

# 怎样管好货币供给总闸门\*

何德旭 余晶晶

**〔摘要〕**从补全经济发展短板以防范化解系统性风险的要求出发,以宏观审慎监管体系转变、对外金融开放全面提速、金融科技全面渗透、全球金融市场关联性和互动性增强、经济主体主动加杠杆等为标志,中国金融行业经营环境正面临根本性的变化,这种周期性或永久性的变化将深刻影响金融行业乃至整体经济的发展。现阶段保障经济的平稳发展需要稳健型的货币政策,充分发挥稳健型货币政策效果的关键和前提是管好货币供给总闸门。本文结合当前经济和金融发展特点论述了管好货币供给总闸门的内涵与必要性,并对如何管好货币供给总闸门进行了深度分析。

**关键词:**货币供给管理 流动性 杠杆 金融监管

**JEL 分类号:**E32 E52 G32

## 一、货币供给总闸门:从“管住”到“管好”

2017年7月第五次全国金融工作会议提出“去杠杆,千招万招,管不住货币都是无用之招。坚决管住货币信贷、防止宏观杠杆率继续快速上升,这是总闸门”。2017年底召开的中央经济工作会议再次强调“稳健的货币政策要保持中性,管住货币供给总闸门,保持货币信贷和社会融资规模合理增长,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,促进多层次资本市场健康发展,更好为实体经济服务,守住不发生系统性金融风险的底线”。2018年2月中国人民银行工作会议将管住货币供给总闸门作为2018年金融工作的重点任务,强调“管住”货币供给总闸门,对更好地发挥货币政策稳增长、调结构、防风险的作用具有深刻的意义。2018年3月,《政府工作报告》提出“管好货币供给总闸门”。从“管住”到“管好”货币供给总闸门的提法变化见表1。

表1 “管住”与“管好”货币供给总闸门详细表述

日期	出处	表述
2017年7月14-15日	第五次全国金融工作会议	管住货币信贷总闸门
2017年12月18-20日	中央经济工作会议	管住货币供给总闸门
2018年1月29日	易纲:《货币政策回顾与展望》(《中国金融》2018年第3期)	管住货币供给总闸门
2018年2月14日	央行《2017年第四季度中国货币政策执行报告》	管住货币供给总闸门
2018年3月5日	国务院《政府工作报告》	管好货币供给总闸门

\* 何德旭,中国社会科学院财经战略研究院院长,研究员,博士生导师;余晶晶,中国社会科学院财经战略研究院,博士后研究人员。

续表

日期	出处	表述
2018年3月25日	易纲:“中国发展高层论坛2018年会”	管好货币供给总闸门
2018年4月18日	新华社述评:中国经济新开放助力世界经济稳定向好	管好货币供给总闸门

资料来源:中国人民银行网站、中国政府网等。

从“管住货币供给总闸门”到“管好货币供给总闸门”,虽然只有一字之差,但代表意义却明显不同。“管住”强调调控政策的严厉性,而“管好”则要求政策灵活多变以服务金融稳定和实体经济发展的需求,体现了货币政策环境及监管思路的新变化。这种监管思维变化的原因可以概括为如下几个方面:

#### (一) 去杠杆取得实效

2018年5月11日,央行发布的《2018年第一季度中国货币政策执行报告》指出:“宏观杠杆率增速放缓,金融体系控制内部杠杆取得阶段性成效”,首次官方提出“宏观杠杆率趋稳”,这标志着去杠杆取得了较好的效果。从具体数据来看,有以下几点。(1)2017年宏观杠杆率趋稳。2017年之前的一段时期,我国宏观杠杆率上升较快,2012-2016年年均提高13.5个百分点。随着供给侧结构性改革的深化、经济稳中向好及稳健中性货币政策的有效实施,2017年我国宏观杠杆率上升速度明显放缓,全年上升2.7个百分点至250.3%。其中,企业部门杠杆率为159%,比上年下降0.7个百分点,是2011年以来首次下降,2012-2016年年均则增长8.3个百分点。政府部门杠杆率为36.2%,比上年下降0.5个百分点,2012-2016年年均则增长1.1个百分点。住户部门杠杆率为55.1%,比上年高4个百分点,增幅比2012-2016年年均增幅略低0.1个百分点。(2)广义货币供应量月度同比增长趋势下降。(3)利率一般是判断杠杆水平的灵敏指标,利率反映资金成本,当金融主体回购和拆借融资额下降、市场流动性较为宽松时利率下降,相应地金融机构融入资金规模下降,杠杆下降。上海银行间同业拆放利率(以SHIBOR:3个月为例)在2018年持续下降,去杠杆取得了初步的效果。(4)银行表内投放非标、委外等业务收缩,存款类金融机构人民币资金运用中“股权及其他投资”科目在2017年前急剧增长,从2017年下半年开始保持一定幅度的下降趋势,表明金融去杠杆的力度加大。

#### (二) 货币政策调控重心发生变化

在宏观杠杆率趋稳和在金融稳定发展委员会、中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会(“一委一行两会”)的监管新格局下,为打好防范化解金融风险攻坚战,需要全方位、多维度审视去杠杆的策略。央行发布《2017年第四季度中国货币政策执行报告》强调“把握好稳增长、去杠杆、防风险之间的平衡”,而《2018年第一季度中国货币政策执行报告》转变为“把握好稳增长、调结构、防风险之间的平衡”,表明货币政策调控与监管重心从“去杠杆”转变为“调结构”,体现了货币政策调控的灵活性。

不仅如此,在资产收益率总体呈下降趋势的背景下,宽松货币政策的扩张效应带来严重的资产价格泡沫,而货币政策调控助力实体经济增长效率下降。货币政策由“宽松”向“稳健中性”的转变过程中,极易引发资产价格泡沫破灭从而引发经济硬着陆的多米诺骨牌效应。在财政政策调控空间受限的情况下,需要灵活的货币政策调控手段,维护金融监管、金融发展与金融支持实体经济发展之间的平衡。而“管住”货币供给总闸门这一严厉总量目标的管理是一种牵一发而动全身的策略,“管好”货币供给总闸门显然更易于发挥货币政策的协调性与灵活度,相机抉择以实现调整结构的目标。

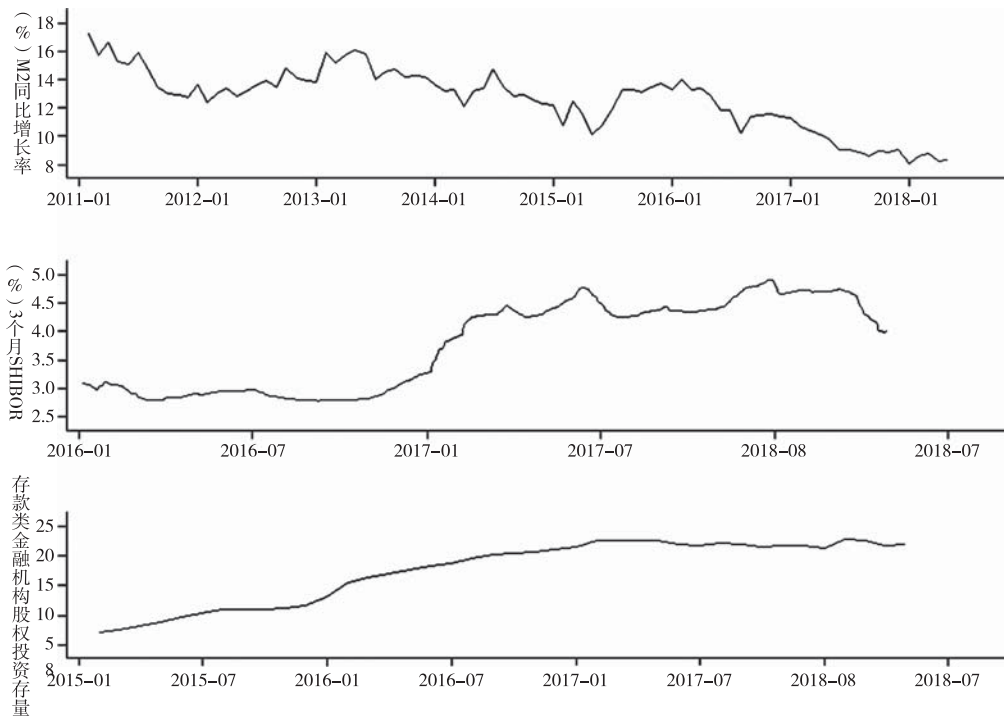


图1 去杠杆效果评析

数据来源:Wind,其中存款类金融机构股权投资存量单位为万亿元。

与此同时,全球经济复苏步调的不一致、地缘政治冲突与全球贸易摩擦加剧、全球金融市场波动加剧等因素使得中国经济面临的外部环境变得更加复杂,中国金融市场的稳定性遭受更复杂与更隐蔽的全球风险冲击,其波动性可能受到全球金融市场波动加剧的传染。在通胀压力短期可控与中国经济增速逐渐回落的情况下,央行货币政策的边际放松有了合理的操作空间。所以,“管好”货币供给总闸门的提出有利于实施央行货币政策的边际调整,增强央行货币政策操作的独立性。

## 二、货币供给管理的新特点

货币作为一种具有普遍可接受性而被用于交换、支付和价值储藏的工具,在社会经济生活中扮演着举足轻重的角色。作为货币供给数量指标的货币供应量一般指的是某一时点上经济体系中所拥有的货币存量。国际货币基金组织(IMF)于2000年发布的《货币与金融统计手册》及其后的多次修订为货币供应量提供了系统的概念框架体系,是主权国家统计货币供应量的指导性文件,并将货币供应量依据流动性不同划分为不同的层次以便于与经济活动相适应。受金融市场发育程度影响,在放弃信贷规模直接控制后,中国主要采取以总量操作工具为主,以数量为操作目标的间接货币调控模式(王晓青和李云山,2004),其货币供应量分为M0、M1和M2三个层次。M0为流通中的现金,包含银行体系以外各个单位的库存现金和居民的手持现金之和;M1为狭义货币,数量关系上为M0和单位活期存款之和;M2亦称“广义货币供应量”,由M1和准货币组成,准货币是不能直接用于流通但可以随时转换成通货的货币,主要包括定期存款、储蓄存款、信托存款、委托存款等其他类短期信用流通工具。M1反映消费需求,M2更多地反映投资需求,能较好地反映社会总需求的变化。

就货币政策的作用机制而言,货币政策工具经由传导机制的作用影响最终目标,货币政策中间

目标的作用则在于为此传导过程设定可供检验纠偏的调控方向与调整幅度。一般来看,货币供应量作为货币政策中间目标是基于货币供应的可测与可控,并与经济活动具有较高的相关性。

理论上,关于货币供给是否被中央银行控制产生了货币供给的外生决定理论和货币供给的内生决定理论。货币供给外生论代表人物弗里德曼认为货币供给作为一个外生变量,是由中央银行控制的,中央银行向经济体提供基础货币控制货币供给的源头,再由银行系统的存贷款业务操作派生货币,并经货币乘数放大。而新古典综合学派、后凯恩斯主义者都坚持货币供给内生决定论,这种理论认为货币供给是由货币需求决定的,而不是由货币当局决定的(Kaldor,1970,1982)。不同的货币供给理论阐述了央行在提供货币供给中的不同作用,进而政策调控效果和运用的调控方式也不同。

货币供给管理就是中央银行运用货币政策工具使货币供应量适应经济和社会发展的需要,以最大限度实现物价稳定、经济增长、充分就业、国际收支平衡与金融稳定等货币政策最终目标的实践过程。中国货币供给根据模式和渠道不同大致经历了四个典型阶段(王剑,2017)。(1)外汇占款增长下的货币对冲模式:2004年中国加入WTO后,对外贸易增长强劲,国际收支持续“双顺差”,形成了结售汇制度下外汇占款投放决定基础货币的机制。(2)信贷投放派生阶段:2007年全球性的经济危机后对外投资萎靡,外汇占款对货币供给的影响较之前下降,国内“四万亿”的经济刺激计划导致信贷剧增,2009-2010年派生的M2中信贷占比上升到70%左右。信贷过度投放加剧了通胀压力,也产生了地方政府债务问题、房地产价格快速飙升问题。因此启动了以房地产调控为始的宏观调控政策。(3)同业投资派生阶段:宏观调控后,迫于资金需求的压力,非信贷资产类融资方式应运而生。其他存款性公司资产负债表中M2增量部分扣除外汇占款、财政、信贷、债券等投放渠道以外剩下的“其他(非标准化债权)类”与M2增量比在2011-2012年剧烈攀升,可以看出非标类成为M2派生的重要途径。(4)委外投资派生阶段:2014年后的低利率环境引起的“资产荒”,催生出“委托投资”这一新的寻求高资本利得的投资方式。其他存款性公司资产负债表中非银类负债投放的M2在2015-2016年大幅增长表明委外投资盛行,尤其是2016年高达44%。货币供给方式的变化带来流动性的不可控,因而对货币供给管理提出了新的要求。

#### (一)“量”和“价”齐管理

对货币供应量的有效管理,不仅体现在对“量”的管理,还体现在对“价”的管理。管理“量”的主要目标是货币供应量增长率与经济发展程度相适应;管理“价”的主要目标是宏观基本面稳定和去杠杆,操作特点为优化货币政策工具组合和期限结构,保持适度流动性,推动货币政策向价格型调控为主逐步转型,增强价格杠杆在资源配置中的作用(徐忠,2017)。随着利率市场化的逐步推进,央行创设了短期流动性调节工具(SLO)、临时流动性便利(TLF)、常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)等多种政策工具,根据经济形势和金融市场流动性变化,灵活运用多种政策工具以保持流动性基本稳定。

#### (二)货币供给管理更多运用结构性工具

针对突出的结构性矛盾,调整经济结构已经成为深化改革任务的重中之重。在存在预算软约束与部分经济主体对价格不敏感的情况下,利用定向降准、信贷政策支持再贷款、再贴现、抵押补充贷款(PSL)等方式,可以充分发挥定向工具的结构性引导和调节作用。在货币政策总体保持审慎和稳健的前提下,能预防结构调整中出现的总需求惯性下滑局面,防止过度开闸而固化结构性矛盾,推升债务水平(张晓慧,2017)。2017年以来,中央银行多次综合运用定向降准、信贷支持再贷款等多种政策工具引导金融机构加大对重点领域和薄弱环节的支持力度。

#### (三)货币供给管理借力宏观审慎政策

最近一个时期以来,以广义信贷和房地产价格为代表性衡量指标的金融周期和以物价波动为代表性衡量指标的经济周期出现了分化,价格稳定并不必然保证金融稳定。同时,金融杠杆行为加



剧了金融的顺周期性,再加上金融正反馈机制跨机构与市场的传染,致使金融体系复杂性与脆弱性增加,对以货币政策为主的金融调控框架构成新的压力。党的十九大报告提出“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”,这可以发挥两个方面的作用:一是保持币值稳定,二是维护金融系统的稳定。货币政策作用于保持经济稳定增长和物价水平基本稳定,宏观审慎政策则直接和集中作用于金融体系,着力减缓因金融体系顺周期波动和跨市场风险传染所导致的系统性金融风险,恰当的宏观审慎政策能够作为货币政策的有益补充,避免单一政策陷入多目标困境(马勇和陈雨露,2013)。但由于政策目标与工具不一致也可能使得宏观审慎政策与货币政策相互制约(王爱俭和王璟怡,2014),因此需要两大政策的充分协调与完善。

### 三、管好货币供给的现实需要

从现实情况来看,实施稳健中性的货币政策必须以管好货币供给总闸门为重点和前提,其中的原因是多方面的。

#### (一) 强刺激性政策、弱监管致使流动性过于宽松

在刺激性政策的作用以及监管放松的背景下,货币信用出现了大幅度扩张。(1)货币供应量长期高速增长。总量数据来看,2003-2017年,广义货币 M2 从 21.9 万亿元增加到 167.6 万亿元,增长了近 8 倍,且 M2 年化增长速度平均高于 10%。(2)M2 与 GDP 之比快速攀升,从 2015 年开始已经超过 2 倍之上,2017 年比值相对 2016 年稍稍回落 2%(3)除 2016 年、2017 年外,实际 M2 增长率大多都超过年初的预定目标(表 2)。快速增加的 M2 一方面对 GDP 的提升效率下降,政策刺激效果下降,另一方面致使流动性泛滥,导致股市泡沫和房地产泡沫。

表 2 M2 预期增长率与实际值增长率

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
预期	17%	17%	16%	14%	13%	13.6%	12%	13%	12%
实际	28.4%	19.0%	17%	14.4%	13.6%	11.0%	13.3%	11.3%	8.2%

数据来源:历年《政府工作报告》、中国人民银行网站。

#### (二) 货币供应量快速增长引起经济主体杠杆率高企

自 2008 年金融危机以来,在大规模信贷刺激下,流动性泛滥压低了资金价格,经济主体债务水平急剧上升。中国经济在经历制造业、地方政府、居民部门这三次主动加杠杆行为后,用债务与名义 GDP 之比衡量的宏观杠杆率持续上升(图 2)。

对金融部门来说,商业银行作为主要的融资主体,其杠杆率水平是重要的考察量。2015 年在“资产荒”的推动下,商业银行表现出明显的加杠杆行为,且集中于表外非银、非标、委托贷款等业务与表内同业业务两大方面。表外业务加杠杆主要集中于自营债券、非银/非标业务等理财产品。资金通过委外渠道、非标理财渠道等从银行系统向非银行系统转移,从而实现整个金融市场加杠杆,同时中小型商业银行通过同业存单方式主动负债,购买同业理财产品、委托非银机构投资等方式主动加杠杆。数据显示,理财产品在 2016 年前增长率持续增加,2016 年后由于监管加强增长率水平才有所下降;表内同业业务方面,Wind 统计数据显示同业存单自 2013 年推出以来,4 年时间发展增速超过 100 倍,城商行和股份制银行更是成为同业存单的主要发行主体。宽松的货币政策为商业银行加杠杆行为提供了充裕的低成本资金,商业银行利用资产错配、漏提资本等方式加杠杆

必然增加流动性风险和利率风险。

对非金融部门来说,杠杆率并没有显著下降。下一阶段去杠杆任务更侧重于“实体经济去杠杆”。执行方式上综合利用偿债、违约、债务重组等方式来降低债务水平。但总体需要管好货币供应量这一“水源头”,并通过金融监管来强化货币流通渠道管理,以控制新增债务。

### (三) 经济面临脱实向虚压力

1. M1 与 M2 增速“剪刀差”。M1、M2 均与中国经济周期波动密切相关,M2 与股价变动率密切相关(卜永祥和靳炎,2002),M1 与工业增加值增速高度正相关(程建华等,2008),M1 增长能直接体现经济持续好转。但在当前经济下行压力仍然较大的时期,M1 增长与经济发展背离且与 M2 增长背离有待更深一步的解释(图 2)。从企业层面来看,M1 构成中企业活期存款占比超过 40%,M1 高速增长主要由快速增加的企业活期存款带动,反映出现实中资产回报率下降,企业投资意愿降低,投资下滑;从家庭层面来看,货币供应量与房地产资产价格波动联系紧密(周晖和王擎,2009),宽松的货币政策环境推动了房地产资产价格的上涨,房地产活期存款增加引起 M1 增加。宽松的货币政策并不能够有效刺激投资,增加消费。在经济处于 L 型发展趋势下,货币政策效率下降不仅没有促进经济增长,反而会助长经济脱实向虚。

2. 价值泡沫。快速增加的货币供应量在经济处于下行通道时期集中囤积于流通领域,从而推高资产价格造成泡沫。经济体主动加杠杆的逐利行为进一步推高了房地产泡沫,据中经网数据显示,2012 年后房价增长率明显高于工业生产者出厂价格指数(PPI)变动率,可见快速增加的货币供给并没有创造真实的财富。

3. 商业银行表外融资规模与社会融资规模背离。社会融资规模是指一定时期内实体经济从金融体系获得的全部资金总额,是反映金融对实体经济支持的总量指标。社会融资规模构成包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票、企业债券融资、非金融企业境内股票融资、投资性房地产等,其中委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票与银行表外业务有重合之处。商业银行表外投资中投向非银行金融机构的资金会派生 M2,但是否会影响社会融资规模则取决于非银行金融机构是否将资金投资于实体经济。如果这部分资金并没有投入实体经济,社会融资规模并没有变化而仅仅增加 M2,则发生了资金空转;如果这部分资金投入实体经济,则会增加社会融资规模。实际监测统计非银行金融机构投资于实体经济的资金较为困难,但这部分投资资金可以从委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票这几部分与商业银行表外业务重合之处的资金动向来分析。如果商业银行非银行投资快速增长但社会融资规模中委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票之和并没有显著增长,至少可以部分说明货币供给投资于实体经济较少,资金脱实向虚。

非银行金融机构融资派生 M2 可以从其他存款性公司资产负债表中进行统计,其他存款性公司资产负债表中对其他金融性公司负债即为非银融资派生的 M2,从图 2 可见此部分资金在 2012 年后经历过几次快速上升,即银行通过影子银行规避贷款限制从而进一步推升 M2 增长。从图 2 可以看出,委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票之和在社会融资规模中的权重并没有表现出明显的增长趋势,这也表明商业银行表外资金存在空转现象。

### (四) 预算软约束存在,货币“放水”强化结构性扭曲

随着利率市场化改革的推进,货币政策重要的工具被用来通过影响资金价格作用于实体经济。在资本市场不够完善的背景下,经济体中存在大量的财务预算软约束或利率弹性刚性部门,从而削弱了资产的利率敏感性。在宽松的货币政策作用下,资金很容易流向有政府信用担保和充足抵押品的国有企业和地方政府融资平台,这些部门占据大量信贷资源并对中小企业投资形成挤出效应,从而导致价格杠杆扭曲,形成产能过剩、债务危机、僵尸企业等各种问题。货币供应总量调控政策边际效应下降,并会加剧结构性矛盾。

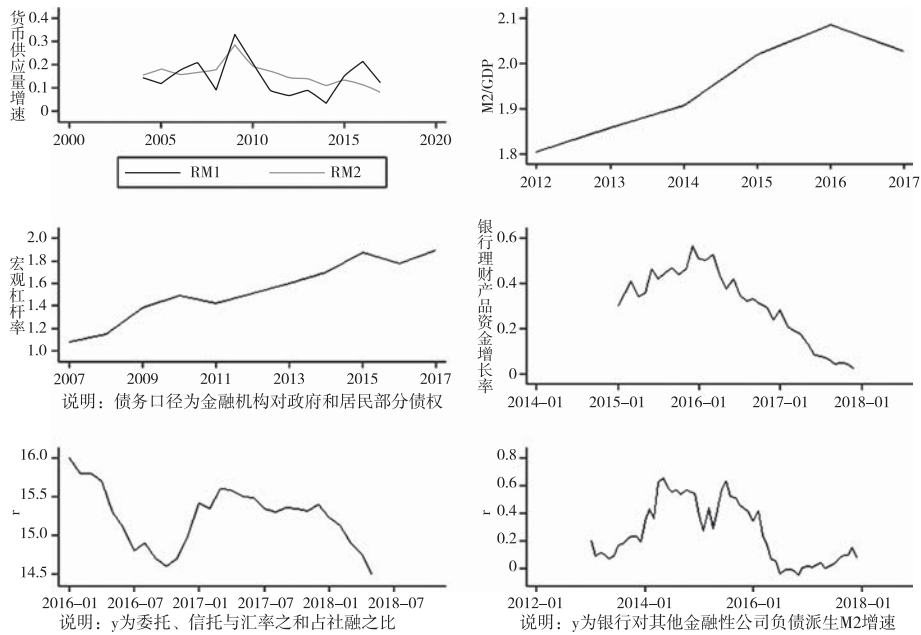


图2 货币供给管理的现实因素

资料来源:Wind。

#### 四、管好货币供给总闸门的难点

随着金融体制改革的进一步深化,加上金融创新兴起及地缘政治危机增加等因素引发的复杂的经济金融环境变化,对管好货币供给总闸门构成了新的难题和极大的挑战。

##### (一) 管好货币供给总闸门的标准是什么

货币供应量管理的最终目标并不是货币供应量本身,而是实体经济,货币供给的规模和速度应与经济发展程度相匹配(伍志文,2002)。麦卡勒姆规则(McCallum,1987,1988,1995)和弗里德曼规则(Friedman et al.,1956;Friedman and Schwartz,1963;Friedman,1982)阐释了保持货币供应量增长的规则,认为应确定一个货币供应量增长的数量法则,使其增长率同预期的经济增长率(或附加适当的通货膨胀水平)保持一致,并按一个稳定的增长率扩大货币供应量。因而中央银行早期对货币供应量使用目标式管理模式,常用国内生产总值增长率加上通货膨胀率、再加一定其他因素来界定货币供应增长的合理区间。但是,货币供应量管理实质是一种黑箱式操作,黑箱中货币供求精确的行为结构和参数以未知的形式动态变化着,中央银行只能根据宏观数据反馈信息来动态矫正,从而实现最终预期目标。同时,市场深化和金融创新使得M2与实体经济的相关性减弱,M2与实体经济运行之间的关系需要重新校准,货币供给目标设定是否合理仍然值得商榷。特别是,衡量金融支持经济发展力度的指标更多地偏向信贷尤其是社会融资规模,以货币供给目标管理为支持经济发展手段是否合适也值得检讨。

##### (二) 货币供给“不可测”、“不可控”情况下如何管好货币供给总闸门

在金融深化和金融开放背景下,金融创新和金融全球化凸显出几个值得高度关注的重要问题:(1)非银行金融机构的种类、数量和规模持续增加,且其货币创造能力明显加强,金融衍生产品对货币的替代趋势明显,这在较大程度上削弱了中央银行对货币供给的管理和控制;(2)商业银行和



非银行金融机构发行电子货币(或数字货币)改变了货币——特别是基础货币的内涵,在一定程度上蚕食、或者弱化了中央银行发行货币的特权;(3)开放经济背景下,经济全球化、金融全球化提高了不同国家货币资产的相互替代性,国际资本流动加速,市场汇率变化加快,这些都对一国的货币政策和货币供给量有越来越重要的影响;(4)外部经济、外部市场力量的冲击不可避免,而且关系到国家经济、国家金融的安全,中央银行通过货币政策进行宏观经济调控、进行货币供给控制的任务更加艰巨、面临的形势更加复杂、挑战更大。由此,M2的可测性与可控性持续降低,继续以M2增速为目标并强化货币供给管理容易造成不合理预期甚至政策误导。

### (三)管好货币供给总闸门的效果如何评判

控制货币供给总闸门是支持实体经济发展的的重要手段和方式,中国经济当前仍然处在结构调整与经济增速下行压力加大的过程中,如何在管好货币供给总闸门的情况下,平衡好“稳增长”、“防风险”、“调结构”的关系是需要重点关注的问题,也是一大难点。

#### 第一,需要处理好稳增长与去杠杆(防风险)的关系。

从防风险的角度来说,无论是稳定汇率、抑制资产价格泡沫还是去杠杆,都要求紧货币(供给)。由于中国经济增长与M2之间还是具有较高的相关性,所以一旦控制M2增速的力度过大,就会显著影响经济增速。当前低利率环境下经济资本回报率较低,实体企业通过提高杠杆率来提高盈利水平。M2增速下降,引致杠杆率下降,最终会影响经济增速。中国当前是间接融资占主导的资本市场融资结构,各融资主体中民营企业从商业银行获得的贷款相对较少。去杠杆、商业银行压缩贷款的过程中,对社会就业起着重要贡献的民营企业更难获得贷款,整体经济效率势必受到影响。因此,管好货币供应量无比重要,合理与合适的M2增速区间是维护稳增长与去杠杆关系平衡的天平。

#### 第二,需要处理好货币供给总量与货币供给结构的关系。

当前货币供应总量与货币供给结构之间的矛盾主要为货币供给总量虽然大但各经济主体获得资金的体量不平衡,这种矛盾主要表现在金融系统和实体经济两个层面。金融系统方面,大型商业银行资金相对充裕,而且可以使用MLF等多种工具补充资金;中小商业银行资金相对紧张,杠杆率也较高,金融风险较大。数据显示,当前金融市场的资金分布存在严重的不对称,央行发布的《2016年中国金融市场发展报告》统计数据显示,2016年,债券回购方式净融出资金前三位的机构分别是政策性银行、大型商业银行和股份制商业银行,净融入资金前三位的机构则分别是农村金融机构、非法人金融产品类投资和非银行金融机构。可见,受限于资金获取能力,中小银行补充资金方式集中于债券回购和发行同业存单,这种期限短风险高的资金的过度累积加大了中小银行的经营风险。实体经济方面,国有企业资金相对充裕,融资渠道也较为丰富和畅通,融资成本相对较低,而中小企业(尤其是民营企业)则融资困难,融资成本也较高。因此在结构失衡的情况下,货币供给环境大幅改变,中小银行和民营企业会最先受到冲击,并由于其金融脆弱性与风险传染的链式反应引发系统性风险。金融经济发展的不平衡性增加了货币供给的调节难度,如何处理好货币供给总量与货币供给结构的问题是值得认真反思的问题。

## 五、管好货币供给总闸门的着力点

### (一)统计口径的动态调整

货币层次决定了广义货币M2与整个社会经济结构有关,因此管好货币供给就是要管好广义货币M2的数量规模和增长率。

从M2的内涵来看,不同的统计口径会导致M2数量有较大变化。目前M2数量关系上是狭义



货币(M1)加上企事业单位定期存款、居民储蓄存款、外币存款和证券公司证券保证金、非存款类部门持有的货币市场基金等。自2000年以来,为了更为真实地反映宏观经济流动性,中国人民银行多次对M2内涵进行拓展。2000年第一次调整将证券公司证券保证金纳入统计口径;2002年第二次调整,将外资银行、合资银行等外资金融机构的人民币存款纳入统计;2011年又将住房公积金和非存款类金融机构在存款类金融机构存款纳入统计;源于表外信用派生的增长,2018年又加入非存款类部门持有的货币市场基金。不同统计口径带来不同的M2存量和增长率的变化,可见动态调整广义货币的统计口径可以更为精确地反映与经济发展程度相匹配的货币供给量。

#### (二) 货币派生路径管理

货币供给理论认为广义货币由央行发行基础货币,并经商业银行存贷款派生而得。商业银行的各类资产业务是派生M2的关键,因此有效制约商业银行的各类资产业务是有效控制M2的根本。M2实际增长率存在超过年初预期目标的情况(表2),表明商业银行资产业务存在不可预测的可能性。为了减弱这种不可控因素的影响,2015年底央行把差别准备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为宏观审慎评估体系(Macro Prudential Assessment, MPA),并将商业银行主要对外资产投放计入广义信贷。同时广义信贷与商业银行的资本充足率挂钩,从而为M2增长设定上限。

#### (三) 创新货币政策工具

使用“量价分离”原则或“量价组合”原则来共同调节货币供给,发挥货币供给调节的总量优势与结构型调控优势,可以优化货币供给管理。如存贷款基准利率不动,仅仅通过公开市场操作,利用短期流动性调节工具(SLO)、临时流动性便利(TLF)、常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)等临时与定向操作货币政策工具来差别化金融调控力度,引导好金融资源流向来控制好流动性总闸门。2017年央行通过小幅放量和相机提高公开市场利率,保持存贷款基准利率稳定,利率调控集中于金融市场而非传统的信贷市场,提高了银行间市场的资金成本,从而降低了金融机构的套利空间。因此,有必要进一步创新货币政策工具,增强中央银行的逆周期调节能力。发达经济体创设的信贷宽松货币政策工具如美联储的扭转操作(TWIST)、欧央行的定向长期再融资(TLTRO)、日本央行刺激银行信贷工具(SBLF)和英国央行融资换贷款计划(FLS)等都具有明显的逆周期特征(雷志卫,2000;刘胜会,2009;马理和刘艺,2014;孙国峰,2017)。可以结合经济发展形势创新货币政策工具以完善中央银行流动性供给机制,为经济增长和结构调整提供稳定的货币信贷环境。

#### (四) 强化并改善金融监管

一方面,要强化宏观审慎监管与微观审慎监管的有机结合。宏观审慎监管用来指导监控M2的合理增长,从源头上遏制住M2的超预期增长,但货币政策是短期的总需求管理工具,难以解决结构性问题,也容易产生致使整体利率上行而伤害实体经济的因噎废食行为。因此,微观审慎政策出发点是为了精准地对商业银行资产业务进行监管。如针对金融机构特别是商业银行降杠杆行为来说,对于商业银行表外资产未计提资本,政府背景机构、房地产公司、上市公司、非银行金融机构等加诸于银行资金链条上资本计提不足从而导致杠杆不明的问题,需要补提资本以还原商业银行真实的资本充足率,这就需要从具体业务着手监管,检查资本监管套利手段和资产投放通道等以对商业银行微观业务进行监管检查,从而部署安排监管操作工具,实现精准调节。

另一方面,要注重协同监管。当前金融机构的金融创新利用跨监管部门协调监管的困境来规避监管,实现监管套利,从而引致M2无序派生。于2017年7月在全国金融工作会议上提出设立的国务院金融稳定发展委员会,位于一行三会之上,意在加强监管协调与补齐监管短板,并提出了综合监管、功能监管和行为监管的理念。2018年3月,党的十九届三中全会审议通过《深化党和国家机构改革方案》,并通过了组建中国银行保险监督管理委员会的决议,将中国银行业监督管理委员会

委员会和中国保险监督管理委员会的职责整合以便实现协同监管。因此,充分保障国务院金融稳定发展委员会的顶层设计职能,提升中国人民银行地位以保证货币政策独立有效运行,完善与履行中国银行保险监督管理委员会的职责,对强化综合监管、优化监管资源配置、更好地统筹系统重要性金融机构监管具有十分重要的意义。

#### (五) 注重货币政策与其他宏观经济政策的协调

当前经济中存在的诸多问题如房地产等资产价格泡沫问题、杠杆率过高问题、汇率外升内贬问题、以及资本流出问题等等,名义上似乎都与货币政策有关,但仅仅依靠货币政策并不能解决所有问题。如房地产泡沫问题一方面是货币超发及宽松的信贷环境所致,但另一方面也是地方政府财政税收机制所衍生的问题。非金融企业杠杆率过高问题表面上看也是货币超发从而借债资金成本较低而引起企业大量的外部融资,实则跟政府隐性担保、国企产能过剩、金融市场股权融资结构不合理等因素都相关。目前低利率的环境使得货币政策实施空间有限,货币政策独立性欠缺会导致货币政策效率低下,货币政策需要与其他宏观经济政策协调统筹才能更好发挥对经济金融的调节作用。

#### 参考文献

- 卜永祥、靳炎(2002):《中国实际经济周期:一个基本解释和理论扩展》,《世界经济》,第7期。
- 程建华、黄德龙、杨晓光(2008):《我国物价变动的影响因素及其传导机制的实证研究》,《统计研究》,第1期。
- 雷志卫(2000):《欧洲货币联盟的理论基础与运作机制》,中国金融出版社。
- 刘胜会(2009):《金融危机中美联储的货币政策工具创新及启示》,《国际金融研究》,第8期。
- 马理、刘艺(2014):《借贷便利类货币政策工具的传导机制与文献述评》,《世界经济研究》,第9期。
- 马勇、陈雨露(2013):《宏观审慎政策的协调与搭配:基于中国的模拟分析》,《金融研究》,第8期。
- 孙国峰(2017):《货币政策工具的创新》,《中国金融》,第4期。
- 王爱俭、王璟怡(2014):《宏观审慎政策效应及其与货币政策关系研究》,《经济研究》,第4期。
- 王剑(2017):《银行同业业务去杠杆》,《中国金融》,第11期。
- 王晓青、李云山(2004):《货币供给机制,经济结构问题与金融总量调控》,《金融研究》,第9期。
- 伍志文(2002):《货币供应量与物价反常规关系:理论及基于中国的经验分析——传统货币数量论面临的挑战及其修正》,《管理世界》,第12期。
- 徐忠(2017):《中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿》,《金融研究》,第1期。
- 易纲(2018):《货币政策回顾与展望》,《中国金融》,第3期。
- 张晓慧(2017):《稳健货币政策为经济行稳致远保驾护航》,《中国金融》,第15期。
- 周晖、王擎(2009):《货币政策与资产价格波动:理论模型与中国的经验分析》,《经济研究》,第10期。
- Friedman, M. (1982): "Monetary Policy: Theory and Practice", *Journal of Money Credit and Banking*, 14, 98-118.
- Friedman, M. and A. Schwartz (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M., P. Cagan and J. Klein (1956): *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press.
- Kaldor, N. (1970): "The New Monetarism", *Lloyds Bank Review*, 97, 1-17.
- Kaldor, N. (1982): *The Scourge of Monetarism*, Oxford: Oxford University Press.
- McCallum, B. (1987): "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example", *Review of World Economics*, 123, 415-429.
- McCallum, B. (1988): "Robustness Properties of A Rule for Monetary Policy", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 29, 173-203.
- McCallum, B. (1995): "Monetary Policy Rules and Financial Stability", *Review of World Economics*, Financial Stability in a Changing Environment, 389-438.

(责任编辑:罗 滢)