

中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿

■ 中国人民银行研究局 徐圣

▶▶▶ [上接 03 版]

在 中国 经济 金融 改革 过程 中, 我国 中央 银行 研究 人员 没有 拘泥 于 现有 理论, 结合 中国 实际 提出 很多 有利 于 推动 金融 改革 的 理论 分析 和 政策 主张。如 考虑 到 大量 存在 着 “中间 状态” 的 现实, 对 经典 的 “不 可能 三角” 理论 进行 扩展, 探索 出 中间 制度 安排 理论 并 应用 于 中国 宏观 理论 分析 (易 纲 和 汤 弦, 2001); 针对 国际 上 流行 的 金融 改革 的 顺序 理论, 结合 中国 实际, 提出 统筹 协调 推进 中国 的 利率、汇率 和 资本 项目 开放 的 政策 主张 (盛 松 成 和 刘 西, 2015) 等 等。

三、货币政策的目标框架和操作模式

全球金融危机对宏观经济理论提出了新的挑战,在凯恩斯主义回归和宏观经济理论发展的推动下,各国货币政策理论和政策操作框架也进行了相应的调整,主要包括:一是价格稳定仍然是货币政策的重要目标,但不是经济稳定的充分必要条件,危机之前成为主流的通货膨胀目标制也受到怀疑;二是以实际利率瞄准自然利率,不应是货币政策操作的全部。从最近几年来主要经济体货币政策的实践来看,在流动性陷阱条件下,利率政策失效,数量调节更为重要,结构性和差别化的货币信贷政策也是必要的和合理的;三是价格水平的变化是综合现象,不存在与货币供应的简单对应关系;四是货币政策从属于逆周期的需求管理政策体系,依据经济金融状况,而不应固守任何机械的政策规则。

(一) 货币政策目标框架的新方向

1. 有关通胀目标制和货币政策目标的讨论

尽管“大缓和”的原因很多,但以通胀作为货币政策主要目标(之一)对经济的平稳发展至关重要。特别是1990年代以来,新西兰等很多国家采取了通货膨胀目标制,这被认为是宏观经济理论最主要的成就之一(Fischer, 2016b)。但是,全球金融危机后,在超低(零、负)利率条件下,货币政策无法有效刺激经济增长,对货币政策目标的讨论再次引起广泛关注。经济学家们针对提高通胀目标水平、名义GDP目标制、价格水平目标制或结合宏观审慎政策的通胀目标制等可能的选择进行了深入分析和讨论(Williams, 2016)。

通胀目标制属于复杂的目标规则(Target Rules, Svensson, 2011)。与之相应的泰勒规则是兼顾通胀和产出缺口情况进行利率调整的简单工具规则(Simple Instrument Rules, Taylor and Williams, 2011)。简单泰勒规则在零利率条件下仍然稳健(Gust et al., 2015)。Svensson(2012)也承认,英国、瑞典等通胀目标制国家利率决策主要依赖于当前利率的条件预测,在政策评价上仍存在困难。事实上,近年来货币政策表现出越来越明显的相机抉择倾向(Taylor, 2014)。面对不确定下的经济金融环境,很多通胀目标制国家复杂的目标规则也未得到严格遵守(Kahn and Palmer, 2016)。2001年以来包括美国在内的主要国家政策利率更是长期偏离于Taylor规则所揭示的正常水平(IMF, 2008),在很多经济学家看来这是导致全球金融危机重要原因(Nikolsko-Rzhnevskyy et al., 2014)。过低的利率促使居民加大消费,金融机构更倾向于提高杠杆率,并承担更多的风险,从而强化了货币政策传导的风险渠道(Gambacorta, 2009)。因而,在金融市场基本稳定之后,包括Taylor(2015)在内的很多经济学家强烈主张货币政策的正常化。当然,伯南克也提出反驳,指出美联储实际操作中会关注很多变量,而不仅仅盯着产出缺口和通胀缺口。

2. 坚持以通胀作为货币政策主要目标,探索符合中国实际的货币政策工具规则和货币政策目标框架

与多目标比较而言,货币政策的单一目标清晰简洁,易于沟通,有助于增强中央银行独立性,但以通胀水平作为唯一目标的通胀目标制一直都存在争议。相关研究表明,通胀目标制对货币政策的绩效的研究主要是通过政策透明度取得的(Sims, 2004),而稳定产出的政策效果也是以一定的产出损失为代价(Goncalves and Carvalho, 2009)。因此,目前多数中央银行仍然实施多目标的货币政策,美联储就是典型代表。

中国的社会经济金融的现实情况决定了中央银行的多目标制。中国经济转型时期,社会经济结构处于调整过程中,金融市场也在继续发展过程中,货币政策当局面临的约束条件更为复杂,除了市值稳定并以此促进经济增长的法定目标外,货币当局还肩负着充分就业、国际收支平衡的年度目标和推动金融业改革发展发展的动态目标(周小川, 2016)。当然,货币政策各个目标的重要性并不相同,在不同时期也会有所侧重。货币政策的多元目标难免重叠并相



互干扰,这与复杂货币政策规则一样,容易引发相机抉择倾向。作为一个大国,中国的国际收支外部目标显然应当服从内部目标(经济增长和物价稳定);充分就业目标与经济增长目标有很大的重叠,促进金融市场发展也是为了更好发挥金融服务实体经济的功能。在中国经济转型过程中,顺利实现就业、国际收支平衡和金融市场稳定等政策目标也是物价稳定的重要前提,而物价稳定也就意味着产出缺口为零的经济均衡,也是实现其他政策目标的自然结果。因此,价格稳定始终是中国最主要的货币政策目标之一。此外,物价稳定更容易量化评估便于操作,以物价稳定为主要优先目标,可以取得类似于货币数量目标制的效果,避免政策时间不一致性问题,体现货币政策规则的思想。

在明确将通胀作为货币政策最主要目标之一的同时,还要积极探索中国货币政策操作的具体形式。与主要发达国家类似,在金融创新和金融脱媒的冲击下,中国货币数量调控有效性日益下降。特别是,随着利率市场化改革的基本完成,向利率为主的货币价格调控方式转型的必要性和迫切性日趋上升(张晓慧, 2015)。受金融市场发育程度和货币政策传导机制的影响,在放弃信贷直接控制后,我国主要采取数量为主的间接货币调控模式(周小川, 2013)。不过,数量调控和价格调控是一个相互作用的过程,当数量没有处于合理区间时,价格传导就会出现;同样,不考虑价格因素,就会影响数量手段的效率。因此,中国人民银行在实行间接货币调控之初,在充分发挥数量调控作用的同时,也非常重视价格调控的作用,对数量调控存在的“一刀切”、“急刹车”等副作用始终保持着清醒的认识,在放松信贷利率管制的同时,通过打造Shibor货币市场基准利率等基础性制度建设,积极探索市场化的利率调控机制,推动货币政策向价格调控方式转型。特别是,经过十多年的发展,我国金融市场具备了足够的广度和深度,形成了较为敏感和有效的市场化利率体系和传导机制。可以说,2015年基本取消存贷款利率管制后,我国利率市场化与货币政策调控已进入以建立健全与市场相适应的利率形成和调控机制为核心的深化改革新阶段,这就需要针对利率政策规则进行扎实的基础性研究,加强对中国潜在产出、均衡实际利率等自然率的估算,探索符合中国实际的利率政策规则。

同时,也要看到,在中国经济转型过程中,部分企业和金融机构行为激励与发达国家存在很大不同,不一定以利润最大化作为最终目标;金融市场结构还不是很完善,信息不对称比较严重,作为传统利率渠道修正的货币政策的信贷传导渠道的重要性也更加突出;部分微观经济主体对利率的变化还不是那么敏感,企业和地方政府也存在投资的冲动,在考量应以货币供应量、信贷等流动性的变化。无论从发达经济体在此次金融危机时期的非常规货币政策经验看,还是从中国货币政策当局过去20年来的政策实践看,中国有效的货币政策不应固守任何机械的政策规则,应依据居民、企业、商业银行行为特征及金融市场状况开展精准调控,适应社会经济结构和金融市场体系的变化而相应调整。

此外,中国的货币政策目标除通胀目标外,还需要兼顾就业与经济增长、国际收支平衡和金融稳定,并且不同时期货币政策目标的侧重点是不同的。根据丁伯根法则(首届诺贝尔经济学奖得主丁伯根提出的关于国家经济

调节政策和经济调节目标之间关系的法则),政策工具的数量或控制变量数至少要等于目标变量的数量,而且这些政策工具必须相互独立(线性无关)。因此,作为短期需求管理政策,中国央行应不断丰富货币政策工具,提高货币政策效果,这在近年来中国的货币政策实践中都有所体现。例如,由于准备金调整可能形成资产负债表效应且信号意义较强,考虑到流动性条件和经济结构转型的需要,中国人民银行更多地借助公开市场操作和创新性流动性管理工具,在满足市场不同期限流动性需求的同时,通过适度“精准滴灌”加大对重点领域和薄弱环节金融支持。未来应进一步深入探索、丰富适应中国以通胀为主要政策目标、兼顾其他目标的货币政策理论,完善符合中国国情的货币政策目标框架。

(二) 货币政策操作的新模式

1. 中央银行沟通和前瞻性指引

(1) 危机以来各国预期管理和前瞻性指引在理性预期革命推动下,各国中央银行都意识到政策沟通和透明度对提高货币政策效果的重要性(Blinder et al., 2008)。通过有效引导市场预期,能够使政策操作达到事半功倍的效果,货币政策也被称作“预期管理的艺术”(Woodford, 2003),预期效应发挥越来越重要的作用(B. Friedman and Kutter, 2011)。全球金融危机后,为稳定金融市场刺激经济,各国都进行了大规模量化宽松,政策利率降至超低水平并陷入零利率下限困境。为此,各国央行不仅加大了常规沟通的力度,还通过低利率承诺引导公众预期,前瞻性指引(Forward Guidance)成为中央银行沟通和预期管理的重要方式(Carney, 2013)。

尽管大量研究表明,前瞻性指引可以有效提高货币政策透明度和有效性,在零利率条件下很好地引导了公众通胀预期,有助于经济稳定(Ball et al., 2016),但也有很多研究对前瞻性指引效果存在较大分歧(Kool and Thornton, 2015)。作为一项沟通手段的创新性政策,不断修订未来利率路径的前瞻性指引方式并不是稳健可靠的沟通策略,最终可能限制中央银行最优的货币政策路径和政策空间,可能面临时间不一致性问题,损害中央银行货币政策的信誉和政策可靠性(Powell, 2016)。因而,目前美联储主席Yellen(2016a, b)在实践中逐步减少了对前瞻性指引的依赖,更倾向于依靠数据(Data Dependent)进行决策。

(2) 健全货币政策沟通机制,提升我国预期管理水平和货币政策有效性

中国人民银行很早就认识到货币政策的沟通的重要性。在2009年就明确提出要有效开展通胀预期管理。从全球金融危机后各国前瞻性指引的实践来看,虽然各方对预期管理和沟通的重要问题已基本形成共识,但仍有许多开放性的问题值得讨论,包括沟通的频率、沟通的针对性、沟通的技术基础以及最优的沟通策略等。近年来,针对中国货币政策沟通和预期管理的大量经验研究表明,总体而言我国货币政策透明度和沟通效果具有一定的效果,但仍存在很大的改进空间(马勇, 2015)。今后应增加信息披露频率,明确性、准确性和一致性,探索多种渠道表达中央银行对经济金融的判断和政策意图并逐步常规化制度化,从而在既定制度框架下提高中央银行货币政策的独立性、权威性和市场信誉,切实提高货币调控的政策效果。

需要指出的是,虽然政策沟通和透明度非常重要,但如果仅依靠预期管理而缺乏其他传统手段的支持,那将只能是“无水之源、无本之木”。货币流动性数量与利率价格显著负相关

的流动性效应是中央银行公开市场操作等传统利率调控方式的理论基础.Thornton(2004)很早就发现,预期效应和流动性效应是相互促进共同影响利率变化。正如前瞻性指引是为了促进量化宽松的政策效果,非常规的流动性措施也有效促进了利率水平下降并增强了预期管理有效性(Klee et al., 2016)。因此,不能简单地割裂流动性效应和预期效应的关系,预期管理要与流动性管理等传统手段相结合。近年来,中国人民银行进一步完善央行利率调控和传导机制,在通过持续进行7天回购利率加强短期政策利率引导的同时,通过中期借贷便利(MLF)常态化提供流动性,发挥其作为中期政策利率的功能。针对不同期限的流动性创新管理工具很大程度上是为了弥补我国货币市场短期利率、金融市场中长期利率和信贷市场利率传导效率低下的不足。最新的实证检验显示,央行7天回购利率和MLF利率这两个主要的操作利率品种对国债利率和贷款利率的传导效应总体趋于上升,这为畅通转型经济体利率传导渠道提供了有益的理论探索。

2. 利率走廊机制与中央银行利率引导

(1) 存贷款便利与利率走廊机制

由于准备金调整对货币供给影响过于剧烈,而从中央银行获得贷款支持会使得金融机构声誉受损(Stigma Effect),因此法定准备金和再贷款(再贴现)的作用日益弱化(Furfine, 2003),1980年代以来中央银行“三大法宝”仅公开市场操作硕果犹存。与此同时,大额支付系统的采用极大提高了金融市场运行和货币传导效率,因此很多国家都相应改进了货币操作利率传导渠道提供了有益的理论探索。

(1) 存贷款便利与利率走廊机制

由于准备金调整对货币供给影响过于剧烈,而从中央银行获得贷款支持会使得金融机构声誉受损(Stigma Effect),因此法定准备金和再贷款(再贴现)的作用日益弱化(Furfine, 2003),1980年代以来中央银行“三大法宝”仅公开市场操作硕果犹存。与此同时,大额支付系统的采用极大提高了金融市场运行和货币传导效率,因此很多国家都相应改进了货币操作利率传导渠道提供了有益的理论探索。

(2) 健全货币政策沟通机制,提升我国预期管理水平和货币政策有效性

中国人民银行很早就认识到货币政策的沟通的重要性。在2009年就明确提出要有效开展通胀预期管理。从全球金融危机后各国前瞻性指引的实践来看,虽然各方对预期管理和沟通的重要问题已基本形成共识,但仍有许多开放性的问题值得讨论,包括沟通的频率、沟通的针对性、沟通的技术基础以及最优的沟通策略等。近年来,针对中国货币政策沟通和预期管理的大量经验研究表明,总体而言我国货币政策透明度和沟通效果具有一定的效果,但仍存在很大的改进空间(马勇, 2015)。今后应增加信息披露频率,明确性、准确性和一致性,探索多种渠道表达中央银行对经济金融的判断和政策意图并逐步常规化制度化,从而在既定制度框架下提高中央银行货币政策的独立性、权威性和市场信誉,切实提高货币调控的政策效果。

从各国经验来看,公开市场操作频率提高、双边利率走廊安排和较窄的利率走廊区间,以及对存款准备金方式进行利息补偿并采取后期平均准备金考核方式,加强政策沟通和提高透明度等模式,可以使货币市场利率与中央银行目标水平偏离更小,更有利于中央银行利率引导(Bindseil and Jablecki, 2011)。与此同时,利率走廊存在最优适度区间,在市场不健全条件下利率走廊区间可以更大些(欧央行利率走廊区间最初为200个基点,后来降至150个基点)。存款便利利率应低于目标利率,否则机构报价的交易成本溢价将无法得到有效补偿,中央银行将成为市场流动性的唯一提供者,澳大利亚将利率走廊区间由20个基点扩大到50个基点的教训就说明了这一点(Woodford, 2001)。不过,在全球金融危机后超低(零)利率条件下,对准备金支付利息并将其作为市场利率下限,使得中央银行可以同时控制利率和储备数量,尤其在零利率情形,金融

机构愿意保留超额储备,有利于缓解量化宽松的通胀压力(Keister and McAndrews, 2009)。

理论上,中央银行贷款和存款的收益和成本应当匹配,因此目标利率通常设定在存贷款利率区间间的中间位置,这也被称作政策利率的均衡情形(Woodford, 2001)。不过,金融机构往往要抵押高质量债券才能获得中央银行资金支持,因而均衡存贷款利率区间实际上并不是对称的(Whitesell, 2006)。全球金融危机后,不对称存贷款利率区间成为讨论的新方向(Goodhart, 2009),很多学者针对中央银行抵押品机制影响(Bindseil and Winkler, 2012)及不对称利率走廊区间的非常规货币政策效果和宏观审慎政策作用等进行了大量理论研究(Vollmer and Wiese, 2016)。还需要注意的是,应在规则指导下决策政策目标利率(Berentsen et al., 2014),否则将无法有效抑制流动性需求。即使是欧元区或英国均采用完备的公开市场操作和利率走廊,偏离均衡水平的政策利率同样会导致金融资源配置扭曲和金融危机。

(2) 健全利率走廊机制,完善公开市场操作,提高中国央行利率引导能力

从政策框架上讲,我国中央银行利率体系一定程度上已具备了“利率走廊”功能(周小川, 2013),利率操作模式与主流做法差异不大(BIS, 2009)。特别是,2015年我国正式取消存贷款比要求并改进准备金考核方式、尝试将SLF利率打造为利率走廊上限,并从2016年2月将每周两次的常规公开市场操作扩展至每日操作,在完善利率走廊机制和公开市场操作方面迈出了重要一步。公开市场操作和利率走廊都是中央银行利率引导的重要安排,主要通过流动性调节和预期管理,在中央银行利率操作方面发挥着重要的作用。流动性调节主要通过日常的公开市场操作实现,这也是1990年之前各国的主要模式。利率走廊的上下限操作更多地是在应对意外冲击和稳定市场预期方面发挥重要作用,多数情况下只是“备用而不”。公开市场操作和利率走廊有机结合,两者相互协调相互促进可以大大提高货币操作效率。

从形成过程来看,利率走廊机制主要与支付系统进步有关,与零准备金制度关系不大,国内有学者对此存在认识上的误区。所有零准备金要求国家,在引入大额实时支付系统时都要求银行在清算账户中保留一定金额的清算头寸,其作用类似于准备金账户考核。各国之所以降低准备金或实行零准备金要求,除了准备金作为货币政策工具不宜过多使用外,主要是因为如果准备金不付利息或极低利息,相当于对金融机构征税从而引发其行为扭曲,不利于资源配置和货币政策实施(Feinman, 1993),美联储也一直试图说服国会同意其向金融机构准备金付息(Goodfriend, 2002)。2008年之前的50年,美联储的资产负债表不大,准备金很少(2007年准备金平均是430亿美元,超额准备金平均是19亿美元)。美联储通过公开市场操作能有效影响超额准备金数量,并进而影响联邦基金利率。金融危机开始后,美联储因为救助金融机构以及定量宽松的原因,资产负债表以及其中的准备金急剧增长(2012年前半年准备金平均是1000亿美元,超额准备金平均是1.5万亿美元)。这增加了美联储通过公开市场操作影响联邦基金利率的难度,也就是数量工具的效率下降,迫使美国国会允许美联储对准备金付息。

虽然实行准备金制度会增强金融机构流动性约束,有利于提高中央银行利率引导能力(Bindseil and Jablecki, 2011),但准备金的复杂要求和频繁使用将加大流动性外生冲击和市场利率波动。因此,在我国以外汇占款为主渠道的基货币投放方式发生根本性变化背景下,要努力探索完善公开市场操作、利率走廊机制和准备金管理方式,通过政策操作的协调配合,有效改善市场流动性环境,提高中央银行利率引导能力。

从货币价格调控和利率走廊操作要求上看,中央银行必须明确短端政策目标利率,以此为中心确定利率走廊区间,结合日常的公开市场操作,有效开展利率走廊引导。因而,应尽快明确新的短端市场利率目标和目标水平,在改进准备金付息方式和包括SLF在内的再贷款(再贴现)安排的同时,确定适宜宽度的利率走廊区间,形成具有公开、透明、可信的能够真正稳定预期的利率走廊操作框架。与此同时,还要进一步完善公开市场操作一级交易商制度,在一定标准下扩大公开市场操作和SLF交易对象范围,完善操作流程,减少市场资金套利机会,降低市场结构因素导致的流动性冲击放大效应,有效开展利率引导。在均衡水平政策利率基础上,探索完善合格抵押品机制,结合MPA等宏观审慎政策,进行贷款便利操作,以确保中央银行资金安全,有效抑制金融机构道德风险。

(源自《金融研究》和中国金融论坛微信公众号) (完)