



刘晓春：维护金融稳定要处理好三组关系



意见领袖 | 刘晓春

文章原发|《中国金融》2022年第14期

纯粹教科书上的市场并不存在于现实世界。市场交易需要规则，规则需要制定与维护。因此，市场不仅包括交易双方，法律法规，各类政策和监管等也都是市场的组成部分。有什么样的市场，就会有什么样的规则和监管；也可以说，有什么样的规则和监管，就会形成什么样的市场。进一步讲，市场、金融体系并不是孤立于人类社会的存在，其本身与政治、军事、文化及人类的其他各种社会活动交织在一起。因此，我们谈维护金融稳定，不能只局限在金融领域。一切维护金融稳定和防范金融风险的政策、措施，都必须遵循市场和金融体系的规律，发挥市场和金融体系自身的作用。对此，笔者认为，要处理好下面三组关系。



经济政策与金融风险的关系

企业发生信用风险，会造成银行产生大量不良资产，从而形成金融风险，这其中有企业自身经营不善的原因，有市场变化的原因，也可能有政策执行不当的原因。对于企业经营不善或市场发生变化等原因而形成的风险，其过程是渐进的，企业个体发生风险也不同步，相对来说，银行有时间察觉并采取措施缓释风险。即使是周期性风险，各地区、各企业发生风险一般也不是完全“同频共振”的，因此对银行不会产生即时的冲击。而从政策执行来看，经济政策必然有统一的要求，为了政策能得到及时有效贯彻，往往不仅要求立即执行，并且还要求对相关存量业务按新的政策进行“整改”，对于贷款企业来讲，这往往意味着没有太多的回旋余地。历

史上对小水泥、小棉纱、小钢铁、小煤窑、小汽车等的清理整顿都在一定程度上存在着这样的问题。当然，当年出台的这些政策有很强的针对性，也消除了经济中的风险，但由于这些政策的执行在一定程度上忽略了市场规律和金融体系规律，从而也给金融体系带来一定的风险。如果给予企业和银行一定的过渡期，一方面，风险的程度会缓和很多；另一方面，也可以推动企业在有序竞争中优胜劣汰。比如，如果某个行业投资过热存在产能过剩现象，或者出现伪劣产品扰乱市场，那么可以通过制定行业环保标准、品质标准等进行治理，企业如果达不到标准，就会在损失最小的前提下逐步收缩直至退出。而银行也会依据政策选择客户，有效配置资源，直至缓释风险。在这个过程中，或许会有小企业通过市场竞争成为真正经得起市场风浪的大企业，而那些后来成为“僵尸企业”的大企业或许早早就被市场淘汰了。

宏观调控与金融风险的关系

现代经济越来越依赖于宏观调控。现在需要考虑的是，对市场过分细心的呵护，是否会扼杀市场自身的功能？就如同人体对一些病毒免疫力较弱，于是应用激素以增强免疫力，但如果使用量过多、时间持续过长，激素会抑制人体自身免疫力，导致病人最后形成对激素药物的依赖。

因此，笔者认为，对于所谓的市场声音，恐怕得具体分析。以做交易为主的金融市场和服务于实体经济的融资市场，是两个不同的市场。两者有关联，但又有分别。在当代金融体系下，两者比历史上任何时候都相对

分离。当讨论宏观调控政策时，所谓市场声音，往往来自做交易的金融市场。在这个市场上，参与者始终是通过在市场上寻找各种规律性的波动来建立获利的逻辑和模型。如果中央银行对市场的“干预”是有规律的，是可预期的，那么市场参与者就会针对这种干预逻辑建立模型，预期越确定，市场操作方向的集中度就越高，最终会出现“市场不看市场看中央银行”的局面，这时，中央银行就从一个市场的管理者变为市场的交易对手方，从市场的主动调节者变为市场的被动应对者。当市场按照中央银行调控的逻辑配置资产时，实际上是将市场发展方向推向了中央银行不希望出现的方向。在这种情况下，中央银行就进入了两难境地。如果采取符合市场预期的调控措施，则可能会暂时缓和市场的气氛，但也或许会积累更大的风险，继而进入下一轮与市场的博弈过程。如果中央银行没有干预动作，市场在不满的同时，会认为中央银行终究会出手干预，于是进一步吹大泡沫，直至中央银行出手干预。如果中央银行逆向操作，市场“惊觉”中央银行挤泡沫的决心，立即惊慌失措，相互踩踏，于是泡沫破裂，出现了所谓失去信心的局面。到这般境地，中央银行恐怕还是得出手救市。这可以说是世界各主要经济体的普遍现象。在目前的经济状况下，中央银行都在力图通过调控政策刺激实体经济的融资需求，进而提振经济。然而，实体经济增加投资的欲望，并不仅仅取决于资金的供应量和价格，还有对未来市场消费需求的预期和信心。如果实体经济对未来市场消费需求增长没有信心，即使资金供应再充分、资金价格再便宜，企业家也不会贸然扩大投资的。这时如果中央银行实行过度宽松的货币政策，结果会发现，实体经济没有

融资需求，增长依然没有什么起色，资产价格不断上涨，通胀率不断上行。也就是说，金融体系的系统性风险在继续积累。

由此看来，宏观调控政策的实施要非常慎重。生命的运行有一种逻辑——生命对环境都有顽强的适应能力，如细菌、病毒会有耐药性，一种药用了一段时间必须换一种药，否则治疗可能不再有效。人类社会的运行也是这样。人类社会，包括个体人，对各种“奖惩”也都会有适应能力，并不断寻求应对方式。人类社会不同单元的管理方式和管理制度，从来没有所谓的最佳方式和最佳制度，只有对于当时当地来说最合适的方式和制度，并且需要不断改变，否则制度的效能会不断递减。实际上，全球中央银行一直不断在改变理论和策略，所谓工具箱的内容也越来越丰富，但基本逻辑似乎没有什么改变。现在可能到了需要进行突破性改革的时代了。

中国人民银行在宏观调控政策上一直在做着有益的探索，没有照搬所谓的外国模式，立足于中国市场实际，不拘泥于数量型、价格型工具，区分两个市场，在保持市场合理流动性的同时，采用结构性货币政策，力图打通货币政策直达实体经济的传导通道。这种创新值得肯定。

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_44312

