

►中國不斷優化貨幣政策調控的中間變量，在堅持數量型和價格型調控並行的同時，逐漸淡化對數量工具的量化目標。



近來，中國狹義（M1）和廣義（M2）兩個層次貨幣供應量的最新變化引起了社會廣泛關注，並引發了對人行貨幣政策的熱烈討論。然而，正如人民銀行行長潘功勝上周在陸家嘴論壇上所說，經過幾十年的商業化、市場化進程，一些金融機構仍然有着很強的「規模情結」。其實，這個「情結」不僅機構有，市場也有。如果跳出「規模情結」，或許我們對於最近貨幣供應速度的波動會有更加客觀、理性的認識。

人行優化幣策更精準

集思廣益 管濤
中銀證券
全球首席經濟學家

2023年底中央金融工作會議指出，金融要為經濟社會發展提供高質量服務，其中「三個着力」之一就是要「着力營造良好的貨幣金融環境」。現有討論大都將M1負增長、M2低增長當作壞事情，好像貨幣金融環境就不好了。然而，這有就數據談數據、就金融談金融之嫌。M1只是M2的一個組成部分，可以先放下M1來討論M2，後者是一個更全方位衡量金融服務實體經濟力度的宏觀概念。

淡化數量工具量化目標

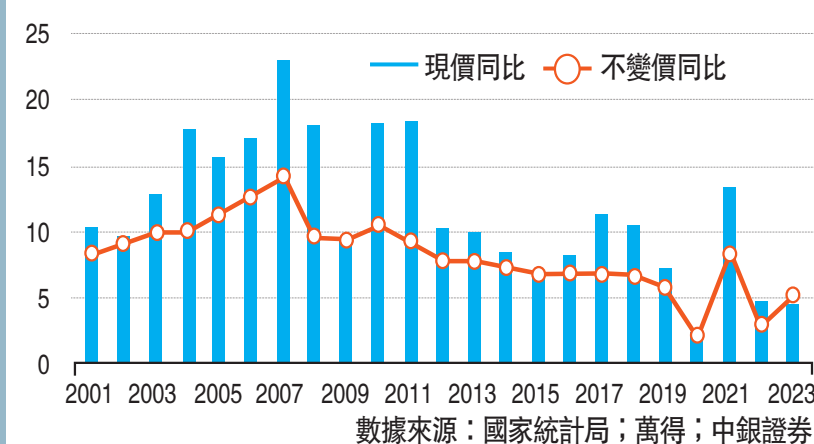
近年來，中國不斷優化貨幣政策調控的中間變量，在堅持數量型和價格型調控並行的同時，逐漸淡化對數量工具的量化目標。從2023年2月起，中國M2同比增速見頂回落，到2024年4月連續15個月增速環比收窄，由12.9%降至7.0%。但考慮到同期名義經濟增速持續下行，M2增速放緩並不意味著貨幣政策對實體經濟的支持力度降低。事實上，2024年3月，M2同比增長8.3%，較2023年同期和全年分別下降4.4和1.4個百分點。不過，因為2024年一季度名義國內生產總值（GDP）同比僅增長4.2%，M2與年化名義GDP之比達到239.5%，同比、環比分別上升8.6和7.7個百分點，環比升幅為2020年以來同期第三高。

拉長時間看，雖然2024年5月M2同比增速有數據以來新高，但2020至2024年同期複合平均增長9.8%，略高於新冠疫情前五年（2015至2019年）同期複合平均增長9.7%。而且，彼時名義GDP五年複合平均增長8.9%，當下2020至2023年四年複合平均增速僅有6.3%。M2增速與名義GDP增速的缺口擴大，也部分反映了當前貨幣信貸增長由供給約束向需求約束的轉變。

另一個觀察貨幣供應是否充分的角，是市場流動性是否合理充裕。對此，不僅要看數量還要看價格，M2只是衡量市場流動性鬆緊的一個重要但非唯一指標。從市場利率的變化看，最近中國M2同比增速環比持續下行，並沒有造成境內銀行體系流動性緊張。

2020年初疫情大流行以來，境內7天逆回購利率累計下調6次、70個基點，由疫情前的2.50%降至1.80%。7天存款類機構押式加權回購利率（DR007）圍繞7天逆回購利率上下波動，DR007運行在下方時代表市場流動性相對寬鬆，運行在上方時代表市場流動性趨緊。2023年8月以來，月均DR007相對7天逆回購利率的差值由負轉正，顯示市場流動性有所收緊。但是，2024年4月、5月份，儘管M2同比增速迭創新低，月均DR007相對7天逆回購利率的正差值不升反降，差值分別為7.5和5.0個基點，低於2024年3月的9.2個基點，更是遠低於2023年9月至11月平均17.5個基點的水平。

中國名義和實際GDP年度同比增速



進一步分析，2024年4月、5月份，月均7天銀行間質押式回購加權利率（R007）與DR007的正差值持續下行，分別為8.6和2.5個基點，低於3月份的22.1個基點，也遠低於2023年9月至2024年2月平均34.7個基點的水平。這顯示市場信用分層不僅沒有加劇反而趨於緩解，尤其在政府債券發行提速的情況下。同時，也進一步表明當前市場不缺錢。

另外，一定意義上講，M2增速前高後低的逐步回落是跨周期調節的應有之義，而且這並不是中國的「專利」。如美國M2同比增速在2020年3月至2022年2月經歷了連續24個月的兩位數同比正增長後，於2022年12月快速滑入第二次世界大戰結束以來的首次同比負增長，到2024年3月經歷了連續16個月的同比負增長。直到2024年4月，美國M2才恢復正增長至0.5%。如果M2增速放緩，中國就憂心忡忡，面對持續一年多的M2負增長，美國還不得夜不能寐？

最近兩個月，中國M1連續負增長且降幅擴大，市場從衡量社會預期、觀察貨幣「活化」程度角度做了許多解讀。如市場機構普遍解釋為，這反映有效需求不足，存款沒有通過居民部門消費支出轉化為企業存款；隨着中國房地產市場供求關係發生重大轉變，地方政府舉債行為持續受到規範，房企銷售回款和地方政府融資平台現金流減少，影響企業活期存款，短期體現為M1增速放緩；更有人將M1負增長指向經濟活動放緩，企業家和消費者信心不足，投資和消費意願下降。

一方面，前述經濟現象並非金融數據發布後大家才知曉的，只不過金融數據發布後藉機又說了一遍。這一定程度上是在當前市場情緒偏空的背景下，各方對於利率過度敏感的反映。另一方面，從美國經驗看，雖然當地M2同比負增長最近才發生、非常罕見，但M1同比下降卻是頻繁發生、屢見不鮮的，而且金融數據與經濟現象的前述關聯性似乎並不穩定。

近年來，根據中央金融工作會議和中央經濟工作會議的部署，中國人民銀行強化逆周期和跨周期調節，綜合運用多種貨幣政策工具，為經濟高質量發展營造良好的貨幣金融環境。從數量上看，中國M2增長就是人行降準和擴表「雙輪驅動」。據測算，2024年5月M2同比增長7%中，貨幣乘數由8.19倍升至8.44倍，貢獻了

43.6%，基礎貨幣由34.42萬億元（人民幣，下同）增至35.76萬億元，貢獻了56.4%。同期，貨幣乘數擴張與2023年9月和2024年2月人行兩次降準、累計75個基點有關；基礎貨幣淨投放1.34萬億元，與人行擴表2.31萬億元有關，主要是人行資產端增加了對其他存款性公司債權2.47萬億元。

需要指出的是，由於M2是同比，所以分析人行資產負債表規模變動，不能看環比而要同比。儘管2024年前5個月，人行縮表2.74萬億元，基礎貨幣淨回籠3.14萬億元，但2023年3月到2024年5月，中國M2同比增長中，貨幣乘數擴張的平均貢獻率為36.2%，基礎貨幣淨投放的平均貢獻率為63.8%。該現象背後是，這個時期人行資產負債表總體是擴張的，基礎貨幣是淨投放，貨幣乘數也是上升的。

應抓緊盤活存量資金

但是，貨幣政策是內生而非外生的，貨幣政策的效果不完全取決於政策意圖，更取決於政策傳導。以專款專用的結構性貨幣政策工具為例，面對諸多結構性的矛盾和挑戰，中國創設了十多種長期性或階段性的結構性貨幣政策工具，其中很多工具都設定了專門額度，但不少工具的額度使用效率並不高。如截至2024年一季度末，2022年二季度創設的普惠養老專項貸款額度400億和交通物流專項再貸款額度1000億元，分別僅用了4.5%和20.6%；2022年四季度創設的保交樓貸款額度2000億元只用了4.3%，同期創設的民企債券融資額度500億元更是分文未動；2023年一季度創設的租賃住房貸款額度1000億和房企紓困專項再貸款額度800億元，分別僅用了2.0%和26.1%。這既有配套政策不到位的原因，也有有效融資需求不足的問題。

此外，在評估貨幣政策效果時，還需要區分哪些是預期中的成本和收益，哪些是預期之外的。如金融數據「擠水分」和監管遏制「資金空轉套利」，必定對當期存貸款都有一定影響，但這是調整必須承受的陣痛。再如，盤活資金存量是今年貨幣政策的一項重要任務，這會在不增加人民幣貸款投放的情況下，提高人民幣貸款使用效率。從這個意義上講，盤活低效存量貸款和新增貸款對經濟增長的意義本質上是相同的。

中國財政穩健勝歐美日(下)

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室
特聘研究員

(文接6月24日A12版)

日本之所以維持十餘年的超寬鬆貨幣政策，即在於憑藉長期的低利率政策而維持高企的政府債務。日本的金融市場和銀行體系長期習慣於低利率環境，一旦調高利率將可能衍生出更大的負面溢出風險，並將重構過去三十年來日本社會的資產負債表，而且利率上升意味着日本所長期依賴的財政擴張驅動的經濟增長模式將難以維繫，不排除出現債務風險。2024年3月，日本央行宣布解除作為大規模貨幣寬鬆政策核心的負利率政策，將基準利率從-0.1%上調至0%-0.1%，為17年來首次加息。目前，日本央行的貨幣政策主要聚焦於通過調整短期利率來實現2%的可持續通脹率目標。統計來看，截至2024年3月末，日本官方儲備資產規模為1.29萬億美元，同期中央政府外債佔國內生產總值（GDP）的比重為133.5%，2008年3月末的佔比僅51.2%。日本央行宣布減少購買國債的決定仍未有實質性進展，加息和縮減購債等緊縮的貨幣政策基調將對日本政府提出的「經濟財政再生計劃」構成新的挑戰，而且日本央行仍力圖在防止日圓持續單邊貶值和平衡財政赤字之間亟待尋求動態平衡。

強化逆周期和跨周期調節

世界銀行統計，1990-2012年中國廣義貨幣年均增速為21.6%，2013-2022年的年均增速降至10.4%。同時，1990-2016年中國廣義貨幣佔GDP的比重從77.8%升至207.7%，到2019年這一比重有所下降，2022年的比重繼續升至216.4%。隨着宏觀經濟周期和金融周期變化，中國貨幣政策的側重點也逐步從外延式擴張轉向內涵式發展。2024年5月，中國人行發布《2024年第一季度中國貨幣政策執行報告》，提出包括合理把握債券與信貸兩個最大融資市場的關係、推動企業融資和居民信貸成本穩中有降等政策舉措，列為下一階段貨幣政策主要思路。從貨幣政策導向來看，通過提高財政融資和中央銀行擴大二級市場買賣國債等方式，將進一步提高貨幣政策效

能。數據顯示，截至2024年3月，中國人行持有約1.52萬億元國債，其中約1.35萬億元屬於2007年為購買外匯資產中投而發行的特別國債，如果剔除這部分特別國債，人行持有的國債規模僅1749億元。中央銀行和財政系統的配合日益緊密，同時政策工具的運用和操作也更加穩慎，財政與貨幣既有功能分工，也有互相協同，旨在於增強宏觀政策取向一致性。一方面在中央銀行買賣國債有法律依據和政策工具，主要通過二級市場購買國債，另一方面是分批發行超長期特別國債，專項用於國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設，將建立特別國債資金建立全周期管理制度。

中央經濟工作會議指出，強化宏觀政策逆周期和跨周期調節，加強政策工具創新和協調配合。過去十餘年，中國陸續推出專項債、專項建設基金以及抵押補充貸款（PSL）等多項財政融資工具，且中國的國債市場初具規模。數據顯示，截至2024年4月末，中國債券市場託管的國債餘額的規模為29.7萬億元，佔債券市場託管餘額的比重為18.4%，佔GDP的比重為23.6%。實質上中國超長期國債的佔比偏低（16.9%），低於日本（44.8%）、美國（22.2%）、德國（27.8%）等主要經濟體。由於歐美日發達經濟體嚴重依賴財政赤字貨幣化，因而長期實施寬鬆貨幣政策，不但推高公共債務，突破財政約束，而且很難實現貨幣政策正常化，通過債務延續規避風險，將對經濟增長構成威脅。

他山之石 三問題須釐清

對此，需要汲取歐美日國家的經驗教訓，重點釐清三個問題：一要嚴格界定中央銀行買賣國債的範疇，加強同市場和公眾的信息交流及溝通，提振貨幣政策信心，促進社會融資規模合理優化；二是避免將財政與貨幣政策的配合簡單解讀為「中國版QE」或「中國式的財政赤字貨幣化」，防範道德風險；三是利率市場化不等同於主張實施低利率或負利率政策，而是保持同經濟增速、物價水平以及社會融資規模等宏觀層面的基本均衡，發揮利率的資金價格信號作用，穩定並提升投資回報率。

(全文完)
(本文謹代表個人觀點)

地緣政局緊張 金價升勢延續

世經明察 張明
中國社會科學院
金融研究所副所長

全球黃金價格顯著上漲成為2024年初至今國際金融市場最重要的現象之一。2023年12月底至2024年5月底，全球黃金價格由每盎司2078美元上漲至每盎司2348美元，上漲了13%。從歷史數據來看，在新冠疫情前，全球黃金價格的峰值為2011年9月上旬的每盎司1895美元。2020年7月24日與8月5日，全球黃金價格分別首次突破每盎司1900美元與2000美元。2024年3月5日、3月28日、4月8日與4月12日，全球黃金價格分別首次突破每盎司2100美元、2200美元、2300美元與2400美元。不難看出，全球黃金價格在2024年春天的漲幅格外驚人。

近六年漲幅接近翻倍

本輪黃金價格上漲周期始自2018年8月中旬，到了2024年5月底，全球黃金價格從每盎司1178美元上漲至2348美元，漲幅高達99%。在這一上漲周期中，最陡峭的時期有二。第一個時期是2018年8月至2020年8月，金價由每盎司1178美元上漲至2048美元，漲幅達到74%。第二個時期是2022年11月至2024年5月，價格由每盎司1629美元上漲至2348美元，漲幅達到44%。

要預測未來全球黃金價格是否還能上漲，前提是要釐清迄今為止金價為何上漲。2016年是影響經濟金融全球化的標誌性一年。在這一上半年，英國脫歐公投塵埃落定，在這一年年底，特朗普贏得美國總統大選。2018年3月，特朗普政府挑起了中美貿易戰。2020年至2023年，新冠疫情這一世紀大疫情爆發並肆虐了三年時間。在新冠疫情之後，隨着主要發達國家更加追求產業鏈供應的韌性，全球產業鏈供應開始變得更加碎片化。2022年2月，俄烏衝突爆

發並持續至今。2023年下半年，巴以衝突爆發並持續至今。2024年上半年，爆發了紅海危機。

全球地緣政治經濟衝突突發頻發，至少會產生兩大影響。其一，相關衝突將通過衝擊大宗商品市場給全球經濟帶來滯脹壓力。其二，相關衝突將通過影響投資者情緒來衝擊全球資產價格。在通常情況下，全球地緣政治經濟衝突上升將會強化機構投資者的避險情緒，從而減持風險資產、增持安全資產。

更重要的是，俄烏衝突爆發後美國聯合盟國對俄羅斯的金融制裁，顯著地改變了全球投資者對安全資產的定義。隨着美國聯合盟國凍結了俄羅斯的大部分外匯儲備，全球投資者發現，美國國債並沒有他們之前想像的那樣安全。持有美國國債除了會面臨價格波動風險與匯率風險，在特定情形下還會面臨償付風險。

在這一背景下，自俄烏衝突爆發以來至今，中國、印度、沙特阿拉伯等新興市場大國，都在緩慢而堅定地增持黃金。截至2024年4月底，中國人行已經連續18個月增持黃金。根據高盛的 분석，主權投資者增持黃金，基本上可以解釋本輪全球黃金價格的顯著上漲。一旦金價持續上漲，就會吸引私人投資者的普遍關注與持續跟進，進而導致金價進一步上升。

未來波動性顯著增強

未來黃金價格還會上升嗎？筆者認為，只要國際地緣政治經濟衝突依然易發頻發，全球安全資產依然匱乏，那麼從中期來看，黃金價格很可能還會上升。然而，由於黃金已經成為一個廣受全球機構投資者與個人投資者關注的熱門標的，這就意味着未來一段時間內，黃金價格的波動性也會顯著增強。即使中期看好黃金，那種一次性高槓桿投資黃金的策略依然是非常危險的。對於多數投資者而言，預先設定一個價格範圍，並在價格範圍內定投黃金的策略，可能是更為明智與有效的。