

中国货币制度大变革

——他山之石·海外精译系列第71期

穆启国 执业证书编号：S1100513040001

研究员 8621-68416988-208

muqigu@cczq.com

王鹏

联系人 8621-68416988-228

wangpeng@cczq.com

❖ **核心观点：**本期报告精译的是 Amundi 2016 年 3 月的报告

1. 中国货币制度从双重锚定向信用货币制度转变是绝对必要的。(1) 2005-2015 年中国的货币制度与货币局制度非常相近，人民币汇率锚定美元、货币创造锚定外汇储备，即双重锚定；(2) 2015 年之后中国决意转向信用货币制度，以获得货币政策的独立性和灵活性，开启货币政策的现代化进程；(3) 在转变的过程中，必须保持货币总量继续增加，否则经济有陷入资产负债表衰退的风险。

2. 货币制度改革两个阶段。(1) **第一阶段是切除货币系统里的不良资产为下一轮信贷周期制造空间。**管理银行以及银行间的流动性要求货币市场有充足的优质资产，由于目前可交易的优质资产很少，中国人民银行为扩大广义货币供应量 (M2) 而采用的过渡手段包括直接注入通货 (M1-M0) 以及间接注入基础货币 (M0)；(2) **第二阶段是将优良资产证券化以扩大中国人民银行的资产负债表并管理银行间流动性。**中国人民银行最近开始向国债体系转变，通过逆回购协议管理银行间流动性；(3) 中国人民银行宣布发起公开市场操作这一举措本身意味着银行的不良资产存量基本处于可控范围之内。

3. 中国的货币创造已经开始与外汇储备脱锚。(1) 中国的基础货币总量在 2015 年第四季度末率先触底开始上升，外汇储备直到 2016 年第一季度才企稳；(2) 中国人民银行在货币创造过程中用国内资产 (比如，货币市场债券) 替代外汇储备，为弥补银行间流动性短缺对货币总量的不利影响所采取的直接注入通货意在巩固这一脱锚。

4. 长远来看，随着中国货币制度改革的推进，货币政策的独立性将逐渐提高，而人民币汇率的波动将加大。

目录

中国货币制度大变革：从美元本位转向信用货币	4
从双重锚定到单飞	4
货币制度大变革的成功取决于彻底切除央行资产负债表上的劣质资产	6
结论	7
附录一：中国外汇储备与基础货币的走势	8

图表目录

图 1: 中国货币总量的演变	4
图 2: M1 与 M2 的走势	4
图 3: 中国人民银行资产负债表的资产	5
图 4: 中国人民银行资产负债表的负债	5
图 5: 外汇储备 vs 基础货币	8

中国货币制度大变革：从美元本位转向信用货币

由于中国之前的国内货币创造完全与外汇储备相关，因此中国决定放弃运行 10 年之久的盯住美元制度，改为信用货币制度，以获得后一制度的灵活性并避免加重已经初现端倪的通货紧缩。中国央行现在面临一个两难抉择：（1）要么守住人民币兑美元平价就要耗费外汇储备，但这么做的风险是国内货币总量会减少；（2）要么切断货币创造与外汇储备之间的联系。因此，2016 年 2 月 18 日，中国人民银行宣布引入公开市场操作。

转向公开市场操作是金融泡沫破裂之后中国货币政策改革的里程碑，因为这是防止货币通缩并实现货币政策现代化的唯一方式。确实，虽然中国做出了正确的决定，但中国必须保持货币总量继续增加，否则经济就有陷入资产负债表衰退的风险。货币制度向信用货币制度的有计划转变会对央行的公信力造成损失，这一损失必须通过以下两种方式予以补偿：（1）切除不合格的银行资产，（2）在货币市场操作中使用可交易的优质资产。

从双重锚定到单飞

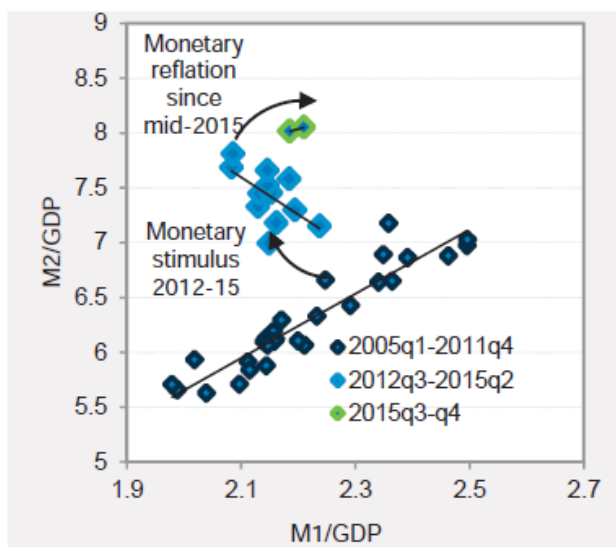
中国人民银行过去 10 年对外汇储备的依赖如今有可能造成自发的通缩。

1. 排练阶段（2005-2015）：（向上爬行）盯住美元使得中国人民银行可以受益于美联储的公信力

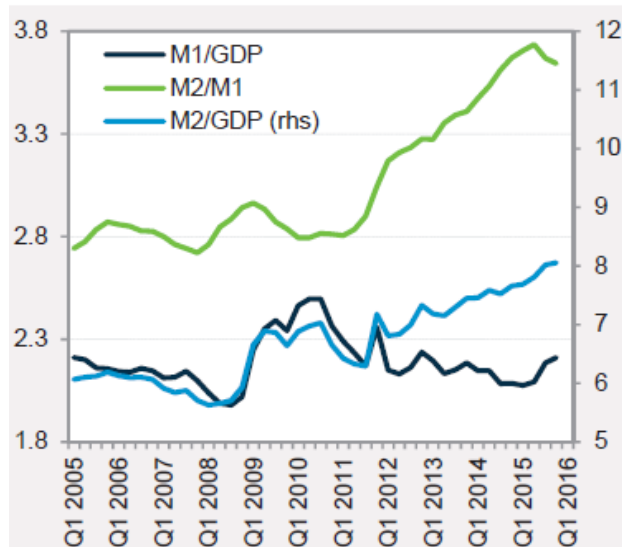
过去 10 年里，人民币盯住美元起到了两种作用：（1）围绕对外竞争力，平衡工资—物价循环，（2）把货币总量的扩张作为目标。这种双重锚定的最终目标是确保中国宏观经济战略的可持续性（并进而获得公信力），这一制度和典型的货币局制度非常相近。该制度的运行效果非常好，直到 2012 年中国新一任政府上台决定增加投向公司部门的银行信贷（参看图 1 和 2），进而加快国内广义货币的增速。

图 1：中国货币总量的演变

图 2：M1 与 M2 的走势



资料来源: Amundi, 川财证券研究所



资料来源: Amundi, 川财证券研究所

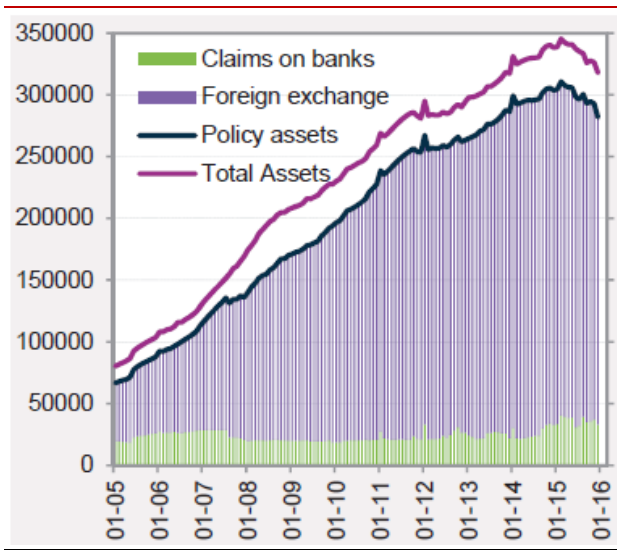
由于过去几年里一场不可持续的资本泡沫得以膨胀，中国人民银行的盯住制度现在开始起反效果，因为为守卫人民币平价每花费一美元都要减少货币总量。这一失败源于金融泡沫的破裂，而该泡沫则是 2012-14 年 M2 的突然加速增长孕育的。由于 (1) 国内收益率迅速下降，如果不是负收益的话，(2) 美元负债的成本上升，资本开始流出中国，随着资本的流出，保持盯住美元可能将触发货币通缩。

2.单飞阶段 (2016-): 中国人民银行需要实行信用货币制度以获得独立性

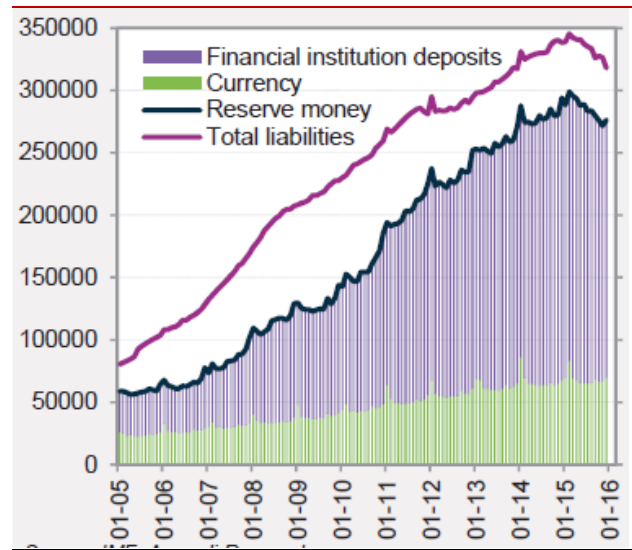
广义货币供应量 (M2) 和银行准备金 (M0) 双双下降只会继续，除非中国人民银行在货币创造过程中用国内资产 (比如，货币市场债券) 替代外汇储备。2014 年年中以来，中国人民银行开始通过加大对银行的直接贷款弥补外汇储备和银行准备金的下滑。这是用国内资产替代外汇储备的第一步，因为这些贷款是国内贷款，在中国人民银行的资产中只占六分之一 (80% 是外汇储备，参看图 3)。

图 3: 中国人民银行资产负债表的资产

图 4: 中国人民银行资产负债表的负债



资料来源: Amundi, 川财证券研究所



资料来源: Amundi, 川财证券研究所

由于目前可交易的优质资产很少，中国人民银行正采用直接注入通货（M1-M0）以及间接注入基础货币（M0）作为扩大广义货币供应量（M2）的过渡手段。在这一背景下，2015年年底直接注入通货应该被视为中国人民银行为弥补银行间流动性短缺对货币总量的不利影响所采取的即时措施，在注入基础货币触发公司信贷（以及广义货币供应量）恢复增长之前，央行将继续采用这一措施。货币总量与外汇储备之间的关系刚刚断裂，央行此举意在巩固这种状况。

货币制度大变革的成功取决于彻底切除央行资产负债表上的劣质资产

第一阶段：切除货币系统里的不良资产为下一轮信贷周期制造空间

长期来看，必不可少的市场信心只能来自于银行间货币市场完全没有系统性的流动性风险之虞：银行大部分的不良资产必须从他们的资产负债表上清理出去，这是第一块垫脚石。从这方面来说，中国人民银行宣布发起公开市场操作这一举措本身意味着银行不良资产存量差不多处于可控范围之内。这是有道理的，因为中国人民银行同时还明智地承诺不再把继续降准作为流动性管理工具，也就是说央行将释放现有的流动性并避免印刷流动性。

虽然外汇储备和银行存款在2015年依次下跌，但在2015年年底银行存款回升，这可以看作是货币市场重新稳定的信号，也是中国人民银行稳定外汇储备的措施起效的信号。如果这一点得到确认，银行存款再次增加的这些初期信号将意味着银行间市场信任的恢复，信贷将重新开始扩张。然而，除非货币市场有充足的优质资产，

不然中国人民银行将不得不继续向银行提供贷款以管理银行以及银行间的流动性。

第二阶段：将优良资产证券化以扩大中国人民银行的资产负债表并管理银行间流动性

中国人民银行为启动信用货币制度向银行提供的直接贷款只能作为一个过渡手段，因为只要这些贷款无法被完全证券化，他们就不是银行间可以直接交易的资产。确实，将这些贷给某些银行的单笔贷款证券化要求把这些银行中的任何一家都变得和其它所有银行一样让市场放心：这种情况的一个前提是所有的参与银行都没有任何非剩余（non-residual）资产负债表风险。因此，中国人民银行最近刚刚开始了向国债体系的转变，其中银行间流动性由逆回购协议予以管理。

相应地，从美元本位向信用货币转变初期进展的间接表现是银行不良资产的净化以及货币总量的扩张。无论如何，他们使得中国人民银行可以通过向需要现金但又无法从市场或他们的股东得到的银行直接提供贷款实行一定的信贷宽松（即紧急但永久性的流动性注入）。

结论

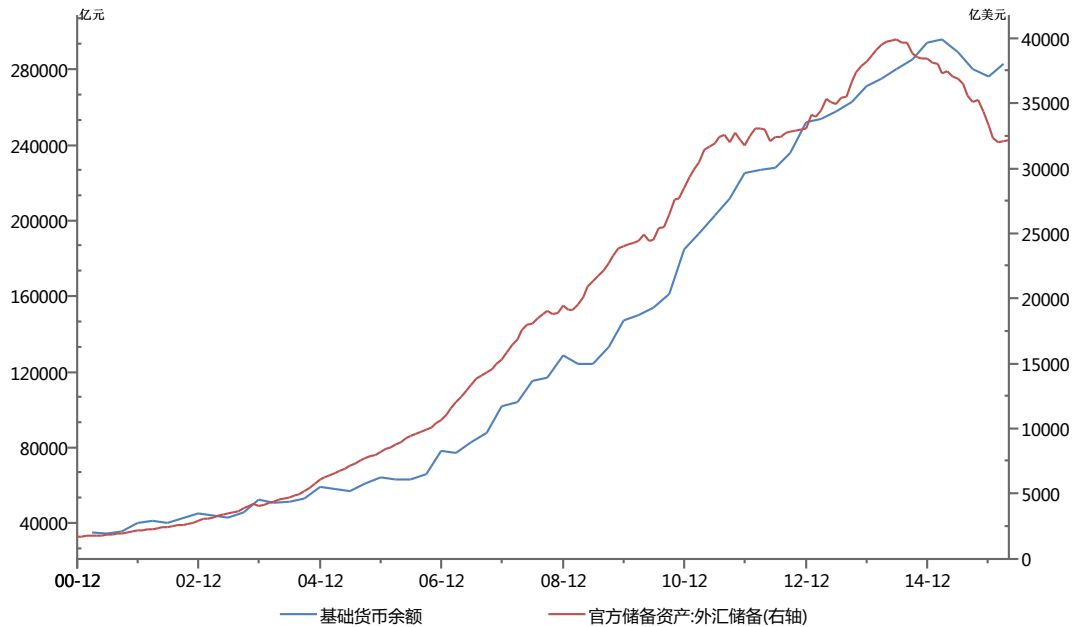
中国人民银行从事实上的货币局制度向信用货币制度是绝对必要的，但风险重重：成功取决于今后几年中国人民银行如何应对其可以控制以及不可以控制的关键因素。的确，银行间货币市场必须（1）不受有瑕疵的金融资产的影响（即、银行必须把他们的不良资产清理干净），（2）有充足的可交易优质资产（央行提供的直接贷款是这些资产的过渡性替代品）。因此，从今往后，中国人民银行对银行的直接贷款的主要作用不能是承销不可持续的银行资产。

同时，政府是中国人民银行货币制度大变革成功与否的关键力量，因为他将承担金融部门大部分不可避免的重组成本。当然了，一个诱惑是将银行不良资产转换为政府债券，然后银行拿这些政府债券去央行换回现金：这等同于打着间接量化宽松的旗号将银行问题货币化。在这方面，中国人民银行最近承诺不诉诸量化宽松，这为货币政策大变革取得成功提供了最后一点所需的公信力。

附录一：中国外汇储备与基础货币的走势

从图 6 来看，中国的基础货币总量在 2015 年第四季度末率先触底开始上升，外汇储备直到 2016 年第一季度才企稳。

图 5： 外汇储备 vs 基础货币



数据来源:Wind资讯

资料来源: Wind, 川财证券研究所 数据截至 2016 年 4 月

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)制作。本报告仅供川财证券有限责任公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断,该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用,不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“川财证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为:J119651000。