

当货币政策遇到“结构矛盾”

（财新智库莫尼塔研究经济学 钟正生

财新智库莫尼塔研究宏观分析师 张璐）

2月17日，中国人民银行发布《2016年第四季度货币政策执行报告》。每季一度的执行报告，是央行向市场传递货币政策信号的重要载体。时值对中国经济究竟是稳还是弱，货币政策基调究竟是“中性”还是“偏紧”颇具争议之际，央行在这篇报告中折射的看法和应对理所当然地成为市场关注的焦点。通篇读来，不禁让人产生一个强烈印象：央行也许正在约束条件下做“次优选择”。而约束条件恰恰在于，央行要用本质上属于“总量调控”的货币政策，去为根本上深陷“结构失衡”的中国经济把脉问诊。

一、央行如何看宏观？

1、经济的核心矛盾是“结构”

央行对目前中国经济增长的总体判断是：增长的内生动能仍有待强化，“稳增长、防泡沫与促环保”之间的平衡面临挑战，经济的结构性矛盾依然突出。诚如央行所言，“当前我国面临的主要是结构性矛盾和发展方式上的问题”，而货币政策归根结底是一个“总量政策”，所以，在经济结构调整的过程中，货币政策倾向于保持“审慎和稳健”。

经济结构性矛盾的一个突出表现就是，我们一边看到了供给侧改革的“深入推进”，另一边似乎看到了春节后需求端刺激的“高歌猛进”。目前，已明确公布2017年固定资产投资目标的省份有22个，累计投资目标已超过40万亿元，其中2017年固定资产投资占2016年GDP比重超过100%的就有16个省份。可以预见，如果依靠钢筋水泥的经济增长模式不改，那么所谓的供给侧改革可能蜕化为进一步助推原材料价格上涨的“扬汤止沸”之举。

在经济的结构性矛盾方面，报告提及的两个数据值得关注：一是，去年中国就业形势稳定，第四季度求人倍率上升为1.13，劳动力市场需求略大于供给。稳增长是为了稳就业，就业稳定意味着政府的后顾之忧弱化，未来依靠政策托底经济的迫切性和重量级可能有所降低。二是，去年票据承兑业务有所下降，企业签发的银行承兑汇票主要集中于制造业、批发和零售业，而由中小型企业签发的银行承兑汇票约占2/3。因此，票据业务减少反映出金融对民间投资的支持力度减弱，不利于经济增长内生动能的培育。

2、通胀的分化要区别对待

对于PPI的持续走高，央行特辟专栏进行阐述：一是，PPI回升在较大程度上受房地产、基建和重化工业的拉动，企业效益改善也主要集中在煤炭、钢铁、化工等上中游行业，再度反映出中国经济的结构性矛盾，未来PPI上升的持续性也多少系于这些结构性矛盾会不会进一步激化。二是，类比2012年后PPI大幅下滑至负增长区间，而CPI一直保持正增长的情况，当时的央行选择“区别应对”：对需求收缩的影响，给予必要的逆周期调节；对由供给改善、

成本下降及产能过剩导致的物价下行压力，政策上则保持一定克制。可以想见，对目前PPI飙升而CPI稳定的情况，央行同样会采取“分而视之”，直至“分而治之”的策略。从而，相对于PPI的阶段性的走高，CPI的走势对于货币政策走向的影响可能更为关键。当然，也应密切关注PPI上行的持续性，及其对CPI传导的顺畅性。

3、金融对实体的支持力度“较大”

论及2016年金融机构信贷余额增速有所下降时，央行强调“实际上金融机构对企业的资金支持比企业贷款数据显示得要更多”。一方面，地方债置换和不良资产核销，使存量贷款减少，导致企业新增贷款明显低估；另一方面，直接融资对企业贷款的替代性进一步增强，准确监测和把握全社会的实际融资状况显得更为重要。这是今年以来，央行对金融机构信贷投放过快、过猛，通过变相“加息”和窗口指导进行压制的重要原因。按照央行判断，既然金融对实体的支持力度本已不小，那么继续加大对房地产和基建领域的信贷投放，就可能催生出更大的杠杆，酝酿出更多的风险，也不利于中国经济结构的进一步调整。

二、我们如何看央行？

1、更加注重价格工具的培育和运用

央行强调，下一阶段货币政策将综合运用“价、量”工具进行预调微调。将“价格”拿到“数量”之前，央行促进货币政策框架转型的意图不言而喻。在近期实际操作中，央行以“变相加息”和利率走廊等创新操作，试图抑制资产泡沫，防止“脱实向虚”，提高金融服务实体经济的能力。

在价格型工具的培育上，央行注重打造以Shibor、国债收益率曲线和贷款基础利率(LPR)等为代表的金融市场基准利率体系。央行指出，目前同业存单的发行交易已全部参照Shibor定价，同业存单发行利率与中长端Shibor的相关性进一步提高。从而，近期同业存单利率的持续攀升，反映了货币市场中长期资金的相对紧张。

在价格型工具的运用上，央行谈及春节假期后的“加息”时指出，“公开市场操作的招标规模和中标利率都是可变的。市场已经适应了公开市场操作招标规模的变化，也在逐步适应中标利率的变化，这无疑有利于未来更好地发挥市场供求的决定性作用。”央行的这番表述，除了隐含指出此前“变相”加息并非真正加息，只是随行就市的利率调节之外，也意味着在货币市场利率弹性上升的基础上，今年公开市场操作利率的调整频度会有所增加。

2、首提“货币政策+宏观审慎政策”双支柱

央行对房地产价格泡沫及其可能滋生的金融风险重视有加。在报告专栏4中，央行论述了“资产价格、货币政策与住房金融宏观审慎政策”的关系，指出：为应对资产价格对金融稳定的影响，一个重要手段就是强化宏观审慎政策框架，有针对性地防范房地产金融市场可能形成的系统性风险。同时，稳健的货币政策有助于保持流动性合理适度，为维护价格和产出稳定、金融稳定营造适宜的货币金融环境。因此，防止资产价格泡沫离不开宏观审慎政策和货币政策的配合，需更好地发挥“货币政策+宏观审慎政策”双支柱政策框架的作用。也就是说，在房价问题上，一要运用货币政策，在宏观上“管住货币”；二是要通过宏观审慎政策，在微观上限制信贷流向投资投机性购房、支持合理自住购房。这一提法，体现出央行在如何以货币政策的“总量之矛”攻克“结构之盾”上，经过了深思熟虑。实际上，这也是次贷危机之后，国际政策界对如何防范资产价格风险的共识做法：稳货币+紧监管。

央行在报告中明确，今年一季度起，将把表外理财纳入MPA考核，以更全面地反映银行体系信用扩张状况。并指出MPA已成为“货币政策+宏观审慎政策”双支柱框架的重要组成部分。应该说，将表外理财纳入监管后，或能较为有效地倒逼中小银行收缩资产负债表，从而推动“金融去杠杆”取得实质进展。这可能带来债市的新一轮调整，但对减轻金融体系的脆弱性，扭转货币市场利率“易上难下”的格局，防止“加杠杆，搏收益”的再度泛滥甚至变本加厉，却是大有裨益的。

3、积极适应货币供应方式新变化

2016年四季度，货币乘数逆转了持续七个季度的逆势攀升，回落至5.02。货币乘数回落，意味着央行在基础货币投放上面临更大的压力。短期内，受到PPI持续攀升、房价只被勉强“摀住”、人民币汇率依然承压、银行放贷冲动过强、金融去杠杆进展缓慢等的牵制，“降准”暂不会成为一个选项。央行或将更多地把基础货币投放与“引导资金流向”相结合，PSL和信贷资产质押再贷款等工具或将得到更多使用。上述工具可以用符合政策导向的信贷资产做抵押，向金融体系投放更长期限的基础货币，从而缓解暂不降准情况下，基础货币缺口扩大、债券抵押品趋紧的问题。

一言以蔽之，当前中国经济的核心矛盾是“结构”，从而作为总量工具的货币政策，在实际操作中会有不可避免的错配和延宕。以货币“总量之矛”，应经济“结构之盾”，特别是在国有企业和地方政府投资冲动日益彰显，房地产价格“韧性”上行之际，自然需要央行有更多的克制和变通。因此，货币政策“稳健中性”的基调暂时不会改变，具有结构性特征的货币政策工具或被更多使用。毕竟，央行有着既要支持实体经济，又要抑制资产泡沫，还要维稳人民币汇率的多重诉求。这是货币政策在经济转型期的过渡选择，甚至可以说是无奈选择。但所幸，我们也许可以期待随着体制机制改革的深入推进，货币政策价格型调控的基础轮廓将逐渐得到培育，金融对实体经济的支持效应会逐渐得到提升。