



执笔人：张斌，朱鹤，杨悦珉，祝修业，孙子涵

货币政策的作用和副作用

- **运行环境：**发达经济体通胀高企，美联储加息带来美元显著走强，部分国家货币贬值幅度明显，全球经济的衰退风险继续上升；国内经济较二季度有所明显恢复，财政支出发力，货币政策略有放松，社融增速基本平稳。
- **运行特点：**生产强消费弱的矛盾仍在，制造业投资保持韧性，基建持续发力，房地产行业仍未走出低迷。外需开始走弱，宏观基本面或进入“内升外降”的阶段。
- **应对措施：**确保全年基建投资增速不低于 10%；明确和持续的降息直至经济运行连续两个季度以上保持较高活力为止；补偿因疫情受损的市场主体，支持其重新恢复经营；稳定监管政策预期；助力房地产市场脱困。

专题：宽松货币政策的作用和副作用

- 降低政策利率不仅是减少投资成本，还能改变市场流动性和风险溢价，强化企业、居民和政府的资产负债表进而增加其支出，以及刺激货币贬值提高出口。
- 降低政策利率 100 个基点带来融资利率和存款收益利率的不对称下降，居民、企业和政府净现金流分别增加 1188 亿元、9442 亿元和 1248 亿元，考虑到不同群体的边际支出倾向和乘数作用后会带来 14670 亿元的支出增长，可拉动名义 GDP 增速 1.2 个百分点。这些计算没有考虑降低政策利率对房地产和股票价格支持以及由此对总支出水平的影响。
- 低利率对资产价格泡沫和金融不稳定的担心得到广泛认同，解决这类问题更合意的政策手段是监管政策，灵活的通货膨胀目标制度能够兼容货币政策目标和金融稳定目标。
- 对宽松货币政策会恶化收入和财富分配的担心，在国外和国内的实证研究中得不到支持。
- 宽松货币政策增加僵尸企业和延缓优胜劣汰的看法颇有争议，僵尸企业的产生可能来自经济周期下行，宽松货币政策挽救的未必是低效率企业。



外部环境：美联储大幅加息和地缘政治冲突加大经济衰退风险

2022年3季度，摩根大通全球综合 PMI 和全球制造业 PMI 均值分别为 49.9 和 50.4，分别较 2022 年 2 季度均值下降 2.1 和 1.9 个百分点。受高通胀下货币政策紧缩、疫情反复、地缘政治冲突、粮食和能源危机等多重因素影响，全球经济景气程度持续放缓。

分国家和地区来看，美国、欧元区、日本和巴西 3 季度制造业 PMI 均值均出现不同程度下降，特别是欧元区的降幅较明显，连续三个月低于荣枯线。印度和俄罗斯 3 季度制造业 PMI 均值略有好转。

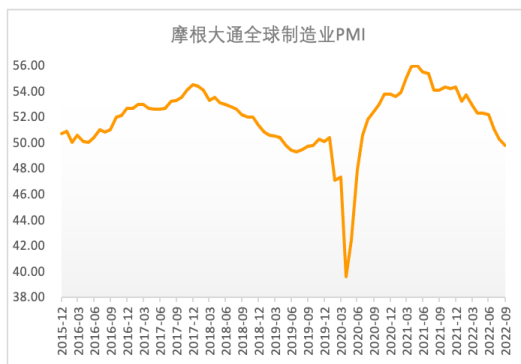


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

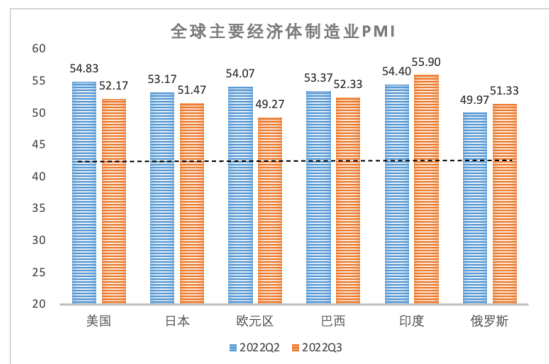


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

全球经济面临下行风险，通胀预期再度攀升。国际货币基金组织在最新一期《世界经济展望》中下调 2022 年全球经济增长预期至 3.2%¹，下调 2023 年全球经济增长预期至 2.7%，较 4 月预测分别下调 0.4 和 0.9 个百分点。如果不考虑 2008 年全球金融危机和 2020 年新冠疫情，2023 年将呈现 2001 年以来最为疲弱的增长表现。报告还指出，全球经济活动普遍放缓，通胀处于几十年来的最高水平，预计 2022 年全球通货膨胀率将达到 8.8%，较此前预测上调 0.5 个百分点。随着各国央行收紧货币政策和生活成本下降，全球通胀率或将在 2023 年和 2024 年分别降至 6.5% 和 4.1%。

大宗商品价格集体走弱。在全球流动性紧缩和经济下行预期加剧的影响下，2022 年 3 季度末 CRB 大宗商品价格综合指数为 567.6，较 2 季度末回落 8.2%。其中，油脂、金属、工业原料分项分别下降 2.7%、18.0% 和 9.6%。3 季度，布伦

¹ “Countering the Cost-of-Living Crisis”.

<https://www.imf.org/zh/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022#Projections>



特原油现货和期货价格震荡下行，均回落至 88.0 美元/桶，分别较 2 季度末下跌 27.0%和 23.4%。考虑到全球经济和石油市场前景存在不确定性，欧佩克与非欧佩克产油国（OPEC+）第 33 次部长级会议重新确认产量调整计划，决定从今年 11 月起下调日均石油产量 200 万桶/日²。动力煤价格小幅波动，季末回落至 414.8 美元/吨。只有天然气价格短暂回调后再创新高，从 2 季度末的 248.3 便士/色姆上涨至 640.4 便士/色姆，季末再次调整至 352.9 便士/色姆。国际有色金属价格和农产品价格较 2 季度都有不同程度回调。其中 LME 铜回落 15.2%，LME 铝回落 13.2%，LME 锌回落 13.3%，CBOT 大豆价格回落 12.6%，CBOT 玉米价格回落 6.4%，CBOT 小麦价格回落 15.0%。

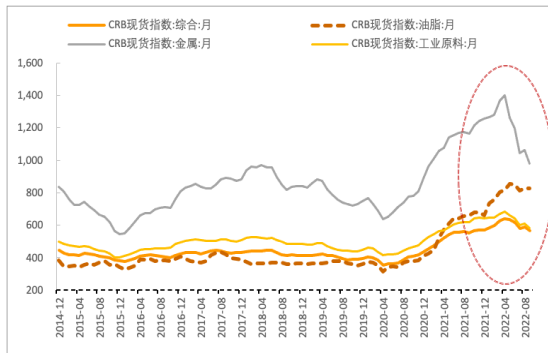


图 3 CRB 大宗商品价格指数



图 4 国际能源价格

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美国通胀处于高位，美联储加快收紧货币政策。2022 年 9 月美国 CPI 同比增速为 8.2%，核心 CPI 同比增速为 6.6%，通胀形势仍未好转。其中，能源、食品、饮料和交通运输领涨整体通胀。美国就业增长依然强劲，劳动力市场仍然偏紧³。季度失业率基本接近疫情前水平，平均新增非农就业人数 36.9 万，劳动参与率缓慢回升至 62.3%。为抑制通胀，美联储在九月议息会议大幅加息 75BP，将联邦基金利率目标区间上调至 3.00%-3.25%区间，这已经是美联储自年初以来第五次加息，累计上调政策利率 300BP。9 月联邦公开市场委员会（FOMC）货币政策会议纪要反复强调，委员会仍坚定致力于将通货膨胀率恢复到 2%的目标⁴。9 月发布的利率点阵图显示，到今年年末联邦基金利率将超过 4.0%，年内或将继

² “33rd OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting”;

https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7021.htm

³ IEA (2022), Oil Market Report - October 2022, IEA, Paris

<https://www.iea.org/reports/oil-market-report-october-2022>

⁴ “Minutes of the Federal Open Market Committee, September 20–21, 2022”

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20221012a.htm>



续加息 2 次。美联储主席鲍威尔此前也表示，过早放松货币政策有风险，降低通胀需要维持较高的利率。他承认未来美国的经济增长可能低于潜在增速，劳动力市场也可能出现疲软迹象⁵。

欧元区通胀水平升至两位数，欧央行宣布大幅加息。2021 年下半年以来，欧元区通胀水平加速上扬，俄乌冲突和能源危机加剧了通胀压力。9 月欧元区消费者调和价格指数 HICP 同比增速为 10.0%，核心 HICP 同比增速为 4.8%。电力、燃气及其他燃料价格分项同比增长 53.0%，是推高欧元区通胀的主要因素，工业制品和食品价格分项也分别增长 15.6%和 15.4%。9 月 8 日，欧洲央行管理委员会决定将三大关键利率上调 75 个基点，这是欧洲央行历史上最大幅度的加息⁶。欧洲央行行长拉加德在随后的新闻发布会上还表示，预计将在未来几次会议上进一步提高利率以抑制需求，防止通货膨胀预期持续上升。

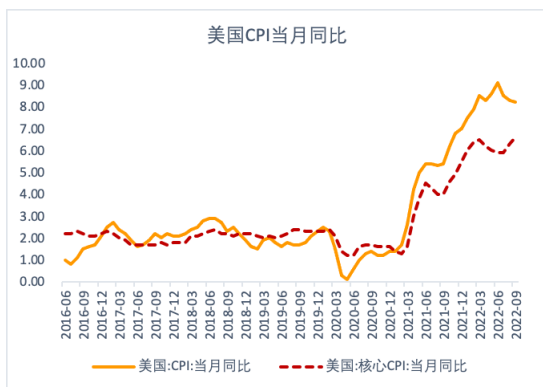


图 5 美国通胀水平持续上行

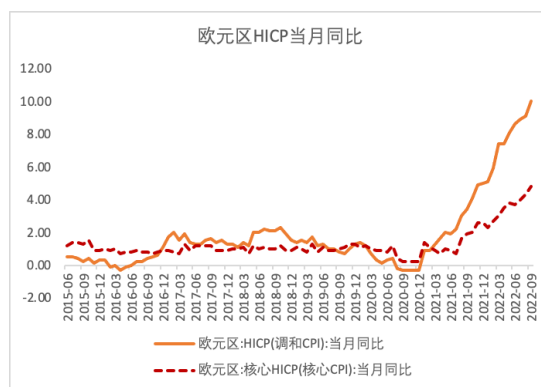


图 6 欧元区通胀水平高企

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美元指数强势上涨，其他主要经济体货币均贬值。3 季度末，美元指数迅速上涨至 112.2，较 2 季度末上涨 7.1%。受此影响，欧元、英镑、澳元等非美货币不断贬至年内低位，一向被视为避险货币的日元汇率也急剧下跌至 24 年来低点。3 季度末，美元兑日元汇率跌至 144.8，较今年年初下跌 25.5%，较 2 季度末下跌 6.7%。

长期国债收益率显著上升，金融市场风险值得警惕。受美联储持续加息影响，美债收益率大幅上升。3 季度末，各期限美债收益率普遍收涨，十年期美债收益率较 2 季度末增长 85 个基点至 3.83%。美债收益率上涨不仅导致债券价格暴跌，还给其他风险资产带来估值压力。主要发达经济体股市普遍下跌，3 季度末，美国标准普尔 500 指数为 3585.6，法兰克福 DAX 指数为 12114.4，分别较 2 季度末

⁵ “Transcript of Chair Powell’s Press Conference, September 21, 2022”;
<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220921.pdf>

⁶ “Monetary policy decisions”;
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.en.html>



下跌 5.3%和 5.2%，较今年年初回调 20%以上。一些发展中国家国际收支困难，偿债能力恶化。IMF 总裁格奥尔基耶娃称，25%的新兴市场国家和 60%的低收入国家正处于或接近债务危机⁷。



图 7 美元指数



图 8 美元兑日元

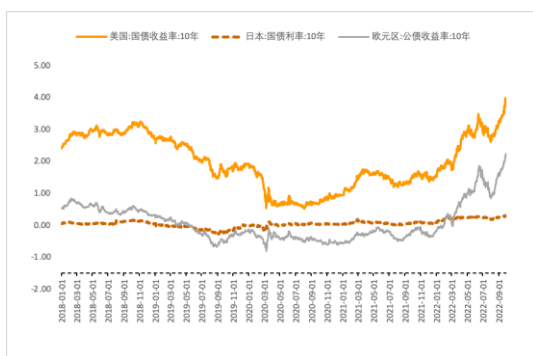


图 9 十年期国债收益率



图 10 发达经济体股票指数

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

内部环境：财政支出持续发力，社融增速略有放缓

财政收支面临缺口，专项债发行进度快于往年。2022 年 1-9 月，政府公共财政支出同比增速 6.2%，政府基金性支出同比增速 12.5%，广义财政支出同比增速 8.0%，较 2 季度末的累计同比增速 12.5%有所下降。1-9 月，政府公共财政收入同比增速-6.6%，政府基金性收入同比增速-24.8%，广义财政收入同比增速-11.6%，较 2 季度末的累计同比增速-14.7%有所好转，但依然较大幅度落入负增长区间。2022 年专项债发行使用工作进度明显快于往年。截至 8 月末，国债、

⁷ “The IMF’s Role in a More Shock-Prone World”;
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/10/14/sp101422-imf-managing-director-speech-to-the-plenary-meeting>



地方一般债和专项债累计发行 6.05 万亿元，其中专项债已经累计发行 4.29 万亿元，基本完成了全年的发行计划。

社融存量增速下降，新增社融规模不及去年同期。截至 2022 年 9 月，社会融资规模存量增速较 2 季度末小幅下降 0.2 个百分点至 10.6%，M1 同比增速较 2 季度末回升 0.6 个百分点至 6.4%，M2 同比增速较 2 季度末回升 0.7 个百分点至 12.1%。3 季度新增社会融资规模 6.7 万亿元，较去年同期少增 0.2 万亿元。

金融市场利率总体稳定，信用利差震荡下行。2022 年 3 季度，银行间市场利率小幅下降，存款类金融机构 7 天质押式回购加权利率(DR007)9 月均值为 1.60%，较 6 月下降 12 个基点；银行间 7 天质押式回购加权利率(R007)9 月均值为 1.71%，较 6 月下降 16 个基点。信用利差震荡调整。3 年期低信用等级(AA-)公司债收益率与同期国债收益率的信用利差自 2 季度末的 3.49% 回落至 8 月初的 3.29%，经反复震荡后季末收窄至 3.35%。

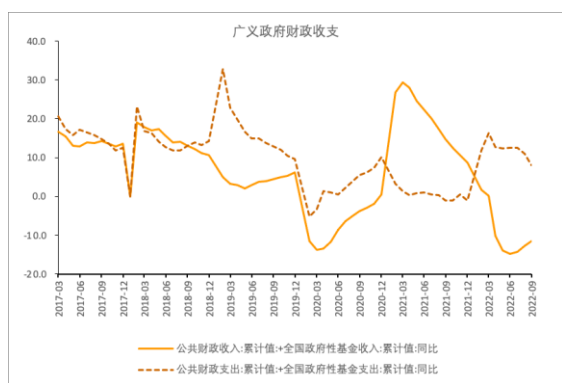


图9 广义政府财政收入与支出

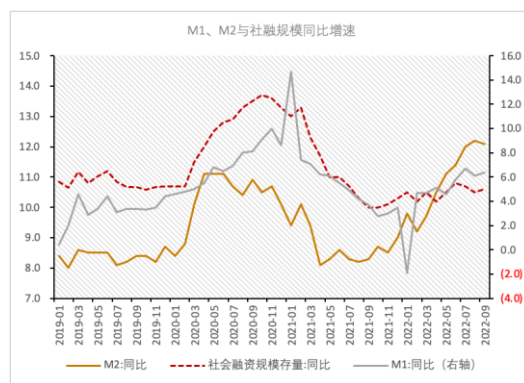


图10 社会融资规模存量同比增速

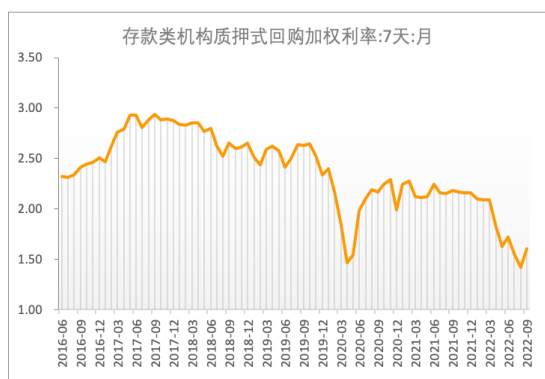


图11 DR007

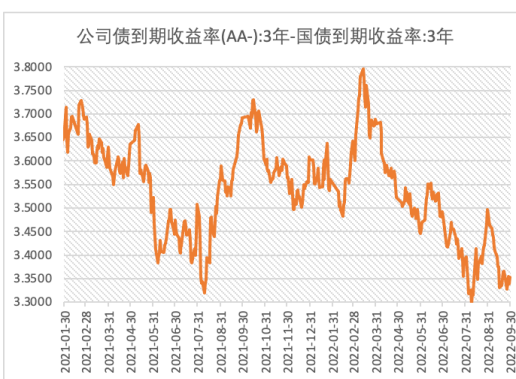


图12 低评级企业信用利差

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

人民币汇率保持弹性。美联储加息推动美元指数大幅上升，多国货币不断贬



值,但中国外汇市场的基本面仍然保持强势,人民币相对其他货币表现得更稳定。今年以来,相较于英镑、日元和韩元等超过 20%的贬值幅度,人民币/美元汇率从今年年初的 6.37 贬值至 3 季度末的 7.09,贬值幅度为 11.3%。篮子汇率指数(CFETS)从年初的 103 回落至 3 季度末的 101,下降 1.9%。人民币汇率弹性增加,充分发挥了内外部冲击的“减震器”作用,促进了跨境资金流动趋于平衡。在面对国内国际诸多挑战时,多方面力量支持人民币汇率,金融市场高水平对外开放有助于增强外资中长期持有人民币资产的信心,外汇市场深度和成熟度提升有助于市场行为更加理性。从经济基本面看,人民币汇率不具有单边持续贬值的基础。

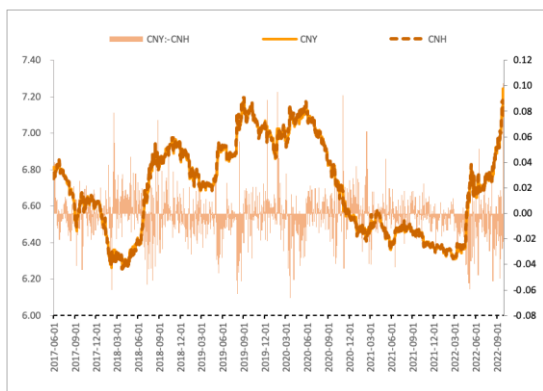


图 13 在岸与离岸汇率



图 14 人民币篮子汇率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

专栏一：人民币汇率无惧贬值

近期人民币汇率贬值主要受两方面力量驱动。一是美元加息驱动美元指数大幅上涨。美元指数大幅上升，欧元、日元、英镑等世界主要货币对美元都大幅贬值，人民币对美元贬值。如果看人民币贸易加权汇率而非人民币对美元汇率，人民币对美元以外其他货币的贸易加权汇率甚至还在升值。

二是中国经济景气程度偏低，出口有放缓趋势。人民币汇率和短期资本流动与国内经济景气程度密切相关，从历史经验看，其相关程度甚至超过美元指数和中美利差。这背后的主要原因是中国外汇市场上发挥主导力量的参与者不是金融投资者和家庭部门，而是有外贸外资背景的企业部门。对于企业而言，



无论是结售汇，对外举债或者还债，购买海外资产或者出售海外资产，都与企业手里的订单有关，与未来现金流预期有关，与国内经济景气程度有关。经济景气程度上升的时候，往往也伴随着资本净流入和人民币升值。近期中国经济景气程度偏低，全球经济放缓背景下出口订单也有下降趋势，这对人民币汇率形成一定压力。

无论是美元指数上升，还是国内景气程度偏低，都是短期因素，是周期性因素，而非长期结构性因素。预计人民币会经历一段时间的弱势，但由于主要受到短期和周期性因素推动，人民币不会一路贬下去。

货币当局一直强调和致力于发挥汇率自动稳定器的作用。当前经济环境下，人民币汇率的适度贬值对宏观经济恰好发挥了稳定器作用。人民币适度贬值不仅有利于保持出口竞争力，也有利于提高各种进口替代产品的价格竞争力，对提振需求和维护宏观经济稳定起到帮助。

适当的汇率贬值并不可怕，反而有助于当前经济局面。需要避免的是人民币过度大幅贬值。要避免人民币过度贬值，最根本的政策保障不是外汇市场干预。历史经验告诉我们，越是干预外汇市场，外汇市场供求压力得不到及时释放，单边贬值预期越强，反而会使人民币面临更大压力，过度干预外汇市场还会威胁到国内的基础货币供给和宏观经济稳定。避免人民币过度贬值的最根本支撑是中国经济基本面，这既包括短期内通过逆周期财政和货币政策改善经济景气程度，也包括通过中长期的结构性改革措施优化中国经济结构。

运行特征：内需边际复苏，外需开始走弱，中国宏观基本面或进入“内升外降”阶段

2022年前三季度，我国不变价GDP同比增长3.0%，比上半年加快0.5个百分点。经历了二季度疫情冲击后，我国三季度经济增速企稳回升，经济整体呈现恢复向好态势。三季度GDP同比增长3.9%，供给端快速修复，工业生产加速回升。

相比之下，需求端的恢复整体偏慢，除了疫情因素影响，外部需求走弱也扩大了需求与供给的差距。我国宏观基本面或进入“内升外降”阶段。一方面，内



部需求边际复苏。固定资产投资触底回升，其中制造业投资保持强劲，基建投资持续高位增长；社会零售消费较二季度明显回升，最终消费对经济增长贡献率上升。另一方面，外部需求开始回落。三季度单月出口增速明显下降，主要原因是出口商品数量减少。在外需走弱和基数效应的双重影响下，接下来出口增速回到高速增长轨道的难度较大。

1、供给端快速修复，生产和物流持续向好

工业生产明显回升，货运物流整体趋稳。2022年3季度，随着“稳增长”一揽子政策落地显效，工业生产克服了高温天气和局部疫情等不利因素影响，呈现出稳定恢复、持续改善态势，工业增加值同比增速从6月的3.9%稳步上升至6.3%。

分三大门类看，9月采矿业增加值同比增长7.2%，制造业增长6.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.9%。分行业看，高技术制造业、装备制造业和上游制造业增加值同比增速领先，其中汽车制造业增长23.7%，电气机械和器材制造业增长15.8%，化学原料和化学制品制造业增长12.1%。9月，制造业PMI连续回升至50.1，较上月回升0.7个百分点。其中生产和采购分项、主要原材料购进价格以及企业生产经营活动预期指数均恢复到扩张区间，值得注意的是，新出口订单指数降至近四个月新低，外需呈现走弱态势。此外，三季度货运周转量稳定增长，物流业景气指数小幅波动。9月28日交通运输部举办例行新闻发布会，新闻发言人舒驰表示，当前全国交通网络总体通畅，重点枢纽全面复工达产。主要物流指标稳中向好，1-8月全社会货运量较2019年同期增长11.7%，铁路、公路、水运和邮政均已超过2019年同期水平⁸。

2、投资内部结构分化加剧，消费边际改善但速度偏慢，需求呈现“内生外降”特点

固定资产投资触底回升，内部结构分化加剧。2022年1-9月，固定资产投资累计同比增速5.9%，结束了自今年年初以来逐月回落的态势，较1-7月加快0.2个百分点，连续两个月小幅回升。面对外部环境变化和疫情冲击等不利影响，制造业投资表现韧性十足。1-9月制造业投资累计同比增速达到10.1%，较1-7月加快0.2个百分点。随着政策性银行资本金工具加快投放，年初至今的基建投

⁸ 9月份例行新闻发布会. <https://www.mot.gov.cn/2022wangshangzhibo/2022ninth/>



资表现亮眼，截至 9 月基建投资累计同比增速达 11.2%，当月同比增速攀升至 16.3%，为 2018 年以来当月同比增速的新高。基建投资快速增长同时带动了制造业专用设备、电气机械等行业的投资增长。房地产投资持续探底。1-9 月，房地产开发投资累计同比增速为-8.0%，较 2 季度末回落 2.6 个百分点。商品房销售面积累计同比下降 22.2%，降幅有所收敛，与上半年累计同比持平；新开工面积累计同比下降 38.0%，较 2 季度末多降 3.6 个百分点；施工面积累计同比下降 5.3%，较 2 季度末多降 2.5 个百分点。

工业企业效益延续恢复态势，资本品部门面临较高库存压力。2022 年 1-9 月，全国规模以上工业企业营收同比增长 8.2%，较上半年下降 0.9 个百分点；利润下降 2.3%，降幅持续收窄。随着部分大宗商品价格涨幅回落，工业企业利润结构有所改善，这体现为资本品部门利润回升，消费品部门利润由负转正。

库存方面，今年 5 月以来工业企业的库存和产成品库存同比增速都在下降，其中库存同比增速自 2021 年 11 月就已经见顶回落。考虑到企业的决策机制，我们使用“广义库销比”指标（广义库销比=库存/当月营业收入）考察企业的实际库存状况。8 月，工业企业的广义库销比上升至 55.9%，三部门的广义库销比分别为 47.3%、68.2%和 53.1%，这表明资本品部门的库存压力明显高于原材料和中间品部门以及消费品部门。

专栏二：工业企业“去库存”的表象与本质

单看工业企业的库存和产成品库存指标，工业企业确实存在“去库”的现象。但是，库存指标同比增速下降并不等于严格意义上的“去库存”。即使企业库存出现下降，也无法说明此时企业面临的库存压力下降。因此，关键的不是库存增速的变化或库存本身的变化，而是库存与合意库存之间的差距。

从微观主体的决策机制出发，合意库存规模与销售状况密切相关。因此，我们借助营业收入来考察企业的实际库存状况，并结合变化趋势来间接判断其与合意库存水平的差距。我们构建了“广义库销比”指标⁹来反映企业的库存状况。今年二季度以来，我国工业企业的广义库销比开始持续上升，表明当前工业企业面临的库存压力是在增加而不是下降。换言之，产成品库存同比增速

⁹ 2017 年之前的营业收入数据用主营业务收入增速倒推得出；1-2 月的累计营业收入要除以 2。



下降并不能说明工业企业在去库存，因为这种形式的库存调整只是同比意义上的回落，并没有缓解企业面临的库存压力。因此，工业企业虽然看起来是“主动”降库存，实际上是在越来越大的库存压力面前被动为之。

工业部门内部存在着比较明显的结构性特征。我们按照之前的研究将工业企业分为三个部门：原材料和中间品、资本品、消费品¹⁰。如下图所示，2022年2季度以来，三个部门的广义库销比都在上升，表明对应的库存压力都在增加。但是，资本品部门表现出的库存压力更大。具体表现为：原材料部门的广义库销比虽然有所上升，但没有超过疫情之前2019年的平均水平。消费品部门的广义库销比略高于疫情之前的平均水平，但仍低于疫情初期2020年3季度的最高值。而资本品部门的广义库销比不仅超过了疫情之前的平均水平，还超过了疫情初期的最高值，达到了2014年以来的最高值。

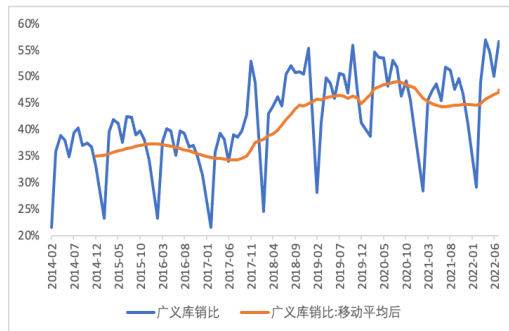


图1 工业企业广义库销比变化

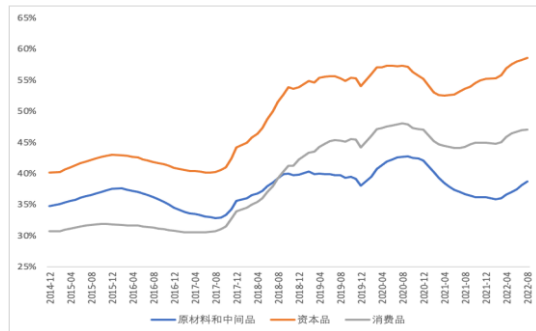


图2 三部门广义库销比变化

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

利润率和出口的变化也印证了上述结构性差异。疫情以来，三个部门的利润率¹¹都经历了一轮周期性变化，且从2022年2季度开始都在下降。但原材料和中间品部门的利润率只是略有下降，仍显著高于疫情之前的水平。相比之下，消费品和资本品两个部门的利润率基本回到了疫情之前的水平。近期的出口表现也反映出了类似的结构特征。今年二季度以来我国出口增速明显回落，其中资本品出口的数量下降是导致出口增速回落的主要原因¹²。

综上所述，工业企业的库存压力并没有降低，反而还在增加。其中，资本品部门当前的库存压力要明显大于原材料和中间品部门以及消费品部门。

¹⁰ 朱鹤，孙子涵. 7月出口超预期背后：下半年制造业投资形势如何？.

<https://mp.weixin.qq.com/s/XqnJQjmVL2YYqkjSigkYxg>

¹¹ 利润率=利润总额/营业收入，两类数据均经过一年期移动平均处理。

¹² 详见朱鹤，孙子涵. 三个故事看中国出口. <https://mp.weixin.qq.com/s/hnqQGZM-ruB74tH6oyaTfw>



消费较二季度边际复苏，但回升速度仍然偏慢，汽车销售是亮点。在经历二季度超预期冲击后，三季度我国消费需求开始边际复苏，2022年3季度社会零售总额同比增速均值为3.5%，较2季度均值-4.9%显著回升8.4个百分点。其中，消费品零售额同比增速3.8%，汽车以外的消费品零售额同比增速2.5%，餐饮收入同比增速1.7%，均恢复正向增长。目前消费复苏速度较去年相比仍然偏慢，且近期受疫情多点散发影响，9月社会零售总额当月同比增速为2.5%，较8月回落2.9个百分点，部分地区的餐饮收入同比增速重回负增长区间。在整体消费复苏缓慢的背景下，汽车销售是近期消费复苏的最大亮点。根据中汽协的数据，三季度乘用车销量同比增速保持在30%以上，且增量部分主要来自新能源汽车的快速崛起。

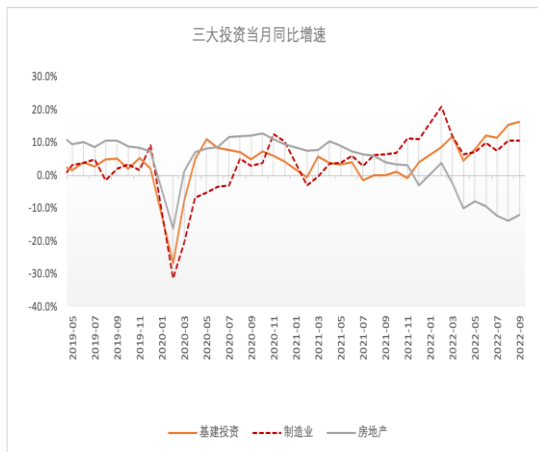


图 17 三大投资当月同比增速

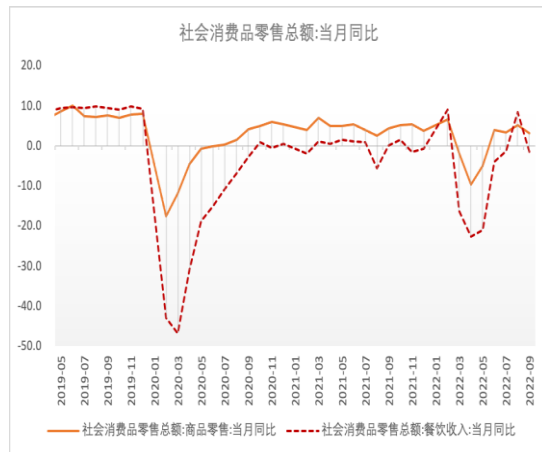


图 18 社会消费品零售总额同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

注：2021年的三大投资和社零当月同比数据均做了两年几何平均处理。

外部需求走弱，发达国家持续加息对需求的抑制效应显现。2022年3季度，我国以美元计价出口同比增速平均为10.2%，较2季度下降2.1个百分点，较2021年3季度均值减少13.9个百分点。其中，3季度单月出口同比增速开始显著回落，从7月的17.9%下降至9月的5.7%。从量价角度看，出口增速下降主要来自出口商品数量减少。9月全球制造业PMI指数为49.8，延续下降态势，首次降入收缩区间，而新订单指数也连续三个月处于收缩区间，这与9月PMI新出口订单指数继续下降相互印证，或许表明海外央行加息对外需的抑制效应开始显现。海外需求回落会降低产品出口需求，叠加基期效应，接下来出口增速恢复高速增长



的难度较大。

专栏三：中国出口的第三个故事

2022 年，海外需求开始回落，但部分国家和部分产品仍然存在外部供需缺口。观察我国今年年初至今的出口变化，可以得出三个基本事实：

基本事实 1：受发达国家进入加息周期的影响，我国面临的外部需求已经开始回落。世贸组织最新的报告显示，7 月全球货物贸易晴雨表指数已经低于近期的商品贸易趋势线，预计 2 季度全球贸易同比增速将进一步放缓。基于荷兰经济政策分析局（CPB）的高频数据，估计今年 8 月份全球出口金额同比增长 11.6%，相比 2 季度末下降 3.1%。

基本事实 2：我国出口的份额效应没有明显减弱，部分中间品和消费品的出口依然具有韧性。根据 CPB 的数据测算，2022 上半年中国出口金额占全球的比重基本保持稳定，平均值接近 16.0%，7-8 月份贸易份额小幅波动。在中国的出口商品结构中，原材料和中间品占比连续 8 个月上升，从 19.1%增长到 24.2%，尽管最近两个月有所回落，但仍高于去年同期水平。2021 下半年开始，原材料和中间品的出口增速就开始领先于资本品和消费品，也远高于中国出口整体增速，且增速差还在不断扩大。在消费品出口增速整体回落的同时，汽车出口，特别是新能源汽车的出口成为拉动中国出口的亮点。前 9 个月，汽车出口增速达到 33.3%，远超货物贸易整体增速和其他消费品增速。汽车占我国出口的比重也达到 4.7%，比去年同期高了 1.0 个百分点，单项商品就解释了我国出口整体近 1.6 个百分点的增长。

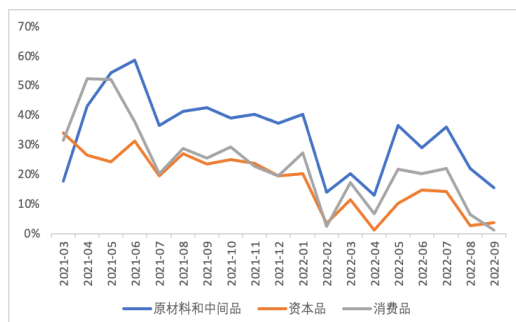


图 1 中国出口商品增速变化

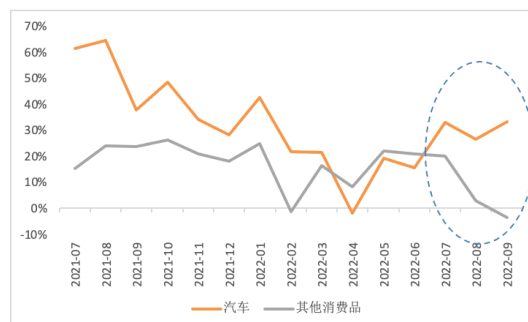


图 2 汽车和其他消费品出口增速变化

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。



基本事实 3：中国对欧盟出口增速高于总体增速，其中原材料和中间品的出口增速明显高于其他商品。今年 2 季度以来，我国对美国的出口增速明显减弱，对欧盟的出口增速大幅回升，后者还持续高于中国出口的整体增速。从出口结构看，我国对欧盟出口原材料和中间品的增速明显高于其他商品，7 月原材料和中间品的出口增速高达 45.5%。

综上所述，中国出口的外部需求持续回落，但由于部分地区和部分产品依然存在显著的供需缺口，接下来中国出口的内部分化会更加明显。一方面，外需回落会降低所有产品的出口需求，尤其是资本品和消费品的出口需求。另一方面，俄乌冲突及后续影响加剧了不同经济体之间供给能力的差距，特别是加剧了能源密集型产品的供需平衡。在这种情况下，直接从中国进口中间品就变得更加划算。因此，这将给我国中间品出口带来结构性机会。同时，在原材料价格高企的背景下，还可能对我国上下游产业的产品价格、实际利润和企业现金流带来差异化影响。

3、就业形势整体好转，服务业和青年群体就业压力仍然突出

就业缺口缓慢收敛，青年群体就业压力仍然偏大。随着一系列稳就业政策措施落地显效，三季度就业形势有所好转，平均调查失业率为 5.4%，比 2 季度下降 0.4 个百分点。

9 月以来，受多地疫情散发影响，调查失业率有所上升。城镇调查失业率升至 5.5%，明显高于去年同期的 4.9%；31 个大城市调查失业率升至 5.8%，较 8 月增加 0.4 个百分点。

青年群体就业压力较大，16-24 岁人口的调查失业率均值为 18.8%，较 2 季度均值再上 0.2 个百分点，显著高于疫情前正常时期 2018-2019 年 3 季度均值 12.9%，同样高于疫情后 2020-2021 年 3 季度均值 15.8%。根据教育部统计，2022 年中国高校毕业生总规模达到 1076 万人，首次突破千万大关，随着高校毕业生进入劳动力市场，年轻群体就业压力有所加大。

部分服务业仍面临较大压力，服务业就业压力突出。疫情多点散发使得具有劳动力密集型特征的消费性服务业受到较大影响，导致其用人需求存在不确定性、吸



纳就业能力下降，加剧当前市场的就业压力。服务业 PMI 从业人员分项指标保持低位，9 月指标为 46.6，明显低于同期制造业 PMI 从业人员指标 49.0，服务业 PMI 从业人员指标仍处于收缩区间，两者之间的差距扩大。3 季度，农村外出务工人员就业人数为 18270 万人，同比减少 0.2%；农村外出务工人员收入同比增长为 3.0%，低于去年同期两年平均增速 6.2%。

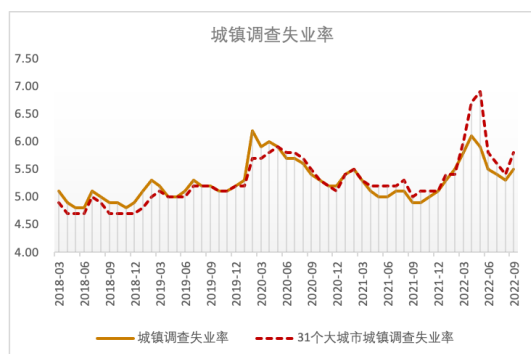


图 19 调查失业率

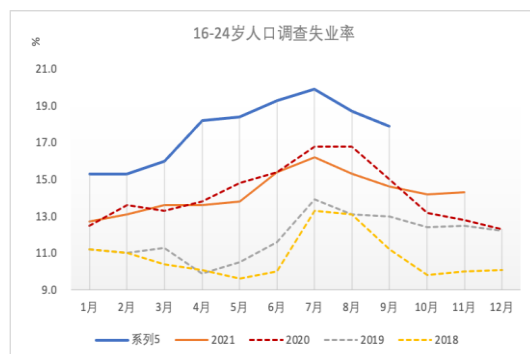


图 20 16-24 岁人口调查失业率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

4、核心 CPI 仍处低位，PPI 快速回落

反映总需求水平变化的核心 CPI 水平偏低。为了排除疫情造成的基数扰动，我们将三类价格指标的环比数据做连乘处理，最终求得相对于 2019 年 12 月的累计涨幅。过去 33 个月里，PPI 累计增长 9.3%。在高基数效应推动下，PPI 同比增速从 2021 年底的 10.3% 持续回落至 2022 年 9 月的 0.9%。PPI 环比下降主要受生产资料价格拖累，国际大宗商品价格走弱，导致国内部分原材料和中间品价格回落。9 月，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、化学原料及化学制品制造业的价格环比分别下降 3.8%、3.0% 和 1.5%。CPI 累计增长 3.5%，近期 CPI 反弹主要受到猪肉、蔬菜价格拉动。剔除了食品和能源价格的核心 CPI 往往更能真实地反映通胀压力，过去 30 个月里，核心 CPI 累计上涨了 1.9%，通胀水平偏低。

展望及政策建议

三季度中国经济复苏更像是经济冲击后的惯性反弹，复苏动能仍面临风险和挑



大的收支缺口、工业企业的库存压力仍在积累等。

在以上多重压力和挑战下，2022 年四季度延续复苏需要更大力度和更大范围的宏观政策支持。以扩大总需求水平为目标的总量目标和总量政策工具依然非常重要。除此以外，我们认为，针对结构问题也需要特定的政策工具：

一是确保全年基建投资增速不低于 10%。政府支出，尤其是政府主导的基建投资，在稳定我国宏观大局中起到了不可替代的作用。目前地方政府土地收入和税收双双受到负面影响，“以收定支”难以实现今年的广义财政支出目标。下半年要补上不低于 3 万亿的政府广义支出资金缺口，确保支出的连续性，尽可能完成年初制定的预算目标。为此，可考虑特别国债、财政贴息债券和政策性金融贷款支持基建投资，大幅降低融资成本、更合理地规划建设项目布局，避免依靠地方融资平台从商业金融机构高成本融资而带来后遗症问题。

二是明确和持续的降息直至经济运行连续两个季度以上保持较高活力为止。降息的作用是降低债务利息负担、提高资产估值，二者分别从负债端和资产端改善市场主体资产负债表。根据估算，中国非金融企业、居民和政府合计负债在 330 万亿元左右，降息对改善现金流和提升需求会起到巨大帮助。

三是补偿因疫情受损的市场主体，支持其重新恢复经营。设立专项基金补偿因疫情受损的市场主体和相关就业人员：通过事前告知的形式让市场主体认识到因疫情原因造成的经营损失可以得到补偿，坚定市场主体投资和经营的信心；制定帮助小微企业重新恢复经营的启动资金支持计划；针对低收入群体、老人和婴幼儿发放暂时性生活补贴。

四是稳定监管政策预期。考虑到市场需要摸索和试错的空间，监管层面可以鼓励加法，慎用减法，确保在行业成长中解决问题。监管政策出台之前有必要广泛征求利益相关方意见，充分考虑政策出台以后可能带来的各种后果，谋定而后动。对监管当局和监管政策也必须配套相关的问责机制。

五是助力房地产市场脱困。稳住房地产市场不仅关系到房地产产业链上下游市场主体，也关系到全社会的信用扩张和购买力扩张，关系到全社会的现金流。帮助房地产行业走出困局，在企业自身力量之外，还需要政府进一步采取行动。稳住房地产市场需要在坚持“一城一策”的基础上，从降低住房抵押贷款利率、盘活房地产企业沉淀资产、支持保障房建设等多个角度入手，改善房企资产负债



表。可以考虑设立房地产基金，稳定房地产企业正常融资；引入住房抵押贷款利率市场化竞争，减低居民债务负担，同时采取因城施策的暂时性交易税，遏制个别城市房价过度上涨；试点房地产企业存量资产改造为保障房，化解房地产企业过度负债等措施。



宽松货币政策的作用与副作用

即便是在疫情冲击和预期转弱背景下，降低政策利率仍能显著改善居民、企业和政府现金流，提高总支出水平。测算表明，100个基点（bp）政策利率下降能带来企业、居民和政府的净现金流改善1.19万亿元，至少提高名义经济增速1.2个百分点。历史和国际经验表明，降低政策利率能有效提升就业和产出水平。中美利差扩大并不可怕，降低政策利率可以改善中国经济活力，提升信心，是对人民币汇率和资本流动更基础性的支撑。

降低政策利率会从多个渠道提高经济活力

传统观点认为，降低利率主要通过降低投资成本刺激企业投资，进而增加总需求水平。考虑到当前供给冲击和预期转弱的环境，很多学者担心即便降低政策利率也不足以刺激企业增加投资，怀疑利率政策能够发挥的作用。

当代观点认为，降低政策利率通过多种渠道作用于经济。一是降低居民债务，尤其是住房抵押贷款家庭债务，提高消费水平。降低政策利率还通过提高房地产和股票市场价格带来的财富效应支撑消费。二是通过降低投资成本、提高抵押品价值、提高资产估值和降低风险溢价等多个渠道提高投资。就我国情况而言，预期转弱环境下，降低债务成本对民营企业投资的作用可能不突出，但是对于现金流缺乏的房地产企业和平台公司能起到立竿见影的扩大支出效果。三是降低政府融资成本，降低政策利率可以在不改变财政赤字率的情况下提高政府现金流，提高政府支出水平。

降低政策利率可显著改善我国居民、企业和政府现金流

降低政策利率以后，风险溢价随之下降，带来各种类型市场利率的不对称变化。从过去政策利率下降后的市场表现看，市场主体的融资成本下降幅度远大于政策利率下降幅度，存款和各种理财产品收益率下降幅度稍小于政策利率。具体测算如下：

我国居民部门债务大约73万亿元，其中短期贷款18万亿元，中长期贷款55万亿元，中长期贷款中有39万亿为住房抵押贷款。居民部门银行存款114万



亿元，理财和货币基金 34 万亿元。居民部门资产大于负债，是净储蓄者。尽管如此，政策利率下降后会引引起融资利率相对于存款利率更大幅度下降，同时较大比例的居民负债可适用于更低的利率，居民部门仍能从降低政策利率中获得现金流改善。降低政策利率 100 个 bp 可为居民部门每年减少本息支付 7740 亿元，存款和理财产品收益下降 6552 亿元，净现金流增加 1188 亿元。

我国企业部门负债约 170 万亿元，其中房地产、平台公司、工业企业和其他类型企业各自约 30 万亿元、49 万亿元、36 万亿元和 55 万亿元。企业部门持有的银行存款和理财 80 万亿元。政策利率下降 100 个 bp，可减少企业支付的利息成本 12599 亿元，减少存款利息收益 3157 亿元，净现金流增加 9442 亿元。

我国政府部门负债约 82 万亿元，其中存量部分多为政府债券，利息支付不受利率下降影响。这里假定继续保持 2.8% 的赤字率，且只考虑每年新增政府债务和存量债务中需要滚动发行的部分。此外，还需考虑政府存款收益的下降。政策利率下降 100 个 bp 可为政府减少利息支付 1597 亿元，存款利息收益下降 349 亿元，净现金流增加 1248 亿元。

合计以上三个部分，政策利率下降 100 个 bp，可为居民、企业和政府部门总体带来净现金流改善 11878 亿元。

降低政策利率可显著提高经济增速

降低政策利率将通过多个渠道影响支出水平和经济增速。这里只考虑上一部分现金流改善渠道带来的支出增长，不考虑降低政策利率通过支撑资产价格带来的支出增长。

现有的研究显示，居民部门的中青年购房家庭负债较高，边际支出倾向也相对较高；中老年有房子的家庭存款占比较高，边际支出倾向相对较低。根据计算，100 个 bp 政策利率下降带来的现金流变化，可提升家庭部门消费 2756 亿元。企业部门中，房地产和平台公司现金流短缺，现金流改善能带来其显著的支出增加，工业企业和其他类型企业投资则更看重中长期产业发展前景而不是短期的现金流变化。据此计算，100 个 bp 政策利率下降带来的现金流变化可提升企业部门投资 5165 亿元。假设政府的现金流改善全部转化为支出增加，共 1248 亿元。企业、居民和政府三个部门直接增加的支出合计为 9169 亿元。考虑到乘数效应后，



则降低 100 个 bp 基准利率会带来 14670 亿元的支出增长，可拉动名义 GDP 增速 1.2 个百分点。

从历史和国际经验来看，降低政策利率能有效提升经济景气程度，提高就业和 GDP 增速。2015 年的公开市场操作政策利率（OMO）累计下调 185 个基点（本轮共下调了 55 个基点），此后国内经济迅速回暖。欧美日等经济体实施宽松货币政策后，美国和欧元区实现了就业和通胀目标，日本尽管没有实现通胀目标但也实现了 80 年代末以来日本最长一轮的经济景气周期。

降低政策利率不会危及人民币汇率和资本流动

人民币不会大幅贬值，适度贬值对当前经济局面有利。中国是发展中国家，但是中国外汇市场的基本面绝非一般发展中国家的基本面。历史上绝大部分的大贬值，都是发生在较高的通货膨胀或者贸易赤字国家。中国并非这样的情况。从历史经验来看，中国这样的经济基本面不会出现大幅贬值。当前环境下，人民币汇率的适度贬值对宏观经济恰好发挥了自动稳定器作用。人民币适度贬值不仅有利于保持出口竞争力，也有利于提高各种进口替代产品的价格竞争力，对提振需求和维护宏观经济稳定起到帮助。

人民币汇率得到四方面力量的支持。一是中国每年仍保持 5000-6000 亿美元的货物贸易顺差；二是中国相对其他国家通胀较低，人民币的真实购买力有保障；三是中国仍保持一定的资本流动管制；四是经过多年汇率形成机制改革以后，人民币已经实现了更有弹性的汇率形成机制，人民币汇率供求压力随时得到释放，人民币没有过去累积的贬值压力，跨境资本流动也相对平稳，这与 2015-2016 年面临的人民币汇率贬值压力显著不同。

降低政策利率虽然会扩大利差，但是可以改善经济景气程度，提升信心，对人民币和资本流动是更根本性的支持。美元加息背景下，对降低人民币政策利率的主要担心是会放大中美利差，加剧人民币贬值和资本流出压力。从历史经验来看，对人民币汇率和资本流动影响更大的是人民币汇率形成机制和国内经济景气程度，利差的影响在其次。历史上也有中美利差放大但是人民币升值和资本流入的情况。这背后的主要原因是我国外汇市场主要参与者并非金融投资者，而是有贸易和投资背景的企业，企业购汇还是结汇、借外债还是还外债更多受国内经



济景气程度影响，而非利差。降低政策利率是巩固而非破坏了人民币汇率和资本流动的基本面。

最后，在关于宽松货币政策的副作用的讨论中，对资产价格泡沫和金融不稳定的担心得到广泛认同，解决这类问题更合意的政策手段是监管政策，灵活的通货膨胀目标制度能够兼容货币政策目标和金融稳定目标；对宽松货币政策会恶化收入和财富分配的担心，在国外和国内的实证研究中得不到支持；一些认为宽松货币政策增加僵尸企业和延缓优胜劣汰的看法，实际上颇有争议，僵尸企业的产生可能来自经济周期下行，经济周期下行中被淘汰的也未必是低效率企业。