

经济学家

周翔

学术顾问:(按姓氏拼音排序)

巴曙松 蔡继明 陈东琪 陈栋生 程恩富
迟福林 戴圆晨 范恒山 樊纲 高尚全
顾海兵 谷书堂 贺茂之 洪银兴 黄范章
贾康 江春泽 金碚 李成勋 李江帆
李李文 李维安 刘诗白 刘伟 刘涛雄
茅于軾 任玉岭 宋洪远 宋守信 宋养琰
谭崇台 王东京 卫兴华 魏杰 吴澄
徐长友 晏智杰 杨家庆 杨杰 张曙光
张晓山 张卓元 赵人伟 郑新立 朱铁臻
周叔莲 周天勇 邹东涛

学术支持:
清华大学新经济与新产业研究中心
中央财经大学中国改革和发展研究院
总顾问:成思危(原全国人大常委会副委员长)
高级顾问:张文台(全国人大常委会第十一届副主任)
编委:管益忻 陈宇 黄文夫 赵红 李千 吴明伏 白卫星
编委会主任:管益忻
副主任:陈宇
主编:管益忻
常务副主编:启文
副主编:白卫星
编辑部副主任:刘立华
主编助理:何超

第94期(总第207期) 2015年4月12日 星期日 乙未年二月二十四 投稿邮箱:jixjzb@163.com 地址:北京市海淀区大慧寺路8号 邮编:100081 电话:010-62135959 本刊订阅方法:网界“云阅读”搜索“经济学家周报”即可订阅。 本报所刊载文章系作者观点,均不代表本报意见

“新常态”下的中国央行转型

余永定 中国社会科学院学部委员

我以极大兴趣认真拜读了中信证券固定收益首席分析师邓海清、陈曦博士(编注,以下亦称作者)所著《再造央行》。该书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,并在此基础上对中国央行在新常态下的转型提出了有价值的建议。

作者认为,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,中国央行货币政策需相应调整。该书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变化的基础上,作者从六个方面讨论了中国央行转型问题。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,因而中国央行保持对政府独立性的必要性很低。按作者说法,“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”,但中国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,中国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。

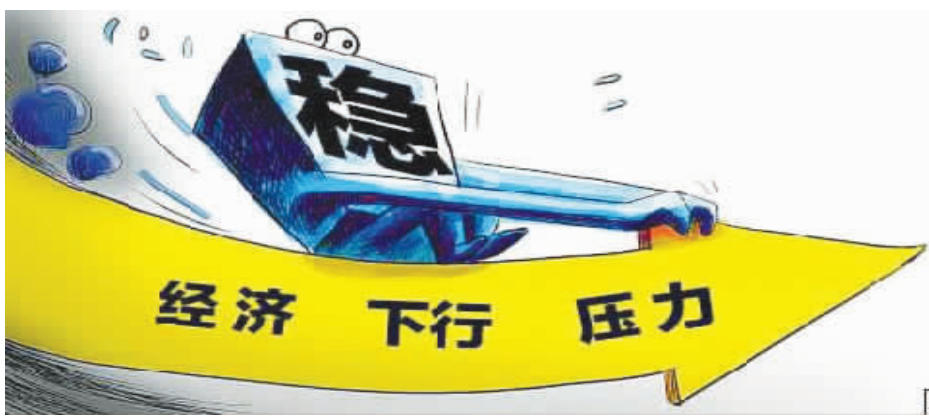
第五,是建设市场化金融基础设施,为实现利率市场化创造必要条件。

最后第六点,是中国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,该书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认真对待。我特别欣赏该书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,邓海清、陈曦则非常清楚市场化并不等于自由化。他们的这一理念在其对利率市场化的讨论中得到充分体现,“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,如何完善中国央行利率调控框架,如何理顺利率传导机制,如何实现资源配置效率优化,如何发挥市场配置资源的决定性作用。”

同时,他们也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的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率。这样,对这类企业的资金供给和需求同时增加(其利率可能高一些也可能低一些),资金大量流入这类企业。而非中小企业则难以获得资金,从而造成非中小企业融资贵、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。

如此一来,结论很清楚:必须首先准备好必要的市场条件,否则利率自由化很可能是弊大于利。鉴于利率市场所面对的种种障碍,作者提出:“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。”这一观点(特别是第一、第二点)对中国利率市场化路线图制定具有重要参考价值。《再造央行》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。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。

“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(特殊目的实体)、SIV(结构投资载体)等金融机构和

MBS(住房抵押贷款证券化)、CDO(CDO担保债务凭证)、CDS(信用违约互换)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。

另一方面,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”很可能坍塌。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资产抵押商业票据(asset-backed commercial paper, 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。

《再造央行》中则对中国的期限错配的种种表现做了翔实的归纳,“在中国,‘期限错配’的情况较为普遍,且是金融机构盈利的重要模式。具体来讲,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,购买X亿国开债,第二天偿还X亿隔夜资金的同时,再借入X亿资金,维持X亿利率债持有不变,如此每日操作,则可以实现获取利率债的收益

率,而付出隔夜拆借利率,从而实现套利。”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。《再造央行》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。《再造央行》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。这方面的问题在第一章第三节“基础货币投放方式为什么重要?”中比较突出。例如,作者认为:“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;而在国内,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。”

我认为上述划分是不正确的。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。中国同西方的不同主要有两个方面:第一,在“旧常态”下中国的空开市场操作主要表现为“对冲操作”,通过发售央行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、陈曦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。(下转02版)

在西欧寻求“一带一路”突破口

赵磊 中央党校国际战略研究所教授

除了经济利益之外,“一带一路”正在弥补中欧之间的认知鸿沟。在中国人眼中,西欧不再是古老僵化的城堡;在西欧人眼中,中国不再是刻板古老的城墙。世界中心也许会逐渐由以“美—大西洋—欧洲”为核心的“基督教文明圈”开始转向以“中—欧亚腹地—西欧”为核心的“多元文明圈”。就“一带一路”的落地而言,西欧板块值得期待。

亚投行的成立使西欧国家成为“一带一路”最重要的朋友圈,可以看出西欧国家高度重视中国市场以及这一战略的机遇。但目前存在的问题是:西欧国家不知道如何对接中国的“一带一路”;中国的城市和企业不知道如何开拓西欧板块。对此,既要去弥补认知差异,也要去弥补需求差异。就需求而言,中国城市和企业要首先明白的问题是:中国向西欧卖什么,中国向西欧买什么?对西欧国家来说,也要思考同样的问题,什么样的西欧对中国有吸引力?当然,西欧国家不是一个整体,各有各的竞争优势和利益需求,中国要做到游刃有余,必须先知己知彼。

与中国存在同质化竞争的法国

法国是西欧面积最大的国家,约为欧盟面积的1/5。法国的优势产业包括民用核能、高速铁路、航空与航天等。今天,核电以及高铁是中国企业率先“走出去”的优势产能,但这些都是法国经济赖以安身立命的根本。显然,中法之间存在同质化竞争关系。

对法国而言,“法国制造”有两个层次:一是以幻影战机、高速列车以及核电站等为代表的高科技产品;二是以香水、名包等为代表的文化创意与时尚产品。在第一层面,高调“走出去”的中国高铁与核电无疑对法国形成了相当大的竞争压力。

但是,“丝路经济”的本质不仅仅是竞争,更强调资源整合基础上的包容共进。以法国高铁为例,它就需要中国“鲑鱼”激发活力。法国高铁TGV,是由阿尔斯通公司和法国国家铁路公司设计建造并由后者负责运营的高速铁路系统。1981年,巴黎—里昂高铁专线投入使用。这是继日本新干线之后,人类历史上第二个投入运营的高铁线路。

由于法国高铁在欧洲运营最早,其多项标

亚投行的成立使西欧国家成为“一带一路”最重要的朋友圈

可以看出西欧国家高度重视中国市场以及这一战略的机遇。但目前存在的问题是:西欧国家不知道如何对接中国的“一带一路”;中国的城市和企业不知道如何开拓西欧板块。对此,既要去弥补认知差异,也要去弥补需求差异。

准一度成为欧洲高铁技术的基础,它至今仍是列车行驶最快速度的保持者,让法国成为欧洲高铁最具话语权的国家。例如,法国和英国之间的“欧洲之星”等列车无不是法国出产。

但是,在日益竞争的全球高铁格局中,法国高铁昔日独领风骚的局面一去不复返。一方面,除传统竞争对手如德国、日本外,韩国、西班牙、意大利等新兴力量日逐强大。另一方面,2008年全球金融危机之后,价格已取代速度成为吸引消费者的关键因素,法国高铁的乘客日渐稀疏。

因此,中国高铁同法国高铁合作具有战略意义。一方面,中国高铁有很多技术来自法国;另一方面法国更了解欧洲市场,中国需要借助法国的人才与经验去开拓欧洲市场。在这方面,中法高铁市场要互相开放。预计会有更多的中国企业出现在法国以及西欧国家的高铁、码头、港口、机场、核电等基础设施领域。

文化产业是法国的另一大优势,是法国最强大的、可持续的动力,这也是中国的硬需求。中国各地市都非常重视发展文化产业,但目前的起点很低,还基本停留在“卖门票”阶段。因此,除高铁、核电外,中法两国可以在文化创意产业、旅游服务业等领域开展深层次合作。两国未来可以在丝路节点城市建立“中法文化产业园区”,孵化与文化产业相关的各类企业,提升中国企业以及城市的文化品味与艺术气质。

“重商主义”与“人文主义”并重的英国

英国兼具“重商主义”与“人文主义”的双重性格。“重商主义”来自英国略显被动的地缘条件,缺乏资源令它必须灵活务实地寻找经济上的合作伙伴。“人文主义”来自英国推崇渐进主义的民族性格,不轻易破坏什么,非常重视传承。所以,英国至今没有“国庆节”(National Day),但英国在文学领域有莎士比亚、在科学领域有牛顿、在经济学领域有亚当·斯密、在自然科学领域有达尔文……

英国重视中国不是背弃美国,而是“重商主义”基因使然。英国需要中国的投资去更新老旧的世界工厂和基础设施,华为、中兴等中国企业在中国更受欢迎。最近,笔者在伦敦与英国政府政策内阁部长奥利弗·莱特文交流。部长曾是牛津大学教授,他直率地表露:英国希望中国各类企业加大对英投资,以升级英国制造业水平,从而将产品出口到中国。可见,全球进入新一轮的经济增长周期,中国既是投资的需求国,也是投资的被需求国。

英国加入亚投行,有巩固其国际金融优势的考量。英国是第一个和中国签订双边本币互换协议的七国集团成员国。目前在中国之外的人民币支付有62%在伦敦进行。“一带一路”有五通建设,其中包括政策沟通、道路联通、贸易畅通、货币流通、民心相通,而以货币流通为核心的金融支持是重中之重。英国显然意识到,在中国人眼中,英国是有金融魅力的;英国人自身也充满了自信,认为世界的四大金融中心,有三大是与英国有关的,即伦敦、新加坡、我国香港。在目前的城市定位中,陕西等很多省份提出要打造金融中心,因此中国城市的确要利用英国的金融优势以“借船出海”、“借力发力”。预计,陕西、上海等省份会主动加强同英国的合作与交流,既包括金融信息发布、金融人才培养,也包括“丝路金融”标准的打造等。

“人文主义”、“绅士风度”等吸引着中国留学生远赴英伦。今天,英国大学对中国留学生的依赖程度越来越高。目前,英国大学本科中,来自欧盟其他国家的留学生人数显著减少,而中国学生日益激增的出国需求也能够弥补这个空缺。2014年,中英签署了一系列新协议,其中包括旨在未来3年加强中英教育合作的框架协议等。目前,中英教育合作有很多成功

的典范,如西安交通大学和英国利物浦大学合作在苏州创立的西交利物浦大学,以及英国诺丁汉大学与浙江万里学院合作创办的宁波诺丁汉大学等。在中国,很多社会精英都知道英国的“志奋领”留学项目,笔者也曾于2010年参加该项目,其间英国主办方还主动安排大家赴比利时、科索沃等国家和地区实地走访,英方的细致与高效给大家留下了深刻印象。去年一年,笔者先后去诺丁汉大学和牛津大学,充分感受到中英教育合作的广阔前景。牛津大学的副校长表示,英国教育的宗旨是培育社会的精英意识,即批判性思维、独立思考、跨学科知识、国际化视野、高度的社会责任。上述精英意识也是中国社会的稀缺资源,中英人文合作前景广阔。

中英两国可加强“一带一路”的媒体合作。传媒业在英国相当发达,英国是有传媒话语权的国家,中国有正在崛起的传媒市场。媒体合作的内容可以包括,联合开展问卷调查,了解受众对“一带一路”的关注倾向;联合拍摄纪录片,展现真实的该战略的面貌;加强传媒理念与产业沟通,联合培养传媒类人才;全面加强报纸、杂志、书籍、电视、广播以及各种音像制品等传媒领域的双边合作。笔者在英国访问期间,常常去英国的书店看有没有与中国相关的书籍,很遗憾,在书架上与中国的书籍少得可怜,而且主题常常是神秘、异类的中国,这样的片面知识难以铺设平坦的合作道路。总之,传媒影响力属于文化软实力范畴,理应成为中英两国丝路合作的焦点。

得意“制造业”的德意

有人认为,欧洲只有两个国家是以制造业为基础的,一个是德国,另一个是意大利。

德国是当今世界第四、欧洲第一经济大国。在欧债危机背景下,德国经济表现相当耀眼,被称为欧洲危机的中流砥柱。“德国制造”是德国的金字招牌,代表着品质与卓越。机械制造设备制造业是典型的出口导向型产业,是世界第一大机械设备出口国,75%的机械设备产品销往国外。在机械制造业32个产品领域中,德国产品在16个领域为世界出口第一。汽车、机械制造、化工医药和电子电气是德传统四大支柱产业。

德国企业成功的秘诀,是高度重视研发,不断提高核心竞争力。而中国企业的短板是渐

进性创新不少,但突破性创新不够。“德国制造”对中国的启示是:丝绸之路要有产品可卖,就要做真正有品质、有品牌的产品。为什么中国作为一个制造业大国,国人却要跑到日本去买马桶盖,一则我们的很多产品缺乏品质,假冒伪劣产品太多;二则我们的产品没有品牌,没有在消费者心目中建立忠诚感和美誉度。因此,致力于“一带一路”的中国企业要有品牌意识,要做有文化、有社会责任的中国企业。以城市为例,广东阳江是中国“刀剪之乡”,但在广东之外,很少有人知道它。因此,阳江可主动同德国展开刀剪产业合作,打造“中国版的双立人”。

意大利有“中小企业王国”的殊荣,致力于发展中小企业的中国丝路城市应该主动对接意大利。食品、服装、家具是意大利的传统优势产业,俗称“3F产业”。意大利中小企业在国民经济和解决就业方面都发挥着重要作用,这类企业吸纳了全国近82%的员工。但目前它们的发展面临难题。一方面,意大利政府外债缠身,没有足够的资金支持中小企业;另一方面,意大利人思想相对保守,骨子里有小富即安的思想,缺少创新的主动性。所以,意大利企业的优势不断被外国企业所蚕食。为此,意大利需要开拓中国市场,后者也要积极对接前者。预计会有更多的中国中小企业企业家去意大利拜师取经,意大利也不会放弃这个有前途的学生。从某种程度上说,中小企业是一国经济健康状况的晴雨表,也是丝路经济活跃的晴雨表。

保持对“一带一路”的冷思考

首先,不要误读中欧关系。在经济上亲近中国,并不意味着西欧国家在战略与安全上背弃美国。在经贸上充分合作,并不意味着在人权与价值观上,西欧国家会改变审视或刁难中国的标准。西欧国家在人权问题、达赖以及西藏等问题上的干预仍可能影响中欧合作。

其次,要摒弃“一带一路”宿命论。既不应对它过度政治化,也不能动辄给它贴上宿命论标签,如它将成为“国际关系史上最大的烂尾工程”、或是新版“朝贡体系”等。它的成败与否关键看大家怎么做。当大家汇聚智慧、聚精会神重视它的时候,它已经成功了一半,成功的另一半则是“逐步落地、惠及民众”。当然,中国是这一战略成败的关键力量,前提是看清楚该战略的具体目标,否则,率先走出去的中国企业先锋会一个个倒下。(下转02版)