

中国经济专题——2021春北大国发院双学位课程

第13讲 次贷危机后中国货币政策的实践

《宏观经济学二十五讲：中国视角》第19讲、第20讲

徐高

2021年6月5日



北京大学国家发展研究院
National School of Development

议程

- ◆ 分析中国金融乱象的逻辑线索
- ◆ 中国货币政策实践与金融乱象
- ◆ 开放环境中的货币政策

中国的货币政策调控与美欧有极大不同——差别来源于货币政策传导路径的差异



数据来源：Wind



复习：金融的本质功能是做储蓄的转移

- ◆ 法币体系中，银行虽然可以无中生有地创造货币，但货币的创造受到经济中储蓄规模的影响
 - 如果储蓄者没有储蓄（储蓄者将其持有的货币都花出去购买实物，而没有存入银行），而银行又在通过信贷创造货币，那就会让货币贬值（通胀失控）
 - 银行要想在不推升通胀的前提下通过信贷创造货币，一定需要在储蓄者方有货币的购买力没有发挥出来（货币没有被花出去，而被存入了银行）
 - 银行给投资者发放信贷，是通过创造购买力的形式而将储蓄者方没有动用的购买力转移给了投资方

金融是实体的镜子，二者不可割裂——失衡的实体经济带来失衡的金融体系，与反感失衡的政府形成矛盾

- ◆ 中国诸多金融现象的根源在于实体经济
 - 持续攀升的M2/GDP比例——中国高储蓄导致了货币购买力没有充分发挥出来（没有充分变成对实物的购买行为）
 - 实体经济的储蓄过剩导致银行有向外放贷的很大能力和意愿——储蓄过剩带来了银行大量可贷资金（loanable funds）的沉淀
 - 银行贷款创造存款不假，但以存款形式存在的储蓄构成了放贷的约束
 - 银行信贷的不足会导致全社会购买行为不足（总需求不足）——储蓄者不会因为储蓄利率的下降而增加其货币支出
- ◆ 次贷危机后中国金融运行的主要矛盾：实体经济失衡所带来的融资流动的失衡局面，与政府对融资失衡流动局面的不认可之间的矛盾
 - 融资流动与政策导向之间的矛盾
 - 金融机构与金融监管者之间的持续博弈
 - （失衡的）市场无形之手与政府有形之手之间的持续博弈
- ◆ 在市场与政府的博弈中，政策的有形之手对货币政策传导路径进行了多种形式的干预，从而催生了各种金融乱象

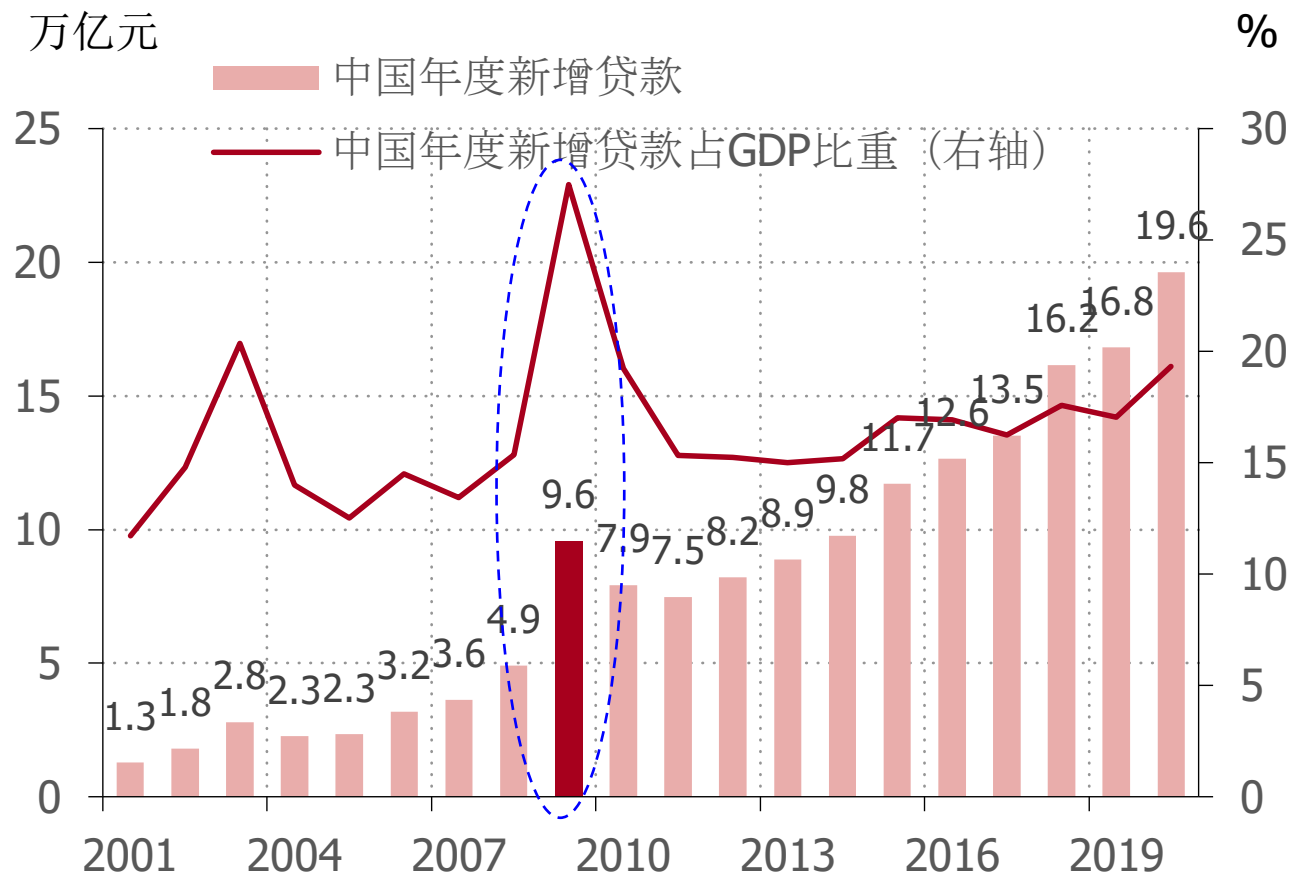
议程

◆ 分析中国金融乱象的逻辑线索

◆ 中国货币政策实践与金融乱象

◆ 开放环境中的货币政策

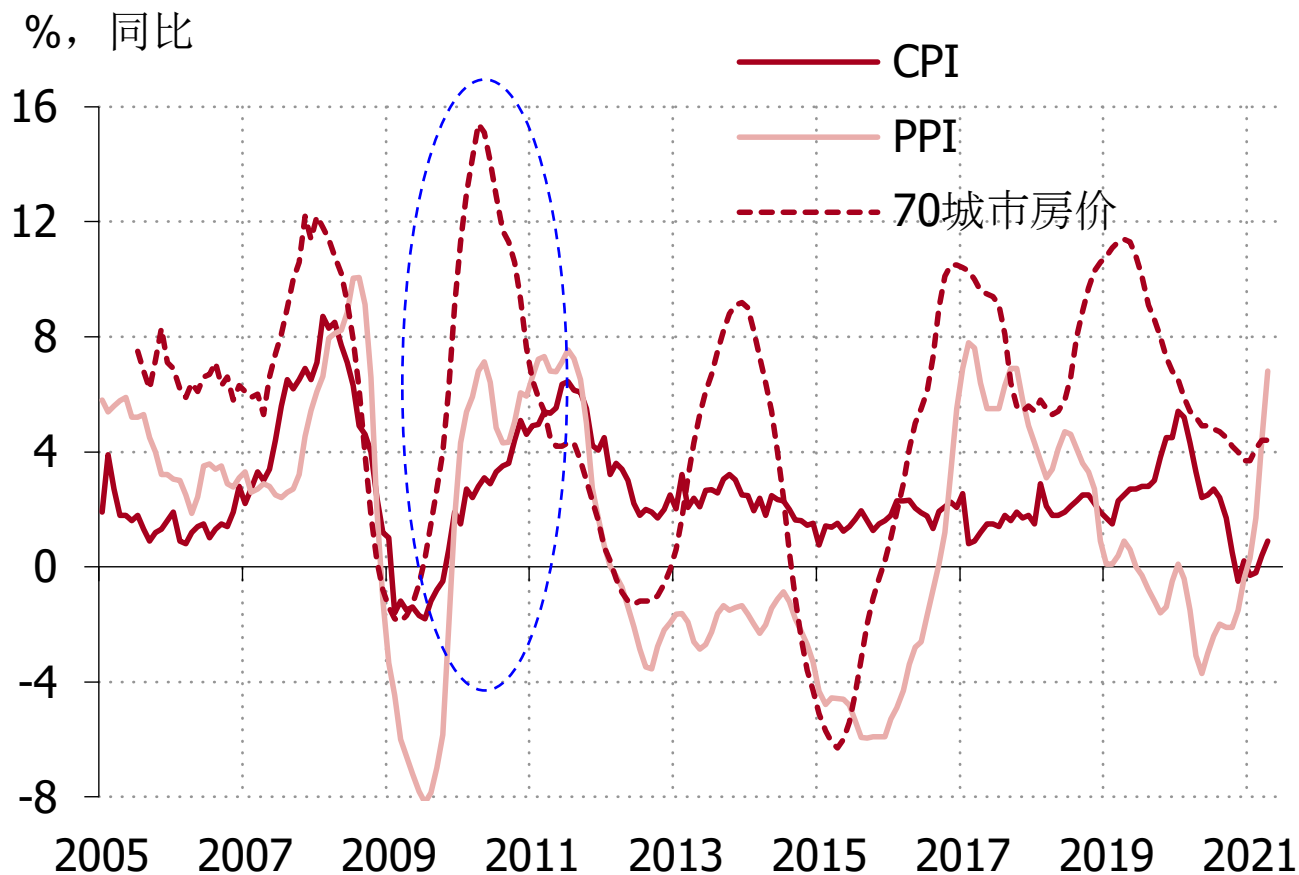
2009年在“四万亿”刺激的带动下，年度新增信贷倍增至接近9.6万亿元的高位



数据来源: Wind



“四万亿”刺激很快带来了房价的飙涨，并推升了通胀，从而引发信贷的紧缩



数据来源: Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

随着信贷的紧缩，2010到2011年上半年，未贴现票据占社融比重攀升至高位……



数据来源：Wind



.....从而引发2011年下半年对农信社“倒票”的清查，
令票据利率飙升至历史高位

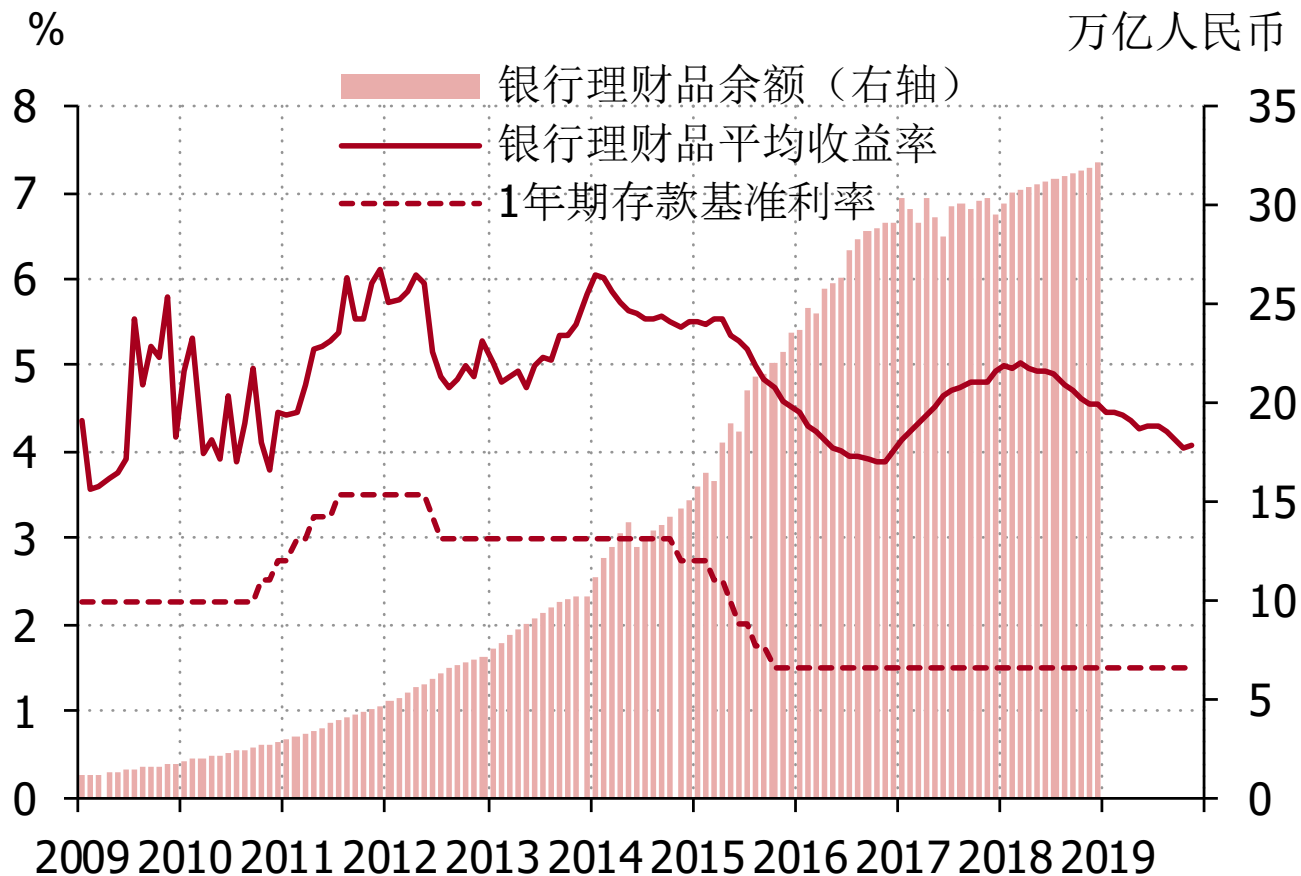


数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

2012年，利率市场化改革加速推进，带来了银行理财、影子银行的快速发展



数据来源：Wind



2012-2013年，利率市场化改革带来大面积的金融创新，令影子银行业务快速发展



数据来源：Wind



“非标”（影子银行）融资在2012-2013年快速增长

社会融资规模同比多增（10亿元，3月移动平均）



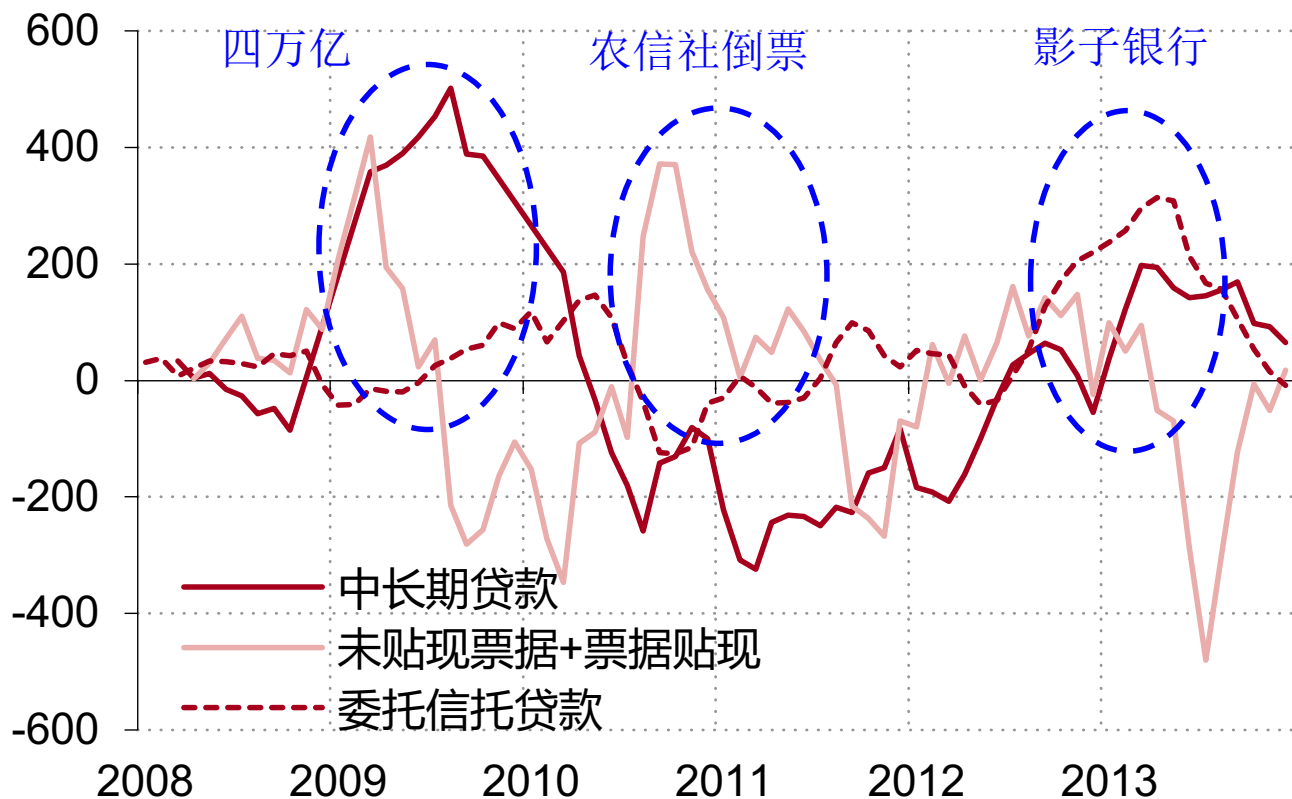
数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

从2009年到2013年，社融增量的结构有明显变化

融资总量同比多增（10亿元，3月移动平均）

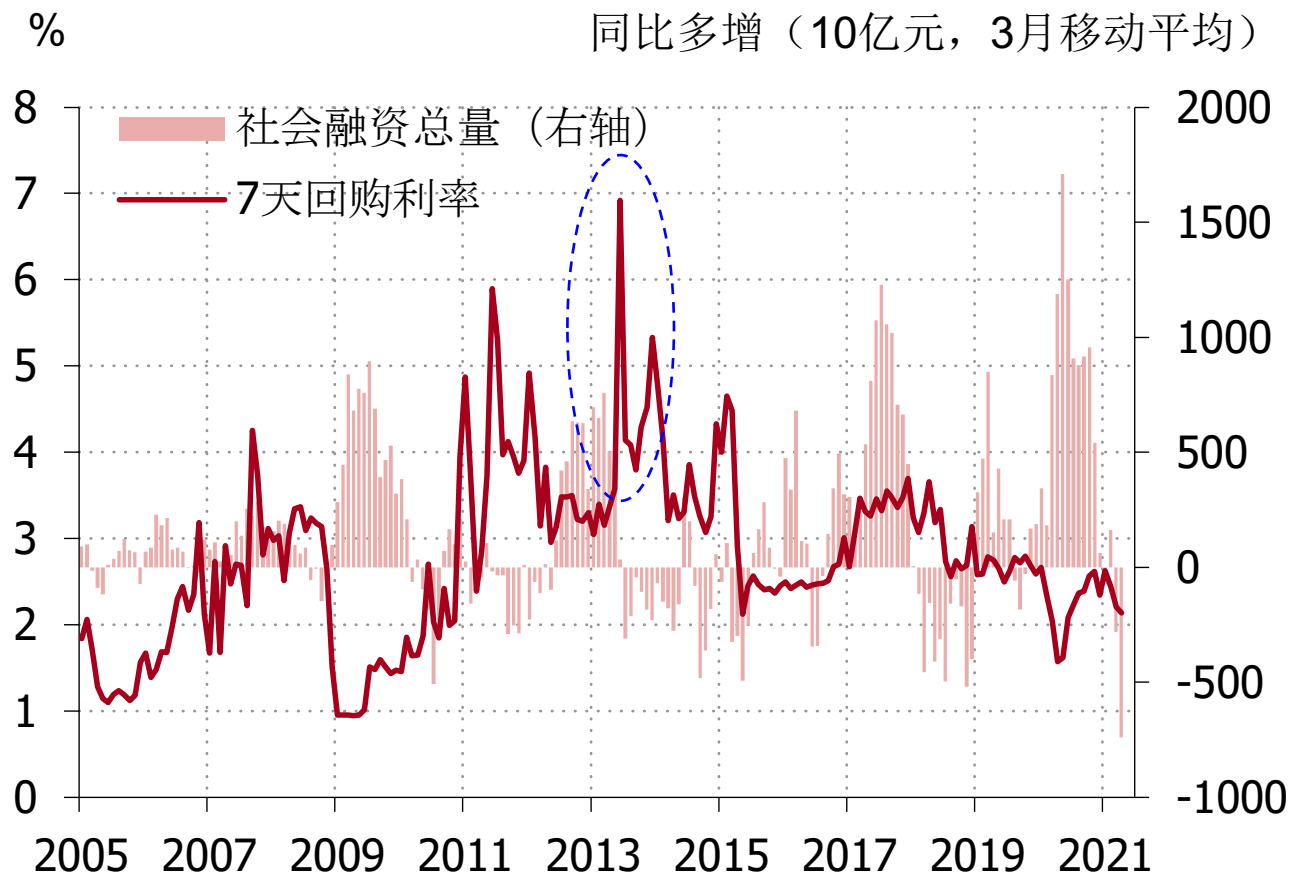


数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

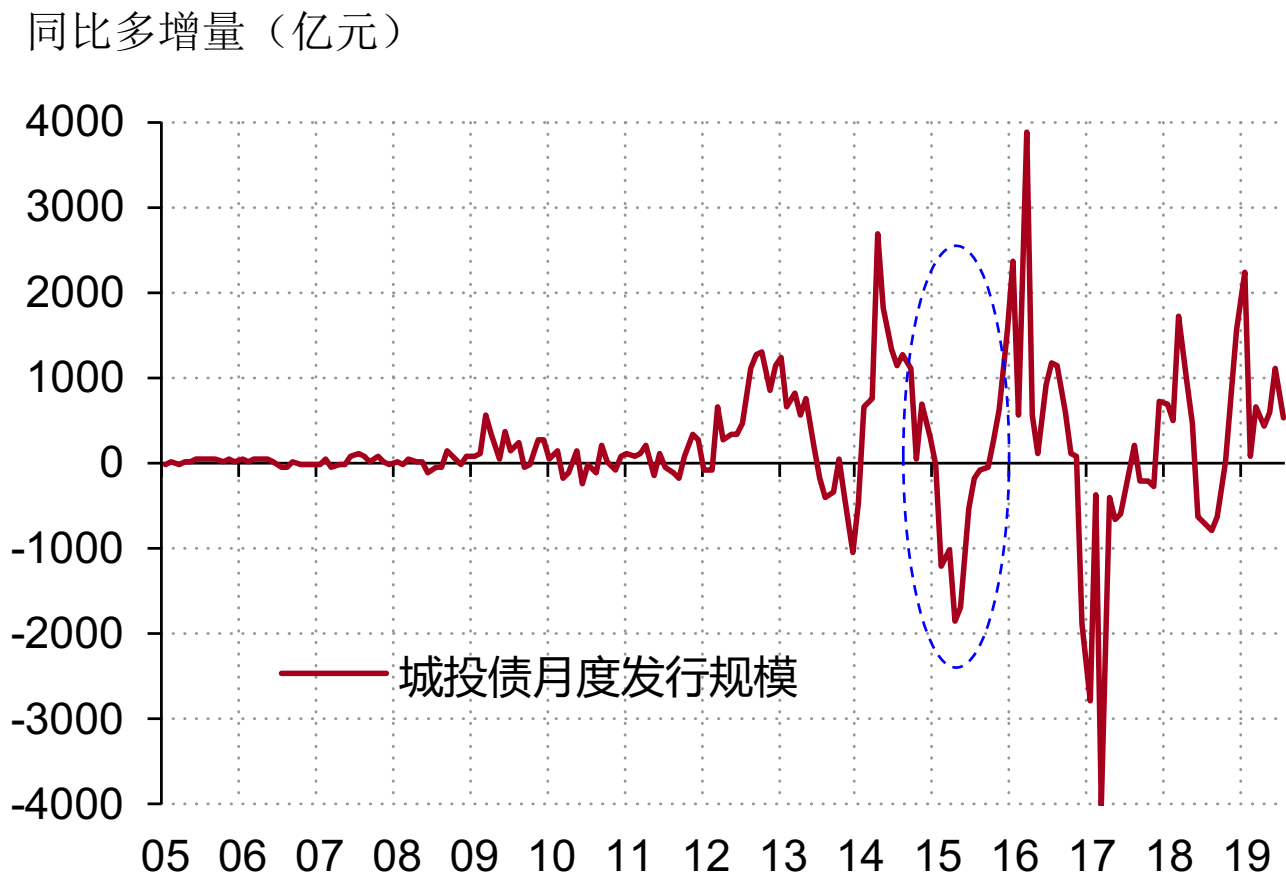
为遏制社融的过快增长，央行不得已在2013年6月发动“钱荒”



数据来源：Wind



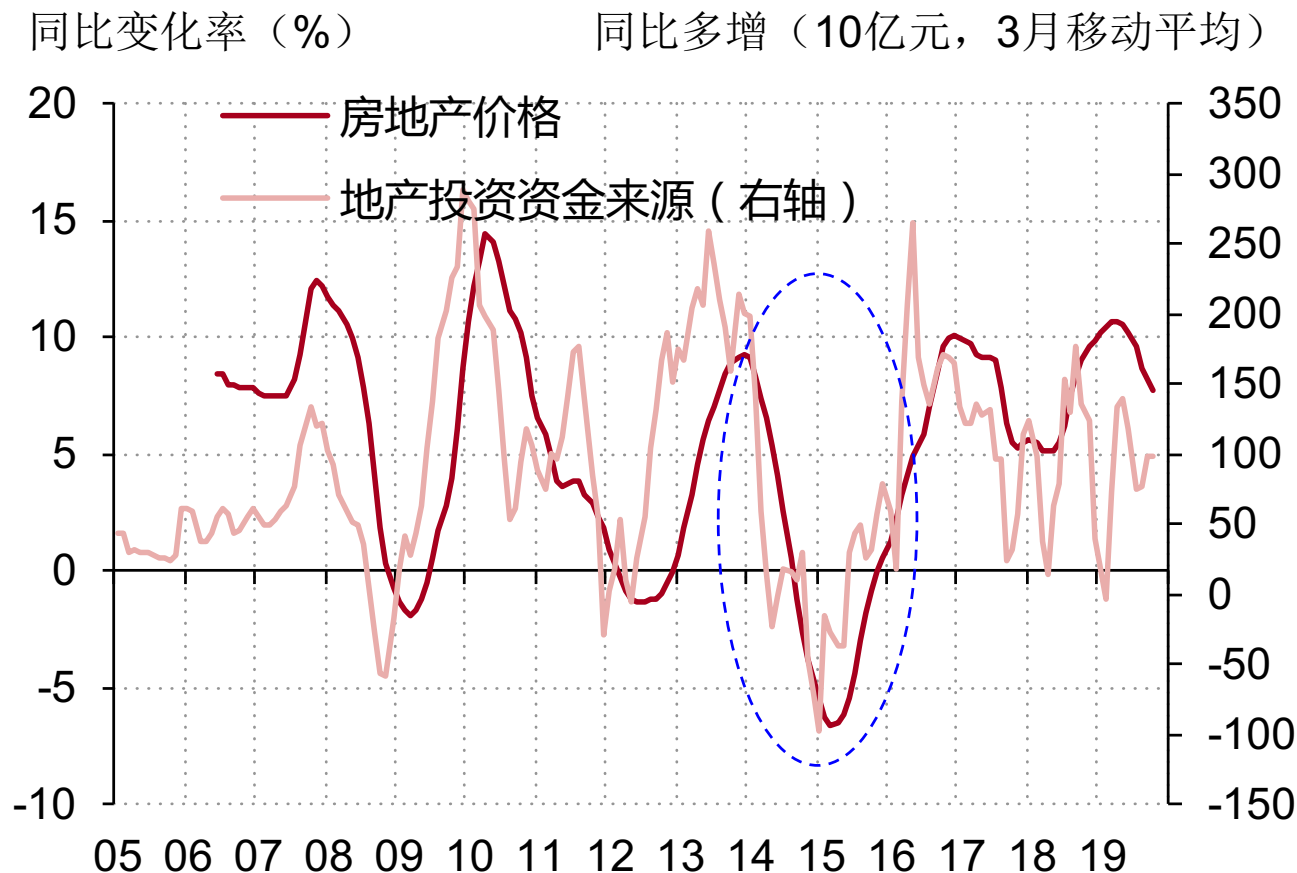
进入2014年后，货币政策虽已放松，融资投放却受阻： 2014年国务院“43号文”令城投公司融资大幅萎缩



资料来源：Wind



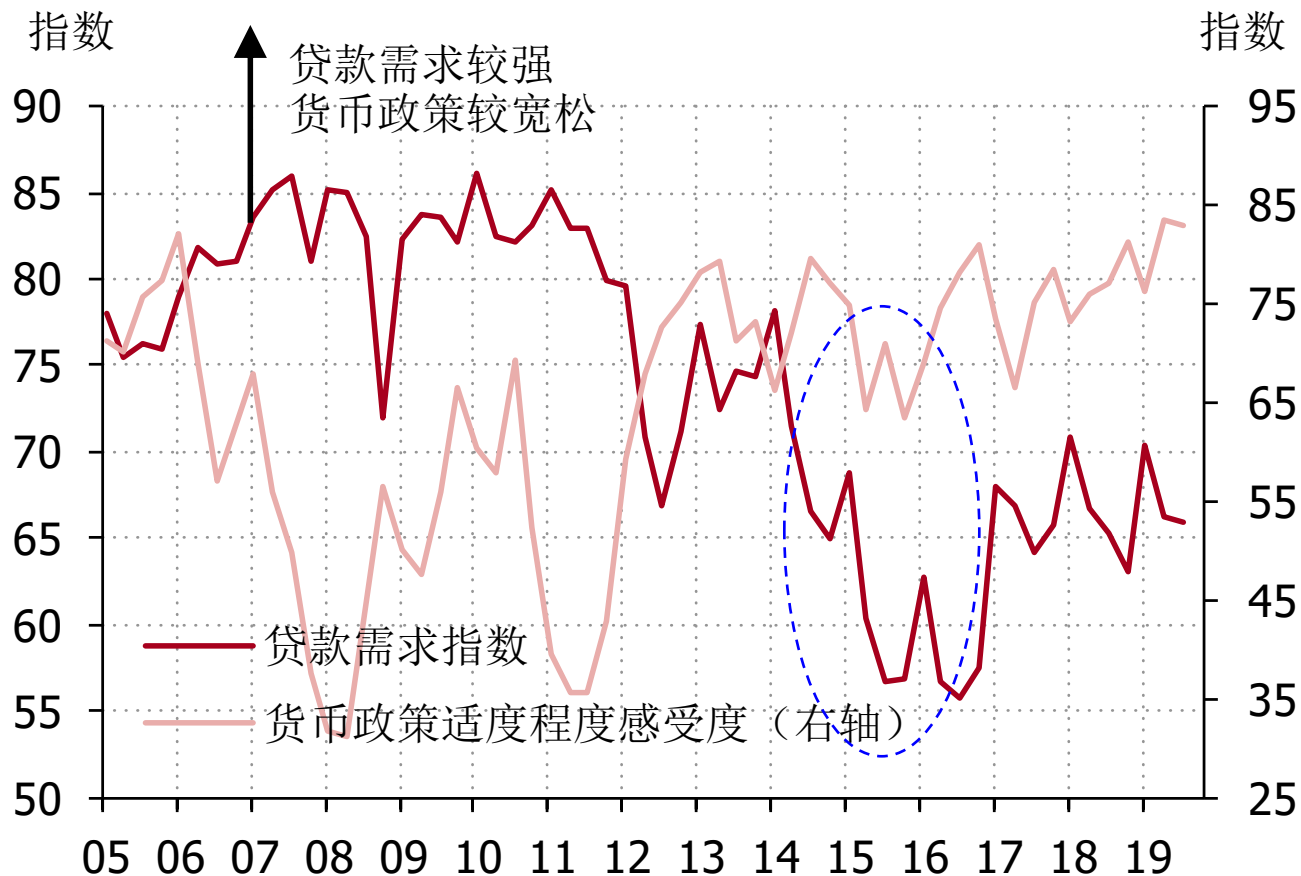
进入2014年后，货币政策虽已放松，融资投放却受阻： 地产调控在2014年让地产融资明显收缩



资料来源: Wind



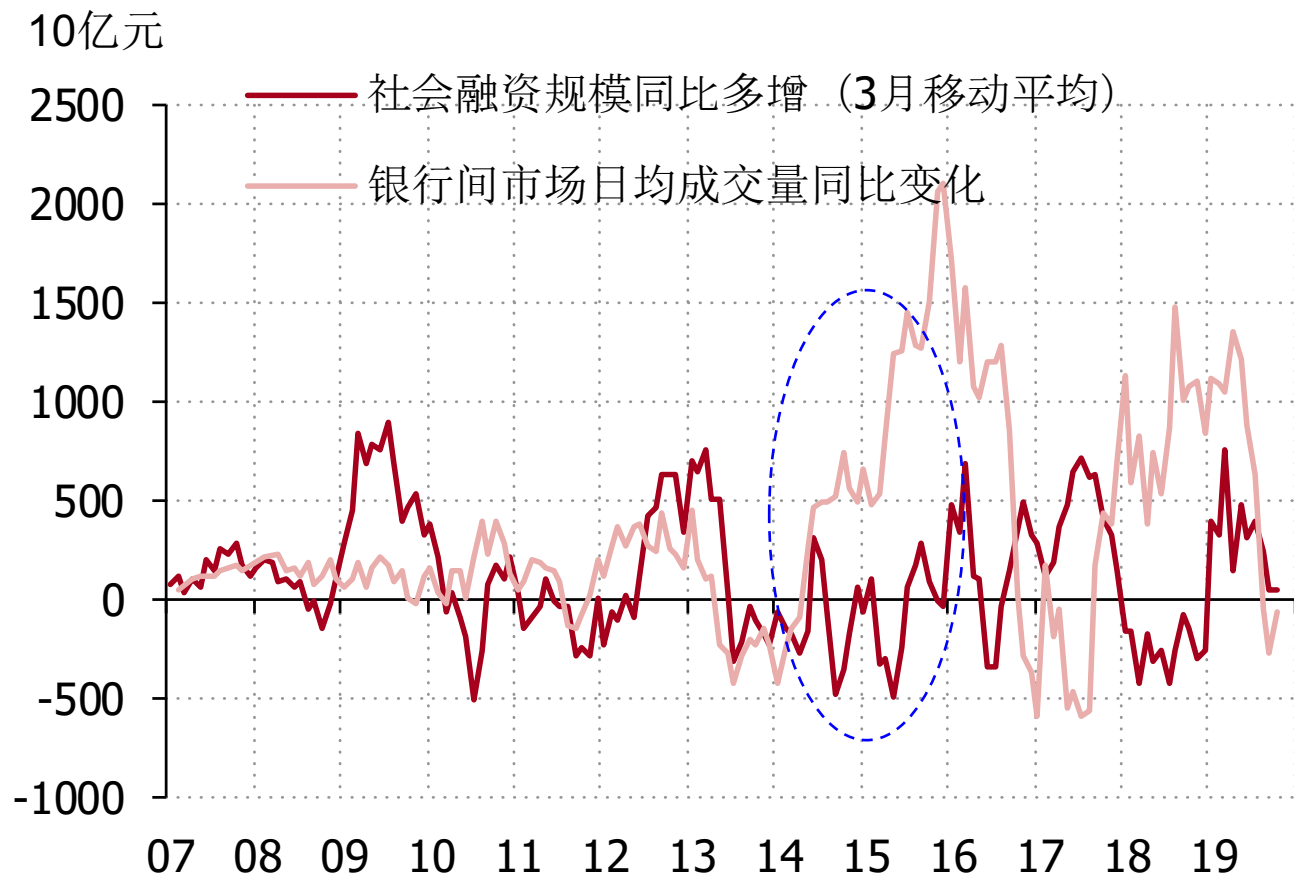
实体经济融资需求因而明显萎缩.....



资料来源: Wind



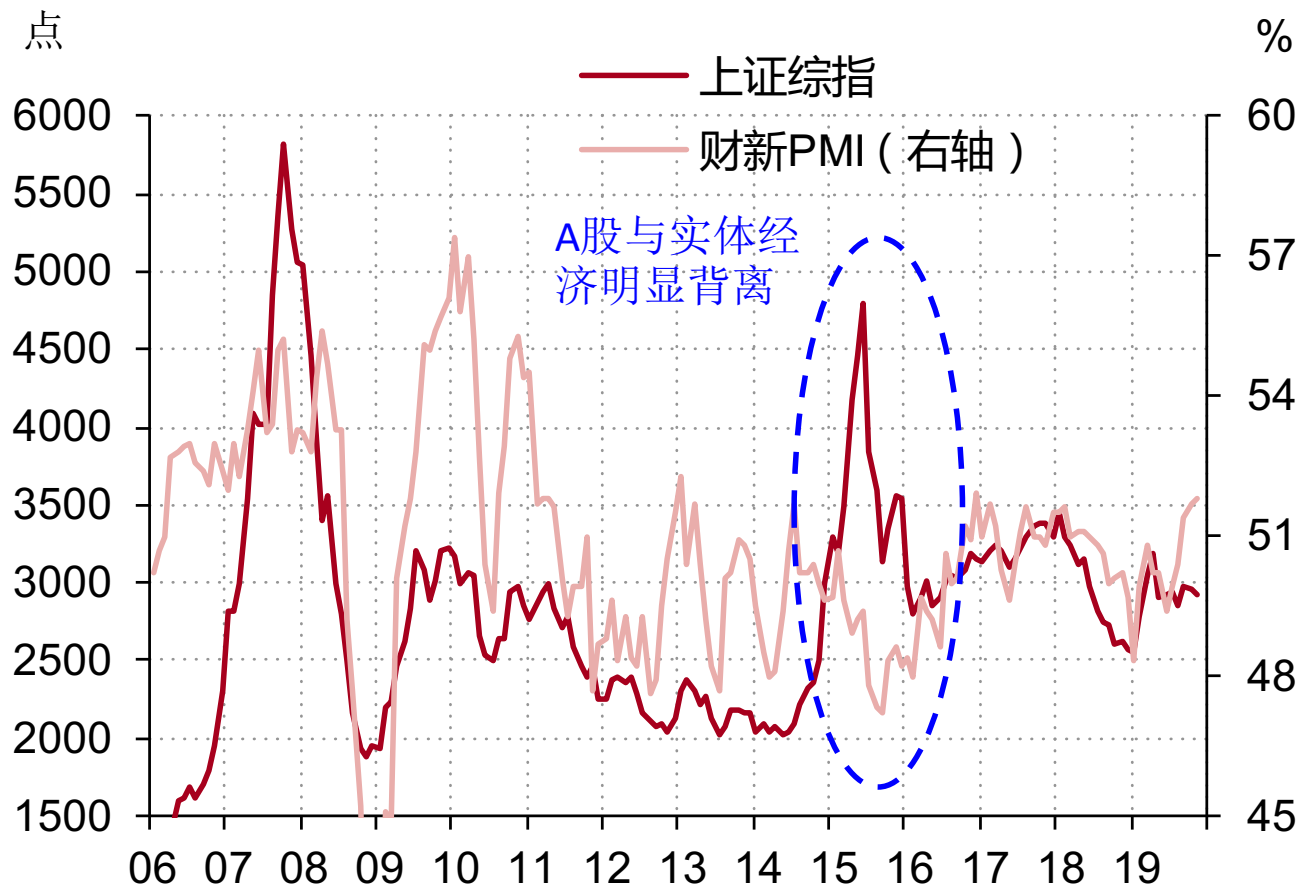
货币政策传导路径因而受阻，金融市场出现“流动性堰塞湖”



资料来源: Wind



..... 形成金融资产价格泡沫，催生A股的大牛市和随后的“股灾”



资料来源: Wind



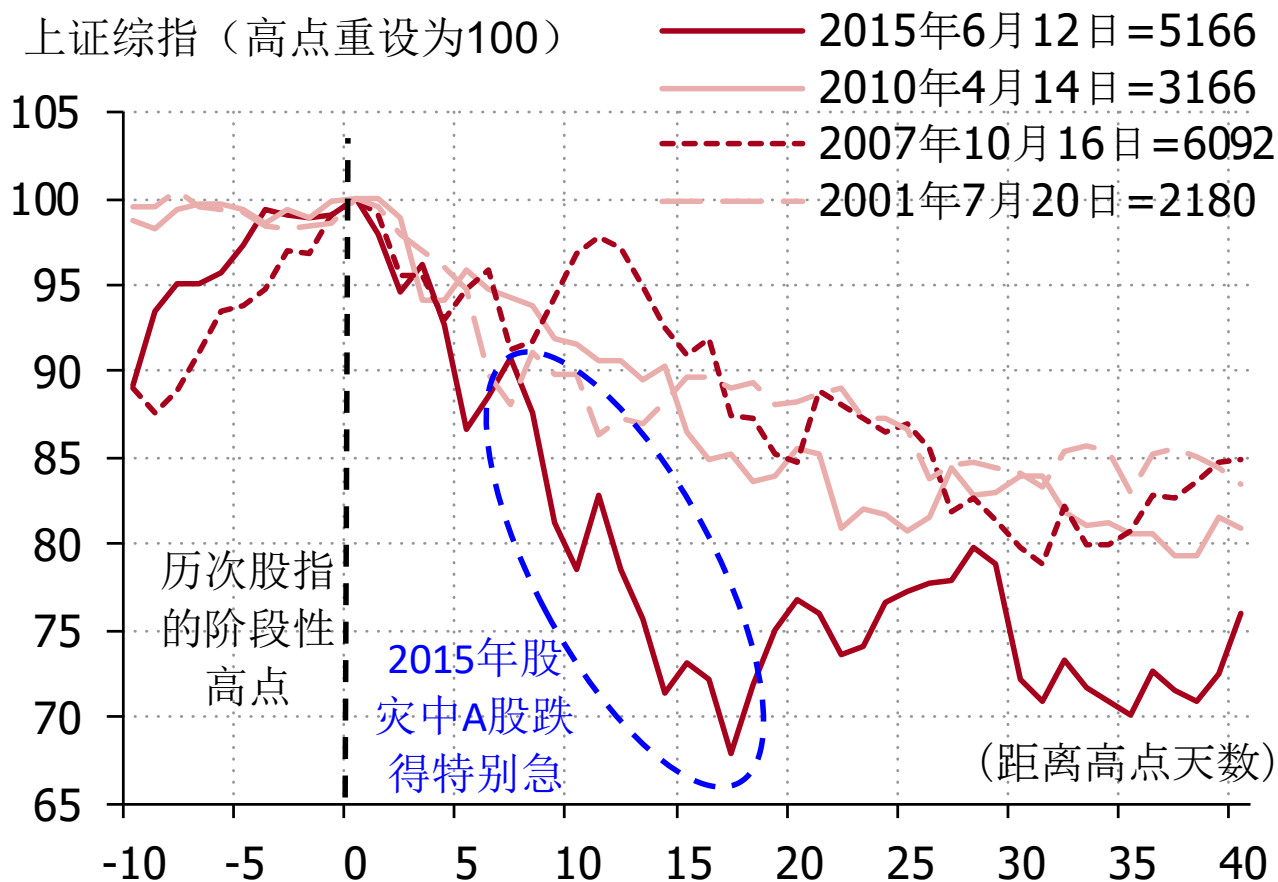
2015年的股市大牛市不仅是个大泡沫，还是一个建立在杠杆交易上的“杠杆大泡沫”



数据来源：Wind



“杠杆大泡沫”的破灭让A股市场在2015年6、7月间急跌，形成“股灾”，冲击了金融体系稳定



数据来源：Wind



股灾之后资金流入债券市场，令债市杠杆大幅攀升，广义基金债券头寸爆发性增长



数据来源：Wind



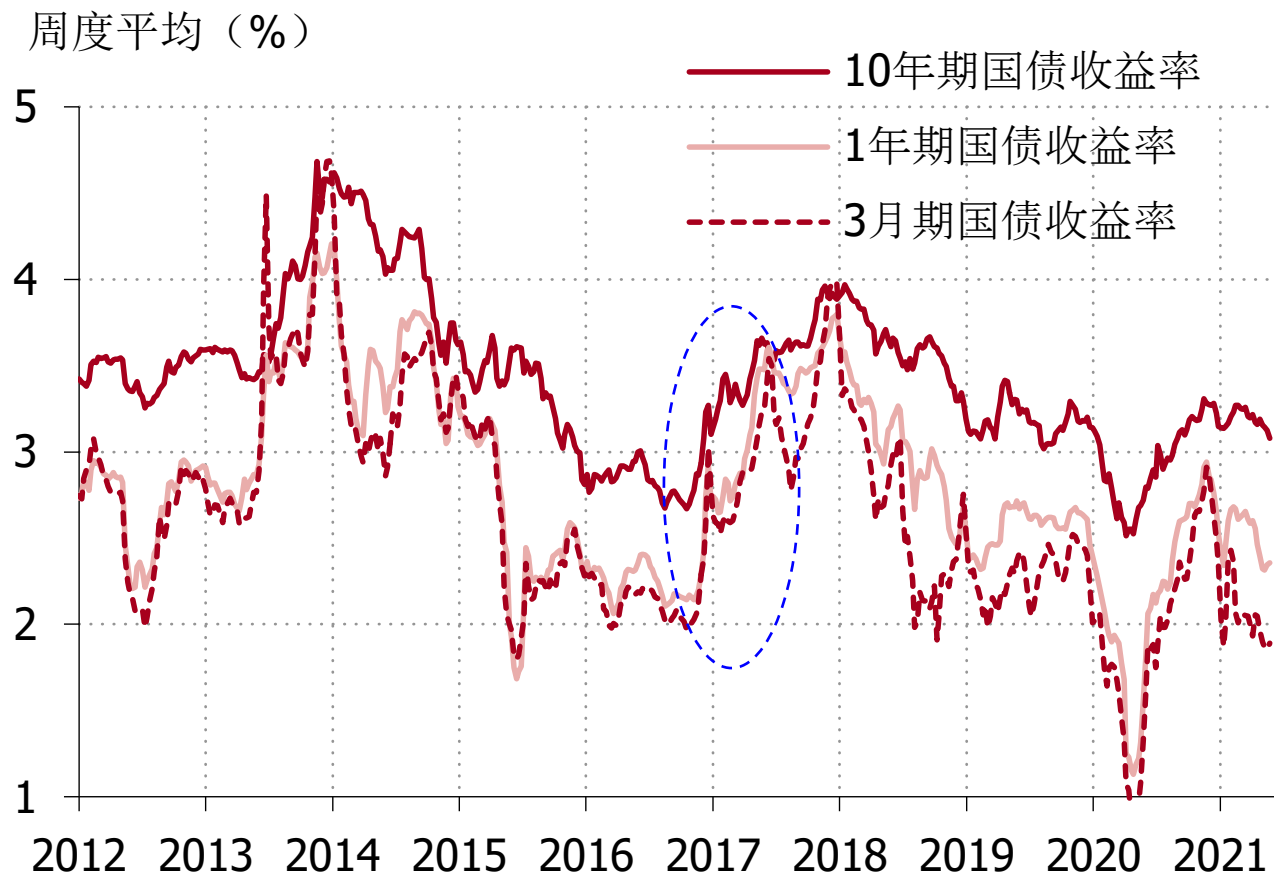
央行不得已在2016年下半年结束了“利率走廊”的尝试，推行了债市去杠杆的政策.....



数据来源: Wind



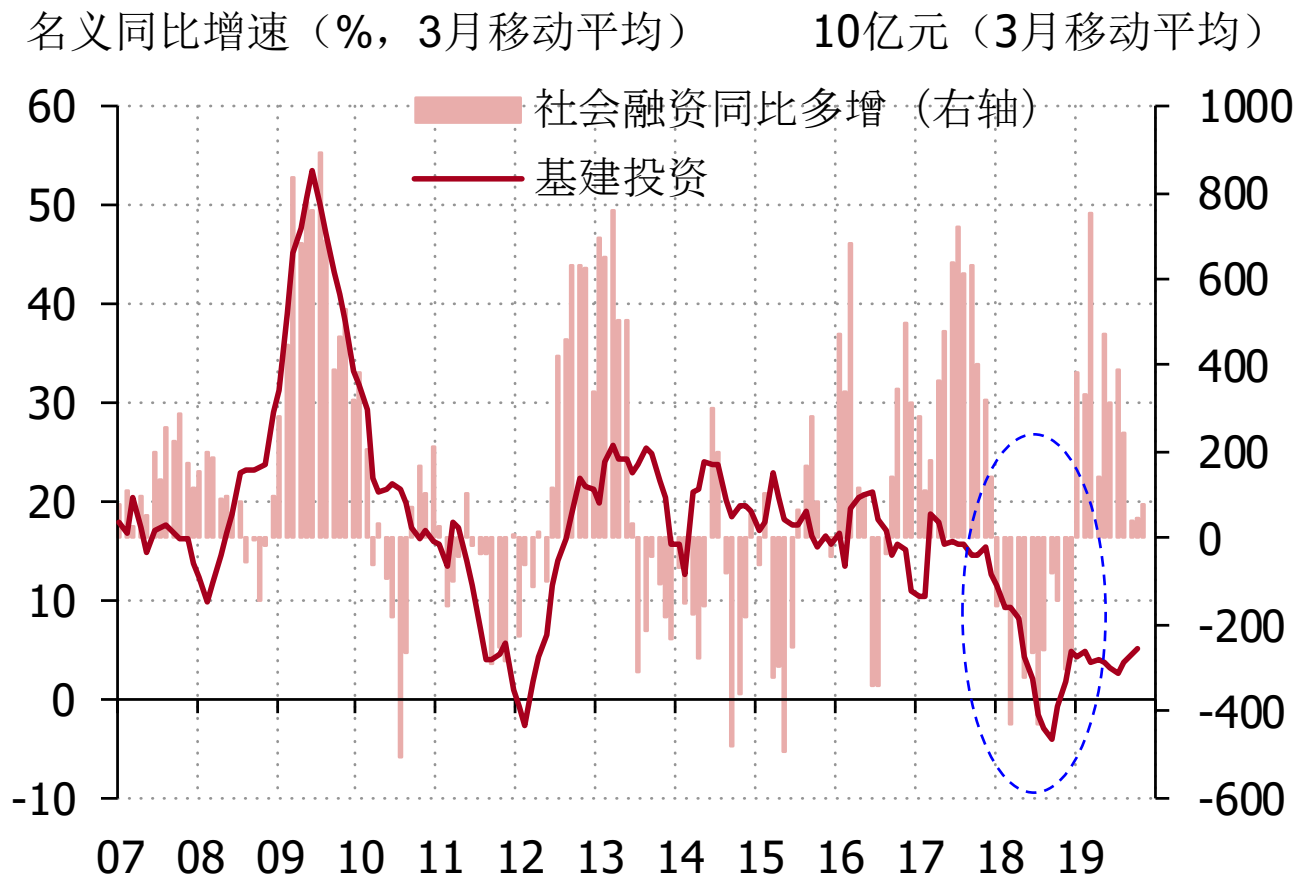
.....从而让债券市场在2016年4季度进入熊市



数据来源: Wind



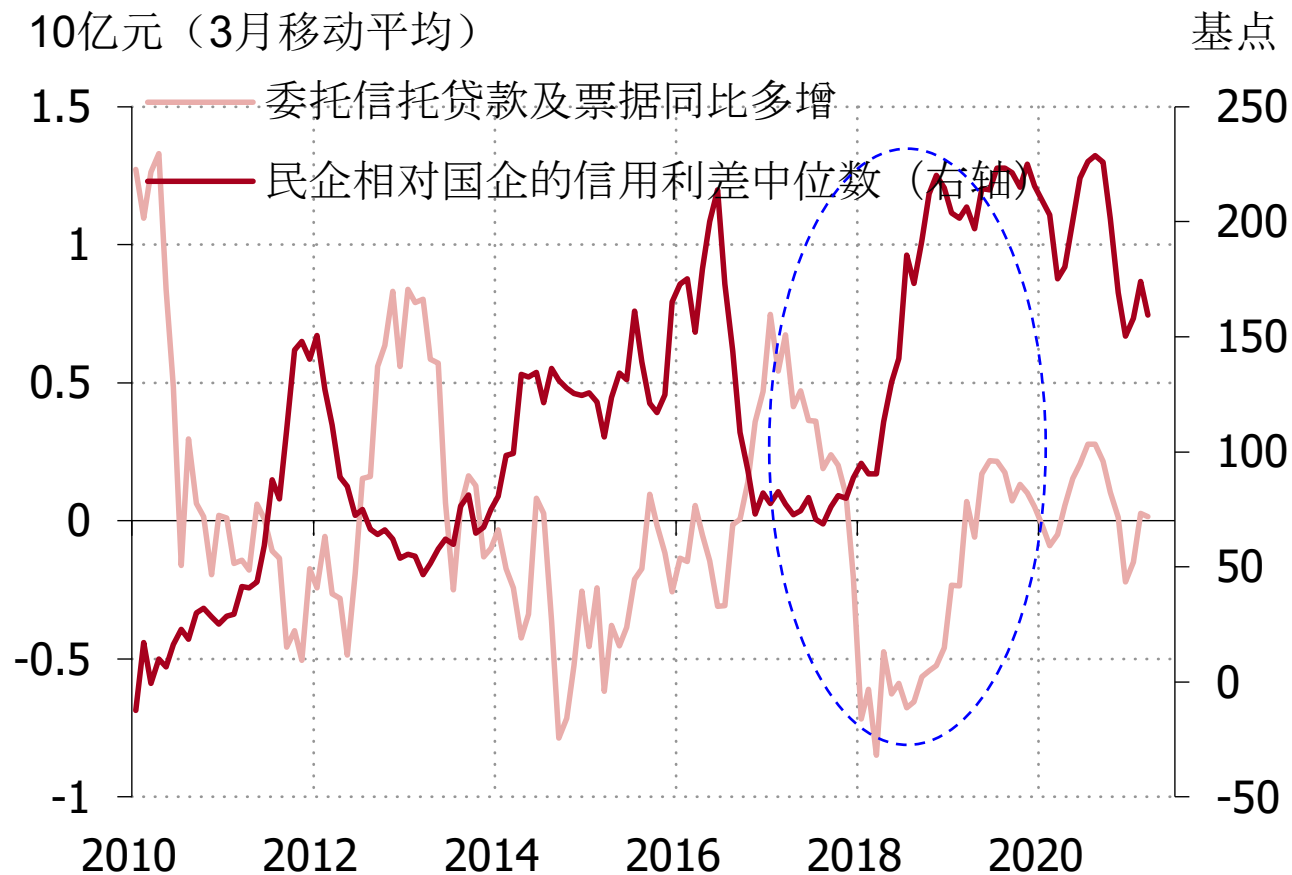
2018年的强力去杠杆打压了社会融资，收紧了基建投资的融资瓶颈，让基建投资从增长稳定器变成增长压力源



数据来源：BIS



2018年开始的对非标融资的严厉清查使得民企相对国企的信用利差攀升至十年来的高位



数据来源：万得



2019年的“包商银行事件”让小银行的融资成本明显上升，并最终对小微企业的融资带来不利影响



数据来源：万得



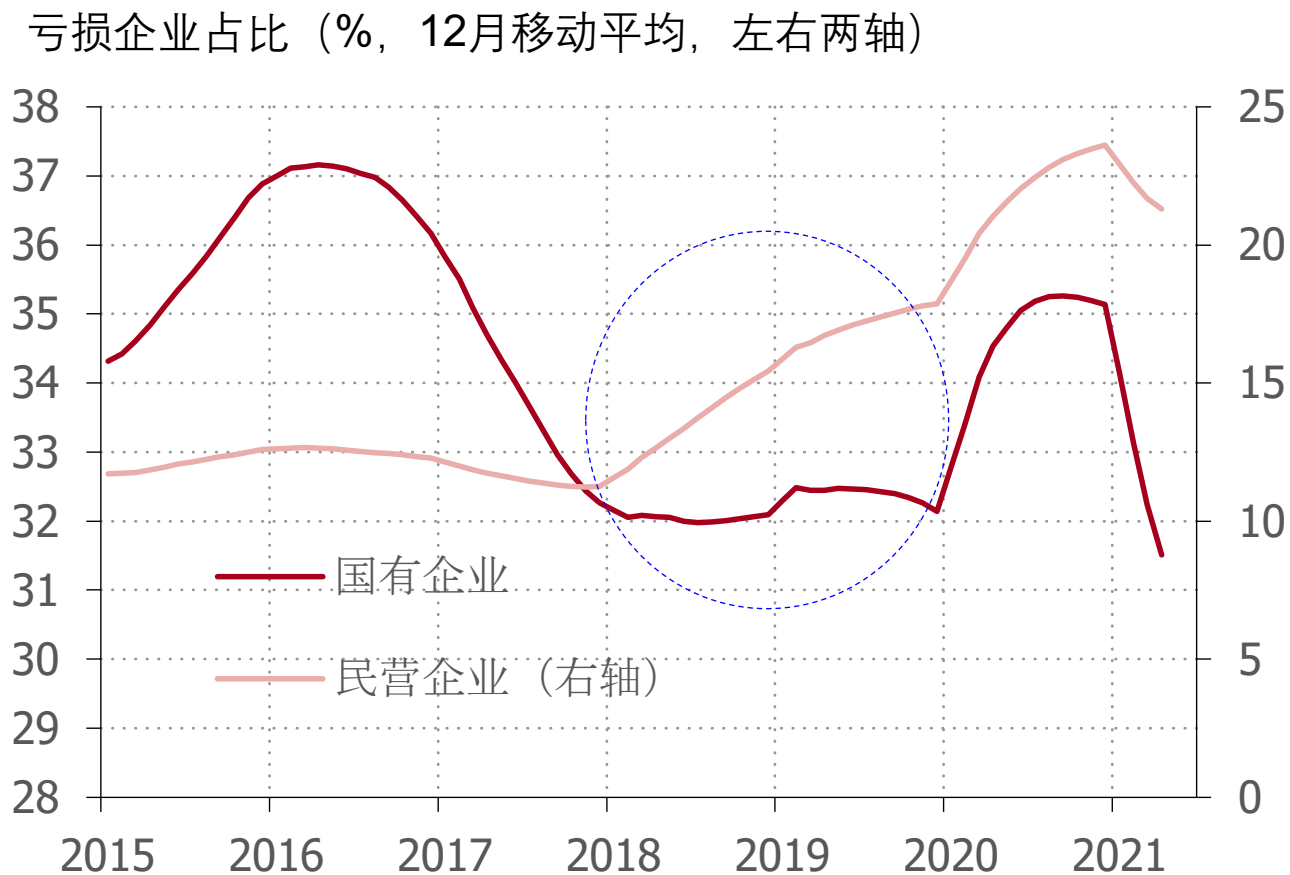
2018-2019年的“去杠杆”让民营企业的杠杆率明显攀升



数据来源：万得



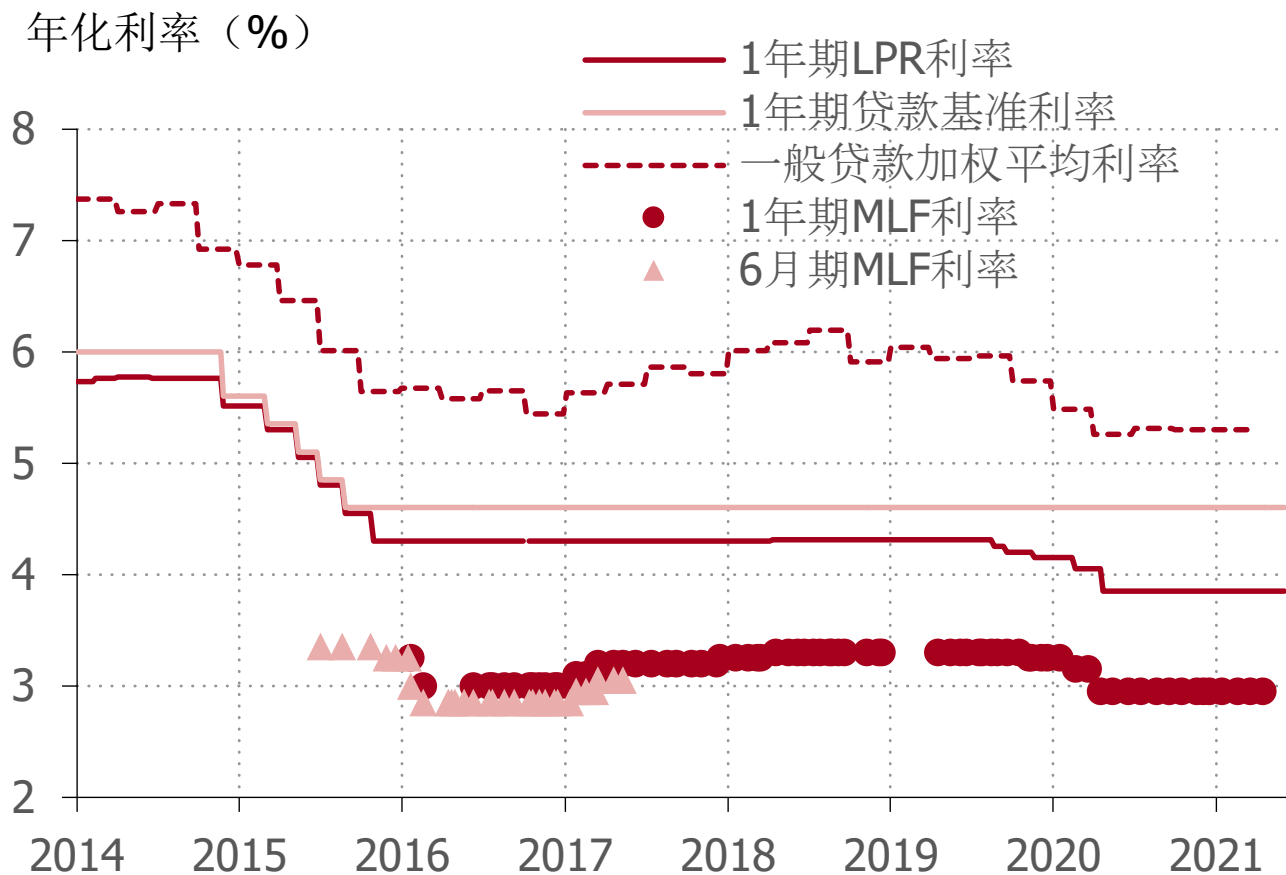
民营企业的亏损比例也随之上扬



数据来源：万得



2019年8月的LPR改革是人民银行打通货币政策传导路径的又一次尝试



数据来源: Wind



LPR改革之后，银行间市场短期利率中枢上升，波动性下降，反映出了央行在银行间市场态度的转变



数据来源: Wind



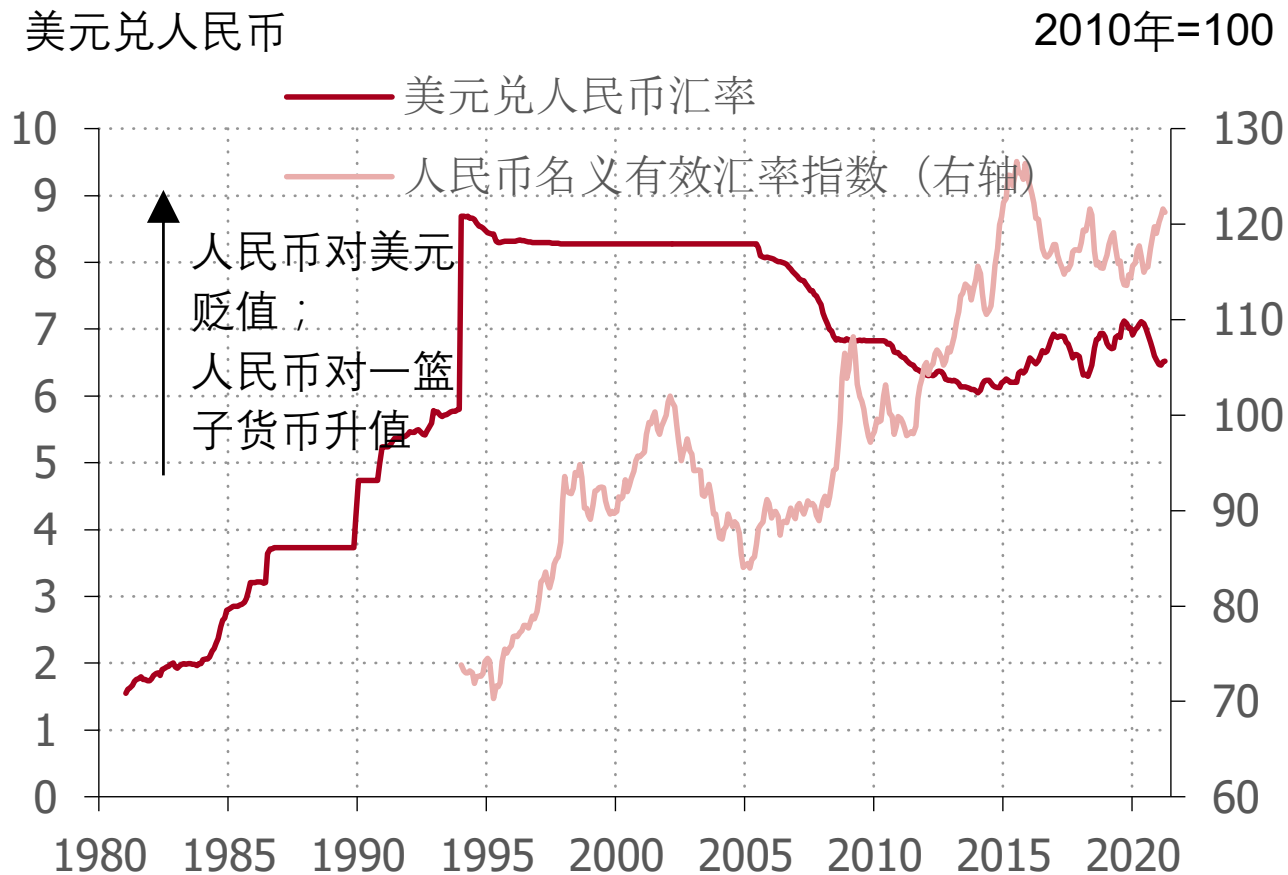
议程

- ◆ 分析中国金融乱象的逻辑线索
- ◆ 中国货币政策实践与金融乱象
- ◆ 开放环境中的货币政策

认识汇率

- ◆ 汇率（**exchange rate**）：不同货币间相互兑换的比率
 - 双边汇率（**bilateral exchange rate**）：任意两种货币之间的兑换率
 - 有效汇率（**effective exchange rate**）：某种货币相对其他一篮子货币的加权平均汇率
- ◆ 汇率的标价
 - 直接标价法（**direct quotations**）：用本币表示的1单位外国货币的价格，如1美元兑7元人民币
 - 间接标价法（**indirect quotations**）：用外币表示的1单位本币的价格
 - 报“货币对”（**currency pair**）价格时，总是把1单位前面的货币表示为若干单位后面的那种货币
 - USDCNY是把1单位美元表示成为若干人民币
 - EURUSD是把1欧元表示为若干美元
- ◆ 汇率升值
 - 升值（**appreciation**）：一种货币相比另外一种货币变得更值钱了
 - 贬值（**depreciation**）：一种货币变得更不值钱了（相对别的货币而言）

美元兑人民币汇率及人民币名义有效汇率



数据来源：万得



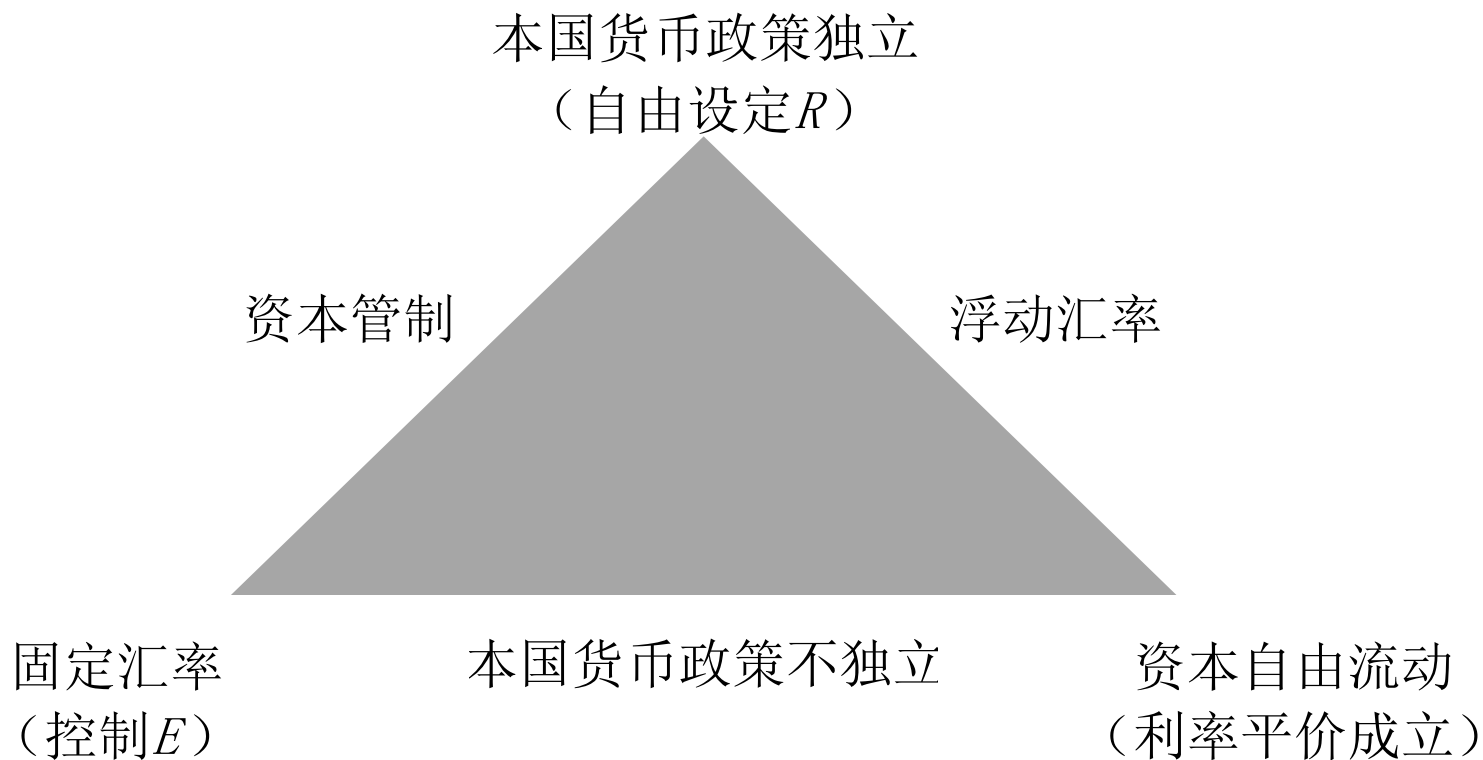
汇率与通胀

- ◆ 名义汇率与实际汇率
 - 名义汇率（nominal exchange rate）：把一种货币兑换成另一种货币的比率
 - 实际汇率（real exchange rate）：把一国的真实商品换另一国真实商品的比率
- ◆ 一价定律（law of one price）：如果商品可以跨境自由流动，不同地点的商品价格应该相等
 - 本国价格 = 外国价格 * 本币汇率（直接标价法）
 - 中国1个苹果卖7元，美国1个苹果卖1美元，美元兑人民币汇率1: 7
- ◆ 国内外通胀差异决定了本币贬值幅度
 - 本国通胀 = 外国通胀 * 本币贬值率
 - 本国1个苹果价格翻一倍到14元，美国苹果价格还是1美元，人民币就要对美元贬值100%到1:14

利率平价关系与蒙代尔不可能三角

- ◆ 无抛补利率平价（uncovered interest rate parity）
 - 在资本可以自由跨境流动的情况下，持有本国金融资产的名义回报率应该等于持有外国金融资产的名义回报率
 - 本国名义利率 + 本币升值幅度 = 外国名义利率
- ◆ 不可能三角（Impossible Trinity）又叫三元悖论（trilemma）
 - 利率平价关系式中有四个因素：本币汇率，本国名义利率，外国名义利率，以及等式本身（跨境资本自由流动）
 - 四个因素中，外国名义利率是本国不能控制的，本国能影响的只剩下三个因素
 - 这三个因素中的两个被确定下来了，剩下一个就被确定下来了
 - 不可能三角：在本国货币政策独立性（自由设定本国名义利率），固定汇率（设定本币汇率）和资本自由流动这三个目标中，本国政策最多只能同时实现其中的两个

蒙代尔不可能三角



通过外汇冲销（sterilization）可以在一定时期内避开“不可能三角”的约束

第一步：外汇干预

第二步：外汇冲销

央行	
资产	负债
+100\$	+600 ¥
	-600 ¥ +600 债券

私人部门	
资产	负债
-100\$ +600 ¥	
+600 债券 -600 ¥	

次贷危机之前，人民币曾面临强劲升值压力；此时人民银行曾快速积累外汇储备，并因而发行了大量外汇占款



数据来源：万得



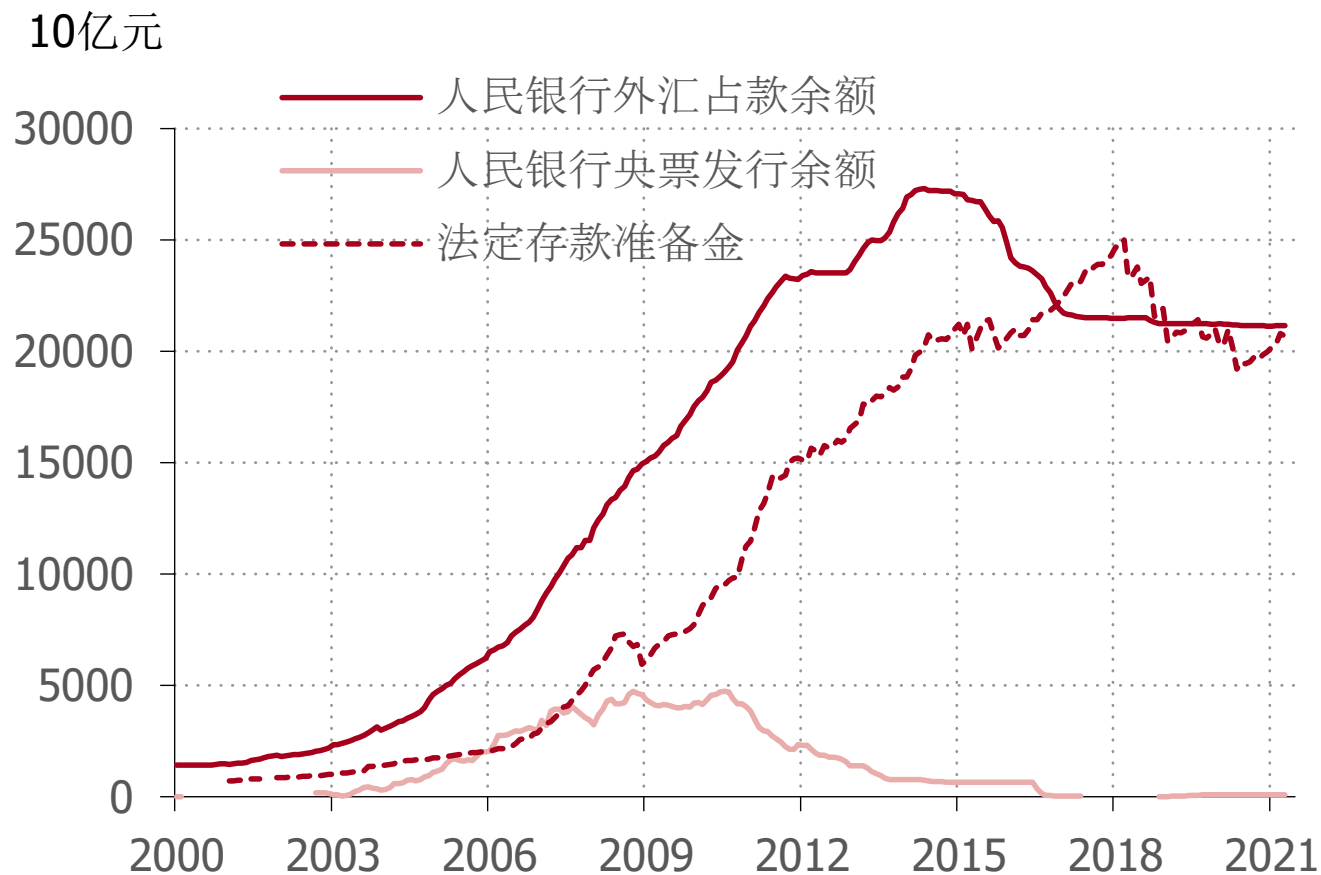
人民银行外汇占款的增加推升了人民银行的总资产规模



数据来源：万得



央票发行和提高存款准备金率是人民银行对冲外汇占款的两个主要手段



数据来源：万得



谢 谢

授课教师简介

徐高博士是中银证券总裁助理兼首席经济学家，分管公司的研究部和机构业务部。他还是北京大学国家发展研究院兼职教授，在北京大学给研究生和本科生开设宏观经济学、金融经济学和投资研究等课程。他目前还是中国首席经济学家论坛理事，中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员。之前，徐高曾历任光证资管首席经济学家、光大证券首席经济学家、瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家等职。徐高毕业于北京大学国家发展研究院（原中国经济研究中心），获经济学博士学位。徐高出版了《宏观经济学二十五讲：中国视角》和《金融经济学二十五讲》两本畅销的经济学教科书。

