

MONETARY POLICY
THEORY AND ANALYSIS

货币政策 理论与分析

明明◎著

揭开货币、经济增长
与资产价格的神秘面纱

UNCOVER THE MYSTERY OF MONEY GROWTH
AND ASSET PRICES



 中国金融出版社

货币政策理论与分析

——揭开货币、经济增长与资产价格的神秘面纱

明明◎著



中国金融出版社

责任编辑：肖 炜

责任校对：潘 洁

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策理论与分析 (Huobi Zhengce Lilun yu Fenxi): 揭开货币、经济增长与资产价格的神秘面纱/明明著. —北京: 中国金融出版社, 2017. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8900 - 0

I. ①货… II. ①明… III. ①货币政策—研究 IV. ①F820.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 032556 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 29.5

字数 360 千

版次 2017 年 3 月第 1 版

印次 2017 年 3 月第 1 次印刷

定价 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8900 - 0

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序 一

没有一个时代像今天这样，社会各界对货币政策有如此之高的关注。对于资本市场参与者来说，货币政策的每一次宽松都被看作是一场盛宴；对于担忧资产泡沫的人来说，货币政策的每一次宽松似乎又都指向了更大的泡沫。货币政策仿佛同时扮演了天使和魔鬼两个角色！2008年的国际金融危机距离今天并不遥远，但货币政策能否负担救世主的重任却已经变得越来越不确定。曾几何时，在雷曼倒闭的那个9月，全球央行联手救市，力挽狂澜于大厦既倒之际，货币政策似乎已成为无二的法宝。时至今日，货币政策陷入了进退两难的境地，宽松加码的负面影响显而易见，退出宽松的不确定性及其政治成本也好似于千钧重担。不过从研究者的角度来看，这无疑为研究货币政策提供了一个难得的机遇，因为当前面临的情况和问题在人类历史上均属首次，每一点研究成果都可能成为理论创新，都可能引领人类历史和经济理论走向一个新的境地。从这个意义上讲，《货币政策理论与分析——揭开货币、增长与资产价格的神秘面纱》的出版可谓正当其时。

就这本书而言，我认为至少有三点是可圈可点的。一是对危机以来货币政策新框架的全面阐述和系统总结。2008年以来，全球货币政策发生了巨大变化，发达国家央行推出的QE、负利

率乃至直升机撒钱等新理论和新工具层出不穷，而国内货币政策在供给侧改革和利率、汇率市场化改革的大背景下，也逐渐从数量型调控为主转向以价格型调控为主、数量型调控为辅的政策框架。本书对这些理论和工具的汇总及介绍本身就是一件有意义的事情，至少让大家可以系统地学习和了解全球货币政策实践的进展。二是问题导向和接地气。在厘清总体框架之后，本书针对当前货币政策中那些最核心、最经典的问题进行了专题研究和深入分析，譬如利率市场化、人民币汇率形成机制改革、货币政策传导等。众所周知，这些问题不仅是保障货币政策宏大体系平稳运行必须解决的瓶颈，也是海外市场和投资者最为关注的热点。本书立足于危机以来最新的理论发展和实践基础，将货币政策目标、工具、传导机制一一展开，并从行业、企业和资本市场的变化层面深入分析货币政策作用的机理，货币政策理论和实践因此得以有了一次新的飞跃，而这次飞跃或许已经远远超过了以往理论可以解释的范畴。三是本书还特别准备了英文章节，这是一个很好的尝试。因为随着中国市场的开放，外国机构和投资者对中国的政策和经济越来越关注，但又常常苦于语言障碍难以入门，所以英文版的部分可以很好地起到连接国内外政策理论和实践开展的作用。

本书的作者明明，是我在人民银行货币政策司工作期间的同事，他在去年加入了中信证券从事市场研究工作。虽然工作岗位变了，但他热爱货币政策的心并没有变。中国的宏观经济、资本市场以及货币政策仍然是他的主打研究方向，更何况市场参与者对市场趋势变化的感觉，远比埋首于历史数据中的经济学家要快。这次他出版的新书《货币政策理论与分析——揭开货币、

增长与资产价格的神秘面纱》，在我看来有着较强的理论和实践意义，不仅为研究和总结危机以来货币政策的创新填补了一项空白，也为今后的货币政策实践和研究提供了很好的基础和素材。

中国人民银行行长助理 张晓慧

序 二

国际金融危机后，发达国家的货币政策在很多方面超出了过去的共识，被称为非常规货币政策。中国人民银行近几年也有不少政策工具的创新，宏观审慎监管和货币政策的关系也备受关注。在新常态下，我们应该如何理解货币政策框架？在两个关键层面，货币政策目标和实现目标的机制上，传统的理念和模式都受到挑战。我们需要跳出固有思维的理论 and 实证研究。

一、物价稳定不代表宏观经济稳定

回顾历史，在近代的大部分时间里，货币的锚是贵金属，尤其是黄金或者白银，到了19世纪后期，金本位逐渐在西方成为主流的货币制度安排。金本位在不同的货币之间建立了固定汇率，使得黄金不仅是货币对内价值的锚，也是国际货币体系的锚，也为管理金融风险提供了一个机制。第二次世界大战后，在布雷顿森林体系（Bretton Woods system）下，美元和黄金挂钩，其他国家和美元挂钩，这个体系为会员国管理宏观经济和货币提供了一个框架和机制。

布雷顿森林体系在20世纪70年代初崩溃，美元与黄金脱钩，其他国家货币汇率与美元脱钩，西方国家的通胀率大幅上升，即使是对美元大幅升值的德国马克和日元，也因物价上升对内显著贬值。70年代可以说是货币政策失去了锚，国际货币体

系没有制度安排的年代。

吸取高通胀的教训，从 20 世纪 80 年代开始主要中央银行把降低通胀作为主要目标，不少中央银行包括英格兰银行实行通胀目标盯住制（inflation targeting），政府给中央银行一个明确目标，把通胀控制在低水平，同时给予中央银行货币政策操作的独立性。金融危机前的 30 年，发达国家货币政策基本是以物价稳定为首要目标。在中国，虽然货币政策有多重目标，但在实际操作中控制通胀也是在第一重要的位置。

在以控制通胀为首要目标的框架下，各国的货币之间汇率的浮动逐渐成为主流。全球金融危机前的主流观点是，即使没有跨国的政策协调，只要各国把自己的物价上涨控制在低水平，辅之以浮动汇率制，就自动带来有效的国际货币体系安排，全球经济不会存在持续的失衡。

现实情况是怎样的呢？首先，物价总水平的稳定基本实现了，尤其是发达国家，通胀率持续在温和水平，经济增长的波动也下降了，以至于出现了一个时髦的词，叫“大缓和”时代（the great moderation），描述的是宏观经济环境持续稳定的良好状态。金融稳定似乎也不是问题，虽然新兴市场发生了拉丁美洲债务危机、亚洲金融危机等，发达国家并没有在意，认为那不是普遍性的问题，把危机归结为新兴市场国家的治理机制有缺陷，包括僵化的汇率机制。

到了 2008 的国际金融危机，西方主流的思想开始检讨，认识到体系出了问题，物价稳定并不能保证宏观经济稳定。金融危机后，央行官员越来越多地谈到金融稳定在货币政策中的角色，其中一个重要方面是资产价格的作用。资产价格受政策利率波动

的影响，也通过金融体系的活动影响宏观经济，美国次贷危机就是和房地产泡沫有关。虽然对资产价格和金融稳定的重要性有共识，但与物价稳定相比，金融稳定的定义不清晰，作为目标的操作难把握，更易受到政治和社会各方面的影响。如何控制资产泡沫就是一个有很大争议的问题。

在经济增长面临下行压力和低通胀的宏观环境下，中国央行自2014年中开始多次降低存款准备金率和基准利率。但2016年房地产价格大幅上升，人民币贬值压力增加，货币政策如何在稳增长和防控金融风险之间平衡，汇率扮演什么样的角色？中国也面临货币政策目标不确定性增加的问题。

二、非常规货币政策

国际金融危机之前，主流的或者被认为是理想的货币政策传导机制是，央行调控短期利率，金融市场的套利使得短期利率的变化传导到中长期利率，进而影响资产价格（包括房地产和股票等）、汇率和银行信贷的需求和供给，最后到消费、投资和出口需求。反映经济规模、开放度和金融体系结构的差异，不同国家的货币政策传导机制的着力点不一样，在欧洲和日本主要是银行体系而在美国资本市场更重要。

央行调控短期利率使其符合均衡利率的水平，实现经济在潜在增长率运行、物价稳定的目标。典型的例子是泰勒准则，通过一些系数把短期政策利率的变动和通胀预期以及产出缺口（总需求偏离潜在供给的程度）直接挂钩。发达国家的货币政策框架和机制对新兴市场国家包括中国有很大影响，利率在政策操作和传导中的作用逐渐增加，共识是货币政策应该从数量型（货币信贷总量）调控转变为价格（利率）型调控。

全球金融危机对主流的货币政策框架机制带来挑战，主要在两个方面。第一，短期名义利率降到零后，央行难以调整政策利率降低长期利率，在低通胀甚至通缩的环境下，这可能导致实际利率持续地高于均衡水平，带来经济长期停滞的压力。第二，金融危机带来信用紧缩，对银行主导的金融体系比如欧元区和日本来讲，信用创造货币的效率降低，对经济的影响大。

为了应对这些挑战，发达国家的央行采取了“非常规”货币政策，主要是三个方面：（1）央行购买长期国债和其他一些非政府部门的风险资产，一般称之为量化宽松，即在价格型（利率）宽松受限的情况下的数量宽松；（2）前瞻指引，即央行对未来的短期利率给予明确的预期，引导市场中长期利率的变动；（3）负利率，央行要求商业银行为其在央行的储备存款付费，即负利率。这些措施在过去是难以想象的，经济学教科书因此被改写。

非常规货币政策适用常态的经济环境吗？适用中国等新兴市场国家吗？我们可以从资金的价格（利率）和量两个方面考虑。从资金的价格看，是不是短期利率在零以上，央行就不应该或者没有必要直接调控中长期利率。如果长端利率对消费和投资行为的影响更直接，或者金融市场的扭曲导致短端利率向长端传导不畅，即使在短端利率没有降到零的情况下，央行直接调控长端利率可能增加政策执行效率。实际上，拉丁美洲的一些中央银行一直到 20 世纪 90 年代还在直接调控不同期限的利率。中国央行直到近几年还在调控不同期限的存贷款基准利率，直接影响整个利率体系。从这个意义上讲，近几年西方国家的所谓“非常规货币政策”对于中国等一些新兴市场国家来讲并不算特别新鲜的

事。

从投放资金量的方面看，近几年中国央行创设新工具，包括中期借贷便利（MLF），抵押补充贷款（PSL）等。这些新工具为央行提供了一个直接影响中期利率的手段，央行通过扩大自己的资产负债表，绕过商业银行的信贷渠道投放货币，把资金投向特定领域，是货币投放支持准财政活动。抵押补充贷款和美联储的量化宽松（购买长期国债和按揭贷款抵押债券）有类似的地方，只不过中国央行是在短期利率仍然显著高于零的情况下采取的措施，而且规模相对较小。

三、汇率新挑战

就货币政策的执行效率而言，汇率机制是一个重要因素。一个基本的共识是汇率机制的灵活性，或者说浮动汇率制有利于独立的货币政策。在浮动汇率制下，货币政策以国内的经济增长和物价稳定为目标，不受汇率的贬值或升值压力的影响。近几年人民币对美元的汇率形成机制的灵活性在增加，但离浮动汇率制还比较远，未来汇率的波动对货币政策的执行效率的限制有多大？

传统上思考汇率灵活性与货币政策独立性的关系的框架是三元悖论（The Impossible Trinity），也称三难选择，其含义是：本国货币政策的独立性，汇率的稳定，资本的完全流动不能同时实现，最多只能同时满足两个目标，而放弃另外一个目标。中国央行过去 10 多年试图在不可能三角选择中在不同的限制边界取得平衡，同时实现部分的汇率弹性、部分的资本账户开放，以及基本独立于美国的货币政策。

国际金融危机后，在国际货币和金融理论上的一个反思是，在资金跨境自由流动，金融周期的动力比较强的情况下，自由浮

动的汇率制度不能确保货币政策的独立性。在浮动汇率制度下，虽然央行能够控制短期利率，不受其他主要央行的货币政策的制约，但国内的金融环境还是受外部货币条件的影响，央行的货币政策调控内部经济的效率下降，甚至汇率波动本身成为金融风险的源头。

如果浮动汇率制不能保证货币政策调控国内经济的独立性，那我们需要什么新的政策工具呢？我们需要反思的是，布雷顿森林体系下的固定汇率制仅仅是有资本账户管制的支撑吗？恐怕不是这么简单，还是和当时的政府对国内的金融活动管制有关，也就是金融压抑。在金融自由化的今天，即使在浮动汇率制下，金融周期及其跨国的影响仍然存在。金融压抑当然是不受欢迎的词，但我们在思考汇率和货币政策的关系时，可能需要加入新的元素，比如宏观审慎管理和其他结构性政策。

明明博士的专著对国际金融危机后的货币政策演变提供了最新的理论和实证分析，是突破传统思维研究中国的货币政策的有益探索。本书有几个方面的特点。第一，这本书提供了对中外货币政策演变的系统性、有框架的总结，既有对理论和机制变化的介绍也有严谨的技术分析，对政策研究、市场分析和学术探讨都在不同的层面有参考价值。第二，这本书建立在作者多年的工作积累的基础上，在加入证券研究之前，明明在央行工作七年，其中大部分时间在货币政策司，是市场上少有的具有在货币政策一线操作经验的分析师。这样的经历使得明明对中国货币政策的分析有独到的视角和深刻的感悟，尤其体现在其对货币政策传导机制和工具创新的讨论上。本书的另一特色是就货币政策对债券、股票、大宗商品和外汇市场的影响的讨论。明明加入卖方市场研

究的时间不长，但转型快速顺利，据我的近距离观察，可以说是无缝对接，这一方面得益于他过去在公开市场操作方面的经历，也反映了他勤于学习、追求成功的专业精神。

对资本市场研究来讲，货币政策的重要性不言而喻，全球金融危机的冲击既增加了中央银行的影响力，也带来人们对货币政策的疑虑。我们迫切需要来自学术、政策、市场等不同视角的研究。很高兴应作者的邀请，为本书作序。

光大证券全球首席经济学家 彭文生

自序

货币政策的重要性有多大？从几个细节可见一斑：一是近几年来的一个热点问题，是“脱虚向实”，还是“脱实向虚”，货币政策能否引导资金流入实体经济成为解决这个问题的关键点；二是“股债双牛”与“金融风险”的鲜明对比，中央银行作为最后贷款人在有效稳定金融市场的同时，能否避免危机救助导致的道德风险和流动性过多导致的资产泡沫，政策操作的科学性和精确性面临挑战；三是汇率与全球货币政策，随着汇率市场化改革的再次推进，汇率问题与全球货币政策变化成为关注的焦点，国内货币政策应该保资产价格，还是保汇率，特别是其中又加入了对房价高涨的争论，所以毫无悬念地开启了上至庙堂、下至市井的全民大讨论。诸如此类问题，复杂程度之高，争议之大，恰恰说明了目前货币政策的重要性，这既是现阶段国内经济转型带来的结果，也是全球经济矛盾加剧的产物。货币政策要想解决这些问题，就需要全面升级，这种变化可能不同于历史上任何一个阶段，因为这是从操作工具到操作目标，从中介目标到最终目标，甚至是整个货币政策理论框架的升级变革，所以对于货币政策研究也提出了更高的要求，而本书也正是为了满足政策研究和实践指导的要求而作。

从理论发展的角度看，在货币政策理论的长河中，货币一直

是宏观经济学中最重要的组成部分，从最早的维克赛尔的自然均衡利率到费雪方程式，再到后来的凯恩斯货币需求理论，再到弗里德曼的货币主义，货币的概念和理论一直在发展和变迁。而在金融危机之后，货币的理论又有了一次飞跃，而这次飞跃可能已经远远超过了以往理论可以解释的范畴。比如负利率和QE的问题，从货币政策角度看，它是当名义政策利率达到零时，为了进一步刺激经济而开展的创新性货币政策操作，但这些操作在解决了政策空间的同时，又创造了更多的问题。比如实际利率低于零是一个经常出现的情况，但名义利率低于零却是首次出现，而且是大面积的、各期限的名义利率低于零，这对传统理论提出了极大挑战。从理论的角度看，因为货币存在储藏成本，所以居民是有可能接受一定的负利率以将现金存在商业银行的，但这主要是针对短期的、居民储蓄。但本轮危机后出现的情况是企业长期债券收益率都低于零，这也就意味着投资者购买长期债券时，反而要倒找给发行人利息。那么在这种情况下，负利率是否真的可以发挥刺激信用的功能，还是说负利率反而弊大于利会伤害实体经济和金融体系？类似这些问题都是已有理论上没有解决的，而金融危机以来专门研究货币政策的专著又比较缺乏，特别是国内这方面的专著比较少，所以本书试图在这些方面进行理论创新。

最后，从我本人的角度来说，我于2015年9月离开人民银行，加入中信证券从事市场研究工作。虽然工作岗位变了，但研究的问题是一样的，也是中国的宏观政策、经济增长以及资本市场。之前我曾出版过《流动性理论与分析》一书，而本书《货币政策理论与分析》可以说是上本书的姊妹篇，或者说是在流动性的基础上研究了一个更广、更深层次的问题，就是货币政策

如何调控流动性的数量和价格，及如何影响实体经济和资本市场。另外，写作本书也是希望可以将我在人民银行工作的经验和在资本市场工作的心得相结合、理论和实践相结合、政策和市场相结合，从而得到一些有意义的创新结果，也为以后的货币政策实践和研究提供一些基础和素材。

目 录

第一章 危机以来各国货币政策实践与理论综述	1
第一节 金融危机引发的风险与货币政策应对	1
一、常规型货币宽松政策：危机“缓和剂”	2
二、紧缩型货币政策：危机“雪上霜”	3
第二节 美联储货币政策	4
一、美联储常规货币政策工具总结（Regular Tools）	5
二、全面宽松阶段	9
三、多种创新货币政策工具的使用	10
四、三轮量化宽松时期	13
五、重回加息周期	16
第三节 欧洲央行货币政策	18
一、常规工具的使用	19
二、非常规工具的使用	21
第四节 日本央行货币政策	23
一、向金融机构提供流动性支持	24
二、质化量化宽松政策（QQE）	25
三、其他措施	26
第五节 近年来货币政策研究的最新进展	27
一、理论综述	27
二、负利率政策的实施及对传统货币政策的挑战	29