

# 中央经济工作会议：公式化政策表述背后的真意

2017/12/29

[http://cn.nikkei.com/columnviewpoint/column/28582-2017-12-29-08-25-01.html/?n\\_cid=NKCHA014](http://cn.nikkei.com/columnviewpoint/column/28582-2017-12-29-08-25-01.html/?n_cid=NKCHA014)

沈建光：中央经济工作会议于12月18至20号在北京召开，会议除了再次重申19大及12月8日的政治局工作会议上提出的工作重点，如从经济增长速度向经济增长质量的重心转变，供给侧改革和三大攻坚战的贯彻执行等，还确定了2018年的货币政策和财政政策目标，即维持稳健中性的货币政策和积极的财政政策。

然而，纵观历年中央经济工作会议报告，宏观政策表述鲜有改变，而根据实践，不难发现在操作执行上每年政策收紧却往往有极大差别。公式化政策表述背后的真意如何？笔者认为，2018年真正将要面对的是更加收紧的货币政策和难言积极的财政政策。

## 稳健的货币政策难言中性

中国对货币政策的表述鲜有变化，而实际执行上却大有差别。如2006年到2011年，政府对货币政策的描述均为“稳健货币政策”，而观察作为衡量货币政策松紧的“M2-GDP”增速差，却发现其变化从+6ppt到-5ppt每年不同。例如2015年，“M2-GDP”增速差为+6.3ppt，为2009年金融危机后增速差最大的一年，其背后则是央行对超额准备金率合计250bps的降准和对存贷款基准利率合计125bps降息的宽松举措。

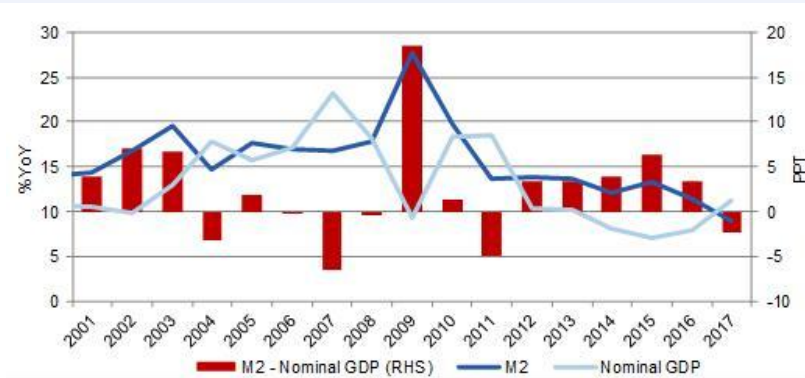


图1：2011至2016年货币政策描述均为“稳健”，而M2和GDP增速差却每年不同

今年中央经济工作会议对货币政策的描述，维持了2016年中央经济工作会议首提的“稳健中性货币政策”。纵观2017年金融政策实践，不难发现，广义货币增速大幅放缓，但信贷增长居高不下，金融去杠杆的力度弱于预期，货币政策实际上保持的是中性偏松，直到十九大后才有所收紧。

展望明年，由于十九大之后，一系列强监管措施密集出台，从国务院金融稳定发展委员会成立并布置工作，到资产管理业务新规推出、暂停批设网络小额贷款公司，再到对房地产资金管控从严等，充分证明决策层继续去杠杆的坚定决心。

实际上，与此前市场普遍预期的在明年两会前后重要岗位人事交接完成之后，金融去杠杆才将正式拉开帷幕有所不同，金融强监管风暴已经在十九大之后提前到来。同时，考虑到明年全球央行货币政策的整体转向，笔者认为明年中国实际执行的货币政策将是稳健偏紧。

### “积极的财政政策”或难言积极？

今年对财政政策的表态仍维持了 2011 年以来相同的“积极财政政策”之表述，但同货币政策的执行类似，财政政策在实施上也有很大浮动空间。最具代表性的衡量指标是全国财政赤字对 GDP 之比的赤字率，通过调节中央预算稳定调节基金和地方政府性基金预算结转结余可计算实际赤字率。观察发现，实际赤字率在 2011 年到 2016 年跨度自 1.6% 到 3.8%，每年不等。再加之地方政府的影子融资（如地方政府融资平台，政府购买服务等）往往更具政策敏感性，受政策监管影响变化较大，所以实际执行的财政政策机动伸缩性更强。

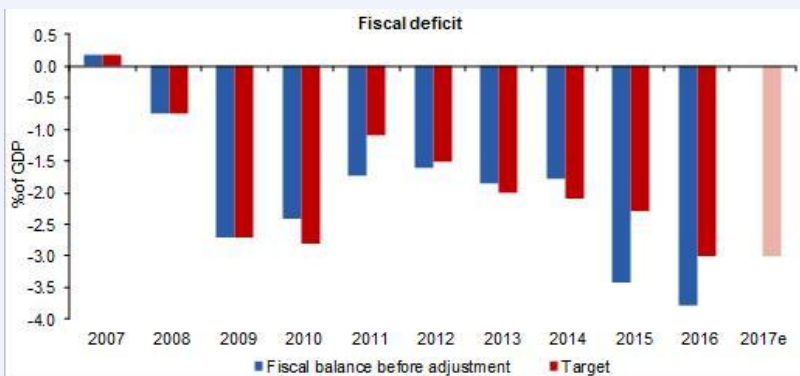


图 2：2011 年开始的“积极财政政策”实则每年赤字率不尽相同

展望明年，虽然在货币政策偏紧的背景下，预计财政政策仍将表态为积极，根据十九大要求，明年财政支出的主要方向将聚集在环保、民生、一带一路、京津冀一体化以及先进制造业等方面。但值得注意的是，在货币政策收紧的背景下，财政政策的实施空间其实受到了限制，例如，在地方债发行利率的整体上行，影子银行清理，以及加强地方政府债务担责的背景下，积极财政可能在落实过程中受到一定牵制。

考虑到这一层因素，建议明年在去杠杆的同时，还需注重政策的协调性，在房地产与金融去杠杆的宏观背景下，积极财政应该更为深入，而不是紧缩，应起到宏观经济稳定器的作用。这包括：一方面，应用好财政存量资金，做好减税降费工作，在加强监管的同时，确保在建项目实施等；同时，应加快税制改革以及中央与地方政府事权与支出责任划分改革的步伐，尽快

完成房地产税立法工作，不仅有利于建立房地产长效机制，还有利于理顺地方和中央的财政事权结构，让积极财政能够落到实处。

本文仅代表笔者个人观点。



沈建光

沈建光 简历：

经济学博士，现任瑞穗证券亚洲公司董事总经理，首席经济学家，主要研究领域为中国及亚洲宏观经济和金融市场。复旦大学经济学院客座教授，中国新供给经济学 50 人论坛成员，中国首席经济学家论坛理事。曾就读美国麻省理工学院经济系博士后，拥有赫尔辛基大学经济学博士和硕士学位，本科曾就读复旦大学世界经济系。

此前为欧洲央行资深经济学家，负责亚太经济预测和分析，曾任国际货币基金组织和芬兰央行经济学家，及中国国际金融有限公司资深经济学家，国际经合组织顾问和中国人民银行访问学者。是经合组织 02 年专著“中国和世界经济-入世的挑战及应对”作者之一。