

统揽全局 探讨未来十年金融战略

中国金融发展的路线图

高善文

自美国前国务卿基辛格的外交战略名著《外交》译为中文以来,中国人对国际政治战略问题的兴趣与日俱增,相关著作平均每周至少出版两本,地缘政治、冷战思维、现实主义、阴谋论轮番登场,以“战争”“阴谋”冠名的书籍常年热销,在民众中获得了广泛的赞誉与认同。

然而,在延续了十余年的“战略”热潮中,对金融战略进行深刻探讨的著作却非常稀少。这种情况至少有两个原因。重要原因之一是探讨中国金融战略人手是极其困难的。因为自改革开放算起,中国对现代金融的体用至多三十余年,其间又几多波折,有时波澜壮阔,有时万马齐喑,金融结构的变化、新机构的设立、新机制的形成层出不穷。这种情形意味着,如果没有持续的参与在金融改革的进程中,并进行勤奋而深刻的思考,那么很难理解中国金融的现状,很难了解许多制度设立的初衷,也很难认清改革的方向。不改初衷是英雄,对中国的金融战略进行梳理和展望,需要始终身处其间、博闻广识、不改初衷的人士。

重要原因之二是现代金融的复杂抽象远超人们的日常经验,对专业知识和中国政府政治过程的系统性把握是金融战略思考的必要条件。赢得战争不必打赢每一场战斗,即使我们不得不赢得每一场战斗,我们也需要调集优势兵力,从一个胜利走向另一个胜利。纵览全局,对未来十年的金融战略进行深入探讨和合理建言,无疑需要对各个战场都很了解,并且经历过多次恶战,饱受战火考验。夏斌先生无疑是进行这种金融战略思考的优秀人选。

目前对中国金融战略的国内外关注焦点是人民币渐进升值的前景。夏斌在回顾历史经验的基础上指出“经济的长期增长,尤其是伴随着劳动效率提高的经济增长,将在经济增长一定时期后面面临实际汇率升值的压力。”考虑到中国已经经历了近三十年的高速增长,并且正处在产业升级的关口上,人民币在中长期内出现实际升值趋势的前景是一个大概率事件。如果展望未来五年,人民币继续升值10%~20%是完全有可能的。在这样一种人民币渐进升值的前景下,“热钱东来”推动中国股市甚至房地产市场的上涨的乐观预期持续存在,并可能给监管层造成较强的压力,毕竟“广场协议”后日本的资本市场泡沫化及此后日本经济“失落的十年”的教训,通过众多媒体和出版物的渲染已经深入人心。可以预见的是,在此后中国金融战略的部署、实施以及金融改革的推进过程中,这一因素将是反复出现的争辩议题。

实际上,如果我们更深入地分析一下本币升值与资产泡沫的历史经验,就会发现本币升值与资产价格的上涨几乎没有必然的正向关系。如果勉强以计量方法进行数据分析与表述的话,本币升值对资产价格甚至是略微偏负面的关系。例如在整个20世纪70年代,我们看到布雷顿森林体系崩溃后美元对包括日元、德国马克在内的主要货币的显著贬值。但在这一时期,尽管日元和德



国之策士的精心力作 理论政策之高度融合 国家金融的未来谋略

英日韩繁体版 即将推出

央行行长周小川 中财办副主任刘鹤 共同作序

中国金融业未来十年的战略利益是什么?夏斌这本新著无论对于拓宽研究视野,还是对于有关部门决策参考都很有帮助。

这本书几乎涉及了未来中国金融发展的各个重大问题,对政策制定会有很大的参考意义。

人民大学出版社

内容简介

“战略是对未来的选择”。本书从中国未来经济“四大机遇”与“四大挑战”情景起步,就世界第二大经济体未来发展中不可回避的汇率、资本流动、人民币国际化、外汇储备、国内金融改革、沪港国际金融中心、策略措施等一系列重大问题,由过去、现在到将来,从大历史角度出发,通过理论与实证的分析,将上述一系列困扰决策者的历史性命题,作为一个完整的整体,进行思索,梳理,力图按其内在应有的发展逻辑,展现出中国金融的行动纲领。这既是全球包容性增长下的中国宣言,也是呈中国最高金融决策者的一份国事咨询。

国马克对美元有大幅的升值,其本国的资本市场都是明显下跌的。国际清算银行在1994年的一篇论文中计算了各国包括商业地产、房地产、股市等资本市场在内的综合实际资产价格指数,其计算结果表明日本和德国的资产市场在这一时期均经历了约20%的跌幅。这说明本币升值和资产价格上涨是没有必然联系的。为什么?本币的渐进升值确实可能会吸引跨国资本的流入,在实际上对资产价格甚至资产泡沫的形成构成支持。但本国通货膨胀情况如果较为严重,那么资产价格是可以不涨反跌的。因为通货膨胀一方面会损坏经济资源配置资源的效率,并通过工资和劳动力价格的上涨进一步侵蚀企业盈利能力;一方面会提高实体经济的交易性货币需求,与货币当局遏制通胀的紧缩努力并力共进,对估值构成强大的压力。美国在20世纪70年代的高通胀、加息以及估值下降正是这一情况的生动注解。

仔细的剖析日本“广场协议”后的资产市场泡沫,我们也会得到类似的

结论,即本币升值与资产市场泡沫化之间没有必然联系。日本的确在20世纪80年代后期经历了本币升值和资产市场的剧烈上涨,但需要注意的是“广场协议”并非美日之间的双边协议,而是一个包括英、法、德、美、日五国在内的多边协议,针对当时美元高估的现实,其他四国都认领了调整本币对美元汇率的任务。从事后成果来看,德国马克对美元汇率的升值幅度实际上是日元对美元升值非常接近的,英镑对美元也出现了显著升值,但独有日本出现了幅度惊人的资产泡沫化。仍以上文提及的国际清算银行计算的资产价格指数为标尺,日本资产价格上升了接近200%,德国上升了不到20%。这种差异是相当惊人的。

究其原因,我认为这种情况可能是两国应对本币升值趋势的宏观调控措施的系统性差异所导致的。面对本币升值的前景,从企业界到决策层,都会自然的担忧本国产品在国际市场上的竞争力受到严重损害,进而使出口部门经

作者简介

夏斌: 国务院参事、中央银行货币政策委员会委员、国务院发展研究中心金融研究所所长,享受国务院特殊津贴,中国国家哲学社会科学规划评审组专家、“中国经济学家50人论坛”成员,中国金融学会常务理事、“银行家”杂志编委会主任、上海、北京等多个省市特聘专家、顾问、中国数所大学及国家行政学院兼职教授、中国并购公会首席经济学家。

曾任中国人民银行金融研究所副所长、中国证监会交易部主任、深圳证券交易所总经理、中国人民银行政策研究室负责人、非银行金融机构监管司司长。

著作有《中国货币供给理论的实证研究》、《货币供应量不宜作为货币调控的唯一目标》、《中国私募基金报告》、《关于中国30年渐进改革理论框架的认识》等文,曾主编《金融知识百科全书·中国金融理论部分》(1991年)、《证券大辞典》(1994年),出版《金融控股公司研究》(2001年)、《转轨时期中国金融问题研究》(2001年),翻译《日本的自由化和金融革新》(1988年)。

陈道富: 毕业于人民银行研究生部,现任国务院发展研究中心金融研究所综合研究室主任,主要研究方向为货币政策和金融改革。曾参加中财办、全国政协、全国人大、国务院政策研究室、国务院发展研究中心的多项课题。参与十一五、十二五规划研究及各个部委等宏观政策和金融政策的研究、讨论。发表了《中国流动性报告》、《2005年中国汇率报告》、《外汇储备的战略运用》等50多篇专题报告。

以承受的压力,造成经济增速滑坡,失业率上升,甚至社会的不稳定。在这种思想和舆论压力下,政府倾向于采取对冲性措施来平滑本币升值的负面效果。例如日本采取了较为激进的促进内需的政策,反映在数据上我们可以看到日本国内信贷投放量的剧增。偏弱的经济与刺激性货币政策的组合往往会产生较大的资产泡沫,事实上中国自身在2009年就已经经历了这一情形。相比之下,德国的政策无疑更为审慎,反映在数据结果上其国内信贷增量是非常低的。

这一历史事实告诉我们,即使人民币在未来继续有较为明显的渐进升值趋势,只要采取合适的、审慎的金融与经济政策,那么资产泡沫是完全可以避免的。对此夏斌在书中指出在人民币渐进升值的背景下,为抑制投机资本的负面影响,在采取紧缩性货币政策的同时,必须对金融机构的资产负债行为加强监管”。这无疑是具有洞察力的建议。

(作者系安信证券首席经济学家)

丁一凡

夏斌的《中国金融战略2020》终于出版了,可谓是老夏“十年磨一剑”的精心之作,也是业内人们翘首以盼的对中国未来金融发展大战略的分析。

《中国金融战略2020》全面分析了金融与经济发展的关系,其中一些看法观点鲜明,给人留下深刻印象。综合看来,夏斌的分析大约有以下几点值得特别注意:

1、不拘泥于发达国家金融实践的教条。比如,夏斌承认一般的金融规律,并运用这些规律来解释中国经济发展与金融发展的过程。但同时,他又能打破“迷信”,认为有些发达国家的金融创新并非发达国家应该学习的榜样。他一针见血地指出,金融业不应该忘记自己的根本目的,金融业是为经济发展服务的。片面追求利润最大化,可能是歧途。老夏参考了大量国际金融、货币危机的实例,指出货币金融过度扩张是一切金融、货币危机的根源。

中国自改革开放以来,参考并借鉴了大量西方发达国家治理经济的经验,货币、金融的管理也不例外。然而,夏斌冷静地指出,面对国际金融市场上所谓“先进的、成熟的”金融制度与技术时,我们必须始终牢记金融系统第二个特质,即由于货币金融系统与生俱来的内在扩张性和不稳定性特质,其对经济稳定发展的有利功能又是动态的、相对的,决定了这种信任的基础是脆弱的。因此,在确立中国今后金融战略时,我们必须始终注意这一点。

2、不迷信有所谓最佳的金融制度。夏斌在分析中国的金融业发展与参照其他国家的金融业发展时,总不忘指出这些案例中事物间的互相依赖性。他认为,某个国家在某个时间段选择某种特有的货币、金融体制是由它的政治体制、文化价值背景等等决定的,因此没有什么绝对完善的制度,是无法随意改变那些决定这些制度变化的其他因素的。

3、金融制度是一种动态平衡的体系。夏斌指出,金融业的发展总是与经济发展的阶段性相关的,某种程度的发展决定了某种程度的金融业发展情况。在经济发展的过程尚不那么复杂时,过度追求复杂的金融业发展是一种舍本逐末的事情。而且,如果金融发展不顾经济发展的阶段性需求,它反而可能导致某种类型的危机。夏斌认为,“单个系统的变革,不仅需要其所在系统运行方式的改变,而且同样需要其他系统的相应变动,才能形成新的稳定系统。因此,货币金融系统的变革,需要经济系统,甚至政治、文化等系统的一定变化加以适应,或者相反。同样,更大的系统的演进过程,也是人们认

预期修正的过程。预期的形成是一个反复的过程,并伴随着人们的心理过程、认知过程,往往存在较大的波动。其结果,又将引起新的不确定性及其新的波动风险。”

4、世界经济形势的变化使中国不得不考虑重新制定未来的金融发展战略。夏斌认为,今后的10年、20年,是世界经济格局发生重要变革的累积期。世界经济重心正逐步由西方转移到东方。他的基本看法是,美国已从世界最大的债权国变为了最大的债务国,新兴市场国家的发展正在逐步削弱美国的绝对领导地位。2008年美国爆发的金融危机,进一步侵蚀了长期以来世界对美元的信心,国际货币体系正在积聚变革力量。中国身处变革力量的中心,其政策取向和发展势头不仅将决定中国自身的利益,同时也直接影响这一变革的趋势。因此,出于变革中各国间“博弈”的需要,夏斌尝试着给中国金融的发展战略绘出了一张路线图,为今后中国在经济、金融发展战略上提供了新的思路。

5、独立的货币政策应该是首选。夏斌认为,中国作为世界舞台上大国,人民币的汇率不能围着别人的货币政策转。用别的货币当名义锚的代价是我们的货币政策要由着别人的货币政策,部分地丧失了自主权,因此所谓“挂钩”只能是临时性措施。归根结底,中国的货币政策要以适合中国经济发展为最大目标。人民币汇率相对一些国际货币体系中的核心或重要货币浮动就是不可避免的。但这些浮动又不能太大,不能影响中国企业的出口及投资,因此有管理的浮动制度就是未来一段“过渡时期”最佳的选择。

6、人民币的国际化是条非走不可的道路,但应该谨慎慢行,多布局,少操之过急。夏斌认为,发展中国家过度依赖“中心货币国”提供货币、金融网络及服务,将给它增添许多新的不确定性,特别在国际货币体系中以浮动汇率为主,同时又缺乏必要的国际约束力时,更是如此。因此,人民币国际化势在必行。

夏斌分析了世界上几大货币的“国际化”进程,那就好比是“有心栽花花不开,无心插柳柳成荫”。除了美元的国际化是美国有计谋地策划,用多种政策配合实现了美元在新的国际体系中的霸主货币外,其他国家货币的国际化成果差异很大。有的国家的货币在不经意之间成为别人喜欢使用的货币,也有的国家精心策划自己的货币“国际化”,最终结果却是别人用的并不多。夏斌认为,在未来5年至10年内,筹划人民币国际化的过程势在必行。但此事急不得。虽然人民币国际化有战略意义,但短期内人民币国际化的收益不会太大,而且操之过急有可能带来更大的风险。所以,在人民币国际化上我们应该像下围棋一样,更多地进行战略布局。

(作者系国研中心世界发展研究所副所长、中国世界经济学会副会长)

庄严的大国金融宣示

丁志杰

由于研究领域相近的缘故,我有幸先于一般读者拜读夏斌老师和道富博士的力作《中国金融战略:2020》。之前就听说夏老师有此宏愿,翘首期待之余,心里也不免犯嘀咕:战略研究可不是中国人的强项,未来10年会有多少现在还不可知的大变化,这样一本书的受众面在哪?然而,一拿到刚刚出炉的书稿,疑虑烟消云散,顿感气息清新,文字亲切,观点犀利,思想深邃,直想一口气读完,几天里流连其中,领略逐递摊开的波澜壮阔、气势恢宏的未来中国金融发展画卷。

因为中国,世界处于200年大变局的转折时代。改革开放前30年奠定了中国经济崛起和中华民族复兴的基础,中国的世界影响力尤其在过去10年呈几何级数扩大,给世界带来的

是格局性变化。举个直观的例子:2005年中国GDP赶上英国,中国人用了整整半个世纪实现了“超英赶美”梦想的一半。而接下来只用短短4年时间,中国的经济规模就达到英国的2倍,相当于在太平洋的一岸空待之余,心里也不免犯嘀咕:战略研究可不是中国人的强项,未来10年会有多少现在还不可知的大变化,这样一本书的受众面在哪?然而,一拿到刚刚出炉的书稿,疑虑烟消云散,顿感气息清新,文字亲切,观点犀利,思想深邃,直想一口气读完,几天里流连其中,领略逐递摊开的波澜壮阔、气势恢宏的未来中国金融发展画卷。

中国还不是一个强国。诸多大国光环下,潜藏着各种各样的风险,包括“负环境”因素。在世界经济分工中,中国还处于低端,扮演储蓄者和存款人的角色。完成角色转化,成为世界的投资者和银行家,做好做强金融,是实现从经济大国到强国转变的关键。然而,现实的中国的金融强国,是金融滞后。要抓住未来10年的战略机遇期,必须做好金融发展这篇文章,决策部门“必须要有一个金

融发展的总体战略”。

在作者看来,金融是一个四维系统,是一个由货币政策、金融监管、微观金融与金融开放所构成的完整系统。然在这本关于未来10年中国金融战略的著作中,论述涉外金融政策与战略的篇幅竟然超过三分之二。这似乎有些不协调,但却是大国意识和强国视野下的一种刻意安排。中国要实现富民强国的目标,必须有一个强大的货币、一个高效的金融体系、一个公认金融中心。诚如书中所言,厘清中国金融长远发展的应有逻辑、谋划好今后的具体部署,这既是中国经济伟大复兴中极为重要的关注点和精妙之处,也是让当今世界“中心货币”国家及其他国家能够接受中国历史性复兴所必须要做的“中国宣示”。

战略和博弈不一定是敌对的。作为中国学者,不仅要有大国意识,也要有大国责任感。在尽快发展中国

金融实力的过程中,与相关各国齐心协力,努力促成在世界力量和格局发生重大变化中,实现国际经济、金融秩序的有序重建,这是研究中国金融战略的世界意义”。作为一个世界大国,中国要积极参与全球经济治理,国际金融政策成为对外金融政策的重要内容;作为一个地区领导者,要积极参与、主导区域经济一体化、区域货币金融合作被赋予新的内容。因此,尽管关于国际金融事务的中国战略没有独立成章,但相关的论述依然字字珠玑。

作者亲历改革开放后中国金融发展的全过程。他是当局者,三度任职中国金融的心脏——中国人民银行,领导当时中国金融的新生事物——深圳证券交易所,20多年的宝贵年华直接奉献给中国金融政策的决策、制定与执行。他又是“局外人”,来到国务院发展研究中心,一心一意研究中

国金融,用另一种方式参与谋划中国金融发展。作为亲历者对于中国金融的认识、理解和感受,非局外人所能及。在作者看来,人民币汇率、资本账户管理、人民币国际化和国内金融改革是中国金融战略的四大核心内容,而且国内改革是其他三项的基础和条件。然而,对于范围极广、内容极丰富的国内金融改革这一命题,全书高度浓缩成一章,真知灼见俯首皆是,赤子之情露而不溢。这样结构的精妙,恰如棋风空灵飘逸的棋手布局。

作为研究者,我更欣赏作者为学治学之道。基于丰富的实践和深厚的底蕴,作者对主流理论进行了深刻的反思和总结。作者没有全盘否定主流理论,没有拿西方“资本论”研究热来说事,更没有照抄照搬,简单奉行“拿来主义”,而是基于对货币金融本源的思考,探索像中国这样一个具有“发展中、转轨、非中心货币、大国经济体”诸特征

的国家的金融发展战略,提出“国内金融的充分市场化和涉外金融的有限全球化”的方向选择,从而使其研究成果兼具一般性和特殊性,不仅是对已有理论的应用,更是对已有理论的升华。个中甘苦只有当事者明了:在研究“后起之秀”国家的经济、金融“赶超”战略理论时,既要符合传统实证经济学(是什么)和规范经济学(应是什么)的研究方法,又不完全是传统实证和规范经济学分析的关键。这是成功研究中国金融战略的方法,也是最难之处。更敬佩的是作者求真务实、敢言之言的学术品质。要知道,提出“金融弱国”的结论,恐怕是要得罪很多圈内人,起码有些人是不高兴的。这需要勇气。

战略是对未来的选择。本书论述的战略事关中国前途,事关国家富强,事关民族复兴,从而关系到每个人的未来。这份宣示值得我们每个人用心去读去品。(作者系对外经贸大学金融学院院长)