

演讲 NO: 2018 年 7 月

人民币的脱锚与重新锚定

曾刚

国家金融与发展实验室 副主任

演讲时间：2018 年 7 月 28 日 来源：新浪财经

演讲背景：“2018 中国资产管理年会”近日在上海召开，中国社科院金融所银行研究室主任曾刚在风口投资主题论坛“大类资产配置：投资机会在哪儿”中表示，一个货币未来的价值完全取决于什么？未来购买力。未来购买力取决于公众的预期。从原来有实物支撑的货币到信用货币的时代，整个运行轨迹是完全不同的。所以为什么会发现信用货币体系下面的通胀会变得越来越多，货币环境波动非常多，但是极端的波动少了。

演讲内容：

大家下午好！很荣幸跟大家做一个交流。但是也很惶恐，原来主办方的题目是之前确定好的叫“十年投资的机会”，而且我看了一下是风口投资的主题。昨天我觉得这个题目让我讲可能不太合适，昨天下午收盘的时候看了一下我股市账户，目前收益率水平是负的 61.13%，最低的时候还不止，我不小心踩雷了。作为这样一个投资业绩给大家讲风口投资有点不太合适，我从风口掉下来的那个。但是要和主题相契合，昨天晚上琢磨了一下给大家讲一个很基础的问题，但这个可能会对大家的投资有一些帮助，理解中国正在发生的一些比较重大的基础性的变化。

货币金融学里面非常基础的一个东西，货币的价值。大家知道你去做投资，所有的资产价格和货币价值有很大关系的，但货币的价值在不同的货币体系下面是不太一样的，我也不展开讲，这是非常漫长的演进的过程，但是会发现是非常重要的一个变化。从早期的金本位到后来的金汇兑本位、布雷顿森林体系、信用本位。早年自己就是商品、有内在价值，外在的交易价值取决于内在价值。后来逐渐的，使用中的货币和内在价值，开始逐渐的脱钩。今天我们还在买黄金，但黄金不是货币了，作为一个储值资产是可以的，但本身不构成对货币本身价值的保证。但是在布雷顿森林体系崩溃之后，全球货币进入到

了无锚的时代，没有内在价值。一个货币未来的价值完全取决于什么？未来购买力。未来购买力取决于公众的预期。从原来有实物支撑的货币到信用货币的时代，整个运行轨迹是完全不同的。所以为什么会发现信用货币体系下面的通胀会变得越来越，货币环境的波动，极端的波动少了，但是波动会非常的多。所以大家有兴趣研究过去一百年货币政策史会发现非常有意思的变化，不停地在货币本位变化过程当中寻找怎么样把这个货币锚定，让货币环境更加的稳定。

信用货币体系下，我们今天所处的环境，一般情况下面，美元拿在手里面，没有黄金兑付义务的，但是价值取决于我们对它的信任，所以说我们现在中央银行的操作，考虑更多的是怎么样稳定公众的预期。让大家的心理稳定，未来的价值是稳定的，来给一个没有内在价值的货币提供未来的支撑。但是只有大国的央行才是可信的，即便美国的央行也不是这么可信的。大家也都知道，不然也不会有沃尔克这样的英雄。需要一个非常慢的构建信心的过程，这个过程是很漫长的。很多小国很长时间没有办法建立起来，全世界有很多国家，锚定美元，给自己的货币提供内在的支撑。像香港的联系汇率制，是一个货币发行制度，把自己的货币发行和美元挂钩，间接的给自己提供内在价值支撑。

我用这个过程很简单的讲这么一个过程，让大家理解，有助于理解我们中国货币制度在过去一段时间的变化，这是非常基础的东西。

中国货币制度某种意义来讲实际上有一点挂钩美元的意思，内在的锚。为什么这样讲呢？90 年代开始，94 年汇率改革之后，我们开始有强制结售汇制度，人民币汇率开始盯住美元，尽管我们中间也会调整它的价格，但实际上在很长时间是比较稳定的。这种情况下面，会发现因为所有的超额的外汇储备都会转化成你的基础货币，因为都会卖给央行，央行这边会把它交给银行，形成银行体系、金融体系新增的流动性，基于这个流动性再去创造更多的货币。所以这个货币制度，通过汇率的体系、汇率的制度，某种意义来讲把人民币的供给和美元的数量，央行的储备，挂起钩来的。这个意义来讲，人民币某种意义上是锚定美元的，当然我们不承认是完全，还是有一定调整空间。当然会发现美元数量的变化、储备数量的变化对整个中国的经济或者整个货币环境的影响是非常大的。

从 94 年形成这样一个体制之后，这样一个体制形成，一旦外储备增加，我们整个金融体系的基础货币供给就会增加，整个社会信用创造能力就会增加，这个机制一直延续到今天都没有发生根本的改变。我们会看到现在这种波动的幅度是在扩大的，但是波动幅度之外仍然有着很强的管控。

后来有一些变化，放宽它的波动幅度，对直接影响的范围减少，但实际上还是有系统性的影响。到今天为止我们这样一个锚定美元的制度还是在客观上面产生着作用。这是很重要的一旦。意味着很大程度上面我们中国的货币政策或者货币的供给受到了我们储备变动的影响。这个有好处也有坏处，坏处是一定程度上面丧失了货币政策的自主权，某种意义来讲经济变动如果和美国不同步，储备变动或者资本流动会对我的经济造成干扰，今天我们特别能感受到这一点，美联储加息，我这边去杠杆，很难受。但这是原来锚定所付出的代价。但是也有好处，货币本身提供了边界约束，某种意义讲，货币供给是不会超过你的储备太多的。这种情况下面不太会形成过于多的货币的供给，当然我们会看到在 94 年这个制度形成之后，中国的恶性通胀的概率和次数明显的减少，现在物价变动，中国很少有经过非常长时间高速发展中国家没有产生非常严重通胀的国家，某种意义讲和锚定美元的制度有很大关系的，客观上面形成货币供给的约束。这是关于制度情况。

接下来可以很明显的看到过去的时间汇率的变动和储备变动的情况，汇率变动是非常稳定的，不是每天在调整的，是非常稳定的变化。最近几年随着我们汇率改革的发展，慢慢这种波动的范围开始扩大，但这个影响是客观存在的，储备在不断地增长，然后下降。

我们可以看到外汇储备的变动和基础货币的变动有高度的相关性。这个相关性，刚才讲到会带来我们的问题，一旦我们国内的经济变动和储备变动的需求不太一样情况的时候，对国内货币政策形成干扰，会形成一些对冲的操作。我们可以看到当央行几乎对冲的时候，这个基础货币变动和外汇占款之间的变动就会出现裂口。观察到两次比较大的变动，这个时候我们内部货币的变动和美元储备的变动，这个锚之间的关系，开始出现短期的分化，这个分化是我们内部去对冲形成的。之前的对冲通过央行票据的发行，03 年之后，通过央行票据的发行对冲过多流入的热钱，降低我们基础货币的投放。第二次对冲是去年开始的，大量的对冲，储备在减少了，按道理来讲流动性也应该减少的时候，但是央行并没有减少对市场流动性的投放，当然流动性的投放不是通过降准完成的，而是通过大量各种各样的新的流动性工具。对冲是短期的，不可能是长期的，因为对冲除非你改变你基础的制度，不然的话对冲有效性在短期是有效的，长期是无效的。

我们看到做了两次央行对冲操作，第一次在 03 年之后对冲操作，通过央行票据的发行，后来开始转为用存款准备金率的提升，多余的流动性抽走，避免储备增加过多对我的影响，但这种操作也是不可持续的，持续时间不会太长。

第二个外汇占款下降时期，2017 年以后，大家看到很明显的，央行通过其他的方式向市场体动流动性补充由于外汇占款增速下降导致流动性的缺口，因为这个时候储备的增长已经赶不上基础货币增长的需要了，这个时候人民币供给和储备锚之间的关系就会越拉越大，需要新的流动性投放的手段，考虑用新的方式去解决这个问题。

这个过程当中也可以看到整个货币信贷的增长，在这个过程当中基本上趋于平稳，和美元挂钩的情况下面。

CPI 的变化可以明显的看到，94 年之后中国整个 CPI 的波动开始变得比较平稳，意味着货币增长的速度或者投放和实体经济实际上开始挂起钩来，受到美元储备的约束。货币投放和基础货币供给，如果保持一致，意味着不会偏离太多。客观上面形成了好的约束。但是在这之前货币供给是没有客观规则，所以会发现整个环境，价格变动趋于平稳。

最后简单讲一下现在的情况。我们现在考虑的，过去十几年中国基础货币的供给的增长或者减少在很大程度上面都是和外汇储备的变动是有很大大关系的，这个原因也是因为我们刚才讲到的汇率制度和结售汇制度决定的，这个制度有好处的，让我们整个物价走平，货币控制变得非常的平稳，相对比较平稳的，过去十几年当中货币政策总体来讲是非常有效的。这是有好处的。

但坏处是什么？会让你丧失一定的货币政策的独立性，就好像今天美联储加息，资本外流的情况下，我想稳经济，这二者之间有不可调和的矛盾，如果坚持这样下去，可能没有办法维持现在汇率的稳定或者资本项目资金自由的流动。

经济持续要增长的，对货币需求也会持续的增长，我们不考虑对冲经济下行需要的宽松政策，趋势上面，一直锚定美元需要你的储备要持续的增长，但这个在当下的环境是不太可能的，且不说现在正在发生的贸易冲突。未来要想持续储备的增长，可能性是没有的，在当下情况下面。意味着需要探讨新的货币投放的途径，从长期来看。所以从这个角度来讲，被动需要脱锚的，没有那么多美元储备支撑你的发展。

第二个稳增长的需要，现在经济周期不同步，我们现在还有稳增长的需要，而且未来一段时间可能还会如此。这个时候要主动的减少它的干扰。这是第二个需要脱锚。

第三个这个脱锚是需要手段保证的，刚刚讲两边不同步，脱锚的情况下形成对汇率的压力以及资本流动的压力，这一块可能需要管制的强化进行限制。长期看，如果放得更长远，短期刚刚讲了，这么一个纠结的不可能三角。长期看，任何一个国家，包括看美联储也是一样，货币失去了外在的锚，以前挂钩黄金，脱钩之后，很长一段时间重新寻找价值中枢的时候，花了很长的时间，直到沃尔克用了一个非常严重的箫条，重新

建立起了对货币政策稳定预期以及之后政策不断地完善，到今天，已经形成比较稳定的预期，但这个过程是非常漫长的。

我们现在考虑的两个问题可能有影响的：第一个，脱锚以后货币供给机制是怎样的？现在没有想清楚，美国那边货币供给机制是美联储不断地买国债形成的。在中国现在没有这么多国债可以买，央行以什么方式提供？债务方式提供，各种流动性便利，但这对整个市场的成本是很高的，而且是短期的。这意味着未来要讨论的，未来央行需要寻找可持续的，能够替代这个外汇占款基础货币供给持续增加的路径，这一块可以去探讨未来是什么工具会占据主导。第二个，怎么样在这个过程中是不是维持这个价格的稳定而不出现人民币货币投放过度的问题。刚刚讲美国寻找锚的过程当中经历了比较严重的滞胀，认识这个问题之后开始回归到长期寻找的过程。我们未来的过程，当货币供给的发行失去了背后的支撑，自己可以自由决定的情况下面，多还是少，以什么样的节奏去满足市场的需要，我觉得这一块也是需要非常漫长的时间才可以完成。因为我们刚刚讲了，上个世纪七八十年代之后关于央行独立性、可信度等等研究非常多，都是针对这个因素来的，怎么样对央行进行约束，然后形成可靠的、可信的货币供给的体系。

我们现在来看，这一块在我们未来还是值得探讨的问题，因为这一块我们在此之前是没有靠自己的信誉，未来这必然也

是一个挑战。所以如果看国外在货币寻锚的过程当中，经历的这些过程，我们认为未来这种波动或者不确定性实际上是比较大。当然我们讲中国作为一个大国经济，现在的手段也很多，可探讨的方向也很多。但从目前来看，短期到长期来看，这样一个基础货币的发行制度的变化，必然会对我们整个内在的价值和外在价值都会形成持续的影响，到底会是怎么样？我们只能去观察。具体该做什么？我想待会儿上场的嘉宾对这方面比我更有发言权，科技给大家更好的启发，我只是讲一个很基础的小问题，供大家去参考。不当之处，请批评指正！

谢谢！