

供给侧改革中的货币政策

王国刚



中国经济步入了一个新的发展阶段。经济新常态客观上要求达到宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实和社会政策要托底的有机结合。在新形势之下，要有效保障经济发展的稳中求进、质量和效率提高，就必须着力展开供给侧的结构性改革，实现经济增长动力由要素推动向创新驱动的转变，由此，对货币政策操作提出了一系列新的课题。

货币政策操作环境的复杂变化

经济新常态是由国内外经济社会一系列变化和实现我国经济社会发展的“两个百年”目标等因素共同决定的。

从国际形势看，有三个现象比较突出：第一，自2008年国际金融危机后，主要发达国家的经济迄今依然没有恢复到危机之前。虽然美国经济稍有起色，但

欧洲、日本等主要经济体依然未能爬出泥沼，这决定了国际市场的供求关系在几年内还将处于疲软境地。面对这一趋势，美国只好继续维持超低利率水平，而欧洲央行、日本央行和北欧的瑞士、瑞典、挪威等国央行不得已选择了负利率政策举措。第二，随着美国退出量化宽松政策的措施实施，美元逐步走强，国际市场上的石油、矿石和粮食等大宗商品价格持续走低（或处于低位震荡），不仅加剧了这些大宗商品出口国的经济下行压力和汇价波动，也严重冲击了这些大宗商品进口国的经济运行秩序。第三，在全球经济下行压力增大的背景下，反恐形势更加严重，持续战争、难民潮成为中东、欧洲等地经济社会风险加大的一个重要变数。总之，国际经济形势很不乐观，在此之下，中国也难以独善其身。

从国内形势看，有五个现象是突出的：第一，经济增长步入中高区间。在前期刺激政策消化期、结构调整阵痛期和增长速度换挡期的三期叠加背景下，GDP增长率从2011年之前的9%以上逐步下行到7%左右的区间，但稳增长和“稳中求进”的压力依然持续增大。宏观经济走稳的基础还不坚实，不仅社会消费品零售总额增长率、固定资产投资增长率、外贸增长率等呈下行走势，而且工业增加值增长率、规模以上工业企业的利润增长率等也呈下行走势。第二，经济结构调整难度加大。去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板是一个需要持续攻坚克难的过程，其中，涉及体制机制改革、淘汰僵尸企业、下岗

工人安排、提高环保水平、高新技术运用等一系列经济社会问题。第三，经济发展动力转换。长期以来，我国经济发展主要依靠要素投入和投资推动，这种动力的可持续性和可持续程度都已明显降低，由此，转换为创新驱动已是必然。但要变要素投入为主的供给结构为以创新驱动为主的供给结构也需要一个艰苦努力的过程。由于创新往往伴随着不断试错，其中风险的加大是应有之义，所以，不仅要有足够的资金投入和成本安排，而且要有时间上的忍耐性和政策上的包容性。第四，经济运行中的不确定程度提高。不论是经济增长率下行还是经济结构调整或是经济发展动力转换都意味着资源配置中的机制、结构、方式等一系列的变动，其中，发挥市场的决定性作用和更好地发挥政府的作用必不可少，淘汰落后产能、高污染产能、高能耗产能等也是必然的。在这个过程中，各种不确定性引致的经济金融运行风险也在加大，由此，防范和化解系统性风险和区域性风险的任务将持续加大。第五，经济的开放度明显提高。不仅外贸、服务、金融等的国际间交易往来大大扩展，而且随着“一带一路”战略的实施、海外并购的展开和中资企业“走出去”步伐的加快，中国对外投资数额在大幅增长，与此对应，国际因素对国内经济金融运行的影响程度也在快速提高。这是一个开放型经济不可避免的。

从统筹协调国内外两个大局的走势出发，我国在“十三五”时期将实行更具有针对性和前瞻性的宏观经济政策，

相机抉择,以保障经济的质量提高和效率增强。

供给侧改革中货币政策操作的新特点

货币政策是调控需求总量的政策,就此而言,似乎供给侧结构性改革与货币政策并无直接关系。但供给与需求是市场经济的一对基本关系,缺乏需求的支撑,供给结构的改革既不可能持久也难以落到实处。近年来,在配合供给侧结构性改革过程中,中国人民银行积极探索经济新常态条件下的货币政策操作新机制,大胆创新,努力进取,既保证了稳健的货币政策切实落实,又提高了货币政策对供给侧改革的支持力度,形成了一系列新的特点。

强化流动性调控,灵活且有针对性地开展公开市场业务。资金流动犹如人体的血液,提供着经济金融运行所需的各种养分,同时,又导向着资源配置格局的调整。一旦资金流动出现危机就可能引致或小或大的资源流动“梗阻”,给经济金融运行带来不良影响。近年来,中国人民银行一方面密切关注国内经济金融运行中的流动性走向、流量、格局和运作机制等的变化,加强预调微调,尽力避免2013年流动性紧张事件的再次发生;另一方面,密切关注美国退出量化宽松可能给我国银行体系带来的冲击,采取了一系列“组合拳”措施来防范和化解可能发生的流动性风险。其一,灵活开展以逆回购为主要内容的公开市场业务操作,2015年通过公开市场操作的逆回购数额达到了32380亿元,给相关交易对手方放出了大量的流动性;其二,积极运用短期流动性调节工具(SLO)来熨平公开市场操作中的间歇期流动性波动,促使金融市场平稳运行,2015年通过SLO操作累计投放了5200亿元流动性;其三,强化降低法定存款准备金率的操作频率,2015年先后5次下调了商业银行等金融机构的法定存款准备金率2.5个百分点,放出了巨额流动性;其四,

加大新增贷款的放款力度,确保经济金融运行中的资金需求得到充足供给,2015年投放的人民币新增贷款11.72万亿元(同比多增1.81万亿元),突破了历史新高最高值。

积极降低实体企业的融资成本。为了推动实体企业融资成本下降,中国人民银行一方面灵活运用利率杠杆机制,从2014年11月22日起连续6次下调存贷款基准利率,贷款基准利率下调了1.65个百分点;2015年底,非金融企业和其他部门贷款加权平均利率为5.27%,同比下降了1.52个百分点。另一方面,通过公开市场操作,2015年先后9次下调了7天期逆回购操作利率,年末操作利率降低到2.25%(比年初降低了1.6个百分点),促进了金融市场的价格走稳。

运用差异性政策,支持小微企业和“三农”产业发展,促进供给侧结构调整和创新发展。在下调法定存款准备金率过程中,中国人民银行突出了支持小微企业和“三农”产业的政策倾斜。2015年间,对支持小微企业和“三农”产业贷款达到一定比例的商业银行多下调了0.5~1个百分点的法定存款准备金率,对农村金融机构多下调了2~2.5个百分点的法定存款准备金率;对支持实

体企业提高效益和扩展消费的金融机构(如财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司等)多下调了4~4.5个百分点的法定存款准备金率。另一方面,中国人民银行积极运用再贷款、再贴现和抵押贷款补充工具等引导商业银行等金融机构进一步提高对小微企业、“三农”产业和棚户区改造等重点领域的支持力度。截至2015年底,用于支持“三农”的再贷款余额达到1962亿元,用于支持小微企业的再贷款余额达到752亿元、再贴现余额达到1305亿元,用于支持棚户区改造、重大水利工程等的抵押补充贷款余额10812亿元。

加强对金融市场的调控,促进金融市场平稳运行。调控金融市场是市场化条件下落实货币政策取向、实现货币政策目标的主要路径。中国人民银行在调控金融市场过程中,既重视维护金融市场的平稳运行,又重视提高金融市场的交易活跃程度。2015年,银行间债券回购累计交易量达到457.8万亿元,同比增长104.8%;债券的现券交易累计成交86.7万亿元,同比增长115.8%;同业拆借累计成交64.2万亿元,同比增长71.2%;人民币利率互换成交的名义本金总额82304亿元,同比增长104%。2015年6月中旬,股市走势突然逆转。面对金融市场风险突发且有着加速扩散的势头,中国人民银行果断出手,通过再贷款等一系列政策举措,在防范由此轮股市暴跌可能引致的金融危机中起到了重要作用,维护了金融市场运行秩序的稳定。

完善人民币汇率的市场化形成机制。市场经济条件下的货币政策应充分协调利率政策和汇率政策,缺乏按照市场机制运行的汇率市场,将严重影响货币政策实施的效果,在开放型经济中尤其如此。中国人民银行按照主动性、可控性和渐进性原则,加快了人民币汇率形成机制的改革,继扩大了人民币汇率的浮动区间之后,2015年又完善了人民币兑美元的中间价报价机制,促进了人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。



深化体制机制改革。从行政性直接调控向市场化间接调控转变过程中，有着一系列体制机制问题需要深化改革，进行体制机制创新。2015年，中国人民银行在存贷款基准利率改革方面有了新的进展，放开了存款基准利率上限；推出了存款保险制度；进一步完善了宏观审慎政策框架，将差别准备金动态调整机制“升级”纳入到了宏观审慎评估体系范畴，将外汇流动性和跨境资金流动纳入到了宏观审慎管理范畴。

综合上述特点可以看到，在推进供给侧结构性改革过程中，货币政策依然有着不可或缺的积极作用。事实上，供给与需求是一对不可分离的基本关系，从需求侧（或资金供给侧）推进实体经济的供给侧改革将是货币政策在“十三五”时期的一项重要使命，也将成为我国货币政策的一个基本特征。

“十三五”时期货币政策操作的取向和选择

我国的经济金融运行已进入“十三五”时期。“十三五”规划纲要确立了“创新、协调、绿色、开放、共享”五位一体的发展理念，强调“要按照总量调节和定向施策并举、短期和中长期结合、国内和国际统筹、改革和

发展协调的要求，完善宏观调控，采取相机调控、精准调控措施，适时预调微调，更加注重扩大就业、稳定物价、调整结构、提高效益、防控风险、保护环境”。这决定了“十三五”时期我国的货币政策操作基本取向和主要选择。具体来看，主要有五个方面内容。

综合运用各种货币政策机制和工具，根据国内外经济金融运行形势的变化，相机抉择，以“组合拳”方式进行具有前瞻性和针对性的预调微调。其一，从价量两个方面维护货币环境的稳健和中性适度；进一步发挥公开市场业务操作的功能，保持适度的流动性，推进货币信贷和社会融资规模的合理适度的增长。其二，进一步完善宏观审慎管理的政策框架和功能，有效实施宏观审慎评估，增强中央银行抵押品管理机制，提高流动性风险管理水平。其三，运用定向施策，推进盘活存量、优化增量，支持经济结构调整和转型升级。

完善货币政策调控机制。一方面充分发挥金融市场机制在配置金融资源方面的决定性作用，推进机构监管为主向功能（或行为）监管为主的转变，在此过程中，逐步将运用行政机制的直接调控为主的格局转变为运用价格机制的间接调控为主的格局；另一方面，进一步推进利率市场化改革和人民币汇率形成机

制改革，为货币政策统筹协调好对内对外两个价格体系、运用这两个机制展开调控创造条件。

改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架。适应金融综合经营、金融产品属性多元混合和金融机制多业相接的发展趋势，既积极推进国内的金融市场发展又与国际金融市场相衔接，我国的金融监管框架必须进行调整。在新的金融监管框架建立后，货币政策的传导机制将相应的发生一定程度的调整，由此，形成与新的金融监管框架相协调的货币政策操作机制就成为一个必然选择。

有效防范和化解金融风险。在经济下行期内，随着发展动力转换、经济结构调整、产业转型升级和万众创新的展开，金融风险也将有所增加，不仅银行不良贷款的数额和比率将提高，而且股票市场、债券市场和互联网金融等方面的运作风险也将明显增加，由此，必须建立和完善由货币政策与金融监管相协调的金融风险防范体系，有效防范系统性风险和区域性风险，实现金融风险监管全覆盖，切实维护金融运行秩序的稳定。

支持“一带一路”战略的实施。人民币已加入SDR，成为国际货币基金组织主张的国际储备货币。“一带一路”的建设，既是实体经济“走出去”的过程，有利于中资企业开辟新的国际市场，加快去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板的步伐；也是货币金融走出去的过程，有利于中资金融机构开辟新的国际金融市场，展开金融创新，发挥人民币在国际市场中的引领作用。在此背景下，人民银行对人民币的总量调控将扩展“一带一路”中相关的经济金融活动，由此，货币政策操作的影响力也将外溢。

作者系中国社科院金融研究所所长

（责任编辑 纪 威）