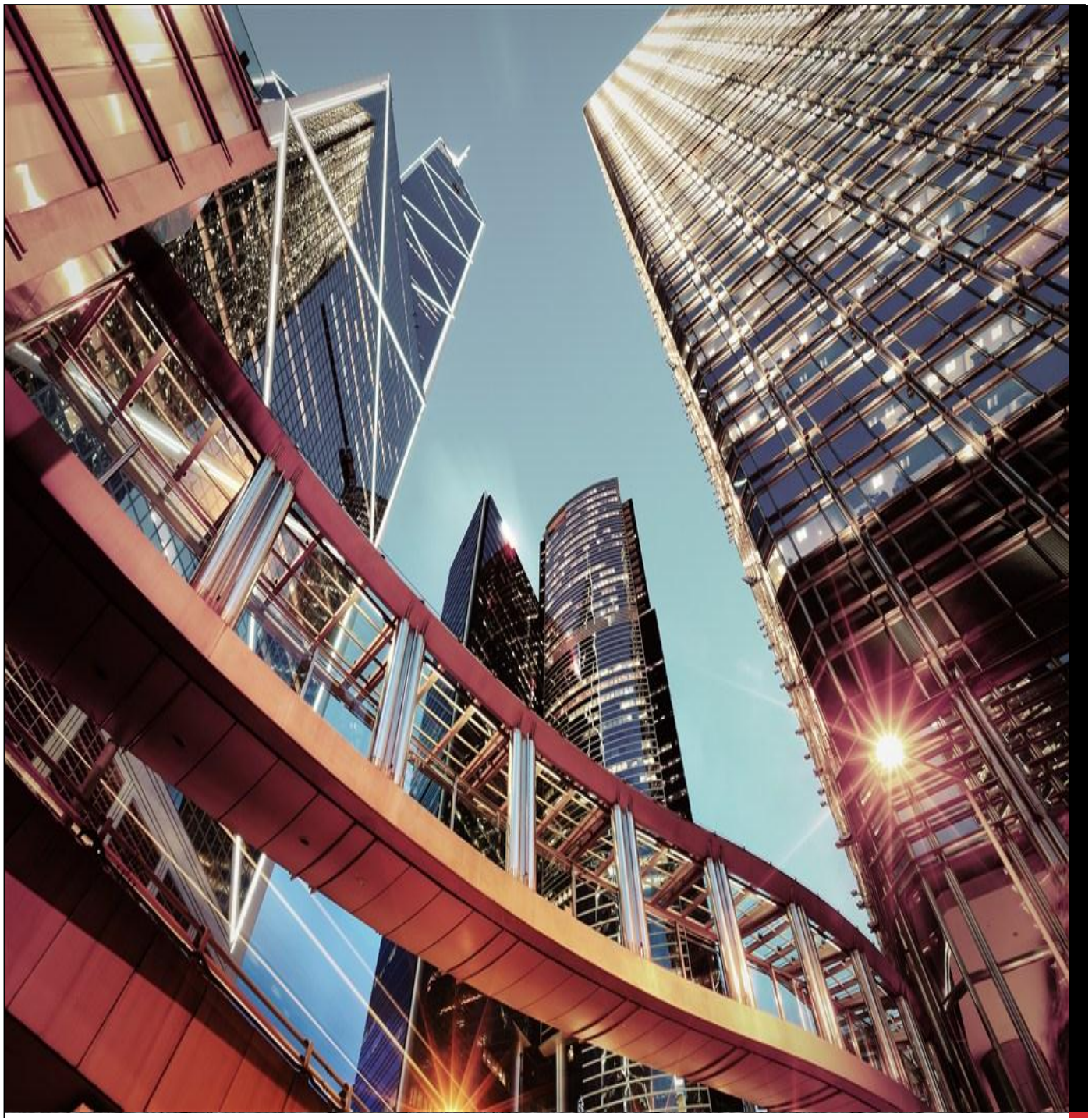

人民币与外汇市场论坛

国家金融与发展实验室

2017 年 9 月 13 日

人民币与外汇市场论坛

陆磊

国家外汇管理局 副局长

陆磊：

各位同仁、各位朋友，大家上午好！非常感谢李扬院长的盛情邀请，在一个月之前就给我安排好了今天上午的这场活动。李扬院长是我的老师，我记得在十多年、接近二十年之前，在李扬院长的指导下，我们开始做推进人民币利率衍生工具的设计，由此，在中国的金融市场特别是货币市场层面上，从思维角度或者思想层面上拉开了篇章。时间过得很快，十几年、二十年一晃就过去了，今天我们坐在这里一起探讨人民币和外汇市场的一些问题。刚才李院长说的很多观点我都是高度赞同的，这里有基本面的问题，有风险管控的问题，也有各国中央银行货币政策交互影响问题，更重要的是还有基础设施的建设问题。

李院长刚才也提到了，今天我们开这个会有一个大的背景，在今年的 7 月 14 日-15 日，我们召开了“全国金融工作会”，我有幸在过去一年半当中是起草组的成员。在我们共同来讨论未来五年中国金融发展方略的会议文件起草过程当中，其实我们思考的并不是非常具体的操作性问题，而是根本性的理论问题，为什么这么说？究其原因很简单，因为我们认为整个货币市场、金融市场、金融行业，它的发展还是有经济学的脉络的。而这种脉络，无论它外在表现形式多么复杂，但是总是存在金融发展的基本规律的。我想我们今天讨论的人民币外汇市场的发展也是客观上遵循着这样一种规律或路径的。

所以我试着在今天给大家讲三个方面的不成熟的一些想法，供在座的各位专家参考，不一定对，敬请批评指正。

第一，包括但不限于人民币外汇这样的金融市场它是存在还未破解的理论问题的。我想无论是中国还是西方世界，面临的一些共同问题都是值得我们今天坐在一起来加以思考的，有哪些问题呢？我想无非是以下几个：

第一个，作为货币当局或者作为政府，因为有些国家是财政

部、有些国家是中央银行，与市场的关系或者边界何在？这个问题如果不解决，对于货币市场特别是人民币和外汇这样的市场，相互的摆布决定了未来发展的基本方向。所以我个人认为，这是一个核心关键问题。这是因为风险或者问题导向所引致的，究其原因，我们会看到汇率的高频波动，跨境资金的大进大出，在这种情况下，一定会形成风险，而风险累积到一定程度就是系统性的，于是在价值观层面上我们就会面临一个问题，对还是不对。跨境资金流动本身一定是微观经济主体最优决策的结果，也就是说我为什么配置某种货币或者另外一种货币，这是一种选择。而这种选择一定是在最优化情况下做出的，它一定是理性的。如果这种前提假定是成立的，那么该干预吗？这就成了一个问题。所以，我觉得 2008 年全球金融危机之后，我们看一看宏观经济学包括中央银行的理论层面上的一些创新，为什么会出现以阿克洛夫和席勒为代表重提“动物精神”，为什么要有前瞻性指引，而在此之前我们更多地看的是理性预期，相信市场永远是对的。请注意，我在这儿并没有给出我的答案，而只是给出了我的困惑。因为这两者之间的摆布决定了我们怎么看即将或者说已经处于发展中的或者说新兴过程当中的跨境人民币市场、人民币的离岸市场、人民币的在岸市场，人民币与多个货币交易的价格，它对还是不对。所以我觉得这有可能在未来决定这个市场能够发展到什么程度、活跃到什么程度、进而你愿意承受多大的压力，而这种压力是否是系统性的，这都是值得我们思考的。

这是第一个，在过去我们参与全国金融工作会议的文件起草当中涉及到金融市场发展当中我们会自然而然不断地讨论以形成相应的阶段性共识，我不敢说永远的共识，我敢说阶段性共识的一个理论问题。

第二个理论问题，也跟货币市场有关，就是中央与地方的关系。我们发现，中国在金融风险层面上面临着很多问题，比如说地方的债务问题，僵尸企业问题，部门的杠杆率问题。李扬老师做了很多关于杠杆率的研究，由于李扬老师的研究，我们才充分认识到中国的杠杆率不是一个总量问题，更多的是结构问题，从居民部门看并不高，百分之四十几，从政府部门看也不高，而主要是企业杠杆率偏高。而企业杠杆率为什么会高？在一定程度上跟中央和地方的关系有关，是不是我们过度地激励了或者期望它能够获得一定的经济增长，所以通过高负债来形成产出或者说来形成资产，并进而拉动当地的经济增长，在这个领域有很多经济学的研究。

但是这跟人民币外汇市场有什么关系呢？我们把眼界放得更长远一些或者更宽一些会发现，是不是在过去一段时间我们讨论欧元，发现欧元有这样一个发展的问题。它的币值或者汇率变化，跟一个统一的货币和一个分散的财政之间是有一定关系的。在像中国这样的大型开放经济体，有很多省份的经济总量、人口规模可能达到或者超过欧元区的某一个成员国，

在这种情况下，蒙代尔当年提出的“最优货币区域理论”和相应的财政的关系，以及如何在一个中央银行层级上决定相对统一的货币政策又兼顾各个地方的发展的需要，这就需要我们走出一条比较有趣的道路，或者从人类社会角度给出相应解答的一点点线索，我觉得这是一个思考的线索。同样我没有给出相应的答案，因为无论在欧元区还是在中国，以及我们在思考美国的货币政策，它也是一个大型开放经济体，多个联储共同来决定相应的货币政策，而货币和财政之间有关联，州政府和中央政府之间在经济发展、社会公共品的提供等方面都有相应责任的分割。而这种责任分割如何在一个统一市场当中，货币市场应该是统一的，得到充分体现，并使得相应的波动和冲击能够降到比较低的程度，这是我们在优化相关的发展路径当中也应该考虑的。

第三个理论问题是境内与境外的关系问题，或者叫开放与风险的关系问题。毫无疑问，一个经济体从相对封闭走向相对开放，这个过程当中一定会考虑开放所获得的收益以及由于开放所带来的冲击，而经过相应的衡量，最终决定它的开放速度以及开放步伐，就是我这个时间点应该开放到哪一步。这样一种考量为什么在过去一段时间会成为我们思考的一个关键，恰如李扬老师刚才总结，关于我们开放当中的一个重要环节是人民币的跨境或者后来称之为人民币的国际化。作为大型开放经济体，随着货物贸易自由化，自然而然会形成对资本项目开放的诉求，再自然而然就会形成一定程度的离岸的货币流通，在贸易结算、对外投资当中就会形成对某种国家货币的需求，所以会形成离岸，而这种离岸就会形成离岸市场，而在离岸市场当中就会形成离岸价格，如果这个时候在岸价格和离岸价格背离就会形成套利，而这种套利就会形成跨境资本的流入和流出，并形成宏观的不稳定性。

所以这些问题就会引发我们思考，我们该不该、能不能控制人民币国际化的速度、节奏和时间节点。一种比较相信市场的观点肯定会认为你是无法控制的，因为这是市场主体的自发性选择。另外一种观点，会认为你应该控制、把握节奏，使得相关的风险能够降到最低。毫无疑问这两者都带有一定的理想主义色彩，在这个层面上，我隐隐约约感觉到可能应该做的是管理层与市场进行比较有效地沟通，并能够实时发现可能形成的冲击和问题，进而兴利除弊，使得我们的发展能够在一个比较稳定的轨道上。

所以如果从大面上分析，我们可以看到在过去的一段时间当中，我们为了谋划未来五年中国金融改革和金融市场发展，能够归结起来大概三个大问题，而这三个大问题毫无疑问最后都会反映到今天我们讨论的货币以及货币的国际化问题上。这是第一个层面我想跟大家讨论的，更多的不是结论，而是提出一些工作当中的困惑，而这种困惑我觉得往往是需要做理论思考的。所以正是从这样一个角度出发，我非常高兴能够看到在李扬院长的带领下，我们的国家金融与发展实验室与 CLS 携手，能够从理论和现实相结合，当前与前瞻性互动这样一

个角度为我们的金融市场发展给出一些具有真知灼见的看法和具有实操性的措施。

第二，毫无疑问，从中国的中央银行和外汇局的角度来看，过去若干年开放的步伐是既定的，也就是说从我们很早推进了经常项目的可兑换，后来又在资本项下实施可兑换的操作，到现在 7 大类、40 项当中只有极少数是没有开放的，主要是涉及个人层面的，比如说 QDII2，涉及到个人的合资投资者问题，绝大部分都是开放的。这自然而然会形成本币和外币在一个更广的范围内流通这样一个事实，所以也自然而然会提出管理层面的新要求，也就是说如何防控风险。在这里我们又有什么思考呢？这就是我今天给大家带来的第二个想法，我们处在一个变化的时代，而这种变化使得最终我们看到的资本流动、汇率的影响因子变得更加复杂和高频，为什么这么说？究其原因也很简单，我们看到，在过去一段时间，8 月 11 日汇率改革以后，为什么人民币汇率的波动变得更加剧烈？它的内在的基本面何在？我们发现，由于我们的货币跨境的额度已经很大了，离岸市场也在形成，所以各种投资者把很遥远的中国的一些微观现象作为影响币值的因素，进而决定他们的操作，比如他们很关注中国企业的杠杆率，中国商业银行的资产质量，地方政府的负债。大家想一想，在十年前或者更早一些时间，恐怕国际投资者很少会关注这些微观数据，一个银行的资产质量应该是微观数据，不是宏观数据。更多的他可能会关注，由于美国的货币政策变化，形成美元对于包括但不限于人民币在内的其他币值的影响，但是现在他开始关注你的经济基本面，很微观的层次，这就形成了对于中央银行和国家外汇管理局的一种压力，我们当初仅仅从几个变量的角度出发来观察人民币对主要货币的汇率或者人民币对一揽子货币汇率的时代可能已经过去了，因此这就需要我们从一般均衡而不是局部均衡的角度来思考问题。所以这对知识量、信息量、信息处理的速度和方式都提出了新的要求，其中一个非常关键的地方就是金融市场基础设施，它要能够实时反映各个交易者、交易者的交易量、所需要清算的额度、以及是否具有 CCP（中央对手方），以确保每一天、每一个时间节点我们的市场是相对平稳和安全的。

这是一方面，第二方面提出来的是如果大家产生一致性预期怎么办。在过去中国以货物贸易为主的时代，这个问题是不存在的，或者说这个问题即使存在所形成的冲击是相对比较小的，但是在过去的半年到一年当中我们清晰地看到，一致性预期存在的冲击力，大家知道，之前出现了人民币的贬值压力，而恰恰最近 2017 年上半年人民币相对于其他的币种又出现了比较明显的升值。在这种一致性预期的情况下，是否需要有一个强力主体形成相关的管理，这就是现在我们在探索的跨境资本流动以及金融风险的总体性风险、系统性风险的宏观审慎管理制度框架。这是一个对手家，它在大家都一致性看好什么东西的时候，给大家降降温，在大家一致性看空的时候，给大家提提劲儿。

当然刚才我跟同事们交流的时候，大家也谈到了风险管理层面其他的问题，宏观审慎管

理不仅仅是这些宏观变量的逆周期的或者对手家交易，还有一条就是系统重要性金融机构的管理，这是我到外汇局工作之前在人民银行金融稳定局工作的时候的一个主要的领域。大家也知道中国现在已经有五家金融机构成为全球系统重要性金融机构，四家是全球系统重要性银行，一家是 GSII（全球系统重要性保险公司），就是我们的平安集团，确保它们要有逆周期的资本缓冲，以解决“too big to fail”（大而不倒）的问题。所以我在此只是想明确一下定义，为什么在金融市场的这样一种波动情况下我们需要建立宏观审慎管理的制度框架。在人民币跨境对金融市场的影响力不断提升之后越来越多的变量在影响这个市场，使得需要一个更加快速的、实时的基础设施，并进而在这个基础设施的情况下反映出应该怎样进行实时的监测和管理，以防止系统性风险。这是我对于货币市场（currency market，指不同币种的市场）发展当中我们需要关注的一个问题。

第三，因为我毕竟来自于外汇局，之前在人民银行金融稳定局工作，对于下一步人民币和外汇市场的发展我们到底应该怎么看，并进而怎么干，我给出三点看法。

第一，要坚持金融市场是服务实体经济的。所以大家能看到的一系列的改革跟货币有关，比如我们搞自贸区，这些自贸区所形成的关于人民币的跨境流动、外汇管理方面的一些宏观审慎的措施，基本上仍然是立足于促进贸易和投资的便利化的，为什么是这样？就是因为在 7 月 14 日“全国金融工作会”上，刚才李扬院长已经复述的，我们开放的大的方向是不变的。我记得我们的领导人有这么一句话，他说“过去我们在货物贸易领域或者叫制造业领域，通过开放带来了竞争，由此促进了优化和繁荣。下一步在货币、金融这样的服务业领域，同样要通过竞争带来优化与繁荣”。这就解释了我刚才所说的，我们在谋划未来若干年中国金融市场的发展当中的一个问题，就是开放和风险之间应该怎么看。总的来说，它是带来了优化和繁荣的。从这样一个意义上来说，我们会观察到，更多的市场参与主体进入到我们的货币市场、债券市场、资本市场，道理很简单，中国还是一个“新兴+转轨”的金融市场体系，所以在这个发展过程当中我们发现，由于开放度不足，因此规则还不能完全跟国际接轨，所以套利这种情况就会在多个场合发生，包括我们资本市场、债券市场，都会存在这样的问题。所以开放就是一个游戏规则跟国际接近的一个过程。

第二，市场参与主体。如果有更多的中资的主体走向国际市场，同时有更多的外资主体走向中国的货币和债券市场以及资本市场，我们就会发现，“散户+羊群”行为的这样一种特征有可能得到改变，因为毕竟国际机构是经历过若干轮周期，见识过危机的，他们知道怎么样通过内部的管理、法人治理、风险管控来实现对风险的有效管理。所以用我们外汇局潘功胜局长的一句话是“开上的窗户是不会再关上的”，因此市场的开放将是一个基本的方向。

第三，价格会怎么样。通过“811”汇改以后，我们是会回到让汇率更加僵化，还是让它

更具弹性？同样，汇率更具弹性，完善以市场供求为基础的人民币的汇率形成机制，这个方向是不会改变的。所以我们现在的具体操作是要坚持优化收盘汇率加一揽子汇率变化的人民币兑美元汇率的中间价形成机制，同时应该引导实体经济更多地用相关币种进行贸易投资结算，甚至包含人民币。

作为一个总结，大家也看到了，在“一带一路”高峰论坛上，习近平总书记对世界做了承诺，要以“一带一路”为引领，进一步推动中国货币金融的对外开放，这是我们国家对世界的承诺。同时微观层面上也提到了，对于国家开发银行要增加一些额度在海外进行投资，同时，对于丝路基金要进行人民币增资，丝路基金是主要从事在“一带一路”沿线国家进行相应投资的，这意味着人民币国际化的趋势不会发生大的改变，甚至这是既定不断发展的过程。

最后一点，关于离岸市场和在岸市场的看法。我一直认为，未来理想当中的外汇市场或者人民币的全球市场，应该是统一的，只是因为时差的原因，在不同的地方有交易，但是他的参与主体应该是相同的，如果是这样就不会形成明显的离岸价与在岸价的差异，进而形成套利性的跨境资金的流动。我想这可能符合基本的经济学原理，但是我必须说明，这是我作为一个研究者自身的一点点体会，并不代表国家外汇管理局的看法。我们作为研究者都有一个本能，看到一些问题的时候就会想有没有一种可能性使他在认识上、在方法上得到某种优化，这是我改变不了的，虽然在机关工作，但是改变不了的这样的一种研究者的本能。

我就说这些，谢谢大家！

李扬：

谢谢陆磊副局长的精彩演讲。我想他用了时间不长，但说了非常重要的问题。他非常客气地先回顾了十几年前我们一起做人民币利率市场化的研究，那时候他在第一线做方案，因为我始终是一个聊的角色。现在又是在人民币汇率第一线上，所以他的这些说法都比较前沿，理论上比较前沿，实践上和政策上非常到位，大家可以很好地琢磨。

我注意他谈到这个问题，讲了好多理论问题，说到了监管当局信息的获得问题。过去我们都是宏观信息，就那么几个，而且频度不高，一年能拿到季度数据就觉得很不得了，现在都是高频数据。所以这也就是我们为什么跟 CLS 合作的缘故，因为在他们这里会有非常高频的数据，而且有微观数据，微观高频恐怕是我们今后获得信息的主体，今后很多的信息从这里得到，有一些干预其实也应当说是基于这样一个平台，这其实是一个非常大的变化。也就是说过去的宏观分析，不考虑微观的、不考虑即时变化的一些情况应该说过去了，现在变化这么快，过一年之后再拿数据做分析简直就是开玩笑。整个宏观数据掩盖了多少差别、掩盖

了多少个人行为，他这点说得非常重要。

我也很高兴，他作为我们中国最高的外汇管理当局的主要负责人之一，谈到了中国今后的离岸、在岸的统一问题，我们作为研究者有研究者的一些兴趣，这点非常重要。其实前几年，这两块实际是分开在推进，而且我不客气地说，一个国家的货币当局推动自己货币的离岸市场发展，是件很笑话的事情，离岸实际上是对你权威的挑战，是对你的规则的一个破坏和冲击。今后离岸、在岸确实要统一来考虑，没有离岸、在岸。正如我前面一开始说的，金融工作会议非常明确地说，所有的这些事情，国内外金融，金融与实体经济都要统盘考虑，所以我们希望能够有这样一个大的格局，中国未来发展就有非常美好的前景。感谢陆磊副局长！