IMI 研究动态 周刊
RESEARCH INFORMATION

主 编：曹 彤
2017 年 第 26 期 总第 218 期

【本期推荐 • IMI 研报】

IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）

【“商业银行发展”专题】

陈卫东、熊启跃：银行杠杆管理可持续性面临挑战

夏　乐：互联网巨头将改写银行业？

李虹含：中国互联网银行发展现状及其经营风险探微

王　剑：如何为银行同业业务去杠杆？

【海外之声】

David Marsh：中国在重组国外资产：北京将目光从债券转向股权

Steve H. Hanke：银行监管如何阻碍美国经济复苏

【IMI 研报 • 人民币国际化报告 2016】

系列四十一：入篮后日元国际化的经验

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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

中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于 2009 年 12 月 20 日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构和新型专业智库。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

2017 年第 26 期总第 218 期

IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）[1]

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观[2]

1. 经济：欧美经济的复苏近期有望持续，但长期看回落的可能性加大

欧洲经济根本性问题未得到有效解决。老龄化、财政与货币机制的配合问题、欧洲银行业整体坏账率依然高企（平均 4%-5%），欧洲整体呈现更为分化的态势。德法作为经济引擎短期复苏强劲，但 PIIGS 五国问题依然在，意大利银行业坏账水平高达 17%，这种分化本身加剧其政治离心力；英国脱欧的影响虽然在金融市场已经有所反映，但对于经济的实质冲击，从未来几年看，整体下行压力还是比较明显。

美国货币紧缩效应具有滞后性。利率周期提前于经济周期，美联储加息对其经济的冲击要在 1-2 年后才能充分显现。一方面，加息减少消费和投资，基准利率可以通过对居民信贷利率、企业债收益率、抵押贷款利率的传导来影响个人消费支出（耐用品支出）、企业投资、房地产投资。另一方面，加息提高了未来政府的债务水平，包括直接增加政府债务展期成本和间接冲击经济导致税收降低与补助增加。

2. 货币展望：英镑欧元值得期待，美元处于情绪真空期，人民币贬值压力缓解

英镑欧元值得期待。英国经济内生基本面比较稳定，前期英镑汇率贬值存在超调。随着欧洲经济复苏、美元加息和 QE 效果边际减弱，市场普遍预期欧元在年底会缩减甚至退出 QE，货币政策开始转向。当英欧谈判这个不确定性正式落地后，英镑和欧元或会迎来修复。

下半年是美国缩表前的货币政策真空期。6 月美联储议息会议上，年内第二次加息落地，同时超预期提前公布缩表计划，但缩表规模低于市场预期，并未引

[1] 本文系中国人民大学国际货币研究所研究报告，编号 IMI Report No.1707

[2] 撰写人：张瑜，中国人民大学国际货币研究所研究员

起市场剧烈波动。缩表整体缩减量仅占美国债券市场存量的 1.7%，实质资产端冲击有限。第三次加息在 12 月，缩表至少到年底才会实质启动，下半年将是美元的情绪真空期。

美元难再强势。支持美元走强的三个因素都在弱化（特朗普效应+货币紧缩预期+美元回流预期）。特朗普回归“典型总统”，近期又因弹劾门威信受损，改革政策推动面临更大阻力；美元加息常态化，目前利率较低，仍在回归常态化区间，且下半年是美元货币政策真空期；美元回流目前看不到。另外，欧元在美元指数中占比近 60%，欧元走强将对美元造成较大的下行压力。

人民币贬值压力缓解，年内恐不会破 7。一是外盘无压力，欧元修复，美元不强。二是逆周期因子引入汇率定价机制，央行通过逆向调节外汇即期交易市场贬值交易惯性缓解压力，增强了对汇率机制的把控力，提高了对内货币政策的独立性。三是贬值压力基本释放，2014 年 6 月以来跟随美元被动升值而积攒的人民币汇率贬值压力，目前已基本释放完毕。

（二）国内宏观 [1]

5 月地产投资增速首度放缓、PPI 涨幅继续收窄、M2 增速创历史新低等进一步确立了全年经济将呈现为“稳中往下、前高后低”。往后看，决定下半年经济的核心变量至少有三：一是房地产投资增速的走势，关乎经济下行是否会失速；二是 PPI 的走势，关乎企业盈利是否可持续；三是金融监管的取向，关乎利率（资金价格）是否会大幅上行。综合宏、微观数据来判断，房地产投资全年有望实现 5%的增速，地产调控尚看不到放松迹象；PPI 将逐步回落但中枢水平仍高（4%-5%）；金融监管的力度和节奏趋于温和，但转向尚待时日。

1. 经济：地产投资拐向但不会失速下滑，GDP 下行有底

（1）工业生产延续降温

2017 年 5 月，我国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，好于预期（6.3%）并持平前值，但季调环比增速较 4 月下降 0.04 个百分点至 0.51%，工业生产延续降温。分产业看，采矿业由-0.4%转+0.5%（或与低基数效应有关），制造业持平（6.9%），公用事业显著回落 1.4 个百分点至 6.4%。往后看，6 月中上旬 6 大电

[1] 撰写人：熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员

厂发电耗煤速和钢铁高炉开工率较 5 月份有所回升，预计 6 月份工业增加值继续缓稳。

（2）地产投资拐向

2017 年 5 月，固定资产投资累计同比连续两月下滑 0.3 个百分点至 8.6%（预期 8.8%），主要是房地产和基建投资双双回落。其中，地产投资累计同比回落 0.5 个百分点至 8.8%，单月增速回落 2.3 个百分点至 7.4%，地产调控和销售回落的滞后效应首度显现；基建投资累计同比增速回落 2.4 个百分点至 20.9%，单月增速更是大幅回落 4.3 个百分点至 13.1%。

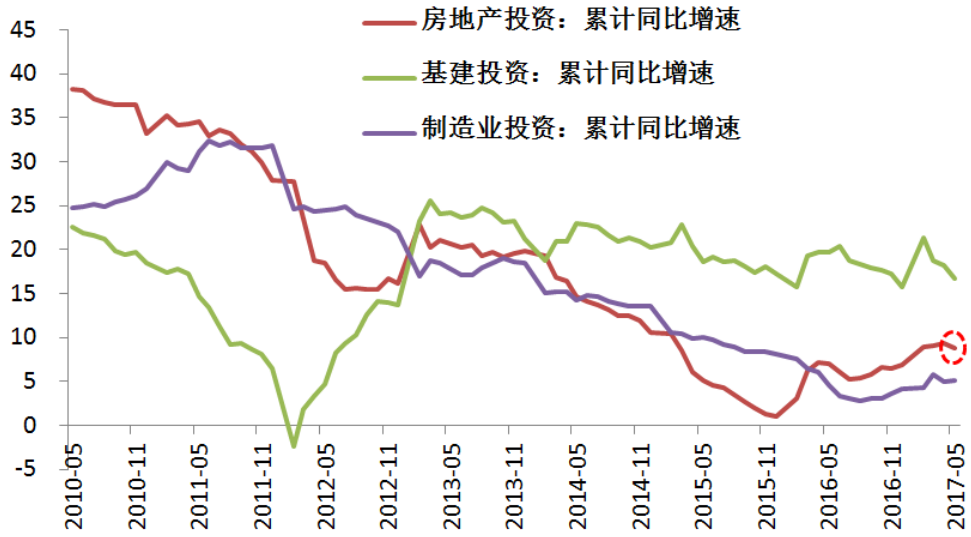


图 1：5 月房地产投资增速开始放缓

资料来源：Wind

房地产投资增速的走势，直接关乎经济增长是否失速。5 月地产投资增速已开始回落，之后很大可能是延续跌势（尽管历史看，回落过程中有个别月份会反弹），至于具体下滑幅度，从过去两轮调控期间的走势来看，不会过快过猛，预计全年可实现 5%左右的增速，也即经济下行有底，GDP 实现 6.5%以上目标增速有了坚实保障。

（3）消费稳中趋降

2017 年 5 月，社会消费品零售总额名义增长 10.7%，与 4 月持平；实际增速 9.5%，较 4 月回落 0.2 个百分点。具体看，地产链相关消费继续放缓（建筑装潢、家具分别下滑 2.4 个、0.4 个百分点），油价下调拖累石油制品消费（单月同比

放缓 3 个百分点），家电有所反弹。随着地产销售持续萎缩和汽车销售放缓，消费总体仍稳中趋降。

（4）进出口双超预期

2017 年 5 月，以美元计，出口同比增速增长 8.7%（4 月 8%），高于预期（7%），主因是全球经济走好带动外需回暖；5 月进口同比增长 14.8%（4 月 11.9%），大幅高于预期（8.3%），主因是大宗商品价格低基数的滞后影响叠加内需稳定；5 月贸易顺差较 4 月增加 28 亿美元至 408 亿美元，连续 3 个月环比增加。在全球经济步入复苏、外需改善的大背景下，预计今年贸易将趋势性走好。

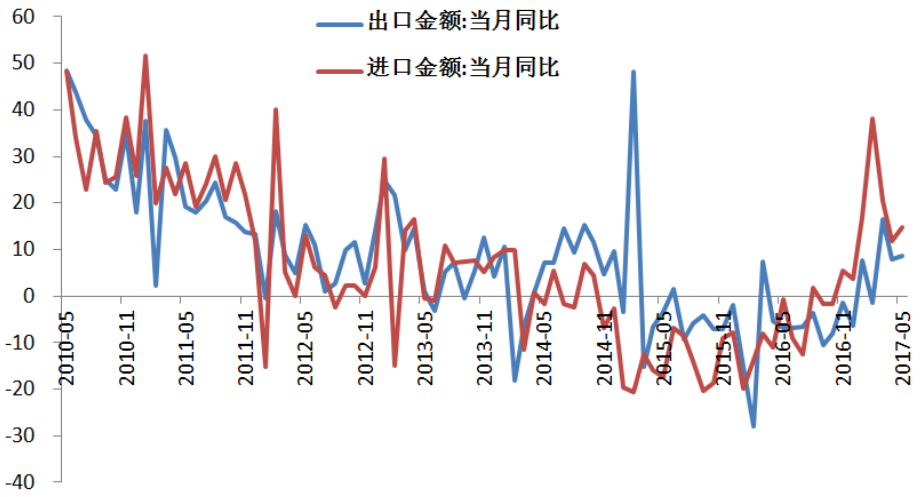


图 2：5 月进出口反弹回升

资料来源：Wind

2. 通胀：CPI 温和上涨，PPI 继续回落；全年通胀无忧

（1）基数原因推动 CPI 小涨，非食品价格涨幅回落

2017 年 5 月，CPI 同比较上月升 0.3 个百分点至 1.5%（翘尾贡献 1 个百分点，新涨价 0.5 个百分点），环比微降 0.1%，物价延续弱势。具体看，5 月食品同比下降 1.6%（延续了 2 月以来的跌势），主要是鸡蛋、猪肉和鲜菜价格同比下降较多（降幅各为 16.8%、12.8%和 6.3%）；5 月非食品同比涨幅也较 4 月回落 0.1 个百分点至 2.3%，主因是 5 月以来汽油和柴油因两次调价带动机票和旅游价格下跌。短期看，6 月中上旬菜价和肉价仍弱，低基数之下预计 6 月 CPI 将继续温和上行。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 同比超预期下滑，环比继续负增长

2017 年 5 月，PPI 同比继续大跌 0.9 个百分点至 5.5%（翘尾因素 4.5 个百分点，新涨价因素 1 个百分点），跌幅超市场预期（5.7%），环比连续两月为负，主因是石化链条上下游和黑色系链条价格回落较多以及油价等大宗商品价格下跌。往后看，由于翘尾因素，中枢有望在 4%-5%的相对高位（意味企业盈利仍有支撑）；全年 PPI 前高后低，一季度为全年高点，后续逐月回落，上半年维持在 5%上方（6 月 PPI 预计 5.1%左右），年末将跌至 1%左右（甚至 1%下方）。

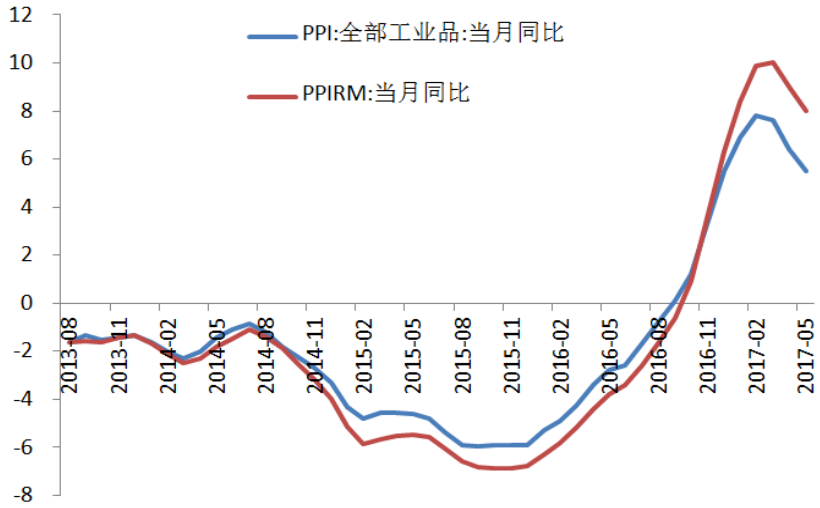


图 3：工业品价格涨幅收窄

资料来源：Wind

3. 金融：M2 历史新低，监管转向未现

（1）信贷仍旺，房贷续降；表外大缩、社融回落

5 月新增信贷人民币贷款 1.1 万亿，持平前值略高于市场预期，主要增长来自房贷和企业中长期贷款（与前几个月大体无异），其中：居民房贷新增 4326 亿元，延续放缓态势（3 月、4 月份分别 7977 和 5710 亿元）。

5 月新增社会融资规模 1.06 万亿，不及前值（1.39 万亿）和预期（1.19 万亿）。受一系列监管举措密集出台影响，5 月“委托+信托+未贴现银行承兑汇票”等表外融资规模仅为 289 亿元，环比大幅减少 1481 亿；5 月信用债净融资-2462 亿元（创历史单月负融资新高），主因是债券融资成本高企，债券发行量下降较多（5 月取消或延迟发行债券多达 78 个）。

（2）去杠杆显威，M2 历史新低，监管转向尚需时日

2017 年 5 月，M2 同比增速首度跌破 10%至 9.6%，显著低于预期（10.4%）和前值（10.5%），其中，金融体系持有的 M2 同比增速仅为 0.7%；5 月商业银行股权及其他投资科目同比少增 1.42 万亿元，下拉 M2 增速约 1 个百分点；5 月份财政性存款增加 5547 亿元（较上年同期多增 3928 亿元），下拉 M2 增速约 0.3 个百分点。正如央行所说，M2 放缓“主要是金融体系降低内部杠杆的反映”。

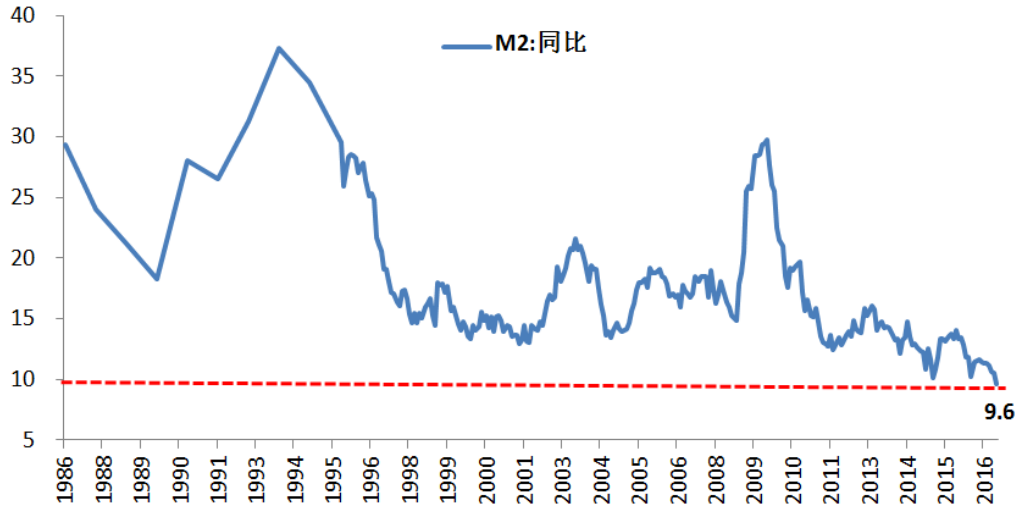


图 4：2017 年 5 月 M2 增速创有统计以来新低

资料来源：Wind

据报道，银监会已将既定的自查报告提交时间（6 月 15 日）延长了 1 至 3 个月，表明监管当局有意控制监管的力度和节奏（即监管层表态的“不能因处置风险而引发新的风险”）。相比上半年，下半年“政策稳、经济稳”的必要性更强，金融监管应不会用力过度，但“防风险、去杠杆、抑泡沫”的主基调并不会改变，鉴于经济显著下行的可能性较小，监管转向宽松尚待时日。反映到货币供应上，或将如央行所称，“比过去低一些的 M2 增速可能成为新的常态”。

（三）商业银行[1]

1.银行监管动态

根据前期银行监管文件的工作安排，监管检查工作分为自查、督查、整改三个阶段。前两个阶段为摸底阶段，主要目标是掌握银行各项业务的违规情况。部分银行的自查、督查同步进行。根据原工作计划，近期为各银行上报各项自查报告的时间。据我们了解，各银行已经开始陆续上交检查报告，但也有部分银行因检查工作量巨大，难以按时完成，因此与监管部门沟通后，获得允许，可以推迟

[1]撰写人：IMI 研究员王剑

上报时间。据有关媒体报道，有些银行甚至可推迟 3 个月左右。但这纯粹是工作安排问题，不能理解为监管放松，检查工作仍按原要求推进。

摸底阶段结束后，便进入了为期 4-6 个月的过渡期，过渡期结束后才是正式整改期。目前，监管当局没有明确阐明过渡期的具体工作内容，我们预计，这段时期主要是允许银行为整改做些前期准备工作，或者有些能整改的问题就即时整改，不能马上整改的，就做些提前准备安排，比如使涉事企业客户开始提前安排资金。按此估计，则 2017 年剩余时间几乎全处于过渡期，不太会有新的严厉的整改措施出台，而且随时检查工作深入，监管检查形势正在日渐明朗。

因此，我们认为，监管工作安排已经明确，监管目标也较清晰，因此，它们能带来的心理冲击和影响会缩小。随着后续监管检查结果陆续形成，监管态势会还更加明朗。

从长远看，监管检查对银行监管套利等行为有遏制作用，银行绕开监管指标制约额外加杠杆的行为会有所收敛。随之，以同业投资、理财业务为表现形式的影子银行也将收缩，业务回归信贷等传统科目，这使得银行报表的透明度提升。因为，同业投资、理财业务等业务长期存在风险不明、监管不力的情况，使市场难以掌握银行资产的真实投向和风险水平。而信贷业务作为典型的传统业务，监管措施较为完善，风险更为透明。因此，业务回归传统，有助于使银行报表、风险日趋透明。当然，合乎监管要求的同业投资、理财业务等新兴业务仍有前景。

2.货币金融数据分析

根据央行披露的 5 月份金融货币数据，金融去杠杆效果明显，多种表外融资收缩，信贷投放依然平稳，M2 增速有所回落，一定程度上反映了银行监管检查、央行货币政策稳中偏紧的效果。

5 月社融总量为 10600 亿元，全部由本币信贷贡献，为 11800 亿元，此外信托贷款 1812 亿元，金额不大，另外债券、委托贷款等均为负数。这反映出各项金融去杠杆措施取得一定效果，同业投资、理财业务收缩，这些业务多体现为委托贷款、信托贷款、债券等融资方式。融资需求回归信贷。

信贷总量为 11100 亿元，其中对公长期贷款 4396 亿元，个人长期贷款 4326 亿元。其他融资渠道受严监管、高利率等因素后，企业的融资需求回归信贷，向

银行申请贷款。因此，信贷业务的供需有所反转，信贷额度有限，需求旺盛，这使得信贷利率有所上行。同时，我们观察到个人长期贷款（储户按揭为主）金额仍然较大，前期一系列房地产调控措施效果未显现，主要是因为调控措施主要集中在房价涨幅过大的一线城市，但全国其他区域房地产销售仍然可观。

M2 增速为 9.6%，为近年首次低于 10%。从 M2 的各项派生渠道来看，仅有信贷仍在派生 M2，而其他债券、非银及非标渠道均在回笼 M2。尤其是非银、非标渠道，连续两月显著负增长，体现了金融去杠杆效果。

在整体货币政策、金融监管政策不出现扭转的情况下，我们预计金融货币数据的上述情况仍将持续。

（四）资本市场 [1]

1.A 股：流动性紧张暂缓，蓝筹估值引抱团

六月第一周，监管层联合释放稳定市场信号，短期预示政策见底，触发市场悲观情绪见底修复，指数与个股迎来超跌反弹。万得全 A 迎来久违的六连阳，沪综指、深成指、中小板、创业板周升 1.7%、3.9%、4.3%、2.9%，上周两市成交额也自年内低点逐渐回升至 4000 亿元上方

短期超跌反弹后，抱团蓝筹股风格或继续，抱团板块或轮动。维稳托底政策下，短期超跌个股技术反弹，但基本面趋势放缓、金融去杠杆趋势不变，且结构性估值泡沫仍待消化，市场真反弹时机未到、基本面边际改善的价值蓝筹有望继续成为抱团板块，而量价与盈利见顶回落的中上游周期板块、多数估值仍明显偏高的成长主题板块趋势回调压力未尽。抱团蓝筹股风格或继续，但随着白酒家电估值溢价率逐步上行后，后续抱团蓝筹板块存在转移轮动可能，尤其是近期存在基本面边际上修、或重大利好事件性催化的板块，如金融、房地产、建筑、医药、零售等。

六月第二周：近期流动性紧张局面逐步得到缓解，市场普遍预期短期利率的攀升难以长期维持，债券市场的反弹，也降低了 A 股投资者对于流动性的担忧。从 A 股市场近期的表现来看，前期跌幅较大的创业板、中小板反弹幅度较大，蓝筹股表现乏力。我们认为，这种情况主要是流动性缓解之后，市场风格出现的波动。但是对比板块之间的盈利能力（ROE=PB/PE），, 以上证 50 为代表的蓝筹

[1] 撰写人：芦哲，中国人民大学国际货币研究所研究员

股与以创业板为代表的成长股，差别并不大。在内生增长差别不大的情况下，支撑成长股高估值的重要原因在于外延生长能力。然而监管层对再融资政策的进一步规范，或约束融资额度和融资周期，前期成长股的估值逻辑或有一定改变。综合盈利和估值水平，我们认为短期的风格波动不影响蓝筹股的长期配置价值

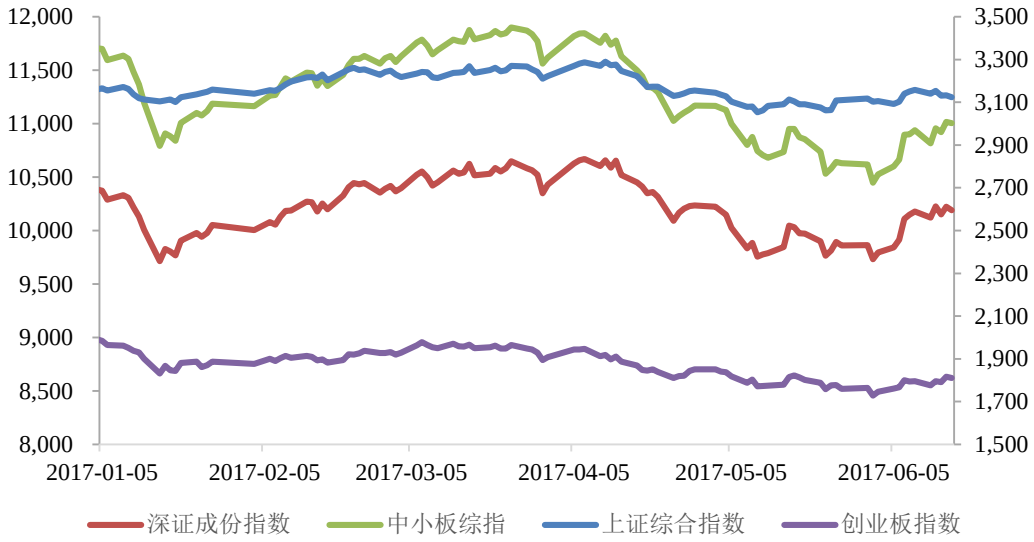


图 5：A 股走势

资料来源：Wind

2. 债券：MPA 与美联储加息冲击较弱，利率债配置价值较高

从发行情况看，一级市场国债招标情况好于市场悲观预期，并且具有较高收益率水平的长久期政金债需求较好，显示长久期利率债配置价值凸显。

表 1：2017 年 6 月 5 日-6 月 11 日周度发行情况汇总（亿元）

	3 个月	6 个月	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	发行总计
国债	100	10	401.7				412.2	1013.9
国开债			40	50	50	30	110	280
非国开债			40	80	80		70	270
总计	100	100	481.7	130	130	30	592.2	1563.9

二级市场上，经济基本面回落背景下，监管情绪有所缓解，长端债市收益率变动不大，而季末流动性预期偏紧，短端利率大幅上行。具体来看，1 年期国债在资金面收紧影响下收益率大幅上行 16.1bp，3-10 年期国债利率分别上行

0.03-4.11bp，10 年期国债报收 3.6303%, 国债收益率短端上行幅度大于长端。国开债收益率短端上行，长端下行，其中 1 年期和 3 年期上行 11.7bp 和 0.08bp，5-10 年期下行 0.06bp-1.24bp。国债中短票信用利差短期下降，长期上升。

主要影响因素：经济基本面回落，通胀维持低位，对债市偏利好；在基本面回落背景下，6 月以来市场对于监管的担忧情绪有一定的修复；跨季资金流动性预期偏紧，短端利率大幅上行。

主要观点：美联储加息，预计我国央行跟随上调操作工具利率的可能性较小，本次美联储加息对市场冲击有限。加息可能对美元和美债收益率短期形成小幅提振，但力度不强，未来进一步上行乏力。而从国内因素来看，汇率方面，国际收支结构持续优化、资金流出压力大幅缓解，加之央行双管齐下明确引导人民币汇率双向波动预期，预计本次加息对汇率冲击较小；在当前资金面成本、债市收益率均已调整至较高水平的背景下，加之资金流出压力显著缓解，央行跟随上调操作工具利率的必要性较低，预计跟随的概率不大，同时即使跟随进行小规模逆回购利率上调，对市场的冲击程度也将相对有限。

月末 MPA 考核对资金面的冲击将弱于 3 月。部分银行“自查”延后，本周市场对经济基本面情况将更为重视。我们预计经济金融数据将延续 4 月的弱势，基本面下行压力的明朗化或对债市情绪形成一定支撑。在当前的收益率水平上，我们对后市走势不悲观，维持当前收益率水平下利率债配置价值已经较高的判断不变。关注 5 月经济、金融数据，并持续关注监管政策的走向。

二、宏观经济专题：金融去杠杆的前世与今生

（一）金融去杠杆与汇率政策的调整[1]

在国外美元指数比较平稳，国内货币政策维持紧平衡的背景下，近期汇率价格突然波动加大。两周时间，人民币兑美元中间价从 6.9 左右一度升值 1.6%到 6.79，创了 2017 年的新高；汇率形成机制也发生了改变，5 月 26 日官方首次提及了在中间价形成机制中添加“逆周期因子”。811 汇改两年后，业界对汇率的关注度再一次提升，市场上产生了一些疑问与困惑。我们认为，本轮人民币贬值压力已经得到大部分释放，今年人民币兑美元汇率大概率会维持在 7 以内。

[1] 撰写人：管清友，中国人民大学国际货币研究所学术委员；张瑜，中国人民大学国际货币研究所研究员

2017 年第 26 期总第 218 期

1. 汇率波动的机制和政策背景变化

中间价定价机制的本质是一个弹性分配机制。

在分析与理解所谓的汇率机制之前，我们先要明确从 811 汇改至今，中间价的定价机制到底是什么样子的，由人民币兑美元单一汇率和 CFETS 一篮子指数共同搭建的中间价形成体系如何理解。

目前是中间价与一篮子指数两条腿共同支撑的汇率体系。我们由 CFETS 指数的形成公式进行简单的全微分和推导可以得到如下图这样的一个内外盘分析框架。等式右边都是客观外盘变化，并非我们可以干预与影响，我们只能是外盘汇率价格的接受者；等式左边是内盘，那么在等式平衡的前提下，对于外盘的变化我们只可以在内盘两个价格（中间价与一篮子指数）之间做政策选择，也就是谁来对应这个变化的弹性。

我们可以选择 CFETS 维持稳定，让中间价更具有弹性来跟随外盘的变化（如果美元涨，人民币想要维持对一篮子稳定，就必须中间价贬值，反之亦然，因此图 1 中的分析框架是恒等式）；也可以选择让中间价维持稳定，让 CFETS 来跟随外盘变动；也可以选择二者共同来反应，这些不同的选择就是通过中间价定价机制来实现的，因此，中间价定价机制的本质是人民币兑美元单一汇率与 CFETS 一篮子指数的弹性分配机制。央行在 2016 年 5 月以货币政策执行报告专栏举例为标志正式公开新的形成机制后，强调的“维持一篮子稳定”，也就是让中间价更具有弹性。事实上也的确如此，在本次修订形成机制之前，我们的确可以看到中间价是基本客观跟随外盘变动的，CFETS 一篮子指数维持稳定在 94-95 之间窄区间波动。

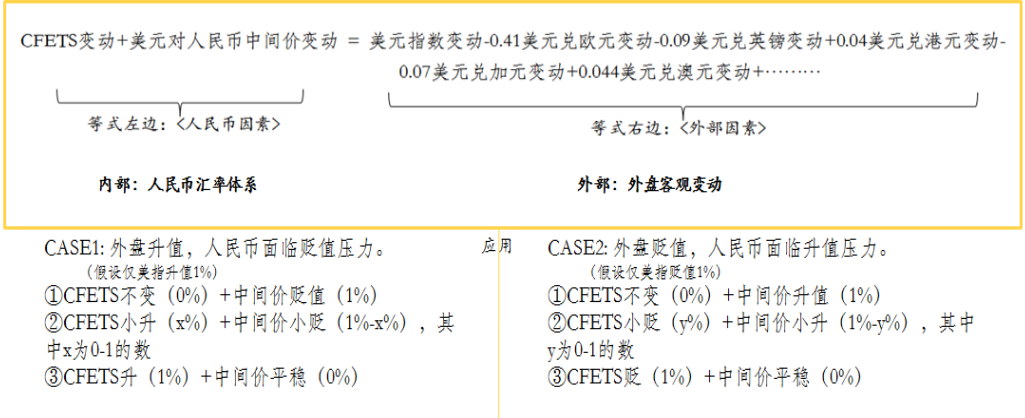


图 6：关于 CFETS 指数的简单数学推导

资料来源：中国人民大学国际货币研究所整理

（2）人民币这一轮的贬值压力大部分已经得到释放

人民币汇率本轮积攒的贬值压力主要开始于 2014 年，中美经济货币双周期背离，人民币锚定美元跟随其被动升值，目前来看，前期被动升值积攒压力基本得到释放，人民币对新兴市场货币一篮子指数已经回调大部分。

2014 年美国经济相对复苏，QE 退出预期燃起，货币进入紧缩周期，同时人民币国内经济下台阶，货币政策宽松为主，中美的经济与货币周期皆存在明显的基本面背离，但由于汇率制度缺乏弹性（也就是上文中所说的中间价维持稳定，一篮子指数来跟随外盘变动），人民币跟随美元相对一篮子新兴市场货币升值近 16%，随着过去两年汇改推进，人民币对一篮子新兴市场货币指数已经跌去 11%左右，考虑到中国经济基本面普遍比其余新兴市场国家更为稳健，扭曲其实已经基本修正。

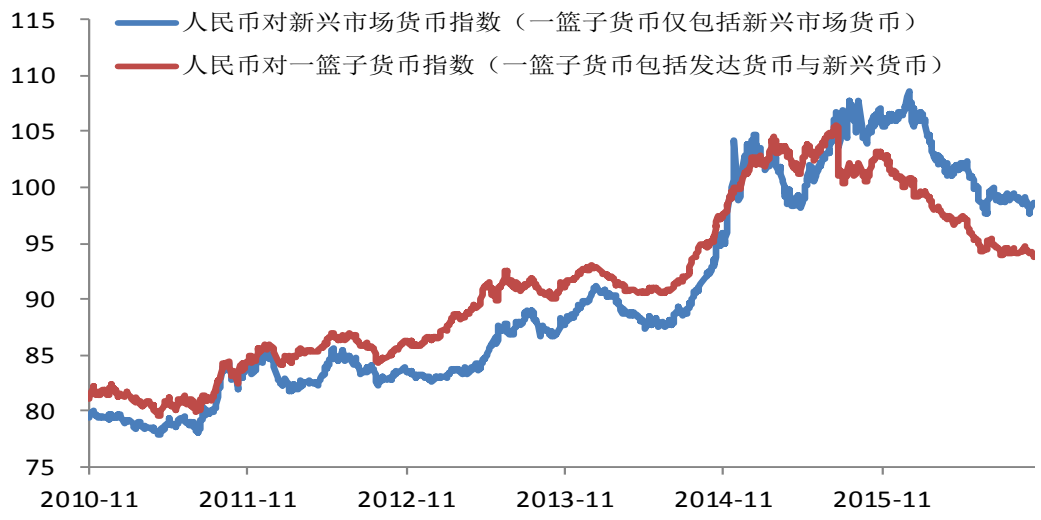


图 7：人民币对新兴市场货币指数及一篮子货币指数变化

资料来源：中国人民大学国际货币研究所整理

（3）金融去杠杆与强监管下的汇率、利率和资产价格政策搭配

以去年中央经济工作会议首提抑制资产泡沫而弱化稳增长为标志，货币政策发生了明确的转向，进入了“稳健中性”也就是实质上的紧平衡状态，货币市场利率提升与流动性的边际收缩，挤压资产泡沫的同时倒逼金融去杠杆；以 2017 年 3 月开始的银监会、保监会、证监会等监管机构高频下发三十余监管文件为标志，监管环境从鼓励金融自由化正式进入了严厉的强监管时代，从银行端与非银

端几乎所有业务条线同时层层穿透，剑指监管套利与金融空转问题。

在这期间，我们看到货币市场资金价格全面上升，十年期国债利率上行到3.6%左右，收益率曲线扁平化上移；贷款利率普遍上浮，加权贷款利率走高；债券一级市场出现取消发行，整体发行规模回落；同业存单发行规模回落；银行整体资产负债表出现了一定收缩。

在这其中，央行一方面维持公开市场操作的资金价格平稳不松，去杠杆与稳健中性的基调不改；一方面适时应对市场流动性需求保证资金量的平衡，有效防范系统性金融风险。

2.交易惯性是机制表面背离的主要原因

只有基于以上三个大背景的理解的基础上，再来回顾过去两个月的汇率市场走势与政策变动，才能看的更为明朗。

何为机制的背离？回顾本次机制调整前两个月的汇率市场的情况，整体呈现“美元贬+中间价平+CFETS 贬”的态势。从今年 3 月开始到上周之前，美元从 102 高位贬值 4%左右至 98，中间价维持 6.85-6.9 窄区间稳定，CFETS 指数从 95 左右跌至 92.5 左右。基本上外盘对应的变动都是由 CFETS 来反应并且承担的，中间价基本维持稳定，相比 2016 年 5 月开始呈现的“中间价弹性+CFETS 稳定”的趋势发生了改变，一度引发市场对于汇率运行机制更改的猜测。

为什么发生了机制的运行背离，是决策层主动选择的背离还是市场交易盘惯性？交易惯性是主要因素。

首先，由于美元加息与美联储缩表具有确定性，市场随着美元屡创新低的下跌，对于后市的美元回调预期也是逐渐升高的，交易层面买美元的惯性反而较强，我们看到收盘价相对中间价的每日贬值趋势再次强化，出现收盘价与中间价不贴合的现象（交易层面倾向买美元，人民币贬值预期比较强的时候都会伴随这样的现象）；

其次，由于 2 月份将 CFETS 参考时段从 24 小时调整为 15 小时，因此维持一篮子稳定的参考值从连续变为了断点，本身也在机制上相对降低了 CFETS 稳定性（具体可参考《CFETS 还锚不锚——中间价机制技术调整解读 20170220》），容易放大市场交易层面影响；

最后，按道理，央行完全有能力也有很大的灵活度可以在现行机制下纠正所谓的交易惯性，比如仅干预收盘价时点价格等。但央行并未采取行动，这里也有配合境内强监管环境稳定汇率的一定原因。过去三月中旬到五月中旬国内货币紧平衡+金融强监管，境内资产波动较大，特别是债市，长端利率上行到 3.65%。从维持稳定与避免系统性风险来看，境内资产波动较大的时候配合比较稳定的汇率是有一定必要的，否则会触发市场情绪的过度解读，即便是升值也会造成一定情绪扰动，2016 年底的债市剧烈波动，央行也曾采取过短暂维持汇率稳定规避风险联动的举措。五月中旬后长端利率稳定，逆周期因子公布，汇率价格进行修复性上涨。

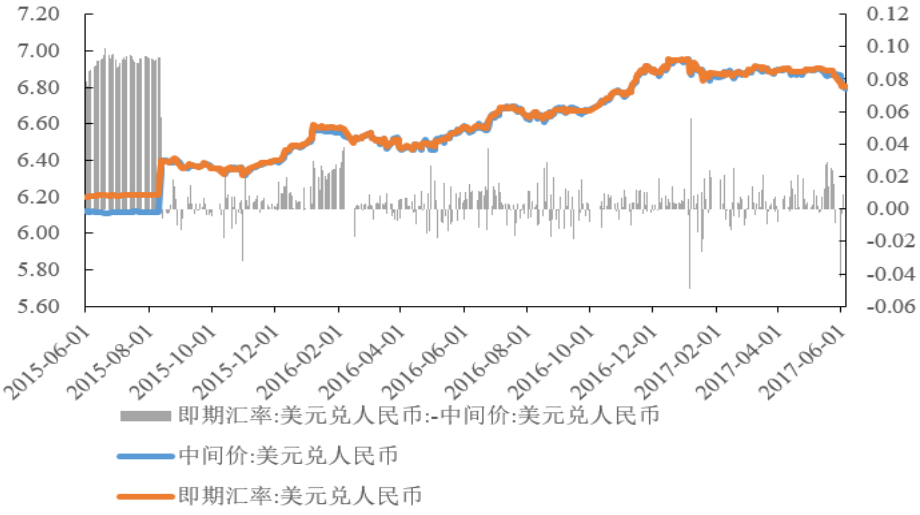


图 8：收盘价相对中间价贬值的交易惯性

数据来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

3.微观机制调整和宏观审慎要求决定了今年汇率的稳定性

综合以上三个背景的梳理和具体市场的回顾，针对这一次具体的机制调整，具体的分析和理解应该从微观机制和宏观审慎两个角度来看，不应该单纯的仅从资产价格角度来看汇率。

（1）微观机制角度

从微观机制角度来看，透明性有所下滑，未来汇率弹性或有降低，年内汇率大概率不会破 7。

机制的调整体现在增加了逆周期因子，定价公式从“收盘价+维持一篮子指数稳定的汇率变化”变成“收盘价+维持一篮子指数稳定的汇率变化+逆周期因子”；逆周期因子将参考宏观经济基本面进行动态调整；逆周期因子的定价模型

尚未公开，主要参数外生设定。

从微观的单纯的机制层面来看，机制调整恐会带来如下一些影响。首先，透明性下滑。逆周期因子公式并不公开，且主要参数是外生确定，相当于原本非常透明的公式中增加了一项“黑箱子”。其次，弹性下滑。“逆”周期的意思，就是跌的多的时候少跌点，涨的多的时候少涨点，汇率弹性未来恐有所下降。再次，市场对于价格的参与边际弱化。报价行参与中间价形成的地位边际有所下滑，央行相对把控力上升。第四，机制稳定性的预期下滑。市场对于机制的稳定性产生一定担忧，还需要后续运行再观察。第五，境外投资者投资偏好边际弱化。对于境外成熟投资者而言，汇率价格涨跌并不重要，汇率机制的透明性与稳定性更为重要。第六，年内汇率大概率不会破 7。

（2）宏观审慎角度

从宏观审慎角度来看，留有一定的政策提前量与前瞻性是及时与必要的。

通过逆周期因子的添加，整体是为后续的对内货币政策独立性做好铺垫，预留好政策空间与工具。

具体而言两个目的，第一是从具体汇率价格而言，美元目前的位置是比较明确的相对低点，美元大概率后续会进行一定的修复，由于人民币前期在美元弱的时候，交易惯性使然没有升值到位，后续美元如果走强 1-2%，中间价很容易就触碰到了 7 这个关键位置，由于机制目前较为透明，美元升值势头一起，很可能触发大家重新再次燃起一轮贬值的交易惯性，因此提前矫正市场“顺周期”性与交易惯性是十分必要的。

其次是从配合大监管去杠杆的金融环境而言，后续 6 月银行自查结果出来及监管细节的落地，市场担忧很可能会有一波商业银行资产负债表的收缩，整体流动性收缩下，股债波动或会加大，叠加 6 月美元加息大概率落地，如果内外资产价格联动，恐有一定的情绪传染，触发资产价格的联动。因此提前留好情绪切割的空间也是必要的，如果到时被动应对，市场对政策信心会弱化，更易于反向解读为被动无奈之举增加进一步恐慌。

最后从维护货币政策独立性角度来看，由于目前央行货币政策的多目标制，在不同政策周期阶段、不同经济基本面下，多个目标的相对重要程度是存在一个

动态变化过程的，为了守住既有的金融降杠杆与抑制资产泡沫的成果，同时进一步更有效的推进工作，汇率弹性与透明度在一定时间内让位于国内政策主基调是必要的，一定程度上优先货币政策的独立性。

（二）解读金融去杠杆 [1]

1.金融杠杆是什么

（1）杠杆的本质是负债

所谓加杠杆，其实就是以小搏大的过程，体现在资金上就是借入资金、投入经营，从而实现以少量资本金撬动更大的总资产，实现更多营收。从这一角度看，杠杆的本质就是负债，债务融资和杠杆是共生关系。在我国，间接金融是最为主要的融资渠道，因此银行信贷在社会融资总量中占比最大。所以经济中的杠杆小不了，这客观上是由我国的融资渠道多样化不足导致的。

在银行信贷的整个资金链条上，有两个环节存在杠杆。其一，银行本身就是个杠杆。银行的盈利模式是“借鸡生蛋”，它们向资金盈余方（存款人为主）吸收资金，投放给资金需求方（包括申请贷款的企业和居民）。其二，实体经济中，企业的资金周转、设备投资等也需要大量资金，因此它们向各银行借钱，用于生产经营，也是加杠杆的过程。

而所谓金融去杠杆，主要是针对银行部门的杠杆过高问题。一般而言，根据《巴塞尔协议》的相关规定，我们不以常用的资产负债率考察其杠杆水平，而是采用资本充足率等监管指标。其中，资本充足率系列指标（资本充足率、核心资本充足率 、一级核心资本充足率）考虑了不同资产的风险权重，更加精细，是最为重要的指标。截止 2017 年 3 月，我国商业银行的资本充足率是 13.26%，是非常健康的水平，在近几年也保持稳定，所以单纯从这一数据看，银行的杠杆水平并不高。

[1]撰写人：王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员

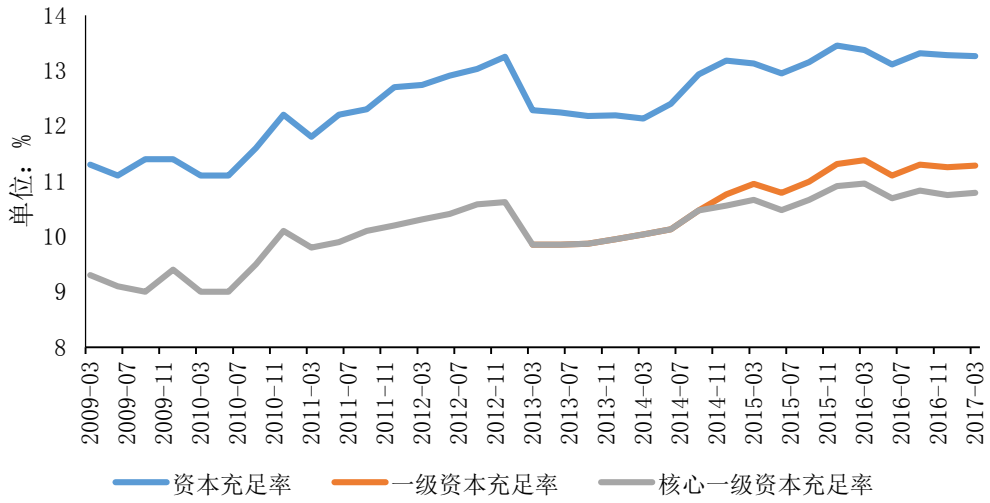


图 9：近年商业银行资本充足率并不低

数据来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

但是，资本充足率仅仅是从银行部门资产负债表上计算得出的。一方面，银监当局从去年 8 月开始研究表外理财计提风险资本问题，但直至目前还未实施。因此资本充足率没有考虑表外业务的规模；另一方面，除去银行部门，政府、非银金融等主体在加杠杆大潮中也起到了关键作用。因此，仍需深入探究，金融杠杆是如何被各种监管套利的手段所模糊掉的。

（2）信用中介使得杠杆不明

原本资金链条中，仅有银行——企业这两个环节存在加杠杆的行为。但是，经济下行时期，企业经营风险加大，银行转而寻找相对“安全”的借款客户。问题的关键在于，这些客户其实未必是最终的资金使用者，他们加入到了资金链条上，这就是所谓的“信用中介”。

此时，会出现两种变化。第一，是资金链条变长，因为这些信用中介会把从银行拿到的钱转手放出去。第二，是杠杆不明，因为信用中介种类繁多，资金去向也缺乏详尽的数据。其中，后者是金融杠杆模糊的关键。这是因为，如果仅是资金链条变长，分别查清增加的环节即可。但如果资金的去向并不明确，那么无论是对监管还是研究而言，都意味着无法真实穿透整个资金链。

也就是说，表明上银行贷给了信用等级相对较高的中介，但实际上资金可能最终流向了风险较高的部门，暗中抬升了资金投向的风险水平，也实际扩大了银行自身的杠杆。银行在经济下行时期通过寻求更优质的客户，从而减少不良产生

的初衷，可能并未达到。

（3）银行资金流向实体的路径和规模

接下来的任务，就是定量测算从银行部门流出、最终投放到实体经济的资金究竟有多少，从而为摸清杠杆水平打下基础。我们从资金供给和需求两个角度来计算和相互印证：第一，统计银行部门输送出去的资金（银行表内外资产投放），第二，统计企业部门获得的资金（社融总量）。因为货币流出了银行体系后不会自我派生，因此二者数据应大致相等。

先看银行端，截止 2017 年 5 月末，整个商业银行的表内业务向实体、非银输送的资金，大约为 149 万亿元（即商业银行对其他金融机构、非金融机构及其他居民部门的债权），这里包含约 27 万亿投向非银的资金。而银行的表外理财也向实体输送约 17 万亿元左右的资金（29 万亿元的理财总规模，其中投向实体的约占 60%，假设这部分全为表外理财，即非保本）。因此，银行表内外向实体、非银输送的资金约 166 万亿元。但表内、外可能有重复计算，以及投向非银的资金中，并非全部流向实体，因此最终投向实体的金额还要更少，估计在 150 万亿元左右。再看企业端。2017 年 5 月末，整个社融余额为 159 万亿元（扣除股票）。社融中还包括少量纯正的直接融资，资金也并非来自金融机构。因此整体规模也在 150 万亿元。

综合两个方向的统计，我们大致可以掌握，银行体系（表内外）直接或通过非银间接输送给实体的资金，约 150 万亿元左右。

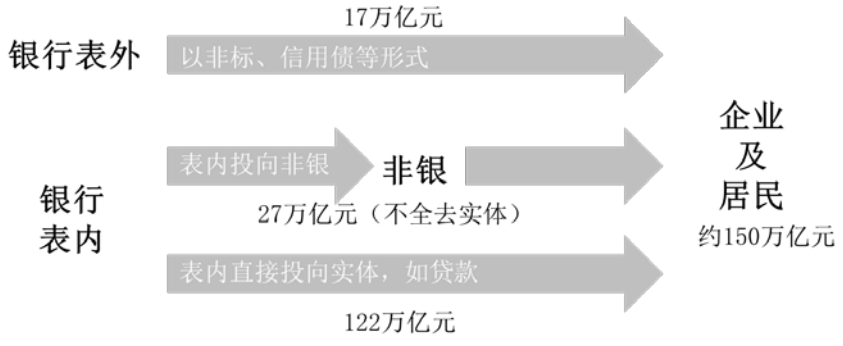


图 10：银行向实体资金输送的资金规模约 150 万亿元

数据来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

这张简图反应了两个问题：（1）表外理财游离于资本监管之外，不计入杠杆水平，也不计提资本。但是在刚性兑付的背景下，其风险实质由银行承担；（2）

非银部门正是银行的“信用中介”，银行先将资金投放给非银部门，非银部门再将资金投放给企业。银行部门因此模糊了资产的投向和风险情况，在非银部门难以负担风险损失的前提下，银行可能依然实际承担风险，因此同样存在资本计提不足的问题。

换言之，银行向企业提供了约 150 万亿元的资金投放，但其中只有表内的 122 万亿元，和通过非银部门投放的 27 万亿元中的一部分，是有合格的资本管理的。其余大部分表外理财，和一部投放非银，却没有严格的资本管理。

（4）真实杠杆率测算

那么，问题就在于，从银行流向企业的 150 万亿元中，资本计提不足的程度究竟如何，换言之，就是要测算真实的杠杆水平。我们依然使用资本充足率来衡量。

首先，银行表内资金直接投向实体的 120 万亿元（信贷为主），长期以来接受较为严格的监管，也有也受到资本充足率的束缚，因此这部分资本计提较为充分。其次，表外理财投向实体的 17 万亿元，几乎全部未计提资本，测算时需要补提。

然后，是问题最模糊的非银部门。理论上看，非银部门的信用等级高于底层资产，是银行的优质客户，因为非银部门可以用自有资本吸收底层资产可能的损失。对银行而言，这就多了一道保障。因此，在计算资本充足率时，银行向非银投放的某些资产风险权重比企业信贷低。

这一假设对大部分非银金融机构是成立的，但如果将整个非银部门作为一个整体看，就不见得仍然成立了。核心的问题是：非银部门是否有吸收这个损失的能力以及非银部门是否有吸收这个损失的责任或意愿。

一是损失吸收能力，也就是整个非银部门究竟有多少资本可用于吸收损失。我们考察整个非银部门的“资本/总资产”比值：

以 2016 年 12 月的数据大致测算，并将净资产作为资本金的替代指标可知：证券、信托、期货、基金子公司各行业的净资产总额约为 2.19 万亿元。而四个行业管理资产的规模则为 41.16 万亿元。二者相除得到的结果是 5.31%。当然，也可以用另一个分母，即把银行对非银放款总额（2016 年 12 月为 26.53 万亿元）

当分母，算出来是 8.24%。

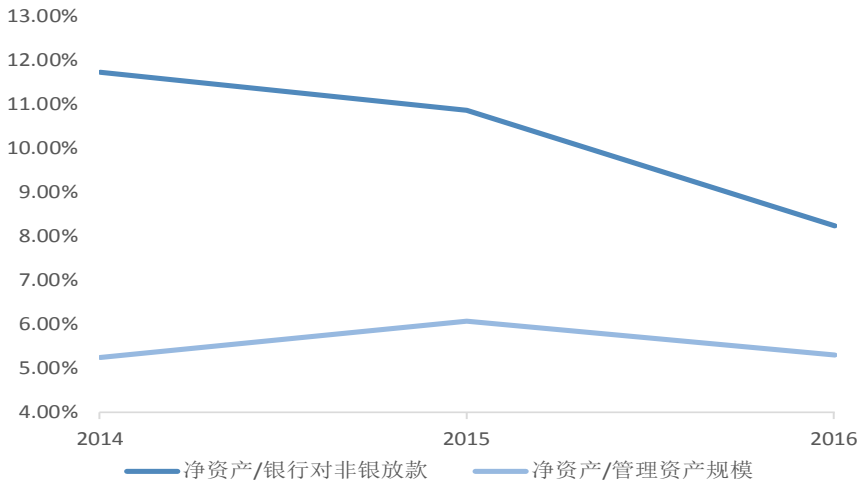


图 11：估算非银部门的“资本充足率”较低

数据来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

这一比率是非银机构净资本对银行资金的覆盖程度，即一个相对粗糙的资本充足率，仅供参考。比照银行部门 13.26%的数据可知，这是一个非常低的水平。不仅如此，观察从 2014 年至今的数据，可以发现这一比例还在不断下降的趋势中。

因此，一旦底层资产受损，对于某些非银部门而言，并没有充足的资本来完全吸收这些损失。那么损失将相应转嫁到资金的来源方，也就是银行部门。

二是损失吸收责任。由于非银部门里面有一大部分业务是通道业务，不可能有损失吸收责任，这部分需要银行部门全权负责可能的损失。虽然暂时没有通道业务准确的占比数据，但问题显然比可测算的部分更加严重。

也就是说，非银部门吸收损失的能力和责任都受到了质疑，那么它并不是真正意义的“信用中介”，不能在企业违约时承担全部损失，最终仍然是由银行部门承担了风险。在计算资本充足率时，由于这样的资产未计提 100%的风险权重，那么银行的资产风险水平是被人为低估了，即资本充足率高估了。

结论就是：银行业的资本充足率，并不是如监管当局所公布的数字那么高。充当通道的非银部门，同样面临杠杆过高的问题。

2.如何进行金融去杠杆

既然已梳理清楚金融杠杆，那么接下来第一步要做的工作，便是穿透非银等信用中介，查明银行真正承担的企业风险敞口，还原一个真实的资本充足率。紧

接着，再通过新老划断等方式，开启金融去杠杆降进程。

（1）查清真实金融杠杆

第一步工作，是查清真实的风险权重，进而算出真实的资本充足率（即杠杆水平）。监管部门为此开展的工作，主要从两方面入手：

一方面是从银行入手，彻查银行微观业务层面通过层层嵌套、杠杆叠加、隐性担保等方式，绕开监管要求扩张杠杆的行为。这就是 3 月末至今，银监部门出台的一系列监管文件，强调了对银行违规业务的检查。另一方面是从非银部门入手，彻查与统计所有非银通道的实质，尤其是否充当银行投放资产的通道。其中最为重点的就是各种资管产品，因为它们的表外性，隐匿作用更强，特别是跨监管部门嵌套时。

（2）新老划断逐步清退是唯一选择

完成数据清查后，金融去杠杆进程将全面地铺开。对于监管套利的情况，要么补提资本，要么清退问题资产。

补提资本，是指本质上由银行承担风险的资产投放，未足额计提风险权重，现在要补提。就资本消耗而言，与表内业务无异。因此，在这过程中可能出现两种情形：（1）银行因自身资本不足以满足补提要求，而使得新增资产投放开始减少；（2）部分银行可能有补充资本金需求，会进行再融资。从前文的银行部门资产充足率看，全行业的补提的压力不大，但可能个别表外业务占比较大的银行存在压力。

清退问题资产，则是针对部分违规问题较大的资产。从依靠这些业务来融资的企业角度看，其实意味着清退债务。但是，企业显然无法把所有有问题的债务偿清。那么如果监管的目的不在于“把雷引爆”，发生大面积企业债务违约等系统性风险，那么“新老划断，逐步清退”成了惟一的选择。

3.金融去杠杆效果如何

（1）货币金融数据分解

最后的工作，则是从 5 月份最新的货币金融数据入手，研究金融去杠杆的实际效果如何。

首先，我们将 5 月当月的增量 M2（即 5028 亿元），进行两个维度的分解，

编织成 M2 的“资产负债表”。其中，资产端是 M2 的去向，即 5 月末 M2 的存在形式，我们在整理该数据的基础上，同时计算一个月度增量表。负债端是 M2 的来源，包括外汇投放（或回笼）、财政支出（或回笼）、信贷派生、自营债券、投放非银等，我们这里也重点考察其月度增量。

表 2：M2 余额及月度增量结构

	4 月末	5 月末	4 月增量	5 月增量
M0	69,239	68,179	634	-1,060
单位活期	421,788	429,057	1,623	7,269
单位定期	318,093	314,930	909	-3,163
个人	630,993	632,226	-12,286	1,233
非银	156,219	156,968	5,842	749
M2 合计	1,596,332	1,601,360	-3,278	5,028

数据来源：中国人民银行、中国人民大学国际货币研究所（IMI）

表 3：M2 来源结构

	1 月增量	2 月增量	3 月增量	4 月增量	5 月增量
外占	-2,088	-581	-547	-420	-293
债券	-4,654	-2,951	985	-586	-1,197
贷款	19,768	11,463	9,451	10,429	10,882
财政	-4,908	-1,991	7,936	-4,738	-2,179
其他（非银等）	17,761	1,028	-1,128	-7,962	-2,185
M2 合计	25,879	6,967	16,697	-3,278	5,028

数据来源：中国人民银行、中国人民大学国际货币研究所（IMI）

然后，将二者合并得到 5 月 M2 增量的“资产负债表”：

表 4：5 月 M2 增量“资产负债表”

M0	-1060	外占	-293
单位活期	7,269	债券	-1,197
单位定期	-3163	贷款	10,882
个人	1,233	财政	-2,179

非银	749	其他	-2,185
合计	5,028	合计	5,028

数据来源：中国人民银行、中国人民大学国际货币研究所（IMI）

（2）数据解读

首先，观察 M2 的来源部分，5 月份数据变动趋势与 4 月相同，但明显更为温和。5 月因税款缴纳回笼 2179 亿元 M2，银行自营债券收缩回笼了 1197 亿元，外占回笼 293 亿元。贷款投放 M2 与 4 月相近，为 10882 亿元。“其他”项中，主要包含自营非标和投放非银（包括俗称的委外投资，以及银行向非银金融的资金净投放，即投放与融入之差），收缩约 2185 亿元。这表明，银行在自营非标、委外上的投资额仍在继续收缩，但与 4 月约 8000 亿元的收缩幅度相比，收缩程度已大幅缩窄，说明监管政策对银行业务的冲击正逐渐被消化，银行反应最为激烈的时点已经过去。

其次，观察 M2 的去向部分，5 月份数据明显较 4 月更为缓和。4 月份，个人存款大幅下降 12286 亿元，非银存款增加 5842 亿元，这主要是因为个人开始购买理财产品，使得 M2 由存款流向非银，其中约 4000 亿的缺口，一部分是资管产品投放出资金，另一部分则是银行在赎回资管产品。而到 5 月份，个人存款微增 1233 亿元，非银微增 749 亿元，说明个人购买理财的趋势基本结束，4000 亿元的缺口也消失了，似乎并没有什么问题。

但是，我们进一步考察“其他存款性公司资产负债表”，发现 5 月银行“对其他金融机构债权”下降 4191 亿元，降幅比 4 月更大，也是近两年来最大的月度负增长，这里主要包含银行给非银金融贷款和拆放、购买各种资管产品。而银行对非银的贷款减少了 626 亿元，“对其他金融性公司负债（不计入 M2 的部分）”减少了 887 亿元，即银行对非银机构拆出的资金。因此，银行对非银金融机构的净投放下降约 2678 亿元，这部分基本上确定是银行赎回资管产品（含委外）。相对于 4 月约 4700 亿元的净投放下降虽然有所减少，但仍然不改银行赎回委外的趋势。

（3）4-5 月金融去杠杆效果持续显现

可以看到，4-5 月金融去杠杆的效果在持续显现，银行维持非银、非标等业务的收缩趋势，但在收缩力度上有所放缓。其中，4 月自营非标和投放非银共收

缩约 8000 亿元，其中赎回资管产品以及从非银金融机构净拆入等因素共约 4700 亿元。而 5 月则收缩约 2000 亿元，基本上均为银行赎回资管产品。

银行借助表外理财、非银部门渠道所实施的监管套利业务，是本次监管的整治重点，原本应在 6、7 月向监管部门报告自查结果，但目前部分银行的报告截止日期可能有一定推迟，其目的就是让银行有充分时间完成自查工作，先行解决违规问题。在这一时段中，银行将业务中违规的部分相应收缩、停办，以达到监管要求，体现在金融数据就是非银投放的持续收缩。

因此，我们预计金融去杠杆的趋势不会改变，效果仍将进一步显现，但随着此前主要的违规业务已停办，因此今后非银投放的收缩力度料将继续放缓。

三、主要经济数据 [1]

表 5：经济数据一览

指标名称	类别	16-Dec	17-Jan	17-Feb	17-Mar	17-Apr	17-May
CPI	同比	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5
PPI	同比	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5
PMI	同比	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2
工业增加值	同比	6	6.3	6.3	6.8	6.5	6.5
工业企业利润总额	累计同比	8.5	31.5	31.5	28.3	24.4	
固定资产投资完成额	累计同比	8.1	8.9	8.9	9.2	8.9	8.6
社会消费品零售总额	同比	10.9	10.2	10.2	10.9	10.7	10.7
进出口金额	同比	-2.2	11.4	15.8	18.2	9.70	11.3
M2	同比	11.30	11.30	11.10	10.60	10.50	9.6
社会融资规模	当月值（亿元）	16,260	37,202	10,876	21,189	13,900	10625
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	10,400	20,300	11,700	10,200	11,000	11,000

[1] 撰写人：黄泽清，中国人民大学国际货币研究所副研究员

2017 年第 26 期总第 218 期

银行杠杆管理可持续性面临挑战

陈卫东[1]　熊启跃[2]

我国金融体系以间接融资主导，至 2017 年 3 月，商业银行提供的资金在社会融资规模（存量）中的占比达到 84.7%，银行杠杆率能从一定程度上映射出实体经济和金融体系的杠杆水平。测度银行杠杆率的指标主要有两类：一类基于财务视角，主要考察资产、负债和所有者权益三者间的关系，如资产负债率等；另一类基于监管视角，主要考察监管资本对风险的覆盖程度，如资本充足率。两种指标从不同层面反映出银行业的风险状况。

一、近年来我国银行杠杆出现了重大变化

本世纪以来，国内银行机构先后完成重组上市，经营效益明显改善、资本补充渠道不断拓宽。在资产规模快速扩张的背景下，我国银行业杠杆水平仍呈现向好趋势。至 2016 年末，商业银行资本充足率为 13.28%，较 2009 年上升 1.98 个百分点；中国 A 股上市银行权益资产比为 6.74%，较 2009 年上升 1.45 个百分点。除数值改善外，银行杠杆率还发生了以下积极变化。

一是资本质量不断提升。一方面，高层级资本占比稳步提升，截至 2016 年末，商业银行一级核心资本在总资本中的占比达到 81%，在全球银行业中处于较高水平；一级其他资本在总资本中占比为 3.73%，较 2013 年上升了 3.7 个百分点。另一方面，内源资本积累在所有者权益中的占比稳步提高，以四大行（工商银行、农业银行、中国银行、建设银行，全文同）为例，2016 年末盈余公积、一般损失准备和未分配利润在所有者权益中的占比分别为 9.8%、13.7%和 43.7%，分别较 2009 年提高 4.4 个、4.2 个和 24.4 个百分点。

二是杠杆率的风险敏感度不断提升。2013 年以来，国内有 6 家银行相继推出资本计量的高级方法，2016 年末，这 6 家机构内部评级法覆盖的风险暴露比

[1] 陈卫东，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国银行国际金融研究所所长
[2] 熊启跃，中国银行国际金融研究所

例达 50.8%。中小银行围绕五级分类细化信用风险评估模型，评级体系的风险敏感性显著增加。此外，内部模型的校准工作不断强化，通过回测检验等机制，评级系统的精准度得到显著提升。

三是监管要求全面与国际标准接轨。2013 年，我国正式实施中国版“巴塞尔协议Ⅲ”，成为全球较早实施巴塞尔协议Ⅲ的国家。此外，中国银行、工商银行、农业银行和建设银行先后被列为全球系统重要性银行（以下称“G-SIBs”），它们与国际领先银行遵守相同的监管标准，成为全球资本管理领域的标杆性银行。监管政策的不断完善，引导资本充足率不断提升，确保银行杠杆水平整体呈现良性发展态势。

虽然 2008 年以来，银行杠杆水平整体呈现平稳运行态势，但应看到，银行杠杆管理的难度正不断提升：一方面，银行资产规模增速高于经济增速，2009～2016 年，银行业金融机构资产规模年化增长率为 17.7%，同期，我国 GDP 规模年化增速为 11.1%，银行资产规模与 GDP 的比值由 2009 年的 190%上升至 2016 年的 310%，这是所谓的宏观杠杆不断提升的重要原因；另一方面，随着市场竞争的加剧，传统利息收入下降，银行通过各种创新手段不断实现业务突破，一些业务可以绕开资本监管约束，但却实质性地改变了银行杠杆状况。在市场发生重大变化时，银行资本应对资产负债结构变化冲击的脆弱性有所加大。

二、银行业杠杆管理的可持续性面临挑战

通过高利润留存以及增资扩股等方式快速积累资本，以支持资产规模的快速扩张，是我国商业银行杠杆管理的主要方式。这一模式较好地适应了前些年经济增速较快、净息差较高、金融风险相对较低的特点，使银行业在风险可控的前提下，较大程度发挥了促进实体经济增长的功能。当前，经济增速趋缓、金融市场风险不断释放，银行杠杆管理模式面临新的挑战。

第一，资本积累难以支持资产扩张速度。按照现在的投资效率计算，未来若要保持 GDP 年均 6.5%的增速，银行资产规模应至少保持年均 13%的增速。要实现杠杆水平的稳定，资本增速就不能低于 13%，实现这一目标在当前经营环境下难度较大。2016 年，商业银行的资产规模和所有者权益增速分别为 16.6%和 13.2%，前者和后者的差值达 3.4 个百分点，资本的增速低于资产增速使银行杠杆压力凸

显。2016 年，商业银行资本充足率较 2015 年下降了 0.17 个百分点，这是官方统计以来资本充足率首次年度范围出现下降。资本增速下滑与当前银行经营形势发生的变化有关，具体表现为以下几个方面。

净息差收窄。2016 年，商业银行净息差平均值为 2.27%，较 2015 年下降 0.26 个百分点。受净息差下降影响，2016 年，25 家上市银行共产生利息净收入 26350.8 亿元，较 2015 年下降 1371 亿元，降幅达 4.9%。如果不考虑税收且分红率按 25% 计算，利息净收入下降使上市银行 2016 年与 2015 年相比少累积资本 1028.3 亿元。

超额拨备下降。在经济下行压力下，银行资产质量不断下行，不良贷款规模不断增加。截至 2016 年末，商业银行拨备覆盖率为 176.4%，较 2011 年下降 101.7 个百分点。拨备覆盖率下降使可计入二级资本的超额拨备规模收缩，对银行资本积累产生了较大的负面影响。以四大行为例，2016 年末，四大行超额拨备规模达 2576.0 亿元，较 2015 年下降 298.8 亿元，下降幅度为 11.6%。

债券市场定价的影响。债券已经成为我国银行业资产中的重要构成部分。2016 年下半年，我国债券市场出现大幅波动，这对商业银行资本累积产生了不利影响：一方面，债券价格下跌影响交易账户债券的公允价值，造成银行出现当期亏损，2016 年，四大行公允价值变动合计亏损 1.05 亿元，如果只考虑亏损的银行，亏损规模达 60.3 亿元；另一方面，债券价格下跌影响了可供出售账户的债券价值，使所有者权益中资本公积的其他综合收益项减小。2016 年，四大行综合收益项共亏损 216 亿元，如果只考虑亏损银行，规模则为 268 亿元。

第二，资产负债结构持续变化，使杠杆率反映的风险内涵发生变化。近年来，商业银行的资产负债结构发生了明显变化：从资产运用看，贷款占比由 2013 年的 50.3%降至 2016 年的 48.8%，存放央行和现金持有占比由 2012 年的 16.6%降至 12.0%，同业资产占比由 2009 年的不足 10%升至 2016 年的 15%；从负债来源看，银行存款逐渐被理财产品和同业负债替代。A 股上市银行负债中同业负债占比由 2012 年的 15.4%升至 2016 年的 18.9%，理财余额在负债中的占比由 2012 年的 8.8%升至 2016 年的 15.9%，存款占比由 2012 年的 79.5%降至 2016 年的 71.7%。资产和负债结构变化直接改变了银行业乃至金融业杠杆率的内涵。

有些资产会计上出表，但银行仍须履行刚兑义务。非保本理财就是典型案例。非保本理财业务不进入银行资产负债表，其对接资产不用计提拨备和资本。在现实操作中，银行对于非保本理财往往要承担刚性兑付义务，即承担其对接资产损失造成的风险。按照杠杆监管的本质，对于银行实际承担风险的业务，应该计提资本和拨备。2013 年以来，非保本理财规模呈“井喷式”增长。截至 2016 年 6 月末，其余额已达到 20.2 万亿元，是 2013 年的 3.1 倍，已占到整个理财市场规模的 76.8%。

通过业务转换，降低风险权重。以同业业务（如买入返售业务和应收账款投资业务）为例，一般而言，银行同业资产风险权重在 25%，而信贷资产的风险权重平均在 60%以上。通过与其他金融机构的运作，同业资金会流入非金融企业或个人等实体经济部门。这些资金发挥的功能与贷款无异，银行作为“兜底”方，需要承担信用风险，但风险权重却是按同业业务计提的。

通过持股银行，扩大金融杠杆。银行被金融机构持股的背景下，被持股银行的杠杆率提升，会带动持股机构的杠杆率水平一并提高，造成金融体系整体杠杆压力的加大。以保险公司为例，截至 2017 年 3 月末，保险公司对 A 股 16 家上市银行的平均持股比例达到 10.1%，而 2009 年末该比例仅为 1.8%。保险公司通过入股银行完成规模扩张。截至 2017 年 2 月，保险业资产规模达到 15.96 万亿元，是 2010 年的 3 倍。与保险公司类似，其他金融企业也通过持股或控股银行的方式，使规模得到了快速增长，如资产管理公司、证券公司等。

银行资产负债结构的变化，不仅对银行自身杠杆率产生了显著影响，也带动了其他金融子行业杠杆规模的提升。2016 年末，上市保险公司和证券公司的资产负债率分别 89.8%和 72.3%，较 2010 年上升 4.1 个和 4.6 个百分点。

第三，监管要求趋于严格，杠杆管理压力持续加大。未来，银行杠杆率面临的监管要求更趋严格，我国将进一步推进实施逆周期资本缓冲和国内系统重要性银行的资本缓冲要求，将使资本充足率监管要求提高。另外，2015 年，FSB 推出了针对全球 G-SIBs 的“总损失吸收能力资本要求”（以下称“TLAC 要求”），据测算，为满足该要求，四大行面临的 TLAC 资本和 TLAC 债务资本的缺口分别为 7620 亿美元和 4345 亿美元。

第四，银行的杠杆管理工具有待丰富。资本筹集主要依赖国内市场，难以适应银行国际化发展要求。参考国际同业，非中资 G-SIBs 的境外融资在资本净额中的比例平均在 30%以上。2016 年末，中资 G-SIBs 海外筹资占比不足资本净额的 10%，资本补充仅限于国内市场，在一定程度上限制了海外业务的扩张，特别对海外子行业务的发展产生了较大制约。

筹资工具有待丰富。我国商业银行的一级其他资本与国际大型银行存在明显差距。国际领先银行这一层级的资本在总资本中的比重能达到 10%～15%，而我国 G-SIBs 的平均水平仅为 3%～4%。除优先股以外，国外领先银行还可通过发行优先信托凭证、永续债等工具补充一级其他资本，这些在国内尚处于空白状态。

市场化运作难以满足杠杆管理的需要。商业银行通过回购、股权激励等方式进行市值管理的方式并不畅通，导致银行股价长期与盈利水平偏离，限制了银行再融资等资本补充计划。另外，我国的资产支持证券市场发展滞后，截至 2015 年底，规模为 7178.89 亿元，仅占我国 GDP 的 1%，远低于美国的 60%、日本的 3.6%和德国的 2.8%。银行通过市场出售的方式实现资产的减少或结构调整的空间有限。

发达国家完全市场原则下，资本监管内生性地存在顺周期效应。2008 年国际金融危机后，在较为严格的杠杆监管环境下，欧美银行出现了较为普遍的资产收缩和出售以及“惜贷”现象，银行个体的经营安全通过杠杆监管得到了保障，但却付出了宏观实体经济增速下滑甚至负增长的代价。杠杆监管忽视宏观审慎效果往往会导致政策不仅不能产生“合力”，反而会产生政策效果相互抵消的结果。这恐怕也不是我国需要效仿的方式。

三、政策建议

我国银行业杠杆的发展，一方面与我国融资体系的独特性有关，也是支持我国经济快速发展的需要；另一方面也是金融监管环境的变化和市场主体的日益多元化、竞争日趋激烈推动的结果。当前，银行杠杆管理压力凸显。如不能妥善应对，将增加金融体系的脆弱性，同时也会拖累实体经济，影响到经济增速。针对我国银行业杠杆管理面临的问题，建议从以下几方面着手改进。

一是保持银行规模合理稳健增长。经济增长离不开银行资金的支持，对银行杠杆的有效管理首先要确保资金投向实体经济。实体经济的健康发展是银行杠杆水平是否合适的判断依据和根本前提。要引导银行业资金以最少的链条进入实体经济，能够促使社会形成有效的供给能力，并通过市场原则引导资金流入边际产出较高的行业，提升投资效率。在总量上，应着力于调控银行规模扩张节奏，银行业要采取理性的规模扩张节奏，既能够满足实体经济发展的需要，又不会造成资源浪费和金融风险过快积累。

二是拓宽银行资本补充渠道。应研究商业银行资本新的补充渠道，探索推出永续债、可转股的二级资本工具、可减记优先股以及 TLAC 资本工具，提升银行损失吸收能力，丰富银行资本补充“工具箱”。根据商业银行发展需要和市场条件，适当增加一些银行海外资本的筹集力度，提升海外筹资在资本净额中的占比；中资 G-SIBs 应加紧测算 TLAC 资本缺口并考虑制定未来的发行方案。

三是提高资本监管覆盖范围。对银行资产实施“穿透式”管理，针对银行具有清偿义务的业务，需要纳入资本监管的覆盖范围。加强金融机构持股银行行为的监管，对通过持股放大杠杆的金融机构要加强并表监管，控制其杠杆水平。根据金融市场变化和业务创新情况，不断完善银行杠杆监管指标的计算，使其能客观、全面地反映银行风险。

四是加强金融市场监管力度。针对目前各类金融风险相互交织的情况，要加强对金融市场的监管。对不同类机构开展同样业务，应该采取相同的监管标准和措施，否则就会出现、滋生通过不同机构合作绕开监管的套利行为。加强对金融创新业务的过程监管，对新的机构审批和业务审批，需要研究其对市场的实质性影响，厘清其运作机理，评估其对实体经济运行和金融市场发展产生的潜在影响。

五是应对经济下行和金融市场波动产生的不利冲击。鼓励银行加大不良贷款核销力度，减轻拨备覆盖率的下行压力。适当提高可抵税拨备比例，鼓励拨备的计提。加快 IFRS9 会计准则的实施，缓解银行拨备计提的“滞后性”和“顺周期性”。定期开展压力测试，对极端情境下的高风险资产应及时调整。

六是杠杆管理要体现宏观审慎原则。加快推进逆周期资本缓冲和国内系统性重要银行附加资本缓冲政策。强化监管沟通与协调，确保杠杆监管与其他宏观政策步调的一致。

2017 年第 26 期总第 218 期

互联网巨头将改写银行业？

夏乐[1]

最近有媒体报道，包括亚马逊、苹果、脸书和谷歌在内的国际互联网巨头纷纷试水金融业：苹果和谷歌先后推出自己的支付应用程序，方便自家用户进行金融支付；脸书也在去年成功申请到爱尔兰央行发放的电子支付牌照，取得为欧盟范围内所有用户提供支付服务的资格；亚马逊则不单能提供支付服务，甚至开始向美国商家发放小额贷款……

从某种程度上讲，这些国际互联网巨头正在仿效它们的中国同行阿里巴巴，利用自身用户量大的优势，进入金融支付领域，进而将自己的业务拓展到小额贷款、金融产品销售等更多金融服务领域。同时，这些科技巨头的用户分布更为全球化，在实现跨国经营方面更具优势。

不难想象这些科技巨头给传统银行业带来的危机感。在面对较小规模的金融科技公司竞争时，传统银行还具有用户数量和资金方面的优势。传统银行或是选择加快自身金融科技研发能力，或是选择与金融科技公司合作，甚至凭借自身财力直接买下金融技术公司为其所用。当面对这些科技巨头时，传统银行发现自己在用户和财力方面的优势荡然无存：这些科技巨头在全球范围内拥有数以亿计的海量用户，令任何金融企业都望尘莫及，其股票市值更是雄踞全球金融市场榜首。

凭借庞大的用户数量和科技优势，这些科技巨头可以在个人零售支付领域提供更为方便快捷的服务，提升客户体验，从而挤压传统银行在支付领域的市场份额和利润。不过，科技巨头若想涉足其他金融业务，可能遇到的障碍也不少。

以存贷款为代表的众多传统金融业务涉及信用创造和派生，因而受到监管当局的严格监管，避免过度的信用创造和波动导致金融体系不稳定。如果互联网科技巨头也想开展这些与信用创造有关的业务，就需要向监管当局申请银行牌照并接受内容繁多的监管。由于各国监管标准不一，科技巨头在享受用户国际化优势的同时，可能也要承担为满足不同监管要求而激增的合规成本。

[1] 夏乐，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、西班牙对外银行研究部亚洲首席经济学家

一种可行的解决方案是，未来科技巨头与银行通过合作的方式共同开发市场。科技巨头专注于前端与用户打交道，快速发现用户需求和提供相应服务，而银行则在后端进行产品设计、风险管理以及监管合规。科技巨头掌握着用户的海量信息，在了解用户需求方面更有效率，同时可以通过自身的用户界面提供方便快捷的服务。但在风险管理和监管合规方面，传统银行则有数百年的行业经验和知识积累。鉴于科技巨头强大的经济实力，这种合作可能会通过收购银行的方式实现。不久的将来，我们也许会看到由科技巨头引领的银行收购潮。

2017 年第 26 期总第 218 期

中国互联网银行发展现状及其经营风险探微

李虹含[1]

根据里斯·斯金纳（2015）的观点：互联网银行（Internet bank or E-bank）是指借助现代数字通信、互联网、移动通信及物联网技术，通过云计算、大数据等方式在线实现为客户提供存款、贷款、支付、结算、汇转、电子票证、电子信用、账户管理、货币互换、P2P 金融、投资理财、金融信息等全方位无缝、快捷、安全和高效的互联网银行服务机构。互联网银行时代的企业管理和治理结构都将完全不同于传统银行的治理结构和管理结构[2]。本文将从中国现有的两家互联网银行——微众银行与网商银行入手，对中国互联网银行业的发展现状和中国互联网银行发展的原因和其风险进行评析。

一、首家互联网银行的发展现状

2014 年 12 月 28 日，中国一直备受关注的“互联网银行”——“深圳前海微众银行股份有限公司”（下简称微众银行）的官网上线。公开资料显示，微众银行注册资本达 30 亿元人民币，由腾讯、百业源、立业为主发起人；其中，腾讯认购该行总股本 30%的股份，为最大股东。微众银行定位为服务个人消费者和小微企业客户的民营银行，充分发挥股东优势，打造“个存小贷”特色业务品牌，为个人消费者和小微企业客户提供优质金融服务[3]。

（一）微众银行的优势所在

1、金融业务模式和金融交易方式创新

微众银行是对原有实体银行的一种颠覆，特别是对于原有实体性质的银行的柜台和网点业务的极大的拓展，因为互联网银行没有网点也没有柜台更不需要财产的担保，微众银行的主要技术是通过大数据与互联网评级来发放信用贷款，所以微众银行最大的创新就是通过互联网连接一切金融业务，来对互联网平台上面

1 李虹含，中国人民大学国际货币所研究员，华夏银行总行资产管理部

2 克里斯·斯金纳：《互联网银行：数字化新金融时代》，北京：中信出版社，2015。

3 微众银行官网。

的资源进行金融整合。这种业务模式降低了银行的开办成本，还提高了金融服务的效率。因为传统银行都是通过铺设大量的网点来提高市场的占有率，而互联网银行却没有网点与物理柜台，所以对于开业成本的节约非常的明显，网点的建设与管理费用也极大地降低，客户同时也获得了更多得时间、空间的自由去使用互联网金融业务。

2、金融交易的效率在互联网模式下大大的提高

由于微众银行的客户在任何时间、任何地点都可以办理银行的业务，意味着银行服务对于空间、时间和地点的要求都不再需要。只通过互联网的方式来办理银行的业务且并不需要柜台服务人员的专门服务。这种交易模式提升了银行业务的操作处理效率。

3、金融资源的配置效率在互联网模式下得到了有效的提升和保障

由于微众银行的所有业务都按照计算机模式和大数据的程序来运转，没有人为主观因素掺杂其中，对所有客户的审核都通过计算机来完成。无论是刷脸、开户的方式，还是对于客户交易数据信息的积累都大大提高了银行业务处理的效率。

（二）微众银行发展存在的难题

微众银行存在一些比较关键性的瓶颈也无法回避。

1、监管要求仍需进一步明朗

根据目前的监管政策，客户开立银行账户等都必须进行面签，微众银行的创新与一些现行征信、信贷管理等监管制度有违背之处，监管制度障碍困扰着微众银行的发展。但根据中国人民银行 2014 年下发的《关于规范银行业金融机构开立个人人民币电子账户的通知(征求意见稿)》，未在银行柜台与个人见面认证开立的电子账户，被界定为弱实名电子账户，可通过远程进行开户。征求意见稿对银行远程开立账户提出框架性意见，是适应互联网银行变革创新的开创性制度改革。但是目前操作上仍存在着一些歧义，仍需进一步加强指导。

2、信用风险管理方面使用非传统信贷数据引争议

由于微众银行在贷款方面提出使用信用管理模型概念，由于腾讯技术得到了较大幅度的提升，其对用户信息的获取不仅包括财务数据，还有社交网络数据。但是如何将社交网络数据转换为可以贷款的金融信息仍然存在着技术瓶颈，国内国外未有可参考的标准。互联网技术及互联网金融行业一个比较大的挑战在于将

现有网络数据转化成较为有效的互联网金融数据，并通过互联网金融数据建立有效的信用风险防控模型。

二、中国互联网银行业发展现状

截止目前，典型意义上中国可被称为互联网银行只有网商银行和微众银行。

（一）互联网银行开业

2015 年 1 月 4 日，在李克强总理的鉴证之下，深圳前海微众银行发放了首笔国内网络贷款，卡车司机徐军拿到了 3.5 万元贷款。这是前海微众银行作为国内首家开业的互联网民营银行完成的第一笔放贷业务。随后，在 2015 年 6 月 25 日，由阿里旗下蚂蚁金服发起设立的浙江网商银行在杭州正式开业。至此，国内第二家互联网银行正式开始运营。

（二）互联网银行经营模式探索

互联网银行在不到一年的时间里，在摸索业务发展，寻找适合自身的经营切入口方面不断尝试。

1、微众银行的业务探索

2015 年 5 月 15 日，微众银行推出首款互联网金融产品“微粒贷”，微众银行个人客户数已超 600 万，推出 10 个月后，“微粒贷”主动授信已超 3000 万人，累计发放贷款超过 200 亿元。“微粒贷”的笔均借款金额低于 1 万元，逾期率低于 0.3%。前海微众银行享有腾讯公司强大的用户资源，但腾讯公司的用户多为社交用户，将这些社交媒体的数据转化为有效的征信信息存在一定的难度。

2、网商银行的业务探索

截至 2016 年 11 月，网商银行服务小微企业的数量突破 200 万家；贷款余额 254 亿元；资产总额 580 亿元。农村金融产品——旺农贷覆盖全国近 2.5 万个村庄。网商银行的整体贷款数量较多，但坏账率不错百分之一。贷款的资金成本在百分之四到百分之五之间。其农村金融服务覆盖了全国二十七个省，但网商银行的资产规模仍有待于进一步扩大。互联网银行依据自身的客户资源与现有数据平台来设计与实现互联网金融产品，将已有资源的优势发挥到最大。浙江网商银行依托支付宝、淘宝、天猫等平台信息，将平台上的客户发展为其银行业务对象，

原有资源与银行业务的联系相对更为直接，因此规模增长显得更为迅速。

（三）互联银行利用后发优势强化互联网业务发展

前海微众银行和浙江网商银行为两家纯互联网化的银行，2015 年开业的另外三家民营银行也走在互联网化的前端。由于各家民营银行均没有实体网点，例如：上海华瑞银行既有线上业务也有线下业务，限于其物理网点有限，各项业务还是以互联网为主。尤其是其零售业务方面，华瑞银行计划通过打造基于移动端个人经营平台来实现，不仅打造手机银行或直销银行，而且打造一个平台，基于互联网模式来开展业务。天津金 77 城银行设立了互联网金融部，并开发了资金归集平台、垂直电子商务平台、采购循环贷款等产品。

表 1　首批五家民营银行经营情况

民营银行	注册资金	注册时间	业务情况
前海微众银行	30 亿	2014/12/16	截至 2015 年末，贷款余额达 74.95 亿元，累计贷款超 200 亿元
上海华瑞银行	30 亿	2015/1/28	截至 2015 年 8 月，贷款余额达 17.01 亿元
温州民商银行	20 亿	2015/3/23	截至 2015 年末，贷款余额达 12.65 亿元
天津金城银行	30 亿	2015/4/16	截至 2015 年末，贷款余额达 44.98 亿元
浙江网商银行	40 亿	2015/5/28	截至 2016 年 2 月 29 日，累计发放贷款 450 亿元

资料来源：2016 亚洲博鳌论坛报道，http://finance.qq.com/a/20160324/000925.htm，2016-3-24/2016-03-29。

三、我国互联网银行发展的原因分析

互联网银行在我国迅速发展，甚至短期呈现爆发式发展有其深刻的历史、社会、经济原因：

（一）互联网普及是互联网银行快速发展的基础

2005-2016 年中国网民规模增长迅猛，至 2016 年底我国网民数量 7.31 亿左右，互联网普及率已经接近 53.2%。互联网的渗透对广大用户的消费习惯产生了改变，互联网已经成为人们生活的一部分。随着移动互联网技术的发展，移动支付、二维码支付 [1]等技术的应用，更是让广大用户可以随时随地完成消费，从而

[1] 二维码支付是一种基于账户体系搭起来的新一代无线支付方案。在该支付方案下，商家可把账号、商品价格等交易信息汇编成一个二维码，并印刷在各种报纸、杂志、广告、图书等载体上发布。

2017 年第 26 期总第 218 期

大幅提高了便利性，因此越来越多的消费者从线下转为线上。

（二）互联网的渗透和金融去管制化加速金融领域变更

互联网行业的迅猛发展，“互联网+[1]”对传统行业形成巨大冲击，互联网对金融业务的渗透也愈加深入。最典型例子，如阿里巴巴旗下支付宝交易规模从 2005 年的 25 亿元，占 GDP 比 0.014%；到 2016 年底，交易规模达 3.092 万亿元，占 GDP 比例也增加至 4.15%。

而金融去管制化更是为互联网银行提供了良好的生长和发展的环境。互联网银行诞生于美国，得益于其完善、成熟的金融体系，其传统金融体系与互联网银行结合更加深入。中国本土相比而言，由于金融体系开放程度不同，金融管制程度不同，所以在金融去管制化的背景下，互联网银行在中国本土的影响力和发展速度远超美国。2014 年，互联网银行不仅入选政府金融报告，也成为了监部门重点关注的对象。年初，央行发布了《中国人民银行关于手机支付业务发展的指导意见》《支付机构网络支付业务管理办法》《中国人民银行支付结算司关于暂停支付宝公司线下条码(二维码)支付等业务意见的函》等指令，后来提出“互联网银行的 5 大监管原则”，“对互联网银行差别化监管”等。

表 2　金融市场去管制化

出台的行政法规	涉及行业	影响
1995 年《中国人民银行法》	银行业	银行业互联网程度不断加深，出现网上银行、手机银行
2005 《 电子支付指引（第一号）》	第三方支付	第三方支付异军突起，2012 年交易额 3.8 万亿元
2008 《 关于小额贷款公司试点的指导意见》	第三方网络贷款	个人信贷、P2P 蓬勃发展
2010《 非金融机构支付服务管理办法》	保险业	传统保险渠道变革、保险产品的重要创新
2012 利率市场化等去管制倾向政策措施；2015 存款保险制度落地，金融市场化启新篇	基金	基金直销和第三方销售 网站纷纷出现

[1] 互联网+”代表一种新的经济形态，即充分发挥互联网在生产要素配置中的优化和集成作用，将互联网的创新成果深度融合于经济社会各领域之中，提升实体经济的创新力和生产力，形成更广泛的以互联网为基础设施和实现工具的经济发展新形态。

中国人民银行 工业和信息化部 公安部 财政部 工商总局 法制办 银监会 证监会 保监会 国家互联网信息办公室：《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》（银发〔2015〕221 号）[150718]	互联网金融	对银行的理财与存贷业务影响较大
人民银行:《非银行支付机构网络支付业务管理办法(征求意见稿）》[150731]	第三方支付	支付结算业务影响
最高人民法院：《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》(法释〔2015〕18 号)[150901]	互联网金融	银行信贷业务
保监会：《互联网保险业务监管暂行办法》（保监发(2015)69 号）[151001]	互联网保险	保险业务
银监会:《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法（征求意见稿）》[151228]	互联网金融	银行信贷
人民银行：《非银行支付机构网络支付业务管理办法》(中国人民银行公告〔2015〕第 43 号)[160701]（附“人民银行有关负责人就《非银行支付机构网络支付业务管理办法》答记者问”和“人民银行：《非银行支付机构网络支付业务管理办法》条款释义”）	第三方支付	银行信贷与支付结算

（三）多方需求的共同作用

首先是中小客户对金融服务的需求很大。以银行为代表的传统金融机构，在盈利的前提下，以追求自身利益最大化，大规模业务的客户能够在同等收入的情况下摊低成本，从而获得更高的理论，因此金融机构的优质资源必然倾向于大客户，由此使得中小客户的产品种类缺乏、服务深度不够等情况。这种情况使得民间私企、小额贷款涉及的较少，但互联网银行的出现以及小微贷款客户的市场需求，催生了互联网银行的产生和发展。

其次是互联网企业通过技术的创新找到了市场的需求，典型的如互联网银行模式通过免费服务甚至红包等手段获得客户，进而激发了客户的商业意愿，从而使得闲置的客户资源得到充分的开发。

2017 年第 26 期总第 218 期

四、互联网银行经营的风险分析

互联网银行既存在传统金融风险，还面临一系列独特风险。站在互联网银行的角度，归纳起来，现阶段须重点防范几个方面的风险。

一是技术风险。互联网银行的技术风险主要包括三个方面的风险：一是交易安全风险。在信息存储、传递、处理过程中，信息可能丢失或破坏，被恶意窃取和篡改，导致交易得不到安全保障；二是隐私保护风险。因技术原因，导致对交易信息和客户个人信息保护不力，容易被恶意窃取或者人为泄露；三是服务质量风险。因技术方面的原因，导致响应速度过慢、操作太难，影响客户的积极性和信任感。

二是互联网银行的声誉风险。互联网银行的信誉风险指的是由于平台经营不善、风险控制不力、金融交易遭遇侵害或其他原因给客户带来经济损失，导致在公众舆论产生负面评价，失去良好的声誉，从而无法有序开展业务。如黑客对互联网金融机构恶意攻击盗取客户信息、系统故障导致客户无法使用机构网上账户进行交易等，都很容易引发互联网金融机构的信誉损失。

三是互联网银行的信用风险。由于互联网金融虚拟性的特点，交易双方只是通过网络发生联系，增大了交易双方在身份确认、信用评价方面的信息不对称。而且互联网金融发展历程短、进入门槛低，大部分企业缺乏专业的风险管理人员，不具备充分的风险管理能力和资质，加上网络贷款多是无抵押、无质押贷款，从而增大了信用风险。此外，由于我国的社会信用体系建设处于初级阶段，全国性的征信网络系统也还没有建立起来，加之互联网金融还未纳入央行征信系统，信用中介服务市场规模小，经营分散，而且行业整体水平不高，难以为互联网金融企业风险控制提供保障。基于上述原因造成的信息不对称，互联网金融中存在一定的道德风险。客户可以更多地利用金融机构与自身信息不对称的优势进行证明信息造假，骗取贷款，或者在多家平台上取得贷款。

四是互联网银行的操作风险。以远程支付为例，互联网交易面临的钓鱼、欺诈风险尚未彻底解决，应对网银欺诈的安全软件产品尚不成熟，第三方软件可能对存在的木马程序不能有效识别。因此，犯罪分子可以利用互联网金融这方面的缺陷，通过钓鱼 WIFI 站点或其他攻击手段，对客户交易信息进行拦截或篡改，

造成客户资金损失。另一方面，手机移动支付因缺少 U 盾接口，普遍采用短信认证的方式进行身份确认。在这方面，由于客户的安全意识薄弱，且缺乏这方面的安全软件保护，也易被犯罪分子利用，存在安全隐患。

参考文献：

[1]张中华 朱新蓉 唐文进，《2015 中国金融发展报告》，2015 年，北京大学出版社。

[2]张中华 朱新蓉 唐文进，《2016 中国金融发展报告》，2016 年，北京大学出版社。

[3]克里斯·斯金纳：《互联网银行：数字化新金融时代》，北京：中信出版社，2015。

[4]2016 亚洲博鳌论坛报道，http://finance.qq.com/a/20160324/000925.htm，2016-3-24/2016-03-29。

[5]余丰慧，微众银行的创新与硬伤，金融博览(财富)，2015 年第二期。

2017 年第 26 期总第 218 期

如何为银行同业业务去杠杆？

王剑 [1]

一、“资产荒”背景下的银行“创新”

2011 年以来，我国经济开始进入结构调整期，经济增速放缓，企业有效信贷需求不足。同时，银行业不良率显著攀升，银行不良资产包袱加大，也使得银行的信贷投放意愿下降，尤其是对公短期贷款（最能反映经济活跃程度的贷款）投放量近年同比大幅萎缩。与此同时，自 2014 年底起，央行为支持实体经济发展、降低企业融资成本，开始实施稳中偏宽的货币政策，使得银行间市场利率自 2015 年初开始就维持在低位，导致了传统金融市场业务利差迅速缩窄。在此背景下，银行业两大传统业务的盈利空间均被挤压，银行业面临资产荒的困境。

事实上，这本是客观经济规律，是经济调整期不可避免的情况。但由于银行自身也是营利性的金融企业，需要足够的利润来满足股东的要求。为完成全行业绩，总行也对其分支机构、经营部门有着严格的业绩考核要求。因此，在资产荒的情况下，银行千方百计谋求盈利，开始尝试某些所谓的“创新”来获取新型资产。在过去几年中，类似的创新层出不穷。比如，在 2011 年监管部门开始控制银行信贷投向房地产、地方政府融资平台后，银行将自有或理财资金通过非标的形式，仍向房地产、地方政府融资平台输送，直至 2013 年央行会同银监会出台监管文件管理同业业务。又如 2015 年，银行理财资金给股市配资。2016 年开始，委外投资又开始盛行，主要投资标的为债券。

这些创新展现了银行很强的资产获取能力，但是，从金融学原理上讲，更高收益只能来自更多风险，很难存在找到更好资产却没有新增风险的“好事”。这些所谓的创新，通常是通过加大杠杆、加大期限错配、信用等级下沉等方式来提高收益，其本质是牺牲利率风险、流动性风险、信用风险来换取收益。

二、银行杠杆、错配投资的条件

[1] 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员、国泰君安证券研究所银行业高级分析师

银行从事杠杆投资，传统做法是通过加大主动负债，然后将资金投放于较长期限的资产，赚取利差收入。主动负债的方式以各种同业负债为主，包括近年发展迅猛的同业 CD。而表外方式则是指发行理财产品，其投向多以债券为主，其原理与表内业务的大致相同，本文主要聚焦于表内同业业务。

事实上，银行的本质业务就是带有杠杆和错配的，这原本无可厚非。比如，最为传统的存贷款业务，存款期限一般短于贷款，就是通过杠杆、错配实现利差收入，通过承担流动性风险换取收益，银行要平衡收益与风险。为防止银行用过高的流动性风险去博取收益，从而导致银行流动性枯竭、经营失败，监管部门对银行的流动性风险进行管控，不允许承担过度流动性风险。比如，监管部门对银行的流动性、杠杆水平等都有较为严格的标准，不允许银行过度期限错配，防止风险达到不可控的水平。银行也会在中报、年报等定期报告中披露各类资产、负债的期限情况，以便公众监督。因此，银行传统业务（尤其是表内业务）的杠杆、期限错配程度是较为有限的。

为突破上述监管，催生了一种新的投资方式——“委外”投资。具体是指，银行在利用表内外资金进行投资时，不直接将资金投资于最终的基础资产（比如债券），而是通过申购外部的资产管理产品，再由机构的受托管理人进行投资。委外的起源，原本是很多小型银行因自身的投资专业人才与技术不足，因此通过申购资管产品的方式，将投资工作“委托”给外部专业投资管理人，这是银行为弥补自身投资能力不足而采取的一种非常正常的市场行为。但后来，资管产品的管理人可以在产品层面再一次进行杠杆、期限错配，甚至将资金投向做信用等级下沉，以此来实现更高收益。

在此，整个市场形成了两次杠杆及错配。第一次是银行自身的杠杆及错配，银行通过主动负债（如发行同业 CD），将资金投资于期限更长的委外资管产品，这里形成第一次杠杆及错配，银行赚取利差。然后，委外资管产品从银行处获得管理资金，再以杠杆加错配形式投资于更长期限资产（债券为主），这是第二次杠杆及错配，委外管理人获取管理费收益（本质也是利差）。相对而言，第一次银行自身的杠杆及错配，如果是银行表内的，受到较为严格的监管，且数据较为详实，表外则监管相对较松，但也有一定监管。第二次是资管产品层面，监管较松。最后，两次杠杆及错配叠加，整个债券市场的杠杆及错配水平已然较高，而

且业务数据并不透明，难以统计监测，监管层也无法精确掌握全市场的杠杆及错配水平。

换言之，问题的核心并不在于委外，而在于杠杆、错配投资，委外只是为再次加杠杆、错配提供了便利。在这整个过程中，委外之所以盛行，并成为了加杠杆、加错配的一大方式，是因为有几个外界条件同时具备。大致有三大条件：

（一） 市场上短期、廉价资金一度充裕，为加杠杆、错配创造了前提。

央行从 2015 年左右开始探索“利率走廊”，承诺向市场供应低成本资金，为杠杆投资提供了充沛的低成本资金源。比如，2016 年中期，央行持续使用 7 天逆回购向市场提供短期、廉价的流动性，使得许多机构没有了后顾之忧，敢于杠杆及错配投资。而央行这么做的本意是降低实体经济融资成本，希望金融机构能将低成本资金输送给实体经济，事后证明，这一目标还是有所成效的，实体融资成本确有下降，但金融市场（主要是债券市场）的杠杆、错配程度，也显著上升，带来风险隐忧。

（二） 跨部门监管协调不足，为基于监管套利的加杠杆留出空间。

在央行实施宽松货币政策的同时，各监管部门则有必要管控市场微观主体的杠杆水平。然而，委外资产管理产品有时由非银行金融机构发行，比如券商资管产品、公募或私募基金产品等。在资管产品与银行归属于不同的监管机构时，因跨部门监管协调仍然不足，银行表内外资金投资的穿透监管要求无法落实，银监会无法精确掌握银行资金的最终去向和最终的杠杆、错配水平。因此，委外投资可突破监管要求，实现了加杠杆、期限错配、信用等级下沉的投资，从而能够实现更高收益，满足银行在资产荒背景下寻找资产的需求。

（三） 对相关业务缺乏总量控制，导致规模过快增长。

在货币偏宽背景下，即使加上杠杆及错配，套利利差还是非常微薄的。比如 2016 年银行发行同业 CD 成本约在 3.5%左右，而委外产品收益率则在 4%左右，银行能够赚取的利差其实非常微薄，如果不能通过扩大规模来获取足够利润，那么银行从事这种杠杆投资的动机也不会太大。只要总量得到控制，那么整个市场的杠杆也仍有限。但是，在 MPA 等总量管控手段实施之前，对银行同业 CD 发行、理财产品发行、委外投资等均无严格的总量控制，部分银行可以通过加大同业 CD、理财产品的发行规模，从而实现可观的套利。

第一个条件是银行资金出现杠杆、错配投资的前提，后两个条件则是导致这种风险倾向被放任的监管漏洞。综上，由于委外投资既被银行所需要，又同时有低成本资金来源的大力支持，并且能规避监管机构对银行风险的监管，委外投资逐渐盛行，其规模也不断扩大，其投向以债券为主，抬高了债券市场的风险水平。

三、期限错配才是核心风险点

虽然一般通称“去杠杆”，但事实上，真正引起风险的并不是杠杆自身，而在于“期限错配”。若只是期限匹配的加杠杆，即借入、借出期限完全匹配的资金，那么，在不考虑信用风险的情况下，此种投资仅仅是套利而并不会带来什么风险，其存在的意义在于抹平这种不合理的利差，从而使市场更为有效。

然而，反观期限错配，其自身就会带来利率风险和流动性风险。首先，是利率风险，由于委外投资的核心是从央行提供的廉价流动性和市场收益率的利差中套利，一旦融资利率上行，将会使委外投资的盈利能力下降，甚至在极端情况下，融资利率突破资产收益率，出现利率倒挂，当前期浮盈较少时，将会出现亏损。其次，是流动性风险，在市场资金紧张时，可能出现借不到新的负债来还前期到期的负债，而由于期限错配，此时资产尚未到期，无法变现（或需要以极低价格变现），从而导致资金链断裂或资产价值损失。由此可见，风险的根源在于期限错配而非杠杆。前文已述，委外投资前后经历两次杠杆及错配，且杠杆及错配的程度较高，因此其利率风险、流动性风险也较高，而监管层却无法精准掌握其水平。

投资者既然敢实施杠杆及错配，那自然是他们认为利率风险和流动性风险有限。他们之所以形成这种信念，与前文所述的央行维持持续低利率环境有关。他们相信在可预见未来内，能持续从央行处获得廉价的资金，而根本不需要担心利率上行等潜在的风险。因此，央行要遏制这种投资行为，实现债券市场的去杠杆，自然要减少向市场输送短期、廉价的资金，增加长期、昂贵的资金，从而彻底去除这个期限错配增长的温床。

四、去杠杆政策与实践

2017 年第 26 期总第 218 期

在中央的统一部署下，央行从 2016 年下半年开始逐步启动了主动去杠杆行动，最终致使债券市场资金涝旱急转，出现一些波动，但去杠杆也取得了一定成效。

我们结合委外投资的成因、条件和风险根源，来理解央行一系列去杠杆行动。央行先是分别于 2016 年 8 月和 9 月重启了 14 天、28 天逆回购，这意味着在投放流动性时，明显提升了中长期限逆回购的占比，且更长期限的 MLF（半年或一年）也有所增加。这一措施不仅使得银行加杠杆的成本有了显著的上升，压缩了委外杠杆、错配投资操作的利差空间，同时也使得尚未到期、需要滚动短期负债的资管产品有利率倒挂、亏损的风险。另外，这也意味着可借入负债的期限被延长，对期限错配的操作产生了阻碍。10 月底，市场开始有消息称央行要将表外理财纳入 MPA 的广义信贷统计，从而使其总量得到管控，此消息随后被证实。这一改变也终结了中小银行大举发行理财产品扩张规模的时代，使其不能再大量地通过复制杠杆、错配操作来增加收益。在此之后，债券市场也受影响开始了调整。至 11 月，去杠杆行动继续升级，央行直接在公开市场操作（逆回购为主）净回笼资金，改为投放期限更长的 MLF，进一步推升了市场利率，使得局面更为紧张。此时，再加上券商“代持”案件的事发，市场信用状况进一步恶化，市场信心也遭受了重大打击，流动性紧张的情况越发加剧。此外，前期市场上还有消息称央行要将同业 CD 发行量纳入同业负债，一旦实施，将会对委外投资造成影响，同业 CD 发行量会受到“同业负债不得超过总负债三分之一”规定的制约，从而一定程度上弥补中小银行同业 CD 发行规模不受限制的漏洞。

这整个过程可以被形容为“涝旱急转”。在这一政策作用下，长达近两年的货币市场偏宽松时期终结，银行杠杆、错配投资的空间被压缩，也就是解决了前述委外投资加杠杆的三大条件中的第一个前提。

而后面两个条件，监管部门也在逐步弥补。针对监管部门不协调导致的监管漏洞，央行已会同三会，开始布局资产管理行业的统一监管，杜绝跨部门交叉领域的监管真空地带，以便实现真正意义的穿透监管，从而使类似的监管套利无处遁形。针对相关业务总量扩张问题，央行已将表外理财纳入了 MPA 的广义信贷之中，而新口径的广义信贷增速是核心指标，因此广义信贷增速必将有所回落，

而在有限的广义信贷增量中，银行必然会优先将额度配置于收益水平更高的信贷、非标等资产中，委外的增量预计将有显著的回落。

也就是说，委外投资的三大条件，均开始逐步被整顿、规范，监管漏洞逐渐被弥补。

五、主要政策建议

纵观上述整个过程，银行在“资产荒”背景下为追求利润，千万百计寻找新资产，并借助流动性宽松、监管部门不协调等条件，基于委外业务的杠杆、错配投资兴起、流行，最后被央行以去杠杆的形式打压。这一出涝旱急转的闹剧，反映出我国金融体系中的一些问题，有必要尽快予以修正。因此，本文提出以下建议：

（一）尊重客观经济规律，避免对银行施以不合理的利润考核。

之所以会产生对于杠杆、错配投资的需求，其根本原因在于，即使我国处在经济结构调整期，经济增速下行，银行作为以盈利为目的的金融企业，依然面临盈利目标和规模考核，这样的压力使得银行“铤而走险”，利用一些政策漏洞避开监管进行操作以保障收益。所以，要充分考虑经济大环境的前提，制定合理的盈利目标、规模目标，淡化过于严苛的考核要求，使得银行平衡盈利与风险，在控制风险于合理范围内的前提下追求合理盈利和规模发展。引导银行股东、监管部门、各级政府以及社会上广大关心银行业发展的人士、媒体尊重客观经济规律，以平常心看待银行不良资产暴露、利润增速下行等合乎经济规律的正常现象。

（二）金融业务多元化、综合化背景下，跨监管部门协调刻不容缓。

委外投资这一投资方式利用了银行与非银行监管机构之间无法穿透监管的漏洞，规避了监管机构对银行流动性、杠杆水平的监控。因此，监管部门应将监管分别落实到各类业务之上，更多的关注业务的实质而非只关注表面的监管指标和会计科目，及时的弥补监管之中的漏洞。对资产管理业务这类可能隐含着高风险的业务，要尽快加强一行三会之间的协调，及时弥补监管漏洞，实现资产管理行业监管的统一全覆盖。同时，对于货币政策的施行需要考虑的更全面，货币政策与微观监管之间需要进行相互协调，以确保在支持实体经济的同时，不为套利行为提供廉价资金源，成为加杠杆的温床，也确保政策传导效果，支持实体经济。

2017 年第 26 期总第 218 期

（三）强化宏观审慎监管，在监管协调实现之前注重施以总量控制。

一行三会的监管协调的出台或仍需时日，出台后仍需一段时期磨合才能达到完美效果，在此之前，可能部分监管漏洞或新的监管漏洞仍会存在。这段时期内，宜先强化总量控制，加强对于银行等金融机构全部资产投放行为的总量约束，以便将风险总量控制在可控范围内。其间，加强微观监管，尽早发现问题并加以整治。

中国在重组国外资产
北京将目光从债券转向股权[1]

大卫·马什[2]

世界经济面临的最重要问题之一，就是中国如何处置其大量外国资产，即二十年来积累的可观账户盈余。账面平衡和国际资产数据突出了中国正在重新重组其对外投资组合，从其他国家的国债（以美国国债为主）转向更多其他国家的股权，尤其是欧洲国家的股权。

这是中国政府审慎战略的一部分，可从外国投资中获得额外的杠杆和价值。政府致力于模仿美国和其他盎格鲁萨克逊国家的成功，这些国家以较低的利率其他国家贷款，再以较高的回报率对外投资。

由于北京对资本外流加强了管控，对人民币造成了下行压力，中国公司对欧支出今年显著放缓。但是潜在的趋势显而易见，一旦对国际收支平衡的限制放宽，中国可能希望继续购买外国股权。

上周，穆迪宣布下调中国的信用评级，恶化了中国国际处境。信用评级机构的这个决定基于一个预期，即中国金融力量将会随债务攀升而在未来“有所削弱”，虽然中国的经济展望已从负面转向稳定。

根据货币金融机构官方论坛（以下简称 OMFIF）发布的年度报告《全球公共投资者》中各经济体净国际投资头寸的数据，中国是世界第三大净债权国。这份出版物总结了全球 750 家公共机构的投资管理表现。OMFIF 2017 年《全球公共投资者》报告将于 6 月 14 日发布。

全球第一债务国是美国，且远超其他国家。这反映了美元作为国际第一储备货币的地位以及美国包揽了全球多数存款。

美国一方面债筑高台，另一方面又是全球最大的总资产持有国。2017《全球公共投资者》中的全球公共投资者 750 强包括了中央银行、主权基金和公共养老

[1] 翻译：郑泽，北京外国语大学高级翻译学院研究生；;审校：肖柏高
[2] 大卫•马什，国际货币研究所国际委员会委员，货币金融机构官方论坛（OMFIF）联席主席。

基金，而美国占全球公共可投资产的约 20%。中国有 3 个机构在列，即中国人民银行、中国投资公司和全国社会保障基金，三者资产总和占可投资金的约 12.5%。

中国的储备资产由中国人民银行持有；这些储备资产里，与国外直接投资和上市及未上市股权等其他投资相比，美国国债所占比重很高。央行储备资产的数据显示中国在过去几年中对国外投资结构的改革。中国政府随后承认，中国将过多的资金分配给了无利可图的美国固定收益证券，导致对外投资的回报不是最优的。

中国去年年末的总外部资产可能是中国在海外的全部财富，因为有些财富是通过非法渠道渗透到海外的。根据 OMFIF 编撰的来自国际货币基金组织和其他来源的公开数据，外部资产中储备资产和其他类型的投资（多半是股权）大约各占一半。这与 2013 年的分析构成了鲜明对比；2013 年，中国的海外资产约三分之二是储备资产，三分之一是其他类型的投资。按照我们的分析，中国的海外直接投资在过去三年中大约翻了一番，反映了资本管控导致对外国公司的资产的收购脚步显著放缓。

这些数据表明投资在过去十年中国外直接投资逐渐从发展中国家转向了发达国家，也表明了中国储备资产与 2014 年的高峰相比减少了 1 万多亿美元，这个减少帮助中国公司减少外债，积累海外股权。之前，欧洲和北美在中国的对外投资中仅占 3%。由于对外投资重组，这一比重去年达到了近 50%，且与此同时对外投资总额大幅增长。

China rebalances foreign assets
Beijing turns away from bonds towards equities

David Marsh[1]

How China deploys its considerable foreign assets, acquired as a result of two decades of sizeable current account surpluses, is one of the most important issues facing the world economy. Balance of payments and international asset statistics underline how China is rebalancing its foreign investments away from holdings of other countries' debt (led by US government dollar bonds) towards greater ownership of foreign equities, with a particularly large build-up in Europe.

This redeployment is part of Beijing's deliberate strategic efforts to gain extra leverage and value from foreign investments. It is seeking to emulate the successes of the US and other Anglo-Saxon countries in borrowing from abroad at relatively low rates of interest and investing outside the country at significantly higher rates of return.

China's corporate spending in Europe has slowed significantly this year because of Beijing's sharpened controls on capital outflows, introduced to damp downward pressure on the renminbi. But the underlying trend is clear and suggests China may wish to continue foreign equity purchases once balance of payments constraints ease.

Strains on the country's international position were demonstrated by last week's announcement by Moody's of a cut in China's credit rating. The rating agency based its decision on expectations the country's financial strength will 'erode somewhat' over coming years as debt rises – even though China's outlook was lifted to stable from negative.

China is the world's third largest net foreign creditor in value terms, according to data on the net international investment positions of different economies collated for

[1] David Marsh is Managing Director of OMFIF.

OMFIF's annual Global Public Investor. The publication summarises the investment management performance of 750 public sector agencies around the world. OMFIF's *GPI 2017* report is due for release on 14 June.

The world's largest net foreign debtor, by a wide margin, is the US. This reflects its extraordinary position as the home of the primary international reserve currency and a haven for much of the world's savings.

The enormous debt position in the US co-exists with the country's role as the world's largest holder of gross assets. In the list published in *GPI 2017* of the world's 750 top public investors – central banks, sovereign funds and public pensions funds – the US accounts for around 20% of global public investable assets. China accounts for three of the world's top public sector investors – the People's Bank of China, China Investment Corporation and the National Social Security Fund – with assets of around 12.5% of the total.

Data on China's holdings of reserve assets at the PBoC, which are heavily weighted to US Treasury bond holdings, compared with portfolio, direct and 'other' investments, which are mainly in publicly quoted and non-quoted equity, underline how China shifted its foreign investment structure during the last few years. This follows recognition by the Beijing authorities that the country was achieving suboptimal returns on its foreign investments by gearing an undue amount of its allocations towards unprofitable holdings of US fixed income securities.

China's gross external assets at the end of last year – which may not include all the country's overseas wealth, some of which seeped abroad via illicit channels – were roughly equally split between reserve assets and other types of investment, most of it in equities, according to publicly available data from the International Monetary Fund and other sources, compiled by OMFIF. This was a marked shift from previous analysis for 2013, when around two thirds of external assets were in reserve assets and one third in other types of investment. According to our analysis, China's direct

investments abroad roughly doubled over the last three years, reflecting the foreign corporate buying effort that has slowed considerably because of capital controls.

These data – which show a clear switch to direct investments in advanced countries and away from the developing world over the past decade – demonstrate how the PBoC's well-publicised fall in China's reserve assets of more than $1tn from 2014 highs has helped finance a fall in Chinese corporate foreign debt and a build-up in overseas equity holdings. Europe and North America accounted for only 3% of China's overall foreign investment flows abroad. Their share soared to almost half of a much larger total last year as part of the foreign investment rebalancing.

2017 年第 26 总第 218 期

银行监管如何阻碍美国经济复苏[1]

Steve H. Hanke[2]

货币很重要——这是米尔顿·弗里德曼的格言之一。自 2007 年北岩发生银行挤兑（也就是金融危机的开场），广义上的货币供应在美国、英国和欧元区遭到了打击。

在美国，货币供应量增长有所回升。这是一个积极的迹象，因为货币数量和名义国内生产总值（GDP）与总需求密切相关。的确，如果广义货币稳健增长，那么由实际和通货膨胀组成的名义 GDP 也将稳健增长，反之亦然。

在衡量货币供应量时，我们必须记住诺贝尔经济学家和经济理论大鳄约翰·希克斯爵士的话：没有什么比资产负债表更重要的了。

货币供应这部分作为负债出现在银行的资产负债表上。货币供应只是金融部门的所有存款和其他各种短期负债的总和。在资产负债表上，资产总额必须等于总负债。因此，货币供应（短期负债）必须在资产负债表上具有资产或长期负债对应物（见下表）。

The Balance Sheet of Monetary Financial Institutions

Assets	Liabilities
Credit to the Private Sector	Deposits and other Short-Term Liabilities
Credit to the Public Sector	Long-Term Liabilities
Net External Assets and Other Counterparts	

Notes: All cells highlighted in blue are credit and the cell highlighted in green is the money supply.
The non-highlighted cells are non-credit counterparts of the money supply.
The Money Supply (Deposits and other Short-Term Liabilities) = (Credit to the Private and Public Sector) + (Net External Assets+Other Counterparts) - (Longer-Term Liabilities).
Prepared by Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.

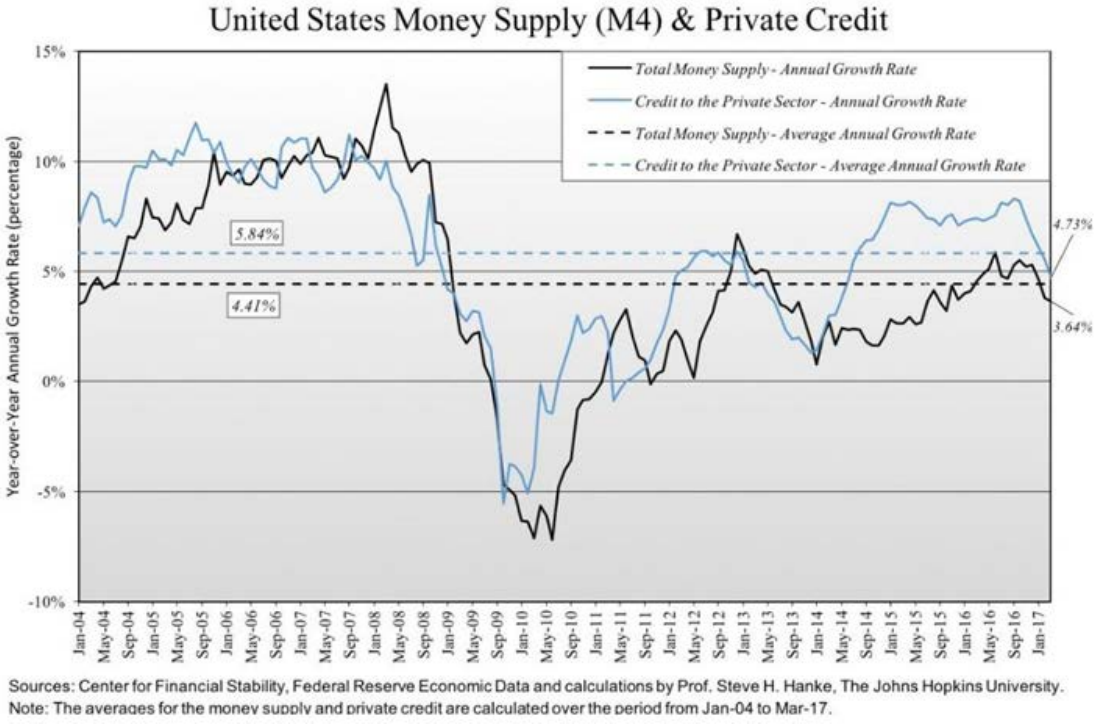
货币金融机构的资产负债表

[1] 翻译：李响；审校：肖柏高

[2] 史蒂夫•汉克，约翰霍普金斯大学教授

其中一个对应物称为信贷，它包括各种金融工具,如私人贷款、抵押等。金钱和信贷通常被混淆为同义词，但它们不是相同的东西——信用是金钱的对应。任何称职的经济学家都应该时刻关注货币供应。但是，看看金融部门对这些存款做什么也很重要：他们是否将这笔钱注入了经济体？如果是这样，给了谁？货币供应有一个非常重要且特别值得关注的对应物，即对个人和企业的贷款，被称为“私人信贷”。

在美国，货币供应量（Divisia M4）的变动和私人信贷往往变动方向相同。自 2013 年以来，广义货币供应量的年增长率已经开始增长（见下图）。



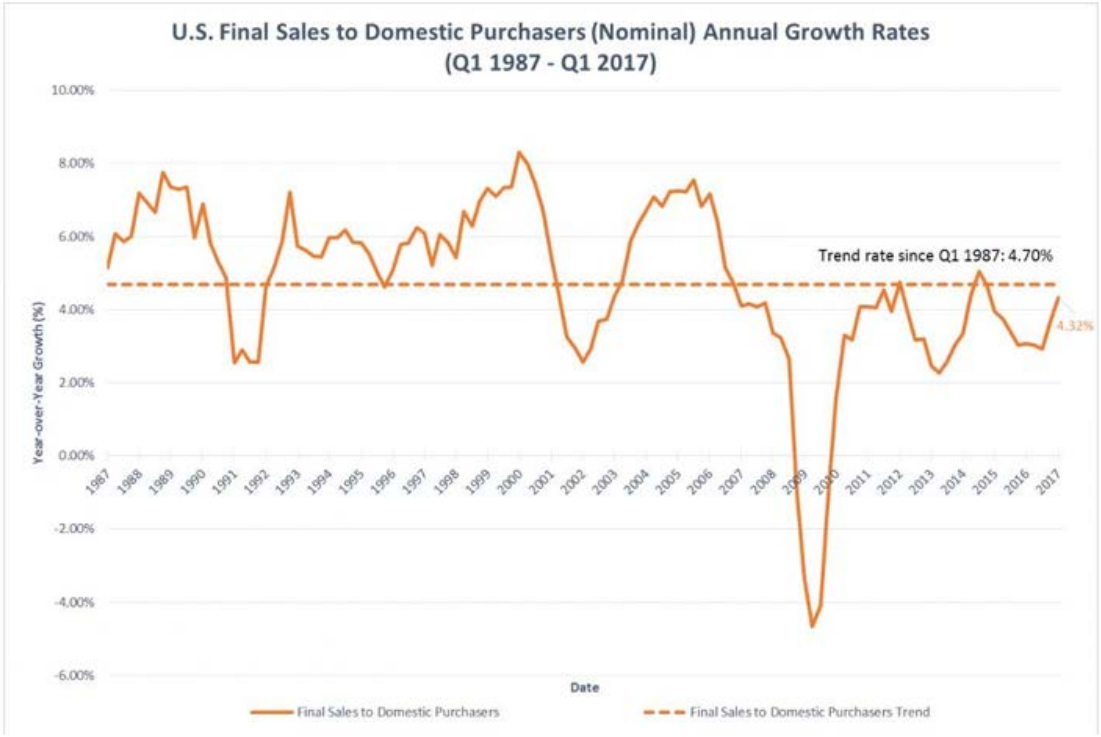
美国货币供应量（Divisia M4）和私人信贷

事实上，Divisia M4 的年增长率最近达到了趋势增长率（4.41%）。但是，该增长率随后又回落，目前略低于趋势增长率。

在 Divisia M4 增长缓慢的这一时期内，私人信贷的增长率变得强劲，并且在 2014 年大部分时间里，已经远远高于趋势增长率（5.84%）。因此，货币和信贷增长看起来相当有前景。毕竟它们是名义总需求增长的前兆。

在所附图表中可以看到广义货币增长率（Divisia M4）与名义总需求（由代理最终销售给国内采购商的数量来衡量）之间的联系。图表的有趣之处是，它证实了美国仍然处于增长衰退期——美国货币供应量正在增长，但在以最终销售给

国内采购商的数量衡量时，其增长率低于趋势增长率（4.32%对 4.70%）。其部分原因是广义货币增速尽管加快了步伐，但仍然增长乏力。



美国销售给国内采购商的最终数量和名义年增长率

对于许多人来说，货币增长乏力听起来很奇怪。毕竟，美联储在 2008 年危机之后打开了货币放水的管道（见：量化宽松政策）。但是，美联储只是直接控制所谓的国家货币，也称基础货币，包括流通中的货币和与美联储的银行储备。绝大多数货币供应量在使用宽松尺度进行衡量时，就是所谓的银行资金。这是私人银行部门通过货币创造产生的资金，其中包括流动的、类似货币的资产，如需求和储蓄存款。

美联储在基础货币方面确实相当宽松。基础货币供应量占总货币供应量的比例由 M4 衡量，并从危机前的 5%上升到今天的 18%。但是，若非来自中央银行，大部分广义货币（另外 82%的货币供应量）来自哪里呢？它们来自商业银行。且这就是金融监管的情况。

有一段时间，我曾发出警告，在经济衰退期间施行较高银行资本金要求是错误的（见：顺周期），因为它们挤压了货币供应，扼杀了经济增长。迄今为止，

实施这些资本要求的结果是金融抑制，即一种信贷紧缩。这已经被证明是萧条状态中不可行的一项措施了。

金融危机过后，世界各地的政治家、监管者和中央银行家们均对商业银行家进行了指责。他们认为，预防未来危机的关键是采取更严格的规章和更积极的监管,主要是对银行更高的资本要求。

如果在经济繁荣期间实行较高的资本要求，这将会很好。因为资本金的增加导致货币供应量增长放缓，给经济降温。但是，在经济衰退或经济增长衰退期间提高资本金要求时，就会成为顺周期性事件，实际上会使事情变得更糟。

对于银行而言，其资产（现金、贷款和证券）必须等于其负债（资本、债券、银行欠股东和客户的负债）。在大多数国家里，银行负债的大部分（大约 90%）是存款。由于存款可以用来支付，它们是“钱”。因此，大多数银行负债都是金钱。

为提高资本资产比率，银行可以增加资本或减少风险资产。如果银行减少风险资产，其存款负债将下降。因此，货币余额就减少。

提高银行资本资产比率的另一个办法就是筹集新资金。此举措同样也减少了货币。当投资者购买新发行的银行股权时，投资者就用银行账户交换新股。这样一来减少了银行体系中的存款负债，并清除了资金。

因此，矛盾的是，以让银行更安全的名义，迫使银行降低杠杆率和缩减资产负债表的行为破坏了货币余额。这反过来又影响了公司的流动性和资产价格。这样也可以减少相对于无更高资本的资产比率情况下的支出。

美国采用了宽松的基础货币和紧缩的银行货币政策组合。确实，对于所有关于量化宽松和美联储宽松货币政策的讨论来说，不能忽视的事实是,广义美国总体货币供应量仍处于平衡状态，但有一点偏紧——这主要是由于不合时的银行资本的增加。

2017 年第 26 总第 218 期

How Bank Regulations Hinder the U.S. Recovery

Steve H. Hanke

Money matters — it's one of Milton Friedman's maxims. Since the Northern Rock bank run of 2007 — the "opening shot" of the financial crisis — the money supply, broadly measured, in the United States, Great Britain, and the Eurozone has taken a beating.

In the United States, money supply growth has rebounded somewhat. This is a positive sign, because the quantity of money and nominal gross domestic product (GDP), as well as related measures of aggregate demand, are all closely related. Indeed, if broad money growth is robust, the nominal GDP, which is composed of real and inflation components, will be robust and vice versa.

When it comes to measuring the money supply, we must heed the words of Sir John Hicks, a Nobelist and high priest of economic theory: There is nothing more important than a balance sheet.

Components of the money supply appear on a bank's balance sheet as liabilities. The money supply is simply the sum all of the deposits and various other short-term liabilities of the financial sector. On every balance sheet, the sum total of assets must equal total liabilities. In consequence, the money supply (short-term liabilities) must have either an asset or longer-term liability counterpart on the balance sheet (see the chart below).

The Balance Sheet of Monetary Financial Institutions

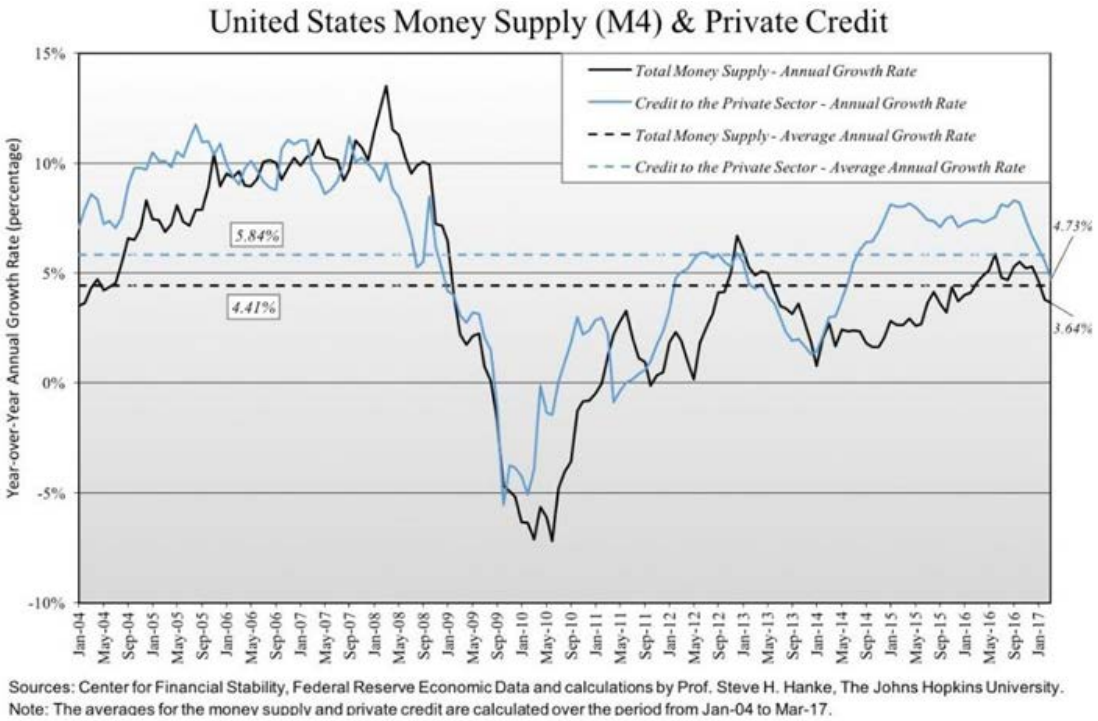
Assets	Liabilities
Credit to the Private Sector	Deposits and other Short-Term Liabilities
Credit to the Public Sector	Long-Term Liabilities
Net External Assets and Other Counterparts	

Notes: All cells highlighted in blue are credit and the cell highlighted in green is the money supply.
The non-highlighted cells are non-credit counterparts of the money supply.
The Money Supply (Deposits and other Short-Term Liabilities) = (Credit to the Private and Public Sector) + (Net External Assets+Other Counterparts) - (Longer-Term Liabilities).
Prepared by Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.

The balance sheet of monetary financial institutions.

One of these counterparts is known as credit, and it includes various financial instruments, such as private loans, mortgages, etc. Money and credit are often confused as synonyms, but they are not the same thing — credit is a counterpart to money. Any economist worth his salt should have the money supply on his dashboard. But, it is also important to look at what the financial sector is doing with these deposits — are they lending this money back out to the economy, and if so, to whom? There is one very important counterpart of the money supply that is particularly worth looking at — loans to private individuals and businesses, known as “private credit.”

In the U.S., movements in the money supply (Divisia M4) and private credit tend to move in the same direction. Since 2013, the year-over-year growth rate of the money supply, broadly measured, has started to increase (see the chart below).

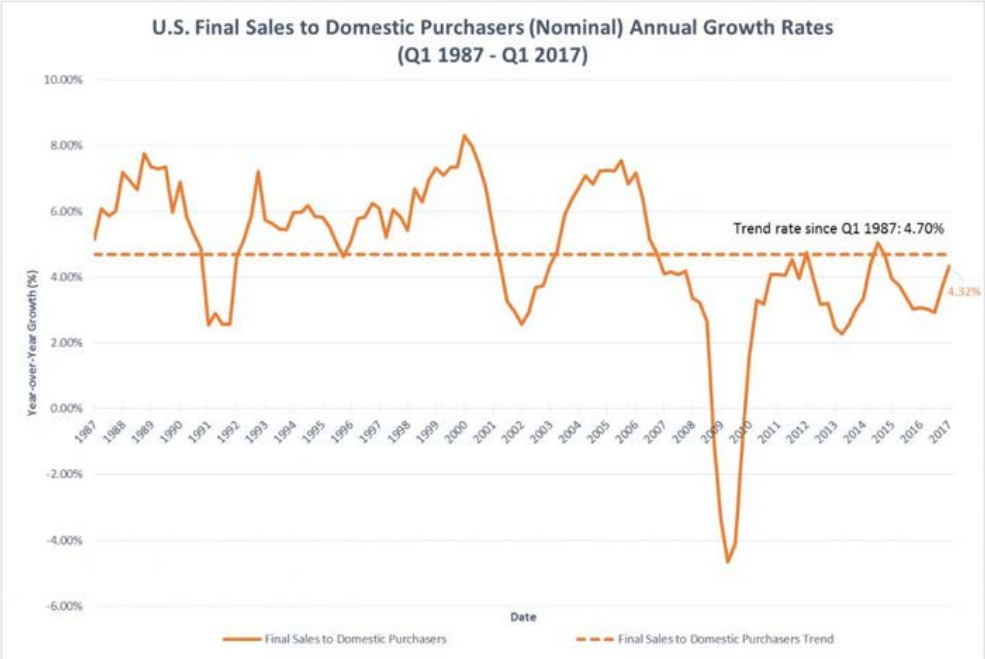


U.S. money supply (Divisia M4) and private credit.

Indeed, the Divisia M4 annual growth rate reached its trend rate of growth (4.41%) recently. But, it has subsequently slipped back and is currently a bit below the trend rate.

During this period of modest acceleration in Divisia M4 growth, the growth rate in private credit has strongly accelerated and has been comfortably above its trend rate of growth (5.84%) for most of the 2014-2017 period. So, money and credit growth look rather promising. After all, they are precursors of nominal aggregate demand growth.

This linkage between the growth rate in broad money (Divisia M4) and nominal aggregate demand (measured by the proxy final sales to domestic purchasers) can be observed in the accompanying chart. The interesting aspect of the chart is that it confirms that the U.S. is still in a growth recession — the U.S. is growing, but growing at below its trend rate when measured by final sales to domestic purchasers (4.32% versus 4.70%). This has resulted, in part, because broad money growth has been anemic, even though it has picked up the pace recently.



U.S. final sales to domestic purchasers, nominal annual growth rates.

For many, the idea of anemic money growth sounds strange. After all, the Fed turned on the money pumps in the wake of the 2008 crisis (read: engaged in quantitative easing). But, the Fed only directly controls what is known as state money, also known as the monetary base, which includes currency in circulation and bank reserves with the Fed. The vast majority of the money supply, when properly measured using a broad metric, is what is known as bank money. This is money produced by the private banking sector via deposit creation, and it includes liquid, money-like assets such as demand and savings deposits.

The Fed has indeed been quite loose when it comes to state money, with the state money portion of the total money supply, measured by M4, increasing from 5% of the total before the crisis, to 18% today. But where does the lion's share of broad money (the other 82% of the money supply) come from, if not from the central bank? It comes from commercial banks. And that is where financial regulation comes into the picture.

For some time, I have warned that higher bank capital requirements, when imposed in the middle of an economic slump, are wrong-headed (read: pro-cyclical)

because they put a squeeze on the money supply and stifle economic growth. Thus far, the result of efforts to impose these capital requirements has been financial repression — a credit crunch. This has proven to be a deadly cocktail to ingest in the middle of a slump.

In the aftermath of the financial crisis, politicians, regulators, and central bankers around the world have pointed their accusatory fingers at commercial bankers. They assert that the keys to preventing future crises are tougher regulations and more aggressive supervision, centered around higher capital requirements for banks.

This would be fine if higher capital requirements were being imposed during an economic boom, because capital hikes cause money supply growth to slow, which tends to cool down the economy. But, when capital hikes are imposed during a slump or a growth recession, they become pro-cyclical and actually make things worse. Indeed, the imposition of higher capital requirements in the wake of the financial crisis has caused banks to shrink their loan books and dramatically increase their cash and government securities positions.

For a bank, its assets (cash, loans and securities) must equal its liabilities (capital, bonds and liabilities that the bank owes to its shareholders and customers). In most countries, the bulk of a bank's liabilities (roughly 90%) are deposits. Since deposits can be used to make payments, they are "money." Accordingly, most bank liabilities are money.

To increase their capital-asset ratios, banks can either boost capital or shrink risk assets. If banks shrink their risk assets, their deposit liabilities will decline. In consequence, money balances will be destroyed.

The other way to increase a bank's capital-asset ratio is by raising new capital. This, too, destroys money. When an investor purchases newly-issued bank equity, the investor exchanges funds from a bank account for new shares. This reduces deposit liabilities in the banking system and wipes out money.

So, paradoxically, the drive to deleverage banks and to shrink their balance sheets, in the name of making banks safer, destroys money balances. This, in turn, dents company liquidity and asset prices. It also reduces spending relative to where it would have been without higher capital-asset ratios.

monetary policy mix.Yes, for all the talk of quantitative easing and the Fed's loose monetary policy, the inconvenient truth is that the overall money supply in the U.S., broadly measured, is still, on balance, somewhat tight to neutral — thanks in large part to ill-timed bank capital hikes.

The United States has employed a loose state money/tight bank money

系列四十一：入篮后日元国际化的经验[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》第十一章。

布雷顿森林体系瓦解后，伴随着浮动汇率体系的形成，国际货币体系逐渐由单极结构向多元化结构演变。随后几年时间中，日元的国际化进入了初始的朦胧阶段。1981 年，日元被纳入 SDR 五国货币篮子中，标志着日元国际化进程正式拉开序幕。

日元国际化进程是伴随着日本经济实力的崛起而逐步实现的（见图 1）。70 年代初日本就超越德国成为世界第二大经济体。80 年代更是日本经济腾飞的时代。这时期日本经济保持了高速发展并且相比较其他发行国际货币的国家，日本国内通货膨胀情况良好，物价稳定。但伴随着广场协议后日元的急剧升值，日本的经济泡沫迅速积累，房地产泡沫的磨灭进一步拖垮了日本经济，使其从 90 年代中期开始进入衰退期，随之日元国际化也宣告失败。

[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

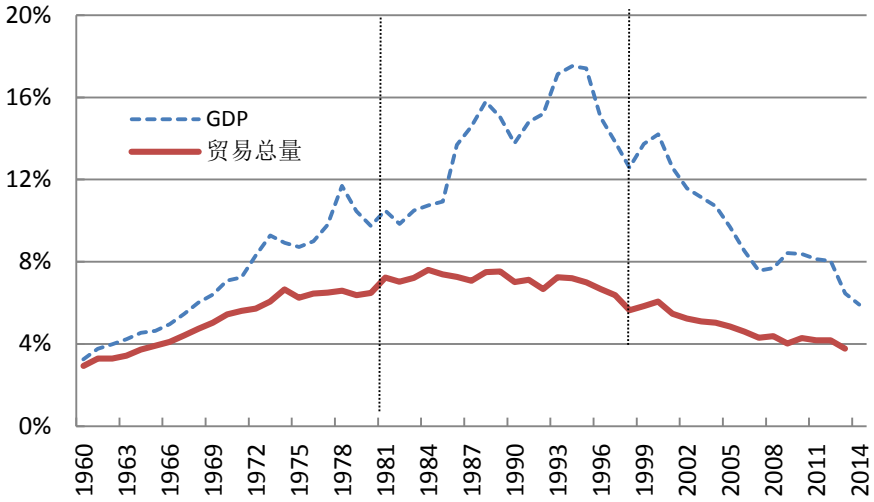


图 1 日本经济占全球经济总量的比重图

数据来源：World Bank。

以下，将从三个维度来展示加入 SDR 货币篮子后日元参与全球资产配置的历史进程，即：商品市场的跨境贸易结算，金融市场和资本市场的资金配置，以及储备资产配置。

一、加入 SDR 并未显著推进日元在商品市场跨境贸易结算中的发展

Goldberg 和 Tille（2005）从理论和实证两个方面研究了产业特征与结算货币选择之间的相互影响效应，并得出结论认为对于需求价格弹性较高的产品，在国际贸易市场中已经形成了一种单一货币计价的羊群效应，即厂商倾向于使用同竞争者相同的结算货币选择策略以最大可能地减少需求风险 1。初级产品和金融产品最大的特征就是同质性较强、产品差异化程度较低、需求价格弹性大并且都在竞争性非常强的国际贸易、金融市场中进行交易，这就必然导致了单一货币模式的产生，因为各国企业都会选择交易成本最低、使用范围最广的货币进行计价结算，久而久之就会形成单一货币的结算模式，如当前在初级市场中占据主导地位的美元。在目前的几大国际货币中，日元的国际交易媒介职能发展明显滞后。

从下表可以看出，日元在其本国进出口贸易结算中所占的比例远远低于美元、英镑、德国马克在美国、英国和德国进出口贸易结算中所占的比例。在日本的出口中，1995 年美元结算额的比重达到 52.2%，也是除了美国以外以美元结算比例最高的国家，进口贸易中美元占比更是达到 70.2%。

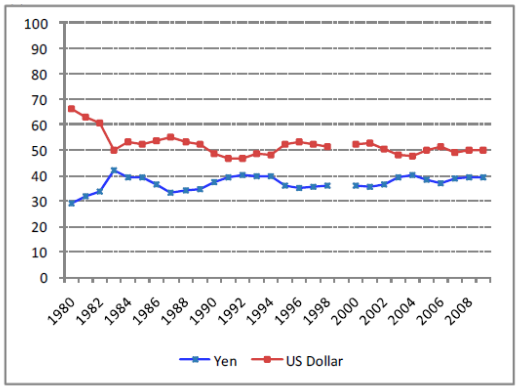
1 Goldberg，L.M.，Tille，C. Vehicle Currency Use in International Trade [R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports，No. 200，Jan，2005.

表 1 1995 年主要国际货币在相应国家贸易结算中的占比（%）

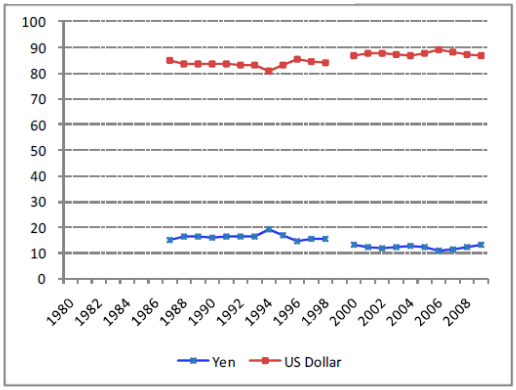
国家	美元	日元	德国马克	法郎	英镑	意大利里拉	荷兰盾	其他
出　　口								
美国	92.0	2.4	0.9	0.6	0.9	0.3	0.6	2.3
日本	52.2	36.0	2.4	0.7	1.4	0.3	0.9	5.8
德国	9.5	0.9	74.7	3.2	2.6	2.2	1.3	5.6
法国	18.6	1.0	10.5	51.7	4.2	3.1	1.5	9.4
英国	23.1	1.1	4.0	3.1	61.6	1.6	2.3	3.0
意大利	21.0	0.6	18.0	8.0	3.5	40.0	1.5	7.4
荷兰	20.6	0.6	18.5	4.5	4.1	1.5	43.8	6.4
进　　口								
美国	80.7	2.8	3.8	0.9	1.7	0.8	0.3	9.0
日本	70.2	22.7	2.7	1.0	1.3	0.8	0.3	1.0
德国	19.5	1.4	51.5	2.5	1.7	1.0	0.9	21.5
法国	23.1	1.0	10.1	48.5	2.9	3.7	1.4	9.3
英国	24.6	2.0	11.1	4.6	43.0	1.8	2.5	10.7
意大利	29.0	1.0	14.0	7.0	3.8	37.0	2.4	5.8
荷兰	25.4	1.3	17.5	2.8	3.4	1.0	42.8	5.8

数据来源：Bekx（1998）[1]。

整体出口贸易



对美国出口



对欧元区出口

对亚洲出口

[1] Bekx, P., The Implications of the Introduction of the Euro for non-EU countries [R]. Euro Papers No. 26, European Commission, 1998。

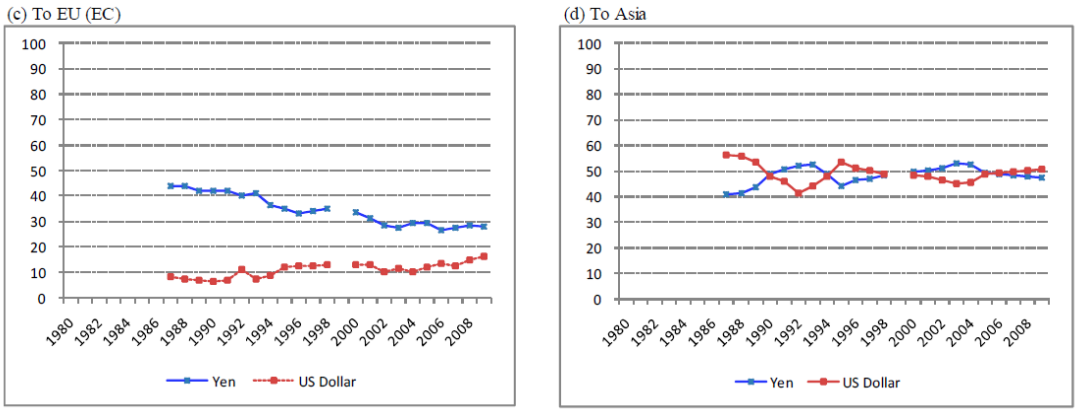


图 2 日本出口贸易中本币结算和美元结算占比发展

数据来源：Takatoshi 等（2010）[1]。

二、加入 SDR 推动日元在国际金融市场和资本市场中的发展

20世纪70年代以来，庞大的货币交易额与金融产品交易规模逐渐与物质产品的生产和流通脱钩，世界资本运动的主体也开始发生转移，世界资本也因此进入了一个崭新的时代——“虚拟资本主义”时代。金融扩张也成为20世纪70年代初以来世界经济的主要特征，虚拟经济的规模随着经济全球化的不断深入日益扩大，其与实体经济之间的位移也越来越远。虚拟经济最大的特点就是金融工具的市场价值脱离了金融工具的自身价值，金融工具的交易形成了相对独立于实体经济的运动体系，货币在虚拟经济发展的过程中起着举足轻重的作用，外汇交易和资本市场的发展也逐渐从实体经济的运行中脱离出来，并且交易规模日益扩大，对世界经济的影响力也逐渐超过了实体经济。

日元正是在这样的背景下进入了布雷顿森林体系之后的多元国际货币体制中，同德国马克、法国法郎、英镑一起成为了仅次于美元的第二梯队国际货币，1981年日元加入SDR之前，日元国际化仅处在启蒙阶段，日元在外汇市场和资本市场中的交易规模都极其有限，但是1981年日元加入SDR五国货币篮子后，日元在金融市场中的交易额显著提升，根据1989年9月美联储、英格兰银行和日本银行发布的一份调查报告中的统计数据可以看出（见表2）1981年日元加入SDR五国货币篮子后，两年后在纽约外汇市场中日元的交易规模相比较加入前上升了

[1] Takatoshi，I., Kiyotaka, S. and Junko, S., Determinants of Currency Invoicing in Japanese Exports: A Firm-Level Analysis [R]. RIETI Discussion Paper，10-E-034，June，2010。

115.7%，八年后进一步上升了147.1%。相对而言，德国马克在加入SDR五国货币篮子前后在纽约外汇市场中的交易规模表现比较稳定，加入SDR未对马克在外汇市场中的资产配置产生显著推动作用。但是从日元在东京外汇交易市场的数据可以看出，从80年代末开始，日元交易出现疲软态势，从1986年至1989年期间，日元交易规模占比从38.5%下降至36%，下降幅度为6.4%，进入90年代后，日元在全球外汇市场中的交易规模逐渐萎缩，同时东京外汇市场的交易规模占比也迅速下降，至1998年更是从1989年的15.5%下降至6.9%（见表3）。

表 2 主要外汇市场中货币交易量占总交易量比重（%）

	纽约				伦敦		东京	
	1980 年 3 月	1983 年 4 月	1986 年 3 月	1989 年 4 月	1986 年 3 月	1989 年 4 月	1986 年 3 月	1989 年 4 月
对美元交易								
马克	31.8	32.5	34.2	32.9	28.0	22.0	10.4	9.7
日元	**10.2**	**22.0**	**23.0**	**25.2**	**14.0**	**15.0**	**77.0**	**72.1**
英镑	22.7	16.6	18.6	14.6	30.0	27.0	3.0	4.3
瑞士法郎	10.1	12.2	9.7	11.8	9.0	10.0	5.6	4.4
法国法郎	6.9	4.4	3.6	3.2	4.0	4.0	0.3	0.2
其他	18.3	12.1	10.9	12.3	12.0	13.0	3.7	3.2
交叉货币交易	-	0.2	-	-	3.0	9.0	-	6.1

数据来源：BIS[1]、Tavlas 和 Ozeki（1992）。

表 3 日元交易及东京外汇市场交易占全球外汇交易的比重（%）

	1970	1975	1989	1992	1995	1998	2001	2004
日元交易	0.0	0.5	13.5	11.7	12.1	10.1	11.4	10.1
东京外汇市场交易	-	-	15.5	11.2	10.2	6.9	9.1	8.2

数据来源：BIS、Takagi（2009）[2]。

[1] BIS，外汇市场和衍生品市场活动的央行调查报告，1990-2005。

[2] Takagi，S., Internationalising the Yen,1984-2003: Unfinished Agenda or Mission Impossible? , prepared for BIS/BoK seminar on Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the

从表 4 可以看出，加入 SDR 五国货币篮子后，日元资产在国际债券市场中也出现了一轮快速发展，1975 年国际债券市场中日元资产占比仅为 0.4%，但 1981 年该比重已经变为 6.6%（见图 3），这期间日元债券的快速发展一方面得益于日本经济的快速发展和日元国际化水平的提高，一方面也是由于日本国内股票市场持续低迷给企业融资造成了很大困难，迫使企业去海外寻求融资空间，大量日元债券的投资者都为日本企业的海外分公司。此外，从表 5 可以看出，虽然日元加入 SDR 五国货币篮子显著推动了日元债券的发展，但是相对而言，欧洲日元债券的发行增长更快，1980 年至 1984 年，非居民发行的欧洲日元债券规模上升了 3 倍多。但是日元在债券市场中的发展在 90 年代中后期开始迅速衰退，至 1997 年时国际债券发行中日元占比已经不足 5%。

表 4 国际债券发行中各货币占比（%）

	1975	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
美元	50.6	42.7	54.0	53.9	38.8	41.2	52.0	37.9	28.5
日元	**0.4**	**4.8**	**9.1**	**10.4**	**13.7**	**8.4**	**8.3**	**13.3**	**12.6**
英镑	0.2	3.0	4.0	4.6	7.8	9.4	7.1	8.6	9.1
瑞士法郎	17.1	19.5	11.3	10.7	12.9	11.1	7.5	9.4	7.3
马克	16.4	21.9	8.5	8.0	8.0	10.1	6.3	7.4	7.1
ECU	-	-	5.2	3.4	4.0	4.9	4.9	8.1	11.1
其他	15.3	8.1	7.9	9.0	14.8	14.9	13.9	15.3	24.3

数据来源：BIS、OECD。

表 5 欧洲日元债券和武士债券发行情况（十亿日元）

发行主体	1980	1984	1985	1986	1987	1988	1989
欧洲日元债券							
非居民	55	227	1446	2551	2994	2213	3558
居民	-	-	140	442	555	127	-
武士债券							
公共部门	261	915	1115	590	420	635	926
私人部门	-	199	157	195	78	162	74

数据来源：Nomura Research Institute、Ministry of Finance,Japan。

数据来源：BIS、OECD。

Future in Asia and the Pacific, Seoul, 19-20 March 2009。

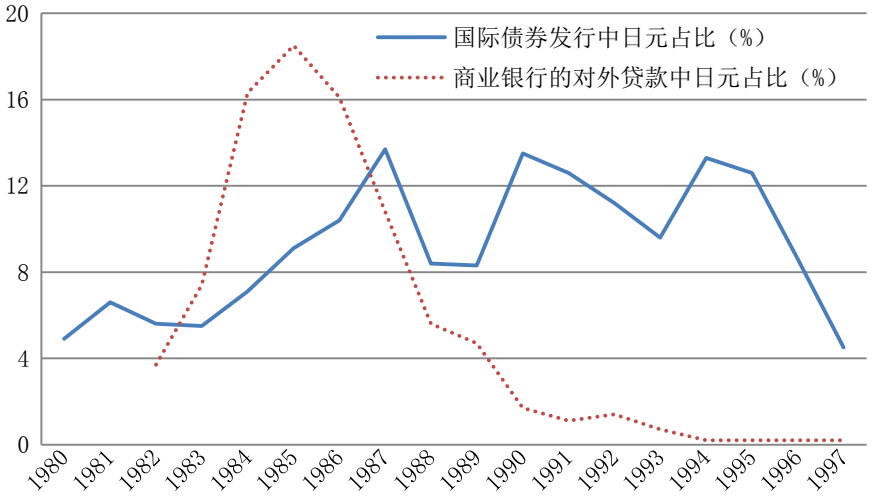


图 3 日元参与全球金融资产配置发展演变

数据来源：OECD[1]。

70 年代的国际贷款几乎都是美元，日元所占比重微乎其微，进入 80 年代后日元贷款规模迅速攀升，尤其是在东亚国家的外部贷款中，日元在韩国、泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾等五国对外贷款总额中的所占比重从 1980 年的 19.5%上升至 1990 年末的 37.9%（见表 6），虽然这个时期处于日本商业银行的海外扩张期，而且 1985 年广场协议的实施导致日元对美元快速升值和日元资产规模的膨胀，但日元 1981 年加入 SDR 五国货币篮子所带来的积极效应是不可忽视的，市场对日元需求的上升带动日元在全球资产配置中份额的不断提升，但是这个趋势也没有延续太久，80 年代后期开始日元贷款迅速缩水，至 1997 年，日元贷款在全球商业银行对外贷款中所占的比重已经下降到 0.2%。

表 6 日元和美元在东亚主要国家对外贷款中的权重分配（%）

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
印度尼西亚											
日元	20.0	19.3	21.0	23.3	25.0	31.7	33.9	39.4	39.3	35.2	39.3
美元	43.5	44.4	43.1	42.3	41.4	30.7	26.0	19.2	18.5	19.5	18.5
韩国											
日元	**16.6**	**14.1**	**12.3**	**12.5**	**12.8**	**16.7**	**22.0**	**27.2**	**29.5**	**26.6**	**29.5**
美元	53.5	60.2	63.7	64.4	66.0	60.3	49.4	33.8	32.4	35.1	32.4
马来西亚											
日元	**19.0**	**16.9**	**13.3**	**14.2**	**21.2**	**26.4**	**30.4**	**35.7**	**37.1**	**36.6**	**37.1**

[1] OECD，Financial Market Trends，Various Issues，1981-1998。

美元	38.0	51.5	62.3	65.8	61.5	50.6	45.0	36.3	35.6	34.2	35.6
					菲律宾						
日元	**22.0**	**20.6**	**19.2**	**20.0**	**20.0**	**24.9**	**25.5**	**35.2**	**40.5**	**32.6**	**40.5**
美元	51.6	51.1	53.9	51.2	52.7	47.8	48.1	42.4	34.7	36.9	34.7
					泰国						
日元	**25.5**	**23.2**	**24.0**	**27.3**	**29.2**	**36.1**	**39.9**	**43.1**	**43.5**	**40.9**	**43.5**
美元	39.7	40.5	38.0	32.5	29.9	25.5	20.6	17.8	20.8	23.6	20.8
					均值						
日元	**19.5**	**17.8**	**17.2**	**18.5**	**20.3**	**25.8**	**29.3**	**36.0**	**37.9**	**35.7**	**37.9**
美元	47.3	51.3	53.4	53.2	52.9	44.7	38.5	29.0	27.0	28.1	27.0

数据来源：World Bank、Tavlas 和 Ozeki（1992）。

三、加入 SDR 显著提升日元在国际储备资产中的配置

相比较交易媒介职能和金融市场计价职能，日元的价值贮藏职能在其加入SDR五国货币篮子后体现地更加明显，由表7可以看出，1980年之前日元在全球外汇储备中所占份额几乎为零，1980年到1991年是日元国际储备职能发展最迅速的阶段，在1991年日元在全球外汇储备中的所占份额达到8.5%，在亚洲国家的外汇储备资产中日元规模的扩展更加迅速，尤其是广场协议之后，日元在亚洲国家外汇储备中的份额一度达到30%，这一方面是由于亚洲国家的对外贸易过分依赖日本市场；一方面是由于广场协议后日元的快速升值迫使亚洲国家日元债务负担增加，出于规避外汇风险的考虑它们不得不增加日元外汇储备资产的配置。进入90年代后，随着日本经济进入“失去的十年”，日元进入SDR五国货币篮子所带来的积极效应逐渐消失，日元在全球外汇储备资产中的地位开始下降，目前日元资产在全球外汇储备中所占份额已经缩水至不足4%，且低于英镑（见图4）。

表 7 全球外汇储备中的货币资产配置结构（%）

	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
						全　　球							
美元	77.2	79.5	68.6	71.5	70.5	71.4	70.1	64.9	67.1	67.2	64.9	60.3	56.4
日元	0.0	0.5	4.4	4.2	4.7	5.0	5.8	8.0	7.9	7.0	7.1	7.3	8.0
马克	1.9	6.3	14.9	12.3	12.4	11.8	12.7	15.2	14.6	14.4	15.7	19.1	19.7
英镑	10.4	3.9	2.9	2.1	2.3	2.5	2.9	3.0	2.6	2.4	2.8	2.7	3.2

法国法郎	1.1	1.2	1.7	1.3	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	1.0	1.4	2.1
瑞士法郎	0.7	1.6	3.2	2.7	2.7	2.4	2.0	2.3	2.0	2.0	1.9	1.5	1.5
其他	8.7	7.0	4.3	5.9	6.4	6.1	5.7	5.7	5.0	6.2	6.6	7.7	9.1
						亚 洲							
美元	-	-	48.6	54.4	53.2	55.7	58.2	44.8	48.4	41.2	46.7	56.4	62.7
日元	**-**	**-**	**13.9**	**15.5**	**17.6**	**15.5**	**16.3**	**26.9**	**22.8**	**30.0**	**26.7**	**17.5**	**17.1**
马克	-	-	20.6	18.9	17.6	16.7	14.6	16.4	16.7	16.7	17.4	15.2	14.2
英镑	-	-	3.0	2.5	2.7	2.9	3.5	4.1	3.6	3.9	4.2	6.4	4.9
法国法郎	-	-	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6	0.9	1.1	1.0	0.5	0.5	0.2
瑞士法郎	-	-	10.6	5.1	5.6	6.6	4.9	4.9	5.1	5.7	3.4	3.0	0.5
其他	-	-	2.7	3.0	2.6	1.8	1.9	2.0	2.3	1.5	1.1	1.0	0.4

数据来源：IMF[1]。

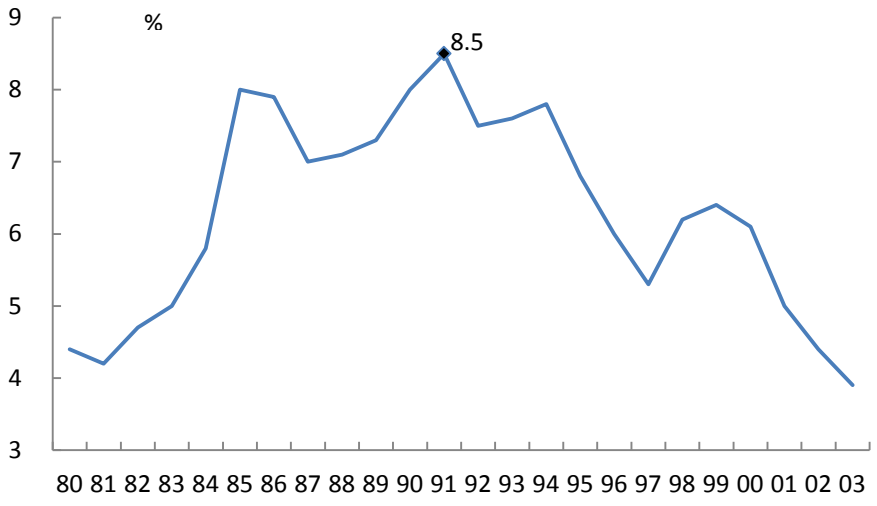
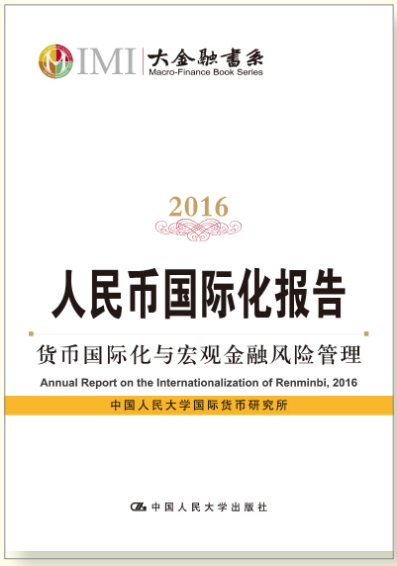


图 4 日元在全球外汇储备资产中的占比

数据来源：IMF 年报。

[1] IMF，Annual Report，1990。

《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，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。

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

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载