

主报告

控风险与稳增长挤压下的中国货币政策

范志勇、闫 衍

摘要:2008年以来我国的宏观经济政策在过度能动主义和无为主义两个极端之间摇摆。“名稳实紧”的货币政策已经不能适应我国当前的宏观经济现状,货币政策总体思路亟待调整。过高的债务率所导致的债务紧缩效应以及目前市场上所采取的“杠杆率硬着陆”的方式导致货币政策陷入传导困境。此外由于市场化改革不完善,金融市场上预算软约束、刚性兑付现象大量存在,不仅抬高了无风险利率,而且导致市场丧失风险定价功能。产品市场上大量僵尸企业存在,企业“借新债还旧债”现象普遍,降低银行信贷使用效率。基于上述分析,我们认为当前货币政策取向应该从“名稳实紧”调整为“适度宽松”。在“杠杆率软着陆”的思路下,通过创新货币政策目标,调整传统货币政策工具水平,配合市场化改革,尝试探索新型货币政策工具并结合市场监管体系的完善,早日实现经济复苏。

一、当前货币政策总体思路亟待调整

从 2007 年金融危机爆发以来,全球经济经历了长达八年的萧条期,至今尚未出现全面好转的迹象。国内近年来宏观经济呈现的这种“微刺激微反弹,不刺激没反弹”的现象表明,一方面此前宏观经济政策的思路和力度可能存在问题;另一方面说明可能我们此前对全球经济经济萧条的程度认识不足。

2015 年中期的中国宏观经济论坛主报告曾经分析指出中国宏观经济政策定位在 2008—2012 年和 2012—2014 年在过度能动主义和无为主义之间两个极端摇摆徘徊,从过度强调有效需求不足和危机管理向过度强调潜在供给能力下滑和结构性改革转变。宏观经济政策完全难以适应形势变化的要求,反而成为宏观经济波动的根源之一。

事实上,从 2012 年到现在,宏观政策“微刺激”已经常态化,但其效果却处于强烈的递减区域。地方政府在政治新常态的作用下庸政、懒政和待政现象十分严重,导致增长的传统发动机基本熄火,产业政策、财政政策和货币政策都失去了抓手。

2015 年 6 月份中国股票市场的剧烈波动以及 8 月份人民币兑美元中间价出现接近 5% 的调整次将中国的货币政策推向舆论的焦点。尽管金融稳定是否要纳入到常规货币政策框架中仍然存在争议,在金融市场出现动荡后,货币政策当局作为“最终贷款者”都不得不参与到金融市场中。

除了稳定金融市场之外,中国人民银行近期还面临来自稳定实体经济的重任。由于我国此前从 2014 年 4 季度到 2015 年 1 季度所采取常规“稳增长”政策并没有收到预期的效果,宏观经济出现加速回落,甚至部分区域和行业出现塌陷式的下滑。政治局在 2015 年 4 月 30 号召开会议,要求把“稳增长”放在更为重要的地位,各类“微刺激”政策全面加码。中国从 2011 年以来一直实施“积极财政+稳健货币”的宏观调控政策组合已经作出了相应调整。

与发达经济体不同,我国目前正处于市场化进程之中,一系列市场制度、规则尚需建立和完善。同样,与发达国家的中央银行相比,中国人民银行所面临的目标也是多元的。除了常规的稳定宏观经济之外,无论是作为“金融市场最终贷款人”还是金融市场的监管者和建设者,中国人民银行还扮演者维护金融安全与推动市场化改革的重任。

在当前以金融市场动荡和宏观经济萧条的背景下,为了帮助更好地实施货币政策,本期报告将关注的焦点定位在“控风险与稳增长挤压下的中国货币政策”。我们认为在当前金融动荡与宏观经济萧条背景下,货币政策虽然已经进行了一定调整,但是由于当

前宏观经济形势的复杂性和此前宏观经济政策定位上的摇摆,导致当前货币政策面临一些困局。为了更好应对货币政策的困局,我们认为应该采取“杠杆率软着陆”的模式实现去杠杆;货币政策的基本定位应该从“名稳实紧”向适度宽松转向。

(一) 货币政策业已微调

面对中国宏观经济持续回落的压力,中国政策自 2014 年 4 季度已经采取了常规性的“微刺激”。然而从 2014 年 4 季度到 2015 年 1 季度常规的“稳增长”政策并没有收到较好的效果。宏观经济出现加速回落,甚至部分区域和行业出现塌陷式的下滑。这促使政治局在 4 月 30 号召开会议,要求把“稳增长”放在更为重要的地位。

进入 2015 年 2 季度以来,面临着宏观经济的进一步回落和股票市场的波动,货币政策进一步放宽。中国人民银行综合运用公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)等多种工具,降低金融机构存款准备金率和存贷款基准利率,在人民银行分支机构全面推开常备借贷便利操作,向银行体系注入流动性。为了进一步优化货币政策传导机制,增强金融机构流动性管理的灵活性,从 2015 年 9 月 15 日起,存款准备金考核制度由时点法改为平均法。

表 1 2015 年 6 月以来人民银行的部分政策调整

时间	政策调整
6 月 27 日	央行降准降息,这是近七年首次启动双降,且力度超前。
7 月 9 日	央行对外宣布,央行已根据证金的需求向其提供了充足的再贷款,还将根据证金公司需求,继续通过多种方式向其提供流动性支持。证金公司获得流动性的方法包括,拆借、发行金融债券、抵押融资、借用再贷款等。
7 月 28 日	央行提前公布“年中分支行行长座谈会”会议信息,并紧急发文称下半年仍会坚持稳健的货币政策取向,保持流动性合理适度。
8 月 26 日	下调金融机构人民币贷款和存款基准利率各 0.25%;下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点;并进一步额外降低县域农村商业银行存款准备金率。
9 月 15 日	存款准备金考核制度由时点法改为平均法

除了降准降息、为证金公司提供流动性以及对市场进行预期管理之外,中国人民银行还通过逆回购为市场注入流动性。截至 2015 年 9 月 1 日,从 6 月 25 日以来

通过逆回购共计累计向市场注入 12700 亿元，中标利率从 2.70% 下降至 2.35%。人民银行逆回购操作不但频率加快，而且中标利率不断下降。自 9 月 10 日之后，每次逆回购的规模逐渐回归到 400 亿左右的水平，显示整个 8 月初到 9 月初逆回购规模的放大主要与股票市场的波动有关。

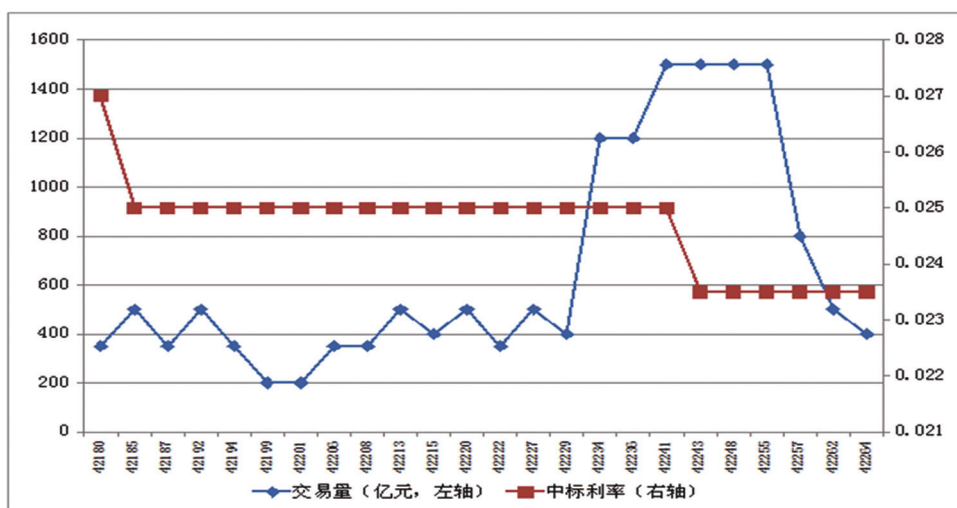


图 1 近期中国人民银行逆回购操作金额和利率^①

尽管货币政策近期已经进行了调整，但是目前货币政策的变化仅是在原有思路上的边际调整。相对整个宏观经济形势而言，我们认为货币政策的整体思路应该进行比较全面的调整。

(二) 宏观经济整体萧条表明货币政策尚未实现预期目标

尽管货币政策当局已经对货币政策进行了积极的调整，但是从整个宏观经济效果来看，尚未取得预期的效果。从经济增长率和通货膨胀率这两个最主要的指标来看，中国经济距离全面复苏尚有相当远的距离。

首先、从名义 GDP 和实际 GDP 的增长速度来看，中国经济正面临总需求下降和通货紧缩的风险。

2015 年第一季度和前两个季度的实际增速均为 7.0%，符合年初所制定的目标。但是 2015 年 1 季度名义 GDP 增速仅为 5.8%，前两个季度的累计名义增长率为 6.5%，均低于同期的实际 GDP 增长率。根据累计 GDP 增长速度计算得到的

^① 数据来源：中国人民银行

2015年第一季度和前两季度的GDP平减指数分别为-1.2%和-0.5%。GDP平减指数综合反映了国内产出的价格变化,这意味着从产出角度衡量中国已经进入了通货紧缩时期。

不仅如此,东北和西部部分部分地区出现塌方式下滑。2015年1季度,辽宁、黑龙江、山西和新疆的名义GDP增速分别为1.0%、-3.2%、-2.1%和-4.2%。持续负增长显示部分地区已经陷入萧条。

从历史经验来看,改革开放以来年度GDP平减指数出现通货紧缩仅发生过三次,分别发生在1982年、1998年至1999年以及2009年。1998年2季度到1999年4季度,平均水平为-1.25%;2009年1季度到4季度,平均水平为-1.4%。中国经济在这些年份分别发生了严重的总需求疲软。2015年以来再次出现GDP平减指数负增长,总需求不足严重制约经济复苏。

其次、价格水平增速低位徘徊。

从同比数据来看,CPI持续回落,远远低于目标价格水平。2015年8月份CPI同比上涨2%,比上月上涨0.4个百分点,是2015年以来最高的月度同比增长率。但是造成CPI同比增长率温和上升的主要原因在于食品价格指数小幅上升,猪肉、鲜菜和蛋类的价格同比涨幅居前。

经过季节调整后,CPI环比增长率也呈现小幅回升现象。8月份三个月增长年率达到3.9%,这显示消费者价格有回升趋势。但是应该看到指数回升的基础上不牢固,近期价格指数的回升主要是是由于猪肉价格上升造成的,其他消费品价格上升不明显,8月份食品价格三个月增长年率达到10%。猪肉价格上升与生猪供给周期有关,很大程度上是由供给方面的因素造成的。

生产者价格指数(PPI)同比持续保持低位,表明投资需求依然疲软。8月份生产者价格指数季节调整后的三个月增长年率约为-5%。对于生产企业而言,特别是工业企业而言,其价格水平对应的是工业品出厂价格指数。如果企业贷款利率下降的幅度低于PPI下降的幅度或者GDP平减指数的幅度,那么整个生产领域和国民经济的实际利息负担仍在继续上升。这将导致各类企业对于未来利润预期和现金收益预期大幅度下滑,从而导致企业在存货投资、贷款融资以及生产扩张等领域出现大幅度收缩,这种收缩一旦形成将产生强劲的正反馈效应,导致债务累计速度和外溢效应加大。

尽管货币政策已经开始进行调整,但是为什么实体经济仍未见全面复苏的迹象?我们认为,这主要是由于在当前宏观经济萧条和金融市场动荡的大背景下,货

币政策面临着一系列的困境亟待克服。

(三) 货币政策总体上是“名稳实紧”

虽然中国近期的货币政策在名义上保持稳健定位,但是通过对货币条件的分析,我们认为货币政策实质上是一个“明稳实紧”的状况。

1、货币增长率维持降低水平

2015 年第一季度和第二季度的 M2 同比增速 3 个月移动平均分别在 12% 和 11% 左右;其中 4 月份和 5 月份同比增速仅有 10.1% 和 10.8%,是亚洲金融危机以来的最低水平。即便是在 2000 年和 2001 年中国上一次持续出现通货紧缩的时期,货币同比增速的移动平均值仍然在 13% 左右。由此可见近期货币增长速度处于历史相对较低水平。

从经过季节调整后的 M2 三个月环比增长年率来看,2013 年新一届政府上任以来,也曾经采取过货币政策刺激手段,分别发生在 2013 年的 3 月份和 2014 年的 4 月份左右。但是由于担心重蹈大规模刺激后遗症的覆辙,这两次“微刺激”并未能持续足够长的时间。而事实上从 2015 年 5 月份左右,M2 环比增速又出现一波快速上涨的现象。由于 2015 年 6 月份之后,以股票市场为代表的金融市场出现较大程度的波动,因此货币增速的上升究竟是出于稳定股票市场还是宏观政策的调整尚需时日观察。但是不可否认的是,从 2014 年以来货币供给量增速偏低。

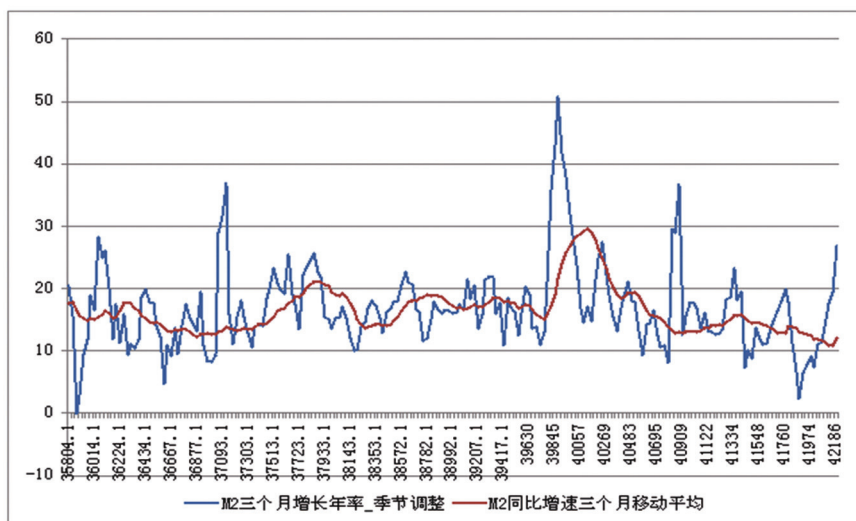


图 2 近期广义货币的同比增速与环比增速(%)

除了货币增长速度的变化之外,货币构成结构的变化也削弱了总体流动性。广受争议的中国货币超发问题虽然关注到了所谓中国 M2 与 GDP 的高比例问题,同时也进行了大量的国际比较。但是到目前为止,大多数研究都忽略了对货币结构的分析。事实上 2008 年到 2014 年,M2 与 GDP 的比值从 1.51 上涨到 1.93,上升 0.42 个百分点;其中企业定期存款与 GDP 的比值从 0.19 上升至 0.41,上升 0.22 个百分点,对 M2/GDP 上升的贡献率达到 52%。家庭储蓄存款对 M2/GDP 上升的贡献率为 26%,剩余约 17% 来自其他存款比例的上升。^① 在新增加的货币供给中有相当规模以定期存款的形式躺在了银行账户上,规模已经与企业活期存款相当。很难想象在融资难成为一个全社会普遍现象的同时,为什么企业会持有如此大规模的定期存款,既没有进行实体经济投资,也没有投资更高收益的金融资产。一个可能的解释是为满足银行对存款的需求,通过各种方式创造出来的不能被企业利用的存款。由此可见货币数量、贷款等增长并不能完全反应企业可用流动性增长的实际情况。

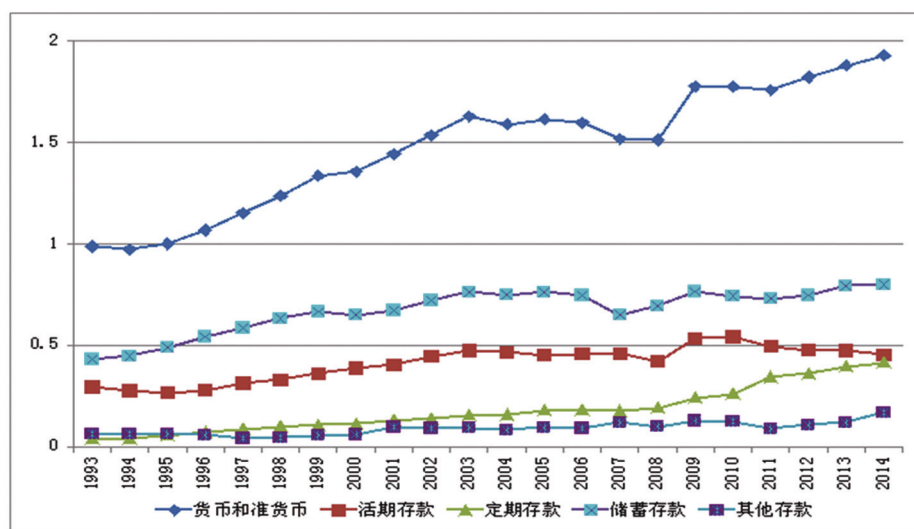


图 3 货币和准货币与 GDP 的比例关系

2、实际利率水平较高

虽然中国人民银行从 2011 年 7 月份就开始逐步降低存贷款基准利率,但是由于在此期间价格指数,特别是生产者价格指数同比下降,导致实际利率处于较高水平。根据上图的计算方法,2015 年之后以 PPI 计算的实际贷款利率已经持续超过

^① 由于统计口径调整等原因,其他存款与 GDP 比例在 2014 年之后才突然上升。

10%，如此情形尽在 1997 年亚洲金融危机和 2008 年美国次贷危机之后发生过。2008 年由于货币政策的迅速调整，实际利率虽然波动幅度较大，但是持续时间有限。2009 年 6 月份以 PPI 计算的实际贷款利率达到 16.7%，到年底就已接近 0 的水平。而此轮实际利率上升则是从 2012 年年中开始，实际利率虽有波动，但一直处于较高水平。

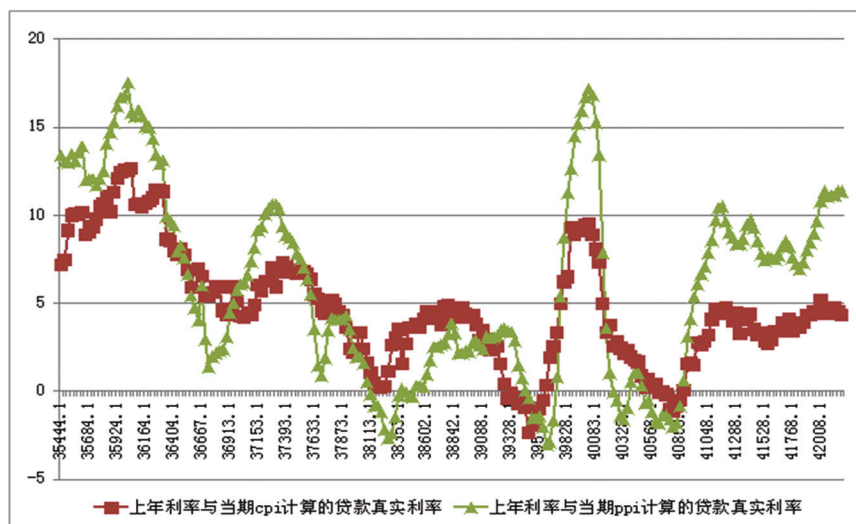


图 4 实际贷款利率(%)^①

上述实际利率的计算方法是依据贷款基准利率进行的，而由于贷款利率上线已经完全放开，事实上企业得到的名义贷款利率要远高于基准利率水平。例如 2015 年 6 月份，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.04%，其中一般贷款加权平均利率为 6.46%，而同月贷款基准利率平均只有 5.1%。从利率浮动情况看，执行下浮利率的贷款占比上升，执行基准、上浮利率的贷款占比下降。6 月份一般贷款中执行下浮利率的贷款占比为 17.43%，执行基准、上浮利率的贷款占比分别为 15.77%和 66.80%。

^① 本文中实际利率的计算方法为：本月实际贷款利率 = 上年同月一年期贷款名义基准利率 - 本月同比 CPI(或 PPI)增长率。

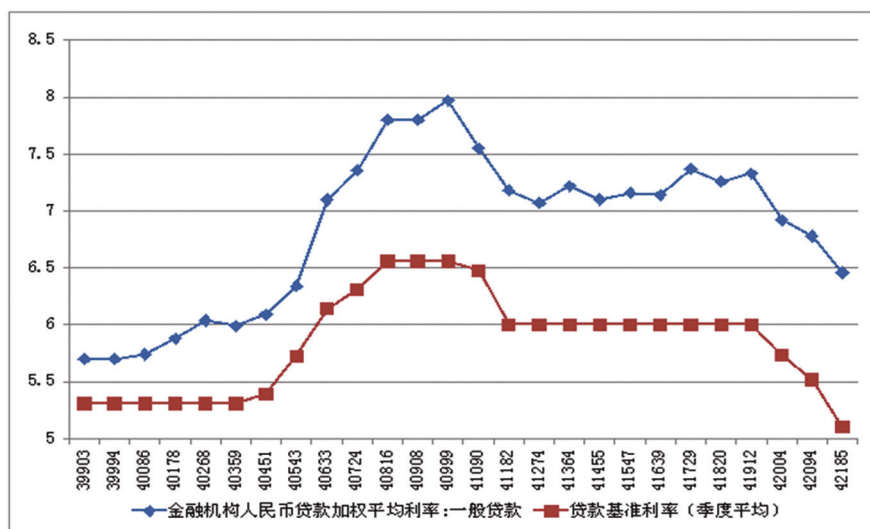


图 5 贷款基准利率与加权平均利率

3、名义有效汇率和实际有效汇率持续升值

自 2014 年年中以来,人民币名义有效汇率出现了持续升值。从 2014 年 5 月份到 2015 年 7 月份,人民币名义有效汇率指数从 110.6 上升至 127.5,在 14 个月时间内上升幅度达到 15%;而在此期间人民币实际有效汇率指数上升幅度达到 16%。^①

从历史经验看,当前的上涨幅度甚至超过亚洲金融危机爆发之后人民币升值的幅度。1997 年 7 月亚洲金融危机爆发之后,人民币名义有效汇率指数从 82.9 最高上升至 1998 年 8 月的 95,上升幅度接近 15%,持续时间 13 个月;之后名义有效汇率开始贬值。而实际有效汇率指数从 1997 年 7 月的 89.6 上升到 1998 年 1 月 101.6,上升幅度为 13%,持续时间 6 个月;之后之后实际有效汇率开始贬值。2007 年美国次贷危机之后,从 2007 年 12 月到 2009 年 3 月曾经出现过连续 16 个月的升值窗口。期间人民币名义有效汇率指数和实际有效汇率指数上升幅度均为 21%。

从横向的国际比较来看,2014 年年中到 2015 年 7 月份,只有美元与人民币汇率指数表现出近似的升值趋势,美元名义和实际有效汇率指数分别升值 15%和 14%。事实上,正是在此期间人民币汇率又重新回到盯住美元的老路上来。而在此期间,除了英镑出现约 7%的升幅之外,欧元、日元均出现贬值,贬值幅度约在 10%左右;作为金砖国家之一的巴西汇率贬值幅度在 20%以上。

^① 本节汇率指数数据均来自 BIS, 2010 年=100。

问题是近一年以来人民币汇率升值的基础是什么呢？从上文中对中国经济形势的分析看，无论是从实体经济层面，还是从金融市场层面似乎都找不到近期人民币出现如此快速升值的充分理由。特别是在经济增速持续下滑，资金流出规模持续放大，货币政策不断宽松的背景下，人民币汇率呈现与加息预期不断强化的美元相同的走势，似乎不应该完全从短期的经济层面找原因。

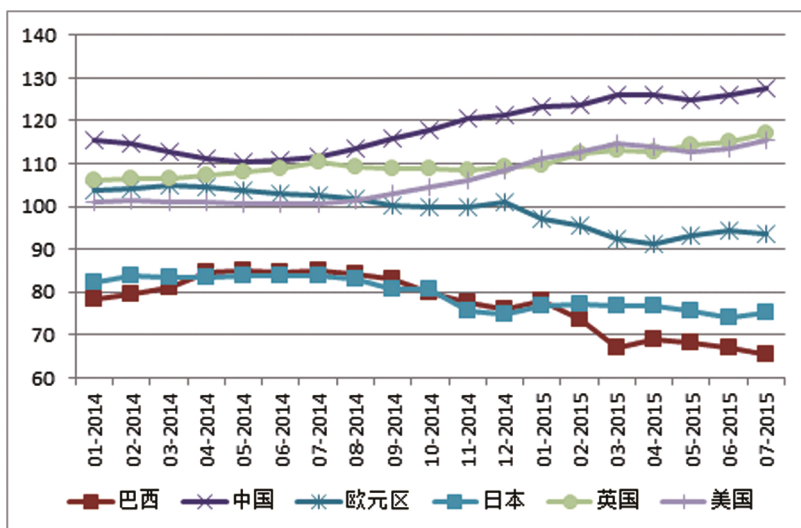


图6 2014年以来主要经济体名义有效汇率指数(2000年=100)

二、金融动荡与经济萧条背景下货币政策的困局

为什么名义上稳健的货币政策实际上却是相对紧缩的呢？我们认为在中国宏观经济萧条和金融市场动荡的大背景下，货币政策客观上面临着种种困局，需要对货币政策的基本思路和具体政策进行调整。

(一)“杠杆率硬着陆”阻塞货币政策传导

美国次贷危机之后，中国“4万亿经济刺激计划”导致的副产品之一就是中国社会杠杆率的快速提升。无论是地方政府还是各类企业的债务主要来源于银行贷款，随着宏观经济减速以及偿还压力的增加，金行系统的坏账率、潜在系统风险都存在上升压力。沉重的债务负担不仅迟滞了中国经济复苏的脚步，而且银行系统安全问题还影响到全球投资者对中国经济的预期，导致金融市场出现波动，成为悬

挂在中国经济之上的一把达摩克利斯之剑。在去杠杆成为金融稳定的必须手段之后,货币政策不可避免的受到去杠杆进程的冲击。

1、社会债务率持续上升

(1)地方政府债务负担沉重

根据《中国国家资产负债表 2015》披露的数据,截至 2014 年年底估算的地方政府负债规模达到 30.38 万亿,资产负债率为 28%,与当年 GDP 的比重为 48%。2015 年地方政府将面临偿还债务的高峰期。

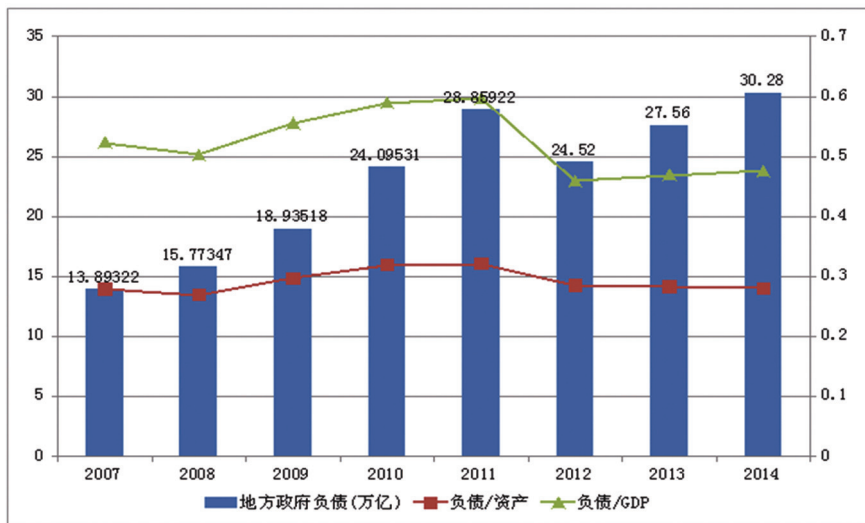


图 7 地方政府负债率(%)^①

进一步的研究还发现在地方住负债中与地方融资平台相关的银行贷款、城投债以及基建信托占有较大比重。银行贷款在地方性债务资金的比重从 2010 年年底的 79%下降到 2013 年 6 月底的 57%;同一时期债券融资的比例从 7%上升至 10%;信托融资的比重 8%。

在经济萧条的大背景下,特别是局部地区出现经济增速和财政收入断崖式下降,可能造成未来银行坏账率的进一步上升,影响银行系统稳定和货币政策的传导。并且随着地方政府更多通过城投债和基建信托等类影子银行渠道筹资的情况下,尤其应关注影子银行风险的一处效应和银行表外风险的回表问题。

第一、经济增速下滑造成财政收入增速下降,局部区域甚至出现断崖式下降。2015 年 1—7 月全国公共财政收入累计增长 5.4%,比去前年同期下滑了 3.1 个百

^① 数据来源:《中国国家资产负债表 2013》和《中国国家资产负债表 2015》。

分点。地方政府公共财政收入累计增长 5.3%，更是比去前年同期下滑了 5.5 个百分点，不足去年同期增速的一半。

而部分省市出现断崖式的回落，例如辽宁和黑龙江 2015 年第一季度财政同比收入增速分别为 -30.4% 和 -20.7%，比去年同期增速分别下滑了 39.7 个百分点和 23.7 个百分点。这种极速回落完全超越去年的预期，并使很多基层政府陷入收支困境之中。

第二、作为地方政府重要收入来源的土地出让金收入也在房地产市场调整大幅度下降。1—7 月全国房地产开发企业土地购置面积同比增长 -32%，比去年同期增速下滑了 27.2 个百分点，而土地成交价款同比增长 -25.6%，比去年同期下降 35.4 个百分点。

第三、财税体制改革压缩地方政府收入增长空间。营改增之后，财政收入税源进一步降低。同时由于税制的改革，地方政府在相对缩小的蛋糕中分得比例进一步降低，因此地方政府税收收入面临着严重挑战。随着收入下降和支出刚性增强，政府债务问题会日益严重，同时，分区域性风险逐步加大。

随着地方政府债务偿还高峰的临近，很多地方政府出现财政困局，甚至基层政府出现支付问题。按照《中国宏观经济分析与预测》2015 年第二期的测算，如果没有制度的大调整，2015 年地方政府付息规模将达到 1.61 万亿，还本付息总额将达到 5.86 万亿。同时 2015 年财政增速估计在 6% 左右，而土地出让金的增速可能处于 -5% 到 -10% 的区间。虽然债务置换和地方债发行等举措可以缓解很多问题，但 2015 年地方政府从总体而言将面临 10% 左右的资金缺口。考虑不同区域之间的差异，对于债务率过高的城市在 2015 年陷入债务困境也将是必然的。由于此前地方政府融资平台债务主要购买方为商业银行，因此债务的重整必然要求货币政策的参与。

(2) 非金融企业面临沉重利息负担

在我国以间接金融为主的市场结构下，非金融企业的资金来源主要来自银行体系。近年来随着影子银行的快速发展，银行贷款在社会融资总额中的比例虽一度有所下降，但近期随着影子银行的清理，银行贷款的比重再次上升。在影子银行融资全面负增长的情况下，银行贷款的温和低速增长无法扭转自 2014 年以来社会融资总额出现的累计同比下降的趋势。除了银行贷款之外，截止到 2015 年 6 月份非金融企业境内股票融资是另外一个保持正增长的企业融资渠道。但是一则股票融资总量有限，在社会融资规模中所占的比例较低，2015 年 6 月份达到 4.8%；二是

近期股票市场出现动荡后监管机构暂停了 IPO 过程,导致目前社会融资增加主要依赖于银行人民币贷款。

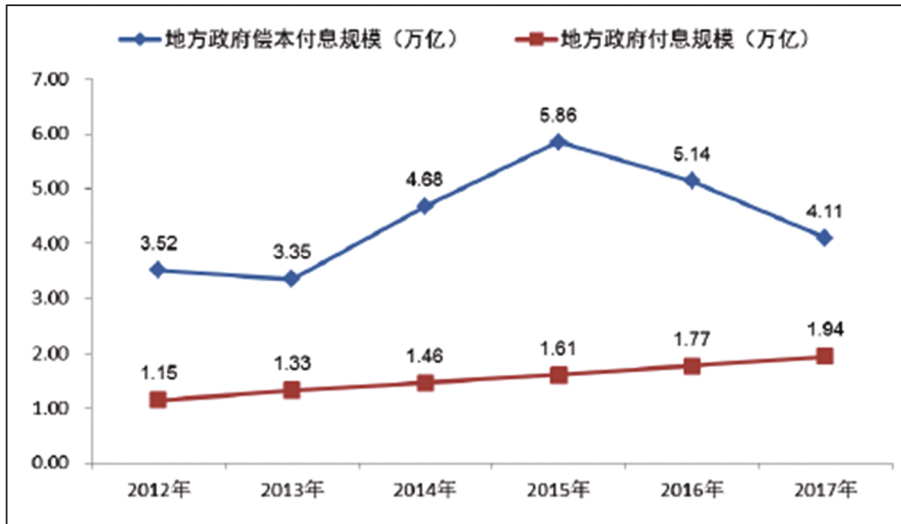


图 8 地方政府还本付息规模在 2014—2015 大幅度上升^①

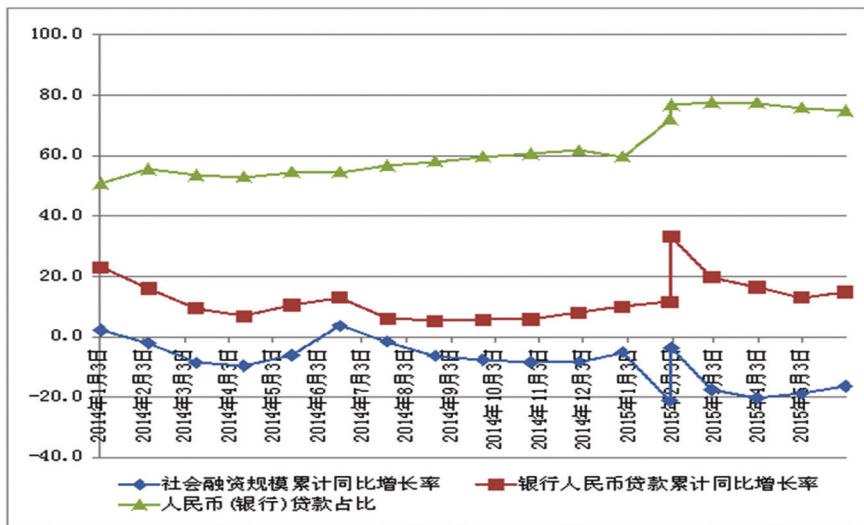


图 9 社会融资规模增长率及银行人民币贷款占比(%)

但是自美国次贷危机之后,中国的非金融企业同样也出现杠杆率快速上升的现象,近期同样也面临着较重的财务负担。同样根据《中国国家资产负债表 2015》

^① 资料来源:《中国宏观经济分析与预测》2015 年第二期。

和《中国国家资产负债表 2013》非金融企业债务规模从 2007 年的 30.8 万亿元飙升到 2014 年的 73.8 万亿元,企业杠杆率(企业债务占 GDP 的比重)随之从 97% 升高到 123% 的历史和国际高位。麦肯锡(MGI,2015)报告显示,俄罗斯、印度、巴西和南非企业杠杆率分别仅为 40%、45%、38% 和 49%,美、德、日等发达国家企业杠杆率也只有 67%、54% 和 101%。由此可以看出,中国企业债务率明显偏高。

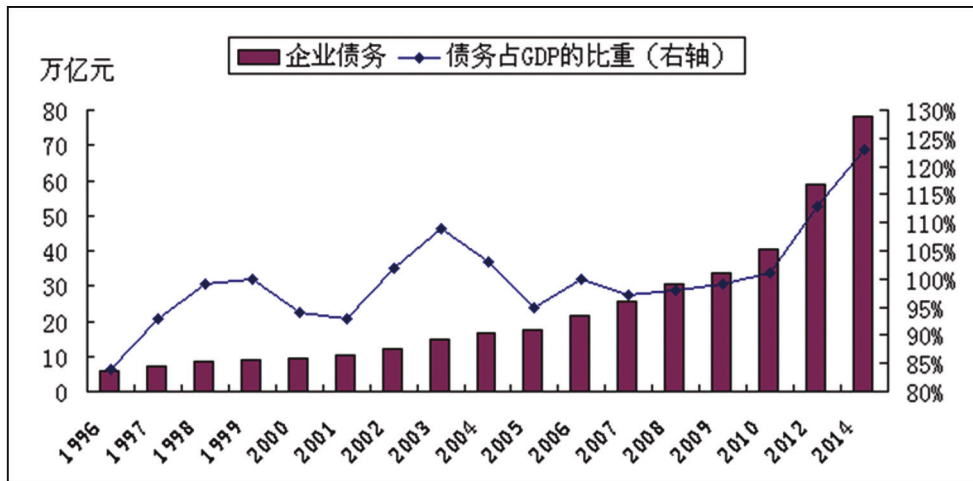


图 10 企业债务占 GDP 的比重^①

按照本课题组估算,中国总体债务与 GDP 之比从 2008 年的 153% 持续上升,到 2013 年达到 231%,预计到 2014 年和 2015 年将分别达到 242% 和 252%。^② 而其中最值得关注的并非政府的债务率水平过快的增长,而是企业债务率增长过猛,并大大超过 90% 的警戒线。2008 年企业债务率为 96%,而到 2013 年就达到了 157%,提升了 61 个百分点,估计到 2014 年和 2015 年将分别达到 169% 和 179%。假定 2015 年各类借款的加权利率为 7%,那么企业利息支付将占 GDP 的 12% 左右。

^① 数据来源:引自李扬等(2013,2015),为非金融企业债务数据。

^② 详见:中国宏观经济分析与预测 2015 年中期主报告:刘元春:《低迷与繁荣、萧条与泡沫并存的中国宏观经济》。

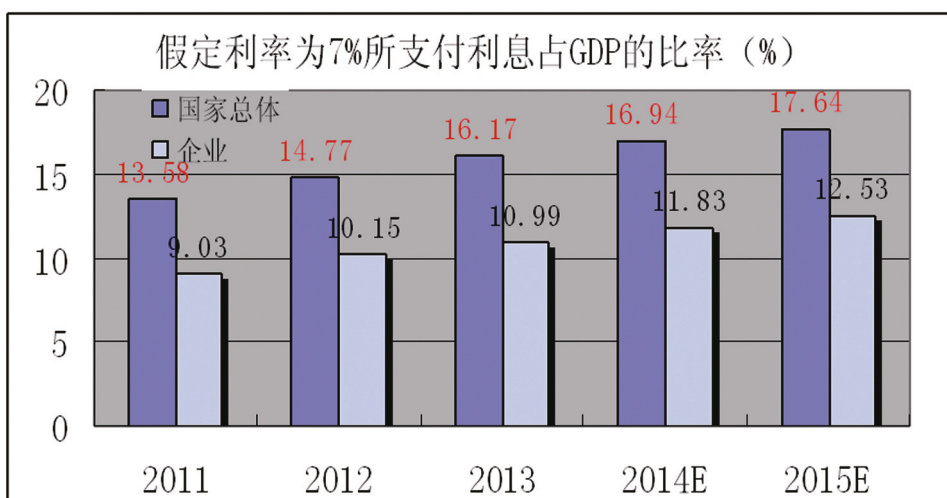


图 11 利息支付占 GDP 比重

2、“杠杆率硬着陆”方式加剧经济萧条

Jorda, Schularick 和 Taylor(2011)发现在过去 120 年的全球经济史上,经济繁荣时期银行杠杆相对 GDP 扩张越快,其后导致的萧条更加严重,而经济复苏的进程也愈加缓慢。面临如此沉重的债务负担和潜在系统风险,“去杠杆”成为维持金融稳定和启动经济幅度的基本要求。然而“去杠杆”的方式如果不科学,可能会引发更大的经济波动或者市场动荡。

无论对于实体经济还是虚拟经济而言,威胁经济安全与复苏的并非债务余额本身,而是超出了企业偿债能力的超额债务。“去杠杆”实际上本质上是要将企业的债务与其资产,或者净资产的比例降低到安全水平,使得企业的偿债能力上升,以重新获得银行贷款进行投资,以迎接下一轮经济复苏和加杠杆的过程。为了阐明本报告的观点,我们不妨定义“杠杆率”一个指标用来反映企业的债务比例,即债务余额相对于自有资产(或者经济资产)的比例。^①

$$\text{杠杆率} = \frac{\text{债务余额}}{\text{净资产}}$$

降低杠杆率有两种途径。第一种方式是削减企业的债务余额,即通过降低杠杆率公式中分子的方法降低杠杆率,本文将之称为“杠杆率的硬着陆”方式。因为这种方式虽然直接,但是无论在金融市场还是在实体经济中都可能引发债务一统缩的恶性循环,

^① 在一般教科书中杠杆率一般表示为(总资产/净资产),本文中的定义出于叙述方便。

不仅不能实现降低杠杆率的目的,反而会造成金融市场动荡和宏观经济萧条。

降低杠杆率的第二种方式是增加企业净资产,即通过增大杠杆率公式中分母的方法降低杠杆率,本文将其称为“杠杆率的软着陆”方式。相对于“杠杆率的硬着陆”的方式,软着陆方式可能更能实现在去杠杆的同时,保持金融市场和宏观经济的稳定。

在实体经济中,“杠杆率硬着陆”方式的典型案例就是萧条时期的银行惜贷。随着经济萧条的加剧,银行坏账率和不良资产率呈现上升趋势。从微观个体来讲,银行对企业减少贷款,甚至提前收回贷款具有个体的合理性。但是微观个体的合理性和能导致宏观层面上的非理性结果,最典型的案例就是“通货一紧缩”的恶性循环机制。

在金融市场上,“杠杆率硬着陆”的最新案例就发生在 2015 年 6 月份中国的股票市场上。无论是监管机构对违规场外配资的严查,而是金融机构处于自身安全的考虑所引发的强制平仓正是金融市场上一次典型的“债务一紧缩”案例。强制平仓导致股票价格下跌,进而引发抵押品价格缩水和新一轮的平仓与资产价格暴跌。

然而这种“杠杆率硬着陆”的模式可能导致“债务一紧缩”的恶性循环,给整个宏观经济造成沉重的负面影响,主要体现在四个方面:

(1)从企业的角度看,经济萧条期间企业的资产负债表会受到重创,资产价格和利润下降导致企业负债和偿债的能力下降。

为了偿还银行债务,企业不得不出手更多资产,从而造成资产价格的进一步下降和企业价值的进一步缩水,这就是著名的“债务一通缩”理论所描述的状况。债务通缩导致企业贷款需求下降。

对于生产企业而言,2014 年底和 2015 年初企业债务加权利率在 8%左右。虽然 2015 年实行了三次降息,使融资成本降低了 80 个基点,但是企业的销售价格却下滑了 4.6%,比去年同期下滑 240 个基点(2.4 个百分点),因此,实际融资利率反而提升了 160 个基点,财务负担所挤压的利润空间超过了 10%。这也是 2014 年 4 季度到现在企业亏损面和亏损额大幅度提升的核心原因之一。

伴随着融资成本的升高和偿债负担的加重,越来越多的企业陷入亏损的困境,全社会企业整体经营绩效也越来越差。亏损工业企业数量增速已经从 2013 年下半年的 2%提高到了 2015 年上半年的 10%以上,工业企业利润增速随之从 13.5%降到了负值。经营绩效恶化降低了企业投资扩张的动机,导致全社会投资需求不足。全社会固定资产投资增速已经由 2010 年的 24.5%一路下滑至 2014 年的 15.7%,2015 年上半年进一步下滑至 11.4%的低位。

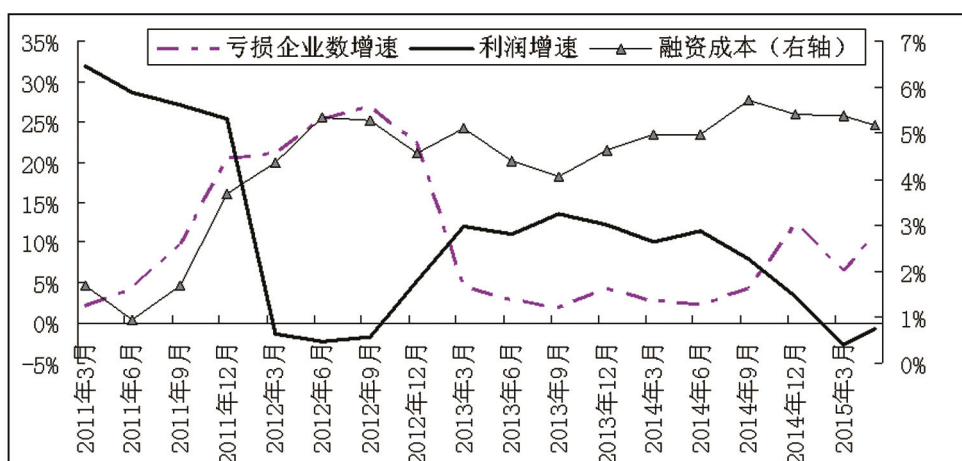


图 12 融资成本升高导致企业经营绩效恶化

(2)从金融机构,特别是商业银行的角度看,企业资产价格及其利润增减直接影响到金融机构的资产安全及其坏账比例。如果出现大范围企业破产和资产价格下降,将会拖累金融机构自身的安全。

中国金融市场中杠杆风险依然主要集中于银行端。从社会融资渠道分布来看,以银行负债端为基础的间接融资依然是社会融资渠道主体,2014年底银行贷款占到融资总量的59.44%,同时影子银行融资规模也占到了17.59%,而股权融资比重仅为2.64%。其中影子银行的扩张更表明金融市场距离有效满足企业市场融资需求尚有不小距离,同时影子银行的风险最终依然要由银行承担。

由于商业银行在金融体系以及货币供给和货币政策传导中重要作用,防范系统性风险主要是保障商业银行体系的安全。自2014年以来,商业银行坏账率不断上升。2014年第一季度坏账率为1.04%,2015年第二季度已经上升到1.5%。除了坏账率之外,另一个值得关注的指标是关注类贷款比例的上升。关注类贷款比例已从2014年年初的2.5%上升至2015年第二季度的3.6%。

随着中国经济增速放缓、债务比例上升和金融市场波动等一系列问题,有研究显示中国银行体系的系统性风险在悄然上升。纽约大学 Stern 商学院的诺贝尔经济学奖得主 Engel 教授所主持的项目对全球主要经济体和银行的系统性风险进行实时评估。该研究通过测算假定未来又发生一次金融危机,一个经济体或者金融机构避免破产所需要的资金规模(即下图中 SRISK)来作为一个经济体或者金融机构面临系统性风险的替代指标。根据该研究的测算,中国的系统性风险接近7000亿美元的水平,在全球主要经济体中处于系统性风险最高的水平,远远超过日本(约5000亿美

元)和美国(约 4000 亿美元)。而在国内的金融机构中,系统性风险最高的金融机构是建设银行,接近 1000 亿美元的水平。对于上述结果,我们自然应该客观的进行研判,但是这也从国际视角提供了一个关于我国系统性风险的评估。

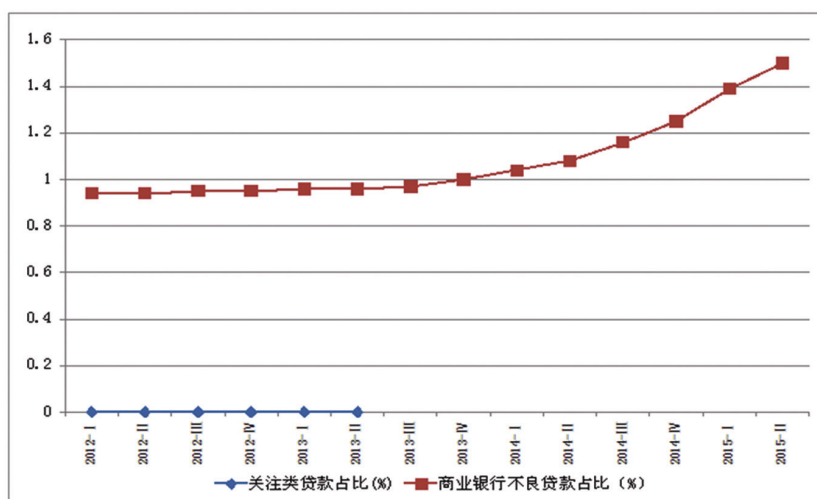


图 13 中国银行系统坏帐率^①

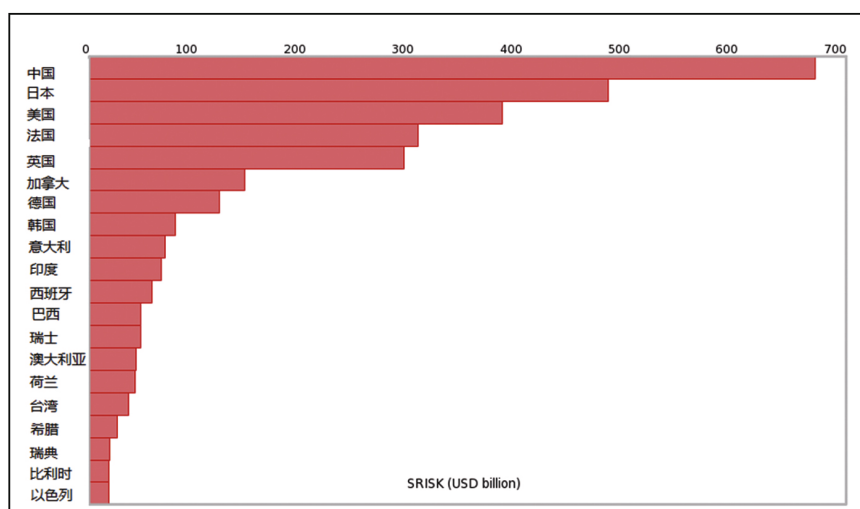


图 14 国别系统风险评估^②

① 数据来源：证监会

② 数据来源：项目主页 <http://vlab.stern.nyu.edu/>。由于系统性风险数据出于即时更新的状态，本报告提供的数据为 2015 年 8 月末的结果。

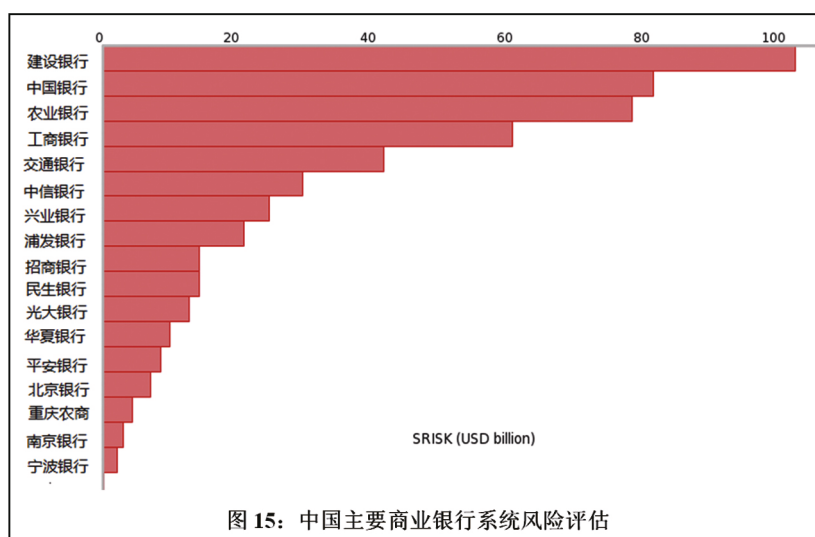


图 15 中国主要商业银行系统风险评估

(3)从整个宏观经济来看,金融企业为了自身的资产安全减少信贷供给,将会减少社会总需求。特别是对于高度以来间接融资的中国经济来说,银行减少对家庭和企业的贷款,导致消费需求和投资需求不足,严重拖累总需求,结果造成银行惜贷总需求不足经济萧条投资风险上升银行进一步惜贷的恶性循环。

(4)货币政策来看,“杠杆率硬着陆”的模式往往会破坏货币传导渠道的破坏,导致货币政策传导阻滞。在通货紧缩期间,金融监管机构往往会逆周期地强化金融体系安全监管,上述两个方面将导致信贷供给出现下降。

1997年亚洲金融危机爆发之后,由于中国人民银行没有及时调整货币政策,导致在通货紧缩的背景下实际利率快速上涨。高实际利率严重损害了企业的资产负债表和负债能力。在商业银行惜贷的情况下,中央银行虽有意扩张货币政策,但心有余而力不足,在2000—2001年期间广义货币增长率长期维持在13%左右的低水平。

(二) 现有政策工具在萧条时期有效性被削弱

1、常规货币政策工具目标无法及时引导政策调整

美国次贷危机的经验教训表明保证通货膨胀稳定无法避免金融危机爆发之外。而事实上仅仅盯住产出缺口和通货膨胀缺口的货币政策也无法全面应对中国萧条的宏观经济现状。

Taylor 作为常规货币政策的基本框架在技术层面上存在一些困难。主要体现

在以下几个方面：首先、均衡实际利率难以确定。均衡的实际利率无法在现实中直接得到，需要在经济波动过程中反复观测。而改变量的测算结果很大程度上依赖于与产出缺口和通胀缺口的测算。其次、产出缺口难以测算，并且在测算上存在较长时滞。中国经济进入“新常态”本身就意味着中国经济的增长模式和增长趋势可能发生变化。在这种结构调整过程中，测算所谓的潜在产出本身就是非常具有挑战性的工作。即便向美国这样成熟的经济体，要准确测算产出缺口也非易事。所以金融危机之后出现了较多关于产出出口测算方法革新的研究。

更重要的是，从政策实践的角度看，仅仅盯住产出缺口和通货膨胀并不能反映当前中国经济的全貌，难以反映中国宏观经济萧条和总需求不足的现状。由于中国经济刚刚步入新常态，潜在增长率的估计仍处于试错过程中。即便是已有的研究成果来看，产出缺口的规模并不太大。如果从增长率的角度看，2015年上半年中国经济实际增速仍然达到7%的水平。这一增长率虽然较前几年有所下滑，当无论与发达经济体还是与新兴经济体相比，均出于非常高的水平。从通货膨胀的角度看，尽管PPI同比增长率已经联系三年下滑，但是对于Taylor规则锁定住的CPI或者核心CPI都处于相对稳定的较低水平。所以仅从产出缺口和通货膨胀两个目标来看，无论相对发达经济体还是新兴经济，中国宏观经济整体上都处于相对健康的情况。

但是当我们将注意力集中到总需求方向时，可能会发现不一样的结论。2015年上半年全国GDP增速出现持续回落。2季度实际增速达到7.0%，符合年初所制定的目标，比去年同期下滑了0.4个百分点。虽然我国的实际GDP增长仍然保持着较高的增速，然而应该值得注意的是，实际GDP增速的持续回落可能并没有完全反应整体经济运行下滑的程度。

2015年1季度名义GDP增速仅为5.8%，二季度累计名义增长率为6.5%，均低于同期的实际GDP增长率。根据累计GDP增长速度计算得到的2015年第一季度和前两季度的GDP平减指数分别为-1.2%和0.5%。这意味着从GDP平减指数角度衡量，中国已经进入了通货紧缩时期。不仅如此，东北和西部部分地区出现塌方式下滑。2015年1季度，辽宁、黑龙江、山西和新疆的名义GDP增速分别为1.0%、-3.2%、-2.1%和-4.2%。持续负增长显示部分地区已经陷入萧条。

从历史经验来看，改革开放以来年度GDP平减指数出现通货紧缩仅发生过三次，分别发生在1982年、1998年至1999年以及2009年。1998年2季度到1999年4季度，平均水平为-1.25%；2009年1季度到4季度，平均水平为-1.4%。中国

经济在这些年份分别发生了严重的总需求疲软。2015 年以来再次出现 GDP 平减指数负增长,总需求不足严重制约经济复苏。

由于仅仅盯住产出缺口和通胀不能及时有效地对货币政策进行调整,我们认为应该在继续关注通货膨胀和产出缺口的同时,将名义 GDP 增长率作为货币政策关注的目标。名义总需求不足的危害至少体现在三个方面:

第一、名义总需求下降直接导致当前收入和就业下降;

第二、总需求下降更严重的危害性在于损害了企业的盈利和未来融资的能力,导致货币政策传导机制出现阻塞,阻碍经济复苏的进程。

第三、持续的总需求不足将会导致未来供给能力下降,部分劳动者因长期失业退出就业市场,投资不足导致资本存量下降,直接影响未来潜在增长率。

事实上,由于盯住制在危机中的表现不佳,金融危机之后西方一些经济学家提议用其他货币政策规则取代通胀盯住制,希望通过新的货币政策规则增强货币政策反应对宏观经济变化的敏感性,同时降低货币政策遭遇非负利率下限而失效的概率。最热门的备选方案之一就是名义 GDP 盯住制。在名义 GDP 盯住规则下,货币当局以名义 GDP 增长率作为货币政策的中间目标,该目标在设定时由实际 GDP 增长率目标加上目标通胀率构成。^①

和通胀盯住规则相比,名义 GDP 盯住规则最大的吸引力在于降低货币政策失效的概率。名义 GDP 规则有利于维持资产市场稳定从而降低金融危机和常规货币政策失效的可能性。由于资产泡沫的形成往往伴随着名义或者实际产出过快增长,因此与通胀盯住规则相比,名义 GDP 盯住制对抑制资产泡沫更加有利。而且名义 GDP 增长率实际上是通胀率与产出增长率之和,因此该政策规则还使货币政策的单一目标与双重任务得以兼容。与通胀盯住制相比,名义 GDP 盯住制的优势还体现在:第一,有利于维持劳动市场稳定;第二,可以更加稳健地应对供给冲击,在负面供给冲击下通过提高对通货膨胀的容忍度,避免过度紧缩政策对实体经济产生进一步的负面影响;第三,名义 GDP 规则还具有较好的可控性和灵活性,既可以维持长期价格水平稳定,抑制货币政策中潜在的动态不一致性问题,又为决策者应对短期冲击预留操作空间。

然而在该规则下,如何确定名义 GDP 目标成为实施该规则的主要阻碍。而且

^① 除了经典形式外, Hall 和 Mankiw(1994)还讨论了广义名义 GDP 盯住规则的其他类型,包括名义产出水平盯住制与混合型盯住制,具体目标的选择根据这些目标的相对重要性以及实现这些目标的成本决定。

由于 GDP 统计数据公布频率较低且要经过不断修正,导致根据这些数据所实施的政策可能会恶化产出和通胀波动。这些都成为可能阻碍名义 GDP 目标制实施的原因。

2、金融市场扭曲阻塞数量型工具传导

我国目前货币政策仍然以货币数量作为中间目标。正常情况下,货币数量的增长目标是在经济增长目标和通货膨胀目标水平之上根据经验法则制定的。基本的经验法则是在货币增长率=经济增长率+通货膨胀目标+2%至3%左右的货币流通速度变化。根据这一经验法则,货币增长速度目标的确立完全是根据实体经济目标确立的。然而当金融市场发生动荡时,作为市场的最终贷款人,中央银行为了维持金融市场的稳定需要向市场注入相应的流动性。

当金融市场对流动性注入的需求与实体经济对货币政策的需求不一致时,往往会造成实体经济的波动。短期内对非银行金融机构贷款的大幅增加可能会继续对实体经济的贷款需求产生挤出效应。根据中金公司的测算:为了稳定市场,7月份对非银行金融机构贷款大幅净增了8,860亿元,而年初至今的月均净增水平约为-450亿元。另一方面,7月份对实体经济的新增贷款下降到了5,940亿元,明显低于上半年的月均1.1万亿元的水平。与对实体经济的贷款相比,稳定市场的资金带来的是财富的再分配而不是有效需求与经济增长。因此,虽然过去12个月直接股权融资只占社会融资总量的5%,但为稳定市场而投放的相关贷款所产生的挤出效应可能会对总需求造成更大的负面影响。此外,潜在的股票回购及部分注销可能会对上市公司的营运资金带来压力。^①

3、转型时期价格型政策工具传导机制阻塞

除了金融市场动荡之外,我国目前正处于货币政策的转型过程中,传统非市场化工具在削弱,市场化工具和体系尚在建设过程之中。而刚性兑付和预算软约束现象长期存在,扭曲金融市场资源配置的功能,削弱货币政策的作用。

首先,刚性兑付现象长期存在,导致无风险利率水平居高不下。当金融资产出现风险、产品可能违约或达不到预期收益时,作为发行方或渠道方的商业银行、信托公司、保险机构等为维护自身声誉,往往通过寻求第三方机构接盘、用自有资金先行垫款、给予投资者价值补偿等方式保证理财产品本金和收益的兑付。刚性兑付现象不仅导致金融产品风险和收益不匹配,还人为抬高了市场上的无风险收益

^① 《中金梁红:股市动荡对经济增长负面影响已明显上升》, <http://new.caijing.com.cn/economy/20150906/3961439.shtml>

率,成为融资成本居高不下的的重要原因。

其次、刚性兑付下,资金加速流向高收益的理财产品和非标准化债权产品。由于长期以来理财产品的预期收益率较少被打破,导致投资者过于追求高收益,不愿自担风险。而随着实体经济投资回报率的下降,面对高昂的融资成本,实体企业难以从金融市场获得融资。

第三、部分地方融资平台、国有企业存在“财务软约束”,对资金价格不敏感,占用了大量信贷资源。高收益的理财产品往往投向地方融资平台和房地产等领域,并通过资金挤出效应等渠道,加剧了中小企业“融资难”、“融资贵”。

第四、在数量型工具向价格型工具的转型过程中,货币市场基准利率和整个利率体系以及央行对货币市场的干预能力尚未培育起来。我国既没有建立起向美国那样的完备的公开市场操作体系,也没有欧洲货币市场的“利率走廊”制度,中央银行无法稳定掌控银行间市场利率。除此之外,在贷款利率限制放开之后,中央银行缺少有效调节长短利率的工具。由于利率体系不完备,加之经济萧条背景下风险溢价上升,即便当前短期利率出现较快下降,但长期利率仍然维持较高水平,抑制消费和投资的增长。

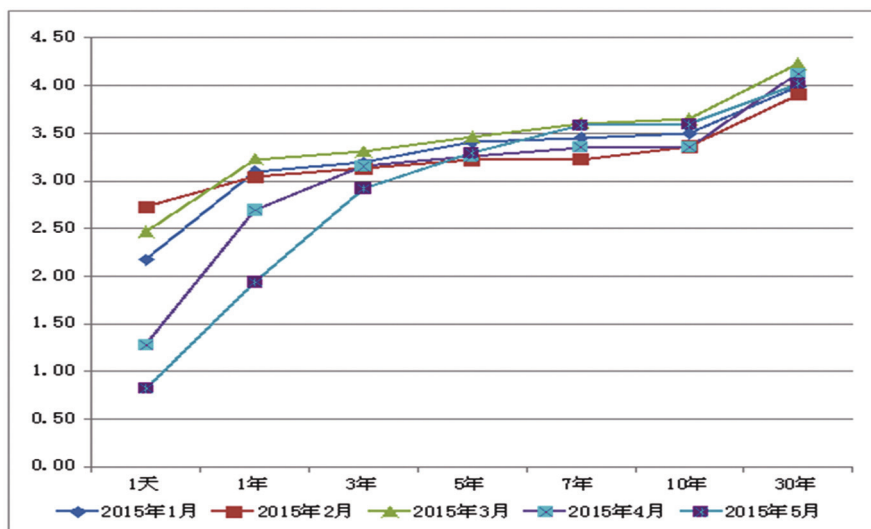


图 16 债券利率期限结构

4、资本流动加速央行国内目标和国外目标之间的冲突

2015年3月份开始,我国外汇占款存量开始出现持续负增长,平均每月下降比例在1%左右。7月份金融机构口径外汇占款23.9万亿元,同比负增长的幅度

有所放大。同月贸易顺差 430 亿美元,实际利用外资 505.5 亿元人民币,简单计算新增外汇占款和贸易顺差以及实际利用外资总额的差额可以近似估算资本外流水平。根据该方法测算,截至 2015 年 7 月份累计资金流出 4667 亿美元;截至 6 月份累计资金流出已达到 3733 亿美元,超过去年全年 3724 亿美元的水平。

资本短期内的快速外流无疑会对人民币汇率造成冲击,而汇率的过度波动必然会影响到金融市场的稳定和宏观经济复苏。从稳定资本流动和汇率的角度看,提高利率是正当的选择;然而从稳定宏观经济的角度看,经济萧条下,货币政策应该选择降息。国内目标和国外目标之间的冲突显然增加了货币政策的难度。在当前宏观经济面临萧条的背景下,在国内目标和国外目标之间进行适当的权衡可能是明智的选择。

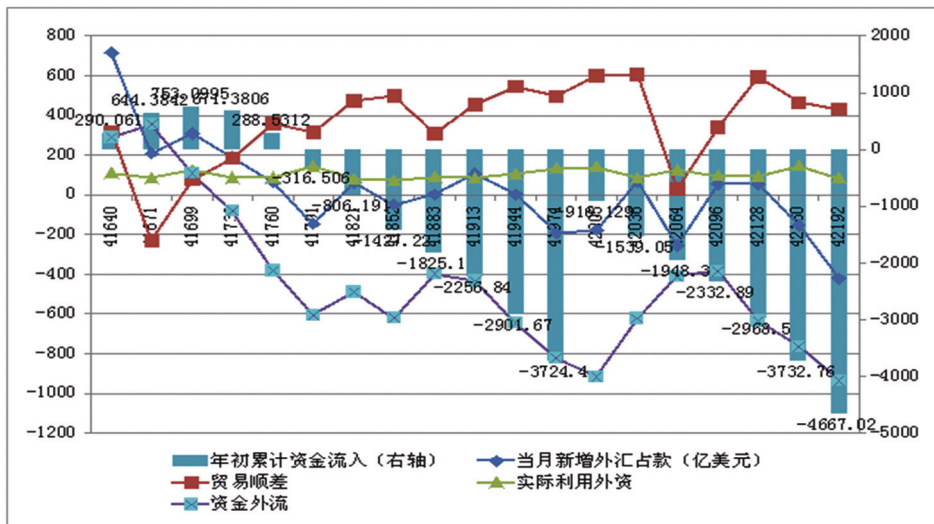


图 17 资金外流(亿美元)

(三) 金融市场安全掣肘货币政策实施

历次金融危机的教训表明货币政策正常发挥作用的前提是健康的金融体系。虽然维持金融体系稳定并非常规货币政策的目标,但是美联储和美国财政部在危机期间对维持金融体系稳定投入了大量力量。金融危机期间的货币政策形象地说就是一场金融稳定保卫战。

2008 年之后,如何避免系统性风险成为金融监管部门新的关注点,而系统性重要银行的安全是监管的核心。如果一个金融机构的破产会造成整个金融体系的

混乱,那么这种风险被称为系统性风险;而这种机构被认为具有系统重要性,称为系统性金融机构。^① 产生系统性风险的机制在于金融体系已经成为相互联结、相互影响的网状结构。一个金融机构出现问题,会将其影响通过这种网状结构迅速传递到市场参与者,使金融机构之间、金融机构与实体经济之间互相影响,形成灾难性的后果。

1、股票市场、债券市场以及地方融资平台困局导致金融风险全面深化

随着 2011 年“城投债”违约、2014 年“超日债”违约到 2015 年的“天威债”违约标志着中国债务风险开始从全面蔓延,传统的“借新还旧模式”已处于崩溃的边缘。进入 2015 年,信用违约事件更为频繁,在中小企业私募债违约为主体的基础上,违约主体开始向大型企业和国有企业扩展,“担而不保”现象也在全面蔓延。在 2014 年以前,公募债券一直未出现过利息、本金实质违约的案例。但 2015 年出现了格局大的变化,“ST 湘鄂债”成为国内首例在公募债券市场上的本金违约债券,“天威债”成为首只国有企业在公募债券市场上的违约债券。这标志着中国风险全面向深度纵深。

随着近年来资产市场的快速发展,商业银行体系通过多种传统与新兴渠道与股票市场紧密联系。金融市场网络结构以及各市场、机构之间的相互联系程度日益加深。2014 年下半年以来的,通过伞形信托、券商两融受益权质押、委托贷款等渠道进入股市的银行体系资金规模高达万亿;而作为主力的伞形信托存量规模可能亦达数千亿元。^② 随着资本市场近期出现的剧烈波动,银行资产不同程度的收到冲击。

2、金融创新加剧市场波动的同时削弱传统货币政策的作用

在利率市场化改革和金融自由化潮流下,近年来我国金融创新呈现加速趋势。金融创新是一把双刃剑,在推动经济金融发展,提高市场资源配置效率的同时,也可能带来新的金融风险。由于存多重监管,近年来在利益驱动下商业银行通道类业务逐渐扩张,表内业务表外化的趋势有增无减。从早期的银信合作、同行代付到银证合作、银基合作、信托受益权等等,市场上金融创新层出不穷。

影子银行在帮助商业银行规避了存款准备金率、存贷款利率以及存贷比等限

^① 在 2008 年金融危机期间,美国财政部和美联储之所以紧急救助美国国际集团(AIG),重要原因之一在于 AIG 是众多机构的交易对手,在信用违约掉期市场上是绝对的卖方,AIG 破产将带来更多机构破产。

^② 2015 年 7 月初海通证券估算杠杆资金存量为 4 万亿元左右,伞形信托规模约 7000 亿元。
<http://business.sohu.com/20150703/n416085228.shtml>

制的同时迅速发展壮大。影子银行不仅涉及商业银行、证券公司、信托、资产管理公司和保险公司等多种金融机构,而且规模增长迅速,其规模超过 10 万亿,对其监督成为“一行三会”防范系统性金融风险的重要任务。^①

在正常情况下,如果企业的现金流状况保持良好,“影子银行”在某种程度上是目前国有垄断银行体系的一个较好的补充,这样的补充对于民营企业来说尤为如此。但这一体系最根本的问题却在于其抗波动和抗风险的能力较弱,一旦出现大面积的资金链断裂,那么其结果将变得更具有蔓延性和恐慌性,并很容易打击实体经济的表现。

不仅如此,金融创新还削弱了传统以货币数量为中间目标的货币政策的效果。金融创新削弱传统货币政策效果的原因主要有两个:一是削弱货币当局对基础货币和控制能力,同时加剧货币乘数的波动性;二是削弱了货币与宏观经济变量之间的相关性。

1980 年代之后英、美等发达国家相继放弃货币数量中间目标,其根本原因在于货币数量指标不再符合中间目标的基本要求。^② 中国目前正在面临相似的困境。抛开货币数量与最终目标的相关性是否下降以及公众是否理解货币数量变换的政策含义,近年来货币的可度量性和可控制性均出现下降现象。中国人民银行分别在 2009 年和 2011 年对金融机构会计科目和广义货币统计口径进行调整,本身即显示出货币界定和统计的困难之处。^③ 随着金融创新的不断深化,中央银行对货币数量的控制能力已在削弱。例如,2013 年货币市场两度上演所谓“钱荒”很大程度上是由金融机构同业业务发展模式变异造成的。金融机构同业业务不仅对货币供给造成显著影响,同时也削弱了货币当局对货币数量的管控,中国人民银行(2013)。随着金融创新加速,影响名义总需求的不再仅是货币数量,而是更广泛意义上金融资产的数量,包括债券、股票以及其他金融资产。

3、分业监管模式滞后金融市场发展

以 2015 年 6 月份以来的股票市场波动为例。根据历史经验,中国宏观经济与股票市场的相关性处于比较低的水平。单纯股票市场的波动可能对中国经济的直接影响有限,但是这次金融市场波动却反映出来我国在金融监管制度建设方面的

^① 邓海清、陈曦:《再造央行 4.0》,社会科学文献出版社。

^② 按照 Svensson(1997)的观点,货币政策中间目标应满足四个标准,包括与政策目标高度相关;易于被货币当局控制;具有较好的可测量性;易于被公众理解,便于货币当局和公众进行沟通。

^③ 其中 2011 年 9 月人民银行将货币供应量统计中增加住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。

问题。无论是在监管理念、组织结构还是监管手段都存在比较严重的不足。

本次沪深股市大震荡,场外配资虚拟化是个关键因素。无论伞形信托还是其他形式的场外配资,都处于监管体系之外。对场外配资而言,配资公司只需提供一定金额自有资金,就可通过银行获得多至三倍的杠杆资金。配资公司从银行拿到资金后,就可开设多个分级账户提供给投资者,投资者拿到这个账户,同样缴纳一定的自有资金后,照一定杠杆获取配资,通过账户分级系统接入证券公司交易平台,从事证券交易。这个过程中,配资公司通过不断开设分级账户,并基于客户缴纳的钱从银行循环获得杠杆资金,从而使整个配资活动不断扩张。

在整个配资过程中,配资公司就出了第一笔本钱,后面都是借客户和银行的钱来生钱。^① 配资循环能顺利运转下去的根源在于银行向配资公司提供杠杆及证券市场向客户提供资本利得,两者缺一不可。对银行来说,通过向配资公司提供杠杆可获得息差收益,但资产安全性要求使得风控成为难题。

在配资活动中,银行通过设置强平线来实现风控。这属于典型的事后控制。当银行设定的某一警戒线被突破,就对配资公司强制平仓,以确保自身的资产安全。而配资公司自然会对客户采取强制平仓设置。股市泡沫破灭意味着客户触碰强平线,导致资产被强平。反映到证券市场上大量股票被强制卖出,从而引发市场大面积跌停。股价下跌又引发下一轮强平,如此恶性循环。

在泡沫破灭的整个过程中,金融市场制度建设滞后和监管缺位放大金融市场波动。从监管角度看,分级账户虚拟化是监管失灵的表现。从整个配资循环中可以看出,银行向配资公司提供杠杆资金是有监管的;客户从事证券交易是有监管的,但配资公司构造分级账户及向客户配资是没有监管的。整个配资循环可以看成是银行资金的证券化过程,而这个过程有一段监管真空。也正因为此,才使得配资成为本次沪深股市大跌宕的罪魁祸首。从制度建设的角度看,当市场上出现大面积强平后,由于缺少类似货币市场的“最终贷款人”;导致投资者不得不只能通过抛售股票获得流动性,最终导致市场上没有交易对手,出现“几百手的卖单就能封跌停”的局面。

为何会出现监管真空?我国过去一直采取分业模式,监管也是分业监管。今年来在国际银行混业经营的大趋势下也开始混业探索。但这种探索主要停留在银行层面,并未在监管层面做出实质性改变,只不过建立了多部门协调组织而已。当

^① 周业安:《混业趋势下的分业监管出现了一处真空》,上海证券报, <http://money.163.com/15/0808/01/B0F9CK5100253B0H.html>

银行开始混业经营,而金融监管仍以分业监管为主基调时,监管真空就难免了。监管缺失导致资产泡沫出现和风险积累。

4、货币当局游走于改革与维稳目标之间,导致市场道德风险放大

2010年之后,在货币政策趋紧的背景下,传统银行开始收缩信贷。但是包括委托贷款和信托贷款等影子银行业务呈爆炸式增长。2012年和2013年全社会融资规模中信托贷款的占比分别为8.1%和10.6%;同期委托贷款的占比分别为8.1%和14.7%。

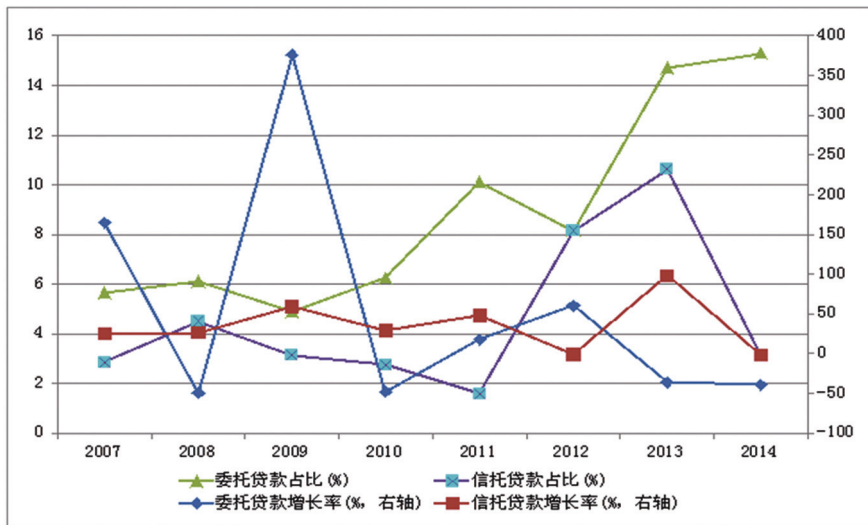


图 18 影子银行在融资总额中的比例

影子银行在把理财产品出售给投资者时将此类产品说成传统存款的高收益替代品。然后它们把筹款所得向房地产开发商、煤炭企业以及产能过剩行业的制造商发放贷款。此外多数理财、信托等产品是通过国有银行分销的,这容易使得投资者产生一种印象,认为这些产品有银行乃至政府充当后盾。当理财资金出现风险、产品可能违约或达不到预期收益时,作为发行方或渠道方的商业银行、信托公司、保险机构等为维护自身声誉,通过寻求第三方机构接盘、用自有资金先行垫款、给予投资者价值补偿等方式保证理财产品本金和收益的兑付。

近年来中国的债券和高收益信托产品曾多次出现技术性违约。不过在多数情形下,政府的纾困举措令散户投资者免于亏损。近年一系列纾困举措,助长了政府不会容忍违约的印象,从而鼓励了金融机构不负责任的放贷行为。在金融时报(FT)中文网上报道中国第二大国有信用担保公司河北融投继2015年4月爆出代

偿违约而遭政府托管之后,又有 11 家影子银行联手向河北省政府请求纾困河北融投,以免其担保的至少 24 档高收益财富管理产品(WMP)违约。这起 11 家影子银行(包括 10 家信托公司和 1 家基金管理公司)要求纾困的事件中,共涉及到 24 款价值 55 亿元人民币高收益理财产品违约。^①而这些高收益理财产品的购买者来自一千多位委托人。如果按照 1000 个委托人计算,每个委托人平均投资规模达到 550 万,显然已并非传统意义上的工薪阶层。要求政府用全体纳税人的钱对富人的投资失败进行救助,显然有失社会公允。经济增速放缓后,部分金融机构的纾困请求迫使官方作出一个选择,要么确保短期金融稳定,要么迫使投资者接受市场纪律的约束,长期而言这应该会改善放贷实践。

三、货币政策转型的前提:全面认识当前的宏观经济形势

自 2007 年美国爆发次贷危机以来,8 年中世界各国政府采取了包括非常规货币政策在内的经济干预手段。然而 8 年时间过去了,目前仍无法看到全球经济复苏的迹象。在此大背景下,中国经济也面临着萧条的局面。为了更好的制定货币政策,我们需要对当前所面临的宏观经济环境有个更加全面的认识。

新时期下中国经济的增速下滑是在多重因素的叠加下导致的。中国现实的复杂性决定了单独的新古典主义或凯恩斯主义、新供给主义或新结构主义等都不能完全概括、解决中国目前的经济问题。我们需要用大周期、大规律的视野来重新定位中国“新常态”,梳理清楚导致中国当前经济形势的各种叠加性因素,刘元春(2015)。^②

(一)国内宏观经济形势变异:趋势性和周期性下滑叠加

按照我们对于目前潜在产出缺口的测算,2012—2014 年中国产出缺口并非像很多学者所言的趋近于 0,而是高达 -1.8 个百分点,比 2000—2007 年回落了 2.4 个百分点,比 2008—2011 年回落了 1 个百分点。^③中国宏观经济在潜在产出回落了 1.5 个百分点左右的水平,负向产出缺口进一步扩大了。

① <http://www.ftchinese.com/story/001063562>

② 刘元春:《经济增长理论的反思、创新及结合中国实际的探讨》

③ 2015 年中期中国宏观经济分析与预测报告,刘元春:《低迷与繁荣、萧条与泡沫并存的中国宏观经济》。

而 2015 名义 GDP 增速高达 2.6 个百分点的快速回落也意味着中国经济形势已经发生质变,意味着经济运行已经偏离了过去的轨迹。考虑中国结构性分化等因素,这种 GDP 名义增速也必然意味着局部区域和行业的崩溃。且 GDP 平减指数连续 2 个季度为负就意味着中国宏观经济“新常态”已经打破了过去 4 年中一个典型特征——“GDP 增速持续回落,但价格水平保持稳定”。这标志着中国经济回落的核心力量开始从以往趋势性因素大幅度向周期性因素转变,由供给性因素向需求性因素转变,总供给与总需求的失衡已经全面显化,通货紧缩的压力正在加剧。

趋势性力量与周期性力量的叠加,使中国宏观经济面临失速的风险,部分区域和部分行业超预期的塌陷导致中国经济的脆弱性步入新的阶段,未来有效需求不足和局部问题的恶化随时可能触及中国经济社会发展的底线。这就决定了中国宏观经济的治理一方面要用结构性政策来缓解潜在产出水平下滑的冲击,另一方面要用需求管理政策对冲产出缺口的扩大,更为重要的是要采取能够兼顾周期性问题 and 结构性问题的兼容性政策。

(二) 国际经济形势变异:超级债务周期与长期停滞的叠加

“新平庸(New Mediocre)”与“大停滞(New Secular Stagnation)”的世界经济对中国宏观经济的冲击依然超乎经济主体的预期。世界经济在“趋势性因素”、“不平衡调整”以及“超级债务周期”等因素的作用下使世界各国“投资增速超调”和“贸易增速超调”等现象依然在向深度蔓延。这决定了中国 2015 年出现的投资增速的回落、外贸的低迷以及资产价格的上扬等现象并不是中国独有的现象,而是世界结构性大调整和周期性调整的一部分。

如果我们从世界视角来看待目前中国宏观经济指标的几大变化,我们会清楚地看到中国新常态的中国特色并非那么明显。

第一、与世界贸易增速的近期变化进行比较,可以发现我们出口增速明显优于世界总体的出口增速。因此我们不能通过简单的历史比较把中国贸易的增速下滑归结到“中国竞争力大幅度下滑”这个伪命题之上,而应当从全球不平衡逆转和全球贸易超调等角度来考虑。

第二、与世界投资增速进行深度比较,我们也可以发现不能简单地把中国投资增速的下滑完全归结到中国体制性因素之上。中国的投资增速回落的幅度大大小于世界各国的平均水平,小于新兴经济体的平均水平。如何解释世界投资同步大

幅度下滑这种现象？可供选择的答案不是中国因素，而是世界性的世界投资的超调，世界超级债务周期以及世界经济再平衡。

第三、如果更进一步考察世界投资率（投资与 GDP 之比）与储蓄率之比，可以清楚看到，世界目前处于投资存在严重不足。中国在促进投资方面需要世界视野，需要从世界超级债务周期角度、世界投资周期的角度以及技术周期的角度来确定中国投资的规模、力度、范围以及投资的方式。

因此，面对当前的经济形势，不应过度强调了新常态的中国特色，把很多问题简单归结到中国的一些特色性因素之上，例如中国人口问题、中国的信贷问题、中国阶段问题等因素之上。但事实上从世界视野来看，很多中国变化都是世界变化的一部分，都与世界变化具有一致性。世界经济的总体走势和周期轮转依然是未来中国经济和转型的核心力量，中国经济调控和治理必须要求世界的视角。忽视世界经济周期、技术周期、债务周期以及不平衡等结构问题调整的规律，一味从中国特色出发，导致很多调整出现南辕北辙。

（三）新常态下传统财政政策的力度和效果削弱

财政政策边际力度递减主要有两重原因：一是地方政府面临客观的债务和财政负担；二是旧的政企关系打破后以及在反腐中出现的庸政懒政现象。

1、地方政府财政压力沉重

如果只从政府工作报告的财政政策定位和目标来看，近年来中国财政政策的定位一直是“积极财政政策”，而且力度不断加大。^① 2012 年政府制定的财政赤字目标是 8000 亿元，财政赤字率是 1.5%，随后赤字规模持续扩大，赤字率目标不断提高，到 2015 年赤字规模已经是 2012 年的两倍还多，赤字率也提高到了 2.3%。然而，将财政政策的具体落实情况与目标对比之后发现，政策目标并没有得以实现。2012~2014 年目标赤字率从 1.5% 提高到了 2.1%，而实际赤字率却一直没有超过 1.8%。事实上，中国的财政支出增速已经从 2011 年的 21.6% 直线下降到 2014 年的 8.2%，下降幅度达 13.4 个百分点，比 1993~2014 年间财政支出平均增速也低了足足 10 个百分点。

^① 本小结详细内容请参见分报告：陈彦斌、陈小亮《通缩、高债务和货币政策财政政策协调》。

表 2

2009 年来财政政策目标及完成情况

年份	政策定位	目标赤字 (亿元)	实际赤字 (亿元)	目标赤字率	实际赤字率	是否完成政策目标
2009	积极	9500	7782	3%	2.25%	否
2010	积极	10500	6773	2.8%	1.66%	否
2011	积极	9000	5373	2%	1.11%	否
2012	积极	8000	8699	1.5%	1.63%	是
2013	积极	12000	11002	2%	1.87%	否
2014	积极	13500	11312	2.1%	1.78%	否
2015	积极	16200	?	2.3%	?	?

说明:1. 政策定位及政策目标根据历年政府工作报告整理得到,实际赤字和实际赤字率根据财政部公布的数据计算得到。2. 财政赤字=财政支出-财政收入,财政赤字为负意味着处于财政盈余的状态。

财政支出增速下滑的原因之一是近两年财政收入增速减缓,不过地方政府债务高企带来的限制是更加不容忽视的原因。中国政府属于“增长主义政府”,财政政策“稳增长”的本质在于鼓励地方政府上项目搞投资,通过投资拉动经济增长(陈彦斌等,2013;李杨等,2013)。因此积极财政政策要想落实到位,必须要有地方政府的全面配合。但在前期财政刺激政策中,地方政府通过银行贷款和地方投融资平台筹集了很多资金,从而导致地方政府债务迅速扩张,债务负担越来越重。由于房地产周期性调整导致土地出让金大幅缩减,再加上 43 号文中“政府债务不得通过企业举借”和“坚决制止地方政府违法违规举债”等规定大大限制了地方政府通过投融资平台融资的能力,导致地方政府难以借新还旧,高企的地方债务存量问题便限制了地方政府筹集配套资金落实中央积极财政政策的能力。

2、地方懒政庸政现象常态化

传统权贵阶层和利益集团在大改革与大整顿中受到全面冲击,地方懒政庸政现象常态化。这种常态化与实体经济的收益下滑、体制调整等因素共同导致了中国经济宏观政策调控的失灵——财政政策名义积极,但实质紧缩;产业政策名义扩张,但迟迟难以到位。

由于地方政府以及职能部门的庸政、懒政现象以及财税体制改革的衔接期等因素,2015 年积极的财政政策不积极,紧缩效应十分明显。财政政策名义积极但

实质紧缩体现在3个方面：一是支出速度没有明显提升；二是由于受制于各类政府收入增长的下滑，对于投资的支持出现明显回缓；三是从财政存款来看，财政拨付和使用的进度比预期要慢。

要解决地方政府庸政懒政问题，“稳增长”督导和问责制在本质上只是临时措施，我们必须从制度层面构建新型地方政府与经济发展共融的激励机制，以代替地方政府过去“跑部前进”、“投资膨胀和投资饥渴”的政治经济动力体系。

四、货币政策转型的新思路

根据当前全球及国内的经济形势，在总结此前货币政策得失的基础之上，我们认为可以从以下几个方面反思货币政策的新思路。

（一）通过“杠杆率软着陆”恢复信贷市场功能

债务—通缩理论也指出高债务和高杠杆是导致金融体系不稳定的根源。一旦冲击形成，债务—通缩机制还可以通过高债务和金融体系之间复杂的相互作用导致对实体经济的冲击被放大，产生金融加速器效应。根据这一理论，去杠杆是让经济恢复稳定的重要手段。

债务通缩理论以及各种关于金融摩擦与宏观经济波动关系的研究表明，政策当局其实应该关注的是整体资产负债表而非仅仅是杠杆率，不同的资产负债表结构意味着不同的杠杆率均衡水平。金融体系的加速器作用表明让金融体系的功能恢复正常能够对实体经济恢复起到重要作用。宏观去杠杆只是让金融体系功能恢复的一个外在表现，而最终依靠的手段依然是恢复金融体系的正常功能。

事实上，并没有一个唯一的合理杠杆率，不同经济体可以维持的杠杆率差异很大，这是不同经济体的发展阶段、制度差异、禀赋差异等所造成的。不能仅仅通过比较杠杆率来判断一个经济体的发展是否有问题，而应该通过检查这个经济体的金融体系是否正常运作来作出判断。由于我国金融市场主要依赖间接融资，因此去杠杆除了要规避金融风险之外，更重要的目的还在于重建信贷市场的宽松环境和货币政策传导渠道。从这个角度看，我们认为与通过减少信贷或者企业负债的“杠杆率硬着陆”方式相比，通过增加企业净资产来实现“杠杆率软着陆”可能更有意义。“杠杆率软着陆”不仅达到降低金融风险的目的，更重要的是，通过增加企业的净资产提高其偿债能力，能够理顺信贷市场内部关系，恢复信贷市场融资功能，助

理总需求和宏观经济复苏,对身陷萧条的中国经济具有重要意义。

实现“杠杆率软着陆”的根本方式在于增加企业的净资产或者自有资本。而增加自有资本的资金来源无非两个,一是依赖外部股权资金注入;二是依赖内源融资,即通过企业利润转增资本金。

就依赖外部股权资金注入渠道而言,我们发现很多国家都在企业业绩下滑、宏观去杠杆和修复资产负债表的过程中出现股市快速上升,甚至出现泡沫,都在股票市场的融资功能在分流流动性的进程中发挥股票市场的融资功能,以达到去杠杆、减负担的作用。例如全球 MSCI 指数在过去 4 年多提升了 30%,美国 S&P500 提升了 67.5%,日本提升了 1 倍多。如果从这种视角来看,也许正如 Summers(2013, 2015)在“长期停滞”(secular stagnation)理论所阐述的那样,局部泡沫可能是医治总体债务困境的好办法。

正如在 2015 年年中报告中所指出的,利用大腾挪来实施“宏观去杠杆”,利用股市繁荣来达到启动经济,对冲生产领域的低迷,虽然是顺应潮流的、恰当的战略选择,但依然会带来巨大的风险。能否有效地驾驭这些风险,不仅关系到宏观去杠杆的成败,同时也对宏观经济的稳定会带来巨大的冲击,刘元春(2015)。随着中国股票市场在 2015 年 6 月份之后出现的剧烈波动,监管机构已经暂停了新股发行。从目前的情形来看,利用股市繁荣来达到去杠杆和启动经济的目标难以实现。

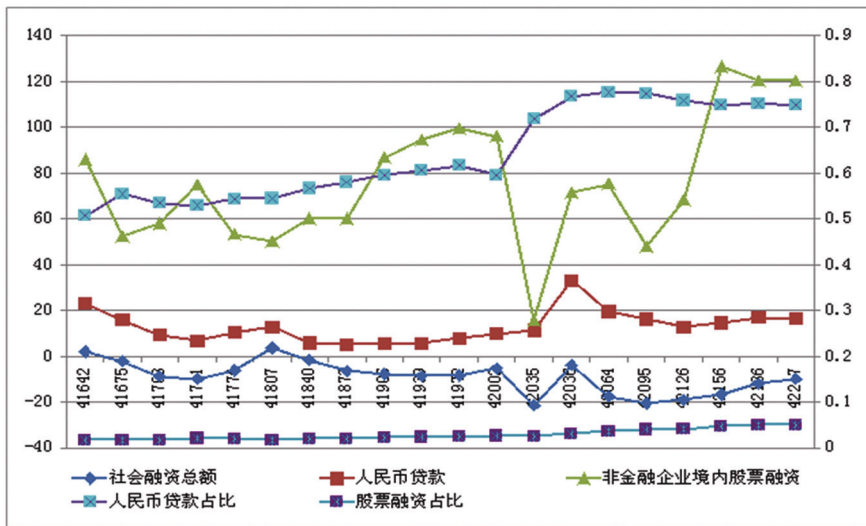


图 19 银行贷款和股票融资增长率及其在社会融资总额中的占比

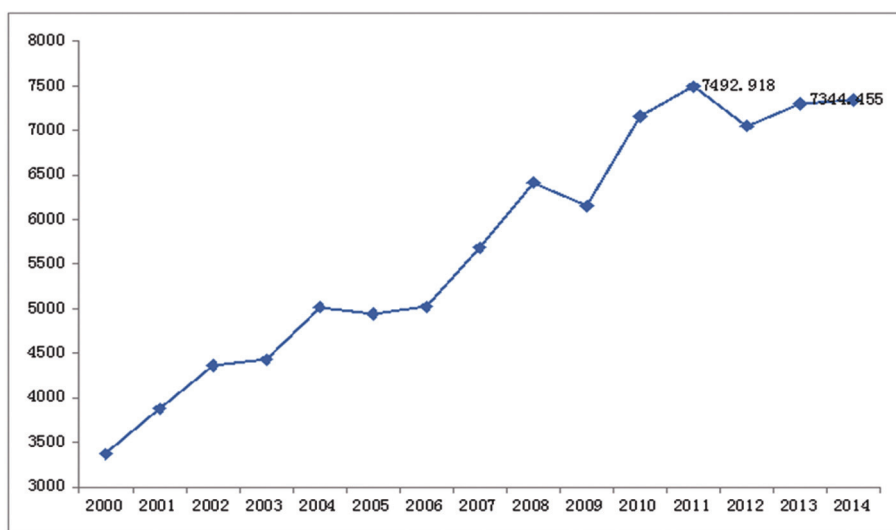


图 20 中国外商直接投资(亿元人民币)

从降低杠杆率的角度看,吸引外资同样具有重要的意义。由于我国吸引的外资主要以外商直接投资为主,外资注入不会增加企业债务,相反由于增加了企业自有资本反而有利于企业杠杆率的下降和偿债能力的提升,有利于信贷市场功能的恢复。

除此之外,解决杠杆率过高这一问题的主要手段还是要依靠企业内源融资,即企业的未分配利润。从恢复企业利润和自有资本金的角度看,主要的政策选择是减税和降息,两者都着眼于企业的财务负担。

从税收角度,包括营改增等方式之外,通过加速固定资产折旧等方式减少企业所得税也是选项之一。2015年9月份国务院常务会议决定扩大扩大固定资产加速折旧优惠范围,预计将减税约50亿元。

从货币政策来看,增加企业利润和自有资本金的方式是通过降息降低企业财务成本。当然这种方式本身的局限性在于:首先、在贷款基准利率放开后,央行货币降息的政策效果是否能有效传达到信贷市场乃至更广义的金融市场;其次、即便是信贷市场利率下降,企业财务成本要想下降也需要在新的贷款合同生效后才能发生,因此这种方式可能会有较长的时滞。

如果降息政策有效将会对企业利润产生积极的影响。根据陈彦斌等(2015)的测算:考虑两种情形,一是央行只采用降准操作,二是央行采用降息和降准相结合

的操作。^① 降准主要是将冻结的准备金释放,其本身不会给企业带来收益,降息操作则可以降低企业融资成本。考虑到目前 4.6% 的一年期基准贷款利率已经是近 20 年以来的最低水平,降准比降息空间更大,假设央行还将采取两次降息操作,累计降息 0.5 个百分点,其余采用降准操作推高通胀率。

基于所设定的指标数值可以计算得出,如果只采用降准操作,将会降低企业融资成本 0.32 万亿元,减轻企业债务负担 1.48 万亿元,合计 1.8 万亿元。如果同时采用降准和降息操作,将会降低企业融资成本 0.4 万亿元,减轻企业债务负担 1.48 万亿元并削减偿债利息 0.3 万亿元,合计 2.17 万亿元。如果企业将货币政策带来的益处用于投资,那么固定资产投资增速将会额外提高 3.5~4.2 个百分点,有助于经济摆脱萧条。考虑到中国经济萧条的全球大背景及其严重程度,未来降息的幅度可能比本报告所设定的比例更大。

表 3 宽松货币政策给企业带来益处的估算结果(单位:万亿元)

基本信息		情形 1:降准		情形 2:降准+降息	
债务规模	73.8	削减债务负担	$73.8 \times 2\% = 1.48$	削减债务负担	$73.8 \times 2\% = 1.48$
				削减债务利息	$73.8 \times 80\% \times 0.5\% = 0.30$
融资规模	16.0	降低融资成本	$16 \times 2\% = 0.32$	降低融资成本	$16 \times 2.5\% = 0.40$
当年偿债规模占比	20%	收益合计	$1.48 + 0.32 = 1.80$	收益合计	$1.48 + 0.30 + 0.40 = 2.17$

说明:1.债务规模和融资规模分别为 2014 年的数据,其中融资规模是将全社会融资规模扣除股票市场融资计算得到,因为股权融资无需支付利息;2.由于无法获得企业债务的具体偿还年份,假设企业 2015 年偿债规模为总债务规模的 20%。3.降息 0.5 个百分点并不意味着企业贷款利率(市场利率)一定会降低 0.5 个百分点,为便于计算,假设二者变化一一对应。

(二) 货币政策总基调由“名稳实紧”转为适度宽松

在全球经济下滑和中国经济萧条已成现实的情况下,货币政策的基本定位应该从“名稳实紧”转为适度宽松。通过利弊权衡,我们认为适度的宽松政策将对中国经济复苏产生积极贡献,主要有以下几个方面的原因。

第一、从全球经济的整体环境和我国宏观经济的现状看,我国目前处于潜在增

^① 详见分报告:陈彦斌和陈小亮,《通缩、高债务和货币政策财政政策协调》。

速下滑和有效需求双重打击之下。持续的总需求不足将带来中长期供给和潜在产出水平的下滑。有效需求不足在一定时期内长期存在会通过人力资本的加速折旧、物质资本形成速度的下降、金融效率的弱化以及内在结构性扭曲加大等导致潜在增长速度回落。因此稳定总需求无论对稳定中国当前宏观经济还是未来的经济增长都有重要意义。

第二、宽松的货币政策可以为恢复信贷市场功能和货币政策传导机制创造必要的条件。一方面,通过宽松货币政策推高价格水平可以使一国摆脱通缩境况,减轻企业和家庭的偿债负担,从而使投资需求和消费需求有所扩张。更重要的是,通过企业资产负债表的修复提升企业的偿债能力,增加银行贷款和投资需求。

第三、在当前宏观经济背景下,宽松的货币政策不会导致此前“四万亿”刺激计划时期的经济过热现象。由于地方政府债务约束,新的政企关系尚未建立起来,当前财政政策对宏观经济的刺激力度和规模相对有限,不会导致大规模的派生货币供给增加。其次、在企业债务和银行坏账规模的背景下,金融机构风险意识提升,扩张性的货币政策的刺激效应也会在金融市场传递过程中被一定程度削弱。

第四、当前我国通货膨胀整体处于较低水平,股市泡沫经过调整已经处于较低水平,为宽松货币政策提供了外部条件。8月份生产者价格指数季节调整后的三个月增长年率约为-5%。消费者价格指数经过季节调整后的三个月增长年率在3.9%左右,近期虽有较快反弹,主要是受猪肉、蔬菜和蛋类价格在8月份有较大反弹的影响。食品价格季调后的三个月增长年率约为10%,剔除食品价格之后的消费者价格指数增长率仍然在较低水平。从物价水平的走势来看,有利于采取较为宽松的货币政策。此前股票市场的调整也为调整货币政策提供了空间。

第五、科学看待稳增长和调结构的矛盾。对于宽松货币政策一个可能的担忧是大水漫灌式的货币政策可能会加剧我国的产能过剩和重复建设,不利于经济结构的调整。我们认为调结构是一个长期性的目标,而维持宏观经济稳定是一个相对短期的目标。在宏观经济萧条和完善的市场退出机制尚未建立起来的背景下,过度的紧缩不仅无法完成结构调整目标,还可能造成更大的经济衰退。

(三)市场秩序和微观主体重建

通过软着陆的方式去杠杆本质上是在宏观经济政策引导下通过市场机制实现杠杆率下降。在相对宽松的宏观政策环境下,有竞争力的行业和企业通过盈利或者吸引注资实现资产负债表的修复以及负债能力的重建。而产能过剩或者竞争力

差的企业则被市场淘汰。为了帮助更快地实现“杠杆率软着陆”，有以下几个方面的工作需要进行：

首先、加快推进市场化改革进程，完善货币政策向信贷市场的传递渠道。在上文的分析中，我们指出在信贷市场上大量拥有政府隐性担保和具有预算软约束的融资平台和国有企业等等存在，这些企业不仅对资金需求量大而且对缺少价格弹性，导致信贷市场超额需求长期存在。这导致信贷市场利率居高不下，导致民营企业和中小企业融资难融资贵现象长期存在。

其次、信贷市场利率居高不下的另一个原因是市场上广泛存在的刚性兑付现象。因此要有序打破刚性兑付，完善全面市场风险定价功能。刚性兑付导致市场无风险利率居高不下，信贷市场利率水涨船高。因此要想呈现货币政策在信贷市场的顺利传导，打破刚性兑付仅仅是必要步骤之一，应该配合对政府隐性担保和预算软约束的清理，才有可能实现基准利率向信贷市场利率的顺利传递。

第三、加速清理僵尸企业，鼓励通过兼并重组进行债务重组。当前企业借新债还旧债的现象相当普遍。许多银行贷款仅仅是维持一些僵尸企业的生存，并没有转化为现实的投资需求。特别是在一些地方政府的行政干预下，导致一些僵尸企业“死而不僵”，大量占用信贷资源，直接决定去杠杆策略的成败。根据冯俊新(2015)对比了有限债务责任和无限债务责任体制对去杠杆进程的影响，发现在私人债务不具备追索权(non-recourse)的国家更容易通过破产重组恢复信贷市场功能(在这一过程中破产企业的债务灭失，新企业得以以较低的负债率进入信贷市场)，因此去杠杆的速度会比较快。

第四、通过法律手段淘汰落后、过剩产能，强化市场主体重建。宽松货币政策不可避免地一定程度上产生“大水漫灌”的后果。为了使得货币政策能够更加精准地传递到实体经济，并在尽可能短的时间内发挥作用，应该通过法律而非行政手段加速市场主体重建，淘汰落后产能和三高企业。

(四)完善多目标广义货币政策框架

2007年金融危机的爆发使得经济学家和政策制定者深刻认识到“保持价格稳定并不能避免金融危机的爆发”，货币政策需要有更广阔的视野。危机之后，除了量化宽松等非常规货币政策之外；为了避免金融危机再次爆发，宏观审慎监管成为政策革新的主要方向。作为传统总需求管理的两个支柱政策，在当前“低迷与繁荣、萧条与泡沫并存”的复杂宏观经济形势下，货币政策除了稳增长、促改革和调结

构等各项宏观政策目标之外,还应该肩负维护金融安全与推动金融市场改革的任务。所谓的“金融安全”并非简单地指金融资产价格稳定,而是指货币政策当局和监管机构应该致力于消除金融市场潜在的“系统性风险”。

在我国金融混业经营已成现实的情况下,随着利率市场化加速推进,金融创新越来越复杂,以金融市场为代表的虚拟性经济与实体经济的相关性进一步弱化,金融风险与经济周期的同步性也在弱化。例如 2014 年下半年开始的一轮股市泡沫是在实体经济持续下滑的背景下产生的。利率市场化和金融创新在客观上为股市提供了大量的流动性,既包括合法的融资融券,也包括伞形信托等影子银行业务;在主观上政府对金融市场的改革也刺激了投资者的风险偏好和风险承担(risk taking)。事实上,货币政策该如何应对资产泡沫在学术界和政策界仍是存在争议的问题,尤其是美联储历任主席都坚持对资产泡沫采取善意忽略的态度。即便如此,为了避免金融危机的再次爆发,2010 年奥巴马签署《多德-弗兰克法案》,大幅扩充了美联储的监管职权,确立了美联储在美国系统性风险管理和金融监管框架中的核心地位。

与美国相比,如论是在金融市场制度建设还是在相关监管法规、执行方面都存在劣势。此外与美国等以直接金融为主的国家相比,我国以间接融资为主,银行体系更容易成为系统性风险集聚和爆发的节点。因此我国货币政策当局所面临的系统性风险防范压力更加严峻。

作为新兴市场国家,我国无论是金融市场还是市场监管都尚处于动态发展阶段,极易发生两者发展速度不匹配的现象。事实上,从各国的经验来看,金融创新的速度往往快于监管制度发展的速度。金融体系市场化改革的根本目的是为了提高资源配置效率。但是从全球的历史经验来看,金融市场化改革和开放的过程中也伴随着爆发金融危机的风险。历史上比较严重的经济衰退或者萧条都伴随着金融危机。金融危机的爆发不仅会葬送多年经济建设的成果,而且会中断既定的改革进程。

首先、从经济发展角度看,无论是 1997 年的亚洲金融危机还是 2008 年的美国次贷危机,金融危机无疑将会导致国家和个人财富大量缩水。例如美联储在 2012 年 6 月份公布的家庭金融调查报告表明,2008 年的金融危机导致美国家庭 2010 年经通胀因素调整后财富净值的中值降至 1992 年以来的最低水平。美国家庭财富净值中值从 2007 年的 12.64 万美元降至 2010 年的 7.73 万美元,下降幅度接近

40%。其中大部分财富缩水与房地产市场泡沫破灭导致房产价值下降有关。^① 而根据中金公司 2015 年 9 月份发布的研究报告称自 6 月中旬开始的股票市场波动估计已经使得中国家庭持有的股权账面财富累计缩水了近 10 万亿元。^②

其次、金融市场的动荡干扰了常规货币政策的实施。金融市场动荡对货币政策的干扰是多方面的。最为金融市场的“最终贷款人”，央行不得不在金融动荡时对金融市场投放大量的流动性，必然对社会流动性总量产生不确定影响；投入到金融市场的流动性还可能挤占实体经济的资源。据中金公司的研究显示，为了稳定市场，2015 年 7 月份商业银行对非银行金融机构贷款大幅净增了 8860 亿元，而年初至今的月均净增水平约为 -450 亿元。7 月份对实体经济的新增贷款下降到了 5940 亿元，明显低于上半年的月均 1.1 万亿元的水平。与对实体经济的贷款相比，稳定市场的资金带来的是财富的再分配而不是有效需求与经济增长。为稳定市场而投放的相关贷款所产生的挤出效应可能会对总需求造成更大的负面影响。^③ 更重要的是，金融市场作为货币政策传导的中间环节，金融市场动荡必然严重影响货币政策的正常运行。

第三、从更加宏观的角度看，金融市场的动荡可能迟滞甚至会打乱我国市场化改革的进程。金融体系市场化改革是中国经济改革和发展的客观要求和内生结果。但是从许多国家的经验来看，金融市场化和自由化过程容易引发系统性风险而拖累经济发展。我国的市场化进程属于典型的供给引导型，政府希望市场化改革推动经济增长效率，并在改革过程中发挥重要的推动作用。当金融市场发生动荡后，出于经济安全的考虑，政府可能会暂时中断原有的改革进程。例如在最近的股票市场波动中，我们观察到监管当局暂停了企业 IPO 以及一些卖空交易。而据金融时报(FT)中文网的报道，香港交易所(HKEx)行政总裁李小加表示近期中国股市的动荡将令香港与中国内地金融市场互联互通计划进程放缓。中国金融市场的动荡以及政府一系列行政干预措施必然对中国的利率市场化、汇率市场化以及人民币国际化等一系列进程造成影响。

根据以上分析，我们认为货币当局兼具金融市场的“最终贷款人”和货币政策执行者双重身份。在经济萧条和金融市场动荡加剧的背景下，中国人民银行不仅

^① 家庭财富净值是指家庭房产、银行账户、股票等资产扣除抵押贷款、信用卡等债务后的差额。美联储自 1989 年以来每三年针对美国家庭财富进行相关调查，最近的一次调查截至 2010 年。 <http://finance.ifeng.com/gold/jskxsj/20120613/6599271.shtml>

^② <http://new.caijing.com.cn/economy/20150906/3961439.shtml>

^③ 同上。

负责日常货币政策实施的职责,同时还肩负着维护金融安全与推动金融体系市场化改革的重任。因此应该在混业经营已成事实的情况下,重构以央行为核心的统一监管框架。

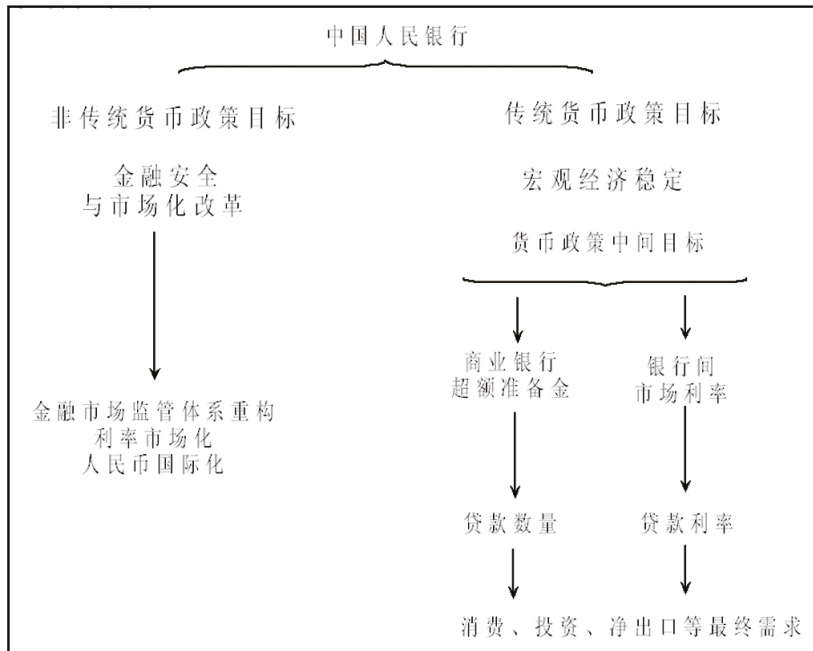


图 21 经济萧条和金融动荡背景下中国货币当局的双重目标

五、未来可能的政策选项

根据上文的分析,我们认为应该重视“通货紧缩—债务效应”理论、“超级债务周期理论”、“长期停滞理论”与现代去杠杆、去泡沫理论的最新发展,结合中国当前的宏观经济和金融市场的现状,我们认为中国货币政策的定位应从此前的“名稳实紧”向“适度宽松”调整。宽松货币政策不仅有利于增加总需求,还可以减轻政府(尤其是地方政府)和企业的偿债负担,为财政政策腾出空间“稳增长”。未来货币政策可能的选项包括以下几个方面:

1、降低存贷款基准利率

利率市场化改革后,央行虽然不能直接控制信贷市场贷款利率,但是基准利率下降对于引导信贷市场利率下降仍然可以发挥一定的作用,此外央行还可以通过公开市场操作,利用多种流动性管理工具,降低银行间市场利率,降低金融机构资

金成本。首先、通过降息,不仅可以刺激总需求,根据长期停滞理论,全球短期的均衡实际利率可能处于负利率水平,目前中国企业的实际贷款利率显然过高。其二、根据“杠杆率反向软着陆”的思路,通过降息降低企业财务成本,推动资产负债表修复和信贷市场功能恢复,还可以帮助疏通货币政策传导渠道。

2、逐步引导存款准备金率回归正常水平

随着外汇占款的逐渐下降,中国基础货币的供给渠道业已发生改变。与经济新常态相适应,存款准备金率也因该逐步恢复到正常水平。在在通缩和高债务情形下,降准虽然不能必然带动贷款增加,但是通过存款准备金率下降,可以为信贷市场提供更多的流动性,有利于银行放款。

除此之外,在宏观经济萧条的大背景下,包括降息和降准在内的宽松货币市场环境可以稳定消费者和投资者的信心,通过提高通胀预期引导实际利率向其均衡水平收敛。同时宽松的货币政策也有利于央行通过前瞻性指导进行预期管理。

3、通过明确盯住名义 GDP 增速保证货币政策的“适度性”。

盯住产出缺口和通货膨胀的 Taylor 规则在当前中国可能并不适用。在经济步入新常态初期,潜在增长率的估计仍处于试错过程中。尽管 PPI 同比增长率已经联系三年下滑,GDP 平减指数更是连续两个季度出现负增长,但是 Taylor 规则所盯住的 CPI 或者核心 CPI 都处于相对稳定的较低水平。所以仅从产出缺口和通货膨胀两个目标无法全面反映中国经济的现状。盯住名义 GDP 增长率的好处在于可以将总需求的稳定作为货币政策的目标。

4、加强金融市场培育,引导无风险利率回归均衡水平

货币政策在传导过程中之所以遭遇阻滞,与金融市场不健全有关。加强金融市场培育主要包括以下几个方面:第一、通货国有企业改革和政府考核目标改革减少政府隐性担保,提高市场对资金价格的敏感程度,避免国有企业对民营企业的挤出;第二、逐步有序打破金融市场的刚性兑付现象,培育投资者风险自担意识,实现金融市场无风险利率回归正常。

5、加强微观市场主体培育,引导货币信贷资金进入实体经济

加强微观市场主体培育主要包括以下几个方面:一、鼓励非金融企业通过兼并重组消除“僵尸企业”;二、通过法律手段对于不符合国家法律规定的企业或者落后产能进行淘汰。通过企业重组和落后产能淘汰不仅可以实现企业债务减免,减少企业借新债换旧债,引导银行贷款能够真正进入生产领域,还可以带动投资需求和总需求回升。

6、结合总需求增长目标,探索通过“前瞻性指导”引导公众预期

由于需求不足问题已经强烈显化,货币政策不宜保持以往模糊的稳健定位,必须旗帜鲜明地采取宽松定位。为了引导公众预期,除了果断采取包括降息、降准等常规性的宽松货币政策之外,还可以探索通过前瞻性指导的方式,设定名义 GDP 增长率或者生产者价格指数等参考的临界指标,引导公众稳定通胀预期。

7、借鉴西方国家非常规货币政策经验,通过市场化手段干预利率期限结构

利率市场化之后,人民银行丧失对信贷市场利率的直接控制。在当前宏观经济萧条和金融市场不稳定的大背景下,银行惜贷现象严重,中长期利率居高不下,抬高了企业和政府的融资成本。因此可以借鉴西方国家非常规货币政策经验,通过市场化手段干预利率期限结构。例如可以探索央行在二级市场直接购买长期债券的方式进行扭曲操作,将中长期利率降低到合意水平。

8、重构监管框架,构建维护金融安全与稳定宏观经济的货币政策

市场经济中货币当局兼具金融市场的“最终贷款人”和货币政策执行者双重身份。随着金融市场混业经营既成事实,金融市场安全不仅影响宏观经济稳定而且关系货币政策传导渠道是否通畅。在经济萧条和金融市场动荡加剧的背景下,中国人民银行不仅负责日常货币政策实施的职责,同时还肩负着维护金融安全与推动金融体系市场化改革的重任。通过加强事前监管,采取“适度宽松的货币政策”与“金融改革”和“监管强化”的组合,以保证实体经济面临的货币条件指数的相对稳定。

