

货币政策仍应稳字当头

当前国内外经济形势依然面临挑战。亟需加强国际宏观经济政策协调,防范外部风险,集中精力办好自己的事,搞好周期政策设计,支持经济高质量发展。在此背景下,货币政策接下来该如何调整?如何做到既把握好政策时度效、维护经济大局总体平稳,又加大力度支持普惠金融、引导金融活水润泽实体经济?特邀四位专家围绕货币政策相关话题进行深入探讨。

保持稳健和针对性调节

主持人:结合当前的经济形势来看,您认为,下半年我国货币政策应该如何调整?

连平:我国的货币政策应该如何选择,已经成为当前和未来一个阶段市场十分关注的话题。去年下半年以来,我国经济保持了持续恢复的良好态势,在主要经济体中表现十分优异。与此同时,全球大宗商品价格伴随着经济复苏开始大幅上涨,对我国物价构成不小的上涨压力,市场普遍存在通货膨胀担忧。国际市场对美联储货币政策改弦更张产生预期,并对其明年初退出宽松货币政策存在较高预期。

当前大宗商品价格上涨具有特殊背景,疫情对全球经济的冲击导致全球供求存在较大缺口。但国际大宗商品价格并不会持续大幅上涨。伴随着疫苗接种扩大和政策调控力度加大,疫情正在逐步改善并最终将得到基本控制。当前和未来一个时期,国际大宗商品价格持续大幅上涨缺乏需求基础。就国内来看,我国并不存在持续、大幅通胀的基础。近年来,在终端需求变化有限的情况下,生产价格指数(PPI)上升难以顺畅传导至下游制造业乃至零售市场。再者,为应对疫情冲击,去年我国财政政策虽然积极力度加大,但总体上仍较为克制,货币政策虽然进一步宽松但基调仍属于稳健。

得益于良好的制度基础和积极有效的政策应对,我国经济于去年3月即开始走向复苏,目前整体上已恢复至潜在增长水平。但需要关注的是,内需的恢复仍不够理想。从两年平均数据和相关经济数据的绝对值对比来看,投资和消费仍未达到疫情前水平。目前,上游、中游价格大幅上升,消费市场、最终产品这一端价格没有太大变化。由于无法释放成本上升带来的压力,下游和中间一部分行业和企业面临较大压力。由于中下游制造业企业中大多数为中小企业,民营企业居多,议价能力与融资能力相对较弱,其面临的压力较大。

与此同时,需要重点关注出口部门的多重成本交织上升压力。去年三季度以来,我国出口保持了大幅增长,对经济增长恢复发挥了十分重要的作用。未来随着世界经济进一步复苏,全球需求回升,全球市场形势可能仍会有利于我国出口。但也应看到成本端对出口部门或产业的冲击不可忽视。一是全球大宗商品价格上涨推动出口部门原材料价格大幅上涨,带动原材料成本上

升。二是由于疫情冲击和相关限制社交活动政策的实施,运输成本大幅上涨,集装箱运价成倍上升。三是由于出口需求大幅增长,主要的出口产业基地,如广东、浙江等地面临招工难,导致相关制造业部门劳动力成本大幅上升。四是自去年5月至今年5月,受经济复苏强劲,国际收支顺差和货币政策稳健的影响,人民币出现了超过11%的升值。人民币阶段性一定幅度的升值会在二至三个季度后对出口产生一定程度的成本推升压力。除了上述压力外,如果下半年全球疫情进一步改善,部分国家制造业生产能力得以恢复,不排除出现部分需求向其他国家转移的可能性。若如此,在供需两端压力导致出口部门增长放缓情况下,内需应该得到更加有力的提振。

在此背景下,从内部平衡和内外平衡的双重角度看,货币政策保持稳健基调很有必要。疫情后,内需有了很大恢复但仍未达到疫情前水平,实施宽松的货币政策。综合考量,在当前和下半年,货币政策应兼顾内外平衡需求,保持稳健基调,不急转弯,同时,跟踪世界经济运行和美联储货币政策变化。鉴于中国经济总体运行良好和货币政策稳健基调依然,即使美联储开始收紧货币政策,我国仍应以我为主,没有立即跟随的必要。

在稳健基调下,市场流动性保持合理充裕,货币政策应加强结构性和针对性调节,尤其是要加大力度支持中小民营企业、小微企业。疫情后实施的针对性金融支持政策可以考虑继续延长至明年。积极的财政政策应对特定产业、中小企业、民营小微企业加大减税降费支持力度。总之,应通过针对性和结构性的政策支持,缓解当前和未来一个阶段由于复杂宏观环境所带来的影响,支持和加强薄弱环节,保持经济平稳运行。

人性通胀压力从生产环节向终端消费领域传导,并正视供给冲击的长期通胀效应。四是加强风险管理,避免金融市场的过度反应和波动形成不必要的负面影响。提出以上想法和建议,主要是基于以下几点考虑:首先,驱动美联储货币政策调整的“全球共同因素”也将对我国货币政策产生重要影响。中美货币政策的取向和调整,都会以内部经济金融条件变化为重要依据,以实现本国物价稳定、充分就业和发展稳定为主要目标。由于中美在全球产业链上位置不同,且经济周期和产出缺口状态具有一定差异,供给冲击对中美影响在时序上有先后,美联储先行做出微调反应势在必行,而我国的理性选择是保有短期定力和长期警惕,同时,适时适度微调,防微杜渐。

其次,美国货币政策对我国经济金融的外溢性影响不容忽视。美国货币政策外溢性主要有三个特点:第一,影响渠道广泛。美联储货币政策变化可通过利率平价、双边汇率、贸易条件、商品市场、资产配置、资本流动和预期交互等多种渠道对我国经济金融产生复杂影响,引发行业和企业行为调整,进而提升我国货币当局微调结构性政策的必要性。第二,影响先小后大,非常规政策退出影响小于传统政策变动影响。鉴于美联储将依照“调升超额准备金利率——减少资产购买——缩表——加息”的节奏进行政策调整,其对我国的外溢性影响可能将在2022年下半年后显著加大,这为我国“以我为主”的调整留下了较为充足的时间窗口。第三,影响先虚后实。当前中美在金融领域的连接渠道和作用机制相对实体经济更为直接,而金融市场向来具有超前反应的特性,因此在真实加息尚未到来、金融市场已经波动加大的背景下,央行用好前瞻指引、管理市场预期的重要性有所提升。

“变与不变”之间谋求平衡

主持人:6月份,美联储全面上调通胀预期,有序展开紧缩行动,这被市场理解为全球超常规宽松货币政策正在转向,在此背景下,我国货币政策是否有必要转向?

程实:这也是当前市场的核心关切之一。我国货币政策当前强调“以我为主、稳字当头”,这也应建立在充分掌握内外信息、区分短期长期影响、全面把握主次关系的基础上。

面对新形势,我国货币政策将在强化基调不变的同时,加强政策细节的预调微调,以应变变,实现新的平衡。综合全球“共同因素”的一致性作用和货币政策外溢性分析,我认为,在美联储已变的现实背景下,我国货币政策的理性应对将是在“变与不变”之间谋求审慎平衡。

最重要的一点是“以我为主、稳字当头”的基调不仅不会变,还要进一步强化。主要原因有四:第一,受差异性复苏、供应链断裂和金融市场化的复合影响,国际大宗商品价格在过去一年里快速上涨,带动全球PPI上行并向消费者物价指数(CPI)渐次传导,由此引致的供给冲击对我国的短期影响尚未完全显现,货币政策保持定力有助于为实体经济巩固复苏成果创造较好环境。第二,美联储货币政策6月调整后全球金融市场波动性明显放大,我国货币政策强化“稳字当头”,有助于企业减轻短期焦虑。第三,我国货币政策在新冠肺炎疫情后始终维持在正常区间,不需要类似欧美央行的“前期超常规政策对冲”。第四,我国实体经济在疫情中加杠杆的力度小于发达经济体,企业金融状况相对稳健,这增强了我国央行保持定力的底气。

同时,在保持基调不变的前提下,我国货币政策也需要正视供给冲击已然形成的现实,重视美联储政策调整的外溢性影响,在政策具体执行上以应变变:一是加强前瞻指引,有效管理实体经济和金融市场参与者的利率预期和人民币汇率预期,避免非理性预期引致失慎行为。二是加强精准滴灌,结构性政策需更加关注受外部因素影响相对更大的行业和企业,助力中小微企业在异变环境中的有序复苏。三是加强通胀关切,警惕输



广义货币

5月末
广义货币(M2)余额 227.55 万亿元



同比增长 8.3%

增速比上月末高 0.2 个百分点

比上年同期低 2.8 个百分点



人民币贷款

5月末
人民币贷款余额 183.38 万亿元



同比增长 12.2%

5月份人民币贷款增加 1.5 万亿元



5月末
外币贷款余额 9371 亿美元

同比增长 10.4%

当月外币贷款增加 139 亿美元

5月份银行间人民币市场同业拆借月

加权平均利率为 2.09%

质押式债券回购月加权平均利率为 2.07%

5月份跨境贸易人民币结算业务发生

6022亿元

直接投资人民币结算业务发生 3749亿元

5月份
以人民币进行结算的跨境货物贸易 4216 亿元

服务贸易及其他经常项目 1806 亿元

对外直接投资 1009 亿元

外商直接投资 2740 亿元

数据来源:中国人民银行

智库圆桌 (第十五期)

本期嘉宾

植信投资首席经济学家兼研究院院长
中国民生银行首席研究员
工银国际首席经济学家
中国邮政储蓄银行研究员

连平
温彬
程实
姜飞鹏

主持人

经济日报记者

陈果静

在波动中做好风险管控

主持人:人民币汇率是各方关注的焦点。今年以来,人民币汇率波动较大,您如何看待接下来汇率的走势?

温彬:今年年初以来,人民币兑美元整体升值幅度有限,但期间波动较大;人民币兑货币篮子升值幅度比兑美元升值幅度大,但走势更加平稳。

今年以来人民币兑美元汇率变动的原因,既有经济基本面、国际收支状况、利差水平等传统上的汇率决定因素,也有国际形势变化、市场情绪、预期改变等新发生的外部冲击引起的短期波动。其中最主要的原因有如下几方面:

一是经济基本面。我国经济保持稳步复苏态势,人民币不仅兑美元一度升破6.4,创下2018年6月以来的新高,而且兑泰铢、韩元、日元、新加坡元、澳元等货币均有所升值,说明我国经济稳步回升、持续向好的态势,是人民币汇率稳中有升的坚实基础。

二是国际收支状况。去年疫情发生后,我国经济率先复苏,防疫物资需求增加带动我国出口向好。今年4月以来,发达经济体整体复苏带动外需继续改善,加上印度等新兴经济体疫情反复导致订单转移,我国出口保持了较快增长。与此同时,全球疫情尚未解除,我国服务贸易逆差有所收窄,经常项目顺差呈现扩大态势,推动人民币汇率走强。

三是中美利差走势。从历史上看,中美利差走势对短期人民币兑美元汇率走势具有很强的解释能力,中美利差走阔,更容易吸引国际资本流入,进而推升人民币汇率水平。

实际上,利差水平的背后反映着货币政策基调,偏松的货币政策释放较多流动性,压低利率水平,引起货币贬值。今年以来,中美十年期国债收益率利差从250个基点收窄至150个基点。然而,在6月议息会议之后,美联储延续宽松政策,美国金融体系流动性过剩,美债收益率回落。而我国去年5月开始货币政策便回归常态,中美利差虽收窄但未改人民币资产受到青睐,本项目呈现持续流入态势,推动人民币走强。

四是政策调控。我国金融管理部门高度重视5月份以来的人民币升值走势。5月31日,中国人民银行时隔14年,重启外汇存款准备金率政策,自6月15日起,上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点至7%,释放了维护人民币汇率稳定的信号,人民币汇率升值预期得到缓解。

展望今年下半年人民币汇率走势,经济基本面、国际收支状况、利差水平等仍是主要决定因素。但还需特别关注美联储货币政策及美元指数走势对人民币汇率产生的影响。按照目前的疫情防控和经济恢复形势,市场预期美联储大概率将在9月的议息会议上给出明确的缩减购债安排,缩减购债或将在今年四季度或明年年初启动,加息进程或将于2023年开启。

利差方面,随着美国对经济限制逐渐解除,美债收益率仍有上升空间,中美利差收窄在一定程度上有助于降低外债流入。国际收支方面,全球经济复苏加快,外部需求或有所回落,大宗商品涨价扩大进口金额,我国贸易顺差预计将有所回落;全球疫情防控趋势向好,跨境旅游、务工等逐渐恢复,服务贸易逆差扩大,预计我国经常项目顺差将有所收窄。

综合考虑这些因素,下半年我国外汇市场供求有望保持基本平衡,人民币升值压力将有所缓解,我国经济基本面的持续向好对人民币汇率形成支撑,预计年内人民币兑美元汇率仍将以双向波动为主。

也要看到,在全球经济尚未完全恢复的情况下,不同经济体间不协调、不同步、不确定因素有所增多,黑天鹅事件仍可能出现并对金融市场形成冲击,引起汇率波动。但我们有理由相信,我国有坚定的信心和充足的政策工具来应对各种风险冲击,维护人民币汇率水平在均衡合理区间。企业和金融机构都应树立“风险中性”理念,不对赌人民币升值或贬值,做好汇率风险管理。

完善政策支持小微企业

主持人:小微企业是非常重要的市场主体,然而,小微企业融资仍面临较多困难,接下来,如何进一步完善宏观政策,让小微企业在国民经济发展中的积极作用得到更好发挥?

姜飞鹏:从当前的货币政策看,重点采用的是结构性政策工具,完善金融基础设施来应对小微企业融资问题。总体来看,前期针对小微企业的融资支持政策取得较好成效,小微企业融资呈现“增量、降价、提质、扩面”态势。根据人民银行的统计数据,2021年3月底,主要金融机构普惠小微企业贷款余额16.7万亿元,同比增长34.3%;普惠小微企业贷款支持小微经营主体3527万户,同比增长26.6%。2018年有统计以来,普惠小微企业贷款余额绝对值和增长率都呈现加速增长态势,并且增长率与各项贷款同比增速的差值也呈扩大态势。2020年初至2021年3月末,银行业金融机构累计发放普惠小微信用贷款5.3万亿元。尽管如此,小微企业融资问题仍然存在,通过完善宏观政策更好满足小微企业融资需求仍有空间。

第一,应正确认识小微企业的融资问题。从融资获取看,大型国有企业易于获得贷款支持且利率较低,小微企业相对融资较难且利率较高;从流动性角度看,小微企业经营风险较高,宏观经济向好时其经营不一定率先转好,但宏观经济不好时其经营往往率先变差,由此导致在流动性宽松的情况下小微企业最后从中获益,而流动性收紧时小微企业最先面临融资收紧压力。因此,小微企业融资问题是结构性问题。这意味着,解决小微企业融资问题需要采取更有针对性的结构性政策,简单采用总量型政策或者放松宏观调控对解决小微企业融资难、融资贵问题效果并不好。

第二,应进一步推动小微企业的金融服务创新。小微企业本身是推动创新的重要主体,增加金融对小微企业的支持也需要创新。一是

重点创新结构性政策工具。以货币政策为例,在保持货币政策总体稳健,营造适宜的流动性环境前提下,重点创新并发挥结构性政策工具作用,通过激励相容机制切实引导银行增加小微企业信贷投放。二是完善对金融创新的信息支持。针对金融机构和小微企业之间信息不对称问题,加强工商、税务、监管等部门信息整合,强化小微企业公共信用信息的归集、共享、公开和开发利用等,为金融创新融资产品尤其是信用贷款产品提供信息支持。三是推动小微企业融资渠道创新。通过政府性担保机构担保等为小微企业贷款提供增信服务,发展多层次资本市场为小微企业提供多元化融资渠道。

第三,注重发挥不同政策之间的合力。小微企业融资是一项系统工程,更好支持小微企业,解决其融资问题,需要发挥货币政策、财政政策、金融监管等政策合力。一是在税收等方面切实落实对小微企业的优惠政策,优化小微企业营商环境,增强小微企业自我发展能力,间接推动金融机构以市场化方式加大对小微企业的融资支持。二是更多采用改革方法降低小微企业融资成本,继续深化贷款市场报价利率(LPR)改革,改革完善宏观审慎评估体系(MPA)框架,充分发挥其在优化信贷结构和促进金融供给侧结构性改革中的作用,推动金融机构将更多金融资源配置到小微企业。三是金融监管上切实推动小微企业贷款授信尽职免责,进一步调动正规金融机构积极性,严厉打击金融欺诈、恶意逃废债等非法金融活动,依法依规查处在小微企业融资中的弄虚作假、骗贷骗补等违法违规行为,维护小微企业融资的市场秩序,努力保障各项政策真正惠及小微企业。