

(编辑注释：创新探索，策划编辑：贾燕，发 7P)

## 货币政策和利率定价要匹配经济增长阶段性特征

文/胡春皓

货币政策不是万能的，凯恩斯主义者将其视为平抑经济波动、对抗经济衰退的良药，哈耶克和弗里德曼等新自由主义者却认为不过是饮鸩止渴。不管学术上如何争鸣，实践中主要经济体已把货币政策作为调控宏观经济的重要手段。去年以来，市场有关方面认为我国经济增长动力有所减弱，外部又受国际政治经济形势深刻复杂变化的影响，未来可能面临更大的不确定性。货币政策应该发挥作用，但如何把握政策的“度”是一项需要政治智慧的高超艺术，本报告旨在阐述货币政策作用原理、传导机制及可借鉴的思路。

### 货币银行基本原理及境外量化宽松实践

近期习近平总书记在政治局集体学习时指出“金融活，经济活；金融稳，经济稳。经济兴，金融兴；经济强，金融强”，辩证地阐明了金融与经济的共生关系。货币政策扮演了金融系统总阀门的角色，通过商业银行和非银金融体系为实体经济提供信用中介和信用创造服务。货币政策的本质是通过流动性的投放和收缩，来改变银行、非银机构和实体部门的资产负债规模的估值，进而改变各层面的风险偏好，推动实际经济增长率贴近潜在经济增长率，实现平滑就业、稳定通胀、平衡收支等多重政策目标。传统货币政策框架通过公开市场操作、存款准备金和再贴现等手段，影响短期基准利率构造“利率走廊”模式，调控长端利率，达到预期调控目标。但由于现代金融体系变得越来越复杂，在传统渠道之外出现了影子银行业务，加之货币政策传导具有时滞性，所以很难对货币政策工具的效率和效果作出及时正确的评估和调整，从而增加了货币政策制定和实施的难度。

2008 年国际金融危机以后，鉴于传统货币政策失效，主要经济体开启了量化宽松实践。“量化宽松”概念最早由经济学家韦纳（Jacob Viner）提出，他认为在经济衰退时，如利率政策渠道无法有效刺激经济，货币当局可以选择非常规的数量型货币政策。具体而言，即在短期政策利率接近或低于零的货币环境下，中央银行通过购买长期国债、政府抵押支持证券(MBS)乃至交易所指数基金(ETF)等方式增加市场流动性，提高市场风险偏好，降低实体部门融资成本；积极向困难金融机构注入流动性，维护金融市场稳定并带动经济回暖。

日本是最早实行量化宽松的国家。早在 2001-2006 年，为了应对经济的持续下滑与投资衰退，日本央行在短端零利率条件下，通过大量持续购买政府债券的方式向银行体系注入流动性。2013 年起，日本央行进一步推出质化和量化宽松（QQE），通过购买本国国债、交易所指数基金等方式投放流动性。但受人口老龄化等因素制约，日本通胀水平并未达到预期，经济增速仍相对不足。

2007 年次贷危机以后，美联储最初采用的是传统的“价格型”货币政策，即将联邦基金利率降至 0-0.25% 的历史低点。但“宽货币”并未顺畅转化成“宽信用”，美国经济增长陷入流动性陷阱，在此背景下美国于 2008 年底开始推出新的量化宽松政策，即通过直接购买长期国债、政府抵押支持证券等方式，改变收益率曲线形态，压低了长期利率，提振了投资需求，对稳定美国金融体系、推动美国经济复苏起到了重要作用。

表 1：美联储四轮量化宽松政策

	实施时间	主要内容
QE1	2008. 11-2010. 04	美联储首轮量化宽松政策于2008年11月25日开始,其主要目的是通过购买国家担保的问题金融资产来重建金融机构信用,并向信贷市场注入流动性,使整个金融体系的系统性风险得到控制。截至2010年4月,美联储通过QE1共为市场注入了1.725万亿美元的流动性,其中,MBS1.25万亿美元、长期国债3000亿美元、机构债券1750亿美元。
QE2	2010. 11-2011. 06	在2010年11月,美联储开始第二轮量化宽松政策,其主要目的是刺激经济。预计每月将购买750亿美元的美国长期国债,到2011年第二季度末将累计购入6000亿美元的国债。同时,对资产负债表中已经到期的债券回笼资金进行再投资。
QE3	2012. 06-2012. 12	2012年9月13日美联储公布,决定推出新的每月400亿美元的开放式债券购买计划,用于购买抵押贷款支持证券,直到就业市场好转。
QE3+	2012. 12-2014. 10	2012年12月12日,联邦公开市场委员会宣布将开放式采购额在原先QE3的基础上增加450亿美元到每月850亿美元。2014年10月29日,美联储退出量化宽松政策。QE3启动以来,美联储总计购买了1.6万亿美元的国债和抵押贷款支持证券。

### 货币政策有效性很大程度上取决于信用创造

社会信用创造效率和效果是衡量货币政策有效性的基准指标。货币政策传导机制不畅,信用创造效果不彰。目前我国信用创造的路径既包括信贷、购买外汇、购买债券等传统路径,也包括影子银行等为规避监管而生的新路径。其中,信贷业务和影子银行是最主要的信用创造路径。

**信贷途径的信用创造机制。**经典货币银行理论认为“存款创造贷款”。银行是资金中介机构,银行体系通过吸收存款、发放贷款的循环过程来创造货币。孙国峰认为,这种传统理论基于实物货币,无法回答信用货币下存款不断被创造和信用不断扩张的机制问题,并提出“贷款创造存款”的观点。在信用货币制度下,银行通过资产扩张(贷款)创造存款,是“先有资产,后有负债;先有贷款,后有存款”。随着银行资产负债表的不断扩张,每次发放贷款行为都是在派生存款及创造货币。

**银行类影子银行途径的信用创造机制。**影子银行业务分为银行类和非银行类两种。银行类影子银行是指商业银行以规避监管为目的,以不规范的会计记账为手段,通过创造信用货币为企业提供融资的业务。影子银行实际上是银行开展的“类贷款”业务,本质上与银行贷款是相同的,在创造货币的同时创造信用,满足实体企业的融资需求,但却没有记在贷款科目下。银行类影子银行的信用创造途径分为同业渠道和投资渠道两种。

一是同业渠道的信用创造。银行向企业提供类似贷款的融资,并创造等量货币,但通过两家银行间的操作,将本应记于贷款科目下的资产隐匿于同业资产下,从而规避资本充足率要求和信贷投向限制。以“同业代付”为例。银行B委托银行A向企业C提供融资,同时承诺在未来某一时点偿还A银行代付的本金和利息。

银行 A 按照同业资金运用记入“同业拆出”科目，同时在负债方增加企业 C 的等额存款，实质是银行 A 通过创造货币向企业提供了信用。银行 B 仅将偿本付息承诺记在表外，资产负债表没有任何变化。银行 A 是“通道机构”，作用是隐匿贷款资产，银行 B 在规定日期偿本付息，是真正的资金来源方和贷款风险承担者(图 1)。

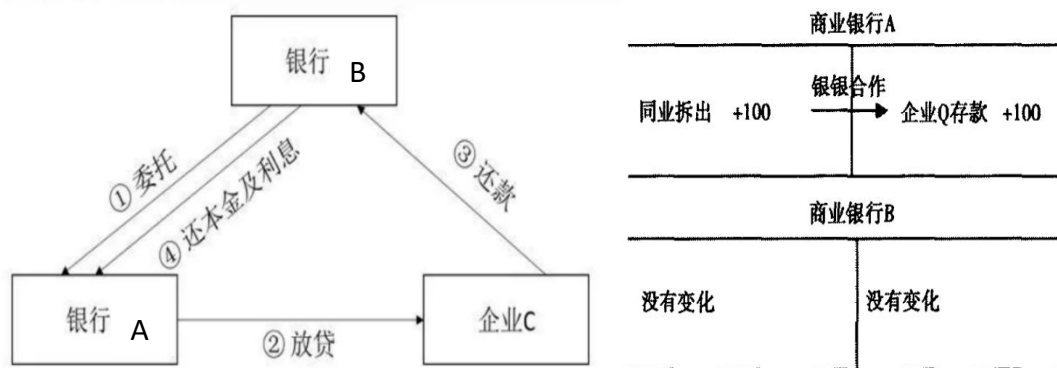


图 1：银行同业渠道的信用创造机制和复式记账实践

二是投资渠道的信用创造。银行向待融资企业提供类似贷款的融资，并创造等量货币，但是通过金融机构的通道业务（券商资管、信托、基金子公司、保险资管等）操作，将本应计于贷款科目下的资产隐匿于投资资产下，从而规避信贷投向限制(图 2)。信托公司等通道机构只是提供贷款合规化通道，创造货币和信用的仍是银行。

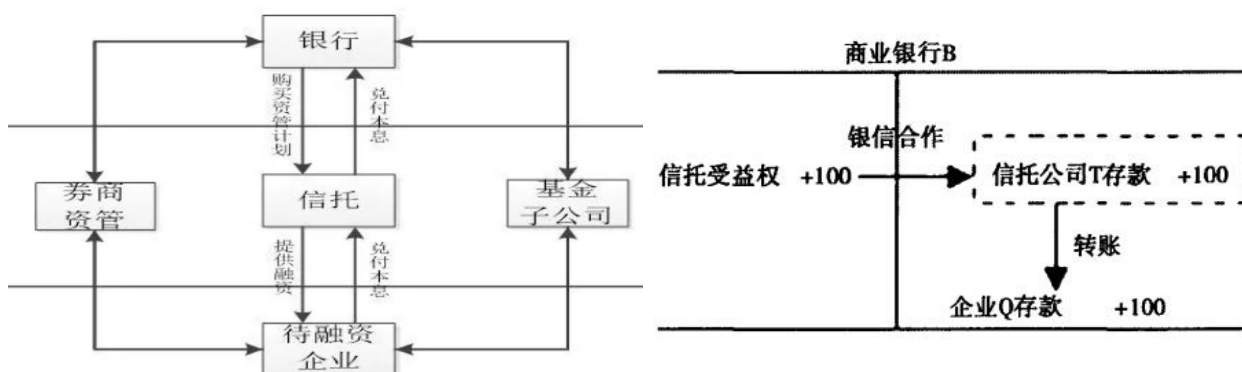


图 2：银行投资渠道的信用创造机制和复式记账实践

**非银类影子银行的信用创造机制。**非银类影子银行是指非银行金融机构通过发行金融产品，将资金由闲置方（非银资金）转移到需求方（实体经济），从而创造信用。是否创造货币是我国非银类影子银行与信贷、银行类影子银行的重要区别。根据是否创造货币，信用分为货币创造型和货币转移型。前者指银行通过资产扩张创造信用，与此同时客户存款增加，信用与货币是统一的，信用的扩张意味着等量的货币增加。后者指非银行金融机构通过发行金融产品，将资金由闲置方转移到需求方，从而创造信用，货币在转移的过程中，使用效率得到提高，但是总量不变。非银类影子银行的信用创造不创造新的货币，本质是货币转移。信贷、银行类影子银行同时创造货币和信用。正确认识两者的区别，对测算影子银行的规模、制定有针对性和前瞻性的监管政策十分必要。

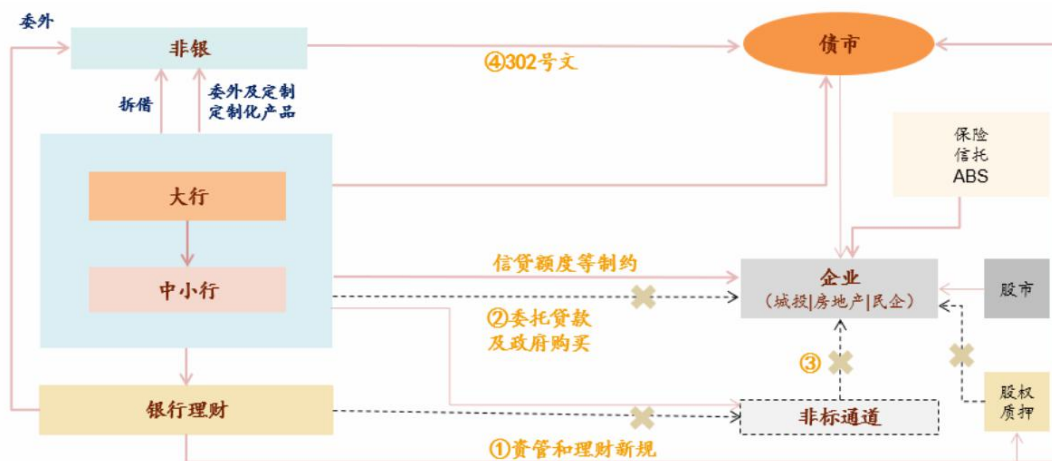
## 当前我国货币政策面临的挑战及货币政策工具箱

近年来，我国央行既使用公开市场操作、调节利率和准备金等传统型货币政策工具，也创设了SLF、MLF等结构性货币政策工具，来实现经济增长、就业、通胀与金融稳定等政策主要目标，以及汇率、杠杆、房价等次要目标。2018年以来，受资管新规对影子银行业务挤压、实体经济利润大幅下滑、中美贸易争端等因素的共同影响，央行货币政策边际宽松，但出现了“货币难出银行间市场”传导渠道不顺畅的情况。从数据看，2018年货币市场利率中枢下行，具有代表性的DR007中枢从2018年初的2.9%降至2.6%左右，但反映信用创造的社会融资规模增速趋缓甚至下滑（图3）。



图3：社会融资总量的结构分化

主要矛盾包括：一是影子银行大幅缩减。随着金融防风险、去杠杆政策持续推进，各类影子银行规模的受到大幅挤压。融资平台、民营企业等对非标融资特别是影子银行的依赖度相对较高，但2017年以来非标融资规模较快下行。据海通证券测算，截至2017年末通过影子银行业务流入实体的资金规模约为47万亿元，而2018年上半年受监管收紧、P2P暴雷、股权质押爆仓等多重因素影响，影子银行规模萎缩1.3万亿元，其中首当其冲的是房地产公司、融资平台和中小民营企业。二是银行信贷渠道也受到约束。商业银行普遍资本金不足，加上金融机构顺周期行为强化，商业银行的信贷风险偏好持续下降，对民营企业、融资平台、房地产等领域信贷投放意愿不足，制约了信贷投放力度和货币创造能力。三是实体经济造血能力不足、资产负债结构不佳导致吸收创造信用的能力不足。在宏观经济下行风险加大、债务违约风险持续上升背景下，企业股票和股权价格下跌、商誉大幅减值、债务实质性违约、商业抵押物减值等因素都降低了企业的综合信用，即使央行维持货币边际宽松，实体经济吸附流动性的能力以及金融机构创造信用的功能都进一步抑制，信用风险持续不断发酵导致货币创造放缓，最终导致融资难融资贵问题依然存在，经济增长继续承压。



注：  
①资管新规②商业银行委托贷款管理办法③三三四十等政策④302号文

图 4：金融严监管下信用渠道的收缩

对此，部分市场人士提出了量化宽松的设想，认为 2019 年年初央行创设“央行票据互换工具（CBS）”支持银行发行永续债补充资本金是中国式量化宽松的先兆。我们认为，当前我国离零利率市场环境还有较大距离，还不具备量化宽松的常规条件，而且 2019 年的政府工作报告也明确了货币政策强调稳健、松紧适度、不搞“大水漫灌”，目标是保持 M2 和社融增速与名义经济增长率同步。事实上，当前实施量化宽松政策并无必要，且非对症之举。一是当前政策利率处于正常水平，1 年期贷款基准利率 4.35%，银行间 7 天回购利率维持在 2.4% 左右，与量化宽松政策的零利率前提不符。二是虽然 CBS 有一定的扩表效果，但并没有增加基础货币。三是我国经济的整体仍较为健康，没有必要采取极端政策。四是我国央行货币政策工具箱依然充足，后续可通过定向降准、下调再贷款利率等结构性政策继续向实体部门提供流动性。此外，货币政策边际宽松已持续半年有余，从信用利差站稳并收窄的现象中可以看到从“宽货币”向“宽信用”转换正由预期变为现实，股票市场的大幅反弹也表征市场风险偏好明显提升，无风险利率回落预期已形成自我强化的“正反馈”，进一步推出量化宽松政策并无必要。

我们应该清醒认识到，当前经济的阶段性问题在于经过 2008 年以来的高速扩张，实体企业、地方政府和居民部门都存在一定程度的资产负债表失衡、自由现金流被负债利息耗竭、实体经济自身造血能力不足、影子银行大幅收缩并缺乏替代渠道等问题，统筹全局性稳增长和结构性去杠杆是货币政策发力的关键。目前，我国货币政策工具主要分为数量型和价格型，二者不但对不同经济指标的作用效果具有差异性，而且对促进经济发展和熨平经济周期这两个经济目标的调控效果也不尽相同。数量型货币政策工具侧重于直接调控货币供应量，价格型货币政策工具侧重于间接调控，借助于利率价格调整影响市场预期与微观经济主体的行为。从现有的货币政策工具箱来看，包括公开市场操作（OMO）、存款准备金、再贴现与再贷款、存贷款基准利率、SLF、MLF、PSL 等类，呈现数量型、价格型货币工具混用的现状。

### 符合当前经济阶段性特征的货币政策和利率定价

结合当前中国经济的阶段性特征，更倾向于建议利用价格型货币政策工具来为市场主体减负，实现“回血”而不是依靠外部“输血”逐步恢复市场活力；同

时利用结构性货币政策工具支持新兴经济以及科创企业发展，实现“造血”提升经济增长内生动力。<sup>1</sup>

**一是直接下调政策性利率（非多次连续），充分利用利率调整释放的强烈政策信号引导企业融资利率中枢下行。**需要说明的是，从经典的债务周期理论看，如果企业融资成本高于名义经济增长率，就会出现金融与实业争利、资金脱实向虚的现象。金融要服从和服务于实体经济发展，就必须符合经济发展阶段性特征，实业的经营利润下降了，金融的利率定价就不能高高在上，成为吞噬全社会经济发展成果的“黑洞”。近年来，我国央行很少利用利率政策作为调控手段，一是因为央行积极推进利率市场化，政策性利率在金融同业之间指导意义有限；二是因为利率政策释放的宽松信号较强，而且涉及商业银行的存贷差收窄等利益，决策阻力也较大；三是因为要考虑到外部均衡，根据蒙代尔不可能三角原理，利率下调会影响汇率，汇率也是重要的考量因素。现实问题是，企业融资难、融资贵问题是由市场经济的内在本质决定的，不同企业的融资成本都包含自身的风险溢价，通过行政手段很难改变不同企业的信用，因此企业的融资成本对应的是一个广谱利率，不存在单一的融资成本。正确处理金融和实体经济的关系，向实体经济传递引导信号，最有效方式是调整政策性利率，把企业融资利率中枢降至名义经济增长率之下，为困难企业和地方融资平台减负，助力其资产负债表修复，稳步实现结构性去杠杆。要注意，多次连续降息可能会彻底改变市场主体风险偏好，使经济南辕北辙重新进入加杠杆周期，因此建议采取一次或两次降息到位的方式。当然，对央行保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定问题，可能需要在一定程度上作出让步，并通过非常规手段保证外汇流出可控，同时还要积极应对美国关于汇率操纵的指控。

**二是加快推动银行理财子公司展业，弥补影子银行收缩造成的信用创造渠道不畅问题。**央行行长易纲表示，影子银行实际是金融市场的必要补充，不是完全负面的词，只要依法合规经营，便能成为金融市场的有效部分。如果对影子银行放任不管，自然会有风险跨市场传递、监管套利和利益输送等乱象丛生，但如果一禁了之，又会逼迫很多企业通过卖资产、裁员等全方位收缩来还债。2018年防风险、去杠杆对影子银行的规模产生了巨大影响，很大程度上掐断了部分信用不佳或处于负面产业清单中的企业融资渠道，导致了社会规模和信用创造的萎缩。目前，可替代影子银行的最佳渠道是商业银行理财子公司，《商业银行理财子公司管理办法》在非标配置、股票投资、销售门槛和私募合作等方面都有安排，理财子公司可以发挥债权类、非标类配置优势，妥善安排表外（影子银行渠道）向表内（信贷渠道）过渡，有效缓解影子银行和非标资产萎缩对信用创造的负面影响，因此应该加快推进商业银行理财子公司展业，通过银行理财这个不在表内但却可以得到监管认可的系统，去补充正规银行信贷的不足，为更广泛的企业补充流动性，提振社会融资。

**三是积极发挥资本市场在证券发行、风险定价等方面的战略性的作用。**资产是信用创造的源泉，资本市场发行的证券高度标准化，也容易获得流动性支撑，是创造金融资产从而创造社会信用的重要途径。2019年年初以来，随着A股市场的大幅反弹，股票交易恢复活跃，股票市值大幅上行，以股票质押风险、债券违约风险为代表的大量风险事件都随之化解或者减轻。从某种意义上讲，这也为银行业金融体系向上市公司和实体经济释放流动性、推动社会融资规模修复提供了重要工具。但是也要清醒认识到，目前的反弹总得来看是资金和预期推动的，

<sup>1</sup>作为内部研究报告，本文旨在探讨某种政策可能性，不一定与现行政策一致。



并不是很稳固。需要提前布局，像上市公司市值管理一样，对 A 股市场进行全市场的市值管理，制定预案，平稳预期，降低未来市场大幅剧烈波动的风险。通过资本市场平稳健康发展，为上市公司信贷融资提供抵押品，为商业银行增发新股补充资本创造条件，促进商业银行信用创造。因此，一方面要继续建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，妥善管理和引导市场预期，防止资本市场大起大落，稳定 A 股全市场市值；另一方面，要积极推进科创板建设，通过释放资本市场支持科技创新的制度红利来逐步提高全要素生产率，培育新的内生增长动力，实现企业发展由资产负债驱动到科技创新驱动的渐进转变。此外，资本市场在风险转移定价方面也大有可为。商业银行惜贷的本质是融资企业风险溢价超出了可承受的信用边际，因此要鼓励证券公司提升专业水平，加快向具有国际竞争力的专业投行转型，通过可转债（债转股）、期权、互换、信用风险缓释工具等衍生品金融工具为风险定价，帮助商业银行转移或承接信用风险，推动实体经济特别是中小企业、高科技企业的融资成本中枢稳步下行。

**四是统筹推动地方融资平台、高杠杆实体企业稳步降杠杆，实现“稳缩表”和“软着陆”。**一方面，要肯定地方融资平台在基础设施投资、周转地方财政等方面的积极作用，正确看待融资平台投入产出效率低下等问题，事实上融资平台溢出的正外部性会反映在企业的利润当中。要针对融资平台财务不透明、资金池运作、抵押物高估值、容易引发区域性金融风险等问题作出专门安排，建立完善对地方政府及融资平台的准市场化激励约束机制。既要按照政府工作报告精神，较大幅度增加地方政府专项债券规模，按计划发行 2.15 万亿元人民币地方政府专项债券，加快地方债务置换力度，推动负债透明化，减轻负债压力；也应遵循对存量负债进行不完全置换原则，推动地方政府和融资平台通过自筹方式解决部分债务问题，明确稳步去杠杆的预期，交易所对地方融资平台发行公司债的审核条件已有所放松。另一方面，在经济下行风险尚未完全消除的情形下，既要通过大规模减税来提高企业的经营利润和自由现金流，也要防止房地产等资产价格波动导致企业杠杆率被动上行，有序发展基础设施信托（REITs）市场，盘活收费公路、水利工程等存量资产，化解地方债务风险，总之各项政策都要围绕稳步去杠杆、保实业保就业来安排。此外，地方政府、金融机构可通过短期纾困基金、票据融资工具等手段提升部分高杠杆企业资金的可获得性，对稳步缩表的高杠杆企业还可创设鼓励性的置换利率安排，为相关企业减负并引导降杠杆。