



货币政策“新框架”的探索与搭建 ——对2014年货币政策的回顾及2015年货币政策的展望

要点:

中国工商银行城市金融研究所
课题组

课题组负责人：周月秋、樊志刚

执笔：赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

相关研究:

2015/1/4 《我国地方政府债务的现状、风险及化解过程中银行的应对》

2014/12/29 《物价下跌难言通货紧缩贷款快增不改货币回落——2014年12月国内金融动态月报》

2014/12/18 《简评2014年中央经济工作会议》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

面对经济下行压力的不断加大，社会上要求央行重启宽松货币政策，全面“降息”“降准”的呼声很高。但是由于中国货币存量已经很高，所以不宜使用信号作用很强的常规性货币政策工具，央行陷入两难。定向投放是容易操作的政策选项，通过金融改革来改善金融供给更是值得探索的政策选项，而利率市场化则是金融改革的各环节中最核心的一环。从国际经验看，利率市场化进程基本上都伴随着货币政策调控框架的逐步转型。随着国际收支日趋平衡，基础货币的量与价之间的联系也日益紧密，中国越来越接近数量型工具和价格型工具进行切换的阶段。利率完全市场化之后，一年期存贷款基准利率将不复存在。当货币政策调控框架从数量型向价格型转变时，基准利率的缺失将成为一个现实的问题。2012年以来，中国央行已经通过启动公开市场逆回购操作和创设常备借贷便利（SLF）等工具组合初步打造短期利率走廊。但金融危机后出现的新情况是短期利率与中长期利率脱节，管住短期利率是远远不够的，必须对中长端利率施加影响才能最终影响到投资乃至经济复苏，这就要求央行创新金融工具来寻找、确定中长期基准利率。所以，在利率市场化进程中，逐渐浮出水面的正回购利率、SLF利率以及MLF利率将逐步成为市场各期限的基准利率，并形成中国式利率走廊和中期利率的货币政策新框架。我们预判未来货币政策操作的要点和特点包括：一是从被动对冲外汇占款到主动投放基础货币的转变；二是从数量型工具为主向价格型工具为主转变；三是谨慎使用总量货币政策，尝试定向政策把握资金流向；四是创新使用新工具打造“短期利率走廊+中期利率指引”的货币政策调控新框架；五是改进商业银行监管指标，打通货币政策传导途中的通道。

目 录

一、后危机时期国际主要经济体货币政策的新动向.....	1
(一) 货币政策目标更加复杂化.....	1
(二) “零下界”催生量化宽松.....	1
(三) “扭曲操作”影响中长端利率.....	2
(四) 结构性货币政策应对商业银行“惜贷”.....	2
(五) “前瞻性指引”稳定预期.....	3
二、经济新常态下中国人民银行货币政策面临的新局面.....	3
(一) 庞大的货币存量迫使新一届政府寄望于金融改革来改善金融供给.....	3
(二) 货币流向的路径依赖要求央行做到精准的定向宽松.....	4
(三) 外汇占款的减少需要央行增加基础货币投放新渠道.....	5
(四) 利率市场化持续推进之后存贷款利率的基准利率功能缺失.....	5
(五) 商业银行信贷投放能力下降影响货币政策的有效传导.....	6
三、环境变化催生货币政策操作的新思路.....	7
(一) 对未来货币政策发展方向的判断.....	7
(二) 2014年看似扑朔迷离的货币政策都是对上述要点的探索与实践.....	8
四、对2015年货币政策的展望.....	9

图表目录

图1 我国90年代以来历年人民币信贷新增情况.....	4
图2 外汇占款各月新增量.....	5



2014年,中国经济始终面临着较大的下行压力。面对国务院三番五次要求缓解融资难、融资贵难题和社会上呼吁人民银行刺激经济的舆论压力,央行一直不为所动,避开传统货币政策工具不断推出新型工具,坚定引导货币条件回归常态。正当大家都认为央行不会轻易放水时,2014年11月21日晚间央行意外下调人民币存贷款基准利率,贷款利率下调幅度之大实属罕见,引发全民热议。

12月18日在北京金融街商会举办的金融街论坛上,人民银行研究局局长陆磊演讲中提到,货币政策其实一点都不神秘,和每一个微观主体一样,是人民银行面对未来的不确定时,在理性预期指导下所做出的对策。如此“坦承”说明面对未来,央行和我们一样是未知的,对于当下,央行所掌握的信息也是不尽全面的,而货币政策的决策就是在不确定的未来和不全面的信息中不断因地制宜地尝试、调整、完善的过程。这也让我们敢于通过我们所掌握的“有限信息”,尝试站在央行的立场上,揣测央行的心路,为2014年扑朔迷离的货币政策寻找一些端倪,并预判2015年货币政策的梗概。

一、后危机时期国际主要经济体货币政策的新动向

2008年国际金融危机以来,国际主要经济体货币政策词汇库中出现了许多新名词,如“量化宽松”、“零下界”、“前瞻性指引”等等,意味着国际金融危机的爆发及各国对危机的应对实践都对原有的货币政策框架产生了深远的影响。

(一) 货币政策目标更加复杂化

在危机之前二十多年的时间里,货币当局的全部注意力,集中于维护货币币值的稳定。大国保持币值稳定,对得起全天下持币人;小国保持币值稳定,防止走马灯似的军政府滥发货币。总之一句话,通货膨胀目标论有利于控制现代货币机器的国家欲望。而且无论是从理论分析还是实践运行来看,货币政策目标越简单,运行地越良好,央行制定一个目标——通货膨胀目标,便于央行和社会的沟通。但是,危机后情况变得更加复杂,单一的目标在应对危机时显出不足,央行必须确立更多的货币政策目标,例如美联储将目标定为保持低通胀和充分就业。

(二) “零下界”催生量化宽松

危机之前,中央银行对利率的掌握主要依据“泰勒规则”。泰勒规则是常用简单的货币政策之一,它认为央行所掌握的政策利率应该和产出缺口、通货膨胀缺口存在一定的函数关系。简而言之就是当失业率高于目标值,应该降低利率,当通胀率高于目标值,应该提高利率,反之亦然。

在正常情况下，数量型货币政策和价格型货币政策大致呈线性对偶关系，比如在中国，人们说存款准备金提高 0.5% 相当于利率提高 0.25%。但危机过后两者关系进入非线性区间。由于通货膨胀率走低，甚至出现通缩，如果按照泰勒公式的计算，央行制定的政策性名义利率应该是零甚至是负数。但这在现实中不具备操作性，存钱人不可能倒找钱给借钱人。这样货币政策面临一个非线性区间，即利率已经不能下调，但货币政策还要进一步放松，“量化宽松”应运而生。

（三）“扭曲操作”影响中长端利率

危机前货币政策强调央行对短期利率的调控，短期利率在金融市场中可以自动生成一个中长期利率，它与短期利率有着明确的关系，即管住短期利率也就管住了长期利率，中间依靠的就是收益率曲线。但过去经验在危机中失灵，短期利率下降，而中长期利率却与之脱节。如果中长期利率不降，投资就难以振兴，经济也难以复苏。所以货币政策就尝试了一些新的做法来引导中长端利率。美联储使用了“扭曲操作”，卖出较短期限国债，买入较长期限的国债，从而延长所持国债资产的整体期限，这样的操作压低了长期国债收益率。从收益率曲线的走势看，这样的操作相当于将曲线的较远端向下弯曲，这也是“扭曲操作”得名的原因。

（四）结构性货币政策应对商业银行“惜贷”

银行自身的资产负债表清理与货币政策效果密切相关。如果金融机构开始清理自己的资产负债表，不管金融政策、货币政策怎样执行、正确与否，都难以通过金融机构向实体经济传导。日本在上世纪八十年代末资产价格泡沫破裂后，经济出现了停滞，银行系统长时间不太活跃，就是因为银行在清理自己的资产负债表，所以这次衰退又被称为日本的资产负债表衰退。2008年至2009年的次贷危机期间，欧美货币当局很期望银行向实体经济投放贷款，但银行却忙着降低杠杆、补充资本，各国相继出现了商业银行的“惜贷”难题。

总量型货币政策虽能改善商业银行的放贷能力，却未必能够提振商业银行的放贷意愿，传统货币政策传导机制遭遇梗阻。于是，各国央行竞相创新货币政策工具，其要义就在于将央行的基础货币注入与商行的放贷行为紧密地挂钩起来，以提升商业银行对经济发展中的重点和薄弱环节的金融支持。“时势造英雄”，正是在这样的背景下，结构性货币政策通过精心设计和调试激励机制，在引导信贷资金流向上做出了许多有益的尝试。例如，英国央行为鼓励银行向中小企业放贷，将在申请 FLS（融资换贷款）额度时将中小企业新增贷款的权重放大至五倍。2014年6月欧洲央行启动了为期四年的 TLTRO



(定向长期再融资操作), 向银行提供超低利息的贷款, 但前提必须是这些贷款要用来向以企业为主的私人部门放贷, 不能用来购买政府债券或是用作住房抵押贷款, 引导资金流向实体经济。

(五) “前瞻性指引” 稳定预期

危机前货币数量说大行其道, 即年度货币供应量的增长应该和经济增长、通胀水平相适应, 否则多则导致通货膨胀, 少则抑制经济增长。危机后货币存量的概念更受关注, 货币存量即广义货币与金融资产之和, 是可以随时转换为购买力的货币数量, 远远大于全社会年度货币供应量。由于存在一个超大的蓄水池, 所以稳定预期对于货币政策目标的实现至关重要。由于美国 QE 迟早要退出, 市场屡次对此忧心忡忡, 中长期利率开始上升, 金融市场出现动荡。为了稳定市场对于经济复苏和中长期利率的预期, “前瞻性指引” 成为一个崭新的货币政策工具。“前瞻性指引” 是指央行对未来利率政策走向给出一些语言暗示或承诺来引导市场预期。例如在 2012 年 12 月, 美联储决定将联邦基金利率与美国通胀率和失业率挂钩, 宣布在通胀率低于 2.5% 和失业率高于 6.5% 之前不会加息。英国央行于 2013 年 8 月效仿了美联储的做法, 承诺在通胀和金融市场环境稳定的前提下, 将维持 0.5% 的超低利率直至英国失业率降至 7% 以下。

二、经济新常态下中国人民银行货币政策面临的新局面

随着世界经济的深度融合和全球宏观监管的协同推进, 中国的货币政策必然需要借鉴上述全球货币政策的种种创新与变化。同时还需要致力于解决“后危机”、“新常态”下中国经济面临的新问题和新挑战。

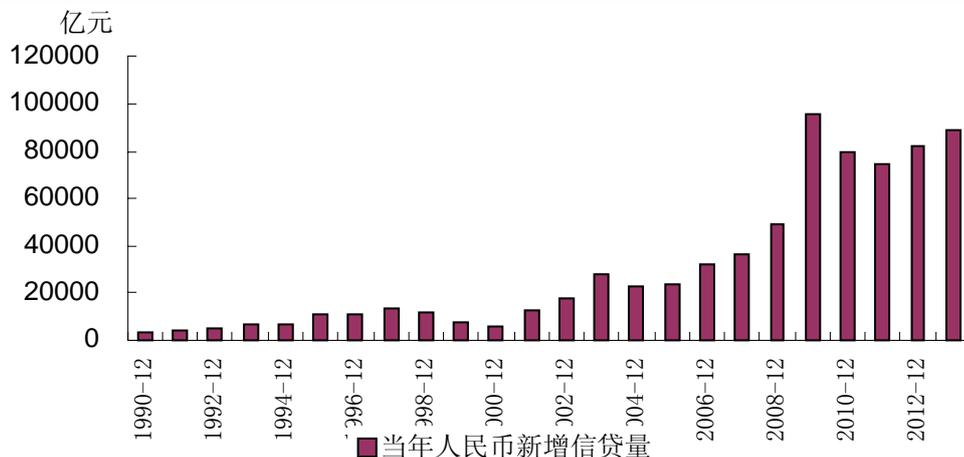
(一) 庞大的货币存量迫使新一届政府寄望于金融改革来改善金融供给

对比发达国家, 中国的货币政策目标更加多元化。《人民银行法》中对货币政策目标的规定是“维护人民币的币值稳定, 以此促进经济增长”。币值稳定包括对内稳定(低通胀)和对外稳定(国际收支平衡); 而保就业则是促进经济增长的题中应有之义。于是中国的货币政策历来有四个目标: 低通胀、适度的经济增长、适度的就业机会以及国际收支平衡。而且央行还成立了金融稳定局, 金融稳定也是央行管理的重要内容。作为一个从传统计划经济向市场经济转轨的发展中国家, 改革也一直是中国央行的政策目标, 这是发达国家的货币政策不需要承担的任务。

2008 年受全球金融危机的影响, 中国经济一度面临硬着陆风险, 而后通过“四万亿”经济刺激计划, 短短一个季度, 中国经济便扭转了下滑态势, 在全球范围内率先反弹。

回过头看，上述经济刺激产生的后遗症令人反思，包括这几年的房地产泡沫积聚、地方政府债务累积、部分行业产能过剩加剧以及逐渐浮出水面的银行坏账等等，都与“四万亿”不无关联。而2009年10万亿的贷款投放更是将年度贷款新增量推上一个新台阶，至今已经积累了庞大的货币存量，成为中国通货膨胀形势上方所悬的达摩克利斯之剑。2009-2013年5年间，国内银行人民币信贷累计新增42.1万亿元，为上一个五年人民币信贷累计新增16.33万亿元的2.58倍（见图1）。社会融资总额达到73.81万亿元，为上一个5年社会融资规模23.08万亿元的3.2倍。2013年，我国M2占GDP比重为194.52%，在世界主要经济体中名列前茅。2014年9月末，我国货币供应量M2同比增速13.5%，超出前三季度GDP名义增速6.1个百分点，仍在以较快的速度增长。

图1 我国90年代以来历年人民币信贷新增情况



对“四万亿”刺激政策的反思促使新一届政府转变宏观调控思路。正是由于当前我国庞大的货币信贷存量，不宜再释放过于宽松的货币政策信号，不宜再大幅扩张货币总量来刺激经济增长。央行希望能够通过金融改革来改善金融供给，同时稳步引导巨额货币信贷回归常态。

（二）货币流向的路径依赖要求央行做到精准的定向宽松

在庞大货币存量的笼罩下，社会经济主体却普遍感觉资金短缺，部分企业特别是小微企业融资难、融资贵的问题非常突出。中国存在大量的预算软约束部门，如地方融资平台、国有企业、产能过剩僵而不死的企业等，这些主体、行业和企业利率弹性低，黑洞似的吸收货币资金，挤占了正常企业的资金需求。所以“三农”和小微企业融资难的根源并不在于资金总量的短缺，而在于资本的逐利性导致资金易于流入风险更低、回报



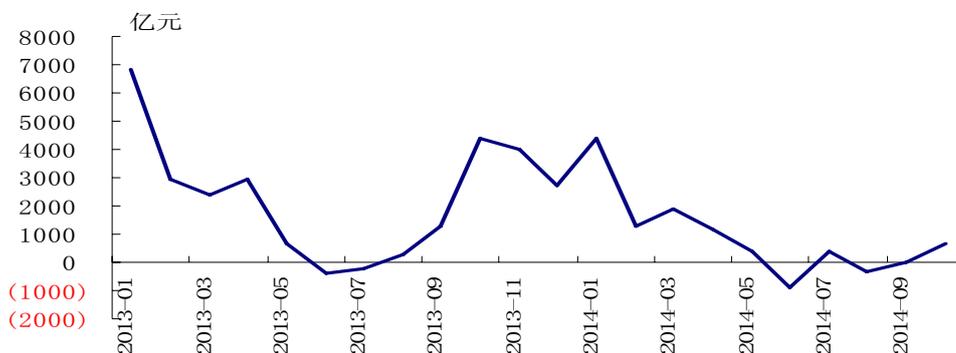
更高的项目，比如房地产和地方政府融资平台等。近年来，这些软预算约束部门的资本回报率不断下降，杠杆率却在不断攀升。事实上，要引导社会资金流向更有效率的领域，必须在预算约束上下狠功夫，严格地方债治理并深化国有企业改革，这显然已经超越了货币政策的边界。在这些改革完成之前，央行必须管好“流动性总闸门”，并尝试进行精准的定向宽松。否则“水漫金山”式的货币必将依赖原有的路径流向政府不中意的领域。

（三）外汇占款的减少需要央行增加基础货币投放新渠道

中国人民银行曾经反复强调，货币政策要从数量型工具转为价格型工具，却一直难以落实，数量型工具的使用要比价格型工具更为频繁。主要原因是中国出现了长时间的国际收支顺差，为了给汇率改革的平稳推进保驾护航，央行一度大量购汇，投放的外汇占款成为基础货币的主要构成部分。由此，货币政策一个重要工作是被动回收一部分已经吐出的基础货币，主要的做法也是数量型操作。

近年来，我国外汇占款增速放缓态势明显，过去十年外汇占款年均增长 30.47%，从 2009 年开始放缓，2012、2013 年分别仅增 1.95% 和 10.74%。今年以来，随着汇改后央行退出外汇市场日常干预，外汇占款放缓态势更加明显，央行退出干预前 1-3 月的月均值为 2516 亿元，而退出后 5-10 月 6 个月的外汇占款累计增加仅 231.3 亿元（见图 2）。越来越多的信号表明，随着中国国际收支的渐趋平衡，未来外汇占款可能会持续下降，这将大大改变以外汇占款为主渠道的货币创造机制，中国需要另辟蹊径来补充基础货币投放的不足。

图 2 外汇占款各月新增量（2013.01-2014.10）



（四）利率市场化持续推进之后存贷款利率的基准利率功能缺失

央行在动用价格型工具时，主要以一年期存贷款利率做为基准利率。在利率市场化以后，这两个基准利率将不复存在，未来有必要借鉴“利率走廊”调控机制。“利率走廊”调控机制，又称无货币供给量变动的利率调控模式，其主要靠央行改变自己对商业银行的存贷款利率来引导商业银行与自己的交易，不仅达到变动基础货币供给的目的，还能通过控制融资成本来对商业银行的资金成本施加影响。所谓的“走廊”则是由不同种类的存贷款利率构成，典型的上限为中央银行的再贴现利率，下限是商业银行在中央银行的超额存款准备金利率。通过调整走廊的短期利率，使其向其他品种和期限的利率传导，进而影响全社会投资、消费行为，达到稳定经济和物价的目的。由于“利率走廊”与公开市场操作具有相互替代的功能，所以执行“利率走廊”调控的央行可以大幅降低公开市场操作的次数和规模，大大减轻央行在日常业务上的负担。除此之外，“利率走廊”所具备的简便、直接、透明、有效等优点，已经使其被世界数十个发达国家及发展中国家央行所采用并渐成趋势。

中国央行自2012年6月通过启动公开市场逆回购操作，开启价格型调控机制转型之旅，并在2013年初通过创设常备借贷便利（SLF）等工具组合来逐步打造短期利率走廊。但是考虑到金融危机的教训，短期利率常常不能影响到中长期利率。这种现象在中国同样存在，今年以来出现了金融机构贷款加权利率走高与货币市场利率走低两相背离的局面，这显示出中国短期利率向中长期利率的传递同样并非高效。这就需要央行创新更长期限的新工具向金融机构提供融资，从而构建不同期限的政策利率体系。

（五）商业银行信贷投放能力下降影响货币政策的有效传导

随着中国经济进入“新常态”，银行业的发展也随之进入“新常态”。从2014年三季度开始，信贷增长出现乏力，社会再现指责银行“惜贷”的说法。7-9月，我国金融机构人民币贷款增长19449亿元，同比少增2533亿元。从信贷增长结构来看，三季度信贷增长主要体现在8、9月份，而这两个月信贷新增中短期贷款和票据融资占比接近40%，说明有效信贷需求不足，商业银行倾向于用票据融资等短期贷款占住规模，伺机将规模腾挪给优质信贷资源。信贷增长乏力的原因主要包括：首先，不良贷款反弹使得商业银行抬高信贷门槛。自2011年三季度以来，我国商业银行不良贷款开始反弹。截至2014年三季度末，不良贷款余额为7669亿元，比上年末增加1749亿元，比上季末增加725亿元；不良贷款率为1.16%，比上年末上升0.17个百分点，比上季末上升0.08个百分点。已连续12个季度出现“双升”。其次，商业银行获得资金来源更为困难。经济增速的放缓，使得居民、企业等各经济主体收入增速下降，直接影响存款源头。同



时，利率市场化和金融脱媒，特别是储蓄存款理财化、对公存款同业化以及金融服务互联网化等，都正在深刻改变着银行存款业务的市场生态，不断增加银行获取存款的难度。以13家主要上市银行为例，其存款平均增速由2004年的20.4%降至2013年的9.8%，十年累计下降10.6个百分点，平均每年下降1个百分点。2014年前三季度，上市银行存款增速更是进一步降至7.2%，增存形势加速恶化。第三，资本充足率监管已对商业银行放贷能力形成明显制约。金融危机以来，国际和国内金融监管都显著提高了对银行资本数量和质量的要求，对银行形成了明显的资本制约。我们做一个简单测算：假设我国每年新增8.5万亿元贷款，按12%的资本充足率估算，不考虑其他表内外风险资产增长，仅此一项就需增加约1万亿元资本金。按照前3年我国上市银行资本补充的来源推算，40%来自资本市场，60%来自商业银行，则大致每年需从资本市场融资4000亿元，商业银行自身盈利内源融资6000亿元。在资本市场的所需融入资金远远超出2013年商业银行实际融资额3482亿元，是2013年所有非金融企业股票融资（2219亿元）的1.8倍。而从商业银行自身盈利能力看，银行负债成本上升、不良拨备增加等将使其盈利增速下降，内源补充资本的难度将越来越大。

三、环境变化催生货币政策操作的新思路

（一）对未来货币政策发展方向的判断

总结中国货币政策面临的内外环境的变化，面对经济下行压力的不断加大，社会上要求央行重启宽松货币政策，全面“降息”“降准”的呼声很高。而且外汇占款增速放缓客观上也需要开辟基础货币投放的新途径。但是由于中国货币存量已经很高，而且部分预算软约束部门形成资金洼地，在结构性矛盾并未解决的情况下，采取总量政策恐怕重走“四万亿”老路，资金难以落实到央行目标的企业贷款，却抬升本已过高的房地产、部分国有企业以及地方政府融资平台的杠杆率，降低全社会的资金使用效率。一方面需要放松货币政策，一方面又不宜使用信号作用很强的常规性货币政策工具，央行陷入两难。

定向投放是容易操作的政策选项，通过金融改革来改善金融供给更是值得探索的政策选项，而利率市场化则是金融改革的各环节中最核心的一环。从国际经验看，利率市场化进程基本上都伴随着货币政策调控框架的逐步转型。1970-1980年代主要经济体利率市场化步伐加快，在此期间及之后的1990年代货币政策框架也逐步从数量型向价格型转变。一般而言，基础货币的数量与价格之间存在联动关系，流动性“量”的收紧

与“价”的上升是同步的，但对于经历了较长时期资本大量流入的中国而言，由于过剩流动性的存在，量与价之间的联动并不明显。随着国际收支日趋平衡，基础货币的量与价之间的联系也日益紧密，中国越来越接近数量型工具和价格型工具进行切换的阶段。根据央行的公开口径，利率市场化将在两三年内完全实现，伴随这一进程的将是货币政策调控框架逐步从数量型向价格型转变。

利率完全市场化之后，一年期存贷款基准利率将不复存在。当货币政策调控框架从数量型向价格型转变时，基准利率的缺失将成为一个现实的问题。2014年5月，在清华大学五道口全球金融论坛上，周小川行长明确提出，未来中国货币政策要走“利率走廊”模式。2012年以来，中国央行已经通过启动公开市场逆回购操作和创设常备借贷便利（SLF）等工具组合初步打造短期利率走廊。但金融危机后出现的新情况是短期利率与中长期利率脱节，管住短期利率是远远不够的，必须对中长端利率施加影响才能最终影响到投资乃至经济复苏，这就要求央行创新金融工具来寻找、确定中长期基准利率。所以，在利率市场化进程中，逐渐浮出水面的正回购利率、SLF（常备借贷便利）利率以及MLF（中期借贷便利）利率将逐步成为市场各期限的基准利率，并形成中国式利率走廊和中期利率的货币政策新框架。

此外关注商业银行在传导货币政策中发挥的作用，也是此次金融危机留给货币政策的遗产。在中国存贷比、不良资产容忍度、资本充足率标准、坏账核销税收政策等银行监管政策都是影响贷款供给的重要政策变量。所以高度关注银行监管政策在传导货币政策方面的作用，对于破解当前“宽货币”到“紧信贷”的矛盾具有重要意义。

综上所述，我们预判未来几年货币政策操作的要点和特点包括：一是从被动对冲外汇占款到主动投放基础货币的转变；二是从数量型工具为主向价格型工具为主转变；三是谨慎使用总量货币政策，尝试定向政策把握资金流向；四是创新使用新工具打造“短期利率走廊+中期利率指引”的货币政策调控新框架；五是改进商业银行监管指标，打通货币政策传导途中的通道。

（二）2014年看似扑朔迷离的货币政策都是对上述要点的探索与实践

一是慎用总量政策，定向降准控制资金流向。2014年货币政策的最大特点是将常规货币政策（全面降准和降息）束之高阁，大规模启用定向或者结构性货币政策。中国人民银行于2014年4月和6月两次实施了定向降准。旨在对过去尤其是上一年“三农”、小微企业贷款投放比例较高的商业银行给予鼓励。二是创新使用新工具，对中长期利率进行引导。2014年央行创新了两个中期货币政策新工具，在向商业银行提供融资的同时，



实现中长期利率的指引。一个是中期借贷便利 (Medium-term Lending Facility, MLF)。与 SLF (常备借贷便利) 最大的区别是 MLF 借款的期限要稍长, 并且对贷款发放的对象有一定的要求, 刺激商业银行向特定的行业和产业发放贷款。另一个是抵押补充贷款 PSL (Pledged Supplementary Lending), 目前 PSL 仅对国家开发银行实施, 主要用于棚户区改造。PSL 这一工具和再贷款非常类似, 但是再贷款工具有两个明显的缺陷: 市场往往将再贷款赋予某种金融稳定含义, 即一家机构出了问题才会被投放再贷款; 再贷款是一种无抵押的信用贷款, 不能通过对抵押物的要求来鼓励商业银行对某个领域的信贷投放, 而这也正是金融危机后发达经济体货币政策主要的创新所在。所以未来央行可能将再贷款工具升级为 PSL。三是增强商业银行贷款能力, 破解当前“宽货币”到“紧信贷”矛盾。2014 年两次调整存贷比计算口径, 改善商业银行的存贷款监管指标。在 11 月 19 日召开的国务院常务会议上, 提出“完善小微企业不良贷款核销税前列支等政策”, 鼓励金融企业进一步服务小微企业的积极性; 提出“加快信贷资产证券化”, 盘活银行存量信贷资产, 缓解商业银行补充资本的压力。四是重大金融改革政策频出, 推动金融改革改善金融供给。利率市场化改革迈出新的重大步伐, 人民币存款利率浮动区间上限由基准利率的 1.1 倍扩大至 1.2 倍; 大幅减少了外汇干预, 自二季度以来已经基本上退出了常态化的市场干预; 大力推动上海自贸区金融改革先行先试; 正式启动沪港股票市场交易互联互通等等。

2014 年 11 月 21 日晚间, 中国人民银行意外下调金融机构人民币存贷款基准利率。此次大幅度的降息一方面显示出决策层对经济增长的担忧, 另一方面也是对 2014 年货币政策过度依赖定向政策的矫正。相比于常规货币政策, 结构性货币政策在引导资金流向方面略胜一筹。但货币政策主要是总量政策, 其结构引导作用是辅助性的。目前各类创新工具存在一些共同的问题: 一是不透明, 拿到的讳莫如深, 市场天天疑神疑鬼; 二是不公平, 货币政策工具的统一性受到影响。各行的发展战略和具体情况多有不同, 用某些特定的业务标准 (如中小企业和三农贷款占比) 来决定是否投放货币, 有些银行可能永远也不会被惠及; 三是定向降准并未改变资本逐利性的本质, 资金的流向较降准之前并未受到更多约束, 所以定向资金未必能够流入定向领域。近期国内有媒体报道, 部分小微企业在拿到定向降准的部分贷款后, 转手贷给房地产开发商以获取高额利息, 可见定向工具的寻租问题值得警惕。此次降息标志着央行矫正了过度依靠非公开透明的定向操作的货币政策倾向, 重新回到公开透明的常规货币政策工具的轨道上。

四、对 2015 年货币政策的展望

重温上文中货币政策未来几年的大方向，货币政策将实现两个转变：从被动对冲外汇占款到主动投放基础货币的转变；从数量型工具为主向价格型工具为主转变。具体到2015年的货币政策操作，2014年中央经济工作会议提出要执行“稳健的货币政策”，更加注重松紧适度，“松紧适度”意味着货币政策调整空间和弹性都还很大，预计2015年货币政策可以概括为“稳定总量、优化结构”这八字方针。一是谨慎使用总量货币政策，换句话说央行认为总量是足够的，在解决“预算软约束”的顽疾之前，管好流动性总闸门将是长期的货币政策导向。二是利率政策将会稳定一段时间。预计明年经济增速目标可能下调至7%，稳增长的压力降低；通胀水平可能会抬升至2.5%左右，若当前一年期定存3%的利率进一步下调，必将重回负利率的局面，与当前改善民生，促进消费的政策导向有所冲突；此次罕见大幅下调贷款利率，可能是央行希望一步到位，不给市场进一步降息的预期。三是存贷比口径的调整延后了动用数量工具的时间点。目前中国大银行的法定存款准备金率为20%，五分之一的资金在严重亏损中经营，大幅增加了银行的资金成本，也降低了银行资金的使用效率。再加上外汇占款下降导致基础货币投放不足，降低法定准备金率、增加货币乘数很有必要。但是近期央行发布存款新规，将部分原属于同业存款项下的存款纳入各项存款范围，存款准备金率暂时为零，此举降低了近期下调存款准备金的必要性。2014年以来，政府不愿意大规模刺激的底气来自于就业的稳定，所以就业就成为2015年货币政策执行中的重要变量，决定了是否进一步降息，也决定了准备金率的调整次数。四是定向降准措施运用的可能性降低，更为可能的是继续探索完善PSL、MLF等货币政策新工具。通过对抵押品的规定达到引导信贷投放方向的效果，并对中长期利率水平施加影响。五是继续改进商业银行监管指标。通过调整宏观审慎指标增加合意贷款规模，将完善中小企业不良贷款核销和推动信贷资产证券化等政策落到实处。中长期看，信贷资源投向的优化，根本上还是要依靠体制改革，如落实小微企业财税支持政策、增强中小金融机构资本实力、加快设立民营中小银行、解决“预算软约束”问题等等，这些都将在2015年的政策中看到努力。由此推判，2015年的货币信贷增长将坚持稳中求进的原则，货币供应量（M2）增长13%以内，信贷规模增加9万亿左右。