

不应将货币政策微调夸大为“转向”

曾刚

国家金融与发展实验室 副主任

银行研究中心 主任

栾稀

中国人民银行金融研究所，博士后

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

2018年6月24日，人民银行宣布7月5日下调准备金率0.5个百分点，用于支持市场化债转股和小微企业融资。25日，人民银行等五部委发布《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》，增加1500亿支小支农再贴现额度。28日，人民银行发布货币政策委员会2018年第二季度例会内容，“松紧适度”、“流动性合理充裕”、“管好货币供给总闸门”等用词引发市场对经济形势和货币政策取向的激烈讨论。7月4日的新一届金融稳定委员会第一次会议，再次对当前的经济金融形式做出了判断，会议认为，当前金融风险处置取得积极成效，经济正向高质量发展迈进，市场主体韧性强，完全具备打赢重大风险攻坚战和应对外部风险的诸多有利条件，下一步各项工作都将按既定方案有序推进。

一、政策微调以缓解流动性压力

在“防风险、去杠杆”的政策基调下，2017年，人民银行和金融管理部门通过MPA考核、“三三四”专项检查等多种措施抑制影子银行规模的增长，对金融整体运行产生了显著的影响：

宏观流动性明显收缩。M2增速大幅下滑，2018年5月，M2同比增速为8.3%，较2016年底的增速下降了三个百分点。社会融资规模增速也有所下滑，但在表内信贷稳定高增的支撑下，社融增速下滑幅度略小于M2增速的下滑幅度。2018年5月，社融同比为10.27%，较2016年底的增速下降了2.5个百分点。

银行体系内流动性保持稳定，但资金价格明显上升。在2017年货币政策边际收紧、公开市场净投放规模也较2016年明显下降的情况下，2018年3月金融机构的超储率为1.3%，与去年同期保持持平，低于2016年和2015年货币政策边际宽松时2%左右的水平。货币市场利率中枢上升，2018年4月DR007的平均水平为2.86%，较2016年12月上升了35bp。同时，金融去杠杆抑制了银行对非银的融资行为，银行间市场流动性分层加剧，R007和DR007的利差由2017年1月的20bp上升至2018年4月的80bp。

流动性的边际收缩为企业部门杠杆率下降创造了条件。根据国家金融与发展实验室的数据，2017年底中国非金融企业杠杆率下降至152.7%，较2016年底下降3个百分点。不过，在稳杠杆取得显著成效的同时，也出现了一些值得关注的问题。

一是需求数据全线下滑。2018年5月，[固定资产投资](#)累计同比仅6.1%，较去年同期下降了2.5个百分点；消费累计同比为9.5%，当月同比仅8.5%，这一增速是2003年5月以来的最低水平。

二是信用风险有所上升。融资环境趋紧导致企业再融资环境恶化，因资金链趋紧而引发的信用风险有上升迹象。尤其值得关注的是，由于各方面的原因，融资环境趋紧对中小微企业和民营企业的冲击更为明显，这与4月份中央财经委提出的“要以结构性去杠杆为基本思路”，“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”的政策目标不完全契合。

截至2018年6月底，共有25只债券违约，违约规模共计253.01亿元，违约主体已增至13家，超过60%是民营企业。从数据上看，债券违约数量与违约率仍处于相对较低的水平，但在融资环境持续趋紧的背景下，市场参与者心理受到了较大的冲击。

在上述背景下，为缓解去杠杆对国内流动性的压力可能对总需求和资产价格的负面影响，合理引导市场预期，并更好实现“结构性去杠杆”的目标，宏观调控政策在确保稳健中性基调不变的前提下，根据实际经济需要进行了灵活适度的微调。

二、不应过度渲染信用风险

关于国内经济金融形势，当前市场的分歧和争论不少，我们有两个主要的观点。

一是不应过度渲染信用风险。

总体来看，中国经济增长有一定的韧性。工业生产、企业利润、景气度、价格等宏观数据均表现良好。1-5月，[工业增加值](#)累计同比为6.9%，较去年同期略有上升；工业企业利润累计同比为16.5%，依然保持较高增速。刚刚公布的6月份制造业[PMI](#)和非制造业PMI均在50%的景气区间以上。尽管工业增加值、工业企业利润数据保持高增速有统计口径调整的原因，但生产数据的良好得到了微观高频数据的印证。1-5月，发电量累计同比为8.5%，较去年同期上升2个百分点；全社会用电量累计同比为9.7%，较去年同期提高3.4个百分点；二产用电量累计同比为7.7%；制造业日均用电量96.6亿千瓦时/天，创历史新高。6月，五大发电集团耗煤量当月同比为10.43%，较去年同期上升明显。

在今年上半年违约的25支债券中，只有两只债券(同一个违约主体)是超短融，可以认为是企业流动性融资断裂，其余的23只债券均为中长期信用债，个别违约债券甚至是利息违约。企业中长期债券的本金和利息违约不应归因为货币环境，货币宽松的情况下也不应让企业借新债还旧债。此次中长期债券违约是属于去杠杆过程中必然出现的问题债务的退出、市场的正常出清，不应以偏概全、过度渲染，不足以上升到债务收缩引发通缩、萧条的程度。

二是不能过度夸大货币政策的作用。

去杠杆过程中，货币政策受到了高度的关注，工具层面的灵活微调，很多时候都被夸大为政策的“转向”。但事实上，作为一种总量

政策，货币政策关注的核心目标是物价和金融的稳定，在我国当下的阶段，就是维持稳健中性的货币环境，为“防风险、去杠杆”创造条件。不可否认，在实践中，各国货币政策也在积极探索结构性工具的运用，但不能过度夸大其作用。一方面，受制于传导机制，结构性货币政策工具往往不能取得预期效果；另一方面，过度使用结构性工具，有可能会干扰货币政策的核心目标，引发潜在的经济、金融风险。

从目前情况看，宏观杠杆率开始趋稳，稳健中性的货币环境基本达成。未来工作的重点，应该从总量控制转向结构优化。也正因为此，中央财经委会议提出了“结构性去杠杆”的新任务。政策组合的重心，也理应从关注总量的货币政策，转向更多元化的结构性政策组合。货币政策可以适度进行结构性政策的尝试(如定向降准和MPA考核)，但仅靠货币工具，不足以从根本上解决当下的结构性问题。需要结构性效应更突出的政策(尤其是财政政策)，以及对[资金流](#)向更有针对性的监管政策(金融监管和对国有企业杠杆率的管控等)发挥更大的作用。

三、需构建更为完善的结构化政策体系

结合前面的讨论，我们认为，我国宏观政策保持稳定，是应对外部冲击，并稳步推进“防风险、去杠杆”工作的必要条件。未来的重点，应在保持货币政策的稳健中性、维护金融市场流动性合理充裕的情况下，构建更为完善的结构化政策体系，按照既定方案有序推进结构性去杠杆。一方面，要对高杠杆主体(地方政府和国有企业)的融资行为形成合理、有效的制约，规范融资行为和融资路径；另一方面，

则要加强对中小微融资主体的适度支持，在加大资金供给和监管引导力度的同时，优化和改善中小微企业的生存环境。

货币政策，在稳健中性的基础上，适度强化结构性引导作用。一方面，综合使用定向降准、公开市场操作等多种工具保持流动性的合理充裕，根据国内外经济金融形势的变化进行预调微调，稳定市场预期、维护金融稳定；另一方面，强化结构性货币政策工具的运用，根据供给侧结构性改革的要求，加大对小微企业、绿色金融和市场化“债转股”的支持引导力度。

标本兼治，化解地方政府债务风险。一要理清中央和地方财政的关系，解决财权-事权不匹配的问题；二要明确债务的主体和相应权责，做到地方债务谁借谁用谁还；三要杜绝地方政府和地方金融机构对城投平台债务的兜底行为，以彻底明确城投平台的融资属性；四要继续推进地方政府专项债券的管理改革；五要加强地方政府债务风险监控，严控高债务地区的发债规模，对违约发债、不当发债予以问责。

强化预算约束，稳步推进国有企业降杠杆。“国有企业去杠杆是重中之重”，决策层已经抓到了企业高杠杆的关键。日前，针对国有企业预算软约束问题，中央深改组通过了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，望尽快出台。此外，进一步推进市场化“债转股”，加快“僵尸企业”处置。问题债务和无效存量债务的退出不仅是去杠杆的关键，还影响到长期经济增长。在预算软约束尚存在的情

况下，存量债务的化解不能依靠货币政策，相关部门应协调配合，进一步推进市场化“债转股”，加快“僵尸企业”债务处置。

财政政策更加积极，推进结构性减税以刺激内需，内需的重要性凸显。但在国内金融风险尚未完全化解的情况下，内需的扩大不能过度依赖货币宽松，更应发挥财政政策的积极作用。在财政支出空间有限的情况下，应加快推进结构性减税、调整税收结构，减轻中低收入群体和中小企业的税收负担，发挥税收在扩大内需中的作用。