

3位经济界专家学者展望今年宏观政策——

2016年：稳健仍是货币政策主旋律



当前货币政策更多的应起到支持保障作用，不宜过度宽松，避免超调

连平

交通银行首席经济学家

连平

主持人：本报记者 陈果静

嘉宾：

交通银行首席经济学家 连平

中国民生银行首席研究员 温彬

中国社会科学院金融所银行研究室主任 曾刚

目标不少难度大

1月7日至8日召开的2016年中国人民银行工作会议，认为过去的一年里，面对错综复杂的国内外经济金融环境，我国继续加强宏观调控，全面深化金融改革，切实防范金融风险，促进了经济提质增效升级发展。各位如何评价这一判断？

主持人

温彬：过去的一年，央行进行了一系列货币政策工具创新，货币政策操作注重前瞻性和灵活性相结合，在宏观调控中发挥了积极作用。一方面，央行通过价格型和数量型工具结合、长期和短期政策工具结合、定向型和全面型工具结合，进一步提高了货币政策操作的有效性；另一方面，央行继续实施稳健的货币政策，保持货币和信贷的合理增长，同时完善宏观审慎政策框架，防范了系统性金融风险。

曾刚：2015年的货币政策需要平衡多重目标，难度较大。第一个目标是稳增长。实体经济面临困难，融资难和融资贵问题突出，如何推动利率下行，保持相对宽松的流动性尤为重要。因此，2014年11月以来，央行先后6次降息、5次降准。从目前银行间市场的情况来看，利率水平比2014年底有明显的下降。可以说，货币政策在降成本上发挥了较大作用。第二个目标是调结构。我国经济发展中结构性问题也需要解决。央行在货币政策操作中也可以使用了一些结构性的手段，包括差别化存款准备金、PSL等，这突破了传统货币政策的范畴，也就是把总量调控与定向调控结合起来，这在2016年也会延续。第三个目标是促改革。大力推动利率市场化改革，利率管制基本取消，央行货币政策框架也在从数量型向价格型转变。第四个目标是防风险，2015年，央行对SLF扩容，扩大抵押品范围等，都是在扩大货币政策工具“篮子”，增强调控的有效性。

后6次降息、5次降准。从目前银行间市场的情况来看，利率水平比2014年底有明显的下降。可以说，货币政策在降成本上发挥了较大作用。第二个目标是调结构。我国经济发展中结构性问题也需要解决。央行在货币政策操作中也可以使用了一些结构性的手段，包括差别化存款准备金、PSL等，这突破了传统货币政策的范畴，也就是把总量调控与定向调控结合起来，这在2016年也会延续。第三个目标是促改革。大力推动利率市场化改革，利率管制基本取消，央行货币政策框架也在从数量型向价格型转变。第四个目标是防风险，2015年，央行对SLF扩容，扩大抵押品范围等，都是在扩大货币政策工具“篮子”，增强调控的有效性。



目前央行的货币政策工具包里种类丰富，可用多种手段稳定货币流动性

中国民生银行首席研究员 温彬

灵活适度不超调

2016年可能是更加困难的一年。有人因此将中央经济工作会议中指出的“货币政策灵活适度”理解为“放水”。事实上，2015年以来，关于“中国版量化宽松”的呼声就未停息。那么，当前货币政策的基调真的有必要改变吗？如何正确理解“灵活适度”？

主持人

连平：当前货币政策更多的应起到支持保障作用，不宜过度宽松，避免超调。

货币政策应兼顾好三方面平衡，总体趋向稳定。一是货币政策助力稳增长需要将杠杆率控制在合理水平。2014年末我国M2与GDP比值已达1.93，预计5年后可能达到2.3。从前瞻控风险考虑，货币政策需要控制杠杆率的进一步上升。二是兼顾控制资产泡沫和防通胀的需要。过度宽松的货币政策可能吹大类似房地产、股票等资产价格泡沫，增加风险隐患。在流动性充裕、利率水平明显回落和政策松绑的条件下，北上广深和部分二线城市房价已经明显上涨。近期广义货币和狭义货币增速显著提升，尤其是M1大幅上行，值得关

注。为应对未来可能出现资产泡沫和消费领域通胀，货币政策需要前瞻性地控制货币增速。三是兼顾资本流动和汇率水平基本稳定的需要。在经济增长持续下行条件下，市场容易形成货币贬值预期和资本流出压力。

随着人民币加入SDR，资本账户开放程度逐步提高，尤其是在美国加息的背景下，资本阶段性流出和货币贬值风险必须重点关注。考虑到上述三方面需要兼顾的平衡，货币政策宽松程度需要谨慎把握，在兼顾当前经济下行压力的同时，还要考虑降杠杆、防通胀等方面的需求。毕竟当前经济增速下滑是去产能和调结构必经的阵痛阶段，并且很大程度上还受全球经济低迷等外部因素影响，增长仍运行在合理区间。

而货币政策总量松动已经达到一定的力度。积极的财政政策相对于宽松的货币政策拥有更好的针对性，可更直接地产生

效应。再者，当前PPI连续下行，不仅仅是国内产能过剩和需求弱的表现，国际能源供需失衡带来的输入性因素也是十分重要的原因。过于宽松的货币政策不仅不一定能缓解PPI下行趋势，反而可能增加物价和资产价格的上行压力。

曾刚：仅依靠货币政策不能解决所有问题。货币政策需要平衡多重目标，进一步宽松可能有助于提供更多的流动性，对稳增长有利。但从防风险的角度看，如果流动性大幅扩张，可能会带来更大的风险，过多的流动性可能造成更大资产泡沫。目前，我国货币政策宽松的空间不大。利率水平已经下降到较低的水平，同时，还要考虑美联储加息可能引发资本流出的问题。流出的部分未来还要依靠降准来对冲，补充基础货币缺口。因此，进一步降准的可能性很大，但总体来看，2016年，货币政策面临形势越来越复杂，货币政策平衡多重目标的难度也较大。

未来总量的政策可能不是那么重要了，更重要的是结构性政策。在货币政策为结构性改革营造适宜的货币金融条件下，结构性工具越多，货币政策的灵活性越强。此前，央行通过定向降准，MLF、SLF、PSL等定向工具向三农、小微、棚改等领域提供流动性，以支持这些薄弱环节的发展。此外，央行可以通过政策性银行进行结构性的优化，引导资金进入需要扶持的领域，而不只是单纯依靠降低利率或者调整无差异降低存款准备金。

连平：相对而言，明年存款准备金率下调空间较大，市场流动性将持续较为充裕，利率水平将进一步回落，但2016年中国不可能推行零利率政策。鉴于目前我国总体流动性充裕，未来货币政策很可能围绕“稳增长”和“控风险”两个核心目标运行，保持稳健偏松的格局。

当前，受金融市场化改革加深、互联网金融发展冲击以及海外资金双向流动态势客观上降低了维持过高准备金率的必要性等因素影响，推动货币政策框架从数量型调控为主转向价格型调控为主的时机已经成熟。

货币政策调控框架成功转型意义重大。这将使我国货币政策调控更加与时俱进和适应现代金融体系发展，也将使得我国央行通过价格型工具和数量型工具的综合运用，更有效、更精准、更直接地实现政策目标，并达到价格型和数量型调控工具的优势互补，有助于推动融资成本降低和金融效率提升，促进金融体系更好地服务于实体经济。

温彬：防范系统性风险将是央行的首要任务。从国际上看，市场预期，美联储今年会有3次左右加息，如果加息的步伐明显超过市场预期，可能导致新一轮的国际金融市场波动，并对新兴市场国家汇率贬值形成压力。从国内来看，部分领域的金融风险仍不容忽视。

由于国际国内经济环境依然错综复杂，经济下行压力仍然较大，作为短期需求管理手段，货币政策在支持全年经济增长稳中求进的同时，还应注意与宏观审慎管理相结合。目前我国房地产投资下滑，企业、地方政府杠杆较高，在货币政策转型期间要注意系统性金融风险的防范。

2015年底，央行推出了宏观审慎评估体系，是对现有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制的升级。这有助于进一步完

防范风险居首位

在当前我国经济下行压力增大的情况下，对金融风险的重视程度在上升。有人认为防风险将是2016年的首要任务，各位如何看待？另外，请各位专家预测一下，2016年全年M2和货币信贷的目标可能在什么水平？

主持人

善宏观审慎政策框架，更加有效地防范系统性风险，发挥逆周期调节作用，并适应资产多元化的趋势。

加强金融宏观审慎管理制度建设，是完善金融监管框架的必然要求。我国传统金融监管的核心是微观审慎监管，其主要目标是维护微观个体机构的稳健，但客观上也容易忽略微观监管的宏观影响，从而有可能使得原有货币政策框架与微观审慎监管之间存在一定的政策管理空白。弥补监管空白的重要方法，便是完善宏观审慎政策框架，从而维护金融体系稳定。

我认为，2016年全年M2增速应该在13%左右，信贷规模在12万亿元左右。

曾刚：未来如何加强对金融市场全图景的监测和关注非常重要。2015年以来，金融市场的波动较大，风险也更加复杂。实体经济需要进一步去产能、降杠杆，客观加大了企业违约风险。就金融市场而言，跨市场的产品和交易越来越多，潜在的风险更复杂也更多。在汇改继续推进的背景下，人民币汇率的调整也会对市场产生影响，因此，需要加强宏观审慎管理。

这就对央行流动性管理能力提出了更高要求。目前，央行货币政策工具持续增

多，可接受的资产也在拓展，已经建立起了全面的供血机制，如SLF、MLF、PSL等，这些工具长短结合，还能定向提供流动性，使得央行针对“毛细血管”都有供血的能力，这就大大降低了系统性风险爆发的几率。

对于近期央行推出的宏观审慎评估体系，市场也有很多的解读。推出这一体系的背景是，目前金融市场有很多跨市场交易，资产也更为多元化，很多资产都以受益权的方式出现。这使得以前只盯住信贷的合意贷款，已经不能反映银行体系真实债务扩展的规模。因此，需要扩张合意贷款盯住的资产范围，把其他资产也列入，才能有效控制资产规模。总的来说，这是适应金融业创新发展的调整，并且这一调整是相当有必要的，是对货币政策的完善。也是出于防范风险的考虑，监管层一方面能够更好地了解银行的信用扩展状况，另一方面对货币政策的指定和执行而言，也能提高其针对性和有效性。

至于2016年全年M2和货币信贷的目标，可能与2015年水平差不多。

连平：在我看来，2016年M2增速13%左右，全年新增人民币信贷在14.3万亿元左右。

降低成本有工具

2015年，货币政策在降低实体经济融资成本方面发挥了不小作用。下一步，还会继续降息降准吗？现在有观点认为，央行进一步降息的空间已经很小了。但同时，降低实体经济融资成本仍然是重中之重，如果降息工具不用了，还能有效降低融资成本吗？

主持人

温彬：2016年是否会进一步降息，将主要受制于人民币汇率走势。目前中美10年期国债无风险收益率已经收窄至50个基点左右。为了防止资本外流对人民币汇率产生压力，降息的空间相对有限，全年或最多只有一次降息。至于降准，今年每个季度都将伴随降准的可能。随着外汇占款下降导致基础货币投放量减少，需要降准来进行对冲。

目前央行的货币政策工具包里种类已经比较丰富，可以通过SLF、MLF、PSL等工具及公开市场操作来引导货币市场利率下行，实现稳定货币流动性的目标。货币市场利率下来了，就能传导至债券市场等，降低企业的融资成本，这与鼓励发展直接融资的方向是一致的。



今年货币政策面临形势越来越复杂，货币政策平衡多重目标的难度也较大

中国社会科学院金融所 银行研究室主任 曾刚

2015年央行历次降息降准

2015年2月5日

下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，有针对性地实施定向降准

2015年3月1日

金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%

2015年4月20日

下调金融机构人民币存款准备金率1个百分点。同时，有针对性地实施定向降准

2015年5月11日

金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%

2015年6月28日

有针对性地实施定向降准0.5个百分点。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%

2015年8月26日

金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%

2015年9月6日

下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，有针对性地实施定向降准

2015年10月24日

金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5% 下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，并有针对性地实施定向降准

本版撰稿 陈果静 本版编辑 胡文鹏 美编 吴迪