

国家金融与发展实验室副主任曾刚：

疏通货币政策传导机制 为“宽信用”创造良好环境

“宽信用”成为政策关注重点

中国证券报：日前央行表示要增强信贷总量增长的稳定性，有观点认为已释放出“宽信用”信号，你如何看待？

曾刚：先说一下“宽货币”和“宽信用”这两个术语。目前市场将传统货币政策的传导机制分成了“货币”和“信用”两个层面，宽货币是指货币政策操作层面的宽松，目的是增加市场货币供应量，衡量的标准是市场总体流动状况和利率水平；宽信用则是指金融机构通过放款、投资等行为，促进社会融资总量和广义货币增长，支持实体经济发展。从货币政策的意图来看，往往是想通过“宽货币”来创造“宽信用”，进而为实体经济恢复创造更为适宜的货币、金融环境。

在实践中，“宽货币”是“宽信用”的前提，但不一定能实现“宽信用”的结果。这是因为宽信用在很大程度上决定于微观主体的行为，从信用的供给端来看，金融机构资金投放意愿和能力有着重要的影响，而在需求端，由实体经济部门投资、消费决策所引发的融资需求，更是制约着宽信用的空间。从这个意义上讲，要想实现“宽信用”的目标，不仅需要总量货币政策层面保持流动性相对充裕的状态，更重要的是要解决微观层面信用供求两端存在的错配和梗阻，也就是传统意义上所说的疏通货币政策传导机制，其所涉及的工作内容，远远超出了传统货币政策的范畴。

当前在经济整体继续向好的同时，存在结构失衡的隐忧。进入三季度后，7月经济金融数据不及预期，8月PMI数据显示制造业需求走弱。在这种背景下，整体的宏观调控思路开始强调跨周期调节，疏通货币政策传导机制，加大金融对实体经济的支持力度（“宽信用”），成为政策关注重点。

形成新资金需求来源

中国证券报：在疫情冲击以及“房住不炒”等宏观背景下，应如何更好实现“宽信用”？

曾刚：从过去一段时间看，“宽货币”到“宽信用”传导机制的不畅，在很大程度上是因为近几年资金需求的主力房地产、地方政府和住户部门，受政策调控以及疫情影响，资金需求受到一定抑制。而国家战略发展的重点领域以及经济薄弱环节，资金需求的规模在短期内还尚难形成有效替代。目前来看，在“房住不炒”的政策基调下，房地产投资在较长一段时间内恐难恢复到以往水平。未来一段时间的重点，应集中在地方政府专项债发行带动投资增长，不过考虑到地方政府投融资相关管理制度进一步完善，以及非标清理等因素影响，其效应发挥还需一段时间。

从更长远看，下一步，应该紧紧围绕“十四五”规划所确定的重点战略，加快关键领域的改革，促进经济结构优化，培育新的发展动能，形成新的资金需求来源。与此同时，加大对中小微企业等重要就业吸纳主体的支持，创造更为良好的就业环境，改善居民收入预



国家金融与发展实验室副主任曾刚日前在接受中国证券报记者采访时表示，未来一段时间，货币调控的着力点有两个层面。一是在总量货币政策方面，继续保持流动性合理充裕，推动实体经济融资成本稳中有降。二是在结构优化方面，应加大结构性政策力度，疏通货币政策传导机制，为“宽信用”创造更为良好的外部环境。

今年在市场需要的情况下，进一步下调法定存款准备金率甚至下降利率水平，均是可选操作。相比而言，调整法定存款准备金率的概率更高一些。

● 本报记者 焦源源

期、提升消费意愿。上述这些深层次的改革，不完全在金融政策的范畴，对于货币政策操作而言，应该顺应国家发展及经济结构调整的大方向，前瞻性地引导金融机构进行积极调整，更好地服务实体经济在中长期的高质量发展。

中国证券报：今年再次降准的预期不断升高，下半年货币调控会降准及降息吗？

曾刚：在总量货币政策层面，要继续保持流动性合理充裕，推动实体经济融资成本稳中有降。要实现这个目标，政策部门需要根据实体经济和金融市场的变化情况，灵活运用各种货币政策工具（流动性管理工具、法定存款准备金以及利率等），强化对市场流动性的调节和融资成本的管理。在市场有需要的情况下，进一步下调法定存款准备金率甚至下降利率水平，均是可以选择的操作。不过，相比之下，调整法定存款准备金率的概率会更高一些。

一是因为存款准备金的调整，对改善市场流动性的效应更为直接，而且存准降低能有效降低银行的资金成本，在“宽信用”层面，可以为银行加大资金投放、降低信贷成本提供更好的激励。二是法定存款准备金成为我国货币政策调控的重要性工具，在很大程度上是外汇占款高企时代的一个伴生物。随着我国外汇占款增速下降，基础货币供给机制转换，有必要对相关制度进行优化和调整，适度下调法定存款准备金也为中长期的制度改革奠定基础。

货币调控双管齐下

中国证券报：面对当前经济恢复遇到的新挑战，今年应如何更好发挥货币政策在稳增长中的作用？

曾刚：自6月份以来，中央层面对未来一段时间的宏观政策思路日渐清晰。7月7日，国务院常务会议提出，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支

持，促进综合融资成本稳中有降。强调总量政策的稳定与延续，通过降准等工具继续推动实体经济综合融资成本下降。此外，继续加强对中小微企业等薄弱环节的支持，通过保市场主体来实现稳就业、保民生。国常会之后，中国人民银行于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，总计释放基础货币约1万亿元，有效降低了银行的资金成本。7月30日，中共中央政治局召开会议。会议更为注重中期经济下行和结构调整压力，因此无论是财政还是货币政策，都更为注重“跨周期调节”。在宏观调控政策方面，除延续“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕”的说法外，要求“助力中小企业和困难行业持续恢复”，这与7月7日国常会的提法保持一致。9月1日，国务院常务会议提出，“今年再新增3000亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款”“发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资”，进一步明确跨周期调节重点。

总体来看，未来一段时间，货币调控的着力点有两个层面。一是在总量货币政策层面，继续保持流动性合理充裕，推动实体经济融资成本稳中有降。二是在结构优化方面，加大结构性政策力度，疏通货币政策传导机制，为“宽信用”创造更为良好的外部环境。一方面，提升信用供给端（各类金融机构）的供给能力、优化供给结构，是金融政策部门关注的重点，具体的政策包括：通过专项货币政策工具（直达实体的货币政策工具、专项再贷款、再贴现、精准减排的货币政策工具等），向金融机构提供中长期、低成本资金，用于对特定主体和特定领域的支持；完善监管制度，引导金融机构加大对国家重点战略和薄弱环节的支持力度，具体包括自主科创、中小企业、乡村振兴、绿色金融等。支持金融机构（特别是银行业）的资本补充，提升金融机构的信贷投放能力；完善信用风险分担机制，建立和强化政策性担保机构的风险补偿制度，为金融机构支持薄弱环节（特别是受疫情影响较大的中小企业）提供更好的政策支持等。另一方面，需改善实体经济的信用需求意愿和能力。不断培育新的发展动能，形成新的资金需求来源。

北京证券交易所首批业务规则征求意见

（上接A01版）对于股权激励，允许在充分披露并履行相应程序的前提下，合理设置低于股票市价的期权行权价格，以增强激励功效。

整体延续精选层交易制度

北交所记者在答记者问时表示，交易规则整体延续精选层以连续竞价为核心的交易制度，涨跌幅限制、申报规则、价格稳定机制等其他主要规定均保持不变，不改变投资者交易习惯，不增加市场负担，体现中小企业股票交易特点，确保市场交易的稳定性和连续性。与精选层交易制度相比，新的交易规则仅做了发布主体、体例等适应性调整，内容没有变化。

具体来看，一是实行30%的价格涨跌幅限制，给予市场充分的价格博弈空间，保障价格发现效率。二是上市首日不设涨跌幅限制，实施临时停牌机制，即当盘中成交价格较开盘价首次上涨或下跌达到或超过30%、60%时，盘中临时停牌10分钟，复牌时进行集合竞价。三是连续竞价期间，对限价申报设置基准价格±5%的申报有效价格范围，对市价申报采取限价保护措施。四是买卖申报的最低数量为100股，每笔申报可以1股为单位递增。五是单笔申报数量不低于10万股或成交金额不低于100万元的，可以进行大宗交易。同时还为引入做市机制，实行混合交易预留了制度空间。

建立会员资格与日常管理制度

北交所探索与公司制交易所相契合的会员管理制度，重点明确了对会员交易风险控制、客户管理、交易信息使用和技术系统管理等方面的要求，强化监督机制，督促会员在各项业务活动中履职尽责。

会员管理规则主要包括五方面内容：一是建立会员资格与日常管理制度，明确会员资格取得、灭失的条件和程序，并对会员日常业务管理机制提出要求。二是明确会员合规管理与风险控制要求，重点加强交易风险防控，健全信息隔离制度。三是强化会员客户管理职责，要求会员对客户与产品进行适当性匹配，引导投资者理性参与证券交易，充分保护投资者合法权益。四是规范信息使用和技术系统管理，要求会员有效管理客户使用交易信息行为，不得滥用证券交易信息，保障交易及相关系统的持续稳定运行。五是加强会员监督管理，明确交易所可对会员进行现场和非现场检查，对违反业务规则的情形采取自律监管措施或纪律处分。

关于“北交所作为公司制交易所，为什么实行会员管理制度”的问题，北交所记者在答记者问时表示，北交所作为公司制交易所实行会员管理，会员是证券公司开展业务的资格载体。北交所实行会员管理：一是落实上位法要求。二是便于市场理解。在公司制下，交易所对参与市场业务的证券公司的监管要求，与会员制交易所对会员的监管要求总体一致。从市场参与者的角度看，公司制交易所对参与业务的证券公司使用“会员”的表述，便于接受和理解。三是符合境内外公司制交易所的实践。



新华社图片

六年重组 融合转型修成正果 再乘长风 国际投行花发新枝

（上接A01版）业务优势互补率先突破。杨玉成表示，申银万国的经纪零售业务比较强，宏源证券的固定收益业务非常突出。“两家的资管业务当时也排在行业前列，所以合并以后，2015年最高峰时，新公司的资管业务能排到行业第一。”

区域优势相得益彰。申银万国的业务主要集中在长三角地区，在上海、江苏、浙江做得较好；宏源证券总部在北京，在北方区域优势明显，尤其在新疆做得很好。文化优势互补开花结果。杨玉成说：“当时我们提出的理念是‘扬弃’，把两家好的文化留下来，差的文化摒弃。”

申银万国诞生于上海，具有严谨、细致、认真的特质，员工工作作风稳健而专业，适合做风控合规等业务，但相对缺乏“敢于第一个吃螃蟹”的敢打敢拼精神。宏源证券的优点则是干部员工总体年轻，冲劲和闯劲足，但在专业度、风控合规方面有所欠缺。“两家合起来，就实现了优势互补，事实上现在也达到了当初的预期效果。”杨玉成解释。

种瓜得瓜，种豆得豆。申银万国证券的努力没有白费。经营业绩连续3年跑赢市场实现正增长，营业收入、净利润双双创出新高；定向增发、香港上市、组织架构改革、信息系统整合、协同机制创新等一系列战略布局相继出色完成、稳步推进；做专做优做精做强投资银行，成为融合转型的“重头戏”；综合实力、盈利能力始终走在前列，整体业务竞争力积厚成势、持续攀升……

历经6年重组，申万宏源证券实现了

“1+1>2”的效果，交出了一份高分答卷，也为中国证券行业高质量发展探索了有益路径。可以预见，申万宏源证券并购重组效应的持续释放，将激励未来证券行业更多“联姻”的出现。

播种新三板 全链条赋能中小企业

时下，新三板市场成为行业发展“新风口”，而申万宏源证券无疑是乘万里长风者。

首家代办原STAQ和NET交易系统挂牌公司股份转让、首家代办退市公司股份转让、首家代办外资股份转让、首家开展股份报价转让公司成功转主板上市、首家老三板转新三板挂牌……提起新三板业务，杨玉成话语中充满自豪感。

设立北交所的消息更是让申万宏源证券成为市场关注的焦点，这背后是公司多年来深耕服务中小企业的初心和坚持。

“申万宏源证券作为最早参与场外交易业务的券商，一直是新三板市场发展的坚定践行者。申万宏源证券一直将新三板作为公司的战略业务、特色业务，作为公司服务中小微企业、践行普惠金融的重要抓手。”杨玉成说，公司党委在扶持实体经济方面持续加大投入。

数据说明一切。在精选层企业承销保荐方面，申万宏源证券成绩显著。自2020年精选层开板以来，申万宏源证券为多家精选层企业完成保荐和发行工作，今年上半年完成新三板挂牌及发行27家次，募集资金14.2亿元，市场排名第一。

为更好服务中小企业，申万宏源证券从战略层面着手，对新三板股票发行、持续督导、做

市商、资产证券化、行业研究等环节进行资源整合，通过打造新三板全产业链，为企业提供更优质服务。

“中小企业是我国国民经济发展的主要力量，是承载居民就业的主要领域，是创业创新和科技进步的重要来源，是社会发展和稳定的重要保障。”杨玉成表示，申万宏源证券作为一家历史悠久的国有金融企业，“有信仰、敢担当”是立司之本，金融报国、金融强国的理想信念一直深深植根于公司文化基因之中。

不积跬步，无以至千里。“从做多、做大，到做强、做精，完善配套业务设计，优化整合新三板产业链的优势，全链条助力中小企业发展，正是我们长期以助力实体经济为己任的生动体现。”杨玉成说。

特色铸发展 “双架构”打造国际投行

长风破浪会有时。随着“平台化”战略的深入推进和机构业务全业务链的打造，申万宏源证券亮点频现。

2021年上半年报数显示，机构业务是申万宏源业绩最突出的“引擎”。上半年公司机构服务和交易业务实现营业收入73.88亿元，同比增长53.62%。

“‘投资控股集团+证券子公司’的双层组织架构设计，是打造特色综合金融服务模式的金钥匙”。杨玉成说，集团公司作为上市平台、投资平台和控股平台，能够依托证券公司在投行、机构、财富管理等业务积累的客户优势，实现向金融服务产业链的前端延伸，与证券公司

形成发展合力。证券公司借助集团公司的投资优势，通过产业基金、并购基金等方式，多渠道满足客户投融资需求，完善客户自身产业链布局的同时，也增强了互惠合作的深度和广度。

经过多年探索实践，集团公司与证券公司之间的协同合作愈加顺畅，在战略、资金、投资、产品、客户、人员、风控等方面都呈现一体化发展的良好态势，重点区域、重点突破业务领域也已形成稳定的打法 and 体系。

备受市场关注的是，申万宏源证券还在持续完善FICC业务布局，支持商品、黄金、做市、产品创设业务共同发展，培育新的盈利增长点，非金融企业债务融资工具销售业务在激烈的市场环境下，继续保持同业领先地位。

“我们深化资本中介型业务的转型，积极服务客户财富管理和风险管理需求。”杨玉成介绍，申万宏源证券将基于已有头寸和市场研判优化报价策略，持续开发、优化程序化对冲交易工具，为客户提供市场最优的风险定价，力求改变传统的以判断市场涨跌为基本前提的单向趋势性的投资模式，利用衍生品风险对冲能力为客户获取稳定可预期的持续盈利。

更精彩之变仍在发生。申万宏源证券正加强金融科技领域的创新，整合提升信息系统功能，提高自研程度和能力，促进公司形成衍生品业务风险管控、定价模型、风险情景测算以及实时算力优化等核心竞争力。

专业创未来 践履金融报国使命

专业，是金融机构安身立命之本，也为申万宏源证券实现新跨越夯基筑台。

杨玉成认为，市场化首先是专业化，金融机构一定要赓续专业基因，“拳不离手、曲不离口”谈业务，崇专业，成风尚。

“作为中央金融企业，公司首要任务就是进一步提高政治站位，坚决服务国家战略全局，坚持专业化、市场化、职业化理念，服务‘六稳

六保’，创新金融工具，服务实体经济和中小企业。”杨玉成说，申万宏源证券以落实国家“十四五”规划的一系列重大发展战略为主题，强化战略牵引，切实提高顶层决策、决策体系、业务布局、风险控制、金融科技、人才队伍等方面的专业化水平。

申万宏源证券是这么说的，也是这么做的。“碳达峰碳中和”国家战略确立以来，申万宏源证券公司主动提高政治站位，紧紧围绕“30·60目标”，全面丰富服务“双碳”战略金融实践，构建“研究+投行+投资+基金”全方位“碳”金融服务体系。

“公司党委成立服务国家战略工作推进委员会，作为服务碳达峰碳中和的顶层机构，统筹推进重大决策部署。”杨玉成透露，委员会主任由公司一把手杨晓明担任，委员会下设服务“双碳”战略工作领导小组，他作为公司执委会主任担任组长，其他执委会委员担任组员，负责推动具体工作，夯实服务“双碳”战略的组织保障。

不仅如此，申万宏源证券还印发《关于服务“碳达峰、碳中和”国家战略的行动方案》，将充分发挥现代投资银行专业优势，聚焦“研究、产品、融资、投资、交易、跨境、风控”等方面，着力构建证券行业领先的“碳”金融综合服务体系，形成服务“双碳”战略的组合拳。同时，着力加大专项考核、督导力度，纳入公司年度考核评价体系，对重点工作开展情况进行定期督办，确保见真章、出实效。

志存高远天地宽。“申万宏源证券将继续在中国证券业协会指导下，牢记金融强国、金融报国使命，以更加宽广恢弘的气度、更加开放包容的文化、更加专业化市场化的理念、更加求真务实的作风，充分增强资本市场中介功能，努力打造现代化一流投资银行，奋力开创无愧于新时代的新业绩，书写好行业高质量发展新篇章。”谈及未来，杨玉成信心满满，申万宏源众志成城。