中国货币政策面临挑战^{*}

李扬

为了克服金融危机，世界各国相继推出了规模巨大的救世方案，中国也一样，今年以来，大家有一个共识：金融危机最困难的时候看似已经过去。于是，人们在讨论这样一种高强度的刺激政策的有序退出的问题。实际上有些问题在 G20 伦敦会议上就已经提出。最近的一些国际会议讨论认为还没有到那个时候。但是做这个准备可能已经是时候了。那么中国的情况也是这样，可能中国的情况比其他国家多了一份担忧。

一、高速增长的货币和信贷引起广泛关注

前三季度 M2, M1, M0 及人民币贷款这一组数据让人疑虑，甚至可能会是恐惧。因为从来没有这样的数据，而且我们还面对着明年信贷政策是否适度宽松以及确定的货币增长是否按照计划的 5 万亿，还是按照实际达到的数字呢？如何选择指标才能使我们保持适度宽松这样一种形象，但是要进行适度的调整，许多问题有待讨论。我认为对这样一个问题，首先需要数据解析，因为数据中有许多令人疑惑的地方，然后基于数据的解析，我们来判断一下今年货币政策操作态势，进而来讨论货币政策在中国究竟有什么用处，然后才能够讨论适度宽松的货币政策有序退出的时机、步调及其影响。我想可以从三个层面来展开分析：一是看数据。这么高的数据究竟意味着什么？二是确认结果的前提下，要研究出这么出人意料的结果是如何产生的？其中的动力是什么？我们特别关注这样一个结果中，中国人民银行的作用。更本质的说，我们想谈论中国人民银行在这样一个如此高的货币增长率和如此高的信贷扩张的程度上，究竟发挥没发挥作用。此后，第三是如果这样一个结果不主要归因于央行，那么下一步所谓适度宽松的货币政策实施与退出到底意味着什么？

以下是我的分析，仅供参考：

先从数据入手，仅从货币供应量，信贷这些浅显的数据，不需要太多解释，我想提醒大家注意，在中国的货币供应中存款占比相当之高，那么存款发挥作用非常之大，存款的变化在相当程度上左右着中国的货币供应变化。即，讲到货币供应时，你要看到其结构。注意，如果货币供应是需求，而存款及其变化很可能反应供给方面的因素，即当深入到货币供应结构时，我们看到两种相反的力量。比如说存款增长，从货币供应指标角度看是扩张，但是从大量现金和活期存款转变为定期存款这样一种当下不准备使用的购买力事实来看，它是非常紧缩的，表明大家都不愿意从事经济活动而把钱存在银行，简单的吃利息，那么对于上升这样一个事实就可以有两种截然不同的判断，作为银行的货币供应就是一种扩张，作为后者，人们把“现实的货币”变为“潜在的货币”，把“高流动的货币”变为“低流动的货币”。所以我们要看存款结构。那么正常情况下，存款结构用定期存款，活期存款来分析，还可以通过主体来分析，即居民存款，政府存款和企业存款三大块，那么正常情况下，三个部门存款各自占比是稳定的，他们增长率也是相当稳定。问题是今年出现了异常情况——“异动”。异动从存款部门结构看，贷款和存款增长本身数字就可疑，尤其是三季度数字，存款增长，贷款增长是一个数字，非常可疑。大家有兴趣可以琢磨这些数字。那么全社会存款增长的总量中，非金融公司占 56.5%，比重相当高。非金融公司中的主体是企业，企业占 47.6%，尤其是企业的定期存款。也就是 47.6% 中有 30% 左右是定期存款。大家知道企业是一个从事生产经营的单位，它需要货币是为了支付清算，绝不是去了赚钱，所以企业大量增加定期存款，这个事实本身就值得怀疑，它就是一种“异动”。那么这种异动今天发生了。历史上非金融性公司存款占比 30% 左右，今年达到 40% 甚至更高的水平，这是存款结构的问题。那么基本存款

^{*}本文系中国社会科学院副院长李扬研究员 2009 年 10 月 31 日在第六届中国金融学年会（西南财经大学主办）上的主题演讲报告整理。

构成中国货币供应的主体的事实，表明今年中国的货币供应数据就有问题。

我想，这是存款结构的分析的意义，另外它对于这么高的货币供应及这么大的信贷增长，这样的事情也给出了一些令人舒缓的解释。所谓令人舒缓的解释，我现在先说出两方面：一个是将大量的贷款贷下去，贷款到了企业后反手作为存款存了回来，首先表明今年的新增贷款，20%的货币供应并没有全部发挥作用。总之，社会的可贷资金没有像数字显示的这么可怕，那么中间的作用实际上是存款的跨期购买力。今年的贷款没有在今年用，通过定期存款的跨期分配作用到了明年，那么今年的压力就不像数字显示的这么大。那么进一步说，明年如果我们说我们的货币供应量增长缓一点，信贷扩张慢一点，那么明年的数字也不会像这个数字显示出的这么紧缩。因为中间有规模巨大的企业存款得以平滑。中国的数字很复杂。

说到结构，那么讨论中国的货币供应，讨论中国货币供应的基础——存款的问题时，还有一个经典的问题，这是一个永恒的问题——贷款存款谁创造谁？存款和贷款的关系，可能是存款引致贷款，也可能是贷款引致存款。最近因为我发现这个数字比较异常，让研究人员作了一下原始存款和派生存款的关系，问题是教科书一开始就讲的，应该说到现在为止还没搞清楚，我们做了也没特别搞清楚，但是从一些间接的数据可以有一点识别，如果存款增加主要由国民经济增长造成，存款增加的相当部分是原始存款，则货币供应基本上是中性的，也就是说这种存款产生自经济活动，而不是产生自货币当局的操作。反之，如果存款增加归因于贷款增加，这是银行体系贷/存款操作导致的，如果主体是派生存款，则货币供应是扩张性的。举例说，经济在增长，大家收入水平在增长在提高，拿到收入后去消费，消费剩余部分是储蓄。若采取国内金融的形式去存款，存款上升，货币供给增加，那么在这个故事里，没看到银行货币供应因存款上升而增加，如果说央行后面还追加货币供应，那也是已经发生的一个事实的认可。而不是什么积极的货币政策，表明了主动性，不是的。另外一种情况，像美国，它必须由央行采取各种各样的措施来，危机以来已经创造了六七种手段，到后来不使用了，于是，一口买下3000亿美元的国债，用来货币化。这是这样，在中国就不是这样的。那么就需要判断在存款增长中，有多少是产生自经济增长的，是经济自己内生的，这里边要注意货币是货币，货币是内生的，这个需要注意。那么有多少是内生的，一会我们有个判断，认为中国目前的情况以前者为主，中国的货币供应基本是中性的，29%它像一些简单的原始货币主义者以其货币主义信奉者们认为的那样，那以后的通货膨胀不知道怎么样，原因是中国的货币供应是产生自经济增长，是来自储蓄。那么认识到中国的高储蓄率，是理解上的关键。

储蓄是宏观经济学上的核心问题。但是我注意到这个问题不被人关注。我们当时一直在讲这个事情，就是中国的宏观经济的平衡关系出去投资，在这种情况下，出口是必然的事情，不出口，经济会下降，那么所谓要提高消费率，储蓄就指国民经济中为消费准备的通过提高消费来降低储蓄率，自从美国人把这个问题拿在手上，并用他来指责我们之后，市场就开始注意了，美国人很明确的说这次危机的根源于全球失衡，失衡的一方当然就是美国人的进口，另一方是中国人，所以他只指中国的高储蓄率，中国人的高投资，高出口则与此有关，可见储蓄是制约我国的最强的外部因素。在金融部门中我们看到，也正是因为储蓄率高达50%，不断增加的储蓄，这个储蓄是实物形态的，那么它的金融表现，对内就是不断上升的银行存款，对外就是不断扩张的外汇储备，所以国内的信贷扩张和对外的外汇储备的增长可以流的由国内高储蓄解释，我觉得这样就比较顺了。这样的分析是得到印证的，比如说，银行存差（存差即存款大于贷款）的幅度不断增长，在银行的比例中，贷款占比不断下降。这一事实很有趣，大家在考虑怎么会存差不断增长，当你对资产面进行分析，它除了贷款之外，还做了投资吧，等等。但是仔细分析会知道存款增长是一个大因素，另一个是在已经很高的法定准备金率下，产生极高的超额准备金率。去年15.5%的法定存款准备金率，年初接近5%的超额准备金率，外国同行会问：你们银行还工作吗，20%的准备金率，中国的情况之所以会

发生是因为中国有储蓄率，作为对比，美国和其他国家如果没有央行投放资金，我想根本就没有钱。央行可以放也可以不放，社会上有的是钱，在这种情形下，我们看到一个不太可能回避的事实，货币政策的效力递减，他做也罢，不做也罢，金融运行大概就是那么个样子，所有有一种说法认为资金紧缩或者宽松都是有货币当局首当其冲，等等。对“管不住”和“管住了也没用”我们觉得这是个传统的概念，这个概念在高储蓄率的中国已经不再适用。

这涉及很复杂的理论，也可以通过简单的现象来说明，这个现象就是如果说货币供应，信贷告诉扩张归因于中央银行调控，我们理应看见这个情况，今年的央行货币政策操作已经有很强的扩张性，否则没法解释啊。但是情况不是这样，我们通过准备金率，利率，储备货币，央行向市场投放流动性的变化来分析一下，先看准备金率和利率，今年准备金率未变，即货币供应，准备金率没有产生效果，央行的基准利率呢，基准利率也没有变，因为我国的基准利率也就是存款和贷款的基准利率，这两个利率未变，代替的用市场利率来观察，分月度观察，1月份市场利率比较低，利率从7月份开始又开始上升，大家知道所谓宽松的货币政策是低利率，但是现在看来不仅没有对利率进行操纵而且力量，实际的走势已经出现了上升，市场力量上升有三个数字，一是7天的回售利率，一是一年期央票的市场收益率以及一年期央票发行利率，收益率是随行就市，发行利率是央行的政策决定的，那么这几个我们看到的7月份以后都是咬紧的。那么看货币情况，危机中美联储要实行扩张性货币政策首先说了句话：他的资产负债表加长了，原来要9000多亿，危机中达到2万多亿，表明这是一个分析思路，我们也要有这样的分析思路，所以就要看央行，我们发现情况很不一样，我们资产负债表总规模也在拉长，但拉的速度在呈下降趋势，央行总资产下降，相当的紧缩，大家知道，这段时间正是货币供应高度控制的时候，央行的资产负债表缩短了，那么在央行的资产负债表中与货币供应，信贷供应最相关的是它的储备货币，那么储备货币存比增速下降，更重要的是储备货币的总量有净额减少。我们不愿意用基础货币，它不适合观察态势。央行向市场投放货币量的途径：一外汇占款，二公开市场操作。那么我们看07、08年的数据07年公开市场操作的净投放是正的，08年是负的，表明08年是很紧缩的，中央银行在市场上操作是很紧缩的，抽回1万亿的资金。那么外汇占款的情况，那是迥然不同的，前两年外汇占款（通过购买外汇向市场投下的基础货币）比较多，近年来由于国际形势的变化和国际收支格局的变化少了，主要归因于此。今年总的央行向市场投放的头寸，目前来看，远远低于08年和07年，现在看来年末大投放是没有动力了，所以可以有把握的说：今年全年不会超过08和07年，而07年的扩张，08年也是扩张，今年是适度宽松，实则不宽松。

从这几个来看，法定准备金率，利率，储备货币，央行投放，从这四个指标看，我们可有很有把握的说迄今为止，央行的操作是紧缩性，那么紧的操作产生了松的效果，是值得思考的，当同学们注意我们前两年的研究从紧的货币政策的时候，我就说松的操作产生紧的效果，现在是紧的操作产生了松的效果，总之不是你预想的结果，于是就有理由怀疑。为什么还是由高储蓄率来解释？高储蓄率条件下，中国的金融一直不缺少赖以发放贷款的资金，所以自上世纪90年代中期以来，央行对存款类金融机构一直处于净负债，这是一个极大的变化，调控当局要想对调控对象有地位有能力，说话它听，你是一个净债务人比较好做，即调控对象靠我给钱，90年代中期以来情况变了，央行的钱来自商行，对窗口指导，商行爱听就听，不听就依靠市场。央行调控的几个前提：第一个对于它的调控对象存款性银行是净债权，第二，对于政府要是净债权，现在我国都反了，都是净债务，所以对存贷款的调整以及通过国债来进行调控我们都缺乏前提。

二、提高货币政策效力需要另辟蹊径

所以货币政策很被动，以至于07年不得不拾起传统的法宝，按月控制你的信贷规模，没有办法了，只好这样。09年也是因为央行放松了对银行的信贷控制，银行自己干，信贷规模上来了，存款、货币供应量都上来了。这样分析，我们就对09年又一个展望，也是一

个建议。只要发生了剧烈的变化，适当宽松的货币政策要改。不是讲有用与否，现在的货币政策还是有用的，它的形式宣示效应极强，说要松了，大家就松了，有松的力量，它说紧了就紧了，市场上也有紧的动力。对于货币政策的引导预期的作用很强，那么我们还不希望预期下降，因为危机还未过去，是不是能够复苏，还需要政策的连续性。

回到最后的问题，看来货币政策遇到挑战了，要提高货币政策的效力需另辟新径，首先为什么如此，有两类因素：一是世界共同的就是金融自由化，不断深化。金融创新，金融市场不断发展，从根本上改变了整个经济运行的微观基础，货币政策赖以实施的微观结构已经发生巨大变化，货币政策的传导渠道业已发生革命性变化，致使传统的货币政策不足以有效调控货币和信贷供应。还依靠原来的工具和机制是无效的，此次危机也暴露出了这样的问题。美国的危机在格林斯潘时期看到了，但无可奈何，特别是反映在资产价格的膨胀方面，这个问题我们很警惕，无可奈何的原因在于微观机制变了，宏观调控必须跟着变，否则就是无效。二是特殊因素，长期的高国民储蓄率。中国处在储蓄率不断上升的发展阶段，在可预见的5-10年内，可能还是很高的储蓄率，这个是经济发展的因素，这个阶段特有的现象。等到阶段过去了，就会下降。将这两个因素考虑在内，并以此构造我们的微观基础，重新构造货币政策的微观机制，我们才能提高货币政策效率。

传统的宏观经济理论以及基于此的货币政策理论严重脱离其微观基础，并忽视了监管的货币政策效应。回顾以前的凯恩斯宏观经济学，缺乏微观机制，60年代后开始寻找其微观机制。总之，宏观的加总数据的局限是不足为据的，而常常会让大家误解很多问题，比如汇率（把它当成一个宏观数据，其实早就是一个微观结果）。

另一个监管本身是有货币政策效力的。比如监管方说提高核心资本率，商业银行就不敢放贷，提高覆盖率，再高的存款额也不敢放贷，因为比率制约了商业银行的行为，这就是监管的政策效力，但是被忽视了。所以新的探讨已经开始，即FASP金融部门评价规划，很新的东西。在座的年青同学可以来研究，这一点上中国和世界站在同一起跑线上。08年8月温总理宣布加入该规划，很多的指标和架构。其思路是金融活动具有顺周期的性质，因此，金融调控的总体目标是对冲这种顺周期特点，就是要反周期，这样的认识体现一个新的概念叫宏观审慎监管。监管是一个微观问题，但现在微观又是宏观，它基本运作方式是审慎，是银行业运行的基本规则。这些放在一起就是在危机中暴露出的监管问题，最让人有收获的是监管本身具有很强的货币政策效力。监管的理论逻辑框架如下：由于金融自由化不断深化，金融创新层出不穷，致使传导的货币政策已经不能有效，传统的货币政策理论及调控缺乏微观基础，并且忽视了监管的货币政策效力，也是有的货币政策操作必须充分考虑市场的微观结构及其变化，必须从金融监管入手，这是问题的方向。这个方向，关键是资产负债表，编制资产负债表就是编制结构，这套结构就是其微观基础，所以在新的条件下，分析资产负债表被赋予了新的含义。宏观审慎监管的核心就是要密切关注全社会以及所有机构（金融和非金融）的资产负债表（微观结构），并在资产负债表的层面上对其进行调控。主要是两个线索，一是微观结构上，二是在监管制度层面上解决问题，宏观问题微观解决，宏观问题监管解决。在市场结构上，资本充足率比法定准备金率还强（我曾经写过一本资本充足率的货币政策效应）资产质量、盈利能力、流动性、市场风险的敏感性等等都是从资产负债表中拿出相应的数据进行比较构造出一个指标来，一个结构性指标。另外是资产负债表的标准，资产负债表这么重要，资产负债表的科目我们就要审定了，需要调整的要调整。要加强资产负债表分析的基础，以便确定金融机构和非金融机构的风险。从监管角度来实施和加强货币政策，就是要扩大监管范围，合理化薪酬制度、完善公司治理机制等，并将压力测试等旨在保证各类机构稳健经营的制度常态化。

今天利用这个机会从一个矛盾的现象做了一些分析，提供了一些可能作参考的分析方法。