



人民币发行方式转轨研究

——由买外汇转向买国债

胡海鸥 冯 霞 著

 复旦大学出版社



人民币发行方式转轨研究

——由买外汇转向买国债

胡海鸥 冯 霞 著

图书在版编目(CIP)数据

人民币发行方式转轨研究——由买外汇转向买国债/胡海鸥,冯霞著.

—上海:复旦大学出版社,2015.11

ISBN 978-7-309-11889-6

I. 人… II. ①胡…②冯… III. 人民币-货币投放-研究 IV. F822.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 253055 号

人民币发行方式转轨研究——由买外汇转向买国债

胡海鸥 冯霞 著

责任编辑/徐惠平 岑品杰

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

上海市崇明县裕安印刷厂

开本 890×1240 1/32 印张 10.375 字数 229 千

2015 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-11889-6/F·2212

定价:30.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

目 录

第一章 引 言 / 1

第一节 选题背景与意义 ---3

第二节 文献综述 ---6

第三节 研究框架与研究路径 ---10

第四节 研究创新 ---12

一、立意创新 ---12

二、路径创新 ---13

三、视角创新 ---13

第二章 人民币发行方式概述 / 15

第一节 对现行发行方式的简要质疑 ---17

第二节 人民币发行的历史与现实 ---21

第三节 人民币发行的理论依据 ---29

第四节 人民币发行的制度与机制 ---32

第五节 转轨财政对货币发行的要求 ---36

第三章 发达国家与地区的货币发行方式 / 39

第一节 美元与英镑的发行方式与特点 ---41

一、美元发行方式与特点 ---41

二、英镑发行方式与特点 ---47

第二节 欧元与其他货币发行方式与特点 ---51

一、欧元发行方式与特点 ---51

二、中国香港货币发行方式与特点 ---55

三、中国台湾货币发行方式与特点 ---59

四、日元发行方式与特点 ---62

第三节 主流货币发行方式的理论演变 ---64

第四节 主流货币发行方式的制度支撑 ---70

第四章 买外汇发人民币的利弊分析 / 75

第一节 满足计划经济的货币需求 ---77

第二节 货币供给扭曲货币需求 ---80

一、货币供给规范货币需求 ---80

二、买外汇发货币会扭曲货币需求 ---82

三、货币需求被扭曲的弊端 ---85

第三节 妨碍外汇储备有效使用 ---90

第四节 人民币发行过多的机理 ---92

第五节 汇率逆向波动的机制与利弊 ---98

一、汇率逆理而动的机制 ---98

二、汇率逆理而动的利弊 ---105

三、汇率逆动的通胀机制 ---108

第六节 产权模糊的表现与加剧 ---111

第七节 阻碍人民币流通的规范有序	---117
一、人民币发行的大量铸币税	---117
二、人民币进入扩张式循环	---120
三、人民币难以退出并消失	---122
第八节 阻碍利率自由化改革的深化	---138
一、利率自由化的含义与条件	---139
二、买外汇难以实现“利率自由化”	---142
三、国家财政阻碍利率自由化实现	---148
第九节 误导对通胀的判断与治理	---155
第十节 妨碍人民币成为国际货币	---159
第十一节 两类发行方式的概括与比较	---164

第五章 人民币发行的压力与无奈 / 167

第一节 发行理论与原则的偏颇	---169
一、货币定义偏离国际惯例	---169
二、误将公众资产作发行担保	---172
三、没有人民币发行偿还理念	---174
四、人民币进入流通并无价值	---176
五、“币”“货”流通本不适应	---181
六、缺乏资本约束负债的观念	---187
七、未有资产换资产的明确观念	---198
八、货币理论制约发行方式转轨	---202
第二节 消费不足的压力与无奈	---208
第三节 国债数量不足,难当发币重任	---211
第四节 金融市场的传导作用有限	---213

一、货币传导所需的微观基础	--- 214
二、货币传导微观均衡的缺失	--- 216
三、买外汇发人民币的有效性	--- 220
第五节 产权模糊,多种利益背离	--- 222
第六节 经济运行以市场化为目标	--- 228
第七节 国家财政尚未走向公共财政	--- 233
一、买外汇发货币的财政逻辑	--- 233
二、买外汇发货币的现实约束	--- 237
第八节 政策目标与行政体制的局限	--- 240
第六章 买外汇发人民币的条件正在失去	/ 247
第一节 社会价值观正在演变	--- 249
第二节 国际收支顺差正在缩小	--- 251
第三节 利率调控难度越来越大	--- 253
第四节 管理轮回需要尽快突破	--- 257
第五节 电子货币发展的管理要求	--- 260
第七章 发行方式转轨的目标与步骤	/ 265
第一节 发行方式转轨的目标与基本条件	--- 267
一、明确人民币发行转向买国债	--- 267
二、市场化改革提升为自由化改革	--- 268
三、促进消费,实现国际收支平衡	--- 272
四、培育供求大致相当的外汇市场	--- 280
五、完善监督机制,健全公共财政	--- 281
六、转换观念,实现基础理论的衔接	--- 284

七、完善各类法规,明晰产权制度 ---	289
第二节 调整政策目标,构建制衡体制 ---	295
第三节 实现财政收支总量与结构的平衡 ---	299
一、货币发行与财政赤字的总量 ---	300
二、货币发行与财政赤字的结构 ---	303
三、公共财政的赤字总量与结构 ---	307
第四节 构建汇率保底制,取代结售汇制 ---	308
第五节 理顺、规范央行的资产负债结构 ---	312
第六节 消除市场分割,培育真正基准利率 ---	316
第七节 解除存贷比例,规范准备金制度 ---	319
参考资料 ---	323

第一章 引言

2014年7月底,中国广义货币(M_2)余额已经达到110万亿元,以1:7计算,转换成美元,甚至是实行三次定量宽松货币政策的美元1.5倍。人民币发行过多的问题已经引起了普遍的诟病,但是,对人民币超发机制的研究却相当有限。本研究则从买外汇发人民币这个方式为切入点,不仅要指出这个方式本身的局限,还要分析它所依托的理论和制度的问题,并从历史演变和一般均衡的意义上提出转轨的目标和步骤。

第一节 选题背景与意义

2011年年底,我国人民币对美元汇率经过五年的持续升值后,第一次出现连续11天的盘中跌停。国外唱衰人民币甚嚣尘上,2012年4月15日,银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由5%扩大至1%。7月20日即期市场上,人民币对美元有史以来首次1%跌停。2014年2月人民币突然贬值,并且很快抵消2013年的全部涨幅。人民币汇率的如此急转骤变,原因甚多,其中既有欧债危机的影响、世界经济低迷、中国经济的调整,也有人民币向其应有价值的理性回归,更因为人民币发行方式与国际惯例相去甚远。因为发达国家的货币发行大多以借款人的有价证券为抵押,央行提供短期资金融通,人民币发行则是人民银行以公众的外汇为担保,所以基本不会退出流通。

如此人民币发行方式一定会阻滞人民币及时升值,这就会带动

国际收支持续顺差和经济长期增长,以及人民币发行的相应增加,引发人民币对外升值与对内贬值(通货膨胀)。汇改以来,国际上要求人民币升值的压力不断加大,国内通胀屡创新高就是个证明。一旦国内生产成本赶上出口换汇的本币所得,国际收支就可能转为持续逆差,经济也将相应低迷。尽管政府可以采取各种方式避免硬着陆,但是这种方式毕竟有成本,并且越来越不堪承受。^①此外,在经济走势掉头之际,不仅有金融大鳄的兴风作浪,更有普通经济机构的套利,这就更会加剧经济的震荡与国民财富的损失。更为麻烦的是,买外汇发人民币还制约政府可选择的政策空间。因为经济低迷,需要增加人民币供给来缓解,但是国际收支顺差减少,甚至转成逆差,人民币供给不仅难以增加,甚至还会减少。可见,要避免经济的大起大落,缓解管理层调控的困难,则必须从根本上改变人民币的发行方式,使之既不会带动经济持续增长,又不会造成经济的深幅调整,更不会束缚管理层调控的手脚。

如图 1-1 所示,在货币金融的有关变量中,货币发行方式决定货币供求,以及利率与汇率,进而决定金融市场运行,最后作用于实体经济。可见货币发行方式是经济运行的基础与前提,只要货币发行方式没有进入国际化的轨道,则所有的经济变量不仅是扭曲的,而且是理不顺的,甚至理顺了也是没有意义的。因为经典理论的变量关系都以买国债和其他商业票据发行货币为前提,由此决定套利方式与套利机制,以及相关变量的含义、功能和相互关系。然而,只要买外汇发货币,则建立在买国债和其他商业票据上的一切都将颠

^① 2014 年 5 月 11 日李克强总理会见肯尼亚总统时,指出巨额外汇储备已经成为中国的沉重负担。

覆。譬如,买外汇的货币供给与利率的关系就会变得迂回模糊,市场套利方式和机制都会变异,金融市场的运行和对实体经济的影响也会有根本不同。在货币发行方式不变的情况下,套利方式和机制无法改变,经济变量的含义、功能和关系就无法规范。或者即便管理层竭尽全力,促使经济变量与发达国家的相同一致,但因为前提不同,其结果只能是形似,而不可能神似。可见,货币发行方式的重要性怎么强调也不算过分。然而我国目前对于实体经济、金融市场、利率和汇率的研究轶卷浩繁,但是对货币发行的研究却相当有限。所以本书的意义在于正本清源,在前提上避免问题的发生,而不是在支端末节上解决问题。

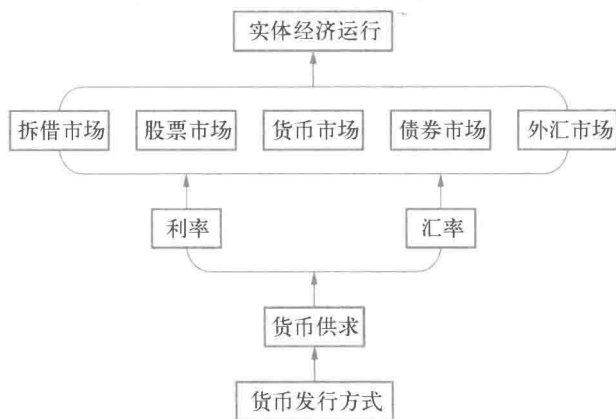


图 1-1 人民币发行方式在经济运行中的基础地位

目前,越来越多的人认识到人民币发行确实过多,但是,却很少有人把这种过多归咎于人民币的发行方式,至少在本书开始写作的2011年以前,更不用说,提出用买国债的方式取代买外汇。所以本书不仅要指出买外汇发人民币的问题与局限、理论依托的陈旧、转轨的路径与时机,而且要从根本上和顶层设计上提出改革的对策方案。

本书不讨论资本账户的开放和人民币国际化等问题,因为在人民币最基本的发行方式没有理顺的情况下,资本项目开放只能是小规模的和象征性的,因为人民币汇率无法有序波动,我国就失去调节国际收支、抵挡国际金融大鳄的挑战和进攻的基本屏障。人民币国际化更是个遥远的未来,因为人民币国际化最基本的前提就是让外国人持有人民币,这就需要中国国际收支大量持续的逆差,否则,他们没有足够的人民币,就无法实现人民币国家化。而大量持续的逆差所形成的就业和社会稳定的压力,则是我国以后几十年中都难以承受的。所以本书主要注重理顺国内最基本的人民币发行机制。只有完成这个基本平台的建设之后,才可能展开国际环境大背景下的深入讨论。

第二节 文献综述

国外很难找到货币发行方式的研究,因为他们几百年来一直这样操作^①,所以无需对之做专门的讨论;更没有对人民币发行方式的讨论,因为他们对中国的情况毕竟知之甚少。而我国对人民币发行方式的思考,实际上都是从“货币流通为商品流通服务”的理论前提和基本框架展开,而这个论断被认为是无可厚非的和毋庸置疑的,所以对买外汇发人民币的方式批评比较少,尽管现在对人民币超发现实的批评越来越多了。

^① 买国债和再贴现发行货币是从买黄金演变过来的,本书的后面将证明这种内在逻辑的一致性。

人民币发行是以全社会的财富作为发行的依据,而不是从债权债务关系的平衡展开的。如陈云同志说:“1962年货币流通量达到130亿元,而社会商品流通量只要70亿元,另外60亿元怎么办?就是搞了几种高价商品,一下子收回60亿元,市场物价就稳定了。”^①如此操作实际上就是将全社会的财富都作为货币发行的依据。陈云同志还说:“卖高价商品,实际上是货币贬值,群众会有些不满意。但是,只要基本生活资料不涨价,就不会出大问题。如果不采取这个办法,多余的货币不能回笼,到处冲击市场,更不好办。”^②陈云同志的讲话表明货币发行要与商品数量相适应,这实际上奠定了中国货币发行的理论与操作基础。

前总理朱镕基说:“外汇储备增加500多亿美元是天大的一件好事,几辈子都没想到有这么好的事,怎么能把它说成是缺点?……通胀的主要因素是基本建设和消费基金过度膨胀”,“有人说中国在输出通货紧缩,说人民币应该升值。不要听他的!不管别人怎么说,我们稳坐钓鱼台。为什么人民币要升值呢?美元是世界第一大货币,我们现在就是紧跟美元,你升我也升,你贬我也贬,我们就这么走。”“我们紧盯美元的政策没有错,而且得到很大的益处。”^③“人民币从一开始就是没有黄金储备的法定不可兑现纸币,对内靠政府直接控制货币供应维系物价稳定,应付经济波动;对外在封闭环境下,本币高估+固定汇率+强制结汇”^④。朱镕基的观点实际上是买外汇发人民币,并且保持人民币与美元的稳定汇率。

① 《陈云文选》(第3卷),人民出版社1995年版,第377页。

② 《陈云传》(下),第1305页。

③ 《朱镕基讲话实录》(第1卷),第463页。

④ 《朱镕基讲话实录》(第2卷),第169页。

高层领导的定调决定了人民币发行由以商品为依据转移到主要以外汇为依据上来,就当时我国计划经济的发展阶段,以及现在我国国际顺差的规模而言,这无疑是我国的最优选择,但是,这样的操作与市场经济的运行方式并不匹配衔接。因为在市场经济中,货币发行要受资产负债关系的约束,货币是政府的负债,商品是公众的资产,政府只能用自己的资产,而不能用公众的资产作为自己负债的担保。所以在历史上,计划经济中非常有效的做法,坚持到市场经济的今天,矛盾和弊端就越来越不容掉以轻心。特别是在计划经济中,外汇储备非常有限,买外汇发人民币的问题和局限得不到充分的表现。而在外汇储备大幅增长的今天,这种发行方式的矛盾和弊端势必会表现在人民币发行的数量过多上。

周其仁说:“人民币汇率的形成机制,在事实上已经成为货币当局被动发行人民币的机制”。^①此外,“滥发货币是我国通胀的主因”。周其仁指出人民币的汇率形成机制是发行过多的原因,但是没有具体展开汇率形成机制的讨论。卢麒元认为:美元套利、资本对冲两个因素都不可控,“中国人说了不算,该发行多少人民币……也就做不了主了。这就意味着,我们的货币发行权严重失控”。^②卢麒元的研究将货币失控的原因归咎于美元套利和资本对冲,却未能证明经常项目的顺差才是人民币发行过多的主要原因。

原人行研究局副局长景学成指出,近10年来,我国的货币政策是被动的“倒逼机制”,而这一机制形成的主要原因就是发行大量基础货币对冲外汇占款,(主要是)对冲美元,从而累积形成了巨额的外

^① <http://finance.eastmoney.com/news/1371,2010081690233055.html>.

^② 外汇储备后面人民币发行权问题, http://blog.sina.com.cn/s/blog_9067917d01012mkk.html.

汇储备。^① 复旦大学金融学系副教授陆前进指出：目前人民币的发行完全由外汇储备来决定，也就说我国基础货币的发行完全受制于外汇储备。景学成和陆前进主要是从现象上将人民币发行过多归咎于国际收支顺差，却未能在本质上反过来证明人民币发行过多导致顺差太大。陆前进进一步提出，中国的货币发行机制将来也要依赖于政府发行债券支撑，央行可以通过国债的公开市场业务来调控货币和利率。所以要逐步改革人民币汇率形成机制和外汇管理体制，央行不再承担收购外汇和管理外汇的角色，而逐步将其让给市场。^② 陆前进的观点与本书的研究颇为一致，但他只是提出一个基本观点，却没有展开系统、完整的论述。

新任财政部部长楼继伟说：“大国央行的资产基本是国内债券，主要是国债。”“外汇储备管理方式改革的方向应该是学习其他大国，用财政发债，把外汇储备买下，自然对冲外汇储备的增长。”^③ 以避免货币供给过多引发的通胀，加剧央行发行央票，提高银行存款准备金率收回流动性的困难^④。楼部长的主张与本书所要证明的观点和实现的目标基本相同，但他主要在财政开支范围的角度讨论用国债作为央行货币发行的依据，外汇应该作为财政的资产。笔者则强调买外汇的发行方式不仅是对公众财产的冒犯，更会造成经济与金融运行的紊乱，所以要解决我国货币流通的各种问题都必须正本清源，从源头做起，以国债来置换外汇。

① 《每日经济新闻》2011年6月1日，<http://www.nbd.com.cn/articles/2011-06-01/572133.html>。

② 《证券时报》2011年5月3日，http://news.stcn.com/content/2011-05/03/content_2595750.htm。

③ 楼继伟：“中国需要继续深化改革的六项制度”，《比较》2011年第6期。

④ 《新世纪》2011年第27期。2011年7月11日。