

中国货币政策框架转型:分歧与共识^{*}

张成思 计兴辰

〔摘要〕受世界经济长周期变化的影响,中国经济进入增长调整期,传统货币政策框架对核心经济目标的调控效果难以显现,新型货币政策框架呼之欲出。至今,关于中国是否已经形成新型货币政策框架以及新型货币政策框架的具体内容,仍然缺乏系统性研究。本文通过问卷调查方法对此问题进行深入分析。我们通过调研获得业界、学界和央行三组具有代表性的群体对中国新型货币政策框架的判断,以期获得各界对新型货币政策框架转型的分歧与共识。基于调研问卷结果的统计分析表明,虽然在部分问题上存在分歧,但各界基本形成了对货币政策目标、工具和央行独立性等方面的新型货币政策框架的共识。同时,央行也按照这一共识方向,加入“金融稳定”目标,推进以“央行沟通”政策为代表的包括“宏观审慎政策”、“信贷政策”、“贷款便利政策”以及“回购交易”等多种创新型货币政策工具的配合操作。新型货币政策框架有利于政策调控的前瞻性、灵活性和有效性。

关键词: 新型货币政策 货币政策目标 货币政策工具 调研问卷

JEL 分类号: E44 E52 E58

一、引言

十年前始于美国的金融危机,对此后世界经济长周期的变化影响深远,金融领域的震荡不仅冲击宏观经济的运行,还影响发达经济体央行货币政策的行为准则。当各国央行意识到传统货币政策调控方式难以在危机后维持金融市场稳定时,便相继对新型货币政策框架进行探索实践(Yellen, 2014)。当金融危机逐渐由发达国家蔓延至发展中国家时,中国政府出台较大规模的刺激性政策延缓了全球金融危机对中国实体经济的影响,避免了中国经济出现“硬着陆”。

然而,短期内的刺激性政策无法阻止中长期经济增速放缓的趋势。自2012年起,中国经济进入了“增长速度换挡期”、“结构调整阵痛期”和“前期刺激政策消化期”的“三期叠加”阶段。首先,根据“追赶周期”理论,作为后发追赶国家,中国已经保持近三十年的经济高速增长,随着经济体量的扩大,以及与发达国家技术水平差距的缩小,我国后发优势已经基本释放,保持高增速已经难以为继,开始进入“增长速度换挡期”;其次,受到基础设施建设阶段性饱和、环境资源约束以及人口红利消失等因素影响,我国产业结构正经历着从粗放式、劳动力密集型转向高端制造和技术密集型,需要阶段性的调整突破经济增长路径的依赖,由此进入“结构调整阵痛期”;最后,刺

^{*} 张成思,教育部长江学者特聘教授,中国人民大学财政金融学院副院长,教授,博士生导师,经济学博士;计兴辰,中国人民大学财政金融学院,博士研究生。本研究受到教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“基于微观基础的宏观金融政策研究”资助(项目编号16JJD790057)。

激政策带来的产能过剩和杠杆高企等问题,需要相当长的消化吸收过程,于是进入“前期刺激政策消化期”。

以习近平总书记为核心的党中央国务院在 2014 年将中国经济当下及将持续面对的“三期叠加”时期定义为“新常态”时期,这意味着中国进入稳定经济增长、优化产业结构、健全市场功能的新发展时期。与此相应,传统货币政策框架在“新常态”时期的转型和调整方向尤其值得关注。由于“新常态”迄今时间较短,货币政策框架的内涵非常丰富,所以针对“新常态”下新型货币政策转型等相关主题做出系统性研究的文献不多。有文献对发达经济体金融危机后非常规货币政策进行研究(如董昀等,2015),也有文献对中国信贷政策的转型进行分析论证(如高玉泽和徐忠,2012),还有文献对中国新兴的借贷便利类工具进行研究(如马理和刘艺,2014)。但是这些研究主要集中于对发达国家货币政策转型的分析或对我国货币政策工具箱中某个新型工具的论证,而缺少对我国“新常态”时期货币政策框架转型的系统研究。

因此,本文尝试全面研究我国货币政策改革现状,对“新常态”经济背景下货币政策框架的转型与重建进行评估,并探究未来改革方向。考虑到研究期限时间短,数据稀缺,并且实证分析方式难以具体全面地度量货币政策框架构建过程中社会各主体的角色和作用,所以我们在本文创新性地采用调查问卷方式研究“新常态”下我国新型货币政策框架的转型和重建问题。货币政策框架包括货币政策目标、货币政策工具、货币调控方式和货币政策沟通以及货币政策制定和执行机制等多个方面。其中,“政策目标”和“政策工具”是框架内的主体内容,目标和工具决定了央行执行货币政策的行动机制,也决定了货币调控方式。因此,本文阐述的我国货币政策框架主要集中于“货币政策目标”和“货币政策工具”层面,同时兼顾“央行沟通”和“央行独立性”问题。与此对应,本文调查问卷分别围绕“货币政策目标”、“货币政策工具”、“央行沟通”以及“央行独立性”四个方面展开。

为了更全面、客观地度量货币政策改革进程与效果,调查问卷的发放秉持兼具多样性与代表性的原则,分别选择了“央行内部人士”,以代表货币政策决策层观点;选择了“金融业界人士”,以代表政策接受者观点;选择了“金融学界人士”,以代表相关理论研究者观点。我们将三类主体的问卷分类并汇总,通过对结果的研究分析发现,虽然不同主体存在意见分歧,但共识远大于分歧。全社会的共识体现在:各主体均认为我国货币政策的转型正伴随着“新常态”时期而进行,并将会在可预见的未来继续政策的改革和创新,丰富政策工具箱以及更积极主动地与市场沟通。但货币政策的转型并不意味着抛弃传统政策操作方式,而是为了适应新时期的要求将创新型政策与传统政策进行融合,这将开启我国货币政策的新纪元。

二、研究方法与问卷调研设计

为深入探究我国货币政策现状,我们通过问卷方式研究社会各主体对当前货币政策变革的观点及期望。具体来说,问卷主要目的在于探究各市场主体对于央行新型货币政策实施的感知程度、效果评估以及趋势判断,对此调查结果的采集分析可以帮助我们对货币政策框架转型情况有更直观深入的了解,并更清晰地探明改革的方向,以解决货币政策框架转型与重建中的问题。

考虑到调查问卷的形式限制,我们在问卷中从“是什么-为什么-怎么样”的传统思维范式中截取了“是什么”和“怎么样”部分,并添加了受访者对未来趋势的判断内容。问卷以“是什么-怎么样-未来趋势”为主线贯穿始终,即遵循“货币政策是否已经转型”、“新型货币政策效果如何”以及“货币政策重建趋势”这样一条逻辑脉络。所有问卷均以电子形式发放和回收。

基于问卷的研究目的和逻辑脉络,调研问卷题目分为四个部分。根据已有研究和实践经验可

知,新型货币政策框架的建立主要体现在货币政策目标和货币政策工具方面的革新。所以,我们调查问卷前两部分问题分别围绕“货币政策目标”和“货币政策工具”两大主题。而在诸多新型货币政策工具之中,“央行沟通”政策由于实践国家众多且政策效果明显而格外受到关注,所以调查问卷第三部分设立与此相关的详细问题。问卷的第四部分是有关央行与政府的关系。由于传统理论界已经将“央行独立性”认定为货币政策有效的前提条件,所以央行独立性水平的变化对于新型货币政策框架的建立同样至关重要。

以上从宏观层面介绍了问卷设计的理念和框架,下面详述问卷中的各个问题。问卷第一部分“货币政策目标”针对三类主体提出两个问题。首先是“2012年以来中国经济增速降到8%以下,2014年中国经济进入三期叠加的‘新常态’阶段。这种经济运行速度的调整是否使您去考虑改革央行政策目标?”其次是“如果上题回答为‘是’,则您觉得货币政策应该考虑金融稳定、经济增长、汇率稳定哪个或哪些方面?”这两道问题的目的在于从各市场主体的观点中了解改革政策目标的必要性以及新目标选择的合理性。另外,在对央行内部人士发放的问卷中,我们额外加入了“这种经济运行速度的调整是否引起央行外部关于改革央行政策目标的讨论?”以及“如果上题回答为‘是’,则您觉得货币政策应该考虑金融稳定、经济增长、汇率稳定哪个或哪些方面?”这两道问题,以此来测度央行对市场的了解程度,这同样也是“央行沟通”的一种体现方式,因为“沟通”本意就是信息的相互传输,所以央行沟通的含义不仅是央行向市场发布信息,也包括央行对市场状况和市场预期的了解和管理水平。

调查问卷第二部分“货币政策工具”针对三类主体提出两个问题:“您对央行已采纳的非常规货币政策效果如何评价?”以及“如果经济回到常态,您认为以上非常规政策会保留、保留并修改还是部分保留?”,选项包括“零利率”、“QE”、“央行沟通”、“宏观审慎”、“信贷政策”、“新增贷款便利”、“回购、逆回购操作”。这两个问题既考察市场各主体对于央行已经实施政策的态度和评价,又探究各方对以上政策趋势的判断,即当下货币政策的革新究竟是相机变化还是新型货币政策框架的雏形。另外,在对央行内部人士发放的问卷中,我们额外加入了“在政策实施前,央行对以上政策的态度如何?”的问题,以此分析央行内部对于新型政策工具的态度和选择,从而更清晰地了解货币政策决策层的意图。

调查问卷第三部分“央行沟通”不仅关注央行沟通基础概念的问题,还聚焦于央行沟通中最前沿的方式——“前瞻指引政策”。前两个问题是“2014年中国经济进入三期叠加的‘新常态’阶段如何影响央行与市场进行沟通的程度?”和“您认为在经济回到常态化之后,这些央行沟通的政策在未来应该会怎样变化?”。与第二部分的逻辑类似,一个问题关注社会各主体对央行沟通的评价,另一问题探究其对未来趋势的预期。后两道题是“对于‘基于时间型’、‘基于数据型’以及‘开放型’前瞻指引方式,央行已经采纳哪种方式?”和“在未来,哪种方式的前瞻指引您觉得会在央行操作中更有效率?”。其中前一问题重点在于考察市场各方对前瞻指引政策类型的辨认,也可通过此题度量央行的政策意图是否清晰,后一题在于了解相关各主体对于未来政策倾向的把握,以及市场与央行是否在前瞻指引问题上看法一致。

调查问卷第四部分“央行与政府”分成两个层次,第一层次关注央行与政府之间的界限,第二层次侧重央行独立性的变化。第一层次有两个问题:“在抵御低增长以及适应‘新常态’的过程中,是否有关于央行过于政治化,越界进入政府领域(央行涉及财政政策领域)的批评声?”和“在抵御低增长以及适应‘新常态’的过程中,是否有关于政府跨界进入央行领域(财政部门涉及货币政策领域)的批评声?”。这两个问题是同一行为的两个方面,用以了解政府和央行双方是否均有跨界行事的行为,以及新型货币政策的实施是否使双方职权界限模糊。第二层次同样有两道题:“在这一阶段您认为央行的独立性有何变化?”和“在未来,您认为央行独立性会受到损害么?”这两道题

重点落在“央行独立性”上,我们对当下和未来央行独立性受货币政策转型的影响进行评估。

在设计调查问卷时,我们秉持两个原则。第一,确保问卷问题简明清晰,使受访者不必花费太多时间即可完成作答,以此提高调查问卷回收率并保证问卷质量。第二,考虑到行业特殊性,在发放给央行内部人士的调查问卷中,我们避开敏感问题,只关注学术问题,确保可以得到真实有效的问卷回复。

表1归纳了“央行内部人士”、“金融业界人士”以及“金融学界人士”作为受访对象的问卷调研情况汇总,其中“央行内部人士”均来自具有代表性的中央银行系统,涵盖调查统计司、营业管理司、金融研究处、货币政策司、反洗钱中心、研究局、人事司等部门,这其中有13%来自分支行,其余87%来自总行;“金融业界人士”则均来自金融业界各行业,包括证券基金公司(34%)、商业银行(29%)、评级机构(12%),以及信托、政策性银行等其他金融部门(25%);“金融学界人士”以各高校金融研究院系及金融研究机构人士为主,其中73%来自于综合学科大学,21%来自于财经类大学,6%来自于社会研究机构。我们于2016年11至12月向央行内部人士、业界人士和学界人士分别发放了100、80和80份问卷,其对应回收量及比例为83(83%)、58(73%)和62(78%)。

表1 问卷调研情况汇总

组别	部门/机构	发放 (份)	回收 (份)	回收率 (%)	部门/机构占比 (%)	填写耗时 (秒)	题目数量 (个)	每题平均耗时 (秒)
央行组	总行	100	83	83	87	305	17	18
	分支行				13			
	证券、基金公司				34			
业界组	商业银行	80	58	73	29	317	14	23
	评级机构				12			
	其他				25			
	综合类院校				73			
学界组	财经类院校	80	62	78	21	271	14	19
	社会研究机构				6			

在受访者地域选择方面,我们充分考虑到北京作为政府机构、金融公司总部聚集区和高校集中分布区的现实情况,因此北京地区问卷发放数量占比最大,最终回收104份,占总回收份数的51%,其余各地区合计回收99份,占总回收份数的49%。综上,我们基本实现了重点考虑北京地区,兼顾全国其他区域的规划理念,使问卷发放兼具代表性和多样性。

考虑到不同主体的异质性,我们对各主体分类发放、回收和分析。同时,考虑到央行区别于其他市场主体的特殊地位,我们在对其内部人士的问卷中额外加入了体现其货币政策决策及执行职能的问题。但总体而言,三份问卷的核心思想、设计理念和题目结构保持一致。

另外,受访者填写问卷的耗时情况可在一定程度上反映其填写时的认真程度,也可部分体现出问卷结果的质量。因此本次问卷发放及填写均借助手机软件完成,便于统计受访者耗时情况,对问卷质量把关。考虑到存在极少数由于手机系统故障或其他原因导致的极端值,我们采取中位数方式统计各领域平均耗时情况。如表1所示,央行内部人士平均耗时305秒,业界人士平均耗时317秒,学界人士平均耗时271秒。由于央行组问卷共17题,其余两组问卷均14题,所以各领域人士每题平均耗时为18秒、23秒及19秒。通过耗时情况可知受访者答题较为认真,问卷结果的质量可充分保证。

三、货币政策目标的转变分析

受到金融危机与全球经济增长乏力的影响,全球货币政策共识受到冲击,央行仅通过调节短期利率工具实现价格稳定目标难以满足经济现状对货币政策的要求。关于是否应该调整央行货币政策目标,以及是否应该创新央行货币政策工具,新的实践已经开始尝试,然而新的共识远没有达成。根据传统货币政策理论(如 Mishkin, 2009),物价稳定与经济增长是中央银行最主要的目标。除此之外,可能还会考虑金融市场稳定、利率稳定等目标。各国参考传统理论并根据经济需要设定各自央行货币政策目标,目标框架主要有以下几种形式:首先是多数发达国家央行实施的“通货膨胀目标制”,即货币当局明确以物价稳定为首要目标,根据通胀率预测结果和目标通货膨胀率之间的缺口对货币政策进行调整和操作;其次是美联储实施的以盯住“最优长期通货膨胀指标”和“长期政策失业率”两个核心目标的框架体系;再次是欧央行实施的“准通货膨胀目标制”,即规定“在中期内,欧元区的消费价格协调指数(HICP)的年均增速应低于(但接近于)2%”。我国吸取各国央行经验并根据国情于 2003 年修订通过了《中华人民共和国中国人民银行法》,其中规定货币政策目标为“保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长”。

2008 年全球性金融危机引发世界经济低迷,诸多国家都开始考虑并实施货币政策目标的改革,为了解“新常态”阶段我国央行货币政策目标变化情况,我们设计了第一组题,探究所有受访者是否考虑过对货币政策目标的改革,以及想添加或调整的内容;而关于央行人士,我们额外增加一道问题,以期探究央行内部对市场预期的掌控程度。根据对问卷结果的分析,我们发现,第一组问题所得结果与我们预期较为一致,以此验证我们关于央行新型货币政策框架转型思考的必要性。

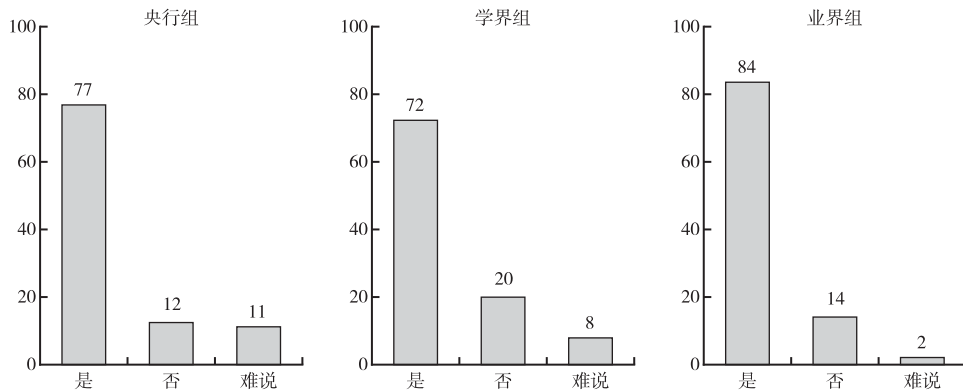


图 1 货币政策目标改革讨论

注:数字代表赞同该选项的受访者比率。

图 1 显示,所有调查组回答“是”的比例都超过了 2/3,比例最高的业界组达到 84%,而被外界认为因循守旧的央行,其比例也已达 77%。可以说,改革货币政策目标的呼声压倒性领先于保守不变的声音,与美国所进行的相关研究结果相比(Blinder et al., 2016),我国对央行目标改革的呼声更为强烈。另外,央行对外部市场预测结果是 81% 选择为“是”,与市场真实结果 84% 相比只差三个百分点,体现出央行内部对市场较高的了解程度。这与我们传统意义上对央行所谓“高高在上”的印象有所不同,在一定程度上也反映了央行与市场沟通渠道的畅通。

各界人士对未来改革方向的思考体现在下一题中,该题探索受访者关于政策目标进一步的倾

向。结果表明,尽管程度不同,但各界人士都对“金融稳定”目标最为青睐。图2显示,业界、央行、学界人士选择此目标占比分别达到67%、62%以及49%,均大幅度高于选择“经济增长”、“汇率稳定”的比例。这一结果印证了2016年央行开始实施以金融稳定为主要目标的“宏观审慎”政策绝非相机决策,而是基于央行管理者对该领域长期思考和内部共识的基础上做出的决策。问卷结果也反映出各界对此的共识,甚至业界组对此的偏好程度还要略高于央行。可以看出,“宏观审慎”政策的实施具有宏观理论和微观基础的支持。

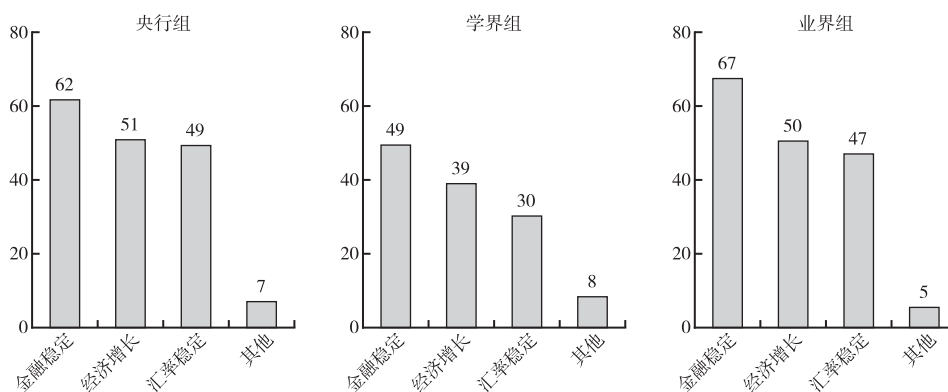


图2 货币政策目标改革方向讨论

注:数字代表赞同该选项的受访者比率;因为多选题,所以各组统计百分比总和不一定等于100%。

另外,在2008年全球金融危机后,各国央行都加大了对金融风险的防范力度,越来越强烈地表现出对金融稳定问题的重视,因为金融危机使其意识到危机间接影响了经济体的价格稳定并阻碍了货币政策的传导,产生巨大的成本(Laeven, 2016)。目前,由于存在金融体制不健全、金融监管不到位等问题,发展中经济体的金融市场比发达经济体更加脆弱,中国也不例外。2008年至今,伴随着中国经济的增速下滑,中国金融市场经历了多次证券市场震荡、市场流动性紧缺以及债券市场违约事件,影响市场主体的信心,不仅对市场运行带来危害,而且影响到货币政策调控效果。

从金融危机的演化过程可以看出,传统货币政策目标所追求的物价稳定并不代表金融稳定。可以观察到,金融危机爆发前近十年内,尽管美国的物价保持稳定,但货币政策持续保持过度宽松状态(Klomp, 2010)。Taylor(2009)提出,“长时间保持宽松的货币政策,从而导致低利率水平得以维持过久,存在金融危机爆发隐患”。全球金融危机之后,中国宏观金融市场与美国金融危机前较为相似,持续数年的低利率刺激金融中介机构加大杠杆以至于承担过度风险,易形成以商业银行为中心的“信用驱动型”泡沫。这种泡沫较为危险,当金融机构贷款急剧增加时,其资产负债表恶化。随着金融失衡程度的逐渐加深,金融机构会开始缩减贷款发放的数量,此举可能导致经济运行进入萧条(Mishkin, 2011)。

基于中国经济现状与相关理论背景,受访者在调查问卷中达成一个基本共识:“新常态”背景下,中国央行目标框架需要改革,应更加关注金融稳定问题,尤其对信用泡沫保持警惕。传统货币政策关注价格稳定,而新型货币政策应更加重视宏观审慎政策,调整逆周期的信用规模,进而维护金融系统的稳定运行。

四、货币政策工具的转变分析

金融危机发生后,全球多数央行按照传统教科书所授的降利率方法刺激经济,但收效甚微。随着危机加深,个别国家开始对新型货币政策探索试验,其中包括零利率政策、负利率政策、量化宽松政策、前瞻指引政策以及宏观审慎政策等。中国人民银行在全球金融危机时期并没有对本身货币政策工具箱进行扩容,而在随后几年特别是中国经济步入“新常态”后,开始逐步探索新型货币政策工具的使用,其中包括央行沟通、宏观审慎、信贷控制、新增贷款便利等,尽管部分工具(如长期贷款便利^①)本质上是新版的再贷款,但仍然暗示出央行政策工具转型的动向。

与此对应,本文调查问卷的第二组问题关注受访者对央行已经实施的新型货币政策工具的感知、评价和展望,通过本组问题探索中国目前新型货币政策实施的现状和转型趋势。前两道题对各领域人士统一发放,第一道题要求受访者对已有新型政策工具做出评价,第二道题关注各领域人士对新型政策工具趋势的预期,以判断当下我国对货币政策工具的创新究竟是应对经济现状的一时之举还是向新型货币政策框架转型的迈进。鉴于央行决策机构的职能,我们额外为其增加一道题,试图了解央行内部对各项新型政策工具实施的态度和共识。

表2和表3归纳了相应的问卷结果,从中可以得出以下主要结论:首先,央行接受货币政策转型理念并已经着手对其探索实践,而且对于已经实施的各项新型政策,央行内部已达成较高共识(接受程度均超过80%)。其次,各界人士均对央行已经实施的各种新型货币政策前景看好,多数认为以上政策应该被保留并长期实施(如表3所示)。可以判断,“新常态”以来我国央行对新型政策的探索较为成功,并受到各界认可并应保留,尤其是“宏观审慎”和“央行沟通”政策,央行、业界和学界均有80%左右受访者认为该政策工具应该“保留”或“保留并改进”。另外,从调查问卷的其他结果中(此处未汇报)我们还发现,各界对央行已实施的新型货币政策满意度评价处于中上等水平,集中于“较好”和“一般”选项。集中度最高的“回购交易”达到95%,即使最低的“信贷政策”也达到78%。

表2 新常态时期央行对非传统货币政策的选择

新型政策工具	接受	考虑但拒绝	没有考虑	(空)
零利率	9	25	57	10
QE	21	40	27	12
央行沟通	85	4	6	5
宏观审慎	86	1	6	6
信贷政策	84	5	6	5
贷款便利工具	84	2	9	5
回购交易	83	5	6	6

注:数字代表央行管理者选项回复的人数比率,因为多选题,所以各组统计百分比总和不一定等于100%。

^① 贷款便利(loan facility)实际上对应的中文就是简单的“贷款工具”,只是早期非专业人员的僵硬(错误)翻译,将facility错误地译成“便利”,致使现在各种资料都沿用“贷款便利”一说。

此外,通过对问卷数据深入挖掘,还可观察出各领域较为明显的差异性。作为决策机构,央行对自身使用政策工具情况的评价要高于其余两个领域对此的评价。例如央行对“央行沟通”、“宏观审慎”、“信贷政策”实施情况的评价集中于“较好”,选项集中度分别为62%、77%和65%;而其他两个领域人士对此三项工具评价集中于“一般”,平均选项集中度分别为52%、57%和57%。此外在新型政策未来趋势判断上,央行内部高比例认为除了“信贷政策”之外,其他新型政策工具均可以无须改进保留使用。而在业界和学界,多数受访者希望保留各种新型政策工具,同时要做出相应改进和完善。以宏观审慎政策为例,表3中的卡方检验结果表明,央行组与其他两组人士的选项分布有显著差异,央行人士多数倾向对已实施的宏观审慎政策完全保留,而其他两组有部分人士希望能够对政策进行改进后保留。问卷结果的差异可以理解,决策层一定是选择其自身认为最优政策工具进行操作,所以对其实施的政策评价较高也在情理之中。同时,这种差异也反映出部分政策实施效果未及所期,需要改进。

表3 宏观审慎政策前景展望

宏观审慎政策	央行组	学界组	业界组	Chi-sq	
				央行 vs. 学界	央行 vs. 业界
保留	53	28	41	45.7***	21.2***
保留并改进	35	46	40		
部分保留	4	15	12		
下结论还太早	5	3	2		

注:数字代表占受访者比率,Chi-sq表示卡方检验,用以检验央行与学界、业界问卷结果的独立性,***表示1%显著性水平下显著,下同。

鉴于“央行沟通”在诸多发达国家的成功操作经验以及政策的复杂性和争议性(Bernanke, 2004),第三组问题围绕这一新型货币政策工具进行。第一道题要求各领域人士比较“新常态”前后央行沟通水平,随之引出的问题就是当下我国央行沟通程度以及透明度处于何种水平,政策前景如何,这一工具是否会随着经济恢复常态而被遗弃。问卷结果汇报在表4中,多数受访者认为“新常态”时期的央行沟通水平要高于之前阶段,其中学界、央行、业界持此观点者分别占各自总数的59%、73%和74%,此结果较为明显地反映出各界尤其是央行对“央行沟通”这一政策工具的重视程度。

表4 新常态时期央行沟通的变化

央行沟通政策	央行组	学界组	业界组	Chi-sq	
				央行 vs. 学界	央行 vs. 业界
大幅度减少	0	2	2	34***	16.5***
略微减少	11	7	5		
没改变	4	8	7		
略微增加	27	36	41		
大幅度增加	46	23	33		
很难讲	12	25	12		

注:同表3。

表4中有一个细节值得关注,卡方检验的结果反映出央行组与学界和业界组的选项分布存在显著差异,主要体现在央行有高达47%的比例选择“大幅度增加”选项,高于业界15个百分点,高于学界27个百分点。这一差别说明,未来政策实施方式需要改进,否则沟通效果会有所折扣。同时,这一题的结果表明,“新常态”后我国“央行沟通”水平确实在提高,央行透明度也随之提升。下一题的统计结果(表5)表明,这一趋势会不断加强。根据表5的结果,只有极少数受访者认为未来央行沟通水平会倒退(业界比例少于20%,学界比例少于10%,央行比例少于15%),其余均认为央行透明度未来会不同程度提高,而且各界均认为提高央行沟通水平对我国宏观金融市场发展大有裨益。

在“央行沟通”政策的各项具体工具中,“前瞻指引”是较为前沿的一种(Campbell et al., 2012),所以我们需要了解央行及市场对于这种工具的态度观点。由于“前瞻指引”是央行与市场沟通的一种方式,其操作方法没有严格的规则限定。各国央行根据国情、经济形势和传统惯例进行操作,市场捕捉并消化央行发布的信息后做出相应反应,但也存在市场对央行发布的信息疏漏和误读的情况,尤其是在“前瞻指引”经验较为缺失的国家(Chehal and Trehan, 2009)。所以我们设计以下题目测度各领域人士对央行前瞻指引政策操作的感知水平,以此探究央行与市场之间信息交流情况。另外,我们还要关注究竟哪种方式的“前瞻指引”会被受访者认为更有效率。

表5 央行沟通政策前景展望

央行沟通政策	央行组	学界组	业界组	Chi-sq	
				央行 vs. 学界	央行 vs. 业界
完全转向	1	2	2	7.9*	4.6
稍微转向	14	7	17		
保留不变	10	11	5		
进一步加强	31	31	33		
很难讲	11	5	9		

注:数字代表受访者比率,Chi-square表示卡方检验,运用卡方检验测度央行与学界、业界问卷结果的独立性,*代表在10%下的显著性水平。

通过对问卷数据的分析,我们考察前瞻指引政策的使用种类(图3)。央行方面认为“开放型”前瞻指引是其最常使用的指引方式,比例接近半数;而“基于时间型”和“基于数据型”前瞻指引使用情况不相上下。市场方面,其对“开放型”和“基于数据型”前瞻指引的感知能力较高,“基于时间型”前瞻指引不易被市场感知。但三个领域受访者共同点是极少有人无法感知央行实施的“前瞻指引”操作(少于10%),由此我们可以判断央行已经开始通过“前瞻指引”的沟通方法向市场发出信息,市场也能够较好捕捉到央行发出的信息。

在对各类型前瞻指引效率的比较问题上,从表6可以发现,各界均不看好“基于时间型”前瞻指引,这与理论界主流观点不谋而合,这种方式的前瞻指引不仅束缚央行的选择易使其陷入“时间不一致”恶性循环,还难以使市场掌握央行反应方程,因此劣势尽显(Woodford, 2008)。另外,各领域人士对其余两种政策态度不尽相同,学界与业界偏好“基于数据型”前瞻指引,而央行对“开放型”和“基于数据型”前瞻指引的偏好程度不相上下(49%和53%)。

这个结果也不难理解,“基于数据型”前瞻指引可以最大化提供央行信息,并有助于市场掌

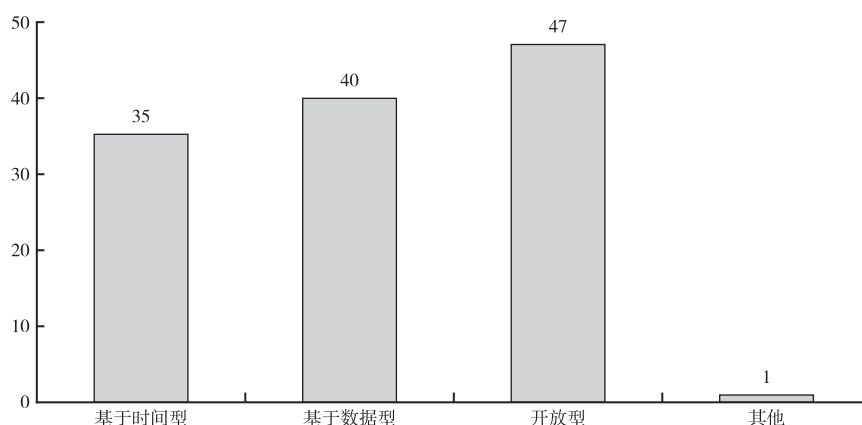


图3 前瞻指引政策使用种类

注：数字代表赞同该选项的受访者比率。根据81名央行管理者答案制图，共收到121份答案。

握央行反应方程，市场可以凭此对远期货币政策做出较为准确的预期，使行为方式最优化；而央行一方面也希望最大化向市场公布信息，进行预期管理，但另一方面又不愿做出承诺，希望仅通过“开放型”前瞻指引，便可无需附加承诺稳定市场情绪，在不束缚未来行为方式的情况下管理公众预期(Moessner et al., 2016)。通过结果我们可以判断，我国央行会根据不同形势的需要在这两种前瞻指引方式中做出选择。且从业界与其他领域人士在对“下结论还太早”的选择存在较大差异这一结果可知，作为金融市场的直接从业者，其迫切希望央行能够加快“前瞻指引”的实施。

表6 前瞻指引方式展望

前瞻指引政策	央行组	学界组	业界组	Chi-sq	
				央行 vs. 学界	央行 vs. 业界
基于时间型	20	21	21	5.7	23.2***
基于数据型	49	57	60		
开放型	53	43	41		
无	0	0	5		
下结论还太早	25	20	5		
其他	4	21	7		

注：同表3。

通过对调查问卷中“央行新型货币政策工具”主题的题目结果分析，我们更加清晰勾勒出“新常态”背景下我国货币政策实操情况和转型重建的路径。新型货币政策已经成为我国央行重要的宏观调控手段，市场对这种政策创新也有较好的反馈，并对更大力度的转型充满期许。在诸多政策工具中，“央行沟通”由于其灵活及时、成本较小，不会造成货币泛滥、通货膨胀后果的特点受到各界好评，成为新型政策框架中最重要的政策之一。我国央行已经开始对“央行沟通”中前沿的“前瞻指引”政策进行操作，体现出其对于政策改革的重要性。

五、央行独立性分析

在讨论完央行货币政策目标和政策工具的改革情况后,最后还要明确“央行独立性”在新型政策框架中的位置,即政府与央行的职能是否会随着新体系的建立而发生变化。相比于发达国家,我国学界、业界对此问题讨论较少,我国央行与政府职能关系也较为稳定。随着“新常态”的到来,新型货币政策框架应运而生,我们希望通过调查问卷了解政策革新是否会对原有独立性状态造成影响。

第一题探究“新常态”时期央行是否有越界行使职能之嫌;第二题关注这一时期是否存在央行职能被干扰的情况发生。作为对前两题的总结,第三题要求受访者对我国央行独立性水平做出评价,最后一道题探讨在未来新的货币政策框架中央行独立性水平的变化情况。统计结果汇报在表7中,从中可以看到,除了对第一题的回答分歧较为明显之外,各界人士在对这一组有关央行独立性问题的回答中显示较强的一致性。央行内部多数人认为自身并无“越界”行为,而业界、学界多数认为这一现象存在,但并不严重。

表7 新常态时期央行独立性变化

央行独立性	央行组	学界组	业界组	Chi-sq	
				央行 vs. 学界	央行 vs. 业界
更高	14	3	9	11.9**	22.1***
没有变化	25	31	14		
削弱少许	30	26	50		
削弱较多	20	26	14		
很难讲	12	26	14		

注:同表3。

这个两极分化的选择结果值得深思:央行对自身行为的规范性是坚定相信的,但仔细分析学界、业界对此抱有怀疑也有其依据。举例来讲,央行实施的“信贷政策”有越界之嫌。根据宏观调控理论可知,某种货币政策的实施若有可能构成政府支出,进而使纳税人承担利益上的损失,便被称为“准财政政策”,而央行实施这种政策便极有可能越过传统意义上央行与政府之间的界限。当央行业务涉及信贷领域时,其通过“信贷优惠”指导商业银行向某些领域与行业优先配置资金。多数情况借款方合理利用资金有助于国家产业发展,期末按规定还款。但如果经营不善,贷款成为银行坏账,就造成了一个较为复杂的局面,即央行货币政策造成商行亏损,而这些亏损将由财政补充,由此信贷政策演变成“准财政政策”。可能基于以上考虑,部分受访者给出“央行越界”的结论。

除此题之外,各领域人士答案呈现一致性。第二题选择“存在央行职能被侵犯的情况”的平均比例超过75%,学界为85%。从一致高比例的回复结果不难判断,“新常态”下央行职能受到干扰的现象存在。无论是央行越界政府,还是政府干预央行,其表现出的问题都是央行与政府之间权限的不明晰,学术问题对应于央行独立性。第三题中各界人士答案集中在独立性“没有变化”和“削弱少许”选项上。

以上结果一方面体现出各界人士认为“新常态”时期央行整体独立性水平变化不大,另一方面体现出独立性有被削弱的趋势,这与已有的针对各国央行类似的研究结果一致,表明此现象具有普遍的全球性特征。金融危机和经济增长乏力可能会影响央行与政府之间的传统界限,这对央行来说是一重大考验。而对于第四题,各界人士多数认为在未来政策框架的构建中,央行独立性会被削弱,但各方对削弱程度的判断并不相同(见表8)。

表8 央行独立性前景展望

央行独立性	央行组	学界组	业界组	Chi-sq	
				央行 vs. 学界	央行 vs. 业界
不会削弱	14	5	10	27.3***	9.5**
削弱少许	15	21	24		
削弱一些	27	31	31		
削弱较多	10	21	7		
下结论还太早	35	21	28		

注:同表3。

通过对这组题目答案的统计分析,可以得出结论:各界均认为“新常态”下央行与政府职能的界限较为模糊,央行独立性水平也较以往有小幅下降,并且认为独立性在未来会持续受到一定程度上的削弱。这一共识背后的原因在于我国政府面临经济三期叠加、结构调整转型的重大压力,会加大整合宏观调控手段的力度,更加注重协调配合各职能部门以确保经济平稳增长及风险管控。不可避免地,这些任务就会与央行原本致力于实现的通胀、失业率等目标产生一定程度上的冲突,导致央行独立性水平下降。但鉴于原本我国央行独立性水平并不高,政府一直以来都会对央行政策做出统一调控(孙凯和秦宛顺,2005),所以央行独立性受“新常态”影响并不会十分明显。

中国目前处于经济转型升级的特殊时期,央行独立性问题与调结构、去库存、降杠杆等问题相比可能并不急迫,决策层会优先考虑其他更重要的目标。不过,从货币政策框架转型与重建的长远角度来看,这一问题在未来可能需要予以考虑和重视,毕竟研究表明央行独立性与货币政策有效性存在一定联系(范方志,2005)。新型货币政策框架希望通过预期管理、宏观审慎等方式降低金融市场风险,使央行重新掌控市场。根据政治商业周期理论、动态不一致理论以及各国实证经验,央行可信度水平与央行独立性水平成正向关系,央行很难在缺乏独立性的情况下保持较高可信度。而央行可信度是影响影响政策有效性的重要因素,只有当公众对央行产生信任时,“央行沟通”渠道才能通畅,“前瞻指引”才能切实影响市场行为,“宏观审慎”才能顺利运行(Svensson,2015)。综上,未来我们需要从更远的角度考虑对新型货币政策框架的构建,把握好工具创新和独立性水平的平衡关系,让新型货币政策在宏观调控政策框架中全面、协调、可持续地发展和完善。

六、讨 论

通过对调查问卷四个部分结果的统计分析,我们可以得出较为明确的结论:在宏观经济进入

“新常态”时期后(即2012年之后),我国货币政策不断创新和完善,已经形成了新型政策框架的雏形。在这一新型货币政策框架内,我国央行更加注重金融稳定对于金融市场正常运行的重要意义,并积极扩充货币政策工具箱,将“央行沟通”、“宏观审慎”、“信贷政策”、“贷款便利”“回购交易”等新型工具纳入常规操作工具中,尤其强调“央行沟通”作为货币政策新型传导渠道的重要价值。

从本质上讲,当下我国货币政策框架的转型与重建并非传统意义上对“数量型”货币政策到“价格型”货币政策转变的讨论,而是在货币政策理念层面的重构。从货币政策传导角度来说,“数量型”与“价格型”货币政策的差异只体现在中介目标方面,前者以数量型调控工具为主,如将广义货币供应量作为中介目标;后者则以价格型调控工具为主,如将利率作为中介目标。而重构中的新型货币政策框架对包括操作工具、操作目标、中介目标和最终目标在内的货币政策传导体系都做出改革创新。但这种创新不是对传统“数量型”或“价格型”货币政策的全盘推翻和否定,而是将新型政策与传统相结合,希望通过两者的互补实现政策效用最大化。

任何政策框架的转型与重建一般都需要具备两方面条件,一方面是外部环境的影响和冲击,另一方面是内部人士以及全社会形成改革的共识。无论是世界历史中英国新兴资产阶级崛起后形成的《权利法案》,日本黑船事件后推进的“明治维新”,美国大萧条后形成的以《1933年银行法》为代表的大量金融法案,还是中国秦朝初期的“度量衡”改革,明代中期的“一条鞭法”,以及40年前的“改革开放”政策的提出,无一例外都是外部客观环境与内部主观能动性的合力所成,并且在这两方面的作用力关系上,外部环境影响了内部主观观念,内部主观能动性会反作用于外部环境。我国当下这次货币政策改革面对的外部冲击就是2012年以来的经济“新常态”,这次经济增长阶段的调整导致我国内部形成对改革的共识。

“新常态”在宏观经济层面表现为从经济高速增长转为中高速增长,结构不断优化升级,以及驱动方式从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。在金融领域,“新常态”主要表现在直接融资扩大化、投资产品多样化、金融资产扩张化以及债务风险集聚化等等。如图4所示,“新常态”时期,直接融资(主要包括企业债券融资和股票融资)在总社会融资规模中占比越来越大,而间接融资(主要包括贷款和委托贷款融资)增速放缓,传统调控方式很难延续;金融脱媒浪潮来临,以银行理财、信托渠道、P2P为代表的金融投资产品开始挑战居民银行存款的地位,银行表外业务“野蛮”生长,影子银行机构林立,投资产品由于处于传统监管模式真空地带而疏于管控;央行推动全社会金融资产的扩张进程,以配合财政刺激政策,避免宏观经济硬着陆,以M2/GDP为代表的货币化指标从2012年的174%增至2016年的203%,货币扩张速度超GDP扩张速度年均近6%;前期积极的财政政策和宽松的货币政策推动经济总体杠杆率提升(张成思和张步昙,2016),2015年全社会杠杆率达到249%,全社会债务高企、风险集中度高,机构间资金拆借额度增加,市场恐慌事件频出。宏观经济和金融市场的“新常态”促使社会各界思考对货币政策的改革,迫切希望新型货币政策框架的构建。全社会达成共识,仅凭货币政策的“量价工具”难以把握市场,央行要通过以“央行沟通”为代表的新型货币政策工具掌控市场,适应形势的新变化。

与我国央行实践类似,西方发达国家在全球金融危机的洗礼之后,也开始思考货币政策框架的转型,并开始实践新型货币政策。例如,北欧、美国、英格兰等国央行皆创新性实践“央行沟通”政策工具,尤其是美国,金融危机后央行沟通的方式和频率都有较大的改变。美联储自2012年起公开官方通胀目标,召开新闻发布会以及发布经济预测,及时公布议息会议决定,并公开货币政策委员发表的各种观点。从其实践经验可知,政策的变革增强了货币政策效果,稳定了金融市场,并提高了央行的可信度,有助于信息对称(伍桂和何帆,2013)。再如,英格兰银行和欧洲中央银行在金融危机后,采用借贷便利类货币政策工具,在紧急情况下提供流动性,援助陷入暂时性资金短缺的

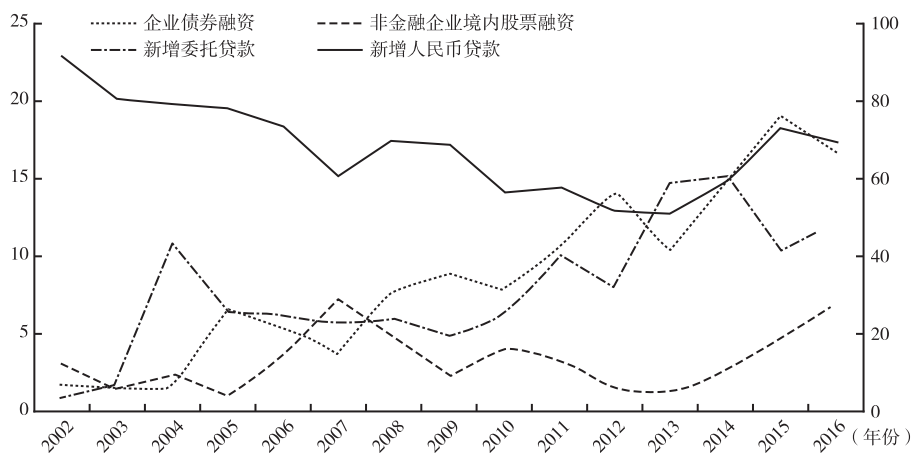


图4 社会融资规模占比

数据来源:Wind 资讯数据库;

注:“新增人民币贷款”占比对应右坐标轴,其余融资方式占比对应左坐标轴。

金融机构,以维持金融系统稳定(Eser and Schwaab,2016)。虽然我国新型货币政策实践与国际经验比较存在差距,但改革方向与发达国家相同,中国人民银行走在一条与国际成功经验接轨的道路上。

“新常态”下宏观经济形势以及金融市场状况发生的变化、全社会对经济转型达成的共识以及国外政策实践的经验,构成了我国新型货币政策转型与重建的基础。但这并不意味着要抛弃传统“量价”形式的货币政策,而是在原有基础上嵌入新型政策理念,更加关注金融稳定,更加注重逆周期、跨市场的监管方式,更加强调市场预期对政策效果的作用,更加聚焦金融市场结构性调节方式,在传统货币政策框架基础上完成新型货币政策框架的转型与重建。

七、结 论

中国经济“新常态”对货币政策框架提出了新要求。为了深入研究我国新型货币政策转型与重建的进度与实施情况,本文通过调查问卷的形式,分析不同社会群体对已实施的新型政策框架的观点和判断,以期客观全面把握我国央行新型货币政策框架的重建情况。通过细致的统计和分析,我们可以基本勾勒出中国正在形成的新型货币政策框架,并把握政策工具创新的方向。我们发现,“新常态”的到来促使各界人士思考对央行货币政策目标的改革,加入“金融稳定”目标成为各界共识,这一目标方向与我国“新常态”之前的货币政策理念和操作方式有很大差异。针对这一目标,央行自“新常态”以来大力推进以“央行沟通”政策为代表的多种创新型政策工具的配合使用,包括“宏观审慎政策”、“信贷政策”、“贷款便利政策”以及“回购交易”等。其中,一部分是政策上的创新,是对货币政策工具箱的扩容;而另一部分是对已有政策改进和完善,在“新常态”时期更高频次和更深程度地使用。同时,鉴于路径依赖以及特殊国情,我国央行独立性问题在新时期进步空间有限,但在新框架的建立过程中各界应给予一定程度的重视。基于调查问卷的统计结果判断,新型货币政策改革的方向不会动摇,新型货币政策框架的构建也会日趋完善。

在我们调查研究的同时,发现最新文献(Blinder et al.,2016)对西方发达国家金融危机后货币政策转型进行了研究。虽然其研究方法、调研方式与本文有诸多差异,但其研究结论与本文接近。

该研究发现,多数受到金融危机冲击的发达国家央行,包括美联储、英格兰银行、欧央行和日本央行均在筹备、进行或已完成货币政策的转型,且“央行沟通”将在新框架内被委以重任,“宏观审慎”政策将会逐渐完善成熟。虽然我国央行传统货币政策与西方发达国家央行操作方式存在差异,却在相同时期内筹划同一方向的货币政策转型。一次货币政策框架的重建既满足国情的需要,同时又实现与国际接轨和同步,是难得的改革窗口期。

总之,我国货币政策的转型正伴随着中国“新常态”时期进行,并将在可预见的未来继续政策的改革和创新,丰富政策工具箱以及更积极主动地与市场沟通。同时需要再次强调,货币政策框架转型与传统政策操作模式并不是非此即彼,而是相互补充,从而提高政策调控的前瞻性、灵活性和有效性。

参考文献

- 董响、郭强、李向前(2015):《美国的非传统货币政策:文献述评》,《金融评论》,第5期。
- 范方志(2005):《西方中央银行独立性理论的发展及其启示》,《金融研究》,第11期。
- 高玉泽、徐忠(2012):《论转型时期中央银行信贷政策》,《金融研究》,第7期。
- 马理、刘艺(2014):《借贷便利类货币政策工具的传导机制与文献述评》,《世界经济研究》,第9期。
- 孙凯、秦宛顺(2005):《关于我国中央银行独立性问题的探讨》,《金融研究》,第1期。
- 伍桂、何帆(2013):《非常规货币政策的传导机制与实践效果:文献综述》,《国际金融研究》,第7期。
- 张成思、张步县(2015):《再论金融与实体经济:经济金融化视角》,《经济学动态》,第6期。
- Bernanke, B. (2004): “Central Bank Talk and Monetary Policy”, Statements and Speeches of Ben S. Bernanke.
- Blinder, A., M. Ehrmann, J. de Haan and D. Jansen (2016): “Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy after the Crisis”, NBER Working Paper, No. 22735.
- Campbell, J., C. Evans, J. Fisher and A. Justiniano (2012): “Macroeconomic Effects of FOMC Forward Guidance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring.
- Chehal, P. and B. Trehan (2009): “Talking about Tomorrow’s Monetary Policy Today”, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter No. 2009-35.
- Eser, F. and B. Schwaab (2016): “Evaluating the Impact of Unconventional Monetary Policy Measures: Empirical Evidence from the ECB’s Securities Markets Program”, *Journal of Financial Economics*, 119, 147-167.
- Klomp, J. (2010): “Causes of Banking Crises Revisited”, *North American Journal of Economics and Finance*, 21, 72-87.
- Laeven, L. (2016): Speech at the SUERF Colloquium and Deutsche Bundesbank Conference The SSM at 1, Frankfurt, February 3.
- Mishkin, F. (2009): *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Pearson Education.
- Mishkin, F. (2011): “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”, NBER Working Paper, No. 16755.
- Moessner, R., D. Jansen and J. de Haan (2016): Update of “Communication about Future Policy Rate in Theory and Practice: A Survey”, *Journal of Economic Surveys*, 31, 678-711.
- Svensson, L. (2015): “Forward Guidance”, *International Journal of Central Banking*, 11, Supplement 1.
- Taylor, J. (2009): *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Press.
- Woodford, M. (2008): “Forward Guidance for Monetary Policy: Is It Still Possible?”, Comments at the American Economic Association meeting in New Orleans in January 2008.
- Yellen, J. (2014): “Monetary Policy and Financial Stability”, The 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, June 2.

(责任编辑:周莉萍)