

2012.5

金融统计与分析

中国人民银行调查统计司 编

宏观经济形势

协调推进利率、汇率改革和资本账户开放
2012年一季度经济分析

放眼世界

日本资金流量核算的经验和启示
国际清算银行报告称：货币政策干预过度，需警惕三类风险

影子银行

江苏省影子银行业务发展现状
天市委托贷款调查报告

2012 5

金融统计与分析

中国人民银行调查统计司 编

责任编辑：贾 真 肖丽敏

责任校对：刘 明

责任印制：程 颖

图书在版编目(CIP) 数据

金融统计与分析(Jinrong Tongji yu Fenxi) (2012.5)/中国人民银行调查统计司编.—北京：中国金融出版社，2012.5

ISBN 978-7-5049-6390-1

I. ①金… II. ①中… III. ①金融统计—统计分析—研究报告—中国
IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 095101 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网 上 书 店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 185 毫米×260 毫米

印张 8.5

字数 156 千

版次 2012 年 5 月第 1 版

印次 2012 年 5 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978-7-5049-6390-1/F.5950

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

宏观经济形势

- 协调推进利率、汇率改革和资本账户开放
中国人民银行调查统计司课题组 001
- 2012 年一季度经济分析
中国人民银行调查统计司经济分析处 011
- 货币供应量新变化的启示
中国人民银行南昌中心支行调查统计处 020

区域经济

- 当前金融运行中出现的新情况、新问题
中国人民银行长沙中心支行调查统计处 026
- 当前经济运行中值得关注的问题
中国人民银行重庆营业管理部调查统计处 028
- 当前安徽省经济金融运行中需要关注的问题
中国人民银行合肥中心支行调查统计处 031
- 一季度山西省经济金融运行中需要关注的几个问题
中国人民银行太原中心支行调查统计处 034
- 一季度青海省经济呈现七大特点
中国人民银行西宁中心支行调查统计处 037

放眼世界

- 日本资金流量核算的经验和启示
中国人民银行成都分行调查统计处 039
- 国际清算银行报告称：货币政策干预过度，需警惕三类风险
中国人民银行长春中心支行调查统计处 044
- 美国重振制造业对中国的影响和启示
中国人民银行合肥中心支行调查统计处 050

影子银行

- 江苏省影子银行业务发展现状
中国人民银行南京分行调查统计处 055
- 重庆市委托贷款调查报告
中国人民银行重庆营业管理部调查统计处 061
- 湖南省委托贷款业务发展情况的调查
中国人民银行长沙中心支行调查统计处
中国人民银行益阳市中心支行调查统计科 066
- 广东省近七成融资性担保公司资金状况不乐观
中国人民银行广州分行调查统计处
中国人民银行中山市中心支行调查统计科 071
- 银行同业代付业务快速增长应引起关注
中国人民银行日照市中心支行调查统计科 074

目录

FINANCIAL STATISTICS AND ANALYSIS

CONTENTS

县域担保机构违规经营风险亟待规范	中国人民银行济宁市中心支行调查统计科	077
物 价		
当前吉林省玉米价格居历史高位 预计仍将持续平稳上涨	中国人民银行长春中心支行调查统计处	079
成品油涨价“蝴蝶效应”扇动涨价潮	中国人民银行巴市中心支行调查统计科	084
生猪价格及养殖情况的调查	中国人民银行咸宁市中心支行调查统计科	086
基于国际比较视角的我国成品油价格合理税负水平分析	中国人民银行岳阳市中心支行调查统计科	091
工农业经济		
工业企业劳动力成本上升速度加快	中国人民银行成都分行调查统计处	095
农户金融需求情况调查报告	中国人民银行兰州中心支行调查统计处	101
专题研究		
中小企业扶持政策国际比较与启示	中国人民银行厦门市中心支行调查统计科	105
天津市房地产业周期相关问题研究	中国人民银行天津分行调查统计处	112
政策反馈		
对人民币汇率波动幅度加大的反映	中国人民银行绍兴市中心支行调查统计科	117
统计工作		
完善西藏金融统计工作的思考	中国人民银行拉萨中心支行调查统计处 中国人民银行山南地区中心支行调查统计科	119
金融统计数据		
金融机构人民币信贷收支表		122
金融机构本外币信贷收支表		123
金融机构外汇信贷收支表		124
金融机构(含外资)人民币信贷收支分地区表		125
货币当局资产负债表		128
货币供应量统计表		128
存款性公司概览		129
社会融资规模统计表		129

协调推进利率、汇率改革和资本账户开放

中国人民银行调查统计司课题组

当前，我国金融改革和开放的核心内容是利率市场化、汇率形成机制改革、资本账户开放和人民币国际化等。有学者沿用不可能三角理论以及利率平价理论等，推演出利率、汇率改革和资本账户开放须遵循“先内后外”的改革次序，认为在完成利率市场化和汇率形成机制改革前开放资本账户，就会遭受外部冲击，形成巨大风险。事实上，不可能三角理论和利率平价理论具有局限性，并不完全适合中国目前的实际情况。若要等待利率市场化、汇率形成机制改革最终完成，资本账户开放可能永远也找不到合适的时机，最宝贵的战略机遇期可能已经失去。过分强调前提条件，会使改革的渐进模式异化为消极、静止的模式，从而延误改革开放的时机。资本账户开放与所谓的“前提条件”并不是简单的先后关系，而是循序渐进、协调推进的关系。利率、汇率改革和资本账户开放的所谓次序，并非必须。我们应抓

住有利时机，积极推进资本账户基本开放，同时进一步推进利率市场化和汇率形成机制改革。

一、不可能三角、利率平价与金融改革次序论

蒙代尔不可能三角理论，是指固定汇率、资本自由流动和货币政策有效性三者只能选其二。一般来说，大国都希望保持货币政策的有效性，因此，若要实现资本自由流动，就必须放弃固定汇率制。蒙代尔本人并没有做过如此明确的表述，克鲁格曼将“资本的自由流动、固定汇率制和货币政策有效性，这三者不能全部满足”，归纳为不可能三角理论^①。

凯恩斯利率平价理论，是指经风险调整后，国内外利差应等于汇差（本币

^① Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld and Marc J. Melitz, *International Economic Theory and Policy*, 9th Edition, 2012.

远期汇率升、贴水数), 套利的收益刚好弥补套汇的损失。根据这一理论, 如国内利率高于国外利率, 本币就将贬值。凯恩斯最早提出了这个想法, 恩其格(Einzig) 予以整理, 学术界称之为凯恩斯—恩其格猜测^①。

依据不可能三角理论和利率平价理论等, 有学者提出“先内后外”的金融改革次序论。次序论的理论逻辑是, 资本管制可隔离境内外金融市场, 一方面能保持汇率稳定, 另一方面使资金不能自由流动, 从而保证了国内货币政策的有效性。为了维持货币政策的有效性, 金融改革必须“先内后外”, 即首先实现国内利率市场化和汇率自由浮动, 使境内外资金市场动态满足利率平价条件, 于是市场不存在投机资金的套利压力, 最后顺理成章开放资本账户。反之, “在国内改革包括经济改革、汇率改革还没到位的情况下, 完全开放金融市场绝对会带来灾难性的风险”。“我们应充分认识到, 资本项下开放, 必须有人民币汇率完全浮动作为前提”。“中国的当务之急是调整汇率政策实现国际收支平衡、其次是实现货币政策由数量调控到价格调控的转变——即实现利息率自由化、然后是推进资本项目自由化、最后才是人民币国际化”。“在全面开放资本项目之前, 中国应首先实现利率和汇率的市场化”。“如果资本可以自由流动而利率却缺乏灵活性, 那么就会像亚洲金融危机时期那样, 一旦遭受外部冲击, 结果将是严重的”。因为, “这种情况下很难防范投机性攻击”。

二、不可能三角理论的局限性

不可能三角理论至少有三个方面的局限性。第一个局限性是没有充分考虑大国经济规模大, 其货币政策能对其他国家的政策选择产生较大影响。极端情况是, 大国货币已成为国际交易和投资的计价、结算货币, 其他货币只能紧钉大国货币。此时大国独立实施货币政策, 其他国家只能进行相应操作。如大国实施紧缩的货币政策, 本币利率上升、国内外利差扩大。其他小国担心资金外流不得不相应提高利率, 于是, 国内外利差恢复到先前水平, 也不出现资金的异常流动。可见, 固定汇率、资本自由流动和货币政策有效性可以有条件成立。

第二个局限性表现在, 不可能三角中的“三角”分别为资本完全自由流动(或完全管制)、固定汇率制(或浮动汇率制)和货币政策有效(或无效)。然而, 这些绝对状态并非常态。现实情况往往是资本不完全自由流动或不完全管制, 汇率也并非完全固定或完全浮动, 也就是存在着中间状态。各国金融改革与开放也往往是一个循序渐进、协调配合、逐渐由中间状态向前推进的过程。IMF 不完全统计数据显示, 2011 年全世界采取中间汇率制(包括传统钉住、稳定机制、爬行钉住、爬行区间和区间钉

① David A. Peel and Mark P. Taylor, “Covered Interest Rate Arbitrage in the Interwar Period and the Keynes-Einzig Conjecture”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.34, No.1, Feb. 2002, pp.51-75.

表 1 IMF 成员国汇率制度安排

(单位: %)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
硬钉住	12.2	12.2	13.2	13.2
无单独法定货币	5.3	5.3	6.3	6.8
货币局	6.9	6.9	6.9	6.3
软钉住	39.9	34.6	39.7	43.2
传统的钉住	22.3	22.3	23.3	22.6
稳定机制	12.8	6.9	12.7	12.1
爬行钉住	2.7	2.7	1.6	1.6
爬行区间	1.1	0.5	1.1	6.3
区间钉住	1.1	2.1	1.1	0.5
浮动	39.9	42	36	34.7
不设定路径的管理浮动	20.2	24.5	20.1	18.9
自由浮动	19.7	17.6	15.9	15.8
其他	8	11.2	11.1	8.9

数据来源: AREAER 数据库。

住)的国家接近一半(占 43.2%,比 2008 年提高 3.3 个百分点)。固定汇率制至今少有国家问津。只有厄瓜多尔、立陶宛和中国香港等实行货币局制度。美元化只有巴拿马一国。真正实行自由浮动汇率制的也不多,实际上只有美国、日本等少数几个发达国家,而且这些国家也并非完全不干预汇率。处于中间状态的国家通过创新调控方式,保证了货币政策的有效性。如新加坡经济开放,汇率变动对其经济增长、通货膨胀和利率都有很大影响。该国采用 BBC 的汇率制度有效缓解了三角冲突^①。克鲁格曼承认,“不可能三角并不意味着不存在中间状态”,“在资本部分自由流动条件下,货币当局要同时维持利率和汇率稳定,就需要大量干预市场,并且干预的力度要大于在资本管制的条件下”^②。

第三个局限性在于未考虑宏观审慎

管理措施也能有效缓解三元冲突。宏观审慎管理的重要内容是结合运用传统工具和创新型工具,逆周期调节经济运行,防范经济风险。近年来,我国运用央票发行和差别准备金动态调整等创新型工具,部分冲销了外汇占款增加带来的流动性,使货币政策有效性增加了“一个角”。按照一个政策目标需对应一个独立的政策工具的丁伯根原则,在蒙代尔“三角”中增加宏观审慎管理工具,有助于缓解“三角冲突”。如智利对非居民存款的无息准备金要求、一些国家对金融机构的外汇头寸比例限制等宏观审慎管理工具都在一定程度上缓解了“三角冲突”。

蒙代尔也承认,“要对蒙代尔—弗莱

① BBC 是单词 Basket、Band 和 Crawl 的缩写,即在设定的汇率波幅内爬行钉住一篮子货币。

② 参见 Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld and Marc J.Melitz, *International Economic Theory and Policy*, 9th Edition, 2012, pp.510.

明模型的应用有所限定。模型的结论并非不可避免。它们并不适用于所有国家”^①。“这并不是说，国际宏观经济模型的结论适用于所有国家。资本市场高度发达、货币可兑换的发达国家，最适合应用蒙代尔—弗莱明的分析架构。发展中国家的资本流动受国家主权风险的强大影响，货币饱受周期性通货膨胀压力的困扰，蒙代尔—弗莱明模型能够提供的建议就少得多”^②。蒙代尔还指出，“我假设，资本自由流动的极端情况是本国利率不能与国际一般利率水平有任何差异。但这一假设难免言过其实”^③。

三、利率平价理论的局限性

利率平价理论的基石是有效市场理论。根据后者，足够多的套利交易能充分掌握套利机会，于是套利资金决定一国的利率水平和汇率水平。但是，就像不可能三角理论一样，利率平价理论也有局限性。

首先，大国国内资金一般远远多于套利资金，套利资金难以决定大国的利率和汇率以及它们的变动。大国的利率水平及其变化主要决定于其国内的经济金融环境，如中央银行货币政策的利率传导、通货膨胀压力、资金使用效率以及金融资源配置状况，甚至包括受社会文化影响的消费和储蓄习惯等。大国的货币政策操作不仅能引导国内利率的变动，而且能影响国际利率水平。同样，大国的汇率也基本不取决于套利资金的流动，而主要受国内经济金融条件的影

响，包括产品竞争力、贸易结构、货币购买力以及通货膨胀预期等，同时受国际间汇率制度的影响。一些经济学家甚至宣称，汇率决定是国家权力的延伸。在一国内部，汇率是相关利益集团和拥有特定政治经济政策目标的政府之间相互博弈的结果；在国际上，汇率是大国实现或巩固有利于己的世界经济政治安排的一个重要工具，国际汇率体系所反映的实乃国际政治的权力结构^④。

其次，市场并不像某些人宣称的那样有效，诸如竞争不充分、信息不完全、资本不完全流动、“从众行为”、“动物精神”^⑤等现象都说明市场并非那么有效，利率平价理论未必符合实际情况。

最后，利率平价理论假定市场只有

- ① 蒙代尔：《蒙代尔经济学文集》，第三卷，第143页，北京，中国金融出版社，2003。
- ② 蒙代尔：《蒙代尔经济学文集》，第三卷，第142页，北京，中国金融出版社，2003。
- ③ Mundell, Robert A., 1963, "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics* 29, pp.475-485. 原文如下："I assume the extreme degree of mobility that prevails when a country cannot maintain an interest rate different from the general level prevailing abroad. This assumption will overstate". 参见蒙代尔：《蒙代尔经济学文集》，第三卷，第83页，北京，中国金融出版社，2003。
- ④ 参见 Goodhart, Charles, A.E., 1998, "Two Concepts of Money Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas", *European Journal of Political Economy*, Vol.14, pp.407-432; Mark P. Taylor, 1995, "The Economics of Exchange Rate", *Journal of Economic Literature*, Vol. 33, pp.3-47.
- ⑤ 国外有许多研究 "herd behavior"、"animal spirit" 等非理性现象的文章，证明市场远非有效。参见 Robert J. Shiller: *Market Volatility*, 文忠桥、卞东译，北京，中国人民大学出版社，第4页，2007。在该书第7页，Shiller 明确指出，“即便有效市场假设的某些含义能够被数据资料所证实，投资者的看法在投机性资产的价格决定过程中也具有重要作用”。

一种金融资产，或者各种金融资产之间可以相互替代，因此市场只有一种利率。实际情况是，利率有很多种。利率平价理论并没有说明，究竟是存贷款利率、国债利率、票据利率等的一种，还是各种利率都符合该理论。

凯恩斯指出，要使利率平价理论“放之四海而皆准”，就必须要有资金自由流动、足够大的套利空间和足够多的套利资金，三者缺一不可。但实际上，“我们一定要记住，那些时刻准备从一个市场冲入另一个市场以套取微薄收益的流动资金绝不是无限的，而且相对于整个市场规模，也并不总是足够的”^①。

国际经验也证明，一国利率形成或者汇率形成并不完全是由套利资金决定的，尤其是大国的利率或汇率主要不是由套利资金决定的。20世纪70年代末，日元持续贬值，由190日元/美元（1978年9月）贬值至250日元/美元（1980年4月），同期美国联邦基金利率远高于日元贴现利率，平均利差在7个百分点以上。1995年至1998年，日元又开始贬值且日本实施“零利率”政策，美元和日元利差平均为4.5个百分点。按照利率平价理论，会有大规模投机资金从日本涌入美国，从而自动调节美国和日本的利率和汇率。但事实上，尽管全球金融市场出现日元套利交易，然而日元、美元并没有按照利率平价理论所推断的那样，要么利差缩小，要么日元升值。在此期间，日元汇率由1995年4月14日的83.25日元/美元，持续贬值为1998年6月15日的146.45日元/美元，而同期美

国联邦基金利率由6.09%微降至5.78%，日元贴现率则由1.25%大幅降至0.25%，美日利差由4.84%扩大至5.53%^②。

美英两国例子同样证明利率平价理论不一定成立。20世纪80年代初，西方国家逐渐走出危机阴影。美国联邦基金利率由1981年1月末的17.25%降至1984年9月末的11.23%，同期英镑基准利率由14%降至10.5%。尽管3年间联邦基金利率平均水平（12.2%）高于英镑基准利率（11.2%）1个百分点，但英镑兑美元汇率仍由2.4029美元/英镑贬值至1.1861美元/英镑。3年来卖出英镑、买入美元的套利年收益率高达10%以上。套利收益并没有如利率平价理论所预测的那样快速收窄，而是时有反复。反之，为刺激IT泡沫破灭后的美国经济，美联储将联邦基金利率由2002年1月末的1.85%降至2003年末的0.94%，而同期英国基准利率基本保持在4%左右，英镑兑美元汇率则由1.4322美元/英镑持续升值为1.7516美元/英镑。该期间套利收益呈逐步扩大态势，利率平价理论同样不成立。

① 参见 Keynes, John Maynard, 1923, "A Tract on Monetary Reform", London: Macmillian. pp.107-108. 原文如下: "It must be remembered that the floating capital normally available, and ready to move from centre to centre for the purpose of taking advantage of moderate arbitrage profits between spot and forward exchange, is by no means unlimited in amount, and is not always adequate to the market's requirements".

② Laurence S. Copeland:《汇率与国际金融》，刘思跃等译，第143页，北京，机械工业出版社，2011。

四、国际经验表明，利率、汇率改革和资本账户开放没有固定的先后顺序

首先是美国成功的例子。美国采用“先外后内”改革次序，依次实行本币国际化、放松资本管制、汇率自由化和利率市场化。第二次世界大战后，美国凭借布雷顿森林体系和马歇尔计划，奠定了美元世界中心货币地位。1972年至1974年石油危机期间，美国与沙特阿拉伯签署了一系列秘密协议，强化了美元在石油等大宗商品交易中的计价货币地位。紧接着，在布雷顿森林体系解体后（1974年），美国废除了一系列资本管制措施（包括1964年的“利息平衡税”、1965年美联储要求国内金融机构自愿限制在国外的贷款和投资等^①），开放资本账户。1978年，美国接受国际货币基金组织条款，实行浮动汇率制度。1980年，美国开始利率市场化改革，废除《Q条例》，但直到20世纪80年代中期才真正实现利率市场化^②。

接着看日本。尽管基本遵循“先内后外”改革次序，却没能避免“失去的二十年”。1971年，史密森协议要求日元兑美元汇率波幅由1%扩大至2.5%，标志日元汇率“无海图航海”时代开始。日元利率市场化开始时间较早，但持续时间较长。1977年，日本实现国债利率市场化。1979年引入可转让存单，渐进实现存款利率市场化。1994年完全取消利率管制。日本资本账户开放时间相对较晚，20世纪90年代前后才基本实现资

本账户开放。尽管日本遵循“先内后外”改革模式，但由于改革时间过长，也未把握好改革力度与节奏，日本失去经济结构调整的大好机会，最终“失去二十年”^③。

再对比英国和德国的情况；可见，改革次序大致相同，结果却可能不同。英德两国分别在1958年和1959年实现英镑和西德马克的可兑换，但之后多次反复，实行资本管制或放松管制。布雷顿森林体系解体后，英德两国在1973年实行浮动汇率制，1979年前后最终完成资本账户开放。有所不同的是，德国在20世纪70年代中期实现了利率市场化，而英国直到1986年才真正实现利率市场化。为了应对跨境资金冲击，尽管两国采取类似措施，资本管制时松时紧，多次反复，但英国经历多次危机，而德国经济受到危机的冲击较少。1992年，受投机资金冲击，英镑退出欧洲汇率机制（ERM）。

最后观察韩国的改革历程。当年韩国金融改革条件如汇率制度、财政状况以及工业化进程等，与中国目前的情况

① 参见 A. Bakker, B. Chapple: 《发达国家资本账户自由化的经验》，第三章，北京，中国金融出版社，2002。

② 1929年后，美国经历了大萧条。此后，美联储颁布了一系列金融管制条例。其中《Q条例》内容包括银行对30天以下存款不付息、存款利率设上限，以及除商业银行外的其他金融机构不得进入存款市场等。1980年，美国国会通过《解除存款机构管制和货币管理方案》，实行利率市场化改革，分阶段废除了《Q条例》。

③ 参见日本经济产业省审议官（副部长）石毛博行：《汇率变动对日本经济的影响》，北京长富宫演讲稿，2010年1月21日；关志雄：《中国摸索向完全浮动汇率制转变》，载《比较》，2009（2）。

表 2 部分国家金融改革步骤

	利率市场化	汇率自由化	资本账户开放	本币国际化	改革效果
发达国家					
美国	废除《Q 条例》(1982)	名义上自由浮动, 实质干预较多 (1973) 浮动汇率 (1978)	取消管制 (1974)	布雷顿森林体系 (1945) 马歇尔计划 (1947) 石油美元计价协议 (20 世纪 70 年代)	重要国际货币 (1925) 全球本位货币 (1945)
日本	国债利率市场化 (1977) 引入 CD, 利率市场化 (1979) 取消利率管制 (1994)	名义上浮动汇率, 实质干预较多 (1971, 史密森协议) 浮动汇率 (1973)	放松资本流入管制 (1979) 放松资本流出管制 (1985 左右) 取消跨境交易限制 (1995)	《外汇法》(1980) 东京离岸市场 (1986) 《清迈协议》(2000)	SDR 货币篮子 (1974) 放宽境外贷款和汇兑限制 (1980) 重要国际货币
德国	1967 年取消利率管制, 1973 年取消信贷规模管理, 实现利率市场化	名义上浮动汇率, 实质干预较多 (1971, 史密森协议) 浮动汇率 (1973) 欧元区 (1999)	1959 年马克可兑换, 1959~1981 年多次反复, 最终完全放开	《马斯特里赫特条约》(1991)	重要国际货币
英国	不公布最低贷款利率 (1981) 取消抵押贷款指导 (1986)	浮动汇率 (1973)	1958 年英镑可兑换, 1961 年限制对英镑区外的直接投资, 1958~1979 年多次反复, 最终完全放开	英镑银金本位 (1560~1920)	重要国际货币
新兴国家					
智利	先短期后长期, 增加央行票据利率拍卖工具 (1987~今)	比索贬值, 并扩大波幅 (1985) 由钉住美元转为钉住一篮子货币 (1992)	始于 FDI、境外证券投资限制 (1985) 渐进放松资本管制		经济增速加快通货膨胀下行 经常项目明显改善 国内外利差收窄
印度尼西亚	放松利率管制 (1983) 逐步取消信贷规模控制	扩大一篮子货币汇率波幅 (1994)	取消流出限制; 放宽 FDI 限制 (1985)		经济增速加快物价水平有所提高 经常项目明显恶化 国内外利差扩大
韩国	先贷款后存款, 先长期后短期取消利率管制 (1993~1995)	采用对美元平均汇率制, 波幅 0.4% (1990), 波幅扩大至 0.8% (1992)	取消 FDI 限制 (1989), 总体管制程度较高		经济增速平稳物价水平有所上行 经常项目有所恶化 国内外利差基本稳定
泰国	取消 1 年期以上存款利率上限 (1989) 取消储蓄存款和贷款利率上限 (1992)	由钉住美元改为有管理浮动 (1997)	取消 FDI、境外证券投资、境外借款限制 (1977) 基本取消流入限制 (1992) 分步取消境外贷款、境外投资限制 (1990~1994)		经济增速平稳物价水平大幅上行 经常项目明显恶化 国内外利差扩大

相似。韩国教训值得我们吸取。韩国 1990 年至 1992 年将韩元兑美元日均波动扩大至 0.8%，1993 年至 1995 年先贷款后存款、先长期后短期实现利率市场化，但对资本管制问题非常谨慎，资本管制程度较高。只允许非居民有限进入股票市场，以及增加居民在国外发行证券的种类；允许外资银行从国外借款，但对国内公司直接境外借款实行管制；非居民对非银行境内机构的贷款须事先审批^①。尽管韩国遵循“先内后外”的改革次序，1997 年亚洲金融危机依然重创了韩国经济。

五、我国利率、汇率改革和资本账户开放需要协调推进

实际上，所谓金融改革次序问题不仅是理论问题，更是实践问题。从中国实践看，“先内后外”的改革次序只是一种理想化设计，而实际情况往往是内外协调推进并相互促进。利率、汇率改革和资本账户开放就像两条腿走路，只有两条腿协调迈进才能走得稳、走得快，至于左腿在前还是右腿在前并没有固定的次序。2000 年，我国金融机构资产质量很差，四大国有商业银行不良贷款（一逾两呆口径）余额约 1.8 万亿元，不良贷款率 29.2%，处于技术性破产边缘。当时有人认为，加入 WTO、开放金融市场无异于“引狼入室”。事实证明，“与狼共舞”极大提高了我国金融竞争力，有力促进了我国金融业健康发展。引入战略投资者、政府注资、剥离不良贷款

及改制上市等一系列改革，极大提高了中资金融机构的管理能力和盈利水平。2011 年末，我国商业银行不良贷款率 1.0%，拨备覆盖率 278.1%，资本充足率 12.7%。我国银行业资产质量处于全球银行业较高水平，远高于 BaselⅢ 标准。历史经验表明，利率、汇率改革和资本账户开放不存在严格的先后顺序，而应该是协调推进和相互促进的关系。

多年来，我国利率、汇率改革和资本账户开放正是协调推进的过程。从资本账户开放看，2002~2009 年，我国共出台资本账户改革措施 42 项。外汇管理已由“宽进严出”向“双向均衡管理”转变，逐步减少行政管制，逐步取消内资与外资企业之间、国有与民营企业之间、机构与个人之间的差别待遇。分结构看，按照国际货币基金组织 2011 年《汇兑安排与汇兑限制年报》，目前我国不可兑换项目有 4 项，占比 10%，主要是非居民参与国内货币市场、基金信托市场以及买卖衍生工具等。部分可兑换项目有 22 项，占比 55%，主要集中在债券市场交易、股票市场交易、房地产交易和个人资本交易等四个方面。基本可兑换项目 14 项，占比 35%，主要集中在信贷工具交易、直接投资、直接投资清盘等方面。

从人民币汇率形成机制改革进程看，人民币汇率体制从计划经济时代的高估配给汇率制（1949~1979 年），到转轨经

^① R.巴里·约翰斯顿，V.桑德拉拉加：《金融部门改革的次序》，第 307 页，北京，中国金融出版社，2000。

表 3 2011 年末中国利率产品市场化状况 (单位: 亿元)

货币市场		债券市场		存贷款市场	
市场状况	余额	市场状况	余额	市场状况	余额
同业拆借 (1996 年放开)	8852	金融债 (1998 年放开)	74598	外币贷款 (2000 年放开)	33917
回购 (1997 年放开)	22942	国债 (1999 年招标发行)	73827	外币存款 (2004 年放开)	17333
贴现 (2005 年, 与 再贴现利率脱钩, 实 现市场化)	15120	企业债 (2007 年参照 SHIBOR 利率报价)	51628	人民币存款利率管 制上限 (2004 年)	809369
				人民币贷款利率管 制下限 (2004 年)	532820
				同业存款 (市场化定价)	23018
				委托存款 (市场化定价)	52118
				委托贷款 (市场化定价)	51968
				信托贷款 (市场化定价)	17579
				理财产品 (市场化定价)	31732

注: 1. 贴现规模为金融机构人民币信贷收支表中的票据贴现余额。
 2. 同业拆借和回购分别为金融机构的同业拆借和卖出回购。
 3. 金融债包括国家开发银行金融债及政策性金融债、银行普通债、证券公司债、银行次级债及混合资本债、资产支持证券。
 4. 企业债包括企业债、公司债、短期融资券、超短期融资券、中期票据、中小企业集合票据及非公开定向融资工具、可转及可转可分离债。
 5. 同业拆借、回购及现券买卖均为交易规模, 其他为余额数。

数据来源: 中国人民银行。

济时期的双重汇率制 (1979~1994 年), 再到单一的浮动汇率制 (1994 年至今)。从事实上的钉住美元汇率到参考一篮子货币有管理的浮动汇率制^①。

从利率市场化成果看, 货币市场和债券市场已经实现利率市场化, 存贷款市场上也只有人民币存款和人民币贷款尚未完全实现利率市场化。2011 年末, 人民币存款余额 80.9 万亿元, 均处于存款利率上限, 占全部利率产品余额的

44.6%; 人民币贷款余额 53.3 万亿元, 大部分贷款利率高于贷款基准利率, 按照市场供求状况定价。近年来, 以市场化定价的理财产品、银行表外创新业务等发展迅速。2011 年实体经济以未贴现的银行承兑汇票、委托贷款和信托贷款方式合计融资 2.52 万亿元, 占当年社会融资规模的 10.9%。

^① 易纲:《改革开放三十年来人民币汇率体制的演变》, 中国金融 40 人论坛, 《中国经济 50 人看三十年》专辑, 2008。

更重要的是,作为一个大国,我国利率和汇率主要不决定于国际资本流动。我国利率主要决定于国内经济金融环境,汇率则主要决定于我国相对于其他国家的贸易条件。国内经济金融环境主要包括居民的消费和储蓄习惯、资金使用效率、资金供求状况、企业盈利能力、物价水平以及货币当局的利率调控能力等。贸易条件则主要包括劳动力成本、技术条件、产业结构、资源禀赋以及货币当局调控汇率的能力等。目前,我国经济总量和贸易总量均居世界第二位,且发展速度居世界前列,经济结构和贸易条件也不断改善。我国外汇储备 3.31 万亿美元,银行业金融机构金融资产超过 110 万亿元,金融运行总体稳健。这些都是我国利率、汇率稳定最有利的条件。国际资本流动不可能成为我国利率、汇率的主要决定因素。

当前,我国加快资本账户开放正处于难得的战略机遇期。首先,我国企业“走出去”已进入战略机遇期。过剩的产能向对外直接投资提出了要求,雄厚的外汇储备为对外直接投资提供了充足的外汇资金,西方金融机构和企业的收缩给中国投资腾出了空间。其次,人民币

国际化正处于难得的战略机遇期。开放资本账户,拓宽人民币流入、流出渠道,将进一步提高人民币在国际贸易结算及国际投资中的地位,也将进一步促进香港离岸市场建设,加快离岸人民币金融工具创新。可以设想,随着人民币国际计价、国际支付以及国际投资等职能逐步实现,人民币成为国际储备货币将为时不远。

我国当前需要进一步推进利率市场化、汇率形成机制改革等各项金融改革,渐进审慎开放资本账户,将开放的风险控制在最小范围。加快推进资本账户基本开放,不需要等待利率市场化、汇率形成机制改革或者人民币国际化条件完全成熟,但这绝不意味着利率市场化、人民币汇率形成机制改革不向前推进。利率市场化、汇率形成机制改革、人民币国际化与资本账户开放是循序渐进、协调配合、相互促进的关系,具体的改革开放措施应该成熟一项,推进一项。

课题组负责人:盛松成

课题组成员:徐诺金 闫先东

朱微亮 刘 西

2012 年一季度经济分析

中国人民银行调查统计司经济分析处

延续 2010 年四季度以来的趋势，我国经济增长继续放缓：2012 年一季度 GDP 增长 8.1%，比上年同期回落 1.6 个百分点，比上年四季度回落 0.8 个百分点，宏观经济热度指数继续下滑；对外贸易增速明显放缓，对外贸易趋于平衡；物价总体呈现回落态势，一季度 CPI 上涨 3.8%，比上年同期低 1.2 个百分点，比上年四季度回落 0.8 个百分点；上游价格明显下降，一季度 PPI 同比上涨 0.1%，CGPI 同比上涨 0.7%；一季度全国财政收入 29976.3 亿元，同比增长 14.7%，增速比上年同期低 18.4 个百分点，全国财政支出 24118.1 亿元，同比增长 33.6%，增速比上年同期高 7.6 个百分点。全国财政收支盈余为 5858.2 亿元，比上年同期减少 2214 亿元；一季度末货币信贷增速有所回升（13.4%），3 月社会融资规模为 1.86 万亿元，比上年同期略高。

欧债危机一波三折，2012 年全球经济复苏力度较弱，预计 2012 年我国进出口名义增速继续回落，顺差收窄至千亿美元左右。考虑到企业投资意愿回落，

消费基本稳定，2012 年中国经济进一步放缓，软着陆成为社会各界的共识。

房地产调整对经济增长的影响明显，若要 2012 年 GDP 增长保持在 7.5%~8.0% 的水平，房地产开发投资增速应保持在 10.5%~14.9% 的水平，对应的商品房销售均价分别为下降 1.3% 和上涨 3.2%。

当前金融机构资金比较充足。未来由于新增外汇占款减少、到期央票和回购规模有限导致金融机构流动性趋紧，实现全年的货币信贷调控目标仍需货币政策的预调微调。

初步预计，2012 年经济增长 8.6%，物价上涨 3.6% 左右。在经济景气下行、资本流入减少、企业资金矛盾突出的大背景下，要切实贯彻稳健货币政策的要求，努力实现全年的货币信贷调控目标。

一、当前宏观经济运行的基本态势

（一）一季度 GDP 经济增长 8.1%，企业经济效益下降

2012 年一季度 GDP 同比增长 8.1%，

比上季度低 0.8 个百分点，比上年同期低 1.6 个百分点。季节调整后，GDP 环比折年率为 6.7%，比上季度低 1.6 个百分点，比上年同期低 2.6 个百分点；产出缺口为 -0.1%，比上季度低 0.2 个百分点，产出缺口为负，反映价格回落，总需求增速放缓的现状。一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 11.6%，增幅较上年同期低 2.8 个百分点。

工业企业效益下降。1~2 月，全国规模以上工业企业实现利润 6060 亿元，同比下降 5.2%，增幅较上年同期低 39.5 个百分点。工业企业利润下降是 2009 年 10 月以来的第一次。2012 年 1~2 月人民银行调查的 5000 户企业实现利润总额 1412.11 亿元，同比下降 21.1%，增幅较上年同期低 45.44 个百分点。

原材料购进价格持续高于出厂价格、官方 PMI 和汇丰 PMI 的背离、M2 与 M1 的背离反映了企业尤其是进出口中小企业经营压力较大，生产活动不活跃。

（二）进出口增速明显放缓，固定资产投资实际增速提高

2012 年一季度，固定资产投资（不含农户）完成 47865 亿元，名义同比增长 20.9%，增速比上年同期低 4.1 个百分点；实际同比增长 23%，增速比上年同期高 4.7 个百分点。一季度，占全部投资 68.3% 的民间投资（非国有及国有控股投资）同比增长 27.5%，国有及国有控股投资增长 9%，民间投资增速比国有及国有控股投资增速高 18.5 个百分点，民间投资累计增速自 2010 年 2 月以来持续超过国有及国有控股投资增速。

一季度，社会消费品零售总额 49319 亿元，同比增长 14.8%；扣除价格因素，实际同比增长 10.9%；季节调整后，消费季环比增长 5.2%。3 月，社会消费品零售总额为 15650 亿元，名义同比增长 15.2%，增幅比上年同期低 2.2 个百分点；扣除价格因素后，实际增长 11.3%，增幅比上年同期低 1.8 个百分点。季节调整后，社会消费品零售总额月环比增长 1.18%。

一季度，进出口总额同比增长 7.3%，为 2009 年四季度以来最低增速。其中，出口 4300.2 亿美元，同比增长 7.6%，增速比上年同期低 18.8 个百分点；进口 4293.6 亿美元，同比增长 6.9%，增速比上年同期低 26.1 个百分点；贸易顺差 6.6 亿美元，而上年同期为逆差 22.2 亿美元。从月度数据看，出口在 2 月大幅减少，按工作日平均出口额仅为 1 月的 62%，使 2 月创下单月最大贸易逆差 314.8 亿美元，3 月出口有所恢复，同比增长 8.9%；进口 1 月同比增长 -15.3%，创 2009 年 9 月以来新低，剔除受春节因素影响 1 月、2 月，进口增速自 2011 年 11 月以来持续放缓，反映国内需求减弱。欧元区经济增长低迷，对我国出口影响明显，我国对欧盟出口增长已持续 7 个月下滑。从商品结构看，机电产品出口增长平稳，劳动密集型^①产品出口增长较慢。一季度，机电和高新技术产品出口同比分别增长 9% 和 7.3%，增速分别比同期总体出口增速高 1.4 个和低 0.3 个百

① 劳动密集型产品包括纺织、服装、鞋类、箱包和家具 5 类产品。