

货币供给机制变化与经济稳定化政策的选择*

张平

内容提要:我国改革开放实践证明,货币供给与经济增长阶段性变化有着很强的同步性特征。在经济赶超阶段,货币供给以“信贷中介”激励资本形成,促进经济增长,货币供给结构反映出我国外向型经济的高速发展,即外汇占款成为央行资产最主要部分,决定央行货币释放。新世纪后房地产推动了资产抵押的货币需求。进入新常态后,外汇占款不断下降,货币供给靠国内短期流动性资产创设对冲长期外汇资产下降。以“通道”推动的金融创新,提高了货币乘数和信用杠杆,但没有优化资源配置,反而加大了市场波动。由此可见,随着我国经济已经进入到新发展阶段,货币供给目标要从赶超期的“又快又好”转向新常态下的“稳中求进”,根本上要逐步建立以公债为基础的央行资产,形成新常态下的货币、财政和统一监管的宏观稳定化政策和管理框架,推动经济走向成熟。

关键词:货币供给 央行资产变化 货币供给机制 稳定化政策目标

改革开放以来,我国货币供给与经济增长阶段性变化有着很强的同步性特征,每一个发展阶段都会赋予货币供给的特性、演进逻辑和政策性含义。随着经济发展阶段的新变化,货币供给体系也要随之改变,货币供给体制和政策需要与经济增长阶段转换相匹配。

我国经济进入新常态后,最明显的同步性事实就是以出口导向推动经济增长的战略逐步失去了效率。2008年全球金融危机以来,我国贸易盈余对GDP的贡献从连续三年贡献超过10%降到负贡献。2012年双顺差结束,同年城市化率超过50%。按城市化率的“S”型规律看,城市化率超过50%后,城市化步伐慢慢减速,依据“S”型计算的我国城市化高速增长转折值在58%,预计在2018年后城市化步伐会逐步放慢(陈昌兵,2016)。依靠外汇占款和房地产抵押释放贷款高速增长的释放货币模式必然要发生变化。类似的同步经验性特征仍有很多,这值得我们从较大的历史跨度分析货币供给与经济增长的关联性特征,理解在新的发展阶段下货币供给与经济增长的关系,为“稳中求进”的稳定化宏观政策提供一个好的经济解释与体制安排。

近几年,现实的冲击已经到来。2013年我国发生了“钱荒”,2015年出现了“股灾”,2015年8月11日汇率市场化改革引起汇率贬值波动,2016年年初股市实行“熔断”、房价大涨、年末债券市场出现小“债灾”,金融降杠杆政策呼之欲出。2017年第二季度重回严厉的金融分业监管和财政督查。以“通道”业务驱动的金融创新和地方产业基金、政府购买服务形成的BT(建设—移交)项目和部分PPP(政府和社会资本合作)等地方融资安排同样被叫停。当前的宏观管理体制,如央行货币供给体系、财政分税制等,沿用的是1994年分税制以来的宏观管理框架,新的经济发展要求新的宏观管理架构的设立。

在大量前人研究的基础上,本文通过梳理经济增长与货币供给阶段性变化的经验、逻辑和体制安排,希望能够理解经济增长阶段性变化对货币供给的影响,同时分析货币供给机制的基础性变化特征,探索开放格局下经济增长与货币供给的新关系和面临的挑战,最后给出“稳中求进”宏观目标下的我国货币供给体系和政策调整的建议和新宏观管理框架的探索。

* 张平,中国社会科学院经济研究所,邮政编码:100836,电子邮箱:zhangping@cass.org.cn。感谢匿名审稿人的建议,文责自负。

一、我国经济增长与货币供给的理论经验事实

以往的研究基于增长与资本形成框架分析货币供给,指出“在其他条件都不变的情况下,压低企业借款利率或增加货币(信贷)供给增长率,可以促进经济增长”,并指出了其推动资本形成一增长的边界性特征(张平等,2011)。国外对货币供给的研究中最著名的是麦金农(1988)基于后发国家事实提出的金融深化理论,即货币供给通过“信贷中介”推动一国的资本形成,从而推进经济增长。后发国家资本稀缺,资本形成是推动经济增长的根本,其原理非常简单,即中央银行进行货币供给 \Rightarrow 银行信贷(信用创造) \Rightarrow 企业(非银行机构)货币需求 \Rightarrow 投资(资本形成),投资带动经济增长。这里银行作为“信贷中介”是资本形成的关键,因此用 $M2/GDP$ 来衡量金融深化。

改革开放以来,我国先以财政创造货币,通过信贷推动资本形成,货币供给增长的同时,价格大幅波动,直到货币供给模式转向后才抑制了价格大幅度上涨。货币供给模式的转变源于1994年人民币并轨和1995年商业银行体制建立。其后,货币供给从财政创造货币转向以出口导向为基础资产的银行货币供给。1995年后, $M2/GDP$ 上升到了1倍以上,到2016年已经达到了2.08倍,信贷供给大幅度提升,资本形成迅速,物价相对平稳,经济高速增长(图1)。

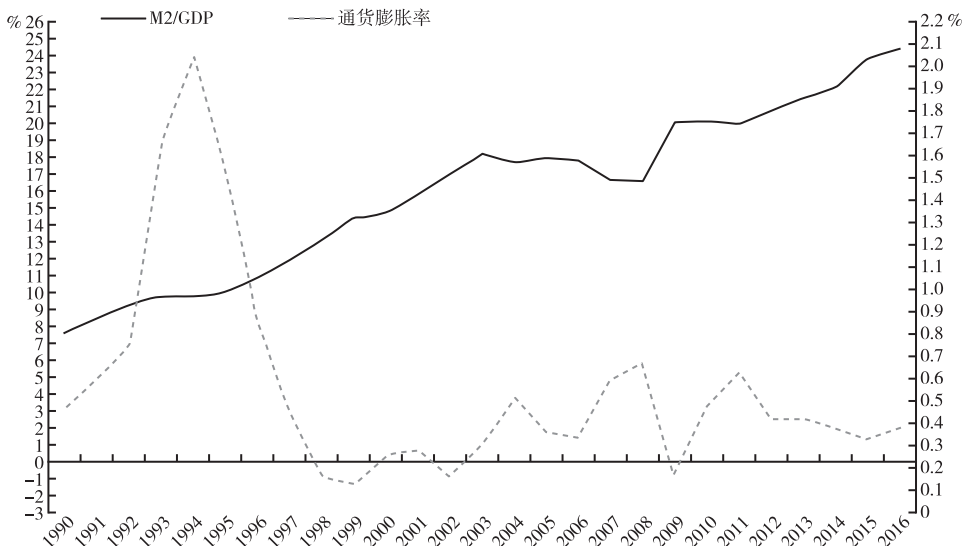


图1 M2/GDP与通货膨胀

注:资料来源于2016年《中国统计年鉴》;左坐标轴为M2/GDP,右坐标轴为通货膨胀率。

我国快速增长的 $M2$ 没有引起通货膨胀,有悖于货币理论中 M/P 的中性原理,即货币供给过多引起通货膨胀。这就是1995年后, $M2$ 大幅度提高过程中,未发生大的通货膨胀,即中国的“货币迷失”问题。存在较多的理论解释,但本质上只有结合我国经济增长和体制改革,才能更好地解释这一问题。如计划商品的市场化改革(易纲,2003),全面解释我国的信用创造(李斌、伍戈,2014)等。国际上,Bernanke(2005)讨论中国“过度储蓄”,从另一角度解释“货币迷失”。中国以“信贷中介”加快资本积累为货币政策目标,利用比较优势推动出口导向,推动经济高速增长,而货币的稳定化目标相应要求较低。

发达国家货币模型框架原本将货币看待为中性,关心的是 M/P ,目标是货币供给与物价的关联。模型框架引入托宾的资产变量、金融结构等,分析了新因素对利率和资本的影响,但仍以货币供需对宏观波动的影响为主,而不是增长。增长是稳定化宏观目标的副产品。美国货币政策目标以泰勒规则为加权,但其本质仍是以稳定为主。2008年全球金融危机以来,美联储主导的货币政策更是具有很强的“工具性”特征。为了解决债券市场的流动性问题,采用“量化宽松”政策,同时承诺量化宽松货币的退出,货币释放是一个解决金融市场信息不对称的“中性”工具。扭转交易则是通过改变利率曲线,修复资产负债表。尽管美联储加息和缩表退出“救市”的量化宽松政策并不容易,但仍然进入到了加息和缩表的退出过程。

我国的货币供给沿着后发国家的路径推进,核心是通过“信贷中介”来加快资本形成,加速增长,当然也

有波动,基本目标是“又快又好”。2008 全球金融危机,政府加大了反危机措施,并积极推动了金融监管的适度放松,允许银行提供更为广泛的金融服务,银行的理财等多种表外业务、信托公司非标融资和通道等金融服务得到发展,资本形成依然保持高速增长。随着 2012 年我国经济逐步进入到“新常态”,资本一产出效率下降,资本外流、资产价格波动加剧。货币供给推动“资本形成”促增长的政策目标失去了效率,经济阶段也内生地要求货币供给机制改变。

我国有着明确的资本形成目标,但在不同发展的阶段,货币供给和决定货币供给的因素是不断变化的,这些都要基于增长阶段一货币供给机制变化给予历史经验的分析。

第一阶段,财政货币化。1978—1994 年,我国改革开放从农村土地承包改革启动,到发展乡镇企业,再到 1992 年邓小平南方谈话后的沿海开放,微观主体激活,对外的贸易逐步展开,很多计划控制的商品逐步市场定价了,到 1994 年价格双轨制(即计划价格和市场价格)统一,从而产生大量的货币需求。用简单的公式表述为:货币需求=正常货币需求+额外需求;额外需求=(市场价格-计划价格)×计划内商品市场化速度。计划产品逐步市场化过程中产生了额外货币需求。这一时期,货币供给的方式仍是原有的体系,通过财政创造货币,人民银行及四大国有商业银行都是财政支出的出纳,没有独立的银行体系,银行贷款一直大于存款,需要财政弥补。财政货币化导致了价格波动巨大。

改革开放后,随着经济发展,银行中已经有了大量的存款,这与 1978 年居民储蓄只有不到 3 百亿元相比发生了天翻地覆的变化,为银行商业化转型奠定了基础。1995 年《商业银行法》公布后,我国的银行和财政体系分离,央行和商业银行分离,现代银行体系正式建立。

第二阶段,劳动要素货币化。1995 年后,我国货币供给与发展阶段相互配合,这一阶段就是农村剩余劳动力从“无价”变有价,劳动要素货币化开启。我国通过劳动力比较优势获得巨大贸易盈余和 FDI,双顺差推动了央行外汇占款增加,货币供给增长加快,货币供给与需求不断相互促进上升。这一阶段有两大标志:第一个标志是以 1995 年的《商业银行法》为起点,我国货币供给摆脱了财政“出纳”的架构,中央银行和商业银行具有了独立性特征,货币供给正常化;第二个标志就是 1994 年人民币汇率并轨,并与 1992 年以来沿海对外开放相互配合,1995 年我国从长期逆差国转变为持续顺差的国家,外汇盈余持续增长,FDI 加快流入。

货币供给的方式已经从一般商品市场化转向到“农村剩余劳动力从无价变有价”的劳动要素货币化进程中。这一过程通过出口和 FDI 构成了货币化的循环扩张机制。按二元经济结构理论,农村是一个非货币化的部门,其剩余劳动力是“无价”的,他们已经不能增加农业产出,反而要消耗农村粮食积累。如果有一个工业化(货币化)部门吸收其劳动,就会推动剩余劳动力的货币化转换。国际货币基金组织经济学家 Borpujari (1977)认为货币化部门对非货币化部门的贸易需求启动了非货币化部门的货币化进程。

从我国的实践看,工业特别是外向型工业部门发展对农业部门的劳动力产生了极大需求,我国的贸易条件已经从工业农业交换贸易条件拓展到了国际贸易条件。我国通过比较优势奠定了出口导向战略使农村剩余劳动力持续转移。这种贸易条件推动的农村劳动力从“无价”农村部门转到“有价”的工业部门,本质上是农村剩余劳动要素货币化进程。

通过市场化和国际化的发展,我国大量“无价”农村剩余劳动力转移到出口部门,通过比较优势创造大量外汇盈余,外汇盈余转为央行外汇占款,从而形成央行发行的基础货币,增加信贷。农村剩余劳动力获得货币报酬,盈利企业获得收益扩大投资增加了,劳动者和投资者的货币需求,形成经济体内在的循环。这一阶段称为农村剩余劳动力要素货币化过程的货币释放。这一进程是我国最为重要的经济增长与货币供给体制形成的历程,体现在央行资产负债表上的资产项目中的国外资产迅速增加,外汇占款占央行资产和 M2 的比重持续增加,M2/GDP 显著提高(图 2)。出口导向型经济发展与货币供需架构一直是我国货币化进程的主导因素。这一货币释放没有引起通货膨胀,根本原因就是“出口导向”。

第三阶段,土地等资产货币化。1997 年亚洲金融危机后,政府启动了居民住房的货币化,允许居民借助按揭贷款买房,1999 年全面启动公房改革。2002 年国土资源部颁布实施《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》,明确规定包括商业、旅游、娱乐、商品住宅用地的经营性用地必须通过“招拍挂”方式出让,正式启动了以房地产作为资产抵押的货币需求的新阶段。

我国土地从划拨转向新世纪的“招拍挂”的市场化行为,土地、住房、自然资源等资产从无偿划拨变为可

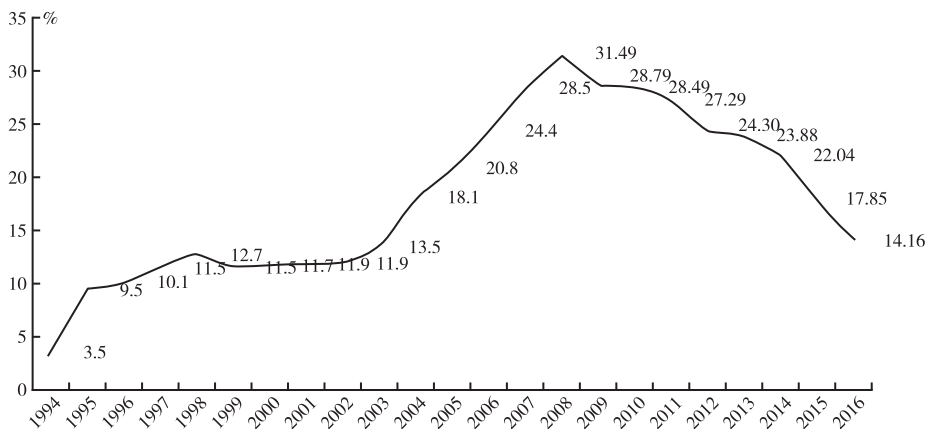


图2 外汇存款占M2的比重

注：资料来源于2016年《中国统计年鉴》。

定价、可抵押的标准资产。以土地为代表的资产货币化提高了土地的货币需求，并参与了信用创造。土地等资产不仅需求货币，而且具有抵押性质，还具有杠杆特性，这是信用创造的根本。新因素界定应该是从2003年正式开始。2003年土地市场化推动了新的货币供给的需求因素，也构成了这一阶段的主要货币供给的主要因素。

土地等资产货币化对货币需求影响是巨大的，体现在土地从无偿划拨变有价出让，房屋从“无价”公房变有价商品房。房地产具有抵押特性，其信用创造能力比一般商品、劳动要素高，房地产促进货币也需求影响货币供给。从表1可以看出，房地产开发贷款和居民个人贷款余额占M2的比重持续上升，而且其增长速度高于M2的增长（这里未包含其他非标和土地购入款等项目）。从2003年启动土地市场化到2016年，房地产开发贷款和个人贷款已经占到货币需求的15%。

表1 房地产贷款开发需求占M2的比重

年份	开发贷款和个人贷款余额(亿元)	M2(亿元)	贷款占M2的比重(%)
2004	23800.0	254107.0	9
2005	28491.0	298755.7	10
2006	36800.0	345577.9	11
2007	48000.0	403442.2	12
2008	49100.0	475166.6	10
2009	72878.0	610224.5	12
2010	93325.8	725851.8	13
2011	106280.0	851590.9	12
2012	113630.0	974148.8	12
2013	136000.0	1106525.0	12
2014	152000.0	1228374.8	12
2015	185000.0	1392278.1	13
2016	238000.0	1550066.7	15

资料来源：Wind数据库。

第四阶段，金融创新（影子银行）的货币信用创造。这一阶段是金融脱媒阶段，即通过同业、资管通道和金融产品管制放松等手段，形成了表外业务，进行脱媒活动，推动金融系统对信用创造。2008年金融危机后，我国政府推出了反危机的四万亿刺激政策，推动了国内基础设施的大发展，带动了地方政府投资与城市化扩张。很多货币需求是原有信贷难以满足的，脱媒活动呼之欲出。2009年，信托公司启动了脱媒，银行通过信托的“非标业务”为地方政府和房地产上提供融资。2010年，政府提出了“社会融资”的新货币目标，将信托贷款、票据、债券等项目纳入体系，银行理财、同业、买入返售、信托非标为代表的金融“脱媒”活动大发

展。货币需求来自于房地产和基础设施的双扩张。城市化率到2012年突破50%，城市化巨大的融资需求推动了金融创新活动。刘轶等(2016)计算了银行同业对货币供给的额外影响，认为2010—2015年银行同业，特别是买入返售额外增加了10%的货币供给。大量的银行资金通过多个渠道进入到经济体系，并分享了城市化带来的收益。

2013年“钱荒”后，政府加大了对“买入返售”和“非标”的监管，2014年开始了更为全面的金融产品管制放松。保监会、银监会、证监会积极出台资管产品创新政策，放开了更多的金融交叉业务，如基金子公司、保险资产管理公司都可以参与通道业务。保险资产管理公司推出万能险这样的准理财产品，私募基金和互联网融资等全面兴起，股票、债券、货币市场交易火爆，波动加大，我国金融体系的“影子银行”体系确立，初步形成了以“通道”驱动的“金融结构”。这直接表现为金融机构间交易是进行监管套利，而非优化资源配置的金融结构。

2015年8月11日汇率市场定价机制开始进行改革，汇率波动开始加大，并出现了持续性外汇占款下降，同期政府推动了债务置换和国内货币资产创造，减缓了由于外汇占款下降导致的央行资产缩表。这里包括了央行创设国内资产，如中期便利(MLF)和抵押再贷款(PSL)等，也包括进行地方债务置换，尝试公债货币化。公债货币化是央行货币释放的一个重要的渠道，是国家为了弥补债务，让央行发行货币进行购买，发达国家主要是靠公债货币化推进和调整央行资产和基础货币(邓小兰，2014)。从以出口导向推动外汇占款上升主导的货币供给，再到土地信用创造货币需求驱动货币供给，最后通过“脱媒”进行金融创新，但原有的外汇占款和房地产需求带动会逐步下降或减缓，而“脱媒”只是通道驱动金融结构，对优化资源帮助不大，因此新的阶段孕育了新的货币供给机制的转变。

二、经济新常态下的货币供给机制三大转变

2012年后，我国经济逐步进入新常态以来，经济增长结构性减速，以货币供给驱动资本形成推动GDP增长的目标越来越难以实现(刘金全、张都，2017)。货币供给推动经济增长，经济增长带来新货币需求的正循环模式难以持续。劳动要素货币化进程实质上在2008年达到高峰，外汇占款/M2达到31.5%，而后不断下降，2015年外汇占款绝对额下降；2012年城市化突破50%后，土地转让收入逐步下降，而以土地作为抵押的面积扩大，其金融属性更为凸显。资本形成中的长期货币需求和货币供给性的关键性要素的作用逐步减弱，2013年金融创新推动力度加大，金融机构交易开始迅速攀升，与之相应的货币乘数和信用杠杆快速提升。以2015年“811”汇改和加入SDR(特别提款权)为契机的汇率改革，意味着新开放格局下国际利率间传递机制也在形成。因此，在新阶段，货币供给、信用创造和利率国际传递机制方面确实发生了根本性的变化，需要重新理解新常态下的货币供给机制的三大转变。

从央行负债表上看：基础货币(MB，即资产负债表中的储备货币) = 国外净资产变动(NFA) + 国内净资产(NDA)变动；货币供给(M2) = MB × 货币乘数(m)，货币乘数隐含了货币传递机制。货币受到供给量影响，同时其价格相对于后发国家不仅仅受到本国货币政策的影响，也受到美国等储备货币国家货币政策的影响。上述有关央行资产的变动、金融结构对货币乘数和信用杠杆的影响，以及利率的国际传递影响构成了新常态下货币供给机制的三大转变。从当前看，其转变方向为：第一，货币当局资产项目中的外汇资产下降，反映出我国外向型经济推动的货币释放逐步正常化，难以推动基础货币的供给；第二，货币信用创造机制发生了根本性变化，从“信贷中介”转向到“金融结构”的复杂金融体系，提高了货币乘数和信用杠杆，当然通过传统监管方式仍然可以回到信贷主导，但会导致金融的超预期收缩和巨大的金融摩擦；第三，汇率和利率波动具有国际联动的特性，我国10年期国债长期受到美国10年期国债的影响。2015年汇率中间价改革、加入SDR和沪深与香港资本市场接通后，我国资本流动性加强，美国及国际储备国利率和汇率对我国的影响加大，特别是近年来美联储持续加息透过货币流动渠道直接引发了国内债券市场的异常波动。美国加息周期和缩表周期已经在推动我国资金成本持续上升，当然这里有监管原因，但无疑美国的加息和缩表对中国经济已经起到了很大的作用。我国已经加强了资本管制和汇率市场化定价的修改，希望能降低国际冲击对我国经济的影响。

1. 货币供给将从外汇资产推动逐步转向国内金融“便利”资产创设，“脱实向虚”特征明显。央行资产负

债表中外汇资产对应的是我国实体经济出口和国外投资的财富累积,属于长期资产。国内资产近年来主要是通过“对其他存款性公司债权”这一项目创设资产,这一部分资产来源于央行大量创设的金融“便利”资产,主要为了金融市场交易的流动性服务,包括短期便利(SLF)、中期便利(MLF)、长期便利(TLF)、再贷款等金融资产,这些属于短期维持流动性的金融资产,为保持金融机构间交易平稳,它与实体经济无直接关联。由于央行创设的国内部门金融资产过于短期,只适合于短期经济稳定,无法成为长期货币供给的基础。

从央行资产负债表(表2)可以看出,外汇资产(NFA)从持续上升到持续下降。1994年汇率并轨后,我国进入到了一个双顺差的阶段,到2012年人民币双顺差才结束。2013年外汇资产占央行资产的比重高达83%,再创历史新高。但2014年出现了季度性贸易逆差,2014年外汇资产占央行资产下降。2015年人民币汇率市场化改革,人民币贬值和大规模流出,2015年初外汇资产绝对额下降,外汇资产下降直接引起了央行资产负债表的收缩,央行开始了增加国内资产的创设。2016年外汇占款占央行资产的比重持续下降,央行靠“对其他存款性公司债权”创设资产提升了2.18倍,即从2.7万亿提高到了8.5万亿的水平,一举将国内资产占比提升到了25%,对冲外汇资产下降,推动了央行的资产的扩张。央行的货币供给已经从外汇资产推动逐步转向国内资产的创设和发行了,货币机制发生了根本的变化(肖崎、王迪,2016)。

表2 外汇占款、国内资产和央行资产增长

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
外汇占款/总资产(%)	77	80	83	80	83	80	78	64
对其他存款性公司债权/总资产(%)	3	4	4	6	4	7	8	25
总资产增长(%)	10	14	8	5	8	7	-6	8
对其他存款性公司债权增长(%)	-15	32	8	63	-21	90	7	218

资料来源:2016年《中国统计年鉴》和中国人民银行网站。

央行负债表变化的背后是我国经济进入新常态后的三个变化表现:第一个变化是以比较优势推动的出口导向战略结束,国际贸易盈余占GDP的比重和对经济增长拉动都低于3%,而剩余劳动力压低工资推动的出口品比较优势已经不存在,相对应的国内教育、研发和医疗等服务质量较低,服务逆差不断加大,以贸易推动的外汇盈余提升已经结束;第二个变化是汇率升值预期转变为贬值预期,资本流入已经变为了资本流出,特别是大量投机性资本流出,导致了外汇资产下降过快,资本单向流入的时代结束;第三是国内的资产回报率低于国外资产的回报,长期投资者外流,贸易与资本项下双顺差结束。

这些都意味着持续外汇占款推动的货币机制转变为需要创设国内资产进行新的货币释放,但当前国内创设资产本质上都是为金融机构短期限用的资产,本身更多为金融机构交易用的,因此从货币供给的性质看就有很强的脱实向虚的特征,而且这些流动性创设资产难以为我国提供长期的货币供给。

2. 我国货币供给传递或信用创造从“信贷中介”转向了以“通道”驱动的“金融结构”中介。这一货币传递或信用创造中介的转变源于我国近年来的金融创新。2008年全球金融危机后,我国全面推进反危机政策,包括4万亿财政刺激,配套了银行贷款、开启地方融资、发展信托业等系列融资政策,投入到基础设施和城市化中,以信托发展带动银行“同业”的大发展,2013年后以在“通道”驱动下的金融资管产品创新推动“影子银行”发展,通道业务和同业业务的核心都是进行“监管套利”,主要将表内业务转变为表外业务,形成“影子银行”的影子部分。信贷中介模式就是金融与实体的直接交易,而我国的影子银行结构则多出了金融结构交易和新创设信用工具,表现为金融信用中介复杂化。金融复杂化与实体经济需求多样化相关,但金融机构间交易越来越多,推动了金融业增加值占GDP的比重2016年高达8.4%,居全球第一。这意味着金融业已经自我循环发展了,与实体经济越来越远了。金融结构正从银行信贷转向以通道业务驱动的“金融结构”转变,金融机构交易扩张明显高于金融与实体经济的扩张。结果是,一方面推高了资金成本,另一方面金融杠杆上升迅速,从而更多资源被金融部门占用,制造业为代表的实体经济资金成本被推高。

从社会融资结构上看,我国新世纪以来信贷占社会融资结构中的比重开始在90%,而后持续下降到70%多。2010年一举降低到了60%,2013年最低达到54%,而后信贷比重回升,但都低于70%。M2是最好的“信贷中介”指标,通过信贷形成资本,资本推动经济增长。但随着金融创新活动的加快,银行的完全信用创造的时期逐步让位于“金融结构”的信用创造。

我国金融创新提高了信用创造能力,提升了整体金融杠杆。金融杠杆有较多定义,本文简单继续沿用M2/GDP作为金融杠杆,2016年金融杠杆水平也已经达到了2.08%。有的学者(殷剑峰、王增武,2013)用信用总量与GDP之比来衡量金融杠杆,这样能比较好地反映金融结构的变化。贷款加国债、非金融企业债券、对其他存款性公司债权、对其他金融机构债权总和构成信用总量。2012年信用总量占GDP比重为1.94%,已经高于M2/GDP(1.4%)。用资产负债表看总体负债情况也是重要的信用指标,国内负债水平占GDP比重2015年超过了2.79倍(李扬等,2015),影子银行的兴起推动了信用杠杆的持续上升,已经高于“信贷中介”测量的M2/GDP了。

近年来金融创新推动了货币乘数的上升。货币乘数在2015年9月创下金融危机后的新高(4.86),而后不断上升到2017年第一季度的5.29(见图3),基础货币增长不快,M2增长主要靠乘数增加。金融结构变化,特别是银行与非银行金融机构间的交易,实质上构成了信用的创造,对货币供给乘数有着正贡献。2014年后银行理财、委外、非标和金融机构通道业务等相互往来和交易更为频繁。这与金融产品的创新密不可分,推动了金融交易快速增长。但这种金融结构不是配置性结构,而是以“通道”为基础的,通过相互的通道进行监管套利。

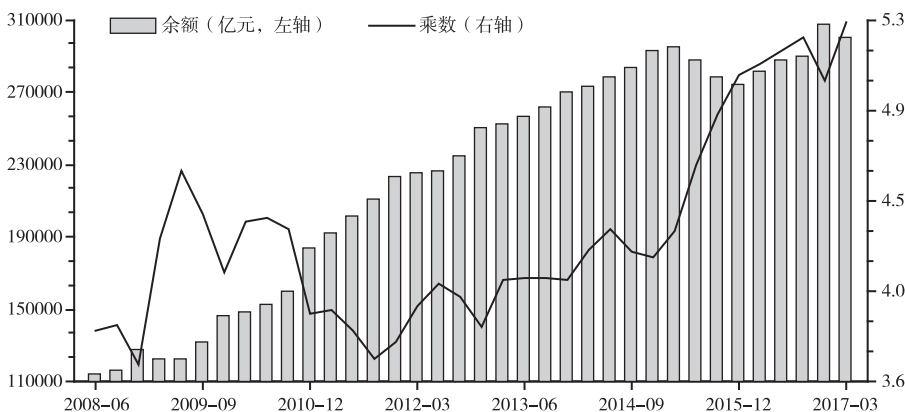


图3 基础货币余额与乘数

资料来源:Wind数据库。

从信用的运用方看:第一,制造业的投资收益率持续下降,金融机构积极投资到城市化土地和基础建设的抵押融资的活动中获取高利润,为了逃避监管,开拓“同业”以及“通道”等业务;第二,期限错配提高收益率,推动了金融资源向着长期限配置,提高资金运用的久期和杠杆,如政府担保下的地方政府投资的基础设施等;第三,以“通道”业务驱动下的金融活动,由于高杠杆的使用,流动性问题经常出现,银行间市场利率波动较大;第四,资产全球配置增加越来越多,国内资金进行海外投资获取收益,这种国际资产的配置性需求推动了资本外流。2012年经济减速后,PPI持续下降,原有的实体经济雪上加霜,金融加快了脱实向虚和对外投资的步伐。

政府希望通过金融创新来推动资源配置转型,但实践结果是没有形成新的资源配置机制,只是增加了金融杠杆和金融市场的巨大的波动。2017年3月以来,金融降杠杆,金融业再次进入分业“严监管”状态,2017年3月开始银监会连续针对“三违反”(违反金融法律、监管规则和内部规章)、“三套利”(监管套利、空转套利、关联套利)和不当行为发出监管函。另外,证监会做出了“全面禁止通道业务”的规定,保监会叫停了具有理财性质的万能险等,金融体系向着原有格局回归。

3. 开放下的汇率—利率传递机制正在形成。由于经济发展阶段发生了根本性变化,我国金融开放步伐也在加快,特别是以2016年加入IMF(国际货币基金组织)的SDR为契机,开始尝试汇率市场定价和资本项目开放。2015年8月11日启动的汇率市场决定中间价的机制改革,经过一揽子货币加强、填入逆调节因子等,一方面尝试市场定价,另一方面保持央行干预性。在资本项目下,推出了沪港通、深港通等项目,但加强了企业海外投资的管制,金融体系稳步开放。我国的利率与美国保持了长期的联动均衡。从图4可以看出,金融危机以后,全球加强了宏观政策协调,2010年后中美10年期国债收益率呈现明显的正相关,保持在120个BP(国债收益率单位)的平均利差。

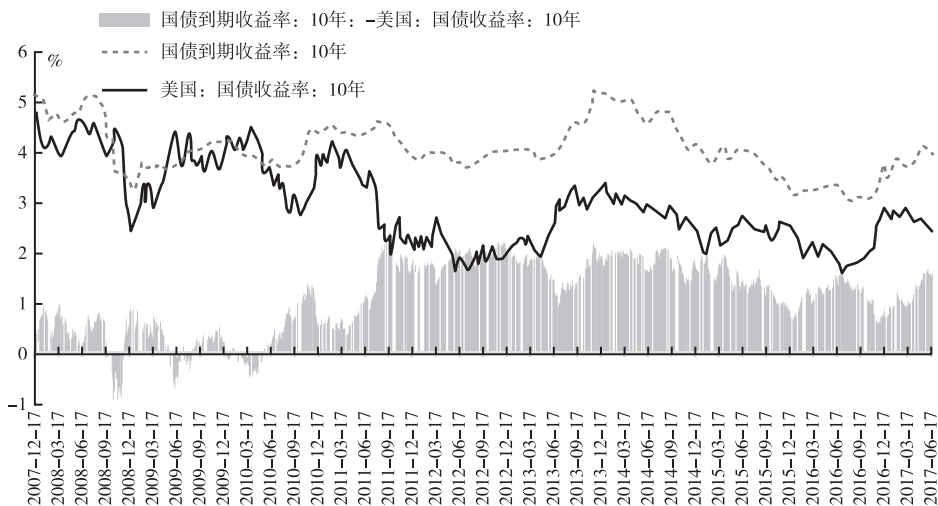


图4 中美10年期国债到期收益率关联图

资料来源:Wind数据库。

我国为新兴市场国家,汇率稳定受到储备货币国利率政策的影响,利率应保持对储备国的优势,否则会导致资金流向储备货币国,导致币值不稳定。我国受美国利率等宏观政策的影响最为明显,而且这一传递也有着稳定性特征。美国的加息已经对我国的利率走势有了直接冲击:首先表现为10年期国债的跟随性质,而后是上海银行间拆借利率(Shibor)上升,特别是3个月以上期限的利率持续上升。美国10年期国债的到期收益率受到美国加息的影响,但这次更受到美联储资产负债表缩表的影响。

按美联储加息预期,到2019年加息最终达到3%,加上缩表影响,2019年10年期美国国债将在4.5%的水平,我国10年期国债保持与美国有120个BP的差距,就要达到5.7%的水平,商业贷款同期限的利率水平就会同步增加至少100个BP,我国长期贷款利率会在6.7%~7%的水平,这对我国长期限的基础设施和房地产贷款的挑战巨大。当然美国的加息和缩表预期会不断调整,但我国资金成本上升已经是不争的事实了。

三、货币供给转变与宏观稳定化目标政策选择

依据货币供给与经济阶段性匹配的分析看,我国货币供给及其相应的金融体系直接面临三大转变。

第一,央行基础货币供给的基础资产发生了根本性变化,从长期的外汇资产转向了为金融机构流动性服务的短期资产,意味“脱实向虚”从基础货币供给就有了根源性特征,需要重新建立新的长期货币供给的央行基础资产。现实中,有部门和学者就提出了“央行改表”的议题,即大幅度通过财政部创设国债的方式加快替代央行中的国外部门资产,同时增加国债短期限发行,增加流动性货币工具,转向成熟经济体的央行资产负债表。成熟经济体央行资产负债表中,国内资产占主要部分,其中国债一般占资产负债表的60%,国外资产占20%以下。我国的央行资产中,外国资产占60%以上的水平,国内资产中多为央行创设的流动资产,因此开启公债货币化是改表的关键。

我国的国债和地方债等公债都与庞大的长期基础设施资产相匹配,因此创设公债资产可以为货币供给的长期资产打下基础。当然这方面的探索需要央行与财政部的协调,财政部成为创设资产方,这更需要配合财政体制的深化改革和立法体系的完善,才能有效地约束国内公债“软约算”的痼疾,否则公债货币化会加速政府负债水平和通货膨胀。

第二,金融体系复杂化后,监管相对落后,相对统一的监管体制需要明确。2017年证监会、保监会、银监会均加大自我监管力度,外管局严格资本流出的窗口指导,人民银行推进MPA考核。在开放和复杂金融结构的今天,这些做法在短期内进行调控和整顿是有一定意义的,但从根本上看会酝酿更大的风险。货币供给可以短期回归传统银行信贷,但这与经济的复杂性已经不匹配了,根本上是需要建立与优化配置资源相适应的新监管体制,因此应当加大金融监管的范围,而不是完全以纵向分业划分,才能逐步引导和形成以配置资

源为导向的金融结构。

第三,金融开放下的独立货币政策目标要从“信贷中介”促资本形成、刺激经济增长的政策目标转向稳定经济体系、优化资源配置的目标,减缓金融和经济的波动。宏观政策目标要逐步从赶超经济阶段、以刺激经济增长的“又快又好”的目标转向“稳中求进”的成熟经济阶段的稳定化政策目标转变。

货币政策目标包含了阶段转换过程中直接赋予它的使命:第一,从增长目标逐步转向“稳中求进”的宏观稳定化目标,真正实现央行以稳定币值为导向的目标,而不是积极参与资本形成促增长的目标,特别是在开放条件下,大国独立的货币政策必须基于稳定目标才能完成应对外部风险的冲击;第二,平缓外部冲击,降低外汇占款对货币发行的波动影响,有步骤地将国外净资产置换为国内净资产,保持国内净资产、特别是国债的比重,增加央行操作工具的抵押物,才能平缓很多外部冲击的影响。

货币供给体系调整直接依赖于财政体系调整,依赖于新常态发展阶段下的整体宏观管理体系和政策目标转型,而不是单一货币或财政体系的改革。当前财政与金融的困境是因为新的宏观管理框架没有确立起来。2015年地方债置换已经开始了央行负债表调整、探索公债货币化。公债货币化有利于用注入“硬资产”和长期限的金融安排,这对于现有的金融结构进行调整、降低金融风险是有益的。但在现有的财政体制下,公债货币化只能浅尝辄止,因为涉及地方政府财政“窘境”和政府“软预算”问题。地方政府的财政体制难以解决,支出主要靠“土地财政”,当土地财政失去货币供给能力后,金融负债是其解决政府支出和发展的唯一选择,这样再不断地进行“债务置换”方式的公债货币化,无疑对于经济没有更多的优化价值,反而导致地方政府的“逆向选择”。

我国在新常态下重新设计财政和金融体制已经不是一个简单的单项问题了,应当重新设立适应新常态的财政金融体制。系统性宏观管理框架性改革首先要从财政入手,财政税收和公共服务支出体系的改革要符合城市化达到60%的水平后的安排,即征税体制要从企业转向个人征收,间接税转向直接税,稳定城市税收,才能稳定地方公共服务支出,其预算和债务安排可以按理性预期的。在稳定税收安排后才能积极调整央行负债表,真正开启公债货币化进程,同时配合监管体制改革,优化金融资源。我国已经明确了“稳中求进”的宏观稳定化政策目标,但需要新的宏观管理框架来保证目标的实现。

参考文献:

- 陈昌兵,2016:《中国可持续经济增长的城市化研究》,中国经济出版社。
- 邓小兰 李铮,2015:《公债货币化对货币供应量的影响研究——基于国际面板数据》,《经济科学》第4期。
- 李斌 伍戈,2014:《信用创造、货币供求与经济结构》,金融出版社。
- 李扬等,2015:《中国国家资产负债表2015:杠杆调整与风险管理》,中国社会科学出版社。
- 刘金权 张都,2017:《广义货币增长效应失灵的结构性解释》,《财经科学》第1期。
- 刘轶 林恋 罗春蓉,2016:《银行同业业务与“额外”货币供给创造》,《金融理论与实践》2016年第9期。
- 麦金农,1988:《“经济发展中的货币与资本”(中译本),上海人民出版社。
- 肖崎 王迪,2016:《外汇占款下降对我国货币供给机制的影响研究》,《世界经济研究》第8期。
- 易纲,2003:《中国货币化进程》,商务出版社。
- 殷剑峰 王增武,2013:《影子银行与银行的影子》,社科文献出版社。
- 张平 刘霞辉 王宏森,2011:《金融发展与经济增长:从动员性扩张向市场配置的转变》,载《中国经济增长前沿 II》,中国社会科学出版社。
- Bernanke, B. S. (2005), “The global saving glut and the U. S. current account deficit”, available at <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>.
- Borujari, J. G. (1977), “Production and monetization in the subsistence sector with some implications for financial programming”. IMF Mimeograph.

(责任编辑:何伟)

(校对:杨新铭)