

# 金融经济周期下的中央银行资产负债表策略

何德旭<sup>1</sup> 张捷<sup>2</sup>

(1. 中国社会科学院 金融研究所 北京 100028; 2. 中投证券研究部 北京 100032)

**摘要:**我国处于金融经济周期的下行阶段,经济增速放缓与金融资产膨胀、结构性高杠杆、资产价格下降等问题相互交织。公众的资产选择偏好发生变化,通缩预期和流动性风险上升,货币政策传导机制受到阻碍。中央银行通过降低基准利率等方式,刺激经济的边际效应下降,金融风险的边际成本上升,传统的货币政策框架捉襟见肘、顾此失彼。在金融经济周期的大背景下,货币政策需构建涵盖资产价格、金融稳定、汇率的多目标函数,将经济增长、货币稳定、金融稳定纳入统一框架,引导金融机构的逆周期发展模式,加强货币政策与监管政策沟通协调;构建完善的“利率走廊”系统,丰富、创新货币政策操作工具,向更加灵活和多样化的资产负债表策略转变。

**关键词:**金融经济周期;资产负债表策略“债务-通货紧缩”;利率走廊

中图分类号:F832

文献标识码:A

文章编号:1001-8204(2016)01-0050-07

## 一、经济周期与货币信用环境的变化

当前,我国处于经济增长速度换挡期、经济结构调整-阵痛期和前期刺激政策消化期的“三期迭加”的特殊阶段,“新常态”已成为各界共识。2008年金融危机前,我国货币、信用快速膨胀,“房地产价格上升-外部融资溢价降低-信贷扩张-产出增加”呈现螺旋式循环,成为金融经济周期扩张阶段的表现。2009-2010年大规模政策刺激后,金融资产膨胀、结构性高杠杆率、资产泡沫等问题凸显,货币、信贷存量更加庞大,经济金融系统内生脆弱性增强。此时,一旦资产价格泡沫破裂,极易出现“抵押品价值下降-外部融资溢价上升-信贷收缩-产出减少-资产净值下降”的负向反馈循环。这是因为经济活动萎缩、资产价格下降,企业、家庭等微观部门资产缩水、负债飙升,资产负债表失衡,导致其开始主动或被动收缩负债。金融机构对企业等的外部融资溢价上升,信贷紧缩,金融系统活跃度下降。资金供需双方的资产负债表恶化及清理过程加大了经济收缩压力,严重时可能产生金融动荡和经济衰退。因此,整体经济的资产负债表状况及行为成为影响我国货币政策调控的重要因素。

此外,我国经济增长进入“新常态”后,经济的内在结构也相应发生变化。人口结构中生产者对消费者比例下降导致储蓄相对投资减少;内外需再平衡导致新

增外汇占款放缓,基础货币投放机制改变;要素结构中资本对经济驱动下降,产业结构中资本密集型的第二产业比重下降,对信贷需求等产生影响。对比金融机构资产和存款增速可见,2011年前二者大致相当,此后资产的扩张显著超过存款。2009年以后,我国经常账户余额/GDP不断下降,货币内生供给源头萎缩,流动性的维持需要中央银行的主动释放。这些变化使传统的货币政策框架捉襟见肘、顾此失彼,如何兼顾稳增长、防风险与控制通胀等目标成为货币政策面临的系统性、综合性和复杂性难题。经济增长的“新常态”,周期性的新特点需要货币政策调控的新框架。2008年全球金融危机以后,各国中央银行在政策实践中采取了数量宽松、扭转操作等与传统利率政策不同的新策略。这些非常规的货币政策操作更多基于中央银行的资产负债表规模和结构调整。因此,笔者重点讨论货币政策操作框架变革的重要方向之一,即中央银行的资产负债表操作策略。

## 二、中央银行资产负债表与货币供给

货币供给量是中央银行货币政策的重要中介目标。按照人民银行口径,货币供给量包括M0、M1、M2三个层次。其中,M0=流通中现金,M1=M0+活期存款,M2=M1+储蓄存款+定期存款<sup>①</sup>。基于基础货币、货币乘数模型,货币供给量可用 $M = m * B$ 表示。

收稿日期:2015-09-07

作者简介:1. 何德旭,中国社会科学院金融研究所副所长、研究员、博士生导师;2. 张捷,经济学博士,中投证券研究部宏观经济研究员。

基金项目:2015年度国家社会科学基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(批准号:15AJY017)阶段性成果。

①更宽范围的货币供给,M3=M2+金融债券+商业票据+大额可转让存单等流动性较强的金融工具。

其中  $m$ 、 $B$  分别代表货币乘数、基础货币。中央银行的资产负债表给我们提供了分析货币供给的其他角度。在典型的中央银行资产负债表中,资产端主要有: A1 中央银行持有的有价证券; A2 对金融机构的贴现贷款; A3 外汇储备、黄金和特别提款权; A4 其他资产; A5 在途资产。负债端主要包括: L1 流通中现金; L2 银行存款准备金(法定、超额); L3 财政性存款; L4 中央银行票据; L5 其他负债; E 中央银行资本金。

中央银行投放基础货币的方式主要有两种:一是主动方式。可表示为  $B = C + R = L1 + L2$ ,即中央银行通过再贴现、再贷款、公开市场业务投放或回收基础货币。其中,中央银行投放基础货币主要通过影响商业银行的准备金实现,即主要通过负债端操作。二是被动方式。可表示为  $B = (A1 + A2 + A3 + A4 + A5) - (L3 + L4 + L5 + L6 + E)$ 。其中, A 为政府的预算赤字:发债(增税、发债、赤字货币化); A2 为银行的贴现贷款需求,由双方共同决定; A3 为中央银行为稳定汇率对外汇市场的干预; L4 为回收流动性; A4、L3、L5 是对一些短期扰动因素的对冲等。其中,基础货币的增减涉及资产端、负债端的更多项目,操作手段更加多样、灵活。

货币供给除了基础货币外还涉及第二个因素,即货币乘数。这牵涉中央银行外的其他金融机构(主要是存款性金融机构)。我们借助金融机构的信贷收支表来分析。金融机构信贷收支表由“资金来源方”、“资金运用方”组成。资金来源方 = 流通中的现金 + 金融机构各项存款 + 金融债券 + 对国际金融机构的负债; 资金运用方 = 各项贷款 + 有价证券 + 股权加上其他投资 + 黄金占款 + 在国际金融机构的资产 + 外汇占款。将 M2 替代“资金来源方”的“流通中的现金”、“金融机构各项存款”两项得到:资金来源 = M2 + 财政存款 + 金融债券 + 对国际金融机构负债。由资金来源 = 资金运用, M2 = 各项贷款 + 外汇占款 - 财政存款 + 误差项,即  $\Delta M2 = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{信贷} - \Delta \text{财政存款}$ 。由于财政存款体量较小,外汇占款变化以及信贷投放成为影响货币供给的重要渠道。其中,外汇占款对货币供给的影响主要体现在基础货币,作用主体为中央银行和其他金融机构。在我国汇率管理体制下,更多以中央银行为主。外汇占款有狭义、广义两个口径。狭义的是指中央银行资产负债表上资产端的“外汇资产”,是中央银行在银行间外汇市场上购买外汇形成的人民币投放。广义的包括商业银行、中央银行在购买外汇时,所形成的人民币资金投放,是金融机构人民币信贷收支表中的“外汇占款”。二者差额对应为其他存

款性公司资产负债表中的“国外资产部分”。当商业银行将结售汇所得外汇与中央银行进行货币兑换才导致基础货币扩张,即决定基础货币变化的是中央银行资产负债表上的“外汇资产”,其与金融机构信贷收支表中的“外汇占款”的差额反映出中央银行的汇率趋向。金融机构的信贷投放行为是货币乘数的显著影响因素。在上轮经济周期中,中央银行以基础货币向商业银行大手购汇成为货币之水的源泉,政府主导的投资规模扩张导致金融机构信贷投放增加则放大了货币源水。2003年后, M2 减去 M0 的差额增速与投资实际增速高度同步,这在 2009 - 2010 年表现更为明显。2009 - 2014 年,我国基础货币增速分别是:2009 年 11.4%、2010 年 28.7%、2011 年 23.2%、2012 年 12.3%、2013 年 7.4%、2014 年 8.5%。广义货币增速却分别为 2009 年 28.7%、2010 年 19.72%、2011 年 13.6%、2012 年 13.8%、2013 年 13.6%、2014 年 12.2%。这说明金融机构大规模的信贷扩张成为基础货币的“放大器”<sup>①</sup>。

2001 年入世后,我国中央银行资产负债表随之快速扩张,截止 2015 年 6 月为 33.7 万亿元。2012 年前,扩张主要源于资产端“外汇资产”的增加,新增外汇占款与 M2 趋势高度吻合。分阶段来看,2008 年之前,中央银行外汇资产迅猛增长。金融危机爆发后,中央银行“外汇资产”的增速有所放缓,2010 年后进入稳定期,其规模及占中央银行总资产之比不再显著变化。以上变化在中央银行资产负债表的体现是:在“资产方”,中央银行为稳定汇率不断购进外汇(即 A3);为减少对基础货币的响应,“负债方”不断发行央票进行对冲(即 L4)。中央银行资产项目中“国外资产”(包括外汇、黄金、其他三大类,其中以外汇资产为主)的占比由 1993 年的 11.3% 上升为 2014 年的 82.4%,“对其他存款性公司债权”则由 1993 年的 70.3% 下降至 2014 年的 7.4%。由于外汇资产过快膨胀,资产端的 A3 不能被负债端的 L4 完全冲抵,导致基础货币被动增加,体现为负债端“储备货币”规模扩大和占比增长。这导致我国的货币供给机制悄然发生巨大变化。此前,基础货币投放主要通过再贴现、再贷款等较为主动、可控的方式。2000 年以后,中央银行购买外汇成为货币供给增加的重要渠道,中央银行的控制力、主动性变差。2000 - 2014 年,金融机构外汇占款从 14291.14 亿元增加至 294090.46 亿元,年均增长 24.11%。如果按照外汇占款增加额来投放基础货币,中央银行需要净投放基础货币约 27.98 万亿元,假定货币乘数为 5 倍,货币供给将增加近 140 万亿元。由于采取对冲操作,基础

<sup>①</sup> 2010 年中期以后,广义货币 M2 减去基础货币(高能货币)的差额的增速锐减,投资增速降幅不大,这主要是因为大量非传统信贷信用供给的扩张,其中,在中央银行统计的社会融资总量中,信贷外的信用供给所占比例高达 47%。

货币年均增长 16.42% ,M2 实际增加 109 万亿元。

图 1 是中央银行“国外资产”/总资产与“储备货币”/总债务的对比。二者在 2004、2005 年前后形成交叉点。之前,由于外汇资产绝对规模与基础货币存量相比较小,外汇资产的增加并不能对基础货币的变化起决定性作用,二者呈反向关系。2005 年之后,外汇资产的变化对基础货币起到了极为显著的拉动作用,资产端的“国外资产”和负债端的“储备货币”保持高度一致性。

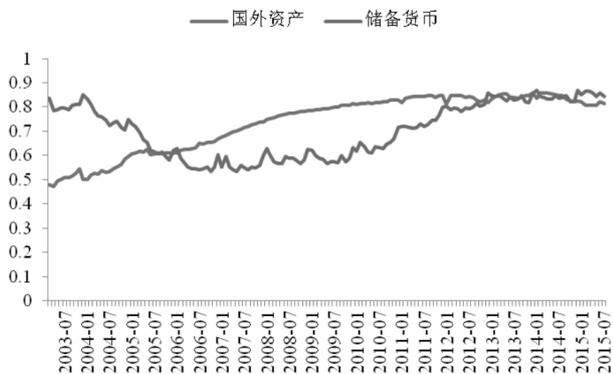


图 1 国外资产/总资产与储备货币/总债务的对比

单独看资产端近年的变化。图 2 是中央银行总资产中“国外资产”、对政府和其他存款性公司债权占比。2010 年之前,资产端的“国外资产”占比快速扩张。2010 年之后,由于中央银行开始控制外汇持有量并增加债权方面的操作,虽然“国外资产”绝对规模还在扩张,但占总资产之比几乎没有增长。中央银行对国内金融机构的债权占总资产比重自 2002 年后不断下降,最终占比维持在 10% 左右。中央银行对政府债权占总资产的比重在 2002 - 2007 年期间一直较低。2008 年全球金融危机后有所增加,随后稳定在 10% 左右。

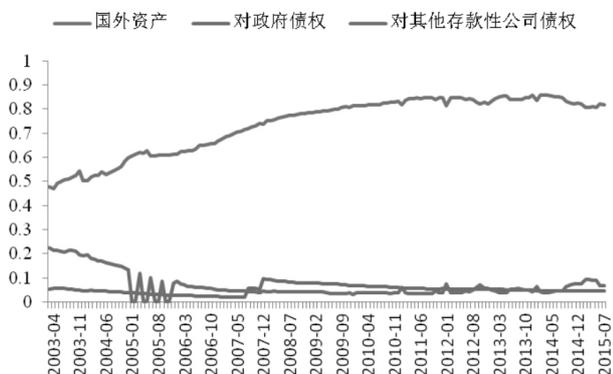


图 2 国外资产、对政府和其他存款性公司债权对总资产占比

负债端主要是“储备货币”,即 M0。“储备货币”又包括“货币发行”(即流通中的现金)以及“其他存款性公司存款”(即准备金)。“储备货币”占总负债的比形成“V”字型,如图 3。2002 - 2005 年,外汇资产增加很大程度上被负债端的中央银行票据抵销,基础货币处于小范围波动期。同时,由于中央银行票据发行导

致总债务规模扩大,基础货币占比有所下降。2006 年后,中央银行外汇持有量迅猛增长使其逐渐成为巨大推动力,基础货币增长超过总债务的扩张速度,“储备货币”占比上升。中央银行为避免通胀率上升,频繁动用准备金率工具,金融机构存款准备金率逐步攀升至历史高位。因此,2005 年之后,“货币发行”占比稳中有降,“其他存款性公司存款”则与“储备货币”的趋势更加同步、一致。这说明被动发行的基础货币更多表现为存款准备金的形式,这在既定基础货币规模下,限制了货币乘数的大小。

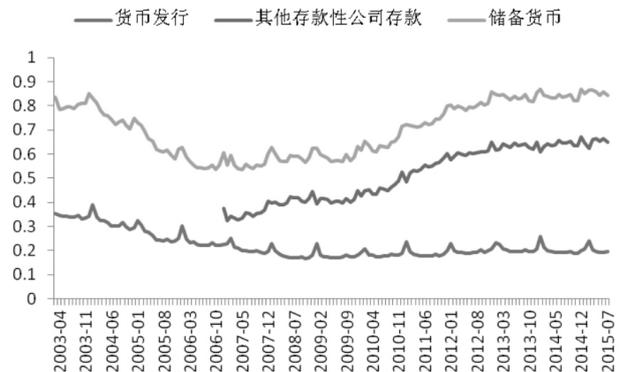


图 3 货币发行和其他存款性公司存款对总负债占比

综上所述,2012 年之前中央银行资产负债表的主要特征表现为:一是总规模不断扩张;二是总规模的扩张不是中央银行主动而为,而是被动的;三是中央银行资产负债表扩张的始动方是“资产端”,负债端为对冲资产端的膨胀而扩张。这些给货币政策造成很大的不可控性:首先,基础货币投放缺失自主性。2005 年前,中央银行的“外汇资产”和金融机构的“外汇占款”高度吻合,其他存款性公司的“国外资产”基本为零。2005 年汇率制度改革推进,中央银行“外汇资产”和金融机构的“外汇占款”差距逐步扩大,其他存款性公司的“国外资产”有所增长,但由于外汇留存的数量和占比都较低,汇率制度改革对中央银行货币政策自主性的改善有限;其次,货币政策的操作成本高。中央银行采取发行中央银行票据、提高准备金率等负债端操作来抵销外汇资产对基础货币的影响。2001 年前,中央银行冲销主要通过小规模国债回购操作。2002 年 6 月,中央银行开始发行中央银行票据。2005 年之后,央票利率明显上升,冲销成本迅速增加。

### 三、中央银行的资产负债表操作策略

#### 1. 资产负债表操作策略

就最基本的层面而言,货币政策的实施具有两个核心元素:一是对拟实行政策立场的信号传递机制;二是使该政策真正生效的资产负债表操作。2008 年金融危机前,各国中央银行政策工具更多涉及对短期利率的调整。该方法中,信号传递机制是宣布中央银行期望的“政策利率”,相应的流动性管理操作的设计以达

到该利率为目标。在这种情况下,流动性管理操作只起到技术性支撑作用,不包含任何与政策立场相关的信息或意图。一般来说,中央银行在设定政策利率时已经内化了相关宏观因素。特定的政策利率联系着不同的收益率水平与资产价格配置,从而导向不同的货币信用环境。利率政策不需要中央银行资产负债表的显著变化,其规模主要取决于公众对于现金的需求,政府存款等外生变量。

然而,在特定的状况下,中央银行可以通过资产负债表操作来更直接影响宏观金融环境。这种策略涉及中央银行资产负债表规模、结构以及风险敞口等方面的变化。它指向的不仅是银行准备金,还扩展到中央银行控制力相对小的更多市场或领域。2008年金融危机后,各国中央银行更多倚仗资产负债表策略以调整金融市场利率期限,长期债券收益率以及风险利差等。

资产负债表政策可以独立于利率政策实施,只要中央银行能够有效分离两种政策。通常有两种方法来达成该目标。一是保证准备金市场完全与利率操作绝缘。这种情况下,中央银行需要主动抚平利率政策对银行准备金造成的影响。另一个是中央银行需要确保任何准备金的变动不会对现行政策利率造成影响。这要借助于将政策利率与流动性管理相分离的“利率走廊”系统。“利率走廊”最早可追溯至19世纪末的经济学家维克塞尔。上世纪90年代,加拿大、英国等国中央银行采用“利率走廊”作为实施框架。金融危机后,欧盟、日本等中央银行的“利率走廊”适应流动性管理需要移向地板系统,相关理论成为近年的热点[1][2][3][4]。因此,中央银行可以独立于政策利率来调整资产负债表规模与结构。相应的,中央银行的扩张或收缩策略可以从两个角度来描述:适当的利率水平以及期望的中央银行资产负债表结构。前者更多取决于通货膨胀与产出间的权衡;后者则更多受金融股市融资条件、流动性环境等因素影响。

具体来说,资产负债表操作是指中央银行通过直接资产购买计划或将资产纳入合格担保品范围,去掉私人部门资产负债表中的风险,改善其资产负债表状况和外部融资条件。在实施过程中,中央银行积极运用资产负债表直接影响市场价格和融资环境。具体策略有多种形式,可以依据以下标准进行分类:第一,对私人部门资产负债表状况、结构的影响;第二,具体指向的市场及对特定市场的影响。二者主要基于不同债权间存在不完全替代关系的假设前提分析政策的影响。

根据如上标准,资产负债表策略主要分汇率政策、准债务管理政策、信用政策和银行准备金政策四类:

(1) 汇率政策。汇率政策是指中央银行通过在外

汇市场的操作来调节私人部门的外汇净敞口,目标是在任何给定的政策利率水平上影响汇率及其波动性。

(2) 准债务管理政策。在准债务管理政策中,中央银行操作指向政府债券市场,来调整私人部门持有的政府债券结构。政策目的在于调整公共债券的收益率,影响融资成本以及资产价格。

(3) 信用政策。在信用政策中,中央银行操作明确指向私人债务与证券市场,通过改变中央银行对私人部门债券的敞口来调节私人部门资产负债表的结构。这一目标可以通过改变中央银行持有的私人债权结构或者改变私人部门持有的私债与公债结构来完成。这可通过多种方式实现,包括修改货币政策操作的抵押、期限以及对对应项目,提供贷款或者买入私人债权。信用政策的基本目的在于调节私人部门包括融资条件在内的金融环境。私人部门受到何种影响最终取决于行为个体的决定。

(4) 银行储备政策。在准备金政策中,中央银行设定目标准备金储量而不考虑资产端应该如何冲销。政策对于私人部门资产负债表的冲击不仅仅由中央银行资产端对准备金扩大的反应来决定。这种政策的实行取决于传导机制,包括货币与信用的扩张,对中介机构的约束以及充足资金的担保。

2008年金融危机后一些中央银行更加积极地运用资产负债表。例如,美联储提高长期国债持有量,增加机构债务和可抵押证券;欧洲中央银行购买私人部门发行的担保债券和欧元区国家主权债券。中央银行广泛运用信用政策,增加长期融资的供给,扩大有效抵押品以及有关担保,延长再融资期限,旨在减少同业市场压力,减少同业期限利差,减轻非银行部门的信用紧缩问题。很多中央银行还为高流动性证券(通常是主权债券)的借贷创造了条件,以改进货币市场的融资环境。另外,为了更直接地支持信贷市场,美联储还从政府资助的房地产商处购买债权与不动产抵押证券。在这个阶段,中央银行的准债务政策通过直接购买公共部门证券来影响基准利率。这里需要强调两点。首先,资产负债表政策对中央银行资产负债规模的影响取决于相关操作怎样被融资。如果一种债权的增长来源于另一种债权的减持,那么总体规模并不会改变。如果资金来源于增发的中央银行债务(抵押的再回购以及非抵押的中央银行票据、准备金),中央银行的资产负债表规模将相应增长;其次,与利率政策相比,资产负债表政策一定程度上提高了中央银行吸收的风险。例如,外汇政策需要中央银行吸收外汇风险;准债务管理政策使得中央银行面临利率风险;信用政策令中央银行承担了信用风险。

## 2. 资产负债表传导机制

中央银行资产负债表策略的核心传导机制主要体现在以下几方面:第一,改变不同资产间的替代关系及替代程度,这使得货币政策在总量特征上具有了结构性特点。第二,缓解金融市场的摩擦程度。在经济周期下行的背景下,金融摩擦加剧,外部融资溢价上升。中央银行的资产负债表操作实际上是通过背书的方式把一些资产流动性提高。第三,改善私人部门的资产负债表状况。经济放缓、资产价格下降等将使得包括金融机构在内的私人部门资产负债表的状况恶化。中央银行通过资产购买在一定程度上可以改善金融机构等的资产负债表状况,改善融资条件。

具体来说,资产负债表操作主要通过两大传导机制影响政策。第一种是信号传递渠道。对资产负债表政策来说沟通是必不可少的环节。中央银行采取的措施以及相关的信息沟通影响着公众对于资产市场价值的预期,具体包括未来操作导向,资产的相对稀缺性、风险、流动性等。中央银行的信号传递及预期引导行为增加投资者的信心,减少风险溢价,刺激交易活动;第二个传导机制是通过中央银行操作影响私人部门资产负债表来改变市场反应。当不同资产、不同负债、资产和负债之间形成不完全替代关系时,中央银行操作造成的资产供给相对变化会对私人部门的选择施加影响。现有文献中的“资产组合平衡效应”就是这一渠道。它强调私人部门资产端的不完全替代性,资产相对供给的变化造成相对收益率的变化。同样,负债端也具有不完全替代,这就涉及不同的信用渠道。中央银行通过提供期限更吸引人的融资机会来扩大贷款额并提高资产价格。中央银行资产负债表操作还会影响私人部门风险偏好。宽松的融资环境或风险资产的剔除会减少预期风险。无论是直接购买资产还是将其做为抵押品,中央银行都可以促进其流动性。私人部门的资产结构也就或直接或间接(中央银行用现金或政府债券购买资产)或间接地(作为抵押)具有更强的流动性。稳健的资产负债表、高价值抵押品和高净值可以放松信用约束,降低风险溢价,恢复金融机构的信用调节功能。

需要指出的是,信用政策的有效性主要通过将私人部门风险转移到中央银行,风险资产价格可能会降低,带来更为宽松的金融环境。因此,信用政策直接调节了私人部门的风险溢价。在准债务管理政策中,中央银行影响政府部门的风险溢价,进而间接调节私人部门的资产价格和融资环境。Clouse et al. (2000) 以及 Reinhart and Sack (2000) 的研究表明[5][6],政府债权的变化对收益率的影响较小,要有效调节收益率,大规模交易是必须的。汇率政策不是着眼于信用,而

是通过改变国内商品和国外商品的相对价格进行调节。国外资产的积累靠中央银行发行本币负债融资,但由于主要货币之间的高度可替代性,其“资产组合平衡效应”更弱。银行准备金政策的侧重点在于金融系统作为信用扩张渠道的有效性。金融机构流动资产规模和结构的改变被认为是信贷规模或者对风险有更高偏好的催化剂,而这些信贷规模和偏好反过来可能会进一步影响收益率和资产价格。中央银行在此过程中起媒介作用,这取决于为负债端的准备金补充而增加的资产。

## 四、构建新常态下货币政策调控的新框架

中国经济已经表现出明显的金融经济周期特征,金融加速器效应在微观层面上是存在的[7][8][9],这为新时期货币政策目标和手段的调整提供了理论基础。因此,我们有必要根据周期的性质和阶段,适时调整货币政策调控框架,更前瞻、更灵活地应对新情况与新问题。

### 1. “利率走廊”与资产端操作

金融危机前二十多年货币政策理论和实践的进展使我国中央银行更加关注价格型政策。但是2003年以后,中央银行开始推进利率市场化的过程中,货币政策操作中多采取存款准备金率、公开市场操作等手段。这与中央银行资产负债表“外汇资产”的过度累积导致的基础货币和流动性被动投放有关。如果中央银行需要被动地从市场回收流动性,利率策略发挥的效用要大打折扣。在金融经济下行周期的背景下,我国经济中广义货币与金融资产之和远大于年度货币和商品供应总量,特别是2009年以后,货币、债务增长与GDP脱节,货币供给量对经济增长的指向性日益下降。同时,经常项目顺差占GDP的比重回落,新增外汇占款趋势下降,基础货币来源生变,而商业银行风险偏好降低,资产扩张意愿下降。这使得中央银行货币政策框架从数量型调控转为价格型成为必须和可能。2013、2014年,中央银行反复强调货币政策要从数量型工具转为价格型工具。实际上,中央银行已经开始借鉴“利率走廊”系统开始了探索,表现就是SLO和SLF两大工具的设立。2013年,中央银行创立公开市场短期流动性调节工具(Short-term Liquidity Operations, SLO)向大中型商业银行提供资金,同时创设了常备借贷便利(Standing Lending Facility, SLF)向符合条件的中小金融机构提供短期流动性支持。中央银行规定,当Shibor的隔夜、7天期和14天期回购利率分别高于5%、7%和8%时,地方法人金融机构可向当地的人民银行申请SLF换取资金,这实际就是封住了利率走廊的上限。未来,中央银行可以更深入地参考利率走廊模型,建立起对市场利率的调控机制。

需要注意的是,“利率走廊”引导市场短期利率的效果非常好,可对中长端利率调控效果有限。这是因为在金融经济周期的下行阶段,公众通缩预期和流动性风险上升,导致资产选择偏好发生变化,持有现金的意愿比较强,外部融资溢价上升,导致实际的中长期利率居高难下。这就是当前阶段所表现的高实际融资成本问题。这需要借鉴发达国家中央银行处理“零下界”问题中所采取的资产负债表操作策略,引导中长期利率的下行。未来,中央银行资产端的“国外资产”会进一步下降,但对政府债权、对其他存款性公司债权增加。PSL就是对其他存款性公司债权增加的实践。在合格抵押品缺失和基础货币投放渠道转化的背景下,中央银行创新性地设立了PSL。PSL是将贷款资产作为抵押提供流动性的基础货币投放方式。它的两大特点是新的货币投放工具和可用于打造中期政策利率。中央银行此前下发针对商业银行贷款企业的评级的《人民银行内部评级管理办法(征求意见稿)》,说明中央银行有意加快建立内部评级体系,将贷款类资产纳入合格抵押品框架。PSL主要以贷款类资产作为抵押,由于贷款规模庞大,更易于确认中期政策利率。在商业银行的负债端,PSL和同业、发债、存款等其他资金来源形成替代,就种类和期限而言,对债券的替代性更强。在资产端,商业银行会增加持有纳入PSL抵押框架的资产(无论是贷款或是债券),导致资产结构的变化,降低相应资产的收益率。因此,PSL相当于从资产端提高了资产周转率和资金使用效率。从中长期来看,PSL既可成为提供基础货币的总量渠道,也可成为打造中期基准利率的标的。

## 2. 货币政策传导机制的疏导

宏观部门资产负债表的改变会放大和扩展经济周期。当前,我国微观部门处于较高的杠杆状态,逐步降低杠杆率是大势所趋。另一方面,经济下行使企业净利下降,资产周转率降低,权益乘数飙升,随之而来的是偿债能力下滑、信用风险上升。此时,微观主体的资产负债表行为会导致信贷紧缩、流动性停滞,货币政策传导机制不畅,效果大打折扣。未来,资产价格的下降可能会使微观主体资产负债表进一步恶化,和经济下行形成“去杠杆-产出收缩-价格下降”的螺旋式循环。因此,货币政策框架必须考虑企业、家庭、金融部门的资产负债表状况及行为在传导机制生成中的影响。在当前周期的背景下,笔者建议应健全金融监管的稳定框架,并将货币政策和金融监管协调起来。在金融监管实践中,既要充分考虑金融稳定的需要,也要考虑金融监管对宏观经济造成的周期影响,构建兼顾金融稳定和经济稳定的金融监管框架。因此,应该着力推动银行等信贷金融机构逆周期的发展模式。具体

来说,当经济处于上升期时,银行适度提高贷款标准和放贷利率,适当提高损失准备金比率。当经济处于下行阶段时采取与上述相反操作。这样会使得在银行应对经济周期波动时具有稳定器的作用。逆周期发展模式可以在经济扩张周期里,避免金融系统积累过多系统性风险,减少经济突然逆转时的损失;在经济衰退周期里维持信贷的正常增长。由于货币政策的逆向周期特性,推动商业银行逆周期的发展模式还可以加强货币政策平抑周期波动的效果。从本质上来看,金融监管政策从维护金融稳定的角度出发具有顺周期效应,货币政策从平抑经济波动的角度出发,本质上讲是要求反周期效应的。因此,必须考虑金融监管的制度、框架及准则等与货币政策的协调以及与货币当局的沟通问题,更好地实现二者的有效合作。

## 3. 将“经济稳定、货币稳定、金融稳定”纳入统一操作框架

国际金融危机爆发以后,通过开展定向操作疏通货币政策传导机制是主要经济体中央银行的新动向。如美联储实施“扭转操作”以打通短期利率向中长期利率的传导梗阻,欧盟中央银行推出“定向长期再融资操作”也是在引导资金通过信贷等途径流向实体经济。但是,我们要注意到,货币政策的结构性调节作用是其操作工具和手段密切相关的。资产负债表策略可更好地发挥结构性调节作用。我们前面谈到,不同资产、不同负债以及资产和负债之间具有不完全替代关系,中央银行通过自身资产负债表规模和结构的变化造成的资产供给相对变化会造成相对收益率的变化,从而对私人部门的选择和风险偏好施加影响。因此,中央银行资产负债表策略的核心传导机制之一就是改变不同资产间的替代关系及替代程度,这使得货币政策在总量特征上具有了结构性特点。我们前面谈到在周期下行阶段,由于有效需求不足、盈利低迷,通缩预期和流动性风险上升,公众、企业部门等持有现金的意愿比较强,风险偏好降低。这样,降低基准利率等传统方式刺激经济的边际效应下降,但刺激金融风险的边际成本上升。如果货币政策过度宽松会使金融风险累积,并对产业资金需求产生挤出效应。当前,“稳健”的货币政策保持对实体经济的支持力度在大的方向没有问题,但一定要注重“松紧适度”,将经济稳定、货币稳定、金融稳定三者纳入统一的操作框架。这就牵扯到另一个更底层、更前置的问题,即货币政策的目标“锚”。我国的货币政策目标是多元化,未来更加复杂的国内外环境需要货币政策目标要坚持多元化。然而,依据丁伯根法则,政策的多元化目标是受制于所能动用的政策工具的。同样,货币政策目标锚的多元化受制于货币政策的工具和手段。一方面,我们要不断创新、完

善,使货币政策的操作工具更加灵活和多样化,另一方面,我们也要对多元化的目标函数进行优化。

现阶段,经济、金融系统的一个重要特征是,微观部门的资产负债表会扩展经济周期的波动,资产价格是经济增长、外部融资溢价、信用风险等的重要影响因素。因此,资产价格、金融稳定、汇率都应成为中央银行多目标函数里的约束变量。具体操作如下:

第一,建立灵活的资产价格波动应对规则。中央银行应该充分考虑资产价格波动可能对信贷变动、金融稳定和经济稳定的不利影响,密切关注资产价格下跌对经济的紧缩作用。如果资产价格的波动没有脱离基本面引起信贷、总需求收缩进而带来通货紧缩压力时,中央银行无需对资产价格变化做出过度反映。当资产价格下跌形成了紧缩压力或触发了系统性金融风险时,中央银行就应该积极调整货币政策。如果货币政策对紧缩压力没有反应,甚至强化紧缩压力的时候,政策调控将会对经济产生持续的破坏作用。

第二,政策操作中要权衡“货币稳定、金融稳定、经济稳定”三方面的关系。金融经济周期的顶部过后,经济、金融系统相对脆弱。经济放缓导致整个宏观部门资产负债表状况恶化,内生的金融加速器效应会造成下行趋势自我强化,极易导致“债务-通货紧缩式”的衰退。因此,风险与增长间的博弈成为贯穿金融经济周期的主要矛盾之一。因此,中央银行要密切关注宏观部门的资产负债表状况,充分考虑债务积累因素和杠杆化程度。

第三,建立包含汇率目标在内的货币政策框架。汇率贬值增加债务实际价值,提高负债/资产比率,加重流出态势,对投资、产出形成更大的收缩压力;如果再伴随资产泡沫破裂,资本流出、汇率贬值的紧缩效应将更强。在我国存在大规模货币错配,利率市场化、人民币国际化加速推进的背景下,面对资本流动扰动,建立包含汇率目标在内的货币政策框架具有重要的意义。

#### 参 考 文 献

- [1] Clinton, K. Implementation of monetary policy in a regime with zero reserve requirements [R]. Bank of Canada Working Paper, 1997.
- [2] Woodford, M. Monetary policy in the information economy [R]. NBER Working Paper, 2001, No. 8674.
- [3] Whitesell, W. Interest rate corridors and reserves [J]. Journal of Monetary Economics, 2006, 53(6): 1177-1195.
- [4] Keister, T., A. Martin & J. McAndrews. Divorcing money from monetary policy [J]. Economic Policy Review, 2008, 14(2): 41-56.
- [5] Clouse, J., Henderson, A., Orphanides, A., Small, D. and Tinsley, P. Monetary Policy when the Nominal Short-term Interest Rate is Zero [R]. Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper, 2000, No. 00-51, November.
- [6] Reinhart, V. and Sack, B. The Economic Consequences of Disappearing Government Debt [J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2000, Vol. 2, pp. 163-220.
- [7] 赵振全, 于震, 刘淼. 金融加速器效应在中国存在吗? [J]. 经济研究, 2007, (6).
- [8] 汪川, 黎新, 周镇峰. 货币政策的信贷渠道: 基于“金融加速器模型”的中国经济周期分析 [J]. 国际金融研究, 2011, (1).
- [9] 袁申国, 陈平, 刘兰凤. 汇率制度, 金融加速器和经济波动 [J]. 经济研究, 2011, (1).

(责任编辑 吴彤)

## A Study of Central Bank Balance Sheet Policy Based on the Financial Business Cycle

He De-xu Zhang Jie

(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Science, Beijing, 100028, China; Investment Securities Research Department, Beijing, 100032, China)

**Abstract:** China is in the downward stage of financial business cycle in a complex situation in which is the mixture of slackening economic growth rate, inflation of financial asset, structural high leverage and decline of assets price, the preference of public assets changing, inflation expectation and liquidity risk increase. Based on the financial business cycle, the monetary policy should be built to reflect multiple objective functions including asset price, financial stability and exchange rate in order to promote economic growth, currency stabilization and financial stability into a unified framework.

**Key words:** financial business; balance sheet strategy; "debt-deflation"; rate corridor