

How Does Monetary Policy Work in “Prioritize Stability”?

“稳字当头”中的货币政策如何发力

■ 彭兴韵

宏观经济基本盘概貌

继2021年末的中央经济工作会议后，刚刚结束的中央政治局会议继续强调：“稳字当头、稳中求进”。稳定“宏观经济基本盘”已然成为近期我国经济工作的基本方略，它将是未来一段时间我国货币政策的中心。因此，我们在分析货币政策走向的时候，有必要先了解一下宏观经济基本盘。

经过改革开放后的高速增长期，中国已成为全球第二大经济体。按照世界银行的统计，以购买力平价（PPP）来计算，中国GDP早在2016年就已超过美国。正是过去中国经济总量的持续增长，极大地改变了全球经济的总体格局，中国的综合国力大幅提升。中国在经济上所取得的斐然成就，宣告中国特色社会主义迈入了一个“新时代”。但新时代的中国仍处于社会主义初级阶段，随着社会主要矛盾的变化，发展不平衡、不充分，已成为满足人民日益增长的美好生活需要的主要障碍，因此，中央经济工作会议强调，坚持以经济建设为中心，是党的基本路线。

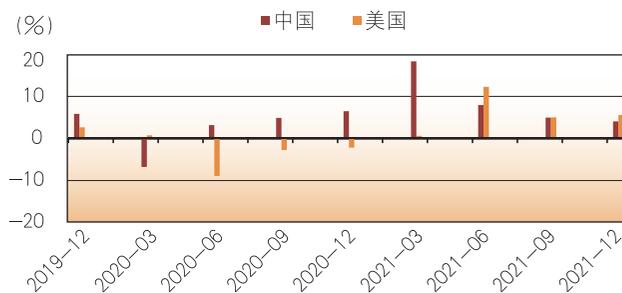
就中国经济自身的运行而言，自从中央明确提出新常态下的“经济增速换挡”“结构调整阵痛”和供给侧结构性改革后，我国经济基本盘依然保持了长期向好的趋势，经济增长的质量明显得到提升，创新驱动在经济增长与发展中的作用愈加突出，更加注重发展成果的共享。这些都意味着，中国经济正在从过去粗放型的增长向高质量发展转变，经济灵活性不断增强。为了实现新的战略目标，需要中国经济继续保持稳定、健康发展，中央甚至提出了“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”非常具体的“六稳”方针。

在实施稳定中国经济基本盘的政策时，需要特别注意中国经济的以下几个现实特点。

中国经济的增速换挡仍在强化之中。从纵向看，中国经济增长率处于下行通道之中；从横向看，中国经济增长率出现了少有的低于世界第一大经济体——美国的经济增长率。在经历新冠肺炎疫情导致经济增长率大幅下挫之后，全球经济似乎正在逐步恢复，即便是疫情严重的欧美国家，经济增长率也已得到了恢复，

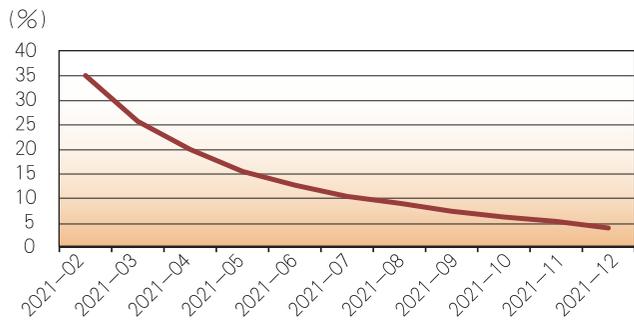
这似乎表明，在疫情这一严重的供给冲击之后，各国经济增速正在步入疫情前的正常水平。不过，在这种背景之下，各国经济增长也在经历结构性反差。就世界最大的两个经济体而言，中国和美国的经济增长率在过去两年的时间里发生了明显的变化，在整个2020年，因疫情防控得力，中国经济增长率在经历第一季度的大幅下挫之后，出现了明显的恢复性增长，而美国则因疫情蔓延出现了连续三个季度的负增长。但进入2021年第二季度后，美国经济似乎逐渐摆脱了疫情的不利影响，出现了比较明显的恢复性增长，而且美国的经济增长还在接下来的两个季度里超过了中国，2021年四季度，美国录得超过5.5%的增长率，而中国仅为4%（见图1）。这在中国改革开放以来都是罕见的现象。

中国的需求（尤其是投资）增长较缓慢。过去几年里，尽管原有的全球贸易秩序被打破，以美国为首的贸易孤立主义给全球经济带来不利影响，但中国的进出口和贸易顺差并没有因此而减少，反而在新冠肺炎疫情背景下保持了强劲的增长势头。这表明，中国在过去两年里成功的防疫在全球供应链中发挥了无可替代的稳定器功效。然而，外需的强劲并没能弥合疲弱的内需缺口。特别是国内投资需求在经历2021年的爆发式增长后，逐月大幅回落，截至2021年末，全社会固定资产投资增长率下降至4.9%，较2021年2月35%的增长率，下降了30个百分点左右（见图2）。当然，2021年末与年初投资增长率的变化并不可比，原因在于2020年2月的固定资产投资增长率为-24.5%，即便如此，到2021年年末的投资增长率也低于中国疫情暴发前2019年四季度5.2%左右的水平。



数据来源：根据Wind整理。

图1 新冠肺炎疫情以来中美两国经济增长率



数据来源：根据Wind整理。
图2 中国固定资产投资增长率

中国投资增长率的下行并不是始于2021年。事实上，2009年之后，中国的固定投资增长率就进入了持续的下行通道，2016年5月之后就进入个位数的增长时代，所以2021年上半年的高速增长增长率只是对2020年上半年负增长的一个快速纠偏。投资增长率持续下行，是多重因素交织叠加的结果，其中最重要的因素就是中国在经历投资驱动的高速经济增长时代后，其不可持续性和种种不利后果也逐渐暴露，环境与资源的矛盾、投资效率的低下以及金融风险的累积，迫使中国不得不痛下决心转向创新驱动的发展战略。尤其是“创新”位于中国五大新发展理念之首。因此，投资增长率的中枢下行是中国经济新时代发展战略转变的必然要求。这也意味着中国的宏观经济政策从过去通过刺激投资拉动经济增长转向了支持创新而赋予经济增长的灵活性和持续性，这是我们认识和理解当前中国货币政策的立足点。

不断上升的杠杆率使得金融风险呈多点散发态势。过去，中国的高投资是通过高速的信用扩张提供融资支持的。这固然促进了中国的储蓄向投资的转化，但也导致了中国的宏观杠杆率不断攀升，金融风险不断累积。尤其是中国地方政府积累的高债务、房地产业积聚的金融风险，似已成为“稳增长”的心头之患。房地产开发企业的高资产负债率、居民部门已然奇高的债务收入比和沉重的偿债压力，都导致中国房地产企业犹如垒卵，稍有意外，房地产开发企业的债务风险就会暴露。这使得紧缩银根的货币政策可能导致房地产业的风险迅速向金融体系传染，并直接损害经济增长。正因为如此，早在2018年中央经济工作会议就曾提出，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环。实现金融与实体经济良性循环，是防控金融风险的根本举措。

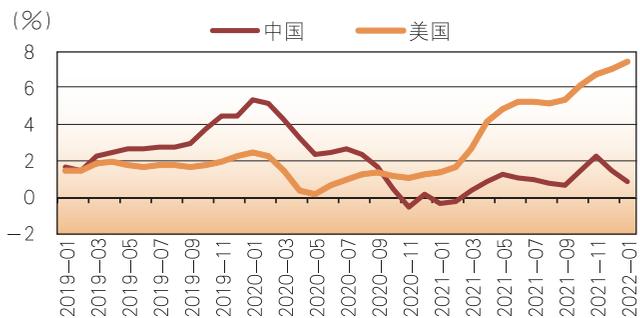
全球通胀率出现较大反差，美国出现了40年来的通胀率新高，而中国的通胀率处于较低水平。在美国经济增长率出现恢复性增长的同时，超低利率和过量宽松的货币政策的后遗症也正在显现，美国的通胀率自2021年初便大幅上升，到2022年1月，美

国的CPI达到了7.5%，创下了近40年来的新高（见图3）。除美国以外，其他一些经济体似乎也开始受到通胀的困扰。这迫使一些国家开始考虑或已对防疫货币政策改弦易辙。疫情尚在蔓延、经济恢复虽呈现明显迹象，但依然脆弱，美联储已向市场传达了明确的加息货币政策信号，而包括英格兰银行在内的一些其他国家的央行则早已采取了升息的举措，为维护疫情下的经济增长与市场信心而采取的超级宽松的货币政策，正在逐渐走向边际收紧。

大变局中的中国货币政策变革

2013年之前，在较长的一段时间里，中国货币政策主要是应对国际收支双顺差带来的流动性扩张下的潜在通胀压力。自2013年以来，由于外汇占款不再是影响中国新增基础货币的核心因素，央行贷款便开始有了更大的自由空间，导致央行对金融机构的债权大量增加；不仅如此，为了维持流动性，中国自2015年就进入了持续降低法定存款准备金率的政策通道。显然，在过去几年里，中国的货币政策担负起了更多的职责和重任，它既要实现保持币值稳定并以此促进经济增长的传统政策目标，又要切实地承担起补短板 and 促进金融普惠的结构调整重任；既要防范和化解金融风险，又要配合中国从投资拉动向创新驱动发展战略的实施；既要维护金融机构稳健的资产负债结构，又要切实降低实体经济的融资成本，解决中小微企业融资难、融资贵的难题。为此，中国货币政策做出了积极调整。

通过不断降低法定存款准备金比率和增加对金融机构的贷款，保证合理的流动性供给。中国加入WTO后，不断增加的国际收支顺差导致了流动性的扩张，迫使央行不得不通过提高法定存款准备金比率来深度冻结流动性，法定准备金成为流动性的巨大储水池。当央行持有的外汇储备不再大幅上涨时，为了保证充裕的流动性供给，央行在其资产负债上做出了较大调整。一是发挥法定存款准备金的储水池功能，通过不断下调法定存款准备金



数据来源：根据Wind整理。
图3 中美两国CPI走势

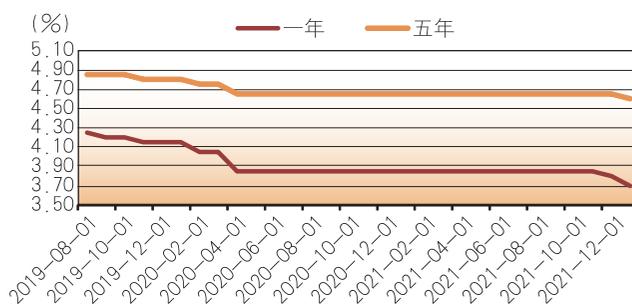
比率来释放原被“深度冻结”的流动性。经过十年左右的调整,大型金融机构的法定存款准备金比率已从原来的21.5%下降到现在的11.5%,中小金融机构的法定准备金比率则从19.5%下调至8.5%。二是在资产端增加对金融机构的债权,进一步补充流动性。到2022年1月末,央行对存款性金融机构的债权余额达到了创纪录的13.47万亿元。

结构性货币政策的操作十分突出。针对传统着眼于总需求调控货币政策传导中存在的诸多缺陷,中国在2013年之后就特别注重结构性的货币政策操作。自政府特别强调金融要更好地服务于实体经济后,央行又特别强调实施直达实体经济的货币政策操作。无论是结构性货币政策,还是直达实体经济的货币政策,都是希望货币政策操作提供的资金供给能够直接惠及国民经济的薄弱环节和战略新兴产业等,如支持创新、制造业和普惠金融等。中国的结构性货币政策工具主要包括定向降准、支农支小再贷款、扶贫再贷款、碳减排支持工具等。

深入推进利率市场化改革,尝试建立以利率为核心的新货币政策框架。经过渐进式的利率市场化改革,中国在2015年就已放开存贷款利率的上下限管理,商业银行的利率定价自主权得到了大幅提升。同时,在2013年的钱荒之后,央行还尝试通过短期借贷便利(SLF)等进行中国式的利率走廊调控,以平抑货币市场利率的大幅波动。此外,在新的货币调控机制中,央行寄希望于LPR在货币政策的传导中发挥中枢作用,特别是在2019年改革LPR的报价基准后,LPR直接以央行公开市场操作利率为报价基准,就是希望央行在调整公开市场或中期借贷便利的利率后,引导LPR做出相应的调整,再传导到商业银行的贷款利率。2019年以来,中国央行通过下调中期借贷便利(MLF)的利率来引导LPR的下行,这直接带动了商业银行贷款加权平均利率的下降(见图4、图5)。应当说,这一方面反映了政府的货币政策意图;另一方面也为降低企业融资成本发挥了积极的作用。

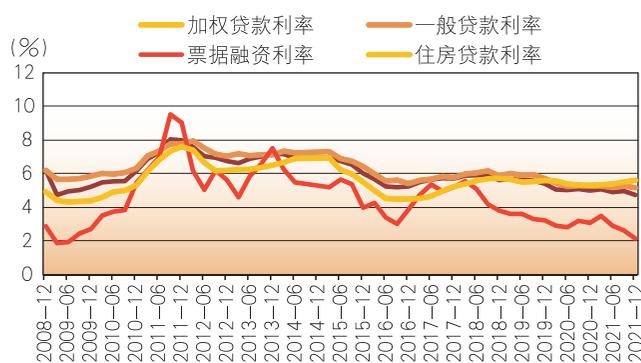
2022年货币政策发力“稳定当头”

毫无疑问,2022年货币政策的首要任务就是要服从“稳字当头”。中央经济工作明确提出,2022年要“稳字当头、稳中求进,各地区、各部门要承担起稳定宏观经济责任,各方面要积极推出有利于经济稳定的政策”。为了稳定经济基本盘,需要对“稳”加以具体化。2月25日召开的中央政治局会议继续强调,要以供给侧结构性改革为主线,继续做好“六稳”和“六保”工作,着力稳定宏观经济大盘。为此,货币政策就需要为“六稳”



数据来源:根据Wind整理。

图4 中国LPR走势



数据来源:根据Wind整理。

图5 中国贷款加权平均利率走势

创造良好的融资环境,既要保证合理适度的融资可得性,又要降低实体经济的融资成本,保证充裕的流动性。1月中旬,央行副行长刘国强在国新办新闻发布会上更是直白地指出,货币政策的重点目标就是“稳”,把“货币政策工具箱开得再大一些”。因此,“稳字当头”是2022年货币政策的根本立足点。就当下而言,“六稳”的重中之重在于稳预期与稳投资,防止因预期恶化而导致投资增速跌入负增长,没有适度的投资增长,也就难以“稳就业”。鉴于地方政府与房地产行业的高负债及其带来的金融风险,稳预期与稳投资的关键就在于稳民间(民营)投资。过去几年里,政府一再强调要发挥投资在经济增长中的关键性作用;2021年底的中央经济工作会议曾指出:“适度超前开展基础设施投资。”

稳定经济基本盘的货币政策的第二个方面就是服务于共同富裕。习近平总书记指出,“人民对美好生活的向往,就是我们的奋斗目标”“消除贫困、改善民生、逐步实现共同富裕,是社会主义的本质要求”。为此,我们既需要采取各方面的经济政策促进经济总盘子的稳定增长,又要改善基于生产要素的国民收入功

能分配结构。货币政策虽然不直接参与国民收入的分配过程，但可以通过引导信贷等金融资源的重新配置，促进国民经济的总量增长和结构调整，从而间接促进国民收入分配结构的调整 and 实现共同富裕。由于民营经济和中小微企业在中国就业问题上具有举足轻重的作用，充满活力的小微企业的充分发展，不仅可以保障人民的就业和消费，而且可以防止资本的过度集中和贫富差距，有助于更好地实现共同富裕。我国的基本经济制度是以公有制为主体、多种所有制共同发展，按劳分配为主体、多种分配方式并存。货币政策在引导金融机构的信贷配置中平等地对待不同所有制企业，就更有利于更好地实现我国基本经济制度。在这方面，过去几年里，我国货币政策做了较大努力，特别是政府一直都在强调“解决小微企业融资难融资贵的问题”。李克强总理在2019年的政府工作报告中还介绍了货币政策支持小微企业的具体措施，也提出了对金融机构小微企业贷款的量化指标。他指出：“加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款……今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上……完善金融机构内部考核机制，激励加强普惠金融服务，切实使中小微企业融资紧张状况有明显改善，综合融资成本必须有明显降低。”中央经济工作会议也继续强调，要引导金融机构加大对小微企业的支持。可以说，支持小微企业融资，将是中国货币政策面临的一个重要的中长期任务。

稳定经济基本盘的货币政策的第三个方面在于支持创新和绿色发展，助力实现“碳达峰、碳中和”的远景目标。“绿色”是中国新时代经济发展的一个约束条件，新时代的经济增长更加强调环境友好与资源的可持续性。为了实现碳达峰和碳中和的远景目标，中国在实施以供给侧结构性改革为主线的宏观经济政策时，就将“创新”列为新发展理念之首，为此，中国实施了创新与绿色发展的金融支持体系，绿色信贷与绿色债券是中国实现绿色发展的两大金融支柱。在货币政策操作上，央行已经创设推出碳减排支持工具，以稳步有序、精准直达方式，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展。根据《2021年第三季度货币政策执行报告》，央行通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的60%提供资金支持，利率为1.75%，引导金融机构向碳减排重点领域内的各类企业提供碳减排贷款，贷款利率与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。在设立碳减排支持工具的基础上，再设立2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，形成政策规模，推动绿色低碳发展。鉴于减排任务仍然

十分艰巨，而且在减排过程中仍需要稳定经济基本盘，可以说，这一直达经济体的结构性货币政策工具的作用会更加突出。

稳定经济基盘的货币政策的第四个方面是积极利用多种货币政策工具，提供充裕的流动性和维护市场信心，进一步切实有效地降低融资成本。中央经济工作会议强调，货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。为此，央行不断通过降准和加大公开市场操作、再贷款等多种方式释放流动性，促进了市场利率下行。但同时，我们也应看到，中国的利率尤其是银行贷款利率总体仍然是偏高的，这不仅抑制了中国的经济增长，也扭曲了中国的国民收入分配结构。因此，偏高的利率与中国宏观经济基本盘的变化是不协调的。特别是，由于LPR盯住MLF的利率，而MLF利率的调整并非是完全市场化的，而主要在于传递央行的政策意图，因而MLF利率的调整频率很低，且每次调整的幅度相当有限，这就使得相对于债券市场和票据市场而言，我国商业银行的贷款利率具有更强的黏性，弱化了贷款利率在引导资源配置中的应用作用，这样带来的结果就是中国出现了一个与宏观经济、企业利率增长不协调的现象：企业利率整体的不振与银行利润较高增长共存。宏观上，中国实体经济支付的利息已经超过了当年的新增GDP，愈加明显的经济金融化趋势，抑制了实体经济投资的积极性。

是故，我们建议重塑央行资产负债表，进一步引导贷款利率适当下行。具体来说，就是进一步降低法定存款准备金比率，并配合央行贷款余额的调整来保证流动性的充裕、合理；降低MLF等政策工具利率，引导LPR和金融机构贷款加权利率下行。

在此，我们还要强调的是，中国今日面临的金融风险，尤其是严峻的信用风险，与过去依赖于积极信贷扩张的投资驱动增长方式有着不可分割的关系。国内外的历史教训已经反复告诉我们，货币政策并不能从源头上消解金融风险，每一次为稳增长而采取的扩张性货币政策，都直接导致存量债务的扩张，而债务对经济增长的效能——每新增一单位的债务所带来的GDP——长期下降趋势，意味着为应对风险而采取的流动性救助反而带来了更大的长期金融风险。因此，货币政策在稳增长与防风险之间取得平衡的关键在于我们要接受更加符合实际的经济增长目标。^②

（作者单位：国家金融与发展实验室、中国社会科学院金融研究所）