

北京大学国家发展研究院《中国经济观察》课题组<sup>1</sup>

# 促进物价合理回升——货币政策的困境

《中国经济观察报告》2025 年第四季度

二〇二五年十二月

<sup>1</sup> 本期报告执笔人：何晓贝。作者感谢张静依、龚思铭、来思琪和李丽娜的研究支持。

目 录

促进物价合理回升——货币政策的困境.....1

一、 宏观经济运行情况及展望 .....3

    (一) 宏观经济运行的特征 .....3

    (二) 当前的政策力度 .....9

    (三) 2026 年经济影响因素展望..... 13

二、 政策争议：促进物价回升与货币政策的困境..... 14

    (一) 物价持续低迷的情况是否能自我修复？ ..... 14

    (二) 供强需弱环境下，货币政策是否会加剧产能过剩与物价下跌？ ..... 16

    (三) 宽松的货币政策压缩银行的净息差是否危及金融稳定？ ..... 18

三、 对货币政策促进物价合理回升的建议..... 21

## 促进物价合理回升 — 货币政策的困境

### 核心观点与政策建议：

●2025 年中国宏观经济运行呈现出三方面特征。首先，经济增长稳健，但物价增速持续处于低位。其次，尽管面临史无前例的美国贸易保护措施，中国出口依然表现强劲，对 GDP 增长的贡献达到历史高位。最后，2025 年下半年经济增长动能减弱，固定资产投资出现负增长、社会消费品零售总额增速显著放缓。

●物量指标与价格指标的背离表明当前总产出明显低于潜在经济产出水平。长期需求疲弱、产出缺口为负会通过劳动力市场等渠道影响供给端，拖累长期经济增长。

●2026 年中国经济仍面临挑战，要保持 GDP 稳定增长并实现物价合理回升，需要更有力的宏观政策支持。财政政策正逐步调整方向，而货币政策因受多重掣肘而显现出一定的滞后性与被动性。报告探讨在“供强需弱”的经济结构下中国货币政策的有效性及相关争议，并提出以下政策建议：

■一是将“促进物价合理回升”明确为货币政策的“首要目标”，并设定具有约束力的通胀目标，以锚定市场的通胀预期。确保货币政策回归总量政策定位，避免受到局部产能过剩问题的制约。

■二是着力于降低无风险利率，淡化对数量指标的关注。下调银行间市场政策利率有助于降低银行负债成本，缓解银行净息差压力。虽然长期以来数量型货币政策框架更便于执行和操作，但其局

限性也日益显现。决策部门若仍沿袭参考金融数量指标的习惯，易将正常的去杠杆周期误读为货币政策失效，从而导致政策重心的偏离。

■三是鼓励银行差异化竞争、避免考核指标的同质化和僵化。否则，银行业务模式的同质化竞争严重，引发信贷流向的高度趋同。这不仅抑制了银行提升主动风险定价的能力，更导致风险敞口在特定领域高度集中。

■四是厘清“物价稳定”和“金融稳定”的政策边界。决策层担心宽松货币政策可能引发的各类金融风险，应通过完善的宏观审慎管理体系、金融监管体系和风险处置框架来应对，使货币政策得以从金融稳定目标中“解绑”出来，专注于稳增长与稳物价。

回顾 2025 年，全球贸易格局经历了前所未有的重大变化。面对复杂多变的国际形势，中国的经济增长不仅成功抵御了外部压力，出口规模更创下了历史新高，全年 GDP 有望实现 5% 左右的增长目标。这一成果得益于中国政府采取的一系列积极的政策措施，有效应对了国际市场的挑战 and 不确定性。然而值得注意的是，自下半年起，投资和消费的增长都出现乏力的迹象。更重要的是，价格指数显示总产出连续多年低于潜在水平。

展望 2026 年——“十五五”规划开局之年，中央经济工作会议明确指出“国内供强需弱矛盾突出”，并强调“将促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量”。然而，如何通过宏观政策推动物价合理回升仍面临较大挑战。尤其关于货币政策的作用，各界观点分歧明显。本期报告讨论分析了 2025 年中国宏观经济的运行情况和政策环境，并在展望未来的基础上，对货币政策支持物价合理回升提出建议。

## 一、宏观经济运行情况及展望

### （一）宏观经济运行的特征

2025 年中国宏观经济运行呈现出三个主要特征。第一，出口拉动。尽管面临史无前例的美国贸易保护措施，中国出口依然表现强劲，对 GDP 增长的贡献达到历史高位。第二，前高后低。下半年经济增长动能减弱，固定资产投资首次同比下滑（除 2020 年疫情以外），社会零售消费品增长显著放缓。第三，物量和价格指数背离。整体而言，中国经济增速稳健，超过年初的预期，然而物价水平持续处在低位，GDP 平减指数持续为负。

具体而言，2025 年前三个季度累计 GDP 增速为 5.2%，四季度经济增长呈放缓态势。10 月和 11 月的工业增加值以及服务业生产指数

的同比增速较年初有所下滑，截至 11 月，工业增加值累计同比增长为 6.0%，服务业生产指数则同比增长 5.6%。基于这些数据，市场预计四季度 GDP 增速在 4.5% 左右，全年大概率能实现 5% 左右的 GDP 增速。

以支出法核算看，2025 年前三个季度投资、消费和出口对 GDP 增长的贡献率分别为 18%、54% 和 29%（图 1），其中出口的贡献率居历史高位。尽管自特朗普政府上台以来，美国对中国商品的有效关税税率已由 11% 升至 29%，但截至 11 月，中国出口总额仍然实现了 5.4% 的同比增长，净出口对 GDP 增长的贡献达到 29%，是 1997 年以来的高位（2020 年疫情期间除外）。2025 年前 11 个月，贸易顺差累计达到 1.08 万亿美元，首次突破万亿美元大关，显著超出年初市场普遍预期。中国出口的强劲表现，一方面源于美国加征关税政策未落地之前的抢出口效应，另一方面得益于部分出口从美国市场转向了东盟和其它新兴市场（图 2）。

然而，内需不足问题也非常突出。2025 年下半年以来，固定资产投资明显下降，截至 11 月累计下滑 2.6%，这是除 2020 年疫情以外的首次同比下滑；下半年以来，社会消费品零售总额的月度环比增速（经过季节调整）大部分时间为负值，截至 11 月的累计同比增长为 4.0%（图 3）。

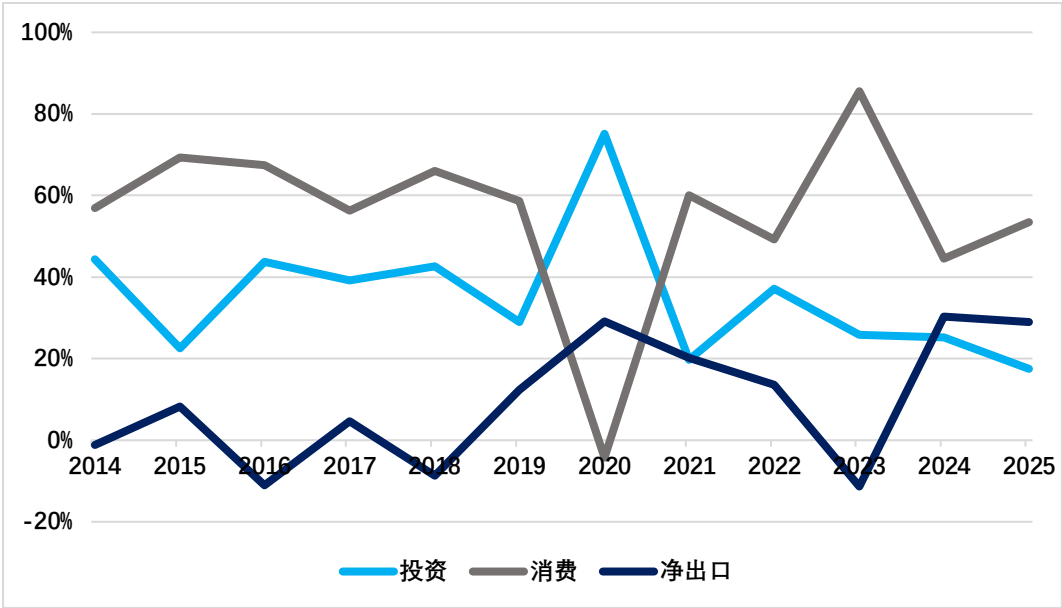


图 1 GDP 累计同比贡献率

注：2025 年数据为前三个季度  
数据来源：Wind

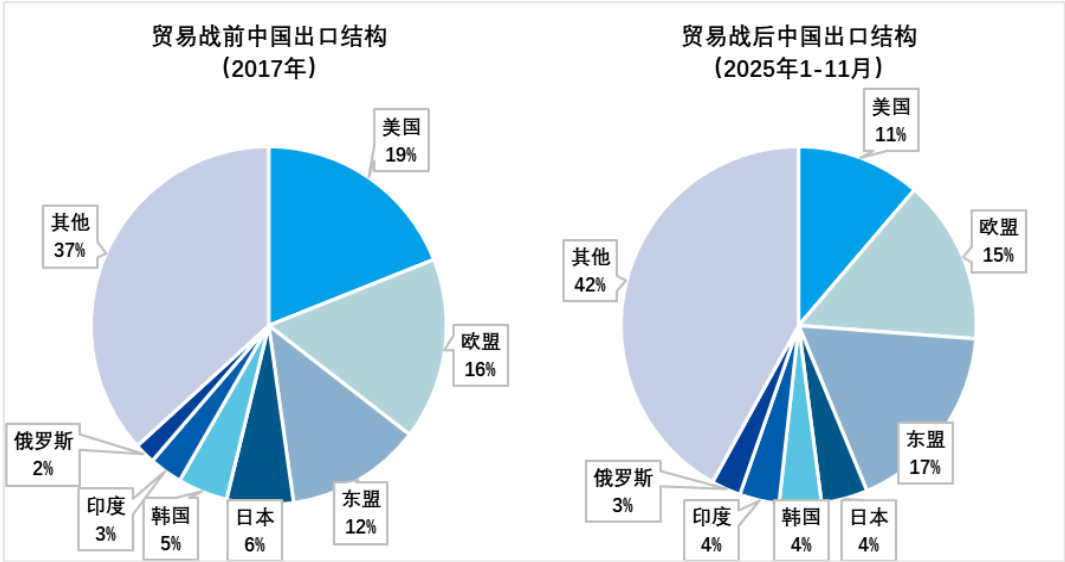


图 2 中美贸易摩擦前后中国出口结构变化

数据来源：Wind

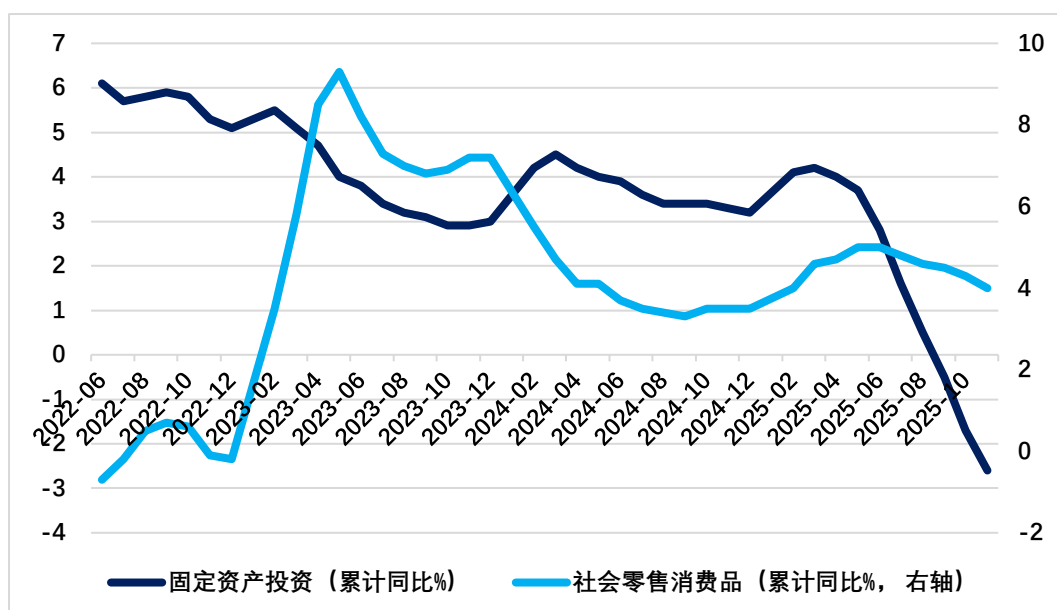


图 3 固定资产投资和社会零售消费品增速

数据来源: Wind

在 GDP 增速维持平稳的同时，物价水平持续处在低位。截至 2025 年 11 月，全国居民消费价格指数（CPI）的同比增速已连续 33 个月低于 1%，工业生产者出厂价格指数（PPI）则连续 38 个月处于收缩区间（图 4）。GDP 平减指数，作为反映国内生产产品价格变化的核心指标，已连续十个季度为负，为 20 世纪 90 年代有统计数据以来的首次（图 5）。2025 年以来人民币对美元汇率升值 4%，但由于同期中国的通胀水平显著低于主要经济体，人民币实际有效汇率有所下降。



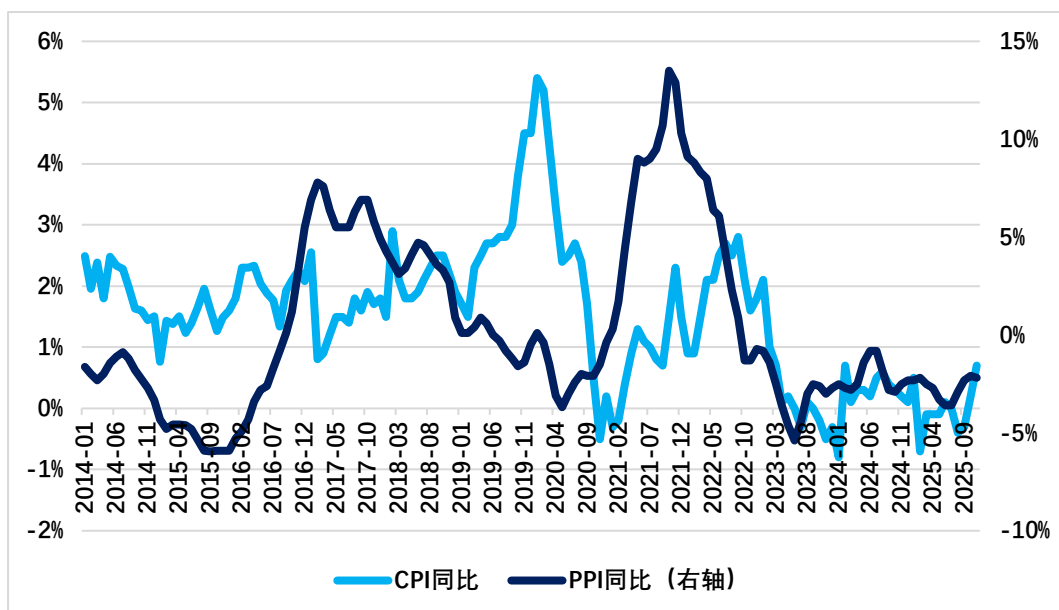


图 1 CPI 和 PPI

数据来源: Wind

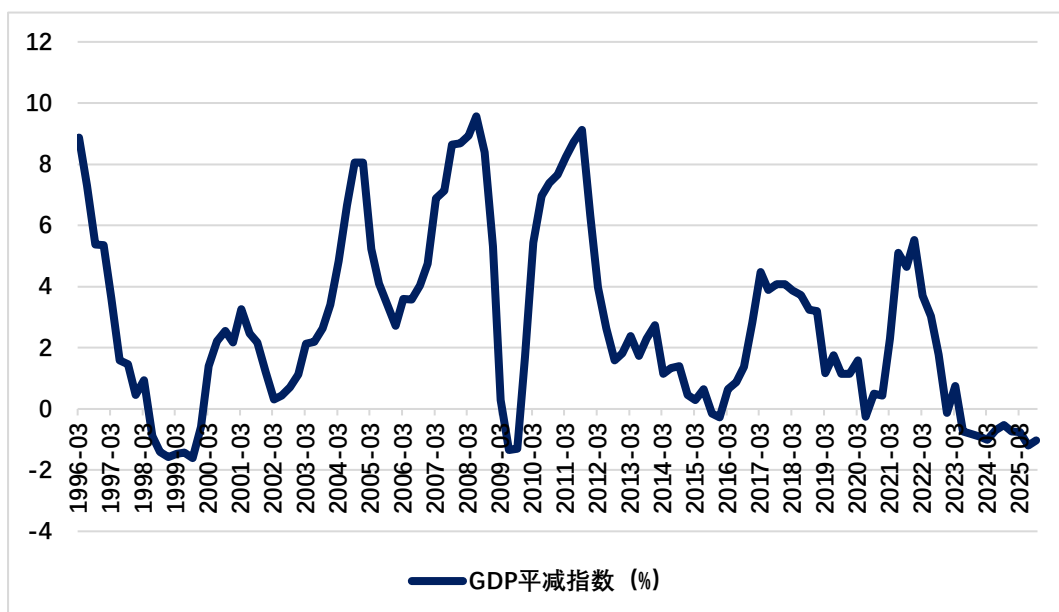


图 2 中国 GDP 平减指数

数据来源: Wind

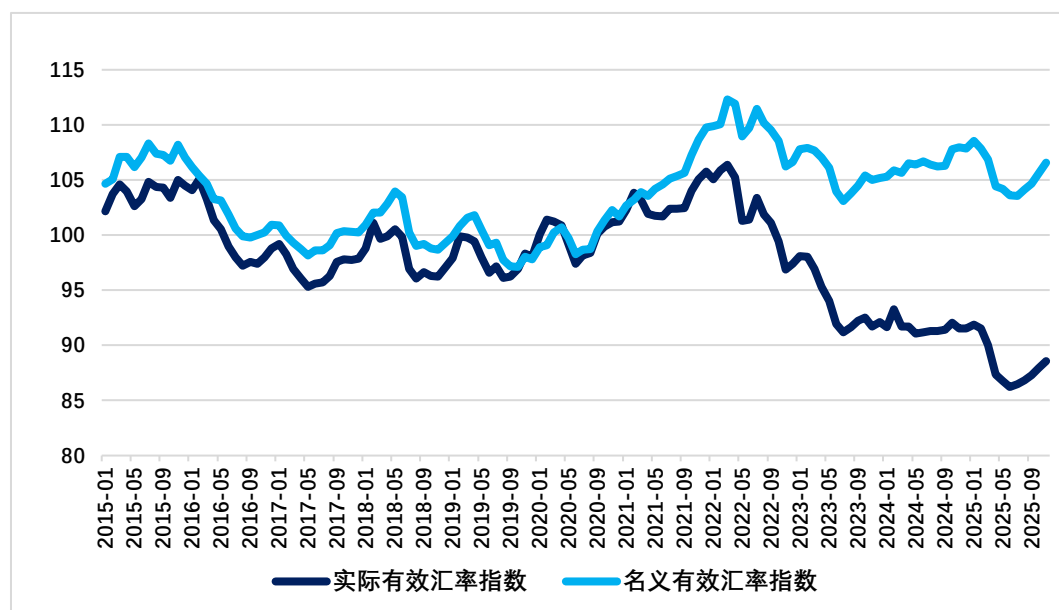


图3 人民币有效汇率：实际和名义

数据来源：国际清算银行，Wind

在劳动力市场方面，调查失业率保持平稳，维持在 5.1% 左右。调查失业率依据国际劳工组织（ILO）标准制定，即调查参考周内工作至少一个小时即被视作“就业”，因此网约车、外卖、快递等行业成为重要的就业蓄水池，吸纳了大量劳动者（市场调查数据显示，滴滴车主月活跃用户规模和外卖员从业人员规模均快速增长）。此外，根据人力资源和社会保障部的数据，领取失业保险金人数也从 2020 年末的 270 万人上升至 2024 年末的 460 万人，反映出劳动力市场就业不足的问题较为突出。

总体而言，2025 年中国经济增长超出预期，且 5% 左右的增速在全球范围内仍显突出，但从价格指标和劳动力市场情况来看，实际产出明显低于潜在经济增长水平。根据经济学规律，中国潜在增速从高速向中速下滑是正常趋势，但即便在潜在增速下滑的情况下，产出缺口为负的迹象仍然显著，这是一个值得重点关注的问题。大量研究表明，产出缺口持续为负会带来经济上的迟滞效应（hysteresis）。例如，Blanchard 和 Summers（1986）在分析欧洲高失业问题时指出，长期失

业会导致工人技能贬值（人力资本折旧）并脱离劳动力市场，从而使失业率难以回归到原有均衡水平。近年来国际大量研究进一步证实，即使经济衰退主要源于需求冲击，严重且持久的衰退往往会对供给造成长期负面影响，通过人力资本损失、劳动力参与率下降等渠道，压低潜在增长率，导致潜在产出永久下移（Cerra 和 Saxena（2008）、Martin、Nunyan 和 Wilson（2014）、Blanchard、Cerutti 和 Summers（2015），以及 Reifschneider、Wascher 和 Wilcox（2015）等）。

## （二）当前的政策力度

2025 年是实施积极财政政策的一年。以不同口径来衡量，2025 年的财政赤字率均高于 2024 年，甚至高于 2020 年疫情期间的水平。官方赤字突破长期以来 3% 的红线，达到 4%。鉴于官方赤字率仅覆盖一般公共预算收支，课题组采用不同口径衡量广义赤字率，以涵盖地方政府专项债、特别国债等政府性基金收支和国有资本经营的收支（图 7）。2025 年，两种口径下的广义赤字率均比 2024 年高出 2 个百分点，且均高于 2020 年疫情期间的水平。

更重要的是，2025 年的财政政策逐步从过去单纯支持基建投资和“投资于物”的方向，转向支持消费、民生和“投资于人”。这包括发行 3000 亿元超长期特别国债用于支持消费品以旧换新，实施个人消费贷款贴息、每孩每年 3600 元的育儿补贴，以及逐步推进学前教育免费等措施。这表明财政政策正从过去单一的、以支持生产和投资为导向的模式，逐步转向更加平衡的模式。此外，2025 年财政部发行 5000 亿特别国债，用于支持国有大型商业银行补充核心一级资本，是稳定金融系统的重大而有力的支撑。

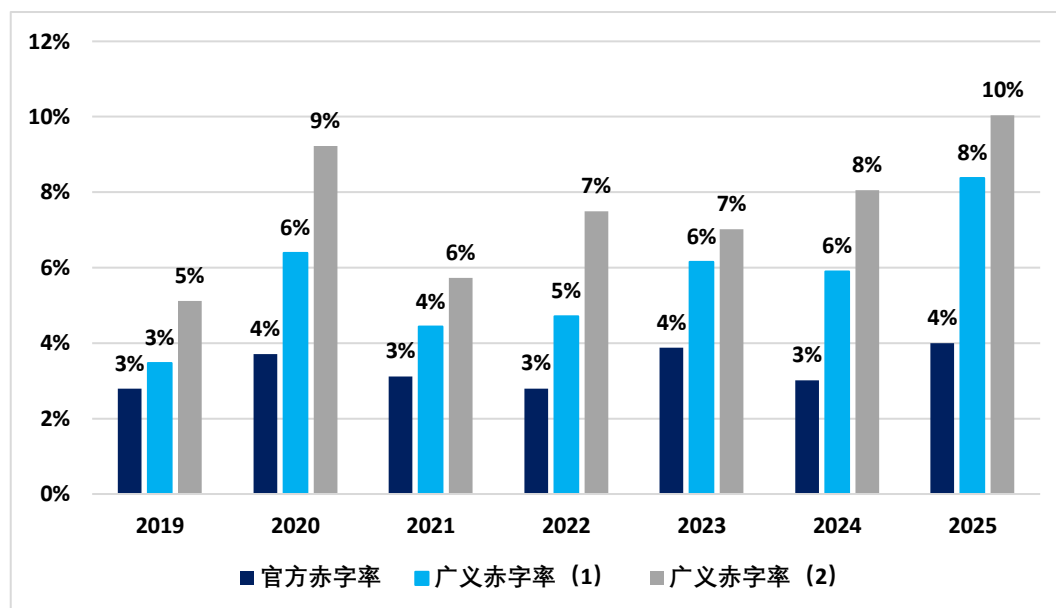


图4 财政赤字率

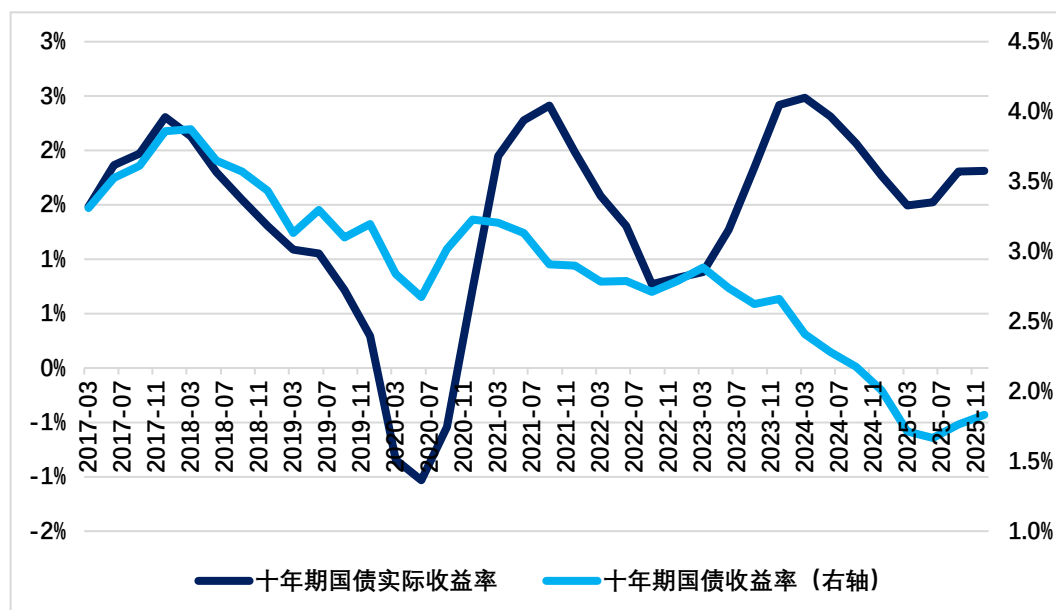
注 1：广义赤字率（1）=[全国一般公共预算收支合计差额+全国政府性基金本年收支合计差额+调入调出资金差额+结转结余资金-结转至下年的支出]/GDP\*100%

注 2：广义赤字率（2）=[财政三本账预算收支差额-（国有土地使用权出让收入-国有土地使用权出让支出）-（账本间重复计算收入-账本间重复计算支出）]/GDP\*100%

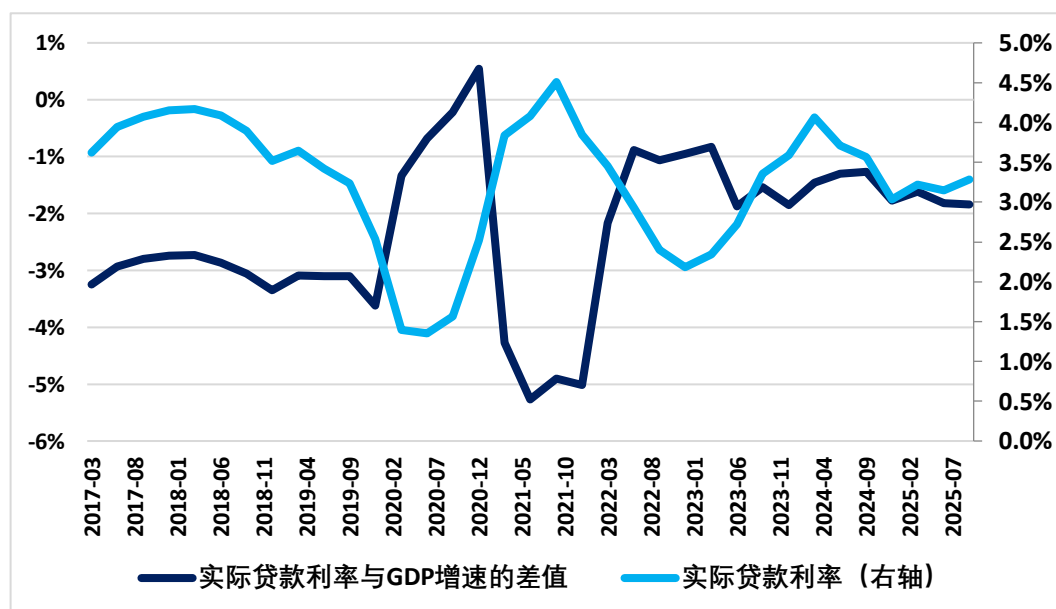
数据来源：Wind，作者计算

然而 2025 年的货币政策偏保守。尽管 2024 年的中央经济工作会议宣布要实施“适度宽松的货币政策”，但 2025 年的货币政策调整幅度比较有限。2025 年，人民银行将 7 天逆回购利率从 1.5% 下调 10 个基点至 1.4%，将 1 年期和 5 年期 LPR 分别下调 10 个基点至 3.0% 和 3.5%，并下调存款准备金率 0.5 个百分点。截至 9 月，一般贷款加权平均利率为 3.57%，较 2024 年末下降 15 个基点。然而，由于通胀水平较低，实际利率仍处于较高水平。例如，十年期国债的名义收益率从 2023 年以来持续下降，但剔除通胀后的实际收益率高于过去十年的平均水平；又例如，剔除通胀后的实际贷款利率为 3.28%，与过去十年的平均水平持平。然而，同期实际 GDP 增速显著下滑：实际贷款利率与 GDP 增速的差值从疫情前的均值 -3.0% 上升至 2025 年的 -1.8%。这表明，尽管经济体平均回报率下降，实际借款利率并未相应下行。经典货

币政策理论认为，政策利率的变化幅度必须超过通胀变化的幅度，才能遏制通胀或通缩。



数据来源：中国货币网，Wind



数据来源：Wind，北大国发院课题组

衡量宏观政策的力度需要统筹考虑财政政策和货币政策的综合效果，为此，有必要构建一个衡量政策力度的指标。考虑到财政政策和货币政策最终都会作用于一个关键变量——信贷（包括贷款和债券，公共和私营），可以将信贷增长与 GDP 的比重作为衡量宏观政策力度的一个重要指标。借鉴美联储经济学家 Barcelona 等（2022）的研究，课题组构建了“信贷脉冲”（credit impulse）指数。具体而言，信贷脉冲定义为过去 12 个月新增的信贷规模（包括贷款、企业债、国债和地方政府债）除以同期名义 GDP，用以反映单位 GDP 所对应的政策力度。从图 10 可以看出，2025 年前三个季度平均的信贷脉冲数值为 1.1%，显著低于过去十年的均值(3.1%)，也低于 2021 年以来的均值(1.6%)。换句话说，如果用信贷脉冲作为衡量标准，尽管当前物价水平处于 20 世纪 90 年代有统计数据以来的罕见低位，但现有宏观政策的总体力度并不大，甚至在一定程度上比历史均值更为紧缩。

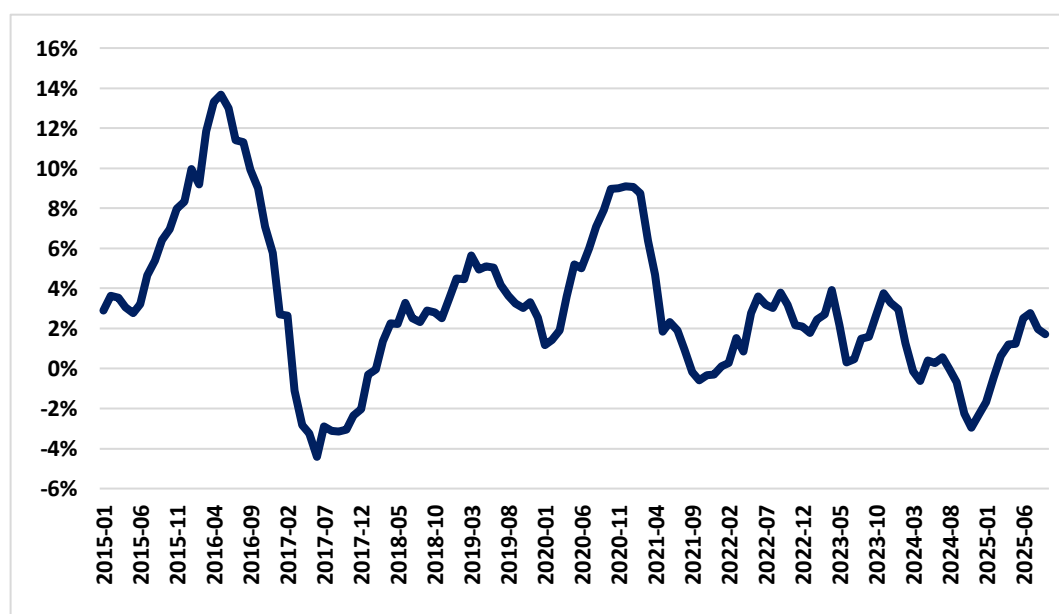


图 5 信贷脉冲

数据来源：Wind, 作者计算

### （三）2026 年经济影响因素展望

2026 年几个重要的内外部因素可能对中国的 GDP 增长和通胀产生不同方面的影响。

**一是贸易壁垒。**美国的关税冲击趋于平缓，但东盟、拉美地区的贸易保护也在加强，对中国实施反倾销、反补贴的案例也在增加。在高基数的情况下，2026 年出口显著增长的可能性较小，对 GDP 的拉动作用应有所减弱。

**二是房地产市场。**2025 年以来房地产固定资产投资呈加速下滑的趋势，尚未呈现企稳迹象。参考国际房地产市场下行周期的经验，2026 年中国的房地产市场可能继续拖累投资和消费。

**三是 AI 技术进步。**AI 产业发展和技术进步带来双重影响。一方面，AI 领域投资涉及半导体芯片、数据中心基础设施、算法研发与应用等多个领域，对经济增长具有积极贡献；另一方面，AI 带来的生产效率提升将压低产品价格，且对劳动力市场造成冲击，进一步抑制通胀。

**四是外部需求。**国际货币基金组织（IMF）在其最新发布的《世界经济展望》报告中指出，2026 年全球 GDP 增速较 2025 年小幅下调 0.1 个百分点，其中中国重要的出口地区——亚洲新兴市场和发展中经济体的增速从 5.2% 下调至 4.7%。这表明 2026 年整体外部环境对我国出口的支撑力度可能有所减弱。

综上，2026 年经济增长面临多重逆风因素。各界预期明年的 GDP 目标不会显著低于今年，而中央经济工作会议已将“物价合理回升”作为与“经济增长”同等重要的目标。若要实现这两个目标，就需要比 2025 年更强的宏观政策力度。

表 1 2026 年经济的重要影响因素

		GDP	通胀
贸易壁垒	需求冲击	持平	持平
房地产	需求冲击	-	-
AI 和技术进步	供给冲击	+	-
外部需求（全球经济）	需求冲击	-	-

来源：作者整理

二、政策争议：促进物价回升与货币政策的困境

基于上述讨论，2026 年要实现 GDP 增长目标，需要加大逆周期调节力度。2025 年 12 月中央经济工作会议表示，将继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。各界较为共识的是：财政政策可以在推动物价合理回升方面发挥重要作用。传统上，财政刺激政策以投资为主，尤其是由地方政府主导的投资。但近年来已有所多元化，例如以旧换新补贴、生育补贴、幼儿园学费减免等，均体现向提振消费和支持民生的方向倾斜，且政策力度亦有逐步加码的可能。然而，当前争议较大的是货币政策的作用。2025 年中央经济工作会议提出将“促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量”，这是一个新提法，但同时，会议重提“跨周期”的表述，也暗示政策制定中仍存在多重考虑的因素，对于全面实施货币宽松仍持谨慎态度。

目前各界对于货币政策宽松的争议主要集中在三点：1) 物价低迷是否有明显危害，经济能否自发走出低通胀？2) 货币宽松在现有经济结构下是否有效，是否反而会导致产能过剩和物价下跌？3) 银行净息差受损是否会危及金融稳定？

(一) 物价持续低迷的情况是否能自我修复？

如前所述，物价持续低迷是产出缺口为负的直接体现。产出缺口



长期为负将对劳动力市场造成不可逆的损害，进而拖累长期潜在生产率。国际经验表明，低通胀很难通过市场机制自行打破。一方面，通缩环境会加剧债务人的实际债务负担，延长经济去杠杆周期，抑制投资和消费。另一方面，物价下跌容易与工资形成螺旋式下行。当产品价格下降，企业利润受损，便难以提高员工工资；居民收入增长放缓，消费意愿随之减弱，从而形成工资和物价停滞甚至下跌的均衡。例如，日本居民的通胀预期长期锚定在零，居民难以接受商品涨价，企业即便成本上升也不敢提高产品价格，进而也难以通过提价来支撑员工工资上涨，形成了恶性循环（渡边努，2024）。这些经验对中国有重要启示。根据中国国家统计局的数据，城镇非私营单位平均工资增速已从 2021 年的 10% 降至 2024 年的 3%，私营单位平均工资增速则从 8.9% 降至 1.7%（图 11），与同期物价低迷的走势吻合。

除了短期的需求侧因素以外，技术进步、人口结构老龄化等多重因素也会压低物价，但导致低通胀长期化的核心因素在于“通胀预期”。大量学术研究发现，一旦形成“物价不涨”的固化预期，便难以扭转。这种预期具有“自我实现的预言”效应：企业和居民预期物价持续走低，就会推迟消费、减少投资，从而导致预期变为现实。为什么企业和居民会预期低通胀呢？现有关于欧元区和日本的研究显示，企业和居民不相信政府有能力将经济推出通缩陷阱，主要原因在于这些经济体的政策空间极为有限。例如，日本公共债务占 GDP 比重超 200%，而欧元区缺乏区域内的统一财政，并且两个经济体的货币政策均已触及零利率下限，因此财政政策和货币政策协同宽松的空间非常有限。事实上，日本和欧洲走出持续多年的低通胀，在很大程度上依赖疫情与地缘政治冲击带来的外部变量，改变了居民的通胀预期（渡边努，2024）。简言之，国际经验表明，物价低迷持续越久，经济越难自发摆脱低通胀均衡，因此政策在重塑“通胀预期”方面至关重要。

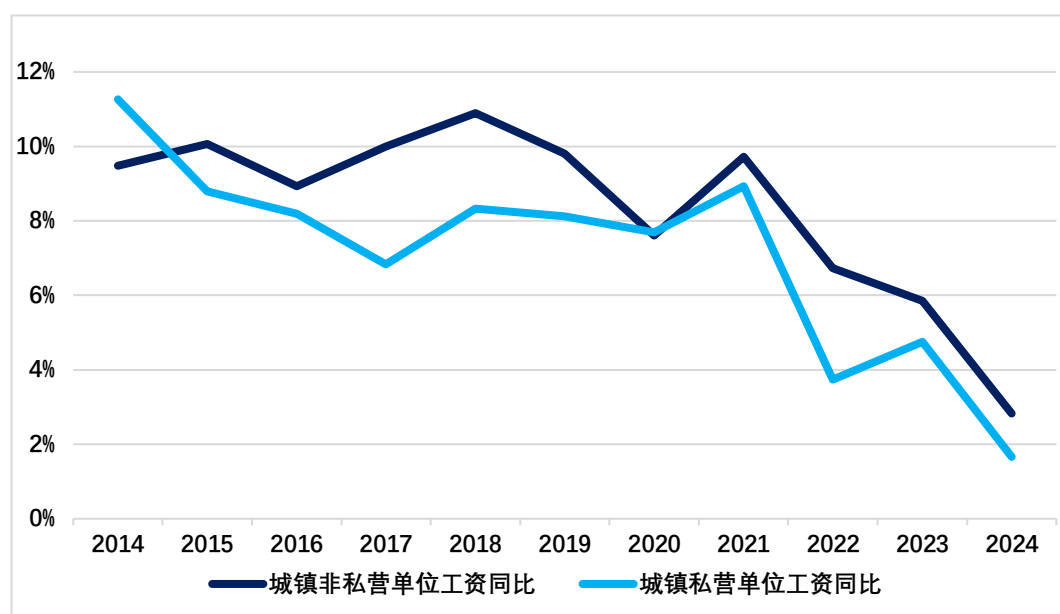


图 6 居民的名义收入增长放缓

数据来源：Wind

## （二）供强需弱环境下，货币政策是否会加剧产能过剩与物价下跌？

人民银行 2025 年一季度的货币政策执行报告提及，“增加货币供给，在侧重增加投资、保障供给的发展模式下，反而会带来产能和供给持续扩张，加大供过于求的失衡程度，实际上物价也难以回升”。Michael Pettis (2024)<sup>2</sup>等学者也认为，由于中国投融资结构失衡，宽松货币将更多流入生产部门而非居民部门，可能进一步导致供给过剩和消费不足，加剧通缩。

然而这一观点需要仔细讨论。市场扭曲确实会影响货币政策的传导效率。例如，许多研究显示，部分国企面临预算软约束，货币宽松可能加剧资源错配；银行的“常青贷款”（evergreen loans）以及僵尸企业的存在，也可能削弱政策效果，加剧特定行业的产能过剩。然而，这只是局部行业的现象，并非整体通缩的根源。事实上，尚无研究证明，由于市场摩擦的存在，扩张性货币政策会引发普遍的价格下跌或通缩。

<sup>2</sup> Michael Pettis (2024) : Is Inflation a Monetary Phenomenon in China?

首先，投资本身即是总需求的重要组成部分。认为“宽松推动投资会加剧供给过剩”的观点，隐含的假设是资金将大量流入产能过剩部门。地方城投平台曾是预算软约束的典型代表，但在化债的背景下，这一问题已不再显著。其他存在产能过剩且以国企为主导的行业也相对有限，例如传统的钢铁行业，其在生产者价格指数（PPI）中的权重仅约为 6%，传导至消费者价格指数（CPI）的影响更低，远不足以在整体上引发通货紧缩。汽车、光伏等部分新兴产业内卷严重，但这些领域以民营企业为主，并非预算软约束部门，其低价竞争必然导致部分产能退出。对于此类局部性问题，应通过行业性监管政策予以纠正，例如“反内卷”政策，以及长期以来对于“两高一剩”行业的信贷控制政策，都是应对此类问题的有效手段。

其次，认为货币宽松难以惠及居民部门的观点，实质上是过度关注了“新增贷款”等数量指标，而忽视了利率下降的重要作用。中国居民部门处于去杠杆阶段，房贷余额占 GDP 比重已从 2020 年 33% 的高点降至 27%。参照国际经验，房地产泡沫破裂后，居民去杠杆可能持续很久。例如，美国次贷危机后，居民债务占 GDP 比重从 2008 年接近 100% 下降至 2018 年的 75%<sup>3</sup>，去杠杆过程持续了十年。但居民不加杠杆并不意味着“货币没有流入居民部门”或者货币政策无效。在房价与物价双降的背景下，存量房贷持有者的实际债务负担正在加重。对这部分群体而言，降息可显著减轻其负担，缓解债务—通缩的恶性循环。目前银行体系个人住房贷款余额约 37 万亿元，若房贷利率下降 100 个基点，每年可为居民节省利息支出约 3700 亿元，这将直接支持居民消费。

简言之，市场存在的扭曲虽会影响货币政策传导效率，但不意味着总量政策失效；局部产能过剩问题应交由行业性的监管政策予以纠

---

<sup>3</sup> 数据来源：FRED

正，货币政策应聚焦整体物价水平。此外，房地产下滑的背景下，居民去杠杆是正常的周期性现象，并不意味着货币政策无效。

### （三）宽松的货币政策压缩银行的净息差是否危及金融稳定？

制约央行进一步降息的一个关键因素在于对银行净息差(NIM)的担忧。过去十年，中国商业银行的净息差已从 2015 年的 2.5%逐步收窄至 2025 年的 1.4%（图 12）。由于利润是银行补充核心一级资本的主要来源，息差收窄引发了监管层对银行财务稳健性的关切。然而，针对这一问题，可以从两个层面进行讨论。

首先，低利率的政策环境并不必然导致净息差的极度压缩。事实上，无风险利率的下降对降低银行负债成本的作用更为直接。以美国为例，在 2008 年后持续七年的零利率时期，美国银行业依然保持了 3% 以上的净息差。而在次贷危机前 2002—2006 年的美联储加息周期中，美国银行业的净息差反而呈持续下降的趋势（从 4%下降到 3.5%）。净息差本质上反映的是银行的风险定价水平——即通过提高风险溢价来覆盖经济下行期的实体风险。然而，中国当前的货币政策体系较为碎片化，叠加多种结构性工具和考核指标的约束，削弱了商业银行主动进行风险定价的能力。在某些情况下，企业贷款利率甚至低于国债利率，这种倒挂现象本身就说明利率体系存在扭曲。

其次，净息差的“安全底线”并非绝对。跨国比较来看，过去十年欧元区银行的净息差一直维持在 1.4%—1.6%，日本更是低至 0.5%—0.7%。这表明 1.4%水平的净息差本身并不意味着财务不可持续。但值得注意的是，日本银行之所以能够承受极低息差，一个重要前提是：在 20 世纪 90 年代末银行业危机之后，日本政府推动银行彻底处置和规范不良资产管理，用大规模的财政资金（占 GDP 的 1.5%）补充银行资本金，显著修复了银行资产负债表，提升了其抗风险能力。反观中国，虽然银

行账面的不良贷款加关注类贷款的占比较低且持续下降，但潜在风险可能被低估。从企业端来看，过去十年，利息保障倍数（ICR）小于 1（意味着企业经营现金流无法覆盖利息支出）的 A 股上市公司占比显著上升（图 13），这意味着借款方的大量风险最终可能传导至银行。监管层之所以希望维持净息差，或许是希望银行通过利润留存自行消化这些潜在的“隐形不良”。

然而，通过货币政策维持银行息差、“以时间换空间”来防范金融风险，在一定程度上造成了交叉补贴的问题，即具备偿付能力的借款人补贴那些依赖‘常青贷款’维持生存的借款人。更重要的是，这种做法模糊了货币政策与金融稳定政策的职能边界。维护金融稳定至关重要，但应依靠宏观审慎监管与风险处置机制，而非以牺牲货币政策的独立性为代价。

日本 20 世纪 90 年代银行危机的经验表明，拖延银行不良资产的问题，在未来会造成更高的财政成本。2025 年中国发行特别国债并向国有大型商业银行注资 5000 亿元，这是非常积极的一步。参照国际经验，或许需要彻底地解决潜在不良资产问题，将货币政策从“保息差”的束缚中解放出来，从而更专注于支持经济增长和物价合理回升。

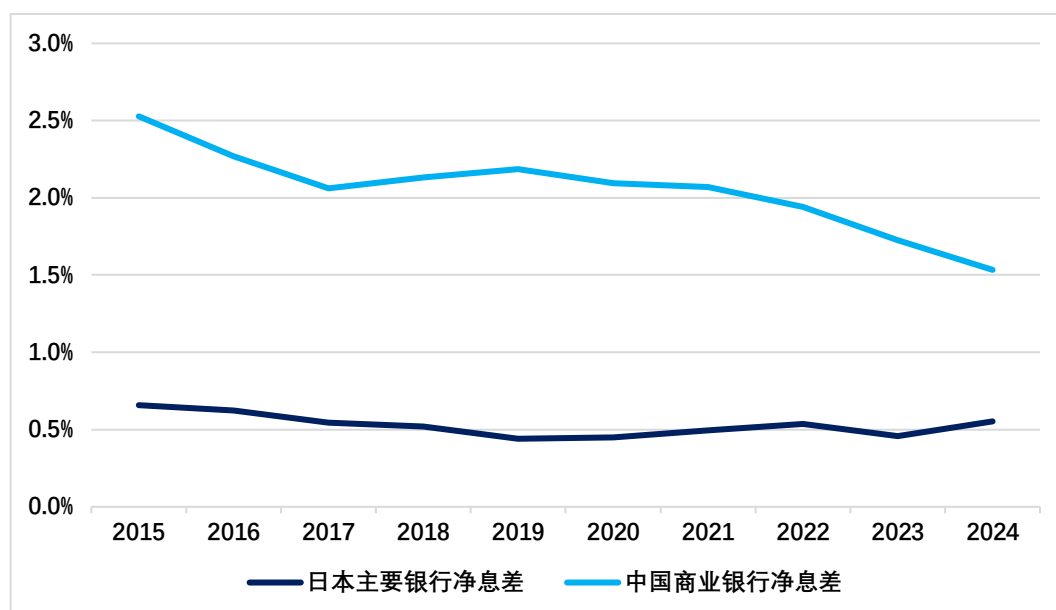


图 7 银行业净息差

数据来源：Wind、作者计算

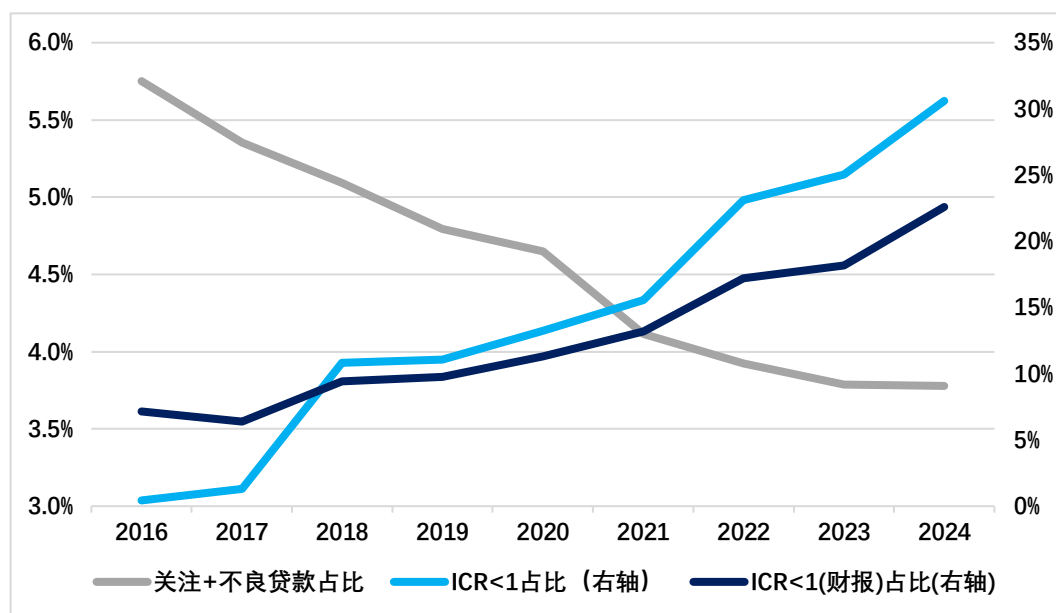


图 8 银行资产质量与企业偿债压力（ICR）

注：浅蓝色线表示的利息保障倍数 ICR 小于 1 的上市公司的比例是作者根据上市公司 2024 年底的财报计算；深蓝色线表示的 ICR 小于 1（财报）的上市公司的比例是基于上市公司通过财报自行公布的 ICR 计算。

数据来源：Wind、作者计算

### 三、对货币政策促进物价合理回升的建议

展望 2026 年，经济运行面临的挑战依然显著。为确保“十五五”期间经济增速维持在合理区间、实现 2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平的目标，必须着力防止经济长期运行在潜在产出水平之下、对潜在增长率造成永久性损害。在此背景下，将价格指数视为反映产出缺口的核心指标，并全力推动物价合理回升，应成为宏观政策的重中之重。实现这一目标，财政政策与货币政策的高效协同不可或缺。回顾过去两年的政策路径，财政政策已逐步向支持消费端倾斜，但货币政策却因多重掣肘而显现出一定的滞后性与被动性。为此，课题组提出以下政策建议：

**第一，明确货币政策的“目标”至关重要。**现阶段显著制约货币政策有效发挥作用的关键因素在于政策目标的模糊性，这导致货币政策立场易于受到多种外部因素的干扰与影响。具体包括以下三个层面。首先，2025 年中央经济工作会议指出“把促进经济稳定增长，物价合理回升作为货币政策的重要考量”，但仅作为“重要考量”尚显不足，亟须将其确立为“首要目标”。其次，设定有约束力的通胀目标，作为锚定市场通胀预期的关键。长期以来，政府工作报告中的经济增长目标具有极强的约束力，而通胀目标往往约束力较弱。2025 年两会将通胀目标从此前的 3% 以内下调至 2%，是更实事求是的做法，应将其作为具有约束力的政策指标，否则，若缺乏政府部门（包括央行）明确的承诺与行动，市场极易陷入长期低通胀预期。第三，货币政策应回归总量政策定位，专注于应对通胀这一宏观全局性问题。部分行业产能过剩的问题应通过行业性的监管手段应对，而不应该成为制约货币政策立场的因素。

**第二，货币政策应着力于降低无风险利率，淡化对数量指标的关**

注。首先，中国的短期无风险利率仍有较大下降空间。降低银行间市场的政策利率有助于推动存款利率下降，降低银行的负债成本，缓解净息差的收窄压力。其次，尽管人民银行多次强调要淡化对数量指标的关注，但在执行过程中，数量型信贷政策更为便捷有效：即使在实体经济疲软的情况下，国有银行主导的体系也能够行政调控的影响下推动信贷扩张。然而，这种模式伴随着显著的副作用。一方面，政策推动信贷扩张相对容易，但收紧信贷的操作则较为困难。另一方面，在推动信贷扩张的过程中，银行容易承担过度风险。因为在市场化环境下，商业银行在经济下行期通常会选择收缩信贷供给并提高风险溢价，作为风险管理的重要手段；然而，在数量型政策框架下，商业银行需要追求规模的增长，而将回报率置于次要位置，难以有效地用风险溢价覆盖潜在风险。更为重要的是，在房地产下滑的大背景下，信贷增速放缓甚至萎缩本是居民部门去杠杆的正常过程，但若决策部门仍沿袭考核金融数量指标的习惯，极易将此误读为货币政策失效，从而导致政策重心的偏离。

**第三，鼓励银行差异化竞争，避免考核指标同质化和僵化。**如果所有银行均按照统一标准在“五篇大文章”领域接受考核，必然导致银行业务模式高度趋同，信贷资源过度集中流向相同领域。这使得风险敞口在特定行业或领域高度集聚，一旦相关产业出现波动，风险将迅速向银行体系传导，放大系统性风险隐患。同时，过多的行业性考核指标会削弱银行主动提升风险定价能力的动力，抑制其在资产端进行差异化定价的积极性，影响银行的盈利和抗风险能力。因此，应适当减少行业性考核指标，鼓励银行根据自身禀赋、客户基础和风险偏好开展差异化竞争，为银行拓展自主风险定价空间创造条件。银行自主风险定价机制的逐步形成，也是中长期实现利率市场化、完善货币政策传导的关键环节。



最后，厘清“物价稳定”与“金融稳定”的政策边界。金融稳定职能应回归宏观审慎管理体系，而非通过牺牲货币政策的独立性来实现。长期以来，决策者担心货币宽松可能引发的各类金融风险，包括银行净息差、汇率波动、银行间市场风险等等，应通过完善的宏观审慎管理体系、金融监管体系和风险处置框架来应对。人民银行应在双支柱调控框架下进一步丰富宏观审慎工具箱，强化其识别与预防金融风险的能力，从而将货币政策从金融稳定目标中解放出来，专注于稳增长与稳物价。

---

#### 参考文献：

1. Barcelona, W., Danilo Cascaldi-Garcia, Jasper J. Hoek, Eva Van Leemput (2022). What Happens in China Does Not Stay in China. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers.
2. Blanchard, O. J., & Summers, L. H. (1986). Hysteresis and the European unemployment problem. In *NBER Macroeconomics Annual 1986* (Vol. 1, pp. 15-90). National Bureau of Economic Research.
3. Cerra, V., & Saxena, S. C. (2008). Growth dynamics: The myth of economic recovery. *American Economic Review*, 98(1), 439-457.
4. Blanchard, O., Cerutti, E., & Summers, L. H. (2015). Inflation and activity—Two explorations and their monetary policy implications. NBER Working Papers 21726, National Bureau of Economic Research, Inc.

5. Martin, R., Munyan, F., & Wilson, J. (2015). Potential Output and Recessions: Are We Fooling Ourselves?, International Finance Discussion Papers 1145, Board of Governors of the Federal Reserve System.
6. Reifschneider, D., Wascher, W., & Wilcox, D. W. (2015). Aggregate supply in the United States: Recent developments and implications for the conduct of monetary policy. IMF Economic Review, Palgrave Macmillan; International Monetary Fund, vol. 63(1), pages 71-109, May.
7. [日]渡边努. 通胀, 还是通缩: 全球经济迷思[M]. 裴桂芬译. 北京: 中信出版社, 2024. (原著出版于 2022 年).