

“大宏观”系列丛书

宏观政策评价报告 2018

陈彦斌 陈小亮 刘凯 郭豫媚 刘哲希/著

非
外
借



科学出版社

“大宏观”系列丛书

宏观政策评价报告 2018

陈彦斌 陈小亮 刘凯 郭豫媚 刘哲希/著

科学出版社

北京

内 容 简 介

本书在“大宏观”视角下，结合现代宏观经济理论和中国国情，从“指标前瞻性设定合理性”、“政策整体效果”、“政策力度与传导效率”、“政策空间”、“预期管理”和“政策协调性”等方面对中国的宏观政策进行了系统全面的年度评价。作为一项创新性的基础研究，本书具有重要的理论意义和政策价值，不仅有助于倡导问题导向的宏观理论研究，而且有助于创新与完善宏观调控，从而推动中国经济“由高速增长阶段转向高质量发展阶段”。

本书可供科研机构人员、政府部门相关人士以及经管类高校师生阅读使用，尤其适用于研究宏观经济政策及相关问题的经济工作者。

图书在版编目(CIP)数据

宏观政策评价报告. 2018 / 陈彦斌等著. —北京: 科学出版社, 2018.8
(“大宏观”系列丛书)

ISBN 978-7-03-058098-6

I. ①宏… II. ①陈… III. ①宏观经济—经济政策—研究报告—中国—2018 IV. ①F120

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 133322 号

责任编辑: 陶璇 / 责任校对: 孙婷婷
责任印制: 吴兆东 / 封面设计: 无极书装

科学出版社出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

北京虎彩文化传播有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2018 年 8 月第 一 版 开本: 787×1092 1/16

2018 年 8 月第一次印刷 印张: 14 3/4

字数: 331 000

定价: 98.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换)

作者简介

陈彦斌，中国人民大学“杰出学者”特聘教授、经济学院副院长，1976年9月生于湖南益阳，2009年破格晋升为博士生导师，2010年破格晋升为教授，《经济研究》、《中国工业经济》、《改革》、《财贸经济》、《经济与管理研究》和《经济评论》等重要期刊的编委或学术委员，《光明日报》理论版专栏作家，中国社会科学院经济所学术委员会委员，中共中央组织部司局级干部选学班教员，中共中央宣传部马克思主义工程首席专家，教育部新世纪人才，霍英东奖获得者。研究领域为宏观经济学，在国内外重要期刊发表上百篇学术论文，提出了“大宏观”理念，著有《宏观政策评价报告》，在“大宏观”视角下结合宏观经济理论和中国国情对宏观调控进行系统评价，还创办了《中国企业创新能力百千万排行榜》，对全国8万家高新技术企业的创新能力进行全覆盖全方位的评价。

陈小亮，供职于中国社会科学院经济研究所，1987年6月生于山东潍坊，2015年毕业于中国人民大学经济学院，获得经济学博士学位，国家自然科学基金项目评议专家，光明网经济智库专家，主要从事宏观政策、经济增长和房地产等方面的研究，在《经济研究》（3篇）、《经济学动态》、《改革》和*Energy Policy*等国内外核心期刊发表30余篇学术论文，并在光明网、《经济参考报》、《经济观察报》、《财经》等重要媒体和报刊发表近20篇智库类文章，出版3部专著，主持1项国家自然科学基金项目，参与多项国家级课题项目。

刘凯，剑桥大学经济学博士，中国人民大学“杰出学者”青年学者、经济学院副教授，研究领域为开放宏观、宏观经济政策和收入分配，出版《美元与中国宏观经济》等3部专著，在*Emerging Markets Finance and Trade*、*Social Indicators Research*以及《经济研究》和《经济学（季刊）》等国内外权威学术期刊发表论文近20篇，并在光明网、《经济参考报》、《经济观察报》、《中国经济报告》等重要媒体报刊发表多篇宏观经济评论文章，主持

1项国家自然科学基金项目以及1项IMF（International Monetary Fund，即国际货币基金组织）课题项目，并参与多项国家级课题。

郭豫媚，中央财经大学金融学院讲师，1989年4月出生于浙江杭州，2016年毕业于中国人民大学经济学院，获得经济学博士学位，主要从事宏观经济学，尤其是预期管理和货币政策等方面的研究，已经在《经济研究》（3篇）、《金融研究》、《经济学动态》、《改革》和 *Applied Energy* 等国内外核心期刊发表近20篇学术论文，并在光明网、《经济观察报》等重要媒体和报刊发表多篇智库类文章，主持1项国家自然科学基金项目，参与马克思主义理论研究和建设工程等多项国家级课题。

刘哲希，对外经济贸易大学国际经济贸易学院讲师，1991年2月生于黑龙江大庆，主要聚焦于宏观政策、经济增长与资产泡沫等方面的研究，已经在《经济研究》、《世界经济》、*Emerging Markets Finance and Trade* 等国内外核心期刊发表近20篇学术论文，并参与多项国家级课题项目。

前 言

宏观经济政策（本书简称宏观政策）在中国通常也被称为宏观调控，这个术语是在政策实践过程中逐渐形成的，体现出与时俱进的特点。1984年中共十二届三中全会首次提出了“宏观调节”的概念，1988年中共十三届三中全会正式使用了“宏观调控”的概念，1993年中共十四届三中全会进一步提出了“建立以间接手段为主的完善的宏观调控体系”。在中国，宏观政策的内容比较宽泛，除了货币政策和财政政策之外，还包括投资政策、产业政策、土地政策和区域政策等内容，近年来又加入了宏观审慎政策等多种新政策。这些政策可以统称为广义的宏观政策。

虽然广义宏观政策的内涵日益丰富，但是符合宏观政策所追求的经济与金融“双稳定”核心目标的主要是货币政策、财政政策和宏观审慎政策，这三者被称为狭义的宏观政策。近年来，中国也越来越聚焦于狭义的宏观政策。一方面，更加强调货币政策和财政政策在宏观政策体系中的主体地位。十八届三中全会明确指出，要健全“以财政政策和货币政策为主要手段的宏观调控体系”。国家“十三五”规划进一步要求，“完善以财政政策、货币政策为主，产业政策、区域政策、投资政策、消费政策、价格政策协调配合的政策体系”。另一方面，对宏观审慎政策的重视程度明显提升。十九大报告明确提出，要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”。此外，中国正在推进以市场化为导向的经济体制改革，因此也应该构建以市场化为导向的宏观政策体系，只有这样，经济体制和宏观政策体系才能相互匹配，真正提高宏观政策效率。而狭义的宏观政策比广义的宏观政策更能满足市场化导向的特点。有鉴于此，本书主要评价狭义的宏观政策。考虑到宏观审慎政策在理论和国际经验层面均不成熟，本书重点评价狭义宏观政策中的货币政策和财政政策。

对宏观政策进行评价是一项重大的基础性研究工作，具有重要的理论价值和现实意义。就理论价值而言，本书倡导问题导向的理论研究，有助

于完善中国的宏观政策理论体系。著名经济学家曼昆有句名言，“上帝将宏观经济学带到人间，并不是为了提出和检验优美的理论，而是为了解决实际问题”。回顾宏观经济学的百年发展史也会发现，宏观经济学一直是在解决现实问题的基础上不断完善理论体系，大萧条、大通胀、大缓和及 2008 年全球金融危机等里程碑事件均是如此。以大萧条为例，当时主流观点信奉市场出清理论，认为市场会推动经济自动恢复至均衡状态，然而该理论不能解释大萧条时期产出持续下降和失业率不断攀升的事实。宏观经济学界在尝试解释大萧条的过程中，经历了凯恩斯主义、货币主义、金融加速器理论等一系列进展，推动着宏观经济理论体系不断完善。再以 2008 年全球金融危机为例，虽然宏观经济理论还未对此形成系统的解释，但是也已经出现了一些新进展，其中关于宏观政策的重要启发是，宏观政策应更加重视金融稳定和政策协调配合。有鉴于此，本书基于现代宏观经济理论并结合国情对中国的宏观政策进行评价，有助于完善中国的宏观政策理论体系。

就现实意义而言，本书有助于提高中国宏观政策的效率，从而更好地实现“稳增长”和“防风险”等重要目标。一方面，新常态以来中国经济持续面临下行压力。中国经济增速从 2012 年的 7.9% 持续下行到 2016 年的 6.7%，2017 年经济增速虽然出现反弹，升至 6.9%，但是这主要源自外部需求的强劲拉动，国内消费与投资两大需求依然较为疲软。中国要想实现“两个一百年”奋斗目标并顺利跨越中等收入陷阱，仍然需要经济保持一定增速。在此背景下，很有必要运用宏观政策实现“稳增长”。另一方面，近年来中国面临着房地产泡沫风险、地方政府债务风险、银行不良贷款风险等多种金融风险。2008 年全球金融危机之后宏观经济学界达成的一项重要共识就是，宏观政策只关注经济稳定是不够的，还应该高度重视金融稳定。中国也已经开始高度重视防范金融风险，其效果如何还有待考察。通过对宏观政策进行评价，能够发现中国在政策制定和实施过程中存在的问题，并借鉴理论和国际经验对未来政策思路做出调整，从而使中国的宏观政策更好地实现“稳增长”和“防风险”等重要目标。因此，宏观政策评价具有重要的现实意义。

本书将在“大宏观”视角下，结合现代宏观经济理论和中国国情，从关键性指标前瞻性设定合理性、政策整体效果、政策力度和传导效率、政策空间、预期管理和政策协调性等维度对宏观政策进行系统全面的年度评价。本书不仅有助于完善中国宏观政策理论体系，而且有助于更好地提高中国宏观政策的效率，以更小的代价促进中国经济实现“高质量发展”，早日实现中华民族伟大复兴的中国梦。

本书得到了中国特色社会主义经济建设协同创新中心的资助，在此表示感谢。

陈彦斌

2018年1月

目 录

第一篇 评价报告

主报告	宏观政策评价报告 2018	3
分报告一	宏观政策关键性指标前瞻性设定的合理性评价	12
分报告二	宏观政策整体效果评价	22
分报告三	政策力度和传导效率评价	47
分报告四	政策空间评价	69
分报告五	预期管理评价	77
分报告六	宏观政策协调性评价	94

第二篇 专题研究

专题研究一	推动资产价格上涨能够“稳增长”吗?	113
专题研究二	垂直生产结构、利率管制和资本错配	136
专题研究三	萨默斯长期停滞理论辨析及其对中国的启示	158
专题研究四	房地产对经济增长的短期与长期影响	171
专题研究五	中国宏观税负的测算及启示	183
专题研究六	预期管理的政策实践与改进措施	196
专题研究七	从宏观经济学百年简史看“宏观经济学的麻烦”	208

第一篇 评价报告

主报告 宏观政策评价报告 2018

在中国，宏观政策的内涵比较宽泛，除了货币政策、财政政策和宏观审慎政策之外，还包括产业政策、区域政策、投资政策和土地政策等，这些被统称为广义的宏观政策。虽然广义宏观政策的内涵日益丰富，但是符合宏观政策所追求的经济与金融“双稳定”核心目标的主要是货币政策、财政政策和宏观审慎政策，这三者被称为狭义的宏观政策。近年来，中国的宏观调控也越来越聚焦于狭义的宏观政策，一方面更加强调货币政策和财政政策在宏观政策体系中的主体地位；另一方面对宏观审慎政策的重视明显加强，十九大报告明确提出，要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”。不过，考虑到宏观审慎政策在理论和国际经验层面均不成熟，本报告重点评价狭义宏观政策中的货币政策和财政政策。

由于宏观政策旨在帮助宏观经济实现平稳运行，因此要想准确地评价宏观政策，首先需要把握宏观经济的运行状况。就经济稳定而言，2017年中国经济“稳中有进”“经济实力再上新台阶”“人民获得感、幸福感明显增强”，不过经济增长态势还不够稳固，投资需求和消费需求依旧较为疲软。就金融稳定而言，2017年中国对金融风险的防控取得了显著成效，不过在房地产风险、地方政府债务风险等方面依然存在隐患。中国经济增长态势不够稳固以及潜在金融风险尚存的一个重要原因是，宏观政策的调控效果有待改进。本报告将在“大宏观”视角下，结合宏观经济理论与中国国情，从关键性指标前瞻性设定的合理性、政策整体效果、政策力度和传导效率、政策空间、预期管理和政策协调性六大维度对2017年的宏观政策进行系统全面的评价。

一、关键性指标前瞻性设定的合理性评价

自改革开放以来，基本上每年的政府工作报告均会对当年的GDP（gross

domestic product, 即国内生产总值) 增速、CPI (consumer price index, 即消费者价格指数) 涨幅等宏观政策关键性指标进行前瞻性设定。这些关键性指标的前瞻性设定对于宏观政策的整体调控思路与具体政策实践具有重要的指导意义。根据 2017 年政府工作报告的表述, 2017 年中国宏观政策关键性指标的前瞻性设定如下: 经济增长方面, 将 GDP 增速目标设定为“6.5%左右, 在实际工作中争取更好结果”; 物价水平方面, 将 CPI 涨幅目标设定为“3%左右”; 财政政策方面, 财政赤字率“拟按 3%安排”; 货币政策方面, 将广义货币 M2 增速与社会融资规模余额增速都设定在“12%左右”。

第一, 将 GDP 增速目标设定为“6.5%左右, 在实际工作中争取更好结果”, 实质上延续了区间管理的思路, 而且区间的设定较为合理。区间下限强调要在“6.5%左右”, 是因为要想完成“到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”等重要目标, 2017~2020 年经济平均增速需要达到 6.43%, 因此“6.5%左右”的增速有其必要性。强调“在实际工作中争取更好结果”则是因为 2017 年就业压力有所加大, 而且 2017 年中国经济潜在增速能够达到 6.9%左右, 实际增速也应尽可能向潜在增速靠拢。

第二, 将 CPI 涨幅目标设定在“3%左右”较为合理, 符合经济运行的实际情况。2016 年下半年 CPI 涨幅回升势头明显, 2017 年 1 月 CPI 涨幅更是达到 2.5%, 是 2014 年以来的单月最大涨幅。在此情形下, 有必要将 2017 年的 CPI 涨幅目标继续设定为 3%左右, 这与 2015 年和 2016 年的目标相同, 实现了政策的连贯性。如果 CPI 涨幅目标低于 3%, 很可能会产生宏观政策全面趋紧的误导, 从而加重经济下行压力; 如果 CPI 涨幅目标高于 3%, 则很可能引发公众对通胀的担忧。

第三, 在积极财政政策的定位下, 财政赤字率目标继续设定在 3%有其必要性。财政政策作为“稳增长”的核心政策工具, 在经济下行压力没有显著减轻的情况下, 需要保持较大的力度。考虑到 2016 年赤字率的目标值设定在了 3%, 在“财政政策要更加积极有效”的定位下, 2017 年赤字率的目标值不应低于 3%。但是, 本报告认为现阶段赤字率目标值不宜过高。这是因为, 近年来中国政府债务率的攀升速度较快, 如果将大量地方政府隐性债务考虑在内, 政府债务风险实际上已经较为严峻, 因此财政赤字率不宜设在过高的水平。

第四, M2 和社会融资规模余额“12%左右”的目标增速符合货币政策“稳健中性”的定位。M2 增速目标基本符合“M2 的增长幅度等于 GDP 的目标增长率+CPI 计划调节率+2 至 3 个百分点”这一规则。社会融资规模与 M2 分别从金融机构资产端和负债端进行统计, 相当于一个硬币的两面, 因此将二者的目标增速设定为相同的数值是较为合理的。不过, 政府工作报

告对货币政策价格型中介指标的表述仍然较为笼统，未来应更清晰地界定价格型货币政策所要调控的利率种类及其目标值，从而提高货币政策的调控效率。

二、政策整体效果评价

评价宏观政策的调控效果如何，主要是分析宏观政策所追求的“双稳定”目标是否得以实现。2017年，中国宏观政策在继续将“稳增长”列为首要目标的同时，对金融稳定的重视程度明显提升，强调“要把防控金融风险放到更加重要的位置”。为此，本报告分别对2017年经济稳定和金融稳定的效果进行了评价。

就经济稳定而言，2017年中国经济“稳中有进”，GDP增速达到6.9%，比2016年升高了0.2个百分点。这不仅超过了“6.5%”的目标下限，而且也是2011年以来GDP增速首次止跌回升。从全世界范围来看，2017年中国经济增速在主要经济体中遥遥领先，明显超过美日欧等发达经济体，也比印度和巴西等新兴经济体的经济增速高。

尽管如此，中国经济回升的势头还不够稳固。第一，2017年中国经济增速的回升主要依靠外部需求的拉动，消费需求和投资需求依然较为疲软。如果剔除出口超预期增长对经济的拉动作用，那么2017年的GDP增速有可能低于2016年。第二，民间投资是近年来中国经济下行压力的重要来源之一，2017年民间投资的低迷态势没有明显改观。剔除价格因素，2017年民间投资实际增速仅为0.2%，较2016年全年下降了3.6个百分点，与2012~2016年的平均增速相比更是下跌了多达15.8个百分点。不仅如此，2017年下半年以来民间投资实际增速更是出现了较为罕见的负增长。第三，2017年以来中国中小企业的采购经理人指数（purchasing manager's index, PMI）持续偏低，基本在50%荣枯线附近徘徊。由于中小企业的PMI比大型企业的PMI更能反映出经济增长的内在动力，可见2017年中国经济增长的内在动力依然有所不足。

就金融稳定而言，2017年中国金融“防风险”工作取得了显著成效。第一，外汇风险明显减轻。2017年人民币汇率企稳回升，人民币对美元汇率累计升值约5%，基本回升到2016年中期的水平。同时，资本外流压力有所减轻，外汇储备规模扭转了2015年和2016年的下行态势。第二，金融去杠杆取得显著成效，金融机构对短期负债的依赖度有所下降，负债端与资产端的期限错配问题得以缓解，这使得市场流动性风险有所改善。第三，金融体系

信用风险有所下降。2017 年商业银行不良贷款率的攀升势头得到遏制，前三季度不良贷款率一直保持在 1.74%，与 2016 年底持平。影子银行的扩张势头也显著放缓，影子银行规模占 GDP 的比重自 2012 年以来首次出现下降，从 2016 年的峰值 86.5% 下降至 2017 年上半年的 82.6%。此外，2017 年所开展的打击违法违规金融活动工作取得了积极进展，显著提升了互联网金融行业的规范程度，从而降低了互联网金融风险。

不过，中国仍然面临着一些潜在的金融风险与隐患。第一，房地产泡沫风险尚未得到妥善化解，尤其是部分三、四线城市的房地产泡沫风险有所加剧。第二，虽然企业部门整体债务率略有下降，但是企业偿债压力并没有得到缓解，而且部分国企与局部地区的企业债务违约风险进一步上升。第三，地方政府债务率的攀升速度依然偏快，而且地方政府债务区域性风险和债务隐性化问题较为突出。

三、政策力度和传导效率评价

政策力度和传导效率是决定宏观政策效果的两个重要因素。为了实现既定的调控目标，既需要宏观政策达到一定的力度，也需要有较高的传导效率，二者缺一不可。因此，要想探寻 2017 年宏观政策效果有所欠佳的原因，需要对政策力度和传导效率进行综合评价。

第一，货币政策的力度有所不足，而且传导效率依旧不高。

从 2017 年货币政策的执行情况来看，数量型和价格型货币政策的力度都偏小。数量型货币政策方面，截至 2017 年 12 月末，M2 同比增长 8.2%，明显低于“12%左右”的目标值。考虑债务置换的影响之后，同期社会融资规模余额增速约为 10.5%，同样没有达到“12%左右”的目标值。价格型货币政策方面，在经济面临下行压力的背景下，实际利率不降反升。2017 年四个季度金融机构人民币一般贷款加权实际利率平均为 4.2%，而 2016 年四个季度的平均值为 3.5%，可见实体经济融资成本呈现出明显的上涨趋势。要想更好地兼顾经济稳定与金融稳定，在“管住货币供给总闸门”的前提下，还需要“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”，但是 2017 年的 M2 和社会融资规模余额增速双双低于目标值，实际利率也有所升高，可见货币政策力度的确有所不足。

货币政策未能有效地通过利率机制和信贷机制服务于实体经济，因此传导效率依旧不高。利率机制方面，实际利率不降反升，这会抬高企业的融资成本，减弱企业的投资动机。在企业债务高企的情况下，利率升高还会加重

企业的偿债负担，进一步削弱企业的投资动机，由此导致货币政策难以通过利率机制发挥作用。信贷机制方面，在中央和各级地方政府的严格调控之下，房地产市场有所降温，但是仍然有大量信贷流向房地产市场。截至 2017 年末，房地产贷款余额占人民币贷款余额的比重达到了 26.8%，比 2016 年末再度升高了 1.8 个百分点，由此导致金融服务实体经济力度不足，可见信贷机制的效果同样不够好。

第二，财政政策的力度较大，但是传导效率有待提高。

2017 年，积极财政政策的力度相对较大，具体表现在如下几个方面：

①2017 年一般公共预算支出增速为 7.7%，高于 6.5% 的目标增速。而且，2017 年的政策执行进度比 2016 年进一步加快，3 月就首次出现了赤字。②2017 年政府性基金支出增速高达 32.7%，比 2016 年高出 21.5 个百分点之多。③2017 年公私合营（public private partnership, PPP）落地投资额超过了 2016 年，从而能够强化积极财政政策的整体力度。不过，2017 年的宏观税负比 2016 年稍有加重，导致积极财政政策的力度略打折扣。

积极财政政策既没能有效拉动投资增长，也没能有效拉动居民消费增长，可见传导效率有待提高。投资方面，2017 年以来国家预算资金占全社会固定资产投资资金来源的比重进一步提高并且超过 6%，这也是 2008 年国际金融危机以来首次突破 6%，但是这并没有改变全社会固定资产投资（尤其是民间投资）的下滑态势。究其原因，货币政策配合不到位导致财政政策的挤出效应较大，宏观税负的反弹进一步降低了企业的投资动机，而民间投资的空间受限使得其下滑态势更加明显。消费方面，在积极财政政策持续发力的情况下，2017 年全国居民人均消费支出实际增速仅为 5.4%，与 2016 年相比大幅降低了 1.4 个百分点，延续了 2015 年和 2016 年的下滑态势。这主要是因为，积极财政政策并未显著提升中低收入家庭的可支配收入水平。

四、政策空间评价

宏观政策空间的大小决定了未来政策是否可持续。尤其是在应对经济下行压力的时候，如果宏观政策不可持续，很容易打击市场信心，进而导致政策效果大打折扣。通过分析政策空间的大小，可以前瞻性地判断中国后续宏观政策的调整方向和政策力度。

中国的货币政策仍然拥有一定的空间。第一，与其他国家相比，中国降准和降息的空间依然较大。降准方面，IMF 调查报告显示，全世界大部分国家的存款准备金率为 0~5%，还有部分国家存款准备金率为 6%~15%，

只有极少数国家的存款准备金率高于 16%。截至 2017 年末，中国大型金融机构的存款准备金率为 16.5%，中小型金融机构的存款准备金率为 13%，在全世界范围内处于相对较高水平。降息方面，截至 2017 年末，中国的一年期存、贷款基准利率分别为 1.5% 和 4.35%，距离零下限尚有较大空间。即使是考虑与发达经济体更具有可比性的货币市场利率（如央行公开市场操作 7 天逆回购利率），也依然拥有较大的降息空间。第二，尽管美国、英国等发达国家相继步入加息通道，给中国的货币政策带来了一定的影响，但是中国不应该被动加息，而应该保持货币政策的独立性，并且在“管住货币供给总闸门”的前提下适度加大政策力度来“稳增长”。从这个意义上讲，发达国家加息并不会明显挤压中国的货币政策空间。

中国的财政政策目前还拥有一定的空间，但是未来将会收窄。截至 2016 年底，中国的中央政府债务占 GDP 的比重仅为 16.1%，远远低于发达国家的水平，与印度和巴西等新兴经济体相比也处于偏低水平，从而为财政政策预留了空间。不仅如此，中国的外债占中央政府债务的比重更是极低，截至 2016 年底该比重仅为 1.05%，与爆发欧债危机国家相比几乎可以忽略不计，从而进一步降低了中国的政府债务风险。但是，未来中国的财政政策空间将会收窄。一方面，地方政府债务仍在不断增加，其形式也更加隐蔽，从而导致财政政策的实际可操作空间呈现收窄趋势；另一方面，人口老龄化不断推进带来的财政负担将会加重未来的政府债务负担，从而导致财政政策空间进一步收窄。

五、预期管理评价

预期管理的核心在于通过信息沟通提高货币政策透明度，对公众预期予以引导，从而提高货币政策的效率。从宏观经济理论和国际经验来看，预期管理主要通过事前进行前瞻性指引、事后进行解释和发布其他重要信息等三个方面发挥作用。因此，本报告从这三个方面对 2017 年中国预期管理的状况进行评价。

第一，2017 年中国人民银行在数量型和价格型指标的前瞻性指引方面实现了新的突破，但仍有较大改进空间。数量型指标方面，中国人民银行对准备金率的调整进行了前瞻性指引。针对从 2018 年起实施的定向降准，中国人民银行早在 2017 年 9 月 29 日就发布消息，从而提前为市场提供了预测 2018 年数量型指标走势的重要信息。价格型指标方面，中国人民银行首次在报告中给出短期利率的合理目标区间，即“银行间市场最具代表性的 7 天回购利率（DR007）总体在 2.75%~3.0% 的区间内运行”。虽然这在形式上与发达国