



# 四大热点引发争鸣 陆家嘴掀起头脑风暴

昨天举行的2008陆家嘴论坛上,围绕汇率改革和人民币升值、中国如何进一步推动金融改革开放进程、中国如何应对热钱冲击、如何大力发展债券市场和提高储蓄资金的投资能力等问题,与会的专家学者、业内人士展开了热烈讨论。现场俨然掀起了一场“头脑风暴”。



中国证监会主席尚福林接受本报记者采访



央行行长周小川在论坛上被媒体记者包围



中国证监会主席吴定富接受本报记者采访



央行副行长苏宁接受媒体记者采访



中国人保集团总裁吴焰接受媒体记者采访



太保集团总经理霍联宏接受媒体记者采访

## 热点1 汇率改革

### 如何看待人民币升值

对于中国近几年经济发展来说,人民币是绕不开的话题,尤其是人民币汇率改革又与资本项目的可兑换紧密联系在一起。随着中国国力的提升、持续的国际收支顺差和外汇储备的攀升,人民币对美元汇率不断上升。面对复杂而多变的国际金融市场以及国内流动性过剩的压力,人民币汇率机制改革需要精心设计、谨慎推进。人民币汇率迈向资本项目可兑换之路仍然存在诸多的风险和不确定性。

在昨天举行的2008陆家嘴论坛上,围绕中国何时实现资本项目可兑换、人民币应该如何升值等话题,中国社科院世界经济与政治研究所所长余永定、高盛亚太区董事总经理胡祖六、中国银行副行长朱民等人展开了热烈讨论。

◎本报记者 苗燕

#### 中国何时实现资本项目可兑换

余永定:中国必须实现资本项目的自由化,只有实现资本项目下的自由化才行,这只是时间的问题。还有一个是中国目前是否已经具备了实现资本项目自由化的条件,我认为中国现在不具备这个条件,我们应该继续准备这个条件。为什么我说不具备呢?我认为中国的金融体制像胡祖六先生说的,虽然有巨大的改善,但是还没有经过考验。银行体系到底能不能抗拒大规模资本的流入和流出,对于这个我没有把握。可能可以,也可能不可以。中国一旦出事,是没有人能救你的。在这个问题上我们需要谨慎。

一贯认为中国应该先把汇率的形成机制改善好,再谈资本项目的自由化。如果我们几个汇率自由化得很好,那么有助于资本项目,减少很多福利的空间。

胡祖六:中国的经济开放度是非常高的。在贸易上开放的经济资本管制产生越来越尖锐的矛盾和冲突。因为中国已经是第三大贸易国,在全世界前十大贸易国里面,中国是唯一继续实行资本管制的国家。

#### 人民币应该如何升值

余永定:2005年以来,中国人民银行所采取的汇率政策方向是完全正确的。这种政策方向不应该因现在的经济形势有所变化而改变。同时我想强调,我不能接受反对升值的呼声。我认为要强调的不应该“要不要升值”的问题,而是“如何升值”的问题。我认为有5种升值的方法:

一种是缓慢的升值,每年升3%~5%;第二种是连续的快速升值,每年升值10%到15%;第三种是跳跃式的升值;第四种是央行暂停干预;第五种是实行自由浮动。需要强调的是,缓慢升值固然对企业适应汇率较为有利,但却不利于抑制热钱流入;而快速升值将有利于抑制热钱的流入,但却对企业的影响较大。

#### 人民币的国际储备货币之梦

朱民:对世界和中国来说,一个最大的变化就是人民币从弱货币变成强货币。对中国和世界来说,中国从一个债务国变成一个债权国,仅仅20年的时间,全世界的债权国主要集中在亚洲和市场经济国家,全世界的债务主要集中在发达国家。20年以来,所有的外汇储备集中在日本、美国、英国、法国,其他70%以上外汇储备集中在亚洲和其他的市场经济国家。这个世界借钱的人和有钱出借的有

家。我认为,这些年来中国资本账户自由发展的条件已经到位,时机已经成熟。当前,资本账户管制难度越来越大,资本流进流出的渠道越来越多,坏处也越来越多。大家对于热钱的讨论率也越来越高。其实,资本的流动对中国经济是非常有好处的,资本账户的进一步开放,对中国有进一步的促进作用。因为资本管制有非常巨大、隐形、公开的成本,有行动的成本、监管的成本。因此,要清醒认识到资本项目自由化是有其重要性的,是中国改革开放30年的延伸,我们要大大地推进。

当然开放资本账户之后的挑战更加大。确实,目前很多条件到位之后我们才能接受反对升值的呼声。我认为要强调的不应该“要不要升值”的问题,而是“如何升值”的问题。我认为有5种升值的方法:一种是缓慢的升值,每年升3%~5%;第二种是连续的快速升值,每年升值10%到15%;第三种是跳跃式的升值;第四种是央行暂停干预;第五种是实行自由浮动。需要强调的是,缓慢升值固然对企业适应汇率较为有利,但却不利于抑制热钱流入;而快速升值将有利于抑制热钱的流入,但却对企业的影响较大。



余永定

这是一个结构的问题。很多人都在讨论,人民币升值的底线在哪里?这个假定的底线就是对美元的升值,应该取决于它对于通货膨胀、热钱流入、贸易平衡、经济增长等等各个方面的影响综合结果,我们不应该事先排除以上任何一种可供选择的的可能性。

朱民:人们对人民币汇率的关注,过去多关注于人民币对美元的汇率水平,我认为这是一个偏见。一季度,人民币对美元升值42%,人民币对日元贬值7.8%;如果从2006年6月21日改革开始到现在来看,人民币对美元的汇率整体累积升值17.2%,但是人民币对欧元是整体贬值9.8%,人民币对日元升值了4.5%。人民币的汇率不是简单只对美国,是很大的变化。

债权人的货币才会成为世界性的强货币,而不是债务人的货币成为强货币。美国以前是债权人,现在这个阶段只是一个过渡阶段,这个时期的结构只会是变化。所以在这个时候考虑中国的汇率更多是考虑人民的利益。从现在发展的趋势来看,人民币有可能成为世界上的国际货币和强货币。余永定:人民币成为国际强势货币

## 热点2 金融开放

### 什么是“好的开放”

什么是资本市场“好的开放”?昨日在沪举行的“2008首届陆家嘴论坛”上,中国证监会研究中心主任祁斌给出的答案是:如果对外开放的程度和力度有助于创造有效、有序竞争的格局,这种开放就是适度的,即“好的开放”。他说,中国证监会已着手对中国资本市场开放进行全面回顾和总结,以便据此为今后的开放提供更好的规划。

◎本报记者 邵晓 周静

#### 有序推进资本市场国际化

与开放相关的“国际化”被祁斌视为发展资本市场的五个要点之一。祁斌在阐述市场开放时,更多地从市场发展的视角对此间问题进行审视。他指出,各经济体的经验和教训证明,发展的差距往往由资源配置效率的差距造成,而在此过程中,资本市场的发展在很大程度上“决定了竞争力”。从可持续发展的角度来看,必须增强经济的抗风险和快速恢复能力,就必须增强资源配置的有效性;从创新的角度来讲,经济有效需要市场信号的引导,同样诉求于资源配置的有效性。因此,对当今的中国经济而言,发展资本市场并提高资源配置效率,“是尤为重要的任务”。

因此,除了国际化以外,祁斌说,发展资本市场的其他要点,还包括:将市场发展作为国家的重要战略任务,实现市场与实体经济的有效互动,推进市场化改革,推进规范化运作。在描述我国资本市场对外开放现状时,祁斌说,我国资本市场对外开放严格履行了加入WTO时所做的承诺,目前合资基金公司30家,合资证券公司7家,10余家基金公司外资比例已经达到了49%。另外,在人民币资本项目未开放的前提下,我国实施了ODII制度;去年,我国开始允许境外证券交易所在境内开设代表处;同时,我国开始研究境外公司在境内上市的可能性。“我们可以看到,中国资本市场的国际化进程在有序地推进。”祁斌说。

#### 金融业转型步伐加快

广东发展银行行长辛达豪充分回应了祁斌关于“好的开放”的评价标准。他认为,中国银行业开放的经验说明,从加入WTO到国内金融市场的进一步开放,中国银行业监管者很好地利用了这个时期的机遇,有效地推进了金融业的转型。“监管框架跟国际标准接轨,业界关心的问题,如运营风险、反洗钱、资本充足率、流动性压力测试、不良贷款处置,多样的理财产品供应,严格的信贷政策,公司治理等,都是国际上非常熟悉的课题。”

#### 应深化双向资金流动

伦敦证券交易所首席执行官克劳拉·菲思认为,推进资本市场开放,首先要进一步深化和扩大双向资金流动,并建立相应的、平衡的监管体制。“双向的资金流动要求既有向内的流动,也有外向的流动,这对中国经济发展是非常有益的。”菲思以伦敦的经验说明,向本土市场流入的资金可以有效补充本地的流动性,并对发行人和市场发展发挥有益作用。从公司治理的角度而言,寻求在境外“成功市场”的上市,也有助于公司改善自身的治理水平。在此基础上,为实现资本的平衡流动,使中国投资者享受境外增长的收益,ODII制度必将成为自然的需求。

与之相应,建立平衡监管体系,亦是对外开放的题中之义。“监管机构应促进平衡监管体系的建立,以此充分保护投资者权益,比如提出更高要求的信息披露标准,推出以促进竞争和增加投资者选择的措施等。”同时,为提高市场效率,在制定市场标准的时候,要避免“一刀切”的做法。伦敦的AIM市场等创业板市场,即被视为提高效率,向具有增长潜力的行业分配资本的例证。



## 热点3 外脑建言

### 如何提高储蓄资金投资能力

过去几年里,中国金融市场以前所未有的开放速度受到世界瞩目,也获得了众多国际金融机构的刮目相看。在昨日举行的陆家嘴论坛上,多位来自知名国际金融机构的高级管理者再次坐在一起,交流他们眼中的中国金融。

希望中国继续深化金融开放,引入外资金融机构,是他们共同的愿望。另一方面,他们也真诚地为中国金融发展带来了各自的建议,其中大力发展债券市场和提高储蓄资金投资能力被多位专家不约而同地谈及。

◎本报记者 秦媛娜

#### 中国需要更加发达的债券市场

“我觉得中国需要有一个更加发达、更加成熟的债券市场来配合其蓬勃发展的股票市场。”这是高盛副董事长兼亚洲区董事长麦克·埃文斯掷地有声的建议。他认为,债券市场是资本市场发展的重要基石,对于提高资本市场的效率有着重要的意义。

同样的观点还被瑞士银行亚太区主席兼首席执行官谭信乐提及。在他看来,债券市场需要发展的一个原因是,中国金融体系相对较窄,差不多三分之二的金融资产都集中在银行领域,“中国下一个挑战就是要扩大金融市场的深度和广度。”这就需要创造更多的融资渠道,让机构能够对风险进行更加准确的定价,提高流动性。

持有相同建议的摩根斯坦利董事长兼首席执行官约翰·麦克还给出了具体的数字对他的观点进行支撑。他指出,中国债券总市值只占到GDP的49%,而且其中的90%都是政府债券。但在日本和美国等发达金融市场中,债券市场的价值占到GDP的150%,并且大部分都是公司债券。他对中国债券市场的未来发展充满信心:“一个富有竞争力的公司债券市场上就要诞生。”

在那些国际金融巨头的眼中,债券市场的发展不但有助于解决中国间接融资比重过高的畸形结构问题,还对中国金融产品寻找合理估值有着重要意义。谭信乐表示,要成功地进行价值发现,就应当重点发展债券市场,有更深层次的债券市场,才能帮助中国创造出—条更加长期的、更加有代表性的收益率曲线。

#### 储蓄资金需要寻找投资渠道

在中国的大规模储蓄资金需要寻找合适投资渠道的问题上,昨日参加讨论的嘉宾也抱有相同的看法。

第一个进行发言的美林集团副董事长威廉·麦克唐纳开门见山地抛出了中国高储蓄率的问题。他指出,中国的储蓄率很高,这在一定程度上是一种优势,但也有不足之处,即投资渠道的缺乏。他举了储蓄者投资股票的例子,“如果在中国的交易所投资股票,只有为数不多的选择,要么是买,要么是卖。”这样造成中国股市波动非常厉害,这种风险是机构投资者和散户都无法控制的。在其他市场,投资者可以通过购买期货的方式对风险进行管理,但是在中国,由于没有股指期货等衍生产品,投资者面对的风险较高。

对于中国众多的储蓄者特别是富裕人群来说,“现在没有足够的知识来辨别哪些工具是可以帮助他们进行投资的。”威廉·麦克唐纳表示,储蓄者需要知道怎样去投资,从而减少自己的风险。在这方面,外资金融机构可以提供一些帮助。

#### 希望中国引入更多外资金融机构

中国金融业在过去取得的发展获得了参会嘉宾的一致肯定。“中国股市的士气非常高。”美洲银行董事长兼首席执行官丹尼斯·刘易斯形象地说到,他认为“中国推动金融业对外开放过程中取得了巨大进步。”

但与此同时,希望中国金融更开放、更自由,也是他在昨天会议上没有忘记呼吁的一点,包括上述关于债券市场和储蓄投资的两项建议在内,话题在后上,也都被巧妙引导到外资金融机构所能提供的服务上。例如摩根斯坦利董事长兼首席执行官约翰·麦



约翰·麦克

克表示,外资金融机构的进入有助于债券的发行、发展,能够带来新的想法、技术和管理系统,并能促进监管机构的融合和成熟。

美林集团副董事长则表示,外资机构可以“帮助人们更好地管理自己的个人财富,能够帮助他们提高风险防范能力。”

前世界银行行长詹姆斯·沃尔芬森在建议中国加大力度鼓励小企业、私营投资者发展时也表示,“希望中国能够进一步开放,让外资金融机构能够进入中国市场,来推出更多市场融资的工具。”

## 热点4 热钱涌入

### 如何应对热钱冲击

热钱并不是一个新话题,然而,随着国际、国内环境的变化,热钱再次引发人们的关注。与此同时,有关热钱的思考角度也正逐步改变。

美国次贷危机发生后,美联储、欧洲央行等纷纷向市场注入流动性,同时美联储不断采取降息策略。而中国则由于CPI指数高企,在去年不断采取加息政策。今年年初,中美息差出现“倒挂”,专家们对于大量热钱流入、流出中国产生担忧。

◎本报记者 石贝贝

#### 热钱进入中国实体经济

对于本报记者提出的如何看待热钱流入、流出中国的问题,摩根士丹利亚洲区主席史蒂芬·罗奇表示,目前人民币被严重低估,全世界范围内肯定会有很多投机的热钱流入中国,中国资本项目是有封闭的,因此这些热钱只能进入中国的实体经济内部,然后会在中国实体经济内积累过多的流动性。

罗奇认为,正是由于这种不开放,在某种程度上造成了通货膨胀问题。包括CPI指数高企、股票和房地产等资产价格的通胀,这些都是中国经济中潜在的不稳定因素。

玫瑰银行顾问公司董事、独立经济学家谢国忠说,目前出现一个现象:外国人相信,人民币升值的时候,港币也一定会升值,于是他们大量买入港币,而香港则大量卖掉港币,买入人民币。于是,外国人的钱进入香港,香港的钱进入内地,这是一个不稳定的平衡。

#### 担心热钱大量流出

中国发展研究基金会副秘书长汤敏昨日接受本报记者采访时指出,最近几年来,中国、印度、中东等国家的外汇储备增长都很快。然而问题在于,热钱流入的时候,外汇储备会大量增加,这会造成各种资产价格上涨等情况。一旦热钱快速流入中国,这对于发展中国家而言将是非常危险的,非常容易导致金融危机出现。

随着次贷危机导致的美国经济开始放缓,许多学者担心大量来自美国、欧洲等的FDI(外商直接投资)、热钱等会逐步撤出中国。一旦外部投资、中国拥有大量外汇储备的时候,我们可以考虑进一步放松管制,鼓励企业出去投资、鼓励一些资金投向境外。第二,如果现阶段一且出现危机的苗头,我们要立刻调整政策,比如实行非常严格的资金管理制。可以考虑先向市场发出信号,给市场一个预期。这也会使得结构性资金在进来时就会知难而退。第三,可以考虑让更多研究机构参与建立一些预警系统。

#### 应对之策

纽约大学教授鲁里埃尔·鲁比尼认为,热钱不仅仅影响货币市场的稳定,尽管中国金融体系已经开始市场化的进程,但是一些经济活动还是由政府来控制的。比如资源配置问题,这也导致人民币被低估的重要因素。此外,中国目前实际利率为负值,这对房地产市场,其它的市场都会负面影响到。中国需要更多的汇率政策的灵活性。

在应对方面,罗奇认为,中国可以采取一些措施,去释放这些多余的流动性,比如开放资本市场。中国需要更多对货币、资本项目等进行市场化改革。否则,这种不稳定还会持续下去,而且变得更加严重。

汤敏则指出,对于中国而言,这是一件两难的事情。目前,一方面要防范热钱现在大量流入以及加速流入的问题,另一方面,中国要做好准备,防止某个时刻资金突然大量流出。否则,中国经济将面临巨大的风险。



罗奇

“在具体操作建议方面。第一,现阶段美元还没有升值,还没有风险的时候,我们应该进一步地放松管制。在很多民营企业想拿钱出去投资,中国拥有大量外汇储备的时候,我们的市场都会有负面影响。中国需要更多的汇率政策的灵活性。

在应对方面,罗奇认为,中国可以采取一些措施,去释放这些多余的流动性,比如开放资本市场。中国需要更多对货币、资本项目等进行市场化改革。否则,这种不稳定还会持续下去,而且变得更加严重。

汤敏则指出,对于中国而言,这是一件两难的事情。目前,一方面要防范热钱现在大量流入以及加速流入的问题,另一方面,中国要做好准备,防止某个时刻资金突然大量流出。否则,中国经济将面临巨大的风险。

本版图片均由本报记者 史明 徐汇 摄

## ■相关新闻

### 在华外资银行“法人化”效应显现

外资银行法人资格破冰,位列中国银行业协会评出的2007年十件大事之首。如今,在华外资银行“法人化”效应已经开始显现。

9日开幕的首届陆家嘴论坛上,这种效应引起了与会嘉宾的强烈关注。2007年4月,汇丰、渣打、东亚、花旗等4家中国首批取得“企业法人营业执照”的外资银行正式开业,而向中国老百姓推出人民币零售业务,包括吸收公众存款、发放贷款、办理票据承兑与贴现、买卖股票以外的其他外币有价证券、办理国内外汇结算等。

随风潜入夜,一年来这些“外来和尚”已经全面进入中国百姓的经济生活,汇丰银行耀目的红白标志、渣打银行清爽的蓝绿色招牌都为城市霓虹中平常的风景。

数据显示,到2007年底,20家左右的外商独资法人银行下设90多家分行,3家合资银行下设5家分行,另有72家外国银行设立了130家分行,191家外国银行开设了241家代表处。外资银行迅速扩张,布局网点甚至已经深入部分二三线城市。

外资银行已经由“分行主导”时代进入“法人主导”时代,目前外资法人银行主要业务占在华外资银行的比例已达70%,资产总额、贷款余额以及负债所占比重均超过50%。

外资银行在中国金融市场所占份额也不断提高。上海银监局的数据显示,至2007年末,上海市外资银行人民币贷款余额已经占到全市人民币贷款市场份额的10.7%,全年外资银行新增人民币贷款8327亿元,占全市人民币信贷增量的31.8%。

与网点扩张同时到来的是金融产品创新和对中国居民理财启蒙。在上海一家IT企业工作的许君最近购买了荷兰银行一款“聚焦中国农产品回报指数”挂钩结构性存款,一周收益率就超过5%。

服务非常人性化,第一次见面地点约在客户方便的地方,而不是银行所在地。”许君说,最重要的是,他们的理财产品比国内银行的丰富很多,比如跟水资源挂钩的产品,跟农产品挂钩的产品,还有跟多国货币挂钩的产品。他们对投资机会的判断和风险控制能力更强,我们QDII出海的时候,他们的港股理财产品3个月收益已达50%。”

上海银监局外资银行非现场监管处处长马立新认为,外资银行的进入给中国银行业带来了显著的创新效应。零售业务成为外资银行产品创新的重点,由此推动国内银行个人理财业务的长足发展。

而对于不少中小企业而言,2008年这个“紧缩之年”让原本看来高高的在外资银行进入他们的融资视野。中国从紧的货币政策,使得不少中小企业更青睐于大企业、大项目,而削减风险和成本相对较高的中小企业贷款。外资银行则针对中小企业对流动性资金需求大、期限相对较短的特点,适时推出各类创新贷款。

渣打银行宣布将由中国无抵押小额贷款的最高额度从50万元调整到100万元,并计划从一线城市“展到二线城市;民生银行表示,将视现有信贷额度的50%以上留给中小企业,希望以中小企业带动规模的发展,并在未来5年内实现3-5倍的增长。

与“中资银行相拒”,外资银行在网点铺设和经营管理上不具备优势,选择一线城市,扬长避短、填补市场空缺经营优势业务成为他们的竞争策略。“深圳发展银行上海分行的马琳说,数据提示,外资银行人民币贷款市场份额在持续扩大。央行上海总部发布的上海市一季度货币信贷数据则显示,一季度外资银行人民币贷款增加202.9亿元(其中近半数为15家在华设立外资银行上海分行新增的贷款,同比增长88.7亿元,占全市人民币贷款增量的22.1%,占最后,目前我们还要特别注意防止资产泡沫的出现。”汤敏说。

(据新华社电)