

# 成思危先生与中国资本市场论坛的不解之缘

## ——深切怀念成思危先生

□中国人民大学教授 吴晓求

2015年7月12日清晨，收到成思危先生前秘书小谢的短信，说成先生于当日凌晨逝世。读此短信，我内心深感悲痛，一天都处在伤感之中，脑海中不时浮现出先生的音容笑貌，他与我多次讨论中国资本市场的情景历历在目。多年来，他的忧国为民、正直善良、胸怀坦荡、敢于直言的精神一直感染着我，他对中国资本市场的深刻见解和执著的学术精神令我敬仰。他是我内心十分敬重而仰望的前辈学者和人生导师。这种敬重和仰望并非来自于他曾经的显赫地位，而是源自于他正直的品格、忧国的情怀和关爱后辈的精神。我为他的去世流过一个人和学者少有的眼泪。

我认识成思危先生是在21世纪初的一些金融改革和资本市场发展的论坛上，算来已有10多年时间，那时，他已身居民建中央主席、全国人大常委会副委员长的高位。也许我的几次发言引起了他的注意，后来我们的接触多了起来，一年总有两三次。多次接触和请教，发现我与成先生的价值观和对中国资本市场的看法竟如此契合。他是我精神和学术上的良师。

我从1996年起创立并一直主持中国资本市场论坛，迄今已有19年历史。2003年底，我怀着十分敬仰的心情邀请成思危先生出席第八届中国资本市场论坛并作主旨演讲，当时，他是十届全国人大常委会副委员长。收到邀请函后，他欣然同意参加论坛并答应作演讲。这是他第一次以副委员长身份参加我主持的中国资本市场论坛。第八届中国资本市场论坛的开幕式和主旨演讲是2004年1月10日上午在中国人民大学逸夫会议中心举行的。我清楚地记得，这一天北京下着鹅毛大雪，成先生的车在漫天雪飘中缓缓来到人民大学，我怀着敬重的心情迎接他并表达了我由

衷的谢意。2004年前后，理论界关注的一个重要问题是，中国股票市场存在的股权流动性分裂问题（后称之为股权分置问题）。股权分置现象严重制约了中国资本市场发展，成为中国资本市场制度设计上的一个顽疾和重大结构性缺陷。所以，这次论坛的主题就定为“中国资本市场：股权分裂与流动性变革”。在当时，这既是一个复杂的理论问题，也是一道改革的难题。成思危先生针对这个重要问题，在这次论坛的开幕式上作了一个重要演讲。他说，我本人与中国人民大学学术交流比较密切，今天我以一个学者身份与大家讨论中国股票市场问题。他说，中国股票市场是一个半流通市场，国有股、法人股不能流通，流通的只有社会公众股，而社会公众股在总股本里大概只有三分之一左右。这样的半流通市场存在四个弊端：（1）不能全流通的股市对经济发展的促进作用是有限的。真正能流通的股票市值仅占GDP的百分之十几，难以起到经济发展的晴雨表的作用。另一方面，股市的稳定性与其规模成正比关系，大半股份不能流通的后果不人为地夸大了我国股市的规模，还降低了股市的稳定性。（2）不能全流通的市场形成了不同的利益主体。国家股、法人股、公众股的持有人利益不一致，非流通股股东与社会公众投资者的利益不一致。（3）造成了同股不同值的现象。非流通股的价值远低于流通股，使股市难以保持公平，同股不同值，实际上就是同股不同权。（4）难以发挥股市在优化资源配置、推动经济发展方面的作用。在“一股独大”或者非流通股占多数的企业，难以做到优化资源配置、提高盈利能力的作用，不利于上市公司质量的提高。

为此，他强调，必须推进股票市场的结构性改革，造就全流通的市场。他提出全流通改革的指导思想是：一要有利于资本市场的改革开放和稳定

发展；二要有利于保护中小投资者的合法权益。全流通改革的方案要注意六个方面的可行性：（1）技术上是可能的；（2）经济上是合理的；（3）法律上是允许的；（4）操作上是可执行的；（5）进度上是可以实现的；（6）政治上要能为各方所接受的。这些原则对当时股权分置改革方案的设计起了重要的指导作用。2005年5月启动的股权分置改革正是基于这一总体思路而展开的。后续的实践表明，改革是成功的。

成思危先生应邀参加了2006年1月7日在中国人民大学召开的主题为“股权分置改革后的中国资本市场”之第十届中国资本市场论坛，2009年1月10日召开的主题为“全球金融危机：对中国和世界的影响”之第十三届中国资本市场论坛，2010年1月9日召开的主题为“大国经济与大国金融：探寻中国金融崛起之路”的第十四届中国资本市场论坛，2011年1月8日召开的主题为“中国创业板：成长与风险”之第十五届中国资本市场论坛，2012年1月7日召开的主题为“中国证券公司：现状与未来”之第十六届中国资本市场论坛，在他参加的这六届中国资本市场论坛中，成思危先生针对论坛主题，都做了高水平的主旨演讲。

我记得，成思危先生在2010年1月9日召开的主题为“大国经济与大国金融”之第十四届中国资本市场论坛上作的主旨演讲，表现出一个国家领导人和学者大家的宽广视野，内容丰富而又具前瞻性。他在这次主旨演讲中说，金融是现代经济的核心，金融和经济之间的关系是密不可分的。如果我们说金融是现代经济的核心，那么资金就是企业经济的血液，没有资金的流动，经济就会缺血，就不可能有健康的发展，通过这次国际经济危机，可以看到金融对经济的重要性。他强调，从长远看，中国经济发展有六个平衡关系值得我们注

意：一是储蓄和消费的平衡；二是内需和外需的平衡；三是金融创新与金融监管的平衡；四是虚拟经济与实体经济的平衡；五是经济增长和可持续发展的平衡；六是地区一体化和经济全球化的平衡。

继而，他详尽论述了这六大平衡关系。（1）储蓄和消费的平衡。中国储蓄率太高，主要原因有三个。一是传统习惯；二是中国的社会保障体系不健全，储蓄是以防不时之需；三是缺乏投资工具。老百姓大部分剩余收入只能存到银行。为此，要为居民提供更多的消费产品，让大家能够扩大消费，升级消费；还要提供更多的投资工具，促使存量财富的增长。

（2）内需和外需的平衡。金融危机使我们外需大量减少，造成我国产能过剩、工厂减产、失业人员增加，这个局面短期内并不容易扭转，这也就是我们为什么要转向依靠国内消费为主的原因。为此，首先就要做到让群众能消费，增加其购买力；其次是要让居民敢消费，为此需要完善社会保障体系，政府应在教育、医疗和住房等方面提供适度的社会保障；最后是要让居民愿消费，这一方面要转变过于着重储蓄的传统习惯，同时又要给居民提供新的消费产品。

（3）金融创新与金融监管的平衡。金融创新和金融监管是互相促进和互相制约的过程，要稳步推进金融创新，但要加强金融监管，因此，需特别防止过度投机，金融监管应该做到合理合法、适度有效。首先要符合金融的规律，依法监管，以促进中国资本市场发展。

（4）虚拟经济与实体经济的平衡。虚拟经济在国外发展很快，虚拟经济规模过大带来了大量的金融风险。金融危机之后，西方国家虚拟经济的规模有了一定的降低，特别是加强了对衍生品的监管，我国虚拟经济的规模偏小，还需要适当发展。这也是为什么要要进一步推动金融创新的原因。

我们建议，接下来的汇率机制改革应包括以下几个要点：（1）取消中间价管理；（2）明确宣布人民币汇率波幅实施年度波幅上下限管理，人民币/美元每年上下波幅幅度不超过7.5%；（3）明确宣布人民币对一篮子货币加权汇率每年上下波动幅度不超过7.5%；（4）当且仅当人民币/美元汇率或者是人民币对一篮子货币的加权汇率突破年度波幅7.5%的时候，央行才通过量价配合的方式干预外汇市场，除此以外，人民币汇率完全由市场供求自发决定。

与当前人民币汇率形成机制相比，这个方案的主要特点是央行对外汇市场的干预从常态变为例外，人民币/美元汇率可能因此有更大的波动。设定上下7.5%的波幅主要是出于两个考虑。其一，扩大波幅不会显著放大汇率波动对实体经济体的冲击。由于中国的出口和进口贸易伙伴分布广泛，汇率对出口竞争力和进口成本的影响主要是来自真实有效汇率的变动，而不是人民币/美元双边名义汇率的变动。从国际经验来看，频繁干预外汇市场并不必然比浮动汇率体制能带来更加稳定的真实有效汇率。我们可以比较1994年到2012年期间各国不同类型汇率制度下货币的有效汇率波动的情况。新加坡采取的是类似BBC（Basket，Band，Crawling，即篮子、区间与爬行）的汇率制度，结果新加坡元的真实有效汇率波动最小。人民币有效汇率的波动小于日元、韩元和墨西哥比索，但和采取浮动汇率体制的美元、欧元以及印度卢比大致持平。换言之，即便中国转向市场导向的、更加灵活的人民币汇率形成机制，人民币真实有效汇率的波幅提高的幅度也很有限，对实体经济体的冲击也相对有限。

其二，明确宣布上下波幅为7.5%，能更好地引导市场参与者的预期。给定央行有足够的政策手段和外汇储备规模，这一承诺是具有可信度的。学术界关于汇率目标区的相关研究证明，如果央行的承诺具有可信度，汇率会在目标区间内相对平滑地波动。特别是在当前国际金融市场化宽松动荡不宁，全球主要经济体纷纷采取量化宽松的背景下，设定汇率上下波动目标，有助于抵御冲击并减少汇率的过度波动。

这个方案较目前人民币汇率形成机制的主要优点有以下几个方面：其一，操作简单、易行。央行只是充当救火员的角色，只有在某些特定情况下才出手干预外汇市场，绝大多数情况下由市场供求自定价。其二，活跃外汇市场交易。降低频繁政策干预带来的不确定性。汇率波动会带来更多的交易需求，激发交易热情，并通过市场交易进一步使汇率贴近均衡汇率。其三，进一步推动结构转型。进一步市场化的汇率形成机制是国内工业部门与服务业部门之间资源合理配置的关键依托，也是工业部门内部优胜劣汰、产业升级的关键依托。其四，为国内金融体系改革、人民币国际化、资本项目渐进开放奠定了更好的制度环境。其五，赢得国际社会的欢迎，有助于减少贸易摩擦。

### 有没有可能在过渡过程中出现危机

任何一种改革都需要不仅考虑其收益，还要考虑实施的成本，以及在过渡时期可能触发的潜在危机。实施新方案过程中的最大担心是两种极端情景：一种是新的汇率形成机制下，人民币迅速升值，逼近上下波幅7.5%的下限；另一种是人民币迅速贬值，逼近上下波幅7.5%的上限。

首先，考虑第一种极端情景，即人民币迅速升值，逼近波幅上限。这时，央行需要再度进场

（5）经济增长和可持续发展的平衡。金融危机后，中国不应该再继续追求过高的经济增长速度，我们必须考虑过去为经济增长所付出的生态、环境和资源代价。无论如何，对可持续发展的关注和认识必须要提到重要层面。

（6）地区一体化和经济全球化的平衡。经济全球化和地区一体化这两个平台是相辅相成、互相促进的。东亚将成为世界经济的第三极，这样就会逐渐形成一个多极化的世界，将有利于世界的和平与发展。

通过我与成思危先生的多次接触，我发现他的演讲稿不要人代笔，演讲提纲都是自己亲笔撰写。正因为此，成先生的演讲逻辑严密，结构和思路非常清晰，政策上有操作性，有事实、有数据、有高度、接地气、合国情，开门见山，直奔主题。先生参加学术会议从不念稿子，从不打官腔，从不说假话和空话，极少讲套话，讲的都是真话。先生每一次出席中国资本市场论坛都给予我莫大的鼓舞，每一次演讲，都给了我学习的机会。他的精神和品格不断激励我办好中国资本市场论坛。

今年5月6日，我受全国人大常委会办公厅培训中心的邀请，在厦门国家会计学院给300多位全国人大代表作报告时，从小谢处得知，成先生已病重，但仍心系国家发展、改革开放，精神很乐观。同时，小谢还告诉我，实际上成思危先生参加2011年和2012年我主持的中国资本市场论坛时已身患癌症，但仍坚持参加论坛并亲自撰写演讲稿。听后，我非常震撼，内心充满感恩，并与小谢相约回国后，一同去看望成先生。但因种种原因，未能了却心中的愿望，未能当面表达一个后辈对先生的感恩之情。

在我心中，成思危先生就如宇宙中一颗熠熠发光的星星，永不熄灭，犹如夜航的明灯，照亮前行。我深深地怀念您，成思危先生。

干预，人民币汇率形成机制会成为事实上的钉住美元汇率制度。央行出手干预的主要理由是：过快的汇率升值可能对出口带来较大的负面冲击，并进而导致经济出现下行压力。央行入市干预，在一定程度上能够锁定外部冲击带来的负面影响。在这种极端情景下，建议考虑配合适度扩张的财政政策对冲短期经济面临的压力。

其次，考虑第二种极端情景，即人民币迅速贬值，逼近波幅下限。考虑到美元加息、国内经济下行和金融风险上升等诸多因素叠加，不能排除这种可能性发生。面临这种情况，央行也必须出手干预，人民币汇率形成机制同样会成为事实上的钉住美元汇率制度。央行出手干预的主要理由是，过快的汇率贬值可能造成市场恐慌，引发大量资本外逃，并可能进一步引发系统性的金融危机。央行入市干预，在一定程度上有助于稳定市场预期。在这种极端情况下，建议增加还汇于民增强外汇市场信心，以及适宜的资本管制措施切断大规模资本外逃。

放开汇率波幅后，无论是升值还是贬值触及上限，对短期经济运行是个冲击，但同时也是纠正汇率水平，避免汇率严重失调的机会。这对于优化实体经济资源配置是个好消息。

总体而言，出现这两种极端情况的概率并不高，因为我们相信目前外汇市场的供求仍然处于大致平衡的局面。即使汇率波动在短期内触及上下波幅的边界，在货币当局的干预之下，仍然有可能回归到区间之内。所谓外汇市场中长期市场供求大体平衡，主要是考虑到以下发展趋势：（1）居民和企业部门大量增持外汇资产。当前居民和企业部门所持有的外汇资产比例仍然偏低，出于资产组合投资的考虑，存在着增加外汇资产比例的潜在需求。粗略估算，如果按照国际较高标准，假设外汇资产要占到全部存款的20%，这将意味着大约20万亿人民币需要兑换成外汇。假设5年内完成调整，每年约有4万亿人民币资本流出；（2）中国将在未来仍然存在较大的经常项目顺差。假设经常项目顺差与GDP之比保持在3%的水平，意味着中国仍然能够保有价值1.8万亿人民币外汇盈余；（3）开放资本账户会导致新的外资流入。考虑到中国债券市场规模大致为40万亿人民币，放开国外机构投资者进入后，按照较低国际标准，假设国外投资者占比将达到20%，5年内完成调整，这意味着每年约有价值1.6万亿人民币的资本流入；（4）人民币加入SDR后，人民币作为国际储备货币更受欢迎。假设在中长期，人民币将达到日元与英镑的国际储备货币地位，国际央行会将外汇储备的3%左右投资于人民币资产，这意味着每年会有大约0.4万亿人民币的资本流入。总结以上几个趋势，约略估计，外汇市场在中长期的供求面将处于大致平衡的局面。

十年前，北京大学李国青教授称，“汇率是纲”。就当时情况而言，稳定汇率的政策绑架了货币政策操作，外汇占款变化严重冲击国内宏观经济稳定。汇改十年以来的汇率制度与钉住美元的汇率制度相比更合国情，但汇率价格制定过程中的官方定价色彩还是太浓，十年前制定的汇率改革目标还没有真正落在实处。货币当局为了稳定汇率花费了巨大政策资源，而收获的是很多苦果。十年后的中国经济正值结构转型与金融市场化改革高峰期，若能推进更彻底的汇率形成机制改革，将带来更合理的经济结构转型、更独立货币政策框架，以及更安全的资本项目开放。

□中国社科院世界经济与政治研究所研究员 张斌 何帆 张明 中国社科院金融研究所副研究员 郑联盛

2005年7月21日，人民银行发布了汇率形成机制改革方案。任何改革方案都是理想与现实之间的妥协，都可能是层层约束条件下达成的次优选择。2005年汇率改革方案也不例外。至今为止，这个十年前的汇率改革方案仍然是理解人民币即期汇率变化的关键。弹指十年，世异时移，随着中国经济发展程度的提高、资本项目逐步开放，这个方案下的人民币汇率形成机制已经不适应新的形势变化，犹如初夏时节，仍然披着姗姗的冬衣。展望未来，人民币汇率面临再一次更彻底改革。

### 主人、绳套和狗

自2005年7月21日中国人民银行宣布人民币汇率形成机制改革以来，汇率形成机制的变化可以分为两个阶段，从事实上的官方定价转为部分的市场定价。从2005年7月到2012年4月可视为人民币汇率形成机制的第一个阶段，在此阶段内，人民币多数时间对美元有渐进、持续的升值，全球金融危机之后的市场动荡期间人民币基本上钉住美元。从汇率形成机制角度看，表面上的升值或钉住差异并不大，在此期间，人民币汇率定价权完全掌握在货币当局，市场对汇率价格没有直接的决定作用。

从2012年4月至今是人民币汇率形成机制的第二阶段，在此阶段内，人民币汇率的定价权部分地由市场决定。一个标志时间是2012年4月，即期外汇市场人民币兑美元交易价日浮动幅度由0.5%扩大至1%；2014年3月，日浮动幅度由1%再度扩大至2%。人民币汇率日波幅扩大之后，市场力量在人民币汇率形成中的作用开始逐步凸现，尽管货币当局仍处于主导地位。

从国际比较看，当前的人民币汇率形成机制很特别。看似区间波动，但是和典型的区间波动却有显著差异。典型的区间波动要有两个要素：一是明确宣布固定的中心汇率；二是围绕中心汇率确定一定的上下波动幅度。人民币汇率与典型区间波动有所不同：其一，没有一个固定、明确的中心汇率，人民币汇率中间价并非固定不变；其二，人民币只是设定了对中间价的日波幅限制，没有更长时间的波幅限制。可见，人民币汇率中间价机制比典型的区间波动机制在管理上有更大的灵活性，货币当局可以锁定即期人民币汇率走势变化。

观察人民币即期汇率和人民币中间价的关系，可以发现人民币即期汇率比中间价波动大，但是即期汇率的运动轨迹是在有限波幅内，且跟着中间价走。人民币汇率好比是宠物狗，汇率波幅是牵狗的绳套，人民币中间价才是狗的主人。中间价是理解人民币汇率变化的关键，由市场决定的波动多数情况下是人民币中间价变化的放大器。

货币当局如何决定人民币汇率中间价呢？从人民银行2005年7月21日发布的人民币汇率形成机制改革公告当中，可以看出一些端倪。中国人民银行21日发布公告称，“中国人民银行负责根据国内外经济金融形势，以市场供求为基础，参考篮子货币汇率变动，对人民币汇率进行管理和调节，维护人民币汇率的正常浮动，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡，维护宏观经济和金融市场的稳定。”这段话表达了两层意思：其一，人民币汇率形

成机制改革的目标是“促进国际收支基本平衡，维护宏观经济和金融市场的稳定”。其二，为实现上述目标，货币当局引导外汇市场的行为原则包括：（1）以市场供求为基础；（2）参考篮子货币汇率变动；（3）维护人民币汇率的正常浮动，保持人民币汇率在合理、均衡水平上基本稳定。

在实际操作中，货币当局是否遵循了公告中提出的这三条原则呢？张斌及其同事的研究发现：（1）除了金融危机期间人民币再次钉住美元的时段以外，篮子汇率能够显著解释人民币汇率中间价的变化，这说明货币当局确实采用了参考篮子货币汇率的原则；（2）贸易余额的变化能够显著解释人民币汇率中间价的变化，这说明货币当局恪守了以外汇市场供求为基础的原则；（3）人民币汇率中间价的在上个交易日的大幅波动会被纠正，这说明货币当局努力维护汇率的基本稳定（具体内容参见张斌、李远芳所写《猜猜人民币中间价》，发表于路透中文网）。通过尝试较长的样本期回归和滚动回归等方式验证解释变量系数的显著性和稳健性，张斌及其同事发现解释变量在绝大多数方程中都显著，符号变化符合预期。这说明，货币当局在制定人民币汇率中间价过程中，大致遵循了2005年制定的汇率形成机制改革原则。

随着人民币国际化的进展，在香港等地出现了离岸人民币市场。离岸人民币汇率不会影响到岸人民币汇率？张斌及其同事的研究发现，中间价对离岸人民币汇率的反应并不明显，但是即期汇率偏离人民币中间价的部分会做出反应。大致而言，从人民币汇率市场创立至今，离岸人民币在金融危机期间会有些独立行情，但从趋势上看，离岸人民币汇率变化越来越贴近在岸人民币，也要唯人民币汇率中间价马首是瞻。

### 脚大了，鞋小了

以市场供求为基础、参考篮子汇率和保持人民币/美元汇率基本稳定的人民币汇率形成机制，兼顾了宏观经济管理多个目标。考虑市场供求因素，意味着人民币汇率贴近均衡汇率，有助于维持内部和外部经济平衡；考虑篮子汇率，意味着有效汇率相对稳定，有助于出口竞争力和进口成本相对稳定；考虑人民币/美元汇率稳定，有助于减少企业汇率风险。这看起来是个精巧设计、富有中国特色的人民币汇率形成机制，但是汇改十年来的经历表明，这个机制还远不足以实现汇率改革初衷。汇率制度没有好坏之分，只有是否合适之分。鞋子舒服不舒服，只有脚自己知道，当前的汇率形成机制早已经不再适应中国经济的步伐。

汇率机制和其他宏观经济管理政策一样，均需关注宏观稳定和经济可持续增长两个目标，在中国的特殊情景下，还必须关注推动市场化改革的目标。以下我们从这三个维度评价当前的汇率形成机制。

首先，从宏观稳定的角度来看，当前的汇率制度束缚了宏观稳定管理的手脚，顾此失彼、得不偿失。其一，锁定汇率波动导致基础货币被动调整。为了把汇率稳定在既定的政策目标范围之内，货币当局不得不持续大量地在外汇市场上购买外汇，由此带来的外汇占款远超基础货币投放的需要。为了稳定基础货币投放，货币当局又不得不发行央行票据，提高银行准备金率以及窗口指导的方式，对冲外汇占款增加的影响。事实证明，这些对冲政策的效果是有限的，即便货币当局采取了多种应对措施，还是没能避免2005—2007年期间的通货膨胀

### 接下来的人民币汇率形成机制改革

十年犹一梦，百里半九十。人民币汇率机制改革已经取得了较充分的进展，但距离2005年汇率改革十年之后，有必要再次加快汇率机制改革，推动汇率决定机制进一步市场化。