

当前利率调控的四个判断

钟正生

(财新智库莫尼塔研究 董事长兼首席经济学)

当前，在实体杠杆率居高不下、投融资体制存在结构性扭曲的经济改革背景下，在利率市场化在形式上完成不久的金融改革阶段中，中国形成了数量型、价格型与宏观审慎政策并举，多目标、多工具的货币政策框架体系。正如周小川行长所言，不同于发达国家和许多市场化程度较高的新兴市场国家，中国货币政策的最终目标需要统筹考虑物价、就业、增长以及国际收支等目标之间的关系。这种多元化的政策目标，进一步提升了多工具货币政策调控的必要性。

目前央行正综合采用公开市场操作的量与价、MLF 等新型结构性工具的量与价、存款准备金率、存贷款基准利率、MPA 考核等工具；同时注重打造以 Shibor、国债收益率曲线和贷款基础利率（LPR）等为代表的金融市场基准利率体系，且“利率走廊”正在逐渐打造成型。由此，为利率市场化改革从“放得开”转向“调得了”，为货币政策更多转向“价格型”调控，积极准备和创造条件。

在货币政策由数量型调控向价格型调控转型的过程中，我们究竟应该如何斟酌形势、采取对策、并走向未来呢？笔者不啻冒昧，提出以下判断：

第一个判断，数量型调控仍然具有现实基础

笔者在去年《比较》杂志上《货币政策转型：国际经验与中国前景》一文中指出，美国和韩国的货币政策框架转型发生在利率市场化完成后，而不是在利率市场化进程中，这是有其共性基础的。

首先，控制货币供应仍然比较契合当前的宏观调控目标。美韩的货币政策框架转型，恰恰发生在其经济转型的关键阶段，经济增速有下台阶的表现，背后正是去产能和去杠杆的推进。这与我国当前所处的阶段其实非常类似。这时，央行若不在货币供应上有所控制，就可能刺激产能的进一步累积，杠杆的进一步叠加，风险的进一步滋生，市场出清的过程就可能被极大延误。

例如，2016 年供给侧结构性改革以来，工业品价格涨势很猛，企业盈利也有很好的改进。但我们观察到一个明显的对照：2016 年，国企的杠杆率（以资产负债率来度量）是没怎么降的，反倒是民企的杠杆率有明显下降；与此同时，只有国企的投资是扩张的，其他所有制类型企业的投资都是收缩的。根据国际清算银行的数据，目前中国的债务率已经达到 260% 以上，其中非金融企业的债务率达到 165% 左右。我们做过拆解，非金融企业债务率中，国企债务率在 120% 左右。这些都说明国企投资扩张的冲动是非常强的，这个时候是不是需要一些总量控制呢？

其次，货币供应与宏观经济之间仍然具有较好的耦合关系。目前我国货币供应与宏观经

济之间的相关性在弱化,但这种相关性仍然是存在的。货币政策信贷传导渠道的效应在弱化,利率传导渠道的效应在强化,但在量级上可能仍然处于一个青黄不接的阶段。

例如,广义 M2 增速已经连续三月降到 10% 以下,央行在第二季度货币政策执行报告中专文指出,不要太过看重这个指标,它只是一个参考指标而已。但在资本市场上,传统思维的惯性很强:有很多人认为,这么低的货币增速,货币政策在边际上能不有所调整么!? 还有很多人认为,即便不看 M2 增速,也要看社会融资规模增速。目前社会融资规模增速还是比较平稳的,说明金融支持经济的力度其实比较充分,所以当下中国经济有相对稳健的表现也不奇怪。其实,不管是看重还是看轻 M2 低增速背后的结构性因素,这些看法背后也还是有货币数量论的影子的。

第二个判断,中国具有向价格型调控渐进转型的条件

参照美国和韩国的经验,一个国家转向价格型调控需要具备如下条件。我们可以看看当前中国在多大程度上满足这些条件了。

条件 1: 银行对货币市场利率敏感性增强。随着我国外汇占款在 2013 年趋势性下滑后,商业银行的存款基础收缩,主动负债尤其是同业负债在整个负债中的占比明显抬升,所以对货币市场利率敏感性确实也增强了不少。这个条件在我国看起来是已经具备了。

条件 2: 直接融资要有足够的广度和深度。这除了受到金融深化的影响之外,可能也与转型期间的“银行惜贷”有关。韩国和美国在货币政策框架转型时期,由于去产能和去杠杆,企业信用风险往往更加充分地被暴露出来,银行惜贷的情况下,也“倒逼”企业去更多地发债融资。这也是当时韩美债券市场迅猛发展的一个刺激因素。

但在我国当前形势下,国企和地方政府融资平台的融资需求仍然非常旺盛。银行惜贷可能也是惜的对民企的贷,对国企的贷可能不是那么惜。所以,在我国是否存在类似韩美那样的倒逼机制?这对我国债券市场的发展又意味着什么?这是一个需要进一步思考的问题。

条件 3: 利率传导机制更加顺畅。这其实要求银行在整个金融体系中的占比相对下降,其他非银行金融机构的占比要起来,金融交易的活跃程度要起来。这样,资产才能更好地定价,信用风险才能更好地定价,债券利率从短端向中长端的传导才能更顺畅。但显然我国当前的利率传导机制并不顺畅,今年上半年曾经热议的收益率曲线扁平化,甚至“M 型收益率曲线”就是一个例子。

总结来看,上面三个条件从前到后似乎越来越不具备,因此我国只是具备了货币政策“渐进转型”的条件。

还可以从“三元悖论”的角度来看待货币政策框架转型问题。不管是数量调控,还是价格调控,我国货币政策独立性的提升都需要进一步加快资本项目开放,推进人民币汇改。

对于资本项目开放,我国依然处于胡适先生所谓的“大胆假设,小心求证”的阶段;对于人民币汇改,近期人民币汇率的平稳甚至走升,与美元指数低迷,以及背后的所谓“特朗普交易”的破产是联系在一起的。但我们不能假设现在的人民币汇率的“蜜月期”可以无限延续下去。

举例来说,今年 3 月美联储加息,央行顺势加息,市场也没什么动静;但今年 6 月美联储加息时,央行就没有顺势而为了。为什么出现此一时彼一时的情况呢?我在《中美货币政

策还会“完美联动”么》这篇文章中提过三个原因：

一是，3月份时候，一季度中国经济的数据看起来很稳健；6月份时候，宏观经济转弱的信号似乎有所增加，两个时点上对中国经济是强是弱有不同的预期；二是，3月份时候，市场利率已经起来很多，央行“准加息”也确实是跟随加息，央行当时也做出解释了；6月份时候，市场利率飙得更高，但当时对金融机构负债成本边际影响最大的是同业存单的利率，而非公开市场上的利率，所以央行进一步上调公开市场利率的必要性其实不大；三是，也许最重要的是，3月份时候，春节过后人民币汇率动荡的影响还在，所以央行不跟随加息，可能会冲击人民币汇率预期；而6月份时候，拜疲弱美元所赐，人民币汇率基本无虞，所以美联储你爱加不加。之所以举这个例子，其实是想说，独立的货币政策操作，还要受到资本项目自由化程度，以及人民币汇率弹性的影响。

最关键的是，转向真正的利率调控还需要有对利率高度敏感的经济主体。这可能需要从两个方面深入推进：一是提升我国金融体系的市场化程度，尤其要解决准入壁垒高、资产程度低的问题；二是进一步强化预算约束，解决国有企业和地方融资平台对资金价格不甚敏感的问题。此类根本性问题不解决，单纯的利率市场化并不足以保证会真正以市场化方式配置资金。在借鉴美国和韩国经验时需要铭记一点：货币政策的转型不只是技术上的“顺水推舟”，更需要体制机制上的“伤筋动骨”。

第三个判断，利率走廊机制已经逐渐成型但需进一步调试完善

从2015年央行提出要践行利率走廊以来，利率走廊调控为资本市场所逐渐接受。但在一些关键构件上仍需做进一步的改进。

1、利率走廊的中枢。最新一期货币政策执行报告中，提到DR007作为政策利率的指示性增强。其实我们已经能够从这一表述中看出央行政策利率的端倪了。

从市场的实际表现来看，R007经常性超过利率走廊，而DR007基本稳定在利率走廊之内。从流动性分层来看，DR007主要是中小银行向大银行拆借资金的利率，而R007还包括非银金融机构向银行拆借资金的利率。因此，如果央行能够将DR007维持得相对稳定，整个银行体系的流动性就有保障了，就能有效防范系统性风险的发生，毕竟在中国银行在金融体系里还是最重要的。从货币政策调控机理来看，央行应该而且也能灵活调控基础货币的价格，而DR007是银行之间相互拆借超额准备金的价格，实际上也就是基础货币的价格。至于其他更中长端的利率和资产价格，则受到其他经济主体行为的影响，央行调节的必要性和挑战性都在增大。

一个剩下的问题就是，为什么央行不大声说出来，宣称将DR007作为政策利率呢？

2、利率走廊的上限。如央行所宣示的，利率走廊的上限是SLF（常备借贷便利）利率。按理说，作为利率走廊的上限，SLF利率应该比较稳定，但实际上今年以来SLF利率却有连续调升的表现。这有点类似市场对一篮子货币机制的评价：人民币汇率参考一篮子货币，但一段时间内一篮子货币本身却是贬值的。人民币汇率是盯住了一个靶，但却是个移动靶。因此，央行是在践行利率走廊，但究竟是利率在走廊内的波动，还是利率走廊本身也可以漂移呢？

当然，利率走廊上限的抬升，有有利的地方，也有不利的地方，这是一个需要进行利弊权衡的事情，但也可以成为央行引导和稳定市场预期的一个手段。

有利的地方在于：一是**要抑制预算软约束的主体**。利率走廊的承诺如果可信，金融机构只要不超过这个上限，按说就可以无限制地拆借资金。地方政府融资平台和国企，它们并不那么在乎融资成本的高低，它们的目标函数也许是规模最大化而不是利润最大化。尤其是现在国企兼并重组这一块儿，资金需求量很大。因此，央行不仅需要在资金数量上有所管控，也需要在融资成本上有所抬升。二是**有金融去杠杆的诉求**。在央行没有明确宣示政策利率的情况下，所有的利率变动可能都蕴含着某种政策信号。此时，一旦金融机构看到央行推进金融去杠杆的决心，实际上也会调整它的加杠杆行为。例如，去年末债券市场的深度调整后，非银机构的杠杆已经加得非常谨慎了。这块甚至可以做个研究，在去年8月央行开始释放“温和去杠杆”的信号后，不同类型金融机构的杠杆率是如何变化的。通过这种对比研究或许就能看出央行的利率调整，以及试图传达的政策信号究竟取得了多大效果。

以上是利率走廊上限抬升的有利之处，那么不利的地方在哪里呢？

不利的地方就在于流动性的预期效应。货币市场利率不仅取决于央行放钱多还是放钱少，也取决于央行稳定和调控市场预期的情况。例如，当SLF利率上调的话，市场可能觉得央行是要进一步去杠杆了。这时，即便央行流动性供应没有变化，整个市场的流动性也会趋紧。因为大型商业银行原本愿意融出资金，可是现在不愿意了。只要知道央行可能收紧，所有金融机构都会有同一个反应，这个反应就会造成市场流动性趋紧，这就是“预期的自我实现机制”。因此，当央行上调SLF利率的时候，是不是整个货币市场利率的中枢都会往上走？“跟随加息”是否会酿致新一拨的“引致加息”？

3、利率走廊的下限。这个下限应该就是超额存款准备金的利率。从央行角度来说，自然希望存款准备金利率更低一些。因为商业银行一手拿活期存款（利率很低），反手放到央行账上就可套利。央行把超额准备金利率调低，让商业银行把通过活期存款拿来的钱投放到实体经济中去，而不是趴在央行的账上。从商业银行角度说，之所以不把钱投到实体经济中去，要么因为实体经济投资回报太低，要么因为一些高风险高收益的投资项目被监管部门限制住了。在当前较高的存款准备金率下，相当于商业银行有大量资产被“冻结”在人民银行的账上了。因此，利率走廊下限（存款准备金利率）太低，对商业银行的利差、资产组合收益会产生较大影响，带来一定的盈利压力。因此，从商业银行角度来说，自然希望存款准备金利率更高一点。央行和商业银行公说公有理婆说婆有理，利率走廊的下限到底怎么调？多高才合适？这是一个值得讨论的问题。

4、利率走廊的效果。一段时间以来市场讨论较多的一个问题是，收益率曲线的平坦化，也叫“格林斯潘之谜”。2004年，时任美联储主席格林斯潘不断上调联邦基金利率，但美国长债收益率非但没有上升，反而是下降的。今年美联储的利率调控也越到同样的困境，连续加息后，美国长债收益率也一直起不来。我的理解很简单，这个现象其实折射出一个背离，即**美联储对未来美国经济的看法，与资本市场对未来美国经济的看法出现了分歧**。

美联储可能觉得货币政策正常化的节奏可以快点，但资本市场并不买账。资本市场认为美国长债收益率不会很快起来的理由有：美国人口老龄化加剧，养老金和保险公司等的债券资产配置需求会增加；美国新增就业不错，但这只是“量”的方面，生产率增速这一“质”的方面其实并不好；美国在货币政策正常化，可欧日央行还在不断量化宽松，只是欧洲央行的购

债规模有所削减而已，而欧债与美债、日债与美债之间又有可观的利差，大量的套利资金可能还会源源不断地流入美国的债券市场。如此等等。不能说美联储的看法就比市场更加高明吧，事实证明美联储反而有时会误判。

可见，即便是发达国家，其利率调控机制也可能出现问题，要不然怎么会有非常规货币政策出来呢？但那是“高水平上的烦恼”，中国的利率调控还没到达那个高度，还有许多可以改进和提高的地方。

第四个判断，未来存款准备金率究竟应该扮演什么样的角色

个人认为，央行还是应该择机降准，但时机把握也很重要。实际上，由于降准蕴含着较为宽松的政策信号，央行可能被这种信号意义所“绑架”了。央行不管投放什么粉，“酸辣粉、麻辣粉、特辣粉、甜辣粉”等，晚间新闻联播不会每放必播吧，播了很多人也是一知半解吧；但只要央行降准，所有人都认为央行又在“放水”了，而且还是在需要高调去杠杆的时候。因此，其实资本市场应该理解央行的苦衷究竟在哪。

我用三组形象的比喻来讲如何看待存款准备金的调整问题。

1、存款准备金率与利率走廊的关系。我将之比喻为“蓄水池”与“绣花针”。利率走廊调控是一件很精细的活儿，就像拿绣花针绣花一样；但存款准备金却是一个庞大的蓄水池，何时泄洪、放多少水，都很不确定。把这两件事情摆在一起，总是觉得有点不太搭。

2、存款准备金与存款保险的关系。我将之比喻为“蓄水池”和“保险金”。现在的存款准备金率工具，除了发挥蓄水池的作用外，也有保险金的作用。但已经有了存款保险制度，两者事实上可以发挥相互替代的作用。也就是说，即便调降一点存款准备金率，也不会对防范系统性风险造成多大影响。

3、存款准备金与国际收支平衡的关系。我将之比喻为“蓄水池”和“调节阀”。原来外汇占款多的时候，我们要用存款准备金这个蓄水池把水关起来；到了外汇占款减少的时候，把蓄水池放点水出来，动一动调节阀，又有什么关系呢？此外，在弥补流动性缺口的时候，央行不管怎么创造中长期的政策工具，商业银行的期限错配问题仍然比较严重。而降准由于相当于永久释放流动性，应该似乎可以缓解一些商业银行的期限错配问题的。

未来，随着存款准备金率的逐渐下调，**存款准备金率这个工具也将逐渐脱去调节货币供应量的作用，而单一扮演宏观审慎工具的作用。**

行文至此，再说一点：应该说，央行在与资本市场沟通上已经取得了不错的成效。至少在两个层面，资本市场对央行意图的领会是比较充分的：一是，货币政策是总量政策，解决不了结构问题。结构问题需要体制改革的改革，需要其他监管政策的配套，不是单凭货币政策力所能及。二是，目前央行“温和去杠杆”的效果还算不错。资本市场理解央行去杠杆的态度很坚决，但步伐很渐进。这样就给了金融机构“以时间换空间”的余地，也避免了流动性风险的意外爆发。因此央行可以继续加强与市场的沟通，最理想的情形就是“不战而屈人之兵”。市场主体敏感性的提升，也会为“小步渐进”地转向利率调控创造条件。