



三中全会后如何与金融市场打交道

任志刚教授 GBM, GBS, CBE, JP

研究专论第二十号

二零一四年二月

香港中文大学全球经济及金融研究所
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

鸣谢

全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人及机构的慷慨捐赠
对我们的支持（以英文字母顺序）：

捐助人及机构

查懋德	银联金融有限公司
郑海泉	恒隆地产有限公司
胡祖六	恒基兆业地产有限公司
刘佐德及刘陈素霞	刘佐德基金有限公司
刘遵义	新鸿基地产发展有限公司
	东亚银行有限公司
	香港上海汇丰银行有限公司

活动赞助人及机构

周松岗	盘谷银行
蔡清福	中国银行金边分行
方方	北山堂基金
冯国经	国家开发银行
李伟波	金陵华软
黄桂林	厚朴投资管理公司
	中国工商银行金边分行
	金陵控股有限公司
	新华集团
	The Santander-K Foundation
	银联国际

三中全会后如何与金融市场打交道

(中文译本)

任志刚教授*

2014年2月

I. 引言

1. 在过去接近四十年的公职生涯中，我有幸长期从事和市场息息相关的工作。大部分时候我是以政策制定者的身份，在货币和金融领域上和市场打交道。这些经历整体而言饶有兴味。香港一直以来是世界上最自由的经济体之一。作为一个建立在荒岛上缺乏天然资源的经济体，香港积极热忱地拥护自由市场。自1997年香港回归中国起，资本自由流动亦独特地正式成为一个法定要求，在《基本法》第112条中表明。相对日益增长的国际流动资金而言，香港的金融市场体积较小，所以市场活动、走势充满刺激。对我来说，市场就好像一个可靠的老朋友。但偶尔，这老朋友也会闹情绪，给老百姓带来痛楚，给我带来烦恼。在那些特殊的时刻，我作为一个政策制定者，有时候不得行使权力，提醒这位老朋友要关注公共利益和遵守规矩。然而，风平浪静后，友谊依然长存。

2. 2013年11月中旬，三中全会公布《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》），要让市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革。这份文件非常鼓舞人心。《决定》文件和中央领导及后在对该文件的解读说明上，又反复强调了要让市场在资源配置起决定性作用。这是很突出的，所以，有评论员认为这份《决定》的重要性，堪比在35年前的三中全会所提出的“改革开放”的发展路线。

*香港中文大学全球经济及金融研究所杰出研究员。本文仅代表作者个人意见，并不代表本所的观点。

3. 在中国大陆之外，我们对“社会主义市场经济”的运作通常缺乏足够的理解。我们当中有些人只是简单地指出用“社会主义”和“市场经济”来描述中国大陆的政治经济发展模式存在自相矛盾。有趣的是，在中国的社会主义市场经济体系下，政策传导机制是非常高效的。国务院制定的政策措施被积极而有效地执行，令中国大陆在过去 15 年间顺利地渡过两次区域性的和全球性的金融危机。但与此同时，我们也观察到中国大陆在资源分配问题上效率是较低的。本该由市场决定的资源分配受到各个级别政府部门的党委书记的干预和影响，甚至由他们来决定。由此带来的问题是低效的资源配置——浪费的基础设施投资，不是基于信贷风险的资金分配等。如果内地可以让市场在资源分配上起决定性作用，提升资源配置的效率，而同时保持政策传导机制的高效率，这是非常理想的。

4. 我们应该用开放的思想仔细观察十八届三中全会精神是如何在中国的各个关键部门贯彻落实的，将会带来什么利好。作为一个较熟悉金融市场运作的退休人士，我有几点看法。首先，本文第二部分在整体层面上讨论让市场在资源配置上起决定性作用的有关考虑，并建议在实行上需要谨慎和勇气。然后本文第三和第四部分专注地探讨内地在货币和外汇市场上应如何安全有效地让市场在资源配置上起决定性作用。第五部分总结我的主要意见和建议。

II. 市场理论和实践

(1) 完美竞争市场的不存在性

5. 在这里，我不打算重复关于市场如何高效配置资源的各种理论性的或哲学性的论述。我只想表明我对这些论述的认同，特别是完美竞争市场能够实现帕累托理想的(Pareto Optimal)均衡资源配置的学术论据。用行外话讲，帕累托理想的均衡资源配置是一种理想状态：在这种状态下没有人可以在不损害其他人利益的前提下变得更好。但在这个点子上，就经验之谈，我想指出的是，完美竞争市场并不存在。我研究市场并和市场打交道已经有几十年了，至今尚未发现一个学界所描述的“完美竞争市场”。如果哪位能够举出一个关于“完美竞争市场”的例子，我愿闻其详。

6. 完美竞争的必须（但不一定充分）条件是：

- 不存在垄断势力；
- 可以自由进出市场；
- 每个人都是价格接受者；
- 信息是完全和搜寻成本是微不足道的；
- 产品是同质的且可分配的；
- 没有市场参与者相互勾结；
- 每个市场参与者的交易量都只占到总量微不足道的一部分等等。

简单浏览一下这些条件就足以说明为什么完美竞争市场不可能存在。在现实当中，这些条件很多都难以得到满足。于是乎各种不同类型的、不同程度的非完美竞争市场大行其道。当然大多时候，非完美竞争的程度还不足以影响市场在资源配置效率上相对于长官意志是较优异的。但市场的确会有失效的时候，从而未能实现帕累托最优的资源配置。我们当然是希望市场失效只是偶然，但当市场失效时，这意味着整个社会或至少是相当重要的一部分主体的利益可以在不损害他人利益的前提下被

提升。负责促进和保护公众利益的机构是可以通过干预市场改善情况，这是学术上称为帕累托式的改善 (Pareto-improving)。

(2) 干预市场的政治

7. 适时地识别市场失效并且制定干预市场的政策以实现帕累托改善，是并不容易的。举个例子，个别金融市场参与者不接受市场价格，通过非竞争性的市场行为操控市场，让价格朝有利于他们的方向大幅变动，令金融市场面对崩溃的危机。站在道德高地，挥舞着自由市场的旗帜，什么都不做，这可能是政府可采取的低政治风险且简单易行的立场。这立场亦会得到那些具有政治影响力、目光短浅，忽视公共利益的市场操控者的支持。结果，救市来不及，金融体系瓦解，金融中介重要功能瘫痪。存款者和投资者等资金供给者要承受重大损失。而资金需求者，无论他们的信用级别多高，都要面对借贷无门的苦况。即使他们有幸可以筹集到资金，亦要承受大幅攀升的借贷成本。

8. 即使潜在的市场失效被及时地发现，当局通常也很难提出一个明确的帕累托改善的干预政策，并取得执行该政策的政治支持。我们当中有些人应该还记得 1998 年 8 月干预香港股市时的争议。从现在看来，大部分香港人的确直接间接地受益于当时的入市行动。但是，直至现在，我仍不能确定当时的干预市场是否是一个帕累托改善式的行动。我可以想象抛空市场的那部分市场参与者的利益是受到了损害，虽然鲜有人同情这个群体。再想想看，如果现时在香港提出、讨论并要通过一般反垄断法，需要多长时间，会引发多少争议？虽然反垄断法有利于减少非竞争行为，对整个社会是有利的，但这种敏感的法规在香港成功实行的机会率几乎为零。幸亏社会主义市场经济体系下的中国在政策制定上比香港高效得多。

9. 让市场在资源配置中起决定性作用，基本要求是要持续地跟踪市场的表现，客观地评估市场的运作模式和结果是否符合整体公众利益。大多时候，结论都是不

需要在市场上做出干预的。但是，当作为一个有责任感的政策制定者发现市场失效确实发生或可能威胁到公众利益的时候，应该当机立断地进行帕累托改善的市场干预，以保护公众利益。其实这就是现在被广泛地曲解的“积极不干预”政策的真正意义所在。我曾在香港 1970 年代参与过最终创造出这个词语的讨论，我可以在这里肯定“积极不干预”政策的含义。

(3) 对市场行使权力

10. 目前，内地各种经济活动仍然广泛地存在政府的影子。贯彻三中全会精神，让市场在资源配置上起决定性作用的重点在于减少政府对经济的参与和干预。这并不是件容易的事。任何形式、任何领域的权力都容易被拥有这些权力的人当成为机构甚至个人创造利益的工具。当权力拥有者的薪酬和他们的职责权力不成比例的时候，这种矛盾就会更甚。基于中国目前的大环境，让这些既得利益者让出权力将会阻力重重。尽管减少政府干预对社会有利，但是需要相当的勇气和政治技巧才能实现。不管怎么样，倘若需要对市场行使权力，事先做好明文规定是个好办法。当执行权力的时候，以规则为基础的做法通常比依靠酌情权的制度更具公信力，虽然前者可能会限制了应对紧急事件的灵活度。

11. 市场参与者包括监管者面对的激励机制是否有利于促进市场有效配置资源是一个极为复杂的问题。就中国大陆当前境况而言，中国共产党章程和 2013 年 11 月的三中全会《决定》文件表明：“公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，是中国特色社会主义制度的重要支柱，也是社会主义市场经济体制的根基”。我没有资格评论这重要的政治宣言。但我注意到私有制能有效地为创造风险决策提供必要的激励（以期望回报率的形式）和限制（以盈利责任的形式）。换言之，私有制能够为市场化的管理行为提供有效的激励基础。但在公有制下，这种激励基础相对薄弱，是否会降低市场配置资源的效率？我还注意到应对的方法，就是将所有权和经营权分开。这个课题是值得再深入研究的。

(4) 本质的利益冲突

12. 接下来，我想指出：当局要依靠金融市场做出有效资金分配，必需留意及平衡一个常被忽略但极为重要的基本问题。金融市场最重要的角色在于资金融通，将资金从有盈余的主体（存款者和投资者）引向资金需求者（筹资者），从而支持整体经济活动。存款者和投资者的风险偏好往往和筹资者的风险状况不相匹配，这就需要金融中介机构将风险转移、转变和转让。金融中介机构的运作对整个金融系统有效地分配资金起到极其重要的作用。

13. 但发达和发展中国家在过去二十年的金融市场动荡情况都表明了一个问题：让金融中介机构在轻度监管的环境下自由发挥资金融通的功能，他们履行职责的成绩是令人失望的。在我看来，问题的核心在于金融中介机构自身的利益（最大化利润和花红）和公共利益（最大化资金配置效率）存在本质上的冲突。从中长期看，金融中介的利润和花红越高意味着中介差价越大，金融系统越低效。简单说，中间人拿了超过他们应得的一大块，是有影响交易双方利益的。

14. 我们的确短暂地经历过金融中介利润高、花红多，资金供给者投资回报率高，筹资者借款成本低共存的时期。金融中介机构将之归功于他们能运用财技去金融创新，以此为由从中抽取巨额报酬。然而，高中介利润和低中介差价并存的反常态是不可持续的。金融创新通常会侵蚀谨慎经营的标准，因而带来不常见的和系统性的金融风险，最终导致金融危机出现，令金融中介差价大幅拉阔，投资者损失惨重，筹资者集资费用昂贵，甚至借贷无门。过往经验说明了金融中介高利润和低中介差价的短期反常态只有通过这样一种方式实现：用术语讲就是将未来的中介差价跨期转移到当前，大部分入了金融中介机构的口袋中。

15. 当局与金融市场和金融中介机构打交道的时候，应当意识到这个本质性的利益冲突。这种利益冲突，往往是削弱金融系统有效资源配置能力的主因。作为控制资金流向的主体，金融中介机构因而拥有强大的政治影响力。特别在民主资本主义

社会里，他们的影响力足以左右规管金融市场和监管金融机构当局的态度。当局方便地挥舞着自由市场旗帜，放任地让他们发挥、创新、炒卖、赚钱。到头来，资本主义经济下的金融中介机构把金融市场当成他们谋利的地盘而不是支持经济发展的平台。监管者在各国际金融论坛表现出积极地从近年的金融危机吸取教训，例如近年来金融中介的薪酬安排已成为监管的重点之一。希望金融体系中的乱象因而可以得到改观。虽然在社会主义市场经济体系下的中国，其金融领域上的权力结构不同于民主资本主义经济体系下的，但金融中介本质上的利益冲突都是一样的。

III. 货币市场

(1) 货币政策的要求

16. 三中全会的《决定》强调，“经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。遵循这一宗旨改革内地货币市场是有颇大空间的。

17. 重要的是首先认识到，每个用自己货币发挥交易媒介，财富储存和会计单位等货币功能的司法管辖区的政府，都有一个不可少的责任，就是通过一个中央银行机构，有效地影响货币的供应或价格（或两者）。事实上，这是实施货币政策的最基本要求。不论政策目标是什么，具体而言，这种影响是通过控制基础货币一个重要部份的供应和价格实现的，指的是商业银行在央行结算户口中持有的结算总余额。

（基础货币的另一部分，即流通的纸币和硬币，其流通量反映在零售层面作为交易媒介的需求，对货币政策的实施影响不大，不必是控制的对象。）除了要保留控制基础货币的权力，有效实施货币政策之外，央行在货币市场上的各种其他角色，基本上都是不需要的，可以淡出，让货币市场自行运作，在资金分配上起决定性的作用，引导资金从盈余者向需要者手里。在这运作模式下，货币市场上的价格（即利率水平），将会在央行所定基础货币价格的宏观引导下，更准确地反映存户和投资者的风险偏好和集资者的信用风险状况，提升资金分配的效率。

(2) 控制货币的供应

18. 在内地，控制货币的供应所需的权力，是在中国人民银行（人行）的手上。作为中央银行机构，人行对基础货币的供应拥有绝对的控制权，因为各商业银行都在人行开有结算户口，作为同业清算之用。但是，基础货币的供应与货币的供应是

不同的。有文献认为，货币的供应对经济活动有着重大的影响，所以出现了不同的、与经济活动能拉上紧密关系的“货币供应”定义，如M1、M2等。同时，一些中央银行亦选定一个货币供应的定义，并为该货币供应的增长率定下目标，作为中介货币政策目标。为了达标，央行会用行政手段为商业银行的清算结余（即基础货币的重要部份）与商业银行的客户存款（货币供应的重要部份）间建立一个强制关系。这强制关系，通常是称为存款准备金要求，而存款准备金率 (Reserve Requirement Ratio - RRR) 是由央行为实施货币政策而决定的。通过改变存款准备金率，央行亦改变了商业银行在央行的清算结余的充足状况，因而希望有效地影响到商业银行的放贷能力和货币供应的增长。

19. 通过调节存款准备金率调节基础货币供应，进而调节货币供应这种方式，是否为一个有效实施货币政策的方法是值得商榷的。在这里不对此争论进行深入讨论，但是需要指出，这个做法好像已不合时宜了。相对于调节货币供应，目前世界上各央行都更加注重控制基础货币的价格进而控制货币价格。在中国内地，现在仍然有为货币供应(M2)定下目标的，在2013年是13%。但我感觉到，这个目标的意义和人行看待这个目标的积极性，一直在下降，在某种程度上来说，也可能是为了与国际接轨。对于这种央行通过货币供应来行使货币政策的热忱下降的原因，可以从古德哈特定律 (Goodhart's Law) 来解释，这定律阐述，一旦透明地宣布为货币供应定下了中介政策目标，货币政策有效性会随着时间而退化，因为货币市场会试图采取行动来避免被货币政策调控影响。当然，对于人行将其视线从货币供应的角度移开的原因，也可能是因为银行贷款在社会融资规模内的比重已迅速下降，如从2002年的92%迅速下降为2012年的52%（2013年的51.4%）。

20. 我认为现在是人行正式废除以货币供应为中介政策目标来行使货币政策的时候了。这实际上会为最终取替存款准备金要求，及存款准备金率作为货币政策工具提供大好机会，从而大大提高内地金融资源配置的有效性。有些人可能仍然被存款准备金率在调节银行流动性的作用所吸引，因为这种影响可以立竿见影地紧缩或放松银根。但我认为，影响银行放贷能力的，应该是银行本身的资本充足状况和其他

审慎经营的监管要求。货币市场应该持续提供足够的流动性，支持银行通过充分考虑借款人的信贷水平，作出适当的贷款和风险定价的决定，促进经济发展。

21. 较关键的是我们要认识到，存款准备金要求实际上是在对银行系统的一项征税，对银行体系有效支持经济有着不可忽略的负面影响。中国内地的存款准备金率目前已达20%左右，而央行付出的存款准备金利率只有1.62%（2008年11月最后一次修改），超额存款准备金利率又只有0.72%。这意味着商业银行都被迫持有一巨额资产，相当于其存款（总额超过人民币100万亿）的20%，赚取的回报率非常低。同时，在负债方面，他们要为所接受的存款付高息，如一年期定期存款，需付3%的利息。这源于存款准备金要求，达几千亿元的“成本”，银行是要用较大的经营净息差来弥补以保持整体盈利的。即是说，因为有存款准备金要求，借款人付息相对较高，存款人所收的利息亦相对较低，金融中介成本较高，银行体系资金融通效率较低。同时，通过存款准备金要求所征来的“税收”，又不能用于提高老百姓福利。人行要为约20万亿的存款准备金付1.62%的利息，但所持的外汇资产在人民币升值的势头下（2013年对美元升值3%）很难有相称的回报。这种存款准备金制度实际上是在迫使中国大陆的借款和存款人为外国人（如美国政府）作出补贴。

22. 也许还有一个情况，是有需要央行通过控制基础货币的供应去实施货币政策的。这情况就是当货币的价格（即利率）已在零的水平，因而缺乏减息的空间，一如发达国家如美国最近所面对的。在这情况下，量化宽松政策，即将基础货币的供应倍增，是可供考虑的做法。但要了解的是通过增加基础货币的规模以促进经济复苏的方法有其局限性。商业银行在央行的结算户口内持有大量的准备金（即头寸或流动资金），不一定会努力去增加银行贷款以支持经济。对信用风险的担忧，尤其是在经济不景气时期，以及资本充足率约束会限制银行的放贷欲望。银行其实是会运用手上的流动资金，在各金融市场做买卖，特别是在央行因量化宽松行动而需购买金融资产的市场。当然，有关金融资产价格上扬会带来财富效应，对支持经济也是有利的。老实说，我对用量化宽松去促进经济复苏是有保留的。在美国当前的经济好转，我认为是归功于联邦储备银行对未来货币价格预期的有效管理，令市场对

整个收益曲线心中有数。另外，又将退市和通胀率与失业率拉上关系，令市场安心。其实，联邦储备银行的资产负债表和银行系统的流动性的规模是4万亿还是1万亿并没有太大差别。人总不可能用细绳索推动大象。到目前为止内地的情况，利率很幸运的并没有达到零而经济也正在以一个令人羡慕舒适的速度爬升。量化宽松政策根本就不是一个需要在这个时候要考虑的政策选择。然而要注意的一点就是，有需要的话，中国内地的货币政策框架也是容许实施量宽的。

(3) 控制货币的价格

23. 实施货币政策常见和有效的做法，是央行通过直接控制基础货币的价格来间接影响市面上货币的各种价格（即市场利率）。在内地，人行控制货币价格的权力是相当宽泛的，可以说是不必要地宽泛。目前由人行制定的利率可以分为两类：一类是适用于银行及其客户间关系，另一类适用于人行与商业银行之间的政策导向关系。

24. 商业银行与其客户间所用的利率，简单来说，人行是不用参与厘定的，应交给市场在公开竞争环境下决定。目前人行仍负责厘定并公布金融机构人民币存贷款的基准前率，最近一次是在2012年7月。期间，人行已容许商业银行自主地上浮存款利率（1.1倍）和下浮贷款利率（0.8倍，后在2012年7月改为0.7倍）。在2013年7月，人行更取消了人民币贷款利率相对基准利率下浮0.7倍的限制，这等于让市场决定贷款利率的水平，但按揭贷款除外。人行将利率市场化的行动是令人鼓舞的。但就按揭利率而言，我认为亦可以由市场决定，因为审慎经营按揭业务，应该是由保障银行体系健全的监管手段来处理，不用和货币政策混为一谈。所以，人行是即时可以干脆地取消所有金融机构人民币贷款基准利率，一如三中全会的决定，由市场在资金分配上起决定性作用。

25. 但存款利率市场化是比较复杂的一环。激烈的存款竞争会带来难管理亦可能是系统性的风险。香港花了几年来消除银行公会的利率规则。由于其间不断加强对银行的审慎监管，这个案例是成功的。内地的情况应该也是一样，和特别是加以配合设立存款保险制度去提高存款人信心和降低系统性风险。我相信内地当局已经清楚对存款利率市场化应采取什么策略。作为一个观察者，我认为最好顺序可能是，以存款量计，应从批发到零售存款，以存款期限计，应从长期到短期存款。

(4) 政策性利率

26. 人行与商业银行间的金融活动，是依照人行制定的一系列利率进行的，目的大概是为了执行货币政策和起审慎监管作用的。目前，人行有为下列的利率制定水平：

- (a) 存款准备金利率。商业银行为满足存款准备金规定而存于人行准备金，可以收取利率。现行的“法定准备金”利率为 1.62%，最后一次修改为 2008 年 11 月 27 日。银行的“超额准备金”利率则为 0.72%。前文提及的存款准备金率(RRR)是一个比率，是一项政策要求，将一家银行存款准备金和其总存款拉上关系，人行就不同类别的银行，引入差别化的存款准备金率，比率的水平现为 20%左右。
- (b) 对金融机构再贷款利率。此利率就不同的期限，有不同的水平，并主要应用于人行对商业银行的直接再贷款。此利率上一次变更于 2010 年 12 月 26 日，处于 20 天期 3.25%到一年期 3.85%的这样一个区间。除此之外，人行的再贴现利率现为 2.25%。此项利率的政策作用随时间以来有所变化。起先被作为调节基础货币的一个重要工具，后因人行逐渐地开始使用公开市场操作来调节基础货币，转而被用作信贷指导。
- (c) 常备借贷便利利率。之后于 2013 年初，人行创设了常备借贷便利 (Standing Lending Facility, SLF)，用于全国性商业银行和政策性银行的流动性管理，由人行制定不公开的利率，向这些机构提供一至三个月期限的资金。

- (d) 公开市场操作利率。人行从事多种类型的公开市场业务，包括正回购，逆回购，短期流动性调节工具(Short-term Liquidity Operations, SLO)。正回购为人行从市场收回流动性，减少基础货币的操作，期限为7天，14天等。逆回购则为人行向市场投放流动性，增加基础货币的操作。SLO为近期创设，用于管理更短期譬如2天内的流动性。正回购和逆回购的利率不固定。最近的逆回购7天期利率为4.1%，14天期为4.3%。回购业务的操作结果于当天公布，而SLO的操作结果则要滞后一个月通过〈公开市场业务交易公告〉对外披露。人行于2013年10月通过SLO以4.5%的利率执行过两次2日投放流动性，于2013年11月以4.7%的利率执行过一次3日投放流动性，于12月下旬SLO操作变得更频密，并且在月底初次有收回流动性的操作。
- (e) 其它利率。这包含人行发行票据的利率以及人行在“中央国库现金管理商业银行存款”的利率。对于人行的货币政策，这些由人行定下的其他利率看来没有积极的作用。不过这些利率也在一定程度上反映了人行的货币政策。

27. 人行决定的利率的覆盖面如此之广，我们马上就会意识到，其实内地是缺少了一个关键性的货币政策利率，能像美国的联邦基金利率一样，被所有人密切关注，而成为在货币市场发现价格必不可少的可靠工具。联邦基金利率在这方面提供的信息对于整体经济的有效运行起到了基础性的作用。而人行每次在货币政策委员会结束对货币政策的讨论后，并不会透明地公布一个具强烈指导性的政策短期(如隔夜)利率水平，并以此水平为目标在有需要时弹性地进行公开市场操作投放或是收回流动性，来影响银行间就此档期的拆借利率，将其稳定于接近目标利率的水平。由于银行间流动性的需求与供应间的状况，每天在变化着的。因此，由于某种原因(譬如说某些商业银行流动性管理的失误，或是政府收支的日差)，当基础货币的需求和供应之间相对地发生显著变化之时，以上海银行间拆借利率为代表的银行间利率(SHIBOR)就会产生剧烈的波动。比如，2013年就有过几次SHIBOR的剧烈上升，这有可能会造成市场的误解，以为人行将要紧缩货币政策，而与人行本身宣布的稳定货币政策相矛盾。

28. 现时，（至少在 2013 年），较为显著的货币政策利率是央行的 7 天期和 14 天期逆回购（流动性投放）利率。在 2013 年 8 月至 12 月的五个月间，这两项利率处于 4.1% 和 4.3% 的水平。但它们也不能算是人行的政策目标利率，因在 2013 年曾经被调高过，与国务院和人行反复强调的稳定货币政策基调不完全吻合。然而，这些利率在相应的公开市场业务之后马上得到披露，至少具备了透明度。可惜的是，除了每周二和周四例行的公开市场操作外，现在还没有一个正式而能及时调整流动性的公开市场操作时间表。这样，出于某种原因，譬如说大量外资流入使得人行因结汇而投放了大量人民币流动性，因而需要暂停逆回购，那么市场间又会觉得突然，将之理解为货币政策的趋紧。因此，人行应对基础货币制定出一个政策基准利率，结合每日有弹性地进行的公开市场操作，调节流动性的供应以满足需求，令 SHIBOR 在政策目标利率水平上稳定下来。

29. 要做到这一点，就必须改变现在每次逆或正回购之前预先公布投放或收回的流动性数量的办法。短期流动性需求可能会高过或者低过人行自身的预期，这样就会给银行间流动性价格（同业拆息）带来不可预期的波动。由此可见，围绕着一个政策目标利率，用像去年 12 月下旬 SLO 操作的弹性，灵活地提供或者收回基础货币以稳定货币价格，这样的动态公开市场操作才是更理想的货币政策操作方式。在现今的金融环境下，这种政策操作方式还会有助于表明人行执行货币政策的决断力以及增强维持稳定货币政策的可信度。人行在公开市场业务上也应该继续保持之前的透明度，只不过对于动态地调整基础货币供应以应对需求的相对变化这一态度转变，要向市场表明。

30. 在这个新政策目标利率产生显著效果之后，人行对商业银行实施的其它利率，比如说正回购或逆回购所用的实际利率，重要性就会相对降低，可考虑慢慢取消，或用作较长档期利率的辅助指引。对于 SLF，则可以继续进行不透明操作，这没有关系。针对个别银行需要的流动性补充工具与货币政策不用拉上关系。商业银行本来就应该谨慎管理流动性，而不能经常依赖央行来解决流动性问题，从这点来看，流动性补充工具用加上惩罚性溢价的利率是完全应该的。

IV. 外汇市场

31. 是否容许外汇市场在资源配置中起决定性作用，以及如何实施，对中国大陆而言是一个微妙的问题。全球外汇市场的研究和观察专家，对自由运作的外汇市场是否能够有效地在一个在全球化的经济环境下消除外部失衡，都可能持有强烈的怀疑态度。在我看来，外汇市场根本就未能有效发挥发现价格（汇率）的基本功能。我们看到，过去四份一世纪多个国家的国际收支经常帐是长期失衡的。外汇市场产生的反而是汇率的过度波动和严重的偏离经济基本面，令经济活动失衡，并导致金融体系的崩溃。外汇交投量往往是国际实体经济活动量，诸如货物和服务贸易以及对外直接投资等的很大倍数。外汇市场恐怕已经变质，多是为提供投机炒卖赚取短期利润以及支持大量外汇交易商生计的平台，而少于为全球经济的长远利益服务。

(1) 兑换性

32. 正因如此，我曾经就内地在人民币可兑换的计划上主张要谨慎行事。我强调，在相关的改革进程中，要确保外汇市场的能量，能有效被灌注和利用于服务公众利益上。我还建议，内地应该实行人民币完全可兑换，而不是自由兑换。这里面的区别是微妙的，但其实很简单。人民币的可兑换是指容许依国际货币基金组织（IMF）定义的各种国际交易经常项目和资本项目上，人民币与外币间完全可以兑换，（其实，有人可能质疑：40多个资本项目，是否全部都对整体经济发展都有好处，而好处亦超越相关项目所带来的负面风险）。可兑换是需要有一个高效和便利的外汇管理机制为前提的，包括申请（事先或后补）和批准（自动或其他方式），并要求提交相关资料，以方便监测和分析。还需要保留权力，有需要时用来限制某些对货币和金融稳定存在显著风险的资本项目的兑换；同时，如果原来的外汇交易的指定用途（例如，购买人民币用于在三个月内投资A股）都没有实现，就应有权力撤销兑换批准。而自由兑换则是没有这些外汇管理措施的，这是目前发达市场经济国家所实践的外汇兑换模式——这已被证明是存在相当问题的。

33. 这种可兑换模式对中国内地而言是安全的,并且也符合三中全会决定的精神,会使外汇市场在资源配置中发挥了决定性的作用,找到一个可靠的价格(汇率),以在出口和进口有关的行业之间合理分配资源,并实现很多国家在自由兑换模式下难以实现的国际收支平衡。事实上,其他有自己货币的国家和地区,都应该考虑修改其相关货币兑换政策和做法,采立可兑换模式,从而让自己处于一个更有利的位置去维护货币和金融体系的稳定。虽然金融全球化的好处是显而易见的,但必须了解,当前国际金融体系里大量国际资金不受约束地流窜的状况,是颇具破坏性的。况且,各主要储备货币的中央银行都还在实施量化宽松的货币政策是会将情况恶化的。这些流动资金主要是控制在活跃于国际上的金融中介机构的手中,而这些金融机构是依靠金融波动而非金融稳定来牟利的,他们时刻准备进行短期操作,甚至操控市场及不惜破坏金融稳定,很少考虑当地的公共利益。

34. 我相信,中国内地正逐步建立这个可兑换的外汇管理模式。中国内地是从具有全面的外汇管制的位置开始的,所以这个过程涉及到的主要是放松管制而不是加强管制。人行以及负责操作层面的外汇管理局(SAFE)已在2009年奠下了实现可兑换的基础,当时明确提出了深化外汇管理改革的“五个转变”。从那时起,符合“五个转变”精神的许多具体措施已经采取了,例如在促进贸易和投资便利化上,共废止了外汇管理法规近700条。当然,继续实现可兑换的过程也有要看情况下先后顺序,例如优先处理对外直接投资和证券投资的外汇兑换。

(2) 汇率政策

35. 我认为现在内地已经有一个能够确保金融安全和充份反映经济实体外汇供应和需求的外汇管理框架。时机已成熟,可以让外汇市场,在更大的程度上发挥价格(汇率)发现的基本功能。当然,我们已经看到了最近几年,尤其是2005年为汇率制引入弹性以来,人民币已显著升值(到2013年底,人民币兑美元汇率合共上升了25%)。与此同时,国际收支经常项目顺差与国内生产总值(GDP)的比例亦大幅

减少（从 2007 年的 10.1 % 下降到 2012 年的 2.3 %）。而事实上，经常项目顺差或逆差占 GDP 比重 2 % 左右是国际上公认的一个合理的水平，它在一定程度上反映了经济体可以容忍的结构性扭曲和磨擦。

36. 但是，中国内地有个独特的问题。伴随着国际收支经常项目顺差，主动性的资本项目也存在庞大顺差。考虑到中国内地经济增长的现状和潜力，以及与世界其他经济体相比的显著优势，对外直接投资所产生的庞大资金净流入是可以理解的。而且，在对外金融投资方面，考虑到中国的庞大经济规模，世界其他地方在中国的金融投资似乎明显偏少，部分原因可能是由于中国内地缺乏合适的投资工具。但随着资本项目的兑换限制进一步放宽、中国资本市场发展进一步深化、中国内地的改革开放也给予国际投资者越来越大的信心，主动性的资本项目很有可能长期处于顺差状态。事实上，随着党的十八大的圆满完成，因领导层的变化而带来的政治和政策的不确定性已经清除，而且，随着新的领导班子迅速且自信的就任，“双顺差”现象在 2013 年下半年又重新出现了，并表现出越来越大的趋势。

37. 因此，这一个反映了经济体的结构性失衡以及资源配置效率低的国际收支不平衡，仍然是非常严重以及极需关注的问题。中央现正在实施的政策是“扩内需、调结构、减顺差、促平衡”。这在内地目前被形容为能够治本而不仅仅是治标的“中药方”。积极实施这中药方政策是正确的，但也得考虑政策发挥作用所需的时间，及也正在转变的外围环境，如发达经济体正施行的量化宽松的政策，正在加剧了中国的问题。所以，现在可能需要调整一下这张中药方各种剂药成份的权重，多依靠外汇市场来发现一个市场出清的汇率。

38. 这就需要国家外汇管理局更积极地退出外汇干预活动。国家外汇管理局最终应以维护货币和金融稳定为目的，只在为消除强烈和具破坏性的波动干预外汇市场。同时，扩大汇率的波幅看来也是有必要的了，虽然当前规定每天 1% 的上下波幅，在正常情况下是足够提供有效的价格发现功能和适应正常的市场活动。长远来看，随着外管局从市场上成功撤退，以及外汇市场深广度进一步改善，波幅可以再拉宽，

甚至将每日波动幅度的限制，及每天由市场提供的外汇定价机制，予以取消。发达国家金融市场的经验表明，由金融中介机构来进行金融市场定价可能会产生很多问题（例如伦敦银行同业拆借利率和外汇操控丑闻）。随着现代信息技术的发展，建立在实际交易的基础之上的价格信息应该可以更便捷、更透明地传达给市场参与者，并作为其参考标准。

(3) 其他问题

39. 最近一段时间以来，国际收支不平衡，同时由于人民币的升值趋势，令私营部门不愿持有外汇，导致内地的外汇储备迅速增加，以每年几千亿美元的速度上升。截至 2013 年底，外汇储备已经高达 3.82 万亿美元，而在 2012 年底，这一数值才 3.31 万亿美元。对于发展中经济体而言，庞大的外汇储备可以增强信心，因为外汇储备可以对抗经济冲击。但是任何东西太多了总归是个问题。随之而来并不显眼的经济结构的扭曲和资源配置的低效就是昂贵的代价。另外，在管理庞大的外汇储备时产生的汇率风险和信用风险可能也会非常大。

40. 随着本币的升值，以本币计算的外汇储备便会缩水。2013 年中国的外汇储备平均高达 3.5 万亿美元，而 2013 年人民币对美元升值了 3%，由此产生的中国内地的损失高达 1,050 亿美元。谨慎和积极的外汇储备投资管理当然可以减轻这种损失，但是鉴于目前的投资环境，这是相当困难的。而通过近年来欧洲主权债务危机和美国的财政悬崖和国债上限的争论，我们也可意识到信用风险的严峻。因此，通过适当的外汇管理机制，实行完全可兑换的同时，让外汇市场发挥更大的，甚至是决定性的作用，实现国际收支平衡是有迫切性的，也涉及中国的国家利益。

41. 相关地，应加紧人民币的国际化，特别是其在国际贸易和投资中的使用。我在其他文章中已经指出，即使经常项目顺差仍然存在，人民币国际化在国际贸易和投资中的使用会降低外汇储备累积的程度。如果其他条件不变，人民币用于贸易结

算的情况下，中国整体从经常项目顺差所产生的对外债权的增加，将会在国内私营部门以人民币资产的形式存在（如对外国进口商的人民币贷款），而不是在公共部门持有外汇储备的形式存在。中国整体的汇率风险因而得以控制，信贷风险亦会多样化。

42. 剩下一个需要讨论的问题是一些价格调节手段的合适性。最近在内地提及的有托宾税、无息存款准备金和外汇交易费等，目的是抑制短期投机套利资本流入。提高交易成本，是市场调节中遏制投机的一个合法措施，但它也增加了扭曲市场价格发现和资源配置的风险。如果不是普遍适用而是有针对性的做法，当然也可以被考虑。由于资本项目可兑换可能为货币和金融稳定带来风险，也许为不同的资本项目构建不同的可兑换外汇管理程序，如对相关活动的严密监管和要求预先批准或有条件批准是合理的。

V. 结论

43. 2013年11月在京召开的中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议明确提出要使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革。针对此一决定，我提出了以下几条意见。

- (a) 总体而言，在发现市场出清价格和优化资源配置方面，市场优于政府干预。但不可忽视的一点是，由于完美竞争市场所需要的几大条件基本难以满足，理论上的完美竞争市场在现实世界中是不存在的。
- (b) 因此，市场并不总能够有效地配置资源，市场失效是偶尔会发生的。当市场失效时，有关当局应该适当介入并采取相应的参与或干预措施以保护公众利益。
- (c) 但在切实可行的范围内，政府的权力应以规则为基础高透明度地执行，从而增强政策的公信力并且防止权力的滥用。
- (d) 对于中国大陆，一个公有制为主体的政治经济体系，有必要建立一个合适的激励机制，比如分离所有权和经营权等，推进公有制经济实体的市场化行为。
- (e) 金融管理当局在制定和实施政策时必须认识到及平衡以下本质性的利益冲突：金融中介机构追求利润最大化的私人利益和确保金融体系资金融通有效性的公众利益。

44. 具体而言，对于货币市场和外汇市场，我提出了以下几条针对性建议。

- (a) 虽然中央银行有必要适当干预以本地的货币市场，从而为实施货币政策提供有利条件，但在中国大陆的情况来说，人行仍有相当大的空间退出人民币市场转而专注于调控基础货币的供应或者价格，从而可以更广泛地依靠金融市场，让其在金融资源配置中发挥决定性作用。
- (b) 控制基础货币的供应，并通过存款准备金制度实现货币供应量目标，已不再是有效的货币政策实施手段。人行应取消货币供应量目标，重点控

制基础货币的价格，通过调控基础货币价格影响经济体中货币的各种价格。

- (c) 这一变化将使得存款准备金制度冗余，为逐步淘汰存款准备金制度提供好机会，存款准备金要求实际上是对银行系统的一项征税，最终取消后会显著提高银行体系配置资金的效率。
- (d) 在货币政策中重点控制基础货币价格意味着人行可以，也正如它所声明的那样，进一步推动利率市场化改革，退出它厘定银行与其客户间利率的角色。
- (e) 特别地，人行应立即取消金融机构人民币贷款基准利率。此外人行也应该推进存款利率市场化，循序渐进地（先大额存款后小额存款，先长期存款后短期存款）容许金融机构根据存款额度自主决定利率。让小额短期存款利率市场化的时机应该与引进存款保险制度协调。
- (f) 人民银行应制定并公布一个明确的短期政策目标利率，并采取动态的公开市场操作引导同业市场利率趋近于政策目标利率。举例来说，当银行同业拆借利率高于同期的政策目标利率时，人行可以进行逆回购操作投放所需的基础货币以保持银行同业拆借利率接近目标利率。这将产生一个更稳定的利率环境，以促进资金的有效配置。
- (g) 目前所有其他由央行决定的利率，包括人民银行对金融机构贷款利率及法定准备金利率和超额准备金利率，最终都应该废除。当然，部份需视乎废除准备金制度的进度。
- (h) 对于以最后贷款人贷款的形式进行的特别流动性援助，例如常备借贷便利，其利息可以用下述两种方法决定：1.在货币政策目标利率的基础上加上预先设定的溢价；2.审慎考虑借款人的具体情况，由央行进行相应的调整，并严格保密。
- (i) 根据国际经验来看，能否依靠外汇市场在国际层面进行资源的有效配置并消除国际收支不平衡，这个问题的答案充满不确定性。相反地，在国际资金自由流动的环境下，外汇市场的能量是足以为发展中国家带来金融动荡，甚至令金融系统崩溃。为了更有效地利用外汇市场，中国大陆

应该在一个高效并且方便快捷的外汇管理机制的支持下推进人民币的完全可兑换。同时，为了保证货币市场和资本市场的稳定性，有关当局在必要时应该保留限制兑换的各种权力。完全不受约束的人民币自由兑换是风险很大的。

- (j) 在可兑换模式下，外汇的供应与需求反映了经济的主要供求状况。相应地，应该允许外汇市场在比现在更大的范围内发挥其基本功能，准确发现价格（汇率）和在国际层面有效配置资金，从而最大化整个经济体的利益。这将更迅速地消除“双顺差”，遏止累积以人民币计算不断减值的国际资产（官方外汇储备和私人部门的国际资产）。
- (k) 国家外汇管理局应该更积极地退出外汇干预活动，最终只在必要时候采取相应措施消除强烈和具破坏性的汇率波动，以维护货币和金融体系的稳定性。
- (l) 当前人民币汇率单日浮动幅度应逐步扩大从而促进外汇市场的价格发现。在适当的时候，单日浮动幅度以及每天由市场提供的外汇定价机制都应予以取消。
- (m) 人民币国际化步伐应加速。为了更好地管理大量（甚至可能已经过量的）外汇储备所招致的外汇风险和信贷风险，更应该加快推进人民币国际化的进程。

*此中文工作文件为英文版本的译本。如中、英文两个版本有任何不相符之处，应以英文版本为准。