

【本期推荐】

IMI锐评|央行顺水推舟，人民币贬值无近忧

【“人民币国际化”专题】

鄂志寰：中国经济新时代与人民币国际化发展新方向

丁剑平：加快人民币国际化步伐

钟 红：“石油人民币”助力我国石油安全和人民币国际化

张 斌：坚持市场定价是人民币信心保障

【海外之声】

David Skilling：另类战争——美国关税破坏国际贸易

Seema Shah：石油价格飙升带来风险

——受到威胁的风险资产前景乐观

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：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：张耘峤

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

IMI 锐评|央行顺水推舟，人民币贬值无近忧

导读：

6 月 19 日，人民币兑美元大幅贬值 575 个基点，收盘报价 6.4743，创今年 4 月中旬人民币兑美元贬值以来最大单日跌幅，6 月 21 日，人民币兑美元汇率在岸、离岸双双跌破 6.50 关口，6 月 27 日，又双双盘中跌破 6.60 关口。人民币连续下跌的原因是什么？中美贸易摩擦和中国人民银行的货币政策是否在这一过程中扮演着重要角色？这一轮人民币的贬值会带来什么样的影响？，IMI 研究团队的成员围绕这些话题发表了相应的观点，具体内容如下文所示：

不必过于担心近期人民币的连续下跌

IMI 副所长、四川省金融工作局局长助理涂永红认为不必担心人民币最近的连续下跌，这是市场情绪的一种正常反应。短期汇率总是会偏离汇率的中长期价值，普遍存在超调现象。导致人民币连续下跌的原因有以下几条。第一，今年以来，美国特朗普政府为了削减美国的贸易赤字，提升制造业的竞争力，实行“弱美元”政策，导致人民币和其他的主要货币兑美元升值。但是美国经济增长较好，失业率已经降到 07 年次贷危机以来的最低水平，美元具有升值的经济基础，客观上存在人民币回调的压力。第二，美元加息，人民币降准降息，来自货币政策变化的因素，引发套利资本流出中国，流向美国，改变了外汇市场的供求关系，也导致人民币对美元贬值。第三，中美贸易战有升级的危险，美国威胁要对中国 2000 亿美元的出口品征收高额关税，而中国政府也明确表示要反制美国。贸易战升级使中国的经济增长前景变得更加不确定，有下降的可能性，贸易顺差也有可能大幅度减少，引发市场波动，造成心理恐慌。

其实，这轮人民币贬值也不是什么坏事，在当前的情况下，人民币贬值可降低出口品的外币价格，有利于增加出口，部分抵消贸易摩擦的负面影响，同时刺激短期资本流入。需要注意的是，目前美联储货币政策的溢出效应对我国金融市场的影响较大，股市对美元加息、贸易摩擦的反应尤其明显。在中美货币政策存

在分歧的情况下，必须高度关注资本市场、汇率市场的联动和价格相互影响，采取多种措施，多个渠道及时与市场沟通，引导市场的预期，避免弹性较大的人民币汇率变化引发资本市场过度动荡及大规模资本外逃。

中美贸易摩擦是否是推动人民币汇率贬值的原因之一？

IMI 学术委员、中银香港首席经济学家鄂志寰认为最近美国采取的一系列贸易保护措施正在推向具体实施阶段，中美双方就贸易摩擦进行沟通谈判的难度不断加大。贸易摩擦是“美国优先”贸易保护主义的集中体现，具有深刻的经济和社会根源，进而可能表现出长期性和复杂性的特征，在一个相当长的时间段内持续发酵。随着贸易摩擦的发展，人民币汇率的供求上方出现了新变化，推动了人民币汇率水平的调整。贸易摩擦及贸易战的前景对人民币汇率有以下三大影响途径：

一是贸易途径。贸易摩擦对人民币汇率的影响首先表现在贸易出口层面。如果出现最严苛的情形，美国对中国出口美国 500 亿美元商品征 25% 的关税，2000 亿美元商品加征 10% 的关税，另外 2000 亿美元商品也加征 10% 的关税，受影响的出口商品规模约为 4500 亿美元，涉及关税金额约为 525 亿美元。2018 年 5 月，中国以美元计价的出口金额增长 12.6%，比去年同期高 5 个百分点。预计 2018 年下半年，贸易战对中国对美出口的影响将陆续显现。但是，对美出口遇阻占比仍然有限，按照美国商务部的统计，2017 年中国对美商品出口 5056 亿美元，占中国 GDP 的 4.13%。按照中国海关的统计，2017 年中国对美商品出口 29103 亿元，占中国 GDP 的 3.52%，该部分出口调整对中国 GDP 影响有限。

二是资本途径。据悉，美国财政部将发布针对中国企业的投资限制清单，可能导致全年中国对美的直接投资和收购兼并活动的下降。贸易战剑指全球产业竞争格局，美国希望通过贸易施压继续主导未来全球产业竞争格局。美国新一轮关税措施指向的价值 500 亿美元的目标商品很多来自《中国制造 2025》产业政策中明确要优先发展的 10 个行业，包括信息技术、机器人、航空航天装备、节能和新能源汽车、电力装备、医药和医疗器械等，可能代表了美国对于未来 5 到 10

年全球产业布局的前瞻性关注。全球供应链已经完成高度整合，相关关税措施对具体行业的影响也将呈现复杂多变的过程。

三是金融市场途径。随着中美贸易摩擦的逐步发展，投资者恐慌情绪不断蔓延，国际金融市场出现了大幅波动，美国 10 年期国债息率一度回落，反映资金流入债市避险。欧洲及亚洲新兴市场主要股市均出现了较大幅度的调整。对比美国以往的贸易保护措施，新措施对环球股市、债市及汇市都产生巨大震荡，反映市场十分关注中美之间的贸易摩擦，担心贸易战将导致人民币汇率大幅度贬值。

综合分析上述三个方面的影响途径，中美贸易摩擦理论上影响中国对美出口，可能对人民币汇率形成一定的贬值压力，但是贸易摩擦同时导致中国对美投资的减少，可能在一定程度上弥补贸易项目对外汇供求的影响。因此，需要予以应对的是金融市场情绪对人民币汇率的不利影响。

考察美国和日本贸易战的历史经验，可以发现，上世纪 70-80 年代，日本是美国最大的逆差国，美国对日本先后发起纺织品争端、钢铁争端、汽车争端和半导体争端，要求日本自主限制对美国的出口增长，开放市场，扩大进口，美国对日本贸易逆差占美国名义 GDP 的比率从 1.2% 左右逐渐收缩到 0.3% 上下。同期，美元兑日元汇率经历了 1971 年和 1985 年两次大幅度的贬值，从 1971 年 7 月到 1978 年 10 月，日元从 1 美元兑 360 日元升值至 180 日元，期间升值 100%，持续时间为 87 个月。从 1985 年 2 月到 1995 年 4 月，日元从 1 美元兑 259 日元升值至 84 日元，期间升值 208%，持续时间为 122 个月。在日元汇率大幅度升值的同时，美国和日本共同推动了日元的国际化进程。

美日贸易战历史经验表明，贸易战焦点是降低双边顺差，显然没有空间和政策意图通过推动顺差国的货币贬值来提升出口竞争力。相反，如果汇率持续大幅度的贬值与资金外流之间形成逆向强化循环，则不利于投资和消费的增长，可能引发较大范围的经济金融风险。

目前，经济基本因素在人民币汇率的决定中发挥主导作用，中国经济运行平稳，经常帐盈余相当于 GDP 的比率保持在 1.2% 的可持续水平，对人民币汇率的影响偏向中性。资本项目引起的跨境资金流动将逐渐超越贸易项目，成为人民币汇率的主要影响因素，资本流动因素在人民币汇率决定中的权重值快速上升，金

融市场相关的资本流动增速将逐渐超过直接投资，成为人民币汇率走势的重要影响变量。此外，美元指数强弱仍是人民币汇率调整的压力来源和重要外部影响因素。2018 年，美元年初呈现跌势，近期出现逆转，人民币对美元升值的态势亦将调整为趋势性波动，波幅显著小于美元指数的变动，目前基本回到年初的水平。

总之，未来一个时期，人民币汇率的走势仍然主要取决于外汇市场供求的变化，在汇率形成机制方面，将继续增强汇率弹性，在合理均衡水平保持人民币汇率的基本稳定。

人民币的走势与央行的资产负债表相关

IMI 特约研究员、交银国际董事总经理、首席策略分析师洪灏认为这一轮中美贸易摩擦与日美贸易摩擦也有很大区别。首先从基本面来看，人民币没有当年日元的升值压力。经过近几年发展，中国经济对外贸的依赖度在逐步降低，贸易顺差只占 GDP 的 2% ~4%。对美国的出口依赖程度也在大幅下降，目前只有 18% 左右，远低于当年日本的 35%，所以人民币没有当年日元的升值压力。其次从处理贸易摩擦的方式来看，人民币也不存在单边升值或者贬值的压力，2018 年以来人民币的走强更多的是美元的弱势造成的。

随着贸易争端的潜在升级，市场对美元的担忧不无道理。贸易争端可能会冲销特朗普减税政策带来的好处，并削弱经济复苏的持久性。全球领先的经济指标已经开始掉头向下。在历史上，美元走势一直与美国的财政赤字高度相关。当赤字恶化时，美元往往会走软——就像现在这样。因此，美元疲软是基本面疲弱的信号，而不是流动性充裕的迹象。

近期随着贸易摩擦升温，人民币的强势开始消退转而走弱。我们认为，人民币的走势与央行的资产负债表及中国经济周期相关。随着遏制影子银行和去杠杆进程的推进，中国央行的资产负债表的增长将放缓。这与中国的三年经济周期是同步的。同时，以史为鉴来看，人民币汇率也可能会走软。只是，当前人民币这种潜在的周期性贬值可能会被误解为贸易摩擦中的一步棋。

面对贸易摩擦的负面情绪和低迷的资本市场，中国央行又一次宣布下调存款准备金率，这也是缩表的信号。该举措被市场解读为货币政策从中性转向宽松。

但鉴于近期不断重申的“稳健中性”的货币政策基调以及无所不在的房地产泡沫迹象，很难相信央行会采取这种突然改变货币政策的做法。

分析表明，在中国三年经济周期的晚期阶段，中国央行的资产负债表的扩张往往放缓。中国央行资产负债表的变化往往伴随着资产价格的起伏和剧烈波动。每当央行的资产负债表增速减慢甚至收缩时，如 2008 年、2012 年和 2015 年，股票价格承压，同时伴随着市场波动上升。央行同样也通过下调存款准备金率和利率以实现宽松的货币政策，对冲宏观经济风险。

由上可知，随着贸易摩擦加剧，将从根本上改变全球经济增长的前景，不排除中国经济进一步放缓的可能性。而全球经济增长似乎已经见顶，这将增加通胀压力。因此央行确认经济放缓的信号将会开始促使资产价格沿着现有趋势加速，而不是反转。

基本面与预期因素是此次人民币汇率贬值的主要原因

IMI 特约研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任张明认为这次人民币兑美元的贬值，基本面与预期变动在其中扮演了重要角色。

首先，近期中国经济增速呈现显著放缓态势，而美国经济增速继续保持较快增长，两国经济增长形势迥异，影响了投资者关于长期投资回报率的预期。今年五月份中国经济的相关数据应该说是明显弱于预期，消费、投资与出口增速都显著低于市场预期数据。更令人担忧的是社会融资总额的大幅萎缩。目前来看，基建投资增速的下降与出口增速的不确定性是导致中国经济放缓最重要的原因，而更深层次的原因则是中国对地方政府举债的控制显著影响了基建投资增速，而中美贸易摩擦的加剧使得出口前景面临显著的不确定性。相比之下，美国经济目前继续在高于潜在增速的水平上运行。

其次，近期美联储继续货币政策正常化进程，而中国央行开始连续放松货币政策操作，导致中美利差进一步缩小，影响了投资者关于短期金融投资回报率的预期。今年 6 月，美联储如期启动年内第二次加息，并且表态下半年还可能加息两次。而在今年 4 月与 6 月，中国央行进行了两次定向降准，此外还在 5 月份扩

大了中期信贷便利的抵押品范围。中美央行货币政策一松一紧，使得利差的变动对人民币兑美元汇率产生了下行压力。

再次，近期全球经济增长由趋同再次转为分化、部分国家推迟货币政策正常化、全球贸易投资冲突与地缘政治冲突加剧，使得全球投资者的风险偏好下降。新兴市场经济体普遍面临大规模资本外流，部分新兴市场经济体货币兑美元显著贬值。例如，从 EPFR 数据来看，上周港股市场出现了三年以来最大规模的单周净流出。尽管目前还没有数据表明中国面临的短期资本外流压力加大，但中国经济与其他新兴经济体很可能面临着类似的外部冲击。此外，近期中国股市与债市波动性的上升，客观上也可能造成相关投资主体增加对海外资产的配置。

IMI 研究员杨望认为近期人民币贬值加速现象值得关注。从 2 月 7 日的峰值来看，人民币兑美元累计下跌了 5.4%，近 10 日有加速贬值趋势。短期来看，CFETS 人民币汇率指数基本上保持稳定，近期人民币的贬值更多是因为美元走强的结果。对全球资本形成明显的抽血效应，使得国外资本流回美国，6 月 15 日来中美贸易摩擦升级加速了这一进程，全球流动性趋紧，同时也会间接影响非美金融市场震荡，汇率将进一步调整。长期来看，人民币汇率预期与中国经济的基本面、投资回报率相关。中国经济增速呈现显著放缓态势和 17 年底以来的政策趋紧，市场对中国经济增长的不确定性增加，成为近期压制人民币汇率的主要因素。如果美元进一步走强，流动性趋紧，将大概率引发人民币贬值预期强化。虽可能提升中国出口的竞争力，但更多地会引发通货膨胀、影响人民币国际化进程。随着人民币贬值预期的强化，股市、债市和房地产等以人民币计价的资产将承受巨压，本币投资者持现金为王的策略实为良策。相对美元、港币外汇需求或外币投资者来说，美元、港币计价的保险等长期保障性资产是不错的选择。

中国人民银行的货币政策选择“顺水推舟”：使人民币汇率适当贬值

张明认为本轮人民币兑美元汇率的贬值趋势，从根本上来说是由基本面与预期因素决定的，而非中国央行主动实施的贬值策略。然而，在市场因素导致人民币兑美元面临贬值压力时，中国央行选择了顺水推舟让人民币兑美元汇率贬值，这是值得赞赏的。

第一，顺水推舟让人民币兑美元汇率适当贬值，顺应了经济基本面的变化趋势。如前所述，当前中美经济处于经济周期的不同阶段、中美货币政策也处于不同的变动方向，在这一背景下，人民币兑美元汇率贬值，是符合基本面变动趋势的。换言之，对中国这样的大国经济体而言，货币政策应该根据国内经济基本面独立制定，而汇率应该是货币政策变动的结果。切不可为了维持汇率稳定，而放弃本国货币政策的独立性。例如，在 6 月份美联储加息之时，国内有一种观点，认为为了维持人民币兑美元的汇率稳定，中国央行应该跟随加息。然而，无论从增长、通胀、企业融资成本还是市场波动来看，中国央行都没有跟随加息的理由。

第二，在当前美元兑新兴市场国家货币显著升值的背景下，顺水推舟让人民币兑美元汇率适度贬值，还有助于维持人民币有效汇率的稳定，避免有效汇率升值过快对出口的冲击。如前所述，在面临外部压力的背景下，中国的出口增速本来就不容乐观。与此同时，由于今年二季度以来，尽管美元指数涨幅有限，但美元兑部分新兴市场国家货币却显著升值。由于人民币兑美元汇率基本上较为稳定，这造成人民币兑新兴市场国家货币出现被动升值，以至于人民币兑 CFETS 货币篮汇率出现了较为显著的上升。人民币有效汇率的升值既不符合中国经济基本面，也可能对出口造成不必要的冲击。在此背景下，中国央行顺水推舟让人民币兑美元汇率贬值，也有助于稳定人民币有效汇率。然而，值得指出的是，稳定人民币有效汇率是中国央行让人民币对美元贬值的主要原因，贬值的主要原因依然是基本面因素。稳定人民币有效汇率只是央行顺应市场力量、让人民币兑美元贬值的副产品。

第三，在当前背景下，中国央行降低对外汇市场的常态化干预，也符合人民币汇率形成机制市场化的改革方向。不容否认，在 2017 年，资本流出管制的加强以及逆周期因子的引入，是中国央行能够成功扭转人民币兑美元单边贬值预期的重要原因。然而，进入 2018 年以来，由于市场上出现了人民币兑美元的双向波动预期，有关证据显示，中国央行的确降低了对外汇市场的日常干预，甚至降低了逆周期因子的使用频率。与 2017 年的常态化干预相比，这无异是人民币汇率改革的一种进步。在当前国内外环境下，既然基本面因素推动了人民币兑美元汇率的贬值、既然贬值目前有利于稳定宏观经济增长与出口增速、既然贬值是中

美贸易摩擦加剧的结果（这让美国政府无法指责中国央行在操纵汇率），那么，适当的人民币兑美元贬值，何乐而不为呢？

IMI 研究员尹睿哲认为近期人民币汇率的贬值非但不会约束政策，反过来一定程度上是政策主观作用的结果。大家可以关注几点细节：一是中间价“理论值”与实际公布值的轧差一定程度上可以反映政策倾向，在过去几年，中间价往往存在“调升”的倾向，而近期这一倾向“消失”了，甚至开始出现“调贬”的操作；二是人民币对美元贬值的幅度与同期美元指数上涨的幅度基本匹配，意味着政策层面并没有“过滤”波动；三是贬值过程中，资本管制政策不是在强化，而是在放松。至少在观察到资本流动压力重新出现之前，不用担心汇率对货币政策的约束，目前环境下，贬值和利率下行同是“宽货币”的结果，贬值一定是“利好”而非“利空”。

人民币汇率贬值，将促进长短期利率的下行

IMI 副研究员孙超认为近期人民币明显调整，源于央行更注重货币政策的独立性，在月中美联储加息后未“随行就市”上调公开市场操作利率，同时在 6 月 24 日宣布定向降准释放流动性 7000 亿；而背后深层原因是错综复杂的环境下，需要一个稳定的内部环境。

人民币汇率归根到底还是取决于经济基本面，中国经济仍有望保持相当的韧性，这将支持人民币汇率稳定；预计在短期市场情绪宣泄后，人民币汇率再度维持双向波动。

人民币的大幅度下跌在一定程度上将干扰市场的风险偏好，对权益市场产生一定的抑制；从大类资产配置的角度来看，利率债的价值凸显：降准产生的资金在初期将沉积在银行体系内部，改善金融体系流动性，促进短端利率下行，进而为长端的下行打开空间。

此次人民币贬值并不会导致资本大规模的流出

张明认为市场上形成单边贬值预期，并导致短期资本大量外流的概率是很低的。这是因为，中国央行目前依然对资本外流保持了强有力的管理，且逆周期因



子在必要的时候依然能发挥作用。更重要的是，中国经济的基本面依然健康，即使央行不再干预人民币兑美元汇率。那么汇率在经历了一段时期的下跌之后，一旦投资者的预期开始分化，人民币兑美元的汇率就能够稳定下来。因此中国央行应该保持战略定力，利用当前的国内外形势，继续降低对外汇市场的日常干预，让人民币汇率在更大程度上由市场供求来决定。

尹睿哲认为按照 2015 年以后的经验，汇率波动方向基本与资本流动方向匹配，资本流出压力基本与贬值压力亦步亦趋。但是近几个月，虽然汇率的方向是贬值，不过资本却呈现流入状态，我们可以看到三个证据：一是银行代客结售汇差额在 4 月转正，5 月甚至进一步扩大；二是外汇储备名义上出现了一定幅度的下降，但主要是美元反弹引起估值变动的结果，如果剔除掉估值效应，近两个月外储同样呈现回升状态；三是贸易项一度成为“藏匿”资本外流的工具，具体表现为海关口径下的贸易顺差（实物流）高于收支口径下的贸易顺差（资金流），不过从近几个月的情况看，这种现象并不存在，现金流甚至开始超过实物流。

中国经济新时代与人民币国际化发展新方向

鄂志寰¹

18 年，中国经济将进入开放引领的新时代，中国金融业将成为建设现代化经济体系及形成全面开放新格局的主力军，在有效控制系统性金融风险的前提下，合理安排开放顺序，增强金融市场的公平竞争，提升中资、外资金融机构服务实体经济的能力和水平。中国有序放宽对外国投资者直接或间接投资证券、基金、期货等的投资比例限制，并取消中资银行外资持股比例不超过 20%、合计持股比例不超过 25%的限制，将提升市场对中国经济的信心，吸引更多的外资以多种形式流入中国，从而对人民币汇率产生一定的支持，也将为人民币国际化增添新的发展动力。

人民币国际化发展新方向

中国人民银行发布的《人民币国际化报告 2017》显示，在人民币国际化八大指标中，除跨境人民币收付业务有所下降以外，人民币作为国际储备货币、人民币国际债券、非居民持有境内人民币金融资产、人民币外汇交易、人民币现钞境外流通、双边本币互换、人民币跨境使用基础设施七项指标均有不同程度的上升，表明人民币在加入 SDR 货币篮子后，人民币国际化正式进入主场驱动期，在岸金融市场开始承担推进人民币跨境使用的重任，人民币国际化程度稳步提升。

人民币在多个领域的国际使用继续保持上升态势。新加坡、俄罗斯等 60 多个国家和地区将人民币纳入其外汇储备。人民银行已与 36 个国家和地区的中央银行或货币当局签署双边本币互换协议，协议总规模超过 3.3 万亿元人民币，极大地便利了境外主体持有和使用人民币。

主场驱动期的人民币国际化有三个层次的目标选择，其一是保持人民币在国际货币体系中的稳定地位，为以美元为主导的国际货币体系提供来自新兴市场的

¹ 鄂志寰，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中银香港首席经济学家



多样性选择，在推动建立更加完善、稳健和公平的国际货币体系中提供中国方案；其二，在提升国内金融市场深度和广度的同时，推动中国金融市场加快与全球金融体系融合；其三，从微观层面看，人民币国际化可以为走出去企业及国内居民的对外经济金融活动锁定汇率风险，降低交易成本。

总体而言，在中国经济新时代，人民币国际化将走出一条“水到渠成、稳步发展”的新路径，具体可以分解为以下三个方面：其一，建设现代化经济体系要求持续推进人民币汇率市场化改革，将为人民币国际化奠定稳步发展的新基础；其二，建设现代化经济体系要求加快金融市场的开放进程，人民币国际化开始探索由证券和储备资产配置牵引的新发展方向；其三，金融市场开放程度及开放进程中金融风险管理的有效性是决定人民币国际化可以走多远的重要影响因素。

人民币汇率市场化改革 奠定人民币国际化稳步发展的新基础

党的十九大报告提出“深化利率和汇率市场化改革”，2017 年 7 月召开的第五次全国金融工作会议亦明确提出，“深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。积极稳妥推动金融业对外开放，合理安排开放顺序”。显然，未来一个时期，货币当局将持续推进人民币汇率市场化改革，提升汇率的灵活性，让市场在汇率形成过程中发挥基础性乃至决定性的作用。在人民币汇率机制改革与汇率稳定性之间寻找一个新的平衡点，在增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

人民币汇率将更多地反映经济基本面因素，中国经济的健康发展和金融市场的持续稳定将为人民币汇率提供持续稳定的基础。从汇率政策取向看，人民币贬值应该不是一个主动的选项。虽然汇率贬值在理论上有利于出口，但 2017 年以来中国的外贸数据显示外贸回稳向好，无须通过货币贬值提升竞争力。相反，如果汇率持续大幅度的贬值与资金外流之间形成逆向强化循环，则不利于投资和消费的增长，甚至可能引发较大范围的经济金融风险。

2017 年以来，人民币对美元汇率波动态势不同于以往三年，表现出以下三个方面的特征：

一是人民币对美元汇率扭转了过去三年逐年渐进加深的贬值趋势，预计 2017 年底较年初可能升值 2% ~ 3%。2014 年，人民币对美元汇率贬值 2.4%，宣告终结此前长达 10 余年的升值周期，2015 年贬值 4.6%，2016 年则进一步贬值 6.5%，贬值幅度的逐年加深进一步强化了市场的贬值预期，给人民币汇率稳定带来巨大的压力。进入 2017 年后，人民币对美

元汇率经历了高位盘整到单边升值的转变。同时，人民币对一篮子货币在双向波动中渐走进升。

二是中国人民银行于 2017 年 5 月推出人民币对美元汇率中间价定价机制改革，人民币对美元汇率迎来了波动逆转的分水岭。中间价引入逆周期调节因子提升了人民银行和外汇局综合施策的边际效果，使收盘汇率及一篮子货币汇率变化的调整向实体经济因素看齐，在一定程度上有助于扭转人民币的贬值预期，“逆周期调节因子”改革开启了人民币对美元双向波动的新时代，投机者看空、做空人民币面临更大的操作风险。

三是临近 2017 年年底，人民币兑美元汇率再次呈现双向波动。近期美国公布的经济和就业数据较为强劲，基本面持续改善，支持美联储继续渐进收紧货币政策，美联储在 2017 年 12 月再次加息。此外，美国参议院投票通过税改法案引导美元指数反弹，提振美元摆脱近期颓势。同时，受年底季节性购汇需求较旺，需要预做准备等因素影响，人民币单边升值路径受阻，出现横盘走势，市场对人民币汇率的波动前景判断分歧加大，结汇需求呈观望态度。从人民币汇率的短期波动看，美元走势、中美两国货币政策导致的利差幅度，以及跨境资金流动等因素对人民币汇率走势产生直接影响。

在金融市场开放进程中 探索人民币国际化的最佳路径

国际货币发展的历史经验表明，货币国际化成功的基础是强大的经济规模与国际贸易量，以及稳健有序的金融市场，三者缺一不可。提升人民币国际储备货币职能需要离岸金融市场和发展成熟的境内资本市场的双重支撑，为国际投资者提供更多的在岸金融资产选择、更顺畅的交易管道、更充沛的市场流动性。

建设现代化经济体系的一个重要内容是金融市场加快与国际市场接轨，随着



金融市场开放的持续深化，中国为境外投资者提供的人民币资产配置渠道越来越多，为各类别的投资者持有更多的人民币资产提供了更多便利。非居民持有中国内地债券以及股票的数量将会有所上升，从而进一步提升人民币的国际化程度。

在人民币国际化初期，全球央行、主权基金和国际货币机构主要在离岸市场配置人民币投资标的。中国债券市场一度由离岸市场引领开放进程，为人民币国际化铺路搭桥。2017 年，

内地相关管理部门优化了沪港通，启动了深港通；对合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）政策框架进行了修改，弱化约束性政策。2017 年 7 月 3 日，债券通正式开通，为境外投资者进入境内债券市场提供了一个便利的境外平台，在为香港市场引入增量资金的同时，提升了内地债券市场的对外开放和国际化水平。以人民币计价的国际债券规模继续扩张，在岸熊猫债发行快速上升，点心债发行有所减少。

从具体实践看，外资进入中国资本市场仍有一定的顾虑，例如：担心内地资本市场管制和资金自由进出程度，担心二级市场流动性和市场深度，担心内地信用评级不能充分反映相关隐含风险等。这些问题仍然制约着人民币国际化的发展，需要在实践中通过继续推进金融市场的开放加以解决。

提升金融风险管理的有效性，稳步推进人民币国际化发展

中央经济工作会议提出把防控金融风险放到重要位置，确保不发生系统性金融风险。随着金融市场开放程度的提升，开放进程中的金融风险管理的的有效性面临越来越大的挑战。

首先，人民币汇率风险的有效管理及人民币汇率在多大程度上与美元脱钩影响人民币国际化未来发展。

近年来的人民币汇率波动表明美元指数强弱仍是人民币汇率调整的外部压力来源，人民币汇率仍然需要尝试与美元走势脱钩，展开自身的独立走势。

近一个时期，尽管美国经济增长势头尚好，劳动力市场持续改善，但通胀水平仍然低于预期，美联储加息更多地是出于货币政策正常化的考虑，因而在加息和缩表之间保持货币政策的弱平衡。中国货币政策虽保持稳健中性，但去杠杆、

强监管抬升了市场利率，市场资金紧平衡，Shibor 利率上行，10 年期国债收益率一度超过 4%。因此，尽管美联储持续加息并推出缩表举措，但其货币政策正常化步伐温和，中美利差不仅没有收窄反而由 50 个基点左右拓宽到 150 个基点上下，从而改变了资本跨境流动的方向和结构，并对人民币汇率产生较大影响。

其次，资本流动在人民币汇率波动中发挥重要作用，资本流动管制措施的渐进退出及资本外流控制机制的运行效果关系到人民币国际化的发展速度。

中国经济运行平稳，经常账户盈余与 GDP 的比率保持在 1.2% 的可持续水平，对人民币汇率的影响偏向中性，资本流动成为人民币汇率的主要影响因素。

2016 年年底，多个部门针对非理性的对外直接投资采取了阶段性管控措施，2017 年监管当局推出了“促流入、控流出”等措施，成效明显，在政府引导和市场主体对外投资逐渐成熟并回归理性的共同作用下，中国企业对外投资增速放缓、结构改善。

对于未来的资本流动管理政策取向，国家外汇管理局明确表示，外汇管理政策要在中国对外开放的新格局下，服务于实体经济，服务于中国的对外开放。具体包括：防范跨境资本流动风险，维护金融安全；稳步推进资本项目可兑换，进一步提升跨境贸易投资便利化水平，完善跨境资本流动宏观审慎管理政策和微观市场的监管体系；发展和完善外汇市场，增加外汇市场深度，丰富交易工具，扩大交易主体，完善外汇市场基础设施建设。

显然，国家外汇管理局对于人民币汇率预期的管理能力和市场沟通水平都有明显提升，工具箱里有足够的工具和充足的外汇储备，可以为人民币汇率提供实质性支撑。

建设现代化经济体系也应适当考虑 GDP 与 GNP 的相互关系，提升居民持有境外金融资产的比例。2016 年底，中国私人领域持有对外金融资产相当于 GDP 的比率仅为 27%，大大低于美国的 129% 和日本的 147%。国内相关主体的全球资产配置需求将长期存在，资本流出、流入的规模和结构将经历持续的调整和优化过程，人民币国际化的影响因素更加多元化，外汇市场的供求关系变化对人民币汇率及人民币国际化的影响机制亦更趋复杂。

协调发展人民币跨境支付是衡量人民币国际化与实体经济关联度的主要指标。



2016 年以来，货物贸易项下的人民币跨境使用规模持续下降，贸易支付领域的人民币国际化明显放缓。SWIFT 数据显示，2017 年 10 月人民币在国际支付市场的占比环比下降 0.39 个百分点至 1.46%，创 2014 年 4 月以来最低，并为连续第三个月下降。当月人民币在全球支付货币的排名下滑至第七位，而去年同期为第六位。与上月相比，10 月人民币的全球支付总额下降 19.1%，而同期全球所有货币的支付总额增长 3.02%。从历史上看，2014 年 11 月，人民币在国际支付货币中的排名一度达到第五位的高点，2016 全年，全球人民币支付价值总额下降 29.5%，占比从 2015 年 12 月的 2.31% 降至 2016 年 12 月底的 1.67%，同期全球所有货币支付额增加了 0.67%。

目前，贸易领域的人民币跨境使用政策完全放开，政策牵引力让位于市场自身的发展，市场则根据人民币汇率变化以及资本流动的情况进行调整。

人民币加入 SDR 以后，强调提升人民币在金融交易中的使用是一项重要的政策选择，但是，不应忽视贸易作为金融交易的基础性作用。贸易、投资与金融交易是人民币国际化的三驾马车，应相互配合，协调发展。仅仅依靠资本项目和金融交易来推动人民币国际化很难达到默认目标，在跨境贸易方面，除了原有的一些政策推动之外，应在市场的引导方面进行新的探索，为持续推动人民币国际化提供稳固的实质性基础。

加快人民币国际化步伐

丁剑平¹

美国“潜在的反比较优势政策”是中美贸易不平衡的根源。美国的贸易逆差主要集中在中高技术产品领域。据统计,在美国 2016 年总贸易逆差中,中高技术产品占 55.2%。中国对美国出口量最大的电子机械与设备,正是中国企业具有“比较优势”的产品。此次中美“贸易战”所指的行业均是“中国制造 2025”重点发展的核心产业,代表着中国高端制造业发展的方向,如高性能医疗器材、生物制药、新材料、农机装备、工业机器人、新一代信息技术、新能源汽车、航空产品和高铁装备等。这已经超越了普通的贸易争端范围。在此背景下,中国要加快推进人民币国际化步伐,鼓励非居民持有更多的人民币和开立人民币账户,开辟中国利用“外资”的新渠道,全方位吸引国际人才,切实提高创新能力。

有序推进大宗商品人民币计价

由于美元是国际储备货币,各国都依赖对美国出口来实现它们对美元的需求。由于各国间的双边贸易仍需以美元作为媒介,贸易双方不得不通过与美国市场打交道来获取美元。各国之间货币的汇率也大多是通过美元“套算”得出的,并且还不得不与美元保持一定的比价。中国用出口换取美元,再购买美国国债。虽然美国给中国支付利息,但实际上美国人可以充分利用这笔资金发展本国经济。这即所谓的“斯蒂格利茨怪圈”,表现为新兴市场国家在以较高的成本从发达国家引进过剩资本后,又以购买美国国债和证券投资等低收益形式,把借来的资本倒流回美国。美元遂成为全球大宗商品贸易的唯一结算货币。从二战后“黄金美元”转向“石油美元”,美元背后的“锚”一直没有离开过商品。为控制这些商品的供求,美国先后成立了多个大宗商品交易所,并且强制性地用美元计价。大宗商品期货市场能够为美元提供风险对冲工具,这比普通货币外汇远期的利率对冲更为稳妥,从而帮

¹ 丁剑平,中国人民大学国际货币研究所学术委员,上海国际金融中心研究院副院长,上海财经大学现代金融研究中心主任



助美元保持国际储备货币地位。

2018 年 3 月 26 日,以人民币计价的中国原油期货正式入市交易。在中国原油期货建立之前,世界近 98%的原油交易都与美元挂钩。俄罗斯虽然是能源生产国,但也饱受能源价格跌宕起伏之苦。中国建立原油期货市场,无疑将有利于维护中国的能源安全。随着以人民币计价的原油期货合约的推出,中国将拥有可以对冲原油价格下跌风险的期货品种,增强原油期货定价的话语权,同时为中国企业提供规避汇率风险的衍生产品。

从伊朗宣布接受人民币结算石油,到卡塔尔再到沙特、阿联酋以及委内瑞拉,全世界主要的产油国,相继宣布使用人民币结算石油。同时,中国还推出了双边本币互换协议。这些协议参与国均可以用本国货币交换人民币,然后直接进行本币贸易结算,从而绕开美元作为媒介的限制。石油是世界上交易量最大的商品,每年交易价值约为 14 万亿美元,比中国 2017 年 GDP 总量还多。中国是世界上第二大石油消费国,2017 年超过美国成为全球第一大原油进口国。中国的需求在很大程度上决定了其在石油定价上的话语权。今后,中国还将考虑其他商品的计价也使用人民币,包括金属和矿物原料等。尽管人民币已成为国际第五大支付货币,但占全球支付货币的份额仅为 1.7%。诚然,人民币国际化的进程将十分艰辛,但必须坚定地走下去。

紧紧抓住“创新原动力”人才

只有创新产品才是人民币背后的支柱,同时也是最终减少对美国市场依赖的有效方法。“贸易战”属于商品层面,而商品则是由人设计的,尤其靠人的科技创新。没有一定的资本,尤其是风险投资,难以吸引国际一流人才,从而难以支持长足的 innovation。二战后,美国凭借高薪在全球范围内吸引了大量科技人才。这才有了美国二战后的辉煌时代。特朗普政府的政策也是如此,希望通过加息将资本“抽回”美国,通过减税将跨国公司吸引到美国。美元国际化本身就是美国最大的利用“外资”的途径。货币国际化能够确保对“非居民”所持有的本币为美国所用。由此美国才能“高薪挖人”。为此,中国要从多方面采取应对措施,紧紧抓住作为“创新原动力”的人才。

首先,坚持人才发展的国际导向,大力引进国际人才,努力推进国际人才本土化和本土人才国际化。推广在上海倡导的以“全球视野,国际标准”和“量身定制,一人一策”等不拘一格吸引人才的方法。坚持引进和培养并举、增量和存量并重,突出市场作用,注重同行评议,构建用人主体发现、国际同行认可、大数据测评的高峰人才遴选机制。

其次,利用中国举办的各类大型进口博览会的机会,推进用人民币计价和结算。自从人民币在 2016 年 10 月 1 日正式加入特别提款权篮子(SDR),人民币跨境使用的基础设施进一步完善,人民币跨境支付系统(CIPS)一期已经上线运行,二期也于近期成功投产试运行。未来我国还将有序推进资本项目的开放,扩大人民币可自由兑换的范围。人民币国际化有助于降低对美国出口市场的依存度。只有减少经济的对外依存度,才能把更多的力量集中在国内市场的建设和企业改革上。此外,可鼓励非居民在中国开立更多的账户和持有人民币,这是当今中国利用外资的新渠道。

最后,适当通过外部压力去产能,加快淘汰僵尸企业。这一方面可以节约有限的人力、物力和财力,另一方面可以集中优势兵力打歼灭战。



“石油人民币” 助力我国石油安全和人民币国际化

钟红¹

一、国际石油定价货币的演变与现状

石油作为一种特殊的商品，其定价权的发展经历了漫长的演变和博弈。石油期货最早出现于 19 世纪下半叶，当时的“汽油交易所”曾在纽约繁荣一时。20 世纪 30 年代初，美国加利福尼亚州曾经产生了一个石油期货市场，但是这一萌芽在美国政府的压制下被取消了。20 世纪 70 年代，两次石油危机让各国逐渐意识到石油对本国工业及国防安全的重要性，于是各国开始积极寻求应对策略，以确保石油这一重要战略资源的充分供给。在此背景下，石油期货市场逐步发展起来。1978 年年底，纽约商品交易所推出 2 号取暖油期货，该合约得到小型公司、独立市场参与者、石油现货交易商和纯投机者的欢迎并大获成功。此后，世界范围的石油期货迅速发展，各国之间围绕石油期货定价权的竞争也越来越激烈。20 世纪 80 年代中期以后，交易所在石油定价体系中开始发挥越来越重要的作用。1983 年，美国纽约商品交易所（NYMEX）正式推出西德克萨斯轻质原油期货（WTI 原油期货）交易。由于这是流动性最好的石油品种，再加上美国发达的石油贸易和便利的输油管道等有利条件，WTI 原油期货逐渐成为世界上交易量最大的商品期货。1988 年，英国伦敦国际石油交易所（IPE）推出布伦特（Brent）原油期货，它是一种轻质低硫原油，在海上开采，便于运输，因而得到中东、非洲和南美等采油国的认可，将其作为本国石油的基准价格。目前，全球主要的石油贸易大部分都受到了 WTI 和 Brent 原油期货价格的影响。但由于受到出口限制，WTI 更多反映的是北美市场的供求关系，而 Brent 原油期货在全球市场的影响力则日渐增强，大部分亚欧市场报价都挂靠 Brent 原油期货价格，因而能更好地反映全球石油市场的供求状况。

¹ 钟红，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中国银行国际金融研究所副所长、《国际金融研究》常务副主编

美元在世界石油期货市场的主导权是与美元国际化的演进相辅相成的。早在石油期货蓬勃发展之前，美国就已经在积极争取美元在世界石油定价中的主导地位。“石油美元”诞生于 20 世纪 70 年代的石油危机并迅速崛起。1975 年，美国政府以为沙特王室提供政治支持作为条件，与沙特签订协议，确定以美元为石油计价结算货币，由此得到最大产油国沙特在原油供应与美元定价等方面的支持。随后，其他中东产油国也陆续与美国签订协议，并承诺在石油交易中使用美元进行计价。OPEC 成员国在第一次波斯湾战争后出现长期分歧，令美元获得了进一步掌握石油定价权的机会，美元在石油定价方面的地位愈加牢固。直到今天，无论是纽约 WTI 原油、Brent 原油，还是迪拜等地的原油交易，绝大部分都以美元进行计价结算。根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）的统计，截至 2015 年年底，美元在全球 88 种大宗商品价格序列中的占比超过六成。有学者估计，以交易量测算，美元在大宗商品定价中的市场份额可能超过 90%。在包括石油在内的大宗商品货币定价权的博弈中，美元不仅获得了在世界石油期货市场定价中居于首位的影响力，同时也使美国能够在最大程度上影响国际油价的波动，以达到符合本国利益和满足国内经济运行的目标。

除美国外，日本也曾积极推进石油日元的发展，主要表现是东京商品交易所于 2011 年推出的以日元计价而非美元计价的中东原油期货，以求为国内投资者减少汇率结算风险，并帮助日本国内企业规避原油价格大幅涨跌带来的损失。但总体而言，目前日元对世界石油期货定价的影响力甚微。其原因有四：一是国外投资者参与日本原油期货交易的数量较少；二是日本原油期货合约单位为 100 千升，与国际通用的石油交易计量单位明显不同，给外国投资者参与市场交易设置了不必要的障碍；三是由于日本石油产量较低，石油消费主要依赖进口，导致日本境内作为衍生品交易市场基础的石油现货市场不发达，从而给衍生品市场的发展带来了很大的局限性；四是日本经济近年来较为低迷，日元国际化倒退，直接影响以日元计价的日本原油期货市场的发展。

中国曾于 1993 年推出首个国内原油期货合约，但由于当时正处于能源工业改革时期，市场发展不规范，该期货合约仅持续一年时间即被关闭。2008 年全球金融危机充分暴露了以美元为主导的单一国际货币体系的弊端。自 2009 年起，中国开始积极推动人民币在大宗商品计价结算中的使用。2013 年中国向外界表

示，酝酿推出新的石油期货。此后，经过长期筹备，到 2018 年初，上海期货交易所先后完成五次原油期货上市前的全市场生产系统演练，显示中国版的原油期货的上市条件已经成熟。该原油期货将在上海国际能源交易中心（INE）挂牌交易，故取名 INE 原油期货合约。与国际主要原油期货合约对比可以发现，INE 原油在交易品种、交割方式、每日结算价、最低保证金等方面都有所不同。最重要的是，该原油期货将以人民币作为计价货币（见表 1）。

表1 全球主要能源期货合约对比

比较项目	INE	Brent	WTI	CME 阿曼
交易品种	中质含硫，含硫量 1.5%，可交割量种和升贴水另行规定	Brent, Fortis, Oscher, Ekofisk 原油	轻质低硫，硫含量不高于 0.42%，6 个美国油种和 5 个国际油种	阿曼原油
交易单位	1000 桶/手	1000 桶/手	1000 桶/手	1000 桶/手
报价单位	人民币元/桶	美元美分/桶	美元美分/桶	美元美分/桶
最小变动价位	0.1 元/桶	0.01 美元/桶	0.01 美元/桶	0.01 美元/桶
交割方式	现货交割 指定保税交割	现金结算 期转现	现货交割 FOB 管道交割	现货交割 FOB 货船港交割
每日结算价	日成交加权平均价	伦敦时间 19:28 起两分钟的成交加权均价	伦敦时间 19:28 起两分钟的成交加权均价	新加坡时间 16:25—16:30 成交量的加权均价
最低交易保证金	合约价值的 5%	\$2700 ~ 3700/手	最低合约保证金 \$2300，近月合约初始保证金 \$2700，逐月合约保证金逐渐递减	最低保证金 \$3750/手 初始保证金 \$4750
合约月份	最近 1 ~ 12 个月为连续月份以及其后八个季度	6 年内连续合约，6 年后到 9 年逢 6 月和 12 月合约	8 年内连续合约	当年及后续 5 年连续月份合约
交易时间	上午 9:00—11:30 下午 13:30—15:00 夜盘 21:00—2:30 (北京时间)	CME Globex: 周一至周五 17:00—16:00，每天从 16:00 有 60 分钟休息(芝加哥/中部)	08:00—05:15 (周一 06:00—05:15) (北京时间)	周一至周五: 17:00—16:15 (北美中部时间)

资料来源: Wind

二、发展“石油人民币”定价的意义

目前，中国是世界上第二大石油消费国和第一大原油进口国。根据国家统计局和中国海关总署的数据，2016 年，中国油品消费同比增加 5.6%，达 5.78 亿吨；2017 年，中国原油进口同比增长 10.1%，达 4.2 亿吨。美国能源信息署（EIA）在 2018 年 1 月发布的信息显示，中国 2017 年日均原油进口量为 840 万桶/日，首次超过美国的 790 万桶/日，成为全球第一大原油进口国。这些数据表明，近年来中国对石油进口的依赖度不断提高。中国石油集团经济技术研究院在其发布的《2017 年国内外油气行业发展报告》中指出，2017 年我国石油消费的对外依存度达到 67.4%，较上年提高 3 个百分点。但是，与巨大的石油消费量和极高的进口依赖度形成鲜明对照的是，我国在国际石油市场上的定价权严重缺失。在此

背景下，进一步完善我国石油期货市场，发展“石油人民币”定价，对我国能源安全、经济发展以及人民币国际化等都具有十分重要的意义。

第一，提高我国应对国际市场石油价格波动风险的能力。我国自 1998 年起，实行石油价格机制与国际接轨；此后，国内油价与世界石油价格的联动性日益增强。近年来，随着全球石油供需结构的变化和地缘政治的变动，国际石油价格波动剧烈，导致国内消费者和石油生产企业均受到不同程度的影响。油价上涨时，消费成本增加；而 2014 年以来国际油价下跌，又导致中国石油企业大幅缩减上游资本开支，国内石油产量持续下滑。在这种原油需求不断增加、国内原油产量下滑、对外进口依存度不断提高的形势下，“中国买什么，什么就涨价”成为不可避免的事实。图 1 显示，在 2017 年 1—12 月，中国原油进口贸易中，进口金额变动的比例均超过了进口数量变动的比例。特别是 2017 年 3 月，19.4% 的进口数量变动所引发的进口金额的变动达到 99.1%，凸显了由于原油定价权缺失给我国带来的不利影响。

现货市场价格的变动在一定程度上会受到期货市场价格变动的影响。我国期货市场不发达，特别是石油期货市场缺失，令我国只能被动接受国际油价的波动。即使在石油进口量不断增加的形势下，我国在石油贸易中的议价能力仍然相当有限。健康的期货市场能够正确引导现货市场的发展。基于我国当前面临的石油进口依赖度增加和石油定价权缺失的状况，我国尽早建立和发展以人民币定价的石油期货市场，将有助于形成自身的石油期货市场，减少国际油价波动带来的冲击。

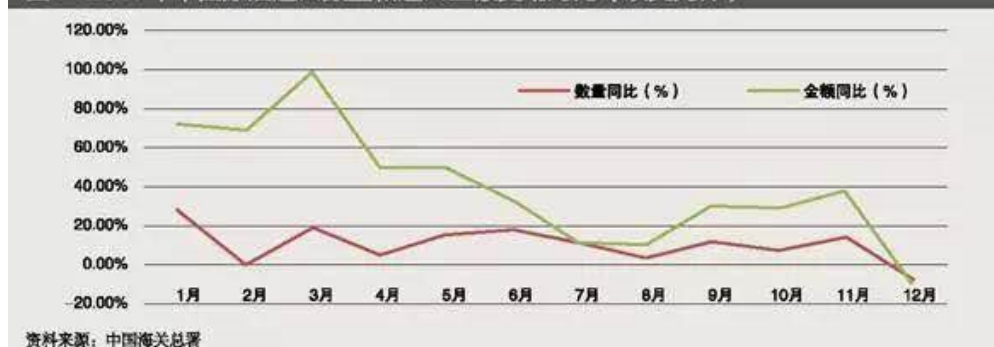
第二，打破中东原油存在的“亚洲溢价”，维护我国能源安全。中东地区的一些石油输出国对出口到不同地区的原油采用不同的计价公式，向美国、欧洲和亚洲出口的石油，分别选择 WTI、Brent 和 Dubai 作为基准油价指标，并在定价中使用明显对亚洲不利的升贴水调整因素，导致亚洲地区的石油进口国要比欧美国家支付更高的原油价格，即所谓的“亚洲溢价”。目前，无论是纽约交易所的 WTI 原油，还是伦敦交易所的 Brent 原油，几乎所有交易都采用美元定价方式，亚洲长期缺乏对国际能源市场的定价权。因此，加快推出我国的石油期货，吸引多方投资商，逐步建立自主稳定的原油交易市场，将有利于我国推动建立全球能源交易的正常秩序，提高我国能源安全，并增强我国应对突发危机的能力。



第三，增强我国在亚洲地区的影响力，助力人民币国际化。从对国际形势的分析看，虽然在短时间内要打破由美元计价石油的局面难度较大。但是从长远看，以多种货币共同定价石油将是未来发展的大趋势。凭借我国日渐增加的石油需求，令人民币在世界石油期货定价权的竞争中谋取一席之地，并非完全不可能。一方面，页岩油革命增加了美国的原油供给量，美国在原油供需方面的角色正在发生改变，美国对亚洲石油的依赖程度明显下降，从而给中国增强在亚洲的石油定价权带来了契机；另一方面，在当前国际形势不断变化和金融全球化进一步加深的背景下，一些石油出口国政府也提出了用除美元以外的货币进行结算的要求。2017 年 9 月，委内瑞拉政府发布了以人民币计价的石油和燃料价格；2017 年 10 月，中国外汇交易中心推出了人民币对卢布的交易同步交收业务，中俄两国的“石油人民币”双边设施得到进一步完善。由此可见，国际原油由多种货币定价的趋势将不可阻挡，发展“石油人民币”具有重要的现实基础。

从已公布的信息看，在我国拟推出的石油期货交易中，对于采用人民币为交易结算单位的石油出口国，可以持其所获得的人民币到上海黄金交易所兑换为黄金。这一举措将建立起石油、黄金和人民币之间的更加紧密的联系，有助于加快人民币国际化的步伐。特别是当前，尽管欧美地区已经拥有了成熟的原油期货市场，但由于其价格波动难以反映亚洲地区的实际需求变化，其波动给亚洲国家带来了经济损失，因而亚洲各国对于加强能源合作的呼声很高。东京商品交易所推出的以日元计价的中东原油期货，虽然能够在一定程度上减少亚洲投资者的汇率风险，但其创建十余年来成交量并不理想，发挥的作用非常有限。我国原油期货的上市，将有利于完善整个亚洲地区的石油价格体系，能够客观地反映亚洲地区的具体需求情况，必将受到亚洲投资者的欢迎，进而增加人民币的使用范围。从这方面看，推进人民币石油定价将是人民币走向亚洲，乃至国际的重要契机。

图1 2017年中国原油进口数量和进口金额变动对比（以美元计）



三、政策建议

从已发布的上海期货交易所等机构共同开展的第五次原油期货全市场生产系统演练看，共计有 141 家会员参加测试，合约保单近 8 万笔，成交近 11 万笔，成交数量为 5.3 万手，总成交金额达 190 亿元；参与演练的原油期货交易者涵盖了境内境外，其中，境外交易者主要包括跨国石油公司、原油贸易商和投资银行。由此可见，中国版人民币计价的原油期货在制度、规则和技术方面已经不存在障碍。未来，我国应充分借鉴发达国家石油期货市场的管理经验，结合我国实际，逐步完善市场规则，以保证我国石油期货市场稳定、健康地发展。

第一，完善投资者结构，加快建立石油期货交易的国际平台。我国现有商品期货市场中的投资者结构大多处于不合理的状态，主要表现为：市场主体以零散贸易商和中小散户为主，金融机构和产业链上下游的现货企业占比较低，机构投资者少，国际投资者参与程度有限。未来应重点完善我国石油期货市场的投资者结构，增加投资主体的多样性。一方面，可逐步减少相关政策限制，允许银行、证券、保险、基金等金融机构和机构投资者参与商品期货交易；同时，逐步减少对现货企业入市限制，鼓励产业链上下游重要企业进入期货市场，降低市场的投机性，增强期货市场对实体业务经营进行套保的功能。另一方面，要加大市场开放力度，吸引更多国外交易者进入我国石油期货市场，包括跨国公司、国际重要原油贸易商、投资银行等。我国石油期货市场发展的战略目标不应仅是建成一个面对中国境内交易者的期货市场，更应该是形成一个对全世界投资者都具有吸引力的市场。这个过程不会一蹴而就，但市场参与主体的优化和投资者结构的合理，应该是其中一项重要的内容。



第二，完善与石油期货配套的监管措施。合理的监管制度是石油期货市场健康发展的基本保障。这既是国际经验的总结，也是我国历史上商品期货市场乱象的教训。因此，应借本次石油期货推出之际，加大力度完善市场秩序，提升监管效力。具体措施可包括：加快推进《期货法》立法工作，以法律规范行业的有序发展；督促期货公司和期货交易所做好风险管理，打击过度投机行为，严格管控价格暴涨暴跌的“过山车”行情；建立高度透明的信息发布机制，推动价格合理反映市场供需情况，保障原油市场的公平性。美国能源信息署（EIA）和美国商品期货交易委员会（CFTC）均会定期发布全球能源数据和信息，定期发布商业、非商业持仓报告和未来预测报告，以引导投资者交易。该措施具有较好的参考价值。

第三，以“石油人民币”推进人民币国际化的发展。国际货币的一项重要职能是作为全球商品贸易的定价货币，特别是成为大宗商品的定价货币。美元在大宗商品定价中绝对领先的市场份额，正是美元国际货币地位的一个重要体现。美元在世界石油期货市场货币定价中的主导地位，是在特定历史条件下形成的，在短期内将很难被撼动。但中国作为全球重要的石油需求大国，可以通过推出以本国货币为计价单位的石油期货等方式，来获得一定的石油期货定价权，同时规避汇率变动带来的结算风险。当前，“石油人民币”的发展已具备了一定的市场基础：一是人民币的国际货币地位已得到初步确立，国际认可程度逐步提高（目前，人民币已成为第五大国际支付货币和第七大外汇储备货币）；二是上海期货交易所人民币定价并上市的白银期货、黄金期货、铜期货等，均已发展成为全球期货交易排名前列的期货品种。未来，人民币国际化与人民币成为大宗商品市场主要定价货币，将是相辅相成的关系。因此，一方面，“石油人民币”如能得到市场的广泛接受，市场交易规模足够大，必将极大地推动人民币国际化取得新的进展。初始阶段可以重点推进“石油人民币”在亚洲的发展，加强与亚洲原油期货交易所的合作，争取更多的市场参与者参与交易，使期货交易合约能够更加准确地反映亚洲市场的原油供求。另一方面，所有有利于人民币国际化的政策措施，包括稳定人民币汇率预期管理、扩大人民币在全球大宗商品贸易中的使用、推进人民币在金融投资领域的运用、进一步完善人民币国际化的金融基础设施建设等，如能

得到有效实施，不仅有利于推进人民币的国际化程度，也有利于推动人民币石油期货市场稳定、健康地发展。

总之，加快推进我国以人民币定价的石油期货上市，让石油市场价格波动能够更多地体现中国需求的变化，对我国商品期货市场的发展、能源安全的提升、全球大宗商品定价权的取得，以及人民币国际化的推进都将具有积极的意义。展望未来，“石油人民币”将具有广阔的发展空间。



坚持市场定价是人民币信心保障

张斌¹

中美周期不同步，导致人民币面临周期性贬值压力。从当前中美经济运行的位置来看，中国经济在经历了 2016-2017 年的显著抬升以后正处于短周期意义上的放缓进程，而美国经济正处于周期高位。两边的货币政策取向分叉，中美 AAA 级三年期企业债利率差从 2017 年末的 1.75% 下降到目前的 0.71%，其中半数来自美国企业债利率上升，半数来自中国企业债利率下降。这种环境下，中国会出现短期资本净流入下降甚至是资本净流出。这种资本流向的变化很正常，正如 2016 年下半年到 2017 年中美元率放大会带来资本净流入增加一样。短期资本净流动的变化在短期内主导外汇市场供求变化，在当前人民币汇率定价规则下，给定美元指数不变，会带来人民币兑美元的升值幅度减缓或者贬值。

人民币在这种环境下根据市场供求力量变化出现一定程度的贬值，发挥了浮动汇率对于宏观经济的自动稳定器作用。中国经济周期性走低，而美国经济处于周期高位，人民币顺应市场供求变化对美元贬值，恰好可以发挥到平衡两边经济的作用。这也是浮动汇率体制最大的好处之一。浮动汇率的另一个好处是随时随刻通过灵活的汇率价格调整释放市场供求压力，不积累压力就不会形成一边倒的单方向汇率变化预期，不会加剧资本流动，不会招致投机资本。

中美贸易纠纷对人民币汇率的影响限于短期情绪冲击。影响短期外汇市场供求最突出的力量在于短期资本流动，短期资本流动里面活性最大的是国际收支平衡表当中金融项目下的负债方科目，尤其是中国居民从海外的贷款和借债。中美贸易纠纷如果让企业急剧缩减来自海外的负债或者加大力度偿还海外的负债，会对人民币汇率带来贬值压力。然而事实并非如此，没有明确的机制表明中美贸易纠纷会有这样的作用机制。即便出现中国居民减少外债的行动，驱动因素主要来自于中国企业盈利预期和中美资金面差异的变化，而并非中美贸易纠纷。中美贸

¹ 张斌，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室原主任

易纠纷对短期资本流动的影响更多体现在短期的情绪冲击方面。

中国不应该也不会把汇率作为应对中美贸易纠纷工具。有一些报道猜测，中国把人民币汇率贬值作为应对中美贸易纠纷的工具。首先，这并不符合事实。近期人民币贬值并非货币当局引导，更没有货币当局的市场干预，而是货币当局坚守过去人民币汇率定价规则下的自然结果。市场供求变化带来了人民币收盘价弱于中间价，人民币自然就贬值了。其次，这种做法损人不利己，会把中国拉进更糟糕的位置。刻意干预市场带来人民币贬值带来的是三输格局：给美国留下中国干预市场的口实，进一步激化中美贸易纠纷中的矛盾；对中国其他的贸易伙伴（尤其是东亚新兴市场经济体）带来汇率调整压力和由此而来的抱怨；在国内市场造成汇率贬值预期的恐慌情绪和更大规模的资本流出压力。

无需过度担心人民币跌跌不休。与 2014-2016 年期间的中国面临的资本流出人民币贬值压力相比，本轮压力大大减缓。差异主要体现在几个层面：一是上一轮中国经济下行的背景是严重的产能过剩叠加周期行业下行，PPI 持续为负五十多个月，大面积企业陷入严重困境，这一轮中国企业总体盈利情况好很多，这对外汇市场意味着中国的利率下行幅度不会很深，中美利差收窄幅度不会太大；二是经历了过去几年的人民币汇率波幅放大以后，企业对外债有了更多的套期保值措施，这对外汇市场意味着中国企业偿还外债的压力不会很急迫；三是不合规的资本外流举措得到了纠正。如果再考虑到中国经济总体还保持着低通胀、中高速增长以及低外债等基本特征，来自基本面的人民币贬值压力与一般新兴市场经济体面临的货币贬值压力不可比。

对汇率超调保持容忍。与基本面价格相一致的汇率变化轨迹不是一条直线，是围绕着直线的上下波动。选择了浮动汇率体制，就必须接受这种波动。没有这种波动的过程，就没有市场通过反复地试错最终把价格更大程度地贴近合理、均衡的汇率水平。对浮动汇率最大的担心是这种波动是不是过于剧烈，以至于严重破坏实体经济。从其他国家的经验来看，如果经济基本面健康，没有严重的外部危机，经济供给面的弹性尚好（开放、成熟的工业经济体，而不是过度依赖单一产品出口或者进口的经济体），浮动汇率体制下的汇率波幅不会过于剧烈。实践当中，采取浮动汇率体制也不意味着宏观管理当局完全放弃市场干预，而只是对波动浮动有很高的容忍度，轻易不出手。对人民币汇率过于剧烈波动的担心更



多来自危机心态和情绪，而并非经济基本面。

没有中美贸易纠纷，中国需要走向浮动的人民币汇率形成机制改革。有了中美贸易纠纷，中国就更应该坚守不轻易干预外汇市场，不搞额外的资本管制。随时通过汇率价格变化释放外汇市场供求压力才能避免单边贬值预期，这是避免资本过度流出、稳定市场信心的基础保障。接下来几个季度人民币再次面临考验的时候，给汇率波幅留足空间，绝不轻易干预市场，人民币走向浮动汇率形成机制就经受了考验，获取了市场信心，中国的市场化改革进程又将前进实质性一步。

另类战争

美国关税破坏国际贸易¹

David Skilling²

唐纳德·特朗普政府考虑欠佳的贸易政策又致使中美关系紧张。中国的经贸政策的确存在一些问题，但美国的方法不可能奏效。

实际上，美国的关税正在破坏它与欧盟及日本的伙伴关系，本来它们可能一致对华。欧盟（与其他伙伴）原先被暂时豁免关税，但上周特朗普政府已开始对欧盟的钢铝征税。尽管安倍晋三首相与特朗普进行了个人外交，但3月份，日本仍受到钢铁关税的打击（类似的，新西兰对美国钢铁产业几乎构不成战略威胁，也未能幸免）。

这些行动正在侵蚀国际贸易体系基于规则的基础。我之前曾讲过国际贸易的武器化，如双边政治争端爆发后，中国限制从挪威进口三文鱼，限制韩国的旅游和公司，如零售商乐天（Lotte）和汽车制造商现代（Hyundai）。

制裁效果虽不稳定，但确实奏效。中国加紧对朝鲜的经济限制可能是朝鲜政策改变的重要因素。中国对朝鲜的进口额由前几年的月均1亿美元跌至2月份的900万美元和3月份的1200万美元。

但最近的单边行动，以特朗普政府为代表，将制裁推向新的领域，如对与普京总统关系密切的寡头相关联的公司实施制裁。尽管与奥列格·杰里帕斯卡（Oleg Deripaska）相关联的公司与美国的直接接触有限，但仍将面临全面制裁。铝生产商俄罗斯铝业（Rusal）及其母公司EN+的股价跌了50%多。杰里帕斯卡辞去了在俄罗斯铝业和EN+的董事职务，以说服美国财政部解除制裁。

特朗普决定美国退出伊核协议，重新对伊朗及与该国有生意往来的公司实施制裁。有美国分公司的非美国公司或有美国业务的机构所支持的非美国公司，在与伊朗的生意往来中都将大大受限。这对欧洲是一大问题。正如美国新任驻德大

¹ 译者：宋成稳

² David Skilling，新加坡经济咨询公司董事

使在推特上坦言，“美国的制裁将针对伊朗的重要经济领域，与伊朗有生意往来的德国公司应立即停止业务。”

或许不足为奇的是，此举对美国公司影响有限。今年前 2 个月，美国对伊朗的商品出口价值仅为 1.5 亿美元，而法国、德国和意大利对伊朗的出口总额约为 70 亿美元。中国可能成为赢家，它对伊朗的商品出口价值约为 160 亿美元，也进口了伊朗 15%左右的石油。

法国财政部长布鲁诺·勒梅尔（Bruno Le Maire）指出，“美国制裁的全球性使其成为世界经济警察，这不可接受。”当美国似乎无意继续当世界储备货币的发行国时，这些制裁可能是新版的“过度特权”，法国前任财政部长瓦勒里·季斯卡·德斯坦（Valéry Giscard d'Estaing）在 20 世纪 60 年代被这样警告过。美元在全球体系的中心地位给予美国独有的选择。

经济制裁好过军事冲突，但单边应用会对已受压于保护主义和重商主义的国际体系造成更大压力。大国，特别是中美，正在利用经济工具获取地缘政治和战略利益。在一个基于规则的体系的限制之外，竞争国的公司正在成为目标。

这可能会加速经济体系瓦解，其间中俄越来越亲密，欧美越来越疏远。如果一些国家受到制裁，它们可能会衡量用美元或通过美国银行交易的成本和收益。大国的行为可能促使公司认真思考各自的全球足迹。

实施特定的具有针对性的制裁可能会导致全球体系的职能发生结构性改变，以及全球经济多极化。

War by other means

US tariffs undermine international trade

David Skilling¹

The tensions building between China and the US is another chapter in President Donald Trump's ill-judged trade policy. There are real issues with respect to China's trade and economic policy, but the US approach is unlikely to be effective.

Indeed, US tariffs are undermining relations with partners who would have been likely to engage on China: the European Union and Japan. The EU (among others) was given a reprieve on tariffs, but last week the Trump administration went ahead with levies on steel and aluminum from the bloc. Japan was hit by steel tariffs in March, despite Prime Minister Shinzo Abe's personal diplomacy with Trump (as was New Zealand, hardly a strategic threat to the US steel industry).

These actions are eroding the rules-based foundation of the international trading system. I have previously described the weaponisation of international trade, such as China imposing restrictions on Norwegian salmon imports, as well as South Korean tourism and companies such as Lotte, the retailer, and Hyundai, the carmaker, after bilateral political disputes.

Sanctions can be effective, although variably so. The tight economic restrictions China is imposing on North Korea are probably a significant factor in the country's change of approach. China's North Korean imports slumped to \$9m in February and \$12m in March, down from a monthly average of around \$100m over the past few years.

But recent unilateral actions, notably by the Trump administration, take sanctions into new territory, such as those on companies linked to Russian oligarchs close to President Vladimir Putin. Companies in which Oleg Deripaska is involved were slapped with sweeping sanctions, despite limited direct exposure to the US. The share

¹ David Skilling is Director of the Landfall Strategy Group, a Singapore-based economic advisory firm.

prices of Rusal, the aluminum producer, and EN+, its parent company, declined by more than 50%. Deripaska has resigned from the Rusal and EN+ boards to try and convince the US Treasury to lift the sanctions.

Trump has pulled the US out of the nuclear deal with Iran, re-imposing sanctions on the country as well as companies that do business with it. Non-US companies with US operations, or those backed by institutions with a US presence, will be greatly constrained in doing business with Iran. This is a particular problem for Europe. As the new US ambassador to Germany bluntly tweeted, 'US sanctions will target critical sectors of Iran's economy. German companies doing business in Iran should wind down operations immediately.'

Unsurprisingly perhaps, this action will have a limited effect on US companies. US goods exports to Iran were worth just \$150m in the year to February, whereas the combined value of French, German and Italian exports was about \$7bn. China may emerge as a winner; its exports to Iran are worth about \$16bn, and it takes about 15% of Iran's oil.

Bruno Le Maire, the French finance minister, noted, 'The international reach of US sanctions makes the US the economic policeman of the planet, and that is not acceptable'. At a time when the US seems less interested in remaining the world's reserve currency issuer, these sanctions could be a new version of the 'exorbitant privilege' Valéry Giscard d'Estaing, a previous French finance minister, warned of in the 1960s. The centrality of the dollar in the global system gives the US options other countries don't have.

Economic sanctions are preferable to military conflict, but their unilateral application puts further pressure on an international system already stressed by protectionism and mercantilism. Large powers, particularly the US and China, are using economic instruments to advance geopolitical and strategic interests. Companies from competitor countries are being targeted outside the constraints of a rules-based structure.

This may accelerate the fragmentation of the economic system, in which China

and Russia increasingly engage with each other, and Europe and the US drift apart. Some countries may weigh the costs and benefits of transacting in dollars or with US banks if that exposes them to sanctions. The behaviour of large countries may cause companies to think hard about their global footprint.

What starts with specific, targeted sanctions may lead to structural change in the functioning of the global system, and the emergence of a multipolar global economy.

石油价格飙升带来风险 受到威胁的风险资产前景乐观¹

Seema Shah²

自去年 6 月份以来，油价飙升了约 70%。布伦特原油价格已被推高至 2014 年底的水平，在每桶 77 美元左右。有多个原因造成油价飙升，包括全球需求增加，石油输出国组织削减供应以及地缘政治混乱，如特朗普总统决定让美国从伊朗核协议中撤出。

一般而言，如果油价是在全球需求强劲的情况下上涨，应该支持风险资产。然而，如果油价上涨的原因是地缘政治紧张局势（如美国对伊朗的制裁）导致的产量限制，那么通胀和对经济增长的打击将对风险资产造成负面影响。因此，最近大宗商品市场虽然受到干扰，但股市却反应甚微，会有点出乎意料。

其中一种令人信服的解释是，人们怀疑伊朗的石油出口减少会造成巨大影响。伊朗大部分石油销往中国、印度和土耳其，这些国家都可能无需顾及美国的制裁；而德国、法国、英国和俄罗斯都表示他们不会遵循美国的道路。沙特阿拉伯已经表示，它将通过增加自身产量来缓解产量减少，因此全球库存水平可能不会大幅下降。

另一种解释是近年来油价上涨对美国的影响已经发生了变化。根据彭博经济（Bloomberg Economics），一个典型的经验法则是，每桶油价持续上涨 10 美元将使美国国内生产总值下降 0.3%。但由于页岩油产量的上升，美国现在也是重要的产油国，在石油价格上涨时，也能得益。

但我的悲观思想仍让我看到消极一面。例如，有估计显示，油价自今年初上涨了 15%，削减了企业税改革对美国增长的推动作用约一半。如果

¹ 译者：刘立志，本文首次刊于博客 Short and Sharp

² Seema Shah，美国西南金融集团全球投资策略师

油价上涨继续推高通胀预期，美联储可能被迫更有力地收紧货币政策。

这些最新动态已令人们对新兴市场产生负面看法。然而，较高的石油价格可能对不同国家产生非常不同的影响。那些严重依赖进口石油的国家（如印度和中国）将面临压力，而沙特阿拉伯、尼日利亚和哥伦比亚等新兴市场石油生产国则可能从中得益。但获益国面临的主要问题是新兴市场相互牵连的关系。亚洲等大宗商品进口地区的动荡可能会拖累其他新兴市场地区。

因此，我会建议撤离新兴市场吗？答案是否定的，因为我不认为石油价格会维持在这个水平。但如果油价维持高企，我会担心新兴市场的表现。我认为油价上涨是全球经济最严重的尾部风险，进而会威胁到 2018 年风险资产乐观的前景。

Oil price spike brings risk back

Positive outlook for risk assets under threat

Seema Shah¹

Oil prices have soared by about 70% since last June. At around \$77 per barrel, Brent crude has been driven to its late-2014 levels. The increase was caused by a combination of greater global demand, supply cuts by the Organisation of the Petroleum Exporting Countries and geopolitical disruption, such as President Donald Trump withdrawing the US from the Iran nuclear deal.

Traditionally, if oil prices are rising on the back of strong global demand, risk assets should be supported. However, if oil price gains are caused by production constraints from geopolitical tensions – such as the US sanctions on Iran – the resulting pick-up in inflation and hit to growth will be negative for risk assets. It may be a little surprising, therefore, that the latest disruption to commodity markets has garnered minimal equity market reaction.

One convincing reason is that there are doubts that Iran's oil exports will be reduced meaningfully. Much of Iran's oil is sold to China, India and Turkey, all of which are likely to ignore US sanctions, while Germany, France, the UK and Russia have all said they will not follow the US's path. Saudi Arabia has already indicated that it will look to soften any production losses by increasing its own output, so global stock levels may not drop materially.

Another explanation is that the impact of rising oil prices on the US economy has changed in recent years. According to Bloomberg Economics, a typical rule of thumb was that each sustained \$10 per barrel rise in oil prices would reduce US GDP by 0.3%. But thanks to the boom in shale oil, the US is now a significant producer and it should

¹ Seema Shah is Global Investment Strategist at Principal Global Investors. This article first appeared on the Short and Sharp blog

instead enjoy a windfall as prices rise.

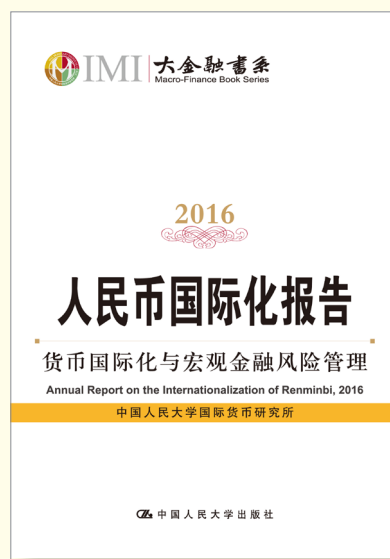
The pessimist in me still sees negatives. For example, some estimates suggest the 15% rise in oil prices since the start of the year has offset around half of the boost to US growth from the corporate tax reform. If rising oil prices continue to feed into inflation expectations, the Federal Reserve may be forced to tighten policy more aggressively.

These latest developments have affected sentiment towards emerging markets negatively. Yet the higher oil price can have very different effects from country to country. Those that rely heavily on imported oil (such as India and China) will be pressured, while emerging market oil-producing nations such as Saudi Arabia, Nigeria and Colombia could be winners. The main problem for the winners is that emerging markets still tend to move together. Disruption in a commodity-importing region such as Asia threatens to drag down other emerging market regions with it.

On that basis, would I recommend shifting out of emerging markets? No. I am doubtful that oil prices will be sustained at this level. But if they do, I will be worried. I consider rising oil prices to be the most significant tail risk to the global economy and, as a result, to the positive outlook for risk assets in 2018.

《人民币国际化报告 2016》

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



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

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2018年7月9日

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载