

低估了央行改革的决心和节奏

20250508大树乡谈



生哥付费圈

时政/财经/认知/热点

历史1万+付费文立即获取
请加微信: xuetaang7799

小镇之前说自己不是神，肯定有错误，但不能因为怕犯错、被打脸，就含含糊糊、不敢下明确的论断。预判错误，正说明过往的分析漏了关键的信息，是改进认知模型的好机会。好在大的判断没错，今天的一揽子金融政策确实是解释介绍性的，而且低于市场预期。

过去金融机构判断是否实质性降息，就是看MLF 利率调整，而今年3月，MLF正式退出政策利率，7天逆回购成为唯一政策利率。这件事小镇观察到了，但因为长达10年的惯性认知，还没有反应过来。

小镇还是低估了央行改革的决心，被过往认知束缚住了。

央行是一个非常有学者风范的机构，这跟创立之初有关，一开始央行是由不懂金融的人管理，后来朱总理亲自兼任，从美国等引进现代金融人才，

重组央行，建立市场经济条件下的中国货币金融体系，非常强调学术和思辨，中层以上官员学者味道非常浓。而学者机构的特点就是求稳，特别重视理论研究，在理论上构想成熟以前，往往不愿意大胆试点。这也是货币的特殊性，影响实在太太大，在过去几十年的大多数时间，金融领域的漏洞很多，而中国面对物价闯关、97亚洲金融危机、08全球金融危机的冲击，还要考虑汇率稳定，就更加谨慎了。所以过去央行的改革往往滞后于现实。基本是客观形势已经发生重大变化，已经到了必须调整的时候，才进行调整。如果拿中国各个领域与世界前沿探索对比，甚至可以说，货币政策框架调整是最滞后的，往往世界前沿国家已经探索了十几年甚至几十年，中国才跟进。

最典型的反应就是数量型调控的几个关键指标。

1993年美联储已经放弃M2指标，但中国建立金融体系的时候，还是有必要通过M2 这种相对科学的指标去评估货币政策调控效果，至少也得拿出一个标准向上报告自身工作成绩。很长一段时间，国家设置年度目标时，都是将M2 增速与名义GDP 增速挂钩。

但M2主要反应传统银行业务，而随着中国市场经济和金融市场的发展，非银业务快速成长，M2越来越偏离经济实际。所以2010年底提出了社会融资规模也就是“社融”的概念，当年底的经济工作会议首次提出“保持合理的社会融资规模”的要求，这个指标反应的就是一定时期内，实体经济从金融体系获得的资金总量，勉强把非银等包含进去了。

但政策慢性仍然存在，虽然M2已经基本无用了，但仍然保留了M2与名义GDP的挂钩关系，现在网上还很多人动辄拿M2说事。

但社融这个指标也有问题，最大的问题是既然要拿这个指标反应金融部门的工作成效、反应金融系统对经济的支持，那么显然需要保持一定增长，否则如何解释社融数据下降，结果经济增速基本不变，那岂不是说明金融系统没有价值？

联想下个人工作，向老板汇报的时候，总得拿出点数据体现工作成绩，这就可以类比社融和M2。当然需要说明，实际工作也确实需要这类可以量化的指标，好方便逐层分配任务，这种量化的指标也非常适合习惯了计划经济的体制。

但注意随着房地产和土地财政的衰落，社融麻烦就大了。因为社融的主要部分就是居民房贷以及地方融资平台贷款，房地产、土地财政衰落，这一块缺口，可不是其他信贷能够填补的，于是社融数据很难看。

更麻烦的是金融增加值占GDP的比重。这一点小镇之前谈过很多次了，“十二五”原本计划提高到5%，结果很快就猛增到9%，甚至超过美国，在那段时间，这被金融部门视为政绩，认为自己干得好，所以金融很强，有不少地方还提出来金融增加值占比突破10%的目标。而随着国家重视实体经济，金融增加值占比这么高，被认为是侵占了实体的利益，虽然说金融增加值占比也有很多客观因素，比如银行间接融资占比高、地方政府融资等，但是这么一个数据摆在这里，肯定先说整体。

这时候金融部门才开始想着调整金融增加值占比的统计方法，就很被动。还有就是利率调节机制，这在今天的公众号头条文章已经谈了。都知道叠梁架屋搞两个政策利率只能是过渡方案，中间搞一个MLF，那不就让7天逆回购对利率的影响给废掉了？所以从2016年到2025年，绝大多数时间，7天逆回购利率都跟DR007 长期偏离，

没有发挥任何调节市场利率的作用，但总不能永远依靠MLF 吧？这看似是市场化调节，本质还是行政调控。

2023年底潘行长就任，跟过去央行行长差别非常大，最大的区别就是敢作敢当，只要确定需要做，那就大胆尝试，这跟央行过往风格差别很大。

尤其是2024年6月的陆家嘴论坛，这还是第一次一位刚上任的行长，公开对过去存在的种种纠结下了明确的决断。比如央行核心改革，也就是从数量型向价格型货币政策转变，潘行长明确说“逐步淡化对数量目标的关注”，直指M2这个早就该被废止的老旧指标，大家都知道M2 没用了，但废掉可不是这么容易下决心的，毕竟这可是所谓“市场预期”的核心指标。

当然，终究是时势造英雄。如果仅仅是潘行自己想改，肯定是改不动的，关键是形势走到了这一步，已经有了改革基础，但有了基础不代表就能推行，关键时刻、关键的那个人，还是很重要的。毕竟重大改革一定有风险，尤其习惯了几十年的老机制倏然转变，仅新利率调节机制这一项，就不可避免的会出现市场利率传递的混乱，如何解决出现的问题、顶住短期的混乱、

坚持把新机制建立起来这需要很强的操盘人。

这次是第一次新机制下降息，能够在今明两年基本捋清，就很不错了。因此未来一段时间，货币政策的变动，不能继续沿用过往认知，必须把央行加速改革这一点纳入。

也挺惭愧的，小镇4月的月度文章就说，降准降息重点是考虑国内改革需要，但怎么就偏偏忽略了货币政策本身的改革？