

论文 NO. 2018 年 7

发表时间：2018 年 7 月 8 日

## 货币政策 40 年之变局

彭兴韵

国家金融与发展实验室 副主任

中国债券论坛 秘书长

摘要：中国金融在改革开放大潮中经历了天翻地覆的变化。再有远见卓识的人，恐怕也难以在 40 年前想象中国金融体系能如现今。那时，中国仅有一家金融机构，它的名字叫“中国人民银行”，那时的人民银行既掌管货币发行，也吸收公众存款。后来，为了改革开放的需要，陆续恢复分设或成立工、农、中、建等国有银行以及其他各种商业银行，由它们直接为公众和企业提供金融服务，而人民银行专司央行职能，同时负责对所有金融机构的监管。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

一、作为央行，人民银行主要是通过信贷规模控制和管制利率来实施货币政策的，这被麦金农等称为“金融抑制”。百废待兴中巨大的投资需求、国有企业软预算约束，使央行的信贷规模屡屡被突破，引发了一轮又一轮的通胀。

1994 年的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济若干问题的决定》，明确了中国市场化改革的基本方向。同年，中国金融体系进行了几个方面的重大改革。首先，在金融机构方面，为了把国有银行打造成为“自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束”的经营实体，将政策性金融职能从原来的国有银行分离出来，组建了三大政策性银行。其次，切断财政赤字与货币发行之间的脐带关系，禁止从央行借款或透支弥补财政赤字，以增强人民银行的信用独立性。在 1994 年以前，我国财政赤字与货币发行之间的关系，导致了央行被迫随财政赤字而发行货币。可想而知，每一次财政赤字增加，都会伴随一轮通胀。1994 年通胀一度达到 24%，货币价值储藏职能受到了通胀的严重侵蚀。第三，为了积累外汇储备，中国于同年实行了强制结售汇制，有外汇收入的企业或个人，在收到外汇后被立即强制转换为人民币，而有外汇需求的企业或个人，则从银行购买外汇。这一制度安排，使中国的货币发行又与国际收支密切地联系起来，它对中国在 10 年后（也就是 2004 年后）经济金融的影响，超出了当时的理解。

由于央行采取了紧缩性的措施，1994 年中国的通胀并没有继续恶化，通胀率不仅很快就回落了，而且还很快地演变成了通货紧缩。

对于一个在计划经济中长期陷入短缺的发展中国家而言，由卖方市场走向买方市场之快，确是始料未及的。中国的通缩，又遭遇 1998 年的亚洲金融危机之霜，经济增长陷入了低迷，中国似有信贷紧缩的迹象。为了刺激增长，政府实施了积极财政政策与稳健货币政策的宏观调控组合，货币政策名为“稳健”，实为“扩张”。央行再也不用担心“信贷饥渴症”，顺水推舟，对商业银行实行资产负债比率管理，将法定存款准备金比率从 13% 大幅下降至 6% 的同时，还尝试着开展公开市场操作等间接货币调控手段，直接信用管制的调控手段，逐渐从中国货币政策框架中淡出了。为了增强央行的政策独立性，效仿美联储，撤销了人民银行的各省分行，转而建立了跨省区的分行体制，试图以此减少地方政府对人民银行信贷政策的干预。

特别是，利率市场化改革作为金融深化中最棘手的领域，人民银行也借通胀率下行而大胆地尝试，在金融市场仍然极度不发达、金融机构风险定价能力较弱的情况下，人民银行就制定了“先外币后本币，先贷款后存款，先长期大额、后短期小额”的利率市场化策略。可以说，通缩为中国利率市场化创造了难得的时机，中国果断地放开了同业拆借和债券回购利率，货币市场利率随行就市；适时扩大金融机构对小企业贷款的利率上浮区间，1999 年，金融机构贷款利率的上浮区间就扩大到了 30%。可以说，中国从管制利率向市场化的利率机制迈出了重要一步。

为了摆脱通缩，政府迫切需要寻求新的经济增长点。房地产当仁

不让地被政府寄予厚望，于是，1999年取消了福利分房，人们要取得住房，就只能通过市场购买。于是，央行要求商业银行增加对住房抵押贷款的供给，便具有了一石二鸟之功，中国银行体系也从过去单向地吸收居民储蓄存款，变成了对居民的双向金融服务；从过去一切为生产筹措资本，转而同时注重对居民消费提供金融服务，这意味着，中国银行业具有更完善的银行资源配置的功能。同年，中国成立了华融、东方、信达和长城四大资产管理公司，央行为它们提供了数千亿元的贷款，以承接对口的四大国有银行总额达14000亿元的不良贷款。这是对国有银行巨额的财务重组过程，意味着央行被迫承担起了维护金融稳定的职责——尽管这与它保持币值稳定的法定目标是相冲突的。

二、2001年中国加入了世界贸易组织，一些发达国家又开始指责中国人民币被低估从而输出了通缩，这极大地改变了中国货币政策面临的国际环境。过去，发展中国家的货币总是被高估，国际金融市场上对人民币汇率的这一预期，可以说在很大程度上改变了新兴经济体货币的汇率印象。于是，贸易顺差与资本流入很快就导致了中国货币扩张，即便遭遇了2003年的“非典”冲击，贷款（尤其是房地产贷款）增长速度之快，还是始料未及的。即便面临“非典”冲击之时，央行也不得不第一次实施房地产信贷收缩政策，结果，一些开发商惊呼，中国房地产的冬天要来了。不过，随后不久，出于对经济下行的担忧，抑制房地产信贷的政策并未持续。2003年还奠定了一行三会的

金融监管新格局，虽然央行保留了对货币与外汇市场的监管权力，但其监管权限已被大大削弱了，货币政策便成为其核心的职能了。

加入世界贸易组织极大地拓展了中国产品的市场空间，贸易顺差节节攀升；2003年之后，人民币升值预期不断升温，国际资本大量涌入，超常增长的外汇储备，取代再贷款，完全主导了基础货币投放。所有这些，迫使央行最终于2005年7月开启了人民币汇率机制的改革，实施有管理的浮动汇率制，同时对人民币兑美元汇率升值2%。汇率机制变化后，人民币在接下来的几年里出现了单边升值的趋势，与其他新兴经济体从固定汇率走向浮动汇率后的货币大幅贬值不同，人民币汇率却呈现了“强势”的特征。持续贸易顺差与升值预期下的资本流入，导致中国流动性泛滥有愈演愈烈之势，过剩的流动性开始在中国房地产市场寻找出路，上海、北京等一线城市房价随之大涨。

为了应对流动性过剩带来的通胀压力，人民银行早在2003年起便开始大量发行央行票据来加以对冲。但央票有较高的利息成本，且到期必须被赎回，只是对流动性的“浅层次对冲”。2004年央行就尝试通过差别存款准备金来约束金融机构无节制的贷款行为，但直到2006年，央行才开始通过提高法定存准率来对流动性加以“深度”冻结，2008年9月前的两年左右时间里，提高法定存准率20次，到2011年，中国法定存准率一度达到21.5%。于是便有了“池子论”和“利差管理论”，即以高法定存准率关住国际收支双顺差带来的流动性扩张，同时通过扩大存贷款利差，为金融机构配合央行高法定存款

准备金的政策提供相应的利益补偿。在中国不断深化的金融市场化改革中，奇高的法定存准率，又给中国金融打上了“金融抑制”的烙印。

正当各国央行都与全球流动性过剩做不懈斗争之际，美国次贷危机魅影却在潜行猎食，并最终引爆了雷曼兄弟的破产，包括中国在内的全球金融市场深受牵连，股票市场暴跌，实体经济遭受冲击的破坏性之强，是包括格林斯潘在内的央行行长们意料之外的。为了应对危机的冲击，中国不得不出台了 4 万亿元的经济刺激计划，货币政策既是降准，又是降息。结果，2009 年的货币供应量与信贷就达到了超过 30% 的增长率。与此同时，地方政府在此轮刺激中开始大规模地举债，宏观杠杆率大幅攀升。此轮刺激政策虽然只持续了两年左右，时间并不太长，也收到了短期经济回升的效果，但它对长期增长埋下的隐患，至今也还未消除，它带来的高杠杆成了今日防范和化解金融风险中难啃的硬骨头。

刺激政策并没有带来持续的高增长，但它的后果很快就暴露了出来，刺激之后，需要更大的刺激，才能维持实体经济与金融体系的稳定。但是，2013 年新一届政府成立后，政府笃定采取“不刺激”的政策，拔掉了输液管的金融市场，是年年中就爆发了“钱荒”，隔夜回购利率一度飙升至 28%，市场一时愕然，乃至业内调侃道“没有经历这一天的交易员的人生，注定是不完美的”。好在央行的及时干预，让本已处于峭壁边缘的金融市场，没有进一步演变成失控的流动性恐慌。“钱荒”事件充分暴露了中国金融体系脆弱性的一面，央行也突

然意识到，需要临时性的流动性救助机制，来维护金融市场的稳定。于是，一种叫作“短期流动性操作”的公开市场工具被开发了出来，它的一个孪生兄弟便叫作“常备借贷便利”，以英文首字母组合，便是 SLF，这被业界戏称为“酸辣粉”。

转入 2014 年，央行开始了定向调控，货币政策又从之前的总需求管理转向了结构性管理。货币定向调控是为了支持三农、小微企业等国民经济薄弱环节而采取的货币调控措施，其政策工具包括定向降准、支农支小再贷款、抵押补充贷款等，这意味着，货币政策放下了需求总量管理的身段，而肩负着信贷结构调整的重担。同时，鉴于预期管理对货币政策效果具有越来越大的影响，利率走廊一时又是全球央行货币政策新鲜尝试，人民银行又开发出了被戏称为“麻辣粉”的中期借贷便利（MLF），以此加强对利率的区间管理。接下来三年左右时间里，央行又陆续开发了信贷资产质押贷款和扶贫再贷款等等林林总总的贷款工具，并不断增加再贷款合格抵押品的范围，不仅央行贷款又重新回归到了基础货币供给的主渠道，而且合格抵押品范围的扩大，中国货币政策又似有质化宽松之味。

2014 年底的中央经济工作会议确定，中国经济进入了新常态，它指出，中国经济进行了增长速度的换挡期、结构调整的阵痛期和前期政策的消化期，同时还着重指出，总量刺激的货币政策边际效果已经减弱。但出于对经济下行的担忧，加之，中国资本外流快速地消耗着中国巨额的外汇储备，吸掉了大量的宏观流动性，继续保持高存准率

的外部环境荡然无存，于是，央行在 2015 年采取了降息、降准、扩大对金融机构再贷款等诸多方面的操作，存准率正式进入持续下降通道，基本放开了对存贷款利率的上下限管理，利率市场化进入收官阶段。

事实再一次证明，早前“总量刺激的货币政策效果边际上已减弱”的论断是恰当的，经济增长率并没有如预期的那样回升，本意是偏“中性”的政策调整，结果反而导致股票市场疯狂加杠杆，随着市场收益率下行，债市加杠杆也愈演愈烈，房地产价格在一线城市掀起第三轮大幅上涨，进一步做实了“脱实向虚”的诟病。是年 6 月对股市的降杠杆最终引发了股灾，央行及时采取措施，向证金公司提供大量贷款，以稳定股市。就在国内股票市场动荡，人民币从之前的升值转向贬值压力之时，央行又实施了“8·11 汇改”，调整人民币中间价的形成机制，汇率弹性进一步增强。应当说，在人民币承受明显的贬值压力、外汇储备流失加剧之时，这样的汇改，是需要勇气和信心的。

三、于是乎，政府宏观调控的思路来了个彻底大转变。2015 年中央经济工作会议正式确定了以“去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板”为主要任务的供给侧结构性改革，并将它升级为中国宏观调控的主线，“稳中求进”随后成了宏观调控的方法论，相应地，“稳健中性”也成了货币政策的基本原则，货币政策也从总需求管理，逐渐转向了为供给侧结构性改革服务。所谓“稳健中性”，实为央行不再像以前那样采取激进的刺激政策，货币供应与信贷双双应声回落，这

大抵是吸收了过去刺激性货币政策的教训。

2017年7月的全国金融工作会议后，金融回归本源成为一切金融政策的主题，强化监管成为市场参与者的共识。为了提高监管效率，此次会议还正式成立了国务院金融稳定发展委员会，央行在经历多次金融市场动荡的流动性救助之后，最终赢得了在不同金融稳定机构中的核心地位。党的十九大报告指出，要完善货币政策与宏观审慎双支柱的调控框架。在接下来2018年的机构改革中，原来的银行业与保险业监督管理委员会合并，人民银行正式获得了宏观审慎管理的职权，部分制定金融监管行政规章的权力，也一并回归人民银行。这一转变，恰恰顺应了2008年国际金融危机后10年左右时间里主要国内金融监管的新趋势和潮流：由于央行承担了对金融机构和市场的流动性救助职能，它理应获得相应的监管权力，促成金融机构与市场的稳健运行。

因此，货币政策在中国改革开放的大潮中，也经历了大变局。没有被教条所束缚，基本成功地完成了利率市场化改革，有序地推进了人民币汇率机制改革，中国并没有像其他发展中国家那样在金融市场化改革中引起金融危机，不得不说是中国摸着石头过河改革智慧的成功。货币政策比较有效地应对了数次通胀的威胁，确保了持续四十年左右的高增长。全球经济格局的深刻变化和中国成为全球第二大经济体的功劳簿上，应当刻下“中国人民银行”。不过，不断攀升的房地产泡沫、危如累卵的高杠杆，确实也给未来的宏观经济和货币政

策带来了棘手的难题。