

【本期推荐 • IMI 研报】

IMI 宏观经济月度分析报告

【海外之声】

David Marsh : 让基建投资运作起来

-- 世界银行与国际金融公司可协助建立联盟

Brian Reading : 收入差距是政治的毒药

【IMI 研报 • 人民币国际化报告 2016】

系列三十九：2016 年报告研究结论汇总

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

IMI 宏观经济月度分析报告¹

一、 国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观²

1. 经济：难得的外围温和窗口

外部环境来看，当下面临难得的窗口期：全球经济同步复苏，特朗普效应消退，缩表前的最后真空期，政治黑天鹅的担忧高峰已过，荷兰、法国大选等都比较平稳。

2017 年是危机以来首次出现全球主要经济体同步复苏的年份。2008 年危机以来，发达经济体经济增速从 3.09% 震荡下跌至 2016 年的 1.6%；新兴市场和发展中经济体增速从 8.6% 连跌腰斩至 2016 年的 4.1%。但从 2016 年下半年以来，随着加息落地及大宗商品开启一轮修复，欧美日及巴西俄罗斯等经济景气指数同步向上，2017 年将是危机后的首次全球同步复苏，发达经济体增速将升至 1.9%，新兴市场与发展中经济体将升至 4.5%。

我们将会看到巴西和俄罗斯为代表的大宗出口国将会迎来经济增速的由负转正；美国、加拿大增速稳步提升；欧洲日本虽然问题仍在但增速基本持平；印度绝对增速依然维持高位。如果全球经济不好，中国作为新兴市场国家还是有风险属性的，再叠加内部库存周期回落与强监管的资产价格波动，可能会触发强烈的风险偏好回落，眼下全球经济温和，这是一个较好的外围基本面，毕竟动手术的时候最好别发烧。

特朗普“非典型性”正在消退，“典型性”总统属性正在增强。特朗普整体框架是想通过一套非常激进的财政扩张政策来完成其“Make America Great Again”的执政理念。市场将特朗普效应认定为“买增长、买通胀、买新美国”，我们对其“减税收+兴基建+扩军费+贸易保护的”的一揽子政策的经济影响做了初步的评估，认为其首先会给美国带来非常大的财政冲击，公共部门债务/GDP

¹ 本文系中国人民大学国际货币研究所研究报告，报编号为 IMI Report No.1706

² 撰写人：张瑜，中国人民大学国际货币研究所研究员

十年后将会高达 108%，甚至超过二战时期，其次是由于减税的脉冲效应较短和逆全球化的长期损害，会使得美国经济在增长中枢未明显提升的情况下增加波动。这些也是特朗普各方面政策推进都比原计划要慢的主要原因，原先激进的政策理念和框架正在美国法治与国会制约中缓慢的有所回归，特朗普的“非典型性”正在被磨灭，典型性总统的特征在增强。市场前期对其政治理念的幻想过于拥挤，后续边际冷静回调。换句话说，美国没有爆发式的经济增长对中国也是好事，否则将会通过息差联动、人民币贬值、资本外流等掣肘国内政策。

同时，目前也是美国加息后与缩表前的最后真空期。目前加息落地三次，利率水平仍低，美国尚在回归常态化货币政策的空间之内，还算不上经济过热式的强劲加息，缩表在 2018 年之前尚难实质到来。一方面加息情绪已经饱满，从 2014 年紧缩预期到 15、16 年加息落地的三轮脉冲效应来看，金融市场对于没有经济过热基本面的加息情绪是边际弱化的；一方面缩表情绪尚未到来，特朗普政策的不确定性在一定程度上推迟了美联储的紧缩步伐，缩表最快也要在 2017 年年底至 2018 年年初开启，因此，眼下及未来一段时间其实是美国货币收紧的一段情绪真空期，所以才会看到三月超预期加息的美元其实强不起来，全球资本也没有回流美国。

2. 货币：全球货币之新分化

对于 2017 年而言，美元和人民币是从趋势年到波动年的一个转换；英镑与欧元有一定货币政策转向下的修复性升值动能；随着美国加息的深入化，新兴市场个别国家货币恐有第二轮风险。

对于全球货币的展望目前分为两部分，第一部分是美元和人民币的这个 G2 互联体系，全球货币的基准核心是美元，从美元作为分析起点，由于现在的汇率机制在一定程度上是被动生成的，人民币汇率与美元指数具有一定的联动性，那么对应的人民币汇率也就有了基于最大权重因素的判断；第二部分再从全球范围来看，哪些货币有机会，哪些货币有风险。

(1) 美元指数跟随加息周期年内呈现 M 型波动走势为主，但超强美元很难出现，2016 年年底的高位很难突破。

从长周期看，美元指数是全球对于美国经济情况的一个综合定价，美元指数与美国 GDP 占全球比例是高度相关的，上两次 130、140 超强美元指数都对应着

美国经济相对于全球占比提升至高位（美国占全球 GDP 比例 30%-40%左右），但是 2015 年以来，这个数据是背离的，美元指数超跑美国经济占全球比例（目前美国经济占比全球仅有 20%左右），因此无论从本轮加息本质来看（并非以经济过热为基础）还是长期美国相对全球经济占比来看（新兴市场绝对增速依然在高位），美元不存在长期超强的根本基本面。

从短期看，应更聚焦于金融市场，要先穿透市场买美元的逻辑——美国经济走强、美国利率走高、美元需求上升。再穿透一层，美国经济方面其实买的是特朗普效应，美国利率方面买的是加息节奏的进一步趋快，美元需求方面买的是资本回流美国。目前这三条逻辑由于去年年底金融市场定价过于充分，后续来看，特朗普和加息是边际弱化的，资本回流还尚看不到，因此，如果没有超预期政策，美元很难突破 2016 年 12 月下旬三大逻辑同时强化的顶点。

美元有了初步判断后，那么由于现在人民币中间价是机制化的、透明化的、一定程度被动生成的机制，是一定程度上公式联动的，且美元指数是最为重要的一个因素，那么人民币兑美元中间价也就有了一个基本判断。

(2)人民币汇率，趋势年到波动年，2017 年 6.8-7 之间波动。

美元年内有顶对应过来，年内人民币也就能大致看到贬值的顶，由于美元年内加息造成的波动脉冲，那么人民币也就是一个波动年，如果去年是美元趋势涨+人民币趋势贬的趋势年，那么今年是美元+人民币的双波动年，人民币最悲观的时候已经过去，前期被动升值积攒压力（2014 年年中开始跟随美元被动相对一篮子货币升值 16%）基本得到释放，人民币对新兴市场货币一篮子指数调整高峰（过去两年贬值已经调整掉 10%左右）已过。

近期央行对于汇率形成机制进行了调整，增加了逆周期因子，一定程度上增加了央行对于汇率的把控力，汇率弹性今年恐有所下滑，在国内强监管与去杠杆的大环境下，提前留好机制窗口，可有效规避后续内外资产价格联动风险。

(3)英镑欧元的升值修复或将来临。

英镑来看，深冬已近，春天可期。短期，英镑累计下跌幅度已经基本接近 1992 年英镑脱钩马克、08 年经济危机的最大跌幅，超跌明显；年内来看，“脱欧”谈判正式开启后的激烈交锋恐会触发市场情绪波动，从而使得英镑或有波动，

是为冬天；中长期来看，英国经济内生基本面稳定+步入紧缩货币（2018 年年初或开启加息）+脱欧担忧消散+短期超跌明显，英镑向上动能较强，是为春天。

欧元来看，修复可期。QE 年内恐缩减或退出，叠加脱欧谈判正式开启算是风险落地，随着后续谈判进展更为清晰，风险完全落地后，欧元有一定的修复机会。

(4)最后，虽然美元不会超强，但是从平价抛补利率的关系来看，美国利率的逐步走高甚至缩表的实质到来，依然会对新兴市场货币造成一定的压力，个别国家货币风险值得警惕。

短期货币风险来看，我们选取了外债比例、汇率制度、汇率波动情况、经常账户逆差程度、经济增速来衡量短期货币风险。风险评分较为突出的国家有 6 个，分别为塔吉克斯坦、白俄罗斯（已发生）、蒙古、阿塞拜疆（已发生）、东帝汶、斯里兰卡，这些国家短期内爆发货币风险的可能性高于其他国家，值得关注。

长期经济风险来看，我们选取经济增速、赤字率、私人部门债务率、失业率以及通胀率来衡量经济体的中长期稳定性。此部分风险评分较为突出的国家有 7 个，分别为埃及、也门、白俄罗斯、摩尔多瓦、土耳其、缅甸、蒙古。这些国家内部经济较不稳定，如不能及时改革转型，即使短期内暂推迟了危机，但未来仍有可能面临政局动荡和中长期经济缓行。

综合来看，风险总排名前 6 的国家为：白俄罗斯、蒙古、黎巴嫩、塔吉克斯坦、埃及、也门。总共 9 项考核指标中，这些国家至少有 3 项指标具有高风险。与此相对，罗马尼亚、泰国、菲律宾、以色列、印度尼西亚、柬埔寨、俄罗斯总体评价较好，短期及中长期都表现得更为稳健，稳定性优于其余国家，其货币继续升值的可能性大于下跌。

3.大宗：原油供需平衡后的新逻辑

当我们试图分析国际油价的走势时，通常分四步。首先，衡量市场供需关系，分析供给主体的行为（OPEC 及美国），决定油价长期基本面。其次，分析计价因素走势（主要看美元），显著影响油价中期走势。第三，比较期货市场多空持仓情况，期货市场是短期内的价格决定平台，且衍生交易会放大情绪与中长期因素。最后，突发风险事件，地缘政治，重要供给需求国的政策变更等外生因素

冲击油价。上述四个方面基本共同决定了油价的走势，而在这其中，供需基本面是逻辑中的根本，这将改变很多因素影响油价的路径甚至方向。

根据 EIA 预测，2017 年原油基本达到供需平衡，过去三年的原油供给过剩的大逻辑改写，供需平衡是影响油价的诸多因素中的基础，同样的利空利多冲击，在供给过剩和供需平衡两种基本面对下是完全不同的影响逻辑和力度。比如在供给过剩的整体大势下，利空更容易受到放大，因为市场具有单边的交易惯性和情绪偏好，交易者可以回顾一下，同样是美国商业库存频创新高，在目前供需再平衡的整体大势下，已经无法引起油价下跌，同样的数据公布在一两年前是会触发油价的一个小幅度下行的。

按照以上分析框架梳理，2017 年，原油价格的分析需要抓住五个关注点：

(1)两年的供给过剩结束，年内将实现供需平衡，原油基本面大逻辑发生改变，油价持续性下跌将很难再出现；

(2)美元指数不会很强，根据加息节奏全年呈现波动型为主，计价因素较为平稳；

(3)OPEC 坚持减产协议是市场份额丧失与保价失败的双输，放弃又会使得油价进一步下滑，陷入两难境地，大概率是一个无奈的维持态势，具体协议的细节和进展将会对油价形成短期的扰动；

(4)特朗普的能源政策指向一个宽松的上游能源投资开发的营商环境，考虑到政策落地周期和产能形成周期，短期内对油价基本面没有影响，但一旦政策落地情绪层面会扰动价格。

(5)美国页岩油的产业规模效应和低油价的忍受力在过去两年是快速提升的，屡超市场预期，原油价格大幅回弹盖上了天花板。随着油价提升，美国产能的恢复与 OPEC 国家的减产一定程度上在供给侧总量上形成抵消，在增量上形成市场份额的转移。

对 2017 年原油价格的看法：2017 年初三个月原油波动率历史低位是不可持续的，大宗商品价格由于金融衍生品的发达，低波动率将会触发金融市场做多波动率，从而增加价格弹性。维持 2017 年对原油 53-55 美元为中枢双向波动的判断，难有趋势性交易机会，双向趋势涨跌制约因素都比较明显。

（二）国内宏观¹

透过一致指标、先行指标、高频数据等一系列指标，我国经济在一季度“开门红”之后将开始下行。鉴于地产投资超预期企稳，PPI有所回落仍高，经济总体呈现为稳中缓降。具体到5月，预计工业增加值增速较4月进一步放缓0.2个百分点至6.3%，低基数之下固定资产投资增速小幅升0.3个百分点反弹至9.2%；消费微降至10.6%；出口、进口同比分别回落1个百分点、1.4个百分点至6%和9.7%，贸易顺差走扩至430亿美元；CPI温和上升0.2个百分点至1.4%，PPI继续回落0.6个百分点至5.8%；信贷总体收缩，新增信贷少增至8000亿元，社融收窄至1.1万亿元，M2回落至10.3%。

1.经济：工业生产放缓，投资总体回落，经济显著降温

（1）工业增加值增速和企业盈利高位回落

2017年4月，我国规模以上工业增加值增速和规模以上工业企业利润增速为6.5%和14%，分别较3月下降1.1个和9.8个百分点（降幅均高于市场预期），与PMI、发电耗煤、克强指数等指标走势相互印证（4月制造业PMI较3月下降0.6个百分点至51.2%；4月六大发电集团耗煤量同比增速和克强指数分别较3月下降4.3个和1.8个百分点，均为连续2个月下滑），经济放缓迹象明显。其中，4月末，工业企业产成品存货同比增速较3月升2.2个百分点至10.4%，自去年7月以来补库存已持续10个月，预计本轮主动补库存继续维持两三个月后将转为被动补库存。



图 1：工业企业实际盈利增速去年底以来首度放缓

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

资料来源: Wind

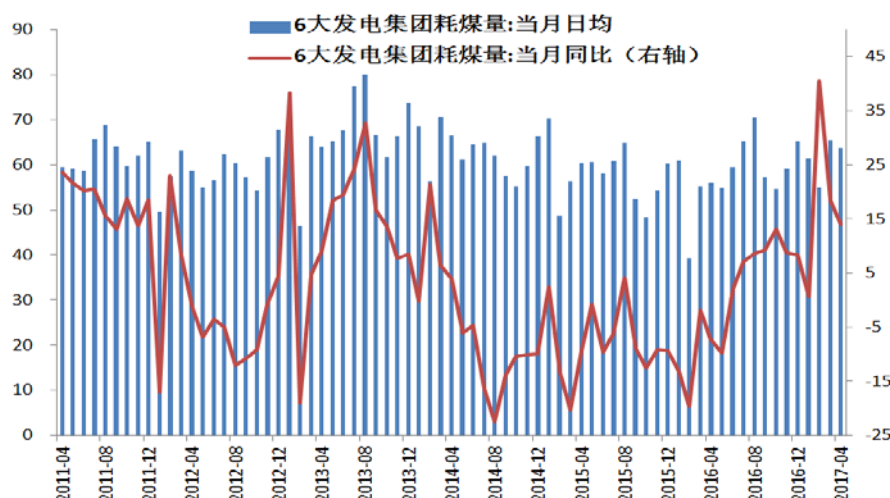


图 2: 发电耗煤增速连续四个月回落

资料来源: Wind

透过高频指标来看, 5月工业生产继续降温。截至5月26日, 5月六大发电集团耗煤量同比11.4%(较4月下跌2.6个百分点); 5月高炉开工率周均为75.52%(较4月下跌1.9个百分点; 4月较3月同比回升); 5月前三周汽车半钢胎开工率57.43%(较4月大幅下跌11.8个百分点)。预计5月工业增加值增速较4月进一步放缓0.2个百分点至6.3%。

(2) 投资总体放缓, 制造业和民间投资大跌, 地产和基建投资依旧高位

2017年4月, 固定资产投资累计同比增速较3月下滑0.3个百分点至8.9%, 单月增速大幅回落1.4个百分点。其中, 制造业单月投资增速从3月的6.9%降至3.2%, 民间投资从3月的8.6%降至5.3%; 4月房地产投资增速提升0.2个百分点至9.8%(表明地产调控对地产投资的拖累效应尚未显现), 基建投资单月同比增速提升0.6个百分点至17.4%, 地产投资和基建投资保持高位对经济增长形成较强支撑。

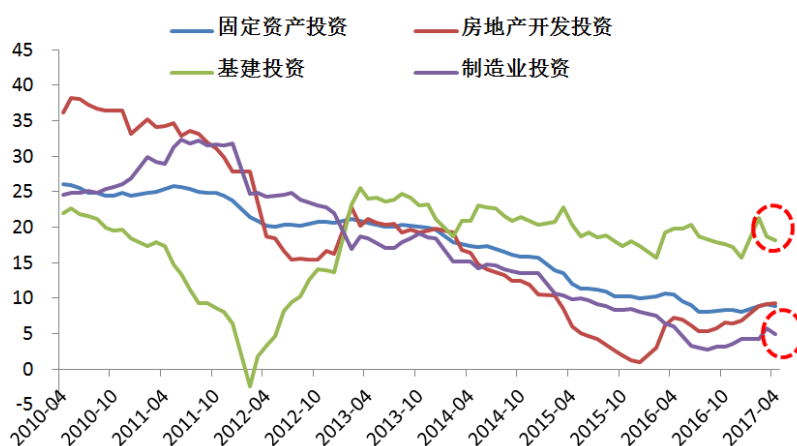


图 3: 4月投资总体放缓，制造业投资大幅回落

资料来源: Wind

往后看,受制于新开工继续走弱、到位资金持续负增,商品房销售价量均缓,加之工业品价格回落制约制造业投资和民间投资的热情,5月投资走弱态势不改,但考虑到去年同期基数较低(因“挤水分”,去年5月辽宁省固定资产增速同比“下跌”64%),预计5月固定资产投资增速较4月小幅回升0.3个百分点至9.2%。

(3) 消费总体平稳, 可选消费是拖累

2017年4月,社会消费品零售总额同比增速较3月下降0.2个百分点至10.7%。其中,4月汽车消费恢复依旧缓慢,地产链相关消费也开始放缓(家具微升0.1%;建筑及装潢材料和家电分别回落4.4个、2.2个百分点)。

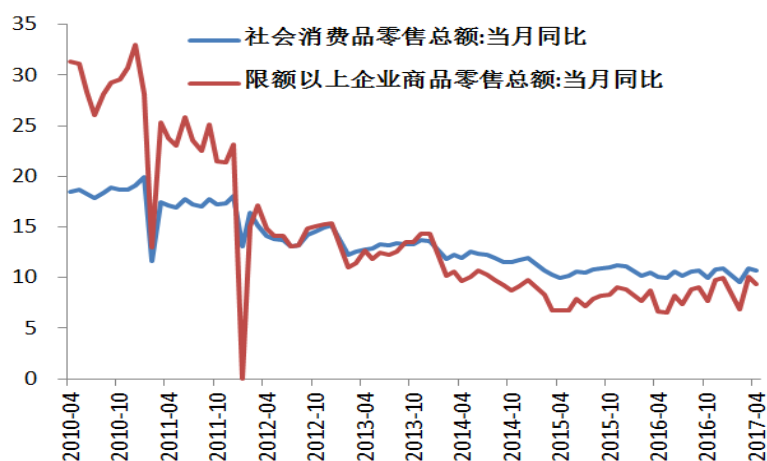


图 4: 消费增速小幅放缓

资料来源: Wind

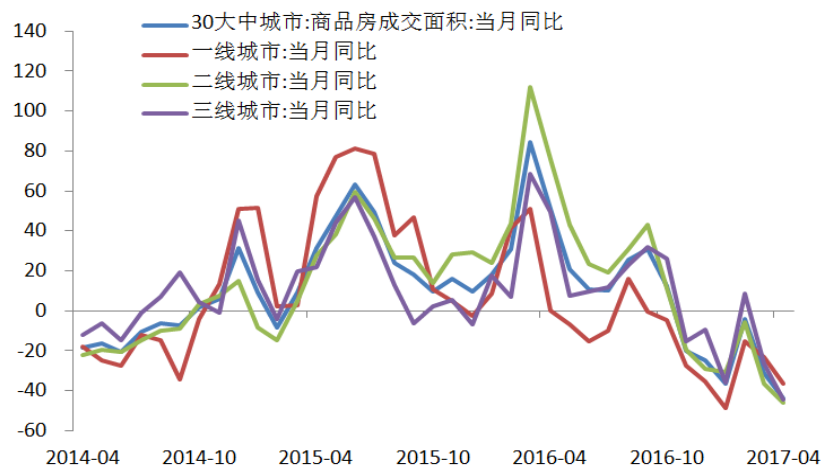


图 5：房地产和汽车销售走弱

资料来源：Wind

高频数据显示，5月以来，房地产销售继续下跌（截至5月27日，30大中城市房地产销售同比-35.6%），汽车消费持续走弱（5月前三周乘联会狭义乘用车厂家销量累计同比-2%）。在房地产和汽车消费“双轮”放缓的制约下，同时考虑到端午节假期的提振效应，预计5月社会消费品零售总额增速微降0.1个百分点至10.6%。

（4）进出口双双回落，外需改善低于预期

2017年4月，以美元计，出口同比增速较3月大幅回落8.4个百分点至8%，主因是美国经济季节性调整叠加去年同期高基数；4月进口增幅收窄至11.9%（3月20.3%），主因是内需边际走弱（4月制造业PMI超预期下滑）、价格贡献趋弱（4月CRB指数较3月下滑6.1个百分点）以及去年高基数。由于进口较出口回落幅度更高，4月贸易顺差达380.5亿美元，高于3月（239亿美元）但不及去年同期（399亿美元）。

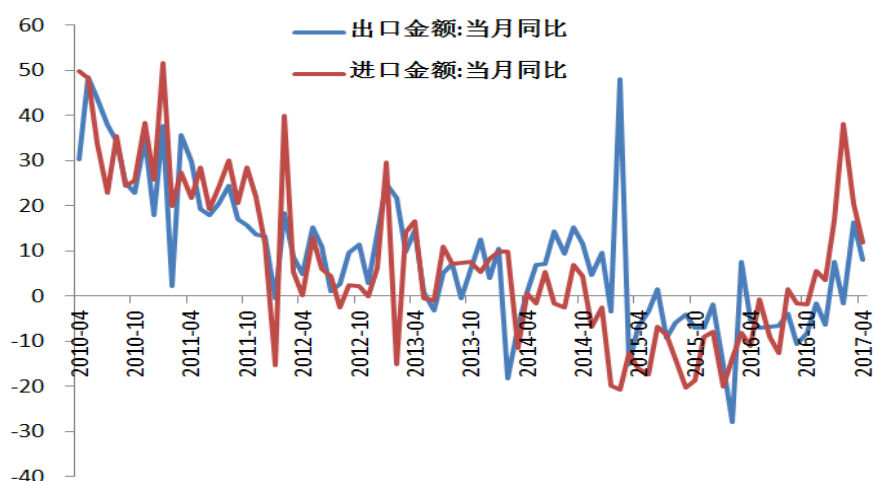


图 6：4 月进出口显著回落

资料来源：Wind

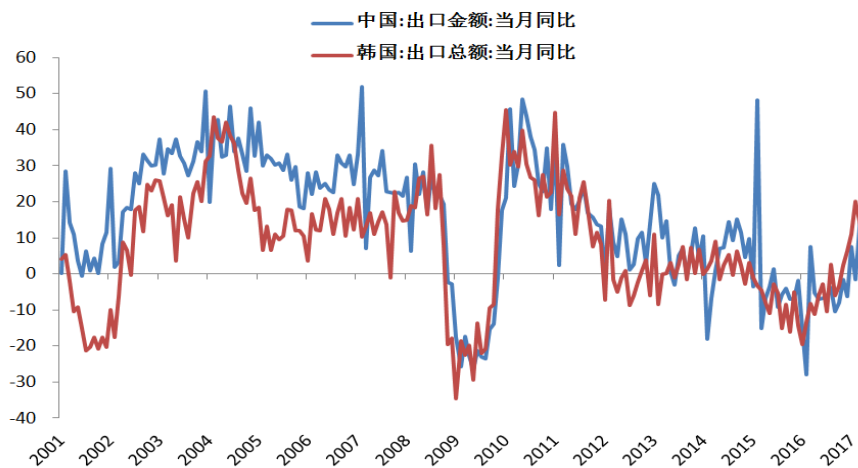


图 7：中韩出口走势高度一致

资料来源：Wind

往后看，全球经济逐步复苏有望驱动出口趋势性改善，加之价格因素（大宗商品价格回落和汇率走稳）、国内金融监管政策、房地产调控政策等因素导致进口面临走弱风险，我国贸易顺差或将延续。展望 5 月，4 月加工贸易进口较 3 月下降 10.4 个百分点（加工贸易进口往往领先出口一个月），韩国 5 月 1-20 日出口同比较 4 月同期下降 25 个百分点（中韩出口同步性较高），预计 5 月出口回落 1 个百分点至 6%；考虑到 5 月主要大宗商品价格延续 4 月跌势，预计 5 月进口下行 1.4 个百分点至 9.7%；贸易顺差规模有望走扩至 430 亿美元。

2. 通胀：CPI 抬升仍低，PPI 大幅回落

（1）CPI 重返 1 时代但仍低，主因是食品续降和非食品上涨较多

2017 年 4 月，CPI 同比较 3 月升 0.3 个百分点至 1.2%（翘尾因素和新涨价因素均为 0.6 个百分点），略高于预期（1.1%），继续保持低位，食品价格继续回落是主因，上涨则是是非食品带动。受天气回暖导致菜价（同比降-21.6%）和猪价（同比降-8.1%）下降影响，食品价格同比降 3.5%，拖累 CPI 下降约 0.73 个百分点；4 月非食品同比涨 2.4%（高于 3 月和去年同期），主要是清明节和劳动节假期带动旅游和交通价格分别同比涨 4.2%和 3.4%，以及部分地区医疗服务价格改革推动医疗保健价格同比涨 5.7%（环比涨 0.7%）。

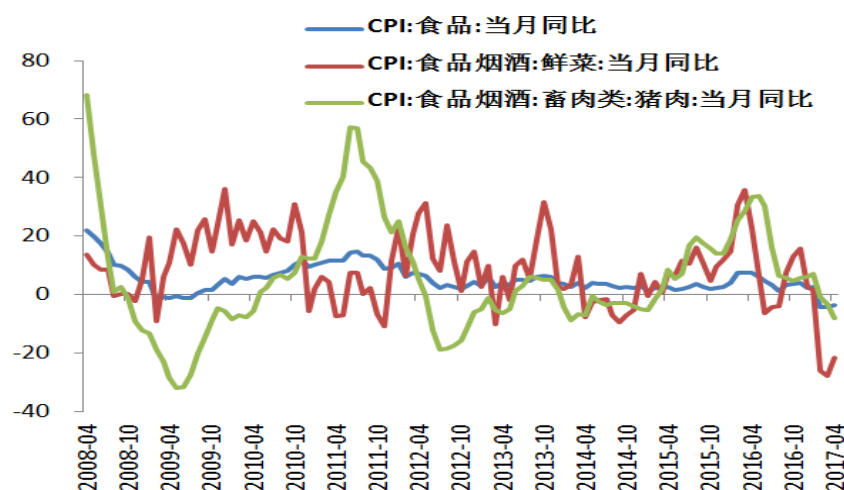


图 8： 食品价格大跌制约 CPI 涨幅

资料来源：Wind

短期看，高频数据显示 5 月菜价和肉价继续走低，但由于去年基数较低，预计 5 月 CPI 上行 0.2 个百分点至 1.4%。全年看，基数原因 CPI 二季度起缓慢抬升，下一个高点预计在今年 8 月；全年通胀中枢下行至 1.7%-1.9%（去年为 2%），通胀总体无忧。

（2）PPI 同比连续两月回落，环比由升转降

2017 年 4 月，PPI 同比较 3 月大幅下跌 1.2 个百分点至 6.4%（翘尾因素 5.1 个百分点，新涨价因素 1.3 个百分点），跌幅超市场预期（6.7%），环比连续 4 个月回落且降至-0.4%（3 月升 0.6%），是去年 7 月份以来的首次下降。从行业看，主要是石化链条上下游和黑色系链条价格回落较多，其中：石油和天然气开采业、石油加工业环比降幅继续扩大，黑色金属冶炼和压延加工业、黑色金属矿采选业、化学原料和化学制品制造业环比由升转降。

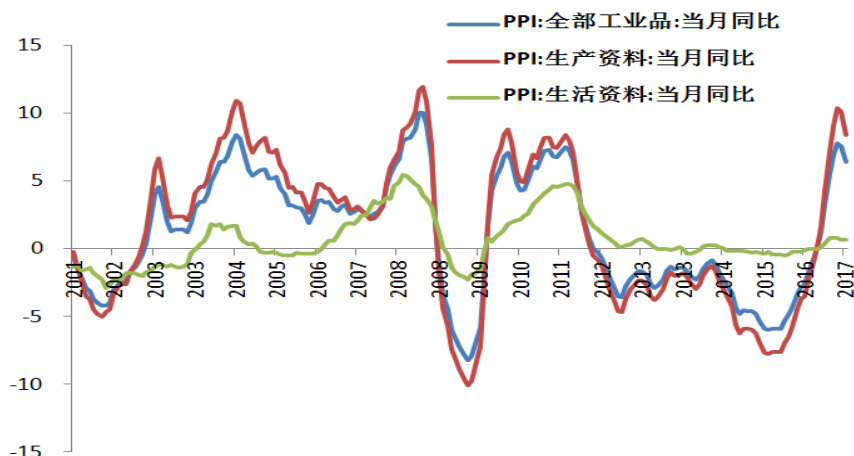


图 9：4 月 PPI 高位回落

资料来源：Wind

短期看，5 月以来钢价总体稳定、煤价降幅较大、油价明显回落，叠加去年高基数，预计 5 月 PPI 继续下降 0.6 个百分点至 5.8%。全年看，一季度为全年高点，后续逐月回落，上半年维持在 5.5% 上方，年底或降至 1% 以下，全年前高后低，中枢维持在 4%-5%。

3.金融：信贷依旧旺盛，M2 持续下降，货币边际趋紧

（1）信贷增长超预期，居民房贷回落仍高，企业中长期贷款多增

2017 年 4 月，新增人民币贷款 1.1 万亿元，高于 3 月（1.02 万亿）和去年同期（5556 亿元），且大幅高于市场预期（8150 亿元），主要是中长期贷款延续多增至 9667 亿（3 月 9985 亿，去年同期 3850 亿），其中：居民房贷 4441 亿有所回落但仍保持高位；企业新增中长期贷款 5226 亿（3 月 5482 亿，去年同期-430 亿），表明信贷需求仍旺。随着金融监管继续发力和地产调控的效力逐步显现，预计 5 月新增人民币贷款较 4 月回落 3000 亿元至 8000 亿元。

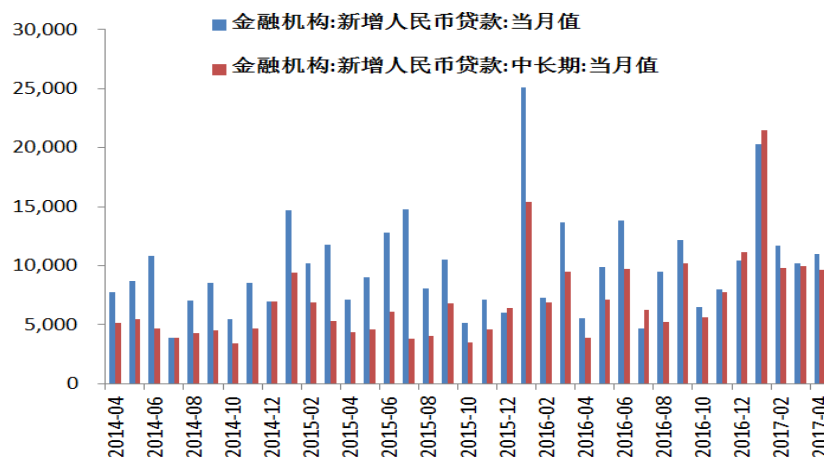


图 10：中长期贷款支撑新增信贷

资料来源：Wind

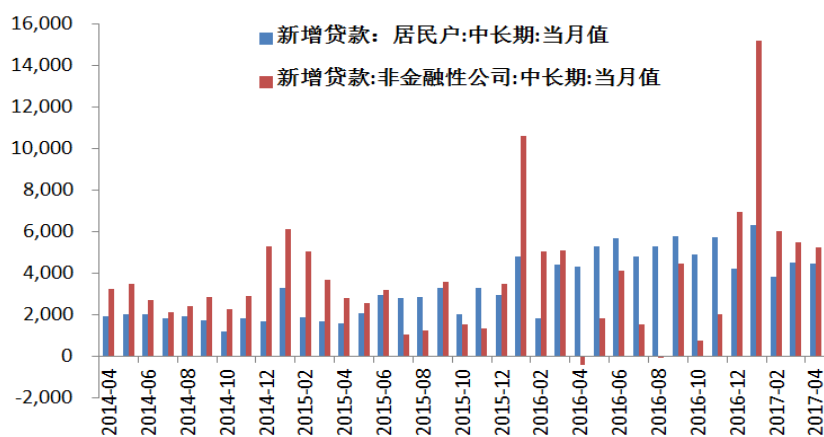


图 11：居民房贷仍高，企业贷款旺盛

资料来源：Wind

（2）监管发力非标受压，社融高位回落但仍超预期

4月社会融资规模 1.39 万亿元,显著低于 3 月(2.11 万亿)但高于预期(1.15 万亿)。受银监会一系列监管举措密集出台影响,“委托+信托+未贴现银行承兑汇票”等表外融资规模大幅缩减至 1770 亿元(3 月为 7541 亿元)。相比之下,表内贷款成为社融主力,4 月表内新增人民币贷款 1.08 亿元(与 3 月 1.15 万亿相当但高于去年同期)。由于金融监管高压延续,社融超预期高位料难为继,表外融资将继续转向表内贷款,预计 5 月新增社融下降至 1.1 万亿元。

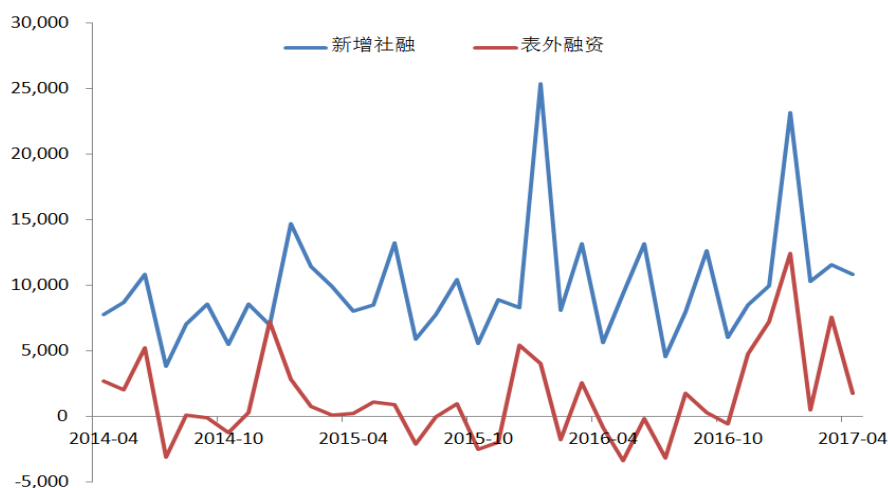


图 12: 4月表外融资规模大幅下降

资料来源: Wind

(3) M1、M2 双双回落，货币持续偏紧

4月 M1 同比增长 18.5%，连续两个月下滑；M2 同比增长 10.5%，低于 3 月（10.6%）并且低于预期（由于去年低基数，市场普遍预期 4 月 M2 将回升至 10.7% 以上）。成因看，主要与财政存款季节性回升和央行“防风险、抑泡沫、去杠杆”主基调下基础货币收紧有关。往后看，货币政策将继续保持稳健中性、边际趋紧，预计 5 月 M1 和 M2 同比增速分别回落至 17.5% 和 10.3%。

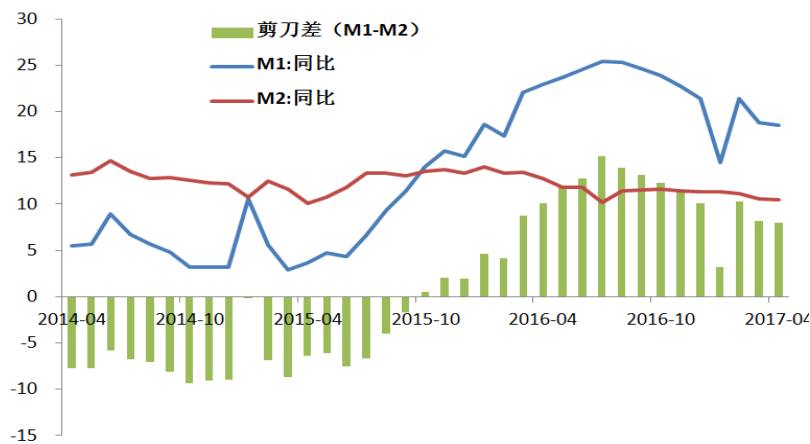


图 13: M1、M2 双双回落，剪刀差走平

资料来源: Wind

（三）商业银行¹

1. 商业银行经营情况

5 月 10 日，银监会发布了 2017 年一季度银行业主要监管指标数据。数据显示，截止一季度末，我国银行业资产总额、负债总额分别为 238.5 万亿元、220.4 万亿元，分别同比增长 14.3%、14.5%，增速均较去年有所回落。而从经营业绩上看，银行业盈利增速也已较上年有所回升。2017 年第一季度，商业银行共实现净利润 4933 亿元，同比增长 4.61%，比 2016 年度已有明显回升（2016 年为 3.54%）。再考虑到 2016 年一季度利润相对较好，导致基数较高，因此今年一季度利润增速较低，预计今年全年的利润增速将高于一季度。2017 年一季度，商业银行平均资产利润率（ROA）为 1.07%，同比下降 0.12 个百分点；平均资本利润率（ROE）为 14.77%，同比下降 1.15 个百分点，显示出行业整体盈利能力有所下降。

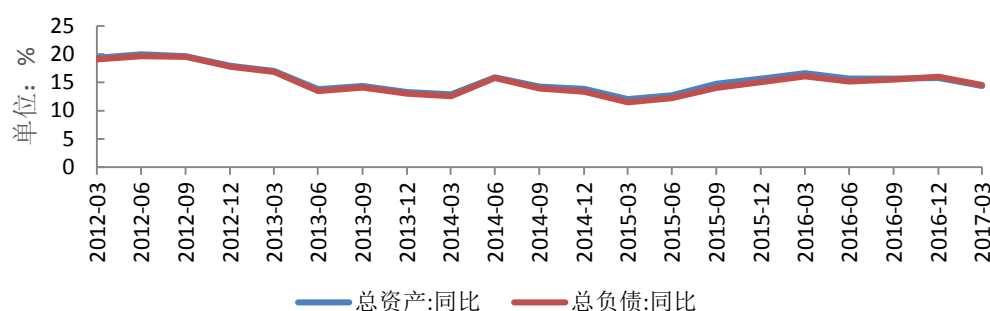


图 14：总资产、总负债同比增长

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

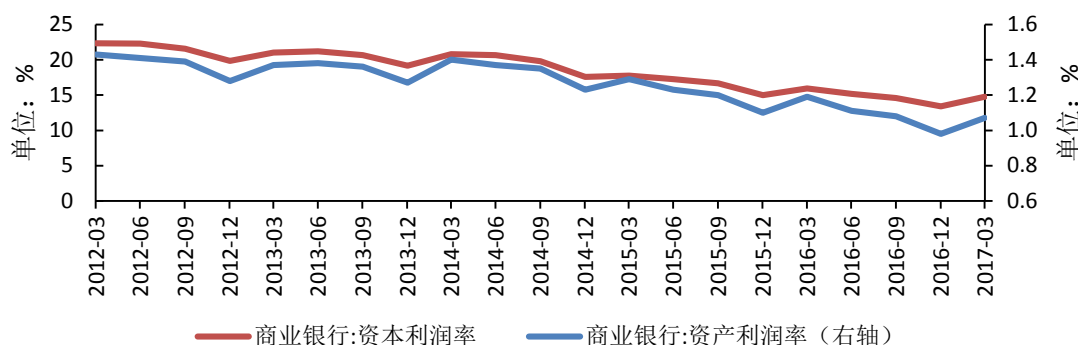


图 15：商业银行资本利润率和资产利润率

¹撰写人：王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

一季度末的商业银行不良贷款余额为 1.58 万亿元，比上年末增加 673 亿元；不良贷款率 1.74%，比上年末下降 0.01 个百分点；关注类贷款总额 3.42 万亿元，占比为 3.77%，比上年末下降 0.1 个百分点。整体而言，资产质量形势已有所企稳，主要原因包括：（1）去年下半年以来经济形势有所复苏，企业经营好转；（2）不良资产已经过多年出清，部分领域已出清较为充分。展望后期，预计资产质量形势依然可能保持相对稳定的态势，但若流动性持续从紧，不排除在某些领域可能会有不良资产的小幅反弹，信用违约事件仍会时有发生，但整体不必过于担忧。而从风险抵补能力上看，银行业拨备计提仍然充足。截止 2017 年一季度末，商业银行贷款损失准备余额为 2.8 万亿元，较上季末增加 1560 亿元；拨备覆盖率为 178.8%，较上季末上升 2.36 个百分点；贷款拨备率为 3.11%，较上季末下降 0.03 个百分点。因此，不良资产不会对整个行业造成严重影响。

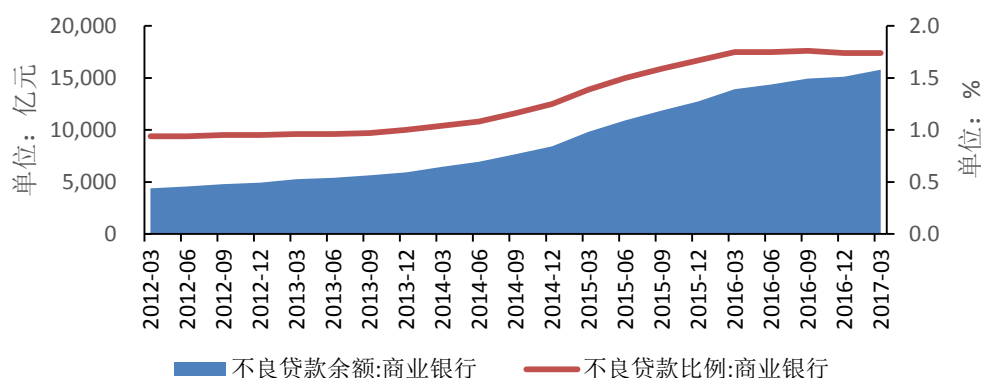


图 16：商业银行不良率和不良贷款余额

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

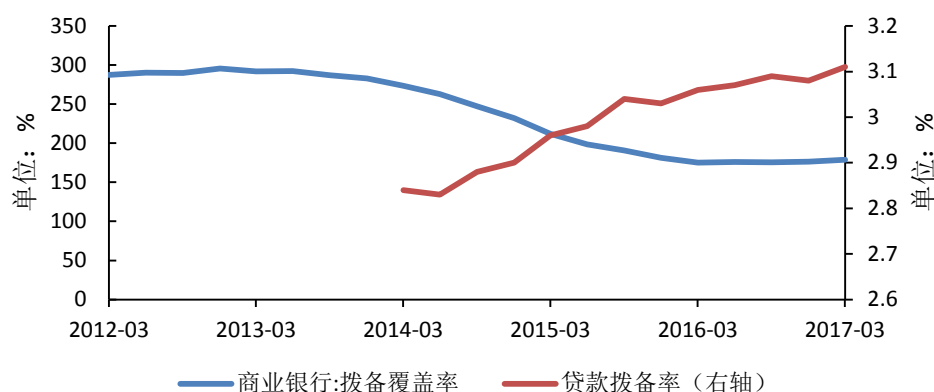


图 17：商业银行拨备覆盖率和拨贷比

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

2017 年一季度末，商业银行（不含外国银行分行）加权平均核心一级资本充足率为 10.79%，较上季末上升 0.04 个百分点；加权平均一级资本充足率为 11.28%，较上季末上升 0.03 个百分点；加权平均资本充足率为 13.26%，较上季末下降 0.01 个百分点。我国银行业资本充足情况依然较好，资本充足率处于国际较高水平。

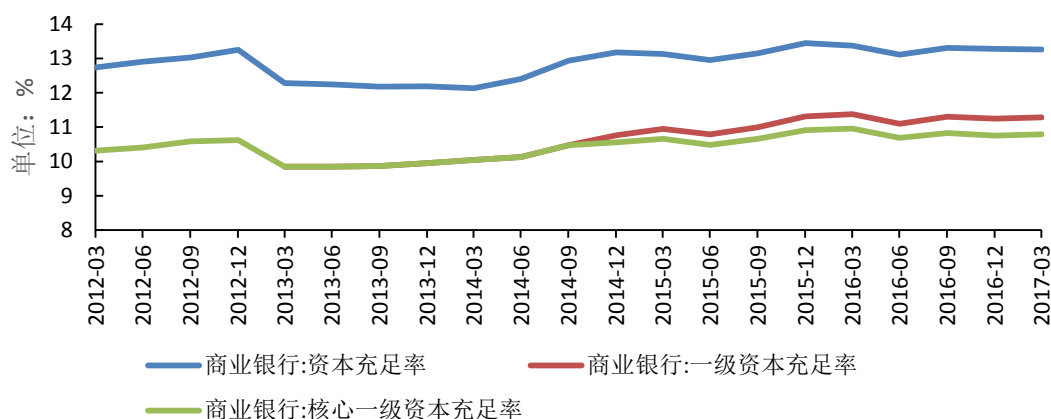


图 18：商业银行资本充足率、一级及核心一级资本充足率

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

整体而言，我国银行业经营保持平稳，已经基本度过了前几年不良资产暴露的高峰期，资产质量形势开始企稳，利润增速和盈利能力从前几年的高位回落后，目前也在低位徘徊，再大幅下滑的可能性也较小。但经济调结构、防风险、去杠杆等任务仍在推进，银行业经营仍然会面临一些不确定性，后续仍需谨慎。

2. 货币金融数据分析

5 月 12 日，央行披露了 4 月金融统计数据。4 月末，广义货币（M2）余额 159.63 万亿元，同比增长 10.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 2.3 个百分点；狭义货币（M1）余额 49.02 万亿元，同比增长 18.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 4.4 个百分点；流通中货币（M0）余额 6.84 万亿元，同比增长 6.2%。货币增速已有明显回落，可能与近期一系列去杠杆、强监管政策有关。

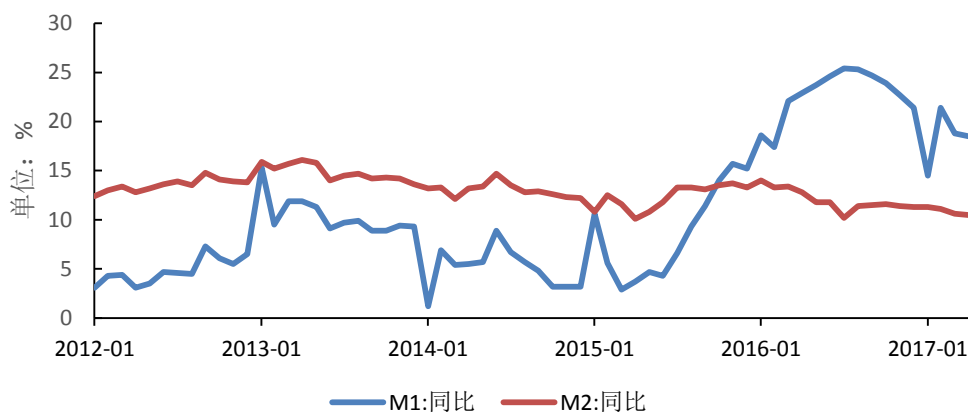


图 19: M1、M2 同比增速

资料来源: Wind, 中国人民大学国际货币研究所

4月人民币信贷增加1.1万亿元，同比增加5422亿元。往年经验上看，4月往往是信贷的季节性小月，几乎未超过1万亿元，因此，今年4月的信贷数据显著超出市场预期。从结构上看，个人长期信贷为4441亿元，仍然以住房贷款为主，继续保持在每月5000亿元左右的水平。对公长期贷款5226亿元，显示出融资需求旺盛。另外，票据贴现余额继续下降，4月降1983亿元，这反映出信贷额度可能仍然受到管制，为满足信贷投放需求，银行处置票据贴现用于腾出信贷额度。

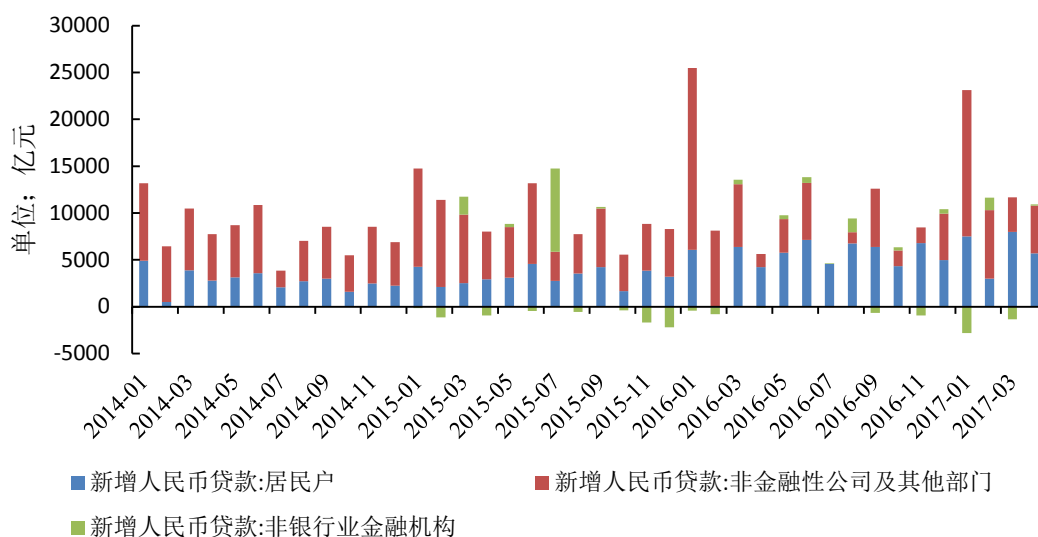


图 20: 当月新增人民币贷款

资料来源: Wind, 中国人民大学国际货币研究所

4月份的社会融资规模增量为1.39万亿元，比上年同期增多6133亿元。其

中，当月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.08 万亿元，同比增多 5164 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 283 亿元，同比少减 424 亿元；委托贷款减少 48 亿元，同比减少 1742 亿元，也是近年来首次出现负增长，可能与监管从严有关；信托贷款增加 1473 亿元，同比多增 1204 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 345 亿元，同比多增 3121 亿元；企业债券净融资增加 435 亿元，同比少 1930 亿元，收缩较为明显，主要是受债券市场低迷影响；非金融企业境内股票融资 769 亿元，同比少 182 亿元。

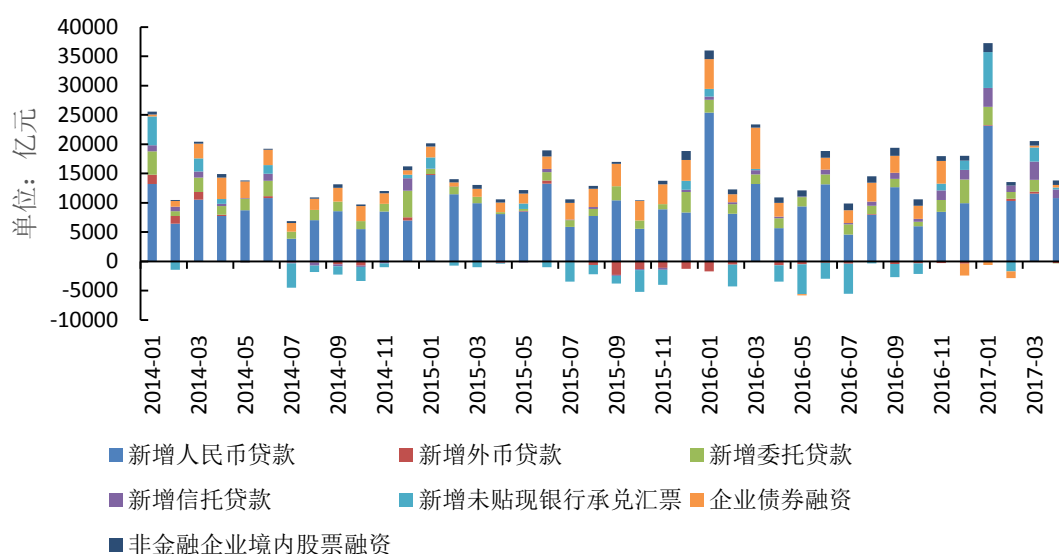


图 21：社会融资规模当月新增值（分类）

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

货币市场运行方面，度过了流动性紧张的 3 月末后，4 月初利率有所回落，但中下旬开始，又开始有所回升。受监管从严等因素影响，进入 5 月后，流动性继续紧张，利率加速回升。5 月 10 日，10 年国债收益率达到 3.69%。而后，央行开始实施 MLF 等操作，银监会也召开会议，解释监管工作安排，态度显“鸽派”，确保监管措施推进过程中的平稳，安慰市场情绪。随后，市场利率有所回落。



图 22：SHIBOR：3 个月走势

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所



图 23：10 年期国债收益率走势

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

3. 银行监管动态

3 月末至 4 月初，银监会出台了一系列监管文件，部分已在其官网公布，部分未公布，但也陆续见诸于媒体报道。

表 1：银监会近期主要监管文件一览

文件名	文号	发文日期	主要涉及领域	后续检查
关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知*	银监发 5 号 文	4 月 7 日	银行股权、人事、制度等方面	现场检查 提交报告
关于银行业风险防控工作的指导意见	银监发 6 号 文	4 月 7 日	重要监管要求	无
关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知	银监发 7 号 文	4 月 7 日	银监部门未来的监管 政策规划	无



2017年第24期总第216期

关于开展商业银行“两会一层”风险责任落实情况专项检查的通知*	银监办发 43 号文	3月23日	银行风险控制、治理与董监高等方面	现场检查提交报告
开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知*	银监办发 45 号文	3月29日	公司治理、合规与风险管理、流程控制等	现场检查提交报告
关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知*	银监办发 46 号文	3月29日	违规套利模式	现场检查提交报告
开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知*	银监办发 53 号文	4月6日	大部分内容与前述文件相近	现场检查提交报告

数据来源：银监会、金融监管研究院（*）

整体来看，这些文件涉及了银行业经营与管理的方方面面，大致又可分为业务和内控两大方面。从内容上看，系列文件里面的大部分内容均为既有的监管规定，并非此次新出台的规定，只不过以前落实执行不到位，种种违规行为滋生。银行“发明”各种违规行为的根本目的，是为了追逐盈利，而突破、绕开监管制约，额外去拓展业务。比如典型的包括加杠杆、加久期、降信用的行为。但是，这会导致银行承担更多的风险，这些风险无法被监管层识别，从而有可能导致风险积累，影响金融体系稳定。

为解决这些问题，有效识别风险并加以管控，监管层有必要加强核查，对各种银行业务的实质风险加以排查摸底。因此，这一系列监管文件给出了工作计划，大致分为“银行自查—银监督查—问题整改”三个阶段，其中前两个阶段为排查摸底阶段。根据5月12日银监会媒体通气会上的意见，在摸底和整改之间，还会留出4-6个月的过渡期，留给银行主动自纠、逐步整改。并且，整改方式也是以新老划断、稳妥推进为主，不会因处理风险而导致新的风险。

事实上，新老划断似乎是惟一的可行路径。系列监管文件涉及了银行的所有业务（包括信贷、同业、投资、理财等），若这些业务出现多层嵌套、监管套利等行为，均属于监管排查对象。而有些不当做法，在业内甚至较为普遍。其中，违规嫌疑较大的业务种类是同业、理财等，这些业务的资金大部分最终是投向实体的，方式包括债券、非标等（如果是债券则还要通过债券市场）。因此，即使存在违规情节，“一刀切”式的叫停也是不合适的，因为这会导致很多实体部门资金链断裂，信用风险暴发，或者债券市场出现意外波动。为此，较为稳妥的做法，是新老划断，现有的业务若有违规情节，能纠正的就纠正，不能立即纠正的，则等其自然到期，以合规方式续做，以此将影响降到最低。当然，对实体完全没

有任何影响也是不可能的，因为毕竟有一部分业务可能违规情节严重，或者是不符合合规投放资金的标准，难以续做，从而导致对应的融资主体现金流断裂。因此，整改期间，信用风险仍将时有发生，小幅的波动在所难免。

此外，在排查摸底阶段，有些银行可能出于谨慎的目的，主动收缩了部分业务，也可能会对市场造成一定影响。比如，近期货币市场流动性紧张，可能与此有关。

（四）资本市场¹

1.A 股

（1）大盘与分析

4 月 10 日 A 股调整至 5 月中旬，沪综指、深成指、中小板、创业板、万德全 A 指累降 7%-10%、其中军工、次新股、有色、农林牧渔、电气设备、休闲服务、机械、采掘等估值偏高的成长股、行业景气度见顶下行的中上游周期板块，一季度业绩整体下滑等板块领跌，期间回调幅度高达 13%-20%。全 A 个股中位数跌幅约 15%。金融监管政策冲击资金脱虚，近一个月主要股指调整幅度普遍在 7%附近，大盘估值已逼近一年新低，创业板估值已回落至近四年半低点。近期指数磨底，属于窄幅盘整期，市场重点或将短暂切换至业绩稳增长、估值相对安全的白马成长股，以及因金融监管政策持续走低的保险、券商、银行等金融板块。一季度经济开局超预期向好，为二季度发力落实 17 年金融严监管防风险去杠杆重任提供窗口期。金融监管政策密集高压冲击，叠加 4 月起部分经济数据放缓，年内经济前高后低基本确定，经济与公司业绩见顶，回落压力显现，使得近期股债商三杀。股指快速回调至前期低点、交易缩量、杠杆快降、北上资金逆流，或预示监管政策冲击的调整风险已得到较为充分释放。大盘股估值已回落至偏低位置，已吸引机构资金逆势增持蓝筹股。随着局部估值回落至安全区间，上周 A 股日均有十余家上市公司发布增持计划公告，表明当前估值已下跌至产业资本认可的价值区间；后续若产业资本增持力度与范围持续扩大，有望逐步改善市场信心。

¹ 撰写人：芦哲，中国人民大学国际货币研究所研究员



近期金融监管与去杠杆的缓和信号，短期有望助力市场超跌弱反弹，但考虑到近日市场已有所反应，预计指数反弹幅度非常有限；基本面见顶回落，经济见顶回落压力显现。此外，创业板在经历外延式为主推动的近三年高速增长后，在监管政策从严、融资成本上升的局面下，业绩增速与盈利能力也面临较大回落压力；利率中枢逐步上行，美元加息提速，已使得中国央行被动跟随上调政策利率，国内利率中枢上行趋势已形成。随着全球定价锚美元利率的渐进式抬升，全球主要央行或将缩减资产负债表，对资产估值中枢压制的中长期影响仍有待释放；去杠杆温和缓慢，资金脱虚趋势消化较长。资金脱虚趋势已现，对股债市场的资金挤出效应或仍需时日消化，资产估值压制作用持续存在；虽然近期股指快速回调，大盘、创业板估值已回落至一年、四年低点，但估值安全板块主要集中于金融为主的大蓝筹；而中小创的估值中位数仍高达 50、60 倍以上，全 A 滚动 PE 达 100 倍以上的高估值个股占比仍约 30%。因此，在当前经济与业绩增速见顶回落、货币政策边际收紧、利率中枢上行、金融监管与去杠杆等大背景下，结构性估值泡沫压力仍待释放。

表 2：五月第二周周末大盘下跌

	上证综指	沪深 300	深成指
收盘指数	3083.51	3385.38	9787.99
近一周涨跌幅 (%)	-0.63	0.08	-2.36
本月涨幅 (%)	-2.26	-1.58	-4.36
今年以来涨幅 (%)	-0.65	2.27	-3.82
PE(TTM)	15.08	12.83	26.94

数据来源：WIND

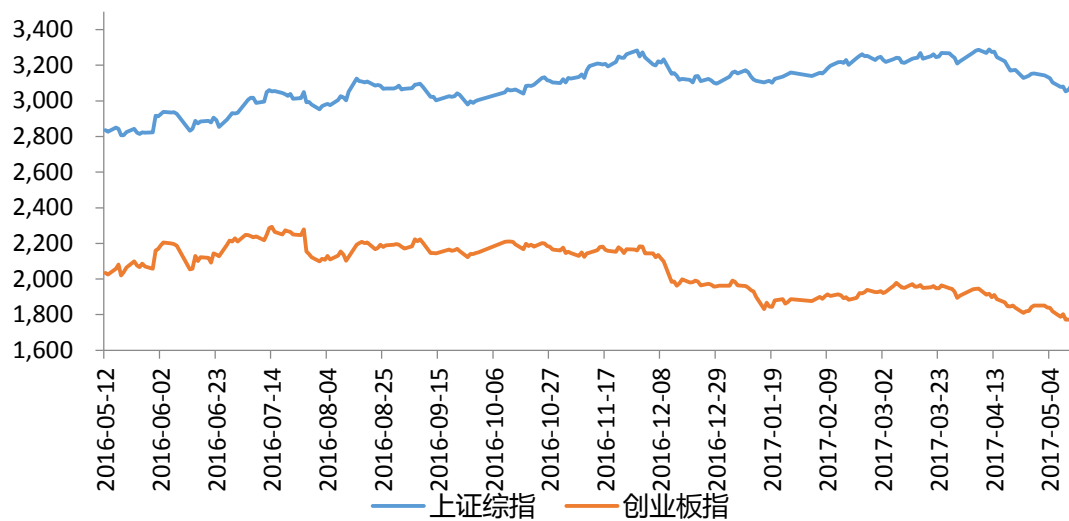


图 24: 大盘下跌

图 25: 行业估值结构性泡沫仍需释放

数据来源: WIND

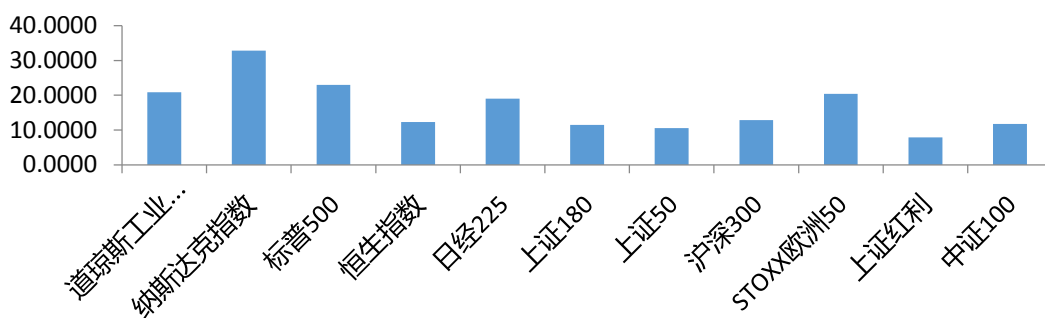
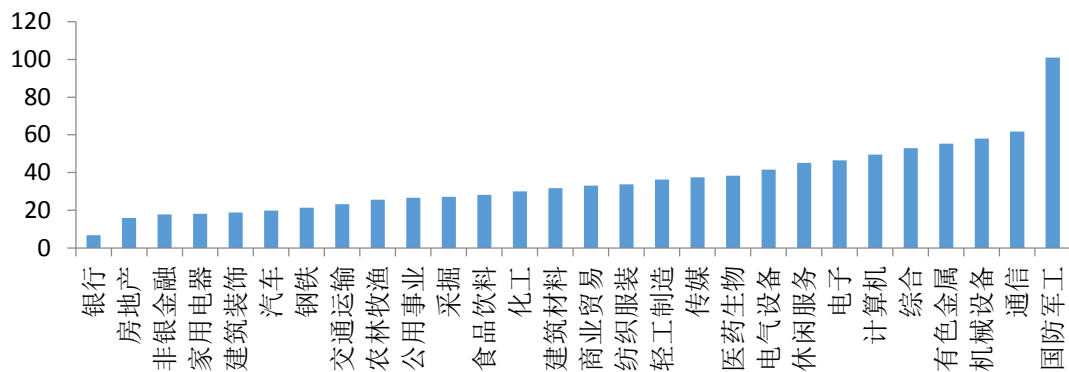


图 26: 大盘估值



数据来源: WIND

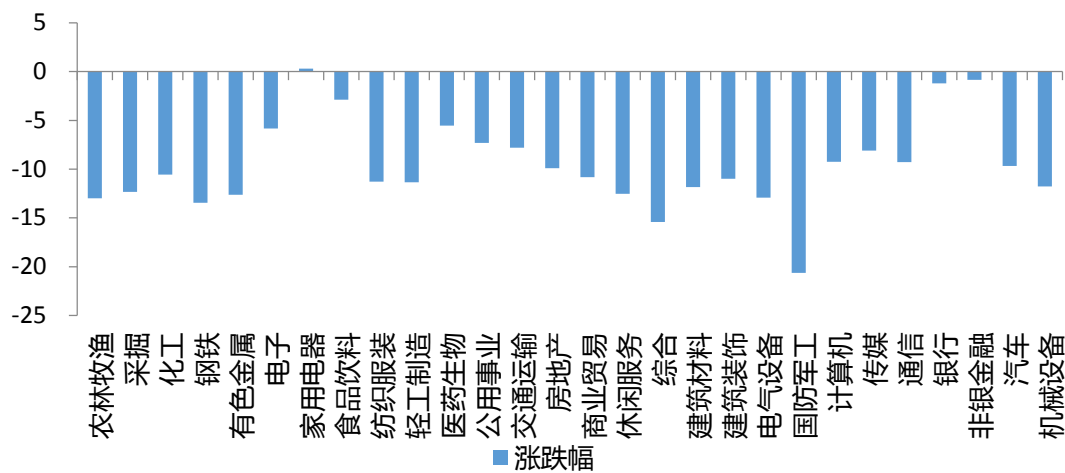


图 27：各行业下跌

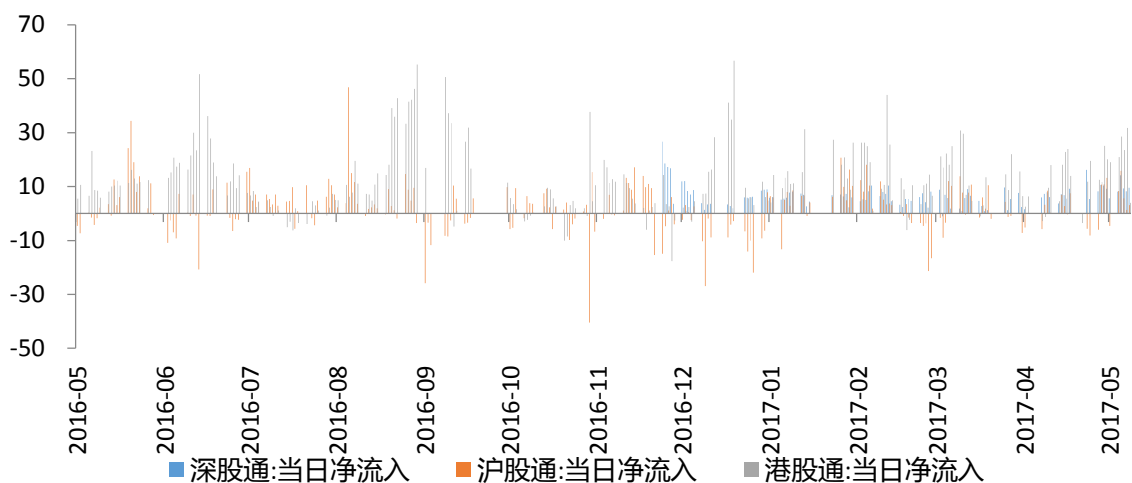


图 28：沪港通

数据来源：WIND

(2) 证监会政策

5月5日，证监会发布《区域性股权市场监督管理试行办法》（证监会令132号）。该办法自2017年7月1日起施行。其明确了区域性股权市场业务范围，细化和规定了政府的职权范围和合格账户要求，这意味着对区域性股权市场的定位首先就放在了“区域”上，区域“四板”跨区经营的乱象将一去不复返。

5月5日，证监会发布《证券投资基金经营机构信息技术管理办法(征求意见稿)》。

该意见稿在充分总结行业应用信息技术实践经验的基础上，结合经营机构、专项业务服务机构以及信息技术服务机构的特点，对经营机构与服务机构信息技术管理提出了原则要求，同时以自律规则、行业标准的形式提出了具体要求。

5月2日，据媒体报道，监管部门近期向多家券商发送了《证券公司分类监管规定（征求意见稿）》，新增七大排名加分指标。增加了常规监管措施扣分档次。减缓了券商通道业务以及分支机构的快速扩张。

5月5日，联席会议组织召开清理整顿各类交易场所“回头看”工作交流会。

5月3日，据多家媒体报道，深圳辖区的证券公司日前接到相关监管部门的通知，禁止开展资金池业务。行业严格意义上的“资金池”问题并不严重，需理性看待“资金池”监管。特别是不符合监管要求的大集合类资金池产品规模较小，对整体影响不大

5月5日，据媒体报道证监会近日表示，对IPO中的违法违规行为发现一起查处一起，促进资本市场健康有序发展。如果企业上市后当年业绩下滑甚至亏损严重、风险揭示不够充分的，将视情节轻重采取行政处罚或相应警告。

5月10日，据媒体报道，近期证监系统召开了针对券商承销地方债的动员会，为了鼓励券商承销地方债，

5月10日据多家媒体报道，5月8日监管层召集资金池规模较大的券商资管开会，明确监管将主要指向非标，资金池业务整改不包括债券，并允许大集合存续滚动发行。

5月12日，证监会官网报道，在例行新闻发布会上，证监会新闻发言人张晓军通报了慧球科技存在的多次信息披露违法违规情况，强调信息披露是上市公司的法定义务。上市公司必须及时、准确、详尽地披露实际控制人的变更情况，切实保障投资者知情权，维护中小投资者合法权益。

2. 债券

（1）利率走势和分析

五月第一周，收益率曲线扁平化。上周市场在券商集合计划受监管的政策影响下继续缓慢调整，短端调整幅度大于长端。具体来看，1年期国债上行23BP至3.39%；1年期国开债上行15BP至3.86%；10年期国债上行9BP至3.56%；10年期国开债上行9BP至4.26%。上海银行间同业拆放利率隔夜SHIBOR收于



2.83%，较前一周上行 2BP；SHIBOR 1W 收于 2.92%，上行 5BP；SHIBOR 2W 收于 3.37%，上行 6BP。从银行间质押式回购利率来看，R001 收于 3.11%，较前一周大幅下行 20BP；R007 收于 3.28%，较前一周大幅下行 90BP。从银行间同业拆借利率来看，隔夜拆借利率收于 2.88%，下行 6BP；7 天拆借利率收于 3.29%，大幅下行 28BP。

资金面压力仍存。当货币市场利率出现下行之时，央行随即暂停逆回购，表明央行在金融去杠杆的背景下，有意维持货币利率高位。当前从银行到非银行均在压缩高风险资管规模，持续扩充的信用开始走向逆过程，资金面压力短期难以缓解。上调短期 7 天回购利率中枢到 3.3%。债券市场再度出现利率上行，除了资金面延续紧张外，证监会对券商集合资管计划的监管趋严是造成市场调整的另一大主要原因。今年以来，随着金融去杠杆深化，央行牵头、三会对金融机构的监管政策层层递进，4 月银监会连续出台包括 6 号文、46 号文、53 号文在内的多个文件，通过银行自查整改的方式限制同业、理财业务的多项套利和资金空转行为。之后，证监会也对券商资管资金池产品加强监管，大小集合资金池类产品都将逐步随着资产到期而规模缩减，本质仍是减少期限错配和刚性兑付，降低券商产品的系统性风险。

五月第二周，上周在强监管压力下，债市恐慌情绪进一步发酵，后央行加大资金投放力度，债市调整步伐略有放缓。具体来看，1 年期国债上行 8BP 至 3.47%；1 年期国开债上行 22BP 至 4.08%；10 年期国债上行 9BP 至 3.65%；10 年期国开债上行 10BP 至 4.36%。上海银行间同业拆放利率隔夜 SHIBOR 收于 2.79%，较前一周下行 4BP；SHIBOR 1W 收于 2.91%，下行 1BP；SHIBOR 2W 收于 3.39%，上行 2BP。从银行间质押式回购利率来看，R001 收于 2.80%，较前一周下行 11BP；R007 收于 3.15%，较前一周下行 13BP。从银行间同业拆借利率来看，隔夜拆借利率收于 2.83%，下行 4BP；7 天拆借利率收于 3.22%，下行 7BP。

大资管规模收缩，债市持续调整。一行三会统筹监管之下，4月信托产品规模环比下降57%，后续券商资管产品规模环比也将出现萎缩，大资管面临收缩。此外，4月理财发行数量环比减少15%，银行表外扩张放缓，银行表内也有所收缩，意味着金融去杠杆正在走向实质阶段，债市将持续调整。10年期国债利率区间短期上调至3.3-3.7%。

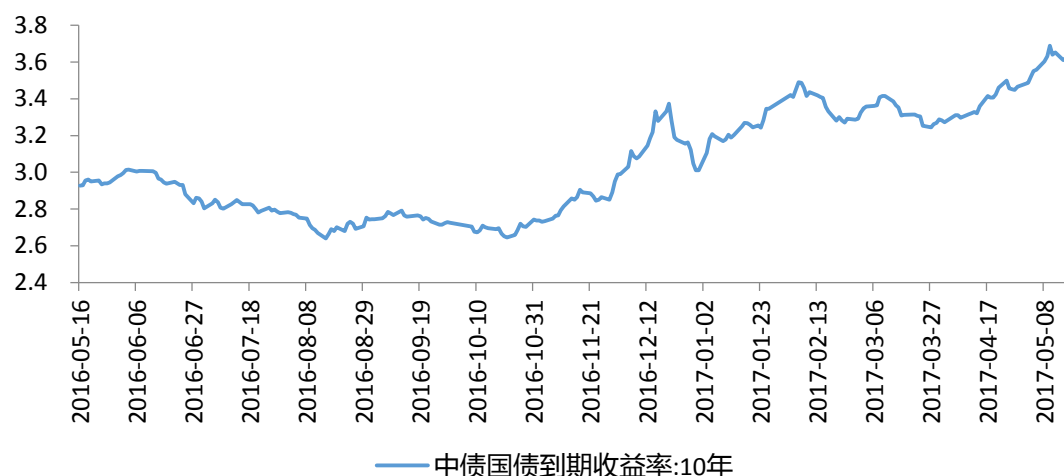


图 29：国债收益率

数据来源：WIND

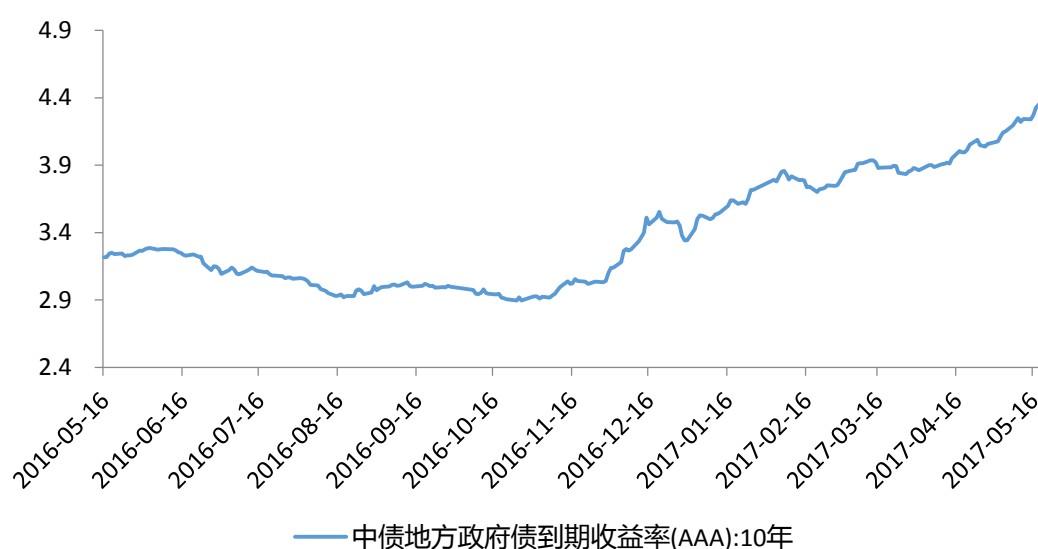


图 30：地方债收益率

数据来源：WIND



图 31: 国开债收益率

数据来源: WIND

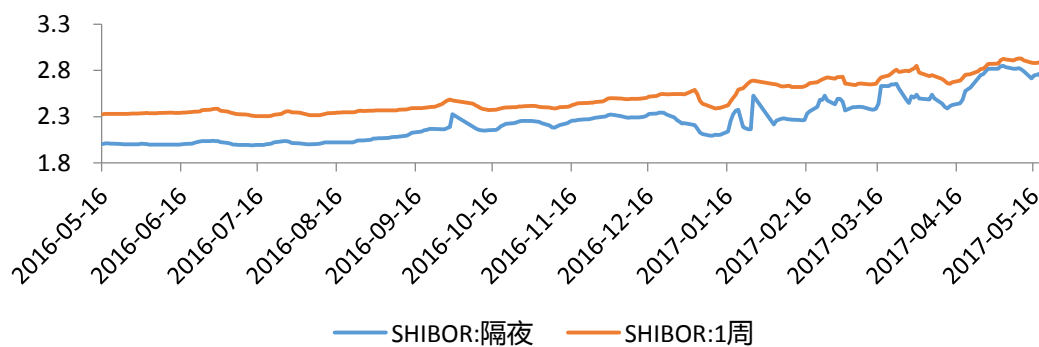


图 32: SHIBOR

数据来源: WIND

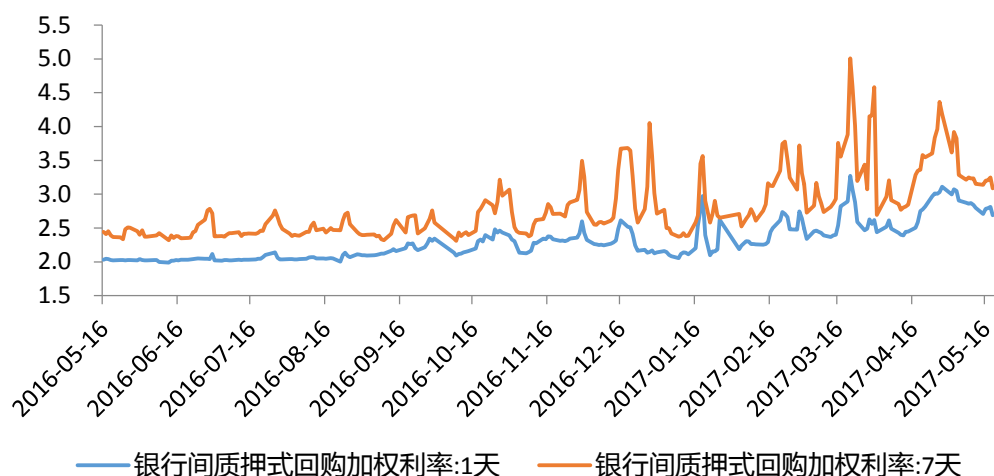


图 33: R001

数据来源: WIND

(2) 新发行利率债

见文末表 11。

(3) 认购和交易

五月第一周，一级发行加量，招标结果不佳。上周国债中标利率高于二级市场，政金债中标利率有所分化，认购倍数均较差。周五财政部发行 91 天的贴现式国债，中标利率略高于二级市场 5BP，认购倍数为 1.9。上周记账式国债发行 820 亿，政金债发行 636 亿，地方债发行 354 亿，利率债共发行 1810 亿，较前一周增加 405 亿。同业存单的发行量则继续下降，上周发行 1954 亿，净融资额 248 亿。

从前期银监会发文对银行资产负债业务进行监管，到上周证监会对券商资管集合计划进行规范，监管在不断的深化。一行三会统筹监管之下，4 月信托产品规模环比下降 57%，后续券商资管产品规模环比也将出现萎缩，大资管面临收缩。此外，4 月理财发行数量环比减少 15%，银行表外扩张放缓，银行表内也有所收缩，意味着金融去杠杆正在走向实质阶段，债市将持续调整。10 年期国债利率区间短期上调至 3.3-3.7%。

五月第二周，招标结果较差。上周国债中标利率高于二级市场，政金债中标利率低于二级市场，认购倍数均较差。上周记账式国债发行 560 亿，政策性金融债发行 760 亿，地方政府债发行 1500 亿，利率债共发行 2820 亿，较前一周

增加 1010 亿。同业存单的发行量虽有所上升，上周发行 4029 亿，但净融资额为-973 亿、新发量暂时无法弥补大量到期。

其中国债发行量暂未受到利率上行影响。地方债的发行量大减主因债务置换缩量 and 利率上升。政策性金融债发行小幅缩量，净融资明显回落，受利率影响渐显。

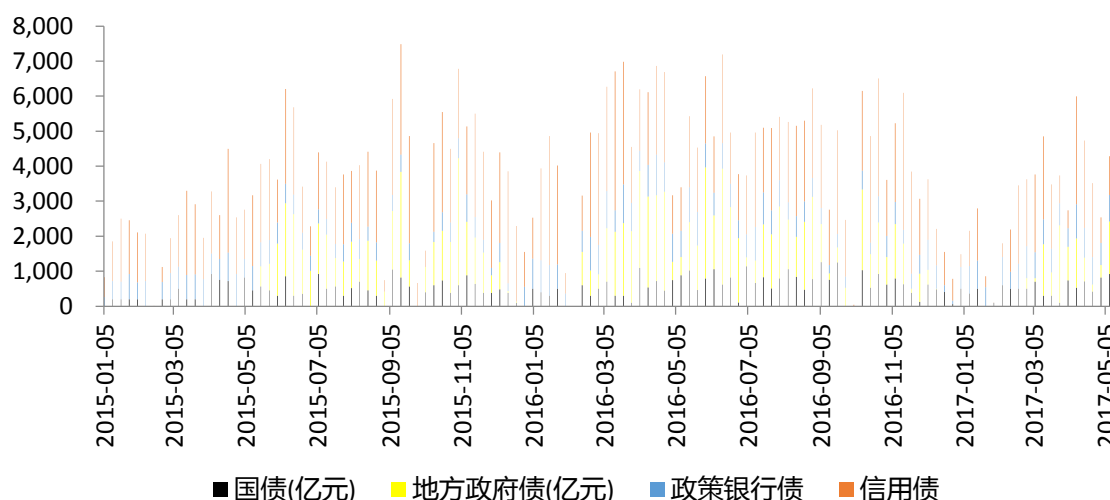


图 34：各种利率债发行量变动

数据来源：WIND

二、 宏观经济重点问题——究竟我国的外汇储备是否充足？¹

（一）引言

适度外汇储备规模对一国经济发展有利，而过多或者过少的外汇储备都会使持有储备的边际成本大于边际收益，形成效率损失，抑制经济增长，损害国民福利。但是，何为适度？如何测度？自从20世纪60年代初美国经济学家特里芬（Robert Tiffin）在《黄金和美元危机》一书中首次提出外汇储备适度规模理论（外汇储备/进口比率分析法）至今，有关外汇储备适度规模的界定与测度莫衷一是，并未形成统一标准。

即便如此，目前有关外汇储备适度规模的研究至少已在以下四个方面达成共识：一是外汇储备适度规模应该是一国在一定时期内，保证外汇储备供给与需求

¹ 撰写人：宋科，中国人民大学国际货币研究所副所长、研究员；杨雅鑫，中国人民大学国际货币研究所助理研究员

水平相适应的均衡数量。二是外汇储备适度规模始终处于动态调整的过程当中，是一个动态而非静态概念，是区间而非定值。三是外汇储备适度规模的界定与测度应当充分考虑该国历史背景、制度环境、外部冲击等特征。四是目前得到普遍认可的外汇储备适度规模测度方法主要包括比率分析法、成本收益法、因素分析法、定性分析法、加权风险负债法等等。只是随着国际货币体系演进与全球金融体系变革，不同方法的适应性与有效性也在发生转变。

改革开放以来，我国外汇储备经历了一个从无到有，到长期持续加速增长，再到本次国际金融危机之后增速减缓，再到2014年6月达到3.99万亿美元的历史峰值之后总量不断减少的过程。目前，我国外汇储备已经稳定在3万亿左右。截至2017年5月底，我国外汇储备为3.05万亿美元，位居全球第一，并且远超过第二名，占全球外汇储备的30%左右。

那么，目前我国外汇储备规模是处于超额还是不足的状态？从适度规模的角度来看，它又经历了怎样的历史过程？为此，本文尝试运用五种经典方法，系统地对我国外汇储备的适度规模进行测度，并据此判断我国外汇储备是否充足。

（二）我国外汇储备规模测度 I：比率分析法

比率分析法根据实际经验，将外汇储备与某种经济变量（包括进口贸易额、短期外债、货币供应量（M2）以及GDP等等）的比值作为衡量一国外汇储备是否充足的标准。主要包括外汇储备/进口比率法、外汇储备/外债比率法、外汇储备/货币供应量比率法以及外汇储备/GDP比率法等四种方法。

1. 指标选取

外汇储备/进口比率法。IMF（1958）的报告认为外汇储备/进口比率的适度区间是30%-50%，即满足4-6个月进口需求。Robert Triffin（1960）认为外汇储备/进口比率的下限是20%的，比较适当的是40%。本文据此选取的适度区间为25%-50%，即外汇储备应当满足3-6月的进口需求；

外汇储备/外债比率法。上世纪80年代大量文献认为，外汇储备/外债总额的适度区间应当为30%-50%。本文根据目前我国外债的实际情况，将短期外债与长期外债区分考虑。其中，外汇储备/长期外债总额以20%-30%作为适度区间，外汇储备/短期外债比率（以“Guidotti-Greenspan法则”为准）的取值不低于1；

外汇储备/货币供应量比率法。Wijnholds和Kapteyn（2001）认为，外汇储备

/货币供应量（M2）一般应该在10%-20%之间，浮动汇率国家，比例可以变为5%-10%，经济金融发达及政治稳定的国家，比例可相应下调。考虑到我国汇率制度的实际情况，本文选取10%-20%作为适度区间；

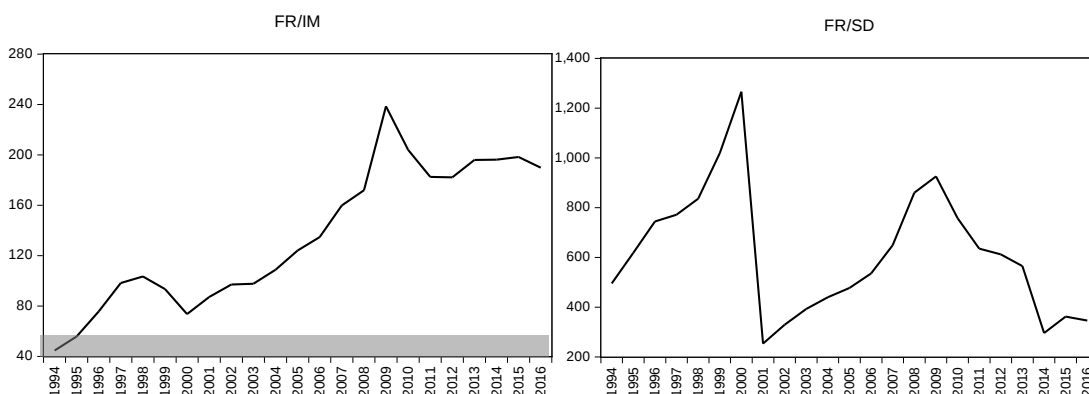
外汇储备/GDP比率法。Jeanne和Ranciere（2008）对小型开放经济体的研究表明，外汇储备/GDP达到10.1%即可，考虑到我国是经济大国而且对外开放程度并不太高，本文选取15%-20%作为适度区间。

2. 结果分析

根据1994年-2016年我国外汇储备（FR）、进口贸易总额（IM）、短期外债余额（SD）、长期外债余额（LD）、广义货币量（M2）以及国内生产总值（GDP）的公开数据，本文计算出历年FR/IM、FR/SD、FR/LD、FR/M2、FR/GDP五种比率并与上文提及的适度区间进行对比（如图35所示，图中阴影部分为适度区间）。

其中，FR/IM、FR/M2与FR/GDP三个指标分别于1995年、2005年、2003年超越外汇储备适度区间，除FR/M2于2014年再次落入适度区间之中，其他两个指标始终远超适度区间，只是近几年偏离程度有所减小。FR/SD与FR/LD两个债务指标的测算结果显示，两者在上世纪90年代以来就已远远超越适度区间，且偏离程度要高于另外三个指标。这表明，我国外汇储备的积累早已经远不止于满足偿付外债的需求。

整体上讲，目前除FR/M2处于适度区间之外，其他4类指标的测算结果均表明我国外汇储备规模已经远远超过适度区间，处于“超额”状态。



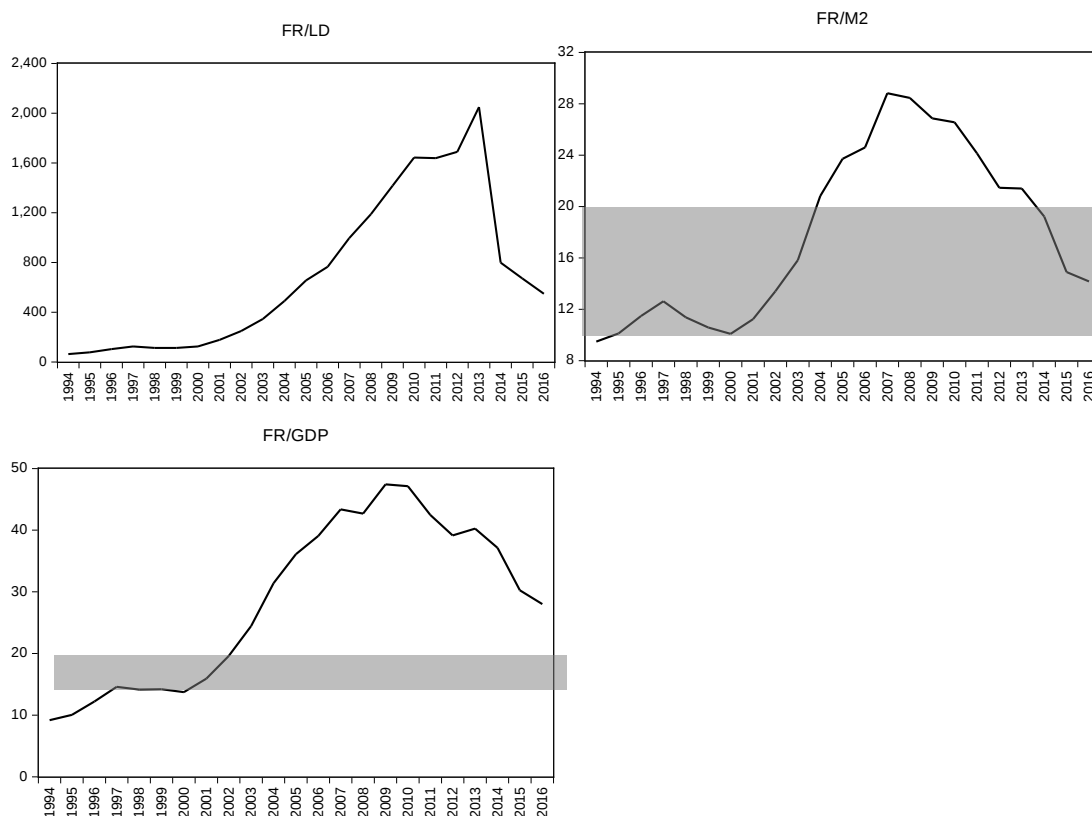


图 35：我国外汇储备与 IM、SD、LD、M2 及 GDP 比例

资料来源：历年中国统计年鉴、国家外汇管理局网站。

（三）我国外汇储备规模测度Ⅱ：需求定值分析法

需求定值分析法建立在凯恩斯货币需求理论的基础上，认为一国外汇储备适度规模应当满足其交易性需求、预防性需求与投机性需求，甚或发展性需求、战略性需求等，通过各类需求分类测算并加总来求得外汇储备适度规模。

1. 指标选取

为准确估测与现阶段我国经济金融发展水平相匹配的外汇储备适度规模，本文在指标选取过程中，不仅综合考虑了外汇储备各种功能的用汇需求，而且充分考虑到我国经济发展阶段性特征对于外汇储备规模的实际要求。

传统的外汇储备功能观认为，外汇储备应当满足交易性需求（即进口付汇、支付外债以及外商直接投资利润汇出等用汇需求），预防性需求（即货币当局干预外汇市场，应付热钱流出以及应对突发外部冲击的自我保护等用汇需求），以及盈利性需求（即运用外汇储备对外投资取得收益的用汇需求）。在借鉴外汇储备适度规模估测的一般模型（武剑，1998；王娜，2008）并考虑我国外汇储备现

状的基础上，本文在实证中对上述需求因素进行两点调整：第一，由于一国外汇储备只有在“超额”状态下，其盈利性需求才具有有效性，因此在适度性指标选取中将此项排除；第二，鉴于现代外汇储备功能观所强调的发展性需求（即“保持信心”、促进经济与金融发展等用汇需求）与现阶段我国的储备特征相匹配，因此将此项计入指标体系。

2.模型构建

根据上述解释，我们建立如下模型：

$$FR^e = D_1 + D_2 + D_3$$

$$D_1 = \alpha_1 IM + \alpha_2 SD + \alpha_3 LD + \alpha_4 FDI; D_2 = \alpha_5 FX + \alpha_6 HM; D_3 = \alpha_7 FR^e$$

$$FR^e = \alpha_1 IM + \alpha_2 SD + \alpha_3 LD + \alpha_4 FDI + \alpha_5 FX + \alpha_6 HM + \alpha_7 FR^e$$

其中， FR^e 为外汇储备适度规模的估计值， D_1 为交易性需求， D_2 为预防性需求， D_3 为发展性需求； IM 、 SD 、 LD 、 FDI 、 FX 以及 HM 分别为进口贸易总额、短期外债余额、长期外债余额、外商直接投资累计余额、外汇市场交易额以及热钱规模，其中前5项的数据来源为历年国家统计年鉴， HM 的测算采用残差法：热钱规模=外汇储备增量-贸易顺差-直接投资净流入。其中贸易顺差和直接投资净流入的原始数据来源于世界银行官方网站。

关于系数的取值。由于要估算我国外汇储备适度规模区间，因此系数的取值绝大部分为根据已有文献或经验估计的一个区间，只有 α_2 为定值。关于 α_1 、 α_2 、 α_3 的取值（分别取25%-50%、100%和20%-30%），前文已详细解释，此处仅对 α_4 — α_7 的取值进行解释：（1）据一般估计，近年来外商在华直接投资的利润率为15%-20%之间，考虑到在实践中，利润并未全额汇出，因此，本文将 α_4 取值设定为10%-15%；（2）根据国内学者对干预市场的用汇需求与外汇交易额的比值的一般估计，本文将 α_5 取值设定为10%-20%；（3）本文假设热钱可能流出的规模为当年年度流动净额的80%-100%，亦即 α_6 取80%-100%；（4）本文在计算适度规模下限时不计入发展性需求，计算上限时将其额度设为外汇储备正常需求的

10%，因此 α_7 的取值区间为0-10%。

3.结果分析

根据1994年-2016年的年度数据，本文分别计算出历年我国外汇储备适度规模的上限与下限，并将其与实际的规模进行对比。不难看出，我国外汇储备的实际值已经分别从1996年和2006年，超过适度规模估测值的下限和上限，长期处于“超额”状态。只是在最近的2015年和2016年，落入适度规模区间。

表 3：我国外汇储备适度规模估测值区间与实际值对比一览表（单位：亿美元）

时间	适度规模估测值 (下限)	适度规模估测值 (上限)	实际值
1994	660.2501193	1183.950765	516.20
1995	915.1696023	1576.137653	735.97
1996	899.8901691	1568.137654	1050.30
1997	1205.7435	1995.889211	1398.90
1998	1470.648256	2370.56539	1449.60
1999	1352.882254	2269.166033	1546.80
2000	1445.98521	2526.370354	1655.70
2001	1900.784044	2994.093313	2121.60
2002	1936.52532	3141.494397	2864.10
2003	2066.135507	3525.624283	4032.50
2004	2250.896031	3997.603078	6099.30
2005	3701.791165	6142.551261	8188.70
2006	4879.947377	7994.378522	10663.00
2007	4880.315342	8259.147798	15282.00
2008	4583.170201	10265.45763	19460.00
2009	4286.025059	7455.411708	23992.00
2010	7817.780201	12852.83735	28473.00
2011	11174.1406	18115.98098	31811.00
2012	13597.50763	21606.36112	33116.00
2013	12960.51873	20720.02943	38213.00
2014	23923.34018	34527.40914	38430.18
2015	24259.10734	35834.54445	33303.62
2016	23324.7288	33660.25746	30105.17

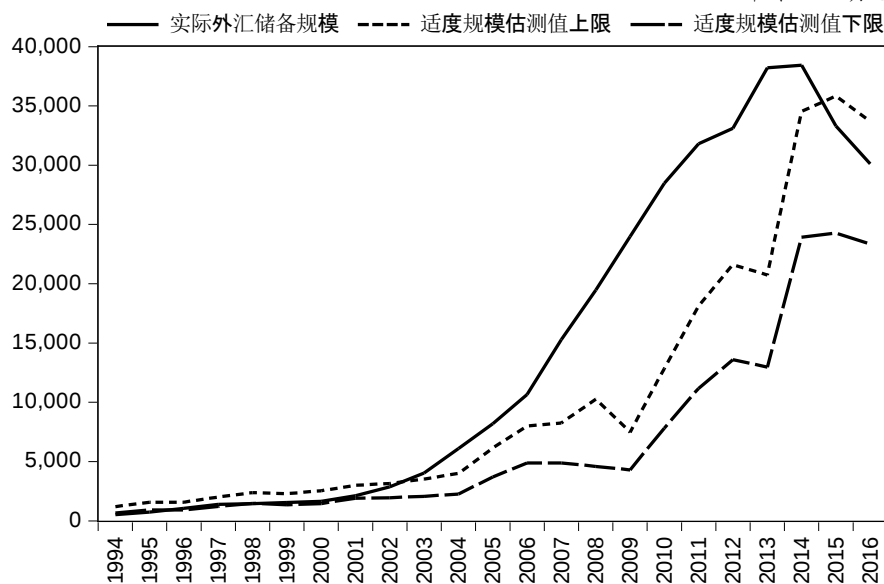


图 36: 我国外汇储备适度规模估测区间与实际值对比图

资料来源: 国家外汇管理局网站、IMF 官方网站。

(四) 我国外汇储备规模测度Ⅲ: 回归分析法

上世纪70年代以来,随着国际收支波动复杂化和现代计量方法不断进步,理论界逐渐放弃仅仅强调单一因素的比率分析法,转而将影响外汇储备适度规模的多重因素纳入回归方程当中,研究外汇储备与某几种经济变量之间的相互关系,并据此估计外汇储备适度规模,产生了诸如Flanders (1971)、Frenkel (1974) 以及Iyoha (1976) 等经典文献。本文将在Frenkel (1974) 模型基础上进一步拓展以研究我国外汇储备适度规模问题。

1. 指标选取

Frenkel (1974) 模型在实证中通过对22个发达国家和33个发展中国家的分析发现: 国际储备、进口总额、国际储备波动率以及进口的GDP占比作为四个独立的经济变量,在长期中能保持显著的平稳关系。

Frenkel (1974) 模型如下所示:

$$R_t = A m_t^{\alpha_1} \delta_t^{\alpha_2} M_t^{\alpha_3}$$

在实证分析中常被写成:

$$\ln R_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln m_t + \alpha_2 \ln \delta_t + \alpha_3 \ln M_t + \mu_t$$

其中R表示外汇储备,m表示本国进口的GDP占比, δ 表示外汇储备的波动,

M表示进口总额。该研究结果显示，回归系数均为正数，说明出进口的GDP占比、外汇储备波动和进口总额对外汇储备需求的增长存在正向的促进作用。

由于在外汇储备积累的不同阶段，影响外汇储备长期均衡的因素是变动的，为此本文依据相关文献将一些重要变量引入Frenkel（1974）模型，最终主要变量包括：持有成本¹、人口规模²、货币供应量M2、外国直接投资（FDI）³和净外债水平⁴。

2.模型构建

本文首先对Frenkel（1974）模型进行化简，将国家总产出带入方程，得到如下模型：

$$\ln R_t = \beta_{1,0} + \beta_{1,1} \ln Y_t + \beta_{1,2} \ln \delta_t + \beta_{1,3} \ln m_t + \mu_{1,t}$$

上述方程中， R_t 代表1980-2016年的外汇储备规模， Y_t 表示该时段我国的GDP， δ_t 表示用John F. O. Bilson, Jacob A. Frenkel（1979）的方法计算出的储备波动， m_t 则表示进口总额的GDP占比。

Frenkel认为上述四变量虽然都为一阶平稳的变量，但在长期中四者的交互影响是稳定的，也就是满足协整过程。本文在Frenkel（1974）模型的基础上，对我国的上述四变量进行了单位根检验，同时本文对中美利差，人口总数，货币供应量，外国直接投资和外部债务的GDP占比数据也进行了单位根检验。结果显示，Frenkel模型中四变量满足一阶平稳条件，同时货币供应量，外国直接投资的GDP占比也都满足一阶平稳过程。本文依次将这些一阶平稳变量引入Frenkel模型。

表 4：主要变量 ADF 检验结果

变量	单位根检验统计量	一阶差分单位根检验统计量
外汇储备（ R_t ）	-2.504181 (0.9352)	-5.101337 (0.0002) *

¹ 考虑到我国外汇储备中美元的份额最大，因此在计算持有成本时，本文沿用 Cheung& Hiro Ito（2007）的方法，考虑我国利率和美国利率的差额作为持有成本。

² 人口总数作为重要的宏观变量，Aizenman and Marion (2003)，Edison (2003)以及 Lane and Burke (2001)都将其引入到外汇储备的影响因素分析中。本文将人口取自然对数引入方程。

³ FDI 所代表的资本流动对危机中的外汇储备影响巨大。一方面资本流动的稳定增长能强化国家的金融发展水平，促进经济增长；另一方面资本流动的突然下降也可能导致经济危机，而外汇储备能够较为有效地防御这种现象带来的不良影响。

⁴ Lane and Milesi-Ferretti (2006)计算出了不同国家净外部债务水平，作为衡量国家负债情况的重要变量，而 Cheung& Hiro Ito（2007）认为该变量会对外汇储备产生重要影响。

GDP 水平 (Y_t)	0.676159 (0.9898)	-3.601111 (0.0110) *
储备波动 (δ_t)	-0.840204 (0.3415)	-3.584128 (0.0145) **
进口总额的 GDP 占比 (m_t)	-1.485642 (0.8155)	-4.520038 (0.0052) *
中美利差 (i_t)	-3.002029 (0.0445) **	
货币供应量的 GDP 占比 (mon_t)	-1.553275 (0.7909)	-5.789461 (0.0002) *
我国人口总数 (p_t)	-6.894179 (0.0000) *	-2.321427 (0.4082)
外国直接投资的 GDP 占比 (f_t)	-1.976642 (0.2951)	-3.404100 (0.0182) **
国家净外债的 GDP 占比 (d_t)	-2.874941 (0.0054) *	-6.553912 (0.0000) *

注：(1) i_t 表示我国一年期贷款利率与美国一年期利率之差， mon_t 表示货币供应量的 GDP 占比， p_t 表示我国人口总数， f_t 表示外国直接投资的 GDP 占比， d_t 表示国家净外债的 GDP 占比；(2) 上述表格中的变量均经过对数化；(3) 单位根检验滞后结束选取采取 Schwarz Info Criterion (SIC) 作为信息量指标。

据此，将上述重要变量引入 Frenkel 模型，可以化简出下述方程，并进行协整检验：

$$\ln R_t = \beta_{2,0} + \beta_{2,1} \ln Y_t + \beta_{2,2} \ln \delta_t + \beta_{2,3} \ln m_t + \beta_{2,4} \ln mon_t + \beta_{2,5} \ln f_t + \mu_{2,t}$$

表 5: Johansen 协整检验结果

假设	最大特征值方法统计量	0.05 的置信区间	P 值
无协整关系	70.58913	40.9568	0.0000
至多一个协整关系	36.56056	34.80587	0.0305
至多两个协整关系	29.30238	28.58808	0.0405

注：本结果用 Johansen Trace 检验的方法同样显著。

不难看出，上述变量中存在长期的协整关系。以外汇储备为因变量，通过回归的方法能够识别出协整关系方程如下所示：

$$\begin{aligned} \ln R_t = & -16.03885 + 1.336118 \ln Y_t + 0.070142 \ln \delta_t + 0.858502 \ln m_t + 0.511529 \ln mon_t + 0.056218 \ln f_t \\ & (1.889934) \quad (0.162137) \quad (0.065857) \quad (0.307310) \quad (0.667390) \quad (0.107376) \end{aligned}$$

上述方程中,有一部分系数不显著,但为了更准确地描述外汇储备的适度值,提高拟合优度,本文在建立模型时将其保留。

3. 结果分析

将各变量值代入上述外汇储备协整方程,从而测算出外汇储备的适度值,并与我国外汇储备真实值进行比较。结果表明,在1999年之前,我国外汇储备测算值和实际值有较好的拟合结果,说明当时外汇储备的实际值能较好地满足外汇储备需求;2002-2008年,我国外汇储备实际值快速上涨,逐渐高于测算结果,这一时间点与亚洲金融危机之后,出于重商主义动机与预防性需求,东亚地区(尤其中国)外汇储备高速增长趋势相吻合。2009年以后,测算结果与实际值之间出现较大差距,值得注意的是近几年来实际值开始低于测算值,说明本次国际金融危机之后,我国外汇储备波动加剧。

事实上,利用协整方程主要在于发现外汇储备规模与各个相关经济变量的长期稳定关系,找到制约或者促进外汇储备积累的关键因素,而对于判别外汇储备规模是否适度的效果并不明显。但是,从上述外汇储备适度值与真实值的对比还是可以看出,整体上从新世纪以来,外汇储备的实际规模已经超越最优外汇储备区间,处于“超额”状态。但是近年来,二者出现部分年份的倒挂现象值得关注。

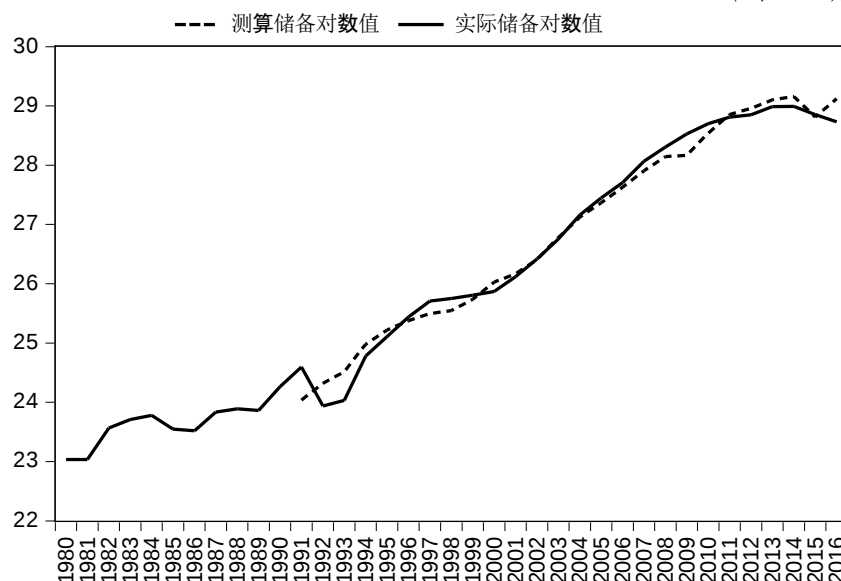


图 37: 外汇储备测算值与实际值的比较

资料来源: 世界银行、IMF 官方网站。

(五) 我国外汇储备规模测度Ⅳ: 基于预防外部突然冲击的外汇储备需求模型

1970年, Clark打破了Heller用于外汇储备最优测度的传统模型框架, 把社会福利、收入及其波动性等因素纳入模型中, 从效用最大化的角度对最优外汇储备规模进行深入研究。之后, 大量文献对该模型进行了补充和完善, 其中最具代表性的即Jeanne和Rancière的预防外部突然冲击的最优外汇储备模型。

1. 模型构建

Jeanne和Rancière (2006) 阐述了在离散时间的小型开放经济体背景下, 求得最优国际外汇储备水平的模型。在该模型中, 财富有两种存在形式: 收益较低、流动性较强的国际外汇储备 (R) 形式; 收益率较高、流动性不强的资产 (I) 形式。一般认为, 经济体在遭受外部危机侵袭后, 其外债获取量骤减, 这会导致总产出的下降。外汇储备具有在危机发生后平滑危机和危机发生前减少危机发生可能性的功能, 与此同时, 持有外汇也会导致相应的收益损失 δ 。最优外汇储备水平要求使消费者的福利损失函数降到最低, 而预期福利损失函数 $f(R)$ 取决于危机发生的概率 $\pi(R)$ 和持有外汇储备的机会成本 δR 。

$$Loss = \delta R + \pi(R)f(R)$$

该模型共有三个时期。在第0期, 政府需要决定持有何种水平的外汇储备,

而这取决于政府对风险水平的认知和第1期一旦发生危机可能带来的损失。在第1期时，政府所借外债 L 到期，偿还后重新借入外债 L' ，消费为 C_1 ，则预算约束公式可以表示为：

$$Y_1 + L' + R = C_1 + L + R'$$

第2期，经济体的国外净财富等于总产出 Y_2 和国外资产净收益之和：

$$W_2 = Y_2 + (1+r)^2(1+\delta)I + (1+r)(R' - L')$$

在这里，消费者福利被定义为第1期消费的预期效用 $u(C_1)$ 和根据利率 r 进行贴现的预期财富值 W_2 之和，可用通式表示为：

$$U_i = E_i[u(C_i) + \frac{W_2}{1+r}]$$

在第1期，发生金融危机的概率为 π 。在假定 π 独立于外汇储备水平的前提下，最优外汇储备水平的表达式可以由下式表示：

$$R = L + \Delta Y - [1 - (1 + \frac{\delta}{\pi})^{\frac{-1}{\sigma}}]$$

在上式中， σ 代表相对风险厌恶的常数参数，因此，最优外汇储备水平的取值应为“完全保险”的外汇储备水平 $\bar{R} = L + \Delta Y$ （在危机发生时能满足既定消费水平需求的最低外汇储备水平）减去后面反映持有外汇储备成本的公式 $[1 - (1 + \frac{\delta}{\pi})^{\frac{-1}{\sigma}}]$ 。

外汇储备不仅可以在发生危机时平滑消费曲线，还可以通过增加民众对国家法定货币和偿还外债能力信心的途径，减少危机发生的可能性。据此，Jeanne (2007) 提出了测算危机发生概率的公式：

$$\pi(R) = F(v - a \frac{R}{L})$$

在上式中， v 指的是经济体易受危机影响程度的一般度量单位， a 代表的则是危机预防效果。在其他情况不变的情况下，将外汇储备的危机预防功能考虑进来会使得求出的最优外汇储备水平升高，甚至可能会超过“完全保险”的储备水

平。然而，在内生性危机概率的前提下，无法求得最优储备水平的闭合解。因此，

$R = L + \Delta Y - [1 - (1 + \frac{\delta}{\pi})^{\frac{1}{\sigma}}]$ 被作为Jeanne模型中求解最优外汇储备水平的公式使用。

2. 参数校准

最优外汇储备水平是由五项参数决定的：短期外债L，发生危机时的产出损失 ΔY （L和 ΔY 均以占GDP百分比的形式表示），发生危机的概率 π ，持有外汇储备的机会成本 δ ，相对风险厌恶系数 σ 。系数校准结果如表6所示。

表 6：参数校准

参数	基线	变化范围
产出损失， ΔY	0.15	[0.0,0.3]
危机发生概率， π	0.10	[0.0,0.3]
持有外汇储备的机会成本， δ	0.015	[0.00,0.05]
风险厌恶系数， σ	2.5	[1.0,10.0]

在基线模拟中，这里假定危机发生的概率 π 是外生的——即高外汇储备并不能为危机的预防带来好处。根据Jeanne和Rancière（2006）以及Jeanne（2007）通过跨国概率模型估算新兴市场国家危机发生概率所得到的观点， π 的取值应为10%；危机带来的累积产出损失的合理假定则应为GDP的15%。该取值在有关的文献中是相对较高的¹，因为根据Hakura（2007）的研究成果，危机发生后发展中国家的产出损失要显著高于发达国家。此外，持有外汇储备的 δ 在这里设定为1.5%，即美国10年期国库券收益率与联邦基金利率在过去20年间的平均差值。相对风险厌恶系数在这里设定为2.5，该数值与中等风险厌恶值²相一致。在随后的运算中，会分别使用1.5和5对 σ 进行赋值，用于得出合理的外汇储备持有范围。

3. 结果分析

对我国最优储备范围的测度结果表明，最优储备比重随着时间推移有着缓慢的递增趋势，在1993-2000年之间维持在11左右，由于2001年我国短期外债借债

¹ Bordo et al.（2001）估计得到的货币和银行业危机带来的平均产出损失占GDP比重在13%-16%之间，而Hutchison和Noy（2006）发现危机带来的累计产出损失在13%-18%之间。此外，Jeanne（2007）的研究结果则表明，突发危机带来的总产出损失可粗略估计为8%-12%。

² 根据Dohmen et al.（2006）和Friend and Blume（1975）等学者的实证研究发现，合理的相对风险厌恶系数取值应在2-4之间。

额激增（从2000年的130.80亿美元至2001年的837.70亿美元），最优储备比重增至14.34。2014年，最优外汇储备比重为21.54，达到最高点，2016年最优外汇储备规模急剧下降至17.66。

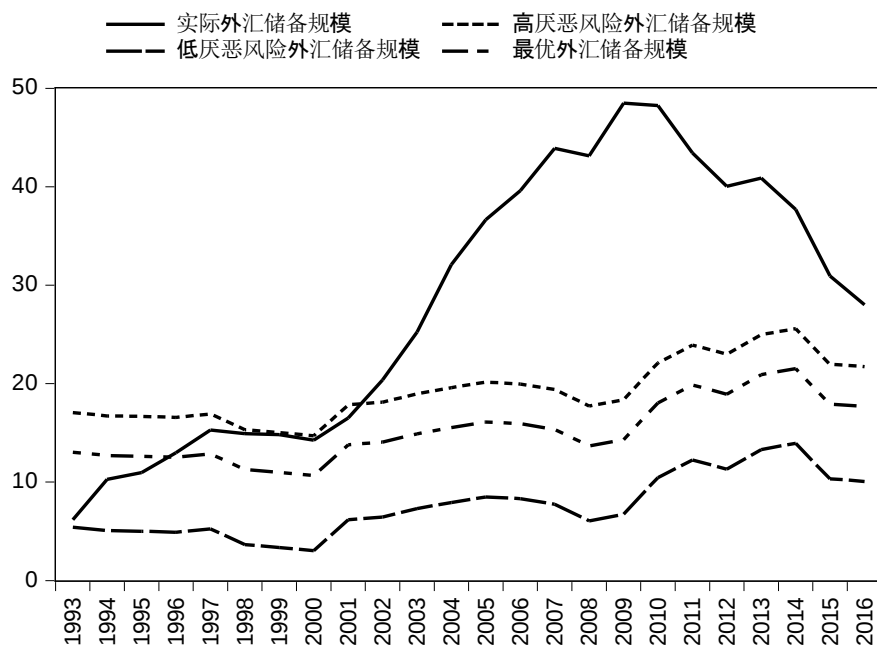


图 38: 我国最优和实际外汇储备水平 (占 GDP 百分比)

资料来源：世界银行、IMF 官方网站。

从实际外汇储备水平占GDP比重的角度来看，1995年之前，我国外汇储备水平低于最优范围，随着实际储备值的逐年增加，在1995-2002年间，实际值均位于模拟得到的合理范围内，其中1997-2000年间实际外汇储备值与最优储备值高度重合；在2003-2010年间，实际储备值占GDP比重开始突破最优上限并一直稳定增加，并在2010年达到最高的44.3%；2010年以后，我国外汇储备水平占GDP的比重整体处于下降的趋势，2016年底，实际外汇储备占比跌至28.02。

整体上看，新世纪以来，我国外汇储备实际规模已经超越模型设定的上限（高风险厌恶的外汇储备规模），处于“超额”状态。

4. 敏感性分析

如前所述，最优外汇储备水平的模型拟合结果取决于参数的选择。表5为关于该模型参数变化的敏感性分析，分别围绕产出损失 ΔY 、危机发生概率 π 、持有外汇储备的机会成本 δ 和风险厌恶系数 σ 展开。

表 7：最优储备水平关于参数变化的敏感性分析（单位：%）

	变化 1%		变化 10%		变化 25%	
	减少	增加	减少	增加	减少	增加
产出损失, ΔY	-1.25	1.25	-12.5	12.5	-31.1	31.1
危机发生概率, π	-0.41	0.41	-4.5	3.8	-13.3	8.3
持有外汇储备的机会成本, δ	0.41	-0.41	4.1	-4.1	10.5	-10.0
风险厌恶系数, σ	-0.44	0.43	-4.9	4.0	-14.5	8.8

从表7可知，最优储备水平对产出损失的参数变化尤为敏感，产出损失参数每增（减）1%，求得的最优外汇储备水平就会平均增（减）1.25%，每25%的 ΔY 变化值则会带来31.1%的最优储备水平变化。相对而言，储备水平对危机发生概率、持有外汇储备的机会成本和风险厌恶系数的敏感度并不高，这三项参数每1%的变化只会对最优储备水平造成约0.4%的影响。但是，鉴于模型的非线性形式，如果发生多项参数发生变化的情况，最优外汇储备水平将受到比各参数单独敏感性分析叠加更大的影响。

（六）我国外汇储备规模测度 V：风险加权负债法

2011年，IMF按照发达经济体、新兴市场国家和低收入国家的分类，根据不同类型国家特征为计算最优外汇储备规模提供了最新的差异化计算方法——风险加权负债法（risk-weighted liability stock）。

1. 模型构建

对于新兴市场国家而言，根据实践经验，新兴市场国家国际收支失衡的压力来源既包含经常账户也包括资本账户。为了满足简单性和完整性的要求，ARA（2011）¹采用国际收支平衡表中的短期外债、出口收入、广义货币和其他组合债务（other portfolio liabilities）等4个项目作为主要风险来源。其中，出口收入的变动可以反映由外部需求下降或交易冲击带来的潜在损失。传统方法中，进口数据的变动虽然经常被用作衡量经常项目的波动，但是进口无法捕捉外部需求风险，并且在危机阶段，进口需求也会相应下降，促使国际收支达到平衡，所以会对模型产生一定的内生性。不同类型的外债也被作为流出风险的来源，具体包括

¹ IMF 报告：Assessing Reserve Adequacy(2011)

短期外债、中长期外债和权益性负债。对于资本流动而言，广义货币被用来代表危机期间被出售或转化为国外资产的国内流动性资产。

由于可观察的危机样本较少，为应对国际收支中各项目流出风险所需的外汇储备的研究受到限制。因此，ARA（2011）采取了两阶段法：第一阶段，确定上述四个变量的风险权重，并计算出风险加权负债；第二阶段，确定外汇储备对加权风险债务的合理比例。

在第一阶段中，风险权重的确定主要依赖于外汇市场受压期间各个变量的流出分布。为了保证获取更多的样本以及检验严重冲击的合理性，ARA（2011）选取各变量流出分布上第10百分位的流出比例作为相应的风险权重，结果如表8所示：

表 8：外汇市场受到冲击时各变量第十百分位的流出比例

	出口收入	广义货币	短期债务	其他组合债务
固定汇率制度	8.9	12.4	24.4	27.6
浮动汇率制度	2.3	7.1	24.4	9.2

在此基础上，ARA(2011)根据其他的估算方法对上述风险权重做出了调整。其中，对短期外债赋予更高的权重，对其他组合债务（other portfolio liabilities）赋予更低的权重。具体来看：

固定汇率制度国家：30% of STD+15% of OPL+10% of M2+10% of X

浮动汇率制度国家：30% of STD+10% of OPL+5% of M2+5% of X

此后，ARA（2013）¹根据2008年后各国的实际情况，调整了其他组合债务的风险权重，增加了5个百分点至20%。ARA（2011）认为实行资本管制的国家可以相应降低广义货币的风险权重，ARA（2015）²据此又调整了广义货币的风险权重，具体调整情况如表9所示：

表 9：广义货币风险权重

无资本管制	固定汇率制度	10
	浮动汇率制度	5

¹ IMF 报告：Assessing Reserve Adequacy(2013)

² IMF 报告：Assessing Reserve Adequacy(2015)

存在资本管制	固定汇率制度	5
	浮动汇率制度	2.5

在第二阶段中，ARA（2011）从三个不同的角度对风险加权负债方法进行了评估，具体包括预防危机的能力、缓解危机的能力以及外汇储备流失的占比，并据此提出了外汇储备对加权风险债务的合理比例。具体来看，外汇储备/风险加权负债与危机发生的概率呈现负相关，比值越大，新兴市场国家发生危机的概率就越低。比较传统的比率分析法，该比值对危机发生概率的下降作用更为显著。ARA(2011)将外汇储备/风险加权负债和其他可控变量对危机阶段消费的变动做回归，结果表明，外汇储备/风险加权负债与消费变动呈现显著的正相关，说明外汇储备/风险加权负债越大，缓解危机的能力就越强。ARA(2011)用风险加权负债对危机阶段外汇储备流失做回归，结果为：外汇储备流失=-0.1696*风险加权负债，虽然这一结论并不显著，但证明了风险加权负债法是可靠的。

据上述结论，ARA(2011)认为新兴市场国家持有的最有外汇储备规模应该是风险加权负债的100%-150%。

2.结果分析

根据上文的分析以及我国的实际情况，本文给出我国的风险加权负债计算方法：

$$30\% \text{ of STD} + 20\% \text{ of OPL} + 5\% \text{ of M2} + 10\% \text{ of X}$$

根据2004年-2016年的年度数据，本文分别计算出历年我国最优外汇储备规模的上限和下限，并与实际外汇储备规模做比较。不难看出，2004年-2016年我国的实际外汇储备始终大于最优外汇储备规模的上限。但是近两年来实际外汇储备规模越来越接近于最优规模的上限。

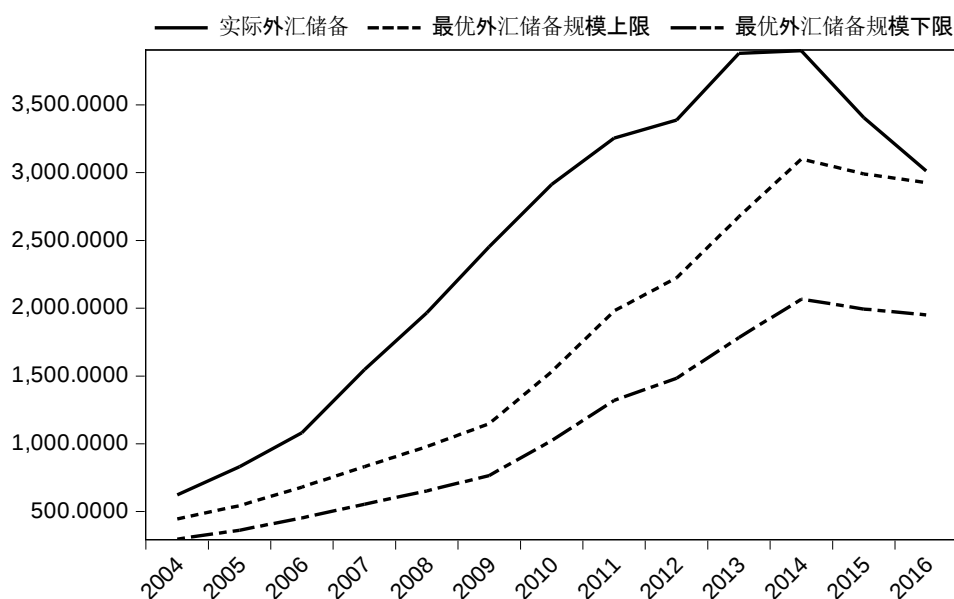


图 39: 我国最优和实际外汇储备水平 (单位: 十亿美元)

资料来源: 世界银行、IMF 官方网站。

(七) 结论性评价

本文基于比率分析法、需求定值分析法、回归分析法、基于预防外部突然冲击的外汇储备需求模型以及风险加权负债法等5种经典方法(9种具体测算方法), 对于我国外汇储备适度规模进行测度, 结果发现: 新世纪以来, 我国外汇储备迅速增长, 并超越理论上的适度规模区间, 长期处于“超额”状态。随着本次国际金融危机以来增速减缓, 特别是2014年以来出现负增长, 我国外汇储备实际值超越适度规模区间的背离程度大幅减小。即便如此, 绝大多数指标依然超越适度规模区间, 只有极少数指标落入适度区间内, 但是还是远高于区间下限。

整体上讲, 排除不同方法的局限性和适用性, 五种方法测算的结果均表明当前我国外汇储备规模依然处于“超额”状态, 并未出现不足的问题, 但是潜在的外汇储备大规模下降并由此引致的可能风险值得警惕。

三、主要经济数据¹

表 10: 经济数据一览

指标名称	类别	16-Nov	16-Dec	17-Jan	17-Feb	17-Mar	17-Apr
------	----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

¹ 撰写人: 黄泽清, 中国人民大学国际货币研究所副研究员



CPI	同比	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2
PPI	同比	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4
PMI	同比	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2
工业增加值	同比	6.2	6	6.3	6.3	6.8	6.5
工业企业利润总额	累计同比	9.4	8.5	31.5	31.5	28.3	24.4
固定资产投资完成额	累计同比	8.3	8.1	8.9	8.9	9.2	8.9
社会消费品零售总额	同比	10.8	10.9	10.2	10.2	10.9	10.7
进出口金额	同比	-2.9	-2.2	11.4	15.8	18.2	9.70
M2	同比	11.40	11.30	11.30	11.10	10.60	10.50
社会融资规模	当月值（亿元）	18,328	16,260	37,202	10,876	21,189	13,900
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	7,946	10,400	20,300	11,700	10,200	11,000

参考文献

- [1] 巴曙松. 外汇储备持续增长背景下的宏观金融政策: 挑战与趋势[J]. 国际商务研究, 2007 (1): 1~5.
- [2] 北京师范大学金融研究中心课题组. 如何界定和保持我国外汇储备的适度规模[J]. 国际经济评论, 2007 (3).
- [3] 姜波克, 任飞. 最优外汇储备规模理论的一个新探索[J]. 复旦学报(社会科学版), 2013 (4).
- [4] 刘莉亚, 任若恩. 我国外汇储备适度规模的测算与分析[J]. 财贸经济, 2004 (5): 61~68.
- [5] 刘雪松, 曹显兵. 我国外汇储备规模适度性研究与预测[J]. 数学的实践与认识, 2006 (8).
- [6] 马野驰. 东亚外汇储备规模问题研究[R]. 吉林大学博士论文, 2010.
- [7] 宋科. 构建中国外汇储备管理新框架: 国际经验与战略调整[J]. 新视野, 2014 (4).
- [8] 唐双宁. 下决心对外汇储备进行战略调整. 见: 唐双宁. 上下求索——危机观察. 北京: 中国金融出版社, 2010.
- [9] 汪洋. 1994 年以来中国的资本流动研究[J]. 国际金融研究, 2004 (6).
- [10] 王三兴. 亚洲的超额外汇储备: 成因与风险[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2011.
- [11] 王娜. 我国外汇储备管理研究[D]. 成都: 西南财经大学, 2008.
- [12] 吴志明. 开放经济条件下我国外汇储备适度规模的数量分析[M]. 长沙: 湖南大学出版社, 2012.
- [13] 武剑. 我国外汇储备规模的分析与界定[J]. 经济研究, 1998 (6).
- [14] 徐永久. 外汇储备持有量——适度量模型及其应用分析[J]. 财经理论与实践, 2002 (6).
- [15] 余永定. 关于外汇储备和国际收支结构的几个问题[J]. 世界经济与政治, 1997 (10).
- [16] Aizenman J, Marion N. The high demand for international reserves in the Far East: What is going on?[J]. Journal of the Japanese and International Economies, 2003, 17:370-400.
- [17] Aizenman, J, Lee Y, Rhee Y. International reserves management and capital mobility in a volatile world: Policy considerations and a case study of Korea[R]. UC Santa Cruz Economics Working Paper, 2004, 569.
- [18] Aizenman J, Marion N. International reserve holdings with sovereign risk and costly tax collection[J]. Economic Journal, 2004,
- [19] Aizenman, Joshua, Jaewoo Lee. Financial versus monetary mercantilism: Long-run view of large international reserves hoarding[R]. IMF Working Paper, 2006, 06/280.
- [20] Mohsen Bahmani-Oskooee, Oil price shocks and stability of the demand for international reserves[J]. Journal of Macroeconomics, Volume 10, Issue 4, Autumn 1988, Pages 633-641, ISSN 0164-0704
- [21] Frenkel J A. Openness and the demand for international reserves[J]. In: Robert Z Albier, ed. National monetary policies and the international financial system. Chicago: University of Chicago Press, 1974b. 289~298.
- [22] Frenkel J A. The demand for international reserves by developed and less-developed countries[J]. Economica, 1974a, 41(161):14~24.
- [23] Frenkel J, Jovanovic B. Optimal international reserves: A stochastic framework[J]. Economic Journal, 1981, 91:507~14.
- [24] Heller H R, Knight M. Reserve-currency preferences of central banks[J]. Princeton University Essays in International Finance, 1978, 131.
- [25] Heller H R. Optimal international reserves[J]. Economic Journal, 1966, 76(302):296~311.
- [26] IMF Policy Paper, 2011, "Assessing Reserve Adequacy".
- [27] IMF Policy Paper, 2013, "Assessing Reserve Adequacy".



- [28] IMF Policy Paper, 2015, "Assessing Reserve Adequacy".
- [29] Iyoha M A. The demand for international reserves in less developed countries: a distribution lag specification[J]. The Review of Economic and Statistics, 1976, 58(8).
- [30] John F.O. Bilson, Jacob A. Frenkel, International reserves: Adjustment dynamics[J].Economics Letters, Volume 4, Issue 3, 1979, Pages 267-270, ISSN 0165-1765
- [31] Jacob A. Frenkel, International reserves under pegged exchange rates and managed float: Corrections and extensions[J].Journal of Monetary Economics, Volume 6, Issue 2, April 1980, Pages 295-302
- [32] Jeanne O, Ranciere R. The optimal level of international reserves for emerging market countries: A new formula and some applications[R]. IMF Working Paper, 2008, 06/ 229.
- [33] Lane P R, Burke D. The empirics of foreign international reserves[J]. Open Economies Review, 2001, 12:423~434.
- [34] Wijnholds, Kapteyn. Reserve adequacy in emerging market economies[R]. IMF Working Paper, 2001.
- [35] Yin-Wong Cheung, Hiro Ito. A cross-country empirical analysis of international reserves[J]. International Economic Journal, Taylor & Francis Journals, 2009, 23(4):447~481.

附表

表 11：新发行的利率债

交易代码	债券简称	发行起 始日	计划发行规 模(亿)	发行规模 (亿)	发行期限 (年)	票面利 率(%)	发行 价格	认购 倍数
179924.I B	17 贴现国债 24	2017-05 -19	100.00	100.00	0.25	3.18	99.21	
170307Z. IB	17 进出 07(增 发)	2017-05 -18	30.00	30.00	3.00	4.37	100.2 0	3.360 0
170306Z 2.IB	17 进出 06(增 2)	2017-05 -18	30.00	30.00	1.00	3.79	99.95	3.630 0
170303Z 7.IB	17 进出 03(增 7)	2017-05 -18	30.00	30.00	10.00	4.11	97.83	4.223 3
170210Z 6.IB	17 国开 10(增 6)	2017-05 -18	80.00	80.00	10.00	4.04	98.64	2.923 8
170201Z 10.IB	17 国开 01(增 10)	2017-05 -18	30.00	30.00	7.00	3.85	98.26	3.896 7
170011.I B	17 附息国债 11	2017-05 -19	280.00	291.50	50.00	4.08	100.0 0	
170409Z 4.IB	17 农发 09(增 4)	2017-05 -17	60.00	60.00	5.00	4.13	98.84	3.143 3
170408Z 4.IB	17 农发 08(增 4)	2017-05 -17	50.00	50.00	1.00	3.61	99.89	3.070 0
170405Z 16.IB	17 农发 05(增 16)	2017-05 -17	50.00	50.00	10.00	3.85	96.29	3.658 0
1706115. IB	17 广东定向 07	2017-05 -17	73.48	73.48	10.00	4.19	100.0 0	1.000 0
1706114. IB	17 广东定向 06	2017-05 -17	48.98	48.98	7.00	4.21	100.0 0	1.000 0
1706113. IB	17 广东定向 05	2017-05 -17	122.46	122.46	5.00	4.19	100.0 0	1.000 0
1706112. IB	17 广东定向 04	2017-05 -17	90.14	90.14	10.00	4.19	100.0 0	1.000 0
1706111. IB	17 广东定向 03	2017-05 -17	90.14	90.14	7.00	4.21	100.0 0	1.000 0
1706110. IB	17 广东定向 02	2017-05 -17	90.14	90.14	5.00	4.19	100.0 0	1.000 0
1706109. IB	17 广东定向 01	2017-05 -17	30.05	30.05	3.00	4.15	100.0 0	1.000 0
170206Z 5.IB	17 国开 06(增)	2017-05 -16	40.00	40.00	5.00	4.02	99.08	3.865 0
170205Z	17 国开 05(增)	2017-05	40.00	40.00	3.00	3.88	99.28	3.727



2017 年第 24 期总第 216 期

5.IB	5)	-16						5
170204Z	17 国开 04(增	2017-05	40.00	40.00	1.00	3.20	99.99	2.837
10.IB	10)	-16						5
170008X.	17 附息国债	2017-05	360.00	360.00	3.00	3.23	98.97	1.623
IB	08(续发)	-17						1
170006X	17 附息国债	2017-05	360.00	360.00	7.00	3.20	97.43	1.660
2.IB	06(续 2)	-17						6
1706135.	17 重庆定向 04	2017-05	72.00	72.00	10.00	4.23	100.0	1.000
IB		-16					0	0
1706134.	17 重庆定向 03	2017-05	39.70	39.70	3.00	4.17	100.0	1.000
IB		-16					0	0
1706133.	17 重庆定向 02	2017-05	61.90	61.90	10.00	4.23	100.0	1.000
IB		-16					0	0
1706132.	17 重庆定向 01	2017-05	40.98	40.98	3.00	4.17	100.0	1.000
IB		-16					0	0
1705122.	17 宁波债 08	2017-05	6.50	6.50	10.00	4.10	100.0	2.169
IB		-16					0	2
1705121.	17 宁波债 07	2017-05	4.40	4.40	7.00	4.08	100.0	1.954
IB		-16					0	5
1705120.	17 宁波债 06	2017-05	6.50	6.50	5.00	3.89	100.0	2.046
IB		-16					0	2
1705119.	17 宁波债 05	2017-05	4.40	4.40	3.00	3.88	100.0	2.113
IB		-16					0	6
1705118.	17 宁波债 04	2017-05	14.20	14.20	10.00	4.13	100.0	1.929
IB		-16					0	6
1705117.	17 宁波债 03	2017-05	9.50	9.50	7.00	4.03	100.0	1.842
IB		-16					0	1
1705116.	17 宁波债 02	2017-05	14.20	14.20	5.00	3.89	100.0	2.225
IB		-16					0	4
1705115.	17 宁波债 01	2017-05	9.50	9.50	3.00	3.77	100.0	2.463
IB		-16					0	2
1706131.	17 宁波定向 08	2017-05	31.64	31.64	10.00	4.19	100.0	1.000
IB		-15					0	0
1706130.	17 宁波定向 07	2017-05	21.05	21.05	7.00	4.19	100.0	1.000
IB		-15					0	0
1706129.	17 宁波定向 06	2017-05	31.71	31.71	5.00	4.16	100.0	1.000
IB		-15					0	0
1706128.	17 宁波定向 05	2017-05	21.15	21.15	3.00	4.11	100.0	1.000
IB		-15					0	0
1706127.	17 宁波定向 04	2017-05	39.08	39.08	10.00	4.19	100.0	1.000
IB		-15					0	0
1706126.	17 宁波定向 03	2017-05	26.47	26.47	7.00	4.19	100.0	1.000

IB		-15					0	0
1706125.	17 宁波定向 02	2017-05	38.55	38.55	5.00	4.16	100.0	1.000
IB		-15					0	0
1706124.	17 宁波定向 01	2017-05	26.55	26.55	3.00	4.11	100.0	1.000
IB		-15					0	0
1705132.	17 青岛债 07	2017-05	26.20	26.20	10.00	4.12	100.0	1.702
IB		-15					0	3
1705131.	17 青岛债 06	2017-05	13.80	13.80	7.00	4.10	100.0	2.282
IB		-15					0	6
1705130.	17 青岛债 05	2017-05	8.50	8.50	5.00	4.03	100.0	2.105
IB		-15					0	9
1705129.	17 青岛债 04	2017-05	9.51	9.51	10.00	4.19	100.0	1.598
IB		-15					0	3
1705128.	17 青岛债 03	2017-05	9.51	9.51	7.00	4.12	100.0	2.124
IB		-15					0	1
1705127.	17 青岛债 02	2017-05	9.51	9.51	5.00	4.05	100.0	1.882
IB		-15					0	2
1705126.	17 青岛债 01	2017-05	3.17	3.17	3.00	3.99	100.0	2.492
IB		-15					0	1
179923.I	17 贴现国债 23	2017-05	100.00	100.00	0.50	3.30	98.38	1.469
B		-12						0
179922.I	17 贴现国债 22	2017-05	100.00	100.00	0.25	3.14	99.22	1.719
B		-12						0
1706108.	17 天津定向 02	2017-05	84.34	84.34	5.00	4.12	100.0	1.000
IB		-12					0	0
1706107.	17 天津定向 01	2017-05	13.50	13.50	10.00	4.17	100.0	1.000
IB		-12					0	0
1706104.	17 江苏定向 04	2017-05	106.49	106.49	7.00	4.18	100.0	1.018
IB		-12					0	8
1706103.	17 江苏定向 03	2017-05	106.49	106.49	3.00	4.06	100.0	1.018
IB		-12					0	8
1706102.	17 江苏定向 02	2017-05	60.33	60.33	10.00	4.17	100.0	1.033
IB		-12					0	1
1706101.	17 江苏定向 01	2017-05	60.33	60.33	5.00	4.12	100.0	1.033
IB		-12					0	1
170307.I	17 进出 07	2017-05	40.00	40.00	3.00	4.37	100.0	2.227
B		-11					0	5
170306Z.	17 进出 06(增 发)	2017-05	50.00	50.00	1.00	3.79	99.82	2.170
IB		-11						0
170304Z	17 进出 04(增 8)	2017-05	40.00	40.00	5.00	4.05	98.75	4.285
8.IB		-11						0
170205Z	17 国开 05(增	2017-05	50.00	50.00	3.00	3.88	99.19	2.574



4.IB	4)	-11						0
1705097. IB	17 陕西债 04	2017-05 -11	50.00	50.00	7.00	4.26	100.0 0	1.970 0
1705096. IB	17 陕西债 03	2017-05 -11	50.00	50.00	5.00	4.13	100.0 0	1.934 0
1705095. IB	17 陕西债 02	2017-05 -11	70.00	70.00	7.00	4.23	100.0 0	1.914 3
1705094. IB	17 陕西债 01	2017-05 -11	70.00	70.00	5.00	4.08	100.0 0	2.008 6
170409Z 3.IB	17 农发 09(增 3)	2017-05 -10	70.00	70.00	5.00	4.13	98.60	2.567 1
170408Z 3.IB	17 农发 08(增 3)	2017-05 -10	60.00	60.00	1.00	3.61	99.86	2.218 3
170405Z 15.IB	17 农发 05(增 15)	2017-05 -10	60.00	60.00	10.00	3.85	95.78	4.025 0
1706123. IB	17 贵州定向 08	2017-05 -10	49.62	49.62	10.00	4.11	100.0 0	1.000 0
1706122. IB	17 贵州定向 07	2017-05 -10	74.43	74.43	7.00	4.12	100.0 0	1.000 0
1706121. IB	17 贵州定向 06	2017-05 -10	74.43	74.43	5.00	4.02	100.0 0	1.000 0
1706120. IB	17 贵州定向 05	2017-05 -10	49.66	49.66	3.00	3.96	100.0 0	1.000 0
1706119. IB	17 贵州定向 04	2017-05 -10	52.17	52.17	10.00	4.11	100.0 0	1.000 0
1706118. IB	17 贵州定向 03	2017-05 -10	78.25	78.25	7.00	4.12	100.0 0	1.000 0
1706117. IB	17 贵州定向 02	2017-05 -10	78.25	78.25	5.00	4.02	100.0 0	1.000 0
1706116. IB	17 贵州定向 01	2017-05 -10	52.17	52.17	3.00	3.96	100.0 0	1.000 0
170210Z 5.IB	17 国开 10(增 5)	2017-05 -09	140.00	140.00	10.00	4.04	98.40	2.301 4
170206Z 4.IB	17 国开 06(增 4)	2017-05 -09	50.00	50.00	5.00	4.02	99.08	3.410 0
170204Z 9.IB	17 国开 04(增 9)	2017-05 -09	70.00	70.00	1.00	3.20	100.0 1	2.101 4
170007X. IB	17 付息国债 07(续发)	2017-05 -10	360.00	360.00	5.00	3.13	97.89	1.829 4
1705103. IB	17 北京债 02	2017-05 -09	45.06	45.06	5.00	3.46	100.0 0	3.007 2
1705102.	17 北京债 01	2017-05	2.77	2.77	5.00	3.46	100.0	3.396

IB		-09					0	0
170407Z 2.IB	17 农发 07(增 2)	2017-05 -08	70.00	70.00	3.00	3.98	99.56	2.230 0
170406Z 6.IB	17 农发 06(增 6)	2017-05 -08	20.00	20.00	15.00	4.45	99.29	2.865 0
170404Z 13.IB	17 农发 04(增 13)	2017-05 -08	40.00	40.00	7.00	3.83	97.77	3.632 5
140907.I B	17 河北 07	2017-05 -09	20.00	20.00	10.00	3.74	100.0 0	
140906.I B	17 河北 06	2017-05 -09	56.00	56.00	7.00	3.74	100.0 0	
140905.I B	17 河北 05	2017-05 -09	56.00	56.00	5.00	3.64	100.0 0	
140904.I B	17 河北 04	2017-05 -09	56.00	56.00	3.00	3.51	100.0 0	
1706106. IB	17 新疆定向 02	2017-05 -08	30.24	30.24	7.00	4.05	100.0 0	1.000 0
1706105. IB	17 新疆定向 01	2017-05 -08	30.24	30.24	3.00	3.85	100.0 0	1.000 0
1705101. IB	17 新疆债 08	2017-05 -08	5.70	5.70	7.00	4.05	100.0 0	1.438 6
1705100. IB	17 新疆债 07	2017-05 -08	5.60	5.60	3.00	3.80	100.0 0	2.089 3
1705099. IB	17 新疆债 06	2017-05 -08	6.10	6.10	7.00	4.05	100.0 0	1.393 4
1705098. IB	17 新疆债 05	2017-05 -08	6.20	6.20	3.00	3.80	100.0 0	1.871 0
179921.I B	17 贴现国债 21	2017-05 -05	100.00	100.00	0.25	3.04	99.25	1.896 0
1705093. IB	17 黑龙江债 06	2017-05 -05	11.31	11.31	7.00	4.05	100.0 0	1.565 0
1705092. IB	17 黑龙江债 05	2017-05 -05	20.00	20.00	5.00	4.16	100.0 0	1.180 0
1705091. IB	17 黑龙江债 04	2017-05 -05	96.00	96.00	10.00	4.17	100.0 0	1.252 1
1705090. IB	17 黑龙江债 03	2017-05 -05	96.00	96.00	7.00	4.23	100.0 0	1.286 5
1705089. IB	17 黑龙江债 02	2017-05 -05	96.00	96.00	5.00	4.08	100.0 0	1.208 3
1705088. IB	17 黑龙江债 01	2017-05 -05	34.50	34.50	3.00	3.93	100.0 0	1.536 2
170306.I	17 进出 06	2017-05	50.00	50.00	1.00	3.79	100.0	1.768



2017 年第 24 期总第 216 期

B		-04					0	0
170304Z 7.IB	17 进出 04(增 7)	2017-05 -04	40.00	40.00	5.00	4.05	99.27	2.012 5
170303Z 6.IB	17 进出 03(增 6)	2017-05 -04	30.00	30.00	10.00	4.11	98.31	4.320 0
170210Z 4.IB	17 国开 10(增 4)	2017-05 -04	120.00	120.00	10.00	4.04	98.80	2.805 8
170206Z 3.IB	17 国开 06(增 3)	2017-05 -04	50.00	50.00	5.00	4.02	99.32	3.810 0
170205Z 3.IB	17 国开 05(增 3)	2017-05 -04	70.00	70.00	3.00	3.88	99.43	1.734 3
170204Z 8.IB	17 国开 04(增 8)	2017-05 -04	60.00	60.00	1.00	3.20	99.98	1.811 7
170409Z 2.IB	17 农发 09(增 2)	2017-05 -03	70.00	76.00	5.00	4.13	99.56	2.417 1
170408Z 2.IB	17 农发 08(增 2)	2017-05 -03	60.00	60.00	1.00	3.61	100.0 0	2.301 7
170405Z 14.IB	17 农发 05(增 14)	2017-05 -03	60.00	80.00	10.00	3.85	97.10	4.088 3
170010.I B	17 付息国债 10	2017-05 -03	360.00	360.00	10.00	3.52	100.0 0	2.204 2
170009.I B	17 付息国债 09	2017-05 -03	360.00	360.00	1.00	3.32	100.0 0	1.472 8
Z170512 10.IB	17 山东债 06	2017-05 -19	173.97	173.97	5.00	4.21	100.0 0	
Z170512 07.IB	17 山东债 05	2017-05 -19	103.41	103.41	7.00	4.23	100.0 0	
Z170512 04.IB	17 山东债 04	2017-05 -19	103.41	103.41	5.00	4.20	100.0 0	
Z170512 01.IB	17 山东债 03	2017-05 -19	180.93	180.93	3.00	4.04	100.0 0	
Z00293.0 0	17 凭证式国债 04	2017-05 -10	180.00	180.00	5.00	4.17	100.0 0	
Z00292.0 0	17 凭证式国债 03	2017-05 -10	180.00	180.00	3.00	3.80	100.0 0	
1706143. IB	17 辽宁定向 08	2017-05 -19	29.07	29.07	10.00	4.17	100.0 0	
1706142. IB	17 辽宁定向 07	2017-05 -19	43.10	43.10	7.00	4.23	100.0 0	
1706141. IB	17 辽宁定向 06	2017-05 -19	43.10	43.10	5.00	4.20	100.0 0	
1706140.	17 辽宁定向 05	2017-05	26.77	26.77	3.00	4.19	100.0	

IB		-19					0	
1706139.	17 辽宁定向 04	2017-05	53.26	53.26	10.00	4.17	100.0	
IB		-19					0	
1706138.	17 辽宁定向 03	2017-05	79.50	79.50	7.00	4.23	100.0	
IB		-19					0	
1706137.	17 辽宁定向 02	2017-05	79.50	79.50	5.00	4.20	100.0	
IB		-19					0	
1706136.	17 辽宁定向 01	2017-05	53.00	53.00	3.00	4.19	100.0	
IB		-19					0	
1705110.	17 广东债 07	2017-05	19.80	19.80	10.00	3.93	100.0	1.308
IB		-18					0	1
1705109.	17 广东债 06	2017-05	13.20	13.20	7.00	3.96	100.0	1.492
IB		-18					0	4
1705108.	17 广东债 05	2017-05	33.00	33.00	5.00	3.85	100.0	1.503
IB		-18					0	0
1705107.	17 广东债 04	2017-05	13.20	13.20	10.00	3.93	100.0	1.295
IB		-18					0	5
1705106.	17 广东债 03	2017-05	13.20	13.20	7.00	3.96	100.0	1.560
IB		-18					0	6
1705105.	17 广东债 02	2017-05	13.20	13.20	5.00	3.85	100.0	1.492
IB		-18					0	4
1705104.	17 广东债 01	2017-05	4.40	4.40	3.00	3.83	100.0	1.818
IB		-18					0	2
1705081.	17 云南债 08	2017-05	50.00	50.00	7.00	4.26	100.0	1.504
IB		-18					0	0
1705080.	17 云南债 07	2017-05	45.50	45.50	5.00	4.20	100.0	1.615
IB		-18					0	4
1705079.	17 云南债 06	2017-05	60.00	60.00	7.00	4.28	100.0	1.450
IB		-18					0	0
1705078.	17 云南债 05	2017-05	57.10	57.10	5.00	4.20	100.0	1.705
IB		-18					0	8

让基建投资运作起来

世界银行与国际金融公司可协助建立联盟¹

戴维·马什²

使基础设施支出更有效地推动重建和增长是一项重要的全球性任务。为实现这一目标，世界各国政府在思想和行动上需保持一致。

各国政府尤其是提供发展援助的政府必须要有创新举措，用纳税人的钱进一步带动港口、铁路、能源和教育等风险项目的商业投资。除了大胆创新，也要有规则约束。让基础设施价值链上的各个政府当局组成国际联盟不失为一项措施。

基础设施是这个时代的热词。唐纳德·特朗普在竞选总统时强调了美国在这方面的投资还有很大缺口——虽然这位总统目前也没有什么大动作来填补这一缺口。但基础设施就此成为全球性话题，而此前，很少有听上去如此技术官僚的术语被赋予这么多正面含义。

基建投资能带来多重效益。它是投资基金的理想使用渠道，也是提高增长率和生活水平的好办法。此外，基建投资能有效推动发展。如果以环保为目的来筹划投资，还有助于在发达市场和发展中市场构建低碳可持续经济。

全世界还有很多追求收益的闲置资本，各国政府和投资者正在考虑如何以最佳方式将这些资本引向基础设施建设。要做的工作还有很多。我们需要在三类人，即政府投资者、捐助者和项目发起人之间建立协定。现在，这三方很少互相对话。

第一类是全球公共投资者（Global Public Investor），包括全球的主权基金和公共养老基金。根据 OMFIF 的排名，这些基金与各国央行一道控制了约 35 万亿美元的可投资资产。它们当中有许多机构正试图从基础设施这样的“替代型”资产中获取更高的回报。

¹ 翻译：蔡越；审校：肖柏高

² 戴维·马什系货币金融机构官方论坛（OMFIF）联席主席。本文原文选自 OMFIF Commentary（2017 年 5 月 4 日）。

第二类包括为发展提供资金的政府部门和机构。他们日益频繁地借助复杂而强大的间接融资机制，着手提升多边机构的贷款规模和效率，这些多边机构包括世界银行及其旗下的私人贷款部门国际金融公司（IFC）等。4 月份，国际货币基金组织与世界银行春季会议在华盛顿举行。会上，这些捐助方探讨了如何提供担保、让私营部门进一步参与到官方基建筹资项目中。他们提到的很多方法都与绿色融资工具有关。

北欧捐助国提供的政府担保推动了 IFC “有管理的联合贷款组合计划”，官方和民营机构投资者因而得以参与到 IFC 的新兴市场组合贷款。而世行的贷款担保机制有了捐助方的参与，世行也得以回收旧贷款，将资金转移给私营部门的债权人。这样就能把世行的资金释放出来，用于发放新的基建贷款，并显著增加政府的资金杠杆。

第三类是来自政府部门的基建项目发起人，这些部门负责为发达市场和新兴市场创造交易。从美国亚特兰大到东非的桑给巴尔，股权和债权投资者正在四处为其投资组合战略寻找有利可图的基建项目。

几乎每个地区的银行、政府和发展机构都谈到，未来几年的基建资金需求将达到几十万亿美元。然而，百分百商业化的项目还十分供不应求。除非各国政府更坚定地推进能让投资者受益的项目，否则市场的不平衡将对投资者不利。届时会有大量资本追逐寥寥数个有利可图的项目。需求过旺会抬高价格，导致回报率降低。那时，政府养老金机构、主权基金及纳税人都会是输家。

今天，协调基建投资的呼声空前强烈。国际社会迫切需要将这一渴望变为现实，而国际世界银行和国际金融公司等机构也要在其中发挥关键作用。

Making infrastructure investment work

World Bank, IFC can help build coalition

David Marsh¹

Making infrastructure spending work more effectively as a tool for regeneration and growth is an important global task. To achieve this aim, world governments need to demonstrate more joined-up thinking and action.

Imaginative steps must be taken, especially from governments providing development aid, to allow taxpayers' money to stretch further into boosting beneficial investment in ventures ranging from ports and railroads to energy and education. Imagination and discipline are needed. One measure could be to form an international coalition of public authorities occupying different positions on the infrastructure value chain.

Infrastructure is the word of our times. Donald Trump's election campaign emphasised the US investment gap in this field – although the president has done little so far to try to plug it. The issue extends around the world. Rarely has one technocratic-sounding term been imbued with so many beneficial meanings.

Infrastructure investment stands for multiple benefits. It is a desirable outlet for investment funds and an attractive means of raising growth rates and living standards. Moreover, it is an efficient way of promoting development and, if designed with environmental motives, a method for building sustainable, low-carbon economies in both advanced and developing markets.

Governments and investors are considering how best to guide the world's surplus of income-seeking investable funds down the infrastructure route. Much more needs

¹ David Marsh is Managing Director of OMFIF.

to be done. We need a compact between three categories of officialdom which seldom speak to each other: government investors, donors, and project sponsors.

The first of these three groups are Global Public Investors. These include the world's sovereign funds and public pension funds which, together with central banks, command around \$35tn of investable assets, according to OMFIF rankings. Many of these institutions are seeking higher returns in what are popularly known as 'alternative' assets like infrastructure.

The second category comprises government departments and agencies that fund development. Increasingly, through sophisticated and powerful indirect financing mechanisms, they are embarking on improving the scope and efficiency of lending by multilateral agencies such as the World Bank and its private sector-focused scion, the International Finance Corporation. At April's spring meetings of the International Monetary Fund and World Bank in Washington, donors explored ways of providing guarantees for raising private sector participation in official infrastructure funding programmes. A lot of this can be linked to 'green' financing instruments.

Government guarantees from Nordic donors are helping catalyse the IFC's 'managed co-lending portfolio programme', allowing official and private sector institutional investors access to the IFC's emerging market loan portfolio. Donors' involvement in a World Bank loan guarantee facility is helping the Bank to recycle older loans, transferring them to private sector creditors. This frees the Bank's capital for fresh infrastructure loans and markedly increases government funding leverage.

The third group is made up of infrastructure project sponsors from government departments responsible for bringing deals to market, both in advanced and emerging market economies. From Atlanta to Zanzibar, providers of equity and debt are seeking bankable infrastructure projects for their portfolio strategies.

In nearly every region, banks, governments and development agencies speak of infrastructure needs running into tens of trillions of dollars for coming years. Yet demand for fully commercial projects greatly outstrips supply. Unless governments around the world make a more determined effort to promote projects in which

investors can beneficially place their funds, the market imbalance will count against investors. Too much money will be chasing too few commercially propitious projects. Excessive demand will drive up prices and lead to lower returns. Government pensions agencies and sovereign funds – and with them taxpayers – will be the losers.

The need for coordination on infrastructure investment has never been greater. It is time for the international community – with bodies like the World Bank and IFC playing a key role – to turn aspiration into reality.

收入差距是政治的毒药 反叛的人民开始还击¹

布莱恩·里丁伦²

收入分为劳动收入和资本收入，一个通过劳动获得而另一个通过所拥有的资本获得。法国经济学家托马斯·皮凯蒂在他《二十一世纪资本》评论道：资本回报率超过经济增速时，贫富差距就会增大。2017年4月国际货币基金组织发布了《世界经济展望》报告，其中一个章节题为“二十一世纪的收入情况”。该章节指出世界各地工资在名义收入中的占比不断下滑。

发达经济体中的这种下降趋势始于20世纪80年代。十年之后，发展中经济体步其后尘。两个现象传达的信息一致，即贫富分化扩大。如果实际工资低于实际产出，劳动收入份额就会减少。这些变化突出了富人和穷人尖锐的分歧，并且扰乱着大多数发达经济体的政治。

相较于资本报酬增长速度，工作报酬的增长速度落后于生产力的增长速度，这个差距加重了贫富分化。个中原因复杂，难以理清。技术进步和全球化是部分原因。由于无法分清资本收入与劳动收入之间的界限，个体户收入未计算在内。衡量服务业特别是非市场化的公共服务的生产力难于登天。数量是一个衡量指标，但也许和质量成负相关。据称，国际金融危机和大萧条之前生产力发展缓慢，部分归咎于制造业就业岗位流向私营和公共服务业。

技术降低了资本设备的成本，使企业以更低的成本提高了生产力。资本和劳动之间的替代弹性已经变得更偏向于资本。结果是，在高新发达经济体中的中等技能的重复性工作要么被机器人和计算机所取代，要么外包给低工资的新兴经济体。工资份额的下降以及收入不平等的加剧导致了中产阶级减少。少数高技能人员工资比以往任何时候都高。并未参与全球竞争的低薪家政服务人员处境没有恶化。夹在两者之间的中产缩小了。

¹ 翻译：骈亚男；审校：肖柏高

² 布赖恩·里丁曾任英国前首相爱德华·希思的经济顾问，现在是货币金融机构官方论坛（OMFIF）顾问委员会委员。本文原文选自 OMFIF Commentary

也许储蓄过剩与财富和收入差距有关。财政紧缩的解药——量化宽松和零利率的货币解决方案产生了资产价格通货膨胀和产品价格通货紧缩的高风险组合。

值得注意的是，英国失业率处于 42 年来最低点，通货膨胀温和反弹，但工资增长依然疲软。非加速通货膨胀失业率理论出了什么问题？生产率下降，带来更多的就业机会也导致了较低的薪资。

日益扩大的收入和财富差距造成分裂。这是当代政治的共同点，可以解释美国特朗普和法国埃马纽埃尔·马克龙当选总统的现象，德国安格拉·默克尔以及英国特雷莎·梅当选首相的原因。

1848 年是革命之年，也称“民族之春”，统治者因人民不满而被推翻。现在农民正在像 1848 年那样反叛。2017 年春，政客们应小心行事。

Income gap poisons politics

Rebellious citizens are fighting back

Brian Reading¹

Income is split between labour and capital, what you earn and what you own.

The French economist Thomas Piketty, in his book *Capital in the Twenty-First Century*, observed that wealth inequality is increased when the rate of return on capital exceeds the rate of economic growth. One of the chapters in the IMF's April 2017 *World Economic Outlook* could have been entitled 'Income in the Twenty-First Century'. It documents declining wage shares in nominal income almost everywhere.

The downward trend in advanced economies began in the 1980s. It started a decade later in developing economies. The message is the same – increased inequality. If real wages grow less than real output the labour share of income diminishes. These developments underscore the acrid divisions between haves and have nots that now poison politics in most advanced economies.

The gap between the growth (or lack of it) in productivity and the lesser increase (or decrease) in real rewards from working, relative to rewards from owning, exacerbates inequality. The causes are far from simple and almost impossible to disentangle. Technological advances and globalisation play their part. Self-employed income is not included as statisticians cannot divide it between labour and capital. Measuring productivity in service industries, especially in non-market public services, is near impossible. Quantity is a proxy but quality may be inversely correlated. Supposedly slower productivity growth, predating the global financial crisis and great recession, may be partly blamed on employment shifts from manufacturing to private and public services.

¹ Brian Reading was an Economic Adviser to Prime Minister Edward Heath and is a Member of the OMFIF Advisory Board.

Technology has reduced the cost of capital equipment, allowing companies to be more productive at lower cost. The elasticity of substitution between capital and labour has shifted in favour of capital. The result is that middle-skilled repetitive jobs in high-wage advanced economies have either been replaced by robots and computers or outsourced to low wage emerging ones. The fall in wage share, and growing income inequality, has led to a middle-class squeeze. The highly skilled few are better paid than ever. Low-paid domestic service workers who don't compete globally are not much worse off than before. The middle shrinks between the two.

Perhaps the savings glut has something to do with wealth and income disparities. The monetary antidote to fiscal austerity, quantitative easing and zero-bound interest rates, produces a lethal combination of asset-price inflation and product-price deflation.

Remarkably, UK unemployment is at its lowest in 42 years, inflation has modestly rebounded yet wage growth remains anaemic. What has happened to Nairu, the non-accelerating inflation rate of unemployment? Slower productivity equals more jobs but less pay.

Increasing inequality in income and wealth divides. It is the common denominator in contemporary politics. It explains Donald Trump in the US, Emmanuel Macron in France, Germany's Angela Merkel and even Theresa May, Britain's prime minister.

The peasants are revolting as in 1848, the year of revolutions – known as the Spring of Nations – when rulers were overthrown by popular discontent. In spring 2017, politicians should tread carefully.

系列三十九：2016 年报告研究结论汇总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，已经连续三年编写并发布《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 2016》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风险管理问题，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，要基于国家战略视角构建宏观审慎政策框架，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标提供根本保障。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2016》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第十章。

结论 1：人民币加入 SDR 货币篮子，标志着人民币国际化跨越了一个里程碑。在五个方面动力的共同推动下，人民币国际化指数快速上升达到 3.6，五年间增长逾十倍。在新的平台上，中国需要加强宏观金融管理，防止人民币国际化“昙花一现”。

2015 年是人民币国际化取得丰硕成果的一年。跨境贸易人民币结算累计发生 7.23 万亿元，占我国贸易总额 29.36%，占全球贸易结算份额提升至 3.38%。以人民币结算的对外直接投资达到 7362 亿元，较上一年增长了 294.53%。境内金融机构人民币境外贷款余额达 3153.47 亿元，同比增长 58.49%。中国人民银行已与 33 个国家和地区的货币当局签署货币互换协议，货币互换余额 3.31 万亿元。人民币金融资产国际的吸引力上升，QFII 和 RQFII 出现较快增长，总数达到 295 家和 186 家。一些外国政府开始在中国发行人民币计价的熊猫债，将人民币资产纳入其官方储备。鉴于人民币发挥越来越重要的国际货币功能，11 月 30 日国际货币基金组织宣布，将人民币纳入 SDR 货币篮子，成为人民币国际化的里程碑。

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



事件。2015 年综合反映人民币国际使用程度的指标 RII 达到 3.6，五年间增长逾十倍。

人民币国际化指数快速增长的主要动力来自五个方面：一是中国经济保持 6.9% 的中高速增长，使得国际社会对人民币充满信心。二是深化金融改革，继续推进资本账户开放。2015 年中国的利率市场化基本完成，8 月进行了市场导向的汇率形成机制改革，放松企业发行外债的管制，允许更多境外机构依法合规参与中国银行间外汇市场，中国资本开放度已经提高到 0.6502，与 2011 年相比，资本市场开放度提高了 34%。三是人民币基础设施逐步完善，相关配套体系与国际接轨。跨境人民币支付系统 CIPS 上线运行，基本建成覆盖全球的人民币清算网络，采纳 IMF 数据公布特殊标准（SDDS），提升经济金融统计的标准性与透明性。四是“一带一路”战略有序推进，中欧经济金融合作掀起热潮。我国先后与 31 个国家和地区签署一系列合作协议与谅解备忘录，大批重点建设项目落地，亚投行成立运营，为沿线人民币联通使用构筑了坚实载体。欧盟已成为中国第一大贸易伙伴、第一大技术引进来源地和重要的投资合作伙伴。令人瞩目的是，人民币直接投资和跨境贷款成为推动 RII 较快上升的新动力。五是大宗商品领域人民币计价使用程度增强。在美元走强的情况下，中东地区提高了人民币使用水平。2015 年，人民币成为阿联酋、卡塔尔对中国大陆和香港地区支付的常用货币，支付占比分别达 74% 与 60%。人民币是仅次于美元、欧元的受俄罗斯客户欢迎的第三大货币，莫斯科交易所也推出了人民币兑卢布期货交易。伦敦金属交易所接受人民币作为质押货币，中国（上海）自贸区跨境人民币大宗商品现货交易启动。

2015 年主要货币出现了分化。美联储启动了加息进程，美元大幅走强，推动美元国际化指数上升至 55.82，已经收复了 2007 年次贷危机爆发以来的失地。希腊问题、难民危机、英国“脱欧”风险使得欧元前景黯淡，欧元国际化指数降至 24.29。日本经济正在缓慢恢复，企业收入大幅增长，日元国际化指数保持在 4.06，国际地位得到巩固。英国经济表现好于预期，贸易与投资增长较快，英镑国际化指数为 4.82，国际地位小幅上升。

应当看到，人民币“入篮”并不等于人民币国际化目标实现。人民币国际化

的最终目标是要实现与中国经济和贸易地位相匹配的货币地位，注定要经历一个漫长的历史过程。虽然 IMF 从官方角度认可了人民币的国际储备资产身份，但能否成为主要国际货币之一还必须取决于国际金融市场上使用和持有人民币的实际情况。从日元加入 SDR 货币篮子之后的经验来看，国际货币的“官方身份”未必自然产生“市场地位”。我们应当充分借鉴日元国际化“昙花一现”的历史经验教训，坚定政策立场，把握市场机遇，做好国际货币竞争博弈的反遏制准备，避免重蹈日元覆辙。

结论 2：经典理论和德日两国历史经验表明，随着人民币国际化程度逐渐提高，货币当局必然要面临宏观金融政策调整及其引致宏观金融风险的严峻考验。应当以宏观审慎政策框架作为制度保障，将汇率管理作为宏观金融风险管理的主要抓手，将资本流动管理作为宏观金融风险管理的關鍵切入点，全力防范和化解极具破坏性的系统性金融危机，确保人民币国际化战略最终目标的实现。

伴随货币国际化水平的逐渐提高，货币发行国将不得不在放开资本账户、维持汇率稳定、保持货币政策独立性这三大宏观金融政策目标中做出重新选择。从历史经验看，德国和日本选择了不同的政策调整路径，对两国经济和金融运行产生了迥然不同的深刻影响，使得这两个国家在货币国际化的道路上明显拉开了差距。

德国先实现了马克国际化，然后才完全开放资本账户。在此期间，德国对于汇率和货币政策的稳定一直是有着近乎偏执的追求，一直以审慎的态度逐步开放和调整资本账户。这种调整策略不仅为德国赢得了工业核心竞争力提升的黄金时期，还为德国应对马克国际化后出现的各种金融市场波动准备好了充足的技术手段和政策工具，最终成就了马克和德国在国际金融市场中的地位。而日本则过于激进，从 20 世纪 60 年代开始就试图大幅放开资本账户，并且高估了本国实体经济应对汇率升值冲击的能力，没有很好地保持日元汇率稳定。日元过快升值导致产业转移，出现了经济“空心化”，严重损害了本国实体经济。虽然 80 年代日本试图通过宽松型货币政策和金融市场开放来刺激本国经济，但是实体经济的衰退已经不可避免，最终不仅使得日元国际化成为泡影，同时还拖累了东京金融市场的发展。

当一国货币已经跻身于主要国际货币行列之后，货币当局都只能采取“资本



自由流动+浮动汇率+货币政策独立性”的宏观金融政策组合。这同样也适用于中国。然而，贸然放开资本账户和人民币汇率，极有可能发生系统性金融危机，严重损害实体经济和金融发展，致使人民币国际化进程中断。因此，政策调整不能急于求成，要在本国经济和金融市场、监管部门做好应对国际资本冲击的充分准备以后才可放开汇率和资本账户。

在货币国际化水平由低而高变化的时候，对货币发行国来说，首当其冲的挑战就是汇率波动。但汇率过度波动会对金融市场造成负面冲击，并对实体经济稳健增长产生不利影响。在这个问题上，我们应该效仿德国，在货币国际化初期将汇率稳定目标置于首要位置。

伴随着资本账户的逐步开放，中国的外汇市场和资本市场将成为国外游资和投机资本主要冲击的目标。应当充分吸取广大新兴市场国家因国际资本流动冲击引发金融危机的教训，对于国际资本流动特别是短期资本流动保持高度警惕。因此，宏观金融风险管理要以资本流动管理作为关键切入点，重点识别和监测跨境资本流动所引起的国内金融市场连锁反应，加强宏观审慎金融监管，避免发生系统性金融危机。

当前，货币当局宏观金融管理的核心任务就是构建更加全面、更具针对性的宏观审慎政策框架，追求金融稳定目标，为推动人民币国际化战略提供必要前提。一方面要将汇率政策与货币政策、财政政策等工具协调使用，将物价稳定、汇率稳定、宏观经济稳定增长等政策目标统一在金融稳定终极目标的框架之内。另一方面要继续完善微观审慎监管政策，重视金融机构的风险控制与管理，加强金融消费者权益保护，同时积极探索宏观审慎监管政策，着眼于金融体系的稳健运行，强化金融与实体经济的和谐发展，以防控系统性金融风险作为实现金融稳定目标的重要支撑。

结论 3：继续推进人民币国际化面对更加严峻的金融风险挑战。中短期和长期汇率决定因素更加复杂，汇率波动和央行汇率管理成为全球焦点。国内各个金融子市场之间、境内外金融市场之间的资产价格联动性和金融风险传染性明显提高，对跨境资本流动的冲击更加敏感。银行国际化发展过程中需要经受国内外双重风险的考验，实现市场扩张与风险控制之间的平衡更加困难。

随着人民币汇率形成机制的不断完善以及资本账户开放度的逐步提高,人民币汇率决定因素将发生明显变化。国际经验表明,宏观经济基本面对长期汇率决定具有较强的解释力,但对短期汇率波动的影响力较低。短期汇率波动主要受跨境资本流动冲击和其他国家政策溢出效应的影响,但市场套利行为可以促使汇率回归长期均衡水平。汇率波动性对短期资本流动没有显著影响,但是对经济增长稳定性的影响大幅度增加,对外商直接投资的影响尤其强烈。

随着人民币更多执行国际货币职能,人民币汇率将不仅影响国内经济和金融活动,也会对周边国家汇率、区域贸易投资甚至整个国际金融市场产生不小的溢出效应,从而加强人民币汇率预期管理十分必要。2015年12月11日中国外汇交易中心正式发布CFETS人民币汇率指数,有助于改变市场过去主要关注人民币兑美元双边汇率的习惯,逐渐把参考一篮子货币计算的有效汇率作为衡量人民币汇率水平的主要参照系,理解并接受新的汇率形成机制。

更加灵活的人民币汇率制度提高了跨境资本流动和金融市场的关联度,使得外汇市场、货币市场、资本市场之间,以及离岸和在岸金融市场之间的价格联动性及风险传染性增强,使得国内金融市场存在不容忽视的脆弱性。研究表明,“8·11汇改”之后,中国资本市场价格、杠杆率和跨境资本净流入之间的关系,由之前的单向驱动关系变为循环式的互动关系,而且显著正相关,对某一变量的冲击呈现反身性和不断强化的特征。市场收益率与短期资本流动存在双向的互相影响,说明短期资本流动冲击足以影响到资本市场的价格和杠杆水平。此前对资本市场收益率、杠杆率和资本流动具有较大影响的CNH与CNY价差、外汇市场无抛补套利收益率的影响力逐渐下降。

人民币加入SDR将提升更多国家和地区与中资金融机构加强合作的意愿,为中资银行带来巨大的国际化发展空间,推动其在客户和产品两个维度加快提升海外业务规模及收入来源。在这一过程中,中资银行不可避免地会面临更加复杂的市场环境和监管要求,使得银行的风险暴露在数量和结构方面出现新的特征。由于我国经济正处于去产能、去杠杆的结构调整阶段,银行国际化发展过程中还不得不面对国内外双重风险的考验,有可能出现资产质量下降、利润增速放缓、流动性风险上升等问题,导致银行风险承受能力下降。对于那些系统重要性银行来说,如果不能解决好风险管控问题,就会降低国际竞争力,错失国际化发展的



良机，还会危及国内金融体系的稳定。

结论 4：中国经济面临着模式不适应、创新能力落后、贸易大而不强、民间投资萎缩等发展障碍，需要抓住主要矛盾进行供给侧改革，降低实体经济风险，夯实人民币国际化的物质基础。人民币国际化可以在直接投资、技术进步、贸易升级等方面与供给侧改革形成良性互动，化危为机，共同推动中国经济进行结构调整和转型升级。

实体经济保持中高速可持续发展是人民币国际化的坚实基础。实体经济是一国货币国际化的根基。强大的经济实力、庞大的国际贸易体量、稳定的币值、资本可自由使用、有效的宏观政策等是货币国际化的必要前提。

自 2008 年国际金融危机以来，国际经济环境变迁使得严重依赖出口和投资驱动的中国传统经济增长模式陷入困境，实体经济面临诸多结构性障碍，风险点不断爆发。突然表现为：（1）创新能力薄弱，无法跻身国际产业链分工的中高端；（2）经济结构失衡，储蓄率过高，消费对经济的拉动不足，部分行业产能过剩；（3）中小企业融资难，民间投资萎缩；（4）缺乏国际贸易的组织者和定价权，贸易大而不强等。与此同时，主要贸易伙伴经济疲软，增长复苏困难，使得出口对中国经济的驱动失效；发达国家纷纷采取措施重振制造业，去杠杆，回归实体经济，给中国制造带来巨大的竞争压力。

另一方面，对 G20 国家跨境资本流动的实证研究表明，自人民币国际化以来，资本流动冲击较以前更复杂、更频繁，加剧了实体经济的波动性。而且，在全球经济虚拟化程度较高的现实背景下，还要防范资本流动导致国内经济虚拟化加剧的风险。

推进供给侧改革，长远看有助于解决我国实体经济的风险积聚问题。创新型工业体系的建立将确保经济可持续发展，夯实人民币国际化的物质基础。而人民币国际化的稳步推进，不仅增加了国际社会对中国经济的信心和需求，其所带来的贸易计价结算和投融资便利，还有利于扩大对外贸易和国际合作，推动跨国并购和技术进步，形成大宗商品新的供应新模式，实现在国内外更广阔的市场上优化资源配置。尤其是，人民币在国际化进程中稳步升值，迫使贸易结构升级，从产业链低端迈向中高端，形成了加速中国经济增长动力转换的倒逼机制。因此，

从某种意义上看，人民币国际化与供给侧改革是相辅相成的，具有内在的相互促进机制，人民币国际化本身就是中国实体经济转型升级的一大推手。

结论 5：跨境资本流动等外部冲击与国内金融市场风险、机构风险、实体经济风险等相互交织、彼此传染，使得由单个市场或者局部风险引起连锁冲击而导致系统性风险发生的概率不断提升。需要编制中国系统性风险指数，加强对系统性风险的评估与监测。构建符合中国实际的宏观审慎政策框架，在体制机制层面实现对系统性风险的防范与管理。

整个金融体系具有遭受外部因素冲击以及内部因素相互牵连而发生剧烈波动甚至危机的可能性。随着中国金融改革和人民币国际化的推进，跨境资本流动导致国内系统性金融风险显著上升。一旦遭受系统性风险冲击时，任何单一金融机构都将不可避免地受到波及。换言之，系统性风险是能够同时影响多个金融部门、乃至实体经济的风险，其主要判别依据为是否有多个金融部门同时产生异动。

由于系统性金融风险来源的多样性，对系统性风险进行评估需要一个整体上的把握。我们从金融政策环境、金融市场、金融机构以及外汇市场风险等方面，运用加权平均方法进行综合评估，构建中国系统性风险指数，为准确度和客观评估系统性风险提供科学依据。研究结果发现，在 2005 年 7 月至 2015 年 12 月的十年里，我国经历了 7 次系统性风险较高的时期。具体来看，2005 年 7 月 21 日，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币不再单一盯住美元。此次汇率制度改革带来了强烈冲击，推升了当月的系统性风险。2007 年 10 月和 2008 年 12 月出现的两次系统性风险加剧，归结为美国次贷危机的爆发与蔓延。2010 年初快速上升的系统性风险则源自于通货膨胀高企。此后，在经历了 2010 年中期到 2013 年初期的稳定期后，2013 年 6 月发生了短暂的流动性风险（钱荒）并导致系统性风险上升。最近两次系统性风险的上升，分别对应的是 2015 年中期股票市场的剧烈波动和当年年底的人民币汇率快速贬值。

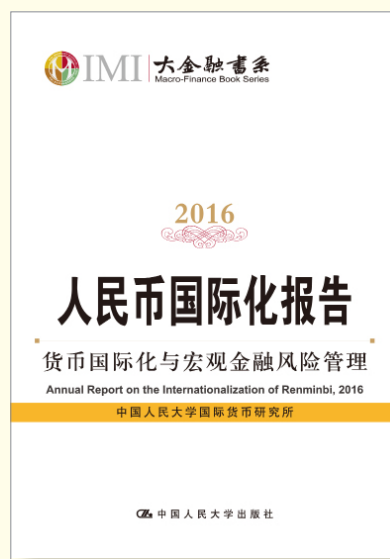
我国系统性风险虽然经历过若干次的短暂升高，但是究其原因，主要风险都源自某个单一市场，并未造成多个金融部门同时出现风险，没有导致系统性风险爆发或持续升高。但是需要注意，仅仅在 2015 年下半年，中国系统性风险就经历了两次较大的提高。频率之高，这在历史上非常罕见，需要引起高度重视。



国际金融危机重创了长期以来的金融监管理念，全球范围内基本达成了“货币稳定”无法保障“金融稳定”、“个体稳健”无法保障“系统稳健”的共识，保障金融稳定的诉求引发了宏观审慎监管大变革。我国也积极参与全球宏观审慎监管改革，并在国内监管实践当中推出多种宏观审慎政策工具，一定程度上起到了防范系统性风险累积的作用。但在新形势下，中国需要在微观审慎监管之外增加“宏观维度”，并且将金融监管与其他宏观经济政策实现有效协调配合，构建符合中国国情的宏观审慎政策框架，防范系统性风险的发生与蔓延，保障金融稳定目标的实现。

《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6月19日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载