

# 利率汇率市场化改革跨进深水区

## 明年“松货币”或是调控主基调

□本报记者 任晓



2016年经济下行压力较大，“松货币”或是调控主基调。专家认为，信用风险、企业去杠杆等风险累积，如何维护金融稳定考验着宏观调控的智慧。此外，利率、汇率市场化改革的重要性并不亚于货币宽松，明年将是市场化改革关键的一年。

## 金融监管改革 呼声渐高

□本报记者 任晓

2016年，完善金融监管框架、改革现有金融监管体系的大幕将徐徐拉开。专家认为，随着金融机构间业务融合不断加深，分业监管模式已经显露出种种弊端，未来应从分业监管向综合监管转变。

### 监管体制亟待完善

央行金融研究所所长姚余栋认为，创新和监管是金融行业面临的主要问题。当前金融业综合经营步伐不断加快，金融机构整体实力继续提高，新生的金融服务形式不断涌现，这不但对创新空间提出了期望，也对金融监管体制提出了要求。从世界范围看，金融业发展总体上经历了一个由综合到分业、再由分业到综合的过程，推动这种变迁的是金融市场的不断深化和金融分工的不断推进。

香港联交所首席经济学家巴曙松认为，随着金融机构间的业务融合不断加深，不同类型金融机构之间的相互风险敞口在逐步加大。同时，金融机构的资产与金融市场的关联度也在逐步提升，这使得在危机时刻金融风险传递更加迅速和普遍。如果监管协调不足，在分业监管体制下单兵作战的金融监管机构在风险识别和风险防范就必然显得力不从心。例如，在本轮股市异常波动前，银行资金通过多种渠道和形式进入股市，单家监管机构仅凭一己之力，难以掌握这些资金的确切数据以及杠杆率水平。在股市下跌过程中，监管部门常常缺乏对这些数据及其影响的客观评估，各种猜测传言容易通过互联网等媒介在市场中快速传播，这进一步加剧了市场恐慌和波动。而在救市过程中，各个监管部门的反馈和应对如果协调不力，容易使救市错过恰当时点，这可能导致市场风险不断恶化。

央行调统司司长盛松成此前撰文指出，金融业分业监管已无法适应混业经营的需要。目前银行理财产品余额已突破20万亿元，其中表外理财超过14万亿元，表外理财等影子银行成为我国金融市场的一支重要力量。很多短期资金成为国内游资，在各金融市场寻找套利机会，也成为这一轮股市波动的重要助推力。分业监管很难形成监管合力。

### 多种路径可供借鉴

未来金融监管框架的完善该采用何种模式？巴曙松认为，参照国际经验，可以有三种路径。

一是借鉴英国金融监管模式建立以央行为核心的综合监管体系。中国可以借鉴英国的经验，参照中国外汇管理局模式，将银监会、证监会和保监会作为副部级单位纳入央行统一管理，由央行副行长出任三家监管机构主席，在时机逐步成熟后将三家机构的职能合并，成立金融审慎局（PRA）和金融行为局（FCA）负责微观审慎监管；并在央行下设金融政策委员会（FPC）负责宏观审慎监管。央行主要负责顶层设计和重大政策决策以及金融监管政策的统筹协调。

二是借鉴美国模式成立金融稳定委员会，同时赋予央行对系统重要性金融机构和金融控股集团的监管权限。在金融危机前，美国金融监管体系过于复杂，不仅存在多头监管，还有联邦和州的两级监管机构，要彻底改进行监架构，在法律上和实际操作中都存在很大的困难和障碍。金融危机后，美国在不改变现有监管架构的前提下，新成立金融稳定监督委员会（FSOC），负责识别和防范系统性风险和加强监管协调。在人员组成上，金融稳定监督委员会体现了广泛的代表性，由十个有投票权的成员和五个列席成员组成，拥有投票权的成员包括九个联邦金融监管机构成员和一个拥有保险专业知识的独立成员；同时，美国强化美联储的金融监管职责，将系统重要性的金融机构和金融控股公司划归美联储监管。借鉴美国的经验，中国可以以现有的金融监管联席会议成员为基础，成立金融稳定委员会，进一步强化其对系统性金融风险的监管职责和金融监管协调职能；同时进一步强化央行的监管权限，借鉴美联储的做法，将国内系统重要性金融机构以及金融控股公司划归央行监管。

三是通过过渡性政策安排，逐步将银行、证券和保险的监管职能重新收归央行大框架下管理。考虑到大规模的金融监管机构调整可能对金融体系造成的短期影响，可以借鉴当年金融监管职能从央行逐步剥离的经验，在金融风险可控可承受的前提下，逐步将相关监管职能重新划归央行管理，同时对相应监管机构实施调整。具体而言，考虑到银行业在中国金融体系中的系统重要性，而银行类金融机构的信贷活动等与货币政策和金融稳定的关联性较强，可以首先将银行的监管权重新划归央行，并重组并行央行分支机构以及银监会派出机构。在时机成熟后并总结经验的基础上，再逐步将保险和证券纳入央行统一监管。

“我个人认为英国的模式可能比较适合中国。”社科院原副院长李扬认为，英国模式也就是中央银行发挥主导作用，原因有三：一是中央银行在信息上最有优势；二是中央银行有处置手段；三是中央银行在组织上和人事上最成熟。因此，协调的责任落在中央银行较好。

中国改革发展研究院院长迟福林认为，资本市场出现的问题证明混业经营是大趋势，分业监管的格局是现阶段出现很多矛盾的重要体制性因素，呼吁尽快组建金融监管总局，从分业监管向综合监管转变。

全国人大财经委副主任委员吴晓灵表示，监管的问题不是简单合并能够解决的，要破除地盘意识，才能在金融业实行功能监管，在资本市场上实行统一监管；同时，也要在金融业当中确立中央银行的主导地位。

## 货币环境料保持宽松

“十三五”时期，经济将保持中高速增长。从国际、国内情况来看，明年经济下行压力依然较大。同时，经济运行中存在的各种风险尚未消除。稳增长、防风险是明年货币政策的主要任务。

中国社科院前副院长李扬认为，从2007年开始的金融危机，到现在仍没有解决问题，反而有日益恶化之势，正如国际货币基金组织总裁拉加德所说，国际上经历了7年危机的全球经济仍处在弱复苏、低增长、通缩、高失业和高负债的状态。这种状态估计还会延续5至10年甚至更长，这是国际环境。

价格水平也为明年货币环境持续宽松

提供了空间。央行三季度货币政策执行报告指出，从价格形势看，物价涨幅较低、相对稳定，并呈现结构化特征。在结构调整的大背景下，经济存在阶段性下行压力，部分领域产能过剩问题较为突出，国际大宗商品价格保持低位，总体看物价涨幅低水平运行的概率较大。

在总需求稳中有所放缓的情况下，个别商品价格上涨难以持续推动整体物价水平上行，当前PPI与CPI之间缺口较大，PPI连续四十多月处于负值区间，反映出传统工业领域产能过剩矛盾仍比较突出。

## 利率市场化仍有看点

对于明年的货币政策，中信证券认为，2016年“紧信用、松货币、宽政策”的组合还会继续，明年央行将降准450基点，降息两次，为了防范经济下行、产能去化、资本外逃和汇率波动的风险，货币政策可能比预期更加宽松，上半年货币政策操作的密度会大于下半年。

中金公司认为，在企业盈利、就业和居民收入存隐忧的情况下，CPI有继续下行的压力；货币政策应着重于引导利率下行，而汇率可以适度贬值，即利率和汇率同时放松，引导货币条件改善，刺激货币流通速度提高。

社科院教授刘煜辉认为，明年的流动性大概会“水汪汪”：一是源于资产供给的衰退，2016年资产荒大概率会升级。目前的金融数据（比方说M2）有很大的“欺骗性”，货币信用数据企稳反弹多源于高比例沉淀于债务存储和置换的环节中，而非对应实体层面资产形成得加快，这种数据不可持续。资产荒反映了实体层面缺乏加杠杆的主体，资产供给的衰退。二是源于宏观调控坚决主动地对冲债务通缩螺旋上升。

与此同时，利率市场化改革依然任重道远。2015年，央行通过五次降息辅以逐步扩大存款利率浮动区间的方式，完全放开了存款利率上限。“存款利率上限放开之后我们才发现，利率市场化的改革并没有完成，接下来的任务似乎更加的严峻，因为还有三类任务要解决。”李扬表示。

李扬认为，首先，利率市场化要求利率在市场上由供求决定。要做到这一点，对供求就不能管制。利率市场化改革看来自是对“率”的改革，实际上是对“量”的解放。

其次，市场利率很多且互相关联，发挥作用的是整个利率体系。要想让市场互相关联，就必须让所有的资金能够在市场之间自由的转移，打破市场间的封锁。

“现在企业债、银行间市场、交易所市场互相不关联，当然肯定是互相影响的，但我们的制度让它们不关联，于是就有套利，会存在很多投机行为，必须要解决这一问题。”李扬说。

此外，李扬认为，货币当局要有市场化的调控利率水平的能力和机制，应健全全国债券收益率曲线，使其成为金融产品定价的基本。

## 汇率或整体趋于均衡

12月第二周，在岸人民币兑美元即期汇率跌破6.45，累计下跌0.83%，创今年“8·11”汇改以来最大单周跌幅，为连续第六周下跌，中间价则累计下跌0.79%。另一方面，中国外汇交易中心首次公布人民币汇率指数，强调逐渐把参考一篮子货币计算的有效汇率作为人民币汇率水平的主要参照系。

人民币2016年是否会持续走贬？市场人士认为，明年汇率有放松的空间。结合近期人民币走势和央行各种表态看，央行正采取循序渐进的贬值程序，对人民币汇率波幅的容忍度在提高。一方面，央行或许正通过与市场的不断博弈调节预期，在控制干预程度的基础上，让汇率趋于均衡。另一方面，在央行就人民币入篮SDR的发布会上，央行副行长易纲表示，尽管加入SDR后我国基本汇率制度不会改变，但市场化机制改革会不断推进，最终目标是实现人民币汇率的“清洁浮动”即自由浮动。若如此，长期而言将促进出口、改善贸易状况，助力经济复苏，并通过放松对汇率的干预程度在“不可能三角”中获得更多调节空间。

刘煜辉认为，人民币汇率的贬值压力以及外汇储备的下降是否会成为中国经济的紧约束条件，关键看它是否会绑架国内的流动性。只要中央银行有足够的资产结构调整能力（藏汇于民对应的也是央行资产结构的变化），不会形成对国内流动性的冲击。只要有效地控制系统性风险点，有力地推进经济结构调整，人民币中长期大概率会保持强势。当然，面对美元升势时，“盯住”会弹性变软，对非美元货币整体而言还是强势的。

刘煜辉认为，不应静态地估测人民币兑美元贬值空间，而应动态感知美元（特别是美元贸易加权指数）上升的极限。美元加权贸易指数离历史新高一步之遥，压力也很大：美国贸易差额在恶化；在内需方面，ISM制造业指数三年来第一次进入收缩状态。经济动能较弱（前两年还有能源革命，如页岩气），经济动力更多依赖于传统部门，耐用消费品和地产（属于利率敏感型），所以可以理解美联储加息屡屡爽约。美国中期维持经济2%的增长不是那么容易，美元现在属于被动强势状态。

刘煜辉认为，人民币可能还是要放到全球结构中去理解。全球经济体中，欧洲水深火热，负收益资产；日本难以改变低收益状况。中国刚得到一份主权风险的保险合同（SDR），意味着人民币资产有了开门迎客的“执照”。

中长期看，未来全球能够产生强劲资产供给的只有中美。中国经济正在发生深刻的“新”与“旧”的转换。摩根士丹利资本国际中国指数（MSCI China Index）中，消费者非必需品、医疗保健和IT板块，与能源、材料和工业板块之间形成了鲜明的对比，表明中国“新经济”的表现要远超“旧经济”。如，2015年第三季度，前三者的营收分别同比增长22%、15%和20%，后三者的营收分别同比下降了32%、1%和16%。

刘煜辉表示，人民币国际化进程不可小觑，该进程有可能比预期要快。有研究报告测算，人民币的实际国际地位若与日元相当，人民币债券类资产缺口约3000亿美元；若与英镑相当，缺口会高达1.9万亿美元。一些国外机构已经对人民币主权资产产生了浓厚兴趣。