

# 目 录

2012年春季（总第29期）

2012年4月28日

张 斌：中国的金融市场化改革新浪潮.....	1
黄益平：资本项目开放与对外直接投资.....	11
卢 锋：金融改革优先序——人民币可兑换视角探讨.....	20
会议上半场问答.....	43
徐建国：地方债折射财政金融体制落后.....	47
范剑平：当前宏观经济形势和宏观调控政策取向.....	55
宋国青：周期正在消失.....	62
会议下半场问答.....	69
2012年第2季度：第28次“朗润预测”.....	72
“朗润预测”特约机构名单.....	73

## 中国的金融市场化改革新浪潮

张斌

社科院世经政所全球宏观经济研究室主任

张斌首先介绍了金融危机后我国金融市场化改革的主要进展，结合国际经验、相关理论以及我国当前经济结构转型需要，解释为何要加快金融市场化改革。基于优化国际投资头寸表和人民币离岸市场发展评估两个视角，他提出对金融开放次序的看法，并强调中国应积极参与国际货币体系和国际金融体系规则修订改革，以创造国内有关改革的良好外部条件。

### 一、为什么加速金融市场化改革

金融危机后，我国加快了人民币国际化进程，人民币离岸市场发展迅速，短短一两年内香港离岸市场规模从不到1000亿增至6000亿。国内的金融理财产品发展迅猛，为投资者和储户提供了新的选择，特别是储户有了更多的机会获得比传统存款收益率更高的投资品，这在一定程度上可以理解为利率市场化进程的推进。今年，官方有很多的关于金融市场化改革的举措：中国人民银行推进更加富有弹性的人民币汇率形成机制，同时也在尝试推进资本项目的渐进开放；国务院批准建立温州金融实验区；温家宝总理对民营金融机构准入机制的讲话。总的来看，金融危机后我国关于金融市场化政策举措不断增加。

为何要加快金融市场化改革？从国际经验看，布雷顿森林体系解体以后，金融市场化改革在发达国家和发展中国家普遍推进。20世纪70年代中后期到90年代中期，发达国家和多数新兴市场经济体实现了高度金融市场化。各国金融市场化的内容差别不大，主要包括以下几个方面：取消政府信贷方面的管制、取消利率管制、放松金融业

准入、保持银行自主经营、多元化银行股份结构和国际资本自由流动。相比之下，我国的金融体系很特别。在中国目前这个发展阶段，很多比我国发展水平差的国家，金融市场化程度也比我国高。当然，国际经验是这样，并不必然意味着中国也一定要这样。国际经验只是提供了一个研究视角。中国要不要加快推进金融市场化改革、如何推进金融市场化改革，需要结合理论和国情，具体问题具体分析。

从中国目前的情况来看，加快金融市场化改革的主要压力是当前的金融体系与我国经济结构转型要求不匹配，压力从微观和宏观各个层面表现出来。

金融危机之前，我国主要是出口和房地产导向型的增长模式。这种模式下，出口和房地产部门可以天然地提供大量的抵押品，比如出口订单、国外信用证、机械设备和土地等等，这种增长模式对于金融部门风险管理的要求不高。政府和国有银行主导的简单金融服务尽管效率不高，但还是可以基本完成从储蓄向投资的转换，不会成为发展进程中最大的短板。

金融危机之后，出口和房地产主导的增长模式越走越难，需要经济结构的转型。转型主要包括两个核心内容：一是制造业与服务业之间的平衡；二是制造业内部产业升级。发展服务业和制造业升级是未来中国经济增长的核心推动力，但这些产业发展面临的不确定性大，需要反复的试错才能找到合适的模式（举个例子，家门口的小店，往往要经过五六次装修和改换门庭，才有一家能长期经营下来）。另外，这些产业的发展很难提供像样的抵押品，诸如新的市场营销、新的经营理念、专利、技术等软要素的价值很难评估，企业也很难拿着这些东西作抵押从银行拿到贷款。这种新的模式对于金融机构的信息甄别和风险管理能力提出了更高的要求，对更复杂的金融服务提出了要求。政府和国有银行主导的简单金融服务远不足以满足这些要求。必须依靠进一步的金融市场化改革才能让金融服务与产业转型和升级相对接。

宏观层面上，金融市场化改革面临来的压力也非常突出。汇率和利率的市场化改革不到位，宏观调控政策处处受制。过去近十年，宏观经济面临的最突出问题是被严重干预的人民币汇率引发了人民币单边升值预期，并吸引短期资本流入，货币当局被迫购买大量外汇并释放出相应的人民币。由于基础货币投放过量，货币当局采取大量冲销操作（这些操作的有效性倚赖于资本管制政策）回笼货币，并采取提高法定准备金、信贷额度管理等一揽子措施遏制货币总量的增长。这些措施还不够。当快速增长的广义货币对物价和房价形成巨大压力的时候，其他部委也不得不出面干预商品价

格，干预具体的投资项目，并采取一系列措施遏制房价进一步上升。历历在目的现实充分说明，如果汇率市场化改革不到位，宏观调控政策将陷入严重的被动局面，维护物价和经济增长稳定将付出超常代价，而且效果不一定令人满意。

## 二、改革是否应讲求次序

再次回到国际经验上。学术界对70年代中后期以来世界各国的金融市场化改革作了很好的综述研究。这些研究发现，总的来看金融市场化改革在提高资源配置效率方面有显著改善，但同时也提高了爆发金融危机的概率。金融市场化改革是个高难度动作，到了一定发展阶段不做不行，做错了麻烦很大，需要特别注意其中的细节。最关键的细节就是金融市场改革的次序安排。

受到学术界广泛认同的金融市场化改革次序是“攘外必然安内”。基本实现汇率和利率市场化改革、基本完成国内的银行业和其他重要金融机构的产权改革、建立具有广度和深度的各种类型金融市场、以及健全的监管体系，优先于资本项目开放。资本项目自由化的目的是优化资源配置和分散风险，如果国内金融市场本身存在比较大的价格扭曲，资本项目开放不仅难以优化资源配置，还可能进一步放大资源配置扭曲，扩大风险。从国际经验看，若采取固定汇率，而资本是自由流动的，很容易招致投机资本冲击，爆发货币危机或者金融危机。出现这种局面，不仅是一个国家内部的问题，也是目前全球货币和金融体系缺陷使然。国际货币基金组织在很长时间里都在积极地宣传资本项目开放。但是在东南亚金融危机和此次金融危机以后，他们对资本项目开放的态度也发生了显著的变化，不仅不断地提出资本项目开放应具备的国内条件，而且开始认同在某些特定环境下使用资本管制手段保持宏观经济稳定。

这些国际经验和理论研究结论是不是一定完全适用于中国，还是需要具体问题具体分析。中国目前采取的是一种渐进的、边做边看并从中汲取经验教训的实验式改革。没有可以完全照搬的理论或者国际经验。

### 三、如何安排次序

对于国内的金融市场化改革，总体情况是改革风险系数相对较低而改革的需求非常迫切，应该加快市场化改革步伐，在多个领域共同推进改革。下文主要讨论涉外金融开放的次序安排。从两个角度展开讨论，一个角度是基于近年的人民币贸易结算和香港人民币离岸市场发展基本现实，评估改革的次序问题；另外一个角度是以优化中国对外投资头寸表为落脚点，找到与之相匹配的涉外金融开放次序。基于这些讨论，我们认为涉外金融开放过程当中次序安排决定成败。

允许使用人民币贸易结算和发展香港人民币离岸市场以来，香港人民币存款迅速增长。聚集在香港的国际投资者借此实现了资产结构的重新调整，大量的美元存款转化成为人民币存款，美元存款在香港全部存款中的比重迅速下降，人民币存款在香港全部存款中的比重显著上升，港币存款在香港全部存款中的比重基本没变。如何看待这个现象呢？这可以看作人民币国际化程度的提高，因为境外投资者持有了更多人民币资产。这也可以看作是变相的资本项目开放，因为在资本管制的格局下境外投资者获取人民币资产的合法途径有限。有了人民币贸易结算政策和香港人民币离岸市场以后，境外投资者可以更方便地持有人民币资产了。

如果境外投资者突然间大量增持人民币是因为在实体经济当中交易的需要，这样的变化是个好现象。但是根据在香港金融机构的调研，我们发现市场普遍认同人民币升值预期以及人民币和美元之间的利差是驱动投资者增持人民币资产的主要动因。2011年四季度人民币升值预期发生逆转以后，香港人民币存款立即停止增长，甚至出现了一定程度的下降，这再次说明人民币升值预期对于香港人民币存款变化的强大解释力。

基于人民币升值预期增持人民币资产带来的后果怎样？其一，外汇储备增加，货币当局蒙受财务损失。在当前人民币汇率形成机制下，货币当局是境外投资者的最终交易对手。境外投资者增持人民币，减持美元，与之相对应的是货币当局增持美元外汇储备，同时增加人民币负债。如果人民币升值，货币当局要承受损失；如果人民币负债成本高于美元投资收益，货币当局也要承受损失。

其二，货币当局政策独立性未来面临新的威胁。流出去的人民币目前还缺少回流

机制，因此对境内广义货币增长带来的压力不大，还不会威胁到国内物价和房价。截至目前，人民币国际化举措面临的主要问题还不是威胁货币政策独立性。但是，随着离岸人民币市场的不断发展壮大，再加上人民币回流机制的增加，境内货币当局会面临新的压力。一种渠道是部分回流机制下的人民币回流会增加内地货币供应，货币当局面临新的对冲压力；另一种渠道是离岸市场上的汇率变化会改变内地市场参与者对人民币汇率走势的预期，预期的变化会直接改变人民币贸易结算、结售汇、外币信贷等行为，并因此影响到内地外汇市场。这是货币当局未来面临的新挑战。

其三，人民币国际化的改革初衷未能实现。升值预期不会长期持续，升值预期驱动下的香港人民币存款增长不可持续。

所有这些不愿看到的结果，不是让贸易商自由选择人民币作为计价和结算货币有问题，也不是让境外投资者持有人民币资产有问题，而是因为汇率形成机制与推进人民币国际化的政策举措不匹配。非市场化的汇率形成机制创造了与市场供求关系不一致的人民币汇率变动预期，扭曲了贸易商和投资者的行为，才会有这样的结果。从这个角度看，次序非常重要，如果缺乏市场化的汇率形成机制，资本项目开放会放大扭曲，良好的改革初衷难以实现。

国际投资头寸表综合反映了我国对外金融财富的状况，这是所有对外经济活动作用的结果。我国国际投资头寸表的问题非常突出，资产方以美国和欧元区的国债和机构债为主，主要是美元或者欧元计价资产，且收益率较低；负债方以国外在华直接投资为主，以人民币计价，而且负债成本较高，外商在华投资回报率平均来看在10%以上。从优化中国对外净财富的角度来看，汇率改革、外汇储备管理改革、放松对资本流出限制可以减少继续的外汇储备积累，提高外汇资产收益，应该放在第一位；人民币国际化和放松短期资本流入的限制是应该放在第二位。如果外汇资产运用不好，为什么要通过增加人民币负债的方式增加外汇资产呢？

#### 四、国际货币与金融体系改革与中国金融市场化改革之间的关系

建立更加合理的国际货币和金融体系对于中国的金融市场改革至关重要。没有完美的制度，任何一个体系都会有其自身的优点和缺陷，选择国际货币和金融体系的关

键依据是它是否与所处的国际经济环境相匹配。现在的问题是在新兴市场经济体崛起，国际贸易和金融一体化快速提高的背景下，现有的国际货币和金融体系与之严重不匹配。

金融危机的爆发集中凸现了这个矛盾。设想一下，如果在国际货币和金融体系的设计当中存在对国际收支失衡的自主性调节机制，如果对大国汇率制度的选择方面有统一的国际标准（比如所有大国都采取统一的有管理浮动汇率体制），如果在短期跨境资本流动方面有更加审慎的监管，如果对储备货币发行国有外部纪律，如果在国际最终贷款人机制设计方面更加有效，如此等等。但凡上述的如果当中有一个能够成立，金融危机就有可能避免，就算不能避免，危机的后果也不会如此严重。

回想一下，过去二十年国际贸易体系运行良好，关键保障在于世界贸易组织（WTO）提供一套基本有效的外部规则。过去二十年国际金融体系频频出现危机，关键的原因在于国际货币和金融体系当中缺少适当制度层面的公共品。这不仅仅是某个单独国家的问题。在全球经济高度一体化的今天，每一个国家都很难单独依靠自己的力量把事情做好，在系统出现问题的时候，甚至不可能由单个国家把事情做好。我们迫切需要全球范围层面的公共产品，尤其是需要在国际货币和金融体系方面的制度和规则。这些全球层面的外部制度和规则约束，能够从全局的角度弥补每一个经济体内部的制度和规则缺陷。

国际社会普遍认识到了这个问题。在一连串的G20首脑会议以及央行行长和财长会议上，有大量关于国际货币和金融体系改革的议题。这是非常好的迹象。遗憾的是迄今为止实质性的进展还不够。

中国在国际社会当中已经成为举足轻重的大国，中国的意见越来越受到重视。这给中国提供了机会。无论是人民币汇率制度改革，还是资本项目开放，都与国际货币和金融体系规则修订有密切联系。如果是个规则缺失的国际货币和金融体系，中国的涉外金融开放要更加慎重。反之，如果中国能携手其他国家在一些关键的国际货币和金融体系规则方面做出改进，中国推进人民币汇率制度改革和资本项目开放的条件会更加有利。

## 五、什么样的国际货币与金融体系改革符合中国与全球利益

国际货币和金融体系需要在以下五个方面做出积极调整。1、主要经济体采取统一的有管理浮动汇率体制；2、对经常项目失衡的强制性调节；3、对系统性重要国家的关键宏观经济指标约束；4、对跨境短期资本流动和重要跨国金融机构的审慎监管；5、国际最终贷款人和全球金融市场稳定机制。这些规则的建立会让中国和全球金融市场更加稳定，金融市场可以更好地服务于实体经济，减少金融危机爆发的概率。上述规则对包括中国在内的每个经济体的现行体制都构成了冲击，应该以循序渐进的方式谋求国家之间的共识。

金融危机后的经济复苏一波三折，越来越多的国家面临着刺激经济与结构改革的两难困境，政策选择的余地越来越小。通过完善当前的国际货币和金融体系，可以在超国家层面上改善全球资源配置，这样的调整方式不仅效率更高，而且每个国家因此面临的压力也相对较小。这是全球经济走出困境的最高性价比方案。

## New Wave of China's Financial Market-oriented Reform

Bin ZHANG

Senior Research Fellow of Institute of World Economy & Politics,  
Chinese Academy of Social Sciences

After the financial crisis, the policies about China's financial markets reform are increasing. Zhang Bin explained why we should speed up the reform of our financial markets, and as to the order of financial liberalization, he gave us suggestions based on the optimization of the IIP and experimental assessment. Finally, he emphasized that China should actively participate in the rule amendments of the international monetary system and international financial system reforms to create favorable external conditions for domestic reform.

From the perspective of economic theory, too much government intervention on financial sector is not conducive to the allocation of resources and economic growth. Judging from international experience, since 1973, financial market-oriented reform was advanced in both developed and developing countries. If the financial liberalization is a universal law, China may not be an exception, and further financial market reform in China is a matter of time. From the domestic situation, the pressures of accelerating financial markets reform are from China's economic restructuring, it requires a more market-oriented financial services and more developed financial system.

Refer to the order of the reform, Zhang Bin believed that the interest rate, exchange rate market-oriented reforms and domestic banking sector reform should be prior to the opening of the capital account. The core of the capital account liberalization is to optimize the allocation of resources, if there are large price distortions in domestic financial market, capital account liberalization may further amplify the distortions.

In the past two decades, the international trading system was running well, the main reason was that the World Trade Organization has provided a set of rules. At the same time, the international financial system occurred crises frequently, due to the lack of a proper system of public goods. Every crisis can be attributed to their own internal problems of the crisis economies, reflecting the economies of internal defects in the design of systems and rules.

A better external international financial environment is very beneficial for promoting domestic

financial reform. China is a big country, there is scope to change the rules. Therefore, China should play a more active role in the establishment of a global financial rule, so as to provide more help for future financial market-oriented reforms.

## 资本项目开放与对外直接投资

黄益平

北京大学国家发展研究院教授

黄益平教授的报告主要包括资本项目开放和对外直接投资两个方面。首先，根据实证研究的结果，他认为资本项目开放在中国过去三十年是一个持续进行的过程。然后，重点分析了资本项目应该开放的原因并讨论了利率、汇率与资本项目之间开放的先后次序问题，他认为内部金融改革与外部资本开放应交互推进并且现在就可以推进资本项目的开放。最后，关于对外直接投资，他探讨了中国模式、日本模式和美国模式的特点，并认为中国下一步可能会迎来中小企业对外直接投资新的浪潮。

### 一、有关资本项目问题的争论

全球金融危机以来全球经济治理结构发生的一个很重要的变化就是全球国际经济问题由G7或者G8管理转为G20管理，需要更多的发展中国家参与。过去一段时间在发展中国家参与过程中，制止金融危机方面效果很好，但是在改革方面效果有限。现在讨论的国际经济金融体系改革基本上和原来发达国家的议程或者框架差不太多。一方面是因为很多发展中国家还不熟悉国际经济金融体系改革，另外一方面可能是因为我们还没有提出自己的想法。既然是G20，国际规则的制定中不但要有原来发达国家的思想，也要体现发展中国家的特点和要求。很多发展中国家之后都要更多参与到国际规则制订当中，现在我们研究讨论资本项目改革等方面的问题有着重要的意义。

最近关于资本项目开放的问题讨论非常多，包括：资本项目该不该开放？现在是否已经具备开放的条件？利率、汇率与资本项目之间是否存在开放的先后次序问题？以及派生出来如何推进人民币跨境使用或者国际化的问题。大致有三派比较突出的观

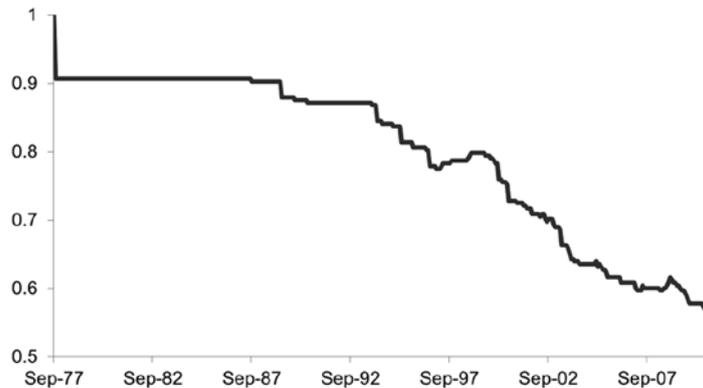
点：第一派以央行调查统计司司长盛松成为代表，主张抓住当前的历史机遇积极推进资本项目改革，并否认内部金融改革与外部资本开放之间存在必然的先后关系；第二派以社科院世界经济与政治研究所余永定教授为代表，质疑在利率和汇率改革尚未取得根本性进展之前大力推进人民币国际化与资本项目开放，可能给中国经济带来巨大的风险；第三派是世界银行高级副行长、首席经济学家林毅夫教授的观点。他基于很多发展中国家发生金融危机的历史教训，明确提出中国当前不应盲目推进人民币国际化。

## 二、资本项目开放的原因

为什么现在提出这个问题？我们在1996年底实现经常项目可兑换以后，已经16年了，看国际经验，从经常项目开放到资本项目开放平均大概10年时间，也就是说现在已经远远超过了国际水平。我认为应该从经济基本面、从基本道理来分析这个问题。

我们2011年做了一篇文章，测算资本项目管制指数（CACI），指数越小表明资本项目开放程度越高，最高为1，最低为0。过去三十年，CACI呈现下行趋势（见图1），资本项目开放已经走了相当长的路程。资本项目开放其实是一个现在进行时，不是说现在才开始的。

图1 资本项目管制指数



苟琴、王戴黎、鄢萍和黄益平“短期资本流动与资本管制的有效性”，《世界经济》。参考Quinn (1997)，金犇 (2004) 和 Cheung and Ito (2007)

资本项目开放从根本上来说是居民和非居民可以自由跨境从事金融活动。根据麦金农教授的金融抑制理论，一般来说，金融抑制和金融管制是不好的，会降低经济效

率和投资效率。之后斯蒂格利茨教授提出一个新的看法认为金融管制对效率究竟好还是不好，要看具体情况，在一些国家金融完全自由化不一定就能实现最优的效率。假设我国在1978年资本项目全都开放了，不见得取得比今天更好的经济增长和金融效率。金融抑制和资本管制在当时至少可以发挥两方面的作用，一方面是有政府支持的金融体系和资本管制，实际上是保证我们的储蓄有效地转移到了投资活动。另一方面是有政府参与其中，在一定条件下有利于金融和宏观经济的稳定。因此金融管制既有正面效应也有负面效应，资本管制也一样。根据我们做过的一项研究（见表1），过去30年中，资本项目管制对经济增长早期正面作用比较明显，近期负面影响越来越大。

表1 资本管制对增长的影响测算

Dependent Variable	1979-1989		1990-1999		2000-2008	
	1	2	3	4	5	6
RGDP						
CACI	1.042*** (0.201)	1.062*** (0.219)	0.269** (0.126)	0.065 (0.156)	-0.242*** (0.034)	-0.254*** (0.045)
INV	0.066 (0.069)	0.064 (0.071)	0.205*** (0.045)	0.249*** (0.049)	0.112*** (0.017)	0.101*** (0.019)
TRADE	0.031 (0.034)	0.031 (0.034)	0.028** (0.014)	0.023 (0.014)	0.004 (0.006)	0.003 (0.012)
EDU	-4.624 (6.351)	-4.994 (6.571)	1.023 (4.627)	9.051 (6.511)	0.119 (0.381)	0.199 (0.711)
GOV	-0.405*** (0.124)	-0.391 (0.139)	-0.780*** (0.142)	-0.982*** (0.168)	-0.114*** (0.045)	-0.157** (0.079)
SOE	0.022 (0.058)	0.033 (0.076)	0.091*** (0.034)	0.110*** (0.035)	-0.020 (0.012)	-0.038* (0.023)
Time Trend		0.0004 (0.002)		-0.004** (0.002)		-0.001 (0.001)
Year-Specific Effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province-specific effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	275	275	250	250	225	225
R <sup>2</sup>	0.125	0.125	0.187	0.165	0.572	0.513

早期的时候管制可能对经济增长有好处，但是这种好处越来越小，不足以抵消效率的损失。这是为什么要开放资本项目的一个重要理由。还有很多学者认为资本项目管制的效率在下降，从实证角度来看是有这种可能的。为什么我们现在整天担心热钱进出的问题，如果资本项目管制完全有效则根本不需要担心这个问题。管制效率下降，那么接下去的问题就是放还是不放，不放资本也在流动，而且可能不确定性更大，更不规范。另外，在资本管制不是完全有效但汇率不灵活的情况下，货币政策的独立性越来越低。外币进进出出冲击货币供应量市场流动性，这对我们长期经济稳定是一个很大的风险。这些都是现在应该进行资本项目开放的原因。

### 三、利率、汇率与资本项目改革之间的逻辑顺序

有关利率、汇率与资本项目改革之间先后顺序的问题，讨论的一个核心理论问题是利率平价到底成立不成立。利率平价简单来说就是国内水位和国外水位处在一个相对均衡的位置，这样如果把闸拉开后不会出现资金大进大出。如果一个水库两个水位不一样，闸拉开了之后肯定会有比较大的冲击，冲击小影响经济波动，影响大的话可能引起金融危机。如果利率平价理论成立的话是要考虑先后的次序的问题，不然就可能酿成较大的金融风险。

但这并非意味着现在不应推进资本项目开放，恰恰相反，我觉得现在应该抓紧时机推进。除了上面讨论的资本管制对经济增长已经造成负面影响这一个事实以外，还有以下五个方面的理由：第一，有些管制已经开始失效，既然管制已经开始失效，实际上资金已经在不断的进出，与其继续任其发展不如主动开放积极监管这样的资本流动。第二，条件需要在改革中逐步创造，例如有人说银行竞争力不够所以不能开放，但是反过来说，如果不开放，政府一直进行保护，银行的竞争力能够增强吗？所以有一些条件也许需要在开放过程当中创造。第三，如果现在不改革，有一些相对有利的条件也可能开始发生逆转，比如经常项目顺差和人民币升值压力，比如财政状况等等。因此，现在不改，也许将来更难。第四，我们有一些机制需要建立，一般大家认为资本项目开放以前利率市场机制、汇率市场机制应该建立起来，没有建立起来不能开放。但其实在机制没有完全建立以前，央行还是有一定的干预能力，比如说利率市场化是一个非常漫长的过程，但是我们完全有可能通过央行的调控使得利率水平不至于过多地偏离市场均衡，降低国内外两个水库水位的落差。这样，放开来的时候尽管利率市场机制尚未完全具备，但是也不会导致非常大的资金的大进大出。第五，资本项目开放是一个渐进的过程。根据国际货币基金组织（IMF）的分类和央行研究局的研究，没有一个国家的资本项目管制是全部都放开的（见表2），即便我们到了改革的终点也不可能全部放开。所以在开放过程当中先放一些效率损失比较大、放开风险比较小的管制项目；而那些风险比较大的管制项目首先不要放开来，甚至保持相对比较严格的管制。央行官员提出来要实现基本开放而不是完全开放，这可能也是全球金融危机之后一个新的共识。像证券投资、短期融资、一些衍生产品等，这些对宏观经济稳定和金融稳定影响比较大的，我们不应急着开放，可以保持相对严格的控制。

表2 IMF资本项目交易分类管制程度（完全开放√；非×）

	中国	美国	日本	俄罗斯
汇回要求	×	√	√	√
资本和货币市场工具	×	×	×	×
衍生品及其他工具	×	×	×	√
信贷业务	×	×	×	√
直接投资	×	×	×	×
直接投资清盘	×	√	√	√
地产交易	×	×	×	√
个人资本账户	×	√	√	×

有关资本项目开放的次序问题，目前认为资本项目管制涉及比较多的是证券投资、债券融资和直接投资三大领域。证券投资尤其是金融衍生品大家都比较谨慎，好在我们已经有合格境外机构投资者（QFII）、合格境内机构投资者（QDII）机制，可以一段时间不放开。债券融资可以放开但是需要宏观谨慎指标，比如资产负债比例，尤其是短期负债比例，用一些基本指标来监控。争议比较小的是直接投资，进来的投资基本上管制很少，我们有一个投资产业目录，像一个行业指导，基本上没有管制，往外投资现在管制也很少。

#### 四、国际资本流动的预测

目前分析资本项目开放会产生的效应，有各种各样的说法，但还需要定量分析到底会是什么情况。表3是香港金管局何东等人2012年做的一个预测。他们假定2020年资本项目大部分开放，预测对外投资资产组合会发生很大变化，包括我们的对国外股权资产和债券资产之间的变化以及外汇储备和直接投资之间的变化，构成都会发生很大变化。其中预计到2020年外汇储备会到55000亿似乎是一个过大的数字，如果人民币升值幅度再大一些，央行的购买压力就会减小，外汇储备就不需要那么高了，但是其他私人资产投资就会比较多，其中最突出的是对外直接投资。

表3 预测国际资本流动

	2010 US\$bn	2010 %GDP	2020 US\$bn	2020 %GDP
直接投资资产	311	5.3%	5133	26.8%
直接投资负债	1476	25.1%	6947	36.3%
直接投资净值	-1166	-19.8%	-1815	-9.5%
证券投资资产	257	4.4%	5459	28.5%
证券投资负债	222	3.8%	3418	17.9%
证券投资净值	36	0.6%	2040	10.7%
官方外汇储备	2847	48.4%	5502	28.8%
净外国资产	1717	29.2%	5728	29.9%

Dong He, Lilian Cheung, Wenlang Zhang and Tommy Wu, 2012, "How would capital account liberalisation affect China's capital flows and renminbi exchange rate?", Hong Kong Monetary Authority.

## 五、对外直接投资的“生命周期现象”

我国对外直接投资发展非常快，现在已经居世界第五位，一般发展中国家都是进口资本，我们已经成了对外直接投资的大国，这是非常特殊的。另外，中国对外投资有一个非常有意思的现象：中国企业到海外直接投资，但是工厂不去。我们凡是说到对外直接投资，一般是把厂搬到对方去了，国际上对外直接投资有两种模式，第一种是日本模式，它的特征是将厂房转移到国外的目的是为了到对方寻找比较低的生产成本，日本、台湾、韩国的厂都搬到大陆来生产，主要是因为我们的生产成本尤其是劳动力成本比较低。第二种模式是美国模式，企业往外搬的目的是为了进入、占领当地的市场。当然这些特点都是相对的，美国企业对外投资也有日本模式，日本企业对外投资也有美国模式。

但是中国对外直接投资的模式不一样，中国企业对外投资一般动机有开拓市场、获得资源、寻求战略性资产和降低生产成本，最集中的是前三种类型。中国企业出去是买技术买资源，目的是为了增强国内生产竞争力。中国企业对外直接投资的主要动机请见表4和表5。

表4 中国对外直接投资的主要动机，大型项目

	投资数量	投资额
全行业		
开拓市场	29.70%	28.40%
获得资源	41.30%	51.30%
寻求战略性资产	26.60%	20.10%
降低生产成本	2.40%	0.20%
制造业		
开拓市场	27.20%	22.20%
获得资源	33.90%	31.60%
寻求战略性资产	35.00%	45.50%
降低生产成本	3.90%	0.70%

表5 中国对外直接投资的主要动机，中小企业

	投资数量	投资额
贸易公司	77.32%	31.87%
生产企业	12.52%	39.84%
建筑和房地产	2.83%	6.60%
获得资源	2.52%	9.08%
研发	1.97%	3.58%
产业园区	0.55%	2.55%
其他	2.28%	6.47%

如果把中国特色、日本特色和美国特色做一个简单归类，可能存在一个对外直接投资生命周期的现象，这是我们的一个假设。在成本比较低技术比较低的时候，如果要对外投资，不需要把厂搬出去。因为我们还有很多成本优势，所以我们需要做的是到国外买一些技术、买一些资源或者开拓一些市场，但其目的是让国内的企业有更强的竞争力、有更好的回报。当这个阶段过去了以后，技术往上走、成本往上走的时候，我们的对外直接投资就可能要向日本方式过渡，也就是很多企业国内成本承受不下去了。比如说现在很多企业开始搬到内陆省份，但当内陆省份成本大幅度上升以后会变成什么情况？他们可能在中国生存不下去就到海外去了。经过这个阶段以后，日

本方式也向美国方式转变，日本模式其实在过去二十年已经在向美国方式靠拢，具体情况请见表6。

表6 日本和美国制造业对外直接投资的区域分布（%）

	年	北美	亚洲	非洲	欧洲	拉美	中东
日本	1975-1979	17.9	41.8	0.9	5.5	26.4	7.5
	1980-1989	33.0	35.5	0.8	8.4	17.1	5.2
	1990-1996	47.2	28.4	0.2	16.1	6.6	1.4
	1997-2003	36.7	27.6	0.5	28.2	4.8	-
美国	1975-1979	24.7	9.9	1.5	48.1	15.3	0.3
	1980-1989	22.1	12.2	1.2	48.5	15.6	0.4
	1990-1996	17.4	16.9	0.5	49.6	14.3	0.8
	1997-2003	16.7	15.6	0.5	48.8	14.6	1.0

对外直接投资的生命周期现象这一初步的假设还需要做更多研究论证。如果上述假设成立的话，考虑到中国国有企业现在国际上对外直接投资遭遇很大争议，下一步可能面对的是中小企业大规模往外走。由于国内生产成本大幅度上升，再加上资本项目开放，会迎来大量中小企业外移的新浪潮。在这之后，我们会碰到很多需要面对的问题，比如很多韩国、台湾人当年担心的产业空洞化，很多拉美人当年担心的中等收入陷阱。要想避免这些问题，需要我们在很多方面共同努力。

## Capital Account Liberalization and Overseas Direct Investment

Yiping HUANG

Professor of National School of Development, Peking University

Prof. Huang Yiping delivers a speech related to the topics of capital account liberalization and overseas direct investment(ODI).

According to the results of empirical research by capital account control index (CACI), he believes that the capital account liberalization has been an ongoing process during the past three decades in China. By citing his own research, he points out that in the earlier period the capital account control had positive effect on China's economic growth but recently the effect has changed to be negative.

Prof. Huang believes our government should open the capital account. Regarding the logic order of the interest rate reform, exchange rate reform and capital account liberalization, he holds the opinion that there exists an reform order issue which is very important under the interest rate parity. Meanwhile, he recommends we should promote the capital account liberalization now. The reasons are as follows. First, some capital account control methods begin to lose effect. Second, conditions need to be created in the reform. Third, distortions can be reduced even before the establishment of necessary mechanism. Last, the capital account liberalization is a gradual progress.

On overseas direct investment, Prof. Huang explores the Chinese mode, Japanese mode and American mode. Then he puts forward a theoretical hypothesis that there exists an ODI life cycle. If the ODI life cycle hypothesis holds, Prof. Huang forecasts that China will meet the new wave of small and medium enterprises' overseas direct investment.

## 金融改革优先序 ——人民币可兑换视角探讨

卢锋<sup>①</sup>

北京大学国家发展研究院教授

随着内外经济形势演变，我国金融领域出现新一轮改革浪潮。金融危机后政府推动人民币跨境贸易及其他国际收支项结算，香港离岸市场人民币存款总额去年达到几千亿元，进一步提出扩大资本账户开放诉求。人民币兑美元日交易区间从当日中间价上下0.5%范围内浮动扩大至1.0%范围，显示政府深化人民币汇率形成机制改革的意愿。高层批评银行垄断获利并启动温州综合金融改革试点，再次激活人们对利率、准入等银行金融改革突破的希冀。新证监会主席就任后更是在资本市场进行一系列大胆改革探索。

随着金融改革深化，人民币国际化和资本账户开放某些政策措施和思路设计也引发学界关注和讨论。一方面不少学者和机构提出我国应继续加大本币贸易结算改革与培育人民币离岸市场政策力度，加快推进资本市场开放以建立离岸市场人民币“回流机制”。另一方面也有研究人员认为，套汇套利动机驱动的人民币离岸市场扩大得不偿失并存在较大风险，主张加快推进国内汇率利率等方面改革而不宜急于加速资本账户开放。双方交流对话形成近年少见的重大改革措施引发学界理性探讨局面。

参与争论者大都赞同积极推进改革，在基本问题上也有共识。如国际化开放论者也认同国内金融改革必要性，质疑者也肯定人民币国际化目标本身合理性并赞同资本账户需进一步开放。不同意见主要发生在如何看待近年推进人民币国际化具体措施，焦点集中于汇率利率内部改革与资本项可兑换及本币国际化等金融开放关系问题。对金融内外改革优先序认识差异不仅具有现实政策含义，也涉及如何理解我国经济开放成长的具体规律，值得从不同角度探讨。

<sup>①</sup>感谢王豪同学、邱牧远同学、杨业伟同学在收集有关文献、梳理人民币可兑换进程、整理利率平价数据、制作更新图表、参与内部讨论等方面提供的很多帮助，感谢巫和懋教授就有关国际金融与台湾金融自由化问题提供的指教。

本文以人民币走向自由兑换长期进程为视角，以近十年开放宏观经济运行的特征性事实和现象为背景，从有关金融内外改革曾经形成的一些共识性看法发生变化入手考察上述问题。以人民币可兑换为视角，便于把汇率、利率等国内改革议程，与资本账户开放进程以至人民币国际化诉求，置于一个简洁清晰的逻辑架构下定位和考察。结合我国经济成长史阶段性特征分析学界看法演变，有助于凸显争议问题的动态感和历史感，拓宽认知角度。

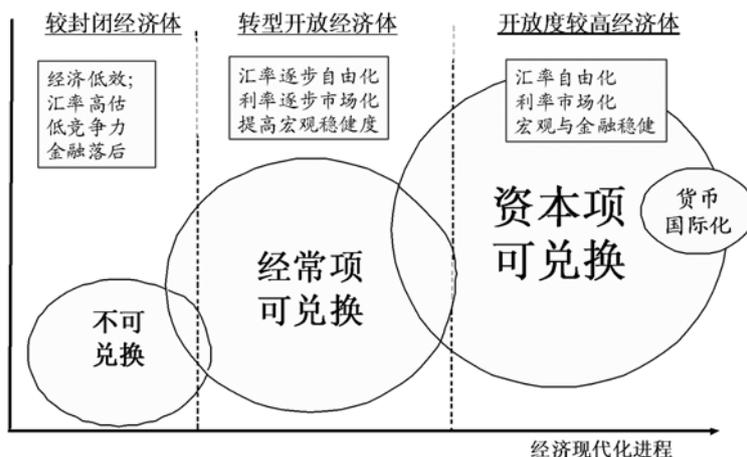
笔者初步看法是，早年推进经常项可兑换进程中，对人民币自由兑换与金融改革关系应早已大体形成被广泛表述与认可的理解。近年围绕资本账户开放等问题发生争论，显示学界对早年某些共识出现反思和分歧。其实质根源不在于学术研究或学者偏好本身变化，而在于我国开放宏观经济增长内外环境发生阶段性演变，特别是本币升值趋势规律展开以及欧美陷入危机，对我国如何通过深化改革和扩大开放以健全完善现代金融体制提出新挑战。需要更深入地观察思索我国经济成长新阶段内外环境演变及其背后规律，才能在搞对金融内外改革优先序基础上更好更快地推进金融改革。

首先说明货币可兑换概念与我国目前金融改革相关问题的逻辑关系，简略观察我国货币可兑换进程。然后观察讨论学界对金融内外开放认识特点及其最新演变。接着分别考察人民币汇率升值趋势展开、金融抑制积弊难除、全球金融危机剧变对我国资本项目自由兑换带来的新困难与新挑战。最后提几点政策建议。

## 1、人民币可兑换：相关概念与历史进程

依据当代国际经济学常识，货币自由兑换又称货币可兑换（currency convertibility），指市场主体可因应国际交易需求及相关动机，自由地把本国货币兑换成外国货币。允许贸易、非贸易收支、单方面收入转移等经济交往派生的兑换称作经常账户可兑换。允许因实物、金融资产交易及信贷关系发生的兑换称作资本项目账户可兑换。两个账户都可自由兑换称作充分可兑换（full convertibility）。对满足自由兑换货币而言，极少数货币在演化过程中得以承担国际交易的计价结算、交易支付、价值储存等职能，不同程度成为国际货币，实现所谓“国际化”。下图示意表达上述理解。

货币可兑换进程与国际化关系示意图



由于货币不仅具有一般供给面规模经济，并且存在很强的需求面网络效应（network effects），某种货币一旦成为国际货币会具有较强锁定作用（lock-in effects），因而诸多可兑换货币中只有极个别可能胜出成为主要国际货币。什么额外条件促成主要国际货币？不难理解回答这一问题需列举一长串相关变量组成的必要条件清单，包括相对经济规模，资本市场与金融系统发达程度与国际竞争力，基本经济与政治制度的相对合理度、稳定性以及被信赖程度等因素，此外还应包括军事实力，国际规则制定和实施方面参与主导能力和经验等等。国际货币制度史告诉我们，一国货币在特定环境中承担国际化功能虽需要相关政策谋划追求，然而本质上是内外综合变量在特定历史环境中逐步演化的结果，不应被理解为可人为选择或推动的工具变量或短期目标。

一国货币自由兑换是与现代经济成长互动共生的过程。我国当代改革开放制度转型推动的经济成长，同样也伴随人民币走向可兑换历史进程展开。以1996年为分界时点，人民币可兑换进程一般被划分为两个阶段：前一阶段以经常账户可兑换为主攻目标，后一阶段以推动资本账户开放为重点。其实经常和资本项开放内涵在两个阶段各自都有体现。下面分别粗略观察经常和资本项开放进程。

### 1-1、我国经常账户逐步自由兑换进程

中共中央十一届三中全会后开始开始实施对外开放政策，1980年第国务院颁布执行《中华人民共和国外汇管理暂行条例》标志经常项开放进程启动。早年改革计划时

期国有垄断贸易体制，恢复四大商业银行，实行出口成本换汇价政策，积极恢复IMF和世行席位，构成推动经常项开放启程的重要措施与配套政策。1987年中共十三大提出沿海开放战略和大进大出方针，1988年3月13日外管局推出成立全国外汇调剂中心政策，1991年允许个人所有外汇参与外汇调剂，显示80年代后期经常项开放仍在继续推进。

1992年中共十四大确定进一步扩大对外开放方针。1993年11月《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出“改革外汇管理体制，建立以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场，逐步使人民币成为可兑换的货币”。1993年12月28日中国人民银行发布《关于进一步改革外汇管理体制的公告》，标志经常项开放进入攻坚阶段。要点包括对商品进出口项下外汇收入进行强制结汇；在进口管制前提下实行银行售汇制，允许人民币在经常项目下有条件可兑换；建立全国统一的银行间外汇交易市场。1996年1月29日人民银行颁布《中华人民共和国外汇管理条例》，把有关改革实践经验加以规范定型，并开放经常项其他项目。1996年11月27日中国人民银行行长戴相龙致函IMF，宣布中国不再适用IMF协定第14条第2款过渡性安排，自1996年12月1日起接受IMF协定第8条第2、第3、第4等条款义务。由此基本实现人民币在经常项目下可自由兑换。

此后经常项开放进入层次提升和内容完善阶段。例如1998年外管局修改个人用汇管理办法，对去香港特别行政区旅行居民允许消费1000美元，去其他地方可以携带200美元，对于没有缘由外汇购买银行可兑换限额为500美元。1999年外管局再次放宽个人用汇管制。另外还为逐步放宽经常项目可兑换审批、审查的手续和管理办法，提高外汇留成比例，最终取消强制结汇。2006年12月人民银行发布《个人外汇管理办法》，规定2007年2月1日起居民允许一年内从经常转移兑换50000美元。2007年8月外管局宣布国内机构可以按照其需要保留经常账户中从经常转移得到的外汇收入。

## 1-2、我国资本账户走向自由兑换进程

我国资本账户开放也是始于改革开放早期，其具体进程可以分为以下几个阶段。第一阶段是上世纪80年代前后，主要是在引进利用外商直接投资（FDI）政策方面取得突破，通过十多年经营90年代中后期年度FDI利用额达到400—500亿美元规模。第二阶段是90年代初开始重视和推动我国企业境外投资（ODI），进入新世纪后初步形成一套支持和鼓励“走出去”的措施。

第三阶段是新世纪初年。主要是通过引入QFII和QDII启动证券市场的渐进式开放进程，同时在开放债券市场、境外人民币清算、居民个人对外投资等多方面进行探索。2002年和2006年先后放行QFII和QDII是具有标志意义事件，银行股改引入外资、允许国际机构在中国境内发债融资、天津滨海新区2007年准备境内个人直接对外证券投资业务试点等等，也都具有资本账户开放探索含义。2003年签订《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排（CEPA）》，规定香港银行可以为香港居民提供一定数额人民币存款、现钞和汇款服务，2005年11月扩大香港人民币清算业务规模，香港人民币离岸市场应运而生。

第四阶段是国际金融危机后，推动人民币国际化和培育香港人民币离岸市场成为金融开放重头戏。一是2008年12月开始部署跨境贸易人民币结算，2009年7月正式启动上海等五城市跨境贸易人民币结算试点，到2012年3月我国各类从事外贸以及其他经常项目交易企业均可选择以人民币进行计价、结算和收付。二是推动投资项人民币结算。2011年1月资本项目下对外直接投资（ODI）的跨境人民币结算启动，2011年10月放行跨境人民币直接投资（RFDI）。三是为离岸市场人民币回流提供政策支持。如2012年1月4日放行首批额度200亿人民币RQFII。2012年4月分别新增QFII、RQFII投资额度500亿美元及500亿人民币。四是2010年内地非银行机构在香港发行第一笔人民币债券，2012年1月国开行等十家内地银行发行总额为250亿元人民币债券。

## 2、金融内外改革关系认识演变

从上面粗线条回顾可以看出，如果说我国经常账户开放逐步推进逻辑比较清晰顺利，资本账户开放则呈现更多特点。突出表现为在资本账户开放进入涉及证券市场开放等更为敏感领域后，实际进展速度慢于预期，推进成效也似乎不尽如人意。尤其是近年通过人民币国际化推动资本账户开放，其中某些改革具体内容和措施，以及它们与国内利率汇率金融改革关系，都引发学界广泛关注和不同意见讨论。这一切显示我们对金融体制转型与人民币可兑换进程具体规律仍在加深认识与实践探索过程中。

下面分三个层面观察有关金融内外改革优先序共识及其变化。首先看国际学术界对货币可兑换与国内经济体制改革及金融政策调整之间关系的主流看法，然后考察我国早年开放政策设计与实践中形成一些共识看法，最后梳理近年围绕金融内外改革政

策发生的新争论。

## 2-1、国际学术界的主流看法

所谓金融内外改革关系共识性看法，是指研究人员或机构肯定推进经常项和资本项可兑换开放需以对包括金融系统在内的国内经济体制实施相关必要市场化取向改革作为先决条件或配套条件。例如曾任IMF第一副总裁Stanley Fisher指出，‘在不具备一系列先决条件时，就推行资本账户自由化，会有极大风险’1998年IMF一项研究认为，这些先决条件最重要内容包括：健全的宏观经济政策框架，特别是货币和财政政策与汇率制度相容；强有力的国内金融制度；一个有力和有自主权的中央银行；及时、准确和综合性的信息披露等等。

Funke (1993) 收集了1982-1992年19位作者发表的21篇有关学术论文，概括当时学术界对金融内外改革之间时序关系的看法。作者用1到5五个数字对有关研究人员对特定改革措施优先度进行排序，数字赋值“1”表示优先度最高应最先推进，“5”则表示优先度最低应最后推进。下表概括该论文对21篇文献若干改革政策优先序观点的综述和度量结果。可见无论是转型经济还是发展中国家，资本账户自由化代表的货币可兑换改革赋值最高，意味着学界普遍认为需满足更多条件才可能较好推进资本账户自由化。对于转型经济上述条件包括机构改革、财政与货币稳定、贸易改革、国内金融改革等6项；对发展中国家，上述条件包括财政货币稳定、贸易改革以及国内金融体系改革等三项。可见金融改革先内后外是当时国际学术界主流看法。

发展中国家与转型经济若干改革政策优先度定量评估

政策项目	转型经济	发展中国家
机构改革	1.00	
财政/货币稳定	1.55	1.00
国内物价自由化	2.28	
私有化	2.39	
贸易改革	2.40	2.00
国内金融体系改革	2.78	1.50
资本账户自由化	3.50	2.88

资料来源：根据Norbert Funke (1993) : Timing and Sequencing of Reforms: Competing Views and the Role of Credibility文献述评和定量评估结果整理。

张志超（2003）是对这个领域文献进行了比较全面梳理和评论的中文文献，结果发现在资本账户开放与对内经济政策的先后关系、经常账户自由化或贸易改革的先后关系、资本账户本身不同措施的先后顺序等三个问题上，国际学术界研究成果已能“给予相当多的指引”。“按一般次优定理，资本账户自由化，应在经济和金融稳定之后”。资本账户领域改革排序则是：先放开长期投资流动，再放开短期资本流动；在长期资本的范围内，先放开直接投资，再放开证券投资；在证券投资的范围内，先放开债券投资，再放开股票投资；在所有形式的资本流动中，先放开资本流入，再放开资本外流”。这篇系统梳理归纳了近百篇有关文献，概括性结论比较客观与公允。

当然也有学者持不同看法。例如曾任IMF货币与外汇部主任的Guitian（1997）就认为，经常账户和资本账户可以同时开放。在他看来，资本管制会阻碍而不是促进全球经济一体化和扩张。资本自由流动则会提供经济效率，促进经济增长，增加福利。”他认为资本账户开放的先决条件“可能永远等不来”，资本账户开放应没有先决条件。这类激进观点传达的改革紧迫感不无可取之处，然而这样类似于休克疗法的分析思路属于少数人观点。

## 2-2、国内学术界早期共识性看法

这里所谓“早期”主要指上世纪90年代大力推进经常账户可兑换前后。当时国内研究人员借鉴国际学术界有关成果，结合中国当时改革开放实践，对人民币可兑换与国内相关领域改革关系，提出和形成一系列广泛接受的想法。

戴乾定（1993）指出“货币自由兑换，不论是理论或实践，在本质上都是与自由市场经济体系相联系的。原计划经济国家在经济改革中要实现货币自由兑换，需要整个经济体制巨大而耗时的改造。“要使自由兑换取得成功，就必需有一定的先决条件”，该文借鉴IMF有关研究成果，把有关先决条件归纳为：一个合适的汇率，充足的国际清算手段，健全的宏观经济政策，企业对市场价格能灵敏反应的机制。肖清（1993）、陈彪如（1993）、姜波克（1994、1999）、高海红（1995）、刘光灿等（1997）都表达过类似观点。李扬、殷剑锋（2000）利用相关模型分析经济自由化的次序，发现金融自由化适当先后次序应当是：实体经济自由化、国内金融自由化、实行浮动汇率制，最后才是资本项目开放。

我国在经常账户可兑换攻坚阶段实际改革方针思路，与学界上述共识性看法也具

有一致性。例如1993年11月14日中共中央十四届三中全会通过《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，要求“改革外汇管理体制，建立以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场，逐步使人民币成为可兑换的货币”。这里明确提出人民币可兑换目标的最高层级改革文件表述，同样把市场化取向汇率改革作为前提或配套条件。

或许应特别提到，周小川当年与合作者著述中，结合中国实际经验系统透彻地阐述了实现货币可兑换前提条件。在他们1993年出版的一本专著中，第一章第二节阐述“货币可兑换性要求汇率合理化”，第四章考察“人民币实现可兑换性货币的配套改革和设计”问题，分别考察“一、实现合理的汇率；二、关于总需求管理；三、价格改革、四、贸易放开经营；五、外商直接投资方面的改进；六、关于计划体制与产业政策；七关于外汇制度”等七个方面条件。

1996年出版另一本专著中，从理论上分析批评当时阻碍汇率利率改革的种种观点，如汇率弹性为零和利率需求弹性为零等等，一些精彩评论现今仍具有现实针对意义。在“讨论为实现人民币可兑换，各种制度所必须的改革配套”时，强调有效利用货币和财政等总量手段进行总需求管理是改革的“先决条件”。还指出货币可兑换要求先决条件之一是“消除金融抑制”，减少资本外流。金融抑制表现为严格限制利率，对银行存款要求很高的RRR和强制性信贷，限制银行金融服务和金融创新等等。金融抑制削弱本国金融业对外竞争力。

### 2-3、近年有关“国际化—开放”思路争论

国际金融危机爆发后，以美元为中心的现行国际货币体系内在缺陷空前显现，我国一段时期累积持有的超大规模外汇储备资产风险也随之上升，要求改革现行国际货币体系呼声日高。国内应对危机冲击实施一揽子刺激措施和产业政策，人民币汇率重新盯住美元，政策环境发生阶段性转变。然而在金融开放领域出现前所未有新局面：政府大力推进跨境贸易人民币结算，香港人民币离岸市场快速扩容，建立人民币回流机制反转要求资本账户加速开放。

一些专家和官员认为，上述形势演变正在呈现中国金融开放新蓝图与新路径。在金融危机为人民币国际化提供历史机遇背景下，以跨境贸易人民币结算为抓手，以香港离岸人民币市场发展为杠杆，加快推进资本账户开放并反转推动或“倒逼”国内金

融改革，人民币国际化—开放战略将是我国金融系统完成转型的优先目标，甚至可成为推动经济体制全局转变的优先目标和“改革推进器”。不过也有学者提出一些质疑和批评。博源课题组、F-40课题组、央行调统司课题组等三份研究报告比较集中阐述了“国际化开放”的基本观点，社科院世经政所专家团队比较集中阐述了批评观点，北大国家发展研究院部分教授也表达了类似质疑观点。从公开发表的著述和资料看，争论主要集中在以下几个方面。

一是如何看待人民币国际化机遇与相关对策。“国际化—开放”思路以金融危机后人民币面临特殊机遇因而应优先推动为立论前提。“人民币国际化是在现行国际货币体系难以运转的情况下应运而生的。此次国际金融危机充分暴露了现行国际货币体系的不合理性，触发了对人民币的强烈国际需求”。“适时推动人民币国际化以满足国家需要，是中华民族为全球经济再平衡、构建全球经济可持续发展应尽的责任和义务”。从改革国际货币体系、收取铸币税、提高国内金融系统水平、减少汇率风险和改善贸易条件方面阐述国际化符合中国国家根本利益。还有学者把人民币国际化地位作用提升到相当于农村改革和入世的火箭加速器。

质疑论者认同人民币国际化有机会，肯定国际化方针正确。然而对选择以人民币国际化作为金融改革前提命题，甚至把国际化作为整体改革推进器持保留态度。经济政策根本目标与金融体系基本功能，应定位于推动生产率和收入较快增长，并通过合理分配方式达到国民福利提升。以铸币税这个比较次要因素为依据，或依据对国际货币体系有存在问题提出一般评论，不足以论证为何应当以国际化为优先目标与前提。

二是如何看待通过贸易结算和离岸市场方式推进人民币国际化具体策略。“国际化开放论”认为跨境贸易结算加香港离岸市场构成人民币国际化特殊路径。“国际经验表明，几个主要货币的国际化事实上都伴随其境内外离岸市场的发展”。人民币国际化需要资本账户开放，然而中国作为发展中国家基础条件不够，又不能贸然开放，形成一个矛盾。香港为解决这一难题提供契机。“人民币有可能先在境外全面实现可兑换，然后在境内实现全面可兑换。与传统先内后外路线图不同。将是世界经济中的新鲜经验。”

批评者虽肯定贸易结算和香港人民币离岸中心具有积极意义，但是对于由此快速推进国际化思路表示忧虑和质疑。从国际经验看，离岸市场起源于逃避在岸市场的管制，因而一国积极推动自身货币离岸市场发展是史无前例的。现行国际化进程推进相

当程度受到在岸与离岸之间套汇与套利动机和机制决定，还会导致更多外汇流入国内，对我国经济会产生不利福利影响。2011年9月海外人民币升值趋转变和国际金融市场动荡后，人民币国际化迅速退潮，也说明现行开放策略基础并不巩固。

三是如何看待加快国内资本账户开放问题。国际化开放思路认为，“当前我国正处于资本账户开放战略机遇期”。“开放资本账户，拓宽人民币流入、流出渠道，将进一步提高人民币在国际贸易结算及国际投资中的地位，也将进一步促进香港离岸市场建设，加快离岸人民币金融工具创新。可以设想，随着人民币国际计价、国际支付以及国际投资等职能逐步实现，人民币成为国际储备货币将为时不远。”人民币国际化并非必然需要贸易逆差向外输出人民币，“只要资本账户逐步开放，输出人民币渠道可以包括ODI、对非居民提供人民币贷款、非居民在境内发人民币债、居民购买境外人民币证券、非居民购买人民币、国际资产互换等形式，离岸市场还可以通过乘数效应派生人民币。如果资本账户迟迟不开放，长期依赖贸易输出人民币，国际化进程面临严重制约”。具体对策方面比较激进观点，是建议五年内实现资本账户基本可兑换，预测2012年底香港人民币存款达到1.4万亿元，2015年达到4万亿。比较稳健建议则以5—10年为期，分短期、中期、长期各有内容侧重的改革进程安排。

质疑论者认为人民币结算和香港离岸市场发展实质是放松资本项目管制。在汇率形成机制尚不能灵活反映市场供求基本面条件下，放松资本管制只会招致更大投机资本冲击，威胁国内宏观稳定。有学者对加快开放条件已经成熟，当前我国正处于资本账户开放战略机遇期等判断提出质疑，认为深入研究后上述判断依据其实不够充分。还强调要正确认识资本管制积极作用，认为过早过快放松资本管制得不偿失。

四是在金融开放与内部改革关系上，国际化开放观点倡导者也赞同二者需要协调互动，不过在具体分析内容上对国际化开放无疑更为重视强调，对国内金融改革问题或给以一般介绍，或认为改革进程无法较快推进，因而金融开放如坐等内部改革条件满足将遥遥无期。开放派报告一般认为开放会反转促进或“有助于形成对国内一系列改革（包括汇率、利率、金融市场创新）的倒逼机制”。质疑论者与国际化开放派更是存在取向差异。他们认为应给予国内金融改革更为优先考虑，强调对倒逼机制作用不应过于乐观。他们担心如果金融开放激励机制有偏，实施结果可能反而会派生新的不利于国内金融改革的利益集团。

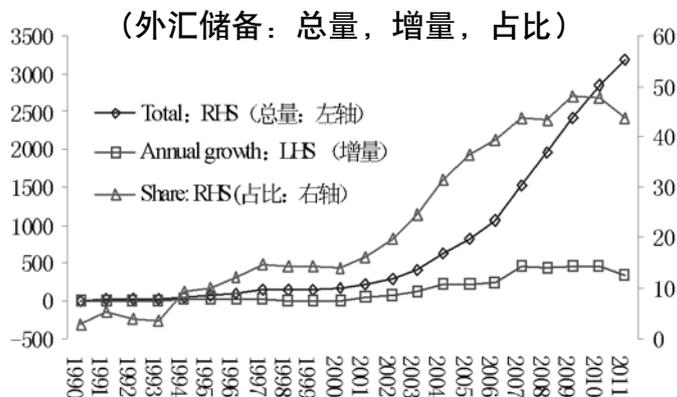
### 3、人民币汇率升值趋势新挑战

上述观察显示，近年围绕人民币国际化开放与国内金融改革关系争论，涉及相当复杂丰富内涵。既有对给定事实与政策实践分析评估，也有对未来形势的推测主张；既有对重要政策目标优先序关系的厘清，也有对具体操作和技术层面内容探讨；所论议题大都涉及主流理论、国际经验、中国实践等不同维度考察，并有学者、业内人士以及其他相关利益方参与讨论。本文不能全面评论所有问题，而是集中探讨从货币可兑换长期进程视角看，我国资本账户开放进程与经常账户开放比较为何更为曲折复杂，并表现出不少始料未及的问题和困难？为什么早年关于货币兑换条件广泛接受共识发生认识分歧，并在国际化开放与内部金融改革优先度问题上引发学界热烈争论？

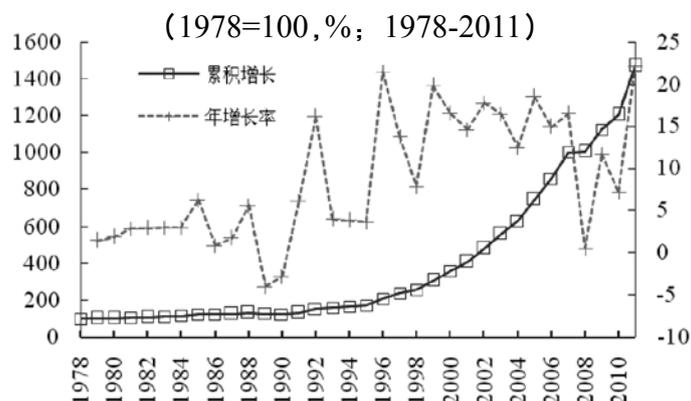
笔者认为，理解上述因素需要结合考察“三新”因素影响：人民币升值趋势新挑战，金融抑制积弊难除新困难，外部环境危机剧变部新格局因素。下面依次分析考察这几方面因素及其影响。

首先看我国生产率追赶“先慢后快”与人民币“先贬后升”规律的影响。在体制转型背景和较低收入阶段，面临本币汇率趋势性升值压力，对后续资本账户开放历程和轨迹产生直接和间接深刻影响。大体从上世纪90年代中期开始，我国国际收支摆脱传统发展经济学“双缺口”模型预测形态，开始出现趋势性扩大的双顺差现象。顺差失衡持续扩大定义性提示本币汇率低估失衡。世纪之交东南亚金融危机短期冲击使这一特点缓解，甚至一度出现人民币汇率贬值担忧，但是随着危机过后区域和全球经济重新较快增长，我国顺差失衡和汇率低估问题进一步加剧。由于种种原因，我国倾向于坚守稳定或盯住汇率政策，导致下图显示的外汇储备规模超常增长。

China foreign exchange reserve: Total volume, annual growth and GDP share (1990-2011: \$ billion, %)

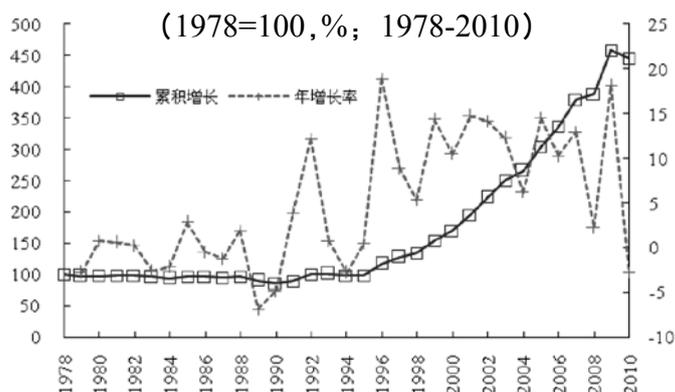


## 中国制造业劳动生产率增长



依据经济学常识，顺差失衡持续扩大与升值压力持续存在是一回事。虽然对此有层出不穷各种各样解释，根本原因在于生产率追赶必然派生的本币趋势性升值要求。下面两幅图形数据显示，用制造业衡量的我国可贸易部门生产率自身增长和相对发达国家相对增长轨迹，都呈现出上世纪90年代中期以前增速缓慢甚至没有相对增长，但是随后绝对和相对增速提升出现快速追赶局面。

## 中国相对OECD制造业劳动生产率



依据国际经济学巴拉萨效应假说，可贸易部门生产率持续追赶派生实际汇率升值压力，进而又可以分解为名义汇率升值（外升）与通货膨胀压力（内贬）的置换组合（trade-off）。给定管好货币与控制通胀目标，需容纳人民币名义汇率趋势升值。可见可贸易部门相对追赶“先慢后快”轨迹，根本上规定了人民币升值的长期性趋势。由于生产率持续追赶是改革开放推动社会生产力快速进步的产物，并且也是实现中国缩小与发达国家差距并最终实现人均收入“收敛”目标的必要和充分条件，因而生产率追赶派生的本币升值要求带来的问题本质上是“成功的烦恼”。

“生产率追赶——实际升值要求——盯住汇率政策——汇率动态低估”这一组连接微观与宏观、内部与外部的经济变量关系，构成新一轮景气成长时期开放宏观经济运行基本特征的最重要制约因素，也是认识中国开放经济增长新阶段具体规律的关键环节。这对我国晚近时期资本账户开放与货币可兑换进程具有直接和间接解释作用。直接影响表现为对带来认识和实践两方面困难，间接影响则与后面讨论的晚近时期金融抑制特点有关，与外部环境演变也有关联。

新挑战首先表现在认识方面。早先有关学术研究与政策讨论，分析汇率市场化对货币自由兑换前提性条件关系，侧重考虑问题是汇率高估可能带来经常账号逆差失衡，甚至带来特殊形势下资本大量外逃压力，因而强调通过进行汇率市场化改革保证货币自由兑换成功推进。我国较早时期有关讨论中，研究者在汇率调整实际方向上也通常会对贬值必要性给予较多强调。上述周小川有关著述对此阐述最为明确和透彻。他当时甚至提出要在认识人民币贬值规律基础上推进汇率改革，进而为人民币自由兑换创造必要条件。本币面临趋势性升值浮动压力，对发展经济学理论和发展中国家实践则属于比较新的问题。实践证明，增加汇率弹性接纳趋势性升值要求，与贬值问题比较受种种更复杂因素影响似乎更难达成共识，不利于我国真正实施有管理浮动汇率体制，对调整国际收支造成深层制约<sup>②</sup>。

在政策实践层面，汇率趋势性升值和实际动态低估环境下，资本流入和流出面临新的不对称压力，给资本账户开放引入新困难并塑造开放进程的具体特征。对于一般发展中国家以及我国早年情况而言，较多担心在开放经常和资本账户后资本流出加大而流入减小，因而在给定开放前提下具体政策设计较多考虑保证资本流入数量以及外汇管理上掌控足够外汇资源。作为我国实现经常项开放突破的关键举措，1993年实施“外汇管理条例”以强制性结售汇作为基本内容，与较多考虑应对传统类型国际收支逆差失衡具有一致性。

然而我国新时期更多面临资本流入大于流出压力。实际情况显示，中国资本回报率较高，加之本币动态低估，流入资本投资收益较高，流出资本收益较低，资本项开放面临流入与流出难平衡的困难。新世纪初年中国政府先后放行QFII与QDII。QFII引入十年来投资回报可观，年均收益率接近10%。但是QDII实施以来，不仅配额利用率

<sup>②</sup> 笔者在“汇改为何这么难”（《搜狐财经》2012年3月“十年十人谈”）一文中列举我国允许汇率升值调整面临的五方面困难和障碍。

较低，投资回报总体不佳，亏损面较大。

#### 4、金融抑制积弊难除新困难

在早年关于货币自由兑换前提条件讨论中，逐步减少和消除金融抑制现象是广泛被接受的共识。周小川曾阐述自由兑换需要通过改革消除金融抑制观点。姜波克（1999）指出，“资本项目开放的一个好处，就是能利用外国储蓄来弥补本国投资—储蓄缺口，促进经济的长期增长。但是这一好处的实现有一重要前提是国内金融体系不存在金融抑制，能很好地在投资项目间配置储蓄。否则，首先本国投资—储蓄缺口就不是对本国资金稀缺情况的正确反映”。“在资本项目开放的情况下，国内居民将很容易通过国外银行进入国际金融市场。那么国内金融体系必须提供与国外银行相近的服务，以保持其竞争力”。否则会增加银行和金融系统发生危机的风险。

上世纪70年代金融学和经济发展文献中提出金融抑制（financial repression）概念，广义指政府对金融市场施加利率管制及其他过多干预措施，不利于国内储蓄顺利地转化为投资，不利于经济发展，显示金融系统运行比较低效状态。金融抑制有诸多表现形式，如利率管制可能伴随过低实际利率甚或负利率，高额法定存款准备金率要求，金融行业竞争不充分，政府实行信贷数量控制等等。从金融系统与宏观经济关系看，在严重金融抑制环境中，通过宏观调控应对各种货币冲击保证起码均衡要求时，手段选择上无法或不愿充分利率等参数调节工具，难免会过多依赖数量控制甚至行政干预措施。

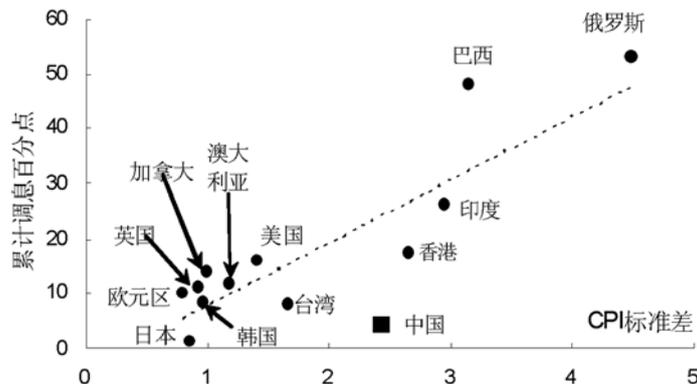
上世纪90年代和进入新世纪以后，中国政府坚持市场化改革方针，在改革和消除计划时期遗留金融抑制制度和政策方面做了大量努力并取得成效。例如在推动利率市场化改革方面，上世纪90年代实现市场化银行间拆借利率，2007年上线运行的SHIBOR现已成为较好反映国内货币市场资金供求变动状态的市场化基准利率。存贷款利率市场化改革也经历不断探索，2004年形成存款利率上限管理但下浮不限、贷款利率下限管制而上浮不限的阶段性市场化改革成果。另外在央行利率体系建设方面多有建树，在公开市场操作与利率间接调节方面也积累了丰富经验并多有创新。在宏观政策架构建设和宏调工具选择取向方面，2003年中共中央十六届三中体改决定，要求应主要利用总量间接调节工具管理总需求，限制政府对微观主体投资等决策以及经济

运行的过多直接干预。

然而观察晚近十年我国金融系统和宏观经济运行实际状况，情况仍不能使人乐观。旧的金融抑制现象尚未彻底根除，新的金融抑制问题又不断出现，导致金融抑制总体可能并未减少，更谈不上基本消除，与十年前中共中央确定的完善社会主义市场经济体制目标仍有相当差距。我们在早先中国经济观察报告会上讨论过新世纪以来开放宏观经济管理政策工具选择特点，梳理观察宏观调控工具过于宽泛化和微观化现象，这方面现象与金融抑制问题其实存在密切联系。

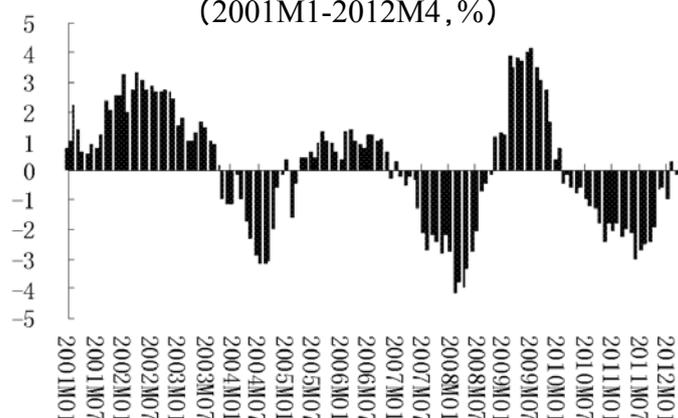
例如利率作为最基本金融和宏观调节手段虽已得到经常运用，但在运用频率和灵敏度上仍然相对滞后和呆板，下面图形比较我国与部分市场经济国家和经济体利率变动与CPI表示通胀压力变动关系经验证据显示，我国利率相对CPI调节相对弹性只有0.24，不到其他国家的平均弹性的四分之一。我国利率调节相对呆滞性显然意味着利率仍受到过多管制，与实现动态均衡利率基准可能还存在不小差距。

若干经济体政策利率变动与  
CPI变动关系 (2000M1-2010M5)



在间歇性宏观经济偏热和通胀压力背景下，受到上限管制的存款利率导致银行普遍存款负实际利率。下图显示过去十余年（2001年1月—2012年4月）共136个月中，76个月是负实际利率，比正实际利率60个月份多出27%；负利率绝对值峰值-4.2%，也超过正利率峰值4.0%。可见存款负利率一定程度上成为常态性现象。这显示利率价格扭曲和金融抑制现象仍显著存在，并对国民收入分配产生明显消极影响，与官方减少收入差距、增加居民收入方针目标也可能并不一致。

中国CPI通胀与利率 (CPI inflation and interest rate)  
(2001M1-2012M4, %)



在金融抑制背景下出现货币过度扩张和经济过热和通胀压力后，宏观管理部门虽在一定程度利用价格参数进行总量调节，同时又不得不较多采用数量控制和行政干预手段。我们2010年做的有关研究报告，归纳了24种宏调工具，大部分都属于数量型、产业型和行政干预型手段。如果把最新一轮宏观调控时采用的房地产直接限购等干预措施考虑进去，宏调干预多样化和微观化表现清单还在继续加长。

考虑我国体制转型的历史背景，上述情况应并不令人感到特别奇怪。“中国的政策思维倾向于数量型工具，……在计划经济时期，供给和需求都按数量予以计划并分解下达，不注重价值规律，自然也就不重视价格工具。所以这一倾向有其历史原因，而且是始终就有的”。从历史渊源看，这些现象一定程度“起源于过去的集中性计划经济”。

进一步观察还可发现，新时期这类干预措施实际上不断花样翻，与晚近时期内外环境演变存在联系，并且学界认识和讨论这类现象视角和思路也存在不同于早先时期的某些特点。考察分析这方面问题，又难以回避人民币升值趋势因素影响。从具体发生机制看，新生代金融抑制措施较多是在本币汇率趋势性升值背景下为应对宏观过热和通胀失衡背景下推出的，新时期货币过度扩张和通胀特殊发生机制与目前金融抑制特点具有内在联系。

观察过去十来年开放宏观经济运行提供的实践经验证据，我国当代金融抑制机制和表现特征已相当彰显。首先是货币扩张发生机制具有鲜明特点。如周其仁教授概括指出的，早年我国货币过度扩张较多与财政赤字货币化、国企亏损透支商业银行并倒逼央行超发货币有关。传统货币扩张机制随经济基本面改进与改革政策推进而渐次式

微，通过顺差失衡积累过量外汇储备导致央行资产负债表过度膨胀，成为新时期货币被动扩张的新动力。

其次是央行对冲操作客观上会内生金融抑制扭曲。为保币值与防通胀，央行努力用不同手段对冲外汇资产过量积累对国内货币供给与宏观稳定的负面影响。从多年央行具体操作情况看，两个政策工具对此发挥了关键作用。一种方法是提高准备金比率，比如上一轮紧缩调控时法定准备金率达到21.5%高位，而超高准备金率本身就有加重金融抑制效果。另一种方法是发行央行票据回笼资金，几年前未到期央票累计余额曾超过4万亿元。为了保证央行发行央票利率不会对央行潜在损益表带了过多不利影响，央行在利用利率应对通胀上面临制约。超高法定准备金率政策环境下，央行在要求商业银行直面市场利率竞争方面也可能有所顾虑。可见在本币趋势升值背景下维持动态低估汇率，会面临外汇资产飙升压力，并内生出一些具有当代特色的金融抑制现象。

再次是当经济偏热和通货膨胀真得发展到有火上房顶之虞时，政治决断力介入要求采取各种方法包括一切超常规方法加以控制，于是市场力量难免要暂时后退，政府干预力量进一步加强。宏观经济周期波动，宏观调控工具来回操作，这套金融-宏观运行机制在一段时期内循环往复和持续展开，也就成为各方逐步习以为常的常态现象。在这种过多依靠产业化、微观化、行政化工具进行宏观调控的体制和政策环境下，消除金融抑制难以实现，金融抑制有增无减反倒成大势所趋。

还有一点微妙之处在于，新时期林林总总的金融抑制与管制干预现象，虽与计划体制下数量控制和行政干预存在渊源关系，然而由于在文字表述层面穿上“宏观调控”这样新衣服，因而其固有的非市场属性不再如早年那样直接而鲜明地表现出来。相反，由于大家都认同市场经济需要宏观调控（或许应改成“宏观调节”或“总需求管理”），大量诉诸宏观调控的金融抑制和管制措施似乎表面具有经济合理性，甚至在学界一些讨论场合这类现象可能会在“中国模式”或“中国特色”概念下得以褒奖和赞扬。由于上述干预现象与汇率是否应升值、投资是否过高、产能是否过剩这类本身有争议问题交织缠绕，因而即便是在一般立场上力主改革人士，可能也会选择客观效果会加强政府管制和金融抑制的具体政策主张。从这个角度看，要在改革目前金融抑制和过度管制问题上形成共识面临一些特殊困难。

## 5、外部环境危机剧变新形势

在中国等新兴经济体崛起新时代背景下，美国金融机构过度扩张与风险定价失误，新世纪初年美国实行过度宽松货币政策以及对国际收支空气规模失衡采取机会主义立场，导致美国华尔街成为引爆全球金融危机的危机发源地。危机根本原因在于美国自身发展战略偏差、宏观政策失误以及金融系统的结构性缺陷，其促成背景条件包括美元为主导国际货币体系机制局限以及不同国家外部顺差飙升伴随的空前规模储蓄冲击。危机引发中国与国际社会对现行国际货币体系运行机制和局限性的反思，对人民币国际化提速产生客观助推效应。危机后发达国家实行超低利率政策，与正常快速增长环境下中国利率形成的常态性利差，对资本账户开放构成新约束。

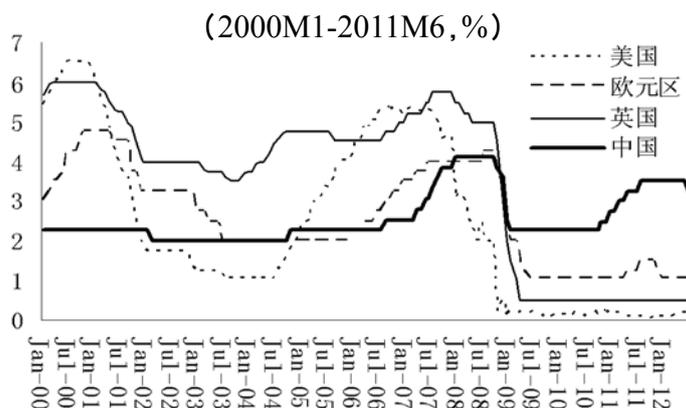
危机后形势巨变对人民币可兑换与金融开放路径选择产生两方面重要影响。一是危机暴露现行国际货币体系缺陷并促成国际社会深入反思对这方面问题，客观上提升了对人民币国际功能需求，对中国出台人民币国际化政策产生推动作用。危机爆发后，国内学术界一度热议通过改造SDR来建立和培育超主权货币，以求根本解决现行国际货币体系问题。在政策层面我国积极推动人民币跨境贸易结算。2008年G-20伦敦峰会召开后，中国政府很快进行人民币用于边境贸易结算试点部署，2009年4月决定提出五城市贸易结算试点并于同年7月付诸实施，随后两年香港离岸市场人民币存款规模增长十余倍达到6000多亿元规模。规模急速膨胀的离岸人民币要求回流机制，反转要求加快内地资本账户开放，形成前面观察的国内学界关于金融内外改革优先序问题讨论的背景。

对国际货币体系局限反思以及中国相对地位提升，加上应对危机时对流动性的紧急需求可能性提升，推动中国和一些国家货币互换的动机加强。早在21世纪初，中国人民银行陆续与俄罗斯、越南、你珀尔等六国签署了本币结算的边境贸易协议。随着时间的推移，本币互换协议开始升级，不再局限于边境贸易，而推广到正式贸易和投资。截止2012年初，“已有14个国家和地区管理当局与中国人民银行签署了双边本币结算协议，涉及金额1.3万亿元人民币”。

另一方面中外常态性利差格局形成，对资本账户快速全面开放构成新制约。下面两幅图形显示常态性利差新形势。第一幅图形比较中国与主要发达经济体央行基准利率，其中中国采用的是存款上限基准利率，如果采用贷款利率平均大体会上平移300

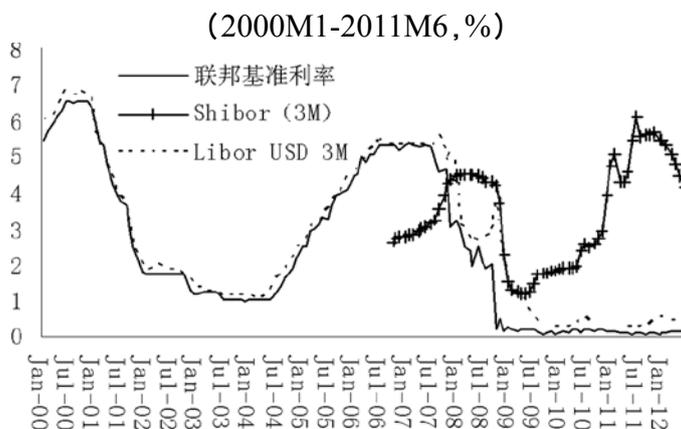
多个基点。图形显示危机前中国政策利率与发达经济体相对水平高低互见难分轩轻，危机后国外利率跳水并固守准零利率低位，中国政策利率则随着宏观经济波动显著波动，由此形成内高外低格局。第二幅图形比较中国上海银行间期限3个月拆借利率Shibor与伦敦美元市场3个月拆借利率，可见Libor与美联储基准利率通常高度相关与贴近，与Shibor走势比较同样显示我国与外国货币市场呈现内高外低结构性利差格局。

### 中国与部分发达经济体官方利率比较



数据说明：美国是美联储联邦基金利率，欧元区是欧央行Main Refinancing Operations的标准利率，UK的是政策基准利率，中国是一年期存款利率上限。

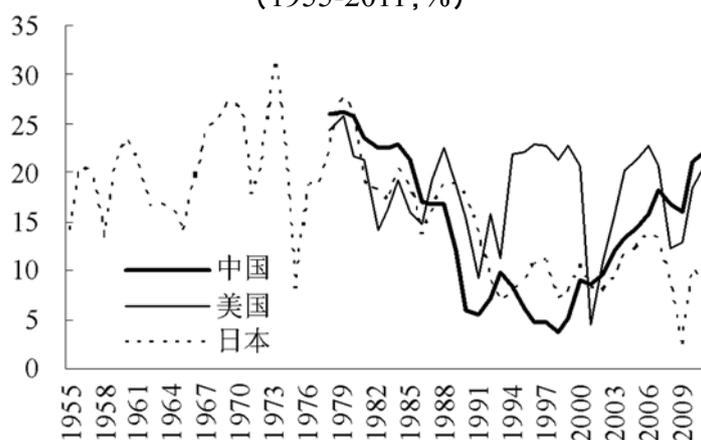
### SHIBOR与LIBOR比较



如果说发达国家超低利率是其经济基本面疲弱以及政府为减轻债务压力人为制造通胀的机会主义动机驱使结果，中国利率大体在正常区间反映中国经济较快增长与较高资本回报率等基本面条件与美欧实质性不同。下面图形显示中国工业资本回报率过去十几年趋势性上升，金融危机后不同程度超过日本和美国类似指标。虽然美国资本回报率仍然不低，然而是在通过“外包”扩大剔除利润较低经济活动才能得以消极维

持的结果，与中国在资本存量快速追赶背景下资本回报率提升不可同日而语。由此可见，内高外低常态性利差可能并非短期现象，而是在一段较长时期可能持续存的“新常态”结构特点之一。

中美日三国税前利润率比较  
(1955-2011,%)



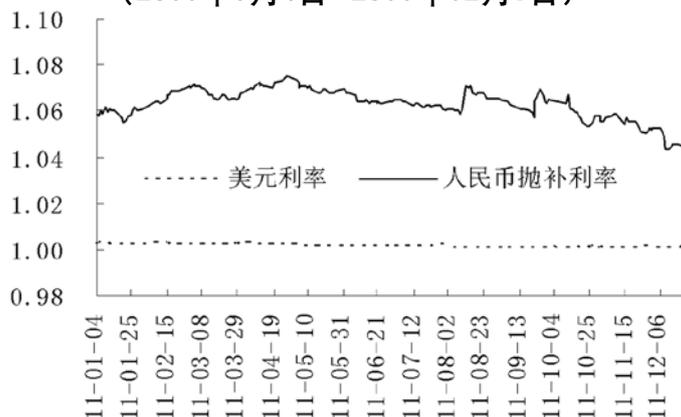
还可以从人民币与美元利率平价难以成立角度讨论目前存在的结构性利差。巫和懋教授设计定义香港人民币和美元利率平价公式，

$$1 + r_{USD} = \frac{\text{spotbid}(USD / CNH)}{\text{forwardask}(USD / CNH)} (1 + r_{CNY}) \quad (1)$$

其中  $1 + r_{USD}$  是美国1年期国债的利率， $1 + r_{CNY}$  是中国1年期shibor的利率， $\text{spot bid}(USD/CNH)$ 表示香港离岸人民币即期汇率买入价， $\text{forward ask}(USD/CNH)$ 表示离岸人民币远期汇率（1年期）的卖出价。

下图报告2011年美元利率与离岸人民币抛补利率，二者之间存在很大差距显示利率平价条件不能满足。这方面比较结果不仅提示中国与外国利差较大事实，也显示中国资本管制虽面临困难但并未失效。考虑人民币抛补利差远离平价背后的结构根源，很难相信快速放开资本账户能得到总体合意效果。

CNH相对USD一年期抛补利率  
(2011年1月4日-2011年12月6日)



全球金融危机为改革完善现行国际货币体系提供新动力，也为中国顺势推进人民币国际化提供历史机遇。针对内外形势发展和市场主体需要，政策面顺势推进人民币国际化进程是正确的。不过一国货币国际化发展程度，最终毕竟是市场选择与历史演化的结果。把有关人民币国际化宏大叙事命题转化为具体行动方案时需更加重视务实原则，从做大离岸人民币市场需要加快扩大资本账户开放也需更全面评估利弊。常态性利差这个新因素，可能会对我国资本账户开放路径和策略产生长期和深刻影响，需要持续观察分析与动态评估。

## 6、小结与政策含义

近来国内学术界围绕人民币国际化开放及其与金融内部改革关系问题发生争论。货币可兑换概念与经验为讨论一国金融对外开放与内部改革关系提供分析框架。本文试图以人民币走向可兑换历程为视角，结合晚近时期我国金融与宏观经济运行特征现实，分析观察国内有关金融内外改革曾形成一些共识性看法发生变化原因，并由此寻求对我国金融内外改革关系问题的认识和理解。

为此本文在简略观察我国经常项与资本项可兑换进程基础上，梳理学界对金融内外改革关系问题的认知共识及其变化，然后侧重考察人民币汇率趋势性升值压力展开、新时期金融抑制积弊难除、国际金融危机后常态性利差约束等三方面因素对我国资本账户开放以及人民币国际化推进进程的影响。初步看法是，对于中国这样大国金融系统性转型过程而言，内外改革配套关系以至在一些关键领域先内后外顺序关系可

能确实具有某种程度客观性。直面现实新挑战，应将国内金融与开放宏观政策架构改革置于更优先位置，同时推进资本账户开放并呼应人民币国际化诉求。

一是应加快推进以汇率与利率市场化为关键议程的国内金融改革，从而为资本账户充分可兑换和人民币国际化创造更为充分的前提条件。首先应尽快实施汇率改革。目前中国制造业劳动生产率只有美国两成，从巴拉萨效应角度看，如未来我国可贸易部门生产率追赶持续展开，仍可能会内生出升值要求，深层汇改问题仍难以回避。关键是限制央行汇市干预，以求在体制上兼容人民币趋势性升值要求。

应在允许存款利率上限上浮基础上，通过逐步扩大存款上限上浮区间和扩大贷款利率下限的下浮区间，加快实现利率市场化目标。利用目前经济增速走缓的时间窗口，松绑早先行政干预与数量管制，瘦身央行资产负债表，逐步减少金融抑制，完善开放型市场经济总需求管理政策架构。

二是有序推进资本账户开放。优先推动国内金融改革，并非意味着资本账户开放必然需要原地不动消极等待。积极放开对直接投资特别是对ODI方面不必要的管制和限制。随国内资本市场改革推进逐步开放证券投资。在国内金融改革大体完成、“结构性利差”条件显著改观后，再考虑审慎放开货币市场等短期资本项目。

三是顺势呼应人民币国际化要求。一国货币国际化，本质上是经济和制度的自然演化过程，政策面应取顺势而为与积极呼应立场。可积极呼应企业对人民币外贸结算的微观诉求，积极回应国际财经合作对双边货币互换安排需求，积极配合外国央行选用人民币作为储备货币的需求。不过都无需刻意追求，也不必操之过急。中国如能成功深化改革，保持经济持续追赶，人民币国际化最终会水到渠成。

## The Sequence of Financial Reforms: From The Perspective of RMB Convertibility

Feng LU

Professor of National School of Development, Peking University

Through the long-run perspective of RMB convertibility process and taking the stylized facts of the macroeconomic performance in the past decade into consideration, Prof. Lu provides a concise and uniform framework to analyze the issues of market-based reform of interest rate, exchange rate formation mechanism, capital account liberalization and the internationalization of RMB.

The controversial views on the sequence of financial reforms originates from the varying internal and external economic environment, which can be summarized into three aspects. The trend of RMB appreciation challenges consensus in the earlier age of China's reform when RMB faced depreciation pressure. Accompanying with the macroeconomic adjustments, the financial repressions are still not eliminated and new variations of them have grown rapidly, adding difficulty in reaching consensus on the order of financial reforms. The external environment have changed, especially the financial crisis and sovereign debt crisis in recent years, enlarging the interest rate differentials between China and the main developed countries and raised new risks for RMB internalization and capital account liberalization.

Prof. Lu gives three policy suggestions on financial reforms. First, we need to accelerate the domestic market-oriented reforms of exchange rate and interest rate to create the preconditions for the full convertibility of capital account and RMB internalization. Second, sequential reforms on capital account liberalization are requested. Third, the accommodation, instead of promotion, of RMB internalization is more desirable.

## 会议上半场问答

**问题1：**有种说法是资本账户的开放可以倒逼国内金融市场的改革，那么有没有一个假想或推测，这种倒逼的机制是什么？

**张斌：**我没有能力回答这个问题。周小川行长的说法是这种倒逼的机制不是可以事先设计出来的，如果有的话，那也是由想象不到的相互碰撞而产生的。

**问题2：**刚才几位老师都有提到离岸人民币交易的问题，我的问题是香港究竟应不应该建立离岸人民币金融中心，如果要建立的话，监管问题如何解决？

**张斌：**应不应该建立香港离岸人民币市场是有争议的。支持者的观点是建立离岸市场可以增加人民币的吸引力，因为离岸人民币不会受到太多的管制，这有助于推进人民币国际化。我们的一个基本观点是：离岸市场和资本项目开放是本来就应该做的，但是要把它们做好的前提是要实现汇率市场化。如果不能实现汇率的弹性机制，则之后的内容都会变得扭曲。如果我们有一个弹性的汇率，香港的人民币离岸市场规模有可能没有现在这么大，不会有那么多的套利和投机需求，但是它会比现在更扎实、更稳健。另外，需要补充的是，利率市场化是一个很长的过程，如果中国的债券市场没有发展起来，讲利率市场化是比较空的。资本项目开放的内容比较多，可以一项一项得开，开完之后也可以差别化的执行，这也是一个很长的过程。但是，汇率市场化的改革就在一夜之间就可完成。从难易程度上来看，我们认为还是要先使汇率实现市场化，然后再来推进利率市场化与资本项目开放。

谈到监管问题，从理论文献和经验来看，离岸中心之所以有优势就是因为没有监管，或者说是监管少。我认为这不太公平，有的地方可以避税，有的地方就不能够避税，我个人比较赞成一个比较公平化的做法，因为你在照顾一个地方的同时，其实是在歧视另外一个地方。

**问题3:** 张斌和黄老师都说了金融帐户开放，有一种说法说资本帐户开放可以倒逼国内金融市场的改革，我们有没有一个假想推测倒逼机制是什么？

**黄益平:** 我的大多数观点和张斌很接近，但是看你怎么理解倒逼，能不能利用对外经济改革来推动或者是加速国内的经济改革，我个人觉得是有这种可能的。比如说以前在中国加入WTO的时候，当初大家都说国内产业冲击非常大，后来我们首席谈判代表龙永图说其实中国加入WTO对政府部门的冲击最大。因为要加入WTO，贸易体制、投资体制、关税体制都需要改革，政府清理了2000多条法律法规，以便与国际体制吻合。如果现在开始考虑开放资本项目，势必就得先努力加快人民币利率改革、国内金融机构改革。

**问题4:** 我国对海外直接投资动机有何不同，中小企业抗风险能力低于国企，他们在海外投资时该怎么注意什么？

**黄益平:** 企业投资动机总体来说大方向都是一致的，都是为了企业进一步发展和增加投资回报。我们在分析当中看出现在的中小企业在行为上有一些区别，它们的资源约束条件可能也有一些区别。大企业现在进行对外投资的时候可能更多的是为了从国外获取一些资源、资产、技术或者是管理，目的就是反过来支持国内的企业，提高它们的竞争力。这个动机很明显，而且并不是所有企业都一定针对国外市场。中小企业相对来说比较简单化一些，中小企业现在是两类投资，一类是出去到国外办一些贸易公司帮助自己的产品出口，还有一些把厂往东南亚、非洲、拉美投，所以有一些具体做法不一样，这和我刚才说的可能处在不同的生命周期有关系。有一些企业已经慢慢的向日本特点的投资靠拢，但是我们有的大规模国有企业本身对成本不是那么敏感，本身技术水平比较高、资金量比较充裕，所以对资源、技术、品牌更关注，有钱去投资。这种情况可能会维持一段时间。

第二个问题恐怕比较难回答，是不是说中小企业抗风险的能力一定比较低，我觉得不一定。首先我们要理解一点，根据中小企业的定义来看，相对来说不稳定性高一些。我们经常看到中小企业今天关闭明天又有新的形成，过去这几十年的发展中小企业比重越来越大，他们抗风险的能力是有的。但他们面对的竞争压力更大，他们没有像国企有垄断的条件，在资金、能源、生产要素投入方面难以获得一些相对比较好的

条件，我对企业本身能力不是特别担心。但是有一条，到海外做投资，要做能做的事情，不是说你觉得有的国有企业在高技术产业做的非常好，就要跟随。我们知道温州有一家生产眼镜的企业突然要做光伏，跳的有点大，融资成本高，所以最好还是适合做什么就做什么。

**问题5：**黄教授刚刚讲不论汇率改革或者利率改革、人民币国际化其实并不存在明显先后问题，而是一个动态调整、动态平衡或者相互促进的问题，前一段时间人民币汇率弹性进一步放宽，温州金融试点相应改革，都体现了我们在汇改和国内金融市场改革一些小小的进步。您跟政府或者学术界接触较多，在这样的背景环境下是不是有相应的一整套的方案或者有一些政策性举措的布局来促进汇率改革利率改革，使其有一个相辅相成的发展？

**黄益平：**我不能代表政府发言，我的理解是现在有很多思考。最近大家看到周小川行长在阐述这个问题，人民银行也做了不同研究报告，有一个统计调查部门写了一个报告，最近争论比较多。我刚才引用的表格是另外一个部门的报告，所以可以想象有很多思考，大家都在讨论这个问题，但是我相信没有一个综合的从最高层已经决定的方案。

我认为这些领域的改革应该说是一个相互交替推进、相互促成的过程，但是我在说这个的时候特别担心一个问题，也就是说到有没有次序的问题，我恰恰认为次序是很重要的。次序搞不好就是金融危机，但是有次序并不是说要把所有事情全部停在那里把这个事情做好。我们现在推进利率的市场化，这个过程当中资本项目慢慢可以推进，比如温州做的试点。如果个人对外直接投资放开来以后，对我们国内金融体系有多大冲击，我觉得不是很大。冲击比较大的是短期资本流动，尤其是证券投资，这一些恰恰可能是需要等待国内价格机制包括利率汇率机制成型以后才能做。所以，第一是交互推进，第二还是要心里头有一个先后次序的想法。

**问题6：**最近最大的一件事情是温州金融改革，主要内容是进行12条方案的规定，里面有规划民间融资、小额信贷，这符合刚才张斌老师说的攘外必先安内的做法，中国发展民间金融台湾做的比较先进，发展农村银行。我们单看温州改革这件事情，从

时间上或者说从微观上看好像是和此前跑路事件有关，那么从宏观来看的话，这件事情是不是有中国宏观金融改革的背景，比如资本项目改革以及刚才黄老师说的对外直接投资的一些发展。

**黄益平：**温州改革在我看来核心问题可能是三条，第一是贷款利率往上放的很开，第二允许办正规银行以外中小贷款公司，第三允许个人之间相互融资，利率相当高。我觉得这三个是比较突出的，至于宏观背景解决什么问题，核心问题就是一个，中国经济发展到今天金融部门规模非常大，中小企业发展非常迅速，两者之间没有交集。也就是说，在金融机构发展过程当中没有产生出来一些非常强劲的对中小企业部门提供金融服务的机构，我们现在需要补这个课。

## 地方债折射财政金融体制落后

徐建国

北京大学国家发展研究院副教授

在欧美主权债务危机的背景下，我国地方债的累积，引起了担忧。徐建国副教授从我国财政收入增长迅速，中央负债稳中有降，地方负债低位上升，2011年回落的角度说明，我国政府总体负债保持稳健。地方负债的上升，根源于现有体制下地方政府财权与事权的不对等，地方政府担负的基础设施投资规模大、周期长，却缺乏相应的财政来源和融资手段，只有向银行借贷。化解地方债风险的根本，在于促进长期稳定的经济增长，并探索合理的基础设施投融资渠道。

### 一、引言：欧债危机背景下的地方债

2011年6月27日，国家审计署发布的《全国地方政府性债务审计结果》显示，截至2010年底，地方政府性债务余额10.7万亿元，比2008年底余额增长了一倍。和财政收支的对比，2010年整个财政收支规模大概在9万亿。在宏观紧缩的背景下，地方政府的现金流减少，以云南为代表的一些地方政府性债务发生违约，引发了对地方政府性债务风险的关注和讨论。由于80%的地方债来自银行，人们对1990年代的大规模银行不良贷款记忆犹新，再加上这块债务是人们以前看不见的债务，用途并不清楚，因此对潜在金融风险和经济紧缩的担心，也就随之而来。2009年开始希腊欧洲这些国家债务挺多，我们落后国家是不是也有问题，风险控制是不是更差？因此2011年看空中国的调子非常高，主流观点均认为中国经济没有不着陆的可能性。

## 二、地方债“短债长投”

根据国家审计署的结果（见表1），2010年底10.7万亿的地方债余额中，已经支出部分为9.6万亿，其中投向市政建设、交通运输、土地收储、农林水利这四项基础设施的部分为7.4万亿，占到77%。再加上教科文卫和保障性住房支出，金额达到8.3万亿，占到87%。若把教科文卫支出看作软性基础设施投资，则总体上地方政府债务主要投向基础设施。举个例子，高铁、地铁、高速公路均属于基础设施投资，修筑的周期较慢，而且修筑完成后也不一定立即产生效益，出口入口配套设施等等还要设计一些软体东西，不一定马上用得上，这也意味着地方政府性债务所进行的投资的现金流的回收周期是很长的。

表1 2010年底地方政府性债务已支出部分投向情况

	债务额（亿元）	比重
市政建设	35301	36.7%
交通运输	23924	24.9%
土地收储	10209	10.6%
教科文卫、保障性住房	9169	9.5%
农林水利建设	4584	4.8%
生态建设和环境保护	2733	2.8%
化解地方金融风险	1110	1.2%
工业	1283	1.3%
能源	241	0.3%
其他	7576	7.9%
合计	96130	100%

数据来源：国家审计署。

我们接下来考察地方政府性债务的偿债要求，表2显示，在2010年底，四分之一的债务在一年内到期，超过一半的债务在三年内到期。这便与前面所说的基础设施投资的回收期长产生了矛盾。一般来说，基础设施投资在三年内很难产生现金流，很多工程可能都很难完成，这意味着这些债务的还本付息都要通过其他财政收入来源来支付。倘若这些基础设施是需要的，那么这么短的还款期限就是不合理的。即便这些债长期来看没问题，但是偿还期限太短，这体现了融资投向和现金流的不匹配。

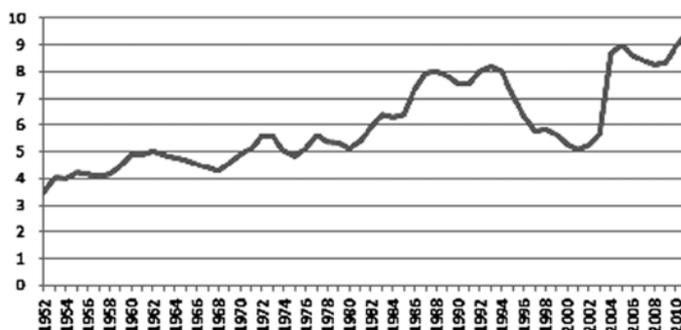
表2 2010年底地方政府性债务未来偿债情况

偿债年度	债务额 (亿元)	比重
2011年	26246	24.5%
2012年	18402	17.2%
2013年	12195	11.4%
2014年	9941	9.3%
2015年	8012	7.5%
2016年及以后	32377	30.2%
合计	107175	100%

数据来源：国家审计署。

地方政府性债务反映出来的另外一个问题是中央不让地方政府借长债，地方政府没有发债权的问题。2009年开始有两千亿的地方债券额度，由财政部代发，与基础设施投资的6万亿，是个很小的额度。图1是美国州和地方政府地方债余额和投资的比值的趋势图。这一比例五十年代的时候大概是四五倍，现在到了八九倍左右。比较中国的情形，如果按每年6万亿地方政府投资，那么债务余额可以为三十万亿左右。从这个角度来看，十万亿地方政府性债务也不是一个什么大不了的数字。

图1 美国州和地方政府债务余额与投资的比值

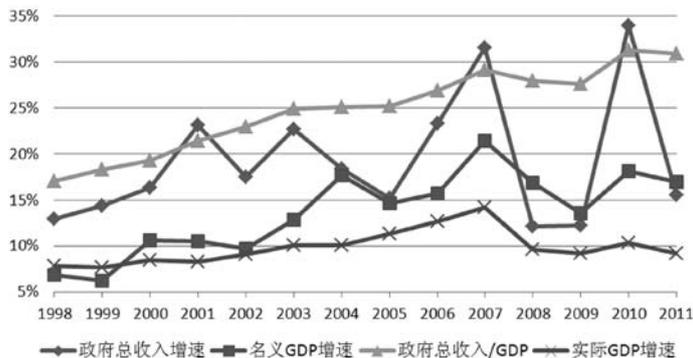


### 三、我国公共负债并不高

那么，如此高的债务是否会对经济产生冲击？风险有多大？为了回答这一问题，需要看看政府的资产负债表。图2考察了财政收入和GDP的关系。过去几年的数据表明，财政收入涨得比GDP快。这里就形成了一个悖论，一般人们是不担心富人借债的，但是我国政府似乎是个例外：一方面其收入增长迅速，而且掌握了大量的经济资源，另一方面人们很担心政府的债务负担。这一担心，在直觉上有悖常理。从这个角

度上讲，政府的债务应不会构成太大的问题。

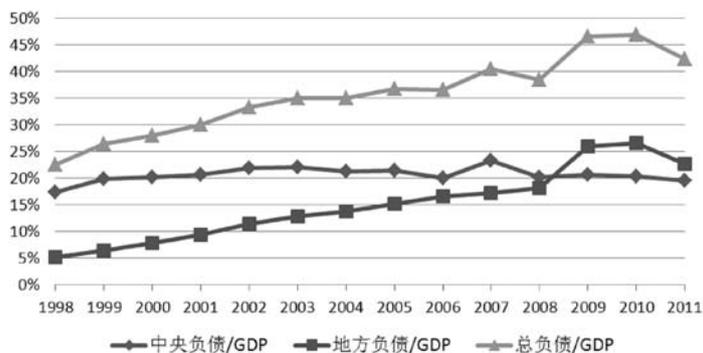
图2 政府收入增速超过GDP



数据来源：财政部，《中国统计年鉴》。政府总收入包括预算内外财政收入，政府性基金收入和国有资本经营收入，不包括社保基金收入。

再从债务余额的角度进行分析，图3为政府部门债务余额占GDP的比重，债务余额包括了中央和地方的负债。大概从2002年以来，中央部门负债一直保持在一个较平稳的水平。地方债务是审计署直接报告结果，可以看出地方的债务近几年有所上涨。从总体上看，我国政府债务负担近年来稍有上升，总体债务从2005年的37%上升到2011年的42%。

图3 中国政府债务余额占GDP比重



数据来源：各年《中国统计年鉴》，审计署报告以及外汇管理局网站(www.safe.gov.cn)。

这是否构成严重的问题？我们需要比较一下跨国的数据。表3报告了主要国家的政府债务与GDP的比重。我们发现2008年以来主要国家政府债务都显著上升，OECD国家的平均水平从2007年的72%上升到2011年的101%，因此我国政府债务的上升在跨国比较中并不奇怪。相比之下，我国的政府债务，不管从总体水平上，还是增加幅度上，都处于低位，而且2011年已经回落。横向比较上看，一是近10多年来的财政赤字

都很小，保持在3%以内。二是地方政府的举债受到限制，只是在2009年以来才发生快速增长。最后，也是最重要的一点，就是我国经济的快速增长，分母变大导致债务余额相对变小，经济的快速增长消化掉以往看起来或许很大的债务。这一点，对于破解当前的债务风险，具有重要的启发意义。作为反例，欧洲主权债务危机的深层原因，就是欧洲经济发生停滞，使得债务负担愈发沉重，并且反过来拖累经济增长，进入恶性循环。

表3 主要国家主权债务占GDP比重 (%)

年份	法国	德国	日本	英国	美国	中国	OECD	金砖四国 (除中国)
2000	57.3	59.7	142.1	40.9	54.8	28.0	71.8	67.5
2001	56.9	58.8	151.7	37.7	54.7	30.0	71.4	67.8
2002	58.8	60.4	160.9	37.2	57.1	33.3	72.4	70.6
2003	62.9	63.9	167.2	38.5	60.4	35.0	74.5	66.2
2004	64.9	65.7	178.1	40.2	61.4	35.1	75.9	60.7
2005	66.4	68.0	191.6	42.1	61.7	36.7	76.6	56.3
2006	63.7	67.6	191.3	43.1	61.1	36.7	74.0	51.2
2007	63.8	64.9	187.7	43.9	62.2	40.5	71.5	49.0
2008	67.5	66.3	195.0	52.0	71.2	38.4	78.2	46.4
2009	78.1	73.5	216.3	68.3	84.6	46.6	92.0	52.9
2010	84.3	80.0	220.3	77.2	91.6	47.0	97.6	51.3
2011	87.6	80.1	229.1	83.0	99.5	42.3	101.2	48.9

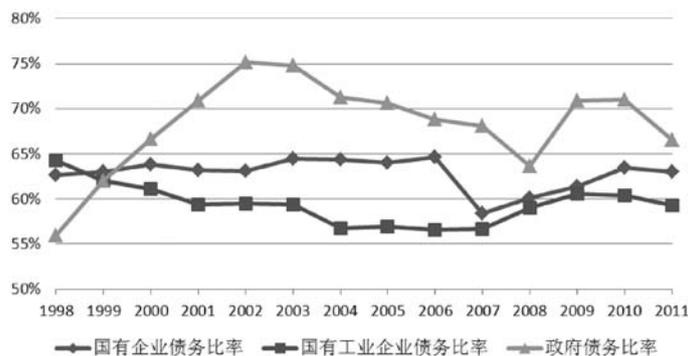
数据来源：中国主权债务包括了地方政府债务，数据来自财政部，中华人民共和国审计署（2011），和国家统计局，其他国家数据来自国际货币基金组织。

#### 四、公有部门资产负债状况良好

最后一种衡量方法，也是最重要最直接的方法，即是考察政府部门的资产债务的关系。我们可以就资产负债表计算资产负债比率考察负债水平是否过高。但政府部门的资产负债表并没有公布，需要借助一定的估算方法，估算方法综合考虑了历年政府的总收入，总支出以及债务额度。估算结果大致显示，政府的流动资产和所有者权益的规模相当，非流动资产和总负债的规模相当，图4显示，若假设政府固定资产的折旧率为8%，2002年以来政府负债水平总体上呈现下降趋势，从2002年的75%下降到2011年的67%，最低点在2008年，约为64%。2009—2010两年，由于政府的大规模财政刺激，地方政府负债上升，达到接近71%的水平。2010年我国政府开始控制地方债，

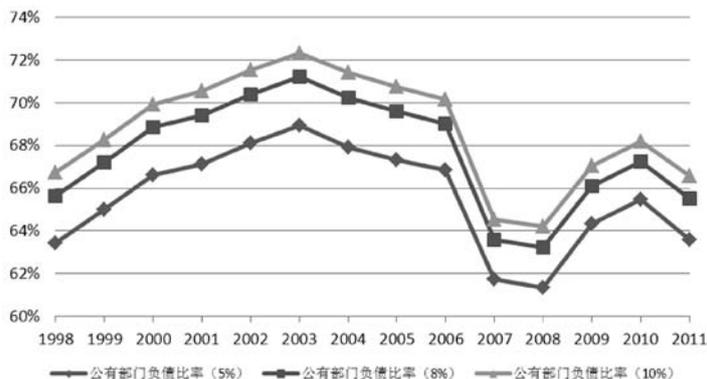
2011年开始回落。若考虑整个公有部门（图5），从各种假设的固定资产折旧率来看，2010年负债率并没有那么高，2011年负债率已经控制下来了。所以，是否会出现债务危机？对这些数字的分析也表明，至少可以说证据不足。

图4 公有部门债务比率



数据来源：各年《中国统计年鉴》，《中国资金流量表历史资料1992-2004》，《中国财政年鉴》，及作者的估算。

图5 公有部门的负债比率



数据来源：各年《中国统计年鉴》，《中国资金流量表历史资料1992-2004》，《中国财政年鉴》，及作者的估算。

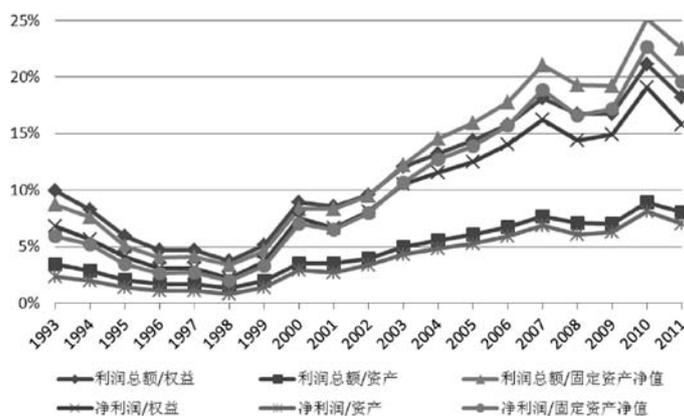
## 五、以增长消化债务

因此，从结构上讲，地方政府性债务问题是短债长投导致的。地方政府财政收入不够，只好采取借钱的方式。而地方政府又不能借长债，只好借短债，这两部分压力导致了去年我们看到的现象。但从总量上公有部门资产负债表和国外相比，以及历史上比较难的时候相比，还是保持稳健的趋势。徐教授还对化解目前的地方债务提出了

自己的建议和希望。如将教育和社保统一放到中央，这一做法相当于地方财政负担减了百分之三四十，地方政府压力小了，自然能用剩下的财政收入做一些其它的事情。而对于合理投资的地方政府性债务融资，展期是一个比较好的解决方法。

在演讲的最后，徐教授从另外一个角度谈及近期的紧缩政策。人们地方政府性债务和紧缩政策的主要担忧在于紧缩政策是否会出现类似于97年底到2001、2002年的通货紧缩。1993-1994年我国的基础设施投资过多，导致1995年紧缩政策较严厉，由此导致了很坏帐的出现。1997年紧缩政策仍继续，产生了1997年底到2002年的通货紧缩，这也是我们步入市场经济体制最严重的一次通货紧缩。那么我们现在是不是有那样一种可能性或者风险？如果政府一味地实行紧缩政策，这个可能性显然是存在的。是否应当继续紧缩？从全部工业企业的资本回报率的角度来看（图6），近几年的资本回报率一直处于高位，内生需求仍十分旺盛，企业投资回报率依然比较高，利润激励还比较大，可以期望经济可以回转，也就有条件通过增长消化债务。

图6 全部工业企业资本回报率（1993-2011）



数据来源：计算方法同CCER“中国经济观察”研究组（2007）。

## Local Government Debts Reflect the Backward Situation of the Financial and Monetary System

Jianguo XU

Associate Professor of National School of Development, Peking University

In the context of European sovereign debt crisis, the accumulation of China's local government debts published by China's National Audit Office causes much concern about China's future economic situation.

The rise of local debts is rooted in the unequalness of financial authority and powers of local government. In fact, local government is responsible for large-scale and long-cycle infrastructure investments. However, it lacks appropriate funding sources and means of financing. Local government debt issue is produced in this context.

Professor Xu points out that this issue is far less concerned under several aspects. On one hand, China's fiscal revenue has been growing rapidly, which gives China's government the strength to burden such debts. On the other hand, compared with GDP, that is, the national income, China's debt level is the lower than most countries. What's more, the calculation of balance sheet of China's government and public sector also shows that China's overall debt level remained healthy.

To resolve the fundamental of the risk of local government debts, it is necessary to promote long-term stable economic growth, and to explore a reasonable level of infrastructure investment and financing channels. China's capital return remains high enough these years, which is an opportunity to resolve such problems.

## 当前宏观经济形势和宏观调控政策取向

范剑平

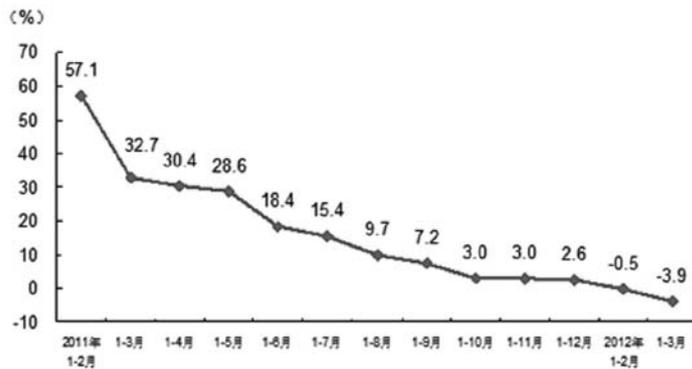
国家信息中心首席经济学家兼经济预测部主任

范剑平主任分别从当前中国宏观经济形势和宏观调控政策取向两方面谈了自己的见解。他认为当前中国经济运行总体平稳。工业生产平稳增长，结构调整积极推进，农业生产形势较好，夏收作物长势好于常年，进出口贸易基本平衡，财政金融平稳运行，市场信心持续趋稳，制造业采购经理人指数连续4个月上升。从整体的经济走势来看，中国经济的基本面较好，经济增速处于合理的区间，经济发展具备很大潜力，宏观调控政策具有较大回旋余地。通过一系列计算经济指标领先滞后关系的计量方法，范剑平主任筛选出由若干个重要领先指标合成的经济运行的先行指数，以此来判断中国经济运行的拐点，这也是经济形势分析与预测工作的重要环节。

### 一、当前宏观经济形势分析

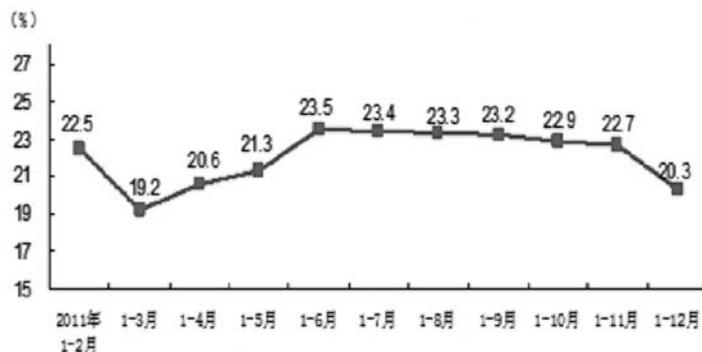
欧盟国家要加入欧元区必须要遵守《马斯特里赫特条约》提出的两个条件，即所谓的国际上关于财政安全的两条警戒线。第一条是年财政赤字率不应当超过3%；第二条是累计债务负担率不应当超过60%。美国次贷危机发生以来，中国累积债务负担率并没有超过60%，但是如果将地方政府债务计入其中，那么中国的年财政赤字率将超过3%。这是近年中国经济扩张的主要力量，货币政策只是配合财政政策的扩张。2011年，由于地方政府债务引起了社会的高度关注，国际社会也认为地方政府债务将是引发中国硬着陆的导火索。但是，2011年中国的年财政赤字率便从前两年较高水平收缩到3%以内。紧缩的财政政策的结果便是经济的紧缩。

图1 全国房地产开发企业土地购置面积同比增速



紧缩的财政政策包括了对房地产市场的调控。2011年9月份以来，受到房地产市场调控的影响，房价出现停涨和回落的趋势；12月份，全国70个大中城市中，新建商品住宅价格持平或下降的城市有69个。2012年1季度，全国房地产开发企业土地购置面积同比增速下降3.9%，而去年同期增长为32.7%。然而，全国固定资产投资增速并没有大幅减少，2012年1季度，固定资产投资运行相对平稳，同比增长20.9%，和去年全年23.8%的增速相比，仅下降了2.9个百分点。政府对房地产市场大力度的调控也并没有使房地产投资快速下降，相反，在保障房建设的拉动下，2012年1季度，房地产投资增长率仍然达到了23.5%，较去年仅下降4.4个百分点。值得注意的是，地方融资平台受到了严格控制增量这一政策的影响，基础设施投资同比增速下降了2.1%，这进而导致了与之相关的装备制造业在2012年1季度增长率只有9%，低于2012年1季度工业增加值增长率的11.6%。

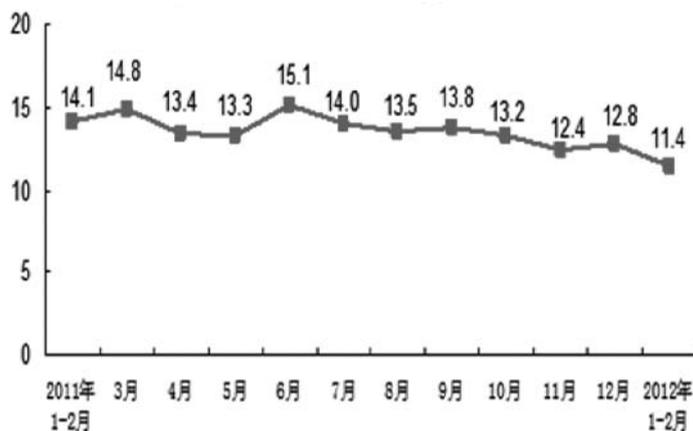
图2 固定资产投资资金来源增速



2012年1季度，中国工业进入去库存阶段，相关行业生产收缩，工业增加值增速下滑。规模以上工业增加值同比增长11.6%，2012年3月份当月工业增长速度为11.9%，

比2012年1至2月份回升0.5个百分点。其中重工业减速尤为显著，1季度增长为11%，轻工业增长为13.2%。大部分周期性行业，如钢铁、水泥、汽车、电力以及铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业增幅都不超过10%。按照以往经验，中国作为一个工业化和城市化加速的国家，重工业增长率应该高于轻工业增长率近3个百分点，此时所出现的情况在历史上是罕见的。这背后的原因便是地方政府的财政紧缩。

图3 规模以上工业增加值同比增速（%）



另外，为了抑制通货膨胀，2010年4季度开始的加息和提高存款准备金率等货币紧缩政策到2011年3季度结束，政策紧缩造成的货币供应量增速下降持续到2012年1月份，M2、M1的增速都达到紧缩周期最低点。2012年2月份这些数据开始回升，表明政策紧缩期将要结束。从2011年4季度开始，货币政策已经开始出现预调和微调，中央银行下调了2次存款准备金率，货币面紧缩的状况发生了变化。但是2012年1季度GDP增长率仍然在下滑，中国经济正处于一个自发收缩的阶段。

## 二、拐点指标的构建和分析

经济数据存在一定的规律，它们大致可以分为三类：经济一致指标、经济先行指标和经济滞后指标。有一些数据属于经济一致指标，它代表当前经济的景气度；有一些数据属于经济先行指标，它可以超前反映经济的状况；还有一些数据属于经济滞后指标，它的变动落后于当前的经济走势。经济一致指标主要有6个子指标构成，即工业增加值、发电量、固定资产投资总额、财政收入、狭义货币量和出口总额；经济先行

指标也由6个子指标构成，它们包括汽车产量、粗钢产量、固定资产投资本年施工项目投资累计增速、金融机构各项贷款、美国先行合成指数和产成品库存；经济滞后指标由3个子指标构成，它们分别是工业企业产成品资金占用、社会消费品零售总额和全国居民消费价格指数。

表1 经济预测指标分类

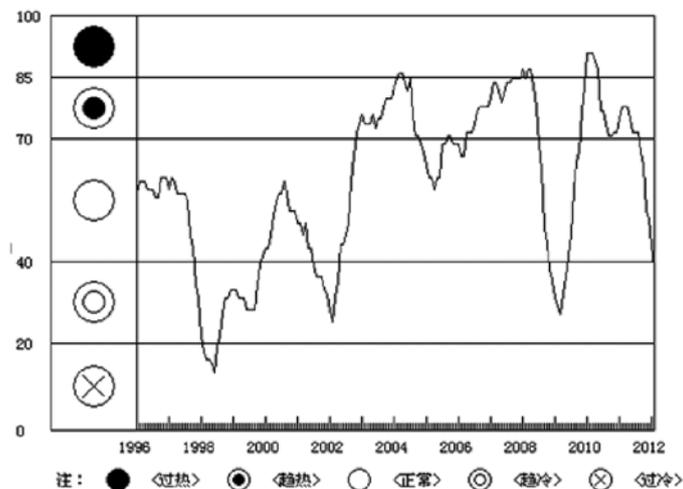
先行指标	一致指标	滞后指标
1.汽车产量	1.工业增加值	1.工业企业产成品资金占用
2.粗钢产量	2.发电量	2.社会消费品零售总额
3.固定资产投资本年施工项目计划投资累计增速	3.固定资产投资总额	3.全国居民消费价格指数
4.金融机构各项贷款	4.财政收入	
5.美国先行合成指数	5.狭义货币量 M1	
6.产成品库存（逆转）	6. 出口总额	

经济先行子指标选择的理由有以下几点：经济先行子指标中的汽车产量和粗钢产量反映的是支柱产业的发展，支柱产业的发展可以带动其它行业的发展；固定资产投资本年施工项目计划投资累计增速指标反映的是一国的投资需求，对于中国而言，出口是一致指标，消费是滞后指标，而投资中的一部分属于先行指标；金融机构各项贷款反映的是一国的货币政策情况，对于中国而言，货币供应量是用存款计算，与货币供给量相比，贷款具有更强的领先性；美国先行合成指数的选择是考虑到中国对外依存度很高，而美国又是中国出口的一个主要市场；最后一个产成品库存，它的变动反映了市场景气程度。需要注意的是，产成品库存指标是一个逆转指标，其它5个指标增长率越高表明经济景气度越好，而经济景气度越差，企业产成品库存便越高。

根据2012年2月经济景气监测报告，2012年2月份，一致指标和先行指标均继续小幅下行，综合警情指数数值降为39，已经进入了经济趋冷的浅蓝灯区。但是，到了2012年3月份，先行指标中有2个指标是下降的，4个指标是回升的。固定资产投资本年施工项目计划投资累计增速、粗钢产量仍然处于下降趋势，但是产成品库存、美国先行合成指数、汽车产量和金融机构各项贷款都已经开始回升。综合来看，3月份中国的先行指标终于止跌企稳。根据现有研究，中国先行合成指标的滞后期是4个月，因此3月份先行指标出现止跌企稳说明一致指标需要等到7月份才会止跌企稳。先行指标的变化表明2012年1季度的经济增长并不会是全年最低点，经济的明显回升需要等到3季度以后才会出现。这一轮的经济回升仅仅是财政政策和货币政策的放松所带来了短暂的

周期性回升。这并不意味着中国此轮经济调整期已经结束。

图4 综合警情指数



### 三、宏观调控政策取向

宏观调控政策要灵活微调，有保有控，坚持稳中求进，正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者的关系。政策当局应当加强政策储备，预留政策空间，做好应对困难和挑战的准备，牢牢把握经济工作的主动权。货币政策要兼顾促进经济平稳较快发展、保持物价稳定和防范金融风险，更加注重满足实体经济发展的合理资金需要。继续加强和改善宏观调控，并加强总需求管理，及时预调微调，进一步提高政策的针对性、灵活性和前瞻性。

货币政策预调和微调使得贷款在2012年3月份出现了明显的放量，增加了1.01万亿，但是贷款结构存在问题。当前，中长期贷款在2012年1季度有所减少，而短期贷款及票据融资则有所增加。如果在2012年2季度和3季度继续以这样的结构和速度向外放贷，那将会是非常危险的，因为短期贷款的投机性很强，它对中长期的经济发展并不是有利的。下一阶段，提高企业中长期贷款的需求是十分必要的。短期而言，一个解决措施便是加大基建投资在建项目，尽量满足其续建投资需求，以此保证中长期贷款比例的上升。政策当局需要把握好政策紧缩和宽松的力度，在把贷款放出去的同时，也要考虑贷款期限的结构。此外，政策当局也不能因为地方政府债务风险问题，而长期采取紧缩的财政政策。中国中央政府和地方政府与希腊政府的一个最大区别在于，

中国中央政府和地方政府举债是进行基础设施建设，当前建设的基础设施将会成为未来子孙的优质资产，而希腊政府举债则是用来提高人民福利水平。从这个角度而言，中国政府的债务问题完全可以通过经济发展来解决，逐步的消化债务，没有必要采取短期非常苛刻的紧缩政策来解决政府的债务问题。

对于房地产调控，未来应当继续坚持房地产调控政策不动摇，进一步巩固房地产市场调控成果。具体而言，在房地产需求方面，应当全力支持首套置业的消费性购房需求；在供给方面，应当推进保障性安居工程建设，完善公租房、廉租房的配套设施，增加对中低价位中小户型普通商品住房的有效供给，达到短期稳定经济增长，长期防止房价反弹的目的。

在投资方面，政府应当鼓励民间投资，促进经济由政策刺激向自主增长转变，加快出台鼓励民间投资发展的具体措施，切实扩大准入范围，切实降低准入门槛，取消不合理的限制。此外，政策当局还要保持适度投资规模，优化投资结构，重点抓好在建和续建工程，确保国家已经批准开工的在建水利、铁路、重大装备等项目资金需求。充分发挥中央投资在优化结构、改善民生等方面的积极作用，支持农村基础设施、科教文卫以及生态环保、自主创新和战略性新兴产业等领域建设。最后，还需要确保国家重大在建续建项目资金需求，有序推进“十二五”规划重大项目按期实施。加强农村和西部地区基础设施、城市市政工程、铁路、节能环保等建设，并加强中西部承接产业转移示范区建设。

财政政策和货币政策在下一步预调和微调中并不存在过度宽松的条件，并且政策调整要把握好资金借贷结构，使得资金能够尽量满足中长期贷款需求。当前，企业为应对劳动力、能源、环境成本上升压力，在采用工业自动化智能化设备取代人工和采用先进节能减排设备取代高耗能高污染设备方面有巨大设备更新改造需求，商业银行要对企业技术改造项目重点予以信贷资金支持，各级政府应安排部分财政资金予以贴息，对使用国产先进设备的项目可实现更大力度的支持。如果中长期资金能够更多的应用于企业的固定设备投资，使企业用机器设备取代人工或者取代以前高耗能设备，那么中国将会看到进入新一轮经济增长期的曙光。

## The Current Macroeconomic Situation and the Orientation of Macro-Control Policy

Jianping FAN

Chief Economist & Director of Economic Forecast Department, State  
Information Center

Director Fan shares his precious opinions about the current macroeconomic situation and the orientation of macro-control policy in China. Generally, the current economic situation in China is stable. The growth rate of industrial production is windless; the economic structural adjustment is still in the progress; the present situation of agricultural production predicts a good harvest; the imbalance of export and import is improved and thus the trade surplus is under the control; market confidence continues to be enhanced and the China's Purchasing Manager's Index (PMI) has already been increased for 4 consecutive months. From the perspective of overall economic trend in China, Director Fan predicts a firm fundamental of China economy. The economic growth rate lies within a reasonable interval; the economic development in the future is potentially great, which leaves great room for the maneuver of macro-control policy. Furthermore, Director Fan selects several important indicators and synthesizes them to be a composite leading indicator through an econometric model which is used to calculate the lead-lag relationship of different indicators. This composite leading indicator could be used to judge the break point of the economy, which is an important link of the analysis and prediction of the current economic situation.

## 周期正在消失

宋国青

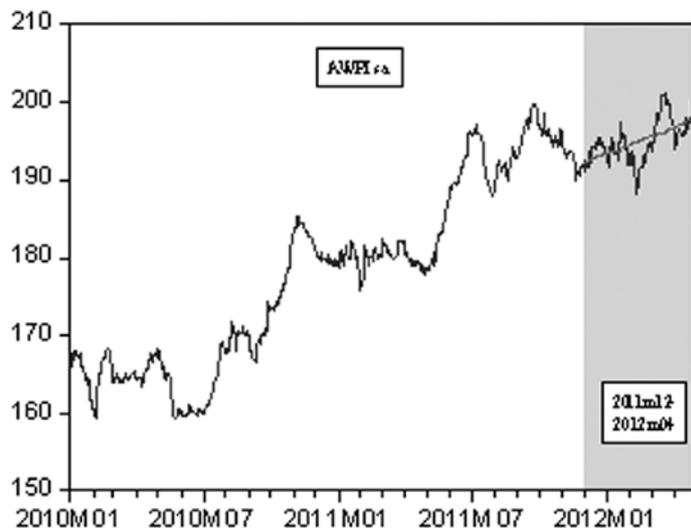
北京大学国家发展研究院教授

宋国青教授根据近一段时间的经验观察和数据分析，提出中国经济的周期性正在消失，逐步走向一个周期越来越不明显甚至更接近于随机波动的过程。同时，他认为目前的通货膨胀水平和经济增长速度不是一个理想的组合，虽然通胀还算温和，但经济增速偏低，对此，他给出一些可能的解释。鉴于近年来社会融资的变化对货币度量提出新的挑战，宋国青教授应用银行间市场利率作为一个重要参考指标，提出从4月份银行间市场利率看，目前货币政策如果想放松，仍有一定操作能力，尚未进入货币政策想放松而无法实现放松的内生性紧缩态势。这一分析的政策含义是要淡化经济周期，“走碎步”而不出现明显周期的调控最后导致的结果可能更好一些。

### 一、过去3个月温和通胀

过去3个月，中国经历了温和的通货膨胀。图1给出了2010年1月至2012年4月的季调后的全国农产品批发价格指数的变化趋势图。图中可以看出，3月份，季调后CPI比去年12月按年率上升3.5%，比去年10月份按年率上升1.7%。从季调后农业部农产品批发价格看，3月份农产品价格上升幅度大，3月底迅速回落，主要是因为低温导致了菜价的异常波动。但是过去几个月猪肉价格持续回落也是阶段性的。考虑到这些情况，结合农产品批发价格情况看，估计过去3个月剔除异常波动后CPI通货膨胀率平均约为3.0%。

图1 季调后全国农产品批发价格指数



从这些数据难以认为过去几个月的总需求和总体流动性显著过紧，也很难期望当前的货币政策显著放松。主流的货币政策宏观调控还是以控制通货膨胀在一个相对来说可接受的低水平为目标的。虽然有时候会提到保增长的目标，但并不是说要人为抬高经济增长率并把通货膨胀率打高。经济过热后再把通胀打下来可能会到达一个更低的增长水平，一里一外得不偿失。基于过去政策轨迹来看，现在说货币政策要怎么放，难度比较大。

## 二、一季度经济增速偏低及可能解释

如果经济增长率比较高的话，比如达到9%或10%，那么3%的通货膨胀率就还算可以，但在目前经济增长速度很低的情况下，这个通胀就不是很理想了。根据统计局计算的数据，1季度GDP季调后比上季增长1.8%，折年率7.4%，这个速度是非常低的。而且今年是闰年，在GDP和工业增加值数据中看不出闰年的影响，但闰年本身对数据的影响比经济波动还大，多一天就是91天。不考虑节假日的变化就多了1.1%。也就是说，1.1%的经济增长就是这一天多出来的。就算没有闰年因素，单就这个7.4%的经济增长率来说，也不是很理想，因为这是在通货膨胀率从去年11、12月往下走了一波以后又反弹的基础上得到的。

1季度生产较弱，季调后1季度GDP是09年2季度以来最低的。这个结果发生在去年

4季度特别是12月份货币供给较大幅度增加并且1季度出口环比增长强于去年下半年的情况下，有些出乎意料。宋国青教授对季度数据做季节调整后，去年2季度以来各季出口环比增长年率分别为19.0%，4.2%，0.1%和7.2%。

从简单的菲利普斯曲线，即生产缺口与通货膨胀之间的关系看，GDP潜在增长速度似乎已经大幅度下降。但是这个关系的不确定性相当大，估计的误差相当大。目前比较普遍的看法认为潜在增长速度已经有一定幅度的下降，但到底下降到什么程度仍然有不同的看法。另一方面，历史数据也显示，生产缺口和通货膨胀率的变化率也有较强的关系。环比的CPI通货膨胀率从去年1季度的很高水平下降到目前的较低水平，也会导致实际增长速度低于潜在增长速度。

另外还可能存在一些影响因素。譬如，1-2月份气温偏低或许对生产有轻微的负面影响，而目前推行的企业“一套表”联网直报是否对统计的增长速度有影响，暂时不是很清楚。从数据处理上看，统计口径变化相对好调整，但这类统计制度变化的影响并不太好估计。如果有影响的话，在开始的时候会对环比增长率产生比较大的影响，不过对同比增长率的影响会小一些。

虽然1季度整体生产较弱，但3月份生产出现了反弹。从工业的情况看，季调后3月份生产相比1-2月份强劲反弹，季调后企业利润环比增长率也很高。从出口的情况看，1-2月出口合计非常弱，季调后3月份比1-2月大幅增长。但如果从主要贸易伙伴的经济指标以及其他经济的出口情况看，出口在过去3个月的大波动较为异常。可以考虑的一些因素包括，低温天气对1-2月的生产有负面影响，1-2月工业生产弱而发电强。另外，在出口订单比较弱的情况下，一些企业选择延长春节假期，将部分生产转移到3月份进行。所以对3月份生产强劲反弹的可持续性存疑。目前可以估计2季度GDP同比会有所回升，但大幅反弹可能性不太大。

### 三、货币度量的挑战和银行间市场利率

近年来社会融资的变化对货币度量提出了新的挑战。过去几年，社会融资出现了很大的变化，特别是理财产品迅速发展，波动也比较大。这些变化有一定的金融创新的含义，也在一定程度上是利率缺乏弹性的结果。这些情况对货币度量和总需求预测

来说是挑战。社会融资总量度量有重要的参考意义，但由于正式公布的数据序列不长，使用上仍然有一定困难。单从理论逻辑上比较不同货币度量指标的优劣有参考价值，但理论本身可能也有缺陷，更重要的是实证检验不同货币指标对于总需求的预测含义。

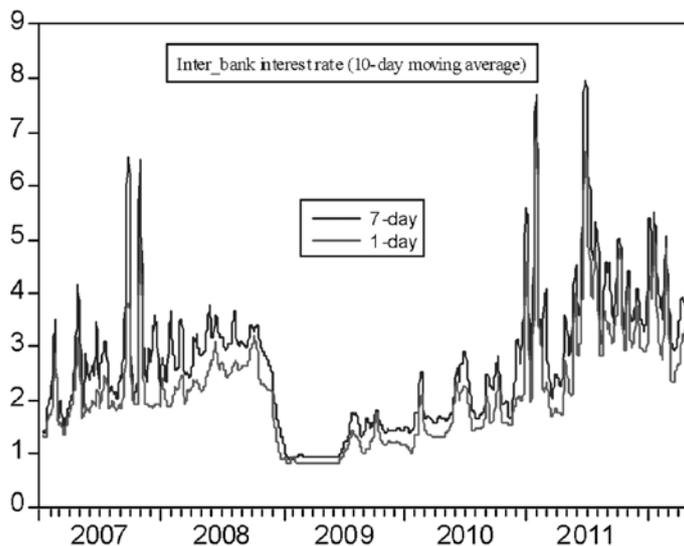
另一个情况是季末贷款和货币数量突增的现象时有发生。如果是季末最后几天信贷货币突增而在下月初迅速回落，季末数据可比性就存在问题。在这样的情况下，用日平均数据相对好一些。但波动很大的时候，日平均数据也不能准确反映有关信息。如果本季末和上季末异常波动的幅度相同，季度增量仍然提供有效信息，但从目前的公布数据中难以推测季末异常波动的幅度。照此，对单月特别是季末的贷款货币数据需要更多的分析。另外，监管部门根据新的情况对信贷度量做了一些规定，用意是增强有关数据的可比性和有利于调控，但是规则的变化本身也会引起数据的可比性问题。

过去的货币数量对于总需求有比较好的预测意义，部分是由于融资渠道单一，部分是由于贸易份额相对小并且或者波动相对小。随着金融创新的进展，货币度和根据货币数量预测总需求的难度越来越大。但是在给定的情况下，通过更多分析相对提高预测效率仍然是可能的。

一个重要的参考是银行间市场利率。银行间市场利率低不一定反映可贷资金的充裕，在信贷额度控制的情况下可以出现银行头寸宽裕但信贷紧张的结果。但是，银行间利率比较高反映银行头寸比较紧，当然可贷资金比较紧。从2010年到现在银行间市场利率上升，在很大程度上反映银行调控信贷方式的改变。过去更多可能是信贷额度，而现在相对来说准备金率这些间接工具用得更多一些，所以银行间市场利率还是反映一些情况。

图2给出了宋国青教授用10天移动平均方法做的银行间市场利率走势图。这一方法不会改变大的方向。图中可以看出，相对而言，3月份银行间利率比较低，当月信贷涨的也比较多，但4月份有一定幅度上升，反映银行间头寸略紧一些。从推测的角度考虑，这个情况或许是出于对3月份信贷增加较多的担心。根据目前的价格变化情况，保持对通胀的警惕是有道理的。而从积极的角度看，银行间利率高一点要比经济较差、信贷放不出去导致银行间市场利率很低的情况要好很多。那种情况下，央行放无可放。现在数据上看银行头寸偏紧一些，如果哪一天认为需要多放一点，可以简单通过下调准备金率或者其他工具实现。

图2 银行间市场利率（10天移动平均）



因此，目前货币政策如果想放松，仍有一定操作能力。这不是说应该放或者想放松。由于房地产调控、基础设施融资以及外部经济问题，去年下半年很多分析对今年的货币供给和总需求增长很担心。这种担心主要争对货币政策想放松而无法实现放松的内生性紧缩情况。从过去几个月的信贷情况和银行间市场利率来看，通过简单货币政策调控货币供给仍有一定空间。这里简单货币政策指准备金率、央票发行回收和其他日常变化的政策。在简单货币政策能够达到调控目标的范围内，一两个月的货币多少并不很重要，但货币度量问题的确也带来了一些不确定性因素。

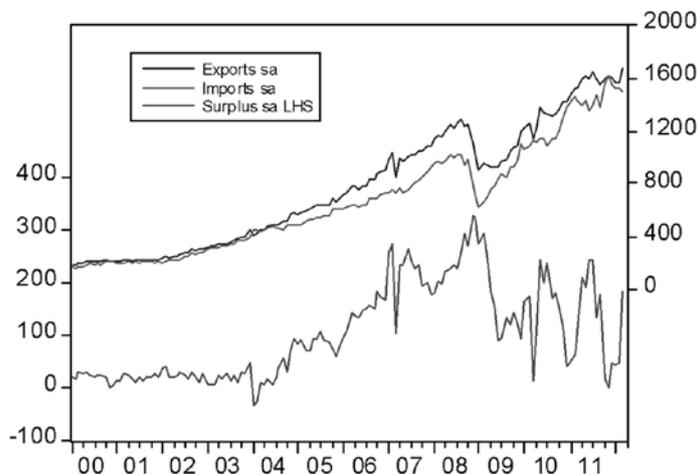
#### 四、周期不是必然的

中国经济的周期性正在消失。如果简单地从图形上来看，中国的经济走势好像有一个周期，但这个周期性虽不能说马上就消失，但至少是在淡化，逐步走向一个周期越来越不明显甚至更接近于随机波动的过程。现在宏观调控的频率比过去要快得多，过去一个周期平均是八年，现在看是一会儿起一会儿落，这是一个新的情况。

图3报告2000年以来季调后货物进出口额和顺差变化趋势图。图中可以看出，2008年中以来，货物进出口额和贸易顺差的波动显著大于此前。这对宏观经济和宏观调控造成很大的影响。譬如出口相当于GDP的25%到30%，下跌10个点从需求角度来讲就是2个多点的GDP需求突然没了或者突然来了。部分由于进口价格的波动幅度大，进口额

波动更大于出口额波动。从进口波动看，中国的影响明显是主动的，中国需求通过进口渠道拉动世界经济，出口也就跟着起来，内需外需涨跌都叠加在一起，增加了宏观调控的难度。

图3 季调后货物进出口额和顺差（亿美元）



从贸易顺差的角度可以看到明显的周期，这个周期的波动反映宏观调控的频率比过去快得多。然而周期并没有必然性。出现总需求周期性波动的一个重要原因是信息和信息理解的滞后。事后看来，由于对于内需增强引起出口走强的效果注意不够，2010年下半年放松有所偏过，导致了2011年2季度更严厉的调控。而注意到这样的情况后，当前政策微调更加小心谨慎。到目前为止，并没有出现2010年下半年那样一放就起、最终过度并再严厉紧缩的情况。目前，多方面的价格统计数据包括日度、周度的价格指数为宏观调控提供了更多的信息，宏观管理部门也在更大程度上使用新的方法处理信息，减小了各种滞后性的影响，这对于减弱周期性波动是有利的。不过，国外的变化和国内外互动的增强倾向于使不确定性增加。

按照银行间利率反映的情况推测，如果调控就这样走碎步或者双向波动，在不出现明显货币过多或过少的大前提下，紧缩而不出现明显周期的调控最后导致的结果其实比出现明显周期的情况更好一些。从短期预测的角度可能希望，根据过去的周期预测方法，仍能看到一放商品价格和股市就会涨而一紧缩商品价格和股市就会跌的情况，但这种情况会有变化。大起大落毕竟不是什么好事情，尤其对股市来说有风险。股票估值本来就不应当过分跟随短期经济景气，主要应是随机波动，而总的波动幅度在减小。总言之，根据过去的周期经验预测经济景气包括商品价格面临新的情况，目前需要更慎重一些。

## The Cycle is disappearing

Guoqing SONG

Professor of National School of Development, Peking University

According to his empirical observation and data analysis, Professor Song discovers that the cyclical nature of the Chinese economy is disappearing, gradually moving towards a cycle of more and more unobvious, or even closer to the random fluctuations.

At the same time, he believes that the level of inflation (3%) and economic growth (8.1%) is not a good combination. Though the inflation is fairly moderate, the economic growth is a little low, to which he gives some possible explanations.

With the changes in the social financing in recent years, new challenges arise to monetary measures and Professor Song suggests that inter-bank market interest rates can serve as an important reference. From the inter-bank interest rate data for April, there is still some room for the current monetary policy to operate, if it wants to relax.

All in all, from the view of Professor Song, the policy implication is to dilute the economic cycle, and the final results of “to go split step” regulation without significant cycle may be better.

## 会议下半场问答

**问题1：**很多地方融资平台有隐性风险，您对这个怎么看？公共部门负债规模统一口径，您只提到政府和国有企业，有没有包括事业单位，现在县级医院、教育负债非常可观。您做的债务负担率，有没有做财政收入债务率，我觉得后面的数据可能更加符合中国国情。

**徐建国：**这几个问题关系挺密切，关键就在于数到底怎么算的问题。我们计算的这个债务负担率只能通过公开数据，隐性的东西我们没有办法准确地测算。事业单位是不计算在公共部门里面的。关于债务负担率是否合适的问题，我想强调一点，资产是未来偿付的保障，如果不是直接偿付，政府很多资产基础设施可以帮助其他部门产生现金流，是可以放在一起算的。

**问题2：**范主任提到中国经济已经进入到自主减慢的过程，这一过程为何会发生？

**范剑平：**中国这一次的经济调整既有我们短周期的由于我们政策的放松或者收缩所带来的周期性的波动，更重要的是中国改革开放三十年积累了很多结构性的矛盾，所以需要有一个结构性调整。周期性调整、结构性调整叠加，使得这次调整的压力相对比较大。我们可以通过周期调控政策，当看到压力太大的时候适当预调微调，使得减速更加平缓一点，而不发生08年底和09年初大幅下滑的情况。过去实践证明，政府政策宽松最多让经济止跌，而刺激出来的回升不可持续。中国经济真正要走出这一轮调整首先要做减法，淘汰落后产能。中国不仅需要去库存化还需要去产能化。改革开放三十年来，过去主要面临去库存化，很少经历去产能化。这一次就必须面临这么一个压力。比如说我们国家钢铁工业在6.5亿吨的时候政府就判断为过剩行业，但这几年钢铁总产能冲到9亿吨。这一过程中钢铁行业说我们怎么过剩了，我们效益很好。但效益好是房地产行业带来的，现在随着房地产调控钢铁行业有的开始养猪了。因此，我们政府也要想办法做加法，调整产业的同时能不能通过改革发展新兴战略性产业、服务业等等。

尽管也有人讲供给创造需求，但也有经济学家证明根本不存在这样的原理，我始终认为至少有一条，中国的需求是实实在在存在的，关键是我们怎么能够破除满足需求的障碍。我来自于国家信息中心，我对国家经济信息化的需求会感受的更多一点，我们国家的智慧城市建设和我们国家城市化建设水平严重不相符。城市化方面，我国在城市人口比重这方面进展很快，但城市化质量很差。而通过智慧城市建设，很多城市完全可以实现无线网络覆盖，政府把公务推到网上可减少大量交通流量。由于电信领域的垄断，我国在智慧城市建设方面大大落后于提高城市化质量的需要，这就是我们所谓新一代信息技术、新一代信息产业发展的空间。因此，我国新兴战略性新兴产业需求是存在的，问题是怎么通过创造更多新的供给能力满足它。这一点来说我们非常幸运，如果发达国家在科技创新方面是第一梯队，他的苦恼是最新技术都拥有，没有可学习的东西，只有科技取得重大突破才能从这个经济形势中走出来。而我们作为科技创新追随者，人家发明的技术已经够我们学习几年的，从这个角度讲我们通过供给能力技术进步满足我们的需求也是存在可能性的。既然需求也存在，满足供给的能力也存在，中间唯一的障碍就是制度，如果能够把制度方面改革了，我相信我们中国经济增长速度稳在一定水平，甚至到某个时候我们进入新一轮经济扩张都是有可能的。

**问题3：**基础货币投放途径改变会对社会融资总量或货币量会产生比较大的影响吗？

**宋国青：**我理解这是一个结构方面的变化。货币的生成，过去外汇占款比例比较大，在外汇占款比例快速上升过程中，提高准备金率几乎是一个难以避免的选择。当然还有一个替代的办法就是发央票，央票发行原则上是市场手段，但央行可能考虑到利率对市场的影响及一些其他的考虑，因而还是选择提高准备金率的办法。准备金率主要呈上升趋势，碰到经济不景气也可能会有所下降，但是大的方向是在上升。从现在开始趋势有可能发生变化，至少目前明显的上升的趋势可能会发生一个变化。从社会融资总额角度，如果我们把外汇占款加进去以后，在社会融资总额这个大口袋里边，这一块的比例至少是不再上升了，其他的比例可能会相比以前上升。但未必绝对值增长速度就高，因为总额增长速度可能要随着潜在增长速度下降而有所下降，这也是一个慢慢变化的过程。

**问题4：**对全年GDP和CPI情况预测如何？

**宋国青：**我原来的预测稍微高一点，现在有点变化，主要是看到一季度GDP增速比较低一点。不过考虑到统计数据报告方式改进可能带来一些影响，从这个角度看，对基本面的看法并没有变化。这一情况下，GDP看到8.4%这样一个水平。CPI按照目前不是明显放松而只是微调角度上，全年可以看到3%以内，不过也是接近于3%，大概2.8%这样的水平。

如引用本表数据，敬请注明资料来源为“朗润预测”

## 2012年第2季度：第28次“朗润预测”

预测机构\指标*	GDP	CPI	工业	投资	零售	出口	进口	利率	汇率
安信证券	8.2	3.2	11.8	18.6	13.4	7.5	6.9	3.50	6.27
北大CMRC	8.3	3.0	12.0	20.0	14.9	11.0	9.5	3.50	6.29
高盛高华	8.4	3.0	12.3	22.0	14.9	12.0	10.0	3.50	6.26
工商银行	8.2	3.1	11.8	20.3	15.4	10.7	13.5	3.50	6.25
光大证券	8.1	3.2	12.0	19.9	15.5	10.0	10.5	3.50	6.26
国家信息中心	8.0	3.5	11.6	19.0	15.0	9.0	10.0	3.50	6.26
国泰君安	8.0	3.3	11.8	18.7	13.7	9.8	13.6	3.50	6.30
国投瑞银基金	7.9	2.8	10.9	19.2	14.0	0.0	3.8	3.25	6.25
花旗集团	7.9	3.3	NA	NA	NA	4.2	6.1	3.50	6.31
汇丰银行	8.3	2.8	12.2	19.0	15.0	7.5	12.0	3.50	6.27
交通银行	8.5	3.3	12.5	21.5	15.8	9.5	12.1	3.50	6.20
美林证券	8.5	3.2	12.1	19.8	14.8	9.1	9.0	3.50	6.29
农业银行	8.2	3.1	11.7	19.3	15.8	9.8	8.6	3.50	6.29
瑞银证券	8.5	3.3	13.6	21.0	15.2	6.4	15.7	3.50	6.25
社科院数量所	8.2	3.3	11.8	20.3	14.5	11.7	10.2	3.50	6.29
申银万国	8.1	3.2	11.6	19.5	14.5	8.0	12.2	3.50	6.24
天则经济研究所	8.4	3.5	12.2	21.5	15.1	8.5	10.0	3.50	6.27
湘财证券	8.2	3.2	11.6	18.5	16.0	9.0	11.5	3.50	6.28
野村证券	8.2	3.6	12.0	20.0	15.7	10.0	15.0	3.50	6.18
渣打银行	7.8	1.9	NA	NA	NA	NA	NA	3.50	6.31
招商证券	7.9	3.0	10.1	18.8	16.2	10.1	12.9	3.50	6.21
中金公司	8.2	3.3	12.1	20.0	15.1	7.0	9.0	3.50	6.27
中信建投证券	7.8	3.3	12.3	20.5	15.6	10.5	14.2	3.50	6.25
中信证券	8.3	3.1	12.0	19.7	15.5	11.0	14.3	3.50	6.26
中银国际	8.2	3.2	11.7	19.1	15.8	7.9	7.1	3.50	6.28
简单平均	8.2	3.1	11.9	19.8	15.1	8.8	10.7	3.49	6.26
加权平均	8.1	3.1	11.8	19.6	15.0	8.7	11.3	3.49	6.27

### 朗润预测点评：

“增速在筑底，通胀仍回调，外需似企稳，拐点或可期！”

## 2012年第1季度：第27次“朗润预测”

预测指标*	GDP	CPI	工业	投资	零售	出口	进口	利率	汇率
简单平均	8.3	3.8	12.0	19.7	17.1	8.7	8.5	3.48	6.27
加权平均	8.3	3.7	11.8	19.0	17.7	8.7	6.7	3.49	6.27
实际值	8.1	3.8	11.6	20.9	14.8	7.6	6.9	3.50	6.29

\* 预测机构和指标说明：

1. 预测机构按机构全称拼音字母排序，机构全称见“朗润预测”特约机构名单。
2. 除利率和汇率外，各指标为今年2季度比上年2季度同比增长率。其中GDP和工业同比增长率按可比价格计算，投资和零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。
3. “工业”指规模以上工业增加值，“投资”指城镇固定资产投资，“零售”指社会消费品零售总额。
4. “利率”和“汇率”分别指季末最后一天1年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。
5. 加权平均是基于预测机构历史预测误差调整的计算结果。平均绝对预测误差越小，加权系数越大。

## “朗润预测”特约机构名单\*

机构全称	预测人员	职务
安信证券	高善文	首席经济学家
北大中国宏观经济研究中心	宋国青	经济学教授
法国巴黎银行	陈兴动	首席经济学家
高盛/高华	宋宇	高级中国经济学家
工商银行	莫扶民	公司业务总监
	张都兴	投资银行部副总经理
	陈耀刚	投资银行部研发处处长
光大证券	徐高	首席宏观分析师
国家信息中心经济预测部	范剑平	主任
	祝宝良	首席经济学家
国泰君安证券	李迅雷	首席经济学家
	姜超	高级研究员
	王虎	高级研究员
国投瑞银基金	吴土金	宏观分析师
花旗银行	丁爽	高级经济学家
汇丰银行	屈宏斌	中国区首席经济学家
交通银行	连平	首席经济学家
	唐建伟	高级宏观分析师
	仇高擎	高级分析师
美银美林证券	陆挺	经济学家
摩根士丹利	乔虹	大中华区首席经济学家
瑞银证券	汪涛	中国首席经济学家
	胡志鹏	经济学家
社科院数量经济与技术经济研究所	李雪松	副所长
	沈利生	研究员
	张涛	研究员
申银万国证券研究所	杨成长	首席经济学家
	李慧勇	首席宏观分析师
天则经济研究所	张曙光	学术委员会主席
湘财证券研究所	李康	首席经济学家
	罗文波	宏观研究员
	牛鹏云	策略研究员
野村证券	张智威	中国区首席经济学家
	孙驰	中国区经济学家
银河证券研究所	王国平	证券研究部总经理
	张新法	宏观研究主管
渣打银行	王志浩	中国研究部主管
招商证券	丁安华	首席经济学家
中国国际金融有限公司	彭文生	首席经济学家
	赵扬	经济学家
	孙森玲	经济学家
	刘鋈	宏观分析师
中国农业银行战略规划部	胡新智	总经理
	付兵涛	宏观经济研究处副处长
	范俊林	宏观经济研究处高级分析师
中信建投证券研究所	黄文涛	首席宏观分析师
	胡艳妮	宏观分析师
中信证券	诸建芳	首席经济学家
	孙稳存	宏观分析师
中银国际证券	曹远征	首席经济学家
	程漫江	研究部主管

\*注：1. 按机构全称拼音字母排序；2. 各机构排在第一位的预测人员为预测负责人；  
3. 今后可能有新的特约机构参与“朗润预测”项目。