紧缩措施频繁出台 货币政策效果有限

李若愚
任职于国家信息中心经济预测部,经济师,本报特约供稿人。研究领域涉及宏观经济、金融运行和金融市场、货币政策等。

今年以来，货币政策坚持从“紧”，紧缩措施出台频繁，尤其是对法定存款准备金率、存贷款基准利率的上调频率为历史罕见。但从货币政策的实施效果来看，货币政策存在一定的低效性。

1、2007年货币政策紧缩力度空前加大。2007年以来，货币政策继续稳健偏紧，紧缩措施出台密集。截至目前，央行已先后五次上调存贷款基准利率，八次上调法定存款准备金率，六次发行定向央行票据，货币政策的紧缩力度是空前的。

货币政策从紧的势头并非从今年才开始。自2001年经济进入新一轮增长周期后，为防止经济过热，政府先后启动了两轮宏观调控。一是2003-2004年的宏观调控，另一是2006年下半年至今的宏观调控。在2003-2004年的宏观调控中，货币政策坚持稳健偏紧，先后上调法定存款准备金率两次，加息一次，此外，还采取了窗口指导等信贷政策手段。事实上，自2003年稳健的货币政策由“松”转“紧”以来，货币政策紧缩的基调一直没有改变。所以2006年下半年至今的新一轮调控实际上是2003年以来紧缩调控的延续，只不过紧缩力度要远远大于前一轮。

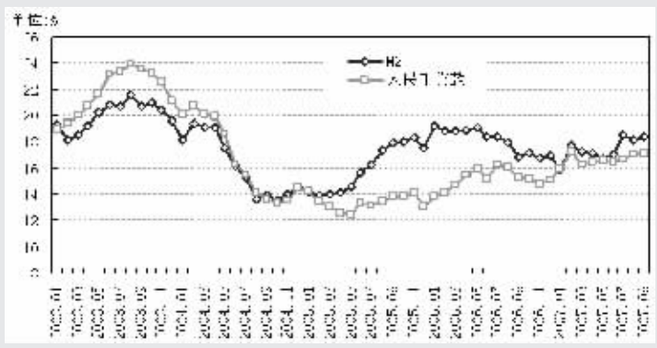
2、货币政策对操作目标的调控较为有效，但从中间目标和最终目标的实现情况看，货币政策存在一定低效性。货币政策措施在发挥效应时，存在“政策工具→操作目标→中间目标→最终目标”的间接传导。货币政策的效应发挥是否充分，关键要看通过货币政策工具的操作和中间目标的传递，最终目标变量是否朝着货币当局的目标区间移动。如果货币政策的操作目标、中间目标、最终目标均未及时达到预计的区间，则说明货币政策效应没有充分发挥。我国货币政策的操作目标主要是银行体系流动性和货币市场利率，中间目标则是货币供应量和信贷，最终目标则是物价稳定和经济增长。

2003-2004年以数量型工具为主的金融调控在短时间内取得了明显的效果。采取上调法定存款准备金率的手段直接减小了货币乘数，而信贷政策更是直接控制了信贷投放，M2与人民币贷款余额均从2003年8月份开始逐步回落（见图1）。但由于数量型工具是对货币信贷供给方调控，在只限制货币信贷的供给，而货币信贷需求仍保持旺盛的情况下，自2006年开始货币信贷再次出现加快增长的势头。因此，从短期效果来看，2003-2004年紧缩货币政策的运用是有效的，但如果把时间放长些看，由于治标不治本，效果并不好。

与前一轮紧缩相比，2006年下半年持续至今的新一轮货币政策紧缩调控短期效果有限。从目标实现情况来看，金融调控对操作目标的控制是较为有效的。在央行多次上调法定存款准备金率和发行央行票据等的“锁定”和“对冲”下，外汇占款的快速增长并未导致银行体系流动性泛滥。今年以来，基础货币运行相对平稳，货币市场利率有所提高，金融机构的超额储备金率稳中有降。6月末，基础货币余额同比增长31%。基础货币增速较高，主要与2006年下半年以来多次提高存款准备金率有关，因为按照现有统计口径，法定存款准备金计入基础货币，而央行票据不计入基础货币。如果2006年以来由法定存款准备金率上调所冻结的流动性改由发行央行票据进行对冲，那么当前基础货币增速将低于10%。6月末，金融机构超额存款准备金率为3%，同比降低0.08个百分点。9月份银行间市场同业拆借月加权平均利率3.36%，比上年同期高1.04个百分点；质押式债券回购月加权平均利率4.03%，比上年同期高1.91个百分点。

但是，从货币政策中间目标和最终目标来看，货币政策存在一定的低效性。就中间目标来看，年初以来，M2同比增速始终保持在17%左右的较高水平，而年初预定的M2增长目标为16%；M1增速则停留在20%左右的高位。1-9月份人民币各项贷款累计增加3.36万亿元，已超过去年全年新增贷款规模，按可比口径同比多增6073亿元。就最终目标来看，今年以来CPI出现逐月攀升的势头，下半年CPI上涨明显加快，通货膨胀压力加大。1-8月，CPI累计同比上涨3.9%，涨幅比上年同期高2.7个百分点，超过年初预定的3%的调控目标。

图1:2003.1-2007.8各自M2与人民币贷款余额同比增速



多重因素影响货币政策发挥金融调控作用

在分析我国货币政策因何低效时，首先能想到的原因是货币政策执行环境所存在的问题。一是持续存在的老问题——货币传导机制不畅通。从货币政策的传导过程可见，货币政策传导机制实际上分属两个不同的领域，即金融领域和实体经济领域。当中央银行运用货币政策工具，调整基础货币和货币市场利率时，首先改变的是金融领域的资金面和资金成本，然后影响商业银行的贷款行为和金融市场的融资条件，并通过它们的变动，最终影响到实体经济领域，即引起企业和居民资产结构的调整以及投资和消费的变化，从而改变整个社会的产出和价格。通常，一国货币政策的有效性受该国货币政策传导机制效率的直接影响，而这种效率是特定的金融制度、金融结构与经济发展水平和结构等共同作用的最终结果。一般认为，我国货币政策传导机制不畅通主要原因有：金融市场不健全，金融体制改革不到位，融资结构单一，公众预期不稳定，地方政府投融资行为存在诸多问题等。以上因素大都与我国转型经济共存，是经济体制改革不到位所带来的长期问题。

另一是对外开放带来的新问题——过多的外汇占款投放对货币政策的干扰。按照Mundell-Flemming模型，对于开放经济体而言，一个国家不可能同时实现资本自由流动、货币政策的独立性和汇率的稳定性。按照这一原则，在目前人民币对美元较为稳定的前提下，相对自由的资本流动使我国货币政策独立性受到很大冲击。我国国际收支出现了持续大量的“双顺差”造成了人民币的巨大升值压力，而为了维持汇率的稳定，我国央行不得不干预外汇市场，买进美元、大量投放人民币，同时在利率政策的运用上，要考虑中美利差因素，这就对我国货币政策的独立性和有效性造成一定影响。

除了货币政策执行环境这一客观原因外，我们认为在货币政策的制定和执行方面存在一些问题，也是造成货币政策低效的重要原因：

1、货币政策过于注重数量型调控，对价格型工具利用不充分。数量型工具主要针对货币与信贷等资金的数量和结构，通过直接调节资金供给来影响市场主体行为，包括公开市场操作、调整法定存款准备金率、信贷政策等。价格型工具调控的对象则是利率、汇率等资金的价格，通过改变资金成本，影响市场主体的资金需求，来改变市场主体的行为。

在2003-2004年经济过热苗头首次出现之时，金融调控主要运用了上调法定存款准备金率和关紧信贷闸门等数量型工具，取得了显著的短期效果，但一年多以后，信贷和货币投放再次出现反弹。在今年的金融调控中，虽然价格型工具获得频繁使用，但加息次数远远落后于存款准备金率的调整，而被频繁动用的数量型工具并未显出明显效果。是什么使得在2003-2004年取得显著短期效果的数量型工具在2007年连短期效果也见不到呢？主要原因在于：近两年我国货币供给的内生性显著增强，在货币供给强内生性的影响下，数量型工具的效果受到了限制和削弱。

所谓货币供给的内生性是指货币供给并不是中央银行可以自行决定的，而是由包括商业银行、企业、居民等经济主体的行为决定的。对我国货币供给内生性的验证，通常通过分析货币供给与货币乘数之间的关系来进行。根据货币银行理论，货币供给存在M=m*B的数量关系。一般来说，中央银行可以通过公开市场操作来控制基础货币，但对货币乘数的控制能力有限，货币乘数在更大程度上取决于银行和居民的行为选择。前面我们分析，央行在通过公开市场操作结合法定存款准备金率上调来应对外汇占款投放、控制基础货币方面较为成功，货币政策操作目标实现良好。但在操作目标向中间目标传导的过程中，也就是由基础货币（m）传导到货币供应量（M）的过程中，由于货币乘数（B）在商业银行和企业、居民行为选择的影响下持续扩大，最终造成中间目标、乃至最终目标难以实现。当央行提高法定存款准备金率来降低货币乘数时，商业银行可以在保持货币与信贷投放力度的情况下，通过降低超额储备率来应对。而央行执行“窗口指导”提醒商业银行控制贷款投放时，如果商业银行不“听话”，信贷政策的效果也难以实现。

那么又是什么造成商业银行积极放贷，货币乘数不断攀升呢？需要看到，2003年底启动的以制度变革为主线的国有商业银行改革在经过四年时间后，工、中、建三大国有独资商业银行通过注资、财务重组、股份制改造和上市等步骤，已经顺利完成任务，而交通、华夏、中信、兴业等股份制银行和北京银行、宁波银行、南京银行等部分地方性商业银行也已完成改革上市的任务。至今，国有商业银行改革计划已经完成过半。商业银行改革上市的结果是商业银行资产质量普遍大幅提高，放贷能力显著增强，企业化运作成为常态，利益最大化的取向更加明显。商业银行经营机制的变化使其由“听令于政府、听令于央行”转为“听令于市场”，因此，当企业和居民贷款需求旺盛之时，商业银行必将积极放贷。据中国人民银行和国家统计局共同完成的全国银行家问卷调查显示，2006年以来，随着经济景气度的提升，贷款需求景气指数不断攀升，企业和居民贷款需求持续旺盛。贷款需求景气指数由2005年四季度的64.1提高到2007年二季度的69.4，创下调查以来的最高水平（见图2）。

2、价格型工具调整不及时导致货币政策实际效果不“紧”反“松”。货币政策措施的实施直至对经济金融运行产生一定效应之间总是存在一定的时间间隔。时滞的存在要求货币政策一定要有前瞻性，在宏观经济刚出现过热迹象时，就及时采取措施。但就2003年以来汇率与利率的调整情况来看，货币政策操作前瞻性并不强，往往在宏观数据发生变化时才采取相应措施，最终造成价格型工具没有起到紧缩的效果，反而表现宽松。

2003年以来的紧缩调控中，央行对利率的调整始终落后于物价形势的变化，一年期存款实际利率一直维持在低位，货币政策并非紧缩，而是宽松的。这对经济过热的控制实际上起到了火上浇油的反效果。今年以来，虽然加息次数较为频繁，但利率调整仍落后于物价变化，一年期存款实际利率仍维持“负利率”状态（见图3）。从汇率角度来看，也是如此。自2001年开始，我国FDI与出口双双大幅提速，外汇储备也进入急剧增长的阶段。国际收支双顺差和巨额外汇储备激发起极强的人民币升值预期，但我国汇率形成机制改革在2005年7月份才正式推出。人民币汇改以来，人民币对美元升值幅度有限，截至今年8月底累计升值不足10%，人民币实际有效汇率累计升值幅度不足8%。其中，2007年的人民币汇率调整反而慢于2006年，今年前8月人民币对美元累计升值幅度为3.28%，而2006年同期人民币对美元累计升值4%。由于人民币汇率调整过于缓慢，对出口的抑制作用并不明显。

3、金融调控对资产价格过快上涨没有给予足够的重视。2005年以来，我国实体经济运行保持“高增长、低通胀”的局面，与此同时，股票与房地产价格大幅攀升，虚拟经济持续升温。进入2007年，食品价格的突然上涨带领CPI走出低谷，“高增长、低通胀”的局面有转为“高增长、高通胀”的危险。而股票、住房等资产价格仍高位攀升，房地产市场和股票市场都出现了明显的泡沫化，虚拟经济与实体经济有双双趋热的势头。

理论上讲，由于影响资产价格的因素不仅繁杂而且极其不稳定，货币政策跟踪资产价格容易发生明显的调控偏离。而且从实体经济和虚拟经济的二分法角度看，货币政策的最终目标是实体经济的增长和物价稳定，虚拟经济的波动和资产价格膨胀确实不属于货币政策的调控范围。因此，无论是理论上还是调控实践，央行都没有必要对资产价格波动做出直接反应。不过，货币政策专注于包括GDP、CPI以及投资增长等实体经济指标是基于虚拟经济对实体经济没有直接影响的前提。如果虚拟经济对实体经济有较大影响，那么货币政策过度拘泥于GDP、CPI等实体宏观指标而对虚拟经济下的资产价格忽视就很容易纵容经济内部所存在的风险。

2005年以来，我国资产价格出现过快上涨，与此同时，一年期存款实际利率在2006-2007年一直维持在低位，甚至为负利率。负利率的存在对投机活动形成刺激，对资产价格上涨有着直接影响。而2006年至今，随着资产价格持续快速攀升，虚拟经济对实体经济的影响开始加大。主要体现在两方面：一是资产价格的过快上涨对物价形势产生一定的影响。一方面，股票和房地产等资产价格的上涨会通过财富效应来促使居民增加消费支出，从而影响到即期的消费物价水平；另一方面，迅速增长的资产价格将使得人们预期未来的商品与服务的价格也会上涨，从而加剧人们对未来的通货膨胀预期。二是资产价格的过快上涨带来的金融不稳定因素在加大，金融风险在上升。经济中的投机行为一般被认为会对经济与金融安全产生负面影响，而经济史上众多的资产泡沫事件最终多以泡沫破裂收场。

4、在治理投资反弹、通货膨胀、资产价格过快上涨等问题上货币政策不能单打独斗。在当前投资反弹、通货膨胀、流动性过剩等一系列突出问题的背后是更深层次的体制性矛盾。在投资反弹的背后是地方政府的投资冲动，土地、能源、原材料等要素价格被人为压制在低位；食品价格的突然上涨背后是我国农产品供求关系出现了新的变化：食品需求随着城镇低收入群体和农村居民收入水平的逐步提高而增长，产生物质能源发展增加了对农产品的需求，我国城市化的推进造成的耕地面积持续减少、农村高素质的劳动力不断离农等又使食品供给能力受抑制；流动性过剩的背后是我国经济对内与对外失衡；资产价格过快上涨的背后则是金融自由化和金融监管宽松、投机心理因素等。而以上这些都远远超出了货币政策的影响范围。

图2:贷款需求景气指数

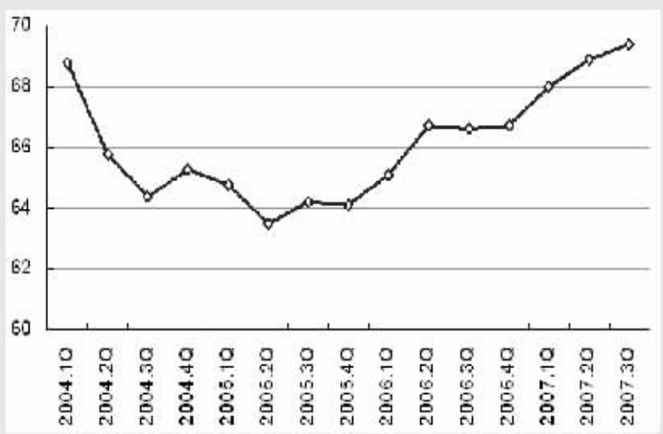
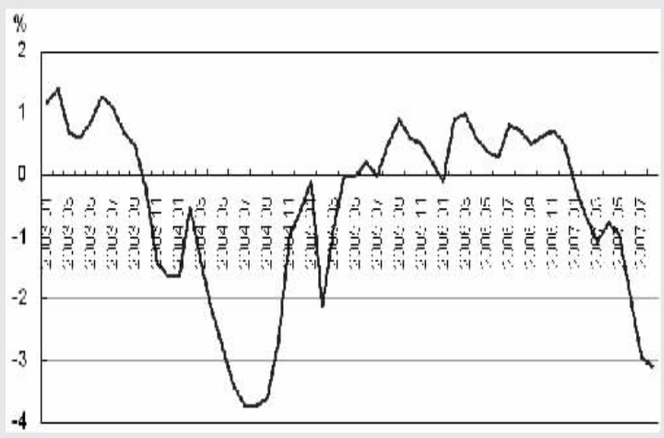


图3:一年期存款实际利率变化



推进市场化改革 增强货币政策效果

1.正视我国货币供给的内生性特征，加强对价格型工具的运用

金融调控必须正视我国货币供给的强内生性特征，在深化金融体制改革的同时，将货币政策的着力点从货币供给管理转向货币需求管理。在影响货币需求的诸多因素中，利率和汇率是重要的政策变量。因此，货币政策要在推进利率与汇率市场化改革进程的同时，加强对汇率、利率价格型工具的运用。

2.在利率调控上，要从国内经济运行需要出发，不能囿于中美利差的限制

负利率的存在不利于对资产价格泡沫的控制，也将增强居民通货膨胀预期。在经过年内的第五次加息后，一年期存款基准利率已上升到3.87%，扣除5%的利息税为3.6765%。而今年1-8月CPI累计涨幅为3.9%，可见，目前一年期存款实际利率仍然为“负利率”。为避免负利率对经济金融的稳定运行产生负面影响，利率仍有上调的必要。如果存款利率恢复到正水平并逼向均衡利率，货币政策应能收到稳定通胀预期、控制资产泡沫的效用。很多人认为，加息政策使用的空间主要来自外部限制。美联储目前已经开始降息，如果中国持续加息的话，中美利差将缩小，或将进一步吸引国际短期资本流入我国，并加剧国内流动性过剩的压力。但就目前形势而言，具有很强的投机性的国际游资，进入我国投机套利，并未仅满足于兑换成人民币存入国内银行来获取有限但稳定的升值收益和利差收入，而是选择进入具有极大投机潜力的股市、房市，以获取高额利润。因此，中美利差对国际短期资本的影响已基本失去意义。在利率调控上，要从国内经济运行需要出发，不能囿于中美利差的限制。如果国内通货膨胀压力在加大，资产价格泡沫仍在持续，应选择自主加息，来消除负利率，使利率水平不断趋近均衡利率。

3.适度加快人民币升值步伐，引导人民币有效汇率实现小幅升值

就实体经济的需要来看，持续稳定的经济发展，包括对外经济和内部结构调整等发展变迁，所要求的往往是长期的和循序渐进的汇率波动。就虚拟经济、资产价格波动的需要看，保持人民币汇率双向波动、累计小幅升值的态势有助于缓解人民币升值预期。从经济和金融平稳运行的需要出发，人民币汇率应保持小幅升值的态势，切忌升值过急、过快。在保持人民币小幅升值的前提下，可通过增强人民币汇率弹性、扩大人民币对美元汇率波动区间等方式来适度加快人民币升值步伐。另外，目前人民币升值主要体现在对美元的汇率变化上，由于国际市场上欧元对美元走强，人民币对欧元反而是贬值的。截至今年8月底，人民币对欧元较汇改前累计贬值3.3%。因此，在引导人民币小幅升值的问题上，不仅要实现人民币对美元的小幅升值，更要引导人民币有效汇率实现小幅升值。

4.货币政策应重视资产价格泡沫的变化，针对资产价格的波动进行相机控制

首先，应将资产价格作为货币政策的参考目标。实际上，欧盟、澳大利亚等均已将资产价格作为货币政策的重要参考。在2005-2007年资产价格出现暴涨的情况下，未来资产价格可能会出现较大波动，资产价格变化将对实体经济造成较大的冲击。因此，货币政策有必要重视资产价格泡沫的变化。

其次，针对资产价格的波动进行相机控制。美联储连续十七次加息最终引发美国房地产价格大幅下降，并引致次级债和房贷危机，在危机爆发后，美联储为防止金融市场危机对总体经济造成负面影响于2007年9月18日又采取降息0.5个百分点的措施，美联储的操作说明货币政策在应对资产价格的波动方面应采取相机控制的措施。在资产泡沫持续膨胀时，收缩货币供应，提高利率，防止出现过高的资产泡沫。在资产泡沫形成后，不能以收紧银根的方式来捅破资产泡沫。在资产泡沫破裂后，要采取宽松的货币政策，以保证金融稳定，为资产泡沫破裂后问题的解决提供资金条件。

5.加强信贷政策与财政政策、产业政策等的协调和配合，发挥综合效应

产业政策和信贷政策要适时、适度进行调整，形成动态协调配合机制，更好地发挥综合调控作用。与货币政策相比，财政政策在解决结构失衡方面有其独特的优势。在上个世纪90年代后期开始的通货紧缩中，积极的财政政策在刺激内需上发挥了积极的作用，但在近一轮的宏观调控中，财政政策实际操作中存在稳健不足、实际偏松的现象，应该真正回到稳健的轨道上来，与货币政策形成紧缩合力。此外，最近几年国家财政收入的快速增长，使得财政政策在国内结构调整特别是调节收入分配，刺激国内消费方面能够发挥更加重要的作用。

6.稳步推进利率市场化改革，提高货币政策的传导效果

货币政策传导机制的效率不仅取决于中央银行货币政策的市场化取向，还取决于金融机构、企业和居民的市场化行为。为此需要大力推进金融体制改革，以提高金融机构与企业居民对货币政策的敏感度。在国有商业银行股份制改革成功过半之后，金融体制改革的侧重点要落在推进利率市场化进程上。当前利率市场化的推进急需构建合理的基准利率和合理的收益率曲线。