

# 当前货币政策凸显五大新内涵

□武汉大学经济学博导、董辅初讲座教授 管涛

“

上周,中国人民银行行长易纲在《求是》杂志上发表《坚守币值稳定目标 实施稳健货币政策》文章,全文对于加深理解当前中国货币政策的具体内涵大有裨益。

”

## 货币政策框架要符合国情

长期以来,我国货币政策框架采取多目标制的做法被业界所诟病。然而,从二战后全球货币政策框架的演进看,也是经历了从多目标到单一目标再到多目标的反复。2008年国际金融危机爆发后,各国央行更是普遍反思了单一盯住通胀目标的货币政策框架的局限性,越来越多的央行开始将金融稳定目标纳入货币政策函数。由此可见,不同时代面临的主要矛盾不同,货币政策框架演进的过程,也是人类社会对货币政策不断探索和深化认识的过程。

实践中不存在所谓最优的货币政策框架,唯有合适的才是最好的。鉴于中国经济“转轨”+“新兴市场和发展中国家”的双重特征,货币政策多目标制是现实的次优选择。当然,在具体实施中要根据形势发展变化,动态调整不同目标的权重,妥善处理好“稳增长”“调结构”与“防风险”(或者说改革、发展、稳定)三者的关系。

该文专门以物价稳定目标为例说明,不同的国情对应着不同的通胀目标,提出1%-4%都是合理区间。从这个意义上讲,中国现在的通胀水平是可以接受的。该文特别强调,通胀目标的设定只有离经济基本面所决定的趋势不远,才能够起到稳定和引导社会公众预期的效果,这样的货币政策才是符合实际和有效的。

在谈及“坚守币值稳定”这个根本目标时,易纲指出,中国要根据形势发展,探索更为科学合理地确定和衡量价格水平的方式方法。



新华社图片

## 应当有所为有所不为

该文客观分析了后危机时期,主要经济体非常规货币政策的利弊。主要结论是,短期内对冲了危机冲击,防止了经济和价格螺旋式下跌,但从中长期看延缓了经济内在的调整,加剧了结构性问题,最终形成货币刺激依赖,非常规货币政策趋于“常态化”。

从各国货币政策的新实践看,经济增长趋势等基本面因素是由重要经济结构性变量所决定的,货币过度宽松会降低改革和调整的动力;放松货币条件总体上有利于资产持有者,超宽松货币政策可能加剧贫富分化,延长危机的调整;零利率和负利率会使利差收窄,弱化银行体系。

该文提出,货币政策在稳定经济增长方面,既不能畏手畏脚,也不能大手大脚,要根据实际情况把握好政策目标和政策力度,高度重视货币政策过度使用后对供给和经济结构的中长期影响;要注意货币政策与其他政策相互配合,货币政策的主要功能是保持短期的需求平衡,避免经济大起大落,而经济增长根本上取决于结构调整和技术进步。

## 维护金融稳定是央行新使命

后危机时代,中国的货币政策在兼顾经济增长、增加就业、物价稳定和国际收支平衡等传统目标的同时,又加入了金融稳定的目标。

该文指出,一方面,当前中国金融体系和资产市场规模巨大,且容易产生顺周期波动;另一方面,在经济结构调整过程中,前期积累的风险难免会水落石出。为此,央行要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,把保

持币值稳定和维护金融稳定更好地结合起来。在可能引发系统性风险的关键点上,央行要精准发力,履行最后贷款人职责,打好防范化解重大风险攻坚战,守住不发生系统性金融风险的底线。同时,要强化宏观审慎政策,压实各方面责任,共同发挥好在防控系统性风险中的支柱性作用。

目前高层专门研究推进防范化解重大金融风险攻坚战工作,提出要平衡好稳增长和防风险的关系,加大逆周期调节力度,注重在改革发展中化解风险,完善防范、化解和处置风险的长效机制。

## 促进财富增长 是央行保持币值稳定新担当

该文开宗明义地指出:“半招半招,管不住货币都是无用之招。”货币政策的人民性体现为,能否守护好老百姓手里的钱袋子,保持币值稳定,不让老百姓手中的票子变得不值钱了。

而这方面有别于维持物价稳定的传统使命,还包括用适当的货币条件促进财富增长,避免加剧贫富分化和金融风险;要保持正利率,保持正常的、向上倾斜的收益率曲线,为经济主体提供正向激励,这符合中国人储蓄有息的传统文化,有利于适度储蓄,有利于经济社会的可持续发展。

该文突出强调,要在世界经济可能处在长期下行调整期的环境下,做好“中长跑”的准备,尽量长时间保持正常的货币政策,以维护长期发展的重要战略机遇期。未来几年,还能够继续保持正常货币政策的主要经济体,将成为全球经济的亮点和市场所羡慕的地方。即使全球货币放水,中国也将坚持稳中求进、精

准发力,不搞竞争性的零利率或量化宽松政策,始终坚守好货币政策维护币值稳定和保护最广大人民群众福祉的初心使命。

## 货币环境 要与潜在经济产出要求相匹配

之前的相关提法是,保持广义货币供应和社会融资规模增速与名义GDP增速相匹配。而这里是第一次提出货币环境要与名义潜在经济产出(含物价变动)要求相匹配。之所以如此,乃是因为当前中国经济是周期性和结构性问题叠加,但主要是结构性矛盾和发展方式上的问题,结构调整优化是走向高质量发展的必由之路。

该文明确在支持经济高质量发展中,货币政策要把握好总量政策的取向和力度;政策过紧,会加剧总需求收缩和经济下行;政策过松,又可能固化结构扭曲,推高债务并积累风险。

所以,未来央行的货币总量调控是要与名义潜在产出增长相匹配。也就是说,随着人均国民收入从低收入走向中高收入甚至高收入阶段,潜在经济增长放缓,广义货币供应和社会融资规模增速下行将成为“新常态”,全社会必须深刻认识和主动适应这种变化。

非常规货币政策的国际实践表明,过度的货币刺激反而会在中长期造成诸多复杂的后遗症,影响经济结构的调整优化。与此同时,为支持供给侧结构性改革,货币政策也可以在引导结构调整优化方面发挥积极作用,增强政策的针对性和有效性;为更好服务实体经济,还要着力于深化金融供给侧结构性改革、疏通货币政策传导机制,引导金融资源更多流向实体经济尤其是薄弱环节。

## 基建资本金放宽 助力稳投资

□长江证券宏观固收首席分析师 赵伟

国务院日前印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》(简称《通知》),提出进一步完善投资项目资本金制度、适当调整基础设施项目最低资本金比例、鼓励依法依规筹措重大投资项目资本金等一系列措施。笔者认为,资本金放宽或对基建投资形成进一步支持,但在债务和收入约束下,更多呈现结构性特征。

### 不同项目受影响程度有差异

《通知》提出下调部分基建领域资本金比例5个百分点,允许发行金融工具筹措资本金。笔者认为,本次资本金的放宽,主要从资金层面面对投资项目予以支持,助力稳投资。

项目资本金制度是重要的宏观调控手段,资本金比例下调,可抬升资金杠杆、减少资本金占用。2009年和2015年,都曾出现下调基建项目资本金比例5-15个百分点,以应对2008年国际金融危机;2015年,在经济下行压力较大的背景下,将大部分基建领域的最低资本金比例下调到20%。本次为历史上第三次下调基建项目最低资本金比例,其中航运项目下调至20%,铁路、公路、城建等补短板领域最低可降至15%,并允许发行权益型、股权类金融工具筹措最多50%的资本金。

本次调整涉及的基建领域,涵盖铁路运输业、道路运输业、水上运输业、仓储和邮政业、生态保护和环境治理业、公共设施管理业等主要基建行业。2018年这些行业的投资额超过13.6万亿元,占基建总投资的77.5%。

不同类型基建项目受影响程度或有差异。在实际投资过程中,部分项目资本金比例本就高于规定下限,本次政策调整对这类项目领域的影响相对较小。而那些按最低比例安排资本金的项目领域,则相对更受影响。从微观数据来看,此类项目的数量和投资额均不足总量的50%。其中,市政、环保等领域,资本金比例为规定下限的项目占比超过了70%,平均资本金比例不到21%。这类资本金比例按下限安排情况较多的领域,受影响可能相对较大。

### 优质项目稀缺对政策效果形成制约

从微观数据来看,资本金比例按规定下限安排的项目,项目运营现金流往往较弱,对政府补助更加依赖。市政、环保等领域的部分项目,补助总额超过总投资的两倍,收支平衡压力相对更大。当项目自有经营性现金流难以覆盖应还债务本息时,投资扩张便可能带来债务累积和杠杆抬升。

实际上,项目运营现金流和成本相匹配的优质项目相对稀缺,已成为影响地方政府行为的重要因素。2018年《中共中央 国务院关于全面实施预算绩效管理的意见》提出,对重大项目责任人实行“绩效终身责任追究制”。在这一制度背景下,优质项目稀缺对地方政府行为的影响进一步加强。从PPP入库的基建项目来看,除了收费公路等项目现金流相对较好以外,大部分项目依靠运营现金流无法覆盖建设成本。需政府提供运营或建设补助。现金流约束在专项债投向上表现明显:前8个月的募资额中,69%投向了土储和棚改;投向基建的比例相对较低,且多为收费公路等现金流较好的项目。

禁止政府兜底建设融资的要求,使经营现金流偏弱的项目,在建设阶段获得融资支持的力度也有所减弱。2018年发布的《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》,明确禁止地方政府对国有金融机构以任何方式提供担保、承诺回购投资本金、保本保收益等兜底安排”。在政府信用担保减弱的情况下,经营现金流相对偏低的项目,在建设阶段获得融资支持的力度也有所减弱。为了降低项目融资难度,部分项目资本金比例出现被动抬升。2019年专项债做资本金的项目,资本金比例均在50%及以上,平均达63%;PPP入库的基建项目中,也有相当数量的项目资本金比例高于规定下限。

### 可对基建形成进一步支持

近年来防风险、去杠杆持续推进,叠加预算内收入总体回落等因素,资金端对基建投资扩张的约束有所收紧。2017年以来,非标融资、PPP项目投资等规模均明显回落,2018年新增非标融资额较2017年下降6.5万亿元,新增PPP投资额较2017年下降5.2万亿元,今年以来继续维持较低水平。同时,大规模减税降费和“土地财政”回落,使预算内资金对基建投资的支持力度也有所减弱。地方政府专项债额度提升,可在一定程度上弥补资金端缺口。

总体来看,资本金放宽或对基建投资形成进一步支持,但在债务和收入约束下,更多呈现结构性特征。近期稳增长加码,是在调结构背景下展开的。从政策举措来看,更多是结构性支持,不是走老路。在总量层面,对政府债务、国企杠杆等要求并未放松。同时,经济下行压力和减税降费举措,使财政收入继续承压;“房住不炒”导向下地产融资收紧,对土地出让收入也形成一定压制。存量负债和收支平衡压力下,政府支出仍受到一定约束。总体而言,服务于结构转型的稳增长,主要为调结构创造相对平稳的宏观环境。

# 多举措发力 护航稳健货币政策

□国家金融与发展实验室副主任 彭兴韵

## 仍有需要改善的地方

我国货币政策仍然存在着需要改善的地方,主要表现在以下几个方面。

首先,利率市场化效果有待进一步提高。市场利率更好地反映了市场资金供求的变化,也更好地反映了对通胀预期和宏观经济的趋势。早在2013年,中国就放开了商业银行贷款利率的上下限管制,然而商业银行的贷款利率对宏观经济变化并不敏感。

其次,货币当局与其他部门之间的协调有待完善。易纲在文中指出:“货币政策不能单打独斗,需要与其他政策相互配合,几家抬”形成合力……不同政策之间的协调配合至关重要。”

第三,货币政策传导机制不畅。货币政策的目标是保持币值稳定并以此促进经济增长。但是,从央行的货币政策操作到最终目标的实现,不仅具有时滞,还要取决于货币政策的传导机制是否有效和顺畅。有效的货币政策传导需要保证金融与实体经济之间、金融部门内部的良性循环。然而,受不完全信息、交易成本、体制机制摩擦等多方面的制约,货币政策传导并非总是有效的。这种状况,不单中国存在,即便是在西方发达国家,也是愈发突出的现象。中国一直有“脱实向虚”之说,其意思无外乎是,央行在货币政策操作(比如降准)之后,释放出的流动性并没有恰如其分地支持实体经济的发展,结果便扭曲了实体经济与高度金融化的虚拟经济之间的价格,当然也扭曲了相应的投资激励。

## 多举措促进币值稳定

上述货币政策的种种问题,是多种复杂因素交织的结果,要解决它们,凭央行一己之力并不能完成。未来在实施稳健货币政策、促进币值稳定时,除了易纲所指出的五个方面,笔者还想强调以下几个方面。

首先,调整增长目标,减轻货币政策的外部压力。过去货币政策总是在“稳增长-防通胀”或者是“稳增长-防风险-去(稳)杠杆”之间不停切换。一旦金融市场或增长率出现不

利反应,货币政策做出相应调整后,又面临着“失水漫灌”的质疑。要真正将币值稳定作为货币政策的第一目标,扎实地贯彻“稳健中性”的货币政策原则,就需要使作为政策目标的经济增长率与潜在增长率相当。否则,货币政策就一定会过度扩张,币值稳定也就无从谈起。

正如易纲在文中所说,货币政策只是短期需求管理,长期增长就要依靠技术进步和生产率的提高。此外,中国的长期增长还可能来自于改革释放的红利,只要真正的、名副其实的市场化改革不停步,企业产权得到切实保护,创新得到鼓励,在不采取扩张性货币政策的情况下,中国经济就大有可为。其实,中国可以接受的经济增长率,要明显低于目前实现的增长率,这实际上为货币政策提供了

较大的回旋余地。

第二,建立以利率为目标的操作体系势在必行。1994年,中国实行了以货币供应量为中间目标的政策框架,但在2008年和2018年就先后放弃了M1和M2的调控目标。2018年政府工作报告指出,保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长”,但没有明确货币供应量的具体目标值,这意味着,以货币供应量为目标的政策框架已经寿终正寝。然而,两年时间快过去了,旧的框架已打破,新的框架却迟迟没有建立。近年来,央行一直强调货币政策的预期管理,而明确的可信的政策框架,恰恰是预期管理的基础保障。央行虽然也不断借鉴和学习国外所谓“利率走廊”调节,但仍缺乏目标清晰的利率目标值。所以,尽管建立以利率为目标的政策框架,完善相应的政

## 新一期LPR报价不变 贷款利率隐性下限在打破

中国人民银行10月21日授权全国银行间同业拆借中心对外公布新一期的贷款市场报价利率(LPR)

1年期LPR为4.2%

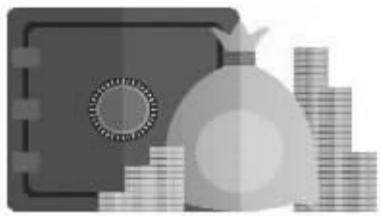
5年期以上LPR为4.85%

均较上一期保持不变

最新数据显示

截至9月末

已有8%的银行贷款利率  
比LPR低50个基点以上



新华社发(李栋制图)

策工具组合,是实施稳健货币政策的必要工具保障。

第三,央行缩表是必要的选择。中国目前的高法定存款准备金率与大量的央行贷款并存,在资产和负债两端同时造成了扭曲。为了减少这种政策组合造成的扭曲,就需要调整央行的资产负债结构。笔者认为,继续适时降低法定存款准备金比率置换金融机构尚未到期的各种银行贷款,既不会造成流动性收缩,也减少了货币政策的扭曲。

第四,货币政策不应过多关注汇率的短期波动。在开放经济中实施稳健的货币政策时,应当将内部均衡要求置于压倒外部均衡的地位,货币政策不应受汇率因素掣肘。与其关注短期汇率的波动,还不如继续深化长期的汇率机制改革。