

再造央行

REFORGING THE CENTRAL BANK

新常态下的中国金融顶层设计

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

邓海清 陈曦 柯文忠 著

BANK



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

再造央行

REFORGING THE CENTRAL BANK

新常态下的中国金融顶层设计

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

邓海清 陈曦 何文忠 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：新常态下的中国金融顶层设计/邓海清，陈曦，何文忠著.
—北京：社会科学文献出版社，2014.11

ISBN 978-7-5097-6532-6

I. ①再… II. ①邓… ②陈… ③何… 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(2014)第 224905 号

再造央行

——新常态下的中国金融顶层设计

著 者 / 邓海清 陈 曦 何文忠

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 许秀江 恽 薇

责任编辑 / 王婧怡 刘宇轩

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版中心(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 / 北京季蜂印刷有限公司

规 格 / 开 本：787mm×1092mm 1/16

印 张：17.75 字 数：232 千字

版 次 / 2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-6532-6

定 价 / 79.00 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

《再造央行——新常态下的中国金融顶层设计》是中信证券固定收益部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“新常态”下的金融发展环境给出了独到的对比。围绕中国金融“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订和实施提供了有益的建议和理论支持。

REFORGING THE CENTRAL BANK

邓海清

复旦大学金融学博士，中信证券研究所固定收益首席分析师，2013年新财富上榜分析师，汤森路透专栏作家，中国建投投资研究院特约研究员。曾经在上海市人民政府研究室工作多年，2011年任职宏源证券研究所，2014年加盟中信证券。著有《资产证券化——变革中国金融模式》《利率市场化——突围中国债务困局》《解码中国城投债——地方债务与增长的失衡》《金融新格局：资产证券化的突破与创新》等专著。

陈 曦

北京大学空间物理学硕士，现任职于中信证券研究部固定收益组，主要从事宏观及固定收益研究。

何文忠

复旦大学金融学博士，现任职于中信证券研究部固定收益组，曾在浦发银行金融市场部任职多年，对中国的银行体系有深刻理解。

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

目 录

第一部分 从“旧常态”到“新常态”

第一章	“旧常态”的宏观调控与中国央行	3
第一节	“旧常态”下的中国经济表征	3
第二节	“旧常态”下的央行逻辑	12
第三节	央行历史演化和调控实践	23
第二章	“新常态”与新挑战	41
第一节	何为“新常态”	42
第二节	消失的名义锚	57
第三节	要做一只抓老鼠的猫吗	61

第二部分 央行新政

第三章	央行货币政策新框架	69
第一节	财政政策与货币政策新组合 ——超级货币结构主义	69
第二节	利率市场化之辩	77
第三节	货币政策规则的演进——修正的泰勒法则	93

第四章 货币政策新目标	107
第一节 最终目标和中介目标概述	107
第二节 新常态下最终目标的演变	130
第三节 中介目标——从数量型到价格型	136
第四节 超额准备金率能否成为目标	143
 第五章 货币政策工具变革	 153
第一节 旧常态货币政策工具	153
第二节 定向货币政策工具	169
第三节 利率走廊货币政策工具	171
第四节 盘活存量货币政策工具	175
 第六章 货币政策传导新机制	 180
第一节 传统货币政策传导渠道	180
第二节 货币市场利率调控机制	191
第三节 货币市场向债券市场传导机制	196
第四节 货币市场向信贷市场传导机制	218

第三部分 中国金融新格局

第七章 央行与金融监管	231
第一节 “旧常态”下的监管与套利	231
第二节 “新常态”下金融监管体制的改革与完善	241
 第八章 新常态下央行的国际化进程	 251
第一节 人民币国际化与汇率市场化	251
第二节 从国际化鸟瞰金改之路	271

第一部分

从“旧常态”到 “新常态”

第一章

“旧常态”的宏观调控与中国央行

“旧常态”是相对于“新常态”而言的。“新常态”有两个版本：一是发达国家版“新常态”，是由太平洋投资管理公司（PIMCO）在2009年提出的，用于形容全球经济进入长期低速增长，维持相应的低利率水平；二是习近平于2014年5月在河南考察时提出，习近平指出，“我国发展仍处于重要战略机遇期，我们要增强信心，从当前我国经济发展的阶段性特征出发，适应新常态，保持战略上的平常心态”。从时间的维度，两个新常态并不相同。发达国家的新常态开始于2008年金融危机，而中国在金融危机之后却是旧常态的典型时期。直至2013年附近，中国才开始向新常态过渡。

在第一节中，重点讨论宏观经济在旧常态下的特征；在第二节中，讨论央行以及金融市场在旧常态下的模式；在第三节中，回顾央行的历史以及旧常态下的宏观调控。

第一节 “旧常态”下的中国经济表征

笔者认为，宏观经济在“旧常态”中的特征是：（1）经济增长范式为基建+地产投资驱动；（2）五大周期高度同步，经济指

标趋势性明显；（3）宏观调控以 GDP 为帅，类似下象棋的模式；（4）房地产价格单边上行；（5）人民币汇率单边升值。

经济增长范式与房地产价格

迈克尔波特在《国家竞争优势》中将国家竞争力发展分为四个阶段：生产要素导向阶段、投资导向阶段、创新导向阶段和财富导向阶段。投资导向向创新导向转变的跨度极大，而要素导向向投资导向转变、创新导向向财富导向转变的跨度都要小得多，多数情况下可以自然实现过渡。因此，笔者认为，可以简单地将经济增长范式分为两种：一是投资驱动模式，二是创新驱动模式，增长模式能否成功转换是发展中国家能否跨越中等收入陷阱成为发达国家的重要标志。

在旧常态下，中国经济主要由基建 + 地产投资驱动为主，政府主导经济发展。基建投资全称为基础设施建设投资，其对经济的拉动作用主要有几个方面：一是投资直接产生 GDP；二是对工业品的需求引发的制造业扩大再生产；三是提高全社会基础设施建设程度，为经济发展提供环境，即所谓的“乘数效应”和“要想富先修路”；四是基建投资具有典型的逆周期特征，而其他经济构成要素如消费、制造业投资等均为顺周期，因而在经济下滑过程中通过基建投资实现对冲和逆转是政府的常用手段。

基建投资的主要缺陷在于：政府是投资的绝对主体，因而投资规模和效率并非市场化决定，而是具有很强的政治色彩，这就导致基建投资具有明显的脉冲性和不确定性。（1）政府刺激的脉冲性是中国经济周期的主导因素。举例而言，如果政府突然出台大规模刺激，那么必然导致工业品的需求急剧增加，水泥、钢材等相对市场化部门必然会快速扩张产能，而在基建投资回落之后，往往新建产能刚刚投产，工业品的需求减少叠加供给增加，结果就是形成严重的产能过剩。在中国企业退出机制不健全，特别是

主要产能是由国有企业提供，市场化程度更差，大规模失业以及维稳等问题导致破产难以执行，进一步加剧了产能过剩局面，中国 PPI 长期为负正是由此形成。(2) 不确定性是指，投资规模是否合适不确定，投资领域是否合适不确定，地方政府执行是否到位不确定。首先，政府难以判断需要出台多大程度的刺激，特别是如果刺激过度则会导致经济短期过热和长期停滞；其次，为了保增长而进行的投资往往具有应急性的特征，即对项目本身的考虑并不充分，匆忙上马的结果是低效或者无效投资；最后，地方政府的行为并不完全受到中央调控，第一种情况是“政令不出中南海”，即中央对地方约束程度有限，第二种情况是地方政府可以通过伪造信息在名义上执行中央的政策，而实际上却是挂羊头卖狗肉。笔者认为，对于发展中国家，通过基础设施建设投资发展经济是合理且必要的，但是投资的力度、方向和方式需要慎重考虑，同时建立有效的监管督查机制，确保基建投资落到实处。

房地产投资与基建有相同点也有不同点。相同点在于，房地产投资同样对于工业品需求很大，是重工业的下游行业。不同点在于：一是房地产并非完全的政府主导，即政府的意愿更多的是通过土地供应、房地产政策调控等间接方式体现，而非直接的房地产投资和价格干预；二是房地产投资并不具有乘数效应，更多的是具有类似金融资产的属性；三是房地产的周期性要更平滑和长周期，且与房地产价格和成交量高度相关，房地产当月价格环比和当月成交量是房地产投资的领先指标，这表明其相对而言更加市场化的特点。

回顾历史，尽管房地产价格存在周期性波动，但是由于上涨的时间和幅度远远超过下跌，基本可以认为是单边上涨。房地产价格上涨开始于 1998 年住房制度改革，2004 年实行土地招拍挂制度之后，房价涨幅明显加速，仅在 2008 年和 2012 年出现两次短暂的同比价格为负。根据国家统计局的数据，全国房价 1999 年平均

2050 元/平方米, 2004 年 2700 元/平方米, 2012 年 5800 元/平方米, 2004 ~ 2012 年累计涨幅 110%, 年均涨幅 10%; 北京房屋 1999 年平均销售价格约为 5600 元/平方米, 2004 年为 5050 元/平方米, 2012 年则上涨至 17000 元/平方米, 2004 ~ 2012 年累计涨幅超过 240%, 年均涨幅超过 16%。相比之下, 1999 年, CPI 定基数为 432, 2004 年为 456, 2012 年为 580, 2004 ~ 2012 年累计涨幅仅为 27%, 年均涨幅仅为 3%, CPI 涨幅远远低于房价涨幅。

关于房价上涨的讨论有很多, 笔者认为基本可以分成供给和需求两个方面。

供给方面, 商品房供给几乎全部由房地产商提供, 而保障房和自建房占比很小。房地产商的资格审批受到严格限制, 因而形成一定程度的垄断市场。房地产商的成本上升之后, 必然会转嫁给消费者, 导致房价上涨。房地产商的成本主要来源于土地成本、劳动力成本和建筑材料成本, 其中建筑材料成本主要与工业品产能、经济周期有关。下面重点讨论土地成本和劳动力成本。(1) 土地成本: 土地管理法规定, 国家可以依法对土地实施征收或征用并给予补偿, 而任何单位和个人建设用地都必须向政府申请, 因而政府是唯一的土地供给方, 对土地权有完全的垄断, 这种垄断导致土地的定价很大程度上取决于政府。地方政府土地出让收入是地方政府财政的重要组成部分, 因而地方政府乐见土地价格上涨。(2) 劳动力成本: 劳动力成本在 2006 年左右开始出现大幅上行, 这与中国进入刘易斯拐点有关, 劳动力由过剩开始转入短缺, 房地产企业将劳动力成本的上行转嫁至商品房消费者, 加剧房地产的上行。

需求方面, 包括投资需求和消费需求两类, 必须分开讨论。(1) 投资需求: 投资需求来源于对房地产价格上涨的预期, 一方面是基于历史的经验, 另一方面与地方政府土地财政依赖程度过高, 市场预期地方政府会救市有关。房价的不断上行进一步起强

化上涨预期，形成正反馈循环，进一步加剧投资需求。2009 ~ 2010 年的宽松货币政策使得企业和居民财富大幅增加，房地产的保值增值属性使其成为最佳的投资标的。2013 年之前，房地产投资需求主要来源于四类：温州炒房团、山西煤老板、官二代富二代和国际热钱。（2）消费需求：消费需求与住房制度改革、城镇化加速、人口因素、收入增长、固有观念、房屋保障制度不完善、户籍制度不合理等多种有关。住房制度改革后，被抑制的消费需求开始释放，是房地产价格上行的先决条件；1996 年开始，城镇化明显提速，城镇化率由 1995 年的 29% 提高到 2013 年的 54%，人口结构的变化带来大量住房需求；1980 ~ 1987 年为人口出生高峰，刚需人口年龄集中在 25 ~ 30 岁，恰好对应 2004 年开始的房地产价格加速上行；2004 年之后，城镇居民人均可支配收入同比就几乎保持在 10% 以上高速增长，收入提高是刚性需求释放的前提；中国传统观念中租房只是权宜之计，买房是成家的必要条件，因而有“丈母娘是高房价的元凶”的说法；中国缺乏完善的保障性住房制度，导致在很多国家由政府保障的刚需只能通过市场解决，房地产市场化程度过高；部分城市存在买房才能获得户口的规定，这也使得一部分刚需增加。

综上所述，供给方面受到政府和房地产商的垄断，而需求方面消费需求和投资需求都不断增加，导致房地产价格的大幅上涨难以避免。尽管政府对房地产进行了多轮调控，但是并未从供需矛盾入手，治标不治本甚至“越调越涨”，房地产价格在调控中已经涨到普通民众难以承受的程度。

房地产价格的持续上涨有两个重要的影响：一是房地产及其相关制造行业是中国经济增长的主要驱动力之一；二是导致利率水平持续上行，对其他非地产相关行业造成严重的挤压。（1）在两个房地产黄金时代——2006 ~ 2008 年和 2010 ~ 2011 年，房地产投资增速将近 35%，而同期固定资产投资增速仅为 25%。房地产

行业的大扩张导致产能过剩行业能够暂时得以喘息，对经济增长有重要贡献。2011年之后，房地产投资增速明显下滑至20%甚至更低，钢铁、水泥等需求减少后产能过剩影响越来越显著，中国经济也进入明显下台阶阶段。（2）房地产行业的盈利能力明显超过其他多数行业，能够承受的投资回报率更高，资金倾向于流向房地产行业。2011年之前，由于“四万亿”时期过度宽松，房地产对其他行业的挤压并不明显。2011年开始M2增速大幅回落，资金存量竞争加剧。2012年“非标准化资产”开始大发展，银行理财异军突起，这导致资金流向固化的局面加速打破，这在本质上属于利率市场化的推进，但是由于中国存在多种市场畸形，导致资金过度流向房地产行业，以国债为代表的债券收益率飙升，创下2004年之后的最大熊市。企业票据融资、债券融资成本大幅上行，贷款利率亦有小幅上行，对其他行业特别是民营企业的挤出效应明显加剧。这在很大程度上导致了李克强在2014年多次强调降低社会融资成本。

如前所述，房地产和基建具有各自不同的特征，但是两者存在密切的联系，这也是为何笔者将其并列的原因。首先，基建投资的资金来源与土地财政链密不可分，地方财政对于政府性基金收入（主要是土地出让金）依赖程度约为30%~50%（财政统计口径不同有较大差异，如是否包含中央转移支付等），房地产相关收入是支撑基建投资的重要资金来源；其次，房地产价格中相当一部分是土地成本，按照华远地产董事长任志强的说法，土地成本占房价比重将近50%，由于土地供给完全受国家控制，因而土地价格存在较高刚性，在某种程度上可以认为居民通过购买房地产向基建进行了投资；最后，房地产发展离不开基建投资，如果没有完善的基础设施建设配套，商品房的价值将大打折扣，地铁、高铁附近房地产价格较高也是由于这一原因。总体而言，房地产与基建投资相互依赖，共同构成旧常态下的经济驱动力。

宏观调控与五大周期共振

笔者认为，旧常态下 GDP 为纲是中央政府宏观调控的主要思路，而地方政府更是“以 GDP 论英雄”，为了 GDP 而进行无效投资并不鲜见，粗放型增长模式产生资源浪费、环境污染等长期可持续发展问题。在出现经济下滑时，这一特征尤为突出，宏观调控如同下一盘 GDP 为帅的象棋，“刺激”是其中最为重要的措施，甚至“刺激”已经成为旧常态下中国宏观调控的代名词。如前所述，以基础设施建设投资为代表的刺激存在脉冲性和不可控性的弊端，强刺激是旧常态下中国经济周期的起点。

旧常态下，经济增长周期、地产泡沫周期、外汇占款周期、通胀周期、资金成本周期等“五大周期”高度同步，且周期波动幅度较大。旧常态下，经济下行多由外部冲击引发，在以 GDP 为纲的思维模式下，政府采用积极的财政政策 + 宽松的货币政策刺激经济，发改委大量批准项目，基础设施建设投资增速大幅提升，货币供应量大幅提高，工业品需求大幅增加，经济出现明显回暖，工业品价格回升。人民币存在单边升值预期，在中国经济复苏确定的情况下，热钱大量流入，由于其高风险偏好，主要流向是房地产和股市，加剧房地产和股市的上行。基建投资项目完工之后，地方政府倾向于借新还旧而非偿还本金，导致融资需求居高不下，再叠加热钱流入，在经济出现明显回暖的情况下，央行难以进行回笼操作，货币供应量仍在增加。经济很快由回暖走入过热，高通货膨胀和高地产泡沫同时出现，资金成本快速上行。由于经济增速已经超过潜在增长率，同时高利率使得企业继续无法继续加杠杆，高经济增速难以维持，在出现外部冲击时，经济将进入快速下滑周期，直至新一轮经济刺激的出台。

2009 ~ 2012 年是一个完整的旧常态周期。2008 年金融危机之后，中国 GDP 增速由超过 10% 降低至 6.6%，为了应对突如其来