



彭文生：货币发力的三大看点





12月24日，央行召开四季度货币政策委员会例会。与三季度相比，首先，央行更强调“稳增长”的迫切性和坚决性，“跨周期”与“逆周期”并重；其次，“总量”与“结构”双发力，今年结构性货币工具作用较大，但未止住贷款需求以及新增社融下滑，大部分结构性贷款无优惠支持，且其他贷款投向亦需激励，亟待总量宽松加持；再者，房地产“两维护”或是慢变量，亦呼唤“松货币”。考虑到下行压力已较大、以及明年二季度美联储或开启加息，稳增长发力宜早不宜迟，如果未来两月经济数据继续疲软、明年信贷开门红弱于预期，不排除一季度早期或迎来进一步降准降息。

首先，“跨周期”与“逆周期”并重，“稳增长”更具迫切性。对于国内经济，延续了中央经济工作会议“三重压力”的表述。对于宏观调控，从三季度的更强调“跨周期调节”，转变为“跨周期”与“逆周期”相结合；对于货币政策基调，除了延续三季度的“灵活适度”，还增加了“增强前瞻性、精准性、自主性，更加主动有为，加大对实体经济的支持力度”，表态更加积极。这与中央经济工作会议以及此后各部委各地方纷纷表态稳增长的基调一脉相承。

本次中央经济工作会议重提“经济建设为中心”，而此前 13 年中仅提过两次，分别是 2014 和 2018 年；而总框架也一改此前回顾过去、展望未来、部署工作三部分格式，增加了对五个重大转折性理论与实践问题的认识，二者均是为了统一思想、凝聚共识，明确在社会主义市场经济的多重目标下，经济发展最为重要，要防止系统问题碎片化（各部门协调，各地区积极），避免长期问题短期化（先立后破，跨周期与逆周期并重）。

在 2014 和 2018 年强调“以经济建设为中心”的年份前后，均出现了“松货币”（降准降息）、“宽财政”（两次地方债务置换，2019 年还有制度性减税降费 2.4 万亿）、“调监管”（2014 年棚改货币化、2018 年因城施策地方放松人才落户和限购）的政策转变。展望明年，在宏观杠杆率已然高企、房地产价格较高的情况下，“调监管”力度难跟前两次相比，但宏观政策的方向仍可以参考之前的经验。地方政府一方面有刚性隐债化解压力，另一方面全国超收但地区分布不均，部分地方六保压力仍大，存

在保民生、偿隐债对基建资金的挤占，如果宽财政有掣肘，更需货币宽松以稳增长。

第二，“总量”与“结构”并重，除了结构工具加法引导，总量政策亦将加持。相比三季度例会更强调结构性政策，四季度例会则更强调“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”；对于结构性政策工具本身，强调要做好“加法”，除了三季度讲的再贷款再贴现，还增加了“将两项直达实体工具转换为支持普惠小微的市场化政策工具”，同时还添加了“引导加大对小微、科创、绿色的支持”。

今年结构性货币工具作用较大，但未止住贷款需求以及新增社融下滑，总量货币政策亟待宽松。

回顾今年前三季度，结构性货币政策发挥了重大的作用，社融方面，新增绿色、小微和农户贷款同比多增 3.1 万亿元（分别同比多增 1.5 万亿元、1.1 万亿元和 1400 亿元），成为贷款和社融的重要支撑，但并未抵消暂时性因素（疫后信贷扩张退坡、财政后置和特别国债取消）以及房地产和非标融资压降对新增社融的拖累，二者分别带动社融同比少增 5.3 万亿元和 2.3 万亿元。结果是前三季度新增社融同比少增 4.9 万亿元（1-11 月少增 4.3 万亿元）。

同时，贷款方面，尽管有结构性货币政策的支持，2 季度以来企业贷款需求同比持续回落，中长期贷款同比转负，表内票据贴现持续为贷款冲量、表外未贴现票据存量跌至历史低位，尽管按揭放松，但 12 月下旬 1-6

个月票据转贴现利率已降至 0 左右，凸显在信贷需求较弱、部分项目或延至明年开门红的情况下，票据冲量以稳贷款的动力仍强。

结构性货币政策发力亦需总量宽松。小微、其他普惠和绿色贷款是今年的贷款扩张的重头戏，分别占前三季度新增贷款的 37%、6%和 17%（绿色和其他两项或有重叠）。但目前央行的支持政策，除了三档两优的存准制度，再贷款和再贴现实则仅占小微贷款和普惠小微贷款余额的 3.2%和 8.5%，而煤炭清洁利用再贷款的额度（2000 亿元）仅占绿色贷款余额的 1.4%，即便碳减排支持工具规模能达到万亿元，两项绿贷支持工具也仅能占到绿贷余额的 8%，而剩余 90%以上对小微、绿色和科创企业的信贷支持更多是通过引导方式、优惠政策或有限。在经历了过去 4 年的提量扩面后，过去两个季度新增小微贷款已然同比增速回落，而目前小微贷款的利率已经低于一般贷款加权平均利率 36bp，要进一步激励结构性贷款增长难度加大。

为稳信贷，一方面，国常会已通过两项直达工具转向激励新增、增量、扩围，来改进原有普惠小微的支持政策，12 月 15 日国常会已通过将地方

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31894

