



国家发展与战略研究院

National Academy of Development and Strategy, RUC

政策简报

2015 年第二期（总第 2 期）试刊

中国人民大学国家发展与战略研究院

2015 年 10 月 12 日

本期专题：中国宏观经济论坛

控风险与稳增长

挤压下的中国货币政策

- ◆ 主 报 告
- ◆ 分 报 告
- ◆ 圆 桌 讨 论

主办：中国人民大学国家发展与战略研究院 主编：刘元春 本期责编：刘晓光
地址：北京市海淀区中关村大街 59 号，中国人民大学国学馆 506 室 邮编：100872
电话：010-62515049 电子邮箱：nads@ruc.edu.cn 网站：<http://NADS.ruc.edu.cn>

中国宏观经济论坛专题

9月26日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中国诚信信用管理有限公司联合主办的“中国宏观经济论坛（2015年三季度）”在中国人民大学逸夫会议中心举行。本次论坛的主题是“控风险与稳增长挤压下的中国货币政策”。为促进观点交流，本期《政策简报》专门汇编了中国人民大学国家发展与战略研究院专家学者论坛报告的主要研究成果，分为主报告、分报告和圆桌讨论三部分以飨读者。

主报告指出，“名稳实紧”的货币政策已不能适应我国当前的宏观经济现状，货币政策总体思路亟待调整。过高的债务率所导致的债务紧缩效应以及目前所采取的“杠杆率硬着陆”方式导致货币政策陷入传导困境。金融市场上，预算软约束、刚性兑付现象大量存在，不仅抬高了无风险利率，而且导致市场丧失风险定价功能。产品市场上，大量僵尸企业存在、“借新债还旧债”现象普遍，降低了银行信贷使用效率。基于上述分析，主报告认为目前货币政策取向应该从“名稳实紧”调整为“适度宽松”。

分报告中，各位学者围绕中国货币政策这一主题提出各自的看法。陈彦斌教授等认为，在通缩和高债务并存的萧条期，宽松货币政策能够发挥更大的作用。因为宽松货币政策可以降低企业的融资成本和债务负担，一方面有助于扩大企业投资需求，另一方面可以为财政政策腾出空间“稳增长”。张英杰教授等认为，央行一方面应将货币政策取向由稳健转向宽松，另一方面应该考虑采取非常规货币政策，即“中国式QE”，包括地方政府及融资平台的资产负债表修复、制定“购债计划”、对重点领域保持倾向性融资优惠政策等内容。张杰副教授认为，当前中国实体经济发展的核心困境是维持发展所需资本的长期化和实际获得资金的短期化之间的错配和扭曲，从而推高了中国经济杠杆率，挤压了实体经济的利润，抑制了实体经济的转型升级以及自主创新能力提升，也对货币政策传导机制造成了突出的扭曲效应与阻滞效应。杨继东副教授考察了货币政策对消费需求冲击的总量效应和分配效应，发现货币供给冲击对消费的影响基本上是中性的。王晋斌教授等则关注我国短期资本流动，发现资本流动除了受到传统的利率因素影响外，还受到全球金融市场风险的影响。于春海教授说明了宏观经济和金融环境变化对国际资本流动行为的影响，指出刚经历过次贷危机和欧债危机的市场参

与者会提高对尾部事件发生概率及其潜在损失的评估，从而导致市场参与者风险厌恶程度的提高，而二者的共同作用又将使得市场行为更趋短期化。刘晓光博士重点关注房地产市场，他对房地产调整过程的模拟分析表明，本轮市场调整将会持续多年，并在调整初期对投资和经济增长产生较大不利影响。为应对极端风险，他讨论了极端情况下货币政策的选择策略：货币政策的三种主要工具均对房地产市场有不同程度的影响，应优先考虑兼顾房地产销售和投资的政策措施，例如下调存款准备金率，避免给市场调整增加额外压力。

一、主报告

范志勇副教授：金融动荡与萧条背景下的货币政策

尽管货币政策当局已经对货币政策进行了积极的调整，但是从经济增长率和通货膨胀率这两个最主要的指标来看，中国经济正面临总需求下降和通货紧缩的风险，距离全面复苏尚有相当远的距离。目前货币增长率维持较低水平，实际利率处于较高水平，名义有效汇率和实际有效汇率持续升值，说明近期的货币政策虽然在名义上保持稳健定位，但实质上处于“明稳实紧”的状况。这是由于宏观经济萧条和金融市场动荡的大背景下，货币政策客观上面临着以下三方面困局。

第一，“杠杆率硬着陆”阻塞了货币政策传导。“4万亿经济刺激计划”后中国社会杠杆率的快速提升，不仅迟滞了中国经济复苏的脚步，由此引发的银行系统安全问题还影响到全球投资者对中国经济的预期，导致金融市场出现波动。在去杠杆成为金融稳定的必须手段之后，货币政策不可避免地受到去杠杆进程的冲击。相比于增加企业净资产的“杠杆率的软着陆”方式，削减企业债务余额的“杠杆率硬着陆”方式会加剧经济萧条，并可能在金融市场和实体经济中引发债务-通缩的恶性循环：从企业的角度看，经济萧条期间资产负债表会受到重创，资产价格和利润下降导致企业负债和偿债的能力下降；从金融机构，特别是商业银行的角度看，企业资产价格及其利润增减直接影响到金融机构的资产安全及其坏账比例；从整个宏观经济来看，金融企业为了自身的资产安全减少信贷供给，将会减少社会总需求，结果造成银行惜贷→总需求不足→经济萧条→投资风险上升→银行进一步惜贷的恶性循环；从货币政策来看，该模式往往会破坏货币传导渠道，导致货币政策传导阻滞。

第二，现有政策工具在萧条时期有效性被削弱。表现为：（1）常规货币政策

工具目标无法及时引导政策调整。Taylor 常规货币政策的实施框架在技术和实践层面上均存在不足，应该在继续关注通货膨胀和产出缺口的同时，将名义 GDP 增长率作为货币政策关注的目标，从而降低货币政策失效的概率，但在具体政策实施上存在着难以确定名义 GDP 的障碍。（2）金融市场扭曲阻塞数量型工具传导。我国目前货币政策仍然以货币数量作为中间目标。正常情况下，货币增长速度的目标完全是根据实体经济目标确立的，但在金融市场发生动荡时，央行为了维稳会向市场注入相应的流动性。当金融市场对流动性注入的需求与实体经济对货币政策的需求不一致时，往往会造成实体经济的波动。（3）转型时期价格型政策工具传导机制阻塞。我国目前正处于货币政策的转型期，传统非市场化工具的作用在削弱，市场化工具和体系尚在建设过程中。刚性兑付和预算软约束现象长期存在，扭曲金融市场资源配置的功能，削弱货币政策的作用。（4）资本流动加速央行国内目标和国外目标之间的冲突。2015 年 3 月，我国外汇占款存量开始出现持续负增长，资本短期内的快速外流加剧了汇率波动，并影响了金融市场稳定和宏观经济复苏。从稳定资本流动和汇率的角度看，应提高利率；而从稳定宏观经济的角度看，则应选择降息。二者的冲突增加了货币政策的实施难度。

第三，金融市场安全掣肘货币政策实施。表现为：（1）股票市场、债券市场以及地方融资平台困局导致金融风险全面深化。（2）金融创新加剧市场波动的同时削弱传统货币政策的作用。原因主要有两个：一是削弱货币当局对基础货币的控制能力，加剧货币乘数的波动性；二是削弱了货币与宏观经济变量之间的相关性。（3）分业监管模式滞后金融市场发展。这次金融市场波动反映出我国在监管理念、组织结构和监管手段上的不足。银行混业与金融监管分业经营间的不匹配，导致监管真空的出现，进而导致资产泡沫和风险积累。（4）货币当局游走于改革与维稳之间，导致市场道德风险加大。

货币政策转型的前提是，全面认识当前的宏观经济形势。第一，国内宏观经济形势变异：趋势性和周期性下滑叠加。从而使得中国宏观经济面临失速的风险，部分区域和行业的超预期塌陷导致中国经济的脆弱性步入新阶段，未来有效需求不足和局部问题的恶化随时可能触及中国经济社会发展的底线。这就决定了中国宏观经济的治理既要用结构性政策来缓解潜在产出水平下滑的冲击，又要用需求管理政策对冲扩大的产出缺口，最好能够采取兼顾周期性和结构性问题的兼容性

政策。

第二，国际经济形势变异：超级债务周期与长期停滞的叠加。“新平庸（New Mediocre）”与“大停滞（New Secular Stagnation）”的世界经济对中国宏观经济的冲击依然超乎经济主体的预期。世界经济在“趋势性因素”、“不平衡调整”以及“超级债务周期”等因素的作用下，“投资增速超调”和“贸易增速超调”等现象向深度蔓延。这决定了2015年出现的投资增速回落、外贸低迷及资产价格上涨等现象并非为中国独有，而是世界结构性和周期性调整的一部分。因此，面对当前的经济形势，治理和调控不应过度强调新常态，把很多问题简单归结到中国特色性因素上，而应在全球背景下考察。

第三，新常态下传统财政政策的力度和效果削弱。财政政策边际力度递减主要有两重原因。一是地方政府面临客观的债务和财政负担。二是旧的政企关系被打破，传统权贵阶层和利益集团在大改革与大整顿中受到全面冲击，地方懒政庸政现象常态化。这种常态化与实体经济的收益下滑、体制调整等因素共同导致了中国经济政策调控的失灵——财政政策名义积极，但实质紧缩；产业政策名义扩张，但迟迟难以到位。

根据当前全球及国内的经济形势，在总结此前货币政策得失的基础上，我们从以下四个方面反思货币政策的新思路。第一，通过“杠杆率软着陆”恢复信贷市场功能。与“杠杆率硬着陆”方式相比，“杠杆率软着陆”不仅可以降低金融风险，还能通过增加企业的净资产提高其偿债能力，理清信贷市场内部关系，恢复信贷市场融资功能，助力总需求和宏观经济复苏。实现“杠杆率软着陆”的根本方式在于增加企业的净资产或者自有资本，从目前的情形来看，利用股市繁荣来达到去杠杆和启动经济的目标难以实现。解决杠杆率过高的问题仍需主要依靠企业内源融资，即企业的未分配利润，主要的政策选择是减税和降息。

第二，货币政策总基调由“名稳实紧”转为适度宽松。适度的宽松政策将对中国经济复苏做出积极贡献。（1）我国目前处于潜在增速下滑和有效需求不足的双重打击下。稳定总需求对当前和未来经济的稳定发展有重要意义。（2）宽松的货币政策可以为恢复信贷市场功能和货币政策传导机制创造必要的条件。（3）在当前宏观经济背景下，宽松的货币政策不会导致此前“四万亿”刺激计划时期的经济过热现象。（4）当前我国通货膨胀和股市泡沫整体均处于较低水平，为宽松

货币政策提供了外部条件。(5) 科学看待稳增长和调结构的矛盾。调结构是一个长期目标，而维持宏观经济稳定是一个相对短期的目标。在宏观经济萧条和完善的退出机制尚未建立起来的背景下，过度紧缩不仅无法完成结构调整目标，还可能造成更大的经济衰退。

第三，市场秩序和微观主体重建。通过软着陆的方式去杠杆本质上是在宏观经济政策引导下通过市场机制实现杠杆率下降。在相对宽松的宏观政策环境下，有竞争力的行业和企业通过盈利或吸引注资实现资产负债表的修复和负债能力的重建，而产能过剩或者竞争力差的企业则被市场淘汰。为了更快地实现“杠杆率软着陆”，有以下几个方面的工作需要进行：(1) 加快推进市场化改革进程，完善货币政策向信贷市场传递的渠道。(2) 打破刚性兑付局面，推动无风险利率和信贷市场利率下降，实现货币政策在信贷市场的顺利传导。(3) 加速清理僵尸企业，鼓励兼并重组，重建市场竞争主体。(4) 通过法律手段强化市场主体重建，淘汰落后产能和三高企业。

第四，完善多目标广义货币政策框架。2007 年金融危机之后，宏观审慎监管成为政策革新的主要方向。作为传统总需求管理的两个支柱政策，在当前“低迷与繁荣、萧条与泡沫并存”的复杂宏观经济形势下，货币政策除了促进稳增长、促改革和调结构等各项宏观政策目标的实现外，还应致力于消除金融市场潜在的“系统性风险”。与此相适应，中国人民银行应在负责日常货币政策实施的同时，维护金融安全，推动金融体系市场化改革。

根据以上分析，我们认为应该重视“通货紧缩-债务效应”理论、“超级债务周期理论”、“长期停滞理论”与现代去杠杆、去泡沫理论的最新发展，结合中国经济金融现状，将货币政策的定位从此前的“名稳实紧”向“适度宽松”调整。

最后我们建议，未来货币政策可能的选项包括以下几个方面：(1) 降低利率。它不仅可以刺激总需求，还可以降低企业财务成本、推动资产负债表修复和信贷市场功能恢复，帮助疏通货币政策传导渠道，符合“杠杆率反向软着陆”的思路。

(2) 降低银行存款准备金率。在通缩和高债务情形下，降准虽不必然带动贷款增加，但一方面可以为信贷市场提供更多的流动性，另一方面可以稳定消费者和投资者的信心，有利于央行通过前瞻性指导进行预期管理。(3) 通过明确盯住名义 GDP 增速保证货币政策“适度性”宽松，保证总需求的稳定。(4) 加强金融

市场培育，引导无风险利率回归均衡水平。货币政策在传导过程中遭遇的阻滞，与金融市场不健全有关。可从以下两方面改善：第一、通过国有企业改革和政府考核目标改革减少政府隐性担保，提高市场对资金价格的敏感程度，避免国有企业对民营企业的挤出；第二、逐步有序打破金融市场的刚性兑付局面，培育投资者风险自担意识，促使金融市场无风险利率回归正常。（5）加强微观市场主体培育，引导货币进入实体经济。具体包括：一、鼓励非金融企业通过兼并重组消除“僵尸企业”；二、通过法律手段对于不符合国家法律规定的企业或者落后产能进行淘汰。（6）探索通过前瞻性指导引导公众预期。当前需求不足问题强烈显化，货币政策应由模糊的稳健定位转向鲜明的宽松定位。在引导公众预期时，除了果断采取降息、降准等常规性的宽松政策之外，还可以探索通过前瞻性指导的方式，设定名义 GDP 增长率或者生产者价格指数等的参考性临界指标，稳定通胀预期。（7）借鉴西方国家非常规货币政策经验，通过市场化手段干预利率期限结构，如通过央行在二级市场直接购买长期债券的方式进行扭曲操作，将中长期利率降低到合意水平，从而减少银行惜贷现象，降低政府和企业的融资成本。（8）协调维护金融安全与稳定宏观经济相协调的货币政策。随着金融市场混业经营的深化，金融市场安全将影响宏观经济稳定和货币政策传导渠道的通畅度。在当今的经济背景下，为了维护金融安全与推动金融体系市场化改革，中国人民银行应该持续采取“适度宽松的货币政策”与“金融改革”和“监管强化”的组合，保证实体经济面临的货币条件指数的相对稳定。

二、分报告

冯俊新副教授：债务通缩理论演变及其对去杠杆问题的启示

费雪为解释大萧条而提出的债务通缩理论强调了过度负债和通缩这两个因素交互作用给经济带来的严重影响。价格水平持续下降是整个恶性循环的核心，而过度负债一方面使得经济系统变得脆弱从而增加了这种循环爆发的可能性，另一方面也放大了通缩的影响。1970 年代以后，随着学术研究和金融自由化的不断发展，债务通缩理论被重新发掘，新的研究更加关注金融体系正常运行对宏观经济的影响。债务通缩及其相关理论成功解释了 1990 年代以后成熟经济体的金融危机，尤其重要的是它指导了美国等西方经济体在这次金融危机中的宏观经济政策。虽然债务通缩理论中强调了高债务率是危机的重要诱因，但不能仅通过比

较杠杆率来判断一个经济体是否容易发生金融危机，而应该通过检查整个金融体系是否正常运作来作出判断，即不应执着于杠杆率的绝对数值，而应该着眼于金融体系的运转。债务通缩理论的两个核心因素：高债务率和通货紧缩目前在中国经济中都有所体现，使得债务通缩理论研究对当前中国经济有了更重要的意义。

陈彦斌教授等：通缩、高债务和货币政策财政政策协调

在通缩和高债务并存的经济萧条期，宽松货币政策能够发挥更大的作用效果。一方面，宽松货币政策可以降低企业的融资成本和债务负担，有助于扩大企业投资需求。另一方面，宽松货币政策可以降低政府的融资成本和偿债负担，从而为财政政策腾出空间“稳增长”。鉴于中国目前通缩压力和高债务并存的情形，政府部门应该将宏观调控由“积极财政+稳健货币”转向“积极财政+适度宽松货币”的政策组合。计算结果表明，通过适度宽松货币政策将通胀率推高 2 个百分点，将促使企业投资增速提高 3.5~4.2 个百分点，并为政府腾出 7200~8700 亿元的财政空间，从而使 2015 年财政支出增速提高 4.7~5.7 个百分点。可见，“积极财政+适度宽松货币”的政策组合能够更好地促进“稳增长”。

张英杰教授等：中国式 QE：“债务-通缩”循环与非常规货币政策选择

随着中国经济步入“新常态”，宏观经济面临两个问题：一是企业面临劳动力成本和融资成本双高，尤其是融资成本高企（伴生企业融资难问题）；二是通缩压力叠加企业高杠杆，经济处于“债务-通缩”循环边缘。通过梳理国际上对非常规货币政策积累的理论及实践经验，文章认为非常规货币政策的内涵包括如下几个因素：（1）央行向金融体系乃至实体经济注入大量流动性，以帮助金融、经济体系重新正常运转；（2）采用的政策工具主要是大规模购买中长期资产，包括政府或非政府机构金融资产；（3）非常规货币政策具有一定的应急措施性质，央行需要明确退出的时间或条件，从而合理引导公众预期。下一阶段，一方面央行应将货币政策取向由稳健转向宽松，重点缓解生产领域的通缩压力从而避免经济掉入“债务-通缩”陷阱；另一方面考虑采取非常规货币政策，即“中国式 QE”。其主要内容，除了正在进行的地方政府及融资平台的资产负债表修复，还应包括：（1）制定“购债计划”，通过央行购买长期利率债带动长端名义利率下行，以配合积极的财政政策、鼓励长期投资进而带动经济增长；（2）对重点领域、重点行业保持倾向性融资优惠政策，定向降准，配合经济结构调整的需要。但也存在以

下潜在风险：（1）造成资产价格泡沫而未带动实体经济复苏。（2）货币供给过多引起持续性贬值影响国际市场对人民币信心。（3）企业“去杠杆”进程出现反复。（4）货币供给量大幅扩张引发复苏初期的通货膨胀。

张杰副教授：中国实体经济发展资本错配与扭曲的成因与破解思路

当前中国实体经济发展的核心困境是维持发展所需资本的长期化和实际获得资金的短期化之间的错配和扭曲。具体表现在：制造业发展的资金来源主要依靠由大银行为主的金融体系提供的间接融资形式的短期贷款；实体经济对影子银行体系以及民间非正式金融体系的高成本融资形成一定程度的依赖性。这些特定的错配与扭曲现象来源于：（1）中国的金融压制体系与扭曲效应；（2）银行体系的市场化改革与垄断性地位的内在冲突；（3）影子银行和民间非正式金融体系的扭曲效应；（4）政府对微观经济长期的过度干预行为以及造成的制造业普遍产能过剩现象。这种实体经济发展资本的错配推动了中国实体经济杠杆率的持续上升，加大了实体经济的债务成本，挤压和侵占了实体经济的利润，抑制了实体经济的转型升级以及自主创新能力提升，也对货币政策传导机制造成了突出的扭曲效应与阻滞效应。中国当前迫切需要的破解思路和政策举措，应该从以下三个方面着手：（1）加快银行体系的混业经营，通过针对银行体系发展直接融资方式的创新举措，来从根本上来解决银行体系的短期资金和实体经济的长期发展资本之间的内在矛盾。（2）通过容忍和鼓励中国资本市场的全面发展乃至适度的泡沫化，适当容忍创业板、新三板以及主板市场一定程度的泡沫性。来引导产业结构的转型升级，引导经济结构的调整与升级，引导大众创业万众创新战略的实施。（3）适当鼓励和加快创业板、新三板市场、股票市场等直接融资金融市场规模的扩张。

杨继东副教授：货币政策与消费需求—基于中国家庭季度消费数据的研究

扩大消费需求是中国实现经济结构转型的关键。文章基于国家统计局季度家庭平均消费支出调查数据，利用结构向量自回归模型（SVAR）模型考察了货币政策对消费需求冲击的总量效应和分配效应。结果发现：货币供给冲击对消费的影响基本上是中性的。货币供给可以通过财富效应对总消费产生影响，但是不同类型的消费支出对货币政策反应不显著。研究结果表明，我国货币政策刺激消费需求的作用有限，扩大消费仍依赖增加收入的政策以及相应的收入分配改革的政策。

王晋斌教授等：我国短期资本流动影响因素分析

随着我国资本市场的开放，国际资本更方便频繁地进出我国。文章以此为背景，构建 VAR 模型和单指标模型分析影响资本流动的因素。实证分析发现，资本流动除了受到传统的利率因素影响外，还受到全球金融市场风险的影响。我国利率、美国利率和全球风险指数 VIX 共同推动资本流动，拉动因素和推动因素在资本流动中均发挥重要作用。因此我国在管理资本流动过程中要重视影响资本流动的内外因素。一是要对资本流动进行审慎监管。我国资本账户尚未完全开放，有些资本是通过隐蔽的渠道进入，如虚假贸易、虚假投资等；同时不同流动途径的国际资本，其动机也有所不同。应该多口径测算国际资本规模，提高监管的合理性。二是要警惕主要发达国家尤其是美国货币政策的变化。金融一体化的发展使资本在全球的流动大幅加速，且对发达国家货币政策变动十分敏感，需要加大对外部非常规货币政策驱使下的国际资本的实时监控。三是要完善我国金融市场，增强应对金融风险的能力。资本流动的推动因素尚不可控，但我国可以加快金融机构改革，大力发展多层次的资本市场，增加国内金融市场的深度和广度，提升吸收国际资本流入冲击的能力和水平。

于春海教授：宏观经济和金融环境变化对国际资本流动行为的影响

次贷危机以前，全球宏观经济环境的两个特点是失衡和大缓和。危机以后，全球宏观经济环境的特点是失衡调整和“新大衰退”。宏观经济环境的深刻变化，改变了金融市场的风险和市场参与者的风险偏好，也必然会对资金跨境流动性产生深刻影响。文章通过考察次贷危机后全球宏观经济和金融环境变化对金融市场风险测度的影响，以及次贷危机展示的“尾部事件冲击”与新环境结合在一起对市场参与者风险偏好的影响，探讨次贷危机后资金跨境流动所呈现的新特点。最终发现对于刚刚经历过次贷危机和欧债危机的市场参与者，基于对危机原因的反思与经验教训的总结，会提高对尾部事件发生概率及其潜在损失的评估，这将导致市场参与者风险厌恶程度的提高，而二者的共同作用又将使得市场行为更趋短期化。从而导致全球范围内跨境资金总流动规模和净流动规模之间的差异不断扩大，跨境资金流动的双向性、易变性和波动性不断提高。

刘晓光博士：房地产市场复苏任重道远——市场调整与货币政策选择

今年 4 月份以来，受“3·30 新政”等一系列宽松政策影响，房地产销售出现明显的回暖迹象，很多人乐观地认为房地产市场即将迎来新一轮复苏。然而，我

们分析认为，房地产市场复苏可能不会一帆风顺，不仅复苏过程会比想象中漫长，而且很可能会出现夭折。目前房地产市场库存水平处于历史高位，新开工和投资下滑趋势尚未扭转，资金压力紧张，三四线城市面临严峻挑战，全面市场复苏任重道远。我们分析了房地产市场需求的中长期决定因素，并从中期逐步消化库存的角度设计了多种情景，模拟分析房地产市场调整过程及对投资和增长的影响。在合理假设下，对房地产调整过程的模拟分析表明，本轮市场调整将会持续多年，并在调整初期对投资和经济增长产生较大不利影响。就今年而言，房地产固定资本形成总额可能会下降达 5.5 个百分点，导致 GDP 增长率下降约 0.5 个百分点。不仅如此，脆弱复苏下市场分化加剧还可能诱发“虹吸效应”，加重局部地区困难和引发系统性风险。为应对极端风险，我们考察了货币政策对房地产市场的短期效应，并讨论了极端情况下货币政策的选择策略：货币政策的三种主要工具均对房地产市场有不同程度的影响，应优先考虑兼顾房地产销售和投资的政策措施，例如下调存款准备金率，避免给市场调整增加额外压力。针对当前情况，我们提出了有序调整、促进销售、分类治理和协调发展等政策建议。

三、圆桌讨论

毛振华教授（人大经济研究所联席所长）：现阶段，货币政策有两个功能，一是保增长、稳增长；二是控风险。他认为中国宏观去杠杆的紧迫性很强，从过去应对危机的一些成功经验看，大概有几点：一是在适当的时候考虑实施第二次规模比较大的债转股；二是放开再融资的管制；三是全面的采取企业扩张股本的政策；四是股权投资基金给予鼓励性的政策。

曹远征教授（原中国银行首席经济学家）：在此次报告基础上，还有两个指标需要关注，一个是 PPI 连续 42 个月下降，这是通货紧缩很重要的标志；另一个是我国的杠杆率。目前中国企业的杠杆率是全世界最高的，还在持续提高。此外，我国经济存在高债务和通缩并存以及货币政策“名稳实紧”的现象，未来应更注重财政和货币政策的配合。

王国刚教授（中国社科院学部委员、金融研究所所长）：我对中国杠杆率有不同的看法，我认为债券的作用应该受到重视。在融资方面，如果允许债券直接向资金供给者发行，资金供给者收入水平就会提高，资金需求者融资成本就会下降，即金融脱媒。此外，仅依靠企业内部融资和股票市场融资很难解决杠杆率的

问题，这时候就需要相当于“准资本”的长期债券发挥作用。

张晓晶教授（中国社科院经济学部学术秘书）：我非常认同报告中提到的去杠杆要软着陆的观点。另外，从国际局势看，新常态下各国都遇到了困境，主要表现在三个方面：第一，生产力的危机，此轮经济的下滑和劳动生产力的下滑有非常大的关系；第二，通货紧缩的阴影，全球都处在通缩的压力中；第三，美元升值周期。而总体来讲，中国国内的形势是非常悲观的，而通过整个社会存量资产的重新配置，将成为我们国家未来增长的新的源泉。

张燕生教授（国家发改委学术委员会秘书长）：此次报告确实抓准了当前宏观经济中最为重要的问题，就是如何稳增长、如何控风险。从国际的角度看，报告中提到的几个重要问题仍需继续深入研究，第一，有关汇率的研究，其中，报告里可以引申出一个观点，就是应该采取适度贬值的汇率政策；第二，我国现阶段国际收支平衡情况如何，应该怎么看的问题；第三，我国货币政策、汇率政策以及整个宏观经济政策应该怎么适应当前我国正在发生的大转型。第四，当前我们处在什么阶段的问题。

刘元春教授（人大国发院执行院长）：当前我们对经济的判断不能再局限于前两年所认识的新常态，目前我国步入到了 PPI 持续低位运行、GDP 平均指数全面为负、生产领域通缩进一步深化、高债务持续的一个非常时期，这时货币政策就必须要有个最基本的定位，要从过去仅盯住 CPI 和就业，转变到不但看 CPI 和就业，还要看资产价格、市场规律和相关参数的变异。非常之时需要非常手段，特别要在理论上前瞻性地反思中国货币政策新的框架和理论基础是什么。

报送：中国人民大学校领导、学校办公室、有关部处、各院（系）

中国人民大学国家发展与战略研究院学术委员会、院务会、各研究中心

主办：中国人民大学国家发展与战略研究院

网站：<http://NADS.ruc.edu.cn>

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号中国人民大学国学馆 506 室

邮编：100872

电话：010-62515049 / 传真：010-62515049

电子邮箱：nads@ruc.edu.cn