

首席宏评（第62期）

中国货币政策转型的四个维度

■ 核心摘要

- 1) 货币政策本质上依然是一种总量型政策，而财政政策与金融监管政策能够更好地发挥调结构的作用。因此，中国货币政策的“调结构”目标可能依然是一种过渡时期的权宜之计；
- 2) 由于数量类中介目标的可测性与可控性均有所下降，中国央行开始越来越重视价格类工具，尤其是短期银行间市场利率。在未来，中国央行的货币政策操作将引导短期国债回购利率在利率走廊内波动，并进一步传递给中长期利率，以此来实现货币政策目标；
- 3) 目前货币政策传导机制的阻塞体现在两个方面：其一，短期银行间利率波动向中长期债券利率传导似乎存在障碍，即使是中长期无风险利率也是如此；其二，短期银行间利率波动向中长期存贷款利率传导似乎存在更大的障碍。要改善第一个方面的传导效率，中国政府就必须加大中长期国债的发行规模与种类，更好地完善国债收益率曲线，并增强收益率曲线的弹性。要改善第二个方面的传导效率，就必须显著增强商业银行贷款的定价能力；
- 4) 目前通过降准来发行基础货币，会面临两个问题：一是太过刚性，难以进行微调（这就是为何降准必须要和公开市场操作相配合）；二是最终也会难以为继（试想准备金率降低至零之后的极端情形）。从全球经验来看，过渡到通过央行买卖国债来释放与回笼基础货币的新机制将是中国央行的长远之计；
- 5) 在中国货币政策转型的过程中，需要中国金融市场上存在大量可供买卖的、不同期限的国债。这就意味着，财政部门可以转换思路，发行国债的目的不仅仅是为了财政收支平衡与资金融通，而且是给金融市场创造安全资产，以及为货币政策实施提供基础资产。

当前，中国货币政策正处于从数量调控为主向以价格调控为主的转型过程的关键时期。货币政策转型的故事千头万绪，我们可以从以下四个维度来进行梳理，也即最终目标、中介目标、传导机制与基础货币发行机制。

传统来看，中国央行的货币政策目标包括**通货稳定、经济增长、充分就业与国际收支平衡**。近年来，中国货币政策在实施过程中也越来越重视结构调整这一目标。一般而言，物价稳定是全球央行公认的最重要目标。从经验上来看，由于通货膨胀率、经济增长率与就业率这三个指标之间均呈现正相关关系，且两两之间有较为稳定的系数相对应，因此，以通货膨胀率为目标，其实也就兼顾了经济增长与充分就业。不过，在 1970 年代的滞胀时期（经济停滞与通货膨胀并存），以及在 2008 年全球金融危机爆发之后的长期性停滞时期（经济增速复苏但物价持续低迷），通货膨胀率与经济增长率之间的稳定关系不复存在，这就意味着央行需要同时关注通货膨胀与经济增长。中国经济过去几十年处于正向人口红利与快速城市化进程，未来又将面临人口快速老龄化与服务业占比继续上升的过程，这意味着就业率与经济增长率之间的关系也不稳定，这就是为何中国央行必须将充分就业作为目标的原因之一。货币政策本质上依然是一种总量型政策，而财政政策与金融监管政策能够更好地发挥

调结构的作用。因此，我们认为，中国货币政策的“调结构”目标可能依然是一种过渡时期的权宜之计。过去十年以来，全球范围内出现了货币政策是否应该盯住资产价格的讨论。但考虑到目前中国央行同时负责货币政策与宏观审慎监管，稳定资产价格将主要是宏观审慎监管政策的目标，因此中国狭义货币政策的目标中不必纳入资产价格。

在过去相当长时间里，中国央行将广义货币 M2 作为最重要的中介目标。但随着中国金融体系的完善与复杂化，M2 已经不能很好地刻画中国的流动性状况。随着影子银行与创新金融的蓬勃发展，即使是社会融资总额也不能充分刻画整体流动性。由于数量类中介目标的可测性与可控性均有所下降，中国央行开始越来越重视价格类工具，尤其是短期银行间市场利率。目前来看，中国央行似乎更加倾向于将银行间市场的短期国债回购利率（R007 或者 DR007）作为政策性利率，并且试图建立以超额存款准备金利率为下限、以 SLF 利率为上限的利率走廊。在未来，中国央行的货币政策操作将引导短期国债回购利率在利率走廊内波动，并进一步传递给中长期利率，以此来实现货币政策目标。将政策性利率作为主要调控工具也符合发达国家货币政策操作惯例。

然而，迄今为止中国央行依然没有放弃数量型调控手段，一个很重要的原因，就在于目前短期银行间市场利率波动向中长期利率的传导机制存在阻塞。这种传导机制的阻塞又体现在两个方面，其一，短期银行间利率波动向中长期债券利率传导似乎存在障碍，即使是中长期无风险利率也是如此；其二，短期银行间利率波动向中长期存贷款利率传导似乎存在更大的障碍。例如，较长一段时间以来，作为中国商业银行贷款利率基准的 LPR 似乎就没有怎么波动过，这与短期银行间利率的波动形成了鲜明的对比。而最近市场热议的利率双轨并为一轨，就是要将银行间市场利率与存贷款利率之间的关系给打通。要改善第一个方面的传导效率，中国政府就必须加大中长期国债的发行规模与种类，更好地完善国债收益率曲线，并增强收益率曲线的弹性。要改善第二个方面的传导效率，就必须显著增强商业银行贷款的定价能力。此外，利率由两轨并为一轨，这是否会造成“惊险的一跃”，从而给特定商业银行的资产负债表造成显著冲击，也面临着一定的不确定性。

在加入 WTO 之后的 10 余年时间内，中国出现了经常账户与资本账户的持续双顺差格局，以至于外汇占款取代了再贷款而成为中国央行在 21 世纪初期发行基础货币的唯一渠道。为了避免外汇占款过剩，中国央行还频繁使用了发行央行票据与提高法定存款准备金率等冲销措施。然而，从 2014 年起，中国开始面临持续的资本账户逆差，造成外汇占款规模显著下降。这就导致中国央行不得不寻求新的基础货币发行机制。在初期，中国央行主要使用了创新性的再贷款工具（例如 SLF、MLF、PSL 等）来发行基础货币。但运用这些工具来发行基础货币将会面临两个问题：一是短期再贷款操作将会面临频繁的到期与续做的问题；二是商业银行要从央行获得再贷款，通常需要提供高质量的抵押品，而只有大行才有足够的抵押品，这就使得中小银行难以直接从央行获得融资。随后，央行开始将全面降准与定向降准也作为一种基础货币发行机制。但通过降准来发行基础货币，也会面临两个问题：一是太过刚性，难以进行微调（这就是为何降准必须要和公开市场操作相配合的原因）；二是最终也会难以为继（试想准备金率降低至零之后的极端情形）。从全球经验来看，过渡到通过央行买卖国债来释放与回笼基础货币的新机制，将是中国央行的长远之计。不过，这同样需要财政部门发行更多不同期限的国债来配合。

综上所述，在中国货币政策转型的过程中，为了增强短期利率向中长期利率的传导机制，以及为了创设更可持续的基础货币发行机制，中国金融市场上都需要大量可供买卖的、不同期限的国债。这就意味着，财政部门可以转换思路，发行国债的目的不仅仅是为了财政收支平衡与资金融通，而且是给金融市场创造安全资产，以及为货币政策实施提供基础资产。换言之，中国货币政策的转型，离不开财政政策的配合。

报告作者：

首席经济学家：张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任，国际金融研究中心副主任，研究员、博士生导师
证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13341

