

论文 NO. 2018 年 7

发表时间：2018 年 7 月 4 日

正确理解稳健中性的货币政策

孙国峰

中国人民银行金融研究所所长

国家金融与发展实验室高级研究员

摘要：今年以来，中央银行坚持稳健中性的货币政策，前瞻性预
调微调，管好货币供给总闸门，既在打好防范化解重大金融风险攻坚
战中发挥了重要作用，又推动了经济高质量发展。近期社会上对于货
币政策的取向讨论较多，出现了“货币政策万能论”“货币政策无用
论”等声音，需要正本清源，厘清观念，正确理解稳健中性的货币政
策。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交
流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与
发展实验室论文》。

一、什么是稳健中性的货币政策

稳健中性的货币政策是一种“不紧不松”的中性态势。在我国货币政策操作实践中，货币政策取向由紧到松可分为“从紧”“适度从紧”“稳健”“适度宽松”和“宽松”五个区间。2001年至2016年末，我国曾在2007年下半年和2008年一季度短暂实施过“适度从紧”和“从紧”的货币政策、在2008年四季度至2010年末实施过两年零一个季度“适度宽松”的货币政策，2011年起货币政策取向开始定为“稳健”。在“稳健”货币政策的区间之内，根据货币政策操作的力度，又可以将货币政策取向进一步细分为三个小区间，即“稳健偏从紧”“稳健中性”“稳健偏宽松”。稳健中性就是将货币政策保持在“稳健”区间内的“稳健中性”小区间。

中，在中华传统文化中有精深的含义，《尚书》说“允执厥中”，意指不偏不倚，符合中正之道。金融要回归本源，支持实体经济，货币政策作为金融的上层建筑，也要促进金融支持实体经济，既不能多，也不能少，这就是中性的涵义。因此，稳健中性的货币政策，并不意味着货币信贷零增长才是稳健中性，更并不意味着银行体系流动性零增长才是稳健中性，而是指货币信贷以及银行体系流动性增长要与经济增长和物价上涨相匹配，既要支持合理的经济增长和物价上涨，又不能比经济增长与物价上涨之和过多或过少。

前几年，在货币政策的现实执行过程中，各方面多希望货币条件能宽松一些，一旦出现金融风险，又寄望中央银行通过增发货币来帮

助处置，这都增大了货币政策操作上的难度，使得部分时段的货币政策在实施上呈稳健略偏宽松的特征。2016 年底，中央经济工作会议提出“货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门”，正式将货币政策取向调整为“稳健中性”，从 2017 年开始，货币政策从实际上的稳健偏宽松向稳健中性回归。从相对变化的角度看，稳健中性的货币政策比稳健偏宽松的货币政策要相对紧一些，这是边际上的从紧，但从和实体经济匹配的角度看，则是稳健中性的。

进入 2018 年，由于国内经济金融领域过去积累的突出矛盾有所显现，加上国际经济金融形势更加错综复杂，面临一些严峻挑战和不确定性，同时，强监管引起影子银行业务收缩，社会融资规模增速出现回落，银行表外业务回表压力大，在这种内外部情况下，货币政策与实体经济相比，显得略微偏紧，因此中央银行采取了结构性货币政策操作，货币政策在边际上有所调整，贷款增速有所回升，使得货币政策仍然维持了和实体经济相匹配的状态，既没有放水，没有紧缩，稳健货币政策保持住了中性态势。

当前，实施好稳健中性的货币政策，就是要在稳健的基础上，更加审慎、更加前瞻、更加灵活、更加中性，做到不紧不松，以营造稳定的货币金融环境为目标，更好地平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，把握好结构性去杠杆的力度和节奏，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

二、结构性货币政策不改货币政策的稳健中性取向

今年以来，货币政策工具创新和准备金工具灵活使用较为频繁。1 月份实施普惠金融定向降准，4 月份下调部分金融机构存款准备金率置换中期借贷便利（MLF），6 月初扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，6 月 24 日宣布定向降准支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资。此外，还通过以下政策措施进一步改进和深化小微企业金融服务：增加支小、支农再贷款和再贴现限额，并从放宽申请条件、扩展抵质押品范围、加强精准聚焦、创新借用模式等方面简化优化再贷款申请考核；放宽小微企业贷款资产支持证券基础资产单户授信规模要求；改进宏观审慎评估体系，增加小微企业贷款考核权重等。

这些货币政策操作特别是传统上被认为震动性较大的准备金工具的连续使用，引发了对货币政策取向判断的争论，有观点认为中央银行开始放水，货币政策在转向全面宽松。事实上，今年以来的货币政策操作并非放水，也非全面放松，货币政策的稳健中性取向并未改变，不宜根据表面现象就简单地认为降准就是放水。

首先，经济金融形势处于不断的发展变化之中，稳健中性的货币政策旨在为经济金融健康运行创造适宜的货币金融环境，也应该是一个动态优化的过程，理应根据形势需要搭配运用不同的货币政策工具组合。当前世界政治经济环境更加错综复杂，全球经济延续向好态势，但贸易保护主义、地缘政治风险等带来的挑战越来越严峻，国际经济金融形势更加错综复杂。国内经济金融领域的结构调整出现积极变化，但仍存在一些深层次问题和突出矛盾。在国内外不确定性有所上升的

情况下，货币政策进行小幅预调微调的前瞻性操作，有助于应对可能出现的挑战和不确定性。

其次，货币政策灵活性适度增强，可以更好发挥“双支柱”金融调控的作用，加强与金融监管之间的协调配合，形成合力稳妥有序处置金融领域的各类风险，避免违约事件由屡发恶化为频发，守住不发生系统性金融风险的底线，打好防范化解重大金融风险攻坚战。在加强金融监管，强化金融机构资本约束的背景下，存在一些发展前景较好的企业因流动性问题而出现违约的可能，若这类企业较大范围违约，引起市场恐慌，导致企业信用风险集中爆发，不仅会加剧金融市场流动性紧张，还可能会出现紧缩性政策效果叠加带来的系统性风险。

再次，货币政策定向精准调控，降低社会融资成本，减轻实体经济企业负担。受经济稳中向好、信贷需求旺盛等因素影响，企业融资成本有所上升。实施定向降准可以增加银行体系资金的稳定性，优化流动性结构，引导金融机构加大对小微企业等薄弱环节的支持力度，提升对实体经济的服务，又可以避免过度扩张，防止货币条件过于宽松导致经济增长方式和资源配置结构的进一步扭曲和固化。

最后，运用结构性货币政策工具支持结构性改革和辅助解决结构性问题，既是国际金融危机以来全球货币政策操作发展的趋势，也是我国结构性货币政策的特色。当前我们面临的很多问题，如去杠杆、小微企业融资难融资贵主要是结构性问题，总量政策在解决这些问题时效果较为有限，简单的紧缩或宽松，都无法达到预想的目标，还可

能会出现较大的副作用。在总量稳健中性的同时，结构性货币政策工具可以发挥定向精准滴灌功能，优化流动性的投向和结构，有针对性地解决经济运行中的突出问题，以较小的代价取得解决结构性问题，助推结构性改革取得更好效果。

三、稳健中性货币政策的体现

在具体操作实践中，稳健中性的货币政策体现在“数量”和“价格”两个方面。**数量方面，从基础货币看**，降准本身只是流动性投放方式的改变，改变基础货币的构成，即法定准备金下降，超额准备金增加，但基础货币总量不会因此而发生变化。2018年5月末，基础货币余额为30.4万亿元，同比增长1.6%，比4月末减少2797亿元，比上年末减少了1.74万亿元。**从货币信贷增速看**，M2和贷款增速趋稳，社会融资规模余额增速有所回落，广义货币M2和社会融资规模余额增速与GDP增速和CPI涨幅之和之间的匹配性总体较好。2018年1-5月，广义货币M2增长8.3%，与1-4月持平，比上年全年高0.2个百分点；贷款增长12.6%，比1-4月和上年全年均低0.1个百分点；社会融资规模余额增长10.3%，比1-4月低0.2个百分点，比上年全年低1.7个百分点。2017年广义货币M2和社会融资规模余额分别增长8.1%和12%，前者比当年国内生产总值(GDP)和居民消费价格(CPI)涨幅之和低0.4个百分点，后者高3.5个百分点。2018年一季度广义货币M2和社会融资规模余额分别增长8.2%和10.5%，前者比当季GDP增速和CPI涨幅之和低0.7个百分点，后者高1.6个百分点。

价格方面，从央行政策利率看，中期借贷便利利率和央行逆回购操作利率有所上行。近些年，人民银行探索构建利率走廊机制，在注重稳定短期利率的同时，在一定区间内保持利率弹性，增强利率传导效果，通过公开市场操作利率释放政策信号，注重发挥常备借贷便利（SLF）作为利率走廊上限的作用和中期借贷便利（MLF）作为中期政策利率的功能。2017年以来，受国内外市场资金供需变化影响，特别是美联储加息后，美国国债收益率带动全球收益率曲线上移，中期借贷便利利率和央行逆回购操作利率在国内市场流动性基本稳定的情况下有所上行，也是稳健中性的进一步体现。

从货币市场利率看，货币市场利率中枢下行，5月份同业拆借月加权平均利率为2.72%，比4月份低9个基点，比上年12月低20个基点；质押式回购月加权平均利率为2.82%，比4月份低28个基点，比上年12月低29个基点。Shibor总体有所下行。6月末，隔夜Shibor为2.63%，较5月末下降20个基点，较上年末下降21个基点；1周Shibor为2.86%，较5月末下降4个基点，较上年末下降9个基点。

从金融机构贷款利率看，金融机构贷款利率稳中略升，其中企业贷款利率上升幅度较小。3月份，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.96%，比上年12月上升0.22个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为6.01%，比上年12月上升0.21个百分点；票据融资加权平均利率为5.58%，比上年12月上升0.35个百分点。个人住房贷款

利率略有上升，3月加权平均利率为5.42%，比上年12月上升0.16个百分点。

总的来说，无论是从数量方面还是价格方面来看，我国货币政策都体现出稳健中性的取向。

四、坚持稳健中性的货币政策取向

打好防范化解重点金融风险攻坚战，控制宏观杠杆率，从根本上要管住货币总闸门。去杠杆千招万招，管不住货币，都是无用之招。稳健中性的货币政策取得了较好成效，结构性去杠杆稳步推进，金融风险防控成效初显。BIS数据显示，2017年我国非金融部门杠杆率上升速度显著放缓，由2012-2016年平均每年上升14.8个百分点放缓至0.4个百分点，其中非金融企业部门杠杆率增幅由升转降，从2012-2016年平均每年上升9.3个百分点转为下降6.1个百分点。

打赢防范化解重点金融风险攻坚战，要继续坚持稳健中性的货币政策取向。要准确把握好货币政策稳健中性的实质，既要坚定信念，坚持稳健中性货币政策毫不动摇，避免放水思想，坚决防止大水漫灌进一步扭曲和固化结构性问题，积累更多矛盾和风险，导致去杠杆工作前功尽弃；又要在保持稳健中性取向的前提下适度增加灵活性，根据形势动态变化，有针对性地采取切实措施缓解结构性缺口。既要摒弃“货币政策万能论”，强调多措并举，加强各部门之间的协同配合，形成政策合力，齐心协力打好防风险这一场输不起的战役，共同支持创新驱动，激发企业活力，推动新旧动能转换，促进经济实现高质量

发展；又要警惕“货币政策无用论”，破解“等靠要”思想，敢于担当，守土有责，保持战略定力，管好货币总闸门，发挥稳健中性货币政策在结构性去杠杆中的定海神针作用。

守中看似简单，实则极难，中华传统文化对此有着深刻的论述，《中庸》说“天下国家可均也，爵禄可辞也，白刃可蹈也，中庸不可能也。”说明守中之难，智慧、仁义、勇毅难能可贵，而守中之道，不仅需要勇敢，还需要智慧，更需要坚守，更需要执着，更需要忠义。

“君子遵道而行，半途而废，吾弗能已矣”，说明坚持守中更难。党的十九大报告提出，从现在到 2020 年，是全面建成小康社会决胜期，特别是要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。2017 年底的中央经济工作会议提出，今后 3 年，打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险。为打好打赢防控重大风险攻坚战，支持经济高质量发展，稳健货币政策必须保持中性，任重道远，需要坚定信念，坚守正道，坚定执行，久久为功。