

聚光灯下

七位首席会诊流动性：“稳”是主基调 不刻意针对资本市场

■本报记者 朱宝琛
见习记者 郭冀川

1月中下旬以来，市场上出现了一些关于货币政策取向需要调整的声音。2月4日，为维护春节前流动性平稳，央行以利率招标方式开展了1000亿元14天期逆回购操作。那么，如何看待当前的国内外经济形势与货币政策工具选择？如何做到保持广义货币M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配？如何理解当前央行流动性调控举措？货币流动性与资本市场的关系该如何平衡？带着这些问题，《证券日报》记者采访了七位专家，请他们一一解答。

植信投资首席经济学家兼研究院院长连平：
**流动性阶段性偏紧
不意味着货币政策转向**

植信投资首席经济学家兼研究院院长连平接受本报记者采访时表示，因为疫情防控措施而造成的经济活动回落，预计在今年一季度末至二季度初就会改变。而疫苗接种的推广也会逐渐促进经济活动进一步恢复到正常的水平。在这种情况下，国内的货币政策保持稳健，不急转弯，流动性不缺不溢。

对于货币工具的选择，连平认为，首先，2021年存款准备金率没有必要进一步下调。目前我国存款准备金率的平均水平为9.4%，进一步下调带来的边际扩张效应有可能超出货币政策阶段性目标和经济运行的实际需要。货币市场短期季节性的供求关系扰动，不应成为存款准备金率再度调降的理由。

其次，2021年国内经济增速基本恢复到疫情前的水平，存款基准利率更没有降低的必要。央行的货币政策工具使用还应以调节公开市场操作(OMO)和中期借贷便利(MLF)的净投放量为主，引导短期市场利率和中期市场利率分别围绕OMO利率和MLF利率波动。

谈及“如何做到保持广义货币M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”这一问题，连平表示，首先，“基本匹配”不是“完全相等”。从全年来看M2社融与名义增速可能基本匹配，但是上半年和下半年会出现一定幅度的偏离。M2和社融增速在名义经济增速附近波动，即是“基本匹配”的具体表现形式。其次，做到基本匹配要综合考虑名义经济增长、潜在产出和经济增速的目标。第三，“基本匹配”是中长期概念，不是短期概念，是要按照年度实现基本匹配，以保持政策的连续性、稳定性和可持续性。

与此同时，连平表示，最近流动性阶段性的偏紧，并不意味着货币政策的转向，而是金融运行回归常态的具体体现之一。2021年国内外经济形势仍然较为复杂，稳健的货币政策仍有必要灵活精准、合理适度，坚持“稳字当头”，保持战略定力，不左不右。

至于货币流动性与资本市场的关系该如何平衡，连平表示，资本市场既受到狭义货币流动性的影响，也受到广义货币流动性的影响。狭义货币流动性对资本市场的影响偏短期，广义货币流动性在较长的时间里影响资本市场的运行和发展。流动性对资本市场的影响，除了看总量还要看结构。比如居民的资金从银行取出购买公募基金等金融产品，对广义货币M2的影响较小，但是对资本市场的支持力度增强。不论是狭义货币流动性还是资本市场，服务的对象最终都是实体经济。因此，平衡货币流动性和资本市场，要以服务实体经济为最终目标。

兴业银行首席经济学家鲁政委：
**货币政策重点关注
防风险和内外平衡问题**

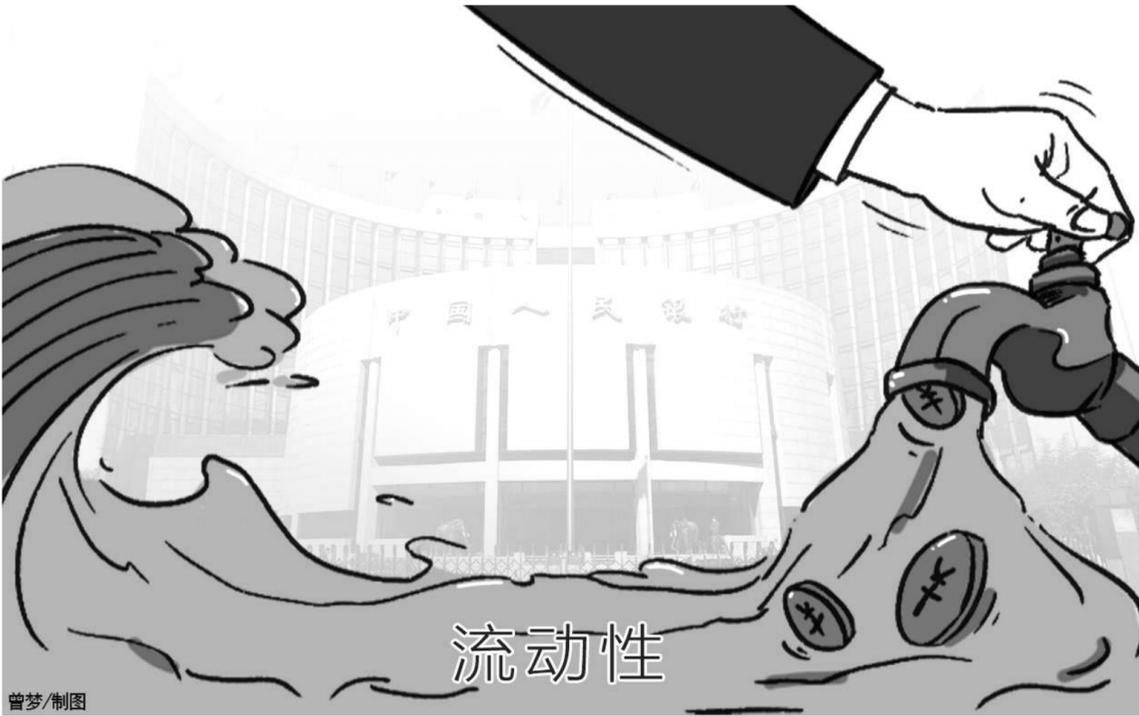
兴业银行首席经济学家、华福证券首席经济学家鲁政委接受本报记者采访时表示，中国的货币政策有着多重目标，至少会有稳增长的需要、防通胀的需求、防风险的需要、优化经济结构的需要、内外平衡的需要等。

“从眼下来看，增长已经不是问题，接下来应该会非常关注防风险和内外平衡的问题。”鲁政委说，在防风险方面，可以进一步细化，比如保持宏观杠杆率的基本稳定，避免出现资产的泡沫、避免金融市场过高的杠杆率；内外平衡的问题，就是阶段性的出现人民币升值和贬值过于明显的“羊群效应”。

与此同时，鲁政委表示，整个2020年货币政策的主要任务基本上就是经济恢复增长，即稳增长。到目前，稳增长的任务已基本完成。在稳增长的任务基本完成后，现在需要关注的是总量上基本恢复后，经济结构上是否还存在一些问题。从总量层面来讲，货币政策现在要开始关注防风险的问题，包括控制宏观经济的杠杆率、控制金融市场上的各种杠杆率、控制资产泡沫化的风险等。

对于前段时期货币市场出现的所谓流动性紧张，鲁政委认为，这实际上是由于2020年11月份债券市场出现信用风险事件后，信用债融资一度出现了困难。为避免出现信用过度紧缩，央行及时以货币政策的调整进行了对冲，却也让市场出现了过度宽松的一致预期，由此，金融市场上出现了比较明显的加杠杆行为。

“为了给这种加杠杆的行为进行警示，在信用市场的融资紧缩缓解之后，政策部门立刻开始采取措施，随后就出现了短期内货币市场利率的迅速上升。”鲁政委说，既然是给市场过度加杠杆行为的一种警示，就并不意味着现在已经到了货币政策可以趋势性转弯的时候，目前只是“市场利率低于政策利率—矫枉需过正，货币市场利率高于政策利率—货币市场利率平



曾梦/制图

策人语

如何理解央行流动性约束的“时度效”？

■阎岳

自1月下旬以来，市场关于流动性甚至货币政策取向有诸多猜测，核心就是一个字“紧”。那么，流动性会不会真的收紧呢？

对于宏观政策，决策层及相关部门反复强调一个“稳”字，即要保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。

基于这个认识，我们再从央行流动性约束的“时度效”三个方面进行扼要分析。

首先，“稳”是货币政策的主基调，即便在去年抗疫最紧要的时候也只是在“稳”的基础上更积极了一些。去年，央行通过及时给实体经济、金融市场“补水”，以及创造流动性供给工具、给金融机构减负保证了各方面复工复产对流动性的需求。

所以，流动性约束的“时”就体现在经济发展的需要上。具体来讲就是要根据经济发展的实际情况，灵活调整货币政策的力度、节奏

和重点，平滑经济波动，应对诸多不确定性。其次，“既保持流动性合理充裕，不让市场缺水，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来。”这就是央行流动性约束的“度”——不缺不溢。

怎么把握这个“度”呢？央行要根据经济运行各方面的实际情况，需要“补水”的地方要导流过去，“水”多的时候自然要回收一点，以实现“水乳交融”的状态。

从现在的情况看，央行主要通过公开市场操作来实现对流动性“度”的约束，其他货币政策工具则处于备用状态。

第三，如何检验央行流动性约束的“效”呢？基本标准是月度、季度金融、经济统计数据匹配程度。中央经济工作会议对此的要求是，货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

去年12月末，M2同比增长10.1%，增速比上月末低0.6个百分点，同期社会融资规模存量同比增长13.3%，去年第四季度GDP增

长6.5%。

央行副行长陈雨露解释称，保持M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配并不意味着完全相等。在经济运行的非正常时期，经济增速可能会大大偏离潜在的产出水平，这时货币政策就要参照反映潜在产出的名义经济增速来把握。2020年金融运行“与我国经济潜在产出水平也是基本匹配的”。

也就是说，央行在今后的货币政策执行上将保持一致性、稳定性和一贯性，不会过早过急的放弃抗疫支持政策。在今年第一季度经济数据明朗之前，央行流动性约束的目标就是“削峰填谷”防风险。

至于资本市场对货币政策的反应，则可以理解为市场本身就有调整再出发的需求。资本市场对流动性的渴求也是天然的。证监会也表示会“密切关注市场流动性变化”。后续资本市场运行必然会和央行的流动性约束同频共振，这一点投资者要有充分认识。

右的通胀，预计今年社融增速大致在11%，相对去年应该有2个百分点左右的回落。央行可以通过调整基准利率或者存款准备金率，以及公开市场操作等手段来确保目标的实现。”章俊说。

另一方面，货币政策操作要更多强调灵活性和前瞻性，可以根据经济复苏的情况，逐季实时微调货币政策操作的力度和方向。

对于央行进行流动性调控，章俊认为主要基于两方面原因：第一，作为在主要经济体中唯一实现正增长的国家，目前国内经济已经回到潜在产出水平，产出缺口基本修复，中国经济修复节奏较为稳定，维持流动性宽松的必要性不强。

第二，预防宏观金融风险，维持资产价格稳定同样是央行近期的关注点。出于防范宏观金融风险以及进行预期管理的考虑，央行在进行货币投放时更加倾向于“精准操作”，不过度宽松也不过分紧缩。

那么，货币流动性与资本市场的关系该如何平衡？章俊认为，一方面，出于预期管理的考虑，央行会提前释放货币政策信号以稳定市场预期。由于近期基金发行较多，且部分房地产市场出现结构性过热，央行此时的流动性管理行为更多地体现为防风险与调整预期。另一方面，资本市场的发展本身不应该过度依赖货币流动性。如果资本市场与货币流动性相关性过高，不利于资本市场的平稳发展。

申万宏源首席市场专家桂浩明：
**资金量不支持
股市暴涨**

申万宏源首席市场专家桂浩明对本报记者表示，当前的货币政策依然贯彻了稳健的原则，近期有一定的微调，因为去年投放的货币比较多，所以自今年1月份以来鉴于市场流动性较为充裕，央行有一定的回笼资金动作。

“但这个时点市场比较敏感，便引发了市场利率的快速上升，随后央行又采取了一些货币政策措施，让流动性保持平稳。”桂浩明说。他同时表示，央行不断地尝试一些调控手段，目的是让货币供应既能保证经济需要，同时避免出现大水漫灌的现象。但其中有一个现实的问题，自去年10月份开始，随着货币投放力度的减弱，社会融资规模受到一定影响，尤其是

“展望未来，中国货币政策‘稳’字当头，预计全年‘无降准无降息无升息’。”伍超明说，流动性方面，拐点已经出现，货币政策已率先边际收紧，预计全年流动性维持“紧平衡”状态，前紧后松概率偏大；利率方面，上半年基本面偏热，预计利率上升。

谈及如何做到保持广义货币M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，伍超明认为可以从三点出发：一是谨慎使用存款准备金率等总量货币政策工具，同时强化直达实体经济的结构性货币政策的精准滴灌作用，保证M2和社融增速根据经济形势需要略高或略低于名义经济增速；二是从中长期的角度，以年为单位实现M2和社融增速与经济增速基本匹配，不过度追求短期每一个时点均要相匹配，且相匹配不能理解为相等；三是对于名义经济增速锚的认定，一般而言，参考当年的名义GDP增速即可，但在经济受到严重冲击时，则主要参照反映潜在产出的名义经济增速。

近期流动性边际收紧，伍超明认为核心原因主要有三：一是扭转此前市场过度乐观的流动性预期，防范房地产等资产价格过快上涨，以守住不发生系统性风险的底线；二是2021年上半年国内经济保持微过热的概率偏大，给货币政策边际收紧提供了重要支撑；三是海外经济持续修复背景下，近期美元指数回升、美债利率上行，为国内收紧流动性创造了有利环境。

“预计随着春节临近，为对冲跨节流动性缺口，短期央行公开市场操作力度将有所加大，市场极度紧张的流动性环境或趋于缓解。”伍超明说，但从中期视角看，2021年上半年流动性维持“紧平衡”，利率波动向上运行或是主旋律。

此外，伍超明表示，平衡好货币流动性与资本市场的关系，关键是完善好货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，促进经济虚实再平衡，实现经济良性循环。为支持经济高质量发展，提高我国金融体系的韧性和稳健性，预计2021年国内宏观审慎政策框架将加快完善，货币流动性和金融监管或整体趋紧、趋严。

东方证券首席经济学家邵宇：
**流动性注入股市
还是要通过IPO**

东方证券首席经济学家邵宇接受本报记者采访时表示，央行通过短期的隔夜、中期的便利借贷等方式向市场提供流动性，同时也传导一些货币政策信号，目前的调整还是在总体的货币政策框架内，只不过有一些阶段性的变量因素，如季末、新年等会对流动性带来一定的扰动，而这个扰动是一个常规现象。短期出现的流动性紧张，可能还需要央行提供一些流动性来保持市场价格的平稳。

他同时表示，广义货币M2增速跟名义GDP之间的关系往往不太同步，要使这两者相匹配，在动态上需要做不断地调整，而且操作的难度比较大。大致可以把M2跟名义GDP之比用来衡量杠杆率，当M2跟名义GDP保持平稳，就意味着杠杆率稳定，如果M2低于名义GDP，就意味着杠杆率有所下降。

货币流动性与资本市场的关系该如何平衡？对此，邵宇表示，资金流入对股市来说是个好事，但现在股市比较结构化，会集中在一些所谓的核心资产领域，整个价格中枢会有所抬升，这时候流动性注入，对二级市场会产生财富效应。

“流动性注入股市更多的还是要通过IPO，使这些支持实体经济能够引导到一级市场，就能够起到金融支持实体经济、为实体经济提供转型升级的直接融资作用。同时，又不会大幅度的提升杠杆，这样的流动性才会让金融服务实体。”邵宇说。

华兴证券(香港)首席经济学家庞溟：
**流动性紧平衡
可能在一段时期内成为常态**

华兴证券(香港)首席经济学家兼首席策略分析师庞溟表示，当前国内经济逐渐修复，今年全年GDP能够实现正增长，大规模刺激性政策托底经济的必要性已经下降，宏观政策的取向逐渐向防风险、稳杠杆转移。

谈及“如何做到保持广义货币M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”这一问题，庞溟表示，“基本匹配”不能解读为完全一致、相等、钉住，应当综合考虑基数效应、经济恢复基础尚不牢固和疫情不确定性的影响，通过设置必要的、合理的、科学的、较为稳定的政策目标区间给各方提供预期，同时保持货币政策的弹性、韧性和灵活性。

庞溟表示，央行近期的流动性调控，更多体现的是货币政策正常化大背景下的流动性投放边际收紧和结构性信用政策调整，体现的是信贷投放和利率变化与经济复苏节奏相匹配。考虑到对房地产融资、地方债融资和影子银行融资的收紧，宽信用环境已经接近尾声，紧平衡可能在一段时期内成为常态。但是，央行边际退出流动性的时间窗口的具体操作仍值得继续关注。

此外，庞溟表示，货币流动性与资本市场流动性有一定的关联，但并不能完全等同。即使货币政策正常化有可能带来货币流动性投放的边际收紧，也不必然带来A股市场流动性的较大转向与紧缩，应综合考虑各类资金尤其是长期资金入市的规模，以及投资者情绪的变化。