

【本期推荐】

IMI宏观经济月度分析报告（第8期）

【海外之声】

Darrell Delamaide：耶伦为特朗普减税提供庇护——
共和党同意在圣诞节前完成改革

Herbert Poenisch：美国的税制改革是否是一项以邻为
壑的政策？

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列二十二：直接投资推动人民币国际化面临的挑战

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 原新宇

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

IMI 宏观经济月度分析报告（第 8 期）¹

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观²

具体来看，美国经济复苏略有改善，11 月制造业 PMI 与服务业 PMI 走低，失业率自年初来持续下降至 4.1%，就业持续改善；11 月 PCE 达到 1.59%，较上月有所下滑。欧洲经济复苏步伐减缓，失业率下滑至危机前新低。日本 11 月经济 GDP 增速有所下滑，通胀大幅下滑。

1. 全球主要经济体经济走势分析

（1）美国：经济复苏略有改善，失业率持续下降

美国经济复苏略有改善：第三季度美国 GDP 增速环比折年率由二季度的 3.1% 升至 3.2%，整体经济复苏略有改善。美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 均有所下降；通胀：11 月个人消费支出（PCE）物价指数达到 1.59%，较上月下滑 0.07%。失业率：11 月失业率持续下降至 4.1%，就业状况持续改善。

（2）欧元区：经济基本面数据有所下滑失业率下滑至新低欧元区经济增速走低：欧元区第二季度 GDP 同比增速为 2.8%，第三季度下降至 2.4%。

制造业 PMI 与服务业 PMI 持续改善：12 月制造业 PMI 60.6，较上月上涨 0.5，继续创下 6 年来新高。通胀上升，核心通胀维持不变：欧元区 11 月调和 CPI 同比较上月略有上升，核心 CPI 与上月持平。失业率下滑至危机前新低。

（3）日本：GDP 增速有所下滑失业率下滑至新低

经济 GDP 增速下滑：由于私人消费低迷，第三季度日本实际 GDP 按年率有所下滑，制造业 PMI 与服务业 PMI 分化；通胀下滑，核心通胀略有上升：通胀大幅下降，CPI 由上月 0.7% 下滑至 0.2%，核心 CPI 略有上升至 0.8%；失业率继续下滑至新低。

2. 特朗普税改进度及对美国企业影响深析

¹ 本文系中国人民大学国际货币研究所研究报告，编号为 IMI Report No.1719

² 撰写人：中国人民大学国际货币研究所研究员张瑜

（1）特朗普最终版税改方案过会，税改落地三个层面

目前美国参众两院再次投票通过最终版税改方案，后期将递交总统特朗普签署，最终在全美施行。税改落地有三个层面，一个是以总统签署为代表的法案层面的落地通过；一个是企业层面真正开始减税的落地实行；第三层面是税改力度。

（2）对美国本地大型企业影响有限，中小型企业受益

美国大企业的实际有效税率并不高，税改措施下企业有效税率的下降将幅度小于预期。

税改后实行替代性最低限额税（即用流转税替代），意味着部分小企业投资者原先的个人所得税可以用 20% 的税负代替，税收负担大大降低。

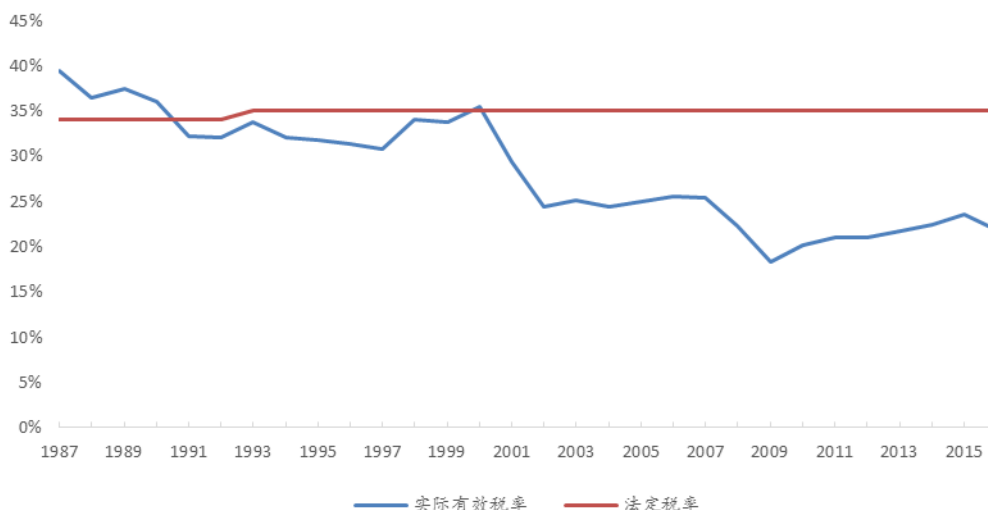


图 1：美国企业实际有效税率与法定税率

资料来源：美国经济分析据，中国人民大学国际货币研究所

（3）促进跨国公司留存海外利润汇回，对新增利润影响并不确定

境外利润汇回税会促使“存量”海外利润回流对未来“新增”利润影响并不确定。现行“全球征税”体制下，对美国跨国企业来说，100 元海外利润回到美国仅剩 65 美元：在“全球征税”安排下（现行税制），美国企业的海外分支机构如果要将利润汇回美国除缴纳本地所得税外，还要补缴美国企业所得税。海外存量“利润”回流在 1.5 万亿左右主要以现金及现金等价物为主。从规模来看，约会有 1.5 万亿左右的海外利润回流：从历史经验来看，2004 年小布什政府便推出了一年期限的一次性税收优惠政策（TaxHoliday），税率仅为 5.25%。

3.2018 年主要国际货币的汇率展望

综合来看，全球汇率从比烂的逻辑回到比好的逻辑。危机之后，由于各国经济处于衰退的恢复期，全球汇率呈现单边趋势时代（烂中取胜），2017 年全球汇率开始单边扭转，在全球同步复苏的背景下全球汇率进入新一轮定价时代（竞优而胜）。2018 年全球汇率走势判断，英镑>欧元>人民币>美元。

具体来看，欧元持续强势但难重复 17 年涨幅：虽然政治局势（一体化和分裂力量的博弈）变化仍会引发欧元的波动，但经济稳健复苏+货币政策逐步收紧将为欧元提供上涨动力。由于年初以来的快速上涨透支了未来上涨空间，欧元将难以重复 17 年涨幅。

英镑仍有上涨空间：2018 年英镑最大的不确定来自于英国退欧谈判的进程，“硬脱欧”是英镑面临的重大风险；但可以确定的是“经济修复趋势”“通胀上行”“央行加息”，以上均支持英镑继续上涨。

14 年起始的本轮强势美元周期接近尾声警惕反转：美元不强，仍在 91-97 区间震荡。

首先，美元走强的主要逻辑—货币政策紧缩和特朗普政策预期，在 2018 年均面临走弱（加息周期快要结束的预期+特朗普政策对经济提振有限）；其次，从美元篮子角度，欧元和英镑权重高达 70%，2018 年两者仍有上行动能，对美元走强形成掣肘。需警惕，篮子货币如果一致走强，美元一旦跌破 90 很可能形成交易反转向下超跌。

人民币汇率 6.5-6.7 之间双向波动尾部概率来看超涨可能性大于超贬：从机制上来看，外盘依然是人民币汇率变动的最根本因素。外盘来看，整体无忧，美元不强，其余货币不弱，全球主流货币重新定价，人民币将是一个跟随外盘双向波动加大的态势。内部基本面来看，2017 年资本流动已有所改善，结售汇差额翻正，外占、外储回升，2018 年整体资本流动偏均衡，资本管制或能见到放松迹象。

（二）国内宏观¹

11 月经济走势总体延续了今年一贯以来“稳中缓降”的总特征，地产和基建投资依旧不弱、消费小幅抬升、出口回升、信贷保持旺盛可谓几个超预期之处。

¹撰写人：中国人民大学国际货币研究所研究员熊园；中国人民大学国际货币研究所助理研究员蒋超

展望 2018 年，维持此前观点，我国宏观经济大背景为“经济平+通胀起+政策严”（具体观点请参见 11 月月报）。需要指出的是，政治局会议（12 月 8 日）和中央经济工作会议（12 月 18 日-20 日）所释放的信号值得特别关注。总体看，新时代下，我国将淡化 GDP 增长目标，高质量发展成为硬要求；推动高质量发展，进一步深化供给侧结构性改革是关键主线；经济政策将主打“宽财政+紧货币”，组合拳背后会更加注重节奏，并强化彼此协同；今后 3 年要重点打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，其中：防范化解重大风险的重点是防控金融风险，2018 年将是防控金融风险的关键一年，国企去杠杆、严控地方债和实施资管新规是重点。

1.经济：11 月经济缓慢降温，地产和基建投资依旧不弱

（1）工业增加值如期回落，主要工业品产量下滑

11 月工业增加值当月同比 6.1%，较 10 月小幅回落，符合预期。环保限产对工业生产的影响开始显现，中上游和下游工业增加值同比增速均有小幅下滑，其中黑色金属冶炼业同比增速进一步降至-2.8%，但有色金属冶炼业小幅升至 1.6%；下游方面，通用设备和专用设备制造业均有小幅下滑，汽车制造业也小幅降至 9.4%。从主要产品产量来看，生铁、粗钢、钢材、焦炭产量受环保限产影响，产量较上月均有明显下滑，但水泥因建筑开工需求良好，产量较 10 月增加；汽车本月产量同比增速也升至 1.8%。11 月出口交货值同比增加 11.8%，较此前几个月明显回升，外需继续向好。

（2）投资延续下降，地产和基建投资依旧不弱

1-11 月固定资产投资累计增速 7.2%，再创年内新低，较 1-10 月下降 0.1 个百分点、略好于市场预期（7.1%），11 月当月增速 5.8%、较上月回升 2.6 个百分点。其中，房地产投资温和下降（累计增速降 0.3 个百分点至 7.5%），土地购置仍快（由上月的 12.9%回升至 16.3%），高基数消退后销售增速回升（11 月单月同比由负转正，升至 5.3%）；基建投资展望延续平稳，连续 3 个月保持在 15.8-15.9%区间；1-11 月累计投资增速上涨 4.1%，单月同比增长 2.1%，仍然比较疲弱。往后看，当前的低库存和中长期的城镇化、城市群、棚改货币化、租赁住房市场建设能够支撑地产投资，宽财政（专项债）和政治周期（逆

周期稳定器)的双重支撑下明年基建投资难以大幅下滑,企业盈利改善和低基数下明年制造业投资也有望温和回升。



图 2: 房地产投资和基建投资依旧保持韧性

资料来源: Wind

(3) 消费小幅抬升, “双 11”网购为主因

11 月份消费增速从 10 月份的 10.0%微幅回升至 10.2%。其中,双十一相关的日用品、家电等上升;石油价格的上升对消费贡献较大(升 2.2 个百分点);食品部分 CPI 回落幅度较大,拖累粮油食品消费;建筑及装潢材料回落 2.5 个百分点,地产链相关的消费持续走弱。往后看明年,消费有望温和走好。

(4) 出口超预期回升, 大宗进口回暖

2017 年 11 月,以美元计,我国出口同比增速超预期回升至 12.3% (前值 6.9%),主因外需向好,欧美经济增长亮眼,叠加感恩节消费季。出口结构不断优化,高新技术产品和机电产品出口高增,供给侧改革初见成效;11 月我国进口同比增速 17.7% (前值 17.2%),保持高位运行。虽然基数大幅走高,但铁矿砂、原油、钢材、铜材等大宗商品的进口数量经历 10 月低谷后补偿性上升,出口同比总体微升,国内去产能政策下供需缺口带来的进口替代效应仍在;出口增幅大于进口,11 月我国贸易顺差录得 402.14 亿美元 (前值 381.85 亿美元)。往后看,世界经济持续回暖,各国减税预期提振企业信心,进出口形势短期无忧,中期乐观。伴随翘尾因素上升,明年年初进出口皆有望迎来“开门红”。

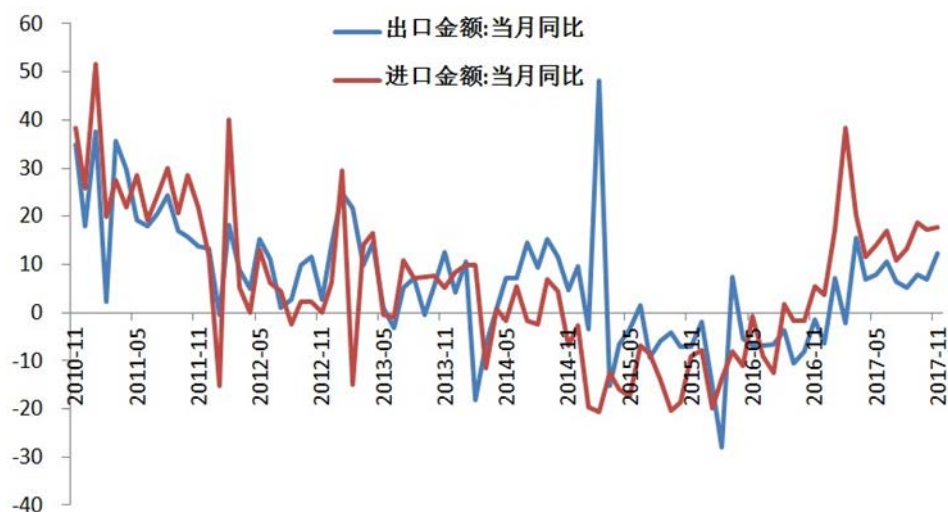


图 3：11 月进出口双双超预期回升

资料来源：Wind

2. 通胀：CPI 延续低位，PPI 涨幅收窄

（1）鲜菜拖累食品，CPI 回落

2017 年 11 月，CPI 同比涨幅 1.7%，较上月回落 0.2 个百分点，回落符合预期。主因鲜菜价格拖累（气候温和市场供应充足），同比涨幅-9.5%，影响 CPI 同比下降约 0.25 个百分点。受前期高 PPI 传导影响，非食品价格同比涨幅 2.5%，为 6 年来最高。往后看，蔬菜、鲜果进入季节性上升周期，猪肉供需平稳涨跌两难，高基数下 CPI 无近忧，预计 12 月 CPI 回升至 1.9% 左右。继续往后看，春节错位伴随翘尾因素明显攀高，明年上半年 CPI 有望摸至 2.7% 或更高。

（2）翘尾回落，PPI 开启下降通道

2017 年 11 月，PPI 同比涨幅大降至 5.8%（前值 6.9%），主因为基数走高。供暖季限产正式实施，钢铁库存达年内最低，国际事件推升原油价格，黑色金属冶压业、石油天然气开采业、石油加工业等相关行业继续保持高增速，但新涨价因素涨幅（0.4 个百分点）不及翘尾因素下降（1.5 个百分点），PPI 同比回落。往后看，PPI 基数进一步攀升，环保限产和去产能力度难以加码，PPI 已进入下降通道，预计 12 月 PPI 将降至 5% 以下。展望 2018 年，地产和基建投资延续回落态势，去杠杆、严监管下需求高峰难现，预计全年 PPI 在 3-4% 左右。

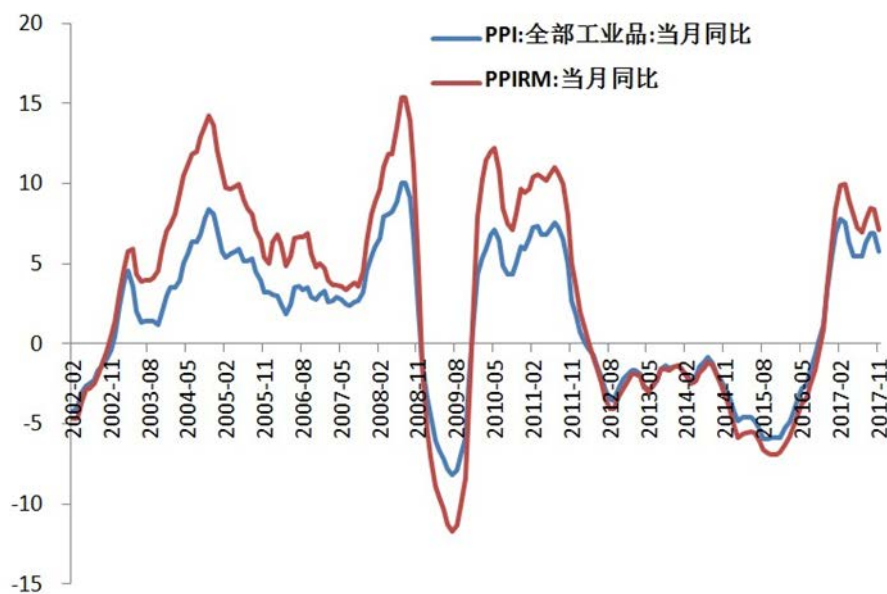


图 4：11 月 PPI 如期回落

资料来源：Wind

3.金融：信贷依旧旺盛，M2 继续低增

（1）信贷超预期走高，社融大幅反弹

11 月新增人民币贷款 1.12 万亿，大超预期（8000 亿）也远高于前值（6632 亿元），11 月新政社融 1.6 万亿，也大超预期（1.25 万亿）和前值（1.04 万亿）。归结来看，一方面是居民信贷依旧十分旺盛，短贷再度高增；另一方面是政策性银行发力，预计 11 月国开行给扶贫、环保等投放了 2000-3000 亿元。目前 1-11 月的信贷投放量已经超过 12.9 万亿，已超过去年全年的 12.4 万亿，预计 12 月规模将有明显的下滑。往后看明年，中央经济工作会议指出，“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”，意味着明年信贷可能和今年一样保持旺盛，只不过更多需要投向实体经济。

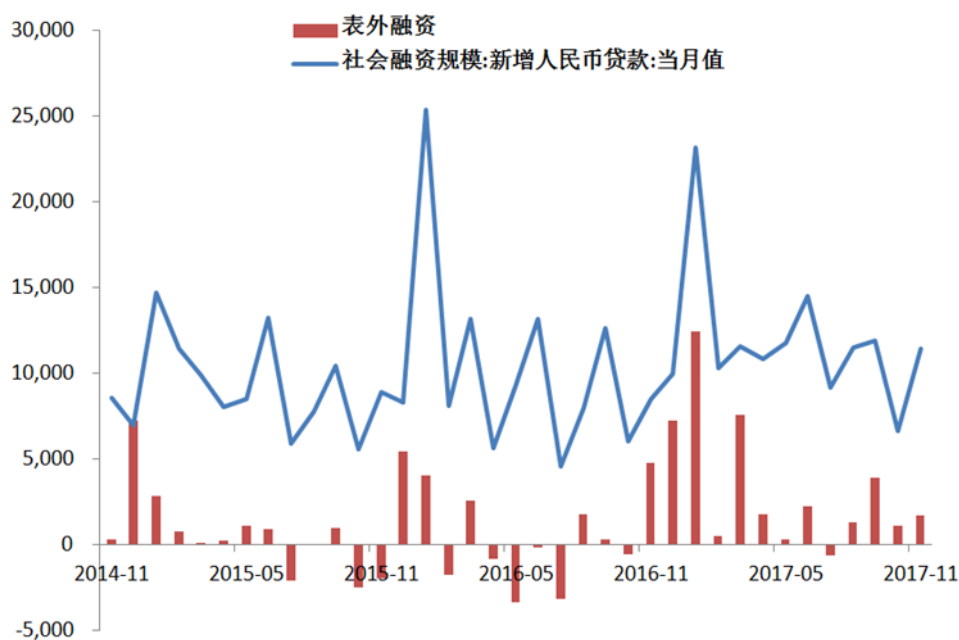


图 5：11 月社会融资规模大幅反弹

资料来源：Wind

（2）M2 同比小幅回升，明年仍将低增

2017 年 11 月，M2 同比增速小幅升至 9.1%（前值 8.8%），主要是 11 月外汇占款小幅为正（去年同期为负）。往后看，中央经济工作会议定调为“稳健的货币政策要保持中性”，直观来看，明年货币将不松不紧。然而，由于本次会议用“管住货币供给总闸门”取代了去年“调节好货币闸门”的说法，再叠加“强监管、防风险、抑泡沫、去杠杆”仍是各项金融政策的主基调，明年实际的货币大概率是易紧难松，流动性延续紧平衡，我国 M2 同比增速将维持在 9%至 10% 的较低水平，“比过去低一些的 M2 增速可能成为新的常态”。

（三）商业银行¹

1.中央经济工作会议对银行业发展有深远影响

中央经济工作会议 12 月 18 日至 20 日在北京举行，会议基调稳中有进，对经济形势充满信心。对于银行业，有如下四点影响值得关注。

其一，宏观调控的政策取向上，财政政策积极，并确保对重点领域和项目的支持力度。这意味着在战略性行业和政策重点扶持领域布局的银行将继续受益；稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门。因此，明年初的定向降准不

¹ 撰写人：中国人民大学国际货币研究所研究员王剑



代表全年货币政策的立场松动。预计降准等风向标手段将减少使用频率，转而更加频繁地采取公开市场操作和 SLF、MLF 等创新工具。我们预计 2018 年 M2 增速目标或从 12% 降至 10%，社融继续维持 12% 左右增速。在监管趋严、资金面难松的情况下，预计明年银行同业资金仍将偏紧。

其二，将防范风险放在突出位置，对银行业边际冲击不大。会议特别指出，全面建成小康社会的三大攻坚战中，防范化解重大风险被放在首位，并要求加强薄弱环节监管制度建设。这意味着严监管的决心并未动摇，将是未来较长一段时间的趋势，未来在相关领域仍将有新政策落地。但对银行而言，会议更多是表态，没有实质的边际新增内容。今年同业、理财、表外三个重点领域皆受监管，未来更多是逐渐过渡到执行期，还未落地的政策边际上不会有太大冲击。

其三，银行对公业务存在结构性调整机会。会议强调，推动高质量发展今后发展和政策的根本要求。对银行对公业务而言，推动高质量发展意味着大量机遇。一是在传统行业去产能、去库存进程到达新阶段后，必然会有提质增效的需求出现；二是在新兴、高新领域产生新动能；三是此前贫困、落后地区在扶持政策的驱动下，也将改头换面。因此，如经济增速能在明年企稳，则对公业务整体将好于今年，结构更优的银行将脱颖而出。从做大规模转向优化结构，将成 2018 年银行对公业务的主要思路。

其四，银行零售业务长期向好。会议指出我国已经形成世界上人口最多的中等收入群体，并且强调增强消费对经济发展的基础性作用。无论是发达国家的经验，还是我国的经济增长需要，消费都将在未来成为三驾马车中最为重要的动力。从长远看，零售业务具备优势的银行将持续受益。

2. 货币金融数据分析

11 月，全月信贷投放达到 1.12 万亿元。临近年末原本是信贷投放的淡季，这一数字超

出市场预期。其中，个人中长期信贷为 4178 亿元，对公中长期信贷为 4275 亿元，依然为两大主力。虽然房地产调控已持续一段时间，但由于信贷投放对销售的滞后性，信贷数据目前仍未见明显回落。近期基建项目也有放缓之势，未来信贷投放可能从基建、房地产逐步转向工业等。11 月末，基础货币余额为 30.71 万亿元，全月增加 1746 亿元，幅度不大。这个月基础货币投放非常简单，全部

由货币政策工具投放。央行各种货币政策工具共投放 3671 亿元（其中又以公开市场操作为主），而其他财政、外占等各种因素则共回笼 1925 亿元。因此，全月投放基础货币 1746 亿元。后续年底这段时间，财政投放仍有一定发力，因此央行通过货币政策工具投放基础货币的压力并不大。

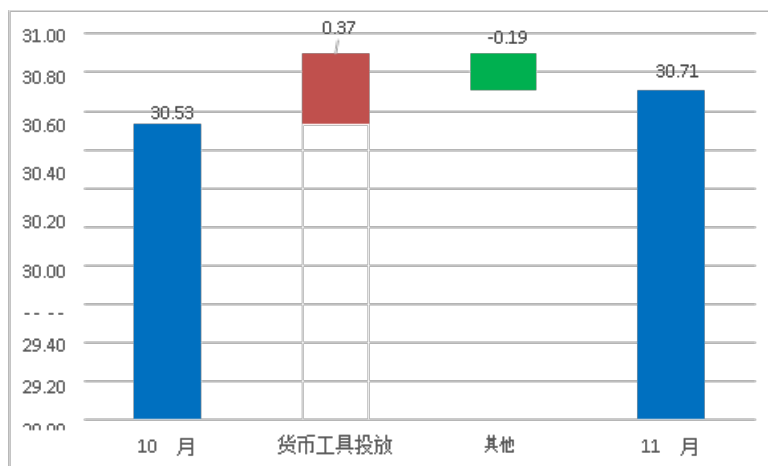


图 6：11 月基础货币投放

资料来源：Wind

11 月末 M2 余额是 167.00 万亿元，全月增加 1.66 万亿元，同比增速回升至 9.1%。从其来源来看，贷款为主要派生渠道，同时年底财政投放也会形成 M2。但债券和其他渠道几乎相抵，反映出金融去杠杆仍在推进，并将继续成为后期的主基调。

表 1：10 月 M2 增量结构

存量结构		来源结构	
M0	392	外占	24
单位活期	9195	债券	-1475
单位定期	911	贷款	11400
个人	1369	财政	5181
非银	4712	其他（非银、非标等）	1450
全月	16579	全月	16579

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

今年因处于持续去杠杆过程中，M2 增速较低。但由于今年的低基数效应，预计明年的 M2 增速将回升至 10%左右。

（四）资本市场¹

1. 股市

短期市场的调整中枢基本上落在 3300 点的整数关口，这一关口同时也是 120 日线的位置。既然是调整中枢，那么意味着短期市场将围绕这一点位进行震荡，向上和向下的空间都不大。从调整的时间来看，我们认为，围绕 3300 点底部中枢震荡的时间至少持续到 1 月中旬之后，此后才会正式进入春节红包行情。在此之前，震荡格局恐难改变。

政策面上，资管新规过渡期延长传闻给了市场一些喘息的机会，联储加息落地之后，央行无缝对接提高操作利率略超预期，仍需等待 18-20 日的中央经济工作会议对来年的通胀和利率图景进行展望和确认。同时，政治局集体学习大数据、新零售布局方兴未艾、天然气短缺以及二线白酒涨价也给了科技成长股以及消费白马股一些超跌反弹的理由。从目前的情况来看，一些优质个股的调整空间差不多到位了，启动时间也可能先于指数（从目前到 1 月中旬之间），但是目前指数调整的时间还不够，需要等待二次甚至三次探底来确认底部。

整体上看，短期市场风险仍未消除，但是最坏的阶段已经过去，逐渐布局具备估值切换潜力的低位价值股。短期来看，具备估值优势的金融股仍是配置助力，前期高位的消费股和科技股龙头经过最近一段时间的调整，有一些已经回到合理估值区间范围之内，可以试探性布局，但是短期仍然难以走出趋势，大概率维持底部震荡走势。而一些估值高企、盈利不佳、成长难判的垃圾股，仍然需要远离。

展望 2018 年，我们认为，整体上仍旧是结构性行情，从节奏上来看，上半年要弱于下半年，或者说，先抑后扬的市场走势。上半年可以预期是春节红包行情，但是持续的时间和力度预计都不会很好。原因在于，短周期回落，通胀和利率回升，叠加监管因素，总体流动性环境不好。年中之后，伴随 MSCI 导致海外资金流入，叠加年中可能出现的货币边际宽松的宏观环境，基本面的短周期回落也将逐渐企稳，此时 A 股将进入再配置机会。

从市场机会上来看，我们仍旧倾向于结构性行情。从中央经济工作会议提供的“高质量”和“创新”的关键词线索来看，主要机会在两个方面：一是换同行

¹ 撰写人：中国人民大学国际货币研究所副研究员芦哲

业的产能整合和集中度提升带来的机会，龙头企业将会享受估值和盈利提升的戴维斯双击；二是新兴行业技术创新带来的机会，包括芯片半导体、5G、物联网、人工智能、创新药、智能制造和军民融合等。

2. 债市

目前市场正处于非银崛起的趋势中：银行持有债券的占比在迅速下降，目前已经降至不足半数，而以基金为代表的非银持有债券的占比则大幅提升。这带来的一个变化是：银行间的资金面已经不再那么关键，货币政策对市场的影响在变弱，相应地，非银的行为则比以往更加重要。

非银影响市场的一个典型的先例是 2015 年 7 月到 2016 年 10 月。当时的货币环境在收紧，融资速度在上升，债券市场的环境已经明确指向利空，但债券市场却在那段时间不断走牛，10 年期国债收益率从 3.08% 大幅降到 2.69%。非常明显的是：那段时间里银行配债的速度在下降，而基金配债速度在上升。

目前与当时的相似之处是：市场的矛盾依然在基金行为上：银行配债的速度明显稳了下来，但基金配债速度还在不断下降。一个观测非银力量的痕迹是长端利率，由于非银的负债期限及成本所限，买卖利率债的期限往往比银行更长，长端利率受非银力量的左右，收益率曲线在下半年以来总体是熊陡的。

银行的配置力量与其超储率水平有关，而基金的配置力量与企业和居民的投资准备密切相关。债券型基金的份额增长节奏和居民及企业手中的通货及活期存款的节奏高度相关。在货币政策开始边际收紧后，往往企业和居民的投资准备要过一段时间才会下行（经验上会有四个季度左右），在这段时滞里，基金公司的配置力量还在，银行体系之外的资金在反哺债券市场，而随着非银的崛起的趋势，这个力量对行情的主导作用越来越大。

往后来看，非银力量可能是债市悲观的加速因素。如果债券型基金份额持续往下走，2018 年开始负增长，受托资金持续解构，市场的风险依然存在。当前的一个很大的阻力在于：即使预期在，市场也没有实现预期的资金面。一则商业银行的超储率在 2018 年可能低位盘整，存量资金不足，预期兑现的能力非常弱；二则债券型基金可能持续处于供需两弱的走势，非银的配置力量在货币政策真正宽松前，始终是市场的风险因素。

明年一季度市场确实可能存在一些反弹空间，但我们建议对反弹的幅度心存



谨慎。反弹的动力来自于货币政策转为稳健以及 PPI 减速导致企业利润的向下重估。然而，在当前欠资金的状态下，形成反弹的力量可能很弱。我们可以采取适当增加久期（8 年期附近的利率债）的策略去博一下波段，但总体久期还不能调得过长，还应以配置思维为主。

二、宏观经济专题：习近平金融治理思想研究¹

核心观点

习近平金融治理思想是其治国理政思想的重要组成部分。金融是现代经济的核心，是实体经济的血脉，是关乎国家安全的重中之重。习近平金融治理思想主要体现在正确认识、处理和把握金融与实体经济的关系、政府调控与金融市场的关系、金融监管和金融发展的关系三个方面。研究习近平金融治理思想给我们的重要启示在于：使金融回归本源，服从服务于经济社会发展，是防止发生系统性金融风险的根本举措；在加强金融监管的同时，亦要坚持市场导向，发挥市场在金融资源配置中的决定性作用；只有遵循金融发展规律，贯彻落实服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革的三项任务，才能实现金融与经济的协调健康发展，助力于中华民族伟大复兴的实现。

2017年7月15日，习近平在第五次全国金融工作会议上指出：“做好金融工作要把握好以下重要原则：第一，回归本源，服从服务于经济社会发展。第二，优化结构，完善金融市场、金融机构、金融产品体系。第三，强化监管，提高防范化解金融风险能力。第四，市场导向，发挥市场在金融资源配置中的决定性作用。”这“四项原则”是习近平金融治理思想的内核，体现了习近平治国理政思想在金融领域的运用。习近平以金融工作“四项原则”为内核的金融治理思想，突出表现在正确处理“三个关系”上，即金融与实体经济的关系、政府调控与金融市场的关系、金融监管与金融发展的关系。本文着重从这“三个关系”方面展开对习近平金融治理思想的研究。

（一）金融与实体经济的关系

金融与实体经济的关系是金融发展理论中的根本问题。金融是实体经济的血脉，是促进实体经济发展的润滑剂，而实体经济则是金融的本源。正确认识和处理好金融与实体经济的关系是推动金融与经济协调可持续发展的前提。任何国家随着经济发展水平的不断提高，金融在经济中的地位也不断增强，金融对实体经济的作用经历了“适应性”、“主动性”和“先导性”三个发展阶段。在金融不

¹ 撰写人：中国人民大学国际货币研究所研究员彭俞超

断发展的历史进程中，金融服务于实体经济发展的本源性质日益凸显。习近平立足中国经济发展的现实，总结了中国改革开放以来金融发展的历史经验，提出了“金融要回归本源”的论断，丰富和发展了马克思主义金融发展理论。

2008 年全球金融危机爆发后，在实体经济持续疲软而资产部门持续膨胀的背景下，我国经济中呈现出了“脱实向虚”的趋势。有研究表明，国资委管理的 117 家央企中有 90 多家在不同程度上涉足金融投资，占比为 76%。经济“脱实向虚”的趋势引起了党和国家领导人的密切关注。习近平总书记在第七十届联合国大会上指出，“2008 年爆发的国际经济金融危机告诉我们，放任资本逐利，其结果将是引发新一轮危机。”实体经济是社会实物财富增长的源泉，经济“脱实向虚”不利于金融和经济的协调共同发展。资源过分流向“以钱生钱”的金融活动将造成虚拟经济的过度膨胀，引起经济系统的不稳定。当没有资金的流入来保证它的稳定状态的话，必然造成经济出现严重问题。资源较少流向创造物质财富的生产活动会导致实体经济萎缩，进而使居民的财富变得虚拟化，贫富差距也会加大。由此可见，防范经济“脱实向虚”，促进金融向实体经济的理性回归至关重要。针对经济发展的环境和金融发展的现实，习近平强调，金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措。金融要回归本源，服从服务于经济社会发展，成为我国金融工作的出发点和落脚点，也成为我国加强金融治理的核心环节。

如何让金融回归本源？习近平论述了四个方面的具体政策措施。第一，要贯彻新发展理念，树立质量优先、效率至上的理念，更加注重供给侧的存量重组、增量优化、动能转换。要创新金融调控思路 and 方式，继续实施稳健的货币政策，保持货币信贷适度增长和流动性基本稳定，不断改善对实体经济的金融服务。第二，要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。要增强资本市场服务实体经济功能，积极有序发展股权融资，提高直接融资比重。第三，要改善间接融资结构，推动国有大银行战略转型，发展中小银行和民营金融机构。要促进保险业发挥长期稳健风险管理和保障的功能。第四，要建设普惠金融体系，加强对小微企业、“三农”和偏远地区的金融服务，推进金融精准扶贫，鼓励发展绿色金融。要加强对创新驱动发展、新旧动能转换、促进“双创”支撑就业等

的金融支持，做好对国家重大发展战略、重大改革举措、重大工程建设的金融服务。

习近平关于“金融回归本源”的思想继承并发展了马克思的金融观。金融能够促进实体经济发展，是习近平“金融回归本源”思想的逻辑起点，它继承并发展了马克思关于银行和信用的观点。在《资本论》中，马克思认为，银行资本和信用制度有助于生产力的发展。在信用制度下，银行将社会闲散资本集中起来形成银行资本，再将这些银行资本投资于企业，加速了商品流通过程和货币流通过程，扩大了再生产的规模和速度，支持了资本主义经济的迅速发展。习近平在马克思关于货币和信用促进生产力发展论述的基础上，依据现代经济发展的现实，进一步强调了金融支持实体经济发展的作用。金融必须服务于实体经济，是习近平“金融回归本源”思想的核心内容，它拓展了马克思对脱离实体经济的投机行为的分析。马克思以法国动产信用公司为案例，揭示了一些金融企业的本质在于，不以支持实体经济为目的，大肆利用证券投机交易获利。法国动产信用公司脱离实体经济的投机行为不仅使其自身在 1867 年破产，也导致法国的金融体系遭受了重创。习近平对我国的金融现实作出了研判，认为“大量资金流向虚拟经济，使资产泡沫膨胀，金融风险逐步显现，社会再生产中的生产、流通、分配、消费整体循环不畅。”面对当前经济中出现的金融脱离实体经济的问题，习近平强调，“不论经济发展到什么时候，实体经济都是我国经济发展、我们在国际经济竞争中赢得主动的根基。我国经济是靠实体经济起家的，也要靠实体经济走向未来。”

2008 年全球金融危机以后，西方主流经济学将金融危机的原因归结为金融过度发展和金融监管的缺位，并认为只需要限制金融对经济的负面影响就可以防范金融危机。学者们发现，随着金融发展水平的不断提升，金融发展对经济增长的促进作用会减小或消失，金融发展对经济的负面作用会超过正面作用，从而抑制经济增长。诺贝尔奖获得者罗伯特·席勒认为，现代社会离不开金融，对金融体系进行扩大化、民主化和人性化的改造，就能够形成好的社会。美国金融学会前主席路易吉·津加莱斯也认为，尽管学者们夸大了金融对社会的贡献，但是，只要充分利用金融的积极作用，限制金融的负面影响，就能够促进经济和社会的发展。这些观点实际上只是强调，限制金融的负面作用，就能够防范金融风险，规避金融危机。

“金融回归本源”是防范金融风险的根本举措，这是习近平金融治理思想的核心内容。它有力地批判了西方主流经济学的观点。西方学者虽然认识到了金融对实体经济的双重作用，但是，他们仅仅强调要限制金融对经济社会发展的负面影响，并未从本源上指出金融阻碍经济发展的原因，继续采用提高金融供给的量化宽松货币政策刺激经济发展，忽略了金融与实体经济背离的结构性矛盾。习近平指出，“从全球看，世界经济复苏乏力，美国、欧洲、日本等主要经济体推出多轮量化宽松货币政策，但世界经济尚未从国际金融危机阴影中走出来。究其原因，就是没有对症下药，对复杂的结构问题仅仅使用解决总量问题的药方，原有矛盾没解决，又产生了不少新风险。”“振兴实体经济是供给侧结构性改革的主要任务，供给侧结构性改革要向振兴实体经济发力、聚力。”“我们的政策基点要放在企业特别是实体经济企业上，高度重视实体经济健康发展，增强实体经济赢利能力。”由此可见，为实体经济服务是金融的天职，也是防范金融风险的根本举措。只有引导金融体系回归本源，回归实体经济，才能从根本上消除金融对实体经济的负面作用。

（二）政府调控与金融市场的关系

正确认识和处理政府与市场的关系，是社会主义市场经济发展中的一个极为重要的理论和实践问题，也是习近平金融治理思想的重要内容。党的十八届三中全会明确提出，处理好政府和市场的关系是经济体制改革的核心问题，要使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。政府调控与金融市场的关系是政府与市场关系在金融领域的延伸和运用。习近平关于政府调控与金融市场关系的论述，主要表现在以下三个方面。

第一，要坚持金融深化改革和市场导向。习近平强调，要坚持深化金融改革，必须优化金融机构体系，完善国有金融资本管理，完善外汇市场体制机制；完善现代金融企业制度，完善公司法人治理结构，优化股权结构，建立有效的激励约束机制，强化风险内控机制建设，加强外部市场约束。显然，深化金融改革是和市场导向紧密联系在一起。习近平指出，“中国将按照市场化、法治化方向稳步推进金融改革，培育公开透明和长期稳定健康发展的资本市场，完善风险管理，稳定市场预期，放宽民间资本进入金融领域的限制，更好支持实体经济发展。”

坚持深化金融改革，首要的是要坚持市场在金融资源配置中起决定性作用。

市场在资源配置中起决定性作用，是市场经济的一般规律，社会主义市场经济体制的健全和完善必须要遵循这条规律。市场在资源配置中起决定性作用，实际上讲的就是经济效率问题，是推动资源配置依据市场规则、市场价格、市场竞争实现效益最大化和效率最优化。金融资源是货币形态的资本，是经济发展中最重要的要素之一，其配置过程也要服从市场的决定性作用。

其次是要抓住市场配置资源的核心手段即市场价格。在任何一个社会中，资源都是稀缺的，“经济发展就是要提高资源尤其是稀缺资源的配置效率，以尽可能少的资源投入生产尽可能多的产品、获得尽可能大的效益。”金融资源的价格就是利率，利率是引导资金跨行业、跨地区流动的最重要的指挥棒。当某一个行业的生产率较高时，边际资本回报率较高，资金在这个行业也相对更稀缺，该行业融资所能够承担的利率也就较高。这时，利率就会引导资金流向该行业，直至该行业的边际资本回报率下降到与市场利率相同。这就是市场配置金融资源的过程。

此外，还必须看到，价格能够真实地反映供给需求关系是市场能够有效配置资源的前提条件。也就是说，市场中应当具有良好的价格发现机制。在过去较长的一段时间中，我国的存贷款利率受到政府管制。在这种情况下，市场不能有效地配置资源。针对这一现实，习近平强调，“要消除价格、利率、汇率等经济杠杆的扭曲，强化风险投资机制，发展资本市场”。2015年，随着存贷款利率上限的放开，我国在形式上完成了利率市场化进程，但是，由于经济中存在着国有银行治理结构不合理、国有银行与国有企业之间的政治关联等问题，市场在配置资源的过程中仍然受到阻碍。银行对不同所有制的企业存在着一定的融资歧视，国有企业享受到了更加廉价的金融资源供给，而民营企业融资更加艰难。因此，为了进一步提高市场配置资源的效率，就要完善现代金融企业制度，完善公司法人治理结构，建立有效的激励约束机制，使金融机构转变为市场化的机构。

第二，要加强政府宏观调控和金融监管。习近平在金融工作会议上指出：“要加强金融监管协调、补齐监管短板。设立国务院金融稳定发展委员会，强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任。金融管理部门要努力培育恪尽职守、敢于监管、精于监管、严格问责的监管精神，形成有风险没

有及时发现就是失职、发现风险没有及时提示和处置就是渎职的严肃监管氛围。要健全风险监测预警和早期干预机制,加强金融基础设施的统筹监管和互联互通,推进金融业综合统计和监管信息共享。”在坚持市场导向的同时,也要注重政府在金融资源配置中的积极作用,即宏观调控和金融监管。金融监管就是针对金融体系中可能出现的系统性风险,进行必要的管理和控制。

在社会主义市场经济运行中,市场配置资源的决定性作用是在一定时期、一定范围内有效的,“市场在资源配置中起决定性作用,并不是起全部作用。”市场在配置资源过程中不是万能的,即便在完全竞争条件下,仍然存在着市场缺陷或市场失灵。而系统性金融风险,就是金融领域中的市场失灵。在完全竞争条件下,市场是没有外力干扰的自由市场,市场缺陷或市场失灵主要表现在公共物品、外部负效应等方面。外部负效应如污水排放、环境污染等,是市场经济微观主体在进行生产和消费决策时,往往不考虑对他人、社会和环境的影响而带来的后果,直接将工业废水排入江河中,将工业废气排入空气中,减少生产企业的治理成本,加大社会的成本。外部负效应问题也是市场本身无法解决的。对于金融领域而言,每一家金融机构在投资决策时,都未能考虑其行为对整个金融体系的影响,从而可能导致系统性金融风险,这就是金融活动所产生的外部负效应。系统性风险是指金融机构从事金融活动所在的整个系统(银行系统或市场系统)因外部因素的冲击或内部因素的牵连而发生剧烈波动、危机或瘫痪,使单个金融机构不能幸免,从而遭受经济损失的可能性。每家金融机构在独立决策时,难以通过资产配置的方式分散系统性风险。一旦系统性风险累积到一定程度,就会在整个金融体系中爆发并快速传染。由此可见,习近平关于在推动金融市场化改革的同时,政府也要加强宏观审慎监管和系统性风险防范的思想,对于健全风险监测预警和早期干预机制、牢牢守住不发生系统性风险的底线、促进金融体系的平稳运行具有重要的指导意义。

第三,要坚持“看不见的手”和“看得见的手”的并重。理论和实践都证明,市场配置资源是最有效率的形式,但是,市场配置资源的有效性是需要市场以外的力量来保证的。对市场在资源配置中的“决定性”作用的定位,决不是对政府作用的弱化,相反则是要通过对政府作用范围、程度的正确界定更好地发挥政府的作用,既防止政府作用的越位、错位,也避免政府作用的缺位、不到位。在社

会主义市场经济的发展中，市场的作用和政府的作用是不同的，它们有各自的活动范围和边界、职能和任务、优势和不足。习近平指出：“在市场作用和政府作用的问题上，要讲辩证法、两点论，‘看不见的手’和‘看得见的手’都要用好，努力形成市场作用和政府作用有机统一、相互补充、相互协调、相互促进的格局，推动经济社会持续健康发展。”

关于政府在市场经济发展中的作用，我们要看到政府作用的不可或缺性。习近平对此也有着精辟的论述，“发展社会主义市场经济，既要发挥市场作用，也要发挥政府作用，但市场作用和政府作用的职能是不同的。全会决定对更好发挥政府作用提出了明确要求，强调科学的宏观调控，有效的政府治理，是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求。全会决定对健全宏观调控体系、全面正确履行政府职能、优化政府组织结构进行了部署，强调政府的职责和作用主要是保持宏观经济稳定，加强和优化公共服务，保障公平竞争，加强市场监管，维护市场秩序，推动可持续发展，促进共同富裕，弥补市场失灵。”他认为，一方面，针对市场经济运行过程中市场无法解决的问题，政府必须要发挥其公权力的优势和宏观引导的作用，引导市场朝着积极的方向发展。例如，当金融风险集聚的时候，政府以严格的监管政策和管理措施，化解经济金融风险。另一方面，为了保障市场在配置资源过程中的决定性作用，政府也必须发挥服务和监管的作用。例如，简化公司注册程序和行政审批程序，将证券发行制度由“核准制”转变成“注册制”，这些简化审批程序的措施，有助于提高市场主体的参与积极性和市场运行的效率。同时，政府加大监管力度，对那些违反市场规则和破坏市场秩序的行为予以行政约束和法律惩罚，也有助于保证市场健康安全稳定地运行。

习近平关于政府调控与金融市场关系的论述，使我们清楚地认识到在金融治理中，必须坚持市场导向，使市场在金融资源配置中起决定性作用，与坚持加强政府监管和风险管控并重，兼顾“看不见的手”和“看得见的手”，多措并举，以宏观审慎政策和宏观调控政策防范系统性金融风险，才能优化配置金融资源，使金融服务于实体经济。

（三）金融监管与金融发展的关系

加强金融监管是第五次全国金融工作会议的核心和基调。习近平多次强调防范金融风险的重要性，明确指出，防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主

题。但是，防范金融风险、加强金融监管与扩大金融开放、加强金融发展并不矛盾，习近平同时也强调，不能因为金融监管而限制了金融开放和发展的步伐，要正确把握金融监管和金融发展的辩证关系。他提出，要扩大金融对外开放，要深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。由此可见，只有在金融发展的目标下加强金融监管，在金融监管的过程中坚持金融发展，才能把金融工作做好、做活、做扎实。这是实现金融安全和经济发展的双重目标。

第一，金融监管在 2008 年金融危机后势在必行。金融安全是国家安全的重要方面。2008 年全球金融危机以来，各国政府都吸取了金融危机的教训，对金融机构实施更加严格的监管制度，主要是贯彻巴塞尔协议 III 所提出的逆周期宏观审慎监管政策。宏观审慎监管政策主要针对金融体系的系统性金融风险，利用资本充足率要求、流动性覆盖要求、风险权重等一系列工具，控制金融机构过于激进的投资行为，提高金融机构的风险防范能力。金融风险的传染力强，破坏力强，一旦发生系统性金融危机，各家金融机构均会在不同程度上受到危机的影响，从而使金融体系遭遇重创，并危害到实体经济的发展。因此，在常规时期，采用一些逆周期监管工具，对金融机构进行必要的良性监管，将有助于防范金融风险，减少金融危机发生的概率。

习近平对金融监管的重视，与我国当前不断积聚的金融风险密切相关。首先，银行间同业拆借市场规模的扩大，中小银行同业负债率的大幅攀升，使中小银行承担风险的能力大幅下降。因银行间同业业务而产生的影子银行活动、金融空转等问题，值得监管层的密切关注。一旦银行间同业拆借市场出现违约，将迅速波及整个金融体系。其次，效率低下、以不断“借新还旧”维持生存的“僵尸企业”是我国当前经济中的重要问题。一些国有、产能过剩的企业“僵而不死”，不仅占用了大量的金融资源，也成为了银行资产负债表中的“定时炸弹”。第三，金融资源“脱实向虚”，流向房地产、股票等资本市场，引起资产价格泡沫，是危害金融体系的另一个重要的风险点。房地产价格快速上涨，挤占了实体经济的资源，不利于实体经济的发展。若房地产价格出现大幅下跌，又可能引起房地产开发贷款和房地产消费贷款的大面积违约，引发系统性金融风险。

面对我国的经济金融形势，习近平提出要求，要守住不发生系统性金融风险

底线。他强调，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，科学防范，早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系。要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。

第二，金融的开放和发展是开放型经济发展的趋向。在我国全面深化改革、扩大对外开放的进程中，金融不断开放和发展是大势所趋。顺应历史潮流，不断扩大金融领域的开放和国际合作，是提高金融服务实体经济、提升金融效率的重要举措。提高开放型经济水平是习近平金融治理思想的重要内容之一。习近平在2013年博鳌亚洲论坛中强调：“中国经济发展前景广阔，中国将坚定不移推进改革开放，加快转变发展方式，坚定不移奉行对外开放政策，继续为外国企业提供更好的环境和条件，中国的发展将为世界作出更大贡献。”这是因为，唯有不断地扩大对外开放，加强国际间经贸合作，把中国置身于国际经济舞台中，才能更加积极健康地发展中国经济，提高中国的国际地位，促进区域共同发展。过去40年，在不断地对外开放过程中，国家综合实力不断提高，对外贸易不断增多，对外直接投资也不断增加，中国企业积极走出去，在国际市场中占得一席之地。我国取得的这些成就都是建立在对外开放的基础上的，由此可见，深化改革、扩大开放是促进我国经济长期发展的重要国策，金融的开放和发展就是题中之义。

金融领域的对外开放主要包括汇率形成机制改革、人民币国际化、资本账户开放、“一带一路”金融合作等方面。针对我国当前的金融开放情况，习近平指出，扩大金融对外开放，就要深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。要积极稳妥推动金融业对外开放，合理安排开放顺序，加快建立完善有利于保护金融消费者权益、有利于增强金融有序竞争、有利于防范金融风险的机制。要推进“一带一路”建设金融创新，搞好相关制度设计。此外，进一步推动我国金融体系完善和发展也十分重要。在加强金融监管的同时，也要积极发展资本市场，完善资本市场的融资功能，提高直接融资比重。

要改善间接融资结构,推动国有大银行战略转型,发展中小银行和民营金融机构。要促进保险业发挥长期稳健风险管理和保障的功能。要优化金融资源空间配置和金融机构布局,大力发展中小金融机构,不断增强金融服务实体经济的可持续性,着力强实抑虚。

第三,金融监管与金融发展具有统一性。习近平指出:“为实体经济服务是防范金融风险的根本举措。”也就是说,金融支持实体经济发展就是最好的风险防范措施,金融监管也要以金融支持实体经济发展为根本目的。从操作层面看,金融监管与发展可能存在着一一定的冲突,但是从全局层面看,金融监管和发展的目标则是一致的。

“脱实向虚”是我国经济面临的最主要的金融风险。“现在,伴随着经济增速下调,各类隐性风险逐步显性化,地方政府性债务、影子银行、房地产等领域风险正在显露,就业也存在结构性风险。”其中,最重要的就是影子银行风险和房地产风险。借助银行同业业务而产生的影子银行活动,金融空转问题,是银行体系的风险所在。而资金流向房地产市场和股票市场,引起房地产市场和股票市场的过度繁荣,是资本市场的风险所在。这两类风险一旦爆发,都会引起系统性金融危机,损害实体经济的发展,而这两类问题的核心则是资金脱离实体经济,流向虚拟经济。这里的虚拟经济既包括金融体系的内部流转,也包括二级资本市场的交易投机活动。显然,虚拟经济繁荣不利于经济发展。虚拟经济挤占了实体经济的金融资源,推高了实体经济的融资成本,使实体经济难以发展。虚拟经济繁荣也增加了金融风险。层层拉长的金融中介链条,使资金经过若干轮的传导才能到达最终的位置,风险链条与收益链条不匹配,金融风险被累积和放大。繁荣的虚拟经济如同无本之木,无水之源,当没有新的金融资源支持虚拟资本膨胀时,金融危机就会爆发。因此,在当前的经济形势下,防范金融风险的根本举措就是使金融回归本源,支持实体经济的发展。

为实体经济服务是防范金融风险的根本举措,并不是说,金融支持实体经济就不会产生金融风险。事实上,实体经济也存在风险,引导资金“脱虚向实”,金融风险并不能被完全消除。金融风险的来源是多维度的,虚拟经济膨胀所引发的金融风险更多的是系统性的,单家金融机构无法应对的金融风险,对金融体系和经济发展的破坏力更强。而对于实体经济本身产生的风险,如创新失败的风险,

市场供需变化的风险等，金融机构能够通过其自身的金融手段，分散这些风险，使这些风险得到控制和化解。这些实体风险对金融体系进而对实体经济的危害是相对有限的。我们看到，在当前的经济形势下，习近平提出的“金融回归本源”是克服威胁最大的系统性金融风险的最有效举措。

三、主要经济数据¹

表 1：经济数据一览

指标名称	类别	17-Feb	17-Mar	17-Apr	17-May	17-Jun	17-Jul
CPI	同比	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4
PPI	同比	7.8	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5
PMI	同比	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4
工业增加值	同比	6.3	6.8	6.5	6.5	7.6	6.4
工业企业利润总额	累计同比	31.5	28.3	24.4	22.7	22.0	
固定资产投资完成额	累计同比	8.9	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3
社会消费品零售总额	同比	10.2	10.9	10.7	10.7	10.9	10.4
进出口金额	同比	15.8	18.2	9.70	11.3	13.8	8.8
M2	同比	11.10	10.60	10.50	9.6	9.4	9.2
社会融资规模	当月值 (亿元)	10,876	21,189	13,900	10625	17762	12,200
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	11,700	10,200	11,000	11,100	15400	8,255

¹撰写人：中国人民大学国际货币研究所副研究员黄泽清

耶伦为特朗普减税提供庇护 共和党同意在圣诞节前完成改革¹

达雷尔·德拉梅德²

在最后一次关于货币政策的新闻发布会上，美联储主席珍妮特·耶伦在国会中为总统唐纳德·特朗普和共和党人雄心勃勃的税制改革提供了实质性的庇护。她将财政刺激计划的效果概括为“适度”，在未来几年里充其量为经济提供“一些提振”。最值得注意的是，这并不会改变美联储利率逐步上调的计划。

在耶伦发表这些言论不久前，联邦公开市场委员会将利率又提高了 25 个基点，这是今年的第三次加息，也是自耶伦 2014 年上任以来的第五次加息。与此同时，共和党人也采取行动来调和众议院和参议院在税收改革法案之间的分歧，至少在党内再次遵循传统的妥协理念。他们保证在圣诞节前通过法案，并由总统签署形成法律。

美联储的政策制定者上调了他们的增长预测，今年的预测从 2.4% 上升到 2.5%，明年从 2.1% 上调到 2.5%。但他们没有同意政府的计划，即通过减税提振经济。改革的主要特点是将公司税率从 35% 削减到 21%，意在刺激投资和增长，通过增加经济活动来弥补损失的收入。即使经济确实在增长，但大多数人仍预期 10 年间减税将至少为联邦赤字增加 1 万亿美元。

但是，从美联储著名的点阵图来看，大多数政策制定人预计利率将在明年的三次加息中达到峰值，从 9 月开始这种预期就没有变化，仍然预测在“较长期”中达到 3% 的最高利率。两位地区银行行长--芝加哥的查尔斯·埃文斯和明尼阿波利斯的尼尔·卡什卡利--不同意此次会议达成的共识，投票支持维持利率稳定，因为通胀率仍低于美联储 2% 的目标。

¹ 翻译：张译文；审校：陆可凡，本文选自 OMFIF Commentary（2017 年 12 月 15 日）

² 达雷尔·德拉梅德，作家和编辑

当被问及特朗普曾预测减税将推动经济增长到 4%或更高,在明年 2 月任期结束、即将离开美联储的耶伦冷静地回答:“我不想排除任何情况。然而,要实现你所提到的增长水平是很有挑战性的。”

在对改革犹豫了几个月之后,也许是由于在阿拉巴马州的特别选举中失去了参议院席位,共和党以惊人的速度化解了分歧。他们还回应了两院提案面对的政治反对,两院提出取消州和地方的减税,而不是将最初提议的 1 万美元的房地产税减税上限延伸到州和地方所得税。同时,他们将最高边际税率从 39.6% 降至 37%--比任何一项法案都要低--以补偿减税损失的部分。然后,作为补偿,他们把公司盈利税率从原本的 20% 提到了 21%。在回应商业界利益的强烈抗议时,这项折衷法案将取消企业的替代性最低税额,这将使许多公司无法从研发和其它税收减免中获益。

某种程度上,税收改革确实提供了一些财政刺激,在此情况下它可以使美联储免于承担通胀率令人费解地难以提升的责任,即使在就业率提高的情况下。11 月,以消费物价指数衡量,核心通胀率从 10 月的 1.8%的年度增幅下降到了 1.7%,这是导致埃文斯和卡什卡利提出异议的原因之一。

然而,对于耶伦来说,在 "生产率增长低的令人不安"的环境下,任何刺激效应都将是 "受欢迎的",这将刺激经济增长而且不要求美联储立即收紧货币政策。

Yellen gives cover to Trump tax cuts Republicans reconcile to push through reform by Christmas

Darrell Delamaide¹

In her final press conference on monetary policy, Federal Reserve Chair Janet Yellen gave substantial cover to President Donald Trump and Republicans in Congress for their ambitious tax reform. She characterised the effect of the fiscal stimulus as 'modest', providing at best 'some lift' to the economy in coming years. Most notably, it doesn't change the Fed's plans for a gradual increase in interest rates.

Her remarks came after the Federal Open Market Committee raised rates by another 25 basis points, the third such increase this year and the fifth since Yellen took over in 2014. They came, too, as Republicans moved to reconcile differences between the tax reform bills in the House and Senate, resurrecting the ancient concept of compromise, at least within the party. They pledged to have the bill passed and on the president's desk to sign into law before Christmas.

Fed policy-makers revised their growth forecasts upwards, to 2.5% from 2.4% for this year, and to 2.5% from 2.1% for next year. But they did not accede to the administration's projection of a substantial boost from the tax cuts. The main feature of the reform – cutting the corporate tax rate to 21% from 35% – is intended to spur investment and growth to recover lost revenue through increased economic activity. Most other forecasts expect the cuts to add at least \$1tn to the federal deficit over 10 years, even if growth does increase.

But the Fed's famous dot-plot graph forecasting interest rates still sees most policy-makers expecting a maximum of three rate increases next year, unchanged from

¹Darrell Delamaide is a writer and editor based in Washington

September. Forecasts still look for rates to top out at 3% in the 'longer run'. Two regional bank chiefs – Charles Evans of Chicago and Neel Kashkari of Minneapolis – dissented from the consensus at the meeting, voting to keep rates steady as inflation remains below the Fed's 2% target.

When asked about Trump's prediction that the cuts would propel growth to 4% and higher, Yellen, who will leave the Fed when her term as chair expires in February, quietly responded, 'I wouldn't want to rule anything out. It is challenging, however, to achieve growth of the levels that you mentioned.'

After dithering over the reform for months, congressional Republicans, perhaps spurred by the loss of a Senate seat in Alabama's special election, reconciled their differences with surprising speed. They also responded to a political backlash against the proposal in both houses to eliminate the deduction of state and local taxes, instead extending the cap of \$10,000 originally proposed for property tax deductions to state and local income tax as well. At the same time, they lowered the top marginal rate to 37% from 39.6% – lower than in either bill – to compensate for the partial loss of the deduction. Then to compensate for that, they nudged up the corporate rate to 21% from the 20% in the original text. Responding to an outcry from business interests, the compromise bill will eliminate the alternative minimum tax for corporations, which would have blocked many from benefiting from a tax credit for research and development and other tax breaks.

To the extent the tax reform does provide some fiscal stimulus, it may absolve the Fed for the puzzling failure of inflation to rise even as employment strengthens. Core inflation in November, as measured by the consumer price index, fell to 1.7% annual increase from 1.8% in October, one of the factors prompting the dissent from Evans and Kashkari.

For Yellen, however, any stimulus effect in an environment of 'disturbingly low productivity growth' would be 'welcome', spurring growth without requiring the Fed to tighten monetary policy immediately.

美国的税制改革是否是一项以邻为壑的政策？¹

Herbert Poenisch²

美国众议院和参议院最近通过了税收改革法案。它有三大支柱：第一是把 C 类公司主要利润税率从 35% 降到 20%。第二个变化是取消目前的新增厂房设备折旧摊销，改为直接扣除。第三，大部分非住宅商业地产的回收期将从 39 年缩短到 25 年。此外，它将采取领土税制，以鼓励美国公司将离岸利润和收益带回国内。在领土税制下，以股息形式存在的离岸利润是免税的，这样可以鼓励资本流回本国。

虽然这些措施可能对美国有利，但是其他国家，尤其是中国将会遭受消极影响。国际货币基金组织主席拉加德称这种“国家间过度激进的税收竞争是一种伤害每个人的以邻为壑的政策”。中国主要关心的是税改对中国投资者的影响。这些投资者可能会把目光从中国转向美国，从美国的低税率中受益，毕竟中国目前的税率高达 40%。不仅中国公司会受到影响，美国公司现在也有真正的动力将离岸利润和收益带回美国。这可能会减少美国企业在海外投资的可能性，而中国目前仍然需要这些海外投资。

不同于对企业的影响，本文将重点放在税改对宏观经济的影响上，首先是其对美国和世界经济的影响。美国税收改革将对总需求和总供给、通货膨胀情况、债务和资本流动产生影响。受到美国税改影响的国家应该在国际货币基金组织和世贸组织等国际组织中表达他们的关切。美国当局应该尊重国际协议，广泛协商，进行政策协调，防止再次出现以邻为壑的状况。

目前的美国宏观经济情况

美国政府正试图解决一个宏观经济问题，即国内增长不足，收入再分配从劳动收入转向资本性收入，财政赤字不断增加。

¹ 翻译：陈文烨；审校：陆可凡

² Herbert Poenisch，中国人民大学国际货币研究所学术委员、国际清算银行原高级经济学家

这并不是美国近代史上第一次采取这样的对策。1964 年的肯尼迪政府税改和 1981 年的里根政府税改就采用过这样的措施。但是，当时的国民储蓄率是 10.1%，现在是 1.8%。没有从国外（例如中国）那里借来多余的储蓄，储蓄不足的经济体就不会出现赤字支出。虽然中国在 20 世纪 80 年代愿意投资美国国债，但世界已经发生了变化，在未来不确定的情况下，以中国为首的其他经常账户顺差国家也不愿意为美国的超额需求买单。

其次，美国的经常账户在 1964 年和 1981 年的减税期间略有盈余。目前，由于低储蓄率环境下的财政赤字，经常账户赤字占国内生产总值 2.6% 的比重可能会急剧增加。

第三，1965 年预算赤字为 0.2%，而 2017 年为 2.5%。假设其他地区削减支出将不会得到补偿，预计未来十年政府债务将增加 1.5 万亿美元，从占 GDP 的 77% 上升到接近 100%。另外，美国利率的下调意味着更高的偿债负担，即每年增加约 500 亿美元的债务。

税收改革的财务影响

供给侧经济学家的口号是，减税将是自筹资金，因为它会刺激经济增长，导致收入激增，从而纠正第一轮的财政失衡。这是故事从现实走向荒诞的地方。

刺激经济增长有两种互相冲突的方式，供给派希望看到企业界作为刺激需求的主力，而凯恩斯主义者和马克思主义者把需求不足作为经济增长乏力的主要罪魁祸首。这又与利润率上升有关。与乘数效应高的工资率上涨相比，利润率上升乘数效应较低。收入和财富的不平等被视为不可持续增长的决定因素之一。

对于预计在未来几年将逐渐减少的实际增长率，假设财政刺激措施将保持甚至提高目前微不足道的 2% 的实际增长，那么它对美国 and 世界的经济影响将是巨大的。

首先，预算赤字政策需要资金支持。国债发行量从 15 万亿美元上升到 16.5 万亿美元，增幅达 10%，在利率上升的环境下，国债发行的价格必须低于面值。谁将准备购买这些额外的债务工具？美国的银行、机构投资者和企业将会忙于投资

实体领域。然而，即便是他们也将衡量实际盈利前景与国库券的较高回报。自 20 世纪 80 年代以来，公司变成了金融中介，无需面临实体经济的风险。

美国的经常账户余额可能会增加，因为来自国外的股息和收益可能会流回美国。美国的额外增长可能会增加其对中间产品等投入品的需求，但也会有更多的出口。最好的情况下，经常账户会实现更好的平衡。这将提高国民储蓄率，减少使用国外过剩储蓄的需要。

其次，在金融账户上，由于以下因素的影响，资本将继续流入美国。美国的银行、美国的股票市场和债券市场都会因为增长环境的改善以及更高的预期收益而吸引海外资金。

目前拥有 45% 美国政府证券的外国投资者，首先是来自中国和日本的投资者，将会倾向于投资带来越来越有吸引力的回报的证券。这将导致新兴市场资本外流，增加汇率下行压力。一些外国投资者，如中国和俄罗斯的投资者，正在将外汇投资组合多元化，从美国政府证券中分散出去，用于外国直接投资和与“一带一路”有关的其他项目。

中国企业甚至可能会将一些外国直接投资引入美国，以利用较低的税收环境。“一带一路”投资除了会导致中国资本外流，还会给人民币带来下行压力。这也可能阻碍人民币国际化战略，因为这些投资将主要以美元计价。

全球和中国的反应

在此之前，日本采取了各种财政刺激措施来推动经济增长，避免通缩陷阱。当时德国谴责日本的这个方案是一种以邻为壑的政策。

这一次又是欧洲人向特朗普政府发出了税收改革的警告，说这与自由贸易的国际规则“不一致”，因为它可能会对外国公司构成歧视。他们声称，该法案的一些措施将“违反”WTO 原则以及双重征税决议。有些措施“可能会对国际贸易产生重大的扭曲影响”。

中国将被建议扮演与德国和欧盟类似的角色，在 20 国集团中发表自己的声音，并准备对这一以邻为壑的政策作出反击。由于没有像处理汇率扭曲的国际货币基金组织或在贸易争端中介入的世贸组织这样的国际机构，对于这种财政竞争

没有任何的仲裁机制。这让欧盟国家受到了困扰，因为不同的财政制度扭曲了成员国之间的竞争，如爱尔兰提供最低的公司税率。

在世界范围内更是如此，个别国家在抵御财政竞争（在这种情况下是来自美国）时是孤军奋战的。特别是，美国政府辩称其税收改革是针对国内企业的，但是它却引发了各种资本流动，对外界影响巨大。毕竟经济是相互联系的。

二战以来美国政府忽略了全球经济政策的基本支柱，即国际协议、协商与协调，其他国家需要发表意见，比如欧盟抗议美国政府只是追求其自己的政策。

中国可能会采取反财政措施和/或加强资本管制。首先要限制企业资本外流。应优先考虑与“一带一路”倡议相关的对外投资。如果中国公司在美国增加其对外直接投资，那么就可以执行资本管制。

其次银行。中资银行已成为出口盈余的一部分，因为它们的跨境美元资产超过了美元负债。阻止他们向美国银行间市场甚至美国的非银行公司贷款是不可能的。

中国人民银行、国家外汇管理局、中投公司可以将投资于美国债券的外汇储备转手投资到非美国政府发行的以美元计价的证券，甚至可以开始购买金砖国家发行的本币货币工具。

最后，由于普遍的外汇管制，个人仍然被禁止在海外大量投资。

国际调解仍有希望。在 12 月 14 日国际货币基金组织新闻发布会上，国际货币基金组织发言人默里回答了关于这个议题的一个问题，即将在 2018 年头几个星期与美国进行的第四次磋商将讨论美国的税收改革，结果将于 2018 年 7 月发布。

中国应该在二十国集团中发挥作用，提醒世界各国在不协商和协调的情况下，一个国家采取积极的财政措施对其他国家的不利影响。毕竟，二十国集团自称是新政府，但没有一个常设秘书处。

Is the US tax reform another beggar-my-neighbor policy?

Herbert Poenisch¹

The US House of Representatives and the Senate passed the tax reform bill recently. It has three pillars: first is the reduction of the main tax rate on profits of C-corporations from 35% to 20%. The second change is the replacement of the current system of depreciation allowances for new equipment with immediate 100% expensing. Third, the recovery period for most non-residential business structures is to be shortened from 39 to 25 years². In addition it would move to a territorial tax system to encourage US companies to return their offshore profits and earnings home. Under the territorial tax system, offshore profits in the form of dividends are tax-free to encourage the repatriation of capital back to the home country³.

While these measures might be beneficial for the USA⁴, other countries, notably China will experience a negative backlash. MmeLagarde of the IMF called this ‘overly aggressive tax competition among countries is a form of beggar-my-neighbor policy which hurts everybody’⁵. The main concern in China is the impact on Chinese investors who might relocate to the USA to benefit from lower tax rates than currently up to 40% in China. It is not only Chinese companies who are affected, but first and foremost US companies which now have a real incentive to repatriate their offshore profits and earnings. This may lessen the availability of US corporate capital to invest overseas, which China still needs⁶.

¹ Herbert Poenisch, member of the IMI International Committee, formerly BIS

²Barro, Robert J (2017): How US Corporate Tax Reform Will Boost Growth. In: Project syndicate 13 December www.project-syndicate.org

³Tang, Frank and Zhang, Maggie (2017): US reform bill puts pressure on China to tweak its tax code to avert fund flight, lure investment. In SCMP, 6 December www.scmp.com

⁴Furman, Jason and Summers Lawrence H (2017): Response to Robert Barro’s Tax Reform Advocacy. In: Project syndicate, 13 December www.project-syndicate.org

⁵Lagarde, Christine (2017): Speech in the UAE, 22 February www.imf.org/speeches

⁶South China Morning Post editorial (2017): Trump tax reform a challenge for China. 9 December www.scmp.com

Different from the impact on corporations, this article will focus on the macroeconomic implications, first in the USA and the world economy. The US tax reforms will have an impact on aggregate demand and supply, on inflation, on debt and capital flows. Countries facing a backlash from the US tax reform should voice their concerns in international organizations, such as the IMF and the WTO. US authorities should respect international agreements and consult and coordinate policies to prevent a relapse into beggar-my-neighbor state of affairs.

The present US macroeconomic scenario

The US administration is trying to solve a macroeconomic problem, ie inadequate domestic growth with a redistribution of income from labour income to capital income while incurring increasing fiscal deficits.

This is not the first time in recent history that this medicine has been prescribed, first in the Kennedy tax cuts of 1964 and then the Reagan tax cuts of 1981. However, the national savings rate was 10.1% then and is 1.8% now. Economies short in savings cannot go on deficit spending binges without borrowing surplus savings from abroad, such as from China. While China was willing to invest in US treasuries in the 1980s, the world has changed and China, leading other current account surplus countries, will not be willing to finance US excess demand for an uncertain future.

Secondly, the US current account was in slight surplus during the 1964 and 1981 tax cuts. Presently, the current account deficit of 2.6% of GDP is likely to increase sharply due to fiscal deficits in a low savings environment.

Thirdly, the budget deficit was 0.2% in 1965 compared with 2.5% in 2017¹. Assuming that the tax cuts will not be compensated by expenditure cuts in other areas, the government debt is expected to add USD 1.5trillion over the next ten years,

¹Office of Management and Budget (2016): Historical tables of the US Government, February www.whitehouse.gov/omb/budget

increasing from 77% to close to 100% of GDP¹. In addition, the tapering of US interest rates will mean a higher debt service burden, adding some USD50 billion annually.

Financial impact of tax reforms

The mantra of the supply siders is that the tax cuts will be self-financing, because they will spur economic growth, causing revenues to surge and thus correct the financial imbalances of the first round. This is where the tale goes from facts to fiction².

There is a clash of two ways to stimulate the economy, the supply siders who like to see the corporate sector as major transmission mechanism of stimuli and demand siders, Keynesians and Marxists who blame the demand deficit as main culprit for lack of growth. This again is linked to the rising profit rate, with a low multiplier effect as compared to a rising wage rate with a high multiplier effect. Inequality of income and wealth is seen as one of the determinants of unsustainable growth³.

Assuming that the fiscal stimulus will preserve or even raise the present meager US real growth of 2%, which is expected to taper off in the next years⁴, the financial implications for the US and the world will be formidable.

First of all, the budget deficit will have to be financed⁵. There will be a surge in the issue of treasury securities from USD15tr to USD 16.5 tr, an increase of 10%, which in an environment of rising interest rates will have to be sold below par⁶. Who will be ready to buy these additional debt instruments? The US banks, institutional investors and corporates will be busy investing in the real sector. However, even they will be weighing the real earnings prospects against higher returns from treasury securities.

¹Feldstein, Martin (2017): Cutting US Corporate Tax is Worth the Costs. In: Project-syndicate 27 November www.project-syndicate.org

²Roach, Stephen S (2017): America's supply side scam, In: Project syndicate 24 November www.project-syndicate.org

³Even the IMF turned its attention to the income and wealth inequality affecting growth. Inequality and unsustainable growth: two sides of the same coin. In: IMF Staff Discussion notes (2011) www.imf.org/publications

⁴ See IMF and IBRD forecasts autumn 2017.

⁵The market reaction to Japan's recent fiscal stimulus packet was a drop in bond prices and a hike in yields. Oh, Sunny (2017): Japan stimulus send shivers through its bond market. Marketwatch, 28 September www.marketwatch.com

⁶The Japanese experience with the JGB rising yield are a case in point.

Corporations ever since the 1980s have turned into financial intermediaries rather than facing the real economy risks.

The US current account balances might be improved as dividends and earning from abroad might flow back to the USA. The additional growth in the US might increase the demand for inputs, such as intermediary goods, but also more exports are envisaged, leading to a better current account balance in the best case. This will lift the national savings rate and reduce the need for import of surplus savings from abroad.

Secondly, on the financial account, however, capital will continue to flow into the USA driven by the following factors. US based banks, the US stock and bond markets will attract funds from abroad thanks to the improved growth environment as well as higher expect returns.

Foreign investors, first and foremost China and Japan, who presently own 45% of US government securities will be tempted to invest in these securities offering increasingly attractive returns. This will lead to capital outflows from emerging markets and downward pressure on their exchange rates. Some foreign investors, such as China and Russia are in process of diversifying their forex portfolio away from US government securities into FDI and other projects linked to the Belt and Road Initiative.

Chinese corporations may even undertake to channel some FDI into the USA to take advantage of the lower tax environment. In addition to the Belt and Road investments this will lead to further capital outflows from China and a downward pressure on the RMB. It might also hamper the RMB internationalization strategy as these investments will be nominated mostly in USD.

Possible global and Chinese reactions

The world has arrived at this juncture once before, when Japan adopted various fiscal stimuli to boost growth and to avoid the deflationary trap. At that time Germany condemned the Japanese programme as a species of beggar-my-neighbor policy¹.

¹Brittan, Samuel (2013): The folly of beggar-my-neighbor policy. IN: Financial Times 1 February www.ft.com

This time round it was the Europeans again who issued a warning to the Trump administration over its planned tax reform, saying it would ‘be at odds’ with free-trade international rules because it risked being discriminatory towards foreign companies. They claim that some of the bill’s measures would ‘contravene’ the rules of the WTO’s principles as well as double taxation resolutions. Some measures ‘may risk having a major distortive impact on international trade’¹.

China will be well advised to play a similar role as Germany and EU, make its voice heard in the G20 and prepare its reaction against this fiscal ‘beggar-my-neighbor policy’. As there is no international body, such as the IMF which addresses exchange rate distortions, or the WTO which mediates in trade disputes, there is no arbitration mechanism for fiscal competition. This has plagued the EU countries where different fiscal regimes have distorted competition among member states, such as Ireland offering the lowest corporate tax rate.

Even more so in the world at large it is left to individual countries to defend themselves against fiscal competition, in this case from the USA. In particular, the US administration argues that its tax reform is targeted at domestic players, but it has a huge impact on the outside world as it triggers various capital flows. Economies after all are mutually interconnected.

As the USA administration has ignored the basic pillars of global economic policy since World War 2, ie international agreements, consultation and coordination, other countries need to make their voices heard, such as the EU in a protest to the US administration or just pursue its own policies.

China might adopt counter fiscal measures and/or reinforce its capital controls. Restricting capital outflows through enterprises can be targeted first. Priority should be given to outward investments linked to the Belt and Road initiative. If Chinese companies increase their FDI in the USA some capital controls could be enforced.

¹Chassany, Anne-Sylvaine (2017): EU finance ministers warn US administration over tax bill. In: Financial Times, 11 December www.ft.com

Secondly banks, Chinese based banks have been part of the export surpluses scenario as their cross-border USD assets exceed their USD liabilities. It will be impossible to stop them lending to the US interbank market or even to US non-bank corporations.

The PBOC, SAFE, CIC could divest from investing foreign exchange reserve in US debt securities to USD denominated securities issued by non-US governments, or even start buying local currency instruments issued by BRICS countries¹.

Finally, individuals are still barred from investing massive amounts overseas due to the prevailing foreign exchange controls.

There is still hope for international mediation. In the IMF Press Briefing on 14 December, the IMF spokesman Murray replied to a question on this issue that the Article IV consultations with the US, which will be conducted during the first few weeks of 2018 will address the US tax reforms and the results will be published in July 2018².

China should play its role within the G20, reminding the world of the adverse effects of aggressive fiscal measures in one country on the rest without consultation and coordination. After all, the G20 claims to be the new government, however without a permanent secretariat.

¹Poenisch, Herbert (2017): Building not replacing. BRICS role in global finance. IN: OMFIF October www.omfif.org

²IMF Press Briefing 14 December 2017 www.imf.org/press

系列二十二：直接投资推动人民币国际化面临的挑战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》第四章。

国家风险和法律约束

首先，国家风险较高，抑制直接投资规模扩大。“一带一路”沿线国家是目前中国对外直接投资的主要目的地，也是人民币国际化的重要突破口。沿线 64 个国家大多是新兴经济体和发展中国家，政治、经济、文化、宗教差异较大，客观上存在不容低估的三大风险，即地缘政治风险、宗教民族风险和经济金融风险。此外，自美联储宣布退出量化宽松政策以来，不少沿线国家出现了资本外流、货币大幅贬值现象，经济金融更加脆弱，加上长期困扰这些国家的贸易逆差较大、外汇储备较低、财政赤字较大等问题，以至于许多国际投资评级机构亮出了红灯。

21 世纪以来，金融危机、种族冲突、局部战争不断，部分“一带一路”沿线国家表现出很高的地缘政治风险（见表 1），对直接投资构成严重威胁。自身力量无法控制的国家风险将构成中国扩大直接投资的主要障碍，必须高度重视、全

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



面看待、理性评估，从国家层面采取有效措施，建立多元化的国家风险管理机制，尽可能降低国家风险的损失，为企业扩大对外直接投资扫清障碍。

表 1 一带一路沿线国家的地缘政治风险

地缘政治风险	类别	涉及经济体	风险等级
伊朗核危机	大规模杀伤性武器	伊朗、美国、欧盟、中国、俄罗斯	☆☆☆☆☆
叙利亚危机	宗教、人权问题	叙利亚、美国、欧盟、中国、俄罗斯	☆☆☆☆
中国南海争端	领土争端	中国、日本、菲律宾、越南、美国	☆☆☆☆
朝鲜半岛安全问题	大规模杀伤性武器	朝、韩、中、美、韩、俄、日	☆☆☆
印度半岛安全问题	领土争端	印度、巴基斯坦、中国、美国	☆☆
俄罗斯与乌克兰矛盾	资源争端	俄罗斯、乌克兰、美国、欧盟	☆☆
北约东扩与俄罗斯利益冲突	军事争端	北约、俄罗斯、美国	☆☆
非洲各国内战及种族冲突	领土争端	非洲部分国家及部分种族部落	☆

注：风险等级共分五级，一星至五星，星标数量越多，风险越高。

其次，法律约束阻碍直接投资的深入落实。东道国在市场准入、股权限制、环保压力和货币使用等方面的法律法规，往往阻碍直接投资规模扩大以及人民币的使用。全球金融危机爆发以来，许多国家保护主义思潮泛滥，出现了逆全球化趋势。即使是在美国这样的号称自由的国度，也选出了具有强烈保护主义色彩的特朗普总统，强调优先考虑美国利益，在一些行业、地区设置更高的外资准入门槛，还制定了一些专门针对中国直接投资的限制条款，加大了中国进入美国的投资难度。部分“一带一路”沿线国家贸易保护主义也比较严重，例如，印度对中国发起大量反倾销诉讼，成为近年来对华诉讼最多的国家。1994-2013 年间，印度对华反倾销案件年均增长 11%。为了保护本国利益，部分国家还在法律中直接

限制外资股权比例，对于中国企业而言，准入限制导致无法形成理想的或完整的产业链，对外投资的整体规划也难以实现，而控股限制使其无法掌握跨国企业的经营管理权，贸易定价权和贸易货币选择权也会大打折扣。此外，绿色发展已经成为一种全球共识，世界各国无论发达国家还是发展中国家都越来越重视环保问题，在投资、经营、贸易、金融等诸多领域，保护生态环境正在成为一种行为准则，环保成本大幅增加，无疑会对中国的资源类投资、国际产能与装备合作形成较大压力，容易卷入资源控制权争夺战，还要面对当地环保组织的反对。例如，21 世纪初期中国五矿、中钢集团在并购澳大利亚当地矿产资源企业时，就受到交易金额、并购股权（限制持股比例不超过 49.9%）、并购资源区位等多方面的限制，险些全盘皆输。一些国家习惯于使用传统的国际货币，对直接投资货币选择进行限制，排斥人民币投资，使得人民币计价结算面临法律障碍。

再次，社会文化差异导致直接投资面临较大的本土化困难。绿地投资、并购是对外投资的开始，对外投资后续的资源整合、实现本土化经营才是对外投资成功的关键。由于社会意识形态、公司管理方式、生态民俗等多方面的差异，并购或绿地投资企业面临着许多严峻的考验。以 2004 年上海汽车工业（集团）总公司并购韩国双龙汽车公司为例。虽然并购过程较为顺利，上汽公司以 5 亿美元收购其 48.9% 的股权，后又增持 2.01% 股权，实现了对双龙公司的绝对控股。但是在并购之后，由于经营理念、管理方式和文化差异，韩国工会、双龙的前任高管与上汽公司之间的争斗接二连三，致使上汽公司在双龙国产化、人事裁员调动以及未来发展战略等关键问题上屡次碰壁，发生的三次罢工活动也使双龙本土化这一重要的企业国际化战略目标化为泡影。

直接投资大而不强

从直接投资规模看，无论是流量还是存量，无论流入还是流出，中国都是名副其实的 direct investment 大国。但是从直接投资结构看，中国对外直接投资行业分布不合理，基本上处在国际产业链中低端，投资回报率相对较低，难以掌握金融、贸易交易的定价权，具有大而不强的特征。2015 年对外直接投资累计净额中，租赁和商务服务业占比达到 43.65%，排名第一；采矿业以及批发和零售业紧随其后，

占比超过 10%；其后依次是制造业、交通运输、仓储和邮政业以及房地产业。随着“一带一路”建设的开展，基础设施、国际产能与装备合作取得了可喜的进展，中国优势产能向国外转移，高端制造业输出势头强劲，对外直接投资开始从传统租赁和商务服务业向制造业、批发零售业转移，投资结构有所优化。这反映在 2015 年对外直接投资净额中，占比最高的三大行业分别为租赁和商务服务业（29.86%）、制造业（16.46%）、批发和零售业（15.83%），其后依次是采矿业、房地产业、信息传输、计算机服务和软件业等（图 1）。

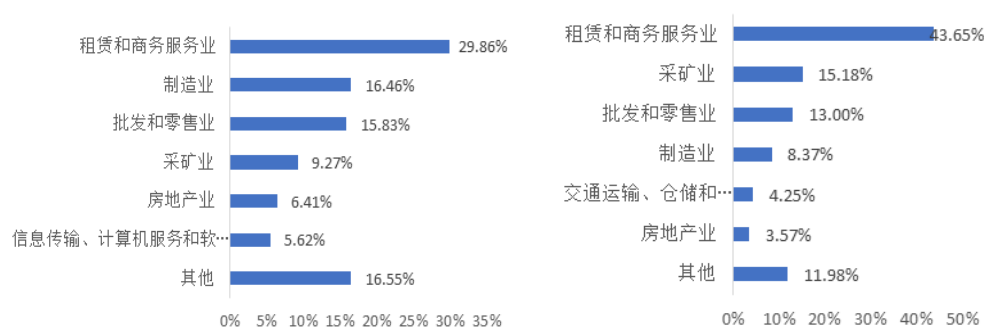


图 1 2015 年中国对外直接投资净额、累计净额行业分布

数据来源：Wind 数据库

美国、中国、日本是全球经济总量最大的前三名国家，与美国和日本相比，中国的对外投资行业结构很不理想，处于国际产业链中低端。在美国对外直接投资中，金融保险业规模最大，占了半壁江山；其次是制造业，占比接近 20%。在日本对外直接投资中制造业占比则遥遥领先，接近 51%，其次是金融保险业，占比超过 16%。这样的对外投资行业分布，实际上体现了这两个国家各自的经济特点：尽管美国是全球制造业、创新能力最强的国家，但是作为主要国际货币的发行国，美国金融市场非常发达，拥有其他国家无与伦比的金融业竞争优势，因此对外直接投资以金融行业为主。日本自 20 世纪 70 年代起成为世界加工厂，拥有东芝、三菱等一批世界著名的制造业跨国公司，这些公司科研实力强大，日本在新材料、尖端机器人制造等 20 多个关键科技领域具有较大的比较优势，因此日本的对外直接投资以制造业为主。从美国、日本对外投资的产业分布中我们不难得到一个重要的启示，在对外投资时，金融业和制造业要携手前进，二者之间需要相互支持，应该根据本国经济的特点，保持一个协调的比例。

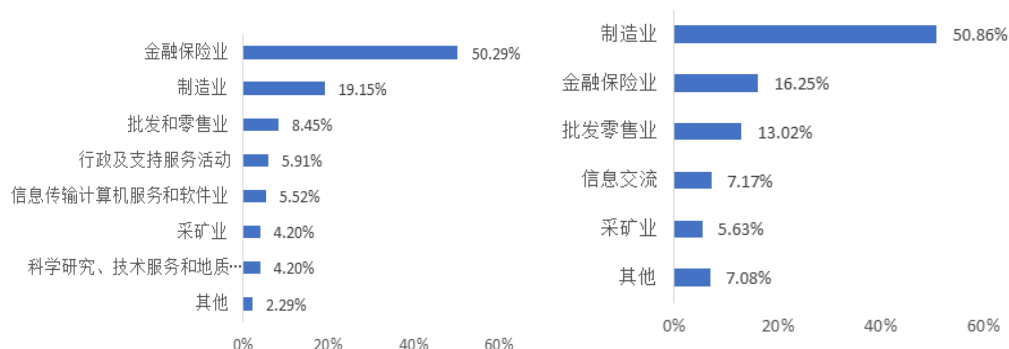


图2 2014年美国（左图）、日本（右图）对外直接投资行业分布

数据来源：OECD 数据库

对外直接投资大而不强，行业分布在国际产业链的中低端，使得中国的跨国公司的贸易组织能力不强，难以在贸易中掌握定价权，不利于推动人民币作为贸易计价结算货币。因此，在中国扩大对外直接投资中，改善对外直接投资结构至关重要。换言之，供给侧结构性改革不仅针对国内，对外直接投资也需要进行供给侧改革，以便实现外直接投资经济效益最大化，更好地发挥直接投资在推进人民币国际化中的杠杆作用。对外直接投资既要以中国的优势行业为主，还要在调整国内经济结构的同时调整对外输出的产业结构。一方面，应该提高对外直接投资中制造业的比例，依托制造业创新能力不断增强、竞争力不断提高的优势，推动国际产能和装备合作。另一方面，鼓励金融机构对外直接投资，增加全球分支机构和网点覆盖率，增强全球配置金融资源的能力，更好地支持走出去的实体企业，发挥金融加速器作用。

此外，从对外直接投资的区域分布来看，美国、德国、法国、英国等发达国家超过 2/3 的对外直接投资都是投向政治稳定、开放度高、投资收益稳定的发达国家，主要目的是实现产业内、产品内国际分工，获得更加精细化的比较利益。中国对外直接投资的主要目的是服务于贸易、获得发展所需的资源，主要集中在亚洲，2015 年中国对外直接投资流量中亚洲占比达到 76.43%，存量中亚洲占比达到 72.14%。亚洲集中了主要的新兴市场国家，经济富有活力，成长性好，风险高于发达国家，有利于中国获得更高的对外投资收益。由于亚洲国家具有较强的使用美元的习惯，如果中国不能够尽快完善对外投资结构，不能在对外直接投资中掌握足够的贸易主导权和定价权，就难以扩大人民币在直接投资和贸易中的使用规模。



人民币国际化基础薄弱

人民币国际化基础薄弱主要体现在两方面，一是人民币使用的制度和市场不够健全，二是尚未建立改变国际社会货币使用惯性的“网络效应”。

人民币使用的制度和市场不健全，一定程度上打击了人民币的主观使用动机。与其他主要国际货币相比，人民币客观上还存在一定程度的自由兑换限制，中国境内缺乏多层次、多元化的资本市场，尤其是外汇市场产品不够丰富、风险管理功较弱，不能很好地满足国际投资者获得、持有人民币的需求。1996 年中国实现了经常账户下的货币可自由兑换，并根据经济发展的和风险管理的需要，有序推进资本账户开放进程，逐渐放松和取消资本管制。目前，由于美元进入加息期，强势美元引发资本大规模流向美国，人民币承受着较大的贬值压力，需要加强短期资本流动管理，例如，强化人民币兑换的真实性审查，防止汇率过度波动传染到资本市场、房地产市场，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。增强人民币使用动机，需要更多开放金融市场，完善多渠道的人民币回流机制。尽管中国大幅开放了债券市场，在股票市场实现沪港通、深港通基础上推出了债市通，资本市场人民币跨境循环机制正在逐渐完善，然而，中国汇率、利率市场化改革仍处在攻坚期，债券市场结构不尽合理，期货等衍生品市场产品种类比较单一，国际化程度不高，相比于欧美等发达国家仍有较大差距。

扩大人民币使用的一个主要障碍是美元、欧元强大的使用惯性和网络效应。国际货币的使用具有很强的路径依赖，轻易无法改变。从国际货币发展进程看，英镑经历了 2 个世纪的时间才战胜荷兰盾和法郎，于 19 世纪 70 年代成为国际货币的主导者；70 多年之后经由布雷顿森林体系的制度安排，美元才取代英镑成为世界霸主。自此，即使受到马克、日元、欧元的竞争和次贷危机的冲击，美元的国际货币地位仍然无法撼动。中国的对外直接投资主要集中在亚洲，而且近年来更多投向“一带一路”沿线国家，虽然从经济理性看，越南、马来西亚和新加坡等国家选择使用人民币更为有利，但是他们却习惯于使用美元。强大的美元使用惯性进而形成整个国家的外币计价结算、储备增值系统的网络效应，反过来进一步强化美元使用惯性，二者形成良性循环。毋庸置疑，这种良性循环具有排斥其他外币的特点，抬高了使用人民币的门槛。历史经验表明，要改变人们的货

币使用习惯，需要时间和耐心，更需要技术进步。当然，技术进步可以缩短这一过程，当“互联网+”快速改变我们的商业模式、生活方式和支付方式时，现有国际货币的网络效应就会受到毁灭性打击，借助中国在互联网金融、电子支付和数字货币应用方面的优势，人民币有望实现弯道超车，以较短的时间获得足以支撑人民币国际化的网络效益。

尚未建立必要的联动机制

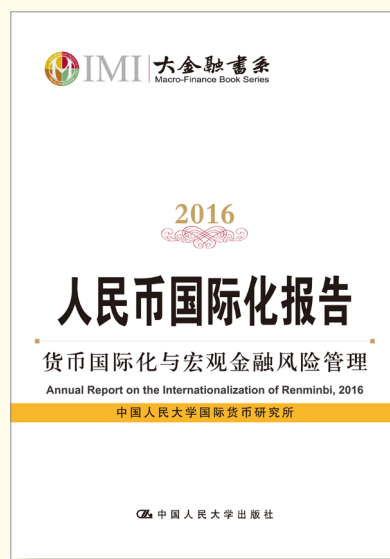
要发挥直接投资推动人民币国际化的枢纽和杠杆作用，还需要直接投资与贸易、直接投资与金融市场发展、贸易与人民币结算等多个环节相互协调和无缝对接。目前，以直接投资推动人民币国际化的有效联动机制尚未建立起来，主要表现在四个方面：第一，中国走出去的企业、金融机构较少将自身的经营与人民币国际化战略对接。不同主体之间没有重视彼此的目标协调，存在步伐不一致、节奏不匹配问题，缺乏业务发展与扩大人民币使用的顶层设计和制度性安排。第二，外部环境恶劣，中资企业、中资银行联手推进对外直接投资和人民币国际化面临较大的挑战。由于“一带一路”沿线国家风险较高，如果中资企业和金融机构都将人民币集中投向同一个对外直接投资项目，就无法实现资金来源多元化和风险分散，还容易因双重中资身份而引起东道国的怀疑和人为阻挠。第三，多头管理直接投资，缺乏必要的政策协调。中国的直接投资管理涉及外汇管理、行政审批、融资体制和政策支持体系等。其中，外汇管理局对外汇来源和外汇投资风险进行审查，商务部¹、发改委²负责行政审批，财政部和国有资产管理部门对境外的国有资产产权进行管理。多部门的分工管理虽然可以提高行政管理的专业性、安全性，却在一定程度上复杂了行政审批流程，在直接投资推动人民币国际化问题上，难以实现“1+1>2”的协同效应。尤其是，一旦各部门不能够协同一致推动人民币跨境使用和离岸人民币业务，就会产生内耗，延缓人民币国际化进程。

¹ 《境外投资管理办法》，商务部令 2014 年第 3 号，2014.9.6

² 《境外投资项目核准和备案管理办法》，国家发展改革委令 9 号，2014.4.8

《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危机，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1月8日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载