

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 徐忠

一、引言

经济理论的发展和各国中央银行政策实践为做好中国货币政策调控提供了非常有益的借鉴。但是,主流经济理论都是以发达国家作为现实背景,理论的进展也主要是为了解决发达国家出现的新问题。在由计划经济向市场经济转轨,由低收入国家向中高收入国家迈进,由世界经济边缘到全球举足轻重的巨大变迁中,国外主流经济理论对中国的改革发展和宏观调控并不完全具有直接的针对性。如果简单地按照既有理论来指导中国的政策,很有可能是刻舟求剑、缘木求鱼。中国经济发展和宏观调控的迫切需要,促使中国货币政策当局不仅要突破固有计划经济禁锢,更要清醒避免唯洋是举、食洋不化,积极突破思想束缚,努力开展政策探索,通过不断解决经济金融发展和货币政策传导产生的体制性障碍和深层次矛盾,在顺利实现产出和物价稳定等货币供应最终目标的同时,确保经济金融的长期可持续健康发展。

1984年中国人民银行正式行使中央银行职责以来,经过不懈的努力探索,逐步实现了我国货币政策调控框架的第一次重大转型,即从以直接调控为主转变为以间接调控为主,并逐渐形成了以广义货币供应量为中介目标,以维持物价稳定为最终目标、多种货币政策工具组合运用的数量型为主的货币政策调控框架。与此同时,金融宏观调控的市场化程度逐步提高,市场在金融资源配置中的作用不断提升。就改革经验而言:一是在货币政策目标选择上,强调突出价格稳定并兼顾其他目标;二是按照间接调控要求改革完善一系列货币政策工具;三是根据发展阶段和国情需要,选择实施数量、价格与宏观审慎政策相结合的调控模式;四是始终注意短期宏观调控与中长期金融改革相结合,重视“在线修复”金融体系,稳步推进利率、汇率市场化改革,不断完善货币政策传导机制。经过多年的发展与实践,这一货币政策调控框架日臻成熟,不仅经历了上世纪末亚洲金融危机的考验,而且在应对当前全球金融危机以及国内的各个经济周期中都发挥了积极作用,取得了良好的调控效果。

在成功走出“滞胀”泥潭后,从1980年代中期开始,主要发达国家进入长达二十多年之久的较高增长和稳定通胀的“大缓和”时代,货币经济理论的发展对此功不可没。在理性预期条件下,以存在市场摩擦和粘性假设更接近现实的结构特征作为微观基础并进行长期动态一般均衡分析的“新古典综合”(New Neoclassical Synthesis, NNS)获得了学术界和决策层的广泛认可。以通货膨胀作为最主要目标并(隐含地)在一定规则(泰勒规则, Taylor's Rule, Taylor, 1993)下仅调整短端(主要是隔夜)利率工具成为各主要中央银行普遍采用的货币调控模式。但是,货币经济学理论总是与政策紧密地联系在一起,并随着经验教训的积累而不断发展。特别是,在“百年一遇金融海啸”冲击下,原本“成熟”的货币经济学理论暴露出明显的范式缺陷,以此为指导并成功管理经济的货币政策当局不得不进行大量史无前例的创新性政策实验,这极大推动了理论界的深刻反思。目前,国际学术界和主要国家中央银行在宏观经济理论、货币政策框架、货币政策操作模式和货币政策调控策略等方面取得了重要的进展。从理论和政策实践来看,各国情况存在差异,但也有不少有共性的问题。

事实证明,中国金融宏观调控所积累的宝贵经验,与本轮国际金融危机后全球央行的反思是一致的,有必要加以总结完善。近年来,中国经济的内外部环境都发生了明显的变化,货币政策面临的约束更加复杂。在机遇与挑战并存的当下,跟踪全球金融危机以来货币经济分析理论和主要国家货币政策发展的最新进展,充分发挥中国货币政策的成功经验和体制优势,对于做好新常态下转型中的中国货币政策,具有重要的理论和现实意义。

二、宏观经济学与货币政策理论的发展趋向

自 Keynes(1936)开创宏观经济学以来,宏观经济理论就被应用于政策实践,而宏观经济和货币调控面临的现实问题,又使得货币当局不得不尝试政策创新,从而促使人们对宏观经济理论进行深刻反思。宏观经济理论与货币政策就是在一次次危机的实践检验中不断探索,日臻成熟。此次全球金融危机之后,宏观理论思想上再次表现出明显的凯恩斯主义特征,而从模型方法来看,如何更好地将金融因素引入宏观经济学一般均衡分析框架、对模型结构进行更准确地刻画,更准确估计模型参数并结合传统计量模型进行经济分析,成为宏观经济理论研究发展的主要方向。

(一)凯恩斯主义回归

通过引入价格粘性并考虑总供给和总需求



求(IS-LM)的一般均衡方法, Keynes(1936)突破了古典和新古典经济学(Neo Classical)市场完美假设,提出解释经济周期波动的有效需求不足理论,为各国政策干预经济以熨平经济波动提供了理论基础,成为“二战”后宏观经济学主流。但是,传统凯恩斯主义往往仅关注宏观总量关系,缺乏必要的微观基础,没有考虑微观主体行为及政策对微观决策和激励机制的影响,而且主要侧重于短期比较静态分析,往往采用静态或适应性预期处理长期动态问题,不可避免地存在卢卡斯批判(Lucas Critique, Lucas, 1976)问题,以传统凯恩斯主义为指导的相机抉择货币政策存在严重的时间不一致性(Time Inconsistency, Kydland and Prescott, 1977),各国最终陷入痛苦的滞胀困境。在以 Friedman(1968)为代表的货币主义和以 Lucas(1976)为代表的理性预期学派大力推动下,主张经济自由的新古典经济学(New Classical)淡化了传统凯恩斯主义的价格粘性和需求波动,转而强调宏观经济学的微观基础和理性预期,成为宏观经济理论的主流。

Friedman是新古典经济学的早期倡导者,他推动的货币主义理论主要采用局部均衡比较静态方法并通过适应性预期方式处理经济动态问题(Smithin, 2003)。不过,1970年代以来各国货币数量目标制的实践效果不佳,货币主义逐渐淡出。货币经济分析应采取具有微观基础、理性预期和一般均衡特征的结构化方法成为经济学家们的共识(DeJong and Dave, 2007; 刘斌, 2016)。在完全市场条件下, Kydland and Prescott(1982)开创的真实经济周期理论(RBC)建立在微观经济人理性预期之上,能够有效克服卢卡斯批判,并对于经济周期波动进行理论解释,因此得到了很多经济学家们的推崇。不过,在完全市场假设下, RBC认为经济波动主要源自技术冲击而与金融无关,而且 RBC模型由于没有价格粘性假设,因此并不包含货币政策。事实上,在完全竞争和价格充分弹性下, Cooley and Hansen(1989)利用 RBC方法的分析表明,货币只能影响物价等名义变量,并不对产出等实体变量产生影响,这也意味着新古典宏观经济学无法为货币政策决策提供帮助。不仅如此, RBC理论认为经济波动主要是供给侧所驱动而与需求无关。如果价格能够足够灵活调整,那么经济产出波动就是供给波动的最优反应,货币当局任何试图熨平经济波动的努力都是多余。RBC模型目前并不为货币当局所广泛认可。尽管其它新古典宏观模型在特定条件下也可以得到货币短期非中性效果(Lucas, 1972),近年来也有在完全市场假设下,通过考虑银行部门作用在DSGE框架下进行货币政策分析(Basu et al., 2012),但由于理论和政策实践的局限性,新古典宏观经济学并没有对政策制定产生广泛影响。

由于以 RBC 为代表的新古典宏观理论有效市场假设与现实并不完全相符,因而对经济的解释往往并不理想。同时,通过菜单成本、交错定价等方式,很多新凯恩斯主义(New Keynesian, NK)模型经济学家大量具有微观基础的,价格粘性模型(Mankiw, 2006)。1990年代以来,借鉴 RBC 方法,引入具有微观基础的不完全竞争价格粘性 NK 模型更符合现实,对经济具有更好的解释力,可以有效开展政策评估,因此逐渐受到学术界和各国中央银行的青睐。目前在各国中央银行广泛使用的动态随机一般均衡模型(DSGE)都是原始 NK 模型结合不同国家具体情况的拓展。需要指出的是,虽然 NK 的价格粘性特征与传统凯恩斯主义相同,

但理性预期条件下的建模方法与新古典宏观是一致的,完全不同于传统凯恩斯主义的新古典综合(Neoclassical Synthesis, Samuelson, 1955),这也是其又被称为新新古典综合(Goodfriend and King, 1997)的原因。NK模型更接近经济现实,既包含了传统凯恩斯理论的核心内涵,又强调了预期管理对于实现最优货币政策的重要作用,因而成为现代货币经济分析和主要国家中央银行政策研究主流的方法。以 NK 模型为参考的货币政策通过在“大缓和”时期的成功表现,极大增强了经济学家们通过政策的精准调整实现产出和物价稳定的信心。

全球金融危机后,基于“大萧条”的教训,各国都通过大规模刺激性政策成功避免了危机的迅速蔓延,这正是凯恩斯主义典型的反周期需求管理操作。特别是,全球金融危机初期经济恶化状况是超过大萧条的,由于及时和猛烈的扩张性需求管理,危机只是导致大衰退而没有发展成为大萧条(Furman, 2014)。同时,各国都意识到财政政策、收入分配、社会保障等政策的重要性,特别是在经济持续低迷并很可能进入长期性停滞的当下,如何将金融稳定、宏观政策协调、贫富差距、各国政策协调等结构性问题融入 NK 模型,成为理论研究的前沿课题。

(二)全球金融危机以来宏观经济理论的新进展

1、将金融因素系统引入 DSGE 模型框架
全球金融危机表明,传统宏观模型对危机冲击的深度和衰退持续时间普遍估计不足,出现过于乐观的系统性偏差,这主要与其未能将金融系统纳入模型分析中有关。传统的宏观经济分析很少讨论金融机构和金融市场对货币政策传导和实体经济的影响。1970年代信息经济学的发展使人们从理论上认识到信息不对称对金融市场有效运行的重要性(Stiglitz and Weiss, 1981)。很多关于经济危机(包括“大萧条”)的研究表明,信息不对称和金融摩擦将引发经济运行不稳定(Mishkin, 1997)。特别是,全球金融危机使宏观经济学家和中央银行充分认识到,金融机构和金融市场与经济的关系比之前想象得更重要,再也不能忽视金融系统对于实体经济的作用了。

事实上,早在全球金融危机之前,经济学家们就已经意识到传统宏观模型没有金融机构的缺陷。这一缺陷导致在传统模型里信贷的波动只能由需求方也就是企业的需求波动来引发,而这与在大萧条和日本经济危机中观察到的金融机构本身供给信贷能力受损导致信贷剧烈波动从而放大危机的现象明显不符。为此,经济学家们试图通过金融加速器机制(Bernanke and Gertler, 1986)、抵押品约束机制(Kiyotaki and Moore, 1997)和考虑特定形式金融部门的生产函数(Goodfriend and McCallum, 2007)等三种方式将金融因素引入传统宏观模型。从建模思路来看,上述三种方法的核心都是在信息不对称条件下,分析对于金融系统摩擦导致信贷供给(而非信贷需求)变化对经济波动的放大作用,而且建模方法上还有所交叉,但危机前的主流宏观模型都没有充分认识到金融的重要作用,这也是次贷危机出乎意料的原因之一。

2、对经济结构进行更准确地刻画

需要认识到, DSGE 模型属于结构化分析方法,基于微观基础的一般均衡分析,很容易出现模型设定错误从而导致分析出现较大偏

差。因而,对经济结构更准确的刻画是 DSGE 模型方法和宏观经济分析发展的主要方向,除了系统引入金融因素外,还包括利用投入产出信息引入多个部门,重新审视经济趋势与波动的关系,考虑非基本面的消息冲击,引入异质性微观主体、扩展开放条件和调整通胀动态机制等方面(Yellen, 2016c)。

(三)以符合中国实际的坚实理论为支撑,做好货币政策调控

1、中国转型中的货币政策经验

早在上世纪九十年代初,邓小平同志在思考构建中国特色社会主义市场经济体制时就指出,金融是“现代经济的核心,金融搞好了,一着棋活,全盘皆活”。因而,在宏观经济分析和政策调控时,货币政策当局和其他宏观调控部门都非常注重金融部门特别是银行的作用,这虽然在很大程度上是为了弥补计划经济时期现代意义金融部门长期缺失的客观需要,但在政策实践中也确实始终高度重视金融的作用,与全球金融危机以来宏观经济分析更加重视金融因素的理论进展相一致,甚至中国的政策实践走在了主流理论的前面。类似的例子还有很多,如危机期间对问题金融机构进行“在线修复”、开发性金融、绿色金融等政策实践;还有,中国的货币金融并没有采取“不可能三角”角点解的情形进行金融宏观调控,而是根据中国经济金融的实际,探索采取了资本项目有限开放、汇率有管理浮动和货币政策一定程度的自主独立性的中间安排,尽管这样的安排加大了预期管理的难度,一定程度上影响了政策的有效性,但在金融稳定、市场发展、体制改革和经济增长间为政策调控提供了必要的充足空间,总体上保证了经济的平稳发展,同时又为加快相关配套设施建设并充分把握有利时机,以最终实现清洁浮动的改革目标,提供了有利的条件。这些具有中国特色的货币政策实践最终都会丰富主流宏观经济和货币政策理论。

当然,作为全球最大的新兴发展中转轨经济体的中央银行,货币调控面临的现实条件更加复杂。中国货币政策既要控制通胀为主还要兼顾转型发展和金融改革的需要。改革开放之初,由于体制改革和市场发展的渐进性质,政府管理和调节经济运行仍然多采用信贷限额管理等传统计划经济的工具和方法。上世纪90年代以来,经济金融环境显著变化,对宏观调控提出了新的要求:一是随着市场化改革的日益深化,微观主体自主决策的能力和意愿逐步增强,传统行政化、数量型的直接调控效果弱化,需要向市场化、价格型的间接调控转变。二是新世纪以来特别是加入 WTO 后,对外开放进入新阶段,国际收支持续双顺差、大量外汇占款导致流动性过剩,应对通胀压力需要高效的对冲操作平台。三是国际金融危机后,加强宏观审慎管理成为共识,而实施资本充足、流动性和杠杆率、衍生品集中清算等监管要求,都需要金融市场给予足够的支持。在这样的背景下,人民银行等相关部門积极采取措施,依托银行间市场推动金融市场发展,加强市场基础设施建设,提高市场深度和广度。实践表明,银行间市场(主要包括货币、债券和外汇市场)在担当调控平台方面具备独特优势:一是其面向机构投资者和场外市场的特性适合宏观管理部门开展相关调控工作。二是银行间市场的规模占据绝对主体地位,也是中国金融体系中各主要金融机构进行流动性和投融资管理的主要平台,其承载政策操作和传导政

策导向的能力较强。依托银行间市场这一平台,管理部门积极开展常规性和应对危机冲击的各项宏观调控操作。进入新世纪,人民银行在银行间市场积极开展公开市场操作,适时调节市场利率水平和引导市场预期,在缺少足够的国债作为对冲工具条件下,2003年开始在银行间市场发行中央银行票据,年发行量从2003年的7200亿元增长到2008年的4.2万亿元,有效对冲了流动性过剩,缓解了通胀压力。

应对百年一遇的全球金融危机,中央银行判断准、出手快。较为成功地应对全球金融危机冲击后,适时加快推进利率、汇率市场化改革和资本项目可兑换进程,金融双向开放进一步加深,人民币国际化程度显著提高。面对“三期叠加”的新常态,中央银行实施宏观审慎管理,适时调整货币信贷政策,创新并丰富货币政策工具箱,有效维护宏观经济、金融的基本稳定和健康发展。随着近年来国际资本流动的新变化,中国的基础货币投放渠道发生了根本性的变化,由于流动性环境的变化也导致货币市场出现了一定的波动。为此,中国人民银行开展了包括常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)等大量流动性创新工具,优化再贷款体系,开展对金融机构的内部评级,在完善金融机构抵押品工具基础上开展信贷资产抵押再贷款工作,不断丰富公开市场操作期限品种,有效弥补了市场流动性数量不足,确保货币市场的平稳发展。

总的来看,中国货币政策当局肩负着改革发展和宏观调控的多重使命,在经济结构变迁的不确定环境和理论上的存在多重均衡条件下,中国人民银行始终根据经济周期阶段和宏观调控的需要,在有限的政策空间下,通过灵活适度的稳健货币政策,在经济高速增长的同时实现了物价的基本稳定,经受住了亚洲金融危机和全球金融危机的严峻考验,积累了大量转轨经济金融调控和机制建设的宝贵经验。

2、建立符合中国实际的坚实理论支撑

随着中国市场经济体系的快速发展并成为全球第二大经济体,宏观调控作用日益重要。党的十八届三中全会提出,要“健全宏观调控体系,增强宏观调控前瞻性、针对性”;十八届五中全会指出,要“完善宏观调控, …, 精准调控, 适时预调微调, 增强针对性和准确性”, 这对中央银行理论研究工作提出了更高的要求。中国人民银行非常重视研究工作对金融改革和货币调控的支撑作用, 周小川行长很早就提出了研究立行的重大方针。十多年来, 中国人民银行研究系统紧密围绕中央重大战略部署和中央银行的核心工作, 通过打造宏观金融论坛(CFF)新型智库平台, 密切加强与学术界、金融机构和行内业务司局的资源整合, 形成了特色鲜明的中央银行“大研究”格局。近年来, 中国央行宏观理论研究的相关成果还以工作论文的形式对外发布, 与国内外理论界加强中国特色宏观经济理论研究的交流, 促进中国宏观经济学理论和货币政策的深入开展和健全完善。

中国人民银行研究人员在我国较早开展了宏观经济模型分析, 也是构建 DSGE 模型并针对中国问题开展研究的引领者之一。由于中国面临的经济约束和结构性特征更加复杂, 中国央行的研究人员充分意识到, 在进行宏观理论研究时不能简单套用国外模型分析中国的经济问题, 还应考虑中国特有的体制性因素。例如, 研局开发的 DSGE 模型根据中国经济金融典型特征进行了大量扩展性工作, 引入了影子银行等新型金融部门, 增加世代交替特征, 引入土地财政和房地产部门, 并对养老金缺口及其财政影响、财政极限测算、债务置换和房地产政策的宏观影响、潜在产出与经济波动根源等重要问题进行了大量扎实的理论和实证研究。

同时, 我国中央银行研究人员很早就认识到, 虽然 DSGE 模型在研究方法上具有重要的优势, 但是其在稳健性方面仍存在一定的缺陷。DSGE 模型主要用于对不同政策效果的模拟, 在经济预测等方面并不稳健, 特别是短期模拟效果可能方面不如 VAR 和传统计量模型。考虑体制转换因素并引入含体制转换的 DSGE 模型, 或结合传统计量模型构建半结构化的 DSGE-VAR 模型(Linde et al., 2016), 成为 DSGE 模型发展的重要方向。事实上, 各国中央银行并未完全依赖于 DSGE 模型进行决策, 还大量参考 VAR, 传统计量模型等多种模型的分析结果。例如, 美联储就非常重视在结构化方程基础上建立的 FRB/US 宏观经济计量模型在货币决策中的作用(Fischer, 2016c)。我国中央银行的研究人员在结合中国经济金融典型特征对 DSGE 进行了大量扩展性工作的同时, 也建立了新一代的大型宏观计量经济模型, 并不断探索其他可靠的适合中国实际的宏观经济分析和预测方法。

(下转 04 版)