

国家社会科学基金重大项目（12&ZD064）子报告一

物价水平决定的 货币理论及中国检验

| 卞志村 ◎ 著 |

WUJIA SHUIPING JUEDING DE
HUOBI LILUN JI
ZHONGGUO JIANYAN

 中国金融出版社

国家社会科学基金重大项目（12&ZD064）子报告一

物价水平决定的 货币理论及中国检验

| 卞志村 ◎ 著 |

WUJIA SHUIPING JUEDING DE
HUOBI LILUN JI
ZHONGGUO JIANYAN

 中国金融出版社

责任编辑：张菊香

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

物价水平决定的货币理论及中国检验 (Wujia Shuiping Jueding de Huobi Lilun ji Zhongguo Jianyan) / 卞志村著. —北京：中国金融出版社，2017. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9178 - 2

I. ①物… II. ①卞… III. ①物价水平—影响—货币政策—研究—中国
IV. ①F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 222282 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11.75

字数 181 千

版次 2017 年 12 月第 1 版

印次 2017 年 12 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9178 - 2

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

编辑部邮箱: [jiaocaiyibu@126. com](mailto:jiaocaiyibu@126.com)



前言

物价稳定是中国经济行稳致远的重要保障。2008 年国际金融危机后，中国通胀水平经历了一轮较大幅度的波动，2011 年 7 月一度达到 6.5% 的历史高点。2012 年后，经济逐步企稳，但资产泡沫、产能过剩等经济结构性问题依旧埋伏着再次通胀的隐患。在“增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”“三期叠加”的特殊时期，要实现物价水平稳定并推动经济可持续增长，就必须立足于新的经济发展阶段，进一步改善宏观调控方式。货币政策作为宏观调控，尤其是物价管控的重要手段之一，长期以来都是理论与政策实践关注的重点。要在错综复杂的国内外经济形势下既保持经济的平稳增长，又将通货膨胀水平维持在合理区间，就必须进一步深入探索物价水平的形成机制，并对货币政策的物价调控效果进行持续、深入、系统的研究。

为此，本人与团队成员一起对中国物价水平决定的货币理论以及最优货币调控方式等问题展开了深入研究，并将这一问题作为本人担任首席专家的国家社科基金重大项目“基于物价调控的我国最优财政货币政策体制研究”（批准号：12&ZD064）的子课题一。历经四年的系统研究，课题研究任务顺利完成，重大项目免鉴定结项，相关学术成果见刊于《经济研究》《世界经济》《金融研究》等权威学术期刊。本书是重大项目“基于物价调控的我国最优财政货币政策体制研究”子课题一的最终研究报告。由上述研究成果中归属于“物价水平决定的货币理论及中国检验”子课题的研究成果整合凝练而成，相关成果主要来源于卞志村、孙俊、张义、高洁超、胡恒强、宗旭娇、孙慧智等人的学术论文。

本书的具体撰写任务分工如下：第一章由尹雷撰写；第二章由卞志村、胡恒强撰写；第三章由卞志村、张义、宗旭娇撰写；第四章由卞志村、孙慧智、曹媛媛撰写；第五章由卞志村、胡恒强撰写；第六章由孙俊撰写；第七章由卞志村、高洁超撰写；第八章由尹雷撰写。尹雷对各章节初稿进行统稿整理，赵亮、笪哲、刘志成、束姝妹、朱敏参与了本书的后期编排审校工作。本书终稿由卞志村审定。

本书全面回顾了物价波动与货币政策操作的历史演进过程，系统梳理了物价决定的货币理论机制，针对我国物价决定的货币理论以及最优货币政策调控方式等问题，从多个视角展开深入研究，具体内容分为以下八章：

第一章为导论。本章首先回顾了改革开放以来我国经济发展的周期性波动状况以及中央银行采取的相应货币政策，从经验分析的角度验证了我国货币政策是决定物价水平的重要因素；随后，系统阐述了物价决定的货币理论体系，全面梳理了相关学术研究成果，试图对现有理论体系加以补充完善；最后，给出本书的研究内容与逻辑框架。

第二章为我国通货膨胀短期动态机制。本章首先回顾了国内外菲利普斯曲线模型研究的已有成果，随后从粘性价格与粘性信息两大基本视角出发，进一步探讨了粘性信息与双粘性形式的新凯恩斯菲利普斯曲线在中国的适用性，并对二者与原有的粘性价格模型、混合 NKPC 模型在解释中国通胀问题时的具体表现加以比较分析，深入探究了我国通货膨胀的短期动态机制，提出研究结论与针对性的政策建议。

第三章为公众学习、信息披露与通胀预期形成。近年来，中央银行的预期引导功能备受关注，预期引导能够最小化政策干预的副作用，协助货币政策当局实现经济增长与物价稳定的目标，对于预期机制的研究具有重要意义。本章首先在考虑了各宏观经济变量对居民通胀预期具有影响的基础之上，通过 SVAR 模型实证检验了央行信息披露与实际干预两种政策工具在管理通胀预期时的效果；随后，采用措辞提取法构建了我国媒体信息披露指数，并利用 SVAR 模型重点研究了媒体信息披露对公众通胀预期形成的影响；最后，提出相应结论与政策建议。

第四章为引入金融形势指数的货币政策反应函数在中国的检验。作为总量

性政策的货币政策难以解决个体预期异质性引致的问题,本章试图从宏观角度入手,综合考虑公众学习差异、预期异质性等因素,将代表整个市场参与者异质性预期博弈结果的金融形势指数纳入货币政策制定,以改善货币政策的实际运用效果。本章构建了包含利率、汇率、股价和房价在内的金融形势指数,将其分别引入数量型和价格型货币政策反应函数并进行比较分析,实证检验了前瞻性货币政策操作在中国的适用性。

第五章为中国货币政策工具的选择。此前我国的货币政策操作一直以数量型为主,价格型为辅,然而近年来数量型工具有效性有所降低,《金融业发展和改革“十二五”规划》明确提出要推进货币政策从以数量型调控为主向价格型调控为主转型。基于这一现实情况,本章由较为传统的新凯恩斯 DSGE 模型出发,从微观角度推导出动态 IS 曲线、混合新凯恩斯菲利普斯曲线,并分别列出我国数量型工具与价格型工具的具体形式,实证检验了两类调控工具的运用效果,深入探究了中国货币政策操作的工具选择问题。

第六章为货币政策转向与非对称效应。回顾金融危机以来的十年,中国宏观经济形势跌宕起伏,货币政策也做到了相机抉择与频繁转向,然而央行更多地采用线性的操作规则——经济过热就紧缩,经济低迷就宽松,往往忽视了货币政策在不同作用环境中的非对称效应。面对纷繁复杂的利害权衡与政策取舍,传统的基于线性假设的经济学分析视角已经无法有效地解决中国当前面临的宏观经济问题。本章通过构建多变量 Logistic 平滑迁移向量自回归(LSTVAR)模型,审慎研判我国的宏观经济状态,实证检验中国货币政策的非对称效应,比较分析不同宏观经济区制下相同货币政策工具的实施效果,提出修正经济“增长主义”政策导向等针对性建议。

第七章为适应性学习、通胀预期形成与我国最优货币政策。前几章的一般均衡分析中我们首先研究了完美学习与理性预期假设下的最优货币政策的制定,然而在短期,受外部环境、随机扰动以及预测偏差影响,公众很难准确地捕捉未来经济走势。为加强这一薄弱环节,本章从短期视角出发,引入适应性学习机制替代传统的理性预期假设,在构建的新凯恩斯主义模型框架内,基于偏离度、均值和标准差等多重检验标准比较分析不同货币政策的实施效果,深入研究不完全理性预期情况下的最优货币政策选择问题。

第八章为新常态下货币政策调控转型的政策建议。本章针对如何创新宏观调控思路与方式，怎样推动货币政策调控转型等问题，提出了若干兼备理论基础与现实意义的政策建议。

本书从物价调控视角出发，对相关货币理论进行了系统梳理，并基于我国国情深入分析了中国通货膨胀短期动态机制、通货膨胀预期形成机制、货币政策反应函数修正、最优货币政策选择、货币政策转向与非对称效应等一系列重大理论问题，丰富了国内现有理论体系，有效补充了相关研究领域的薄弱环节，为中国货币政策调控框架转型与工具创新提供了重要的理论支撑，对于新常态下稳定物价的货币政策制定与实施也具有一定的参考价值。

中国宏观经济形势错综复杂，货币政策调控转型任重道远，相关学术研究还有待继续深入推进。本人与课题组成员虽竭尽全力，奈何力有不逮，成果之中可能仍有不完善之处，恳请各位专家学者批评指正！

卞志村

2017年12月



目 录

第一章 导论 /1

- 第一节 物价波动与货币政策操作的历史演进 /2
- 第二节 物价水平决定的货币理论机制 /6
- 第三节 研究内容与框架概述 /9

第二章 我国通货膨胀短期动态机制 /11

- 第一节 研究概述 /11
- 第二节 粘性信息模型与双粘性模型构建：一个比较分析视角 /15
- 第三节 通胀预期和产出缺口预期的估计 /19
- 第四节 粘性信息模型与双粘性模型的实证分析 /26
- 第五节 SIPC、DSPC 与 NKPC、混合 NKPC 的比较 /33
- 第六节 结论及政策建议 /37

第三章 公众学习、信息披露与通胀预期形成 /39

- 第一节 研究概述 /39
- 第二节 公众学习、央行信息披露与通胀预期形成 /40
- 第三节 公众学习、媒体信息披露与通胀预期形成 /66
- 第四节 结论及政策建议 /83

第四章 引入金融形势指数的货币政策反应函数在中国的检验 /86

第一节 研究概述 /86

第二节 基于状态空间模型构建 FCI /90

第三节 包含 FCI 的货币政策反应函数 /97

第四节 结论及政策建议 /100

第五章 中国货币政策工具的选择 /102

第一节 研究概述 /102

第二节 DSGE 模型的建立 /105

第三节 参数校准与实证分析 /108

第四节 结论 /114

第六章 货币政策转向与非对称效应 /116

第一节 研究概述 /116

第二节 研究方法与数据处理 /121

第三节 实证结果 /126

第四节 政策启示 /132

第七章 适应性学习、通胀预期形成与我国最优货币政策 /134

第一节 研究概述 /135

第二节 模型的建立 /137

第三节 货币政策模拟 /142

第四节 结论及政策建议 /153

第八章 新常态下货币政策调控转型的政策建议 /156

第一节 货币政策调控应立足于物价稳定 /157

第二节 货币政策转型须注重预期管理 /158

第三节 加强货币财政政策的协调配合 /159

第四节 货币政策操作规范应转向价格型 /160

参考文献 /161



图表目录

- 图 1-1 研究技术路线图 /10
- 图 2-1 通货膨胀目标值 /22
- 图 2-2 长期均衡实际利率 /23
- 图 2-3 季度通胀预期与实际通胀率 /23
- 图 2-4 季度产出缺口预期与实际产出缺口 /24
- 图 2-5 利率规则值与名义利率 /24
- 图 2-6 各期对本期通货膨胀率的预期 /27
- 图 2-7 各期对本期产出缺口增长率的预期 /27
- 图 2-8 λ 、 R^2 与 α 之间的关系 /29
- 图 2-9 λ 、 γ 、 R^2 和 $k^{\max}$ 、 $j^{\max}$ 之间的关系 /31
- 图 2-10 通货膨胀率与 SIPC 拟合值 /35
- 图 2-11 通货膨胀率与 NKPC 拟合值 /35
- 图 2-12 通货膨胀率与 DSPC 拟合值 /36
- 图 2-13 通货膨胀率与混合 NKPC 拟合值 /36
- 图 3-1 实际通胀率与预期通胀率对比图 /55
- 图 3-2 各种措辞在不同货币政策执行区制的出现频率 /58
- 图 3-3 央行信息披露指数 WI 走势图 /60
- 图 3-4 通胀预期对各变量的脉冲响应图 /65

- 图 3-5 实际通胀率与预期通胀率对比图 /73
- 图 3-6 通胀预期对各内生变量的脉冲响应 /81
- 图 3-7 通胀预期的方差分解 /82
- 图 4-1 公众学习与金融形势指数的隐含关系 /87
- 图 4-2 FCI 中各变量的时变权重 /93
- 图 4-3 金融形势指数 FCI /95
- 图 4-4 FCI 与 GDP 和 CPI 的动态相关系数 /96
- 图 4-5 CPI 和 GDP 对 FCI 冲击的脉冲响应 /97
- 图 5-1 数量型调控时货币政策冲击 /109
- 图 5-2 价格型调控时货币政策冲击 /109
- 图 5-3 数量型调控时需求冲击 /110
- 图 5-4 价格型调控时需求冲击 /110
- 图 5-5 数量型调控时供给冲击 /110
- 图 5-6 价格型调控时供给冲击 /111
- 图 5-7 数量型调控时均衡利率冲击 /111
- 图 5-8 价格型调控时均衡利率冲击 /111
- 图 6-1 中国宏观经济走势与货币政策转向 /117
- 图 6-2 低通胀、高通胀区制下产出、通货膨胀率和股市收益率
对于货币供给冲击的响应 /128
- 图 6-3 低通胀、高通胀区制下产出、通货膨胀率和股市收益率
对于信贷冲击的响应 /129
- 图 6-4 低通胀、高通胀区制下产出、通货膨胀率和股市收益率
对于利率冲击的响应 /130
- 图 6-5 低通胀、高通胀区制下产出、通货膨胀率和股市收益率
对于汇率冲击的响应 /130
- 图 7-1 严格通货膨胀目标制下参数 φ_t 的实际走势与均衡值 /146
- 图 7-2 灵活通货膨胀目标制下参数 φ_t 的实际走势与均衡值 /147
- 图 7-3 混合名义收入目标制下参数 φ_t 的实际走势与均衡值 /147
- 图 7-4 灵活产出缺口目标制下参数 φ_t 的实际走势与均衡值 /147



图 7-5	严格产出缺口目标制下参数 φ_t 的实际走势与均衡值	/147
图 7-6	严格通货膨胀目标制下产出缺口和通货膨胀拟合效果	/148
图 7-7	灵活通货膨胀目标制下产出缺口和通货膨胀拟合效果	/148
图 7-8	混合名义收入目标制下产出缺口和通货膨胀拟合效果	/148
图 7-9	灵活产出缺口目标制下产出缺口和通货膨胀拟合效果	/149
图 7-10	严格产出缺口目标制下产出缺口和通货膨胀拟合效果	/149
图 8-1	CPI 和 PPI 同比增速	/157
图 8-2	城市通胀率和通胀预期	/159
表 2-1	状态空间模型的参数估计	/22
表 2-2	不同 $j^{\max}$ 水平下的估计结果	/28
表 2-3	双粘性模型在不同 $k^{\max}$ 、 $j^{\max}$ 水平下的估计结果	/30
表 2-4	NKPC 的估计结果	/33
表 2-5	混合 NKPC 的估计结果	/34
表 3-1	中国人民银行存款准备金率调整一览表	/41
表 3-2	中国人民银行利率调整一览表	/44
表 3-3	反映央行通胀预期的典型措辞表	/57
表 3-4	各措辞的方差分析表	/58
表 3-5	各措辞频率两两区制比较	/59
表 3-6	数据的平稳性检验	/62
表 3-7	我国城镇居民季度预期通胀率 (2001—2012 年)	/72
表 4-1	季节差分后各变量的平稳性检验	/92
表 4-2	卡尔曼滤波算法估计结果	/93
表 4-3	FCI 与 GDP 和 CPI 的格兰杰因果检验	/96
表 4-4	包含 FCI 的麦克勒姆规则的 GMM 估计结果	/98
表 4-5	包含 FCI 的泰勒规则的 GMM 估计结果	/99
表 5-1	参数校准结果	/109
表 5-2	不同政策工具下的福利损失	/113
表 5-3	需求冲击和供给冲击的福利损失构成	/114
表 6-1	LM 线性检验结果	/125

表 6 -2 c 和 γ 的估计结果 /127

表 7 -1 适应性学习系统的部分参数校准结果 /143

表 7 -2 中央银行货币政策反应类型 /144

表 7 -3 各目标制下的可学习均衡解与二阶矩阵 /146

表 7 -4 经 1 000 次重复试验后的模拟结果 /149

表 7 -5 产出缺口与通货膨胀的均值和标准差情况 /152



第一章

导论

现代经济学已达成广泛共识，维持一个低而稳定的物价水平有利于促进经济的稳定发展。实现一国物价的稳定首先要明确影响一国物价水平的具体因素。根据货币数量论，在货币流通速度保持稳定时，货币供给量与价格同方向变化，这意味着货币是决定物价水平的一个重要因素。进一步，如果考虑到预期因素，则物价水平不仅取决于现期货币供给，还取决于预期的未来货币供给。货币论的精髓用经济学大师弗里德曼的那句名言来概括即是：“通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象。”

国际金融危机后，国内外经济形势复杂多变，通胀动态更加难以预料，物价调控难度加大。近十年中，中国经济波动性增强，通胀和通缩交替出现。2008 年为了防止经济衰退，各国央行纷纷向金融市场注入巨额流动性，我国政府也采取了超额货币和超额信贷的“双扩张刺激政策”，这些措施对经济稳定起到了关键性作用，但这也给未来经济的稳定埋下了隐患：过量货币供给所引发的资产价格尤其是房地产和大宗商品价格的大幅上涨，加速了经济主体通胀预期的形成。从 2010 年下半年开始，中国经济逐步复苏，但随之而来的是由于银行体系流动性供给过多，物价上涨成为经济运行中的主要矛盾，

CPI 在 2011 年 7 月一度达到 6.5% 的高位。为了抑制物价过快上涨，中央银行明确提出货币政策要逐步从反危机状态向常态水平回归，从适度宽松转为稳健。2011 年第四季度，欧洲主权债务危机持续蔓延引发国际金融市场新一轮动荡，加上国内经济结构调整以及前期宏观经济紧缩政策的作用逐步显现，国内经济增速放缓，价格涨幅出现回落，2012 年 3 月 PPI 同比转负，开始了持续 54 个月的负增长，同期 CPI 也降到 2% 的低位。在此情况下，“抗通胀”让位于“稳增长”的呼声再起。2016 年 9 月，在供给侧结构性改革等一系列政策的作用下，我国经济基本面得到改善，经济增速企稳回升，随之而来的是 PPI 由负转正，随后快速攀升至 7.8% 的高位（2017 年 2 月）。物价水平短期中反复大幅波动不利于经济的健康发展，为此，明确我国物价水平决定的货币因素，选择恰当的货币政策调控方式是当前宏观调控政策实践中一个亟须解决的问题。

第一节 物价波动与货币政策操作的历史演进

改革开放以来，我国经济发展呈现出扩张与收缩交替进行的特征，与之相对应，中央银行的货币政策也呈现出明显的扩张与收缩的周期性特点。

一、1984—1985 年的货币政策

自 1984 年开始，中国人民银行专门履行中央银行的职能，以国家直接调控为主的宏观调控体制逐步取代了原来集中统一的计划管理体制，但信贷和货币政策的实施和制定在很大程度上还要依靠中央政府的力量。到 1985 年，我国经济出现了明显过热的现象，工业增长率达到了 21.4%，固定资产投资的增长速度达到了 38.8%，零售物价总水平上涨了 8.8%。为了应对这一现象，中央银行采取了紧缩性的货币政策，具体措施为：严格控制货币发行和贷款规模；先后两次提高储蓄存款利率；加强现金的管理；恢复工资基金管理制度以及加强外汇和外债的管理。从调控结果来看，这样的措施还是有效的，1986 年固定资产投资、物价水平和 GDP 的增长率都有了较大的回落。

二、1988—1992 年的货币政策

由于我国产业结构的失调、中央财政和地方财政实行“分灶吃饭”的管理体制以及中央银行对非银行金融机构信贷的扩张不够重视等原因,1988 年又出现了经济过热的现象,中央银行的货币政策进入全面紧缩时期,具体措施有:重新恢复对贷款规模的限额管理;对货币发行进行严格的指令性计划管理;严格压缩信托公司的信贷规模;提高存贷款利率;提高法定存款准备金率以及开展保值储蓄等。此次调控导致了宏观经济“硬着陆”。从 1989 年 8 月商品零售总额出现负增长开始,工业产业增长率降为零,经济衰退,市场疲软,企业的支付能力大大降低,对此中央银行持续放松银根,先后三次下调存贷款利率,加大贷款投放量,甚至对国有大中型企业直接注资,但经济却仍然呈现“启而不动”的疲软状态。

三、1993—1996 年的货币政策

从 1992 年下半年到 1993 年上半年,中国经济出现了明显的“泡沫”,表现为“四高四热”,即高投资、高工业增长、高货币信贷投放、高物价上涨,股票热、房地产热、开放区热以及集资热。我国工业产值从 1992 年 7 月开始连续 10 个月增长率都保持在 20% 以上,流通中的现金增幅超过了 50%,狭义货币供应量的增长率超过了 40%,通货膨胀率也达到了两位数,1994 年竟高达 21.7%。针对这样的现象,这次中央银行采取了较为温和的“适度从紧”的货币政策,实现了经济的“软着陆”。主要的措施有:整顿金融秩序,强化中央银行的宏观调控能力,逐步采用货币供应量作为货币政策的中介目标,灵活运用利率杠杆以及实施汇率并轨,调节市场汇价等。这次调控取得了很好的效果,不但抑制了经济过热、有效地降低了通货膨胀,而且使整个国民经济保持高增长的势头。

四、1997—2002 年的货币政策

继经济“软着陆”之后,我国经济出现了通货紧缩现象。同时 1997 年 7 月的亚洲金融危机也对我国经济产生了诸多负面影响:经济增长率下降,总需求不足,企业生产能力闲置、产品积压、亏损严重,失业率上升,等等。我国宏

观经济运行出现了明显的通货紧缩趋势。面对复杂的国内外形势，我国中央银行灵活运用货币政策工具，在增加货币供应量的基础上，八次降息，两次下调存款准备金率，大幅调整信贷结构，以及通过人民币外汇公开市场操作以保持人民币汇率的稳定。通过这些措施对宏观经济进行调控，结果表明，稳健的货币政策在积极的财政政策的配合下效果显著，当国际金融市场出现了较为大幅度波动时，我国经济依然保持稳定增长，1998 年到 2001 年我国 GDP 增长率基本保持在 7% ~ 8%，而且初步抑制了通货紧缩，此外货币政策调控方式也基本实现了从直接调控向间接调控的转型。

五、2003—2008 年的货币政策

2003 年稳健的货币政策和积极的财政政策配合的效果逐渐开始显现，随着世界整体宏观经济的复苏，我国也慢慢走出了通货紧缩的阴影，经济进入新一轮的增长周期，物价水平开始回升，但局部行业和地区有过热迹象。为保证国内经济快速平稳地增长，根据经济形势的变化，中央银行采用各种货币政策工具进行“预调”和“微调”，首先灵活应用公开市场操作以保持基础货币的平稳增长，其次多次上调存款准备金率，多次微调利率水平。时至 2007 年，流动性过剩问题仍在发展，物价上涨的压力较大，以致在 2007 年内，中央银行共 6 次上调存贷款基准利率，10 次上调法定存款准备金率，6 次发行定向央票，2008 年上半年又连续 5 次上调存款准备金率。本次“渐进式”的经济调控，松紧适度，而且微调的特征十分明显，从经济增长和通货膨胀两方面看，绩效也比较显著。但到了 2008 年下半年，此前特大自然灾害和国际金融危机的影响日益显著，经济形势发生重大转折，经济增速下降，出口大幅回落，因此中央银行采用了适度宽松的货币政策，5 次下调利率，投放巨额的货币和信贷，确保金融体系流动性的充足，使得货币政策取向在一年内发生了戏剧性的逆转。

六、2009—2011 年的货币政策

为应对国际金融危机日趋严峻的形势，从 2008 年下半年开始，我国采取了适度宽松的货币政策，继 2008 年下半年 5 次下调利率，下调 1 次又上调 1 次存款准备金率，2009 年又新增近 10 万亿元的贷款，货币供应量持续增加。经过两