

上海银监局副局长张光平纵论人民币国际化、汇率变化及利率市场化

2020年人民币有望跻身世界“货币三极”

上海银监局副局长张光平对金融市场体系、人民币国际化、利率和汇率市场化等有着极为深入的研究,在监管层中也是相关研究领域的专家,其演讲及著作在市场上备受关注和推崇。他是银监会2005年7月全球招聘的首位胜出者,曾担任过银监会创新业务监管协作部主管等职位。由他撰写的《人民币衍生产品》和《人民币产品创新》两本书,现已成为金融机构相关领域员工的必备工具书。

证券时报记者 朱凯 赵缙言

上海银监局副局长张光平日前接受了证券时报记者专访。他预计,2020年前后人民币国际化目标有望实现,美元、欧元、人民币这三种货币将共同铸就世界“货币三极”。

对于当下的金融市场化改革,张光平提出应遵循四个协调,其中包括:要与汇率和利率市场化、资本项目自由化相协调;要与推动人民币国际化的节奏相协调;要与我国资本市场发展节奏相协调;要与我国跨境资金监管的程度相协调。

利率市场化是金融改革基础

证券时报记者:我国的金融体系改革主要由利率市场化、汇率市场化、资本项目自由化以及人民币国际化等框架组成,它们之间有无操作的先后次序?

张光平:按照重要性序列来说,利率的影响面最大,它对于金融业、银行业乃至整个国民经济都具有非常大的影响。从时间角度来看,汇改从2005年至今已七年半。相对应地,央行今年两次不对等降息使利率市场化迈出了重要而“具体”的一步。

可以认为,利率市场化比汇率市场化更为基础,前者不达到一定程度,后者定价不好定,因为汇率是一个相对的利差和价格。在实际操作层面,两者之间是互相协调的。

人民币汇率改革在七年来取得了很大成绩。今年4月16日央行把人民币对美元的日浮动区间从0.5%升到1%,但在汇率弹性方面还有很大空间。最近一两周,人民币对美元的年化波动率只有0.8%左右,其余多数时间也仅相当于美元对欧元、美元对日元这两种主要汇率波动率的10%-20%,市场化程度还有待提高。根据统计,国际主要汇率基本都能维持平均10%左右的年化波动率,这正是汇率市场化程度的标志之一。

人民币国际化的内涵,要比资本项目自由化、利率市场化、汇率市场化更为广泛,某种程度上也是后者的目标或结果。中国的金融体系市场化改革应遵循四个协调:要与汇率市场化、利率市场化、资本项目自由化相协调;要与推动人民币国际化的节奏相协调;要与我国资本市场发展节奏相协调;要与我国跨境资金监管的程度相协调。

人民币国际化程度仍较低

证券时报记者:人民币跨境贸易结算是人民币国际化的重要举措。目前我国人民币国际化已到了什么

阶段?

张光平:这几年央行推动跨境贸易结算取得了出色成绩,去年达到2.08万亿元,今年前三季度已经超过2万亿,整个跨境贸易结算的速度非常可观。

实际上,某种货币国际化的程度会体现在很多方面,比如说贸易结算的规模及占全球贸易结算的比重、该国货币债券的发行程度以及国际资助等。此外,也可以参考占全球储备货币的比重和担当储备货币的程度等因素,当然这一点存在局限性,目前也只有美元、欧元、英镑和日元这四种货币上榜。

能否用一个参数把某种货币的国际化程度表现出来呢?在我的《人民币产品创新》一书中提出过,不管储备货币有多少、贸易结算有多少、国际债券有多少,所有这些活动都会体现在该国货币在全球外汇市场的活跃程度上,任何方面的应用都会反映在外汇市场交易当中。尽管这一数字每3年由国际清算银行(BIS)公布一次,但这无疑是检验一国货币国际化程度最简单、最方便的做法。

结论是,包括汇率即期、远期、期权等在内的BIS数据(截至2010年4月),人民币日均交易额仅为全球数量的0.4%。今年三季度央行货币政策执行报告显示,人民币汇市即期交易额同比呈现下降。此外,今年以来我国的境外人民币债券发行有趋缓迹象,香港的人民币储蓄额也在下降。

2011年我国经济及贸易规模均进入全球三甲,但外汇市场仍在国际上排不上号。一面是跨境贸易结算、境外债券发行等快速发展,另一面又是外汇交易的原地踏步甚至下降。人民币外汇掉期没有出现过下降,但增长速度却很缓慢,人民币外汇市场发展及与人民币国际化的趋势不够一致。

按理说跨境贸易结算越多,市场对外汇交易的需求量也会越大。因此,这一奇特现象恰恰反映了我国外汇市场结构存在问题。目前还看不到有效的解决措施。

货币国际化受多因素制约

证券时报记者:从国际主要经济体的历史经验来看,汇率与利率市场化应遵循什么规律,对我国有何借鉴?

张光平:整体来看,目前主要发达国家的资本项目都是开放的,但也都经历了漫长过程。资本项目开放有很多条件,也要和汇率、利率进程相配套,哪一项改革都不能单独做。美

用足市场信号 人民币贬转升可期

证券时报记者 朱凯 赵缙言

从去年9月至今,人民币汇率经历了由贬值到升值的明显转换。在离岸市场以及不同期限的远期市场中,人民币汇率预期也出现了分化。上海银监局副局长张光平接受证券时报记者专访时指出,从市场信号来看,人民币贬值预期正处于减弱趋势中,转向升值的临界点有望到来。

张光平表示,汇率本身以及汇率的升值预期,不仅影响金融市场,而且也是决定整个宏观经济走向的重要因素之一。升值预期攀高,意味着资金流入和外汇

储备增加,投资冲动随之增大,资产价格也出现走高。反之,贬值预期占据主导会令市场呈现相反变化。

人民币无本金交割远期(NDF)市场显示,去年9月下旬,以1年期NDF为代表的境外人民币出现贬值预期,并一直延续到当年10月上旬。张光平指出,不同期限“远期汇率”出现分化,1至3个月的远期人民币显示为升值,但3个月以上的远期至今仍为贬值状态,其最大原因是外贸顺差及国内生产总值(GDP)同比增幅减缓等的变化。

应注意国庆节后这一波升值行情。今年第一季度外贸顺差约11亿



主要货币外汇市场日均成交额占比(单位: %)						
货币名称	2001年 (并列35名)	2004年 (29名)	2007年 (20名)	2010年 (21名)	2011年 (20名)	2012年 (19名)
美元	90.30	88.00	85.60	84.90	84.67	84.43
欧元	37.60	37.40	37.00	39.10	39.80	40.50
日元	22.70	20.80	17.20	19.00	19.60	20.20
英镑	13.20	16.50	14.90	12.90	12.23	11.57
澳大利亚元	4.20	6.00	6.60	7.60	7.93	8.27
瑞士法郎	6.10	6.00	6.80	6.40	6.27	6.13
加拿大元	4.50	4.20	4.30	5.30	5.63	5.97
港元	2.30	1.80	2.70	2.40	2.30	2.20
瑞典克朗	2.60	2.20	2.70	2.20	2.03	1.87
新西兰元	0.60	1.10	1.90	1.60	1.50	1.40
韩元	0.80	1.10	1.20	1.50	1.60	1.70
新加坡元	1.10	0.90	1.20	1.40	1.47	1.53
挪威克朗	1.50	1.40	2.10	1.30	1.03	0.77
墨西哥比索	0.90	1.10	1.30	1.30	1.30	1.30
印度卢比	0.20	0.30	0.70	0.90	0.97	1.03
俄罗斯卢布	0.40	0.60	0.70	0.90	0.97	1.03
波兰兹罗提	0.50	0.40	0.80	0.80	0.80	0.80
南非兰特	0.90	0.70	0.90	0.70	0.63	0.57
丹麦克朗	1.20	0.90	0.80	0.60	0.53	0.47
土耳其里拉	...	0.10	0.20	0.70	0.87	1.03
巴西雷亚尔	0.50	0.30	0.40	0.70	0.80	0.90
人民币	0.01	0.10	0.50	0.63	0.73	0.78

注:2011年及2012年(4月数据)为预估值。引自张光平著作《人民币产品创新》(第三版)。IC/供图 翟超/制表

国的利率市场化从1970年开始,进行了十多年;日本1977年开始,比美国晚一点;韩国从上世纪80年代初开始,也经过了十多年。

汇率是涉外的,汇率本身及汇率的升值预期,反过来会影响跨境资金的流动。对此,发达国家也都有类似教

训。我国利率市场化改革已走过十多年,除发达国家外,很多发展中国家的经验也值得借鉴。从汇率、利率、资本管制和对外投资等角度来看,发达国家里日本与我们较为接近,发展中国家里则应该多学习印度。

日本在外汇储备和外汇资产管理方

面比我们做得好,日本的境外资产投资回报比我们高几倍。虽说我国外汇储备是日本的两倍多,但在国际投资方面还有很大差距。此外,在跨境资金流动监管方面,日本也比我们有经验。我们有大量的资金流进来,外汇储备增长得很快,但我国的海外投资收益却很低,都需要引起重视。

可以说,日元的国际化是不成功的,很多人士对此也有共识。日本在上世纪80年代初就提出国际化的目标,但没有切实动作,直到1998年才开始真正推行。但最终被认为不成功的原因在于,日本与之相关的经济、金融政策都主要指向“保出口”,汇率及资本项目调整也多是為了保出口。

除发达国家、地区的市场外,我现在一直在关注印度市场。印度的国内生产总值(GDP)只有我国的三分之一,人口和我们接近,人均比我们低很多。但印度的利率及汇率市场化、资本项目放开等方面走在了我们前面。现在很多人说再过10年左右印度的经济增长可能要超过我们。发达国家的社会与法律机制以及市场发展程度等都比我们超前很多,因此,印度在利率、汇率、资本项目开放过程中的经验,特别是在市场发展、产品创新上的经验对我们都有很大的借鉴意义。

所以说,把握好汇率升值与进出口的关系,对于货币国际化而言是非常重要的。2008年国际金融危机爆发后不久,很多人呼吁人民币贬值。但应注意,贬值预期越高,流出去的资金也就越多,对经济整体产生

利率市场化不能过于激进

证券时报记者 赵缙言 朱凯

对于利率市场化进程,学界和监管层一直以来都有两种争论:尽快放开存、贷款利率上下限,遇到问题的中小银行可以通过兼并、重组等方式化解;利率市场化牵一发而动全身,且目前我国市场和金融机构难以一步到位。对此,上海银监局副局长张光平分析认为,利率市场化不能一步到位。

张光平说,对于一步到位的方法并不认同,应该一步步来。他说,整个金融机构以及个人对于风险的认识、风险的识别需要一个过程。尤其对于金融机构来说,在逐步提高市场化程度的过程中,机构需要量化风险意识、风险识别等前期准备,此后才能有风险管理和对冲,这些条件都要逐一去满足和建立。

他说,风险的对冲需要有工具和市场,其中一类是交易所的交易,但目前我们还并不具备。另一类如银行间的利率远期、利率互换等工具虽然都有了,但使用得还不够。比如说远期

生不利影响。更为重要的是,人民币未来要走向世界,整体要有一个坚挺的形象。

人民币成“货币三极”任重道远

证券时报记者:“货币三极”指的是未来国际上最主要的三种货币应该是美元、欧元和人民币。请问,人民币达成国际化目标的触发因素会是什么?

张光平:2010年以来,论经济规模中国是继美、欧之后的第三大经济体,2010年中国经济占全球的9.4%,贸易总量也是排名第三。人民币国际化最关键的触发点应该是人民币变为国际货币基金组织特别提款权(SDR)的一篮子货币,成为第五种国际储备货币。我们现在努力推动跨境贸易结算,一旦成为储备货币了,全球对人民币及人民币资产的需求量就会大增。这个也是人民币国际化的另一方面。

我的《人民币产品创新》一书在获得2011年第一财经“年度金融书籍”大奖时,颁奖关键词正是“货币三极”,但这只是一种理想状态,可能要花十年甚至更多时间。未来的国际货币格局可能是一家独大,美元、欧元、英镑、日元、人民币等都同时存在。预计2020年前后人民币国际化目标有望实现,美元、欧元、人民币这三种货币将共同铸就世界“货币三极”。

从欧洲人口、外汇交易及市场程度等方面看,我对欧元很有信心。这两年一直在讲欧债危机,其实质就是欧元区政府总债务占GDP比例过高。但值得注意的是,欧元区十八国的债务/GDP比例近年来都比美国低。债务总量及债务占GDP的比重,美国已超过100%,欧元区今年都难以超过这一水平。尽管欧元区的债务指标比美国健康,但欧元区的主要问题是财政政策与货币政策不协调,这是制度上的大问题,不容易解决。

根据每3年公布一次的BIS数据,欧元在全球外汇市场交易额中的占比,2010年开始超越其GDP在全球占比,也是目前唯一能抗衡美元的货币。欧元的市场化程度非常高,这一点也能帮助欧元区克服债务危机本身的影响。

欧元的国际化程度获得进一步发展,对中国是有利的。2004年欧盟取代美国成为中国最大的贸易伙伴,今年有所下降,但还基本处于中国第一大贸易伙伴的程度。欧元按正常情况升值对我国际贸易不是坏事。欧元的坚挺以及在国际货币市场里的作用,对人民币国际化也是非常重要的。

顺便提一下,中国外汇市场交易占比2007年排在第二十位,2010年是第二十一位,估算2011年可能回到第二十位,4年来人民币外汇交易占比全球排名在原地踏步。单从这些数字来看,市场持续增长的趋势很难看到,这也是人民币成为国际货币的一大障碍。

利率协议(FRA),这是管理风险的一个重要工具,但现在几乎没有交易量。再如国际上的债券远期产品,我们也有了,但这两年基本都是以30%至50%的速度在下降。银行间的基础产品已经有了,但客观上还难以达到规避风险的作用,而利率期权还只是在研究过程中,所以利率市场化是不敢一步到位的。

张光平说,美国、韩国、日本用了十多年时间完成这个进程,中国可能没有那么多的时间,但也不能过于激进,应该在发挥自身特色借鉴国外做法的背景下,向市场化程度更高的方向迈进,不能一步到位。机构要达到相应的管理能力,投资者要提高产品知识和风险意识,甚至管理部门也还需要学习。

此外,针对利率市场化对银行的影响,张光平表示,利率市场化将对银行的经营和管理形成真正挑战。银行这两年来已经对此有所关注,很多银行都在努力推动私人银行业务以及一些非传统业务等的发展。他们感觉到利率市场化对银行的盈利模式有挑战,都在进行不同程度的准备。”