

经济预测分析

第 18 期

国家信息中心

2022年04月28日

“三重压力”下货币政策的新挑战及应对

内容摘要：世纪疫情叠加俄乌冲突使外部环境更趋复杂严峻。近期国内疫情多发，不确定因素明显增多。我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力有所加大。货币政策也面临政策传导受制于企业和居民预期转弱、政策独立性受到境外证券投资阶段性流出挑战、政策操作受到供给冲击带来的通胀压力上升牵制等新挑战。稳定的经济基本面是应对内外部冲击的首要前提。为此，货币政策应坚持以我为主，积极作为，用足用好正常的政策空间，持续向宽松方向发力，努力托住宏观经济大盘。

2021 年底召开的中央经济工作会议指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。为应对三重压力，今年年初以来，货币政策适当靠前发力，适度宽松。进入 3 月份后，随着俄乌爆发军事冲突和国内疫情多地反弹和扩散，我国经济增长面临的困难和挑战明显增多，“三重压力”有所加大，货币政策也面临一些新情况、新问题。

一、我国经济发展面临的“三重压力”有所加大

（一）需求收缩面临的形势更为严峻

一是疫情反弹对居民消费冲击较大。今年一季度社会消费品零售总额同比增长 3.3%，比 2021 年全年低 9.2 个百分点，比 2021 年两年平均增速低 0.68 个百分点。3 月份以来，奥密克戎新冠疫情波及吉林、深圳、上海等 30 个省份。在坚持“动态清零”的疫情防控要求下，相关地区采取了严格的管控措施，人员线下活动和跨区域流动受到较大影响，居民消费受冲击较大。3 月份当月社会消费品零售总额同比下降 3.5%。疫情对接触性、聚集性服务业的制约仍比较明显，文化旅游、交通客运、餐饮零售等服务行业比较困难。据文化和旅游部数据中心测算，2022 年清明节假期（4 月 3 日至 5 日）3 天，全国国内旅游出游人次同比减少 26.2%，实现国内旅游收入同比减少 30.9%。灯塔数据显示，清明档电影票房收入 1.12 亿元，远低于去年同期的 8.2 亿元。疫情反复还导致居民就业不稳，收入基础不牢。3 月份全国调查失业率为 5.8%，已连续 4 个月上升，比去年 12 月高 0.7 个百分点。截至今年一季度，全国居民人均可支配收入增速已连续四个季度下降。

二是房地产开发投资承压下行。今年一季度房地产开发投资同比增长 0.7%，比 2021 年全年放缓 3.7 个百分点，比 2021 年两年平均增速低 5 个百分点。去年四季度以来，房地产政策有所调整，截至目前全国已有超过 60 个城市出台取消限购、下调房贷利率、降低首付比例、放宽公积金贷款要求等楼市松绑政策。但全国房地产市场总体依然较为低迷，一季度商品房销售面积同比下降 13.8%，土地购置面积同比下降 41.8%。

三是出口增速将逐步放缓。2020 年下半年以来，我国在全球率先复产复工促使海外订单回流，对海外产能的“替代效应”推动出口快速增长，但海外供应链加快恢复会逐步弱化我国出口的替代效应。今年一季度出口同比增长 15.8%，比 2021 年全年增速低 14.1 个百分点，比 2021 年两年平均增速低 0.2 个百分点。俄乌冲突和美联储等发达经济体央行收紧货币政策使全经济复苏前景受阻，而上海疫情的外溢导致包括江苏、浙江在内的整个长三角地区疫情防控升级，不可避免地东部沿海地区的工厂生产、物流运输、集装箱周转、港口航运等产生一定影响，进而对出口产生扰动。

（二）供给冲击加大外部输入性通胀压力

新冠疫情和近期爆发的俄乌冲突给全球带来供给冲击，加大我外部输入性通胀压力。疫情带来的供给冲击主要体现在由于各种停工停产和封锁措施的影响，全球供应链承受阻隔或断裂的压力，全球运输链面临梗阻，航运市场运力匮乏，集装箱和干散货运费双双高企。反映国际大宗商品价格的 CRB 现货指数自 2020 年年中开始一轮快速上涨，2021 年下半年涨势一度缓和，2021 年年末较 2020 年 6 月末累计上涨 60.6%。反映国际运费的波罗的海干散货指数和中国出口集装箱

运价指数自 2021 年年初以来也快速上涨。波罗的海干散货指数到 2021 年 10 月初达到阶段性高点后回落，累计涨幅高达 311.2%；中国出口集装箱运价指数则在 2022 年 2 月上旬达到阶段性高点后回落，累计涨幅达 116.3%。**俄乌冲突带来的供给冲击**推高了能源和粮食等国际大宗商品价格。俄乌冲突爆发以来，主要国际大宗商品价格再次大幅上升。截至 4 月 14 日，CRB 现货指数较 2 月底上涨 4.6%，IPE 布伦特原油期货价格上涨 14%，CBOT 小麦期货价格上涨 18.3%。能源和粮食等国际大宗商品价格上涨加大我国外部输入性通胀压力。受国际油价上涨影响，今年 3 月份我国 CPI 中的汽油、柴油和液化石油气价格分别环比上涨 7.2%、7.8%和 6.9%。受国际大宗商品价格上涨等因素影响，3 月份 PPI 环比上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点，其中石油和天然气开采业价格环比上涨 14.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 7.9%。

（三）市场预期进一步转弱

市场预期转弱体现为企业和居民信心和预期趋差，企业投资意愿趋弱，居民消费意愿下降、储蓄意愿上升等。央行企业家问卷调查显示，企业家经营景气指数今年一季度为 53.3%，比上季下降 3.5 个百分点，比上年同期下降 3.0 个百分点，已连续三个季度回落。央行储户问卷调查显示，今年一季度，倾向于“更多消费”的居民占 23.7%，比上季减少 1.0 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 54.7%，比上季增加 2.9 个百分点。3 月份，中国制造业 PMI 较上月回落 0.7 个百分点至 49.5%，自 2021 年 11 月以来首次跌破 50%荣枯线；中国服务业商务活动指数为 46.7%，分别低于上月和上年同期 3.8 个和 8.5 个百分点，其中，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性

行业受疫情影响较大，业务活动明显减少，商务活动指数均下降 20 个百分点以上，企业经营压力加大。

二、货币政策应对“三重压力”面临新问题和新的挑战

（一）货币政策传导面临企业和居民预期转弱的难题

货币政策效果受到传导机制的制约。货币政策的顺利传导需要有良好的微观基础。货币政策传导机制是指央行货币政策工具影响中介指标，进而影响经济增长等最终调控目标的传导途径与作用机理。我国体制性和结构性问题使货币政策的传导机制不畅，政策存在一定的“梗阻”。一般而言，货币政策对经济周期的上升和下行两个不同阶段的作用效果具有不对称性，下行阶段的宽松效果要逊于上行阶段的紧缩效果。经济下行阶段，微观主体预期趋差是导致货币政策传导效率欠佳的重要原因。当前市场预期转弱使我国货币政策向宽松方向调整面临“传导难”问题，主要体现在信贷总量宽松的同时，信贷结构堪忧。今年一季度新增人民币贷款 8.34 万亿元，同比多增 6636 亿元，新增贷款规模创同期历史新高。但结构来看，一是居民贷款尤其是主要用于购房的中长期贷款增势低迷。与居民消费和房地产市场疲弱相对应，居民部门加杠杆意愿不高。一季度住户贷款增加 1.26 万亿元，同比少增 1.3 万亿元。虽然在“支持合理需求”的政策导向下，个人购房贷款政策正在逐步宽松，但居民购房热情减弱、购房资金需求减少。一季度住户部门中长期贷款增加 1.07 万亿元，同比少增约 9100 亿元。二是企业短期贷款回暖与中长期贷款增势疲软形成反差。一季度企（事）业单位贷款增加 7.08 万亿元，同比多增 1.73 万亿元。其中，短期贷款增加 2.23 万亿元，同比多增 1.03 万亿元；中长期贷款

增加 3.95 万亿元，同比少增 5200 亿元；票据融资增加 8027 亿元，上年同期为减少 4785 亿元。企业贷款增长结构反映出企业对未来经济预期偏弱、对中长期资金需求动力不足，资金需求主要用于短期纾困，而非长期投资项目。而票据融资多增较多反映出银行避险情绪较强，在政策要求下，更愿意通过票据融资来冲量。

（二）货币政策独立性面临境外证券投资阶段性流出的挑战

根据“不可能三角”理论，一国在资本自由流动、汇率稳定和货币政策独立性三者中不可兼得，最多只能满足其中的两项。受中美货币政策周期反向运行以及俄乌冲突等地缘政治事件影响，我国面临外资阶段性流出压力，保持货币政策独立性面临一定挑战。一方面，美联储加息导致中美利差快速收窄，影响人民币金融资产对外资的吸引力。在我国货币政策向宽松方向调整的同时，美联储收紧政策的步伐在加快，中美货币政策出现反向运行。3月16日美联储宣布将联邦基金利率提高至 0.25%—0.5%，为 2018 年 12 月以来首次加息，预计年内还会有 6 次加息。美联储加息导致中美利差收窄甚至倒挂。自 2021 年下半年以来各期限中美国债利差都在快速收窄，4月11日美国 10 年期国债收益率上行至 2.79%，中国 10 年期国债收益率为 2.77%，中美 10 年期国债利差自 2010 年 6 月 11 日以来首次出现倒挂。另一方面，俄乌冲突可能导致外资减少对人民币金融资产配置。在地缘政治风险较高时，外资倾向于减少对新兴市场国家的资产配置，我国资本市场也会受到影响。值得关注的是，俄乌冲突爆发初期，我国股市一度罕见地出现较大规模的外资流出。2月底到3月中旬，在港股带领下，香港股市与国内 A 股市场一度出现“三股”齐跌。美国施压中国在对俄制裁中“选边站”以及市场担心中美金融脱钩，外资

加快抛售中国股票资产是造成“三股”齐跌的重要原因。截至2021年末，境外投资者持有境内上市股票和债券的总市值达1.3万亿美元，持仓规模在境内股市和债市中的占比分别为5.2%和3.1%。总体来看，未来美联储进入加息周期与俄乌冲突发展可能引发境外证券投资从我国阶段性流出，可能引发国内股债汇市场震荡，给维持跨境资金流动和人民币汇率稳定带来一定挑战，掣肘我货币政策独立性。

（三）货币政策不应受供给冲击带来的通胀压力牵制

新冠疫情和俄乌冲突带来的供给冲击加大了全球“滞胀”风险，也加大了我国输入性通胀压力。物价形势变化看似对我国货币政策进一步宽松形成制约。但实际上，作为进行需求侧管理的总量政策，货币政策自身对于供给收缩带来的结构性通胀并无有效治理手段。而且今年我国通胀仍将较为温和，我国货币政策不应被“防通胀”束缚住手脚，而应继续选择“稳增长”作为重点，将主要精力用于扩大国内需求，积极推出有利于经济稳定的政策措施。一方面，全球通胀可能不具有持续性。世纪疫情与俄乌冲突叠加扰乱了全球大宗商品供给和全球供应链，但这一供给侧的冲击终将随着全球疫情得到控制与俄乌军事冲突告一段落而缓解，难以成为长期的常态化冲击。国际大宗商品具有较强的“金融属性”，发达经济体财政货币政策已转向收紧，支持大宗商品价格上涨的金融因素已发生根本变化。全球经济“滞”的一面所带来的需求收缩也终将对物价上涨产生抑制作用。另一方面，我国通胀形势依旧温和。3月份我国CPI同比上涨1.5%，在全球属于较低水平。与之相比，3月份美国CPI同比涨幅为8.5%、欧元区为7.5%、英国为7%、韩国为4.1%、印度为6.95%、巴西为11.3%、土耳其为61.14%。国内需求基本面总体疲弱，供应充足导致猪肉价

格存在短期下行压力，今年 CPI 同比涨幅控制在 3% 的目标之内基本无忧。PPI 受输入性因素影响大，同比涨幅较高。但 PPI 月度同比涨幅在 2021 年 10 月达到 13.5% 的高点后，已连续 5 个月回落，3 月份同比涨幅为 8.3%。综合考虑工业生产形势和翘尾因素变化，预计未来 PPI 同比涨幅还会进一步小幅回落。

三、相关政策建议

（一）继续努力稳住宏观经济大盘

国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期，市场主体困难明显增加，新的下行压力进一步加大。宏观经济政策应持续发力，更好发挥跨周期和逆周期调节作用，有力托住宏观经济大盘。既要全面落实中央经济工作会议精神和《政府工作报告》要求，加大既定政策举措实施力度、发挥更大实效，也要针对新情况、新问题及时发力、积极作为，进一步采取针对性政策措施，加大逆周期调节力度，出台更多惠企纾困的政策措施。稳健的货币政策要为“六稳”“六保”创造良好的金融环境，积极利用多种货币政策工具，提供充裕的流动性和维护市场信心，进一步切实有效地降低融资成本，扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

（二）用足用好正常的货币政策空间

与发达经济体货币政策为应对疫情而“大放水”相比，2020 年我国货币政策并未采取大幅降息和降准等“大水漫灌”的政策手段，一直努力保持正常的政策空间。2021 年我国宏观杠杆率下降了大约 8 个百分点，为今年的“稳增长”提供了杠杆空间。目前金融机构加权

平均存款准备金率为 8.1%。货币政策仍有进一步降准降息的空间，在总量与结构上对稳定经济基本盘仍然具有较大调控操作余地。货币政策要坚持以我为主，选择适宜的窗口期，适时灵活运用多种政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。一是采取下调法定存款准备金率和加大公开市场、MLF 操作力度等措施，保持银行体系流动性合理充裕，引导金融机构加大信贷投放，增强信贷总量增长的稳定性。二是继续发挥好结构性货币政策工具的作用，进一步增加支农支小再贷款额度，用好普惠小微贷款支持工具和新设立的科技创新和普惠养老两项专项再贷款，继续发挥碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款的积极作用。引导金融机构加大对重点领域和薄弱环节的支持力度，确保资金支持力度只增不减。做好由于疫情防控导致出现临时资金周转问题的行业 and 企业的融资支持，帮助企业渡过难关和加快恢复。三是择机下调 MLF 利率等政策利率进而引导 LPR 有所走低，继续释放贷款市场报价利率改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，稳定银行负债成本，推动实际贷款利率进一步降低。四是研究采取金融支持消费和有效投资的举措，加强货币政策与财政政策、产业政策等其他政策之间的协同，强化定向调控的效果。

（三）维护外汇市场和跨境资金流动“双稳”

外汇管理要积极维护跨境资金流动和外汇市场平稳运行。一是进一步推动汇率市场化改革，在增强人民币汇率弹性的同时，注重预期引导，引导人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。在兼顾市场透明度和政策公信力的基础上，积极引导和管理市场预期，防范化解汇率偏离经济基本面的超调风险。二是完善跨境资本流动监测、预警和

响应机制，积极防范跨境资本异常流动风险。加强对国际金融市场、跨境资金流动的高频监测，密切关注外部环境发展变化，加强外汇形势监测评估，提高对跨境资金流出风险的预警能力。加强跨境资本流动管理，充实政策工具箱，适时运用外汇存款准备金率调整等各类外汇宏观审慎政策工具，对外汇供求进行逆周期调节。完善外汇市场微观监管，“零容忍”打击外汇领域违法违规活动。

（执笔：李若愚）

编辑部地址：北京三里河路58号国家信息中心预测部
联系电话：68557142，68557122
电子邮箱：gxfx@sic.gov.cn

邮编：100045
传真：68558210