



您的位置：首页 - 最新观点

殷剑峰：加快金融体系改革，完善人民币汇率形成机制(10月11日)

文章作者：

今年七国财长及央行行长会议，首次邀请中国参加无疑是对中国经济发展的一种事后承认，另一方面，也反映了中国宏观经济政策的实施以及金融政策安排正在对全球经济产生越来越大的影响。毋庸置疑，G7关注的焦点之一就是人民币汇率问题。

人民币汇率问题包括两方面的含义，一是汇率水平的高低问题，二是汇率形成机制的问题。尽管G7在会后的联合声明中仅强调了灵活汇率机制的重要性，但是，其中蕴涵的一个潜台词依然是人民币汇率的水平被低估了。特别是在美国国内一些利益集团的鼓噪下，人民币汇率水平的高低、即是否升值似乎成为一个比汇率形成机制更为重要的子问题。

但是，笔者坚持认为，从中国本身的经济发展乃至全球经济稳定考虑，汇率形成机制的逐步改革显然要比既定机制下调整汇率水平重要得多。

合理的利率水平是形成合理汇率水平之前提

首先，对于当前汇率水平究竟是高或低，存在诸多不同的判断标准。例如，如果说对美贸易顺差是人民币升值的一个主要理由，那么，中国对其他各国的贸易逆差又为人民币贬值提供了条件。其次，在汇率形成机制未做改革前，短期套汇的投机者无须承担汇价风险，因此，对汇率水平变动的预期会导致市场出现单边的操作行为，从而加大了国内金融和经济的波动。最后，一个合理、均衡的汇率水平最终是在外汇市场中形成的，而汇率机制的改革、即汇率水平的逐步浮动显然是外汇市场发展的前提条件。所以，即使要对人民币汇率水平进行变动，也须综合考虑由此带来的利弊。

然而，改革汇率形成机制并非一日之功。因为，要使市场中形成合理、均衡的汇率水平，既须综合反映当前经常项目和资本项目的收支平衡状况，也须综合反映当前和未来整个国际收支变动的情况。这就不仅要求改革当前经常项目下的结售汇制度，尽快理顺国内繁杂的利率体系，还要建立一套便于进出口商和国内外投资者管理汇价风险的本外币远期交易机制。而所有这些变革汇率机制的前提条件，归结起来只有两点：

第一，国内的实体经济已经形成了自主发展的机制。换言之，经济的发展不能单纯地依赖国外需求。否则，即使存在发达的规避汇价风险的机制（如外汇期货等），也无法对冲长期贸易不平衡带来的基础性汇价风险。例如，尽管日元早就形成了对美元和其他货币的浮动机制，但是，由于日本是岛国，经济严重依靠出口，这就迫使日本中央银行频繁干预汇市。实际上，在本次G7的声明中，也隐含地表达了对日本干预汇率的不满。

第二，国内的金融市场较为发达，利率水平是合理、均衡的。事实上，汇率浮动后所反映的汇价水平在很大程度上是资本项目下资金流动、尤其是短期资金流动的结果。既然如此，欲形成反映资本项目变动的合理、均衡的汇率水平，其前提条件就是资金的价格——利率也是合理、均衡的。合理、均衡的利率需要有合理的利率期限结构和利率风险结构，其中，前者要求国内有发达的货币市场和国债市场，后者要求国内有发达的公司债券、市政债券和资产证券市场，以及自由定价的银行存、贷款利率体系。

改革金融体系利用“负利率”发展资本市场

显然，经过20余年的改革开放，我国经济的自主发展能力正在迅速加强，对外贸易尽管依然非常重要，但净出口对国内经济推动的作用已经大大减弱。所以，汇率形成机制变革的实体经济条件正在逐步形成。然而，在当前的金融体系中，合理、均衡的利率水平显然无法形成。

我国金融体系的特征可以用银行主导、政府主导两点来概括之。在这种银行主导和政府主导的双重格局下，所有经济当事人的激励就因潜在的风险转移机制发生了变异。对于储蓄者来说，由于政府可以为之提供无风险的存款利率，其利益诉求就仅在于存款利率的高低了，至于储蓄资金被银行用于何种风险项目，自然与之无关；对于企业家来说，由于主要资金来源于银行，自身并无资本积累，金融体系也没有提供这种资本积累的渠道，因此，也仅需关注投资收益，至于投资风险多同银行有关；对于银行来说，由于政府最终会对之采取救助措施，除非政府采取比较强烈的直接干预措施，也不需要太在意风险；对于地方政府而言，由于维持金融体系稳定和货币对内、对外价值的责任实际在中央政府，因此，它们也存在强烈的动机来利用土地开发项目乃至外资套取银行资金。于是，在储蓄者、金融机构、企业家乃至地方政府等主要经济当事人都只关注收益的情况下，不仅合理、均衡的利率水平难以形成，经济自然也会表现出重GDP、轻风险的格局。

所以，为了改革汇率机制，以形成合理、均衡的汇率水平，就必须尽快改革我国的金融体系，以先期形成合理、均衡的利率水平。当前，改革金融体系除了要从经营机制、管理体制着手以外，最重要的就是利用“负利率”环境发展资本市场。实际上，美国金融体系之所以能够发展至今无人匹敌的境地，其嬗变的前奏就是两次石油危机后负利率环境导致的银行业“脱媒”。而同时期的日本却在极力维护其主银行体制，以致错过了金融体系改革的机会，这也是其汇率形成机制改革失败的金融层面原因。

文章出处：《中国经营报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB  
中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB  
IFB外商投资中心

IFB  
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所