

【“2017 国际货币论坛”会议专题】

吴晓球：金融风险变异、科技渗透、国际交融标志中国金融进入
转型时期

王忠民：人民币国际化中的另类路径

YaseenAnwar：“一带一路”和人民币国际化

常军红：中国在东亚地区的稳定及溢出作用及人民币的角色

AnoopSingh：经济发展是人民币国际化的基石

【海外之声】

Manmohan Singh：削减资产负债表，增加优质抵押品的可用性

Carolyn Wilkins：加拿大探索数字货币

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列五：人民币国际化指数变动的结构分析

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：刘 欣

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn



金融风险变异、科技渗透、国际交融

标志中国金融进入转型时期¹

吴晓球²

编者按：

7 月 15 日至 16 日，由中国人民大学主办，中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心协办，中国人民大学国际货币研究所（IMI）承办的 2017 国际货币论坛在中国人民大学隆重举行。本次论坛主题为“金融深化、金融稳定与货币国际化”。15 日上午，论坛开幕式上发布了《人民币国际化报告 2017》，主题为“强化人民币金融交易功能”。

吴晓球副校长出席开幕式并发表主旨演讲，他指出，目前中国金融进入了重大转型的历史时期，主要体现在以下三点：第一，中国的金融结构正在悄然地、历史性地发生调整和革命。第二，科技对中国金融正产生深刻的影响。第三，中国金融机构越来越国际化，在国际体系中的地位和影响与日俱增。中国金融正处在关键的历史时期，改革必须顺应这些变化，必须推动中国金融结构的变革，以提升中国金融的竞争力和金融功能的改善，必须要推进科技对中国金融的深度影响。金融监管最重要的理念是逆周期，要形成逆周期的监管理念，形成科学的监管指标和准则，必须与时俱进。

以下为演讲全文：

国际货币论坛举办至今已经有六年的时间，对于我国人民币国际化以及关于国际金融问题方面都具有重要的影响。论坛在推动中国金融体系的开放，推动人民币的国际化，完善全球货币体系和推动国际金融结构改革等方面都提出了一些重要的建议。今年论坛主要集中讨论人民币的国际化，中国金融监管改革和金融稳定。

中国金融正处在转型期、敏感期，中国经济发展至今，使得中国的金融进入到重大历史的转型时期，其标志主要有三点：

第一，中国的金融结构正在悄然地、历史性地发生调整和革命。中国金融的结构性的调整和结构性变动的趋势是非常明显的，其结构性变革的重要标志是中

¹ 本文尚未经作者审核

² 吴晓球，中国人民大学副校长

国金融资产的结构发生了重大变化，即来自于证券化的金融资产在整个金融资产中的比重在迅速提升，无论是从哪个口径来看，都在发生很大的变化。

金融结构的变化预示着中国金融的功能在发生转型，将逐步由融资为主的金融体系转变成融资和投资并重的金融体系，未来将会成为以投资或财富管理为主的金融体系，这是基于中国金融结构的变化而带来的金融功能的升级换代。与此同时，中国金融结构的变化也预示着中国金融风险发生了变异，中国金融风险的结构也发生了重大变化。过去中国金融体系中最主要的风险主要来自于金融机构的资本不足，所以在过去相当长时期里，中国金融监管的重点是放在资本充足上，资本充足成为中国金融企业管理的基石，以此来展开设计其他的准则。而今天由于证券化金融资产的风险主要来自于透明度，因此中国金融风险也由资本不足风险过渡到资本不足和透明度风险并存。

第二，科技对中国金融正产生深刻的影响。科技对金融的渗透使得金融基因发生了突变，使得一系列的现象都无法用传统的金融理论来解释，并将在很大程度上颠覆传统金融理论。同时也给这一代的金融学者提供了广阔的舞台，传统金融理论是非常固化的、物理化的，它是基于非常物理化的金融业态而形成的。科技对金融的影响使得金融的物理业态已经渐行渐远，使得金融的业态发生了根本性的变化。必须站在未来的角度来看待科技对金融的影响，金融监管必须顺应科技对金融的推动作用，而不是阻止科技对金融的渗透。

第三，中国金融机构越来越国际化，在国际体系中的地位和影响与日俱增。虽然中国经济已经快接近国际舞台的中心，然而中国金融还离国际舞台中心还有相当大的差距。但是随着人民币的国际化，随着中国金融体系的开放，差距会逐渐缩小。

这三个标志预示着中国金融正处在关键的历史时期，改革必须顺应这些变化，而不是阻止这些变化。必须推动中国金融结构的变革，以提升中国金融的竞争力和金融功能的改善，必须推进科技对中国金融的深度影响。在相当长一段时期里，中国对于新的金融业态都抱着宽容监管的态度，由此推动了中国金融的进一步发展，推动了以第三方支付为代表的新的支付业态的蓬勃发展，从而实现了弯道超车，使得中国在这一领域处于领先地位。中国经过了卡的时代并正在跨越卡的时代，这是历史性的进步，中国社会将慢慢进入无现金时代，这也将给整个货币发



行制度和货币政策带来深刻的影响。

应当对中国金融的宽容式监管、探索式监管给予高度的评价，如果监管是扼杀创新的监管，则是一种腐朽的力量，显而易见中国的监管并非如此，而是允许探索的监管，因而是一种积极的、进步的力量。但是如果创新是没有监管的创新，则会变成疯长的野草。所以真正有发展的创新一定是有监管的创新，只是要允许这种创新有探索的时间，离开了监管创新就会一地鸡毛，二者之间是动态的关系。

基于以上观点，必须要推动中国金融的变革。由于中国金融的基础发生了变化，因而它的上层、它的监管的结构和模式也应该发生相应的变化和调整。2015 年中国的股市危机，引起了人们的深度思考，虽然这场股市危机有错综复杂的原因，但是这与监管角色的错位、监管功能的不到位以及对监管的深度理解不够有着密切的关系，监管的方法和理念存在严重的缺陷。

金融监管最重要的理念是逆周期，宏观经济政策调整的原理也是逆周期，而不是顺周期。然而现在很多的监管都是顺周期监管，事实上这是违背了基本常识。应当要形成逆周期的监管理念，要形成一整套科学的监管指标和准则，必须研究中国金融机构架构究竟发生了怎样的变化，以此来确定基于中国金融现实的监管的架构。不要脱离中国的社会现实，不能基于落后的传统准则，必须要与时俱进。

中国是一个有希望的大国，中国的金融是一个有希望的金融，中国金融成为全球金融中心只是时间问题，人民币是全球货币体系中重要的一员也只是时间问题，从流动性和市场的角度，今天已经成为重要一员。未来人民币成为全球货币体系里面重要一员的时代以及中国金融成为全球金融中心的时代，已经不远了。

人民币国际化中的另类路径¹

王忠民²

编者按：

王忠民副理事长出席开幕式并发表主旨演讲，从三个场景着手来阐述人民币国际化中的另类路径。他指出，人民币国际化存在多个层次及其背后的市场基本制度和市场基本逻辑。从贸易端口看，中国是市场化深度最充分的国家，但贸易只利用了货币在最基础层面的作用。在“一带一路”的背景下，人民币国际化的思路应该从贸易转换为基础设施、长期产业等方面的投资，从而拓展人民币的交易量级、支付量级和规模。中国金融基础设施存在建设缺失，境内市场衍生品、另类投资品亟待发展，进而推动金融深化，更好地管理风险。

以下为演讲全文：

我们首先引入三个场景，再看这三个场景背后人民币国际化的另类路径应该怎样去从理论和逻辑中展现开来。

第一个场景，人民币在境外的支付环节，特别是在数字支付技术项下的支付环节，已经在国外的任何一个物理空间当中都表现出很有效率、很有竞争力。这一步是否是人民币国际化的精彩展现？

第二个场景，人民币在香港市场实现债券通，促进了国际化特别是债券市场和证券市场的国际化程度，因为香港是一个国际市场。但这一场景下，是更加有利于港币和美元的持有人在香港做两地互通债券和证券下的交易，还是更加有利于持有人民币在 A 股和 A 债券市场交易者持有人的利益？哪一个利益遇到更少的风险？哪一个确定性收益更大？两个市场存在结构性差别，香港市场拥有广泛的衍生品市场和另类工具，而中国市场缺乏丰富的衍生品以及规避风险、管理风险的金融交易工具。全球债券利率市场中，中国的利率最高。为什么说债券通要比证券通更重要？因为证券背后的不确定性更强、更难，中国固定收益债券的回报率在全球是有竞争的，在这一过程中，既能够获得利率的回报，也能够把风险转移出去。

¹ 本文尚未经作者审核

² 王忠民，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、全国社保基金理事委员会副理事长



第三个场景，中国的大宗商品，如石油、煤炭、有色金属、粮食在满足自身城市化和工业化的巨大需求时也走向了全球化。我们不仅从全球进口很多的粮食、石油、有色金属，我们也出去投资，去买了国外的矿、资源和一切的东西，其中产生的交易量很大。试想，整个产业发展历史过程中，中国人勤劳发展的需求市场如此之茂盛，最后真正挣的剩余是多少？在享受到产品背后给你带来的财富剩余有多少？突然之间我们发现，我们储备了很多石油，煤炭我们要自己开采，产业周期的波动要求减产，去产能的时候发现还在进口。我们批评进口不是因为进口别人的东西，而是出去投资把矿买了必须再卖回给中国，我们在买别人的矿和资源的时候是以现价估值的，是周期性产业需求最旺盛、中国需求最旺盛的时候的现价，用现价估值了资产，又通过投资出去买回来。

回到人民币国际化的逻辑中，我们突然发现，人民币国际化有了多个层次，以及多个层次背后的市场基本制度和市场基本逻辑的展现。如果从贸易端口看，中国无疑是市场化深度最充分的。我们从国外买进来多少、生产要素转出去多少、从全球结构进来的生产要素有多少，在整个 30 年的历程中都是最大的数字，而且都是全球最大的数字。包括进口额、出口额、FDI 中任何一项都是全球最大的数字。但是贸易只是货币的最基础层面，保证它的流动性、支付性以及交易的及时完成只是其中一个层面，如果今天中国社会的主题已经贸易端口，如果把思路从贸易转换到投资项下的时候，就立刻具有了深度和广度。

再把投资端口上升到财富端口，拥有一种货币，不仅是拥有了它的过去和现在，并且拥有了它的未来。它不仅是国家主权货币，而且是在全球当中可以和主权货币之外的全球货币、黄金、最有成长力的公司相比，最能够代表财富未来的。人民币国际化、主权货币国际化的深度和广度就是从贸易、投资、财富以及财富未来的市场获取，在这种时候，全球范围内任何一个新思想、新产业、新科技高度的敏感性，都与此密切相关，而所有东西都与你拥有的货币量以及货币未来带来的收益相关联，这就是国际化，由此国际化的深度和广度就充分展现出来了。

最缺乏的维度是什么？是第二个场景，即另类的金融市场，特别是衍生品的金融市场，能够让交易的逻辑发挥到极致。今天任何一个实体产业，都是用货币量来排列的。全球市值最大的是谁？阿里是中国最大而不是全球最大，谷歌、苹果在六千亿美元左右，阿里和腾讯市值将近三千亿美元，是谷歌和苹果的三分之二

一。全球每天交易的买空卖空的数量是多少？交易的期货数值是多少？货币互换的数量是多少？对冲基金的对冲量是多少？这就是今天全世界的逻辑，所有的金融表现出的交易量、产生的服务，远比实体经济大出很多倍，因为每天每分每秒都要交易，只有交易才能够让流动性充分展示，才能够让每个人利益得以实现，交易的根本是让每一个人的风险交易出去。

再把这个逻辑引申一步，轻资产的两个逻辑，第一是把原来由于技术进步折旧率很快的东西用一次产品销售就折旧回来，不再作为固定资产的长期折旧。甚至技术的物理寿命已经长到了无限，但是经济寿命只是一次性的。第二是所有的资产如果是固定资产投资一定是全部转成流动投入。轻资产逻辑除了技术方面主要是金融交易场景的逻辑，而一次性投入背后的交易量多少以及背后的交易链条有多么复杂，是今天任何一个复杂链条都无法描述的。如果再看成动态逻辑的话，就可以明确地让社会资产在最有效率的公司当中，通过小的波段、长期波段、周期性波段来实现动态平衡。

现在如果要在境内做风险的规避、风险的交易、转移和管理等等，却发现没有像境外市场有那么丰富的期货市场、互换市场、对冲市场。当金融不仅是货币金融，当看重债券、证券、另类市场这样一个历史逻辑的时候，突然让金融用自己的流动性、风险、交易成本去替代实物之间、物物投资之间，直接获得公司股权和债券的时候，获得一个金融，而金融本身服务于其他，为其他风险和交易获得保障的时候，金融自身的风险由谁来解决？此时出现了期货市场、套期保值等等，因为有了期货市场，就有人去注重套期保值来保证现在。假定全球市场上的其他所有人都可以套期保值，就只有中国境内没有套期保值，那中国一定是在大宗产品中去吃亏的，因为明天的风险还捏在手中，这些问题是中国当前所存在的。

期货市场除了可以做套期保值、稳定收益、稳定平衡以外，还具有价格发现的功能。但是如果用现货市场去价格发现则是最高的价格，而期货市场是拉长了历史时期，拉长所有的参与者的公平的竞争，拉长买多和利空力量的平抑才能确定一个价格。如果按现货定价买的时候已经很贵了，现在又卖不掉了。日本也是有同样的问题，包括今天所谓的高科技和专利，也是只有专利有用才能卖出钱，专利没用还需要支付维护的费用。如果可以把主权货币的深度和维度提供给实体经济，提供给参与实体经济中的人，以及金融资本有管理风险、对冲风险、交易



风险的市场，那么人们就会蜂拥而至，因为风险可以规避。

再来看对冲，今天看人民币一定要看境外的短期、中期、远期人民币汇率的交易价格。如果境外市场不仅可以提供一种指数性的东西，还可以把背后所有币种当中主权的基础资产部分、收益部分以及收入的利率波动部分的风险，都通过衍生品市场全部转换出去，它就获得了确定和稳定的收益。

互换，货币可以互换，如果当互换的数量多，互换的规模大，互换占有货币数量的一定的比例的时候，这其中互换的交易成本是否可以通过中和的金融产品化的互换协议去完成，目前中国还没有设计这样的东西。对冲的思想架构最早来自于中国《易经》中的对卦，但是外国人把它金融化了，才产生了这样的市场。

最后还要强调，中国金融基础设施存在建设缺失，境内市场衍生品、另类投资品亟待发展，进而推动金融深化，更好地管理风险。经济学、金融学中有所谓的金融深化，但今天并不是深化过度，而是深化不够，最不够的地方是衍生品和另类市场构建，由于没有境内市场就无法管理自己的风险，无法管理自己庞大资产庞大积累的风险，从而让系统性风险积累。必须先从境内开始再走向境外，构建人民币资产的任何一个另类市场，只有这样人民币才能实现国际化，财富和市场才能国际化。

“一带一路”和人民币国际化

Yaseen Anwar¹

编者按：

Yaseen Anwar 先生出席开幕式并发表主旨演讲，他表示，自从 2008 年的全球金融危机爆发以来，国际货币体系和全球的经济体系都已经发生了深刻的变革，存在很多不稳定性和不确定性。“一带一路”的目标在于全球的经济恢复得以实现，建立更健全的金融基础设施，消除金融结构失衡，恢复市场对全球货币体系的信心。“一带一路”代表的是一种机会，特别是对于新兴经济体来说，要认识到每个国家都需要承担首要的责任，实现自身的长期发展、稳定，要利用“一带一路”创意和基础设施的项目来改善公司治理，实现长期的包容性发展目标。

以下为演讲全文：

自从 2008 年的全球金融危机爆发以来，国际货币体系和全球的经济体系都已经发生了深刻的变革，存在很多不稳定性和不确定性。例如 2014 年至今油价下降了 28%，还出现了主权债务危机，美国爆发危机并影响到全世界，西方的货币政策伴随着一些地缘政治不稳定出现，从而带来了更多的波动和不确定性。

“一带一路”的目标在于全球的经济恢复得以实现，建立更健全的金融基础设施，消除金融结构失衡，恢复市场对全球货币体系的信心。“一带一路”的倡议是全球性的计划，有利于加强地区的互联互通，通过发展基础设施来促进世界的贸易和经济增长。“一带一路”包括了 65 个国家，占到了全世界 65% 的人口，世界三分之一的 GDP，40% 的全球贸易额和四分之一商品以及所有的服务贸易。

全球的贸易已经得到了发展，成为经济发展的推动力量，然而还存在一些保护政策以及地区一体化和相互依存，这种依存会受到影响，如果不打击贸易保护主义，那么就会对所有国家都有害。一些国家建立起关税，但历史证明这会影响到全球的生产力。亚洲尤其是中国通过一些新的解决方案，来恢复了相对的稳定和公众的信心，并实现了快速的增长，还投入了一些资源来促进经济的持续发展。

¹ Yaseen Anwar，中国人民大学国际货币研究所国际委员、巴基斯坦央行原行长



中国是世界第二大经济体，也是世界最大的出口国，并且促进了全球的增长。展望未来全球的稳定必须利用好亚洲发展，促进国际和地区的一体化，加强经济的一体化。

65%全球的 GDP 都是在经合组织国家，在 2050 年这个数字会相反，尤其是中国、印度和东盟会占主导地位，南海的通道每年有 5 万亿美元的贸易流动经过这个地区，40%的全球贸易通过印度洋，在 2035 年的时候 90%的中东的石油会流向亚洲，还有四亿人在东盟地区，东盟会在 2050 年成为世界第四大经济体。此外，中国现在是世界上 43 个国家中的第一大贸易伙伴，过去曾是 20 个国家中的第二大贸易伙伴。未来全球经济的潜力就在中国、就在亚洲，但仍有很多挑战摆在我们面前，这些挑战使得我们的经济不够持续不够包容性，这要求我们在国内和国际上采取措施。

我们如何提供相应的资源？我们的阻碍是什么？阻碍主要在于金融机构提供融资帮助这些项目实施，最后是采取怎样的措施来支持基础设施的建设。首先要撬动基础设施投资，我们有 400 亿的丝路基金，有进出口银行 300 亿的资助支持，也集合了世界银行的资源和亚开行、亚投行和相应基金的支持，会在很大程度上支持我们的融资需求。还有一些其他的阻碍和瓶颈，我们怎样能够共同应对这些挑战？

首先，全球金融危机带来了其他的一些银行标准化建设，国际金融机构和国内金融机构要规避风险，长期资产对于银行来说有一些负面影响，短期的前景会带来相应的交易，带来突然的资本流动。应当实现“脱钩”，不应该将项目完全依赖于货币基金组织的要求，全球金融危机已经过去，银行需要调整借贷重点，也要涉及到股权的价值，应当更为强调基础设施的融资，特别是与多边机构进行共同融资、共同出资。

更为重要的一点是，人民币现在是第二大贸易结算货币、第五大支付货币，2015 年 12%与中国的贸易是以人民币计价的，大众第一个人民币计价的债券，立即就得到了发行和交纳。工行引商是第一个实现人民币的工具，例如熊猫债券，对多边机构来说是至关重要的，重塑了对于人民币的信心，能够减少不确定性和波动性风险，特别是在汇率方面。正如之前所说，人民币国际化需要不断进行改善，国内的投资需要增强。

2030 年会有很多人退休，这是人口的变化，我们需要储蓄以外提供更多的收益，保险业、共同基金和其他的产品都需要提供相应的产品，来帮助提升总体的收益，央行也会有相应的作用。应当鼓励对冲基金和共同基金来进入市场，实现人民币的国际化或许是需要一些时间，人民币获得更多的接受度也需要一些时间。

我们需要促进经济全球化和区域一体化，打破贸易保护主义，增强经济体之间的包容性。基础设施是至关重要的，基础设施投资会对中小企业产生重要影响，带来就业和机会，使投资组合更加的多样化。加强基础设施建设需要各国之间共同合作，建立更为合理的监管政策，需要各大金融机构提供相应的资金支持，从而带来更多的就业机会，促进投资多样化。我们需要不断发展多极化，包括各种货币的主导发展，减少各国的不确定性和脆弱性。“一带一路”会使我们获得更多资本资源来推动各国的发展，减少和解决脆弱性是至关重要的。中国和亚太地区其他国家拥有相似的经济平台，有能力自给自足，成为全球经济的引擎。

“一带一路”代表的是一种机会，特别是对于新兴经济体来说，要认识到每个国家都需要承担首要的责任，实现自身的长期发展、稳定，要利用“一带一路”创意和基础设施的项目来改善公司治理，实现长期的包容性发展目标。“一带一路”创意将带来足够的资源和机会，来推动工业发展，推动包容性发展，这些资源会提振信心，推动国际市场的发展，整个世界社会应当共同协作来抓住这样的机会。



中国在东亚地区的稳定及溢出作用及人民币的角色

常军红¹

编者按：

常军红主任出席开幕式并发表主旨演讲，从地区稳定及溢出作用的角度，分析了人民币在地区金融安全中的角色。她认为，东亚已成为世界上最具经济活力的地区，中国经济在过去十年是本地区经济增长的重要驱动力。金融危机教训表明，金融稳定需要全球以及地区性金融合作，其中一个考虑是要让更多的本地货币纳入到国际金融救助体系中去。过去，人民币已经在地区贸易投资和金融市场中发挥了重要作用，有力地保证了地区金融稳定。中国要与该地区其他国家共同促进国际金融结构体系的改革，加强风险规避和风险控制能力，开发新的金融工具，适应新的经济形势。

以下为演讲全文：

人民币国际化是二十一世纪一个具有里程碑意义的重大经济和金融事件，其不仅对中国经济金融体系有重要影响，在全球经济金融体系中也产生了深远影响。今天的会议关注加强人民币的交易功能，这对于人民币国际化来说是至关重要的一个方面。

下面我从地区的视角来阐述中国在“东盟与中日韩”（以下简称“东亚”）地区的稳定及溢出作用以及中国的角色和人民币在地区金融安全网中的作用。

一、 中国在东亚地区的稳定及溢出作用

东亚已经成为世界上最具活力、经济规模最大的地区。2016 年 GDP 占到了全球的 27%，在全球贸易中的比重更是达到了 30%。尽管面对持续不断的外部冲击，尤其是 2008 年以来的全球金融危机，以及近期美国总统换届之后的政策不确定性，但总的来说，本地区经济保持了稳定增长，承受住了外部风险冲击，经济基本面强劲。投资者也对本地区保持信心，看好未来发展前景。从应对外部冲击的具体指标看（短期外债偿付能力和进口支付能力），本地区缓冲能力充足，

¹ 常军红，东盟与中日韩宏观经济研究办公室(AMRO)主任

能较好应对外部冲击。总的来看，我们预计本地区 2017 年经济增长 5.2%，2018 年为 5.1%，其中中国的经济增长是整个地区增长的一个主要驱动力。

在全球金融危机及欧洲债务危机期间，美国和欧洲分别受到了较大的冲击，但是中国经济却保持相对较高增长，对地区及全球经济发挥了重要的稳定器作用。从生产链看，本地区形成了以中国为中心的地区生产网络，日本和韩国等相对发达经济体将其部分制造业转移到中国。不过，中国并不仅仅是东亚向欧美出口的生产基地，近年来越来越多的中国企业去海外投资。同时，中国自身也已经成为消费大国，成为整个地区重要的消费市场，在一定程度上弥补了欧美消费需求放缓形成的缺口。在旅游方面，中国出境游客数量从 2009 到 2016 年几乎是增长了三倍。对于很多国家与地区（包括本地区的日本、韩国、泰国、柬埔寨、越南）来说，中国都是其第一大的游客来源国，这促进了当地旅游产业的发展。此外，中国是大部分东盟国家中最主要的投资国，尤其是在老挝和柬埔寨等国。

回顾亚洲金融危机之后的这二十年，东亚地区经济恢复并得到了长足发展，经济一体化也在加深。同时，在加强宏观经济管理和宏观经济政策框架方面，各经济体也采取了很多措施，实施更加灵活的政策措施来解决脆弱性问题。总的来看，一个重要的结论是：中国在地区经济增长及金融稳定方面发挥了至关重要的作用，也产生了重大的溢出效应，推动了区域一体化的进程。展望未来，通过“一带一路”倡议，中国对地区的影响及与地区的互联互通会进一步加强。

二、中国的角色和人民币在地区金融救助安排中的作用

从亚洲金融危机得出的一个启示是单一金融救助安排的资源有限，为此需要各方合作，包括全球金融救助安排与地区金融救助安排之间的合作。目前，本地区金融救助安排包含两个部分，一是由本国储备、双边救助及区域救助机制组成的资金救助；二是宏观经济金融风险的监测机制，这里主要指东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO），其有很好的监测能力，完全覆盖了东盟与中日韩地区。下一步各方应加强在金融危机救助安排方面的合作，包括共同推动国际金融体系改革、加强风险的识别及处置能力及发展新的金融救助工具。

目前来看，人民币已经成为全球第二大贸易融资货币，人民币在东盟地区使用量增长很快。最近又有一些政策措施促进了人民币国际化，例如把人民币纳入



到国际货币基金组织的特别提款权（SDR）中；实施“沪港通”、“深港通”及“债券通”把大陆与香港的证券市场联通等。不仅如此，考虑到中国已经成为非常重要的地区贸易和投资来源，具有很大的溢出效应，人民币的稳定事关整个地区金融稳定，在地区金融救助安排中发挥着重要作用。尤其是，中国人民银行和其他经济体的央行（货币当局）签订了 36 份互换协议（截至 2017 年 7 月底）。如果相关国家遭遇金融危机，这些双边互换协议可以提供人民币资金，从而成为维护金融稳定的重要力量。

展望未来，由于本地区对外开放程度较高，而且内部一体化程度高，因此本地区也易受到外界冲击，这是我们面临的主要风险。为此，各个成员需要加强合作，继续加强金融救助机制建设。从区域看，金融危机救助安排包括清迈倡议多边化（CMIM）与经济监测机构（AMRO），其需要继续改善和加强机制建设，以便能更积极有效应对金融危机。同时，一个考虑是要让更多的本地货币纳入到国际金融救助体系中去，这其中就包括人民币。

最后我总结一下：

第一，中国已经和整个地区紧密联系在一起，尤其体现在贸易、旅游、投资及金融市场方面，中国对本地区具有重要的溢出效应。考虑到目前的“一带一路”倡议，中国对地区的影响及与地区的互联互通会进一步加强。

第二，中国不仅在经济层面是地区的稳定器，为地区提供了庞大的需求市场，在维护金融稳定方面也发挥很大作用。

第三，人民币和其他的区域内货币不仅可以在本地区的经贸往来越来越多的使用，而且可以作为流动性支持工具使用，促进完善地区金融救助机制。

经济发展是人民币国际化的基石

Anoop Singh¹

编者按：

Anoop Singh 先生出席开幕式并发表主旨演讲，他表示，资本帐户的开放和货币可自由兑换，并非是人民币加入 SDR 的必要要求，这是第一次采取了这样的模式，相当于承认持续性的发展是至关重要的。他认为，人民币国际化仍旧处于初级阶段。在人民币市场中，系统性波动取决于市场预期，而市场预期近几年发生了变化。IMF 将人民币入篮，是为了加速结构性改革，使经济重减少对于信贷的一来，并进一步推进消费升级、提振市场力量。因此，需要关注经济发展的方向。人民币国际化的基石，就是经济发展和新的增长模式逐步确立。

以下为演讲全文：

资本帐户的开放和资本帐户可兑换，并非是人民币加入 SDR 的必要要求，这是第一次采取了这样的模式，相当于承认持续性的发展是至关重要的。人民币可持续性的发展是依赖于在宏观经济和国家改革方面持续取得进步。

中国此前的成就在世界历史上是独一无二的，推动人民币市场的发展，逐步的放开资本帐户，但问题在于，中国今后将如何发展变化，它对于人民币的地位影响是怎样的。事实上，近段时间市场的波动影响了人民币国际化，涉及到中国在应对经济放缓时的具体措施。市场日益关切债务问题，一些迹象表明中国经济面临困难，或者说在整个全球金融使用人民币面临困难，资本流动是否发生了变化，人民币在全球支付当中的比重在去年出现了下降，市场也看到了人民币是在全球债券市场的使用以及人民币储蓄在香港银行的变化。

并且，以人民币结算的跨境贸易在去年出现了下降。所有这些的影响是什么？这些关切取决于一些顺周期的趋势，也包括全球发展的一些趋势。对于这些影响的评价，应当考虑双方面平衡的内容，一是全球经济风险对美元的影响，包括美联储收紧市场的影响，二是日益滋生的保护主义倾向。

¹ Anoop Singh，中国人民大学国际货币研究所国际委员、摩根大通原亚太监管战略主管、IMF 亚太部门原主管



人民币国际化仍旧处于初级阶段。中国在经济调整和市场调整当中取得了进步，但是并不能夸大这些进步。中国的出口市场贸易已经趋稳向好，但是仍旧在中国全球出口比重占 40%。在人民币市场中，系统性波动取决于市场预期，而市场预期近几年发生了变化。几年前对人民币有升值预期，去年则预期人民币贬值，在一升一贬之间，我们看到了市场的变化。中国人民银行承担了独特的责任，来应对变化的市场预期，而全球形势并不乐观，市场预期是多变的。

几年前人民币发展有相应的预期，去年又有了相反的预期，涉及到人民币贬值，在一升一贬之间我们看到市场的变化，央行需要应对这些市场预期的变化，采取相应的措施。央行采取了一些措施，涉及资本流动的措施，也包括资本相应的管制和干预措施，以及货币汇率的措施和机制。但人民币国际化的承诺不会改变，我们不会限制经常帐户的国际支付和转移，也要符合货币基金组织的要求。虽然相关政策的收紧带来了一些关切和担忧，但这也使得资本帐户回稳。中国也采取了进一步的措施，涉及到资本帐户的开放，更进一步放开了国内的债市，这是所发生的重大变化，也是值得赞赏的一点。

进一步放开资本帐户、进一步放开对中国债市的开放主要得益于债券通，使得在岸的人民币债券能够进行更好的发行和收买。这也带来了更进一步的对于人民币资产的需求，我们将 A 股也纳入到 MSCI 这个指数当中，人民银行这些举措的影响是什么？这些干预是至关重要和必要的。

对于汇率的变化，是由于市场预期由一端转向另一端，特别是现在央行的外汇储备的数额更为适用和充足，这些干预在近些年、近数月并没有停下来，而是一直持续。央行也进行了一些改变，汇率改革的目标非常明确，是为了减少与美元的联系和增加整个市场的关注。

几个月前我们改变了这样的机制，来减少非理性的预期所带来的超调的汇率风险，这些措施是央行基于稳定汇率市场的需要，也是基于应对市场预期从升值预期转向贬值预期变化的需要。

对于 IMF 而言，近段时间汇率的变化符合 IMF 的基本要求，而人民银行的相应政策也有一定进步。中国未来的汇率将更加地灵活，符合总体要求。虽然也可能有危机，但是要完全实现浮动汇率制度，中国仍然任重而道远，特别是在金融市场更是如此。IMF 清楚的是，人民币完全符合纳入 SDR 篮子的要求，市场

最近的变化也证明了这一点，我们希望更进一步看到结构性改革的成果，这有助于人民币进一步国际化，其基础就是要进行改革，实现新的增长模式。

人民币国际化已经得到推进，涉及到引领经济的转型和结构调整，需要平衡相应的政策，建立非常完备的金融体系和金融市场。中国有潜力使中期经济持续增长，IMF 将人民币入篮，是为了加速结构性改革，使经济重新再平衡，使经济减少对于信贷的依赖，并进一步推进消费升级、提振市场力量。因此，需要关注经济发展的方向。人民币国际化的基石，就是经济发展和新的增长模式逐步确立。

削减资产负债表——增加优质抵押品的可用性¹

曼莫汉·辛格²

美联储的决策者们已经在商讨何时开始削减美国央行 4.5 万亿美元的资产负债表。三月份和四月份的会议记录表明，美联储将审慎对待该议题，原因在于任何缩减资产负债表的决定都可能被视为是货币政策的收紧。缩减资产负债表将释放出“优质”抵押品，如美国国债，同时减少商业银行在美联储的超额存款准备金。就在美联储实行量化宽松政策购买数万亿美元债券时，这些资产就被存入了银行。有许多债券是从非银行金融机构购入，如养老基金、保险公司和资产管理公司，它们将收益存入储蓄机构。这些银行反过来将钱存放在美联储，并在这里赚取利息（只有银行可赚取超额准备金利息）。与闲置在银行的高额存款相比，非银行机构更有可能再会再利用优质抵押品。

政策利率上升和央行资产负债表的削减二者之间可能不存在一对一的关系。旨在维护更加安全的金融体系的新规要求银行持有更多“高质量流动资产”。美国国债和超额准备金都可视为高质量的流动资产。但这恰恰又存在差异。抵押时，优质抵押品可在类似于货币创造的过程中重复使用，比如银行接受存款或发放贷款之时。这就说明为何优质抵押品和超额准备金在市场运作中发挥了不同作用。二者之间的关系可能并非正向。

市场上的美国国债，如果得以再利用，可能会提高流动性，相比之下，超额准备金则会一直闲置。增加优质抵押品的可用性可刺激其他需求量小的抵押品的再利用。大多数抵押品是作为证券投资组合，而非单一证券来进行交易的。研究表明，抵押品重用率（担保交易量除以抵押品存量）的平均值不足 2，低于 2008 年金融危机前的 3。由于抵押品并不会凭空流通，而是需要银行资产负债表来转移，因此重用率不太可能上升。然而，私人部门的资产负债表仍然充斥着存款，

¹ 翻译：潘松岑；审校：陆可凡

² 本文作者是国际货币基金组织高级金融经济学家曼莫汉·辛格。本文编辑自 FT Alphaville 博客上的一篇文章。文中观点仅代表作者个人，并不代表国际货币基金组织及其执行董事会或其管理部门立场。原文载于货币金融机构官方论坛（OMFIF）第四期“全球公共投资者”（Global Public Investor）年度报告。

这是量化宽松政策带来的产物。假设规定没有发生变化，较低的存款水平将带来更多抵押品的再利用，原因在于银行资产负债表空间的可用性更高。

美联储的超额准备金已超过 2 万亿美元，导致存款占用了过多的资产负债表空间。在 2008 年金融危机之前，超额准备金则几乎为零。当前，对优质抵押品的需求量相当可观，这反应在其价格之上。正如我们过去一年所见，政策利率上涨可能不会蔓延至长期收益曲线。反之亦然。因为投资者的基础在长期和短期的曲线上大相径庭。从美联储 2015 年 12 月加息到 2016 年 11 月 8 日大选前夕，10 年期美国国债收益率有所下降。尽管 2016 年许多新兴市场的美国国债销售规模相当可观，收益率仍然从 2.3% 下降至 1.8%。

央行资产负债表的削减可能不会导致紧缩。美联储从其资产负债表的资产侧向市场投入了抵押品，再次利用这些抵押品能够更好地为金融系统提供流动性，其优势远大于减少银行系统存款。尽管《多德—弗兰克法案》和《巴塞尔协议》使得重复利用抵押品的成本更为高昂，但拓展银行系统资产负债表的空间可能抵消监管成本。因此，央行资产负债表若更为精简且不引发紧缩，则可在该周期内带来更高的政策利率。理论足以证明，在正常时期，精简的资产负债表可让央行专注于核心业务。而央行在考虑削减资产负债表的同时，还须考虑抵押品的再利用。

Unwinding balance sheets

Increasing availability of good collateral

Manmohan Singh¹

Federal Reserve policy-makers have begun discussing when to start reducing the US central bank's \$4.5tn balance sheet. Minutes of their March and April meetings suggest the Fed will approach this subject cautiously out of concern that any decision to shrink the balance sheet might be seen as tightening monetary policy. Letting the balance sheet shrink would release 'good' collateral such as US Treasury securities while reducing the excess reserves which commercial banks keep on deposit at the Fed. These were deposited when the Fed carried out its quantitative easing purchases of trillions of dollars in securities. Many of the securities were bought from non-bank financial firms like pension funds, insurers and asset managers which held the proceeds in depository institutions. Those banks in turn deposited money at the Fed, where it earned interest (only banks can earn interest on excess reserves). Non-banks are likely to reuse good collateral, rather than sizeable deposits at banks which have remained idle.

There may not be a one-to-one relationship between policy rate increases and the unwinding of central bank balance sheets. New regulations instituted to make the financial system safer require banks to hold more 'high quality liquid assets'. Both US Treasuries and excess reserves count as high quality liquid assets. But this is where the similarity ends. Good collateral, when pledged, is constantly reused in a process similar to money creation which takes place when banks accept deposits and make loans. That is why good collateral and excess reserves differ in their implications for market functioning. It is possible the relation between the two is not positive.

US Treasuries in the hands of the market, with reuse, are likely to improve liquidity, while excess reserves have remained idle. Increasing the availability of good

¹ Manmohan Singh is Senior Financial Economist at the International Monetary Fund. This is an edited version of an article which appeared in FT Alphaville. The views expressed are those of the author and do not necessarily represent the views of the IMF, its Executive Board, or IMF management. This article appears in OMFIF's fourth annual Global Public Investor.

collateral creates incentives for the reuse of other, less desirable collateral. Most collateral is exchanged as a portfolio of securities, rather than as individual securities. Research suggests the collateral reuse rate – defined as the volume of secured transactions divided by the stock of source collateral – is below two on average, down from around three before the 2008 financial crisis. The reuse rate is unlikely to rise since collateral does not flow in a vacuum but needs bank balance sheets to move. But private sector balance sheets remain congested by deposits, a by-product of QE. Assuming there is no change in regulations, a lower level of deposits will allow collateral reuse to increase, as balance sheet space at banks becomes more available.

Deposits have taken too much balance sheet space, with excess reserves at the Fed at over \$2tn. They were close to zero before the 2008 financial crisis. At present, there is sizeable demand for good collateral and it is reflected in the prices. As seen in the past year, policy rate increases may not percolate to the long end of the yield curve. The reverse is true too, because the investor base is very different for the short and long end of the curve. From the time of the Fed's rate increase in December 2015 until the eve of the presidential election on 8 November 2016, the yield on 10-year US Treasury notes declined. The yield fell to 1.8% from 2.3% despite sizeable sales of Treasuries by many emerging markets throughout 2016.

The unwinding of central bank balance sheets may not result in tightening. Collateral released from the asset side of the Fed balance sheet to the market, with reuse, is a far better provider of liquidity for the financial system than the reduction in banking system deposits. Although the Dodd-Frank Act and Basel accords make it more expensive for collateral to be reused, the increase in the balance sheet space of the banking system may outweigh the regulatory cost. Thus, a leaner central bank balance sheet, if it doesn't result in a tightening effect, could justify a much higher policy rate in this cycle. There are sound theoretical reasons why, in normal times, lean balance sheets allow central banks to focus on their core mandate. As central banks contemplate balance sheet unwinding, they must keep in mind the collateral reuse perspective.

加拿大探索数字货币

金融科技协作对履行承诺至关重要¹

Carolyn Wilkins²

数字货币并非一个新事物。在发达经济体中，大部分货币已经数字化：银行账户余额只是商业银行账本中的一个计算机化的条目。然而，未来的数字货币可能与现在的形式迥然不同。

诸如比特币这样的货币是由区块链技术支持，即交易的电子帐本。此类货币不需要一个可信的中心发行商（尽管区块链仍然需要充分的信任）。这种分布式帐本技术的数据库分布在许多地点，这使央行发行的电子货币在封闭支付系统之外的流通成为可能。

毫无疑问，新的数字货币带来的可能性引发了私营部门和央行界的兴趣。其所带来的问题对央行的核心职能至关重要，因为它们对货币政策、金融稳定、资金管理和货币发行都有影响。

为了研究驱动的决策，加拿大央行从以下三个角度切入主题：研究、实验与合作。银行多年来一直在调查私营和中央银行数字货币相关的问题，并正在起草一系列研究论文。它旨在研究数字货币对经济运行的潜在收益和风险，并以央行的授权为目标。

美国和加拿大在 19 世纪末和 20 世纪初非公开发行及公开发行纸币的经验表明，在某些情况下，非公开发行货币制度效果不错。主要要求是强有力的监管制度，以确保所有用户信任该系统，另外还需要有效满足三个基本目标的货币：交换媒介、记账单位和价值储存。

其他研究强调了确保数字货币需求的重要性。当现金是一个可行的替代方案时，若它只简单提供另一种支付机制，在某些情况下，人们的福利可能因其引入而减少。

¹ 翻译：李时良；审校：陆可凡

² Carolyn Wilkins 加拿大银行常务副行长。原文载于 OMFIF 的第四期《全球公共投资者》年度报告。

有关中央银行是否应发行数字货币的研究仍在进行。加拿大央行概述了分析框架，该框架强调理解可能启用的新经济活动类型的重要性。此外还需要很多考虑，尤其是考虑谁应该具有中央银行的资产负债表的直接权限，以及这对于货币政策的传导和金融稳定将意味着什么。

虽然该银行的研究显示，随着替代性的电子支付方式的市场份额增加，加拿大的现金使用正在减少，但是流通中的现金数量仍然以名义 GDP 增长。比特币及其他加密货币在加拿大市场中作用较小，所以尚有时间来思考这些问题。

该银行对数字货币的第二种方法是通过实验来帮助实现对新技术的更深层次的理解。Jasper 项目是一项银行分布式账本技术的实验，是与国家支付系统运营商 Payments Canada、领先的加拿大银行和 R3 技术联盟的合作项目。该项目已经创建并测试了使用基于 DLT(分布式账本技术)结算资产(称为“CADcoin”或“结算币”)的两种概念验证批发支付系统。其中一个系统是建立在开放源码的 Ethereum(以太坊)平台上的，另一个建立在 R3 的 Corda 平台。基于 Corda 的系统还内置了节省流动性的功能，可以模拟在分散式系统中集中式功能的执行过程。

该项目的目的是了解系统如何满足金融市场基础设施的 CPMI-ISOCO 原则，该原则是具有系统重要性的支付基础设施的国际标准。该银行还希望提高对私营部门如何接触并适应具体的分布式账本技术的认识，同时更深入地了解可能影响金融体系的技术。确切地说，Jasper 并非平台的评估标准。这最好交给市场。根据金融市场基础设施原则(PFMIs)，测试系统能够满足抵押条件、应对信贷风险、货币结算和流动性风险的原则。在结算原则上，结果是混合性的，还包括操作风险及访问和参与要求方面的重要差距。

截至目前，还有其他一些经验。其中之一涉及到这些系统中的表面矛盾；有一些集中的功能，但业务较分散，且收益还不清楚。例如，虽然分散式业务可能意味着增加弹性，但运行多站点的单一运营商也可实现类似的结果。

在成本上，似乎储蓄更可能来自精简的和解程序和较少的争议，而不是降低核心系统的 IT 成本。也就是说，如果其他应用程序建立在核心现金支付分布式账本技术系统上，例如金融资产清算、结算以及贸易融资，则储蓄潜力将更大。

然后，需要权衡的是系统成员交易验证的广泛程度和信息共享程度。Ethereum(以太坊)使用广播模式，即所有参与者都可以看到系统上的所有交易。而 Corda 使用点对点模式，仅将消息提供给交易各方，如果需要，将其提供给监管机构。

该银行对数字货币研究的最后一个方法是与全球同侪合作，展开双边合作或与金融稳定委员会、支付和市场基础设施委员会等论坛合作。它将与学术界和私营部门进一步合作，监测新型加密货币的发展，并开发其他概念证明，潜在地利用行为经济学和工业设计，以实现引人注目的用户体验和可行的商业模式。

加拿大央行的研究、实验和合作使其更加坚信，只有共同努力，中央银行才能开放金融科技的全面承诺，支持未来金融体系的平稳演变。

Canada explores digital currency

Fintech collaboration vital to unlock promise

Carolyn Wilkins¹

Digital currencies aren't new. Most money in advanced economies is already digital: a bank account balance is but a computerised entry in a ledger at a commercial bank. However, the digital money of the future could have very different characteristics from present forms.

Consider currencies such as bitcoin, which are underpinned by blockchain, ie, electronic ledgers of transactions. There's no need for a central trusted issuer (although plenty of trust is still needed around the blockchain). This distributed ledger technology – where a database is spread across many sites – raises the possibility of central bank-issued electronic money circulating outside the confines of closed payments systems.

It's no wonder that the possibilities of new digital currencies have sparked the interest of the private sector and the central banking community. The questions raised are of fundamental significance to the core functions of central banks because they have implications for monetary policy, financial stability, funds management and currency issuance.

Research-driven decisions The Bank of Canada is approaching the subject from three angles: research, experimentation and co-operation. The bank has been investigating questions related to private and central bank digital currencies for some years, and is building a set of research papers. It aims to examine the underlying benefits and risks of digital currencies to the functioning of the economy, and for the central bank mandate.

The US and Canadian experience with private and public issuance of bank notes in the late 1800s and early 1900s shows that a regime with private issuance of money can function reasonably well under certain circumstances. The main requirements are a strong regulatory regime, to ensure that all users can have trust in the system, and

¹ Carolyn Wilkins is Senior Deputy Governor at the Bank of Canada. This article appears in OMFIF's fourth annual Global Public Investor.

money that effectively satisfies three fundamental purposes: medium of exchange, unit of account and store of value.

Other research has highlighted the importance of making sure there is a need for the digital currency. If it simply provides another payment mechanism when cash is a viable alternative, there are circumstances under which the wellbeing of people could be reduced by its introduction.

Research on whether a central bank should issue a digital currency is still under way. The Bank of Canada has outlined a framework for analysis that highlights the importance of understanding the types of new economic activity that could be enabled. There are many considerations to be explored, not least who should have direct access to the central bank balance sheet and what this would imply for the transmission of monetary policy and financial stability.

While the bank's research shows that cash usage is declining in Canada as alternative electronic methods of payment gain market share, the amount of cash in circulation is still growing in line with nominal GDP. Bitcoin, along with other cryptocurrencies, plays a very small role in the Canadian market, so there is time to think through the issues.

The bank's second line of approach to digital currencies is through experimentation to help achieve a deeper understanding of new technologies. Project Jasper – the bank's distributed ledger technology experiment – is a joint initiative with national payment system operator Payments Canada, leading Canadian banks and the R3 technology consortium. The project has created and tested two proof-of concept wholesale payment systems using a DLT-based settlement asset, dubbed 'CADcoin' or 'settlement coin'. One system was built on the open-source Ethereum platform, another on R3's Corda platform. The Corda-based system also built in a liquidity-saving feature to mimic the execution of centralised functions in a decentralised system.

The aim was to see how well the systems could meet CPMI-ISOCO Principles for Financial Market Infrastructures – the international standards for systemically important payment infrastructure. The bank also wanted to improve its understanding of how the private sector might interact with and adapt to a concrete DLT application and, at the same time, more deeply understand the technologies that may impact the financial system. To be clear, Jasper was not intended as an evaluation of platforms.

That is better left to markets. Measured against the PFMIs, the test systems were able to meet principles of collateral, credit risk, money settlement and liquidity risk. The results were mixed on the principle of settlement finality. Other important gaps remain with respect to operational risk, as well as access and participation requirements.

There are several other lessons to date. One relates to the seeming contradiction in these systems; with some centralised functions but decentralised operations, the pay-off is not yet clear. For example, while decentralised operations could mean increased resilience, a similar outcome could also be achieved through a single operator running multiple sites.

On cost, it appears that savings are more likely to come from streamlined reconciliation processes and fewer disputes, rather than from lower core system IT costs. That said, there would be strong potential for more savings if other applications were built upon a core cash payment DLT system, for example, financial asset clearing and settlement, and trade finance.

Then there's the matter of trade-offs between how widely transactions are verified by members of the system, and how widely information is shared. Ethereum uses a broadcast model where all participants can see all transactions on the system. Corda has a point-to-point model restricting information only to parties to the transaction and, if required, to a regulator.

The final aspect of the bank's approach to digital currencies is its work with peers worldwide, bilaterally and through forums such as the Financial Stability Board and the Committee on Payments and Market Infrastructures. It will collaborate further with academia and the private sector, monitoring developments in novel cryptocurrencies, developing other proof of concepts, and potentially using behavioural economics and industrial design to develop compelling user experiences and viable business models.

The bank's research, experimentation and co-operation have reinforced its belief that only by working together can central banks unlock the full promise of fintech, and support a smooth evolution to tomorrow's financial system.



系列五：人民币国际化指数变动的结构分析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》第一章。

根据人民币国际化指数的计算方法，人民币在贸易结算、金融交易和国际外汇储备中所占比例变化均会对 RII 指标产生影响。新时期，人民币国际化呈现诸多新变化，也面临一些新问题，进入调整期。2016 年，贸易项下人民币国际化驱动力有所减弱，但在对外直接投资、熊猫债、离岸贷款等方面人民币国际金融计价交易职能进一步提升。随着人民币正式加入 SDR 货币篮子，人民币开始迈向国际货币行列，储备职能显著增强。

一、贸易项下人民币国际化驱动力放缓

跨境贸易人民币结算是人民币国际化发展的起点。自 2009 年试点以来，跨境贸易人民币结算业务金额累计突破 29 万亿元。然而，受国际环境、外贸萎缩、汇率波动等因素影响，2016 年贸易项下人民币国际化驱动力略有减弱，总体呈现以下特点：一是跨境人民币收付金额下降，收付比反转。全年跨境人民币收付金额合计 9.85 万亿元，同比下降 18.6%。其中，实收 3.79 万亿元，实付 6.06 万

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

亿元，收付比去年末的 1:0.96 转为 1:1.60。二是货物贸易人民币结算规模萎缩，服务贸易及其他经常项下人民币结算量增加。2016 年，经常项下跨境人民币结算金额为 5.23 万亿元，同比下降 27.66%。其中，货物贸易结算规模 4.12 万亿元，同比下降 35.52%；服务贸易及其他经常项下结算规模 1.11 万亿元，同比增加 31.64%。服务贸易在经常项目中占比从 2010 年的 8.66% 上升至 2016 年第三季度的 18.61%。三是人民币国际贸易结算全球占比显著回落。2016 年第四季度，国际贸易人民币结算全球份额由 4.07% 的历史高点跌至 2.11%，降幅达 48.27%。（见图 1）。

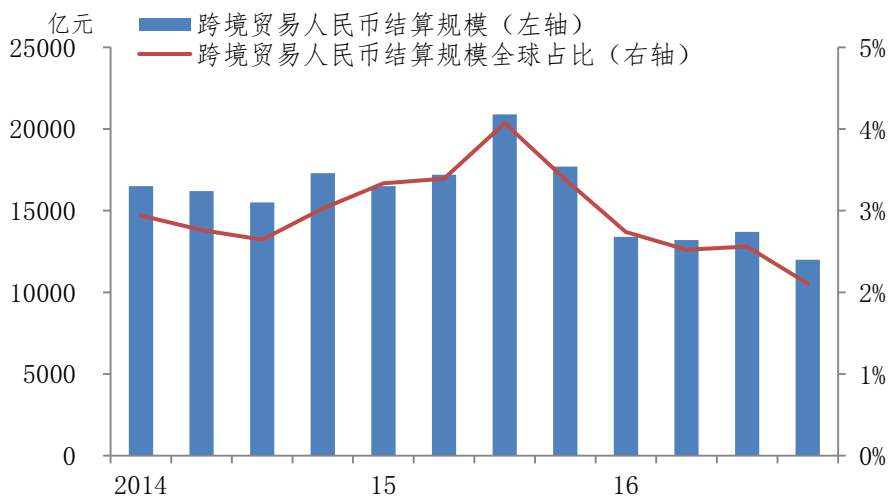


图 1 国际贸易人民币计价结算功能

综合看来，2016 年跨境贸易人民币结算规模萎缩，主要原因如下：

一是全球贸易形势复杂严峻，中国进出口出现下滑。2016 年，全球贸易增长不到 2%，增速创 2010 年以来最低，并持续低于 GDP 增速。保护主义势头空前高涨，反全球化情绪上升，相关摩擦增多。特朗普当选，全球政局动荡，进一步加大国际格局的不确定性，贸易增长的黄金期暂告终结。在此背景下，2016 年中国进出口总值为 3.69 万亿美元，同比收窄 6.77%；贸易顺差为 0.51 万亿美元，同比下降 14.00%。进出口拐点到来，对外贸易低迷形势短期内难以大幅改善，对于跨境贸易人民币结算规模增长的贡献空间有限。

二是人民币汇率贬值压力与波动性增大，中资企业议价能力较低。2016 年，美国经济持续回暖，美联储加息预期上升，全球政经“意外”事件加剧市场不确定性，中国经济依然面临下行风险。在此宏观背景下，人民币对美元汇率严重承



压, 全年贬值超过 6%, 即期汇率平均波幅较上一年上升 40%。人民币贬值预期, 一方面挤出原有贸易部门套利交易成分, 另一方面致使中国贸易对手方接纳人民币意愿下降。同时, 中资企业处于国际分工中低端位置, 相对缺乏核心技术与品牌效应, 产品差异性较低, 议价能力有限, 不利于人民币突破固有贸易计价货币惯性。

二、资本金融项下人民币国际使用频现亮点

2016 年, 人民币国际金融计价交易功能进一步拓展, 特别是在对外直接投资、熊猫债、海外信贷领域人民币使用规模显著增长, 成为弥补贸易项下萎缩、支撑 RII 基本稳定的重要支柱。人民币国际化已由贸易支撑迈进贸易、金融双轮驱动新阶段。2016 年末, 人民币国际金融计价交易综合占比升至 3.59%, 总体趋势向好 (见图 2)。

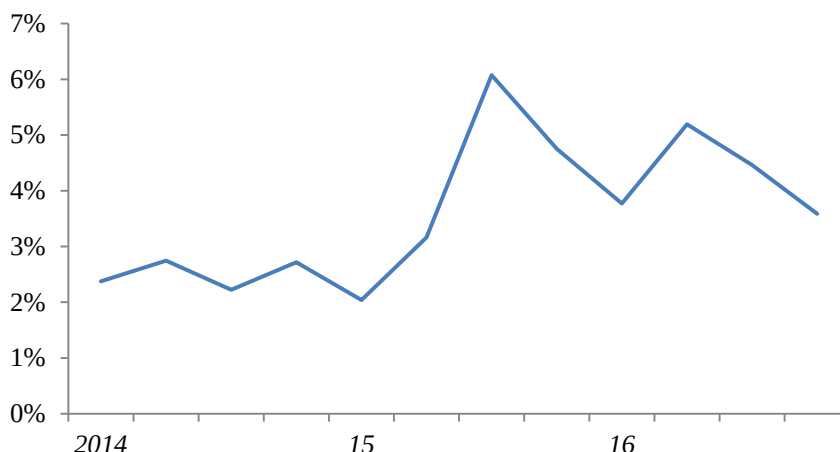


图 2 人民币国际金融计价结算综合指标

(一) 人民币直接投资快步跃进

人民币直接投资由人民币对外直接投资 (人民币 ODI) 和人民币外商直接投资 (人民币 FDI) 两部分构成。在全球投资疲软的背景下, 随着中资企业加快“走出去”、“一带一路”等战略推进, 人民币直接投资逆势上升。2016 年, 人民币直接投资规模累计达 2.46 万亿元, 同比增长 5.91%, 助推四季度人民币直接投资全球占比升至 9.66% (见图 3)。

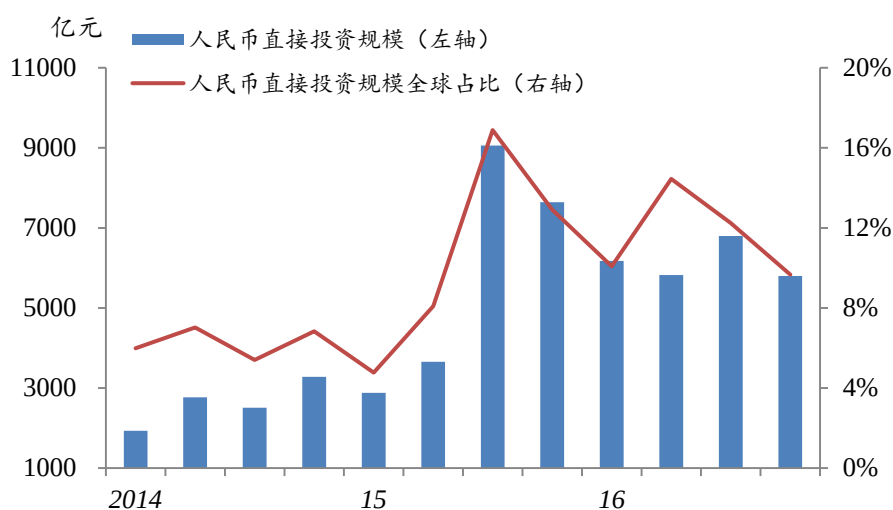


图3 人民币直接投资全球占比

2016年，中国直接投资项下差额为-3806.60亿元，历年来首次“由正转负”，人民币直接投资同样表现为ODI大幅攀升、FDI小幅下降。一方面，全球外商直接投资进入萎缩期，中国外商直接投资流入放缓，不利于人民币FDI增长。当前，全球经济复苏乏力，不确定因素增多，外商直接投资降至1.52万亿美元，较上一年减少13%。其中，发展中经济体直接投资表现更为糟糕，流入量总体下降20%。在全球直接投资低迷、资本流向逆转、国内下行风险增大的背景下，中国加强政策支持，实施便利化措施，营造良好环境，实际使用外资金额仅出现0.21%的微小降幅，与上一年基本持平。然而，中国外商直接投资增速放缓，在一定程度上对人民币FDI增长产生抑制作用。2016年，人民币FDI金额为1.40万亿元，同比下降11.86%。另一方面，“一带一路”战略加快推进，国际合作不断深化，中资企业加快海外布局，推进人民币ODI快速攀升。2016年，在“企业主体、市场运作、国际惯例、政府引导”的原则下，中国对外投资合作取得丰硕成果，非金融类对外直接投资同比增长44.10%。“一带一路”建设加快部署实施，在基础设施、境外经贸产业园区、境外产能合作区等重点领域获得突飞猛进的发展，全年中国对“一带一路”沿线直接投资金额达145.3亿美元，建立初具规模的合作区56家。中资企业加快海外布局，提升在全球产业链与价值链中的地位，2016年跨国并购交易额增长了1.02倍。此外，在人民币贬值预期下，人民币ODI大幅增长中也存在一定成分源自中国企业借助人民币渠道出海、押注贬值转移资产。



总体而言，对外直接投资成为人民币国际化重要驱动力之一，2016 年人民币 ODI 金额达 1.06 万亿元，同比增加 44.24%。

（二）人民币国际信贷“有进有退”

2016 年，人民币国际存贷款规模约为 1.52 万亿元，总体趋于萎缩。人民币国际信贷全球占比为 0.59%，同比下降了 20.78%（见图 4）。总体来看，在国际信贷领域人民币份额下降出于以下三方面原因：一是在美联储加息预期下，人民币汇率面临贬值压力，非居民减持人民币资产，致使离岸资金池显著缩水；二是国内经济存在下行风险，影响海外主体人民币使用信心；三是离岸人民币利率走高，金融产品体系尚不成熟完善，缺乏充足的保值增值与流通渠道，降低人民币持有意愿。

从结构上来看，人民币国际存贷款表现出“有进有退”的基本特征。在业务端，离岸人民币存款规模萎缩，离岸人民币贷款规模则呈上升态势。2016 年末，中国香港人民币存款同比下降 35.77%，人民币贷款总值同比增长 1.85%；中国台湾人民币存款规模同比下降 2.20%，人民币贷款总值同比增长 12.18%。在区域方面，离岸人民币资金池“西涨东跌”。2016 年末，中国香港、中国澳门、中国台湾、新加坡、韩国离岸中心人民币存款合计规模同比萎缩了 29.45%，而英国人民币资金池则显著扩容。2016 年三季度末，英国人民币存款规模 85.57 亿英镑，同比增长了 45.50%，成为离岸人民币市场发展的新亮点。

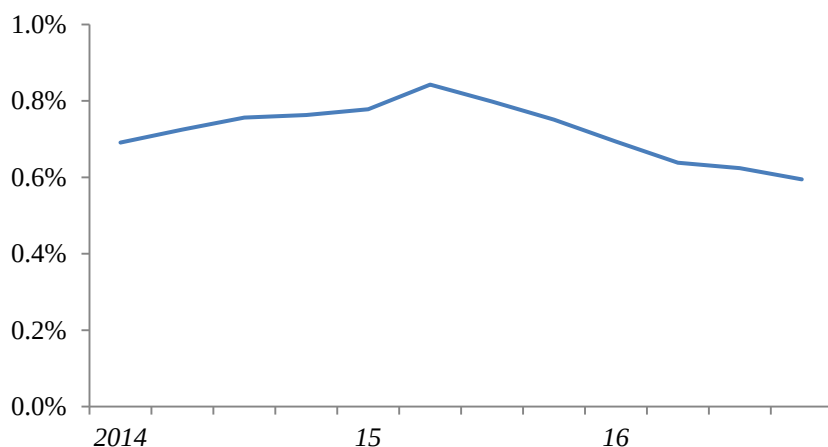


图 4 人民币国际信贷全球占比

（三）人民币国际债券发行“外冷内热”

债券市场是国际金融市场的重要组成部分，国际债券市场的比重份额是衡量一国货币国际使用程度的重要指标之一。截至 2016 年末，人民币国际债券与票据余额预计为 1187.8 亿美元，同比减少 4.81%；人民币国际债券与票据余额全球占比由 2015 年末的 0.59% 降至 0.52% 左右。尽管人民币在全球债券市场中份额仍然较低，影响力有限，但 2016 年在熊猫债、绿色债券、SDR 债券、人民币国债等领域则取得了重大进展。

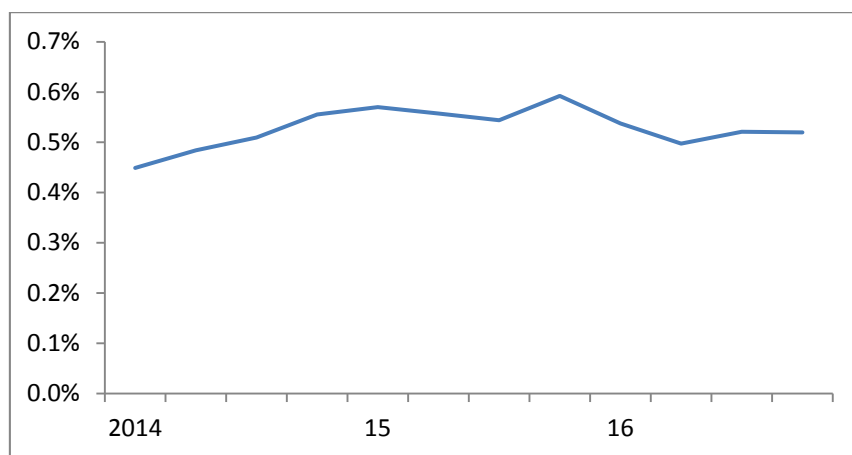


图 5 人民币国际债券与票据余额全球占比

人民币国际债券市场呈现“外冷内热”态势，发展中频现亮点。受离岸人民币利率走高、汇率波动增大影响，2016 年境外人民币债券发行规模为 1002.1 亿元，同比萎缩 33.9%；而在岸熊猫债发行量则大幅增加近 9 倍至 1290.4 亿元，境外投资者持有境内人民币债券占国内债券市场的比例达到 1.34%，中国债市对外资的吸引力显著上升。人民币国际债券发行主体与品种日趋多元化：熊猫债主体涵盖国际组织、外国政府、中外企业，品种囊括金融债、中期票据、短期融资券、主权债、交易所公募与私募债券；世界银行和渣打银行先后在银行间债券市场发行 6 亿 SDR 债券，对于扩大 SDR 使用、促进人民币国际化具有重要意义；中国财政部首次在中国以外地区发行人民币国债，并在伦敦上市交易；中国成为全球最大的绿色债券市场，2016 年多边开发机构在银行间债市首次发行绿色熊猫债，在美中资机构首次公开发行人人民币绿债，绿色理念为人民币国际化注入价值与实践能量。同时，境内债市开放度不断提高，基础设施日益完善。2016 年，中国将境外投资主体范围进一步扩大至境外依法注册成立的各类金融机构及其发行的投资产品，以及养老基金等中长期机构投资者。目前，已有 407 家境外机构进入银行间债券市场，较上年末增加 105 家。积极支持市场基础设施开展跨境合作，



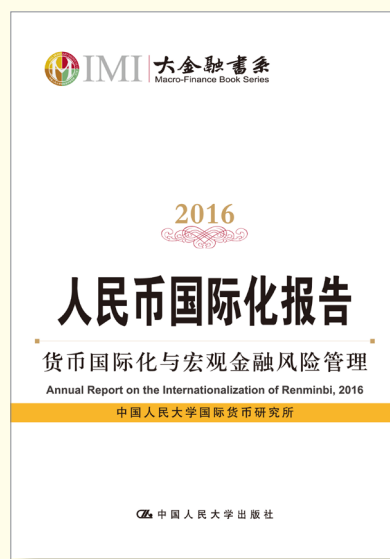
丰富外汇风险对冲工具，提高发行与投资便利性，完善人民币国际债券市场环境。

三、人民币国际储备功能显著增强

随着中国经济实力与市场开放度提高，人民币的国际储备货币职能显著增强。特别是今年人民币正式加入 SDR，不仅开启了人民币作为全球储备货币的新征程，也有助于增强 SDR 的代表性、稳定性和吸引力，推进国际货币体系改革。2016 年，中国人民银行先后同摩洛哥、塞尔维亚、埃及三国货币当局首次签订本币互换协议，与新加坡、匈牙利、冰岛四国续签货币互换协议，并将与欧央行的货币互换协议展期至 2019 年。目前，中国人民银行已经与 36 个国家和地区的货币当局签署了本币互换协议 3.05 万亿元，新加坡、菲律宾等央行也宣布在其官方国际储备篮子中加入人民币。尽管人民币国际储备功能实现阶段性跨越，但距离成为主要储备货币，人民币国际化之路依然任重道远。

《人民币国际化报告 2016》

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



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

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2017年9月11日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载