



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第18期）

现代中央银行制度建设的核心逻辑： 货币政策的重新寻锚

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2020年11月

现代中央银行制度建设的核心逻辑：
货币政策的重新寻锚
——CMF 中国宏观经济专题报告（第 18 期）



现代中央银行制度建设的核心逻辑： 货币政策重新寻锚

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所



现代中央银行制度建设的核心逻辑： 货币政策重新寻锚

报告人：张成思

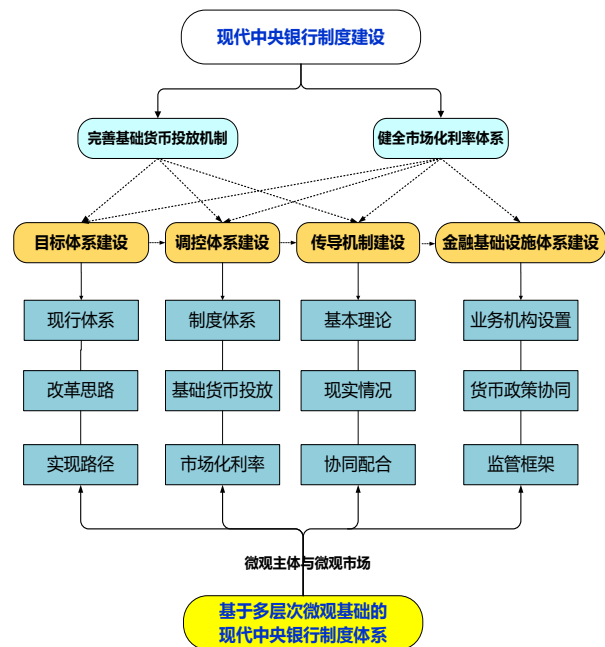
2020年11月

一、背景

◆ 党和国家对现代中央银行制度建设的阐释：

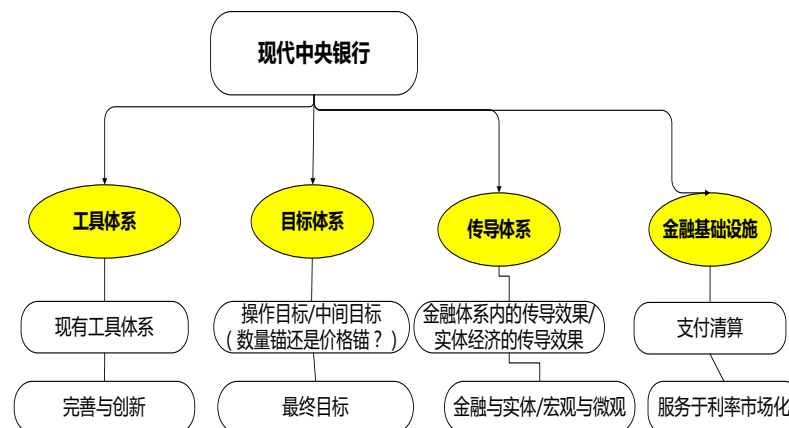
党的十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》：**建设现代中央银行制度，完善基础货币投放机制，健全基准利率和市场化利率体系。**

◆ 现代中央银行制度建设的核心：具有与经济发展阶段相适应的完备的**目标体系、调控体系、高度市场化的传导体系**以及以利率市场化为着力点的发达的**金融基础设施体系**。



二、重新寻什么锚？

- ◆ 传统意义上的锚：对应货币政策的**目标体系**。
- ◆ **重新寻锚：以利率市场化为核心的全方位寻锚，包括工具体系、目标体系、传导体系和金融基础设施体系。**



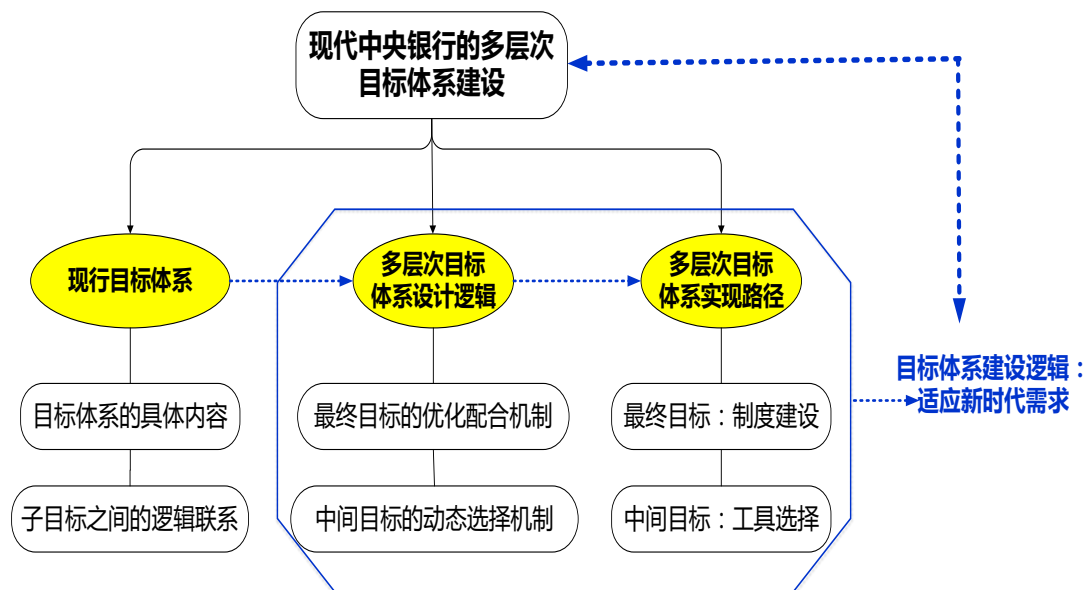
三、工具体系构建的逻辑

- ◆ 传统工具：准备金、OMO、再贷款。
- ◆ 转型逻辑：逐渐降低法定准备金率，深化和创新OMO交易机制，尝试IOER等新型工具。
- ◆ 然而，无论传统还是新型工具都会受到人民币非世界货币的掣肘！从央行资产负债表科目的结构比例可见一斑（见下页表）。
- ◆ 重新寻锚：人民币国际化与货币政策工具体系转型并重、并进。

中国人民银行资产负债表结构（2020年9月）

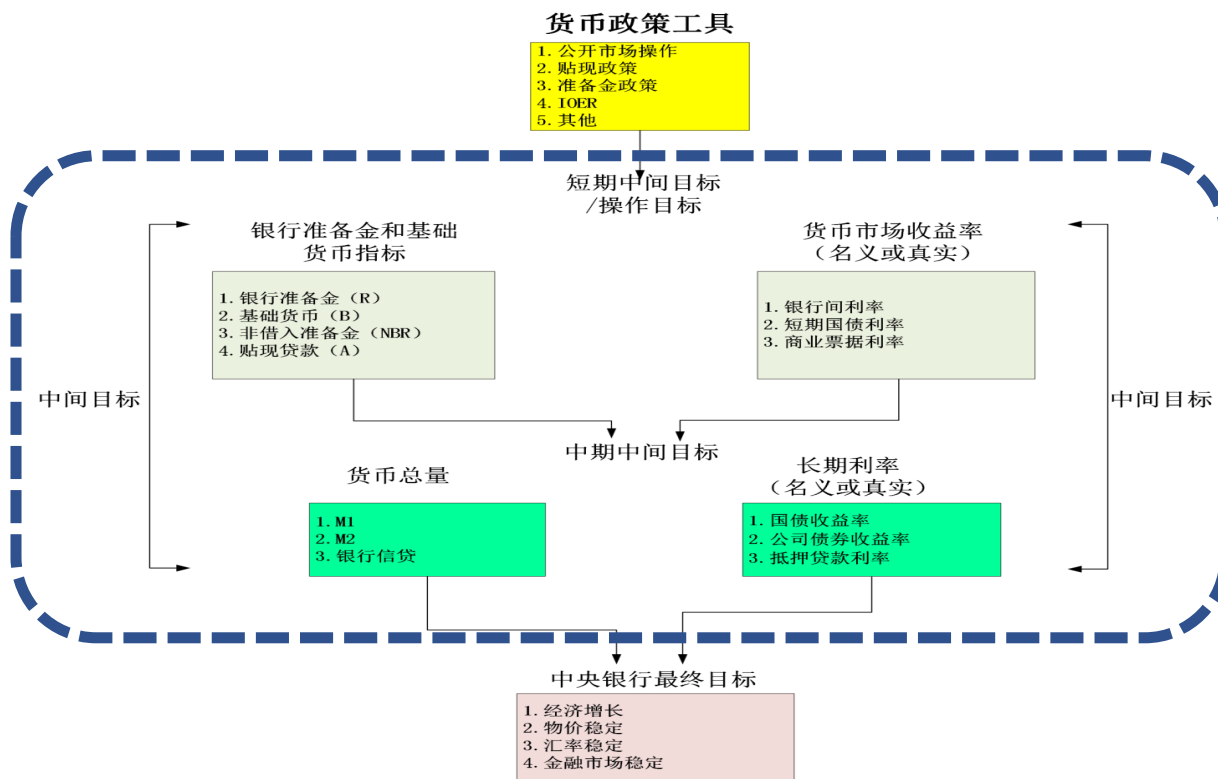
资产项目	亿元	占比 %	负债项目	亿元	占比 %
A1国外资产	218213.1	58.2	L1储备货币	315643.3	84.2
A1a.外汇	211625.4	56.5	L1a.货币发行	88063.47	23.5
A1b.货币黄金	2855.63	0.76	L1b.其他存款性公司存款	209650.3	55.9
A1c.其他国外资产	3732.02	0.996	L1c.非金融机构存款	17929.48	4.8
A2对政府债权	15250.24	4	L2 不计入储备货币的金融性公司存款	5292.63	1.4
A3 对其他存款性公司债权	123619.6	33	L3 发行债券	950	0.25
A4 对其他金融性公司债权	4741.61	1.3	L4 国外负债	1080.69	0.29
A5 对非金融性部门债权			L5 政府存款	39774.34	10.6
A6 其他资产	12903.1	3.4	L6 自有资金	219.75	0.06
			L7 其他负债	11767	3.1
总资产	374727.7	100	总负债	374727.7	100

四、多层次目标体系构建的逻辑

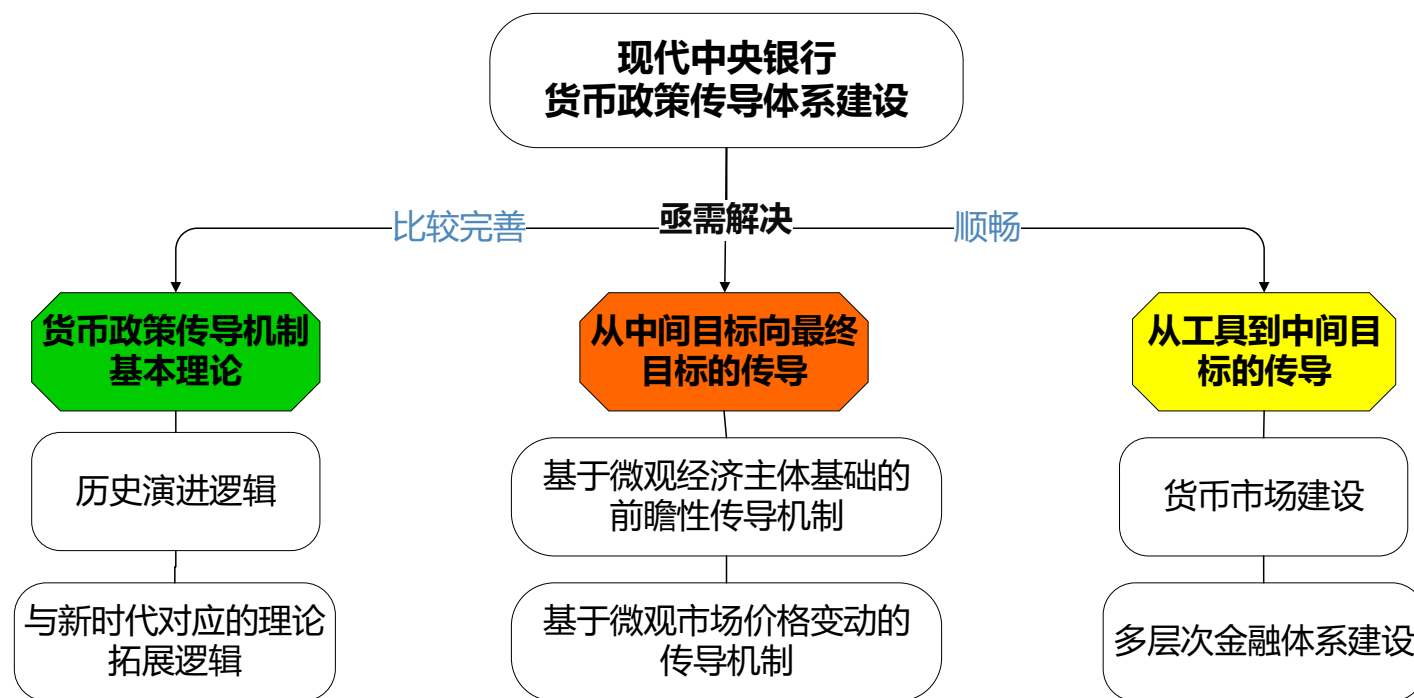


多层次目标体系构建的逻辑

目标体系决定了货币政策工具的选择



五、传导体系的建设逻辑



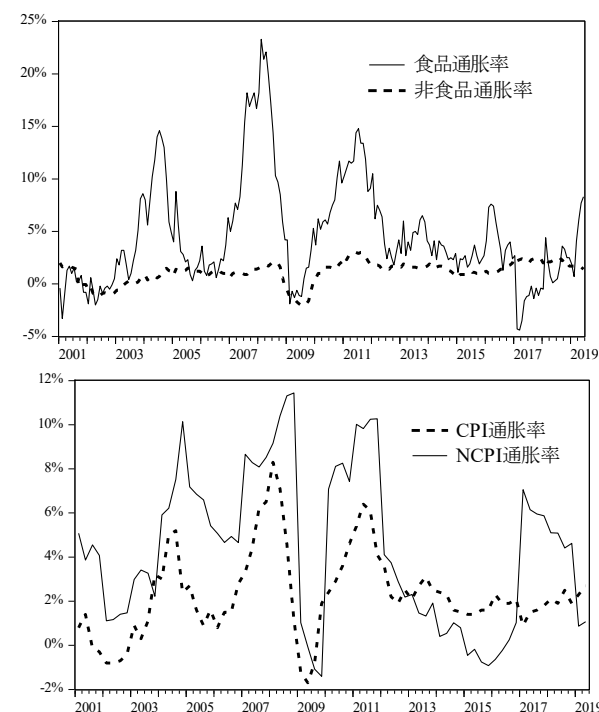
五、传导体系的建设逻辑

预期形成机制研究表明（张成思和田涵晖，《经济研究》2020年12期）：

- ✓ 食品类和非食品类通胀率均正向驱动通胀预期。
- ✓ 预期仅受消费类通胀率影响，而非消费类通胀率对预期没有显著驱动效应。
- ✓ 因此，央行传导体系中考虑权重放在消费类通胀率。

✓ 通胀结构性分化下的重新寻锚：

消费类通胀率

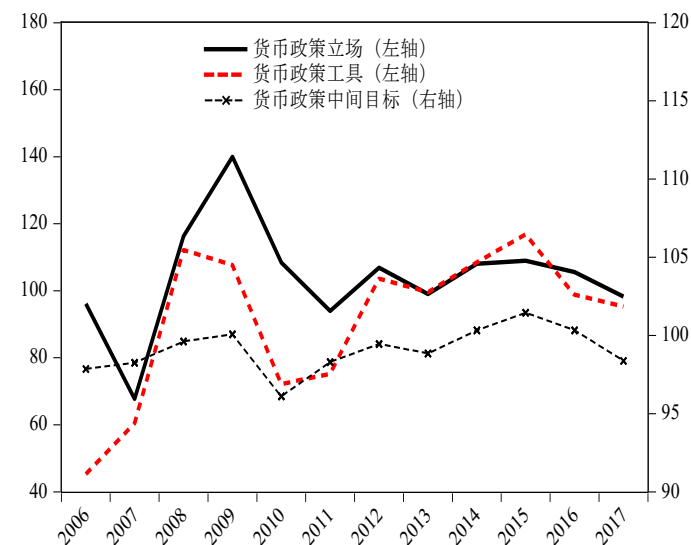


五、传导体系的建设逻辑

实证研究表明（张成思等，《经济研究》2021年即将登刊）：

- ✓ 企业对货币政策感知方向会改变经济政策不确定性对企业实业投资的抑制效应。
- ✓ 货币政策感知的影响在高不确定性环境下表现尤其明显：当经济政策不确定性较高时，积极的货币政策感知能够提升企业的固定资产投资水平。
- ✓ **说明预期引导在传导体系中的重要性。**

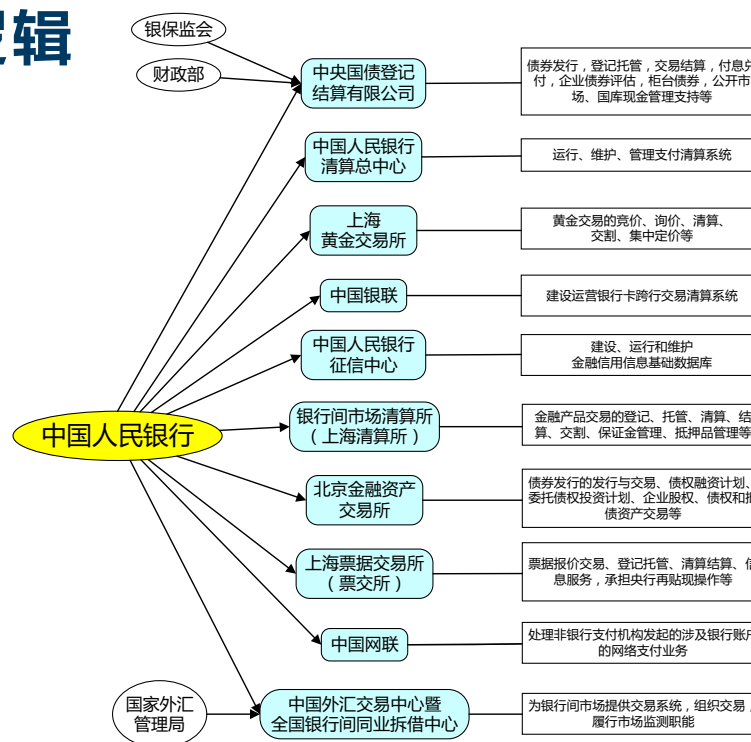
微观企业的货币政策感知情况：



微观企业货币政策感知指数时序图：2006-2018年

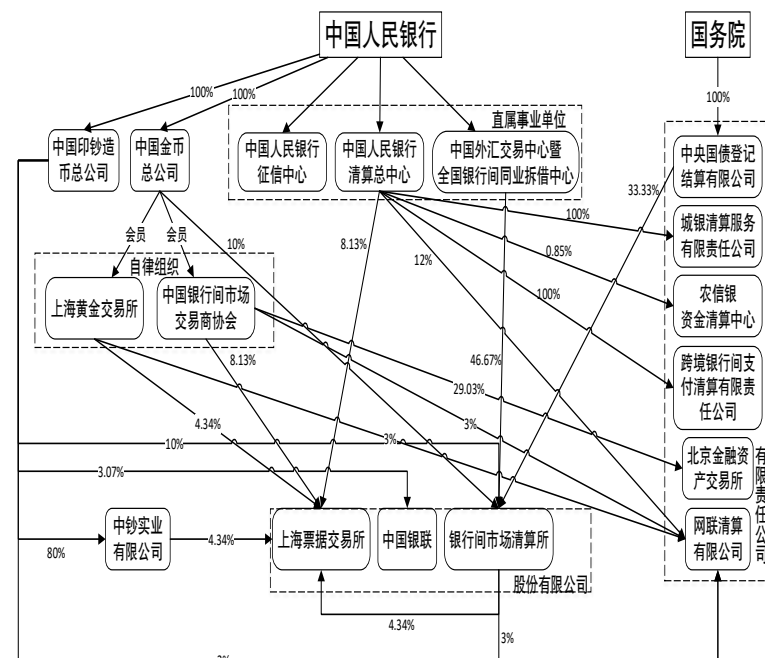
六、金融基础设施体系构建的逻辑

央行主导的金融基础设施，将着力点
放在服务和促进利率市场化！



1. 要进一步提升基础设施的运行效率：整体来看，我国金融基础设施仍以政府为主导。部分机构即便采用了公司制，在具体的治理机制和考核方式等方面，行政色彩仍较为浓厚。市场资源的利用程度、市场主体的参与力度均存在较大提升空间。不过目前，我国金融基础设施建设的市场化趋势是十分明确的，新近设立的票交所、网联清算和百行征信，体现了对相关市场快速创新发展的及时反应。

2. 要通过竞争促进业务创新，为市场化利率形成机制提供基础性服务。

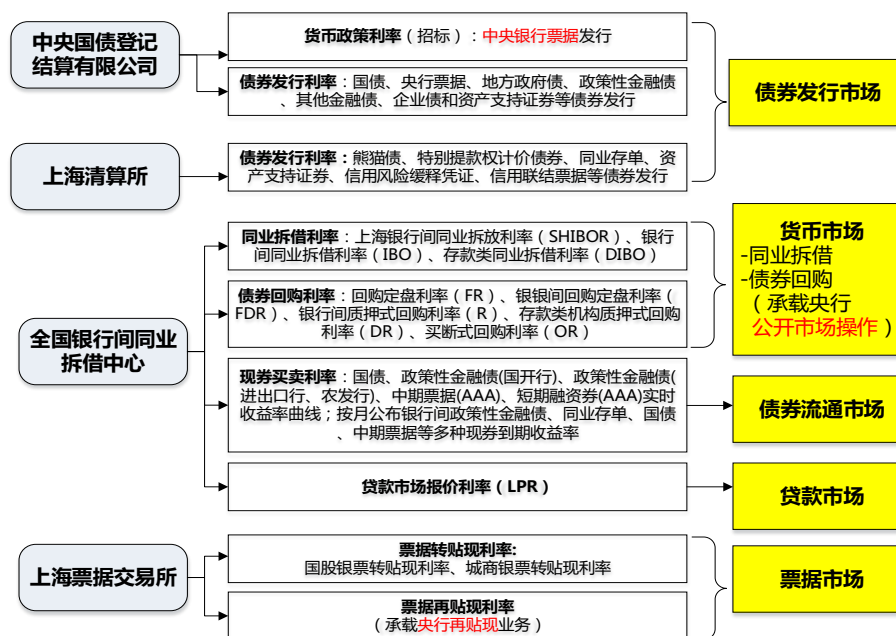


中国人民银行与关联主要金融市场基础设施机构的关系

3. 对利率市场化的研究通常集中于改革的对象、目标以及可能影响，**金融基础设施处于市场化利率体系核心却常被忽视。**

4. 相关机构不仅为利率报价和产品交易提供了平台，**还是落实央行货币政策实施与传导的重要参与者。**

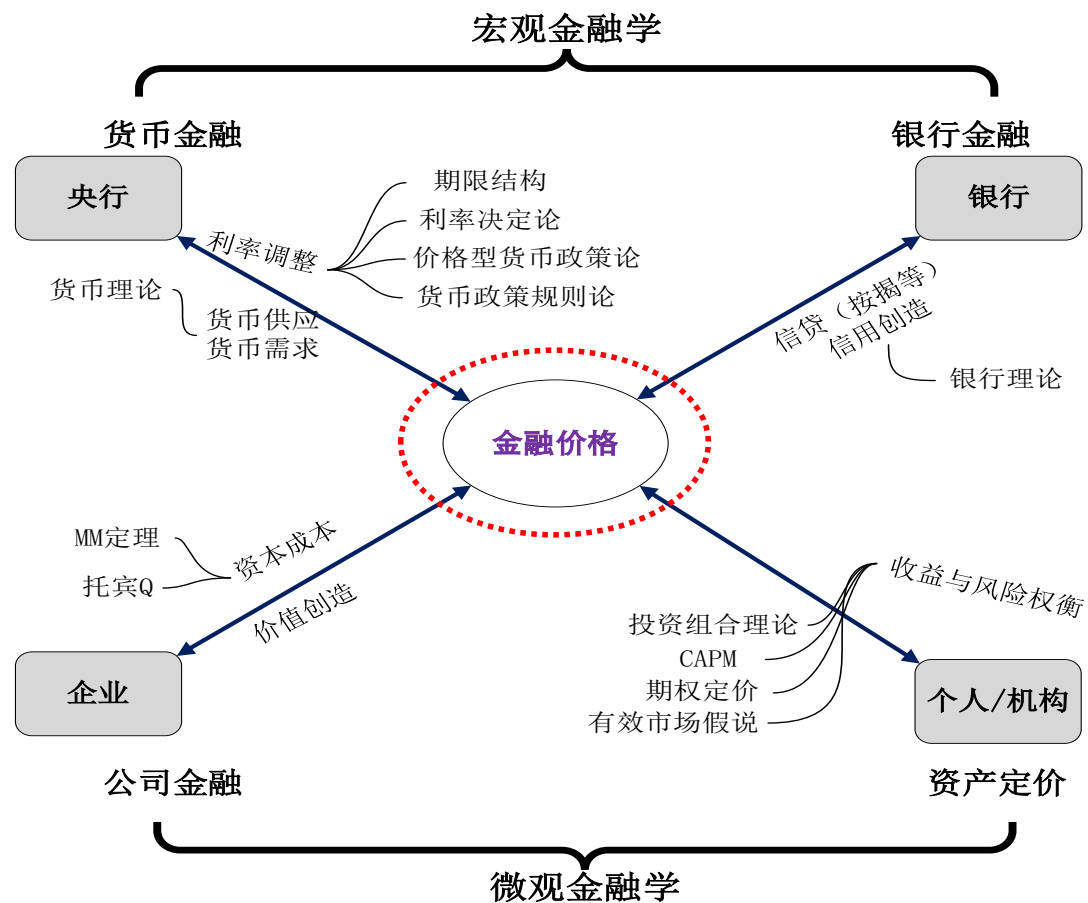
5. 右图具体展示了与央行职能有关的基础设施所承担的金融交易活动，可涉及债券市场、银行间货币市场、票据市场和贷款市场等多个市场的利率水平。



金融基础设施与利率体系中子市场的对应关系

结论：

货币政策重新寻锚的核心逻辑，是最终推动以金融价格为纽带的宏观金融互动机制。





如何理解货币政策的重新寻锚？利率市场化在其中扮演何种角色？

昨日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 18 期）于线上举行。百度 APP 财经、新浪财经、网易财经、凤凰网财经、财经杂志、搜狐财经、WIND、中国网等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近 160 万人次。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“现代中央银行制度建设的核心逻辑——货币政策的重新寻锚”，知名经济学家曹远征、王永利、周诚君、张斌联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学财政金融学院副院长张成思教授代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告就以下五部分内容展开：

- 一、 货币政策重新寻锚的背景和如何理解重新寻锚；
- 二、 工具体系构建的逻辑；
- 三、 多层次目标体系构建的逻辑；
- 四、 传导体系的建设逻辑；
- 五、 金融基础设施体系构建的逻辑。

首先报告指出，现代中央银行制度建设这一题目非常重要，2019 年党的十九届四中全会通过的决议《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》提出：“建设现代中央银行制度，完善基础货币投放机制，健全基准利率和市场化利率体系。”通过《决定》中的核心关键词可以看到，国家对现代中央银行制度的诠释是建设现代中央银行制度的抓手和支柱，一个是完善货币制度投放机制，二是健全基准利率和市场化利率体系。这就要求构建目标体系、调控体系、传导体系以及金融基础设施体系，并基于此形成多层次微观基础的中央银行制度体系。

其次报告阐述了应当如何理解重新寻锚，与传统意义上寻锚对应的是仅包括操作目标、中间目标、最终目标等的货币政策的目标体系不同，重新寻锚还应该以利率市场化为核心进行全方位的寻锚，具体来说在工具体系、目标体系、传导体系、基础设施体系

这四个层次都存在着寻锚的问题。寻锚的工作将会是一个比较浩大的工程，需要该领域的专家和各界经验丰富的研究人员共同努力通过大量研究才能完成。

再次，报告分别讲述了工具体系、多层次目标体系、传导体系、金融基础设施体系构建的逻辑。首先是工具体系，目前货币政策工具体系的变化是非常快的，特别是发达市场的工具体系，我国也根据自己的国情和发展也有重点依托或者锚定的工具，包括传统的准备金政策、公开市场操作和较新的 SLF、MLF 等工具。但在发达国家货币政策实践的转变和人民币逐渐成为世界主要货币的背景下，工具体系寻锚需要以利率市场化和资金价格为核心，研判如何选择使用各类货币政策工具。其次是多层次目标体系，多层次目标体系建设包括操作目标体系的建设到中间目标体系建设，再到最终目标的建设。目标体系十分重要，决定了货币政策工具的寻锚问题，多层次目标体系构建应该逐渐从数量向价格转换。再次是传导体系，货币政策传导体系有着坚实的基础理论支撑和完善的学理基础。实践中我国货币政策工具到中间目标的传导很顺畅，而中间目标向最终目标的传导更要关注微观经济主体的变化，微观经济主体的预期还有它对政策的感知，以及它对政策感知以后的反映，还有微观市场价格变动，特别是通货膨胀指标的结构性分化应该引起关注。最后是金融基础设施体系，近几年金融基础设施的建设受到决策层的重视，从现有公开信息来看，央行主导或央行为主管单位的金融基础设施建设和发展很快，机构数量不断增加，但工作的着力点可能还在业务层面，而金融基础设施体系的构建要求最终核心指向利率市场化，应提高金融基础设施运行效率，不是简单的为交易而交易。以往金融基础设施往往并没有放在利率市场化体系建设中，现在在以市场化利率体系作为锚的背景下金融设施的重要性有所提升。

最后报告回顾了核心内容，指出现代中央银行制度建设的核心内容是货币政策的建设，货币政策实施过程中重新寻锚的核心逻辑是最终推动以金融价格为纽带的宏微观金融互动机制。

论坛第二单元，与会嘉宾发表了精彩演讲。

首先，与会嘉宾对如何理解货币政策的重新寻锚、是否应该重新寻锚、如何寻锚展开了讨论。

中银国际研究有限公司董事长、中国银行首席经济学家曹远征针对后疫情非正常经济状态时期，全球的货币状态、货币政策和货币理论发生的重大变化，提出了货币政策

应当如何重新定位，如何重新寻锚的三个要点：一是扩张型的财政政策和货币政策是总需求政策，无法对冲供给端的衰退，财政赤字几乎无限扩大化，改变了我们传统的货币供应的机制和货币政策的调控机制以及货币的理论；二是传统货币政策通过利率进行调控，利率的锚就是通货膨胀，现在变成支持财政赤字的扩大，完全绑定于财政，货币是否应该支持财政，赤字融资是否正当，美元作为国际货币体系中的锚不再稳定，是否需要重新寻锚，都需要重新讨论；三是中国经济率先复苏，经济走势与世界经济走势出现分化，对货币政策正常化是不是要坚持和维持，我国货币政策究竟要锚定什么，都需要更深入研究。

中国银行原副行长、深圳海王集团首席经济学家王永利从币值稳定视角，讨论货币市场的初衷以及现实中货币市场偏离的初衷，来反思货币理论，也讨论了货币政策的重新寻锚问题。王永利指出货币币值稳定是货币政策的初衷和根本追求，但如今货币币值稳定很困难。另外中介目标还存在问题，如 CPI 指标的代表性是否足够、数据采集是不是及时，是不是准确，是不是完整。货币本身应该作为一个价值尺度交换媒介，但目前货币政策变成了一个社会财富重新分配的工具，需要认真反思真正的货币理论、货币政策的目标或者货币之锚到底是什么。

中国人民银行金融研究所所长周诚君指出既维护经济增长，又维持货币稳定和充分就业，中国中央银行的货币政策目标一直是多元化的，目标选择上多为相机抉择，但在人民币逐步开始成为国际货币，人民币外汇交易主要市场从境内转向境外，其汇率也逐渐脱离当局控制，中央银行更重视追求货币政策的独立性和跨境资本的自由流动。

中国社科院世经政所副所长张斌指出，传统货币政策将通货膨胀作为锚，实现货币价值相对稳定，这是对货币政策最好的一种追求，同时也实现了充分就业和较低产出缺口。但金融危机的发生使得资产价格是否应该进入货币政策目标产生了大量讨论，学界也尚无定论，仍需更多研究和具体情况具体分析。针对中国情况，张斌认为货币政策仍应把通货膨胀放在第一目标，由于核心 CPI 对于总需求的指向最清晰，货币政策目标应主要关注核心 CPI。

随后，与会嘉宾对货币政策重新寻锚过程中利率市场化到底扮演什么角色以及怎样来推进中国的利率市场化问题展开了讨论。

曹远征认为利率市场化一直是中国经济体制改革的目标之一，要完成这一目标，需

要实现利率放得开，利率形得成，利率调得了。从目前进展看，利率放得开基本实现，利率形得成在完善过程中，现在面临的问题是利率能否调得了。目前央行利率传导机制通过影响贷款利率集中报价制度的询价过程调整利率，但短端货币市场的利率的传导效果是未知的且不利于市场形成稳定预期。新机制可以采取像美国公开市场业务机制，利用国债作为标的，但要实现这一新机制需央行和财政部配合解决诸多问题。

王永利认为利率市场化首先要关注市场交易，央行需要选取合适中介目标以实现调整标的物的利率水平，再通过标的物利率再向其他利率传导，其次王永利指出央行应选取合适的目标利率，国债收益率仍为一个重要指标。

周诚君认为我国实际利率低于均衡自然利率水平，降息空间很小，我国不应降息，避免资源分配扭曲和道德风险，应保持货币政策的独立性和追求跨境资本的自由流动。另外周诚君认为与财政政策注重公平不同，货币政策应注重提高金融可获得性和资源配置效率。

张斌认为利率市场化不仅仅是指利率价格由市场供需决定，更需要市场上能够提供更多的、可竞争的金融产品，其价格由市场供求决定，如近年来快速发展的企业债券、理财产品和基金等金融产品高度市场化交易，其价格由市场供求决定。一个更有弹性的利率有助于跨区域资源配置，这对企业和居民都是非常重要的。张斌还指出目前我国企业部门利率市场化程度已经较高，但居民部门仍需要进一步实现利率市场化，存贷利率都有进一步放开的空间。

曹远征：深刻认识世界经济调整中的货币政策寻锚的含义

曹远征 中银国际研究有限公司董事长，中国银行原首席经济学家

以下观点整理自曹远征在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第18期）上的发言

刚才张成思教授做了很好的发言，描述了金融市场的状态。实现利率市场化是中国金融体制改革长期追求的目标。基本可以分为三个相互关联的三个层次，即“放得开、形得成、调得了”。目前中国的利率已经放开，“形得成”也有了决定性进展，但“调得了”还在路上。由此他讲了一整套的由现行状态走向未来的思路和构架。对此我表示赞同，因为方向正确。

但我想讨论的还不仅仅是方向。张教授描述的是正常状态，在正常状态下货币政策如何发挥，以及如何形成机制使货币政策得以正常发挥。但是从全球的情况看不是这样，全球的金融市场状态、货币政策和货币理论都在发生重大的变化。这促使我们需要对货币理论重新思考，货币政策重新定位，构成了我想说的寻锚的过程。我将从比较的角度，从以下三点来阐述这一问题。

一是全球目前货币政策的状态。新冠疫情出现后，在供需两端都冲击了经济，衰退成为正常现象。为了对冲衰退就需要扩张性的财政政策和货币政策，但是扩张型的财政政策和货币政策是总需求政策，无法对冲供给端的衰退。于是出现了大家看到的，一方面财政政策和货币政策极度宽松，另一方面经济仍在下行中，还需要更大力度的对冲，利率迅速走到零，财政赤字几乎无限扩大化。在经济下行当中，由于市场主体没有意愿也没有能力购买国债，融资安排就变成了发钞票支持国债发行，这种状态是把过去理论形态表现的MMT变成了现实操作。而且这还不是一个暂时的现象，并非一时就能够退出的，因为疫情还在持续中。从宏观情况来看，明年全球还在疫情笼罩之下，极度宽松的货币政策和极度宽松的财政政策还会维持，美国可能会维持零利率到2025年。欧洲目前已是负利率，并也会维持相当长的时间。长期的零利率，甚至负利率不仅改变了金融市场的行为，也改变了传统的货币供应的机制和货币政策的调控手段以及相关的货币理论。

二是它改变了什么？大家知道，货币政策是间接宏观调控，利率是其主要操作手段，它的锚很清楚就是通货膨胀。全球正常的货币政策都是与通货膨胀挂钩的，通过反通货

膨胀来使本币稳定，进而稳定宏观经济。通货膨胀就是锚，锚定通货膨胀进行政策利率操作。但是，2008 年危机后这个目标发生了游移，新冠疫情又使这个目标变得更加扑朔迷离了。过去十年，由于传统意义上以 CPI 表述的通货膨胀并未出现，货币政策目标有偏移之嫌，至少短期内锚定的是经济增长。在新冠疫情冲击下，货币政策目标似乎更加偏移，不再锚定通货膨胀和经济增长，而是如何支持财政赤字的扩大，进行纾困，完全绑定于财政目标了。如果说这是货币政策目标的偏移，那同时应该看到其手段也产生了偏移。在正常经济状态下利率是正的，货币政策通过政策利率来调控市场利率，使名义利率高于 CPI 表达的通货膨胀率，并以此来影响经济主体的行为，通常说正利率是货币政策的正常状态。2008 年危机以后利率降到零，这个利率调控手段没法用了，就变成了第二种货币政策，通过央行资产负债表扩大和缩小来影响经济行为。现在在疫情下连这个手段也没法用了，变成了只能一味地扩大央行资产负债表来支撑财政赤字融资。这带来一个很大的困惑，究竟货币是干什么的？货币政策还有没有？现在有人说所谓 MMT 理论倡导的货币政策是第三种货币政策，是财政政策与货币政策的融合。这种融合实际上是财政政策货币化、货币政策财政化，这对传统认知带来很大的挑战。传统认知的财政是有纪律的，是量入为出，现在财政变成是“量出为入”。第二，过去经验证明财政不能透支中央银行，否则会出现恶性通货膨胀。因此中央银行要有独立性，不能唯政府财政马首是瞻。但这次似乎完全变了，货币政策的全部目标成为支持财政赤字融资的无限扩张。而且从趋势看，这还不是为渡过难关的暂时现象，从而有可能使印钞票支持国债的办法成为了常态。这个后果会怎样，非常令人担心。货币是否应该支持财政，赤字融资是否正当，这变成了全球争论的新问题，这就是 MMT 理论带来的困惑，也预示着货币理论已经开始发生飘移，需要重新讨论。

与此相适应，出现了一个全球性的美元锚的不稳定性问题。在国际货币体系中美元既是主权货币，但又是最主要的国际货币，它的稳定性对全球经济的稳定性具有至关重要的意义。目前，美国这种货币政策使美元处于严重的不稳定状态，出现了大家看到的今年以来美元指数大幅度动荡，所以引起了各国货币对美元的大幅度贬值和升值的恐慌，中国也担心大量资金涌入中国，造成了股市的上升。这种情况预示着美元作为国际货币体系锚开始产生漂移。它凸显了一个深层次矛盾，即美国作为全球中央银行和作为美国中央银行之间的矛盾浮现，美联储还能为全球金融稳定负责吗？如果不能，全球货币

是否要重新寻找锚货币？说得更深刻一点，从长期看，这个深层次矛盾日益表象化，使传统的特里芬难题变成新的特里芬难题，即美国经济占全球 GDP 的比重下降和美国债务占全球债务比重的上升。以美元为中心的国际货币体系的这种深刻不稳定性，构成了全球货币寻锚的背景。其中一个含义就是是否需要寻找一个新的主权货币来作为锚货币。在这种背景下，今年以来，人民币国际化逆势扩大，而且周边国家的货币汇率与人民币可作为传统锚货币的替代物。国际货币体系改革问题因此也应受到中国学术界与政策界高度关注。

总结一下，由于 MMT 理论和实践的盛行，使货币政策锚定通货膨胀的传统变得日益模糊不清了；由于极度扩张的货币政策在全球，尤其在美国盛行使美元作为国际货币的锚不稳定了。这带来了一系列的困惑，需要认真思考。

三是在这个困惑下中国的货币政策怎么办？现在市场上都有讨论，大家看到中国疫情率先得到控制，中国经济率先复苏，中国经济走势与世界经济走势出现了分化。分化也带来了宏观经济政策上的分化，最终表现全球的利率在持续下行，变成了零利率甚至负利率，中国的利率还是正的。在全球货币寻锚的过程中，这必然引起国际资本的频繁流动。对于中国来说，如果还要维持一个正的利率状态就要承受国际资本大举的涌入，如果不想让国际资本大举涌入就要缩小与国外的利差。现在中国的货币政策正处在两难中间，关于正常的货币政策是不是还要继续维持，甚至更加正常化，这变成了一个讨论。

从中国本身的国情看，坚持货币政策正常化是有道理的，在某种意义上还要向更正常的方向前进。因为一是在过去十个月中间，中国的宏观杠杆率在持续升高；二是经济现在已经开始进入全面复苏了，也不需要刺激性货币政策，货币政策也要回归常态。但另一方面要考虑如果回归常态是否会引入国际资本大量的流入，给汇率市场带来更大的压力。这就带来一个取舍问题。本质上看，这一取舍实际上是蒙代尔——克鲁格曼三角的取舍。中国是一个大国，货币政策应有独立性，从而这一取舍就成为资本的自由流动与汇率稳定之间的取舍。从长期看，既然要双循环相互促进，资本项目的开放是必然的，从而要双循环相互促进，资本项目的开放是必然的，从而汇率应是浮动的，并因此与利率形成平价关系。利率因此成为人民币的定价基准。

如果利率是人民币定价基准，随之而来是人民币利率如何确定？如果货币政策仍然锚定通货膨胀，那什么是通货膨胀？我们注意到，自 2008 年金融危机以来，包括中国

在内的以 CPI 表达的通货膨胀都不显现，甚至有通货紧缩之嫌。这就意味着，如果货币政策仍与通货膨胀挂钩的话，挂的可能不是 CPI、PPI，很可能是资产价格。这在全球都是一个难题，在中国则挑战更大，因为到目前为止，贯通货币市场、信贷市场和资本市场的收益率曲线尚未完全成型。与此相对应，无风险收益率曲线仍在形成之中，使央行的政策利率操作标的还不十分清晰和牢靠。现在央行的政策利率的操作标的还基本上是贷款利率的集中报价（LPR），主要手段是“麻辣粉 MLF、酸辣粉 SLF、特辣粉 TLF”，期望通过影响短端货币市场利率之后再传导到长端的。但实际情况表明这一传导机制是不稳定的，从而造成传导不畅。今后是不是走向以国债无风险收益率作为操作标的，用影响国债无风险收益率来影响整个市场利率，这是党的十八届三中全会提出的目标，即建立健全国债收益率曲线。从这个角度看，今天我们的讨论非常有意义，能否趁着目前全球货币寻锚的背景，加快中国利率市场化的改革，使中国利率市场化的机制，不再建立在以间接融资为主的传统的理解上，而是建立在国债收益率曲线上，以稳定资产价格作为一个新的锚来稳定经济。我现在还没有完整的答案，希望诸位参与者能够深刻的研究并共同讨论，使答案更加清晰。

王永利：货币政策重新寻锚，更需关注货币政策的财政化问题

王永利 中国银行原副行长、深圳海王集团首席经济学家

以下观点整理自王永利在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第18期）上的发言

前面张成思教授的讲解非常全面并具有启发性，曹远征老师提出了更新的一些热点问题。当我看到货币政策重新寻锚这个题目，我更偏向曹远征教授的一些看法，关于货币政策的锚到底是什么，我的理解是比较狭义的，主要是货币政策锚定的是什么？

长久以来在货币政策上人们理论上追求的都是货币币值的稳定，《中华人民共和国中国人民银行法》包括刚刚颁布的（修改意见稿）里也强调货币政策目标是保持货币币值稳定以此促进经济增长，所以货币币值稳定一直是理论上认为的锚，是一个目标，也是货币政策的初衷和根本追求。但是在实践中，今天我们要追求货币币值的稳定带来很大的挑战，首先是货币币值怎么衡量？理论上讲，一国的货币总量要和这个国家主权范围内法律可以保护的可交易的财富价值规模对应起来，简单讲是货币总量和财富价值规模对应，从而使货币总量能够随着社会财富规模的变化而变化，它具备灵活可调整的属性。按照这个要求，货币币值传统是实物货币，包括黄金等实物货币，因为它的供应高度受制于金属材质本身的供应，很难跟社会财富的增减变化灵活对应，经常发生很大的偏差，引发严重的通货膨胀和通货紧缩。所以，这种曾经充当货币实物的这一类东西，必须要退出货币的舞台，回归它作为社会财富的本源。

相应的货币必须从货币财富中退出来，作为价值计量单位和价值符号，货币本身不再具有任何的使用价值或真正的物理价值，而成为一种象征和符号，但它是建立在整个国家可交易财富价值基础上的，是一种信用的东西，所以，要受到国家主权和法律的保护，这种货币叫做信用货币也叫做主权货币或者是法定货币。到这一步，一个最大的进步是使货币投放、货币总量具有灵活性，避免了高度受制于某一类东西，比如说黄金供应量严格的限制。所以，在货币体系上它是很大的进步，货币从实物货币到信用货币，推动了整个货币体系大发展，也推动了经济社会的大发展。但是在进入信用货币体系下，其实也面临一个新的挑战，缺乏了实物严格约束之后，理论上可以根据社会财富的规模来灵活调节，但是问题是社会财富的种类繁多、分布极广，而且又经常处在交换过程中，表现形态和所有者也在经常变化，怎样准确的把握整个社会财富的价值规模以及它的变

化情况，这实际上是做不到的。所以，现实社会只能找一些和人们生活工作密切相关的物品作为样品，根据这些样品对人们生活生存重要性的程度不同，赋予它不同的系数，由此形成一个 CPI 或者 PPI 这样的东西，当然现在更多用的是 CPI，其实前面张成思教授的解释，他也认为真正和价格变化有关系的是消费类的物品。

现在大家认为这还不够，可能要再往上，因为是最终消费品，货币总量调控传达到最终消费品是需要时间的，中间还有总量判断机制等很多因素的影响，因此可能还要不断的丰富货币目标和中介目标体系。

即使有了这样一些中介目标，还存在问题，因为毕竟不是所有的社会财富都纳入进去了，那就有一个选择 CPI 指标的问题，其代表性到底够不够，数据采集是不是及时，是不是准确，是不是完整，所以，在信用货币体系下，第一个问题是人们不可能准确完整掌握所有财富价值规模，而只能选一些样本做一个代表，这存在着样本准确性和代表性不能到位的问题。

第二个问题是由于选择了其中一部分，所以不管是 CPI 还是 PPI 等指标，不仅会受到货币供应量、社会财富变化之间的对应关系的影响，即使它们完全对应了，但单看 CPI 组成部分，还会受到它本身供求关系变化的影响，在那边完全对应的情况下，如果有大量的资金追求本身的这种 CPI 样品的东西，CPI 还会大幅上涨，或者大家不看好它转向追求其他的东西，CPI 的变化就会下降。所以，它不仅仅受制于货币供应量变化的影响。

第三个问题更重要，即金融的发展。在现代社会，金融已经成为现代经济的核心或者命脉，金融的发展包括国际金融的发展，就是越来越多的货币流到了金融市场上，沉淀在金融领域里面去了，而没有真正流到实体经济，流到 CPI 这些指标上去。所以，这也是一个非常重要的问题，即金融发展分流了货币，我们简单看 CPI 和 PPI 发展并不准确，多年来大家也在争论，要不要把政策的中间目标加进去一部分金融资产价格变化的问题，这个随着金融市场的发展，随着流入金融领域的货币大量的涌到金融领域或者是大量撤回再涌到实体经济，一定会对 CPI 产生很大的影响。

考虑到上面这些因素，各个国家都没有追求通货膨胀率或 CPI 变化率是 0，今天所有的国家都在追求所谓的温和通胀率，发达国家一般把通胀率定在 2%，一般的国家是 3-5%，一些特殊国家可能会非常高。长此以往，大家会发现货币供应量可能就会超过真正的社会财富的规模，而且偏离将越来越大。这种情况下，很容易带来所谓严重通货膨

胀、通货紧缩，甚至引发严重的金融危机甚至经济危机。在危机爆发的时候，所有的国家为了维持金融体系和经济社会的稳定，不得不进行所谓的逆周期操作去救市，这样就要大量地投放货币。理论上讲，在遇到危机时多投放一下先渡过危机，在危机过去之后要把多投的收回来，但在现实中这很难做到。一旦危机过了很少有国家能够在之后经济增长过程中再控制它增长，把原来多投的压回来，实际上为了赢得民生、促进就业、促进经济的发展、巩固执政地位，各个国家政府自然会选择在已经抬高的台阶上不断的再抬高，所以，货币总量就会不断的扩张。

再进一步，我们会看到随着经济金融全球化的发展，国际间的竞争有一个很大的问题就是汇率问题。目前基本上大家都不愿意保持一个汇率坚挺的货币，均希望它能够稍微弱一点，以增强国际竞争力。这就产生了一个问题，推动世界各国竞相扩大货币投放，压低货币币值和货币汇率。由于这种种原因，最后结果使得货币实践越来越偏离货币理论，所谓的货币中性也好，货币币值稳定的目标也好，根本难以维护。这使得越来越多的国家走上了零利率、负利率或者无限量化宽松的道路。在经济更快下行的状况下，企业部门、家庭部门不愿意去扩大负债、扩大投资、扩大消费的情况下，最后只能逼着政府出面，通过扩大负债，扩大投资来促进经济的发展，维护就业和社会的稳定。

政府要扩大负债，可能企业部门、家庭部门包括金融部门依然不愿意去买，谁来买呢？最后无奈的选择也就只能由央行出来买，这种情况下，大家就会看到，今天所出现的这种结果和越来越多的国家，特别是那些金融特别发达的国家，尤其是该国家的货币更多的用于国际金融市场上的这些国家，它就会率先进入零利率、负利率或者是无限量化宽松的货币政策阶段。我们争论来争论去，其实整个货币体系不变的话，相信到最后所有国家的货币都会走上这样一条路，不是你追不追求的问题，而是无意识间就会走上这条路。

在这种情况下，大家看到现在在中国争论更多更突出的是财政赤字货币化的问题，要不要赤字货币化？其实我认为在货币理论上更需要关注的是货币政策的财政化问题，今天的货币政策已经大大偏离了它的初衷，已经不可能维持货币中性，最后的结果更多地参与到社会财富的重新分配，通过利率调整和货币总量变化，通过货币币值的压低等，实际上是把社会财富从货币性资产拥有者，但是又不愿意扩大投资消费的这部分人群中更多地转向敢于扩大负债、扩大投资和消费的人群。大家会看到，货币政策最后就会变

成一个社会财富重新分配的工具，而且货币政策对财富的重新分配比原本在财政上用税费征收的方式再进行分配更广泛、更深刻，且一般人还不知道，阻力非常小。所以，各个国家很容易都走上这个阶段，到最后会在推动社会财富重新分配、维护社会经济稳定的方向上，货币政策和财政政策有很大的共性，二者很难分开，而最后只能互相配合。

在这个方面，我自己认为现在所谓的货币理论 MMT 是根据实践发展，总结实践经验提出来的，从它指导实践来讲，如果货币理论和货币体系不做一个根本性的变革，MMT 不是坏事，它很有现实意义，但确实有一个问题，也是我一直在反思的，今天的货币理论货币实践已经偏离初衷，货币本身应该作为一个价值尺度交换媒介，它的根本性的要求就是要保持币值稳定，但今天它已经偏离了这个初衷，而是更多地用于社会财富的重新分配，用于刺激经济发展维持社会稳定等等，其结果就是货币超发成为全世界的必然结果，而且会愈演愈烈。整个货币体系面临着一个空前巨大的危机，所以我认为现在是要好好反思的，真正的货币理论、货币政策的目标或者货币之锚到底是什么？

关于推进中国利率市场化的问题，这是非常复杂的一个课题，我简单讲一下我的观点。利率市场化首先要有充分自由的市场交易，没有市场交易，利率市场化就很难确定。其次是央行去观察市场利率的话，要做政策性的调整又有传导机制，所以，是它怎么去传导的问题。按照这个思路，放开或者不放开存款利率、贷款利率本身不是一个市场交易的东西，所以，我认为利率市场化主要不是关注这一点，而是关注市场交易。

交易里面不管是多长期限，比如国债有一年、三年、十年等等，但每一种产品每一天都有交易收益率，这是要关注的收益率变化。如果确定了所谓利率市场化的参照物又有一个政策传导机制，确定央行调什么东西能够影响到标的物的利率水平，再通过标的物利率再向其他地方传导，在这方面可能才会涉及到央行是直接调整存贷款利率，还是大幅度提高或者降低法定存款准备金率，还是贴现或者公开市场操作，这里面就涉及到传导机制的问题。在这里面首先要选，目标是什么，具体利率市场化的目标是指什么，因为有很多利率具体是指哪个，需要确定。我个人觉得国债收益率还是一个重要指标。二是传导，目前情况下，如果国债交易规模不大，频率不充分，可能代表性就会受到影响。特别是信贷投放等等，商业银行的流动性又大量地受制于法定存款准备金率或者是央行的一些定向操作，市场本身的培育还不够，可能还需要把这几个方面综合起来说，因为利率市场化是非常复杂的事情，我只能先点出这样一点，供大家参考。

周诚君：“不可能三角”取舍逐渐明朗，稳步推动利率进一步市场化

周诚君 中国人民银行金融研究所所长

以下观点整理自周诚君在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第18期）上的发言

一、中国中央银行对货币政策目标多元化探索

“不可能三角”作为货币政策最基本的理论问题之一，指出对于一个国家而言，货币政策的独立性、汇率相对稳定以及跨境资本的自由流动这三个目标通常我们只能选择两个，一般要放弃一个。过去中国中央银行在转轨过程中，围绕这三个目标，做了非常多的探索，不断寻求某种意义上的平衡，力求货币政策更好地服务实体经济，但似乎一直没有十分明确的定论。没有定论的坏处是，货币政策框架不太清晰，国际社会有时候也很困惑。好处则是，这意味着我国货币政策具有较大的灵活性，我们不完全追求“不可能三角”的角点解，而是不断探索寻求中间解，这也符合过去我们所强调的“摸着石头过河”的经验。转轨过程中，确实存在看不清楚的情况，中国经历了任何一个成熟市场没有经历过的体制转轨、改革开放、经济增长和社会发展同步推进的复杂过程。

既要推动经济增长，又要维持货币稳定和充分就业，中国中央银行的货币政策目标一直是多元化的，这也决定了很多时候货币政策目标选择上需要相机抉择，很难坚守其二、放弃其一，只能努力寻求中间解，而非角点解。比如，有时候为了维持一段时间内汇率政策的相对可预期和稳定性，又要保证中国参与全球金融资源配置吸引外资，我们不得不放弃一些货币政策的独立性，比较典型的是基础货币发行，很大程度上取决于央行在外汇市场上结售汇情况；而有时候为了保证货币政策的信号清晰，但又要让全球市场主体明确知道我国坚守大国责任，将确保汇率相对稳定，就表现为在跨境资本自由流动上收得相对紧一点，甚至在特殊情况下不得不一定程度上借助资本管制措施抵御外部冲击风险。

随着中国市场经济和央行货币政策框架的不断成熟，以及中国经济参与国际分工、融入和对标国际程度的不断提高，现在货币当局在“不可能三角”取舍问题上日益清晰。最近几年的国际政治经济发展变化，以及今年以来的新冠疫情催生了全球新的经济金融格局，全球产业链、供应链可能将有深度调整。同时，人民币开始逐步呈现出国际货币特征，为越来越多的离岸非居民市场主体所接受、持有和投资，离岸人民币市场不断发

展壮大。在这一背景下，货币政策框架转型、目标的选取等，在整体思路可能要做相应的适应性调整，框架也将越来越清晰。尤其是最近党的十九届五中全会，提出了一些重要的新理念和任务，我理解，其中有两个十分重要的目标，一是高质量发展，二是双循环新发展格局。在这个新的目标任务背景下，货币当局对“不可能三角”取舍问题也要做出越来越清晰的判断。我想，这对货币政策究竟寻什么“锚”的问题，可能会有来自另一个视角的参考价值。

二、国际化可能改变人民币汇率形成机制

在近几年资本市场越来越开放的条件下，人民币开始逐步成为国际货币，被越来越多的非居民市场主体所接受和持有，这种新情况需要我们考虑主权信用货币在全球范围内发行、流通、使用、约束等各项问题。理论上说汇率形成的中长期因素是购买力和相对价格，短期因素是市场交易形成的均衡结果。所有参与者将预期、风险偏好、掌握的信息纳入决策以后通过外汇市场交易形成的价格就是均衡汇率。具体来说，美元均衡汇率是由全球无数的美元资产的持有者为了流动性管理和对冲汇率风险而开展的美元外汇交易决定的。美元作为国际货币不仅被美国人持有，而且被全球市场主体持有，全球美元日均外汇交易量在6万亿美金左右，其中4.8万亿在美国境外，只有1.2万亿在美国境内。所以美元的汇率就是由全球日均6万亿美金的交易量，尤其是由日均4.8万亿美金的离岸美元交易量决定。美国财政部和美联储有一定的能力影响美国境内的美元外汇交易，从而影响美国境内的美元，但因为离岸美元交易完全或者相当大程度上是脱离美国金融监管当局监管的，美国当局对境外这4.8万亿交易没有办法影响。所以从这个意义上说，美元作为一个国际货币，其汇率是全球美元投资者、美元持有者开展的美元交易决定的，美国财政部和美联储对美元汇率几乎没有决定权。

回到人民币的问题上，越来越多的境外非居民投资者持有人民币资产，他们要对其人民币资产做最基本的两件事，第一是流动性管理，第二是汇率风险的对冲操作和交易。全球投资者持有人民币资产不仅仅是到中国大陆来开户和购买人民币资产，全球主要国际金融中心都有人民币资产，都可以在那里投资、交易、托管、结算、清算，他们都要对持有的人民币头寸和外汇交易进行流动性管理，进行风险的对冲操作和套期保值，这时候就形成了人民币国际化条件下全球人民币外汇市场。对全球人民币外汇市场的外汇交易有一个基本的判断，那就是当人民币越来越国际化的时候，离岸人民币外汇交易也

会显著大于中国境内的人民币外汇交易。这一判断有数据支撑，全球日均人民币外汇交易量约 2800 多亿美金，其中 1200 多亿在中国境内，剩下的 1600 亿在中国境外。即使目前人民币国际化总体上还比较有限，但人民币外汇交易已经表现为境外离岸交易量大于境内交易量。随着人民币国际化不断推进，随着离岸人民币外汇市场的不断深化，我国央行对人民币汇率的影响和干预能力可能将越来越低。这符合一个国家货币国际化最基本的经济学原理和规律，这也是我们需要前瞻性地看到的。

进一步的政策含义意味着，在中央银行的目标政策“不可能三角”中有一个目标要放弃，那就是固定汇率。在国际化条件下，这个货币的汇率将由其全球外汇市场交易、特别是离岸市场交易决定，而离岸市场不受境内监管。剩下的两个目标就非常清晰，一是中央银行货币政策的独立性，二是跨境资本的自由流动。如果上述判断是合理的，那么相应地央行的货币政策框架也非常清晰，当我们可以把汇率这个“锚”扔掉的话，中央银行就可以专注于保持一个大国央行货币政策的独立性，表现为目前中国是唯一保持常态化货币政策的经济大国，央行基本不对人民币汇率进行常态化干预。另外一方面，在这个框架下我们可以非常清晰地要追求跨境资本自由流动，或者另一种表述：资本账户的开放和人民币资本项目可兑换。大家知道，这是 1993 年以来，我们一直追求、一直想宣布的目标。不仅如此，双循环新发展格局的一个非常重要的要求就是要实现供应链、产业链乃至价值链在全球范围内的调整、优化和升级，中美贸易摩擦和新冠疫情又大大加快了产业链、供应链和价值链的调整进程，这时候追求货币政策的独立性、追求跨境资本自由流动的实体经济含义，就在于推动支持和鼓励中国企业着眼于新一轮供应链、产业链的调整，在全球范围内进一步优化生产布局和资源配置，实现价值链的跃迁。这不仅仅是理解双循环，尤其是外循环的重要含义，而且对中央银行来说，也更有利于金融政策以服务实体经济、推动高质量发展和产业升级、更好实现双循环发展格局的目标。

三、谨慎看待降息，稳步推动利率进一步市场化

现有经济学理论衡量一个国家利率均衡水平有成熟框架，某种程度上说，一个国家的均衡利率水平是可以通过一组收益率曲线来刻画的，也可以去寻找到均衡利率水平或者自然利率水平。目前的分析总体认为我国市场利率是低于均衡自然利率水平的，我觉得这个观点是有经济学的分析基础和数据支撑的。

实际利率低于均衡自然利率水平有很多原因，比如中国的总体储蓄率比较高，我国的利率市场化进程还没有完成，尤其存贷款利率，虽然央行在这方面不遗余力地一直在推进，总体而言货币市场利率市场化程度相对较高，但是存贷款利率较多地受到了外部因素影响，很大程度上还存在着利率双轨制。这些决定了我国目前总体而言市场利率水平低于自然利率均衡水平。当前，有学者和业界人士提出是否要和发达国家、成熟国家看齐，是否也要降息。我觉得降息空间很小，因为市场利率水平低于自然利率水平，会带来某种程度的扭曲，会让资源分配到一些低效率领域，会引发一定程度的道德风险。所以从这个角度来说，我个人不太主张降息，也认为现在没有多少降息空间，反过来保持不降息也为中国中央银行目前在大国经济中保持常态化的货币政策提供了某种理论支撑。当然它带来的另外一个后果也是前面曹老师所说的，如果一国利率比较高，意味着你跟境外成熟市场国家，特别是主要国际货币资产回报率之间有比较大的息差，有时候很可能会导致一些追求息差的跨境资本流动。但这是好事还是坏事？恐怕需要一分为二地看，如果有一个比较好的政策框架，有相应的宏观审慎政策措施，又能非常清晰地认识到前面提到的“不可能三角”中应该追求什么、维护什么，让价格机制能够更加充分地作出反应并进行调整，通过相对价格的调整，追求内外经济更加平衡发展，更好实现资源配置优化，以及产业链、供应链的调整升级，这样总体上看就不是什么坏事。这也正是前面强调的，央行现在退出了对人民币汇率进行常态化干预这一做法的基础所在。

所以总体来说，顺着我们讨论的框架，再回到利率问题本质上，这个框架对于利率问题还是很清晰的。现在是一个比较好的时机去追求央行货币政策的独立性，去推动利率的进一步市场化，更好地服务双循环新发展格局，尤其支持促进好外循环的升级，进一步实现经济均衡发展。

四、货币政策和普惠金融应注重提高资源配置效率

通常政府追求普惠和对弱势群体的帮扶，疫情后各国央行和财政都在不遗余力想办法针对弱势群体，针对受到疫情冲击最大的部门，尤其是家庭部门，帮助他们改善现金流和修复资产负债表。在这个过程中虽然央行和财政出于不同的目的可以贡献不同的力量，有不同的方式和不同的政策工具，但还是要明确各自的边界。总体而言财政更加讲究公平，央行要更追求效率。因为财政的钱产权非常清晰，通过税收和其他途径收上来以后，政府对它有完整的产权。央行的钱意味着基础货币的发行，是各主体资产负债表

的扩张，最后形成的是对所有持有人民币资产的市场主体的负债，这个钱用的时候要注意尊重和保护债权人利益，要保持效率优先。从这个意义上说，在实施救助或者推进普惠金融工作时，追求融资支持的可获得性、商业可持续性，提高资源配置的效率，比单纯追求低成本、广覆盖要更为重要，这是财政政策和货币政策非常大的区别，这也决定了中央银行在利率问题上应有的态度。

张斌： 货币政策把通货膨胀作为第一目标是非常正确的选择，住房抵押

贷款利率市场化要抓紧推进

张斌 中国社科院世经政所副所长

以下观点整理自张斌在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 18 期）上的发言

非常祝贺张成思教授做了一个全面的关于完善货币政策框架的报告。虽然题目听起来是讲货币政策寻锚，但内容不光是货币政策，而是整个货币政策框架，做了一个很系统的研究。

和前面几位发言人一样，我聚焦在稍微狭义一点的货币政策锚问题。

货币政策锚随着时代也在发生变化，早期的货币更多的是盯住金属，典型的是金银本位。随着布雷顿森林体系建立，世界各国的货币采取的是固定汇率制度，其他货币盯住美元，美元盯住黄金。在这之后，特别是在八九十年代以后，发达国家的货币政策框架发生了很大的变化，一个最重要的特点是以通货膨胀为锚，货币是要盯住物价水平，盯住 CPI 或核心 CPI。

所谓的货币锚，其实就是货币价值，货币价值怎么体现呢？如果该国的货币，在一国之内购买一揽子商品和服务的价值是稳定的，则货币购买力就是稳定的，大家就愿意持有该国的货币和支持该国的货币。从实践过程中看，以通货膨胀为目标的货币政策，尽管有些国家不完全是通货膨胀制，有些会考虑就业、经济增长、汇率。不管怎么样，当把通货膨胀放在货币政策最重要的位置上，通货膨胀就得到了有效的控制。

人类历史上有了纸质货币后，通货膨胀一直是个大问题。但在 90 年代以后，世界各国特别是做得比较好的发达国家，通货膨胀的问题被解决了，物价能保持在一个相对比较低的温和的通货膨胀的水平。学术界在这方面做了很多研究，比如说在货币经济学论文里有一个非常著名的概念是“神圣的巧合”，当把通货膨胀维持到一个温和的水平时，基本上可以实现充分就业，基本上可以把产出水平维持在潜在水平上，这些都是保持一致的，也就是虽然目的是实现通货膨胀目标，没有提就业和潜在产出，但在这个过程中这些目标已经实现了。

在九十年代以后的实践过程中，越来越多的货币当局把通货膨胀当成一个最重要的

货币政策目标，甚至把实施通货膨胀目标作为唯一的锚，但也遇到了一些问题。

一个突出的问题是资产价格。在美国 2008 年金融危机和日本 90 年代金融危机前，物价并不是特别高，但发生了严重的资产价格泡沫，泡沫破灭以后对经济造成了严重破坏。很多经济学家认为把通货膨胀作为唯一的货币政策目标是不大行的。这方面需要考虑要不要把货币政策里放入资产价格，这有很大的争议，对学术文献了解的人应该都非常明白，我在此简单的说几句。

反对把资产价格放在货币政策目标里的理由有以下几个。第一个理由像格林斯潘讲的，不能预判是不是泡沫，只有泡沫破灭后才知道有泡沫。第二个理由，即便资产价格是有泡沫的，货币政策并不是应对资产价格泡沫的合适工具，资产价格泡沫往往联系到很多金融机构的信贷行为，它不是普遍意义出现的，会集中在某些特别的市场上，所以更多的应该用针对金融机构的监管政策来应对资产价格泡沫，而不应该用传统货币政策工具。第三个是伯南克和格特勒写过的相关文章，可以把货币政策目标里放入资产价格，但因为资产价格和产出变化、通胀变化和就业变化高度相关，所以放进去以后意义不大，他们做了实证研究，发现即使放进去资产价格对居民福利改善和货币政策指向都没有太大的影响。这都是在金融危机前的研究。

最近这些年有新的研究，太多了，这里就不展开说了。就提一点，大家对资产泡沫的看法产生了变化。过去一说到泡沫就是坏事，就是不好的，确实泡沫破灭后对经济有很多不好的影响。但大家也看到，泡沫不完全是坏事，这在八十年代的文献里就有了，到今天依然在讨论。虽然资产价格泡沫有不好的地方，但资产价格泡沫对于缓解企业流动性问题和刺激企业投资是有利的。在总需求不足的情况下如果资产价格泡沫会起到缓解需求不足的影响，从而发挥一些积极的作用。把资产价格放到货币政策目标里总的来说是让人质疑的。

另外一批经济学家，特别是 BIS 的经济学家，他们认为这金融危机告诉我们，如果货币政策完全不考虑资产价格泡沫，那么资产价格泡沫一旦破灭造成的后果将是灾难性和不可接受的。之前一个主流的观点是不管资产价格泡沫，等破灭了之后再去想办法解决或者说减少负面影响。货币政策应该事前做出反应。

这些争论都很有价值，让我们看到了不同的侧面，到今天为止可以达成一定的共识，也就是要分情况看，对资产价格本身的属性分情况，对资产价格前后的事件做分析。如果通货膨胀并不高，但资产价格在快速增长，劳动力市场就业比较充分，这时货币政策应该有所反应，因为已经是经济过热了，通货膨胀过高可能是因为正向的生产力冲击或者全球化的红利造成的，但资产价格泡沫已经比较明显。而且要注意一个前提，这个资产价格泡沫上涨之前有大幅度信贷增长，从发达国家的经验来看这种信贷增长往往来自于居民部门的信贷，这个资产价格泡沫一旦破灭后，金融机构和居民资产负债表严重破坏，重塑和修复是非常长且痛苦的过程，对经济伤害非常大。这种情况下哪怕通胀不高也需要采取措施。

换一种情况，如果通货膨胀水平比较低，就业水平也不太好，信贷也没有怎么增多，但资产价格在持续上升。这个情况过去是有的，可以看到尽管货币政策很宽松，但信贷没有怎么增长，劳动力市场也不景气，这种情况下货币政策调整就要非常谨慎。如果收紧会对需求带来负面打击，此时本身就需求不足，再加额外的负面打击，经济损失就会很严重。即便它是资产价格泡沫，就算破了以后，刚才我讲了一个前提条件，没有大幅信贷增长，就意味着这些资产价格泡沫是权益融资型的资产价格泡沫，那么它破灭之后对居民部门的伤害不会太大。可以看到这次美股熔断，连续三次熔断，那么大的变化，这种剧烈变化程度在过去历史上没有出现过，但美国金融机构和美国居民部门都没有太多的问题，而且反弹得还很快。所以，这种时候要具体情况具体分析。

货币政策是不是要考虑为财政部门融资，其实这在美国历史上也看到过，美国二战期间货币政策很大程度上就是为了给财政部门融资，让国债利率低一点，以支持政府打仗，其他的国家也有这种情况。如果这种做法带来了严重的通胀，后面的结果是非常糟糕的。如果说这种做法提升了需求，但没有带来严重的通货膨胀，货币购买力得到了保障，这种做法问题不大。边界在于通胀。

回到中国现在的情况，我认为货币政策把通货膨胀放在第一目标上，依旧是一个非常正确的选择，这和其他国家的经验也是比较一致的。这里面有一个细节性的问题，应该看哪个通胀？是 CPI、PPI 还是核心 CPI，需要区分一下哪个通货膨胀指标和 PMI、GDP、就业、企业利润联系更紧密，和总需求变化指向更一致，从而不会引起误导。CPI 是有问题，因为 CPI 里面食品价格特别是猪肉价格和能源价格短期的影响太大，它对总

需求的方向有可能指偏甚至指反。2019 年整个总需求是偏弱的，往下走，但 CPI 往上走，就是因为猪肉价格上涨造成的。PPI 也不行，它覆盖的面还太窄，主要还是工业品价格。

比较看来，我们观察到核心 CPI 对于总需求的指向是最清晰、而且在历史上不大会出错的指标，核心 CPI 对劳动力市场、企业利润和经济景气程度的相关性要高于其他的价格类指数。因此我比较赞成应该把核心 CPI 作为未来货币政策调控中最看重的目标，通过把核心 CPI 保持在一个温和通胀水平上，对整个宏观经济稳定和供求平衡提供一个比较合理的宏观经济环境。

关于利率市场化我非常简单的说几句。我们提到利率市场化不仅仅是指利率价格由市场供需决定，更重要的是有更多的金融市场和金融产品，市场上能够提供更多可竞争的金融产品，而这些金融产品的价格是可以由市场供求决定的。我们在利率市场化方面有非常大的进步，不光是存贷款利率价格管控一直在持续地放松，同时整个金融市场、金融产品和服务有非常大的发展，对企业部门来说，过去主要依靠银行贷款，但过去十年，企业债券市场有非常大的发展，规模非常大，而且是高度市场化交易，是市场供求决定的。

对于居民部门来说，过去只是简单的银行存款，现在包括各种理财产品和基金，各种各样的金融产品和服务，这个价格也是高度市场化的，利率市场化的进步与央行和其它监管部门过去几十年持续的努力分不开，是非常好的事，一个更有弹性的利率能帮助我们更好的跨期调节资源配置，这对企业和居民都是非常重要的。

有什么需要进一步努力的？我认为有两点。总体感觉对企业部门来说，现在利率市场化程度已经比较高了，不管是存款还是贷款。

居民部门面临的利率市场化还是有进一步改善的空间。比如银行里一年存款利率，很多时间要低于国债利率，总体是偏低的。但这个问题随着竞争加剧在不断改善，居民部门存款利率还有进一步市场化竞争和改善的空间。更重要的一块是住房抵押贷款利率，到目前为止还基本上没有太大的市场供求在发挥作用，各家银行基本都是一个利率，买一套房是一个利率，买第二套房是上浮利率，这个政策对银行部门非常好，这是现在银行最重要的一个盈利来源了。但居民部门为这么高的缺乏市场化竞争的利率付出了很高的成本，按照发达国家的标准看，如果我们的住房抵押贷款利率有更市场化的竞争，利

率在目前水平上能下降一到两个百分点，这个带给我们居民部门的让利一年至少有四五千亿。也有一些担心，房地产贷款利率不是货币政策，它是限制房价的政策，这当然是一个理由。我想要明确一点，但凡是让居民部门收入改善，金融资产增加的一些政策都会推高房价，是不是为了控制房价限制居民部门的收入改善呢？显然这个答案是不对的。

房价过高的问题、居住成本过高的问题当然要解决，但主要不应通过货币政策的手段解决，不能通过牺牲居民收入的手段解决，而更应该在供给环节，税收环节上面下功夫。利率市场化在房地产市场领域特别是住房抵押贷款领域要抓紧推进。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

