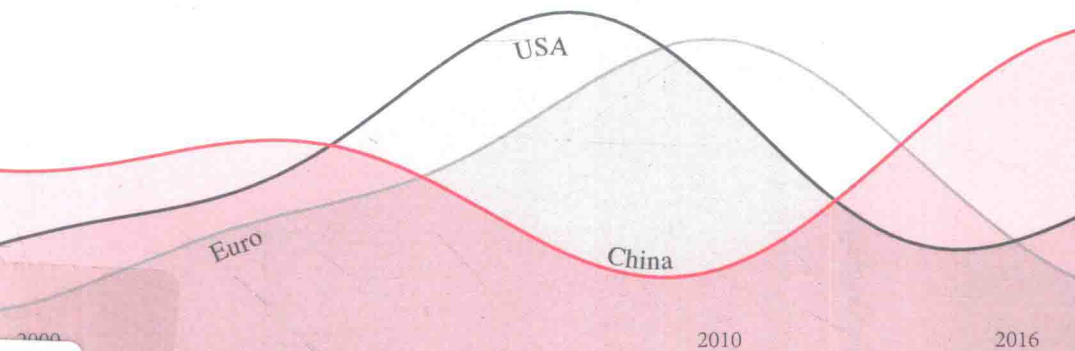




中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

渐
行
渐
近
的
金融周期
彭文生
著



中信出版集团

渐
行
渐
近
的

金融周期

彭文生
著

图书在版编目 (CIP) 数据

渐行渐近的金融周期 / 彭文生著. --北京: 中信出版社, 2017. 6

ISBN 978-7-5086-7590-9

I. ①渐… II. ①彭… III. ①金融-经济周期分析-中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 085525 号

渐行渐近的金融周期

著 者: 彭文生

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 26 字 数: 290 千字

版 次: 2017 年 6 月第 1 版

印 次: 2017 年 6 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-7590-9

定 价: 65.00 元

版权所有 · 侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com



CHINA FINANCE 40 FORUM
中国金融四十人论坛

致力于夯实中国金融学术基础，探究金融界前沿课题，
引领金融理念突破与创新，推动中国金融改革与实践。



中国金融四十人论坛书系 CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛（CF40）成立于2008年4月12日，是中国最具影响力的非官方、非营利性金融专业智库平台，专注于经济金融领域的政策研究与交流。CF40的宗旨是以前瞻视野和探索精神，致力于夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”已出版50余本专著、文集。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系已经在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

序 一

十八大以来，党中央坚持以提高发展质量和效益为中心，推进供给侧结构性改革，实施积极的财政政策与稳健的货币政策，促进了经济平稳健康发展。同时，金融改革不断深化，金融体系、金融市场、金融监管和调控体系日趋完善。随着金融市场的发展与开放，我们也面临一些风险与挑战。党中央反复强调要把防控金融风险放到更加重要的位置，加强金融监管，防范和化解金融风险。

以应对全球金融危机为起点，我国银行信贷快速增长，在非金融部门，尤其是企业部门杠杆率显著上升。近几年，房地产价格过快上涨，影子银行大幅扩张，传统商业银行与证券投资等业务的边界变得模糊，金融风险上升。彭文生博士这本书在金融周期的分析框架下，聚焦房地产价格与信用扩张相互促进带来顺周期性，为我们分析与探讨经济金融问题提供了一个新的视角。在我看来，为了防控金融风险，促进金融服务实体经济，我们需要控制住货币信贷扩张的总闸门，同时改善金融结构，这涉及货币政策、审慎监管、法律法规等多个方面。

一、金融的结构与监管

改善金融结构，有利于央行有效调控货币信贷总量，也有利于投融资与实体经济活动更紧密地结合起来，促进金融服务实体经济发展。首先，要完善多层次资本市场，增加中小企业股本融资渠道，建立资本市场升级降级机制，让市场选择上市企业，积极发展场外市场，让所有股份制企业有一个合法股权交易的场所，减轻银行压力，减少非法融资。其次，要给公司以债务工具的选择，促进债券市场发展，应该控制发债公司的总体杠杆率，而非规定具体债务工具比例。同时，要加强对包括影子银行在内的金融中介的监管，让工具创新和服务创新真正满足实体经济需求。

金融结构的改善与风险防范离不开对金融的规范与监管。我国金融业按功能分为银行业、证券业、保险业和信托业四个板块。银行业是信用中介，创造货币并以支付为核心；证券业是融资中介，为筹资者和投资者搭建平台；保险业是经济补偿机制，以精算为中心；信托业则是代客资产管理，强调对客户的忠诚。目前市场对金融机构描述比较多的是“混业经营”，但我更倾向于使用“综合经营”来描述一个金融机构法人或集团同时经营多种金融业务。混业经营只是简单强调了多种金融业务之间的相互渗透，而综合经营则更多地体现了各个业务之间相互融合的同时仍具有功能的独立性。

从法律法规层面看，综合经营有不同的形式。欧洲实行的是法人综合经营，需要良好的法治环境，以限定法人的权利；而其他国家，比如美国，实行集团综合经营。集团综合经营有两种类型：一

是纯控股型，母公司没有独立运营的业务；二是事业型，母公司有独立运营的业务。在我国，目前两种类型都存在，但由于严格的分业经营的发展历史，几乎所有银行都拥有全牌照的子公司，而其他机构也是如此，所以目前我国要走向纯控股不太容易，最后很可能走向事业型。事业型控股公司存在一定问题，比如实业集团会更多考虑实业自身便利而忽视金融综合发展，或者由于经验欠缺导致投资金融业务时缺少专业性。现有持金融牌照的金融机构走控股路线还比较好管理，但现在的最大问题是连实业企业都形成了控股集团，而我国法律还没有明确这类公司的法律地位，我们需要从法律上来规范事业型控股公司。

彭博士在书里分析了金融的不同板块相互融合渗透带来的问题，尤其是影子银行的扩张与商业银行对批发市场资金依赖的增加。这里面既有上述的法律法规问题，即如何规范不同板块的边界，也有在现有法规框架下监管的有效性问题。

从监管层面看，现行的“一行三会”体制已无法适应金融业综合经营的现实。我认为重点不在于监管是否分业，而在于监管是否按照功能来区分。过去的监管以机构监管为主，监管当局对于经营机构的设立、撤销、审慎经营等进行管理。在综合经营的大形势下，这种监管形式需要改变，更应该强化功能监管和行为监管，从单纯的机构监管走向机构监管与功能监管相结合。

事实上，从分业经营到综合经营不改变业务功能的本质，同一法人同时从事证券和银行业，不改变银行审慎监管和证券充分信息披露的本质，而在大数法则下，保险的经济补偿功能也不应由于同一法人经营不同业务而改变。无论金融机构采取哪种综合经营模式，

均要取得相应的牌照。发牌照的监管当局对持牌经营行为进行同一原则监管，牌照分为法人牌照和单项业务牌照。监管机构的设置可以是分业的、综合的，但监管仍然是分业的、按功能区分的。所以，监管机构的综合是可以的，但是监管本身并不是综合的。

当前审慎监管的行为监管强调主动干预，强调信息透明度，直接监管金融机构的行为。但行为监管一定要基于功能监管，否则会导致职责不清。相同功能要坚持相同的监管原则，参与人员要遵守同样的行为准则。同时，监管要坚持实质重于形式的穿透式原则。现在很多所谓的金融产品创新，如果把其外衣一层层剥下，实际上是具有相同法律关系的产品。而在销售产品时，未认真界定产品的金融属性和法律关系是造成金融秩序混乱的重要根源。

其实，某个产品必须有固定的属性，比如存款、贷款、保险、股票、债券、集合投资计划。现有各式理财产品就可以分为两类：一类是变相吸收存款，或把标的物进行分拆，变相发行证券；另一类是集合投资计划，即公募或私募投资基金。其中集合投资计划的本质是资金信托、是证券，但对此还没有达成共识，这是当前金融监管面临的重大难题，也是金融市场和监管混乱的原因所在。没有对金融功能、金融产品法律关系的统一认识，只有监管机构的合并与拆分达不到提高监管有效性的目标。理念的转换和法治环境的改善是提高监管效率的治本之策。

二、基础货币投放与调控

改善金融结构之外，控制好货币信用总量的增长也有赖于货币

政策对基础货币的调控。无论是从全球还是中国来说，货币宽松政策存在效率递减的问题：过多的货币供应和信贷投放即使在消费物价通胀上体现得不明显，也会在资产价格的快速上涨中体现出来，带来金融风险。银行不能总是要央行“放水”，而要致力于调整结构，让钱通过合法有效的渠道流入实体经济之中。

从央行的行为来看，投放基础货币的渠道发生了变化，但控制基础货币总量投放的本质没变，市场不应由工具的变化而对货币政策的取向做过度的解读。央行一般通过三个渠道投放基础货币：再贴现以及信用资产质押再贷款、央行买卖政府债券和外汇占款。

全球金融危机之前，我国国际收支双顺差，要维持汇率的相对稳定，中央银行被动吸纳外汇而投放了大量基础货币，对冲过多的流动性是当时货币政策的重要任务。人民银行基本是通过提高存款准备金率来对冲因外汇储备过多而投放的基础货币，这是一个中性的政策，不是紧缩。

2009年之后，特别是从2011年开始，外汇占款逐渐下降，过去两年下降得更多，导致基础货币投放渠道发生变化。最近几年央行推出一些创新工具，包括短期借贷便利、中期借贷便利、补充抵押贷款等，通过这些方式向外提供基础货币，有时辅之以降低存款准备金率，补充基于正常需要的基础货币不足。

另外，我们需要准确理解央行买卖政府债券与基础货币投放的关系。在常规情况下，央行使用短期国债在公开市场上吞吐基础货币，作用等同于过去的央行票据买卖。不论使用哪一种操作手段，央行在确定了总量目标之后，操作方式只是不同工具的选择而已，工具本身不代表政策取向的改变。在非常规情况下，比如发达国家

央行购买长期国债（量化宽松）投放基础货币，情况要复杂一些，因为财政的债务管理更多涉及中长期国债。但不管怎样，最终对流动性（基础货币）的总体把控必须是央行，以保持利率、汇率调控目标一致。

三、数字货币的能与不能

从货币的形式发展看，近年来社会各界关心数字货币的角色，彭文生博士这本书对此也有所涉及，我谈点自己的看法。当前我们所有的数字货币都用0和1的数字表达，这种数字表达的货币有一种是由法定货币转化而来的，我们把它叫作电子货币。还有一种不是由法定货币转化而来的，而是在一定网络社区内由发行者发行的数字形态的社区货币，比如Q币就是典型的代表。还有一种数字货币，没有发行者而是通过算法加密创造出来的，我们把它叫作算法货币。

现在很多人热衷于算法货币，认为其可以解决中央银行对货币供应掌握不是很准确、有人为干扰的问题，能解决长期以来人类面临的通货膨胀问题。但是算法货币能否成为货币，取决于参与者的认可以及币值的稳定。法定货币是中央银行靠国家信用建立的，算法货币靠加密解决了信用问题，但是不具备适应经济需求的供给调节机制，也就导致无法具备稳定的币值。历史上以黄金为代表的货币方式难以满足需求，因而产生了信用货币，货币政策的最大挑战是怎样让货币供应适应经济发展的需求。而算法货币的问题与黄金类似，并不能随着需求的变动而进行调整，因此无法解决币值的波

动问题。一旦算法货币币值非常不稳定，就难以完成价值尺度的作用。所以我认同彭博士的观点，以比特币为代表的算法货币只能是私人货币，而无法成为一个真正的法偿货币。

有人说，可以通过算法技术来适应所有的交易需求就不需要有货币供给的调节机制，就是说一个社会的所有需求都可以计算出来，我们可以据此规划算法货币的供给，使得社会生产顺利进行，这恐怕是计划经济的思维。另外，算法的多样性必然产生多种算法货币，导致不同种类算法货币的汇率波动，也存在一个算法货币和现行的法定货币兑换的问题。上次全球金融危机除了经济结构以外很重要的原因就是国际货币体系的缺陷，单靠算法货币并不能解决这些问题。

虽然算法货币不是真正的货币，但信息技术进步可以改变法定货币支付功能的实现形式。目前法定货币的支付在境内和跨境的结算都采取了集中化网络的方式，但是开源共享的分布式信息技术提供了另一种可能，我们可以利用这种技术分布式地传递数字货币，低成本、高效率地完成价值传递。目前分布式支付的研发和应用还处于一种探索阶段，如何将算法货币的信息传导以及价值传导的低成本和高效率的优势，同当今金融体系结合起来，改进支付体系和支付清算服务，是值得我们研讨的方向。

一个方式是各国央行都在研究的央行发行数字货币。我国央行较早着手研究数字货币，并在2016年1月提出争取早日推出央行的数字货币。2017年春节前，央行推动的基于区块链的数字票据交易平台测试成功，而央行旗下的数字货币研究所也将正式挂牌。目前央行数字货币的发行初步构想，仍基于现行人民币管理原则，按照

“中央银行—商业银行”的二元体系来完成，由中央银行负责数字货币的发行和验证监测，商业银行从中央银行申请到数字货币后，直接面向社会，负责构建提供数字货币流通服务的应用生态体系。

在这个框架下，央行发行的数字货币虽然通过商业银行的渠道，但实际上是 100% 的准备金。彭博士对央行发行数字货币的宏观含义做了一些分析，包括对银行业务模式的可能冲击。发行央行数字货币还有许多技术问题要解决，我们需要研究其在宏观层面的可能的影响。

最近习近平总书记在中央政治局第四十次集体学习时强调提高领导干部的金融工作能力，领导干部要努力学习金融知识，熟悉金融业务，把握金融规律。金融是现代经济的核心，所有关心经济发展的人，尤其是金融从业人员都应该加强对金融的学习和研究。彭文生博士的新书从金融的顺周期性视角分析宏观经济问题，结合金融和实体、需求和供给、总量和结构，提供了较有体系的图景，针对当前的一些热点问题也提出了不同于流行观点的看法。经济研究存在观点分歧是正常的，难得的是在一个逻辑自洽的框架下系统地分析问题。我曾为彭博士的上一本书《渐行渐远的红利》写过推荐语，很高兴看到他用框架性分析来研究经济问题的又一成果。

是为序。

吴晓灵

全国人大财经委副主任委员

中国人民银行原副行长

清华大学五道口金融学院院长

一个值得深入探讨的基本理论

彭文生先生的新书《渐行渐近的金融周期》将要出版，盛情邀我作序。我一向关注文生的著述，且赞同他的大部分观点，因而欣然应允。及至看到全书的目录并翻看了其中的几章之后，更觉得有必要写上几句，附丽文生之妙论。

如书名所示，这本书的主线是金融经济周期。然而，熟悉经济与金融理论的研究者都知道，这个主题的要义，是金融与实体经济的关系——金融若不能影响实体经济运行，则金融周期无从产生。于是，一个看似极其理论化的论题，便有了极大的现实意义。

金融与实体经济的关系，一向就是颇具争议的议题。在 2007~2008 年发生的全球金融与经济危机中，高债务和高杠杆的兴风作浪，更使这一论题成为全社会关注的热点。在中国，随着经济增速减缓，以及货币金融政策效率递减，人们也开始关注高债务和高杠杆问题。而且，对于

高杠杆率的关注，很快便与中国本土产生的老问题，如 M2 占 GDP 比重过高、信贷增速过快、贷款难、贷款贵等结合起来。一时间，“金融应当服务实体经济”几乎成为所有文件、文章以及各类会议的箴言。近两年来，随着国内“经济发展新常态特征更加明显”，另一个与此相近且彼此应和的命题——制止金融“脱实向虚”，又在朝野不脛而走。

金融与实体经济的关系，涉及相当广泛的领域。在我看来，几乎所有的金融范畴，包括货币、信用，储蓄、投资，债务、杠杆，利率、汇率，原生（债务）、衍生（债务），通胀、通缩，等等，都与之有关，或者必须从两者关系中方能获得实在的解释。这一点，相信大家读了文生的这部专著后，会有更深刻的体悟。

二

传统的主流经济学对金融是不重视的。在古典经济学的眼界里，金融（更严格地说是“货币”）与实体经济的关系是一个宏观问题，尽管当时还没有用宏观经济学的概念来指称这种关系。古典经济学认为，货币与实体经济是彼此分离的，因而，货币无非只是罩在实体经济上的“面纱”，它决定的只是物价水平的高低。至于由货币衍生出的金融活动，也没有改变货币与实体经济之间的宏观联系，只是在资源配置这一微观经济运行的层面上，加入了一项成本要素（利率），从而对资源配置的效率产生一定影响。尽管如此，在古典经济学的框架里，货币金融对于实体经济而言，本质上是中性的，企图运用货币金融政策来影响实体经济运行，或可产生短期冲击，但长期终归无效。

在理论界，最早企图突破金融与实体经济“两分”框架的是瑞

典经济学家维克赛尔。他致力于在“金融世界”和“实体（真实）世界”之间找到一座“由此达彼”的桥梁。在他看来，利率就是这座桥梁：通过货币利率和自然利率对应调整、前者向后者靠近的“累积过程”，导致储蓄和投资、供给（生产）和需求发生方向相反的变化，最终驱使均衡达成，进而决定经济活动的总体水平；而利率结构的变化，则可能影响资源配置的效率，进而影响经济活动的总体水平。凯恩斯继承了维克赛尔的分析思路，并将之发扬光大。不过，他的主要贡献，是将维克赛尔的天才思想引入了说英语的国家。然而，尽管凯恩斯开了宏观经济学的先河，但是在金融与实体经济的关系上，他并没有比维克赛尔走得更远。在此之后，尽管凯恩斯主义、“新凯恩斯主义”、“凯恩斯主义的反革命”、“货币主义的反革命”等，“你方唱罢我登场”，争论得不可开交，但在实体经济和金融的关系的研究上，能够称得上革命性的理论贡献，大约也只是“托宾 Q”。因此，虽然金融在人们日常生产和生活中显得极为重要，但是在主流经济学的理论体系中，囿于有效市场假说，金融因素始终未被系统性地引入宏观经济学一般均衡模型框架，从而一直委屈地在经济学家族中居于“庶出”地位。

20 世纪 60 年代，金融中介理论的异军突起，开辟了探讨金融与实体经济关系的新路径。这一理论从实体经济运行不可或缺的要素入手，循着交易成本、不对称信息、中介效率、分配效率、风险管理和价值增值等方面入手，层层考察了金融与实体经济的关系，阐述了两者的相互关联和相互影响的关系。如今，金融中介理论已经发展成一个大家族，然而，作为其创始者，格利和肖的贡献不可忽视，尤其是当我们分析金融与实体经济的关系时，切不可忘记两位

学者有关“内在货币”和“外在货币”的分析。在格利和肖看来，货币资产有不同的类型，这些不同类型的资产来源于不同的途径，有的来自政府，大部分则来自实体经济。重要的是，不同类型的货币资产的名义扩张或收缩，对实体经济活动的运行会产生不同的影响。一般而言，可以充当货币的资产可分为两类：一是政府债务，二是私人金融机构的债务。由政府购买商品、劳务或转移支付而产生的货币资产可称作“外在货币”，因为它们代表政府对私人部门的债务净额。由于存在外在货币，价格水平的变化便会影响财富在私人政府部门之间的转移，此即通货膨胀的再分配效应。与之对应，由私人部门债务组成的货币资产可称作“内在货币”，因为它们代表基于实体经济活动、产生于私人部门的资产和负债（初级证券）。一般来说，金融机构的债务只是在它们购置实体部门产生的初级证券的过程中，因而，由此形成的货币供应以私人部门的内部债务为基础，它们与货币间接证券的总和，恰与企业的初级债务正相平衡。基于这一分析框架，格利和肖否定了古典经济学和货币理论的“两分法”。他们认为，传统经济学的分析方法只考察了经济中的“外在货币”及其对一般物价水平的影响，而忽视了内在货币的存在及其引起的财富转移，以及进而产生的对劳动力、当期产出和货币的总需求的影响。简而言之，基于内在货币和外在外货币的分野，格利和肖完美地揭示了金融与实体经济之间相互关联、彼此渗透的关系，从而对古典主义的“两分法”给予了最致命的否定。

三

20世纪70~80年代，信息经济学、新增长理论和新金融发展理