



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

新金融评论
NEW FINANCE REVIEWE

宽松货币政策的作用与副作用

张 斌 中国金融四十人论坛资深研究员

朱 鹤 中国金融四十人论坛研究部副主任、中国金融四十人研究院青年研究员

张斌、朱鹤（2023），“宽松货币政策的作用与副作用”，新金融评论工作论文，2023年第1期（总18期），中国金融四十人论坛。

发表日期：2023.03.02 | 更新日期：2023.03.02

宽松货币政策的作用与副作用

◎张斌 朱鹤

摘要：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，降低政策利率通过更多渠道作用于经济，例如降低居民债务，尤其是住房抵押贷款家庭债务、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消费和投资。

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，至少提高名义经济增长1.2个百分点。历史和国际经验表明，中美利差扩大并不可怕，降低政策利率适改善了中国经济活力，是对人民币汇率和资本流动更基础性的支撑。

关键词：货币政策 量化宽松 财富效应 偿债支出 收入分配

作者张斌系中国金融四十人论坛资深研究员，朱鹤系中国金融四十人论坛研究部副主任、中国金融四十人研究院青年研究员。

引 言

当前的宏观经济政策选择中对货币政策的使用非常谨慎。即便在经济持续显著下行、增速明显低于潜在水平的环境下^①，我国还是延续使用了“稳健货币政策”的表述。使用货币政策的顾虑有多个方面，既包括美联储加息给人民币汇率和跨境资本流动带来进一步的压力，更重要的是对宽松货币政策作用的怀疑，以及对宽松货币政策副作用的担心。具体而言，一是在预期减弱、疫情冲击和供给冲击环境下，宽松货币政策的作用受到怀疑；二是货币当局小幅调整了政策利率，降低了贷款利率，但是经济景气程度没有明显回升，宽松货币政策的作用受到怀疑；三是货币政策与财政政策之间，财政政策见效更快，中国应该首先考虑财政政策；四是宽松货币政策会带来副作用，比如刺激资产价格泡沫、恶化收入和财富分配、阻碍市场自发的优胜劣汰和催生僵尸企业等。

学术界对宽松货币政策的怀疑有着悠久历史。古典经济学派和真实经济周期学派相信市场自发修复功能，否定货币政策的作用；货币主义和新古典学派反对相机抉择的货币政策，强调给货币政策带上规则；凯恩斯、传统凯恩斯学派和新凯恩斯学派则指出流动性陷阱给货币政策带来了局限性。尽管面临种种质疑，宽松货币政策在对抗经济下行周期中仍然被寄予厚望。20世纪大萧条时期，货币政策失误被称为大萧条的重要诱因。埃肯格林和特明（Eichengreen and Termin, 2000）指出，当世界经济处于下降趋势时，中央银行家们继续折磨经济，直到它失去知觉。大萧条的中期，中央银行家仍为通货膨胀担心，类似于在“洪水中高呼救火”。近30年来，无论是在2008年全球金融危机之前的大缓和时期，还是危机之后，货币政策的操作框架和政策工具不断创新，货币政策在逆周期政策中的重要

^① 与此相关的证据包括低通胀和低迷劳动力市场，以及使用各种GDP缺口计算方法所能得到的结果。

性进一步凸显。

如何看待货币政策的作用对当前货币政策实践有重要参考价值。本文分三个部分展开讨论货币政策的作用与副作用。第一部分，立足于货币政策研究的学术历史，梳理对货币政策作用机制的认识；第二部分，结合中国相关实证数据，分析货币政策在当前经济环境下能在多大程度上发挥扩大总需求的作用；第三部分，逐一讨论货币政策的副作用。

总体而言，宽松货币政策在对抗经济周期下行方面能够发挥重大作用，作用机制不只是通过利率下行减少投资成本，还包括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。货币政策工具不只是政策利率，也包括各种创新的量化货币政策工具，货币政策空间随着政策工具创新不断扩大。结合中国的情况看，降低政策利率100个基点带来融资端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以后会增加总收入14 670亿元，拉动1.2个百分点的名义GDP增速。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。在讨论宽松货币政策的副作用时，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能够兼容货币政策目标和金融稳定目标；宽松货币政策会恶化收入和财富分配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仍存有争议，僵尸企业的产生可能来自经济周期下行，而在经济周期下行中被淘汰的也未必是低效率企业。

一、货币政策的作用

（一）历史上的宏观经济学派观点交锋

对货币政策作用的争论贯穿整个宏观经济学术史。在古典经济学派、凯恩斯学派、货币学派、新古典学派、真实经济周期学派、新凯恩斯学派以及

近十年来的异质性个体新凯恩斯宏观经济模型中，宏观经济学家对货币政策的作用有不同看法，对货币政策作用的认识处于不断进步的过程中。

宏观经济学派对货币政策作用有不同看法的原因来自多个方面，至少包括：（1）时代背景差异，20世纪二三十年代的大萧条催生了对凯恩斯和以后的凯恩斯主义学者对市场自发修复力量的批判，20世纪七八十年代的大滞胀催生了货币主义和新古典学派对相机抉择政策的批判。（2）研究方法差异，从古典学派到后续的各种学派，宏观经济学采用的研究框架和分析技术不断提升，从古典学派的完全竞争到新凯恩斯学派的垄断竞争，从主流凯恩斯的静态一般均衡到新古典以后的动态一般均衡，从主流凯恩斯的缺乏微观基础的事前假定到新古典以后带有个体优化行为的微观基础，从新古典的代表性个体到新凯恩斯模型的异质性个体，研究假设不断逼近现实，研究结论也随之出现差异。（3）央行的能力差异，在古典经济学家时代，货币政策工具相对有限，大量国家甚至还没有中央银行，而在现代国家，中央银行的政策工具箱更加丰富且在不断创新之中，特别是2008年全球金融危机以后，各种货币政策工具创新大大拓宽了传统货币政策的边界。（4）经济和金融环境差异，古典经济学家身处金属本位时代，经济主体的资产负债表结构相对简单；新凯恩斯经济学家则身处更复杂的金融市场，经济个体的资产负债表结构复杂且有显著差异，影响货币政策的作用发挥。

古典经济学家的宏观经济观点非常多样化。后来的经济学家出于比较研究的需要，把以马歇尔、庇古为代表的英国古典经济学家的观点作为古典经济学派的代表，马克思、马尔萨斯等古典经济学家与这种定义下的英国古典经济学派有着大相径庭的分析框架和观点^①。英国古典经济学派中使用实体经济与货币的两分法原则。对实体经济部门而言，市场具有强大的自发调节机制，能够自发实现充分就业。对货币而言，只能影响价格水平，不会影响真

^① [英]布赖恩·斯诺登、霍华德·R著，余江涛、魏威译.《现代宏观经济学：起源、发展与现状》.江苏人民出版社,2009年,第33-34页.

实产出水平。在英国古典经济学的观点中，不需要货币政策，货币政策难以影响就业和产出。

20世纪20年代末30年代初大萧条的发生带来了对市场自发修复能力的质疑，对古典经济的批判也随之而来。凯恩斯认为在不确定预期和动物精神的作用下，投资会大幅下降并带动更严重的产出下降，市场难以自发修复到充分就业状态。凯恩斯赞同通过财政政策刺激提高总需求，他认同货币政策提高总需求的作用，但也提出了流动性偏好对货币政策作用的限制，对此下文还会有进一步讨论。凯恩斯之后的主流凯恩斯主义学者建立了IS-LM分析框架，认为由于价格粘性和工资粘性的存在，市场难以充分出清，需要逆周期政策帮助经济实现充分就业。与凯恩斯类似，主流凯恩斯主义者赞同财政和货币政策的逆周期作用，并认识到了流动性偏好对货币政策带来的限制。

20世纪60年代以后，特别是受七八十年代欧美国家“滞胀”的影响，货币主义学派、新古典学派和真实经济周期学派相继登场，对主流凯恩斯主义者的逆周期政策展开了一系列批评。货币主义代表弗里德曼开展了对货币需求的研究，发现货币需求具有利率敏感性，没有证据表明利率下降时货币需求的利率弹性大幅提高，水平状态的LM曲线并不存在，IS-LM依然适用于货币数量论^①，货币政策可以在短期内影响产出。弗里德曼同时强调，货币政策不能在长期内影响产出，过度的货币供给只会带来通胀。弗里德曼在有关附加预期的菲利普斯曲线的代表性研究中指出，把货币工资和失业率联系在一起的菲利普斯曲线是错误的，工人真正关心的是真实工资，既包括名义工资也包括通胀预期。一旦把通胀预期引入菲利普斯曲线，通过持续增加货币带动产出持续上升的主张就难以成立。货币学派反对相机抉择的货币政策，赞成有规则的货币政策。

与古典学派相同，以卢卡斯为代表的新古典经济学派相信市场的自发修复能力，坚持价格弹性和市场出清。新古典学派为宏观经济学引入了理性预

^① Friedman, M. (1968) The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58, 1-17.

期和微观基础，卢卡斯指出只有超出预期的货币政策才能在短期内影响产出。新古典学派还提出动态不一致理论，与货币主义学派一样反对相机抉择，赞同采取有规则的货币政策。新古典学派对后来的宏观经济分析框架产生了重大影响，微观基础和理性预期被广泛使用在后续的各种宏观经济模型中。

与古典学派、新古典学派类似，真实经济周期理论同样强调市场强大的自发修复功能，没有必要采取逆周期的货币和财政政策。真实经济周期学派认为，经济周期波动主要来自技术冲击。真实经济周期理论在分析框架和认识角度上对宏观经济波动研究做出了重要贡献，但难以回答为什么会出现大萧条。造成经济周期波动的原因也远不止真实冲击。

为了回应新古典学派和真实经济周期学派对凯恩斯经济学的批判，新凯恩斯学派应运而生，并成为近30年来宏观经济学研究的主流。与传统凯恩斯相同之处在于，早期的新凯恩斯同样强调在价格粘性的作用下，市场难以自发出清，新凯恩斯学派为此引入了价格粘性的微观基础分析，引入了不完全竞争市场。新凯恩斯学派也充分吸取了货币主义、新古典学派和真实经济周期理论的内容，包括微观基础、理性预期、真实冲击、动态不一致等，从形式上看新凯恩斯模型更像新古典模型而不是传统的主流凯恩斯模型。也有学者把新凯恩斯称之为“新古典范本里掺撒了满桶的粗砂”。新凯恩斯框架可以广泛容纳商品市场、劳动力市场、信贷市场和金融市场的各种摩擦，这些摩擦使得市场难以出清，经济运行会偏离潜在产出水平，不能实现充分就业。货币和财政逆周期政策能够帮助经济恢复到潜在产出水平，实现充分就业。与此同时，新凯恩斯主义者认同此前对相机抉择政策的有益批判，赞同受限的相机抉择政策。

在新凯恩斯的分析框架下，对货币政策作用的研究大幅扩展，货币政策是否发挥逆周期作用不再有疑问，研究的重点在于金融部门在经济周期中的独特作用，各种货币政策工具的创新，以及货币政策更细致的作用机制。表1简单列出了各个学派对宏观经济运行和货币政策的主要观点。下文将专门介绍新凯恩斯经济学中关于货币政策研究的最新进展。

表1 主要宏观经济学派对货币政策的认识

	冲击来源	市场调整	价格工资调整	作用机制	货币政策规则还是相机抉择	货币政策能否改善就业和增长
古典经济学	实际冲击	强有力	完全弹性	古典两分法, 货币不影响实体经济	不需要货币政策	不能
凯恩斯《通论》	预期与不确定性	微弱	刚性	流动性偏好和利率投资不敏感, 制约货币政策的作用	相机抉择	有条件的作用
主流凯恩斯	需求冲击与供给冲击	微弱	刚性	流动性偏好和利率投资不敏感, 制约货币政策的作用	相机抉择	有条件的作用
货币学派	货币扰动	有力	弹性	货币需求具有利率敏感性。附加预期的菲利普斯曲线。	规则	短期可以, 长期不能(自然失业率)
新古典学派	货币扰动	强有力	完全弹性	理性预期下, 只有意外货币供给才能影响产出	规则	意外的短期可以, 长期不能(自然失业率)
真实经济周期学派	技术冲击	强有力	完全弹性	经济波动来自技术冲击, 货币无足轻重	规则	不能
新凯恩斯学派(RANK)	需求冲击、供给冲击	缓慢	刚性	利率调整带来消费跨期替代和投资变化, 改变总需求	受约束的相机抉择	短期能, 磁滞效应下中长期也有可能避免产出和就业损失
异质性个体新凯恩斯宏观经济模型(HANK)	需求冲击、供给冲击	缓慢	刚性	利率除了带来消费跨期替代, 还通过资产负债表和乘数效应刺激消费, 改变总需求	受约束的相机抉择	短期能, 对消费的刺激有更多作用渠道; 磁滞效应下中长期也有可能

(二) 异质性个体的新凯恩斯模型

新一代异质性个体的新凯恩斯模型(以下简称HANK)对货币政策作用提出了新的分析视角。HANK模型与代表性个体的新凯恩斯模型(以下简称RANK)相对应。这类模型有三个特征: 一是充分吸取了前期各个宏观经济学派的知识积累, 包括来自新古典宏观经济学强调的带有微观基础的动态一般均衡建模方法和理性预期, 实际经济周期理论强调的包括技术冲击在内的各类冲击; 二是具有新凯恩斯模型的价格刚性、垄断竞争市场结构的一般性特征; 三是加入了经济主体的异质性特征, 模型包含了三种金融资产结构的家庭, 家庭金融资产结构差异带来了货币政策作用的显著差异。货币政策通过资产负债表渠道带来的影响被更充分地纳入到了这类宏观经济模型。

过去的宏观经济模型主要关注利率调整对投资的影响，HANK模型更多关注利率通过改变资产负债表和劳动收入对消费的影响，拓宽了利率对宏观经济影响的研究视野。HANK模型将利率调整对经济增长和就业的影响分为直接渠道和间接渠道。直接渠道包括：

(1) 跨期替代效应。利率调整改变了消费的跨期价格，这是代表性个体新凯恩斯模型中利率调整对消费最主要的影响渠道。举个极端例子，如果利率从10%降低到0，当期消费的机会成本大幅下降，刺激当期消费增加；反之，如果利率从0提高到10%，会激励更多的储蓄，减少当期消费。

(2) 净利率敞口效应。利率调整对净负债者和净储蓄者带来不同的影响，进而影响到其支出水平。对于净负债者，利率下降增加了其净收入，在给定的边际消费倾向下影响消费；对于净储蓄者，利率下降减少了其净收入，在给定的边际消费倾向下影响消费。这里尤其重要的是选择可调整贷款利率的住房抵押贷款，降低利率明显降低了这部分家庭的债务负担，提高家庭净收入和支出水平。

间接渠道包括：

(1) 劳动收入效应。降低利率提高总需求水平，提高劳动需求和劳动者收入，提高消费。劳动收入效应取决于三个因素，一是劳动收入在总收入的占比，二是对劳动收入对经济周期波动的反应程度，三是边际消费倾向。

(2) 名义长期债务重估效应。降低利率提高价格水平，降低了名义债务的真实负担，对于大部分家庭主要是住房抵押贷款的真实负债下降。名义长期债务重估效应取决于债务规模和边际消费倾向。

(3) 股票、地产等资本利得带来的相关效应。降低利率提高了这些资产价格的估值，带来资本利得，提高消费水平。此外，资产价格上升同时提高了抵押品价值，也能起到克服流动性约束和提高消费水平的作用。

(4) 财政效应。降低利率提高价格水平，同时也改变了公共财政部门的预算约束，作为净负债方的公共部门真实债务负担下降。因此，降低利率的宏观经济政策效果也取决于财政部门在新的预算约束下是否采取了政策调整。

以上货币政策的作用机制并不适用于每个家庭。对于不同的家庭金融资产负债结构，货币政策通过以上不同的渠道对消费的影响有显著差异。HANK模型把家庭分为三类：一是没有流动性约束的家庭，即能借到钱，且有金融资产储蓄和房产，或有住房抵押贷款的家庭；二是有流动性约束，流动资产接近于零，没有非流动资产的家庭，即借不到钱，没有金融资产储蓄也没有房产的家庭；三是有流动性约束，流动资产接近于零，有非流动资产也有负债的家庭，即借不到钱，没有金融资产储蓄但是有房产和住房抵押贷款的家庭。对于没有流动性约束的家庭，家庭可以进行跨期消费平滑，这使得利率调整的跨期替代效应更加突出。对于面临流动性约束的家庭，没有办法进行跨期消费平滑，但是边际消费倾向接近于1，劳动收入增加后对消费的影响更突出。对于持有住房抵押贷款的家庭，净利率敞口效应、名义长期债务重估对家庭资产负债表和消费的影响更突出。

卡普兰等人 (Kaplan et al, 2018)^①认为，比较而言，降低利率政策对消费和总需求影响的间接效应更加突出，特别是要考虑到财政政策是否也随着货币政策调整做出了反应。有研究 (Jiri et al, 2020)^②基于欧洲四国 (德国、法国、加拿大、西班牙) 的数据分析了降低利率对不同类型家庭的影响，发现对于80个基点的利率下降使流动性资产接近零且没有非流动资产家庭 (占比10%) 的消费增加1个百分点，流动性资产接近零但有非流动资产 (主要是房产) 家庭的消费增加1.8个百分点，没有流动性约束的家庭消费增加0.7个百分点。该研究发现住房自有率、住房抵押贷款利率是否可调整、劳动力市场制度对货币政策的传导非常重要，西班牙住房自有率更高，流动性资产接近零但有非流动资产家庭的占比更高，利率下降对西班牙消费的影响明显大于德国。

① Kaplan, Greg, Benjamin Moll, and Giovanni L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review*, 108 (3): 697-743

② Jiri Slacalek & Oreste Tristani & Giovanni L. Violante, 2020. "Household Balance Sheet Channels of Monetary Policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area," NBER Working Papers 26630, National Bureau of Economic Research

表2 宽松货币政策的作用

	消费	投资	财政支出	对净出口
宽松货币政策的作用	跨期平滑（主要反映在没有流动性约束家庭）	降低债务成本	降低真实债务负担, 提高偿债能力和财政收入, 改变预算约束	货币贬值, 提高出口和进口替代竞争力
	净利率敞口效应, 净负债者得利（主要反映在住房抵押贷款家庭）、净储蓄者受损	提高市场流动性, 提高资本估值和抵押品价值, 降低风险溢价, 改善预期……		
	劳动收入效应（主要反映在低收入家庭）			
	名义长期债务重估效应（通胀上升降低了真实债务水平）			
	股票、地产等资本利得带来的财富效应、抵押品效应等			

（三）货币政策发挥作用受到的限制

尽管货币政策的作用在当前主流宏观经济学中受到普遍认同，但货币政策的作用在某些环境下会受到限制。正如凯恩斯指出的：“如果货币是刺激经济的饮料，喝到嘴里要过几道关。如果流动性偏好超过货币数量增加，或者预期资本回报率降幅超过利率降幅，则增加货币难以发挥作用”。除了克服流动性偏好阻碍利率下降，还必须有足够幅度的利率下降，才能让货币政策真正发挥作用。

第一种情况是凯恩斯提到的流动性偏好。古典和新古典经济学家认为，“利率是推迟消费的报偿”，利率取决于节俭或者说时间偏好，以及资本边际回报率。凯恩斯在《通论》中指出，人们首先决定消费/储蓄，之后还要决定储蓄究竟以现金还是其他资产（债券）的形式存放。利率并非推迟消费的报偿，而是持有现金/流动性的机会成本。当未来预期的不确定性上升或者市场普遍存在看空预期时，持有流动性的机会成本下降，对流动性的需求增加，对以债券为代表的其他金融资产需求下降。在这种环境下，即便增加货币供给，新增的货币也会被吸纳为现金，而不会通过购买金融资产降低利率，从而起不到支持投资的作用。货币主义对流动性偏好提出了不同意见。弗里德曼认为，货币需求取决于持久收入、其他资产收益率（利率）和通胀预期，且货币需求相对稳定。经验证据表明，货币需求对利率的弹性相对稳定，流动性偏好阻碍利率下降并不成立。

凯恩斯所处的大部分时代还处于金本位制时代，中央银行对利率水平的干预程度有限。在当前发达的金融体系和主权信用货币制度下，流动性不再仅仅是现金，众多金融资产也具有非常高的流动性，可以非常便捷地转化为现金；多数货币当局的调控手段已经从货币数量转向短期利率，除非已经面临零利率，货币当局可以直接调高或调低政策利率，进而让市场利率随之调整。有了这些变化，中央银行就能够克服流动性偏好上升阻碍利率下降的情况。如果中央银行采取直接购买风险资产的量化宽松政策，它对风险溢价和市场利率的影响就更加直接。此外，即便看空预期盛行，投资的预期收益率非常差，货币政策难以发挥直接刺激投资的作用，但正如异质性个体的新凯恩斯模型表明的，降低利率通过消费、政府支出等渠道发挥作用，并通过这些渠道的作用改善投资预期。

第二种情况是未来预期的不确定性上升或者市场普遍存在看空预期不仅影响了流动性需求，还影响投资者对未来资本回报的预期，如果货币政策调整带来的利率下降幅度低于投资者预期的未来资本回报率的下降幅度，货币政策可能还是难以发挥作用。这带来了对货币政策作用受限的另一个讨论，即零利率下限（Zero Low Bond）。

零利率下限是指名义利率接近于零或者等于零，传统货币政策难以再发挥刺激经济的作用，也被称为流动性陷阱。在这种情况下，债券利率接近于零，持有债券与现金没有差别，货币当局向市场注入货币不能进一步降低利率。传统货币政策工具失效。萨默斯再次提出的“长期停滞假说”与零利率下限高度相关。陷入长期停滞的原因在于降低名义利率可能会遇到零利率下限，即便把名义利率降到零或者稍低于零的负利率水平，通胀水平还是很低，现实中的真实利率可能不足以低到与实现充分就业相一致的水平（Teulings and Baldwin, 2014）。

传统货币政策面临零利率下限的挑战，发达国家货币当局在2008年金融危机以后大量使用了非传统货币政策工具，让货币政策发挥作用。各国中央银行的非传统政策工具的形式多样，主要内容是信贷宽松、量化宽松和引导预期。信贷宽松的重点是通过购买资产改善企业资产负债表的资产方；量化

宽松的重点是通过流动性工具改善企业的负债方；引导预期主要是通过给出未来政策调整的明确路径引导社会公众的决策。从实施效果看，这些非传统货币政策工具进一步降低了中长期利率和风险溢价，降低了融资成本，提高了资产估值。从美国、欧元区和日本的实体经济部门的表现看，在传统和非传统货币政策工具的共同作用下，利率和风险溢价下降后的美国经济逐渐实现的就业和通胀目标，新冠疫情后的新一轮宽松政策甚至带来了过热的需求和高通胀；欧元区基本实现了就业和通胀目标；日本尽管一直难以实现预期通胀目标但实现了20世纪80年代末以来持续时间最长的经济复苏。

（四）货币政策与财政政策的作用比较

传统货币政策工具在零利率下限环境下受到制约，除了采取非传统的货币政策工具创新，通过财政政策提高总需求也受到了重视。货币和财政政策工具都发挥提升总需求的作用，但是作用机制有着显著差别。在实现同样的就业和通胀目标前提下，更倚重货币还是财政政策工具也是值得关注的问题。

货币政策主要通过改变价格信号（利率），改善私人部门面临的跨期资金价格和资产负债表，支持其增加支出，同时也会通过增加税收和减少真实债务负担带动公共部门的资产负债表改善。货币政策的特征包括：（1）总量政策，（2）从改变利率到提升总需求需要一定的时间滞后，（3）会伴随私人部门的债务上升和（4）资产价格上升。

财政政策的内容很多，这里主要是指为了提升总需求采取的增加政府支出的政策，这类政策不仅直接增加了总需求，还会通过乘数效应放大政府支出对总需求的影响，私人部门资产负债表也可能因此改善。财政政策的特征包括：（1）政府选择支出领域，具有结构特征；（2）政府直接增加支出，总需求提升的时间滞后更短，（3）政府部门债务上升。

究竟更多使用货币政策还是财政政策作为提高总需求的政策工具，不仅要看各种工具面临的约束条件，比如货币政策面临零利率下限，财政政策面临公共债务过高或者政治上难以通过的困境，也要评估哪种方式的政策更适合该经济体。这需要结合该经济体的具体情况具体分析，没有统一答案。一

一般而言，在较为有效的监管体系下，由私人部门决定支出扩张的方向可能效率更高，未来的后遗症更低。政府直接增加支出（比如改善基础设施投资和公共服务）可能在克服市场失灵方面发挥积极作用，但也可能造成浪费和资源配置扭曲。

二、货币政策在中国的作用

宽松货币政策可以从多个渠道影响总需求水平。这里我们从改善居民、企业和政府现金流的角度，重点关注降低政策利率对总需求带来的影响。具体估算逻辑如下：

政策利率下降→融资和存款利率下降→现金流变化→支出变化→乘数效应以后的总需求变化：

（1）基于历史经验计算政策利率变化后各种融资利率的变化和各种存款利率的变化；

（2）基于居民、非金融企业（包括房地产、平台、工业企业和其他类型企业）和政府三个部门的负债和资产结构，计算融资利率变化对以上主体负债端和资产端的影响，进而计算得到现金流变化；

（3）根据各个部门不同的支出结构，分析现金流改善带来的支出变化，以及支出变化在乘数效应影响下带来的总需求变化。

计算过程的参数设定来自历史经验，未必完全符合当前的现实，但对于认识降低政策利率的影响能够提供参考价值。这里没有考虑利率下降带来的财富效应、资产估值效应、跨期消费替代以及资本市场风险偏好变化对总需求的影响。

（一）政策利率向终端融资利率和存款理财利率的传导

（1）对融资端利率的影响

2015年以来共有两轮下调七天公开市场操作利率（OMO）的时期。第一轮是2015年1—10月，共下调公开市场操作利率10次，累计下调185个基

点。第二轮是2019年至今，共下调逆回购利率5次，累计下调55个基点。两轮下调公开市场操作利率对无风险利率（国债利率）和企业债利率的影响有明显差异。以下调公开市场操作利率前后20个交易日为观察周期，2015年央行累计下调公开市场操作利率10次，累计下调185个基点，DR007^①充分反映出了降息的影响，降幅超过逆回购利率的两倍。无风险收益率（2年期国债）没有反应出公开市场操作利率下调的影响，AA-评级企业债利率有明显下降，风险溢价显著下行。2019年至今，央行累计下调逆回购利率5次，累计下调55个基点，DR007同样反映出了降息的影响，且幅度超过了公开市场操作利率利率下降的幅度。与2015年降息周期不同的是，本轮降息中无风险收益率（2年期国债）显著下行，平均降幅是公开市场操作利率利率降幅的两倍。

表3 下调逆回购利率前后20个交易日各市场利率的均值差

表 下调公开市场操作利率利率 利率前后20个交易日各市场利率的均值差	逆回购 利率	DR007	无风险利率： 2年期国债	AA-企业债利 率：2年期
2015年十次降息的累计变化	-185	-460	-14	-137
2019-2022年五次降息的累计变化	-55	-76	-116	-70
平均传导率		1.93	1.09	

数据来源：wind，作者计算；单位：基点。

2016年以来，中期借贷便利利率（以下简称MLF利率）成为央行引导中期利率的政策工具。2019年，央行确立了“MLF—贷款基础利率（LPR）—贷款利率”的中期利率调控模式。2016年至今，共下调一年期MLF利率5次，其中最近一次是2022年8月15日。平均来看，金融机构人民币贷款平均利率能够比较充分反映出MLF利率下调的影响，但不同类型的贷款利率表现有明显差异。每次下调MLF利率之后，金融机构人民币贷款平均利率都会下降，平均而言下降幅度是MLF利率降幅的1.5倍。其中，一般贷款利率下降幅度是MLF利率降幅的1.64倍，票据融资利率1.11倍，个人住房贷款利率1.47倍。

① 存款类金融机构7天债券回购利率，反映了存款类金融机构的融资成本。

表4 下调MLF利率后信贷市场利率的变化

下调MLF利率后信贷市场利率的变化	MLF利率变化	利率变化 ^①			
		平均利率	一般贷款	票据融资	个人住房贷款
2016/2/19	-25	-4	-9	-19	-8
2019/11/5	-5	-18	-22	-7	7
2020/2/17-2020/4/15	-30	-48	-41	-20	-1
2022/1/17	-10	-35	-43	-32	-101
平均传导率		1.50	1.64	1.11	1.47

数据来源：wind，作者计算；单位：基点。

(2) 对存款和理财利率的影响

从过去的降息操作看，政策利率下降同样会带动存款和理财利率的下降。2015年的降息周期中，公开市场操作利率累计下降185个基点，存款基准利率下行150个基点。2019—2022年1月的降息周期中，公开市场操作利率累计下降55个基点，7天理财产品平均收益率从3.7%下降到3.2%，降了50个基点，同期结构性存款加权平均利率从3.55%下降到3%，降了55个基点。基于上述事实，从政策利率降到存款端利率的传导大约为90%，即每降低100个基点的政策利率会让居民部门存款和理财类资产收益率下降90个基点。

(二) 对居民、企业和政府现金流的影响

(1) 居民现金流

截至2022年8月，我国居民部门负债规模为73.2万亿元，其中短期贷款为17.9万亿元，中长期贷款为55.3万亿元，中长期贷款中的住房抵押贷款为38.9万亿元。降低政策利率对不同期限的负债成本影响机制不同。对于短期债务可以直接降低当期的利息支出，对于中长期债务则要根据平均久期和偿还方式确定最终的影响。

我们参考部分文献中的测算设定（袁志辉和刘志龙，2020），将房贷的平

^① 利率变化为下调MLF利率的当季或下季度的贷款利率变化。其中，2020年因为是连续两次下调，为一二季度变化的累计值。2022年取一二季度的累计值。

均久期设为15年^①，非房贷中长期贷款的平均久期为10年，偿还方式为等额本息，测算利率下降对居民债务成本的影响。测算结果表明，政策利率下降100个基点，居民部门短期融资利率下降164个基点，债务利息减少3 015亿元；居民部门中长期融资利率下降147个基点，债务本息支出减少4 797亿元，合计支出减少7 740亿元。

截至2022年8月，我国居民部门存款规模为114.2万亿元，其中活期存款为35.6万亿元，定期存款为78.6万亿元。我国居民还持有6.2万亿元的货币基金和大约27.3万亿元的理财。政策利率下降不影响活期利率，主要影响部分定期存款和其他类型资产的收益率。这里我们假定到期后接续部分占定期存款的一半，大约39.3万亿元受到存款利率下降的影响，货币基金和理财存款也会受到影响。政策利率下降100个基点，居民部门的资产收益率下降90个基点，居民利息收益下降6 552亿元。

(2) 对非金融企业部门现金流的影响

非金融企业部门现金流的债务总规模估算。有两个口径估算企业部门的债务总规模。一是国际清算银行（BIS）每季度公布的中国非金融企业杠杆率，根据其最新数据，截至2021年末中国非金融企业部门总负债约174万亿元。二是国内非金融企业部门相关债务的加总。此处考虑的企业债务主要指非金融企业对金融部门的债务，并不包括企业内部之间的债务，如应付账款。非金融企业部门的债务主要包括四类：银行贷款、企业债券、信托贷款、委托贷款。截至2021年底，银行对非金融企业及机关团体的贷款是122.67万亿元，社会融资规模中的企业债券存量是29.93万亿元，委托贷款10.87万亿元，信托贷款是4.36万亿元，合计为167.84万亿元。此外，截至2021年底，我国非金融企业海外发行人民币债券约3.34万亿元（美元债按照6.5:1的汇率折算）。两者合计约171.18万亿元。接下来，我们将每类债务按照不同的企业部门进行拆分。我们把企业部门分成四个子部门：工业、房地

^① 袁志辉,刘志龙,《基于宏观资产负债表的居民债务问题及其风险研究》,《国际金融研究》,2020年第2期,第15-25页。

产、城投平台，其他。其他部门中包含农业和非金融地产类的服务业。

企业债券。截至2021年底，企业债券合计33.3万亿元，其中国内企业债30万亿元，海外企业债3.3万亿元。分行业看，城投、房地产、工业企业和和其他企业的国内债券分别为12.6万亿元、2.4万亿元、5.8万亿元和9.1万亿元。海外债券方面，截至2021年底，内地房企海外人民币和港币债券余额约1200亿元，美元债余额为2327亿美元，按照6.5:1的美元兑人民币汇率这算，为15125亿元，合计约1.7万亿元。同样的方法可计算出地方投融资平台海外债券规模折算成人民币约6700亿元，产业企业海外债券约9700亿元^①。

表5 企业债券的部门分布^② (万亿元)

	国内债券	海外债券	合计
企业债	29.93	3.34	33.27
企业债：城投	12.6	0.67	13.27
企业债：房地产	2.4	1.7	4.1
企业债：工业	5.8	0.97	6.77
企业债：其他	9.13		9.13

数据来源：万亿元。

信托贷款和委托贷款。截至2021年底，我国信托贷款余额为4.36万亿元，但是缺少分部门的结构数据。此处，我们根据信托业协会披露的资金信托投向数据，辅助测算信托贷款在不同企业部门之间的分布。截至2021年底，我国资金信托投向房地产的规模是1.76万亿元，投向基础产业的是1.69万亿元，投向基础工商企业的余额是4.16万亿元，三者合计共7.59万亿元，占比分别为23.1%，22.1%和54.8%。根据这个比例可以推算出信托贷款中投向房地产和城投平台的资金大概各1万亿元。

委托贷款缺乏更细致的公开数据，根据调研情况，这部分贷款主要投向房地产行业 and 城投平台，且以房地产为主，因此考虑这部分贷款在房地产和

① 此处假定产业债券均为工业企业。

② 城投平台债根据wind统计数据得出；房地产、工业的债券根据企业债存量数据的行业直接得到，工业部门债券包括采矿业、制造业和电力行业。其他部门用企业债券规模减去以上部分轧差得到

城投平台的规模分别为7万亿元和3.87万亿元的同时，由于房地产行业 and 城投平台公司在后文分析中的行为模式一致，加之这部分贷款规模并不大，此处的划分不会对后文的分析造成实质性影响。

银行贷款。2021年底，金融机构对企业及其他部门的贷款余额中，短期贷款及票据融资44.1万亿元，中长期贷款75.3万亿元。在中长期贷款中，包括对工业中长期贷款13.5万亿元，对服务业中长期贷款50万亿元，对其他部门的中长期贷款有11.8万亿元。其他数据推算如下：

(1) 金融机构发放的房地产开发贷款余额是12万亿元，这部分均纳入中长期贷款。

(2) 2021年，2427家制造业和采掘业上市公司有息负债（短期+长期）共有6.4万亿元，其中体现为银行贷款的短期借款和长期借款分别是2.81万亿元和2.74万亿元，可见短期借款基本与长期借款规模一致。照此推算，工业部门的短期贷款和票据融资规模也在13.5万亿元。

(3) 2021年，A股+H股房地产上市公司的有息负债率为32.3%，2021年房地产企业债务增速假定为10%，整体债务为93.5万亿元，结合上市公司有息负债率可知房地产行业对应的有息债务是30.2万亿元。信托贷款投向房地产的余额是1万亿元，房地产企业债券（国内+海外）为4.1万亿元，则房地产贷款负债约为18万亿元。再减去12万亿元的房地产开发贷款（计入中长期贷款），得到房地产短期贷款和票据融资约6万亿元。

表6 各部门的银行贷款结构分布(单位:万亿元)

银行贷款的结构		
短期贷款和票据融资	44.1	
短期贷款和票据融资：工业		<u>13.5</u>
短期贷款和票据融资：城投平台		4.42
短期贷款和票据融资：房地产		<u>6</u>
短期贷款和票据融资：其他		<u>20.18</u>
中长期贷款	75.3	
中长期贷款：工业		13.5
中长期贷款：城投平台		26
中长期贷款：房地产		12
中长期贷款：其他		<u>23.8</u>

注：斜体+下滑线为推算数

(4) 根据万德（wind）数据库上的城投平台公司财务数据，截至2021年底，城投平台公司的银行贷款规模共30.4万亿元，其中长期借款为26万亿元，短期贷款为4.42万亿元。需要注意的是，万德上的城投公司显然没有涵盖所有城投平台，因此直接替代会低估城投平台在银行贷款中的比例，进而高估其他部门的贷款比例。

结合上述内容，我们得到四个非金融企业部门的债务分布情况。房地产和城投平台两类企业的债务规模合计达 78.6 万亿元，工业企业 36.2 万亿元，其他企业 53.1 万亿元。

表7 企业部门内部的债务分布（单位：万亿元）

	贷款	债券	信托贷款	委托贷款	合计
房地产	18	4.1	1.01	7	<u>30.11</u>
城投平台	30.42	13.27	0.96	3.87	<u>48.52</u>
工业	27	6.77	2.39		<u>36.16</u>
其他	43.98	9.13			<u>53.11</u>
合计	119.4 ^①	33.27	4.36	10.87	

两类条件会影响房地产和城投平台企业的债务利息变化。一是企业的债务形式。企业债券发行利率是固定的，多数企业的贷款合同也以固定利率为主^②。在这种情况下，企业要享受到利率下降的优惠，就需要回购债券并重新发债，或者申请提前还款并重新签订合同，因此企业存量债务的置换比例决定了能够享受到多少基准利率下降带来的利息下降。二是基准利率向终端融资利率的传导效率。根据以上计算，政策利率下降100个基点，企业短期负债融资利率下降111个基点，长期负债融资利率下降164个基点，这里假定在企业各种形式的债务中，一半的债务置换为更低成本的债务。各种类型企业短期债务合计44.1万亿元，可以节省利息成本2 448亿元；长期债务123.8万亿元，可以节省利息成本1 0152亿元；二者合计1 2599亿元。

企业部门的资产端收益会受到利率下降的影响。我国非金融企业部门持有的生息金融资产主要以银行存款为主，同时还有少量理财。截至2022年8月，我国非金融企业部门持有的活期存款约27.14万亿元，定期及其他存款约

① 此处的数据为短期贷款和票据融资+中长期贷款之和，比金融机构对企业及其他部门贷款余额少3.28万亿元，误差为2.7%，目前没有找到明确的误差来源，可能是由其他类型的融资模式导致。

② 信托和委托贷款很难置换，此处暂不考虑。

50.97万亿元，理财产品约1.65万亿元。在基准利率下降100个基点的情况下，活期存款利率不受影响，基于上一轮政策利率下降的经验，假定2/3的定期存款和全部理财产品收益率下降90个基点，则企业部门存款利息收益减少3157亿元。

(3) 政府部门现金流

政府部门存量债务除非置换，否则无法享受到当期利率下降带来的利息支出下降。因此，在不考虑政府部门主动对存量债务进行置换的情况下，融资利率减少可以从新增和到期债券再融资两个角度考虑。新增债务方面，假定2022年实际GDP增速是4%，GDP缩减指数是2%，则名义GDP增速为6%，GDP规模达120万亿元。如果2023年的赤字率依然保持在2.8%的水平，则对应的赤字规模为33600亿元，与2022年的33700亿元的赤字规模基本一致。因此，我们依然按照2022年的预算赤字规模（33700亿元）和中央地方赤字分配来测算。

假定2023年新增地方专项债规模与2022年一致，即36500亿元，则2023年新增政府债券总规模为70200亿元。到期再融资方面，未来一年内到期的国债、地方一般债和地方专项债规模合计为76275亿元。两者加总可得新增和到期债券再融资规模为146475亿元。政府债券是金融市场的无风险资产，基于上一轮政策利率下降的经验，政策利率下降100个基点带来政府债券发行利率下降109个基点，利息支出减少1597亿元。此处不考虑降低基准利率对政府部门现金流入的改善，即其他部门因现金流改善带动的支出增加也会增加政府的税收收入，这又会进一步增强降低基准利率对政府部门现金流的改善效果。

表8 2023年政府债券发行规模（单位：亿元）

	新增	未来一年到期债券规模	合计发行
国债	26500	39628	66128
地方一般债	7200	18732	25932
地方专项债	36500	17915	54415
合计	70200	76275	<u>146475</u>

降低基准利率还会影响政府财政存款的收益率。截至2022年8月，政府部门的财政存款余额为58 164亿元。现阶段财政存款大多是招标的定期存款，稳定性更好，因此降低100个基点的基准利率对这部分资产的收益率影响同样也会打折扣。这里假定有三分之二的政府招标定期存款利率受政策利率下降影响，利率会下降90个基点，则存款利息收入减少349亿元。

加总以上计算，100个基点的政策利率下降带来短期融资利率下降164个基点^①，居民和企业中长期债务利率分别下降147和164个基点，由此带来居民部门债务利息下降7 740亿元，企业部门债务利息下降12 599亿元，政府债务利息下降1 597亿元，合计21 936亿元。与此同时，100个基点的政策利率下降带来90个基点的存款利率下降，由此带来居民、企业和政府存款和理财产品收益分别下降6 552亿元、3 157亿元和349亿元，合计10 058亿元。合计债务利息成本下降和存款利息收益下降，三个部门合计现金流改善11 878亿元。

（三）支出变化和乘数效应

居民部门持有的资产和负债并非均匀分布在居民部门内部，而是有明显的结构性特征。一般来看，负债更多集中于中青年购房家庭，而存款则主要由不再购房的中老年家庭持有。不同群体对应的边际消费倾向也有很大差异，背负房贷的中青年家庭往往有更高的边际消费倾向，而主要持有存款的中老年群体的边际消费倾向一般会非常低。假定基准利率降低100个基点带来的居民部门利息支出下降（7 740亿元）主要集中在中青年家庭，减少的资产利息收入（6 552亿元）主要集中在中老年家庭。同时参考张翼^②（2016）的研究，中青年购房家庭边际消费倾向设定为0.5，不再购房的中老年家庭的边际消费倾向为0.17，由此计算得到利率下降变化带来的消费支出增加2 756亿元。

① 根据政策利率下降后各种类型利率下降的幅度和各种类型债务所占的比重加权平均计算。

② 张翼，《当前中国社会各阶层的消费倾向——从生存性消费到发展性消费》，《社会学研究》2016年第4期，第74-97页转第243-244页。

降低政策利率带来的流动性改善对企业支出的影响会有比较明显的差异。有些企业会把钱存下来，有的企业会花出去。一般情况下，现金流比较紧张的企业更容易把钱直接花掉，形成有效支出。例如，房地产企业会更倾向于把节省下来的利息支出用于“保交楼”，地方平台公司也更愿意把省下来的利息花出去。对于制造业企业则未必如此，一是因为当前制造业企业的现金流状况并不算特别紧张，节约的利息支出本身就是利润改善，二是从历史经验看，制造业投资对利息支出的变化本身并不算敏感，三是过去两年制造业投资始终保持强劲，继续扩张的动力并不来自利息，而是终端需求能否持续扩张。

这里我们假定房地产和城投平台公司的净现金流改善全部形成新的支出。根据前面计算，这两部分减少的利息支出为6 217亿元，假定房地产和城投公司持有的定期存款规模占非金融企业部门的三分之一，利率下降带来的资产利息收入减少1 052亿元，房地产和城投平台公司的净现金流改善为5 165亿元，这部分现金流改善都用于新增支出。假定工业企业和其他企业现金流改善不会形成新的支出。

在维持政府债务率不变的情况下，政策利率降低100个基点减少债务利息支出1 597亿元^①，假设政府存款有三分之二受到降息影响，利息收入减少3 49亿元，政府部门的现金流增加1 248亿元，这部分会全部转化为支出。

表9 政策利率下降100基点带来的现金流变化和支出变化（单位：亿元）

	债务利息降幅	利息收益降幅	净现金流变化	支出增加	乘数效应
居民	7740	6552	1188	2756	
企业	12599	3157	9442	5165	
政府	1597	349	1248	1248	
加总	21936	10058	11878	9169	14670

数据来源：作者计算得到。

^① 根据到期债务规模和利率下降幅度计算得到。

合并以上三项，降低100个基点的基准利率会带动居民、非金融企业和政府直接增加支出9 169亿元。现金流改善带来的支出增加会通过乘数效应进一步改善总需求和总收入。乘数效应取决于边际消费倾向的大小。边际消费倾向越大，乘数效应越大，增加支出对收入改善的效果也会更明显。同样参考前面张翼关于我国居民部门平均的边际消费倾向计算0.38，对应的乘数效应约为1.6，则降低100个基点的基准利率带来的收入改善是14 670亿元，能够拉动1.2个百分点的名义GDP增速。^①

以上计算都没有考虑降低利率通过财富效应、资产估值效应、跨期消费替代以及资本市场风险偏好变化渠道对总需求的影响。

三、货币政策的副作用

这里首先需要对货币政策的副作用给出定义。货币政策操作不当，过度紧缩或者宽松的货币政策会给经济带来严重的负面作用。正如众多大萧条研究者指出的，大萧条的发生很大程度上可以归咎于货币和信贷不足。然而这并非货币政策的副作用，而是货币政策失误带来的副作用。我们这里的货币政策副作用，指的是货币政策在实现就业和通胀目标情况下带来的副作用。对货币政策副作用的关注主要有三个方面：一是宽松货币政策是否带来资产价格泡沫以及由此引发的系统性金融风险，二是宽松货币政策是否恶化收入分配，三是宽松货币政策是否带来更多僵尸企业。

（一）货币政策与资产价格泡沫和系统性金融风险

对宽松货币政策的广泛担心是它可能会提高系统性金融风险。萨默斯（Summers, 2014）^②指出低利率会带来金融市场的不稳定。低利率环境会提高

^① 此处对GDP增速的测算基于政府部门分析中对2022年名义GDP规模的测算，即120万亿。

^② Summers, L (2014), "US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound", speech delivered to the National Association for Business Economics' Economic Policy Conference, February 24.

投资者的风险偏好；低利息偿付要求会带来更多不负责任的贷款；利率低于预期经济增速会刺激更多庞氏金融投资（Ponzi Financial Structure）。德雷克斯勒等人（Drechsler et al, 2018）^①指出，降低利率会降低流动性溢价和运用杠杆的成本，提高杠杆率，并进一步导致更低的风险溢价、更高和更波动的资产价格，以及更高的投资和产出水平。伍德福德（Woodford, 2012）指出，哪怕是小幅的利率下降也会显著地刺激企业更多运用杠杆和过度使用短期债务融资工具。布伦纳梅尔等人（Brunnermeier and Schnabel, 2015；Bordo and Landon-Lane, 2013）也指出，所有的资产价格泡沫都发生在货币政策宽松时期，而在中央银行和货币政策上不存在的时代，资产价格泡沫则发生在私人银行增发票据的时期。需要补充的一点是，资产价格泡沫与系统性金融风险并不能画等号。资产价格上升并非判断系统性金融风险上升的合适指标，资产价格上升中的合理成分和泡沫成分很难区分。即便资产价格上升中有大量泡沫成分，泡沫破灭也未必带来系统性金融风险。如果资产价格上涨过程中的杠杆得到控制，资产价格下跌带来的损失主要由投资者承担而不会过度传染到金融中介部门，则资产价格泡沫破灭并不一定带来系统性金融风险。

尽管宽松货币政策可能会刺激杠杆和资产价格泡沫，增加金融系统不稳定性，但在实践中如何平衡货币政策目标和金融稳定的关系对决策者带来了挑战。施坦因（Stein, 2014）^②指出，货币当局面临的一个选择难题是为了防范系统性金融风险上升，是否应该放弃货币政策调整以及由此带来的就业和产出。监管政策在应对杠杆率上升和金融风险方面更有针对性，但也面临多方面约束。监管政策可能会面临监管套利，未必能真正降低金融风险；利益集团和其他政治因素使监管政策难以出台；过于严格的监管政策可能会遏制行业发展；监管政策往往滞后于市场，等等。给定监管政策的局限，货币政

^① DRECHSLER, ITAMAR, et al. "A Model of Monetary Policy and Risk Premia." *The Journal of Finance*, vol. 73, no. 1, 2018, pp. 317-73. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/26653277>.

^② Jeremy C. Stein, 2014. "Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework : a speech at the International Research Forum on Monetary Policy, Washington, D.C., March 21, 2014," Speech 796, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

策需要考虑系统性金融风险。

货币政策理论上可能会改变系统性金融风险的程度，但是在实践中面临诸多困难。首先，如何判断系统性金融风险。金融部门杠杆率是判断系统性金融风险最重要的指标，然而如何有效度量金融部门杠杆率并不容易，传统银行部门的资本充足率不足以反映真正的杠杆率，真正危险的是脱离监管的金融部门杠杆率，而要解决这个问题，首先应该是监管政策。博里奥和德雷曼(Borio and Drehmann, 2009)认为，更广义的杠杆率，即非金融部门债务/GDP比率对其趋势值的偏离可以预测系统性金融风险，这种方法面临的问题是如何准确计算非金融部门债务/GDP比率的潜在水平（特别是针对内部经济结构或者外部经济环境显著变化的经济体而言），如何认识货币政策对非金融部门债务/GDP比率路径的影响，这些问题都还没有答案。针对不同国家，答案可能会大相径庭。其次是如何权衡风险和成本，一方面是预期的系统性金融风险上升带来的损失，一方面是预期的就业和产出损失，如何权衡非常困难。最后是工具选择，货币政策工具多大程度上能够影响系统性金融风险。针对货币政策目标与金融稳定目标之间的权衡，伍德福德（2012）^①认为，灵活的通胀目标制能够较好地兼顾两个目标。

（二）货币政策与收入和财富分配

宽松货币政策存在扩大收入和财富不平等的机制，包括（1）收入组成假说：绝大部分家庭的收入来自劳动工资收入，少部分家庭的收入来自资本回报，宽松货币政策更有利于资本回报，而这个群体一般来说更加富裕，因此宽松货币政策加剧了收入和财富分配不平等。（2）金融分割假说：紧密参与金融市场交易的群体相比于和金融市场缺乏紧密联系的群体，能更多地从宽松货币政策中得利，这也会加剧了收入和财富分配不平等（Williamson, 2009）。（3）资产组合假说：穷人资产组合中现金比例更高，宽松货币政策降

^① Michael Woodford, 2012. "Inflation Targeting and Financial Stability," NBER Working Papers 17967, National Bureau of Economic Research, Inc.

低了现金的真实购买力，不利于穷人，加剧了收入和财富分配不平等。

宽松货币政策也有收窄收入和财富不平等的机制，包括（1）储蓄再分配假说：利率下降有利于债务人而不利于债权人，债权人往往比债务人更加富裕，因此宽松货币政策减少了收入和财富分配不平等（Doepke and Schneider, 2006）；（2）收入异质化假说：卡朋特等人（Carpenter and Rodgers, 2006；Heathcote et al., 2010）指出，收入分配最底层的群体最容易受到经济周期波动的影响，经济低迷时期低收入者最先失业或者降薪，而高收入群体受经济波动影响相对较小，宽松货币政策有利于低收入群体保住就业和增加工资收入，减少收入分配不平。（3）资产价格假说：施坦因等人（Steins et al., 2017）发现，20世纪70年代，美国中产阶级在收入分配中的不利局面越来越突出，而在财富分配中的不利局面则好于收入分配，造成这种差异的主要原因是宽松货币政策使中产阶级持有的房产增值，减弱了财富向最富有人群的过度集中。2007年次贷危机以后，这种局面随着房地产价格上涨难以持续而终止，财富更加向最富有的人群集中。

货币政策对收入和财富分配有众多不同方向的作用机制，究竟哪个机制更重要是实证问题。有研究（Romer and Romer, 1998）发现，宽松货币政策可以在短期内降低贫困率，但是贫困率会随着时间拉长而逆转，对贫困人口最好的货币政策是保持稳定通胀和降低产出缺口。四位美国学者（Coibion et al., 2017）的实证研究表明，至少就美国而言，紧缩货币政策总体上会加剧劳动收入、总收入、消费和总支出等多个角度的不平等，宽松货币政策则会缓解不平等。他们验证了收入异质化假说，即紧缩货币政策会降低收入分配最底层群体的劳动收入，增加高收入群体的收入。美国的经验未必适用于其他国家，货币政策对收入和财富分配的影响在不同国家也有会不同表现。采取宽松货币政策至少短期内有利于改善劳动力市场和增加低收入群体收入，有利于提升股票和房地产资产价格和资本回报，有利于债务人，至于改善还是恶化收入和财富分配则要看各国的劳动力市场状况、收入和财富分配格局等。货币政策对收入和财富分配的影响更多是周期意义上的短期影响而非长期影响。

结合中国的情况看，张斌、董丰、魏薇和邹静娴（2022）的研究发现，信贷增长总体而言减少了家庭收入不平等。信贷增长提高了中低收入群体的劳动时间和劳动收入，减少劳动收入不平等。中国家庭的非货币金融资产比例较低，高收入家庭也不例外，且大部分家庭难以从金融资产交易中获利，信贷增长对金融资产不平等的影响不显著。信贷增长带来了各个收入组的房产价值上涨，高收入家庭房产价值上涨的幅度高于中低收入家庭，房价上涨扩大了不同收入家庭持有的房产价值差距。

（三）宽松货币政策与僵尸企业和生产效率

宽松货币政策降低了企业融资成本，改善了企业的融资可得性。有学者担心这可能会导致银行持续给过去有信贷关系的低效率企业贷款，不利于经济结构调整和未来的经济复苏。阿查亚等人（Acharya et al 2019）认为，欧洲央行2012年采取直接货币交易（Outright Monetary Transactions, OMT）项目以后，欧元区边缘国家的银行被变相地补充了资本，银行增加了针对过去有信贷关系的低效率企业的贷款，这并没有带来投资和就业增加。相反，因为信贷资源配置被扭曲，大量僵尸企业的存在不利于那些值得信赖的企业，进而不利于经济复苏。

针对这种观点，加格农（Gagnon, 2020）认为，如果经济运行不低于潜在产出水平，上述对僵尸企业的批评成立；而当经济运行低于潜在产出水平时，造成了更多僵尸企业的出现，僵尸企业的存在不是原因而是结果。另一种批评观点认为，经济周期下行阶段破产的未必都是低效率企业，而可能是小企业和新企业，因此宽松货币政策挽救的未必都是低效率企业。与此相关的证据来自巴登-富勒（Baden-Fuller, 1989）^①的研究，他以英国20世纪80年代钢铁铸件企业的破产案为例，发现工厂是否关闭并非只是因为盈利状况，企业经营的多元化程度、融资可得性等其他众多因素也会影响到企业是

^① Baden-Fuller, C., 1989. Exits from declining industries and the case of steel castings. *Economic Journal* 99, 949-961.

否关闭工厂。多元化经营和有更强融资可得性的企业即便面临正现金流，盈利状况并不十分糟糕也更倾向于关闭工厂；而非多元化经营即便现金流为负，盈利状况糟糕的企业更不愿意关闭工厂。考虑到新企业和小企业面临更弱的融资可得性和更低的企业储蓄，宽松货币政策挽救的并不一样都是利润最差的企业。

对宽松货币政策的另一种批评意见是发达国家面临深层次的问题，比如生产率增速放缓、企业资产负债表恶化、收入分配恶化、人口年龄结构老化、债务负担过重等等，需要结构性改革政策才能解决发达国家面临的真正问题，靠货币政策不解决问题。这种批评意见实际上混淆了总需求管理、结构性改革和社会公正等三类不同的问题。针对这三类不同的问题，分别有不同的应对政策工具，比如总需求管理政策工具主要包括货币和财政政策，结构性改革政策工具包括贸易、产业、基础设施建设等众多政策，实现社会公正的政策工具包括累进税、社会福利、社会转移支付等。

在实践中，结构性改革政策和收入分配政策往往会遇到巨大政治阻力而难以实施，（至少在短期内）很难做到改善资源配置效率和优化收入分配。宽松货币政策成为应对经济困局的重要手段，这引起了过度依赖宽松货币政策的担心。从历史经验看，如果货币政策对经济下行没有做出充分反应，经济糟糕到非常严重的程度，国内政治压力也会大增，有些情况下会逼出来大的结构性改革政策，比如20世纪30年代大萧条期间美国出台了大量结构性改革政策，完善了经济制度，推动了后来的美国经济持续增长。在有些情况下，逼出来的不是经济结构性改革，而是动荡和战争，或者经济长期一蹶不振。货币政策不对经济下行做出充分反应，试图通过持续的经济低迷甚至经济衰退倒逼结构性改革是非常危险的做法。

四、结论性评述

新冠疫情、俄乌冲突、房地产市场剧烈调整等多重因素影响下，我国经济已经连续三年低于潜在经济增速。尽快摆脱经济低迷局面，提高产出和就

业水平是当前宏观经济政策的首要任务。货币政策是世界各国应对经济低迷局面的首选政策工具。在我国过去几年的货币政策操作当中，一直面临着各种各样的困扰和担心，货币政策在应对经济下行方面也较为谨慎。尽管本轮经济下行幅度和长度远远超过2015年前后的经济下行，但是货币政策利率的下行幅度远低于2015年。

我们在这里立足于货币政策研究的学术历史，梳理对货币政策作用机制的认识。结合相关实证数据，分析了货币政策在当前经济环境下能在多大程度上发挥扩大总需求的作用；并逐一讨论货币政策的副作用。我们发现，总体而言宽松货币政策在对抗经济周期下行方面能够发挥重大作用，我国应该采取更加积极的货币政策应对当前经济低迷局面。货币政策的作用机制不只是通过利率下行减少投资成本，还包括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。仅是通过改善现金流渠道，降低政策利率100个基点能显著提高居民、企业和政府净现金流，拉动1.2个百分点的名义GDP增速。对宽松货币政策各种副作用担心并不都能成立。宽松货币政策可能会增加金融不稳定性，但是解决问题的出发点不是放弃宽松货币政策，而是完善金融监管政策。宽松货币政策会恶化收入和财富分配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仍存有争议，僵尸企业的产生可能来自经济周期下行，而在经济周期下行中被淘汰的也未必是低效率企业，宽松货币政策未必恶化经济结构。

参考文献

- [1] [英]布赖恩·斯诺登、霍华德·R著,余江涛、魏威译.《现代宏观经济学:起源、发展与现状》.江苏人民出版社,2009年,第33~34页.
- [2] 袁志辉、刘志龙,《基于宏观资产负债表的居民债务问题及其风险研究》,《国际金融研究》,2020年第2期,第15~25页。
- [3] 张翼,《当前中国社会各阶层的消费倾向——从生存性消费到发展性消费》,《社会学研究》2016年第4期,第74~97页转第243~244页。
- [4] Baden-Fuller, C., 1989. Exits from declining industries and the case of steel castings. *Economic Journal* 99, 949-961.
- [5] DRECHSLER, ITAMAR, et al. "A Model of Monetary Policy and Risk Premia." *The Journal of Finance*, vol. 73, no. 1, 2018, pp. 317-73. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/26653277>.
- [6] Friedman, M. (1968) *The Role of Monetary Policy*. *American Economic Review*, 58, 1-17.
- [7] Jeremy C. Stein, 2014. "Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework : a speech at the International Research Forum on Monetary Policy, Washington, D.C., March 21, 2014," Speech 796, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- [8] Jiri Slacalek & Oreste Tristani & Giovanni L. Violante, 2020. "Household Balance Sheet Channels of Monetary Policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area," NBER Working Papers 26630, National Bureau of Economic Research
- [9] Kaplan, Greg, Benjamin Moll, and Giovanni L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review*, 108 (3): 697-743
- [10] Michael Woodford, 2012. "Inflation Targeting and Financial Stability," NBER Working Papers 17967, National Bureau of Economic Research, Inc.
- [11] Summers, L (2014), "US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound", speech delivered to the National Association for Business Economics' Economic Policy Conference, February 24.

Accommodative Monetary Policy: Pros and Cons

ZHANG Bin, ZHU He

Abstract: Conventional theory holds that interest rate cuts can boost demand, mainly by lowering investment cost and thus stimulating business investment. But many scholars are concerned that, amid current supply shocks and weakening expectations, policy rate cut is no longer sufficient for driving business investment growth, and the role of interest rate policy may have weakened. Modern views believe that policy rate reduction reshapes the economy via multiple channels. It can stimulate consumption and investment by reducing household debts, especially mortgage loans, increasing the value of collaterals, boosting asset valuation and lowering the risk premium, etc.

Despite pandemic shocks and weakening expectations, policy rate cuts can still significantly improve the cash flows of households, businesses and the government, thereby increasing total expenditure. It is estimated that every 100-basis-point reduction of the policy rate can increase the net cash flows of households, businesses and the government by RMB 1.19 trillion, and boost nominal economic growth by at least 1.2 percentage points. History and international experience show that the widening spread between China and the United States is nothing to fear. Policy rate cuts as appropriate have vitalized the Chinese economy, fundamentally supported the Renminbi and curbed capital flow volatility.

Keywords: Monetary policy, quantitative easing, wealth effect, debt service expenditure, income distribution