

“稳中求进”已成为宏观经济政策的基本原则和方法论。稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，是2018年中国货币政策的总基调

继续保持货币政策稳健中性

彭兴韵

经济与货币金融环境

2017年是中国供给侧结构性改革的深化之年。虽然化解国内宏观金融风险仍是一个棘手的问题，高房价泡沫使中国增长与稳定如履薄冰，但在新旧动能转换时期，以更高质量的增长为基本特征的中国经济新时代，仍具有持续稳健增长的基础。因此，中国经济仍然引领着全球经济。而且经济结构在持续改善，消费需求对经济增长的贡献率在持续增强；供给侧结构性改革初见成效，过剩产能行业的库存明显下降，产能利用率有所上升，传统周期性行业的利润率大幅上升，经营现金流持续改善，这些均缓和了中国金融体系面临的风险。

与以往不同的是，2017年增长回升和企业盈利能力的改善，是在略显紧缩的货币金融环境下取得的，这表明中国经济的灵活性在增强，对货币信贷刺激的依赖在弱化。

2017年，两个层次货币供应量持续回落，剪刀差随之缩小。2016年M1的增长率为21.4%，2017年11月份下降至12.7%；相对于M1增长率的大幅回落，M2的增长率则下降较为平缓，2017年11月份M2的增长率为9.1%，较2016年末下降2.2个百分点。M1增长率相对于M2的更大回落，缩小了货币增速的剪刀差，货币的流动性结构也相应地下降了。

与货币供应增长率持续回落相反，金融机构贷款增长率却有所上升。2017

年11月末，金融机构各项贷款增长了13.3%，较3月份上升了近1个百分点。同时，贷款结构略有改善。2016年在房地产去库存的压力之下，金融机构对住房抵押贷款增长率一度数月在50%左右，新增贷款扣除对居民户贷款后甚至出现负数，这意味着，在有的月份，非金融企业从银行获得的净融资为负，它们的生产经营活动面临着信贷紧缩的局面。这种状况在2017年略有改观，金融机构开始适当收缩住房抵押贷款，这使得金融机构对住户的贷款增长率有所回落，对非金融企业的贷款小幅回升。但对住户的贷款增长率依然远高于对非金融企业的贷款增长率，这表明，在供给侧结构性改革中，杠杆仍在持续地向居

力降低税费成本、制度性交易成本、融资成本、物流成本等。三是对工业企业采购先进设备按采购金额的一定比例予以财政补贴；鼓励企业积极进行工业化与信息化融合发展，提高企业生产经营效率。四是促进金融服务实体经济，加大政银合作信贷产品创新，丰富政银合作信贷产品数量，通过金融产品创新扩大商业银行对实体经济金融支持的覆盖面。

防范化解重大经济风险

一是防范金融风险。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。针对前期商业银行自查暴露出的问题，进一步提高现场监管效

率，重点深化对表外业务和同业业务实施穿透式监管；通盘考虑监管政策，减少政策漏洞；针对金融机构集团化、金融业务混业化的趋势，开展联合监管，消除监管真空。二是有效化解地方政府债务风险。强化地方限额管理和预算管理，加快存量政府债务置换步伐，坚决堵住违法违规举债的后门，遏制隐性债务增量；通过定向增发、资产置换、政府债务转为商业债务等渠道，以低成本的政策性资金置换信托融资和商业银行贷款；通过财政贴息的方式，试点中小企业债务置换，实现贷款证券化；建立多部门数据共享机制，加强信息披露。三是防范房地产市场风险。对一线城市及部分热点二线城市，需实施更具差异

化的政策，根据市场情况采取更审慎的价格监控及房地产信贷政策；金融机构应对流入房地产市场的资金加强监管，防控楼市风险和泡沫，引导更多的资金“脱虚向实”；督促各地落实年度住房用地供应计划，加快市政配套、轨道交通和城市卫星城建设，尽快形成住房的有效供应。不断创新调控方式，切实加快建立房地产市场长效机制。■[本文为基金项目：国家重点研发计划项目(2016YFA0602601)的部分成果]

作者系国家信息中心副主任

(责任编辑 许小萍)



民部门转移。

货币供应量的回落、金融企业降杠杆和强化对金融企业的监管、美国货币政策正常化,都改变了中国宏观流动性和市场流动性状况。在货币政策方面,央行不仅未如市场预期的那样降低存款准备金,就连它对金融机构的债权还在2017年第一季度减少了约1万亿元。更甚的是,2017年央行先后三次提高逆回购与MLF利率,向市场传达了引导利率上行的预期。同时,金融监管当局对银行业金融机构开展了轰轰烈烈的专项整治,金融监管形势空前严厉。诸如此类的种种因素,使中国债券市场面临的宏观流动性和市场流动性变得格外紧张,结果,流动性螺旋导致各类债券市场收益率再次节节攀升,10年期国债收益率一度突破4%的关口。债券二级市场收益率的上升,直接带动了债券发行利率水涨船高,债券发行利率甚至罕见地高于银行业一般贷款加权利率,债券融资成本大幅上升。

国内金融市场利率攀升、债券价格下跌之时,人民币汇率却超出了人们的预期。那些看空中国经济和人民币汇率者,在2017年应当是吃到了低估中国经济韧性、低估中国政府稳定经济能力的苦果,2017年全年人民币兑美元累计升值6.37%,完全收复了2016年的失地。

人民币在2017年的升值是多重因素的结果。首先,中国宏观经济的改善减轻了市场对中国金融风险的担忧;其次,政府打击非法资本外流取得了积极成效,扭转了外汇储备的持续下滑;最后,虽然强势美元可以维护特朗普政府的货币形象,符合美国的根本利益,但短期内并不符合特朗普经济政策目标的需要,以一段时间美元的相对弱势来打造长期强势美元是他的必要的战略性选择,这正是2017年美元指数大幅下挫的根本原因,也直接支持了人民币汇率。

货币政策操作

在上述经济与金融环境下,在供给侧结构改革的政策主线下,2017年央行贯彻和落实稳健中性的货币政策,为金融回归本源、更好地服务于实体经济创造了良好的货币金融环境。

公开市场操作

公开市场操作是日常货币政策操作工具,它有预调微调之效。随着货币政策内外环境的变化,公开市场操作在中国货币政策体系中的作用更加突显。2016年,央行公开市场操作基础货币净投放量达到了创纪录的16672亿元,在中国外汇储备持续下降之时,央行通过公开市场操作和创设的再贷款,向金融体系补

充了大量的流动性。2017年,人民币汇率出人意料地逆转,中国资本外流压力减缓,外汇储备又有所增长,通过公开市场操作补充流动性缺口的压力有所减轻,公开市场操作的基础货币净投放量有了明显下降。初步统计,截至11月,公开市场操作净投放量为4950亿元,较2016年全年减少了近1.2万亿元。央行通过公开市场操作,维护了银行体系流动性中性适度和基本稳定。

除了公开市场操作总量上的变化外,公开市场操作技术也日臻完善,央行不断加强预调微调和市场沟通,更好地管理市场流动性,主要体现在以下几个方面。首先,前瞻性地估测影响流动性变化的季节性因素和临时性因素,增强公开市场操作的灵活性,熨平临时流动性冲击。其次,加强预期管理,在常态化开展逆回购操作基础上,及时向市场阐述银行体系流动性的影响因素、公开市场操作意图。这不仅提高了货币政策透明度,也达到了央行与市场沟通的目的。最后,央行于2017年10月份启用了2个月期逆回购操作,以熨平财政因素的季节性扰动。开展2个月期逆回购操作,既能在一定程度上对冲财政收支变化对市场流动性的影响,减轻央行短期限逆回购品种滚续操作的压力,到期时又可冲销年末财政支出大幅增加带来的流动性扩张,保证市场流动性的基本稳定。

2017年公开市场操作的一个特点是,公开市场操作利率紧随美联储的利率政策的变化而变化。2月初,7天逆回购操作利率上调10个基点至2.35%,3月中旬又进一步上调10个基点至2.45%,12月中旬再次紧随美联储提高联邦基金利率而上调逆回购利率5个基点。公开市场操作利率不仅是金融机构获得短期流动性的成本,而且也对市场利率的预期具有重要影响,每次公开市场逆回购利率上升,都会引起债券市场收益率的上升和价格下跌。在存贷款利率基本实现市场化后,公开市场操作利率的调整表明,央行正在探索新的利率调控手段,货币

当局的利率立场，已不再体现为存贷款基准利率的调整方面。央行在调整公开市场操作利率后表示：逆回购利率上行“有利于市场主体形成合理的利率预期，避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷，对控制宏观杠杆率也可起到一定的作用”，就足以说明这一点了。

央行贷款

2014年以来，央行诸多新的贷款工具，不仅通过央行贷款来调节信用总量，还通过它来实施结构性的货币政策，疏通货币政策传导机制。2017年，央行贷款继续在流动性管理、供给侧结构性改革中发挥重要作用。

在流动性管理方面，央行运用中期借贷便利（MLF）和常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，增强央行流动性管理的灵活性和有效性。通过SLF对金融机构按需足额提供短期流动性支持，使其利率发挥利率走廊上限的作用，引导市场利率预期。相比于以往而言，2017年央行SLF各月操作量更加均匀，各月间的操作额差异相对较小。2017年前11个月，央行开展SLF的操作量为4728.78亿元，虽然较2016年同期的5764.83亿元有所下降，但2016年SLF的操作基本集中在1月份，当月操作量就达到了5209亿元，可见，央行在2017年更加注重SLF的常态化操作。值得注意的是，尽管央行每月均在进行SLF操作，但它的余额却大幅度地下降了，11月末SLF余额仅为190.57亿元。

MLF已成为央行管理中长期流动性的重要工具。2017年，央行顺应货币供应方式的变化，以每月一次的频度通过MLF弥补银行体系中长期流动性缺口。相较于SLF，各月MLF操作量要大得多，投放的流动性达数千亿元，2017年前11个月累计投放48535亿元。可以说，央行通过MLF，比较有效地弥补了银行体系中长期流动性缺口，它也成为央行基础货币供给的重要渠道。

在结构性货币政策和补短板方面，央行积极运用信贷政策引导金融机构加大

对小微企业、“三农”和棚改等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。继续对三大政策性银行发放抵押补充贷款（PSL），支持其发放棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。2017年11月末PSL余额为26217亿元，较2016年末增长了5691亿元。对于国民经济的薄弱环节，央行也通过再贷款予以积极支持。例如，央行统计，9月末，人民币小微企业贷款余额23.5万亿元，同比增长17.8%，远远高于贷款的平均增速。央行通过这些再贷款的使用，积极促进了中国普惠金融的发展。

值得注意的是，作为流动性管理工具的MLF，与公开市场操作利率协同一道，成为央行引导市场利率预期的重要方式。2017年央行先后随美联储加息而分别上调MLF利率（前两次）10个基点和5个基点。相对于美联储动辄25个基点的加息和国债收益率100余个基点的上升幅度而言，MLF利率总计上调25个基点，幅度固然很小，但它对市场利率预期的影响却远远超过了央行贷款利率的调整。在存贷款基准利率已经放开的新的利率体制下，央行已通过公开市场操作和MLF探索新的利率调控方式，或者说，中国新的货币政策操作体系和框架，已在央行的酝酿甚至实施之中了。

准备金政策

2017年央行虽然没有像市场预期的那样全面降准，但准备金政策在普惠金融和流动性管理中发挥了重要作用。普惠金融方面，2017年9月，央行聚焦于单户授信500万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小企业经营性贷款、农户生产经营、创业担保、贫困人口和助学贷款，对上述贷款增量或余额占全部贷款量或余额达到一定比例的商业银行，实施定向降准。具体来说，前一年上述贷款余额或增量占比达到1.5%的，下调0.5个百分点的准备金率；占比达到10%的，则下调1个百分点的准备金率。这就是说，执行普惠金融力度越大，所享受的准备金优惠也越大，这对普惠金融具有一

定的激励效应。它也将准备金的普惠金融性质，从原有小微企业和“三农”领域拓展到脱贫攻坚和“双创”等领域。

在流动性管理方面，央行于2017年12月建立了临时准备金动用安排。现金投放占比较高的全国性商业银行，在春节期间有临时性流动性缺口时，可使用30天不超过2个百分点的法定存款准备金。由此，中国存款准备金便从过去“深度冻结流动性”功能，发展和丰富到定向调控、普惠金融和临时流动性管理能力。至此，央行已经建立了三大临时流动性管理的货币政策操作工具：短期流动性调节工具、常备借贷便利和准备金临时动用机制。

宏观审慎政策

货币政策着眼于传统的币值稳定并以此促进经济增长的传统目标、宏观审慎政策则着眼于系统性金融稳定的“双支柱”雏形已现。2017年宏观审慎政策的调整主要在以下两个方面。一是2017年第一季度，央行已将表外理财纳入广义信贷指标范围，并已决定在2018年第一季度将同业存单纳入同业负债占比指标；二是2017年9月，央行对境外金融机构境内存放执行正常准备金率的政策，将外汇风险准备金征收比例降为零，并取消对境外金融机构境内存放准备金的穿透式管理。这项政策的调整，旨在对外汇市场进行逆周期调节，使对外汇市场的逆周期宏观审慎管理回归中性，强化外汇市场价格发现功能，提高市场流动性。

将稳健中性进行到底——2018年展望

近年来，“稳中求进”已成为宏观经济政策的基本原则和方法论。2017年中央经济工作会议指出，稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，这是2018年中国货币政策的总基调，是国内经济环境变化使然。

从发达经济体来看，美国经济仍在国际金融危机以来的复苏之路，因此，美

联储对货币政策正常化仍信心十足。新技术革命正在改变过去三十年里形成的全球资本配置格局、特朗普减税和“美国优先”的战略,让美国正成为全球资本配置的新洼地。若特朗普大力进行基础设施投入和改造,将为美国经济复苏注入新的投资动力。欧洲失业率的持续下降,意味着欧洲正在逐步摆脱危机魔影的纠缠。这并不意味着,欧央行会对货币政策改弦易辙,欧洲各国经济表现的差异对央行的政策调整形成巨大的掣肘。日本经济正在摆脱它“失去二十年”的不光彩名声,重新获得连续的正增长。发达经济体复苏,不仅为大宗商品价格提供了支撑,也将逐步改变全球流动性和利率环境。但任何发达经济体货币政策的转变,都会以不损害投资者的信心为前提,即便是美联储义无反顾地加息和缩表,也将遵循它的谨慎有序的原则;欧央行与日本央行极可能仍保持它现有的货币政策立场。

发达经济体的制造业回归将逐步改变全球的贸易格局,新兴经济体不得不寻求新的替代市场和增长路径。中国经济正在进行结构转型,高增长目标被更高质量的增长目标所取代,这就使得绿色和稳健成为中国经济政策目标中具有重要权重的新因素。绿色意味着,投资驱动的粗放式增长已经走到了尽头,环境成为增长目标函数中最重要的约束条件。稳健则意味着,任何激进的财政与货币刺激宏观经济政策都不再是优先选项,在货币政策与宏观审慎政策“双支柱”的调控框架下,管住货币的闸门是控制宏观杠杆率的根本途径,因此,2018年的货币政策仍将延续2017年的基本态势。

当然,在房子回归“居住”属性之下,以泡沫化为代价的去库存是政府越来越难以容忍的。2016年末以来,各地方政府对房地产市场的调控,正在让房价向理性回归,房地产投资增长率也可能经历新的下行周期。去库存、去产能推升的国内周期性行业产品价格大幅增

长,带来了相关行业产能利用率的大幅回升,需求端将重新成为主导大宗商品价格的因素,PPI、GDP平减指数将在2018年趋于收敛。这将为2018年中国货币政策的边际调整创造积极的条件。

需要注意的是,央行货币政策的调控方式正在发生重大转变,传统的利率政策不再是货币政策的重要工具,央行正在试图通过调整公开市场操作利率来影响国内市场的利率预期。很明显,央行过去几次的公开市场操作利率调整,与美联储的利率政策在时间上达成了高度的“默契”。若此种利率决策机制依然被央行视为有效,那么,在预期美联储2018年将加息3次的背景下,中国仍有通过公开市场操作提高市场利率的动机。

然而,中国央行跟随美联储利率政策而调整公开市场利率的政策手段,依然会受到国内经济和金融稳定的约束。一是金融监管与货币政策的最终目的是促进一个更健全的金融体系,而不是希望它成为市场动荡之源;二是鉴于中国与发达经济体依然有很高的利差,市场利率再进一步大幅上行,并不利于2017年企稳的经济增长的延续;三是央行似乎在通过利率来维护人民币汇率,但发达经济体的复苏,在短期内仍有利于改善中国贸易的国际环境。这些因素共同决定了,中国利率上行的空间并不很大。需要指出的是,已出台的诸多金融监管措施,2018年仍会对金融市场产生较大的影响。稳健中性的货币政策就需要央行密切关注它们对金融市场流动性和债券收益率的影响,并通过多种流动性管理手段抑制市场利率的过快上升,否则,金融加速器机制对实体经济的负面冲击,与全面建设小康社会的目标是不相容的。■

作者单位:中国社会科学院金融研究所
(责任编辑 张 驰)

中国金融出版社图书推荐



《交易金融:交易性、平台化、轻资产的新金融服务》
林治洪、罗勇 编著
定价: 78.00元

本书从微观金融视角,围绕企业生产经营的交易本源,立足平台经济和网络协同的发展思维,全面阐述了交易金融的理念和体系,系统介绍了交易金融的服务体系、技术架构和应用实践,是一本讲述创新发展金融服务、提高金融服务实体经济的能力和水平的实用之作。



《PPP项目运营》
吴维海 著
定价: 65.00元

PPP模式在解决国家重点建设项目、地方基础设施建设资金等方面,发挥着越来越重要的作用。本书整合了PPP领域的各政策研究部门、学术机构学者和实践领域高管等各方经验和智慧,对国内外PPP实践和案例进行了系统梳理和分析归纳,对我国PPP项目设计与运营的新模式、新架构和新机制进行了探索,提供了大量有价值的实操案例。



《家族财富管理之道(精装)》
新天道财富管理股份有限公司 著
定价: 128.00元

随着我国经济的高速增长以及教育水平的整体提高,我国高净值人士的数量也在快速增长,私人财富的保有量与日俱增,私人财富的管理需求日盛。本书结合近50例家族财富管理实践与案例研究,通过剖析家族财富管理的需求结构,阐释了家族财富管理的基本理念和价值,明晰了家族财富管理的对象,梳理了家族财富管理的目标层次,研究了实现家族不同层次财富目标的系统规划路径,为本土财富家族和家族财富管理提供了有价值的参考。