

No. 2105

研究报告

IMI

后疫情时期中国货币 政策挑战

夏乐



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

國際貨幣網

1937

后疫情时期中国货币政策挑战

夏乐¹

一、货币政策正常化

1. 疫情受控后货币政策走向正常化

中国疫情时期推出的货币政策宽松措施：在政策利率方面，MLF、逆回购、SLF 和 LPR 等政策利率在 2020 年全年下调 30 个基点，之前很长时间没有变化的超额准备金利率从 0.72% 下调到 0.35%；法定存款准备金在 2020 年下调三次，累计释放 1.75 万亿人民币；为应对疫情，央行还启动长期未曾大规模使用的再贷款再贴现利率工具，分三批释放 1.8 万亿人民币。除此之外央行还推出两个更具定向性的货币政策工具，分别是：普惠小微企业贷款延期支持工具，通过此工具央行对小微企业贷款延期进行 1% 的贴息，从而撬动 8700 亿人民币的小微企业贷款延期；另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划，整体规模也达到 1700 亿人民币。

¹夏乐，IMI 特约研究员、西班牙对外银行研究部亚洲首席经济学家

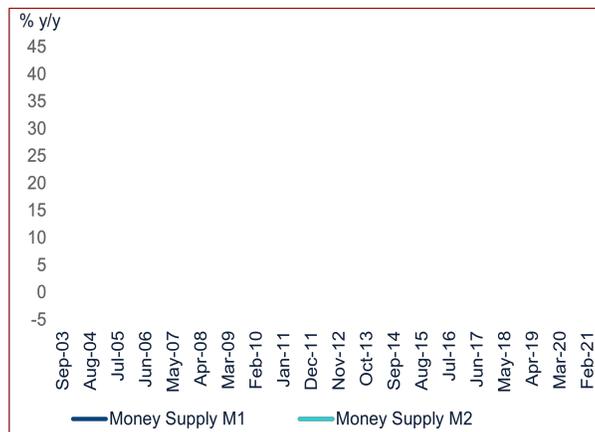


图 1：货币政策刺激效果温和（信息来源：Wind and BBVA）

总体而言，中国央行针对疫情采用的货币政策刺激是非常温和的。比较而言，2008 年金融海啸之后出台的包括财政、货币政策在内的“4 万亿”刺激政策组合使得当时中国 M2 一度达到近 30% 的年增长率，而 2020 年实施的刺激计划仅令 M2 年增长率略高于 10%。

目前，国内疫情已得到有效控制，海外随着疫苗接种率提高，欧美国家疫情形势也有所好转。有鉴于此，很多人乐观地认为，欧美发达国家在今夏即可借助疫苗实现群体免疫，重要的发展中国家也有望在今年年底实现这一目标。在后疫情时代，如何让货币政策走向正常化是必须面对的问题，即便是温和的刺激政策也需要逐步收回。

2. 政策退出是一个世界性的考验

从历史上其他国家的经验来看，所有刺激政策退出都是货币当局面临的一个重大考验。

今年年初，美联储短期联邦政策利率仍维持在 0-0.25% 区间未变化，但是美国十年国债收益率在不到三个月的时间里从 1% 左右的水平飞快

攀升，最高达到 1.7%，百分比增长率达到 70%。这种急剧变化给包括中国股票市场在内的全球资本市场造成较大冲击。

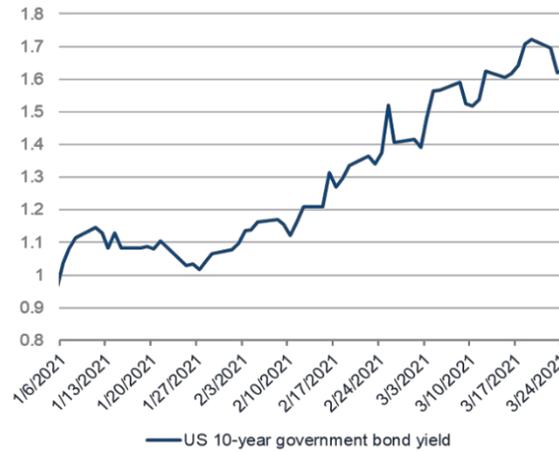


图 2：美国十年期国债收益率急升（信息来源：Wind and BBVA）

这种情况的出现与政策退出的不确定性有很大关系。目前市场并不担心政策退出过早，反而担心美联储超宽松货币政策维持时间过长会导致未来通货膨胀压力上升，从而造成此次美债收益率的抬升。

而在中国，年初也出现包括 SHIBOR 和 DR007 在内的货币市场利率急升的情况，同样反映了市场对于货币政策转向的担心。因此可以看出，货币政策退出或者转向可能是一个世界性的考验。

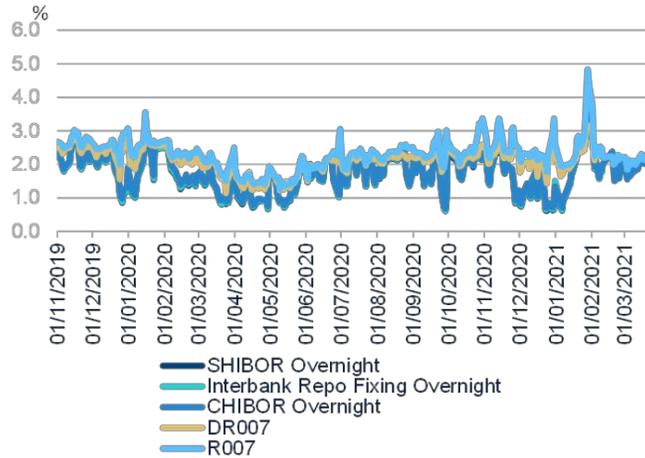


图 3：年初我国货币市场利率急升（信息来源：Wind and BBVA）

3. 货币政策正常化需要避免急转弯

关于年初银行间市场利率陡升的一个猜测，是基于股票和房产市场的过热迹象，央行可能通过收紧流动性来警示不断上升的资产价格。央行和市场参与者之间的博弈，可能在某些环境下加剧资产价格的波动，若处理不好甚至会影响到实体经济，甚至给整个金融系统的稳定性带来冲击。

尽管已经看到疫情的曙光，中国和全球的经济恢复仍然面临诸多不确定性。疫情可能会给全球经济带来结构性的变化，持续影响到全球经济增长的动力和前景。此外，中美关系、中欧关系都在调整过程中，中方需要与美方新上任政府不断磨合，这也给全球和中国经济带来巨大不确定性。

疫苗接种覆盖率不及预期也可能对经济运行带来压力。中国政府出色的防疫工作将疫情影响限制在极低水平，但随着海外国家接种疫苗实

现免疫，我国若不通过疫苗而是继续实行严格的防疫管控、限制人员流动和跨境活动的措施来防范疫情，则无法恢复与海外国家正常的经济往来，从而对经济整体造成负面冲击。

考虑上述种种情况，央行释放出“货币政策不急转弯”的信号，但在货币政策的整体操作过程中仍需要非常注意。信号传达到市场后，仍然会存在被误解或过度放大的可能性。我们预测今年货币政策保持中性倾向，而存在的众多不确定性也可能会造成下半年政策出现调整。在货币政策正常化的过程中，与市场沟通占有非常重要的地位，货币政策制定者如何让市场相信自己言行一致，是非常困难的问题。即使是在拥有成熟的货币政策操作体系和市场参与者的美国，也会发生年初美债收益率急升的市场波动，中国则需要更加小心。

二、完善利率走廊和货币传导机制

1. 货币政策的多重目标与多项工具



图 4：我国利率走廊机制（信息来源：Wind and BBVA）

从 2016 到 2017 年开始成形的利率走廊，已经逐渐成为央行控制短端利率目标的基础性制度安排。DR007（7 天拆借利率）作为央行官方解释的短端政策利率，是银行间进行拆借的基准利率。它上下波动的范围，被上限的 MLF 利率和下限的超额存款准备金利率控制。

中国货币政策目标是多重的，例如保持物价稳定、促进经济增长、保持充分就业、金融稳定、维护国际收支平衡等，对应反复出现在央行政策报告中的“稳通胀”“稳增长”“稳就业”等朗朗上口的政策口号。同时，中国央行又拥有多种货币政策工具。除了利率走廊中有很多利率工具之外，央行还使用过抵押补充贷款（PSL）、公开市场操作利率（OMO）、以及疫情期间推出的一些直达小微企业的货币政策工具。

多重货币政策目标同时又配合多种货币政策工具，这给市场判断央行货币政策走向带来很大的难度。市场分析对于货币政策的解读往往存

在争论，也在某种程度上从现实上反映市场难以正确解读央行政策操作的问题。

2. 疏通货币政策传导机制

发达国家在 2008-2009 全球金融海啸之前基本上只操作短期政策利率，由短期政策利率通过利率期限结构曲线影响长期利率。金融海啸发生后，发达国家政府面临短期名义利率下降至零的困境，一时间无法通过对短端政策利率的操作影响长期利率。发达国家央行由此开始推行量化宽松政策（QE），直接进入市场控制长期利率，比如通过 QE 来购买长期债券以压低长期利率，而日本央行甚至直接承诺控制长期市场利率不超过某个水平。2019 年，我国进行了货币政策长期利率 LPR 的改革，较 DR007 而言磨合时间比较短，这次改革实现央行对于长期利率的调控。

就现在的情况来看，我国金融市场深度和广度的发展状态都非常好，在全球范围内名列前茅。但是从政策利率操作来讲，仍然缺乏条件单纯依靠市场力量将短期政策利率向长端的市场利率传导。因此央行基本上倾向于把短端利率和长端利率一起控制，从而较好地控制社会融资成本。

在 LPR 改革后，长端利率控制的现状是：央行通过 MLF 影响到商业银行 LPR，商业银行在 LPR 的基础上考虑信用风险加点再传导到借款人。目前来看这个过程中仍存在一定的货币政策传导机制不畅的问题。

从微观主体角度看，一是存在借款人对利率不敏感的“刚性兑付”情况，即政府、国有企业对于利率高低不敏感，同时银行对于有政府担保的借款人保持高度信任，对信用风险的评估很低。这种“刚性兑付”

现象会挤压真正对利率敏感的民营、小微企业贷款人，使得货币政策收紧时最大的冲击由这些贷款人承受，与货币政策希望扶助小微企业贷款人的初衷相悖。二是金融机构出于利润压力采取的创新行为，可能为一些高风险贷款人持续“输血”，令它们能够长久存活，这就是金融机构业务创新存在的“影子银行”问题。虽然“影子银行”问题近几年得以控制，但风险仍存，而且有可能会死灰复燃。

从央行自身角度出发，海外重要发达国家市场的货币政策执行框架和传导机制都是通过双向反复博弈最后形成的。虽然政策执行初始，金融机构和借款人的反应可能不尽如人意，但是随着央行与市场的持续互动，双方都逐渐了解对方的期望并互相磨合、调整，最终形成一套成熟的政策执行和传导机制。在中国，目前 LPR 长端利率改革实行不到两年，短端 DR007 利率改革从 2017 年算起也不到四年，因此难免存在货币政策传导机制不畅的问题。

疏通货币政策传导机制可以从两个渠道出发。

一种渠道是仍然通过市场疏通，需要有足够的耐心。维持货币政策目标不变，通过短端、长端利率工具结合，借助市场力量不断调整。经过一定时间的磨合，市场会逐渐了解到政策的目标和导向，货币政策传导机制也会通顺。

另一种渠道是通过创新工具来解决货币政策传导中真正面临的问题，央行通过创新直达工具以直接影响借款人和商业银行（例如在疫情时期采取的直达工具方式）。

值得注意的是，这两个渠道可能会出现互相影响的情况。过分依赖直达工具，可能会增大市场对于央行政策预期和解读的难度。因此央行需要平衡这两种渠道。

3. 货币政策的长远设计

在全球新冠疫情发生前，前美联储主席伯南克（Bernanke）曾经撰文讨论到未来的货币政策应该如何设计，其大意是认为没有出现零利率的正常时期，让政策利率对通胀和产出做出反应（类似于泰勒规则）；一旦出现零利率的特殊时期，则需要引入量化宽松和前瞻性指引。新冠疫情爆发后，美联储的货币政策很快验证了这一观点，第一时间就采取量化宽松和前瞻性指引政策。同时这种超宽松政策也招致诸多批评，批评者认为，这一框架会令货币政策进入“低利率陷阱”，使得未来的利率水平难以提升。

从2015年最后一次调整基准利率后，中国的政策利率调整是十分温和的。保持温和反应的背后，是央行对于金融市场稳定的重视。但是放眼到长远，通胀问题若重来，利率向上调整的方式是否仍能像现在向下调整时一样温和？利率需要以怎样的方式上调？这些都是值得思考的问题。一种看似稳妥的建议是，利率向下调整刺激经济时需要保持定力，但向上调整遏制通胀时则可以比较剧烈。但是这种建议也存在操作性问题，随着经济周期波动，利率调整始终保持上调激进、下调温和，将导致利率水平在未来呈现整体走高的态势，对经济和金融体系所带来的影响都是值得讨论的。

三、货币政策在金融稳定中扮演的角色

1. 后疫情时期债务问题恶化和金融稳定的挑战

股票市场和房地产市场在去年 11 月后发生了急剧上升的情况，虽然最近股市有所回调，但房地产市场尤其在一些较大城市仍然存在过热的趋向。更值得担心的问题是整体宏观杠杆率的提高。2016 年-2018 年初，基于整体宏观杠杆率走高的背景，政策一直在做去杠杆的调整。2018-2019 年基于外部环境压力，从“去杠杆”变为了“稳杠杆”，总体而言这段时间宏观杠杆率保持相对稳定。2020 年疫情爆发后，整体宏观杠杆率提高了 23%，杠杆率的增加不但受到政府部门整体债务提高的驱动，也受到居民部门债务升高的驱动。政府部门和居民部门杠杆率的显著上升，给未来货币政策操作带来了一定难度。除此之外，疫情带来的长远影响还包括一些结构性问题，比如国有企业违约等。

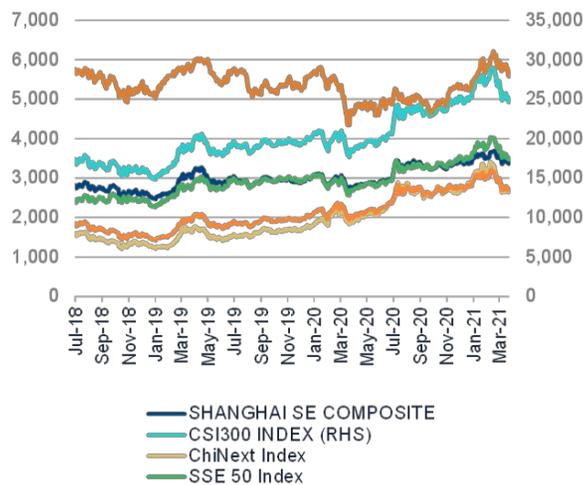


图 5：股市在年初一度急升（信息来源：Wind and BBVA）

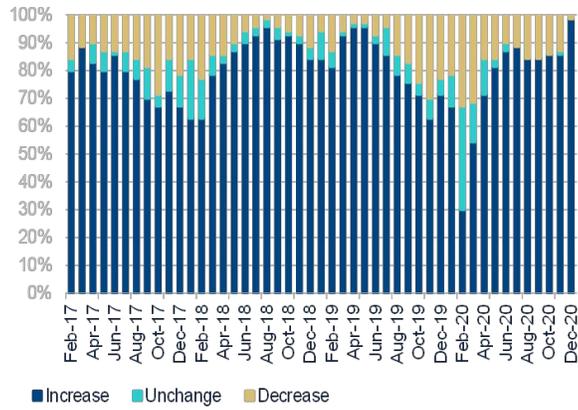


图 6: 房地产市场热度不减 (信息源: Wind and BBVA)

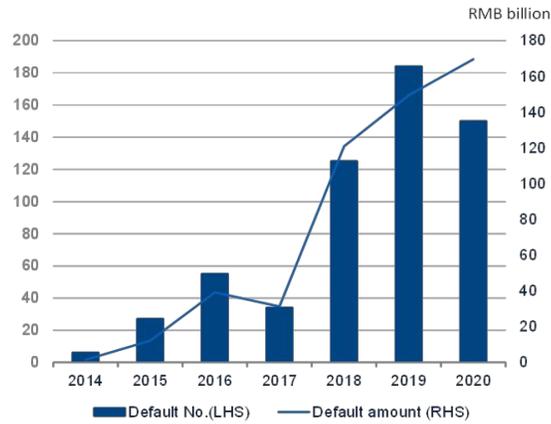


图 7: 2020 年整体宏观杠杆率提高 22%左右 (信息源: Wind and BBVA)

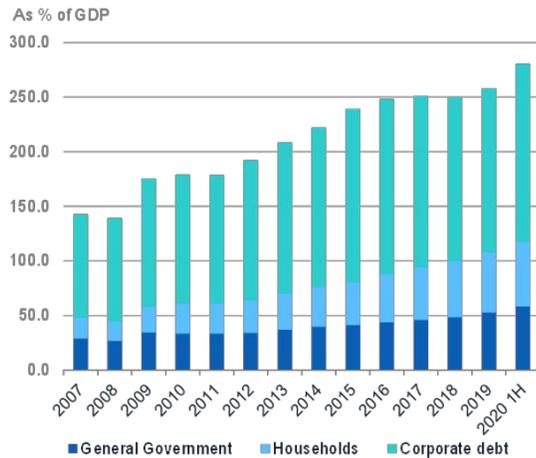


图 8: 一些结构性问题开始显现 (信息源: Wind and BBVA)

2. 是否应该将资产价格纳入货币政策目标？

传统观点认为，因为资产泡沫难以衡量、货币政策涉及面又比较广，所以货币政策应当仍以通货膨胀为目标，资产价格问题则留给金融监管和宏观审慎政策。但是监管政策和宏观审慎政策的调整周期长，可能政策启动前资产价格泡沫已经发展成很严重状态。而在控制资产价格方面，利率的确是一个可以立竿见影的调整工具。最近美国国债收益率急升确实对美国乃至全球的金融市场造成很大影响，侧面说明政策利率调节对于控制金融市场资产价格是行之有效的。未来是否可以将资产价格调节纳入货币政策目标中，是一个值得讨论的开放性问题的。

四、货币政策与财政政策的关系

从实践角度出发，我国的货币政策和财政政策基本是同向的。“宽财政、紧货币”的说法，通常都是从变化角度讲的，即尽管都处于宽松水平，现期货币政策不及上一期宽松，而财政政策比上一期更宽松，就被总结为“宽财政、紧货币”。但从事实出发考察货币政策增量和财政赤字水平，二者其实是同向的，也与目前全球财政政策货币政策双宽松的步调一致。

目前有一些政策思潮鼓吹赤字货币化（例如 MMT），我国部分学者在去年年初也对此产生争论，一部分认为赤字可以部分货币化，另一部分则认为这是不可触碰的红线。随着政府整体杠杆率上升，未来需要一

个长远的解决方案，赤字货币化之路不可行，将持续争论下去。

现阶段财政政策和货币政策双宽松是正常举措；但在未来经济恢复至正常时期，二者是否需要互相依赖、同向变化，则涉及到对央行整体独立性的讨论。某种程度上，货币政策独立性是否需要加强、通过怎样的机制加强，这是关于整体货币政策和宏观政策框架建立的重要议题。

五、气候变化已经成为人类社会面临的共同挑战

我国承诺在 2030 年实现碳达峰，2060 年实现碳中和，这期间有 30 年的时间间隔。欧美国家在 2005 年左右已实现碳达峰，并承诺在 2050 年实现碳中和，间隔 45 年。我国碳排放从达峰到中和只有 30 年，是非常大的考验，未来包括监管政策、货币政策、财政政策在内的整体宏观政策都需要考虑到“碳中和”这一长远目标。

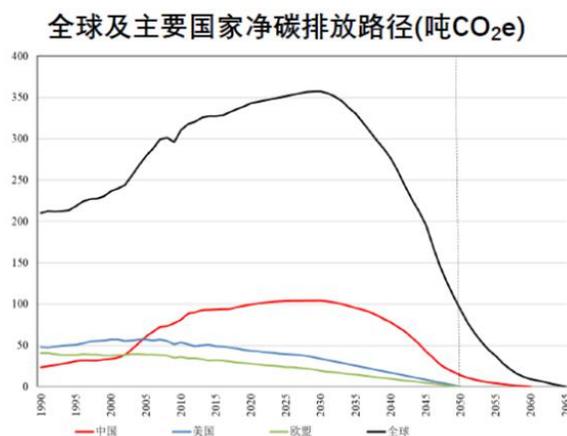


图 9：全球及主要国家净碳排放路径

(信息来源：《中国长期低碳发展战略研究》，何建坤，2020 年 10 月)

对于货币政策而言，因为我们的目标较欧美国家而言更为激进，所以需要货币政策采取更积极主动的活跃角色，各监管部门和决策部门都需要更加活跃主动。应对气候变化本身会给货币政策操作带来一定的影响和挑战，本报告讨论三点内容。

1. 创造性破坏

实现碳中和目标的过程中，高污染行业例如煤炭、钢铁等，不会因此消失，但是行业结构将发生剧烈变化。这将给包括银行给高污染行业企业提供的贷款在内的存量金融资产带来质量影响，甚至可能影响到金融稳定。

2. 产品含碳成本

基于各国经验，实现碳中和目标难免需要将产品和服务的含碳成本计入价格，造成整体社会产品和服务价格的提升。从单个产品角度而言，可以分析出价格的提升包含了多少“含碳成本”，但因为过程的动态性，从整体社会角度分析，就无法分辨价格水平的提高，哪部分是由于“含碳成本”显现造成，哪部分是由于本身经济过热或者其他情况造成。稳定币值和稳定通货膨胀是央行的重要目标之一，而随着碳成本的价格显现又难以从社会整体价格中分辨，这一目标的实现将面临挑战。

3. 绿色产业兴起对于经济增长的扰动

夕阳产业会随着“碳中和”目标的推行日渐西山，同时也会有一批绿色产业乘东风而起。这些产业发展迅速，可能会造成整体 GDP 快速

膨胀，因此未来需要合理衡量行业兴起、替代带来的经济活动影响，以便于货币政策更好地做出反应。货币政策可能不会对此主动出击，但在外部气候变化的大环境下，监管的变化就会带来货币政策操作的挑战。

从欧洲央行领导层的部分发言来看，欧洲倾向于采取被动的措施，中央银行不会参与到更积极的气候变化应对行为中去，而是应对上述监管变化带来的这种挑战。欧洲和中国的政策思维不同，也是因为各自面临的情况不同。我国实现的碳中和目标更为激进，就需要更多的政策工具或者更多部门参与进来。

六、人民币国际化对货币政策的影响

1. 人民币国际化

人民币国际化进程中需要面临三方面的问题。

一是汇率。国际货币汇率通常都是在海外金融中心决定的，例如美元和欧元的全球汇率决定都在伦敦完成。人民币汇率决定是否也需要在海外进行？具体定在哪个市场？是一个值得讨论的话题。

二是资本账户可兑换。对于今年初银行间市场利率的陡升，部分观点认为原因是国内资本南下至港股，造成银行间流动性收紧。资本账户可兑换范围的扩大在某种程度上会增加货币操作的难度，若资本账户可兑换的范围扩大得更大的话，这种挑战将越来越多。

三是海外货币存量增加。对于海外货币存量增加，一个好处是境内外人民币的流入流出不需要涉及兑换过程，避免对汇率的冲击和资本市

场的影响，但需要关注如何维持海外人民币市场的流动性。

疫情爆发后在去年 3 月份，国际市场上曾经出现了“美元荒”，最后美联储利用和其他重要中央银行进行的货币互换操作成功平息。如果未来人民币也变成国际型货币，也需要思考安排类似的机制来完成这一功能。

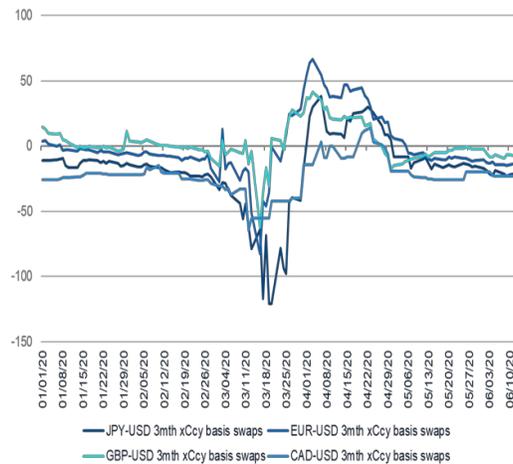


图 10：2020 年疫情曾导致国际美元荒（信息来源：Bloomberg and BBVA）

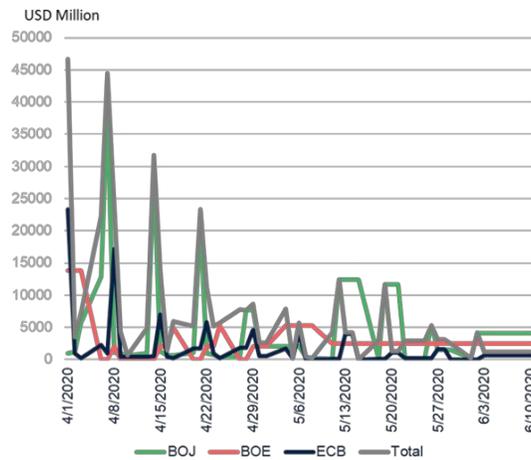


图 11：美元货币互换操作成功平息（信息来源：Bloomberg and BBVA）

2. 人民币数字化与货币政策

2020年年末,数字人民币从封闭测试走向试点,受到各方广泛关注。目前的数字人民币主要功能是应对小额支付场景,即人民币现金替代物。长期角度来看,数字人民币的普及也会对货币政策操作带来影响。一个好处是,央行可以通过其发行的电子货币从而掌握更多的流通情况和流通信息,提高货币政策的精准性。例如,央行可以通过监控电子货币的流向,更好的预测整体物价水平的变化趋势。

但是在另一方面,也需要注意推出数字人民币可能会改变整个支付市场甚至银行零售市场结构,并引发相应的问题。事实上,数字人民币对于目前的支付宝、微信支付等在线支付提供商形成一定的竞争。更为重要的是,数字人民币是否可能对银行储蓄形成替代?目前银行的活期存款利率为0.3%,这是否足以吸引资金储蓄,而不是令资金以数字货币的形式储蓄在电子钱包中?这些都可能给未来的货币政策带来新的挑战。

编号	名称	作者
IMI Report No.2104	《人民币国际化报告 2020》系列二：国际货币格局变迁中的人民币	IMI
IMI Report No.2103	《人民币国际化报告 2020》系列一：人民币国际化十年 RII 升至 3.03	IMI
IMI Report No.2102	IMI 宏观经济月度分析报告（第 46 期）	IMI
IMI Report No.2101	IMI 宏观经济月度分析报告（第 45 期）	IMI
IMI Report No.2019	IMI 宏观经济月度分析报告（第 44 期）	IMI
IMI Report No.2018	全球供公司所得税税率的新特征及趋势	张文春
IMI Report No.2017	2021 年社融展望：信用收紧之下，社融增速怎么看？	廖志明
IMI Report No.2016	2020 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2015	IMI 宏观经济月度分析报告（第 43 期）	IMI
IMI Report No.2014	2019 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2013	2018 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2012	IMI 宏观经济月度分析报告（第 42 期）	IMI
IMI Report No.2011	IMI 宏观经济月度分析报告（第 41 期）	IMI
IMI Report No.2010	IMI 宏观经济月度分析报告（第 40 期）	IMI
IMI Report No.2009	人民币国际化报告 2020 — 上海如何建设全球金融中心（发布稿）	IMI
IMI Report No.2008	IMI 宏观经济月度分析报告（第 39 期）	IMI
IMI Report No.2007	IMI 宏观经济月度分析报告（第 38 期）	IMI
IMI Report No.2006	IMI 宏观经济月度分析报告（第 37 期）	赵然
IMI Report No.2005	IMI 宏观经济月度分析报告（第 36 期）	IMI
IMI Report No.2004	新冠肺炎疫情对中国贸易投资影响分析	IMI
IMI Report No.2003	IMI 宏观经济月度分析报告（第 35 期）	IMI
IMI Report No.2002	IMI 宏观经济月度分析报告（第 34 期）	IMI
IMI Report No.2001	IMI 宏观经济月度分析报告（第 33 期）	IMI
IMI Report No.1912	天府金融指数报告	IMI
IMI Report No.1911	IMI 宏观经济月度分析报告（第 31 期）	IMI
IMI Report No.1910	IMI 宏观经济月度分析报告（第 30 期）	王剑
IMI Report No.1909	IMI 宏观经济月度分析报告（第 28 期）	王剑
IMI Report No.1908	财政货币分析平衡精要（下）	IMI
IMI Report No.1907	财政货币分析平衡精要（上）	IMI
IMI Report No.1906	IMI 宏观经济月度分析报告（第 24 期）	IMI



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn