

稳健货币政策的中性取向和积极操作

通过国内价格水平、货币增长率和人民币实际有效汇率等指标考查来当前的货币政策，并对今后货币政策调整的方向提出相应的政策建议。根据宏观经济形势 2006 年上半年以来，中央银行的目标是通过稳健货币政策，综合运用多种货币政策工具抑制货币信贷过快增长。通过研究我们发现，投资过快增长得到抑制的同时，中国经济目前已经显露出内需不足的潜在风险。价格水平走低也降低了人民币实际有效汇率，客观上促进了外需的增长，因此需要考虑对今后一段时期货币政策进行相应的调整。除此之外，我们还讨论了国际资本流动对中国货币政策独立性的影响。越来越多的证据显示中国资本跨国流动性不断增强，这无疑为中国货币政策有效性施加了新的约束条件。调整的思路可以概括为“稳健货币政策的中性取向和积极操作”，以发挥货币政策在平滑经济波动中的作用，具体政策选择包括调低银行间货币市场和贷款利率的同时再次调高准备金率等等。

一、2006 年上半年货币政策研究

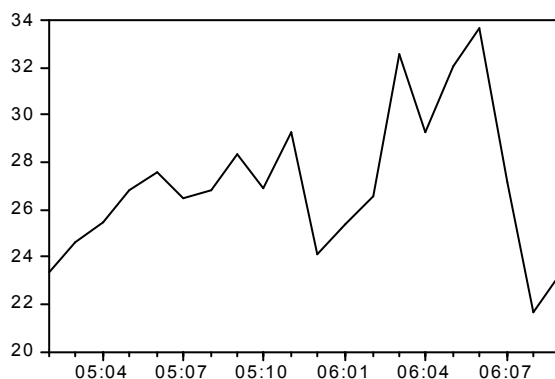
2006 年上半年，贸易顺差和贷款余额呈现快速增长的形势。在中国现行的外汇管理体制下，贸易顺差迅速增长意味着通过外汇占款形式投放的基础货币迅速增加。同时旺盛的投资需求也带动了贷款，特别是中长期贷款的迅速增长。针对这一形势，当前货币政策的基调是紧缩货币供给并抑制信贷过快增长。中央银行执行“稳健的货币政策，加强银行体系流动性管理和本外币政策协调，综合运用多种货币政策工具，抑制货币信贷过快增长，着力优化信贷结构。”¹主要的政策包括在公开操作市场上加大对冲操作力度；两次上调金融机构贷款基准利率抑制贷款需求；上调金融机构存款准备金率，加强商业银行流动性管理；稳步推进人民币汇率形成机制改革；加大“窗口指导”和信贷政策引导力度等等。各宏观变量最新数据显示，稳健货币政策效果显著。

（一）固定资产投资增速下降

官方统计数据显示 2006 年上半年城镇固定资产投资增长率处于较高水平。（图一）表明 2006 年上半年固定资产投资增速远远高于 2005 年的水平，3 月份到 6 月份连续 4 个月达到或超过 30% 的水平，6 月份最高为 33.69%。但是自 7 月份以来，城镇固定资产投资同比增长率呈现出迅速下降趋势。固定资产投资 7 月份同比增长率为 27.15%，8 月份再次下降为 21.63%，9 月份略有回升，达到 23.3%。固定资产投资增长率在三个月内由 33.69% 下降为 23.3%，下降幅度达到 10 个百分点，足以反应宏观经济政策调整的力度之强。投资需求一直

¹ 《中国货币政策执行报告，二〇〇六年第二季度》，中国人民银行货币政策分析小组，第 2 页。

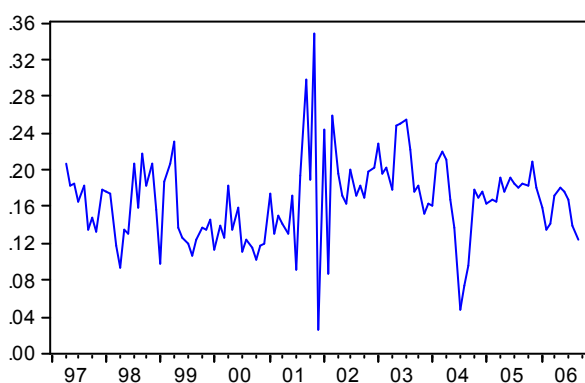
是拉动中国经济增长的重要因素之一。特别是要调整中国经济增增过分依赖净出口的背景
下，内需尤其是投资增长对拉动总需求有着特别的重要意义。投资增长率的迅速下降必然会
反映到总需求的变化当中，甚至影响到经济增长。



(图一) 城镇固定资产投资同比增长率 (%)²

(二) 货币供应量增速下降

考察货币 (M2) 增长率的变化情况, (见图二)。2005 年末到 2006 年初, 货币环比增
长出现较快速度下降。2006 年 3 月份货币增长率仅为 13.5%, 此后保持缓慢升高的趋势。5
月份达到最高的 18% 之后再度出现下降趋势, 8 月份降至 14%, 9 月份降至 12.4%。根据历
史经验, 货币增长率较为适度的区间在 15%—20% 之间。因此我们大致判断 2006 年年初货
币政策处于相对紧缩的状态, 货币增长率较低。5 月份之后货币增长率再度出现的下降趋势
值得我们进一步关注, 货币供应量持续低增长可能导致总需求紧缩、价格水平下降等一系列
后果。



(图二) 货币 (M2) 增长年率³

² 官方公布的投资数据为 1、2 月份合计值, 本图中用直线简单连接 2005 年 12 月和 2006 年 2 月份的数据。
数据来源: 如无特别说明, 本文中数据均来自中华人民共和国国家统计局官方网站 <http://www.stats.gov.cn/>。

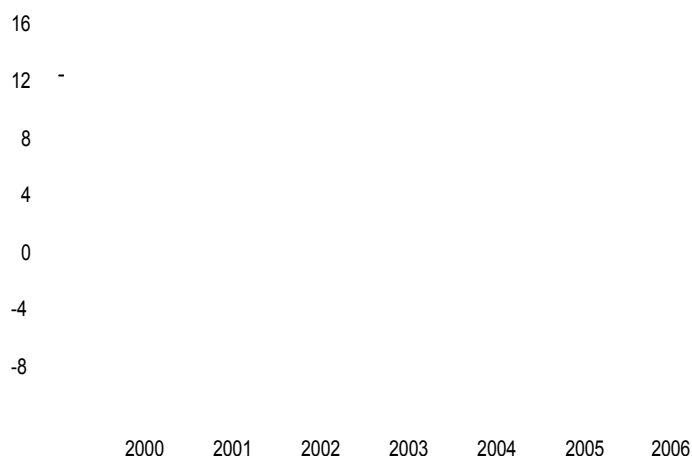
³ 数据来源: 《中国金融年鉴》和中国人民银行网站 <http://www.pbc.gov.cn>。

（三）价格指数暗示总需求增长后劲不足

要全面考察货币政策，除了关注贷款和货币增长速度本身之外，还应该着重考察物价水平的变化。通货膨胀率的变化情况不仅是反映整个经济总体状况的标志，同时也是衡量货币供给增长率高低和需求状况最直接的指标。考虑到货币政策在传导过程中的时滞，如果价格增长速度出现下降的趋势，则表明此前一段时间货币政策较紧；相反如果价格增长速度出现上升的趋势，则表明此前一段时间货币政策较松。通过价格指数及其变化趋势，我们可以大致的判断货币政策是否处于适度的区间以及未来应该调整的方向，作到全面权衡货币政策的松紧程度，防止政策调整“过犹不及”。

1、工业品出厂价格指数（PPI）印证投资需求下降。

作为对固定资产投资变化的间接反映，我们首先考察工业品出厂价格指数的变化，（见图三）。工业品出厂价格呈现出了同固定资产投资类似的变化趋势。2006年上半年工业品出厂价格呈现出较快的增长趋势，6月份达到最高，7月份开始出现下降趋势。由于投资需求的对象主要是工业产品，同时考虑到需求变化到价格调整之间的时滞，资产需求的环比数据也许在此之前就已经表现出下降趋势。在考察货币政策时，这是值得关注的一个信号。



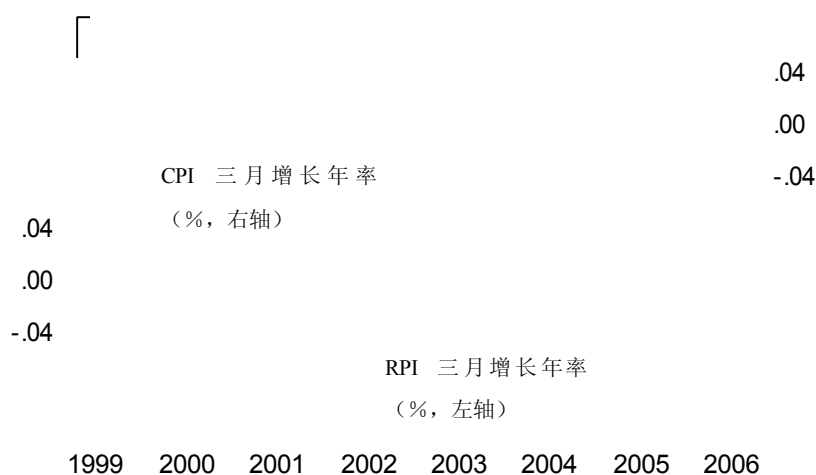
（图三）PPI 增长年率⁴

2、消费价格（CPI）和零售价格（RPI）显示消费需求相对平稳，但有潜在下降趋势。

进一步考察居民消费价格指数和零售价格指数，我们发现消费价格指数和零售价格指数也存在下降的潜在风险。2005年下半年以来，居民消费价格指数和零售价格指数在狭窄范围内波动。2006年7月至9月，剔除季节因素后的CPI指数增长年率连续负增长。从5月份的1.6%降至8月份-1%，9月份上升至-0.5%。RPI指数表现出大致相同的趋势，2006

⁴ 在本文中，如无特别说明，各变量的年度增长率均由剔除季节因素后三个月增长率折算得到。

年6月份剔除季节因素后RPI年增长为2.5%，7、8月份连续出现负增长，8月份降至-2%。综合消费者价格和零售价格指数的情况，我们发现相关价格水平总体增长速度减慢。在这种情况下，重要的问题就是价格水平负增长持续的时间。如果货币政策进一步趋紧导致总需求不足，价格水平持续负增长就会对经济造成不良影响。（见图四）



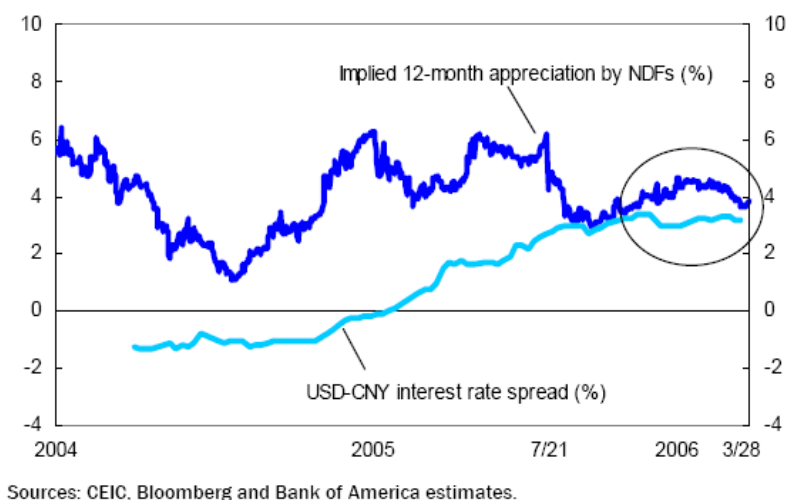
（图四）剔除季节因素后 CPI、RPI 增长年率

二、货币政策面临资本流动挑战

在国际经济领域存在一个著名的“三元悖论”，即在开放经济条件下，货币政策的独立性、汇率的稳定和资本自由流动这三个目标不可能同时实现，各国充其量只能同时实现其中的两个目标。在资本自由流动背景下，如果采取固定汇率制度安排，国际收支赤字将导致本国货币供应量减少，国际收支盈余将导致本国货币供给增加，从而使得货币政策的主要目标在于维持汇率稳定而非国内市场均衡，从而丧失了货币政策作为主要宏观政策工具的作用。

我们来考察中国的汇率制度、资本流动和货币政策问题。按照政府官方的规定，中国资本项目并未完全开放。那么中国资本流动状况或者资本管制的实际效果又是怎样的呢？虽然目前还没有一个适当的指标来衡量尚未开放项目下国际资本的流动情况，但是我们仍然可以通过一些间接指标来考察中国资本项目的实际开放程度。比如研究外汇储备增长与经常项目顺差和资本项目顺差两项之和的差额，这一差额反映了实际流入外汇与正常外汇收入的差额。其次我们还可以研究《国际收支平衡表中》中“净误差和遗漏”项目的规模和符号。从2002年起，“净误差和遗漏”项目由负值转为正值，并且规模不断扩大。虽然“净误差和遗漏”包含正常的误差和遗漏项目，但是在一定程度上也反映出了货币当局监管之外的国际资本的流向及其规模。规模不断扩大的正“净误差和遗漏”项目暗示通过非正规渠道流入中国

的资金正在逐步增加。除此之外，我们还可以通过比较 NDF⁵与无抵补利率平价远期汇率理论值来间接考察资本的流动情况。在资本流动性较高的情况下，NDF 与无抵补利率平价远期汇率应该近似相等；相反在资本缺乏流动性的情况下，由于外资无法进入人民币即期市场投机，所以 NDF 与通过无抵补利率平价计算出来的人民币远期汇率之间可能存在系统性误差。当 NDF 向无抵补利率平价远期汇率收敛时，我们可以在一定程度上认为资本的流动性在不断增强。（图五）显示 2006 年以来，NDF 和利率平价远期汇率呈现正逐步出收敛的状态。



（图五）人民币 NDF 与远期汇率⁶

中国目前货币政策的现实是既要考虑到国际收支平衡，又要兼顾国内经济平稳。国际资本的跨界流动性日益增强使得中国货币政策的独立性不断受到挑战，货币政策的制定在很大程度上受到诸如美国、日本和欧元区等大经济体的影响。随着国际资本流动性的增强，利率差额日益成为影响国际间资本流动的重要因素。如果中国货币当局提高利率，保持正的国内国际利差，这样虽然起到抑制经济过热，实现国内市场均衡的作用，但是正的利差又会吸引国际资本流入，一方面增加了人民币升值的压力，另一方面在现行的结售汇制度下会导致货币供给增加，客观上也削弱了升息的实际效果。如果中国货币当局降息，保持负的国内国际利差，虽然抑制了国际资本流入，减缓人民币升值压力，但是客观上对国内采取了扩张性的经济政策，容易导致经济过热。因此利率工具往往可能成为一把“双刃剑”，在实现国际

⁵ NDF：无本金交割远期外汇(Non-Delivery Forward)，主要用于实行外汇管制国家的货币。其作法是供求双方基于对汇率的不同看法，签订非交割远期交易合约，该合约确定远期汇率，合约到期时只需将该汇率与实际汇率差额进行交割清算，结算的货币是自由兑换货币（一般为美元），无需对 NDF 的本金(受限制货币)进行交割。

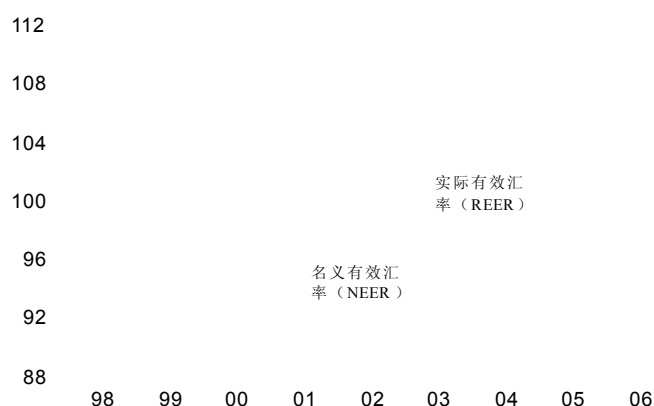
⁶ 转引自美洲银行报告《Foreign Exchange Strategy》，2006年4月7日。

收支均衡（国内市场均衡）的同时又加剧了国内市场（国际收支）的非均衡，客观上增加了货币政策制定的难度。

三、近期货币政策思路，稳健货币政策的中性取向和积极操作

从短期来看，总需求是影响保持经济稳定的主要因素。在构成总需求的三大要素中，除非发生严重通货膨胀，消费是相对稳定的部分。据宋国青（2006）、张军（2006）等研究成果，近年来企业和政府可支配收入在 GDP 中的比例迅速提高，居民可支配收入在 GDP 中所占的比例以及居民金融资产的增长速度一直呈现下降趋势。在这一背景下，通过消费拉动经济增长的潜力非常有限，投资需求和净出口对拉动中国经济具有特殊意义。短期宏观政策的重要目标是协调净出口和投资的关系。给定总需求增长目标，净出口和投资之间呈现此消彼长的关系。如果要压低净出口增长率，必须保持投资较快增长；同样如果要降低投资增长率则必须实现净出口的快速增长。

由于人民币汇率低估所造成的出口过快增长、外汇储备过度累积等一系列问题日益得到关注。人民币名义汇率目前已经实现小幅下调，但是作为最终影响国际贸易的实际有效汇率不仅受名义汇率的影响，还受各国物价水平变化差异的影响。考察 2006 年以来中国实际有效汇率的变化情况发现从 2005 年末截止到 2006 年 6 月份，人民币实际有效汇率呈现下跌趋势，（见图六）。人民币实际有效汇率下降无疑会推动中国出口增长，加剧国际收支不平衡和外汇过度积累。进一步分析人民币名义有效汇率和实际有效汇率的关系，我们发现 2005 年以来人民币实际有效汇率指数一直低于人民币名义有效汇率，造成这一现象的原因在于中国物价水平增长速度低于主要贸易伙伴国水平。除了人民币名义汇率小范围浮动，国内价格水平上涨也是缓解实际有效汇率持续走低的重要途径。



（图六）人民币名义有效汇率和实际有效汇率指数⁷

⁷ 数据来源：国际货币基金组织《国际金融统计》(IFS), www.imf.org。

从宏观经济角度观察，我们发现目前中国经济目前存在外需进一步扩大，而内需又存在潜在不足的风险。为了避免外需增长过快而内需相对不足可能对经济造成负面冲击，需要对此前的宏观政策特别是货币政策作出相应的调整。而从货币体系的情况看，一方面由于外汇储备增长过快可能会导致基础货币增长过快和商业银行流动性过高，另一方面广义货币的增长率却偏低。货币政策的具体调整应该围绕宏观经济目标，并结合货币体系的特点展开，我们认为调整思路可以从稳健货币政策的中性取向和积极操作角度入手。

就银行间货币市场而言，目前的主要问题是外汇储备增长过快可能导致基础货币增长过快和商业银行保有过多流动性进而导致贷款增长过快、不良贷款数量上升从而导致经济过热和金融风险上升。从商业银行方面抑制贷款过快增长，中央银行可以有不同的政策组合选择，重点在削弱商业银行的贷款能力和贷款意愿。例如通过发行央行票据等政策加强中央银行冲销干预和公开市场操作的人民币回笼力度。但是这些操作在减少商业银行流动性的同时可能导致银行间货币市场利率升高，从而吸引更多的外资流入，加剧中国经济外部不均衡。此外中央银行也可以考虑调整商业银行准备金率实现压缩商业银行多余的流通性的目标。

针对货币增长率偏低，总需求潜在不足的情况，可以考虑推动货币供应量增长率适度回升，缓解目前内需潜在不足的风险。货币增长率提高还有利于缓解由于实际有效汇率下降造成的出口需求增长过快压力。对于利率而言，从长期增长的角度以及国际经验比较出发，我们认为中国经济持续增长必然会拉动名义利率在长期内呈现升高的趋势。但是作为宏观政策工具，我们认为短期内保持目前名义利率基本稳定而非进一步升高对当前宏观经济平稳运行具有重要意义。保持名义利率稳定在目前水平可以避免因为投资大幅波动对经济造成不良影响，此外还可以促进货币增长率回升，避免经济剧烈波动。考虑到美国等主要经济体未来调低利率的可能，从改善外部经济不平衡的角度衡量，未来也不宜进一步提高国内利率水平。对于结构性问题造成的局部贷款增长过快，货币当局可以考虑运用“窗口指导”等工具调节商业银行信贷政策。

我们建议保持货币政策的中性策取向，避免进一步收紧，保证总需求的适度规模，避免宏观经济的大起大落。从更长期的角度看，应该对现行的汇率形成制度和管理制度进行改革，一方面是将外汇储备逐渐向民间分流，降低央行的管理成本和风险；另一方面增强中央银行货币政策独立性，解决当前中央银行政策操作中面临的困境，保证央行更好的履行宏观经济管理的职能。

参考文献：

《中国货币政策执行报告，二〇〇六年第二季度》，中国人民银行货币政策分析小组。

《Foreign Exchange Strategy》，美洲银行，2006年4月7日。

《国内收入分配偏斜导致消费率下降》，宋国青，《CCER 中国经济观察》，第7期，2006年10月29日。

《中国企业为什么储蓄这么多？》，张军，《经济观察报》，2006年11月6日，第49版。