

# 市场概述

## Market Overview

### 解读周小川行长关于利率与汇率市场化讲话

文/ Frank Sun

CFETS-ICAP 2014/07/11

昨日，周小川行长在出席中美战略与经济对话后，接受记者提问，重点讲到利率与汇率的市场化改革问题。走市场化路线一直都是老生常谈的话题，大家也听腻了，周行长这次讲话有哪些新亮点，应该最能吸引大家的注意力。

周小川在第六轮中美战略与经济对话期间称，央行将按照时间表推进利率市场化，两年内应该可以实现。在利率市场化实现之后，央行还是要通过货币市场的有效传导机制，来体现政策利率对市场的引导作用。目前央行在准备 2-3 组主要政策工具，新的政策工具需要抵押品。同时，在情况允许时将减少对外汇市场的干预，增加人民币汇率弹性，减少外汇市场干预，但仍然需要采取措施来稳定金融市场。

从周行长讲话中，概括出利率市场化三个特点。第一，政策利率引导市场利率；第二，短期和中期利率需要两个

或三个政策工具来传导；第三，新的政策工具需要抵押品。

有理由相信，大家一定关心这“两个或三个政策工具”到底为何物。专家指出，政策工具不能混乱，必须具备可控性强及操作效果好的特点。政策工具可分为短期和中期两种，其中短期工具至多选两个，而中期工具至少需要一个，也就是周行长所说的“两个或三个政策工具”。货币当局进行市场干预，通过政策工具影响短期利率，再传导至中期利率，最终完成政策目标。

首先，短期货币政策工具很可能就是 SLO 和 SLF。央行在 2013 年创设短期流动性调节工具（SLO）和常备借贷便利（SLF）等工具组合，尽管 SLO 和 SLF 工具目前定位于“在银行体系流动性出现临时性波动时相机运用”，但实际上 SLF 操作还传递了央行对近期资金市场“合意”的利率水平，从而更容易稳定资金

市场利率和利率预期以及运动趋势。这些对金融稳定和对市场利率已呈现的有效影响，使得央行有了更大的灵活性和主动性来发挥货币政策作用。

其次，中期政策利率工具应该是中央银行最近推出抵押补充贷款工具（PSL）。与再贷款等其他政策工具相比，PSL 具有可控性强、有抵押品等优势，更符合做中期政策工具。PSL 是将贷款资产作为抵押提供流动性的基础货币投放方式。PSL 两大特点是新的货币投放工具和可用于打造中期政策利率。若要打造政策利率，则必须要有商业银行的广泛参与，而且最好能够影响商业银行的投资决策。就此而言，PSL 目前主要以贷款资产作为抵押，以后可能会考虑引入债券等资产作为抵押品。

另外，关于汇率干预问题，一直都是中美双方矛盾焦点之一。不过，今年中美两国政府达成一致，中国将在时机成熟时减少对外汇市场的干预，两国在这个多年来刺痛彼此关系的敏感问题上达成了谅解。会后周小川行长对记者表示，在汇率市场上，改革的方向是清晰的，我们希望汇率能通过改革，在合理均衡的水平上基本稳定。同时，我们将允许市场供求在决定汇率、扩大汇率浮动区间以及增加汇率弹性上起到更大作用。

首先，减少外汇干预的条件是人民币汇率达到均衡水平，那么目前的人民币汇率水平是否反映均衡汇率，仍存在不小争议。当人民币汇率扭转单边升值趋势，改为双向波动，因此不少人士认为，人民币汇率已接近均衡水平，并预计单边波动不会再出现。不过，随着人民币贬值趋势显露，市场预期亦出现分歧，目前关于人民币汇率是否达到均衡水平争议越来越大。也就是说，目前放弃汇率干预时机并未真正成熟，仍需要通过一段过渡期来完成改革。

其次，由于 5 月外汇占款大降，因此不少人士开始猜测，央行已经停止了外汇直接干预。年初的时候，央行曾承诺，将逐步退出外汇直接干预，把更多的决定权交给市场，加上 5 月几乎接近于零的新增外汇占款，确实有理由相信央行开始着手退出外汇干预。不过也有理由相信，央行可能通过不断地买进卖出进行对冲，最后达到外汇占款零增长，或者小额增长，减少人民币流动性投放量。稍早央行公布数据显示，5 月新增外汇占款只有区区的 3.6 亿元人民币，较此前月度动辄数千亿元的新增外汇占款，这一数量确实不得让人开始怀疑，央行已开始着手减少外汇干预。

祝周末愉快！

如果您对本文有任何评论和见解

请发电邮至: [shmarketing@cfets-icap.com.cn](mailto:shmarketing@cfets-icap.com.cn)

更多信息, 请登录网站: [www.cfets-icap.com.cn](http://www.cfets-icap.com.cn)

**免责声明** 文中信息均来源于公开资料, 上海国际货币经纪有限责任公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 内容和意见仅供参考。本文仅反映作者个人观点, 并不代表公司的看法。