上学难、看病难、养老难”等问题持续存在，明显增加了居民预防性储蓄，这也是中国居民部门消费率明显低于其他主要经济体的又一重要原因。其三，传统产业产能过剩与高质量产品供给不足等结构性问题同时存在，前者限制了投资活动的开展，后者则限制了高端消费的释放。上述结构性问题根源于长期存在的体制性原因和结构性原因，仅靠货币政策难以解决。值得注意的是，2020年以来企业部门和居民部门的存款明显增加。^① 这同样意

^① 就企业存款而言，2020年前三季度非金融企业新增存款达到了5.49万亿元，比2019年同期多出了3.97万亿之多，也比“十三五”期间的平均水平高出了3.03万亿元。就住户存款而言，2020年前三季度住户新增人民币存款9.95万亿元，比“十三五”平均水平高出多达4.10万亿元。

意味着企业投资和居民消费低迷是其他因素导致的，货币政策本身难以直接产生影响。本报告据此认为，货币政策在第三环节传导效率偏低的主要原因并不在于货币政策本身，而在于阻碍企业投资和居民消费的结构因素。

事实上，央行为了提高货币政策的传导效率已经做出了诸多努力，尤其注重使用结构性货币政策调控经济。除了定向降准以及调低支农、支小再贷款利率等举措，央行还于2020年6月1日新创设了“普惠小微企业贷款延期支持工具”和“普惠小微企业信用贷款支持计划”两项直达实体经济的货币政策工具，进一步完善了结构性货币政策工具体系。从图6可以看出，在上述举措的共同作用之下，流向小微企业和“三农”领域的新增信贷占比显著增加。尤其是流向小微企业领域的新增贷款占比，2020年第三季度末已经提高到18.57%，与2019年相比提高了6个百分点。

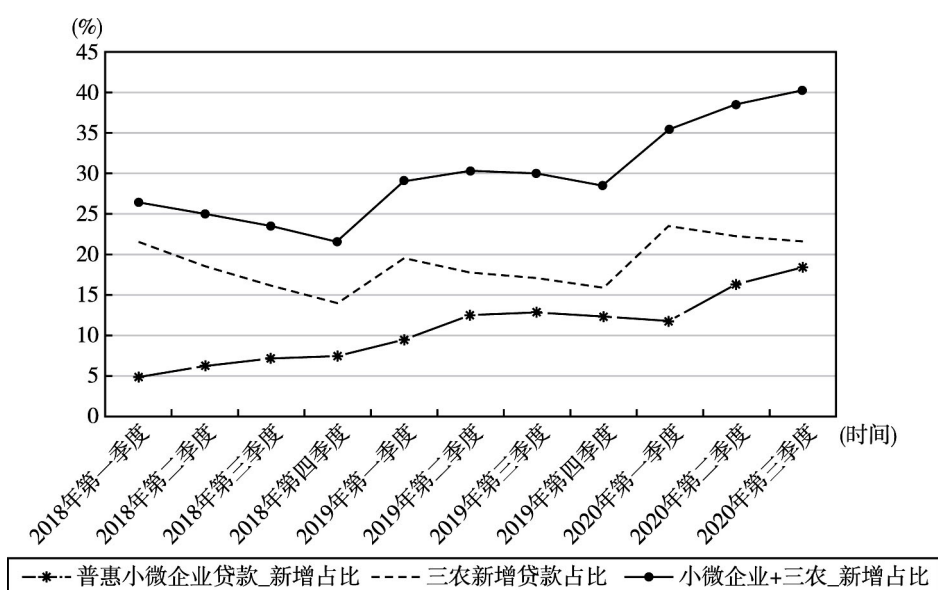


图6 小微企业和“三农”领域的新增贷款占比

不过，本报告认为，结构性货币政策可以作为非常时期的特殊举措，但是不能长期化、常态化使用。究其原因，货币政策是总量型政策，让总量型政策过多地承担“调结构”职能，不仅会损害货币政策的整体效率，而且不利于整体经济健康运行（陈彦斌等，2018，2019）。^①更重要的是，结构性货币政策无法消除阻碍企业投资和

^① 究其原因，其一，目前中国的银行体系以大型银行为主，而理论和国际经验均表明，小型金融机构更适合小微企业，让大银行过多地关注小规模、大批量的业务，将会引起效率损失。其二，相关资金即便流入了小微企业和“三农”领域，也不能保证最终真的应用到这些企业的生产经营活动中，因为大型企业可能通过其小微企业子公司获得廉价贷款，小微企业还可能将所获得的资金投入房地产等其他领域。其三，随着经济发展，经济体所面临的结构性问题也会动态变化，这就意味着“调结构”的目标会因时而异，由此导致长期中很容易出现货币政策的时间不一致性问题。

居民消费的结构性因素。正因如此，要想真正提高货币政策信贷机制的传导效率，仅靠货币政策本身是无法实现的，还需要结构性政策的大力配合。未来需要进一步深化供给侧结构性改革，扫清企业投资和居民消费所面临的体制性障碍，这样才能切实提高货币政策的传导效率。

二、财政政策传导效率评价

财政政策的本质是，当全社会投资需求和消费需求相对不足时，政府部门通过扩大政府支出、减税降费等举措进行逆周期调节，反之则通过减少财政支出或加税等举措防止经济过热。因此，在当前中国经济面临下行压力的情形下，评估财政政策效率的关键在于判断政府支出、减税等举措能否有效带动全社会的投资需求和消费需求。

(一) 积极财政政策对国有控股投资的带动作用较为明显，但是对民间投资的带动作用有待提高

固定资产投资主要由国有及国有控股投资和民间投资两部分组成。财政资金大部分直接用于国有及国有控股投资，在积极财政政策的带动下，国有及国有控股投资增速显著高于全社会固定资产投资的整体增速。如图 7 所示，2020 年国有及国有控股投资累计同比增速为 5.3%，比全社会固定资产投资累计同比增速高出了 2.4 个百分点，并且仅比 2019 年低了 1.5 个百分点，在疫情冲击之下能够达到这一增速实属不易。

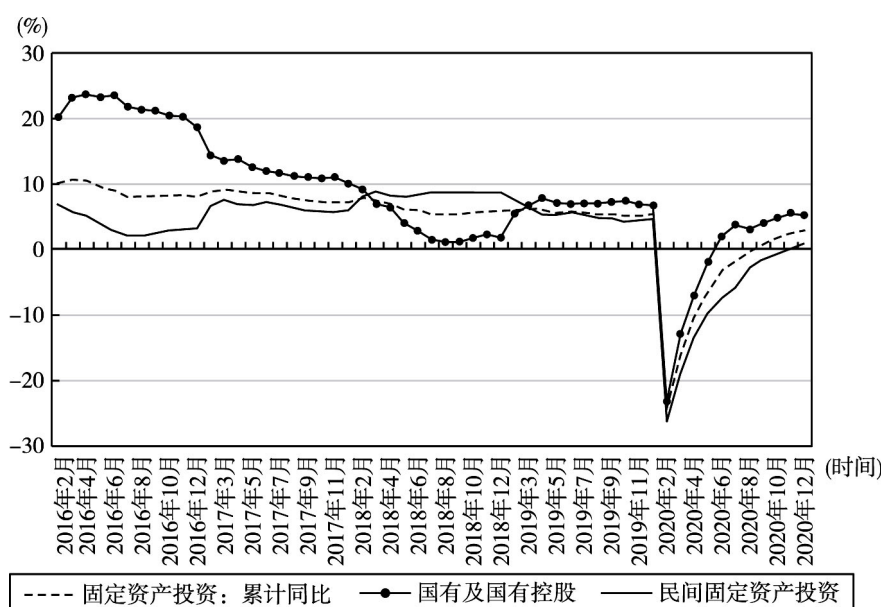


图 7 全社会固定资产投资以及国有与民间投资走势对比

相比之下，积极财政政策对民间投资的带动作用相对较弱。与国有及国有控股投资的强势复苏不同，民间投资在 2020 年表现相对低迷，2020 年民间投资累计同比增速仅为 1%，比国有及国有控股投资增速低了 4.3 个百分点，比 2019 年民间投资增速也要低 3.7 个百分点（见图 7）。可见，积极财政政策在带动国有投资的同时，并没有同步带动民间投资。此外，民间投资增速持续低于国有投资还导致民间投资占全社会固定资产投资比重不断下降，如图 8 所示，截至 2020 年末，民间投资占比已经降至 55.74%，与 2015 年 5 月的峰值相比下降了 9.67 个百分点之多。

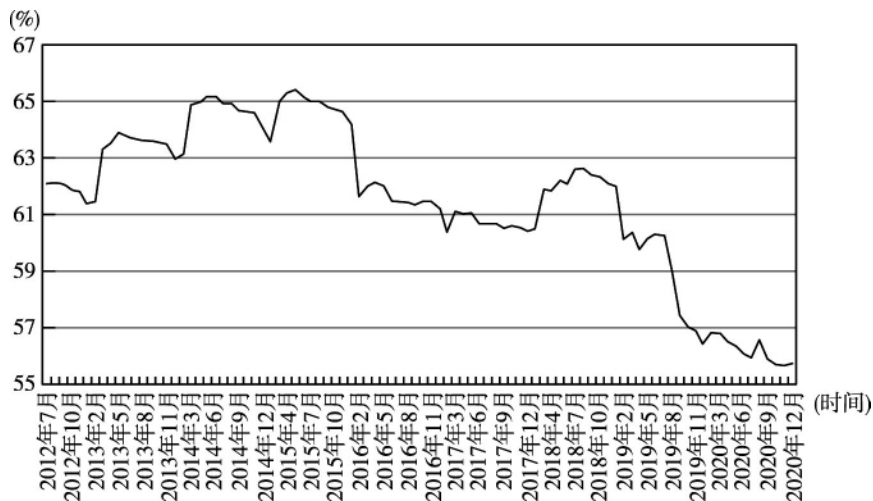
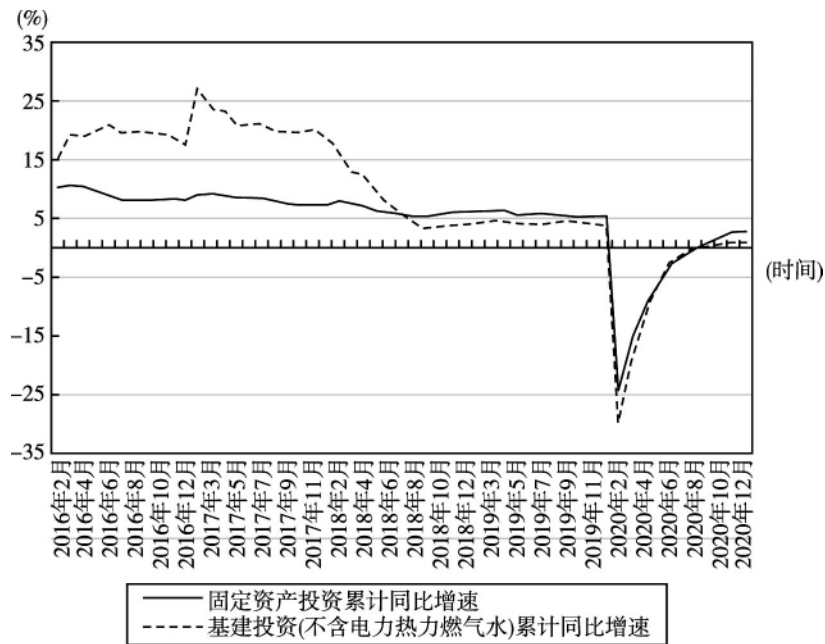


图 8 民间投资占全社会固定资产投资的比重

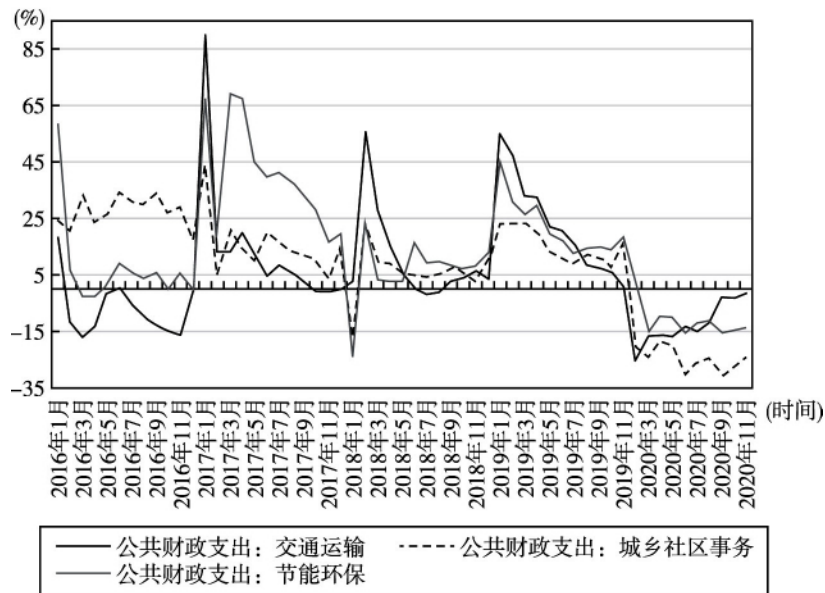
究其原因，产能过剩、生产成本升高等因素导致民间投资回报率相对偏低，第三产业普遍存在的“玻璃门”“弹簧门”“旋转门”则进一步限制了民间投资的发展空间，再加上收入分配结构失衡等长期存在的结构性因素使得居民消费需求不足，上述因素共同导致企业投资内生动力不足，仅仅依靠积极财政政策难以有效带动企业投资显著复苏。

（二）积极财政政策也没有很好地带动基建投资，这不仅是因为新冠疫情、南方洪水阻碍了基建投资的开展，而且在一定程度上归咎于地方政府缺乏配套资金

在过去的很长一段时期，基建投资是地方政府“稳投资”和“稳增长”的重要手段，但是 2018 年下半年以来的绝大多数时间里，基建投资增速低于全社会固定资产投资增速，不但没有起到“稳投资”的作用，反而拖累了全社会固定资产投资的增长。尤其是 2020 年，在中央要求发行 3.75 万亿元地方政府专项债券，再加上城投债规模明显扩张的情况下，基建投资的表现仍然欠佳。如图 9（a）所示，2020 年基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计同比增速仅为 0.9%，比全社会固定资产投资增速低了 2 个百分点。可见，积极财政政策没有很好地带动基建投资。



(a) 基建投资增速



(b) 基建相关的主要财政支出项目累计同比增速

图 9 全社会固定资产投资累计同比增速走势

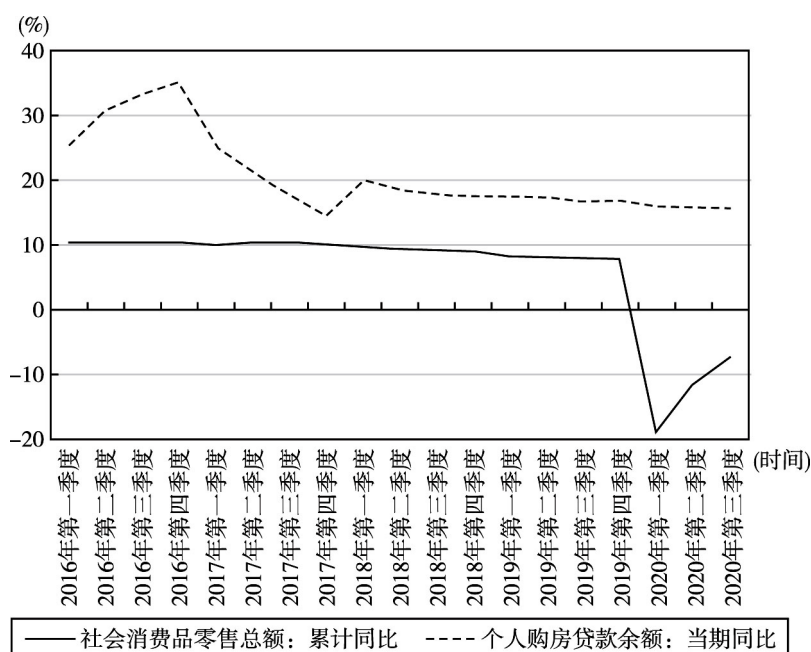
究其原因，其一，新冠疫情、南方洪水等国内外复杂形势阻碍了基建项目落地。其二，2018 年以来，中央持续推进结构性去杠杆，其关键任务之一就是控制地方政府隐性债务，由此导致地方政府很难提供配套资金，也就阻碍了基建投资的落地和实施。图 9 (b) 可以部分验证上述推断，2019 年基建投资相关的一般公共预算支出与 2018 年相比明显升高，但是基建投资增速持续低迷，进入 2020 年虽然一般公共预算支出有

所减少，但是地方政府专项债券和城投债明显增加，纵然如此仍然没有显著带动基建投资，由此推测地方政府缺乏配套资金很可能是背后的重要原因之一。

（三）积极财政政策对居民消费的带动作用同样有待改善

与2018年相比，2019年和2020年的财政政策力度明显加大，但是居民消费不升反降。如图10（a）所示，2020年社会消费品零售总额累计同比增速为-3.9%，跌至“十三五”期间的谷底。居民人均消费支出呈现出类似走势，2020年前三季度居民人均消费支出累计同比增速为-6.6%，同样跌至“十三五”期间的谷底。可见，积极财政政策对居民消费的带动作用同样有待改善。

新冠疫情所带来的冲击毫无疑问是居民消费大幅下滑的重要原因，不过有两个现象值得关注。一是虽然普通消费品消费有所减少，但是居民部门的住房消费不降反升。图10（b）显示，2020年前三季度新增个人购房贷款3.52万亿元，比“十三五”期间历年同期的平均水平高出了0.42万亿元，与2019年同期相比也高出了0.22万亿元，由此可以推知居民部门的住房消费在2020年呈现出上升趋势。一个更加直观的证据是，2019年商品房销售额同比增速为6.5%，2020年商品房销售额同比增速不仅没有随着经济增速和居民收入的下降而下降，反而提高到了8.7%。二是住户新增存款持续增加。2020年前三季度住户新增存款达到了9.95万亿元，这同样达到了“十三五”期间历年同期的最高水平。



(a) 居民消费与购房贷款

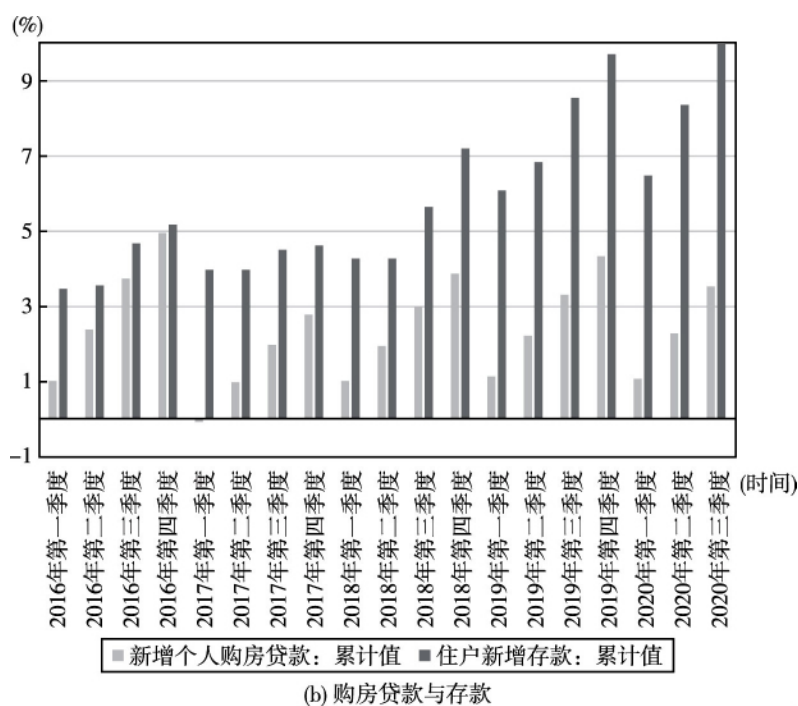


图 10 居民消费、购房贷款与存款走势

这两个现象的存在意味着，积极财政政策难以带动居民消费的主要原因并不在于财政政策本身，而在于经济体当中长期存在的结构性问题。如前所述，“上学难、看病难、养老难”等问题持续存在，疫情冲击之下居民可支配收入增速明显下降，从而强化了居民的预防性储蓄动机。除此之外，由于房地产健康发展的长效机制仍未建立起来，2020年四大一线城市及部分其他重要城市的房价再次呈现明显上涨态势，从而刺激居民部门购买住房。在可支配收入本就下降的前提下，预防性储蓄和购房支出的增加进一步挤占了居民可以用于消费的资金，从而导致居民消费动力不足，积极财政政策对居民消费的带动作用也就难以有效发挥出来。

(四) 改善财政政策传导效率的关键在于深化供给侧结构性改革，以消除企业投资和居民消费的阻碍因素

以上分析充分表明，不管是企业投资还是居民消费，之所以在积极财政政策发力的过程中没有出现明显改善，主要是因为长期存在的结构性因素阻碍了企业投资和居民消费。对投资而言，既包括传统行业产能过剩等结构性因素，又包括第三产业普遍存在的“玻璃门”“弹簧门”“旋转门”等结构性因素。对消费而言，既包括社保体系不完善导致的预防性储蓄问题，又包括购房导致的高债务负担对消费的挤出效应。要想改善财政政策传导效率，根本而言需要进一步深化供给侧结构性改革，从而消除企业投资和居民消费的阻碍因素。

三、结语

本报告分析结果表明,2020年货币政策和财政政策的传导效率在部分环节有明显改进,但结构性问题的存在导致货币政策和财政政策最终并未有效提振企业投资和居民消费,因而政策传导效率有待提高。关于货币政策,在多次降准和降息操作之下,全社会新增信贷大幅增加,同时流向房地产领域的新增信贷占比不断下降,因此金融系统对实体经济的支持力度显著增强,不过最终并未有效带动企业投资和居民部门消费,可见货币政策的整体传导效率还有待提升。关于财政政策,积极财政政策对国有控股投资的带动作用较为明显,但是对民间投资和基建投资的带动效果尚欠佳,此外积极财政政策对居民消费的带动作用同样有待改善,因此财政政策传导效率同样有待提高。

需要强调的是,本报告认为,当前企业投资和居民消费的低迷在很大程度上根源于长期存在的结构性问题和体制机制障碍,如果不消除相关障碍,只靠货币政策和财政政策本身,难以有效提振企业投资和居民消费。展望2021年,国内外复杂经济环境所带来的经济下行压力将持续存在,但是“两个一百年”等重要目标的实现要求货币政策与财政政策更加有效地进行逆周期调节。为此,需要在把握好货币政策与财政政策力度的同时,进一步深化供给侧结构性改革,消除经济中长期存在的阻碍企业投资与居民消费的结构性问题,这样才能真正打通货币政策与财政政策的传导机制,切实提高政策传导效率,从而帮助中国经济更好地实现经济稳定与金融稳定的双重目标。

参考文献

- [1] 陈小亮,刘哲希,郭豫媚,陈彦斌.宏观经济政策研究报告2020[M].北京:科学出版社,2020.
- [2] 陈彦斌,陈小亮,刘凯,郭豫媚,刘哲希.宏观政策评价报告2018[M].北京:科学出版社,2018.
- [3] 陈彦斌,陈小亮,刘凯,郭豫媚,刘哲希.宏观经济政策研究报告2019[M].北京:科学出版社,2019.
- [4] Boivin J, Kiley M T, Mishkin F S. “How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?”, NBER Working Paper, 2010, No. 15879.
- [5] Mishkin F S. The Economics of Money, Bank and Financial Markets. New York: Pearson Education, 2016.