

【“2017年秋季货币金融圆桌会议”专题】

百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行

王忠民：以信用为基础的金融科技有助于普惠的实现

王永利：金融科技与银行转型

李文红：关于金融科技发展与监管的思考与建议

赵昌文：商业银行的构成与服务需要较大转变

【海外之声】

Elliot Hentov：全球人民币增长的测算

Herbert Poenisch：为未来能源融资——如何从绿色投资中
赚钱

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列十五：国际金融交易功能与货币国际化：理论和现实分析

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然 原新宇

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峯

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



百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行

浙江大学互联网金融研究院（AIF） 携手
中国人民大学国际货币研究所（IMI） 共同发布

编者按：

9月23日，由中国人民大学国际货币研究所主办的“货币金融圆桌会议·2017秋”在人民大学隆重举行。本次会议的主题为“金融科技与银行转型”。全国社会保障基金理事会副理事长王忠民，国家外汇管理局原副局长魏本华，中国银行业监督管理委员会业务创新监管协作部主任李文红，国务院发展研究中心产业经济研究部部长、专家咨询委员会委员赵昌文，厦门国际金融技术有限公司董事长曹彤，中国银行原副行长王永利，中国投资有限责任公司首席风险官赵海英，中拉合作基金首席风险官范希文，香港大学教授及香港国际金融学会会长肖耿，中银香港首席经济学家鄂志寰，神华集团董事会秘书黄清，中国银行国际金融研究所所长陈卫东，中央财经大学中国银行业研究中心主任郭田勇，上海华瑞银行副行长兼首席信息官孙中东，中国光大银行信息科技部总经理李璠，以及中国人民大学财政金融学院院长庄毓敏、信用管理研究中心执行主任关伟，中国人民大学国际货币研究所所长张杰、副所长宋科，中国人民大学国际货币研究所特约研究员王佐置、苏治等专家学者出席会议并发表精彩演讲。会议由中国人民大学国际货币研究所执行所长、浙江大学互联网金融研究院院长贵圣林主持。

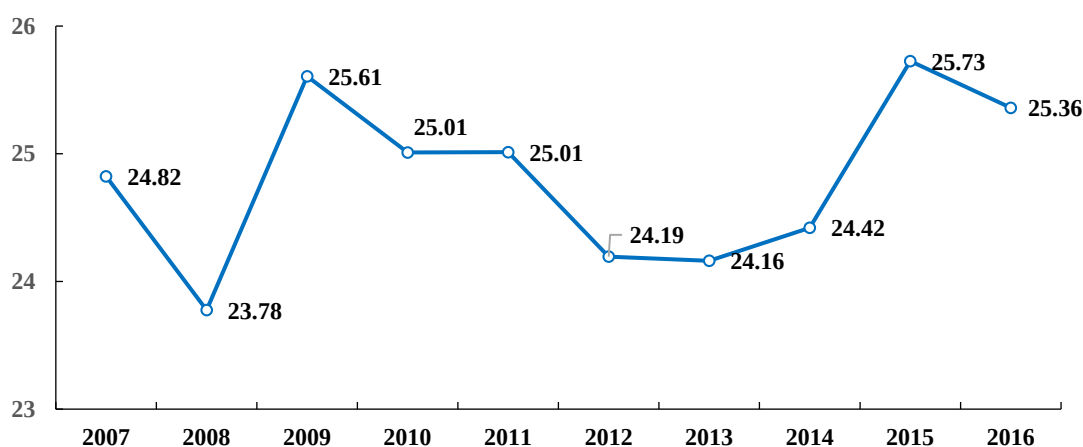
以下为发布稿摘要：

2016年，世界经济缓慢复苏，各国政策不确定性加大，中国经济缓中趋稳，供给侧改革初步推进，“一带一路”倡议、金砖国家合作机制逐步深化。在此背景下，浙江大学互联网金融研究院金融国际化工作室推出了“银行国际化系列报告”的第三期成果——《百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行》。与前两期报告相比，本期报告的银行国际化指数（BII，Bank Internationalization Index）评分体系更加简洁，以境外资产积累、境外经营成果和全球布局等直接反映银行国际化水平的三大指标作为一级指标，用于BII评分的得出，并设置相应二级指标，在行文分析中进行详细解读。全篇报告对国际银行业的分析拓展至全球非系统重要性跨国银行，从中资银行的国际化到对标国际一流的新高度，再到放眼全球的

多维度视角，希望对全球银行的国际化现状进行展现与分析，进而挖掘银行业国际发展的因缘与意义，提供合理的国际化策略。

全球银行业的国际化

本期报告选取了 49 家全球银行参与 BII 测评，既包含资产规模庞大的跨国银行、也囊括初步落子海外的中小型股份制银行，从欧美至亚非，涵盖范围广泛，BII 变动也颇能展现近十年全球银行业的国际化水平波动情况。

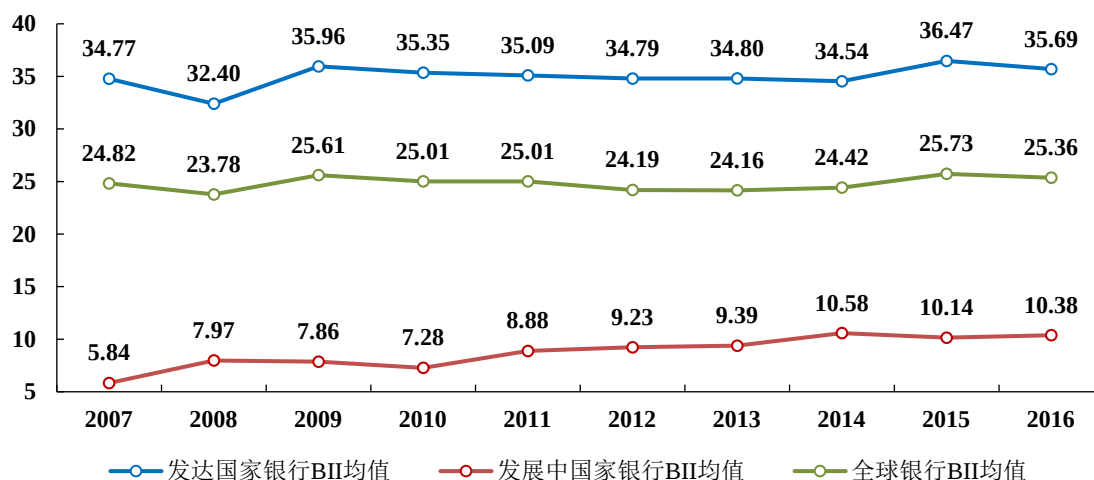


注：图中数据为全球银行 BII 均值

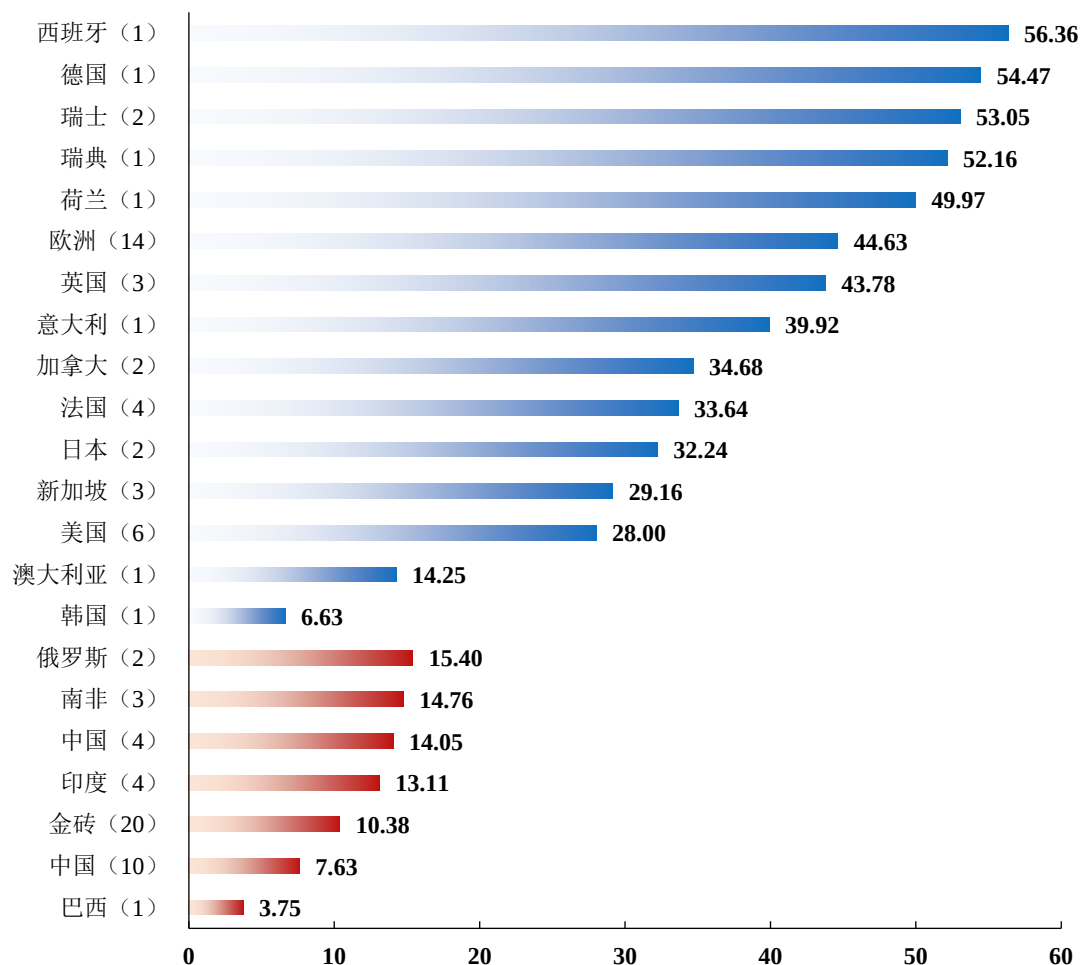
全球银行业 BII 分值近十年均在 23~26 间波动，自 2009 年金融危机影响逐渐显现并蔓延以来，国际化水平有所下降，近两年逐步回升。本报告 BII 分值以境外资产积累、境外经营成果、全球布局情况综合而成，欧美国家跨国银行多在 20 世纪 80 年代全球国际化浪潮澎湃之时大规模开展跨国活动，进入 21 世纪国际化水平趋稳，且受到近年全球经济低迷的影响国际化战略有所调整或收敛；新兴经济体正蓬勃发展，银行的跨国经营正处于探索阶段，有上升趋势却也易受全球经济环境的影响而出现较大波动。两者综合，使得国际银行业的国际化水平多在中等区域徘徊并随全球经济起伏而波动。

发达国家与发展中国家银行国际化差异明显

参与 BII 评分的发达国家银行共 29 家，来自 14 个国家，发展中国家银行共 20 家，来自 5 个国家。



发达国家银行和发展中国家银行国际化水平有显著差距，发达国家银行 BII 分值基本是发展中国家银行的 4 倍，但差距在逐年收窄。根据 BII 测评体系，发达国家银行得分始终在 30 分以上，发展中国家银行 BII 分值近三年刚刚超过 10 分。从国际化水平来看，发达国家银行国际化探索早、水平高，短期内不会被发展中国家银行超越；从国际化发展来看，发达国家银行 BII 基本持平不变，发展中国家银行 BII 持续攀升，反映了近十年来不断扩大的国际化脚步。



注：图中蓝色柱为发达国家银行 2016 年 BII 均值，红色柱为发展中国家银行 2016 年 BII 均值。纵轴各国/地区/组织名称后数字表示参评银行数目，其中“中国（4）”代表中国四大行 BII 均值，“中国（10）”代表中国全部 10 家参评银行 BII 均值。

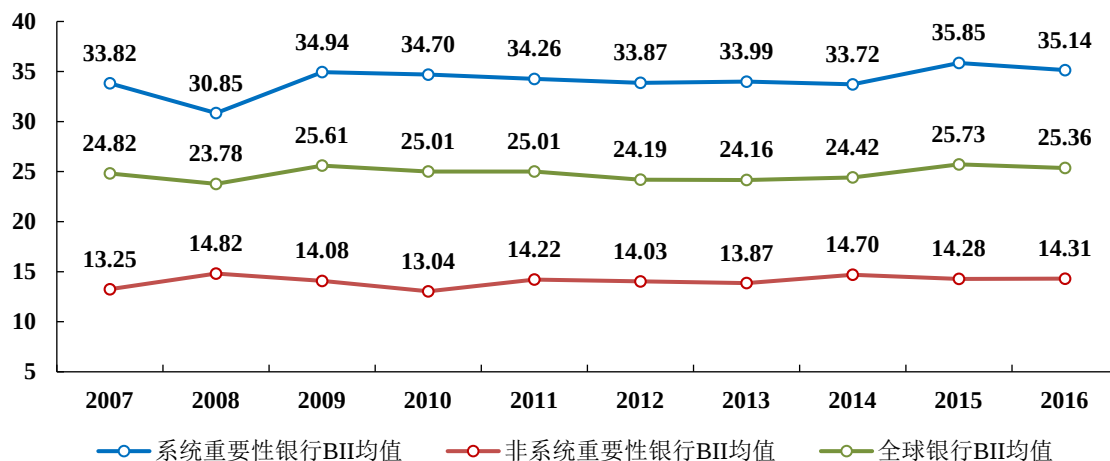
发达国家银行中以欧洲银行业国际化水平为最，发展中国家银行国际化水平相距较近，金砖国家平均 BII 分值达 10.38。欧洲银行业 2016 年平均 BII 为 44.63，显著高于世界其他地区，优异的国际化表现得益于欧洲各国紧密的地理与经济联系，以及早期银行业的先发优势。发展中国家银行来自巴西 1 家、俄罗斯 2 家、印度 4 家、中国 10 家、南非 3 家，除中国选取了 5 家大型商业银行与 5 家股份制银行外，其余 4 个国家均选择了当地规模名列前茅的商业银行，各国大银行国际化水平相近，表现尚佳。

系统重要性银行引领全球银行业国际化发展

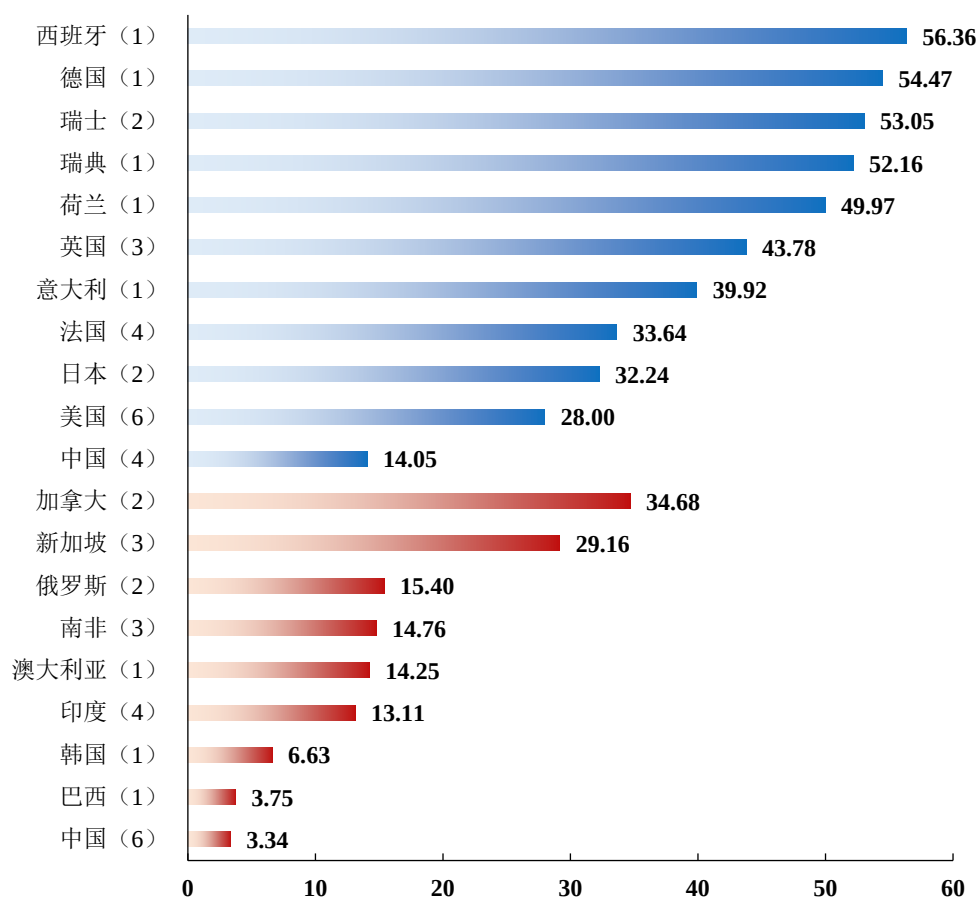
参与 BII 评分的系统重要性银行共 26 家，来自 11 个国家，非系统重要性银



行共 23 家，来自 9 个国家，其中，中国有 4 家银行属于系统重要性银行、6 家银行属于非系统重要性银行。



系统重要性银行国际化水平始终居于高位，十年来 BII 分值大多维持在非系统重要性银行的 2.5 倍左右。系统重要性银行中除中国的 4 家银行外，均来自发达国家且国际影响力深远，悠久的国际化历史奠定了这些银行较高的国际化水平。而在本期报告中，非系统重要性银行里亦有来自发达国家的跨国银行，它们虽未进入 G-SIBs 名单，国际发展却依然可观，因而平均水平相比发展中国家银行仍高出 0.5~1 倍，但国际化上升趋势不甚明显。



注：图中蓝色柱为系统重要性银行 2016 年 BII 均值，红色柱为非系统重要性银行 2016 年 BII 均值。纵轴各国名称后数字表示参评银行数目，其中“中国（4）”代表中国四大行 BII 均值，“中国（6）”代表中国非系统重要性 6 家参评银行 BII 均值。

系统重要性银行中，西班牙（西班牙国际银行）国际化表现优异，德国、瑞士、瑞典、荷兰 4 国银行 BII 分值超过英美两国，非系统重要性银行中，加拿大、新加坡银行国际化水平最佳。中资银行是唯一进入系统重要性银行的发展中国家银行，虽然全球影响力较其他发展中国家银行获得了更进一步地认可，但中资银行的 BII 平均分距离其他发达国家银行尚有不小差距，仅为前一名美国 6 家银行平均 BII 的一半。非系统重要性银行中，加拿大与新加坡银行的 BII 表现显著地优于其他国家银行，接近第三位俄罗斯两家银行 BII 均值的 2 倍。此情况，于加拿大银行业而言，这与其在欧美的广泛布局与深入发展有关；于新加坡银行业而言，是其亚洲业务卓有成效的表现。

不同类型银行 2016 年 BII 排名（节选）



BII 排名	全球银行		系统重要性银行		非系统重要性银行	
1	渣打银行	67.46	渣打银行	67.46	加拿大丰业银行	39.01
2	西班牙国际银行	56.36	西班牙国际银行	56.36	华侨银行	31.82
3	汇丰集团	55.37	汇丰集团	55.37	蒙特利尔银行	30.35
4	瑞士联合银行	54.71	瑞士联合银行	54.71	大华银行	30.03
5	德意志银行	54.47	德意志银行	54.47	星展银行	25.61
6	瑞典北欧联合银行	52.16	瑞典北欧联合银行	52.16	南非标准银行	20.62
7	花旗集团	51.77	花旗集团	51.77	巴罗达银行	18.14
8	瑞士瑞信银行	51.38	瑞士瑞信银行	51.38	俄外贸银行	17.45
9	荷兰国际集团	49.97	荷兰国际集团	49.97	印度银行	15.18
10	法国兴业银行	42.93	法国兴业银行	42.93	澳大利亚联邦银行	14.25
BII 排名	发达国家银行		发展中国家银行		中资银行	
1	渣打银行	67.46	中国银行	26.62	中国银行	26.62
2	西班牙国际银行	56.36	南非标准银行	20.62	中国工商银行	15.96
3	汇丰集团	55.37	巴罗达银行	18.14	中国建设银行	8.25
4	瑞士联合银行	54.71	俄外贸银行	17.45	交通银行	8.12
5	德意志银行	54.47	中国工商银行	15.96	中国农业银行	5.37
6	瑞典北欧联合银行	52.16	印度银行	15.18	中信银行	3.92
7	花旗集团	51.77	俄储蓄银行	13.35	上海浦东发展银行	2.95
8	瑞士瑞信银行	51.38	南非莱利银行	12.17	招商银行	2.63
9	荷兰国际集团	49.97	第一兰特银行	11.51	光大银行	1.43
10	法国兴业银行	42.93	印度国家银行	11.46	广发银行	1.01

注：花旗集团、加拿大丰业银行、俄外贸银行、俄储蓄银行 2016 年数据有缺失，但其前几年数据较全，本表对其 BII 值进行了合理预测。

2016 年全球银行 BII 分值前十名均为发达国家银行与系统重要性银行，且基本来自欧洲地区；发展中国家 BII 前十名中印度、南非各有 3 家，中国、俄罗斯各有 2 家。拓展至全球 BII 前 20 名银行，均为发达国家银行：其中，法国占有三家，英国、美国、日本、加拿大、新加坡各占有两家。发展中国家在前 50% 的排名（即前 25 名）中仅有中国银行一家占据第 21 位，南非标准银行、巴罗达银行、俄外贸银行、中国工商银行则进入了排名前 30 位，除中国银行与南非标准银行外，其余发展中国家银行 2016 年 BII 分值均在 20 以下。

【附件一】

全球银行 2016 年 BII 排名

BII 排名	银行名称	国家	2016 年 BII
1	渣打银行 Standard Chartered	英国	67.46
2	西班牙国际银行 Santander	西班牙	56.36
3	汇丰银行 HSBC	英国	55.37
4	瑞士联合银行 UBS	瑞士	54.71
5	德意志银行 Deutsche Bank	德国	54.47
6	瑞典北欧联合银行 Nordea	瑞典	52.16
7	花旗集团 Citigroup	美国	51.77
8	瑞士瑞信银行 Credit Suisse	瑞士	51.38
9	荷兰国际集团 ING Bank	荷兰	49.97
10	法国兴业银行 Société Générale	法国	42.93
11	法国巴黎银行 BNP Paribas	法国	40.18
12	联合信贷集团 Unicredit Group	意大利	39.92
13	加拿大丰业银行 Scotiabank	加拿大	39.01
14	三菱东京日联银行 Mitsubishi UFJ FG	日本	36.69
15	华侨银行 Oversea-Chinese Banking Corporation	新加坡	31.82
16	高盛集团 Goldman Sachs	美国	31.59
17	法国农业信贷银行 Groupe Crédit Agricole	法国	31.07
18	蒙特利尔银行 Bank of Montreal	加拿大	30.35
19	大华银行 United Overseas Bank	新加坡	30.03
20	日本瑞穗金融集团 Mizuho FG	日本	27.79
21	中国银行 Bank of China	中国	26.62
22	摩根大通 JP Morgan Chase	美国	25.95
23	星展银行 Development Bank of Singapore	新加坡	25.61
24	摩根士丹利 Morgan Stanley	美国	23.00
25	纽约梅隆银行 Bank of New York Mellon	美国	20.63
26	南非标准银行 The Standard Bank of South Africa	南非	20.62
27	法国 BPCE 银行集团 Groupe BPCE	法国	20.39
28	巴罗达银行 Bank of Baroda	印度	18.14
29	俄外贸银行 Vneshtorbank	俄罗斯	17.45



2017 年第 46 期总第 238 期

30	中国工商银行 Industrial and Commercial Bank of China	中国	15.96
31	印度银行 Bank of India	印度	15.18
32	美国银行 Bank of America	美国	15.08
33	澳大利亚联邦银行 Commonwealth Bank of Australia	澳大利亚	14.25
34	俄储蓄银行 Sberbank	俄罗斯	13.35
35	南非莱利银行 Nedbank	南非	12.17
36	第一兰特银行 FirstRand	南非	11.51
37	印度国家银行 State Bank of India	印度	11.46
38	苏格兰皇家银行 Royal Bank of Scotland	英国	8.51
39	中国建设银行 China Construction Bank	中国	8.25
40	交通银行 Bank of Communications	中国	8.12
41	旁遮普国家银行 Punjab National Bank	印度	7.65
42	新韩银行 Shinhan Bank	韩国	6.63
43	中国农业银行 Agricultural Bank of China	中国	5.37
44	中信银行 China Citic Bank	中国	3.92
45	布拉德斯科银行 Bradesco	巴西	3.75
46	上海浦东发展银行 SPD Bank	中国	2.95
47	招商银行 China Merchants Bank	中国	2.63
48	光大银行 China Everbright Bank	中国	1.43
49	广发银行 China Guangfa Bank	中国	1.01

注：花旗集团、摩根士丹利、纽约梅隆银行、加拿大丰业银行、俄外贸银行、俄储蓄银行 2016 年数据有缺失，但其前几年数据较全，本表对其 BII 值进行了合理预测。

【附件二】：

研究与专家团队

研究团队：

贲圣林 浙江大学互联网金融研究院院长
中国人民大学国际货币研究所执行所长
俞洁芳 浙江大学经济学院金融系副主任
顾 月 浙江大学管理学院博士研究生
王艺林 浙江大学经济学院硕士研究生
李格格 浙江大学经济学院硕士研究生
张竞文 浙江大学经济学院学生
王予祺 浙江大学公共管理学院学生
杨一帆 浙江大学人文学院学生

专家咨询委员会（姓氏拼音序）：

曹 彤 厦门国际金融资产交易中心董事长
陈卫东 中国银行国际金融研究所所长
段国圣 泰康集团执行副总裁、首席投资官
鄂志寰 中银香港首席经济学家
傅安平 中国人保寿险公司总裁
黄 清 神华集团董事会秘书
焦瑾璞 上海黄金交易所理事长
金雪军 浙江大学公共政策研究院执行院长
金 煜 上海银行董事长
刘 珺 中国投资有限责任公司副总经理
刘青松 中国证监会河南监管局原局长
王维安 浙江大学金融研究所所长
王晓川 亚特兰蒂斯集团总经理
王永利 乐视金融总裁
向松祚 中国人民大学国际货币研究所副所长



杨再平 亚洲金融合作协会秘书长、中国银行业协会原专职副主席

张立钧 普华永道大中华区金融行业主管合伙人

张晓朴 中央财经领导小组办公室宏观局副局长

赵昌文 国务院发展研究中心产业经济部部长

赵海英 中国投资有限公司首席风险官

赵锡军 中国人民大学财政金融学院副院长

周道许 华融国际信托有限责任公司董事长

周尚志 中国出口信用保险公司大客户部总经理

庄毓敏 中国人民大学财政金融学院院长

专家咨询委员会秘书长：

俞洁芳 浙江大学经济学院金融系副主任

宋 科 中国人民大学国际货币研究所副所长

合作机构：

浙江大学互联网与创新金融研究中心（CIFI）

浙江大学金融研究所（IFR）

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

【附件三】

合作机构介绍

浙江大学互联网与创新金融研究中心（CIFI）

浙江大学互联网与创新金融研究中心（CIFI）是浙江大学管理学院院级研究中心和浙江大学互联网金融研究院的重要组成部分，致力于创新与创业金融、互联网金融与资本市场、供应链金融、互联网金融与商业模式创新、互联网金融与科技金融等研究。中心成立以来先后建立了 19 个学术工作室，以专业方向为核心导向，聚集了来自海内外的二十余位专家学者以及业界领袖的加入。目前，CIFI 研究团队开展研究项目 45 个，出版书籍 2 本（6 本即将出版），发布 14 篇具有高影响力的文章，开展政企调研活动 17 次，完成 13 份调研报告。

媒体合作联系

联系人：蔡东珍 86-571-88208901

邮箱：zjuaif@zju.edu.cn

地址：浙江大学紫金港校区行政楼（管理学院大楼）705 室，310058

浙江大学金融研究所（IFR）

浙江大学金融研究所（IFR）成立于 1999 年 12 月，是专注于研究宏观金融理论与政策、金融市场与资产配置、公司金融与风险管理、商业银行与小微金融的非营利性学术研究机构 and 金融专业智库。2000 年以来出版学术著作教材 12 部，发表各类学术论文 200 余篇（其中国际重要期刊与国内一级以上期刊 30 多篇），完成国家级省部级等课题研究 12 项，各类课题研究经费 800 多万元，获省部级各类成果奖 10 多项。本所十分注重理论与实践的结合，“知行合一”可谓本所一大特色，与国内外研究机构和国内大多数金融机构建有研究合作与联系。

媒体合作联系

联系人：顾月 0571-87951614

邮箱：11720043@zju.edu.cn

地址：浙江大学玉泉校区外经贸楼 417 室，310027

中国人民大学国际货币研究所（IMI）



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、咨政启民以及培养“能够在东西方两个文化平台上自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

媒体合作联系

联系人：朱霜霜 010-62516755

邮箱：imi@ruc.edu.cn

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872

以信用为基础的金融科技有助于普惠的实现

王忠民¹

编者按：

王忠民先生在演讲中提到金融科技正处于快速扩张的阶段，但更应注重金融的本质。他从货币的本源讲起，提出了金融科技最有价值的发展道路。

以下为演讲摘要：

一、引言

我们在探讨金融科技和银行转型的时候，都是把金融和科技作为一个争取新的盈利通道、业务方式和成长空间的工具。大数据时代的来临，尤其是数字化时代的来临，使得银行由原来的线下业务，转变为线上线下业务同时进行，银行因此而称自己为数字化银行，甚至是智能银行，这样就把新科技带来的所有场景全部都放到银行原有业务和新开发的业务当中来。国有银行这样做的目的是利用新科技在与小银行的竞争中占据优势地位，四大国有银行的盈利模式和垄断性决定了其在金融科技方面的投入一定会超过其他银行，而拥有最大云端客户群体的工商银行又在四大国有银行中占据了优势。

二、金融科技企业的监管

小银行由于缺乏竞争优势而转向投资业务，开展涉及所有消费端口的消费金融业务。小银行为了去中介化，在双创环节中鼓励中小企业开展消费金融业务，称自己为直销银行，甚至直接称为科技而不是银行。例如蚂蚁刚开始的名字叫蚂蚁金服，后来直接叫蚂蚁科技。科技能穿透和抵达的金融业务他们都可以做，把科技本身、科技的应用场景和包括大数据、云计算、区块链在内的应用模式都应用到金融业务中，而且目前都是用这个方法去穿透金融业务的。蚂蚁科技最初只让做消费端口，每笔支付有一定的限额，后来开发了理财产品余额宝从而进入了

¹ 王忠民，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、全国社会保障基金理事会副理事长



货币市场。虽然余额宝上限是每个人十万，但是一个十万、两个十万，最终也能达到一百万甚至更多，有人在余额宝打理了一百万以上。把钱数字化后，名字是什么不重要，无非是用技术解决规模的问题。

在这个竞争的过程中也产生了一些争吵和矛盾，最大的冲突就是监管部门认为，应当对开展银行业务的企业当银行对待，提出他们要有存款准备金等要求，将银行所有的监管措施都施加到这种企业上，这对所有以现金管理为端口的银行都是有压力的，至少会导致盈利水平大幅下跌。而企业认为把他们当银行监管必须要将对银行所有可以进入的资金渠道也要对他们开放，这就意味着机构业务、政府业务、社保业务等企业都能进入，企业就相当于没有发牌照的银行。如果这样的话，原来科技注入的那些因素当中产生的效率替代了银行多少，没有用银行的监管办法时企业的替代率比较高，采用银行监管后虽然替代率有所下降但还是高于银行的替代率。如果引入新的大量的资金流和资金业务进来，就可以从规模扩张中的效率产生大量的业务替代，这就是我们最担心的一种情况。

三、金融科技与普惠

今天我们看来，科技以及科技背后的金融成为了大家竞争以抢占市场、渠道和逻辑的一种工具和方法，科技如果能渗透到一切渠道当中，效率高就可以分享，而互联网在效率高的时候可以赋能，因为他的用户多。对于国有银行而言，银行业务效率提高后，消费者并不会增加多少，但是当手机变移动支付时，移动支付上面的钱不存进银行就有利息收入，而且还比银行利息高，这就是以科技为手段抢占市场。以最快的速度获得流量，然后再从无限的维度去延伸，而且延伸的更快更多，用分享赋能的方式不断拓展，最后就发展成了一个生态公司，而且监管部门还不能轻易关掉这个公司，即使监管部门出台某种政策，还有考虑到市场是否允许。

这个场景背后的逻辑是，金融是干什么的？这个问题中的基础的是银行是干什么的，再基础一点就是人民银行是干什么的，而所有问题都集中到一点，那就是信用。把全中国过去、现在和未来的人的劳动和财富积聚的产物货币化之后变成一个信用背后的平台，在过去不论是货币、资本、还是债权，都必须以资本的

形式存在；而现在工作和资本获得的回报，都是货币化的产物，这个货币背后是所有货币的信用场景，货币化打通了你我他在时间、空间上的隔阂，而货币化的背后就是所有的一切都基于信用。

在这个逻辑中有三个基本的状况：

第一，如果我们新的既有的金融没有站在这个基础之上的话，我们一定会对谁做金融和谁用新科技做金融产生分歧。如果没有好的信用场景，并且用新科技的名目或者利用新科技知识去做金融的话，人们一定会用差的信用去挣钱。P2P是好事情，可以实现去中介、点对点的直接信贷，可以降低交易成本，但是也存在欺诈行为，而且诈骗速度很快。一切基于自然人和自然人衍生出的金融货币化的信用逻辑当中，一旦没有正向的逻辑，负向效应一定是最大化的。例如 ICO，通过发布一个虚拟货币，甚至连你要拿什么去 ICO，未来你给所有买你东西的人提供了什么服务和什么基础性的内容你都不清楚，ICO 背后的基础信用坍塌了，而不是 ICO 本身出了问题的。金融的任何一个架构，不管是货币架构、债权架构、股权架构，一定是做最快的创新，创新之后去欺诈，然后溜之大吉。

第二，因为所有的区块链点对点，所有的记录永恒，如果所有的东西都永恒的话，信用就会成为一个永恒，而且可以变成资本化价值化的东西，甚至还可以利用互联网公司进行 360 度延伸实现价值化。比如蚂蚁的消费者，利用蚂蚁的芝麻信用积分，就可以不交押金就能消费共享自行车，这无非是信用资本化应用的场景而已。我们说的每一句话做的每件事情都是信用场景，你失信一次，将永远没有市场，没有相信你的话，你做一次坏事情，你的信用就是负值。需要注意的是信用是行为金融，此行为一旦发生永远不可撤销，负的行为一定会使你的信用减值，而且最后减到你根本没有金融生存空间和社会生存空间。

第三，金融如何实现普惠？如果金融的第一场景货币产生了以后，让所有人的经济行为、财富行为、时间空间、过去财富积累以及追求未来财富增长的冲动创新和交易，都建立在信用基础之上，这就是货币产生之初的目的。当货币这样的时候，我们才发现基于信用的货币，才是货币的最根本的场景和要求，不管是用黄金做发行准备还是用比特币也做准备，如果信用基础是牢固的，即使货币的物理形态发生变化，用什么形式的货币做准备都没关系。而人们最担心的就是货币底端的信用不行，才要求用黄金或者其他形式做准备，最后发现主权是可以保



证大家信用的。除了金融场景之外有法律的、社会的、政治的场景，用主权保证信用，而主权崩塌的唯一货币场景就是货币全部崩塌。例如我在津巴布韦用一美元买了一张数不清楚有多少个零的一张货币，这就是信用崩塌了。即使在主权货币下构建信用，主权背后的信用场景能不能始终维持，在把它变成纸币以后的信用是否不被破坏，主权的压力也是很大的。一旦被破坏就破坏了主权和所有的信用交织关系，这个交织关系是过去、现在、未来的你我他，包括在这个主权下任何一个场景下的其他方面的任何一个人。

因此货币要普惠就必须坚持以信用为基础的原则，这个基础原则通过两种逻辑来衡量。要坚持普惠，一是不能排除所有用货币化的东西的人，信用之外的其他标准都不能介入其中，只有信用一个纬度；二是，在本身的货币场景内不能有差异格局。任何人的一单位货币都是等值的、无差异的，有差异格局就相当于在货币的信用基础中加入了其他标准。这两个逻辑是很完整的闭环系统。有了这两点了以后，我们再看信用的延伸。

四、金融场景的信用延伸和普惠

人类会把金融场景不断的延伸，让货币化持续进行，所以我总觉得是4+1的场景，第一个延伸是货币端口，货币的发行、货币的信用传递、货币的流动性等这些东西都是基于货币端口的信用，不管谁都可以做，但是一定是货币拥有者的支付权利、消费权利、理财权利，这是毫无疑问的。第一个场景是货币场景，第二个场景就是杠杆率。作为芸芸大众，在房价低的时候没有用杠杆低压贷款去买房，现在房价贵了只能望洋兴叹。当我们把杠杆的所有场景对任何一个自然人和公司做的时候，一定是金融从货币端口到杠杆的信用端口，这背后的信用逻辑其实是不合理的信用场景。第三个场景是股权的端口，这个杠杆跟在债权当中的杠杆不一样，过去几年来我们中国人玩的是股权的信用空间紊乱和信用空间交织，无数人在这中间获益了。第四个场景就是最大的衍生品端口，衍生品就是为了缓释风险，如果没有风险管理市场，风险规避市场，我们面对的风险只有一个东西，做还是不做？债权清理还是不清理？一切风险都是你不能往前走的障碍，当有了缓释风险的时候你就做，无非是把风险再缓释出去。

为什么是 4+1 呢？是金融科技使金融在数据达到了这种程度，过去的情况是你的财富不进入大数据里头就不是财富，在没有云端的时候，数据管理是紊乱的，有了云端的时候，可以有各种链和算法，有一种算法一定在这个链当中形成一个有机的组织点，突然就有了区块链，效果高到了这种程度，你可以无数次的重复，而且可以去中介。新科技在面对金融的时候不仅可以发现新的金融链接，产生新的产品市场，还可以去中介，把所有的中间费用全部去掉。它的逻辑是在原来的四个场景中开辟了今天的 4+1 模式，这要比衍生品还要快，还要先进，而且在国外已经成熟了，只是移植过来而已。这个金融场景一定是把我们过去场景的其他东西全部替代了，因为过去的场景是在特殊的场景之下，效率和替代率都较低，即使利用新科技开展新业务，也不赋能，最关键的是即使你使用了新科技，新科技还不归具体的这个人。如果说一个金融机构最重要的领头人，干好这件事情都没得到有效的利益分享的话，即使干了这件事情他都觉没意思，而今天的金融科技恰好在这个角度来看。

如果按照这样的场景做的话，金融才真正普惠，才能让参与的每一个人、交易的双方以及场景不断延伸，而且历史就是这样从货币、债权、股权、衍生品到金融科技这样一个逻辑延伸，所有这些东西都是我们今天的金融，一定要让科技和金融结合，才达到普惠。如果达到了普惠，我们再看，今天所有这些东西在普惠中国人的同时，一定要抓住一个点，使每个人金融背后的信用可记载、可累计、可价值化，使负信用也可记载、也无处可逃，这样才穿透了中国市场，才真正惠及每一个人。如果把信用基础做好以后，就能普惠到天下所有的人，除此之外其他的偏好性普惠全是错的，而所有的偏离了信用的东西，恰好是打破了公开和普惠的格局，才会带来新的金融寻租，而科技和金融结合起来的寻租行为找到新的负信用场景，才会把事情办好。如果这样进行风险管理，才是中国人的金融科技，如果不注意普惠真正触达的逻辑，不注意信用基础的根本的价值，我们可能把最好的工具用到最坏的方面，使局部人获益，而不是普惠。

（该文章根据会议录音整理，未经过本人审核）



金融科技与银行转型

王永利¹

编者按：

王永利先生在演讲中提到互联网的出现给金融行业带来了深刻的变化，促进金融功能的回归。我们在拥抱发展新事物的同时也应理性分辨其本质。

以下为演讲摘要：

第一，现代金融是高科技的金融。金融是现代经济的血脉和核心，如果它不能高效便捷的聚集和配置金融资源，控制金融风险，那么对经济社会的影响会非常大。因此，整个金融都会运用最新的，当然也是相对稳定的、成熟的技术来提升自己。银行作为金融的一个主体，一直是这样发展过来的，从手工记账到计算机，再到今天的互联网，从支付通知的邮划、电划到电子银行、移动支付等等。毫无疑问，随着技术的发展，金融，尤其是银行必然要积极的应用这些新的技术，推动自己转型升级。

第二，互联网时代金融科技正在推动金融进入一个更快的转型或者更明显的转型阶段。随着宽带传输、移动互联这些技术的不断突破，云计算、大数据的成熟应用，今天的互联网已经取代了原来 IT 的核心地位，推动区块链、智能合约、生物识别、人工智能等相关领域的发展，当今世界在技术上已经从 IT 时代进入了互联网时代。互联网的变化是非常深刻的，它能够实现互联互通，跨界融合，由此推动产业链垂直整合、横向开放，相互组合协调发展，或者说叫生态发展。正因为这样的变化，带来很多商业组织、社会组织、商业模式、行为方式等方面的变化。

金融也同样如此，其发展轨迹正在发生深刻的变化。金融自从产生就一直朝着专业化、独立化的方向迈进，形成了一个与实体经济对应的“虚体经济”的概念。互联网出现以后，越来越多的金融功能开始回归，直接融入到经济运行的过程里，一体化运行，从而推动金融越来越多地回归实体经济，推动金融发展轨迹

¹ 王永利， 中国银行原副行长，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国国际期货有限公司副董事长

发生深刻转变。从这个方面讲，包括比特币、区块链和数字货币在内，互联网确实在深刻的改变世界，而且才刚刚开始，所以要高度关注。互联网的时代将对金融、对经济社会都将产生深刻的冲击。

第三，中国的金融急需加快转型。改革开放后中国的金融发展了 30 多年，与自己相比有翻天覆地的变化，无论是规模、质量还是技术、水平都有巨大的变化。但是与发达金融体相比，与中国金融在全球应该有的国际影响力相比，还相差太大。中国已经成为世界第二大经济体，而且还在加快发展，中国是全球许多商品最大的贸易国，但是我们的定价权、话语权非常低，原油期货到现在还没有推出来。

整个中国金融同样需要加快转型，这里有几点需要注意：

首先，2017 年无论是房地产的政策还是金融的各方面政策都有许多变化，接下来中国经济发展的模式也一定会有很大变化，真正迈进经济发展的“新常态”。如果依旧按照前几年，前十几年的发展思路来发展经济金融，就会犯严重错误，包括互联网、FinTech，如果还按照前几年缺乏适当监管的模式发展，可能也要有问题；其次，从中国的国际地位来讲，从急需形成中国国际领先影响力这个角度来重新布局中国的金融，不是说银行大、保险大就真正有影响力，而是要有足够大的开放的，有中国标准、以人民币计价的金融交易市场，这样才会有足够大的国际影响力；第三，科技，金融科技的发展一定会给带来很多影响。这三方面将推动中国金融的重大转型。

事实上，中国的金融在 IT 时代还是很领先的，但是到了互联网时代，就没那么领先了。原因在于，之前中国的金融是分业经营，分业管理，越来越脱离实体经济，而互联网时代恰恰是要与实体打通，所以现在很多东西我们都无法实现，不仅仅是在业态上，还在体制机制上，中国金融的决策机制、激励机制与互联网企业相比差距是很大的。如果将银行与现在那些生态化的企业相比，第一个最大的不同就是获客成本。生态化的互联网企业已经有非常强的客户粘性，比如阿里从淘宝、支付宝、余额宝一路发展起来，腾讯从 QQ、微信开始，进一步发展微信支付、小额贷款，并且通过对客户的广泛连接和多纬度的认知，发展出大数据征信或风控模式，相对而言，银行没有这种生态基础，获客成本会大大提高，甚至会有几倍、几十倍的不同；第二个不同在于对顾客认知的维度和时效性有很大



的不同，银行无法依靠人工实时了解小微客户的信息，对小微散户的授信能力不足。类似这些方面，我们必须加快转型。

第四，积极利用金融科技推动金融转型，特别是银行转型。尽管中国的主体金融在互联网时代有点落后，面临很大的挑战，但是传统金融机构，特别是银行，依旧有它的优势，比如品牌优势、信用优势、专业优势、资金优势等。这一次全国金融工作会议明确所有的金融活动全部要纳入监管，也有利于金融领域的公平竞争。

传统金融也要找好自己的路，从一个银行来讲，一定要明确未来是什么都做，还是找准自己的专长和特色去做。分工依然是这个社会发展的必然方向，有的人专项做底层的技术，比如区块链的底层技术，有的人专门做平台建设，有人专做大数据等，大家需要合作。所以金融包括银行，不是“大而全”，而更多的是“专”，或者是“小而专”、“小而精”，有好的内容或功能就一起合作，比如说公民身份和公共信息的平台，网络的平台，区块链的平台等。

在这些方面，专业、开放、合作、共赢是未来金融机构包括银行利用新技术改造自己转型升级的一个必然方向。所以要拥抱互联网转型求发展，特别要转变的观念是各个行的决策层，不能再认为金融科技只是技术部门的事，到现在很多机构的决策层的领导并没有认真去研究互联网、区块链，所以到了真正要决策的时候，就不敢去理直气壮去决策，因为互联网、区块链等未来的投入是巨大的，而且周期比较长，如果决策层看不准、不坚决，就无法继续推行下去。所以这些方面，要做的事情还有很多，但是，中国在新技术应用方面一定会走在前列，而且这个新技术来对中国金融的发展提供了跨越领先千载难逢的历史机遇。祝愿中国的金融能够在这个时代里边发展的更好！

关于金融科技发展与监管的思考与建议

李文红¹

编者按：

李文红主任从监管角度分享了对于金融科技的看法，她谈到了三方面的内容：从监管者的角度对金融科技的认知；关于金融科技一些国际监管的进展；对金融科技监管的一些思考和建议。

以下为演讲摘要：

近年来，金融科技（FinTech）概念在全球范围内迅速兴起，引起了国际组织和各国监管机构的广泛关注。今天我主要谈三个方面的问题：一是对金融科技的几点认识，二是金融科技的国际监管进展和趋势，三是关于金融科技监管的思考与建议。

一、对金融科技的几点认识

首先，金融科技是金融业发展中的正常现象，既不应该神化，也不应该轻视。长期以来，金融业（特别是银行业）已经历过多次技术创新，如 ATM 机、电视可视图文技术、网上银行、手机银行等。一方面，新技术的应用和普及加速了新型服务模式的诞生，在一定阶段对传统银行体系产生影响，但还未从根本上改变金融业务模式、法律关系和监管体制，也没有对金融体系稳定产生大的冲击。另一方面，当前金融业面临的技术环境较以往也呈现新的特点，尤其是分布式账户（包括区块链技术）在金融科技范畴中，被广泛认为是最具发展潜力的代表性技术，也最有可能对现有金融业务模式产生重大甚至可能是颠覆性的影响。此次金融科技是否会从根本上改变现有业务模式和监管框架，还有待观察。

目前，国际上对区块链、分布式账户技术的主要看法为：一是尚处于初步发展阶段，应用效果还有待实践检验；二是若在金融领域广泛采用，可能会对金融业务模式和支付清算体系等金融基础设施产生根本性的影响；三是对金融稳定的

¹ 李文红，中国银行业监督管理委员会业务创新监管协作部主任，中国人民大学国际货币研究所学术委员



影响尚不明确，未来可能对监管形成重大挑战。目前国际上的初步共识是：监管当局应当密切关注、分析该类技术的发展应用情况，与业界保持充分沟通，但现阶段暂不需要制定专门的法规制度。同时，各国监管当局均在积极进行观察研究，分析其是否有助于金融业的发展和风险管控，以及可能对金融体系稳定产生的影响。

其次，金融科技具有积极作用，也存在潜在风险和监管挑战。一方面，金融科技有利于扩大金融覆盖面，提升服务效率，降低服务成本。另一方面，在微观层面，可能会增加信息科技风险、操作风险和信用风险，对现有银行盈利模式形成挑战；在系统层面，可能会增加机构之间的关联性和金融体系的复杂性，强化“羊群效应”和市场共振，增加风险波动和顺周期性，从而对监管有效性提出了挑战。这也要求金融机构和监管当局密切关注金融科技的发展变化、潜在风险和可能产生的影响，适时采取必要的应对措施。

二、关于金融科技的国际监管进展和趋势

近年来，国际监管组织普遍加强了对金融科技的关注和研究。各国际监管组织先后成立了专门的工作组，分别从不同角度研究金融科技的发展演进、风险变化、对金融体系的影响和监管应对等问题，探索如何相应完善监管规则，改进监管方式。其中，金融稳定理事会主要关注金融科技（近期重点是区块链、分布式账户技术）发展对金融稳定的潜在影响。巴塞尔银行监管委员会主要关注金融科技对银行经营模式、市场地位和银行业系统性风险的影响，以及对银行监管提出的挑战。支付与市场基础设施委员会（设在国际清算银行）主要关注金融科技（近期重点是区块链、分布式账户技术）对传统支付方式和支付体系等金融基础设施的影响。国际证监会组织主要关注区块链、分布式账户、云计算、智能投资顾问等金融科技对资本市场的影响，以及众筹融资业务风险、网络信息安全等问题。

从国家层面来看，各国监管机构也密切关注金融科技发展，探索完善监管方式。第一，建立内部机制，加强跟踪研究和风险评估。包括指定相关金融监管机构承担金融科技的监管协调职能，成立金融科技协调工作组负责风险监测和政策完善等。

第二,探索完善监管方式。包括建立监管沙盒、创新指导窗口和创新加速器,尤其是监管沙盒机制在国内引起了广泛关注。监管沙盒是指针对现有监管框架内尚需观察的金融产品、服务或机构,由监管机构根据其风险程度和影响面,按照适度简化的程序,允许金融机构或科技企业在限定条件下,利用真实或模拟的市场环境开展测试。经测试表明适合全面推广后,可依照现行监管法规,进一步获得全面牌照,并纳入正常监管范围。如:英国金融行为监管局于2016年5月正式启动实施监管沙盒,向金融科技企业发放有限业务牌照(业务规模不超过5万英镑、限定客户数量和合格投资者标准等)进行测试。首批有69家企业提出申请,但只有24家获准进入监管沙盒,其中有18家完成了测试程序。迄今为止,尚未有金融科技企业完成沙盒程序后获得全面牌照。在采用该机制的两个典型国家(英国和新加坡),目前均有企业在测试中了解到金融监管标准的严格性和相关合规成本后,选择退出了监管沙盒。总体上看,监管沙盒本质上是一种有限业务牌照机制,与我国长期以来采用的试点机制具有相似性。其主要定位于帮助市场主体全面、准确了解监管规定,理性评估申请金融牌照的必要性,避免牌照申请过程中的不确定性和成本浪费,也避免在合规问题上“走弯路”。同时,有利于监管机构提早介入金融创新活动,适时明确监管导向和标准。我国的试点机制就是中国的“监管沙盒”。下一步,我国监管机构应密切跟踪研究其他国家/地区在监管沙盒机制等方面的实践经验,不断完善我国的试点机制,

第三,各国监管者普遍认为,技术创新有助于扩大金融服务渠道、提高经营效率,但代替不了金融的基本功能,也没有改变金融风险的隐蔽性、传染性和突发性。目前,金融科技虽然发展较快,引起广泛关注,但尚未产生新的金融模式,仍未超越存款、贷款、支付、证券发行、投资咨询、资产管理等金融业务的范畴。从国际普遍做法来看,各国监管机构均遵循技术中立原则,在现行监管框架下,按照金融业务本质来实施监管。不论是金融机构还是科技企业,只要是从事同类金融业务,就应取得法定金融牌照,遵循相同的业务规则和风险管理要求。

总体来说,与金融科技相关的牌照主要有以下几类:第一,吸收存款类;第二,发放贷款类;第三,支付类;第四,资本筹集类;第五,投资咨询类。各国监管机构均根据金融业务实质来明确两个问题:第一,需不需要申请牌照,第二,申请什么样的牌照。根据巴塞尔委员会的相关调查,在存款业务方面,几乎所有



国家都要求吸收公众存款需获取金融牌照，大多数国家要求获得全面银行牌照（Full banking license），部分国家允许通过有限银行牌照（Limited banking license），在有限范围内吸收存款。在贷款业务方面，多数国家要求使用表内资金发放贷款、在表内承担风险的业务需获取金融牌照，牌照类型包括全面银行牌照（多数国家）、有限银行牌照或放贷业务牌照。在支付业务方面，多数国家要求持有金融牌照。如果形成了客户资金沉淀，多数国家需要取得全面银行牌照、有限银行牌照或支付牌照。在资本筹集业务方面，主要指股权众筹活动，各国普遍将其视同股票发行，纳入证券发行的许可和监管范畴。在投资咨询业务方面，几乎所有国家都要求获得投资咨询业务牌照。

另外，从国际经验看，资产管理业务是一项重要的、与投资咨询相互独立并行的金融牌照，需要接受严格的金融监管，其监管标准在此次国际金融危机之后进一步得到强化。欧洲各国、美国、香港等多数国家和地区均实行“双审制”，金融机构开展资管业务不但需要事前申请牌照，而且向零售客户公开发行的每只资管产品，也需要事前获得监管机构的批准。有的国家和地区还实行“三审制”，对资管行业的从业人员资格实施事前审批。国际证监会组织（IOSCO）发布的《证券监管目标与原则》，要求监管机构对面向零售投资者发行的资管产品，应实行业务资格和产品发行“双审制”。目前，国外基本不存在采用“纯线上”模式开展的资产管理业务，金融科技领域涉及的主要是与智能投顾相关的投资咨询业务牌照。

总体来说，各国在现行金融监管框架下，根据金融业务的本质分类实施准入管理和持续监管。其中，吸收公众存款、公开发行证券募集资金、从事投资咨询、开展资产管理等业务均设有严格的准入标准和监管要求。对于金融科技领域，应重点关注相关机构是否实质上向不特定人群筹集资金或吸收存款，是否实质上从事了证券发行、投资咨询和资产管理等业务，进而判断其是否应当申领金融牌照并接受相应监管。其中，是否形成客户资金沉淀，为确定是否需要申领银行牌照或者参照银行监管的主要考虑因素。

在此，监管机构主要关注两个问题：第一，如果从事了金融业务，是不是依法获得了相应的牌照？如果获得了牌照，有没有超越牌照授权的业务范围开展金融业务？第二，获得了牌照，开展了某项金融业务，是否遵循了相应的监管规则，

是否实施了与所承担的风险性质和水平相匹配的风险管控措施，以及是否遵守了账户实名制、客户身份验证、产品宣传销售、投资者适当性管理等方面的行为监管规则？

第四，各国监管部门普遍注重加强对金融外包风险的监管。金融科技中的分布式账户、大数据、云计算、客户身份认证等技术应用，大多数属于金融机构的外包业务范畴，各国监管机构普遍将其纳入金融机构操作风险管理框架下的外包风险监管范畴。但是，外包业务环节中的金融风险不能被一并“外包”，金融机构仍需承担风险管控的主体责任，各国均要求金融机构对外包业务环节视同自身运营管理，执行统一的风险管理标准，不能因外包而降低管理要求，并要求金融机构针对外包服务机构（相关金融科技企业）建立必要的尽职调查、风险评估和持续监测制度，在外包服务协议中约定服务范围、清晰界定责任义务等。

近年来，越来越多的美国科技企业选择加强与持牌金融机构的合作，为其提供外包服务，而非自身去申领金融牌照，并已成为美国金融科技发展的总体趋势。对此，美国银行监管机构加强了对银行外包服务的监管，包括有权根据科技企业所承担外包服务的性质，对其直接实施现场检查。

三、关于金融科技监管的思考与建议

对监管机构来说，对金融科技的发展既要采取开放的态度，也要保持冷静。

第一，要采取开放态度。监管机构应加强对新兴技术的关注、监测和研究。当前尤其要密切跟踪研究分布式账户、区块链等金融科技发展对金融业务模式、风险特征和金融监管的影响，应加强与业界，包括持牌金融机构和科技企业的沟通交流。

第二，要保持冷静。监管机构也许不需要知晓全部的技术细节，但需要了解新技术的基本属性。最重要的是，要善于透过现象看本质，要穿透业务名称和业务现象去分析并界定业务的本质。比如，美国监管者把 Lending Club 的网络借贷模式认为是证券化活动，把 ICO 认定是证券发行行为。只要从事业务本质、法律属性、风险特征相似的金融活动，就应遵循统一的监管规则，这也是功能监管的核心要义，有利于确保公平竞争，防止监管套利，避免劣币驱逐良币。同时，也是落实第五次全国金融工作会议关于进一步强化金融监管、将所有金融业务纳入



监管这一要求的重要举措。

在金融业快速发展、产品创新日益丰富的情况下，如何恰当、及时对名称和形式复杂多样的金融产品和业务，按照实质重于形式的要求进行“穿透定性”，已成为各国监管机构面临的重大挑战。近日，“一行三会”等七部委经过反复研究分析，认定代币发行融资（ICO）本质上是一种未经批准非法公开融资的行为，涉嫌非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动，就是及时“穿透定性”、治理非法金融活动的一项重大举措。

在持牌经营、规范管理的框架下，未来“金融+互联网”将会成为发展主流。目前，我国银行业正在开展直销银行子公司试点。直销银行是指以互联网为主要渠道，通过计算机、手机、电话以及其他电子服务手段为客户提供服务的银行形式。从国际经验来看，商业银行开展直销银行业务，既有内设部门（事业部）形式，也有子公司形式。两种形式各有利弊，均是商业银行根据自身发展战略、业务定位和专业能力所做的自主选择，体现了银行业专业化、差异化、特色化的发展趋势。部分银行设立直销银行子公司，将电子化、网络化银行业务用子公司形式实现专业化经营，有利于直销银行差异化发展，并与母行之间建立风险隔离机制，同时也有利于在互联网金融行业引入商业银行审慎经营文化和风险管控技术，促进金融科技/互联网金融规范健康、可持续发展。下一步，我们将不断总结试点经验，探索各类直销银行经营模式。

商业银行的构成与服务需要较大转变

赵昌文¹

编者按：

赵昌文教授在演讲中指出，由于 FinTech 及其他科学技术的快速发展，商业银行的存活与发展正面临着越来越大的挑战，商业银行需要不断接受新生事物，与时俱进，努力改变。在提供服务方面，分布式金融解决方案与机器人的使用是未来的发展趋势，也是商业银行服务转变的方向之一。

以下为讲话摘要：

一、引言

目前商业银行正面临着越来越大的来自互联网与其他诸多科技创新的冲击，商业银行的生存与发展面临着巨大挑战，未来商业银行需要在很多内化与外化的事物上做出改变，例如与 FinTech 公司合作，纳入第三方服务等。从商业银行服务来看，如果能够较好地解决信用问题，商业银行也能够提供分布式的金融解决方案，此外，机器人有望在未来的商业银行中发挥越来越大的作用。

二、商业银行的存活与发展有赖于新的转变

从商业银行存在的理由来看，在本质上是工业化的产物，尤其是大银行；农业社会不需要大银行，因为其对金融的需求是有限的，局部范围的小规模金融服务也足以满足其需求，这或许能够解释我国为什么没有发生工业革命。然而，在面向未来时，由于未来会发生什么我们是很难判断的，因此，在预测的过程中一定要坚持“实事求是”的原则。

按照“实事求是”的原则，我认为，商业银行未来可能会遇到很大的挑战，虽然完全消亡的可能性不大。未来商业银行和 FinTech 公司合作是必须的，也是没有选择的。此外，银行在其他很多外化或内化的东西上也需要做出改变，例如将

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



第三方服务纳入银行的体系、将成本与收益相比较不合算的业务分离出去等等。即使有一些事情在现在做不了，但只要是在经济上是合理的，至少就有发生的可能性，这也就是商业银行继续存活与发展的机会。否则，以后的银行很可能就不是我们现在看到的商业银行了。

三、商业银行服务可能发生的变化

即使商业银行本身不发生大的变化，商业银行的服务也会有显著的变化，这自然会影响到商业银行的排名。这些服务的变化至少可能有以下两个方面：

首先，从集中式解决方案向分布式解决方案的转变。目前能源领域中传统的多为集中式的，而新能源则很多都是分布式的。同样地，商业银行提供的金融服务也可以有集中式与分布式两种方式。我国的商业银行，不仅仅是银行信用，其背后还有政府信用与国家信用，尤其对于系统重要性银行特别是大的国有商业银行而言。如果能够将政府信用与国家信用全部剥离，只剩下银行信用和商业信用，则会有越来越多的分布式金融服务出现。FinTech 在一定程度上已经有这种迹象作为分布式金融解决方案的提供者。未来可能会有越来越多类似的金融机构出现，分布式金融也会越来越快地发展。

其次，机器人将在这个服务体系中占据一定地位。未来的金融机构，很有可能包括人类员工和机器人员工两类，而机器人的数目会不断增多，甚至可能成为人类员工的领导。有人认为，庞大的人类员工群体是无法被机器人彻底取代的，但是我们至少可以做出这样的假设。如果考虑到就业等社会问题，未来至少会出现人类员工和机器人共存的局面。最近，哈佛大学的丹尼尔·罗迪克教授写了一篇文章，讲到最有可能被机器人替代的不是从事危险和繁重劳动的普通人，更大的挑战是利用大数据和数学模型从事金融分析的高级白领。

总之，由于新一轮科技革命和产业变革的影响，目前人类的生产方式和生活方式的变化太快了，五年前我们不会想到今天的事情，同样地，我们也很难预料五年后发生的事情。因此，在做预测、排名时，需要始终坚持“实事求是”的原则。

全球人民币增长的测算

货币扩张：一个政治考量的问题¹

艾利奥特·亨托夫²

在 16 年 10 月份，国际货币基金组织（IMF）将人民币纳入特别提款权货币篮子，这是对人民币日益增强的国际货币储备地位的认可，也引起热议。

但在随后的 12 个月里，人民币的国际化脚步慢了下来。中国的增长模式限制住了它资本账户的进一步开放和金融压抑的缓解。但为了国内的金融稳定和改革以及更低但更稳健的增长目标，中国还需推进人民币的自由化进程。

在 2015 年以前，大家都认为人民币的崛起是大势所趋，随着其地位的日益重要，中国开始了受严格控制的推进资本账户和货币自由化的进程，这会增加人民币全球使用量的增加，尽管是从一个很小的基数开始。按照这个路径进行的话，人民币毫无疑问会成为像美元和欧元那样的世界主要货币，然而，这个进程在 15 年 8 月戛然而止。

人民币国际化的怀疑论者认为中国经济面临的挑战使得人民币的自由化难以实现，因为政府不太可能放弃对市场力量的控制。然而，这种观点低估了一些结构性因素，这些因素让人民币的国际化脚步不可阻挡。

在过去的十年里，中国一直在朝开放资本账户的方向飞赴奔进，这个过程伴随着很多有意义的国际化措施。中国已经构建了一套能允许未来的资本流动自由进出国内金融市场的基本设施，也就能加速人民币的全球使用进度。香港和内地股票债券市场的联通（沪港通）是使外国投资者能够进入中国资本市场的关键项目。因此，将来进一步开放资本账户的时机，就是一个政治考量的问题。

进一步的资本账户自由化和可兑换化会削弱国家的控制能力，愈发倚重市场力量会带来资产价格的更多动荡。在外汇方面，市场会给中国在借贷和投资方面

¹ 翻译：肖柏高；审校：陆可凡

² 艾利奥特·亨托夫，道富环球投资顾问公司官方机构集团政策和研究部门负责人，货币金融机构官方论坛顾问委员会成员

带来更多的规范和约束，进而重新平衡总体经济和发展需求。

不管经济原理如何，人民币的动向依然会取决于政府对变化无常市场的容忍度。这也要求中国人民银行保持更大的自主权，而这与当前中国共产党加强其领导的趋势相冲突。十九大将在 10 月 18 日召开，在这次会议上习近平预计会任命下一届央行的行长。

另一个主要的挑战来自于宏观经济和金融不平衡问题的积累，再重启资本账户自由化之前，中国需要减少这些不平衡。中国有一个很高的总储蓄率（接近 GDP 的 50%），这可能会导致资产泡沫。负债累累且有着重大违约风险的国有企业则进一步加深了危机。诸如此类的系统性风险很可能产生突然的资本外流，在资本账户进一步开放之前需要被解决。

幸运的是，中国政府有很多可供使用的措施。它可以将公司的负债转到健康的国家资产负债表上的方法来解决债务问题。它也可以给陷入困境的负债者提供长期的流动性，使其能逐步去杠杆。它还可以实施软重组，因为大多数的借款机构和贷款机构都是国有实体。

这些措施的组合拳能确保一个平稳的去杠杆过程，而去杠杆也是货币自由化以及融入全球资本市场的先决条件。

Measures for global renminbi growth

Currency's expansion a question of political will

Elliot Hentov¹

In October 2016 the International Monetary Fund introduced the renminbi into the special drawing right, its composite currency unit, in recognition of the currency's strengthening global reserve status. Much fanfare accompanied the move.

In the 12 months since, however, the renminbi's internationalisation has slowed down. China's growth model precludes further opening of its capital account and loosening of domestic financial repression. Ensuring domestic financial stability and reform, as well as a lower, more sustainable growth target, will need to precede the next phase of currency liberalisation.

Until 2015, the rise of the renminbi was considered a one-way trend. As China grew in importance, it embarked on a tightly controlled, incremental process of liberalising its capital account and currency. This led to increased global usage, starting from a low base. Extrapolating the upward trajectory suggested the renminbi was certain to become one of the world's major currencies, alongside the dollar and euro. However, that trend began to stall around August 2015.

Sceptics point to the challenges facing the Chinese economy as reasons why further liberalisation should not be expected, as the government appears unwilling to relinquish control to market forces. This, however, underestimates structural factors which make continued renminbi internationalisation inevitable.

Over the last decade, China has been moving rapidly towards an open capital account that would accompany any meaningful internationalisation. China has created the essential infrastructure to allow future capital flows to move in and out of domestic

¹ Elliot Hentov is Head of Policy & Research, Official Institutions Group, at State Street Global Advisors, and a Member of the OMFIF Advisory Board

financial markets, and therefore to accelerate the currency's global usage. The stock and bond market 'connects' between Hong Kong and the People's Republic are key programmes which allow foreign investors to access Chinese capital markets. The timing of further capital account opening, therefore, is a question of political will.

Additional steps towards capital account liberalisation and greater convertibility would come at the expense of state control. Increased reliance on market forces would lead to greater volatility in asset price movements. In exchange, markets would presumably impose more discipline on lending and investment decisions in China, thus helping to rebalance the overall economy in line with development needs.

Regardless of the economic rationale, the renminbi's progress will remain dependent on the government's tolerance of the vagaries of markets. It would require, too, the People's Bank of China to secure greater autonomy, something that would run counter to current trends of institutional consolidation in the Communist Party. The 19th party congress will be held on 18 October, where President Xi Jinping is expected to name the next governor of the PBoC.

Another overarching challenge stems from the accumulation of substantial macroeconomic and financial imbalances. These need to be reduced before China can resume capital account liberalisation. China has a high gross savings rate (close to 50% of GDP), which can lead to asset bubbles. Highly indebted state-owned enterprises with significant default risks present further dangers. Potential systemic risks such as these, which could engender sudden capital outflows, must be defused before the capital account is opened further.

The Chinese government, fortunately, has a variety of tools at its disposal. It can resolve debts through bail-outs by shifting liabilities from the corporate to the stronger sovereign balance sheet. It can provide liquidity to struggling debtors over prolonged periods to enable gradual deleveraging. It may impose soft restructurings, as state entities represent most borrowers as well as lenders. Or it could allow defaults and let defaulted debt be re-priced.

A combination of these measures should enable a smooth overall deleveraging – a precondition for further currency liberalisation and integration with global capital markets.

为未来能源融资 如何从绿色投资中赚钱¹

赫伯特·波尼什²

2017 年世界博览会于 2017 年 6 月 10 日至 9 月 10 日在哈萨克斯坦阿斯塔纳举行，本届世博会的主题为“绿色能源”，尽管官方会徽上写的是更具市场潜力、更不易引起争议的“未来能源”。

对普通人而言，这其中传达的基本信息就是尽可能节约能源、使用可再生能源，这是对目标群体仅为政府和企业的巴黎协议的补充。本届世博会主题一定程度上提出了这一理念，但举办世博会花费巨资，阿斯塔纳斥资 40 亿美元。也就是说，哈萨克斯坦的每一位民众本来可以得到 250 美元。

为什么哈萨克斯坦这么一个依赖油气出口的国家，会如此重视此次活动，旁人对此十分不解。尽管哈在 2013 年称到 2024 年前该国实现“绿色经济”，但目前可再生能源产量仅占 0.2%。更高效开发太阳能、风能的计划依旧是还只存在于纸面上。

对于所有国家而言，要在绿色能源上取得显著成绩都是挑战，而那些自然资源丰富、利益集团影响力大的国家尤其拒绝变革。对于政策决定者和跨国机构而言，关键是要在绿色能源领域更加活跃。

不同国家展示馆都在普及相关知识，做得最好的是哈萨克斯坦的努尔阿莱姆展馆，这是世上最大型的球体建筑。但在八层建筑内展示的风能、水能、风能、动力学设施却没有和真实的世界联系起来，建筑内安装了哪些设施、节省了多少能源、耗费了多少资金、谁为之买单，这些都所知甚少或一无所知。而像德国、瑞士、以色列和韩国国家却很好地解释了在实践中的详细细节。

¹ 翻译：周护杏；审校：肖柏高

² 赫伯特·波尼什，中国人民大学国际货币研究所国际委员会委员，国际清算银行原高级经济学家

一些国家却完全忽视世博会传达的讯息。俄罗斯自诩油气储备丰富，美国则有气无力地宣称：“我们体内蕴藏着无限的能量。”多数哈萨克游客对此嘲笑不已，纷纷引用自一月以来白宫传出的好战言论。

包括太阳能、风能发电场，水力发电大坝、潮汐发电站在内的很多大型能源项目都需要长期融资。一些新兴项目，例如由政府和超国家机构发行的绿色债券应帮助弥补这一空缺。2016年，虽然绿色债券仅占全球债券市场份额的不到1%，但总发行量由去年同期的430亿美元上升至大约950亿美元。

阿斯塔纳并没有解决将技术型、气候友好型解决方案与可再生能源融资结合起来的问题。相反，它专注于小型项目，例如在屋顶安装太阳能电池板，在家中安装换热器。项目规模可以与中小型企业项目一致，比起大型项目融资，这种项目需要不同融资方式。目前，绿色能源融资项目是由家庭或住房协会在做，获得公共补贴上的支持。

商业银行应该为中小项目提供贷款，纳入绿色融资当中。这些贷款反过来，又能够变成绿色资产抵押债券，这种债券和住房抵押贷款证券类似。节省下来的能源和将可再生能源出售给中央电网获得的收入将用于结清贷款。这种债券不仅将振兴资产抵押债券市场，同时也为私有和急需的公共投资者提供优质投资机会。

Financing future energy

How to make money from green investments

Herbert Poenisch¹

Green energy was the theme of Expo 2017, the international exposition hosted by Kazakhstan between 10 June-10 September, though the more marketable and less contentious phrase 'future energy' adorned the official logo.

The fundamental message was for ordinary people to save resources and utilise renewable energy as much as possible, complementing the 2015 Paris climate accord addressed to governments and corporations. The exposition succeeded, partly, in propounding this idea, but at great expense; hosting Expo 2017 cost Astana an estimated \$4bn. For that price, each person in Kazakhstan could have instead been given \$250.

Onlookers were perplexed as to why Kazakhstan, which subsists on oil and gas exports, attached such importance to the event. Although the country said in 2013 it wanted to install a 'green economy' by 2024, its present share of renewable energy production is just 0.2%. Plans to exploit solar and wind energy more effectively exist only on paper.

Making tangible progress on green energy is a challenge for all nations, especially those with ample natural resources and powerful interest groups resistant to change. It is essential for policy-makers and major multinational institutions to become more active in the field of green energy.

The educational message was conveyed in various national pavilions, foremost in Kazakhstan's Nur Alem structure, the largest spherical building in the world. The

¹ Herbert Poenisch is a Member of the International Committee of the International Monetary Institute at Renmin University of China, and former Senior Economist at the Bank for International Settlements

exhibition of solar, water, wind and kinetic energy over its eight floors, however, lacked any link to the real world; there was little or no information on what is installed, how much energy is saved, how much it costs, and who pays for it. Other countries, including Germany, Switzerland, Israel and South Korea, did a better job of explaining the practical details.

Some countries missed the message of the exposition altogether. Russia boasted of its rich oil and gas reserves, and the US proclaimed limply, 'The source of infinite energy is within all of us.' The mainly Kazakh visitors spurned this, citing the belligerent messages coming out of the White House since January.

There is a plethora of major energy projects – solar and wind farms, hydroelectric dams, and tidal power stations to name just a few – which can and should be supported by long-term finance. Nascent initiatives, including green bonds issued by governments and supranational bodies, should help to fill this gap. In 2016, the total issuance of green bonds was around \$95bn, up from \$43bn the year before, though they still represent less than 1% of the global bond market.

Linking the technical, climate-friendly solutions with financing renewable energy was not addressed in Astana. Instead it focused on small-scale projects, such as fitting solar panels on individual buildings and installing heat exchanges in domestic buildings. The scale can be compared to small and medium-sized enterprises, which require a different kind of financing than expansive projects. For the time being, financing of green energy projects is done by households or housing associations, supported by public subsidies.

It should be feasible to provide loans for these small and medium-sized projects as part of commercial banks' contributions to green financing. These, in turn, could be bundled into green asset-backed bonds, similar to mortgage-backed securities. The payment streams will be financed by energy savings or income from selling renewable energy to central grids. Such bonds will not only revive the asset-backed security market, but provide good investment opportunities for private and much-needed public investors.



系列十五：国际金融交易功能与货币国际化：理论和现实分析¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第三章。

从反映一国对外经济发展的国际收支平衡表上来看，贸易项下的跨境人民币结算规模经过几年的增长逐渐趋于稳定。储备资产方面，2016 年 10 月人民币正式纳入 SDR 后，人民币在世界储备货币中的地位得到稳固。根据 IMF 公布的数据，2016 年第四季度人民币在官方外汇储备货币中的占比达到 1.07%。然而，资本和金融项目下，人民币的国际化进程较为缓慢。本章把国际收支平衡表中资本和金融项目下所有内容概括为国际金融交易功能，它不仅包括各个项目所对应的信贷市场、直接投资、货币市场、债券市场、股票市场等金融市场发展的所有内容，还包括与其相匹配的金融基础设施和协调政策。

一、文献简述：金融交易功能在货币国际化的发展中越来越重要

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原新宇

从历史上来看，英镑、美元和欧元的国际化过程都是依托强大的贸易、经济和政治地位，在特定时期站出来充当国际货币的角色来带动世界经济贸易的发展。日本从上世纪六七十年代开始主动推动日元的国际化，依托日本强大的贸易基础提升日元在国际范围内的使用规模，最终受制于金融系统和国内经济的因素。德国上世纪八十年代则延缓马克国际化的进程，保持对资本流动的限制，认为本国货币的最重要职能是为国内经济的发展营造良好的外部环境，国际化的地位是次要的，需要时间渐进推行。简而言之，货币的国际化进程并不存在统一的道路，随着时间的推进，货币的替代也在悄然的发生之中，一国货币的国际化进程本质就是一国货币代替另外一国货币在国际市场上行使职能，无论是贸易计价、金融交易还是储备货币。在国际货币地位交互发展的过程中，什么因素是决定一个国家货币国际化对未来人民币国际化战略的推进有重要的意义。更为重要的是，金融发展在其中扮演了一个什么样的角色是现阶段值得重点探究的问题。

货币发行国的经济总量规模、市场规模和贸易规模是决定一个货币能否成为一个国际货币的最重要的因素，所有关于货币决定因素的文献中都无法忽视这一点（Bundesbank, 1999; Chinn and Frankel, 2005; Flandreau and Jobst, 2009; Krugman, 1984; Papaioannou and Portes, 2008, Park, 2010 等）。纵观世界历史进程，无论是之前的荷兰盾、英镑，还是现在的美元、欧元，国际货币的涌现和推动都是与货币发行国巨大和不断上升的经济地位和贸易地位相联系的。没有市场规模和经济体量作为保障的货币难以在世界范围内广泛使用，成为国际货币。现今在信用货币时代，对一个国家货币的信心在很大程度上决定了这个货币的使用规模和使用范围。这种信心因素不仅包括国家的内部通胀稳定、币值稳定，还包括国家在世界舞台上的强话语权。21 世纪以来，对美元为什么会成为国际货币的讨论，网络外部性的解释是影响力不断在上升的一种理论。Rey（2001）构建理论模型验证了一个国家的出口量越大，世界市场对该国商品的需求越大，使用该国货币进行交易的成本越低，对该国货币的需求就越大。对该国货币的使用规模越大意味着使用该货币的交易成本就更低，美国是世界上最大的贸易国，这种正反馈机制的形成强化了美元在国际货币市场中的地位。Greenspan（2001）也强调了由于网络外部性的存在，美元作为世界货币的使用规模和频率不断提升，



吸引更多的人来持有和使用美元，国际货币使用由于正反馈机制而不断向一种货币集中。

但是，Hartmann（1988）利用投资组合理论进行分析，提出了出于分散风险的需要，国际货币会存在多个。网络外部性的假说强调了在国际货币使用中会向一种货币进行集中，但是出于风险和收益的平衡，在交易成本降低和风险分散的选择中会使得国际货币不可能由一种完全垄断。但是 90 年代以来，美元在国际货币地位上的“一家独大”有悖于这种理论，Rey（2001）认为相对于美元，其他的国际货币的市场规模和流动性十分有限，交易成本的过高使得风险分散的好处变得不甚明显。因为，没有足够流动性的国际货币并不会进行风险分散，反而会增加风险。这一理论在金融危机之后受到了质疑，Goldberg and Till（2008）认为在国际金融危机之后，单独持有美元作为国际货币的风险已经有目共睹，需要国际货币体制改革来弱化对单一货币的依赖。持有不同货币来分散美元单一货币的风险是接下来国际货币关系变革的大趋势。

就金融市场开放和金融发展的角度，实现一国货币的国际化，不仅需要资本市场的开放和货币的可自由兑换，更需要一个发达的金融市场和功能齐备的国际金融中心。一国货币想要成为国际货币则必须要满足使用的便利性，因此货币的可兑换性是一个国家的货币成为国际货币的前提。从国际货币的职能上面来看，第一是交易媒介。无论是贸易还是金融交易，如果没有货币可自由兑换作为支撑，以该种货币进行交易因交易成本过高而难以发生。一种货币无法便利地进行交易，则计价和储备这种货币的意义便无从提及。第二是计价单位。一般来说，本国市场都是以本国货币进行计价的，来满足贸易和金融交易的需要。本国市场不开放，该国货币的计价单位的职能无法在国际市场上体现。另外，离岸金融市场也可以发挥货币的计价单位职能，但仅依靠离岸金融市场会使得本国的金融企业缺乏国际竞争力，提升了本国的金融风险，不利于国际货币的推行（殷剑峰，2011）。第三是储备价值。在信用货币时代，储备价值不仅意味着与其他货币兑换不发生损失，还要能够购买到实物而不会沦为账面上的一个简单数字。这对交易的便利性提出了更高的要求，在危机来临时也可以自由的进行兑换。从国际货币的职能上来看，金融市场的开放和货币的可自由兑换是一个国家成为国际货币的前提条

件。另外，一国货币如果想获得储备货币的地位，资本市场的对外开放和资本流动的自由化只是必要条件，但远远不够，深度和发达的金融市场才是保证一个国家的货币成为国际货币的重要条件。深度发达的金融市场能够更好的发挥价值发现、资源配置和风险分散的功能，货币的交换和清算更加有效率。李稻葵等(2013)提出日元国际化过程中，东京作为国际金融中心更多的使用非本币的美元交易，缺乏高效的日元交易市场，是日元国际化失败的重要原因之一。Papaioannou and Portes (2008)认为欧元的国际地位赶不上美元的一个重要原因是欧洲的金融市场发展程度远不及美国，法兰克福的国际金融中心地位也远不及纽约。所以实现一国货币的国际化，不仅需要资本市场的开放和货币的可自由兑换，国际金融中心建设和人民币计价的资本市场的发展是不可或缺的关键要素。

二、金融交易功能是货币国际化不可缺失的部分

无论是 Tavals (1997) 还是陈雨露等 (2005)，都强调了货币的国际化是指流动范围超过了货币发行国，在世界经济、贸易和金融活动中行使交易媒介、价值尺度和贮藏手段等职能。本报告在进行人民币国际化指数构建的时候，也将金融计价作为人民币国际化指数的重要组成部分，根据国际收支平衡表将金融交易分为国际信贷、直接投资和国际证券三部分。可见，一国货币在金融市场中的地位直接影响货币的国际化水平。

除了直接通过金融交易影响货币的国际化水平，金融市场的发展会促进货币在贸易结算和储备货币中的地位，提升货币的国际化水平。首先对于贸易方面，在对外贸易的时候，企业会选择低成本、低风险、普适性的货币进行计价和结算，金融市场为贸易商防范汇率波动的风险提供了完备的汇率风险防范工具，为贸易商持有该币种提供了期限各异、风险收益可观的金融产品，增加了在国际贸易中的持币意愿。另外，国际信贷的币种选择直接影响贸易商交易的计价和结算币种，提升货币在贸易计价和结算中的地位。其次对于外汇储备，当本国居民对一种货币的需求提升的时候，官方机构就会适时积累一定的该币种来应对短期的支付流动性需求。金融市场发展带动货币在贸易和金融领域使用规模和使用范围的扩大，货币在世界上其他国家作为储备货币的规模也在提升。此外，发达的金融市场为



持有该币种的国家提供了丰富多样、结构各异、期限不同，并且风险收益可观的金融产品，会提升世界上其他国家持有该种货币的意愿。

同时，发达的金融市场能够支持经济发展、增加价值发现、促进风险分担，缓冲货币国际化带来的金融风险。货币国际化程度的提升必然会带来资本流动规模的总量提升和波动增加，如果没有合理有效的风险防范机制，可能会对本国经济造成比较大的冲击。深度发达的金融市场是一个稳定器，一方面发达的金融市场可以更好的发挥价值发现和资源配置的功能，鉴别高成长性的企业和僵尸企业，为实体经济的发展提供资金支持，促进经济平稳健康发展。另一方面，发达的金融市场可以更好的发挥资产定价功能，弱化资金的套利机会，从源头上降低投机性资本冲击，是经济发展的稳定器。此外，国际金融市场的发展连接了国内和世界经济，将对国际化货币的需求进行分散，不会聚集在单一市场从而产生巨大波动，同时促进了本国经济风险因素在世界范围内的分担，降低本国经济的波动水平。

三、发达金融市场是化解国际化货币发行国“三元悖论”的关键

根据三元悖论，一国在货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定三个目标之间只能选择两个而舍弃一个。但是，一方面国际金融市场的发展将全球经济连成一个整体，大国政策的外溢性不断加强，而小国的货币政策独立性越来越难以保持。另一方面随着信息科技的进步，资本流动方向的易变性和规模的波动性在增大，随时可能对外汇市场产生冲击，影响汇率的稳定。可见，如果没有完善的金融市场，三个目标可能会全部难以达到，发达的金融市场是化解国际化货币发行国“三元悖论”的关键。

第一，发达的金融市场可以提高货币政策的有效性。金融市场是连接货币政策和实体经济的桥梁，深度发达的金融市场可以更加通畅的将政府的政策意图实际传导到实体经济，直接增强货币政策的有效性。同时，发达的金融市场还会通过预期管理和财富效应增强货币政策的有效性。发达的金融市场不仅包括更加丰富的金融产品和更加完善的金融机构，还包括更加理性的金融从业人员，能够更好的理解政府的政策意图。央行可以通过公告、执行报告、会议记录等方式，不

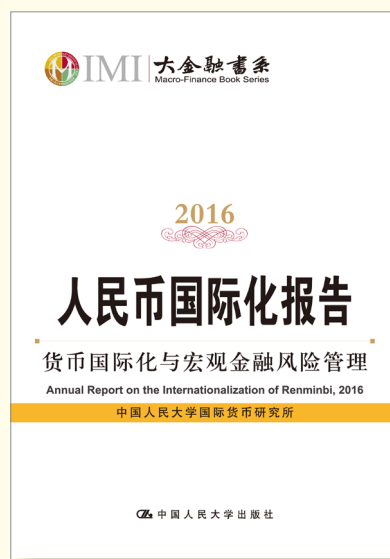
用直接干预市场，通过预期管理的方式传达自己的政策意图。金融市场的财富效应是另外一个渠道，货币政策的直接传导是一个缓慢的过程，但是金融市场可以将货币政策的效果直接反映到资产价格上面，产生财富效应瞬时对居民的消费和投资产生影响。

第二，发达的金融市场可以缓冲投机性资本流动。随着金融市场的体量扩大，投机性资本的占比就会相应减小，对宏观经济和金融市场的冲击会减小。同样道理，发达的金融市场在面对极端“黑天鹅事件”发生的时候，能够更好的平滑事件风险，消化国际市场上的波动。在全世界范围内进行风险的分散，降低单一冲击对本国经济的影响。同时，发达的金融市场有利于完善“利率汇率联动机制”，缩小套利空间，从根本上减少投机性资本。

第三，发达的金融市场可以维持汇率的相对稳定。更丰富、更理性、更具代表性的交易主体，机制完备的金融市场，系统有效的危机应急体系，有利于外汇交易主体在市场中频繁交易，发现均衡汇率水平，从而维持汇率的相对稳定。另外，深度发达的金融市场对事件冲击的反应更加理性，在意外事件来临时，汇率会短时间调整到新的均衡水平，降低“汇率超调”的幅度，不会出现过多的汇率波动和反复。

《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。

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11月20日

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载