

汇率和利率市场化

谢 平 （中国投资有限责任公司）

本文从三个方面谈对汇率和利率市场化的看法：一是汇率市场化的方向与措施；二是利率市场化的方向与措施；三是汇率、利率市场化和人民币可兑换之间的关系。

汇率市场化的方向与措施

研究均衡汇率，一定程度上是为了给汇率寻找一个基准，以评估当前汇率是否失调、严重程度如何。但根据经济学基本理论，市场决定价格。汇率作为不同货币之间相互兑换的价格，双边和多边均衡汇率应由外汇市场供求决定。目前对均衡汇率测算，学术界有三种方法：购买力平价、换汇成本、可计算均衡汇率。这三种方法都有一套复杂模型，但都没能给出一个明确、具体的均衡数值，在外汇市场上都不成立。

由于我国外汇市场不是一个充分竞争、完全透明的市场，所以我们无法确定人民币汇率是高估还是低估了。类似人民币汇率“高估 30%”或“低估 20%”的说法都似是而非。相比之下，为什么欧元汇率是均衡汇率？因为欧洲外汇市场没有任何限制，比如报价没有上下限，不设置涨停板，交易主体也不受限制，可以自由询价。所以，市场自主交易形成的汇率就是一个合理价格。

因此，如果不存在央行对外汇市场的管制和干预，那么市场交易形成的汇率就是均衡汇率，以盈利为目的的市场套利行为能有效反映自然灾害、战争等的影响。但在现代社会，央行对外汇市场的干预普遍存在。央行不以盈利为目标（主要为促进经济发展），在本币上有无限供给能力，比较典型的是日本和瑞士。但这种干预外汇市场的方式不违法，不属于汇率操纵，也是国际货币基金组织认可的。国际货币基金组织对汇率干预有一个具体定义，若某国央行不是为了盈利、套利，而是为了稳定国内货币目标，通过直接买卖外汇的方式进行外汇市场干预，就是合理的。

人民币汇率改革与当年商品价格改革的道理是一样的，要追溯到 1994 年汇率并轨体制的建立，到目前为止主要完成了四項工作。一是 1994 年 1 月官方汇率和外汇调剂价格并轨，实行以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制度。二是 1994 年 4 月实行强制结售汇制度，建立全国统一规范的银行间外汇市场。三是 2005 年按照主动、渐进、可控的原则，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。四是逐步取消强制结售汇制度，2007 年正式完成。

2005 年以来人民币汇率形成机制改革总体是成功的。国际货币基金组织在每年例行检查中，都认为中国的汇率形成机制是合理的，没有操纵汇率，但目前还存在许多限制。首先，最大约束是可兑换限制，比如居民兑换美元的上限是 5 万美元，超过限额需要报批。其次，市场交易约束，比如涨跌停板设置、报价上下限、参与会员需要审批等，这些细小约束都隐含着对汇率的影响。再次，外汇市场集中交易，不允许网下或柜台交易。最后，人民银行频繁入市干预、买进卖出，人民银行、外汇交易中心既是监管者，又是市场参与者，存在着利益冲突、收益不透明等问题。

人民币汇率市场化的方向是改革汇率形成机制，而不是让汇率接近所谓的均衡水平。具体而言，就是改革外汇市场的交易主体和交易机制，取消非市场的管制和约束，让外汇市场逼近充分竞争的市场机制，包括：放开有组织的场外外汇交易市场。1994 年以统一的银行间外汇市场取代分散的外汇调剂市场，造成了两方面情况。一方面，企业部门被排除在批发性外汇市场之外，人民银行起决定性作用，市场参与者代表性不足；另一方面，在强制结售汇以及人民币升值预期下，外汇集中到人民银行，无法“藏汇于民”。根据 BIS 统计，2010 年 4 月，全球外汇交易总额日均超过 4 万亿美元，而我国外汇交易中心每天的交易规模仅

300 亿美元左右。另外，进一步放宽对实际交易价的浮动限制（目前是 1%），提高汇率弹性，取消结售汇及其它外汇管制措施。

利率市场化的方向与措施

目前，货币市场、债券市场和外币存贷款利率已基本放开，利率管制主要体现为 2006 年确立的人民币存款利率“下限放开、上限管理”及贷款利率“上限放开、下限管理”。

市场化利率体系有三个组成部分：一是央行政策利率，也是货币政策的操作目标。央行政策利率本质上是央行吞吐基础货币及银行间调剂基础货币的价格。因为央行在基础货币上的供给能力几乎是无限的，是垄断供应者，所以能通过公开市场操作调控基础货币的价格，如美国联邦基金利率。

二是市场利率，是货币政策的中间目标，包括货币市场、债券市场和存贷款利率，有各种期限、风险、交易对手。市场利率通过资金供求形成，央行只能间接影响，不能直接调控。

三是利率传导渠道。央行政策利率应在利率体系中具有“牵一发而动全身”作用。利率传导要通畅，金融机构应市场化运作，风险定价和套利机制应能发挥作用。利率传导渠道涉及非常复杂的理论问题，如格林斯潘“长期利率之谜”（长期利率和联邦基金利率之间的关联程度下降），伯南克为此提出“扭转”操作。

对利率市场化的建议，首先，在人民币存贷款利率方面，先放开贷款利率，再放开存款利率。尽管人民币贷款利率受“下限管理”，但实际上已基本放开。大银行具备定价能力，可以根据自身的信用评估，对不同企业收取不同贷款利率。同时，大企业具备与银行谈判贷款利率的能力，优质企业还可以通过发债融资来替代贷款，企业与银行达成的各种非利率条款实际上也有助于突破贷款利率下限。

在贷款利率放开的基础上，逐步放开存款利率“上限管理”，并防范市场化过程中的逆向选择风险（即坏银行“高息揽存”）。鉴于大额存款者有较强风险识别和承担能力，可以通过发展替代性负债产品（如理财产品），放开大额存款利率。目前，根据工农中建等银行对存款来源的统计，个人一年期以上定期存款数量已非常少，原因在于现在理财产品品种非常丰富，相当于为老百姓提供了大额定期存款。而小额存款利率是否放开意义不大：小额存款与支付挂钩，利率弹性不高；小额存款者无法辨别银行好坏，利率难以反映不同银行的风险溢价，只能反映期限溢价。

与此同时，要建立人民币存贷款利率市场化的配套激励措施，包括：允许符合财务硬约束和宏观审慎要求的合格金融机构扩大自主贷款定价权；提供正向激励，让合格金融机构用好自主定价权。

其次，完善 SHIBOR 形成机制。明确 SHIBOR 定位。SHIBOR 不属于央行政策利率，而是一种市场利率，反映了信用等级比较高的银行之间进行无担保、批发性融资的利率，与货币政策的利率型工具是完全不同的概念。SHIBOR 要成为定价基准，不能由政府强制推行，只能由市场选择。借鉴 LIBOR 改革完善 SHIBOR 形成机制，加强监管，制定报价的行为规范，控制报价的内在利益冲突，让报价有更多实际交易支撑。

汇率、利率市场化和人民币可兑换之间的关系

首先，汇率市场化和利率市场化的关系。两者之间没有先后顺序，也不互为前提，都属于市场建设，都是放松对交易过程和行为的行政约束。

其次，汇率市场化和人民币可兑换的关系。人民币可兑换主要针对资本项下的用汇需求，对汇率形成有影响，但不是汇率市场化的根本条件。

最后，人民币可兑换和利率市场化的关系。两者孰先孰后，理论基础是“利率平价”。可以试错，利率先维持现有体制，根据资本项目可兑换后利率发生的变化，再研究对策，因为能对利率采取灵活的管制措施和市场调控手段，风险可控。