

# 当前货币调控需关注的几类变化

■ 国务院发展研究中心金融研究所副所长 陈道富

调控有引导和控制的意思,受被引导、被调控对象的深刻变化,是相互影响适应的互动过程。当前环境下,货币调控效果不大,进一步扩张的空间有限,为用好这有限的空间和效果,还有必要深入了解货币调控环境和机制发生的重大变化。

## 一、我国的货币供应机制发生变化

货币的本质是人类的普遍信任,是社会资本(共识)在市场运行中的体现。货币通过信用扩张和流转展现背后的普遍信任。货币供应的过程,就是信用扩张的过程,货币是在创建、认可资产的过程中创造和转移的。近些年来我国可归结为货币的信用种类和形成机制有所调整,央行、银行和非银行金融机构在信用扩张中所起的作用发生巨大变化。

1、央行的基础货币供应趋缓,来源从外汇占款转向中期信贷便利和抵押补充贷款。近些年来央行基础货币供应的同比增速从两位数的增长降到一位数增长,从 2010 年底的 18.5 万亿元,增加到 2016 年底的 30 万亿元,累计增加了 62.2%,而同期广义货币(M2)余额从 72.59 万亿元增加到 155 万亿元,累计增加了 114%。基础货币在 2015 年 9 月到 2016 年 6 月甚至还出现连续 4 个季度的负增长(分别为-1.75%,-6%,-4.39%和-1.3%)。外汇占款从 2014 年 5 月的 27.3 万亿元下降到 2017 年 2 月的 21.7 万亿元,导致基础货币投放减少 5.6 万亿元。2015 年以来,央行主要通过中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款(PSL)增加基础货币投放。虽然 2016 年 12 月金融机构的超储率回升到 2.4%(9 月份低至 1.7%),但超额储备规模已低于 MLF 余额 3.46 万亿元,更是低于 M2 和 PSL 合计 5.68 万亿元。这些年来基础货币没有大幅扩张,但是金融机构的流动性需求都有赖于央行提供的借贷便利。

2、银行主导着 M2 的扩张,负债来源多元化带来脆弱性增加。货币乘数的上升成为 M2 增长的主要因素。货币乘数从 2011 年 9 月的 3.71 上升到 2016 年 9 月的 5.22,增长了 40.7%,12 月份略微下降至 5.02。近些年来,同业存单和银行理财发展迅速,2016 年底两者占 M2 的比重已高达 23.4%,导致 M2 统计相对原来出现一定程度的偏差。2016 年末,M2 同比增长 11.3%,仅经同业存单因素调整后的 M2 增速为 13.4%,两者差异 2.1 个百分点。以 M2 形态存在的负债占银行业总资产的比重持续下降,从 2010 年底的 77%下降到 2016 年底的 68.5%,6 年时间内下降了 8.5 个百分点。银行业总资产的增长速度超过 M2,2016 年底银行业总资产占 GDP 的比重达到 312%,超过 M2 占 GDP 的比重 208%。虽然银行成为 M2 扩张的主体,但银行表外业务快速扩张,交易类业务占比加大,市场化的



负债多元化,期限错配更加明显,市场风险敞口增加,脆弱性大大增加。

3、非传统银行信贷的各类信用扩张快速,资金融通加速“去银行媒介化”。债券和股票融资占社会融资的比重持续上升,2015 年和 2016 年均 在 24%左右。这两年银行、证券、基金、信托、保险等金融机构的资产管理余额分别达到 89.8 亿元和 115.4 万亿元,接近甚至超过当年的人民币贷款余额。其他持牌、非持牌的类金融机构也在我国的信用扩张中发挥重要作用,在持牌机构监管越来越严的环境下更是如此。

## 二、市场主体的行为发生变化

货币是市场主体行为过程的展现。随着经济增长阶段的转换,经济的增长动力、结构和逻辑发生变化。货币增长、结构的变化是一个了解经济现实增长逻辑的窗口。

1、企业和住户部门的金融行为出现变异。在一般情况下,企业是社会资金的净需求方,住户部门是社会资金的净提供方,但 2016 年这种行为模式被打破了。住户部门在边际上成为资金的净需求方。2016 年底住户部门新增存款 5.17 万亿元,新增贷款 6.34 万亿元,新增贷款超过新增存款 1.17 万亿元。导致这种异化的原因,主要是住户部门中长期贷款(主要是房地产抵押贷款)在房地产销量大

幅上升的情况下快速攀升。2016 年居民中长期消费贷款(主要为居民住房按揭贷款)新增 5.69 万亿元,较去年同期增长 98.4%;占同期境内人民币新增贷款比重达 45.0%,远超过历史同期水平。与此相反的是,非金融企业则成为社会资金的净提供方。2016 年底非金融企业新增存款 7.19 万亿元,新增贷款 6.09 万亿元,新增存款超过新增贷款 1.1 万亿元。企业和事业团体的贷款因地方政府债务置换而出现下调,缺乏新的投资机会。

2、政府引导的具有政策性质的信用快速扩张。地方政府债务余额从 2015 年 3 月的 1.16 万亿元,在短短的 2 年内增加到 11.01 万亿元。央行直接提供资金的 PSL 余额也在 3 月份达到 2.22 万亿元,专项建设债券(国开行和农发行)计划在 2015-2017 年共发行 1.2 万亿元。2016 年共成立 901 只政府引导基金,总规模达 2.4 万亿元,财政部 PPP 示范项目计划总投资 1.95 万亿元,2016 年 10 月末入库项目计划总投资 12.7 万亿元。在某种程度上,我国当前的财政金融化和货币化特征更加明显。财政资金和政府部门越来越熟练地利用金融工具提高资金使用效率,我国的信用扩张基础越来越大的比重是基于政府信用。为支持积极的财政政策和维护金融稳定,央行维持利率的平稳和流动性的合理供应,最终金融化的财政转化为货币化。

## 三、货币与宏观经济运行间的联系发生变化

在经济增长阶段转换、市场主体行为调整、货币供应机制发生变化的情况下,货币与宏观经济之间的传统联系开始被打破,金融与实体经济之间出现了明显的割裂。我国的货币供应,由于不良资产(过剩产能和僵尸企业无法及时退出)、借助资产重估、政府信用创造出大量与工商业活动关系不大的货币,甚至存在一定庞式骗局,相对于实体经济发展需要严重超发。但这些超发货币并没有带来 CPI 和 PPI 的失控,更多地表现为资产泡沫和资金空转。

1、通胀和货币扩张空间。我国的 PPI 在持续 54 月负增长后出现井喷,但当前环比又有所下降,CPI 则维持在 1%~2%之间波动。表面上看,大量的货币超发并没有带来以 CPI 和 PPI 衡量的物价上涨,但资产价格却大幅上升,一二线城市的房价就是典型代表。资产价格已相当昂贵,资产荒现象普遍存在。我国供应短缺的领域,特别是政府公共服务,以数量配给的方式供应,掩盖着价格上涨因素,如优质医疗、教育、养老资源,购房、购车的资格限制,外汇的使用管制等,社会不得不容忍环境污染、社会秩序下降等伤害。更重要的是,社会对未来通过继续大量发行货币来弥补财

政缺口(尤其是社保缺口)、化解金融风险、维持经济稳定有较一致的共识,通胀预期较强。虽然近年来 CPI 等价格指标维持在低位,但社会上不断掀起“滞胀”的讨论和对货币“毛了”的担忧。这种环境下,货币扩张刺激经济增长的效果受理性预期的限制,社会对货币体系的信任程度有所下降,在货币贬值预期、房价上涨、大宗商品价格上涨中都可以看到社会对货币不信任的影子(广义的货币替代)。此外,我们还要看到,货币扩张空间还受市场上可供使用抵押品的制约。我国央行的 MPL、PLS 等已占用大量标准资产,今年开始加强对资产管理市场的统一监管,要求降低非标资产的投资比重,大量的标准资产还被用于债券回购等市场化加杠杆。因此,除非扩大标准化资产的信用等级要求,甚至使用非标资产(如信贷资产),否则央行的流动性提供将以收缩现有市场杠杆为基础,降低了整个社会可供使用的杠杆水平。总之,社会信任基础已显著下降,货币扩张空间已相当有限,且还高度受限于优质资产的有效形成。

2、脱实向虚。虽然对什么是“实”,什么是“虚”,争议很大且很难严格定义,但金融和实体经济的割裂更加清晰。从资金循环角度,从实体经济出来的钱,由于要规避各种行政性管制(投资资格、投资领域和行业指导、比例限制等),要通过更长的链条(通道业务和多层嵌套)、更多的时间,才能回到实体经济中去。更严重的是,部分资金只在金融系统内打转,自我循环自我实现,实体经济仅仅只是概念和载体,产生典型的资产泡沫。在市场秩序不规范的环境下,还有事实上的庞式骗局存在。2015 年、2016 年规模以上工业企业的总债务分别增加了 3.57 万亿元和 3.44 万亿元,工、农、中、建四大国有银行 2016 年新增个人住房贷款占全年新增贷款比例均超过六成,中国银行甚至达到 81.77%。同期社会融资总量(从金融体系反映非金融企业的外部融资总量)分别为 15.4 万亿元和 17.8 万亿元,如果对地方政府债务置换导致的数据口径变化进行调整,则规模更大。规模以上工业企业(主要是基于工业和商业信用逻辑)已不成为金融信用扩张的主体,而是转向政府信用(显性或隐性)和资产重估(主要是房地产)。在宏观经济效益显著下降、产能过剩严重、部分国企央企为主的非金融企业资产负债率高企的环境下,实体经济也缺乏吸纳金融资金的能力。在打开新增长空间之前,资金在金融领域空转有一定的合理性,但金融领域存在的“劣币驱逐良币”现象却有可能恶化资源配置。

总之,我国已出现明显的货币超发现象,且在当前机制下却是“合理”存在。从方向上为抑制货币超发可能导致的风险,有必要收回货币、有效“去金融业杠杆”,但更重要的是要去除导致货币超发的各种合理存在的机制,用市场的方式回归合意状态。

# 降杠杆的宏观政策环境

■ 清华大学五道口金融学院硕士生导师 纪敏

去杠杆是供给侧结构性改革的重要任务。从经济逻辑上看,杠杆本身是一个中性工具,无所谓好坏之分,但在什么样的宏观政策环境下去杠杆,杠杆效率可能完全不同。

首先,杠杆效率与经济周期的不同阶段密切相关。理论上,在经济周期上行期,由于技术、创新或制度进步等因素,经济开始进入复苏扩张阶段,生产率大幅提高,实体资本收益率上升而货币利率较低,此时企业加杠杆扩大生产,通常产出增长率会高于债务扩张速度,这一时期尽管企业资产负债率(微观杠杆率)是上升的,但宏观杠杆率(债务与 GDP 之比)反而可能是下降的。

经过一段时间的复苏扩张之后,经济开始进入繁荣高涨阶段。在盈利改善的乐观预期下,企业继续扩大负债规模以扩大生产获取更大收益。同时,实体经济改善也开始滋生非理性的乐观预期,受企业盈利上升影响,股票及房地产等资产价格开始迅速上涨,导致企业进一步过度负债。此时,企业负债速度开始大于产出增长速度,企业资产负债率和宏观杠杆率开始同步上升。

繁荣高涨并不可能一直持续,技术进步或制度变迁的影响不可能无限持续。当创新的技术贡献下降,价格上涨引发的生产成本增加足以抵消技术进步生产率提高所带来的超额利润。同时,实体经济改善也开始滋生非理性的乐观预期,受企业盈利上升影响,股票及房地产等资产价格开始迅速上涨,导致企业进一步过度负债。此时,企业负债速度开始大于产出增长速度,企业资产负债率和宏观杠杆率开始同步上升。

在一段时间的停滞衰退之后,繁荣高涨阶段存在的问题完全显现,经济开始步入萧条崩溃阶段。微观实体收益率进一步恶化,企业持续进行微观去杠杆过程。资产价格上涨停滞并直至资产价格泡沫崩溃,过度负债难以继续,大量不良贷款最终不得不暴露出来。此时,宏观杠杆

率也与微观杠杆率出现同步下降。

从实证看,2008 年国际金融危机以来,随着我国宏观经济逐渐进入下行周期,微观、宏观杠杆率的背离逐渐显现。2008-2015 年,尽管规模以上工业企业资产负债率由 59.24%降至 56.2%,但同期各种口径计算的非金融部门企业宏观杠杆率却明显上升。国际清算银行数据(BIS)表明由 2008 年的 98.1%上升至 2015 年 3 季度的 166.3%。李扬等测算的数据则由 2008 年的 98% 上升至 2014 年的 123.1%。由此可见,在经济“复苏扩张—繁荣高涨—停滞衰退—萧条崩溃”的不同阶段,微观杠杆率与宏观杠杆率既可能一致(如繁荣高涨、萧条崩溃阶段),也可能背离(如复苏扩张、停滞衰退阶段)。应从经济周期不同阶段,判断宏观杠杆率变动的内在含义。相应的政策启示是,如果预期经济将处于上升期,此时对杠杆率上升容忍度可大一些;相反,如果预期经济将处于下行期,对杠杆率上升的容忍度就要低一些。

反观现实,2008 年国际金融危机以来,全球经济总体经历了快速下行到缓慢复苏的阶段,但与以往不同的是,这次逆周期的宏观经济政策宽松程度前所未有,与杠杆率紧密相关的利率政策甚至突破了零利率的下界,即在经济下行期大力度反其道而行之,通过非常规货币政策鼓励其杠杆上升。以美国为例,2008-2015 年,尽管美元利率从 5.25%降至 0-0.25%的低水平,但其杠杆率仍从 200% 上升到 300%,其中公司债占 157%。即尽管利率极低,但美国债务增速仍大大快于经济增速,结果杠杆率仍明显上升。如果观察美国公司债评级,一个有趣现象可佐证上述结论。过去一个时期,美国公司债评级由于杠杆率上升较快被不断下调,1998 年美国共有 114 家发行人获得 AAA 级,2016 年仅 13 家,其中还有 10 家是学校或公益机构。2000 年到 2016 年 10 月,BBB 级债券的总发行量和净发行量相对于 A 级债券均明显上升。尽管评级被不断下调,但在利率不断降低的大环境下,企业往往仍倾向于扩大负债加杠杆而不是去杠杆以提升评级。事实上,极低利率市场环境下,无

风险利率被压到极致,风险溢价同样会被压制,2009 年 2 月危机高峰时,企业要发行 A-评级债券方可降低资本成本,2013 年 11 月则只需发行 BBB+ 债券也能实现融资成本最小化。当许多企业为抓住低利率环境加杠杆使其评级降低后,为将资产负债表维持在一定规模,反而倾向于继续扩大负债而非降杠杆改善评级。

其次,谁去杠杆、谁加杠杆,效果也完全不同。以上关于不同经济周期下杠杆运用效果差异的分析,背后是不同经济环境下杠杆运用资产收益的差异。按照这一差异,谁去杠杆、谁加杠杆,同样取决于资产收益率。这个道理虽然明确,但实践中并不一定能做到。从全球看,危机以来杠杆率上升较快的,是政府而非私人部门,即所谓转杠杆,或是用政府部门的加杠杆给私人部门去杠杆创造空间。但众所周知,政府部门的资源配置主要集中在公共部门、基础设施等,这些部门普遍而言是投资回收期长、资产收益率低,转杠杆的结果,通常就是整体收益率的下降,杠杆率不降反升。从国内看,总体上政府配置资源比重更高,地位更强,更容易挤出私人投资。结果是尽管一定程度上稳住了 GDP 增长,但由于资产收益率——杠杆效率的下降,杠杆风险仍值得关注。近年来,一方面民间投资占比和杠杆率逐年下降,国有企业杠杆率和资产占比逐年上升;另一方面,投资回报率则是反向变动。2014-2016 年,规模以上国有工业企业利润年累计同比增速分别为 3.7%、-6.7%、1.7%,明显低于民营企业的 4.9%、3.7%、4.8%。国企和民企一个加杠杆,一个降杠杆,但效益却反过去一升一降,结果必然是企业总杠杆率以及违约风险的上升。事实上,近年来特别是 2016 年以来,公司信用类债券违约明显增多,金额和数量分别达到上千亿和数十只,甚至一些央企也不能例外。市场违约增多反过来会导致信用风险溢价的扩大,削弱货币政策引导利率水平的效果,增加企业发债融资成本甚至减少债券发行从而加剧流动性风险。

以上两个方面归结到一点,就是采取什

么样的宏观政策思路降杠杆的问题。杠杆率分子是债务,分母是 GDP,要想把杠杆降下来,要么是减少债务,要么是做大 GDP。相对于做大 GDP,直接减债似较为痛苦,一来影响借新还旧加剧流动性风险,二来影响增加投资做大 GDP,非到危机爆发被迫减债(借不到钱或融资成本极高),否则一般不会主动收缩债务。这个道理,小到千百万微观主体,大到一个国家的宏观经济政策,几百年来,都在被严格地践行。上世纪 30 年代大萧条的一个重大教训美联储的“见死不救”,以及后来费雪在理论上总结的债务—通缩陷阱,都在 2008 年最近的这次国际金融危机应对中,被另一位以研究大萧条而见长的人物——时任美联储主席伯南克以零利率、量化宽松等非常规货币政策得到了极致应用,甚至为摆脱危机,“直升飞机撒钱”等口号在必要时也不是异想天开。一句话,应对高杠杆风险的最好方式,越来越不是直接减债,而是创造一个宽松的宏观环境,在推动经济增长中减债。

上面的这个减债思路,无疑是重要并且受欢迎的,也是稳妥有序去杠杆所必需的。但从实践看,其副作用也很明显。一是杠杆率不降反升甚至以更快速度上升。从全球看,距 2008 年大危机已过去近 10 年,但无论是前述的美国,还是其他主要经济体,总体杠杆率都没有明显下降,甚至仍有所上升。如果考虑到当前很低的利率水平,现在的杠杆率比危机前更高。以美国为例,即使只计算约 100% 的政府杠杆率,且只按 2.4%这一明显低于危机前的 10 年期国债利率计算,其利息支出占 GDP 的比例也高达 3.38%,明显高于危机前 2007 年 2.25%的水平。换言之,美国年经济增长率如果低于 3.38%,理论上即意味着其新增收入不足以偿付利息,即债务偿还已进入明斯基所称的“投机时刻”,遑论这里的债务还不包括企业、居民部门。理论上,如果单位债务换来的名义 GDP 增长是下降的,则加杠杆必然意味着杠杆率的上升;如果债务扩张换来的 GDP 是加速下降的,则杠杆率也是加速上升的,这时的加杠杆,无疑不是降低债务

风险而是加剧债务风险。二是资产泡沫的积累。凯恩斯在上世纪 30 年代大萧条之后,提出解决流动性陷阱的策略,是通过积极的财政政策并辅之以宽松的货币政策带动私人需求复苏。但和凯恩斯时代明显不同的是,尽管现今的价格粘性仍然存在,但现今吸纳流动性的除了商品和服务市场外,还有日益膨胀的巨大的资产市场。这样一个对利率更为敏感,以及价格波动更为频繁剧烈、流动性更强的市场的存在,无疑能极大地提升投资者的风险偏好,流动性偏好陷阱固然可免,但资产泡沫陷阱这个更大的坑恐怕难免。上世纪 30 年代大危机以来,全球资产泡沫危机一个接着一个。实践证明,过度依赖刺激性宏观政策通过稳增长来降杠杆,最终往往以资产泡沫危机结果收场。三是并不一定有利于结构调整。一个宽松的宏观环境以及相对较高的增长速度,对结构调整既有有利的需求拉动一面,但对低效企业也有姑息迁就延缓出清的一面。综观主要经济体的危机以来政策实践,大多是宏观政策的发力远大于结构改革的动作。所谓安倍经济学的三支箭,货币政策、财政政策这两支射得又远又狠,但结构性改革这支箭却始终疲软无力。对我国而言,整体经济正处于新旧动能转换的结构转型时期,同时体制上预算约束等问题也仍然存在,宏观政策如何作为结构转型创造一个中性适度的货币环境,更需审慎把握。同时,在去杠杆过程中,更多依靠市场化、法治化手段进行,在去杠杆的同时实现资源配置结构的优化。

综上所述,降杠杆的经济逻辑归结到一点,就是要通过松紧适度的宏观政策和有力的结构性改革提升杠杆效率。综合危机以来全球主要经济体的杠杆率和宏观政策演变,政策宽松有余而结构性改革力度则有所不足。总体看,我国经济增速正在由高速转向中高速,正处于新旧动能转换、结构转型爬坡过坎、资产泡沫等各类风险易发频发的关键时期,在稳健中性的宏观政策环境下,更有利于通过供给侧结构性改革的深化,提升杠杆效率和优化杠杆结构。