

中国货币政策深度解读

2014-6-19 来源:《财经》杂志

[摘要]: 中国经济不断壮大,中国央行声名鹊起。今年初,国际刊物《央行杂志》(Central Banking Journal)颁发年度央行奖,中国央行第一次获此殊荣。

中国经济不断壮大,中国央行声名鹊起。今年初,国际刊物《央行杂志》(Central Banking Journal)颁发年度央行奖,中国央行第一次获此殊荣。此奖意在表彰中国央行在独立性受限和中国金融体系不发达的环境下,在中国充满不确定性的新一轮改革中,顶住压力控制货币超发,积极推动金融自由化改革,表现出强大的领导力和专业度。

老实说,中国央行拿到这个奖项并不容易,因为每一家候选机构的表现都有可圈可点之处。比如,美联储果断采用非传统的货币政策帮助美国经济强劲复苏,英格兰银行和欧盟央行均出人意料地推动预期管理,日本央行大胆的量化宽松政策把日本拉出了通货紧缩的泥潭。该刊的顾问委员会包括很多重量级的经济学家和多国央行行长。毫无疑问,这个年度奖项是对中国央行货币政策的肯定。

与这份肯定形成鲜明对比的,是流行了 20 多年的中国货币“超发之谜”:到 2013 年底,中国广义货币供给(M2)为 110.6 万亿元;每单位 GDP 所对应的货币,即 M2 与 GDP 之比为 1.95。美国 2013 年的 M2 约为 65 万亿元人民币,M2 与 GDP 的比率是 0.65,是中国的三分之一。M2 与 GDP 之比是度量一个经济体货币化程度的通行指标,无论从货币发行总量还是每单位 GDP 所对应的货币来看,中国都有货币超发之嫌。

货币政策的框架主要包括目标、锚(即货币是否超发的政策基准)和传导机制。要破解中国货币超发之谜,我们至少需要知道以往货币政策的框架和运行效果。无论从国家到机构,对自身历史的准确认知和总结是进步的前提。

在过去 20 年中,对中国货币政策基本共识的缺乏让人吃惊。如果学界习惯以“谜”来形容中国的货币政策而无解,如果放任社会对政府通胀控制能力的怀疑和担忧而不加以管理,新的框架和传导机制又如何建立?央行赖以安身立命的独立性又从何谈起?

如果中国货币当局始终无法摆脱这种“无力感”,再权威的年度大奖也会因此而失色。实际上,通过分析一些最重要但又是最基本的数据,并对比中美两国货币政策运行效果的巨大差别,可以总结货币政策框架和传导机制的一些实证规律。研究好比剥茧抽丝,数据却是按图索骥的密钥。虽然公开披露的数据并不完整,但足以支撑我们对中国货币政策中一些最重要的特征做出判断,而这些判断,将会对新的框架和传导机制的建立有所助益。

直观的美联储货币政策

美联储过去半个世纪的货币政策可以用几组数据清晰地说明,这种直观扫清了所有问号。

美联储货币政策的第一个规律是货币发行、经济增长和通货膨胀的整体一致性。从 1962 年到 2013 年的 51 年里,名义 GDP(包括实际 GDP 和通胀率)平均涨幅为 6.8%,其中实际 GDP 涨幅为 3.2%,消费者价格指数(CPI)涨幅为 4.0%;房价涨幅为每年 4.5%,比通

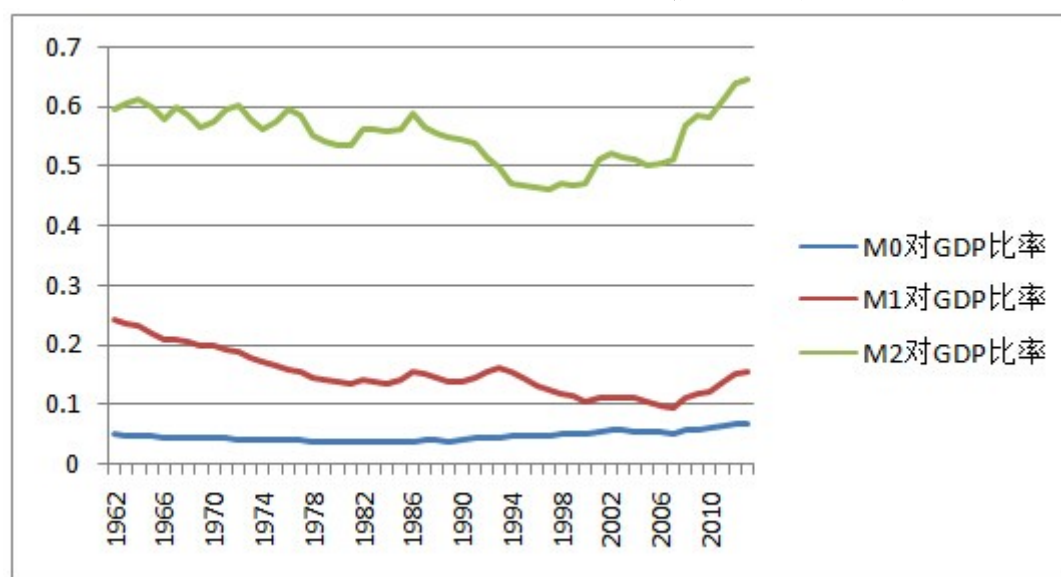
胀率高 0.5%。这 52 年间的货币供给情况也类似，广义货币供给（M2）的平均涨幅为 7.0%，和名义 GDP6.8%的涨幅非常接近。

这是一张非常清晰的图表，里面暗藏着和弦般的节奏：CPI 涨幅和房价涨幅基本合拍，这两项加上实际 GDP 的增长又和名义 GDP 的增长基本一致。从货币供应的角度来看，“钱去哪儿了”一目了然：M2 每年增长 7%，其中 3.2%的增发是为了支持实际 GDP 的增长，并不会引发通胀；剩余的增发则体现在 CPI 和房价涨幅中。

美联储货币政策的第二个规律是从流通中货币（M0）、狭义货币（M1）到广义货币（M2）的一致性。从 1962 年到 2013 年，美国 M0、M1 和 M2 这三者的平均涨幅分别为 7.4%、5.8% 和 7.0%，与名义 GDP6.9%的涨幅完全匹配。从 M0 到 M2 代表了美联储从货币发行到借助银行放贷的造币过程，其一致性表明了货币政策传导机制的有效性。这种有效性与中国央行的无力感，是最耐人寻味的地方。

美联储货币政策传导机制的有效性还表现在货币对 GDP 比率的稳定性上。由于从 M0 和 M2 与名义 GDP 的增幅总体一致，在过去半个世纪中，无论是 M0 对 GDP 的比率还是 M2 对 GDP 的比率都非常稳定（图一），没有明显的上升或下降的趋势。去年 M0 对 GDP 的比率为 6.7%，M2 对 GDP 的比率为 65%，M0 约占 M2 的 10%。

图一：美国 M0、M1 和 M2 对 GDP 的涨幅，1962 年-2013 年



数据来源：美联储

2008 年金融危机以来到去年，美联储推行量化宽松的政策，基础货币的年均增幅为 31%。由于美国经济偏冷，基础货币的快速增加并没有带来 M2 的相应增加，M2 的平均增速为 6.7%，与历史水平接近。由于广义货币没有增加，美国的同期通胀率很低，仅为 1.9%。

和很多国家一样，美联储的货币政策主要有两个目标：控制通胀和刺激经济增长；所对应的锚则是温和通胀率前提下的经济增长率。在这个货币政策的框架下，在过去近半个世纪里，两个一致性成为美国货币政策最重要的特点，即货币供给与经济增长和从 CPI 到房价涨幅的一致性，以及不同口径货币增量的一致性。这种一致性代表了货币政策的明晰、独立和有效，堪称货币政策运行的一个范本。

经济学家弗里德曼说过，通货膨胀归根结底是一种货币现象。这并不是说发多少货币物价便会涨多少，而是说货币相对实体经济（GDP）的超发部分会体现在通胀上。美国过去半个世纪的货币史是对这句话的完美验证。

难懂的中国货币政策

中国央行过去二十多年的货币政策是个“谜”，但这个“谜”也可以用几组数据来表述。从这些数据中我们可以找到中国货币政策的三个特征。用这三个特征做参照，谜底渐渐浮出水面。

中国央行货币政策的第一个特征是货币发行、经济增长和通货膨胀的整体不一致性。从1990年到去年的24年里，实际GDP平均涨幅为9.9%，CPI平均涨幅为4.6%，房价（全国房地产销售额除以销售面积）平均涨幅为10.7%，M2平均涨幅为21.0%。

也就是说，20年的中国货币超发之“谜”是一道算数不等式：实际GDP的增长率加上消费价格指数的增长率仅为14.5%，远远小于广义货币供给的增长率21.0%。两者之差就是本文的问号“钱去哪儿了”。有趣的是，实际GDP的增长率加上房价的增长率为20.6%，与广义货币供给的增长率基本相符，不等式变成了等式。

关于货币超发之谜，学术界长期以来颇有争议，却从未向共识趋近。早在上世纪90年代即有学者提出，在经济转轨的过程中，原本不在市场中、没有花费货币成本就有的商品、劳务和资源（例如土地），在加入市场后需要更多货币，这个过程不会引发通胀。

不幸的是，这些学者都认为这个过程在上世纪80年代就已经结束，也就没有预见到90年代以后M2超发的远景。有学者认为在银行体系主导的国家，M2与GDP的比率会更高；这个假说很难解释中国的M2与GDP之比为什么越来越高。更多的学者则认为货币使用和配置效率低下、金融管制等原因造成了货币的大量增发。

无论持何种观点，这些辩论都在试图解释货币政策之谜，即超发的货币并未带来通胀。如果确实发生了通胀，但不能被CPI充分反映，那么以CPI为锚就不够准确，其后果可能会误导货币政策。

至少在1990年至2013年这24年间，CPI的涨幅和房价的涨幅大幅度偏离，但是实际GDP与房价涨幅之和与M2涨幅却非常一致。这种吻合足以支持一个判断，即以CPI为锚可能低估了通胀，因为不同商品和资产对货币增发的反应不同。货币增发并不是没有代价，只是承受对象的表现不同。

要证明过去24年间的这种吻合并非巧合，我们必须撕开房价上涨的真相。这个一直摘不掉的面具恰恰是中国货币政策的第二个特征，即在1990-2013这段时间里，房价更多是被货币而非收入或实际经济增长所驱动，房价的涨幅最主要是一个货币现象。

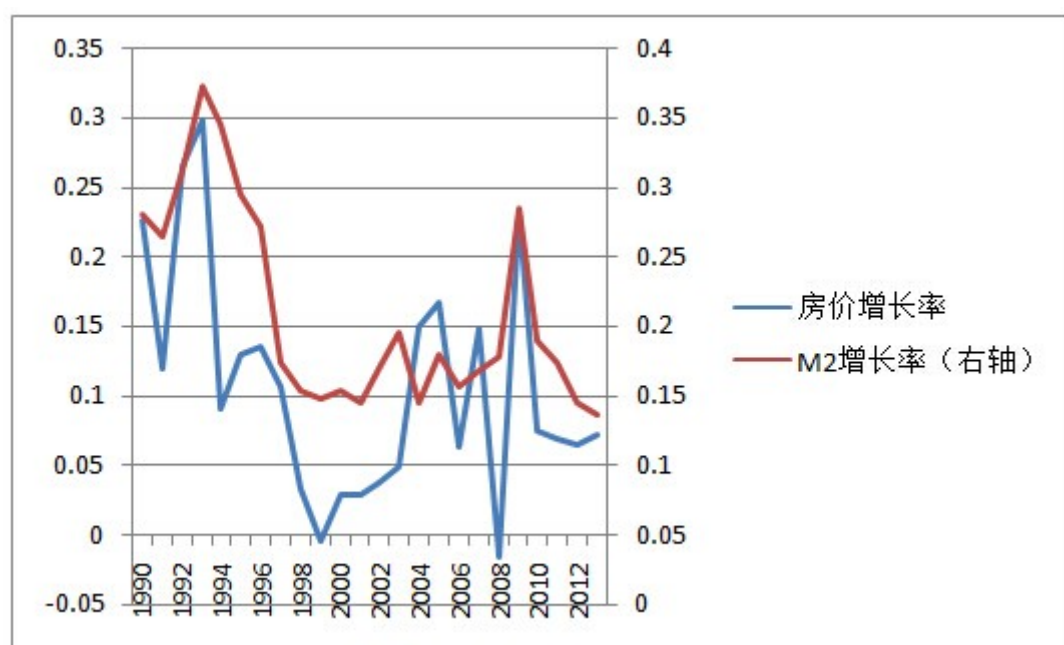
具体而言，房价涨幅和人均收入、实际GDP、名义GDP、CPI、M0、M1和M2的相关性分别为35%、35%、40%、31%、52%、63%和71%。细心的人会从这组数据中发现，房

价涨幅与经济增长以及收入增长的相关性是最底的，均为 35%；与货币涨幅的相关性却是最高，尤其和广义货币，高达 71%；这说明房价上涨的最大驱动力并不是刚需，而是货币。另一个有意思的证据是，房价和当年 CPI 的关系并不紧密。在过去 24 年中，当年 M2 的增长率和次年 CPI 涨幅的相关性高达 63%，即 M2 的增加先和房价密切相关，然后才传导到 CPI，而且 CPI 的增幅低于房价。

一个典型例子是银行贷款飙升的 2009 年。M2 的涨幅为 28.4%，而这一年 CPI 涨幅为 -0.07%，即出现通缩，房价的涨幅竟然高达 23.2%。显然，央行是看 CPI 还是房价，对其货币政策效果的总结会有天壤之别。

多年的宽松货币政策支持了中国的投资拉动。到 2011 年，中国央行终于把房价纳入 CPI，并在过去两年中严格控制 M2 的增长率。可以想象，这让已经习惯了宽松货币的和房地产相关的部门，包括地方政府叫苦连连。

图二：房价涨幅和 M2 涨幅，1990 年-2013 年

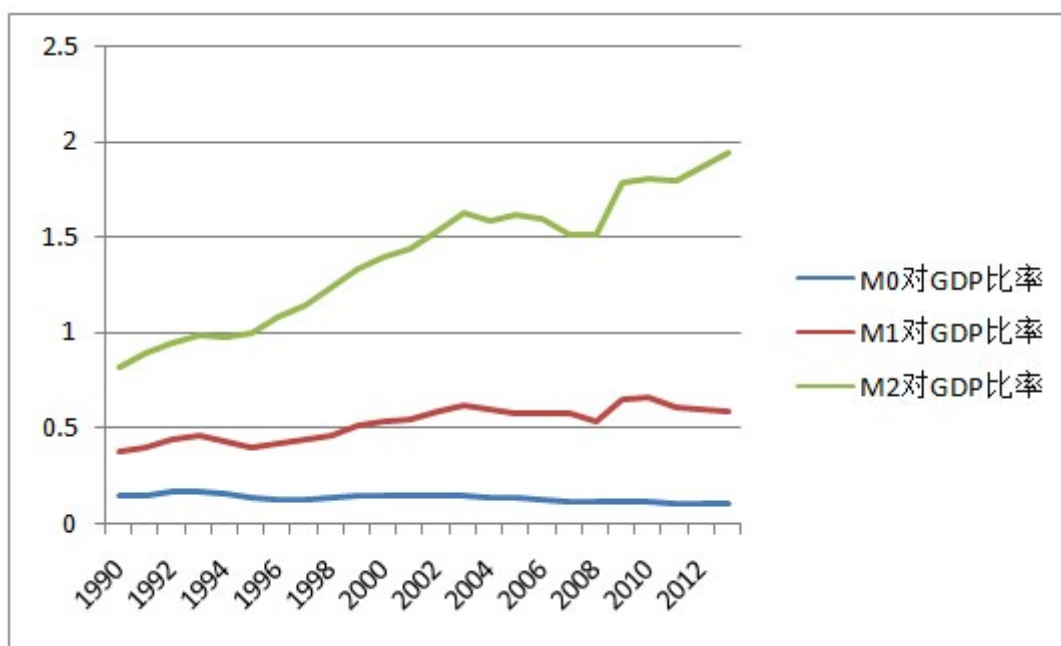


数据来源：Wind 资讯

[图注]在过去的 24 年中，M2 不但与房价涨跌密切相关，更重要的是，现在 13% 的 M2 涨幅是这段时间的最低点，即最紧缩的货币政策。在经济转型、金融自由化改革的关键时刻，央行需要在了解其货币政策效果的基础之上做审慎决策。

中国央行货币政策的第三个特征是从 M0、M1、到 M2 的不一致性。在这 24 年中，M0 的平均涨幅是 14.6%，M1 的平均涨幅是 18.3%，M2 的平均涨幅是 21.0%；越广义的货币供给涨幅越快。有趣的是，M0 的涨幅并不比名义 GDP 的涨幅高。如图三所示，M0 与 GDP 的比率并未上升，M2 与 GDP 之比则绝尘而上。这种非一致性和美国的一致性成为鲜明对比。

图三：中国 M0、M1 和 M2 对 GDP 比率，1990 年-2013 年



数据来源：Wind 资讯

货币增幅的巨大差别暗示了货币政策传导机制的不顺畅。相对狭义的货币更接近央行的意图，相对广义的货币则包含了货币流通产生的乘数效应。越广义的货币增发越快，暗示了非央行主导的部分增加越快，也暗示央行独立性的有限。

中国货币政策的目的除了控制通胀和经济增长，还要稳定汇率。经济增长的需求（如投资软约束）和汇率稳定的需求（如外汇占款）会导致货币供给的增加和央行资产负债表被动扩张。控制通胀要求少发货币，经济增长和贸易顺差需要多发货币。多重目标并不是指它们都同等重要，而是如 1995 年《中国人民银行法》所规定的，“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”所以取舍的关键是通胀是否可控。

以汇率政策为例，外汇占款主要是中国 2001 年加入 WTO 之后发生的。在 2001-2013 年的十多年间，中国 M2 平均增长率为 17.4%，实际 GDP 增长率为 10.0%，CPI 涨幅为 2.5%，如果以 CPI 为通胀之锚则无虑；同期房价涨幅为 8.9%，如果以房价为锚则货币超发。有意思的是，这段时间房价涨跌与同期 CPI 和收入的相关性为负，与名义 GDP 相关性为零，与 M1 和 M2 的相关性则高达 58.6%和 53.8%。这再次印证了房价上涨的第一属性是货币现象这一判断。

一个国家的货币政策可以有多个目的，但通胀之锚必须选准；否则貌似通胀温和，实际上催生资产泡沫。由于中国央行独立性有限，也由于 CPI 涨幅貌似温和，货币政策在很大程度上被经济和汇率政策驱动。其结果是世界最贵的房价之一，以及让公众缺乏信心的货币政策。

货币政策的成熟过程是寻找合适的锚以及建立传导机制的过程。中国过去 20 多年的货币超发之谜提醒我们，用什么来做通胀之锚，真的很重要，超乎学术之辩，涉及民生和经济。

明智的央行政策选择

如果央行想建立货币政策的框架和传导机制，它必须了解过去几十年货币政策的效果，并参照其他国家的经验。

首先，通胀之锚的选择非常重要。受限于数据，本文只分析了房价；这应该作为被央行低估或忽略的资产的一个代表。历史证明不同资产对货币增长的反应程度非常不同，所以央行应该重视政策传导机制的非均匀性。

无论央行是否情愿，它都必须重视货币供给和房价的高度相关性。一方面，这为通胀之锚的制定提供了一个实证依据。另一方面，当央行在积极控制 M2 增量并由此得奖的时候，它应该明白这个相关性意味的不只是通胀，尤其是在眼前这个 M2 涨幅最低、地产商资金链紧张、银行坏账上升和地方政府融资困难的时刻。

其次，货币政策可以有多重目标，但是它的锚越清晰越好。美国过去几十年的货币政策如此的清晰，以至于一个泰勒法则就可以解释超过 90% 的利率变化。相比之下，中国货币政策一个很大的问题是央行独立性的有限，具体表现在货币政策传导机制的不顺畅上。货币政策的锚越不清晰，越容易被政府的短期利益绑架，央行的独立性越容易受损。清晰准确的锚是央行的立身之本，全世界概莫如此。

和传导机制密切相关的是预期管理。持续 20 多年的货币之谜实际上表明中国的货币政策是难以预期的。国际经验表明，可预期的货币政策是最好的传导机制，这已经成为很多国家货币政策的发展方向。

货币政策框架和传导机制的形成，均建筑在扎实的实证分析基础之上。关于“钱都去哪儿了”这个话题，笔者只能提供部分答案，最大的限制就是数据的缺乏。美联储是美国公开宏观数据最全面、最好的提供者。这些数据激发了全世界的研究人员对其进行细致入微的研究，这些研究反过来又帮助美联储找到货币之锚。

在这个全球金融日益自由化的时代，各央行的作用变得越来越重要。作为一个在学习中进步的机构，中国央行一直在寻找它的锚，并据此实施货币政策。毫无疑问，这个对中国经济至关重要的机构，需要大量的研究来帮助它达到目标。“战争有它自己的语法，但是它并没有自己的逻辑。”中国的货币政策也在寻找自己的语法，重新思考货币之锚便是最好的开始。

货币政策之宽与房产泡沫之裂

引爆全球金融危机的惨痛教训，在中国货币超发之谜的猜想中愈发引人深思。

房价涨跌不但关乎民生，而且可能对经济产生巨大影响。房地产一向以抗通胀著称，即涨幅接近通胀。当房价涨幅远远超过通胀，其上涨的内在驱动因素理当成为央行的考虑对象。

一个最惨痛的教训是，2008 年金融危机之前，美国曾有超过十年的时间房价涨幅明显超过 CPI。在学术界，也曾经有很多理论试图解释为什么宽松的货币政策没有引发通胀。但最终的结果是，房地产泡沫破灭并导致美国出现大萧条以来最严重的金融危机。

2010 年，时任美联储主席的伯南克发表了题为《货币政策和房地产泡沫》的著名演讲，反思金融危机的成因。伯南克指出，美国历史上货币供给和房价关系并不明显。在本世纪初宽松货币政策之前的几年，美国房价即已开始上涨，再加上当时有多国房价高涨，使得美联储难以判断这是否和宽松货币有关。美联储的结论是宽松货币可能确实推动了房价的上涨，但更重要的还是金融创新引发的监管失位。鉴于此，美联储在金融危机以后推出了大量监管措施。

如果美联储可以借历史上房价和货币关系不明显（统计也确实如此）为理由来为自己开脱，中国却正好相反。用统计的语言来描述，在过去 24 年中，货币供给是中国房价最重要的相关因素；在考虑了货币供给之后，其他因素如收入、实际 GDP 或 CPI 等都不重要。

这个对比如此鲜明，值得我们警醒。一方面是美联储在金融危机后，面对统计上不够明显的房价和货币供给的关系，反思货币政策；另一方面是中国，面对统计上强烈相关的房价和货币供给，以及全世界最昂贵的房价之一，讨论谜一样的货币政策。或许这才是最危险的谜。【来源：《财经》杂志 作者：陈龙 长江商学院金融学教授、DBA 项目与校友事务副院长】