

【本期推荐】

IMI锐评 | 中非合作展现美好前景

【“改革”专题】

赵昌文：改革、垄断、行业周期与国有企业绩效

吴念鲁：审视中国外汇领域的变化与政策走向

谢伏瞻：人民币汇率形成机制改革：进程、成效和经验

熊园：新个税法影响和未来税改展望

【海外之声】

Robert Dohner：中国政府不会把人民币“当武器”

Simon Lester：特朗普斥数十亿税款为他造成的问题善后

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	张之骧	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：李虹含

编委：安 然 朱霜霜 魏 唯

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：杨章轶

美术编辑：张耘峒

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 锐评 | 中非合作展现美好前景

中非合作是多层次、多元的双赢选择

国际货币基金组织非洲部主任阿贝贝·塞拉西在接受央视记者采访时指出，中非合作论坛是对过去 18 年，中非两国深化合作的肯定，在过去的 18 年里，中国已成为大多数撒哈拉以南，非洲国家的最大贸易伙伴。不仅如此，对于非洲来说，中国也拥有重要的理念和发展实践，就这一点来说，中非合作还有很大潜力。

在西方媒体中有一种对于中非关系理解过于狭隘的趋势，中国与非洲之间的合作，是多层次、多元的，对中非来说是双赢的选择，非洲国家可以从中国的发展中学习到很多经验。中非关系的发展使非洲受益，让中国也受益，非洲是中国大量大宗商品的重要来源国，也是中国企业的重要市场，随着中非关系的不断深化和调整，这一定是个双赢的局面。

金融支持在中非产能合作中发挥了基础性推动作用

中非产能合作基金执行董事韩红梅在《中国金融》杂志撰文指出，中非产能合作契合非洲人民发展需要，金融支持发挥了基础性推动作用。近年来，中非金融合作取得实际成效。中国已成为非洲第一大贸易伙伴国、第一大投资国和第一大基础设施融资来源国，2017 年中非进出口总额为 1700 亿美元。中国是非洲基础设施建设最大的融资者，占到融资总额的 30% 以上。中国对非洲的非金融类直接投资存量超过 400 亿美元，超过 1 万家中国企业布局非洲，积极参建有利于所在国国计民生的基础设施项目，创造了 30 多万个就业岗位，三分之二以上的企业为当地员工提供技能培训。同时，中非金融合作形式推陈出新。除传统“工程承包+两优贷款和商业贷款”模式外，近年来中非合作融资方式不断创新丰富，通过更多股权投资，在不加重非洲国家债务负担情况下提供了更好的金融支持。

中非产能合作基金成立两年多以来，已累计出资项目 11 个，实际投资额超过 12 亿美元，支持了上百亿美元的中非合作项目落地。在此过程中，基金逐步

探索形成了自有的发展战略、投资模式、风险管理措施和人才激励机制,旨在增强对非投资市场信心,凝聚中非合作各方力量,推动基金稳健发展。

非洲国家与中国互惠互利

塞拉利昂总统朱利叶斯·马达·比奥在接受《国际金融报》记者采访时指出,中非合作论坛将大家聚集在一起,目的是为了人民,为人民服务,想要取得进步,中非之间是命运共同体。塞拉利昂希望更多融入国际社会,这不可能凭一己之力实现,中国同样也是,只有共同努力才能取得成功。对于一些西方媒体提出的新殖民主义,比奥认为,“如果是这样,我们不会参与其中。非洲国家不是傻瓜,我们知道要把非洲大陆和自己国家带向哪里,我们旨在打造双赢的关系。我知道我希望将塞拉利昂带到哪里,其他非洲国家领导人也同样如此。我们与中国,互惠互利。

中非合作论坛标志着中非关系跨入新时代

IMI 研究员甄新伟指出,9月3日至4日,第七届中非合作论坛成功在北京举行,论坛北京峰会取得的重要成果标志着中非关系以及中非合作将跨入新时代,具有标志性历史意义。

一是共同绘就中非全面合作发展“新蓝图”。北京峰会通过了《关于构建更加紧密的中非命运共同体的北京宣言》和《中非合作论坛北京行动计划 2019-2021 年》,成为中国与非洲国家新时代构建更加紧密命运共同体的纲领性文件。

二是积极实现非洲各国发展诉求与中非合作总体战略充分对接。北京峰会把中非共建“一带一路”以及《联合国 2030 年可持续发展议程》、非盟《2063 年议程》等宏观发展纲领与非洲各国自身特点与内在发展诉求紧密结合,积极助推中非合作向更高质量、更高水平发展。

三是“八大行动”成为中非合作的重要执行方案。北京峰会提出“八大行动”,涵盖产业促进、设施联通、贸易便利、绿色发展、能力建设、健康卫生、人文交流、和平安全等八大方面,将成为未来中非合作重点领域和关键环节,为中非合作注入蓬勃生机与活力。



关于 600 亿美元的解读

IMI 副研究员朱玉庚指出，本次中非论坛上中国政府向非洲派发的 600 亿美元大礼包中的资金支持分为四种类型。按照资金性质属于股权还是债权，可以分为两大类：信贷资金和投资资金。前三种属于具有融资性质的信贷资金，即中国资金方对非洲的债权。第四种则属于中国企业对非洲的股权投资。具体而言：第一种，150 亿美元是无偿援助、无息贷款和优惠贷款；第二种，200 亿美元是信贷资金额度；第三种，150 亿美元是专项资金，分别为中非开发性金融和自非洲进口贸易融资，可以理解是为本次中非论坛专项派发的大礼包；第四种，100 亿美元并非信贷资金，而属于中国企业的对外投资。

毋庸置疑，这 600 亿美元不是白给的！例如，近日，南太平洋岛国汤加首相兼外长波西瓦就曾提出一个诉求，想让中国政府免除中国进出口银行对它的 1.17 亿美元贷款，即“主权债务减免”。中国政府对外提供的援助贷款主要包括无息贷款和优惠贷款，其中优惠贷款是通过政策性银行——中国进出口银行来具体管理的，包括贷款的发放和本息回收等。本次中非论坛上中国政府拟对非洲提供的第一种类型 150 亿美元资金便是对外援助性质的，包括无偿援助、无息贷款和优惠贷款。但是，这 150 亿美元对外援助，就一定能够减免吗？当然不是。比如，汤加政府要求减免的债务，系中国进出口银行为其提供的优惠贷款。一般而言，按照国际惯例和外援政策，中国的债务减免只针对最不发达国家，且只针对无息贷款。因此，汤加政府欠中国进出口银行的优惠贷款不在减免范围内。

除了第一种对外援助外，另外三种类型的总计 450 亿美元，就更不存在纳税人所顾虑的问题了。比如，第二种类型的 200 亿美元信贷资金额度，在四种资金中规模最大，属于纯商业性质的信贷资金。此类信贷资金中，即便是“主权信用贷款”，也不必担心债务减免问题。“主权信用贷款”是什么？具体而言，中国的商业银行在支持中国“走出去”企业开展的很多境外项目中，可直接向东道国政府提供“主权信用贷款”，比如某国财政部直接向我国商业银行申请主权信用贷款，贷款资金用于中国“走出去”企业为该国实施的基础设施建设项目。特别是“一带一路”倡议提出以来，中国的商业银行积极开展出口买方信贷业务，很多出口买方信贷融资协议的借款人便是境外主权国家的政府。这种主权信用贷款

的利率，由借贷双方按照市场原则商定，通常要高于上述具有援助性质的无息贷款和优惠贷款。这种商业性质的贷款，日益成为中国银行界支持“一带一路”项目的主流模式。既然是市场行为，那便是“有借有还、再借不难”。

同样，第三类 150 亿美元专项资金，就更不是中方白给的，而是中非双方广泛合作的“开发性金融”。2018 年 9 月 5 日，中国的官方开发性金融机构——国家开发银行联合非洲的 16 家银行成立了“中非银联体”，并在京签署了《中非金融合作银联体成立协议》，标志着中国与非洲间首个多边金融合作机制成立。此举被认为是金融界落实中非论坛北京峰会的重要成果，对未来非洲的开发建设，提供融资支持。

至于第四类，未来 3 年，中国企业将陆续赴非洲开展 100 亿美元投资，显然就更不是白给的。众所周知，债权融资属于“欠债还钱、天经地义”，但是股权投资属于“投资有风险、风险须自担”，100 亿美元本来就属于中国企业的股权资金。近年来，中国企业“走出去”步伐明显加快。特别是随着“一带一路”倡议的稳步推进，“走出去”项目已经从简单的货物出口、工程承包，演变成“对外投资”带动对外工程承包，资金、商品、服务、技术等“一揽子”走出去的复合型对外开放新局面。中国企业“对外投资”趋于理性和成熟，对投资项目的评估也更加关注经济可行性，更加重视对东道国社会、环境等诸多方面的影响。中国企业作为投资方，与非洲东道国一道，共同参与当地的项目建设和后续运营，提升非洲人民福祉，充分体现了中国作为负责任大国的态度。

综上，600 亿美元资金绝不是单方面的，堪称“中非双方合作”之举。其中，仅第一类中的一部分资金，因具有对外援助性质，且仅当援助对象为“重债穷国”时，才会适度进行债务减免。

非洲将成为中国金融科技下一个投资的沃土

IMI 研究员李虹含认为，中国网贷行业乃至整个金融科技的前景不仅在于国内，更在于海外。目前很多国家和地区融资难的情况相比中国更为严重，因此当地金融科技的需求实际上更为巨大，这为中国金融科技出海创造了有利条件。同时，中国金融科技在国内发展良好，别国看到我们的规范、领先与成功之处，自



然愿意大加引进。以移动支付出海来看，这是相当成功的经验。而网贷行业进行借鉴也自无不可。

以非洲为例，有数据显示，整个非洲大陆有超过 3.3 亿的青年未能便捷地接触传统金融机构和享受金融服务。因此非洲的金融科技发展态势十分火热。2017 年外媒 Disrupt-Africa 发布了一份关于非洲金融科技生态系统的报告，指出有超过 300 家金融科技初创公司活跃在整个非洲大陆，截止当时获得了超过九千万美元来自全球的融资，占据非洲市场投资额的 30%，并且这个数字还在持续增长中。值得注意的是，有统计显示，非洲的金融科技做支付与借贷是最为火热的。当下中国与非洲的之间的合作越来越广泛而深入，金融也是重要的合作领域之一。特别是随着“一带一路”倡议的推进，想必在不远的未来，非洲也将成为中国金融科技下一个投资的沃土，布局的重镇。

改革、垄断、行业周期与国有企业绩效 基于 1998—2007 年中国国有工业企业的实证分析

赵昌文¹

引言

国有企业改革一直是中国经济改革与发展的核心问题之一，针对一段时期以来国有企业效益改善的原因，有两种截然相反的观点。肯定性的观点认为，改革改善了国有企业效益（王勇，2012；《人民日报》《光明日报》等，2012、2013）。批评性的观点认为，国有企业的垄断地位（Li et al., 2012）、低要素成本（世界银行，2012）和外部的宏观经济景气提升，特别是重化工业景气周期（张文魁，2013）带来了国有企业效益改善。因此，争议集中在一段时期以来国有企业绩效改善的原因是什么，是改革、垄断抑或行业周期。

当前，新一轮国资国企改革正处于关键时期，正确认识已经发生的改革及其成效，对深化认识改革的路径、重点具有重要的借鉴价值。解决存在的争议需要机遇大规模数据样本的实证分析，以此来准确识别国有企业绩效的影响因素和具体效果。然而，以往文献或者分析各种因素对国有企业某些绩效的影响，或者探讨某些因素对国有企业各种绩效的影响，都没有全面系统地考察改革、垄断和行业周期等各种因素对国有企业各种绩效的影响，也没有系统地量化研究这些因素在影响国有企业各种绩效时的相对重要性。这一方面造成了学术讨论中一些各执一词的无谓争论，另一方面也干扰了政策制定者对国有企业进一步对国有企业进一步改革主要方向的把握。

本文详细阐述了改革、垄断和行业周期等各种因素对中国国有企业各种绩效的影响，并量化分析了这些因素在解释国有企业各种绩效时的相对重要性，从而弥补了已有研究的不足。本文首先总结之前的研究，从生产效率指标和财务效益指标两个维度度量国有企业的绩效，每一维度下又分别包括四个集体制表，共计

¹ 赵昌文，中国人民大学国际货币研究所学术委员，国务院发展研究中心产业经济研究部部长



八个绩效指标；同时针对当前国有企业争论的焦点问题，提炼出了影响国有企业绩效的三个主要方面的因素，即改革、垄断和行业周期，每个方面的因素又采取多个指标来反映；在回归分析的基础上采用 Shapley and Owen 拟合优度分解 (Shapley and Owen Decomposition of R-squared) 方法 (Huettner & Sunder, 2012)，将各个因素对国有企业绩效的影响进行分解，得到了这些影响的相对大小。

实证结果现实，改革对国有企业绩效提升有促进作用，垄断和行业周期景气对国有企业绩效也有较大影响。从因素分解的结果看，对于国有企业效率的影响，改革占 6.8%，垄断占 7%，行业周期占 44.45%；对于国有企业财务业绩的影响，改革占 19.87%，垄断占 4.21%，行业周期占 18.85%。

本文结构如下：第二部分阐述了国有企业绩效分析的理论框架，第三部分介绍了主要测量指标，第四部分给出了数据样本与统计结果，第五部分讨论了模型设定并报告了实证结果，第六部分给出了因素分解的方法与结果，第七部分是主要结论与政策建议。

理论框架与主要解释变量

当前深化国资国企改革中，一个始终绕不开的问题是，如何解释 1998-2007 年的国有企业绩效的大幅提升。应该说，此期间同时发生了很多影响国有企业绩效的重要事件。第一，史无前例的大规模国有企业改革，大量国有企业被“关、停、并、转”，大批国有企业职工下岗，国有企业在总体经济中的份额大幅减少，对企业领导人和员工实行多种管理上的改革与激励机制。第二，全方位的市场化改革，对内放松管制，允许个体、私营以及多种所有制企业的发展，对外扩大开放，加入世界贸易组织，降低关税，降低外资进入壁垒标准，增强了经济活力，也对国有企业造成巨大竞争压力。第三，中国经历了一个长达十几年的，以大规模投资拉动的经济增长周期，许多深处重工业化的国有企业在这一周期中自然也获得了前所未有的发展机会。可是，这些事件对国有企业绩效到底有无影响以及有多大的影响？对此问题的回答，将有助于提升我们对国有企业绩效改善原因的理解，同时也有助于对当前国有企业面临的新困难的先验判断，并对进一步的国

有企业改革有着重要的借鉴意义。为此，我们从理论上将这些影响分为改革、垄断和行业周期三大类因素，作为主要分析对象。

2.1 改革因素

过去十多年来，国有企业改革主要集中在产权和管理制度两个方面，本文主要采用三个指标来反映这两个方面的改革。

产权：国有企业的国有产权一直被“产权论”的学者所诟病（Kornai, 1992; Shleifer & Vishny, 1994），并将国有企业绩效差归因于其国有产权性质及所引发的委托代理问题、政策性负担或软预算约束。国有股权比重越大的国有企业绩效会更差（刘小玄，2003；刘小玄，2004；胡一帆等，2006；白重恩等，2006；杨记军等，2010）。我们使用企业中的国有股权比重来刻画产权情况。

中央企业：通常中央企业能够获得更多的中央政府的政策支持，如全国范围内更多的市场准入、专营权、进口配额等优惠政策，乃至更多的政府主导的兼并重组机会等。所以，中央企业理应有更好的绩效。另外，也有研究表明，中央企业的集团控股可能通过缓解委托代理问题而获得绩效改善(武常岐、钱婷，2011)。我们使用国有企业是否隶属于中央政府的虚拟变量来体现中央企业信息。

劳动力成本：已有研究发现，国有企业倾向于雇佣更多劳动力(曾庆生、陈信元，2006)，并且支付更高的报酬(陆正飞等，2012)。但是，这种高工资与高福利到底会不会改善国有企业绩效，却没有定论。尽管高工资和高福利能够为国有企业员工提供更强的经济激励，但是如果这种激励与企业绩效的关联度较低，特别是考虑到国有企业的工资、福利制度的市场化水平低于其他类型企业，甚至存在着工资和福利过高的现象，那么较高的劳动力成本反而可能会损害国有企业绩效。我们使用国有企业工资与福利之和与其增加值之比来测量劳动力成本。

2.2 垄断因素

随着经济体制改革的逐步深入，政府对市场管制的不断放松，以及中国对外开放规模与程度不断加深，国有企业面临着越来越大的国内外市场竞争压力。同时，部分行业仍然存在着不同程度的市场准入限制与管制。有学者将国有企业在20世纪80年代初的效率提升归功于市场竞争(Li, 1997)，而另外一些学者则发现市场竞争会降低各种企业的绩效(Zhang et al., 2001)。最近，很多研究都将国有企业的成功归因于其处于垄断行业或者占据了垄断地位(刘小玄，2003 刘瑞明、



石磊 2011)。我们使用行业集中度来测量国有企业所属行业的垄断程度，并且用企业所占市场份额测量国有企业在其所属行业中的市场地位，通过以上两个变量来考察国内市场竞争对国有企业绩效的影响。

对外开放一方面给国有企业带来新的市场机会，同时也带来了更大的市场竞争压力。我们使用四个指标测量国有企业面临的外部竞争，分别是国有企业所在行业的进口竞争、国有企业进口比例、国有企业出口以及国有企业所在行业的外资竞争情况。

进口竞争:已有研究发现，贸易自由化对企业的效率有提升作用(余淼杰，2010)。但是，国有企业在对外开放的过程中受到了进口产品的挤压，市场占有率会下降，相应的生产规模与定价能力也会下降，所以会表现出较差的绩效。我们使用进口渗透率，即国有企业所在行业的产品进口额占行业销售额的百分比来测量进口给国有企业带来的竞争压力。

参与进口:有研究发现企业生产经营过程中的进口行为有助于提升绩效(陈勇兵等，2012)。部分国有企业也有进口行为，从逻辑上讲进口对国有企业绩效的影响可能是正面的。我们使用国有企业进口额与总资产之比来测量国有企业参与进口的程度。

参与出口:部分国有企业也参与了出口。根据最新贸易理论研究的结论(Melitz, 2003)以及其他国家的经验(Bernard & Jensen, 1999、2004; Wagner, 2007、2011)，出口企业的效率应该比非出口企业更高，但中国出口企业的生产率水平反而比非出口企业的生产率水平低(李春顶等，2009、2010; Lu, 2010; Lu & Tao 2010)。国有企业是否也是如此?出口对国有企业绩效的影响如何?我们使用国有企业出口额占全部销售额之比来测量国有企业参与出口的程度。

外资企业竞争: 外资企业在中国投资设厂，会有两种不同的效应。一方面，正向的外溢效应，也就是外资带来的先进技术、管理经验等有助于提升本地企业的绩效；另一方面，外资企业也会直接与同行业的国有企业在产品、原料、劳动力等市场中竞争，就其对国有企业绩效的影响而言，会有与进口产品类似的负面效应。已有研究中，负面效应的证据较多(Aitken & Harrison, 1999; 蒋殿春、张

宇, 2008), 外资对国有企业的影响更为负面(路江涌, 2008)。我们使用国有企业所在行业外资企业的市场份额来测量国有企业面临的外资竞争压力。

2.3 行业周期因素

由于历史原因, 国有企业大部分都分布于重化工业, 而中国过去刚好经历了一个长达十几年的以投资拉动的经济增长周期, 这对于国有企业自然有利, 但也意味着, 随着经济发展进入“新常态”, 特别是从高速增长阶段转向高质量发展阶段, 这个有利因素可能会变成不利因素。我们主要使用两个指标来测量这一方面的因素。

重化工业: 对于部分国有企业的良好绩效表现, 有学者认为是其所处的重化工业在过去一些年处于黄金发展期, 进而使其绩效提升(张文魁, 2013)。但是, 相关文献对重化工业的界定都比较模糊。我们主观上将一些需要大量资本投入的重工业和化学工业的行业都界定为重化工业, 并构造了重化工业虚拟变量。

产业: 已有研究发现, 产业结构的调整也会造成企业生产效率的变化(王德文等, 2004)。实际上, 统一产业链上下游环节的调整也会造成企业生产效率的变化。为了测量产业的异质性, 我们引入国标 2 位产业代码的产业虚拟变量。

主要结论与政策建议

针对关于一段时期以来国有企业绩效改善原因的争论, 本文实证考察了改革、垄断和行业周期三类因素对国有企业效率和效益两大类绩效的影响, 并通过因素分解得到了三类因素影响的具体占比情况。

回归结果显示: 就改革因素而言, 国有股权比重低的国有企业绩效更好; 中央企业比地方国有企业的生产效率更高, 但财务效益无显著差异; 劳动力成本低的国有企业绩效更好。就垄断因素而言, 所在行业集中度高的国有企业绩效更好; 垄断性国有企业绩效更好; 但行业进口渗透率对国有企业绩效影响主要是不显著的; 进口比例高的国有企业生产效率更高, 但财务效益没有明显差异; 出口对国有企业绩效的影响主要是负面的, 外资竞争压力小的国有企业生产效率更高, 但财务效益无显著差异。就行业周期因素而言, 重化工行业的国有企业绩效更好。进一步的因素分解发现, 改革、垄断和行业周期等因素对国有企业效率及财务效



益的影响程度不同。以包含了企业进口的样本为例，按各因素的重要性排序，具体为：行业周期因素分别为 44.45% 和 18.85%；垄断因素分别为 7% 和 421%；改革因素分别为 6.8% 和 19.87%。

为此，我们提出如下政策建议。

首先，国有股权比重对企业绩效普遍有负面效应，在保证关系国家安全和国计民生的战略性产业领域国有资本居于绝对主导地位的前提下，一般竞争性领域应该以盘活国有资本存量、引导社会资本投资、培育真正的市场主体为目标深化改革。在明确分类管理的基础上，大多数领域中的国有企业要完全实现公司化和股权多元化，国有上市公司要以总体上减少股权比重为方向优化股权结构和治理结构。

其次，处于垄断性行业领域的国有企业不仅有较高的财务绩效，也有较高的效率绩效。我们在分析这些国有企业绩效的时候，应该全面评估其来源，到底是主要来自其垄断地位，还是由于具有某种规模经济优势，并据此制定相应的政策。而且，要坚定不移地推进垄断行业改革，把行业改革与企业改革相结合。

再次，对外贸易和引进外资对国有企业绩效有负面影响，但影响都非常小，而对外开放带来的整体国家利益很大。应该继续扩大对外开放，构建对外开放新体制，国有企业应选择与自身优势和能力相适应的全球化实现方式，进一步提升国际化产业整合能力和资源配置能力，不断提升国有企业在全球产业分工和价值链中的地位。

最后，行业周期因素对国有企业 1998-2007 年的绩效表现影响非常大，这一阶段国有企业绩效的改善在很大程度上要归功于投资拉动的经济增长方式。在转向高质量发展阶段后，国有企业必须把创新作为提升效率和效益的根本因素，不断提高劳动生产率、资本利润率和全要素生产率。此外，要适应全球产业转移的规律，利用好“一带一路”的重大机遇，在控制好风险的前提下，加大在沿线国家的投资和市场合作。

审视中国外汇领域的变化与政策走向

吴念鲁¹

一、中国外汇领域出现的重大转变

（一）从统一集中的外汇结售汇制度向意愿结售汇制度转变

中国作为发展中国家，曾经面临着储蓄缺口和外汇缺口两大困境。“双缺口”严重地制约着中国的经济发展。这时外汇管理的主要目标就是保障国家对外汇这种稀缺资源的高度集中和统一支配。几年前，中国已经成为世界贸易进出口和外汇储备的大国，已经告别了外汇短缺时代。中国外汇管理的主要目标已从“宽进严出”的强制性结售汇制度向意愿结售汇制度转变。

（二）从过分强调创汇向着重于用好汇、管好汇转变

在外汇短缺时代，为了积累更多的外汇为经济发展服务，国家采取了许多措施鼓励地方和企业多出口、多创汇，甚至把本来不多的自然资源、初级产品以低廉的价格出口来换取外汇；个人在国外的劳务所得和华侨赡家汇款等等，也都要卖给或存入国家银行。但随着中国对外经济的发展，企业和个人外汇收入不断增多，国家也采取了许多措施不断提高企业经常项目外汇账户限额，并扩大了企业和个人用汇的自主支配权，不断改进个人外汇管理，提高个人用汇额度。因此，中国的外汇管理已从过去的重于创汇、收汇，向用好外汇、管好外汇转变。

（三）从大力引进外资向有选择地引进外资转变

改革开放以来，为了解决外汇缺口，中央和地方出台了各种吸引外资的优惠政策。引进外资对中国经济发展起到了积极作用，这一点应充分肯定。但由于注重了引进外资的数量，而不顾外资的质量，产生了不容忽视的负面影响。有的外企拿走了丰厚的利润，把控了核心技术，而留下了环境污染；一些外资甚至控制了某些经济行业和一些与人民生活密切相关的产业。从国家经济金融安全的长远

¹ 吴念鲁，中国国际金融学会副会长



利益角度，从符合中国经济结构调整和高科技产业振兴的角度，从有利于人民生活水平提高的角度，从保护中国环境的角度，引进外资已向有选择地引进转变。

（四）从被动的汇率风险管理向主动的汇率经营管理转变

所谓汇率风险就是汇率变动带来的汇率价值的不确定性。这种不确定性既可能给汇率持有者（企业和个人）带来收益，也可能给汇率持有者带来难以估量的损失。因此，市场经济原则将倒逼企业主动经营汇率，学会如何防范和转移汇率风险，选择持有哪些汇率资产，处理好收益与风险之间的辩证关系，由被动的汇率风险管理向主动的汇率经营管理转变。

（五）由国家担负汇率储备风险向各经济主体自担风险转变

长期以来，中国实行强制性的结售汇制度，规定企业的贸易或非贸易外汇收入必须卖给商业银行并向央行结汇。央行投放一笔人民币，同时换取了一笔相应的外汇，形成了国家（央行）的汇率储备。这样一来，汇率风险就主要集中到了中央银行。随着中国汇率管理制度的改革，随着意愿结售汇制度的推进，由国家担负汇率风险的格局，开始向各持汇主体转变。

（六）汇率储备资产进一步向储备资产多元化转变

目前，在中国国家汇率储备中，绝大部分是美元资产。为了防止中国的汇率储备因美元贬值而缩水，将一定比例的美元资产换成其他货币资产，实现储备多元化，是分散风险的一条重要路径；同时，为了汇率储备保值、增值，把一部分汇率储备转化为了实物资源储备，将部分货币资产换为其他实物资产。近几年来，中国汇率储备在承担国际责任方面也做了不少工作。例如，参与区域性货币互换，筹建共同汇率储备基金，组建亚洲投资银行、丝路基金，支持“一带一路”倡议，购买国际货币基金组织发行的增值债券等。在共同应对世界经济难题中，中国对外汇储备的使用和调整，显示了中国的大国担当，也逐步实现了汇率储备资产多元化的转变。

（七）人民币由部分可兑换向可兑换转变

1996年12月1日，人民币实现了经常项目可兑换；2001年，中国加入世界贸易组织之后，资本项目可兑换的步伐加快。2002年，中国推出了合格境外机构投资者（QFII）制度，允许境外投资者投资于中国资本市场。随后，相继允

许银行、证券、保险等金融机构以自有资本或代客从事境外证券投资业务（QDII）等。2015年，人民币成为国际货币基金组织特别提款权篮子货币，进一步促进了人民币跨境结算领域的扩大。到目前为止，中国资本项目已经实现了大部分可兑换。随着对外开放的日益扩大，人民币可兑换的步伐也在加快。

二、审视和评估中国外汇领域的政策走向

（一）审视人民币与外汇之间的关系

近年来，居民在支付活动中使用信用卡、微信、支付宝等网络支付的比例逐步推高，当然现金支付仍占有相当大的比例。就部门、企业、单位等集团之间购买支付关系来看，多为支票、汇款、托收、转账等结算关系，即通过各自银行的账户处理双边或多边的结算关系。如果在生产、流通、消费及分配中涉及银行信用时，其资金的周转及运动就会更复杂。但无论哪一种形式的债权与债务结算，均必须以人民币为媒介。

然而在中国与国外经济实体发生了经济金融业务关系后，其债权债务的结算运动方式则表现为，外汇的实体在国外，债权债务的转移运动均表现在中国的银行在国外银行（包括自己的海外分行）的往来账户上，即收入外汇贷记，支付外汇借记。中国外汇资金的收入、支出、流入流出构成了外汇资金的运动，它在每一个环节都与人民币有着直接或间接的关系。特别需要指出的是，在任何一个时点上，外汇资金流量的运动结果主要反映两个存量的变化，分别是国家外汇储备和国家对外债权债务。

外汇资金收入和支出的流量构成国家外汇储备存量的变化，外汇资金流入和流出的流量运动则构成国家对外债权存量的变化。而上述两组外汇资金的存量与人民币资金的关系是各不相同的。在新时期，人民币与外汇资金的运动关系是否会发生改变，特别是随着各种五花八门虚拟资本的出现（债券、股票、可兑换证券）以及网络支付的出现，如果因为理财平台出事、互联网金融爆雷而发生了改变，就不仅涉及人民币，还会关系到其他多种外币。这些变化对经济金融发展、宏观经济政策的影响是否具有新的特点，或形成新的风险，必须进行再认识。

（二）审视引进外资的得失和风险



改革开放40年来，引进外资对中国经济高速发展起到了重要的作用。近年来，外商投资由过去来料加工、投资设厂为主，扩大到股权投资和并购等方式，由加工制造业等传统领域逐步转向通信设备、计算机等高新技术领域，特别是银行、保险、证券领域。这是外商直接投资的新动向。

在审视引进利用外资的得失时，必须充分肯定利用外资的作用，继续加大开放的力度；同时，也应用新思维加以审视和反思。例如，如何全面、科学、辩证地考量国有商业银行引进境外投资者的得失，即要不要引进境外战略投资者，包括如何选择保荐人，如何确定合格外部会计师的标准，如何选择境外战略投资者，如何确定境外战略投资者的股权定价，如何看待境外战略投资者的套现行为，如何看待参股行与被参股行之间的利益冲突，如何提高引进外资的质量，如何引导外资进入哪些领域，如何加强防范外汇流出入对经济金融造成的冲击和风险，以及引发的经济安全等问题。

在引进外资上，如何取得双赢或多赢不仅是一个经济问题，也是一个重要的政治问题、国际关系问题，同时也是一个经济金融安全问题。2007年，法国政府出台了一项旨在保护国内“战略行业”的政令，以此阻止了美国百事可乐对法国达能集团的收购。同样，美国国会基于国家安全，否决了中国中海油以185亿美元购买美国优尼科石油公司部分股权的交易。因此，凡是涉及国计民生、国家经济命脉的企业，必须认真权衡是否引进外资，即使允许参股，也绝不允许其拥有控股权。

当前，中国每年出口额从最高峰的约三分之二到如今的40%以上是由外商投资企业实现的。这个结构是否合理，应做深入地利弊分析。我们应加强对外商投资企业本外币资金运动的分析和管理工作，及时确定和调整切实可行的政策措施。尤其应关注外企在结售汇中以及境内外筹措流动资金和其他配套资金时，对信贷投放、外汇储备的增减所产生的巨大影响。在加强监管的同时，必须严格执行奖惩制度。

（三）审视中国企业“走出去”的风险

随着金融全球化的发展，并购市场日趋活跃。特别是近年来，随着中国管理的放宽，中国企业纷纷加大了“走出去”的力度。当前中国企业“走出去”面临

许多机遇,同时也面临严峻的挑战和风险。基于此,中国企业必须加强应对风险,特别是金融风险,这些风险包括防范境外投资比例过高的风险,防范法律和监管政策的风险,跨国经营本土化的风险,不同类型业务整合的风险和“走出去”的管理风险等。

新时期企业“走出去”必须审时度势。一是在选择地区、国家、行业、企业时,必须仔细认真权衡,全面了解、研究当地的投资环境、法律、法规。二是“走出去”要实现“出海”本土化,应在当地招聘外籍专业人员,要与对外贸易、对外投资相结合;同时必须选择有职业道德的投行、律师、会计师等中介人,否则容易上当受骗。三是可采取多种形式,例如并购、合作、合资、独资分支机构、总代理、总经销等。要防止的是,有些国企领导的政绩与海外并购挂钩,通过不正当手段,使人力、物力、财力遭受巨大损失。四是必须打造一批通晓国际金融规则、能够进行跨文化交流和沟通,独立开展国际金融活动,且具有职业道德的国际化金融人才。只有这样,才能保证中国贸易、金融更好地融入国际社会,避免出现近年来中国海外企业遭遇数十亿美元的违规罚款。要不断地总结经验教训,打有准备的“战争”,在实战中取得双赢和多赢。

(四) 审视外汇管理的原则和理念

新中国成立后,中央人民政府就指定中国人民银行为外汇管理机关,建立了“集中管理统一经营”的外汇管理制度和对外收支管理制度^①。特别是改革开放40年来,外汇管理工作贯彻执行了国家不同时期发展经济金融的方针政策,积极组织外汇收入,把外汇集中在国家手里,按照社会主义建设的需要,合理分配和有效使用,取得了很大成绩。

1993年11月14日《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出,要“改革外汇管理体制,逐步使人民币成为可兑换货币”。这为中国外汇管理体制进一步改革明确了方向。1994年1月1日起,实行人民币并轨,取消了官方汇率,形成了以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制;同时,建立了统一的银行间外汇市场,取消了外商投资企业一些非贸易用汇限制。1996年12月1日,实行经常项目可兑换,但对资本项目下的外汇收支继续实行计划管理和审批制度。2005年7月21日,人民币重归真正的有管理的浮动。



此后陆续放宽了部分资本项下的外汇管制。其原则是“循序渐进、统筹兼顾、先易后难、留有余地”，实行流入和流出均衡管理。

在新时期，审视资本项目下外汇资金的管理，是仍以管理的思维出发，还是以市场的思维出发；是在“堵”字上下工夫，还是把精力转向“疏”字上。也就是说，外汇管理的理念和原则可用大数据等工具，从管理逐步向监管、监测、服务、预警转变，进而为进一步促进外汇双向流动创造条件，为有选择性地引进外资创造条件，为中国企业“走出去”创造条件，为资本项目的进一步开放创造条件，为提高和完善对海外中资金融机构的监管创造条件。总而言之，在外汇管理的理念上要有超前意识和准备，为加快实现人民币可兑换打下基础；同时，也要把握好渐进、有序、可控的原则，应对好国际短期资金，特别是热钱的冲击和干扰，促进经济金融稳定健康地发展。

（五）审视人民币汇率机制改革

一般来说，人民币在国内的购买力代表了它在国内的价值，但它在国外具有什么价值呢？这就要通过汇率来体现。汇率是通过其他一种货币的折算所代表的国外价值。汇率的基础当然是国内的物价水平，但汇率怎样体现其在国外的价值呢？

实行怎样的汇率制度是一个国家自己的主权。新时期对汇率的研究和改革必须要充分认识到，一国汇率制度的选择主要取决于该国的经济体制、经济发展目标、经济规模、经济开放程度、进出口贸易结构、通货膨胀状况和金融市场化程度等。其中，经济体制和经济发展目标对汇率制度的选择具有重要作用。

近年来，随着改革开放的深化，人民币汇率的运行机制也有所改进，并发生了很多实质性的变化。1994年确定的汇率机制为“以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度”。但是从1997年亚洲金融危机到2005年，人民币基本采取的是盯住美元的固定汇率制度。2005年7月21日，人民币重新回归到“以市场供求为基础，参考一揽子货币调节，有管理的浮动汇率机制”。从此，人民币不再盯住美元，从而形成了更富有弹性的汇率制度。2015年8月11日，人民币汇率实现了进一步市场化改革，这是人民币中间价报价机制走向市场供求至关重要的一步。2015年11月，人民币被纳入国际货币基金组织SDR篮子货币，

同年 12 月，中国外汇交易中心推出了人民币汇率 CFETSIndex，作为稳定人民币对一篮子汇率变动的参考价。2017 年 1 月，人民币的货币篮子从 13 种进一步扩大到 24 种；同年 5 月，逆周期调节因子加入人民币汇率形成机制，继续实施主动、渐进、可控的方略。央行把上述改革的目的表述为“保持人民币汇率在合理均衡基础上的基本稳定”。因此，只有认真审视这些变化，才能在新时期进一步明确人民币汇率机制改革的方向。至于“合理、均衡”如何定性，人民币汇率形成机制与利率、物价、外汇储备的关系，以及与货币政策目标的关系都还需深入地探讨。

（六）审视外汇储备的管理与风险

当前，中国经济金融界和许多学者对加强中国外汇储备经营管理、重新构建中国外汇储备管理体系提出了不少积极的建议和构想。首先，必须对中国外汇储备的形成、性质、特点再作深入地认识和分析，即要认识到这是一笔特殊性的对外债权和有限性的国民财富。其次，必须从全球国际收支失衡、全球外汇资产配置失衡的原因和影响及今后发展趋势加强认识。再次，必须从中美之间经济和贸易的特殊关系和模式来加强认识。特别是 2008 年美国次贷危机后，中美逐步形成了中美独特的共生储蓄消费模式。该模式就是美国通过贸易逆差消费中国的商品和劳务，客观上拉动了中国的经济增长；而中国则以获得的顺差购买美国国债，供给美国消费。由此，形成了中国储蓄-美国消费两个经济体协同增长的发展模式。该模式持续发展的结果，必然是中国的外汇储备增多，美国的贸易逆差增大。这一模式必须尽早改变，而关键是中国能否改变对美国市场进出口商品的依赖，修正自身的流动性偏好。近年来，中国基础货币投放主要取决于外汇占款的投放。这不仅一定程度上丧失了货币政策的独立性，还会受到美元周期的影响。当前，由美国挑起的中美贸易战，迫使中国必须开拓扩展新的进出口市场，以及产品种类和质量；同时，冷静审视中美经济贸易金融的关系，以求共识，重建新型的中美经贸关系。此外，还要加强区域经济的多边合作与发展，积极推进“一带一路”倡议，加快人民币国际化的步伐。

中美经济失衡的调整不是一日之功，这与国际货币体系缺陷有关。当前，特朗普一意孤行地推行单边主义和贸易保护主义，试图强行改变美国贸易、国际收支平衡的行为，如果不加以调整，最终会陷入“特里芬难题”，美元和美国经济，



乃至世界经济也必会遭受冲击和拖累。对此，中国在新时期对如何改善国际收支失衡，如何进一步完善中国外汇储备的经营管理，优化储备资产的币种和类型，减少金融资产贬值风险以及相关委托保管存放的金融机构倒闭的风险，都需要有深入的考量；要做好应对困难的充分准备，使外汇储备能在国家发展战略中，更好地服务实体经济，服务于长期战略利益。

（七）审视人民币可兑换与国际化

人民币可兑换是指人民币资本项目的完全放开，即一个国家对其居民和非居民的资本交易的支付和转移不加限制，允许本国货币自由兑换成其他国际通用货币。人民币国际化是指人民币成为国际货币的一个过程，也可以说是人民币成为可兑换货币到具有计价、结算、投资、储备功能的国际货币的过程。因此，一国货币即使实现了资本项目可兑换，也并不意味一定能成为国际货币。

资本项目可兑换是由供给方主导，是货币发行国政府根据外汇供给以及其他因素进行的政府自主决策行为；而国际货币是由需求方主导，由非居民对该国货币的需求偏好决定的，需要得到国际社会的广泛认可和接纳。因此，人民币最终成为国际货币还需要有一个较长的过程。但是，可兑换是迈向国际化的重要一步。

当前，主张和反对加快推进人民币可兑换的两种意见的主要分歧只在时间的把握上。对此，央行应该有内部时间表。对于具体时间表和时间点还可以充分讨论，探讨其利弊。

我们应该关注几个关键的“时间点”。一般来说，西方发达国家经常项目开放到资本项目开放大概要20年左右的时间。这样算下来，2017—2021年应该是一个重要“时间区”。

需要指出的是，中央要求上海2020年基本建成国际金融中心，成为全球人民币定价、结算、交易中心。届时人民币应实现可兑换，因为没有哪个国际金融中心的本国货币不是可兑换的。届时，也是十八大提出全面建成小康社会宏伟目标的一年。一般认为，利率市场化与汇率市场化有密切关系。因此，应深入分析利率市场化对人民币可兑换和国际化进程的影响。

新时期，人民币国际化采取渐进式的路径已成为共识。坚持两个“三步走”的取向也获得业界的认同：一是地缘上坚持人民币周边化、区域化、国际化的方

针，重点坚持区域推进；二是职能上坚持人民币从结算货币、到投资货币、再到储备货币的取向。上述两个“三步走”中的步骤的推进可相互衔接、相互交叉进行。在落实“三步走”策略过程中，需要关注以下关系的处理：各阶段如何与资本项目可兑换以及国际化发展战略相配套、相呼应，如何与国际货币体系改革相一致，如何具体安排和规划香港人民币离岸市场的构建和发展，以及上海国际金融中心与香港、东京、纽约、伦敦国际金融中心会形成怎样的关系。在可预见的时期内，美元在国际货币体系中仍将保持主导地位，今后国际货币的格局可能是“一极多元”。因此，必须进一步预判人民币成为主要国际货币的利弊，特别是其所承担的大国责任和义务。



人民币汇率形成机制改革：进程、成效和经验

谢伏瞻¹

今年是改革开放四十周年。四十年来，我国体制改革不断深化，社会主义市场经济体制基本建成，对外开放不断深化，全方位对外开放格局基本形成，经济持续高速发展，综合国力大幅提高，人民生活水平显著改善，中华民族大踏步赶上时代前进步伐，日益走近世界舞台中央，创造了举世瞩目的伟大奇迹。

在开放经济条件下，汇率作为两种货币的兑换价格，是宏观经济中处于核心地位的经济变量。汇率制度的选择既受到经济、政治等诸多因素的影响，同时也与一个国家的开放程度、经济体量的大小、发展阶段等很多重要因素密切相关。反过来，汇率制度和汇率水平又直接影响到国家的经济增长、通货膨胀、经济结构变动以及人民福祉，因此，深化人民币汇率形成机制改革一直是深化改革的重要课题。

今天我主要讲三个方面的内容，第一是主要进程，第二是宏观成效，第三是基本经验。

一、人民币汇率形成机制改革有哪些重要历程？

汇率形成机制改革在40年当中经历了很漫长的过程，早期相对来讲步伐比较小，这与我们整个经济体制改革的进程是相适应的。概括起来，我们有三次比较大的形成机制改革和八次小的调整。

在改革开放初期，我们实行的是单一的汇率制，从1981年到1984年，实行官方汇率与外汇内部结算价并行的双重汇率制度。1985年到1993年，采取的是官方汇率与外汇调剂的结算价。为什么这么做？这是从我们国家当时的开放程度来考虑，同时也与整个市场机制改革的进程相适应。当时外汇资源稀缺，就鼓励创汇，一点点地放开，对出口企业允许有一些外汇留成，这样拿到外汇调剂市场

¹ 谢伏瞻，中国社会科学院院长、党组书记

进行结算，外汇调剂价格比官方汇率要高一些。随着经济开放程度的不断扩大和市场改革的逐步深入，当时的汇率制度已经不能适应开放的需要，所以在 1994 年，国务院推出了一次比较重要的汇改。

从经济层面上来讲，1993 年的 CPI 达到 14.7%，GDP 增速 13.9%，固定资产投资增速高达 61.8%。同时，货物贸易出口和进口之间的关系发生了变化，出现了逆差，当年的外贸逆差达到了 122.2 亿美元，同期中国的外汇储备只有 212 亿美元，人民币兑美元的平均汇价是 5.76。在这种背景下，外汇调剂市场汇率贬值的压力急剧上升，外汇调剂价格明显高于官方价格，官方汇率处于明显的高估状态。

另外，从中央决策来讲，1993 年 11 月 14 日，中共十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，这个决定应该说在市场化改革方面起到了奠基作用。1993 年 12 月 25 日，国务院发布了《关于金融体制改革的决定》，该决定提出改革外汇管理体制，协调外汇政策和货币政策。

这是当时大的宏观背景，1994 年初，根据建立社会主义市场经济体制的指导思想，国务院推出一揽子改革方案。出台的措施一是汇率并轨，把过去长期实行的双轨制的汇率改成了以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制；二是取消了外汇留成和上缴制度，实行结售汇制度；三是建立全国统一、规范的外汇交易市场；四是实行经常项目下人民币有条件可兑换，这就是这次改革的基本内容。

1994 年汇改的成效是非常明显的，首先是稳定了汇率水平。在改革之初，多数人认为人民币汇率难以稳定在 8.7，会贬值至 9 甚至 10 以上，但是汇率并轨超出了人们的预期，取得了很好的效果，1994 年年末，人民币汇率从年初的 8.7 升值到了 8.5。其次是缓解了资本外流的压力，从资本流动来看，1993 年外商直接投资 275 亿美元，1994 年 337 亿美元，扭转了改革前资本流出的趋势。再次是增强了贸易竞争力，1994 年出口增长 31.9%，进口增长 11.3%，当年扭转贸易逆差，实现 53.9 亿美元顺差；1995 年出口增长 23%，进口增长 14.3%，顺差扩大至 167 亿美元。外汇储备从 1993 年底的 212 亿美元，上升到 1994 年末的 516 亿



美元，此后几年继续大幅增长。总的来说，1994年汇改是比较成功的，这是一次重要的改革。

再介绍一下2005年的汇改，中间价成为了政策风向标，这次改革的背景是怎样的呢？值得注意的一个是2001年中国加入WTO，一个是美联储当年11次调降基准利率，从上年末的6.5%调降至1.75%，2002年和2003年继续调降利率，短期资本开始大量流入中国。对我们国家来说，2000年到2005年也出现了很大的变化。首先是经常账户的顺差，从200亿美元上涨到1300亿美元，其次是实际使用的FDI从400亿美元上升到600亿美元，资本和金融账户的顺差从20亿美元暴增至912亿美元，外汇储备从1655亿美元增长到8188亿美元。2000-2005年，整体经济进入高速增长阶段，2005年GDP增速已经达到11.4%。2005年全年居民和企业净结汇的金额达到2800亿美元，人民币在这个时候面临着比较大的升值压力。

2003年10月，十六届三中全会通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，在金融改革方面，一是深化金融企业改革，夯实金融微观基础；二是推进利率的市场化，建立健全由市场供求决定的利率形成机制；三是完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，在有效防范风险的前提下，有选择、分步骤地放宽对跨境资本交易活动的限制，逐步实现资本项目可兑换。

2003年以后，我们金融发展的基础得到了进一步夯实，国有商业银行的改革加快，剥离不良资产，提高资本充足率，通过股份制改革方案。2005年建行上市，同年工行也完成了股份制改造，2006年中行和工行上市，非银行金融机构的规模也在不断扩大。同时“一行三会”的金融监管格局形成，金融监管能力得到提高。

2005年7月21日，中国人民银行公布了人民币汇率形成机制改革方案，改革方案内容主要包括，改变早先的人民币盯住美元制度，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度；人民币汇率兑美元一次性升值2.1%，从8.28升至8.11；人民币汇率中间价由参考上日银行间市场加权平均价确定，改为参考上日收盘价，但维持人民币汇率日浮动区间±0.3%不变。2006年

1月4日，央行进一步引入了做市商制度和询价交易机制，改变中间价的定价方式。

2005年汇改的成效也是比较明显的，首先，有效应对了中国入市面临的挑战，同时也促进了中国的对外开放和经济增长，增强了中国的综合国力。2005年中国经济排名世界第五，2006年超过英国成了第四，2007年超过德国成为第三，2010年超过日本成为世界第二大经济体。其次，在应对国际金融危机当中起到了重要的支撑作用。提升了人民币的国际地位，海外的离岸市场开展人民币国际化业务，特别是香港的离岸市场日益活跃，为人民币走出去打下了坚实的基础。

本次汇改之后，我国经济增长的模式开始改变。同时，这个时期外汇储备大幅度增长，为我们增强了走出去的实力。第二次改革，总体来说是比较成功的。可以说1994年的汇改，让我们度过了亚洲金融危机带来的冲击，2005年的汇改，让我们也成功应对了国际金融危机带来的挑战。

第三次就是2015年的汇改，这是向浮动汇率转变的一次有益尝试。这次改革的背景，一是中国的经济地位显著提升，具体来讲就是中国经济进入新常态，经济增速换挡、经济结构优化、增长动力转换，这三个特征比较明显。二是十八届三中全会提出市场在资源配置中发挥决定性作用，更好发挥政府作用。三是国家提出“一带一路”倡议，积极发展与沿线国家的经济合作伙伴关系。四是国际收支区域基本平衡，2015年第二季度，经常账户项目顺差约为760亿美元，资本与金融项目逆差约为500亿美元，总体形成了经常项目顺差，资本项目逆差搭配的格局。五是人民币加入SDR货币篮子。六是人民币汇率处于合理水平，不存在大幅升值和贬值的基础。

党的十八大报告对深化金融体制改革、促进宏观经济稳定、支持实体经济发展，提出了很明确的要求。十八届三中全会讲到了要加快推进利率市场化，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。推动资本市场的双向开放，有序提高跨境资本和金融交易的可兑换程度，加快实现人民币资本项目可兑换。十八大报告中讲到了逐步实现，十八届三中全会提出加快实现人民币资本项目可兑换。“十三五”规划纲要又提出有序实现人民币资本项目可兑换，提高可兑换、可自由使用的程度，稳步推进人民币国际化，推进人民币走出去。



2015年8月11日，中国人民银行公布了这次改革一个很重要的内容，就是对中间价报价机制进行改革。人民币兑美元汇率中间价报价，要参考上一个交易日的收盘汇率。在这个过程中，后来为了保持人民币稳定，在2015年12月11日发布人民币汇率指数，强调要加大参考一篮子货币的力度，以更好地保持人民币对一篮子货币汇率的基本稳定。此后，在收盘价基础上，又进一步引入了一篮子货币以及逆周期因子。

二、人民币汇率形成机制改革取得了哪些成效？

第一是有效推动了中国经济对外开放，因为汇率这个变量确实非常重要，既关系到国内经济和国际经济的平衡，也关系到我们国内经济比价关系的调整，还关系到整个宏观经济的稳定。应该说汇率机制改革总体上循序渐进，与我们改革大的进程是相一致的。在经济全球化的背景下，深化人民币汇率形成机制改革，有利于实现互利共赢、长期合作和共同发展，有利于维护我们国家经济发展的战略机遇期和国际经贸环境。

过去40年，汇率形成机制改革适应了我国对外开放的需要，为提高对外开放水平提供了动力和压力，促进了出口结构的优化和外贸发展方式的转变，为经济发展方式转变和全面协调可持续发展提供了良好的外部环境。

通过汇率改革，促进对外经济政策调整，在此基础上，通过扩大内需、改革生产要素价格、扩大进口等组合政策措施，加快了经济结构调整步伐。再有就是对外开放的水平显著提高，“引进来”“走出去”步伐大大加快，促进中国工业体系加快融入全球产业链，提升了中国整体经济参与全球市场的深度。

第二是有力促进了经济增长和宏观经济的内外平衡。改变过去过度依赖出口的增长方式，提高国内消费和服务业的占比，保持了中国经济“高增长、低通胀”的运行格局，避免了经济在遭遇外部冲击时出现大起大落。另外，经济内部失衡的问题得到了有效缓解，人民币汇率弹性上升，促进了我国产业结构升级，第三产业对GDP增长贡献率不断提高，由2012年的44.9%上升到2017年的58.8%；最终消费对GDP的贡献由2012年的54.9%上升到2017年的58.8%，经济增长的模式由投资拉动型转变为消费驱动型。

再有就是外部失衡也得到的缓解，改变了国际收支双顺差的局面。我国外汇储备规模从 2014 年 8 月份的历史高点逐步下降，短期资本流动趋于平衡。

第三是完善了国内的资本市场，抵御了外部金融危机的冲击。现在资本账户的开放也在逐步推进，截至 2017 年末，根据 IMF 分类的 7 个大项目和 40 个小项目中，有 34 项均实现了全部或部分可兑换，完全不可兑换的小项目 6 个，主要与衍生品交易、非居民在境内发行股票、个人外币贷款等相关。

汇率形成机制逐步完善，汇率水平基本在一个合理水平，最重要的是有效应对了 1997 年和 2008 年两次金融危机的冲击，保持我国经济的稳定发展。

第四是加快推动了人民币国际化的进程。2009 年，跨境贸易人民币结算试点启动推广，人民币在跨境贸易和直接投资中的使用频率和规模稳步增加，离岸市场迅速发展。SWIFT 统计显示，截至 2017 年 12 月末，人民币在国际收支货币中的份额为 1.66%，人民币成为全球第五大支付货币、第三大贸易融资货币和第五大外汇交易货币。

截至 2017 年末，人民银行陆续与 37 个国家和地区央行或货币当局签署了双边本币互换协议，协议金额超过 3.3 万亿元，互换功能由维护金融稳定为主延伸到维护金融稳定和便利双边贸易投资并重。

在香港人民币离岸市场的带动下，境外人民币业务迅速发展。截至 2017 年末，香港人民币存款总计 5591 亿元，人民币跨境贸易结算额总计 4184 亿元。2015 年 11 月 30 日，IMF 正式批准人民币加入 SDR 货币篮子，人民币国际化取得重大突破。

三、人民币汇率形成机制改革有哪些成功经验？

人民币汇率形成机制改革的经验。第一方面是坚持市场化的改革方向。人民币汇率形成机制改革，始终遵循了市场化的改革方向，逐步减少政府对人民币汇率的直接干预。

第二方面是始终坚持了改革的自主性。在人民币形成机制改革过程中，我们始终坚持以我国的根本利益和现实情况出发，决定汇率改革的方式、内容和时机。



1998年亚洲金融危机期间，我国仍然坚持汇率稳定，维持了汇率制度的可信性，向市场传输了清晰的信号，有效稳定了国内价格预期。

2008年国际金融危机爆发后，以美国为首的G7、G20以及IMF等都在不同场合强力要求人民币升值。中国政府坚定维护自我利益，坚持以我为主，为应对危机做出了贡献。

第三方面是坚持改革的渐进性，我们的改革是循序渐进的，无论是汇率形成机制的改革，还是资本项目的开放，都是按照我们国家总体经济的基本面和改革的需要来推进的。

第四方面是坚持改革的可控性，尽可能减少对宏观经济的冲击，防止对外向型企业的打击，避免金融出现大的波动。2005年的汇改之后，人民币汇率定价权始终掌握在货币当局手中，避免了汇率巨额波动。

总的来说，这40年来，人民币汇率形成机制改革始终是在党中央坚强领导下进行的；改革的目标始终朝着市场化的方向推进，是与我国市场经济改革的总体进程基本适应的；改革始终坚持自主性、渐进性、可控性的原则，与我国对外开放的总体进程是相匹配的。

新个税法影响和未来税改展望

熊园¹

2018年8月31日，关于修改个人所得税法的决定经十三届全国人大常委会第五次会议表决通过。新个税法于2019年1月1日起施行，2018年10月1日起施行最新起征点和税率。此番个税修正法案的提出主要有两方面考虑：一是践行政府早期提出的税收改革思路，二是匹配当前社会经济和居民收入的发展状态。

我国个税在80年代完成建制后，分别于93年、99年、05年、07年、11年进行了比较显著的修正。从以往个税修正时间间隔来看（大约为6年），今年推出个税修正方案也就不足为奇了。居民收入的增长、通货膨胀水平的提高都使得再沿用以前的个税免征额标准不合时宜。

相比历次个税修正方案，本次税改背后的推动力既有贫富差距拉大、优化国内税收体制的长期变量，也有中美贸易摩擦加剧、国内消费持续疲软的中短期催化，最终目的还是力图有效进行贫富调节、增加居民整体可支配收入。

据此，本报告旨在对新个税法的关键条款进行解读，并对房地产税、企业减税（增值税改革）等可能的税改方向予以展望，并进行了具体的测算。

图表 1: 我国个税修改历程



一、三问个税改革

1问：本次新个税法改了些什么？

相较于历次个税修正方案，此次个税改革的亮点主要有如下四个方面：

¹ 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员



一是由分类税制向综合税制转变。新个税法之前，我国个人所得税采用分类征税方式，将应税所得分为11类，实行不同征税办法。新个税法将工资薪金所得、劳务报酬所得、稿酬所得、特许权使用费所得等4项劳动性所得（以下称综合所得）纳入综合征税范围。

举个例子，在新个税法之前，工资薪金所得每月扣除3500元的费用后按3%-45%的超额累进税率征税；劳务报酬所得低于4000元的部分，减除800元费用，超出4000元的部分，减除20%的费用，然后按20%的比例税率征税。因此，对于税前收入均为5000元的两人，若5000元为工资薪金所得，则应纳税额为1500元，税率为3%；若5000元为劳务报酬，那么有4000元（ $4000-800+1000*80%$ ）按20%纳税。于是出现了个人所得相同的人，税负不同，有失公允。

二是将按月征收个税改为按年征收。新个税法将按月计算应纳税所得额调整为按年计算。这一修改的直接影响是本质上对不足起征水平的个人所得进行了退税。

比如某人1-11月每个月扣除三险一金后的薪资为6000元，12月扣除三险一金后的薪资为3000元。按月计算免征额时，1-11月应纳税所得为每月1000元；12月不纳税；全年应纳税所得额为11000元；按年计算免征额时，全年扣除三险一金后的年收入为69000元，应纳税所得为9000元，比按月计算少了2000元。

三是将个人所得税免征额从3500元提高至5000元，并扩大了低税率的级距。据财政部发言人称，将基本减除费用标准定为5000元，主要是考虑到2017年我国城镇就业者人均负担的消费支出约为每月3900元，按照近三年城镇居民消费支出年均增长率推算，2018年人均负担的消费支出约为每月4200元。与调整前税率相比，应纳税所得额处于1500-3000元、4500-25000元的个体均切实享受到税率的降低。

举一个例子，若某个纳税人月薪收入15000元，不考虑专项扣除项目，仅考虑基本减除费用的话，按照新税法，每个月需缴税1870元；按照新税法，每个月需缴税790元。据财政部发言人称，月收入在2万元以下的纳税人税负可降低50%以上。

图表 2: 税率级距调整前后对比

调整前		调整后	
全月应纳税所得额(元)	税率	全月应纳税所得额(元)	税率
0-1500	3%	0-3000	3%
1500-4500	10%	3000-12000	10%
4500-9000	20%	12000-25000	20%
9000-35000	25%	25000-35000	25%
35000-55000	30%	35000-55000	30%
55000-80000	35%	55000-80000	35%
超过 80000	45%	超过 80000	45%

资料来源: 中国人大网, 国盛证券研究所

國際金融網
www.imi.org.cn

四是新增专项附加扣除的规定。根据新个税法规定, 除个人基本养老保险、基本医疗保险、失业保险、住房公积金等专项扣除项目以及依法确定的其他扣除项目外, 增加赡养老人支出、居民个人的子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款低息和住房租金等专项附加扣除。根据财政部发言, 国务院下一步将对专项附加扣除的范围、标准和实施步骤作出具体规定, 初步考虑对专项附加扣除设置一定限额或定额标准。

2问: 本次个税修改影响如何?

根据财政部程丽华副部长在全国人大常委会办公厅2018年8月31日新闻发布会上的发言, 以基本减除费用标准提高到每月5000元这一项因素来测算, 修法后个人所得税的纳税人占城镇就业人员的比例将由现在的44%降至15%, 总体上一年减税约3200亿元, 占2017年财政总收入比重仅为1.9%, 对财政拖累较小。

提高免征额会减少个税纳税人数, 但总体税收收入降低有限。2015年个税纳税人数约为3000万, 考虑到通货膨胀, 当前个税纳税人约为5000万左右。2011年将起征点从2000元提高到3500元时, 纳税人数下降了1/3左右, 照此推算, 此次提高免征额度可能致使个税纳税人数降至2000万以下。

值得注意的是, 此次免征额的提高影响的主要是应纳税收入在3500-5000元的中低收入阶层, 按5000万的个税纳税人中应纳税额为5000元的占比为95%的极端假设来计算, 则提高免征额后个税收入减少211亿元, 约占2017年全年个税收入1.8%, 全部税收收入的0.15%, 整体影响较小。

综合征税对个体的影响因人而异。将工资薪金所得、劳务报酬所得、稿酬所



得、特许权使用费所得统一并入工资薪金的7级累进税率，对具备多处收入来源的个体影响较大。对于综合所得对应税率低于20%的纳税人而言，由于新并入的3项现行税率都是20%，纳入综合所得后反而税率降低。对于工资薪金较高的个体（综合所得税率不低于20%），并入后的这三项的边际税率大概率会高于20%，综合征税“劫富”效果更强。值得注意的是，相较于一审稿，新个税法对稿酬收入给予优惠，即劳务报酬所得、稿酬所得、特许权使用费所得以收入减除20%的费用后的余额作为收入额，其中，稿酬所得的收入额按70%计算。

税率结构调整主要利好中产阶级。税率级距修正后，税前收入(刨除三险一金、社保)在1500-3000元的收入阶层税率降低7个百分点，4500-9000元的阶层边际税率降低10个百分点，9000-25000元的阶层边际税率降低5个百分点。假设全月应纳税所得额为9000元的个税纳税人占比为100%，那么税率级距的调整将给这部分收入阶层带来278亿元的税收减免，约占2017年全年个税收入2.3%，全部税收收入的0.2%。

专项抵扣将显著影响对居民边际消费倾向。2017年我国城镇居民人均居住、医药、教育支出分别为5564元、1777元和2846元。即使按最低税率3%计算，在不考虑赡养老人支出的情况下，专项抵扣给个税纳税人带来的人均税收减免约为305元，按5000万纳税人计，总共减税153亿元，占个税比例1.3%；若按10%的税率计，则个税减免比例达到4.3%。此外，由于专项抵扣与民生密切相关，居民边际消费倾向将明显受到影响。

综上，以2017年来说，个税大概1.2万左右，仅占有所有税收收入的8%。即便减少3200亿元，对整体财政收入影响有限。据我们测算，此次修正案中对个税收入绝对金额影响最大的是税率级距调整（278亿元左右），而对居民边际消费倾向影响最大的或是专项抵扣（153亿元左右）。

3问：专项抵扣具体怎么实施？

从过往经验来看，税法只是一个法律框架，只会对相关抵扣方向做大致限定。一般是国务院、财政部或国家税务总局在后续颁发的细则中具体规定抵扣方式及标准。综合来看，抵扣项方面有四点值得注意：

一是通过专项附加扣除体现税收的地区差异。各地由于经济发展状况不同，

居民收入、生活成本差别较大。以往国内个税实行同一标准，税率、起征点、税目都保持一致。这种只考虑收入端、不考虑支出端的征税方式，使得东部沿海地区居民的税负压力较大。本次修正案虽然各地起征点仍然一致，但专项附加项的扣除标准可以因地制宜，推测可能不同地区设定不同的抵扣限额。

二是该项政策具体实施的复杂性。由于教育、医疗、住房是密切关系民生的大项，专项减免受到居民的广泛关注。如何既平衡各方税负，又考虑个人负担差异，对制度设计提出了很高要求。

三是专项抵扣理论上需要以家庭为单位进行纳税，但由于我国尚未建立家庭联合征收制度，只能通过采取在夫妻一方扣除的方法，无疑加大了征管难度（家庭关系确立、在夫妻哪一方扣除等问题）。

四是个税本质上是调节贫富差距的工具，而不是刺激经济的利器。据此专项抵扣可能有以下一些约束：1）子女教育可能只涵盖义务教育，比如按子女人数定额扣除；2）继续教育大概率先从学历教育开始试点，设置抵扣限额；3）对于大病医疗的抵扣，需要配合出台大病认定范围、对应抵扣限额清单；4）住房贷款利息的抵扣本质上是减轻居民生活压力，绝不会使之变成房地产投机的漏洞，因此抵扣限额大概率有限，而抵扣范围估计也会限于刚需。

二、未来税改展望

根据财政部税政司司长王建凡在8月31日新闻发布会上的发言，提出通过改革，增值税相对所占的比重将随着税制要素的改革有所调整，此外，也将推动其他直接税的改革。因此，我们推断下一阶段税改的重头戏在于房产税和增值税。

展望1：房产税立法进度可能会加快

新个税法的如期落地，或将加快房产税的立法进度，主要线索有二：

一方面，十八届三中全会中关于财税改革的表述主要包括增值税、消费税、个税、房产税、资源税、环保税和监管体系七个方面。时至今日，这七项中仅有房产税尚未有实质性推进。考虑到《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出改革的时间节点是2020年，房产税推出时点临近。

另一方面，中国税制改革的一个重要任务就是提高直接税比重（目前间接税



占比70%)。个税和房产税都隶属于直接税。此次修正法案虽是“有增有减”，但总体是降低个人税收，与提高直接税比例的目标相悖，因此我们认为将倒逼房产税的推出。

展望2：增值税大概率三档并两档，不排除税收普降

2018年政府工作报告提出将“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率，提高小规模纳税人年销售额标准”。

整体来看，我们认为，如下三种减税情景出现的可能性较大：

情景1：各级税率下调1个百分点，即从2017年的17%、11%、6%三档税率降为16%、10%、5%三档。

情景2：税级三档并两档，即将17%、11%两档税级合并；

情景3：取消17%这一档税级，即从2017年的17%、11%、6%三档税率变为11%、6%两档。

从测算结果来看，取消17%这一档税率约减税11647亿元，但财政赤字突破3%，蹿升至3.9%；各级税率下调1个百分点约减税4564亿元，财政赤字上升为3.1%；若合并17%、11%两档税级，减税额在2800-3800亿元左右，财政赤字率均不超过3%。综合考虑减税力度和财政赤字压力，我们认为，相较而言，合并17%和11%的税级，改为13%、6%两档这一情景出现概率最高。

图表3：三种情景下2018年增值税减税额及相应财政赤字率

情景假设	2018年减税额(亿元)	减税后赤字率 (假定名义GDP增长率为10%)
情景1：各级税率下调1个百分点	4,564	3.1%
情景2：税级三档并两档		
合并17%和11%，改为14%、6%两档	2,823	2.9%
合并17%和11%，改为13%、6%两档(最可能)	3,323	3.0%
合并17%和11%，改为12%、6%两档	3,822	3.0%
情景3：取消17%的税级	11,647	3.9%

资料来源：国盛证券研究所



展望3：如果减税，哪些行业受益最大？

税率普降情形下，两类行业最为受益：一是本身销项税率较低的行业，典型代表是居民服务修理业、信息传输、软件和信息技术服务业(现行销项税率是6%)；二是现行销项、进项税率相近的行业，比如燃气生产和供应(销项、进项税率差

为0.4%)、交运和仓储业(销项、进项税率差为1.9%)；

合并税级情形下,制造业普遍受益,出口占比较高的行业则有所分化(纺织、电气机械、仪器仪表受益,通信设备、计算机和其他电子设备行业税负加重),而在现行税率体系下享受最低税率的服务业则面临税负加重的问题。

出现上述情况的主要原因有两个:一是服务业的现行税率多为最低税率,因此减税后销项税率不变,但进项税率大幅降低,使得行业增值税上升;二是根据我国增值税的现行征收体系,出口货物不征收增值税。因此对于出口占比较高的行业,销项税率的降低一方面会削弱出口的税盾效果,另一方面会降低内销货物的税负,二者综合下来,出口占比较高的行业出现分化。

风险提示:政策推进力度不及预期;模型假设与实际有偏差。

(国盛宏观研究员王梅邴、国盛宏观助理研究员何宁对本文亦有贡献)



中国政府不会把人民币“当武器” 人民币激进贬值会损害中国的世界地位¹

Robert Dohner²

中美贸易紧张局势上升为贸易摩擦，现在又走向了贸易战的边缘，两国许多举措都针对关税和商品贸易。美国向中国增加关税的领域包括太阳能板、钢铁、铝、工业设备、医疗设备等，而中国为了反制，向美国增加了大豆等食品、农业产品和汽车的关税。

这次贸易冲突是在美国经济表现非常强劲，而中国经济增长放缓的环境中发生的。与此同时，人民币汇率也在贬值。人民币在今年头三个月走强后，现已滑落至亚洲表现最差的货币，对美元已贬值 7.7%，6 月中旬至 7 月间就贬值了 5%。7 月 19 日，美国总统特朗普在推特上写到“中国的货币像石头落水一样沉了下去。”

从市场角度来看，人民币疲软很好解释。美国利率在上升，美元普遍走强；而在中国，有些人担忧经济增长放缓，违约率上升。但是人民币贬值引发了一些担忧，有些人认为这是在中国央行鼓励下发生的，中国有可能在以汇率为“武器”，以在中美贸易冲突中打开新的战线。

中国央行行长易纲于 7 月 3 日回应了这些担忧，他再次重申央行长期以来的政策就是要“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”

人民币在 7 月份继续走软，但认为中国在武器化人民币的观点是错误的。市场压力使人民币汇率降低，可能受到了央行的默许，但央行不太可能主动推动汇率降低。中国不太可能主动削弱汇率，在与美国的贸易冲突中作为武器，原因有三。

首先，人民币贬值对中国国内金融稳定是有很大风险的。尽管央行逐渐引入

¹ 翻译：刘斌

² Robert Dohner, 华盛顿大西洋理事会资深成员

更灵活、市场决定性更高的汇率机制，中国的外汇市场仍旧很大程度上受央行决策的影响。

2015年8月事件尤其能说明问题。当时央行推行了人民币汇率改革，却引发了灾难性的后果，使人民币大幅贬值，中国发生资本外逃。即便中国有足够大的外汇储备和资本控制手段，能够遏制汇率贬值，中国当局也不会愿意改变汇率政策，这是因为他们要极力避免再次发生市场动荡、失控或资本外逃。

如果中美贸易冲突升级，中方将更加努力避免汇率失控。这种背景下，向公众确保中国市场和经济稳定、当局仍掌控局面，就尤为重要了。

第二，即使以汇率贬值为武器，其效果也是十分粗略的。因为人民币贬值，受到影响的不仅仅是美国，还有中国所有其他的贸易伙伴。事实上，中国向来在贸易和投资政策制裁方面都很小心谨慎，使其目标单一。比如中国对菲律宾香蕉的限制（出于南海主权争执）或对韩国乐天糖果公司的限制（为了反对萨德反导弹系统在韩国的部署）。此次我们从中国的反制政策也可看出，其实中国之所以选择如大豆等产品增加关税，针对的不是美国，而是那些由共和党议员控制的地区，目标是削弱美国对共和党的支持。

美国提高了对汽车和汽车部件的关税，于此同时，中国最近削减了这些商品的全球关税，这也再次说明中国政府的举措是十分有针对性的。中国在美国市场面临的直接贸易敞口远大于美国在中国的直接贸易敞口。然而，这应该不会给美国带来宽慰，因为中国当局有办法将成本强加给美国在华分公司。比如可以在行政审批上阻碍或拒绝美国企业，最近，芯片制造商高通公司收购荷兰芯片制造商恩智浦，就以类似的形式失败了。

第三，中国如果以汇率为武器，就无法在美国领导力降低的同时，树立起自己的全球形象。自2016年达沃斯论坛习近平主席的发言，中国一直在向世界表达自己是公开市场以及全球化框架的捍卫者。此次贸易争端，中国一再强调美国是挑事方，中国是被迫采取相称举措的。同时中国也在与其他国家和地区维持融洽关系，尤其是欧盟这种受到美国行为影响的地区。

如果中国此时采取“中国第一”的汇率贬值政策，就会让全球再次兴起中国“不守规矩”的言论。更重要的是，中国认为现在是增加国际地位的机会，如果这样做，机会就会从手中流逝。

Beijing won't 'weaponise' the renminbi

Aggressive depreciation would hurt China's world role

Diego Zuluaga¹

As US-China trade tensions have become trade skirmishes, and now threaten to become a trade war, most of the actions have been on tariffs and goods trade. China has countered US tariffs on solar panels, steel, aluminium, industrial equipment and medical devices with its own increased duties on soya beans and other foods, agricultural products, and automobiles.

The developing trade conflict has taken place in an environment of very strong US economic performance while Chinese growth has been slowing. It has also coincided with a depreciating renminbi exchange rate. After strengthening in the first three months of the year, the Chinese currency has become the worst-performing in Asia, falling by 7.7% against the dollar, and 5% alone from mid June to late July. 'In China, their currency is falling like a rock,' US President Donald Trump tweeted on 19 July.

From a market perspective, renminbi weakness is easy to explain. US interest rates are rising, the dollar has strengthened generally, and there have been concerns about slowing growth and rising defaults within China. But renminbi depreciation has led to concerns that this is taking place with People's Bank of China encouragement and that China may 'weaponise' its exchange rate, opening up a new front in the trade conflict.

Yi Gang, governor of the People's Bank of China, responded on 3 July by repeating the central bank's long-standing policy that China will 'keep the exchange rate basically stable at a reasonable and balanced level.'

The renminbi has continued to weaken during July, but forebodings of a

¹ Robert Dohner is a senior fellow at the Atlantic Council in Washington

weaponised renminbi are misplaced. Markets may edge the renminbi exchange rate lower, possibly with PBoC acquiescence. But fall is very unlikely to come to push. For three reasons, China is very unlikely to actively weaken its exchange rate as an aggressive measure in a trade conflict with the US.

The first reason is that intentional renminbi depreciation has significant risks for domestic financial stability. Despite the PBoC's gradual efforts to introduce greater flexibility and market determination, the foreign exchange market remains acutely sensitive to perceptions of what the PBoC wants the exchange rate to be.

This was illustrated by the central bank's disastrous attempt to recalibrate exchange rate policy in August 2015, which led to a sharp depreciation and surge of capital flight from China. Even if China's large foreign exchange reserves and capital controls could stem the tide, the authorities' strong aversion to market turmoil and fear of loss of control over capital flight remain a strong discouragement to shifts in exchange rate policy.

If the trade conflict with the US intensified, this aversion would certainly grow. There would be a high premium on assuring the public and the markets that the Chinese economy is stable and the authorities are in control.

The second reason is that renminbi depreciation is a very blunt instrument. It affects all China's trade partners, not just the US. In fact, China tends to target carefully its use of trade and investment policy for sanctions purposes. Examples are restrictions on Philippine bananas (related to a dispute over the South China Sea) or on Chinese operations of South Korea's Lotte confectionary company (over deployment of the THAAD anti-missile defence system in South Korea). Not simply targeting the US, this year China has applied its retaliatory tariffs to products like soya beans from districts specifically with Republican congressmen and Republican support.

China's recent cuts in its global tariffs on automobiles and automobile parts, along with an increase in tariffs on these products from the US, are another illustration of the government's targeted approach. China faces a much larger direct trade exposure in the US market than the US does in China. However this should give little comfort to



America, since Chinese authorities have ways to impose costs on the much larger operations of US firms in China. The measures include adverse or withheld administrative approvals, such as the one that scuttled chipmaker Qualcomm's bid for the Dutch chipmaker NXP.

The third reason why China is likely to forgo currency as a trade weapon is that it would undercut China's larger ambitions to exert global leadership and diminish US standing. Starting with President Xi Jinping's Davos speech in 2016, the country has tried to establish China's narrative as the preserver of open markets and the global architecture. During the trade dispute, China has sought to cast the US as the aggressor and China's actions as a measured response. It has tried to court other countries affected by US actions, particularly the European Union.

Adoption of a 'China first' exchange rate depreciation would revive suspicions of China's willingness to 'game' the international system. Still more important, it would risk squandering what China sees as its moment to claim the international stage.

特朗普斥数十亿税款为他造成的问题善后 用税款补贴美国农业是巨大浪费¹

Simon Lester²

最近，无论是亲密的盟友还是崭露头角的竞争对手，无论是来自何地的钢铁和铝产品，甚至无论是何种商品（除中国制厨房水槽外），都成为了特朗普总统征收关税的对象。不难预见，美国贸易伙伴对此采取的措施就是向美国出口的商品征收报复性关税。现在，特朗普政府为了应对报复，提议补贴受到关税的打击最大的农业部门来抵消报复性关税的影响。接下来，随着市场扭曲的升级和扩散，其他各级政府自然会扩大补贴规模。

农业补贴并不是什么新鲜事。美国农业部门一直以来都有大量补贴，让许多美国的贸易伙伴长期以来都感到忿忿不平。当特朗普抱怨加拿大对乳制品征收高额关税时，加拿大也抱怨美国补贴乳制品。如今美国又对农业补贴只能让问题复杂化。特朗普政府提出的农业补贴将通过大萧条时期的资助计划《商品信贷公司宪法》进行。某种程度上，补贴是恰当的，因为如今的贸易战不难令人想起大萧条时代的斯穆特-霍利关税。

很多人都在问，这样的境地何时才是尽头？我们是否会面临美国所有对进口和出口商品都要征收极高关税的处境？经济会受到怎样的影响？到目前为止，虽然经济依然保持强劲，但要看到的是受关税影响的贸易额依然较小。

随着关税影响的贸易量上升，经济受到的影响会愈发明显。现在不乏失业的新闻报道，而且不少上市公司也受牵连，这种影响还可能会蔓延到股市。也许股市受挫才能影响特朗普的政策？

结束这种破坏性贸易政策的一种方法是让国会介入。国会对贸易有宪法性权力，所有关税都是根据法律赋予国会的权力来实现的。国会可以而且应该重新审视法规，并约束特朗普在关税方面的行动。

¹ 翻译：刘家志

² Simon Lester，卡托研究所贸易政策研究中心副主任



国会还应该阻止实施农业补贴。早在 20 世纪 90 年代，共和党领导的国会就通过了《自由农业法》，来改革和减少农业补贴。如果共和党人真的像宣称那样支持自由市场和有限政府，就不应该说一套做一套。

美国的贸易政策已陷入保护主义的泥沼，形成对比的是世界其他地区正在推进贸易自由化。欧盟和日本最近签署了一项意义深远的贸易协定，同意削减双向贸易关税，并以其他方式实现贸易自由化。特朗普一直不满欧盟对汽车征收高关税。如今欧洲对日本生产商逐步取消关税，但对美国生产商的关税仍会持续。

特朗普本来也可以达成类似的贸易协议，但他选择不这样做。如今特朗普总统已经就任一年半，但尚未着手新的贸易谈判。根据有关农业补贴的新闻报道，“特朗普农业救助计划的第三个要素将为美国农民寻找国外新市场进行资源投入。”开辟新市场的最佳方式是通过贸易协定谈判降低关税。

但是，特朗普政府不仅没有谈判降低关税，反而征收更高的关税，结果当然招致报复性关税；现在又对农业进行补贴。贸易政策可谓是在错误的方向上还越走越快。

Trump Spends Billions in Taxpayer Dollars to Fix a Problem He Created

Taxpayer Subsidies Thrown at U.S. Agriculture Are a Huge Waste

Simon Lester¹

President Trump has been imposing tariffs left and right, on close allies and on budding rivals, and on steel and aluminum from everywhere and on everything but the kitchen sink from China. The predictable response from U.S. trading partners was to impose retaliatory tariffs on U.S. exports. Now, in response to that retaliation, the Trump administration is proposing to counter the retaliatory tariffs with subsidies to the agriculture sector, which has been particularly hurt by these tariffs. Next up, presumably, is more subsidies by other governments, as the market distortions escalate and proliferate.

Agriculture subsidies are nothing new. The U.S. agriculture sector is already heavily subsidized, which has long been an irritant for many U.S. trade partners. When Trump complains about high Canadian tariffs on dairy products, Canada responds with complaints about U.S. dairy subsidies. These new subsidies just add to the problem. The Trump administration's proposed agriculture subsidies will be carried out through the Commodity Credit Corporation Charter Act, a Depression-era funding program. That is appropriate somehow, as the Trump administration's trade war harkens back to the Smoot-Hawley tariffs of the same era.

The question many people are asking is, where does this end? Will we reach a new status quo in which all tariffs on goods imported and exported from the United States are subject to significantly higher taxes? And what will that do to the economy? The

¹ Simon Lester is the associate director of Cato's Herbert A. Stiefel Center for Trade Policy Studies.



economy has stayed strong so far, but the amount of trade subject to tariffs is still small.

As the amount of trade covered grows, the impact on the economy will become more apparent. We are already seeing reports of lost jobs, and as publicly listed companies feel the pain, the effects are likely to spread to the stock market. Perhaps that will be enough to sway Trump?

One way to put an end to this destructive trade policy is for Congress to step in. Congress has the Constitutional power over trade, and all of these tariffs are taken pursuant to authority Congress had delegated by statute. Congress can and should revisit the statutes, and rein in Trump's actions on tariffs.

It should also step in to stop the agriculture subsidies. Back in the 1990s, a Republican-led Congress passed the Freedom to Farm Act, in order to reform and reduce farm subsidies. If the Republicans want to be the party of free markets and limited government, they should act like it.

At the same time U.S. trade policy is mired in protectionism, the rest of the world is pressing forward with trade liberalization. The EU and Japan recently signed a far-reaching trade agreement, cutting tariffs on trade in both directions, and liberalizing in other ways as well. Trump has been complaining about high EU tariffs on cars. Japanese producers will now see those tariffs phased out, but American producers will still be subject to them.

Trump could also negotiate such trade agreements, but he has chosen not to. We are now a year and a half into the Trump presidency, and no new trade negotiations have started. According to press reports about the agriculture subsidies, “[t]he plan’s third element would put resources toward finding new markets for U.S. farmers to sell their products abroad.” The best way to open new markets is to negotiate lower tariffs through trade agreements.

But instead of negotiating lower tariffs, the Trump administration has been imposing higher tariffs, which, of course, led to the retaliatory tariffs, and now to the new agriculture subsidies. Trade policy is going in the wrong direction, and the pace is

picking up.

《人民币国际化报告 2018》

《人民币国际化报告2018》主题为“结构变迁中的宏观政策国际协调”。在历史经验借鉴和理论研究的基础上，集中探讨了人民币国际化进入发展新阶段后加强宏观政策国际协调的必要性与紧迫性，围绕协调内容、突破口、主要矛盾、实现机制等方面展开了深入分析。报告认为：全面高效的国际协调是人民币国际化的必然要求；要将贸易、货币政策作为短期协调的重点内容，将结构改革、宏观审慎政策纳入协调范畴，从而完善国际政策协调框架；要重视多层次国际组织在协调中所体现的平台功能，积极寻求在新兴国际协调平台上发挥引领作用。



报告强调：要在“一带一路”上开展内容丰富的区域合作机制创新，为国际协调理论和实践提供新样本、新模式；要妥善处理中美贸易摩擦和政策分歧，这是实现无危机可持续发展和人民币国际化的关键，也是当前我国进行国际政策协调需要解决的主要矛盾。

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

厦门市南山区高新科技园软件园二期
2468号怡化金融科技大厦2015

