

全球经济复苏与人民币汇率政策

2010年3月28日,由中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心主办,清华大学中国与世界经济研究中心协办的“走向复苏的全球经济与人民币汇率政策”高级研讨会在中国人民大学逸夫会议中心第二会议室隆重召开。中国人民大学副校长、中国国际金融学会副会长陈雨露教授,北京大学经济学院院长刘伟教授,清华大学金融系主任、中国与世界经济研究中心主任李稻葵教授,银河证券高级经济学家左小蕾博士,亚洲开发银行中国代表处高级经济学家庄健博士,北京师范大学经济学院金融系主任贺力平教授,《环球财经》总编辑向松祚博士,中国社会科学院经济所袁钢明教授等八大经济学家联名呼吁冷静、公正、客观地看待人民币汇率问题,避免人民币汇率问题“政治化”与“情绪化”。中国人民大学财政金融学院副院长张杰教授,中国财政金融政策研究中心主任汪昌云教授、副主任瞿强教授,财政金融学院涂永红教授、陈忠阳教授和张成思副教授等参与会议讨论。会议由中国人民大学财政金融学院院长郭庆旺教授主持。

陈雨露教授首先代表中国人民大学致辞并以“保持汇率稳定、防止泡沫经济、实现无危机增长”为题做主旨发言。他从历史纵深的视角将后崛起国家所遵循的“四大定律”与中国经济社会发展的现实模式进行对比,认为应当采用国家金融适度控制的“五大工具”来保障中国在未来三十年经济崛起的机遇期实现“无危机增长”;将通货膨胀、资产价格以及人民币汇率同时纳入视野的“价格预期管理”,应当成为避免中国出现内生的资产泡沫和泡沫经济的重要政策工具。在此基础上,陈雨露教授就如何保持人民币汇率稳定以防范资产价格泡沫提出“四点建议”:继续保持盯住美元的固定汇率政策;争取实现M2的增长不超过20%;采用常规与非常规货币政策相结合的方式调控资产价格;警惕并积极应对以美国为代表的西方世界在人民币汇率问题上出现的“政治化”、“情绪化”倾向。

刘伟教授对人民币汇改问题的关注则立足于中国经济的根本。首先他明确表示以美国为代表的西方向人民币汇率施压其实对解决美国的贸易赤字与高失业率问题没有任何意义;其次,人民币升值的空间和程度应该取决于中国的国家利益并服从于国内的宏观经济政策目标;最后,中国经济的实际情况要求以技术创新为主,政府应择机进行市场干预以扩大内需。

李稻葵教授在对美国目前的政治经济形势进行深入剖析的基础上,将目前的人民币汇率问题归结为一场政治闹剧,认为我国现在经济的核心利益并不在于汇率如何变化,而在于是否掌握了牢牢把握人民币汇率博弈的主动权。据此他提出了掌握主动权并化解闹剧的“三步走”战略。具体而言,首先要牢牢占领信息发布权,道德制高点;其次要与美国等西方国家积极沟通交流;最后落脚于以自身的经济结构调整的利益为目标,渐进式缓和式的调整人民币汇率。

左小蕾博士在发言中也表示人民币汇率跟美国贸易逆差、高失业率没有关系，并再一次强调了把握汇改主动权的必要性。同时，左小蕾教授对现行的汇率评估标准表示怀疑，她认为只是根据贸易顺差或三十年来我国劳动力水平的增长就判断人民币汇率被低估是存在误区的；庄健博士认为短期要坚决抵制住来自外部的压力，但“升值对于解决中国的一些中长期问题还是有正面作用的”；贺力平教授与庄健博士持相同观点，他同时反复强调了“实际有效汇率”一词，并认为“人民币汇率的上升就是实际有效汇率的上升，并不必然伴随着贸易顺差或者经常账户顺差转向逆差”。不同于前几位经济学家，袁钢明教授把目光转向日本，指出“以美国为标准”是导致日本衰落的重要原因，所以中国在未来发展之路要认真汲取日本的教训。向松祚博士开门见山地反驳了“假如没有美国的压力，人民币就应该升值”这个观点，认为“人民币在中国完成工业化和城市化过程之前，中国的汇率应该坚决维持稳定，不能搞浮动，更不能大规模升值”。随后，他提出中国发展战略的三个步骤以及五点陈述，并呼吁“重建汇率理论”。

主题演讲结束后，参与讨论的各位经济学家各抒己见、畅所欲言。汪昌云教授讨论了购买力能否决定短期汇率，汇率问题“政治化”的三大弊端和中国外汇储备的下降影响美国财政赤字三个问题；陈忠阳教授选择人民币币值稳定作为线索，认为应该“提高整个金融体系应对汇率变化的灵活性和稳健性”；瞿强教授则从回顾日本的经济萧条和大萧条时期美国针对中国的白银法案这两个生动的案例出发，指出从大萧条时期美国“白银收购政策”看，以邻为壑的汇率政策最终会导致损人不利己的双输结果；而从日本案例看，则要避免将日本经济长期衰退的原因简单地归结为日元升值；涂永红教授谈到了人民币汇率政策要纳入国家的宏观经济管理中、有效汇率的重要性和避免人民币的单向升值预期等；最后，张杰教授从分享国际货币交易剩余、全球货币博弈、定价权比价格本身更重要、把握汇率水平是一门政策艺术、人民币汇率争执必将常态化和人民币汇率是一系列事件的合成结果等六个方面阐释并总结了大会的观点与成果。

此次研讨会汇集了名家智慧，为人民币汇率政策的未来走向做出了理论诠释。研讨会引起媒体广泛关注，中央电视台、人民网、新华网、网易、中国网、中国广播网、凤凰网财经、金融界、中国经济新闻网、财新网、搜狐、新浪、和讯网等近 20 家媒体对相关内容进行了报道。

背景资料：“7·21”汇改后时隔五年，由美国“自导自演”逼迫人民币升值的一幕再次上演，并迅即占据世界经济与金融舞台的中心。从 130 名众议员联名抗议中国“操纵汇率”，14 位参议员提议人民币升值，到美国总统奥巴马、美国财长盖特纳、IMF 总裁卡恩等纷纷“剑指”中国，再到美国财政部或将于 4 月 15 日通过将中国列为“汇率操纵国”的调查结果。人民币汇率问题已经成为中国当前所面临的最为重要的经济乃至政治的难题之

一。3月14日，温家宝总理在与中外记者见面会上，既阐明了我国的态度，即人民币没有被低估，人民币升值也不能解决美国贸易逆差的问题，更不能解决美国失业率高企的问题，同时又对国际社会个别“别有用心”的国家对于人民币汇率的劫难从学理和实践两个层面给予有力的回击。片面看待人民币汇率，并将其盲目“政治化”不仅不利于国际双边贸易的长期友好的发展，更不利于“后危机时代”世界经济的复苏。

从“后危机时代”全球经济与金融版图重构的长期进程来看，中国能否妥善解决人民币汇率问题，警惕人民币升值的压力并防止其走向“政治化”、“情绪化”的倾向，并以此为依托勾画中国面向未来的国际金融战略蓝图，将最终决定中国能否在大国之间的经济与金融竞争中取得足够的主导权与支配力。

中国人民大学副校长、中国国际金融学会副会长 陈雨露教授发言（摘要）

中国是一个复兴的后崛起国家，作为一个复兴的后崛起国家，最令人关心的是能不能摆脱后崛起国家通常都要直面的四条定律：第一，后崛起国家通常采取的都是国家主导的追赶性经济模式，并且选择适当的时机来寻求增长方式的转型。第二，后崛起国家在经济崛起的进程当中都会遇到尖锐的传统观念和现代观念，公平和效率之间尖锐的冲突，中国恐怕也不例外，都是这种矛盾冲突的表现。第三，后崛起国家一旦实现了经济的崛起，都无一例外的进行军事扩张。第四，后崛起国家在经济崛起的进程当中也几乎无一例外的都遭遇了内生的经济和金融危机。

在未来三十年经济崛起的机遇期里，中国能够实现无危机的增长，至少不让危机阻断中国崛起的进程。他认为国家应当在这个进程当中保持适度的国家金融控制，而国家金融主义要用五大工具来保证：第一，我们的超额外汇储备；第二，对整个金融业有效的适度的股权控制；第三，对资本帐户的适度管制；第四，对整个金融业的宏观审慎监管；第五就是价格预期管理，对重要价格预期管理。对价格的预期管理主要是管实体经济的 CPI 再加上一个 PPI，但实际上应当把这个视野扩展更加完整，就是管三大价格的预期。除了通货膨胀之外，还要管资产价格的上涨，同时还要管人民币汇率。

当前，国家适度控制的核心指向是要避免出现内生的资产泡沫和泡沫经济。而保持汇率的稳定、保持人民币汇率的稳定已经变成了避免泡沫经济的一个非常重要的一个政策选项。货币升值与房地产价格提升之间的关系，在高速增长的经济体当中是非常普遍的一种现象。这种关联的现象实际上已经为很多国际经验来支持，人民币升值的预期可能会诱发资产价格的新一轮的大幅度上涨，从而对我们带来泡沫经济的风险。其主要影响路径有三个：第一个路径是一旦人民币升值对中国的出口形成比较大的影响，那么很可能会使得政府的政策要依赖于低利率和更加宽松的货币政策，也依赖于房地产业的繁荣来保持经济增长。这一点最值得汲取的教训就是 80 年代后半期的日本。第二个路径是人民币升值的预期通过财富效应、通过价值重估的效应会影响到房价。这会影响到或者会刺激房地产的投资需求。第三个路径是人民币升值的预期会加速海外热钱的流入，影响到基础货币的投放，影响到流动性，从而推升房地产的价格。

从现阶段的中国经济与金融的实际运行情况来看，我们必须要通过人民币汇率的稳定、通过人民币升值预期的管理来防范资产价格泡沫，而核心的是要握好以下四点：

第一，要继续保持盯住美元的固定汇率政策。一方面，未来一段时间，在我们还需要“信心锚”的时候，应该采取盯住美元的汇率政策。因为在过去这一年里，应当说“信心锚”还是起到很大的作用，这也让人民币对美元不升值坚定了信心。另一方面，人民币对

美元不升值确实还是有它的价值基础的，也就是我们通常大量引用的关于人民币汇率没有被实质性低估的十大数据。例如：名义有效汇率，实际有效汇率，还有我们今年1月1号启动中国东盟自由贸易区以后，我们对东盟的进口增加117%等等，应当说是有价值基础，而不是我们一定非要为自身的利益不顾其他国家的利益。

第二，要在今年管理好我们的货币闸门，就是要争取实现M2的增长，不要超过20%。但是很难，我认为7万5千亿确实是很难的，因为大量的开工项目需要钱的，不是说当年开工当年能够完成的项目实际上也就20%左右，而是80%都还张开嘴继续要钱，这些我们能让它停在那吗？不可能。同时我们还要花大量的钱去支持我们的市场，所以现在我非常担心银行业会不会通过所谓的创新把我们的信贷、贷款、流动性供给转到表外，这样的话，实际上会重蹈西方国家的覆辙。

第三，要严密关注资产市场动向，特别是房地产价格。现在又是处于一个新的盘整期，我们的股票市场往往是久盘必跌，而房地产市场往往是久盘必涨，所以现在要防止资产价格经过一段积蓄力量期又往上走。对此，我认为不是要试图用常规的货币政策要管住房地产的泡沫，还要主要倚重于非常规货币政策，特别要降低资产市场的杠杆利率。比如提升我们购房的首付笔或者是停贷第二或者是第三套住房。

第四，要与国际社会既要斗争又要加强沟通，我们要积极应对以美国为代表的西方世界在人民币汇率问题上出现的“政治化”与“情绪化”倾向。现在我们说汇率的政治化，它是一个天然的属性，因为汇率政策是最具有外部性和政治性一个政策。汇率政策不像我们其他的利率政策一样，它有一个天然的主权边界，汇率本身就是两种货币之间的比价。而关键的问题是不要“情绪化”。

现在美国盯住人民币汇率问题不放，是出于“一箭三雕”的目的：其一，把金融危机的原因转嫁人民币汇率。本来大家是把金融危机指向美国金融监管不利，现在美国把金融危机转移到人民币汇率上来。其二，在国内中期选举上改变它的政治上防守地位。其三，在未来十年达到对中国崛起战略遏制的目的。因为到2020年以后中国经济如果如期实现经济和发展方式转型的话，那么中国未来发展将会一马平川，中美之间的争夺将会进入到货币崛起、货币的力量新兴和美元的霸权守成之间的争夺，所以美国绝不希望在这十年之中中国顺利完成经济转型。

但是我们说中国不是日本，现在的中国也不是原来的中国，现在看上去是一个高明的“一箭三雕”的做法，但是愚蠢的做法。对于奥巴马总统来讲上任只有一年的时间里，可以成功的遏制住金融系统的危机不再蔓延和恶化，他能够使得这次危机在美国没有能够诱发全面的社会危机和政治危机，并且使得实体经济的GDP增长开始了复苏，应当说在这方面他还是个合格的总统。奥巴马为了中期的选举而慌不择路，出此下策，实在是美国政治体制的一种悲哀。对于这样的下策，实际上中国不可能接受，人民币汇率能够挽救美国乃至全球经济的提法，实际上是奥巴马在延续原来小布什的逻辑，将人民币汇率问题归结于

这次金融危机的主要原因，这是中国不可能接受的。何况他又触动了中国的核心政治利益，台湾问题和西藏问题，我们怎么可能在这个问题上让步。也就是说因为中期的选举，因为美国现行这样政治体制，美国人把自己基本上合格的领袖逼得出此下策，把中国本来最需要美国合作的伙伴逼到了对手的位置上，实在是一个下策。

最后，我们也需要做好第二手准备，因为这一次的全球经济危机是在美国主导的全球经济格局之下第一次出现西方发达国家整体对于发展中国家，特别是发展中国家的新兴经济体之间的外部失衡的一种结构。以前或者是出现在发达国家内部，或者是新兴国家内部，这次发达国家和发展中国家之间的外部失衡是第一次出现，西方国家会不会采取非经济手段强制实行再平衡？有这样的风险的。我们还得一方面要坚持人民币汇率的稳定，同时我们要做最坏的打算，一旦西方世界对我们进行翻脸，进行全面的制裁，我们怎么办？恐怕也要做好准备，这个跟以前的再平衡过程不一样了，不管怎么说我们也要知道台湾的问题是我们的核心利益，西藏问题也是我们的核心利益，中国保持发展，无危机增长的一种发展，同样也是我们的核心利益，没有最后一条就不可能有前面的两条。

北京大学经济学院院长刘伟教授发言（摘要）

第一，以美国为代表的西方世界向中国人民币汇率施压其实对解决美国的经济失衡没有多大的作用。一系列数据显示，美国的失业率超过了 10%，其 1 万 4 千亿美元的财政赤字也是超过 GDP 的 10%，远远超出了我们通常所说的 3% 的警戒线。美国去年的国际收支逆差也超过了警戒线，所以美国要扭转这些局面。但是，中美之间的贸易出口总额在美国的贸易总额中只占几个百分点，即使将贸易总额全部改为由美国对中国的出口的话，恐怕也改变不了美国的国际收支逆差总的格局，所以美国想以调整人民币收支来解决其贸易逆差的这种方法，在经济上毫无解释力。

第二，人民币是有升值空间和可能的。主要根据是两个，一个是中国改革开放 30 年按普遍价格计算中国 GDP 大概扩大了 15 倍，人均 GDP 大概扩大了 12 倍，在中国 20、30 年，特别 90 年代以来发生根本的变化，不是一般程度的变化，从这个角度来讲中国的发展层面和中国的外汇价格供求关系的运动关系使得人民币确实有充足的空间和可能，而且人民币升值是必然的。但是，我们现在的利益和发展要求不允许人民币升值。而什么时候升值，可以有多大的空间和程度这是非常客观的，在实现这个过程当中如何按照我们的利益要求，按照我们经济均衡增长和克服各种矛盾的需要来妥善处理，这是对我们的体制和政策一个重要考验。

第三，汇率政策从根本上讲是服从于国内宏观经济一定时期的总体目标，不是孤立的。汇率政策的调整不是孤立就国际收支领域的均衡和调整来讨论问题，国际收支领域的均衡

和调整要服从一定时期一个国家整个宏观经济的失衡总的方向和调整这种失衡的基本政策。汇率的调整升也好，贬也好在根本意义上要服从于一个时期的宏观经济失衡的总的目标和调整要求。从目前中国经济的运行现状来看，短期而言我们恐怕还是要刺激经济，而不是收缩，这种情况下，我们汇率至少保持稳定，这应当是中国经济渡过危机，保持均衡的一个客观要求。至于说长期则另当别论。

第四，人民币升值根本出路还是“扩大内需”，但“扩大内需”必须建立在自主创新能力增强的基础上。所有经济增长比较快，或者是过大程度的依靠国际市场的国家，特别是二次大战以后新兴经济体，无一例外都经历了泡沫经济。大量依靠外需的国家都会面临一个来自于国际市场要求增加你的竞争成本并降低你的竞争优势的国际环境。在这种情况下，应该怎么办？这些国家之所以难办，是因为他们没有退路，中国应该有退路。中国的退路无外乎两个方面，一个地方大，中国国家大，消费层次有待开发的空間大，扩大内需的潜力大。只有深入挖掘扩大内需的潜力，我们才能消化来自国际各方面的压力，包括人民币的升值的压力。

对于如何扩大内需？有两点很重要：

第一，必须要靠技术创新，脱离创新的所有扩大需求就是重复建设。脱离创新之后，现有的经济结构不会变、技术不会变，效率不会变，这时候还扩大内需，增大投资就是重复建设，最后就导致所有这一轮拉动经济的增长都成为一轮更深刻危机的根源。所以我们必须寻找重大的技术创新，寻找所谓新的增长领域。从科技发展史的演进可以看出：其一，自主创新的主体是企业不是政府；其二，真正技术创新的是大企业而不是小企业。而中国的大企业就是国有企业，中国大企业是政府，国有且是政企合一，这样的体制特征就把这两个命题搞成一个悖论了。现在看来，国有企业必须真正发挥技术创新的作用而不是简单与民争利，国有企业应当立足于解决国家战略发展、竞争力不足、摆脱技术创新疲弱的状况。

第二，技术创新接下来就涉及到制度创新，你没有制度创新通常说就没有技术创新。现在国际社会在热烈讨论，各国政府这么大力度干预要不要择机退出。中国属于体制改革过程中，长时间的政府干预不仅像发达国家政府过度的替代了市场，担心市场效率，在我们还没有达到市场经济状态的情况下，我们有可能阻断市场经济为目标的改革进程，这个将来可能我们付的代价就更大了。所以，我说在择机退出这个问题上，我个人觉得退出是早晚的事，只是找时机。只有这样来推进我们的市场化进程，然后推动我们的技术创新能力，在这个基础上扩大内需，这可能是我们中国面对人民币升值国际社会来的各方面压力最好的出路。

清华大学金融系主任、中国与世界经济研究中心主任 李稻葵教授发言（摘要）

要牢牢把握人民币汇率博弈的主动权，化解人民币汇率的政治闹剧，从这场汇率讨论本质上讲是美国人挑起的一个政治闹剧。既然是政治闹剧就应该清分析它背后的原因何在？应该把握政治博弈的主动权。

美国人主导的这场闹剧有两个基本的原因，一个长期原因，一个短期原因，从短期来看是美国政治格局的变化所带来的，就是美国的政治从来没像今天这样，两党的分歧这么大。刚刚通过的美国医疗改革的投票过程中，没有一个共和党人投赞成票，这个线划得非常整齐。很多人认为奥巴马总统虽然获得医疗改革这场战斗的胜利，却可能失去了一场战争，美国的政界已经失去了最基本的和谐性，共和党人在叫嚣，一定要在 11 月初要卷土重来，大肆报复。面对压力，汇率问题成为美国政府中间唯一可以凝聚共识的话题了。

更深层的原因，过去的十年为什么中国是崛起的十年，而美国是失去的十年。美国总统的高级顾问劳伦斯·萨默斯在达沃斯论坛讲的非常清楚，要有战略思维，他说：“300 年之后我们回顾历史的时候，我们会忘记金融危机，我们会忘记今天所出现的短期政治争论，历史哲学家一定会写 21 世纪初发生了一个世界上近 20 亿人口的国家迅速崛起的过程。”中国这个新兴的经济体对美国是挑战？还是对美国霸权地位的维护？美国人最关心的事情是如何设置一个新的经济体制，让这些新兴国家纳入到美国霸权的轨道里来。在这个大的战略思维影响下，美国的政治出现了一个基本的转变——在国内政治、经济的问题上向左转，通用汽车的破产，金融救市都是搞干预主义；但是在国际问题上向右转，仅仅维护美国包括西方国家自身的利益，已经基本上放弃了自由贸易的大旗，他们要主导新兴的全球化，这就是这场汇率的争吵大的背景，这一政治的闹剧。

可见，汇率本身的调整不是我们的核心利益，核心利益在于主权尊严、领土完整、社会稳定、经济的长期发展包括台湾的统一，新疆的稳定、西藏的稳定等等，这不是简单的经济问题。但是，在汇率问题上如果我们处理不当，而丧失我们对这场博弈的主动权，会对未来产生一系列的麻烦，会影响和威胁到我们的核心利益。所以人民币汇率的核心问题是牢牢把握这场博弈的主动权，实施“三步走”的战略。

第一步，首先要牢牢占领我们信息的发布权，道德制高点，你是一个双方的博弈，就不能够只想自己的道理，要向全世界讲道理，跟日本、韩国、欧洲人讲道理，让他们支持我们，这是一个吵架的过程。怎么样把握信息的控制权，道德的制高点呢？我想讲清楚国际上的三件事情。

第一件事，显而易见，人民币现在相对于美元或者是其它主要的货币不仅没有贬值而且在升值。根据测算，以 05-08 年的数据作为基数，世界上主要的货币——十大非中国的

新兴市场国家的汇率，有效的汇率贬值了8%，而人民币的有效汇率以05-08年为基数升值了7-8%。所以这一升一降，我国对世界上主要的新兴市场国家的汇率升值了15%以上，人民币是处于升值状态；第二件事，当今世界中国对美国的贸易顺差不是中美之间的贸易顺差，而是韩国、日本包括德国他们对美国的顺差。中国58%的贸易是加工贸易，加工贸易无非从德国进口高级的机器设备，从韩国、日本购买中间的原材料，经过我们加工后贴上一个中国制造的牌子。这样的情况下，由于人民币对于韩元、欧元等其他主要的货币是升值的，过去一年以来我们买其他国家的便宜的原材料，加上通过中国的加工后出口到美国，所以我们对美国顺差部分反映了这些货币没有升值。所以我们替韩国和其他国家背了黑锅。所以，不要把矛头指向中国；第三件事，中国正在对全世界做出贡献，这个贡献不仅仅反映在汇率的问题上。我们正在进行大规模的结构调整，大力度的发展方式转变，最大的受益者并不是中国的老百姓，而是美国。除此之外，中国对世界的贡献还在另外两个方面，一是在推进节能低碳；二是我们是在负责的使用我们的外汇储备。尽管美元在贬值，尽管美国的国债收益率在下降，但是我们还有9千亿的外汇储备投资与美国国债，我们对美国是有贡献的。

第二步，是要积极沟通。我特别支持一些部委，包括商务部派代表团到美国去跟他们的国会议员、州长、政府官员沟通，不光是要口头的交流，而且要拿腰包里的钱帮助他实现双赢。

第三步，在条件适当的情况下，以中国自身的经济结构调整的利益为目标，渐进式缓和式的调整我们的汇率。

银河证券高级经济学家左小蕾博士发言（摘要）

第一点，顺差跟汇率没有直接的关系。以日本与德国为例，德国几十年对美国都是顺差，日本对美国也是几十年的顺差，而且是大额顺差，是数一数二顺差国，而且他们实行的都是浮动汇率制度。但是，即使这样也没有把双边贸易调整成均衡，所以很简单一个结论就是顺差跟汇率应该没有直接的关系。除此之外，还有四个问题需要搞清楚：

其一，人民币汇率调整了以后是不是能解决美国所谓的就业问题？这也是一个常识性的问题，美国、日本和欧洲的出口相互具有重叠性和替代性，他们的汇率稍微动一下，他们的比较优势就会改变。但是，中国一分钱都不对美国人出口，美国人也不会去做袜子、鞋子或者低端工作，所以工作机会是回不去的。相反，人民币升值对中国自己的出口企业影响是很大的。

其二，降低顺差对人民币是不是有利？人民币升值以后如果这个比较优势没有改变的话，实际上这个顺差也是改变不了的。

其三，人民币升值是不是能够减少资本流入？这个也是似是而非的问题。上次外管局提供了一个图，一边升值一边进来的更多。所以，这个也是一个实际的情况。因为这个资本流动问题不是人民币汇率决定的，是由美元汇率决定的，是美元贬值新兴市场的国家的资本就流入，美元升值新兴市场的资本就流出，这个不是由人民币汇率决定的，不能用人民币的流入流出来控制这个问题。

其四，人民币升值是不是能控制通胀？如果人民币升值的话，要注意，人民币升值是控制通胀的一个货币工具，但是这个货币工具不能随便使用，只能在通胀压力很大的情况用。如果要控制国内的通胀，这个时候可以启动这个升值。但是现在如果不是这样的情况，因为他可以降低你的价格，所以我去动用货币政策的工具这就是一个误区，货币政策一定要作为货币工具来使用，而且要具有一定的针对性。

其五，还有一个问题很重要，美国的前经济研究局局长在中国高级论坛上曾经讲了一个美国的报告，他说了很多问题，其中提到，面对这么巨大额财政赤字，美国人特别害怕提高税收来解决他的经济问题，所以美元奖励贬值是一个趋势。这就存在一个问题，国际货币基金组织首席经济学家曾经说过，这么大全球主权债危机，有可能通过通货膨胀来解决。他的话在印证这个东西，也就是说将来不排除美元贬值全球通胀来解决债务问题的可能，这就涉及到了中国的外汇资产。所以，这个东西也是不能不考虑的，我觉得对中国、美国没有好处的东西，对世界当然也是没有好处的。

第二点，关于人民币评估的问题。在美国的听证会上，几个教授提出的人民币应当升值的道理有：第一个道理是顺差，因为中国对美国的顺差大，所以你汇率应该升值。仅仅根据你的顺差大汇率就低估了，这种判断我觉得有一个非常大的误区，所有这样的结论前面都有，要注意中国在全球化的过程中间这是一个非常大的环境变化。在全球化中间发生了全球的产业大转移，在全球化之前这种全球性的转移不发生的，这是第一个很不一样。第二个很不一样，中国一个大国的发展有这样一个能力吸纳了全球所有制造业的转移，把所有的东南亚、四小龙、四小虎等其他地方的比较优势加工贸易全转到中国来，所以这个顺差是集中了差不多半个世纪的顺差，自然很大，是一个很特别的情况。简单地说顺差大就是汇率低估并不能说明，至少我们还没有证明，这是全球化大趋势一个很重要的前提条件的变化。你仅仅说顺差大就是汇率低估，我觉得有误区。

第二个道理是 30 年的改革开放劳动生产力提升很大，汇率就应该提升。这里有一个误区，在中国渐进改革的情况下，劳动力提升了以后，你的劳动力成本是不是提升了，你其他的成本价格是不是理顺了，如果这些东西没跟上去，那你没有上去你汇率调整后面整个空间就没有了。所以劳动力生产率提升，汇率应该提升，假设其他一起发生变化这是一个均衡的变化，如果不是就会伤害你自己。我们的改革要跟上去这是当务之急非常重要的。如果你的改革没有跟上去，你把汇率提上去，你把整个改革空间都弄没有了，这一点中国政府一定要推动价格机制的改革，资源成本的改革，包括劳动力成本的改革，还有其他成

本的改革，我想这是非常重要的，不能似是而非。

另外一个我们应该借鉴德国，日本和德国当年都面对升值的问题，日本就失败了，德国就成功了，我们现在就应该采取德国的方式。日本和德国不管失败和成功也好，他们当时经济的情况，经济的结构比我们都要合理，经济的发展阶段都比我们高。日本当时差不多人均3万美元，德国也是很高的，而且他们这里面整个经济结构是理顺的。中国人均3千美元我就不知道我们贫困的地方大家做何感想，温总理在记者招待会上说：“北京和上海不代表整个中国”。真的是这样子，农村一天不改变，永远不能说中国走进发达国家。所以在这种情况下我们要给自己留下空间，我们也要有自知之明，泰国危机的时候就是其太快的开放，其内部的结构不健康，结构有很严重的失调问题，最后他过快的开放以后就危机了。我们现在还面对着资产泡沫的危险，还有其他发展中很多复杂的矛盾，所以这个东西我们要看到这一点不给自己留下空间，盲目的去这个那个的拿来。我老是强调前提、环境、条件至关重要这是我说的第二点。

第三点，这个政治博弈中间完全是一个政治游戏，中国人要有智慧，我们要主动去提出解决问题的方法。

亚洲开发银行中国代表处庄健博士发言（摘要）

人民币升值也好、贬值也好，对中国的企业就业和出口确实影响比较大的，特别是一次性的大的升值的问题比较大，这是很严重的问题。温和的升值实际上对中国的结构调整，对中国的资产泡沫以及通货膨胀是有利的。短期在目前的国际社会特别美国方面对中国造成那么大的政治压力的情况下，重新去一次性升值机会是非常非常不合适的，这里面有非常多的问题。我讲短期应该要坚决抵制这种压力。但是升值有一系列的能够解决中国一些中长期问题的作用，所以我个人的观点应该去逐渐的来采取一定的其他措施来重新恢复08年之前小幅的升值，在一定的波动范围当中来重新的去保持人民币的稳定。有管理的幅度汇率制度是一个比较好的解决问题的办法。

北京师范大学经济学院金融系主任 贺力平教授发言（摘要）

首先我们必须强调有效汇率的概念。要从名义和实际的角度来看待人民币汇率变化的情况，讨论和判断人民币汇率变动的趋势我们应该坚持使用有效汇率这个尺度。

其次，我认为维持人民币汇率基本稳定的政策目标是可取的，世界各国都是同意的包括美国在内，因为它是一个关系宏观经济稳定的事情。但是这并不必然与人民币汇率的长期升值趋势相矛盾。一个是长期趋势，一个是在一定的时间之内也要保持基本的稳定，而且也不排斥人民币与美元的双边汇率出现较大程度可波动性，可以上可以下。

最后，我认为人民币汇率的上升就是实际有效汇率的上升，并不必然伴随着贸易顺差或者经常帐户顺差转向逆差。

中国社科院经济所袁钢明教授发言（摘要）

这次的汇率之争应该是在危机冲击下或者是荣衰转变关头情况下的汇率之争。在世界情况下还是在危机冲击阴影下或者波涛之下的汇率之争。我主要是根据我对日本相似和中国相似的情况的研究背景来看中国的情况，中国能否在赶超战略道路途中避免重蹈日本失败的覆辙，而走向一条安定发展的道路。

首先看日本到底出现了什么问题？日本在变化下由盛变衰，一败再败。当年，日本变成第二大世界经济体，紧跟着他们就实行了汇率浮动，而且日元升值当时是在 71 年到 73 年升值了 16% 点多。紧跟着第二次大幅度升值了 50%，从此之后日本就便成了泡沫高涨和崩溃，以至于 20 年长期箫条。具有讽刺意义的是从日本的汇率角度来看是成功了，日元从固定汇率变成了浮动汇率，而且日元的升值是和他日本国力的上升是一致的。从经济学理论或者我们后面说的从美国的标准来看它是非常成功的。很讽刺的是日本从此之后就走向了衰败之路，虽然他不停在搞金融改革、经济改革，走向新阶段的经济增长，但是由此全面的一退再退。

当初吹嘘日本特色的成功或者经济契机的人都已经承认日本的失败了，那么，日本在说自己失败的时候，往往都说是日本从汇率日元被迫升值，是在美国压力下造成的，甚至美国的一场阴谋，从头到尾的一系列的阴谋设计造成的。我个人到日本体验和研究，日本自身错误也非常多，在日元升值以后，很多宏观政策一错在错，而且最大的错误是胜利冲昏了头脑，自吹自擂，他亚洲国家唯一一个按照美国式金融方式或者是经济体制来建立这样一个现代国家的。大家不要忘记了，日本曾经在世界上超过美国，在世界上前十大金融机构中日本占了前八位，在日本前二十大之中日本占了前十位，日本成为中国金融最强国，他自吹成为世界金融的中心，当时大家都知道，东京已经成为超越纽约最大的金融中心了，不仅是制造大国，而且是金融大国和经济强国。

后来仔细的研究，其实日本走向这条道路不仅是美国强制的冲击或者是强迫，很大程度上也是日本自己的选择。而且是他自己以为自己走向了美国充满荣耀或者是辉煌的道路。我们都知道日本广场协议是被迫签定的，但是根据我看一些日本书，我们看日本当时

的主导阶层或者决策层是积极参与当时的广场会议的，他们以参与这场会议为自豪、荣耀，但是国内也有一定的批判。但日本自己以为从此之后走上了一条强国的道路，汇率的改革使他们铺平了金融发展和改革时候路。他们当时非常的得意忘形，当然现在以后从泡沫经济崩溃以后，日本就走上了金融混乱，长期萧条大国衰落的道路地现在结果来看，日本肯定失败的，到底跟汇率改革有没有关系，跟美国走有没有关系，现在日本还在混乱当中，我们也要进行研究，以防我们自己在犯罪错误。中国不能再跟着日本走。

所有美国推动的日元的战略都是以美国经济下滑的背景出发的。

比如美国经济下滑之后就推动低地率或者多发美元的政策，造成美元由于多发造成的贬值，美元在这种情况下经济下滑出现了严重的逆差。在这种情况下，相对来说就会对对方国造成一种升值的压力，还有造成低利率、强迫对方保持和美国协调一致的低利率政策，这又会推动对方国家过大扩大内需的泡沫。这是日美在70年代重大的转折点，在这个转折点表面上看日本还在强盛，实际上已经出现的隐患的危机，我们说过度扩大内需，就是这种低地率造成的问题。

日元升值所造成的泡沫膨胀，到了泡沫崩溃之后反过来了，美国复苏、日本萧条下滑，美国这种情况下推动日本进行一种剧烈的非常强大力度的银行坏帐处理，对日本推动实行“金融大爆炸改革”措施，造成了日本金融动荡不休而且出现了一种政策紧缩的趋势，紧缩政策效应造成持续的紧缩，一滑再滑，一落再落，没有再起来，即使他的汇率已经实现了浮动，日元的地位越来越稳固，但是自己的宏观政策越来越被动，越来越紧缩。

简单来说我们从日本的教训可以看到，中国和日本一样已经进入了一个快要超过一些发达国家的程度上，当然我们现在说的是总量还不是人均。在这种情况下，我们国家是一种转型国家的改革之路，发达国家已经处在相对优势情况下的道路完全不同的。

首先，我们赶超国家不能以美国汇率浮动为基准变化的，在中国和日本这样国家，跟美国汇率之争的时候，还要考虑一个落后或者是后起国家自己适应能力的基准问题。

第二，汇率的升值可能是一长期的趋势，但是并不排除我们虽然受到了美国以它为基准的压力，但并不排除我们会按照我们的适应能力，我们的步骤来进行缓慢或者是小步的调整，应该是微弱的小步的调整为好。

第三，有时候方向是对的，但是时机很重要，当时的日本的问题是在于几次的汇率升值，都是在全球衰退的情况下出现的。这次又出现了同样的现象，就是美国金融危机爆发之后，美国受了相对比较沉重的打击，这种情况下他对中国又推动一种汇率升值的催促。这种情况下，时机的把握尤其重要。

最后，中国升值背后有一系列的国内宏观政策的选择问题，中国不仅在汇率上要慎重，而且在国内宏观政策上要进行长远的考虑和一种大局的安排，所以不仅仅是汇率的安排和选择，而且还要协调结构调整和战略发展的安排。

《环球财经》总编辑向松祚博士发言（摘要）

关于人民币的短期、中期和长期策略：

其一，短期（10—15年）上中下三策：

上策：坚决维持固定汇率不变

中策：一次性升值 5%（做个姿态）再固定

下策：允许持续缓慢升值，继续形成单边升值预期

下下策：让人民币汇率浮动。

短期维持固定汇率三措施：（1）政策目标和决心必须透明、坚定；（2）控制热钱流入的措施必须坚决有效，适当放宽我国企业和居民境外投资限制，鼓励境外投资；（3）加快改革外汇管理体制，取消结汇，让民间企业和个人自主使用外汇。

其二，中期（2020 或 2025 年之后）：可以考虑放宽人民币汇率浮动区间、实施真正有管理的浮动汇率。

汇率浮动三前提：（1）工业化和城市化基本完成，经济对外依存度显著下降，经济增长方式转变基本完成；（2）国内多层次资本市场（金融市场，尤其是债券市场）基本建成；（3）社会保障体系基本完善。

其三，长期（2040 年之后）：人民币国际化取得成功，成为主要的国际储备货币。

人民币国际化三步骤：（1）贸易人民币结算试点（包括东盟自由贸易区和其他贸易伙伴国）、区域外汇储备库和外汇基金之建立。目前全球货币体系有一种“巴尔干化”的趋势（欧元区要建立 EMU、海湾国家要搞货币同盟、巴西和周边国家要搞货币同盟、俄罗斯也想搞）。中国必须抓紧，做为最重大的战略事项（2）建立“大中华固定汇率货币区”（包括大陆、台湾、香港、澳门、可能也包括新加坡）。（3）建立亚洲货币区。形成美元、欧元、人民币“三足鼎立之势”。

中国人民大学财政金融学院货币金融系副主任

张成思副教授发言（摘要）

第一，人民币汇率应该是双向浮动的。从短期来看，人民币汇率应该是双向浮动的，这更符合各个国家的利益，而不仅仅中国的利益。人民币汇率会经历一个大幅调整的过程，但是依据价格指数和利率指标，人民币大幅单向调整是不符合国际长期均衡理论的。

第二，用人民币汇率调节或者调整来调节国内的物价走势是效果不明显的。我总结了

包括中国在内主要的新兴市场国家的全球化的通货膨胀和人民币汇率的动态走势，两者没有显著的驱动关系，也就是说根据汇率的调整来调国内的物价这个措施很难奏效。另外，用CPI来衡量通货膨胀是不全面的，应该用包含房地产业在内的更广泛的指标，即GDP平减指数来衡量。

中国人民大学中国财政金融政策研究中心主任 汪昌云教授发言（摘要）

第一，购买力平价（PPP）从长期反映汇率，但是不能够决定短期汇率。外汇作为一个特别的金融资产，其价值确定是很困难的。从上个世纪50年代到现在，国外经济学家建立了几代模型，每一个模型都有他特定的条件。目前大家普遍能够接受的购买力平价（PPP）也存在一些局限性。

第二，人民币大幅升值会对美国造成很多弊端。首先，如果人民币大幅升值，价格低廉、质量可靠的中国商品就会退出美国市场，而质量相同价格很高的产品肯定要涨价，这就加深了美国的通胀压力。第二，如果中国减少对美国的出口，取而代之的是其他国家质量相同价格更高的产品，那么美国老百姓的实际购买力就降低了。第三，从短期来看，如果人民币大幅升值，中国的贸易顺差短期内肯定会下降。最后，如果中国的外汇储备下降，对美国国债需求就会大幅下降，这对解决美国现在的巨额双赤字无疑是雪上加霜。

中国人民大学财政金融学院 陈忠阳教授发言（摘要）

第一，人民币汇率的稳定与人民币币值的上升是可以不冲突的，但也是可以冲突的。我们说人民币汇率稳中有升，作为一种策略就说明它是不冲突的，人民币汇率升值是符合人民的根本利益的。但是两者之间有一个长期和短期的关系，所以首先要处理好稳定和升值的关系，不能把两者对立起来。另外，**稳定不等于不变。**变化、波动是绝对的，不变、稳定是相对的。因此，人民币币值要波动，但波动应该是合理的，可承受的。中国资产在全球范围内的风险不断下降，这就要求人民币汇率越来越稳定，波动幅度也就越来越小。

第二，人民币汇率的稳定要建立在合理和长期可持续的基础上。人民币币值稳定是一个长期的目标，这种长期目标的实现应该是机制化的。我们要进一步完善人民币汇率稳定

的机制，首先要处理好两个关系：一是人民币的稳定机制应该建立在市场化的基础之上，二是市场管制和治理始终在中间有作用。

第三，人民币汇率稳定机制的市场化进程要与我国经济和金融整体市场化经济建设相适应，尤其是要与市场化的风险管理能力相适应。人民币汇率稳定不等于不变，实际上引进波动机制，也就是风险。我国应该从微观和宏观层面上管控这种风险，提高整个金融体系应对汇率变化的灵活性和稳健性，主要是提高四个方面的能力：一是企业管理风险的能力，二是金融机构金融风险管理的能力，三是金融市场系统风险调节能力，四是金融风险兼容监管的能力。

中国人民大学中国财政金融政策研究中心副主任 瞿强教授发言（摘要）

首先我觉得货币问题太复杂了，货币是所有利益的交叉点，不能像刚才有的发言者那样简单地说外国人的理论都是错的，但确实比较麻烦，罗格夫教授提到过，关于均衡汇率的计算过去一二十年在大的学术期刊当中发表了上千篇论文，但事后看基本没有什么意义，这个东西很难算准，利益太复杂。除了这种实证研究方法，我们也不妨看看历史方法怎么样，因为汇率涉及面很广，是一宏大的东西。问题是，对历史的案例研究讨论，也是不同的人有不同的理解。袁钢明教授谈了很多日本的事情，很多人都涉及到了。我大概记得两年半以前的夏天恰巧在这个地方上，当时麦金农教授就说了一通，人民币不能升值，研究的主旨就是日本一升值，经济就出事了。后来在他又来讲了两回，会后去人民银行继续讲这个观点，这个观点对中国的政策层面有很大的影响。现在看，这些人对日本教训有片面、简化的特点，首先，1985年“广场协议”日元升值，第二，泡沫形成并于1990年崩溃；第三，接下来就是“失去的十年”，甚至“失去的二十年”。这种说法把中间过程都省掉了，容易误导人们得出这样的看法，即汇率升值了，最终经济出事了。我以前评论麦金农的时候一直强调，要搞清楚日本究竟出什么事了，金融泡沫形成与崩溃，跟什么东西关系最密切。85年升值后，短期出现了出口下降、经济衰退，于是中央银行大幅降息，加上当时的金融自由化改革，廉价货币出笼，而实体经济逐渐饱和，于是过剩的资金寻找出路，逐渐上了股票市场和房地产市场，资产价格开始膨胀，这一膨胀，大家信心特别好，拿高估的资产到银行抵押继续贷款投资。到了87年10月美国股灾之后，美国、德国相继调高利率，而日本有人提出了更奇怪的“黑字环流”理论，认为日本是世界经济的中流砥柱，日本一旦升息，全球资金会流向日本，全球经济要断流，所以继续维持低利率政策，泡沫持续发展。从85年到89年三年之内股票指数1万3涨到3万9，6大都市圈的房地产价格也涨了

三倍。最后泡沫崩溃，企业部门和银行体系积累大量不良资产，经济陷于长期衰退。所以，分析这个案例之后，我们发现，即使汇率假如是一个原因，也不是一个特别重要原因，更不是唯一的原因，最重要是在泡沫形成之前和形成过程中，信贷过度扩张。

这是我们从日本的案例当中最应该吸取的教训，不能简单把这三个时点放在一块就得出一个简单的逻辑，认为日元升值导致了长期经济衰退，这是非常危险的。如果我们做了一个假设，当时日元升值之后没有采用那么扩张的货币政策，企业为了寻找新的生产点，可以向新型产业逐步转型，将会是不同的局面。日本最大的失误是在发达经济体应该转型的时候，没有寻到真正的增长点，而是把资金压到房地产虚幻的经济当中去了，维持了数年，然后是漫长的经济调整。

如果我们从日本故事中看不出升值和长期经济发展的关系，是不是意味着人民币马上就要升了？这样做在短期的决策中也是有问题的。我们再谈一个案例，1930年的大萧条跟现在相比大的环境差不多，当时美国针对中国提出了一个大家知道的白银法案。虽然生产白银只有七个州，但是在国会当中，参议院当中是有关键席位的，占有1/7席位，参议院的外交委员会主任在32年竞选总统的时候私下就有协议，要为白银做点事情，具体说就是确保货币储备当中有1/4是白银；不少人认为，中国是为数不多的以白银为货币的国家，一旦白银涨价，中国的购买力提高，可以从美国大量购买农产品，美国可以走出危机。这有点像像现在压迫人民币汇率升值一样。

当然，当时经济学家大部分人是比较明智的，33年的时候美国经济学会会有一个统计，35%的经济学家反对这个法案，凯恩斯直接向美国提出意见，认为这种做法在长期中会给中国经济带来灾难性的影响。事实上，中国在大萧条头两年的情况是很好的，然后到了35年的时候就陷入全面经济衰退，变得非常严重，因为当白银价格上升后，中国的白银在套利动机驱使下，大量外流，国内货币短缺，出现了通货紧缩。当然最后没办法，与美国协商地把白银卖给你，然后白银被非货币化，以美元为保证发行法币；美国也讨到便宜了，中国被纳入了美元的体系当中去了。

这两个故事告诉我们什么呢？我觉得，从日本的故事看，中长期还是应该按照最基本的理论行事，日本从战后到80年代，汇率是基本控制的，后面一下子放松了，短期就有问题。刚才陈雨露同志讲了汇率要稳定，国内要防止泡沫，现在这两个之间有没有冲突呢，我看有冲突。汇率稳定，但是它与信贷资产扩张有什么样的联系呢？我们现在比如说对于国内的房地产问题，可以用数量型的方法来控制，比如说存款准备金这些东西，但是这些方法最终只是解决了流量的问题，已经形成的资产泡沫，要是没有利息，就是没有投资成本的上升的话，还是很难抑制住，目前的问题是，利息手段在很大程度上被汇率稳定的目标抑制住了。另一方面，从美国30年代的案例看，短期的汇率政策需要高度小心，特别实在经济还没有完全走出危机的时候。

中国人民大学财政金融学院涂永红教授发言（摘要）

第一，汇率政策应根据经济增长模式的转变做出相应调整。作为一种汇率政策，人民币汇率应该被纳入整个国家的宏观经济管理当中。以前的经济增长模式需要人民币作为一种低估刺激，现在我们改变了经济增长模式，要拉动内需，此时汇率政策也应该做相应的调整。而人民币升值是符合这个经济模式转变的，经济调整需要 10 年，我们认为 10 年以后人民币汇率会向 PPP 靠拢。

第二，应该用有效汇率而不是单独地看人民币对美元的汇率。

第三，在人民币升值的过程中，制定人民币汇率政策时要注意一下三点：一要减少外汇储备，二是要避免人民币单向升值，要升有降，三是要根据美国和欧盟这种政策局势的变化采取的博弈。

中国人民大学财政金融学院副院长张杰教授发言（摘要）

第一，应该从分享国际货币交易剩余的角度看待人民币汇率问题。

第二，面对汇率问题，中国要避免“情绪化”。在中国经济崛起的过程中，人民币汇率问题将会成为一个常态性的话题，我们没有必要投入太多的情绪。

第三，对于一个货币来说定价权比价格本身更重要。人民币汇率问题的长期政策应该是定价权之争，其实汇率本身到底是什么水平实际上是一个技术问题，而定价权是一个制度问题。

第四，把握汇率水平是一门政策艺术。随着中国经济的崛起，金融货币肯定会从原来的幕后走到前台。如果人民币有朝一日能登上统治地位，则是一个多元机制，在这种情况下我们面临的更为紧迫的问题是怎么跟其他国家货币进行合作，也就是合作竞争的艺术问题。

最后，人民币汇率本身是一系列事件合成的结果，不能单纯就人民币汇率问题谈汇率。中国银行体系改革、国家收支状况等影响因素都还在调整，人民币汇率在很长时间内都是一个制度变迁的问题，而不是短期用某一个策略就能够敲定或者解决的问题。

我国基准利率选择：基于 SHIBOR 的经验与实证

关伟¹ 秦丽丽²

摘要: 本文主要利用经验比较分析和实证分析法对 SHIBOR 作为我国金融市场基准利率的可行性进行分析, 认为 SHIBOR 在市场性上不如 ERP, 在与其它利率品种的相关性不如 CHIBOR, 最后提出相应不足和改善的建议。

关键词: 利率市场化 SHIBOR 基准利率 债券回购 同业拆借

一、引言

目前我国整个市场利率体系中只剩下人民币存款利率上限和贷款利率下限管制, 在利率完全市场化之前, 必须有一个基准利率作为整个利率体系的定价基准。而且, 随着管制利率的不断放开, 商业银行的利率定价将由盯住法定利率基准过渡到参考市场基准利率, 如果短期市场基准利率体系出现真空, 法定利率的基准地位将无法替代。其中最突出的就是货币市场基准利率体系的缺失, 货币市场基准利率体系问题不解决, 利率市场化就无法推进。对于市场基准利率的选择上, 成思危(2002)认为国债交易规模大, 变现力极强, 价格形成与波动能够灵敏的反映资金市场供求的变化, 并且能够较好的反映不同期限的利率水平, 因此, 国债利率是中央银行制定利率政策所能参照的最好的市场基准利率。但是绝大多数学者对存贷款利率、再贴现利率和短期国债利率作为货币市场基准利率持否定态度, 如施伟俊(2001)、李扬(2003)、戴国强(2005)等; 温彬(2004)指出同业拆借市场利率和债券市场回购利率更适合作为利率市场化后的基准利率, 但此后观点的分歧不断: 施伟俊(2001)、李社环(2001)认为同业拆借利率可以作为基准利率是因为中央银行可以控制和影响同业拆借利率, 以及同业拆借市场的规模较大和同业拆借利率的稳定性较强, 但戴国强(2005)、孙友杰(2005)认为国债回购利率可以作为基准利率是因为银行间债券回购利率在相对稳定性、市场性、相关性和基准性方面都优于同业拆借利率; 何畅(2007)对同业拆借利率作为市场基准利率进行了可行性研究, 认为目前同业拆借利率已逐渐显示出其作为市场基准利率的主要特征, 符合作为市场基准利率的条件, 可以尝试性地选择同业拆借利率作为市场基准利率。到底以哪种货币市场利率作为我国基准利率值得商榷。不论是发达国家还是发展中国家, 在利率市场化时期都是通过控制或影响基准利率调节整个利率体系, 进而实现对利率的监管功能。尽管具体将哪个利率指标设定为基准利率, 不同的国家可能会有不同的选择, 但各国选择基准利率的原则差异不大。除了高度的市场参与

¹ 关伟, 男, 1962年8月生, 辽宁沈阳人, 经济学博士, 中国人民大学财政金融政策研究中心。

² 通讯作者秦丽丽(1985—), 女, 江苏南通人, 广西大学商学院硕士研究生, 方向: 货币政策与金融监管。

程度和大额的市场交易量，还要求稳定性好、风险较小、能够形成合理的利率期限结构并具备良好的可控性及其与其他经济指标具有较高的相关性。当然，货币市场基准利率的选择还受经济管理体制、市场发育程度、经济发展水平等客观条件的制约和影响。在基于上述考虑的基础上，本文将从各项货币市场利率作为基准利率的经验分析入手，排除其可行性，然后着重采用比较和实证分析 SHIBOR 作为基准利率的运行效率、与其它利率和宏观经济指标的相关性，最后归结出 SHIBOR 作为基准利率不足之处，并提出提高其在不久的将来胜任基准利率的对策建议。

二、基准利率选择的经验：基于 SHIBOR 与其它货币市场利率比较

基于金融市场基准利率选择原则，分析除 SHIBOR 外其他利率品种作为基准利率可行性的经验分析。

（一）一年期存款利率作为基准利率的经验分析

存贷款利率在我国一直承担着基准利率的功能。央行现实利率调控中，经常调整的即是存贷款利率，而最主要就是一年期存款利率。其根据同期物价确定一年期储蓄存款利率为正，再保证商业银行存贷利差的基础上确定贷款利率。对一年期存款利率的确定央行基本上确定了其它利率。同时，存贷款利率直接面对的是消费者、企业等微观经济主体，最贴近市场，央行利率调控传递迅速。此外，对于很多投资者一般都是以存款利率作为保底收益基准，再决定是否投资其它金融产品，对于其它金融产品的价格有一定的决定作用。这些是成为基准利率的有利支撑。

但是，将一年期存款利率作为我国基准利率的目标选择则混淆了管制利率和市场化的基准利率，存贷款利率作为银行和储户、企业之间资金转移的价格，理应由市场主体来决定，而不是被央行管制。央行管制下，使得这种利率很难反映市场资金的供求关系，难以成为利率体系风险定价的基准。从利率期限结构角度来看，存款利率的权威性和基准性主要集中在一年期上，难以反映不同期限的金融市场资金供求的态势，从而很难通过风险定价来调整不同期限的资金供求关系。可以说，在相关性上，一年期存款利率并不能形成其他市场利率的依据。从以上分析中可以看出，在市场性、相关性这一基准利率的属性方面，存款利率是不符合要求的。

（二）央票发行利率作为基准利率的经验分析

央行票据是中国特色的公开市场操作工具，其产生的主要原因是回收外汇储备大量增加导致的基础货币投放。由于我国国债市场规模较小，品种不齐全。不能满足商业银行投资和央行公开市场操作的需要，缺乏可投资的品种，多数银行购买了国债不愿卖出，央行不得不自创负债来回收货币市场过多的流动性。近年来，在央行连续滚动发行的基础上，央行票据也形成较大的市场规模，期限一般为 3 个月到 1 年，弥补了国债期限偏重于长期

的不足。但是，一方面，央行票据在本质上与国债不同，央行发行票据回收资金并不进入实体经济领域。同时其目的是为了对冲外汇占款，受政策的影响大，不是每天都发行央票，无法保持稳定性和连续性。另一方面，尽管央行发行采用市场化的机构投标形式，但利率更多的仍然是央行主导，并不能反映出市场的资金状况。从以上两方面分析，央票利率在基准利率的相关性要求上，也存在与存款利率相同的问题。

（三）贴现利率作为基准利率的经验分析

央行的货币政策可以通过调整再贴现率影响市场利率，受到影响最直接的是再贴现率和转贴现率，但是目前市场对再贴现率和转贴现率的变化都不敏感。利用再贴现率的调整来控制货币供应量的主动权并不在央行，需要通过商业银行借款来实现，由于我国商业银行资金相对宽松，当资金短缺时它们更倾向于通过货币市场弥补缺口，因此再贴现率对整个市场利率的影响有限。此外，再贴现利率目前仍是法定利率，其交易规模、条件和成本都主要取决于央行货币政策。所以，再贴现利率不能够迅速而准确地反映货币市场资金供求情况。

（四）国债利率作为基准利率的经验分析

在 SHIBOR 推出之前，我国国债市场规模相对较大，其二级市场的深入发展促进了收益率曲线的形成，又因为国债低风险甚至零风险的特点，国债利率在一定范围内担当了基准利率的角色。但是，由于短期国债品种缺乏，国债发行规律和稳定性不足，1 年以内的短期国债发行量较少，并且银行间市场和交易所市场被行政性分割等原因，国债收益率作为基准利率的功能地位被削弱。主要存在以下不足³：第一，短期国债利率发展不健全，不能及时、充分地反映货币市场上资金供需情况。我国发行的国债是以 3 至 5 年的中期国债为主，很少有 10 年期以上的长期国债和 1 年以内的短期国债。总体上国债期限结构缺乏均衡合理的分布，短期国债市场的发展还远没有达到作为基准利率的要求。第二，国债市场的分割与我国货币政策传导不畅，降低了国债利率与其他资产利率的相关性。目前，我国的国债市场主要分为银行间市场、交易所市场和银行柜台市场。一般都是通过中央国债登记结算公司负责债券的托管和结算，而不可自由竞争和转让。而且，由于国债市场的相对分割，造成参与者的入市标准、托管及结算机构不同，债券的发行与交易价格不同，也无法相互转让，降低了市场的流动性，限制了债券回购和债券买卖的活跃程度。另一方面，国债市场相对分割造成不同市场国债平均收益率明显差异（交易所国债平均收益率往往比银行间债券市场高出 0.5% 以上），国债二级市场利率缺乏联动性，与其他市场利率地相关性就更低，弱化了公开市场操作对货币供给量与市场利率的引导和调节力度。第三，国债资金的财政收入属性。意味着国债发行的主要目的是补充财政，为社会提供广义的公共服务。1998 年以来积极财政政策，其主要特征是以增发国债的方式来加大对基础设施的投资

³ 王辉，我国金融市场基准利率选择研究——基于 Shibor 的分析[C]。复旦大学，2009 年 4 月。

力度，通过投资增长拉动国民经济的增长。国债的经济建设性投资一直是主要的政策手段。从以上对国债属性和现实情况的分析，可以看出以国债利率作为调节市场资金供求关系的工具并不合适。

（五）同业拆借利率作为基准利率的经验分析

中国人民银行也尝试以同业拆借利率作为我国基准利率。同业拆借利率自推出以来，曾在较长时间客观的反映了金融市场流动性状况，以及央行利率政策目标的预期，但其缺陷的也相当明显。一方面，与回购利率类似，同业拆借利率在期限结构上也存在非均衡的问题。因为拆借交易主要集中在短期，其中长期限的拆借交易较为稀少，利率水平的稳定性和准确性也自然无法得到保障。中国人民银行统计数据显示，2008 年银行间市场同业拆借成交量 15.05 万亿元，同比增长 41.3%。同时，同业拆借品种中、短期交易占比过高的特征仍然十分明显。数据显示，2008 年银行间市场交易中，隔夜拆借品种成交 10.65 万亿元，占拆借成交总量的比例高达 70.8%。⁴另一方面，同业拆借利率由拆借市场所有成员当天实际交易为基础的简单加权平均得出，并没有考虑交易主体的信用等级差别，不能反映真实的利率水平，这使得拆借利率的有效性受到质疑。

（六）回购利率作为基准利率的经验分析

由于我国信用体系建设滞后，加之有些市场成员达不到信用拆借要求，国债回购受到商业银行及银行间交易市场成员的普遍认可，其交易量占货币市场交易总量的 50%以上。回购利率自推出以来随着成交量的稳步增长，一度被视为我国金融市场基准利率的一个潜在雏形。但回购利率也存在多方面的问题，主要表现在：首先，国债市场自身期限品种较为有限，而期限覆盖不足，目前回购定盘利率只有隔夜和 7 天两个品种。在所拥有的期限品种中，短期交易活跃，长期交易不足。其次，国债回购市场分割。为防止资本市场风险向商业银行传递，从 1997 年 6 月商业银行退出交易所债券市场并启动银行间债券市场开始，债券回购交易分别在银行间市场和交易所市场同时进行，由于两市场托管和清算不统一，市场的资金、债券品种都处于分割状态，从而导致了两市场不同的利率期限结构。最后，回购的利率稳定性受股票市场影响大，稳定性差。国债市场作为证券市场的一个重要组成部分，它与股票市场也有着密切的相关性，当股票市场行情火爆时或是新票发行时对国债回购利率的影响较大。因此，回购利率成为基准利率构成最大缺陷的，就是来自于其期限结构方面。自推出以来，银行间回购交易就普遍集中都集中在一个月特别是 7 天以内的期限品种。中国人民银行统计数据，2008 年银行间市场回购成交量 58.12 万亿元，较上年增加 13.33 万亿元，同比增长 29.80%，但同时回购交易短期占比高的特征也十分明显。2008 年 1 天回购品种成交 37.03 万亿元，占回购成交总量的比例高达 63.7%，⁵期限超过 7 天的中长期回购品种，成交稀少且波动幅度极大。

⁴ 数据来源：中国人民银行网站 <http://www.pbc.gov.cn/>。

⁵ 数据来源：中国人民银行网站 <http://www.pbc.gov.cn/>。

三、实证分析：SHIBOR 作为我国基准利率的可行性证据

在上文对于各种金融市场利率作为基准利率分析的基础上，这部分就根据上述各项选取基准利率的原则，从与最具竞争性的债券回购利率比较，对 SHIBOR 的运行效率、与其它利率的相关性和宏观经济指标的相关性进行分析，说明其作为基准利率的可行性问题。

（一）SHIBOR 作为我国基准利率的运行效率分析

SHIBOR 是由资金供求双方在市场上通过竞争共同决定的，这更接近在国际货币市场上普遍被作为基准利率的 LIBOR。我国央行寄予 SHIBOR 进一步推动利率市场化、培育中国货币市场基准利率体系、提高金融机构自主定价能力、指导货币市场产品定价、完善货币政策传导机制的重要使命。选用 2007 年 1 月 4 日到 2009 年 12 月 31 日的 SHIBOR 数据进行描述统计，简单分析其成为基准利率的可行性，结果见下表 1：

表 1 2007-2009 年 SHIBOR 不同期限数据统计表

| | O/N | 1W | 2W | 1M | 3M | 6M | 9M | 1Y |
|-----|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 均值 | 2.3021 | 2.5434 | 2.6988 | 3.0019 | 3.1274 | 3.2322 | 3.3705 | 3.3721 |
| 标准差 | 0.7588 | 1.1281 | 1.3209 | 1.2291 | 1.2231 | 1.1889 | 1.1483 | 1.0975 |
| 最小值 | 0.8008 | 0.8815 | 0.9050 | 1.0133 | 1.2044 | 1.4656 | 1.6361 | 1.8504 |
| 最大值 | 8.5282 | 10.0824 | 13.5786 | 8.8271 | 4.5068 | 4.5973 | 4.6520 | 4.7161 |

数据来源：www.Shibor.org

随利率期限延长，利率均值水平呈明显上升趋势，一年期利率比隔夜利率高出 1 个多百分点。波动幅度（标准差）呈显著下降趋势，极差也显现出同样的规律。这在一定层面上表现出 SHIBOR 具有较合理的期限结构。

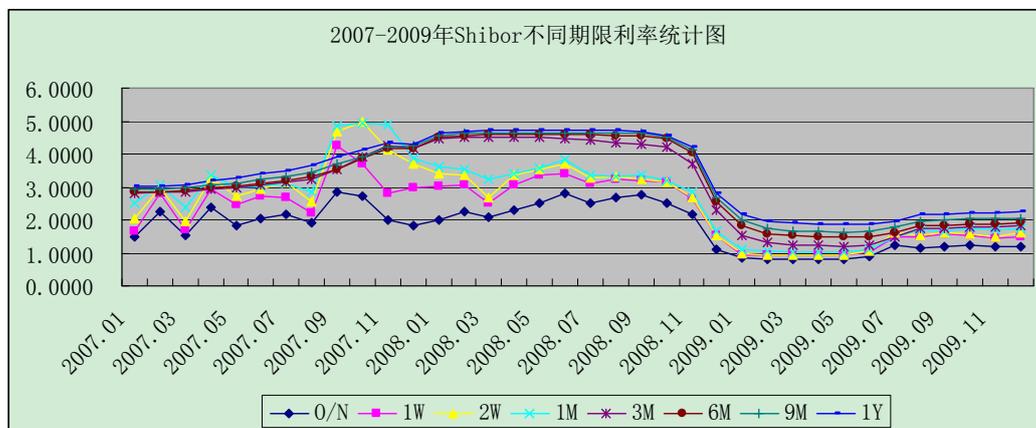


图 1 2007-2009 年 SHIBOR 不同期限利率统计图

从图 1 中可以看出，SHIBOR 试运行至今，各期限档次的 SHIBOR 已形成了一条从隔夜至 1 年期的完整利率曲线，具有较好的平滑特征，各期限档次利率能够综合反映货币市场的资金供求状况和利率的期限结构，其稳定性也在不断增强，为货币市场的产品定价提供了初步参考。

对 SHIBOR 的波动率进行分析，选用交易量最大的隔夜 SHIBOR 和一周 SHIBOR。从 2007 年 1 月 4 日到 2009 年 12 月 31 日的 SHIBOR 数据变化如下图 2：

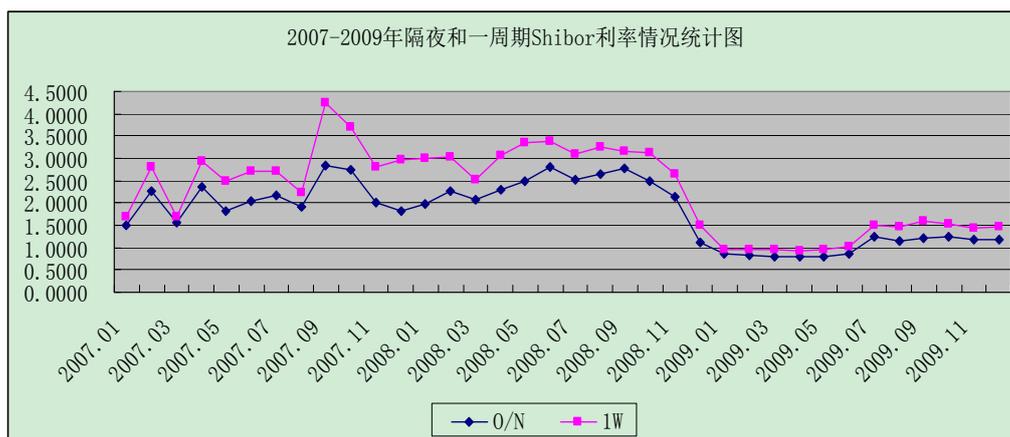


图 2 2007-2009 年隔夜和一周期 SHIBOR 利率情况统计图

下面就用 ADF 检验来检验这两组时间序列的平稳性。对于模型中是否包含常数项，是否包含时间趋势项 bt ，以及如何确定滞后期数 (m) 是检验模型确定的关键。对于前两个问题本文的解决方法为：对三种形式都进行检验，三个模型都说明平稳的话，系列就平稳，只要有一种不平稳的话就认为被检验的系列不平稳。对于确定 m 的方法为：首先选择一个较大的 m 值，如果能说明系列平稳则停止，否则减小 m 直到能说明系列平稳或到 1。

对原 SHIBOR 隔夜序列做 ADF 检验，检验式中不包括趋势项和截距项，差分项的最大滞后期数选择为 3，所得到的检验结果为 $ADF=-1.6905$ ，分别大于不同检验水平的三个临界值，所以该 SHIBOR 时间序列是一个非平稳序列。在此情形下应该继续对 SHIBOR 的差分序列进行单位根检验。选择对一阶差分离夜 SHIBOR 序列进行检验，差分项的最大滞后期数选择为 1，此时对三种形式都进行检验，三个模型都是平稳的。同理，对 SHIBOR 一周序列进行检验，检验式中不包括趋势项和截距项，差分项的最大滞后期数选择为 5，所得到的检验结果为 $ADF=-1.9241$ ，分别大于不同检验水平的三个临界值，该序列也是一个非平稳序列。选择对一阶差分 7 天 SHIBOR 序列进行检验，差分项的最大滞后期数选择为 1，此时对三种形式都进行检验，三个模型都是平稳的。隔夜、7 天 SHIBOR 均存在 1 阶单位根。另外，对异常值和季节性的检验表明，不存在明显异常点，没有明显季节性。整体上看，SHIBOR 具有很高的稳定性。

(二) SHIBOR 与其它利率的比较分析

从上文分析中,可以知道我国金融市场基准利率只能在银行间同业拆借市场利率和银行间债券回购市场利率中选择,因此下面就主要比较分析 SHIBOR、CHIBOR 和银行间债券回购市场利率。

1. 从市场主体和规模来看,两个市场的成员构成都非常丰富,在交易规模上,两者的成交量自 2001 年都在不断提高(如表 2),虽然债券回购利率的成交量比银行同业拆借市场成交量更大。反映出两者都具有高度的流动性和市场参与者对于这两个利率的高度依赖,从而代表这两种利率具备作为基准利率所要求的基本的市场性特点。在 SHIBOR 报价机制中,加入了报价行的信用评级,这是 CHIBOR 形成过程中并未考虑到的。回购交易是以高信用等级的国债等资产作为质押物而进行的资金融通交易,风险大大降低。在市场化程度相近的情况下,信用拆借的风险显然较回购交易的风险高,这一点也表现在现实市场中交易频繁的短期同业拆借利率较同期限的回购交易的利率通常要高出几到几十个基点,如表 5 所示。但其期限结构和利率水平整体水平基本一致。同业拆借利率(CHIBOR1W、SHIBOR1W)的波动较债券回购利率(REP1W)的波动也更小(如图 3 所示),其中 SHIBOR1W 的波动最小,说明 SHIBOR 作为金融市场基准利率中关于稳定性方面大大提高,虽然一般来讲其风险相对来讲高于债券回购利率,但是从现实中的各期限利率水平表现,可以说明 SHIBOR 已经接近无风险利率,很可能与 SHIBOR 是人行一手打造出来的,其形成机制也代表了主要金融机构的信用,在我国即相当于国家信用。所以,作为基准利率的同业拆借利率(CHIBOR1W、SHIBOR1W)的稳定性可以和债券回购利率(REP1W)。从市场性和稳定性来看,SHIBOR、CHIBOR 和银行间债券回购市场利率,都有很好的表现,其中 REP 最好。

表 2 2001-2008 年同业拆借利率和债券回购利率市场运行状况(成交量) 单位:亿元

| 年份 | 银行同业拆借利率(1W) | 债券回购利率 ⁶ (1W) |
|------|--------------|--------------------------|
| 2001 | 5606.93 | 31271.32 |
| 2002 | 8523.36 | 84487.53 |
| 2003 | 14563.13 | 78330.93 |
| 2004 | 10414.08 | 54208.63 |
| 2005 | 8962.62 | 61598.90 |
| 2006 | 12904.33 | 98269.13 |
| 2007 | 21780.10 | 158416.28 |
| 2008 | 35004.66 | 150263.01 |

⁶ 本文所用的代表债券回购利率是取自人民银行网站上的银行间债券质押式回购利率。

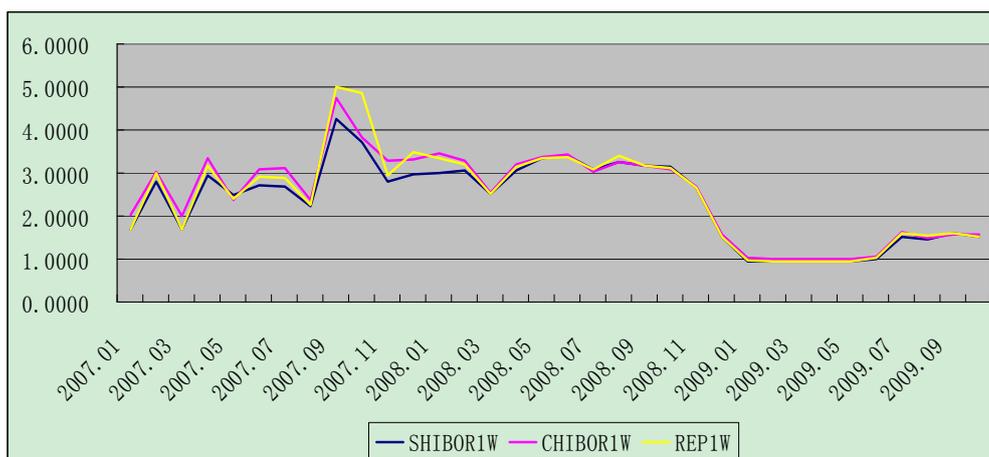


图3 2007-2009年CHIBOR1W、SHIBOR1W、REP1W利率情况统计图

表3 2009年9月CHIBOR、SHIBOR、REP各期限利率⁷

| 市场 | O/N | 1W | 2W | 1M | 3M | 6M |
|--------|------|------|------|------|------|------|
| SHIBOR | 1.21 | 1.59 | 1.63 | 1.67 | 1.75 | 1.85 |
| CHIBOR | 1.20 | 1.57 | 1.65 | 1.67 | 1.88 | 1.97 |
| REP | 1.18 | 1.59 | 1.64 | 1.69 | 1.72 | 1.78 |

2. 银行间同业拆借利率与债券回购利率的因果分析

(1) 变量定义与数据的选取

基于数据的完整性和变量的代表性的需要，本节选取相关性较强的银行间债券回购利率和同业拆借利率的7天的数据为研究对象，变量分别表示为CHIBOR1W、SHIBOR1W、REP1W。银行间债券回购利率（REP1W）的市场化程度较高，所有回购品种中3个月内的品种交易比较活跃，本节选取其中日交易量最大、交易最为活跃的REP1W品种为代表，选取REP1W利率的日数据和月平均数作为研究样本，其中日数据的样本区间为2007年1月4日至2009年10月31日，月数据的样本区间为2007年1月至2009年9月。同业拆借利率(CHIBOR1W、SHIBOR1W)的市场化程度也较高，但其交易连续性略低于回购利率，选取其日交易量最大且交易最为活跃的CHIBOR1W、SHIBOR1W品种作为代表，同样选取CHIBOR1W、SHIBOR1W利率的日数据和月平均数据作为研究样本，其中日数据的样本区间为2007年1月4日至2009年9月31日，月数据的样本区间为2007年1月至2009年9月。

三个利率之间的长期变动趋势基本保持一致。但其中哪个利率能真正充当原因，即充当基准性的作用？下面我们采用Granger检验方法，检验三个利率之间的因果关系。

⁷ 数据来自于中国人民银行网站，国家统计局，月度数据是日数据的平均值。

(2) Granger 检验及其结果分析

首先,对银行间债券回购利率(REP1W)、同业拆借利率(CHIBOR1W、SHIBOR1W)三个利率,采用2007年1月至2009年9月的月数据,这三个变量的一阶差分序列为平稳序列。

表4 协整检验

| 协整关系 | 临界值 | T 统计量 | P 值 |
|-------------------|----------|----------|--------|
| REP1W、CHIBOR1W | 33.24148 | 15.49471 | 0.0000 |
| SHIBOR1W、CHIBOR1W | 16.92739 | 15.49471 | 0.0302 |
| REP1W、SHIBOR1W | 22.36647 | 15.49471 | 0.0039 |

检验结果表明,三个变量的变动在长期均具有稳定的相互关系,其中债券回购利率(REP1W)与全国银行间拆放利率(CHIBOR1W)的关系更为稳定。于是分别对以上三个变量进行两两双变量因果检验,滞后期经试验,选择 $m=7$ 。Granger 因果检验结果如表5所示。统计表给出了三个利率两两组合的因果检验的F值和相伴概率P值。比较检验结果的F值表明:SHIBOR1W是CHIBOR1W的互为格兰杰因果关系,REP1W不是SHIBOR1W和CHIBOR1W的格兰杰成因,CHIBOR1W是SHIBOR1W和REP1W的格兰杰成因。这说明SHIBOR作为金融市场基准利率在与其它利率间的相关性问题上还有待加强,这可能与形成的时间尚短有关,还不能给予其它品种利率以指导作用。

表5 Granger 因果关系检验

| Null Hypothesis: | F-Statistic | Prob. |
|--|-------------|---------|
| REP1W does not Granger Cause CHIBOR1W | 1.53735 | 0.2446 |
| CHIBOR1W does not Granger Cause REP1W | 2.23626 | 0.1055* |
| SHIBOR1W does not Granger Cause CHIBOR1W | 4.96613 | 0.0077* |
| CHIBOR1W does not Granger Cause SHIBOR1W | 4.04121 | 0.0167* |
| SHIBOR1W does not Granger Cause REP1W | 1.56511 | 0.2363 |
| REP1W does not Granger Cause SHIBOR1W | 1.60568 | 0.2247 |

注: *表明在5%显著性水平下, F值大于临界值, 拒绝原假设, 通过检验。

(三) 银行间同业拆借利率与其它经济变量相关性分析

选择的货币市场基准利率除了应该与其他货币市场利率和较长期的市场利率具有较高的相关性以外, 还应该与国民收入、居民消费指数等关键指标具有一定的相关性。因此下面主要进行与这些变量的相关性检验。

1. 变量定义与描述性统计

在以上分析的基础上，为了检验银行间货币市场利率与其他经济指标的相关性，选取的货币市场利率变量为相关性较强的银行间债券回购利率（REPIW）和同业拆借利率（CHIBOR1W、SHIBOR1W）的 7 天期数据；其他经济指标变量的选取根据变量的代表性及数据的可获性，选取居民消费指数（CPI）、国民收入（GDP）、货币供应量（M2）和固定资产投资（FI）。采用的数据样本区间为 2007 年 1 月 4 日至 2009 年 9 月 31 日，以上均使用月度数据。



图 4 2007-2009 年物价指数（CPI）的波动走势

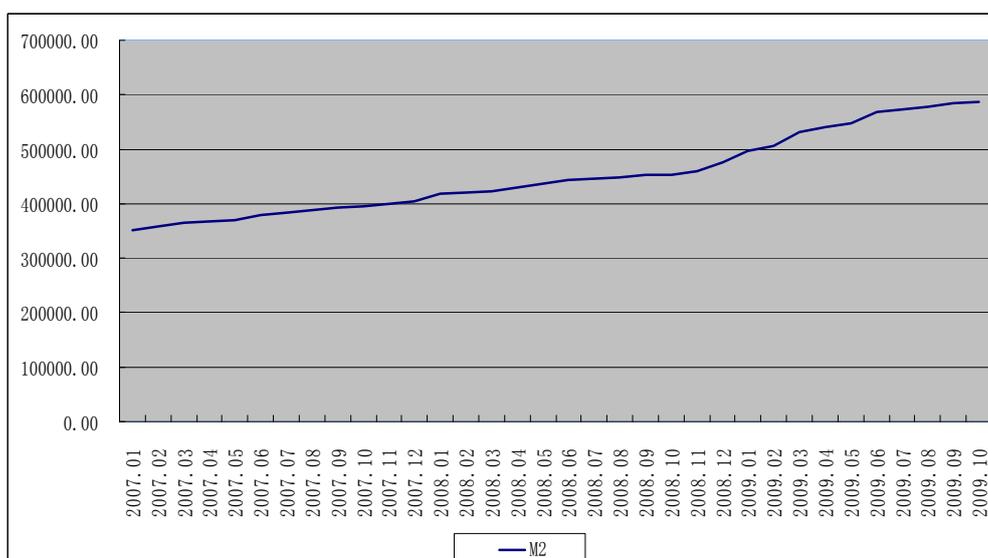


图 5 2007-2009 年货币供应量（M2）的波动走势

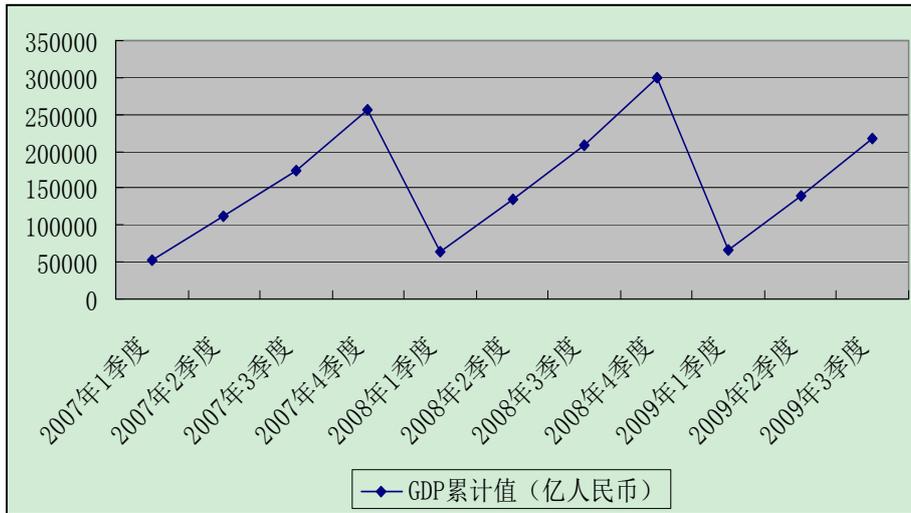


图6 2007-2009年GDP的波动走势

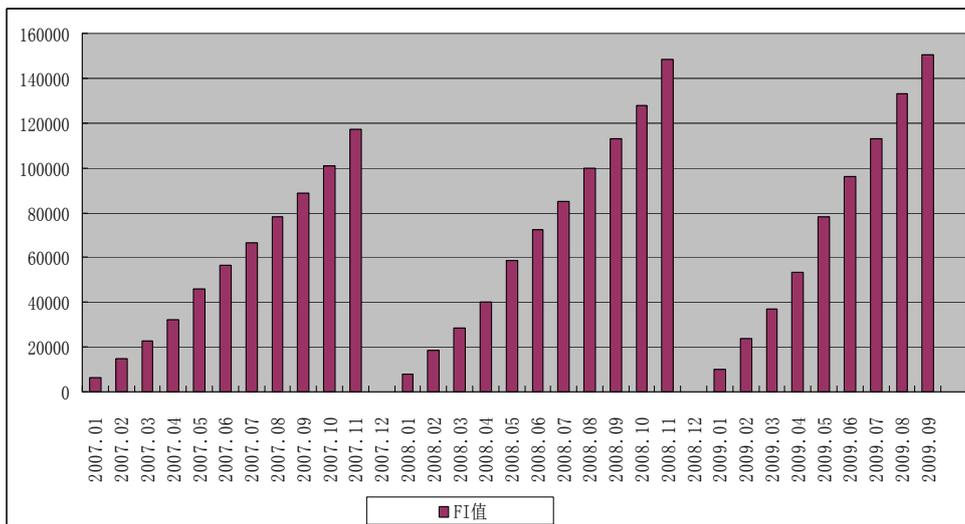


图7 2007-2009年固定资产投资 (FI) 的波动走势

2. 实证检验及结论

在相关性问题的检验中，本文主要选取货币供应量 M2 和物价指数 CPI⁸与 SHIBOR、CHIBOR 和 ERP 首先对以上五个变量进行单位根检验，对各指标数据进行一阶差分，再进行单位根检验，结果表明这些指标的一阶差分序列为平稳序列。在这基础上进行相互间协整关系检验。得到如表 6 的结果。从检验结果可知 CHIBOR1W、SHIBOR1W、REP1W 与 M2、CPI 都存在长期的协整关系，各市场利率都能够较高反应出物价指数和货币供应量的相关性，其中 SHIBOR1W 显示出的协整关系更加密切，则 SHIBOR1W 作为金融市场基准利率的准确性更高，更能反应出经济指标的变化。

⁸ 货币供应量 M2 和物价指数 CPI 也都是取月度数据。

表 6 协整检验

| 协整关系 | T 统计量 | 临界值 | P 值 |
|--------------|----------|----------|--------|
| CPI、CHIBOR1W | 24.14165 | 15.49471 | 0.0020 |
| CPI、SHIBOR1W | 25.01601 | 15.49471 | 0.0014 |
| CPI、ERP1W | 23.8093 | 15.49471 | 0.0022 |
| M2、CHIBOR1W | 47.25026 | 15.49471 | 0.0000 |
| M2、SHIBOR1W | 39.27555 | 15.49471 | 0.0000 |
| M2、ERP1W | 63.82087 | 15.49471 | 0.0000 |

基于上述对于 SHIBOR 作为我国金融市场基准利率的可行性分析，我们可以看出来，SHIBOR 已经大致符合基准利率所需的一般原则，但是以更严格的角度来讲，SHIBOR 的市场性和稳定性比 REP 稍差点，在与其它利率的相关性方面，SHIBOR 当前无法指导其它品种利率的协同变动，而相对来讲，CHIBOR 更能导致其它品种利率的协同变动。在与经济变量的相关性方面，货币供应量和消费指数都与这三种利率表现出很强的相关性，SHIBOR 与消费指数的协整关系更突出。总之，从上述三方面分析来看，SHIBOR 在对于基准利率的胜任性上还是有所欠缺的。

（四）解析 SHIBOR 尚不能担当金融市场基准利率的不足之处

1. 中长期交易品种较少，降低了 SHIBOR 的市场性

SHIBOR 的活跃交易品种仍然主要集中于短期品种上。换句话说，作为基准利率，长期品种 SHIBOR 的市场性基础比较薄弱。如果要进一步发挥其基准利率的地位，必须大力培育有活跃实际交易市场的长期品种，使长期品种的市场深度和市场广度都有质的提升，从而进一步加强 SHIBOR 的基准性地位。

2. SHIBOR 公允性还需市场进一步验证

SHIBOR 目前主要为报价利率，而不是拥有成交义务的实际交易利率。这样，用 SHIBOR 作为浮息债的基准，或是定价的标的，其公允性有待商榷的，这也限制了机构信任度的提升。因此，应该积极推进报价行使 SHIBOR 的报价具有真正意义上的财务约束力，将会进一步提高其作为基准利率的现实意义，使产品定价更具有公允性和基准性。同时，由于机构大小存在巨大落差，我国银行间市场机构力量明显存在国有银行和其它商业银行之间的差距。在这种市场结构下，国有银行常常成为市场定价的主导方，这一点在 SHIBOR 的实际运行中也同样存在。由于国有银行数目很少，在行为上较容易达成默契，由此就不仅是一种寡头垄断而是近乎完全垄断的市场结构。从微观经济来看，无论是寡头垄断市场结构还是完全垄断市场结构，其价格不可避免地会更多反映垄断者自身的利益，而流动性平补效率和市场利率的合理性也将大打折扣。

3. 金融市场的多重性限制了 SHIBOR 的发展

当前, 银行间同业拆借市场可以分为同业拆借市场(0/N 到 1 年)、同业借款市场和同业存款市场。每个市场的管理规定、交易规程、交易平台各不相同, 并且通常由不同业务部门分管。因此会产生对同一交易对手的拆借报价差距悬殊。比如, 当某金融需要 4 个月的人民币资金时, 可以有三种选择: 网上同业拆借市场, 其利率为 SHIBOR 平价或 1-2 点的信用溢价; 同业存款市场, 通常会参照央行法定存款利率减 30-40 点; 同业借款市场, 通常会参照央行法定贷款利率。以上情况显示, 由于市场的割裂, SHIBOR 的基准和定价作用难以在更大范围内发挥。因此, 统一银行间货币市场, 规范以 SHIBOR 为唯一基准的银行间拆借交易已成为当务之急。同时, 由于银行间拆借的一个重要特征是信用拆借, 而 SHIBOR 的进一步发展必须需要金融信用体系的配合与互动。虽然所选择的 16 家报价行的银行信用较高, 但是还是应该有权威有效的信用评级, SHIBOR 要在更广度的大金融市场上全面体现基准性作用, 必须进一步建立和完善现有的信用评级体系。

四、提高 SHIBOR 作为我国基准利率的可行性对策

市场基准利率形成于市场, 培育我国的基准利率将促进我国利率市场化进程, 两者是互为前提, 互相促进的关系。基准利率的形成成为我国利率市场化的关键一步, 也是推进人民币区域化的基础。但从上文分析中可以知道, 作为人民银行主推并重点培育的方向, 我们应该更加努力致力于把 SHIBOR 打造成我国金融市场的基准利率, 在人民币区域化如火如荼的推进中, 该项任务迫在眉睫。最后将结合上文分析针对存在的不足提出改进建议, 从而提高其作为基准利率的可行性。

(一) 扩大 SHIBOR 的应用范围, 活跃 SHIBOR 长期交易

首先, 应推进 SHIBOR 报价行内部的 SHIBOR 转移定价机制, 作为报价行自身形成以 SHIBOR 为基准的现金流、利差和成本收益分析, 并且指导相关金融产品和服务的定价。通过 SHIBOR 报价行自身的实践, 来逐步推进 SHIBOR 利率的基准性和参考性。其次, 扩大 SHIBOR 基准定价范围。扩大 SHIBOR 在票据贴现、短期融资融券、商业银行内部转移定价、大额可转让定期存单、浮动利率债券、利率互换等定价中的应用和推广。一方面应该加快符合条件的商业银行以 SHIBOR 为基准开展利率互换、转贴现等创新产品报价; 另一方面组织符合条件的非报价行开展 SHIBOR 场外报价, 研究建立非报价行的 SHIBOR 报价平台、以 SHIBOR 为基准的利率衍生产品报价平台和票据转贴现报价平台。通过建立场内报价与场外报价互动、市场深度和广度结合、多层次的 SHIBOR 报价体系, 完善货币市场成员的内部定价机制。同时, 应大力培育有活跃实际交易市场的长期品种, 使长期品种的市场深度和市场广度都有质的提升, 从而进一步加强 SHIBOR 的基准性地位。这样, 一方面可以推进 SHIBOR 报价机制的合理性和市场性, 另一方面也有利于 SHIBOR 在利率结构方面的拓展, 并提高 SHIBOR 与其它品种利率之间的协同关系。

（二）改善银行间市场结构，丰富参与主体的多样性

目前国内对从事衍生产品业务的监管比较严格，很多市场参与主体由于不具备衍生产品业务资格而无法参与 SHIBOR 创新产品的开发和交易。放宽 SHIBOR 衍生产品的市场准入限制将极大地扩充市场参与者的范围，提高市场的流动性并加快 SHIBOR 产品市场的发展。此外，还应放松企业客户参与 SHIBOR 衍生产品的限制，增加产品的市场需求。比如，放宽企业从事人民币利率互换的条件限制，让银行在客户端和银行间市场都可以有充分的 SHIBOR 敞口头寸和避险工具。主体的多样性可以带来 SHIBOR 的最基本的市场性的提高。

（三）强化央行指导，促进 SHIBOR 期限结构合理化

由于我国央行地位的特殊性，通常市场认为央票、存贷款基准利率这些政策利率均包含着重要的政策含义，各种期限利率之间很难保持连续性，导致了我国市场利率曲线在一定程度上的扭曲。作为提高 SHIBOR 定价合理性的一个基本先决条件，我国货币当局应进一步提高货币政策透明度，引导市场形成正确预期。根据成熟市场经济国家的经验，如可以定期召开利率会议，选择在每个月经济数据公布后的确定一天，确定与 SHIBOR 报价行间的隔夜拆借利率目标水平；同时，在公开市场上每日操作一次与 SHIBOR 报价行的隔夜拆借业务，当流动性过剩时回笼资金，而在不足时注入资金，从而把银行间市场的隔夜拆借利率稳定在既定的目标水平附近。这样可使央行货币政策更具透明度，有利于市场对 SHIBOR 中长期利率（3 个月至 1 年）形成合理统一的预期；也可促进市场成员参与对 3 个月以上的拆借交易。

（四）推动金融市场基准利率形成环境的建立

推动货币市场与资本市场发展，为市场基准利率的形成创造良好的环境。货币市场与资本市场的发展，特别是金融机构同业市场与国债市场的发展将会对我国市场基准利率的形成起到重要作用。从目前我国同业市场与国债市场的发展仍相对滞后，必须从培育市场交易主体、丰富交易品种、扩大交易规模、完善市场管理等多方面入手，加快市场发展，提高市场的运行效率，将为市场基准利率的形成创造条件。

（五）提供金融市场基准利率 SHIBOR 形成的制度保障

充分发挥市场中介机构的作用，为 SHIBOR 成为市场基准利率的形成提供制度保障。市场中介机构，包括市场的交易组织者与服务供应商，可以在市场基准利率形成过程中发挥重要作用。我国已基本建立了全国性的金融机构场外交易市场，在这个市场中的全国银行间同业拆借中心、中央国债登记结算有限责任公司等中介机构，虽然一定程度上限制了利率传导，但由于其具有特殊的市场地位，能够实时准确地掌握货币市场与债券市场的交易信息，并与各市场成员保持着广泛联系，使其成为我国市场基准利率的确立机构，“借力发力”。因此，应当充分发挥中介机构在市场基准利率形成方面的作用，可以由它们出面制订相应的操作规程，建立与之配套的管理办法，为市场基准利率的形成提供制度保障。

（六）加强监管，提升 SHIBOR 作为基准利率的公信力

加强对交易主体行为监督，确保 SHIBOR 作为金融市场基准利率的公信力。基准利率作为金融产品的定价依据，与众多交易主体切身利益直接相关，防止价格被人为操纵是确保市场基准利率公信度的重要手段。而且，由于我国货币市场与债券市场成立的时间相对较短，市场结构不尽完善，相关规章制度也不很健全，容易出现内幕交易操纵市场价格的情况。因此，市场主管部门与相关机构应加快交易法规制定工作，加强对市场交易主体行为监督，引导其规范地参与交易活动，在制度上杜绝不正当交易行为的出现。同时，应在以 SHIBOR 作为我国金融市场基准利率基础上，密切注意影响其发挥作用的各種因素的变化，完善 SHIBOR 形成机制和外部环境的建设，为我国金融市场的发展提供强有力的保障基础。

参考文献：

1. 古扎拉蒂：《计量经济学》[M]，北京，中国人民大学出版社，2002。
2. 郑玮斯：《论 SHIBOR 与利率市场化》[J]，《商场现代化》，2007 年第 6 期。
3. 温彬：《我国利率市场化后基准利率的选择》[J]，《国际金融研究》，2004 年第 11 期。
4. 李扬：《中国利率市场化：做了什么，要做什么》[J]，《国际金融研究》，2003 年第 9 期。
5. 戴国强，梁福涛：《中国金融市场基准利率选择的经验分析》[J]，《世界经济》，2006 年第 4 期。
6. 李社环：《适应中国利率全面市场化的基准利率的研究》[J]，《财经研究》，2001 年第 4 期。
7. 刘仁伍，黄革，戴鸿广：《进一步巩固 Shibor 基准地位》[J]，《中国金融》，2008 年第 12 期。
8. 陈勇，吴金友：《对我国货币市场利率体系传导机制的实证研究》[J]，《上海金融》，2008 年第 5 期。
9. 胡海鸥：《完善我国基准利率主导作用的基本思路》，《上海金融》，2006 年第 11 期。
10. 王辉：《我国金融市场基准利率选择研究——基于 Shibor 的分析》[C]，上海，复旦大学，2009。
11. 陆晓峰：《现阶段我国市场基准利率的比较选择》[J]，《财经界》，2006 年第 4 期。
12. 俞卓玥：《论我国货币市场基准利率的选择——基于银行间货币市场利率的研究》[C]，苏州，苏州大学，2009。
13. 段超锋：《金融深化过程中金融市场基准利率选择的比较研究》[D]，上海，复旦大学，2006。
14. 蒋贤锋，王贺，史永东：《我国金融市场中基准利率的选择》[J]，《金融研究》，2008 年第 10 期。

The Analysis of the Feasibility of SHIBOR as Benchmark Interest Rate of China's Financial Market

Tang Wenlin Qin Lili

(Guangxi University, Nanning Guangxi 530004)

Abstract: In this paper, we analyze the feasibility of SHIBOR as benchmark interest rate of China's financial market comparatively and empirically. We find that the ERP is much more marketization than SHIBOR, and relationship with other species rate is lower than CHIBOR. At last, we conclude a corresponding lackages of SHIBOR as benchmark interest rate of China's financial market and propose the improvement.

Key words: marketization of interest rates SHIBOR benchmark interest rate bond buy-back inter-bank lending