



赵建：降准的政治经济学 ——谁能决定水流的方向



文/新浪财经意见领袖专栏作家 赵建

本文原发表于 2019 年 9 月

树长不到天上，水也只能向低处流。当经济进化到无比复杂的现代经济体，当货币深化到无比精致的现代金融体系，宏观管理的理念和工具进化了多少？

比如，商业银行的“商业化”程度，市场经济的“市场化”比例，现代公司治理的“现代化”进程。比如，定向降准这一为了维护政策“道德”而有违货币自由本性的无奈手段。

如果货币是中性的，那么所有依靠货币刺激的增长都只是一个幻觉。只是因为，货币滥发的社会成本还没显现，它们可以在不同代际之间转移。如果货币扩张的时滞可以长时间延迟，那么货币政策的选择本质上是一场信用资源的代际取舍——我们这一代还能给下一代留下多少宽松空间？留下一个什么样的信用生态？是互相信任还是互相伤害？

眼前，从货币到信用之间，从基础货币到广义货币之间，似乎越来越远。这一次降准，首先是帮助中小银行同业救急，其次是支持上半年过于激进的财政融资。至于中小民企，无论是信贷可得性还是低成本融资，都还需要遥远的传导和漫长的时滞。

问题的关键，很显然是商业银行，而商业银行的关键又是“商业”二字。如果现在中国的商业银行，只能或者只会做财政出纳和土地银行，那

么所有的降准降息释放的货币，都只能继续淤积在这两大“行业”。路径依赖下，一切都只是重复昨天的故事。

当然也就不会有真正的银行家精神。货币与信用之间，金融与实体之间，缺乏的恰恰是真正的银行家精神。此时此刻，它与企业家精神一样稀缺。

货币是现代经济的“活水”。上善若水，此处的“善”不是道德的审判，而是符合自然规律、经济之道，道法自然。从存贷基准到 LPR，从法定存准到 MLF，这些都是利率市场化的表现。但是，在这里我认为比利率市场化更重要，或者说与其同等重要的是，银行的再商业化。

只有商业银行成为真正的现代商业银行，真正的按照商业和市场的逻辑配置资源，让专业的人干专业的事，货币政策的传导渠道才会真正疏通，降准降息释放的“活水”才会通过商业银行专业的风险作业模式流向实体经济。否则，仍然是流入财政和房地产这两大水池，透支本属于未来的信用，制造泡沫、通胀和两极分化的“祸水”。

一、理解货币政策的中国特色：转轨经济体的货币控制

观察和理解中国的货币政策，不能完全照搬传统的西方货币政策理论框架。原因很简单，因为：中国是一个转轨经济体，当前依然处于转轨过程中，所谓的深化改革。为了更好的理解当下，我们暂且定义为当前中国处于后转轨时代。

转轨经济体属于发展经济学或者发展的政治经济学研究范畴，内涵和外延都比较丰富。单单从货币政策的领域来看，一个重要的特征是货币深化与货币控制长期并存，或者是沿袭了传统的改革技术——双轨制。



相对发达的金融体系，转轨国家的货币政策拥有的手段和工具更加强大。仅举几个：

1. 存贷款利率管制。这基本相当于计划经济模式，同水电煤气等所谓关系到“国计民生”的商品类似的价格控制。它们都是镶嵌在市场经济中的计划领地。虽然利率市场化名义上完全放开，但为了避免打价格战，央行依然保留“窗口指导”的权力。即使现在新定义的lpr，实际上也是市场和计划的混合体。

2. 金融企业的牌照。被政府严格的控制，申请此类企业的牌照不仅简单的看经济意义上的审查，还要看“身份”和“出身”。

3. 金融企业的产权。几乎百分之九十的直接或者间接国有（包括地方国有）。这直接决定着银行等金融机构的公司治理，以及传导到的经营偏好，包括客户偏好（国企和政府）、风险偏好、人才偏好（关系型人才）、管理偏好（层级权威、官僚主义）。

4. 监管部门的干预。从客户选择到定价权，几乎涉及到方方面面。银行可自主经营的空间越来越窄。监管和经营机构之间最近几年出现了越来越明显的“旋转门”现象，到金融机构任职的监管官员越来越多，也说明他们早就熟悉了金融机构的管理细节。

5. 央行的信贷额度。所谓的“合意贷款”，几乎等价于计划经济配额管理。

6. 各种各样的“窗口指导”。这个可能比固定规则的计划管制更严重，因为带有很大的随机性，有时候都没有法律和政策依据，让经营单位无所适从。

7. 外汇管理中的强制结售汇制度。属于强制性的将外汇资产国有化，但保留着一部分购汇的权力（个人每年 5 万美元）。

等等。

这种强大的金融控制力，对于转轨经济体至关重要：一方面是保证转

轨经济体稳定转型的保障，毕竟金融是现代经济的核心，国之重器，有多少转型国家倒在了金融自由化过快的泥潭中；另一方面，为货币政策的执行提供更强有力、更多选择的工具和手段。

比如，与美联储等金融已经市场化的国家央行相比，中国央行竟然可以直接管理到商业银行的信贷额度、行业投向和定价基准。甚至，可以改变银行的公司治理结构，直接任命高管或者增加治理主体（党委会）。这些在发达金融国家来看是不可思议的事情。也正是因为这个“优势”，我们的防风险攻坚战和金融去杠杆，才会发挥出举国体制的“效果”。

聚焦到本文的主题——降低存款准备金，以及接下来的降息，我们也应该在中国转轨经济体的特有背景和中国央行特别的资产负债表结构来看。首先，中国央行的世界高水位的存准是怎么形成的？这里面有一个漫长而又深刻的历史逻辑——外汇储备的周期，从快速上升期（2000s），到峰值（2014），再到下降期。这是央行资产负债表的资产端，而在其负债端，也就主要对应着存准的变化，主要是法定存准的变化。

问题是，2014年当外汇储备进入下降阶段后，央妈为了不缩表以保持基础货币供应的稳定性，开始大面积采用一系列“公开市场工具”，比如MLF、SLF等，本质上可以看作是有条件的“再贷款”。这就出现了我以前常说的转轨经济体在金融管制上的一个悖论：

一方面，商业银行以较高的利息成本从央行借MLF等，另一方面，大量被限制的流动性又被锁在存款准备金账户上。商业银行辛辛苦苦“拉来”

的存款（总体上看是贷款派生的，但单个银行尤其是小银行却是各种营销来的），最高时要五分之一上缴央行。严格来说，被锁住的法定存准才是真正的“资金空转”，它相当于强制让商业银行配置低收益的央行债务。

所以，从央行资产负债表管理的角度，从央行与商业银行之间的“交易关系”角度理解降准，不过是将人为管制的流动性或基础货币释放出来。体现在商业银行的资产负债表上就是，从法定存准转移到超额存准的科目变换。如果没有信用的创造，并不一定意味着广义货币总量必须扩张，因为货币乘数并不一定会提高；或者即使货币乘数提高了，但基础货币不一定提高，这涉及到央行对商业银行的信用扩张机理。

二、货币的自由本性与定向管制型降准的悖论：降准能增加广义货币吗

虽然，中国特色的货币政策，需要转轨国家特有的政治经济学分析框架，但是基本的货币银行学原理却不能超越。再特殊的树，也不可能长到天上；再不一样的水，也不可能流向高处。特色的，也是普世的。只不过，特色只是暂时超越的幻觉。哲学思辨，一和多，形式和实质。

我不想谈货币哲学，但或许可以谈谈货币“伦理学”。长期以来，中国的货币政策披上了公共道德的外衣，似乎一降准降息就是“放水”，就是罪恶滔天。货币政策被妖魔化，是货币金融体系不成熟的表现。货币当局当然要管理社会预期，但没有必要如此言不由衷、缺乏自信。道理讲明白，传播出金融理性，尊重市场和金融机构的商业模式，自然就不会有大

的预期冲击。毕竟，美联储都直接“直升机撒钱”了。

大国经济，比大国经济更大的是大国金融。总量已经是毫无疑问的超级规模：广义货币的存量，金融业的增加值，都已经天下第一，前者已经超过美欧总和；世界五百强有多少家是中国的银行，金融上市企业的利润早就占据半壁江山，金融企业的纳税和上缴利润也是独占鳌头。但世界第一的金融产能却服务不了民营和小微企业，服务不了新兴科技和新动能产业，逼得央行创新出前所未有的货币政策工具一定向型降准。基本的原理不过是想将宽松释放的流动性流向政策层想要的领域。

然而货币是自由的，在市场化的游戏规则下，货币选择的地方只有一个：利润洼地，也就是赚钱的地方，或悲观时避险的地方。即使你强制的改道或者堵塞别的管道，也会有各种通道或嵌套结构绕道流淌。市场的力量是巨大的，商业的智慧也无穷。比如前段时间对中小企业的定向降准或者低息贷款，就有不少银行和企业合作，或者修改企业的口径符合降准要求，或者找个符合标准的小企业作为通道或者干脆新注册个企业，以套取低息定向贷款。最终的“水”流向哪里了呢？无外乎一是通过结构化绕道

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_33507

