

# “十二五”时期中国的金融改革与发展

夏 斌 陈道富

国务院发展研究中心金融研究所

2011年6月

中国发展高层论坛由国务院发展研究中心主办、中国发展研究基金会承办，宗旨是在中外企业家、学者和政府官员之间建立起对话和交流的平台，促进中国了解世界，同时也让世界更好地了解中国。从2000年至今，论坛已成功地连续举办了十二届。

本报告是第十二届中国发展高层论坛的背景报告之一。本文作者夏斌，国务院发展研究中心金融研究所所长，国务院参事，中国央行货币政策委员会委员。陈道富，国务院发展研究中心金融研究所副研究员。

## 内 容 提 要

本报告在对“十二五”时期中国的金融环境面临的挑战进行分析的基础上,认为“十二五”期间一切金融工作应聚焦在四大目标上:国内金融业的市场化、有序的金融对外开放、稳定的国际金融环境、有效的调控监管体系。为实现上述四大目标,以经济为本、对内开放优先、金融改革与开放务必讲究节奏、次序和政策的衔接配合、谨慎引进“高杠杆”金融产品是需要遵循的四项原则;抓紧完成国内金融充分市场化任务、确立适宜的汇率制度、形成金融开放格局、调整外汇储备管理体制、重视“另一条战线”的金融事务、形成适应金融大开放的调控监管体系、合理布局沪港国际金融中心发展是需要重点开展的七项任务。

**【关键词】** 金融改革 金融环境 市场化 调控监管体系

# 目 录

一、“十二五”时期中国金融环境分析 .....	1
二、四大战略目标 .....	2
三、四项工作原则 .....	5
四、七项主要任务 .....	8
编者说明 .....	14

## 一、“十二五”时期中国金融环境分析

从今后 10~15 年的长趋势看，中国经济要保持稳定增长，面临的环境挑战主要有五个方面：

我国人口结构优势在 2015 年左右开始迅速消退，将构成未来经济增长的约束与潜在负担；环境与各种资源的约束，将增加未来世界和中国经济潜在增长的压力；困扰中国经济长期未解决的结构失衡（包括当前突出的储蓄消费结构失衡问题等），将在相当程度上伴随并成为中国经济持续、快速增长的顽疾，也是中国经济体制改革过程中贯穿始终的中心任务；可以预计，今后的 10~20 年内，以美元为主、“一极多元”、动荡不确定的国际货币、汇率体系，将是长期直接制约中国经济崛起的外部因素。加上我国金融发展长期不足，明显滞后于当前经济发展的需要，对实体经济的发展构成了较大的约束。

为了应对这五方面的挑战，需要从现在开始，进一步融入金融全球化，充分发挥金融在全球范围内优化资源配置效率的作用，提高经济增长的质量与效率。

从中期即“十二五”时期看，中国经济的发展环境又将突现过去中国以往任何历史时期所不曾有的两大重要特征：

一是美国金融危机后，世界经济秩序和国际货币体系正处于大变革时期，世界经济发展中的不确定性因素更为突出。以 20 国集团取代 7 国集团这一世界经济合作机制平台的更替为标志，世界经济金融秩序进入变革、重整的探索期。探索初期，各国之间利益、实力的角逐与博弈，决定了世界主要货币之间汇率更趋不稳定，贸易、投资保护主义倾向明显抬头，加上危机刚刚过后各国经济调整的艰难性、中期性这一内在态势，决定了今后一个时期，世界经济的增长相对于 2003 - 2007 年的高增长，将出现一个相对缓慢的增长期。经济的缓慢增长和调整时期国家间利益的冲突，必然会进一步增加世界经济发展中的不确定性和复杂性，必然会对中国今后一个时期经济金融政策的选择，形成过去任何一个“五年规划”时期所未出现过的新情况、新挑战。这表明，我国金融业在进一步参与金融全球化中，需要保持外界有一定风险隔离的情况下，加大自我发展，注重把握风险与收益之间的平衡。

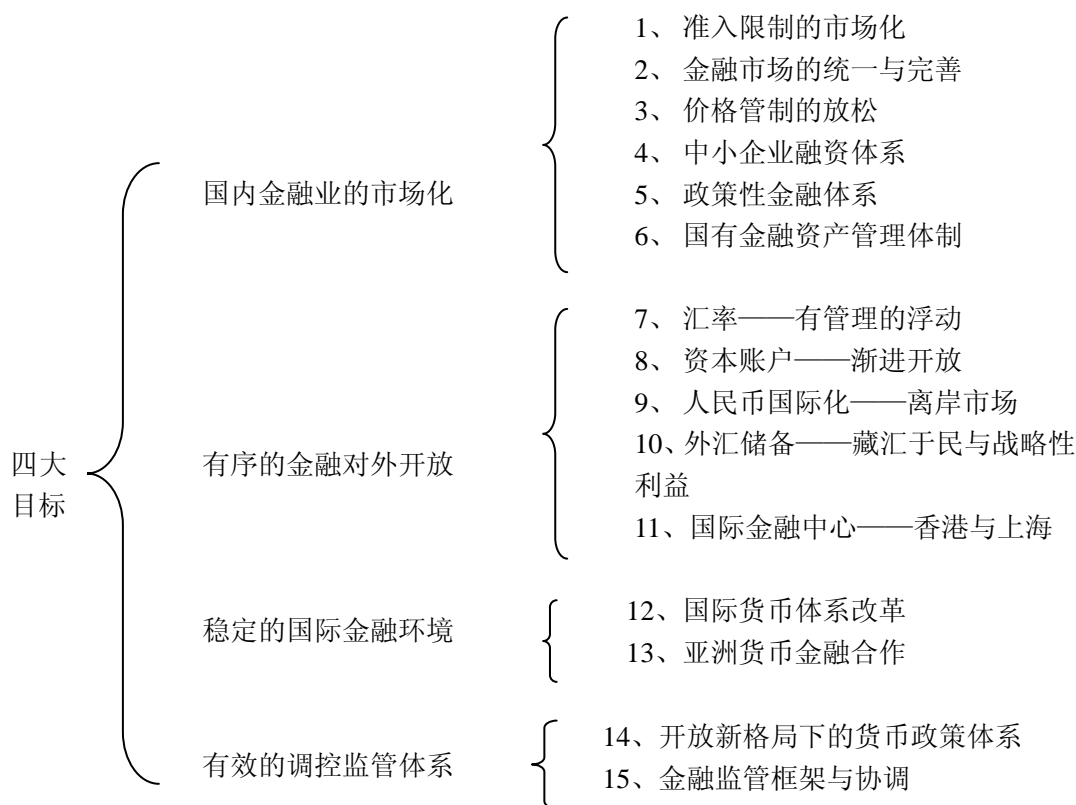
二是中国自身经济结构的重大调整，既面临着经济要继续保持稳定高增长的内在的强烈要求，同时又面临国际社会各方面的压力，以及为应对这场危机采取了部分政策措施而产生的新的结构调整压力。即将成为世界第二大经济体的中国经济，通过这场美国危机，一方面提高了我国在世界经济格局中的相对地位和话

语权，另一方面，也使我们深刻认识到，作为一个大国经济体，发展内需，特别是扩大消费，加快改变“高储蓄、低消费”格局等结构调整任务紧迫。长期性问题在“十二五”期间同样具有突出的中短期意义，是一个重要的战略机遇期和转折期，金融的改革与发展应为此作好充分的准备。同时，表现为全球经济失衡的全球金融危机爆发后，各国经济结构调整任务同样艰巨。我国已是一个贸易高度全球化的巨大经济体，其经济活动影响世界重要国家的经济，因此各国结构的调整必然也会对中国今后一个时期投资、贸易、金融等诸多经济政策的选择提出直接的诉求，形成严重的制肘，这也是过去任何一个“五年规划”时期所未出现过的新情况，而且其影响长远。因此，当今的金融改革和发展，不能再仅仅只是从国内存在的具体问题出发，进行零敲碎打，修修补补，需要着眼于未来的战略需要，进行必要的包括“十二五”时期以及该时期后的布局。

## 二、四大战略目标

要实现上述战略意图，归纳中国目前国内、国际各项繁杂的金融事务，“十二五”期间一切金融工作应聚焦在四大目标上。

### “十二五”期间中国金融改革与发展的目标与任务



**在境内，基本形成与世界第二大经济体发展相适应的、以市场为导向的金融市场、金融机构和金融产品体系。**

在今后 10 年的战略过渡期内，积极利用外资，提高国际国内两个市场的资源配置效益，仍是我国经济发展的一项重要方针。但是，经过 30 年中国经济自身发展和财富的积累，中国已成了世界上第二大经济体，同时又是世界上前五大经济中储蓄率最高的国家。如果国内能够实现充分的金融市场化，中国与其他大国经济体相比，有条件能形成能相对自我循环、基本自我满足的融资体系。因此，在有限参与金融全球化过程中，只要在对外部金融风险保持相对隔离和对国际投机资金冲击予以一定防范的前提之下，尽快放松对国内金融业几乎涉及各方面的管制，加快充分市场化、自由化改革，基本确立各类金融机构能够依市场规则自由准入和退出的机制，基本形成金融产品创新的合理生成机制，基本完善金融市场的结构框架，使我国的金融体系能基本满足不同的企业主体、不同的投资者主体，能以不同的期限、不同的形式，实现各种筹资与投资的需求，这是中国国内金融改革的最基本目标。要做到这一切，当前关键的问题，不是目前国内知识准备的不足，也不是经济领域中其他结构条件的不具备，而是决策者的认知和决策机制的滞后。只有放松各项管制，才意味着改革，才能通过市场竞争，基本生成成为世界第二大经济体进一步发展服务的合理的金融市场、机构与产品体系。毫无疑问，想尽办法尽快加快国内金融充分市场化的步伐，是中国金融战略过渡期内需要实现的四大目标中的首要目标。

**确立适合大国经济复兴要求的、有序的金融开放格局。**

中国过去的 30 年特别是近 10 年的改革开放经验告诉我们，作为今后的世界第二大经济体，要追求大国经济进一步复兴的理想，必须顺应世界潮流，参与经济全球化过程，才能不断享受经济全球化的收益。这自然包括要对汇率、资本流动的各种行政干预机制予以改革。但是，其他国家改革开放中的教训同时告诉我们，当今的世界经济，在以美元为主导的世界经济周期、货币、汇率体系影响下，世界“非中心货币”国家的政策、制度的配置，稍不留意，同样会导致这些国家经济产生巨大风险，甚至发生全球化收益的急速逆转或金融危机。因此，这些国家在汇率、资本流动管理政策等方面，必须选择适合自己发展阶段水平的，有序、有限的金融全球化政策。中国是一个“非中心货币”国家，但是中国又是一个正在转轨中的经济大国，鉴于世界第二大经济体自身潜在的快速增长速度和巨大的贸易、金融规模，为适应大国经济复兴的要求，有必要也已具备一定的条件，去追求人民币区域化的利益。又鉴于汇率、资本管理政策只能采取渐进开放的原则，人民币区域化利益的追求，只能暂时通过创建人民币离岸市场，相对隔离外部风

险，去实现有序的金融开放，即适应当时境内外经济金融状态，渐进调整汇率、资本管制政策，应有意识的围绕人民币区域化进程这一核心内容展开。这是中国金融开放的基本原则，也是中国金融战略在特殊的过渡期内，在融合汇率、资本管理、沪港国际金融中心等涉外金融内容在内的金融开放时，须始终追寻的目标。

### **主动推进国际金融合作，营造有利于中国经济稳定增长的外部金融环境。**

“树欲静而风不止”。即在埋头发展国内以市场为导向的金融业和图谋有序金融开放部署的同时，为了尽可能减少外部金融不稳定因素的干扰，加快推动全球金融合作，改善国际货币体系，同为贯彻中国金融战略核心意图中不可分割的重要组成部分，也是完成未来 10 年金融战略的重要目标之一。迄今的中国已不是小国，中国经济发展已离不开全球经济。外部稳定的环境是中国内在高增长潜力转化为现实的基本条件。因此中国必须主动充分利用现有的经济影响力，特别是抓住美国危机后中国地位相对提高的积极因素，积极推动国际金融合作。但是对此，既不应抱有过高的幻想，又要宜“小不忍，则乱大谋”，以求同存异、包容甚至作出适当妥协的态度，尽可能一点一点去实现国际金融体系的改善，努力营造世界主要国家能基本接受的，互利、共赢（尽管此“赢”对不同国家的意义并不一样）的外部金融环境。通过各项国际金融事务的合作，以一定的战略思维，在埋头搭建人民币区域化环境基础的同时，追求中国经济发展外部稳定的货币、汇率环境，确保长期增长的利益。这是在战略过渡期内，作为世界第二大经济身份进一步参与金融全球化过程时所必须确立的目标，也是过去几乎可以忽略而今后必须正视的重要问题。中国只要尽可能争取到较长时间的外部稳定环境，就能获得中华民族伟大复兴的主动权。

### **建立适应人民币区域化初步形成后的央行调控体系和有效的金融监管体系。**

随着战略过渡期内金融对外开放新内容、新特点的逐步出现，中国央行必须及时适应新的环境，清理阻碍在新局面下货币政策有效操作中的各类制约性因素。主要是探索人民币离岸市场、人民币区域化后，中国货币政策独立操作平台与政策体系的困境及其对策。抓紧完善在全球经济调整背景下，我国货币政策独立操作中的汇率、利率、资本流动制度的改革及与其它各项改革间的有效配合机制。着重选择好人民币离岸市场、人民币区域化发展后，弹性汇率和市场化利率调控工具的启用时机和力度，资本账户逐项放开的程度与方式，确保境内货币运行状态的稳定。

针对当前金融监管协调不力、行政管制过度、“金融滞后”的状况，在战略过



渡期的前期，一是必须加快市场化导向的改革，倒逼其他相关制度的改革，从中保障制度间的平衡，这是过去改革的经验。但不能犯经验主义的错误。中国的制度改革已进入“深水区”，不历经新的部分的经济不协调，不可能取得金融开放条件下新的经济协调。二是改善金融监管与协调，抓紧形成现有监管部门设置基本不变但监管协调有效的机制，以过渡到战略过渡期后期，“水到渠成”地彻底解决“一行三会”在有效监管上的部门设置问题。在到战略过渡期末的一段时间内，必须处理好加强监管与金融创新的关系，分阶段、基本清除一切不适应市场经济发展的各项金融管制。

同时，参照国际宏观审慎管理的要求，在尊重国际组织一般性原则要求的前提下，“以我为主”，适合国情，形成防范整个金融体系系统性风险的中国宏观审慎管理的目标、指标体系和组织架构。

### 三、四项工作原则

过去的历史表明，当处于复杂的环境，在对每一项任务的落实措施作出选择时，往往会无意识的疏忽一些重大的原则。特别是面临金融改革开放中大量问题决策时的摇摆不定，更是说明在金融发展的若干基本原则，有时往往模糊不清。因此，未来中国的金融发展，必须坚守体现中国经济发展的阶段性特征，有别于“华盛顿共识”、有助于中国经济崛起的四项原则：

**一是经济为本。**金融是现代经济的核心。金融改革和开放可以促进经济发展，同时，由于金融系统天生存在的内在放大功能和不稳定性特征，决定了在未来国内外动态的、复杂的经济环境下，处理不好，会对国内经济的稳定带来冲击。因此，把握金融发展的首要原则，绝不能为金融自身的开放而开放，也不能为自身的发展而发展，即不宜简单拿外国的相关数据作为评估中国金融发展的优劣标准，也不宜脱离经济发展需求，设定金融改革与开放的独立的具体指标。一切金融发展，应以国内经济发展状况为出发点，以满足经济稳定发展为前提。

**二是中国金融的对内开放要优先快于对外开放。**一个好的、稳健的、有利于实体经济发展的金融制度框架，首先是建立在一国内部扭曲的经济关系得以纠正（结构性改革）、对内充分的金融市场化基础上。特别是对于一个大国经济体而言，尤为如此。在中国当前，事实上限制经济发展的突出问题，是国内的金融压抑过度而并不是金融对外开放不够。正是不适当的金融压抑才产生了资源配置的扭曲，才容易引起资产泡沫的生成，破坏经济的平稳增长。而且，国内金融业的“滞后”或者说发展不足，恰恰是制约了我国目前金融业进一步对外开放的主要因素。不管是汇率改革，还是资本管理改革，迄今之所以不能以较快的速度推进，主要

原因是国内经济、金融结构的不相适应。因此，在中国金融改革总体进程把握上，当前尤须强调的是，金融的对内改革开放要优先快于对外的原则。

特别是在对外金融开放中，必须清醒认识到，当今世界中国际金融市场游戏规则，基本是由主导储备货币或“中心货币”发行国家所决定。而且货币与金融在国际金融市场中的运行，具有规模效应与惯性。在一定的惯性作用下，后来之上的国家如果不顾其国内金融市场是否成熟，完全按照已成路径依赖的国际市场规律运作，在参与金融全球化的过程中，相对金融弱势的后来之上的国家很难赶超金融强势国家。目前，中国尚在资本管制下的人民币地位又决定了，人民币的一切运作，很难跳出美元在世界经济周期运行中的主导局面。何况，中国国内还存在大量的金融管制和结构扭曲，需要在规则层面进行不断的调整。因此可以说，中国金融的全面竞争力与西方国家相比，还不在于一个数量级上。如果完全不考虑金融开放中对内对外的孰前孰后问题，一味加快对外开放，只能产生不利于我国金融战略利益的效应。因此在金融改革开放的次序和节奏上，要全面服从于我国基本的经济利益和长期的、赶超的金融战略意图，要考虑体现大国经济复兴意图的国家其他政策的衔接需求，不能完全为国际上某些势力集团的要求和压力所左右。

**三是转轨经济中的金融改革与开放务必讲究节奏、次序和政策的衔接配合。**从本质上说，各种政策，尤其是短期宏观政策，主要是用以帮助调节国民经济或金融体系有序循环的外部力量，更多的功能是治标而不是治本，是为实现内部经济结构的调整提供必要的条件和时间。而只有当一国经济、金融运行处于自我良性循环后，才能实现其自我累积效应并取得经济的合适增长。因此，各类政策恰到好处确定和实施，必须从实体经济和金融运行的规律出发，针对其运动过程中存在的不足和矛盾，注意把握其先后实施次序和政策衔接的系统运用。

对于中国而言，即使已经经历 30 年的改革开放，但总体上仍属于转轨经济状态，它既带有过去计划经济遗留下的“痕迹”，又带有市场经济的新特征，经济总体仍不是完全的市场经济，是带有转轨的、渐进的经济特征。转轨、渐进带来的矛盾性和复杂性决定了，有时推行一项新的市场化的政策措施，单独看，从市场经济方向而言，毫无疑问是正确的，但是由于在复杂的转轨经济体系中，市场化措施与非市场化措施在行政推动下融合，有的领域改革快一些，有的领域改革慢一些，处理不好，就容易造成宏观经济总量的失衡。另外，同样是推行一项充分体现市场化的金融改革措施，但由于整个金融市场结构或金融体系的不尽合理，而非其他经济领域存在问题，也会对宏观经济稳定带来不利的后果。因此，我国在坚持金融渐进开放中，必须正确把握好合理的节奏、次序和政策部署的衔

接配合。同时应密切关注“中心货币”国家经济运行对当时世界经济周期的影响，保留能根据本国实际情况进行随时调整的权力，以真正取得对国民经济调控的主导权。

在今后 10 年的战略过渡期内，要把握好金融改革开放中合理的节奏、次序和政策部署的衔接配合，重点要突出关注新历史阶段金融开放中汇率、资本账户管理和人民币区域化这三大战略核心内容之间的动态协调，以辩证发展的眼光看待这三者的关系。具体说：1、钉住以贸易伙伴国货币为主的一篮子货币，真正实现市场可信的有管理浮动汇率，是中国汇率机制改革的方向。但是从长趋势看，在小幅波动中始终保持人民币币值的稳定（有时有微略升值的压力），同样有助于快速推动人民币区域化进程。而且，有利于降低企业在区域贸易内选择人民币作为计价和支付手段的汇率风险，有利于人民币逐步成为东亚区内货币的“锚”和东亚区的主导货币，实现使人民币逐渐成为世界上具有价值储藏功能的长远意图。2、在完全放开资本账户管制之前实行灵活汇率制度的国家，所获得的中期效果比较好，而在汇率严重失调的环境下，资本账户管制的效果则大打折扣。鉴于此，在汇率小幅波动和逐步扩大浮动区间的过程中，视经济发展动态，仍应不排除在必要时，及时调整汇率，甚至选择较大幅度的、一次性的汇率调整，使汇率基本反映实体经济的发展状况，更是有利于加快资本账户的开放。3、虽然人民币全面的国际化，需要以货币完全自由兑换和其他条件为前提，但是在初期，不排除两者可以交替推进，在交替发展中相互促进。即在资本账户存在一定管制的情况下，通过其他政策的支持（如人民币离岸市场政策），并不影响人民币区域化逐步推进的进程。同时，随着人民币区域化程度的不断加深，也给逐渐放宽资本账户管制下的资金进出通道提供了条件。4、资本账户管制的宽窄或松紧力度，是体现汇率政策的一部分，是汇率制度的一种补充。同时，相对稳定的汇率水平，又可以减轻资本账户管制的一定压力。以上四点似乎是矛盾的，但是恰恰是今后金融开放中如何把握好节奏、次序和政策衔接配合的关键。

**四是谨慎引进“高杠杆”金融产品。**世界上多个国家金融改革开放的教训证明，在转轨时期，由于金融开放的节奏、次序把握不好或者政策部署衔接配合不好，在引进一项在成熟市场国家看来毫无疑义的新的金融制度和金融产品、技术，往往反而导致货币调控的失控和宏观经济总量的失衡。这里，并非新的金融产品和金融技术本身有问题，而是往往由于对特定国转轨、渐进改革复杂性的估计不足，对政策措施的衔接配合不够娴熟所导致的。特别是美国金融危机的爆发，更是引人深思：即使在一个高度成熟的金融市场中，宏观调控技术娴熟，然而由于放纵了大量“高杠杆”产品，同样会惹成大祸。

一个好的金融工具在不同状况下运用，并非都是好产品。这里不是一概反对引进“高杠杆”产品和各种金融衍生产品，而只是强调引进的目的、引进的时机，强调一国是否存在引进的环境与土壤，而不是其他。众所周知，同一个金融产品和技术的引进，在中国金融发展过去 30 年中的前 10 年和最近的 10 年，其宏观效应及对其的评估，会绝对不一样，如短期融资券。同一个具有杠杆放大效应的金融产品和技术的引进，在一国货币调控技术娴熟、能力具备与调控技术不娴熟、正处于失控状态的不同时机，对其是非的判断，同样又是明明白白的。例如，如果一国货币调控正处于主要依赖于信贷规模控制的阶段，加上其他原因所致，资产价格泡沫正越演越烈，此时如不问青红皂白，急于引进房地产信托产品，无疑是在加大力气吹泡沫。又如，原来属于“金融创新”的“银信合作”，在 2010 年中国信贷规模难以调控的关键时机大量涌现（后来对信托公司采取净资本管理监管措施是否恰当，又值得推敲），自然是“火上浇油”。

特别需要注意的是，在控制“杠杆率”问题上，一国越是更大程度地参与金融全球化，其金融学意义上的信用、货币、信贷规模的决定参数日益复杂化、国际化。从理论上说，高杠杆金融产品本身，不存在是与非的问题，是纯技术的因素，仅涉及信用放大的问题。但是由于一国货币当局基于不同国情下的货币调控标的，是调控信用、货币、信贷规模，还是利率、汇率？由于标的的不同，某一高杠杆产品对一国宏观经济的冲击影响，会产生不同的结果。这也正是全球经济学家从美国金融危机中深刻反思而不得其解的一个重大理论问题。经 30 年改革开放历练的中国决策者，恰恰从过去的经验教训中已朴素地认知，中国金融正处于货币、信贷数量控制的发展阶段，对每一个高杠杆产品的引进，必须考虑其“信用放大”对“数量控制”的影响度，才能保持宏观经济的稳定。

#### 四、七项主要任务

为保证我国顺利实现金融的充分市场化和有限全球化的战略，应重点开展以下七项任务。

##### 1、在战略过渡期内，抓紧完成国内金融充分市场化任务

中国金融战略之所以设置“过渡期”，是因为国内的各项金融、经济制度还不适应金融全球化下激烈的国际竞争环境。作为一个人均收入近 4000 美元、又处于快速发展的经济大国，迫切需要有一个能基本满足适应自身经济发展和经济增长方式转变的金融体系。这个金融体系首先是稳健的，并且这种稳健不再是过去以政府隐性担保和囿于“稳定压倒一切”的政治行为而取得的，也不再是在过去“金融国门始终不敢完全打开（也不可能永远不打开）的情况下取得的，而应是

能适应海内外金融市场冲击的、有内在自身制度保障的稳健。其次，这个金融体系是灵活的、有弹性的，它能根据经济不断发展需要和经济结构、经济制度的演变，及时提供新的、有效的金融服务。这唯一的出路，就是以只争朝夕的态度，尽快消除各种形式的金融管制，基本实现国内金融充分的市场化。

基本实现国内金融的充分市场化，这既是中国金融改革的基本内容，又是中国金融进一步开放的前提。

要实现国内金融的充分市场化，其主要内容是，加快和完善国内各方面的制度改革，重新审视和取消相关的各项行政审批制度，包括金融机构和金融产品能依合理的市场规则较自由地准入；基本确立多层次的资本市场框架，包括统一的债券市场、主板、二板、创业板框架和全国统一有效的产权交易市场等；利率、费率的基本市场化和汇率弹性的进一步扩大；真正建立灵活多样、适合中国广阔市场特征的中小企业融资体系；完善政策性金融与市场性金融在机构、业务政策等方面的制度建设；彻底解决国有金融资产管理委托代理机制，基本形成符合国家战略意图的国有金融资产管理“有进有出、有增有减”和绝对与相对控股的格局。

要实现国内金融的充分市场化，核心是必须放松国内现存的各种金融管制。要严格区分金融监管与“保姆式”管理，妥善处置加强监管和鼓励创新的关系。如果迟迟不放松各项金融管制性约束，只会拖延金融对外的步伐，贻误整个金融战略的实现，最后影响国民经济的可持续发展。因此，尽快实现国内金融的充分市场化，是各项金融改革开放任务中的重中之重。

## **2、确立市场真正可信的、钉住一篮子货币的、有管理的浮动汇率制度**

以我为主，建立人民币货币区，符合我国长远的经济利益。但是限于我国现有的条件和国际社会的认可程度，当前根本不可能实现。完全加入他国现有的货币区，又不符合我国作为经济大国复兴的利益。因此，只有通过其他相应政策的配合，适当限制我国货币政策机制的独立空间，同时提高政策的市场可信度，实行以钉住一篮子货币、有管理的浮动汇率制度，这是一种无奈的、也是必要和可行的选择。其方向是随着我国宏观调控能力和金融市场深度与广度的发展，逐步扩大人民币汇率的弹性，进一步拓展货币政策独立性的空间，在追求“以我为主”货币区的逐步形成中，实现人民币汇率在更大程度上的稳定。

## **3、形成以人民币离岸市场为载体、人民币区域化为核心内容的金融开放格局**

这既是中国实体经济进一步发展和平衡国际收支的需要，也是中国资本管制

渐进开放政策和有管理浮动汇率制度组合的必然。

从长远看，建立“以我为主”的货币区，需要实现人民币的国际化。从短期看，以 2008 年美国金融危机为标志，美元霸权出现逐步衰落，从削弱美元不负责任发行的负面影响出发，我国当前既有必要、也已具备初步条件去追求人民币区域化的利益。在资本账户仍存在一定管制的情况下，通过其他新制度的配合，并不影响人民币区域化逐步推进的进程。同时，随着人民币区域化程度的不断加深，也给进一步放宽资本账户管制、实现人民币完全自由兑换提供了条件。这也许在世界上并没有成功的案例可借鉴，但是并不意味着在一个大国的经济复兴过程中，这条探索之路已被完全堵死。

具体说，利用我国拥有世界上独一无二的“一国两制”、“国内境外”的香港国际金融中心地位，创造一个可相对隔离境内、境外风险传递、相对可控的人民币离岸市场。在不影响（有的是配合）资本账户渐进开放的既定进程前提下，配之以汇率制度的改革，逐步打通境内、境外两个金融市场，实现人民币部分可兑换，由少到多，逐步积累，将我国的金融市场的功能以香港人民币离岸市场为载体，中转、扩散到世界金融市场，形成有序的金融开放格局，这是中国金融开放中一项核心的任务。

#### **4、调整外汇储备管理体制，增加战略性收益**

在一个新兴国家，外汇储备管理作为日常性的工作，并非为一国金融改革开放所必然涉及的重要任务。但是面对我国 2010 年中期已近 2.6 万亿美元的巨额外汇储备，坚持外汇储备多元化运用原则，追求战略性利益，防范贬值风险，不能不是今后中国金融工作中一项既带有长期性，又为重大而紧迫的任务。因为这不仅涉及中国国民经长期辛勤努力积攒的利益问题，而且全球之巨的国际储备，其一举一动，为国际社会所关注。进一步的合理运用，还将涉及稳定国际货币体系的大局和中国金融进一步开放中良好环境的诉求。有着与其他国家金融转轨、开放相比不具有的特殊性。因此，用好巨额外汇储备，已成为中国国家金融战略中不可忽视的一项历史性的特殊任务。

要完成此项任务，一是要抓紧调整现有不适应上述目的现行外汇储备管理体制，二是必须打破传统理论上的“安全、流动、保值”这一思想框框，增加“战略性利益”内容。通过管理体制改革和管理理念的修正，寻找新的机遇，追求更多的、为确保中国经济可持续发展的战略性利益。

#### **5、以过去从未有的积极姿态重视“另一条战线”的金融事务**

讨论汇率、资本管理、人民币国际化等问题，更多的是与中国金融直接相关

的事务。中国金融战略取向分析的一个基本出发点，是基于改善目前国际货币体系的缺陷和未来世界经济、金融的不确定性。因此，同时解决好这一问题，是有助于减弱中国金融开放的外部压力，极大的有利于中国金融战略的顺利推进，因此同是中国金融战略中的另一项重要任务。而且此项任务之挑战性、长期性，是过去 30 年改革开放所未遇到过的。特别是面对中国经济在 21 世纪第二个 10 年经济增速可能明显放缓的局面，中国更须以过去从未有过的注意力，着眼于国内国际两个金融市场间的资金配置。对开放的目标，也不能仅仅局限于像过去那样仅局限于多吸引些外资、多学习些西方金融市场操作技巧之类的低水平思考，而是必须思考与顺应历史大势，未雨绸缪，主动出击，积极参与国际金融事务，努力去营造合作、互利的外部经济金融环境。

此主动、积极态度，并不意味在承认 G2 机制倡议的情况下，中国想主导世界经济，而只是为了维护全球化趋势，通过改善国际货币体系和国际金融监管，更多的代表发展中国家、新兴国家利益，推动全球经济的包容性增长。相反，若不持主动、积极态度，到头来恰恰是会影响中国金融战略的实施。

归集散见其他各章的相关内容，本书告诉我们：“另一条战线”的金融事务应包括以下几点：

(1) 应始终如一地支持 IMF 的改革，力争人民币进入 SDR 的篮子，支持 IMF 和联合国有关改善国际货币体系的新的 SDR 方案等议案。

(2) 支持各区域货币、“货币同盟”的研究和发展。

(3) 以各种方式，支持亚洲金融合作（包括“上合组织”），实现区域性风险救助机制。

(4) 以人民币跨境结算与人民币国际化为推动力，通过中国央行与各国、各地区央行的货币互换合作，以中国的经济实力，寻求全球经济稳定发展的多种途径。

(5) 中国政府有关部门应投入更大的精力，牵头组织、推动亚洲债券市场的发展。亚洲经济是全球最具增长潜力的地区，亚洲又是高储蓄、外汇储备最多的地区。通过发展亚洲美元债券市场，推动亚洲经济的发展，不仅对亚洲经济、对中国经济与金融战略的实现是有利的，而且可迂回制约主要国际货币滥发的现象。

(6) 结合人民币“走出去”进程，用好中国对外的美元援助、美元贷款、用美元购买亚洲债券等活动，促进发展中国家和东盟国家的发展，寻求在进一步推

助经济全球化、亚洲经济一体中的中国利益。

(7) 支持国际组织关于全球“宏观审慎监管”和“全球金融监管治理”的制度措施，减少杠杆效应，稳定全球金融体系和经济发展。同时要学会“以我为主”的思考，给中国经济发展多留些“空间”，不追求国际金融监管引领者的虚名。

一句话，在未来，“另一条战线”的金融事务，中国不能再是被动参加的“接招者”，而应是主动谋局的“出招者”；不能再是当议题摆在眼前的慌忙“答卷者”，而应是早已深思谋略的“出题者”。“另一战线”的金融事务，更不应是政府某个部门某个国际事务司局的“专利”事务，而是事事关乎金融战略大局，必须认真对待，相关部门紧密配合。

## **6、到战略过渡期末，基本形成适应金融大开放的调控监管体系**

随着金融战略过渡期内各项对内、对外改革开放措施的实施，今后难免会出现单个或若干金融机构的破产、国际金融市场风险的集中传递、以及随汇率浮动幅度的加大、部分人民币和外币自由进出的自由度加大、套利套汇行为活跃等现象。一句话，未来整个金融体系的风险防范将出现从未有过的复杂程度。

如何确保在金融的进一步对外开放中不受世界经济冲击和自身经济周期波动影响，保持整个金融体系的稳定，这是金融大开放格局下对货币调控与金融监管的严峻挑战。特别是这轮美国危机后，全球经济再平衡中对我国人民币汇率的压力，以及随人民币区域化进程、汇率、资本管理开放步伐加快，货币调控与监管的相应改变，已时不我待。在此期间，必须要完成货币调控由货币、信贷的规模数量调控向利率、汇率的价格调控转化的历史性过渡。要尽快结束国内各种形式的金融管制，形成充分市场化导向的金融制度体系。要尽快结束各金融监管部门协调不力、金融创新动力受阻的制度约束。特别是面对金融大开放格局，要尽快寻找适合中国现阶段特征的宏观审慎管理的制度内容和监管框架。这一切意味着，不断完善适应金融大开放的调控监管体系，是始终伴随战略过渡期的一项重要任务。

## **7、合理布局沪港国际金融中心发展，为战略过渡期结束后的中国金融大开放做好准备**

在当代，一个崛起中大国经济体的金融战略，已离不开对国际金融中心的讨论。

面对中国在战略过渡期内汇率、资本管制的渐进改革，同时又想享有人民币区域化利益的需求，自然在上海国际金融中心建设问题上困难重重。同时中国具



有“一国两制”、“国内境外”这一香港国际金融中心的现实，决定了在解决实施中国金融战略的上述困难中，对能否用好香港这一境外（是纽约、伦敦比不了）、境内（是上海、深圳比不了）的特殊优势，形成境外人民币离岸市场这一问题，存在具有现实意义的讨论价值。自然，对沪港两地金融如何布局，同样存在讨论的价值。

作为人民币区域化战略支点的香港人民币离岸市场的形成发展，其与国家金融战略的三项核心内容——汇率、资本管理、人民币区域化——既密切相关，服务于它的发展进程，又形成相对独立的运行和调控监管体系。由于该体系涉及中国资本相对管制下的外汇、外债管理，涉及汇率、利率的调控，直接影响了境内整个金融体系的稳定和金融发展的速度，所以处理好香港人民币离岸市场，进而处理好沪港两地的国际金融中心发展中的布局，是贯穿整个金融战略过渡期的一项不可忽视的历史性任务。

不论是上海，还是香港国际金融中心的发展，都是国家金融战略不可分割的组成部分。利用好境内外两种资源，为中国经济复兴所用，是上海和香港建设国际金融中心的共同出发点，因此必须互相协调、统筹发展。

在战略过渡期内，上海国际金融中心的具体地位，是由我国经济、金融发展水平和人民币区域化进程所决定的。随着中国经济总体实力的壮大和金融的对外进一步开放，上海金融中心的发展，会出现过去从未有过的速度，但是，主要仍限于资本项下有节奏、渐进开放的局限，其主要任务是做大、做深境内的人民币资产市场。

香港已是“一国两制”、“国内境外”的区域性国际金融中心，除具有旗帜性的政治地位外，同时具备成为国际金融中心的各种法律和市场现成的制度条件。借助香港现有的国际金融地位和国际社会的信任，建立香港人民币离岸市场，将人民币的国际“人气”固化下来，可加快促成国家金融战略的最终实现。在此过程中，香港可以利用国家发展境外人民币离岸市场的重大机遇，继续繁荣香港，同时为更长远时间内香港的经济结构转型争取更多的空间。

与此相关，同样海峡两岸的金融，如果以 ECIF 为契机，除了抓紧探索两岸金融机构互为准入、开展当地业务等传统银行业务外，进一步通过增加互信与理解，台湾同样可以享有香港人民币离岸业务的待遇，促进台湾金融业务的大发展。借助于海峡两岸经贸的进一步合作力量，将大大有利于中华经济圈的崛起和亚洲经济的崛起。

## 编者说明

中国发展研究基金会由国务院发展研究中心发起成立，其宗旨是支持政策研究，促进科学决策，服务中国发展。中国发展研究基金会报告就是基金会围绕宗旨资助或组织的研究活动的成果。本报告为不定期内部刊物，请读者指正。