

【本期推荐】

贲圣林：换道超车——打造领先世界的金融科技生态城市群

【“货币金融圆桌会议*2018春”专题】

王永利：中国必须抓住互联网新时代的历史性机遇

魏加宁：货币政策决策需要规范化，否则后患无穷

任泽平：新时代、新周期

王振宇：深化财税体制改革的六个期待

冯俏彬：给人大对社会总负担进行控制的职责

金海年：应发展面向创新的融资体系

张茉楠：中国产业升级不可避免与美国短兵相接

【海外之声】

Bhavin Patel：“炒作”背后的区块链——技术降低交易对手风险，加强管制

Ousmène Mandeng：完善欧洲货币联盟——欧洲货币基金组织将在意大利大选后帮助欧元区

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列三十四：人民币国际信贷市场发展的政策性建议

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 魏 唯

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峤

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



换道超车：打造领先世界的金融科技生态城市群

贵圣林¹

金融业最近的名声似乎不太好。最近有记者采访我，问了一个问题：“蚂蚁金服是不是新经济？据说它不在这次支持新经济企业A股上市的名单里？”个人认为，蚂蚁金服这样的企业不仅是新经济的一部分，还是赋能新经济的重要载体，它不在这次的上市名单里可能是其他因素造成的。但连这样一个企业都受到质疑，不禁让人反思是否是金融行业本身的社会声誉出了问题。就像我们曾经大谈“互联网金融”，但过了不久便不愿提及，改称其为“金融科技”，而现在“金融科技”一词也逐渐被污名化了；最近的ICO（首次代币发行）事件，把区块链这一底层技术也污名化了；还有一些企业打着互联网金融的旗号，做着非法的事情。这些现象都值得金融行业从业者乃至全社会深思。

金融是什么？有人说，把钱从别人的口袋里掏出来放进自己的口袋就是金融，我不以为然。现在金融圈名声不好有很多原因，我担忧的是我们赚到了钱但却丢了声誉。最近在一个场合我被介绍成科学家，我听了热泪盈眶。什么时候我们金融家才能获得像科学家一样的尊重？

¹ 贵圣林，中国人民大学国际货币研究所执行所长，浙江大学互联网金融研究院院长

当今全球市值Top10的公司

排名	公司	国家	行业	市值 (亿美元)
1	苹果	美国	科技	8972
2	谷歌	美国	科技	7589
3	亚马逊	美国	科技	7376
4	微软	美国	科技	7210
5	腾讯	中国	科技	5300
6	Facebook	美国	科技	5241
7	伯克希尔哈撒韦	美国	金融	4999
8	阿里巴巴	中国	科技	4651
9	摩根大通	美国	金融	3992
10	中国工商银行	中国	金融	3517

数据截止到2018年3月5日
资料来源：Dogs of the Dow，浙大AIF，Mary Meeker等

上图是目前全球市值位列前十的公司，每一个都可以说是富可敌国，市值都在3000亿美元以上。苹果公司的市值目前接近9000亿美元，位列全球第一。可以看到，前十家公司中有七家科技公司、三家金融公司，而且前六名都是科技公司，而有些著名的机构如花旗、高盛等却榜上无名，甚至排在二十名之外。一个有趣的现象是，这些企业中很多名字都是以字母“A”打头的，前四位苹果、谷歌(其母公司Alphabet)、亚马逊、阿里巴巴都是以“A”打头，这也是以便于传播、抢占市场为出发点设计的。

另外，这十家公司中有七家来自美国，三家来自中国。相比于二十年前中国企业榜上无名的窘境，中国已然取得了很大的进步。这三家企业（腾讯、阿里巴巴、中国工商银行）虽然不是100%由中国人拥有，但其依托于中国文化和中国智慧，是由中国人创造出来的。上图还反映了传统产业正在让位于新兴产业的过程，例如著名的通用电器榜上无名。与此同时，金融巨头也正在让位于科技新贵，例如纽约作为传统金融中心、国际金融中心和经济中心，也在这一过程中逐渐让位于硅谷。

总而言之，从这个榜单中可以看出新经济完胜、技术完胜，这是因为资本市场的估值与企业科技化程度、数字化程度是紧密相关的。科技公司拥有很高的市盈率（PE）和市净率（PB），而传统金融行业的PE和PB则低的可怜。

在这样的大背景下，我今天希望与大家分享的是：

- 第一，金融业的“前世今生”；
- 第二，金融业的中国追赶与上海定位；
- 第三，金融科技化与中国换道超车；
- 最后，“大上海”的新机遇。

讲这四点，主要是希望回答以下问题：现代金融业是如何演变的，它的发展路径是什么？正在动摇我们金融业的巨大力量是什么？我们金融行业究竟需要什么样的人才？全球金融科技的格局究竟是什么样的，上海又处于什么样的地位？上海的机遇在哪里，该如何发力，如何抓住机遇、补齐短板？目的是让大上海在新一轮的金融科技浪潮中能够勇立潮头。

“金融业的前世今生”

现代金融业的前世今生，大约持续了一千年。

第一阶段是“威尼斯时代”。威尼斯共和国利用其优越的地理位置发展海港业务，以海上通道霸占了全球的贸易，仅仅历经三百余年便于十三世纪成为全球贸易的霸主，达到顶峰状态。在这一过程中，威尼斯完成了资本的原始积累，并于1171年成立了世界上第一家银行——威尼斯银行。莎士比亚笔下的《威尼斯商人》有一些经典人物和片段，比如好人安东尼奥借钱不收利息（但从现在的眼光看这商业模式不可持续），而坏人夏洛克则要割逾期不还款的欠债人身上的一磅肉。这类文学作品也从某个角度反映出当时威尼斯在国际金融和国际贸易中举足轻重的地位。

第二阶段被称为“荷兰时代”。我在荷兰银行工作了十年，对荷兰这个国家有些感触。荷兰领土面积不大，但非常令人尊敬，创造了很多个“第一”。1581年才独立建国的荷兰于1602年就建立了全球第一家股份制公司也是第一家跨国公司——东印度公司。该公司在1656年就在中国开设了分公司，包揽了当时全球50%的贸易，拥有着全球75%的航运商船。而在金融领域，荷兰在1609年便成立了全世界第一个股票交易所——阿姆斯特丹股票交易所，和第一家公共银行——阿姆斯特丹银行。不仅如此，存款账户、透支账户等产品也是由东印度公司首创，并沿用至今。

不幸的是，历史上第一个金融泡沫也是荷兰人创造的。当年最疯狂的时候，一支郁金香的卖价达6700荷兰盾，约等于45个荷兰人的年收入，足够买阿姆斯特丹河边的一栋豪宅。当然，“郁金香泡沫”最终破灭，荷兰也由盛而衰。

接下来是第三阶段，即“大英帝国时代”。英国通过发展殖民地，控制海上霸权，成为了当时盛极一时的日不落帝国，由此英国金融时代来临，英镑也成为了世界货币，全世界第一家真正意义上的中央银行——英格兰银行便是在1694年以股份制的形式创立的。可惜的是，1720年“南海泡沫”破裂，股市重挫，就连当时著名科学家牛顿也在股市中巨亏2万英镑，并留下了著名的感慨：“我能计算天体运行的轨迹，却难以预测人类的疯狂。”大英帝国的资本市场和国际经济在这段时间内元气大伤，直到百年之后大英帝国的资本市场地位才得以逐渐恢复。

第四阶段是大家熟悉的“美利坚时代”。1776年才建国的美国于1792年就在纽约签订了《梧桐树协议》，并在1863年正式成立了纽约证券交易所。股份制的美联储是在发生了多次金融危机以后才于1913年建立的。

回顾金融业的前世今生，可以说明以下三点：

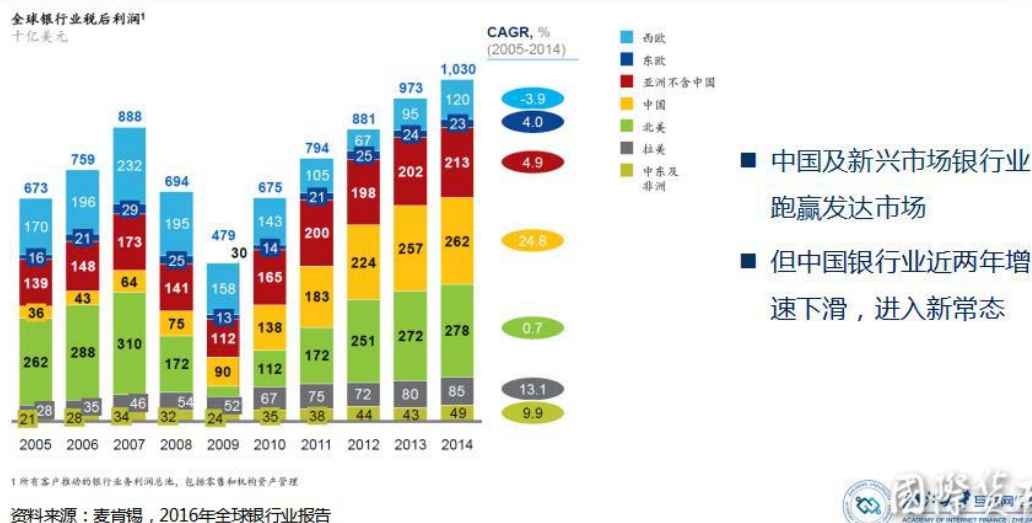
第一，现代金融业源于欧洲，始于国际贸易。第二，时代的变迁由经济实力决定。第三，过去金融基本上是以批发金融为主，主要服务于国王、政府、大公司和机构客户，而这些客户又集聚在伦敦、纽约等地，因此这些地区经济中心、金融中心的地位也顺势形成。当时技术特别是信息技术对此几乎没有影响力，往往是需求拉动和制度创新成就了金融业和金融中心。而时至今日，技术的驱动力、影响力逐渐显现。

“金融业的中国追赶与上海定位”

现代金融走过近千年的历史，在金融业和国际金融格局不断变迁的大背景下，中国是如何追赶的？“金融是现代经济的中心”，自改革开放以来，我国在这近四十年中认真学习英国、美国等近代一些既是金融业霸主，又是现代国际金融中心的国家经验，取得了巨大的进步。

中国的银行、保险、证券等金融机构都以西方主要金融机构为标杆，努力追赶。首先是一直在努力学习的中国银行业，那么其学习效果如何？

中国银行业完胜全球？



上图将2005至2014年中国银行业的“黄金十年”阶段放在全球视野下进行比较。在这十年中，我国银行业税后利润年均增长率为24.8%，西欧、欧盟基本上是-3.9%，而美国约为0.7%。经过十年发展，中国银行业快速增长，2014年税后利润达2700亿美元，与美国持平，而在2005年这一数字还小得可怜。值得说明的是，在这“黄金十年”中，其他发展中国家的银行业发展速度也远远高于发达国家。

中国银行业不仅跑赢了全球，还跑赢了中国的GDP。在这十年间，中国GDP年均增长率在8%左右，而中国银行业资产CAGR（年均复合增长率）达17.7%。时至今日，中国银行业规模已居世界第一，其资产规模近于GDP的三倍。按照银行的资产规模排序，全球前几名基本上被中国的银行包揽了。但中国的银行业规模大而不强，很多上市银行的市盈率长期处于低位水平，甚至有一段时间市净值低于1。

为了量化分析中资银行的国际化水平，本人所在的浙江大学互联网金融研究院（浙大AIF）的金融国际化研究室做了一项研究，对中资银行的国际化水平进行指数评估，并把五大洲19个国家共49家银行，包括系统重要性银行纳入研究范围，研究其国际化水平。

中国银行业国际竞争力较弱

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016 排名
渣打	/	/	66.75	68.29	67.71	66.45	67.30	67.95	67.08	67.46	1
西班牙国际	/	/	/	/	/	/	/	/	55.78	56.36	2
汇丰	52.49	50.43	51.71	53.36	53.55	54.48	51.3	51.59	51.97	55.37	3
瑞士联合	/	/	/	/	/	/	/	/	54.63	54.71	4
德意志	63.97	52.54	61.53	59.94	53.65	55.74	55.75	56.43	57.53	54.47	5
前五位平均	-	-	-	-	-	-	-	-	57.40	57.67	
北欧联合	49.65	55.09	54.96	54.27	54.60	54.71	54.49	53.48	51.64	52.16	6
花旗集团	53.64	60.89	58.43	55.47	56.92	54.66	54.16	52.43	51.68	51.77	7
瑞士瑞信	61.09	24.87	59.72	59.96	58.69	56.76	57.30	57.86	54.34	51.38	8
荷兰国际	60.38	63.48	60.15	56.61	56.08	55.52	52.88	54.90	55.83	49.97	9
法国兴业	/	/	/	/	/	/	/	/	43.48	42.93	10
前十位平均	-	-	-	-	-	-	-	-	54.40	53.66	
巴黎银行	39.54	38.94	41.95	41.63	39.26	41.76	41.92	42.10	42.35	40.18	11
联合信贷	44.48	43.52	43.66	48.31	47.96	44.22	40.95	40.39	41.04	39.92	12
三菱日联	27.96	25.44	26.42	27.18	27.86	27.84	31.14	29.70	35.97	36.69	13
高盛集团	32.78	26.43	29.52	30.26	29.44	31.30	31.29	30.50	32.38	31.59	14
法国农业信贷	27.01	27.80	35.49	35.88	34.03	27.34	33.28	33.39	31.17	31.07	15
前十五位平均	-	-	-	-	-	-	-	-	48.46	47.74	
日本瑞穗	26.68	22.31	25.09	20.14	20.10	21.33	23.04	25.35	26.36	27.79	16
中国银行	22.14	20.12	19.27	20.04	19.93	20.76	22.23	23.70	24.23	26.62	17
摩根大通	/	28.32	27.06	27.23	30.15	27.65	28.27	27.55	25.88	25.95	18
法国 BNP	/	/	8.30	11.57	10.08	10.57	11.21	19.75	20.17	20.39	19
中国工行	4.01	4.58	5.72	7.27	8.57	10.12	12.11	13.04	14.29	15.96	20
美国银行	12.10	11.89	19.32	16.46	19.29	16.00	16.27	15.45	15.02	15.08	21
苏格兰皇家	/	/	/	/	/	28.30	21.76	16.64	8.51	8.25	22
中国建行	2.68	2.68	3.07	3.30	3.55	3.78	4.57	5.67	7.17	8.25	23
中国农行	1.30	1.11	1.72	1.86	1.92	2.84	3.48	4.38	5.19	5.37	24
24 家平均	/	/	/	/	/	/	/	/	36.74	36.25	

注：BII，银行国际化指数（Bank Internationalization Index）
资料来源：浙大AIF《百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行》



研究发现，欧洲银行包揽了银行国际化程度的前十名。以100分为满分，榜单前五名平均为57分，而在中资银行中排名第一的中国银行仅得26分，且这还是在香港业务计入境外的情况下。尽管中国的银行业在对标国际的情况下进步很大，但与国际顶尖水平相比差距还是非常明显。

再看看中国的证券行业。中国在1914年才成立第一家证券交易所，比全球首家交易所的诞生晚了近三百年。

全球十大证券公司排名

排名	公司名称	国家	总市值 (亿元人民币)
1	高盛集团	美国	5848
2	摩根士丹利	美国	5664
3	瑞银集团	瑞士	4377
4	中信证券	中国	2181
5	德意志银行	德国	2180
6	国泰君安	中国	1878
7	海通证券	中国	1755
8	华泰证券	中国	1654
9	野村控股	日本	1503
10	广发证券	中国	1448

资料来源：浙大AIF，数据截至2017年8月30



上图是目前全球市值位列前十的证券公司。不难发现，已有五家中资证券公司跻身榜单前十（中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券和广发证券），占

据了半壁江山。但我们也应该看到，中国证券业的影响力、业务拓展、研究水平和定价能力与国际顶尖水平相比仍有差距，对很多国际规则还不了解。

而中国的保险行业追赶压力也不小。虽然中资保险机构在全球保险业市值前十名榜单中占据三席，但其在产品、服务、品牌、风控能力、再保险能力、定价能力甚至行业自律、行业道德等方面都与国际顶尖水平有很大差距。

全球十大保险公司排名

排名	公司名称	国家	总市值 (亿元人民币)
1	伯克希尔哈撒韦	美国	29026.39
2	中国平安保险	中国	10469.09
3	中国人寿保险	中国	8451.15
4	安联保险	德国	6503.43
5	友邦保险	中国	6040.33
6	安盛保险	法国	4635.73
7	安达保险	瑞士	4344.91
8	英国保诚集团	英国	3982.50
9	美国国际集团	美国	3655.78
10	大都会人寿保险	美国	3438.29

资料来源：reilbanks.com，World's Top Insurance Companies，数据截至2017年8月30



浙大AIF金融国际化研究室对中资保险公司的国际化程度进行了指数评估，以100分为满分。从指数排行来看，欧洲保险公司相对表现较好，如法国安盛、英国保诚的得分均在80分左右；而在中资保险公司中排名第一的中国太平保险仅得29.6分，足见其在国际化经营能力上的差距。

我国在对标先进银行、证券和保险业的过程中取得了很大进步，在全球金融业国际化发展的跑道上奋力追赶。那些年，作为我国金融市场交易聚集地的上海，肩负建设上海国际金融中心的重任，在这条跑道上追过纽约，追过伦敦，追过香港。我们追赶的脚步不停，但差距依然明显，金融机构大而不强、发展不平衡，这现象在银证保等行业、直接金融和间接金融、多层次资本市场中都普遍存在。而与此同时，还有一个更加重要的趋势正在形成。

“金融科技化与中国换道超车”

这个趋势已经出现在了我们的生活中，不像是一只“黑天鹅”，而更像是一只很长时间内都被行业忽视的“灰犀牛”。这个趋势就是金融的科技化。我们应该思考一个问题：我们曾在同一条跑道上苦苦追赶前方的传统金融中心，但当前面的标杆出现问题时，我们是不是该迅速抓住机遇，换道超车？

其实科技与金融的结合早在二战后的1945年，第一台计算机诞生后就开始了。时至今日，金融科技化的发展过程大致可以分为三个阶段，即“金融IT阶段”、“互联网金融阶段”和“智慧金融阶段”。

第一阶段是从上世纪40年代到90年代中期的“金融IT阶段”。在这期间，主要体现的是传统IT的软硬件在金融领域的应用，例如50年代出现了信用卡，60年代出现了ATM机，70年代开始出现各类金融衍生品等。到80年代，英国开始出现“金融工程师”这一概念与相应的岗位；90年代出现的CRM（客户管理系统）改变了以往每个银行系统完全不对接的局面。随着技术不断创新，金融服务的产品更加多元，其服务的对象范围也逐步扩大，触及覆盖到了个人客户。

第二阶段是过去的二十年左右所经历的“互联网金融阶段”。这一阶段源于英美，主要体现在互联网和移动终端在金融行业的使用1995年，全球第一家纯网络银行在美国诞生；1998年，支付宝的“师父”贝宝（Paypal）在美国加州成立，比支付宝诞生早了五年；2005年，全球第一家网络借贷平台Zopa在英国伦敦成立；2007年，全球最早上市的网贷平台Lending Club诞生在美国硅谷（后于2014年在纳斯达克上市），等等。这些足以说明，互联网金融领域的很多创新还是源于英国、美国，而这些国家的从业者拥有很强的创新意识与能力。

可喜的是，在这一阶段，我国出现了“换道超车”的喜人局面。支付宝虽然较贝宝（Paypal）晚五年成立，但其现在的规模已经是贝宝的数倍。在互联网保险领域，众安保险已经成为了全球最大的互联网保险企业。在金融IT阶段，我国与领先者的差距依然很大；但在互联网金融这个阶段，中国已然有所超越。当然中外在互联网金融领域的发展都经历了类似的阶段，那就是从启蒙、起步、高速发展，到现在相对规范的发展阶段。

现在我们已经进入了金融与科技融合的第三阶段，即“智慧金融阶段”。如今，人工智能、区块链、大数据、云计算等新技术风起云涌，与金融的结合也日臻完善，常常碰撞出火花。每一次金融科技化的背后都是科技力量在推动，不同的阶段和不同的科技为我们带来了产品创新、服务体验升级、应用场景扩展、内部管理效能提升等等。

金融科技的特征大致可以概括为七大方面，包括迭代加速化、主体多元化、用户大众化、市场全球化、服务实时化、组织扁平化和要素科技化。可以发现，



行业的中间层越来越少，后台技术正在走向前方。同时，随着科技的发展，智能终端和大数据风控等技术的出现节省了大量人力，也造成了人才需求的改变。在科技化的大趋势下，行业需要的人才不仅是专于金融、贸易、企业管理、经济学的专业型人才，而更多的是同时懂技术和金融的复合型人才。

当前，传统的金融中心正面临转型，全球经济的科技化这样一个“灰犀牛”现象已然出现。而在金融科技领域，中国和美国的独角兽企业无论在交易规模、业务种类、产品种类等方面均优势明显。更重要的是，中国在学习阶段实现了超越，中国实践也开始走向世界。在世界范围内，正在出现一个有趣的现象，即从中国模仿别人到别人模仿中国，从C2C（Copy to China）到CFC（Copy from China）。因此，在金融科技领域，如何总结中国实践、抢占世界高地、制定全球标准、引领世界发展，是值得所有人深思的问题。

而中国的金融科技要想做到这一点，为世界提供一个好样板，就应当更加规范地发展。这需要业界、政府和学者的共同努力，当然也需要解决众多问题。首先是明确战略导向，金融一定要服务实体经济，要有普惠导向。其次是找准战略定位，是“无中生有”还是“有中生优”；是创造新的需求，还是改善现有的需求；是服务以前没有被服务的客户，还是从现有的客户入手；提供的产品是现有产品的补充，还是直接与传统金融竞争，等等。

在新金融领域，金融科技如何赋能？对金融科技而言，首先其产品相对传统金融而言应该更加简单、透明、标准化；其次，其应用场景应该是无时无地不在，渗透到用户生活的方方面面，打破传统金融在时间和空间上的限制；第三，其客户群体往往是之前没有被传统金融服务到位的客户，其服务满足的是如小微企业、农村金融或高端客户的零散需求，而非传统银行的主要客户的主要需求。由于金融科技与传统金融错位竞争，其主要用户相对来说往往是社会弱势群体，因此一定要遵守金融适当性原则，注重消费者保护，仔细考量产品是否适合客户、对风险有无虚假陈述、规则是否简单清晰等等。

一般而言，金融科技化的转型有三大驱动力，那就是价值驱动、技术驱动和规则驱动。首先是价值驱动。中国在很长一段时间内金融体系欠发达，存在很多金融服务不完备的情况，所以给了金融科技“可乘之机”，催生出了新金融。比如

支付宝的便捷支付和余额宝的存款功能在中国很受欢迎，就体现了它的价值。

第二是技术驱动。一个日益明显的现象是，过去存在的基础技术正逐渐被应用在金融领域并发挥着越来越大的作用，应用技术正逐渐改变着金融服务的表现形式，而中国在此方面表现不错。例如，人工智能的概念早在1956年就被提出，但经过技术演变，如今我们已经能利用人工智能（具体来说是机器学习）开发智能投顾系统，利用程序进行投资决策推荐；大数据也非新概念，但在经历多年技术演变后，如今已被用于金融反欺诈领域；传统的密码学在叠加生物技术后，可以被应用于身份识别领域。未来技术在金融行业的应用将越来越普遍，如移动支付、智能投顾、公有云、区块链等技术都已经或即将在金融领域发挥其独特的作用。

第三是规则驱动，也就是监管。科技极大地提升了金融服务业的生产力，但相应的生产关系等规则却没有与时俱进，需要跟上脚步，加快调整。

过去得益于天时、地利、人和，中国成功地步入了金融科技发展的快车道。未来，价值驱动、技术驱动的影响还会加速，与此同时规则显得越来越重要。因此，中国能否在金融科技领域保持引领世界的良好势头，很大程度上取决于其监管能力是否能快速提升。目前来看，金融科技的监管能力是我们的短板，仍需努力补足。

“大上海新机遇”

在换道超车的过程中，中国的金融科技产业究竟表现如何？浙大AIF团队从企业、用户和政府这三大市场参与主体出发，以金融科技产业、金融科技体验和金融科技生态为三大维度构建指标体系，着眼网贷、众筹、第三方支付、大数据征信、区块链五大行业，以全国37个直辖市、计划单列市、副省级城市和省会城市为样本对象对各个城市的金融科技发展现状进行数据呈现和量化分析。该指数（2017中国金融科技中心指数）于2017年9月29日在杭州发布。

2017金融科技中心指数：聚焦上海



从上图中可以看到，在总体排名中，北京位列第一，上海紧随其后。从上海的具体情况来看，其在产业维度和生态维度上表现抢眼，均位居第二，而体验上则相对较弱，位列第五。

三大金融科技高地



基于指数结果，我们提出了当今中国的三大世界级金融科技高地（见上图），包括既是经济重镇又是金融科技重镇的京津冀地区（包括雄安），以深圳为核心的粤港澳大湾区以及上海和杭州双核引领的长三角地区（上海、杭州、宁波、南京、合肥五城均位列前二十名）。可以看到，长三角在中国这三大金融科技高地中优势明显，其相对于京津冀来说区域发展更为均衡，相对粤港澳来说区域文化相对接近而更易和谐（粤港澳联通需跨越边境口岸），而其优越的地理位置又方便辐射全国。

在这样的背景下，我认为大上海在金融业的机遇主要包括如下几个方面：

第一，上海要“走进去”。上海在过去一直追赶学习纽约、伦敦等国际化城市，但在当今金融科技化的巨大浪潮下，上海应更多地将眼光收回来仔细审视长三角、审视全中国，关注在中国这片土地上成长的一些原创业态和企业。在这一方面，上海需要“放下身段”，定位成为长三角乃至中国经济的五星级“店小二”。

第二，上海要“走出去”。“走进去”和“走出去”是相互促进的，“走进去”是为了更好的“走出去”。如今，中国的一些实践正在被广泛认可，特别是被发展中国家所认可，已经具备了一定的“走出去”的实力。我们应该看到，上海在专业人才和经济实力方面具有较大优势，其国际化程度很高。但是，上海过去的国际化是帮助外国企业进入中国，如今我们需要调整国际化的方向，不仅要引进发达国家的人才，还要让中国优秀的人才帮助中国优秀的产品和服务“走出去”，把中国的经验全球化。上海需要把握行业趋势，及时调整建设金融科技中心的战略，发挥自己的独到优势，引领建设领先世界的长三角金融科技生态城市群。我非常希望看到，长三角城市群如同群星璀璨，而大上海成为那夜空中最明亮的星。

各位朋友，现代金融业走过漫漫长路，我们曾以英美为标杆努力地模仿学习，上海也是以纽约为标杆奋力追赶，取得了很大进步，但差距依然明显。但如今，在全国乃至全球范围内，金融科技化的速度正在提升，“技术驱动”“场景依托”和“监管合规”正成为主导金融行业未来发展的三支核心力量。而以所谓的“ABC”（包括人工智能AI、区块链Blockchain、云计算Cloud）等为标志的新科技使金融江湖风起云涌，也给传统金融的行业模式和传统金融中心的江湖地位带来了较大的压力。我们曾视作标杆、努力追赶的传统金融中心，正在逐渐被我们在新跑道上超越。在金融科技化的互联网金融发展阶段，中国得益于天时地利人和实现了跨越式发展和换道超车，呈现出领先全球的喜人态势。在此过程中，大上海需要把握行业趋势，及时调整建设金融科技中心的战略，发挥自己独到的优势。对内，要主动对接江浙皖，引领长三角区域建设，做中国的五星级“店小二”；对外，要将中国的新金融模式带向世界，把中国的经验全球化，共同打造领先世界的长三角金融科技生态城市群。

各位朋友，当今时代可以说有两大趋势，一是新兴科技产业正在影响着全球经济格局，第二是中国的崛起正在改变全世界的格局。我认为，大上海应该站在



更高的新历史方位，具备更强烈的历史使命感，更主动地抓住历史发展机遇，那么上海金融（科技）中心的前景一定会非常光明。

中国必须抓住互联网新时代的历史性机遇

王永利¹

大家好！借这个机会跟大家做一点交流，“适应时代变化，深化金融改革”。

新时代提出了很多新的要求，十九大已经明确提出中国特色社会主义进入了新的时代，而且也提出了到本世纪中叶我们的奋斗目标，就是综合国力，国际影响力要世界领先，这是一个非常宏伟的战略目标。

在这里可能有几个重大变化是我们特别要注意的，第一个，经济增长进入一个换挡转型的阶段。从 2012 年开始，我们的经济增长下行，到现在还处在一个经济增长换挡转型非常关键的阶段。从高速增长向高质量发展的转变过程里，原来高速增长所掩盖的好多的矛盾会集中暴露，给我们提出很多新的挑战。其中，长期积累的一些经济金融的问题，金融的风险也会加速的释放。所以，为什么当前我们三大攻坚战里第一位攻坚战任务就是防范化解重大风险，重点就是要守住不发生系统性金融风险的底线，如果这个风险控制不住，稳都稳不住的话，下一步的转型改革就很难推进了。所以，这是非常重要的。

第二个，我们社会主要矛盾发生了转变，由长期以来人民日益增长的物质文化需求与落后生产力的矛盾转变为人民日益增长的美好生活需求与发展不充分不平衡的矛盾，这是一个很重大的转变。也就是原来我们是供不应求，要加大发展，现在进入一个总体的供过于求，更重要的是不充分、不平衡意味着社会的阶层，利益集团发生了重大的变化。利益的矛盾会成为下一步改革最大的阻力。大家知道改革就是利益的重新配置，最大的阻力就来自于利益集团的反抗。所以，面对这样一个形势，我们怎么推动下一步的改革开放，是一个必须认真思考的问题。

还有一个重大变化就是世界格局正在深刻的变革。中国改革开放初期的时候，世界上有两极在尖锐对抗，中国当时是隶属于东方阵营，我们不是头，但是中国

¹ 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国银行原副行长、中国新供给经济学 50 人论坛成员



是一个大国，中国任何一个大的转向都会对世界格局产生深刻的影响。这种情况下，如果你一下子从一方转向另一方，一个是原有体制会跟你决裂。同时，真正一下转到另一方的时候，你的价值也没那么大了。所以，坚持韬光养晦，实际上有很大的国际套利空间。但是今天格局变了，由于中国的崛起，世界格局正在深刻的变化。你现在看到的从上个世纪苏联解体以后，甚至苏联的解体可能很多世界大的格局的变化都跟中国的崛起是有关的。中国现在已经坐二望一了，跟老三的距离拉得越来越大，跟老大的距离在快速缩短。前面也有专家分析，二零二几年以后可能 GDP 超过美国。当你坐二望一威胁到老大地位的时候，还继续希望老大会包容你，呵护你就不容易了。这个时候你还不想到你未来怎么做的话，特别是 2050 年本世纪中叶要成为世界影响力领先的国家你到底怎么去做，你没有充分的准备是不行的。所以，这都是我们面临的很大的挑战。前面 40 年改革开放的一些路径、方法继续坚持下去可能不行，所以，现在中国又进入一个差不多像改革开放初期十年那个时候，必须我们要冷静分析未来新的路径。这是大的格局，中国进入了新时代。

还有一个新的变化就是互联网的发展，今天我们除了社会领域的变化，还有基础领域深刻的变化就是互联网。互联网的发展，互联互通、跨界融合正在快速打破原来的一些分工和产业链里的若干环节的边界，形成产业链垂直整合，横向开放，交融生态化发展的新格局。这也会给我们带来很多新的挑战。其中，我们认为在互联网新时代到来的时候，中国迎来了一个难得的历史机遇，因为互联网互联互通的发展一个最大的要求，它的功能的发挥要求空间要大，流量要多，而在全世界里最好的单一国家的场景就是中国。所以，大家会看到，现在世界上一些小国家要培育大的互联网公司几乎是不可能。除了中国以外，很多国家用的都是美国的互联网，没有自己本土的互联网公司。同时，中国还有一个问题，我们不仅是人口多，我们正处在工业化、城市化、信息化发展的过程中，我们的改革开放的潜力依然很大。举个例子，国际上美国的电子商务，亚马逊、易贝 1995 年就起步，我们大约 2000 年左右引入到中国，为什么现在中国一家的电商交易量相当于中国以外所有国家的总和？这不仅仅因为我们国家大、人口多，也不仅仅因为我们有快递人口的红利，还有很重要的原因，是传统的商业物流领域的环节

多，成本高，效率差，中国的商业物流的成本在全世界是很高的。当我们把商业物流推到电商平台以后，你会发现很多线下监管都没跟上去，一下子成本大大降低。在国外开放的市场里，同样的一个商品便宜 5%是正常的，便宜 10%已经很难得，在中国便宜百分之二三十很正常，便宜 50%都可能，一些书网上订直接送到你家还打个七折或者七五折，什么原因？我们传统商业物流领域的问题很多。甚至有人讲，原来我们交通部只管公路和水运，铁道部只管铁路，空运可能是民航局在管。如果从海南要运到北京一些东西的话，同时几个领域，你的成本是巨高的。更何况我们除了垂直领域还有平行的领域，我们各个市都有边界，都有检查站，都有很多的关口。如果用互联网的方法可能会从底层给你打破。通过底层打破以后一开始会有些东西没跟上去，监管税收没跟上去会有些问题，但是你想再退回去不可能，它会逼着你加快改革。因为发展到今天，再聪明的人弄出一个再完善的改革方案要落地都是很不容易。前面讲的阶层和利益集团已经形成。如果互联网的方法先从底层突破的话，完全有可能倒推改革，这是中国在互联网发展过程里意义特别重大的一个东西。

从这个角度来看，未来一些小国家再想成为世界的强国这种机会已经越来越小，而且我自己的判断，像印度这样的大国家它本身已经是非常开放了，他们再想跟上中国，我自己的观点，他失去了全球化重大的机遇。另外，他的基础设施、交通通讯方面跟中国拉开了很大差距，已经基本不可能。这样的话，中国也必须抓住互联网新时代的历史性机遇。

金融是国家重要的核心竞争力，国家提出到本世纪中叶综合国力、国际影响力世界领先，金融怎么办？金融，我们自己跟自己比，改革开放 40 年有一个巨大的变化，我们今天甚至有宇宙银行，全球最赚钱的金融机构，我们中国金融的附加值在 GDP 里比重已经是世界领先了。但是我们金融的综合实力，特别是金融的国际影响力到底怎么样呢？所以，这些问题我们一定要好好反思一下。特别是金融的综合实力到底表现在哪些方面，国际影响力表现在哪些方面。我们认为金融的综合实力它体现在必须充分激活可以用货币表示和交换的社会资源，这里隐含着促进资源的货币化、证券化，金融的可交易化，高效便捷的满足社会投融资的需求，而且要有效控制相关风险，创造更大财富的能力。今天来看，我们的货币总量，我们的移动支付，我们的间接融资等等都走在世界前面。但是你去跟



发达金融体比较一下，我们金融的普惠的程度怎么样，我们金融的那种真正的市场化的程度怎么样，它的活力到底怎么样，你就会发现我们是大，而不是强。很多细节问题还差距很多。

还有一个是国际影响力，它体现在一定要参与国际金融资源的整合与配置，以及相关规则制定和金融交易市场价格的确定等等方面的影响力。这就涉及到我们要增强国际影响力我们怎么去做。双向开放是很重要的，但开放什么？我们走出去设机构、引进来设机构是需要的，但是光靠这个够不够？金融的国际影响力最重要的是要打造国际金融交易的中心，通过金融市场的开放吸引全球的金融资源聚集来交易，而且要对价格形成这个市场的影响力。因此，国际金融交易，国际金融中心的建设至关重要。

这个月的 26 号，我们国家首次推出了原油期货，是对外开放的用人民币清算结算的，可能一开始不会有那么大的影响力，但是它的意义是非常重要的。实际上我们要知道未来中国金融要国际影响力增强的话，没有一个开放的金融市场，没有以人民币计价清算支持的话，我们的国际影响力一定受影响，我们人民币的国际化一定是达不到要求的。你要知道，今天金融交易市场一天的交易量可能相当于日本一年 GDP 的三倍，如果在金融交易市场上人民币不能成为一个计价交易的货币，它的国际影响力根本就达不到要求。靠我们出去贷款，靠我们政府间的双向协议能达到要求吗？这一定值得我们好好反思。

大的发展阶段上来讲中国金融必须加快向交易金融的方向推进。金融发展三大阶段，一个是货币金融，一个是资本金融，一个是交易金融。第一个阶段就是以货币的投放、流通、运行、支付清算和管理为主体功能的阶段，这个阶段可以叫它货币金融，是整个金融的基础阶段或者起步阶段，金融是建立在货币基础上的。第二个阶段，货币的流通逐步逐步脱离贸易的实体的运行，开始独立的进行资金直接的融通，货币变成了资本。大量出现直接的股权投融资，债券投融资，结构性的投融资以后，货币已经上升到资本或者资金，真正的“金融”，即资金融通这个概念就出来了。所以，我们认为这时候资本金融可以叫它一个成熟的金融阶段。但是放眼全球来看，到了这个阶段还不算结束，未来更多的是通过大量的金融产品的直接交易来实现社会资源的配置，更加灵活地去发现它的价格和价值，

推动资产负债的灵活配置，以及风险的转让、转嫁、分散等等这样一些功能。这个是金融要发展的一个高级的阶段。

从中国的情况来看，我们大概货币金融、间接融资的资本金融这个阶段已经不错了，但是交易这个方面还差距很大。中国的交易市场严重分割，根本形不成国际影响力。

这里要特别注意的一个问题，金融发展有一个相生相伴，绝对不可以忽视的因素叫风险。从货币产生就有货币的假冒伪劣的风险，到资本金融融资的时候风险就更多了，一旦上升到交易阶段，那风险就更大了。所以，大家不要光看到它的功能会越来越大，同时看到它风险也会越来越大，你必须要有识别和控制风险的能力。否则一旦风险控制不住，金融会发生坏作用。一旦出现系统性金融风险，那影响力就太大了。所以，这是我们要关注的一个重要的问题。

互联网的互联互通正在改变我们金融的组织形态、运行方式，一系列的一些变化。在这个方面我不想讲太多，可能大家都有了解，因为中国互联网金融发展了很长时间了，不想占大家太多的时间。

其中可能突出的一个体现就是金融发展的轨迹正在发生重要变化，因为从货币出现以后金融一直朝着专业化、独立化的方向在推进，形成了“虚拟经济”跟“实体经济”对应的一个格局。今天互联网的发展开始让越来越多的金融的功能回归实体经济，融到你这个经济活动里，一体化、流程式、自助式、数字化的一个方向开始运行。我自己认为这是一个很大的发展轨迹上的变化，会越来越脱虚向实的，它会带来很多的变化，比如未来可能数字化的东西会越来越多，你今天看到的三票一卡，身份证等各种证，未来可能完全内置到你的手机上，以前你做业务，要打一个凭证送到专门的金融机构再办理金融的业务，未来可能不用了，你输机的同时就把信息输进去，一体化的开始后面的金融处理，这给我们带来很多的变化。其中获客能力会决定你竞争的能力，你不能从源头抓起，客户的资金到了别的金融机构了你再想拿过来成本要加倍，而且不稳定。这里就会带来很多新的变化。

围绕这个变化，新时代的变化不光是我们经济社会发展的新时代，以及互联网新时代，金融的体制改革一定要加快。现在确实存在很多的问题，现在争论很大的，有人认为我们现在很多问题是从分业经营、分业监管进入了一个混业经营，



是不是要回去。互联网的发展不可能让你再回去一个机构只干一个事情。因为刚才讲到了资源的共享，信息的交互，特别是金融要跟产业融合了，你怎么可能让它再回去呢？分业监管更重要的意味着专业化监管，我们把分业监管变成了分机构监管，我设了机构可以监管，不是我批的机构管不了，结果现在的互联网一互联互通，底层都可以做了，前期大家讨论的大资管业务就会看到，几乎所有的金融机构都可以做资管业务，但是由于主管部门、监管部门不同，规则不统一，监管不协调，套利空间已经在那儿摆着，再加上互联网互联互通把场内场外打通，层层嵌套加杠杆问题就在所难免了，未来一定要从机构监管向功能监管、行为监管、底线监管、高效监管转。目前，监管的制度非常非常多，要比国外的监管多了去了，每一步怎么操作都给你管了，但我们监管底线在哪儿，风险重点在哪儿，反而不清晰，这才是我们需要真正管住的。现在体制在改革，但是仅仅是保监会、银监会合并，仅仅是成立稳定发展委员会恐怕还不够，这里面前面魏加宁老师已经谈到，这几道环节都是要思考的，一个是监管层面必须按照相同的业务从头到尾交给一个部门，不能再去分割。第二就是国家支持的刚性兑付一定要打破，但是我的观点，每个金融机构你自己必须要追求刚性兑付。今天机构经营不好的时候我们为了保持稳定，由央行或者由国家来帮你解决这些问题，这个是一定要打破。第三个层面，资金从源头上怎么出来，货币政策怎么定也要反思。今天我们央行一方面冻结了将近 20 万亿的法定存款准备金，一方面又拆放出来十万亿的资金。原理在哪里？它的利率水平是很大不同的。在有很高的法定存款准备金的同时我们又推出了存款保险制度，法定存款准备金是准备什么，你是为什么准备的，跟存款保险制度是什么关系，这些东西如果我们都不理清楚的话，这个成本是会非常高的。首先，央行给大银行拆借，大银行给中小银行拆借，中小银行给非银行机构拆借，然后到体制外，先到政府平台、国有大企业，再到中小企业、个人层层转，央企每家都有财务公司，这样的结果会是什么样呢？这些问题都要思考。所以，成立金融稳定发展委员会，将银监会与保监会合并，仅仅是金融监管体制改革的开始。深化金融监管体制改革，深化中国金融体制改革开放任重道远，还远远没有结束。谢谢大家。

货币政策决策需要规范化，否则后患无穷

魏加宁¹

大家下午好！首先声明一点，我今天是以新供给 50 人论坛成员来参加今天的会议，我的发言与发展中心无关，而且本人只是一个学者，讲宏观经济与股市无关，讲改革与政治无关，我们完全从学术的角度进行探讨，如果有报道一定让我看一下。

我今天想讲金融改革下一步的重点，听了前面一节辽宁王院长的发言我很有感触，他讲的很多观点都非常重要，很多提醒也非常重要，尤其其他讲到国税和地税合并的事情，我是很担心，习总书记几年前曾经讲过，改革千万不要犯颠覆性错误，今天把国税、地税合并了是为了省点经费，将来怎么办？中国这么大一个国家，整个财税改革要不要给地方一定的自主权或者说是地方自治。如果你朝着这个方向走的话，将来早晚有一天国税和地税还要分开。如果没有地方自治，没有一个地方自我约束的话，地方债的问题永远解决不了。光靠中央兜底，最后地方政府债务早晚会把中央财政拖垮。这是关系改革大方向的问题。所以，改革一定要避免出现颠覆性错误。

如何避免出现颠覆性错误，其实刚才王院长也提到了，用我的话就是，一定要开门搞改革，而不能关门搞改革。关门搞改革你听不到大家的意见，甚至连专家学者的意见都不能充分听取的话，那你的改革方案很可能见光死。为什么我们有些政策一出台老百姓反映非常强烈，就是因为你是闭门造车。刚才讲财税改革，比如说增加税收，增加所得税，大方向是这样，现代国家都是这样，但是有一点不要忘记，任何一个国家的财税改革和政治体制改革都是互动的，配套的。你光想着从老百姓手里拿东西，那么你给老百姓什么？这个问题要想好了，你不能光取不予。所以，这是关于改革的大的思路。

回到金融改革上今年讲两个方面的内容，第一个方面是从金融安全的角度看下一步金融改革重点应该做一什么事情？金融安全网的第一道防线就是审慎

¹ 魏加宁，国务院发展研究中心宏观经济研究部研究员、中国新供给经济学 50 人论坛成员



监管体制。我们最近在做的有关竞争政策研究的时候，试图提出一个新的理论框架，就是市场经济条件下我们过去只强调它的商品化方面，市场化方面，但是没有注意到它的约束机制。所以，我们试图提出一个新的框架，实际上也就是回到亚当·斯密。亚当·斯密大家都知道，他的《国富论》，强调看不见的手，这方面讲的比较多，但是亚当·斯密还有另一本书叫《道德情操论》，开始大家没有注意，后来发现这两个观点好像是矛盾的。现在我们试图把它统一起来，统一到一个框架上：就是市场经济它应该有三道约束机制。第一道约束机制就是经营者自我约束机制，也就是市场伦理，职业操守或者道德规范，亚当·斯密讲，每一个人内心中都有一个“正以观察员”，当他做事情或者看别人做的时候他都要和他自己内心的正义观察员进行比对，当别人做的事情或者他自己做的事情跟内心的正义观察员一致的时候，他就会愉悦；不一致的时候他就会痛苦。作为一个经营者追求利润最大化是对的，但是前提条件是不能损害消费者的利益。这道约束机制在国外有很多，比如日本经济新闻社关于记者炒股票方面有着严格的规定。

另外，日本上市公司也都有关于公司的伦理道德，高管的职业操守方面的严格规定，随身携带。所以，这是第一道约束机制，在市场经济条件下经营者的自我约束机制。中国往往这道约束机制缺失，一个重要原因是我们教育的失败。当这第一道约束机制，即经营者的自我约束机制失灵的时候怎么办？要靠市场的惩罚机制或者淘汰机制。一个是纵向的重复博弈，一个是横向的公平竞争。你违反市场伦理就会被淘汰。这是第二道机制。当市场失灵的时候，当出现垄断，或者是信息不对称的情况怎么办？政府就需要出来。但政府出来不是说民间资本不行你出去我自己办一个国有企业，不是这个意思。政府出来不是当运动员，而是当裁判员，就是做好监管。两个重要的监管，一个是行业监管，也就是今天要讲的金融监管，再有一个就是竞争政策，要反垄断。这是我们一个基本的理论框架。

中国金融监管出了什么问题？我这些年一直在讲中国的监管体制是只对上负责。所以，当上面领导没有重视，或者主要注意力放作别的方面的时候，没有重视金融风险的时候，监管就放水，什么都可以干；当领导重视了防范风险以后大家就一拥而上，监管者齐步走，一刀切，一步到位。这样就会产生同步震荡。所以，我们必须改变这种只对上负责的监管体制，要变对上负责为对下负责，对

人民负责，对市场负责，对法律负责。违反金融法规任何时候都必须进行处置，而不是等领导发了话才动手。要防止监管的大松大紧导致经济的大起大落。这次金融机构改革我们也可以看到，方向是正确的，三会合并了两会，但还没有到位。这是关于金融监管体制的第一道防线。

第二道防线，“最后贷款人”需要做什么？中央银行的货币政策决策机制必须尽快规范。这次两会应该说机构改革力度之大前所未有的，人事任命，用人所长也是前所未有的。你可以看到专业的人士干专业的事儿，最合适的人干最合适的事情，我讲的是经济金融领域。尤其央行的领导任命，从我们长期以来研究金融的同志来看是最合适的，易纲也好，郭树清也好，都是长期研究金融改革，而且长期从事金融工作，推动金融改革，有很多丰富的实践经验和专业知识。所以，这个任命我认为是合适的人干合适的事情，非常到位。

但也引起我一个思考，一个什么问题呢？就是将来货币政策出了问题的时候我们应该怎么问责？问谁的责？是问行长的责，还是问书记的责？不管是行长还是书记，有人说实际他们也承担不了这个责任，为什么呢？货币政策是央行的领导能决定的吗？央行只是负责执行货币政策。谁在制定货币政策？2010年的时候，吴敬琏老师的学术研讨会上周小川有一个发言，他讲道货币政策本来应该是逆周期调控，由于见事迟就晚了90度，然后决策慢又晚了90度，结果一个逆周期的调控变成了一个顺周期调控。作为央行的行长，周小川先生在这个学术会议上讲这个话是什么意思？他是在做自我批评吗？显然不是。我想他传递出来的信号就是说很多货币政策实际上不是他能说了算的，而且我们经常听到各种传闻，知道在货币政策上央行是没有决策权的。接下来的问题，过去我们不问责也就罢了，但是今天中国经济已经是第二大经济体了，人民币也已经加入了SDR，我们中国货币政策的外溢效应越来越大。现在看加拿大，澳大利亚，英国的房价涨上去都什么人在买？都是华人在买，把房价推上去了。所以，将来有一天问责的时候恐怕就不仅仅中国人问责了，恐怕是全世界的投资者都要来问责的。也就是中国的货币政策到底谁在做决定？都有谁参与？在决策的时候，在讨论的时候每个人表的什么态？这些问题在国外的央行都是清清楚楚记录下来，而且要定期公布。我专门问过，美联储是5年公布，日本中央银行是10年，10年以后必须公布。咱们人大的瞿强老师我很敬佩他，他做金融研究非常扎实，他研究日本泡沫经济



的时候是翻日本货币政策委员会的历史记录，每次货币政策委员会开会时每个人怎么讲的，为什么做出这个决定，每个人怎么表态的。一定要把货币政策作为决策机构，然后举手表决。一定要把这个事情规范化。这个事情不规范的话将来后患无穷，将来说不清谁要承担责任。这是我想讲的金融安全网的第二道防线，最后贷款人这道防线应进行的改革。

金融安全网的第三道防线就是存款保险制度，我们 1995 年在防范金融危机的报告中就提出要建立存款保险制度，这个事情到了 2015 年终于落了地，但是现在的存款保险制度仍然存在很大的问题，仅仅是人民银行的一个基金，存款保险基金。我认为应该尽快的把它变为一个独立的存款保险机构。这有一个什么好处呢？就是作为独立的机构它在资金运营，在资金积累方面可以做更充分的准备。另外，除了资金的准备以外，还有人力、物力、财力，尤其是技术方面的准备，培训人员。这些东西一定要提前做。否则等将来某一家金融机构出了问题再去做储备就来不及了，必须提前做好准备。这样，一旦有金融机构出事儿的时候可以立刻采取行动。

另外，把存款保险基金变成存款保险机构还有一个重要的事情，就是要进行整合。因为我们除了存款保险基金以外还有一个保险保障基金，还有一个证券投资者保障基金，这三个基金将来要整合到一起，而且要做到全覆盖。这是我讲的第一个层面，在金融安全网这个层面需要做的三件最重要的事情。

第二个方面，我想讲经营主体的改革。经营主体的改革主要是这么几件事情，一个是放宽市场准入，让民间资本进入到正规的金融体系中来，只有这样作为监管者才能更好地监管。另外一件要做的事情就是商业银行的去国有化。为什么要提这个事情呢？因为中国的杠杆率高主要是什么杠杆率高呢？是企业的杠杆率高。企业的杠杆率又主要是国有企业的杠杆率高，而国有企业为什么杠杆率高呢？因为国有企业和国有银行双侧预算软约束。所以，我们的国有企业的负债占整个非金融企业负债的比例在 70% 左右，占 GDP 的比重高达 116.8%。另外，从可能性来看，从我们国家商业银行的股东结构来看，四大国有商业银行，国家持股基本上都是在 57% 以上。其他的全国股份制商业银行中国有法人股都是占很大的比重，30% 以上。所以，把国有商业银行去国有化，也就是把国有股的比重逐步

降低，以切断国有企业和国有银行之间的“关联”交易。因为最大的关联交易是谁？是我们各级政府控股商业银行，然后指定商业银行贷款给自己的国有企业。所以，要尽快切断这个链条。

第三点，国有资本从商业银行里退出来干什么？主要是两件事情，一个是设立存款管理机构，作为存款保险机构的资本金，支撑存款保险机构的建设。日本建存款保险机构是三家出资，财政出 1/3，央行出 1/3，银行业协会出 1/3。中国的银行业协会没钱，但是汇金公司有钱。所以，汇金公司应该把国有资本退出来以后注资到存款保险机构。再有一件事情就是要办好政策性银行。比如说我们还可以办绿色银行，科技银行等等，政府可以做这种事情。为什么国有资本办政策性银行？因为国有资本和政策性银行的属性是一样的，目的是一样的，都是追求社会效益的最大化，而民间资本和商业银行的属性是一样的，目的都是追求利润的最大化，经济效益的最大化。所以，由少数国有资本支撑的政策性银行，加上大多数民间资本支撑的商业银行，这样一个银行组合我认为才是一个比较科学合理的银行体系。

过去 40 年中国的一个基本经验就是：每当我们遇到经济困难，遇到经济危机的时候，都是先有一个思想解放，通过思想解放带动改革开放，通过改革开放带动经济增长，我们很高兴地看到习近平总书记在今年 1 月 23 号讲：思想再解放，改革再深入，工作再抓实。所以，如果有新一轮思想解放就能够带动新一轮改革开放，有了新一轮改革开放就能够带出来新的经济增长，迈上新的台阶。

我就说这些，说得不对的地方欢迎大家批评指正。谢谢大家。



新时代、新周期

任泽平¹

很高兴来到母校，刚才张茉楠做了一个非常精彩的分享，从全球价值链讲，中美贸易顺差，实际上主要是统计上的问题，大家经常讲苹果的案例，出口额那么大，中国只赚了一个中间的加工费，但是把统计都放在了美国，这显然是不合理的。

我最近写了一篇报告，关于中美贸易冲突，当年美国跟日本打完贸易战以后问题有没有解决呢？没有。深层次的原因在哪儿？统计问题只是表象，我想它有一些更深层的原因。比如日美贸易战以后，缩小了美国对日本的贸易逆差，然后贸易转向了中国，美国对全球的贸易逆差并没有减少。未来如果美国对中国的贸易逆差减少，美国对全球的贸易逆差就能够减少吗？根本原因我倾向于不在于当时的日本，也不在于今天的中国，根本原因就在美国自己。第一，美国你国内高消费低储蓄，储蓄对应的是投资，你生产不了肯定依赖进口。为什么你过度消费呢？你利用了美国的金融霸权，你超发货币，你利用了全球对你的信任。所谓嚣张的特权，超发货币换取他国资源。还有很多深层次的问题，美国自身要做出调整，比如，美国能不能不过度消费，你提高你的储蓄率，提高你的生产率。美国你能不能让度你的金融霸权，在全球的贸易中你占的已经没那么大了，为什么还要占这么大的国际货币储备份额地位呢？向全球征收铸币税，巨额的资本金融顺差必然对应巨额的贸易顺差逆差。道理是这么讲，不知道特朗普能不能听得明白，民粹主义、贸易保护主义无助于解决问题。

我今天报告的题目是新时代、新周期，去年十九大报告提出中国特色社会主义进入新时代，我在去年 2 月份提出一个观点，中国经济正站在新周期的起点上。过去一年宏观领域争论最大的一个问题就是中国有没有进入新周期，是否看多中国经济新的增长和改革转型，之所以引起这么大的讨论，有的媒体朋友渲染

¹ 任泽平，恒大经济研究院院长、首席经济学家、中国新供给经济学 50 人论坛成员

成叫论战，也就意味着对这个问题业界存在广泛的分歧。在去年相当一批，甚至大部分搞宏观的人，搞经济形势分析的人对中国经济是悲观的，要不然如果大家有共识还论战什么。在去年年初的时候，之所以新周期论战成为国内最大的一场讨论，也就意味着在去年，恐怕绝大部分的经济学家对中国经济的前景是悲观的。当然，我发现去年底的时候，有些人翻多了。但 2018 年初，由于金融监管、房地产调控，很多人对中国经济再度看空。

我搞了将近 20 年宏观经济的研究，我发现宏观的争论在每一个时刻都是很难达成共识，在任何时候都存在广泛的讨论，以及争论。所以，我在想我们搞宏观经济形势分析究竟是干什么。大家经常开玩笑说你提一个问题，问十个经济学家能得到十一种答案。我原来在国务院发展研究中心服务，下来第一站到了国泰君安，是国企。第二站方正证券，是校企，现在来到恒大，是民企。这几年从机关到国企、校企、民企，其实研究领域没变，一直做宏观经济学分析，不同的角度来看。

总的一个体会跟大家分享，宏观经济形势分析切忌过于看短期，你看今天数据好，乐观，明天数据差，翻空，其实宏观经济形势大概率不会今天好明天坏，它应该有一些基本的运行态势，也就是我们对宏观经济形势进行分析的时候恐怕要有些基本的框架，基本的逻辑，才能得出一些基本的判断。相应的政策也才会有战略的定立。所以，我今天大致想讲一下我们对未来中国宏观经济的形势分析的一些基本框架和基本逻辑，以及基本判断。

2010 年的时候，当时我还在国务院发展中心服务的时候，刘主任带着我们研究一个很重要的命题，后来我们研究小组得出了一个很重要的判断，就是提出增长阶段转换，上午大家都听了刘主任的介绍。2010-2015 年中国经济基本上单边下滑，到了 2014 年的时候我提出一个观点，新 5% 比旧 8% 好。未来通过改革构筑的 5% 的增长平台比过去靠刺激勉强维持的 8% 的旧增长平台要好。大约到了 2015 年下半年，我当时提出一个比较大的判断，经过 2010 年到 2015 年中国经济的单边下滑，中国经济可能已经相当的接近底部，未来相当长的一段时间中国经济 L 型。2016 年中国经济首次触底企稳，商品价格大涨，到 2017 年初的时候，我又在这个基础上进一步提出中国经济正站在新周期的起点上，战略看多中国经济。大家看 2017 年中国 GDP 增速 6.9%，是过去从 2010 年以来首次触底回



升。我们基本的一个判断是什么呢？我基本的判断是 2016-2018 年中国经济 L 型筑底，到 2019 年可能中国经济会突破 L 型向上。这是我的基本看法。大家知道我的观点一直非常鲜明，2014 年看多股市，5000 点不是梦，2015 年看多房市，一线房价翻一倍，2017 年看多中国经济，新周期。

为什么我们做了这样一个判断呢？我想还是从经济自身运行的周期规律来进行分析。我们大致从 6 个周期来分析。宏观研究一定要有非常强的综合能力，因为决定宏观经济形势的是很多力量叠加的结果。为什么我们这次要从周期的角度分析呢？因为既然谈到经济周期，中国改革开放 40 年，市场自身的运行规律已经在发挥作用。哪 6 个周期呢？世界经济周期、产能周期、金融周期、房地产周期、库存周期和政治周期。我把这 6 个周期讲了以后，大家大致可以判断中国经济未来的走势。

第一个周期是世界经济周期，2008 年金融危机以来我们可以看到越来越多的经济体加入到了复苏。中国经济 2016 年以来的筑底放在全球背景下看并不奇怪，因为 2012 年美国复苏了，2016 年下半年欧洲复苏了，日本也在复苏。全球的主要经济体都在开启复苏的进程，而且美国已经复苏了很多年。所以，放在全球背景下，中国的筑底，以及未来的复苏是并不奇怪的，因为全球化过程中你中有我，我中有你。去年，供给侧改革超预期，但是不要忘了去年需求侧也是超预期的。2015 年、2016 年中国出口都是负增长，但去年中国出口是正的 7.9%。所以，需求侧也是不弱的。我们现在需求受到了压制，压制并不意味着这些需求就消失了，它仍然会在未来的某一个时点释放出来。

对于全球新一轮增长周期，美国失业率已经回到了危机前的水平，也就是你再吸纳就业的时候可能要涨工资，它未来面临的的就是通胀预期的来临以及货币政策的正常化。这是世界经济的增长周期带动了中国出口复苏。我们大概率判断，在 2018 年，世界经济会延续复苏态势，中国贸易部门可以进一步复苏。有人担心贸易战会不会阻碍或者影响中国出口复苏？我认为有影响，但是不宜估计过高。中国出口，包括全球贸易复苏是有它自身规律的，我相信贸易战大家打是为了和，是为了在谈判桌上要一个更好的价钱。所以，并不会阻碍全球这一轮经济以及贸易复苏，这是第一个周期，世界经济的新一轮增长周期。

第二个周期，新一轮产能周期，产能出清和产能扩张。2008 年金融危机以后，我们从 2001 年一直到 2007 年中国经济基本是高歌猛进，2008 年金融危机本来要出清的，2009 年四万亿刺激，导致我们出清滞后。2010 年以来中国开始出清，但是很遗憾，我们走了弯路，我们搞了金融自由化，我们搞了监管的放松，我们大量的资金通过影子银行，通过通道业务继续向产能过剩、落后产能的国有企业部门输血。一直到 2015 年的 12 月份中央工作会议提出 5 大任务，三去一降一补”，去产能放在五大任务之首，才有 2016、2017 年中国超预期的去产能。

过去两年中国产能去化是非常充分的。当然，这里有个背景，我一直讲中国做对了什么？第一，找到了问题的症结。第二，找到了正确的解决方案。第三更重要的是具备了坚决的执行力。以前我们很多文件写完以后，束之高阁，现在不一样了，随着组织、人事、思想的统一，执行力非常强。而且很重要的变化，以前出政策以后很多微观主体要跟政策部门博弈一下，这个博弈导致政策执行效率下降，政策的摩擦。现在可以明显感觉到有了房地产去库存，有了去过剩产能的显著效果以后，政策的执行效率大幅度提升。出了政策基本不再博弈了，政策的摩擦减少，执行的效率提升了。这是非常重要的一个变化。

从产能周期的角度，经过 2015 年市场自发的出清，叠加 2016-2017 年的供给侧改革，中国这轮产能出清已经接近尾声，我们产能利用率回到 78%，跟美国差不多。我们企业资产负债率在下降。我倾向于认为 2018 年我们的产能投资筑底，但是到 2019 年我们将会正式看到新一轮产能投资的开启，产能周期是决定经济的主要趋势，库存周期是短周期，这是从产能周期的角度。这一轮产能周期的筑底，以及未来的回升，带有大量的高质量、新经济的转型内涵。这是第二个周期，产能周期。

第三个周期叫金融周期。简单讲就是加杠杆，去杠杆，加杠杆到一定程度债务不可持续就要开始去杠杆。显然，如果我们在产能周期的底部，我们在金融周期的顶部。各种指标，比如 M2，同业存单，通道业务，等，现实中国金融周期开始见顶回落。这种金融周期的见顶回落会对我们资产价格，包括对我们的投资都会产生一定的压制。与此同时，我们现在提出双支柱，我们通过货币政策调节经济周期，我们通过宏观审慎来调节金融周期。但是这两个东西还有关联。所以，



可以看到我们整个金融收紧的条件超出了经济基本面，我们整个金融收紧比美国还要强。就是我们把防风险放在了更加重要的位置。

从历史上来看，当我们处在金融周期和产能周期同时向上，大家看到经济复苏和资产价格的大涨，比如 2004、2005 年到 2007 年的中国和美国。如果金融周期和经济周期同时向下，很容易爆发危机，比如 2008 年。有时候你会看到经济周期还在向下，但是金融周期还在向上加杠杆，但是没有加到实体中，所谓的脱实向虚，这时会看到资产价格的大涨或者虚高泡沫，就是中国的 2014-2015，经济往下走，但是我们还在往上加杠杆。还有一种组合，我们的经济周期在筑底回升，但是金融周期见顶回落，这时候我们把经济筑底的时间拉长了，很多人认为 2018 年经济会复苏，我要讲 2018 年中国经济还要再筑底。很大程度上跟库存周期和金融周期回调有很大关系。与此同时，它对资产价格有压制，包括房价，包括股价都是有一定的压制。

第四个周期是房地产周期。房地产周期很重要，经济史上讲“十次危机，九次地产”，房地产是危机之母。跟大家说个数，我们全国的股市加起来市值 50 万亿，债市加起来 60 万亿，股市、债市加起来 110 万亿，全国房子加起来是 300 万亿。房地产周期怎么判断，我去年出了本书在京东、当当 6 次卖断货，多次销量排在第一位，人民出版社半年 6 次加印，叫《房地产周期》，我们概括为长期看人口，中期看土地，短期看金融。从短周期的角度，从 2016 年“9·30 政策”到 2018 年年底，这轮房地产短周期接近尾声。房地产周期对经济的冲击在 2018 年年底会接近尾声。

第五库存周期，平均三年左右，加库存，去库存，2016-2017 年上半年商品价格的大涨，除了供给侧改革，还来自于 2015 年底库存出清非常充分。从 2017 年上半年我们进入了再度去库存，这个去库存周期也会在 2018 年底见底。

所以，大家可以看到 2018 年是什么情况呢？世界经济新一轮增长周期，产能周期筑底，金融周期见顶，再度去库存周期，以及房地产周期的调整接近在中期的阶段。所以，对几大周期运行有个基本判断，大致可以得出 2018 年中国经济还会再筑底，而且不排除 2018 年中国经济比 2017 年略有回调，但这个回调和

2014、2015 年是不一样的，它是有底的。全年可能前高后低，全年大致 6.7% 左右的增长。这是对经济的基本看法。

前面讲了 5 个周期，第六个是政治周期。全球都有政治周期，特朗普的贸易保护主义也有很大的政治周期的因素，他要赢得他的中期选举。中国也有政治周期，十九大两会已经开完了，我们人事换届基本完成，对这一轮的政治周期往后面看得更远，我们正在从过去的做减法转向做加法，“三去一降一补”，三去是减法，一降一补是做加法，很多地方抢人才大战，搞科技创新，都在做加法。

这是从 6 个周期的角度对 2018 年的基本判断，继续 L 型筑底。到了 2019-2020 年我们认为会突破 L 型向上。

到了 2019 年，到 2020 年我们会出现全球的增长周期，以及我们产能周期、库存周期、房地产周期同时向上，再加上我们金融周期的去杠杆，第一年最猛烈的冲击也基本结束。所以，我们判断大约到 2019-2020 年中国经济突破 L 型向上。但是中国新的增长前景估计不是重回高增长，我们新的增长平台就是 5%-6%，高的时候 7%-8%，中国经济超过 7%，接近 8% 可能就过热了，低的时候可能 4% 左右。这是对中国经济增长前景的一个基本判断。

最后提几个政策建议。

大家谈到贸易战，贸易战我倾向于短期能够缓释，长期这个问题会越来越重要。跟大家说一个数据，中国现在 GDP 规模是 12 万亿美元，美国是 19 万亿，美国是世界第一大经济体，中国第二大，美国占全球 GDP 的比重是 24%，中国占 15%，中美加起来占全球 GDP 的 40%。更重要的美国的潜在增长率是每年 2%，中国每年可以增长 6% 左右。什么概念？就是说过去这 5 年中国 GDP 占全球的比重从 11% 提到了 15%，我们的 GDP 增长在未来还可以是美国的 3 倍，再过十年不考虑汇率升值的因素，大致到 2027 年中国 GDP 规模就会超过美国成为世界第一大经济体。所以，我认为这次贸易摩擦也好，贸易战也好，只是故事的开始，它拉开了全球经济领导权更迭的序幕。中国所需要做的事情就是做好自己的事情，你只有做好自己的事情，你才可以更好地化解吸收外部的冲击。所以，我们要以更大的决心，更大的勇气推动新一轮改革开放。如此而已。这是第一个。



第二，政策现在不再简单提监管政策，现在提双支柱，为了金融去杠杆是很有必要的，但是防止监管叠加，要考虑到现在实际融资成本上升，防止对好企业融资的错伤。这是第二点建议。

第三，供给侧改革。继续推动我们的供给侧改革，从过去的做减法，未来可以考虑把防范风险金融去杠杆做完以后逐步的转向做加法。

这是跟大家报告的主要观点。来到母校，看到很多学弟学妹，也送大家一句话，以前我读书的时候也面临很多诱惑，有很多同学到外面兼职，有的导师也接一些短期赚钱的课题，在学校里珍惜我们的青春年华，多读经典著作，知识是有价值的。祝愿大家以梦为马，不负韶华！

深化财税体制改革的六个期待

王振宇¹

财政制度是一个国家最为重要的制度安排，也是国家治理的基础和重要支柱。对标“全面深化财税体制改革”、构建现代财政制度的总体要求，当下的改革存在诸多不尽如人意之处，期待进一步深化。

第一，期待回归分税制轨道。1980 年代我国财政体制不断在不同形式的“包干制”转换，出现了较为严重的财政特别是中央财政“危机”，1994 年分税制财政体制的正确选择，彻底改观了这一局面。由于受时点条件限制，存在先天不足，分税制成为一盘没有下完的棋。其后的改革一直处于改革不足的状态。梳理十八大以来的文献，只有 2014 年新修订的预算法有一处表述（第十五条，国家实行中央和地方分税制），而在新一轮国务院机构改革方案中，将省及省以下国地税合并，新组建的地方税务机构实行以中央为主、地方为辅的垂直管理模式。虽说从技术手段上，可以确保地方政府财税收入利益，但一级地方政府缺乏收入组织权的分税制却是中国特色。选择分税制财政管理体制的国家，组建两套征管机构是标准配置，而没有地方税务征管机构的分税制体制或许不只是“合并”那么简单，是不是必要条件呢。合并的理由很现实，体现了问题导向，主要基于纳税人、经济性、技术性考量，似乎忽略了政府间财政关系这一重要维度。当然，国地税合并在一定程度上可以改观分税制以来地方政府无效的税收竞争（如拉税、转税、协税、先征后返等），但这样也可能不利于调动地方政府积极性，从而有效竞争不足，甚至出现“道德风险”问题。

20 世纪 70-80 年代，意大利曾出现了逆分税制改革，使得地方政府财政脆弱、自给率低、依赖程度高、预算赤字及债务膨胀等问题，迫使其在 90 年代（1993 年）选择分税制改革。本人长期在地方政府财政部门工作，另一个研究方向为地方财政，其间的体味更为直观。分税制是处理政府间财政关系最为有效的实现形式，20 多年来我们从该体制中享受到巨大红利，所以没有理由简单放弃，也没有

¹ 王振宇，辽宁大学地方财政研究院院长



比分税制更好的可替代方案。假定简单放弃再重新选择，可能所付出的改革成本会更大，也会贻误改革时机。为此，一个基本建议是整个财税体制改革务必在分税制框架上进行整体设计，决不能因为改革不足而引致的矛盾和问题归罪于分税制，切忌矫枉过正、旧体制简单复归的问题。

第二，期待强化顶层设计。以往的改革，大都停留在部门层级上，如教育事权改革由教育部负责，民政事权由民政部负责，以此类推。长期形成的中国特色“条块”结合治理模式短期内难以改变，所以要把握好“条块”的边界。以部门为主导或者财政部会同其他部门的设计形式需要改革，要引入第三方专家设计机制，跨越部门主导设计的狭隘性，这样的设计才会更加公平。财税体制改革是个自上而下的顶层设计过程，所以顶层设计必须高屋建瓴，要从以往的帕累托改进过渡到卡尔特标准，倡导“零基改革”，如果不突破既得利益，继续选择增量改革模式，其边际效益会越来越低，甚至产生负向激励，为此要突破过分部门主导模式，也不能采取“现行做法+转移支付”的简单文本化形式。

第三，期待遵循国际规则和充分考量现实国情。1994 年财税体制改革时，曾提出要构建流转税、所得税双主导形式，20 多年过去了，间接税的主导地位依然坚挺。梳理一个时期以来的个税数据，一旦占税收的比重为 7%左右的时候，就启动扣除标准改革，2017 年个税总量 1.2 万亿元，其中工资薪金所得占 60%。我们一直倡导启动消费需求，其实消费税总量仅为 1 万亿元。在 1880 年-1920 年的美国进步时代，除了引入了现代预算制度之外，另一项重要改革就是引入了所得税制度。间接税的优点是易于征管、做大财政蛋糕，但其累退性特征十分明显，去年曹德旺、宗庆后抱怨中国的营商成本高，税负沉重，当然有计算口径问题，但达成的一个重要共识是因流转税的主体地位实体经济的宏观税负并不低，还有垄断公用事业“价格改革”滞后，对生产者而言，所有税费都是成本，从国家层面一直强调振兴实体经济，效果不够理想的一个重要原因在于税制。如果没有生产者，都用足投票，出现大量“裸商”现象，后果更可怕。贾老师有篇文章提及了税收厌恶概念，直接税的“痛苦指数”的确很大，征管成本也高，但其最大优点就是“累进性”。所以，王绍光先生将其概括为“美国进步时代”，以此赢得了美国一百多年来的相对稳定与繁荣。

本人所在的辽宁省，当下面临的支付风险就是确保养老金及时足额发放，人均 2300 元/月（2005 年以来连续 14 年提标），随着时间的推移，可能在拖垮地方财政甚至整个国家财政，究其根源在于养老保险制度供给太落后了，本人概括为“旧制度与新矛盾”，1999 年设计的基本养老保险制度与 2018 年现实形成了天然之别。要按照构建现代财政制度的总体要求，加快从自有财政（计划经济时期。货币性增长）、租金财政（第三财政）过渡到税收（财政）国家，从间接税过渡到间接与直接并重、从生产流动环节过渡到所得持有环节、从以“物”环节过渡到“物”“人”并举、从中央主导过渡到中央与地方双驱动模式。特别是一些涉及民生领域的改革，务必考量中国国情特别是地方财政承受能力，要保基本、讲机制、可持续、防风险，谨防陷入高福利陷阱。

第四，期待多方参与公开民主机制。无代表无税收。本来，财税体制改革也是一个委托-代理、公共选择、达成最大公约数的博弈过程。但从新《预算法》三审、四审开始，就一直处于小范围、体制内“征求意见”的半保密状态，虽说预算法修正案得以高票通过，但预算法实施条例至今尚未出台。就连中央审改组审议通过的深化财税体制改革总体方案至今还未公开发表。等等，这样的财税体制方案比比皆是，特别基于地方视角，基层更无话语权而言。由于缺乏一个有效的广泛参与、科学民主化过程，钱穆“制度陷阱”现象特别突出。为此，强烈建议由“神秘”转化为“公开”，由衙内“处长”决策转化专家、地方广泛参与的民主科学决策，从根本上解决两个一公里和政策短命、不断解释补充的问题。

第五，期待同步考量至省以下各个层级。1994 年以来的财税改革只局限于中央与省区政府之间，而省以下只是原则性要求，赋予了省级政府充分自主权，对省级政府而言，又会参照中央的模式，进行省对市的改革，以此类推，简单效仿，抓好放坏，而到县乡这一层面，还是摸着石头过河，不断地“翻烧饼”。如省直管县、乡财县管，近十多年来一直处于不确定、折腾状态。整个财税体制改革已步入带深水区，牵涉到诸多利益关系的调整，如果继续进行选择性、简单化改革，回避改革的核心、关键，其结果只能是改革流于某种形式化的转化。所以，深化财税体制改革的总体设计，务必向下延伸，否则会降低整体改革效果。

第六，期待向综合配套改革有效推进。当下有个改革倾向，就是要通过财政改革的倒逼机制来推进其他领域，简单的做法就是“断供”。想起来容易，但做起



来难上加难。改革开放以来，财税体制改革一直扮演着“急先锋”的角色，并在不同历史时期发挥着重要作用。财政一半是“财”，另一半是“政”，如果说以往的改革，主要涉及“财”，也触及“政”，那么下一步“政”是绕不过去的。而长期模糊的政府、市场与社会边界需要理清，政府间职能同构、“上下一般粗”的问题需要区分，政府级次与财政级次的有效衔接需要回答，价、税、财改革联动需要提速，财税体制法治化、民主化、公开化的进程需要推进，事权与支出责任的划分需要加快，财税体制改革与司法体制、社保体系改革需要相互衔接，财税体制与金融体制、计划体制改革需要合理搭配等。所有这些，仅靠以往的财政“单边主义”方式，明显出现了“越位”的问题。为此，新一轮财税体制改革要着眼于全局和长远，亟须摒弃部门利益、地方利益思维，有效达成改革共识，务必有序均衡推进。

以上发言，仅为个人观点，请批评指正。

给人大对社会总负担进行控制的职责

冯俏彬¹

各位专家，各位嘉宾，在座的各位同学，大家下午好！非常荣幸参加今天这个新供给的季度会议，今天下午我演讲的题目是“乘党和国家机构改革东风重整政府收入体系”，这个也是我长期研究的话题。十九大之后，中国特色社会主义建设进入了新时代，树立了未来 30 多年长远的奋斗目标，就是要实现中华民族的伟大复兴。在这个伟大目标之下，在经济方面的核心议题是要建设现代化经济体系。

如何建设现代化经济体系？按照十九大报告我归纳为 8 个字：改革、开放、创新、协调。

在这八字要诀之下，是要以供给侧结构性改革为主线，建设现代化经济体系。简要回顾一下供给侧结构性改革的时间轴：2015 年提出，2016 年是供给侧结构性改革的元年，2017 年是深化供给侧结构性改革，2018 年计划深化供给侧结构性改革。

在这个主线之下，回过头可以看到今天作为会议主办方的华夏新供给经济学院在这个问题上所做出的贡献。2013 年，新供给经济学提出的“八双五并重”的政策主张，现在正在实行或者在推行，由此可以见到他们的远见。另外，我们也提出了自己的理论框架，即基于要素的运动规律的供给侧改革理论模型与实施路径。这一个好的理论是富有解释力和相当的预测力的，可见这就是理论研究的魅力。

简要的回顾一下供给侧结构性改革这两年中取得的成绩。基于国家统计局的数据。对 5 大任务都给出了相应的数据，我今天要讲到的主要问题是关于降成本方面，2016 年降成本比上年下降了 0.1 元，2017 年供给侧结构性改革的成绩单，成本较上年下降 0.25 元。所以，从这两年供给侧结构性改革所取得的成绩来看，我们有一个综合判断，成绩最好的实际上是去产能，其次是去库存。相应的在去杠杆和降成本方面，实际上取得的成效并不是太好。从现在的情况来看，2018 年

¹ 冯俏彬，国家行政学院经济学部教授、中国新供给经济学 50 人论坛副秘书长



各方面已经把控制金融风险提高为经济工作第一重要的任务上。所以，预计 2018 年在去杠杆上面来讲可能会有很大的进展，但是这个不是我的专业，也不是我要谈的话题，我核心要谈的话题是“降成本”。

2018 年的供给侧结构性改革，中央总结为三个字，叫“破”、“立”、“降”。“破”是去除僵尸企业的问题，“立”是解决新动能的问题，“降”就是降成本的问题。

围绕降成本的内容，沿着供给侧结构性改革的主线研究下来，首先要承认，就是 2016 年和 2017 年国家在降成本方面做了很多努力。简要梳理一下，降成本方面有一个非常大的举措就是营改增。根据财政部最新的数据，营改增的减税效应达到 2.1 万亿。二是强力清理涉企收费，这两年大家对此有很多的感触，以前我们认为一些硬骨头，还有一些非常大的障碍，这两年很多清理取消了。三是社保方面，降费总的幅度降了一个多百分点，金额 1300 亿，这个不算明显，但是在现在社保制度的基本状况下也算是做出了力所能及的努力了。第四个方面，推动价格改革。这里面涉及的内容更多，涉及到电价、水价、气价、天然气价格等等一系列相关领域的改革问题。这几年基本上按照每年为社会减负两千多亿的水平在往前推进。当然，更重要的是在为社会减负的同时，相关的制度建设在推进。比如“全国收费一张网”，所有的政府的收费项目，不管是税收、行政性收费，在中央政府的网站上都可以全部查到，理论上讲这些收费如果没有在上面明确的公示出来的话，企业和个人是可以拒缴的。

我自己一直追踪这方面的研究。我要说一句，我们政府在推动为社会降成本方面的确是做了力所能及的努力。从金额上来讲，2016 年和 2017 年分别为社会减负一万亿，2018 年刚刚结束的两会上李克强总理再次宣布要继续为社会减负一万亿。所以，政府的诚意和具体的行动措施还是清晰可见的。

但另一方面，也要看到问题。从企业的角度上来讲，从社会的角度来讲，尤其从企业家的角度来讲，普遍有一种获得感不强烈的感受。所以，这两者之间实际上是形成了一个比较清晰的对比，所以，我们要回答的问题就是这当中到底怎么了？他们之间的差距在什么地方？我自己长期做减税降负的研究，在新供给的支持下也一直在做政府收入体系重整的课题研究。在做这个课题研究当中，我脑子里不时想起黄宗羲在他的《明夷待访录》中说，历代税负改革每改革一次税就

加重一次，而且一次比一次重。为什么当前政府一方面在努力的减税降负但社会的获得感并不强，并没有感觉自己的税负负担有所减轻。黄宗羲的说法可以比较好地帮我们理清思路。我们现在看到一方面的的事实就是政府 2016、2017、包括 2018 减税的幅度达到一万亿之巨，但与此同时我们政府的各方面收入实际是在上升的。这张图显示的是最近三年以来，也就是供给侧结构性改革以来，政府收入的变化。大家可以看到，实际上是在增长，特别是 2017 年，与 2016 年相比，政府总收入的增长幅度达到 15.5%。当然政府总收入包括政府的所有收入，我们称之为广义的政府收入。即使是扣除掉了税收和经济增长的自然增长因素，也可以看出增长幅度比较大。2017 年我们的经济增长的百分比是 6.9%，我们的政府收入增长是 15.5%。

这张图是显示非税收入在下降，因为这两年清理的力度非常大，但是与此同时，税收收入是在上升的。同样以 2017 年为例，我们的税收和上年相比上升了 10.74%，这个幅度也是高于同期 GDP 增长的幅度的。土地出让金方面，2017 年比 2016 年上升了 46.1%。前两天我还看到一张图片，这张图片上显示一二月份以来，有的地方政府的土地出让金高达 400%。这说明，我们下来一方面的确在减税降负，但是另一方面政府总体的收入除了非税收入有所下降，其他的各项收入实际上是有所上升的，而且比较明显。从未来的情况来看，这种情况还有可能进一步加强，2008 年环保税开征，这对政府来讲肯定是增加一笔收入。

资源税扩围，今年水资源税从河北一个省扩展到十个省，对于地方政府来讲是可以增加一笔收入的。另外，大家知道房产税今年一定要进入立法阶段，如果房产税开征那当然是属于政府最可观的税源。另外，我们税收征管加强，现在税收的征管技术水平和愿望都很强烈，税收征管加强也是一个增收因素。另外，随着大数据的普及，也可以使过去征不到的也可以征起来。这当中就形成一个反差，一个方面从中国经济转型升级所处的阶段而言，企业需要有轻徭薄赋，政府也在做。但是从另外一个方面来讲，政府各方面的收入总体而言是在上升。所以，这当中就有一个怎么办的的问题。如果这个问题不解决的话，有可能在 2018 年还会重现 2016 年和 2017 年的情况，一方面中央政府在减税降负，另一方面是地方政府通过各种手段把减掉的损失再弥补回来，全社会总体负担水平实际上并没有降低。对我们国家经济的转型升级，对于供给侧结构性改革，以及现代化经济体系



的建设，再长远一点说，对于国家的经济发展是不利的。所以，这种情况必须要有一个解决方案。

我们认为，可以提出以下几个对策。第一，要设定一个控制社会总负担水平的制度闸口，现在总负担水平是 30%-35% 之间，虽然不同的机构有不同的说法，但是基本上这个水平。这个水平我们认为用来满足中国政府的开支是够了，不应该再增加。所以，要综合国际经验，还有我们自己的政府开支需要，设定一个总负担水平。授权全国人民代表大会对此进行控制，具体的可以在全国人大财经委员会的职责中增加对总负担水平控制的职责。在此基础上可以采用很多具体的技术方法，比如债务限额、pay-as-you-go 等机制对此进行处理。总之要有一个机构，对这个事情负责，否则我们就会重蹈黄宗羲所描述的现象，就是每改革一次实际上是加税一次。这个事情目前是一个比较紧迫的事情。

第二，对政府收入结构进行一个重整。这是我们在研究政府收入结构当中，发现我国的税、费、价、租、互相之间是你中有我，我中有你。在座有学财政的同学，财政通常研究政府收入的时候最多就是税收和非税，但是在税收和非税之外还有大量的东西存在，包括我们的国有资本，国有资源收入（如土地出让金），包括政府性基金……还有很多收入，这些收入并没有在传统的财政研究的视野当中。所以，我们认为，应该在一个综合和整体的视野下，对政府的收入体系要进行一个重新整理。这个重新整理简单概括，第一个是正税，要明确税收在政府收入中的主体地位。第二是要“清费”。所有行政性收费应该全部清干净。剩下的收费只有一个“使用者付费”，它后面的核心是要跟上费的定价机制和管理机制的问题。时间关系我不展开了。三是“明价”，价格本身不是政府收入的一部分，但是它和公权力有很密切的关联，常常是加重社会负担的主要来源。价格需要明确它的范围是由政府定价的基本公共服务、公共事业方面的收入。为此，要有一套非常复杂的定价机制。人民大学以前在经济系下有一个计划与价格专业，现在研究这个领域的人非常少了，恰恰在当前的政府收入体系当中，政府定价这一块是一个盲点，是一个研究非常少，也很少有人关注，但恰恰它是一个关系到社会主义市场经济体系建设，价格体系完善的非常要害的东西。目前国内的研究全国数不出十个人在研究政府定价问题。四是“严租”。租就是国有资源、国有资产产生的收益，

包括土地出让金，包括庞大的国有资本产生的收益。它们的管理原则只有一个，那就是全部纳入到公共预算当中。总之在中国这样一个国家，由于国有资产占比非常庞大，实际上税率是可以轻一点的。

第三，完善政府收入管理的体制机制，涉及到财税改革、政府定价机制、成本补偿机制等问题。非常复杂，时间关系就不展开了。

第四，深化配套改革。我在做研究的过程中，有一个非常重要的看法，最终是要使政府收入税费租价各归其道，互相之间有相对明确的界限，不能你中有我，我中有你。另外，这套改革表面看是政府收入的问题，实际背后是政府职能、机构、人员的改革问题。在此之前，这些改革我们认为研究上可以做，但是推行起来太难，因为它伤筋动骨涉及的面太多了。但是现在，在党和国家机构改革方案出台以后，在这个政策的关键关口看到了这样的曙光，因为党和国家机构改革相当于是对机构进行了全面的重组，这个过程中该取消的费一定要取消，该规范的制度一定要规范。

总之，我想表达的一个主题思想：乘党和国家机构改革的东风，把这个无比艰难的政府收入体系重整的事情做下来。

不当之处请各位批评指正。谢谢大家。



应发展面向创新的融资体系

金海年¹

在中国经济进入新时代的大背景下，中国的政府部门尤其是金融相关部门进行了较大幅度的调整，让我们对接下来的金融体制改革充满了期待。

在此，我认为未来金融改革的关键可以包括对内面向实体经济的融资体系改革和对外面向人民币国际化的汇率机制改革两个方面。

一、建立通畅联动的一二级市场统一机制，发展股权融资实现杠杆均衡、防范金融风险，建立有利于经济持续发展的多层次融资体系。

实体经济不等于制造业，防范金融风险既包括金融体系自身的风险，更包括制造业产能过剩、污染排放和高能耗的泡沫。科学的实体经济的内涵，既包括高质量面向居民需求的第二产业，也包括现代服务业，既包括商品与服务，也包括公共品与服务。说到底，实体经济就是科技创新能力和创新成果普惠国民的能力。因此，资本的根本目的是支持科技创新，经济的根本目的是将创新成果普惠到全体国民。

具体的改革措施包括：

1、建立面向创新、创业的融资体系，将产学研资四方面结合起来，建立通畅的从基础科研投资到风险投资直至公开市场的发展通道，对微小中大不同规模的企业、对创业期、发展期、成熟期和转型跨越等不同发展阶段的企业，都有匹配的融资渠道和成长变化的转换机制。

2、针对当前我国社会融资结构中银行信贷等间接融资比重过高的问题，这也是高杠杆的体制原因，疏导发展中应有的融资需求从债权融资平衡到股权融资，进行以 A 股市场为核心的资本市场改革，在发展中去杠杆。以 IPO 注册制和退市机制为核心，建立优胜劣汰、有进有出的活水机制，让优秀规范的企业能够按照市场节奏上市融资，让投资者有更多的投资选择；建立规范的信息披露机制，

¹ 金海年，诺亚控股有限公司首席研究官、中国新供给经济学 50 人论坛副秘书长

解决信息不对称的问题；建立制度化的转板机制，使企业随着自身发展阶段的变化能及时在多层次的融资资本市场之间进行转换；同时也完善增发和并购的融资需求。

3、建立专业的公开市场，解决定价悖论难题。对与混合所有制改革和不良资产处置等专门领域的定价难题，通过公开市场的市场定价，接触国有资产流失或价格难以被市场接受的两难局面，也避免内部操作或招标等定价缺陷，让市场发挥决定性作用。

4、发展多层次的债券市场，让中小企业也可进行公开规范的债权融资，增加直接融资，优化间接融资。我国现有的债券市场，主要面向高信用等级的大企业，同时建立面向中小企业的高收益债券市场和面向小微企业的企业主债权市场，形成多层次的债券市场，并同时完善企业个性化的债权融资渠道（如信托、委托贷款、债权众筹等），也是解决中小企业融资难、融资贵的一个重要途径。

5、建立国内多层次的股权融资和资本市场以及多层次的债券市场与国际市场的跨市场对接机制，让资本高效流动起来。

二、逐步建立面向一篮子商品的独立汇率定价机制，建立包含官方储备、中国企业储备、中国家庭储备在内的大外汇储备体系。

现有的汇率决定理论如购买力评价理论和资产市场理论等都有一个共同的缺陷，就是“一价理论”，认为汇率应反映同一商品的不同货币价格的区别，这忽视了不同经济体的生产力水平差异导致的价格区别。

人民币随着我国经济实力的快速提高和国际使用率以及影响力的提高，国际化是大趋势，国际地位必将日益提高。现有的参考一篮子货币的汇率决定机制存在着政策不独立的问题，从我们的理论与实证研究来看，大国货币汇率是由其农业净产出和国际贸易供求、国际资本供求以及制度和预期等四个方面因素共同决定的，因此为保证人民币汇率的相对独立性，以及未来日益重要的国际储备地位，人民币汇率应逐步从目前的参考一篮子货币向参考一篮子商品（包括农产品、国际贸易品、资产品）与一篮子货币结合的定价机制过渡，以制度调节对冲预期的偏离，建立更加独立稳定的汇率机制，为人民币国际化奠定基础。

同时，为了优化外汇储备的规模与效率，也应将企业和家庭的储备与官方储备一并考虑。这样，只要保持央行外汇储备与中国企业和家庭外汇储备的总和与



外债、国际贸易赤字、资本项目赤字、市场调节准备这四项的总和大致平衡即可。

按目前的情况，我国的央行外汇储备最优规模在 18000-20000 亿美元左右。

当然，中国的金融体制改革内容很广泛，以上只是当前最根本的几个方面。

中国产业升级不可避免与美国短兵相接

张茉楠¹

大家下午好，我知道在座各位大多数是来自财政和金融领域，但贸易问题可能是国际问题的一个热点，也是一个焦点，是牵一发而动全身的问题。我今天的演讲主要分三个部分。

第一个部分，还是要与大家一起回顾一下 2017 年全球贸易走势，为什么全球贸易实现了金融危机以来强劲的复苏？第二，换一个视角，我更多的是从全球价值链的角度看背后深层次的问题，特别是中美之间爆发贸易战的背后的结构性问题，及对全球经贸带来的影响。第三预测一下未来特朗普贸易战冲突的风险。

2017 年，全球贸易一个最大特点就是实现了金融危机以来的强劲复苏。根据相关研究，比如像荷兰经济政策分析局预测 2017 年全球贸易复苏达到 4.5%，这远远高于 2016 年 1.3% 的增速。WTO 成员 60 多个成员国中出口正增长的占比 87%，进口正增长的占比 89%。不仅仅新兴经济体、发达经济体，全球都在贸易复苏中实现了同步的过程。

从复苏的区域看，亚洲、北美地区，借助于中国和美国的经济强劲的动力，也实现了复苏的势头。亚洲大约是实现了 6.4%，北美主要是 4.2% 的增长。全球贸易复苏是全球经济最大的亮点。

中美作为双引擎，在整个经济复苏的过程中相当于两大动力源头。对于亚洲来讲，我们知道中国是全球最大的中间品贸易大国，亚太价值链在全球贸易复苏中起到龙头作用。亚太经济合作委员会的报告预测亚洲对本轮贸易复苏的作用拉动了全球贸易增长的 5.4 个百分点，远高于欧盟和北美的 1.9% 和 1.5%。

另一个角度来讲，我们也看到，不仅仅是在贸易领域，在中美这样一个复苏势头的带动下，在产业领域，全球资本品贸易，比如制造业的复苏也带动了其他国家比如资源类国家，初级产品国家出口显著上升。此外，特别是中国“一带一路”倡议的推进，中国与欧洲贸易范围的不断扩大，也带动了相关零部件制造业

¹ 张茉楠，中国国际经济交流中心研究员、中国新供给经济学 50 人论坛副秘书长



的反弹。从这个角度来讲，贸易复苏背后是有实体经济复苏，特别是制造业和资本品贸易复苏的强劲带动所产生的。

WTO 的全球前三季度贸易景气指数的报告显示，尽管 2017 年出现这样一个强劲反弹，但是到 2017 年第三季度，无论是货运集装箱指数，还是航空货运量指数，以及出口订单指数增速已经出现了放缓，这也意味着未来全球贸易增长可能出现一个拐点。

根据我们对 2017 年全球贸易复苏态势分析，真正的拐点可能恰恰就是在 2018 年。这个背后就是我们不得不担心由于中美之间爆发冲突性风险有可能产生全球连锁性反应，各个国家有可能因为中美贸易战而更多的卷入其中，所以，我们更多的想从全球价值链的角度看，美国为什么发动这场贸易战？因为特朗普一直拿所谓的“美国逆差”来说事，因为大部分的全球化红利都被中国拿走了。但我们如果从全球价值链的角度来讲，现在已经不是上世纪七八十年代传统贸易的形态，全球价值链赋予了“本土制造”一个新的含义，我们知道，大量的原材料和中间产品的产生使整个全球贸易更多体现为增加值贸易或者中间品贸易。所以，产品的生产更多的由“本土制造”转向“世界制造”或者“全球制造”。在全球价值链当中，中国是全球最大的中间品贸易大国。美国在全球价值链的高端，它进口第三国的中间产品较少，而中国背负着来自其他国家，比如日本、韩国、东南亚一些国家对中国一些中间品产生的贸易逆差。按照全值统计，这些国家产生的中间品和贸易逆差就体现在中国出口最终产品上，体现为中国对美国大量顺差。

尽管 WTO、UNCTAD、OECD 一直在推进“增加值贸易统计”，试图改进原来的统计方法，但是我们看到，美国，特别对特朗普来讲，2018 年是特朗普对全球贸易政策的新拐点，由原来的“交易型政策”，更多转为“主动进攻型”的政策。二战以来，全球以 WTO 为主体的多边贸易框架有可能遭受冲击，这也是我们比较担心的未来在全球产生连锁性的结构性冲突。如果进一步分析，从中国角度看，中国现在全球最大的中间品贸易大国，也是全球最大的制造中心，特别在机械、电子、汽车，这些产业恰恰都是全球价值链产业，美国“301 条款”中很多贸易制裁也集中在机械、电子或者半导体芯片行业，这些行业恰恰是因为中国在整个全球价值链的重要产业。

2017 年, 中国贸易总额达到 4.1 万亿元, 超过了美国, 回到第一贸易体地位。而我们如果从贸易增加值的角度来看, 中国很多产品当中, 不仅含有国内的增加值, 而且包含大量的国外增加值。中国出口国外的最终产品当中, 包含的国外增加值要远远大于国内的增加值, 也是在全球经济体中占比最高的。

从中国贸易结构的角度来看, 为什么说“301 条款”已经不局限于一些传统行业, 而进一步转向高技术密集型或者资本密集型行业, 如果回溯中国这些年发展历史来看, 中国制造业出口已经逐渐从“一般品贸易”转向“资本品贸易”升级。根据我们的研究, 2015 年中国外贸出口当中, 机电已经占到 50% 以上, 大型单机和成套设备, 高铁, 高端制造业等占据半壁江山。尽管中国与美国贸易结构还有很大的互补性, 但是从态势和趋势看, 中国正在沿着整个产业链高端迈进, 劳动密集型的消费品, 逐步向电子消费品、机械设备, 再逐步向更高端的精密制造方向升级。所以, 从这个角度来看, 必然与美国在更大范围内产生全面的冲突。所以, 我们看到, 特朗普对中国的“301 条款”已经不局限在贸易逆差上跟中国打贸易战, 但这些行业恰恰不是中国对美国贸易顺差的产品或行业。我们如果从全球价值链和全球产业结构变化看, 中国的产业升级将不可避免与美国短兵相接。从这个角度来讲, 中国一定要做好长期战的思想准备。

现在特朗普发布“232 调查”, 已经把全球很多贸易伙伴都纳入到他的“贸易战”框架之下。因此, 中美贸易战已经不局限于中美之间的贸易冲突问题, 对于美国跨国公司和消费者将会带来非常大的冲击。我们看到为什么好多美国跨国公司还是在全球化中有更大的推动意愿, 是因为跨国公司在全球价值链中是一个绝对的主导者, 他们占到整体国际贸易的 80%, 而对于全球最大的 100 家跨国公司来讲, 其海外的营业收入远远高于本土营业收入。特别是美国, 美国 80% 以上的进口贸易实际上是来自跨国公司的价值链, 如果美国针对中国中间产品, 特别是机械产品进行高额关税惩罚, 整个产业链中跨国公司都将直接受到冲击。此外, 特朗普去年的“新税改法案”中, 很明显的逻辑脉络就是“让美国更强大”, 体现在让美国制造业回流, 让美国资本回流, 让美国竞争力回流。美国参议院版本的税改法案, 跨国公司在海外产生的专利收入、知识产权收入, 要对来自其他国家的关联公司征收关税, 对于苹果、Google 这些公司在中国或者在其他国家有大量的



基础性研发投入、创新中心，如果特朗普税改法案实施之后，将对跨国公司在海外设立研发中心、技术转移进行限制。

我们预期最坏的后果，如果真的爆发“以美国为中心”的贸易战，中国实现“以牙还牙”的报复情况下，那么不可避免全球都会被卷入到这样贸易战中。全球价值链上的任何一个环节都不可避免的受到这种冲击。比如“301 条款”中机械制造、通信设备等产业与日本、韩国都是息息相关的。最近韩国现代经济研究院的一篇报告显示，如果美国对中国进口减少 10%，韩国对中国出口额有可能减少 19.9%。实际上我们大量中间品贸易和零部件恰恰是来自于韩国、日本这些国家。所以，一旦发生“301 条款”兑现，这些国家将首当其冲，有可能他们受到的冲击比中国还要大。

根据我们这些年在做的一项研究，在中间品贸易主导的情况下，贸易战不仅仅带来中国出口下降，反过来通过出口下降带来整个总需求的萎缩，进口下降，进一步将对比如中国台湾、韩国、东盟、澳大利亚这些国家和地区都会产生影响。这是我们可能会预见未来最坏的场景。

所以，从政策选择的角度来讲我想提几点。第一点，中国在跟美国打贸易战的情况下，回溯到当年美日发生贸易战，中国还是应该保持战略定力，不能以短期的和平来牺牲中国长期战略利益。这是第一个运用原则。第二个原则，回顾当年的日本，人民币是不是应该对美元进行大幅升值。历史已经告诉我们，《广场协议》的惨痛教训，中国如果本币大幅升值的话，对中国未来产业发展可能是非常大的冲击。第三，该不该抛售美债？中国如果主动发起一轮金融战的话，首当其冲的就是我们 4 万亿的外汇储备或者美元国债，产生很大的财富耗尽。第四，鉴于中国在全球价值链中的地位，还是应该联合更多的贸易伙伴和全球价值链伙伴，把中美贸易问题，放在 WTO 框架或多边框架下，而不是在双边框架下解决。谢谢大家。

“炒作”背后的区块链 技术降低交易对手风险，加强管制¹

Bhavin Patel²

如果你相信媒体的大肆宣传，就会认为区块链是一项革命性技术，它将改变金融服务的运作方式。然而，“区块链的时代”尚未到来。

在金融领域，区块链可被定义为一个数字平台，它使用加密技术和分布式消息传送协议在两方或多方之间创立连接，用以转让资产所有权。交易通过计算机网络登记在分布式分类账目中。

区块链的前景不容忽视。在资本市场，这项技术几乎可在瞬间完成货币、股票和固定收益的交易，为银行避开中介创造了机会。

由于互操作性问题仍在，各机构并未马上转变各自业务模式。区块链技术试图将价值从一方转移至另一方，并迅速、安全地调节各方账户变动。这就要求各方都处在同一个区块链系统之上，并获取到相同的数据。鉴于还存在众多竞争系统，这一点并不现实。此外，随着区块链系统的壮大，交易速度也会受到影响。

区块链支付速度尚不足以应付大规模交易。例如，比特币区块链无法以银行要求的速度处理交易。它每秒最多只能处理 7 次交易。相比之下，Visa 平均每秒可以处理 2000 次交易，还可以根据需求扩展至每秒 56,000 次。

区块链愈壮大就愈难掌控。为了应对这一滞后而定制的私人分类账目正在开发之中，但这些分类账目并不互通。像 R3 这样拥有 41 家银行成员的公司，目前正在试图通过开发标准化的互操作性平台来解决这个问题。多方协议中缺乏彼此信任，而且存在欺诈可能，因而需要区块链。

区块链的去中心化特点意味着一项交易便有一次记录，数据通过节点复制。这些节点是网络中验证交易的重要部分。系统中的参与者要花费高昂的成本才能使数据丢失或损毁。

¹ 翻译：潘松岑；审校：陆可凡、宴慧，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 3 月 1 日）

² Bhavin Patel，货币金融机构官方论坛经济学家

对于某些行业而言，采用区块链技术相当于一种转型。尤其是对位于缺乏大额转账基础设施，或是集中式解决方案并不可靠且容易滋生腐败地区的公司而言，更是如此。

例如，在钻石开采行业，分布式分类账目可用来追踪矿山所有权的历史。区块链在钻石中嵌入了一个追踪键。

区块链技术甚至无需实施即可推动解决方案。实现的第一步是公司在数据和处理模型达成一致。人为因素通常会造成数据中的问题噪声，这是分布式分类账目有待解决的问题之一。公司无需实施区块链技术，协调数据标准即可解决大多数问题。

区块链可持续操作，而传统的交易处理有两天结算期，无法满足立法者和监管者的实时监管需要。

如果监管机构采用区块链系统中的一个节点，它就可以掌握市场上的全部信息，监管也变得更加有效。市场上不再有秘密。

如果金融稳定委员会利用区块链，监测银行业的稳定性可能会更容易。如果区块链记录下每一笔银行支付或资产转账失败的案例，监管机构便可以迅速采取行动阻止银行交易，或是在必要时注入紧急流动性。

区块链可以成为资本市场基础设施的中流砥柱，用来减少交易对手风险和结算时间，提高监管透明度。存储的信息越可靠，区块链系统就越好，因此，还有很多任务需要我们去完成。

Blockchain beyond the hype

Technology reduces counterparty risk and aids regulation

Bhavin Patel¹

If you believe the hype, blockchain is a revolutionary technology that will transform the way financial services operate. However, the 'year of the blockchain' is yet to materialise.

In the context of finance, blockchain can be defined as a digital platform that uses cryptography and a distributed messaging protocol to create a link between two or more parties to transfer asset ownership. The transaction is registered across a network of computers, in a distributed ledger.

The promise of blockchain cannot be ignored. In capital markets, the technology has the potential to settle currency, equity and fixed income trades almost instantaneously, creating an opportunity for banks to eliminate intermediaries.

Institutions are not switching their business models immediately, as interoperability is a problem. Blockchain attempts to transfer value from one party to another and reconcile the changes to their respective accounts quickly and securely. This requires all parties to be on the same blockchain system and access the same data. Given the number of competing systems, this is impractical. Additionally, as a system grows, the speed of transactions suffers.

Blockchain payments are not fast enough to support large-scale operations. For instance, the bitcoin blockchain is unable to process transactions at the speed required by banks. At most it can handle seven transactions per second. In comparison, Visa averages 2,000 and can scale up to 56,000 transactions per second if required.

¹ Bhavin Patel is Economist at OMFIF. This article first appeared in the February edition of The Bulletin

As chains grow they become unwieldy. Private ledgers tailored to overcome this lag are in development, but these ledgers will not interact with each other. Groups such as R3, which has 41 banks as members, are seeking to overcome this issue by developing a standardised, interoperable platform.

A blockchain is needed in a multiparty agreement where no one trusts each other and there is an opportunity for deception.

The decentralised nature of blockchain means there is one time record of a transaction and the data are replicated through nodes. Nodes are important members of the network that validate transactions. Participants in the system cannot lose or destroy transactional data without incurring high costs.

The adoption of blockchain has been transformational for certain industries, especially for companies in parts of the world that lack the infrastructure to transfer large-value contracts, or where centralised solutions are unreliable and open to corruption.

In the diamond industry for instance, a distributed ledger can be used to track the history of ownership back to the mine. The blockchain generates a tracking key, which is etched into the diamond.

Blockchain technology can drive solutions even without implementation. The first step towards implementation involves a company agreeing on data and processing models. Human factors are usually responsible for causing problematic noise in data, which is one of the problems the distributed ledger aims to solve. Harmonising data standards can solve most problems, without the need for the company to implement a blockchain.

Blockchain operates continuously, while traditional transaction processing has a two-day settlement period. Legislators and regulators have not caught up with the need for real-time regulation.

If a regulatory body adopted a node in the blockchain system, it could see all the information in a market, making regulation more effective. There is no backdoor in the market.

Monitoring the stability of the banking sector could be easier if the Financial Stability Board used blockchain. If a blockchain recorded every instance of a bank failing to make a payment or transfer assets, the regulator would have the power to act quickly to stop the bank from trading, or inject emergency liquidity if required.

Blockchain could become the backbone of capital markets infrastructure, reducing counterparty risk and settlement times, and increasing regulatory transparency. The system will only ever be as good as the information built into it which is why much more work lies ahead.

完善欧洲货币联盟

欧洲货币基金组织将在意大利大选后帮助欧元区¹

Ousmène Mandeng²

德国新一届政府可能提议设立欧洲货币基金组织，作为其首批欧洲政策举措之一，这是欧元区货币架构中的一个关键缺失部分。默克尔总理领导的基督教民主党/基督教社会联盟集团与社会民主党之间的联盟条约明确指出，“现有的欧洲稳定机制将发展成为欧洲货币基金组织”。

建立 EMF 的想法并非新鲜事，只是过去几次都没有成功，特别是当 1978 年欧洲货币体系作为经济和货币联盟的前身建立时。然而，鉴于欧元区前景持续紧张，加上意大利选举结果不利，EMF 的成立将成为一个信号：欧盟愿意采取措施加强信心。

然而，如何实现它将是一个微妙的问题。令人惊讶的是，《马斯特里赫特条约》没有规定进行经常性经济政策磋商和对陷入经济困难的成员国给予财政支持。

EMS 货币安排的先驱和模板，即布雷顿森林体系和国际货币基金组织，侧重于监督和财政援助的概念。相反，《马斯特里赫特条约》的起草者似乎认为危机根本不会发生。但是，在固定汇率下进行调整是困难的，危机确实会发生。

在 1970 年欧洲共同体的维尔纳报告中，关于 EMF 的概念已经在 EMU（欧洲货币联盟）的蓝图中得到了阐述。该报告明确指出，有必要设立一个旨在提供“短期货币支助和中期财政援助”的应急基金。1972 年，欧共体巴黎首脑会议决定设立欧洲货币合作基金。1973 年，欧洲货币合作基金（EMCF）成立，但没有产生有意义的影响，一直处于休眠状态。

1978 年，在现在欧洲经济共同体的不来梅欧洲理事会会议上，法国和德国提出了一项新的提议，即设立 EMF 来取代 EMCF。但是该提议再次遇到了阻力，

¹ 翻译：李响；审校：陆可凡、宴慧，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 3 月 15 日）

² Ousmène Jacques Mandeng，伦敦经济政治学院全球事务研究所访问学者

特别是来自德意志联邦银行的抵制，并在 1981 年欧洲汇率机制对法郎施加压力的情况下基本上被放弃。1989 年，德洛尔委员会的报告讨论了设立欧洲储备基金的可能性，但未能达成一致。2010 年，欧洲金融稳定基金（EFSF）成立，作为帮助打击欧元区危机的临时融资机构。2012 年，欧洲稳定机制（ESM）接替欧洲金融稳定基金（EFSF），成为常设机构。

过去未能就 EMF 达成一致主要是由于各国央行不愿意为新机构提供其宝贵的黄金和外汇储备。现在不需要如此了，ESM 有自己的资金（虽然可能不够充分）。关键问题是，欧洲货币基金组织将被允许做什么以及它将如何要求欧元区国家的行动。

ESM 缺乏监督授权和治理结构，这将使其难以成为 EMF。EMF 必须至少与欧洲中央银行一样独立，并能够有效地作出最终决策，包括能够确保某些经济政策的执行，协商调整计划和扩大财务援助。EMF 将不得不承担 2012 年《经济和货币联盟稳定，协调和治理条约》以及欧盟委员会，欧洲央行和欧洲理事会的角色，包括过度赤字程序，并可能包括现在欧洲法院保留的制裁行动。决策过程需要确保 EMF 能够可靠地执行符合欧元区利益的政策，而不仅仅是单个国家或国家集团的政策。

EMF 可能仍然会失败。就治理和干预程度达成协议将是一项挑战。尽管如此，EMF 是补充和加强欧元区的关键组成部分。它本来应该被摆在首位。

Completing Europe's monetary union

European Monetary Fund would help euro area after Italy poll

Ousmène Mandeng¹

The new German government may propose as one of its first European policy initiatives the establishment of a European Monetary Fund, a critical missing piece in the euro area monetary architecture. The coalition treaty between Chancellor Angela Merkel's Christian Democrat/Christian Social Union group and the Social Democratic Party states prominently that the 'existing European Stability Mechanism is to be developed into a European Monetary Fund'.

The idea of an EMF is not new and failed a few times in the past to get off the ground, notably when the European Monetary System was set up in 1978 as the forerunner to economic and monetary union. Yet, in the light of continuous nervousness regarding prospects for the euro area, exacerbated by an unfavourable Italian election outcome, an EMF would signal that the bloc is willing to do what it takes to strengthen confidence.

How to implement it though will be a delicate matter. It is surprising that the Maastricht Treaty made no provisions for regular economic policy consultations and financial support of member countries in payments distress.

The predecessor and model monetary arrangement for the EMS, namely the Bretton Woods system and the International Monetary Fund, rests essentially on the notion of surveillance and financial assistance. The composers of the Maastricht Treaty,

¹ Ousmène Jacques Mandeng is a Visiting Fellow in the Institute of Global Affairs at the London School of Economics and Political Science

conversely, seemingly assumed that crises would simply not happen. Adjustment under fixed exchange rates is difficult, and crises do happen.

The idea of an EMF was formulated already in the Werner Report of 1970 on the future of EMU in the European Community. The report clearly identified the need for an EMF for 'monetary support at short term and for financial aid at medium term'. In 1972 at the Paris summit of the EC the decision was taken to create a European Monetary Co-operation Fund. In 1973, the EMCF was established but failed to have a meaningful impact and remained dormant.

In 1978, at the Bremen European Council meeting of the now European Economic Community, a new Franco-German proposal for an EMF to replace the EMCF was formed. But again the project met resistance, in particular from the Deutsche Bundesbank, and was largely abandoned in the light of pressures on the franc in 1981 in the European Exchange Rate Mechanism. In 1989, the Delors committee report discussed but failed to agree on a possible European Reserve Fund. In 2010, the European Financial Stability Fund was formed as a temporary financing facility to help combat the euro area crisis, and in 2012 the ESM followed to replace the EFSF as a permanent institution.

Failure to agree on an EMF in the past was mostly due to resistance by national central banks to equip the new institution with their precious gold and foreign exchange reserves. This is no longer required. The ESM has its own resources (though they may not be sufficient). The critical question is what an EMF will be allowed to do and what mandate it will have to direct euro area countries' actions.

The ESM lacks a surveillance mandate and governance structure that would make it an EMF. An EMF would have to be at least as independent as the European Central Bank and be able to take decisions effectively with finality, including being able to enforce certain economic policy conduct, negotiate adjustment programmes and extend financial assistance. The EMF would have to assume the provisions under the 2012 Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union and the roles of the European Commission, the ECB and the European Council,

including for the excessive deficit procedure and possibly covering actions on sanctions now reserved to the European Court of Justice. The decision-making process needs to ensure that an EMF can credibly pursue a policy that is in the interest of the euro area and not that of individual countries or country groups.

An EMF may still again fail. Agreement on governance and on the level of intrusiveness will be challenging. Notwithstanding, an EMF represents a critical building block to complement and strengthen the euro area. It should have been there in the first place.

系列三十四：人民币国际信贷市场发展的政策性建议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，已经连续四年编写并发布《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 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。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。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第六章。

人民币加入 SDR 是人民币国际化过程中一个非常重要的制度性红利。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。通过对国际信贷市场发展规律的经验总结，为了使人民币国际信贷市场得到快速发展，使得人民币稳步成为国际核心货币并长期保持国际地位的稳定，本文建议可以从以下几个方面进行战略推进：

一，充分利用贸易信贷和对外直接投资形成人民币境内外循环机制。应大力拓展与中国有紧密贸易往来国家人民币信贷市场的发展，美元信贷过于集中在国际金融中心给人民币国际信贷的发展带来了机遇。法兰克福是欧元区首个人民币离岸市场，中国对德国贸易一直处在贸易逆差的状态，即我们需要具备长期稳定的对德净支付，当欧元和美元流动性不足，无法保障支付时，人民币应当成为次

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



优选择。综合美国和德国对外债权扩展路径的经验分析可以看出，通过贸易信贷鼓励外国出口商接受中国进口商使用人民币进行支付是目前最有效的扩展途径。

外国出口商在接受人民币之后，可进一步用于从中国进口原材料、机器设备等投资品用以本国经济的建设，一旦项目落地或中国承包商承接了类似的建设项目，则可以预见设备和工人都可以来自中国，整个建设过程中，完全可以使用人民币进行采购和支付，最后也会有部分利润回流国内市场，这样就可以形成进口-出口-投资-利润回流的人民币境内外循环机制，将增强外国进口商接受人民币进行支付的驱动力。这样的回流机制一方面可以大大促进人民币进口信贷的拓展，一方面也可以在促进人民币对外直接投资的同时提升中国在全球市场的经济影响力和掌控力。

二，引导资金“由虚向实”，提升企业国际竞争能力。贸易路径应该成为人民币信贷拓展的主要策略选择。而要通过贸易路径推动人民币国际信贷市场的发展，企业在国际贸易中的议价能力显得至关重要。在国际贸易交易中，产品竞争能力越强、出口产品差异化程度越高，企业就越能占据国际贸易产业链的前端，企业的议价能力就越强。上世纪 80 年代德国出口产品的国际竞争力快速提升、产品差异化程度也逐渐提高，这直接助推德国马克迅速成为了主要国际计价和结算货币。直到目前，德国的出口商品都具有很强的竞争能力，产品差异化程度仍然保持在一个很高的水平，这保证了德国的出口企业在国际贸易市场中一直保持在产业链前端，拥有很强的议价能力和货币选择权。相比较日本，Fukuda 和 Ono(2006)¹就提出日本出口商品国际竞争力的下降直接导致了日元国际化进程出现倒退。中国目前出现了一个类似于日本 80 年代的现象，就是大量资金涌入了国际金融市场和房地产市场，而用于提升企业在国际贸易产业链中竞争能力的资金和投入都略显不足，这是我们亟待解决的问题。中国应当吸取日元的经验，在充分发挥贸易对经济增长带动作用的同时，更要将经济增长的注意力放在提升本国企业在全产业链中的位置，增强中国企业对全球生产要素交易网络的掌控力，不应当无节制的让资金和资源大量流向金融资产和房地产的交易之中。

¹ Fukuda, S. and M., Ono, On the Determinants of Exporters' Currency Pricing: History vs. Expectations[R], NBER Working Paper, No. 12432, August, 2006.

三，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”沿线国家当前是经济发展的高速扩张期，经济发展需要资金，尤其需要长期资本的支持，但目前这个地区的资金流入显然是不足的，无论是国家开发银行，还是亚洲基础设施投资银行都应将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，满足沿线国家经济发展的同时提升人民币国际化程度。

银行海外拓展过程中，区域上应当侧重同“一带一路”沿线国家和新兴经济体的业务联系。金融危机之后，发达经济国家在金融监管方面的力度大幅提高，增加了进入银行业市场的难度。在金融监管方面，相对于欧美，亚太地区的监管环境对金融机构国际化造成的压力目前还是要相对小一些。另一方面，发达国家金融市场的机构变化，银行业务向传统银行业务的倾斜使得中国跨国银行业务拓展面临的竞争压力变大。更重要的是与发达国家金融机构的运营效率相比，中国银行业的水平是差距较大的。利用贸易联系上的优势，率先进入与中国经贸联系紧密的地区可以在一定程度上弥补中国银行业目前在运营效率上的比较劣势。尽管与亚太其它地区的银行和其它新兴市场国家银行相比，中国银行业的平均效率水平尚不具备明显的比较优势，但差距相对较小。如果保持近年来效率不断提高的势头，中国银行业在亚太和新兴市场地区就有望逐步建立起比较优势。

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。

大量的研究表明，在银行“走出去”的过程中，采用追随客户战略是银行跨国业务拓展的主要方式之一。对日本的研究发现日本的金融和非金融企业的对外直接投资是相互促进的。本国与东道国的国际贸易也是德国银行对外直接投资的主要动力。类似荷兰的经验也显示跨国银行在海外的分支机构提供的服务在促进本国非金融企业对外直接投资方面的作用是母国的跨国贷款或者第三国或东道国银行的贷款所无法完全替代的。这主要是因为母国银行海外分支机构所提供的配套信息服务的特殊价值是其它融资渠道难以提供的。在新的国际贸易格局中，跨国公司是影响贸易结构和国际信贷结构的核心力量。与外国银行相比，在为本土



对外直接投资企业提供金融信贷服务方面，中国的银行有国内客户关系和配套服务上的天然优势。在地区分布上，中国对外直接投资已经遍及世界七成国家和地区。亚洲和拉丁美洲国家一直是中国对外投资的重点，中国在这两个地区的直接投资占总额的 80%以上。与亚洲和拉美的这种日趋紧密的经贸关系为中国银行业利用经贸网络在这些地区拓展海外业务创造了条件。在行业结构上，中国对外直接投资的行业分布趋向于多元化。中国企业在商务服务业、采矿业、批发和零售业、制造业、交通运输业都有投资。追随客户战略和客户广泛的行业分布有利于增加本国银行对东道国的系统性了解。在复杂分工结构下，行业之间存在广泛的联系。跨行业的知识和信息渠道可以为银行开展业务创造优势。

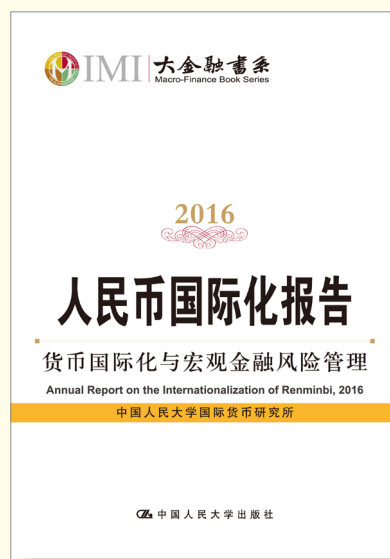
四，大力推动人民币海外离岸市场的发展。国际货币通常也是非国际货币发行国之间开展经济往来活动时使用的货币，这一现象被称为国际货币的第三方使用。由于第三方使用与货币发行国国内实体经济无关，考虑到交易的便利性和安全性，无须在货币发行国国内金融市场实现，大多通过离岸市场交易来完成。在离岸市场上第三方使用程度越高，货币的国际地位越强。例如，美国对外贸易占全球贸易的 10%左右，美国居民参与的投资活动约占全球投资的 20%~50%，但是美元在全球外汇交易中的比例高达 42%，美元被广泛用于第三方交易，在国际货币体系中高居榜首。无论是外汇市场还是人民币国际信贷市场，其载体都是离岸市场，要推动人民币国际信贷市场的发展，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。

离岸金融市场具有国内市场不可比拟的强大的资金供给能力和较高的市场开放度。富有竞争力的利率结构和自由度，使得各国政府、跨国公司、金融机构乐于将资金投入离岸金融市场，增强了该市场的派生存款能力，形成不依赖于货币发行国境内货币供给的货币自我循环系统。由于离岸市场没有存款准备金要求，从理论上讲，该市场具有无限的派生存款能力。在没有出现金融危机的正常情况下，离岸市场的流动性是充裕的，能够满足各类市场主体的资金需求。国际货币发展的历史经验显示，世界主要国际货币在国际化进程中都离不开境外离岸市场的发展。据国际清算银行统计，在 2016 年，美元和欧元有超过 80%的外汇交易

量发生在境外离岸市场，而日元超过 70%的外汇交易量也是在日本境外的离岸市场中发生的。由此可见，人民币离岸中心对人民币国际化的支持是不可或缺的。人民币离岸金融中心，是人民币走向世界的窗口，不仅为人民币提供了海外资金池，在遇到国际市场冲击时，为人民币国际化战略提供了一个天然屏障和缓冲平台；同时，人民币离岸市场的发展还是人民币国际信贷市场海外拓展顺利进行的重要保障，也是提升国际社会配置人民币资产便利性的重要前提。在离岸市场人民币国际信贷业务的发展中，银行应当成为中流砥柱，在 80 年代德国马克国际化程度快速发展时期，德国对外债权主要以银行拆借为主，最高点时银行拆借占德国对外债权的比重超过 73%，中国应当借鉴德国的经验，以离岸市场中的银行间拆借为突破口，大力推进银行间人民币国际信贷市场的发展。

《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：2018年4月9日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载