坚持有管理浮动汇率和资本账户渐进开放

夏 斌 陈道富

汇率问题既是当前经济生活中一个重大的现实问题，又是中国金融战略制定中首先必须回答的一个重大战略问题。

寻找本国最优货币区边界

汇率是什么?教科书上有标准的、从两国货币比价角度的解释。我们想进一步揭示，本质上汇率制度只不过是反映不同国家金融体系的一种交换，是不同货币价值的一种比较。一国选择什么样的汇率制度，是从属于一国货币稳定机制的选择，是一国货币稳定机制的一个组成部分，由此才涉及到资本流动管理等政策的选择。因此，一旦确立了某种汇率制度，自然会对货币政策、资本流动管理产生不同的效应。

人们基于布雷顿森林解体后危机频频发生的情况，往往把固定汇率与金融危机联系在一起研究。从历史的、实证的、理论的角度来看，其实不管是在浮动汇率制（金本位下）还是固定汇率制下，都曾发生过危机。危机不是固定汇率制的专利，只是同一种信用膨胀的原因在不同汇率制度环境下导致危机的不同表现而已。同时，大量的实证分析表明，世上并没有出现过危机显著集中于单一种汇率制度下的现象。

至于一国选择什么样的汇率制度，实际上是在寻找与本国最优的货币区边界。其中，大国、小国与发达国家、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在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。而且，相比发达国家，由于发展中国家在国际经济分工的不利地位、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和弗里德曼为代表的两派争论，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（Krugman,1991）；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（Frankel,1999）。Williamson 的研究也表明，角定汇率制度（货币局和浮动汇率制）同样难以避免危机的形成。

战略过渡期内选择有管理的浮动汇率

在明确了汇率选择理论后，另一个需要注意的问题是，一定汇率制度的选择是否合理、有否风险?不仅仅取决于被选汇率制度本身是否合适，还取决于选择前的汇率制度向被选汇率制度的转换过程本身。因为国际上已发生的大量货币危机证明，危机发生的原因不是汇率制度本身，往往由于汇率制度转换过程中的其他政策的不协调。

大量的理论与实证分析表明，选择什么样的汇率制度，确实是个复杂的问题。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。作为结论而言，如果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（“两极论”中的任何一个），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，与我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。且从上世纪90年代以来，我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我国货币政策的名义锚，不利于我国经济的稳定。而我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，是中国利益的所在。其好处：

第一，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世上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”、借助美元区的信任，既可以“进口”美元的管理能力，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，并在这过程中逐步脱离美元，成为世界能接受的独立货币。

第二，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。

第三，选择这一汇率制度可给国内的经济结构调整与转型，以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，又是处于复杂的转轨期的经济体来说，汇率制度的选择的谨慎性和渐进性更显重要。

第四，即使是选择这一制度，在未来美国危机后时代，对中国汇率制度改革所需的配套政策，仍需要有一个清醒的认识和及时的制度安排。

当然，我们提出的选择有管理的浮动汇率制度，其具体含义是雷同于但又不完全雷同于现行的政策内容。我们强调的汇率制度内容包括：1. 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。2. “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。3.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。4.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。5.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。

坚持资本账户渐进开放原则

既然从某种意义上讲，资本账户管理是汇率制度的一种补充，则在中国汇率制定走向完全浮动之前，如何明确资本账户管理原则，是中国金融战略研究中继汇率问题之后，必须说清的一个重大问题。

国际上大量学者通过的实证研究，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。从上世纪70年代来各国货币、金融危机产生的原因和机理看，布雷顿森林体系瓦解后形成并延续至今的国际货币、汇率制度，是危机发生的重要原因。从危机国家的内部政策看，没有处理好汇率、资本账户开放和国内经济、金融改革之间的关系，恰恰是危机发生的重要的内在原因。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。

IMF 调查回顾了35个经济体金融自由化的经验教训，在发生危机的24个国家中，有13个在危机前的5年内完成了资本账户自由化过程。又对其中14次发生严重危机的国家进行进一步考察，发现9次危机中，净资本流入在危机前2-4年内是大幅增加，超过了GDP的3%的关口。当然，资本账户管制也能在一定程度上预防国际资本流动的异常发生，有助于应对因金融部门脆弱而造成的各种风险。在一国经济结构或深层次机制存在扭曲的情况下，汇率制度与资本账户开放的不同组合，对宏观经济稳定的影响各不相同。因此，汇率制度的选择，往往需要将资本账户开放状况作为重要的经济背景或特征进行考虑。

从国际经验看，总体而言，凡是在完全开放资本账户前实行灵活汇率制度的国家，所获得的中期效果较好。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。或者说，在汇率失调严重而套利收益足够大时，资本管制的有效性会迅速下降。上世纪80年代的阿根廷、智利、墨西哥、委内瑞拉和90年代的泰国、印度的案例，分别从正反两个方面印证了上述观点的正确性。其实，从布雷顿森林体系崩溃、相关国在采取浮动汇率制之中，美国、加拿大、瑞士三国的资本开放时间较早，其他发达国家都是在长时间浮动汇率经验积累之后才逐步开放的，时间分别为日本1980年、德国1981年、澳大利亚1983年、新西兰1984年，瑞典1989年，法国1989年、意大利1990年、西班牙1992年、冰岛1995年。

在中国未来，必须坚持资本账户的开放，那是因为我国的经济全球化需要金融全球化的配合；我国未来面临的经济、金融发展中的重大挑战，需要放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；以及随市场开放度的扩展，资本账户管制有效性下降后不得已的选择。同时必须看到，我国资本账户充分自由化的各种条件又没满足。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，是我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：

1.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。

2.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。

3.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。在未来几年内，资本账户开放既可以在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。在管制的放松上，若情况相同，人民币跨境交易的开放应先于外币计价交易的开放。

4.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。

5.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。

（本系列内容摘编自人民出版社即将出版的《中国金融战略:2020》）

中国金融战略思考|系列(2)

策略指数新标——上证380指数

国泰基金

传统股票指数的选样方法多局限于市值、流动性等市场指标，而上证380指数的成份股选样方法则打破了这一传统模式，与国际上一些通过基本面指标选股的策略指数的理念一脉相承。在选样时增加了上市公司成长性、盈利能力的评估指标，强调了成份股的成长潜力。这既突出了指数差异化特征，又提供了获取超额收益的敞口，为投资者提供了一种以透明的、低成本的指数化形式可以主动选择成长空间大、增值潜力强的股票的投资策略。上证380指数的出台，符合国际趋势，有利于形成差异化的指数投资体系，也反应和刻画了上海证券市场上成长性好、盈利能力强、行业优势明显且有望成为行业龙头的潜力蓝筹股的市场特征，它将注定成为上海证券市场策略指数的标杆。

一、选股方法

上证380指数的样本空间是在上证180指数的样本空间中剔除了上证180指数成分股、最新一期财报中未分配利润为负的公司股票以及最近5年未派发现金红利或送股的公司股票的基础上形成的。在成份股的选择上，首先对样本空间内的股票按照营业收入增长率、净资产收益率、成交金额和总市值等指标进行综合排名，然后按照上证二级行业的自由流通市值比例分配样本只数，最后按照行业的样本分配只数，在二级行业内选取综合排名最靠前的股票构成上证380指数的成份股。

二、特征

1、定位清晰

上证380指数定位于成长性新蓝筹股指数，主要用于反映中小规模、成长性好、盈利能力强、行业优势明显和流动性强、且有潜力成长为蓝筹股公司的股票的整体表现。在上证380指数样本中，市值大于500亿元的仅1家，在200-500亿元之间的15家，在100-200亿元之间的54家，在50-100亿元之间的140家，在20-50亿元之间的154家，市值低于20亿元的仅16家。

在现有的上证指数体系中，上证50指数及上证180指数主要代表了大市值股票的整体表现，而上证小盘指数虽然在一定程度上可以作为中小盘股的代表，但却没能体现收益性与成长性这两个对中小盘股来说非常重要的特性。事实证明，现有的规模并不能作为筛选中小盘股的唯一指标，收益性与成长性才是其是否具有代表性以及是否具有潜力成长为蓝筹股的重要砝码。所以，上证380的发布弥补了上证指数系列之前在此方面的空缺，进一步完善了指数体系。

2、收益表现好

上证380指数最为鲜明的个性是其在成份股的选择中着重考虑了股票的成长性和收益性。与上证180指数中主要集中的大型传统蓝筹股不同，这里的新蓝筹，指的是未来有潜力成长为蓝筹企业的上市公司，即处于企业成长阶段和成熟阶段早期，收益大幅度上升，初步体现出行业龙头风范，在相关行业中具备核心竞争优势的上市公司。历史模拟数据显示，上证380指数体现了高成长股票的高估值特征，从2004年至2010年的累计收益率达到277%，最新市盈率为35.8倍，远高于同期大盘股指数的表现。特别需要指出的是，由于考量了收益性与成长性指标，在年化收益波动率近似的情况下（上证380为34.14%，上证小盘为34.18%），上证380指数的历史模拟收益率明显高于同期的、同样剔除了上证180指数成分股的上证小盘指数。这说明经过收益性和成长性指标的过滤，的确能够筛选出业绩表现更为优秀的股票，使得上证380指数很有可能成为沪市中小盘股走势新的风向标。

3、行业代表性强

上证380指数在行业分布上比较平衡，其成份股覆盖了25个二级行业中的21个，仅剔除了电信、银行、保险和综合金融等单一上市公司市值较大的行业，具有很高的行业覆盖率。而且其成份股企业的相当一部分属于节能环保、新一代信息技术、生物、高端设备、新能源、新材料等新兴产业和消费领域，代表了国民经济发展战略方向和经济结构调整方向，有利于投资者树立以产业政策为导向、崇尚上市公司经营业绩和成长性的投资理念。

4、编制方法科学透明

上证380指数的编制方法非常透明，选取成份股的数量和方法都经过严密的论证和测试。其成份股的选取标准（营业收入增长率、净资产收益率、成交金额和总市值）公开透明，思路清楚而易于理解，充分考虑了中小盘股的特征。同时，实证结果表明，380只股票的数量充分符合上交所目前上市公司股票的结构，也能够满足上交所今后大量发行中小公司股票的市场需求。既具有足够的代表性，也有足够的空间容纳今后的发展，为沪市中小盘股票的投资者提供了可靠的参考与比较基准。

可以预见的是，随着股票市场的发展，未来中小盘股将体现出越来越鲜明的整体风格和独特的投资价值。上证380指数作为上证指数家族的新成员，因其对沪市中小盘股票广泛的代表性、编制方法的清晰透明、所选择成份股较高的流动性以及优于上证小盘的收益性与成长性，填补了上证指数系列此前在这一区段的空缺。该指数满足了市场的需求，必将受到基金公司和投资者的高度关注。并且，伴随着指数化投资的趋势和ETF的大发展，上证380指数必将彰显其越来越重要的地位和作用，成为上证指数系列中承上启下的重要一环。

关于2010年记账式贴现(十八期)国债上市交易的通知

各会员单位：

根据《财政部关于2010年记账式贴现（十八期）国债发行工作有关事宜的通知》《财库[2010]135号）和本所有关规定，2010年记账式贴现（十八期）国债（以下简称“本期国债”）将于2010年12月17日在本所集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市，现将有关事项通知如下。

一、本期国债期限为273天，发行价格97.931元；本期国债起息日为2010年12月13日，2011年9月12日（节假日顺延）按面值偿还。

二、本期国债于2010年12月17日起在本所集中竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市，交易方式为现券和回购。

三、本期国债上市交易的现券证券名称为“10贴债18”，证券代码为“020044”，出入库代码为“107044”。

上海证券交易所
二〇一〇年十二月十四日

关于山东矿机集团股份有限公司股票上市交易的公告

山东矿机集团股份有限公司人民币普通股股票将于2010年12月17日在本所上市。证券简称为“山东矿机”，证券代码为“002526”。公司人民币普通股股份总数为267,000,000股，其中首次上网定价公开发行的53,720,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所
2010年12月15日

关于2010年镇江市交通投资建设发展公司企业债券上市交易的公告

镇江市交通投资建设发展公司发行的2010年镇江市交通投资建设发展公司企业债券将于2010年12月17日起在本所交易市场竞价系统和固定收益证券综合电子平台上市交易，证券简称为“10镇交投”，证券代码为“122871”。上市后本期债券可进行质押式回购，质押券出入库申报代码为“104871”。

上海证券交易所
二〇一〇年十二月十六日

关于光正钢结构股份有限公司股票上市交易的公告

光正钢结构股份有限公司人民币普通股股票将于2010年12月17日在本所上市。证券简称为“光正钢构”，证券代码为“002524”。公司人民币普通股股份总数为90,380,000股，其中首次上网定价公开发行的18,100,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所
2010年12月15日

关于湖南胜景山河生物科技股份有限公司股票上市交易的公告

湖南胜景山河生物科技股份有限公司人民币普通股股票将于2010年12月17日在本所上市。证券简称为“胜景山河”，证券代码为“002525”。公司人民币普通股股份总数为68,000,000股，其中首次上网定价公开发行的13,600,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所
2010年12月15日

关于2010年记账式贴现(十八期)国债上市交易的通知

各会员单位：

2010年记账式贴现（十八期）国债已发行完毕，根据财政部通知，本期国债于2010年12月17日起在本所上市交易。

本期国债证券编码“108044”，证券简称“贴债1018”，标准交易单位“10张”，期限273天，2011年9月12日到期按面值偿还。

特此通知

深圳证券交易所
2010年12月15日