



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革 ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

殷剑峰：完善财政体制，建立基于国债的人民币发行机制

我们这个环节是“完善金融基础设施”，刚才杨涛说我这个主题跟金融基础设施没有关系，实际上此言大谬。

金融体系最基本的功能是什么？是为全社会创造货币，创造作为交易媒介和价值储藏功能的货币，所以货币的创造机制是整个金融体系当中最为基本的金融设施。

狭义货币、广义货币是各种存款，这个存款是商业银行在拿到基础货币之后通过它的资产运作创造出来的派生货币。商业银行的基础货币又来自于哪儿？基础货币是中央银行的负债，中央银行创造基础货币又是通过中央银行资产端的运作创造出来的，所以中央银行资产端的运作是创造基础货币乃至创造整个货币的核心。我们现在的货币是不兑现的信用本位制，很多人认为作为信用货币必然是基于主权信用，也就是说中央银行通过在资产端购买以国债为主的对中央政府债权形成了基础货币的投放。事实上是不是这样？这里给出大概

殷剑峰

国家金融与发展实验室副主任

对外经济贸易大学金融学院教授

浙商银行首席经济学家

22 个经济体，这 22 个经济体 GDP 占全球 GDP 的比重接近 90%，以这 22 个经济体中央银行资产端的结构来看，发现三个特点：

第一，对于大多数经济体的央行来说，对中央银行的债权都不是主要资产，是主要资产的主要有美国、日本、加拿大以及某一个时间段的英国。

第二，大多数央行持有的国外资产都显著超过了其他资产，也就是说大多数经济体的基础货币的投放都是基于国外信用，而不是基于主权信用。

第三，央行持有的对中央政府的债权，也就是说主权信用，与国外资产，就是国外信用之间存在着显著的负相关关系。国外资产如果越多，主权信用就越少。

根据这种分类，将这 20 多个经济体的基础货币的投放分为三个模式：第一，包括教科书《货币银行学》上都在讲的，央行通过买卖国债吞吐基础货币，这种主权信用模式只是极少数国家的特权，包括美国、加拿大，这两个是联邦制国家，包括日本以及某一个时间段的英国，这两个是单一制国家。第二，大多数国家是什么情况？外汇资产模式，包括中国、印度这些新兴经济体，以及瑞典、瑞士这些小型开放的发达经济体，也就是说这些经济体货币的发行是基于国外信用。第三，混合模式。包括南美、巴西、阿根廷，以及欧元区为主的欧盟。

这里有一个问题，很多人会猜测，基础货币不是以国债为主的对中央政府债权为主要的投放渠道，是不是因为这些经济体的国债市场不发达？我们再次给出这 20 多个国家中央银行持有的对中央政府债权的比重以及国债市场深度，发现一个很明显的特点，比如以美国为例，美国的货币投放是主权信用模式，

国债市场深度是 24%，即国债规模在 2007 年是 GDP 的 24%，中国是外汇资产模式，国债市场深度是 20%，很显然，不是因为国债市场不发达。

为什么基础货币投放不是主权信用呢？三个相互联系的原因：

第一，固定或准固定汇率制度，IMF 将 170 多个经济体的汇率制度，从自由浮动到固定汇率制，分成了很多种类型。可以发现，这些主要以外汇资产来投放基础货币的经济体，实施的要不是固定汇率制度，要不是基于自由浮动和固定汇率制度之间的中间汇率制度，以中国、印度为典型。

第二，小型开放经济体。在资本账户开放的情况下，小型开放经济体面临的问题就是，外部均衡的目标一定比内部均衡更为重要。

第三，财政纪律松弛。这些不能以主权信用来投放基础货币的经济体都面临一个问题，就是长期存在高的财政赤字，而高的财政赤字其中很重要的一个因素是中央和地方政府的关系，比如巴西、阿根廷都是联邦制国家，以阿根廷为例，阿根廷在 1991 年将阿根廷比索转为盯住美元、盯住汇率制，从那时开始，阿根廷中央银行每投放 1 块钱的比索就必须有 1 块钱的美元相对应。为什么转向那个制度？原因很简单，因为阿根廷的联邦政府无法约束地方政府。地方政府的扩张冲动，再加上赤字压力，这种财政压力转给中央政府，中央政府的债务又通过中央政府债务的货币化，形成高额的通胀压力。

另外一个比较独特的经济体就是欧元区，欧元区是货币统一、财政分权。实际从某种意义上来说，欧元区是一个邦联制的国家，没有中央政府，所有的主权债务事实上都是地方政府债，非常类似于中国今天的情形。

人民币基础货币的投放模式，从 1985 年开始有基础货币统计以来，大概分为三个阶段：第一个阶段，1985 年-1994 年，基础货币的投放主要是央行给商

业银行的再贷款；**第二个阶段**，1998 年开始，外汇资产为主要的**基础货币投放渠道**；**第三个阶段**，2004 年开始，由于多种因素的影响，**外汇占款、外汇资产占央行基础货币投放的比重开始下降**，而央行对商业银行的再贷款又开始上升。

回顾一下 1998 年之前的再贷款模式，对今天的基础货币投放有一些启示意义。当时之所以有再贷款，是因为在计划经济向市场经济转轨的过程中，**整个央行信贷规模管理依然是央行控制货币、控制整个经济的直接手段**。在这种手段下，再贷款事实上是整个信贷规模管理的一个工具，是一个指令性的指标。与此同时，与资产方再贷款相对应的基础货币也是不完善的，因为当时的基础货币是央行通过高额的法定存款准备金来分配商业银行，当时叫专业银行的资金，进行地区间和银行间的调剂。

当时还有一个很重要的背景，就是在**财政包干体制下，形成了地方政府财政分权下的倒逼机制**。地方政府的投资冲动、GDP 冲动，倒逼中央银行投放再贷款，形成了货币超发和高额的通货膨胀压力。

再贷款模式到 1998 年外汇资产模式的改革，其中背后有三个重要的因素，就是大体都在 1994 年发生的三次重大改革：**第一，外汇体制改革**。以人民币汇率并轨为标志的外汇体制改革，开启了中国“双顺差”的模式，外汇储备乃至央行的外汇占款不断增加。**第二，财政体制改革**。以分税制为标志的财政体制改革，形成了事权下放、财权上收的格局。**第三，金融体制改革**。从央行体制建立到商业银行、到非银行金融机构、到金融市场，核心的标志是金融权力上收。

外汇体制的改革在人口红利的背景下开启了长期的“双顺差”，可以看到从 1994 年外汇体制改革之后一直到 2014 年，除了极少数年份经常账户以及资

本账户（现在称为非处置性质金融账户）都是顺差，这就决定了外汇资产持续的积累必然构成基础货币投放的主要模式。

财政体制改革的本质特征，就是事权到地方、财权到中央，形成中国式的中央和地方的财政分权，这个财政分权有三个基本特征：**第一**，从财政支出的比重看，中国是财政分权程度最高的国家，分权程度甚至高于美国、加拿大这样的联邦制国家。**第二**，从财政收入的比重看，尤其是从地方政府几乎没有税收自主权的角度看，中国又是财政集权程度最高的国家。**第三**，由于事权下放、财权上收，地方政府财政支出的亏空，就依靠中央的转移支付，以及在2009年之后的债务融资。分税制的另外一个结果就是两个比重的提高，就是财政收入占GDP的比重和中央财政收入占全部财政收入的比重，两个比重提高，这两个比重的提高有一个间接的含义，就是国债作为弥补中央财政赤字的工具，不再具有重要的经济意义。

第三个方面，金融体制改革，这个导致再贷款逐渐退出舞台。

2014年之后，现在形成的外汇资产模式遇到挑战，由于“双顺差”的结束、资金的流出，外汇储备乃至外汇占款增速持续下降甚至负增长，与此同时，在上世纪80年代、90年代初，作为信贷管理工具的再贷款似乎又有兴起的势头。当前这种基础货币投放的模式有什么缺陷？首先外汇资产模式，可以看到，人口红利的结束意味着这种模式已经不可持续了；再贷款模式，央行通过提供各种“粉”的再贷款模式，作为一种临时性的维持基础货币供应的手段，是无可厚非的。但是有三个重要的缺陷：**第一**，规则随意，信息不透明，**第二**，扰乱了基准利率，不利于传达政策意图。**第三**，隐藏道德风险，逆向选择，甚至不排除有寻租问题。

归根到底，再贷款模式不是真正的基于主权信用的货币发行模式，主权信用模式是人民币发行的必然选择。主权信用模式怎么来发展？主权信用依靠国债。国债能够支撑基础货币投放吗？我们给出 2007 年 20 几个经济体国债比上基础货币，发现中国国债相当于基础货币的 0.52 倍，而且从纯增量来看，从 2008 年-2018 年，我们每年国债增长只有不到 9 千亿，基础货币每年 2 万多亿，国债的存量和增长规模根本支撑不了主权信用模式的延续。

一个引申的含义就是，要发展国债市场，扩大国债市场的深度。但是可以看到，这张图给出 2001 年-2017 年国债市场深度，只有中国的国债市场深度是在下降的，背后是什么因素？因为 2009 年全球危机之后，中国特色的危机救助，“事权下放”和“债务下放”，其他国家都是中央政府债务扩张来支持经济的复苏，但中国靠的是地方政府。债务下放导致的结果就是，国家债券市场结构也发生了变化，这个与其他经济体也是不一样的，在主要经济体中，只有中国的债权市场中地方政府债超过了国债的规模。

未来怎么改革？很显然，财政体制。财政体制根本缺陷，总结起来三点：第一，我们是增长型或者建设型或者发展型的财政体制，这种地方政府追求 GDP 的锦标赛，使得经济事务型支出比其他经济体高，扭曲了政府的职能。第二，不适当的财政分权，导致非常严重的纵向财政不平衡，这种纵向财政不平衡不仅表现在收支上，还表现在债务上。第三，全球危机之后应对危机的金融稳定职责按理说是中央政府的，在我国完全推给了地方政府。

所以财政体制的改革，很多学者愿意讲财税体制，实际上这是有偏误的。因为财政体制不仅仅是经济基础的问题，实际上涉及到上层建筑的问题，如果财政体制不改革，我们今天讲的金融供给侧改革实际上也是有问题的。

当然还有主权信用模式要解决存量问题，我们基础货币占 GDP 的比重是全球最高的。为什么会有那么多基础货币？是因为外汇资产累计形成的。所以解决基础货币存量问题，建议将现在大量的不具有流动性、不具有派生货币创造功能的法定存款准备金以及与之对应的外汇资产全部剥离出央行资产负债表，成为一个以外汇资产为支撑的债券。

最后简单说一下国债的功能。国债首先是一种财政工具，有重要的财政功能，包括资源配置、收入分配和经济稳定功能，国债还是一个重要的金融工具，它有金融功能。记得李扬老师在 1999 年就有一篇文章讨论国债的金融功能，但这种金融功能被极大的忽视了，国债关键性的金融功能就是为全社会、为整个经济金融体系提供安全资产。

谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。