

## 中国金融改革：经验、困境与未来<sup>\*</sup>

钟正生 张璐

本文以中国改革开放的经济背景为轴，回顾总结了我国金融改革的历史进程。2008年国际金融危机后，中国经济改革在稳增长的内生诉求下推进缓慢，而金融改革却因利率市场化闸门的开启而大踏步地向前，但也逐渐埋下了当前种种金融乱象的根源。而当前的种种金融乱象，无疑是目前制约金融改革走向深入的一层枷锁。因此，推进“金融去杠杆”、整治金融乱象，从而为金融改革的进一步深入创造条件，更需着眼经济改革，着力于中国经济增长方式的转变，着力于打破国企的预算软约束，着力于民间投资活力的激发培育。结合我国改革开放以来四次应对和处理“外部失衡”的经验，以及1990年代亚洲金融危机所留下的深刻教训，我们认为，“经济改革—金融改革—金融开放”由急到缓地协同推进，是身处经济转型的关键节点、金融市场化尚未全然理顺的改革阶段的中国，更加理性与稳妥的选择。

关键词：金融改革 经济改革 金融开放

纵观改革开放以来的金融改革历程，背后鲜明地映射着中国经济从“计划”向“市场”转型的轨迹。其间，不仅积累了丰富的改革经验，也不断面临着如何处理好金融改革与经济改革的关系，如何在金融改革过程中妥善防范和化解金融风险等困境。展望未来，随着中国与全球金融体系日益紧密地相联，如何平衡好经济改革、金融改革与金融开放的轻重缓急，需要我们更加审慎地细加思量。

着眼于此，本文的结构安排如下。

第一部分，以我国改革开放的经济背景为轴，回顾总结我国金融改革的历史

钟正生系财新智库莫尼塔研究董事长兼首席经济学家；张璐系财新智库莫尼塔研究宏观分析师。

<sup>\*</sup> 作者感谢匿名评审人的建议，当然文责自负。

进程。我们认为，1997年亚洲金融危机与2008年国际金融危机构成了中国金融改革的两个分界点：1997年之前，遵循经济转轨的需要，中国金融体系的基本框架逐渐搭建成型；1997年亚洲金融危机客观上加速了中国经济改革的步伐，金融改革也以此为契机走上了周小川行长所言“健康化、规范化和专业化”的轨道；2008年全球金融危机后，中国经济改革在稳增长的内在诉求下推进缓慢，而金融改革却因利率市场化闸门的开启而大踏步地向前，但也逐渐埋下了当前种种金融乱象的根源。

第二部分，从当前金融改革中热议的“金融去杠杆”出发，剖析表象背后的根源。我们认为，当前加强金融监管是深化金融体制改革的重要一环，但试图以此纠正2009年以来金融杠杆上升、2015年以来资金“脱实向虚”的问题，难免流于表面。2008年国际金融危机以来，中国实体经济杠杆率快速攀升，而金融杠杆的上升、种种金融乱象的滋生都发生在此背景下，并非偶然。上述问题外化地集聚于金融体系，内里实则是实体经济的增长矛盾。因此，未来中国金融改革向纵深推进，有赖于金融监管的适时跟进，有赖于经济发展的理念更新，更有赖于经济改革的实质提速。

第三部分，以开放视角审视中国金融改革的未来。在经典的“三元悖论”理论框架下，一国要保有其货币政策的独立性，就必须在固定汇率制与资本自由流动之间做出取舍。这就需要在各项改革措施的推进次序上，做出更加审慎的权衡取舍。结合中国改革开放以来四次应对和处理“外部失衡”的经验，以及1990年代亚洲金融危机所留下的深刻教训，我们认为，“经济改革—金融改革—金融开放”由急到缓地协同推进，是中国身处经济转型的关键节点、金融市场化尚未全然理顺的改革阶段，更加理性与稳妥的选择。

## 金融改革与经济改革的相伴相生

以1997年亚洲金融危机与2008年国际金融危机为分界点，中国金融改革可分为三个阶段。第一阶段，是1978年改革开放到1997年亚洲金融危机期间，中国金融改革主要侧重于金融市场的转轨，初步搭建起了符合市场经济需要的金融市场框架。第二阶段，是1997年亚洲金融危机到2008年国际金融危机期间，中国构建起了规范统一的金融市场，初步形成了市场化的金融制度，并开始着力推进利率和汇率的市场化改革。第三阶段，是2008年国际金融危机至今，中国利

率市场化进入加速和收尾阶段，金融市场不断丰富、多元和开放，货币政策框架开启由量到价的转型。

（一）第一阶段：金融市场框架初具雏形

在改革开放之前，中国的金融体系服务于高度集中的计划经济体制。整个金融体系中只有一家机构——中国人民银行，既负责宏观平衡，又提供存贷业务，并实行“统存统贷”的信贷计划管理。正如邓小平所言，过去的银行不是真正的银行，是会计出纳，是货币发行公司。1979年10月，邓小平同志提出，要把银行作为发展经济、革新技术的杠杆，要把银行办成真正的银行，自此开启了恢复金融、重构金融组织体系的金融改革历程。

改革开放以来，伴随着经济体制由计划到市场的转轨，中国的金融改革也相应以市场化转轨为主线推进。改革开放最初的十年，中国处于由计划经济向市场经济转型的探索和摇摆期，经济运行的突出特点是计划与市场的“双轨制”运行：对经济的存量保留计划经济手段，而对增量部分引入市场定价。在此背景下，中国金融改革的主要成就是，引进了市场经济金融体系的基本架构：先后建立或恢复建立了工、建、中、农四大行和中国人民保险公司，剥离了人民银行的商业性金融业务，构建起了国际通行的“双层银行体系”。1993年，党的十四届三中全会正式确立了中国建立“社会主义市场经济体制”的目标，至此，中国由计划经济向市场经济的转型拉开大幕。与此相应地，中国金融体系也开始逐步建立起符合市场经济需要的基本框架。其主要内容是剥离了四大国有银行的政策性服务功能，改为由新成立的三大政策性银行负担；同时四大行不再按专业领域划分业务，开始成为相互进行市场竞争的主体。<sup>[1]</sup>

具体地，1980年代，中国开始打破计划经济时代央行“一统天下”的局面，使“大央行”分解为两层银行体系，即专职于货币政策和宏观经济调控的央行，以及国有商业银行。此次剥离不仅确立了中国人民银行制定货币政策的独立性，也赋予了四大国有专业银行自身业务的独立性。但是这次分解实质上还是一次不彻底的分解，因为分离的银行体系并未打破“银政不分”的局面，四大国有银行仍然倾向于向各自兴办的实体领域注资。直到1994年，中央决定成立三家政策性银行以剥离四大国有银行的政策性业务，正本清源，实现“银政分离”，从而更好地推进商业银行市场化转轨。

[1] 孙天琦：“中国金融改革：改革开放30年的历程与发展趋势”，中国经济网，2007年9月29日。

此外，金融市场是金融体系进行资金配置的场所，“空有主体而没有市场”很容易造成金融秩序混乱，触发金融风险。因此，建立一个统一开放、层次丰富的市场体系一直是金融改革的目标。针对当时银行间违规拆借严重的问题，1993年，中央明确提出要整顿清理违章拆借，已拆出的资金要限期收回，在此基础上于1996年正式建立了全国统一的银行间同业拆借市场。此外，1990年底，深交所和上交所成立，标志着中国证券市场的发端。

尤其值得一提的是，1994年中国外汇体制改革迈出重要一步。官方汇率与市场汇率一次性并轨，中国自此开始实行以市场供求为基础，单一的、有管理的浮动汇率制度，并建立起统一的银行间外汇市场，实行银行结售汇制度和经常账户的有条件兑换。而在此之前，中国实行的是官方汇率（主要调节计划内的外汇收支）与市场汇率（主要调节计划外的外汇收支）并存的双重汇率制度。不过，随着经济体制外部分的不断壮大，市场汇率的比重逐渐提高，到1994年汇率并轨前夕，中国使用官方汇率的外汇收支行为仅剩20%。这次汇改的“惊险一跃”成为人民币汇率由弱转强的分水岭。

金融改革的第一阶段有两个突出的特点。一是，以发展经济为出发点推进金融改革。美国学者麦金农在研究各社会主义国家从计划经济向市场经济转型中指出，中国是一个“例外”的转轨国家。中国将金融而非财政排在首位，依托金融解决改革中面临的资金问题，利用“金融先行”推动整个经济的改革，使转轨中的金融改革成为“中国之谜”。也有国外学者将中国与东欧的转轨改革做了对比，他们认为东欧的发展过多注重体制的改革而非经济的发展，而中国则反其道而行，最终建立了市场化的经济与金融制度。二是，国家控制力在保证金融改革推进中发挥了重要作用。钱颖一指出，国家在金融资源方面的供给保证了体制内产出的充足<sup>[1]</sup>；张杰认为，“强金融”弥补了经济转型中财政能力的弱化，国家控制力是中国金融改革顺利推行、金融体系得以稳定的原因。<sup>[2]</sup>

## （二）第二阶段：金融改革步入“健康化、规范化和专业化”

1997年亚洲金融危机客观上加速了中国经济改革。邓小平南方谈话后，在地方政府的激荡带领下，中国掀起了一轮加速投资的浪潮。迅猛的投资扩张，导致了大量的重复建设，积累起产能过剩的隐患，经济转轨过程中的财务问题也不断

[1] 钱颖一：“企业的治理结构改革和融资结构改革”，《经济研究》，1995年第1期，第20~29页。

[2] 张杰：“中国的货币化进程、金融控制及改革困境”，《经济研究》，1997年第8期，第20~25页。

沉淀在不甚成熟的金融体系中。1997年亚洲金融危机爆发，外部需求骤然收缩，导致前期积累的产能过剩、国企效率低下和银行业不良资产问题集中暴露。主要表现为：国有企业大面积亏损，其中，1/3明亏、1/3暗亏、1/3盈利，许多中下游消费品行业产能利用率不足40%；工业企业杠杆率高企，工业负债占比GDP在80%以上；银行积累巨额的不良资产，不良贷款率高达30%，极大地扰乱了中国的金融体系。

在此背景下，1997年底，中国召开了第一次全国金融工作会议，这次会议以“化解金融危机、稳定金融安全”为主题。配合国有企业“三年脱困”计划，推出了剥离商业银行1.3万亿不良资产、成立四大资产管理有限公司进行处置的危机应对方案。借由这一方案，国企的“债转股”得以实施，这实则是金融体系对实体经济的一次牺牲和扶助。同时，在这次会议中，还推出了多项金融改革的重大举措。会议决定由中央财政定向发行2700亿元特别国债，以补充四大国有银行资本金；对央行进行机构改革，撤销各省分行，改为九个大区行，以加强货币政策独立性；还取消了贷款规模控制，改为实行资产负债比例管理。在金融监管方面，成立了证监会和保监会，中国金融业开始进入“分业监管”时代。

2002年走出亚洲金融危机的冲击后，中国加入WTO和“房改”的改革红利开闸释放，中国经济步入快速发展的“新周期”。与此相伴地，中国金融改革也进入了周小川行长所说的“健康化、规范化和专业化”<sup>[1]</sup>发展的“黄金时期”。在良好的经济增长环境下，国家首先对大型金融机构进行财务重组，使之实现“健康化”；在此基础上，又使相当一部分财务状况较好的金融机构逐步发行上市，促使其构建起现代公司治理结构，实现“规范化”；此外，2003年银监会成立，金融监管也正式确立了“一行三会”的架构，走向“专业化”。

具体地，2002年初，中央召开第二次金融工作会议，主题围绕“加强监管，维持金融稳定”，主要从两方面提出深化改革的措施。一是，深化金融市场主体的市场化改革。组建中央汇金投资有限责任公司，主导中国银行业的重组上市；并开启了新一轮国有商业银行改革，在政策上大力支持了工行、建行和中行的股份制改革与海外上市项目。二是，深化金融市场监管体系的改革。撤销了中央金融工作委员会，成立银监会；并成立了国有银行改革领导小组，统筹及部署国有银行改革方案；此外，还为此后农信社改革的全面铺开确立了“因地制宜，分类

[1] 周小川：“金融改革发展及其内在逻辑”，《中国金融》，2015年第19期，第11~17页。

指导”的方针。

2003年，党的十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，对利率市场化改革进行了纲领型的论述，提出“稳步推进利率市场化，建立健全由市场供求关系决定的利率形成机制，中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率”。此后，利率市场化改革开始按照先贷款后存款、先大额后小额、先外币后本币的顺序稳步推进。然而，这一阶段中国利率市场化的推进速度较慢。这是因为，中国加入WTO后，贸易顺差高速扩张，在结售汇制度下，企业部门通过经营活动赚取的外汇，以人民币存款的形式沉淀在银行负债端，成为银行稳定的资金来源。因此，在外汇占款快速流入的情况下，中国银行并不缺少资金来源，银行之间冲破利率管制、争夺存款的动力较弱。在此期间，所迈出的最关键步伐仅限于，在2004年分别放开了存款利率下限和贷款利率上限。

2001年下半年起，中国资本大量流入，外汇储备持续大幅增加。为应对这一压力，2002年以来中国陆续出台了多项措施，将外汇管理框架从此前的“宽进严出”转向“双向均衡”，包括：放宽了企业购汇和持汇限制，实行资本项目支付结汇管理、提高个人用汇标准等。同时，央行采取发行央票、提高法定存款准备金率等方式，将外部流入的过量流动性“圈进池子”。并创造性地运用外汇储备注资，支持国有商业银行充实资本、重组上市。在此期间，推进人民币汇改、真正实现有管理浮动的讨论不绝于耳，但由于美股泡沫破灭、伊拉克战争、“非典”疫情等突发事件接连发生，导致改革一直被推迟到2005年中。2005年，“7·21”汇改重磅落地，人民币兑美元汇率一次性升值2.1%，不再单一钉住美元，开始实行以市场供求为基础、参考一揽子货币调节、有管理的浮动汇率制度；人民币中间价的确定，也从参考上日银行间市场加权均价，改为参考上日收盘价，汇率形成机制高度透明化，不过依然保持人民币汇率日浮动区间 $\pm 0.3\%$ 不变。此外，还在外汇市场方面，扩大了远期结售汇业务试点范围，并开始推出人民币外汇掉期业务。

### （三）第三阶段：金融改革迈向“市场化、国际化、多元化”

2008年全球经济危机后，国际需求持续低迷。这对中国此前高度依赖出口的经济增长模式产生了根本性冲击，加之同期中国人口红利消减，导致经济增长的潜在增速下移，经济结构面临转型升级的压力。然而，从这一阶段开始，中国经济改革与金融改革的步调就发生了明显错位，经济改革落后于金融改革，并由此埋下了资金“脱实向虚”、金融杠杆攀升等金融风险的根源。

经济改革方面，为应对次贷危机的冲击，2009年中国推出了以“四万亿”为代表的经济刺激方案，力求拉动经济增长。此后，中国非金融企业部门的杠杆率快速攀升，投资回报率趋势性下移，总体而言，高度依赖投资与基建、地产刺激的经济增长模式并未发生明显变革。相反，在金融改革方面，2011年下半年以来，中国“利率市场化”进程大举提速，金融体系从此前的“金融抑制”大踏步地走向“金融深化”。

长期以来，中国实行的是“量价齐控”的利率管制政策。一方面，中国居民高储蓄率的状况，使低利率政策得以长期实行；另一方面，由于存贷息差被框定，银行对于扩张信贷规模有着强烈愿望。这样，政府制定的信贷额度事实上就决定了资金的供给量，进而决定了总需求扩张的速度。僵化的利率制度，使得中国经济改革层面“一放就乱、一收就死”的问题，几乎完美映射在了金融体系中，表现为货币政策层面的“一紧就热、一松就衰”。在间接融资占主导地位的背景下，中国的利率管制框架起初是“直接”地服务于经济赶超（信贷资源优先流入地方政府和国有企业等预算软约束部门）。随着金融改革的推进，利率在需求管理中的地位逐渐提升，利率管制逐渐转向“间接”地通过压低利率刺激信贷扩张。

这一状况被2008年的全球经济危机所中断。2011年下半年，受制于国际需求低迷和内部经济结构升级的压力，中国外汇占款流入出现大幅减速，直接触发了利率市场化进程的提速。随着外汇占款流入的减少，银行明显感受到资金来源紧张的问题，而在贷存比指标的限制下，这又进一步影响到银行的信贷扩张能力。在此情况下，竞争力较弱的中小银行开始大量发行理财产品，通过非标等渠道发展表外业务，金融创新活动日益活跃。造成的结果就是银行体系表内的存贷款不断流失，监管难度增加。情势倒逼之下，放开存款利率管制势在必行：2013年7月，人民银行宣布全面放开贷款利率管制；2015年10月，央行宣布放开存款利率浮动上限，标志着中国利率市场化在形式上的基本完成。

目前，在实体杠杆率居高不下、投融资体制存在结构性扭曲的“经济改革”背景下，在利率市场化在形式上完成不久的“金融改革”阶段中，中国形成了“数量型”、“价格型”与“宏观审慎政策”并举，多目标、多工具的货币政策框架体系。正如周小川行长所言，不同于发达国家和许多市场化程度较高的新兴市场国家，中国货币政策的最终目标需要统筹考虑物价、就业、增长以及国际收支等目标之间的关系。这种多元化的政策目标，进一步提升了多工具货币政策调控

的必要性。目前央行正综合采用“公开市场操作”的量与价、中期借贷便利(MLF)等新型结构性工具的量与价、“存款准备金率”、“存贷款基准利率”、“宏观审慎框架(MPA)考核”等工具;同时注重打造以上海银行间同业拆借利率(Shibor)、国债收益率曲线和贷款基础利率(LPR)等为代表的金融市场基准利率体系;利率走廊正在逐渐打造成型。由此为利率市场化改革从“放得开”转向“调得了”,为货币政策更多转向“价格型”调控,积极准备和创造条件。

从国际经验来看,中国的利率市场化(从而金融改革的提速)发生在促转型和去杠杆的发展阶段并非偶然。我们曾考察过美国和韩国利率市场化与货币政策转型的历史,发现两国作为发达国家和新兴市场的代表,都是在旧有经济增长模式难以延续的背景下,在经济减速期,在实体经济面临去杠杆压力的形势下,迈出了利率市场化的关键一步。在利率市场化形式上接近完成时,两国都不谋而合地保持着“数量型”的货币政策框架,这与经济转型期的宏观调控需求相契合:一方面,对信贷规模加以限制,是防止过剩产能进一步积累的重要途径;另一方面,在银行信贷仍为社会的主要融资渠道时,调节银行准备金的数量型操作,也不失为限制信贷规模的有效方式。而在利率市场化完成之后,金融体系面临变革,对形成新的“价格型”货币政策框架具有内在需要。因此,美国和韩国均经过一段“数量型”与“价格型”并存的过渡期(美国经过6年,韩国经过4年),逐渐转为以利率为中间目标的“价格型”调控框架,从而最终在实质上形成了市场化的利率形成机制。

在利率市场化加速推进的同时,汇率市场化进程也在曲折中前进。延续2005年汇改“实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”的方向,2014年3月,人民币兑美元交易价的浮动幅度由1%扩大至2%,至此已可基本满足人民币汇率日内波动需要。2015年8月,时隔2005年汇改十年之后,央行再度完善人民币兑美元汇率中间价报价机制,改为主要参考前一日收盘汇率,实现了中间价与收盘价的并轨。2015年12月,中国外汇交易中心发布中国外汇交易系统(CFETS)人民币汇率指数,开始尝试在人民币中间价制定中更多参考一篮子货币。2016年2月,央行与14家报价商深入、充分沟通,明确了“上日收盘价+一篮子货币汇率变化”的中间价定价机制。2017年5月,由于美元持续下跌,而已有的中间价机制不利于人民币在美元下跌时升值,因此,央行在中间价报价模型中又引入了逆周期因子,力图缓解“羊群效应”。在加强资本管制政策执行力度的配合下,近期跨境资金流动和外汇市场供求开始重归平

衡，截至2017年7月末，外汇储备规模实现了“六连升”。

除了金融“市场化”改革的纵深推进外，2008年以来，中国金融改革还在扩大开放、推进“国际化”方面取得了长足进展，不断提升着在世界经济金融治理体系中的话语权。2014年11月中国启动了沪港通试点，2016年12月又顺利推出了深港通，中国投资者有了更多机会参与全球资本市场；2017年7月，债券通的北向通先行开闸，中国债市向境外投资者敞开大门。这些都促使中国资本市场开始与国际市场更加紧密地相联系，也在稳步促进中国资本项目的有序开放。2016年10月，国际货币基金组织将人民币正式纳入特别提款权（SDR）货币篮子，人民币跻身过去由美元、欧元、日元、英镑组成的“精英储备货币俱乐部”，在中国金融体系“国际化”进程中具有里程碑意义。2017年6月，摩根士丹利资本国际公司（MSCI）宣布从一年后开始将中国A股纳入MSCI新兴市场指数和全球基准指数，中国股票市场的国际化再下一城。<sup>[1]</sup>

此外，在这一阶段，互联网金融、绿色金融、普惠金融竞相勃发，中小板、新三板、转板制度相继推出和完善，中国金融改革在“多元化”方面同样取得长足进展。2014年，银监会批复同意首批5家民营银行筹建；2015年5月，这5家民营银行全部拿到开业批复；目前已有15家民营银行获准开业，中国多层次的银行体系逐步构建。

最近10年，随着金融改革在“市场化、国际化和多元化”方面不断取得重大进展，中国金融业也不断涌现出深刻的问题和挑战，包括资金脱实向虚、自我循环、表外业务风险滋生、房地产呈现泡沫迹象等，这些都在很大程度上源于中国在金融监管方面存有短板。为此，中国金融改革也在不断强化金融监管方面的机制构建。2013年8月，“金融监管协调部际联席会议”制度建立，由人民银行牵头，与银监会、证监会、保监会等加强政策沟通协调。2015年5月起，中国酝酿多年的存款保险制度落地实施，50万元的最高偿付限额可以为99.63%的存款人提供全额保护。2017年起MPA将银行理财纳入广义信贷考核范围，旨在引导金融机构加强对表外业务风险管理。2017年7月中国高规格召开第五次全国金融工作会议，提出设立“国务院金融稳定发展委员会”，强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责，强化地方政府风险处置责任、“强化问责”，强调金融服务实体经济的“本源”。一系列的金融改革部署，都旨在加强金融监管、防

[1] 刘铮、李延霞、吴雨：“迎风破浪 稳步前行——党的十八大以来金融业改革述评”，新华社，2017年7月27日，[http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/28/content\\_5213929.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/28/content_5213929.htm)[2017-08-21]。

范金融领域的系统性风险。

## 当经济改革滞后于金融改革

如前所述，2008年全球金融危机后，中国经济改革进展较慢，经济增长仍高度依赖投资驱动，国有企业的预算软约束问题未能得到实质解决；但金融改革却在利率市场化的驱动下踏步向前，货币政策框架也相应地更加注重“利率走廊”等价格型工具的培育。众所周知，稳定短端利率是疏通利率传导的必要条件，然而，当金融体系充溢便宜的短期资金时，当实体经济的投资回报率因经济改革迟滞而每况愈下时，就埋下了资金“脱实向虚”、金融杠杆攀升等金融风险的种子。而当前的种种金融乱象，无疑是目前制约金融改革走向深入的一层枷锁。

因此，推进“金融去杠杆”、整治金融乱象，从而为金融改革的进一步深入创造条件，更需着眼经济改革，着力于中国经济增长方式的转变，着力于打破国企的预算软约束，着力于民间投资活力的激发培育。只有让经济改革赶上金融改革的脚步，二者才能相互承载、共同深入。

### （一）给“金融去杠杆”正正名

以“金融去杠杆”概括当前加强金融监管的态势有失偏颇。资本市场似乎约定俗成地将2016年8月以来央行收紧流动性环境、银监会密集下发监管文件的政策基调，概括为“金融去杠杆”，尽管这一用语从未像实体领域的“去杠杆”那样，登上政府的官方文件。但本质上，金融体系的最大特点就是杠杆，所谓的“货币乘数”、所谓的“信用派生”，都是对金融杠杆的描述。也正是为了防范金融杠杆率过高所催生出的风险，国际上引入了资本充足率、存款准备金率等审慎监管指标，将金融杠杆控制在一定范围内。

梳理相关研究，资本市场之所以普遍接受中国需要“金融去杠杆”的说法，其依据的指标大致包括如下几组。

——隔夜资金成交占比。仰仗于过于狭窄的“利率走廊”，2015年6月到2016年9月，货币市场上的隔夜资金成交占有所有28天以内资金成交量的比重，上升到87%左右，而此前3年多这一比重的波动高位约为83%。这代表了“以短搏长”的金融杠杆有所上升。

——银行间债市杠杆率。以“待购回债券余额（质押式+买断式）/（债券托管量-待购回债券余额）”直接度量银行间债市的杠杆率，近年来该比率震荡上

行，2016年初最高达到12%左右。

不能否认，上述两项指标的确指向近年来债市杠杆率有所上升的情况。但拉长视角来看：隔夜资金成交比例从2009年起就上升到了80%左右；银行间债券杠杆从2011年开始持续攀升，但对照2017年央行资管新规内审稿中，对公募和私募产品负债比40%和100%的上限，目前银行间债市整体上的直接杠杆率并不算高。因此，依据这两项指标在2015—2016年的上升，做出政策目标重点指向“金融去杠杆”的判断，实则有待商榷。

——银行资产增速与社融增速的对比。2009年以来，中国社融的年增速持续高于商业银行的资产年增速，这在某种程度上是对近年来直接融资加速发展的映射。然而，2015、2016两年，社融存量同比增速开始低于银行资产增速。即商业银行的资产扩张速度超过了社会融资规模的增长，从最朴素的认知上来说，资金都出现了明显的“脱实向虚”。本质上，金融体系的利润最终都来源于实体经济，当实体融资所支撑的金融资产愈发庞大时，也就意味着宏观上金融杠杆率的上升。需要注意的是，2015年以来的地方债发行未被计入社融口径。若加回地方债，2016年社融增速已恢复至高于银行资产增速。因此，近两年来资金的“脱实向虚”的确不容小觑，但采用未经调整的社融增速可能夸大了这一问题。

——资本充足率与表外业务量。近期央行金融研究所所长孙国峰撰文指出，“资本充足率是衡量金融体系内部杠杆状况的核心指标”。2015年以来，中国核心一级资本充足率一直保持在10.5%以上的历史高位，远高于《巴塞尔协议III》中6%的参考值。然而，近年来中国银行表外业务高速发展，提高了真实计算资产风险权重的困难，使得资本充足率对金融机构的约束力有所下降。截至2016年末，银行业表外资产规模已相当于表内总资产规模的1.09倍，比上年末提高12.04个百分点；同业存单发行13万亿，是2015年发行量的144%。银行表外业务扩张过猛，对表外风险的管理却较为薄弱，这确实孕育着金融机构不合理加杠杆的可能性。但同样需要指出的是，近年来同业存单和银行理财发行量的猛增，是以2014年第一季度以来外汇占款的趋势减少为起点的，并与中国处于利率市场化进程的末期相生相伴的。我们亟需加速完善相应的风险管理方式，但也不应在推进利率市场化的进程中“开倒车”。

综上，我们可以大致勾勒出目前中国金融体系的风险状况：首先，金融杠杆率的上升并非集中于2015年货币政策大幅宽松以后，而是自2009年起就已有之；其次，2015年以后，资金“脱实向虚”的问题明显加重，金融有脱离实体

经济超速发展的趋势；最后，近年来利率市场化不断向前推进，但对表外业务的监管明显落后于表外业务的扩张，导致金融风险有所集聚。近期很多金融监管政策都旨在治理此前监管套利的漏洞，例如央行对资管业务的指导意见，就着重强调打破刚兑、消除多层嵌套、统一标准规制等制度层面的革新与完善，这些并非简单的“金融去杠杆”即可概括。

## （二）金融杠杆与实体杠杆的关系

当前金融监管的加强是金融改革完善的重要一环，但试图以此纠正2009年以来金融杠杆上升、2015年以来资金“脱实向虚”的问题，难免流于表面。2008年国际金融危机以来，中国实体经济的杠杆率快速攀升，而金融杠杆的上升、种种金融乱象的滋生都发生在此背景下，这并非偶然。上述问题外化地集聚于金融体系，内里实则是实体经济的增长矛盾。

这要从2008年以后中国的三轮财政发力谈起。第一轮财政发力：2008年下半年，中国民间投资失速下滑，为了稳定总需求，政府性投资迅疾猛增，并在2009年进一步推出了“四万亿”刺激计划。2007—2009年，中国预算内资金在固定资产投资资金来源中的占比由4.2%上升到5.3%的高位。第二轮财政发力：2012年，民间投资再度出现快速下滑，政府性投资增速同样显著上升，当年预算内资金在总投资资金来源中的占比也随之小幅上升。第三轮财政发力：最近的一轮财政发力是从2015年开始的。2015年初，民间投资下滑加速，当时政策上先祭出了货币宽松的应对措施，央行一年之内四次降准、五次降息，7天逆回购利率也从年初的3.85%大幅调降至2.25%。然而进入到2016年，民间投资又出现了进一步的快速下滑，此时政府投资开始发挥直接的对冲作用。2014—2016年，预算内资金占比从4.8%攀升到6%，超过了2009年四万亿时期的水平。

纵观这三轮财政政策的发力，其过程中都伴随着货币政策的明显放松，降准、降息、货币市场利率的下移无一缺席。背后的故事也不难理解：在逆周期宏观调控中，财政资金往往只扮演引导和撬动的角色（通常作为基建项目的资本金投入），信贷资金才是“大干快上”的主要推手。在基建投资的资金来源中，国家预算内资金只占8%~10%，而国内贷款和自筹资金（包括债券融资等）占比则超80%。不仅如此，降低企业融资成本，从而激发民间投资热情，也是逆周期调控的题中应有之义。因此，中国的“宽财政”几乎从未离开“宽货币”的配合。

在这三轮“宽财政+宽货币”的政策背景下，实体与金融的运行也在同时发生变化。

其一，实体经济的杠杆率快速攀升。众所周知，中国实体经济的高杠杆（这里的杠杆率是宏观杠杆率的概念，即债务/GDP）主要体现在非金融企业部门，2008—2015年，非金融企业部门杠杆率由96%攀升到163%，在世界主要国家中位列最高。我们在此前报告“如何拆解国企杠杆率”中，曾利用财政部公布的全国国有企业负债数据，对非金融企业部门的杠杆率做过拆解，发现：中国非金融企业部门债务主要集中于国有企业（截至2015年底，中国国有企业负债占整体非金融企业负债的比例高达82.5%），2008年以来，非金融企业杠杆率的快速上升也主要是由国企拉动的。

考虑到财政部口径的国企债务包括了企业之间的债务（而我们所谈论的是企业对金融体系的债务），因此上述估算存在高估成分。不过，通过以下两组数据同样可佐证上述结论：其一，我们使用A股非金融上市公司的样本，测算了国企债务占有所有企业债务的比重。具体而言，我们从上市公司财务数据中，提取出短期借款、应付短期债券、长期借款、应付债券以及向中央银行借款，加总作为“企业债务”。结果发现，2015年，国企债务占有所有企业债务的比重达到73.5%。其二，采用工业企业经济效益数据中的资产负债率数据，同样发现2008年以后国企与非国企的杠杆率发生了明显分化。2016年，国企资产负债率高达61.4%，而私企资产负债率已降至50.7%。

国企债务之所以快速膨胀，是因为中国国企是财政刺激的重要载体（例如大型基建项目的参与主体多为国有企业），从而承担着部分政府加杠杆的职责（这是身为国企的地方融资平台过去的主要职责，最近有关“真PPP”还是“假PPP”的说法正是对此问题的一个折射），可以说，国企债务扩张的背后也承载着政府稳增长的诉求。一个鲜明的证据是，2008—2009年期间，国有企业在“四万亿”所发力的通信、公用事业、交通运输、采掘、钢铁、有色等行业都在快速加杠杆。

其二，“居高难下”的资金成本，叠加“每况愈下”的投资回报率，使得资金的“脱实向虚”与金融加杠杆成为必然。

一方面，实体杠杆率不断攀升，导致企业债务还本付息的压力不断增加，“借新还旧”的资金需求也在滚动放大。大体量的融资需求使得金融体系的资金供给压力不断加大，从根本上导致资金利率“居高难下”。2010年以来，中国经济增速从10.5%持续下滑至2016年的6.7%；而无风险收益率始终在2.7%~4.6%的区间内波动，中枢未见下移。

另一方面，实体杠杆率不断攀升，也反映出实体投资回报率“每况愈下”的状况。2009—2016年， $M_2/GDP$ 从1.5倍左右上升达到2倍，单位GDP所需的资金支持不断增加，反映出实体经济的投资回报率明显下降。而资金大量流向预算软约束的国企，在很大程度上加剧了实体经济的杠杆<sup>[1]</sup>，2009年以来，以可比口径计算的上市国企投入资本回报率（ROIC）开始系统性地低于非国有企业，这一状况直到2016年四季度，才随着供给侧结构性改革的推进而得到扭转。

金融系统的利率高，而实体经济的回报低，加上货币政策持续宽松，这是过去两年资金“脱实向虚”、杠杆套利活跃、多层嵌套、明股实债等金融乱象愈演愈烈的根本原因。

### （三）深化金融改革亟需修炼内功

可见，当前金融改革过程中所遭遇的很多困境和阻力，本质上都与2008年金融危机后经济改革滞后于金融改革，两者步调未能匹配有关。因此，推进“金融去杠杆”、整治金融乱象，从而为金融改革的进一步深入创造条件，除了要增强风险管理和监管政策的约束力外，还需着重修炼以下几方面的内功。

首先，适度弱化“稳增长”的诉求，减少不必要的财政刺激。2012年开始，中国进入到第三产业在名义GDP中占比超过第二产业的发展阶段。而第三产业的劳动生产率要明显低于第二产业，从而经济结构转型所带来的资源配置的净增长效应为负。这意味着，随着经济转型的推进，中国的潜在经济增速势必是下移的。日本服务业在GDP中的占比从1990年代初的60%上升到2002年的70%，同期日本GDP增速的中枢从20世纪70、80年代的4%左右，下降到2000年以来的0.6%左右。韩国服务业占比由1970年代的46%左右上升到60%，与之相伴地，韩国经济从约10.5%的高速增长，下降为2000年以来约5%的中等增速；20世纪80-90年代，美国服务业占比从65%提升到75%的过程中，其GDP增长中枢也从5%下降到了2%。也许，顺应经济结构调整的大势，适当容忍经济增长的放缓，要优于通过不断堆积的经济金融“杠杆”，来勉强维持差强人意的GDP增速。

其次，更加注重激发民间投资活力，打破国企的预算软约束。2012年以来，财政刺激对民间投资的带动作用显得愈发迟缓。2009年政府性投资拉升后仅一个季度就促成了民间投资的反弹；2012年的财政刺激只是缓和了民间投资下滑速度；2016年民间投资失速下滑引起中央高度重视，政府性投资大举拉升，但

[1] 钟正生、张璐：“如何拆解国企杠杆率”，2016年8月2日，[http://www.ftchinese.com/story/001068719/\[2017-08-21\]](http://www.ftchinese.com/story/001068719/[2017-08-21])。

直到八个月后民间投资才呈现出触底回升的迹象。

我们此前曾论述过近年来国企“与民争利”的现象<sup>[1]</sup>。而这背后的根源在于，国企在“宽财政”和“宽货币”的过程中都是受益更多的主体。除了直接参与大量的基建和PPP项目外，国企还获得了更多的金融资源。利率市场化以来，中国直接融资加速发展，但2015年之前，信用债发行主体约81%都是国有企业，2015年之后，民企直接融资增加，但占比依然不超过10%。融资成本上，民营企业直接融资所支付的信用利差，在2015年也平均要比地方国企高出114个基点。信贷市场上，国企与民企也在资金可得性与融资成本上存在明显偏差。不仅如此，国企预算软约束问题更加值得重视，国企对融资成本的上升并不敏感，在近期利率水平上升、金融监管加强的过程中，6月民营企业与地方国企的信用利差又从相差78个基点飙升到了100个基点左右。因此，如果不能从根本上改变国企预算软约束的问题，强监管的金融环境只会更多冲击民营企业，从而不管是实体去杠杆还是金融去杠杆，终究都是无本之木。

最后，市场化、法治化的“债转股”，对于减轻历史遗留问题施予国企的沉重负担，对于实体去杠杆的推进，是有所裨益的。国企高杠杆的形成，是多种因素长期交织作用的结果。1980年代的“拨改贷”就留下了国企资本金不足的病根，2009年的“四万亿”在特殊体制机制下导致国企债务陡增，“四万亿”之后国企又深陷于“低效率 vs 高债务”相互强化的泥淖之中。就此而言，通过推行市场化法治化的债转股，将国企杠杆率一次性地降低一些，可在短期内减少国企债务“借新还旧”的规模，降低金融体系的资金供求压力，从而减轻金融高利率与实体低回报的冲突，助力于金融去杠杆。

当然，债转股的核心是“以时间换空间”，在杠杆率阶段性降下来之后，必当辅之以加快推进国企治理机制的改革，方能防止去杠杆的过程出现反复。目前，市场化债转股的推进与效果，还存在很大的不确定性。日前，信达证券董事长表示，从目前实践来看，多数债转股是“名股实债”，地方国资委最终要对股权予以回购。“名股实债”造成两方面结果：一是商业银行在企业管理过程中，难有高度介入，不可能长期持有转股公司的股份；二是债转股虽表面上降低了杠杆率，实际上却可能增加企业的财务成本，导致债转股落地困难。截至2017年4月19日，市场化债转股签约金额已达7672亿元，但实际落地金额只有592亿元。

[1] 钟正生、张璐：“民间投资的活力恢复了么？”，2017年5月25日，<http://www.ftchinese.com/story/001072701?page=1> [2017-08-21]。

## 开放视角下的金融改革

中国金融改革的历程不仅与国内经济改革的进程相伴相生，其间也伴随着中国日益深入地融入全球经济体系。不断扩大的对外开放，对中国金融改革提出了新的压力与更高要求。特别是，在经典的“三元悖论”理论框架下，一国要保有其货币政策的独立性，就必须在固定汇率制与资本自由流动之间做出取舍。而这就需要我们在各项改革措施的推进次序上，做出更加审慎的权衡取舍。结合中国改革开放以来四次应对和处理“外部失衡”的经验，以及1990年代亚洲金融危机所留下的深刻教训，我们认为，“经济改革—金融改革—金融开放”由急到缓地协同推进，是中国身处经济转型的关键节点、金融市场化尚未全然理顺的改革阶段，更加理性与稳妥的选择。

### （一）从“三元悖论”谈起

“三元悖论”是国际金融学中研究开放经济的一个传统分析框架，其思想由来已久。凯恩斯、米德就曾提出，要保证一国的货币政策有效，则不能同时拥有固定汇率制度和资本自由流动。<sup>[1]</sup>此后，蒙代尔和克鲁格曼又进一步提出了“蒙代尔不可能三角”理论和“不可能三角”。<sup>[2]</sup>奥伯斯菲尔德又将此称为“三元悖论”，即认为货币政策独立性、固定汇率制和资本自由流动三者最多只能取其二。<sup>[3]</sup>其背后的基本逻辑在于，在资本自由流动的背景下，固定汇率制国家由于不得不在稳定汇率的过程中吞吐基础货币，因而无法保有其货币供给的自主性。

2013年，伦敦政治经济学院雷伊教授首次提出了“二元悖论”的观点，对经典理论提出了质疑。她认为，资本自由流动与一国的货币政策独立性二者不可兼得，这与采取何种汇率制度无关。这一学术观点提出的背景是，2004年前后，为避免汇率过度波动而挫伤出口竞争力和本币币值信心，越来越多的新兴经济体开始从完全浮动的汇率制度转向事实上有管理的浮动汇率制度。“二元悖论”与

---

[1] Keynes J M., “A Treatise on Money”, *Collected Writings*, 1971, 34(4):391 - 404; [美]米德著，石士钧译：《国际经济政策理论第一卷：国际收支》，商务印书馆，1990年版。

[2] Mundell R A., “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 1961, 51(4): 657-665; Krugman P., “What’s New About the New Economic Geography?”, *Oxford Review of Economic Policy*, 1998, 14(2):7-17.

[3] Obstfeld M., “Open-Economy Macroeconomics: Developments in Theory and Policy”, Queen’s University, Department of Economics, 1997:247-75.

“三元悖论”的根本分歧在于，实行浮动汇率制是否就能保持货币政策的独立性？

由此出发，理论界主要从以下三个层面支持“二元悖论”的观点。一是，由于汇率的过度波动可能影响实体经济的稳定，因此，现实中其实并不存在完全的“清洁浮动”汇率制度，通常发展中和新兴市场国家即便宣称实行浮动汇率制，实际上也只能完成有干预的“肮脏浮动”。二是，如果一国的企业和居民是普遍进行海外资产配置的，那么主要经济体的货币政策变动就会影响到本国居民持有外币资产的结构，从而引发资本的跨国流动，影响到本国货币政策的独立性。三是，全球金融周期及与之相伴的全球避险情绪的变化，具有很强的跨国传递效应，而实行浮动汇率制度并不能隔绝这一影响。根据伍戈等人的研究，当全球避险情绪大幅上升时，就会阻碍利差对汇率的调节作用，从而削弱浮动汇率制国家的货币政策独立性。<sup>[1]</sup>

“二元悖论”观点的涌现，实则反映了国际社会对跨境资本流动管理的态度变化。在1997年亚洲金融危机之前，以IMF为代表的国际组织并不支持对资本流动实施管理，而认为新兴市场国家应当尽快放开汇率管制，以实现其国内货币政策的独立有效。然而，亚洲金融危机特别是2008年国际金融危机后，国际社会开始对资本流动的宏观审慎管理达成了一些共识。原因在于，在金融全球化的背景下，新兴市场国家资本的频繁大量流动，对其内部经济和金融的稳定造成了巨大冲击。金德尔伯格等人曾考察了1720—2008年全球上百次的经济金融危机，发现跨境资本流动在一国系统性风险的积累和爆发中，起到了重要的推波助澜作用。<sup>[2]</sup>目前，国际上对跨境资本流动的宏观审慎管理，尚未形成一套系统和成熟的做法，主要是通过征收额外税费、延长汇兑时间、施加比例和总量限制等手段，在极端情况下对跨境资本流动进行逆周期管理。国际社会在认识与实践上对资本账户管制的转变，无疑为中国资本账户开放的审慎、稳健推进提供了更加友好的外部环境。

具体到中国，在过去的很长时间内，对跨境资本流动的管理都是以行政审批、总量控制等方式为主，但随着对外开放和金融创新的不断深化，这种行政手段对于全面检测和管控跨境资本流动风险，其效力明显下降。盛松成等曾指出，现实中至少存在三种规避管制的途径：一是非法逃避，二是通过经常账户逃避，

[1] 伍戈、李斌：《货币数量、利率调控与政策转型》，中国金融出版社，2016年。

[2] Kindleberger C P, Aliber R Z: 《高遠、裕子。熱狂、恐慌、崩壞：金融危機の歴史》，日本經濟新聞出版社，2014年版。

三是通过其他资本账户逃避。<sup>[1]</sup>直接资本管制的无效性也曾在1960年代的德国被证实。因此，近年来中国开始推行跨境资本流动的多项试点，力图转变管理方式，使隐性资本外流显性化，从而更好地管理跨境资本流动风险。例如，2015年2月，人民银行上海总部发布《中国（上海）自由贸易试验区分账核算业务境外融资与跨境资金流动宏观审慎管理实施细则（试行）》；同月，外管局又下发了《关于在部分地区进行外债宏观审慎管理试点的批复》；2015年9月，人民银行要求对开展代客远期售汇业务的金融机构收取外汇风险准备金，以抑制“8·11”汇改冲击下外汇市场的过度波动。这些都为中国进行跨境资本流动的宏观审慎管理做出了有益的探索。

目前来看，中国金融体系的改革目标似乎正趋近于“三元悖论”的角点解：资本项目更加开放、汇率形成机制更加灵活、货币政策的独立性增强。而三项改革目标如何协同并进，也许历史能给予我们最好的启示。

## （二）金融改革中四次应对外部失衡的经验

在中国金融改革的历程中，曾四次应对和处理金融体系的“外部失衡”。事后来看，中国外汇体制改革的适时推进、内部宏观经济政策的有序配合以及资本管制的适度收紧，都为维护人民币汇率的稳定提供了重要支撑。回顾历次应对外部失衡的经验，有助于我们更好地认识金融改革应当如何处理好金融对外开放、内部金融改革与实体经济改革之间的关系。

### 1. 1994年汇率并轨的超预期成功

1994年汇率并轨的经济背景是，中国经济度过1989年的一轮调整，开始呈现出过热的迹象。从而，人民币兑美元官方汇率虽稳定在5.8左右，但与之双轨并行的市场汇率却从1992年中的约6大幅贬值到1993年初的超过8。在此情势下，中国在1993年2月又重新限制了市场汇率，与之相伴的却是场外加价普遍盛行，在个别地区甚至出现了10以上的成交价格。

在人民币大幅贬值的背景下，1994年初官方汇率5.8与市场汇率8.7一次性并轨的重大改革，不但未引起外汇市场巨震，反而成为了人民币由弱转强的分水岭，此后，人民币汇率转为稳中趋升。这从根本上得益于以下两方面政策的铺垫与配合。一方面，优先处理内部失衡。1993年下半年开始，中国采取了一系列措施治理整顿财政金融秩序，特别是实行了从紧的财政和货币政策，直指经济过

[1] 中国人民银行调查统计司课题组、盛松成：“我国加快资本账户开放的条件基本成熟”，《中国金融》，2012年第5期，第14~17页。

热这一导致外汇需求过热、人民币汇率贬值的源头。此外，1994年起中国全面实行了基于增值税的出口退税制度，这对出口起到了极大的提振作用，促进了外汇供给的增加。另一方面，“以退为进”地重新收紧资本管制。取消了外汇留成与上缴制度，采取强制结售汇的安排，要求中资企业经常项下的外汇收入必须到银行结汇，并集中外汇供给保证进口相关的外汇需求。

### 2. 1998年人民币对亚洲金融危机的免疫

1997年7月，泰国失守联系汇率制度，泰铢急剧贬值，危机不断蔓延演变成了席卷整个新兴市场的亚洲金融危机。这场危机导致全球资金撤出包括中国在内的亚洲市场，1997年中国资本账户顺差骤降近一半。祸不单行的是，1997年下半年开始，中国经济增长快速下滑；1998年国企减员增效导致就业压力大增；同年还遭遇了百年一遇的洪涝灾害。“内忧外患”之下，中国政府承诺人民币不贬值，且国内经济增速要保8%。最终，在1998—2000年亚洲金融危机期间，人民币兑美元汇率基本稳定在8.28左右，外汇储备总体呈上升趋势，圆满完成了“汇率不贬、储备不跌”的目标。

外汇管制是这一时期中国同时实现“保增长”与“稳汇率”目标的根本举措。我们知道，“保增长”需要宽松的货币政策环境，而“稳汇率”又需要提高利率以遏制资本流出。这事实上是在“三元悖论”中的选择：当年既要保证货币政策有效性，又要使人民币钉住美元不贬值，这就必然需要资本管制的切实加强。具体措施包括：其一，加强经常账户兑换的真实性审查，阻止“进口骗汇”下的资本外流；其二，进一步收紧资本账户的管理，明确限制企业提前偿还外债、限制对外直接投资；其三，加大对违法违规外汇交易的查处打击力度，确保资本管制的切实执行。

### 3. 2005年汇率机制改革的平稳过渡

2005年人民币“汇改”迈出重要一步，经过这次改革，人民币不再单一钉住美元，开始实行“以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度”，这一制度方向一直延续至今。

在2005年“7·21汇改”之前，人民币汇率已在较长时间里处于单边升值的预期之下。2001年底起，美国相继遭遇了“9·11”恐怖袭击事件和科网泡沫的破灭，美联储相应大幅降息，导致美元由强转弱。而人民币保持钉住美元，造成人民币兑一篮子汇率被动贬值，由此积累起了单边升值的预期。2002年底，日本官员在英国《金融时报》上发文指责中国操纵汇率，向世界输出通货紧缩；其

后，美国又威胁将中国纳入“汇率操纵国”，施压人民币汇率。当时为应对国际压力，中国放宽了企业购回和持汇限制，对资本流出的严厉态度有所松动。

“7·21汇改”使人民币与美元脱钩后，外汇市场并未如市场所预期的大幅升值，而是实现了颇为平稳的过渡。这其中一个重要的经验是，人民币汇率形成的新机制迅速确立了其公信力。具体地，“7·21汇改”宣布要参考一篮子货币，但并非钉住一篮子货币，同时还将市场供求作为中间价制定的重要依据，在操作中，改为直接参考上日收盘价来设定中间价，在机制上清晰、透明。这就避免了汇改之后市场的恐慌与猜测，从而有效抑制了人民币升值预期的汹涌袭来。

这一机制延续到2006年1月4日，中国在银行间外汇市场上引入了做市商制度，人民币兑美元汇率中间价的形成方式，开始由此前的收盘价确定方式改为做市商询价方式。具体地，外汇交易中心在每日开盘前，向所有约15家做市商询价，去掉最高和最低报价后加权平均，得到当日人民币兑美元汇率中间价。加权的权重由外汇交易中心根据报价方的交易量及报价情况等指标综合确定。与“7·21汇改”最初的中价机制相比，由于新方式下做市商报价和权重等信息不公开，中间价设定的透明度明显降低，更多变成了“黑箱”，央行在其中仍然拥有很大的裁量空间。<sup>[1]</sup>

#### 4. 2015年中间价形成机制改革的有惊无险

2005年汇改十年之后，中国才再度对中间价报价规则进行改革，使得人民币汇率在市场化形成的方向上迈出了重要一步。2015年“8·11汇改”将人民币兑美元中间价的报价规则变为“参考前一日收盘价”，一次性实现了中间价与收盘价的并轨。这项改革的意义在于，试图抽离央行对中间价的干预之手，提高中间价的基准地位，并保持价格的连续性和透明度。

2015年“8·11汇改”的宏观背景，可以说是与十年前的颠倒。当时人民币汇率处于单边贬值的预期下，宏观经济面临较为严峻的下行压力。2014年1月，美联储开始削减量化宽松规模，当年第二季度开始，美元指数明显走强。此时，多数国家货币对美元明显贬值，人民币却在缺乏变动的中间价形成机制下，基本跟美元绑定在一起。2014年6月30日到2015年8月11日，主要国家货币兑美元平均贬值了17%，粗略地说，这段时间人民币兑美元也就高估了约17%。2014年第三季度开始中国外汇储备下滑，资本流出压力开始呈现，人民币的失衡或高估

[1] 管涛：《汇率的本质》，中信出版社，2016年。

从那时开始累积。到这次汇改前夕，人民币汇率的交易价格已在较长时间内处于中间价的贬值区间内，中间价的报价长期高于前一日收盘价，离岸人民币也持续地低于在岸汇率。

在此背景下，完全市场化的中间价设定规则，在很大程度上促成了2015年11-12月人民币贬值压力的迅速释放。中间价更多参考上一日收盘价后，如果前一日即期汇率下跌，当日中间价就会随之下调，即期汇率在此基础上继续下跌，这就形成了一个促使贬值压力迅速释放的循环。然而，在贬值预期的自我强化下，后来人民币贬值的速度和幅度显然超过了央行可以容忍的范围；外汇储备流失的压力也陡然增加（11、12两个月外储减少超过1万亿元），甚至一度引起市场对央行外储安全阈值的讨论。

为此，2015年12月11日，外管局发布了CFETS人民币汇率指数，引导市场将注意力转移到人民币兑一篮子货币的加权平均汇率上来，试图弱化人民币贬值预期。2016年元旦后，人民币兑美元中间价连续急剧下调，但CFETS人民币汇率指数却保持相对平稳，央行似乎开始践行将人民币中间价更多参考一篮子货币的机制。然而，在股市大跌和经济不佳的背景下，人民币贬值预期异常浓烈，离岸与在岸人民币汇率交相走贬。在此情况下，央行不得不重新加强了对外汇市场的干预，加强了对资本流出的管制，并在离岸市场上大举打击“空头”。在此期间，人民币中间价倾向于挂钩篮子货币，但尚处于一种不稳定的状态。

情况在2016年春节期间出现了好转，在美元指数疲弱，以及周小川行长讲话的双重抚慰下，春节期间人民币贬值预期大为缓解。于是，春节过后央行再度启动了人民币中间价更多参考一篮子货币的机制。央行正式公布了新的中间价定价规则：“在上日收盘汇率的基础上，直接加上保持人民币对一篮子货币汇率24小时稳定所要求的人民币对美元双边调整幅度”，即“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”。这一定价规则的优势在于，一方面，它符合人民币汇改的方向：既有相对清晰的定价规则，又能实现跟随美元有管理的浮动。另一方面，新的定价规则与市场形成有效沟通：当外界能够大致预测出人民币中间价的调整方向时，人民币贬值的恐慌情绪，以及“操纵汇率”的质疑之声也便减弱了许多。因此，该规则一直被稳定践行到2017年5月。

2017年3月起，伴随着“特朗普交易”转为“特朗普失望”，美元指数从此前的趋势性走强转为大幅走弱。然而，在“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的双轮规则下，“横竖都是贬”似乎是这个中间价规则的一个内在趋势。在美元震

荡走强的过程中，它有利于人民币贬值压力的逐步释放；但在美元大幅走弱的过程中，它不利于人民币的相应升值。在2017年3-5月中，美元指数大幅走弱，但人民币兑美元汇率却始终横盘在高位。在此情势下，央行宣布在中间价设定规则中加入“逆周期因子”，希望在美元升值的过程中，将人民币汇率的弹性做出来。

截至目前，伴随着美元指数的持续走弱、资本管制在执行力度上的切实加强、离岸人民币流动性的缩水近半以及中国经济增长状况的好转，人民币汇率进入了“8·11汇改”以来难得的“蜜月期”，人民币兑美元汇率震荡走升，为国内纠偏金融与经济的关系提供了绝佳的“窗口期”。

### （三）金融开放、金融改革与经济改革的关系

纵观改革开放以来中国四次应对外部失衡的经历，中国之所以最终都实现了相对平稳的过渡，至少可以总结出以下几个经验。

第一，缓解内部经济失衡和推进内部经济改革是理性、平和处理外部失衡的根本保障。1994年经济过热时，中国适时果断地采取了从紧的财政货币政策，从源头上遏制了外汇需求过热的源头。1998年经济增长快速下滑、金融风暴席卷整个亚洲，“内外交困”之下，中国启动了国企“三年脱困”计划。剥离四大行1.3万亿不良资产，成立四大资产管理公司进行“债转股”处置，并抓大放小，将国有企业改革的主要方式由放权让利调整为产权改革。这一系列关键改革措施启动，对提升中国经济的体制，增强国际上对中国经济的信心，对于中国经济在2003年以后的腾飞起到了至关重要的作用。2005年中国经济增长势头良好，面临的主要问题是人民币跟随美元被动贬值的问题，中国在内部环境稳定的情况下专心处理外部失衡，宣布不再单一钉住美元。2015年下半年经济面临颇为严峻的下行压力，“股灾”的爆发也令中国经济蒙尘。在此情况下，即便面临着“8·11汇改”后人民币贬值压力的汹涌来袭，央行依然在9月初和10月底连续降准两次，以维稳中国经济。可见，当在外部失衡与内部失衡并存时，中国选择以内部失衡为重！

第二，在处理外部失衡的过程中，金融开放应走得更为稳妥，资本管制的适时收紧，有时是一种“以退为进”的策略。1994年人民币贬值预期下，为避免“并轨”后外汇市场出现巨震，中国同时采取了强制结售汇的安排，取消了此前的外汇留成与上缴制度，由此也支持了人民币汇率在并轨前后的“由弱转强”。1998年人民币再度面临严峻的贬值形势，中国为同时实现“保增长”和“稳汇率”，从加强经常账户兑换的真实性、进一步收紧资本账户管理、加大违规外汇

交易查处力度等方面，切实收紧了资本管制。2005年人民币汇率面临的是升值压力，而众所周知，应对升值压力的难度要远远小于贬值压力，当时，中国也顺势放松了对资本管制的严厉态度。2015年汇改后，人民币汇率一度是“浓得化不开”。对此，中国一方面是适当回撤了人民币中间价定价市场化的力度，逐步在定价中加入了“参考一篮子汇率变动”和“逆周期因子”。另一方面，在整个过程中都辅之以资本管制的实质收紧，这一点，为人民币汇率有惊无险地渡过持续近两年的贬值压力，起到了保驾护航的关键作用。

第三，金融开放的推进，需要以相对充分的金融改革和经济改革为前提。1997年的泰国、韩国等亚洲出口导向型经济体，可谓在这方面留下了“深刻的一课”。1990年代，亚洲曾被期许为新千年世界的巨大新兴力量。在此情况下，韩国和泰国在1990年代初便相继放开了对外汇市场的管制，进而举借了大量的中短期外债。借助于外部资源的流入，两国均保持了“透支性”的经济高速增长（例如，泰国修建起许多空无一人的华丽办公楼，韩国建立起了相当于其国内汽车市场容量10倍的汽车生产能力）。换句话说，两国经济仍然维持着投资驱动的旧增长模式，经济转型尚未实质推进。不仅如此，在放开资本管制的同时，两国却依然保持着与美元挂钩的“固定汇率制”，国内的金融体制也远未理顺，表现为利率市场化程度不足，金融监管体制也存在明显短板。这就为国际投机资金做空其货币提供了“沃土”：1997年，内部的增长矛盾积聚，导致亚洲经济疲弱；美元强势，导致其汇率被动高估。索罗斯乘势进军泰国，最终成功迫使其放弃固定汇率制，泰铢兑换美元汇率一路狂跌18%，由此触发了席卷亚洲的金融危机。

时至今日，中国已走到了推进经济转型的关键节点，经济的破旧立新更加需要一个相对平稳的外部环境；而国内金融改革方面，依然身陷“浮动汇率恐惧”，金融监管的加强已成为中央刻不容缓的工作重点。我们的发展背景与当年的新兴市场国家何其相近。历史教训提示我们，在经济改革和金融改革尚不甚成熟的情况下，金融开放的步伐需要走得更加稳妥、更为审慎。