

# 供给侧改革中的货币政策

彭兴韵 郑黎黎

以供给侧结构性改革为主线的宏观调控体系逐渐形成，其具体任务就是“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”，被简称为“三去一降一补”，同时形成了“宏观政策要稳、微观政策要活、产业政策要准、改革政策要实、社会政策要托底”的五大政策支柱。在供给侧结构性改革的“三去一降一补”中，有一系列的宏观经济政策的组合，这其中，货币政策理应发挥其应有的重要作用。

## “三去一降一补”中的货币政策措施

虽然政府直至2016年工作会议才正式

提出供给侧结构性改革并明确其中“三去一降一补”的五大任务，但就货币政策而言，它实际上在此之前的一年多时间里就已作出了积极的调整。过去，我国一直试图实施有保有压的信贷政策，限制对产能过剩行业的信贷投入，通过信贷政策约束过剩行业的产能扩张，通过支持下游行业的发展增加对其产品的需求，这是货币政策在去产能中所发挥的作用。根据数据的可得性，我们在此重点分析货币政策在去库存、去杠杆、降成本和补短板中所发挥的作用。

去库存方面。早在1997年，中国就出现过买方市场时期，并伴随着通货紧缩。不过，那时的库存主要集中在制造

业，是可贸易品。随着中国加入世贸组织，那些曾经受库存之苦的企业进入了更广阔的全球市场，市场深度和范围扩大，很快地就实现了去库存的目的。经济新常态下的高库存主要集中在不可贸易品，以房地产业的库存积压为重。2012年以来全国商品房待售面积就一直呈不断上升的趋势，截至2015年末，全国待售商品房面积达71853万平方米，2016年3月达到历史最高值73931万平方米，其中住宅待售面积46635万平方米。

面对不断上升的房地产库存，央行自2014年下半年就开始调整房地产信贷政策。除了降准和降息，央行还专门针对房地产市场进行过数次调控。通过数次降准和降低存贷款基准利率，释放大量流动性，带动借贷成本大幅下降。2014年第三季度末，商业银行个人住房贷款加权利率为6.96%，2015年第三季度，该利率下降到了5.02%，2015年底又进一步降至4.7%，到2016年第三季度，住房贷款加权利率再降至4.52%，较2014年9月下降了2.4个百分点有余。在专门针对房地产市场的信贷与金融政策调整方面，2014年9月，央行改变了首套房贷的认定标准，即已拥有一套住房并已结清住房抵押贷款的，再次购房申请贷款则按首套房标准适用30%的首付比率，支持商业银行通过MBS和发行专项债券为抵押贷款筹措信贷资金。2015年3月30日的房贷新政中，对已拥有一套住房且尚未结清房贷的，为改善居住条件而再次申请商贷的首付比率降至40%，首套住房公积金首付比率则降为20%，已结清首套购房款而再次购买的首付比率为30%。

央行货币政策的调整极大地促进了房

图1 全国商品房待售面积

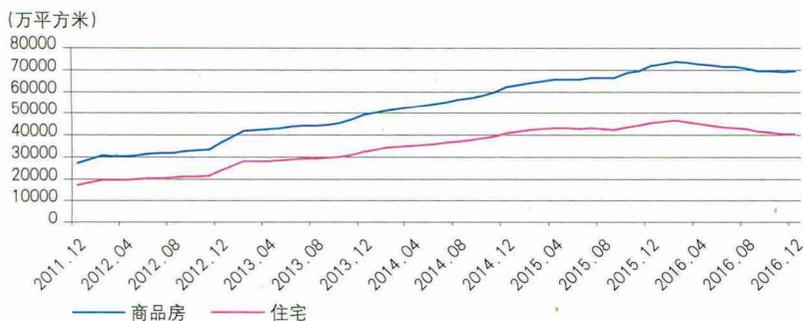
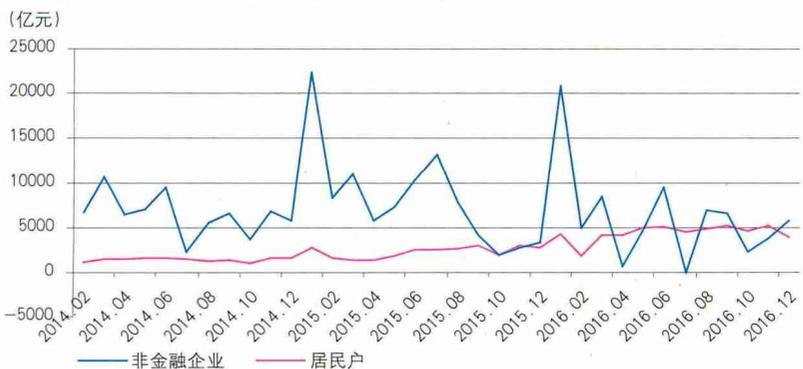


图2 中国居民部门与非金融企业当月新增贷款额



地产信贷的扩张，尤其是住房抵押贷款余额随着央行降准降息、放松房贷而大幅上升。2016年第二、三、四季度的住房抵押贷款余额增长率分别达到了32.2%、34.9%和38.1%，远远高于银行贷款13%左右的银行全部贷款余额增长率。不仅住房抵押贷款余额的增长率远远高于全部贷款的增长率，就连住房抵押贷款的新增额在2016年的大部分月份里都高于银行对非金融企业的新增贷款。

住房抵押贷款的增长极大地提升了居民对房地产的有效需求，这促使了商品房销售的回升，房地产库存随之而下降。在2016年3月份之后，全国的商品房销售面积便逐月下降。到2016年末，全国商品房待售面积已下降至69539万平方米，其中住宅待售面积已下降至40257万平方米，分别较2016年3月的峰值减少了3977万平方米和5726万平方米，下降幅度分别为5.41%和11.47%。可见，过去两年里，货币政策在房地产去库存方面取得了一定的积极成效。但应当指出的是，居民户是货币政策调整中房地产去库存的主力，扣除住房部分，非住宅商品房的库存不仅没有下降，反而还有所上升。根据我们的计算，非住宅待售面积在2016年末已达到了29282万平方米，较2016年3月末的27533万平方米还增长了1749万平方米。另外，伴随着住房抵押贷款大幅增长，中国房地产市场出现了局部的泡沫化倾向。泡沫化与高库存并存，给接下来去库存的货币政策带来了极大的挑战。

去杠杆方面。从理论上分析，去杠杆无非两条途径，要么扩大分母，即提高经济增速让GDP的增长速度超过债务增长；要么缩小分子，即通过债务偿还、债务减记、债务转换等方式去杠杆。然而，刺激经济增长需要采取扩张性的宏观经济政策，而无论是扩张性的财政政策还是货币政策当前都面临限制。随着经济增速下行，财政收入增长放缓，政府扩大支出的能力受限，如果

通过发债筹资，则与去杠杆初衷相悖。减税在财政收入增长放缓的背景下推行起来也需要多番权衡，难以达到理想的减税幅度。相比而言，当前货币政策限制则更多。在经济下行期，一般通过信贷扩张、降息来促进投资、消费进而刺激经济增长，在杠杆率比较低的情况下这是比较快速见效的做法。但信贷扩张意味着加大货币投放，实质上是加杠杆行为，在杠杆率已经高企、投资回报低迷的情况下，实际效果是债务扩张会超过产出增加，会累积更大风险。总的来看，通过做大分母去杠杆的难度比较大。从减少分子来看，通过债务偿还、债务减记、债务转换去杠杆也不是容易的选择。以企业债务为例，偿还债务主要靠利润和出售资产，企业盈利状况普

遍不佳，通过利润偿债能力有限，由于资产的公允价值、变现能力随市场状况波动，而且资产处置时有一定的顺周期性，通过甩卖资产清偿债务可能引起费雪债务通缩效应，债务负担不降反升。债务减记损害债权人的利益，难以达成协议且不符合市场经济的公平精神，作为债权人主体的银行可能因为减记而面临流动性不足而不得不压缩放贷。债务转换主要指债转股，债权转为股权对债权人来说风险加大，还存在定价难、道德风险等问题，难以通过市场手段推进。因此，通过缩小分子去杠杆也有困难。

降成本方面。货币政策的主要作用在于降低企业的融资成本。中国的“融资难、融资贵”一直被广为诟病。融资成本似乎只是构成企业生产经营成本的一

图3 中国住房抵押贷款与开发贷款余额增长率

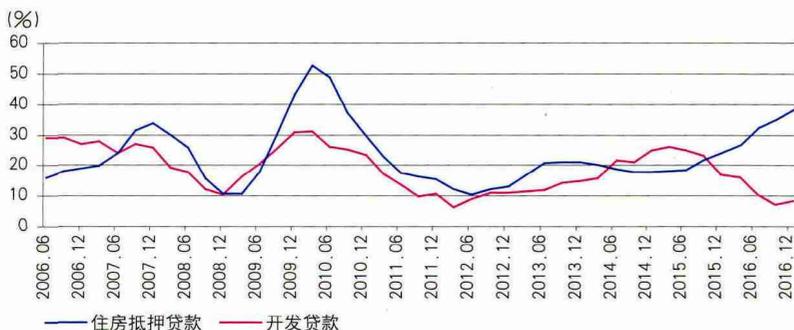


图4 公司债券与企业债券月发行平均利率

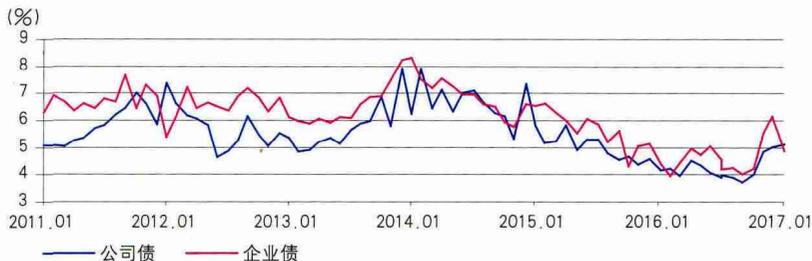
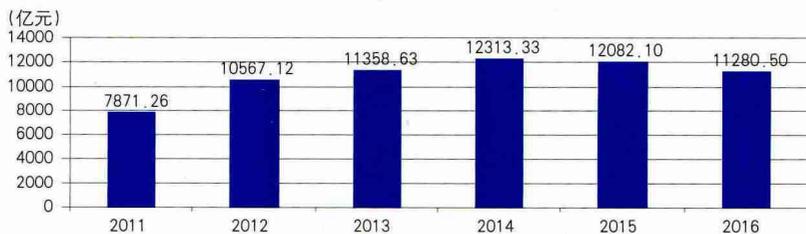


图5 工业企业利息支出



资料来源：根据WIND整理。

小部分,但它具有极强的杠杆效应。在不完全信息环境里,借款者利息成本的变化通过金融加速器机制会对宏观经济产生重大影响。

过去两年的货币政策对企业降成本发挥了一定的积极成效。随着央行降低法定存款准备金比率、通过再贷款的扩张提供流动性、降低存贷款基准利率、引导货币市场基准利率下行等多种货币政策操作,直接或间接地带动了中国企业贷款利率和债券发行利率的大幅下降。2012年第一季度的一般贷款加权利率为7.97%,但到2016年第四季度,该利率就已经下降至了5.44%;由于债券二级市场因较宽松的货币政策而直降,债券发行利率也随之相应地大幅下降了。2012年公司债券发行月均利率曾高达7.37%,但在2016年第三季度月均发行利率不足4%。由于银行贷款加权利率和债券发行利率大幅回落,企业的利息支出增长率也大幅下降,在贷款余额、非金融企业债券未清偿余额不断增长的背景下,2015年和2016年工业企业支付的利息成本不仅没有增长,反而还较上年有所下降。

补短板方面。央行通过再贷款工具鼓励金融机构为国民经济的薄弱环节提供金融支出,主要包括:一是支小与支农再贷款。它是向金融机构发放的专门用于小微信贷的再贷款,是为缓解小微企业融资难和融资贵而采取的定向再贷款。支农再贷款机制包括以下内容。农村金融机构在支农再贷款借用期间,涉农贷款增量应不低于借用的支农再贷款总量;在利率方面,农村金融机构借用支农再贷款发放的涉农贷款利率应低于该金融机构其他同期限同档次涉农贷款加权平均利率。二是扶贫再贷款。央行于2016年设立扶贫再贷款,旨在专项用于支持贫困地区地方法人金融机构扩大涉农信贷投放。它的支持范围是连片特困地区、国家扶贫开发工作重点县,以及未纳入上述范围的省级扶贫开发工作重点县。扶贫再贷款的适用对象是贫困地区的农村商业银行、农村合作银行、

农村信用社和村镇银行四类地方法人金融机构。它的利率比支农再贷款更优惠,为地方法人金融机构支持脱贫攻坚提供成本较低、期限较长的资金来源。三是抵押补充贷款。它是央行以抵押方式向金融机构发放的贷款,合格抵押品范围主要是高信用级别的债券和优质信贷资产。它的主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展。相比较而言,它的期限更长一些。金融机构获取抵押补充贷款后,可以开展相对更长期限的资产活动。到2016年末,抵押补充贷款余额达到了20526亿元,不仅为棚户区改造提供了资金支持,而且弥补了外汇占款下降所造成的流动性紧缩。除创设再贷款外,央行还通过定向降准等方式为国民经济的薄弱环节提供支持。除了适时地将法定存款准备金总水平逐步调整到较合理的水平外,新常态下为配合“用好增量”和“结构优化”的货币政策思路,定向准备金政策可能是一个突出的特点。

#### 需要思考的几个相关问题

过去两年多的时间里,货币政策在我国供给侧结构性改革中的“三去一降一补”发挥了重要的作用,且取得了较明显的成效。然而,供给侧结构性改革是一项长期任务,中央经济工作会确定2017年是供给侧结构性改革的深化之年,且把“稳中求进”提升为宏观调控的方法论,“三去一降一补”仍然面临十分艰巨的任务,货币政策仍然需要在其中发挥应有的积极作用。为此,需要进一步厘清几个方面的问题。

首先,货币政策目标问题。本轮国际金融危机后,越来越多的央行开始重视金融稳定职能,推出宏观审慎政策,把防范系统性金融风险、维护金融稳定列为重要的货币政策目标。中国央行一直采取多目标制,包含价格稳定、促进经济增长、促进就业和保持国际收支平衡四大目标。多目标之间存在取舍问题,

货币政策必须审慎,在多目标之间取得微妙的平衡。在“三去一降一补”中,也存在货币政策目标取舍问题。去产能需要适度扩大总需求,防止经济过度下滑;去库存需要较为宽松的货币信贷条件;降利息与融资成本需要较为充裕的流动性,却可能导致加杠杆。货币政策必须在防止资产泡沫、加杠杆与去库存之间取得平衡。我们认为,当这些目标之间存在冲突时,应在控制资产泡沫、防止加杠杆的前提下,以时间换空间,在较长的时间化解高库存问题。

其次,供给改革和需求管理。货币政策是进行总需求管理的主要手段之一。推进供给侧结构性改革,不代表完全放弃需求管理。需求管理侧重提高有效需求,属于短期调控政策,熨平经济波动,随着时间的推移,政策效应会趋向弱化;供给侧改革着眼解决经济的结构性问题,优化资源配置,激发经济的内生增长动能,提高全要素生产率,属于长期战略设计。经济政策偏重供给侧还是需求侧并不是非此即彼的二元选择,供给侧改革离不开稳定的宏观环境。就货币政策来说,主要目的是营造稳定、适宜的货币金融环境,应当保持审慎和稳健,需要保持灵活适度。

再次,总量政策和结构性工具。货币政策是调节总需求的手段,是总量政策,传统的降息降准、通过公开市场操作、再贷款工具注入流动性都是作用于整个金融体系,也被称为“大水漫灌”。货币政策的定向工具有结构性引导作用,主要为了满足国民经济重点领域、薄弱环节、特定社会事业的资金需求。结构性工具有定向降准、特定目的再贷款、信贷政策等,本着“有保有压、有扶有控”的原则向特定领域提供金融支持。但结构性工具与总量工具并不是完全割裂的。在完善市场中,总量工具一定会达到结构上的最优使用,因此,注重结构性工具不过是承认现行的市场体制存在百般弊端罢了。况且,过度使用结构性工具同样会造成总量过

多,干扰市场机制发挥应有的作用。在市场不完善的情况下,只注重总量工具又会使杠杆率和债务水平进一步攀升,资产泡沫越来越大,甚至加大本币的贬值压力和潜在的金融风险。“三去一降一补”任务需要稳定的宏观环境,应当协调总量工具与结构性工具的使用,作为总量政策的传统货币政策工具需要谨慎使用,结构性工具的使用也要注意量的问题。

基于以上三个方面,为了在“三去一降一补”中更好地发挥货币政策的作用,笔者认为,仍需解决以下几个方面的问题。

首先,牢固树立稳健中性的货币政策理念。中国最早提出中性货币政策,应当是2006年。那时,中国面临流动性过剩、资产价格泡沫化倾向和通胀压力上升。在这种环境下,政府提出了要实行“中性”的货币政策。这被认为是较之前“稳健货币政策”的一个重大变化。不过,从一开始,中国所用“中性货币政策”,实际上从货币政策对流动性管理的角度来探讨的,即货币政策既不造成市场中过量的流动性也不会造成流动性不足,或者货币政策既不对经济造成明显的扩张,也不会造成明显的紧缩效应。可以说,过去中国所说的“中性货币政策”与货币政策“松紧适度”,不过是同一问题的两种不同表述罢了。但事实上,中性货币政策更为恰当的定义,当是货币政策不应干扰经济均衡的自我实现机制。这就要求,货币政策调整后所引起的市场利率变动,应当与经济的自然利率相当。近年来,政府也在不断地强调“以改革促调控”。2017年的中央经济工作会议提出的供给侧结构性改革中的“改革政策要实”。这表明,接下来讲中国的货币政策稳健中性时,就应该强调,货币政策不应当干扰市场机制的核心功能的实现。正如上文所说,央行注重结构性工具本身就是市场机制不完善使然,因此,中性的货币政策需要进一步改革和完善中国的市场

机制,否则,扭曲的市场体制只会进一步造成中性货币政策的扭曲,事实上是难以达到中性的效果的。

就目前而言,稳健中性的货币政策具体可从以下几方面来把握:一是稳住货币信贷总量,守好货币总开关,保持流动性的基本稳定。二是稳住金融体系,维护货币市场和外汇市场的基本稳定,维持合理的利率水平,增强汇率的双向浮动弹性,同时密切关注股市、楼市的资产泡沫,防止发生系统性金融风险。三是优化信贷结构,加强支农、支小、扶贫再贷款等定向工具的使用,引导金融机构扩大对国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业的信贷投放。合理引导房地产贷款,坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位,促进房地产市场健康发展。四是深化金融改革,疏通货币政策传导渠道,进一步健全利率传导机制,推动货币政策调控框架由数量型向价格型转型,提高货币政策的有效性。

其次,在政策工具上协调中央银行贷款与存款准备金政策。大量的中央银行贷款与高法定存款准备金并存进一步造成了货币政策扭曲,因为它从资产和负债两个方面实施了对商业银行的双重征税。我们认为,只有在将法定存款准备金率降至较正常的水平后,中央银行贷款才可以发挥更积极的作用。更何况,中国将法定存款准备金比率降至正常水平的条件逐步成熟。一是国内宏观经济已出现了根本性转变,中国经济已经迈入结构性减速的新常态,供给侧结构性改革已成为宏观经济政策的基本思路,并确立了“宏观政策要稳、微观政策要活、产业政策要准、改革政策要实、社会政策托底”的五大政策组合,这其中就要求货币政策“稳健中性”;二是在全球经济再平衡过程中,随着贸易和资本流动的变化,中国央行持有的国外资产大幅下降,这对宏观流动性具有紧缩性的影响。因此,逐步降低法定存款准备金率将是中国未来货币政策调整的中

长期趋势。笔者认为,鉴于现在各项存款已达157万亿余元,为了避免法定存款准备金率大幅下降对经济和金融市场带来较大的冲击,可考虑每次以0.2个或0.25个百分点,而不是以0.5个百分点的力度降低存准率。有序而缓慢地使法定存款准备金比率正常化,可以进一步降低商业银行的准备金(机会)成本或其负债成本,不仅会使市场利率、贷款利率中枢下行,而且也可为进一步的利率市场化改革创造了有利条件。

再次,对借款者的财务杠杆施加必要的约束,应有统一杠杆控制标准。我国非金融企业杠杆率高,这是公认的事实。然而,控制杠杆单靠货币政策工具的操作也有一定的难度。现在企业债务融资的渠道多种多样,银行贷款、债券、信托等都是重要的债务融资机制。尽管我国企业发行债券时,均有债券余额不得超过净资产40%的要求,但其他融资中并无明确的杠杆要求。银行放贷与企业发债之间在控制企业的杠杆率时没有统一的协调机制,就会造成企业债务的扩张。鉴于此,无论是银行贷款还是发行债券,都应当从净资产标准转向资产负债率标准,统一执行。唯有这样,才能达到控制杠杆的目的。

最后,切实完善中国的宏观审慎政策。2008年的美国次贷危机后,全球宏观经济政策的一个重要变化就是宏观审慎管理的兴起。危机之后,我国也提出了要“构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”。近年来,我国积极推动宏观审慎政策的实施,并取得了一定进展。如建立了宏观审慎管理的政策框架、发展了宏观审慎管理的政策工具,并且从2016年起,中国将原来的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”。从过去“差别准备金+合意贷款”的局部管理机制升级为涵盖资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行七大方面,通过综合评估加强逆周期调节和防范系

# 货币政策的新特点

明 明

2016年以来,随我国内外部经济形势的变化,货币政策特点和货币政策工具搭配也在不断地改变。具体表现在,经济下行压力在2016年第二季度开始逐渐缓解,经济呈现短期企稳复苏,而在内部金融风险 and 外部汇率压力下,货币政策目标从“稳增长”逐渐向“去杠杆、防风险”转变,货币政策工具呈现出“量价分离、锁短放长”之意,与此同时,长短期利率走廊也不断明确和完善。2017年,央行将继续在抑制资产泡沫、金融去杠杆及促进经济增长、稳定物价之间取得平衡,而货币政策的变化也可总结为两大特征:一是量价分离,控制货币闸门;二是利率走廊的短期显性曲线和长期隐形曲线日益明确。

货币政策新特点之一:量价分离应对不同目标

央行既需要呵护资金面,保证流动性

总量适度;也需要在抑制资产泡沫、金融去杠杆及促进经济增长、稳定物价之间平衡,货币政策操作就体现出量价分离的特征。

一方面,“量”的主要目标是维稳资金面,操作特点为灵活适度,在资金需求较大的时候及时供给以避免出现市场风险,而在市场流动性较为充裕的时候也注重回笼和及时调节。此前,在2016年9月中旬中秋和国庆双节、10月企业缴税高峰、12月信用违约事件爆发时,央行都频频出手稳定市场情绪。而2016年春节之前,跨节资金需求使得节前资金面呈现季节性紧张,央行通过加大公开市场操作力度并灵活投放流动性呵护资金面,同时创设TLF(临时流动性便利)新型工具,释放出6300亿元流动性,以应对春节期间暂时性的流动性紧张,体现出量上维稳的特征。

另一方面,“价”的主要目标是基本面和去杠杆,操作特点为锁短放长并以

政策利率引导市场利率。央行自2016年8月、9月先后重启14天和28天逆回购,相关操作频率不断加大,长期限资金投放量占比明显上升,同时,在2016年8月以来的MLF续作中,央行均以6月期、1年期的长期限投放替换此前3月期、6月期短期限流动性的回收。这一“锁短放长”操作的结果就是抬升了央行向市场投放流动性的综合资金成本。2016年逆回购加权平均成本从此前的2.25%上升至年末的2.34%,MLF加权平均成本从年中的2.84%上升至2.93%,二者综合成本从2.3%上升至2.44%。而2017年开始,央行先后上调1年期MLF、各期限逆回购以及隔夜SLF(常备借贷便利)操作利率。公开市场利率和SLF操作利率上调标志着中短期政策利率曲线的整体抬升,也体现出央行抬升价格以应对信贷非标高增速、经济增长和通胀回升的政策意图。央行在其发布的《2016年第四季度中国货币政策执行报告》中提到“适当延长

系统性金融风险,引导银行业金融机构加强自我约束和自律管理。其核心是资本充足率,资本是金融机构对损失的最终缓冲垫,资产扩张应受到资本的严格约束,同时从以往关注狭义贷款转向包括传统的贷款、债券投资、股权及其他投资、买入返售资产以及存放于非存款类金融机构款项等资金运用类别的广义信贷;着重考察金融机构的利率定价行为,以促进金融机构提高自主定价能力和风险管理水平,约束非理性定价,避免金融机构之间通过非理性定价而导致恶性竞争。

总体而言,中国央行的某些政策工具兼具货币政策和宏观审慎政策的属性。但是,宏观审慎管理并不能取代货币政策,货币政策的实施也并不一定能够达到宏观审慎的目的。在宏观审慎管理中,单纯以央行一己之力是难以取得理想的效果的,更何况,就系统性金融风险而言,只关注银行业机构的广义信贷并对它实施宏观审慎管理要求,也远远不够。美国的次贷危机很大一部分就发生在影子银行之中。因此,宏观审慎管理需要更好地加强中央银行与银行、证券、保险等监管机构之间的协调行动。

另外,货币政策所需要考虑的也不应当只是银行业机构的杠杆和资本充足率等,还应当更充分地评估货币政策的实施对银行体系之外的信贷市场乃至金融体系的影响。就此而论,中国仍然需要进一步探索宏观审慎管理框架,协调宏观审慎管理与货币政策之间的关系。

作者单位:国家金融与发展实验室、中国社会科学院金融研究所;中国社会科学院研究生院

(责任编辑 张 驰)