



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007 年第 31 期(总第 187 期)

2007 年 8 月 17 日

在中国经济 50 人田横岛论坛上的发言(三)*

中国社会科学院金融研究所 李扬

五、货币政策范式的调整

从 1996 年正式编制并公布货币统计口径算起，中国正规的货币政策只有 11 年历史。然而，由于市场化改革使得大量国民储蓄集中于金融体系中，货币政策从一登上历史舞台就为人们广泛关注；近年来，它更成为世人瞩目的焦点。

中国货币政策的历史虽短，但是，无论是从政策体系框架的完善程度、货币政策的操作理念方面来看，还是从从业人员的素质和具体

*本文根据李扬所长 7 月 28 日在“中国经济 50 人田横岛论坛”上的发言整理。

的操作艺术来看，其发展、进步都有目共睹，并得到国际同行的高度评价。正因为如此，货币政策对于保证近年来国民经济持续较快增长，发挥了不可磨灭的作用。

近年来，一个突出的现象是，中国货币政策的操作频率日渐提高。2007年才到7月底，短短7个月内，法定准备金率就调整了6次，从9%提高到12%。同期，银行存款利率也调整了3次，1年期定期存款利率从2.52%上升到3.33%。央票的发行，也动辄达千亿之巨。有人评论说，当今中国的央行是世界上最繁忙的央行，此言不虚。

然而，也应看到，面对极其复杂的中国经济，货币政策的调控效果似乎不佳，政策效力有日渐衰退之势。这一点，已经逐渐成为社会共识。

货币政策效果不佳是多方面因素造成的：

其一，当前的中国经济的高速增长及增长中出现的问题，是一系列高度复杂的因素共同作用的结果。其中，改革的不断深入、城市化的飞速发展、人口结构的变动、长期的高储蓄、以IT革命为基础的“新经济”的扩展、全球化的深入发展、全球经济格局的调整、世界经济长周期的影响等等“风云际会”，综合决定了中国经济运行的当前态势。面对这样一些主要根源于实体经济领域的长期因素，寄望于货币政策这种着眼于短期、且主要在短期内发挥作用的政策体系来产生重大影响，是不切实际的。其二，货币政策要发挥预期的作用，决定于同其他宏观经济政策的配合程度。在中国，举凡财政政策、计划政策、贸易政策、改革措施等等，都处于不断调整过程之中。不配合、不协调的现象，在所难免。另外，金融监管职能分设之后，银行、证券、保险领域的监管举措，也都具有较强的货币政策含义。因此，监管政策与货币政策是否协调，也在相当程度上决定货币政策成效。其三，的确，货币政策是有用的，但同时也要看到，货币政策并不是万能的。金融理论和各国的政策实践都告诉我们，货币政策只能解决它

所能解决的问题。现在，把国民经济几乎所有的问题都压在货币政策头上，实在是勉为其难。其四，在中国经济发展中，各级政府、特别是地方政府，发挥着至关重要的作用。这涉及政府体制问题，同样也是货币政策难以企及的。

当然，货币政策自身也需要改进。随着经济的增长，随着经济对外开放程度不断加深、随着金融市场渗透的领域逐步扩大，随着金融创新不断深入，货币政策实施的环境发生了根本性变化，从而造成货币政策的传导机制发生了重大变化。如上所有变化，都使得我们目前以调控货币供应量为主的货币政策范式逐渐失去了有效发挥作用的条件，面临着越来越大的挑战。这种挑战主要表现在如下三个方面。

其一，货币供应量的统计口径越来越模糊，其“可测性”和“可控性”逐步降低。近年来，虽然央行在控制基础货币供应方面日趋娴熟且成效显著，但货币供应量的计划指标与实际达到的指标之间的差异有增大之势。其中，重要的原因在于，由于金融市场发展和金融创新的深入，金融资产的整体流动性在不断提高，这一方面使得货币供应易变性增强、货币乘数不稳定，另一方面则使得能够发挥货币功能的金融资产不断增多，使得当局在统计货币供应方面心劳日拙。大家知道，大约一个月前，北京大学的宋国青教授和高盛公司的梁红女士分别都对我国的货币供应统计口径提出了质疑。宋国青认为经过调整的 M2A 更符合中国的货币供应的实际；梁红则认为中国应当增加 M3 统计口径。他们的质疑是合理的。他们所依赖的理论和举证的事实异曲同工，都看到了货币供应的系列随着金融市场的发展和金融创新的深入而不断变化和加长的事实。

其二，货币供应量与 GDP 以及物价水平走势的“相关性”降低，以致于即便对货币供应量实施了有效控制，亦难以实现货币政策的最终目标。这种状况，还是由金融市场发展和金融创新带来的。这些发展和创新，不仅增加了可以发挥货币功能的金融工具的系列，而且使

得这些金融工具的流通速度不断提高，从而更加剧了流动性膨胀的局面，致使社会上可贷资金充斥。另外，基于 IT 技术之上的支付清算制度现代化的影响也不可小视。有研究者认为，2005 年人民银行大额实时支付清算系统的启动，大大减少了金融机构对支付清算准备金的需求、减少了企业和居民的闲置资金，其综合效果就是提高了货币的流通速度。要用数量指标来衡量，这大约相当于降低法定准备金率 2~3 个百分点。

其三，主要商业银行的公司化改造，改变了货币政策的传导机制。大家知道，虽然理论上我们可以概括出很多货币政策的传导渠道，但通过银行机构的信贷渠道始终都占据关键地位；在中国这种以银行为主导的金融体系中，这种现象尤其显著。信贷是银行机构的行为。因此，银行体系的改革就不能不对货币政策信贷传导产生影响。总的趋向是，由于利润目标受到强调，商业银行应对央行调控的“对策”比过去更层出不穷了。

聊以自慰的是，以上所列种种，并非中国特有的现象，它们在世界上具有普遍性。由于金融市场发展和金融创新的深入，世界各国以调控货币供应量为核心的货币政策操作范式均遇到了不确定的冲击，致使世界上越来越多的货币当局开始摒弃这种货币政策范式。例如，美联储前主席格林斯潘在上个世纪 90 年代初向美国国会作证时就曾明确宣布：鉴于对货币供应量的精确调控日趋困难、且货币供应与经济增长的关系日趋疏远，美联储的货币政策操作将放弃货币供应量目标。问题是转向哪里？人们常常不假思索地回答：转向调控利率（和汇率）。这里存在两个问题，第一，当前世界各国的普遍问题是，经由一个中介目标——无论是“量”还是“价”——来实施货币政策，均陷入了调控不力和政策效力递减的困境，因为，中介变量与最终被调控变量之间的关系，已经因金融市场的飞速发展和金融创新的风起云涌而变得越来越不确定了。因此，从一个“量”的中介目标转向另

一个“价”的中介目标，并没有最终解决“工具规则”的失灵问题。第二，在中国，由于利率市场化尚未彻底完成，向以利率为中介操作范式转变存在不可逾越的困难。因为，利率手段充分发挥作用，以利率的完全市场化和金融市场的一体化为前提。而在中国，客观地存在着对存贷款利率的部分管制、汇率形成机制的不完善、金融结构以银行主导、以及市场分割等诸方面的缺陷。这些缺陷，均严重地制约了利率手段发挥作用的空间。

面对困境，我们或许需要认真考虑从上个世纪 90 年代初期开始在世界各主要国家普遍发生的向“通货膨胀目标制”转变的潮流。从本质上说，通货膨胀目标制度并不只是关注通货膨胀、而不关注其它宏观经济政策目标，相反，从实行这一制度之国家的政策实践看，这一制度框架比任何一种现行的政策框架都更广泛、全面、深入地从总体上关注金融的运行和实体经济的运行。因此，通货膨胀目标制中的目标通货膨胀率本身，就是与其它宏观经济政策目标相协调统一的结果，换言之，货币当局盯住的目标通货膨胀率，是经过改造和重新定义，从而包含了大量其他宏观经济信息的目标变量区间。在实践上，通货膨胀目标制度是一种货币政策范式，同时也是一个操作框架。在这个操作框架中，目标通货膨胀率当然形成约束，但更多地则是给货币当局提供了较大的相机抉择空间。观察美联储近年来的货币政策操作，我们便可看出新范式与旧范式的区别。大家都记得，新世纪以来，美国的利率水平曾有过两次方向相反的变动，一次是减息，一次是加息。在减息操作时，联邦基金利率曾连续十余次下调；在加息操作时，联邦基金利率又连续十余次上升。这种操作方式，若根据过去的工具规则来评价，是几乎不可理解且不能允许的。在这里，美联储决定利率政策的唯一根据只是要将通货膨胀率以及其他宏观经济变量调控到目标区内。为达到该目标，采取何种手段，该手段实行多大剂量，都退居次要了。总之，我认为，中国目前的货币政策范式已经走到了

尽头，我们确实应当认真思考向通货膨胀目标制转变的问题了。事实上，对传统货币政策范式的失效问题，货币当局早已有比较深刻的认识。例如，吴晓灵副行长在几年前就已确认了央行调控货币供应量力度不足的事实，只是苦于一时间找不到替代的手段，而不得已“退而求其次”。再如，周小川行长在2006年就曾多次发表过关于中国货币政策多目标的言论。这一切充分说明：我们的货币当局早已在认真思考模式的转型问题了。

应当清醒地看到，实行货币政策操作范式转变，需要一系列条件。第一，中央银行应当有独立性。这里的独立性，包括独立于政府、独立于政府部门、独立于企业、独立于市场等多重内容。第二，应当全面改造和完善我国目前的各项货币政策工具。其中，尽快改革准备金制度，特别是尽快取消对准备金支付利息的制度，使得准备金真正发挥约束银行贷款的作用，具有相当重要的意义。第三，必须加快利率市场化改革，为货币政策传导创造前提条件。第四，应当尽快清除在各类市场之间的人为阻隔，理顺货币政策传导的渠道。第五，大力提高货币政策的透明度、公开性和可信度。毫无疑问，上述各项改革均非一蹴而就。但是，为了使得我国货币政策成为宏观调控的有效手段，我们必须尽可能加快改革。

(未完待续)

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn