

【本期推荐】

人民币国际化报告 2017——强化人民币金融交易功能（发布稿）

【“人民币国际化”专题】

管清友、张 瑜：金融去杠杆与汇率政策的调整

涂永红：借“一带一路”夯实人民币国际化基础

周颖刚等：引入逆周期因子，人民币汇率国际影响力保持稳定

【海外之声】

Frank Scheidig：金融科技私募计划

——在债务资本市场上与银行展开合作

Steve H. Hanke：“萨伊定律”不是萨伊的全部

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

系列四十四：中资银行的国际化经营历程

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

Edmond Alphandery	Yaseen Anwar	陈雨露	陈云贤	Steve H. Hanke
李 扬	李若谷	马德伦	Robert A. Mundell	任志刚
潘功胜	苏 宁	王兆星	吴 清	夏 斌

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

贲圣林	曹 彤	陈卫东	鄂志寰	冯 博	郭庆旺
纪志宏	焦瑾璞	刘 珺	刘青松	陆 磊	涂永红
王 毅	王永利	魏本华	向松祚	曾颂华	张 杰
张晓朴	张之骥	赵锡军	周阿定	周道许	周广文
庄毓敏					



中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于 2009 年 12 月 20 日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：刘 欣

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

人民币国际化报告 2017

——强化人民币金融交易功能（发布稿）¹

第一部分 导论

人民币国际化，指人民币在对外经济往来中发挥国际货币职能，若干年后发展成为国际贸易和国际投融资的主要计价结算货币以及重要的国际储备货币。静态看，它是人民币作为国际货币使用的一种状态和结果；动态看，它涉及的是人民币发展成为主要国际货币的整个过程。在当前“一超多强”的国际货币格局下，人民币国际化注定要经历一个漫长而曲折的过程；其最终目标是要成长为主要国际货币之一，实现与中国经济和贸易地位相匹配的货币地位。

中国人民大学国际货币研究所自 2012 年起每年定期发布《人民币国际化报告》，忠实记录人民币国际化历程，深入研究各个阶段的重大理论问题和政策热点。本研究团队率先编制了人民币国际化指数（RII），用以客观描述人民币在国际经济活动中的实际使用程度。通过这个综合量化指标，可以了解人民币在贸易结算、金融交易和官方储备等方面执行国际货币功能的发展动态，也可以与其他主要国际货币做出横向比较，为国内外研究和分析人民币国际化问题奠定了技术基础。

2010 年初，RII 只有 0.02%，人民币在国际市场上的使用几乎完全空白。截至 2016 年底，RII 达到 2.26%，短短几年时间已在全球范围内崭露头角。目前，全球国际贸易的人民币结算份额为 2.11%；包括直接投资、国际信贷、国际债券与票据等在内的国际金融人民币计价交易综合占比为 3.59%；国际货币基金组织（IMF）于 2016 年 10 月宣布特别提款权（SDR）的新货币篮子正式生效，人民币在其中的权重为 10.92%。虽然 RII 自 2015 年年中开始回调，但是在国际政治经济金融格局动荡不安、国内经济转型和金融改革继续攻坚克难推进的大背景下，仍然保持了 2014 年以来的整体水平。与早期单纯依靠跨境贸易推动人民币国际化

¹ 本文系中国人民大学国际货币研究所研究报告，为《人民币国际化报告 2017》摘要版，供“2017 国际货币论坛暨《人民币国际化报告》发布会”使用。全文请查阅由中国人民大学出版社于 2017 年 7 月出版的《人民币国际化报告 2017》。研究报告编号 IMI Report No.1708

的情形不同，现阶段人民币国际化由贸易、金融双轮驱动的特征更为明显，而且人民币将在国际金融市场和全球官方外汇储备扮演更加重要角色的前景值得期待——可见，人民币国际化的驱动力构成正在朝着合理化方向发展，并与我们所希望的人民币在国际范围内全面发挥国际货币职能的理想目标相符合。

2013 年报告主题是“世界格局贸易变迁与人民币国际化”。通过对世界贸易格局调整、货币替代以及国际货币体系演变的历史经验分析，总结货币国际化与实体经济国际化之间的理论联系与一般规律。我们发现，历史上的货币强国都以贸易强国为前提；人民币国际化肩负重大历史使命，或可破解“一超多强”国际货币体系滞后于多元竞争世界贸易格局而导致的“新特里芬难题”。报告认为，应当抓住世界贸易格局调整的有利时机，以东盟 10+3、上合组织、金砖国家、拉美、非盟等多个新兴经济体为突破口，充分利用区域贸易、双边贸易等各种便利条件，强化人民币贸易计价功能，通过人民币直接投资、人民币对外信贷等资本流出方式带动 RII 的继续提高。

2014 年报告主题是“人民币离岸市场建设与发展”。根据对历史经验和相关文献的梳理，深入探讨了离岸金融市场促进货币国际化的内在逻辑，重点分析了全球人民币离岸市场突飞猛进的发展对当前人民币国际化的意义和影响。报告指出，短期内离岸市场的快速发展为人民币国际化排除了技术障碍，也为资本账户改革赢得了必要时间，创造了有利条件；从长远来看，伦敦、法兰克福等主要国际金融中心的人民币离岸金融业务规模与交易比重，将是检验人民币是否已经成为主要国际货币之一的重要标志。报告中既探讨了香港、伦敦等地人民币离岸市场发展现状，也通过实证研究对人民币离岸金融市场全球布局问题进行了初步讨论，还分别从“如何建设好人民币离岸市场”以及“如何处理好离岸市场消极影响”两个角度详细阐述了所要面临的挑战和对策。

2015 年报告主题是“‘一带一路’建设中的货币战略”。报告指出，“一带一路”和人民币国际化是中国在新世纪提出的两项重大国家发展战略，符合中国国家利益，可为新兴大国提供必不可少的支撑力量；同时也符合全球利益，是对现行世界经济秩序和国际货币体系的进一步完善，体现出中国提供全球公共物品的大国责任与历史担当。报告从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度系统梳理了“一带一路”与人民币国际化两大战略相互促进的逻辑，强调二者应当

协同发展。我们认为，大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等应当成为借助“一带一路”建设进一步提高人民币国际化水平的有效突破口；且“一带一路”建设中的人民币国际化必须继续坚持“改革开放”——国内经济成功转型、技术进步和制度创新是“一带一路”建设和人民币国际化的根本保障，以更高标准对外开放，坚持包容的发展理念，动员全球资源，造福沿线各国，才能为“一带一路”和人民币国际化两大战略的最终成功创造有利条件。

2016 年报告主题是“货币国际化与宏观金融风险管理”。我们认为，随着人民币加入 SDR 货币篮子，人民币国际化即将开始新的发展阶段。这标志着在宏观管理方面我们已经进入政策调整的敏感期，而宏观管理能力不应成为制约人民币国际化继续推进的一个短板因素，需要特别重视这方面的学习与提高，以此赢得国际社会对人民币的长久信心。报告强调，在政策调整过程中必须要处理好汇率波动对国内经济金融运行的冲击，还要尽快适应跨境资本流动影响国内金融市场、金融机构以及实体经济的全新作用机制，尤其要重视防范和管理系统性金融风险。在历史经验研究、文献研究、理论研究、实证研究和政策研究等基础上，报告提出：应当基于国家战略视角构建宏观审慎政策框架，以其作为制度保障，将汇率管理作为宏观金融风险管理的主要抓手，将资本流动管理作为宏观金融风险管理的核心切入点，全力防范和化解极具破坏性的系统性金融危机，确保人民币国际化战略最终目标的顺利实现。

《人民币国际化报告 2017》的主题为“强化人民币金融交易功能”。一方面，从近几年来 RII 驱动力结构的动态演变不难发现，包括直接投资、国际信贷、国际债券与票据等在内的国际金融人民币计价交易综合占比的上升势头非常明显，继跨境贸易人民币结算之后已经成为又一个支撑人民币国际化的重要贡献因子。另一方面，历史经验分析和深入的理论研究提示我们：任何一个成功的国际货币都离不开在国际投融资领域的广泛使用，强化人民币在国际市场的金融交易功能是人民币国际化进入发展新阶段必须解决好的重大现实问题。在人民币正式纳入 SDR 货币篮子以后，国际金融市场上或将开启一个以跨国银行、跨国公司甚至货币当局为主体积极配置人民币资产的有利窗口期。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”

以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。

具体地，我们得出以下几个核心结论和建议。

第一，强化人民币金融交易功能具有现实紧迫性。实证研究发现，对一国货币的国际化来说，国际信贷市场发展具有基础性支撑作用，国际债券市场发展具有积极的正向影响。历史经验表明，对外贸易和资本输出是货币国际化的重要推手，没有完善金融市场的货币国际化或将难逃金融危机的灾难性后果。

我们要抓住国际金融市场调整的机遇期，充分利用人民币加入 SDR 的制度红利，深化国内金融改革，努力提高人民币国际金融计价交易功能。对外贸易和资本输出对货币国际化的推动作用，需要有金融市场的后勤保障。人民币国际化需要建设成熟、深度的国际金融中心作为支撑，可以按照短期货币市场、中期债券市场、长期多层次股权市场的顺序，形成完整的人民币计价、交易的国际金融市场。在货币国际化的过程中，政府推动是必须的，但也要给市场留出自由发展的空间。金融市场的发展要稳中求胜，重视各金融市场之间的联系，打通“政府-市场-企业”的传导机制，共同推动人民币国际化。

第二，直接投资对中国经济发展和贸易成长做出了积极贡献，其中 ODI 对经济增长的推动作用远大于 FDI，直接投资能够多渠道扩大人民币使用范围，发挥高效的杠杆作用，可以成为人民币国际化重要的助推器。在跨国公司主导国际贸易的新形势下，扩大直接投资可巩固中国贸易地位，并为中资金融机构走出去、发展离岸人民币业务提供市场和动力。

要通过顶层设计和相关法律、政策的国际间协调，为充分发挥直接投资对贸易、离岸市场等的杠杆撬动效应创造良好的条件。建立健全国家风险管理机制，提高金融、制造业的对外投资比例，提升中国跨国公司的贸易主导权和定价权，扫清贸易人民币计价结算的障碍。推动各经济主体和各部门相互协调，建立直接投资带动人民币贸易结算、金融服务互相支持的机制。大力发展金融科技和互联网金融，通过技术手段改变人们的货币使用习惯，利用我国在电子支付、移动支

付方面的优势，构建人民币支付新平台，超越传统国际货币形成机制与路径，快速获得人民币国际化所需的网络效应。

第三，积极推动人民币国际债券市场的发展，是构建顺畅的人民币环流机制，从而进一步深化人民币国际化进程的重要途径。债券市场是国际资本流动的主要渠道，作为“安全资产”的国家主权债券、高等级金融债券是非居民投资者的首选。因此，要大力建设和发展人民币债券市场，以提高国际债券市场中人民币占比作为综合评价人民币国际化程度的重要指标和阶段性任务之一。将人民币债券市场作为中国提供全球“安全资产”的主渠道。

要继续完善国内人民币债券市场，建立人民币国债市场做市商制度，增加短期限国债发行量，完善利率结构曲线，增进债券市场流动性，以此吸引非居民更多参与国内债券市场。还需改变多头监管现状，建立统一的债券市场监管框架，逐渐解决国内企业和机构到国际市场发行和交易人民币债券的政策障碍。产品创新是做大做强人民币国际债券市场的关键，未来应该重点发展资产支持债券、熊猫债、木兰债等产品。

第四，信贷市场是强化人民币金融交易功能的三大支柱之一。全球经济对中国贸易依赖程度提高，发展中国家货币错配问题集聚，使得人民币国际信贷市场发展成为一种必然趋势，而美元强势升值为其提供了机会窗口。历史经验表明，主要国际货币通过国际金融中心、贸易两条途径推动国际信贷市场发展。从我国国情出发，现阶段宜考虑以贸易途径推动人民币国际信贷市场发展。

要充分发挥我国金融体系由银行主导的独特优势，防止资金“脱实向虚”，将贸易路径作为人民币信贷拓展的主要策略选择。鼓励企业和金融机构更多走向“一带一路”沿线国家和新兴经济体，加强相互间在海外并购、市场拓展、技术升级、能源收购等重点项目方面的合作。高度重视海外资金池建设，完善人民币离岸市场定价机制，增加人民币信贷对全球投资者的吸引力。

第五，人民币金融交易功能的实现最终取决于是否有一个功能强大的外汇市场。关键是要构建多层次的人民币外汇市场，能够为人民币发挥贸易结算功能提供基础条件、为人民币发挥大宗商品计价货币职能提供支撑、为人民币发挥国际储备货币职能提供重要渠道。

要深化外汇市场交易层次，适时放松前置交易管理要求，为人民币外汇电子化交易创造更大的发展空间。应促进新产品研发，健全人民币外汇交易体系。鼓励各家金融机构开发适合自身实际情况的特色柜台外汇交易系统，促进交易方式从交易所转向柜台，广泛融合各类交易主体的需求，形成功能强大，安全高效的交易网络。

第六，人民币国际化进入发展新阶段后，迫切要求我们加强金融基础设施建设，以促进人民币交易功能，提高人民币使用程度，增强人民币资产安全性。建立高效安全的人民币跨境支付清算体系，完善金融相关的法律制度建设，发展科学公正的征信和信用评级体系，是当前完善金融基础设施的三个重要方面。

需要进一步健全和完善人民币跨境支付清算体系，做到系统运行时间覆盖全球；系统服务涵盖外汇、证券交易等金融交易。适应直接投资、人民币债券市场、人民币国际信贷市场的发展需要，加快弥补法律短板，逐渐完善与人民币国际化相适应的清算体系法律制度。鼓励公共征信与市场征信共同发展，依据中国市场特征制定评级标准，尊重国际惯例，努力打造国际公信力，为扩大人民币金融交易增添新动力。

全球性金融危机爆发至今差不多已有十年，主要国家的宏观经济运行、金融市场调整以及货币政策走势出现明显分化。在此情形下，人民币国际化的驱动力结构更加合理，在巩固贸易结算的同时，不断加强金融交易功能，为国际社会提供新的“安全资产”并补充流动性。借着共建“一带一路”的历史机遇，中国可以更加积极地参与并引领国际经济金融治理，力争获得与中国经济和贸易地位相匹配的国际储备货币地位，从而为国际货币体系的稳健运行注入新生力量。

第二部分 人民币国际化指数

一、人民币国际化指数现状

(一)人民币国际化指数震荡调整，不改长期发展趋势

2016 年，国际经济形势依然低迷，贸易与投资陷入萎缩阶段，地缘政治风险积聚，黑天鹅事件频发，逆全球化、民粹主义抬头，全球格局正处于重大变迁过程中。中国供给侧结构性改革持续推进，但经济下行风险依然存在，汇率贬值

与资本外流双重施压，致使人民币国际化短期内受到一定冲击。然而，人民币国际化有进有退，贸易结算、离岸资金池、点心债等领域人民币使用有所弱化，但在直接投资、熊猫债、国际信贷、外汇交易、储备职能等环节则频现亮点。10 月，人民币正式加入 SDR 货币篮子，人民币相关基础设施、市场机制与规则标准逐步与国际接轨，成为人民币国际化的重大里程碑。总体来看，2016 年，人民币国际化从高歌猛进阶段迈入调整巩固期，政策与市场各领域有进有退，基础设施建设日趋成熟完善。截至 2016 年四季度，人民币国际化指数（RII）为 2.26，同比下降 29.8%，但不改长期上升趋势（见图 1）。

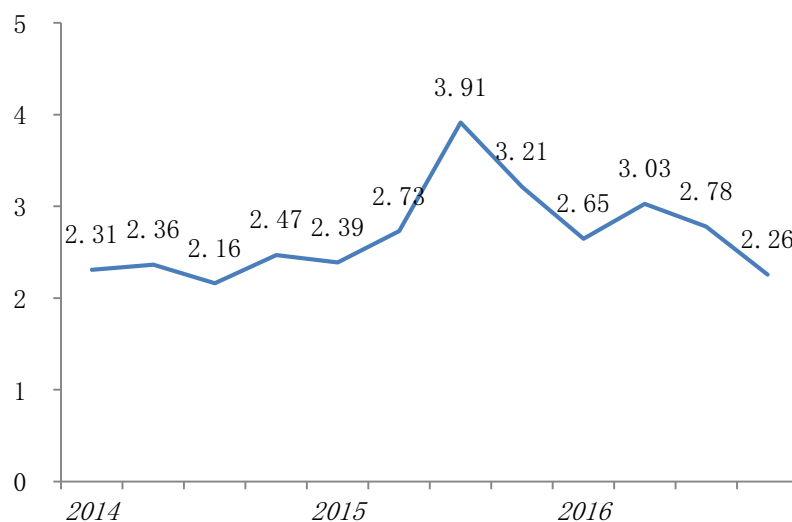


图 1 人民币国际化指数

注：随着市场发展与统计完善，RII 指标做出以下调整，一是 RII 国际贸易指标不仅包含原有的货物贸易数据，也将服务贸易数据纳入统计；二是 RII 国际信贷指标部分不仅包含原有的内地与中国香港数据，也将中国澳门、中国台湾、新加坡、韩国、英国等市场存贷规模纳入统计；三是由于国际清算银行统计调整，RII 国际债券指标由原有的发行额与余额合成指标，调整为单一的余额占比数据；四是人民币国际储备指标采纳 IMF 统计标准。

（二）贸易结算驱动力减弱，金融交易驱动力有所增强

根据 SWIFT 的数据，2016 年人民币的全球支付金额同比下降 29.5%，在国际支付排名中降至第六位。从结构上看，贸易项下人民币国际化驱动力略有减弱，跨境贸易人民币收付金额合计 9.85 万亿元，同比下降 18.6%。国际贸易人民币结算全球份额由 2015 年 4.07% 的历史高点跌至 2.11%，降幅达 48.27%（见图 2）。

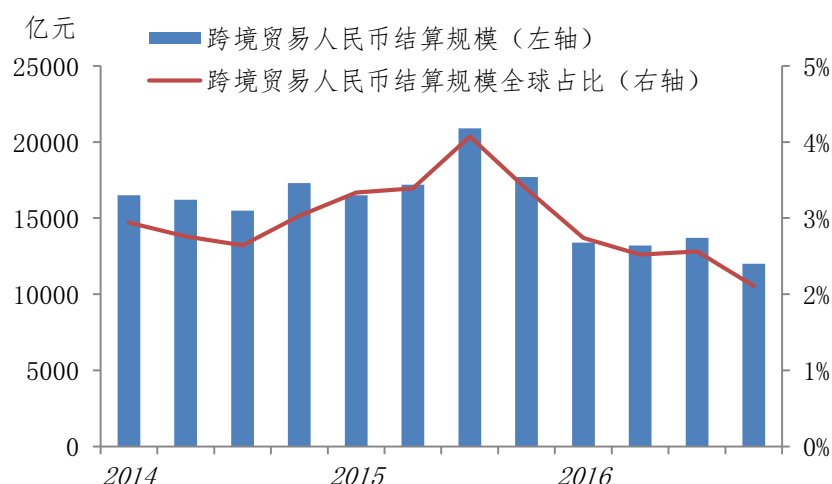


图2 国际贸易人民币计价结算功能

由于美联储加息，市场存在人民币贬值预期，加上资本管理政策趋紧，人民币国际债券、国际信贷交易规模明显减少，导致人民币国际金融计价交易综合占比为3.59%，同比下降24.4%（见图3）。然而，人民币加入SDR后储备功能有所增强，“一带一路”建设也扩大了人民币的使用范围，在对外直接投资、熊猫债、海外信贷领域人民币使用规模显著增长，频现新的亮点，拓展了人民币的金融交易功能。

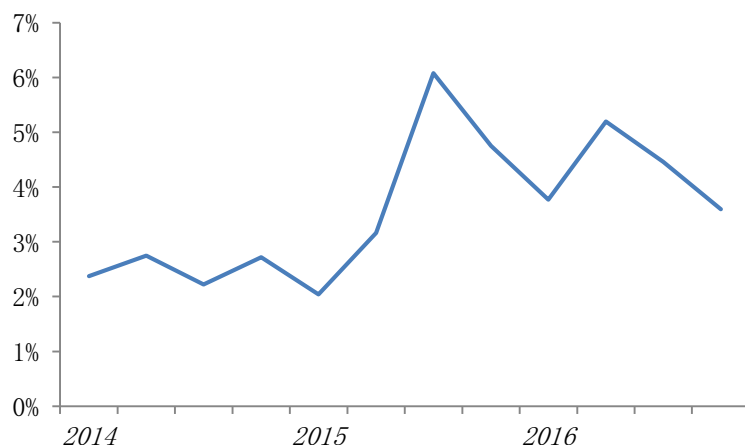


图3 人民币国际金融计价结算综合指标

二、人民币国际化的主要动力

（一）国际金融架构改革取得进展，人民币正式加入SDR

2016年，在G20框架下，中国主动作为，重启国际金融架构工作组，推动国际货币体系改革，不仅提升了自身的金融话语权，也为维护全球经济金融稳定

发挥了积极作用，以大国责任与担当为人民币国际化注入正能量。10 月，人民币正式加入 SDR 货币篮子，标志着人民币迈入国际货币行列，成为全球央行外汇储备货币的重要选项之一。同时，中国积极推进人民币货币互换体系扩容至 36 个国家和地区，加强与 IMF、世行、亚行、欧洲复兴开发银行等国际多边组织的合作，并在金砖国家新开发银行、亚投行等平台上取得实质性进展，为人民币国际化营造了良好的国际环境。

（二）中国经济总体稳中向好，改革开放进程不断深化

一国经济实力对该国货币国际化具有基础性作用。2016 年，中国经济运行稳中向好，依然位居世界前列，对全球经济增长贡献超过 30%。供给侧结构性改革持续推进，“三去一降一补”初见成效；全面深化改革，注重简政放权、优化服务，强化创新引领，全面实施《中国制造 2025》，培育发展新动能；促进区域城乡协调发展，倡导绿色环保，致力于改善民生，保障社会和谐稳定。在全球政经风险上升、国内结构性问题突出的特殊时期，中国经济依然表现出自身的韧性与潜力，发展质量与效益均有所提高，对人民币国际化形成坚实支撑。

（三）“一带一路”与各类试验区构筑开放平台，企业加快海外布局

新时期，中国不断提高对外开放水平，构筑对外开放新格局，为人民币国际使用提供坚实载体。一方面，“一带一路”战略有序推进，中国加强双边、多边务实合作，大批重点建设项目落地，区域经贸交流加深，为人民币区域使用增添有利条件。超过一半的人民币结算发生在“一带一路”沿线区域。另一方面，中国进一步完善外贸及投资环境，以试点促创新、促推广。2016 年，自贸区建设进入 3.0 时代，上海等自贸区在金融开放、跨境人民币使用方面的成果进一步推广，并新设七个自贸区试验区，十二个跨境电子商务综合试验区，在人民币国际化领域积极探索。云南瑞丽中缅货币兑换中心、广西区域性跨境人民币业务平台、霍尔果斯离岸人民币金融业务试点地区等，则进一步为人民币区域使用打开了边境窗口。中资企业也加快“走出去”，掀起海外布局与并购浪潮，积极参与全球价值链整合，推动人民币对外直接投资高速增长。

（四）跨境使用渠道有序开通，人民币清算体系基本覆盖全球

2016 年，跨境人民币使用政策兼顾功能拓展与风险防控，遵循“成熟一项、推出一项”、风险可控、服务实体经济需求等基本原则，支持人民币国际化发展。重点放宽资本流入方向汇兑交易，取消境外机构投资者投资银行间债券市场的额度限制，银行间同业存单市场进一步向境外机构开放，国际货币基金组织、亚洲开发银行等境外央行类机构相继获准成为银行间外汇市场会员。尽管人民币境外债券发行遇冷，但熊猫债市场发展迅速，人民币计价央票、人民币绿色债券、SDR 计价债券等也取得了突破性进展。人民币外汇直接交易新增 11 种货币对，基本涵盖国际主流货币以及主要的新兴市场经济体货币，人民币成为交易量最大的新兴市场货币。人民币股市互联互通机制进一步完善，沪港通运行良好，深港通也于 2016 年年末如期启动。高度重视法规制度、监管框架、配套设施等基础性建设，推动会计准则、监管规则、法律规章与国际金融市场接轨。人民币清算行体系基本覆盖全球，特别是 2016 年将美国、俄罗斯纳入离岸人民币清算体系中，具有标志性意义；人民币跨境支付系统 CIPS 运行良好，直接参与者由投产时的 19 家扩展至 27 家，480 家间接参与者覆盖 6 大洲 78 个国家和地区，为人民币国际化进程积蓄长久能量。

三、人民币国际化面临的主要障碍

（一）全球格局处于动荡之中，货币竞争日趋激烈

国际经济金融格局处于再平衡过程中，近期政治风险陡然上升，一些主要国家保护主义空前高涨，对中国的对外贸易、“一带一路”战略推进及跨境人民币结算产生了一定的负面影响，不利于人民币突破固有的货币惯性。美联储加息牵引汇率变化与大规模资本回流，英国公投脱欧、欧洲政治局势紧张、巴西等新兴市场表现失色，也在一定程度上倒推美元地位上升，美元地位非但没有削弱反而得到强化，货币竞争加剧令人民币国际化面临严峻挑战。

（二）国内经济仍存在下行风险，影响人民币国际化信心

中国经济能否成功平稳转型，成为支撑人民币国际化发展的关键。当前，中国经济进入新常态，传统发展动力有所衰减，新动能短期内难以形成较大拉动作用，结构性矛盾依然存在，致使国际看空力量上升，出现怀疑中国经济增长前景的杂音。同时，国内金融市场广度与深度有限，金融风险不断积聚，银行不良“双

升”，股市表现不佳，债券市场违约事件增多，新型金融业态兴起致使风险跨市场、跨境传播更加迅速，市场波动加剧，为经济前景蒙上悲观情绪，影响人民币国际信心，制约人民币贸易结算与金融计价交易职能。据 SWIFT 统计，2016 年全球人民币支付交易规模较上一年下降 29.5%，总体位居第五大支付货币地位。

（三）汇率贬值预期上升，非居民减持人民币资产

2015 年 8.11 汇改后，人民币不再盯住美元，增加了汇率的灵活性和弹性。2016 年市场出现人民币贬值预期，加上人民币对美元贬值 6.22%，非居民开始减持人民币金融资产。2016 年年末境外机构和个人持有境内人民币金融资产规模为 3.03 万亿元，较 2015 年 5 月高位下降了 34.08%；中国香港人民币存款规模为 5467.07 亿元，较 2015 年 7 月相对高位降低了 45.01%。随着离岸人民币资金池大幅萎缩，海外人民币融资成本攀升，进一步抑制了人民币境外使用。

（四）资本流出压力加大，资本管理政策趋紧

2016 年，主要经济体货币政策分化，人民币汇率贬值预期上升，中国资本外流压力增大，非储备性质的资本和金融账户呈现逆差，净误差与遗漏项、银行结售汇以及代客涉外收付款差额持续为负。据 IIF 统计，2016 年中国私人资本净流出规模达 2751 亿美元。特别地，人民币成为中国跨境资本净流出的主要币种，全年涉外人民币收支逆差达 3094.46 亿美元。为了防范资本过度流出风险，中国资本账户管理倾向于“宽进严出”，对非理性对外投资、人民币 NRA 账户等可能存在的风险隐患进行规范，强化真实性审核，抑制投机因素。这对中国宏观经济金融稳定具有重要意义，但短期内不利于扩大人民币国际使用。

四、主要货币的国际化指数比较

为了客观评估国际货币格局的发展变化，动态反映人民币与主要货币国际化水平之间的差距，本报告还用与编制 RII 同样的方法，编制了美元、欧元、英镑、日元的国际化指数（见表 1）。全球政经格局动荡，复苏态势出现分化，“黑天鹅”事件频现，主要货币地位剧烈波动。美国经济呈复苏态势，通胀与就业表现持续改善，美联储加息与特朗普效应推升美元走强，牵引全球金融走势与资本流动，推动美元国际化指数由上年 53.55 上升到 54.02，美元在全球动荡中货币霸

主地位进一步巩固。欧洲经济与政治风险显著上升，欧元区内部结构性问题突出，英国脱欧进程仍具有诸多不确定性，民粹主义、恐怖威胁、难民危机、政局动荡为欧洲一体化进程投下阴影。然而，2016 年四季度以来，欧洲经济开始出现复苏迹象，带动欧元、英镑国际化指数由年内低位回升至 24.57 与 5.50。日本经济复苏步伐缓慢，但在全球金融市场动荡的背景下避险货币特征愈加凸显，日元国际化指数由上年的 4.04 上升至 4.26，日元国际货币地位显著提高。

表 1 主要货币国际化指数

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
美元	55.33	54.47	53.46	53.55	53.94	56.38	55.34	54.02
欧元	22.13	21.50	24.38	23.70	23.93	20.53	22.78	24.57
英镑	2.76	3.96	4.10	4.57	4.55	4.04	4.10	5.50
日元	4.05	4.04	3.94	4.04	4.02	4.14	4.64	4.26
总计	84.27	83.97	85.88	85.86	86.43	85.10	86.86	88.36

第三部分 人民币国际化现状

一、 跨境贸易人民币结算

（一）规模明显下滑，结算占比震荡下行

2016 年，跨境贸易人民币结算规模明显下滑，全年跨境贸易人民币结算业务累计发生 5.23 万亿元，较 2015 年减少 2 万亿元，同比下降 27.66%。这是自 2009 年跨境贸易人民币结算试点启动以来，跨境贸易人民币结算规模首次出现年度缩小。跨境贸易人民币结算占中国货物及服务贸易总额（国际收支口径）的 18.08%，较 2015 年减少 8.4%。

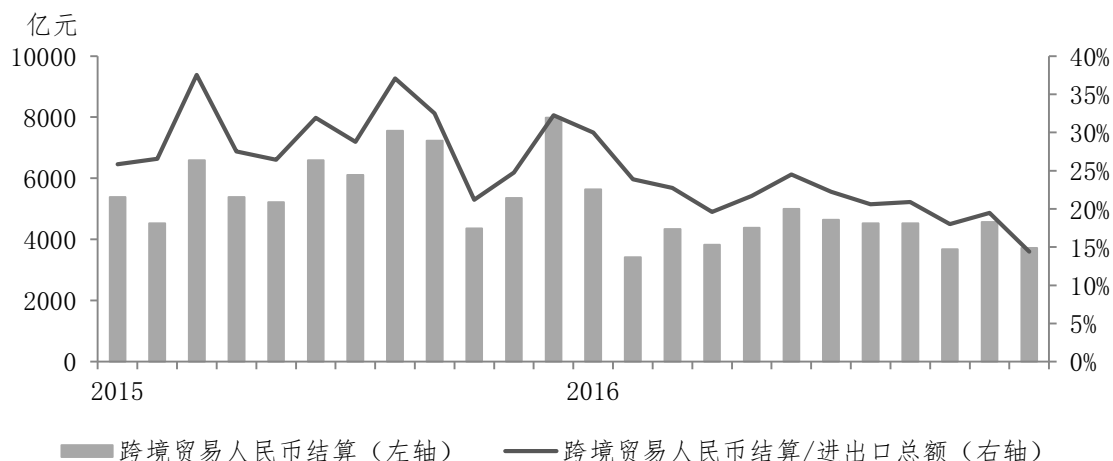


图4 跨境贸易人民币结算规模

数据来源：中国人民银行、国家外汇管理局

（二）货物贸易结算为主，服务贸易结算增速继续加快

2016年，以人民币进行结算的跨境货物贸易累计发生4.12万亿元，同比大幅下降35.5%，占跨境贸易人民币结算的79.58%。以人民币进行结算的服务贸易累计发生1.11万亿元，同比增长31.2%，占跨境贸易人民币结算的20.42%。服务贸易在经常项目中占比从2010年的8.66%上升至2016年的18.61%。

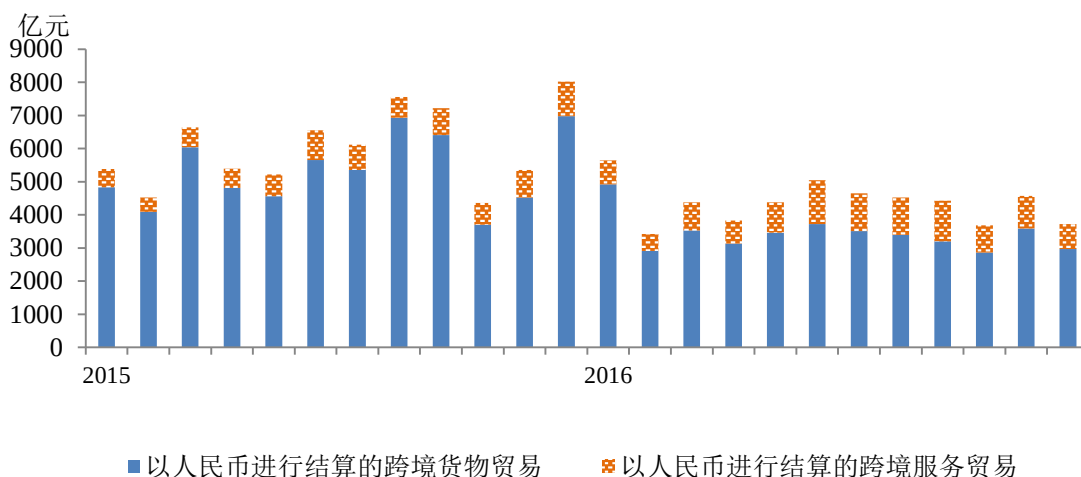


图5 以人民币结算的货物贸易和服务贸易规模

数据来源：中国人民银行

（三）跨境人民币收付差额有所扩大，实付大于实收

2016年，跨境人民币收付金额合计9.85万亿元，同比下降18.6%。实收3.79万亿元，同比下降38.8%；实付6.06万亿元，同比增长2.5%。跨境人民币收付出现逆差，收付比从2015年的1:0.95升至1:1.6。人民币收付逆差扩大，意味着

人民币通过贸易渠道流向境外，有利于扩大离岸人民币市场的资金来源，扩大离岸人民币业务。

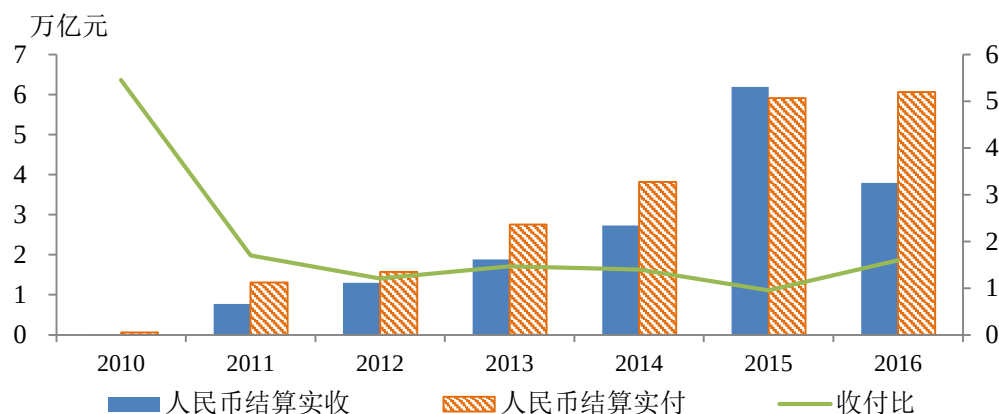


图6 跨境贸易人民币结算收付比

数据来源：中国人民银行

二、人民币金融交易

（一）人民币直接投资

1. 对外投资规模继续增加，人民币 ODI 增速放缓

据商务部统计，2016年，中国境内投资者全年共对全球164个国家/地区的7961家境外企业进行了直接投资，累计实现非金融类直接投资11299.2亿元人民币(折合1701.1亿美元)，较2015年增长44.1%。其中，以人民币结算的ODI为10619亿元，同比增长44.24%，增幅较2015的294.5%大幅收窄。

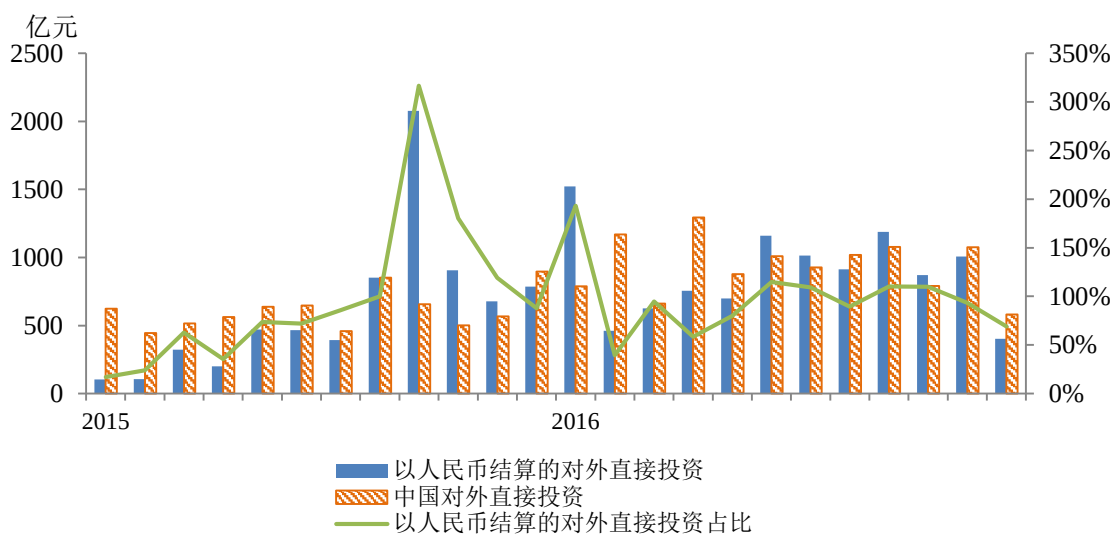


图7 人民币结算的对外直接投资占中国对外直接投资的比重

数据来源：中国人民银行、商务部

2. 人民币外商直接投资有所回落

2016年，中国实际使用外资金额8132.2亿元人民币，同比增长4.1%。外商直接投资来源地分布多元化，美国、欧盟28国、澳门特区、韩国保持较高增速，日本对华投资止跌企稳。以人民币结算的外商直接投资有所回落，累计1.4万亿元，同比减少11.86%。

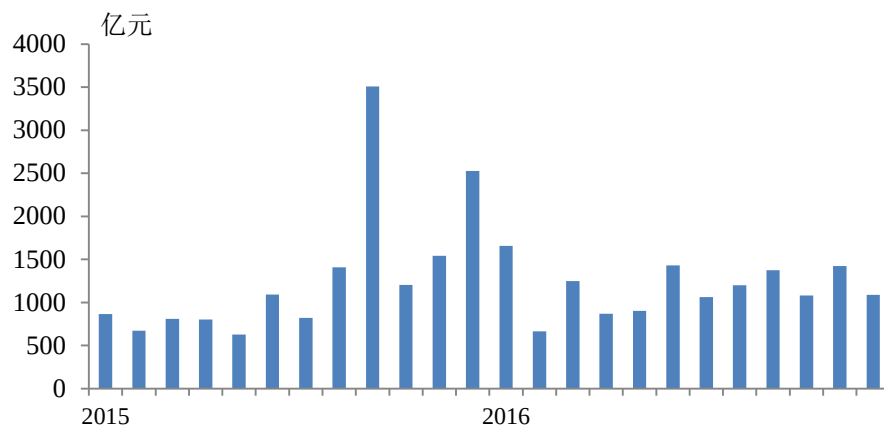


图8 FDI 人民币结算

数据来源：中国人民银行

（二）人民币证券投资

1. 国际债券和票据存量下降

2016年人民币国际债券和票据存量下降，季度之间波动较大。年末存量为1106.55亿美元，同比下降11.4%。人民币贬值一定程度上降低了国际社会投资人民币债券的动机。2016年末人民币在国际债券市场的份额只有0.52%，与人民币在SDR中的份额相比，还有相当大的差距。

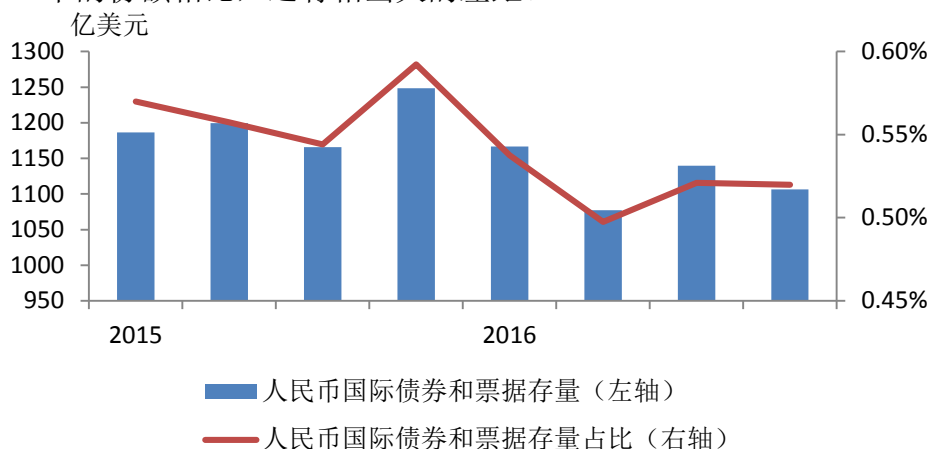


图9 人民币国际债券和票据存量及其占比

数据来源：国际清算银行

2. 股票市场规模小幅下降，融资功能增强

2016 年末股票市价总值（A、B 股）共计 50.8 万亿元，同比减少 4.34%。股价大幅波动使得交易活跃度明显下降，沪深两市累计成交 126.8 万亿元，同比下降 50.3%。

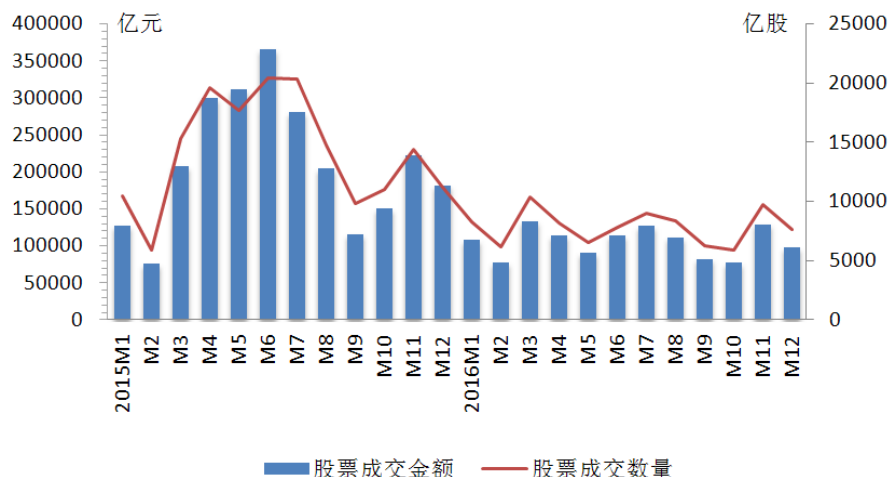


图 10 中国股票市场交易情况

数据来源：中国证券监督管理委员会

然而，2016 年中国股票市场的融资功能有所增强。共有 227 家新公司上市，其中在上证主板上市的公司有 103 家，在深证中小板上市的公司有 46 家，在创业板上市的公司有 78 家。新上市公司共通过股票市场融资 1633.56 亿元。已上市公司定向增发的金额也较 2015 年大幅增长，全年增发金额达到 16978.28 亿元，增长 10268.8 亿元，增幅达到 153%。

表 2 中国股票市场筹资金额

时间	首次发行金额			再筹资金额					
	A 股 (亿元)	B 股 (亿美元)	H 股 (亿美元)	A 股(亿元)				B 股 (亿美元)	H 股 (亿美
				公开增发	定向增发	配股	权证行权		
2014	668.89	0	128.72	18.26	4031.3	137.98	0	0	212.90
2015	1766.91	0	236.19	0	6709.48	42.33	0	0	227.12
2016	1633.56	0	1078.80	0	16978.28	298.51	0	0	528.95

数据来源：中国证券监督管理委员会

3. 衍生品市场发展滞后，规模偏小

中国的衍生品金融市场与发达国家相比仍然存在较大的差距，人民币衍生产品尚未被国际清算银行单独统计。2016 年，人民币利率互换市场达成交易 8.78 万笔，同比增长 35.5%；名义本金总额 9.92 万亿元，同比增长 19.9%。人民币利

率互换交易的浮动端参考利率主要包括 7 天回购定盘利率和 Shibor，与之挂钩的利率互换交易名义本金占比为 85.9% 和 13.9%。

表 3 银行间市场利率互换交易额（单位：亿元）

	2015 年				2016 年			
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
利率互换	16597.79	19319.37	22519.47	23721.98	20066.68	23617.65	25778.24	29714.44

在限仓、保证金提高、手续费增加的背景下，股指期货流动性持续低迷，2016 年股指期货成交量和成交额均大幅萎缩。沪深 300 股指期货共成交 4.10 万亿元，同比降幅达 98.8%。国债期货成交 2.77 万亿元，同比下降 36.5%。

表 4 股指期货、国债期货交易情况（单位：亿元）

	2015 年				2016 年			
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
沪深 300 股指期货	882766	1546583	977621	12096	124414	106274	9329	7745
国债期货	6778.97	7167.55	4334.30	25314.17	10132.84	5616.74	5543.86	6448.88

数据来源：中国金融期货交易所

4. 更多境外机构投资国内人民币金融资产

截至 2016 年末，合格境外机构投资者 (QFII) 累计获批 278 家，累计可投资额度 873.09 亿美元，较 2015 年增加 62.41 亿美元。人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 累计获批 177 家，有 22 家境外机构首次获批 RQFII 投资额度，累计可投资总额度 5284.75 亿元，较 2015 年增加 841.5 亿元。407 家境外机构投资者参与中国银行间债券市场，较上年增加 105 家。非居民持有境内各种人民币金融资产达 3.03 万亿元。

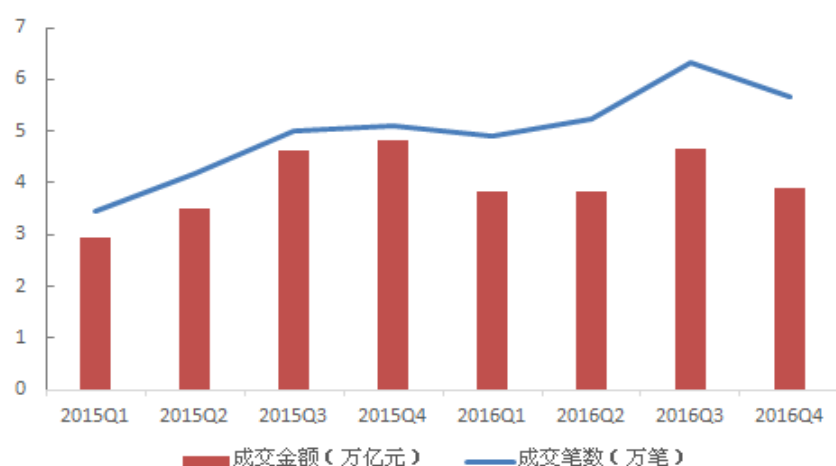


图 11 外资机构参与银行间债券市场现券交易

数据来源：中国外汇交易中心

表 5 境外机构和個人持有境内人民币金融资产（单位：亿元）

项目	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
股票	7384.13	7844	5285.15	5986.72	5709.51	6012.05	6562.34	6491.85
债券	7127.95	7640.82	7645.78	7517.06	6799.50	7639.82	8059.58	8526.24
贷款	8769.16	9242.1	9357.07	8515.55	7782.72	7474.17	7081.93	6164.35
存款	20248.02	21203.45	16641.77	15380.65	12744.50	12529.38	11307.15	9154.73

（三）人民币境外信贷

截至 2016 年末，境内金融机构人民币境外贷款余额达 4373.26 亿元，较 2015 年增长 38.7%。新增贷款 1215 亿元，比 2015 年多增加 243 亿元。人民币境外贷款占金融机构贷款总额的比重为 0.41%，较 2015 年增长较快。

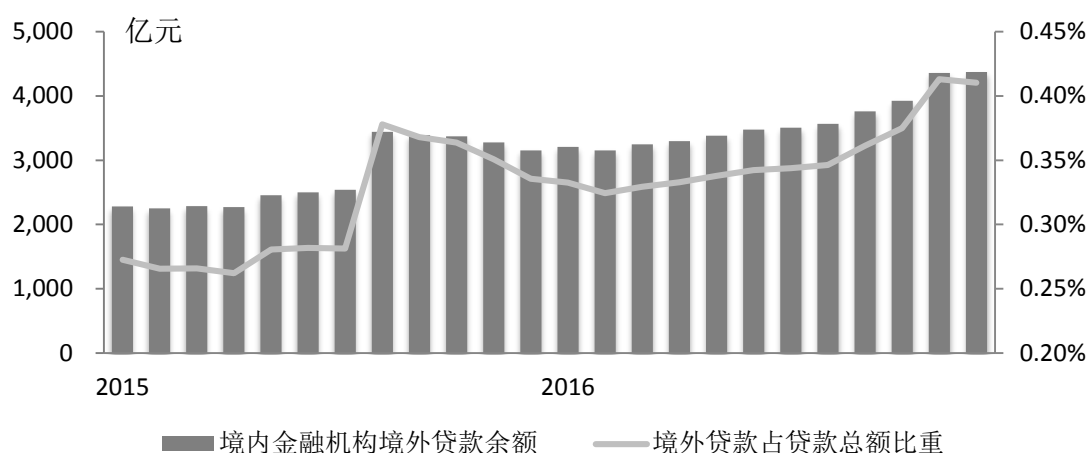


图 12 中国金融机构人民币境外贷款余额及占比

资料来源：中国人民银行

（四）人民币外汇交易

2016 年，银行间外汇市场成交量 124.2 万亿元人民币，同比增长 44%。其中，人民币外汇市场成交 112.4 万亿元，外币对市场成交折人民币 0.8 亿元，外币拆借市场成交折人民币 11 万亿元。美元、欧元、日元是成交量最大的货币，林吉特、加拿大元和美元交易量大幅增长。

表 6 2016 年银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量单位：亿美元

币种	美元	欧元	100 日元	港币	英镑	澳元
交易量	57346.61	690.88	492.94	224.37	73.54	119.08
同比增长%	24.31	1.93	-8.14	-19.57	-40.95	-25.72
币种	新西兰元	新加坡币	瑞郎	加拿大元	林吉特	卢布
交易量	20.56	165.42	26.92	37.65	5.12	17.6
同比增长%	-24.24	-72.67	15.44	87.22	115.13	-50.17

数据来源：中国外汇交易中心。

2016 年，银行间汇率衍生品成交 11 万亿美元，同比增长 25.5%；外汇即期成交 6 万亿美元，同比增长 21.8%。2009 年以来，汇率衍生品成交量增速持续快于即期交易，推动汇率衍生品占比上升。2016 年，汇率衍生品成交量在整个银行间外汇市场中的占比（不含外币拆借）从上年的 63.9% 增加至 64.6%，该比例已非常接近国际清算银行发布的国际外汇市场即期与衍生品市场的基本格局 33:67。



图 13 人民币外汇衍生品市场

数据来源：中国外汇交易中心

三、全球外汇储备中的人民币

截至 2016 年底，IMF 官方外汇储备币种构成调查（COFER）报送国持有的人民币储备规模为 845.1 亿美元（约合 5822 亿人民币），占 COFER 报送国外汇储备总量的 1.1%。人民币被 COFER 单独列示，表明人民币的储备货币功能有所增强。

2016 年，中国人民银行先后与摩洛哥央行、塞尔维亚国家银行和埃及央行新签了双边本币互换协议，总额为 295 亿元人民币；与新加坡金融管理局、匈牙利央行、欧洲央行和冰岛央行续签了双边本币互换协议，总额为 6635 亿元人民币。截至 2016 年末，中国人民银行已先后与 36 个国家或地区的货币当局签署货币互换协议，保障了人民币的国际流动性。

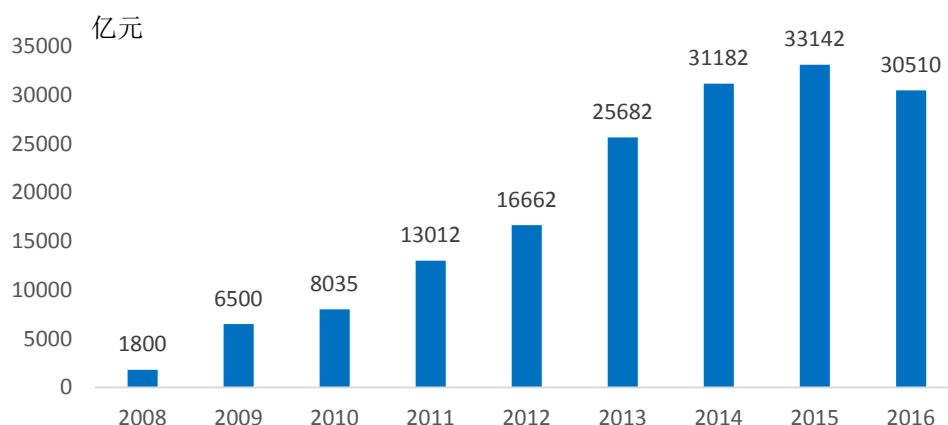


图 14 中国人民银行与其他货币当局的货币互换余额

数据来源：中国人民银行

四、人民币汇率及中国资本账户开放

（一）人民币汇率

2016 年，人民币对美元汇率中间价形成机制的“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”特征逐渐清晰。经过一段时间的磨合，政策效果逐渐显现。人民币中间价形成机制的规则性和透明度显著提高，在提高央行汇率政策可信度、稳定市场预期等方面发挥了重要作用。

1. 对发达国家货币出现不同幅度贬值

2016 年，受到美国经济数据好转、美联储加息、英国脱欧的影响，金融市场比较动荡，出现了分化。人民币对发达国家货币基本上呈现贬值趋势，其中，对美元贬值 6.39%，对欧元贬值 3.54%，对日元贬值 9.39%，对澳元、瑞士法郎和加元汇率也是震荡贬值，年末贬值幅度分别为 5.64%、4.49%和 8.77%，对新西兰元、新加坡元下跌了 8.36%和 4.68%。由于英国脱欧沉重打击了英镑，2016 年人民币对英镑升值 12.50%。

2. 有效汇率下跌

根据国际清算银行的数据，2016 年 12 月人民币名义有效汇率指数为 118.55，与上年同期 125.91 相比，下跌 5.85%。人民币实际有效汇率指数为 122.86，与 2015 年年底 130.27 相比下跌 5.69%。两者均为七年来首次出现年度下跌，且创 2003 年以来最大跌幅。

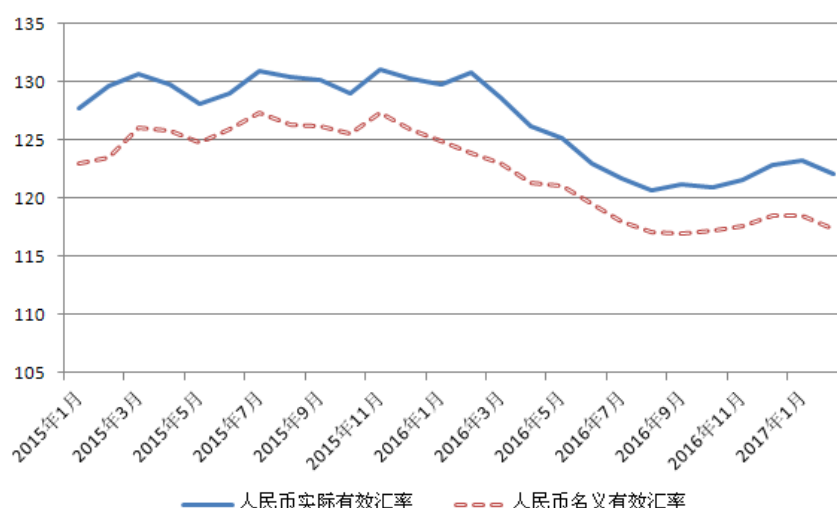


图 15 人民币有效汇率走势

数据来源：国际清算银行

3. 人民币汇率指数下行

2016 年 12 月 30 日，中国外汇交易中心公布的 CFETS 人民币汇率指数为 94.83，全年贬值 6.05%；参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子的人民币汇率指数分别为 96.24 和 95.50，2016 年以来分别贬值 5.38%和贬值 3.38%。总体上看，人民币汇率指数整体贬值幅度略小于人民币对美元双边汇率。

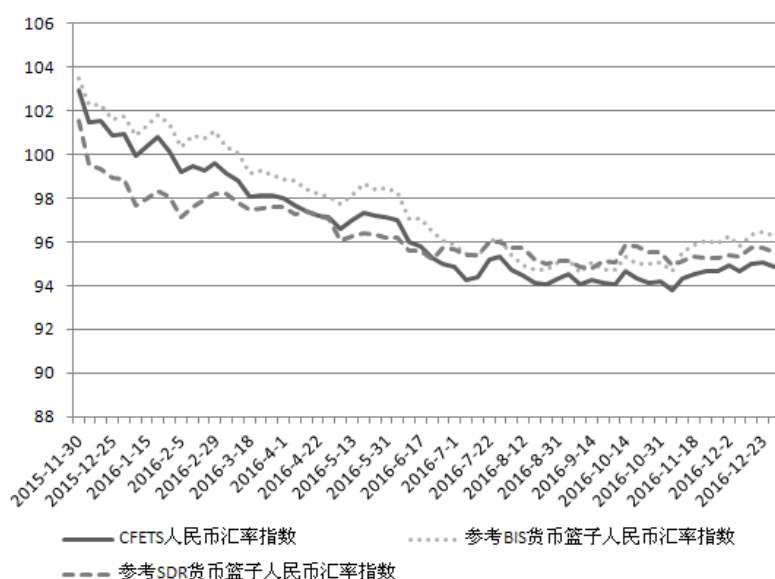


图 16 人民币汇率指数

数据来源：中国外汇交易中心

4. 离岸人民币 CNH 震荡下行

2016 年，美元兑离岸人民币汇率（CNH）震荡下行。2016 年 12 月末，CNH 收于 6.9726，当月下浮 0.8%，全年累计下浮 6.16%。境内外人民币即期汇率差价缩小，平均价差为 134 个基点，低于 2015 年的 209 个基点。

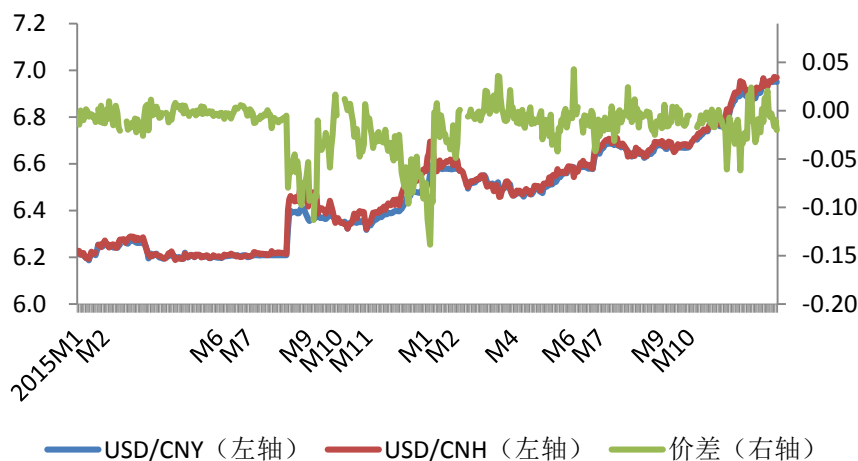


图 17 2015-2016 年在岸人民币、离岸人民币汇率及价差

数据来源：Wind

5. 人民币 NDF 贬值

截至 2016 年 12 月末，一月期、三月期、半年期和一年期的人民币 NDF 收盘价分别为 6.949、7.008、7.065 和 7.158，与 2015 年同期相比，上述四个期限的 NDF 交易中，人民币兑美元汇率分别贬值了 5.60%，5.39%，5.10%，5.14%。

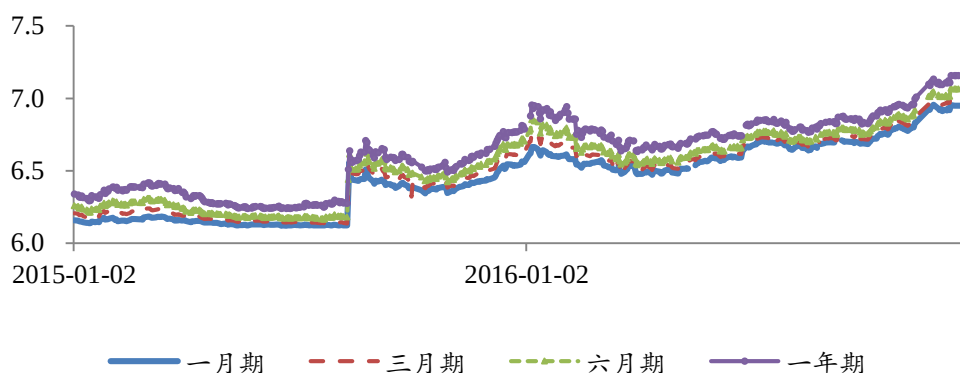


图 18 2015-2016 年人民币 NDF 每日综合收盘价

数据来源: wind

(二) 中国资本账户开放度测算

本报告使用目前主流的资本开放度测度方法即四档约束式方法,对中国的名义资本账户开放程度进行测量。按照《2016 年汇兑安排与汇兑限制年报》中对 2015 年度资本账户管制的描述,延续 2014 年的态势,2015 年中国资本账户不可兑换项目有 3 大项,主要集中于非居民参与国内货币市场、集体投资类证券和衍生工具的出售和发行。部分可兑换的项目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方面。运用四档约束式方法进行计算,同时考虑细微变化,综合量化《2016 年汇兑安排与汇兑限制年报》的描述,计算出中国的资本开放度为 0.6716。

(三) 开放度发生变化的资本项目

相比 2014 年,2015 年“对资本市场证券交易的管制”、“对集体投资类证券的管制”、“对金融信贷的管制”、“对担保、保证和备用融资便利的管制”、“对直接投资的管制”和“对不动产交易的管制”这 7 个大项有进一步的放松。具体来看,在资本项目的 40 个子项中,有 11 个子项出现明显的变化,表明中国的资本账户进一步向开放推进。

因为 IMF 公布的《2016 年汇兑安排与汇兑限制年报》描述的是 2015 年的资本账户管制情况,时间上滞后一年,所以相比 2015 年的当期值,本报告测算的资本账户程度相对保守。中国资本账户管制的程度进一步放松,资本账户开放的推进相对以往具有较大的力度,人民银行等相关机构对资本账户开放的描述已做了较大的调整,预计下一年的资本账户开放程度可能会有较大的变化。

第四部分 强化人民币金融交易功能的逻辑与策略

一、强化人民币金融交易功能的理论逻辑

（一）人民币国际化需要“贸易+金融”双轮驱动

2016 年，人民币国际化步伐有所放缓，由高速增长阶段迈入市场调整期。一方面，美国大选导致不确定因素增多，美联储加息搅动国际市场，资本大量回流美国，人民币国际化的外部环境更加严峻。另一方面，国内经济增速放缓，结构性转型任务突出，特别是 8.11 汇改后汇率承压、资本项下政策趋严，一定程度上影响了人民币的国际使用意愿。全球贸易黄金期终结，保护主义势头上升，中国贸易份额提升空间有限，中资企业在全价值链中的地位及议价能力短期内难以迅速提高，贸易项下人民币国际化驱动力有所减弱。人民币全球支付金额下降 29.5%，国际支付货币排名由第五位回落至第六位。

历史经验来看，尽管贸易计价结算是推动一国货币国际化的基石，但是当前存在的人民币流动性波动、贬值预期和回流机制不畅等问题，制约了跨境贸易人民币结算。鉴于贸易项下人民币国际化驱动力有所减弱，在国际交易活动中，金融交易规模又远大于贸易结算规模，因此亟需发展和完善人民币金融市场，挖掘资本金融项下人民币使用潜力，增强人民币的金融交易功能，提升人民币在国际金融交易中的地位，实现人民币国际化“贸易+金融”双轮助力、联合驱动。

（二）发展金融市场是强化人民币金融交易功能的关键

伴随着人民币国际化程度提高，中国资本管制将进一步放松，资本流动规模不断扩大，国内外金融市场联动加强。在人民币汇率弹性扩大的背景下，面临着处理好“三元悖论”的挑战。我们的理论分析和实证研究表明，建设一个发达的金融市场，有利于增强货币政策有效性、减缓投机性资本流动、维持外汇市场稳定，是强化人民币金融交易功能、化解国际化货币发行国“三元悖论”的关键。

成熟、深度的国际金融中心是人民币国际化的重要支撑。应充分借鉴主要货币国际化的经验，在货币国际化的初期，重视国际信贷市场发展和金融市场的制度完善，提升整体金融市场的内在稳定性，为货币的国际化奠定市场基础。成熟的金融市场、发达的国际金融中心、理性的市场参与主体、完善的金融监管体系不可能“一蹴而就”发展起来，需要遵循市场发展的规律。应按照短期货币市场，

中期债券市场，长期多层次股权市场的发展顺序，形成完整的人民币计价市场。特别需要筑牢人民币国际化的市场基础，提供安全高效便捷的外汇交易和清算服务。鉴于金融市场是一个整体，应重视不同市场之间的互动和联系，打通“政府-市场-企业”的传导机制，强化金融服务实体经济的能力。

二、充分发挥直接投资推动人民币国际化的杠杆作用

直接投资有利于促进中国经济的可持续发展，夯实人民币国际化的经济基础。我们的实证研究表明，无论是外商直接投资还是对外直接投资都能促进中国的经济增长，但是，二者的经济效应具有明显的差异，对外直接投资对中国经济增长的推动作用远大于外商来华直接投资，应该进一步鼓励对外投资。

对外投资在推动人民币国际化进程中可发挥高效的杠杆作用。第一，对外投资显著促进双边贸易额的增长，有利于中资跨国公司在贸易谈判中拥有更大的定价权、主动权，为进一步扩大贸易人民币计价结算奠定良好基础。第二，对外投资推动金融机构国际化，充实人民币国际化的生力军。企业对外投资必然增加跨境支付结算、投融资、现金管理需求，这就为中资金融机构走出去、发展跨境人民币业务提供了市场，也为人民币离岸市场发展注入了源源不断的动力。

当然，发展对外投资并以此促进人民币国际化面临巨大的挑战。（1）主要集中在亚洲，地缘政治冲突、法律约束、文化差异造成的本土化困难，较高的国家风险可能抑制中国对外投资规模的进一步扩大。（2）行业分布大多处在国际产业链中低端，难以掌握金融、贸易交易的定价权，不利于促进国际直接投资中人民币的使用。（3）对外投资推动人民币国际化的联动机制尚未建立起来，缺乏推动人民币国际化的合力。（4）人民币国际化基础薄弱，国际社会的货币使用惯性和“网络效应”，长期内会抑制人民币的国际使用。

在宏观层面，我们建议加强对国家风险的监管，加强立法和国际法律、政策协调，建立健全国家风险损失赔偿机制。继续扩大直接投资，优化结构。应该加大力度引进发达国家的高精尖科学技术和先进管理经验，同时大力发展对外直接投资，与“一带一路”战略和供给侧结构性改革相结合，将制造业作为未来 3 年扩大对外直接投资的主攻方向。

还需要推动各经济主体和各部门相互协调，建立直接投资带动人民币贸易结算、金融服务的互相支持的机制。以直接投资带动人民币国际化，不仅要求中国企业积极主动地强化人民币投资和贸易计价结算动机，金融机构努力构建规模足够大的金融交易平台，政府部门也应进一步完善便利人民币使用的金融基础设施和政策。

在微观层面，我们建议企业大力发展金融科技，运用区块链、互联网、大数据技术，推动电子商务、电子结算和数字货币的应用，通过技术手段改变人们的货币使用习惯，利用中国在电子商务、第三方支付、手机移动支付方面的优势，构建人民币计价结算、支付的新平台，超越传统的国际货币形成机制与路径，快速获得人民币使用的网络效应。

三、将债券市场作为强化人民币金融交易功能的突破口

债券市场是国际资本流动的主要渠道，国际债券市场标价货币通常被少数国际化货币所垄断。人民币国际化必然需要经历发展人民币债券市场这一具有挑战性的过程。中国应该以债券市场对外开放为突破口，为人民币国际化的最终成功打下坚实的基础。

当前，人民币债券市场已经对海外投资者产生了巨大吸引力。首先，中国经济保持较快速度持续发展，海外投资者无论是从分散风险还是从追求更高收益角度，都有强大动力持有人民币债券；其次，全球经济进入新常态，人民币债券在收益率方面相对于发达经济体的优势日益显著；最后，加入 SDR 货币篮子后，人民币作为国际储备货币的吸引力进一步加强，海外央行和主权基金对于配置人民币债券有较强需求。鉴于人民币债券可以担当向全球提供国际“安全资产”和流动性的重要功能，在人民币国际化过程中，应赋予人民币债券市场独特地位，使其成为提升人民币金融交易功能的重要突破口。

如何发展人民币债券市场？我们建议采取以下措施：（1）优化货币政策执行框架，增进债券市场流动性。构建与利率市场化相适应的货币政策执行体系，降低市场利率的波动性，完善利率结构曲线，活跃债券市场交易。（2）发挥财政部门作用，重视国债的金融功能。应有意识地增加短期国债发行量，活跃短期国债市场交易。财政部门还应考虑建立专门机制，为国债做市商提供流动性支持。

(3) 建立统一监管框架，增加市场间互联互通。改变债券市场多头监管现状，建立统一的债券市场监管框架，提高监管效率。加快建立统一互联的债券托管体系，推动场内、场外两个市场的共同发展。(4) 丰富风险管理工具，发展债券衍生品市场。积极打破债券市场存在的不合理刚性兑付，利用市场发现信用风险溢价，在审慎监管的基础上扩大信用、利率和汇率衍生工具交易主体范围。(5) 加大人民币债券市场创新力度，丰富在岸市场投资产品种类，重点发展资产支持债券、熊猫债和木兰债，强化人民币在国际范围内融资功能等作用。

四、信贷市场是强化人民币金融交易功能的重要支柱

人民币境外信贷市场是人民币成为国际金融市场交易货币的基础，该市场的发展有助于扩大人民币的国际使用范围，提升非居民持有人民币的信心，增加境外企业之间及境外企业与境内企业之间进行贸易时使用人民币结算的频率，为实现人民币国际化创造良好的条件。全球经济对中国贸易依赖程度提高，发展中国家货币错配问题集聚，使得人民币国际信贷市场发展成为时代发展的必然趋势，而美元强势升值令人民币融资成本相对下降，也为人民币信贷市场发展提供了难得的机会窗口。我们建议采取以下策略，将人民币信贷市场打造成强化人民币金融交易功能的主要支柱：

第一、将贸易路径作为人民币信贷拓展的主要策略选择，引导资金“由虚向实”，提升企业国际竞争能力。应大力拓展与中国有紧密贸易往来国家的人民币信贷市场，通过贸易信贷鼓励外国进口商使用人民币对中国出口商进行支付是目前最有效的扩展途径，至关重要的是要努力提升企业在国际贸易中的议价能力。

第二、鼓励企业和金融机构更多走向“一带一路”沿线国家和新兴经济体。“一带一路”沿线发展中国家大多需要国际社会巨额长期资金支持。建议国家开发银行、丝路基金、金融机构将工作重点放在沿线国家人民币使用的扩展上，大规模使用人民币来弥补美元流动性的不足，在满足沿线国家经济发展的同时提升人民币国际化程度。此外，从国家层面应当积极加强与新兴经济体之间的货币金融合作，加强相互间在海外兼收并购、市场拓展、技术升级、能源收购等重点项

目方面的合作和彼此之间的相互投资,可有效改变储备资产单一流向发达经济体的现状,缓解“一带一路”沿线国家和新兴经济体的货币错配风险。

第三、大力推动人民币海外离岸市场的发展:无论是外汇市场还是人民币国际信贷市场,其载体都是离岸市场,要推动人民币国际信贷市场的发展,就必须高度重视全球各地人民币离岸中心的建设和发展,形成海外资金池,完善人民币离岸市场定价机制,才能增加人民币信贷对全球投资者的吸引力。

五、依靠功能强大的外汇市场实现人民币金融交易功能

发展和健全多层次的人民币外汇市场,对人民币国际化有重要意义:(1)为人民币发挥贸易结算功能提供基础条件。近年来,中国对外贸易中以人民币进行计价结算的规模和比例均有大幅增长,由贸易带动的人民币国际化进程呈现除了蓬勃发展的局面,多层次人民币外汇市场的完善可以为对外贸易中的参与主体提供透明有效的价格信息,并提供多种衍生工具进行汇率风险对冲,提高市场主体选择人民币作为贸易结算货币的吸引力。(2)为人民币发挥大宗商品计价货币职能提供支撑。中国作为大宗商品进口大国,在国际大宗商品定价上缺乏相应的话语权和市場影响力,目前在人民币国际化的整体战略中,推动以人民币计价的大宗商品交易是重要的一环,多层次的人民币外汇市场可以为人民币计价的大宗商品交易提供定价依据及风险对冲手段,保障人民币在大宗商品定价领域影响力的持续提升。(3)为人民币发挥国际储备货币职能提供重要渠道。目前美元仍是国际上最主要的储备货币,这同美元在全球灵活高效的外汇市场有密切的关系,国际投资者可以便利的买入卖出美元,进行资产负债调整。建立多层次的人民币外汇市场,可以为境外央行提供便捷可靠的获取人民币渠道,促进人民币的国际储备货币职能也在不断提升。

为了更好实现人民币的国际金融交易功能,我们认为必须采取以下针对性措施,加快建设多层次外汇市场,全面提升人民币外汇市场的国际竞争力。

第一、加强外汇交易市场建设,丰富市场主体类型。目前境内零售市场参与者类型单一,主要是有进出口贸易背景的企业。这种结构增加了市场的波动性,因为在中国常年经常账户顺差的情况下,容易形成短期内人民币的过度升值;而在人民币贬值预期较强的阶段,交易方向和预期的集中又容易促使人民币过度贬

值。丰富的市场参与者类型是促进市场价格公开有效的重要方式，引入更多种类的市场参与者，可以充分释放人民币外汇市场的不同预期，使人民币汇率水平更全面、更准确地反映市场供需关系，减轻监管当局的压力。

第二、深化外汇市场交易层次，适当放松交易前置管理。按照外汇市场准入自由程度划分，目前人民币外汇市场的发展可以分为三个层次，一是建立在“实需原则”基础上的零售外汇交易市场；二是在综合头寸等指标限制下的银行间市场，银行在决定交易上有一定的自主权，可以为同业提供人民币外汇产品报价；三是和国际接轨的离岸人民币外汇市场，允许投机者参与，不受“实需原则”的限制。境内人民币外汇市场在第一个层面上已经取得了比较丰富的经验，为企业汇率保值等方面做出了重要贡献，下一步需要持续深化改革推动境内人民币外汇市场在第二个层面继续完善，并向第三个层次发展。这需要监管层适时放松前置交易管理要求，为深化人民币外汇交易创造更大的发展空间。

第三、加快电子交易平台建设，促进中国外汇市场电子化发展。人民币国际化客观上要求外汇电子交易平台的发展同国际接轨，为人民币金融交易提供良好的市场环境。应该充分借鉴发达国家外汇市场电子化平台的发展经验和离岸人民币电子化交易平台的实践经验，结合中国国情，打造适用于中国外汇市场的综合性电子交易平台。促进境内外汇市场的交易方式从交易所走向柜台，鼓励各家金融机构开发适合自身实际情况的特色柜台外汇交易系统。电子交易平台必须广泛融合各类交易主体的需求，形成功能强大、安全高效的交易网络，有利于促进境内外人民币外汇交易的发展。

六、加强基础设施建设，构筑人民币金融交易“高速路”

从强化人民币金融交易功能角度出发，建立高效安全的人民币跨境支付清算体系、完善金融相关的法律制度建设、发展科学公正的征信和信用评级体系是完善金融基础设施的“三大支柱”。

人民币跨境交易量不断增大对跨境人民币结算提出了更高的要求。尽管人民币跨境支付清算体系（CIPS）在提高效率、节约成本、降低流动性和信用风险、保证国内金融体系安全等方面成绩斐然，但是现阶段的 CIPS 着重于贸易项下的

跨境支付，在节约资金、吸引参与主体等方面上不能满足资本项下大规模使用人民币的需求。应该借鉴学习已建设成熟的国际货币支付清算系统——美国的 CHIPS 以及欧洲的 TARGET2 的设计思路及运营管理经验，进一步健全和完善人民币跨境支付清算体系。CIPS 系统应该做到运行时间覆盖全球，服务范围涵盖外汇、证券交易等，结算采用全额和净额混合结算的模式，以便进一步提升效率、降低成本，为推进人民币国际化提供富有竞争力的技术支撑和市场基础。

人民币加入 SDR 后，中国需要在国际货币体系治理中承担更多大国责任。由于人民币的国际需求与供给发生了明显变化，中国的资本流动、人民币汇率以及国际收支管理都会面临一系列新问题和新的挑战，需要加快法律制度建设步伐，为扩大人民币国际金融交易提供法律保障。首先，应该构建防范人民币国际化风险的宏观审慎监管制度，对汇率、利率波动、离岸市场与跨境资金进行有效监管，以应对巨额跨境资本流动的冲击。其次，在宏观经济管理中应该减少对行政手段的依赖，更多依靠市场手段和法律的手段，善于运用汇率、利率、税率等价格工具形成的法律规制调节经济活动，提高宏观调控的前瞻性、针对性、透明度和公信力。最后，建构完善与人民币国际化相适应的法律制度。应该针对人民币国际化不同发展阶段可能出现的问题，充实政策和法律规制储备。当前，需要尽快构建人民币跨境清算体系的法律制度；完善应对跨境资本过度流入和集中流出的紧急预案；完善跨境交易的国内税收法规，明确跨境交易税收优惠政策，修订现行双边税收协定，争取在跨国投资所得上明确股息、利息等定义、来源地认定规则和征税方法，力争降低收入来源国的税率。

信用是金融交易和金融市场发展的基础。目前主权信用评级业务由国际三大评级机构主导，中国大公国际发布的主权信用评级结果并未得到普遍的国际认可。虽然中国的征信和信用评级建设取得了一些成绩，但与促进债券市场对外开放、充分发挥人民币金融交易功能的需要相比，仍然存在不小差距。突出的问题是：征信市场相对分散，客户覆盖不足，信息渠道隔阂；缺乏具有国际影响力的信用评级机构；评级方法不成熟，声誉资本积累较少。我们建议，调整发展思路，采取以下措施，构建公正科学的征信体系和信用评级体系。（1）鼓励公共征信与市场征信共同发展，实现征信信息互联互通；加强监管，注重信息保护，提升信用文化。（2）加快法律体系建设，打破债券市场刚性兑付，明确信用评级的监

管主体。（3）评级机构应加强自身建设，依据中国市场特征制定评级标准，科学准确反映人民币债券的信用状况。（4）信用评级市场加快整合力度，避免同质化恶性竞争；防范利益冲突，加强信息披露。

第五部分 人民币国际化大事记（2016）

时间	事件
2016 年 1 月 4 日	银行间外汇市场交易时间延长
2016 年 1 月 13 日	中国正式加入国际货币基金组织协调证券投资调查和国际清算银行国际银行业统计
2016 年 1 月 14 日	瑞士首家人民币清算行正式开业
2016 年 1 月 16 日	亚洲基础设施投资银行开业
2016 年 1 月 20 日	央行调整境外机构人民币银行结算账户资金使用
2016 年 1 月 22 日	全口径跨境融资宏观审慎管理试点扩大
2016 年 1 月 27 日	中国正式成为 IMF 第三大股东
2016 年 1 月 29 日	人民币购售业务境外参加行可申请成为银行间外汇市场会员
2016 年 2 月 4 日	外汇局对合格境外机构投资者（QFII）外汇管理制度进行改革
2016 年 3 月 3 日	央行与俄罗斯央行相互发起的多笔双边本币互换资金动用完成
2016 年 3 月 7 日	澳门人民币即时支付结算系统正式上线
2016 年 3 月 7 日	央行与新加坡金管局续签双边本币互换协议
2016 年 3 月 23 日	交易所市场首只公募熊猫公司债发行
2016 年 3 月 25 日	中新重庆项目启动多种跨境人民币创新业务试点
2016 年 4 月 7 日	央行发布以美元和 SDR 作为报告货币的外汇储备数据
2016 年 4 月 14 日	广东自贸区扩大人民币跨境使用
2016 年 4 月 14 日	福建自贸区扩大人民币跨境使用
2016 年 4 月 15 日	苏州全市试点跨境人民币创新业务
2016 年 4 月 15 日	匈牙利政府发行离岸人民币债券
2016 年 4 月 19 日	全球首个以人民币计价的黄金基准价格发布
2016 年 4 月 28 日	天津全市试点跨境人民币创新业务

2016 年 4 月 29 日	贸易投资便利化完善真实性审核
2016 年 5 月 3 日	银行间外汇市场推出标准化人民币外汇远期（C-Forward）交易
2016 年 5 月 3 日	央行在全国范围内实施本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理框架
2016 年 5 月 9 日	中国外汇交易中心交易确认接口系统正式投入运行
2016 年 5 月 11 日	央行与摩洛哥中央银行签署双边本币互换协议
2016 年 5 月 17 日	中资金融机构在美国发行首笔人民币债券
2016 年 5 月 20 日	首个通过美国证券托管结算公司（DTCC）结算的人民币金融产品发行
2016 年 5 月 25 日	上海自贸区首笔人民币外汇货币掉期业务开启
2016 年 5 月 26 日	中国财政部在伦敦成功发行首笔境外人民币国债
2016 年 5 月 27 日	境外机构投资者投资银行间债券市场实施备案管理
2016 年 5 月 30 日	香港交易所推出新一批人民币货币期货
2016 年 6 月 1 日	香港金管局扩大人民币流动性合格抵押品范围
2016 年 6 月 7 日	央行与美联储签署在美建立人民币清算安排的合作备忘录，美国获 2500 亿元 RQFII 额度
2016 年 6 月 15 日	中国国债及其他债券收益率曲线发布
2016 年 6 月 15 日	外汇局全面实施外债资金意愿结汇管理
2016 年 6 月 17 日	人民币对南非兰特直接交易
2016 年 6 月 17 日	央行与塞尔维亚中央银行签署双边本币互换协议
2016 年 6 月 21 日	境外首只中国债券类 ETF 上市
2016 年 6 月 21 日	银行间市场发行交易的同业存单将对境外机构投资人开放投资权限
2016 年 6 月 21 日	外汇局修订对外金融资产负债及交易统计制度
2016 年 6 月 22 日	新加坡金管局将人民币金融投资纳入其官方外汇储备
2016 年 6 月 22 日	智利人民币清算中心启动
2016 年 6 月 23 日	港交所与汤森路透推出一系列人民币指数
2016 年 6 月 24 日	人民币对韩元直接交易
2016 年 6 月 24 日	全国外汇市场自律机制在上海宣告成立并召开了第一次工作会议
2016 年 6 月 25 日	央行与俄罗斯中央银行签署在俄罗斯建立人民币清算安排的合作备忘录
2016 年 6 月 27 日	全球首个美元兑人民币期货选择权商品正式挂牌交易



2016 年 6 月 29 日	财政部在香港成功发行人民币国债
2016 年 7 月 4 日	人民币外汇期权组合交易推出
2016 年 7 月 6 日	境外金融机构在境外远期卖汇头寸平盘后需交纳外汇风险准备金
2016 年 7 月 9 日	中新重庆项目下首个离岸人民币债券发行
2016 年 7 月 11 日	中国银行（香港）成为 CIPS 的首家境外直接参与者
2016 年 7 月 13 日	南非标准银行成为肯尼亚首家人民币现钞自由兑换银行
2016 年 7 月 15 日	首轮外汇掉期冲销业务成功组织
2016 年 7 月 18 日	新开发银行发行绿色熊猫债券
2016 年 7 月 27 日	新开发银行成功达成人民币利率互换交易
2016 年 7 月 28 日	柬埔寨可直接使用人民币
2016 年 8 月 15 日	港交所推出交叉货币掉期结算服务
2016 年 8 月 25 日	欧洲首个主权国家发行熊猫债
2016 年 8 月 25 日	人民币对欧元、日元和英镑参考汇率公布
2016 年 8 月 31 日	世界银行在中国银行间市场发行首期特别提款权（SDR）计价、人民币结算的“木兰债”
2016 年 9 月 1 日	人民币成为交易最活跃的新兴市场货币
2016 年 9 月 5 日	央行对 RQFII 证券投资额度实行备案或审批管理
2016 年 9 月 10 日	澳大利亚证券交易所开启人民币证券托管服务
2016 年 9 月 12 日	央行与匈牙利央行续签双边本币互换协议
2016 年 9 月 19 日	工行与新加坡交易所签署重点支持离岸人民币债券谅解备忘录
2016 年 9 月 20 日	央行授权中行纽约分行担任美国人民币业务清算行
2016 年 9 月 23 日	央行授权工行（莫斯科）股份有限公司担任俄罗斯人民币业务清算行
2016 年 9 月 26 日	人民币对阿联酋迪拉姆和沙特里亚尔开展直接交易
2016 年 9 月 27 日	央行与欧洲中央银行签署补充协议，延长双边本币互换协议有效期
2016 年 9 月 30 日	国债做市支持机制建立
2016 年 10 月 1 日	国际货币基金组织宣布纳入人民币的特别提款权（SDR）新货币篮子正式生效
2016 年 10 月 18 日	哈萨克斯坦国家证券交易所开立人民币清算账户
2016 年 10 月 18 日	首批境外银行成为中国外汇交易中心外币拆借会员

2016 年 10 月 20 日	国际中央证券存托行（ICSD）——明讯银行正式进入中国银行间债券市场
2016 年 10 月 24 日	菲律宾央行宣布将人民币纳入官方外汇储备
2016 年 10 月 25 日	渣打在中国的首批 SDR 债券成功定价
2016 年 10 月 27 日	香港金管局公布 9 家离岸人民币市场一级流动性提供行
2016 年 10 月 28 日	上海黄金交易所与迪拜黄金与商品交易所签署上海金基准价授权协议
2016 年 10 月 28 日	财政部首次公布 30 年期国债收益率
2016 年 11 月 2 日	全球首笔外国金融机构熊猫债发行
2016 年 11 月 7 日	首笔境外机构境内美元拆借业务达成
2016 年 11 月 14 日	人民币对加拿大元直接交易
2016 年 11 月 18 日	全球最大对冲基金 Bridgewater 获批进入银行间债券市场
2016 年 11 月 18 日	工行正式成为迪拜黄金与商品交易所结算银行
2016 年 11 月 22 日	中行与韩国交易所签署人民币期货交易做市商协议
2016 年 11 月 23 日	全功能型跨境双向人民币资金池业务推出
2016 年 11 月 25 日	国内首单超短期熊猫债在银行间市场成功发行
2016 年 12 月 5 日	深港通正式开通
2016 年 12 月 6 日	央行与埃及中央银行签署双边本币互换协议
2016 年 12 月 8 日	财政部在香港成功发行人民币国债
2016 年 12 月 8 日	上海票据交易所开业
2016 年 12 月 9 日	央行授权农行迪拜分行担任阿联酋人民币业务清算行
2016 年 12 月 11 日	中国正式加入国际银行业统计的本地银行业统计
2016 年 12 月 12 日	人民币对匈牙利福林、丹麦克朗、波兰兹罗提、墨西哥比索、瑞典克朗、土耳其里拉、挪威克朗七种货币直接交易
2016 年 12 月 13 日	上海自贸区首批债券交易结算顺利完成
2016 年 12 月 21 日	RQFII 试点地区扩大到爱尔兰
2016 年 12 月 21 日	央行与冰岛中央银行续签双边本币互换协议
2016 年 12 月 29 日	CFETS 人民币汇率指数货币篮子规则调整

金融去杠杆与汇率政策的调整

管清友¹、张瑜²

在国外美元指数比较平稳，国内货币政策维持紧平衡的背景下，近期汇率价格突然波动加大。两周时间，人民币兑美元中间价从 6.9 左右一度升值 1.6% 到 6.79，创了 2017 年的新高；汇率形成机制也发生了改变，5 月 26 日官方首次提及了在中间价形成机制中添加“逆周期因子”。811 汇改两年后，业界对汇率的关注度再一次提升，市场上产生了一些疑问与困惑。我们认为，本轮人民币贬值压力已经得到大部分释放，今年人民币兑美元汇率大概率会维持在 7 以内。

一、汇率波动的机制和政策背景变化

（一）中间价定价机制的本质是一个弹性分配机制

在分析与理解所谓的汇率机制之前，我们先要明确从 811 汇改至今，中间价的定价机制到底是什么样子的，由人民币兑美元单一汇率和 CFETS 一篮子指数共同搭建的中间价形成体系如何理解。

目前是中间价与一篮子指数两条腿共同支撑的汇率体系。我们由 CFETS 指数的形成公式进行简单的全微分和推导可以得到如下图这样的一个内外盘分析框架。等式右边都是客观外盘变化，并非我们可以干预与影响，我们只能是外盘汇率价格的接受者；等式左边是内盘，那么在等式平衡的前提下，对于外盘的变化我们只可以在内盘两个价格（中间价与一篮子指数）之间做政策选择，也就是谁来对应这个变化的弹性。

我们可以选择 CFETS 维持稳定，让中间价更具有弹性来跟随外盘的变化（如果美元涨，人民币想要维持对一篮子稳定，就必须中间价贬值，反之亦然，因此图 1 中的分析框架是恒等式）；也可以选择让中间价维持稳定，让 CFETS 来跟随外盘变动；也可以选择二者共同来反应，这些不同的选择就是通过中间价定价

¹ 管清友，中国人民大学国际货币研究所学术委员、民生证券研究院院长

² 张瑜，中国人民大学国际货币研究所研究员、民生证券研究院宏观固收研究主管、资产配置和战略投资研究中心联席负责人

机制来实现的，因此，中间价定价机制的本质是人民币兑美元单一汇率与 CFETS 一篮子指数的弹性分配机制。央行在 2016 年 5 月以货币政策执行报告专栏举例为标志正式公开新的形成机制后，强调的“维持一篮子稳定”，也就是让中间价更具有弹性。事实上也的确如此，在本次修订形成机制之前，我们的确可以看到中间价是基本客观跟随外盘变动的，CFETS 一篮子指数维持稳定在 94-95 之间窄区间波动。

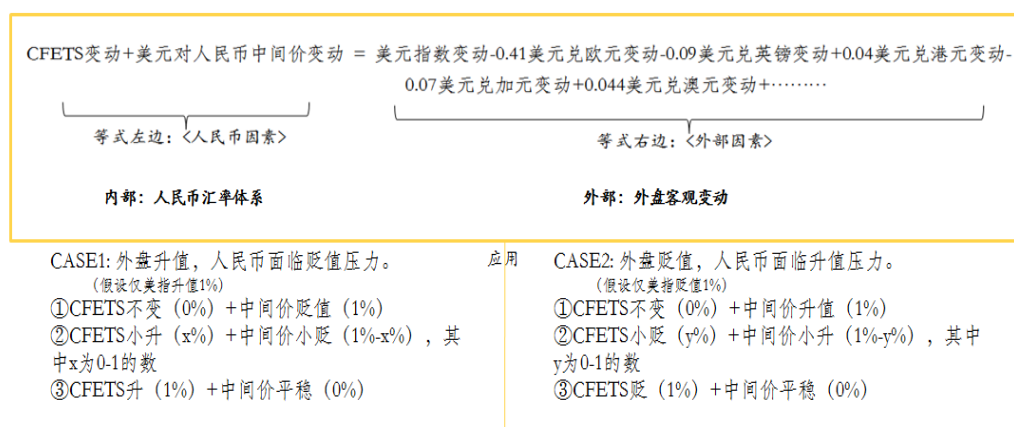


图 1：CFETS 指数进行简单的数学推导得到

(一) 人民币这一轮的贬值压力大部分已经得到释放

人民币汇率本轮积攒的贬值压力主要开始于 2014 年，中美经济货币双周期背离，人民币锚定美元跟随其被动升值，目前来看，前期被动升值积攒压力基本得到释放，人民币对新兴市场货币一篮子指数已经回调大部分。

2014 年美国经济相对复苏，QE 退出预期燃起，货币进入紧缩周期，同时人民币国内经济下台阶，货币政策宽松为主，中美的经济与货币周期皆存在明显的基本面背离，但由于汇率制度缺乏弹性（也就是上文中所说的中间价维持稳定，一篮子指数来跟随外盘变动），人民币跟随美元相对一篮子新兴市场货币升值近 16%，随着过去两年汇改推进，人民币对一篮子新兴市场货币指数已经跌去 11% 左右，考虑到中国经济基本面普遍比其余新兴市场国家更为稳健，扭曲其实已经基本修正。

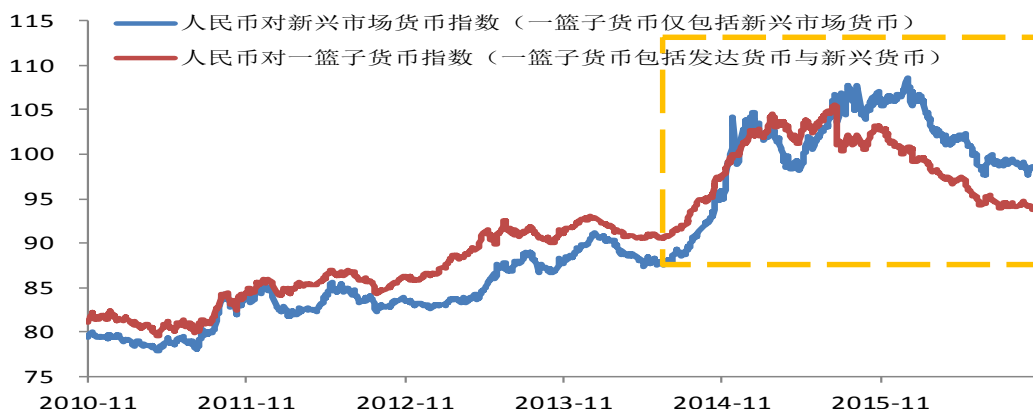


图2：CFETS 指数进行简单的数学推导得到。

资料来源：民生证券研究院整理

（二）金融去杠杆与强监管下的汇率、利率和资产价格政策搭配

以去年中央经济工作会议首提抑制资产泡沫而弱化稳增长为标志，货币政策发生了明确的转向，进入了“稳健中性”也就是实质上的紧平衡状态，货币市场利率提升与流动性的边际收缩，挤压资产泡沫的同时倒逼金融去杠杆；以2017年3月开始的银监会、保监会、证监会等监管机构高频下发三十余监管文件为标志，监管环境从鼓励金融自由化正式进入了严厉的强监管时代，从银行端与非银端几乎所有业务条线同时层层穿透，剑指监管套利与金融空转问题。

在这期间，我们看到货币市场资金价格全面上升，十年期国债利率上行到3.6%左右，收益率曲线扁平化上移；贷款利率普遍上浮，加权贷款利率走高；债券一级市场出现取消发行，整体发行规模回落；同业存单发行规模回落；银行整体资产负债表出现了一定收缩。

在这其中，央行一方面维持公开市场操作的资金价格平稳不松，去杠杆与稳健中性的基调不改；一方面适时应对市场流动性需求保证资金量的平衡，有效防范系统性金融风险。

二、交易惯性是机制表面背离的主要原因

只有基于以上三个大背景的理解的基础上，再来回顾过去两个月的汇率市场走势与政策变动，才能看的更为明朗。

何为机制的背离？回顾本次机制调整前两个月的汇率市场的情况，整体呈现

“美元贬+中间价平+CFETS 贬”的态势。从今年 3 月开始到上周之前，美元从 102 高位贬值 4%左右至 98，中间价维持 6.85-6.9 窄区间稳定，CFETS 指数从 95 左右跌至 92.5 左右。基本上外盘对应的变动都是由 CFETS 来反应并且承担的，中间价基本维持稳定，相比 2016 年 5 月开始呈现的“中间价弹性+CFETS 稳定”的趋势发生了改变，一度引发市场对于汇率运行机制更改的猜测。

为什么发生了机制的运行背离，是决策层主动选择的背离还是市场交易盘惯性？交易惯性是主要因素。

首先，由于美元加息与美联储缩表具有确定性，市场随着美元屡创新低的下跌宕，对于后市的美元回调预期也是逐渐升高的，交易层面买美元的惯性反而较强，我们看到收盘价相对中间价的每日贬值趋势再次强化，出现收盘价与中间价不贴合的现象（交易层面倾向买美元，人民币贬值预期比较强的时候都会伴随这样的现象）；

其次，由于 2 月份将 CFETS 参考时段从 24 小时调整为 15 小时，因此维持一篮子稳定的参考值从连续变为了断点，本身也在机制上相对降低了 CFETS 稳定性（具体可参考《CFETS 还锚不锚——中间价机制技术调整解读 20170220》），容易放大市场交易层面影响；

最后，按道理，央行完全有能力也有很大的灵活度可以在现行机制下纠正所谓的交易惯性，比如仅干预收盘价时点价格等。但央行并未采取行动，这里也有配合境内强监管环境稳定汇率的一定原因。过去三月中旬到五月中旬国内货币紧平衡+金融强监管，境内资产波动较大，特别是债市，长端利率上行到 3.65%。从维持稳定与避免系统性风险来看，境内资产波动较大的时候配合比较稳定的汇率是有一定必要的，否则会触发市场情绪的过度解读，即便是升值也会造成一定情绪扰动，2016 年底的债市剧烈波动，央行也曾采取过短暂维持汇率稳定规避风险联动的举措。五月中旬后长端利率稳定，逆周期因子公布，汇率价格进行修复性上涨。

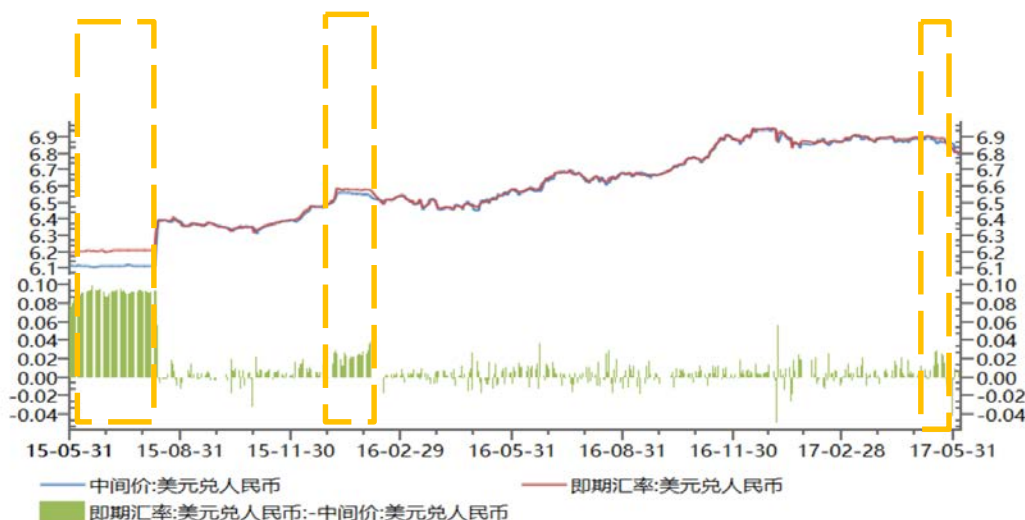


图 3：再次出现收盘价普遍相对中间价贬值的交易惯性（贬值预期高的时候都伴随着收盘价走贬）

资料来源：wind

三、微观机制调整和宏观审慎要求决定了今年汇率的稳定性

综合以上三个背景的梳理和具体市场的回顾，针对这一次具体的机制调整，具体的分析和理解应该从微观机制和宏观审慎两个角度来看，不应该单纯的仅从资产价格角度来看汇率。

（一）从微观的机制角度来看：透明性有所下滑，未来汇率弹性或有降低，年内汇率大概率不会破 7

机制的调整体现在增加了逆周期因子，定价公式从“收盘价+维持一篮子指数稳定的汇率变化”变成“收盘价+维持一篮子指数稳定的汇率变化+逆周期因子”；逆周期因子将参考宏观经济基本面进行动态调整；逆周期因子的定价模型尚未公开，主要参数外生设定。

从微观的单纯的机制层面来看，机制调整恐会带来如下一些影响。首先，透明性下滑。逆周期因子公式并不公开，且主要参数是外生确定，相当于原本非常透明的公式中增加了一项“黑箱子”。其次，弹性下滑。“逆”周期的意思，就是跌的多的时候少跌点，涨的多的时候少涨点，汇率弹性未来恐有所下降。再次，市场对于价格的参与边际弱化。报价行参与中间价形成的地位边际有所下滑，央行相对把控力上升。第四，机制稳定性的预期下滑。市场对于机制的稳定性产生一定担忧，还需要后续运行再观察。第五，境外投资者投资偏好边际弱化。对于

境外成熟投资者而言，汇率价格涨跌并不重要，汇率机制的透明性与稳定性更为重要。第六，年内汇率大概率不会破 7。

（二）从宏观审慎角度来看：留有一定的政策提前量与前瞻性是及时与必要的

通过逆周期因子的添加，整体是为后续的对内货币政策独立性做好铺垫，预留好政策空间与工具。

具体而言两个目的，第一是从具体汇率价格而言，美元目前的位置是比较明确的相对低点，美元大概率后续会进行一定的修复，由于人民币前期在美元弱的时候，交易惯性使然没有升值到位，后续美元如果走强 1-2%，中间价很容易就触碰到了 7 这个关键位置，由于机制目前较为透明，美元升值势头一起，很可能触发大家重新再次燃起一轮贬值的交易惯性，因此提前矫正市场“顺周期”性与交易惯性是十分必要的。

其次是从配合大监管去杠杆的金融环境而言，后续 6 月银行自查结果出来及监管细节的落地，市场担忧很可能会有一波商业银行资产负债表的收缩，整体流动性收缩下，股债波动或会加大，叠加 6 月美元加息大概率落地，如果内外资产价格联动，恐有一定的情绪传染，触发资产价格的联动。因此提前留好情绪切割的空间也是必要的，如果到时被动应对，市场对政策信心会弱化，更易于反向解读为被动无奈之举增加进一步恐慌。

最后从维护货币政策独立性角度来看，由于目前央行货币政策的多目标制，在不同政策周期阶段、不同经济基本面下，多个目标的相对重要程度是存在一个动态变化过程的，为了守住既有的金融降杠杆与抑制资产泡沫的成果，同时进一步更有效的推进工作，汇率弹性与透明度在一定时间内让位于国内政策主基调是必要的，一定程度上优先货币政策的独立性。



借“一带一路”夯实人民币国际化基础

涂永红¹

人民币加入 SDR 后,人民币国际化进入了调整期。由于国际贸易增长乏力、美元进入加息期,过去 5 年推动人民币国际化快速发展的两大动力——贸易结算、人民币升值出现了明显的弱化态势。据 SWIFT 最新公布的数据,2017 年 4 月外汇市场人民币交易份额已从 2015 年的第四位下滑到第七位。如何提高人民币贸易结算份额、增进人民币国际化的新动力,是当前亟待解决的问题。

实际上,人民币国际化和“一带一路”建设都是中国提供的全球公共物品,具有相互促进的内在逻辑联系,尤其是人民币国际化与资金融通目标的实现密不可分、高度相关。“一带一路”建设更是新常态下中国最重要的国家战略之一,已成为引领和推动经济全球化的中国方案。尽管资金融通包含多种形式和渠道,但本文将重点分析近年来十分耀眼的对外直接投资。

一、“一带一路”沿线国家成对外投资新亮点

中国创造了近 40 年经济高速增长的奇迹,是发展中国家中最大的外资吸收国。2015 年中国吸引外资的数量达到 1356.1 亿美元,仅次于美国,位居世界第二,而且超过了其他 4 个金砖国家吸引外资的总和(见图 1),在发展中国家吸收外资金额排名中位列榜首。积极利用外资,使中国能够以较低成本缩短与发达国家的技术差距,较快融入国际产业分工之中,结合自身优势发展成为世界加工厂。

经济全球化是一个“引进来”和“走出去”有机结合的过程。随着国民收入、出口能力以及外汇储备的不断增加,过去长期制约中国经济发展的“储蓄缺口”和“外汇缺口”逐渐消失,高储蓄、贸易收支顺差为中国对外投资准备了必要条件。为了深度融入经济全球化浪潮,在全球范围优化配置资产,2000 年我国开始实施“走出去”战略,鼓励企业对外投资。全球金融危机以及欧债危机爆发后,

¹ 涂永红,中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长、中国人民大学财政金融学院教授

发达国家经济复苏缓慢，新兴经济体增速回落，世界经济整体复苏疲弱乏力，投资增长速度放缓。我国则加快了对外直接投资步伐，对外直接投资存量连年高速增长，由 2006 年的 906.3 亿美元增长至 2015 年的 10978.6 亿美元，年均增速高达 31.94%（见图 2）。从流量看，中国已成为全球第二大对外投资国。从投资规模看，租赁和商务服务业、采矿业、批发零售业、制造业、交通运输仓储和邮政业、房地产业是我国对外投资的前六大行业。

2013 年习近平主席提出共建“一带一路”倡议，得到沿线国家积极响应，为我国对外投资开辟了新的发展空间。2016 年中国对“一带一路”沿线国家直接投资 145.3 亿美元，占总额比例 8.5%；投资存量总额占比也由 2006 年的 5.27% 提高至 2016 年的 10.3%；对外承包工程新签合同额 1260.3 亿美元，占同期比重 51.6%（见图 3）。为东道国增加了 10.7 亿美元的税收和 17.7 万个就业岗位。

实际上，近十年来中国对“一带一路”沿线 65 个国家和地区的投资增长迅猛，东盟十国、西亚十八国、南亚八国及独联体七国直接投资存量增长超过 10 倍。从国别结构看，超过一半的中国对一带一路投资存量集中在东盟十国，其次是独联体国家、西亚国家，随后是南亚和中亚国家（见图 4）。与投资、货币流通规模扩大相对应的是，“中国制造”、“中国建造”、“中国服务”受到越来越多沿线国家的欢迎，沿线国家的产品、服务、技术、资本源源不断地进入中国。

图 1 2015 年金砖五国吸收外资情况（单位：亿美元）

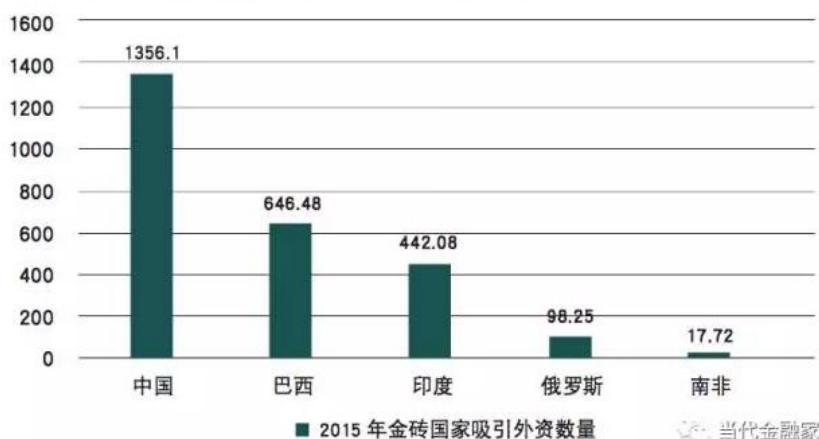


图2 2006～2015年中国对外直接投资存量(单位:亿美元)



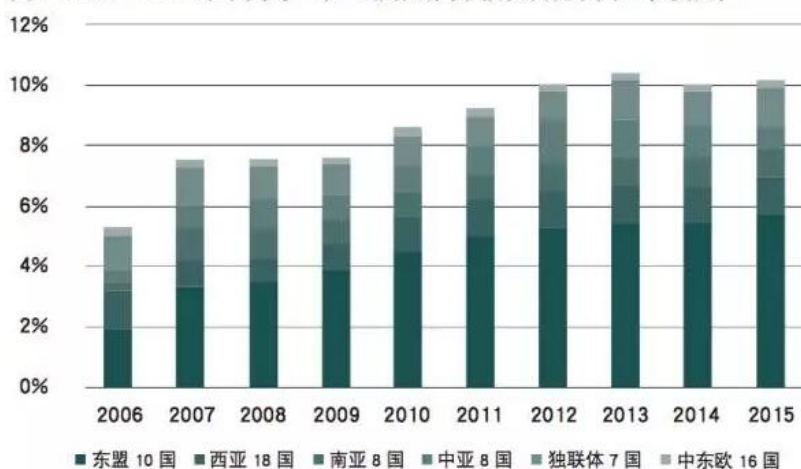
图3 我国对“一带一路”沿线国家直接投资情况



数据来源：《中国对外直接投资公报》、商务部。

当代金融

图4 2006～2015年中国对一带一路沿线国家投资占比(单位:亿美元)



数据来源：国家统计局。

当代金融

二、直接投资有助于夯实经济基础

现代货币是信用货币。信用货币在一国国内以及国际范围内的流通、使用完全取决于人们对该货币的信心，也就是对该种货币偿付能力的信心，而支撑偿付能力的根基在于强大的实体经济。这就意味着，人民币要成为重要的国际货币，关键在于继续维持我国重要的国际经济和贸易地位以及高效的宏观管理能力，并保证币值相对稳定。对外直接投资通过生产要素配置效应、产业结构优化效应、资本积累效应以及贸易效应，有利于促进我国经济增长，进而夯实人民币国际化的经济基础。

第一，提高生产要素配置效率。对外直接投资在一定程度上弥补了我国地大物薄、人均自然资源不足的短板，充分利用高储蓄、资本相对富裕的优势，跨境优化生产要素和资源配置，提高要素配置效率，为经济可持续发展提供更多保障。例如，我国是石油、天然气等能源和大宗商品的进口大国，对外依赖程度较高，通过对外直接投资对国外资源进行开发和利用，可减少国际市场价格波动的不利冲击，建立相对稳定的资源供应渠道，突破资源“瓶颈”以确保经济稳定增长。

第二，优化产业结构，加速供给侧改革。一方面，开展国际产能合作对外转移具有比较优势的富余产能，有利于加速“去产能、去库存”，为我国产业结构优化升级让出资源和空间。另一方面，开展并购投资获取国外的先进技术、品牌，通过逆向技术溢出效应将国外的高新技术、服务产业移植到国内，促进我国技术创新、提供高质量的产品与服务，加快“补短板”进程。例如，2015年3月27日，在哈萨克斯坦总理马西莫夫访华期间，作为推进产能合作的一项重要内容，中哈两国签署了100万吨/年综合钢厂项目合资公司备忘录。这是在中国实施“一带一路”战略、推进国际产能合作的开局阶段首次向中亚国家整体出口钢铁产能，为国家输出优质优势产能树立了一个成功样板。

第三，拓宽运用国外资本的渠道，增强资本跨境配置生产要素的能力。企业既可以通过发行股票、债券，或者进行金融租赁、银行贷款和项目抵押贷款等渠道从东道国筹措发展所需资金，也可以运用实物资产（如机器设备、零部件和原材料等）和无形资产（如专利和商标等）等形式创办合资企业，扩大经营规模、优化资本结构，实现资本积累和良性发展。

第四，拉动双边贸易，提高我国企业贸易定价话语权。直接投资通过要素跨境配置和生产分工，将投资国市场与被投资国市场有机地联系在一起。根据《2016年世界投资报告》统计，世界上约有550多家跨国公司，其海外分支机构达15000余家。2010~2015年，跨国公司出口额从6.32万亿美元增长至7.8万亿美元，占全球货物贸易出口额比例从41.3%增长至47.33%。为深入分析外商直接投资和对外直接投资的贸易效应，我们选取中国与世界上44个国家2003~2015年的双边贸易额，基于首届诺贝尔经济学奖获得者、荷兰计量经济学家丁伯根（Tinbergen）的贸易引力模型，研究中国对外直接投资、东道国对华直接投资对双边贸易的影响，实证分析结果表明，中国对外直接投资每增长1%，双边贸易额就会增长0.02%；而东道国对华直接投资对双边贸易的促进作用或影响却不显著。

换言之，对外直接投资已经成为拧紧中国与其他国家的经济纽带，如果要推动双边贸易发展，就应该大力发展对外直接投资。而扩大对外直接投资规模在进一步巩固我国贸易地位的同时，也为人民币国际化构筑了稳固的发展平台。

三、直接投资推动的实现路径

在新的历史发展阶段，扩大对外直接投资既是中国经济稳健发展的内在要求，也是推动经济全球化及人民币国际化的重要路径。具体表现在以下三个方面。

（一）提高对外投资中的人民币使用比例

“一带一路”沿线国家大多基础设施薄弱、建设资金缺口巨大，而中国基础设施建设能力强大、资本相对富裕，具备对外投资的充分必要条件。中国可以运用自身的比较优势，在沿线国家迫切需求的基础设施项目建设中合理地提供资金、设备技术、管理和劳务。尽管人民币的使用受到被投资国接受人民币的主观意愿、海外子公司的市场策略、使用国际货币习惯等多种因素的影响，但在对外直接投资中，企业使用人民币至少有两大优势：一是可以在熟悉的国内制度下更便捷地获得充裕的资金供给，增加资本可获得性和市场竞争力；二是可以避免汇率风险和价格波动，尤其是那些主要以中国为供求市场的直接投资项目，其原材料、中间产品投入或产品销售收入需要以人民币计价和结算，为了减少汇兑环节、降低

汇兑风险或价格波动性，有使用人民币投资的强烈动机。除了基础设施投资外，中国为基础设施项目建设提供的多种形式的资金支持，如人民币银团贷款、发行人民币债券甚至提供政府援助等，也应该遵循货币借、用、还统一原则，以最大限度地减少汇率风险。

（二）提高贸易人民币计价结算份额

贸易计价结算货币的选择还取决于其他多种因素，如出口产品的可替代性、出口企业的定价权、外汇交易成本及币值稳定性等。通常，跨国公司在贸易计价结算货币的选择中握有较大的主动权，主观上倾向选择使用母国本币，因此，对外投资大国的本币通常会被广泛使用于贸易计价结算并成为主要国际货币。扩大对外直接投资，主要是通过三条途径提高人民币贸易计价结算占比：

其一，拉动贸易。直接投资将投资国和被投资国的资源进行整合，形成供产销链条，有利于增加两国之间的贸易。由于中国在基础设施建设、管理方面具有明显的国际竞争优势，对外进行基础设施项目投资时，东道国需要大量采购中国产品和劳务，不仅可扩大双边贸易，还可带动更多人民币计价结算。

其二，增强产品竞争力。要在沿线国家生存和发展，对外投资企业必须拥有一定的技术优势，迫使企业加大研发力量，确保自身产品技术含量较高、竞争力较强、较少被当地企业替代，这样有利于提高企业定价权，中资企业可更多使用人民币进行计价结算。

其三，提高中国在国际产业链分工的地位和主导权。当前的国际贸易主要是跨国公司发起组织的，扩大对外投资规模，可增加中资企业的贸易主动权，提升其国际产业链中的地位。在投资规模相同的情况下，投资结构是决定跨国公司贸易主导权的关键。因此，中国在扩大对外直接投资时，需要有意识地选择一些特定的项目、行业和国家，鼓励在国际产业链占据主导地位的企业进行跨境并购，从而实现优化资源配置的目标，为企业主动选择人民币计价结算创造更好的条件。

（三）壮大人民币国际化的金融主力军

截至 2015 年末，中国银行、工商银行、建设银行、农业银行、交通银行在全球 50 多个国家和地区总计设立了 1000 多个海外机构。对外投资与金融机构国际化之间具有互相促进、合作共赢关系：一方面，对外投资及其拉动的国际贸易增加了跨境支付结算、投融资、现金管理等多元金融需求，为中资金融机构走出



去、发展跨境金融业务提供了更加宽广的市场，也为人民币离岸业务、离岸市场发展注入了新动力；另一方面，中资金融机构加大对外投资力度，增加海外机构和网点，提供多种多样的产品及服务，在实现自身业务国际化、收入渠道多元化目标下，为中国跨国企业开拓国际市场、赢得竞争力提供关键的金融支持，也为金融交易、贸易结算中扩大人民币的使用范围创造了必要条件。因此，对外直接投资中必须保持一定比例的金融机构对外投资，使得金融类投资与非金融类投资协调发展，互相促进，以便在促进金融机构国际化发展的同时为实体经济的国际化经营提供足够的支撑，发挥人民币国际化加速器和催化剂作用。

引入逆周期因子，人民币汇率国际影响力保持稳定

周颖刚¹、王艺明、程欣、揭咏诗²

2017年5月26日，央行在人民币对美元中间价的形成机制公式中加入“逆周期因子”后，人民币短期内升值的态势明显。厦门大学经济学科编制的人民币汇率国际影响力指数显示，自引入逆周期因子一个多月以来，人民币汇率的国际影响保持相对稳定，如图1示。



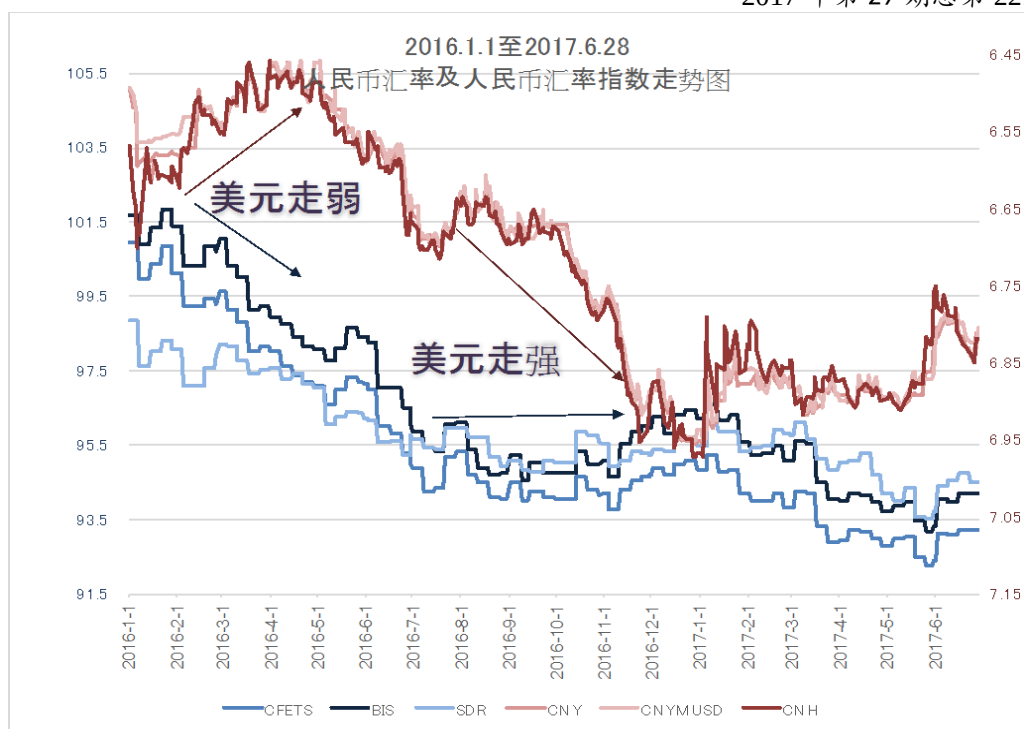
图一

一、何为逆周期因子？

人民币汇率中间价是即期银行间外汇交易市场和银行挂牌汇价的最重要参考指标。在加入逆周期因子之前，今日中间价=昨日收盘价+权重系数*一篮子货币汇率变动。其中权重系数是非对称的：当美元走强时，权重系数比较高，人民币会更多地盯住一篮子货币，和篮子里的货币一起贬值；当美元走弱时，权重系数比较低，人民币会更多地盯住美元，相对一揽子货币贬值，这样的关系也被称为“非对称性贬值”，如图二。

¹ 周颖刚，厦门大学人民币汇率国际影响力指数课题组成员、中国人民大学国际货币研究所特约研究员

² 王艺明、程欣、揭咏诗，厦门大学人民币汇率国际影响力指数课题组成员



图二

根据上述的双锚机制，外汇市场可能存在一定的顺周期性，容易受到非理性预期的惯性驱使，放大单边市场预期。为了打破这种单边预期，央行引入了“逆周期因子”，今日中间价=前日收盘价+权重系数*一篮子货币汇率变动+逆周期因子，主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。加入“逆周期因子”后，人民币短期内升值的态势显著，如图三。尽管人民币汇率回升的充分条件是美元指数回落，而触发因素是逆周期因子的引入。据测算，该因子在引入后的20个交易日中每天对人民币汇率回升的贡献是89个基点。



图三

近年来，人民币汇率形成机制的数次改革时点都与美联储加息时点接近，说明央行积极应对美联储加息，为人民币贬值压力提前预留了政策空间。2015年8月11日人民币中间价改革、发布CFETS指数是美联储自2008年经济危机后首次加息的前夕；在美国第二次加息后不久，中国央行扩大了CFETS货币篮子并时隔六年首次提升MLF政策利率10个基点；在美联储第三次加息后不久，2017年5月26日央行在央行人民币中间价报价机制中加入了逆周期因子，这是对未来可能出现的资本流出情形与人民币贬值羊群效应的一种提前防范。

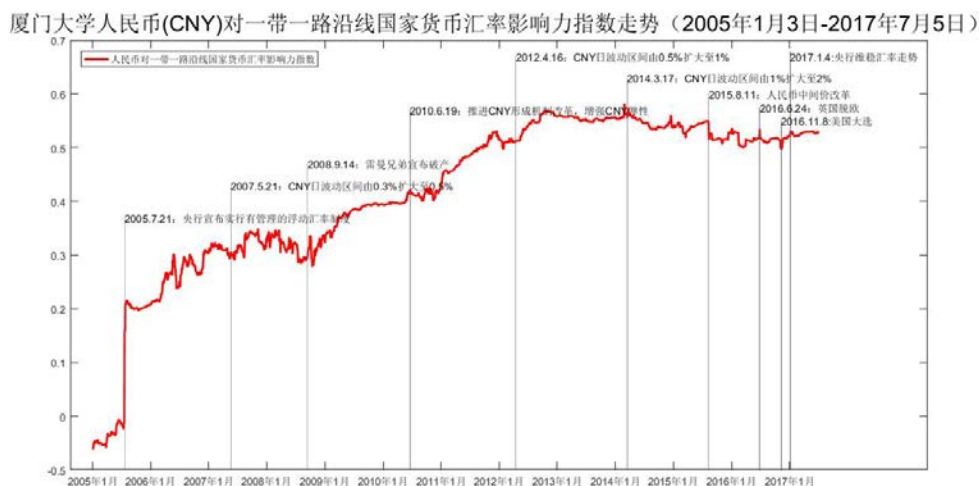
2017年6月15日，美联储FOMC会议公布6月利率决议，宣布再次上调基准利率目标范围25个基点至1%-1.25%。这是美联储自2015年以来第四次加息。尽管美联储频频加息，但因为特朗普经济政策的不确定性、美国经济数据不及预期等因素，美元指数维持了下降趋势。自2016年12月15日美联储加息以来至今，美元指数下跌将近7%，相对其它G20国家货币，人民币保持了相对稳定。

二、人民币汇率的国际影响保持稳定

厦门大学编制的人民币汇率国际影响力指数显示，自引入逆周期因子一个多月以来，人民币汇率对G20国家货币和“一带一路”沿线国家主要货币的国际影响保持相对稳定，如图四和图五示。期间还有几个重要事件，如2017年6月13日欧洲央行宣布完成对等额5亿欧元的人民币外汇储备的投资，这项投资反映出人民币日益扮演起更加重要的国际货币角色；6月21日，著名的指数编制公司摩根士丹利资本国际公司（MSCI）宣布从2018年6月开始将中国股票纳入MSCI新兴市场指数；7月3日，内地与香港债券通开通，标志着债券市场国际化启程。这些事件的影响在短期内都不明显，但长期而言，将对人民币汇率的国际影响产生积极效应。



图四



图五

【厦门大学货币汇率国际影响力指数简介】

厦门大学的人民币汇率国际影响力指数衡量人民币汇率的变动对其他货币的净影响程度（即人民币对其它货币的影响减去其它货币对人民币的影响）除以人民币汇率变动的标准差和受影响样本货币的个数，其经济含义是人民币汇率收益率每变化一个百分点，其他货币汇率收益率平均净变化多少个百分点。现有的人民币国际化指数通常以人民币在国际贸易结算、投资、储备的数额及在国际货币中排名作为标准来衡量其重要性，忽略了人民币汇率对其他货币的影响程度及其走势、发布频率低，不能区分人民币汇率对不同类型经济体货币的不同影响。而厦门大学人民币汇率国际影响力指数让汇率市场数据说话，使用每日汇率数据更新人民币汇率国际影响力指数，能够及时地跟踪人民币汇率的变化对其它货币

汇率的影响，很好地展示了人民币国际化进程中历次汇制改革实施后人民币国际影响力的变动。厦门大学货币影响力指数统计方法不但可以分析重大国际国内经济事件发生后人民币对不同经济体影响力的变动方向和幅度，还可以将人民币影响力与其他国家货币影响力做横向对比。

2016 年 6 月 6 日厦大经济学科首次发布人民币汇率国际影响力指数，就受到了社会各界的广泛关注。7 月 21 日和 8 月 11 日又分别新增发布离岸人民币汇率 (CNH) 国际影响力指数和人民币中间价 (CNYMUSD) 国际影响力指数，回顾两次人民币汇改的市场化和国际化历程。2017 年 2 月，厦大经济学科编制了基于 G20 国家的新指数，反映人民币汇率的变化对 G20 国家、发达国家、发展中国家和亚洲主要货币汇率的影响。2017 年 3 月，厦门大学新增发布了金砖五国货币汇率对 G20 国家货币的影响力指数，说明人民币汇率国际影响力一枝独秀、各国货币合作机制亟待深化。2017 年 4 月和 5 月，厦门大学新增发布了人民币汇率对一带一路沿线国家货币影响力指数，自 2017 年以来特别是“一带一路”高峰论坛的召开，有明显的上扬。同时，人民币已成为“一带一路”沿线主要国家或地区货币网络的中心。

这一系列货币汇率指数是厦大研究团队运用定量分析进行经济系统数据分析的典范，运用现代计量经济学方法与工具，以数据分析为基础实证研究人民币汇率在国际上和亚洲地区的影响力，也可对人民币汇改等政策实施以及英国脱欧、美国大选等重大国际事件的影响进行了定量评估，增强了经济政策建议的科学性，是建设具有中国特色、高水平的、新型经济学智库的有益尝试。

金融科技私募计划 ——在债务资本市场上与银行展开合作¹

弗兰克·沙伊迪希²

如今，金融科技公司是大家的宠儿。主要金融中心和众多银行都有自己的金融科技孵化器或加速器。金融科技公司没有历史包袱的限制，因此都对自身的创新和颠覆能力引以为傲。这一点主要体现在零售市场上，建立了诸如 P2P 借贷公司 Zopa，以及外汇交易公司 TransferWise。金融科技公司因可直接向客户推广自己的服务而蓬勃发展。与老牌企业相比，金融科技公司因更具成本效益、更易操作，并且专注细分市场，从而获得市场收益。

这些方法并不总能转化为诸如资本市场的批发市场。金融科技公司必须克服极大的障碍，包括复杂的监管、信息技术系统、资本要求以及对可接受标准的需求。这可能就是为什么这些由银行或诸如交易所的战略参与者所支持的公司往往比没有这类支持的公司成长得更快、也更加成功。

颠覆批发市场不太常见、也不太可取。金融科技公司可以与银行合作，并通过更好地将数据等现有资产货币化，或通过共担行业成本来增加价值。成本分摊的理念已经通过支付结算系统之间的合作普及开来，如支付公司 Swift 和美国的清算公司 DTCC 等。区块链领域的 R3 财团等合作式创业公司已经采用了类似的方法。而如 TrustBills 等其他公司更多关注的是商业银行领域而不是资本市场。

与为零售客户提供新颖的利基产品相比，建立行业公用设施显然更加困难。德国中央合作银行正与同行合作，通过银行、发行方、投资者均已采用的成本均摊化为变革债务资本市场的行业公用设施提供支持。

“欧洲私募设施”是一个由卢森堡金融行业监管委员会（CSSF）监管的中立且独立的平台。该平台允许借款方——公司、市政当局、地区、主权和机构——

¹ 翻译：李雪怡；审校：肖柏高

² 弗兰克·沙伊迪希是德国中央合作银行高级行政银行业务的全球负责人；本文选自货币金融机构官方论坛《全球公共投资者》第四期年度报告。

一以快速、规范、具有成本效益的方式发行债券。这将有助于银行恢复股本回报并优化监管合规。借款方将能以前所未有的方式开拓市场。投资者将能够获取标准文件，严格的质量把关，并且有权访问数据中心，以便协助开展尽职调查。由于国家边界仍将市场限制在较小的区域内，“欧洲私募设施”计划也应通过建立跨域边界的桥梁来惠及各国经济。

通过提供完整的债券发行价值链，“欧洲私募设施”计划允许所有利益相关者专注自身最擅长的领域——银行发行并募集债券，投资者分析并做出明智的投资决策，借款方挖掘大量潜在的投资者，监管方有效监管。各方都由“欧洲私募设施”联系起来。尽管这只是改进性而非颠覆性的计划，但其实现的结果是革命性的。由于规模经济巨大，交易可以通过 T+1（交易日后一天）结算。这在未来将提升为 T+0，消除一级市场和二级市场的差异。债务文件的标准化更易于比较，也使交易者和投资者更易理解，因而流动性也将大大提升。

降低成本将帮助新发行方进入市场，减少经济对银行资金的依赖。如果主权基金与银行危机不再相互关联，那么经济整体的韧性和稳定性将会有所提高。该私募计划便是良好的范例：通过开放性的办法，发挥金融科技公司的作用，推动整个市场甚至经济的发展。该计划有望能够成为以合作方式提供变革性服务的行业公用设施中的先驱。

Fintech initiative for private placements

Working with banks on debt capital markets

Frank Scheidig¹

Fintech companies are everybody's darlings. Major financial centres and many banks have their own fintech incubators or accelerators. Unconstrained by legacy systems and processes, fintech companies take pride in their ability to innovate and disrupt. This is seen primarily in retail markets with the establishment of companies such as the peer-to-peer lender Zopa, and TransferWise for foreign exchange transactions. Fintech companies thrive because they can promote their services directly to customers. They make market gains against incumbents by being more cost effective and easier to use, and by focusing on niche areas.

These methods do not always translate to a wholesale environment such as capital markets. Fintech companies must overcome considerable barriers including the complexity of regulations, IT systems, capital requirements and the need for accepted standards. This may well be why those companies backed by banks or other strategic players, such as exchanges, tend to reach maturity faster and become more successful than those without such support.

Disruption in wholesale environments is less common but also less desirable. Fintech companies can work alongside banks and help add value by better monetising existing assets such as data, or by mutualising industry costs. The idea of mutualising costs is already well established through partnerships such as the payment system Swift or the DTCC in the US for settlement issues. A similar approach has been taken by collaborative start-ups such as the R3 consortium in the blockchain environment. Others such as TrustBills are looking more at the commercial banking sector rather than capital markets.

Establishing industry utilities is infinitely more difficult than offering a new niche product to retail consumers. DZ BANK is working with peers to support an

¹ Frank Scheidig is Global Head of Senior Executive Banking at DZ BANK.; This article appears in OMFIF's fourth annual Global Public Investor report.

industry utility that will revolutionise debt capital markets by mutualising costs that so far have been carried by banks, issuers and investors alike.

The ‘european private placement facility’ is a neutral and independent platform regulated by the Luxembourg financial sector regulator (CSSF). It allows borrowers – companies, municipalities, regions, sovereigns and agencies – to issue debt securities in a fast, standardised and cost-effective way. This will help banks restore their return on equity and optimise regulatory compliance. Borrowers will be able to tap markets in a way not possible before. Investors will have access to standard documentation, stringent quality control and data hubs for help in carrying out due diligence. The eppf initiative should also benefit countries’ economies by bridging national borders, which still limit markets to smaller regional pockets.

By offering the complete value chain of a bond issuance, eppf allows each stakeholder to concentrate on what it does best – banks originate and place bonds, investors analyse and make informed investment decisions, borrowers tap a large universe of potential investors, and regulators supervise efficiently. The link between them all is eppf. Although evolutionary rather than disruptive, the results it achieves are revolutionary. Owing to the immense economies of scale, trades can be settled at T+1 (one day after the trade date). This will improve to T+0 in the future, eliminating the difference between primary and secondary markets. The standardisation of bond documents makes them easier to compare and easier for traders and investors to understand. This will improve liquidity.

Lower costs will enable new issuers to access markets, reducing an economy’s dependence on bank funding. If the link between sovereign funding and banking crises is broken, the overall resilience and stability of economies will increase. The private placement initiative is an example of how, with an open-minded approach, fintech can be used to the advantage of a whole market and even entire economies. The hope is that it is the first of many industry utilities that provide revolutionary services in a collaborative way.

“萨伊定律”不是萨伊的全部¹

史蒂夫·汉克²

2014 年，美国经济分析局（BEA）开始发布一个新的统计数据，将其作为美国国民收入帐户的一部分。除了国内生产总值（GDP）外，美国经济分析局现在开始发布总产值（GO）。这一动态并没有引起关注和报道。不幸的是，这是金融新闻界常见的疏忽。是的，发布总产值数据是一项重大突破。

简要地回顾一下经济思想史，我们就能知道为什么总产值数据意义非凡。大概从亚当·斯密的《国富论》（1776 年）出版开始，直到 19 世纪中叶，古典经济学一直十分流行。它的关注焦点是经济的供给侧，奉行生产是繁荣的泉源。

法国经济学家让·巴蒂斯特·萨伊（1767-1832）是古典经济学的代表人物。到目前为止，他最为人知的理论是“萨伊定律”。约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard）用通俗的话解释了这个定律，即“供给创造了自己的需求”。但是，凯恩斯的解释扭曲了萨伊定律的真正含义，遗失了定律的主要信息。

萨伊的观点很清楚：需求不足并不能造成经济衰退。在 1936 年凯恩斯的《就业、利息和货币通论》出版之前，几乎每个主流的经济学家都赞同萨伊的这个观点。所以，在凯恩斯的《就业、利息和货币通论》出版之前，尽管大多数经济学家都认为经济的确存在着周期，但需求不足没有被列为经济衰退的原因之一。

所有这一切都被凯恩斯推翻了。凯恩斯认为萨伊的理论无足轻重，于是他可以从经济话语和公众思想中移除萨伊的理论。凯恩斯不得不这样做，因为他的整个理论就是在分析需求不足，以及如何提升总需求——即使用财政刺激，如降低税收或增加政府支出。

凯恩斯大获成功。随着《通论》的出版，供给侧经济学几乎完全成为昨日黄花。在国民收入账户数据中它被总需求所取代。因此，总需求理论一直主导着经济话语和政策。经济结构的另一面——供给侧——无处可寻。

¹ 翻译：陈文烨；审校：肖柏高

² 史蒂夫·汉克（Steve H. Hanke），中国人民大学国际货币研究所国际顾问委员，约翰霍普金斯大学应用经济学教授

然后是八十年代的供给侧革命。这与诺奖得主罗伯特·蒙代尔（Robert Mundell）有关。这场革命在很大程度上是在《华尔街日报》上进行的。在这里，萨伊如凤凰涅槃般卷土重来。《华尔街日报》已逝的一位编辑罗伯特·巴特利（Robert Bartley）在他 1992 年出版的著作《丰收的七年：如何让它再一次发生》（The Seven Fat Years: And How to Do It Again）中重申了萨伊的重要地位：“我记得阿特·拉弗（Art Laffer）告诉我，我必须学习萨伊定律。他说‘这是我信奉的’‘也是你要信奉的’。”

重要的是，我们现在有了供给侧的官方数据，即总产值（GO）。而公众和有关公共政策的辩论却并不像官方数据。总产值衡量在各个生产阶段的经济活动。它类似于财务报表中的顶行数据（如：总收入或销售额）。总产值数据按季度发布，最新的数据是 2016 年第四季度。总产值数据将补充而非替代传统的国内生产总值数据。国内生产总值数据是底行数据，类似于企业财务报表中毛利所处的位置。总产值数据将促进我们对商业活动规模和对经济周期的理解。

国内生产总值与总产值：公式和美国的数据

总值	公式（变量的定义在下表）	2016 年第四季度数据（单位：十亿美元）
国内生产总值	$C+I+G+(E-M)$	19780.6
总产值	$C+(I+II)+G+(E-M)$	33706.2

来源：Federal Reserve Bank of St.Louis Economic Data

国内生产总值与总产值：构成、定义和美国的数据

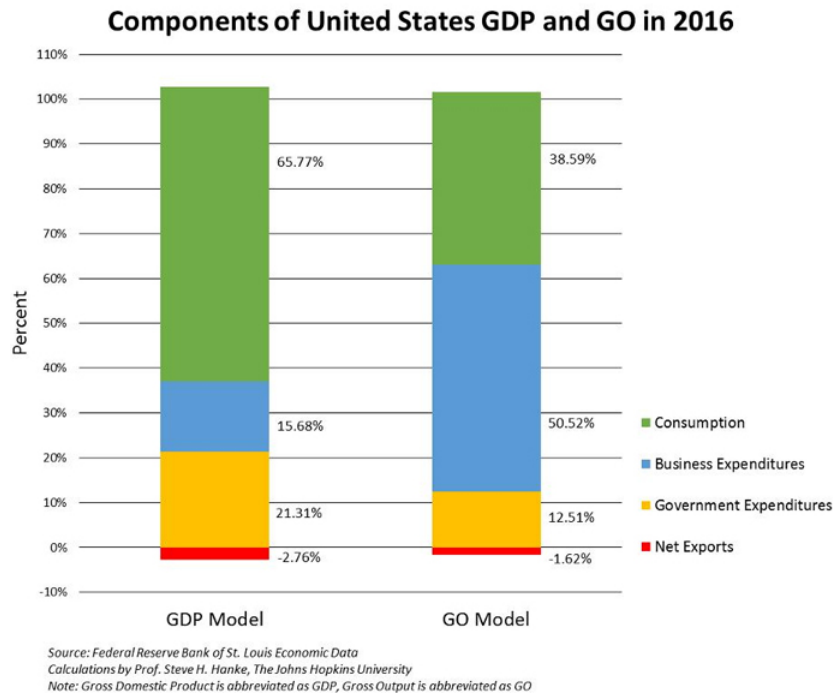
构成	定义	2016 年第四季度数据 （单位：十亿美元）
私人消费（C）	花费在商品和服务上的消费支出	13008.9
私人投资（I）	购买固定资产，用于生产消费品。但不包括现有资产的交换和非固定资产比如工资。	3101.4
政府支出（G）	各级政府用于采购商品和服务的支出	4215.5
净出口（E-M）	一个国家总贸易额的净值	-545.2
中间投入（II）	生产过程中耗费的商品和服务，用于生产其他的终端消费品和服务。不包括批发额和零售额，因为在这两个过程中商品和服务并没有发生进一步的转变。	13925.6

如何计算传统的国内生产总值和新鲜的总产值？下表回答了这个问题。

这些变化巨大，在概念上和数值上均是如此。事实上，2016 年第四季度的

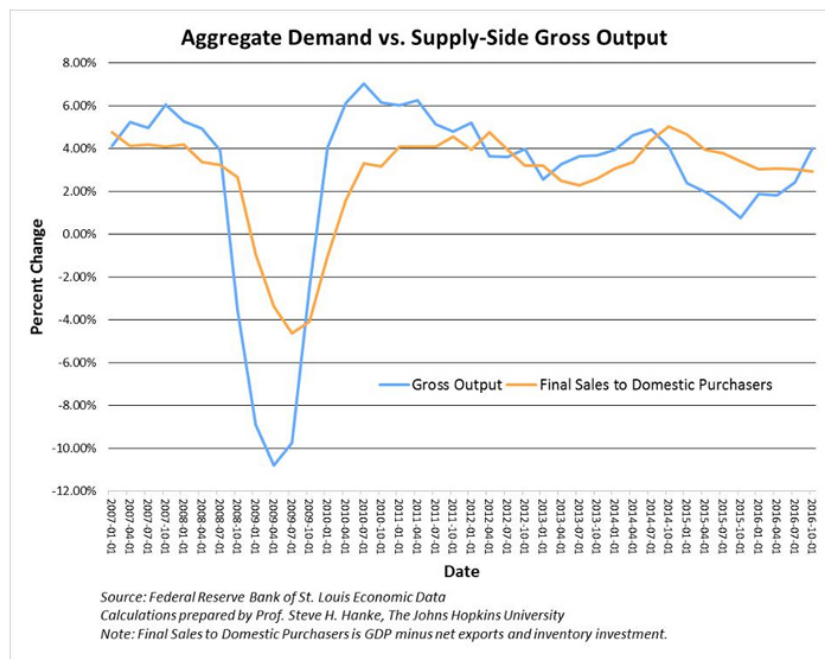
总产值比国内生产总值高出 73.8%。为什么？因为国内生产总值只衡量经济环节中所有最终商品和服务的价值。国内生产总值忽略了生产这些商品和服务所需的所有中间环节。总产值纠正了大部分的遗漏。

凯恩斯的光芒曾暂时盖过了萨伊，但伟大的萨伊还是卷土重来了。由此，消费和政府支出就变得不那么重要了（见附带的条形图）。



与教科书所教给我们的知识和专家们反复宣扬的论调相反，消费并不是重头戏。营业支出才是。

通过国内总需求和总产值数据，我们可以清楚地了解美国经济当前的状况。下图显示经济出现了持续的增长衰退：经济的确在增长，但是增长率低于其趋势率。这并不应该令人惊讶。广义货币供应量（迪维西亚指数 M4）的增长率决定了主要名义变量的增长率，如总需求。广义货币供应量在 2016 年平均增长 4.95%。因此，2016 年名义总需求增长 4.46%，名义总产值增长 4.006%，这并不奇怪。但这两者的增长率都低于趋势率。也就是说，总产值是一个领先指标，而且正在猛升。但是，广义货币供应量的增长正在放缓。所以，美国在可预见的将来可能会陷入经济衰退。



There Is More to J.B. Say than ‘Say’s Law’

Steve H. Hanke¹

In 2014, the U.S. Department of Commerce’s Bureau of Economic Analysis (BEA) started to report a new data series as part of the U.S. national income accounts. In addition to gross domestic product (GDP), the BEA now reports gross output (GO). This has gone unnoticed and unreported — an unfortunate, but not uncommon, oversight on the part of the financial press. Yes, GO represents a significant breakthrough.

A brief review of some history of economic thought reveals why GO is a big deal. The Classical School of Economics prevailed roughly from the time of Adam Smith’s *The Wealth of Nations* (1776) to the mid-19th century. It focused on the supply side of the economy. Production was the wellspring of prosperity.

The French economist J.B. Say (1767-1832) was a highly regarded member of the Classical School. To this day, he is best known for Say’s Law of Markets. Thanks to John Maynard Keynes, in the popular lexicon, this law simply states that “supply creates its own demand.” But, Keynes’ rendition of Say’s Law distorts its true meaning and leaves its main message on the cutting room floor.

Say’s message was clear: a demand failure could not cause an economic slump. This message was accepted by virtually every major economist, prior to the publication of Keynes’ *The General Theory of Employment, Interest and Money* in 1936. So, before *The General Theory*, even though most economists thought business cycles were in the cards, demand failure was not listed as one of the causes of an economic downturn.

All this was overturned by Keynes. Keynes set J.B. Say up as a straw man so that he could remove Say’s ideas from economic discourse and the public’s thinking.

¹ Steve H. Hanke, Member of IMI International Committee, Professor of Johns Hopkins University

Keynes had to do this because his entire theory was based on the analysis of demand failure, and his prescription for putting life back into aggregate demand — namely, a fiscal stimulus (read: lower taxes and/or higher government spending).

Keynes was wildly successful. With the publication of *The General Theory*, the supply side of the economy almost entirely vanished. It was replaced by aggregate demand, which was faithfully reported in the national income accounts. In consequence, aggregate demand has dominated economic discourse and policy ever since. The structure of the economy — the supply side — is nowhere to be found.

Then came the supply-side revolution in the 1980s. It was associated with the likes of Nobelist Robert Mundell. This revolution was carried out, in large part, on the pages of *The Wall Street Journal*, where J.B. Say reappeared like a phoenix. *The Journal's* late-editor Robert Bartley recounts the centrality of Say in his book *The Seven Fat Years: And How to Do It Again* (1992): “I remember Art Laffer telling me I had to learn Say’s Law. ‘That’s what I believe in’, he professed. ‘That’s what you believe in.’”

Importantly, we now have official supply-side data on the structure of the economy, namely gross output (GO). And when it comes to the public and the debate about public policies, there is nothing quite like official data. GO measures total economic activity at all stages of production. It is analogous to “topline” (read: total revenue or sales) data in business financial statements. It is reported on a quarterly basis, with 2016 Q4 being the most recent. GO data will complement, not replace, traditional GDP data, which are “bottomline” data, analogous to gross profits on business financial statements. GO data will improve our understanding of the magnitude of business activity and our understanding of the business cycle.

GDP and GO – Equations and U.S. Values

Aggregate	Equation (Variables defined in table below)	Value in 2016 Q4 (Billions of USD)
Gross Domestic Product (GDP)	$C + I + G + (E-M)$	\$19,780.6
Gross Output (GO)	$C + (I + II) + G + (E-M)$	\$33,706.2

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Data.

Calculated by Prof. Steve H. Hanke using inputs sourced from FRED.

Prepared by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.

U.S. gross domestic product and gross output.

**GDP and GO –
Components, Definitions and U.S. Values**

Component	Definition	Value in 2016 Q4 (Billions of USD)
Personal Consumption Expenditures (C)	Consumer spending on goods and services.	\$13,008.9
Private Investment (I)	Purchases of fixed assets that business make to produce consumer goods. However, this does not include the exchange of existing assets and non-fixed assets like employee salaries.	\$3,101.4
Government Expenditures (G)	Purchases made by all levels of the government for goods and services.	\$4,215.5
Exports – Imports (E-M)	Net value of total trade by a country.	-\$545.2
Intermediate Inputs (II)	Goods and services used in the production process to produce other goods and services rather than for final consumption. It does not include gross sales from wholesale and retail levels because there is no further transformation of the goods and services.	\$13,925.6

Source: Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Data

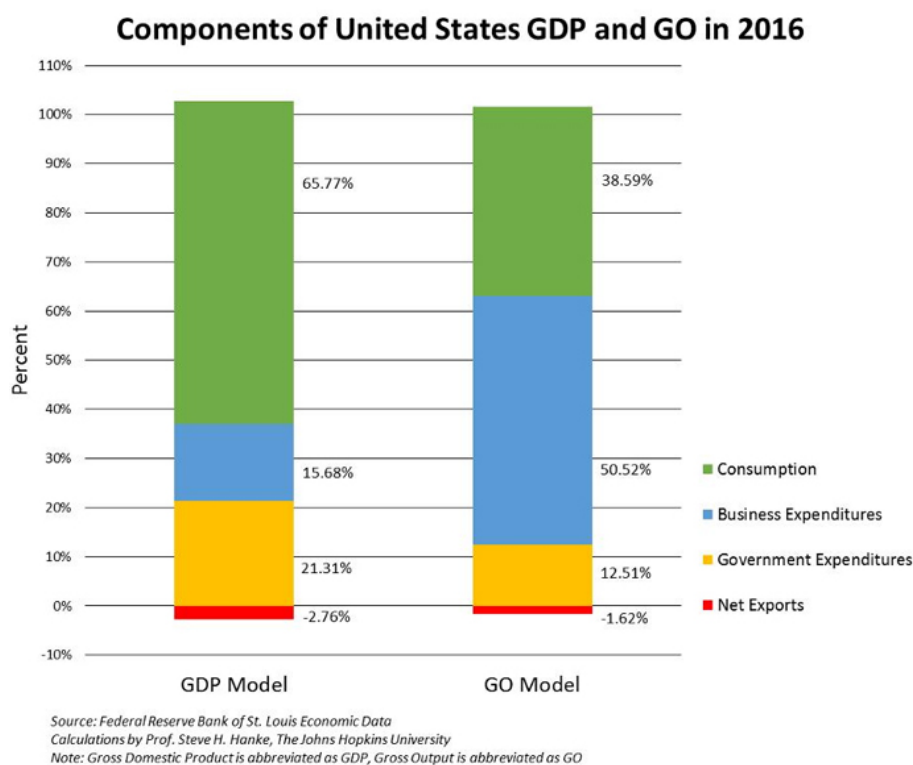
Prepared by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.

U.S. gross domestic product and gross output components.

What makes up the conventional measure of GDP and the new GO measure? The tables below answer that question.

These changes are big, not only conceptually, but also numerically. Indeed, in 2016 Q4 GO was 73.8% larger than GDP. Why? Because GDP only measures the value of all final goods and services in the economy. GDP ignores all the intermediate steps required to produce GDP. GO corrects for most of those omissions.

Even though the always clever Keynes temporarily buried J.B. Say, the great Say is back. With that, the relative importance of consumption and government expenditures withers away (see the accompanying bar charts).

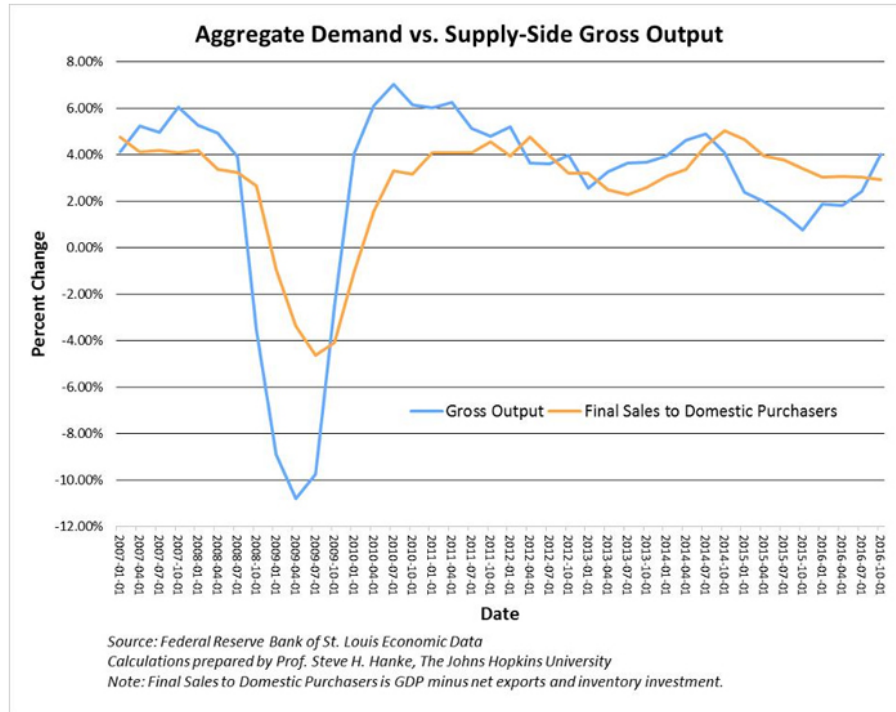


US. gross domestic product and gross output components.

Contrary to what the standard textbooks have taught us and what that pundits repeat ad nauseam, consumption is not the big elephant in the room. The elephant is business expenditures.

Using the best proxy for aggregate demand and the supply-side GO measure, we obtain a clear picture of the current state of play in the U.S. economy. The chart below shows a continued growth recession: growth but growth below its trend rate. This shouldn't be surprising. The growth rate of the broad money supply (Divisia M4) determines the growth rate in key nominal variables — like aggregate demand. Broad money grew at 4.95% on average for 2016. So, it's no surprise that nominal aggregate demand was 4.46% and nominal GO was 4.006% in 2016 — both growing but below trend. That said, GO is a leading indicator, and it is surging. But, broad money growth

is slowing. So, the picture remains one in which the U.S. will probably be stuck in a growth recession for the foreseeable future.



U.S. final sales to domestic purchasers vs. gross output.

系列四十四：中资银行的国际化经营历程¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2016》主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融风险管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要基于国家战略视角构建宏观审慎政策框架，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标提供根本保障。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2016》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第十一章。

一、中资银行海外并购概述

在经济高速增长和国际竞争日趋激烈的背景下，我国银行业金融机构不断提升自身国际化经营程度以应对挑战、实现跨越式发展，近年来在国际金融业务种类、国际化布局深度广度的拓展、跨境综合服务水平等方面取得了一定成果。

2001 年中国加入世界贸易组织后，随着 2005 年主要国有商业银行启动股改上市，中资银行逐步开始拓展海外业务。根据中国银行业协会发布的《2014 年度中国银行业社会责任报告》显示，截至 2015 年 9 月底中资银行业金融机构开设了 1200 多家海外分支机构，覆盖全球 55 个主要国家和地区，总资产超过 1.5 万亿美元。其中五大国有银行在银行业境外机构总数中占比超过 90%，中国银行、工商银行、建设银行、农业银行和交通银行境外机构覆盖的国家和地区分别为 41 个、41 个、15 个、11 个和 11 个。而根据银监会发布的数据，截至 2015 年 6 月末，共有 11 家中资银行在“一带一路”沿线 23 个国家设立了 55 家一级分支机构（其中，子行 15 家，分行 31 家，代表处 8 家，合资银行 1 家）。

¹ 整理人，中国人民大学财政金融学院博士生李胜男、中国人民大学国际货币研究所研究合作部副主任安然



而在拓展国际业务的诸多途径中，海外金融机构并购以其利于规避东道国法律监管限制、快速融入当地市场、实现跨国协同互补等方面的优势而成为众多中资银行的共同选择。改革开放后中资银行的海外并购最早可以追溯到 1984 年中国银行总行收购澳门大丰银行 50% 股权。此后大致可依据驱动海外并购的重要事件划分为四个阶段：第一阶段（1994-2000）为国有专业银行转型为国有商业银行时期，以 1994 年相继成立国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行剥离专业银行的政策性业务为标志；第二阶段（2001-2004）为加入世界贸易组织后开始面临国际金融机构竞争与挑战时期；第三阶段（2005-2008）为大型国有商业银行股改上市、股份制商业银行快速发展时期；第四阶段（2009-至今）为由美国次贷危机引发的全球金融危机导致世界经济格局深刻变化时期。

不仅如此，通过对我们统计的 1984 年至 2015 年 38 宗中资商业银行主要境外金融机构并购（不含并购后增持）案例进行分析可知，近年来中资银行海外并购呈现出数量较快增长、并购区域多元化、并购标的和主体多样化、并购集中化程度提高等趋势。

从时间分布情况来看，1984 至 2000 年的 16 年间仅发生 6 宗海外并购，年均 0.375 宗；而从 2001 年至 2007 年，受加入 WTO 和国有商业银行股改上市的影响达到了创纪录的 19 宗，年均 2.71 宗，特别是 2001 年和 2007 年分别达到 5 宗和 7 宗；2008 年爆发的全球金融危机导致海外并购数量下降，但 2010 年以来出现趋稳回升的态势，年均 1.6 宗。

从并购区域分布情况来看，包括港澳和东南亚在内的亚洲地区是传统上中资银行开展并购最主要的市场，占并购总数 63% 以上；但自 2007 年以来，中资银行已经开始更多地涉足欧美发达国家、新兴市场国家等更加广泛的地区，特别是 2010 年以来，新增的并购 10 宗中并购有 7 宗在西欧和美洲，还有 1 宗在台湾地区。

并购标的和主体多元化发展的趋势同样值得关注，尽管中资银行以境外商业银行为主要并购对象，但部分银行，特别是中国工商银行和中国银行两大巨头已经开始关注具有证券、保险、衍生品交易和租赁等非银金融业务牌照的优质海外机构，从而进一步提升了跨国综合化服务经营的能力。此外，部分资产规模较大

的上市股份制银行也开始在海外并购中崭露头角。

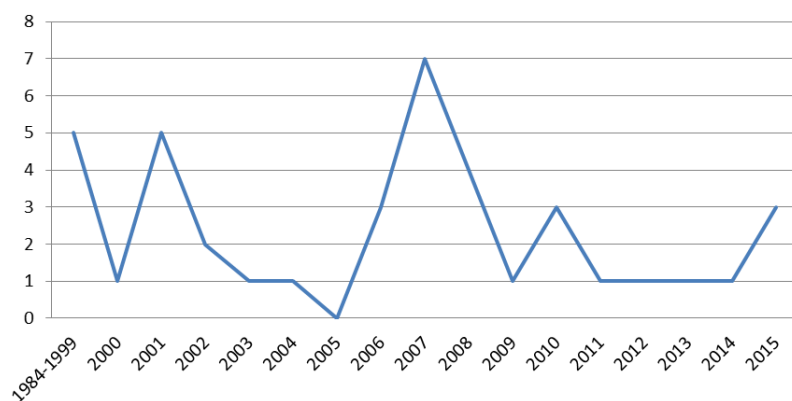


图1 1984-2015年中资银行主要海外并购数量

数据来源：各银行公告及公开资料

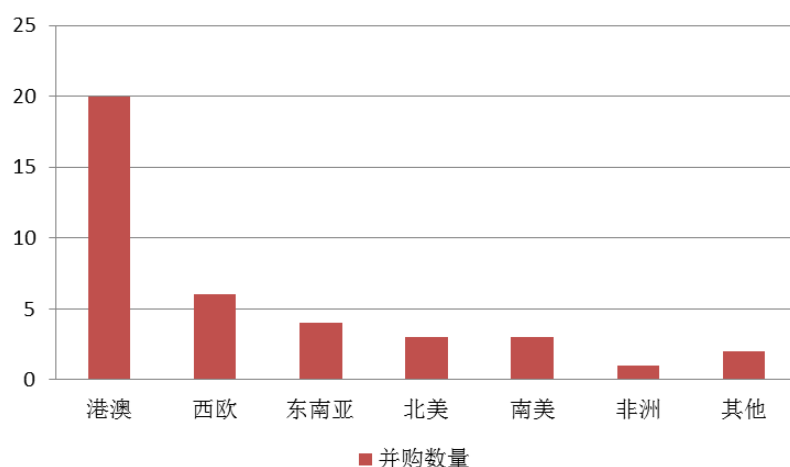


图2 1984-2015年中资银行海外并购地区分布

数据来源：各银行公告及公开资料

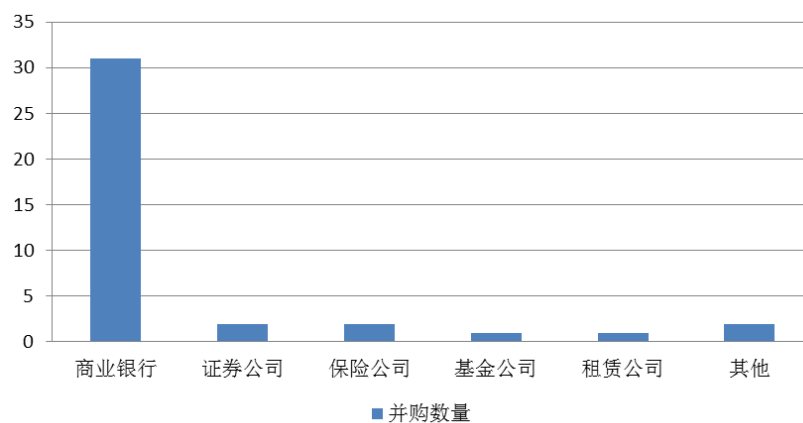


图3 1984-2015年中资银行海外并购标的类型分布



数据来源：各银行公告及公开资料

表 1 中资银行海外并购发展四阶段

发展阶段	并购时间	并购方	被并购方
改革开放后最初的实践	1984. 09	中国银行	大丰银行
专业银行转型	1994. 04	中国建设银行	香港工商银行
	1998. 02	中国工商银行	西敏证券亚洲有限公司
	1998. 1	中国建设银行	建新银行（增持）
	1998. 11	中信银行	嘉华银行
	2000. 04	中国工商银行	香港友联银行
	2001. 08	中国银行	印尼中央亚细亚银行
	2001. 09	中银香港	南洋商业银行
	2001. 1	中国银行	宝生银行
加入世界贸易组织	2001. 11	中银香港	集友银行
	2001. 11	中信嘉华	友人银行
	2002. 02	中国建设银行	建新银行（增持）
	2002. 02	中国工商银行	中保太平洋保险
	2003. 12	工银亚洲	华比富通银行
	2004. 12	工银亚洲	华商银行
主要商业银行股改上市	2006. 08	中国建设银行	美国银行亚洲
	2006. 12	中国银行	新加坡飞机租赁公司
	2006. 12	中国工商银行	印尼哈利姆银行
	2007. 08	中国工商银行	诚兴银行
	2007. 09	工银亚洲	JEC投资公司
	2007. 1	国家开发银行	巴克莱银行
	2007. 1	民生银行	美国联合银行（失败）
	2007. 1	中国工商银行	南非标准银行
	2007. 11	中银香港	东亚银行
	2007. 11	中国平安银行	富通集团（失败）
	2008. 06	招商银行	永隆银行
	2008. 08	中国银行	瑞士和瑞达基金
	2008. 09	中国银行	洛希尔银行
	2008. 09	中信银行	中信国际金融控股
全球金融危机爆发后	2009. 05	建行亚洲	美国国际信贷香港
	2010. 01	中国工商银行	加拿大东亚银行
	2010. 04	中国工商银行	泰国ACL银行
	2010. 1	中国工商银行	法国金盛人寿保险
	2011. 01	中国工商银行	美国东亚银行
	2012. 11	中国工商银行	阿根廷标准银行
	2013. 04	中国工商银行	永丰银行
	2014. 08	中国建设银行	巴西工商银行
	2015. 02	中国工商银行	标准银行公众有限公司
	2015. 07	交通银行	巴西BBM银行
	2015. 08	中国工商银行	土耳其纺织银行

资料来源：根据各银行公告及历史资料整理

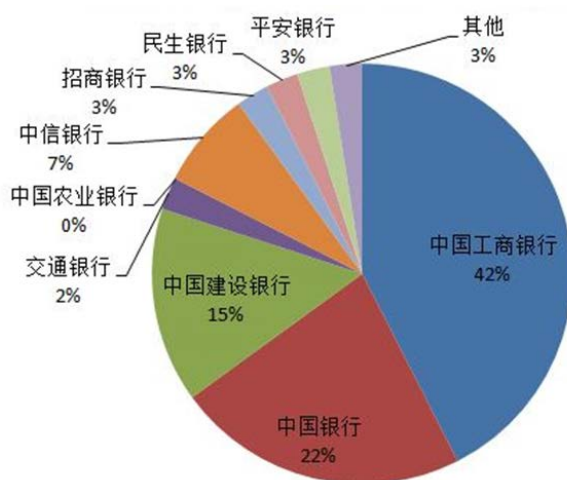


图4 1994-2015年中资银行海外并购集中度

数据来源：各银行公告及公开资料

从海外并购的集中程度来看，根据1994-2015年的数据，五大国有商业银行中工商银行占据了绝对的优势，中国银行和建设银行则分列二三位。交通银行在进入2015年之后加快了国际化的步伐，于5月开展了首次海外并购，并购对象为巴西BBM银行。农业银行则迟迟没有推出自己的海外并购计划。股份制银行中中信银行处于领先地位，招商银行也有所尝试，而民生银行收购美国联合银行和平安银行收购富通集团则以失败告终。

二、中资银行海外并购典型案例

（一）中国建设银行并购美国银行（亚洲）——依托香港的国际化尝试

2006年8月，中国建设银行斥资97.1亿港元并购美国银行（亚洲）股份有限公司全部股权，此次并购使建行在香港的业务规模翻倍，客户贷款规模从上升至全港第九位。美银（亚洲）持有香港银行牌照，是一家向个人与中小企业提供服务的中小型零售银行，有丰富的管理经验，财务表现良好、增长能力强劲。建行此次收购目的主要是为了整合在港零售业务，学习先进管理经验，并谋求立足香港进一步开展国际业务。

（三）中国工商银行控股南非标准银行——中资银行试水非洲

2007年10月工商银行斥资54.6亿美元收购南非标准银行20%股权成为第一大股东，此次并购也是迄今为止中资商业银行跨国并购金额最高的项目。南非标准银行是非洲地区规模最大的银行，且在非洲矿产资源、贵金属投资方面拥有丰



富经验及优势。此前欧美发达国家是南非外资银行市场的绝对主体，这次并购被视为中国进入南非市场的破冰之举。

（三）招商银行并购香港永隆银行——股份制银行的国际化实践

2008 年 6 月至 2009 年 1 月，招商银行分三步完成了对香港永隆银行的 100% 控股收购，永隆银行成为招商银行子公司。此次并购因为竞标过程中招行的退出和重新回归、及其与巨头工行的竞价而一波三折。永隆银行是香港具历史最悠久的华资家族式银行之一，全资并购永隆银行帮助招商银行迅速提升在港影响力、发挥经营协同效应、并为招行后续的国际化战略布局奠定了良好的基础。

（四）民生银行并购美国联合银行破产——海外并购的风险与反思

美国联合银行控股公司主要为华文社区提供金融服务，是美国三大华人银行之一。民生银行受到招行成功并购永隆银行的启发与激励，希望开创中资银行进军美国市场的先例。2007 年 9 月民生银行决定对联合银行实施分步并购，并通过后续注资将其持股比例提升至 20%。但 2009 年 9 月美联行爆出管理层故意隐瞒财务状况恶化的丑闻，高管涉嫌欺诈集体诉讼。11 月联合银行宣布破产并被华美银行接管。其间作为并购方的民生银行向美联储提出的救援性注资申请被以政治性理由拒绝。民生银行随后发布公告称并购联合银行失败并确认投资损失和减值损失合计 8.24 亿元人民币。此次并购暴露出海外银行并购中的信息不对称、战略不成熟、法律监管环境不适应等问题。

（五）中国工商银行收购阿根廷标准银行——进军拉美市场 掘金新兴市场国家

2012 年 11 月中国工商银行收购阿根廷标准银行 80% 股权的交易获得阿根廷央行批准，工行通过支付不超过 6.5 亿美元的现金收购标准银行旗下这家阿根廷子公司的控股权。这是中资银行首次收购拉丁美洲的金融机构，也是中资银行第一次完成对世界主流商业银行的控股收购。本次收购后工行阿根廷分行成为拉丁美洲地区最大的中资银行，实现竞争能力的飞跃。

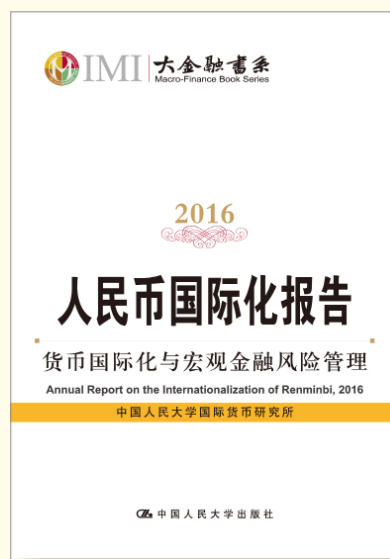
（六）中国工商银行参股台湾永丰银行——两岸金融合作破冰

2013 年 4 月工商银行签署认购台湾永丰商业银行股份有限公司 20% 股份的股份认购协议。此次交易打破了两岸金融合作的坚冰，使得工行成为首家通过参

股方式投资台湾金融业的大陆银行，对其他大陆银行投资台湾金融业和促进人民币国际化也发挥了积极作用。

《人民币国际化报告 2016》

《人民币国际化报告 2016》的主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要加强宏观审慎管理，抓住重点，推进供给侧改革，防范系统性金融风险，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。



具体而言，一是应当进一步推动汇率市场化改革，完善人民币汇率制度，从管理浮动逐渐过渡到自由浮动。二是资本账户开放要与汇率制度改革相互配合，坚持“渐进、可控、协调”的原则，适应中国经济金融发展和国际经济形势变化的需要。三是应充分借鉴国际经验，明确当前我国金融监管改革的原则，构建符合中国实际的宏观审慎政策框架，为加强系统性风险管理提供制度保障。

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

刊发日期：2017年7月24日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载