

MONETARY POLICY AND ECONOMIC GLOBALIZATION

全球化下的货币政策

张敬国 著



商務印書館

全球化下的货币政策

张敬国 著



创于1897

商務印書館
The Commercial Press

2014年·北京

图书在版编目(CIP)数据

全球化下的货币政策/张敬国著. —北京:商务
印书馆, 2014

ISBN 978-7-100-09257-9

I. ①全… II. ①张… III. ①货币政策—研究
IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 086094 号

所有权利保留。

未经许可,不得以任何方式使用。

全球化下的货币政策

张敬国 著

商 务 印 书 馆 出 版

(北京王府井大街36号 邮政编码 100710)

商 务 印 书 馆 发 行

北京瑞古冠中印刷厂印刷

ISBN 978-7-100-09257-9

2014 年 7 月第 1 版

开本 880 × 1230 1/32

2014 年 7 月北京第 1 次印刷

印张 13 1/4

定价: 42.00 元

序

全球化自 21 世纪以来日益成为世界经济的一个重要特征,也成为影响中国经济运行的一个重要因素。2001 年中国加入世界贸易组织后,对外贸易增速提高,国际贸易份额上升,中国企业参与国际产业分工程度也在加深。在商品流动扩大的同时,资本流动加速,人民币信贷总量、利率、汇率等金融指标受国内外市场密切关注,货币政策调控面临一些新的课题。

中国是一个发展中国家,处于计划经济向市场经济转轨过程中,在经济金融国际交往中,既要积极参与谋求互利互惠,又要始终清楚自身的条件与特点,充分审慎地控制风险,维护宏观稳定。党的十八大提出,要深化金融体制改革,健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系。作为新兴加转轨的经济大国,中国金融体制的改革和发展,要以促进宏观经济平稳运行、支持实体经济健康发展为基本。金融业要始终以服务实体经济和金融消费者为己任,提高金融服务效能,更好地适应经济社会发展对金融服务的新要求。积极支持实体经济稳步增长,提高金融服务效率。这是金融改革也是金融开放的立足点,在促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的构架下,稳步推进利率和汇率市场化改

革,逐步实现人民币资本项目可兑换。

中国金融业的发展需要大量的金融人才,加强学习、研究是金融从业人员积蓄知识、提高能力的重要途径。

本书是张敬国的论文集,内容包括货币与宏观政策、金融市场、宏观经济、金融开放、次债金融危机、利率与汇率六个部分。在我指导张敬国学习期间,他就努力尝试去系统、深入地思考经济问题。他勤奋好学,专业知识积累涉足经济学、金融学、工商管理、法律和会计多个领域,注重学以致用,思学互进。张敬国毕业后先后在人民银行的金融监管和货币政策部门工作多年,之后从事金融市场投资,既参与了银行业开放、信贷资产分类监管、基础货币规划、存款准备金调控、利率和汇率机制改革等重要工作,又积累了证券市场、外汇市场和项目投资活动经验,为他学习、思考经济金融问题铺筑了较好的基础。作为一家之言,本书提出的观点和思路,有待于进一步辨析和讨论。希望张敬国继续努力,不断学习,坚持独立思考,为经济改革和发展做出更有价值的研究。

尚福林

2013年4月

目 录

前言	1
----	---

第一部分 货币与宏观政策

铸币税、货币发行与基础货币供应	15
存款准备金制度与金融调控	21
利率结构理论与货币政策调控	35
中央银行体制与金融调控	52
2006 年货币政策需要协调从紧	59
全球化背景下中国货币政策要点	66
2007 年货币政策调控工具应用	81
从紧的货币政策：向左还是向右	90
2009 年房价飙升的直接原因是货币政策过度宽松	95
未来五年货币政策趋向	103
中国金融业综合经营趋势和监管思考	116
中美财政刺激经济政策比较	124

第二部分 金融市场

货币市场运行特征及其与资本市场的协调·····	137
金融市场利率期限结构与利率市场化·····	152
货币市场运行与货币政策调控·····	173
金融运行中的货币市场基金·····	186

第三部分 宏观经济

货币资金流动与产业结构成长·····	205
非均衡的中国与国际经济·····	235
美国引领全球产业升级与重组·····	241
全球资本流动变化趋势与中国的政策协调·····	251
中国增长模式转型关键是发展民营经济·····	264
中国经济:成长的烦恼还是增长的陷阱·····	273

第四部分 金融开放

对外开放促使中国金融业加速变革·····	281
中国金融开放的微观与宏观问题·····	286

第五部分 次债金融危机

次债金融危机的主要成因并非监管不严·····	307
次债金融危机中的保险业风险分析·····	317

第六部分 利率与汇率

利率调整与经济运行变化的周期性分析·····	329
------------------------	-----

中国的利率水平与利率结构.....	345
降息不应该成为当前宏观调控的主要措施.....	366
利率过低是中国宏观经济不稳定的重要原因.....	372
人民币汇率改革路向何方.....	381
加速升值抑制通胀:逻辑的错误与错误的逻辑	391
人民币汇率:冰山更多在海面下	402
索引.....	424

前 言

本书是一部论文集,选录了我约二十年来学习、工作期间所写的主要经济类文章。我于1989年从内蒙古海拉尔第二中学考入中国人民大学经济学系读本科,1993年考入中国人民银行研究生部(2012年改名为清华大学五道口金融学院)攻读金融学硕士。工作后在职期间,于1999—2003年在北京大学攻读经济学博士,2001—2002年由中国人民银行公派在英国兰卡斯特大学(Lancaster University)攻读工商管理硕士,2004—2007年在中国社科院金融研究所做博士后研究。此外,于1998年10月参加并通过了全国律师资格考试。

1996年8月从五道口毕业后到中国人民银行总行工作。第一年在福建省漳州市分行锻炼,我怀着浓烈的兴趣在金融稽核、货币信贷、金融监管、会计、国库、营业部6个科室实习,出差去了漳州分行下辖的9个县支行培训、调研,粗略地见识了县域经济金融的情况,回到总行后写了1万多字的锻炼报告。那一年结交了很多朋友,至今很想念他们。此后,我于1997—1998年在人民银行总行外资金融机构管理司、1998—1999年在银行监管一司、1999—2003年在货币政策委员会秘书处、2003—2005年在货币政

策司分析处工作,2005年8月离开中央银行到泰康资产管理公司工作至今。

本书将所选的文章分成6个部分。

第一部分货币与宏观政策。11篇文章中前4篇是在人民银行货币政策司工作期间所写。“铸币税、货币发行与基础货币供应”写于1999年,时值中国实行积极的财政政策,有官员和专家提出中央银行应该上缴铸币税以增加财政收入,为扩大财政支出提供支持。该文章指出,在现代信用经济中,铸币税不是财政收入的一个税种而是中央银行的基础货币增量,基础货币供应需要以投资或融资等有偿的信用方式投放。

事实上直到今天,由于政府权力边界不明确,财政部和中央银行在资金运用上常常有纠纷和被质疑。比如,关于外汇储备的管理和使用,财政部和人民银行都可以引据经济理论和国际经验证明自己应该是主导机构;财政部内部对于为购买2000亿美元外汇储备并将其交由中国投资公司管理而发行国债造成债务规模扩大的问题争议较大;人民银行内部对于将外汇储备投资国有商业银行是否属于印钞票透支问题也存在分歧。

无论是税收支出还是基础货币投放,都是社会公共资金支出,这些支出受公平和效率原则的约束,也受权力和势力的影响。在美国,财政部和中央银行也会因为救助“太大而不能倒”的金融机构、汽车公司而动用公共资金。关键是特殊安排要少而不能成为常态,支出行为自始至终要受到监督和约束。

第一部分中的“2006年货币政策需要协调从紧”、“全球化背景下中国货币政策要点”、“2007年货币政策调控工具应用”、“从紧的货币政策:向左还是向右”、“2009年房价飙升的直接原因是

货币政策过度宽松”5篇文章是作者离开中国人民银行后,从市场投资者的角度对货币政策的思考。在我看来,对于理解货币与宏观政策,市场工作经验和中央银行工作经验同样重要。2005年5月我参加美国纽约联储培训时,曾经问一个从华尔街转行来的联储官员的感受,他说,“市场告诉我现实是什么,联储告诉我政策是什么”。2010年我参加会议见到 AIG 保险集团原董事长格林伯格先生(Mr. Greenberg),他讲到,“一个人最好不要一辈子都在政府部门工作,可以去体会一下民众的生活,从事一下具体的社会创造”。

回顾三十多年来中国改革动力源泉,一是民营化,二是国际化,两者都至关重要。货币与宏观政策首先是调控总需求,尽可能熨平经济波动,同时协调有效供给,促进可持续增长。2005—2011年的货币与宏观政策,以挑剔的眼光来看,至少有以下几个特点:1. 货币政策立场偏松,2. 货币政策操作市场化取向和行政化取向并存,3. 利率平价幽灵时现时隐,4. 利率水平过低,5. 保护商业银行利益。以上几个特点,本书都有文章进行具体阐述。2002—2011年是中国经济全球化最快的十年,对外贸易年均增长约20%,外汇储备年均增长约70%。这一时期的货币宏观政策承前启后,对中国影响如何,人们争议颇多,还需要时间去检验。作者将本书中的一篇文章标题“全球化背景下中国货币政策要点”简化作为全书的名字,是想建议对这一问题要反复思考。市场投资者理解货币政策有两个角度:一是短期力求实证,把握决策机构甚至决策个人特点,猜测最有可能出台的政策措施,演绎其对市场的影响进而安排投资操作,即所谓“识时务者为俊杰”,如果货币政策持续偏松那就去参与泡沫吧。二是中期力求规范,经济总是有周期

有规律的,政策错误也是要纠正的,在参与泡沫之前一定要坚定地设计好退出的路线。“未来五年货币政策趋向”试图有所展望。2002—2012年中国经济总量扩大同时结构上出现退化问题,经济杠杆率也大幅上升。由于货币政策操作市场化与行政化取向并存,利率水平偏低刺激影子银行业务供需两旺,致使货币政策调控效果折损。2013年后,货币政策以利率市场化(主要是存款利率市场化),还是以资本项目开放、减少外汇管制为主线,对于经济金融发展和货币政策调控效果影响重大。

第二部分金融市场。这里的4篇文章,都是作者在货币政策司工作时所写。2003年发表的“货币市场运行特征及其与资本市场的协调”提出发展融资性商业票据和企业债,与2005年推出短期融资券及2008年推出中期票据相呼应。其中关于发行大额可转让存单提议是许多人都建议过的,作者一直认为这是利率市场化的重要措施之一。随着商业银行理财产品的大量发行,大额存单实际上已经存在并迅速增加。2012年6月8日和7月6日,人民银行调整存贷款利率水平同时进行利率市场化改革,将贷款利率下浮幅度扩大至30%,允许存款利率上浮幅度为10%。在商业银行1年期以内存款(占总存款比例90%以上)利率基本都是一浮到顶情况下,存款利率上浮更像加息而难以称为真正的利率市场化,短期内继续提高存款利率上浮幅度也比较困难。推进利率市场化,推出和推广大额存单、协议存款仍然是非常有价值的选项。

第三部分宏观经济。“货币资金流动与产业结构成长”是我的硕士学位论文的缩写,也是我从综合角度学习研究中国经济金融问题的开始,思考如何在推动金融市场化改革的同时,促使更多的

资金流向经济起飞时的基础产业和主导产业。

“非均衡的中国与国际经济”、“美国引领全球产业升级与重组”和“全球资本流动变化趋势与中国的政策协调”三篇文章，主要是思考在全球化进程中，中国与美国及国际经济的关系。21 世纪以来经济全球化进程加速，资本、技术、劳动力、资源在全世界范围组合，美国产业结构变化明显，制造业产值比例和就业人数比例下降，金融、专业服务业产值比例、就业人数比例上升。美国等发达经济体产业升级和经济转型，延长了全球经济产业链，拓展了全球经济发展的空间。发达国家制造业向中国等国家转移，加快了中国的工业化、城镇化发展，促进了产业结构升级。与此同时，全球资本净输入国家趋于集中，美国资本流入占比不断上升，既体现了美国经济增长强劲、金融效率高的优势，也反映出美国贸易逆差加重、储蓄缺口扩大的现实。中国对外贸易顺差增加，资本输出额持续上升，反映了中国市场经济体制成长、产业结构升级、可贸易商品劳动生产率提高等进步，同时也显露出储蓄持续大于投资、内需不够充足等问题。中国需要在保持宏观总量稳定情况下，加快国内经济改革，出台劳动保障、社会保障、加强教育、保护环境、开发消费点等方面的结构政策，并适当参与国际经济协调。

“中国增长模式转型关键是发展民营经济”写于 2008 年中国经济增速受美国次债危机影响快速下滑初期，强调 2008 年下半年中国经济增速大幅度下滑的根本原因，是 2003—2007 年以投资和出口为导向的高速增长模式不可持续。促进经济平衡和转型，就是要在服务业打破垄断，引入民营资本和市场机制，支持和发展民营中小企业参与 GDP 创造和分配，增加民众收入，促进居民消费。这一呼吁在 2012 年中国经济增速再次明显下滑时候被很多

人提起,其立足点是呼唤政府减税放权、缩小垄断、国退民进,由于矛盾集中于政府而让人担心其现实可操作性不大,进展也难以迅速。最近我关注到一种观点,以城镇化中公民权利平等的社会化改革为突破带动全面改革^①。这一提法与发展民营经济观点并不矛盾,但是可能更温和、更现实,也可以成为增长模式转型的切入点,值得市场投资者关注。

“中国经济:成长的烦恼还是增长的陷阱”,分析 21 世纪第二个十年,中国经济既面临着人口抚养比上升、收入分配差距扩大、城市化高成本、市场化机制退化、金融资产过度膨胀和质量下降等困难,也存在城市化空间大、收入消费升级、增长模式内在转型等机会,强调经济政策的制定和执行非常关键。

第四部分金融开放。现代文明主要是西方文明,开放是中国经济竞争力提升的源泉。制造业是中国国际竞争力的中坚力量,对外开放参与国际循环,对内开放促进民营企业竞争与发展,国际竞争力快速提高。“中国金融开放的微观与宏观问题”强调的是,相比于制造业,中国金融业微观对外开放缓慢,外资金融机构市场份额较低,对中资金融机构的竞争和促进作用不充分。金融业对国内民营企业开放停滞,以政府拥有和干预为主导的产权安排对金融机构经营行为影响很大,既难以实现有效审慎约束,又不利于提高竞争和活力。人民币汇率机制改革之后的中国宏观金融开放出现逻辑混乱,突出表现是货币政策对外推进人民币汇率、资本项目管制放松的同时对内却恢复并强化信贷发放限额行政管理。中国金融业的宏观不稳定问题和微观不活跃问题并存,建议政策取

① 华生:《中国改革:做对的和没做的》,东方出版社 2012 年版,第 106 页。

向在微观金融方面进一步对外资和民营资本开放,宏观金融方面把握好货币政策的对内和对外市场化安排。

第五部分次债金融危机。次债金融危机后,加强金融监管成为最响亮的呼声。“次债金融危机的主要成因并非监管不严”旨在提醒中国政策制定者:1. 次债危机主要成因是美国货币政策低利率刺激经济金融过度膨胀,其基础是美国对全球资源的过度使用;2. 为应对危机造成的经济萧条,美国采取低利率和加强金融监管措施是基于其自身需要的挽救和改进措施;3. 中国可以从美国等应对危机的金融监管改革措施中借鉴经验。然而更重要的,应该看到次债危机的主要成因是过度宽松的货币政策。防范宏观系统性金融风险需要坚持货币政策中性取向,提高金融竞争力需要提高微观主体创新能力,在此基础上改进金融监管。

第六部分利率与汇率。对于独立货币政策当局,利率是货币政策的核心。20世纪90年代,主要工业国家中央银行陆续将利率确定为货币政策调控中介目标。利率调整与经济运行变动之间的关系,可以通过利率变化与通货膨胀、经济增长等宏观变量和劳动生产率、企业利润率等微观变量之间的关系来描绘分析。市场经济主体行为变化会体现其关于利率变动和经济变化的理解,并通过市场交易反映到市场利率和价格的变化上来。“中国的利率水平与利率结构”分析了1978—2006年间,中国利率长期处于偏低水平,存款实际利率平均为 -0.2% ,并存在明显的“利率幻觉”。2005—2006年压低利率水平在引导汇率走势上存在双重影响:利率水平低会降低短期“热钱”投机的货币市场收益,但是同时也会助长国内投资过快和资产泡沫膨胀,反而吸引投机资本。根据经济周期的变化,综合协调地调控存贷款利率和债券市场利率,使其

达到或接近中性水平,将有利于实现货币政策的稳定性器功能。

“利率过低是中国宏观经济不稳定的重要原因”是本书核心观点之一。2003年以来中国利率水平过低,从国内历史看处于最低阶段,从国际比较看属于最低群体。低利率刺激中国经济持续透支式地高增长,加剧房地产泡沫爆膨,政府应对通货膨胀和资产价格高涨,被动仓促进行行政调控加大了经济波动。主张人民币利率保持低位的理由似是而非,在经济调控工具选择上,利率比汇率更有理论和现实效力。中国股票市场缺少长期投资安排,低利率和宏观政策行政性波动促其使然。

汇率问题是经济、金融、外交问题的综合体。如果从经济、金融角度来看,“人民币汇率改革路向何方”指出,外汇交易主要由于金融交易需要,其次才是贸易交易需要而发生的。人民币汇率管理放松进程的快慢,将主要取决于中国金融市场包括货币市场、资本市场和外汇市场的发展程度,还有汇率问题密切联系价格、税收制度。中国出口额60%以上来自三资企业,如果一方面通过税收对出口企业进行大量补贴,听任企业对劳动力、环境进行掠夺,一方面又试图通过汇率升值来促进国际收支平衡,那就是自相矛盾和本末倒置。人民币汇率改革是国内、国际体系的联结点,与汇率改革相伴,中国金融机构、金融市场成长发展,劳动力、资源价格体系合理市场化,人民币资本项下可兑换推进,这些方面的协调、配合十分重要。“加速升值抑制通胀:逻辑的错误与错误的逻辑”在2008年初算是一篇逆时尚的文章。人民币汇率加速升值不仅不能抑制通胀,反而可能加剧通胀压力。2004年以来中国经济过热的原因,主要是国内经济扩张动力充足,国际经济需求强劲,同时中国的货币政策立场偏松。在通货膨胀加剧的形势下,外汇管制

偏弱而信贷控制加强且价格限制严格,是完全颠倒了行政干预的先后次序,调控效果也是事倍功半。如果中国经济制度和收入结构不能及时改进,失衡过多地依靠汇率来调节,将使企业、政府忙于苦于应对人民币升值压力,无暇无力进行要素价格调整 and 环境保护投入,会恶化而不是改善中国经济结构问题。

汇率是 2005 年来货币政策的焦点问题。由于和这一时期人民银行的观点不能完全一致,我一直略带苦恼地反思产生分歧的原因是什么。

首先是对经济学原理的理解和应用。汇率问题至少涉及国际收支、购买力平价、巴拉萨—萨缪尔森模型、利率平价、蒙代尔三角理论等等。理论模型都要设立假设条件,将理论用于现实分析时,需要把假设条件与实际条件相对应和甄别,而对实际因素的分析是否透彻决定了推理逻辑是否连续和结论是否符合现实,这一点在使用巴—萨模型来分析人民币汇率问题时尤为突出。

其次是对现实国际秩序的接受和思考。汇率不可避免地和国际问题相关联,国际金融秩序以美国及国际货币基金组织为主导。这一秩序对于美国、欧洲和亚洲国家的经济利益考虑并不相同。顺从地接受这一秩序,容易将人民币汇率问题作为国际失衡的重要原因,因为该秩序提倡全球资金自由流动,但是不认可人口自由流动,并且以美欧利益为主导。质疑地参与这一秩序,可能就会发现,人民币汇率不是全球经济失衡的原罪,“全球金融危机是美国的政策所致”^①。国际经济秩序演变是渐进的,中国需要加入国际秩序与其一同演进,但是也要保持平等、独立的思考态度。

① 林毅夫:《从西潮到东风》,中信出版社 2012 年版,第 27 页。