

# 构建衡量货币政策松紧适度“新标尺”

□中国民生银行研究院

2014年12月,中央经济工作会议提出“货币政策要更加注重松紧适度”,国务院总理李克强近日在2015年“两会”上作的《政府工作报告》中指出,中国“稳健的货币政策要松紧适度。广义货币M2预期增长12%左右,在实际执行中,根据经济发展需要也可以略高些”。为构建简明、便于操作的衡量货币政策松紧适度的核心指标,我们近日对中国1998年以来的货币政策实施成效进行了认真分析,并就货币增速、经济增长和通胀之间的关系进行了回归,建议可将“货币供给增速差距”,即“M2增速(%)-[GDP增速(%) + CPI增速(%) ]”作为衡量货币政策松紧的“新标尺”,将货币政策的着眼点放在管控“货币供给增速差距”,而不是M2、CPI增速等单个指标上,且应按季监控、调整,并根据经济处于下行、上行的不同周期采取反向的调控策略。

## 二、M2增速对GDP、CPI的影响

为了分析M2增速变化对GDP及CPI增速的影响,我们采用向量自回归(VAR)模型测算并使用格兰杰(Granger)因果检验的方法进行评估。选用数据为1998年至2014年的季度数据,样本数量为68个。从GDP与M2的关系看,回归结果表明,上一季度的M2增速每提升1个百分点,会拉动本期的GDP增速提升0.186个百分点,这是由于货币供应量增速的提升,能通过信贷增长等渠道增加产出,有效刺激消费和投资,这种传导效果是较快的。但是,上一期的GDP增长加快,会导致本期M2增速下降,这种负效应源于货币政策对经济运行的反向调节作用。而M2自身对滞后

4期存在显著负效应,主要是因为同比基数影响因素(四个季度恰好为一年)。

从CPI与M2的关系看,回归结果表明,在我国M2增速对CPI增速具有较为微弱的影响,一方面仅在80%置信度上为显著,同时,M2对于物价的传导具有较长的时滞。从回归结果来看,半年前M2增速提升1个百分点,会对当期CPI增速提升0.101个百分点,而两年前M2增速提升1个百分点,将对当期CPI增速提升0.094个百分点。相反,前一期和前两期的CPI增速的提升,均会造成当期M2增速的回落,这种负效应也源于货币政策对经济运行的反向调节作用。

从古典货币理论的现金交易量理论来看,社会总产出、货币量和物价之间的关系是简单而直接的,基于此,我们构建了“M2增速-(GDP增速+CPI增速)”的“货币供给增速差距”指标,可以较为直观地判断货币政策的实际宽松程度。

但是,从实证分析的结果来看,M2增速对GDP与CPI的影响是不对称的。其中,M2对于经济增长的影响显著且传导较快,但对CPI的影响显著性不强,且存在较长的时滞。这一点也从一定程度上解释了大多数国家的货币供给增速差距的分布倾向于右偏,也就是当经济衰退时,采用货币刺激力度要大于通胀时期货币紧缩的力度。

我国M2增长率对CPI增长率的不显著性与较长时滞的特点,其主要原因,一是M2的绝大部分由各类存款构成,流通的M0和活期存款M1占比并不高,而CPI主要由八大类居民消费品和服务组成,因此M2的增加并不直接造成物价的提升;二是从较长的传导机制上说,M2增长推动经济增速上升,从而推升全社会投资与消费需求,间接影响物价上升,但这个传导周期通常要1-2年的时间;同时,经济增长也会增加产品供给,从一定程度上削弱需求增长的作用,这也是两者弹性系数仅为0.1左右的主要原因。

## 三、采取“双强”政策组合 构建货币“新标尺”

第一,采取“强有力改革创新+强有力财政货币政策”的“双强”政策组合。宏观政策组合方面,我们建议当前和今后一个时期应当以“强有力的财政货币政策”为“强有力的改革创新”营造良好的宏观环境,即采取“强改革创新+强有力财政货币政策”的“双强”政策组合,有力扭转当前经济下行局面,稳定和改善各方预期,保持国民经济可持续健康发展。

第二,构建衡量货币政策松紧适度的“新标尺”。将货币政策的着眼点放在管控“货币供给增速差距”,而不是M2、CPI增速等单个指标上,且应按季监控、调整,并根据经济处于下行、

上行的不同周期采取反向的调控策略。

在当前GDP增速放缓、下行压力较大的情况下,建议“货币供给增速差”应保持在4%-5%左右,对应M2同比增速当前应提高至13.5%左右;CPI的下限则不应低于1%。当GDP持续下行、且CPI为负值,出现通缩时,则“货币供给增速差距”应提升至6%-8%。当GDP上行、CPI上升时,则“货币供给增速差距”应根据GDP的过热程度,降至1%-3%。

在具体措施上,下调存款准备金率是较为合适的选择。一方面,我国基础货币供应已由被动的外汇占款投放转为主动投放,基础货币增加的空间有限,需要释放存款准备金来提高货币乘数。另一方面,在经济全球化背景下,利率工具的运用受到中美利差的限制,而当前存款准备金率仍处于高位,为货币政策提供了更多空间。同时,考虑完善我国的各项经济统计指标,一是扩展M2的统计口径,目前金融机构表外业务的快速发展和支付系统的变化已使M2的解释力度下降;二是设立核心通胀指标,当前M2增速与CPI增速相互影响的显著性不高,也与CPI中食品、能源成分的外生性波动较强有关。

第三,衡量我国通胀与通缩水平应充分考虑经济高速增长因素。西方经济学认为通货膨胀率保持在2%左右是温和的通货膨胀,而通胀率低于0%,则为技术性通缩。我国处于经济快速发展时期,与西方发达国家GDP常年低增长的情况有所不同。在面临较大通胀压力时,应当将对通货膨胀的容忍程度与经济增长的高低挂钩,因为此时投资回报率较高,居民收入增长幅度通常也较快,故通货膨胀对实体经济的损害较低,建议我国对通胀的容忍度(CPI上限)可设置在GDP增速的一半左右。在面临通缩风险时,我国也应同样制定通货膨胀率的下限,对于7%增速的经济体来说,2%的通胀看似温和,其实已经偏低,甚至已经有通缩风险,我国PPI连续多年低于0%也是佐证,因此,在提出通胀率目标上限的同时,也应设定下限在1%左右。

第四,着重从供给端发力保障农产品价格稳定,为货币政策松紧适度调控释放空间。我国CPI受食品价格波动的影响较大,但通常人们却将CPI的上涨归咎于货币的超发,而实证模型的结果表明两者之间关系是模糊的。为了给货币政策创造更加灵活的空间,应重点从供给端着力,通过增加农产品供给,促进食品价格稳定降低CPI对货币政策松紧调控空间的制约。一是提高农业现代化、机械化、规模化水平;二是调整出口导向政策,适当加大农产品进口;三是加快农业企业海外“走出去”,保障我国粮食安全;四是积极研究农产品流通问题,适当降低流通成本,减少流通环节;五是完善农产品收储制度和农产品期货市场。

## 一、1998年以来我国货币政策松紧程度

### (一)我国货币政策的的历史回顾

1998年东南亚金融危机之后,我国逐步抛弃行政调控方式,货币政策由直接调控为主转向间接调控为主,直接调控为辅,由单一的“贷款规模管理”转变为以“公开市场操作”和“利率调控”为主的多元化市场调控手段,法定存款准备金率、再贷款、再贴现、创新货币政策工具和信贷政策等也都不同程度地成为调控工具。

我国货币政策大体上经历了四个阶段:第一阶段自1998年至2006年,实施具有灵活性的稳健货币政策;第二阶段自2007年至2008年上半年,实施适度从紧和从紧的货币政策;第三阶段自2008年下半年至2010年,实施适度宽松的货币政策;第四阶段,自2010年底至今,实施稳健的货币政策。

### (二)引入分析指标:货币供给增速差距

按照古典货币理论的现金交易量说,货币量与货币流通速度的乘积,等于商品平均价格与交易总量的乘积,即公式“MV=PT”。其中,M是一段时期内的平均货币量,V是货币流通速度,P为平均商品价格,T为一段时间内的交易总量。

对于以上公式,我们假定一段时间内的全社会交易总量T与同期的产出Y(即GDP)成正比,即T=kY,其中k为系数。

由此,我们可以将公式改为M/Y=kP/V。可以看出,影响M/Y(通常可用M2/GDP估算)的因素,既有价格水平P,又有货币流通速度V,也有交易需求与产出的关系k。其中,影响V和k的因素众多,包括交易成本、交易机制、公众的流动性偏好等大量的制度性变量。

从古典货币理论M/Y=kP/V出发,为简化问题,假设k与V在一定时期内保持稳定,同时对两边求对数并差分,即可以得到“货币增速-实际GDP增速=CPI增速”。若将GDP增速移至右边,即可得到“货币增速=实际GDP增速+CPI增速”,这里的货币增速,是一个大致的理论值,或者说参考值。

在实际操作中,通常用货币供给增速(通常用M2增速)与其进行比较,以判断货币供给是宽松还是紧缩。因此,“M2增速-(实际GDP增速+CPI增速)”又可称为“货币供给增速差距”。

### (三)1998年以来“货币供给增速差距”的分析结果

1、从长期分析,我国“货币供给增速差距”均值为5%左右

从1998年至2014年期间的季度数据看,

68个季度货币供给增速差距的算术平均为5.31%;最低值在2007年四季度,为-3.51%;最高值在2009年一季度,达到21.59%。68个样本中,我国货币供给增速差距的标准差为4.99,峰度为2.47,偏度为1.13,相对正态分布右偏且更陡峭。

2、同时期我国货币供给增速差距与各国比较

同时期来看,美、英、日、韩货币供给增速差距基本在1.5%至3%区间。究其原因,在于该时间段内各国大致经历了两次经济危机,其中日韩为东南亚金融危机与全球金融危机,而美英为互联网泡沫危机与全球金融危机,因此货币政策从平均看是偏向于宽松的。同时,各国货币供给增速差距的分布上普遍呈现右偏的特征。究其原因,在于各国政府对于经济衰退与经济过热时期的货币政策执行力度的不对称性:即面对经济衰退,各国通过货币政策刺激经济的力度要显著大于经济过热时期的货币政策紧缩力度。

同时,我国的货币供给增速差距要高于发达国家2-3个百分点左右。之所以产生这个现象,主要有以下几个原因:一是融资结构存在差异,我国主要的融资方式是以银行信贷的间接融资方式为主,而间接融资相较于直接融资而言,存在派生货币的过程;二是从发展阶段看,我国仍处在发展中国家的建设阶段,大量基础设施建设需要资金的保障,而基础设施的发展往往超前于经济发展,因此货币增速会相对较快;三是我国的CPI水平可能存在部分低估。因此,5%左右的货币供给增速差距应是一个长期均衡值。

3、用“货币供给增速差距”衡量我国各阶段货币政策的实际执行效果

为分析1998年以来我国货币政策松紧程度,我们将“货币供给增速差距”划分为五个区间,以5为均值,上下偏离0.5个标准差以内,视为稳健的货币政策;上下偏离0.5-1个标准差以内视为适度宽松(从紧);上下偏离1-2个标准差视为宽松(从紧);最后上下偏离2个标准差以上,视为极度宽松(紧缩)。

1998-2006年,我国货币政策的基本基调为稳健,此阶段货币供给增速差距的均值为5.79,符合稳健的政策基调;2007年,我国货币政策基调为适度从紧到从紧,此阶段货币供给增速差距的均值为-2.28,符合从紧的政策基调;2008-2009年,我国货币政策基调为适度宽松,但此阶段货币供给增速差距的均值为17.12,可视为极度宽松;2010年以来,我国再次回到稳健的货币政策上,此阶段我国货币供应增速差距的均值为3.50,货币政策的实际效果为稳健偏紧。

多重直接因素和间接因素,也有一些中长期因素。我们认为,其中的中长期因素是影响当前价格态势和趋势的主要力量。

### (一)国际石油供求关系变化是石油价格下行的基本因素

自从2008年7月15日国际石油价格创造了147美元/桶的历史新高之后,金融危机以来的石油时点价格再也没有创历史新高。而铁矿石、铜矿、有色金属和黄金等大宗商品价格在2010-2011年都创了历史新高。尽管金融危机以来,世界石油交易的平均价格比危机之前创了历史新高,但时点价格没有创新高,也说明石油供求关系发生了重大变化。

#### 1、总量供给增加超过需求增加

比较金融危机前后的石油产量和消费需求可以看出,2011年以来全球石油产量增加逐渐大于需求增加,2012年石油绝对日产量超过了需求量,改变了过去需求增加大于产量增加的情况。2014年以来,全球石油需求较为疲软。2014年全球需求增长量60万桶/日左右,而此前10年的平均年增长量达到110万桶/日左右,全球石油供应增长量则在100万桶/日左右。供给增加超过需求增加是导致油价下跌的供求因素。

#### 2、石油消费下降,需求增长放缓

在石油供求关系中,区域供求结构变化也是影响石油价格下跌的重要因素。1980-2012年,北美地区的石油消费从2200万桶/日增加到2300万桶/日,年均增长微弱,而欧洲的消费从2350万桶/日降低到1850万桶/日。只有亚太地区的消费从1050万桶/日增加到3000万桶/日,这意味着一旦亚太地区的石油需求下降,石油价格就会下降。即使在最近的10年,作为石油消费主体的欧洲、北美地区的石油消费总量下降了1.309亿吨,其占全球消费比重从54.59%下降到45.47%,而其他地区总量增加5.906亿吨,比重从45.41%提高到54.53%,二者几乎颠倒了地位。2013年以来,世界石油消费需求增长放缓,亚太地区2013年与2012年比较,石油消费增长了1.21%,而在此之前多在2%以上,甚至达到4%,2014年的石油价格下跌显然也与需求不旺关系密切。

#### 3、石油供给区域结构调整

2003年欧佩克国家生产的石油占全球供应比重达40.32%,2008年提高到43.72%,此后则逐渐下降,到2013年下降到42.13%,非欧佩克组织石油生产增加开始超过欧佩克国家生产的

□国家行政学院 陈炳才 田青

石油,这其中的重要原因在于石油价格高涨刺激了这些国家的石油投资和生产。尤其是美国2013年石油产量比2008年增加了1.439亿吨,达到4.462亿吨,其中的页岩油和致密油的生产,从危机之前的生产不足100万桶/日扩大到目前的400万桶/日以上。有分析认为,2014年美国原油及液体产量不断提升,全年预计达到每日1150万桶,比2013年增加近140万桶/日。同期美国的石油(原油与油品)净进口量预计递减20%,全年石油对外依存度由2013年的32%降至26%。大部分机构预测2016年美国将成为世界第一大石油生产国。

美国石油产量的迅速扩张,不仅降低了美国的石油进口,使得美国进口石油的依赖度大大降低,而且增加了全球石油供给,成为油价下跌的重要因素。预计未来美国石油产量将继续增加,这不仅足页岩油和致密油的增加,更重要的是,美国法律已经允许对近海石油开采,未来美国石油不仅进口减少,甚至出口增加,乃至成为净出口国。从美国等5国石油产量增加情况来看,过去的5年,这些国家的石油生产增长了24.27%,增加2.553亿吨,而石油输出国组织产量没有增加。中国经济速度下行和美国石油产量增加是未来3-5年的必然趋势,供求因素的作用,使得石油价格难以再回到高价格水平。

### (二)能源结构的调整和变化是石油价格下跌的重要影响力量

由于石油供求增长与石油价格上涨关系的严重不对称,即价格上涨远远超过了需求的增长,使得石油价格下跌具有一定的必然性。2010-2013年的石油价格比1995年上涨了6.3-6.5倍,而需求和供给仅仅增长了30%左右。油价高企也导致替代能源和节能技术的发展,从而也影响了对石油的需求。2000年以来的石油价格上涨,尤其是2011年以来的石油平均价格再次暴涨,催生了风电和太阳能发电的加速发展和使用。

全球风电持续高速增长。过去的20年,全球风电增长在500倍以上,远远超过石油产量30%左右的增长。即使在最近的10年,风电装机总量也从2003年的39431兆瓦增加到2013年的318137兆瓦,增长了7倍以上。其中作为能源消费大国的美国增长了8.6倍,欧洲增长了2.4倍,中国增长了117.9倍,而同期石油产量增长只有10%左右。

太阳能发电高速增长。截至2013年,全球累

计光伏发电装机总量136697GW,是2003年2614GW的52.3倍,是2008年15795GW的8.65倍。其中欧洲累计装机79952GW,是2008年10970GW的7.3倍。2008年我国光伏电池组件产量2GW,占全球产量的36%,2014年达到28GW,增长14倍,占全球65%左右。2014年我国累计光伏发电装机18100MW,占全球13.2%,是2008年140MW的12.93倍。目前,家庭屋顶光伏板的成本已经下降60%,澳大利亚、德国、法国、意大利太阳能电池已经从4美元/瓦特降低到目前0.8美元。未来光伏发电依然会以10%以上的年均速度增长,成本也会继续降低。

风电、太阳能、潮汐能、水电等可再生能源快速发展,几乎5年就会翻倍。2003年全球可再生能源只有6690万吨石油当量,占当年石油产量1.79%,2008年达到1.237亿吨石油当量,2013年达到2.793亿吨石油当量,占当年石油产量的6.76%。预计2018年可再生能源将达到6亿吨石油当量,2023年达到14亿吨石油当量,占2023年石油产量比重达30.4%,如此巨大的新能源,必定约束石油价格的上涨。

天然气和煤炭产量的快速增长也是影响石油价格下行的重要力量。本世纪以来的石油价格暴涨,也带动了对煤炭和天然气投资与开发。天然气在过去的10年增长达到34.14%,超过了石油增长18.22%的水平。在最近的5年,天然气增长10.6%,而石油增长只有5.4%。2003-2013年煤炭产量增长了50.89%,2008-2013年增长了16.69%,也远远超过了石油的增长,部分程度上替代了对石油的需求。尤其是美国页岩气的开采和使用,其比重已经达到天然气的30%以上,而且成本低廉,也大大降低了对石油的使用和依赖。

此外,节能技术的发展和运用,尤其是新能源汽车的出现,产品能耗标准的降低以及应对气候变化的产品技术发展,都大大减少了对化石能源的使用,降低对石油的使用。

### (三)新兴经济体增速下降是石油价格下跌的需求原因

商品供求是影响价格的基本因素。过去的10年,亚太地区是全球石油消费增加的主体,在北美、欧洲消费之外的地区,石油消费增加了5.906亿吨,其中3.426亿吨来自亚太地区,占58.0%。而亚太地区的石油消费,中国是主要力量。中国石油进口2013年比2003年增加了1.9亿吨,国内石油消费增加了2.357亿吨,占亚太地

区增加量的68.8%。由此可见中国的进口需求对世界石油价格的影响。事实上,2002年以来,亚太地区经济高速增长,对石油需求增加。但2011年第四季度以后,其对石油需求增长逐渐放缓。以中国进口石油为例,2008年石油进口增长9.6%,达到17889万吨,2009年增长了13.92%,2010年增长17.43%,但2011年以后,由于经济增长速度下行,石油进口增长下降到7%以下。2014年由于价格下跌,增加石油战略储备和库存,全年增长9.5%,预计2015年只有6%左右的增长。

中国对石油需求的增长放缓也是石油价格下跌的一个重要因素。成熟发达国家对石油需求下降和中国等新兴经济体对石油需求增长放缓共同作用,将抑制未来的石油价格上涨。

由于本轮油价下跌重要的原因在美国页岩气的开采以及页岩油气的扩大生产,而石油开采成本对美国来说尤其重要。45-75美元/桶之间的波动对美国来说,完全可以适应。而且,国际上没有哪个国家和组织愿意减产,这也决定了石油价格难以再回到高价时代。

石油价格超过100美元/桶,是特殊时代的产物,与中国经济在金融危机后趋向增长顶峰关系密切。而今中国经济进入了增长低于7.5%的时代,制造业产能严重过剩的时代,也进入了服务业高速增长的时代,这些都会降低对石油的消费需求。应对气候变化是人类社会的共同使命,以可再生能源替代化石能源,或者提高化石能源的利用效率,降低污染,是未来技术的关键方向。

综上所述因素,我们认为,石油价格下行并非是非战略阴谋,而是金融危机后美国调整能源战略阳谋的必然结果,是金融危机后全球实体经济产能过度扩张的自然反应。未来3-5年石油价格难以再回到2013-2014年高价水平,高油价时代结束。当然,考虑到石油成本变化和美元汇率波动、各国货币政策的影响,尤其是投机因素和石油价格下跌带来的投资缩减和生产缩减,石油生产会出现波动,价格因此也会大幅度波动,我们给出的区间大体在45-75美元/桶之间,正常时的价格应该在50-65美元/桶之间。石油价格下跌到30-40美元/桶,是大概率事件,不排除趋向20-30美元/桶的可能。(本文为中国国际经济交流中心资助课题《我国外汇储备和资本输出战略研究》课题的中间成果。)