

China's Macroeconomic Policy and Prevention of Liquidity Trap under Epidemic Situation

Dongqian Wei

School of Economics and Management, Beihang University, Beijing

Email: weidongqian@163.com

Received: Jul. 6th, 2020; accepted: Jul. 20th, 2020; published: Jul. 27th, 2020

Abstract

Although the theory of “liquidity trap” has certain historical limitations and conditional limitations, its economic significance cannot be ignored, that is, “liquidity trap” means economic crisis or great depression; in the case of falling into liquidity trap, the monetary transmission mechanism fails. In the period of economic recession, we should be alert to the liquidity trap and not simply adopt monetary policy to resolve the crisis. Based on the analysis of the year-on-year change rate of CPI, Shibor overnight interest rate and calculated real interest rate, supplemented by the analysis and verification of GDP and fixed investment data, this paper believes that there has been a “liquidity trap” condition under the current epidemic situation in China, which needs to be highly vigilant. China's goal of “six guarantees and six stabilities” is the fundamental guarantee to surmount the “liquidity trap” and quickly resume economic development. The macroeconomic policies adopted are effective. To expand domestic demand on the basis of returning to work and production as soon as possible, in addition to the key role played by infrastructure construction and the pulling operation of state-owned enterprises, focusing on supporting small and medium-sized enterprises and private enterprises is essential to ensure people's livelihood and stable employment. We need special support from fiscal policy, monetary policy and other policies.

Keywords

Epidemic Affects, Macroeconomic Policy, Liquidity Trap, Monetary Policy, Fiscal Policy

疫情情况下中国宏观经济政策与预防流动性陷阱的产生

魏东乾

北京航空航天大学经济管理学院，北京
Email: weidongqian@163.com

收稿日期：2020年7月6日；录用日期：2020年7月20日；发布日期：2020年7月27日

摘要

“流动性陷阱”理论虽然具有一定的历史局限性和条件限制性，但是不能忽略它的经济学意义，即“流动性陷阱”意味着经济危机或者经济大萧条；在陷入流动性陷阱的情况下，货币的传导机制失效。在经济衰退时期，要警惕流动性陷阱，不能单纯采取货币政策化解危机。本文通过对CPI同比变化率、Shibor隔夜利率以及计算实际利率的分析，辅以GDP和固定投资数据分析验证，认为我国当前疫情下已经出现了“流动性陷阱”的条件，需要引起高度警惕。我国的“六保六稳”目标是跨越“流动性陷阱”、快速恢复经济发展的根本保证，采取的宏观经济政策是有效的。提出尽快复工复产、复商复市的基础上扩大内需，除了基础设施建设和国有企业的拉动作业起到关键作用以外，重点扶持中小企业、民营企业对保证民生、稳住就业至关重要。需要从财政政策和货币政策以及其他政策上给与特殊的支持。

关键词

疫情影响，宏观经济政策，流动性陷阱，货币政策，财政政策

Copyright © 2020 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

突如其来的新冠病毒，使全球陷入恐慌。受疫情影响，民众居家，企业停产，封城锁国，经济活动停止，全球经济陷入低迷、停止，甚至倒退。经济萧条时期，各国政府采取积极的经济刺激政策和货币宽松政策，但效果并不明显，流动性陷阱依然存在。我国政府采取果断的措施，基本抑制住了疫情的传播，但是经济也不可避免的受到巨大的冲击和影响，需要采取积极的经济政策，刺激经济发展，预防流动性陷阱的产生。

“流动性陷阱”理论虽然具有一定的历史局限性和条件限制性，但是不能忽略它的经济学意义，即“流动性陷阱”意味着经济危机或者经济大萧条；在流动性陷阱情况下，货币政策对于刺激经济增长的作用失效。我们应当重视“流动性陷阱”经济学的现实意义，在预防经济危机或者解决宏观经济发展瓶颈问题时，要审视而行，要正确运用经济政策，既不能忽视货币政策的作用，又不能过分强调货币政策而又忽略其他经济政策的作用。我国在疫情期间，经济发展同样受到较大的冲击，面临着“流动性陷阱”的风险，采取综合的宏观经济政策，取得了良好的效果。

2. 流动性陷阱理论及文献综述

流动性陷阱的概念是由 Keynes (1936)在其《就业、利息与货币通论》中最早提出，凯恩斯意义上的“流动性陷阱”满足两个条件：一是货币需求的利率弹性无限大，增加的货币供给量会被流动性偏好的

货币需求吞没，货币当局会失掉它对利率的有效控制，利率无法进一步降低；二是由于流动性偏好心理因素的存在，名义利率降至最低水平时，人们就会产生利率上升而债券价格下降的预期，此时货币和债券完全可替代，货币需求的弹性无限大，无法刺激投资和消费，传统的货币政策失灵。

鉴于“流动性陷阱”是一种极端的特例，经济学者们对其的存在性以及如何避免或逃离“流动性陷阱”方面进行了不断的研究。P. Krugman (1998)、A. Orphanides (2000)、G. Eggertsson (2003)、T. Ito 和 F. Mishkin (2004)、Woodford (2005)、O. Jeanne & L. Svensson (2007)等拓展了流动性陷阱的概念：经济低迷时期，金融资产价格急速暴跌，导致居民和企业的消费和投资能力受到严重的影响，有效需求显著萎缩；有效需求的严重不足动摇了居民和企业对经济的信心，居民和企业产生未来通货紧缩的悲观预期；消费者消费意愿下滑，投资者预期投资回报率极低，不愿意进行投资，进而产生“流动性陷阱”。

刘巍、龙竞(2013)认为“流动性陷阱”在金本位时期是一个假说，不是有效的理论；在凯恩斯理论中，“流动性陷阱”的价值在于从一个极端角度论证在大萧条中货币政策启动经济是无效的[1]。李翀(2019)认为在陷入流动性陷阱的情况下，货币转换为可贷资金的途径遇到障碍，货币供给增加难以对利率产生影响。同时，由于利率和支出机制失效，货币流通速度下降抵消了货币供给存量增加所产生的影响，扩张性货币政策不能导致利率下降和产值增加性[2]。王春峰、康莉(2000)认为产生流动性陷阱的前提是经济的负增长性[3]；王自力(1999)、曾令华(1999)探讨了流动性陷阱与降低利率之间的逻辑关系性[4]；陈丰(2009, 2010)分析了利率无法下降的条件，判断进入流动性陷阱的可能性[5]。

2008 金融危机以来，面对经济衰退和通货紧缩，以零利率、量化宽松货币政策为主要特征的“流动性陷阱”逐渐蔓延全球。我国经济增速逐步放缓，刘焯辉、钱学宁(2016)，刘明彦(2016)，钮文新(2016)，苏剑(2016)等学者对“中国是否陷入流动性陷阱？”“中国式流动性陷阱的具体特征以及如何应对”等问题展开了讨论和研究[6] [7] [8] [9]。裘越芳、李波(2017)认为，“流动性陷阱”意味着经济萧条、通货紧缩的临近。“流动性陷阱”形成的根源是公众对未来经济复苏的信心崩溃，扩张性的货币政策在完全修复公众信心之前，很难对消费和投资产生明显的刺激，经济被困于“流动性陷阱”[10]。胡子航、张玉玲(2016)认为，陷入“流动性陷阱”，财政政策或难以发挥作用，需要采取改善实体经济的经营环境、减少政府部门对市场的行政干预、创新财政政策、激发国有企业的活力等措施来摆脱“流动性陷阱”[11]。

3. 疫情情况下中国经济面临“流动性陷阱”风险

裘越芳、李波(2017)从通货紧缩风险、公众对经济悲观预期风险、利率对货币流通速度的边际弹性是否持续扩大三个层面对中国经济的“流动性陷阱”进行定量识别，中国经济存在陷入“流动性陷阱”的可能。本文通过搜集有关数据，继续从国内通货紧缩风险识别、公众对经济产生通货紧缩的悲观预期分析、货币刺激政策效果等方面及进行分析，来判断中国经济面临的“流动性陷阱”风险。

3.1. 货币政策效果分析

图 1 中曲线部分表示的是 2016 年 7 月至 2020 年 5 月的 Shibor 隔夜利率变化，红色空心点表示同时期 CPI 同比变化率。以 Shibor 隔夜利率作为名义利率，CPI 同比变化率作为通货膨胀率，实际利率则为名义利率与通货膨胀率的差值。从图 1 中可以看出，自 2017 年以后名义利率的整体趋势呈下跌状态，特别是 2020 年疫情期间，名义利率出现加速下跌；实际利率呈现下跌的趋势，在 2019 年 7 月份开始出现负数的状态，随后一直到疫情期间，实际利率负值较大，但名义利率同步调低，说明采取了扩张性的货币政策。

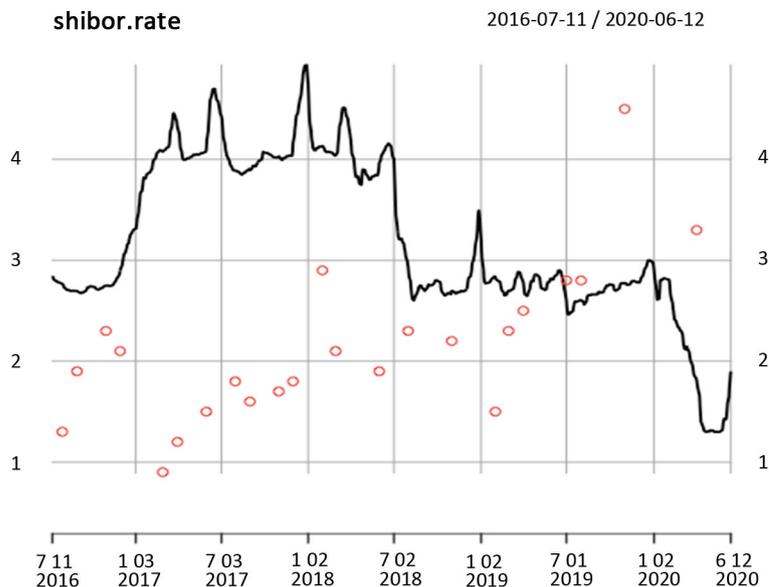


Figure 1. Comparison of Shibor overnight interest rate change and CPI change rate
 图 1. Shibor 隔夜利率变化与 CPI 同比变化率比较

图 2 是 CPI 指数变化形势。从图中看出，2015 年 6 月至 2019 年 6 月期间 CPI 是在均值附近上下波动，但是从 2019 年 6 月开始 CPI 指数出现了明显的上升趋势，说明出现了短期的通货膨胀加剧现象，而在 2020 年 2 月之后 CPI 迅速下降，经济受到了疫情的严重影响，一方面停工停产导致部分产品供给不足或供给渠道不畅，另一方面人们的消费需求下降，消费路径被阻断。图 3 是 GDP 同比增长率变化形势，可以看出 GDP 同比增长率在 2015~2019 年大于 0，说明 GDP 在这期间是增长的，这验证了政府采取的积极的货币政策措施对于预防“流动性陷阱”是有效的；同时从图中也可以看出来疫情期间的 GDP 出现了断崖式下跌。这与 CPI 指数的变化趋势是吻合的。

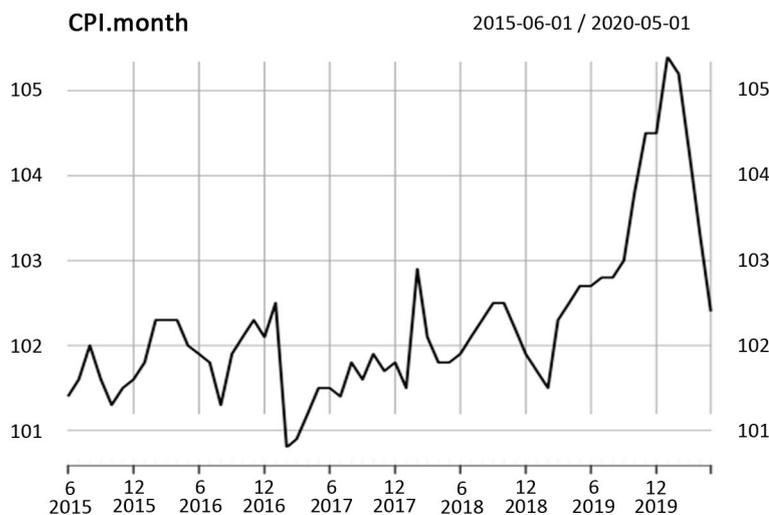


Figure 2. CPI index changes
 图 2. CPI 指数变化形势

从前面的分析得出，名义利率水平很低，同时 CPI 同比增长率也迅速下降，但实际利率依然为负值，应该会产生通货膨胀的现象。但是 CPI 指数和 GDP 总产出出现了迅速下降，意味着出现了通货紧缩的情



Figure 3. Change of GDP growth rate on a year-on-year basis
图 3. GDP 同比增长率变化形势

况，同时说明，尽管国家的利率水平已经很低了，但是消费水平依然没有得到提升，反应了公众对经济产生悲观预期的风险；单纯采取一定的货币政策不能完全起到刺激经济的理想作用。

笔者进一步整理了中央银行准备金历年调整记录，如表 1，可以看到，中央银行在 2016~2019 年不断下调准备金率，实施扩张性的货币政策。由于准备金率下调，市场中的货币供给数量增多，在货币需求不变的条件下，供给的增多会引起市场利率的下降，进而促进社会投资的增加。从 2016~2019 年我国税收政策不断的调整，税收比例不断下降，也会促进我国居民的消费水平。但是减少税费会导致利率升高，进而投资下降，所以中央银行需要调整准备金，使得投资增加。由 IS-LM 曲线可以知道，扩张性的财政政策使得 IS 曲线向右移动，扩张性的货币政策也使得 LM 曲线向右移动，最终导致总产出增加，最终利率也成下降趋势。2019 年中央银行总共向下调整了三次准备金率，使这一年市场货币流通量更多，这也使得 CPI 指数在 2019 年的时候增长迅速增长，这就解释了出现短期通货膨胀的原因。在疫情期间，进一步调低准备金率，以期促进投资。

3.2. 固定资产投资分析

为了验证其政策效果，笔者分析了固定投资总额的增长趋势。如图 4 所示，2016 至 2019 年末的固定投资总额的同比增长率虽然在逐年减少，但可以看到同比增长率始终大于 0，说明我国的投资水平在逐年增长。这说明我国在 2016 至 2019 年利率及准备金率调整政策对促进投资起到了积极的作用。但是在 2020 年初疫情期间，可以看出投资的同比增长率小于 0，实际上投资总额也在逐月减少，说明即使在疫情期间的利率很低，但是投资支出没有得到改善，反而依然在处于下降水平。这再一次验证了单纯采取货币政策对刺激经济的局限性。

Table 1. Central bank reserve adjustment over the years

表 1. 中央银行准备金历年调整

生效日期	大型金融(调整前)	大型金融(调整后)	大型金融(调整幅度)	中型金融(调整前)	中型金融(调整后)	中性金融(调整幅度)
2015.02.05	20.00%	19.50%	-0.50%	18.00%	17.50%	-0.50%
2015.04.20	19.50%	18.50%	-1.00%	17.50%	16.50%	-1.00%
2015.09.06	18.50%	18.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%

Continued

2015.10.24	18.00%	17.50%	-0.50%	16.00%	15.50%	-0.50%
2016.03.01	17.50%	17.00%	-0.50%	15.50%	15.00%	-0.50%
2018.04.25	17.00%	16.00%	-1.00%	15.00%	14.00%	-1.00%
2018.07.05	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%
2018.10.15	15.50%	14.50%	-1.00%	13.50%	12.50%	-1.00%
2019.01.15	14.50%	14.00%	-0.50%	12.50%	12.00%	-0.50%
2019.01.25	14.00%	13.50%	-0.50%	12.00%	11.50%	-0.50%
2019.09.16	13.50%	13.00%	-0.50%	11.50%	11.00%	-0.50%
2020.01.06	13.00%	12.50%	-0.50%	11.00%	10.50%	-0.50%

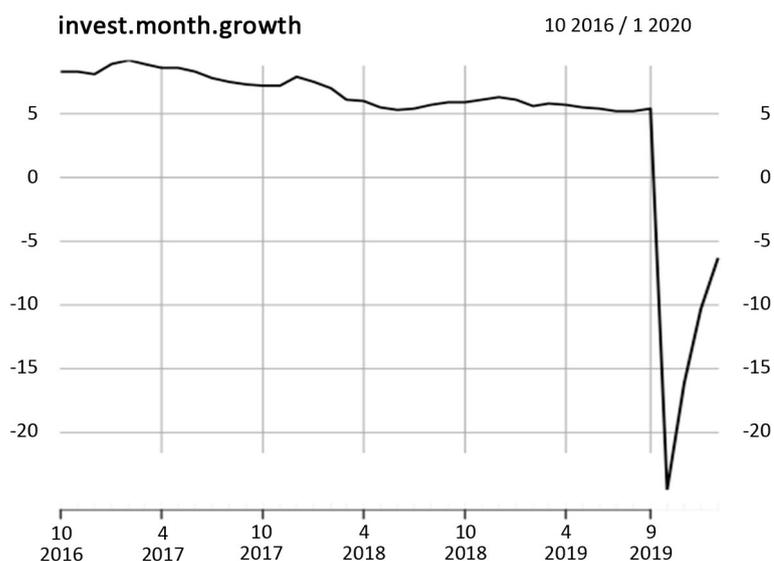


Figure 4. Shows the growth trend of total fixed investment
图 4. 固定投资总额的增长趋势

综上，在 2016~2019 年期间，中国并没有掉入流动性陷阱，特别是在 2018 年中美贸易摩擦加剧的情况下，我国一方面通过货币政策调整利率，调低银行准备金率，另一方面采取积极的财政政策，逐年增加投资水平，扩张消费水平，GDP 产值处于平稳的趋势。但是疫情期间，利率水平依然很低，但是民众消费和投资并没有上升，反而同比增长处于负值。通过 Shibor 曲线图也可以看到，虽然 2020 年末端的位置曲线上升，这说明中央银行在有意调整名义利率来打消人们对于持续低利率的预期，然而实际利率依然没有提高。所以，疫情期间的经济现象，出现了通货紧缩、公众悲观预期以及货币政策没有达到理想效果等三项产生“流动性陷阱”的条件，应予以高度警惕，要综合施策，避免掉入“流动性陷阱”，出现经济危机。

4. 中国宏观经济政策分析与建议

2018 年 7 月，中国经济外部环境发生明显变化，我国中央政府提出了“六稳”，即稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。在经济稳中求进的基本要求下，我国经济经受了外部环境变化的冲击，保持了平稳健康发展。今年，突如其来的疫情严重冲击我国经济，造成前所未有的影响。一是生产、消费、交换等经济活动基本停滞，经济出现负增长。二是经济主体陷入现金流危机。三是金融

市场动荡，金融风险加大，威胁金融稳定。四是外部环境严重恶化，给进出口造成重大影响。因此，我国中央政府及时作出安排，在继续坚持“六稳”的基础上，提出了“六稳六保”的宏观经济总要求，“六保”即保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。同时，中央和地方政府从财政政策和货币政策两个方面，辅以行政手段，相继出台了一系列刺激经济的政策措施，起到了积极的作用。本文通过查阅中国政府网等相关网站的资料，归纳如下：

4.1. 抓住复工复产关键，保产业链供应链稳定、保市场主体、保居民就业

中央政府自 2020 年 3 月份至 4 月份短短 1 个月的时间，连续颁发了《国务院办公厅关于进一步精简审批优化服务精准稳妥推进企业复工复产的通知》(国办发明电[2020]6 号)、《国务院办公厅关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》(国办发[2020]6 号)等 5 份文件，旨在解决经济活动停滞问题，形成保产业链供应链稳定-保市场主体-保居民就业的良性的市场产品生产供应的体系。

政府的政策对国有或者大型企业起到了关键性作用。全国生产型的企业复工率基本达到了 100%，例如笔者从铁路部门了解到，铁路基础建设项目已全部复工，在场劳务工 52.5 万人，国企职工 12.5 万人。但是小微企业，特别是第三产业经过疫情冲击后长时间停产，已经元气大伤，尽管餐饮业、商业等基本恢复，但需要一个长期的恢复过程。根据北大数字金融研究中心的最新研究成果，疫情发生后，个体经营户活跃的数量全国总体水平下降了 50%，疫情对农村个体经营户业务量的冲击比城市相对少一些。刘元春认为，这个分化的原因是因为规模性政策或一揽子复苏政策传递过程存在时滞。笔者同时认为，一些生命力比较脆弱的企业(可能不在少数)在复工复产之前已经倒闭，经过市场的培育产生一批新的小微企业还有待时日。刘元春还认为，大企业、项目的复苏只能反映行政复苏的能力很强，但是经济停摆，产业链、价值链断裂所带来的冲击才刚刚开始，中国的行政性复工复产不是在市场常态化运行中所呈现出来的市场运行水平。所以要高度警觉一些数据反弹所带来的短期幻觉，必须从中期的角度出发，为下一步政策定位做出更明确的规划。

4.2. 扩大内需，采取更为积极的财政政策，推进新基建、新农村、新环保、新技术产业、新区域经济的发展

郑新立认为扩大内需是实现“六稳”、“六保”的根本举措。在房地产退出拉动经济的引擎之后，我国基础设施建设的拉动起到了关键作用。我国政府从推进新基建、新农村建设、区域发展、支持环保产业、技术创新等方面出台了一系列的扶持政策，将有利拉动内需，迅速扭转疫情造成的经济发展受阻的局面。比如政府采取积极的财政政策：专项债用于市政、铁路、轨道交通、农林水利等传统重大基础设施项目建设和 5G 网络、特高压、数据中心、城际高速铁路等新型基础设施项目建设，发挥大基建带动投资、扩大需求、稳定经济运行的作用。据相关资料，经国务院批准，财政部前期提前下达了 2020 年部分新增地方政府债券额度 18,480 亿元，其中专项债券 12,900 亿元；截至 4 月 15 日，全国各地发行新增地方政府债券 15,691 亿元，其中专项债券 11,607 亿元，占 90%，主要用于新建和在建项目建设；5 月份财政部拟再提前下达 1 万亿元地方政府专项债券额度。这是打通资金传导途径，将优质资金用于有效投资、拉动需求上，对于跨越“流动性陷阱”起到关键性的作用。

4.3. 保证民生，稳住就业，关键是群力群策，扶持小微企业和民营企业的发展

要保持经济平稳运行、保持社会稳定，尽快恢复市场秩序、稳定就业水平，促使小微企业和民营企业正常运转至关重要。从官方数据来看，我国宏观经济复苏的进程顺利，比如大型项目的开工率、复工率、达产率及大型企业特别是国有企业的达产率较好；但是从一些民间调研来看，经济形势仍然很艰难，特别中小企业、民营企业状况依然很差。

从财政政策上,一是发行抗疫特别国债,用于救助特别困难的中小微企业和个体工商户,以及城乡低收入困难人群;2020年政府工作报告明确,国家将发行1万亿特别国债。二是减税降费,降低企业经营成本,增加企业可支配收入,提升了企业的生存能力。据国家税务总局公布数据,一季度全国累计实现减税降费7428亿元。三是减免房屋租金。据笔者调查,房租是大多数中小微企业和个体工商户主要支出之一。对于租赁国资房产的,落实国家已有明确的租金减免政策;关于私人房产租金减免问题,可以采取政府适当补贴方式。

从货币政策上,一是运用金融工具进行定向调节,包括降低利率、信誉贷款、定向降准、贴息贷款等,保证资金向小微企业的定向传导和流动。央行数据显示,一季度,全社会融资规模新增11.08万亿元;国家税务总局公布数据,中小微企业获得“税银互动”贷款金额1800多亿元,一定程度上缓解了企业生存压力,货币政策效果初现。二是建议通过行政手段影响,使合理资金定向流到中小微企业,但需要加强监管,并允许放款部门接纳一定的风险。

产业政策、消费政策、就业政策等相关政策对中小企业、民营企业的恢复甚至于挽救十分重要。

5. 总结

1) 通过文献整理分析,笔者认为:“流动性陷阱”理论虽然具有一定的历史局限性和条件限制性,但是我们不能忽略它的经济学意义,即“流动性陷阱”意味着经济危机或者经济大萧条;在陷入流动性陷阱的情况下,货币的传导机制失效。在经济衰退时期,要警惕流动性陷阱,不能单纯采取货币政策化解危机。

2) 通过对CPI同比变化率、Shibor隔夜利率以及计算实际利率的分析,辅以GDP和固定资产投资数据分析验证,认为我国当前疫情下已经出现了“流动性陷阱”的条件,即通胀紧缩、悲观预期以及货币政策失效,需要引起高度警惕,采取多种政策,尽快度过风险期。

3) 我国的“六保六稳”目标是跨越“流动性陷阱”、快速恢复经济发展的根本保证,采取的宏观经济政策是有效的。提出尽快复工复产、复商复市的基础上扩大内需,除了基础设施建设和国有企业的拉动作业起到关键作用以外,重点扶持中小企业、民营企业对保证民生、稳住就业至关重要。需要从财政政策和货币政策以及其他政策上给与特殊的支持。

数据来源

本文数据来自于中国财富网、中国政府网等官方网站。

参考文献

- [1] 刘巍,龙竞.对凯恩斯“流动性陷阱”学说的质疑[J].上海金融,2017(3):107-110.
- [2] 李翀.流动性陷阱之谜的解析[J].学术研究,2019(6):74-84.
- [3] 王春峰,康莉.从“流动性陷阱”看我国通货紧缩的成因[J].国际金融研究,2000(2):60-65.
- [4] 王自力.是流动性陷阱还是流动性约束——再论如何提高货币政策的有效性[J].中国金融,1999(3):3-5.
- [5] 曾令华.我国经济今年不存在流动性陷阱[J].经济学动态,1999(12):3-5.
- [6] 刘煜辉,钱学宁.反思中国金融杠杆之殇[J].银行家,2016(9):11-17.
- [7] 刘明彦.M1与M2剪刀差效应:国际视角与中国展望[J].银行家,2016(9):93-94.
- [8] 钮文新.中国金融将会“停摆”吗?[J].中国经济周刊,2016(33):78.
- [9] 苏剑,林卫斌.发达经济“新常态”的根源和表现[J].学术研究,2015(7):74-78.
- [10] 裘越芳,李波.中国式“流动性陷阱”:识别,根源与应对政策选择[J].上海金融,2017(3):3-11.
- [11] 胡子航,张玉玲.如何摆脱流动性陷阱[J].金融市场,2016(24):69-70.