

【本期推荐】

赵锡军：未来五年，证券市场如何服务好实体经济

【“资本市场”专题】

伍戈：当资本外流不再是问题

谢亚轩：全球国际资本流动2017年首次走出危机后的低谷

王剑：大资管分析之刚兑

朱玉庚：银行境外贷款业务展业规范

【海外之声】

Marsha Vande Berg：特朗普式的脱节——碎片化威胁着重要的贸易关系

Hur Yoonsun：政策制定基于证据可加强开发有效性

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列二十七：人民币债券在岸市场开放的机遇与挑战

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：张耘峯

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

未来五年，证券市场如何服务好实体经济

赵锡军¹

一、五年来我国证券市场的发展

1、上市公司数量稳步增长

2013 年末，沪、深两市共有上市公司 2489 家，截至 2016 年末，沪、深两市共有上市公司 3052 家。2013 年末，沪、深两市总市值和流通市值分别为 23.91 万亿元和 19.96 万亿元，到 2016 年末，两市总市值和流通市值分别为 50.77 万亿元和 39.34 万亿元，分别增加 26.86 万亿元和 19.38 万亿元，增幅分别达到 112% 和 97%。

全国性场外市场挂牌公司数量大幅增加。2013 年 1 月 16 日，全国中小企业股份转让系统（"新三板"）正式揭牌运营。2013 年末，"新三板"挂牌公司 355 家，总股本为 96.39 亿股和 552 亿元，到 2016 年末，"新三板"挂牌公司总数达 10163 家，增加 9808 家，总股本达到 8509 亿股，增长 88 倍。

市场主体优胜劣汰有所体现。2013 年共有 5 家上市公司退市，2016 年则有 23 家上市公司退市。

2、证券经营服务能力继续增强

2013 年末，全国共有证券公司 115 家（其中上市证券公司 20 家），期货公司 156 家，基金管理公司 89 家。证券公司总资产（不含客户资产）1.52 万亿元，期货公司总资产（不含客户资产）629.89 亿元。基金管理公司共管理 1553 只公募基金，基金总份额达 3.12 万亿份，基金净值约 3 万亿元。2016 年末，全国共有证券公司 129 家，新增 14 家（其中上市证券公司 26 家，新增 6 家）。期货公司 149 家，减少 7 家。基金管理公司 108 家，新增 19 家。2016 年末，证券公司总资产（不含客户资产）4.37 万亿元，比 2013 年底增加 2.85 万亿元，增长 187.5%。

¹ 赵锡军，中国人民大学财政金融学院副院长，中国人民大学国际货币研究所学术委员

期货公司总资产（不含客户权益）1097.06 亿元，比 2013 年底增加 467.17 亿元，增长 74%。基金管理公司和其他 13 家具有公募牌照的资产管理机构共管理公募基金 9.16 万亿元，比 2013 年底增加 6.16 万亿元。另外，已登记私募基金管理人 17433 家，管理私募基金 46505 只；基金认缴规模 10.24 万亿元。

3、多层次资本市场改革发展取得进展

深化“新三板”市场改革，实行市场分层，启动私募机构做市试点，扩大做市商范围，启动优先股试点。全年“新三板”挂牌公司突破 1 万家，完成 2603 次定向发行，融资 1391 亿元。

推进区域性股权市场规范发展，并研究“新三板”与区域性股权市场合作对接机制。目前，全国共设立 40 家区域性股权市场，有挂牌企业 1.59 万家，展示企业 5.61 万家，累计融资 6896 亿元。2017 年 1 月，《国务院办公厅关于规范发展区域性股权市场的通知》发布，明确了区域性股权市场发展的原则和定位，对于加强多层次资本市场建设具有积极意义。

4、证券市场基础性制度继续完善

在新股发行上市体制改革方面，以信息披露为中心，引导市场各方归位尽责。制定并发布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，制定完善了《证券发行与承销管理办法》等配套政策性文件，修订了《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，发布了《上市公司股权激励管理办法》，强化信息披露监管，完善股权激励的参与条件、实施程序、决策程序等相关规定，赋予公司自治和灵活决策空间，加强事后监管、内部问责与监督处罚。

初步建立了场外市场制度规则体系，形成了以《证券法》《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》为核心，以《非上市公众公司监督管理办法》《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》及配套指引准则为具体内容的监管制度框架体系。同时，《上市公司重大资产重组管理办法》《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》和《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》及配套规定发布，进一步规范了市场的兼并重组行为。《私募投资基金监督管理暂行办法》发布，为私募基金建立起合格投资者标准。《优先股试点管理办法》发布后，符合条件的上市公司和非上市公司均可发行优先股，助力企业股份制改革，丰富可投资证券品种。

证券期货经营机构监管规则不断健全。《证券公司风险控制指标管理办法》修订并实施，进一步完善了证券公司风险管理体系，实现了风险管理全覆盖。《证券公司融资融券业务管理办法》《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》《基金管理公司子公司管理规定》完成修订并发布，《货币市场基金监督管理办法》发布。

投资者保护机制逐步完善。《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》发布，全面细化主动退市和强制退市情形，加强退市公司投资者合法权益保护。国务院发布《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，围绕中小投资者权益保护，提出了健全投资者适当性制度、优化投资回报机制、保障中小投资者知情权等九个方面的政策举措，有利于完善保护中小投资者合法权益的政策体系，提高投资者信心。《证券期货投资者适当性管理办法》发布，统一证券期货投资者分类标准和管理要求，明确强化证券期货经营机构适当性管理义务，构筑起投资者保护的第一道防线。

5、证券监管力度不断加强

2013 年，由证监会牵头，基本完成 29 个省（市、区）和 5 个计划单列市各类交易场所清理整顿工作。同时，加大对证券市场违法违规行为的监管。2016 年共受理违法违规有效线索 603 件，启动调查 551 件，启动调查率达到 91%，创历史新高；新增立案案件 302 件，比前三年平均数量增长 23%；新增涉外案件 178 件，同比增长 24%；全年行政处罚决定数量和罚没款金额创历史新高，市场禁入人数达到历史峰值。在持续严打违法信息披露、内幕交易、操纵市场的同时，继续保持对超比例持股未披露、从业人员违规买卖股票等违法行为的打击力度。

证券期货监管合作平稳运行。根据人民银行同证监会签订的《关于加强证券期货监管合作共同维护金融稳定的备忘录》，双方保持沟通，在共同打击证券期货违法违规活动、清理整顿各类交易场所、监测金融风险、保护投资者权益、处置突发风险事件等方面继续开展合作。这些工作有效弥补了监管不足，维护了金融稳定。

6、资本市场双向开放取得进展

除了境外发行筹资不断增加之外，制定发布了《关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，允许获得证监会核发资格及外汇局核批投资额度的合格境外机构投资者（QFII）向人民银行申请进入银行间债券市场，拓宽 QFII 的投资渠道，规范其投资行为。QFII 和人民币合格境外机构投资者（RQFII）发展明显加快。QFII 投资额度不断增加，RQFII 试点范围进一步拓展。出台了《资本市场支持促进中国（上海）自由贸易试验区的若干政策》，批准上海期货交易所上海自贸区成立上海能源交易中心。2014 年 11 月 17 日，沪港通试点正式启动，开创操作便利、风险可控的跨境证券投资新模式。次年，《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》以及相关配套措施发布，“深港通”正式启动，促进香港与内地市场进一步互联互通。

当然，我国证券市场在合理高效配置资源服务实体经济方面，在防范化解金融风险、保护投资者利益、应对技术进步挑战以及应对新业态和国际竞争方面，仍然存在较大的差距。证券市场如何适应新常态的要求，服务好发展模式的转变和增长动能的转换，是目前亟待解决的问题。

二、发挥证券市场服务实体的作用

1、加快多层次资本市场体系建设

党的十八届三中全会明确提出，要“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资”。继续完善主板、中小企业板和创业板市场，加快推进全国性场外市场建设，多层次、多渠道促进股权融资，这对于更好地服务实体经济发展，推动经济结构调整和产业转型升级具有重要意义。

深刻理解多层次资本市场体系建设内涵。资本市场要服务实体经济，而实体经济中不同类型和处于不同发展阶段的企业差异性大，企业和投资者的投融资需求较为多元，客观上需要资本市场在发行、交易、监管等制度安排上有所区别，形成差异化的制度安排。因此，建设多层次资本市场体系，要牢牢把握两个核心内涵：一是多层次资本市场体系本身不是静态的，而是一个发展的概念，核心是要服务实体经济；二是资本市场的多层次性，源于实体经济的多层次和多样化，资本市场的建设要以实体经济的需要为根本前提。

要进一步做大做强主板市场，优化新股发行制度，加大股权融资力度，优化资本市场融资结构，大力发展可转债、优先股等成本约束型资本融资工具。完善市场化并购重组和退出机制，发挥资本市场并购重组主渠道作用，支持企业通过并购重组整合资源，助力产业转型升级。进一步深化“新三板”市场改革，通过完善分层管理，把发行、交易、投资者准入和监管等各个方面的改革贯通起来，为众多挂牌企业提供差异化制度供给，激发市场的积极性。引导区域性股权市场规范发展，抓紧制订统一的区域性股权市场业务及监管规则，指导地方政府加强和改进日常监管，发挥区域性股权市场在满足区域内中小微企业融资和股份转让需求方面的重要作用。

2、继续完善证券市场基础性制度建设

下一个五年，应切实做好《证券法》修订、“期货法”立法工作，推动“私募基金条例”“上市公司监管条例”“新三板条例”的出台，推动市场操纵、老鼠仓等刑事司法解释尽早出台，研究修改虚假陈述民事司法解释。建设证券期货市场立法管理系统与法规数据库系统。修改证券期货市场诚信监管办法。优化新股发行制度，严格落实保荐机构与保荐人的责任，规范发行审核工作，加大股权融资力度。完善上市公司并购重组制度，深化上市公司退出机制，强化市场约束，促进企业优胜劣汰。

3、依法全面从严监管，加强投资者保护，促进证券期货市场主体合规稳健

发展进一步加强监管，落实证券期货经营机构风险管控的主体责任，督促其依法合规经营，夯实资本市场健康发展的基础。严厉打击内幕交易、操纵市场、虚假信息披露等违法违规行为，针对“忽悠式”重组、类金融资产重组上市、红筹企业退市回归、类借壳重组方案等问题，要予以重点关注和严格审核。对各类金融产品及其一致行动人加强监管，严格规范杠杆收购行为。加强上市公司和“新三板”挂牌企业会计审计监管，加强对各类市场主体的现场检查和非现场检查。强化证券期货经营机构投资者适当性管理要求和投资者教育主体责任。研究制定证券期货市场投资者投诉处理管理制度。推动建立多层次的投资者赔偿救济体制机制。

严格落实证券投资基金经营机构风控指标监管规则，促进完善全面风险管理体系，实现业务发展与风控能力相匹配。继续推动落实证券投资基金经营机构子公司管理规定和自律规则，清理规范存量子公司，完成对非持牌、非金融业务的清理整顿，着力推动证券基金行业突出主业。推动期货风险管理公司在场外市场的创新和探索，稳步开展"保险+期货"等期现结合的业务试点。

4、持续深化资本市场对外开放

拓宽境内企业境外上市融资渠道，推进境外上市行政审批备案制改革和 H 股"全流通"试点工作。放宽 QFII、RQFII 市场准入，扩大投资范围，有序扩大与香港互联互通投资标的，稳步推进"沪伦通"，吸引境外机构投资者多渠道参与资本市场。修订《外资参股证券公司设立规则》，完善证券业对外开放制度安排。一是稳步推进债券市场对外开放，进一步扩大熊猫债发行主体范围和规模，推动 SDR 债券成功发行，进一步扩大境外机构投资者主体范围。二是内地与香港股票市场进一步互联互通。完善"沪港通""深港通"交易试点。三是加大对港澳地区金融开放。落实《关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）补充协议。四是交易所"走出去"迈出新步伐。

当资本外流不再是问题

伍戈¹

一、引言

2016 年以来，中美两国政策利率似乎呈现出比较同步的趋势。2015 年 12 月，美联储启动了危机后的加息周期，至今已四次提升联邦基金利率。与此同时，我国也多次提高逆回购利率和中期借贷便利利率，市场利率随之抬升。近期美联储加息在即，且市场普遍预计未来一年其还将有多次加息。在中美利差的压力下，我国政策利率是否会受到海外因素影响而被动上调？跨境资本流动在短暂的企稳之后是否会再次大量流出？人民币汇率是否会由于美联储利率的提升而再次进入贬值通道？这些都是市场关注的焦点问题。

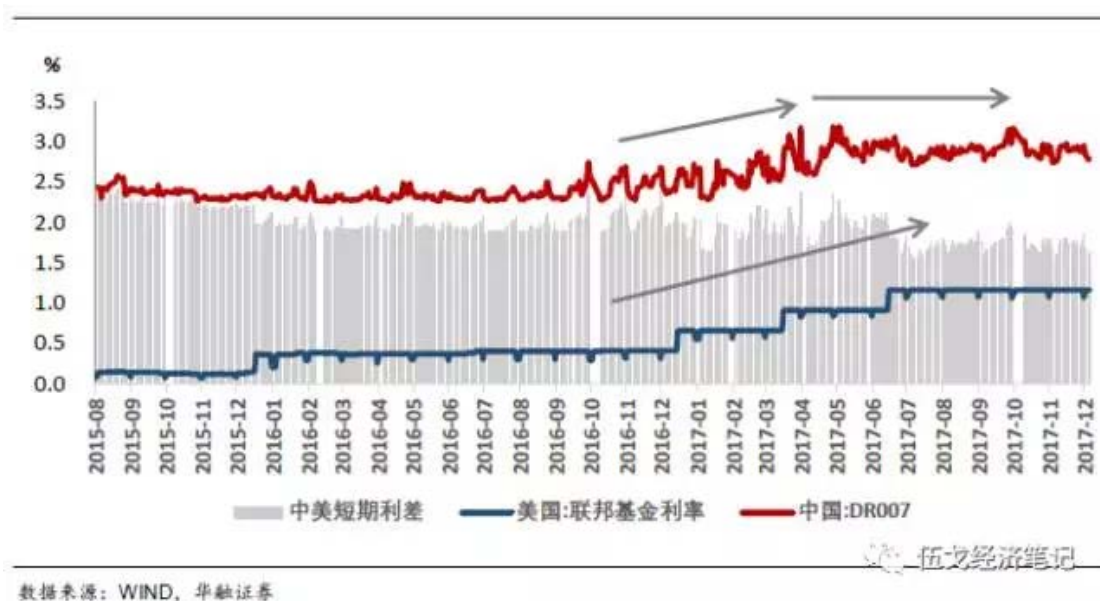


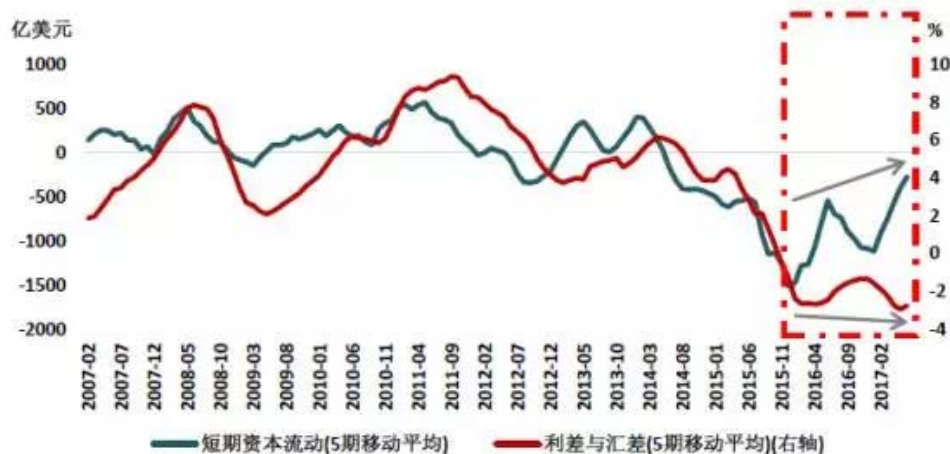
图 1：美联储加息，中国跟还是不跟？

二、当资本外流不再是问题，人民币汇率与美元指数维持稳定成为可能

通过对中美利差和人民币汇率预期的观察，我们发现近期尤其是 2017 年以

¹ 伍戈，华融证券首席经济学家、总经理助理，中国人民大学国际货币研究所特约研究员

来，短期资本流动受市场力量的驱动作用显著减弱，折射出跨境资本流动的宏观审慎管理效果凸现。具体地，我们以中美利差和汇率预期来测度短期资本流动的市场驱动力。从图 2 来看，2016 年尤其是 2017 年以来短期资本流动和市场力量在方向上出现显著偏离，表明跨境资本流动的宏观审慎管理作用明显增强。



数据来源：WIND，Thomson Reuters，华融证券

注：图中，短期资本流动=外汇占款增量-贸易顺差-FDI 净流入；利差与汇差=(shibor:7 天-libor:7 天)-(1 年期预期:美元兑人民币-即期汇率:美元兑人民币)/即期汇率:美元兑人民币，即等于中美短期利差减去人民币汇率的预期贬值率。我们用该指标衡量短期资本流动受市场力量的强弱，其随中美利差扩大而增大，随人民币预期贬值率的增加而缩小。

图 2：近期资本流动不受市场力量主导，折射出跨境资本管理效果显著

在跨境资本流动管理效果显现的情形下，人民币汇率容易实现紧盯美元指数的稳定状态。事实上，2016 年以来人民币汇率与美元指数走势高度吻合，美元指数似已成为人民币汇率的“锚”。人民币兑美元中间价可以更加自主地依据汇率公式进行调节（人民币汇率中间价=收盘汇率+一篮子货币汇率变化+逆周期因子）。展望未来，即便美联储多次加息能够对美元指数起到提振作用，跨境资本流动管理也会使得人民币汇率的贬值整体可控且可预期。



数据来源: WIND, 华融证券

图 3: 当资本流出不再是问题, 人民币汇率容易维系紧盯美元指数的稳定状态

三、当资本外流不再是问题, 政策利率更多受国内因素影响

当资本外流不再是主要矛盾, 政策利率将更多受到国内基本面影响。事实上, 今年上半年我国的两次政策利率调整, 虽然时间点上和美联储加息有些重合, 但其实是符合我国经济基本面的: 一季度我国经济增长超预期, 这为政策利率上浮提供了空间。而 6 月份联储加息后我国并没有跟随, 这也与我国当时经济基本面趋于平稳的条件相一致。



数据来源: WIND, 华融证券

图 4: 我国政策利率主要应对国内基本面变化, 并不必然跟随美联储

当前我国经济稳中略趋缓、房价调控效果初显, 加之金融监管强化的预期还

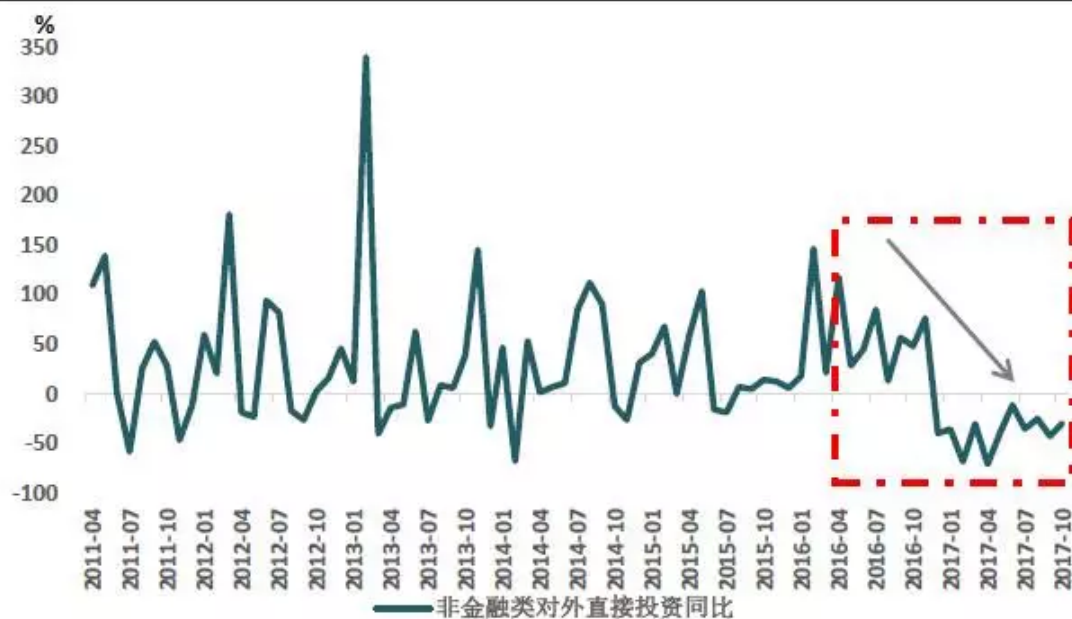
在促使市场利率抬升，我国政策利率亦步亦趋跟随美联储步伐的必要性并不明显。特别地，近期我国一些市场利率已出现显著抬升：十年期国债利率 11 月下旬盘中触及 4%，三季度的一般贷款加权平均利率上扬至 5.86%。此外，近期热议的资管新规或将进一步限制期限错配和杠杆化投资，短期内商业银行负债表可能进一步收缩并提升资金成本。从这个角度来说，当前我国货币政策的主要挑战或不仅是应对实体经济的变化，还可能包括如何应对金融去杠杆带来的货币“量缩价升”等冲击。



数据来源：WIND，华融证券

图 5：金融去杠杆背景下资金的“量缩价升”

值得一提的是，尽管短期跨境资本流动管理的强化使得人民币汇率相对稳定且利率政策也更加独立，但近期对外直接投资也呈现大幅下滑的趋势。从长期看来，过严的跨境资本管控势必压制国内资本进行全球配置的能力，并不利于我国全社会福利的提升。



数据来源：WIND，华融证券

图 6：近期我国对外直接投资大幅下滑

四、基本结论

一是通过对利差和汇率预期的观察，我们发现近期尤其是 2017 年以来，我国短期资本流动受市场力量驱动的作用显著减小，折射出跨境资本流动管理效果凸现。人民币汇率由此可以维系紧盯美元指数的稳定状态。

二是当资本外流不再是主要矛盾，政策利率将更多受到国内基本面影响。当前我国经济稳中略趋缓、房价调控效果初显，加之金融监管强化的预期还在促使市场利率抬升，我国政策利率亦步亦趋跟随美联储步伐的必要性并不明显。

三是展望未来，短期内跨境资本管理现状不会迅速改变。在此背景下，即使美国加息、缩表及减税进程加快，人民币汇率依然可维持与美元指数的相对稳定，利率政策也有条件去更多关注国内。但长期来看，过严的跨境资本流动管理不利于我国全球配置资源。

全球国际资本流动 2017 年首次走出危机后的低谷

谢亚轩¹

次贷危机对于全球国际资本流动产生了显著而持续性的影响，2008 年危机之后，全球国际资本流动进入一个低谷时期，资本流动的规模和活跃程度均远低于危机之前。2017 年全球国际资本流动最新的形势如何，其背后的驱动因素发生哪些最新的变化，2018 年这样的趋势能够延续吗，本文将对这些问题一一作出分析。

图 1：2017 年全球国际资本流动走出危机后的低谷期



资料来源：Wind，招商证券

2017 年全球国际资本流动首次走出危机后的低谷期。我们选取部分有代表性的发达和新兴经济体作为样本，其 GDP 与国际资本流动规模占全球规模的比重接近 90%。可以看出，2008 年次贷危机之后，全球国际资本流动陷入一个低谷期。2009 年至 2016 年，样本国家国际资本流入规模与 GDP 之比均值为 5.3%，远低于危机前 5 年 8.9% 的均值（需要说明的是，样本国家的国际资本流入规模与 GDP 之比较之全部国家和地区要略高，但是走势一致）。不过从上图可以看

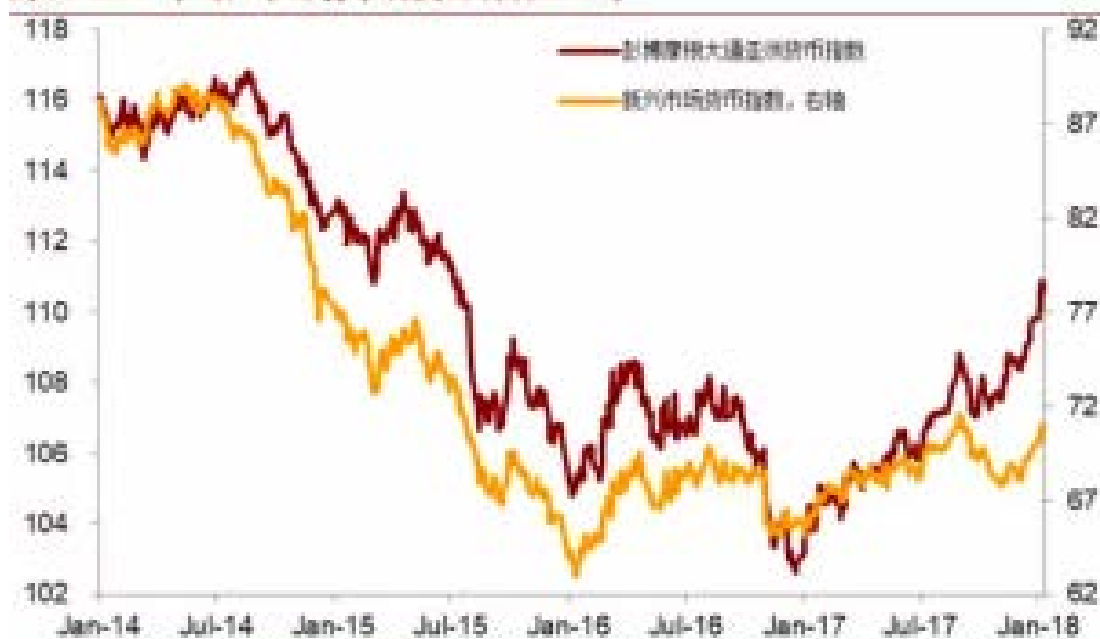
¹ 谢亚轩，中国人民大学国际货币研究所研究员、招商证券研究发展中心宏观经济研究主管、董事



出，2016 年全球国际资本流动的规模已打破 2013 至 15 年不断下降的趋势，出现回升。进入 2017 年，这一趋势得以延续甚至放大。根据我们的估算，2017 年全球国际资本流动与 GDP 之比有望达到 7.8%，超越 2010 年创下的危机后国际资本流动规模的高点。这预示着当前全球国际资本流动形势可能已完全走出次贷危机的阴影，走上一个温和回升的趋势。在次贷危机爆发十年之后，国际资本流动才真正开始告别危机。

全球国际资本流动走出低谷期带动广谱资产价格上升。据统计，2017 年全球 39 种主要资产中，如果以美元计价，有 38 种资产的价格出现上升；如果以本地货币计价，有 36 种资产的价格出现回升。新兴经济体的资产表现尤其突出，MSCI 新兴市场股票指数在 2017 年上涨 37.5%，创下 2009 年以来的年度最大涨幅。其中，土耳其、印度、香港、韩国和阿根廷的股票市场都出现明显的上涨。摩根大通全球新兴市场多元化债券指数上涨 10%，涨幅与 2016 年相同，同为 2012 年以来最大年度涨幅。新兴经济体主要货币汇率企稳回升。多个主要新兴经济体在经历了 1997 年亚洲金融危机之后，痛定思痛多转向浮动汇率制度，其货币汇率的弹性明显提升。次贷危机以来，特别是 2014 和 2015 年全球国际资本大举外流的时期，主要新兴经济体的货币汇率均出现比较明显的贬值。以新兴市场货币指数为例，受次贷危机的冲击，该指数从 2008 年 9 月 112.5 的高位快速回落至 2009 年 3 月初的 83.9，跌幅超过 25%；此后反弹到 2011 年 4 月底的 108.6 后，开始一路下跌，到 2016 年 1 月底最低时达 62.9，下降幅度超过 42%；目前该指数已回升到 71 左右，虽仍较 2011 年下降近 35%，但已从底部回升超过 9%。新兴市场货币指数可以视为新兴经济体国际资本流动的风向标之一：国际资本流入新兴经济体，则其货币指数出现回升；国际资本流出新兴经济体，则其货币指数出现下降。2016 年以来新兴经济体的汇率表现与其他资产价格走势所透露的信息一样，显示新兴经济体的国际资本流动形势明显趋于好转。

图2：2017年新兴市场货币指数出现明显回升



资料来源：Bloomberg，招商证券

2017年全球国际资本流动走出低谷，主要受益于以下五个因素：

首先，全球主要经济体的经济增速延续温和复苏的趋势，部分重要经济体的增速超预期。根据国际货币基金组织2018年1月最新的预测，2017年全球经济增长速度有望达到3.7%，2018年增速预计为3.9%，均远高于2016年3.2%的预估水平。基金组织考虑税改的正向作用，上调了美国的经济增速预期。同时，发达经济体中的德国、法国、意大利、西班牙和加拿大，新兴经济体中的中国、巴西和墨西哥等重要经济体的经济增速均超出预期，显示全球经济温和复苏背后的支撑因素比较稳固。比较而言，国际货币基金组织对发达经济体的增长前景预期比较中性，对新兴经济体的预期则比较乐观。预测2017年发达的经济增速为2.3%，虽较2016年的1.7%回升，但预测2018年的增速稳定在2.3%；预测2017年新兴经济体的增速为4.7%，18年的增速为4.9%，较2016年的4.4%持续回升。从经济基本面的角度来看，一方面，全球经济增速的温和复苏为国际资本流动的改善趋势奠定坚实的基础；另一方面，发达和新兴经济体之间增速差的扩大，更加有利于国际资本从欧美等全球金融市场向以中国和巴西等为代表的新兴经济体流入，从而带动全球国际资本流动稳步跃上新台阶。

图 3：全球经济向好



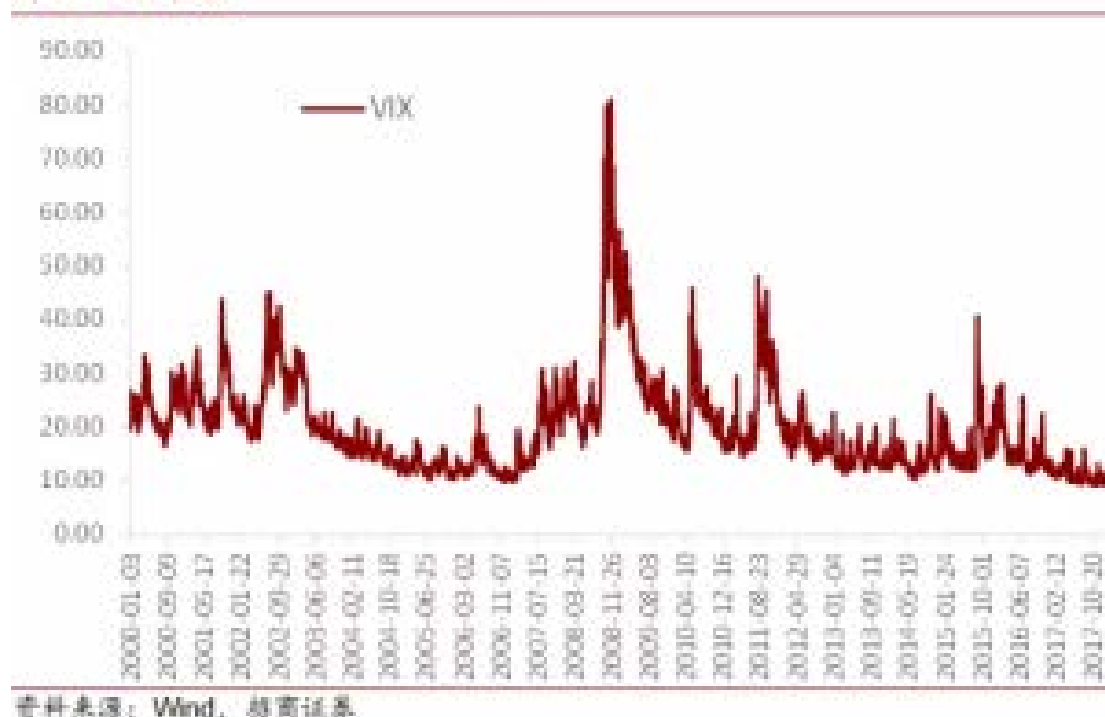
资料来源：Wind，招商证券

其次，货物贸易的超预期回升对于全球资本流动重新恢复活跃功不可没。2017 年 9 月 21 日，世界贸易组织将全球贸易增长预期由此前的 2.4% 大幅上调至 3.6%。上调的理由主要有三个：一是，亚洲区域内贸易的复苏和北美进口需求在 2016 失速后的恢复。二是，中国和美国的强劲经济增长刺激了进口需求，特别是中国进口需求通过供应链刺激了亚洲区域内贸易。此外，亚洲的金融环境也有所改善，有助于企业和消费者信心恢复。三是，2017 年油价回升为美国等经济体的投资提供了支持。全球国际资本流动与商品和货物的国际间流动密切相关，2014 和 15 年国际资本流动的低迷与商品贸易的负增长不无关系。货物贸易重新恢复活跃，通过带动国际间的贸易信贷、商业银行贷款和并购交易等多种形式的金融交易，推动资本在国际间更为频繁地流动。

第三，全球金融市场彻底走出“危机模式”。尽管次贷危机已过去 10 年，但次贷危机和次生的欧债危机影响深远，全球金融市场在 2016 年以后似乎才逐步摆脱危机影响，走出危机模式。我们可以用标普 500VIX 指数来衡量全球市场恐慌与波动程度或者说全球金融市场的风险因素。研究表明，全球风险因素上升期间，各个经济体的国际资本流入出现下降，资本撤回的情况也非常普遍，特别是银行信贷和商业信贷的收回。对外负债头寸比较高的国家和信贷扩张及资产价

格泡沫问题比较严重的国家（如捷克等东欧国家）受到更大负面影响。该指数在 2008 年雷曼事件爆发和 2011 年欧洲债务危机爆发期间均出现过显著的上升，2008 年至 09 年 VIX 指数年均水平为 32，2010 年至 2011 年年均水平为 23，到 2016 年下降到 16，2017 年则更是降低到年均 11 的低位，这是该指数 1990 年创立以来，最低的年均波动率水平。金融市场波动率水平低，显示投资者对金融市场的风险状况非常乐观，有助于推动国际资本在全球范围内的流动。

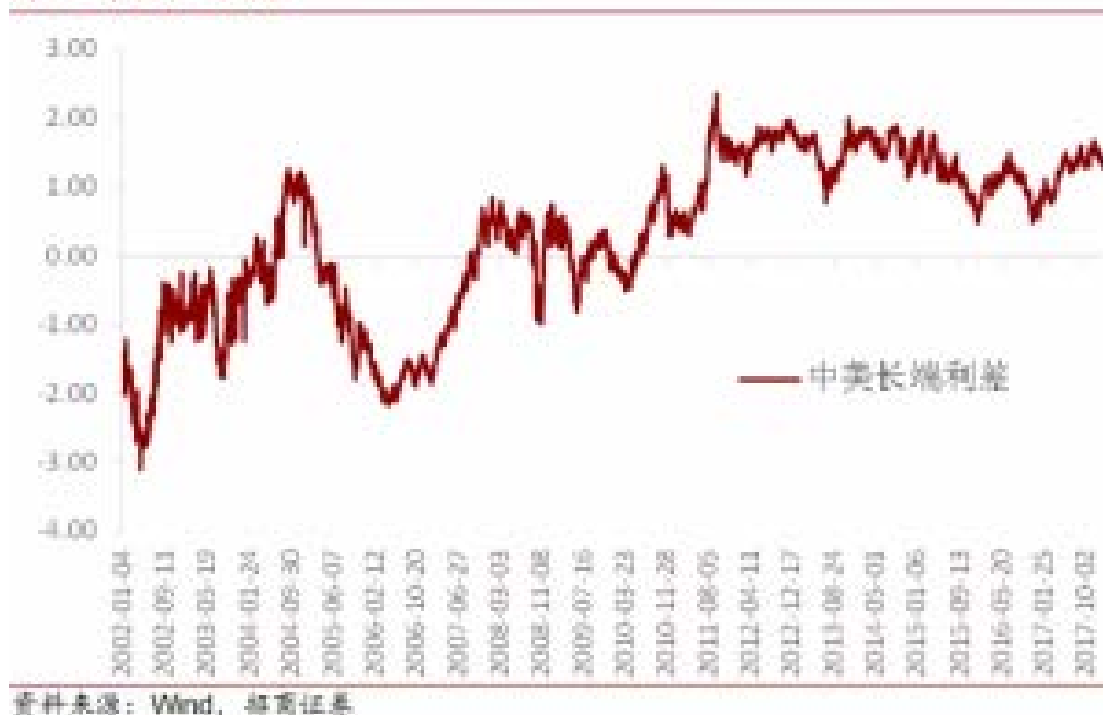
图 4：VIX 指数



第四，发达国家货币政策的外溢效应在 2017 年并未持续发酵。国际清算银行何东先生的研究认为，发达国家货币政策的溢出效应通过货币政策渠道、全球金融市场渠道、汇率渠道、国际银行信贷渠道和资产组合再平衡等多个渠道影响其他经济体和国际资本流动。一般认为，新兴经济体的国际资本流动，特别是债务性质的资本流动，与美联储货币政策的变化有密切关系。国际清算银行的学者建立了美联储货币政策放松-全球银行杠杆率上升并向新兴经济体银行提供低成本美元资金-新兴经济体扩张信贷的传导渠道。但 2017 年联储的加息和缩表等货币政策回归正常化操作均未对国际资本流动产生显著的负面影响。可能的原因有两个，一是，美联储的货币政策操作并未显著超出市场预期，可以说其产生的负面影响已在此前的两年充分得到反应；二是，包括中国在内的多个新兴经济体经

济基本面企稳，长端利率回升，与美国之间的长端利差并未显著扩大。而我们的研究认为，长端利差对于全球国际资本流动方向的影响更为显著。

图 5：中美长端利差



第五，政策性或制度性的因素同样不能忽视。制度和政策层面，需要特别提及的包括美国可能在未来放松金融管制的预期。日本和欧元区的央行更长时间延迟退出宽松货币政策的时间。中国通过“债券通”和“深港通”等多个渠道对国际投资者开放资本市场等等。

2018 年全球国际资本流动形势展望：走出低谷但也非坦途。2018 年，预计在过去一段时期内支持全球国际资本流动的经济增速温和复苏和货物贸易重新焕发活力等基本面因素仍将发挥积极作用；发达经济体放松金融管制和新兴经济体开放资本市场的趋势也将延续。但处于近 30 年以来历史低位的标普 500VIX 指数所衡量的金融市场波动率则是一个潜在的风险因素。此外，欧元区和日本在 2018 年也将告别量化宽松，开启货币政策回归正常化的进程。这意味着，欧、美、日等主要发达国家的货币政策都将处于边际收缩的状态，对于全球资本流动影响同样存在巨大不确定性。因此，我们预计 2018 年全球国际资本流动的规模仍将延续 2017 年的回升趋势，但回升速度和节奏存在变数。

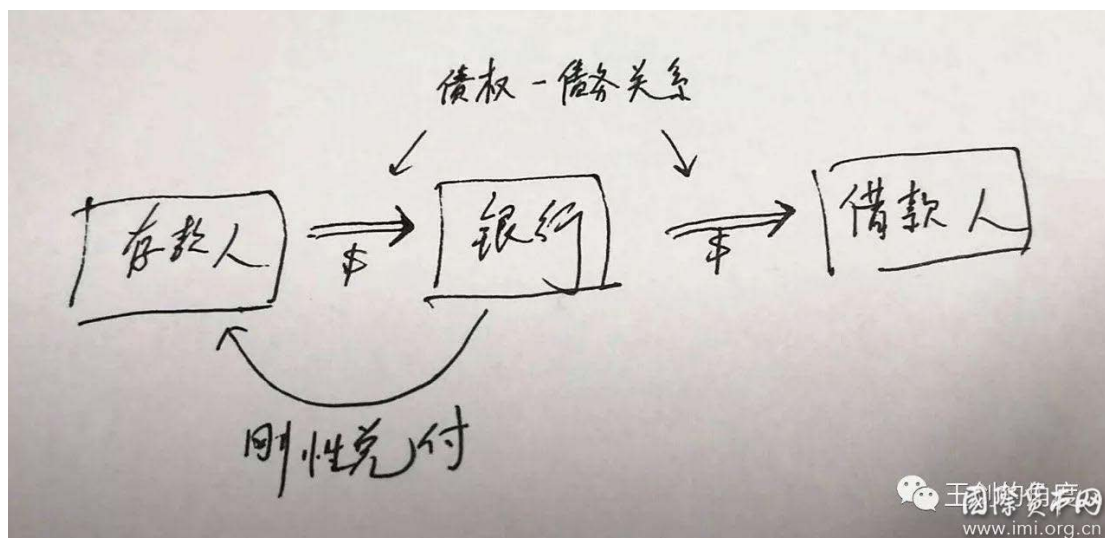
大资管分析之刚兑

王剑¹

一、为何刚兑

欠债还钱，天经地义，这是债权—债务关系的应有之义。

被允许面向广大不特定公众借钱的商业机构，只有银行。银行从存款人处“借入”资金，把钱拿去放贷，不管亏或赚，都要对存款人按约定还本付息。存款是银行的表内业务，是银行的负债，它理应是刚兑的。

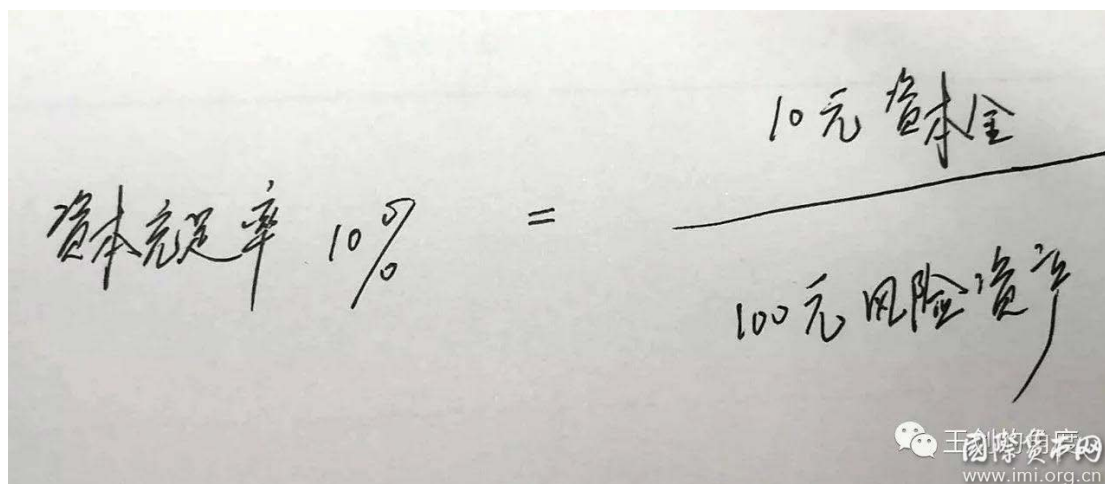


换言之，放贷的风险、收益是由银行承担的。银行是承担风险同时享受了回报。为防止银行风险过大，监管层对银行施以各种严格监管，包括不良率、资本充足率、存款准备金率、流动性等各种指标，束缚着银行的手脚。

例子：

资本充足率要求 10%，你有 10 元资本金，那么，最多只能放 100 元的风险资产，不能放更多了。

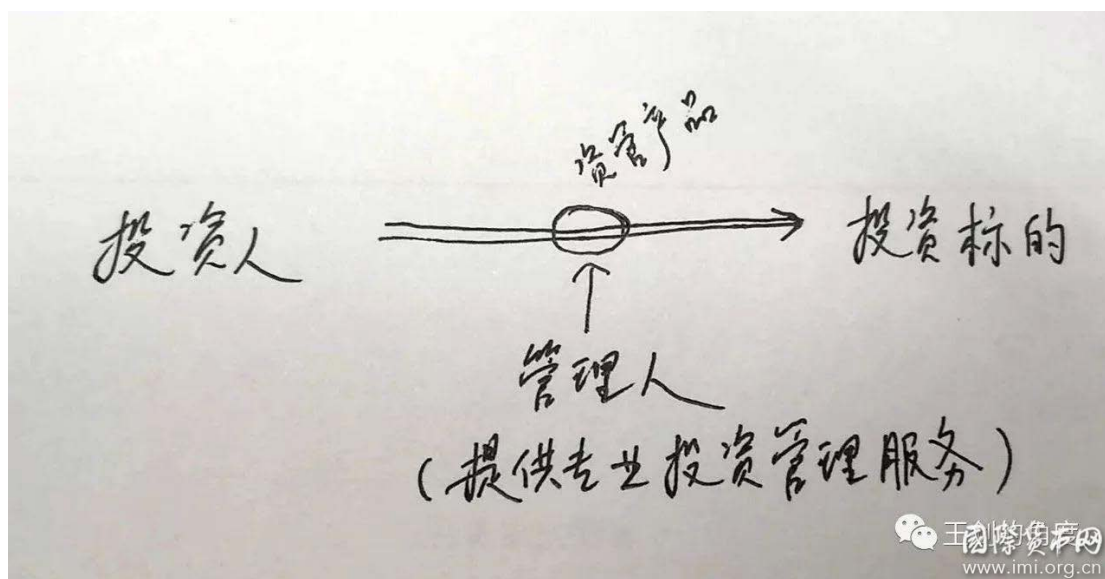
¹ 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员



Handwritten formula: 资本充足率 10% = $\frac{10 \text{ 元 资本金}}{100 \text{ 元 风险资产}}$

Source: 王树东讲习所 www.imi.org.cn

而资产管理业务，并不是负债。是投资人把钱“委托”给管理人，让管理人发挥专业的投资管理能力，最后亏或赚都由投资人自行承担，不用刚兑。管理人只按约定收取管理费，与投资人间没有债权—债务关系。



由于管理人并不承担投资风险，因此他们面临的监管，比银行松很多（当然也不是完全没监管，比如不允许把高风险资管产品卖给弱势群体、要求管理人尽责勤勉等）。

于是，问题就出现了：实质是表内业务（实施刚兑的），但偷偷“佯装”成资产管理业务，于是就逃避了各种监管，节省了监管成本，能赚更多钱了。

例子：

我只有 10 元资本金，本来只能放 100 元风险资产。但其实我有 120 元风险资产，我把额外的 20 元，佯装成资产管理业务，就不用计入分母，资本充足率

表面上达标。

资本充足率 10% = $\frac{10\text{元资本金}}{100\text{元风险资产}}$
原本120元风险资产
其中20元假装成表外
表上只剩100元

王树强 资产网
www.imi.org.cn

二、刚兑之害

管理人管客户的钱，投资亏损了，管理人自己掏钱还给客户，看起来这么讲义气的事，哪里不好了呢？

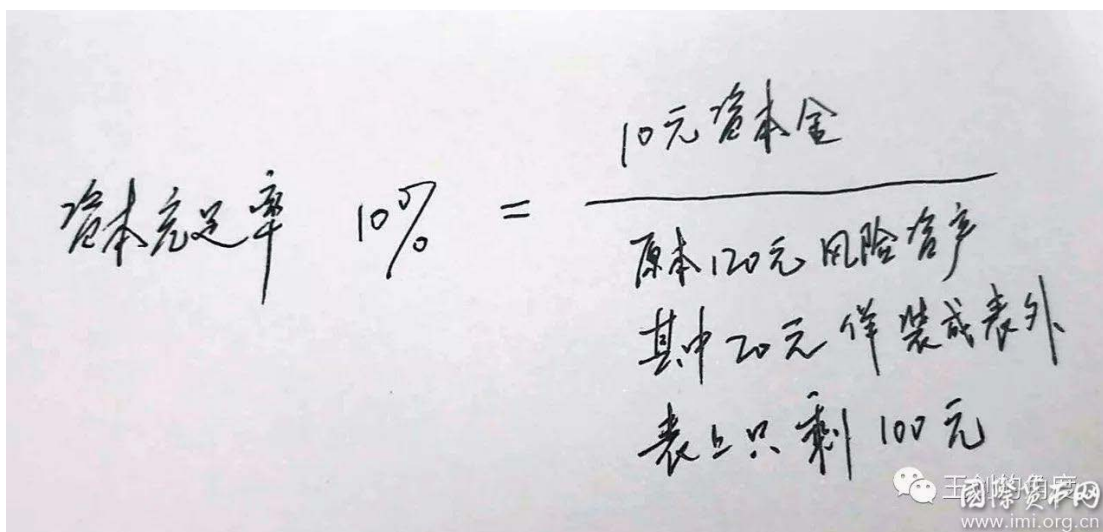
其实，刚兑有两大害处：

1. 管理人做表内业务之事，却逃避了表内业务的风险监管，存在监管漏洞。

表内业务是金融机构承担风险，因此监管层要掌握他们的风险水平，并施以监管（比如资本充足率要求，承担多少风险，就有相应金额的资本要求）。资管业务则不由金融机构承担风险，投资人自行承担。

资管业务刚兑之后，实质上风险已由金融机构承担，成了表内业务。但瞒报了真实风险，也就缺乏相应的监管要求，比如足额计提资本。

因此，整个金融体系，风险已偷偷放大，搞不好会出大事（系统性风险）。



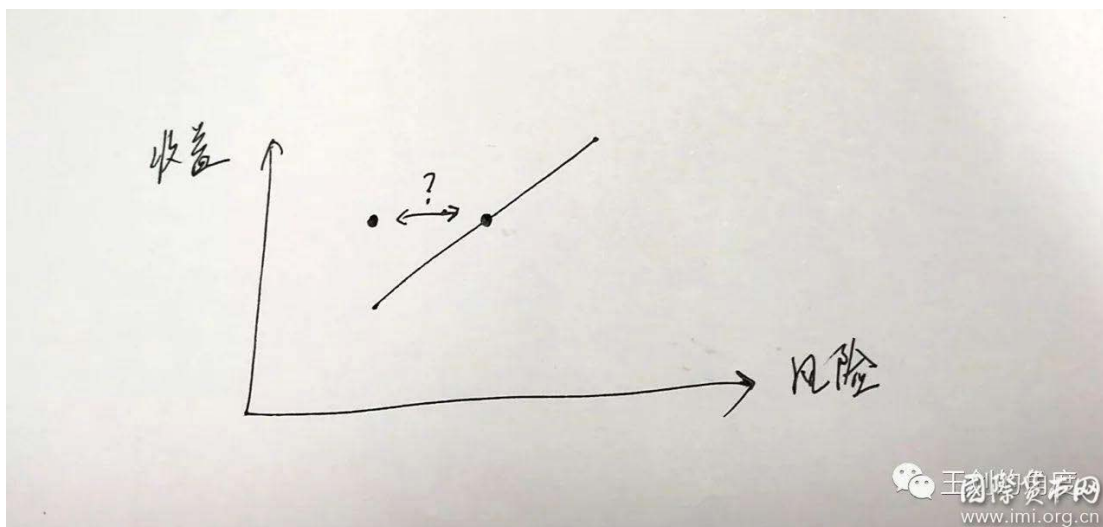
Handwritten calculation of capital adequacy ratio (资本充足率) as 10%. The numerator is 10元本金 (10 Yuan principal). The denominator is 原本120元风险资产 (Originally 120 Yuan risk assets), with a note that 其中20元作表外 (20 Yuan is off-balance sheet), leaving 表上只剩100元 (Only 100 Yuan remains on the balance sheet).

$$\text{资本充足率 } 10\% = \frac{10\text{元本金}}{\text{原本120元风险资产} - \text{其中20元作表外}} = \frac{10}{100}$$

2. 扭曲风险与收益，扭曲资源优化配置。

风险与收益匹配，这是金融的常识，也是金融发挥优化资源配置作用的前提。

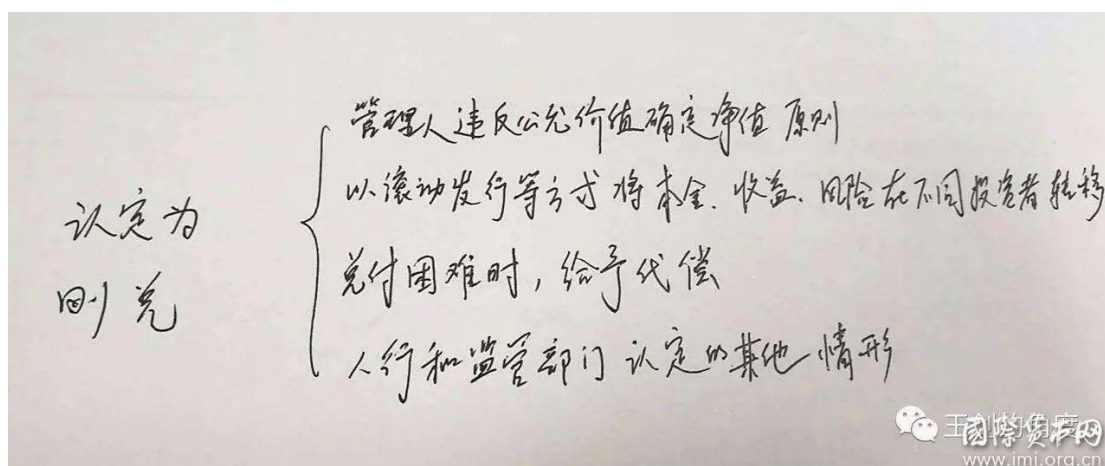
某机构发个理财产品，收益率 5%，实施刚兑。其他资产管理人，收益率也是 5%，但不刚兑，人家就卖不出去产品了，其优化资源配置的职能就无法发挥。



所以，一个看似为了投资人好的做法，实则伤及整个体系。所以，监管层要打破刚兑，让资管回归为真正的资管。

三、如何打破刚兑

此次大资管新规，首次对刚兑行为进行定义（包括违反公允价值计算收益、风险收益在不同投资者转移、兑付困难时给予代偿等），一经发现就要严惩。



但刚兑屡禁不绝，正是因为它的隐蔽性，总是偷偷摸摸实施的。比如投向某标的，该标的出问题后，管理人就偷偷安排其他资金，还给投资人本息。投资人拿到钱，一般不会去举报。因此，操作上，刚兑较难认定。为此，大资管新规也提出了资管产品的统一报告制度，资管的销售、投向、运作、报表、偿付等信息，全部汇总至央行，央行能够观察管理人是否将投资的收益、风险合理地过手给投资人。这在很大程度上，能够让偷偷刚兑的行为，暴露于监管层的眼皮底下。因此，这个统一报告制度，是打破刚兑的利器之一。当然，高达几十万亿元的资管业务，里面一大部分是刚兑的，如果瞬间打破刚兑，投资者可能会恐慌性赎回，那么可能造成市场巨大的波动。因此，打破刚兑有个过程，道路仍然漫长……

银行境外贷款业务展业规范

朱玉庚¹

作为国际信贷的一种传统方式，出口信贷业务在世界各国经历了多年发展。早在 1978 年，经济合作与发展组织（OECD）就制定出台了第一版《官方支持出口信贷的安排》（即“君子协定”），以保障成员国之间对外经济贸易、特别是资本性货物贸易的有序发展。自 20 世纪九十年代以来，随着德黑兰地铁出口买方信贷银团贷款等一大批遵循国际规则和具有国际影响力的项目成功实施，出口信贷业务在国内银行界取得了一定的发展。但是由于多种原因，这一国际上普遍应用的信贷方式，并未能在中国的大多数银行得到广泛普及和迅速增长。

近年来，国内商业银行面临“资产荒”，国内信贷资产风险逐步显现，加上外汇监管形势的变化，越来越多的商业银行开始聚焦出口信贷这一中长期外币资产配置。特别是随着“一带一路”战略的稳步推进，越来越多的“走出去”企业开展高新技术产品出口、机电产品出口、成套设备出口、境外承包工程、境外投资和国际产能合作等项目，使得出口买方信贷、出口卖方信贷、出口应收债权融资等业务取得了较快增长。

作为支持国家“走出去”战略的一个重要的境外贷款业务品种——商业银行出口信贷业务，其展业规范应符合国家外经贸政策、产业政策、贷款业务监管政策、外汇监管政策等。下面以一则出口买方信贷案例来详细剖析。

A 公司是中国的一家民营企业，在国内市场的专业资质较好、业务增长较快。近年来，A 公司逐步参与国际市场竞争，并打算在境外某国投资设厂，从事原材料加工和初级品生产。为此，A 公司专门在投资目的国设立了项目公司 B，由国内一家著名的总承包商 C 公司与境外项目公司 B 签署 EPC 总承包合同，负责项目施工建设，带动国内设备出口。A 公司接洽当地的中国出口信用保险公司（以下简称“中信保”）分公司，希望获得政策性信用保险的支持，进而获取我国商业

¹ 朱玉庚，中国人民大学国际货币研究所副研究员

银行的出口买方信贷融资。

出口信贷的业务背景真实性审核

如果说贸易融资业务的背景真实性审核职责,主要由商业银行通过尽职调查工作来履行;那么出口信贷业务的背景真实性审核,更多地是由我国政府相关部门、驻外使馆、行业协会和商业银行共同来完成。因此,相较于贸易融资的背景真实性,出口信贷业务所主要支持的机电产品与成套设备出口、境外承包工程和境外投资等项目的背景真实性较强。

为确保中国“走出去”企业开展的境外项目符合我国相关政策,商业银行在出口信贷业务尽职调查过程中,应要求客户提供相关政府部门和行业协会的支持性文件。比如,工程承包公司赴海外开展境外工程项目总承包和劳务合作,应提供中国对外承包工程商会支持函和我驻外使馆经济商务参赞处就该项目的协调函;机电产品出口和大型成套设备出口企业,应提供中国机电产品进出口商会支持函;对外投资项目,应按照国家发改委《境外投资项目核准和备案管理办法》(2014年第9号令)和《国家发展改革委办公厅关于调整境外收购或竞标项目信息报告报送格式的通知》(发改办外资[2016]2613号)的相关规定,办理相关核准和备案手续,获取国家/省发改委境外投资项目《备案通知书》,并获取商务部/厅颁发的《企业境外投资证书》。这些政府部门或行业协会出具的支持性文件,具有权威性和专业性,为商业银行审核出口信贷业务的背景真实性和政策合规性,提供了极有力的支持。

出口信贷业务的风险实质

作为境外贷款展业规范的一个重要方面,信用风险应是商业银行评估的主要风险之一。要从本质上认识出口信贷业务的信用风险实质,首先要从出口信贷的风险缓释措施——出口信用保险谈起。

目前,我国商业银行受理的出口信贷项目,主要基于中信保公司承保的中长期政策性保险,包括出口买方信贷保险、出口卖方信贷保险、出口延付合同再融资保险、融资租赁保险和海外投资保险等。本案可能涉及的险种主要是出口买方

信贷保险和海外投资保险。

对于资本性货物出口（比如机电产品、成套设备等）、境外承包工程项目，中信保公司可承保“出口买方信贷保险”，出口买方信贷保险是以境内贷款银行为被保险人、以贷款协议本息为保险标的政策性保险。商业银行在此保险基础上，为出口合同/总承包合同的买方/业主提供出口买方信贷。该险种的赔付比率上限是 95%，即最高涵盖贷款本息合计的 95%，保障范围是 95% 政治险和 95% 商业险，俗称“双 95”出口买方信贷项目。其中，“政治险”包括汇兑限制、贸易禁运或吊销进口许可证、颁布延期付款令、战争、动乱、恐怖主义行动及保险人认定的其他政治事件。“商业险”则指借款人拖欠贷款协议项下的本金和利息；借款人破产、解散。目前，“双 95”出口买方信贷项目是我国银行界公认的最优质出口信贷资产。因保险标的就是借款合同的本息，被保险人是放款银行，因此该保险为银行债权提供了直接的保障。从本质上看，该险种是中信保以中华人民共和国财政部的名义，来承担境外主权风险和借款人的商务风险。近十年来，中信保公司在该险种上，从未有过引用除外责任条款而拒赔的案例。

海外投资保险是中信保为鼓励中国投资者的海外投资行为，对投资者因投资所在国发生的汇兑限制、征收、战争及政治暴乱，以及违约风险造成的经济损失进行赔偿的政策性保险业务，其中基本政治保险最高赔偿比例为 95%，违约项下赔偿比例最高为 95%。

在本案中，既有境外投资行为，又有工程承包行为，如何选取保险险种？首先，出口买方信贷保险的投保条件，较海外投资保险更为严格。根据担保条件不同，出口买方信贷可分为主权项目（即某国财政部作为借款人）、主权担保项目（即某国财政部作为担保人）、银行担保项目（比如银行保函）和企业担保项目（法人保证、抵质押等）。而“海外投资保险”并未对担保条件进行严格要求。其次，对于放贷银行而言，出口买方信贷保险的保障，要比海外投资保险的保障更加全面。出口买方信贷保险既保障政治风险，又保障商业风险（借款人不偿还贷款本息、借款人破产、解散）；而海外投资保险仅保障一般政治风险（汇兑限制、征收、战争及政治暴乱）和附加政治险（违约险），并不包括商业风险（借款人破产、拖欠本息等）。

在本案中，企业采取了比较灵活的措施：针对境外总投资的基建部分购买海外投资保险，由国内一家商业银行提供融资；针对总投资的设备出口部分购买出口买方信贷保险，由国内另外一家银行提供出口买方信贷。出口买方信贷保险的投保要求较海外投资保险更为严格，应中信保的要求，在企业为出口信贷融资协议提供了法人保证及房产抵押等担保措施的基础上，中信保出具了出口买方信贷保单，属于上述四种买方信贷类型中的最后一种，即企业担保项目。

由此可见，作为出口信贷项目最重要的风险缓释措施，出口信用保险发挥着以我国主权名义支持中国企业“走出去”、转移境外授信主体信用风险的重要作用。商业银行在出口信贷展业过程中，应重点对出口信用保险的品种、除外责任条款等进行评估，在此基础上提供出口信贷融资。

出口买方新的的资金流向

在出口信贷展业过程中，放款银行应重点关注信贷资金的流向，按照银监会“受托支付”原则监管贷款资金使用，防范贷款资金挪用。

出口买方信贷的放款人是国内银行，借款人是境外企业、银行或境外财政部，贷款资金的用途通常是支付中国出口商或总承包商的出口应收货款或应收承包工程款等。因此，出口买方信贷业务通常采取的放款方式是，国内银行在审核境外借款人的提款条件后，直接将款项支付给国内的出口商或总承包商。在这种放款安排中，贷款的实际借款人在境外，贷款资金的实际收款人在境内，实现了资金的不出境“受托支付”。

有人可能会问，出口买方信贷的项目实施地在境外，为何贷款资金全部放款到境内呢？这个问题的提出，对于贷后管理具有重要的意义。根据中信保公司受理出口信用保险的要求，获得出口信贷支持的境外承包工程项目，中国成分一般不低于35%（这个比率称作“国产化率”）。事实上，中资企业开展境外承包工程项目，国产化率往往要高于35%，通过工程总承包有效带来了中国的产品、设备、劳务“走出去”。这意味着，总承包合同项下的绝大部分工程款需要汇回中国境内，但仍有一部分款项会留在项目实施国、用于当地支出（比如当地劳务费、当地采购料件等）。在实操中，放款银行之所以将贷款资金全部支付给国内总承包商，主



要是考虑到总承包商对于境外项目的实施总体负责,包括分包、采购、技术服务、劳务等。由总承包商负责贷款资金的统一支付使用,包括汇至项目实施国使用或在中国境内使用,既能实现工程款的统一调配、优化使用,又能防止贷款资金在借款人或业主手中发生挪用,是出口信贷贷后管理的应有之意和必然选择。

贷款资金的国际收支申报及结汇问题

根据上述出口买方信贷放款的资金流向,贷款资金并未出境,而是由国内放款银行直接支付给国内的出口企业,那么应如何进行国际收支申报呢,贷款资金是否能够结汇?从本质上看,该笔贷款是国内银行与境外借款人直接形成的债权债务关系。境内出口企业仅仅是贷款的收款方,并不存在与国内银行的借贷关系。出口企业收到的款项,从本质上看属于其经常项下(货物贸易或服务贸易)收汇,而非资本项下。因此,境内解付行/结汇行应通知境内企业进行国际收支统计间接申报,具体应按照基础交易性质申报在境内企业与境外借款人之间的交易项下,交易附言注明“使用境内银行对外提供的买方信贷”字样。既然这笔款项属于出口企业在基础交易项下的收汇,那么该笔款项可以正常结汇。

收汇资金续作低风险业务

在出口信贷展业过程中,商业银行在为客户提供信贷支持的同时,进一步提供存款、国际结算、涉外保函、贸易融资等综合金融服务方案。

本案中,国内投资方与境外项目公司属于同一个集团,因此项目下的所有资金筹措与资金使用,均由集团在本外币、境内外、即远期等维度统一运筹。如上文所述,出口买方信贷的贷款资金属于出口企业在经常项目下的收汇,因此这部分外币资金既可以结汇,也可以办理美元存单或原币划转至非放款银行的企业同名账户中。在美元加息背景下,出口企业可办理美元存单质押,进而请商业银行办理银票、国内证等低风险业务,通过持有外币资产、主动人民币负债,来实现企业资金收益的最大化。

抵/质押品与保险的法律关系与风险实质

本案中，作为从属合同，房产抵押合同的主合同是出口信贷融资协议，融资银行享有房产的抵押权。中信保出具的买方信贷保单的被保险人是融资银行。那么，融资银行作为抵押权人和作为被保险人的法律关系，以及业务的风险实质是怎样的呢？

目前，国内商业银行处理此类业务的经验并不够丰富。保险不同于担保。如借款人无法按时偿还融资款项，融资银行须先执行法人保证、抵押和质押，若所获款项不足以偿还出口买方信贷本息，中信保才会将不足部分的 95% 赔付给保单的被保险人（即融资银行）。融资银行在处置法人保证、房产抵押时，要充分考虑到处置难度（包括市场接受程度、处置耗时、司法程序、市场价值等），并与中信保保持密切沟通，避免中信保对银行执行担保和处置抵质押资产的处置时间、处置程序、公允价值等事项提出异议，进而避免该异议构成保险拒赔的理由。在实操中，一旦出现借款人未能偿还贷款本息或借款人破产、解散等损因时，被保险人应及时向中信保提交《可能损失通知书》，中信保即介入担保财产或权益的执行。因商业银行和中信保公司对于此类项目的担保处置和保险赔付经验并不多，因此商业银行在评估担保与保险并存的出口信贷项目时，要格外关注可能的信用风险和操作风险。

特朗普式的脱节 碎片化威胁着重要的贸易关系¹

玛莎·范德·伯格²

市场进入新的一年，充满不确定的观点仍在持续发酵：就业增加和消费支出强劲，资本市场的涨势将持续，中国和印度等国家将推动世界经济。全球增长预测推高 3.5% - 但这个前景依然不容乐观。

投资者明白，市场预测将一片大好，这种预测有时是准确的，有时并不准确。在美国，这种二分法是特别有问题的，因为国内市场的成功和由一个避免执政的领导层所管理的国家政治之间越来越脱节。由于特朗普政府试图改革国内政治、监管话语权以及华盛顿的全球领导作用，人们对市场和经济的信心肯定会受到考验。

就像现在美国前财长拉里·萨默斯（Larry Summers）所描述的那样，美国经济已经社发成功维持“高位”。股票市场回报丰厚，涨幅可喜，因为三十年来最重要的税收法案在 2017 年 12 月得以通过。2017 年“减税与就业法案”的通过标志着唐纳德·特朗普最重要的立法胜利。它承诺经济增长将会帮助支付 1.5 万亿美元的减税额度，将会对企业和富裕纳税人有利。它的资金状况将取决于在几乎达到充分就业时的企业支出，以及需要两党支持的重大政策进展。到目前为止，很少有迹象表明民主党人打算与共和党人联手。

在某种程度上，这种兴奋一定会减退。减退迹象可能最早会在即将到来的 2018-2019 年联邦预算辩论中出现。税法在众议院或参议院没有获得民主党的支持，除此之外，共和党领导的推动有关举措的努力，还会在美国高达 104% 的债务/GDP 比、美国财政政策的稳健性、美元和利率前景、新领导层的货币政策等方面遭受严重质疑。2018 年中期选举的结果将决定明年年初哪个党控制国会，

¹ 翻译：陈文烨；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF 出版的 The Bulletin（2018 年 1 月）

² 玛莎·范德·伯格，斯坦福大学高级研究员

这将发挥重要作用。

这其中大部分并不新鲜。一种新的认知是，缺乏对治理和长期关系的认真态度是潜在的破坏。这并不意味着 30 年的条约不应该被审查和重新谈判来更新条款；但是颠覆这样的规范需要仔细考虑以前的优点和缺点。

无论是在贸易，放松管制还是填补关键的政府职位上，都存在威胁——经济与美国政治的深度脱节会产生政策失误和地缘政治风险。

“有史以来最差的贸易协议”

在贸易方面，特朗普政府表示，在他把美国从跨太平洋伙伴关系中解救出来时就已经明确表示出偏好双边协议多于多边协议的倾向。他贬低了对美双边贸易顺差的经济体，因为这对美国国内企业和制造业是有害的。特朗普还打算重新就墨西哥和加拿大的“北大西洋自由贸易协定”进行谈判。

“我们正在与墨西哥和加拿大进行北美贸易协定（有史以来最糟糕的贸易协议）的重新谈判过程。”特朗普在 2017 年 8 月发布了推特信息，虽然十月份的谈判已经完成，但民粹主义政治言论正在墨西哥浮出水面。2018 年 7 月的总统大选正在变成全民公选，候选人将挑战特朗普。墨西哥与美国之间重要的长期关系面临严峻压力，这反映在 2000 英里边界两侧的民粹主义者的抨击中。

虽然执政的革命党尚未提名候选人，但慷慨激昂的左派、墨西哥前市长安德鲁·曼努埃尔·洛佩兹·奥布拉多（Andre Manuel Lopez Obrador）早已成为领军人物。奥布拉多曾形容特朗普是一个“不负责任的恶霸”，并承诺拒绝任何不符合墨西哥利益的北美贸易协定。

美国与墨西哥之间的关系出现裂痕，对北美贸易协定这三个国家中的任何一个或所有国家的贸易协议不满意，都预示着依赖全球供应链的制造业和企业将发生重大变化。自从 1994 年北美贸易协定生效以来，美国与墨西哥和加拿大的贸易额增长了两倍多，而墨西哥和加拿大在中国之后又名列美国第二大和第三大出口国。两者都是美国产品的主要进口国。

漠视治理

特朗普在选择重要的政府机构负责人时，曾受到任人唯亲的怀疑。他们准备实施他放松业务和金融部门管制的计划。从美国财政部长到证券交易委员会和美联储主席的人员必须处理两个关键问题。首先，每个机构的关键位置还有待填补 - 实际上，它们可能永远不会被填补。其次，特朗普的知己可能会发现，特大大号难题很快就会压倒一切决策，同时工作人员不能保持政府的运作。

白宫对执政机制的这般漠不关心是惊人的。它威胁到向公民提供服务的职能，以及华盛顿扩大美国在全球决策和制定规则方面的影响力的能力。从新兴的特朗普观点看，这反映了比前任总统更为狭义的全球关系参与。

在 2017 年 12 月初，特朗普的任命和参议院的确认数量落后于同期的巴拉克·奥巴马和乔治·布什的政府。总统有机会填补的 4000 个职位中有 1200 个需要参议院的确认。截至 12 月 6 日，共有 253 名特朗普提名人被确认，492 人正在等待处理。在奥巴马第一任期的同一时刻，已经有 413 人获得任命和确认，616 人正在等待，而乔治·布什已经确认了 481 人，还有 705 人正在等待。

特朗普上台以来，美国股市引人瞩目的表现，昭示着经济虚假的繁荣。这一优势意味着这个政府漠不关心的影响可能缓慢呈现。但他们很快就会出现，而且不只影响投资者。

Trumpian Disconnect in North America

Fragmentation threatens essential trade relations

Marsha Vande Berg¹

Markets are entering the new year clinging tightly to the uncertain view that job expansion and strong consumer spending will continue, that gains in capital markets will persist, and that countries like China and India will propel the world economy. Global growth projections are pushing upwards of 3.5% – but there remains an uneasy undertow to this outlook.

Investors understand that markets thrive on perceptions, sometimes accurate and sometimes not so accurate. This dichotomy is especially problematic in the US, where there is a growing disconnect between the success of domestic markets and the politics of a country managed by a leadership that eschews governing. As the Trump administration attempts to overhaul the domestic political and regulatory discourse as well as Washington's global leadership role, confidence in markets and the economy is sure to be tested.

For now, the economy has managed to maintain its 'sugar high,' as described by former US Treasury Secretary Larry Summers. The stock market kept its gains and climbed even higher as the most consequential tax bill in three decades was ushered into law in December 2017. The passage of the Tax Cuts and Jobs Act of 2017 marked Donald Trump's most significant legislative victory. It promises economic growth that will trickle down to help pay for the \$1.5tn in tax cuts

weighted in favour of corporates and wealthier taxpayers. Its funding will depend on motivated corporate spending at a time of almost full employment, as well as key policy advances requiring bipartisan support. So far there are few if any indications that

¹ Marsha Vande Berg is a Distinguished Career Fellow at Stanford University. This article appeared in the Bulletin January 2018 published by OMFIF

the Democrats intend to go along with their Republican counterparts.

At some point, this euphoria is sure to abate. Signs could appear as early as the forthcoming debate on the 2018-19 federal budget. In addition to the tax law failing to receive Democratic votes in the House or the Senate, Republican-led efforts to advance related initiatives will be met with harsh questioning on the soundness of US fiscal policy in the light of the country's 104% debt to GDP ratio, the outlook for the dollar and interests rates, and new leadership running monetary policy. The outcome of major midterm elections in 2018, which could determine which party controls Congress at the start of next year, will play a significant role.

Much of this is not new. What is new is an awareness of the potential for disruption owing to a lack of seriousness about governance and the value of longstanding relationships. This does not mean that 30-year-old treaties should not be examined and renegotiated to update terms; but upending such norms requires thoughtful consideration about the advantages and downsides of what has come before.

Whether on trade, deregulation or filling crucial government positions, there is the threat that the depth of the disconnection between the economy and US politics will engender policy error and geopolitical risk.

‘Worst trade deal ever made’

On trade, the Trump administration signaled its unequivocal preference for bilateral over multilateral agreements when the president pulled the US out of the Trans-Pacific partnership. He has disparaged economies with large bilateral trade surpluses against the US as harmful to domestic business and manufacturing. Trump has also made his intentions to renegotiate the North Atlantic Free Trade Agreement clear to Mexico and Canada.

‘We are in the Nafta (worst trade deal ever made) renegotiation process with Mexico and Canada. Both being very difficult, may have to terminate?’ Trump tweeted in August 2017. Although a round of talks was completed in October, populist political

rhetoric is surfacing in Mexico. The July 2018 presidential race is turning into a referendum on which candidate will stand up to Trump. The longstanding and vital relationship between Mexico and the US is under severe strain, reflected in the populist jabs from both sides of the 2,000-mile border.

While the ruling Institutional Revolutionary Party is yet to name its candidate, Andre Manuel Lopez Obrador, a fiery leftist and former Mexico City mayor, is an early front-runner. Obrador has described Trump as an ‘irresponsible bully’ and promised to reject any deal on Nafta that is not in Mexico’s favour.

A fractured US-Mexico relationship and a less than favourable trade agreement for any or all of the three countries in Nafta would portend major changes for manufacturing and businesses dependent on global supply chains. Since Nafta took effect in 1994, US trade with Mexico and Canada has more than tripled, while Mexico and Canada rank as the second and third largest exporters to the US after China. Both, likewise, are leading importers of US products.

Indifference to governance

Trump has invited suspicions of cronyism in selecting the heads of important government agencies. They are poised to implement his intended deregulation of business and the financial sector. These appointees, ranging from the US Treasury secretary to the chairs of the Securities and Exchange Commission and the Federal Reserve, must deal with two critical issues. First, key supporting positions in each agency are yet to be filled - indeed, they may never be filled. Second, Trump’s confidants may find that outsized problems quickly overwhelm decision-making, at the same time that staffs are not in place to keep the government operational.

Such indifference by the White House to the mechanics of governing is striking. It threatens the delivery of services to citizens, as well as Washington’s capacity to extend US influence in global decision-making and rule-setting. Inseparable from the emerging Trumpian view, this reflects a more narrowly defined participation in global

relations than was the case with the president's predecessors.

In early December 2017, the number of Trump appointments and Senate confirmations lagged considerably behind that of Barack Obama and George Bush at the same point in their administrations. Of the 4000 positions a president has the opportunity to fill, 1200 require Senate confirmation. As of 6 December, 253 Trump nominees had been confirmed and 492 are pending. At the same point in Obama's first term, 413 had been appointed and confirmed, and 616 were pending, while George Bush had 481 confirmed and 705 pending.

The ostensible strength of the economy, represented by US stock markets' impressive performance since Trump took office, means the implications of this administration's indifference may be slow to register. But they will emerge soon, and not only for investors.

政策制定基于证据可加强开发有效性¹

HUR Yoonsun²

2016 年，史上最高数额的政府开发援助（ODA）——约 1420 亿美元投入发展中国家，用于其教育、卫生、治理等领域，旨在促进发展中国家的经济增长³。韩国的政府开发援助在 2016 年创新高达 20 亿美元，实际增长率为 3.4%。自 1990 年以来，包括韩国在内的发达国家为发展中国家提供的开发援助金额持续增加。开发援助持续数十年以后，政府和民间社会均开始质疑开发援助的效果。这些巨额开发援助到底有什么作用？该援助是否高效且有效地促进了发展中国家的增长？如若没有，我们可以采取哪些措施来强化开发援助的效果？

开发援助的效果一直以来都是政策制定者与学者讨论的一个重要话题。为了评价其效果，人们运用了多种方法，如前后分析、成本效益分析等。部分学者还尝试估算开发援助对发展中国家经济指标的宏观经济效应。然而开发援助在发展中国家是否有效仍然具有很大的争议。之前一系列评价方法的弊端在于，其无法准确揭示是开发援助活动带来了相应的效果。同时，如果开发援助的效果是负面的，那么到底是援助项目中的哪些因素导致了这一结果也无从知晓。因此，上述方法对于之后的政策设计和开发有效性作用甚微。

在本世纪初的几年里，为了回应对援助有效性的批判，以科学的方式展现开发项目的实施效果，人们采用了基于结果的管理方法，努力提高开发合作项目的有效性。2011 年通过的《为促进有效开发合作的釜山宣言》强调了评价对于提供结果和加强开发有效性的重要性。各开发机构也开始严格评估单个开发合作项目对受益国的效果，以反映一系列开发合作项目的有效性。世界银行作为开发有效性的领先机构，积极采用了基于随机对照试验（RCT）的效果评价法来评估活动和效果之间的因果关系。美国、日本和英国最近也改革了评价体系，采用实验和

¹ 翻译：程六一；审校：肖柏高，原文选自 KIEP Opinions（2017 年 11 月 22 日）

² HUR Yoonsun，韩国对外经济政策研究院开发与合作组副研究员

³ 数据来源：经合组织（OECD）发展援助委员会（DAC）数据
（<http://www.oecd.org/development/stats/idsonline.htm>）。2017 年 11 月 1 日获得。

准实验法来科学地展现开发项目的实施效果。与之前的评价方法相比，严格的评价程序，比如效果评价可以更好地反映活动与效果之间的因果关系，并且揭示项目有效与否的原因。因此这些严格的评价方法常作为工具，用于问责、学习以及管理开发结果，并且最终成为国际社会基于证据制定政策的依据。

近来，韩国国内外对于基于证据制定政策以及加强开发有效性的呼声不断高涨。韩国自 2010 年加入经合组织（OECD）发展援助委员会（DAC）以来，一直致力于改革政府开发援助和评价体系，以提高开发援助的效率，增强其有效性。韩国政府开发援助的评价体系可分为两部分：综合评价和自我评价。自我评价由各执行机构管理，而综合评价由总理办公室对外开发合作委员会下属的评价委员会实施。在当前的体系中，各开发机构和部门根据综合评价体系的指导选择项目进行评价并且实行自我评价。大多数韩国政府开发援助项目的评价都是事后评价，想要揭示某项目与效果之间的因果关系则具有一定的局限性，因此对于将来的政策规划作用有限。

韩国应及时采用严格的评价方法，比如效果评价，通过基于证据的政策制定来加强开发的有效性。第一，要在利益相关方当中建立认识，即严格的评价方法非常重要。严格的评价方法通常代价高、耗时久，因此很难加入现有的评价体系之中。要想加强开发有效性，政府必须要说服各利益相关方支持评价体系的改革。第二，要有更系统的选择过程。最近各机构都是自主选择评价项目，通常针对项目的中间或者结尾部分进行评价。建立系统可评价的评估过程可以使上述机构选出的项目能够提供实质的证据，有助于政府做出关键的政策决策，比如扩大项目等。

这并不意味着要立即修改韩国政府开发援助的评价体系，对所有项目都采用效果评价法。从短期来看，可以考虑对小型创新项目实施效果评价法以加强评价能力。但是从中长期来看，必须建立战略评估和反馈机制来评价大型项目的效果，这种大型项目通常是具有重大影响的旗舰项目。这种战略性的政府开发援助评价体系将使政策制定基于证据，从而加强开发的有效性。

Evidence-based Policy Making to Enhance Development Effectiveness

HUR Yoonsun¹

In 2016 around USD 142 billion, the highest amount of ODA in history, went into developing countries to support their education, health, and governance, and ultimately to enhance the economic growth of developing countries.² Korea's development assistance achieved a new peak of USD 2 billion in 2016, a 3.4% increase in real terms from 2015. Thus the amount of development assistance provided to developing countries from developed countries including Korea has been continuously increasing since 1990. After several decades of development assistance, policymakers and the civil society are questioning the effect of development assistance. What results are these huge amounts of development assistance actually having? Does this assistance efficiently and effectively support the growth of developing countries? If not, what can we do to enhance the effect of development assistance?

The effect of development assistance has long been an important topic for policymakers and scholars. Various evaluation methodologies such as before-after analyses and cost-benefit analyses have been utilized to evaluate the effect of development activities. Some scholars have tried to measure the macroeconomic effect that development assistance has on the economic indicators of developing countries. But the question whether development assistance has been effective in developing countries still remains a controversial subject. The disadvantage of the former evaluation approach is that it does not exactly reveal whether the effect can be attributed to the development aid activity. Also, if the effect of development assistance is negative, it is impossible to know which factors in the project have contributed to this negative

¹ Ph.D., Associate Research Fellow, Development and Cooperation Team, Korea Institute for International Economic Policy.

² OECD DAC Statistics. (<http://www.oecd.org/development/stats/idsonline.htm>). Accessed November 1, 2017.

effect. Such evaluation methods were of little help in later policy design and development effectiveness.

In the early 2000s, an effort was made to improve the effectiveness of development cooperation projects through results-based management in order to respond to criticism surrounding the effectiveness of assistance and scientifically demonstrate the performance of development projects. The Busan Partnership for Effective Development Cooperation in 2011 emphasized the role of evaluation in providing results and enhancing development effectiveness. The development agencies have begun to demonstrate the effectiveness of development cooperation projects by rigorously assessing the impact of individual development cooperation projects on beneficiaries. The World Bank, as a leading agency for development effectiveness, actively adopted RCT (randomized controlled trial)-based impact evaluation methods to assess the causality between activity and impact. The US, Japan, and UK also recently reformed their evaluation systems to scientifically demonstrate the performance of development projects using experimental and quasi-experimental methodology. Compared to former evaluation methods, rigorous evaluation procedures that include, for instance, impact evaluation are better suited to reveal the causality between activity and impact and the reason why things are working or not. Thus these rigorous evaluation methods are used as a tool for accountability and learning, managing for development results, and eventually the input for evidence-based policy making in the international community.

Recently, the internal and external demands to adopt evidence-based policy making and enhance development effectiveness are increasing in Korea. Korea has been reforming its ODA and evaluation system to enhance the efficiency and effectiveness of its development assistance since its joining the OECD DAC in 2010. The evaluation system of Korea's ODA can be categorized into two parts: integrated evaluation and self-evaluation. Self-evaluation is managed by each executing agency, while integrated evaluation is conducted by the sub-committee for evaluation under the

CIDC of Prime Minister's Office. Under the current system, each development agency and ministry selects the project to evaluate and conducts self-evaluation, in accordance with guidelines from the integrated evaluation system. Most evaluation for Korea's ODA projects focuses on ex-post evaluation which is limited when it comes to revealing the causality between project and effect, and thus makes but limited contribution to future policy planning.

It is time for Korea to adopt rigorous evaluation, such as impact evaluation, to enhance development effectiveness through evidence-based policy making. The first step for that would be to build knowledge about the importance of rigid evaluation among stakeholders. Rigid evaluation is often costly and time-consuming, making it difficult to incorporate into the current evaluation system of Korea's ODA. It will be necessary to persuade various stakeholders to support the reform of the evaluation system to enhance development effectiveness. Second, more systematic selection process is needed. Currently each agency autonomously selects the project they evaluate, mostly toward the middle or end of the project. Building a systematic evaluability-assessment process will help these agencies select the projects which can provide substantial evidence to key policy decision such as scaling up the project.

It is not to say to immediately revise Korea's ODA evaluation system and conduct an impact evaluation on all aid projects. In the short term, it is considered to implement the impact evaluation of small and innovative project to strengthen the capacity of the evaluation. In the mid-to-long term, however, a strategic assessment and feedback process should be set up to evaluate the impact of a large project that is a flagship initiative with influential result. This strategic ODA evaluation system will contribute to evidence-based policy making and enhance development effectiveness in the future.



系列二十七：人民币债券在岸市场开放的机遇与挑战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》第五章。

中国债券市场从上个世纪八十年代起步，与中国经济改革开放同步飞速发展，到今天取得的成绩和进步是惊人的。以国家为标准，中国的债券市场已经是世界第三，亚洲第二，尤其是公司信用债达到世界第二的规模。中国债券市场的发展也促进了整个金融体系的完善，为经济增长的可持续性提供有力保障。债券市场是最早实现利率市场定价的金融市场，同股票市场一样，债券市场成为经济的晴雨表，为宏观经济政策制定和调控提供重要依据；债券市场的发展也有效地降低社会融资成本，为实体经济提供长期和稳定的资金支持；债券市场还在中国经济金融体制的深化改革中发挥重要的工具作用，例如在上个世纪末中国银行体系消化巨额不良贷款的改革中，财政部就曾经利用发行特别国债补充银行资本金，帮助中国银行体系恢复健康状态。

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

人民币债券市场对于海外投资者具有巨大的吸引力。首先，中国目前稳居全球第二大经济体，其经济仍在以一个相对较快的速度持续发展。对于海外投资者而言，无论是从分散风险还是从追求更高收益角度，未来增加对于人民币资产的投资都是必然选择。人民币债券作为各类人民币资产中的“安全资产”类别，理应最受海外投资者关注。更何况人民币在岸市场长期处于不对外开放状态，海外投资者对其累积已久的需求，必然会在未来在岸债券市场开放的一段时间内带来爆发式的增长。

其次，在全球经济进入新常态，发达国家普遍实行超宽松的货币政策之时，很多发达国家的高等级债券都呈现出负利率的状态。而人民币债券在收益率方面仍能提供较高回报，通货膨胀情况也长期保持稳定，这些都是吸引境外投资者的优势所在。

最后，最近几年人民币国际化的进程为人民币债券资产增加新的吸引力。从2009年以来推行人民币对外贸易结算令海外市场积累大量的海外人民币，必然会通过各种形式回流至在岸市场，进入在岸人民币市场是重要选择之一。人民币国际化进程也在不断提高人民币作为国际储备货币的可能性，多国货币当局已经将人民币纳入自身的外汇储备；特别是在人民币加入国际货币基金组织的特别提款权之后，人民币作为国际储备货币的吸引力进一步加强。鉴于外汇储备对于流动性和安全性具有更高要求，人民币债券市场的开放必然会带来更多来自海外央行和主权基金的投资。

中国经济尽管在规模方面已经举世瞩目，但是中国债券市场本身仍处于发展成长阶段，其整体市场环境还有极大地待改善空间。中国债券市场上还存在诸多扭曲，它们不仅阻碍债券市场的对外开放和及其相关的人民币国际化进程，而且严重制约债券市场充分发挥风险定价和资源配置功能。

优化货币政策执行框架，增进债券市场流动性。一个成熟的债券市场也是传导中央银行货币政策的重要载体，债券交易价格形成的收益率曲线是经济体内各种金融产品重要的定价标准，帮助金融系统形成完整的资金价格体系。很多国家，特别是发达经济体的货币政策实施是通过在其债券市场中进行公开市场操作实现的。



运作良好的债券市场需要良好的流动性支撑。对于债券市场而言，流动性代表当卖出债券变现时遭受损失的大小，市场的流动性代表变现能力的强弱。在一个流动性好的市场里，一个债券投资者可以迅速将手中持有的债券变现，而无需承担太多损失。然而我国债券市场的流动性仍与成熟市场存在较大差异。以流动性最好的国债为例，2016 年中国国债换手率（二级现货市场交易量除以债券余额）仅为 1.3 倍，远低于发达国家成熟市场国债换手率（一般在 15 倍以上，如美国 36、加拿大 19、英国 17、日本 16）。

需要指出的是，货币政策执行框架与债券市场的发展并非只是单向联系。一个运行良好的债券市场自然可以帮助货币政策的顺利传导，在这个意义上讲，债券市场的发展是货币政策传导的先决条件。但是在现实中，货币政策执行框架的优化也会为债券市场的发展和进一步对外开放奠定良好基础。

我国债券市场（特别是银行间市场）换手率较低和流动性相对较差的问题与其投资者结构有关：银行间市场的主要债券交易者商业银行，它们倾向于将手中的债券持有到期，而不是频繁地进行交易。如此导致银行间市场的债券交易不旺盛，影响整个市场流动性，这容易挫伤海外投资者市场参与热情。

我们认为，上述问题与当前中国货币政策框架的有着密切关系。在目前货币政策框架下，短期货币市场利率在理论上不是中央银行的控制目标，中央银行的公开市场操作也并不频繁。这就是说，中央银行并不主要通过公开市场操作满足商业银行的短期流动性需求，而是引导商业银行通过包括货币市场在内的债券市场来满足相互的短期流动性需求。结果造成商业银行在债券市场的行为具有高度同质性，即当一家银行需要融入流动性的时候，通常其它银行也需要流动性，这会放大短期市场利率的波动。

例如，在 2012 年 1 月-2015 年 6 月间，中国隔夜 SHIBOR 的波幅是美元、日韩币和印度卢比隔夜利率的波幅是约 2-4 倍。过分波动的短期市场利率令银行不愿频繁参与债券交易，而更愿意将债券持有到期，因为参与债券交易可能会因短期市场利率的波动对自身损益和资本产生不利影响，而持有到期则无需担心短期市场利率变化。

我们建议央行应当加快完善货币政策框架，使之与日益市场化的利率体系相适应。特别是未来应当多使用价格工具进行货币政策的调控，降低短期利率的波动性，进而建立比较稳定和完备的市场收益率期限结构曲线。加快利率走廊制度的建设，逐步将某种短期利率打造市场接受的政策利率，最终替代目前央行仍以存贷款利率为基准利率的实践。

当短期利率更为稳定、市场收益率期限结构曲线更加完备之后，商业银行在债券市场上的交易活跃性会大大增强。目前债券市场换手率低和流动性不足的问题都可以得到缓解，从而进一步激发市场上其他参与者以及新参与者的交易兴趣。

发挥财政部门作用，重视国债的金融功能。中国以间接融资为主的金融体系，因此金融资产分布主要集中在存款机构，商业银行持债比重相对较高。建议通过完善和优化货币政策框架以向债券市场参与者提供激励机制，吸引新的交易者加入市场，最终提高债券市场流动性。

首先，政部门可以完善国债发行结构，增加短期期限的国债供给。与美国、英国、日本和澳大利亚等国家相比，我国 2 年以内的短期国债年度发行次数仅为美国的十分之一。过去财政部对国债的发行更注重其财政功能，而对其金融功能重视不足。

由于短期限国债发行量相对较低，导致央行难以充分利用短期国债进行公开市场操作，事实上对市场流动性有负面影响。财政部门通过有意识地增长短期限国债发行量，可以活跃短期限国债的市场交易，从而增加市场的流动性。

其次，应当进一步完善国债二级市场的做市商制度。在债券市场中，做市商在同时向买方和卖方提供报价，事实上是市场流动性的主要提供者。目前，银行间债券市场的做市商共计 25 家，它们包括大中型商业银行、外资银行和证券公司。但是，在目前的情况下，做市商只能通过自己持有的债券或是从其他做市商购买的债券来满足做市要求，向买卖双方报价。如果做市商自身持货不足，则可能导致一笔交易需要更长时间完成（因为做市商需要更多时间在市场上买入该种债券），同时一笔交易可能会在市场上引发多笔交易发生，也会放大交易量对价格的影响。

针对这样的情况，我们建议财政部门可以建立专门的机制，对做市商提供流动性支持。即当做市商需要某些国债时，设立的专门机制可以通过国债增发提供



流动性。同时,也可以考虑将二级市场做市商和一级市场交易商的资格进行捆绑,提高国债承销团对于市场做市的积极性。

最后,还应完善国债的税收政策。目前的所得税制度下,国债利息是免税的,但是一旦卖出,其投资收益需要交税。在这种情况下,银行一旦购入国债,就会存在更强的倾向将其持有到期,不利于整个市场流动性。事实上,随着中国经济的发展壮大,国债利息收入免税政策似乎已经失去现实意义。我们建议在适当的时候,取消国债利息收入免税政策,增加国债市场流动性。

建立统一监管框架,增加市场间互联互通。由于历史发展原因,我国债券市场的监管体系目前处于多头监管并行的状态。按市场分类,银行间债券市场和商业银行柜台市场由中国人民银行进行全面监管;而交易所债券市场由证监会进行全面监管。按照债券发行类别,国债发行由国务院批准,由财政部监管;地方政府债券由国务院批准额度;金融债券、短期融资券均由人民银行监管;企业债、公司债、中期票据虽然具有相同属性,但是分别由发改委、证监会、人民银行监管。

多头监管给债券市场发展带来一系列的问题,例如监管分工边界模糊,导致监管重叠问题,不同监管者的监管标准不一可能造成监管套利情况。多头监管还可能导致不同监管者之间的相互竞争,放大债券市场分割的弊端,不利于债券市场的长远发展。

银行间市场与交易所市场的分割是历史发展的沿革,事实上在过去的十年里,很多非银行金融机构都取得在两个债券市场内交易的资格,从而加强两个市场的连通性,改善市场分割可能造成的问题。但是,多头监管的存在可能会导致各个监管部门之间的相互竞争,极力扩张自己监管的市场或子市场,进而导致为吸引新的参与者而降低监管标准。特别是在我国经济金融新常态阶段,债券市场的信用风险相应增大,出现违约应当视为正常情况。这些违约案例其实可以提高市场参与者的警惕,促进他们在新情况对信用风险进行有效定价。但是,如果市场或子市场的监管者处于自身考虑,不希望在自己的监管范围内出现过多违约而影响发展,可能会采取相应的措施避免或延缓违约的发生。这其实会加强市场对于刚性兑付的预期,损害债券市场通过优胜劣汰机制配置资源的功能。

我们建议应当逐步改变债券市场多头监管并行的现状，建立统一的债券市场监管框架，提高监管效率。加快建立统一互联的债券托管体系，推动场内、场外两个市场的共同发展。实现债券在银行间和交易所市场的自由转托管，消除交易场所分割导致的流动性和投资者偏好的差异，使更多投资者参与到债券的交易当中。

丰富风险管理工具，发展债券衍生品市场。除了对债券市场流动性有较高要求之外，海外投资人还对债券投资组合的风险管理极为重视。为增强债券市场对境外投资者吸引力，发展一个具有丰富产品选择的债券衍生品市场必不可少。

当海外投资者进入在岸市场债券投资，他们面临的主要投资风险可以分为三类：利率风险、信用风险和汇率风险。其中利率衍生品市场可以为投资人管理利率风险提供重要工具。在交易所债券市场上，2013年交易所重新引入国债利率期货。但是目前国债利率期货仍未向银行间市场开放。国债作为海外投资者最为青睐的投资工具，其期货衍生品不能在银行间市场交易加大了海外投资者管理利率风险的难度，不利于吸引新的海外投资者或是现有海外投资者的扩大投资。我们建议应当在加强监管的条件下，将国债利率期货这一重要衍生品引入银行间市场，从而令海外投资者可以更有效率地管理自身利率风险，最终吸引海外投资者更加活跃地参与债券市场交易。

在信用衍生品市场的发展方面，我国的发展步伐与发达国家相比较为缓慢。几年前我国引入信用风险缓释凭证（CRM），但是由于过去信用债市场存在隐性的刚性兑付，严重妨碍信用风险溢价的市场发现功能，从而影响参与者交易兴趣，导致CRM市场发展缓慢。同时，我国参与信用风险缓释凭证（CRM）交易的只有少数银行，这也是信用衍生品市场发展缓慢的重要原因。

针对上述情况，我们建议积极打破债券市场存在的不合理刚性兑付，利用市场发现信用风险溢价；积极丰富和发展近期引入的信用违约互换（CDS）市场，为债券市场投资者提供更多的信用风险管理工具；最后，还要在审慎监管的基础上扩大信用衍生工具交易主体范围，令商业银行之外的其他主体（包括企业部门以及非银行金融机构）也都可以通过涉足信用衍生品市场来管理投资信用风险。

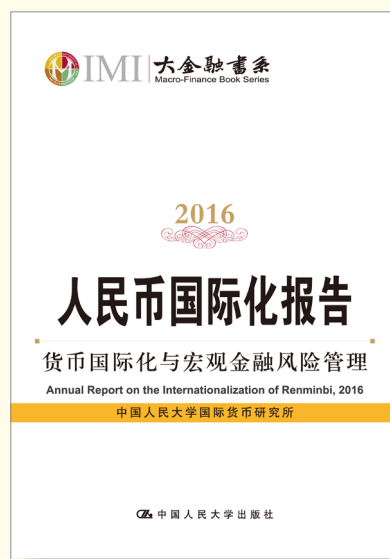
与在岸投资者不同，海外投资者对于汇率风险及其敏感，因此他们对于参与外汇市场交易管理自身汇率风险有着迫切的需求。目前外汇管理当局已经逐步允



许各类境外投资者通过其结算代理人进行外汇衍生品业务，满足他们利用外汇衍生工具管理汇率风险的要求。这种安排对于境外机构而言便利程度仍有所限制，未来应当在条件允许的情况下，适当允许境外机构投资者直接参与国内市场外汇衍生品交易。

《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2月12日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载