

2017年,需在稳中求进的经济工作总基调下实施好稳健中性的货币政策、做好“去杠杆”工作和金融风险防控工作

金融运行的新问题

王国刚



2016年12月,中央经济工作会议对2017年经济工作作出系统安排的同时,也对2017年的货币调控政策取向和金融工作作出了高屋建瓴的指示。在国际形势复杂多变的背景下,2017年中国的货币金融运行将沿着稳中求进的工作主基调展开,相关的深化改革、稳步发展和推进创新等存在众多新情况,值得进行深入研讨。

款渠道的影响,并且以自然试验双差分模型对危机前后的状态做比较分析。Cetorelli和Goldberg(2012a)曾采用同样的方法得出结论,流动性受限的银行在同期呈现了更严重的贷款收缩。Morais, Peydr ó和Ruiz(2015)指出,美国的量化宽松货币政策对美国银行的膨胀性效应是通过外国附属机构而实现的。本研究在分析量化宽松时期跨境资本流动的同时,审慎控制了时变状态下危机时期和后危机时期需求条件的变动,从而观测到货币政策量化宽松时期银行贷款渠道的变化,即在危机发生后,资金受限银行跨境资本的双向流动在美国短期影子利率(及联邦基金利率)降低时其增加的幅度明显大于非受限银行。

国内导向的宏观经济政策的跨境溢出机制显示了其强化的

货币政策的稳健中性

从2016年中国的货币金融情况看,尽管在市场上屡屡有“流动性紧张”的呼声,但实际上金融市场中的流动性并不紧张(在有些时点甚至相当宽松)。突出的现象是,GDP增长率为6.7%,但M2增长率达到13.1%,比GDP增长率高出了6个多百分点;M1增长率更是达到了21.4%的高点。从图1中可见,上一次M1增长率高于M2增长率的情形是在2009年4万亿元投资的宏观经济政策放松的背景下出现的:2009年新增贷款突然扩张,达到了9.6万亿元,由此引致了M1增长率高于M2增长率的情形发生。2016年并无宏观刺激政策的出台,也没有实行适度宽松的货币政策,但M1增长率还是高于M2增长率,这说明2016年中国经济金融运行过程中总体上并不存在资金紧张情况。

这种流动性不紧张的情况,还可以用另外两个数字来说明:其一,2016年1月份投放了2.5万亿元的新增贷款。就一个月投放的新增贷款而言,这是历年中1月份投放新增贷款最多的。更重要的是,2005年全年新增贷款只有2.5万亿元,可如今一个月的新增贷款数额就超过了2005年全年。其二,2016年上半年投放了7.53万亿元新增贷款,也是历年中上半年投放新增贷款最多的。但仅仅这样还不够,笔者做一个对比:2007年中国GDP增长了14.2%(是21世纪以来最高的),但2007年全年新

政策利益和对国内经济的反馈效应。正如本文开头所提到的,美联储副主席Stanley Fischer(2014)在同一议题中反复强调:“美国经济与世界其他国家的经济有着重要的相互反馈效应,相关的政策选择必须考虑到这种反馈效应。”从这个意义上说,本文对通行的美国银行国外资本流动的贷款渠道所做的分析有助于推动对央行货币政策溢出效应的研究。(该课题合作者还有美国汉密尔顿学院朱迪·提姆斯瑞和安·欧文)

作者系瑞士苏黎世大学金融研究院教授;山东大学国际金融系教授秦凤鸣译

(责任编辑 孙芙蓉)

增贷款只有3.6万亿元，而2016年上半年投放的新增贷款是2007年全年的两倍，同时，2016年上半年GDP增长率只有6.7%。因此，这些数字反映了资金投放在一定程度上超出了经济增长的需要。

2016年，央行采取了一系列的货币政策措施进行市场的调控。2016年的经济金融运行中出现了很多新情况，但央行坚持贯彻稳健的货币政策和进行适时调控，有效保障了经济金融平稳运行。其中的一个突出现象是，央行加大了对商业银行等金融机构的调控，它表现在央行的资产负债表中：2015年央行持有的“对存款货币银行债权”的数额是26626.36亿元，到2016年已经增加到了84739.02亿元，增长了2.1倍，这表明央行对商业银行等金融机构的调控力度大大加强。

央行在宏观审慎方面采取了一系列新的措施，内容越来越丰富。从2016年起，中国人民银行正式将2011年引入的差别准备金动态调整机制上升为宏观审慎评估体系；在以宏观审慎资本充足率为核心的框架下将关注的指标扩展为资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性情况、定价行为、资产质量、外债风险情况、信贷政策执行情况七个方面的综合评估指标体系。

2016年新增贷款呈现出新的特点，其中之一是，大量的新增贷款向居民倾斜。在2016年新增贷款中，住户部门贷款增加6.33万亿元，其中，短期贷款增加6494亿元，中长期贷款增加5.68万亿元；非金融企业及机关团体贷款增加6.1万亿元，其中，短期贷款增加7283亿元，中长期贷款增加4.18万亿元。这在金融机制上推高了住房价格。

2017年实行稳健中性的货币政策。“稳健中性”可以从很多角度去理解，但从货币供给角度来讲，与2016年相比（实际上2016年稳健货币政策有适度宽松的色彩），2017年可能有所收紧，也就是说，不会像2016年那么宽松。我们估算，2017年M1增长率可能从2016年21.4%回落到13%左右，M2增长率可能下落到11%左右，新增贷款数额大约在13万亿元至14万亿元之间，贷款增长率回落到12%左右。

实行稳健中性的货币政策要求央行调控增强前瞻性、针对性和灵活性。中国货币政策调控中经常采取法定存款准备金率和存贷款基准利率这两大工具。在2017年的货币政策调控中，法定存款准备金率有可能进入新一轮的操作，它下调2~3次的可能性是有的。但从物价走势和实体经济利润增长的情况来看，要继续降息的空间不大，但要加息的可能性也不大。因此金融市场还将在低水平收益区间开展各种金融产品的交易，这同时也埋下了金融风险进一步加大的隐患。

“去杠杆”的重心

“杠杆”在经济金融领域中被理解为“债务”或“负债”，一些人强调“去杠杆”就是要去负债。我们认为，“去杠杆”并

不意味着要把负债降为0，而是适当地降低资产负债水平。一般认为，降低资产负债率就是要降低实体企业的资产负债率，同时认为，这也是降成本的一个重要部分。但是，从实际的情况来看，债务性的资金与资产在许多场合是一枚硬币的“两面”，即债务转化为资产。债务，是实体经济经营运作中必然发生的现象，它的主要机制有两个，即商业交易和金融交易。中国规模以上工业企业的资产负债率在56%左右，这意味着规模以上工业企业所经

图1 M1增长率和M2增长率走势

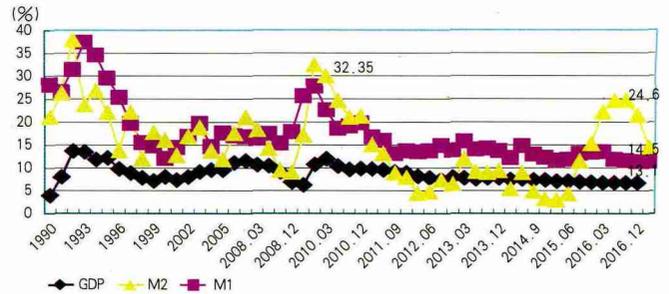


表1 规模以上工业企业资产负债率

单位：亿元，%

年份	资产总计	流动负债	负债合计	资产负债率
1998	108821.87	46600.87	69363.79	63.74
2000	126211.24	54338.15	76743.84	60.80
2005	244784.25	111031.41	141509.84	57.81
2006	291214.51	132310.12	167322.23	57.45
2007	353037.37	163259.62	202913.68	57.47
2008	431305.55	195681.75	248899.38	57.70
2009	493692.86	223038.68	285732.81	57.87
2010	592881.89	279227.32	340396.39	57.41
2011	675796.86	327778.65	392644.64	58.10
2012	768421.20	368200.71	445371.75	57.95
2013	870751.07	413490.92	505694.32	58.07
2014	956777.20	445742.36	547031.43	57.17
2015	1023398.12	469207.26	579310.47	56.60
2016	1068000	1068000	596000	55.80

资料来源：国家统计局。

表2 各层次货币供应量

单位：亿元

年份	M0	M1	M2	M2-M0	M2/M0
1999	13455.5	45837.30	117638.10	104182.6	8.74
2000	14652.65	53147.15	132487.52	117834.87	9.05
2001	15688.80	59871.59	152888.50	137199.7	9.75
2002	17278.43	70882.19	183246.94	165968.51	10.61
2003	19746.23	84118.81	219226.81	199480.58	11.10
2004	21468.49	95971.01	250802.79	229334.3	11.68
2005	24032.82	107279.91	296040.13	272007.31	12.32
2006	27072.62	126028.05	345577.91	318505.29	12.77
2007	30334.32	152519.17	403401.30	373066.98	13.30
2008	34218.96	166217.13	475166.60	440947.64	13.89
2009	38246.97	221445.81	610224.52	571977.55	15.96
2010	44628.17	266621.5	725851.79	681223.62	16.26
2011	50748.46	289847.70	851590.90	800842.44	16.78
2012	54659.77	308664.23	974148.80	919489.03	17.82
2013	58574.44	337291.05	1106524.98	1047950.54	18.89
2014	60295.53	348056.41	1228374.81	1168079.28	20.37
2015	63216.58	400953.44	1392278.11	1329061.53	22.02
2016	68303.87	486557.24	1550066.67	1481762.8	22.69

资料来源：中国人民银行。

营运作的资产规模中大约有56%是由债务性资金构成的。如果把这56%左右的债务都去掉,也就意味着规模以上工业企业经营运作规模缩减56%左右,由此,中国的整个GDP规模将严重缩减。另外,债务性资产是企业提高盈利水平的重要机制,也是资产重组、经济结构调整的重要机制。

从表1中可以看出,规模以上工业企业的负债增长率从2013年的58.07%下降到了2016年的55.80%,其杠杆率已呈现下降的趋势。在“去杠杆”过程中,不是不要再给实体企业以债务性资金支持,也不能理解为各类企业都要降低负债水平。对于盈利水平较高、销路较好的实体企业,不仅不应该减少债务性资金支持,而且应当及时满足其借款需求。“去杠杆”的重心应当是那些需要去产能、去库存的产业部门及其企业。

从表2中可以看出,2015年和2016年,M1的绝对值快速增加,从每年增加1万亿~2万亿元猛然上升到了每年增加6万亿~8万亿元。M1由央行发行的流通中货币(M0)企业等机构活期存款构成。在M1快速增加的背景下,按理说,实体企业总体上应当不缺少流动性资金,但现实中却出现了实体企业依然感到资金吃紧的现象。导致这种矛盾现象的一个主要原因是,金融机构、类金融机构和非金融机构为便于展开金融运作,将巨额资金以活期存款方式存放于商业银行等金融机构账上。这些资金有相当一部分来自于各类借款,是负债率的重要构成部分。它们集中在金融领域中运作,形成了国内金融市场中的“热钱”,不仅一有机会就冲击着金融市场中金融产品的正常交易和市场运行秩序,而且持续地制造金融泡沫。因此,挤压这些金融运作资金中的“杠杆”应该是“去杠杆”的一个重心。

严密防控系统性风险

2016年12月份的中央经济工作会议强调指出:“要把防控金融风险放到更加重要的位置,下决心处置一批风险点,着力防控资产泡沫,提高和改进监管能力,确保不发生系统性金融风险。”防风险主要讲的是防控系统性风险。

在金融领域中,风险是个众所周知的范畴。但过去所讲的系统性风险,一般是相对于非系统性风险而言的,它主要指的是由政治、经济、社会和国际等外部环境因素的重大变化所引致的对证券市场交易价格从而对各类相关主体经营运作均有明显影响的风险,包括制度风险、政策风险、体制机制风险、经济周期风险、利率风险、汇率风险等。2008年国际金融危机爆发以后,系统性风险有了新的内涵和特点,它主要指建立在资产—债务联动机制和传递机制基础上由金融市场价格持续下行所引致的多米诺骨牌效应风险。这种系统性风险的成因并不在于宏观政策面上发生了变化或宏观经济走势发生了逆转,而是由金融市场中的资产—债务联动机制引致的。在资产—债务联动机制中,对任何一个主体而言,获得一笔债务的同时就是等

额资产的形成,在它再将资产以贷放方式投出后,这些资产又成为另一个主体的债务性资金来源,由此,形成了资产—债务的联动链条。

中国金融体系以间接金融为主,不仅实体企业主要靠从银行贷款来获得资金,而且非金融机构也是从银行获得资金来开展其经营运作的。在表2中,M0是央行发行的流通中货币,2016年末其数额为68303.87亿元,但M2数额为1550066.67亿元,二者差额1481762.8亿元。这个差额不是人民银行发行的,而是由商业银行等存款性金融机构创造的。商业银行等存款性金融机构创造货币的机制就是“存款变贷款、贷款变存款”,它被称为“货币乘数”。这个货币乘数的倍数在不断地提高,从1999年的8.74倍快速增加到了2016年末的22.69倍。这实际上就意味着,中国从实体经济、金融部门、家庭个人一直到政府部门都严重依赖于商业银行等金融机构的货币创造。不断创造货币机制实际上就是不断创造债务机制。

前些年,中国金融体系处于分业经营格局中,各类金融机构的运作是分业展开的,即银行业、证券业、信托业和保险业等的经营活动是隔开的,由此,一旦某一个地方出现了风险问题,就可以采取“封闭式”的政策或机制予以解决。但近些年,金融运作的情况已经完全不一样了。建立在跨产品的基础上,出现了跨市场、跨机构、跨行业和跨地区的金融运作,不仅各类金融机构的金融活动混为一体,而且各类类金融机构、非金融机构(也就是实体企业)也都纷纷卷入了金融运作;各类金融运作既融合又竞争,形成了一张非常大的金融活动网。

在金融运作层面上,各类金融机构、类金融机构和非金融机构普遍感到“资产荒”,难以找到质量和收益均符合投资意图的资产,各类商业银行委外投资的资金数额持续扩大,金融运作链条不断延长,这反映了金融运作的“泡沫化”程度在明显提高,这与实体企业的资金短缺形成了明显的反差。

金融“条条”和“块块”已连接成一张庞大的金融网,几乎所有的居民、企业、社会中介、金融机构和政府部门都在这张网中。如果这张网有着足够的弹性,那么它抗风险的能力还是比较强的,但现在这张网的各条线均已绷紧,且越绷越紧,这意味着这张网的脆弱性在明显提高,一旦某个节点绷断,就可能引致整个金融网的崩散,其效应远大于多米诺骨牌效应。

防控金融风险已是金融运行和国民经济运行的当务之急,理应放在更加突出的位置。防控金融风险是一项复杂艰巨的系统工程,既需要加快深化金融体系改革和金融监管框架改革,也需要增强实体企业的内源性融资能力,还需要千方百计地增加金融运作中的资本性资金,加快发展资本市场,提高直接金融的比重。

作者系中国社会科学院金融研究所所长

(责任编辑 张 驰)