

结构性锁定下的货币政策困局与突围

文/张军 邓燕飞 王立坤

中国物价已连续多年处于低位运行区间。2022年至2025年，全年居民消费价格指数（CPI）涨幅分别为2.0%、0.2%、0.2%和0.0%。其中，2023年和2024年连续两年显著低于当年“3%左右”的预期目标，2025年亦未达到“2%左右”的政府工作目标。进入2026年，1至7月CPI累计同比涨幅仅为0.9%，其中7月当月同比放缓至0.5%，扣除食品和能源的核心CPI同比涨幅为0.9%。工业生产者出厂价格指数（PPI）自2022年10月以来已在负区间运行超过30个月，虽然2026年7月同比上涨3.5%、连续5个月保持正增长，但这一回升更多受国际大宗商品价格传导影响，而非内需的实质性回暖。^①

面对这一局面，中国人民银行并非无动于衷。2024年末以来，央行在多个公开场合明确将“促进物价合理回升”作为货币政策的重要考量，并接连动用降准、降息、再贷款、结构性货币政策工具等一系列手段。2026年初，央行下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，增加支农支小再贷款及科技创新和技术改造再贷款额度，并单设1万亿元民营企业再贷款。截至2026年6月末，支持做好金融“五篇大文章”的结构性货币政策工具余额达4.6万亿元。^②

然而，实际操作中却呈现出一个耐人寻味的反差——政策表述趋向宽松，实际力度却审慎克制。2026年6月，新发放企业贷款利率已降至约3.0%，较上年同期低约20个基点；新发放个人住房贷款利率约为3.1%。即便基调定为“适度宽松”，央行在《2026年第二季度中国货币政策执行报告》中仍强调“把握好政策实施的力度、节奏和时机”“防止资金空转”。

这一矛盾并非央行犹豫不决，而是折射出一个更深层的体制性现象：**货币政策正面临“结构性锁定”**。所谓结构性锁定，是指尽管货币政策工具箱中工具繁多，但这些工具的传导高度依赖同一条正在收窄的传统渠道；流动性投放

^① CPI与PPI数据来源于国家统计局月度发布。2026年的数据亦见于中国人民银行《2026年第二季度中国货币政策执行报告》第四部分第二节“居民消费价格温和上涨”及“生产价格继续回升”；7月单月CPI与PPI数据来自国家统计局2026年8月发布的月度国民经济运行情况。由于央行报告覆盖时间为上半年，7月数据取自国家统计局直接发布。

^② 数据来源于中国人民银行《2026年第二季度中国货币政策执行报告》。下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点、增加支农支小再贷款及科技创新和技术改造再贷款额度、单设1万亿元民营企业再贷款，参见该报告“内容摘要”及第二部分第四节“发挥货币政策结构优化作用”、专栏3“设立民营企业再贷款支持民营经济发展”；结构性货币政策工具余额4.6万亿元，参见该报告第二部分第四节。

后，因存量债务压力和新兴领域传导梗阻，资金难以有效转化为投资资金和居民收入，并最终形成终端需求的扩大。换言之，央行并非不愿开闸，而是开闸之后，水难以流到该去的地方，甚至又回流到金融体系之中。

要理解这一困境，不能停留在对央行操作的批评或辩护，而需要从中国经济结构转型的深层逻辑出发，系统审视旧传导路径的收缩、新路径的梗阻，以及存量债务对流动性的“吸水效应”。货币政策的传导并非“央行放水、物价上涨”的直线过程，而是经由三个环节层层递进：一，流动性供给：央行通过降准、降息、再贷款等工具向银行体系注入资金；二，信用派生：银行将资金贷给企业、居民或政府，形成实体部门的购买力；三，价格反应：实体部门将资金用于投资或消费，推升相关商品和服务的价格。当前困境的症结恰恰在于：第一环节畅通，第二环节梗阻，第三环节失效。流动性投放后，传统信用派生渠道急剧收窄，新兴部门尚无法承接大规模信贷，大量资金滞留金融体系或用于偿还存量债务，未能转化为新增投资和消费。即便部分资金流入新兴实体经济，其价格效应也与传统部门截然不同。唯有逐环节拆解堵点，才能回答一个根本问题：**锁到底能不能打开？又该如何打开？**

一、四个阶段的递减曲线：一个不可避免的结构事实

要理解当前的结构性锁定，首先需要看清一个基本事实：这不是单纯的周期性波动，而是经济体从“追赶期”走向“成熟期”过程中，增长动能结构发生系统性变迁的产物。用五年移动平均观察过去三十余年的 GDP 平减指数和固定资产投资增速，可以清晰地看到一条趋势性递减的曲线。^①

阶段一：低水平均衡期（约 1992—2001 年）。这个阶段，GDP 平减指数五年移动均值 6.81%，固定资产投资增速虽有几轮起伏，但总体处于低位调整。1998 至 1999 年甚至出现连续通缩，彼时中国正经历国企改革、亚洲金融危机冲击和加入 WTO 前的结构调整。这是一个从计划体制向市场经济转型的“磨合期”，总需求尚未充分释放，物价水平上下跨度大。

阶段二：高速扩张期（约 2002—2008 年）。加入 WTO 后，中国融入全球分工体系，出口导向型工业化全面提速。平减指数五年移动均值约为 4.83%，固定资产投资增速攀升至 20% 以上。房地产市场化改革释放了巨大的居住需求，地方政府在“土地财政—平台融资”模式下大举推进基建。“煤电油运”等供给瓶颈频繁出现，一有需求冲击，瓶颈部门率先涨价并向下游传导，形成“投资扩张、瓶颈涨价、全面通胀”的经典循环。这是中国“投资驱动型增长”的

^① GDP 平减指数、固定资产投资增速及后文的消费支出增速的五年移动平均值源自作者测算。

黄金时代，也是物价上行最具动力的时期。

阶段三：中高速调整期（约 2009—2015 年）。“四万亿”刺激计划延续了基建和地产两大引擎，但边际效应开始递减。平减指数五年移动均值降至约 2.97%，固定资产投资增速从 20% 以上逐步回落至 15% 左右。2012 年后，产能过剩问题日益凸显，瓶颈部门逐一被突破，涨价传导机制开始钝化。决策层在 2014 年前后提出“三期叠加”——增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期——正是对这一阶段特征的精准概括。

阶段四：结构性转换期（2016 年至今）。这是当前所处的阶段。平减指数五年移动均值进一步降至约 1.51%，2023 至 2025 年连续三年为负，2025 年已降至 -0.96%。固定资产投资增速从 2016 年的 7.3% 降至 2025 年的 -3.8%——有数据记录以来首次年度负增长。其中，房地产开发投资 2025 年下降 17.2%，新建商品房销售面积下降 8.7%。^①与此同时，高技术产业投资保持较高增速，但体量尚不足以填补传统部门留下的缺口。

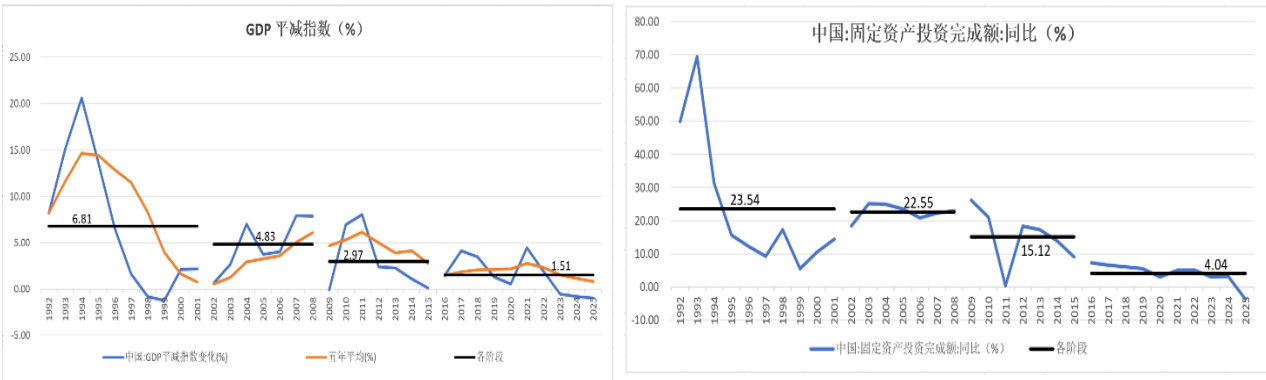


图 1&2 GDP 平减指数和固定资产投资增速

GDP 平减指数和固定资产投资增速四个阶段的移动平均趋势线清晰地展示了一个结构性事实：无论是物价涨幅还是投资增速，都在趋势性“下台阶”。这不是政策失误的简单后果，而是一个经济体在完成工业化起飞、跨越“刘易斯拐点”之后，资本积累的边际回报率自然递减的客观规律。人均 GDP 虽仍处于上中等收入区间，但从需求结构看——传统工业品消费达峰、人口总量见顶、住房面积接近发达国家水平——中国经济的内需潜力已从“量的扩张”转入“质的提升”阶段。过去那种“投资一刺激、瓶颈一涨价、物价一上涨”的传导链条，已基本失效。

^① 参看：国家统计局《2025 年国民经济和社会发展统计公报》及《2025 年全国房地产市场基本情况》。

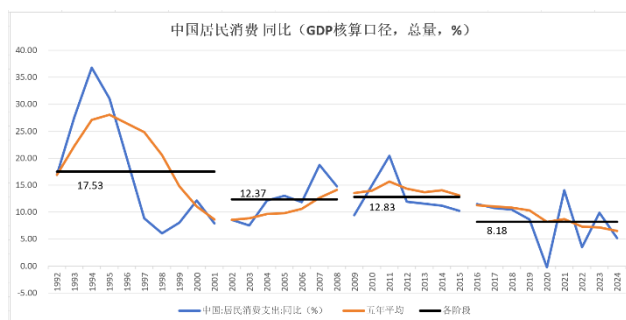


图 3 居民消费增速

居民消费支出的变动轨迹，同样落入这一趋势性递减框架。居民消费支出同比增速（五年移动平均）：阶段一（约 1992—2001 年）为 17.53%，阶段二（约 2002—2008 年）降至 12.37%，阶段三（约 2009—2015 年）略有回升至 12.83%，阶段四（2016 年至今）下滑至 8.18%（其中 2020 年和 2022 年分别仅为 -0.2% 和 3.5%，2024—2025 年亦仅维持在 5% 左右）。投资、物价、消费三者趋势性下行的宏观事实高度一致，三条曲线在各自四个阶段上呈现出叠加速度放缓的共振——投资扩张放缓，则大宗商品价格失去支撑，物价趋于下行；居民财产性收入和工资性收入增长受阻，消费随之走弱——恰恰表明当前经济面临的不是某一部门的单独失调，而是整体增长动能的系统性切换。

二、以“房地产+基建”传导的旧路收窄

过去近二十年，中国货币政策传导形成了一条高度稳定的路径。无论是全面降准、定向降准，还是基准利率下调、LPR 调降，乃至各类再贷款工具，最终几乎无一例外地通过两个部门作用于总需求：房地产和基础设施。这两个部门具备两个关键特征。其一，可抵押资产充足。土地、房产、地方政府平台信用构成了银行信贷投放的硬性担保，使得金融机构敢于大规模扩张资产负债表。其二，产业链条长。房地产牵动建材、钢铁、家装、家电、物业服务等数十个上下游行业，基建则拉动工程机械、交通运输、公用事业等广泛领域。资金从投资端注入后，经由产业链层层传递，最终一部分转化为居民工资收入和企业利润，进而支撑消费。从价格角度看，房地产和基础设施投资带动能源、金属等原材料价格上涨、PPI 攀升，PPI 一定程度上向 CPI 传导，形成“投资扩张、大宗涨价、PPI 上行、CPI 上行”的完整价格传导链。

复盘历次货币信用周期，这一逻辑反复得到验证。2008 年全球金融危机后，“四万亿”刺激计划以基建和地产为两大抓手，信用快速派生，经济实现 V 型反弹。2012 年、2015 年、2020 年，每逢经济下行压力加大，宽信用的终点站始终是这两类部门。这意味着一项长期存在的结构性事实：尽管货币政策工

工具箱里存有十数种工具——降息、降准、公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、支农支小再贷款、碳减排支持工具、科技创新再贷款等等，但它们所瞄准的传导终端，实质上系于同一把锁，即以土地和地方政府信用为锚的房地产-基建信用扩张机制。

这种现象并非凭空生成，而是由三个相互影响的制度安排共同造就的。

第一是财税体制的“土地财政-平台融资”闭环。地方政府财权与事权长期不匹配，使其高度依赖土地出让收入和融资平台举债。这一体制性缺口，恰恰为银行体系提供了一个“准政府信用”的优质抵押品池，使房地产-基建成为信贷扩张最安全、最顺手的出口。

第二是银行主导型金融体系的风险偏好结构。中国金融体系以间接融资为主，银行的风险管理逻辑天然偏好“硬抵押+政府隐性担保”。哪里有土地、哪里有平台信用，哪里就有信贷资源的倾斜。这决定了信用扩张的方向性偏好——并非政策引导所能轻易扭转。

第三是 GDP 锦标赛下的投资饥渴。地方政府在增长竞争中的主导作用，使其天然倾向于将金融资源导向“看得见、见效快”的固定资产投资领域，进一步强化了房地产-基建的传导路径。

三者相互咬合，形成了一个自我强化的制度均衡。如今，这个通道正在主动收紧。房地产去金融化、房企融资“三道红线”、地方债务风险化解、严控新增隐性债务，这些政策方向立足于防范系统性金融风险，具有充分的历史合理性。但其客观后果是，过去支撑信用派生的两大“蓄水池”水位急剧下降。据国家统计局数据，2025 年全年房地产开发投资 82788 亿元，比上年下降 17.2%；其中住宅投资 63514 亿元，下降 16.3%。新建商品房销售面积 88101 万平方米，下降 8.7%。^①货币投放后，传统意义上最有效的“着力点”在快速萎缩，而新的着力点尚未形成规模化替代。

这引出一个追问：房地产和基建是否还有机会恢复正常？如果本轮下行仅是周期性衰退，见底后能否触底反弹？从当前的数据和制度环境来看，答案并不乐观。“三道红线”和地方债务约束并非临时性调控，而是旨在扭转长期发展模式的制度性转向。即便政策在边际上做出调整，房地产重回“蓄水池”巅峰的可能性也已微乎其微。更深层的问题是，如果房地产和基建再也回不到从前，那么中国经济进入当前的状态是否为一个必然的发展阶段？答案很可能是

^① 数据来源：国家统计局《2025 年国民经济和社会发展统计公报》及《2025 年全国房地产市场基本情况》。

肯定的。旧的增长范式依靠土地和债务驱动，在达到资源错配的临界点后，其边际回报率已经趋势性下降。继续固守旧路，不仅无法带来高质量增长，反而会计累更大的金融风险。恰恰是旧路的收窄，迫使资本、人才和政策注意力转向科技创新、绿色经济、数字经济等新领域。从这一意义上看，当前的“困局”或许正是经济转型必须经历的阵痛。

三、新兴领域的结构性梗阻致新路未通

如果旧路收窄的同时，新路能够及时拓宽，传导效率未必下降。近年来，决策层大力推动新质生产力发展，鼓励科技创新、绿色经济、高端制造、数字经济等新兴领域。这些领域供给端表现亮眼，高技术产业投资增速保持在较高水平。截至 2026 年 6 月末，科技贷款、绿色贷款、普惠贷款、养老产业贷款、数字经济产业贷款分别同比增长 12.6%、14.5%、7.8%、23.5%、15.1%，均持续高于全部贷款增速。新能源、人工智能、生物医药等赛道生机勃勃。^①

然而，从信用传导的整体格局看，这些新兴部门尚未能有效承接大规模流动性。

第一个梗阻在于抵押品与信用背书的结构性缺失。中国的银行信贷体系高度依赖抵押品估值和政府隐性担保。国企和地方平台凭借土地、房产、政府信用背书，即便经营效率不高，仍能较易获得信贷资源。而科创企业、中小型绿色能源项目、民营制造企业，普遍缺乏足额可抵押资产，同时缺少政府显性或隐性担保。银行基于风险控制和内部激励约束，对这类主体的放贷意愿天然偏低。尽管央行单设了 1 万亿元民营企业再贷款额度，截至 2026 年 7 月中旬余额已超过 7600 亿元，但相对于庞大的民营企业融资需求，这一规模仍显不足。研究显示，中国信贷市场存在“双重金融摩擦”——企业的抵押品约束与银行的杠杆率约束相互叠加，导致信用扩张在不同所有制、不同行业间呈现系统性偏差。国企受政策周期影响较小，而民企和新兴市场主体对紧缩政策更为敏感，在宽松周期中也难以平等获取流动性。

第二个梗阻在于结构性货币政策工具的传导链条存在效率损耗。为了定向支持小微企业、科技创新、绿色发展，央行创设了多种结构性工具，截至 2026 年 6 月末余额达 4.6 万亿元，试图实现精准“滴灌”。但这类工具的效果高度依赖商业银行的配合意愿和风险偏好。如果激励相容机制设计不到位，或银行因坏账担忧而“惜贷”“慎贷”，定向投放的资金可能滞留于金融体系内部，

^① 数据来源：中国人民银行《2026 年第二季度中国货币政策执行报告》及《2026 年二季度金融机构贷款投向统计报告》

或最终仍流向传统低风险领域。实践中，结构性工具的资金利率虽具优惠，但商业银行仍需承担信用风险，这使得它们在落地过程中往往附加额外风控条件，削弱了政策意图的直达性。

更值得警惕的是，新路梗阻与旧路收窄之间存在一个动态的负反馈循环：新兴领域缺乏抵押品，信贷资源继续向传统领域和国企倾斜，新兴领域成长受限，无法积累起属于自己的信用记录和抵押品池，银行因此更加不愿向其放贷。锁定由此从静态状态演化为自我强化过程——旧路越窄，新路越难，资金越倾向于在金融体系内部空转。

四、存量债务的“吸水效应”与资产负债表调整

比传导路径收窄更为棘手的是，存量债务正在成为流动性的“吸水海绵”。当居民和企业的资产负债表因资产价格缩水而受损，负债端却保持刚性，市场主体的行为模式便会发生根本性转变——从“借钱扩张”转向“攒钱还债”。

这一现象与辜朝明提出的“资产负债表衰退”逻辑高度吻合。在资产泡沫破裂后，尽管利率降至极低，企业并不急于借贷投资，而是将现金流用于偿还历史债务，以修复资产负债表。中国虽未经历全面资产泡沫破裂，但在房地产价格调整、部分区域房价下行、权益市场波动的背景下，相当数量的居民和中小企业确实面临资产缩水而债务刚性的困境。

数据印证了这一转变。2025 年全年人民币贷款增加 16.27 万亿元，但分部门看，住户贷款仅增加 4417 亿元，创 2007 年以来新低；其中短期贷款更是减少 8351 亿元。个人住房贷款余额 37.01 万亿元，同比下降 1.8%，全年减少 6768 亿元，为有统计以来的第一次净减少。同期，人民币房地产贷款余额 51.95 万亿元，同比下降 1.6%，全年减少 9636 亿元。^①

存款端则呈现另一番景象。居民部门“多存少贷”的格局鲜明——贷款增量退回十余年前，存款增量却维持在历史高位。2026 年 5 月末，广义货币（M2）余额 353.67 万亿元，同比增长 8.6%；但狭义货币（M1）余额仅 114.89 万亿元，同比增长 5.5%。M2 与 M1 增速的“剪刀差”虽在 5 月收窄至 3.1%，为年内最低水平，但这一收窄主要受出口企业结汇意愿增强等外部因素影响，而非内需的实质性回暖。^②

^① 数据来源：中国人民银行 2026 年 1 月 15 日发布的《2025 年金融统计数据报告》及 2026 年 1 月 27 日发布的《2025 年四季度金融机构贷款投向统计报告》。

^② 数据来源：中国人民银行 2026 年 6 月 12 日发布的《2026 年 5 月金融统计数据报告》。

社融结构同样揭示了“吸水效应”。2026年6月末，社会融资规模存量和M2余额同比增速分别为7.4%和8.0%，持续高于名义GDP增速（上半年GDP同比增长4.7%），市场流动性总量保持充裕。但M1增速仅4.0%，M2与M1剪刀差持续扩大，表明资金活化程度不足。^①

这种行为的宏观后果是：央行释放的流动性，经由信贷渠道进入实体部门后，并未全部转化为新增投资和消费，相当一部分被用于偿还存量贷款。资金最终又流回银行体系，形成“流动性投放-还债-回存”的循环，而非“投放-支出-收入-再支出”的增长循环。微观层面，提前还贷潮持续升温，居民储蓄率居高不下，企业资本开支意愿低迷，都是这一“吸水效应”的直观反映。

从国际经验看，中国当前的处境并非孤例。日本在1990年代泡沫破裂后，长期陷入资产负债表衰退，利率降至零附近，企业仍然不愿借贷，流动性在银行间市场长期空转。^②日本央行从零利率到量化宽松再到负利率，工具不可谓不多，力度不可谓不大，但物价在二十多年间始终未能稳定回升至目标水平。^③核心症结正在于：当市场主体的行为逻辑从“利润最大化”切换为“债务最小化”时，货币政策的利率传导机制近乎失效。^④欧央行的经历同样具有警示意义。2014年欧央行引入负利率，2015年启动大规模资产购买，但欧元区通胀长期低迷，南欧国家银行体系坏账高企，信贷传导严重受阻，货币宽松的效果被结构性约束大幅吞噬。

与日本、欧洲相比，美国在2008年后的复苏之所以相对迅速，关键在于财政与货币形成了“直达终端”的协同通道：美联储大规模购买国债和抵押贷款支持证券，财政部同步推出大规模财政刺激，流动性绕过梗阻的银行体系，直接转化为居民收入和消费支出。

五、价格环节的断裂：从“投资涨价”到“技术通缩”

即便“流动性在信用派生环节的梗阻——资金贷不出去，或者贷出去后被用于还债”这一环节有所改善，流动性进入实体经济后，物价也未必能如期回

^① 数据来源：中国人民银行2026年7月15日发布的《2026年上半年金融统计数据报告》。

^② 辜朝明提出的“资产负债表衰退”理论指出，资产价格暴跌后企业目标从“利润最大化”转向“债务最小化”，用现金流偿还债务而非扩大投资。日本央行在2006年首次将政策利率调至零附近，2016年引入负利率，持续长达八年的负利率时期。

^③ 日本央行数据显示，2001~2012年日本正式引入QE期间，CPI和核心CPI年均分别下降0.2%和0.3%，其中7个年份通胀为负；2013~2019年引入QQE和负利率后，日本CPI和核心CPI年均仅增长0.8%和0.7%，始终未能稳定达到2%的通胀目标。

^④ 辜朝明在《资产负债表衰退》一书中系统论述：当企业为避免资不抵债而缩小负债规模时，即使利率降至极低，企业也不愿借贷，货币政策传导机制失效。中尾武彦指出，日本央行资产规模从2013年占GDP的30%增至230%，但逆转政策相当困难。

升，因为价格反应环节本身已经发生了深刻的结构性断裂。

2016 年之前，PPI 与 CPI 走势高度同向，PPI 上行往往通过成本端传导至消费品价格。其背后逻辑是：投资集中于基建和房地产，拉动钢铁、有色、能源等大宗商品需求，大宗商品涨价推升 PPI，PPI 再向 CPI 传导。这是“投资扩张、大宗涨价、PPI 上行、CPI 上行”的经典价格传导链。彼时，房地产不仅通过投资拉动了上游原材料价格，还通过居民购房行为直接拉动下游家电、家具、装修等消费价格；同时，房价上涨带来的财富效应进一步增强了居民消费意愿，从需求端推升 CPI。投资端和消费端形成合力，物价上行通道顺畅而有力。

但 2016 年之后，这一传导链条基本断裂。一方面，传统投资引擎熄火，大宗商品需求缺乏持续支撑，PPI 波动更多受国际供给冲击影响，而非内需拉动。2026 年上半年 PPI 连续保持正增长，但这一回升主要源于国际原油、有色金属等大宗商品价格传导，国内投资需求并未实质性回暖。另一方面，居民消费结构已越过“量的扩张”阶段——人口达峰、住房面积接近饱和、耐用消费品普及率高位运行，即便 PPI 阶段性回升，也难以向终端消费品价格传导。2023 年以来，CPI 持续在低位运行，与 PPI 走势明显脱钩，正是这一结构性断裂的直观证据。

更关键的是，新兴动能的崛起带来了一种全新的价格效应——“技术性通缩”。新能源、电动车、光伏、人工智能等新质生产力领域，其本质特征是技术快速迭代推动成本持续下降，产品价格不断下探。以汽车行业为例，2025 年以来燃油车与新能源车价格战持续升级，“旧车型降价清库、新车型定价更低”成为常态，汽车售价整体呈下行趋势。过去两年，光伏产业链价格大幅下降。例如，光伏产业链价格在 2024 年经历了持续深度调整，主要环节价格降幅显著；锂电池价格同样大幅走低，全球均价降至近年来低位，中国市场受激烈竞争影响价格水平更为低廉。这些领域产值和增加值增长亮眼（高技术产业增加值保持较高增速），但价格指标持续走低，形成“增产不涨价”的独特格局。

这种现象的背后，是“平台化内卷”。在新动能领域，大厂和平台企业凭借品牌、渠道和技术垄断，对上游中小供应商形成强大议价能力，压低中间品价格；电商平台通过流量分配机制，迫使商家“以价换量”，终端零售价格被系统性压低。与传统领域的“瓶颈涨价”截然不同，新动能领域呈现的是“竞争降价”——企业为了争夺市场份额，不断压低成本和售价，形成一种通缩性的竞争均衡。这与传统基建和房地产领域的“投资扩张、供给瓶颈、涨价传导”机制完全相反。

这些都不是短期现象，而是新增长范式下价格形成机制的深层变革。在以科技创新为标志的时代，可能呈现出一个与以往截然不同的特征：**通缩式强大**——创新密度高、科技产品迭代速度快、出口竞争力强劲、科技产业投资增速超常，但物价总水平长期低位运行。因为技术进步的本质是降低成本和价格，而非推高通胀。如果这一判断成立，那么货币政策所追求的“物价合理回升”，就需要在新的增长范式下重新定义，而非机械地锚定历史均值。

六、解锁路径：利率、财政与结构性改革的边界

前述分析表明，传统通胀目标在新增长范式下面临根本性挑战，而这一挑战恰恰揭示了更深层的命题：当信用派生和价格传导双双受阻时，货币政策独自发力已难以打通全程。打破结构性锁定，需要财政与货币的协同发力，以及结构性改革的系统跟进。

先看利率工具。降低名义利率，其理论逻辑在于降低实际利率、减轻存量债务利息负担、刺激边际投资和消费意愿。从局部看，利率下行确实可以缓释“吸水效应”——利息支出减少，偿债压力边际下降，释放出一部分现金流可用于支出。2026年6月，新发放企业贷款利率已降至约3.0%，较上年同期低约20个基点。然而，利率工具在中国面临多重硬约束。商业银行净息差已持续收窄，继续大幅降息将侵蚀银行体系利润，削弱其资本补充能力和风险抵御能力；汇率方面，中美利差倒挂背景下，过度降息可能加大资本外流和人民币贬值压力；此外，利率下调对债务驱动的投资部门效果递减，因为市场主体借贷意愿已不再主要由资金成本决定，而是由资产负债表健康状况和未来预期决定。日本的教训尤为深刻：利率降得再低，只要市场主体仍在修复资产负债表，借贷意愿就难以真正恢复。因此，利率工具更可能是一种“缓解剂”，而非“解锁钥匙”。

再看财政政策。辜朝明为日本开出的经典处方是：当私人部门去杠杆、不愿借贷时，政府部门应当反向操作，通过举债和支出替代私人需求。从理论上讲，大规模财政支出可以直接创造总需求，绕过金融传导的梗阻。2025年的经验已经展示了财政的力量——政府债券净融资是支撑社融的主要支柱。2026年上半年，社会融资规模存量和M2增速持续高于名义GDP增速，表明宏观政策在总量层面持续发力。但当前财政政策同样面临现实约束：地方优质项目储备不足，基础设施投资回报率趋势性下降；同时，地方政府债务风险尚未完全出清，新增债务空间受到制度约束。财政扩张能否有效突破锁定，关键在于资金能否真正转化为有效需求，而非再次沉淀为低效投资或债务滚续。美国经验表明，财政直达居民部门的转移支付和消费支持，其传导效率远高于依赖项目审

批和层层拨付的传统基建投资。这对中国财政支出的结构优化具有直接启示。

更根本的出路在于结构性改革。这要从两个维度突破。第一，创造新的、可规模化传导的信用扩张渠道。这要求大力发展直接融资，完善多层次资本市场，壮大风险投资、私募股权等权益类资金供给，使科创企业和新兴领域摆脱对银行抵押贷款的过度依赖。同时，改革银行授信体系，引入知识产权质押、数据资产估值、产业链信用增信等新型风控手段，拓宽新兴部门的信贷可得性。2026 年央行已单设 1 万亿元民营企业再贷款，并推动科技创新和技术改造再贷款额度增至 1.2 万亿元，这是拓宽传导渠道的积极尝试。第二，改善收入分配格局和居民长期预期。物价回升的根本支撑在于终端消费能力，而消费能力取决于收入增长和信心修复。这需要推进收入分配改革，提高劳动报酬在初次分配中的比重，加大教育、医疗、养老等社会保障投入，降低居民预防性储蓄动机，从根本上释放消费潜力。

本文为国家社科重大项目《新发展阶段健全宏观经济治理体系的理论与实践研究》（项目编号：24&ZD043）的阶段性研究成果。作者简介：张军：复旦大学经济学院院长、文科资深教授；邓燕飞：浙江财经大学经济学院特聘副教授；王立坤：国务院发展研究中心市场经济研究所研究员。