

易行长时代的货币政策趋势与挑战

彭兴韵 时间：2018-04-23 来源：银行家杂志

作为学者型官员的易纲教授，成为了新一届央行行长。他是在中国经济从高速增长迈向高质量发展的新时代，肩负起全球第二大经济体央行行长的使命的。易行长理论功底扎实，回国后又在央行历练了二十年有余，央行管理熟稔，有目共睹。四十年的改革开放，中国取得了举世瞩目的成就，金融体系和结构日臻完善，货币政策和金融监管体系也不断成熟，这些都为易纲行长履行其使命奠定了坚实的基础。尽管如此，易纲行长仍面临着诸多亟待解决的问题，它们决定了未来央行政策的基本走向。

货币政策框架从以货币供应量为中间目标转变为以利率为中介目标

1994年中国开始实行以货币供应量为中间目标的货币政策框架。那时，借鉴了美联储早前的一些做法，同时公布M1和M2的目标值。但在2008年，政府就不再将M1的增长率作为货币政策的中间目标了。到2018年，虽然仍要“保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长”，但并没有明确货币供应量的具体目标值。这意味着，20余年里在货币政策中具有举足轻重地位的货币供应量指标，已日趋式微。

淡化货币供应量等数量型的调控指标，是中国金融结构变化使然。

从融资方面来看，资金短缺部门的融资渠道已实现多样化，除了传统的银行贷款外，债券、股票、信托等在融资中的地位已大幅上升；从盈余部门的资金运用来看，存款江河日下，证券投资基金、各类理财和信托产品正越来越受青睐。传统的货币供应量统计指标已经不能反映已高度多元化的金融结构，它与经济和金融活动的关联性也在不断下降。例如，2010 年以来，广义货币 M2 增长率就呈趋势性下降，但市场利率在过去七年里却出现了明显的上行和下行周期。而市场利率的变化对各类非存款类金融产品的收益率却有着直接的重要影响，也直接影响着各类盈余资金的配置方向和借款者的融资成本。不难看出，相对于 M2 这样的数量型指标而言，利率这样的价格型指标对经济和金融市场的影响正在凸显。另外，多元化使得货币供给的控制也越来越困难，实际的货币供给增长率不是高于，而是明显地低于政策目标值，是常有的事，因此，它作为货币政策的指标，其实际作用已大幅下降（图 1）。



实际上，中国央行早已在着手为转向以利率为核心的货币调控体系做准备。

第一，自 20 世纪 90 年代以来，中国就在积极地推动利率的市场化改革，让市场机制在利率的形成中发挥决定性的作用，不仅已经基本放开了存贷款利率的上下限，而且在深入推进金融机构的市场化改革，提高金融机构的自主经营能力和风险定价能力，同时强化对商业银行的资本充足性和流动性管理，提高资本吸收损失的能力，这为市场化的利率机制奠定了良好的微观基础。

第二，中国推进了基准利率体系的建设，Shibor、债券回购定盘利率在债券的定价中的基准作用越来越突出，在逐渐放开存贷款利率上下限的过程中，央行还建立了贷款基础利率。此类基准利率的变动，具有牵一发而动全身之效。在未来，央行可以选定其中的某一个作为

货币政策的中介目标，实施以利率为中心的货币政策。

第三，在实际中，央行也在尝试着主动引导市场利率并强化对市场利率的预期管理。2015 年以来，央行有意地发挥银行间债券 7 天回购利率的基准作用，债券市场收益率紧随 7 天回购利率的变化而变动，债券收益率的变动又直接带来债券发行利率的变动，并影响着企业的融资成本和投资需求。2017 年，债券市场收益率的上升导致债券发行利率水涨船高，使非金融企业债券发行的利率总体超过了银行一般贷款的加权平均利率，这是 2017 年企业债券净融资增长率大幅下降的重要因素之一。这意味着，央行通过调整某种市场利率来调控企业债务融资行为，具备了一定的现实条件。近几年来，央行就试图通过公开市场操作、常备借贷便利、中期借贷便利等政策工具来对利率进行区间管理。2017 年，当美联储三次宣布加息时，中国人民银行就直接相应地提高了公开市场逆回购操作、中期借贷便利的利率，结果导致了国内债券收益率的相应上升，配合着降杠杆的宏观取向，是稳健中性货币政策的具体体现。因此，可以看出，虽然我国尚未建立明确的利率中介目标，但央行已尝试着建立新的货币政策操作目标。

不过，在放弃广义货币供应量的指标后，以利率为核心的货币政策操作体系，需要尽快培育作为货币政策中介目标的基准利率。这对未来的货币政策框架的完善至为重要。至于央行将选择何种利率作为货币政策的中介目标利率，易纲行长早有自己的主张。2015 年两会期

间，央行在举行记者招待会时，易行长就曾表示，可将 7 天回购利率作为货币政策的指标利率。他话音刚落，7 天回购利率随之大幅下降，并带动了其他相关利率和债券收益率的大幅回落。当然，央行未来在实行以利率为核心的货币政策框架时，是否真的以 7 天回购利率作为中间目标，市场只能拭目以待了。

货币政策如何更好地为供给侧结构性改革服务，又要保持金融体系的稳健性

过去几年里，货币政策试图在总量调控与结构优化中双管齐下。尤其是，稳中求进成为宏观调控的总基调和方法论，在供给侧结构性改革成为宏观调控的主线后，央行在保持总量适度增长的同时，特别注重运用结构性工具使货币政策在“三去一降一补”中发挥积极作用。在笔者看来，迈向高质量发展的中国经济新时代，迫切需要与之相关的金融支持。证监会刚刚发布了关于高新技术产业和企业发行 CDR 的指导意见，并即将修订此类企业发行股票的条件。在经济新时代的召唤下，央行的货币政策自会不甘落后。通过窗口指导或者宏观审慎政策引导金融机构向产业升级、高端制造、技术创新、区域经济协调发展提供金融支持。货币政策为经济新时代提供金融支持，这是一个较长时期的战略目标。

货币政策还有一个短期战略目标，那就是供给侧结构性改革“补短板”，为全面建设小康社会助一臂之力。实际上，在过去几年里，

货币政策的一个突出特点就是，除了总量工具的性质外，还明显地承担了结构调整的重任，更具有普惠金融的性质。例如，通过定向降准、支农再贷款、支小贷款、扶贫再贷款等差别化货币政策，加强对重点领域和薄弱环节的金融支持。鉴于我国要在 2021 年全面建成小康社会，补短板的结构性货币政策工具，还会在未来几年里得到进一步强化。特别是，货币政策在精准扶贫和污染防治方面可能会发挥更大的作用，是故，定向降准、扶贫再贷款等仍是货币政策工具的重要选项。

但是，货币政策对资源配置的结构性引导功能，并非总是十分有效率的。犹记得在 2016 年两会期间，时任央行行长曾公开表示，中国居民部门有很大的加杠杆的空间。结果，随后数月里，商业银行便将信贷资源大量地配置到了住房抵押贷款，乃至一度出现新增住房抵押贷款还超过了银行全部门的新增贷款总额。这固然推动了中国房地产的去库存，但以短期的抵押贷款突飞猛进和民众的恐慌性心理中实现的去库存，使得房地产泡沫的恶化，实际上使得后续的宏观调控和金融稳定更为被动。由是，2017 年底的中央经济工作会议不得不强调，防范和化解金融风险，需要金融与房地产市场之间的良性循环。由此可见，货币政策既要服从于供给侧结构性改革，又要服从于金融的长远稳定，这也是一个不小的挑战。

货币政策独立性是否能得到提高

货币政策的独立性是多维的。1994 年中国开始禁止财政赤字向

中央银行借款或透支，其目的就是为了割断货币发行与财政赤字之间的脐带关系，但强制结售汇制又将中国的货币发行与国际收支紧密地联系起来了。易行长在解释 20 世纪 90 年代初的中国通胀时，就曾发现，尽管央行想尽办法控制基础货币，可外汇占款却在“跑冒滴漏”，增加了基础货币释放。因此，强制结售汇又极大地削弱了中国央行的信用独立性，尽管央行疲于对冲国际收支的变化，但还是造成了国内以房地产为代表的资产价格泡沫。2013 年以来，中国外汇储备一度出现持续性下降，但央行又不得不应对由此带来的宏观流动性的收缩。我国央行货币政策独立性的弱化，在 2017 年以来的几次货币政策实践中更是表露无遗：每当美联储宣布加息时，我国央行便宣布提高公开市场逆回购操作利率或中期借贷便利利率若干点。从积极的方面说，这固然可以看作是央行在放开存贷款利率上下限后对利率调控的新探索，但它亦步亦趋地随美联储利率政策的变化而变化，这似乎又是说，中国的利率政策恰由美联储所左右。显然，这与作为全球第二大经济体的国际地位是格格不入的。由是观之，易行长需要让中国的货币政策变得更加自主，毕竟，中国人民银行是中国的央行！

金融开放与金融稳定的协调

易行长履新后首秀时表示：“改革开放以来的实践证明，越开放的领域，越有竞争力；越不开放的领域，越容易落后，而且还不断累积风险。”同时他还表示，提升金融市场双向开放程度，有序推进资

本项目的开放，提高人民币可自由使用程度。他的讲话透露了锐意的开放精神。但是，金融对外开放本身可能伴随着巨大的风险。中国一度为过快增长的外汇储备所苦恼，于是，信心满满地实施走出去的战略，鼓励企业到海外去投资，但随之而来的外汇储备快速下降和与之相伴的人民币汇率贬值，却让“走出去”的战略受阻。显然，中国的金融开放必须在“打好防范和化解金融风险的攻坚战”的前提下进行。而这，不单单是靠央行完善和加强对人民币汇率的市场化干预、安排好资本账户开放的顺序和节奏就可以解决的。控制金融开放中的风险，在很多方面，还需要更高的顶层设计，比如，加强对民间资本的产权保护和增强民营资本的信心和投资的激励。

如何实现稳健中性货币政策的学理性与实践性的统一

自 2016 年以来，稳中求进成为了宏观经济政策的总基调和方法论，相应地，稳健中性也成为了对货币政策的基本要求。但是，要在实践中使货币政策具有稳健中性的特征，也是困难重重的。尽管从理论上说，稳健中性的货币政策意味着货币利率与真实利率相当，央行确定的货币利率不会造成维克塞尔式累积循环。但问题恰恰在于，真实利率的测算本身就不是件容易的事，更何况，国民经济中的各部门、各企业间的真实利率本身就相异悬殊，货币政策又不可能针对不同行业和企业制定巨细无比的货币利率。更何况，货币政策本身还会受到利益集团或其他因素的干扰。所以，尽管中国早在 1998 年就提出了

“稳健”的货币政策、2006 年就提出过“中性”的货币政策，但在过去的 20 年里，货币政策常常既不“稳健”、也不“中性”，是不足为怪的。从这方面来讲，稳健中性的货币政策既需要一套成熟的分析框架，也需要货币政策有相当的独立性。

稳健中性的货币政策维护市场流动性的基本稳定，既要防止流动性过剩，也要提防流动性不足导致市场剧烈波动，扰乱金融市场的价格信号功能。在 2013 年的钱荒事件中，央行没有及时做出反应，并与市场沟通，导致短期市场利率大幅攀升，殷鉴不远。因此，货币政策应密切关注市场流动性和市场情绪的变化，通过流动性预期管理，维护金融市场尤其是债券与货币市场的稳健运行。否则，若市场利率在不断强化的监管和整治市场“乱象”中过快地上升，不仅不利于金融体系内部的良性循环，也将不利于金融与实体经济的良性循环，自然也就谈不上稳健中性的效果了。

当然，稳健中性的货币政策需要降低货币政策的扭曲性。目前，高法定存款准备金比率与不断扩张且有较高利率的中央银行贷款并存，事实上从资产和负债两方面都带来了较强的扭曲效应，这与稳健中性的货币政策是格格不入的。因此，若要货币政策真正回归中性，那就应当在控制中央银行贷款总量增长的同时，谨慎有序地降低中国的法定存款准备金比率，这是稳健中性货币政策的必然要求。若央行真有意实现货币政策工具的此类调整，就需要小心翼翼地重新组合

政策工具与防止资产市场的过度反应之间取得微妙的平衡。

货币政策与宏观审慎政策双支柱调控体系的完善

完善货币政策与宏观审慎的双支柱调控体系是党的十九大对宏观调控提出的具体要求。若市场机制是完善的，货币政策就既能达到宏观经济稳定、又能达到金融稳定的目的。但是，由于总是存在这样那样的市场摩擦，为稳定宏观经济而采取的货币政策可能会损害金融的长期稳定。比如，为刺激经济活动而采取的扩张性货币政策，就可能导致信贷的过度扩张和资产泡沫，而后者恰恰是金融不稳定或系统性金融风险的重要的直接原因。是故，2008 年美国次贷危机以来，宏观审慎管理成为一个全球共识，许多国家都建立了宏观审慎管理的框架。过去几年里，中国也一直在探索适于中国金融结构的宏观审慎政策，逐步建立了以广义信贷为核心指标的宏观审慎评估体系，通过资本充足率、流动性管理等指标，试图既弱化金融的顺周期性，也降低金融风险在金融机构之间的相互传染性。同时，也将外债纳入到了宏观审慎评估体系中，以降低中国金融开放中的系统性风险。2018 年引起国内外广泛关注的机构改革中，原来的银监会与保监会合并成了中国银行保险监督管理委员会，进一步强化了中国人民银行的宏观审慎管理职能。可以说，在新一轮的机构改革中，央行的职权明显地有所扩大，但这也意味着央行承担了更多的责任。

在双支柱的调控框架中，货币政策与宏观审慎政策既要各司其职，

又要相互协调，它们在政策效果上都同时具有总量与结构效应，但各自的着力点又是有所差别的。在政策目标上，货币政策依然还是集中在传统币值稳定、经济增长等方面，宏观审慎则是防范系统性风险和促进金融稳定，以宏观审慎政策在补足总量性货币政策对金融稳定的不利影响；在政策工具上，货币政策主要还是准备金、公开市场操作和央行贷款，宏观审慎则是逆周期资本充足率、流动性监管指标等。无论是货币政策工具还是宏观审慎的政策工具，既可以是管理总量的，也可以是调整和引导结构变动的。例如，央行依然可以通过差别准备金和种种再贷款，引导金融机构将信贷投向国民经济的薄弱环节；宏观审慎政策则可通过调整风险权重来抑制具有泡沫化倾向行业的信贷投入。就中介目标而言，货币政策依然是利率或者货币供应量，宏观审慎政策关注广义信贷。但是，央行通过调整中介目标（如利率）会对广义信贷具有重要影响。同时，良好的宏观审慎有助于改善货币政策的传导机制，也有利于改善货币政策面临的结构性问题，比如更好地引导金融回归本源，既达到实体经济在保持自然率的水平上增长，又促进金融体系的稳定。正如十九大报告所讲的，我们依然要“完善”货币政策与宏观审慎的双支柱政策。在双支柱的调控框架下，我们还有许多事情要做，比如，仍然需要协调法定存款准备金与中央银行贷款；宏观审慎政策扩展到非银行金融体系和金融市场，央行的宏观审慎考核与其他监管当局之间的协调，避免以宏观审慎政策之名，行微观干预之实，从而“让市场在资源配置中起决定性作用”落到实处。