

相关研究

《美联储的“不急转弯”》2021.06.27
《如何跟踪消费？——海通宏观“HTCI”
指标介绍》2021.06.25
《如何跟踪中国出口？——海通宏观
“HTEXI”指标介绍》2021.06.23

中国的宏观稳定政策工具转型

投资要点:

- 本报告内容根据张斌先生在海通证券 2021 年中期策略会的发言内容整理，张斌先生简介如下：张斌，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长，研究员，博士生导师。中国金融四十人论坛高级研究员。研究领域是中国和全球宏观经济，重点研究的问题包括中国经济结构转型、中国宏观经济和金融市场波动、人民币汇率和外汇管理政策、全球宏观经济等。目前担任世界经济预测与政策模拟实验室首席专家，社科基金政策咨询点项目主持人。曾获得浦山优秀论文奖，国务院特殊津贴，入选百千万人才工程。
- 张斌先生在演讲中从学术的角度介绍了一个很重要的问题：中国的宏观稳定政策工具的转型。过去十年，我国经济已经从“易热难冷”转向“易冷难热”。为了解决总需求不足的问题，过去政策工具更加依赖财政政策，但同时也推升了利率，积累了地方政府债务问题。往前看，广义财政发力空间越来越小，宏观稳定政策工具会越来越倾向于货币信贷政策，这对于利率和资产价格的表现也会产生深远的影响。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

联系人:侯欢

Tel:(021)23154658

Email:hh13288@htsec.com

目 录

1. 宏观经济稳定政策的重要性.....	3
2. 中国经济：由“易热难冷”到“易冷难热”.....	3
3. 需求不足：发达国家如何应对？	5
4. 中国宏观稳定政策工具的转型	7

1. 宏观经济稳定政策的重要性

今天非常高兴有机会跟大家交流下关于宏观经济稳定政策工具的转型问题。

这些年我们的经济环境发生了很大变化，不仅仅是因为疫情影响，也包括外部环境的影响、内部环境的变化、经济结构的变化和产业的变化。总的来说，从很多宏观经济指标来看，我们现在正处于非常突出的一个转型阶段，在这个阶段，我们的政府调控工具也在发生一些调整。

我首先定义一下问题。宏观经济政策大概可以分成三类，每一类政策有不同的目标和工具。**第一类政策叫宏观经济稳定政策**，比如说货币政策、财政政策和一些监管政策。这些政策也可以被叫做总需求管理政策，目标是要把总需求跟总供给保持相对平衡。为什么要保持相对平衡？因为要实现经济资源的充分利用，包括资本、劳动力的充分利用，进而能够接近潜在的经济增长速度。

为什么说宏观经济稳定政策很重要？因为它意味着要物价水平上涨得比较温和，能够实现比较充分的就业，资源能充分得到利用、没有浪费。除了这些教科书上经常讲的，还有特别值得说的一点，就是通过疫情以及历史上大的经济衰退、金融危机可以看到，当经济特别不景气的时候，谁最遭殃？谁最容易丢掉工作？当经济特别不景气的时候，最先丢掉工作的是低收入群体，最先降薪的也是低收入群体，他们是整个市场上最脆弱的。

所以当我们讲保持宏观经济稳定的时候，它还有一层在教科书里面不曾提到，但是在实践中越来越重要的一层含义，就是宏观经济稳定对于保证低收入群体的就业和收入是非常重要的。高收入群体、中高收入群体遇到疫情和经济低迷，他们容易扛过去，但是低收入群体不行，这就是宏观经济稳定为什么得到政府政策高度关注的原因。

第二类政策是结构性改革类政策，比如说土地政策、人口政策、贸易政策、产业政策。这些政策的目的是要实现经济增长速度贴近潜在增长速度，它的目的是什么？是通过提高资源配置效率、提高生产效率来提升潜在的增长速度，它不是要实现所拥有资源的充分利用，而是让资源利用效率更高，这是两个不同的概念。

第三类政策是再分配政策。它主要涵盖税收政策、社会保障以及其他分配问题。它的目标是减少不平等，这类政策也越来越受关注。

宏观政策有这三大类，每一类又有不同的目标和政策工具，我们今天聚焦讲的第一点就是宏观稳定政策，这也是跟资本市场联系最紧密的一种政策工具。

2. 中国经济：由“易热难冷”到“易冷难热”

我们讲到这些政策的时候，首先要看经济基本面，也就是谈到宏观经济稳定，我们面临的问题是什么？最大的挑战是什么？当我们判断宏观经济是否稳定、衡量经济冷或者热的时候，最重要的指标不是经济增速的高低，不是经济增速高了就热，经济增速低了就冷，而是关键在于供求的平衡。在供求平衡的点，它可能是比较高的 GDP 增长速度，也可能是比较低的。

比如说，在美国 3% 就算很高了；而在中国 4%-5% 反而是低的。衡量经济冷热的温度计可能不是 GDP 的增长速度，而是物价水平的高低。因为这个更容易反映总供给相对于总需求是否有所升高。一般意义上讲，如果物价水平太高，就可以说经济偏热；而物价水平偏低，经济就偏冷。

中国的宏观经济特征在过去 20 年里发生了很大的变化。我们看 21 世纪的前 10 年，宏观经济稳定面临总的挑战是经济过热。依据覆盖范围比较广的 GDP 的通胀因子，从

2005 年到 2012 年，平均的 GDP 通胀因子只有 5%，而 2012 年以后是 1.8%。这意味着之前的经济容易偏热，之后相对偏冷。如果我们再看 PMI，也就是从一个反映经济是否景气的指数也能够看得清楚。前面一个时期 PMI 达到 52.8%，后面的时期只有 50.5%，在临界点上波动。可以发现，整个大的宏观经济环境有很大的变化，**过去经济很多时候易热难冷，而最近这些年易冷难热。**

看到这个现象之后，首先要理解，为什么中国经济之前是易热难冷，而最近这些年变成易冷难热？逻辑其实是一样的。无论是对于企业还是整个经济体来说，**要想经济热、经济旺，需要有两个支撑点。**第一个支撑点我们把它叫做干得好，也可以说生产率提高很快，但是这只是从供给面分析。还有很重要的一点，就是卖得好。光干的好经济不会热，经济增长速度也不一定很高，经济景气程度也不见得很高，而干得好跟卖得好放在一块，经济就会容易热。

由于 21 世纪的第一个 10 年这两个条件都具备，所以说经济容易热。为什么干得好呢？21 世纪的第一个 10 年，中国投资正处于快速发展的一个阶段，尤其是在装备制造、钢铁、能源、化工行业，中国进入了一个工业化的高峰期，进入了一个重工业阶段。通过大量的资本投资带来人均资本的快速提升，带来了生产效率的快速提高。不光中国是这样，其他发达国家在进入重工业阶段的时候，大量的投资能源、化工、煤炭、钢铁、装备制造这类重资本行业，生产效率都在大幅、快速提升。因为通过大量的资本积累可以实现生产效率提升。但只有效率提升还不够，必须还要有需求扩张。生产出来了很多东西，要卖得出去，价值才能够实现出来。

怎么才能够卖得好、实现需求扩张呢？需求最直观的是要有购买力，那么怎么才能有购买力？对于我们个人以及企业来说，购买力就意味着钱包里的钱更多了，我们账户上的钱更多了，这钱从哪来？对于个人，干的好可能钱是老板发给我。对于企业，干的好是从客户那里赚的。但值得注意的是，这些钱都来自转账。你的钱多了同时意味着别人的钱少了，哪怕效率再高，干得再好，只是把别人的钱转给你，并不增加全社会总购买力。那怎么才能够增加全社会总购买力？这时宏观经济学家最需要看一个指标——信贷，因为新增信贷会增加全社会新的购买力。举个简单例子，我去银行贷款 500 万买了套房子，当拿到 500 万贷款的时候，我就多了 500 万的存款。我把这 500 万的存款给一个开发商，开发商又把其中 300 万给了政府去买地，把 100 万给了上下游关联企业，还用了 100 万去发工资，那么全社会就多了 500 万储备，所以要看信贷。

在干的好的过程中，那些资本密集型行业，比如钢铁、煤炭、化工、装备制造行业，他们资本积累的效率在提升。这些企业在做重资本行业时需要大量的贷款，而在创造大量贷款的同时，也创造了全社会大量的购买力。所以当看到这些行业突飞猛进的时候，不光是全社会的效率提升了，同时也创造了大量的信贷和全社会的购买力，需求同时也在提升。所以可以看到生产端和需求端都很旺。此外，在这个过程中还赶上了一点，就是在金融危机之前外需也很旺。可以看出，之前经济之所以容易过热，是因为需求和信贷创造购买力非常快。

但是到了 2012 年之后，这些情况就发生了转折性变化。一方面，生产力提升速度放慢，这是为什么？过去可以通过大量的资本积累、购买大量的设备以及大量的投资来实现人均资本的提高，进而提升生产效率。但是最近这些年不行了，因为这些资本密集型行业都过了发展高峰期。那么我们目前的经济需要什么？现在支撑经济增长更多的不是靠资本积累，也不是靠简单劳动力的积累。现在一个行业要想发展必须要创新和升级，无论是制造业还是服务业，而创新和升级背后依托的是什么？不是资本、普通劳动力，而是专业知识、技术和大量的信息，这些东西汇在一起是人力资本。然而，人力资本不可能像物质资本积累那么快，它的积累是一个相对来说比较缓慢的过程。这就意味着最近这些年以及未来的时间里，中国整个生产效率的提升速度会放慢，这也是到了这个增长阶段之后很自然的一个现象，以上是我们的生产端问题。

但更大的问题在于需求端。我们刚才讲全社会新增购买力的增长要看信贷。但是现在我们面临一个大的问题，就是过去那些信贷大户基本上都不贷什么款，银行也不愿意贷款给他们，为什么呢？因为重资本密集型行业都过了发展高峰期。对于整个制造业而言，过去它是我们信贷增长里面最强有力的一个推动力量，但最近这些年制造业里面新增信贷非常少，新增投资也比较少。由于现在制造业总体慢慢进入了一个饱和期，不愿

意再做贷款，因此整个市场内生的一个信贷增长力量在大幅度减缓。当企业贷款变少、全社会的信贷变少时，企业的信贷需求下降，它所带来的不仅是企业自身的问题、行业的问题，全社会的购买力都会出现问题。

总体来讲，从这些年中国经济产业结构看，我们进入了从制造到服务的转型期，在这个过程中，市场内生的投资和信贷需求会下降，总需求的扩张也会放慢。与此同时，整个外需相对于金融危机前也是不景气的，内需和外需都偏弱容易带来需求结构的问题，使得经济偏冷。

这个问题不仅中国存在，可以说中国刚刚进入这个阶段，而发达国家长期以来都面临这个问题，因为他们到了依靠人力资本积累提高生产力的发展阶段，同时还面临很严重的老龄化问题，这使得资本回报率越来越低。如果看发达国家的真实资本回报率和真实利率，可以发现现在都到了负回报的水平。由于资本回报率低，市场自然就没有信贷扩张的力量，除了消费部门、战略部门还有消费信贷，企业基本上没有信贷，因为他们不愿意扩张和投资。在这个过程中，信贷的增长力量偏弱，需求就偏弱，从而价格就低，这使得资本回报率进一步受到影响，从而形成了一个负向循环。

3. 需求不足：发达国家如何应对？

我们刚才讲的是大环境的变化，整个经济环境从产业上发生了一个大的转型，也就是从制造转向服务。从宏观运行的特征上看，进入了一个易冷难热的阶段。不仅中国是这样，发达国家也面临这个问题。简单来讲，宏观经济稳定政策面临的一个最大问题是什么？那就是需求不足。

我们先讲一下发达国家怎么去应对需求不足问题。总的来看，发达国家面对需求不足时，主要依靠货币政策，把利率降到零，甚至把利率降成负的。尽管他们也有财政扩张，但是财政扩张比较困难，特别是在疫情之前是不太容易做的，而疫情之后发生了很大变化。所以，发达国家的宏观调控政策也在转型。

货币政策通过什么样的机制刺激需求增加呢？通过低利率刺激消费的增加。可以思考一个例子，如果说现在利率为 100%，大家可能不太愿意消费，因为这个钱如果存着不消费，明天就有双倍的回报；但如果利率不是 100%，而只是零利率或者 1% 的利率，那就无所谓了。因为如果今天消费，对明天来讲牺牲并不多，机会成本并不高。

货币政策主要是刺激消费，同时也会降低投资成本，借钱不还钱，利息成本非常低，这样的话对投资有帮助。同时从存量角度看，利率非常低的话，负债成本是很低的。此外，利率非常低也意味着资产的估值会非常高，无论持有的股票也好，房地产也罢，他们估值会更高，这是最基本的一个资产定价模式。

所以总体而言，宽松货币政策其实就是在补贴消费和投资，通过把私人部门资产负债表的负债方压得更低一点，资产方做得更大一点，进而刺激需求增加。这种货币政策发挥作用的机制，总的来说就是通过私人部门发力去提升需求。

通过货币政策刺激需求，我们经常讲发达国家做得不好，但其实如果分国家去看，美国的宽松货币政策做得最彻底，它的资产价格上涨很多，广义信贷增长情况也还好。总体来说，美国通过宽松的货币政策实现了就业目标和物价稳定目标，走出了通缩和需求低迷，因此美国实现了政策目标。可以看到，随着宽松货币政策的持续，美国劳动力市场也在逐渐改善，物价水平从低到高，慢慢恢复到温和水平，整个经济景气程度有所提升。

而欧元区犯过一次错误，在 2011 年的时候经济有通胀压力，房价有上涨的压力，货币政策就收紧了一次，之后没想到经济大幅度下滑，欧元区又重新回到零利率，最后也慢慢接近了目标。而日本也在宽松货币政策之后，实现了上世纪 80 年代以来最长的一轮经济扩张，这是安倍经济学做的。

接下来很多人会担心，实施宽松货币政策会带来大水漫灌，带来资产价格泡沫，带来收入分配的恶化，进而带来很多负面影响，是不是这样呢？如果回看宏观经济数据，并非如此。**首先，货币政策带来大水漫灌了吗？没有。**不管是美国、日本还是欧洲，在实施宽松货币政策之后，并没有让全社会的广义货币有更快的增长。之所以要实施宽松货币政策，是因为市场的这些企业不愿意贷款，不愿意增加信贷，那么全社会的信贷是收缩的，全社会的广义货币是收缩的，而宽松货币政策无非是要抵消一下这种市场下行的力量，但是它没有充分抵消。即便是广义货币政策很宽松，利率很低，但是商业银行拿了很多钱还是不愿意放贷款，因为没有人愿意要。因此，宽松货币政策加总的结果之后，广义货币数量并没有逐步提高，其实反而是下降的。它并没有什么大水漫灌的问题，因为借的钱根本就不多，既然钱根本就不多，所以说会有很严重的通胀么？没有。宽松货币政策搞了那么多年，美国、欧元区、日本的通胀水平都不高。

其次，很多人还会担心实施了宽松货币政策会有资产价格泡沫，这个确实是需要担忧的问题。随着宽松货币政策的实施，在利率低的时候，资产价格会处于高度的不稳定。然而是不是泡沫很难判定，因为一个很低的利率，本身就对应着一个比较高的资产估值，那它是不是泡沫其实很难判断。但是我们可以往坏处想一点，假设它就是一个泡沫，而我们要做的是评估泡沫破了之后对世界经济有没有太大的伤害。

这需要区分两种情况，一种情况是在资产价格上涨过程中，大量的举债、借钱去买资产，然后形成资产价格的高涨。如果是这种情况，通过大量的借债、大量的应用杠杆支撑了资产价格上涨，一旦这个资产价格下来了之后，不仅是投资人出现了问题，因为他大量的借债，金融机构也会被拖下去，而一旦金融机构也被拖下水，整个实体经济部门也要被拖下水，这对经济来说就是非常巨大的伤害，这是一种资产价值泡沫破灭带来的伤害。2008年的次贷危机就是这样的，居民大量借债，然后买房子。

另一种情况是，一种资产价格泡沫即便破了，其实问题也不大，这是什么泡沫？在资产价格上涨过程中，并没有大量的运用杠杆，也没有大量举债，只是说大家现在没有好的投资机会，不得已放在这，因为利率太低了。如果这样的情况下，资产泡沫破了之后，投资者受到损失，但是金融机构没影响，对实体经济部门也没有什么负面影响，资产价格跌了就跌了，没什么大的影响。

美国这一轮是怎么样呢？可以看到美国去年有了熔断，那么大的、剧烈的美股价格下跌，跌完之后也就跌完了，金融部门整个没事，实体经济部门没事，居民部门也没事。所以即便是一个资产价格泡沫，它跌完了之后，其实对实体经济伤害也没那么大。

最后，宽松货币政策在实现就业目标、帮助低收入群体改善收入方面发挥了非常大的作用，当然还有一个作用就是收入分配。在宽松货币政策之后，大家看到什么？是富人的资产价格、持有股票、房地产的市场价值大幅上升。但是大家没有看到另外一面，当宽松货币政策之后，创造了大量的新增就业机会，特别是对于低收入群体，他们的收入有非常明显的增长，就业机会有明显的提高。从90年代到今天，几乎所有研究货币政策跟收入分配关系的专家得到的结论是一样的：宽松货币能改善收入分配。比如，原来你是一个1000万的富翁，现在又增加了100万。而我原来是一个穷人，一年只有1万块钱的收入，现在增加了2000块，虽然我的2000块相对于你的100万来说增加较少，看起来富人增加的钱更多，但是如果从比例关系上看，穷人的增长幅度是比富人更大。

正是因为前期的宽松货币政策有这么多的实践，不管是对通胀也好，对资产价格泡沫也好，对收入分配也好，对这些东西考量了之后，才可以看到为什么发达国家那么坚定的去做宽松货币政策。但是发达国家有一个问题在于，即使宽松货币政策基本上做到了极致，把利率降到零了还是不够，这时候就需要什么？需要财政政策。但过去依靠财政一直做不到，因为政治上比较困难，但是有了疫情之后，通过财政出钱支持低收入群体，基本上没有什么问题，大家也没有办法反对。不光美国是这样，其实欧洲的财政扩张力度也不小，只是欧洲比较间接，更多是通过一些政府担保的方式。

可以看到现在整个发达国家的需求开始慢慢上涨，物价水平也在抬升。对于这个物价水平，我们总觉得通货膨胀是贬义的，但对于发达国家来说，有一定的通货膨胀是他们想了10多年都没想到的事，想要而得不到的事。因为价格上涨了之后，对整个企业

的盈利、资本开支都会形成一定的支持。

4. 中国宏观稳定政策工具的转型

回看中国，我们的总需求管理跟发达国家不一样：尽管同样面临需求不足的问题，但是选择不一样。在讲政策选择之前，我们先看下政府宏观稳定政策大概可以分成三类：一是财政政策，它属于预算内公共支出；二是广义财政政策，这不纳入政府的预算，但其实还是政府主导，典型的就是一些地方政府主导的各种不纳入预算的举债；三是货币信贷政策。

当我们遇到困难的时候、需求不足的时候，可以看到过去基本上宏观稳定类政策主要围绕三个目标：一是保增长；二是稳房价；三是防范系统性金融风险。在中国讲系统性金融风险，最主要还是在于地方政府融资平台，因为他们体量足够大，自身的现金流情况并不好，很多是要靠借新还旧才能维持下去，而且跟金融机构联系特别紧密。

在三点选择中，对于第一个选择，政府要保增长就不能让需求太低迷，而采取的手段是什么？我们不是像发达国家用货币信贷，货币信贷只是辅助的，而是依靠广义财政扩张，通过地方政府融资平台的扩张带来信贷的增长、需求的增长，而不靠货币信贷政策。为什么会这样？因为担心如果靠货币信贷的话会刺激房价上涨，所以不用货币信贷政策。但是这样做的结果是什么？从好的一面来讲，地方财政只要大幅扩张，对总需求的刺激效果短期内立竿见影；但问题在于政府的隐性债务大幅增加，系统性风险将会提升。

还有一点很重要，特别是对于资本市场，就是发达国家是将货币政策推行到底，而财政不怎么动，可以看到他们的真实利率很低。但中国不是，中国的货币不怎么动而让财政去动，利率没怎么往下调，但是广义财政支出扩张会让利率中枢进一步上行。所以说中国比较奇特，在过去 10 多年的大型经济体里，国外经济体的真实利率都是往下走，只有中国例外，真实利率反而往上走。这是因为中国经济更强么？需求更强么？其实不是，这跟我们政策的工具选择有关系。

我们靠的不是货币政策，而是财政政策。然而财政政策是使利率往上涨的，一旦利率往上涨，可以想象资本市场中股票的估值就不可能高，因为真实利率是在高位的。这也是过去很多年我们资本市场中股票指数上没有怎么涨的原因。发达国家尽管经济也不是太好，但是在宽松货币政策环境下，它的股票市场是涨的，但中国不是。尽管各国都采用自己的政策，由于政策工具选择都不一样，对资本市场的影响差异很大。而这个以财政政策为主、货币政策为辅的政策工具，可以说是 2010 年以来大部分时间我们做出的选择。

第二个选项是防范系统性风险。我们当然也要保增长，但同时应该看到地方融资平台债务扩张太多了，那么防范系统性风险靠什么政策手段？就要靠利率，靠货币政策手段，而不能靠广义财政扩张。这个政策什么时候在用呢？其实去年疫情期间用的就是这个政策，去年广义政府支出增长速度非常低，赤字的上升幅度非常小，财政总的来说是不积极的。虽然说是积极的财政政策，但是要看政府的财政支出增长速度其实是很低的，不像别的国家在疫情发生之后，政府的预算财政支出大幅度提高。我国在疫情期间是依靠去年上半年信贷的增长、货币条件的放松。当然同时在这个过程中，对资产价格也会形成支撑。为什么去年会有牛市出来？因为钱多了，利率相对来说低了。

还有一个选择是既不能让房价涨，也不能让资产价格涨，同时又碰到系统性风险的情况下，只能是影响需求，影响增长，影响就业。

接下来回到正题，我们现在的政策工具开始发生调整，因为宏观环境在发生变化。现在对于地方融资平台债务，尽管不同口径下估算出的结果不一样，但是不管是谁估计，这个数都是非常大的。在几十万亿量级的地方隐性债务中，很多债务是还不了钱的，现金流是比较差的。地方隐性债务问题已经越来越尖锐、越来越突出，也引起了政府的高度重视，政府这两年一直在处理这个问题。

所以从这个角度看，再让地方政府大幅度财政扩张已经走不通。我们过去最倚重的一个刺激需求增长的政策工具到现在这个阶段基本上已经用不了。这是预算外的财政，那能依靠预算内财政吗？这就更不大可能了。我们每年都是2%~3%或者3%~4%，想要大幅度扩张，如果说扩张1~2个百分点是没有意义的。但是扩张多了，从我们现在决策程序上来讲不大可能，所以依靠预算内的财政支出增长来保需求也不太可能。

还有一点是现在的利息负担非常大，中国大概有260万亿的债务，每年的利息负担对企业和金融部门都是非常大的，而且部分地区的债务风险很大。在这样的环境下，如果说需求不足怎么办？接下来主要靠什么？靠货币政策，靠货币信贷工具。这意味着我们的市场流动性在未来相当长的时间内相对会比较友好。

同时，能不能依靠货币政策还有跟我们的汇率市场化改革有关系。如果说汇率一直卡的很紧，为了一个固定的汇率水平而保汇率，那么货币政策的独立性会比较低，利率没法根据货币需要灵活调整。好在经过这么多年的努力，中国的汇率市场化程度提升了，这给货币信贷政策提供了更大的空间。

在这个过程中，我倒不认为央行马上会降息，我觉得更有可能的一种情况是什么？由于实体经济部门的信贷需求在下降，过去支持信贷增长最重要的一个力量是地方融资平台，现在他们的需求已经被管住，这样整个实体面资金需求是在下降，继而信贷资金需求下降的结果是什么？就是供给哪怕不动，需求减少了之后利率也会下降，而央行做的无非就是顺水推舟，既然市场需求低了，银行间成交的利率也会降低，央行就顺着慢慢低一点，跟着利率就下去了。

有些人会担心，如果更多的依靠货币政策会不会带来通货膨胀问题？当下可能很多人提到通货膨胀。我们可以观察现在的物价水平指标CPI，这是包括的商品服务类别最多的指标，比PPI覆盖的商品服务要多得多。跟疫情前2019年12月相比，现在CPI累计涨幅大概在1.1~1.2个百分点，并且核心CPI差不多也是这样，所以怎么能说中国有通货膨胀呢？通货膨胀不是说几个大宗商品价格涨一下就能判定。当然不同类型的产品价格不一样，其中猪肉价格经历了很大的涨跌。然而，我们很多终端的制造业商品，尤其是下游的很多商品价格还在下降，再比如高端的服务价格涨了很多，但是现在中低端的服务价格比较差。所以对于总的CPI这块我不认为有什么通胀问题，当然有一些大宗商品价格上涨对PPI可能还是有明显的影响。但是这不光是需求端的问题，它跟供给端也有很大的联系，跟最近的环保政策等很多方面的政策都有关系。

当政策工具转换了之后，经济不依赖那么多广义财政扩张而转向私人部门的信贷增长，也就是要通过低利率促进私人部门的信贷增长的话，首先要明白一点，全社会的广义货币增长未必会比过去更快。美国采用宽松货币政策这么多年，利率降到了那么低，但M2、M3增长却不多。怎么才会增长的多呢？政府在不考虑利率和成本的情况下大量借钱才会让信贷更多。实现同样的GDP增长，如果认为私人部门的债务扩张更有效率的话，其实所需要的债务增长、M2增长反而是低的。因此，通过这种政策工具转型，全社会的社融增量、M2增量未必会比过去更高。

还有一点问题是什么呢？即便宽松的货币政策刺激了像北京、上海、深圳这些地方的房价上涨，是不是就不应该采取这个政策？近期房价上涨主要是集中在北京等几个一线城市，而宏观经济政策是全国性的，不可能被两三个城市的房价所绑架。这几个城市的房价确实有问题，但是对于这几个城市应该采取局部的政策措施，而不应该去绑架全中国的宏观政策，而且我认为未来房价上涨的情况也会有所变化。

关于结构转型、政策工具转型，简单总结就是：广义财政发力空间越来越小，宏观稳定政策工具会越来越倾向于货币信贷政策。拉长时间看，利率的中枢可能会随着经济增长中枢和资本回报率中枢的回落而持续下行，在这个过程中资产价格可能会表现的反而好一点，私人部门的资产负债表的情况也会好一点。这种政策转型不仅是总需求政策工具这种管理工具的转型，同时也会带来私人部门资产负债表的改善。比较而言，我觉得这也是对过去政策工具的修正，而且我相信这种调整对未来的中国经济增长是更有利的。

本报告内容根据张斌先生在海通证券2021年中期策略会的发言内容整理。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

 余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
 联系人
 应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com
 侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
 李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
 李林芷 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 联系人
 孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
 黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
 张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
 滕颖杰(021)23219433 tjy13580@htsec.com
 江涛 jt13892@htsec.com

固定收益研究团队

 姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 联系人
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
 张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
 王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 李姝醒 lsx11330@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zpz12149@htsec.com
 联系人
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
 杨锦(021)23154504 yfj13768@htsec.com
 余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 nyu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
 联系人
 王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 周蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
 周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
 彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
 联系人
 房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
 郑蕾 23963569 zpl2742@htsec.com

公用事业

 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
 于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业

 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
 联系人
 曹蕾娜 cln13796@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 联系人
 康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
 联系人
 郑景毅 zjy12711@htsec.com
 余金花 sjh13785@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
 杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民 xym13863@htsec.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zqz11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡 xf13728@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 刘丛丛(021)23219164 lcc13806@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lw13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 杨伟琦(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com
 高 瑞 gr13547@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com