



三中全會後如何與金融市場打交道

任志剛教授 GBM, GBS, CBE, JP

研究專論第二十號

二零一四年二月

香港中文大學全球經濟及金融研究所
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

鳴謝

全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人及機構的慷慨捐贈
及對我們的支持 (以英文字母順序)：

捐助人及機構

查懋德	銀聯金融有限公司
鄭海泉	恒隆地產有限公司
胡祖六	恒基兆業地產有限公司
劉佐德及劉陳素霞	劉佐德基金有限公司
劉遵義	新鴻基地產發展有限公司
	東亞銀行有限公司
	香港上海匯豐銀行有限公司

活動贊助人及機構

周松崗	盤谷銀行
蔡清福	中國銀行金邊分行
方方	北山堂基金
馮國經	國家開發銀行
李偉波	金陵華軟
黃桂林	厚樸投資管理公司
	中國工商銀行金邊分行
	金陵控股有限公司
	新華集團

The Santander-K Foundation

銀聯國際

三中全會後如何與金融市場打交道

(中文譯本)

任志剛教授*

2014年2月

I. 引言

1. 在過去接近四十年的公職生涯中，我有幸長期從事和市場息息相關的工作。大部分時候我是以政策制定者的身份，在貨幣和金融領域上和市場打交道。這些經歷整體而言饒有興味。香港一直以來是世界上最自由的經濟體之一。作為一個建立在荒島上缺乏天然資源的經濟體，香港積極熱忱地擁護自由市場。自1997年香港回歸中國起，資本自由流動亦獨特地正式成為一個法定要求，在《基本法》第112條中表明。相對日益增長的國際流動資金而言，香港的金融市場體積較小，所以市場活動、走勢充滿刺激。對我來說，市場就好像一個可靠的老朋友。但偶爾，這老朋友也會鬧情緒，給老百姓帶來痛楚，給我帶來煩惱。在那些特殊的時刻，我作為一個政策制定者，有時候不得不行使權力，提醒這位老朋友要關注公共利益和遵守規矩。然而，風平浪靜後，友誼依然長存。

2. 2013年11月中旬，三中全會公佈《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》（以下簡稱《決定》），要讓市場在資源配置中起決定性作用深化經濟體制改革。這份文件非常鼓舞人心。《決定》文件和中央領導及後在對該文件的解讀說明上，又反覆強調了要讓市場在資源配置起決定性作用。這是很突出的，所以，有評論員認為這份《決定》的重要性，堪比在35年前的三中全會所提出的“改革開放”的發展路線。

*香港中文大學全球經濟及金融研究所傑出研究員。本文僅代表作者個人意見，並不代表本所的觀點。

3. 在中國大陸之外，我們對“社會主義市場經濟”的運作通常缺乏足夠的理解。我們當中有些人只是簡單地指出用“社會主義”和“市場經濟”來描述中國大陸的政治經濟發展模式存在自相矛盾。有趣的是，在中國的社會主義市場經濟體系下，政策傳導機制是非常高效的。國務院制定的政策措施被積極而有效地執行，令中國大陸在過去 15 年間順利地渡過兩次區域性的和全球性的金融危機。但與此同時，我們也觀察到中國大陸在資源分配問題上效率是較低的。本該由市場決定的資源分配受到各個級別政府部門的黨委書記的干預和影響，甚至由他們來決定。由此帶來的問題是低效的資源配置——浪費的基礎設施投資，不是基於信貸風險的資金分配等。如果內地可以讓市場在資源分配上起決定性作用，提升資源配置的效率，而同時保持政策傳導機制的高效率，這是非常理想的。

4. 我們應該用開放的思想仔細觀察第十八屆三中全會精神是如何在中國的各個關鍵部門貫徹落實的，將會帶來什麼利好。作為一個較熟悉金融市場運作的退休人士，我有幾點看法。首先，本文第二部分在整體層面上討論讓市場在資源配置上起決定性作用的有關考慮，並建議在實行上需要謹慎和勇氣。然後本文第三和第四部分專注地探討內地在貨幣和外匯市場上應如何安全有效地讓市場在資源配置上起決定性作用。第五部分總結我的主要意見和建議。

II. 市場理論和實踐

(1) 完美競爭市場的不存在性

5. 在這裏，我不打算重複關於市場如何高效配置資源的各種理論性的或哲學性的論述。我只想表明我對這些論述的認同，特別是完美競爭市場能夠實現帕累托理想的(Pareto Optimal)均衡資源配置的學術論據。用行外話講，帕累托理想的均衡資源配置是一種理想狀態：在這種狀態下沒有人可以在不損害其他人利益的前提下變得更好。但在這個點子上，就經驗之談，我想指出的是，完美競爭市場並不存在。我研究市場並和市場打交道已經有幾十年了，至今尚未發現一個學界所描述的“完美競爭市場”。如果哪位能夠舉出一個關於“完美競爭市場”的例子，我願聞其詳。

6. 完美競爭的必須（但不一定充分）條件是：

- 不存在壟斷勢力；
- 可以自由進出市場；
- 每個人都是價格接受者；
- 信息是完全和搜尋成本是微不足道的；
- 產品是同質的且可分配的；
- 沒有市場參與者相互勾結；
- 每個市場參與者的交易量都只佔到總量微不足道的一部分等等。

簡單瀏覽一下這些條件就足以說明為什麼完美競爭市場不可能存在。在現實當中，這些條件很多都難以得到滿足。於是乎各種不同類型的、不同程度的非完美競爭市場大行其道。當然大多時候，非完美競爭的程度還不足以影響市場在資源配置效率上相對於長官意志是較優異的。但市場的確會有失效的時候，從而未能實現帕累托最優的資源配置。我們當然是希望市場失效只是偶然，但當市場失效時，這意味著整個社會或至少是相當重要的一部分主體的利益可以在不損害他人利益的前提下被

提升。負責促進和保護公眾利益的機構是可以通過干預市場改善情況，這是學術上稱為帕累托式的改善 (Pareto-improving)。

(2) 干預市場的政治

7. 適時地識別市場失效並且制定干預市場的政策以實現帕累托改善，是並不容易的。舉個例子，個別金融市場參與者不接受市場價格，通過非競爭性的市場行為操控市場，讓價格朝有利於他們的方向大幅變動，令金融市場面對崩潰的危機。站在道德高地，揮舞著自由市場的旗幟，什麼都不做，這可能是政府可採取的低政治風險且簡單易行的立場。這立場亦會得到那些具有政治影響力、目光短淺，忽視公共利益的市場操控者的支持。結果，救市來不及，金融體系瓦解，金融中介重要功能癱瘓。存款者和投資者等資金供給者要承受重大損失。而資金需求者，無論他們的信用級別多高，都要面對借貸無門的苦況。即使他們有幸可以籌集到資金，亦要承受大幅攀升的借貸成本。

8. 即使潛在的市場失效被及時地發現，當局通常也很難提出一個明確的帕累托改善的干預政策，並取得執行該政策的政治支持。我們當中有些人應該還記得 1998 年 8 月干預香港股市時的爭議。從現在看來，大部分香港人的確直接間接地受益於當時的入市行動。但是，直至現在，我仍不能確定當時的干預市場是否是一個帕累托改善式的行動。我可以想像拋空市場的那部分市場參與者的利益是受到了損害，雖然鮮有人同情這個群體。再想想看，如果現時在香港提出、討論並要通過一般反壟斷法，需要多長時間，會引發多少爭議？雖然反壟斷法有利於減少非競爭行為，對整個社會是有利的，但這種敏感的法規在香港成功實行的機會率幾乎為零。幸虧社會主義市場經濟體系下的中國在政策制定上比香港高效得多。

9. 讓市場在資源配置中起決定性作用，基本要求是要持續地跟蹤市場的表現，客觀地評估市場的運作模式和結果是否符合整體公眾利益。大多時候，結論都是不

需要在市場上做出干預的。但是，當作為一個有責任感的政策制定者發現市場失效確實發生或可能威脅到公眾利益的時候，應該當機立斷地進行帕累托改善的市場干預，以保護公眾利益。其實這就是現在被廣泛地曲解的“積極不干預”政策的真正意義所在。我曾在香港 1970 年代參與過最終創造出這個詞語的討論，我可以在這裡肯定“積極不干預”政策的含義。

(3) 對市場行使權力

10. 目前，內地各種經濟活動仍然廣泛地存在政府的影子。貫徹三中全會精神，讓市場在資源配置上起決定性作用的重點在於減少政府對經濟的參與和干預。這並不是件容易的事。任何形式、任何領域的權力都容易被擁有這些權力的人當成為機構甚至個人創造利益的工具。當權力擁有者的薪酬和他們的職責權力不成比例的時候，這種矛盾就會更甚。基於中國目前的大環境，讓這些既得利益者讓出權力將會阻力重重。儘管減少政府干預對社會有利，但是需要相當的勇氣和政治技巧才能實現。不管怎麼樣，倘若需要對市場行使權力，事先做好明文規定是個好辦法。當執行權力的時候，以規則為基礎的做法通常比依靠酌情權的制度更具公信力，雖然前者可能會限制了應對緊急事件的靈活性。

11. 市場參與者包括監管者面對的激勵機制是否有利於促進市場有效配置資源是一個極為複雜的問題。就中國大陸當前境況而言，中國共產黨章程和 2013 年 11 月的三中全會《決定》文件表明：“公有制為主體、多種所有制經濟共同發展的基本經濟制度，是中國特色社會主義制度的重要支柱，也是社會主義市場經濟體制的根基”。我沒有資格評論這重要的政治宣言。但我注意到私有制能有效地為創造風險決策提供必要的激勵（以期望回報率的形式）和限制（以盈利責任的形式）。換言之，私有制能夠為市場化的管理行為提供有效的激勵基礎。但在公有制下，這種激勵基礎相對薄弱，是否會降低市場配置資源的效率？我還注意到應對的方法，就是將所有權和經營權分開。這個課題是值得再深入研究的。

(4) 本質的利益衝突

12. 接下來，我想指出：當局要依靠金融市場做出有效資金分配，必需留意及平衡一個常被忽略但極為重要的基本問題。金融市場最重要的角色在於資金融通，將資金從有盈餘的主體（存款者和投資者）引向資金需求者（籌資者），從而支援整體經濟活動。存款者和投資者的風險偏好往往和籌資者的風險狀況不相匹配，這就需要金融中介機構將風險轉移、轉變和轉讓。金融中介機構的運作對整個金融系統有效地分配資金起到極其重要的作用。

13. 但發達和發展中國家在過去二十年的金融市場動盪情況都表明了一個問題：讓金融中介機構在輕度監管的环境下自由發揮資金融通的功能，他們履行職責的成績是令人失望的。在我看來，問題的核心在於金融中介機構自身的利益（最大化利潤和花紅）和公共利益（最大化資金配置效率）存在本質上的衝突。從中長期看，金融中介的利潤和花紅越高意味著中介差價越大，金融系統越低效。簡單說，中間人拿了超過他們應得的一大塊，是有影響交易雙方利益的。

14. 我們的確短暫地經歷過金融中介利潤高、花紅多，資金供給者投資回報率高，籌資者借款成本低共存的時期。金融中介機構將之歸功為他們能運用財技去金融創新，以此為由從中抽取巨額報酬。然而，高中介利潤和低中介差價並存的反常態是不可持續的。金融創新通常會侵蝕謹慎經營的標準，因而帶來不常見的和系統性的金融風險，最終導致金融危機出現，令金融中介差價大幅拉闊，投資者損失慘重，籌資者集資費用昂貴，甚至借貸無門。過往經驗說明了金融中介高利潤和低中介差價的短期反常態只有可能通過這樣一種方式實現：用術語講就是將未來的中介差價跨期轉移到當前，大部分入了金融中介機構的口袋中。

15. 當局與金融市場和金融中介機構打交道的時候，應當意識到這個本質性的利益衝突。這種利益衝突，往往是削弱金融系統有效資源配置能力的主因。作為控制資金流向的主體，金融中介機構因而擁有強大的政治影響力。特別在民主資本主義

社會裏，他們的影響力足以左右規管金融市場和監管金融機構當局的態度。當局方便地揮舞著自由市場旗幟，放任地讓他們發揮、創新、炒賣、賺錢。到頭來，資本主義經濟下的金融中介機構把金融市場當成他們謀利的地盤而不是支援經濟發展的平台。監管者在各國際金融論壇表現出積極地從近年的金融危機吸取教訓，例如近年來金融中介的薪酬安排已成為監管的重點之一。希望金融體系中的亂象因而可以得到改觀。雖然在社會主義市場經濟體系下的中國，其金融領域上的權力結構不同於民主資本主義經濟體系下的，但金融中介本質上的利益衝突都是一樣的。

III. 貨幣市場

(1) 貨幣政策的要求

16. 三中全會的《決定》強調，“經濟體制改革是全面深化改革的重點，核心問題是處理好政府和市場的關係，使市場在資源配置中起決定性作用和更好發揮政府作用”。遵循這一宗旨改革內地貨幣市場是有頗大空間的。

17. 重要的是首先認識到，每個用自己貨幣發揮交易媒介，財富儲存和會計單位等貨幣功能的司法管轄區的政府，都有一個不可少的責任，就是通過一個中央銀行機構，有效地影響貨幣的供應或價格（或兩者）。事實上，這是實施貨幣政策的最基本要求。不論政策目標是什麼，具體而言，這種影響是通過控制基礎貨幣一個重要部份的供應和價格實現的，指的是商業銀行在央行結算戶口中持有的結算總餘額。

（基礎貨幣的另一部分，即流通的紙幣和硬幣，其流通量反映在零售層面作為交易媒介的需求，對貨幣政策的實施影響不大，不必是控制的對象。）除了要保留控制基礎貨幣的權力，有效實施貨幣政策之外，央行在貨幣市場上的各種其他角色，基本上都是不需要的，可以淡出，讓貨幣市場自行運作，在資金分配上起決定性的作用，引導資金從盈餘者向需要者手裏。在這運作模式下，貨幣市場上的價格（即利率水平），將會在央行所定基礎貨幣價格的宏觀引導下，更準確地反映存戶和投資者的風險偏好和集資者的信用風險狀況，提升資金分配的效率。

(2) 控制貨幣的供應

18. 在內地，控制貨幣的供應所需的權力，是在中國人民銀行（人行）的手上。作為中央銀行機構，人行對基礎貨幣的供應擁有絕對的控制權，因為各商業銀行都在人行開有結算戶口，作為同業清算之用。但是，基礎貨幣的供應與貨幣的供應是

不同的。有文獻認為，貨幣的供應對經濟活動有著重大的影響，所以出現了不同的、與經濟活動能拉上緊密關係的“貨幣供應”定義，如M1、M2等。同時，一些中央銀行亦選定一個貨幣供應的定義，並為該貨幣供應的增長率定下目標，作為中介貨幣政策目標。為了達標，央行會用行政手段為商業銀行的清算結餘（即基礎貨幣的重要部份）與商業銀行的客戶存款（貨幣供應的重要部份）間建立一個強制關係。這強制關係，通常是稱為存款準備金要求，而存款準備金率 (Reserve Requirement Ratio - RRR) 是由央行為實施貨幣政策而決定的。通過改變存款準備金率，央行亦改變了商業銀行在央行的清算結餘的充足狀況，因而希望有效地影響到商業銀行的放貸能力和貨幣供應的增長。

19. 通過調節存款準備金率調節基礎貨幣供應，進而調節貨幣供應這種方式，是否為一個有效實施貨幣政策的方法是值得商榷的。在這裏不對此爭論進行深入討論，但是需要指出，這個做法好像已不合時宜了。相對於調節貨幣供應，目前世界上各央行都更加注重控制基礎貨幣的價格進而控制貨幣價格。在中國內地，現在仍然有為貨幣供應(M2)定下目標的，在2013年是13%。但我感覺到，這個目標的意義和人行看待這個目標的積極性，一直在下降，在某種程度上來說，也可能是為了與國際接軌。對於這種央行通過貨幣供應來行使貨幣政策的熱忱下降的原因，可以從古德哈特定律 (Goodhart's Law) 來解釋，這定律闡述，一旦透明地宣佈為貨幣供應定下了中介政策目標，貨幣政策有效性會隨著時間而退化，因為貨幣市場會試圖採取行動來避免被貨幣政策調控影響。當然，對於人行將其視線從貨幣供應的角度移開的原因，也可能是因為銀行貸款在社會融資規模內的比重已迅速下降，如從2002年的92%迅速下降為2012年的52%（2013年的51.4%）。

20. 我認為現在是人行正式廢除以貨幣供應為中介政策目標來行使貨幣政策的時候了。這實際上會為最終取替存款準備金要求，及存款準備金率作為貨幣政策工具提供大好機會，從而大大提高內地金融資源配置的有效性。有些人可能仍然被存款準備金率在調節銀行流動性的作用所吸引，因為這種影響可以立竿見影地緊縮或放鬆銀根。但我認為，影響銀行放貸能力的，應該是銀行本身的資本充足狀況和其他

審慎經營的監管要求。貨幣市場應該持續提供足夠的流動性，支持銀行通過充份考慮借款人的信貸水平，作出適當的貸款和風險定價的決定，促進經濟發展。

21. 較關鍵的是我們要認識到，存款準備金要求實際上是在對銀行系統的一項徵稅，對銀行體系有效支持經濟有著不可忽略的負面影響。中國內地的存款準備金率目前已達20%左右，而央行付出的存款準備金利率只有1.62%（2008年11月最後一次修改），超額存款準備金利率又只有0.72%。這意味著商業銀行都被迫持有一巨額資產，相當於其存款（總額超過人民幣100萬億）的20%，賺取的回報率非常低。同時，在負債方面，他們要為所接受的存款付高息，如一年期定期存款，需付3%的利息。這源於存款準備金要求，達幾千億元的“成本”，銀行是要用較大的經營淨息差來彌補以保持整體盈利的。即是說，因為有存款準備金要求，借款人付息相對較高，存款人所收的利息亦相對較低，金融中介成本較高，銀行體系資金融通效率較低。同時，通過存款準備金要求所徵來的“稅收”，又不能用於提高老百姓福利。人行要為約20萬億的存款準備金付1.62%的利息，但所持的外匯資產在人民幣升值的勢頭下（2013年對美元升值3%）很難有相稱的回報。這種存款準備金制度實際上是在迫使中國大陸的借款和存款人為外國人（如美國政府）作出補貼。

22. 也許還有一個情況，是有需要央行通過控制基礎貨幣的供應去實施貨幣政策的。這情況就是當貨幣的價格（即利率）已在零的水平，因而缺乏減息的空間，一如發達國家如美國最近所面對的。在這情況下，量化寬鬆政策，即將基礎貨幣的供應倍增，是可供考慮的做法。但要了解的是通過增加基礎貨幣的規模以促進經濟復蘇的方法有其局限性。商業銀行在央行的結算戶口內持有大量的準備金（即頭寸或流動資金），不一定會努力去增加銀行貸款以支持經濟。對信用風險的擔憂，尤其是在經濟不景氣時期，以及資本充足率約束會限制銀行的放貸欲望。銀行其實是會運用手上的流動資金，在各金融市場做買賣，特別是在央行因量化寬鬆行動而需購買金融資產的市場。當然，有關金融資產價格上揚會帶來財富效應，對支持經濟也是有利的。老實說，我對用量化寬鬆去促進經濟復蘇是有保留的。在美國當前的經濟好轉，我認為是歸功於聯邦儲備銀行對未來貨幣價格預期的有效管理，令市場對

整個收益曲線心中有數。另外，又將退市和通脹率與失業率拉上關係，令市場安心。其實，聯邦儲備銀行的資產負債表和銀行系統的流動性的規模是4萬億還是1萬億並沒有太大差別。人總不可能用細繩索推動大象。到目前為止內地的情況，利率很幸運的並沒有達到零而經濟也正在以一個令人羨慕舒適的速度爬升。量化寬鬆政策根本就不是一個需要在這個時候要考慮的政策選擇。然而要注意的一點就是，有需要的話，中國內地的貨幣政策框架也是容許實施量寬的。

(3) 控制貨幣的價格

23. 實施貨幣政策常見和有效的做法，是央行通過直接控制基礎貨幣的價格來間接影響市面上貨幣的各種價格（即市場利率）。在內地，人行控制貨幣價格的權力是相當寬泛的，可以說是不必要地寬泛。目前由人行制定的利率可以分為兩類：一類是適用於銀行及其客戶間關係，另一類適用於人行與商業銀行之間的政策導向關係。

24. 商業銀行與其客戶間所用的利率，簡單來說，人行是不用參與厘定的，應交給市場在公開競爭環境下決定。目前人行仍負責厘定並公佈金融機構人民幣存貸款的基準前率，最近一次是在2012年7月。期間，人行已容許商業銀行自主地上浮存款利率（1.1倍）和下浮貸款利率（0.8倍，後在2012年7月改為0.7倍）。在2013年7月，人行更取消了人民幣貸款利率相對基準利率下浮0.7倍的限制，這等於讓市場決定貸款利率的水平，但按揭貸款除外。人行將利率市場化的行動是令人鼓舞的。但就按揭利率而言，我認為亦可以由市場決定，因為審慎經營按揭業務，應該是由保障銀行體系健全的監管手段來處理，不用和貨幣政策混為一談。所以，人行是即時可以乾脆地取消所有金融機構人民幣貸款基準利率，一如三中全會的決定，由市場在資金分配上起決定性作用。

25. 但存款利率市場化是比較複雜的一環。激烈的存款競爭會帶來難管理亦可能是系統性的風險。香港花了幾年時間來消除銀行公會的利率規則。由於其間不斷加強對銀行的審慎監管，這個案例是成功的。內地的情況應該也是一樣，和特別是加以配合設立存款保險制度去提高存款人信心和降低系統性風險。我相信內地當局已經清楚對存款利率市場化應採取什麼策略。作為一個觀察者，我認為最好順序可能是，以存款量計，應從批發到零售存款，以存款期限計，應從長期到短期存款。

(4) 政策性利率

26. 人行與商業銀行間的金融活動，是依照人行制定的一系列利率進行的，目的大概是為了執行貨幣政策和起審慎監管作用的。目前，人行有為下列的利率制定水平：

- (a) 存款準備金利率。商業銀行為滿足存款準備金規定而存於人行的準備金，可以收取利率。現行的“法定準備金”利率為 1.62%，最後一次修改為 2008 年 11 月 27 日。銀行的“超額準備金”利率則為 0.72%。前文提及的存款準備金率(RRR)是一個比率，是一項政策要求，將一家銀行存款準備金和其總存款拉上關係，人行就不同類別的銀行，引入差別化的存款準備金率，比率的水平現為 20%左右。
- (b) 對金融機構再貸款利率。此利率就不同的期限，有不同的水平，並主要應用於人行對商業銀行的直接再貸款。此利率上一次變更於 2010 年 12 月 26 日，處於 20 天期 3.25%到一年期 3.85%的這樣一個區間。除此之外，人行的再貼現利率現為 2.25%。此項利率的政策作用隨時間以來有所變化。起先被作為調節基礎貨幣的一個重要工具，後因人行逐漸地開始使用公開市場操作來調節基礎貨幣，轉而被用作信貸指導。
- (c) 常備借貸便利利率。之後於 2013 年初，人行創設了常備借貸便利 (Standing Lending Facility, SLF)，用於全國性商業銀行和政策性銀行的流動性管理，由人行制定不公開的利率，向這些機構提供一至三個月期限的資金。

- (d) 公開市場操作利率。人行從事多種類型的公開市場業務，包括正回購，逆回購，短期流動性調節工具(Short-term Liquidity Operations, SLO)。正回購為人行從市場收回流動性，減少基礎貨幣的操作，期限為 7 天，14 天等。逆回購則為人行向市場投放流動性，增加基礎貨幣的操作。SLO 為近期創設，用於管理更短期譬如 2 天內的流動性。正回購和逆回購的利率不固定。最近的逆回購 7 天期利率為 4.1%，14 天期為 4.3%。回購業務的操作結果於當天公佈，而 SLO 的操作結果則要滯後一個月通過〈公開市場業務交易公告〉對外披露。人行於 2013 年 10 月通過 SLO 以 4.5% 的利率執行過兩次 2 日投放流動性，於 2013 年 11 月以 4.7% 的利率執行過一次 3 日投放流動性，於 12 月下旬 SLO 操作變得更頻密，並且在月底初次有收回流動性的操作。
- (e) 其它利率。這包含人行發行票據的利率以及人行在“中央國庫現金管理商業銀行存款”的利率。對於人行的貨幣政策，這些由人行定下的其他利率看來沒有積極的作用。不過這些利率也在一定程度上反映了人行的貨幣政策。

27. 人行決定的利率的覆蓋面如此之廣，我們馬上就會意識到，其實內地是缺少了一個關鍵性的貨幣政策利率，能像美國的聯邦基金利率一樣，被所有人密切關注，而成為在貨幣市場發現價格必不可少的可靠工具。聯邦基金利率在這方面提供的資訊對於整體經濟的有效運行起到了基礎性的作用。而人行每次在貨幣政策委員會結束對貨幣政策的討論後，並不會透明地公佈一個具強烈指導性的政策短期(如隔夜)利率水平，並以此水平為目標在有需要時彈性地進行公開市場操作投放或是收回流動性，來影響銀行間就此檔期的拆借利率，將其穩定於接近目標利率的水平。由於銀行間流動性的需求與供應間的狀況，每天在變化著的。因此，由於某種原因(譬如說某些商業銀行流動性管理的失誤，或是政府收支的日差)，當基礎貨幣的需求和供應之間相對地發生顯著變化之時，以上海銀行間拆借利率為代表的銀行間利率(SHIBOR)就會產生劇烈的波動。比如，2013 年就有過幾次 SHIBOR 的劇烈上升，這有可能會造成市場的誤解，以為人行將要緊縮貨幣政策，而與人行本身宣佈的穩定貨幣政策相矛盾。

28. 現時，（至少在 2013 年），較為顯著的貨幣政策利率是央行的 7 天期和 14 天期逆回購（流動性投放）利率。在 2013 年 8 月至 12 月的五個月間，這兩項利率處於 4.1% 和 4.3% 的水準。但它們也不能算是人行的政策目標利率，因在 2013 年曾經被調高過，與國務院和人行反覆強調的穩定貨幣政策基調不完全吻合。然而，這些利率在相應的公開市場業務之後馬上得到披露，至少具備了透明度。可惜的是，除了每週二和週四例行的公開市場操作外，現在還沒有一個正式而能及時調整流動性的公開市場操作時間表。這樣，出於某種原因，譬如說大量外資流入使得人行因結匯而投放了大量人民幣流動性，因而需要暫停逆回購，那麼市場間又會覺得突然，將之理解為貨幣政策的趨緊。因此，人行應對基礎貨幣制定出一個政策基準利率，結合每日有彈性地進行的公開市場操作，調節流動性的供應以滿足需求，令 SHIBOR 在政策目標利率水平上穩定下來。

29. 要做到這一點，就必須改變現在每次逆或正回購之前預先公佈投放或收回的流動性數量的辦法。短期流動性需求可能會高過或者低過人行自身的預期，這樣就會給銀行間流動性價格（同業拆息）帶來不可預期的波動。由此可見，圍繞著一個政策目標利率，用像去年 12 月下旬 SLO 操作的彈性，靈活地提供或者收回基礎貨幣以穩定貨幣價格，這樣的動態公開市場操作才是更理想的貨幣政策操作方式。在現今的金融環境下，這種政策操作方式還會有助於表明人行執行貨幣政策的決斷力以及增強維持穩定貨幣政策的可信度。人行在公開市場業務上也應該繼續保持之前的透明度，只不過對於動態地調整基礎貨幣供應以應對需求的相對變化這一態度轉變，要向市場表明。

30. 在這個新政策目標利率產生顯著效果之後，人行對商業銀行實施的其它利率，比如說正回購或逆回購所用的實際利率，重要性就會相對降低，可考慮慢慢取消，或用作較長檔期利率的輔助指引。對於 SLF，則可以繼續進行不透明操作，這沒有關係。針對個別銀行需要的流動性補充工具與貨幣政策不用拉上關係。商業銀行本來就應該謹慎管理流動性，而不能經常依賴央行來解決流動性問題，從這點來看，流動性補充工具用加上懲罰性溢價的利率是完全應該的。

IV. 外匯市場

31. 是否容許外匯市場在資源配置中起決定性作用，以及如何實施，對中國大陸而言是一個微妙的問題。全球外匯市場的研究和觀察專家，對自由運作的外匯市場是否能夠有效地在一個在全球化的經濟環境下消除外部失衡，都可能持有強烈的懷疑態度。在我看來，外匯市場根本就未能有效發揮發現價格（匯率）的基本功能。我們看到，過去四份一世紀多個國家的國際收支經常帳是長期失衡的。外匯市場產生的反而是匯率的過度波動和嚴重的偏離經濟基本面，令經濟活動失衡，並導致金融體系的崩潰。外匯交投量往往是國際實體經濟活動量，諸如貨物和服務貿易以及對外直接投資等的很大倍數。外匯市場恐怕已經變質，多於為提供投機炒賣賺取短期利潤以及支持大量外匯交易商生計的平台，而少於為全球經濟的長遠利益服務。

(1) 兌換性

32. 正因如此，我曾經就內地在人民幣可兌換的計劃上主張要謹慎行事。我強調，在相關的改革進程中，要確保外匯市場的能量，能有效被灌注和利用於服務公眾利益上。我還建議，內地應該實行人民幣完全可兌換，而不是自由兌換。這裡面的區別是微妙的，但其實很簡單。人民幣的可兌換是指容許依國際貨幣基金組織（IMF）定義的各種國際交易經常項目和資本項目上，人民幣與外幣間完全可以兌換，（其實，有人可能質疑：40 多個資本項目，是否全部都對整體經濟發展都有好處，而好處亦超越相關項目所帶來的負面風險）。可兌換是需要有一個高效和便利的外匯管理機制為前提的，包括申請（事先或後補）和批准（自動或其他方式），並要求提交相關資料，以方便監測和分析。還需要保留權力，有需要時用來限制某些對貨幣和金融穩定存在顯著風險的資本項目的兌換；同時，如果原來的外匯交易的指定用途（例如，購買人民幣用於在三個月內投資 A 股）都沒有實現，就應有權力撤銷兌換批准。而自由兌換則是沒有這些外匯管理措施的，這是目前發達市場經濟國家所實踐的外匯兌換模式——這已被證明是存在相當問題的。

33. 這種可兌換模式對中國內地而言是安全的，並且也符合三中全會決定的精神，會使外匯市場在資源配置中發揮了決定性的作用，找到一個可靠的價格（匯率），以在出口和進口有關的行業之間合理分配資源，並實現很多國家在自由兌換模式下難以實現的國際收支平衡。事實上，其他有自己貨幣的國家和地區，都應該考慮修改其相關貨幣兌換政策和做法，採立可兌換模式，從而讓自己處於一個更有利的位置去維護貨幣和金融體系的穩定。雖然金融全球化的好處是顯而易見的，但必須了解，當前國際金融體系裏大量國際資金不受約束地流竄的狀況，是頗具破壞性的。況且，各主要儲備貨幣的中央銀行都還在實施量化寬鬆的貨幣政策是會將情況惡化的。這些流動資金主要是控制在活躍於國際上的金融中介機構的手中，而這些金融機構是依靠金融波動而非金融穩定來牟利的，他們時刻準備進行短期操作，甚至操控市場及不惜破壞金融穩定，很少考慮當地的公共利益。

34. 我相信，中國內地正逐步建立這個可兌換的外匯管理模式。中國內地是從具有全面的外匯管制的位置開始的，所以這個過程涉及到的主要是放鬆管制而不是加強管制。人行以及負責操作層面的外匯管理局（SAFE）已在 2009 年奠下了實現可兌換的基礎，當時明確提出了深化外匯管理改革的“五個轉變”。從那時起，符合“五個轉變”精神的許多具體措施已經採取了，例如在促進貿易和投資便利化上，共廢止了外匯管理法規近 700 條。當然，繼續實現可兌換的過程也有要看情況下先後順序，例如優先處理對外直接投資和證券投資的外匯兌換。

(2) 匯率政策

35. 我認為現在內地已經有一個能夠確保金融安全和充份反映經濟實體外匯供應和需求的外匯管理框架。時機已成熟，可以讓外匯市場，在更大的程度上發揮價格（匯率）發現的基本功能。當然，我們已經看到了最近幾年，尤其是 2005 年為匯率制引入彈性以來，人民幣已顯著升值（到 2013 年底，人民幣兌美元匯率合共上升了 25%）。與此同時，國際收支經常項目順差與國內生產總值（GDP）的比例亦大幅

減少（從 2007 年的 10.1 % 下降到 2012 年的 2.3 %）。而事實上，經常項目順差或逆差佔 GDP 比重 2 % 左右是國際上公認的一個合理的水平，它在一定程度上反映了經濟體可以容忍的結構性扭曲和磨擦。

36. 但是，中國內地有個獨特的問題。伴隨著國際收支經常項目順差，主動性的資本項目也存在龐大順差。考慮到中國內地經濟增長的現狀和潛力，以及與世界其他經濟體相比的顯著優勢，對外直接投資所產生的龐大資金淨流入是可以理解的。而且，在對外金融投資方面，考慮到中國的龐大經濟規模，世界其他地方在中國的金融投資似乎明顯偏少，部分原因可能是由於中國內地缺乏合適的投資工具。但隨著資本項目的兌換限制進一步放寬、中國資本市場發展進一步深化、中國內地的改革開放也給予國際投資者越來越大的信心，主動性的資本項目很有可能長期處於順差狀態。事實上，隨著黨的十八大的圓滿完成，因領導層的變化而帶來的政治和政策的的不確定性已經清除，而且，隨著新的領導班子迅速且自信的就任，“雙順差”現象在 2013 年下半年又重新出現了，並表現出越來越大的趨勢。

37. 因此，這一個反映了經濟體的結構性失衡以及資源配置效率低的國際收支不平衡，仍然是非常嚴重以及極需關注的問題。中央現正在實施的政策是“擴內需、調結構、減順差、促平衡”。這在內地目前被形容為能夠治本而不僅僅是治標的“中藥方”。積極實施這中藥方政策是正確的，但也得考慮政策發揮作用所需的時間，及也正在轉變的外圍環境，如發達經濟體正施行的量化寬鬆的政策，正在加劇了中國的問題。所以，現在可能有需要調整一下這張中藥方各種劑藥成份的權重，多依靠外匯市場來發現一個市場出清的匯率。

38. 這就需要國家外匯管理局更積極地退出外匯干預活動。國家外匯管理局最終應以維護貨幣和金融穩定為目的，只在為消除強烈和具破壞性的波動干預外匯市場。同時，擴大匯率的波幅看來也是有必要的了，雖然當前規定每天 1% 的上下波幅，在正常情況下是足夠提供有效的價格發現功能和適應正常的市場活動。長遠來看，隨著外管局從市場上成功撤退，以及外匯市場深廣度進一步改善，波幅可以再拉寬，

甚至將每日波動幅度的限制，及每天由市場提供的外匯定價機制，予以取消。發達國家金融市場的經驗表明，由金融中介機構來進行金融市場定價可能會產生很多問題（例如倫敦銀行同業拆借利率和外匯操控醜聞）。隨著現代資訊技術的發展，建立在實際交易的基礎之上的價格信息應該可以更便捷、更透明地傳達給市場參與者，並作為其參考標準。

(3) 其他問題

39. 最近一段時間以來，國際收支不平衡，同時由於人民幣的升值趨勢，令私營部門不願持有外匯，導致內地的外匯儲備迅速增加，以每年幾千億美元的速度上升。截至 2013 年底，外匯儲備已經高達 3.82 萬億美元，而在 2012 年底，這一數值才 3.31 萬億美元。對於發展中經濟體而言，龐大的外匯儲備可以增強信心，因為外匯儲備可以對抗經濟衝擊。但是任何東西太多了總歸是個問題。隨之而來並不顯眼的經濟結構的扭曲和資源配置的低效就是昂貴的代價。另外，在管理龐大的外匯儲備時產生的匯率風險和信用風險可能也會非常大。

40. 隨著本幣的升值，以本幣計算的外匯儲備便會縮水。2013 年中國的外匯儲備平均高達 3.5 萬億美元，而 2013 年人民幣對美元升值了 3%，由此產生的中國內地的損失高達 1,050 億美元。謹慎和積極的外匯儲備投資管理當然可以減輕這種損失，但是鑒於目前的投資環境，這是相當困難的。而通過近年來歐洲主權債務危機和美國的財政懸崖和國債上限的爭論，我們也可意識到信用風險的嚴峻。因此，通過適當的外匯管理機制，實行完全可兌換的同時，讓外匯市場發揮更大的，甚至是決定性的作用，實現國際收支平衡是有迫切性的，也涉及中國的國家利益。

41. 相關地，應加緊人民幣的國際化，特別是在國際貿易和投資中的使用。我在其他文章中已經指出，即使經常項目順差仍然存在，人民幣國際化在國際貿易和投資中的使用會降低外匯儲備累積的程度。如果其他條件不變，人民幣用於貿易結

算的情況下，中國整體從經常項目順差所產生的對外債權的增加，將會在國內私營部門以人民幣資產的形式存在（如對外國進口商的人民幣貸款），而不是在公共部門持有外匯儲備的形式存在。中國整體的匯率風險因而得以控制，信貸風險亦會多樣化。

42. 剩下一個需要討論的問題是一些價格調節手段的合適性。最近在內地提及的有托賓稅、無息存款準備金和外匯交易費等，目的是抑制短期投機套利資本流入。提高交易成本，是市場調節中遏制投機的一個合法措施，但它也增加了扭曲市場價格發現和資源配置的風險。如果不是普遍適用而是有針對性的做法，當然也可以被考慮。由於資本項目可兌換可能為貨幣和金融穩定帶來風險，也許為不同的資本項目構建不同的可兌換外匯管理程序，如對相關活動的嚴密監管和要求預先批准或有條件批准是合理的。

V. 結論

43. 2013年11月在京召開的中國共產黨第十八屆中央委員會第三次全體會議明確提出要使市場在資源配置中起決定性作用深化經濟體制改革。針對此一決定，我提出了以下幾條意見。

- (a) 總體而言，在發現市場出清價格和優化資源配置方面，市場優於政府干預。但不可忽視的一點是，由於完美競爭市場所需要的幾大條件基本難以滿足，理論上的完美競爭市場在現實世界中是不存在的。
- (b) 因此，市場並不總能夠有效地配置資源，市場失效是偶爾會發生的。當市場失效時，有關當局應該適當介入並採取相應的參與或干預措施以保護公眾利益。
- (c) 但在切實可行的範圍內，政府的權力應以規則為基礎高透明度地執行，從而增強政策的公信力並且防止權力的濫用。
- (d) 對於中國大陸，一個公有制為主體的政治經濟體系，有必要建立一個合適的激勵機制，比如分離所有權和經營權等，推進公有制經濟實體的市場化行為。
- (e) 金融管理當局在制定和實施政策時必須認識到及平衡以下本質性的利益衝突：金融中介機構追求利潤最大化的私人利益和確保金融體系資金融通有效性的公眾利益。

44. 具體而言，對於貨幣市場和外匯市場，我提出了以下幾條針對性建議。

- (a) 雖然中央銀行有必要適當干預以本地的貨幣市場，從而為實施貨幣政策提供有利條件，但在中國大陸的情況來說，人行仍有相當大的空間退出人民幣市場轉而專注於調控基礎貨幣的供應或者價格，從而可以更廣泛地依靠金融市場，讓其在金融資源配置中發揮決定性作用。
- (b) 控制基礎貨幣的供應，並通過存款準備金制度實現貨幣供應量目標，已不再是有效的貨幣政策實施手段。人行應取消貨幣供應量目標，重點控

制基礎貨幣的價格，通過調控基礎貨幣價格影響經濟體中貨幣的各種價格。

- (c) 這一變化將使得存款準備金制度冗餘，為逐步淘汰存款準備金制度提供好機會，存款準備金要求實際上是對銀行系統的一項徵稅，最終取消了會顯著提高銀行體系配置資金的效率。
- (d) 在貨幣政策中重點控制基礎貨幣價格意味著人行可以，也正如它所申明的那樣，進一步推動利率市場化改革，退出它厘定銀行與其客戶間利率的角色。
- (e) 特別地，人行應立即取消金融機構人民幣貸款基準利率。此外人行也應該推進存款利率市場化，循序漸進地（先大額存款後小額存款，先長期存款後短期存款）容許金融機構根據存款額度自主決定利率。讓小額短期存款利率市場化的時機應該與引進存款保險制度協調。
- (f) 人民銀行應制定並公佈一個明確的短期政策目標利率，並採取動態的公開市場操作引導同業市場利率趨近於政策目標利率。舉例來說，當銀行同業拆借利率高於同期的政策目標利率時，人行可以進行逆回購操作投放所需的基礎貨幣以保持銀行同業拆借利率接近目標利率。這將產生一個更穩定的利率環境，以促進資金的有效配置。
- (g) 目前所有其他由央行決定的利率，包括人民銀行對金融機構貸款利率及法定準備金利率和超額準備金利率，最終都應該廢除。當然，部份需視乎廢除準備金制度的進度。
- (h) 對於以最後貸款人貸款的形式進行的特別流動性援助，例如常備借貸便利，其利息可以用下述兩種方法決定：1. 在貨幣政策目標利率的基礎上加上預先設定的溢價；2. 審慎考慮借款人的具體情況，由央行進行相應的調整，並嚴格保密。
- (i) 根據國際經驗來看，能否依靠外匯市場在國際層面進行資源的有效配置並消除國際收支不平衡，這個問題的答案充滿不確定性。相反地，在國際資金自由流動的環境下，外匯市場的能量是足以為發展中國家帶來金

融動盪，甚至令金融系統崩潰。為了更有效地利用外匯市場，中國大陸應該在一個高效並且方便快捷的外匯管理機制的支持下推進人民幣的完全可兌換。同時，為了保證貨幣市場和資本市場的穩定性，有關當局在必要時應該保留限制兌換的各種權力。完全不受約束的人民幣自由兌換是風險很大的。

- (j) 在可兌換模式下，外匯的供應與需求反映了經濟的主要供求狀況。相應地，應該允許外匯市場在比現在更大的範圍內發揮其基本功能，準確發現價格（匯率）和在國際層面有效配置資金，從而最大化整個經濟體的利益。這將更迅速地消除“雙順差”，遏止累積以人民幣計算不斷減值的國際資產（官方外匯儲備和私人部門的國際資產）。
- (k) 國家外匯管理局應該更積極地退出外匯干預活動，最終只在必要時候採取相應措施消除強烈和具破壞性的匯率波動，以維護貨幣和金融體系的穩定性。
- (l) 當前人民幣匯率單日浮動幅度應逐步擴大從而促進外匯市場的價格發現。在適當的時候，單日浮動幅度以及每天由市場提供的外匯定價機制都應予以取消。
- (m) 人民幣國際化步伐應加速。為了更好地管理大量（甚至可能已經過量的）外匯儲備所招致的外匯風險和信貸風險，更應該加快推進人民幣國際化的進程。

*此中文工作文件為英文版本的譯本。如中、英文兩個版本有任何不相符之處，應以英文版本為準。