

采访 NO: 2018 年 3 月

采访主题：经济健康发展需要适宜的货币金融环境

采访时间：2018 年 03 月 26 日

采访对象：彭兴韵

摘要：作为一年一度的施政纲领，《政府工作报告》无疑是历年两会时社会最大的关注点。2018 年《政府工作报告》中有关宏观调控的最大变化莫过于两个方面：在财政政策方面，削减了财政赤字率，即预算赤字率从 2017 年的 3% 下调至 2.6%；在货币政策方面，虽然仍要“保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长”，但并没有明确货币供应量的具体目标值。日前，社科院金融研究所货币理论与货币政策研究室主任彭兴韵研究员做客《理论周刊》，就货币政策的一些相关问题接受了记者的采访。

采访内容：

《金融时报》记者：关于今年的货币政策，《政府工作报告》指出，稳健的货币政策保持中性，管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定。与往年不同，今年的《政府工作报告》没有明确提出广义货币 M2 的预期增长目标，这是为什么？

彭兴韵：淡化货币供应量等数量型的调控指标，是中国金融结构变化使然。从融资方面来看，资金短缺部门的融资渠道已实现多样化，除了传统的银行贷款外，债券、股票、信托等在融资中的地位已大幅上升；从盈余部门的资金运用来看，存款的地位日趋势微，证券投资基金、各类理财和信托产品，因相对较高的收益正越来越受青睐。因此，传统的货币供应量统计指标已经不能反映高度多元化的金融结构，它与经济和金融活动的关联性也有所下降。

比如，2010 年以来，广义货币 M2 的增长率就呈逐年下降之势，但市场利率在过去的 7 年时间里却出现了明显的上行和下行周期，这就意味着，M2 也市场利率之间的相关性就不太强；而市场利率的变化对各类非存款类金融产品的收益率却有着直接的重要影响，因此也直接影响着各类盈余资金的配置方向，同时也影响着借款者的融资成本。不难看出，相对于 M2 这样的数量型指标而言，利率这样的价格型指标对经济和金融市场的影响正在凸显。另外，多元化使得货币供

给的控制也越来越困难，实际的货币供给增长率不是高于而是明显地低于政策目标值，是常有的事，因此，它作为货币政策的指标，其实际作用已大幅下降。

实际上，央行早已在着手为转向以利率为核心的货币调控体系做准备。首先，自上世纪 90 年代以来，我国就在积极地推动利率的市场化改革，让市场机制在利率的形成中发挥决定性的作用，不仅已经基本放开了存贷款利率的上下限，而且在深入推进金融机构的市场化改革，提高金融机构的自主经营能力和风险定价能力，同时强化对商业银行的资本充足性和流动性管理，提高资本吸收损失的能力，这为市场化的利率机制奠定了良好的微观基础。

其次，我国推进了基准利率体系的建设，Shibor、债券回购定盘利率在债券定价中的基准作用越来越突出，在逐渐放开存贷款利率上下限的过程中，央行还建立了贷款基础利率。此类基准利率的变动，具有牵一发而动全身之效。在未来，央行可以选定其中的某一个作为货币政策的中介目标，实施以利率为中心的货币政策。

第三，在实际中，央行也在尝试着主动地引导市场利率并强化对市场利率的预期管理。比如，2015 年以来，央行有意地发挥银行间债券 7 天回购利率的基准作用，债券市场收益率紧随 7 天回购利率的变化而变动，债券收益率的变动又直接带来债券发行利率的变动，并进而影响着企业的融资成本和投资需求。2017 年，债券市场收益率

的上升导致债券发行利率水涨船高，使非金融企业债券发行的利率总体超过了银行一般贷款的加权平均利率，这是 2017 年企业债券净融资增长率大幅下降的重要因素之一。这意味着，央行通过调整某种市场利率来调控企业债务融资行为，具备了一定的现实条件。近几年来，央行就试图通过中期借贷便利等政策工具来对利率进行区间管理，2017 年，当美联储三次宣布加息时，中国人民银行就直接相应地提高了公开市场逆回购操作、中期借贷便利的利率，结果导致了国内债券收益率的相应上升，配合着降杠杆的宏观取向，是稳健中性货币政策的具体体现。因此，可以看出，虽然我国尚未建立明确的利率中介目标，但央行已尝试着建立新的货币政策操作目标。不过，在放弃广义货币供应量的指标后，以利率为核心的货币政策操作体系，需要尽快培育作为货币政策中介目标的基准利率。这对未来货币政策框架的完善至关重要。当然，未来也还需要进一步提高银行贷款基础利率与货币市场利率之间的相关性，以及贷款加权利率对货币市场利率变动的敏感性，只有这样，才能进一步完善货币政策传导机制，更好地发挥货币政策的积极作用。

《金融时报》记者：今年货币政策的总基调依然是稳健中性、松紧适度，这是出于什么考虑？

彭兴韵：2018 年中国货币政策的总基调仍然是稳健中性。2017 年 12 月份的中央经济工作会议强调了金融与实体经济的良性循环、

金融与房地产的良性循环、金融体系内部的良性循环，这是打好防范和化解金融风险攻坚战的根本措施。2018 年稳健中性的货币政策就是在让金融回归实体经济的基础上，实现上述三个良性循环，同时，货币政策仍然要在“三去一降一补”的供给侧结构性改革中发挥重要作用，为了继续降杠杆，货币政策就难以扩张。过去的经验也表明，货币扩张不当的结果，往往是资金的脱实向虚，加剧了市场投机的氛围，难以实现上述三个良性循环。因此，稳健中性的货币政策意味着货币供应、广义信贷和社会融资规模的适度增长，但不会是超预期地增长。从价格性指标来说，稳健中性的货币政策则意味着货币利率与真实利率相当，一旦货币利率低于真实利率，就会造成扩张性的后果。由此看来，2018 年与稳健中性货币政策相对应的债券市场收益率，可能难以有明显的下行空间。

《金融时报》记者：《政府工作报告》还提出，维护流动性合理稳定，用好差别化准备金、差异化信贷等政策，引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区，更好地服务实体经济。上述方面，货币政策执行可能会有哪些选择？

彭兴韵：2018 年的货币政策仍可能在保持总量适度增长的同时，继续运用结构性的货币政策工具来补短板，这既是供给侧结构性改革中补短板的要求，也是实现全面建设小康社会的要求。实际上，在过去几年里，货币政策的一个突出特点就是，央行更加注重运用结构性

政策工具。例如，通过定向降准、支农再贷款、支小贷款、扶贫再贷款等差别化货币政策，加强对重点领域和薄弱环节的金融支持，货币政策除了总量工具的性质外，还明显地承担了结构调整的重任，更具有普惠金融的性质。我们相信，补短板的结构性货币政策工具，还会在 2018 年得到进一步的强化。特别是，货币政策在精准扶贫和污染防治方面可能会发挥更大的作用；货币政策也应当切实地服从于迈向高质量发展的经济新时代的总体要求。因此，定向降准、扶贫再贷款等仍是货币政策工具的重要选项；同时，通过窗口指导或者宏观审慎政策引导金融机构向产业升级、高端制造、技术创新、区域经济协调发展提供金融支持。最后，稳健中性的货币政策还要维护市场流动性的基本稳定，既要防止流动性过剩，也要提防流动性不足导致市场剧烈波动，扰乱金融市场的价格信号功能。这方面，2013 年的钱荒事件，殷鉴不远。因此，货币政策应密切关注市场流动性和市场情绪的变化，通过流动性预期管理，维护金融市场尤其是债券与货币市场的稳健运行，避免市场利率过于剧烈地波动。否则，若市场利率在不断强化的监管和整治市场“乱象”中过快地上升，不仅不利于金融体系内部的良性循环，也将不利于金融与实体经济的良性循环，自然也就谈不上稳健中性的效果了。我们建议，若要货币政策真正回归中性，就应当在控制中央银行贷款总量增长的同时，谨慎有序地降低我国的法定存款准备金比率，这是稳健中性货币政策的必然要求。

《金融时报》记者：党的十九大明确要求，健全货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架。这是反思全球金融危机教训并结合我国国情的重要部署，有助于在保持币值稳定的同时促进金融稳定。应当如何理解“双支柱框架”中货币政策与宏观审慎政策的关系？完善宏观审慎政策方面，会有哪些举措？

彭兴韵：除了继续贯彻实施稳健中性的货币政策外，央行还会完善货币政策与宏观审慎的双支柱调控体系。只要市场机制是完善的，货币政策就既能达到宏观经济稳定、又能达到金融稳定的目的。但是，由于总是存在这样那样的市场摩擦，为稳定宏观经济而采取的货币政策可能会影响金融的长期稳定。比如，为刺激经济活动而采取的扩张性货币政策，就可能导致信贷的过度扩张和资产泡沫，而后者恰恰是金融不稳定或系统性金融风险的重要的直接原因。因此，在 2008 年的美国次贷危机以来，宏观审慎管理成为了一个全球共识，许多国家都建立了宏观审慎管理的框架。过去几年里，我们也一直在探索适合于中国金融结构的宏观审慎政策，央行逐步建立了以广义信贷为核心指标的宏观审慎评估体系，通过资本充足率、流动性管理等指标，试图既弱化金融的顺周期性，也降低金融风险在金融机构之间的相互传染性。同时也将外债纳入到了宏观审慎评估体系中，以降低中国金融开放中的系统性风险。去年召开的党的十九大报告就指出，要完善货币政策与宏观审慎双支柱调控政策。2018 年引起国内外广泛关注的

机构改革中，原来的银监会与保监会合并成了中国银行保险监督管理委员会，进一步强化了中国人民银行的宏观审慎管理职能。这意味着，宏观审慎政策在我国宏观调控体系中的作用得到了进一步增强。

在双支柱的调控框架中，货币政策与宏观审慎政策既要各司其职，又要相互协调，它们在政策效果上都同时具有总量与结构效应，但各自的着力点又是有所差别的。但是，在政策目标上，货币政策依然还是集中在传统币值稳定、经济增长等方面，宏观审慎则是防范系统性风险和促进金融稳定，以宏观审慎政策在补足总量性货币政策对金融稳定的不利影响；在政策工具上，货币政策主要还是准备金、公开市场操作和央行贷款，宏观审慎则是逆周期资本充足率、流动性监管指标等。无论是货币政策工具还是宏观审慎的政策工具，既可以是管理总量的，也可以是调整和引导结构变动的。比如，央行依然可以通过差别准备金和各种再贷款工具，引导金融机构将信贷投向国民经济的薄弱环节；宏观审慎政策则可通过调整风险权重来抑制具有泡沫化倾向行业的信贷投入。就中介目标而言，货币政策依然是利率或者货币供应量，宏观审慎政策关注广义信贷。但是，央行通过调整中介目标（如利率）会对广义信贷具有重要影响，同时，良好的宏观审慎政策有助于改善货币政策的传导机制，也有利于改善货币政策面临的结构性问题，比如更好地引导金融回归本源，既达到实体经济在保持自然率的水平上增长，又促进金融体系的稳定。但正如十九大报告所讲的，

我们依然要“完善”货币政策与宏观审慎的双支柱政策。这意味着，在双支柱的调控框架下，未来还有许多事情要做，比如，仍然需要协调法定存款准备金与中央银行贷款；宏观审慎政策扩展到非银行金融体系和金融市场，央行的宏观审慎考核与其它监管当局之间的协调，避免以宏观审慎政策之名，行微观干预之实，从而“让市场在资源配置中起决定性作用落到实处。