

货币政策的目标取向

□ 王东京

今天在讨论货币政策时，已很少有学者提及货币职能，给人印象，似乎货币政策与货币职能无关。可是在我看来，货币政策不过是货币职能在宏观层面的展开，若离开货币职能研究货币政策，是舍本逐末。我作此文将从货币职能角度，分析货币政策要解决什么问题？货币政策的目标取向为何？

人类早期的商品交换，是物物交换。货币作为一般等价物，是商品交换发展到一定阶段的产物。换句话说，是交换规模扩大后需要货币协助，才渐渐出现了货币。由此可见，货币的出现就是为了协助商品交换。读者可以查阅任何一本经济学教科书，都说货币有5项职能：价值尺度、流通手段、支付手段、贮藏手段、世界货币；而且这5项职能，皆服务于交换。

所谓货币政策，通常是指“利率、法定存款准备金率、公开市场业务”等调控货币量的三大工具。马克思说过：货币需求量=社会商品价格总额/同名货币流通速度。这里想问读者：既然能够知道货币的需求量，货币量按需求供给即可，为何央行要用货币政策予以操控呢？

从源头追溯，应该与瑞典经济学家维克塞尔有关。在维克塞尔之前，经济学家皆认为货币是“中性”的，即货币增减只会影响价格总水平而不会改变商品的比价。1898年，维克塞尔出版了《利息与价格》一书，首次提出了“货币非中性理论”。他的理由是，货币不仅是交换媒介，同时也有储藏功能。一旦货币被储藏，商品供求失衡会

造成经济波动，故货币并非“中性”，而是“非中性”。

维克塞尔还分析说：由于货币非中性，要想让商品供求恢复均衡就得用“利率”调节价格。他指出：当货币借贷的“实际利率”低于实物借贷的“自然利率”时，企业有利可图会扩大贷款（投资），投资扩大会推高生产要素价格，而要素价格上涨，要素所有者收入增加又会拉动消费品涨价，于是价格形成了一个向上累积的过程；反之，价格会向反方向变动，形成一个向下的累积过程。

于是维克塞尔得出结论：由于货币的存在，实际利率往往会偏离自然利率，因此要保持价格稳定，就必须适时调控实际利率，让实际利率与自然利率保持一致。时下学界流行的“利率工具论”正是由此而来，且货币政策工具已扩展为“利率、存准率和公开市场操作”。

“货币非中性理论”提出后，维克塞尔名声大振，熊彼特称他是“瑞典的马歇尔”“北欧经济学的顶峰”，并引发了一场“规则”对“权变”的争论。其中一派是以凯恩斯为代表，倡导所谓相机抉择的“权变”政策。凯恩斯说，经济活动仿如一条有着荣枯周期的河流，货币供应是闸门，为平抑经济剧烈震荡，政府作为“守闸人”应根据河流的水位，适时关闭或开启“闸门”。

然而到上世纪50年代后期，一股反对“权变”的旋风从美国刮起。其代表人物弗里德曼，他研究发现，从货币供应变化到价格总水平变化之间，有两个“时滞”期：

货币变化需在6—9个月后才引起名义收入变化；而收入变化后要再过6—9个月，才引起价格变化，正由于存在12—18个月的时滞，央行调控货币往往要么过松、要么过紧。而无论哪种结果，都会加剧经济波动。

不错，“权变”政策确实容易让经济陷入循环怪圈：为减少失业—增加货币供应—利率下降—投资扩大—收入增加—物价上涨—利率反弹—投资收缩—失业增加。所以弗里德曼告诫政府：与其手忙脚乱操控货币供应，倒不如实施“简单规则”的货币政策，将货币供应增长率稳定在与经济增长率大体一致的水平上。

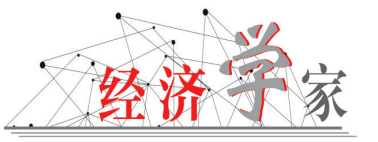
判断“权变”与“规则”孰是孰非，我认为首先得弄清货币政策要解决什么问题。若为了稳定币值（物价），就应选择“简单规则”；若为了短期刺激投资，“权变”也不失为一种可取的选择。可问题是货币政策的目标到底是什么呢？此问题显然涉及货币职能。前面说过，货币的职能是协助交换，从交换角度看，货币政策的重点当然是稳定币值。

历史是一面镜子。战后20年，欧美由于实施“权变”政策，结果到上世纪70年代普遍陷入了“滞胀”。为摆脱“滞胀”，1975年前后当时世界主要工业七国有5个实施“简单规则”货币政策，并且成功控制了通胀；以撒切尔夫人为首前的英国保守党政府更是唯“简单规则”是瞻；美国前总统里根提出的“经济复兴计划”，也把“简单规则”作为控制货币供应的重要依据。

回到理论层面看，“货币非中性理论”其实存在诸多疑点。首先，维克塞尔说实际利率偏离自然利率并不成立。鹿巴维克讲，利息是货币时差之价；而货币理论大师费雪则将利息定义为“不耐”（急于消费的）代价。两人表述不同但意思相近，利率取决于社会的不耐程度，与借贷品是“实物”还是“货币”无关。既然如此，实际利率怎会偏离自然利率呢？

对于利率不能调节价格，其实经济学讲得清楚：某商品涨价是由于商品供不应求；而价格总水平上涨，则是因为货币供给过多。这是说，利率既决定单个商品的价格，也不影响价格总水平。照维克塞尔的分析，实际利率低于自然利率企业会扩贷。可我要问：央行若不多发货币企业何以扩贷？降低利率又怎能拉高要素商品价格呢？

最后说货币政策选择。去年新冠肺炎疫情肆虐全球，美国大举推出量化宽松货币政策；而中国则坚持实施稳健货币政策，“稳健”当然不是“权变”。中央强调：稳健货币政策要既保持流动性合理充裕；同时货币信贷、社会融资规模增长要与经济发展相适应。简言之：我国货币政策的目标取向，是稳定币值，而不是对经济强刺激。



人民币汇率双向波动成为常态

□ 陈建奇

汇率是货币之间的比价，汇率变化不仅构成国际贸易波动的重要因素，而且会引发跨境资本大幅流动。今年以来，人民币对美元汇率曾经在一段时间内出现单边升值的现象，企业等市场主体高度关注汇率升值产生的影响，金融市场密切关注汇率变化可能引发的资本跨境流动问题及潜在风险。人民币汇率究竟会不会持续单边升值？什么是人民币汇率波动的常态？厘清这些问题对于促进中国金融市场健康发展和企业等微观主体开展国际经贸合作具有重要影响。如何引导市场关于人民币汇率的理性客观判断，成为促进汇率金融市场健康发展的重要内容。

人民币汇率不具备单边持续升值的基础。观察人民币汇率走势，上半年总体呈现升值现象，但单边持续升值并非常态，双向波动态势未见改变。截至6月30日，人民币对美元汇率相比年初累计升值786点，升幅1.2%，但人民币汇率仍然体现为双向波动，今年年初人民币对美元即期汇率先后升破6.5及6.4两个关口，5月31日人民币对美元即期汇率盘中一度升至6.3565，创下2018年5月以来新高。但此后汇率出现了双向波动的震荡走势，6月30日，人民币对美元即期汇率收盘报6.4612，较5月31日调整近1.6%。尽管人民币汇率在某些时段段可能出现单边升值现象，但人民币汇率双向波动的趋势未见改变，人民币汇率不具备单边持续升值的基础。

从资本流动看，美联储紧货币政策紧缩预期促使利率上升概率加大，增强美元汇率上行动力，资本流向美国的预期增强，人民币对美元汇率缺乏持续升值的环境。美联储虽然没有释放货币政策紧缩的信号，但伴随美国激进的财政政策的实施，通胀压力难以缓解，美联储货币政策缩紧的概率上升，由此将推动美元收益率逐步上行，美元利率逐步上升预期增强，新兴经济体资本外流的压力加大，人民币对美元汇率持续升值的可能性不大。

从国际收支看，经常账户顺差对人民币汇率升值的支撑将呈现减弱趋势。今年上半年印度及东南亚部分国家疫情扩散，促使生产复苏进程受到冲击，供给能力大幅下降，与此同时，发达经济体疫情缓解促使经济生

活逐步正常化，消费需求较快恢复，我国较强的生产能力为解决全球供需缺口提供了重要的保障，推动我国出口较快上升，今年以来出口保持30%左右的增速，促使经常账户顺差上升，为人民币汇率升值形成支撑。然而，伴随世界各国疫苗接种面的扩大及治疗技术的提升，国外相关产业复苏进程有望提速，供给能力进一步增强，对我国出口增长产生抑制效应，同时大宗商品价格上涨提高了我国的进口成本，进口规模较快增长，促使顺差规模缩窄，国际收支向均衡状态进一步趋近，支撑人民币汇率升值的顺差因素将逐步减弱。

从宏观政策看，人民币汇率不会偏离均衡水平而持续单边升值，逆周期调节等工具为人民币汇率回归均衡水平提供政策保障。尽管测算一国汇率均衡水平并非易事，也尚未形成国际共识的公式标准，但国际收支是否平衡是评价汇率是否处于均衡水平的重要尺度。如果汇率变化导致国际收支失衡程度加大，那么就有必要采取政策促使其回归均衡水平。金融危机以来我国外部失衡状况得到较大改善，如果当前人民币汇率持续升值，必然对进出口等变量产生较大冲击，影响我国国际收支平衡，那么我国就有必要采取逆周期调节的政策措施，这些措施除常用的预期管理、远购风险准备金、中间价逆周期因子、即期和掉期市场调节等政策，还包括外汇存款准备金率等措施，这些政策工具箱有助于保障人民币汇率向均衡水平回归，避免出现单边持续升值的问题。

人民币汇率双向波动符合经济金融规律。人民币汇率作为外汇市场的重要价格指标，其影响因素非常复杂，既要考虑经济基本面的因素，又要考虑国内外利差及外汇市场供求的问题，还要关注国际货币体系及世界主要国家宏观政策变化。按照经济金融市场规律，价格会围绕均衡水平上下波动，人民币汇率单边持续升值不符合经济金融市场规律，影响人民币汇率的因素相互交织、动态变化，使得人民币汇率围绕均衡水平上下波动，人民币汇率双向波动符合经济金融规律。

从制度选择看，人民币汇率双向波动符合我国金融制度要求。关于汇率制度的选择问题，按照“不可能三角”理论，独立的货币政策、固定汇率制与资本自由流动，三者只能取其

二，即三者不可同时兼得，如果选择了固定汇率制度与资本自由流动，那么就必须以失去货币政策独立性作为代价。我国经济体量位居全球第二，如此巨大的经济体不是外部价格的接受者而是影响者，独立货币政策成为保障我国宏观经济稳定的重要选择，为此，放弃固定汇率制度以获得独立货币政策成为我国重要的金融改革方向，2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，放弃固定汇率制度而促进人民币汇率双向浮动，是符合我国金融制度要求的客观选择。

从国际比较看，汇率双向波动是主要国际货币的共同特征。20世纪70年代布雷顿森林体系崩溃之后，美元、欧元、日元、英镑等主要国际货币都采取了浮动汇率制度，主要国际货币汇率双向波动成为国际金融市场的重大特征，外汇交易市场成为最重要的金融市场之一。国际货币基金组织执董会2015年11月30日批准人民币加入特别提款权（SDR）货币篮子，新的货币篮子于2016年10月1日正式生效，人民币加入SDR预示人民币国际化进程的实质性进展，当前人民币在外汇储备份额已经超过2%，不管是SDR对纳入货币篮子的货币的市场化要求，还是人民币参与国际货币竞争的需要，汇率双向波动都是人民币发展的基本趋势。

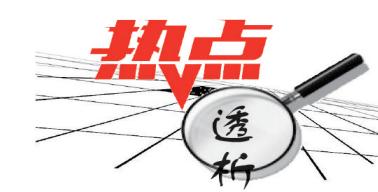
应对人民币汇率波动的政策重点。人民币汇率不具备持续单边升值的基础，人民币汇率双向波动才是常态。企业要加大汇率风险管理，将汇率机制视作一个价格机制，增强汇率变动的风险意识，在成本核算时预留人民币兑换外币的成本，掌握控制汇率风险的有效手段，不断提高适应汇率双向波动的能力和水平。特别是针对某些特定阶段出现的人民币汇率单边升值或者贬值现象，企业不能盲目单边押注升值或者贬值，而应强化汇率双向波动预期，适时调整生产决策，统筹发展与安全，将汇率波动影响降到最低。

一是金融监管部门进一步完善金融市场主体制度，为人民币汇率双向波动营造良好的环境，强化公众对人民币汇率双向波动的预期。近年来我国不断深化金融改革，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有

管理的浮动汇率制度，为人民币汇率市场化提供了重要的基础。未来应进一步完善人民币汇率形成机制，既促使汇率反映市场供求状况，也促使汇率回归均衡水平，根据经常项目主要是贸易平衡状况动态调节汇率浮动幅度，发挥“有管理”的优势。参考一篮子货币，保障在正常的国内外环境下，人民币汇率在合理区间波动，避免形成单边波动的问题，引导公众对人民币汇率双向波动的预期，理性客观看待不同时期的汇率波动，更好发挥汇率的价格信号作用。

二是加强创新型转型升级，提升国际竞争力，增强应对汇率双向波动的主动性。汇率波动直接影响进出口产品价格，出口企业特别是生产型出口企业要加大技改投入，加快产品升级换代，努力提高产品质量和附加值，扩大质量效益好和自有品牌的产品出口，提高出口产品综合竞争力。要根据各个国家和地区的金融政策规定，尽量选择多币种进行结算，规避单一货币的升、贬值风险。大力实施市场多元化战略，在巩固欧盟、美国、日本、中国香港等传统市场的同时，着力开拓南亚、中东、非洲、东欧等“一带一路”市场，防范单一市场的不稳定风险。

三是积极调整进出口及融资策略，将汇率波动风险压力转为企业发展的动力。人民币升值降低了原材料、半成品和技术设备的进口价格，带来了扩大进口的好时机。企业要以此为契机，加大技术改造投入力度，充分利用“两种资源”和“两个市场”，增加技术设备和重要原材料的进口，提升产品结构，缓解国内资源瓶颈制约。积极开展人民币套期保值业务，在人民币汇率升值时，企业要通过申请外汇贷款、将人民币贷款置换为外汇贷款、延缓进口付汇等方式，适当增加外汇负债，抵消外汇资产的贬值风险，反之，适当减少外汇负债，平衡外汇收支。



习近平总书记中央全面深化改革开放委员会第十八次会议上强调要聚焦关系基本民生的重要商品，提升价格调控能力和水平，保障重要民生商品有效供给和价格总体平稳。会议审议通过的《关于完善重要民生商品价格调控机制的意见》，已由国家发展改革委、财政部、农业农村部、商务部、国家市场监督管理总局、国家粮食和物资储备局等6部门联合印发实施。

完善民生商品价格调控机制已有坚实基础。粮食、蔬菜等民生商品不仅与人民群众的日常生活密切相关，其价格高低和供给稳定程度还会影响经济体系的可持续循环。保持民生商品价格稳定是任何一个国家宏观调控都会追求的重要目标。然而，由于民生商品保供储加销链条长、环节多、涉及范围广，“小生产、大市场”特征突出，面对自然灾害、市场风险、突发事件，其价格变化过程非常复杂，价格长期处于稳定难度较大。某种程度上，可以认为保持重要民生商品价格稳定不仅取决于短期调控政策水平，更依赖于国家治理体系和治理能力现代化水平的长期提升。

长期以来，我国始终高度重视民生商品价格的稳定和调控，避免民生商品价格的大起大落及其产生的负面影响是我国宏观调控的重要导向。在长期的宏观调控实践中，我国已经搭建了一套包括对象种类多元、市场形成基准、政府熨平波动的宏观调控机制并在稳定民生商品价格上取得了明显成效。以居民消费价格指数同比增速为例，在2016年1月至2021年6月这66个月中，居民消费价格指数增幅超过3%的仅有8个月，低于3%的月份则多达58个。进一步地看，66个月内食品类和粮食类居民消费价格指数同比增速的均值分别4.63%和0.64%、鲜菜和鲜果类居民消费价格指数同比增速均值分别为-6.7%和-4.4%。可见，大部分民生商品的价格能够保持长期稳定。

但与此同时，随着发展阶段和人口结构的变化，我国生产成本不断增加，再加上国际资本的炒作和货币超发因素，民生商品价格也面临较大的上涨压力。实际上，近几年这一趋势已经有所显现，比如我国畜肉类居民消费价格指数同比增速在2019年8月至2020年9月间，曾经出现过连续保持13个月的20%以上涨幅的情形，猪肉价格曾经接近40元/公斤，比正常价格几乎高出两倍以上。在构建新发展格局的背景下，稳定地扩大内需必须以民生商品价格保持稳定为前提，这就要求我们必须构建更高质量、更加有效、更为科学的民生商品价格调控机制。

准确认识和全面把握重要民生商品价格的**基础性、一般性和特殊性**。价格是市场经济的核心变量，价格变化会受到多个变量的共同影响，调控商品价格绝非易事，民生商品更是如此。这不仅是因为民生商品在整个经济体系中的基础性地位，更重要的是民生商品既具有普通商品的一般属性，受市场经济规律作用，又同时具有作为民生商品的特殊性，其变化过程不完全遵循市场机制作用机理。因此完善重要民生商品价格调控机制必须准确认识和全面把握民生商品价格的**基础性、一般性和特殊性**。

重视重要民生商品价格的**基础性**。与其他商品类型不同，民生商品价格在商品价格体系中具有基础性地位，这是因为民生商品的价格波动和上涨会通过产业链传递到中下游产业从而扰乱和抬高整个商品体系的价格。以粮食为例，粮价为百价之基，倘若粮价出现大幅度上涨，紧接着而来的将会是整个经济体系生产生活成本的全面上涨，无数国际案例都已经证明粮价失去控制往往是一个国家走向崩溃的开始。因此，民生商品的这种基础性地位决定了它对整个经济社会秩序保持正常运行的重要性，也决定了完善其价格调控机制的重要性。

认识重要民生商品价格的一般性。与其他商品相比，虽然地位不同，但重要民生商品的价格变化也同样受到市场经济条件下的价格规律的支配性作用。比如商品数量供需关系的变化、商品购销环节的衔接顺畅程度都会影响甚至决定商品价格。这也就意味着在绝大多数情况下，调控民生商品价格仍然需要尊重和利用市场经济规律，全面把握和准确认识商品价格的变化规律、影响因子和作用机理，不断提高民生商品市场的高质量建设水平，这是确保调控机制顺利实现价格和供给稳定目标的前提。

意识重要民生商品价格的**特殊性**。民生商品除了具备一般商品的**一般性**外，由于直接涉及民生领域，还由此具备了其他商品不具有的特殊性。比如民生商品的需求弹性相对较低，价格变化引致的自身需求变化有

构建更高质量的民生商品价格调控机制

□ 蔡之兵

限，社会对民生商品总体需求规模非常稳定，价格提升导致的边际利润增幅较高，这使得民生商品极易成为资本炒作和投机的对象。过去我国发生的一些民生商品价格大幅波动的如“糖高宗”“豆你玩”“油你涨”等案例也证明民生商品价格的波动与变化不完全由单一的供需规律而是由多元化的影响因素共同决定，这也要求完善民生商品调控机制要充分考虑民生商品的**特殊性**。

完善民生商品价格宏观调控机制的具体思路。在准确认识民生商品价格**基础性、一般性**和**特殊性**的基础上，完善重要民生商品价格调控机制要坚持系统思维，发挥政府、市场、社会的共同作用，从生产、流通、消费等多个环节同步发力，实现经济、法律、行政等多种手段的高度协作，提升价格调控能力和水平，最终保障重要民生商品有效供给和价格总体平稳。

发挥政府、市场、社会等主体的共同作用。完善重要民生商品价格首先需要发挥市场在资源配置中的**决定性**作用，让民生商品价格变化的信号更加清晰、更加透明、更加合理。实现这一目标需更好发挥政府作用，围绕加快建设高标准市场体系这一目标，不断出台**基础性、制度性、长期性**的改革举措，不断破解制约市场机制对资源配置发挥**决定性**作用的难点、堵点、痛点。与此同时，也要充分发挥各类社会组织、行业协会、舆论媒体的作用，加强对重要民生商品生产、运输、销售等环节的预期引导和预警监测，确保民生商品价格始终处于稳定区间。

从生产、流通、消费等多个环节同步发力。完善重要民生商品价格调控机制既要着眼整个商品产业内部的整体动态循环，从生产、流通、消费等所有环节同步发力，着力提升**保供储加销**各环节的综合调节能力，以**供应稳保障价格稳、以价格稳促进供应稳**。同时也要按照生产环节**稳定商品规模、流通环节降低商品成本、消费环节控制价格波动**等原则，着力提升生产、流通、消费等环节的发展效率和质量，确保影响重要民生商品价格波动的主要因素可调、可控、可稳。

实现经济、法律、行政等手段的高度协作。作为一种特殊商品类型，完善重要民生商品价格调控机制需要实现经济、法律、行政手段的高度协作。从正常的商品属性看，调控民生商品价格必须尊重经济规律，基于生产效率、经济效益、商品利润等指标来制定科学合理的产业政策、投资政策、空间布局政策，确保重要民生商品的正常供给。从特殊的商品属性看，重要民生商品由于价格需求弹性低，具有一定的投资和投机属性，针对这一特点，必须重视法律手段，加大对市场秩序的监管力度，严厉打击哄抬物价、串通涨价等行为，避免重要民生商品需求出现异常。从特殊的民生属性看，重要民生商品事关社会稳定和居民生活，调控商品价格需要发挥政府行政手段的保障作用，通过**做好强化监测预警、保障市场供应、加强储备调节、兜住民生底线**等工作，确保民生商品价格能够长期处于稳定区间。