

**编者按：**中国在国际金融体系中的战略利益何在？怎样制定中国金融战略的行动策略，以抓好、用好重要战略机遇期，积极应对外部冲击，促进国民经济持续健康发展？站在国家层面的高度，研究发展中的、更加开放的中国的金融战略问题具有重大的现实意义。基于此，我刊编辑部和国务院发展研究中心金融研究所于2011年1月13日联合召开了“2020：中国金融发展战略”专题研讨会。本专题刊发提交会议的文章，以飨读者。

## 2020：中国金融战略的主要思考

夏斌

**【内容提要】**在世界对中国可能于21世纪中叶成为世界第一大国的“未知”、“不安全”猜疑太多的状况下，中国更需要以清晰的和谐金融战略昭示天下，回答维护经济全球化趋势和全球包容性增长的命题。文章提纲挈领地论述了中国未来金融发展战略的若干问题。

**关键词：**中国金融战略 国内金融的充分市场化 涉外金融的有限全球化

当人类社会处于大国兴衰更替的漫长的历史转折时期，影响各国经济力量剧烈变化的已不仅仅局限于一些最基本的经济规则（当然最终决定力量必然是经济因素），个别事件的发生、偶然因素的累积，同样不可忽视。面对未来动荡的外部环境，各国政府特别是大国政府间的政策博弈，将影响历史的进程。加上不同国家民主力量、民主政治推进程度的不同，其博弈后政策偏离经济规则的不确定性也在加大。就此意义讲，研究一国金融战略的难点，是研究国与国之间政策博弈中各种复杂组合的可能性。因此可以说，在世界力量发生重大变化和重组的大变革时期，迫切需要的不仅是体现现代经济学的主流理论，而且需要能适应世界经济力量发生变化，同时能维持世界经济秩序的指导理论，需要的是能反映大国兴衰更替的政治经济学。对研究一个正处于转轨、崛起的大国经济体的金融战略而言，更具特殊需要的是，必须回答其战略的特殊性和策略性，即在追求本国经济利益最大化的同时，如何顺应世界经济力量和格局的变化，维护世界经济增长中的全球化趋势不被中

---

作者系国务院发展研究中心金融研究所所长、研究员。

断。战略未必一定是敌对的。战略是制定方为谋取某种利益的计划，它同样可以在基本不伤害他者、寻求和谐的情况下实现，如历史上的英国、20世纪70年代前的美国，其经济发展同样带动了世界经济的发展。今天，在世界对中国可能于21世纪中叶成为世界第一大国的“未知”、“不安全”猜疑太多的状况下，中国更需以清晰的和谐金融战略昭示天下，回答维护经济全球化趋势和全球包容性增长的命题。

## 一、未来环境对中国金融的需求是矛盾的

中国未来增长存在以下四个主要机遇：一是高储蓄率，二是工业化、城镇化，三是全球化，四是体制改革的空间。同样，也面临各种严峻的挑战。广泛而言，挑战来自于各个方向，如大国地缘政治问题，领土统一与主权安全问题，气候变化与碳排放问题，国内收入分配不公和腐败问题，民主政治改革和软实力问题，以及其他一系列国内外经济、政治和社会问题。如果就纯经济增长趋势分析，关键性的挑战又可以概括为四个方面：一是人口老龄化，二是资源、环境制约，三是经济结构的失衡，四是国际金融秩序重建中的动荡。

四大机遇与挑战，对金融意味着什么？从机遇看，简言之，要求中国金融应尽快全球化。从挑战看，存在要求加快中国金融全球化进程的需求因素，同时面对外部并不稳定的环境，中国金融的全球化绝对不能操之过急，需要保持必要的“风险隔离”和“减震”装置，存在需慎对金融全球化进程的需求因素。这意味着，汇总未来的各种环境因素，对中国金融的客观需求不得不是矛盾的：既要金融的全球化，又必须是有限的金融全球化。

## 二、现实的中国金融供给：“金融滞后”和“金融弱国”

对中国金融未来环境的分析，是需求分析。现实中国金融能供给什么？其特征是什么？作者概括为“金融滞后”与“金融弱国”两大现象。对于前者，人们容易接受；对于后者，也许有些人不赞成。

作者于2007年提出“金融弱国”，主要基于在国际比较中，一国金融制度及其运行机制不能在国际金融市场上占“上风”，即是被他国所影响进行的思考。若就此出发，毫无疑问，可列举一系列特征性现象：人民币汇率不敢自由浮动，人民币远不是可自由兑换的国际货币，这是“金融弱国”的主要标志；以及由此产生的一

系列如一国宏观调控受制于他国的“原罪”现象等弱机制问题；在国家层面存在严重的“货币错配”；从大宗原材料、能源定价的话语权看，中国还只是一个“跛足巨人”；金融市场的国际化深度与广度，仍属刚刚起步，海外资金尚不敢让其自由进出；加上国内金融的一系列行政管制，导致中国表面热闹的“金融的发展”、“骄人的成绩”，还只能属于初步的、浅层次的“自娱自乐”阶段。

### 三、战略方向的唯一选择： 国内金融的充分市场化和涉外金融的有限全球化

基于以上四大机遇与挑战对未来金融的需求分析，同时基于“金融滞后”和“金融弱国”对未来金融的供给分析，理论逻辑和现实决定了，当今中国没有其他选择。在未来一个历史时期内，或者说在到2020年前后的战略过渡期内，作为金融的总体战略方向，只能选择国内金融的充分市场化和涉外金融的有限全球化。

所谓国内金融的充分市场化是指，中国经济面对稳定增长的挑战，中国金融必须在尽可能短的时间内，从市场准入、资金价格、微观治理到金融运行，实现以市场机制为导向的资源要素配置。所谓涉外金融的有限全球化是指，在汇率、资本管理、一国货币国际化等核心问题上，未必能一步到位，按成熟、发达经济体的惯例或主导的制度运行。如果过快打开“金融国门”，全面融入金融全球化，不仅在方向上是错误的，而且是极其危险的。

具体分析，中国金融战略的核心内容有四项：人民币汇率、资本账户管理、人民币国际化和国内金融改革。在这四项内容中，国内改革是其他三项的基础和条件。缺乏国内金融（包括经济）的进一步改革，一切金融开放活动都难以推进。因为要与全球化金融全面接轨，基本条件是国内金融充分的市场化。人民币国际化，是大国经济崛起的显著标志，因此也是中国金融战略所谋求的核心内容。只有围绕人民币国际化程度的渐次推进，人民币汇率的弹性和资本管制的放开，才存在不偏离中国经济利益的最后追求。但是人民币国际化需要资本管制的基本放开为前提。而资本管制是汇率政策的一种配合，汇率政策既是推动国内经济结构改革和稳定发展的杠杆，又是国内经济、金融逐步改革的结果体现，是一个不断演变的适应过程，同样离不开其他三项内容因素的制约。因此，整个战略的实施，关键是要处理好上述核心内容在政策操作上的力度搭配和先后次序。例如，人民币国际化的推进，需要有国内改革汇率进一步趋于弹性和资本管制放开的配合，同时人民币国际化的加快推进，又可减轻汇率弹性的要求压力。汇率的渐趋弹性，既需要国内改革的配合，又给放松资本管制减轻了压力，给人民币进一步国际化创造了条件，等

等。由此可见，“有限的全球化”，是指在汇率、资本管理、人民币国际化和国内改革方面，分别逐步推进、相互配合促进中的一种交错发展，是一个逐步逼近全面参与金融全球化的动态过程。

“退一步”是为了“进两步”。可以说，“有限的全球化”是战略过渡期内的无奈选择，是为了趋利避害，在保护自己的同时发展自己，打好金融强国的基础，为金融更大的开放作好充分准备。如果用近似中医学的语言来表述“充分市场化和有限全球化”战略的核心意图，即“与虚避邪、以虚固本、固本扶虚、以虚制虚”。这里的“虚”字，更多的喻义为“金融”，“本”字更多的喻义为“实体经济”。

与虚避邪。中国过去30年的发展，既是经济全球化的参与者、推动者，又是受益者。中国未来要进一步享受经济全球化的好处，必须参与金融全球化。但是在以美元为主导的有缺陷的国际货币体系下，国际金融市场风险多端，在参与金融全球化过程中，又要尽可能避开、防范市场动荡对中国金融稳定的冲击，即参与的金融全球化是有一定的“防火墙”隔离的、有限的金融全球化。

以虚固本。通过有限的金融全球化，提高中国的金融体系效率，以支持经济结构的调整，壮大实体经济的实力与竞争力。

固本扶虚。在壮大实体经济实力与竞争力的过程中，进一步给金融体系的发展创造出更多的需求，也可给金融体系的发展提供更多的支持，以扶植、培育中国金融体系的整体竞争力。

以虚制虚。在通过参与金融全球化，壮大中国实体经济发展的过程中，提高中国金融体系的整体竞争力，实现更大范围的金融开放，逐步形成“金融强国”实力，以更积极的姿态，参与改善国际经济、金融的新秩序。

#### 四、现实的金融世界远非西方主流教科书所能概括

不管从历史还是从现实分析，任何金融问题，要真正把握其实质，或者把握相对于经济系统内其他子系统的金融系统功能的实质，必须把握以下四个方面：

##### （一）必须理解金融系统自身是一个大系统的概念

由货币衍生的一系列金融产品，不管其形态、功能如何复杂，其实质是“人类之间的一种信任”的表达。其“信任”的存在或者功能的实现，都首先存在于自身的一个大系统。这个系统的具体特征：

第一，是四维的系统。理解一个金融体系是否稳定、健康，离不开货币政策、金融监管、微观金融行为和金融开放（涉及汇率、资本流动等涉外金融内容）四个

要素。一国金融体系的具体状态，也是该四要素共同起作用的结果。四要素分别的作用力不同，可以衍生出各种复杂的组合、体现为金融体系不稳定的各种景象。

第二，金融系统正常功能有效发挥，有赖于与实体经济恰到好处的结合。须关注、明确三项内容：（1）“金融抑制”不行，“过度发展”同样也不行。客观上，一国经济处于不同的发展阶段，对金融运行形态有显著的差异要求。因此对于处在特定发展阶段的一国经济，世上所谓最优的金融系统模式，未必是最好的、唯一的。（2）一国金融系统以金融市场为主导还是以银行中介为主导，既有一定的路径依赖，也与一国当时经济本身结构有关，不存在绝对的谁优谁劣的问题。历史上的货币霸权国家，往往采取金融市场为主导的模式。因为该国金融系统的稳定运行，需要尽可能将世界其他国家纳入其主导的市场体系中，如19世纪的英国和20世纪的美国。但其后的德国和日本，尽管已跨入发达国家行列，但在国际金融市场已有的路径依赖下，只能惯性地被罩在以美元为主导的国际货币体系模式和纽约金融市场影响下，注重于发展银行中介主导的模式。并不是日、德两国不想尽快拓展本国金融市场与本国币的国际化。（3）同理，混业经营和分业经营也不存在绝对的优劣之分。如何合理对待，要视经济发展不同阶段上的金融四要素中结构平衡的需要。同时不排除在不同时期会出现分业和混业经营重点的循环。美国从1933年《格拉斯-斯蒂格尔法》，到1999年《美国现代金融服务法案》，再到2010年通过的《多德-弗兰克法案》，是对混业、分业经营持偏见者的理论的最好讽刺。

第三，是一般经济学家所不易和不愿承认的，但又是被几百年来各国金融历史所证明的，即金融体系功能的正常发挥在相当程度上取决于一国的政治决策架构和民主力量的发展。即不要过高估计金融政策这一单项政策对经济发展的稳定作用。

第四，作为逻辑的衍生，既然金融自身是一个有机的系统，因此金融系统中出现的任何一种信号，反映的应是金融系统的全息信号。只是不同的信号在不同时期，出现在人们视野中的重点、兴奋点不同而已。

## （二）金融“天生的”内在不稳定性和扩张性

导致此特质的原因：一是货币的“公共物品性”与金融使用中的“私人性”，两者的结合一定会产生“公地悲剧”，形成道德风险。二是货币金融“公共物品性”，以相对较为脆弱的、无形的“普通信任”心理因素为基础，表现为基于脆弱基础上的风险与收益的权衡。三是责任义务的不对称，容易引起货币金融的过度膨胀。四是金融系统服务的对象——实体经济——本身具有内在周期性和结构性的扭曲。由于这些原因，在不同国家的不同时期，容易引发金融的不稳定性和扩张性。

## （三）金融系统是一个动态演进的系统

对此的判断，不是局限于哲学意义上一切事物是运动的解释，而是基于金融系

统“天生的”内在不稳定性和扩张性的理解。因为存在“天生的”不稳定性和扩张性，自然会引发经济的动态波动，从而需要不断寻找金融系统改善的方案以纠正经济的动态波动。指出这一点，既有助于理解系统变革（改革）与既定宏观政策之间的关系，也特别提醒了转轨国家的人们，一切改革与开放的举措，都不是一国金融史坐标上的零点。因此在改革开放中，不要疏忽了原系统内正处于渐变到质变变化过程中某个维度的细微变化，及其对系统内互为联系体的“本质”的影响。也就是说，一项新制度的转变过程，实质上是在破坏原系统的平衡向新平衡中的转换过程，是一种新旧因素的重新组合方式。人们往往容易重视“重新组合”中的新因素，忽视旧因素是否或者如何仍在起作用的情形。更需注意的是，改革开放又是在人的头脑指挥下进行。由于人们认知“偏见”的绝对性，或用乔治·索罗斯（George Soros）的“反射理论”说，历史事实本身存在由于人的认知“偏见”的影响，因此迄今的理论永远只是对历史本质和实践的一种近似的、不精确的反映。这一切，决定了金融系统不可能不是一个动态的演进系统。

#### （四）结构主义或非平等性，是理解现代金融系统的第四个显著特质

全球的金融，是各国多种货币、多种金融系统同存的世界。在这个大系统中，各国货币、金融系统分别处于不同的地位，发挥着不同的作用。由于金融系统具有自我强化（或弱化）的特性（存在规模经济、范围经济或网络效应），自然，“中心货币”及“中心货币”国家的金融，存在“领先”优势和“大国主导”优势。该“中心货币”往往在给本国金融发展提供了境外空间的同时，还引导、决定着“非中心货币”国的货币与金融的制度及走势。这在金本位时代也是如此。指出这一特质，特别提醒正处于转轨、“非中心货币”地位的国家，在制定一国金融对外开放战略（主要是汇率、资本管理政策）时，尤须予以充分的关注与小心。

指出这些特质，不是给“阴谋论”提供任何理论根据，只是想告诫善良的人们，现实的金融问题及金融系统是复杂的，绝对不能天真地、书呆子式地，就某一具体的金融问题而论金融问题，应持有系统的、动态的认识视角。尽管如此，由于人类的认知局限，人们还可能只是在逐渐逼近金融的本质。

## 五、战略过渡期内必须选择有管理的浮动汇率制度

一国选择什么样的汇率制度，实际上是在寻找于本国最优的货币区边界。其中，大国、小国，发达国家、发展中国家对此的选择，又会有不同的利益视角，也不存在理论上的唯一性。因为大小不同的经济体，对整个世界的供求产生的冲击完

全不一样。大国经济体在一个货币区内无法“搭便车”。从历史角度看，大国经济体同样存在汇率制度的选择。不过在其不同的发展阶段，出于内外平衡的要求，对汇率制度的选择，实际上是在决定着当时国际货币体系的主要特征。不论是在金本位时期，还是在布雷顿森林体系时期，抑或在当前的浮动汇率体系时期，其拥有的是更多的“坐庄”式的货币稳定机制。相反，由于货币的网络和规模效应，决定了小国特别是经济开放程度较高的小国，在汇率制度选择上的灵活性空间并不大，不得不将自己置身于大国所设定的国际货币、汇率体系中，选择相对适应本国情况、种类有限的某一汇率制度。而且在一般情况下，因为市场大势的作用，市场投机力量和国际合作往往都支持大国“中心货币”的基本稳定。对处于“外围货币”的小国，不但较难获取货币合作，甚至投机努力也是顺周期的。因此，对小国货币来说，往往需要通过汇率以外的额外稳定机制（如资本账户管理）来保证宏观经济体系的稳定。相比发达国家，由于发展中国家在国际经济分工中的不利地位、自身市场的不完善、货币错配和“弱币”的地位，更是决定了汇率选择中的困境。无奈，作为对汇率制度的一种补充，往往实行资本账户一定程度的管制。

因此，固定、浮动汇率制度到底谁主沉浮？历史上，西方学者分别以金德尔伯格（Kindleberger）和弗里德曼（Friedman）为代表的两派争论，始终难有定论。现实中，两派理论在世界上的不同国度内使用，也是各有利弊，需要视条件而权衡。恰恰在世界现实金融中，大量存在的是中间汇率制度，是固定汇率和浮动汇率的组合。对此，全球现存的各种汇率理论中，没有任何理论能否认，一个国家不能实现波动幅度适中的目标区汇率制度；也没有任何理论能说服，任何一种汇率制度适合所有国家的所有时期。威廉姆森（Williamson）的研究也表明，角点汇率制度（货币局和浮动汇率制）同样难以避免危机的形成。

中国未来的5年、10年内，到底选择什么汇率制度？从根本上，应选择适合一个正在崛起的大国经济体可保持经济稳定发展的货币政策框架。简单选择钉住某个货币的严格固定汇率制度，或者选择完全浮动的汇率制度，都不符合中国利益。因为钉住他国货币的固定汇率，不符合大国崛起的战略需求。从长期看，与中国经济规模相当且经济结构雷同的国家几乎没有，人民币不适合完全加入国际上现有的某一货币区。且从20世纪90年代以来，中国经济波动独立性增强，外在的波动影响逐渐减小，以他国货币政策作为中国货币政策的名义锚，不利于中国经济的稳定。而中国的宏观调控能力及市场的发育程度也不支持采取完全浮动的汇率制度。同时，海外许多文献研究表明，鉴于亚洲国家在贸易关联度、经济周期的相似性，在中长期内，亚洲具有设立独立货币区的潜在利益，而且人民币能在其中发挥关键性作用。但是在当前阶段，人民币直接充当亚洲关键货币的条件又尚不具备。

因此，在战略过渡期内，选择有管理的浮动汇率是中国利益之所在。其好处一是尽管美元政策并非完美的政策，但其在国际上的信任度仍是其他任何一种货币难以比拟的（尽管在危机复苏中仍存在短期的贬值风险）。人民币与美元保持相对的稳定（注意：是指相对），“搭便车”、借助对美元区的信任，既可以“进口”美元的影响力，又可以“借船出海”，让国际社会有机会认识人民币、使用人民币，并在此过程中逐步脱离美元，成为世界能接受的独立货币。二是有管理的浮动汇率有助于及时释放人民币的升值压力。这一既体现“有管理”，又体现“浮动”的汇率制度，是基于中国经济未来仍具有较高潜在增长率下实际汇率升值的需要。三是选择这一汇率制度可给国内的经济结构调整与转型提供适当的条件和时间。特别对中国这样一个既是大国经济体，又处于复杂的转轨期的经济体来说，汇率制度选择的谨慎性和渐进性更显重要。四是即使是选择这一制度，在后危机时代，对中国汇率制度改革所需的配套政策，仍需要有清醒的认识和及时的制度安排。

当然，作者指出选择有管理的浮动汇率制度，其具体含义是雷同于但又稍区别于现行的政策内容。一是要确立一定时期的中心汇率，但可以不公开。同时，不排除可适时、主动进行若干一次性的调整。二是“一篮子货币”的内容，先期应以美元为主，视情况发展，调整“篮子”内容权重。随着时间推移，当调整到一定程度后，也就无所谓中心汇率了，而是逐步逼近实际有效汇率。三是在实行中心汇率制度过程中，必须择机、逐步放大汇率的浮动区间。通过逐步地、不断地放大浮动区间的过程，慢慢弱化中心汇率一次性调整的频率。四是上述操作过程与细节，同时必须要与人民币区域化过程相配合。只有在此配合中，才能加快放松资本项下管制，进一步增强汇率弹性空间。五是在整个逼近有弹性的浮动汇率过程中，作为“弱势”人民币的崛起，应始终保持微弱的升值压力，起码是币值的基本稳定态势。

## 六、中国必须仍然坚持资本账户渐进开放的原则

国际上大量学者比国内一些学者更坚定地认为，资本账户开放确实能促进经济发展。但是，这是有条件的。如果假定条件不成立，对经济增长的效应同样是不确定的。资本账户开放与危机之间的关系，并不是简单的“促进”或者“阻止”的关系，但是资本账户开放对金融危机有一定的催化作用。

未来中国必须坚持资本账户开放，是因为中国的经济全球化需要金融全球化的配合；中国未来面临的经济、金融发展中的重大挑战，需要在国际金融市场环境中解决，如环境、资源的约束，居民财富高积累后的投资回报；人民币国际化战略需

要资本账户进一步开放的配合；随着市场开放度的扩展、资本账户管制有效性下降后不得已的选择。然而，中国资本账户充分自由化的各种条件又还没满足，简单地扩大市场边界并不能给本土市场带来效率。如果不坚持“以我为主”原则，有可能被迫融入别人市场，不但不会提高本土市场效率，甚至会产生负面影响。

因此，坚持主动性、渐进性、可控性，是中国资本账户开放的核心原则。这一核心原则主要体现在五个方面：一是在人民币汇率波动区间扩大到一定的幅度，并在基本达到市场均衡汇率水平之前，仍宜保持对资本流出入的一定规模的控制。二是资本账户开放一定要与国内市场化改革的进程相衔接。具体包括：要素价格机制改革、服务领域改革、政府职能转变和税制的改革以及金融业充分的市场化改革，使得把包括金融市场内在的由信息不对称所引起的外部性，尽可能控制在市场可承受的范围内。三是资本账户的开放应结合人民币区域化的进程。虽然资本账户开放不能以人民币区域化为单一目标，但可以沿着人民币区域化这一主线相互配合，逐步实现。未来几年内，资本账户开放既可以在以外币为主的环境中实现，也可以在逐渐以人民币为主的环境中实现。这也许是中国资本账户开放区别于一般转轨国家的显著特点。原则上，今后凡是允许以外币进行的资本跨境流动项目，也应允许人民币进行。四是资本账户开放要与加强宏观审慎监管、提高宏观调控的灵活性相适应。具体讲，面对逐步开放后的巨额跨境资本流动以及可能产生的巨大套利压力，往往会出现原来以数量、行政调控为主的宏观调控有效性直线下降的现象。因此，必须作好充分准备，推行宏观调控手段转向以价格、间接（以激励约束机制为基础）工具调控为主。五是对不同时期、不同类型的资本跨境流动，应采取不同的管制思路。其中，对非法及因政治因素的资金流出入，不是以通常的资本流动管理方式进行管理，而应通过反洗钱的方式解决。

## 七、大国经济体的崛起，必然要求加快人民币区域化进程

当今的中国，如果面临世上存在一个稳定的国际汇率制度，存在一个平等、稳定的国际货币体系，那么中国在崛起过程中，未必一定要去刻意追求人民币这一主权货币的国际化。问题是，当今的金融世界并不太平，问题太多。要避免现实金融世界对中国发展的负面影响，人民币的国际化是迫不得已的追求。当然，人民币要实现完全的国际化，即成为世界主要储备货币，这是一个漫长的过程。但是，基于国内外经济发展的长趋势需求，从现在开始仅是着手启动，则应为中国今后10年金融战略布局中的重要一着棋。其意义在于：第一，就中国而言，当前追求人民币

国际化，为的是满足继续推动经济全球化，维护世界和中国经济增长的需要。因为维护经济全球化，各国货币间汇率的稳定是一项基础性条件。面对美国经济的严重问题和国际货币体系的缺陷，世界在呼吁，必须改革国际货币体系。在美元霸权这一现状下如何改革？不可能寻找到最优解。因此，寻求多元的国际储备体系，是全球经济今后一个相当长历史时期的无奈选择。正是在这一世界呼吁背景下，作为世界第二大经济体的中国，经济仍在快速增长，贸易额全球第一，在逐步成为世界经济“主要驱动力”的亚洲区内，中国贸易更是惊人发展，且人民币币值稳中略升。这一切自然告诉历史，如果人民币能够国际化，则是稳定经济全球化的一种期盼，也是亚洲经济的福音，因此也是全球经济利益之所在。这是中国当今在追求人民币国际化中，要向全世界宣示的首要意义。

第二，中国经济要保持均衡、持续增长，同样需要人民币国际化。自20世纪80年代以来，资金短缺，因此出口导向、积累外汇，是经济起飞的必需。其后，国力壮大中的兴奋、成长中的经验不足和增长轨迹的惯性，中国经济因为政策的疏忽或者说不自觉地被卷入美国政府错误政策所引起的前20年全球经济的“过度繁荣”中，积存了大量美元，扭曲了结构的均衡，带来了大量隐患，表现为中国及世界增长的不可持续。另一方面，面对已形成的中国巨大产能以及危机后美国过度消费的中断，中国要想继续维持相对高速增长，尽可能实现中国经济的潜在增长率，对世界经济增长多做贡献，则必须通过人民币对外投资、买方信贷、人民币清算等方式，适度扩大中国政府发挥在全球范围内的政策调控影响力，把巨大的产能释放、分配到亚洲、非洲等新兴国家，培育这些国家新的投资、消费能力，才可能稳定亚洲及世界经济增长。此角色，雷同二战后不久的美国及美元经济，是全球经济发展的需要。

第三，追求人民币国际化，可以全面提升中国金融体系的效率。人民币国际化，要求中国金融必须进一步对外开放，这会强烈促使中国金融业改变中国“金融滞后”与“金融弱国”的现状。历史已经证明，这一切意味着，会倒逼、促进中国金融的改革与开放，会加速提高金融效率。

第四，从人类金融史看，大国经济体崛起的本身，迫切需要与本国经济开放度、国际影响力相一致的国际化货币的支持。历史上一个经济大国的崛起，其货币往往成为国际货币。特别是在信用货币时代，没有本币的国际化，所谓大国的崛起几乎是不可能的，也是不完全的。

第五，追求人民币国际化，也是防范经济运行风险的迫切需要。面临当今美元主导的有缺陷的国际货币体系，人民币国际化起码有助于防范大国经济运行中的三个风险：一是流动性风险，因为中国政府毕竟是人民币的“最后贷款人”；二是货

币错配下市场价值波动的风险，因为以外币标价的资产风险，本质上是将本国部分金融市场的调控权让渡给了外国政府；三是定价权风险。因为基本不受货币发行约束的发行国，在资金上拥有相对的优势，短期内在相当程度上可以摆脱世界市场相关交易的定价权被别人掌握的风险。

第六，人民币国际化也是有助于应对当今国际货币体系缺陷的有力手段。当前美元发行不受约束，以美元为主导的国际货币体系存在诸多缺陷，因此，全球在纷纷呼吁，要改革国际货币体系。从未来世界货币体系演变看，建立“超主权货币”自然是最理想的。但是在建立这一模式之前，恐怕有很长很长的路要走。如果把人的私欲放大到民族、国家，还真不知道该模式何时能建成？也许是人们永远憧憬的理想。因为“整个货币史的一个共同主题是，最重要的金融大国拒绝对国际货币进行改革，对自己是有好处的，因为改革降低了自己货币的垄断力量”（Robert Mundell）。因此，较现实的选择，只能是形成实力相当的多种国际货币，在互相竞争中，形成有制约的均衡格局。而人民币已成为世界上相关国际组织和专家所期盼、所预测的一种制衡因素。

尽管人民币国际化存在客观的必要性和巨大的潜在发展空间，但人民币国际化不可能一蹴而就。然而在当前，人民币已具备区域化的初步条件。在2020年前的战略过渡期内，人民币国际化的目标，首先是追求区域化。区域化只是表明国际货币使用中地域的局限，并不意味国际货币在功能上有任何质的差异。

如何区域化？作者自2009年以来在反复宣传，关键是落实三条思路：一是先要想尽办法让人民币走到境外，如采取人民币境外投资、买方信贷、对外援助、央行互换计划、QDII中增加人民币额度等。二是鉴于中国资本项下未完全放开的现实，可以先让人民币在境外像其他自由兑换货币一样，开展存款、贷款、结算支付、资产管理、汇率避险等全方位业务，在境外形成一定的自我循环规模。三是要让境外机构和自然人愿意持有、投资人民币，必须要做到，让境外持有人能享受或部分享受中国经济高增长的收益。这就需要打通境内金融市场与境外金融市场在有控制前提下的“管道”。如允许境内机构与企业在境外发行债券、QFII中增加人民币额度、允许境外人民币基金投资境内实体、债券市场等等。基于人民币既要区域化，资本项下又未完全打开的现状，开通境内外市场的“管道”，只能是有限的、逐步的实现。因此，在战略布局上，可在中国政府可控的境外的香港，形成人民币离岸市场，成为国家金融战略的重要支点。这是一个较好的选择，当然，也是在“有限全球化”这一金融战略方向下迫不得已的选择。

最后，同样需要关注的是，既然人民币国际化是修补当前国际货币体系的措施之一，因而，对于现在世界上一切有利于此目的的其他动向，中国政府应以同样的

战略眼光，给予充分的关注与支持。譬如，IMF的改革、SDR中的人民币份额的增加、其他地区“区域货币”、“货币同盟”的探索、亚洲金融诸内容的合作，等等。

## 八、必须抓紧修正外汇管理的原则

长期以来，受西方主流教科书及中国过去长期外汇匮乏的历史影响，外汇储备的运用，一直强调“安全、流动、保值”的原则。这在一定历史时期，无疑是正确的。但是目前中国坐拥如此巨额的外汇储备，这一原则是否仍然正确？是否要修正？从国民总体福利角度出发，这要回答，一是中国是否存在“超适度”的外汇储备问题？二是这些“超适度”的外汇储备能否用于与上述原则不相吻合、但属于体现国家战略性利益的方面？三是如果可行，又何为战略利益？如何实现？相应的管理体制也应作出配合？

对于第一个问题，在美国金融危机、美元存在贬值风险压力下，几乎已不存在争议。<sup>[1]</sup>

对于第二个问题，尽管中国政府其实已在部分地实践，但仍有相当多的人，存在不少犹豫与不同意见。认为外汇储备是央行通过向市场投放货币买来的，是央行的资产，“不能动”。殊不知，既然是央行投放货币买来的，为什么市场（包括政府）如果再用人民币（包括发债筹人民币）向央行购回就不可以？就不能称为合理的市场行为？何况，如果市场主体用人民币向央行购汇，用于进口和境外投资，还可减少境内货币供应过多的压力，提高国民净福利和企业竞争力，并不妨碍央行对资产负债表风险的控制。有人甚至担心，动用国家外汇储备，会危及国家金融安全。什么叫金融安全？其实对超适度外汇储备进行合理的战略性使用，不仅不会危及金融安全，相反，运用得当，有助于宏观结构的平衡，提高实体市场的竞争力，恰恰有助于提高中国整体的金融安全水平。而且用于战略性的外汇，仅仅是整体外汇储备在保持充足流动性需求的前提下，对一部分“超适度”外汇进行的再使用。

要修正中国外汇管理的原则，应重新明确外汇运用的具体顺序：首先，保持必要的外汇流动性，以满足平衡国际收支的需要；其次，用一定的外汇干预外汇市场，满足汇率调节的需要；再次，服务于国家经济可持续发展的目标，获取战略性利益（包括提高国民福利水平）；最后，再有多余的外汇储备，可用于获取相对较高收益的金融投资。这里，把类似目前中投公司增值投资的业务，列为最后一项，

[1] 作者在2006年提出，中国当前保留7000亿美元外汇储备即较为适度，超出部分应加快多元化运用的速度。

是因为必须看到，前三项外汇用途对中国经济可持续增长的重要性和战略性。当然，不排除也许中投公司目前的投资项目中，已部分包括了满足上述前三项目的的使用。这也恰恰证明，中国外汇储备管理原则必须进行重新修正与明确。

什么是外汇储备运用中的战略性收益？作者认为，只要是有利于中国经济保持长期稳定增长和国民福利提高的关键性、长期性、重大性因素，均可视为战略性利益。具体说：

第一，有利于解决国民经济中多年积累的突出结构问题，如用汇购买国外先进的技术和重大设备。

第二，有利于解决困扰中国的环境、资源问题，如用汇购买关键性资源。支持国内企业参股、并购海外能源性企业、关键性原材料企业，用汇进口治理环境污染的重大设备与技术，提供排污、治理土地沙漠化等公共产品。

第三，有利于为中国经济进一步崛起和成为金融强国打基础的外汇运用，如大力培育跨国的、关键性的金融机构，通过外汇支持在境内外实施兼并、或在境外设立分支机构。从人民币国际化的长期战略出发，不断择机增持黄金储备。

第四，有利于防范外部动荡对中国经济的意外冲击。如通过加强亚洲金融合作，谋求国际储备体系改革中的国家战略性利益，包括通过货币互换等方式，用外汇支持亚洲、非洲，上合组织成员国，维护其经济、汇率的稳定。这不仅可防范其可能发生的风险向中国传递，同时中国可实现在与这些国家一体化经贸活动中的稳定收益。追求国家战略性利益，还包括用美元储备支持亚洲融资市场和亚洲实体经济发展，减弱亚洲及中国的美元储备不断回流美国，造成美国短期资金跨境频繁进出亚洲各国的频率，以减轻虚拟经济和资产泡沫的形成压力，削弱美国“双赤字”政策下过度膨胀的虚拟资产规模对世界经济带来的不稳定影响。还包括用外汇储备谋求参与国际货币体系改革的战略性利益。通过购买IMF的债务，完善IMF的融资实力，扩大中国在IMF的份额和力争人民币进入SDR的篮子。以上这一切都有利于中国经济进一步崛起中所需的汇率稳定环境的形成和连续。

第五，有利于提高国民福利水平的外汇支出。如包括作者早先提出的，用少量的外汇支持社会保障体系的建设，或直接进口改善居民医疗水平等的重大医疗设备（2009年作者听说中国一些地方政府仍在接受美方的大量美元贷款，以购买重要的医疗设备），以投资入股等方式下划有关单位，有偿经营。

在强调外汇储备战略利益的同时，必须另外强调两点：

第一，首先要处理好官方巨额外汇与“藏汇于民”的关系。尽管中国官方外汇储备近几年一直为世界第一，但与同为出口大国的日本、德国相比，在一国对外净资产持有额中，2007年末，官方对外净资产（主要是外汇储备），日本与德国分别

为44%与14%，中国却高达150%。这种状况决定了，一是因央行大量购汇而形成了国内货币供应的巨大压力，二是增加了国家集中持有巨额外汇的风险。因此，改变中国目前外汇储备官方为主的结构，发展与丰富国内金融市场，“藏汇于民”、“由民用汇”，应是修正中国外汇管理原则和寻求战略性利益过程中或过程之前，必须要解决的另一个重大政策问题。如何发展和丰富国内的金融市场，由“藏汇于朝”部分转向“藏汇于民”，具体的政策调整作者曾有详细的阐述。在这样的政策调整中，决策者要相信，经历多年市场化历练的民间力量，在用汇收益上，并不亚于官方。而且，这历史性的一步，是早晚必须迈出去的。同时，民间用汇的过程，又有利于国内货币供求的平衡和国际收支的平衡。其储备风险分散在各经济主体，也有利于减轻国家集中承担风险。

第二，要认真重视不断增持黄金储备这一中国崛起中的战略意图。简单恢复金本位这一不可能的浅显公理，众人知晓。地球上16.3万吨左右的黄金存量中，可交易黄金仅占17%，远不能满足当今世界贸易金融交易的需求。增持黄金的意图，不是出于黄金比较美元、欧元等信用纸币，何种资产增值或贬值的短期相对利益的思考。增持黄金主要是出于人民币国际化的长期战略思考。在漫长的国际化过程中，一国信用货币要从国内货币走向国际货币，生产能力、贸易规模、金融市场的广度与深度，以及币值稳定等因素固然重要，但是一国是否具有相当数量的“最后清偿力”，也是不可忽视的基础条件和不可或缺的保障。从历史上大国货币兴衰的角度看，不管是早先的英镑，还是后来的美元，在其崛起之初，无不都在努力创建作为最后清偿力的黄金基础。伴随英镑的衰落，黄金占英格兰银行发行的英镑纸币的比例呈直线下降，由1914年的148%下降到1919年的21%。同时伴随美元的崛起，美国黄金储备占美元纸币的比例，却是在直线上升，由1914年的0.59%上升到1939年的278%。即使在美国爆发“百年一遇”金融危机的今天，财政经济形势陷入如此困境，美国政府仍是不愿采取割爱一盎司黄金的措施，而是不断通过发纸币，在全球范围内寻找出路。<sup>[1]</sup>可见，黄金在战略保证的重要意义。因此，中国政府在黄金等贵金属态度上，绝不能短视，绝不能仅从三年五载的短期经济利益出发。

要实现以上外汇储备的战略性利益和真正的多元化运用原则，中国当今的外汇行政管理体制也必须予以调整。长期以来，由于外汇匮乏，央行（外管局）作为外汇管理的唯一机构，不存在任何的不妥。但是，随着外储的不断增加，一是国内的货币调控越来越难，二是面对仍在不断增长的巨额外储，从国家整体利益和战略利

[1] 2008年12月3日，作者在会见美联储理事沃什时问道：美国政府目前巨额财政赤字，拼命发债，为什么不可以卖些黄金？沃什答道：当我们危机了，走到美联储地下室看到“黄澄澄”一堆时，我们心里就踏实了。可见黄金的战略性价值。

益出发，为满足上述外储运用的四项“顺序”内容，显然，继续由专责宏观调控的央行（外管局）一家机构负责，同时兼负大量日常、复杂的普通投资和战略性操作职能，明显力不从心。2007年中投公司设立后，应该肯定其在外汇多元化运用方面进行的大胆实践和探索。但是，根据上述四项“顺序”内容中第三条战略性业务的操作，涉及石油、资源、重大设备与技术等国民经济多行业、多领域、多个管理部门。外汇如果仍由单一行政部门操作，已明显难以实现国家战略的布局谋划和具体的部署实施。因为在中投公司内，多为金融、投资等金融人才，存在以下显著缺陷：一是人才偏窄，经验不够，力不从心；二是多元化运用中，部门间协调乏力，效率低下，会错失良机。为此，有必要迅速在国务院下，成立国家海外资源投资委员会（不是仅限于能源的、2009年成立的国家能源委员会），由国务院下属相关部门参加，统一研究、谋划巨额外储用于第三项目的总额度，以及确定分别用于石油、其他矿藏资源、重大设备、技术等领域的具体额度及调整的原则。并在该委员会下，分设不同行业投资组，吸收相关企业、机构参加，负责情报信息的搜集分析、规划协调前期的投资事宜与部署外汇资金的具体筹集事宜等。

整个外汇储备在渐次满足上述前三项目的后，剩余的外汇再运用于上述第四项目的，即继续由中投公司为代表，负责、寻找更高的金融投资收益。

## 九、必须以前所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，是基于改革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，极大地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世纪第二个十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、积极的态度，并不意味着在承认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，通过改革国际货币体系和国际金融监管，

更多地代表发展中国家、新兴国家利益，推动全球经济的包容性增长。相反，若不支持主动、积极态度，到头来恰恰会影响中国金融战略的实施。

作者认为，“另一条战线”的金融事务应包括以下几点：第一，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和联合国有关改革国际货币体系的新的SDR方案等议案。第二，支持各区域货币、“货币同盟”的研究和发展。第三，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。第四，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。第五，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。第六，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，寻求在进一步助推经济全球化、亚洲经济一体化中的中国利益。第七，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”；不能再是充当议题摆在眼前的匆促“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。

## 十、国内各项金融改革必须聚焦在两个战略视角

讨论中国国内的金融改革，是一个范围极广、内容极丰富的命题。即使不从作者前述的金融是一个“四维”的“大金融系统”概念出发进行讨论，而是仅从一般教科书所述的“金融体系”概念出发，金融——也是包括由各类金融机构所组成的金融机构体系、由各种金融产品工具在其中运行的金融市场体系，由主要体现为各种法律制度的金融调控和监管体系所构成。而且，如果进一步就某一子系统之中的各项内容再分别进行讨论，又将涉及一系列问题。因此，本文在此只能忍痛割爱，

“避轻就重”，重点回答：经过一系列的改革，从战略视角看，中国金融通过改革，关键应达到一种什么状态？

现实中国金融的一系列问题现象，如果纯从国内事务角度看，可以归结为金融机构、金融产品准入限制的市场化问题、中国金融市场体系的统一与完善问题、中小企业的融资体系建设问题、中国目前特定阶段政策性金融（包括“三农”金融）的扶植问题、国有金融资产的管理问题，市场不断开放条件下的货币政策调控体系、宏观审慎性监管框架建设与调控监管部门间的协调问题等等。<sup>[1]</sup>诚然，只有通过这一系列改革，才能改变目前“金融滞后”的状态。但是，鉴于过去30年改革的经验，尽管这一系列改革只能置于中国政治、社会、经济中复杂的矛盾关系下，统一考虑、稳妥推进，即要强调社会整体的稳定性。然而，不断追享经济全球化利益的未来中国经济，客观上迫切要求中国必须准备全面融入商品、资本自由跨境流动、汇率自由浮动为特征的充分市场化的全球经济。舍此，中国经济不可能崛起。因此，未来中国金融改革的核心原则，从最难推进的意义讲，必须在面对国内各种复杂的矛盾中，始终如一地坚持市场导向的原则。这是中国金融改革始终回避不了的首要原则、核心准则，也是中国经济真正要实现历史性伟大复兴的要领。尽管在战略过渡期内的某一时期，在某些政策措施上，可以带有行政的、政策性的痕迹，但是必须认识到，这是暂时的、不得已的、过渡性的。中国金融改革这丝毫不应改变的方向，应是清醒的、是市场导向的。

“金融弱国”向“金融强国”转化的过程，将始终与战略过渡期相伴随。因此，面对未来世界经济、金融的不确定和可能再次发生的剧烈动荡，中国在着手汇率更趋浮动、放松资本管制、人民币区域化等更为开放的改革中，必须始终关注外部经济、金融环境的变化，始终不忘构筑一个不断适应新环境、又能充分应对外部冲击的风险防范网。因为在中国成为“金融强国”之前，国内的货币政策影响及其他治理机制对外部风险的传递，仍是甚为敏感。这一风险防范网可以与当今西方金融强国所讨论的“宏观审慎性管理”框架相似，但又必须清醒认识，不能完全满足、等同于金融强国（以巴塞尔协议III为代表）所讨论的内容。正如前面所述，西方金融理论讨论中，是不愿意承认现实的全球金融体系是非平等的或客观上存在的结构主义。正是由于非平等性或结构主义，可以让全球金融体系出现这样的现象：当世界主导货币国家发生金融危机时，必然会影响非主导货币国家，而当后者发生危机时，未必会影响前者。而且，在动荡的世界经济中，如果世界非主导货币国家的政策稍有不慎，将政策风险暴露在全球金融市场中，将立刻遭受灭顶之灾。世界

[1] 据说国务院有关部门曾为召开中央金融工作会议准备会议材料，重点研究15个问题。作者认为，归纳这15个问题，主要是本文所提的6大问题。

主导货币国家“稍有不慎的政策”，更多的时候，仅仅是反映在汇率及其他宏观经济指标的波动和问题的积累上，谈不上“灭顶”危机之说。所以，作为转轨、发展中的中国来说，不管是国内的改革措施还是对外的开放措施（国内改革措施同样会影响对外开放措施的效应），何时采取、采取的力度有多大，必须始终警惕：是否有利于构筑抵御外部风险冲击网？

## 十一、提高政府的金融决策水平是改变金融发展不足的关键

为什么中国金融长期难以摆脱“金融滞后”和“金融弱国”？为什么一些“老生常谈”的问题，在中国长期得不到解决，根本原因是什么？从纯金融领域分析，有人回答：是政府的管制与干预。现象确实如此。但要进一步发问：政府又为什么在某个时期部分放松管制与干预，而在另一时期严格管制与干预？什么是政府？是指最高决策者，还是政府相关部门的工作人员？如果究其各种原因，进行一层一层的因果分析，可以发现，不管是在过去金融改革更多体现为“自上而下”的推动，还是在现在更多体现为“自下而上”的推动，一切都是在政府相对掌控的状况下进行。政府是什么？是由众多不同行政级别的人群所构成，按照既定的行事规则进行管理。因此首先可以说，政府对金融改革的认知和态度，直接决定了改革的进程。至于有人解释，政府已被部门利益所绑架，其实在中国，不存在根本难以克服的部门利益问题。在目前的行政体制下，只要最高决策层想竭力推动之事，执行部门是难以阻挡的。可能往往遗憾的是，最高决策层与市场中改革需求信息欠沟通、不对称，以及对执行部门的有效监督不力。当然，其中也不排除政府有关部门同样存在对改革的认知和态度问题。

影响认知和态度的，主要是两种思想倾向。

第一，过度或片面强调金融体系的稳定。改革本身是个学习过程，政府面临一个全新的现代金融发展领域，缺乏经验，其他国家开放中的失败案例又随手可得。因此，出于谨慎之态度，或者对于谨慎的“度”，不好把握，或者根本难以把握，在避免了一些转轨国家曾出现金融风险的同时，失去了很多发展的机会。这是分析中国30年金融改革史中断断续续、不断存在的“滞后”现象的根本原因之一。从具体的政策执行部门看，因多方面原因所引起的金融风险，以致引发群体性事件等社会的不稳定，该部门要承担最后的责任，所以往往也导致该部门对改革的谨慎为上，影响了金融的发展。

第二，因一些人简单模仿和过分迷信所谓的“现代金融”，反倒影响了决策者

的决策。这里有几种情况，一是中国金融30年是在先学日本、后学美国的金融模式中走过来。由于先是部门认知的偏差，导致该及时学习他国的没学习，该发展的没发展，只学了些“皮毛”或“形式”，引起事后决策者对部门新改革建议的“更为谨慎”。二是由于部门认知上的偏差，在引入金融“新零部件”时，与同时修缮旧经济体系“机器”的制度政策衔接不够，引起了宏观经济失衡。之后，反倒去质疑“新零部件”而不是去质疑新旧“制度衔接”，进而不敢加快引入“新零部件”，最终影响了金融的发展。三是在某一历史时期，由于金融发展中某些改革措施暂时因非金融原因的“水土不服”，导致了整体经济的不稳定，其后引起决策者的“矫枉过正”，泼水时干脆“连水带孩子都泼了出去”，立即停止执行某些改革措施，出现了金融发展的“倒退”和“滞后”。特别是近几年国际上对中国金融开放近乎迫不及待的鼓噪声，声音混杂，良莠难辨，决策者自然更是谨慎为上，有时也会造成对应纳谏的改革建议反而不敢轻易纳谏，贻误了金融的发展。

由此看，简单模仿和过分迷信崇拜所谓世界上最先进金融体系的两种认知片面，在复杂的大国转轨经济体系中，往往会直接或间接使中国金融的发展反而“欲速则不达”。

当然，现实金融生活中，诸多事项得不到发展，有些现象也表现为管理部门之间的协调不力。又为什么？这里有协调过程中的效率问题，也有部门利益甚至“寻租”的影子。但还是如前所述，这一切都是在最高决策者所能管控的范围内。问题仍在于，面对日益复杂的、专业化的、涉及市场发展具体技术细节的操作，如果均交由最高决策者决策，是部门间协调中的各方观点表述不清？还是各方观点清晰、决策者难以最后定夺？还是在中国目前行政管理体制下，决策者事务繁忙，难以有暇及时、面面俱到地顾及？这是要分析的实质。在这方面，美国的金融决策程序可以给我们不少启示：处于市场信息瞬息万变的国际金融中心的美国，在明确的法律约束和议会约束下，为什么丝毫不影响曾拍过53部电影的明星出身的前总统里根对世界大国货币、金融政策的决策与掌控？此现象值得深思！看来中国金融发展中的认知不足，重点不是提高个别人的认知水平，而是需要建立有制衡的、体现科学、民主决策精神的机制。这才能完全可以填补个别人的认知缺陷。在一定意义上说，这是未来一个时期，解决中国“金融滞后”和“金融弱国”的关键。

## 十二、在国家金融战略下布局沪、港两地国际金融中心

能否在部分实质性地开放国内金融市场的同时，通过创设人民币离岸市场，在

相对隔离人民币区域化过程中的风险向国内传递的同时，适时不断调整和扩大在岸与离岸两个市场的通道，稳步推进中国的金融开放步伐？这既是国家金融战略的重要设想与步骤，又是上海国际金融中心形成中重要的相伴物。如何形成？

香港，是一个“一国两制”、“国内境外”的特殊城市。其既是中国概念下现成的国际金融中心城市，又是亚洲区内、中国边上典型的美元区。有着目前上海、深圳比不了的国际金融市场优势，又有着纽约、伦敦比不了的中国主权、文化、地理和特殊经济联系的优势。是最适合于在国家统一的金融战略下，方便于政府在金融开放中风险相对可控、隔离境外风险传递的场所。因此，自然是最适合发展境外人民币离岸市场的场所，也是上海国际金融中心形成中的最好的相伴物。

对香港来说，借助人民币离岸中心的特殊角色之力，在继续繁荣香港经济的同时，可为香港未来经济结构的转型赢得准备时间。如果香港不依托于中国内地日益壮大的经济影响力，其发展轨迹不积极纳入国家有序开放的金融战略，孤军奋战，因循守旧，沿袭过去的发展模式或资本市场“内地化”的倾向，不仅有可能丧失经济持续繁荣的局面，同时对未来的经济转型，也将失去更多的主动权和空间。

对上海来说，其发展速度与规模，既受益于中国资本账户的开放，又受制于资本账户渐进开放的速度。上海人民币国际金融中心的形成过程，本质上是人民币国际化的过程，是本国金融市场的国际延伸。同时，上海人民币国际金融中心的形成，是国家金融战略之下政策调整演进的结果，是中国整个市场体系最后形成的重要标志。因此，在资本管制完全放开之前，上海人民币市场不可能成为世界主要的国际金融中心，而借助香港人民币离岸中心“桥头堡”和风险“缓冲区”的作用，不仅不会削弱上海未来人民币国际金融中心的地位，反而可以加速这个地位的形成。特别是在美国金融危机后，上海如果不抓住机遇，充分利用香港的特殊地位，配合国家战略，加快人民币区域化进程，那么就有可能错失这次危机为中国提供的难得的发展机遇，中国的人民币国际化进程就有可能不得不经更长的时期，进而，上海国际金融中心的形成也就不得不经更长的时期。

基于国家金融战略设想下的沪、港两地金融布局，是一种限于“过渡期”的定位。在2020年前，上海国际金融中心的发展，主要定位于境内各种人民币资产的交易，香港主要定位于传统的金融交易业务和境外人民币的资产交易。简言之，两地分别主要定位于境内、境外人民币市场。随着资本管制的逐步放松，境内外跨境人民币交易量的扩展，两地的定位会从清晰走向模糊。临近战略过渡期末，境内的人民币能自由兑换交易，在境外市场上，不仅仅是香港的人民币，全球各地的人民币都能从事境内的各项金融交易，此时则意味着中国金融大开放时代的来临。两地也就不存在今天意义上的定位讨论了。

### 十三、战略的实施需要讲究策略原则

战略不是一句空话，必须体现为有最终目标追求的一系列行动纲领。关于行动纲领，作者从政府工作层面角度，曾概括指出了基于战略方向的四大目标、八项重大任务，以及为完成这些任务必须相应保障的一系列具体政策与措施。这些目标、任务、政策与措施，不是零碎的“文件语言”的堆积物，而是始终如一地贯彻战略的轴心——国内金融的充分自由化和涉外金融的有限全球化，是一个体现制度不断演变和不断衔接的动态过程的载体。

在“动态过程”之初，读者看来“纸上谈兵”的战略，最终能否变成现实，不仅依赖于对中国目前事实与未来的正确判断和全球经济内在发展逻辑基础上的制度选择，同样依赖于具体实施过程中相对正确的策略与方法。特别指出，落实战略时的方法原则同样至关重要。作者提出了实施未来金融战略必须遵守的四项重要原则。这不是凭空的抽象，而是基于中国金融30年转轨中的宝贵经验与深刻教训，是从现阶段中国“金融发展目的”（经济为本）、“金融内在特质”（放大功能）、“转轨金融本质”（制度配套）、中国金融“当前矛盾现状”（内外开放关系）四层逻辑关系，依次就其主要矛盾关系进行的本质抽象。应该说具有一定的排他性和唯一性。

一是经济为本。发展金融为了什么？加快金融改革与开放可以促进经济发展，同时，由于金融系统对经济系统存在内在的放大功能和不稳定性特征，决定了在国内外复杂的经济环境下，处理不好，同样会对国内经济稳定带来冲击。因此，把握金融发展的首要原则，不能为自身的开放而开放，也不能为自身的改革而改革。即在具体工作中，不宜脱离经济发展需求，对金融改革开放设定独立的具体目标。

国际上发展金融业确实既能主要为实体经济服务，也能相对独立发展，构成一国GDP增长的一个重要来源。但是，对于一个既是世界大经济体又是相对其他国家存在持续高增长显著潜力的发展中国家——中国而言，实体经济仍是决定中国经济长远发展的基础。因此，在战略过渡期内，必须始终清醒地坚持促使金融业为实体经济服务的发展原则。在具体发展过程中，应尽力避免单纯为了追赶世界其他金融中心城市或世界上“现代金融”中最新金融产品和技术，而不顾实体经济的需求，简单模仿与照搬。即使在强调当前中国金融总体发展不足或“滞后”的阶段，仍要警惕出现脱离实体经济需求，追求发展某些所谓前沿金融产品和技术现象。如在贷款行政控制仍艰难实行的阶段，不讲条件地去加快推进某些高杠杆性产品等。

二是对“高杠杆”产品的引进，应谨慎为上。金融系统自身始终存在内在的扩

张性和不稳定性特征。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，在引进一项新的金融产品或金融技术时，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，其实并非新的金融产品和金融技术本身有问题，而是往往由于一国政府对转轨、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：即使在一个市场经济高度成熟的国度内，宏观调控技术娴熟，然而由于放纵了大量“高杠杆”产品，同样酿成了大祸。因此，这里不是一概反对引进“高杠杆”产品和各种金融衍生产品，而是应该强调引进的目的、引进的时机，强调引进时国内是否存在相应的环境与土壤，而不是其他。众所周知，同一个金融产品和技术的引进，在中国过去30年中的前10年和后10年，其宏观效应会绝对不一样。因此，对同一个具有杠杆放大效应的金融产品，在成熟市场已习以为常，但在调控技术不娴熟、调控工具单一、市场广度与深度欠缺、经济正处于失控状态的国家，是否适合引进？其是与非，更是明明白白的。特别是，当一国货币调控正主要依赖于信贷行政规模控制时，因其他原因所致，货币与信贷又正处于失控局面时，此时如急于大量引进银行资产证券化产品，难道无疑不是对货币调控“火上浇油”？

另外，特别需要注意的是，一国越是深度地参与金融全球化，其金融学意义上的货币、信贷、信用的决定参数也越日益复杂化、国际化。从根本上说，高杠杆金融产品，本身并无是与非，无非在一定意义上，扩大了货币、信贷、信用的放大效应，是纯技术的因素。但是对一国货币当局来说，当时的调控标的是货币、信贷、信用，还是利率、汇率水平？在不同标的下，引进不同杠杆效应的金融工具，对一国宏观经济的冲击会产生截然不同的影响结果。这可以说正是全球经济学家在深刻反思美国金融危机中的苦恼，也是一个并没有解决的重大理论问题。

三是金融转轨中务必讲究节奏、次序和政策部署的衔接配合。即使经过30年的改革开放，当前的中国经济仍是处于转轨阶段，即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。经济总体仍是一个不完全的市场经济，是带有转轨、渐进的经济特征。转轨、渐进带来的矛盾性和复杂性决定了，推行一项新的市场化政策措施，有时从单独看，从方向看，毫无疑问是正确的，但是由于在复杂的经济体系中，经济领域中有的领域改革快一些，有的领域改革慢一些，不同领域的市场化措施与非市场化措施，在行政推动下的融合，处理不好，就会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者金融体系自身的不尽合理，而非其他经济领域存在问题，同样也会对宏观经济稳定带来不利的后果。因此，金融改革开放中，讲究节奏、次序的

合理和政策部署的衔接配合，是转轨经济的必然。

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，关键是对每个时期的金融，具体发展什么，要坚持从解决现实经济矛盾的原则出发。往往经济改革和发展所遇到的一系列矛盾，对金融体系提出的要求，是当时阶段最切实际的发展方向和内容。抓住当时的矛盾，参照国外金融工具特点来设计中国的金融工具，金融市场的发展才最富有生命力。而不正视改革和发展中的难点，置现有的经济金融矛盾不顾，另辟战场“孤军奋战”，市场往往不可能持久发展。因此作者曾在20世纪80年代末提出，改革者的口号应该是：当前能干什么而不是应该干什么。

计划运行机制与市场运行机制是两种并行不悖、难得兼容的机制，各有其不同的控制手段、反馈系统和内在制约力。改革必然会引起对原先计划运行机制的干扰，同时会使新生的市场机制“失真”。当然这本身不存在是与非的界定。只要宏观决策者清醒地认识这一点，认真研究其“咬合点”和“摩擦点”，就可以做到既不影响经济的发展，又推动改革，在改革中发展经济。

因此，在转换时期，引进市场经济条件下一项有效的金融工具时，同时考虑旧体制的适应度并做出些修改，或提出临时性的辅助性的限制措施，正是维系一项新金融工具在特定货币政策运行体系中的有效运用，此时不必在乎持市场观点人士的指三道四。中国正处在一边整理市场环境，一边又要不断推进金融市场发展的阶段，由此决定了中国金融市场的发展既要照顾市场环境，更应重视适当改造市场经济机器的“零部件”并适时装在中国的转轨经济机器上，或者在改造“零部件”的同时调整原有的机器结构。缺乏任何一方条件的改善，整个机器都难以正常运转。

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三大核心内容之间的动态协调，以辩证发展的眼光看待这三者之间的关系。具体说：第一，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的浮动汇率，是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有微略升值的压力，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，使人民币能逐渐实现世界上具有价值储藏的功能。第二，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会大打折扣。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，选择较大幅度的、一次性的汇率调整，使汇率得以基本反映实体经济的发展状况。第三，虽然人民币全面的国际化，需要以货币的完全自由兑换为前提，但是在初期，

两者完全可并行、交替推进，在并行、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，并不影响逐步推进人民币区域化的进程。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。第四，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，又可以减轻局部资本账户管制的一定压力。

四是金融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，首先是建立在一国对内充分的金融市场化，内部扭曲关系得以纠正的基础上。在中国当前，事实上，抑制经济发展的突出问题，是国内的金融压抑而不是金融的对外开放。正是不适当的金融压抑才容易产生资源配置的扭曲，引起国内泡沫的生成和破灭，不利于经济的平稳增长。而且，目前国内金融业的“滞后”或者说发展不足，恰恰是制约中国金融进一步对外开放的主要因素。不管是汇率改革，还是资本流动管理，之所以不能以较快的速度推进改革，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，当前尤须强调金融的对内改革开放要优先快于对外开放。

在进一步的对外开放中，必须清醒认识到，时下国际金融市场的游戏规则，基本是由国际主要储备货币国家所决定。而货币与金融运行具有规模、网络效应与惯性。如果不顾国内金融的开放程度，一味追究速度，完全按照已成习惯的国际市场规律运作，在参与金融全球化的过程中，金融弱势国家很难赶超金融强势国家。何况，尚存资本管制的人民币地位又决定了，国际上人民币的一切运作，很难跳出美元的主导局面。加上中国还存在其他大量的金融管制和扭曲，需要在规则层面进行不断的调整，人民币更难跳出美元主导的框框。因此可以说，中国金融的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的对内对外的孰前孰后问题，一味推动对外开放，只能产生不利于中国利益的效应。一句话，在金融开放次序上，要全面服从于中国基本的经济利益和长期的、赶超性的战略利益，不能为国际金融市场上的要求和压力所左右，必须要体现大国经济复兴的意图。

结束语：本文只要想告诉读者，作者确实是自信地从经济事实与理论逻辑的结合上，指出了中国金融未来10年应该如何发展的脉络。但是，这最终能否成为真实的历史？这如同对中国经济未来10年能否继续保持相对高速增长的问题一样，如果是从纯经济、金融因素出发，作者对此不抱有任何的怀疑。但是，相信真正了解中国经济、金融的人会同意以下的观点：今后中国经济、金融发展的最大挑战，恰恰不在经济金融本身，而在此之外。“之外”为何物？期盼未来中国一个有效率决策体系的出现，拜托于民主政治制度框架的早日降临。▲

# INTERNATIONAL ECONOMIC REVIEW

2011. 2

## Failure of Macroeconomics in America: Speech at the Presentation of the 2010 Pushan Award for Excellent Papers on International Economics

*Joseph E. Stiglitz*

7

## Prospect of US Economy and Reassessment of US Policy towards China

*Lu Feng & Chen Jianqi*

15

This article examines the trends of US economic recovery based on current situation and historical data, and focuses on analysis of the basics and structural factors that hamper the country's economic expansion. It highlights the in-depth structural problems of the US and the increasingly narrow space and structural limitations for its policy maneuvers. Regarding its future policy options, this article analyzes the US policymakers' reassessment of the country's economic and strategic policies towards China. It also briefly discusses China's countermeasures.

## ECONOMIC FOCUS

### 2020: China's Financial Strategy

*Xia Bin*

28

While China may possibly become the largest global economy by the middle of this century, some countries have been suspicious about what China's rise would bring to the world. China needs to inform the world of its harmonious financial strategy to resolve the many uncertainties and "China threat" misgivings harbored by other countries. The strategy should provide answers to questions of how China's rise would promote economic globalization and an inclusive global growth. This article outlines major issues concerning China's future financial strategies.

### On China's Financial Strategy

*Miao Jianmin*

52

The rise of a major power needs the support of a financial strategy that fits its national prowess. China's financial strategy should first focus on how to use finance to effectively help growth of the real economy and prevent systematic risks of the financial regime. Clarification of China's national interest based on the framework of prudent macro policies and the principle of macro prudence should be part of that strategy. The country should improve the portfolio structure of its foreign exchange assets while keeping a proper scale of its foreign exchange reserves. It should also push the renminbi internationalization in a stable manner while improving its managed floating renminbi exchange rate regime.