



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融專報

2022 年第 15 期 总第 154 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2022 年 4 月 18 日

“稳字当头”中的货币政策如何发力

彭兴韵

- 过去几年里，中国的货币政策担负起了更多的职责和重任，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，又要切实承担起补短板 and 促进金融普惠的结构调整重任。为此，货币政策通过降低法定存款准备金比率、增加对金融机构的贷款、实施结构性货币政策操作、深入推进利率市场化改革等举措做出了积极调整。
- 为稳定经济基本面，2022 年货币政策的首要任务就是要服从于“稳字当头”；二是服务共同富裕、支持小微企业充分发展；三是支持创新和绿色发展，助力实现“碳达峰、

碳中和”的远景目标；四是积极利用多种货币政策工具，提供充裕的流动性并维护市场信心，切实有效地降低融资成本。

- 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。同时，货币政策要在稳增长与防风险之间取得平衡，关键在于接受更加符合实际的经济增长目标。

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，我国经济基本面保持了长期向好的趋势，经济增长质量得到了明显提升，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，需要我国经济继续保持稳定、健康发展，中央也提出了稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期等非常具体的“六稳”方针。

一、大变局中的中国货币政策变革

2013 年之前较长的一段时间里，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及潜在通胀压力。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，央行贷款有了更大的自由空间，这导致中央银行对金融机构的债权大量增加。不仅如此，为了维护流动性，

中国自 2015 年以来就已进入持续降低法定存款准备金率的政策通道。显然，过去几年里，中国的货币政策担负起了更多的职责和重任，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、融资贵的问题。为此，中国货币政策做出了积极调整。

首先，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比率来释放原先被“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% 下降至 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。截至 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。

其次，结构性货币政策的操作十分突出。由于传统着眼于总需求调控的货币政策传导中存在一些缺陷，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，央行也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于国民经济的薄弱环节和战略新兴产业，如支持创新、制造业和普惠金融等。目前，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。

第三，深入推进利率市场化改革，尝试建立以利率核心的货币政策框架。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“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，就是希望央行通过调整公开市场或中期借贷便利的利率引导 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，央行通过下调中期借贷便利

(MLF) 的利率来引导 LPR 下行，直接带动了商业银行贷款加权平均利率的下降。应当说，这既反映了政府的货币政策意图，也为降低企业融资成本发挥了积极作用。

二、2022 年货币政策发力“稳字当头”

毫无疑问，2022 年货币政策的首要任务就是要服从于“稳字当头”。中央经济工作会议明确提出，2022 年要“稳字当头、稳中求进，各地区、各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策”。为了稳定经济基本面，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，货币政策需要为“六稳”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。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”的重中之中在于稳预期与稳投资，防止因预期恶化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，中央也一再强调要发挥投资在经济增长中的关键性作用。

货币政策稳定经济基本面的第二个方面就是服务共同富裕。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我国的就业问题上具有举足轻重的作用，充满活力的小微企业充分发展，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扩大，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，而货币政策引导金融机构在信贷配置中平等地对待不同所有制企业，有利于更好地实现我国的基本经济制度。过去几年里，我国货币政策在这方面做出了较大努力。政府一直强调“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介绍了货币政策支持小微企业的具体措施，也提出了金融机构对小微企业贷款的量化指标；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。

货币政策稳定经济基本面的第三个方面则在于支持创

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”列为了新发展理念之首。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《中国货币政策执行报告》，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%，以此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。

货币政策稳定经济基本面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、加大公开市场操作、再贷款等多种方式释放流动性，促进市场利率下行。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，这不仅会抑制经济增长，也扭曲了国民收入分配结构。因此，偏高的利率与中国宏观经济基本面的变化是不协调的。特别是，LPR 盯住了 MLF 利率，但 MLF 利率的调整并非市场化，主要用于传递央行的政策意图，调整频率很低，并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粘性，弱化了贷款利率在引导资源配置中的作用。最终结果就是，中国出现了一个与宏观经济、企业利率增长不协调的现象，即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。

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，都直接导致了存量债务的扩张，而债务对经济增长的效能（即每新增一个单位的债务所带来的 GDP 增量）呈长期下降趋势。这意味着，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接受更加符合实际的经济增长目标。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）