

货币政策两分法、操作(中间)目标与 货币调控方式*

李宏瑾

〔摘要〕在对货币政策两分法和操作目标、中间目标等相关概念进行说明和清晰界定基础上,本文指出,随着货币政策传导机制研究的深入发展,主要中央银行普遍放弃了中间目标的政策模式,有关货币调控方式的讨论主要是指操作目标。操作目标则是货币政策的逻辑起点,对于反映货币政策当局政策立场,有效传递中央银行决策信息并引导市场预期,顺利实现产出、物价等货币政策最终目标至关重要,是划分货币调控方式的最主要标准。利率政策一直是现代中央银行最主要的货币调控方式,但各国之所以开始采用数量型货币调控方式,很大程度上与储备头寸说和美国联邦储备体系特殊的成立背景以及体系架构密切相关,这对中国货币调控方式转型具有重要的启示性意义。

关键词:操作(中间)目标 货币政策两分法 货币价格调控 货币数量调控

JEL 分类号:E40 E41 E50

一、引言

近年来,随着利率市场化改革的加快推进和基本完成,我国金融创新和金融脱媒迅猛发展,金融机构资产和负债结构日趋复杂,不同类型金融产品界线日益模糊,各层次货币转换更加灵活,金融市场受到的冲击扰动加大,影响货币供给的因素更加复杂,M2的可测性、可控性及与货币政策最终目标的相关性明显下降,货币政策亟须向以利率为主的价格调控方式转型(张晓慧,2015)。特别是,在“去杠杆”和“金融服务实体经济”政策导向下,2017年初以来我国M2增速大幅下降。尽管加强影子银行监管和修订M2统计口径等措施一定程度上能够提高货币数量目标的可测性和可控性,但监管政策落实过程中不同渠道影子银行的回表进程并不完全一致,市场预期并不稳定,这将削弱货币供给的可控性。而且,盈利动机下规避监管的动态博弈使得货币供给更不可测,数量调控为主的货币政策不得不要受到监管政策的制约(纪敏和李宏瑾,2018),修订M2统计口径也难以从根本上解决数量指标有效性下降的问题(易纲,2018a)。为此,中国人民银行多次强调应淡化货币数量目标的重要性,更多关注利率价格指标,加快货币调控方式转型^①。2018年,我国不再公布M2数量目标,这是经济高质量发展背景下中国货币政策调控框架转型迈出的重要一步。

事实上,我国货币决策者很早就意识到,货币的数量调控与价格调控是一个相互作用的过程,货币数量是否合理将直接影响价格传导的效率,而不考虑价格机制的作用也将扭曲货币数量。因此,在以数量调控为主的同时,中国的货币政策非常注意“量”与“价”的平衡(周小川,2004;张晓

* 李宏瑾,中国人民银行研究局,研究员,经济学博士。本文仅代表个人学术观点,与任何机构无关。

① 参见2017年2季度以来各期《中国货币政策执行报告》。

慧,2015)。不过,尽管加快货币价格调控方式转型已成为各方共识,但货币政策在实践上仍更偏重于数量调控方式。从政策工具手段来看,中央银行更偏好准备金等数量型政策工具,利率等价格型工具调整的频率和幅度明显小于准备金调整。2018年取消货币数量目标后截至当年10月,我国已连续四次大范围调整法定存款准备金要求,累计分别高达200-300个基点,但逆回购、MLF和SLF利率仅进行了1次调整,幅度分别为5个基点和15个基点。从政策操作目标来看,公开市场操作和SLF、MLF等流动性创新工具主要着眼于市场流动性和基础货币供给稳定,公开市场操作政策利率仍采用以数量目标为主的价格招标方式决定,SLF、MLF等主要政策利率变化也都是在资金供求影响下随行就市^①。从政策利率传导机制来看,虽然我国已取消存贷款基准利率浮动限制,但出于货币政策调控和金融机构利率定价能力的考虑,我国仍保留了存贷款基准利率手段,利率定价自律组织和宏观审慎政策评估(MPA)仍对商业银行利率定价行为进行较严格的约束,我国仍存在着事实上的利率双轨制(易纲,2018b,2019),对准备金等数量手段的过度依赖进一步制约了利率传导效率和利率调控的有效性(李宏瑾和苏乃芳,2018)。

各国和地区之所以采取不同模式的货币调控方式,很大程度上源于货币传导机制的差异及金融体系发育程度等客观条件。一般来说,金融市场体系发育健全、货币政策利率传导机制畅通的发达经济体,其货币政策主要以价格调控方式为主,而新兴市场国家则主要以数量调控方式为主(Schaechter,2001;周小川,2004;Laurens et al.,2015)。不过,虽然对货币价格调控方式转型已有很多讨论,但对于货币调控方式的具体含义及其划分标准,仍存在很多模糊认识。例如,在政策工具手段方面,虽然在转向利率为主的价格型调控方式之前,很多发达国家也开展过货币数量目标制的政策实践,但美联储在货币数量目标制期间仍主要依靠公开市场操作引导市场利率水平。而且,准备金手段作为中央银行的“三大法宝”之一,在货币数量目标制实行之前就被各国央行较为频繁地使用(Meulendyke,1998;Bindseil,2004a)。在政策操作目标方面,货币市场利率稳定也是中国人民银行非常重视的目标,其根据发展阶段和宏观调控的需要,开展数量、价格和宏观审慎相结合的货币调控模式(张晓慧,2008,2015)。在货币政策传导机制方面,利率渠道是货币政策传导的基准,信贷渠道是对利率渠道信息完全假设条件的修正,并不是完全独立于传统利率渠道之外的传导机制,而是对其的扩大和补充(Bernanke and Gertler,1995)。经过二十多年市场导向的金融发展,我国利率传导机制畅通有效,已具备了货币价格调控方式转型的必要条件(马骏和纪敏,2016;Kamber and Mohanty,2018;Kim and Chen,2019)。那么,货币调控方式的具体含义和划分标准如何,是以货币政策工具来划分,还是以货币政策操作目标或中间目标来划分?货币数量目标制不就是货币数量调控?显然,在利率市场化改革基本完成的当下,我国货币调控方式转型进程相对缓慢,很大程度上与货币调控方式认识上的模糊有关。厘清货币数量调控与价格调控的具体含义,探讨货币调控方式的划分标准,对理解当下中国货币调控方式转型,具有非常重要的意义。

二、货币调控方式理论文献简要综述

在实物货币时代,经济学家们普遍持有货币数量与经济活动无关且不受政策控制的外生货币观点,因而货币数量论和货币主义者认为,金本位制条件下并不存在着货币调控的政策空间(Friedman,1982)。尽管黄金输送点制约了各国中央银行的利率政策,但通过私人部门套利来消除黄金市场价格与铸币的黄金平价差别的自动平衡机制表明(Goodfriend,1988),各国中央银行仍然

^① 参见中国人民银行有关负责人数次就公开市场利率变化情况答记者问, www. pbc. gov. cn, 2017年3月16日, 2017年12月14日, 2018年3月22日。

可以通过调整贴现利率确保汇率处于黄金输送点之内,调节储备货币发行数量(Morys,2013),市场不完全(如各国风险溢价的差异)也使中央银行能够调整利率政策(贴现率)有效影响通胀和失业率水平(Lennard,2018)。特别是,几乎在19世纪后期各国广泛采用金本位制的同时,产业革命和生产力的提高与黄金数量的约束,导致全球经历了三十年左右的持续性通货紧缩。尽管这种通货紧缩是由于生产效率提高的产出冲击造成的,属于“好的”通货紧缩(Borio et al.,2015),但通货紧缩对实际借款成本的影响将抑制投资,实际工资上升也会抑制劳动力需求和就业,黄金供给不足在19世纪和20世纪早期的周期性通缩和经济危机中扮演了重要的角色(Laidler,1992)。为此,出于节省黄金并可获得额外利息收益的考虑,很多国家将积累的可随时兑换成黄金的外汇作为储备资产发行货币(Bordo and Eichengreen,1998),传统金本位制在第一次世界大战之前实际上已演变为金汇兑本位制。各国货币的黄金价值稳定要求汇率稳定,而在资本自由流动和利率平价机制下,利率政策在维护币值和汇率稳定方面发挥了非常重要的作用。

事实上,通过短期贴现利率政策进行货币调控,影响资本和黄金的跨境流动,不仅是金本位制实物货币体系中央银行通行的政策实践,也得到了Thornton, Bagehot和Wicksell等很多古典和早期新古典经济学家的广泛认可,Cassel也认为利率政策自然是纸币信用货币体系下的货币调控方式(Bindseil et al.,2006)。尽管有关货币政策是以数量方式还是以利率方式进行调控的讨论,一直是货币经济学规范分析最重要的问题,但这方面的讨论是以Poole(1970)作为现代研究的起点(Friedman,1990; Bindseil,2004a)。在一个IS-LM静态分析框架下,Poole(1970)考虑了货币数量(货币主义调控方式)和利率(传统凯恩斯主义调控方式)对产出波动的具体影响,发现货币调控方式不仅依赖于IS和LM曲线的斜率水平,还与财政支出冲击(IS曲线)及货币需求冲击(LM曲线)的性质(方差和协方差的结构)有关,当经济不确定性(随机冲击)主要来自商品市场,货币数量调控要优于价格调控,而若不确定性来自金融市场,则利率价格调控优于货币数量调控。

虽然Poole(1970)根据经济冲击性质得到的结论简单清晰,但毕竟其模型属于标准的静态分析,没有考虑微观经济主体行为的具体影响。为此,Sargent and Wallace(1975)通过一个简单的理性预期模型表明,利率调控下的产品和服务价格是不确定的(也即利率规则存在多重不确定价格均衡,这是经济不稳定的根源),而货币政策盯住一个固定的货币数量则能够得到确定性均衡价格,因而货币政策应以货币数量为目标。不过,对经济均衡确定性条件的讨论也产生了一定的误导(Bindseil and Konig,2013)。Sargent and Wallace(1975)是以价格具有完全弹性和货币中性作为假设条件,认为中央银行可以通过基础货币的调整实现利率目标,市场参与者清楚中央银行货币数量规则,现实价格与预期价格的差可以归结为随机误差,这样利率就相当于随机误差。在这种假设下,McCallum(1981,1986)的研究表明,只有中央银行最终目标根本不考虑价格水平时,利率调控才会出现多重不确定性,而如果对中央银行的价格水平目标进行微小的调整,都将会得到利率调控确定性的结果。事实上,Sargent and Wallace(1975)对利率的讨论忽视了均衡利率的存在性,以及由此衍生的确定性价格和实际变量的均衡确定性结果(Woodford,2003)。如果进一步考虑价格粘性的情形(也即货币存在短期非中性),微观主体可以很好地预期中央银行货币供给行为及其决定的价格水平,那么多数研究表明,利率政策可以得到确定性均衡结果并且优于货币数量调控(Bea,1983; Aizenmann and Frenkel,1986; Goodfriend,1987; Barro,1989, Carlstrom and Fuerst,1995)。

随着20世纪80年代以来各国重新转向以利率为主的货币价格调控,经济学家们更关注于各种利率规则的讨论(FED,2019),有关货币调控方式的规范研究逐渐淡出了人们的视野。不过,考虑市场不完全和价格粘性从而更接近现实的新凯恩斯主义模型逐渐成为宏观经济分析的主流(所谓的“新新古典综合”,简称NNS,参见Goodfriend and King,2007),很多基于新凯恩斯主义框架的研究都表明,利率调控往往优于货币数量调控,而且很多情形下政策结论与Poole(1970)相反,利率

政策在应对供给冲击方面更具优势,而货币数量方式则能够更好地应对货币需求和财政需求冲击(Ireland,2000; Collard and Dellas,2005; Singh and Subramanian,2009; Dai,2010; Keating and Smith,2018)。以新凯恩斯主义为基础的动态随机一般均衡模型(DSGE)方法的研究也得到了类似的结论。例如,Gavin et al.(2005)的研究表明,与货币规则相比,利率规则能够更多地反映通胀粘性及价格水平相对波动的信息,由于存在价格粘性,货币数量规则对经济的实际影响过大;Caballe and Hromcova(2011)则发现,利率调控更有利于降低通胀波动,而在消费和产出波动方面货币数量调控与利率调控并没有显著的区别。

三、货币政策“两分法”、基本概念与货币政策框架

虽然货币调控方式的规范分析能够为货币政策操作提供可靠的理论依据,但从政策实践的角度来看,中央银行能够更容易地对政策工具和目标进行控制和监测才是政策操作的基本出发点(Englander,1990),从这个意义上讲,货币数量相对于利率调控方式而言并没有任何优势。通常来说,人们更关注当前和将来价格而非货币总量信息,利率价格信息更为透明且容易测量,而货币总量数据通常比较滞后且在度和可控性方面存在困难(Barro,1986)。在对Friedman单一货币规则的讨论中,Tobin(1965)就曾指出货币度量可能存在的问题,并且不幸言中了20世纪70年代以来各国不断修改货币统计口径的困境。有关货币调控方式的规范研究主要是讨论货币数量方式(如货币数量目标制)和利率方式(如泰勒规则)对社会福利的影响,但在具体的政策实践中,正如Mishkin(2009)指出的,可测性、可控性及与最终目标的相关性,才是评判货币调控方式优劣的重要标准。与Mishkin(2009)类似,Atkeson et al.(2007)将紧密性(Tightness)和透明性(Transparency)作为衡量标准的规范分析也表明,利率价格调控明显优于货币数量调控。显然,有关货币政策调控的规范分析(对社会福利的影响)和政策实践中的评判标准并不一致,而这与货币政策的“两分法”密切相关。

(一) 货币决策与货币操作: 货币政策战略与战术的“两分法”

长期以来,在古典两分法和萨伊定律的影响下,以货币价格等名义变量作为主要分析对象的货币经济分析主要针对“货币中性”这一自Hume以来货币理论的核心问题(Lucas,1996),以及与之相关的货币政策最终目标选择、货币传导渠道及货币规则等有关货币决策战略层面的研究,这几乎是现代货币经济学最主要的部分。经济学家们很少关注中央银行如何进行日常操作并实现操作目标这一战术层面的问题,很多著名的货币经济学教科书只是对中央银行利率操作视为附属讨论一带而过(如Woodford,2003),或者虽然意识到货币政策战术的重要性,但在讨论时仍将通胀目标制、货币规则等货币决策的战略层面与货币政策具体操作的战术问题相混淆(Mishkin,2009)。Walsh(2017)是为数不多的专门用单独一章篇幅详细说明货币政策操作的教材。事实上,货币决策理论和货币操作实践一直存在着这种“两分法”式的断裂(Goodhart,1989),这与现代中央银行货币政策框架安排及其历史演进密不可分。

虽然瑞典国家银行和英格兰银行作为最古老的中央银行早在17世纪就已成立,但直到1844年以Thornton、Ricardo和Torrens等为代表的通货学派主导通过“皮尔法案”,正式确立金本位制并将发行业务(Issue Department)完全从银行业务(Banking Department)独立出来,才最终确立了英格兰银行(而不是成立更早的瑞典国家银行)现代中央银行的鼻祖地位(Asseo and Leeson,2012)。发行部主要负责确保金本位的货币发行储备要求及确定具体发行数额的银行券,这相当于货币决策,而银行部门则通过常备融资便利(主要是票据贴现)和短期贴现利率进行具体的政策操作。可见,货币政策战略和战术的分离有着长久的历史渊源。很多新兴市场国家和发达国家早期的中央银行,很容易受到各种政治因素的干扰并开展相机抉择的货币政策(Alensina and Stella,2011),有关

中央银行货币政策独立性或自主性的讨论主要是指战略层面的货币决策。可以说,自1844年“皮尔法案”以来,货币决策和操作的完全分离原则得到了各国中央银行的广泛认同(Bindseil,2014;2016),也是现代中央银行的重要标志。

目前,主要中央银行内部大多都是由经济分析部门和货币政策委员会等机构负责货币决策(也被称为中央银行的“白领”),他们通常并不一定需要了解货币政策实施的具体技术细节;同时,由金融市场部门负责货币政策操作(也被称为中央银行的“蓝领”),他们也往往不需掌握有关货币决策的高深理论知识(Bindseil,2014)。不过,正是由于货币政策战略和战术的两分,有关货币政策操作的研究往往以中央银行和金融机构人员为主,学术界对这个问题的讨论并不充分。只是20世纪90年代以来发达经济体货币政策框架重新转向市场化的价格型调控模式,以及学术界对发展中国家货币传导机制和操作框架的关注,再加上全球金融危机以来主要国家中央银行货币政策工具的创新,理论界才开始逐步关注货币政策操作问题(如Woodford,2001;Friedman and Kuttner,2011)。与货币决策丰富的研究成果相比,有关货币政策操作的研究成果仍比较匮乏且质量不高(BIS,2001),这一定程度上导致有关货币调控讨论的混乱^①。因此,有必要对货币政策框架的一些基本概念进行澄清,以便准确理解货币调控方式的内涵。

(二)有关货币政策的基本概念与货币政策框架

由于货币决策战略层面已涌现大量文献,更主要的是出于主题和篇幅的考虑,这里借鉴Borio(1997)、Bindseil(2004a,2014)、Sellin and Sommar(2014)、Laurens et al.(2015)等的成果,主要对一些与货币政策框架有关的基本概念进行说明。

政策工具/手段/方式(Policy Instruments/Tools/Measures):中央银行能够完全控制并借以实现操作目标的政策手段,主要包括公开市场操作、准备金和融资便利(Standing Facilities,以及中央银行可以相机采用的再贴现/再贷款),也即所谓中央银行“三大法宝”,以及20世纪90年代以来随着大额支付系统的应用而实行的利率走廊安排。

中间目标(Intermediate Target):中央银行并不能够通过政策工具完全掌握而只是可以在适当时滞和精度条件下控制的经济变量,一般来说是货币政策最终目标的先行指标,与其存在着相对稳定的可测关系。

操作目标(Operational Target):中央银行并不能完全控制而是由金融市场形成,但中央银行能够依靠日常的政策工具操作影响(甚至是控制)市场变量接近政策目标水平,通过货币政策传导机制有效影响中间目标(或监测指标)并顺利实现最终目标的变量,既可以是价格(市场利率)变量,也可以是数量变量(准备金数量,或超额准备金,基础货币,等等)。

最终目标(Objective/Final Target):货币政策最终要实现的经济变量,如产出、物价。操作目标和中间目标只不过是实现最终目标的过程,其本身对货币政策并没有什么特定的意义,中央银行更关心最终目标的实现,操作目标或中间目标的选择主要服从最终目标。

货币政策战略与战术部门的分置和密切配合构成了货币政策框架的基本内容,图1是对中央银行货币政策决策和操作两分框架的简要描述。

(三)有关中间目标的进一步讨论

需要指出的是,有关货币政策中间目标的政策模式及对中间目标的讨论,很大程度上源于对货币政策传导机制缺乏足够清晰的认识。与微观经济学中的产出函数理论类似,货币政策影响实体

^① Borio(1997)、Van't dack(1999)和Ho(2008)分别对20世纪80年代以来发达经济体和新兴市场国家货币政策操作框架进行了全面综述,BIS(2009,2015)、Sellin and Sommar(2014)全面梳理了全球金融危机以来主要经济体货币政策操作框架的变化情况;Bindseil(2016)对货币政策操作文献进行了全面综述。

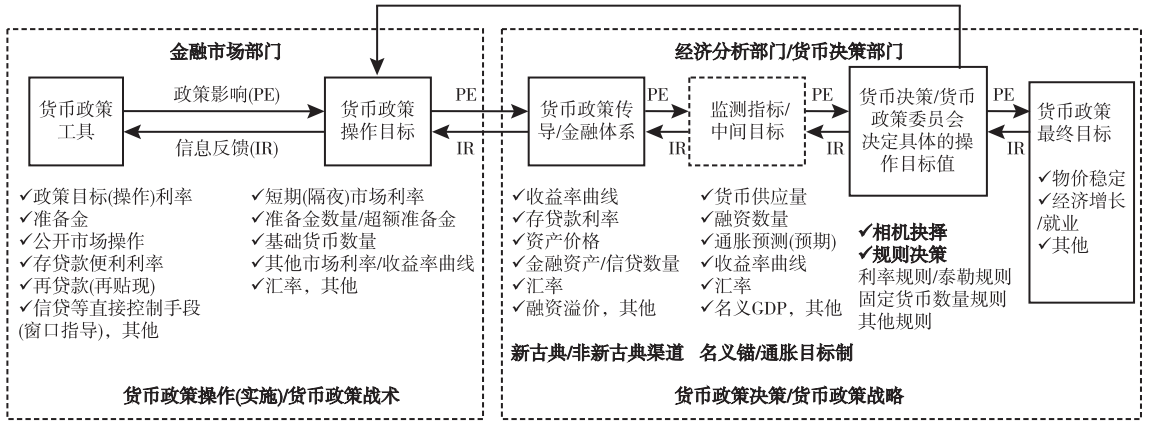


图1 货币政策框架: 决策战略与操作战术的两分法

经济变化的中间过程及动态传导机制一直被视为货币理论的“黑箱”(Bernanke and Gertler, 1995), 直到 20 世纪 70 年代才逐渐引起人们研究的兴趣 (Mishkin, 1995)。因而, 为了提高货币政策的有效性, 人们开始关注货币政策的中间目标 (Saving, 1967; Friedman, 1975, 1990)。事实上, 对中间目标的讨论就是要选择这样一种变量, 通过易于观测和控制的变量 (某个金融价格或数量), 中央银行能够在某个中间过渡期内将中间目标作为货币政策最终目标的替代变量 (即使作为中间目标的数量或价格最终并不是至关重要的 (Friedman, 1990))。但是, 从政策实践角度来讲, 中间目标的政策模式过于迂回, 并不如直接影响操作目标那样关系直接, 容易导致次优的政策结果 (Davis, 1990)。而且, 有效的中间目标要求其必须有效可测并与最终目标关系稳定, 这意味着中间目标相当于一个外生的货币政策变量。但是, 显然货币供给是一个与经济和收入密切相关的内生变量, 其与货币政策最终目标的关系也就不可能是稳定的 (Friedman, 1984, 1990; Blinder, 1998)。从这个意义上讲, 货币供应量最多只能是货币政策的中间目标 (Friedman, 1990; Davis, 1990)。由此也就可以理解, 尽管 20 世纪 70 年代以来各国中央银行都转向货币数量目标制, 但对数量目标的过分强调并没有实现令人满意的结果, 甚至为了提高货币数量目标制的有效性, 不断调整货币统计口径和目标, 准备金等政策手段过于复杂扭曲了金融机构的行为 (Feinman, 1993)。由此, 货币政策在调控操作方面也产生了类似于货币决策的动态不一致性的问题, 也就是所谓的 Goodhart 定理 (Goodhart's Law) (Goodhart, 1984)。如果一旦对某一指标过于强调而成为既定的政策目标, 那么该指标很可能失去原本所包含的宏观经济信息并对决策没有意义, 这就是 Lucas (1976) 批判在货币政策调控实践方面的具体表现 (Chrystal and Mizen, 2001)。

除货币供应量之外, 流动性 (信贷) 总量、名义经济增长、大宗商品价格、收益率曲线等变量实际上都存在着类似问题 (Davis, 1990)。不过, 包括货币供应量在内的各种经济指标仍然包含了大量有关经济运行的信息, 因而这些目标通常被作为与货币决策相关的指标变量 (Indicator Variables) 或监测指标 (Monitoring) (Bindseil, 2004a)。指标变量只是在判断经济形势以更好地调整操作目标并实现最终目标时具有重要的参考性意义, 中央银行并没有公布具体的目标值及未来目标走势的法定义务, 通常都是出于加强沟通和政策透明度的考虑来讨论指标变量, 其重要性远不如传统的中间目标。由于货币供应量作为中间目标在理论和实践的效果不佳, 而且随着货币政策传导机制理论深入开展, 经济学家们对利率与产出、物价等货币政策最终目标的传导机制取得了清晰的认识 (Boivin et al., 2011), 因此中间目标目前已经淡出了主要国家中央银行的货币政策实践, 根本不再讨论任何中间目标 (Bindseil, 2014)。不过, 由于货币供应量仍然包含了大量有关经济运行

的信息,观察这些变量的变化能够为完善中央银行货币决策提供重要帮助,因此货币供应量仍是各国中央银行关注的重要监测指标。例如,欧央行非常重视货币数量的作用,采取物价预测经济分析和货币数量分析的“双支柱”策略(Woodford,2008)。

四、货币政策的数量调控与价格调控:含义、划分标准及相关讨论

(一)货币调控方式的具体含义

由货币政策“两分法”可见,货币调控方式实际上属于货币政策操作的范畴,而非货币决策。一般来说,货币政策的最终目标通常都在法律中予以明确规定。由于经济体制不同,发展阶段各异,各国中央银行的最终目标并不完全一致,但目前主要国家中央银行都将通货膨胀作为最主要的最终目标,有的国家还包括就业(如美国)和其他目标(如转轨经济体,包括中国,参见周小川,2016)。因而,货币政策最终目标与货币调控方式无关。目前,主要中央银行都不再采用基于中间目标的政策实施方式,监测指标并不具有法律的约束力,因而也无法据此得到货币调控方式的具体含义。

目前,很多观点都认为应根据货币政策工具划分货币调控方式,并一度被我国货币政策当局所认可^①。应当承认,货币政策工具选择与一国经济发展水平和金融市场发育程度密切相关(Schaechter,2001;周小川,2004)。但是,理论上,货币的数量和价格是一个硬币的两面,这主要是由于传统的流动性效应(Liquidity Effect,参见Friedman and Kuttner,2011),公开市场操作、准备金调整和贴现工具都同时具有价格或数量方面的作用。Friedman(1990)的综述性文献中明确指出,虽然政策操作涉及到具体的政策工具,但工具选择实际上是由决策者内生决定的,主要取决于货币决策者的具体政策目标,中央银行必须明确其要取得的具体数量变量或价格变量。因此,对于中央银行来说,货币政策工具的选择并不是最主要的问题,更多反映了一国金融体系的历史和现实条件及中央银行的政策偏好(Bindseil,2014,2016;Sellin and Sommar,2014)。可见,货币政策工具也无法准确反映货币调控方式。

根据货币政策工具划分货币调控方式这一认识上的误区,很大程度上与Poole(1970)的误导有关。虽然Poole(1970)开启了货币调控的现代理论分析,但如果按照经济冲击的性质进行政策操作则很容易带来混乱。毕竟,在现实的货币政策实践中,纯粹的数量或价格操作是非常罕见的,对经济冲击的识别本身也存在困难(Collard and Dellas,2005)。Friedman(1975)很早就指出,最佳的政策应是货币数量与利率的某种组合,因为决策者无法有效识别有关经济波动来源(产品市场还是金融市场)并做出相应的反应,政策至少在某一较短时期内应维持某一政策目标(利率或货币数量)稳定,并随着新的信息出现再进行相应的调整。可见,关键的问题不在于哪个变量充当政策工具,而是如何根据经济运行中出现的新的但并不完美的信息及时进行政策调整。不过,即使中央银行能够准确判断经济冲击信息,从政策预期和可靠性(也即对政策目标的承诺和政策的时间一致性)的角度考察,政策操作手段的频繁调整也将损害政策的有效性。事实上,Poole(1970)问题的关键在于其混淆了货币政策工具和目标(操作目标、中间目标)这些货币政策操作中非常重要的基本概念(Bindseil,2004a;Disyatat,2008;Borio,2019)。例如,Poole(1970)根据经济冲击的性质讨论政策工具的选择,但在具体的政策讨论中并没有遵循对政策工具的严格定义,而是针对货币总量或利率等货币政策的中间变量或操作变量。正是对这些基本概念的混淆,使得Poole(1970)之后有关货币调控方式的讨论被严重误导了,这种误导甚至体现在很多经典的货币经济学教科书之中(如

^① 中国人民银行货币政策分析小组,2005年,《数量调控与价格调控》,《稳步推进利率市场化报告》《货币政策执行报告》(增刊),www.pbc.gov.cn,1月。

Mishkin,2009; Walsh,2017; Bindseil,2004a; Disyatat,2008)^①。

操作目标是货币政策实施战术层面的重要内容,是货币政策影响金融市场体系和实体经济活动的逻辑起点(Borio,2001; Abbassi and Nautz,2012),能够明确反映货币政策当局的政策立场(Stance),有效传递中央银行的政策信息并引导市场预期,与产出、物价等货币政策最终目标密切相关(Bindseil,2004a,2014)。操作目标实际值的变化还能够反映和评估中央银行货币政策立场及其变化情况。当前各国的短期操作目标利率也被称作“参考利率”(Reference Rate)(Borio and Nelson,2008)。

由此可见,所谓货币调控方式(数量调控,还是价格调控),实际上是针对操作目标的讨论。毕竟,只有操作目标才是中央银行通过政策工具可以直接有效引导接近(甚至是控制)政策目标水平的变量。很多学者(Mishkin,2009)将操作目标称作政策工具(Policy Instrument)或操作工具(Operating Instrument),或将政策工具称作政策手段(Policy Tools)(Laurens et al.,2015),这在某种程度上也是Poole(1970)混淆概念的不良后果。在信用货币条件下,中央银行作为基础货币的垄断者,通过政策工具和资产负债表的变化,能够有效影响(甚至是控制)基础货币的数量(至少是部分基础货币,如银行的法定准备金数量)或者价格(短期货币市场利率)。因此,根据中央银行操作目标的性质,可以将货币调控方式分为数量调控(即基础货币量,或者基础货币的某个组成部分,如法定准备金或超额准备金)和价格调控(即基础货币的价格,短端货币市场利率)(Schaechter,2001; Bindseil,2004a)。

(二)有关货币调控方式划分标准的进一步讨论

1. 中间目标、操作目标与货币调控方式

对货币调控含义的讨论表明,只有操作目标才是划分货币数量调控还是价格调控的标准。当前,主要国家中央银行大多都放弃了公布中间目标的货币政策,但货币数量作为中间目标和货币数量目标制的政策实践仍是现代中央银行重要的历史插曲。而且,货币数量目标制本质上属于决策层面的货币数量规则,因此不能将货币数量目标制,或是否以货币数量作为中间目标,作为货币数量调控的判别依据。例如,尽管德意志联邦银行被认为是货币数量目标制的成功范例,但在货币操作层面来讲,德意志联邦银行始终坚持价格调控方式,以贴现率作为最主要手段调节市场利率水平,只是在20世纪70年代才开始引入公开市场操作,而影响基础货币的数量公开市场操作也往往服务于利率目标(Bindseil,2004a)。事实上,德国主要是将货币供应量作为政策沟通的重要手段,在政策实践中货币供应目标具有很大弹性,这使得中央银行具有足够的政策灵活性。它在很多年份并不公布具体的货币数量目标,或者实际的货币供给数量与政策目标存在很大差距,仅相当于监测指标的作用。因此,德国的货币数量目标制完全不同于Friedman(1982)正统的货币主义实践,而是“实用的货币主义”(Pragmatic Monetarism,参见Issing,1997,2005; Mishkin,1999)。与德国类似,美联储在20世纪70年代初开始将货币供应量作为中间目标,但在政策实践中仍做了很大的保留,货币供应目标范围过于宽松且经常变化,市场利率稳定仍是政策操作的优先目标(Mishkin,2002)。不过,1979年Volcker出任主席后,美联储完全放弃了利率目标,实行最为严格的货币数量操作,货币主义政策实践达到了历史的最高峰。

由此可见,在采用货币政策中间目标的货币政策框架下,很容易将中间目标的选择作为判断货币

^① 有关中央银行货币政策独立性的讨论,通常又被区分为目标独立性(Goal Independent,最终目标水平,如2%通胀目标)和工具独立性(Instrument Independent,如市场短期利率或货币供给),中央银行只要获得足够的工具独立性即可,并不一定需要目标独立性(Fischer,2017)。但是,如果中央银行并不具有最终目标的决定权(独立性),那么很难说工具的独立性能够解决货币政策承诺(动态不一致性)问题(Alensina, et al.,2011)。因此,正如前面指出的,中央银行货币政策独立性或自主性主要是指战略层面的货币决策,中央银行能够为了实现既定最终目标而自主决定操作目标及其政策工具。事实上,正是由于中国人民银行缺乏必要的决策独立性或担心决策的及时性,近年来反而引出了许多未必需要的政策工具(马骏和管涛,2018)。而且,即使是Fischer(2015)也承认,操作目标或中间目标的设定非常重要,对中央银行独立性的这种划分,很大程度上是出于政治上的考虑。Fischer(2015,2017)强调工具的独立性,实际上也是指操作目标或中间目标,而非准备金、融资便利等政策工具,这其实也是Poole(1970)概念混淆误导的体现。

调控方式的依据, Poole(1970)实际上是对货币数量作为中间目标与利率调控方式优劣的讨论。但是, Poole(1970)讨论的利率目标实际上是中央银行的操作目标(Disyatat, 2008), 或者隐含意味着中间目标和操作目标都是利率。显然, Poole(1970)并未严格区分货币政策工具、中间目标、操作目标等基本概念, 这也是有关货币调控方式认识上混乱的重要原因。不过, 在货币政策中间目标的维度上, 对货币调控方式可以进行更为严格的划分: 如果操作目标和中间目标均为利率, 那么货币政策就属于严格的价格调控, 而如果操作目标和中间目标均为数量指标, 那么货币政策就属于严格的数量调控。从各国经验来看, 采用严格货币数量调控的国家非常少见。除了1979-1982年的美联储之外, 20世纪70年代西班牙也短暂地将基础货币作为操作目标(Bindseil, 2004a)。与德国同样作为货币数量目标制典范的瑞士, 在很长一段时期也曾以储备存款数量作为操作目标, 但2000年瑞士正式放弃了货币数量目标制, 转向短期利率为主的货币价格调控。尽管很多新兴市场国家由于金融市场体系和货币传导机制等原因采用了数量型调控方式, 但随着金融市场的深化发展, 以及(弹性)通胀目标制的广泛采用^①, 越来越多国家采用了以利率目标为主的市场化货币调控方式。

不过, 需要强调的是, 对货币调控方式的划分, 还是应以操作目标作为依据。根据经济冲击性质确定的货币调控方式, 在政策实践中并不可行。即使是在1979-1982年美联储的货币主义极端试验期间, 很多学者认为 Volcker 的真正目的并不是控制货币供给, 宣布严格的货币数量目标制实际上是 Volcker 掩人耳目的“幌子”, 以便大幅提高市场利率抑制恶性通胀, 而不会面临过大的政治压力(Blinder, 1998; Mishkin, 2002; Goodfriend, 2003)。正如加拿大中央银行行长 Gerald Bouey 所说, “我们从未放弃货币总量, 而是它们放弃了我们”(Mishkin, 1999), Friedman 本人也都不得不承认货币数量目标制的实践效果并不理想(Nelson, 2007)。

2. 多重操作目标与市场短期利率作为唯一货币政策操作目标

20世纪80年代之前, 很多国家中央银行都同时选择利率、数量等多重变量作为货币政策操作目标, 甚至美联储在20世纪60年代一度同时采用过8个货币政策操作目标^②。尽管很多时候官方对外宣布的操作目标是以数量目标为主, 但利率政策在美联储的货币调控实践中始终发挥着非常重要的作用(Bernanke and Blinder, 1992; Friedman, 2000)。而且, 与 Volcker 将货币供给作为政策的烟雾弹类似, 利率往往才是中央银行真正关注的操作目标。事实上, 除美联储和个别中央银行(如瑞士中央银行)之外, 针对货币市场短期利率的价格型货币调控始终贯穿于发达国家中央银行的政策实践(如英格兰银行、德国联邦银行及其后的欧央行), 这些中央银行很少开展针对基础货币的数量型货币调控(Bindseil, 2004a)。不过, 多重操作目标的货币调控过于复杂, 不同操作目标的变化可能是相互矛盾的, 这不利于明确表达货币政策立场, 容易引发金融市场的混乱。

在理性预期革命推动下, 各国中央银行逐步意识到加强沟通、提高货币政策透明度对引导市场预期、增强货币政策效果的重要性(Fischer, 2015, 2017)。简洁透明成为评价货币政策操作的重要标准和各国发展的重要方向。由此, 20世纪80年代以来各国都将短期市场利率作为唯一货币政策操作目标(Blanchard et al., 2010; Bindseil, 2014, 2016)。然而, 经济学家们很早就认识到利率政策不可避免地

^① 尽管全球金融危机爆发后人们对通胀目标制进行了深刻反思(Blanchard et al., 2010), 但仍有很多新兴市场国家在危机后采用了(弹性)通胀目标制, 如东亚金融危机后泰国、菲律宾等东南亚国家, 以及全球金融危机后的印度、俄罗斯。

^② 根据 Meulendyke(1998)和 Bindseil(2004a, 2004b), 1951-1969年积极货币政策时期, 美联储采取了多重操作目标的方式, 根据经济金融形势的变化在不同时期采取不同的操作目标。例如, 1953-1965年主要以银行信贷和自由储备作为操作目标, 1965-1970年转向多种操作目标, 1970-1979年则以货币总量作为中间目标, 联邦基金利率作为操作目标, 1979-1982年以短期货币控制作为中间目标, 以非借入准备金作为操作目标, 1983-1993年, 淡化货币总量中间目标地位(期间, 1987年由制定M1目标转向关注M2), 以借入准备金作为操作目标并关注联邦基金利率, 1994年明确以联邦基金利率作为政策操作目标。多种操作目标时期, 美联储一度同时采用8种货币政策操作目标: 国库券利率、所有储备体系成员银行的自由储备数量、8家纽约货币银行基本储备缺口、38家非纽约货币银行基本储备缺口、储备体系成员向美联储的借款、美国国债交易商借款、联邦基金利率和联邦贴现率。

面临零下限约束,日本在 2001-2006 年就曾采取过零利率政策,并涌现出了大量针对利率之外的非传统货币政策研究成果(Blinder,2000;Eggertsson and Woodford,2003)。特别是,2008 年全球金融危机爆发后,短期利率作为货币政策唯一操作目标和政策手段的调控模式饱受质疑,货币政策当局和学术界对此都进行了深刻反思(Blanchard et al.,2010;Araujo et al.,2015),各国中央银行也开展了包括量化宽松、前瞻性指引和“负利率”等在内的非常规货币政策,引入数量目标(量化宽松)进行政策调控。

尽管 2008 年全球金融危机对中央银行货币决策和操作的战略战术都带来了严峻的挑战,但对宏观政策的诸多反思并没有明确的结论(Blanchard et al.,2016)。无论是大量创新性的非常规货币政策,还是隔夜利率为传统的货币政策,其背后的货币政策理论都是在社会福利函数和中央银行损失函数框架下进行的规范研究,在货币政策决策的理论基础方面,各国货币政策策略上并没有发生根本性的改变(Mishkin,2011,2014)。事实上,Taylor(2012)指出,以泰勒规则为代表的简单利率工具规则与复杂的最优货币政策目标规则是互补的,分别对应于货币决策规则和货币政策的最优条件,两者并不是非此即彼的关系。从货币政策操作战术角度来看,在盯住短期利率的同时采用其他操作目标主要是由于危机导致利率传导机制的暂时性失效(Sellin and Sommar,2014),中央银行资产负债表扩张等数量操作主要是基于传统流动性效应和预期效应,为了更好地实现既定的超低(“零”或“负”)政策利率目标而在货币操作战术层面的策略调整。与 20 世纪 80 年代之前的多重操作目标时期和 2001-2006 年日本的“零利率”政策类似,数量操作仍是属于第二位的政策操作目标,短期市场利率仍是各国货币政策最重要的操作目标(Bindseil,2004a,2004b;Borio and Disyatat,2010;Yellen,2016)。随着经济的强劲复苏和根本性好转,在加息和货币政策正常化过程中,逐步收缩中央银行资产负债表并优化资产结构,以短期市场利率作为最主要(甚至唯一)操作目标的货币政策正常化,再次成为包括美联储在内的所有中央银行努力的方向^①。

五、货币数量调控理论和政策探源及对中国的讨论

(一) 货币数量调控的理论基础: 储备头寸说

自现代中央银行诞生以来,利率调控一直是中央银行最主要的货币调控方式。虽然货币决策与操作分离是现代中央银行的重要标志,但 20 世纪 20 年代至 80 年代中期,两分法的货币政策实践一度出现模糊,采用中间目标的政策模式就是这种模糊的具体体现,而这主要是由于 20 世纪 20 年代开始流行并对 Keynes(1930)和 Friedman(1982)产生重要(误导性)影响的“储备头寸说”(reserve position doctrine,RPD,Goodhart,1989;Bindseil,2004b,2014)。Poole(1970)对货币政策工具和目标的混淆及引发的货币调控方式讨论的混乱,很大程度上也与此有关。

随着严格的金本位制演变为金汇兑本位制,信用货币体系逐渐发挥着越来越重要的作用。Phillips(1920)最早阐述了通过银行体系信用扩张派生存款的货币乘数思想,得到了 Keynes(1930)的高度认同,并广泛流行于主流教科书中(Bindseil,2004b,2014)。与此同时,Fisher(1911)的交易方程式和 Pigou(1917)的现金余额说复兴了古典货币数量论,而 Phillips(1920)的货币乘数思想为中央银行资产负债表和信用货币供给数量的关系提供了理论联系,这也就意味着数量操作能够成为中央银行影响金融市场条件的有效方式。中央银行可以通过法定准备金要求调整货币乘数,有效控制货币供给(Keynes 的观点,IS-LM 模型中货币外生的思想),或者通过公开市场操作和流动性管理调

^① 需要指出的是,毕竟,全球金融危机深刻改变了各国金融市场和中央银行货币政策,在货币政策正常化过程中,货币政策的具体操作不可能完全恢复到危机前的模式,中央银行资产负债表规模、公开市场操作交易对手、货币市场参与主体和产品结构,等等,都使得中央银行不得持续评估并改进货币政策决策框架和操作流程,但就具体的操作框架而言,仍以隔夜市场利率作为最主要(甚至是唯一)操作目标(Fuhrer et al.,2018;Bindseil,2018;Clarida,2019)。

整银行储备和基础货币数量,进而影响市场利率或广义货币数量(Friedman 的观点)。由此,中央银行可以通过数量操作影响市场流动性和货币供给,储备头寸说成为货币数量调控重要的理论基础。

货币乘数稳定且能被中央银行有效控制是储备头寸说重要的理论前提,但是,基础货币和货币乘数的信用货币创造机制,并没有对银行间市场和中央银行资产负债表的关系进行很好的刻画,缺乏必要的微观基础。公开市场操作、储备头寸(基础货币)和真实准备金率的变化实际上是中央银行与金融市场复杂博弈的结果(Moore,1988,1991)。20世纪70年代迅猛发展的金融创新和脱媒也表明,货币需求与货币乘数并不是稳定的,商业银行负债管理技术的发展使得中央银行不得不动投放流动性,而储备头寸构成和货币乘数也因公开市场操作而发生了改变,中央银行并不能完全有效控制基础货币和货币供给。由此,Moore(1988)提出了内生货币供给的水平理论,在既定利率下,货币供给实际上是由货币需求决定的,这有别于当前主流的基于乘数的货币供给理论(Disyatat,2008; Bindseil and Konig,2013)。由于基础货币和货币供给由货币需求内生决定,中央银行只能以利率作为操作目标(Moore,1991; Bindseil and Konig,2013)。在既定利率目标下,中央银行的流动性投放和基础货币调整由市场需求内生决定,货币需求决定的货币创造和货币供给模式更符合现代金融体系的实际情况。与20世纪80年代之前的美联储不同,英格兰银行和很多欧洲国家中央银行都采取了由货币需求决定的货币创造和货币供给模式(Goodhart,1989; McLeay et al.,2014)。

(二)美联储货币数量调控的政策背景

事实上,除了美国之外,储备头寸说对英格兰银行、德国联邦银行等欧洲中央银行的干扰较小,这些中央银行拥有参与金融市场的丰富经验和利率政策调控的悠久传统。储备头寸说之所以对美联储的货币政策操作产生了非常深远的影响,与美国联邦储备体系的成立及其特殊的体系安排密切相关。

美联储体系成立本身就是一个政治妥协的产物,这对美联储的货币决策产生了非常重要的影响。美联储自成立之初直至1936年,美国财政部长和财政部下属的货币监理署署长一直是联储理事会的法定成员,在货币政策制定中具有重要的影响。直至1935年“银行法案”通过后,美国财政部官员才退出联储理事会。可以说,自成立以来,美联储的货币政策就一直受到财政部的干预(Meulendyke,1998)。出于国债发行成本的考虑,财政部更在意利率水平,但这限制了美联储通过贴现利率调整控制通胀的政策空间。为了避免财政部的干扰,美联储有意淡化利率的重要性,转而强调各种数量指标(储备数量、货币信贷总量)的作用。几乎与此同时,美联储“发现”公开市场操作业务不仅仅是市场投资工具,还可以作为货币政策手段。这样,通过强调储备数量、贴现窗口借款等数量化的政策操作,能够很大程度上缓解美联储的政策约束。即使美联储在20世纪90年转向以联邦基金利率作为唯一操作目标的价格调控框架后,交易储备数量的操作模式,仍对美联储的利率政策调控有着重要的影响(Kroeger et al.,2018)。而且,20世纪20年代理论界刚刚兴起的储备头寸说,恰为美联储的数量化政策提供了理论依据。不过,尽管财政部官员退出了美联储的货币决策机构,但罗斯福新政以来,财政部对美联储利率政策的干扰更加频繁。甚至,正式加入第二次世界大战后美联储与财政部达成妥协,实行长达近十年之久的非公开收益率曲线控制政策(Humpage,2016)。虽然1951年与财政部达成协议(Accord)使美联储重新获得了利率政策的决定权,但为了避免与财政部的公开冲突,“1951年协议”后很长一段时期里,美联储仍不愿意明确具体的短期利率目标,甚至不愿承认其具有控制短期利率的能力。在政策操作中,美联储仍非常顾忌财政部的感受,对外沟通时也更侧重于强调各种数量指标(Meulendyke,1998; Bindseil,2004a,b)^①。

^① 正是由于财政部和美联储的“协议”,使美联储获得了利率政策的决定权,因而达成协议的1951年3月4日也被称作美联储货币政策的“独立日”(Hetzel and Leach,2001)。由此可见,中央银行的独立性主要是指货币决策层面,货币决策的独立性对于操作层面的调控方式选择,具有非常重要的影响。

与政治干扰非常类似,虽然美联储在成立之初就采用贴现窗口作为货币政策主要工具,但与欧洲国家中央银行不同,作为一个分散的组织,早期贴现利率政策一度由地区储备银行各自负责。联储理事会与各地区储备银行一直存在紧张关系,直至1924年贴现政策才重新集中到联储理事会手中。不过,由于同时“发现”了公开市场操作手段,美联储并不倾向于通过贴现利率进行货币调控。而且,出于对地区储备银行的安抚,以及对财政部的妥协,与英格兰银行等欧洲国家中央银行将贴现利率设定在高于市场利率具有惩罚性质的水平不同,美联储实行了较低的贴现利率安排(Bindseil,2004a)。为了避免过度的融资压力,美联储对贴现窗口实现了非价格的限制性条件,使其逐渐演变为紧急融资性安排,通过抵押品要求等方式对贴现实行严格的数量限制。由于美联储的资产负债表的变化能够迅速反映贴现政策,商业银行一般都出于声誉考虑而不愿意使用这一机制。这样,与作为市场利率上限功能的常备借贷便利不同,美联储的贴现窗口逐渐演变为具有相机抉择性质的政策工具。出于声誉的考虑,至少从1984年大陆伊利诺斯银行倒闭开始,金融机构越来越不愿意向美联储的再贴现窗口融资。直到2002年,美联储才最终决定把贴现窗口打造成一个现代化的自动借款机制,将贴现利率设定为高于联邦基金利率并成为货币市场利率上限,从而实现了与其他主要中央银行(如英国、德国)一样的融资便利安排(Furfine,2003;Bindseil,2004a)。

(三)对中国货币调控方式转型的进一步讨论

中国的货币政策脱胎于计划经济,一直处于转型调整过程之中。在改革开放后的很长一段时间里,我国并未建立现代意义的宏观调控框架,主要依赖计划手段,人为干预并管理经济(周小川,2013)。20世纪90年代之前,再贷款(再贴现)一直是我国基础货币供给的最主要渠道,中央银行主要采取现金发行和信贷规模直接控制手段管理货币信贷,直至20世纪90年代初随着社会主义市场经济体制的正式确立,才逐步缩小信贷规模控制范围、公布货币供应量并正式将其作为货币政策中间目标,最终在1998年取消信贷规模控制并重启人民币公开市场操作,货币政策转向符合市场经济要求的间接调控方式。因此,中国现代意义的货币政策实践仅有二十年左右的时间(张晓慧,2015;徐忠,2018)。长期以来,由于金融市场广度、深度不够和利率传导机制不畅等客观因素制约,以及计划经济惯性思维等主观因素影响,中国的间接货币政策主要以数量调控方式为主,对价格机制的作用重视不够(周小川,2004)。

在数量为主的货币调控模式下,中央银行主要以货币供应数量作为中间目标,通过准备金和公开市场操作等手段调节市场流动性和基础货币数量,实现产出、物价等货币政策最终目标(张晓慧,2008)。虽然货币市场利率也是非常重要的操作目标,但政策的着眼点主要是市场利率的稳定(波动幅度)而非具体的利率水平,并且利率目标也要服务于货币数量操作。可见,我国属于严格的货币数量调控。近年来,针对市场流动性格局和基础货币投放渠道发生的根本性变化,我国引入了SLO、SLF、MLF、PSL等很多创新性流动性管理工具和基础货币投放机制。同时,根据利率市场化改革加快推进和基本完成的现实,针对加强市场利率引导和货币调控方式转型进行了大量准备工作。例如,宣布意图将SLF利率打造为市场利率走廊上限,将每周两次公开市场操作完善为每个工作日操作,改进存贷款比、准备金考核方式,等等。应当说,上述政策工具创新和机制完善工作有效平滑了市场的流动性,极大地提高了中央银行利率引导能力,较好地促进了市场利率的稳定,为货币价格调控方式转型提供了必要的技术条件。

但是,一方面,作为货币调控方式判断的最主要标准和货币政策传导的逻辑起点,我国并未明确市场化条件下新的短期货币政策目标利率。由于仍然保留了存贷款基准利率,商业银行存贷款利率定价机制、内部利率管理方式和中央银行利率管理模式仍依赖存贷款基准利率,事实上的利率双轨制实际上是中国货币调控方式转型必须逾越的障碍,取消存贷款基准利率并使商业银行存贷款利率定价与完全市场化的金融市场利率并轨,也是深化利率市场化改革的重要内容(易纲,2018b)。

另一方面,更重要的是,尽管我国金融市场已具备了充分的市场广度和必要的市场深度,利率传导机制更加畅通有效(Kamber and Mohanty, 2018),但当前我国的货币政策操作仍表现出了非常强的数量调控惯性。尽管2018年不再公布M2的具体目标值是货币调控方式转型的重要一步,但这很大程度上是由于加强监管等频繁政策扰动导致货币需求更不稳定情况下,不得已的政策选择。而且,有关货币调控方式转型的大量技术性准备工作,主要是在国际收支趋于平衡和双顺差格局开始逆转的大背景下进行的,政策操作的着眼点主要还是为了弥补基础货币数量不足而开展的流动性被动投放^①,市场流动性和基础货币数量仍是当前货币政策操作最主要的目标。尽管中央银行也曾强调7天回购利率作为新的政策目标,但对数量目标的过度关注使其不得不逐渐缩窄到并不能代表全市场利率水平的存款类机构7天回购利率^②,而非更具市场代表性的与各国货币政策操作一致的隔夜市场利率(徐忠和李宏瑾, 2019)。在逆回购、准备金等传统数量调控方式日渐失效后,货币政策不得不更加依赖MLF、PSL等创新性基础货币投放手段,强化MPA对广义信贷规模的控制。2015年10月取消存贷款基准利率限制后,2016年至2018年10月,虽然我国已4次调整逆回购、SLF、MLF等主要政策利率,但这很大程度上与美联储加息政策有关。同时,我国在连续4次普遍大范围降低存款准备金要求、开展更大规模和更长期限逆回购等常规政策手段基础上,持续通过MLF、PSL等手段弥补基础货币数量缺口。2018年9月,中国人民银行资产中对存款类金融机构债权占比已升至2001年以来最高的29.9%,其中MLF与PSL总计占比高达23.5%(共计8.6万亿元)。从中央银行资产负债表的角度来说,这与1998年之前再贷款作为主要基础货币投放最主要渠道并没有本质上的区别。正是由于货币政策仍按照储备头寸说的方式进行数量调控,而不是根据货币需求和利率调节的方式供给货币,因此尽管中央银行不断通过各种途径扩张资产负债表,2019年4月货币乘数甚至上升至历史最高的6.31,但M2增速仍持续低位徘徊,与货币的银行负债方相对应的社会融资规模存量增速也逐步向M2收敛,以至于畅通货币政策传导成为当前政策着力解决的“问题”^③。

六、结论性述评

本文对货币调控理论文献进行了简要回顾,指出货币政策操作与决策的分离是现代中央银行的重要标志,货币调控方式本身实际上属于货币政策操作的范畴。在对货币政策两分法和操作目标、中间目标等相关概念进行说明和清晰界定的基础上,本文指出,随着货币政策传导机制理论研究的深入发展,各国中央银行已普遍放弃了中间目标的货币政策模式,有关货币调控方式的讨论主要是指操作目标。操作目标是货币政策的逻辑起点,对于反映货币政策当局的政策立场,有效传递中央银

① 中国人民银行货币政策分析小组,2016,《2015年以来稳健货币政策主要特点的回顾》,一财网, www.yicai.com, 5月27日。

② 《货币政策执行报告(2015年第4期)》首次增加了“进一步提高公开市场7天期逆回购操作的连续性和稳定性,通过连续释放公开市场操作利率信号,有效引导和稳定市场预期”的表述,但随着市场利率(主要是作为隐含操作目标的7天回购利率R007)波动及其与公开市场操作7天逆回购利率之差越来越大,之后的表述逐渐转为信用风险溢价和利率水平更低的存款类机构7天回购利率(DR007),甚至不再作类似表述,反而通过基础货币和市场流动性来解释市场利率的变化。由R007转向范围更窄的DR007,这种做法与发达国家货币数量目标制时期不断修改不同层次货币数量目标非常类似。不过,虽然非存款类金融机构与存款类金融机构存在一定的信用利差,但正常时期信用利差是稳定的,作用于金融市场和货币政策传导的重要价格变量,操作目标利率也应更具有市场代表性。例如,美国联邦基金市场的联储体系成员与非联储体系成员利差大致稳定在10-15个基点。全球金融危机后为避免出现零利率情形并加强对非联储成员的利率引导,美联储在2013年9月启用定利率的足额隔夜逆回购工具(ON RRP),将交易范围扩大至非联储体系成员,有效强化了市场利率下限约束(Frost et al., 2015)。

③ 在经过两次扩大统计范围的口径修订后,2018年末我国社融存量增速仍持续降至历史最低的9.78%,与M2增速之差收敛至1.68个百分点,而按照未修订的原口径的社融存量增速则仅为8.29%,与M2增速之差进一步缩小至0.19个百分点。社会融资规模增速的下降,也说明了政策扰动导致的货币需求下降(在不做特殊说明情况下,本文数据来自Wind及笔者的计算)。

行决策信息并引导市场预期,顺利实现产出、物价等货币政策最终目标至关重要。在日常的货币调控实践中,货币政策操作是以数量型目标为主,还是以价格型目标为主,是判断货币调控方式的最主要标准。操作目标和中间目标同时采用数量指标是更为严格的货币数量调控方式,在各国货币政策实践中并不多见。尽管自现代中央银行诞生以来,利率政策一直是各国中央银行最主要的货币调控方式,但中央银行之所以开始采用数量型货币调控方式,很大程度上与储备头寸说和美国联邦储备体系特殊的成立背景和体系架构密切相关,这对当前中国的货币调控方式转型,具有重要的启示性意义。

如果说,利率市场化的实质就是让市场通过价格机制在金融资源配置中发挥决定性作用,那么通过价格引导方式开展货币政策调控,就是更好发挥政府作用的具体体现。随着存贷款利率管制的取消,我国利率市场化进入了以市场化利率形成和调控机制为核心的深化改革新阶段,货币政策转向价格型调控方式,正是深化利率市场化改革的主要方向^①。今后,应积极转变政策观念,摆脱思维惯性。在货币操作战术方面,要尽快明确市场化条件下新的更具市场代表性的隔夜期限政策目标利率,择机取消存贷款基准利率,实现利率并轨,完善公开市场操作机制,健全利率走廊安排,优化货币政策工具体系,切实增强中央银行市场利率引导能力;在货币决策战略方面,根据国情实际改进货币政策决策机制,逐步提高中央银行的货币决策自主性,加强潜在产出、自然利率估算和探索符合中国实际的货币政策规则的研究,通过货币政策操作和决策的健全完善,确保中国货币价格调控方式的顺利转型和新常态下经济金融的高质量发展。

参考文献

- 纪敏、李宏瑾(2018):《影子银行、资管业务与货币调控方式转型》,《金融研究》,第12期。
- 李宏瑾、苏乃芳(2018):《中国隐性利率双轨制及其对市场利率的影响》,《财经问题研究》,第8期。
- 马骏、管涛(2018):《利率市场化与货币政策框架转型》,中国金融出版社。
- 马骏、纪敏(2016):《新货币政策框架下的利率传导机制》,中国金融出版社。
- 徐忠(2018):《经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型》,《金融研究》,第4期。
- 徐忠、李宏瑾(2019):《货币价格调控模式下政策目标利率的期限选择》,《国际金融研究》,第3期。
- 易纲(2018a):《中国人民银行行长周小川等就“金融改革与发展”答记者问》,www.pbc.gov.cn,3月9日。
- 易纲(2018b):《易纲行长在博鳌亚洲论坛2018年年会分论坛的问答实录》,www.pbc.gov.cn,4月11日。
- 易纲(2019):《易纲行长出席中债指数专家指导委员会第十五次会议并讲话》,中债网(www.chinabond.com.cn),5月28日。
- 张晓慧(2008):《走向间接调控的中国货币政策》,《中国金融》,第23期。
- 张晓慧(2015):《货币政策的发展、挑战与前瞻》,《中国金融》,第19期。
- 周小川(2004):《当前完善货币政策传导机制需要关注的几个问题》,www.pbc.gov.cn,4月14日。
- 周小川(2013):《新时期以来中国货币政策主要特点》,《中国金融》,第2期。
- 周小川(2016):《把握好多目标货币政策》,在IMF中央银行政策研讨会上的发言,www.pbc.gov.cn,6月24日。
- Abbassi, P. and D. Nautz(2012):“Monetary Transmission Right from the Start”,*North American Journal of Economics and Finance*, 23, 54-69.
- Aizenmann, J. and J. Frenkel(1986):“Supply Shocks, Wage Indexation, and Monetary Accommodation”,*Journal of Money, Credit and Banking*, 18, 304-322.
- Alensina A. and A. Stella(2011):“The Politics of Monetary Policy”, In *Handbook of Monetary Economics*, Friedman, B. and M. Woodford (eds.), Amsterdam: Elsevier.
- Araujo, A., S. Schommer and M. Woodford(2015):“Conventional and Unconventional Monetary Policy with Endogenous Collateral Constraints”,*American Economic Journal: Macroeconomics*, 7, 1-43.
- Asso, F. and R. Leeson(2012):“Monetary Policy Rules: from Adam Smith to John Taylor”, In *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*, Koenig, E., R. Leeson and G. Kahn (eds.), Stanford: Hoover Press.
- Atkeson, A., C. Chari, and P. Kehoe(2007):“On the Optimal Choice of A Monetary Policy Instrument”, NBER Working Paper, No.

^① 《利率市场化改革迈出关键一步》,《货币政策执行报告(2015年第3季度)》。

13398.

Barro, R. (1986): "Recent Development in the Theory of Rules Versus Discretion", *Economic Journal*, 96, 23–37.

Barro, R. (1989): "Interest-Rate Targeting", *Journal of Monetary Economics*, 23, 3–30.

Bean, C. (1983): "Targeting Nominal Income: An Appraisal", *Economic Journal*, 93, 806–819.

Bernanke, B. and A. Blinder (1992): "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, 82, 901–921.

Bernanke, B. and M. Gertler (1995): "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 9, 27–48.

Bindseil, U. (2004a): *Monetary Policy Implementation: Theory, Past and Present*, New York: Oxford University Press.

Bindseil, U. (2004b): "The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine", European Central Bank Working Paper, No. 372.

Bindseil, U. (2014): *Monetary Policy Operations and the Financial System*, New York: Oxford University Press.

Bindseil, U. (2016): "Evaluating Monetary Policy Operational Frameworks", Paper for the Jackson Hole Symposium on Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future, Federal Reserve Bank of Kansas City, August.

Bindseil, U. (2018): "What Monetary Policy Operational Framework after the Crisis?", *French Journal of Economy*, 33, 105–126.

Bindseil, U., G. Camba-Mendez, A. Hirsch and B. Weller (2006): "Excess Reserves and the Implementation of Monetary Policy of the ECB", *Journal of Policy Modeling*, 28, 491–510.

Bindseil, U. and P. König (2013): "Basil J. Moore's Horizontalists and Verticalists", *Review of Keynesian Economics*, 1, 383–390.

BIS (2001): "Forward", BIS Papers, No. 9.

BIS (2009): "Monetary Policy Frameworks and Central Bank Market Operations", Market Committee, May.

BIS (2015): "Central Bank Operating Frameworks and Collateral Markets", CGFS Papers, No. 53.

Blanchard, O., G. Dell'Ariccia and P. Mauro (2010): "Rethinking Macroeconomic Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199–215.

Blinder, A. (1998): *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge, MIT Press.

Blinder, A. (2000): "Monetary Policy at the Zero Lower Bound", *Journal of Money, Credit and Banking*, 32, 1093–1099.

Bordo, M. and B. Eichengreen (1998): "The Rise and Fall of A Barbarous Relic", NBER Working Paper, No. 6436.

Borio, C. (1997): "The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey", BIS Economic Papers, No. 47.

Borio, C. (2019): "On Money, Debt, Trust and Central Banking", BIS Working Papers, No. 763.

Borio, C. and P. Disyatat (2010): "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal", BIS Working Papers, No. 292.

Borio, C., M. Eredem, A. Filardo and B. Hofmann (2015): "The Costs of Deflations", BIS Quarterly Review (March), 31–54.

Borio, C. and W. Nelson (2008): "Monetary Operations and the Financial Turmoil", BIS Quarterly Review (March), 31–46.

Boivin, J., M. Kiley and F. Mishkin (2011): "How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?", in *Handbook of Monetary Economics*, Friedman, B. and M. Woodford (eds.), Amsterdam: Elsevier.

Caballe J. and J. Hromcova (2011): "The Role of Central Bank Operating Procedures in An Economy with Productive Government Spending", *Computational Economics*, 37, 39–65.

Clarida, R. (2019): "The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices", Speech at "Fed Listens: A Capstone Roundtable" hosted by the Federal Reserve Bank of New York, May, 20.

Carlstrom, C. and T. Fuerst (1995): "Interest Rate Rules vs. Money Growth Rules", *Journal of Monetary Economics*, 36, 247–267.

Chrystal, A. and P. Mizen (2001): "Goodhart's Law: Its Origins, Meaning and Implications for Monetary Policy", Paper for the Festschrift in Honor of Charles Goodhart, Bank of England, November, 15–16.

Collard, F. and H. Dellas (2005): "Poole in the New Keynesian Model", *European Economic Review*, 49, 887–907.

Dai, M. (2010): "Financial Volatility and Optimal Instrument Choice", *Economics Bulletin*, 30, 605–613.

Davis, R. (1990): "Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Summer), 71–82.

Disyatat, P. (2008): "Monetary Policy Implementation: Misconceptions and Their Consequences", BIS Working Paper, No. 269.

Englander, S. (1990): "Optimal Monetary Policy Design", Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of New York.

Eggertsson, G. and M. Woodford (2003): "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 34, 139–233.

- FED(2019):“Monetary Policy Rules and Systematic Monetary Policy”, Monetary Policy Report, February.
- Feinman, J.(1993):“Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform”, Federal Reserve Bulletin, June.
- Fischer, S.(2015):“Central Bank Independence”, Speech of the 2015 Herbert Stein Memorial Lecture, National Economists Club, November, 4.
- Fischer, S.(2017):“The Independent Bank of England”, Speech at the Conference of “20 Years On”, Bank of England, September, 28.
- Fisher, I.(1911):*The Purchasing Power of Parity*, New York: Kelley.
- Friedman, B.(1975):“Targets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, 1, 443–473.
- Friedman, B.(1984):“The Value of Intermediate Targets in Implementing Monetary Policy”, NBER Working Paper, No. 1487.
- Friedman, B.(1990):“Targets and Instruments of Monetary Policy”, in *Handbook of Monetary Economics*, Friedman, B. and F. Hahn (eds.), North Holland: Elsevier.
- Friedman, B.(2000):“The Role of Interest Rates in Federal Reserve Policymaking”, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, 45, 43–66.
- Friedman, B. and K. Kuttner(2011):“Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?”, in *Handbook of Monetary Economics*, Friedman, B. and M. Woodford (eds.), Amsterdam: Elsevier.
- Friedman, M.(1982):“Monetary Policy: Theory and Practice”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 14, 98–118.
- Frost, J., L. Logan, A. Martin, P. McCabe, F. Natalucci and J. Remache(2015):“Overnight RRP Operations as a Monetary Policy Tool”, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, No. 2015–010.
- Fuhrer, J., G. Oliveri, E. Rosengren and G. Tootell(2018):“Should the FED Regularly Evaluate Its Monetary Policy Framework?”, Federal Reserve Bank of Boston Working Papers, No. 18–8.
- Furfine, C.(2003):“Standing Facilities and Interbank Borrowing: Evidence from the Fed’s New Discount Window”, *International Finance*, 6, 329–347.
- Gavin, W., B. Keen and M. Pakko(2005):“The Monetary Instrument Matters”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 87, 633–658.
- Goodfriend, M.(1987):“Interest Rate Smoothing and Price Level Trend – Stationarity”, *Journal of Monetary Economics*, 19, 335–348.
- Goodfriend, M.(1988):“Central Banking under the Gold Standard”, *Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy*, 29, 85–124.
- Goodfriend, M.(2003):“Review of Allan Meltzer’s *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913 – 1951*”, Federal Reserve Bank of Minneapolis The Region, December.
- Goodfriend, M. and R. King(1997):“The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, NBER Macroeconomics Annual, 231–283.
- Goodhart, C.(1984):*Monetary Theory and Practice*, Macmillan: Basingstoke.
- Goodhart, C.(1989):“The Conduct of Monetary Policy”, *Economic Journal*, 99, 293–346.
- Hetzl, R. and R. Leach(2001):“The Treasury – Fed Accord: A New Narrative Account”, Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly, 87, 33–55.
- Ho, C.(2008):“Implementing Monetary Policy in the 2000s: Operating Procedures in Asia and Beyond”, BIS Working Paper, No. 253.
- Humpage, O.(2016):“The Fed’s Yield-Curve-Control Policy”, Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary, No. 2016–15.
- Kamber, G. and M. Mohanty(2018):“Do Interest Rates Play A Major Role in Monetary Policy Transmission in China?”, BIS Working Paper, No. 714.
- Keating, J. and A. Smith(2018):“The Optimal Monetary Instrument and the (Mis)Use of Causality Tests”, Federal Reserve of Kansas City Research Working Paper, No. 18–11.
- Keynes, J.(1930):*Treatise on Money*, New York: Harcourt, Brace & Co.
- Kim, S. and H. Chen(2019):“From a Quantity to an Interest Rate-Based Framework”, HONG KONG Institute for Monetary Research Working Paper, No. 01/2019.
- Kroeger, A., J. McGowan and A. Sarkar(2018):“The Pre-Crisis Monetary Policy Implementation Framework”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 809.
- Ireland, P.(2000):“Interest Rates, Inflation and Federal Reserve Policy since 1980”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32, 417–434.
- Issing, O.(1997):“Monetary Targeting in Germany”, *Journal of Monetary Economics*, 39, 67–79.
- Issing, O.(2005):“Why did the Great Inflation not Happen in Germany?”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review (March/April), 329–336.
- Laidler, D.(1992):“Deflation”, in *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance (A-E)*, London and New York: Macmillan and Stockton.

- Laurens, B., K. Eckhold, D. King and N. Maehle (2015): "The Journey to Inflation Targeting", IMF Working Paper, No. WP/15/136.
- Lennard, J. (2018): "Did Monetary Policy Matter?", *Explorations in Economic History*, 68, 16–36.
- Lucas, R. (1976): "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19–46.
- Lucas, R. (1996): "Nobel Lecture: Monetary Neutrality", *Journal of Political Economy*, 104, 661–682.
- McCallum, B. (1981): "Price Level Determinacy with an Interest Rate Policy Rule and Rational Expectations", *Journal of Monetary Economics*, 8, 319–329.
- McCallum, B. (1986): "Some Issues Concerning Interest Rate Pegging, Price Level Determinacy, and the Real Bills Doctrine", *Journal of Monetary Economics*, 17, 135–160.
- McLeay, M., A. Radia and R. Thomas (2014): "Money Creation in the Modern Economy", Bank of England, Quarterly Bulletin, Q1, 14–27.
- Meulendyke, A. (1998): *US Monetary Policy and Financial Markets*, New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Mishkin, F. (1995): "Symposium on the Monetary Policy Transmission Mechanism", *Journal of Economic Perspectives*, 9, 3–10.
- Mishkin, F. (1999): "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", *Journal of Monetary Economics*, 43, 579–605.
- Mishkin, F. (2002): "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", in Banko de Mexico, Stabilization and Monetary Policy: The International Experience, Bank of Mexico, 99–139.
- Mishkin, F. (2009): *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Education and Addison-Wesley.
- Mishkin, F. (2011): "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", NBER Working Paper, No. 16755.
- Mishkin, F. (2014): "Central Banking after the Crisis", in *Macroeconomic and Financial Stability*, Bauducco, S., L. Christiano and C. Raddatz (eds.), Central Bank of Chile.
- Moore, B. (1988): *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press.
- Moore, B. (1991): "Money Supply Endogeneity: 'Reserve Price Setting' or 'Reserve Quantity Setting'?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 13, 404–413.
- Morys, M. (2013): "Discount Rate Policy under the Classical Gold Standard", *Explorations in Economic History*, 50, 205–226.
- Nelson, E. (2007): "Milton Friedman and U. S. Monetary History: 1961–2006", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 89 (May), 153–182.
- Phillips, C. (1920): *Bank Credit*, New York: Macmillan.
- Pigou, A. (1917): "The Value of Money", *Quarterly Journal of Economics*, 32, 38–65.
- Poole, W. (1970): "Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model", *Quarterly Journal of Economics*, 84, 197–216.
- Sargent, T. and N. Wallace (1975): "'Rational' Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, 83, 241–254.
- Saving, T. (1967): "Monetary – Policy Targets and Indicators", *Journal of Political Economy*, 75, 446–456.
- Schaechter, A. (2001): "Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet", IMF Working Paper, No. WP/01/149.
- Sellin, P. and P. Sommar (2014): The Riksbank's Operational Framework for the Implementation of Monetary Policy: A Review", Riksbank Studies, March.
- Singh, R. and C. Subramanian (2009): "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments under Velocity and Fiscal Shocks", *Economic Modelling*, 26, 865–877.
- Taylor, J. (2012): "The Dual Nature of the Forecast Targeting and Instrument Rules", in *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*, Koenig, E., R. Leeson and G. Kahn (eds.), Stanford: Hoover Press.
- Tobin, J. (1965): "The Monetary Interpretation of History", *American Economic Review*, 55, 464–485.
- Van't dack, J. (1999): "Implementing Monetary Policy in Emerging Market Economies", BIS Policy Papers, No. 5.
- Walsh, C. (2017): *Monetary Theory and Practice* (Fourth Edition), Cambridge: MIT Press.
- Woodford, M. (2003): *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press.
- Woodford, M. (2008): "How Important Is Money in the Conduct of Monetary Policy?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 40, 1561–1598.
- Yellen, J. (2016): "The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit", Speech at the Jackson Hole Symposium on Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future, August, 26.