

再造央行 4.0

REFORGING THE CENTRAL BANK

新常态下的中国金融改革顶层设计

The top-level design of the Chinese financial system
in the new normal

邓海清 陈曦 著

BANK



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

再造央行 4.0

REFORGING THE CENTRAL BANK

新常态下的中国金融改革顶层设计

The top-level design of the Chinese financial system
in the new normal

邓海清 陈曦 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

再造央行 4.0: 新常态下的中国金融改革顶层设计/邓海清, 陈曦著. —北京: 社会科学文献出版社, 2015. 6

ISBN 978-7-5097-7499-1

I. ①再… II. ①邓… ②陈… III. ①中国人民银行-工作-研究 ②货币政策-研究-中国 IV. ①F832.31 ②F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 091134 号

再造央行 4.0

——新常态下的中国金融改革顶层设计

著 者 / 邓海清 陈曦

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 许秀江 恽薇

责任编辑 / 许秀江 王婧怡

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367090

读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 22.5 字 数: 289 千字

版 次 / 2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-7499-1

定 价 / 58.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

▲ 版权所有 翻印必究



余永定 中国社会科学院学部委员、前央行货币政策委员会委员

这是一部很有价值的专著，值得经济学者、从业人员和有志于中国金融研究的大学生、研究生认真阅读。我非常高兴地看到中国新一代经济学家正在崛起，他们不但有必要的专业训练而且具有丰富的从业经验，他们是中国经济学的未来。

贾 康 财政部财政科学研究所原所长

把“新常态”与“超级结构主义”联系在一起，系统性论述了央行转型新目标、新工具、新传导机制，具有极强的可读性和很高的参考价值。

管 涛 国家外汇管理局国际收支司司长

中国央行货币调控的转型升级，既是理论问题更是实践问题，既要借鉴国际经验更要结合中国实际。本书为国内这方面的研究提供了一个很好的视角，值得一读。

The top-level design of the Chinese financial system in the new normal

张晓朴 中国银监会政策研究局副局长

对中国央行推进利率市场化改革、中央银行的独立性、货币政策框架转型等问题进行了较为深入的分析，并提出了一些不同的见解，引人思考。

杨 农 银行间交易商协会副秘书长

创新性地提出了“超级结构主义”、“修正泰勒法则”、“货币政策新四目标”、“央行4.0”等概念，兼具理论价值和实践价值。

党均章 邮储银行金融市场部总经理

银行的转型与央行的转型密切相关，在金融大变革时代，掌握央行的未来动向是银行家们的必修课。

刘红忠 复旦大学国际金融系主任

综合把握证券研究视角与学术性思维，对理解金融市场与央行货币政策有重要现实意义。

鲁政委 兴业银行首席经济学家

央行这一彼时的潮流引导者，此时却已成不得不“再造”的对象！

邵宇 东方证券首席经济学家

直言货币政策得失，见解独特，不落窠臼，值得一读，特此推荐。

REFORGING THE CENTRAL BANK

杨爱斌 鹏扬投资总经理，前华夏基金固定收益总监

本书有助于准确把握宏观经济金融政策的变化趋势，这是未来金融投资决策的关键变量之一。

徐小庆 敦和投资宏观策略总监、原中金固定收益组负责人

相信从事投资的朋友通过此书能够更深入理解中国央行转变，更好地把握各类资产的投资机会。

《再造央行 4.0——新常态下的中国金融改革顶层设计》是中信证券研究部固定收益首席分析师邓海清博士与他的研究团队的鼎力之作。

本书对“新旧常态”下的金融发展环境给出了独到的对比。围绕中国金融改革“顶层设计”，以“央行新政”为题，对未来货币政策传导机制、货币政策工具提出大胆预测。最后，以央行的“再造”为线索，为时下金融监管体系变迁及其对中国央行相关政策的制定和实施提供了有益的建议和理论支持。

The top-level design of the Chinese financial system in the new normal

从货币政策的角度来看，第一代央行是金本位下的央行，第二代央行是数量调控型央行，第三代央行是价格调控型央行，第四代央行则是互联网大数据央行。第四代与前三代的关键区别是，央行货币政策的决策基础由“离散数据”转变为“连续数据”，行为金融学从“实验”走向“实践”。“新常态”下，中国央行的改革具有跨代升级的战略意义。

序一

新常态，新央行

余永定

我以极大兴趣认真拜读了邓海清博士的大作《再造央行4.0》。海清从中国金融市场的现实出发，深入思考各种金融现象（或乱象）背后的逻辑，通过大量的经济、金融数据的佐证，得出不少具有创见的结论，并在此基础上对央行在新常态下的转型提出了有价值的建议。

海清认为，在中国经济由“旧常态”进入“新常态”，在利率市场化快速推进的大背景下，央行货币政策需相应调整。《再造央行4.0》归纳了从旧常态到新常态的四个重要变化。第一，五大周期（经济增长周期、通胀周期、地产泡沫周期、外汇占款周期、资金成本周期）的同步性弱化。第二，经济增长范式由基建+房地产投资驱动转变为创新+投资驱动。第三，房地产去泡沫化，房价趋于平稳。第四，人民币汇率进入均衡区间。

在详尽说明新常态下已经或即将发生的变化的基础上，海清从六个方面讨论了央行转型问题。首先，因为中国不存在执政党及国家领导人竞选问题，中央政府是从长远观点出发制定政策的，因而央行保持对政府独立性的必要性很低。按海清的说法，“中国央行应独立于财政而非国务院”。第二，中国应该坚持货币政策最

终目标的多重目标制。尽管 1995 年《中国人民银行法》规定最终目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，但央行实行的是事实上的四目标制——“增长、就业、通胀和国际收支平衡”，四项目标中，应该放弃国际收支平衡（或币值稳定）目标，增加金融稳定目标。第三，尽管银行、证券、保险之间仍不能交叉经营，但是混业经营在中国已经事实上形成。鉴于国际金融危机的经验教训，中国央行应当实现货币政策权和监管权的统一；目前的金融监管协调部际联席会议应进一步变为统一的委员会制度。第四，旧常态下的数量型货币政策传导机制将在新常态下转变为价格型传导机制。为了实现这一转变，央行应逐步确定基准利率和相应的定利率走廊，培育建立在基准利率基础上的反映期限利差和信用利差的收益率曲线。第五，建设市场化金融基础设施，为实现利率市场化创造必要条件。第六，央行必须做好准备迎接大数据时代。尽管还有不少可商榷之处，海清对中国金融现状的分析和改革的建议是很有见地的，值得有关部门和业界的认真对待。

我特别欣赏海清对金融市场化改革所持的平衡态度。这种态度并非出于某种前定的意识形态，而是基于一个实践者（一个深度参与市场活动的市场人士）对市场现实的了解。例如，象牙塔学者往往倾向于把市场化（市场决定）等同于自由化。而作为实践者和市场人士，海清则非常清楚市场化并不等于自由化。他的这一理念在其对利率市场化的讨论中得到充分体现。海清特别强调：“利率市场化的重点和难点并非存款利率管制的放开，而是如何形成市场利率体系，如何完善央行利率调控框架，如何理顺利率传导机制，如何实现资金配置效率优化，如何发挥市场配置资源的决定性作用。”海清具体分析了利率市场化的三个主要障碍——“缺乏风险定价、软约束、资产价格泡沫”导致市场利率定价失效的原因。例如，软约束所产生的刚性兑付使地方政府或

国企使其违约风险明显低于其他企业，因而，对于金融机构而言，这些企业所应该支付的风险贴水应当低于其他企业。与此同时，“由于对利率的不敏感性以及多种加杠杆的动机，”这些企业并不在乎支付较高利息率。这样，对这类企业的资金供给和需求同时增加（其利息率可能高一些也可能低一些），资金大量流入这类企业。而非公中小企业则难以获得资金，从而造成非公中小企业融资贵、融资难。从金融自由化、利率自由化的角度来看，资金的流向是受资金价格调节的。因而，这种情况并无不妥之处。但是，从资源配置的角度来看，软约束企业的效率肯定低于硬约束企业。资金并未流入高效企业而是流入了低效企业。这样，在存在资金软约束情况下，利率自由化的结果一定是资源配置的恶化而不是优化。结论很清楚：必须首先准备好必要的市场条件，否则利息率自由化很可能是弊大于利。鉴于利息率市场所面对的种种障碍，海清提出：“①中国距离利率市场化还相去甚远。②金融基础设施建设、货币政策传导机制建立是利率市场化的核心任务。③利率市场化不必然导致利率上行，而取决于利率市场化前的金融抑制程度以及国际实际利率变化。”海清的观点，特别是第一、第二点对中国利息率市场化路线图的制定具有重要参考价值。

海清对中国金融体系运转以及所存在问题的全面、深入和翔实的了解给我留下了深刻的印象。海清在《央行再造 4.0》一书中始终贯彻了在搞清各种相关细节的基础上，而不是从某种抽象理念出发提出政策主张的原则。“真理是具体的”。2008 年宏观经济学的失败就败在宏观经济学家对金融市场的复杂细节缺乏了解。宏观经济学家把精力集中于“全球不平衡”“储蓄过剩或储蓄不足”“债务的可持续性”“美元霸权”“资产泡沫是否可以事前判断”之类问题的讨论，而对 SPV、SIV 等金融机构和 MBS、CDO、CDS 等金融工具的知识十分缺乏。因而，绝大多数宏观经济学家对次贷危机触发的二次大战之后最为严重的金融危机完全没有思

想准备，更遑论预测危机爆发和演变的路径。另外，根据我自己的亲身经历，许多市场人士都认识到美国的金融结构出了问题，一座“纸牌屋”很可能崩塌。但是，由于视野狭小，他们并不能把自己的感觉上升到理论，从微观上升到宏观。因而，他们也未能够对决策者发出必要警告。

中国的宏观经济学家也存在同样的问题。我自己就是如此。例如，我虽然对在美国利用 ABCP 融入短期资金支持 MBS、CDO 等长期投资形成的期限错配在次贷危机中所扮演的角色略知一二。但对中国的期限错配问题却十分缺乏了解。海清在《再造央行 4.0》中对中国的期限错配的种种表现做了翔实的归纳。例如，海清告诉我们：“在第一天通过在货币市场借入期限为隔夜或者 7 天的资金 X 亿（负债端增加 X 亿），购买 X 亿国开债（资产端增加 X 亿），第二天偿还 X 亿隔夜资金的同时，再借入 X 亿资金（负债端不变），维持资产端 X 亿利率债持有不变（资产端不变），如此每日操作，则可以实现获取利率债的收益率（收益），而付出隔夜拆借利率（成本），从而实现期限错配套利。”这类叙述对于业内人士可能不新奇，但对于我自己来说，则是受益匪浅。如果我们掌握金融市场运行的细节，能够逐一找到各种风险触发点，对这些风险点进行全面评估，就有可能避免美国同行的错误：面对突发的金融危机措手不及，方寸大乱。中国实在需要更多的受过必要经济学训练的市场人士，梳理和总结他们的市场经验，以弥补中国宏观经济研究失之空泛的严重缺陷。

当然，任何一部著作都会有可商榷之处。本书也不例外。以我的一隅之见，从结构上说，超级结构主义一章是多余的。本书所探讨的主要问题和结论并不需要“超级结构主义”的支持。这一章的一些必要内容可以并入第一章。从技术细节上，有些论述，我认为并不准确。例如，在第一章第三节“基础货币投放方式为什么重要？”中，海清认为：“旧常态下，中国央行购买大量外汇，

外汇占款是中国基础货币主要投放渠道；而在国外，公开市场操作/商业银行对央行存贷款才是基础货币主要投放渠道。”我认为这种划分是不准确的。从控制货币供应量的角度看，中国的公开市场操作方式与西方没有根本不同。中国与西方的不同主要有两个方面：第一，在“旧常态”下中国的公开市场操作主要表现为“对冲操作”，通过发售央票回收为维持人民币汇率稳定买入大量外汇而释放的过量基础货币。由于实行浮动汇率制度，西方则一般不需要像中国这样从事大规模的对冲操作。而央行公开市场操作的对象，在中国和西方都主要是大商业银行。第二，中国货币政策的中间目标是货币供应量，而西方的中间目标是基准利率。同时控制货币供应量（通过控制基础货币）和基准利率一般是不可能的。在我看来，海清对欧美货币政策工具的描述还有一些不够准确之处。当然，这种感觉的产生也可能是因为我自己的知识老化了。我的另一个困惑是：虽然海清对利率市场化问题进行了深入讨论，但是他极少提到“收益率曲线”的概念，尽管这个概念已经隐含在他的讨论中。

总之，《再造央行 4.0》是一部很有价值的专著，值得经济学者、从业人员和有志于中国金融研究的大学生、研究生认真阅读。我非常高兴地看到中国新一代经济学家正在崛起，他们不但有必要的专业训练而且具有丰富的从业经验，他们是中国经济学的未来。

余永定

中国社会科学院学部委员

2015. 3. 8

序二

从财政视角看央行货币政策框架转型

贾 康

2015年3月，我接到邓海清博士的邀请，希望我为他的新书《再造央行4.0》作序。本人深感荣幸。邓海清博士曾经在上海市政府工作过，又任职于中信证券，具有政府、市场的复合经验，对于“两只手”的运作规律有切身体验与了解，这也使得他对于央行的理解与研究成果更值得一读。

邓博士这本书，通篇看起来介绍的是“新常态”下政府、央行、经济三者之间的关系，我愿就此也略抒己见。我关于“新常态”及其背后的意义，已思索许久——自从退任财政部财科所所长以来，我可以有更多精力放在与新常态下的经济运行及政策选择相关的问题研究上。在认识、适应和引领新常态过程中，经济运行从投资驱动转向“创新+民生”驱动是大的方向，同时伴随产业、地区的经济结构问题的不断显现与挑战。我同意邓海清博士关于经济的结构主义观点，即在这种情况下，必须注重以结构性政策解决结构性问题，对于新兴产业予以大力而有效的扶持，对于传统产业要积极促进其升级和落后产能的淘汰，让“中高速”之“新”变成“结构优化升级版”之“常”，才能为中国经济可持续发展和社会和谐安定提供稳健可靠的动力支撑。

由于财政和货币两大政策对宏观经济调控具有主力工具意义，因而具有突出的重要性，在新常态背景下讨论货币政策的新框架和财政、货币政策之间的关系，自然就极为重要。邓海清博士在此书中提出了“超级结构主义下的货币政策”观点，即强调货币投放渠道发生了深刻变化，对货币政策和财政政策的协同影响重大，而国库现金管理制度的改革正是两者之间的重要纽带。

中国在2002年以后，由于出口的猛增和人民币低估等原因，面临大量热钱流入的压力，若简单沿袭过去的结汇制与相关的国库资金管理方式，则最大的问题是可能会带来基础货币回笼的更大压力，增大货币政策的负担。由于有了较坚实的外汇储备基础，中国央行开始退出对人民币的常态化干预，央行的结售汇行为的改变使得外汇管理实质上被下放到商业银行，同时外汇占款对基础货币的干扰下降。接下来，国库现金管理的制度改革恰逢其时。将国库现金的“头寸操作”交由商业银行，一方面可以策应基础货币管理，另一方面财政“库底资金”的趴账也可获得收益，更重要的是，这对中国央行独立性以及财政与货币政策大有裨益。

关于财政和货币政策的关系，我同意邓博士在“超级结构主义”框架下关于两大政策独立性的观点。从美国历史上看，南北战争后美国金融市场频发金融危机，当时美国采取的政策恰恰是没有将国库现金交由银行管理，而是独立管理。财政和货币政策相对独立，确实有利于理顺一国整个经济体制的问题。这主要体现在以下几方面：

首先，财政和货币政策的目标侧重有所不同。财政政策的目标首要是维持适度经济增长和就业与民生保障，而货币政策的目标首要是物价稳定。对经济增长的刺激，使得财政政策在新常态有“新”之后趋于对接到“常”的下行过程中天然趋向于扩张。若财政与货币政策相互之间不独立，那么，这种共振导致的结果就是中国的经济在过热和衰退两者之间走钢丝，不利于平稳建立

经济持续中高速增长的“新常态”。

其次，中国当前以私募市场为主的融资体系也使得财政与货币政策独立至关重要。私募市场为主的融资体系决定了政府意愿对于银行来说十分重要，从而使得“政府的手”的力量显得过于强大，易对市场形成干扰导致市场资金缺乏。从日本的经验教训来看，财政、货币、信贷市场之间的三重高度共振将会使得财政重整的压力大大增加，不利于有效降低公共风险。

最后，财政和货币政策若相互不独立，还将放大金融的系统性风险。在我国国库现金管理制度行将变革之际，一大问题就是财政存款的变动会对信贷和银行间货币市场形成重要影响，有必要有效隔离其对银行的流动性与信贷管理的可能干扰。

因此，把“新常态”与“超级结构主义”的精要联系在一起，成为邓海清博士此书反映的研究成果的亮色。与这一视角相联系，邓博士还系统论述了货币政策传导机制变革、利率市场化的意义、大数据时代的央行4.0等前沿内容，这些我认为都具有极强的可读性和很高的参考价值。特以此为序将邓海清博士的《再造央行4.0》一书向读者推荐，以期促进更为深入的研究认识。

贾康

财政部财政科学研究所原所长

2015.3.20

序三

新常态下央行货币政策目标的选择

管 涛

邓海清博士邀请我给他的新作《再造央行 4.0》作序，本人深感荣幸之至。海清博士年富力强，是国内证券分析行业的后起之秀，思想敏锐、涉猎广泛、文风朴实、笔耕不辍，确实是蛮拼的。我个人比较喜欢读他的研究报告，接地气、很前沿、有内涵。

“新常态”（new normal）是一个外来语。但“内外有别”，这个词在国内外有着不同的政策涵义。正如海清博士所指出的，国际上“新常态”的主题词是“摆脱危机”，与“恢复期”概念相近，即在两次经济高速增长之间的长期低速增长，意义相对消极；而国内“新常态”的主题词是“改革”，与“转型期”概念相近，即经济增长的速度、结构、动力均出现新变化，意义相对积极。这充分体现了中国辩证法的哲学思想，即“危机”是为“危中有机”。

海清博士从央行的角度，梳理了中国应该如何适应经济发展的新常态。读来，深受启发、受益匪浅。其中，个人最为感兴趣的是，书中关于央行货币政策目标选择的讨论。海清博士认为，中国央行应坚持货币政策多目标制，但应剔除国际收支平衡目标，加入金融安全目标。个人对此深表赞同，同时也有些补充意见。

这种补充无所谓对错，只是因为观察的角度或者立场不同所致。

首先，坚持货币政策多目标制符合中国国情。货币政策单一目标和多重目标孰优孰劣一直备受争议。“物价稳定”一度被越来越多的中央银行或者货币当局当作主要的甚至是唯一的货币政策最终目标。然而，日本泡沫破灭和美国次贷危机的教训表明，物价稳定并不能确保经济金融稳定。甚至当经济陷入严重衰退、长期停滞时，还需要实施非常规的货币政策（如量化宽松的货币政策 QE），来促进经济增长、增加社会就业。当今中国，发展是第一要务，处理好改革、发展、稳定的关系是永恒的主题，为此，赋予央行多重职责是必要的。当然，在不同经济背景、不同发展阶段，货币政策目标的侧重点可能有所不同。考虑到多重目标之间有可能存在对立冲突的情况，要因时而异地确定各目标选择的优先次序。同时，按照操作工具不得少于预期目标的“丁伯根法则”，更要创新运用不同的货币政策工具，按其效能，满足实现不同目标的需要。在此过程中，不断提高货币政策操作的透明度，引导和管理好市场预期，对于理顺货币政策传导机制、增强货币政策效力至关重要。

其次，国际收支平衡要善意忽视但不能无视。保持国际收支平衡是中国央行货币政策四大目标之一，属于对外平衡目标。对于大国来讲，经济增长、增加就业、物价稳定等对内目标应该优先于国际收支平衡或汇率稳定目标。从这个意义上说，海清博士提出将“国际收支平衡目标”从央行货币政策目标中剔除有其合理性。实际上，随着人民币汇率形成市场化改革不断深入，央行逐渐淡出常态式外汇市场干预，价格出清将成为国际收支平衡的重要工具，这也就隐含着实现了央行资产负债表与国际收支状况的切割。但是，考虑到对外开放过程中，“太大不能救”和“太强不会救”的问题，未来相当长时期内，“国际收支平衡”作为国家四大宏观调控目标之一还是有必要的。另外，随着经济金融全球

化一体化发展，即使汇率自由浮动了，国内货币政策的制定和实施仍不得不考虑国际环境变化的溢出影响及溢出回馈效应。美国也概莫能外。

再次，金融安全对于央行很重要。金融是现代经济的核心。经济与金融二者相互作用、相互影响。经济危机往往会触发金融危机，而金融危机也常常演变成经济危机。作为最后贷款人，央行对于金融稳定的职责责无旁贷。在这里，“金融稳定”不同于“物价稳定”，并非指资产价格不能够波动，而是指不能出现资产泡沫（包括信贷泡沫）。因此，维护金融稳定与维护金融安全具有相当程度的同质性。但是，央行怎样扮演好维护金融稳定的角色，说易行难。首要的是如何界定资产泡沫。资产泡沫往往是事后才能够发现和确认的，央行不一定比市场更加清楚资产价格是否存在泡沫。现实的情况是，金融越稳定、市场风险越低，就越容易刺激投资者风险偏好，推高资产价格，最终更可能酿成资产泡沫。正如高通胀会诱发经济金融危机，而低物价、高增长也常常以资产价格大跌收场，日本如此、美国也是如此。再者，即便央行要调控资产价格，一方面可能缺乏有效的工具，另一方面可能加剧市场道德风险，再一方面还可能干扰央行其他货币政策目标。在金融稳定问题上，央行究竟是事前还是事后介入，以及如何介入，这确实是个问题。

总之，经济新常态下，中国央行货币调控的转型升级，既是理论问题更是实践问题，既要借鉴国际经验更要结合中国实际。海清博士的《再造央行4.0》一书，为国内这方面的研究提供了一个很好的视角，值得一读。

管涛

国家外汇管理局国际收支司司长

2015年2月28日