

2020 年货币政策的着力点分析

费兆奇 国家金融与发展实验室高级研究员

杨晓龙 中国工商银行现代金融研究院

2019 年以来，人民银行坚持服务实体经济，深化供给侧改革，实施稳健的货币政策，继续保持货币供给平稳增长，加快推进信贷结构调整，为我国经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。进入 2020 年，受经济下行压力叠加新冠肺炎疫情的影响，货币政策逆周期调节的力度再度加码。但是，在国内经济需求端结构性走弱、国际收支从双顺差转变为趋于平衡、宏观杠杆率高企等诸多宏观因素的制约下，货币政策难以复制“大水漫灌”的强刺激策略。而是需要在新形势下，坚持供给侧结构性改革为主线，通过改革和创新货币政策工具，实现多重目标的平衡。具体而言，2020 年货币政策聚焦的着力点有以下几个方面。

一、加快完善基础货币的投放方式

改革开放以来，人民银行基础货币的投放方式主要经历了三次重要调整，包括计划经济向市场经济转型时期的再贷款、“双顺差”时期以外汇占款作为资产项对应投放基础货币和在外汇占款趋势性下降背景下创设的新型资产端投放工具。早期的再贷款是一种无抵押的信用贷款，具有较强的行政干预特征。通过外汇占款投放基础货币最主要的问题是人民银行执行货币政策的独立性受到冲击。2014 年以来，随着国际收支逐步趋于平衡，在人民银行资产负债表中，外汇占

款的比重从 2014 年 3 月的 83.3%，逐步下降至 2019 年三季度末的 59.0%；与此相对应，人民银行通过创设新的短期资产来投放基础货币（如 SLF、MLF、PSL 等），从而对冲外汇占款的下降，在资产负债表中主要表现为“对其他存款性公司债权”的比重从 2014 年 3 月的 3.8% 上升至 2018 年末的 29.5%。这种新型的基础货币投放工具有多种优势：一是人民银行执行货币政策的独立性得到显著提升；二是在货币政策调控机制从数量型调控向价格型调控的过渡时期，这种新型的工具兼顾价与量；三是具有鲜明的定向调控功能，符合国内经济进行结构调整的需要。但同时也存在一些不足：一是期限短，过度依赖短期工具投放基础货币，会在一定程度上降低基础货币供应的稳定性；二是由于此种创新工具投放的基础货币在数量、价格以及续作方面存在着一些不确定性，加大了金融机构的流动性风险，致使金融机构依靠同业进行流动性管理。

为此，**继续探索和完善基础货币的投放机制对于稳定货币供给具有决定性作用**。潜在路径包括：**一是**丰富基础货币投放工具的期限，适当延长现有工具的期限或创新长期基础货币投放工具；**二是**扩展金融机构融资抵押品的范围，例如在地方政府债务显性化和地方债快速增长的背景下，将地方债纳入抵押品范畴；**三是**增强基础货币投放的透明度，清晰传达政策意图，合理引导公众预期。此外，加快发展债券市场，完善人民银行的公开市场操作。

二、加大定向宽松力度

人民银行在货币政策的操作历程中曾多次采用过定向宽松的货

币政策，如 2004 年为限制资本充足率低且资产质量差的金融机构盲目扩张信贷，采取了差别法定存款准备金政策；2011 年为引导金融机构稳健运行和逆周期调节信贷，引入差别准备金动态调整机制；2014 年为支持小微企业和“三农”领域，实施定向降准政策。特别在近些年，货币政策的定向宽松逐步成为人民银行常态化的调控手段，主要原因在于：**其一，供给侧结构性改革需要定向宽松配合基建“补短板”。**虽然基础设施建设是“补短板”发力的关键领域，但由于地方政府投资意愿的低迷以及新项目投放的不足，去年基建投资增长仍低于市场预期。定向宽松的货币政策能够确保将有限资金投向基建领域，是配合基建投资“补短板”的有效保障。此外，当前多层次、广覆盖、差异化的金融体系尚未形成，金融供给缺位和错位现象较为突出，小微、“三农”、绿色金融等薄弱环节的金融供给明显不足，需要通过定向宽松货币政策加大信贷支持力度。**其二，宏观部门的杠杆结构为定向宽松留有政策空间。**我国政府部门杠杆率（显性债务）相对全球主要经济体依然处于较低水平，为由政府主导的基建投资留有一定政策空间。非金融企业杠杆率虽然处于较高水平，但在结构上部门间不平衡现象较为突出，民营企业杠杆率明显低于国有企业，这为货币政策定向支持小微、民营企业提供了政策空间。**其三，定向宽松是基础货币投放机制的有效补充。**人民银行在公开市场投放基础货币时，只有一级交易商（由政策性银行、大中型商业银行等组成）才有资格直接与其进行交易。这种模式使得人民银行的流动性投放被割裂为两个层次：一是人民银行将流动性投放给一级交易商，二是一级交易商再将流动

性投放给中、小型商业银行和非银金融机构。这种操作模式导致人民银行对第二个层次的流动性投放影响较为有限，这也是国内金融市场在近年时常出现流动性分层，以及中小企业融资难的一个潜在原因。为此，作为从资产端投放基础货币机制的补充，人民银行自 2014 年以来不断创新结构性货币政策工具。通过定向降准、抵押补充贷款（PSL）、定向中期借贷便利（TMLF）、调整普惠金融优惠政策范围等定向宽松的货币政策，可以有效对流动性的投放方向进行引导，加大对小微和民营企业的信贷支持。

2020 年，货币政策需要进一步加大定向宽松力度，充分发挥定向引导作用，促进金融要素的定向流动。一是与财政政策协调配合加大对基建领域的定向支持。2020 年地方债发行规模将进一步扩大，定向宽松政策要与地方债发行做好充分衔接，确保同向发力、协作互动，共同拉动基建领域的投资增长。二是定向降准。在现有定向降准基础上，进一步加大对中小银行的定向降准力度，释放更多资金用于支持小微、民营企业贷款。三是定向降息。加大 TMLF 操作力度，引导大型商业银行对基建领域和小微、民营企业的支持力度，对于未能享受 TMLF 的部分中小型银行，也给予增加再贷款或再贴现额度的优惠政策。需要指出的是，对基建领域的支持不但要加大对铁路、公路、桥梁等交通领域及能源类等传统基建领域的支持，也要加大对 5G 基建、城市轨道交通、人工智能、工业互联网等新型基建领域的信贷支持。四是定向支持疫情防控资金需求。当前正处于疫情防控的关键时期，引导金融机构加大对医药、医疗器械、医疗机构等的信贷倾斜支持，

鼓励金融机构对湖北等疫情严重地区企业下调贷款利率、给予贷款展期或续贷支持，对有发展前景但暂受疫情影响较大的外贸和服务业，严禁金融机构盲目抽贷、断贷。

三、以改革的方式加码“宽信用”

近年，受国内房地产新政、地方政府财政整顿和资管新规等严监管政策的影响，国内信用需求逐步萎缩。具体看，2018年以来货币市场短端利率的波动中枢逐步下移，金融机构超额存款准备金率有所抬升，但实体端的融资利率下行幅度有限，广义货币供应量和社会融资增速未见起色，从“宽货币”到“宽信用”受阻。为此，从中央经济工作会议，到国务院金稳委、再到人民银行，均将疏通货币政策传导机制和“宽信用”视为加强逆周期调节的重要环节。

2020年，需加强各部门的政策协同，通过多方合力推动信用需求的企稳回升。一是加大地方政府债和专项债的发行力度，带动基建有效投资，支持补短板扩内需，为稳增长创造有效需求。二是深化政策性金融机构改革，发挥好政策性金融机构的逆周期调节作用，灵活运用抵押补充贷款（PSL）等工具，加大对重点领域和薄弱环节的支持力度，着力补齐基建短板，多管齐下支持小微、民营企业发展。三是疏通商业银行内部的利率传导机制：在我国商业银行资产负债业务和金融市场业务处于分割状态的情形下，应逐步放松对表内业务的监管约束，提升商业银行对其资产负债结构进行调控的自由度和能力水平，从而疏通货币利率向银行负债端利率的传导路径；此外，通过加强商业银行内部的资产负债管理，完善FTP定价机制，从而疏通银行

负债端利率向资产端利率的传导。**四是**保持非信贷融资的适度发展，合理支持民营企业和小微企业的信托贷款、委托贷款等非信贷融资需求。**五是**在利率市场化深入推进的过程中，中小企业的贷款利率将因融资风险的显性化出现一定程度的上浮，此时，政府推出逆周期的风险补偿机制，加大银行结构性的信贷投放力度，能更为有效地缓解中小企业的融资难问题。

四、继续深入推进利率市场化改革

利率市场化改革在近些年稳步推进，已经完全放开对存贷款基准利率的行政管制，完善了商业银行贷款市场报价利率机制，推动贷款利率和市场利率“两轨合一轨”；积极培育以 DR007 为代表的基准利率体系，并探索构建了利率走廊机制；人民银行政策利率向货币市场和债券市场利率传导已相对顺畅。但当前利率市场化改革还有待深入推进：**一是**以国债收益率曲线为基准利率的市场价格体系尚未形成，国债收益率曲线的有效性还不完整，这是阻碍短期利率向中长期利率传导的重要原因之一。**二是**货币市场和债券市场均存在市场分离、监管标准不统一等问题，严重阻碍了金融要素之间的价格联动，从而阻滞了货币政策的传导效率。**三是**公司债券作为直接融资工具，本应属于银行存贷款等间接融资工具的替代品，但在我国几乎完全由商业银行等金融机构购买，丧失了直接融资工具的价格发现机制。**四是**国有企业部门的预算软约束、金融市场的刚性兑付、政府部门的隐性担保等问题尚未得到根本性解决，从而严重阻碍货币政策的传导效率。

为此，2020 年要继续深入推进利率市场化改革。其一，在价格形

成机制方面：一是继续推动 LPR 的市场化改革，包括对 MLF 利率做动态调整，增加 MLF 的弹性，提升 MLF 与市场利率的相关性；继续扩容 LPR 的报价行范围，增强 LPR 报价的代表性，此外，应将所有 LPR 报价行纳入一级交易商。二是加大金融产品的创新力度，包括：（1）扩大同业存单、LPR 在存贷款市场中的应用和影响力，引导商业银行逐渐适应利率市场化环境。（2）扩大以 Shibor 为定价基准的利率衍生产品数量，增强 Shibor 在货币市场中的影响力。（3）健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，包括：推动银行间市场、交易所市场和场外柜台市场的融合发展，统一国债市场；丰富国债的发行期限，完善收益率曲线的期限结构和市场定价基准；完善做市商制度，保证国债市场的连续运行。

其二，在货币政策的传导机制和调控机制方面：一是加快推进国有企业和地方政府债务改革。继续加大对国有企业的改革力度，不断降低国有企业在竞争性领域的影响。深化财税体制改革，提升地方政府财权和事权的匹配度，加快地方政府隐性债务向显性债务的转化。二是逐渐打破金融市场分割。目前直接融资市场和间接融资市场分割现象依然明显，制约了货币政策的传导效率。应扩大债券市场对于一般企业的融资功能，加强商业银行资产负债与货币市场、债券市场等的连接；大力发展资产证券化，加快发展债券市场和资本市场，逐渐打破市场之间的分割，增强不同金融市场之间的可替代性，疏通货币政策传导机制。三是减少多头监管和重复监管。当前我国金融监管体制条块分割有所缓解，但依然存在，不同监管政策存在一定差异。应

深化金融领域监管改革，充分发挥金稳委监管统筹协调职能，逐步改善并解决多头监管的现象，防止由于信息不对称和监管缺位带来风险隐患。以债市评级互认为起点，持续推进银行间债市与交易所债市在准入、信息披露、存续期管理上的统一监管，增强我国债券市场的吸引力。**四是完善利率走廊机制。**明确短期货币政策利率和目标水平，确定适宜宽度的走廊区间，形成公开、透明、可信的，且能够真正稳定预期的利率走廊操作框架。

五、积极稳妥防范化解金融风险

2019年，金融系统始终坚持稳中求进的工作总基调，金融服务实体经济力度明显加强，金融秩序持续好转，金融改革取得突破进展，实现了防范化解重大风险攻坚战的良好开局。但受国内外多重因素影响，我国经济金融中一些长期积累的深层次矛盾逐渐暴露，一些领域的“灰犀牛”风险仍然存在。**一是**跨境资本流动加剧，随着全球经济下行压力加大，全球货币政策“降息潮”出现，使得2019年下半年以来短期跨境资本流入明显增加，对金融市场平稳运行带来冲击和挑战。**二是**债券市场风险抬升，2019年债券市场违约企业数量和违约规模创同期历史新高，违约主体遍及国企、民企、上市公司及AAA级发行人等各种类型。**三是**居民杠杆率持续上升，近年来居民杠杆率增长较快，2019年前三季度较上年末累计上升了3.1个百分点，其中，浙江、内蒙、上海等3个省（市）杠杆率超过70%，杭州、厦门等5个城市杠杆率超过80%。**四是**中美贸易摩擦仍存在不确定性，虽然年初中美签署了第一阶段经贸协议，持续近两年的经贸摩擦暂时告一段落，

但需要指出的是，中美贸易摩擦由来已久，贸易谈判也很难一蹴而就，注定是一个长期反复的过程。**五是**新型冠状病毒感染肺炎疫情仍处于扩散阶段，短期对市场情绪冲击较大，增加金融市场波动性。

2020年，货币政策要充分考虑各类金融风险因素，充分把握好稳增长、去杠杆、防风险之间的平衡，坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战。**一是**强化对各类宏观金融风险的跟踪监测分析，尽快建立符合大数据发展方向的统计平台和基础数据库，准确识别和预警各类宏观金融风险，并及时制定应对措施。**二是**控制好居民去杠杆的力度和节奏，考虑当前的宏观形势背景，居民杠杆率仍需保持适度稳定，尤其是考虑到居民杠杆率与房价的密切关系，保持居民杠杆率的稳定也在一定程度上有利于房价的稳定。**三是**深化金融领域监管改革，加快补齐金融监管短板，充分发挥金稳委监管统筹协调职能，防止出现由于信息不对称和监管缺位带来的风险隐患。**四是**推动银行加大资本工具创新力度，拓展银行资本补充方式，特别是加大非核心一级资本工具的创新应用，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。**五是**稳定疫情防控时期的金融市场波动，及时了解市场流动性状况和流动性需求，通过普遍降准、定向降准、下调政策利率以及MLF、SLF等货币政策为市场提供充足流动性，同时引导LPR利率下行，切实减轻企业负担；鼓励银行采取市场化手段，通过债转股、并购重组等方式帮助暂时出现困难的上市公司渡过难关。