

MONETARY POLICY

中国价格型货币政策调控研究

——基于发达经济体货币政策的思考

李良松 著

 中国金融出版社

中国价格型货币政策调控研究

——基于发达经济体货币政策的思考

李良松 著



中国金融出版社

责任编辑：王慧荣

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目（CIP）数据

中国价格型货币政策调控研究（Zhongguo Jiagexing Huobi Zhengce Tiaokong Yanjiu）/李良松著．—北京：中国金融出版社，2016.2
ISBN 978-7-5049-8177-6

I. ①中… II. ①李… III. ①货币政策—研究—中国
IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 252892 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 北京市松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 10

字数 150 千

版次 2016 年 2 月第 1 版

印次 2016 年 2 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978-7-5049-8177-6/F. 7737

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

中国货币政策框架转型历经十余载，2015 年伴随存款利率的完全市场化，开始加速前行。当前，市场基准利率体系、中央银行政策利率体系的建设和培育工作正在有条不紊地开展，利率传导机制和利率调控框架不断完善，新的货币政策调控框架呼之欲出。

发达经济体货币政策调控失效是导致 2008 年国际金融危机的一个重要原因。近年来，国际学术界、国际金融组织和一些大国中央银行对传统的货币政策调控模式进行了深刻反思。当前，发达经济体的货币政策框架发生了显著变化，逐步由“单一目标，单一工具”过渡到“多个目标，多个工具”。

在这样的国内和国际背景下，李良松博士撰写的《中国价格型货币政策调控研究》抓住了热点问题开展研究，这对理解我国货币政策框架转型具有很好的启迪作用；同时，该书中所提出的一些政策建议对实务部门也具有参考价值。

作者在本书中首先探讨了发达经济体货币政策调控失灵的原因，从风险溢价变化的角度解释了“长期利率之谜”；分析了零利率条件下发达经济体大规模资产购买和前瞻指引政策的作用机制，以及发达经济体中央银行职能调整等内容。本书还分析了发达经济体货币政策调控的经验教训，无疑会对新兴市场经济体，尤其是中国具有较高的借鉴意义。

本书详细研究了未来我国货币政策的调控模式，重点讨论了政策利率确定和央行操作目标利率的选取。在政策利率确定中，最重要的部分是测算自然利率。自然利率的概念最早由瑞典经济学家魏克赛尔在 19 世纪末提出，经哥伦比亚大学的迈克尔·伍德福德（Michael Woodford）教授发展成为新凯恩斯主义研究框架中的一个基础性变量。2015 年 10 月，在美联储公开市场委员会会议上，工作人员还专门介绍了对美国自然利率的最新研

究，可见自然利率的走势也是影响美联储是否加息的一个重要参考指标。李良松博士结合中国实际，提出自然利率的测算方法并据此分析中央银行的货币政策行为，值得相关学者进一步研究探讨。此外，本书还在未来货币政策的最终目标、中介目标体系以及当前创新型货币政策工具等方面作了不少有益的探讨。

本书以货币政策操作实践和经验研究为重点，兼顾理论分析，结构紧凑、逻辑严密、语言精炼，值得金融专业人士一读。

戴国强

2015 年 12 月

前言

2008 年国际金融危机之前，全球流动性泛滥，发达经济体货币政策调控收效甚微，美国一度出现所谓的“长期利率之谜”。以短期利率为主要手段的价格型调控政策失效，是造成金融危机的重要原因。2008 年国际金融危机爆发后，主要发达经济体中央银行迅速将政策利率降到接近于零的水平并维持至今。利率调控失去弹性，多数中央银行不得不诉诸量化宽松政策，货币政策调控再度依赖数量型工具。然而，发达经济体超低的利率水平和多轮量化宽松政策并没有很快达到预期的效果。在价格型和数量型调控工具效果均不明显的情况下，各国中央银行更加依赖货币政策沟通，但沟通的内容和形式也发生了重要变化。2012 年 12 月 12 日，在美联储公开市场委员会会议会后的新闻稿中，首次将低利率政策的退出时间与失业率和通货膨胀率挂钩，使宽松货币政策退出不再是简单的时间概念，而是具有明确预期的规则条件，这是美联储货币政策沟通方式的重要转变。此外，发达经济体中央银行在政策目标、调控手段等方面都发生了深刻变化，虽然有些是应对危机之举，但即使在经济回归常态以后，发达经济体货币政策调控框架也将会发生许多变化，值得关注。

发达经济体货币政策调控框架的转变，既是对传统货币政策调控方式不足的完善，也是货币政策调控适应新的经济金融形势的必然要求。我们虽要看到价格型调控的不足，但不能用危机时期非常规的货币政策调控来否定价格型调控的作用，更不应改变中国货币政策向价格型调控转变的方向。中国在货币政策调控转变过程中完全有必要借鉴发达经济体在危机前后货币政策调控的经验教训。

长期以来，中国货币政策以数量型调控为主，主要通过信贷指标和法定存款准备金率等工具调节基础货币和货币信贷总量，一年期存贷款利率的调整则具有明显的行政色彩。随着中国金融市场和金融创新的不断发

展，货币政策调控方式也在不断完善。如2011年中国开始统计社会融资总量并作为重要的监测指标，可以说这是在我国利率传导渠道不健全情况下的必然选择。实际上，中国人民银行一直在创造条件推动货币政策向价格型调控转变，如2012年进一步扩大存贷款利率的浮动区间，并主要依靠逆回购来调节货币供应量；2013年1月推出短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF），以更加精准地调控货币市场流动性；2013年7月取消贷款利率管制、9月建立市场利率定价自律机制、10月推出贷款基础利率报价、12月开始发行同业存单；2014-2015年，人民银行除不断创新和补充货币政策工具、持续扩大存款利率上浮区间外，还推出了面向企业和个人大额存单，并最终放开了存款利率管制，为不断完善货币政策的利率传导渠道奠定了坚实的基础，这标志着中国货币政策调控进入了一个新的阶段。基于此，本书对新的货币政策框架下，货币政策最终目标、中介目标或监测指标体系、操作目标、政策工具等相关方面进行了探索，希望能够给有兴趣的读者提供一点新的思路。

本书的研究具有一定的理论意义和现实意义。理论上，通过深入分析发达经济体货币政策调控作用机制，尤其是中央银行政策利率传导途径和影响因素，以及零利率条件下量化宽松政策和前瞻指引的效果和经济主体决策行为，提出诸如构建金融市场压力指数作为货币政策监测指标之一，并通过其将宏观审慎管理与货币政策相结合等建议来完善货币政策调控框架，提高货币政策效率。同时，在总结目前理论研究的基础上，采用科学的方法，测算中国的自然利率及其变动趋势，寻找政策利率的基础，这也是价格型货币政策调控的关键。实践中，随着利率市场化接近尾声以及市场利率体系的不断完善，我国货币政策调控方式转变已经到了非常关键的阶段，借鉴发达经济体的经验教训，结合我国人民币国际化最新进展、金融市场有待完善且外部溢出溢入效应明显等实际状况，本书设计了中国货币政策调控方式转变的框架，供宏观决策者参考。

本书共五章，第一章主要研究中国货币政策调控转型的国际背景。2004年6月至2006年8月，美国一度出现了所谓的“长期利率之谜”，即短期政策利率上升，而长期利率反而下降。笔者分析认为，“长期利率之

谜”可以从风险溢价变化的角度来解释，正是发达经济体中央银行忽视了对各类风险溢价的监测，才使发达经济体的金融失衡越来越严重。此外，发达经济体中央银行过分追求物价稳定，却忽视了金融稳定。在传统理论思维下，货币当局认为只要把握短期利率工具和通货膨胀目标，宏观经济就能平稳运行。发达经济体中央银行长期忽视资产价格的信号，对金融失衡疏于监测，未能及时认识到金融体系的风险累积，在金融监管不当放松及各种因素综合作用下，最终触发了2008年严重的经济金融危机。危机后，发达经济体中央银行迅速将政策利率降低到接近于零的水平，并采用了大规模资产购买计划和前瞻指引措施。日本中央银行2001年就开始实施量化宽松政策，2010年后又实施了三轮不同的量化宽松政策。美联储实施了三轮量化宽松政策和一次“扭曲操作”。欧洲中央银行和英格兰银行也都多次实施不同形式的量化宽松政策。前瞻指引政策的理论依据是经济主体的消费投资决策不仅受到当前利率水平的影响，还会受到未来利率水平预期的影响；关于未来政策利率水平的沟通，就是前瞻指引。根据各国中央银行实践，前瞻指引可分为三类形式，而以经济状况为参照的前瞻指引似乎更加有效，被美联储和英格兰银行所采用。总体来看，量化宽松和前瞻指引对发达经济体经济走出衰退、缓慢复苏起到了重要作用。

2008年的国际金融危机彻底终结了发达经济体中央银行“单一目标、单一工具”^①的货币政策调控模式，而转向“多目标、多工具”模式。发达经济体将金融稳定纳入中央银行职责，并更加重视宏观审慎政策和货币政策的配合。货币政策调控框架也发生了显著变化，如最终目标和操作目标的变化等。危机后一段时期内，美联储实际上是以长期利率或资产负债表为操作目标的，在货币政策回归正常化过程中，美联储也考虑对操作目标（联邦基金有效利率）的计算方法进行改革。发达经济体货币政策调控框架的变化既是我国货币政策调控转型的国际环境，同时也为中国提供了可供借鉴的经验教训。

第二章着重探讨货币政策调控的相关理论。货币政策调控本质是对流

^① 这只是从一般意义上来说的，严格意义上，实施严格通胀目标制的国家仅新西兰和加拿大等，而美国是双目标制。

动性进行调控,数量型手段和价格型手段都有优势和劣势。在金融创新不断发展、金融市场不断深化、价格机制能够有效配置资源且央行能够有效引导市场利率的前提下,价格型调控的效率更高。但价格型调控也存在效率较低的几种情形,如价格机制失灵、流动性供求不稳定、流行性陷阱以及利率期限结构不稳定等。因此,我国未来货币政策调控可采用价格型调控为主,兼用数量型调控的模式。在价格型调控模式下,利率调控将发挥主要作用,需要厘清央行政策利率、操作目标利率、中介目标利率和市场基准利率之间的联系与区别。当前价格型调控的基本条件已经具备,但为提高货币政策效率,仍然还有一些体制机制问题需要进一步完善,如不断提高微观经济主体的利率敏感性和风险责任意识、进一步优化国债收益率曲线、继续稳步推进金融改革等。此外,中国不断变化的经济环境也将会对货币政策调控提出新的挑战,其中一种可能就是人口结构的变化,人口结构变化可能会造成经济潜在增长率下降和金融市场结构性变化,这可能也是当前发达经济体货币政策调控进入“新常态”的一个重要原因。

笔者提出,未来货币政策价格型调控的具体模式是,首先,人民银行依据一定标准选择一种短期(如隔夜)利率作为操作目标利率,并在每次货币政策会议后,宣布政策利率水平,即操作利率的目标值。而政策利率则需要央行根据一定的规则,科学测算经济中的自然利率、通货膨胀缺口和国内生产总值缺口,参考国际收支和金融市场状况来确定,并根据对经济走势变化的判断,适时作出调整。其次,中央银行相关部门(如公开市场操作部门)根据议息会议决定,通过公开市场操作或利率走廊等工具将操作目标利率维持在政策利率水平附近。同时,市场利率体系将根据政策利率变化,经过适当的风险溢价和期限溢价调整作出反应,最终影响经济主体的投资消费决策以及整个宏观经济。最后,中央银行通过监测已建立的货币政策中介指标体系,一方面为货币政策决策提供参考;另一方面也可以分析货币政策调整的具体效果。

第三章研究了在开放经济条件下,中国自然利率的测算方法及政策含义,这对中央银行政策利率确定至关重要。如果测算存在偏差,那么最终宣布的政策利率不准确,必然会造成经济变量波动。中央银行只有在不断

试错的过程中，才能找到较为适当的自然利率水平，但这必然会带来一定的成本。由于自然利率也存在一定的波动，如果测算不准确，就会一直影响货币政策调控效率。笔者结合国内外研究理论和中国实践，比较了三类不同结构向量自回归模型的研究结果。经验研究表明，加入外汇占款因素的模型得到的结论更有说服力，样本期内实际利率低估约 110 个基点，利差（实际利率 - 自然利率）长期为负，这是我国通货膨胀率相对发达经济体较高的一个重要原因，而且利差与通货膨胀率之间存在显著的反向变动关系。研究表明，我国自然利率长期均值为 2.87%，目前处于上升阶段，约为 3.7%。自然利率在 2000 - 2002 年上升较快，在 2003 年达到局部最高点后，开始缓慢下降，受 2008 年国际金融危机影响显著，但在 2010 年又呈现上升趋势，近期有所下降。在发达经济体经济逐渐复苏后，其自然利率的上升也会带动我国自然利率的上升。笔者研究表明，泰勒规则能够在很大程度上解释我国中央银行政策利率的调整。实践中，中央银行更加关注一般物价水平的变动，对价格稳定目标赋予了更大的权重。

第四章重点讨论了在以价格型工具为主的调控框架下，货币政策操作目标利率选取、市场基准利率体系培育、中介目标或监测指标体系建立以及货币政策工具创新等问题。笔者认为，中央银行操作目标利率不是任意选择的，必须要满足一定的标准，如基准性、可控性、抗干扰性、市场影响性以及与市场利率体系和实体经济的相关性等。笔者根据以上性质比较了货币市场影响较大的几种利率，经验研究表明，隔夜上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）和隔夜质押式回购利率具备较好的性质，它们与物价的相关性更加显著，二者都可以作为中央银行操作目标利率；最终选择何种利率，还需要中央银行综合权衡。另外，笔者认为，根据利率期限结构的期限偏好理论，在极端市场条件下，长期利率也可以作为操作目标。未来如果中央银行确定政策利率后，通过操作目标利率影响 SHIBOR（市场参考利率）等市场基准利率，将会影响商业银行存贷款利率、国债收益率及其他债券收益率、货币市场交易利率和固定收益产品价格，从而影响整个利率体系，达到影响实体经济的目标。因此，当前市场基准利率体系的完善以及 SHIBOR 基准性地位的巩固，将有利于货币政策传导和效率提高。

相关主管机构有必要进一步加强监督检查，不断提升 SHIBOR 的基准性。

笔者认为，是否建立单一的货币政策中介目标并非十分重要，关键是要建立货币政策监测指标体系或中介目标体系，应考虑包括长期国债收益率、期限溢价、高信用等级公司债收益率及其信用溢价、重要金融资产价格等价格指标，以及其他一些数量型指标。笔者采用波动率指数（VIX），国际投资者对中国金融市场信心指数、国内股票市场条件波动率、银行间市场 7 天回购定盘利率、期限利差和信用利差六个指标，构造了我国金融市场压力指数。研究表明，笔者编制的中国金融市场压力指数具有较好的性质，该指数能够较为准确地衡量金融市场信心和流动性松紧变化；此外，该指数与前一天 VIX 也具有很强的一致性，二者在长期中存在稳定的协整关系，国际金融市场投资者情绪指数能够显著影响我国金融市场压力指数。该指数可用来考察我国金融市场信心变化，为中央银行货币政策操作提供参考。

笔者还分析了近年来我国货币政策工具创新，如差别存款准备金动态调整机制、短期流动性调节工具、常备借贷便利等，以及初步形成的利率走廊机制等。笔者认为，未来利率走廊若要成为常规货币政策工具，操作期限需要更加灵活，还需要科学确定利率走廊的上下限、宽度及政策利率水平。此外，还需要处理好利率走廊与公开市场操作之间的关系。目前的重点是不断完善各类货币政策工具作用机制，丰富货币政策工具箱；未来可根据经济金融形势发展需要，以及不同政策工具的特点，选择适当的工具，达到货币政策调控目标。

第五章简要总结了全书的主要研究结论。本书的研究特色主要有三点：一是对价格型调控模式下几组利率概念的区分，有助于澄清相关理论研究的异同。同时，对中国自然利率的测算、操作目标利率选取的讨论以及中央银行价格型调控框架的设计，具有一定前瞻性。二是从风险溢价的角度对“长期利率之谜”进行了解释，美联储前主席伯南克 2015 年在一篇博客中也表达了类似观点。另外，构建相关风险监测指标将宏观审慎管理与货币政策调控相结合，建议作为货币政策监测指标之一，理论上具有一定的创新。三是笔者密切跟踪美联储货币政策调控框架变动，尤其是对

其操作目标变动和创新型货币政策工具的研究，有助于中国在价格型调控模式下，更加科学地选取操作目标。同时，也有助于相关部门分析把握美联储货币政策回归常态等问题。

当然，由于笔者实践经验不足，所提出的政策框架可能缺乏一定的可操作性；对货币政策传导机制的讨论较少；书中虽然尽可能考虑了货币政策操作的相关问题，但必定还有一些不成熟甚至错误的地方，恳请广大读者朋友不吝指教。另外，为控制篇幅，本书没有详细介绍基础的货币理论和中央银行相关理论，也望读者理解。最后，需要说明的一点是，笔者没有货币政策操作实务部门的工作经历，本书完全是自己的业余研究兴趣，不代表任何机构的观点。

目 录

第一章 中国货币政策调控转型的国际背景	1
第一节 危机前发达经济体货币政策调控失灵	2
第二节 危机后发达经济体非常规货币政策	11
第三节 发达经济体央行职能调整及货币政策框架转变	26
第四节 美联储操作目标相关讨论	29
第二章 中国货币政策调控转型的理论研究	36
第一节 货币政策调控相关理论探讨	36
第二节 未来中国货币政策调控的总体框架	42
第三节 价格型调控的宏微观基础	46
第四节 人口结构变动的宏观经济金融影响	51
第三章 价格型调控模式下中国自然利率的测算及应用	60
第一节 自然利率相关理论分析	60
第二节 自然利率的经验研究结果分析	68
第三节 自然利率与央行政策利率的关系评估	78
第四节 研究结论	83
第四章 价格型调控的相关操作问题	86
第一节 价格型货币政策调控模式下央行操作目标利率选择	86
第二节 市场基准利率体系建设与货币政策传导	96
第三节 货币政策中介指标体系探讨	107
第四节 货币政策工具的创新及应用	117

第五章 结论及思考	127
参考文献	133
后 记	142

第一章 中国货币政策调控 转型的国际背景

发达经济体货币政策失误被认为是 2008 年国际金融危机的一个重要原因。在美元主导的国际货币体系下，国际货币环境发生新的变化，主要国际储备货币发行国——美国原来有效的货币政策传导机制在一定程度上失去了作用。此前，货币当局根据“单一目标、单一工具”的模式（美联储为双目标）进行调控，但有时却出现短期政策利率难以有效影响到长期利率，以致出现所谓的“长期利率之谜”现象，也叫“格林斯潘之谜”现象。而以通货膨胀为主（或单一目标）的货币政策目标，无法确保金融稳定。在传统思维下，货币当局认为只要把握短期利率工具和通胀目标，宏观经济就能平稳运行，忽视了资产价格的信号，对金融失衡疏于监测，未能及时认识到金融体系的风险累积，在金融监管不当放松及各种因素综合作用下，最终触发了严重的经济金融危机。危机后，发达经济体迅速将政策利率降低到接近零的水平，并采用了大规模的量化宽松和前瞻指引措施，货币政策调控在目标、工具和手段等方面都发生重要变化，虽然这是应对危机之举，但也是发达经济体不断丰富货币政策调控的重要举措，部分措施也定会纳入以后的货币政策调控框架中。本章主要以美国为例，分析危机前货币政策调控中存在的主要问题，并结合发达经济体应对危机的重要举措，阐述了货币政策和金融稳定之间的关系，总结发达经济体货币政策调控框架的变化，以及美联储操作目标的可能变化，除分析我国货币政策调控转型的国际环境外；同时也为我国提供可供借鉴的经验教训。

第一节 危机前发达经济体货币政策调控失灵

一、引言

20 世纪 80 年代, 金融创新迅猛发展, 全球主要经济体央行依靠数量型政策工具越来越难以调控宏观经济, 不得不重新转向利率调控, 多数央行都采用了以调控短期利率实现价格稳定, 即“单一目标、单一工具”的货币政策框架。一直到 2008 年国际金融危机之前, 这种货币政策调控模式普遍被认为获得了巨大成功。1984 年, 中国人民银行专门行使央行职能后, 由于金融市场不完善, 货币政策调控主要以数量型工具为主。随着我国金融市场不断发展完善, 利率市场化进程稳步推进, 利率传导具有一定基础, 货币政策向价格型调控转变的呼声越来越强烈。实际上, 随着金融市场发展、金融创新层出不穷, 我国也面临与发达国家相同的问题, 即数量型调控的有效性在逐渐下降, 必须要重视利率等价格型工具的运用。张健华(2012)认为, 我国进一步推进利率市场化改革的初步考虑是: 确立央行公开市场操作目标利率, 通过逐步扩大贷款利率下浮幅度和存款利率上浮幅度, 寻找我国的均衡利率水平, 逐步实现政策利率由存贷款基准利率向央行公开市场操作利率转化; 通过央行目标利率调节市场利率, 引导存贷款利率, 调节货币信贷总量, 理顺货币政策的传导机制。

货币政策向价格型调控转变, 要求央行建立以短期利率为基础的公开市场操作框架, 主要通过利率传导途径来影响实体经济, 基准利率传导途径为“货币政策操作→基准利率→其他利率和金融产品价格→居民和企业投资消费行为→货币政策最终目标”。每一个传导环节都非常重要, 央行基准利率影响经济变量的关键在于短期基准利率要能有效影响长期利率, 尤其是长期国债利率, 只有长期利率才会对居民和企业的投资消费行为等经济活动产生实质性影响, 从而最终实现货币政策目标。

但是发达经济体央行的利率调控实践表明, 短期基准利率向长期利率

传导过程并不一定一直有效，长期利率的影响因素比较复杂。本节重点分析以下两个问题，一是短期利率和长期利率的关系是否稳定；二是“长期利率之谜”存在的原因。通过评述现有主要文献来揭示利率调控存在的不足，并提出相关建议。

二、短期利率并一定能影响长期利率

三种理论可以解释短期利率和长期利率之间的关系，即预期理论、流动性溢价理论和市场分割理论。一般认为，预期理论在实践中占主导，长期利率由短期利率和预期的未来短期利率构成，短期利率变动会引起长期利率同方向变动。但是很多研究在此问题上存在显著差异，具有代表性的研究主要有以下几项。

Cook 和 Hahn (1989) 研究表明，20 世纪 70 年代，美国联邦基金目标利率变动对短期和中长期利率具有显著正向影响，但作用呈递减趋势，美联储能通过调控联邦基金利率来影响市场利率；Kuttner (2001) 将联邦基金目标利率变动分为预期的和意外的变动，长期利率对联邦基金利率意外变动反应显著；Cochrane 和 Piazzesi (2002) 研究表明，联邦基金目标利率变动对 10 年期国债利率影响显著且持续时间很长，目标利率 1 个百分点的冲击能引起 10 年期国债收益率多达 0.8 个百分点的变动。

但是 Evans 和 Marshall (1998) 通过向量自回归模型 (VAR) 在更长的一段时间来考察联邦基金利率和长期国债利率之间的关系，结果表明长期利率对短期利率变动反应不显著；Berument 和 Froyen (2006) 认为，1979 年保罗·沃克尔就任美联储主席后，美联储货币政策更加强调控制通胀，使长期利率对联邦基金目标利率的冲击反应不显著。

Berument 和 Froyen (2009) 通过 VAR 模型得出，无论是在格林斯潘主政美联储时期，还是在 1971 - 2005 年，联邦基金利率的冲击对长期利率影响很小且不显著；而单方程估计结果表明，长期利率对联邦基金利率的意外变动反应显著，这与前述研究方法及结论一致。

考察上述文献的研究方法，我们发现，单方程技术研究短期利率对长期利率影响时，容易忽视其他因素对长期利率的影响，可能存在“伪回