

# 中国金融改革开放 30 年: 历程、成就和进一步发展

李 扬

**内容提要:** 本文首先按照时间顺序, 以列示若干重大事件的方式, 回顾了中国金融改革的主要历程和取得的主要成就。然后, 分别就货币政策、金融市场发展、货币政策和财政政策的协调配合以及外汇储备管理体制等领域的进一步改革问题进行了讨论。

**关键词:** 改革 货币政策 金融市场 协调配合 外汇储备

**作者简介:** 李 扬, 中国社会科学院学部委员, 金融研究所所长、研究员, 100732。

**中图分类号:** F832.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-8102(2008)11-0038-15

中国的经济改革自 1978 年开始。结束长达 10 年的“文化大革命”之后, 中国共产党于 1978 年召开的十一届三中全会, 确定了“把工作重心转到现代化建设上来”的基本路线, 由此拉开了经济体制改革的序幕。中国的现代金融体系, 也是从那时开始逐渐发展起来的。

本文首先按照时间顺序, 以列示若干重大事件的方式, 回顾中国金融改革的主要历程和取得的主要成就。然后, 分别就货币政策、金融市场、货币政策和财政政策的协调配合以及外汇储备管理体制等领域的进一步改革问题展开讨论。

## 一、改革的历程及主要成就

### (一) 1978—1984 年: 恢复金融体系

1978 年之前, 中国只有中国人民银行一家银行。文化大革命中, 人民银行甚至被短暂并入财政部, 成为后者主管货币发行和存款贷款事务的若干司局。显然, 那时的中国, 基本上不存在有实际意义的金融体系。

1978 年, 五届人大一次会议决定, 中国人民银行总行从财政部中独立划出。这标志着中国金融体系开始恢复。

1979 年 2 月, 中国农业银行恢复。1979 年 3 月, 专营外汇业务的中国银行从中国人民银行分离出来。1983 年, 中国人民建设银行重建。这些举措基本搭建了我国国有商业银行的架构。

1980 年, 第一家城市信用社在河北省挂牌营业, 并很快在全国引发了组建城市信用社的高潮。随着城市非国有经济的发展, 城市信用社在中国的城市中迅速普及, 在最热的年份中, 其总数曾高达 5 千余家。

### (二) 1984—1991 年: 形成现代金融体系雏形

经济改革和经济建设的深入发展, 提出了进一步完善中国金融体系, 使之能更有效地支持大规模经济建设和发展的问题。经过长达两年的酝酿, 参照发达市场经济国家的模式, 1983 年 9 月 11 日国务院决定: 从 1984 年 1 月 1 日起, 中国人民银行将专门行使国家的中央银行职能, 与此同时, 中国工商银行从中国人民银行分离出来, 独立成为一家国有专业银行, 专门承担一般的工商信贷业务。这项改革措施的推出, 标志着中国开始形成现代金融体系的雏形。

在这一时期中,银行业的多样化发展令人瞩目。适应乡镇企业的迅速发展,从1953年便已存在中国农村之中的农村信用社的数目迅速增长,在最多的年份,其总数曾超过5万家。1986年,中国第一家以股份制形式组织起来的商业银行——交通银行重新营业。1987年,第一家由企业集团发起设立的银行——中信实业银行宣告成立。同年,第一家以地方金融机构和企业共同出资的区域性商业银行——深圳发展银行开始营业。这些规模中等、产权多样的商业银行的相继开业,与业已存在的“四大”国有商业银行、数以千计的城市信用社和数以万计的农村信用社一起,构成我国银行业的多层次格局。

与银行类金融机构飞速发展相适应,诸如信托投资公司、财务公司和投资基金等我们过去十分陌生的非银行金融机构,也开始出现在中国的土地上。

1979年10月,中国第一家信托投资公司——中国国际信托投资公司(中信公司)成立。以此为契机,全国兴起了组建信托投资公司的热潮。大量政府部门、地方政府和各家银行纷纷组建信托投资公司;在最为兴盛时期,其数目曾达到400余家。1981年4月,中国东方租赁有限公司成立,标志着融资租赁业开始进入中国的金融体系。1987年,以企业集团为依托的财务公司开始出现。同年,中国银行和中国国际信托投资公司联手首创“中国投资基金”,标志着中国投资基金市场的诞生。1990年11月,法国东方汇理银行在中国建立了第一只共同基金——“上海基金”。

金融市场也从无到有。1981年,为了弥补财政赤字,国家决定恢复发行国库券。1983年,为了补充资金来源,一些国有银行发行了金融债券。从1984年开始,作为试点,一些企业发行了类似于企业债券形式的有价证券。政策性金融机构也开始利用债券市场筹集资金。国家开发银行、进出口银行和农业发展银行相继发行了自己的债券(其中以国家开发银行的发行规模最大)。在此期间,部分金融机构为了偿还不规范证券回购所形成的债务,经人民银行批准,还曾经发行过特种金融债券。此外,中国人民银行为了调控市场资金余缺,于1993年曾经发行过融资债券。

特别值得一提的是,从1981年开始,在中国经济最发达的江苏和浙江地区,出现了一些“地下”的调节资金余缺的资金拆借活动。这标志着服务于非国有企业的市场化的金融市场开始进入中国的金融体系。同年,为了推动支付清算体系的现代化建设,人民银行在全国倡导推行“三票一卡”(即汇票、本票、支票和信用证),中国票据市场正式启动。是年,上海市率先开展了票据承兑贴现业务,同时,人民银行也开始试办票据的再贴现业务。1985年,当时的国家体改委和中国人民银行总行明确将建立银行同业拆借市场列为当年金融体制改革的重点内容。以票据发行、承兑、流通、贴现和再贴现为内容的多层次票据市场的启动,在中国金融发展史上具有重要意义。它表明,以媒介银行短期头寸为主要功能的市场化资金配置机制正式进入中国的金融体系之中。

### (三) 1991—1993年:引入资本市场

1989年政治风波以后,中国全面加快了各个领域的改革步伐。在金融领域中,最具革命性的改革,就是正式引入作为市场经济运行核心的资本市场。过去,人们谈资本而色变;如今,于1990年底设立的海证券交易所、于1991年初挂牌的深圳证券交易所,以及同年启动的全国证券交易自动报价系统(STAQ系统),赫然就将集中体现资本精神的交易所送到了千家万户身边。

与场内交易体系的建立相配合,跨地区的柜台证券交易也开始启动。1991年,跨地区、有

组织的规范化国债交易起步。同年,财政部和人民银行启动了国债回购业务试点。

与资本市场交易机制的建设互为表里,作为资本市场主要中介机构的证券公司和证券投资基金也相继设立。1991年10月,“武汉证券投资基金”和“南山风险投资基金”分别由武汉市人民银行和深圳南山区政府批准成立。同年,中国农村发展信托投资公司也在山东省私募5千万元,设立了淄博基金,并首先获得中国人民银行批准。这三家机构,成为中国资本市场中最早的机构投资者。

资本市场的建设和新型金融中介机构的引入,也产生了完善金融监管体系的要求。顺应这一要求,1992年,我国成立了国务院证券委和中国证监会,开始对证券业实行专业化监管。

资本市场被引入社会主义市场经济体系,标志着中国金融体系在其现代化发展的道路上迈进了至关重要的一大步。

#### (四) 1994—2001年:治理整顿和全面配套改革

经过15年左右的飞速发展,中国金融体系完成了从无到有的历史跳跃。然而,令人目不暇接的飞速发展,自然也是“泥沙俱下、鱼龙混杂”。为长远发展计,中国金融业需要反思自己的发展历程,为进一步发展确定方向,于是就有了金融业的治理整顿和与之相随的全面配套改革。

1994年,国务院集中推出了一系列金融改革措施,对中央银行体系、金融宏观调控体系、金融组织体系、金融市场体系以及外汇管理体系进行了全面改革。在此前后,在建立法制社会的总体目标下,规范中国金融机构行为和金融活动的基本法规——《中国人民银行法》、《商业银行法》、《票据法》和《保险法》等相继颁行。这标志着中国的金融发展开始进入法治轨道。

1994年,中国对行之多年的多重汇率制度进行了重大改革,原先的官方汇率、调剂汇率和黑市汇率并轨,同时,政府宣布中国正式实行有管理的浮动汇率制度。这些改革,无疑为中国经济和金融业进一步融入全球经济和金融体系,创造了更为有效的条件。

在这一轮改革中,中央银行体制进行了进一步调整,在1984年改革中残留下的一般工商信贷业务被彻底从央行分离。与此对应,我国商业银行体系改革也有了进一步发展。1994年,国务院确立了政策性业务和商业性业务相分离,以及银行业、信托业和证券业分业经营和分业监管的改革原则。根据上述原则,长期被包含在国有专业银行之中的政策性贷款业务被分离出来,交给了新成立的国家开发银行、国家进出口银行和国家农业发展银行三家政策性银行;同时,国有专业银行也明确了按照商业银行的规范进行改革的要求。在总体的商业化、规范化的改革精神下,一直处于市场边缘上的城市信用社的进一步发展问题也进入了决策者的视野。人民银行要求,在治理整顿的基础上,有条件的原城市信用社将逐渐改造成为城市合作银行(后更名为城市商业银行)。根据这一精神,在经济比较发达的北京、深圳和上海,先后出现了以城市命名的现代商业银行。自那时开始,中国各主要城市掀起了新一轮建设地方商业银行的浪潮。

#### (五) 2001年以来:历史性转变

经过20余年的改革开放,中国的综合国力大大增强。在世纪之交,新的发展任务摆在面前。站在中国的立场上,我们显然需要进一步融入全球经济和金融体系,从而更好地“开辟两个市场,利用两种资源”;就世界而言,面对实力日益增强的东方大国,他们不仅急需与之加强交往,而且希望中国成为一个遵守全球经济运行基本规则的负责任大国。产生自国内外的需要具有一致性,于是成就了中国于2001年底加入世界贸易组织(WTO)这一重大事件。从这一年开始,中国加速了全面融入全球经济和金融体系的进程。

在中国改革历史上,2001年之所以必须给予高度关注,还有一个原因——在这一年,中共召开的十六届三中全会通过了一项以市场化为取向、涉及广泛的有关完善社会主义市场经济体制的改革决定。根据这一决定,“市场经济”这个被中国的改革者追求多年的概念,在社会主义的中国正式登堂入室。

加入WTO作为一种契机,促使中国进一步明确了全面建设市场化的金融体系并逐步融入全球金融体系的改革方向。在此之前,中国的对外开放以“政策性对外开放”为特征。这指的是,我们完全根据自己的需要,决定并控制着对外开放的领域、程度和步调。加入WTO后,中国则进入了“制度性对外开放”阶段。这指的是,基于规则和自己的承诺,我们必须根据WTO规定的一系列制度框架并参考国际最佳实践(最初的表述是“国际惯例”),按照既定的时间表,全面改革并开放中国的金融业。

### 1. 分业监管格局最终形成

2003年成立了中国银行业监督管理委员会,将原来由中国人民银行行使的对银行机构的监管职能分离出来。至此,中国分业经营、分业监管的制度框架最终确立。

几年来,中国的金融监管在专业化的道路上有了长足的发展,并不断根据国际的最佳实践进行调整。就银行监管来说,我国基本上接受了国际清算银行(BIS)的制度框架,使得《关于统一国际资本衡量和资本标准的协议》(习称“巴塞尔协议I”)和《有效银行监管核心原则》(所谓“新资本协议”,习称“巴塞尔协议II”)成为中国银行业运行和监管的主要标准。在个框架中,资本监管和风险监管成为核心。为了满足新的监管要求,中国的银行业再次进行了重大调整,循着贷款分类、充足拨备、做实利润、资本充足率达标等重整的“四环节”,中国的银行业用比较短的时间使自己的资本监管和风险管理接近了国际标准。证券业监管也逐渐脱了那种“为国企改革服务”的发展立场和以调控股指、调控市场(甚至是操纵市场)为主要特色的监管路径,逐步建立了以保护投资者利益、提高透明度和完善上市公司治理结构为核心的监管框架。在保险监管方面,我国也逐步建立了以偿付能力、公司治理结构和市场行为监管为核心的监管框架。

### 2. 金融机构的改革迈出关键步伐

国有金融机构的改革始终是中国金融改革最重要的内容。但是,由于受到来自各方面因素的掣肘,这个领域的改革虽然总在进行,但长期没有重大变化。这种重大变化在2004年开始发生。2004年12月31日,我国政府动用了450亿美元的外汇储备,分别向中国建设银行和中国银行注资225亿美元,完成了它们的“再资本化”。2005年6月,政府再次用300亿美元的外汇储备和300亿美元等值人民币向中国工商银行注资。此后,政府又陆续动用外汇储备向若干金融机构注资,机构范围也超出了银行业,覆盖了银行(含政策性银行)、保险、证券等几乎全部金融领域。在财务重组、引进战略投资者和机构重组的基础上,2005年,中国建设银行成功在香港上市;2006年7月,中国银行同时在香港和上海证券交易所上市;2006年10月,中国工商银行又在香港和上海两地成功上市。继之,保险、证券等机构也踏上了上市之旅。在对建设银行和中国银行注资的同时,国家成立了中央汇金公司,专门代表政府行使对获得注资的国家控股银行的所有权职能。2007年,汇金又成为新组建的国家投资公司(CIC)的组成部分。这样,在中国日益庞大的金融机构家族中,又增加了一个被称为国家“主权财富基金”的新成员。

根据新的监管框架,我国金融机构补充资本金的渠道也越来越多样化。除了首次公开发行外,金融机构还可通过股票增发、发行次级债务和混合资本债来补充资本金。银行代客理财产品日益丰富,其他表外业务也得到了较快发展。通过这些途径,我国的金融机构开始积极介

入资本市场交易。同时,基于推进中国金融机构综合经营的发展方向,银行系、保险系、证券系基金管理公司以及大型企业支撑的基金管理公司逐步成立。

这一轮改革的业绩是显著的。截至 2007 年底,我国银行业资产总量达到了 52.6 万亿元,工商银行、建设银行和中国银行也跻身全球前十大银行之列。

### 3. 资本市场开始新的改革

从 2001 年 6 月起,中国股票市场开始大幅下跌,到 2005 年 5 月,股票价格指数下跌 60% 以上。就在这一月,在股票市场持续大幅下跌的背景下,当局推出了“股权分置”改革,由非流通股股东提案,流通股股东表决的方式来确定非流通股股东对流通股股东的对价。经过艰苦努力,股权分置改革取得了决定性进展。但是,由于这一改革留下了“大非”和“小非”等问题,致使“股权分置”这一阻碍中国资本市场发展的重大制度障碍仍然存在,并且成为 2007 年下半年以来中国股票市场再次深幅下跌的重要导因。

在股权分置改革的同时,我国的证券经营机构经历了再一次重整。经过注资、重组、上市等多种渠道,我国证券经营机构的整体实力大大加强。资本市场的投资者结构也得到较大改善。随着保险资金、社会保障基金、证券投资基金、私募基金渐次进入,随着合格境外投资机构(QFII)的引入,机构投资者逐渐成为中国资本市场中最活跃的中坚力量。

### 4. 利率市场化稳步推进

自 20 世纪 90 年代初期以来,中国的利率市场化进程一直在进行。经过几年的努力,中国已经进入利率市场化的最后攻坚阶段,今后改革的主要任务,就是推动银行存、贷款利率市场化。推进这一改革,同样也遵循着中国改革一向坚持并被证明行之有效的“渐进”路径。2002 年,货币当局开始在 8 家农村信用社进行存贷款利率市场化的试点,赋予它们更大幅度调整利率的权力。2004 年 10 月 28 日,中央银行在调整法定存贷款利率的同时,放开了贷款利率的上限和存款利率的下限,但仍对城乡信用社人民币贷款利率实行上限管理,其贷款利率浮动上限扩大为基准利率的 2.3 倍。目前,中国金融机构人民币贷款利率已经基本过渡到上限放开,实行下限管理的阶段。今后,存贷款利率市场化的重点是,在逐步提高金融机构利率定价和风险管理能力的基础上,一方面,通过推动大额可交易存单的发展,推动银行负债及其利率的市场化;另一方面,通过推动抵押贷款证券化和资产证券化,推动银行资产及其利率的市场化;以此为基础,通过大力发展理财产品等表外业务,逐渐降低银行对存贷款息差的依赖,逐步深化利率市场化改革。与此同时,中央银行将逐步健全中央银行利率调控体系,在更大程度上发挥市场在资源配置中的作用。

### 5. 金融业全面对外开放

加入 WTO,当然意味着中国金融业的对外开放步伐进一步加快。在这一框架下,中国允许更多的外资金融机构进入中国经营。2007 年底,在我国的外资银行营业性机构已经增加到 254 家。其中已有 7 家外资金融机构获准经营人民币零售业务。2003 年,国内成立了首家合资基金管理公司,即招商基金管理有限公司。截至 2008 年 2 月底,我国全部 60 家基金管理公司中,共有 30 家(含筹)合资基金管理公司。2002 年,配合资本项目管制放松的步伐,我国政府以批准境外合格投资者(QFII)的方式,开放了外国投资者直接投资于中国证券市场的路径,目前批准的额度为 300 亿美元。截至 2008 年 3 月底,已有 52 家海外机构获准进入中国证券市场,总投资额度达 102.95 亿美元。2007 年,境内合格投资者(QDII)正式启动,开放了我国投资者直接投资于境外证券市场的新渠道。

## 6. 人民币汇率制度进一步完善

早在1994年,我国就已建立了有管理的浮动汇率制度,后因亚洲金融危机爆发而中止。为稳定国内外局势,我们事实上恢复了钉住美元的固定汇率制度。这种状况显然不适应中国金融进一步对外开放的局势,也遭受到越来越多的来自国外政府的诟病。2005年7月22日,根据“自主性、可控性和稳定性”三原则,我国推出了汇率形成机制的进一步改革,恢复实行以市场供求为基础、参考一篮子货币计算人民币多边汇率指数的变化、有管理的人民币汇率制度,承诺了保持人民币汇率在合理、均衡水平上基本稳定的责任。与汇率管理体制改革的相配套,我国同时启动了外汇市场改革,对外汇市场的产品、市场参与者、交易机制等方面进行了一揽子调整。在外汇管理体制改革的的基础上,我国资本项目的市场化改革步伐也大大加快。

## 7. 大陆与香港金融业互动

在中国金融业进一步改革开放的过程中,大陆与香港的金融合作具有特殊意义。因为,这不仅关系到大陆、香港自身的金融发展,关系到大陆走向世界的路径、通道和方式,更关系到整个中华民族在未来国际经济和金融体系中的地位和作用。2003年6月,中央人民政府与香港特区政府签署了《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA)。同年11月19日,中国人民银行同香港金融管理局签定“合作备忘录”。根据“备忘录”,香港的银行将获准办理个人人民币存款、兑换、银行卡和汇款等业务,而中国人民银行将为其提供有关的人民币清算安排。2006年末,实行对美元联系汇率制的港币对美元贬值,显示出人民币对香港金融和经济的影响力进一步提高,港币和人民币之间的关系更加密切。2006年末,我国又开放了大陆企业赴香港发行人民币债券的通道;截至2008年9月,共有8笔发行。这使得香港在建设人民币金融中心的发展路程上,向前迈进了一大步。所有这些,都进一步巩固了香港的国际金融中心地位。香港一直是中国大陆对外开放的最重要渠道,过去她的功能主要是引进外资和对外贸易的通道;新世纪以来,香港作为中国企业和金融业“走出去”的重要通道的作用日益显著。

## 二、进一步改革:货币政策

### (一) 我国货币政策成就斐然

前已述及,1984年,中国人民银行开始行使中央银行职能。货币政策,作为中央银行的伴生物,方才在中国有了其原始形态。然而,直至1994年10月,我国才确定并公布了第一套中国货币供应量的统计口径;直至1998年,作为计划管理的信贷规模控制手段才寿终正寝。鉴于信贷规模控制是一种与传统经济体制相适应的典型的计划分配手段,在它被废止之前,要说中国有货币政策,那是颇为勉强的。

总之,在1998年之前,我国的金融宏观调控,采取的是既控制贷款总规模、又控制货币供应总量的办法。根据国家信贷计划的安排,中央银行一方面对商业银行进行贷款限额管理,另一方面则运用中央银行再贷款和准备金率的调整,来对全社会的货币供应量进行调控。

抽象想来,这种对信贷规模与信贷资金的双重控制,既可体现贷款总规模控制的“计划性”,又可体现资金配置的“市场性”,应该是适应经济转轨时期要求的最佳模式,但事实并非如此。从实际运作上看,贷款规模对商业银行形成硬约束:在规模内,商业银行可以多存多贷;但若超过规模,则无论资金如何充裕也不能发放贷款。因而,真正能够控制住商业银行信用扩张活动,从而控制全社会信用总量的,不是银行体系的资金约束,更不是存款准备率,而是信贷计划的贷款规模。也就是说,在“双轨”调控制度下,存款准备金率和公开市场操作等,并不能发

挥调控货币供应量的作用。这让我们想起马克思在《资本论》中论及多种生产方式同时并存条件下判断社会经济性质的分析思路。他认为,在一个社会中,虽然一定会有多种生产方式并存,但其中必有一种居于主导地位,并形成“普照之光”;这种普照之光决定了该社会的经济性质。马克思的这个思想,有助于我们对 1998 年之前的我国货币政策的性质做出判断;自然地,它也有助于我们分析和认识 2007 年以来我国货币政策操作的性质和特点。

即便从早一点的 1996 年算起,中国正规的货币政策也只有 12 年的历史。然而,中国货币政策的历史虽短,但是,无论是从政策体系框架的完善程度、工具的多样化、政策操作的理念,还是从从业人员的素质和具体的操作艺术来看,其发展和进步都有目共睹,并得到国际同行的高度评价。正因为如此,货币政策对于保证近年来国民经济持续较快增长,发挥了不可磨灭的作用。

## (二) 新的挑战

2007 年下半年以来,货币政策在国家宏观调控中扮演了担纲的角色。但是,货币政策的效果并不如人意。其原因可归为两类:一是经济运行方面的原因,就是说,影响我国经济运行的因素已经相当复杂,其中很多因素与货币因素无关,因而并非货币政策能够有效调控的;另一类是货币政策操作机制的原因,这指的是,我国货币政策操作机制存在若干缺陷,政策的传导机制也存在梗阻。

### 1. 数量调控效力递减

2007 年以来,货币当局在数量调控方面采取措施的力度之强,频度之高,为世所罕见,但是,调控的效果并不尽如人意。一方面,当局设定的包括货币供应、贷款等在内的诸调控指标并没有有效实现,另一方面,宏观经济运行似乎显示出一些让人不愿看到的发展趋向。

货币和信贷之所以越来越难被有效调控,其根本原因在于,在金融创新层出不穷的条件下,由于新的金融工具不断涌现,金融资产的流动性不断提高,货币和金融工具之间的替代性空前加大,其内生性也逐步增强。也就是说,金融的创新和深化,使得政府、企业、居民和国外都事实上参与了货币供应的创造过程,货币当局一家已经做不到“管住信贷闸门”。这一事实反映在当局的货币调控实绩中,就是货币供应量的可测性、可控性和相关性不断降低。

货币政策有效性降低的另一重要原因,在于货币政策传导机制不畅。虽然在理论上我们可以概括出很多货币政策的传导渠道,但依托银行机构的信贷渠道始终都占据关键地位。信贷是银行机构的行为。因此,银行体系的改革,其经营模式的转变,就不能不对货币政策通过信贷渠道的传导产生影响。总的趋向是,由于我国主要的商业银行都先后实现了公司化改造,受利润目标的引导,同时基于其资产和负债都具有富可敌国的庞大规模,它们规避央行调控的动力和能力都是相当强的。

聊以自慰的是,以上所列种种,并非中国特有的现象,而具有世界的普遍性。由于金融市场发展和金融创新的深入,世界各国以调控货币供应量为中心的货币政策操作范式均遇到了不确定的冲击。所以,自 20 世纪 70 年代以来,世界各国货币当局始终致力于调整货币政策的范式,以求跟上形势的发展变化。最初的反应是经常调整货币供应统计口径,及时反映金融创新。目前美国的货币统计共有五个层次,就是这种努力的遗迹。但是,实践显示,此类努力成效甚微,致使货币当局开始考虑另辟蹊径。例如,美联储前主席格林斯潘在 20 世纪 90 年代初向美国国会作证时就曾明确宣布:鉴于对货币供应量的精确调控日趋困难、且货币供应与经济增长的关系日趋疏远,美联储的货币政策操作将放弃货币供应量目标。大约说来,20 世纪 90 年代以来,先后已有 20 多个国家放弃了将货币供应量做为货币政策中介目标的政策范式,转

向一种不确定更不拘泥于中介目标(无论是货币供应量还是利率水平),而更多直接关注诸宏观经济总量并以此决定调控方向、手段和力度的操作范式。中国也面临货币政策范式转型的问题。当然,转型需要时间,不可能一蹴而就。我们想强调的是,在传统的货币调控范式已经失灵的条件下,在转型已成必然的背景下,过于强调与传统范式相关的各种调控指标,例如货币供应量等,不利于货币政策的有效实施。

## 2. 利率调控的效力亦可存疑

货币当局在调控货币供应方面遇到障碍,自然导致人们将眼光转向对其“价格手段”——利率的调控方面。然而,近年来我国利率调控的效果同样不尽如人意。主要原因有三。

其一,在中国,货币政策从货币调控为主转向以利率调控为主,客观上存在着困难。因为,利率手段充分发挥作用,以利率的完全市场化和金融市场的一体化为前提。而在中国,客观地存在着对存贷款利率的部分管制、市场分割、银行为主导的金融结构、汇率形成机制不完善等诸多缺陷,它们严重地制约了利率手段发挥作用的空间和传导渠道。

其二,价格(利率)手段要充分发挥作用,以数量(货币供应)调控手段能发生连动为前提。换言之,利率的提高,应以货币数量的缩减为前提,反之亦然。但是,因为我国的利率政策只是针对管制利率(存贷款利率)而实施的,而货币供应的增减又决定于另外一套与之关联度很低的机制,所以,我们这里就出现了利率水平不断提高而货币数量仍然增加,管制利率与市场化利率的走势不完全一致的怪现象。不仅如此,在中国目前情况下,价格手段和数量手段的调控之间还经常出现相互削弱的结果。例如,提高利率水平(特别是提高存款利率水平),将刺激更多的资金以存款的形式进入银行体系,这无疑会加重银行体系的流动性压力,从而弱化我们调控货币、信贷数量的努力。2008年以来,我国货币几个口径增长的差异,货币供应增长与存款增长的差异,再次清楚地显示了这种困境。

其三,汇率政策的制约。在理论上和实践中,一国对外的汇率政策和对内的利率政策是经常不一致的。当这两类政策都集中于一个调控主体时,这种客观存在的矛盾就会形成左右为难的局面。这种为难中所反映出的问题的复杂性,我们自汇率体制改革以来已经充分体味到了。

### (三) 重要的是加速货币政策调控机制的改革

以上分析无非是想说明,我国货币政策的效力递减,并非因为我国货币政策操作不善,相反,若就操作工具、操作理念、操作艺术以及从业人员素质而言,我国在全球央行中无疑居于上乘。问题在于,由于国内外经济形势以及金融环境发生了翻天覆地的变化,我国这种设计于20年前的货币调控机制已经不能适应。因此,改革货币政策范式,成为今后我国金融改革的重要任务。

可以从短期和长期两个角度来探讨我国货币政策范式的调整和改革问题。

#### 1. 短期: 清理阻碍货币政策有效操作的各类基础条件

应当看到,当前,我国货币政策操作的若干体制、机制、工具和市场条件,对我国货币政策的有效实施形成了制约,因此,清理这些基础性条件,构成提高我国货币政策效率的短期内容。主要包括:切实加强货币当局和货币政策的独立性,使之独立于政府、独立于政府部门、独立于企业、独立于市场,从而使货币当局能真正根据宏观经济运行的态势来决定并实施货币政策;应根据变化了的情况,认真研究并尽快公布我国货币供应统计的新口径;应当尽快改革准备金制度,取消对法定准备金和超额准备金支付利息的做法,从而使准备金制度真正发挥约束存款金融机构资产运作行为的作用;应加速利率市场化改革,完善利率政策发挥作用的环境;最后,

应大力促进统一互连的支付清算体系的建设,建立货币当局基于统一支付清算体系的信息优势,以求获得新的、更为有效的调控基础和调控手段。

## 2. 长期:认真考虑调整货币政策的范式

货币政策效力递减的事实提醒我们,已经到了认真研究转变我国货币政策范式并创造条件实行它的时候了。在我们看来,如果要寻求借鉴,通货膨胀目标制应当引起我们的主要关注。

我们注意到,有些研究者不甚同意在中国实施通货膨胀目标制。我们认为,这里可能存在对这种新的货币政策范式认识上的偏差。(1)通货膨胀目标制与现行的货币政策操作范式最大的差别,在于它并不设定“中介目标”,也就是说,它摆脱了那种通过直接调控一个“中介目标”来间接调控宏观经济的范式,而把自己的视野直接扩展到宏观经济运行本身。在这种范式下,只要宏观经济运行实现了设定目标,诸如货币供应量和利率水平的变动等,基本上是不受约束的。观之美国等发达国家最近10年来货币政策操作的格局,我们应能体会到其中的区别。(2)通货膨胀目标制并不只是关注通货膨胀,而不关注其他宏观经济政策目标;相反,从实行这一制度的国家的政策实践看,这一制度框架比在任何一种框架下都更广泛、全面、深入地关注金融的运行和实体经济的运行。(3)与第二点相联系,通货膨胀目标制中的目标通货膨胀率本身,就是与其他宏观经济政策目标相协调统一的结果,换言之,货币当局盯住的目标通货膨胀率,是经过改造和重新定义,从而包含了大量其他宏观经济信息的目标变量区间。(4)通货膨胀目标制是一种货币政策范式,但更是一个操作框架。在这个货币政策框架中,目标通货膨胀率当然对货币政策操作形成约束,但更多则是给货币当局提供了广阔的相机抉择的空间。

当然,实施通货膨胀目标制,需要多方面的条件。其要者:(1)从经济体制条件看,需要比较完善的市场经济制度,包括市场化的金融体系,以保证货币政策有完善的传导机制;(2)从货币政策的操作条件看,需要各种货币政策工具能够有效发挥作用;(3)从经济体制条件看,需要货币当局具有较大的独立性,并且,货币政策与财政政策应有较为完善且有效的配合;(4)包括货币政策在内的宏观经济政策,应当具有较高的透明度和公信力。显然,这些条件在目前的中国还不完全具备,我们的任务是加快改革,尽快去创造这些条件。

## 三、进一步改革:资本市场

胡锦涛总书记在中共十七大政治报告中指出:今后应“发展各类金融市场……优化资本市场结构,多渠道提高直接融资比重”;应“创造条件让更多群众拥有财产性收入”。这些论述,无疑从战略层面明确了我国今后金融改革和金融发展的方向和目标。

回顾我国金融改革的历史便可看到,发展直接融资的提法,从走出研究者的书斋到被写进各类政府文件,至少已有10余年。然而,毋庸讳言,在这10余年中,我国直接融资的发展历经多次反复;到了今天,无论以占全社会新融资总量的比重,还是用占全社会金融资产存量的比重来衡量,其发展状况未可乐观。个中缘由,值得深入探讨。

笔者认为,在发展直接融资的过程中,不断地开发市场、创造产品等固然不可或缺,但是,对于处于初期阶段的中国金融体系的发展来说,厘清一些方向性和理念性问题,可能更为重要。

### (一)发展直接融资与资金“脱媒”

发展直接融资的必要条件,就是鼓励社会资金离开银行体系,进入金融市场。这个过程在理论上被概括为“脱媒”。换言之,发展直接融资和脱媒如影随形,它们事实上是同一块硬币的

两面。脱媒是一个金融结构剧烈变动的过程。在这个过程中,举凡银行体系的运作、资本市场的发展以及货币政策的实施,都将面临崭新且复杂的挑战。

脱媒显然会对存款类金融机构产生不利的压力。一方面,居民和企业为了追求金融资产多样化和(或)高收益,或者相对减少存款,或者弱化其持有存款的价值贮藏意义。这将导致银行业逐渐丧失其传统、稳定、低成本的资金来源。另一面,大中型优质企业为了获得融资便利和降低融资成本,将纷纷离银行而去。这不仅会导致银行信贷风险增大,而且会导致银行逐渐丧失其传统、稳定、低风险的收入来源。综合的结果就是,存款类金融机构的流动性风险和信用风险可能逐步加大,其传统的收入来源渠道则日趋收窄。

资金从银行体系中流出,增加了资本市场的资金来源,这无疑有利于直接融资的发展。然而,资金巨量且骤然增加,广大投资新手迅速进入,可能过度推高金融资产价格。这显然并不完全是资本市场的福音。

资金流动格局的变化,更将对货币当局提出全面挑战。首先,脱媒意味着可交易金融资产的增多,意味着金融资产的流动性提高,从而,作为货币的货币与作为资本的货币越来越难区别,交易账户与投资账户之间、广义货币与狭义货币之间、本国货币与外国货币之间的界限也日趋模糊,货币的定义与计量将日趋困难与复杂。其次,可交易金融资产的增多,将不断增加对货币作为交易和支付中介的需求。这将不断扩大货币需求的范围,导致货币需求的易变性增大。货币需求的不稳定,无疑会侵蚀货币调控的基础。再次,资金从银行体系中流到资本市场,意味着越来越多的金融活动脱离货币当局的监控视野,同时也限制了货币政策的影响范围和深度。近年来,国内外理论界关于“货币政策要不要关注资产价格”的问题时有争论,正反映了这一基本事实。

国际经验告诉我们,一国金融体系的现代化必然要经过一个脱媒的过程。这个过程固然会对金融体系的稳定带来冲击,但更是一个“凤凰涅槃”的过程——通过最终打通直接融资和间接融资的界限,实行金融混业经营,金融体系才能实现现代化。值得庆幸的是,中国在推行发展直接融资战略的过程中,事实上已经允许金融混业过程的展开。这使得中国可能避免其他国家在严格分业的背景下大力发展直接融资(同时产生脱媒)所带来的问题。依此来看,中国金融业的现代化发展目前正面临难得的战略机遇。

然而,以上所述的“脱媒”历程,在2008年被美国金融危机和国内的宏观调控中断了。具体表现就是,在前所未有的流动性偏好驱使下,居民储蓄重新以存款形式回归银行,资本市场遭到重创,企业对银行贷款的依赖被重新强化;在银行体系中,存款的定期化趋势极为明显,而存款增长率高于贷款增长率的现象则更形突出。出现这种情况并不奇怪。国际经验显示,金融市场的发展(其不可或缺的内容之一就是“脱媒”)是一个可能经历多次反复的过程。我们相信,一旦局势得到稳定,我国的金融市场必将进入一个新的发展阶段。

为了抓住这一战略机遇,我们显然需要在促进中国金融体系现代化的总题目下,加快各个领域的改革。这些改革至少包括:积极推进利率市场化改革,逐步增大人民币汇率制度的弹性,加快资本项目开放,为各类机构和金融市场创造一个真正市场化运作、能够展开有效竞争的制度基础;在央行、银监会、证监会和保监会之间,在财政部门和金融部门之间,形成分工和职责明确、协调统一的功能监管框架;进一步放松国内金融管制,鼓励金融创新;促使银行体系全面改变其传统经营模式;迅速推进多层次资本市场和货币市场的发展,创造新的金融产品和服务,进一步增加可交易的金融产品,不断开拓可供金融产品交易的市场体系;加快改革,为货

币政策能有效发挥作用创造适当的制度和体制基础,等等。

## (二) 资本市场发展必须服务于实体经济

在我国的资本市场特别是债券市场的发展过程中,事实上一直存在着为谁服务的问题。主要表现在两个方面。

### 1. 金融业自我服务倾向

如果把央票、短期融资券都算在内,中国的债券市场的规模近年来虽然增长很快,但是,这个市场的发展与我国实体经济的发展却是严重脱节的。主要表现在:目前我们的市场上充斥的是各类金融性债券,而与企业、居民相关,与实体经济活动相关的债券比重太低。这种状况长期存在,使得资金只在各类金融机构之间移转,却很少落到实体经济和微观经济主体中去,致使我国出现总体上“流动性充裕”,但微观经济主体和实体经济活动却感觉资金日趋紧张的矛盾。须知,金融是为经济服务的,金融产品不为实体经济服务,不和实体经济相关联,它就可能形成泡沫;据以形成的价格及其走势就很可能不反映市场的真实情况。在这种格局下,货币当局的很多调控手段,特别是利率的调整,很可能就只产生分配效应——只是造成那些买卖债券的金融机构的收入此涨彼消,对实体经济的影响甚微。应当说,这也是近年来我国货币政策效力有所弱化的原因之一。

### 2. 为大企业服务倾向

我国的资本市场主要是服务于大企业的,中小企业基本上被排除在外;股票市场如此,债券市场更是如此。基于这种取向,所谓加强中小企业融资云云,绝难落在实处。在今后的发展中,改变这种格局,显然是一项重要任务。小企业融资难,包括债务性融资困难,更包括股权性融资困难。因此,未来我们应大力鼓励各类投资者的创业活动,应当大力发展私人投资市场,同时,为了提高市场的流动性,应建立为中小企业筹集和交易股权资本的交易体系。其中,允许最原始的股权交易市场运作,建立以报价驱动为运行机制、以专业化投资中介机构为中心的场外交易体系和产权交易体系,是急需开展的制度创新。那种主要以规模来划分市场层次并据以发展“多层次资本市场”的理念,必须摒弃。

## (三) 致力于建立统一市场

中国债券市场的总体规模本就很很小,然而,如此之小的市场,还人为分割为交易所市场、银行间市场和柜台市场等,而且诸市场之间的关联度很低。这也是造成我国市场低效率的原因之一。客观地说,市场分割的问题早就被人们所认识。但是,因为中国的市场分割事实上是因监管当局互不协调、争当主管者造成的,所以,市场统一问题久久得不到解决。治本之道当然是由国家出面,对目前“五龙治水”的局面进行整合。退而求其次,则是力促各个市场统一互连,加强各监管部门之间的协调。在这样的市场中,我们不仅需要让投资者比较自由地进入各类市场,形成投资者的统一,还须允许相同的产品在不同市场中发行和交易,这就有了品种和市场交易的沟通。进一步,再加上托管、清算机制的一体化,我国金融市场统一的目标,就可能容易实现。

## (四) 转变调控理念

要使中国资本市场健康发展,我们必须从根本上摒弃由政府调控金融产品价格特别是调控股票价格的想法,真正让市场机制发挥作用。2007年以来,我国股票价格上涨较快,这不仅引发了人们对市场泡沫的担心,而且激发了希望当局调控股票价格的动议。

这些说法和想法,都植根于对金融市场运作规律的片面认识。观察世界各国股票市场价

格的走势,我们必须承认,大上大下,剧烈波动,正是这个市场的常态;而在股票市场走势同国民经济发展之间,也存在非常特殊的对应关系。首先,就大趋势而言,股票市场走势同GDP的走势是完全一致的。这意味着,股票市场反映了国民经济的发展变化,两者是共同成长的。其次,就某一时段而言,股票走势同GDP的走势并不完全一致;时段越短,两者的差异越大,有时甚至背道而驰。这表明,所谓股市是国民经济的晴雨表,只能在长程中才能观察到。再次,GDP的增长曲线比较平滑,而股票市场的走势却大上大下,波幅极大。这表明,股市就是以相当夸张的涨涨跌跌来支持国民经济发展的。描述这一事实旨在说明,那种希望股指像经济增长那样平稳变化的想法是不切实际的;而人为“调控”股指,则更是违反市场规律,危害市场健康。

那么,这是否意味着监管当局就可以听任市场完全自由地发展呢?不是。笔者认为,当局针对股市所要做的事情可以归结为两类。一类是加强监管。应切实保证证券发行者的信息透明、公开、及时、全面,以便投资者进行有效选择;严格禁止内幕交易,确保交易公平、公正;保护投资者利益,严厉打击各种侵害投资者利益的行为。另一类是严格禁止银行信贷资金违规进入股市,严防“货币印刷机”同资本市场特别是同股市联系起来。在这里,我们希望再次提醒大家记住美国经济学家费雪在1933年说过的话:对于危机而言,问题不在于过度投资或过度投机,而在于过度借债!

#### 四、进一步改革:加强货币政策和财政政策的协调配合

在市场经济条件下,货币政策和财政政策是国家调控宏观经济运行的两大政策体系,而且,它们的调控对象都是社会经济中的货币资金的流转。由于调控对象的一致性,两大政策体系在资金方面客观上便存在着“犬牙交错”、相互影响的关系;它们之间应当协调配合,当属天经地义。

在传统体制下,由于实行高度集中统一的计划经济体制,财政政策发挥主导作用,货币政策只是财政政策的“侍女”,其功能和作用比出纳所多无几。那时,基本上谈不上两大政策的配合问题。改革开放发展到上世纪末,随着财政放权让利、“拨改贷”等改革措施的推行,一方面,是政府收入“两个比重下降”,以致于中央财政连年赤字、全国2/3的县级财政入不敷出;另一方面,企业和居民的收入大幅度增加,大量储蓄资金向银行汇集。在一定意义上,1994年的分税制改革,就是为了扭转上述趋势而推出的。毫无疑问,在财政收入连应付“人吃马喂”都捉襟见肘时,两大政策体系事实上谈不上什么协调配合,如果有,那也主要是金融部门为财政赤字提供融资便利。

进入新世纪以来,情况有了极大的变化。随着国民收入持续高速增长,随着各项财政税收制度逐步完善,随着税收征管逐步加强,广义上的政府收入在GDP的占比已经达到30%以上水平;“提高两个比重”的任务已经基本完成。从金融角度来看,中国经济的高速增长,使得全社会的金融资产规模也已超过50万亿元。在这新形势下,积极探讨货币政策和财政政策之间的分工、协调的体制和机制条件,认真研究两大政策体系配合的渠道、模式和方式,不仅有现实意义,而且有紧迫性。

关于财政政策和货币政策的协调配合,理论文献堪称汗牛充栋,各国的实践也丰富多彩。在宏观经济学、财政学和货币经济学的著作中,都有大量成熟、系统的模型来分析两大政策体系配合的机制、体制、方式、分工、合作等问题。本文仅从货币政策的角度,结合近年来我国的政策实践,就几个比较突出的问题做些分析。

### (一)对基础货币调控的协调

如所周知,我们可以把基础货币的供求概括成为一个方程式。其资产方包括外汇(外汇占款)、对政府债权、黄金和对各类金融机构的债权等;其负债则包括法定准备金、超额准备金、现金发行、央票、政府存款等。根据这个方程式,央行调控基础货币的操作基本上可有三种格局:第一,资产负债总量不变,仅在负债方进行调整,即各负债科目此长彼消;第二,资产负债总量不变,仅在资产方进行调整,即上述各类资产此长彼消;第三,资产、负债同时增减。为简便起见,我们只讨论资产负债总量不变的一种情况。先看资产方调整。假定央行增加了对政府的债权,此时,若欲保持资产总量不变,它就必须或减少持有外汇、或减少持有黄金、或减少对其他金融机构的再贷款;反之亦然。再看负债方调整。假定财政存款增加,此时,若欲保持负债总量不变,它就必须或减少法定准备金和超额准备金(通过降低法定准备金率)、或减少货币供应、或回收流通中央票;反之亦然。显然,如果财政存款的总量很大,变动也十分频繁,它对基础货币的影响就绝不可忽视。中国的情况正是这样。统计资料显示,2004年以来,财政在国库中的存款余额一直是增加的,其年度内的变化可能高达30%~50%。就其存款规模不断增加而言,我们有理由据以质疑预算赤字及相应的国债政策的合理性及真实性;就其存款年度间波动极大的特征而论,我们显然就有必要认真研究其货币政策含义。我们注意到,在一些实行零准备金率的国家,调整财政存款的布局,事实上就是货币政策手段之一。例如在加拿大,政府就是通过在各类商业银行之间、在商业银行和央行之间移转财政存款来实施货币政策的。

### (二)发展金融市场的协调

财政政策,特别是它的债务政策,一向就有着很强的金融含义。基于此,国债政策便兼有财政和货币两重属性。正是在这个意义上,国债市场构成市场经济国家金融体系中的“核心金融市场”;它不仅为市场提供流动性,而且为市场提供交易基准。显然,在国债问题上,两大当局精诚合作至关重要。然而,我们在中国再次看到了两大当局缺乏协调配合的情况。仅就收益率曲线来说,央行在着力培养自己的曲线;财政部则致力于经营自己的曲线;证监会也在尝试在交易所市场上生成一簇曲线;另外还有得到银监会支持的中债公司的国债收益率曲线,等等。形成合理的收益率曲线固然需要有效的市场竞争,但是,如果这种竞争只是因为相关调控当局各行其是,那就与市场经济法则背道而驰了。

### (三)在兼有社会效益和私人效益的各种项目上的协调配合

我们知道,经济社会中的产品可大别为两类,一类是公共品,一类是私人品。单纯的公共品由财政资金支持其生产,而单纯的私人品则由商业性资金支持其生产。这是很清楚的。复杂的是大量处于中间状态的“准公共品”。从理论上说,在这些混合类产品的生产中,公共资金和商业性资金是配合使用的。我们国家有三家政策性银行,其他国家也有类似的金融机构,这些都是用来处理准公共品之“生产”和“提供”的。然而,现实中,与百姓相关的准公共产品,无论是规模还是种类,都远远超出这些政策性银行业务的覆盖范围,例如,小企业发展、居民住房、医疗卫生、教育、环境保护等,都是兼有公共性和私人性的产品或服务,都需要综合使用公共资金和商业性资金,因而都需要在财政和货币政策之间保持某种协调配合。其中,关于这些产品的生产如何建立具有“商业可持续性”的基础,以及在此前提下,政府(财政)究竟应以何种方式提供支持等问题,都需要给出明确的制度安排。

总之,只要涉及资金筹集、使用及运转,大抵都会有商业性资金和财政性(公共)资金的交错,于是,就应有财政政策和货币政策的协调配合问题。这是客观存在,不因我们是否认识到

而有所改变。差别只是,当我们认识到协调的必要性并主动采取配合措施,宏观调控的效力就会增强;相反,宏观调控的效力就可能递减,搞得不好,还会出现负面作用。

## 五、进一步改革:外汇储备管理体制

### (一) 外汇储备规模本身不是问题

改革开放以来,中国的外汇储备从1978年的23亿美元,增长到2008年的接近2万亿美元。这一增长速度令世人瞩目。

随着外汇储备的快速增长,担心和争论也纷至沓来。人们或怀疑外汇储备规模的合理性,或诟病巨额外汇储备的投资收益,或指责外汇储备的迅速积累带来了输入型通货膨胀和流动性过剩,或认为人民币汇率因此而承受了越来越大的升值压力,如此等等,不一而足。

无独有偶,就在中国为外汇储备的迅速积累而惴惴不安之时,除去美国和欧盟这两个在国际货币体系中拥有“关键货币”的经济体,世界上其他国家和地区也都出现了外汇储备迅速增加的情况。

在所有关于外汇储备规模的争议中,有一种意见最具代表性,即人们认为,从传统外汇储备功能角度看,中国目前的外汇储备规模已经足够应付支付进口、偿还短期债务和稳定汇率的需要;在这种情况下,继续积累外汇储备,等于将宝贵的资金低成本地放给外国使用,这是不经济的。

所谓外汇储备过多的说法,其理论基础是在固定汇率制下形成的传统的外汇储备理论。这种理论的明显特点,就是十分强调外汇储备的“务实”功能,即一旦经济受到不利冲击,货币当局就准备实实在在地用“真金白银”去满足进口、支付债务和干预汇率的需要。

根据传统理论,浮动汇率制下,各国对外汇储备的需求应大大减少。但是,亚洲金融危机和拉美金融危机之后,在全球都大规模转向浮动汇率制的背景下,全球外汇储备却急剧增长,如今已达超过7万亿美元。

这说明,在当今全球经济和金融一体化的背景下,外汇储备的传统功能已经大大弱化,各国外汇储备管理的着重点已经转变。

国际货币基金组织(IMF)曾于2005年概括了当今各国外汇储备管理的六项目标:支持公众对本国货币政策与汇率管理政策的信心;通过吸收货币危机冲击以及缓和外部融资渠道阻塞,来克服本国经济的外部脆弱性;提供一国能够偿还外债的市场信心;支持公众和外部投资者对本国货币稳定的信心;支持政府偿还外部债务与使用外汇的需要;应付灾难和突发事件。显然,在金融全球化的背景下,外汇储备主要功能之一,在于“保持信心”。而这同时就意味着,在外汇储备管理的战略中,其作为一国财富的功能得到强化。换言之,追求国家财富的增长,已经成为外汇储备管理的重要目标。

### (二) 还要结合国际货币体制来考虑外汇储备规模问题

外汇储备规模不断增大的现象之所以值得关注,还是因为包括中国在内的这些国家之外汇储备的增加,恰恰是发生在亚洲金融危机之后,越来越多的国家摒弃了实行多年的固定汇率制并迅速转向某种形式的浮动汇率制之时;而我们一向奉为圭臬的国际储备理论却告诉我们,一国转向浮动汇率制,将大大减少其对外汇储备的需求——理论与现实的巨大矛盾,需要给予合理的解释。

分析亚洲及拉美各国的汇率制度,可以明显看到,这些国家目前的汇率制度可以概括为三

种制度安排的结合,即公开宣布的弹性汇率制、(出于稳定目的)对汇率的频繁干预、国家持有大量外汇储备。这种“三位一体”的安排,是处于“非关键货币”国家地位上的新兴市场经济体总结金融全球化背景下,特别是亚洲和拉美金融危机以来,应对国际投机资本恶意冲击的实践所做出的理性选择。

之所以要公开宣布实行浮动汇率制,为的是使投机资本难以获得关于汇率变动的明确信息,从而大大弱化国际投机资本对一国汇率展开冲击的动力;之所以要稳定汇率,是因为对于非关键货币国家而言,本国货币汇率对关键货币保持稳定,事实上将使得本国经济特别是物价水平获得一种稳定的“名义锚”,从而有利于本国经济增长获得一个稳定的外部环境;之所以要保持大量的外汇储备,为的是使货币当局更灵活地干预(而不是像固定汇率制下那样单方面地干预)外汇市场,从而影响国际投机资本的预期,并据以对国际投机资本保持一种“威慑”,使得它们不敢轻易对本国货币汇率和金融市场进行攻击。总之,20世纪末以来的金融危机,主要是由国际资本流动引起的。广大非关键货币国家实行“三位一体”的安排,是应对这种金融危机的合理选择。

### (三)问题是要弱化储备增长的不利影响

外汇储备高速增长对中国经济构成的真正问题是,它推动货币过度扩张,并造成货币当局操作困难。在缺乏有效对冲工具的条件下,中国货币当局采取了发行央行票据、调高法定准备金率等一系列冲销手段来控制流动性膨胀。在发挥显著作用的同时,这些措施也备受成本过高、扭曲金融市场结构、不可自我维持、效率低下等质疑。

外汇储备增长之所以对货币供应形成不利影响,关键在于我国现行的外汇储备管理体制和机制将货币当局的基础货币供应同外汇储备的动态紧紧联系在一起,因此,解决问题的基本思路也就十分明显。那就是,应彻底改革我国外汇储备管理体制,让央行彻底摆脱其货币供应操作与外汇储备动态的联系,并由此实行外汇资产的多样化。

事实上,国家投资公司(CIC)就是为此目的而设立的。然而,这项制度安排始终深陷于相关管理部门争权夺利的泥沼中,而设立CIC的最初的和主要的目的——隔断外汇储备与货币供应的联系——则被淹没在对CIC投资项目的责难之中,同时,这种责难还导致多家管汇部门竞争性进行多样化外汇资产投资。

看起来,关于我国外汇储备管理体制的问题,在未来依然构成我国金融改革的重要内容之一。我们设想,改革的方案可有如下四策。

1. 改革政府部门功能的方案。这指的是,参考市场经济大国的实践,主要由财政当局管理外汇储备,并负责制定和实施汇率政策。

2. 分散国家外汇资产管理权方案。适当划定央行为实施货币政策所需的外汇储备,超出的部分,均由类如国家投资公司的国家机构购买和持有,其购买资金通过市场取得。

3. 工具方案。如果依然由人民银行负责管理外汇储备,则其对冲工具可以考虑改变。建议由央行发行类似香港金管局的外汇储备券或外汇基金券(外汇资产支撑债券),直观且直接地对冲外汇储备。

4. 独立基金账户方案。在人民银行管理外汇储备的框架下,将人民银行中与外汇储备操作关联的部分(对冲操作)与相应的外汇储备资产单独立账。其资产为外汇储备,其负债为央行票据。该账户自求平衡。

责任编辑:科 罗

## Abstracts of Some Papers in English

### Review 30 Years' Reform and Opening-up

—the Transformation of Relationship Between Plan and Market

LIU Guoguang (Chinese Academy of Social Sciences, 10006)

To explore how to work according to objective economic laws under socialism condition, it is important to recognize and deal with the relationship between plan and market under socialism condition, which is an issue related to the overall economy. By reviewing the history of relationship changes between plan and market during China's 30 years of reform and opening-up, the issue is systematically expatiated and expounded in this paper. It points out that macro-control under the guidance of national plan is the essential core of Chinese characteristic socialist market economy.

**Keywords:** Reform and Opening-up, Market Economy, Planned Economy

### Discussion and Progress of Significant Theory Problems

#### During the 30 Years of Reform and Opening-up

LI Xiaoxi, LIU Tao, LIU Yimeng & QIU Yuefang (Institute of Economic and Resource Management, Beijing Normal University, 100875)

This paper takes all previous Party convention, Central Committee plenary sessions' important literatures and leaders' main speeches since 1978 as a clue, takes the reform and open policy each stage most important discussions even the arguments as a subject, reviews for 30 year' economic theory progress comprehensively.

**Keywords:** the Thirty Years of Reform and Opening-up, Theory Discussion, Theory Progress

### Experience and Prospect of

#### China's Utilization of Foreign Capital in the Past 30 Years

PEI Changhong (Institute of Finance and Trade Economics, CASS, 100836)

This paper analyzes four stages and main characteristics of China's utilization of foreign capital. Based on this, the paper summarizes eight pieces of experience of China's utilization of foreign capital. Finally, it points out that the general trends of China's utilization of foreign capital is larger number, higher quality, broader industrial field and more multiple forms; especially the foreign investors' merger and acquisition investment and the attraction of service trade fields to all kinds of foreign capital will be new bright spots.

**Keywords:** Utilization of Foreign Capital, Experience Summary, Future Trend

### 30 Years of China's Finance Reform and Opening-up:

#### Course, Achievements and Further Development

LI Yang (Institute of Finance and Banking, CASS, 100732)

This paper firstly lists several important events to review the main course and main achievements of China finance reform by the sequence of time, then discusses further reform in the areas of the monetary policy, finance market development, harmonizing cooperation of the monetary policy and financial policy as well as foreign exchange reserve management system reform.

**Keywords:** Reform, Monetary Policy, Finance Market, Harmonizing Cooperation, Foreign Exchange Reserve