

货币政策的调整虽属必要，但它并非解决当下我国宏观经济问题的万能之药，进行以市场为导向的深层次改革才是真正有效的解决办法

# 货币政策之变

彭兴韵

## 货币政策：从“稳健中性”回到“稳健”

2017年中央经济工作会议和2018年《政府工作报告》都强调，宏观调控要以供给侧结构性改革为主线，实施“稳健中性”的货币政策。在降杠杆与防风险的背景之下，货币与信用双双有所收紧，成为了稳健中性货币政策直接的外在表现。是故，无论是货币供应量M1和M2增速，还是社会融资规模，均出现了明显回落，市场各方参与者的切身感受便是，宏观的和市场的流动性趋紧。美国总统特朗普执意挑起贸易战，一意孤行对我国产品征收高关税。种种内外不利因素交织，增加了我国经济的不确定性。

于是，我国货币政策悄然转变。这种转变，首先体现在中央政治局和国务院常务会议有关货币政策表述的显著变化上。7月31日中央政治局会议指出，尽管2018年上半年经济总体稳中向好，但稳中有变，面临新问题和新的挑战，外部环境发生明显变化。鉴于此，需要坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。此次会议还前所未有地提及要“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”工作。可以说，宏观调控的中心，就是“稳”字

当头。此前，7月23日国务院常务会议也提出，稳健的货币政策要松紧适度，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，保持适度社会融资规模和流动性合理充裕。无论是中央政治局会议还是国务院常务会议，都将原来强调的“稳健中性的货币政策”改为了“稳健的货币政策”。

众所周知，在我国特定语境下，一旦货币政策被冠以“中性”，那就实则意味着，央行将拧紧流动性的龙头，货币政策从宽松转向收缩。无论是2006年所倡导的“中性货币政策”还是2016年提出的“稳健中性”，实际上均是收缩宏观流动性。一旦单独强调货币政策“稳健”，那就意味着央行将放松流动性的“水龙头”。1998年东南亚金融危机爆发，我国首次提出稳健的货币政策，其要义，实则是在经济面临下行压力时采取刺激性政策的取向。无一例外，每当政府强调稳健货币政策时，紧随而来的具体货币政策操作便是降准、降息或通过其他途径增加基础货币投放。因此，中央一致将“稳健中性货币政策”重新表述为“稳健的货币政策”，毫无疑问地宣示货币政策风向的转变。

人民银行的货币政策操作，也无声地诠释了货币政策的因时而变。

一是人民银行的利率政策出现了逆转。

2017年，人民银行的利率操作策略是，紧随美联储加息而上调国内公开市场操作、中期借贷便利(MLF)等利率，这种操作策略，美国联邦基金利率颇有中国利率之锚的嫌疑。当一些人还将眼光局限于过去那种调整存贷款基准利率的操作手段时，人民银行在2017年实际上随美联储多次加息。应当说，通过这一操作，既引导了市场利率预期，助力于债券市场去杠杆，也直接影响了人民币汇率预期。2017年人民币汇率出现了较大幅度的升值，这种利率政策策略应当是发挥了较大作用的。但2018年，在内外因素的夹击下，人民银行不得不放弃了2017年那种紧随美联储提高国内利率的策略，汇率的稳定不再是央行利率决策的核心变量，它更



多地关注于我国国内宏观经济对利率的需要。这表明，人民银行对市场利率和汇率的态度，实际上在进入2018年后就出现了显著变化。

二是法定存款准备金政策的调整。2018年1月，人民银行对全部大中型商业银行、80%的城商行和90%的农商行，实施普惠金融定向降准，释放流动性4500亿元。4月，人民银行下调主要金融机构法定存款准备金率1个百分点，获得降准的银行按照“先借先还”的顺序，以降准释放的资金偿还从人民银行借得的MLF。此次降准共释放流动性13000亿元左右，扣除偿还约9000亿元的MLF，实际向金融体系净释放4000亿元的流动性。时隔不足两月，人民银行再一次对主要金融机构降准0.5个百分点，释放了至少7000亿元的流动性，主要用于支持市场化债转股。通过先后3次调整存款准备金率，实际向市场净提供了15000亿元左右的流动性。

三是虽然4月份通过降准置换MLF，一度导致人民银行对存款性金融机构的债权减少了9000亿元左右，但接下来的两个月里，人民银行又继续通过MLF和抵押补充贷款(PSL)等，向金融机构投放了大量基础货币。到6月末，人民银行对金融机构的债权达到了103424亿元，较4月末增加了9000亿元左右。尤其是，人民银行于7月23日一天就发放了5020亿元的MLF，达到创设MLF以来单日投放最高水平。即便那些对人民银行流动性宽松充满期待的金融机构，对如此大的基础货币投放，也感到有些惊讶。

总之，进入下半年以来，政府对货币政策的取向发生了转变，不再一味强调去杠杆中“稳健中性的货币政策”，转而实施名为“稳健”实为“宽松”的货币政策，人民银行实际的货币政策操作也先于政府的货币政策姿态转变而从之前的收缩转向了相对宽松。

### 货币政策转向为哪般

原本坚定的“稳健中性”货币政策突然转向，是在系列复杂环境下被迫作出的选择。

首先，虽然国内宏观经济“稳中向好”，但潜在下行压力迫使政府不得不对原本偏向收缩的政策取向改弦易张。2018年前两个季度我国GDP增长率分别为6.8%和6.7%，较2017年并没有明显下降，但投资增长率尽显疲态，6月份固定资产投资增长率为6%，创下了十多年来的最低水平。同时，受房地产市场挤出效应的影响，国内消费需求依然不振，社会消费品零售总额增长率不足10%。种种迹象表明，国内需求已受各种因素压抑。尽管政府近几年一直强调，宏观调控要以供给侧结构性改革为主线，但需求不能跟上供给调整的步伐，也会拖累经济的增长。是故，货币政策的转变，正是“稳”字当头的调控目标的手段。

其次，国内需求疲弱与贸易战共振，已让国内金融市场陷入较浓厚的悲观情绪之中。股票市场指数持续下跌，“闪崩”

屡见不鲜；由于对经济下行的担忧，债券投资者强烈的风险规避倾向也表露无遗，其结果是，在对国债之类低风险的利率债需求增加的同时，一些有潜在高风险的信用债券持续下跌，违约时有发生，使机构投资者增加了更多的风险厌恶。国内金融市场流动性日减，市场紧缩日甚一日，最终导致社会融资规模的相对萎缩，非金融企业债券净发行额甚至为负，实体经济运行不可避免地会受到一些不利影响。

市场流动性萎缩部分源于顺周期调控。自2001年以来，M2增速与名义GDP增速在大部分时间呈反向波动，宏观调控表现为逆周期调控。在较长时间里，M2增速一直处在名义GDP之上，流动性充裕乃至过剩，融资环境宽松，是金融市场和实体企业乐见的；但2017年以来，M2增速处于名义GDP增速之下，宏观的和市场的流动性不再像以前那样宽松，无论是实体企业还是金融机构，极不适应新的流动性状态。那些在前期过快扩张和超高杠杆的企业，相当程度上依赖于借新还旧来维持资金的循环流转，但去杠杆和流动性收缩，经营现金流和融资现金流双双下降甚至为负时，就极易引发违约。鉴于中国金融体系向来有“所有制歧视”之说，“中性”货币政策中的流动性收缩，会使本来融资就“难”的民营企业更是雪上加霜，加之股市下跌的连锁反应，就连一些上市公司也难免出现资金链断裂，加剧了债市融资风险向股票市场风险的传递。

众所周知，适当的流动性是经济体得以正常运行的前提。流动性过松会产生通胀或资产泡沫，流动性过紧则会引起金融市场的持续下跌，尤其是，一旦出现流动性螺旋收紧，还会直接通过金融加速器导致信用紧缩，金融市场的价格机制也无从正常发挥其引导资源配置的功能。当前货币政策的调整，流动性风险的考量占了相当大的权重。

最后，正如7月末政治局会议强调的，经济运行稳中有变，外部环境发生明显变化，这催化了国内货币政策的转变。外部环境的“变”，无疑直接源自于特朗普执意挑起的贸易战。除了中美贸易战，美国还向其他许多国家挥舞起关税的大棒，贸易战将全球带入贸易保护主义和市场分割的泥沼，已然导致了一些新兴经济体货币汇率的剧烈动荡，它对出口导向型增长的我国带来的挑战也无疑是巨大的。贸易战不仅使我国过去几十年来发展模式的脆弱性暴露无遗，也将极大地削弱中国经济成长享受的全球化红利。鉴于此，人民银行不得不借助于汇率机制，部分对冲美国对我国产品征收高关税的不利影响。基于此，采取不同于2017年那种跟随美联储加息而提高MLF和公开市场逆回购利率的货币政策策略，从而让人民币汇率适度贬值，不失为恰当的货币政策选择。

### 货币政策不能承受之重

货币政策之变，自有苦衷；在面临各种内外冲击之时，及

时调整货币政策,对稳定信心、稳定预期是完全必要的。尽管如此,但也要认识到,不仅扩张性货币政策的边际效应在减弱,而且过多过度地使用货币刺激,已经给我国经济带来了极大的负面影响。我国经济当下面临的许多问题,事实上是产生于过去不合理的增长模式和超宽松货币政策。许多人诟病货币超发以及随之而来的房地产泡沫,也并非完全不是事实。更重要的是,在我国宏观调控体系中,货币政策承担了太多它本不应该承担的重任,比如,政府财政职能的货币化,带来了并不“中性”的结果,也在情理之中了。是故,货币政策的调整虽属必要,但它并非解决当下我国宏观经济问题的万能之药。

首先,扩张性货币政策的经济增长效应已不断递减。2014年中央经济工作会议就特别指出,总量刺激的货币政策的边际效应在减弱。回顾2008年以来我国经历的三次货币政策放松:第一次是2008~2009年,受美国次贷危机影响,人民银行连续5次下调存贷款基准利率、3次下调存款准备金率,此轮货币宽松中,季度GDP增速回升58个百分点;2011~2012年欧债危机响应下的第二次宽松中,人民银行2次下调基准利率,3次下调存款准备金率,但GDP季度增长率仅回升了0.6个百分点;2014~2015年第三次宽松中,人民银行先后6次下调基准利率、5次下调存款准备金率,居民加杠杆去库存,但GDP增长率仅仅回升了0.2个百分点。近十年来的实践表明,在我国内外环境发生巨大变化之时,依然循着原来方法而实施宏观调控,不仅对GDP的拉动力不从心,还会造成经济结构的进一步扭曲,比如打击创业创新的激励。从实质而言,宽松货币政策和低利率一定程度抑制了企业创新,无益于我国迈向高质量发展。

其次,在我国,宽松货币并不能达到降杠杆的效果。我国供给侧结构性改革的一个重要任务便是去杠杆。正当去杠杆初见成效之时,国内市场流动性逐渐趋紧,信用违约时有发生,于是,便有人将它们归咎于稳健中性的货币政策,甚至认为,应通过宽松货币政策去杠杆,其理由是,去杠杆会造成紧缩效应,GDP增速下滑,结果,杠杆反而越去越高,因此,需要以低利率实现去杠杆。其佐证是,在次贷危机后,美国通过量化宽松实现了去杠杆。这样一个看似逻辑自洽的分析,实则犯了常识性错误,无疑会误导我国的去杠杆。美国次贷危机爆发后,由于违约率上升,企业和居民借款明显下降,它以危机这种极端方式实现了杠杆的初始下降为先,危机遏制过度借贷之后,为与衰退斗争,美联储不得已采取了量化宽松货币政策,美国股市随之大幅攀升。这意味着,美国量化宽松中的降杠杆,先是得益于危机中的破产潮带来的债务下降,继而得益于资产价值的重估。

再看我国,过去几年里,稳健中性的货币政策让国内的宏观杠杆率略有下降,企业杠杆率的控制则是成效显著,同时我国依然保持了6.9%左右的实际增长率,又何来在去杠杆中GDP增速的下滑?更何况,从过去的经验教训来看,我国过去每一次降息周期与宽松货币政策,都刺激了房地产价格一轮一轮泡

沫化的增长、杠杆率进一步攀升,脱实向虚和资金空转套利更加严重甚至猖獗,况且,宽松货币政策刺激房地产价格大幅攀升,已给制造业造成了沉重打击,使制造业成本不断上涨而且愈加刚性。21世纪以来,在我国固定投资中,设备和更新改造投资远远低于建筑安装方面的投资,就是宽松货币政策和房地产泡沫对企业投资激励扭曲的结果。如果继续回到过去的刺激老路,极可能使供给侧结构性改革中的降成本成为“竹篮打水一场空”,也会加剧我国制造业的向外转移。在我国目前的环境下,过度宽松货币政策只会导致杠杆率螺旋式地上升,甚至使我国供给侧结构性改革功亏一篑,经济金融乃至地区事务都将为此付出沉重的代价。我国降杠杆只能在稳健中性的货币政策、结构性改革和对金融市场的有效监管中渐进地实现。

最后,由于市场不完善,宽松货币并不能顺畅地在信用领域有效传导,这可能最终成为出现系统性金融风险的重要因素。应当说,过去几年里,人民银行一直在试图缓解市场的流动性压力并改善流动性结构,缩短货币政策的传导,实现“精准调控”。比如,通过降准置换MLF,支持市场化债转股和小微企业融资;为支持中小企业融资,扩大了MLF担保品范围,窗口指导金融机构增加贷款投放和信用债投资。即使如此,金融机构仍然偏好于高等级信用债,资金仍难以流向民营中小企业。因此,我们看到,十多年里,政府一直强调解决中小微企业“融资难、融资贵”,但在货币与信用扩张了十数倍后,这依旧是顽疾,这不正说明,仅仅依靠量的宽松,是解决不了中小微企业融资问题的。尽管解决中小微企业的“融资难”是政府克服市场失灵的必要之举,但过多地通过宽松货币政策诱导金融机构将资产过多地配置于小微企业,也可能降低金融资源的配置效率,甚至未来将面临更高的信用风险。

因此,货币政策之变,只能是短时间内的权宜之计。单纯依赖于货币扩张,是无法从根本上达到“稳”的效果的。那么,出路何在?答案是,只有真正切实地进行以市场为导向的深层次改革,才能游刃有余地应对国内外的不利冲击;也唯有这样,才能在降杠杆中实现杠杆结构的优化并提高金融稳定性;也只有真正继续深化市场化的改革,才能重拾人们对未来的信心。这其中,切实保护私有产权和知识产权,让各类所有制企业获得公平的市场竞争,降低制度性摩擦成本,改革财税体制和国有企业,消除地方政府与国有企业的预算软约束,改变以GDP为导向的地方官员激励机制,通过财政机制而不是货币化这种隐性通胀的方法来加大民生投入,对在分裂的全球贸易体系中实现经济的健康发展,尤其重要。■(第一创业证券研究总监李怀军博士对本文亦有贡献)

作者系中国社会科学院金融研究所研究员、博士生导师,国家金融与发展实验室副主任

(责任编辑 张 驰)