

流动性过剩条件下货币政策选择

范志勇 马兹辉

内容提要:

2006年以来中国货币当局为缓和流动性过剩和通货膨胀问题采取了包括央行票据、存款准备金率和存贷款利率在内的数量工具和价格工具。本文研究发现,在外汇储备快速增长的背景下,数量型工具的作用有限,其紧缩效果在较短时间内即被外汇占款增长所抵消。真实利率对中国总需求和宏观经济波动有明显的推动作用。由于名义利率调整滞后于价格水平上涨导致真实利率下降,这不仅在一定程度上抵消了货币当期通过数量工具收缩流动性的效果,而且可能推动波动加剧。因此本文认为为了弥补数量型工具作用效果有限的问题,需要对利率政策进行调整。为了保证利率政策的有效性,本文专门论证了国际环境对中国货币政策选择的影响。

关键词: 货币政策、真实利率

自2006年以来,中国货币当局为缓和流动性过剩和通货膨胀问题采取了包括央行票据、存款准备金率和存贷款利率在内的数量工具和价格工具。从货币政策实施的效果来看尚未达到货币当局的目标,问题究竟是货币政策效果有限还是不同货币政策工具在力度和搭配不协调。本文首先对比研究了存款准备金率调整和央行票据的冲销效果,结果发现在外汇储备快速增长的背景下,存款准备金率调整和央行票据发行的收缩效果在短期内即可被外汇占款增长所抵消,因此在贸易顺差造成外汇储备不断增加的情况下,存款准备金率调整和央行票据发行已经成为央行被动收缩流动性的日常工具。其次通过货币条件指数(MCI)对中国实际货币政策环境进行评价。通过对真实货币(信贷)供给、真实利率和实际有效汇率等指标的研究发现,自2006年以来由于真实利率下降,抵消了实际货币(信贷)供给增长率下降和人民币实际有效汇率小幅度升值的效果,造成中国货币政策环境在2007年以来实际货币政策处于由紧变松的过程之中,这与货币当局的目标不一致。第三,本文重点研究了真实利率对中国宏观经济波动以及货币数量工具效果的影响,结论表明真实利率不仅对于中国宏观经济有显著的影响,还可以通过货币流通速度影响货币数量工具的政策效果。第四,基于上述分

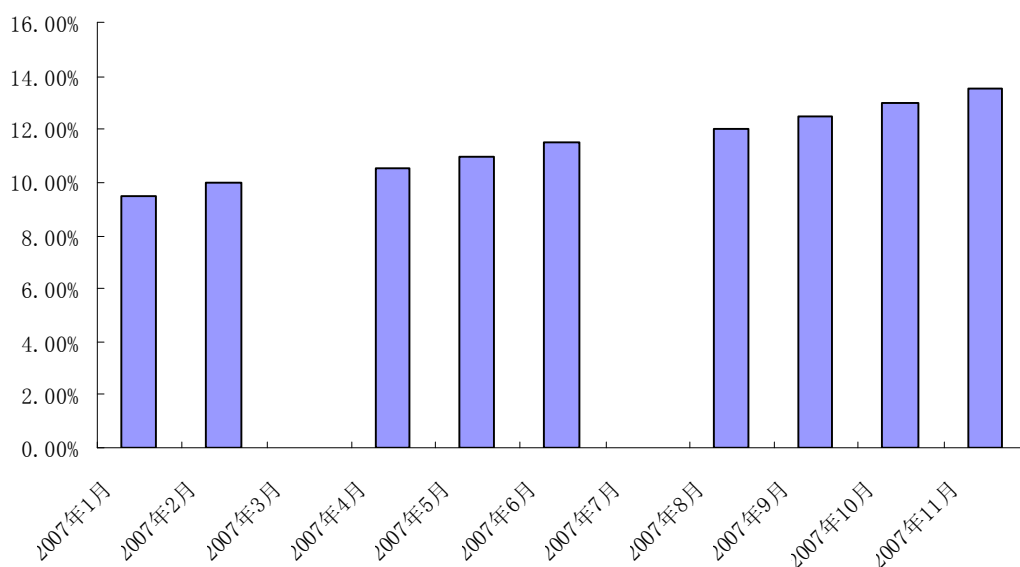
析，我们发现在流动性过剩背景下，数量型工具的紧缩效果有限；同时研究利率政策，特别是真实利率对中国经济有显著的影响。显然在经济存在潜在过热风险条件下，真实利率应该维持在比较高的水平以实现稳定宏观经济的目的，但是真实利率不断下降，甚至出现负利率的显示表明货币当局在利率政策方面出现了问题。第五，为了保证利率政策的有效性，本文专门论证了利率调整的效果不会被投资资本流入所抵消。影响投机资本流动性的主要因素不是利差而是中国国内的资产泡沫，而加息本身可以在一定程度上抑制资产泡沫，并可能对投机资本有一定的抑制作用，因此美国利率也不会也不应构成中国利率政策调整的上限。根据研究的结果，我们认为中国的货币政策选择除了继续通过数量工具继续收缩流动性之外，在短期内政策调整的方向应该是加快名义利率调整，提高真实利率抑制经济出现过热，长期内则应该遵循泰勒规则，逐步实现利率市场化，同时进一步加速汇率升值过程。

一、持续贸易顺差下，数量型工具收缩效果有限

在本研究报告的上一期当中，我们对中国经济内外部失衡的状况和未来发展趋势进行了详细的分析。我们所得到的一个基本结论是，在当前国际分工格局下，双顺差将是中国未来相当长时间里经济发展的基本特征之一。由双顺差所造成的外汇占款增加将持续推动国内基础货币供给快速增加。既然短期内尚无法从根本上解决双顺差所带来的流动性过剩问题，货币政策更需要在此基础上积极操作。货币政策工具可以区分为数量型工具和价格型工具，数量型工具包括存款准备金率和央行票据等等，直接调节流动性数量。价格型工具主要包括利率，通过调节资金的价格间接影响经济主体的最优化行为，从而将流动性过剩的影响传递到真实经济中去。通过下文的研究我们发现，在持续双顺差的背景下，数量型工具只能起到“扬汤止沸”的作用，因此利率政策就显得更加重要。

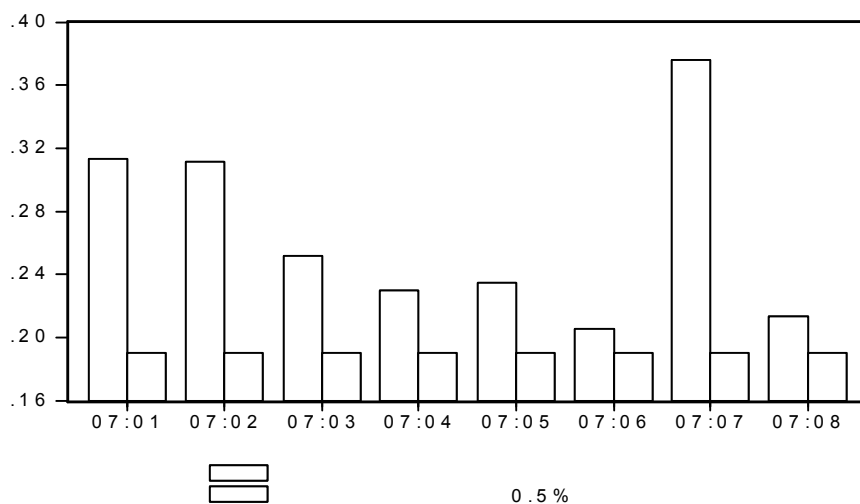
1、存款准备金率上调对流动性的收缩作用有限

理论上存款准备金率政策被认为是中央银行效果最为明显的货币政策工具。中国人民银行自 2007 年以来九次上调存款准备金率，2007 年 11 月 26 日上调后的存款准备金率目前已经达到 13.5%。可以说在中国目前的环境当中，上调存款准备金率已成为央行进行流动性管理的常规工具。



(图1) 2007年以来历次存款准备金率调整

导致出现这种情况的原因在于我国的流动性过剩问题比较突出，央行始终处于被动投放基础货币的状态，有效冲销过剩流动性已经成为央行的主要任务之一。



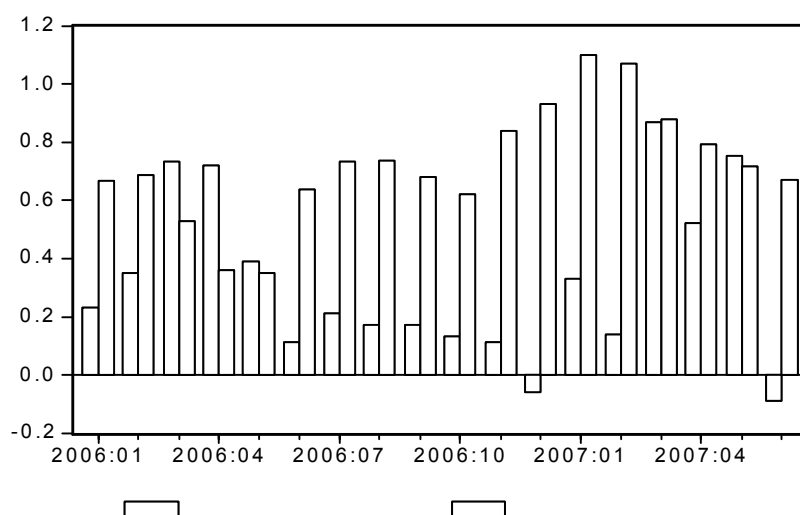
(图2) 外汇占款增量与准备金率冻结基础货币量比较 (单位: 万亿)

然而调高商业银行存款准备金率的实际效果如何呢? 假设存款总量以2007年8月的数据37.74万亿计算, 各种类型的存款准备金率均提高0.5%, 那么约冻结基础货币约为0.19万亿。为了准确的理解0.19万亿的意义, 我们对比了2007

年以来外汇占款月度增量，我们计算 2007 年以来发现外汇占款月度增量最低为 0.21 万亿，最高约为 0.38 万亿。通过对比可以发现，如果按照 2007 年以来外汇占款的增长速度，存款准备金率提高 0.5% 的收缩效果大约 1 个月就可以被外汇占款的增加所抵消。

2、中央银行票据发行部分冲销外汇占款

除了提高存款准备金率之外，央行票据发行目前也成为货币当局收缩流动性的日常工具之一。同样我们对比了自 2006 年 1 月份至 2007 年 6 月份外汇占款增量与央行票据净增量之间的关系。为了消除月度之间数据的波动性，我们选取三个月环比增长额作为比较对象。除了 2006 年 3 至 5 月和 2007 年 5 月之外，外汇占款的三个月环比增长额均高于同期央行票据的同期净增额。平均而言，外汇占款三个月环比增长额为 0.72 万亿，而央行票据三个月环比增长额仅为 0.32 万亿，远低于外汇占款的增长速度。



(图 3) 外汇占款三月增量与央行票据三月增量比较 (单位: 万亿)

通过上述比较，我们可以发现在贸易顺差造成外汇储备不断增加的情况下，存款准备金率调整和央行票据发行已经成为央行被动收缩流动性的日常工具，并且收缩的效果在较短的时间内及被外汇增长所抵消。当然央行票据的冲销数量还要考虑到外汇占款作为主要的货币发行渠道，货币供给必须要满足经济增长的基本要求。但是总体来看单纯的数量型工具不足以回收由于外汇占款快速增展造成的流动性过剩问题。

二、近期实际货币政策环境由紧转松

在当前宏观经济流动性过剩和通过膨胀率相对较高的背景下，货币当局倾向于通过货币政策收缩流动性、抑制通货膨胀。然而货币政策实施的实际效果又如何呢？我们通过货币条件指数（MCI）对中国近期的货币政策环境进行评估。货币条件指数考察了货币政策的主要传到渠道，在计算不同货币变量对真实经济影响力的基础之上编制货币条件指数。货币条件指数上升表明货币政策在收紧，而货币条件指数下降则表明货币政策环境相对宽松。目前中国对货币条件指数的研究尚处于初始阶段，运用不同的方法得到结论存在一定的差异。在真实利率、实际有效汇率和实际货币（信贷）三组指标中，卜永祥、周晴（2004）认为对产出影响力最强的指标是实际货币，而真实利率的影响最弱；彭文生、梁伟耀（2005）则认为真实利率的影响力最强，而实际有效汇率的影响力最差；与上述两项研究采取的单方程方法不同，陈建斌、龙翠红（2006）通过向量自回归方法发现对产出影响力最强的指标是实际有效汇率，最弱的指标是实际贷款，见（表 1）。

（表 1）中国货币条件指数研究结论

文献	方法	各变量所占权重			
		真实利率	实际有效汇率	实际贷款	实际货币
卜永祥、周晴（2004）	单方程	0.014	0.357		-1
彭文生、梁伟耀（2005）	单方程	1	0.249	-0.400	
陈建斌、龙翠红（2006）	向量自回归	0.29	0.56	-0.14	

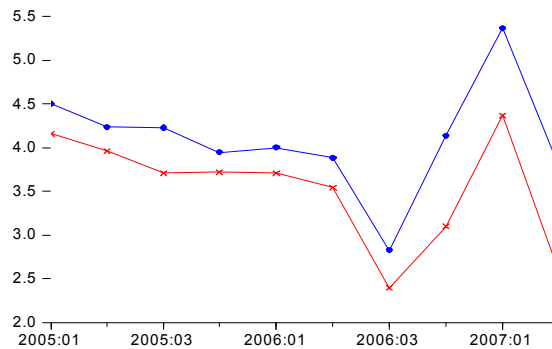
利用卜永祥、周晴（2004）和彭文生、梁伟耀（2005）的估计参数，我们对当前中国的货币政策环境进行模拟，¹结果见（图 4）。从（图 4）中，我们可以发现，无论是参照卜永祥、周晴（2004）的估计参数还是彭文生、梁伟耀（2005）的估计参数，2006 年下半年以来货币条件都呈现出下降的趋势。货币条件指数上升表明货币政策环境趋紧，而货币条件指数下降则表明货币政策环境由紧变松。这表明货币当局的政策目标尚未实现，而且有进一步恶化的倾向。

¹陈建斌、龙翠红（2006）并未给出 VAR 脉冲响应各期的系数，因此无法利用该模型进行政策模拟。



(图 4) 中国货币条件指数 (MCI)²

货币条件指数是综合了实际货币供给、真实利率和实际有效汇率变化的加权平均指标。因此对中国货币政策环境进行深入分析，找到导致中国货币政策环境相对宽松的真正原因，我们必须对包括实际货币供给、真实利率和实际有效汇率的状况进行研究。

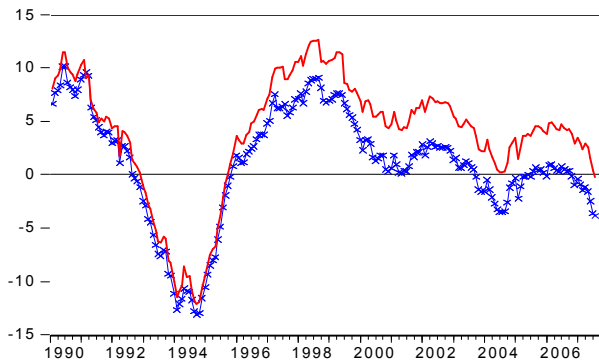


(图 5) 货币供给季度环比增长率

从货币供给增长率上来看，2005年初到2006年上半年，货币供给增长速度呈现下降趋势，有利于货币条件指数上升。剔除价格因素之后，2005年1季度实际货币环比增长率为4.15%，2006年3季度下降至2.39%，2007年1季度再次出现反弹至4.36%。然而2007年2季度出现回落的事实表明，2006年下半年以来货币增长率总体呈现出下降的趋势，有利于营造相对紧缩的货币政策环境。虽然2007年1季度有所反弹，但这并不是导致货币政策环境宽松的原因。对于人民币实际有效汇率的研究也可以发现，2006年2季度以来人民币实际有效汇率指数处于加速上述状态表明通过实际汇率衡量的人民币在加速升值，因此汇率

² 其中 MCI_B 为根据卜永祥、周晴（2004）计算的 MCI 指数，MCI_P 为根据彭文生、梁伟耀（2005）计算的 MCI 指数，本图由作者计算得到。

因素不是导致近期货币政策环境宽松化的原因。既然在构成货币条件指数的三大组成部分当中，实际货币供给和实际有效汇率都有利于紧缩货币政策环境，因此导致货币政策环境宽松化的原因必然是真实利率的变化。



(图 6) 中国真实利率³

我们通过一年期真实利率来考察近期中国真实利率的走势。(图 6) 表明 1990 年以来中国真实利率存在较强的波动性。自 1996 年以来中国真实利率总体呈现出下降趋势。2004 年上半年真实利率出现负利率，导致经济过热和宏观调控政策出台，2004 年下半年到 2005 年之际利率上升，同期货币条件指数也在同期上升。然而自 2006 年之后真实利率呈现下降趋势，以一年期真实存款利率和贷款利率为例，真实贷款利率接近于 0，而真实存款利率接近 -4%。低利率甚至是负利率有利于导致较为宽松的货币政策环境。

总结起来，在流动性充斥的经济背景下尽管货币当局倾向于实行稳健或者紧缩的货币政策，但是数据表明事实上货币政策环境正在逐步变得宽松，这与货币当局紧缩流动的初衷是相违背的。宽松的货币政策环境，特别是负的真实利率会对宏观经济稳定产生不良影响。

三、低利率可能推动中国宏观经济出现过热

通过上文分析，我们发现导致实际货币政策环境由紧趋松的主要原因是由于真实利率下降造成的。那么较低的真实利率，甚至负的真实利率会对中国宏观经济和货币政策传导造成什么样的后果呢？由于中国目前从计划经济向市场经济的转型过程尚未完成，因此关于利率对于抑制宏观经济波动是否有效尚存在争

³ 在本文中，真实存款利率和贷款利率分别根据上年同期 1 年期定期存贷款利率与当期 CPI 指数进行计算。

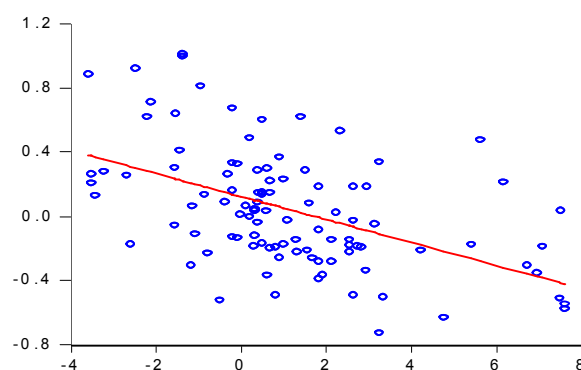
议。为了支持利率，特别是真实利率能够对宏观经济产生显著影响，在本节中我们重点研究真实利率和其他宏观经济变量之间的关系。经济学理论认为真实利率对宏观经济有扩张效应，利率下降有利于促进消费和投资，我们将其概括为扩张效应。然而在动态经济环境中，真实利率还可以通过影响货币流通速度来扩张和收缩名义货币对总需求的影响，在本文中称为加速效应。

（一）低利率的扩张效应

我们选取消费、投资和工业增加值三个变量来研究真实利率与宏观经济之间的关系，通过相关系数以及简单的回归方法来验证真实利率与宏观经济之间是否存在显著的负相关关系。值得说明的是，我们在本文中主要关注消费、投资、工业增加值和真实利率的相关性，而非解释影响消费、投资和工业产出的因素，因此 OLS 回归的 R 平方指标较低，当仍能表明真实利率与上述变量之间的负相关关系。

1、真实利率与消费负相关

真实利率可以看作是用下一期消费品表示的当期消费品所的价格。真实利率越高表明当前消费越昂贵，因此低利率往往会刺激当期消费增长。我们选取 1999 年到 2007 年的月度数据，通过研究发现，真实利率与消费品零售总额环比增长率之间的相关系数达到-0.50。（图 7）表明真实利率与消费增长率之间存在明显的负相关关系。



（图 7）消费与真实利率的相关性⁴

为了进一步研究消费增长率和真实利率的关系，我们通过 OLS 方法对二者进行回归，回归结果表明，消费增长率与当月真实利率负相关，而与上月真实利

⁴ 横轴为真实存款利率，纵轴为剔除季节和春节因素之后的真实消费月度环比增长率。

率正相关，但是由于当期真实利率的系数绝对值较大，因此真实利率总体上与消费呈现负相关关系，再次印证了相关系数的结论，回归方程见方程（1），详细结论见（表 2）。当期每下降 1%，消费品零售额增长率将上升 0.38%。

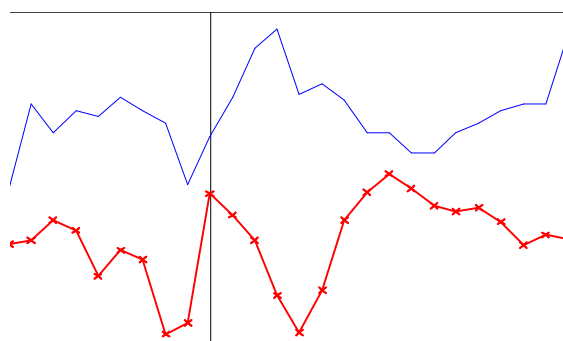
$$Cons_Growth_t = 0.04 - 0.38R_t + 0.31R_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)^5$$

（表 2）实际社会零售总额增长率与真实利率

变量	参数	标准差	t统计量	Prob.
C	0.0829	0.0331	2.5039	0.0139
真实利率	-0.3787	0.0405	-9.3508	0.0000
真实利率 (-1)	0.3146	0.0403	7.8041	0.0000
MA(1)	0.2561	0.0986	2.5986	0.0108
调整R平方	0.579	Akaike 信息条件		0.043
对数似然函数	1.790	Schwarz信息条件		0.145
D-W统计量	2.046	F统计量		45.337

2、真实利率与投资负相关

投资可以区分为固定资本形成和存货投资两部分，无论对于固定资产投资还是对于存货投资，真实利率都构成了相应的投资成本。在利率与投资相关性问题上，部分学者认为利率与投资需求的关系不明显，理由是一些投资者在从银行贷款时就没打算还本付息，或者说目前国有企业预算“软约束”的现象依然严重。但是随着中国经济市场化程度不断上升，投资对利率的敏感度必然会有所提高。



（图 8）资本形成与真实利率

我们研究了 1981 年到 2006 年期间中国固定资本形成与真实利率之间的相关关系。对于年度数据而言，我们发现 1990 年之前固定资本形成与真实利率之间的相关性不明显，但是 1990 年之后固定资本形成增长率与真实利率呈现显著的

⁵ 其中 $Cons_Growth$ 为真实消费增长率， R 为真实利率。

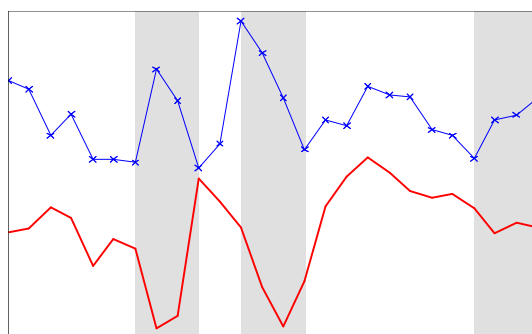
负相关关系。简单计算 1990 年之后固定资本形成和真实利率的相关系数达到 0.64，由此可见真实利率对于调节投资具有较强的影响。利用 1990 年之后中国真实资本形成增长率与真实利率进行简单回归，我们可以发现资本形成增长率与真实利率之间具有以下关系：

$$Inv_Growth_t = 28.004 - 1.386R_t + \varepsilon_t \quad (2)^6$$

(表 3) 真实资本形成增长率对真实利率回归

变量	参数	标准差	t统计量	Prob.
C	28.0037	2.9361	9.5378	0.0000
真实利率	-1.3858	0.4307	-3.2173	0.0058
调整R平方	0.369	Akaike 信息准则		7.405
对数似然函数	-60.938	Schwarz 准则		7.503
D-W 统计量	1.303	F统计量		10.351

OLS 回归表明真实利率每上升 1%，真实资本形成增长率将下降 1.38%。真实利率降低将进一步推动资本形成增长，造成总需求过热。总投资中除了资本形成之外尚包括存货投资。改革开放以来，存货投资波动是造成中国经济波动的重要因素。通过对 1981 年以来存货投资的波动状况进行研究，可以发现存货投资占 GDP 比例的缺口分别在 1988 年和 1993 年出现峰值，而同期正是中国出现严重负利率的时期。由此我们可以判断，真实利率特别是当真实利率偏低甚至为负时真实利率与存货投资呈现出较强的负相关关系。2006 年以来真实利率逐步下降，而存货投资也呈现出逐步上升的趋势。

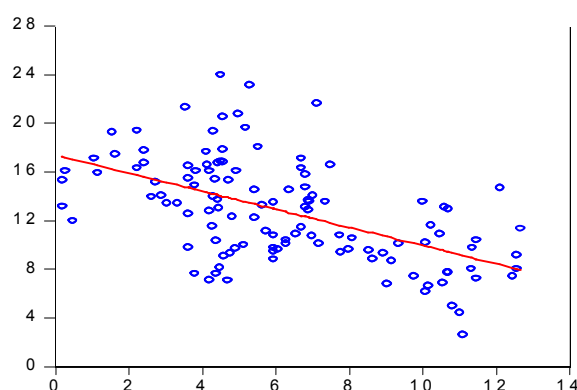


(图 9) 存货投资与真实利率

3、真实利率与工业产出负相关

⁶ Inv_Growth_t 真实资本形成增长率， R_t 是真实利率。

工业产出是反映宏观经济周期变化状况的主要指标。实证研究表明在不同国家和地区，真实利率和经济周期之间的关系并不稳定。Neumeyer 和 Perri (2004) 研究了小型开放经济体中真实利率和经济周期的相关性，并对开放型发展中国家和发达国家的情况进行比较后发现，在发展中经济体中真实利率变化是逆周期的，并领先于经济周期波动；而真实利率变化在发达经济中顺周期，并滞后于经济周期波动。Uribe 和 Yue (2003) 研究了国际利率、国别利差和 7 个发展中国家真实经济波动的关系，结论表明真实利率和产出之间存在显著的负相关关系。



(图 10) 工业增加值三月增长年率与真实利率⁷

(图 10) 表明中国真实利率与工业增加值三月增长年率之间存在明显的负相关关系，相关系数达到 -0.55。OLS 估计发现，真实利率每下降 1%，实际工业增加值增长率提高 0.36%，具体结果参见方程 (3) 和 (表 4)。

$$Ind_Growth_t = 8.78 + 0.49Ind_Growth_{t-1} - 0.36R_t + \varepsilon_t \quad (3)^8$$

(表 4) 工业增加值三月增长年率与真实利率回归

变量	参数	标准差	t统计量	Prob.
C	8.7804	1.5887	5.5266	0.0000
工业增加值增长率(-1)	0.4889	0.0830	5.8915	0.0000
真实利率	-0.3618	0.1126	-3.2130	0.0017
调整R平方	0.460	Akaike 信息条件		5.133
对数似然函数	-302.436	Schwarz信息条件		5.203
D-W统计量	2.045	F统计量		49.429

通过上文对消费、投资、工业增加值和真实利率之间关系的研究，我们发现真实利率与上述各变量之间均呈现负相关关系。真实利率下降，甚至为负，将会

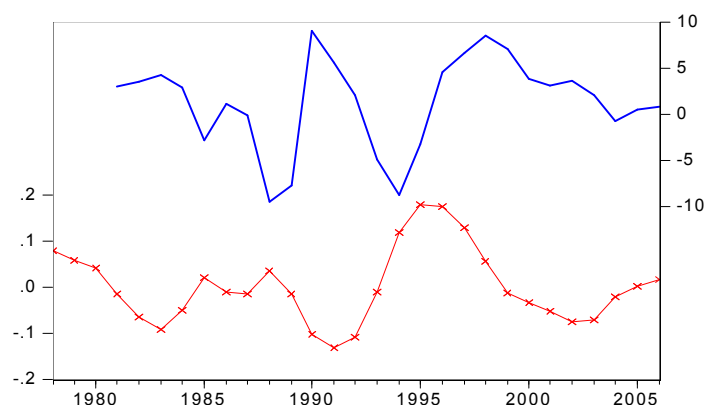
⁷ 横轴为真实利率，纵轴为工业增加值三月增长年率。

⁸ Ind_Growth_t 工业增加值三月增长年率, R_t 是真实利率。

进一步导致消费、投资较快增长，工业产出快速增长，推动经济过热。因此在流动性过剩、通货膨胀率升高的背景下，低利率不利于降低通货膨胀和收缩流动性。

（二）低利率推动名义总需求加速

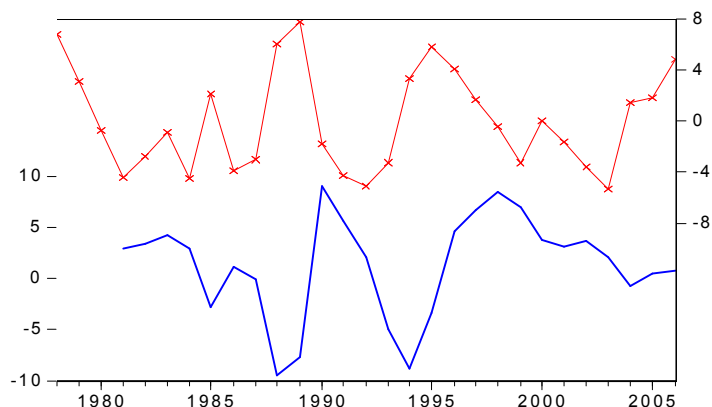
研究中国名义总需求缺口和真实利率之间的相关性可以发现两者之间存在负相关性，见（图 11）。名义总需求缺口和真实利率之间的相关系数为 -0.3 ，这表明真实利率下降有利于推动名义总需求上升。造成名义总需求上升的因素有两个来源，首先在于货币存量上升，其次是货币流通速度变化，名义总需求偏差为货币存量偏差和货币流通速度偏差的总和。事实上在 1978 年以来，中国货币流通速度一直存在较强的波动性。



（图 11） 名义总需求缺口与真实利率

利用 1979 年—2006 年中国名义 GDP 和 M2 存量数据计算 M2 流通速度，我们可以发现 M2 层次货币的流通速度总体上呈现下降趋势，但是下降速度逐渐减慢。进一步分析货币流动速度的特征，我们发现中国货币流通速度波动性较大，并且具有明显的顺周期特征。所谓顺周期现象在本文中是指在剔除货币流通速度长期变化趋势之后，货币流通速度波动与通货膨胀率正相关。相对稳定的名义利率和剧烈波动的通货膨胀率导致了真实利率的剧烈变化。在名义利率相对稳定的条件下，通货膨胀变化导致真实利率剧烈波动，居民根据收益率变化决定对货币和实物资产的需求，从而导致货币流通速度出现波动，并表现出顺周期现象。金融资产的收益率为名义利率，而实物资产的收益率是预期通货膨胀。名义利率和预期通货膨胀之比构成真实利率，因而真实利率决定居民持有金融资产和实物资产的

比例。当预期真实利率较低时，居民消费需求和存货需求会相应的增加，从而在产品市场上表现为购买商品时的“买涨不买跌”。真实利率波动导致居民对金融资产和实物资产需求发生变化，进一步推动了实物资产价格、通货膨胀和货币流通速度发生波动。



(图 12) 货币流通速度偏差与真实利率

研究改革开放以来货币流通速度偏差的波动情况，我们发现 1998—1999 年货币流通速度偏差达到 8%，对应的真实利率为 -10%；1994—1995 年货币流通速度偏差达到 6%，对应的真实利率为 -8%左右。2006 年以来真实利率处于较低水平推倒货币流通速度偏差达到 5%，推动总需求上升。我们用真实利率对货币流通速度偏差进行回归，可以得到方程（4）

$$V_t = 0.6776 + 0.5932V_{t-1} - 0.5362R_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

(表 5) 货币流通速度偏差与真实利率

变量	参数	标准差	t 统计量	Prob.
C	0.6776	0.5376	1.2606	0.2201
真实利率	-0.5362	0.1075	-4.9866	0.0000
货币流通速度偏差(-1)	0.5932	0.1439	4.1231	0.0004
调整 R 平方	0.555	Akaike 信息准则		4.846
对数似然函数	-59.993	Schwarz 信息准则		4.991
D-W 统计量	1.893	F-statistic		16.621

真实利率每下降 1%，货币流通速度偏差上升 0.53%，从而造成名义总需求在货币存量变化的基础上出现更大程度的波动。总结上文的研究，我们可以发现真实利率降低不仅可以直接推动名义总需求，还可以通过货币流通速度渠道放大

货币存量所造成的冲击。利率政策，特别是真实利率的变化对中国宏观经济是有显著影响的。当前低真实利率甚至是负真实利率的现状不仅与货币当局抑制通货膨胀的目标相背离，并且在事实上可能导致宏观经济波动进一步加剧。因此利率政策调整应该是未来货币政策调整的选择之一。

四、持续双顺差背景下，利率工具是关键

通过上文的分析，我们可以发现单纯的数量型工具不足以回收由于外汇占款快速增长造成的流动性过剩问题。在流动性过剩背景下，如果利率政策偏松将会加剧流动性过剩所造成的潜在经济过热风险。货币政策的中介目标可以被分为数量型指标和价格型指标两大类。自1996年起，中国人民银行取消了信贷规模的控制，将货币供应量M1、M2作为货币政策调控目标。然而央行确定的人民币贷款指标与实际执行情况往往会出现了重大偏差⁹。一部分学者提出货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标，利率作为中介目标更符合中国客观实际。

从长期货币政策目标来看，Taylor（1993）提出的泰勒规则可以为利率政策选择提供了理论支持。Taylor认为在各种影响物价水平和经济增长率的因素中，真实利率是惟一能够与物价和经济增长保持长期稳定关系的变量。调整真实利率，应当成为货币当局的主要操作方式。Taylor（1999）通过下述模型对货币政策规则进行更进一步的说明¹⁰

$$\begin{cases} x_t = -\varphi(i_t - \pi_t - r) + u_t \\ \pi_t = \pi_{t-1} + \lambda x_{t-1} + e_t \\ i_t = g_0 + g_\pi \pi_t + g_x x_t \end{cases} \quad \varphi, \lambda > 0$$

当 $g_\pi < 1$ 将会导致经济系统存在内部不稳定性，一次正的通货膨胀冲击 $e_t > 0$ 通过降低真实利率 $i_t - \pi_t$ 来扩张通货膨胀。泰勒规则描述了短期利率如何针对通胀率和产出变化调整的准则。根据这个原则，当存在一个冲击可能导致通胀率大幅变化时，中央银行必须调整名义利率，并且名义利率的调整幅度应超过通胀率的

⁹ 2006年央行将2006年的人民币贷款目标定为2.5万亿，但仅9个月就突破了这个目标，全年增长达到了3.18万亿。

¹⁰ 其中 i_t 为名义利率， r 为实际利率， π_t 为通货膨胀， x_t 是产出缺口。第一个方程表示IS曲线，将产出缺口与真实利率联系在一起；第二个方程表示Phillips曲线，将产出缺口与通货膨胀联系在一起；第3个方程即为中央银行的反应函数。

变化幅度，改变人们的通胀预期。这才可以确保真实利率的变动对应经济状况，达到恢复物价稳定的目的。泰勒规则具有明确的政策含义，名义利率要顺应通货膨胀率的变化，以保持真实均衡利率的稳定性。如果产出的增长率超过潜在水平，或失业率低于自然失业率，以及预期通货膨胀率超过目标通货膨胀率，则使真实利率偏离真实均衡利率，货币当局就应运用政策工具调节名义利率，使真实利率恢复到真实均衡利率。

中国数据的研究发现，名义利率的调整不仅滞后于通货膨胀，并且在调整幅度上亦不能满足经济体系的稳定要求。在（表6）中，我们计算了中国实际利率的均值及其波动性，1980年—2006年真实利率年率平均为0.02，而同期标准差为0.037，真实利率的标准差达到均值的1.85倍。同时（表6）还对比了主要国家货币同期真实利率波动性的主要特征。用真实利率标准差与真实利率均值的比例衡量真实利率的波动性可以发现，在7个国家中，中国真实利率的波动性最大，其次是韩国0.85和印度0.60，而成熟市场经济国家中，真实利率标准差与真实利率均值的比例均在0.5以下，日本最低为0.34。（表6）进一步印证了中国由于名义利率调整滞后所造成的真实利率波动。

（表6）各国货币流通速度波动统计特征¹¹

国家	英国	韩国	美国	日本	印度	法国	中国
真实利率均值	0.04	0.04	0.05	0.038	0.06	0.05	0.02
标准差	0.020	0.035	0.019	0.013	0.036	0.025	0.037
标准差/利率均值	0.5	0.85	0.38	0.34	0.60	0.5	1.85

造成真实利率波动性的主要原因在于名义利率调整滞后。谢平，罗雄（2002）运用历史分析法与反应函数法将中国货币政策运用于检验泰勒规则，发现中央银行名义利率调整对CPI的系数为0.81。当通货膨胀上升时，利率的调整幅度小于通货膨胀的增加幅度，结果造成真实利率进一步下降。谢平和袁沁敌（2003）研究发现，中国的利率调整属于典型的滞后调整，决策时滞约为6—10个月。王建国（2006）同样发现，虽然中国名义利率调整的灵活性在1997年之后有所加强，但是名义利率对通货膨胀的反应程度依然不足。

要想改变中国真实利率高波动性的现状，长期的政策选择应当是逐步向实现利率市场化方向努力。名义利率根据众多市场参与者的通货膨胀预期进行调整，从而保证真实利率的平稳性。在短期来看，为了抑制潜在经济过热风险，加快生

¹¹各变量的计算区间为1980年—2006年。

息是一项可以考虑的选择。然而中国货币政策选择不能不考虑国际因素，在目前的国际环境下，货币政策选择应该着重考察哪些国际经济因素呢？

五、国际经济形势对中国货币政策的影响

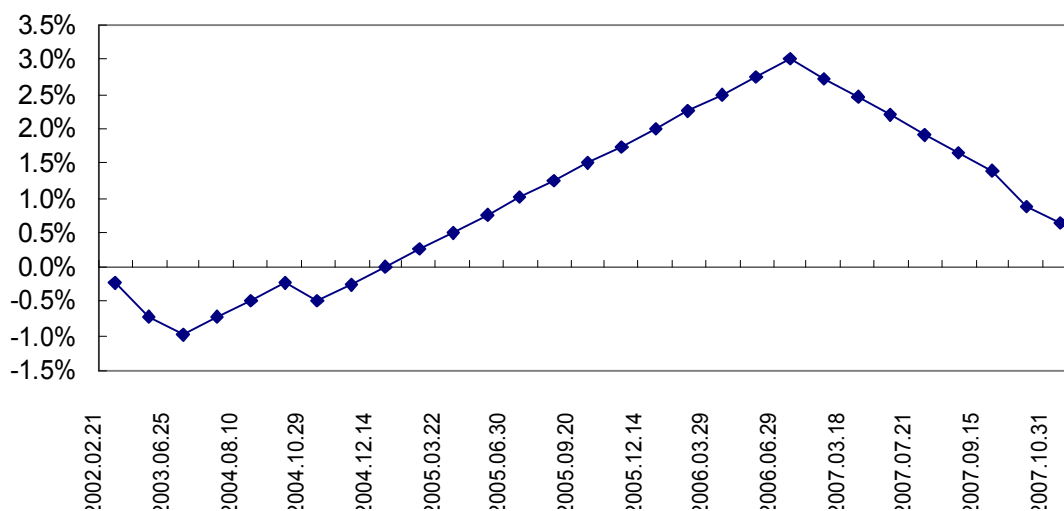
在上文中，研究结果表明目前较为可行和有效的货币政策是进一步提高利率。然而部分学者对进一步提高利率持保留意见，理由是目目前世界经济大环境，特别是美国经济政策调整不利于中国实行加息政策。

2007年美国次级债危机爆发，到8月达到顶峰。由于部分对冲基金、房贷公司和投资银行过度扩张信贷和风险管理失控，引发全局性流动性短缺危机，并波及其他国家。为防止危机扩散和波及实体经济部门，挽救金融系统，美联储不顾通胀上升的危险，于9月18日、10月31日连续两次把联邦基金利率降低75个基点至4.5%。金融界预测，年内美联储进一步减息的可能性相当大。欧元区和英国也效法美联储，不顾通胀威胁，放缓了加息步伐。在中国处于加息通道、货币政策偏紧时，欧美等国却进入减息通道或是暂不加息。中美两国执行完全不同的货币政策，直接导致了美元和人民币利差快速下降。图10显示了2002年以来美国联邦基金目标利率和中国一年期定期存款利率之差的变化过程。从图中可以看出，自从2005年7月汇率改革直到2006年6月前中美利差逐渐扩大。此后美联储暂停加息而中国从2006年8月后多次加息，中美利差迅速收窄。美联储最近的减息政策更使中美利差在汇率改革以后首次低于1%。

中美利差收窄是否会对中国实施稳健性货币政策产生不利影响呢？有一种观点认为，中美利差下降将加速外资流入，增大人民币升值压力，因此中国的加息进程需要放缓或是减弱力度，人民币利率不能高于美元利率，否则可能引发货币投机，人民币升值速度可能会失控。我们认为，这种判断值得商榷，在目前的环境下，中国仍需加快加息进程，人民币升值并不会失控。

认为中美利差收窄或是人民币利率高于美元会加大升值压力的主要理论依据是投机者套利，即投机者可通过借入美元——兑换为人民币——人民币升值后兑换回美元进行套利。套利过程中投机者需要支付美元借款利息，获得人民币存款利息，当中美利差收窄后，投机者投机成本下降，因此投机可能加剧。然而我们认为，至少存在以下三点原因使得中美利差收窄对人民币升值直接影响不大，

美元利率并不构成人民币利率的上限，中国仍可实施独立的货币政策。



(图 13) 美元与人民币基准利率差

资料来源：根据中国人民银行和美联储网站资料整理

首先，虽然蒙代尔—弗莱明理论认为，在其他条件不变时，一国利率上升将吸引外资流入，引起本币升值。但这一理论的前提是假设本国是一个开放经济体，资本可以自由跨国流动，且本国货币自由可兑换。然而中国并不符合这些假设，到目前为止中国资本项目尚未完全开放，人民币也不是自由可兑换货币，资本跨国流动受到严格限制。虽然中国承诺将逐步减少资本项目的管制，人民币自由可兑换也是未来发展的方向，但并无实施时间表。如果国际金融资本不能自由流入，中美利差收窄对人民币升值并不会直接构成压力，而只能通过经常项目收支产生间接影响。

一种观点认为，中国虽然名义上仍然实施较为严厉的资本管制，但事实上已有大量热钱通过各种方式如虚假贸易、虚假直接投资和其它途径流入中国，资本管制的实际效果已经严重弱化，投机资本能够规避管制流入中国。另外，虽然人民币尚不是自由可兑换货币，但通过外汇交易中心买卖外汇已经相当便利。因此，中国事实上是符合弗莱明——蒙代尔模型假设的。对于以上观点，我们认为虽然不能排除投机资本通过各种方式流入中国，但热钱流入的规模应是有限的。2004年—2006年，外商直接投资流入量基本保持稳定，扣除物价上涨因素，中国吸引的外商直接投资实际有所减少，直到2007年才有所回升。中国对外商直接投资的政策有所调整，审批手续日趋严格，热钱通过这一渠道大规模流入的可能性

不大。通过虚假贸易的方式输入热钱曾经是投机资本进入中国的重要方法，但由于中国调整了出口退税政策，减少了对三资企业的税率优惠，这种操作方式的成本越来越高。据研究¹²，目前中国 43 个资本交易子项目中基本没有管制的有 8 项，较少管制的有 13 项，较多管制的有 13 项，严格管制的有 9 项，资本账户的名义开放度为 0.512（-1 代表完全开放，1 代表完全管制），资本管制仍然较为严格。虽然近年来部分外资通过 QFII 方式进入中国市场，但规模和业务受到严格限制。此外，从中国的国际收支平衡表来看，2005 年以来误差与遗漏项均为负数，这意味着存在着一定规模的资本净流出而不是净流入。综合来看，中国目前的资本管制措施仍然是比较有效的，投机资本不太可能迅速大规模流入。至于人民币兑换，目前虽然进行小规模外汇兑换难度不大，但有关部门仍然对外汇交易进行有效监控，投机资本要想大规模换汇仍然是很困难的。所以我们认为，目前中国的现实状况仍然与蒙代尔—弗莱明模型的基本假设存在较大差异，即使利差缩小，由于套利成本较高，外资也不可能大量涌入。

第二，在中国目前的环境下，加息有助于抑制资产泡沫，事实上反而可能减轻升值压力。传统理论认为人民币利率上调将增加投机者收益，吸引投机资本流入，加大升值压力。然而，如果我们仔细分析相关数据，就会发现这种套利方式实际上并不可行。根据近两年的经验来看，人民币每年升值约为 5%，也就是说，即使中美两国利率相等，投机的净收益也不过 5% 左右。由于中国的资本管制措施，投机资本流入中国还需付出额外成本，投机的实际净收益还要更低。对比同期欧元市场可以发现，自从汇率改革以来欧元对美元升值速度高于人民币，基准利率与人民币利率接近，且为自由可兑换货币，交易成本低，因此投机欧元的收益大于投资人民币收益。除了外汇交易市场外，美国证券市场的平均回报率也显著高于投机人民币的回报率。表 7 列出了 2006 年 11 月 1 日到 2007 年 11 月 1 日对各主要货币和道琼斯指数投资的净收益率(扣除利率成本)。可以看出，除日元外，对各主要货币及道琼斯指数投机收益率都显著高于对人民币投机收益。因此上述套利模式实际上并不可行。事实上，只要人民币升值幅度不超过每年 10%，这种套利方式所获利润都非常有限。

那么人民币是否就不存在投机套利机会呢？答案是否定的。实际上投机资本

¹² 请参阅《2007 年 2 季度中国宏观经济报告》子报告《中国资本账户开放程度的测度》

仍然存在很大的盈利空间，但套利方法有所不同。投机商把美元兑换为人民币后，不是存入银行而是投入证券市场和房地产市场。从 2005 年以来，中国证券市场和房地产市场都持续大幅上涨，年投资回报率超过 50%。在真实利率为负的形势下，持有各种资产平均回报会高于存款利率。如表 7 所示，如果投机者把兑换的人民币投入证券市场，2006 年 11 月 1 日到 2007 年 11 月 1 日，平均收益率可达 186.81%，足以补偿任何交易成本和风险溢价。目前，是资产的高额回报而不是利差和升值幅度成为吸引国际投机资本的主要因素，热钱流入导致流动性泛滥，反过来又加剧了资产泡沫化。日本和东南亚各国在上个世纪 80-90 年代货币升值时期都经历过由于货币政策过于宽松而导致的资产泡沫，当泡沫破灭时，投机外资迅速逃离，引发金融危机甚至经济崩溃。

(表7) 各国货币和道琼斯指数投机收益率 2006年11月1日-2007年11月1日

货币名	人民币	英镑	日元	欧元	印度卢比	道琼斯指数	上证指数
收益率(%)	3.39	9.47	-1.10	14.58	16.41	7.15	186.81

数据来源：根据各国央行数据计算而得

因此，要抑制货币投机，目前真正需要控制的不是中美利差而是防止流动性过剩引起资产泡沫过度膨胀，而解决这一问题的最有效的政策就是调整货币政策，收缩流动性，实现正的真实利率。只有加息才能避免资产泡沫过度过快膨胀，降低投机资本的收益率，抑制热钱涌入，从而降低升值压力。

第三，目前的世界经济总体形势对中国实施加息政策有利。在中国资本流动受严格管制的环境下，外资对中国分散投资成本很高，国际中小投资者很难对人民币进行大规模投机。只有大型金融机构如各大投行、对冲基金才可能成为投机人民币的主力。美国次级债危机爆发后，美欧各大投行及旗下对冲基金都蒙受了较大损失。虽然美联储大幅减息，但投资者出于恐慌心态抽逃资本，导致金融市场流动性紧缩，拆息上升，部分老牌金融机构如美国贝尔斯登、英国北石银行面临困境甚至面临挤兑危机。在这种环境下，投机商融资能力削弱，难以筹集到大量资本对中国进行大规模投机，中国面临的投机压力有所下降，有利于中国实施加息政策。

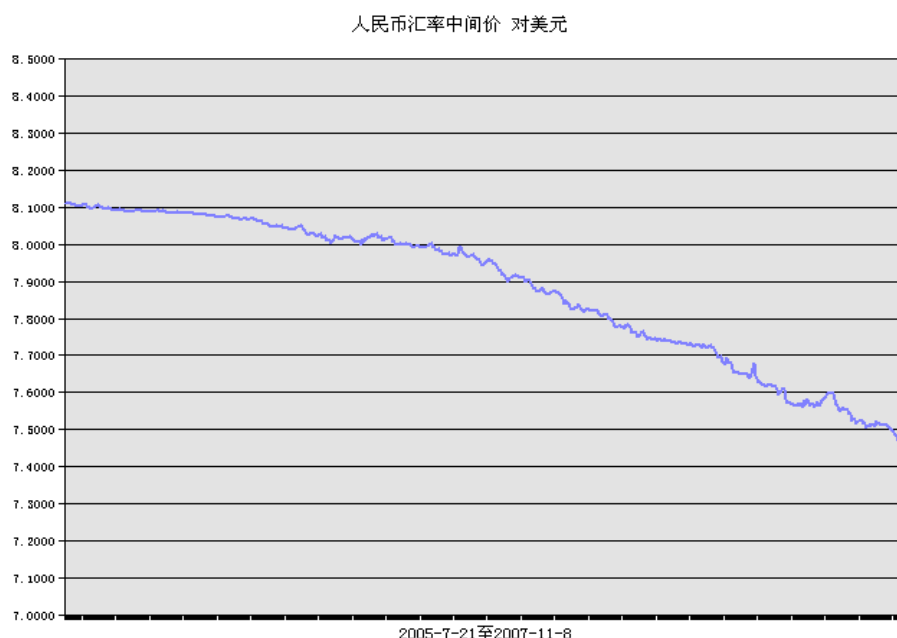
综合以上三点，我们认为，在目前的条件下，中美利差收窄并不影响中国实施独立的货币政策，美元利率并不是人民币利率的上限，人民币有足够的加息空

间，适度加息将不会引起投机资本流入。

然而，在存在通胀压力的情况下，美联储大幅降息已经引起美元对各主要货币贬值，石油、黄金等商品的美元价格持续上升。通过经常项目渠道，美元贬值的冲击将逐步对中国经济产生影响。在加息的同时，中国还需要调整现行的汇率政策。

六、汇率政策分析

2005年7月人民币汇改以来，人民币对美元汇率维持稳中有升的态势。到2007年11月8日，汇改后累积升值8.44%，其中2007年以来升值4.90%，速度有所加快。图一为汇改后人民币对美元汇率走势图。



(图 14) 人民币对美元汇率中间价

资料来源：中国人民银行网站

然而，人民币对美元升值更多的反映了美元在全球货币市场上的弱势而不是人民币的强势。事实上，汇改以后，由于欧元的强势，人民币对欧元实际上处于贬值状态，累计贬值8.00%。

目前普遍认为，人民币实际汇率仍然存在一定程度的低估，对国民经济特别是外部均衡产生了负面影响，实际汇率需要进一步调整。随着中国经济的发展，追求汇率稳定的人民币汇率政策也不再适应经济发展的要求，需要新的人民币汇率制度。因此，目前人民币汇率改革有两个目标：建立新的汇率制度的中长期目

标和恢复实际汇率均衡的短期目标。

从中长期来看，随着资本项目的进一步开放，中国不可避免的面临独立货币政策与汇率稳定的冲突。根据近年来中美经济走势来看，两国经济周期存在明显差异，作为一个经济大国，中国不可能为了维持汇率的稳定而放弃调整经济的重要工具——独立的货币政策。

从世界各主要国家的经验来看，经济大国更适于采用浮动汇率制度，但在特殊条件下可进行适度干预。由于目前中国经济对外依赖性高、金融市场发展滞后，中国尚不具备实行浮动汇率制度的客观条件，但从长远来看，中国也应采用浮动汇率制度。

在中长期目标给定的前提下，下面分析汇率改革应如何在实现短期目标的同时兼顾中长期目标。

实际汇率失衡的本质是国际国内价格水平失衡。从理论上来看，要解决人民币实际汇率低估可以有两种途径，即通过名义汇率升值调整和名义价格上涨即通货膨胀调整来实现。下面分析为什么中国不应采用名义价格上涨的方式实现实际汇率均衡。

首先，中国作为一个大国，虽然对外开放度很高，但绝大多数消费品是本地生产、本地销售的。这一点与香港、新加坡等小型开放经济体不同。这些小型开放经济体的产品大量出口，消费品大量进口。由于进出口产品价格主要由国际市场决定，因此这些小型经济体只有少量本地产销产品需要进行价格调整，调整成本较低，因此它们可以选择价格调整的方式实现实际汇率升值。但如果中国采用这种调整路径，大量价格的本地产销的产品要进行价格调整，调整成本较高。

一些学者认为，在目前特定环境下，由于美欧各主要国家通胀率都仅为 2% 左右，处于较低水平，通货膨胀成本并不高，因此可以采用或部分采用通胀的方式实现实际汇率升值。但我们认为，基于两点理由，即使在目前环境下，也不宜采用通胀方式调整实际汇率。第一，从内部形势来看，由于近年来通货膨胀率一直维持在较低水平，人们形成了低通胀预期，通胀率即使仅上升到 5% 左右也会引起经济波动。且目前中国经济高速增长，通胀率上升可能引起经济过热。第二，从外部环境来看，虽然美欧通胀率仍处于较低水平，但却有上升的势头。美欧各国由于受到美国次级债危机的影响，为避免进一步打击金融机构，各国延缓了加

息部分或是减息，而原油、粮食的原材料价格仍在不断上涨，这显示世界主要国家通胀率可能进一步上升。如果中国采用价格调整，将意味着货币政策独立性严重削弱，如果世界通胀形势恶化，中国通胀率可能会被推高到 10%，这将对经济稳定产生极大破坏。20 世纪 70 年代日本和德国从正反两方面提供了经验：德国在 1969 年开始让马克升值，因此当 1973 年后美国因受石油危机和越战影响、通胀率大幅上升时，德国仍能有效控制通货膨胀。日本则因为仍然采取通胀方式实现实际汇率升值，被迫维持比美国更高的通货膨胀。1974 年日本通胀率一度高达 23%。

第三，如果仍然维持汇率稳定，将不利于外汇交易市场和交易工具的发展。而成熟的外汇交易市场是实现人民币汇率自由浮动的重要条件。采用通胀方式调整实际汇率虽然有助于实现短期目标，却不利于实现汇率改革的中长期目标。

如果应当采用名义汇率升值的方式，还有一次性大幅升值和逐步升值两种方式。根据世界各国的经验来看，中国应当采用逐步升值方式。主要原因如下：

首先，从国际经济学理论来看，由于贸易品生产部门急速扩张，生产率迅速提高，根据巴拉萨——萨缪尔森效应，中国的均衡实际汇率将持续上升。从世界各国的发展经验来看，德国、日本、韩国等许多国家在经济高速增长期本币都经历了连续升值，累计升值幅度达 50% 以上，甚至超过 100%。因此，即使中国通过一次性大幅升值例如 5%~10% 的升值缓解了实际汇率失衡，随着经济发展，实际汇率失衡会再次出现。如果每次都采用一次性大幅升值的方式进行调整，这将加大市场的不确定性。

第二，目前名义汇率低估的幅度难以确定，即使一次性升值 10% 也不能确定是否达到均衡。如果市场预期升值幅度不足，反而有可能加强再度大幅升值的预期，触发货币投机。但如果升值过度，不仅可能导致国际收支逆转，甚至可能引发货币危机，危及宏观经济的稳定。

第三，人民币一次性大幅升值对宏观经济影响较大。在实际汇率失衡下，虽然作为整体，国内价格水平低于国际价格水平，但具体到每一种物价则并非如此。人民币突然大幅升值会导致部分价格大幅波动。中国大多数企业仍然处于国际分工产业链的低端，利润率较低，且不善于利用外汇交易工具对冲汇率风险，缺乏消化汇率大幅波动的能力。如果汇率大幅波动，可能引起部分企业利润大幅下降。

甚至倒闭。如果人民币汇率稳步升值，企业有较长时间调整生产计划和生产技术，逐步消化升值的影响。

最后，有人担心逐步升值是否会造成升值速度过于缓慢。我们认为，只要适当加快升值速度，逐步升值并不一定影响升值速度。从国际经验来看，一国的汇率一年升值 5% 以上甚至 10% 并不罕见。在没有较大外部冲击的条件下，这样的升值速度是可以接受的。

从总体上说，目前人民币名义汇率升值的方式是正确的，但仍然存在改进的空间。我们认为，汇率改革的指导思想应该是控制通货膨胀，通过人民币名义汇率升值实现实际汇率的调整。名义汇率调整速度应适度加快。

七、总结

当前我们货币经济中的主要问题是由于双顺差导致的流动性过剩问题。流动性过剩导致中国真实经济存在潜在过热风险，而真实利率偏低，甚至是负利率在很大程度上放大了由于流动性过剩造成经济过热风险。在货币政策方面，数量型指标的收缩效果在短期内即可被外汇占款增加而抵消，因此存款准备金率和央行票据已经日益成为货币当局被动冲销的日常性工具，并且冲销效果有限。在流动性过剩成为长期性问题的情况下，调整利率政策，维持实际利率稳定更加重要。从这一目标出发，短期内货币当局应加速名义利率的调整过程，长期内的目标仍然是实现利率市场化。当然提高名义利率是否会加剧国际资本的流入，特别是在美国发生次贷危机和降息的背景下，从而加剧中国的流动性过剩是一个值得关注的问题。本文分析表明，目前利差并不是影响投机资本流入中国的主要因素，相反通过提高利率反而有助于削弱投机资本流入的动机。因此美国利率并不会对中国利率政策调整构成上限。

除了利率政策之外，汇率政策也需要积极关注。首先，汇率政策大方向不变，但名义升值速度应当逐渐加快，灵活性也应加大。目前所采取的逐步升值战略是正确的，但人民币升值速度缓慢、波动性太小抑制了外汇交易及外汇衍生交易市场的发展。根据各国的经验，人民币升值幅度应当可提高至每年 5% 以上，汇率波动幅度也应逐步加大，并加快外汇交易市场的建设，降低交易准入条件，从而为最终实现人民币自由可兑换创造条件。其次，在资本管制方面，应实施严进宽

出的政策。在汇率改革取得阶段性成果前，对资本流入应加强管制，打击通过假贸易、假外资等方式流入的热钱。资本项目对外开放不宜操之过急。从世界各国的经验教训来看，在金融市场不成熟的条件下，急于开放资本项目对经济发展没有明显益处，反而可能导致金融危机。此外中国目前外汇储备数量过多、增长过快，居民缺乏投资渠道，因此可考虑减少居民对外金融投资的限制，特别是加快开放对港澳地区的投资，尽早实施“港股直通车”，实现资本合理有序输出。

参考文献：

谢平、袁沁敌，《我国近年利率政策的效果分析》，《金融研究》，2003年5月，第1—13页。

谢平、罗雄，《泰勒规则及其在中国货币政策中的检验》，《经济研究》，2002年3月，第2—12页。

王建国，《泰勒规则与我国货币政策反应函数的实证研究》，《数量经济技术经济研究》，2006年1月，第43—49页。

彭文生、梁伟耀，《中国内地的货币状况指数》，《香港金融管理局季报》，2005年6月，第5—14页。

陈建斌、龙翠红，《中国货币状况指数的构建及对货币政策效果的验证》，《当代财经》2006年5月，第31—37页。

卜永祥、周晴，《中国货币状况指数及其在货币政策操作中的运用》，《金融研究》，2004年1月，第30—42页。

Taylor, John B., “Discretion Versus Policy Rules in Practice.” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, December 1993, 39(0), pp. 195-214.

Taylor, John B. “The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for the Interest Rate Setting by the European Central Bank,” *Journal of Monetary Economics*, vol. 43 1999, pp. 655–79.