

专访周小川

来源于 《财新周刊》 2016 年第 6 期 出版日期 2016 年 02 月 15 日

财新记者 王烁 张继伟 霍侃

周小川说话，大家会仔细倾听。

全球市场空前关注中国经济和人民币汇率政策之时，财新再次专访中国人民银行行长周小川。

2016 年，中国经济和金融面临更为艰难复杂的一年。GDP 增速“破七”之后，在去产能、去库存、去杠杆的结构性改革之下，经济增速回升有待未来，而过去几年累积的金融风险正在加速释放，从传统的银行不良贷款到创新的大资管和互联网金融，风险多点爆发。

在此背景下，货币政策如何为改革和增长营造适宜的货币金融环境？如何构建宏观审慎政策框架，以适应全新的金融混业业态，守住不发生系统性和区域性风险的底线？人民币汇率形成机制改革方向坚定不移，要如何拿捏节奏和分寸？

带着诸多待解之感，在央行全国分行长会议结束之后，财新专访周小川。在北京复兴门外央行大楼 9 层的办公室，周小川条分缕析，切中肯綮，幽默回应。他的办公桌上摆放着大大小小五台电脑，背后是整面墙的书架。

周小川任央行行长进入第 14 个年头，见证过中国经济增长最快的几年，也曾直面国际金融危机带来的冲击；坚定推进国有银行股份制改革、利率市场化、汇率市场化、资本项目开放等多项改革；曾面对人民币持续单边升值和外汇储备累积过快的烦恼，如今又面临人民币贬值和外储下降的挑战。一个央行行长能遇到的事情，他都遇到过了。

谈及近期市场最关心的人民币汇率问题，他认为从基本面看人民币不具备持续贬值的基础，但坦言最近投机力量瞄准中国，汇改推进会把握合适的时机和窗口，并表示“不会让投机力量主导市场情绪”的态度。

对于宏观审慎政策框架，周小川认为，在宏观货币政策和微观审慎监管之间，存在怎么防范系统性风险的空白，这就需要宏观审慎政策来填补。所以，新一轮金融监管体制改革的目标之一应该是有利于强化宏观审慎政策框架。

最后，他还畅谈数字货币的未来，认为纸币必然要被取代。央行发行的数字货币不会影响现有的货币供给、创造机制和货币政策传导，其防伪性和安全性则有赖于多种信息技术手段的保障。

人民币没有持续贬值基础

财新记者：1月份央行召开了全系统的年度工作会议，节前听到各分支行正在传达讨论。您能不能介绍一下会议关注哪些主要议题？

周小川：年度工作会议历来都要分析讨论当前国际国内经济金融形势，落实中央经济工作会议的主要任务并推动金融改革。今年大家讨论较多的议题还有外汇市场和汇率，宏观审慎评估，央行数字货币以及互联网金融，等等。

财新记者：目前市场上对于中国经济增长的前景判断有一些分歧，这也影响了人们对人民币汇率的判断，对这一问题应该怎么看？

周小川：当前对经济形势和金融市场形势的看法确实存在分歧，但对当前的中国经济要有全面客观的认识。总的看，当前中国经济仍运行在合理区间内。在世界经济和全球贸易增速放缓、国际金融市场波动加剧的背景下，2015年中国经济保持6.9%的中高速增长，在世界范围内仍属于较高水平。

中国经济增速的变化，有全球经济增长乏力的原因，也是中国政府主动调整结构的结果，有利于中国经济实现更加可持续、更高质量的增长，也有利于全球经济再平衡。未来中国将着力加强结构性改革，尤其是供给侧结构性改革，更好地平衡经济增长、结构调整和风险防范三者间的关系，实现经济持续平稳发展。

财新记者：在您看来，未来中国经济增长的动力，主要有哪些？

周小川：现在中国国民储蓄率仍然很高，会带来高投资，这个关系继续存在。尽管高投资中的一部分是“走出去”投资，但与国内投资总量相比还是很少的，并不意味着国内投资增量和机会少了，国内投资保持高位还是很有基础的。

贸易的比较优势虽然有所转移，但通过转型升级走向中高端，中国的制造业仍然有巨大的优势。制造业的短期调整，部分是因为环保要求，要减少“两高一资”式的扩张。服务业占GDP的比重从43%增长到2015年超过50%，空间仍然巨大。

此外，过去对民营资本的市场准入不够宽松，对此已经采取了一些措施，问题已开始逐步解决，包括大众创业也有很大空间。

财新记者：GDP增速回落是外界比较担心的。中国经济增速从过去多年的两位数持续回落，2015年降至6.9%，这引起很多悲观情绪。

周小川：对中国的看法有两个因素值得关注。一是中国2009年、2010年对全球GDP增长的贡献太大了，我国人口占全球20%，当时GDP占全球不到10%，但对全球GDP增长的贡献率超过50%。必须认识到这是特殊时期的情况，当时欧美受危机冲击，而中国推出了经济刺激计划，两者形成巨大反差。但这种情况不应该成为常态，50%不能当标准用，也是不可持续的。现在中国对全球GDP增长的贡献率在25%左右，是比较接近常态的，这不是什么硬着陆。

另一个因素是中国过去突出强调GDP。其实从全球来看，GDP特别是其增量与汇率没有

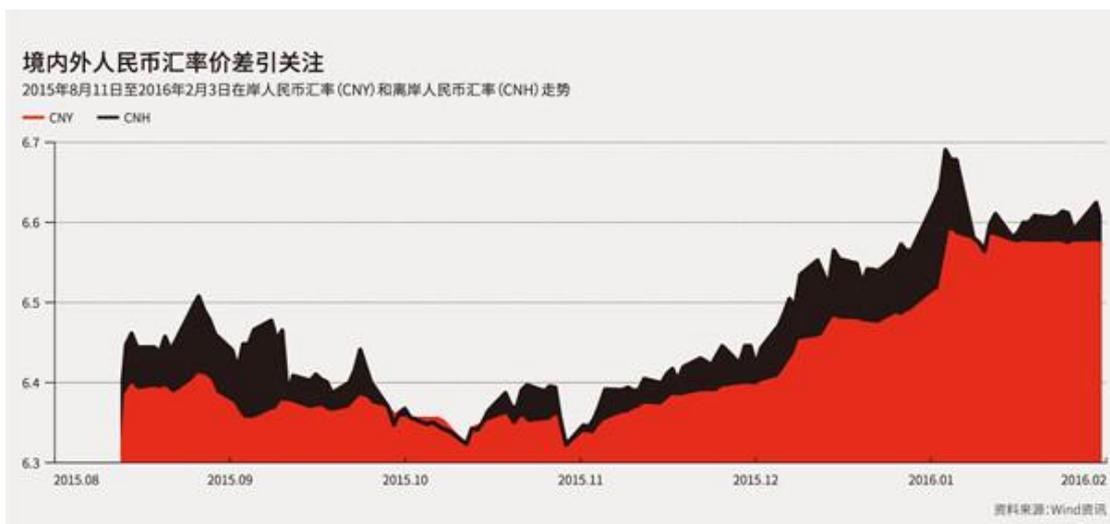
直接关系。比如说，有时 GDP 增长快会伴随着经济过热和通胀偏高，反而产生本币贬值的压力。现在国际上有一些误导的议论，应该说，本币汇率更多地与本国的竞争力及经济健康度有关。

如果深究一下理论和国际经验，和汇率最相关的经济基本面因素首先是经常项目平衡。2015 年中国经常账户顺差仍很高，其中，货物贸易顺差 5981 亿美元，创历史新高。影响汇率的另一个基本面因素是实际有效汇率的变化，即通货膨胀的相对变化。美日欧的通胀目标是 2%。中国 2015 年末居民消费价格指数（CPI）是 1.4%，对中国而言是比较低的通货膨胀。低通胀有利于币值稳定。

总的来说，当前中国国际收支状况良好，国际竞争力仍很强，跨境资本流动处于正常区间，人民币汇率对一篮子货币保持了基本稳定，还有所升值，不存在持续贬值的基础。

财新记者：影响人民币汇率的国际因素也很重要，您认为哪些是最值得关注的？

周小川： 没错，这非常重要。我不求全面，只讲四点。第一，全球经济在经历国际金融危机时倍受磨难，后来美国经济出现一些好的兆头，美元开始升值，欧元、日元显著贬值。由于多方面原因，人民币对美元贬得较少，相对于欧元、日元等则有明显升值，市场不少人认为需要“补课”式调整。第二，美联储逐渐从量宽递减过渡到退出量宽，直至 2015 年 12 月的首次加息，当然会对全球货币资产配置和资本流动产生重要影响。应该说，2013 年、2014 年美联储的政策变化对多数国家均有影响，特别是部分新兴市场经济体受影响明显，但对中国冲击不大；而 2015 年，特别是 12 月的加息，对中国的影响则很显著，可能也是“补课”吧。第三，国际投机力量近来聚焦唱空中国。其实，这些投机力量总要找些热点去下注，恰好找到中国 2015 年经济增长放缓和金融市场出现波动。问题是，以前这种投机力量较弱，经过全球金融危机各大经济体大幅量化宽松后，闲钱实在是多得惊人。中国经济到底行不行？我们是有信心也有耐心的，等着数据不断出来说话。当然也要明白，这对于下了注的人是没有用的，他们急于制造舆论，企图倒逼博弈尽快见分晓。第四，全球范围内多种金融资产在量宽条件下呈现出不同程度的泡沫或其他调整压力。2008 年以后，全球抗击金融危机采取宽松货币政策，很多资产价格上涨了很久，有一定程度的扭曲，存在调整的内在压力，处于待调整状态，最后就看是谁来触发。调整总是痛苦的，为此无论是谁都希望找个可问责的第三方。



国际上有人担心中国是否为增强出口、提升 GDP 而允许人民币贬值，并有可能加剧所谓的“汇率战”。如果仔细观察中国的经常项目平衡，2015 年货物贸易顺差已接近 6000 亿美元，净出口对 GDP 的贡献率已经不低，因此不存在为扩大净出口而贬值的动机。李克强总理也反复阐明了这一点。当然，2015 年的顺差中有不少是因为国际市场大宗产品（特别是原油）价格下跌而带来的，中国的许多种大宗产品进口的数量都是正增长的，特别是原油，但进口金额下降了，所以也不能把国际大宗商品价格下跌归罪于中国经济放缓。因此，要解释人民币自去年起出现对美元贬值的压力，还应主要看美元对多种货币升值过快、国际国内若干事件的冲击以及市场上短期情绪的影响。

财新记者：央行对于“热钱”规模有估算吗？

周小川：“热钱”没有明确的定义。不过，投机力量并不是影响国际收支平衡的主要力量。大的投机力量主要是在境外市场，而能跨境流动的 QDII 和 QFII 的数量都相当有限，进出的规模和速度都受管理。当然，在境外唱空中国会在情绪上影响境内市场。

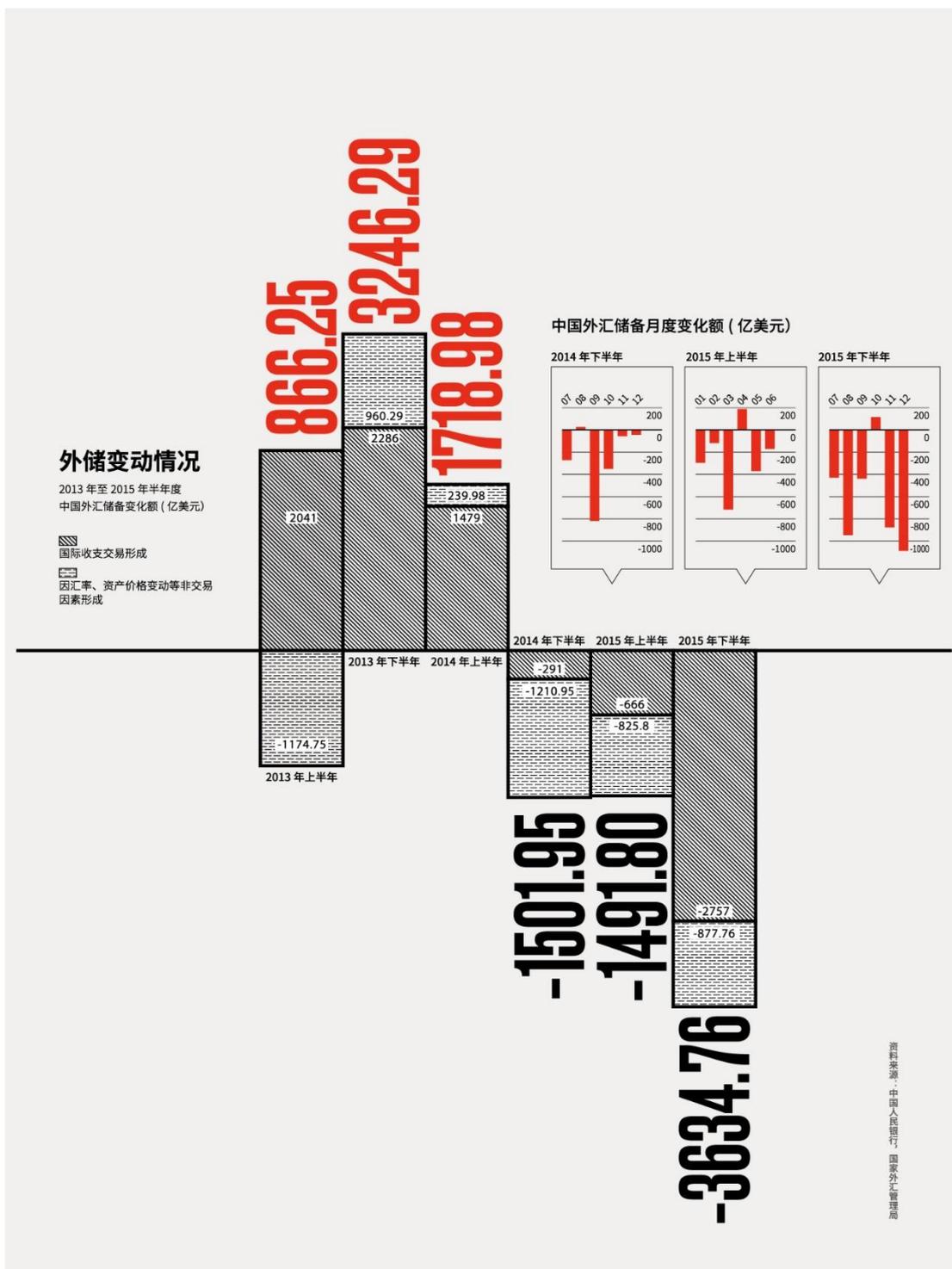
现在观察到的情况，一些出口企业受到预期的影响，通过结汇与否、何处结汇、延期结汇，在贸易方面做远期规避风险，调整投资时点、提前购汇等，都会影响我国外汇市场供求。大量国内企业在国外有子公司，资金存放在境外还是国内，伺机而动，都比以前更方便。但出口企业毕竟是要用人民币发工资，支付水电费和购进原材料、零部件的，这种调整策略是会见底的，进口企业也与此类似。

另一个因素是国内企业（包括外商投资企业）在某种预期之下会进行负债调整，主要是为防止美元升值而尽量减少或偿还美元债务，改为借本币债。应该说，中国是大经济体，外债也是不少的，2014 年约 8000 多亿美元，一旦要调整，就会向央行大量买汇。相比之下，转为人民币债务融资也有条件，目前人民币贷款可获得性较高，价格也不算贵。这就是说，如果预期是对的，则负债方调整也无可非议，也是企业自主权。好在这种调整会很快见底的，外债都还了就见底了。何况，不少在华外商投资企业是要靠母公司用美元作贸易融资的，这

部分量很大，不可能减到底。

为此，需要区分资本外流和资本外逃两个概念。外向型企业的结售汇策略选择和负债结构调整是正常行为，属于利益权衡，总是会见底的。它的确会影响资本流动的数字和国家外汇储备的数字，但不一定是外逃。

近期全球金融市场上不确定性因素多，和正常时期不同，确实有些投机力量在瞄准中国。正常情况下，国际投机者不会把中国当作攻击目标。中国经济体量大，资源多，跟中国拼，不容易挣到钱。事实上，中国过去许多年主要是资金流入，其中一部分可能是“热钱”，会择机撤出，没什么奇怪。



财新记者：您具体分析了影响汇率的两个主要基本面因素，国际收支平衡和通胀水平，但除这两项外，资本项目的变化对汇率的影响也很大。

周小川：对。资本项目的情况是这样的：第一，涉及直接投资的资本项目基本比较稳定，外商直接投资有些波动但基本稳定。第二，中国企业“走出去”投资增多，这是政策放开和中国企业家逐渐了解国际市场发展到今天的自然结果。当前增长比较快，这也是好事。

当然，我们也发现，有一部分人由于信心、产权保护、原罪等问题，在谋求海外移民、

投资买房等；也有一部分企业家在海外投资收购企业，并不一定是因为比较优势转移或开拓市场，而是在中国破产法还不完善的情况下，自己采取了“跑路”保护。

中国经济规模这么大，开放程度这么高，这些混杂在正常投资中的外流问题确实存在，也确实有改进空间，但和每年 4 万亿美元的贸易总量和数万亿美元的储备相比都不算大，估算时要有量级的区分。此外，随着中国法治进一步完善，有些问题会逐步改进。

人民币汇率改革方向坚定不移

财新记者：人民币汇率改革接下来会以什么样的方向和节奏推进？

周小川：未来汇率改革的趋势是坚定不移的，不过我们也有耐心。我们希望“十三五”期间在汇率改革方面能取得长足进展，方向是更加依靠市场力量决定价格，实现更有灵活性的汇率。

人民币汇率改革的方向仍旧是：以市场供求为基础，参考一篮子货币，实行有管理的浮动汇率机制。首先还是强调市场供求关系，即便市场中存在短期投机力量，也还是要尊重市场，央行心目中并没有一个模型测算的最优汇率水平。参考一篮子货币是我国贸易和投资多地区、多伙伴、多元化的必然选择，过去做得还不够，比较多地看了美元，下一步还要推进对一篮子的倚重。我们始终认为，不能百分百地使用有效市场假设，市场有时会呈现缺陷，被投机力量或短期情绪及羊群效应所支配，我们的浮动汇率体制仍是要有管理的。我们希望并努力实现汇率“在合理均衡水平上的基本稳定”，这是相互作用的。尽管均衡水平难以准确测算，但只有在合理均衡水平附近才会有基本稳定；错的、不均衡的水平不可能稳定住；同时，只有谋求基本稳定，才有助于探寻合理均衡水平，在大动荡、大乱局之中是不会有这么多人注重经济基本面和均衡分析的。

对中国这样一个大国而言，这一方向上的改革努力也许需要相对较长时间去实现。改革的艺术在于：有窗口时就要果断推进，没窗口时不要硬干，可以等一等，创造条件。中国经济强调改革、发展、稳定三者之间平衡。整个国际经济正在从危机中复苏，也还要平衡改革、发展和稳定之间的关系。我们务实，有耐心，方向明确但不求直线前进，既要改革，又要做一个负责任的经济大国。

财新记者：人民币汇率改革恰逢全球金融市场进入新一轮调整，对中国金融市场的溢出效应议论较多，是否公平？

周小川：金融市场的许多波动是事件驱动型的。例如美联储从宣布停止 QE 到加息，创造了许多交易机会。而事件驱动型的交易都有放大作用。市场波动加大，大家神经紧张，也容易相互指责。重要政策出台需要顾及这些新因素。

过去，中国经济在全球的分量不够，不习惯自己的行动对全球经济和市场有溢出效应。

现在看，中国确有溢出效应。在全球金融市场不确定性较强、事件驱动放大市场波动的情况下，国际上对中国溢出效应备加关注。我们会审慎推进人民币汇率改革，注意选择合适的时机和窗口，尽量减少负面溢出效应，特别是不要在国际上造成相互叠加的影响。

另外，国内股市、债市、汇市、货币市场等市场板块间也有相互溢出冲击，本质上都是价格扭曲、健康性、泡沫和韧性之间的相互作用。正如中央经济工作会议所要求的，要防止国内几个金融市场之间交叉感染、相互冲击，防止出现系统性风险。我们从 2008 年美国次贷危机开始的国际金融危机中学到，美国房地产市场、次贷、影子银行交叉感染，冲击太大。中国也存在交叉感染的土壤。为此，改革要有窗口选择，讲求时机、配合和操作技艺。有些改革是不怕慢就怕站，不能“一遭被蛇咬，十年怕井绳”。当然，另一个极端也要防止，国际经验表明，对“转轨陷阱”和“改革疲劳症”要倍加小心。

从 2014 年后半期开始，美元升值较多，欧元和日元都大幅贬值。人民币则基本跟随美元，对美元有点贬值，但是贬得不多。这样相对于其他货币，人民币也积累了一些贬值压力，这也是调整的内在压力。过去若干年，相比其他国家货币，中国的人民币汇率太稳了，波动性几乎是全球最小的，也给国内国际市场造成人民币就应该特别稳的不切实际的预期。现在人民币汇率稍微动一下，就容易引发外界关于溢出效应的强烈反应。实际上，用日元、欧元来衡量，人民币汇率的波动要小得多，更不要说和俄罗斯、巴西、南非等新兴市场国家的货币相比。但人们的思维都是有惯性的，需要慢慢适应。为此，过分渲染中国溢出效应，确有不公之处。

财新记者：2015 年 12 月 11 日公布人民币汇率指数后，央行是不是更关注人民币对一篮子货币的汇率？

周小川：目前人民币的汇率形成机制已经不是盯住美元，但也不是完全自由浮动。在可预见的未来，加大参考一篮子货币的力度，即保持一篮子汇率的基本稳定，是人民币汇率形成机制的主基调。更加成型的对一篮子货币的参考机制，将涉及一系列安排，包括引导市场测算保持一篮子汇率稳定所要求的汇率水平，要求做市商在提供中间价报价时考虑稳定篮子的需要，以及央行在进行汇率调节时维护对篮子稳定的策略。实施这种形成机制的结果，将是人民币对一篮子货币的汇率的稳定性不断增强，而人民币对美元的双向波动则会有所加大。

我们在汇率形成机制的改革中，会明显强化一篮子货币的参考作用，但不是盯住一篮子，因为影响汇率的因素还是比较多的。“盯住”一篮子货币，对于增加预期性、引导市场了解汇率形成确有更大好处，但是也会产生若干困难，一是如何纳入新的宏观数据的影响；二是如何体现以市场供求为基础，如果一篮子货币和供求有差别，还是市场供求的力量更大一些；三是如何选用一篮子货币的权重，没有公认的权重，可以是贸易加权型，也可以是 SDR 货币篮子，还有别的篮子，不同的篮子形成的指数是不一样的，有争议。对于一篮子货币的参考

程度，也是逐渐提高的过程。现在公布了三个对一篮子货币的汇率指数，未来的机制设计可跟随宏观经济走势和供求关系而不断调整。

要形成比较成熟、透明的机制，需要有一个探索的过程。目前已经形成了更多参考一篮子货币的共识，中间价的定价机制也开始引入稳定篮子的因素，操作上以稳定一篮子汇率为主要目标，同时适当管理单日内人民币对美元汇率波动的幅度。未来还会引入宏观经济数据对汇率发生作用的机制。央行将加强与市场沟通，提高人民币指数数据的作用，以便市场判断参考一篮子货币机制的有效性。

财新记者：由于各国经济政策客观上有溢出效应，全球协调机制方面能不能发挥更大的作用？

周小川：应该说世界上还没有建立起这种协调机制，SDR 的努力就是想建立这种机制。现在有些探讨，希望通过协调让大家能够分担，保持稳定性。这些探讨都是好的，但还需要很多年的努力。

财新记者：市场有看法认为，人民币汇率形成的规则不够透明，总在猜央行为什么要这样做或那样做。怎么才能更好地与市场沟通呢？

周小川：首先，央行肯定有明确和强烈的愿望去不断改进与公众及市场的沟通，过去我们也曾有过一些卓有成效的沟通实践。同时，做好沟通也非易事。

当前全球金融市场中蕴含很多不确定因素，导致意见分歧，争论较多。这时候大家都希望有某个先知或权威说法，能把不确定性转变为确定性。但不确定性是客观存在于市场之中的，光靠口头定心丸是消除不了的，央行既不是上帝，也不是魔术师，不可能把不确定性问题都抹掉。所以央行有时要说：“对不起，我们要等待新数据的输入”。

至于前瞻性指引的做法，需要研究几个问题。一是在对市场的指导上，是否央行的人才和信息掌握优于市场？是否在指导市场的理论基础和预测模型上优于市场？二是前瞻性指引与传统的货币政策工具之间的关系。当利率和公开市场操作等工具都没有空间时，就只能靠谈论未来了。三是从国际经验来看，有时不能避免各种争论，即便央行内部也有看法不一致的时候，那时，前瞻性指引传达出来的信号也不能给市场帮助，不会减少市场的担忧。

应该看到，过去多年来人民币一直处于升值趋势，外汇储备在不断积累，这肯定不是无限的过程，迟早是要到顶、见拐点的。在拐点出现之前，升值有所过冲是难免的，需要调整。在拐点出现后，反方向的贬值过冲也是可能的。再之后还会有升值势头，因为基本面是支持人民币走强的。总的趋势是在震荡调整中阶段性渐趋稳定，这是客观存在的系统动态特性。中国的外汇市场尚不是一个充分竞争的完备的市场，对于不同的市场主体，央行与其沟通的策略是不一样的。对一般大众，重在知识和体制框架的沟通；对进出口商等使用外汇的机构，引导并稳定预期很重要；对于投机者，则是博弈对手的关系，央行怎么可能把操作性策略都告诉他们？这就像是下棋，你不可能把准备的招数向对手和盘托出。

应对资本流动

财新记者：现在很多人比较担心外汇储备下降的问题。央行如何看待和应对投机力量？

周小川：市场上有投机力量并不奇怪，有时也很难区分投机与风险管理操作。中国有世界上最大规模的外汇储备，我们不会让投机力量主导市场情绪。外汇储备的用途既包括国际支付，也包括金融稳定。中国的外汇储备保证国际支付有余，保证金融稳定也是题中之义，这个能力是无庸置疑的。随着资本的进出，外汇储备现在减少，过一段也可能增加，只要基本面没有问题，增增减减本身都是正常的。

当然，不让投机力量主导市场情绪，并不意味着它一来就正面阻击，要考虑有效使用弹药、成本最小化的问题。进一步改革汇率形成机制，本身就有助于更灵活地应对市场投机力量。如果说过去的固定汇率是挺住不动的“钢制盾牌”，灵活汇率就变成了“海绵盾牌”，对于过度的投机力量，可以做到攻防有度。

财新记者：央行最近抽紧了离岸市场的人民币供给，对人民币国际化的影响较大，怎么在两者之间求平衡？

周小川：我们当然希望人民币国际化进程顺利前行，但经济运行中不可能什么好事都占。人民币国际化进程本身会是波浪型前进的，如果观察到投机成为外汇市场中的主要矛盾，就重点应对投机，等市场逐渐回到相对稳定状态，人民币国际化还会继续前进。

财新记者：面对投机力量和跨境套利，资本管制会不会加强？

周小川：我们统筹考虑便利化和防风险，在继续大力促进贸易投资便利化的同时，强化风险防控，突出反洗钱、反逃税、反税基侵蚀和利润转移、反非法金融活动，继续强调国际收支申报义务及其真实性合规性审核要求，打击违法违规行，但所有正常用汇都是有保证的、自由的。

最近有人说中国要实施这样那样的外汇管制措施，其中有一些明显是谣言，用来在普通居民和一般贸易商中间制造恐慌情绪，以配合造谣者所下注的投机盘。甚至有些谣言针对的是经常项目，而非资本项目。比如有谣言称外汇局要对外资企业利润汇出加以限制，须知这是经常项目，一直是允许的，外汇局从来没有额度管制。资本项目上，企业的海外并购、设子公司和代表处也都可以走正常程序换汇。金融市场和实体经济不同，多数情况都是打信心牌。

国际经验表明，资本项目的外汇管制对于那种较为封闭的经济体是有效果的，而对于较为开放的经济体则往往难以奏效，另外，资本管制对防止过度资本流入比防止资本流出更为有效。中国是一个开放的大型经济体，贸易依存度比其他大国高很多，每年4万多亿美元的进出口额，涉及上百万家进出口企业，一年出境人口上亿，海外华人有5000万，外资企业

资本存量过万亿美元，这些都是人民币汇率和汇兑体制的利益相关方。任何不当管制都会给实体经贸带来不便和困扰，反倒会影响信心和国际收支平衡。更何况，由于开放程度很高，绕道而行是屡见不鲜、司空见惯的。我们会在现有法律法规的执法、管理和维护贸易投资便利化及开放度之间精心把握合理、可行的平衡。

探索宏观审慎政策框架

财新记者：“十三五”规划建议提出，要加强金融宏观审慎管理制度建设，改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架。宏观审慎管理制度为什么如此重要？

周小川：其实，宏观审慎政策框架是 2009 年 G20 峰会讨论并推行的，已不是一个新概念，再早，在上个世纪 70 年代末就有人用了，不少经济体也都实施过类似的措施。但是，危机之前各方面更关注微观金融监管，忽视了宏观审慎政策的重要性。2008 年国际金融危机爆发后，情况发生了很大的变化，央行不能只负责保持低通胀，还要保持金融体系的健康、稳定，以防出现危机，完善宏观审慎政策框架就已经成了全球金融体制改革的基本方向和核心内容了。

危机爆发后，大家都逐渐认识到金融体系的顺周期波动和跨市场风险传播会对宏观经济和金融稳定带来冲击，甚至引发系统性风险，采取宏观审慎政策的主要目的就是为了应对这种问题。

目前，国际上普遍使用“Macro Prudential Policy (MPP)”（宏观审慎政策）这一表述，这是一个包括宏观审慎管理的政策目标、评估、工具、传导机制与治理架构等一系列组合的总称，与货币政策是并列的。

财新记者：从 2009 年以来，人民银行一直在推动和完善宏观审慎的体系建设，这里面经历了哪些探索的过程？

周小川：全球金融危机以来，我们多次说过、用过宏观审慎政策框架。最初是在 2009 年七八月份开始着手研究推动的。当时由于对形势的看法不一样，对于宏观审慎政策究竟应该谁做也有分歧。在 2010 年末中央经济工作会议上，正式引入了宏观审慎政策框架的用词，并在 2011 年初开始，主要依靠资本充足的自我约束和经济增长的合理需要来逆周期计算合意贷款，以及利用差别存款准备金率等工具形成激励约束机制。这是上一轮宏观审慎政策框架的主要内容。

在这个过程中，有些声音试图把宏观审慎政策框架说成旧式的规模管理，把它说成是一种行政性手段。实际上，不应该这么理解。人民银行作为宏观调控部门，对于金融机构的信用扩张没有太多激励约束机制，有的只是 2004 年确立的差别存款准备金率。后来提出了资本自我约束的合意贷款规模计算，主要依据还是资本，但是资本里头引入了逆周期测算的因

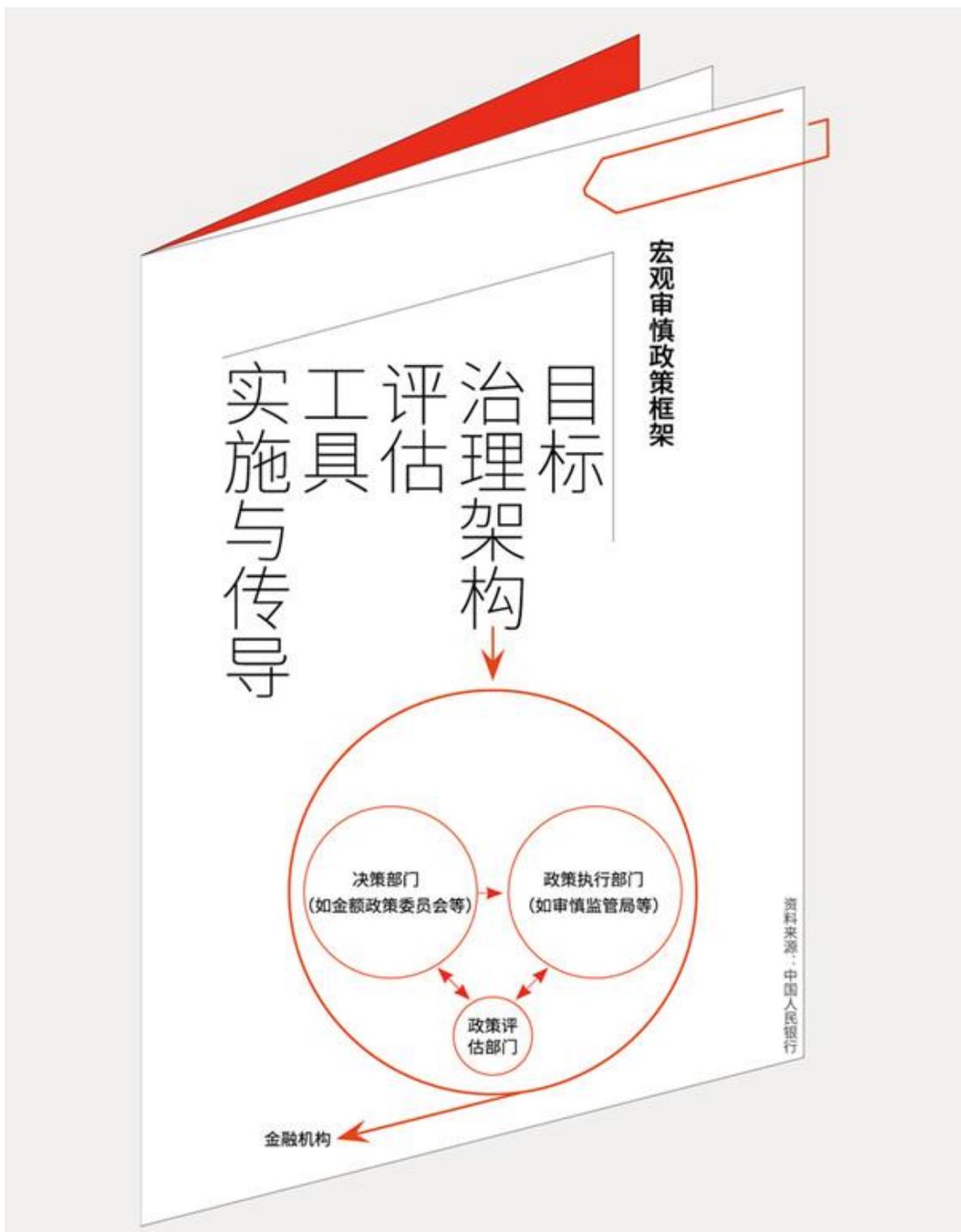
子。因此，这跟宏观审慎政策框架是一致的，但是跟国际上的用法又不完全一致，也是结合了中国国情。

宏观审慎政策框架起到了重要的作用，不然的话，三期叠加效应会更突出。所以，目前搞升级版也是顺理成章的。

财新记者：从宏观审慎政策到宏观审慎评估体系，有很多理论和实践上的创新，中国走在国际同行的前列，这是为什么？

周小川：金融危机后，在不同国际场合，人民银行整理并公开发布了一些观点。其中关于纠正顺周期性，是我行在 2008 年 11 月份圣保罗 BIS 年会上提交的观点，认为经济领域中顺周期性因素太多，即负反馈不足，正反馈太多。那时，大家还没有明确使用宏观审慎这一词汇。后来国际清算银行（BIS）经过论证，说过去用过宏观审慎一词，可以把这个概念重新启用起来，同时把大家所说的正反馈、负反馈、振荡、泡沫、顺周期、逆周期这些含义都放在宏观审慎政策框架里，并于 2009 年 4 月提交 G20 伦敦峰会讨论。

当时各个国家对经济形势的判断不一样，中国是属于复苏最早的，那么就需要一些逆周期调整。人民银行于是结合中国具体国情构建了宏观审慎政策框架。国际上多数宏观审慎政策的内容是在后来分别推出来的。比如说巴塞尔协议 III 是 2010 年的时候出来的，其中含有逆周期资本缓冲垫，后来又发展到杠杆率、流动性覆盖比率、净稳定融资比例等。中国最早面临复苏，之后容易转入刺激过度的阶段，所以我们就比较早有这样的要求。



财新记者：当时还有一个提法叫做宏观审慎监管框架，后来才改为宏观审慎政策框架，为什么会有这样的一词之差？

周小川：在 2009 年 4 月讨论的时候，大家提出宏观审慎周期性问题，应由央行负责判断，监管部门不擅长宏观判断；政策设计与执行应统一，如果把政策的设计、执行分开，肯定会不顺畅，但同时也要强调配合。经过大家讨论，最后把名字给改成了宏观审慎政策框架。巴塞尔委员会根据各国不同的情况，建议在巴塞尔协议 III 中增加资本缓冲等宏观内容，以适应经济周期的变动进行调节。这就适当区分了宏观审慎和微观审慎之间的关系。

财新记者：2015 年底，人民银行提出的实施宏观审慎评估体系（MPA）有七个方面的指标，包括资本和杠杆、资产负债、流动性、信贷政策执行情况等。目前的这些宏观审慎管理措施，能满足维护金融稳定和防范金融风险的需要吗？

周小川：它覆盖了当前的主要关切，但对未来的发展来说，应该说还是不够的。宏观审慎管理措施还面临很多挑战，包括受制于监管协调等因素，而且，必要的信息和统计数据也尚不充足，而这些信息和数据恰恰是开展宏观审慎评估和制定宏观审慎政策的基础。

另一方面，要强调宏观审慎政策与金融监管的协同性，防止出现缺乏沟通、政策叠加或政策背离的情况，进而影响调控的效果。宏观审慎政策也需要有效的执行机制，防止协调成本过高。

还有一个问题就是，宏观审慎政策工具的创新和发展还有所滞后。新调控手段的补充没有跟上，导致实施宏观调控和维护金融稳定的有效性还不够强大。

财新记者：如此看来，宏观审慎体系建设与金融监管改革配合得好才能事半功倍？

周小川：总的来说，宏观审慎能够弥补原有金融管理体制的缺陷。在传统的金融管理体制中，货币政策主要是盯着物价稳定，但是即使 CPI 基本稳定，金融市场、资产价格的波动也可能很大；而金融监管的重点是保持个体机构的稳健，但是个体稳健并不等于整体稳健，金融规则的顺周期性、个体风险的传染性还可能加剧整体的不稳定，引发系统性风险甚至金融危机。

过去，在宏观货币政策和微观审慎监管之间，存在怎么防范系统性风险的空白，这就需要宏观审慎政策来填补。所以，新一轮金融监管体制改革的目标之一应该是有利于强化宏观审慎政策框架。

数字人民币还有多远？

财新记者：1 月 20 日人民银行召开数字货币研讨会，提出争取早日推出央行发行的数字货币。这是出于什么考虑？

周小川：央行其实很早就开始研究数字货币了。从历史发展的趋势来看，货币从来都是伴随着技术进步、经济活动发展而演化的，从早期的实物货币、商品货币到后来的信用货币，都是适应人类商业社会发展的自然选择。作为上一代的货币，纸币技术含量低，从安全、成本等角度看，被新技术、新产品取代是大势所趋。特别是随着互联网的发展、全球范围内支付方式都发生了巨大的变化，数字货币发行、流通体系的建立，对于金融基础设施建设、推动经济提质增效升级，都是十分必要的。

怎么取代呢？有几个思路：一种是模仿纸币，比如纸币之间的交易是匿名的，数字货币也想做成匿名的，这就促成了它的技术选择。但是纸币之所以匿名，最初并不是有意设计的，

而是没有别的技术能保证大量小额交易的方便。当然也有人认为，未来的数字货币交易也是匿名更好，因为假设政府是有可能有失误的，则私人的财富和财富运用的隐私要绝对保护。

从央行的角度来看，未来的数字货币要尽最大努力保护个人隐私，但是社会安全和秩序也是重要的，万一遇到违法犯罪问题还是要保留必要的核查手段，也就是说，要在保护隐私和打击违法犯罪行为之间找到平衡点。这两种动机和之间平衡点的掌握也使得技术选择上的倾向不一样。

财新记者：对数字货币的发行和管理，央行有什么设想？和现行市场自发出现的数字货币有什么区别？

周小川：目前世界上不少国家认可的是央行主导的数字或电子货币的构架，跟民间的是可能有区别的。

央行发行数字货币，主要体现这么几个原则：一是提供便利性和安全性。二是上面提到的，做到保护隐私与维护社会秩序、打击违法犯罪行为的平衡，尤其针对洗钱、恐怖主义等犯罪行为要保留必要的遏制手段。三是要有利于货币政策的有效运行和传导。四是要保留货币主权的控制力，数字货币是自由可兑换的，同时也是可控的可兑换。为此，我们认为数字货币作为法定货币必须由央行来发行。数字货币的发行、流通和交易，都应当遵循传统货币与数字货币一体化的思路，实施同样原则的管理。

财新记者：数字货币的推出有时间表吗？最终是不是要替代纸币？

周小川：现在还不能说数字货币的时间表。中国人口多、体量太大，像换一版人民币，小的国家几个月可以完成，中国则需要约十年。所以数字货币和现金在相当长时间内都会是并行、逐步替代的关系。后期现金的交易成本会慢慢升高，比如过去让银行点数大量的硬币，点不完不下班，也不收费，后来可能就需要收费了，有了激励机制，大家自然会更多使用数字货币，不过两者仍会在较长期共存。

财新记者：如果发行数字货币，还需要货币政策吗？怎么执行？

周小川：我们认为，货币生成机制和货币供应量是需要调节的。央行发行的数字货币目前主要是替代实物现金，降低传统纸币发行、流通的成本，提高便利性。总体看，央行在设计数字货币时会对现有的货币政策调控、货币的供给和创造机制、货币政策传导渠道做出充分考虑。

目前，现钞的发行和回笼是基于现行“中央银行—商业银行机构”的二元体系来完成的。数字货币的发行与运行仍然应该基于该二元体系完成，但货币的运送和保管发生了变化：运送方式从物理运送变成了电子传送；保存方式从央行的发行库和银行机构的业务库变成了储存数字货币的云计算空间。最终，数字货币发行和回笼的安全程度、效率会极大提高。

财新记者：数字货币如何防伪？如何避免比特币面临的“51%攻击”安全隐患？

周小川：从表面看，纸币的防伪要让消费者易于掌握；从内含看，关键性技术是重要的

国家秘密，央行发行的数字货币同样也是如此。我们将运用包括密码算法在内的多种信息技术手段，来保障数字货币的不可伪造性。未来的技术也会有升级换代，我们会提前将技术升级考虑在内，从最初就引入长期演进的发展理念。

外界讨论较多的“51%攻击”问题，更多是针对比特币而言，比特币是不要中央银行的。对于央行掌控的数字货币，会采用一系列的技术手段、机制设计和法律法规，来确保数字货币运行体系的安全，一开始就与比特币的设计思想有区别。

财新记者：区块链技术最近受热捧，央行会考虑将区块链技术用于数字货币吗？

周小川：数字货币的技术路线可分为基于账户和不基于账户两种，也可分层并用而设法共存。区块链技术是一项可选的技术，其特点是分布式簿记、不基于账户，而且无法篡改。如果数字货币重点强调保护个人隐私，可选用区块链技术，人民银行部署了重要力量研究探讨区块链应用技术，但是到目前为止区块链占用资源还是太多，不管是计算资源还是存储资源，应对不了现在的交易规模，未来能不能解决，还要看。

除了区块链技术，人民银行数字货币研究团队还深入研究了数字货币涉及的其他相关技术，比如移动支付、可信可控云计算、密码算法、安全芯片等等。我们会与金融界、科技界合作，进一步加大对各种新型创新技术的研究和合理利用，优化完善数字货币发行流通的技术框架，并充分预见、及时反应、有效解决在应用推广中可能出现的风险。为此，人民银行殷切希望有关各界大力支持、参与，取得成果，作出贡献。