

危机救助与货币政策创新

李义举整理

摘要: 在新冠肺炎疫情的冲击下,国内外央行均实施了宽松的货币政策。由此引发了一系列“后遗症”,集中表现在全球债务水平进一步推高,非美元货币升值较快,企业运行风险不断上升,这给中国经济的稳定发展,乃至全球经济复苏带来了巨大挑战。未来,应考虑是否建立包含汇率、利率等金融变量的货币金融条件指数,以防范债务快速积累的风险。货币政策操作应以市场化方式保持基础货币流动性供给,实现从管理央行资产负债表到管理国家“现金流量表”的转变;货币政策应采取定向调控的方式实现结构性宽松,保障受损严重的中小企业、消费类企业以及特定地区的企业能平稳运行。

关键词: 汇率上升;货币金融条件指数;货币政策历史演变;定向调控

中图分类号: F831 文献标识码: A

管涛:灵活汇率机制下本外币政策协调新框架——货币金融条件指数

为了应对公共卫生危机,全球央行货币大放水,对货币竞争性贬值的担忧开始显现。欧、美、日主要经济体央行采用零利率或负利率政策再加上量化

宽松,主要货币之间的汇率出现了剧烈波动。2020年3月底之前,由于全球金融大动荡,市场恐慌,美元飙升;3月底以后,随着风险资产反弹,全球恐慌情绪消退,美元回落,部分其他非美货币对美元出现了一定程度的升值。欧央行认为,本轮欧元升值带来了通缩压力,货币政策要有所应对。对中国而言,2020年人民币汇率先抑后扬,6月以来开始振荡上行,至11月底,相较5月底累计升幅近9%,12月继续升值,累计升幅超过9%,同样引发了对人民币升值新周期的讨论。

针对人民币的升值压力,未来不能再用过去传统的方法应对。当前国际上的做法是把汇率、利率和其他指标纳入金融条件,建立金融条件指数(FCI)作为应对汇率冲击的工具。国际上有三个口径,第一个是窄口径,只包括利率和汇率;第二是中口径,包括房地产和股票价格;第三是广义宽口径,纳入了货币供应量和信贷这两个变量。对金融条件指数有三点需要说明。第一是通过构建货币金融条件指数,将汇率波动的影响纳入货币政策框架,是一种国际常用的做法,不仅小型开放经济体使用,大型开放经济体也有使用。第二是随着汇率市场化程度的提高,中国应考虑将人民币汇率变化纳入货币金融条件指数,作为评估市场流动性松紧的重要指标。

① 本文为2020年中国国际金融学会年会“危机救助与货币政策创新”分议题会议综述。会议由厦门大学经济学院副院长朱孟楠主持,演讲嘉宾有:管涛(中银证券全球首席经济学家),赵建(西泽研究院院长、济南大学商学院教授),马理(湖南大学金融与统计学院教授)。本文由中国银行研究院李义举博士整理。

例如，升值相当于货币金融条件的紧缩，贬值相当于货币金融条件的扩张。第三是货币金融条件指数并未把具体的汇率水平作为调控目标。货币政策根据其进行调整是为了国内经济金融稳定的需要，并不是直接干预汇率的变化。

对于中国来讲，未来还需要考虑三个问题。一是中国是否应构建金融条件指数，且未来应怎样构建该指数。二是确定货币金融条件指数是事前作为货币政策决策的参考，还是事后作为评估货币政策松紧的信号指标。三是货币条件指数要防止产生误差，汇率上行到底是紧缩的影响，还是扩张的影响，还要具体问题具体分析。

赵建：金融危机与货币政策——思想史、现实困境与未来

（一）全球货币政策的脉络

自1929—1933年大萧条之后，经济学理论开始进入快速发展时期。首先产生了凯恩斯主义，随后发展出新凯恩斯主义。美国次贷危机之后扩张了央行资产负债表，突破了凯恩斯主义的范畴，进入了以量化宽松、零利率为代表的危机经济学。而后凯恩斯主义逐步发展为明斯基的危机理论，大胆启用了负利率政策，进而演变出MMT理论（债务与赤字货币化）。大萧条之后另一个发展起来的理论，是费雪的债务通缩理论。与凯恩斯主义不同的是，费雪发现债务问题带来的危害。此后又发展出了弗里德曼的货币主义与奥地利学派（完全的自由主义，甚至主张货币非国家化）。安倍经济学则是以奥地利学派思想为基础延伸而来。纵观这些理论的发展，我们现在的货币政策的思想底色就是一次一次的大危机。

（二）现代货币政策框架的演变

货币政策的历史演变是从主动规则到被动相机抉择。大萧条时期出现了凯恩斯革命，指出市场机制不能完全保证经济均衡发展，国家必须干预经济，否定了萨伊定律的做法。而在“滞胀”时期，失业与通货膨胀同时出现，凯恩斯主义饱受批评。此时货币主义迅速崛起，货币政策框架由利率调控转为

以数量为主的稳货币增长阶段。随着金融创新和各国利率市场化改革的发展，数量型政策调控的有效性大大降低。欧美国家再次放弃货币调控，转向短期基准利率调控。直到次贷危机时期，短期利率过于注重稳增长和调节通胀，忽视了金融的稳定发展。此时的货币政策框架正在迈入以管理金融周期和抑制资产价格泡沫为重点的阶段。即次贷危机以前，治理“通胀+增长”是央行的主要任务，工具主要为利率，遵从泰勒规则；次贷危机之后，治理“通缩+危机”成为央行的主要任务，工具主要为量化宽松，被动相机抉择。

（三）债务大爆炸与MMT的危害

由于债务不断积累，金融周期的重要性不断增强，这为MMT理论创造了基础。虽然主流学界一直在道德上批判MMT，但是不自觉的都在执行MMT。拉美国家已经因此付出了代价，未来要防范MMT带来的资产泡沫风险。

（四）中国的债务周期与货币政策思考

当前中国的货币政策面临三个难题。一是动态不一致性，即市场认为出现危机时央行一定会救助。二是货币的投放无法改善信用的情况。三是总量工具难以解决结构问题。未来央行要在短期内打好防风险攻坚战。一是珍惜政策空间，保持战略定力。二是以市场化方式保持基础货币流动性供给。三是用机制设计的原理解决动态不一致性的问题，即不承诺对所有企业进行无限制的救助。四是更加有效地利用价格工具（MLF向LPR的传导）。五是从管理央行资产负债表到管理国家“现金流量表”转变。六是维持汇率稳定（用外储来置换人民币升值空间）。七是通过数字货币实现定向工具的结构性功能。

马理：应对疫情冲击的货币政策——定向调控与结构宽松

新冠肺炎疫情的暴发给经济带来了巨大冲击。在此过程中，中央银行扮演着非常重要的角色。如何让央行提供的流动性顺利进入受到疫情影响的行



业与地区，促进经济复苏，是摆在我国政府面前的一道难题。

以往学者的研究主要围绕检验新冠肺炎疫情对经济的影响并提出政策建议，较少深度解析新冠肺炎疫情影响的传导机理。这样做虽然能够基于已有的数据判断新冠肺炎疫情对经济造成的影响，但是无法说明疫情传导至经济的渠道与路径。关于定向调控类货币政策的研究，则没有与新冠肺炎疫情相结合，缺乏针对疫情冲击的特定行业与领域的应用研究。对此，应当构建包含异质性微观主体的DSGE模型，深度解析新冠肺炎疫情对不同类型企业，尤其是对中小型企业的影响，引入定向调控类货币政策来改善常规货币政策的传导效果，有的放矢地提出政策建议，从而为降低新冠肺炎疫情的负面冲击和促使受损经济尽快复苏提供决策参考。

本文建立了一个大型的DSGE理论建模，包括若干个经济部门，并进行了丰富的设定。第一，对于家庭部门而言，模型设定家庭部门既可以消费大企业的产品也可以消费小企业的产品，将消费的差异化体现出来。新冠肺炎疫情暴发以后，小商店受到较大的冲击，家庭部门在小微企业获得消费品相对减少，在大企业身上获得消费品会变多。第二，区分不同规模的企业。大企业 and 中小企业在这次新冠肺炎疫情中受到的冲击不一样。大企业溢价小，信用等级高，大企业和中小企业相比融资约束相对宽松。危机袭来时中小企业首当其冲，大企业也会受到一定的冲击但其背后有大型商业银行和政

府支撑，比中小企业更能抵御冲击。第三，设定两类货币政策。第一是普降流动性，第二是定向调控类的货币政策。

根据模型分析得出以下结论。第一，新冠肺炎疫情冲击对我国宏观经济产生了较大的负面影响，导致企业的经营风险上升与产出下降。第二，新冠肺炎疫情对中小企业的影响远远超过了对大企业的影响。例如，新冠肺炎疫情暴发后，大企业的投资下降了1.2%，而中小企业下降了7.3%；大企业的产出下降了4.6%，中小企业则下降了18.3%。第三，总量调控的货币政策可以缓解新冠肺炎疫情的负面冲击，促进经济的复苏，但存在一定的局限性。在新冠肺炎疫情冲击下，常规的宽松货币政策可以将大企业的产出下降大幅改善至3%左右，但同时，中小企业的产出下降仍然高达11%。这表明，总量调控的货币政策更好地促进了大型企业发展，而中小型企业并没有得到预期的足够支持。第四，定向调控类货币政策在整体上对经济有正面的促进作用，缓解了新冠肺炎疫情对中小企业的冲击，促进了中小企业的复苏与发展。

建议央行通过灵活的货币政策适当释放流动性，向受损严重的中小企业、消费类企业以及特定地区推出定向宽松，同时警惕中小企业形成三角债务风险，解决中小企业融资贵、融资难问题。

(责任编辑：周宇)