

流动性充裕，实体经济如何获得充足灌溉？

总的来看，当前构建畅通的货币“水利设施”变得至关重要。如何有效地协调运用货币政策和财政政策，以稳定市场预期，激发民间投资和消费，应成为下一步的政策关键

文/杨涛 社科院金融研究所所长助理、研究员

2016年8月央行公布的数据显示，7月份M2同比增速比上月下降1.6个百分点至10.2%，这一相对低迷的数据引起了市场各方的热议。

对此，央行解释称，今年以来货币信贷增长并不慢，而且今年数据有一些特殊因素，排除后总体上仍基本正常。从M2看，去年二、三季度股市波动较大，使当时的基数大幅抬高，导致近几个月M2同比数据有些“失真”，不代表真实增速。从贷款看，金融机构出于“早投放、早收益”考虑，一般上半年贷款占大头，今年上半年贷款增加7.53万亿元，同比多增近1万亿元，投放进度较快，虽然7月份贷款季节性回落，但累计来看仍较多。同时，还有几个特殊因素：一是去年7月份为应对市场波动投放了一些贷款，剔除后今年7月份贷款同比并不少；二是地方政府债务置换对贷款数据有较大影响；三是金融机构加大了不良贷款核销和处置的力度。从社会融资规模看，近几个月同比少增主要是未贴现银行承兑汇票减少较多，这与票据市场发生了一些案件、监管有所加强有关。

此外，7月份4636亿元新增贷款中，几乎全部是住户贷款尤其是个人住房贷款，而非金融企业贷款减少26亿元。对此，央行认为，从住户部

门贷款看，今年增长确实比较突出，当然主要与不少城市房地产市场升温有关，前7个月平均每月个人中长期住房贷款接近4000亿元，季节性波动也不大。从企业部门贷款看，在经济结构深度调整、经济面临下行压力，特别是在去产能、去杠杆背景下，企业总体信贷需求没有住户部门那么旺盛。

经济发展进入增速放缓的特定阶段

事实上，7月货币信贷数据的背后，依然延续了前一段时间讨论的货币“剪刀差”问题。自2015年初以来，M1增速持续上升，从2015年3月的2.9%升至2016年7月的25.4%，创2010年6月以来的新高。而同期M2增速却是窄幅波动，2016年以来不断下滑，从1月的14.0%降至7月的10.2%。这使得M1与M2增速之差（货币“剪刀差”）持续扩大，7月份扩大至15.2%，已突破2010年1月13.0%的历史高位。对此，央行认为，M1与M2增速“剪刀差”主要反映货币在各部门分布以及活性方面的变化，这与“流动性陷阱”的理论假说相距甚远，并没有什么必然联系，不能作为衡量是否进入“流动性陷阱”的指标。

应该说，M1上升主要是企业活期存款大量增加。其原因包括：定期和活期存款的息差收

窄；不少企业存在“持币待投资”的现象，企业投资收益低，投资意愿下降；房地产销售活跃，使得大量居民存款和按揭贷款转换为房企的活期存款。综合上述因素看，虽然流动性陷阱之说值得商榷，但毋庸置疑的是，我国的确进入了经济增速放缓的特定阶段。

货币政策运行遭遇挑战

这些货币现象表明，在一定程度上，金融体系的配置功能失调，货币政策的运行遭遇了挑战。

第一，从整体上看，货币金融运行与实体经济运行的疏离倾向值得关注。根据围绕2015年支付清算系统指标的研究，一是支付清算业务规模与GDP总量之间的差距在进一步拉大，创造1元GDP所需的支付系统业务规模从2014年的53.25元上升为64.77元，其增长率达到了21.65%，是2007年以来的最高值。二是支付清算系统业务指标与宏观经济运行之间的相关性在2015年也出现了显著的弱化现象。在加入2015年4个季度的数据之后，许多支付清算指标与宏观经济指标之间的协整关系都遭到了破坏，无法用于对后者进行预测与验证，而那些仍然保持与宏观经济指标协整关系的支付清算指标，其相关性也明显弱化。三是基于支付清算指标所进行的宏观经济变量拟合效果普遍不尽如人意。除了非现金支付工具中的票据之外，基于其他支付清算指标所给出的经济增长率或通胀率都大大超出了实际值。这说明，有相当多的支付活动并没有对实体经济作出有效的贡献。

上述现象也许可以归因为2015年经济增长所面临的放缓压力，但值得

注意的是，对于2008—2009年经济增长面临的负向冲击，支付清算指标则给出了有效的拟合或预测，这一反差的原因值得深思。对于某些支付清算指标，如非现金支付工具，这一现象部分地可以用央行支付清算数据统计口径的变化来加以解释，但是对于那些统计口径基本一致的指标，如具体支付系统业务和银行结算账户，上述问题仍然存在。对此的一种猜测是，支付清算指标更适合于预测因金融体系问题尤其是市场流动性枯竭而引致的实体经济衰退，但是对于那些由于自身增长动力弱化而导致的宏观经济调整，支付清算指标的预测能力则非常有限，并且还可能由于政府通过货币与金融手段拉动经济而导致支付清算交易规模出现“内生性”扩张，使支付清算指标与宏观经济指标变化趋势出现“错位”。

由此来看，货币金融活动虽“活跃”和“多变”，但与实体经济的关联性却在下降。

第二，货币政策传导机制亟待理顺。一是伴随利率市场化的推进，货币政策传导机制阻滞已是老问题。从1996年开始，央行开始把货币供应量作为主要中介目标，围绕M2进行政策选择。但在实践中，由于金融创新不断加快、金融市场逐渐深化，导致货币供应量的可控性、可测性降低。尽管有观点认为应该考虑把中介目标向利率或通货膨胀率转移，但前者受制于利率市场化改革尚未真正完成，官方利率还不能反映真实的社会资金价格，后者则受制于央行缺乏独立性。同时，由于设计缺陷和目标混乱，公众所关注的数量政策和价格政策之间会出现彼此矛盾。二是各类的

资金“黑洞”也在一定程度上降低了货币运行效率和货币政策效果。尤其是不少“僵尸企业”无法退出市场，占用着稀缺的经济金融资源。三是依托商业银行“传导”的传统机制并不通畅。商业银行作为我国金融市场的主体和货币政策传导的纽带，对货币政策目标的实现具有实际意义，但一些银行从自身利益出发而采取的经营行为，如在不同时期的信贷“冲动”或“惜贷”倾向，在不同程度上抵消了货币政策的效果。四是货币政策最重要的作用，是更有效地传递政策信息、明确政策姿态，从而引导市场预期。从现实来看，我国货币政策无论是在独立性还是稳定性和一致性方面，都有改进和提升的空间。

总的来看，当前货币政策的最大难题，是并不紧张的流动性与实体经济灌溉不足的矛盾。构建畅通的货币“水利设施”变得至关重要。货币的“大水漫灌”难以解决既有的“干旱”顽疾，反而会继续驱动房地产泡沫的膨胀和破裂。货币政策的重点在于优化配置结构性资金、畅通渠道、改善市场预期。实际上，央行也得出了这一判断并且继续维持稳健的货币政策。当然，由于汇率等因素的制约，货币政策进一步宽松的空间也受到约束。如何有效地协调运用货币政策和财政政策，以稳定市场预期，激发民间投资和消费，应成为下一步的政策关键。FR

本栏编辑 李晓海

E-mail: 390201802@qq.com