

【本期推荐】

IMI宏观经济月度分析报告（第13期）

【海外之声】

Ben Robinson：基金配置策略渐显灵活性——债券收益走软，促投资者转向房地产

Gary Smith：中国在下一盘“耐心棋”——中国会采取更有分寸的措施抵制美国关税

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列四十三：强化人民币交易功能——发展征信和信用评级体系

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：李虹含

编委：安 然 朱霜霜 魏 唯

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峤

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

IMI 宏观经济月度分析报告（第 13 期）

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观¹

2018 年第一季度，美国经济仍处于复苏周期；但是欧元区和日本两大经济体增速有所放缓，日本 2018 年一季度的 GDP 增速仅为-0.6%。

1. 美国经济平稳 通胀涨势放缓

（1）美国经济平稳 通胀涨势放缓

美国经济平稳，但生产端有所放缓：2018 年第一季度美国 GDP 增长速率为 2.30%，相较于去年同期 1.20% 的增长率有着较大幅度的提升，延续了 2017 年下半年增长的势头。从生产端看，美国 4 月 PMI 从 59.3 下滑至 57.3，预示生产端或有所放缓；通胀涨势稳定，但通胀预期上升：4 月 CPI 符合预期，核心 CPI 略低于预期（4 月 CPI 同比 2.5%，预测同比 2.5%；核心 CPI 4 月同比 2.1%，预测同比 2.2%）。时薪增速也不及预期，4 月平均时薪同比 2.6%，前值 2.7%。由于对贸易战及油价上升的担忧，市场对未来通胀预期上升。失业率居于低位，非农人口变动不及预期：4 月失业率为 3.9%，达到了 2000 年 12 月以来的最低水平，但是由于服务业就业情景不佳，4 月非农业就业人口变动仅有 16.4 万，远低于市场预期的 19.2 万。

（2）欧元区经济增速放缓，通胀有所下行

欧元区经济增速显著下降：2018 年第一季度欧元区 GDP 增速环比折年率由 2017 年第四季度的 2.7% 降至 1.6%，整体经济增速显著回落。从生产端看，4 月欧元区制造业 PMI 下跌至 56.2，服务业 PMI 下降 0.2 个点至 54.7；通胀回落：4 月 HICP 为 1.2%，较上月回落 0.1%。核心 HICP 在 0.7%，较上月下降 0.3%。失业率：3 月失业率仍然维持在历史新低 8.5%，与上月持平。

（3）日本经济增速回落，失业率仍处于历史低位

日本经济增速有所回落：2018 年第一季度日本 GDP 增速环比折年率由

¹ 撰写人：中国人民大学国际货币研究所研究员张瑜

2017 年第四季度的 0.6% 降至 -0.6%；通胀小幅回落：4 月 CPI 小幅回落，CPI 从 1.1% 跌至 0.6%，核心通胀从 0.90 跌至 0.70%。失业率新低：3 月失业率为 2.5%，仍处于历史地位。

2. 全球汇率走势

（1）美元：反弹并非反转

美元美债的涨跌一般逻辑：一般而言，从大类资产的定价逻辑来看，美元美债同涨是典型的避险模式，美债跌+美元涨是对美国经济的乐观模式，美债涨+美元跌是对美国经济的悲观模式，美元美债双跌是危机模式。

本轮走势有其特殊性，并不是真正意义的乐观模式

1) 看起来像：本轮美债跌+美元涨，配合着美国通胀走高与欧洲经济表现欠佳，表面看似是全球投资者对美国经济开启的乐观模式。

2) 实际不是：通胀陡升并不是内生薪金增速推动而是外生贸易战因素造成，对经济害大于利，使得美国货币政策选择更加复杂；美债利率陡升是期货空头快速补仓造成，但空头持仓已位于相对高位，没有进一步增加的空间，未来需关注如下情况，一旦有经济信号低于市场预期，空头集中平仓或触发踩踏从而使得利率快速下降；全球增持美债的动能仍普遍存在；美国经济增速大概率在未来 9-12 个月开始回落；欧洲经济仍待观察，欧洲经济明显走弱反衬美国的概率尚不够高。

（2）人民币：人民币三季度贬值可能性增加

人民币中间价定价机制：根据人民币中间价的定价公式（中间价变动=收盘变动贡献+外盘变动贡献+逆周期因子），可以看出影响中间价变动主要有三大因素：即期内盘交易（收盘贡献）、美元欧元等篮子汇率变动（外盘贡献）、央行调节（逆周期因子贡献）。由于逆周期因子调控已经逐渐弱化，现在主导人民币中间价变动的是外盘和人民币相对一篮子货币变动。

人民币在三季度贬值可能性增加：1) 一篮子货币角度：央行如果维持一篮子货币稳定，则人民币需要回调：从 2016 年 6 月汇率新机制运行以来，央行有意维护 CFETS 指数在 94-95 区间（相关宏观审慎类调控政策（逆周期因子、期货保证金等）都在 CFETS 偏离时触发，CFETS 回到这一区间后逐渐退出）。目前 CFETS 已经超过这一区间（2018 年 5 月 11 日，CFETS 指数达到 97.6）。后续央行面临是否回调的选择（即是否要维持一篮子稳定），如果回调至 94-95 区

间，这意味着人民币需要相对美元变动超跌一部分。2) 外盘角度：美元小波段反弹，人民币受此影响有贬值压力：受欧元走弱（4 月欧元兑美元贬值 1.8%）和美国通胀超预期上行等因素推升下，4 月美元指数从 90.03 上升至 5 月初的 92.58，上涨了 2.8%。美元小波段反弹，人民币有一定的贬值压力。3) 政策角度：宏观经济面临下行压力，无法支撑过强的人民币：一方面，中美贸易谈判，中国承诺缩减对美贸易顺差，这将对中国经济产生负面影响。根据测算如果中国对美缩减 2000 亿美元的贸易顺差，则会拖累 GDP 0.3-0.5 个百分点。另一方面，中国今年内需也面临下行压力（4 月中国房地产投资和销售增速双回落）。如果汇率过强，宏观基本面无法支撑。4) 结论：综上所述，人民币未来大概率会跟随外盘波动，同时维持 CFETS 稳定。如果 CFETS 回调，那么人民币在三季度相较美元超跌的可能性在增加。

（二）国内宏观¹

4 月工业增加值明显反弹，节后复工加快是主因；固定资产投资增速回落，基建投资是主要拖累；消费总体低于预期，地产链有所放缓，汽车消费可能回升。总的来说，4 月经济数据有助于修复此前的悲观预期，我国经济韧性仍强。往后看，二季度大概率是今年广义通胀的最高点，对应的二季度名义 GDP 增速也可能是全年高点；需要密切关注制造业投资能否延续反弹态势；而从政策面来看，我国货币已边际趋松，7、8 月还有降准可能；财政事实上也已变相宽松，最有可能在地方政府专项债端和 PPP 项目端放松。

1. 经济：生产回温、投资缓降，制造业投资超预期

（1）工业增加值反弹明显，节后复工加快是主因

4 月规模以上工业增加值同比增速 7.0%，明显高于前值（6.0%）和市场预期（6.4%）。分结构看，电力、热力、燃气及水生产和供应增长最快，较 3 月提高 3 个百分点至 8.8%，制造业则小幅提升 0.8 个百分点至 7.4%。采矿业延续了 17 年 6 月以来负增长的趋势，跌幅较 3 月减少 0.9 个百分点至 -0.2%。

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

事实上，3月中旬以来高炉开工率持续回升，已从62%的局部低点逐步抬升至当前69.9%的水平，六大发电集团日均耗煤量也随着节后复工迅速恢复到中枢水平，与工业增加值的反弹相互印证。

（2）投资如期回落，制造业投资反弹具备四大线索

1-4月固定资产投资累计同比增速较前值下滑0.5个百分点至7.0%，其中：制造业投资提振1个百分点至4.8%，基建投资（不含电力）增速继续回落，较1-3月下滑0.6个百分点至12.4%，房地产投资增速则较1-3月小幅下滑0.1个百分点至10.3%；1-4月民间固定资产投资累计同比8.4%，延续了今年以来的高增长趋势。其中，房地产投资增速小幅下滑，主要支撑仍是土地购置高企（1-4月土地成交金额2391亿元，增长13.6%）；1-4月制造业投资增速超预期反弹，后续可从以下四条线索中予以跟踪：

线索一是工业企业盈利改善的可持续性，基于历史经验，工业企业盈利增速领先制造业投资增速约10-12个月；线索二是制造业投资行业分化，高端制造等新经济贡献加大；线索三是PPI与PPIRM的增速裂口持续扩大，PPI与PPIRM的增速裂口一定程度上可以反映工业企业收入与成本之间的边际变化，对于工业企业主营业务成本率增速和金属切削机床产量增速等指标具有一定领先性；线索四是FDI增速反弹也是制造业投资回暖的信号，年初以来制造业FDI增速反弹。



图1：工业企业盈利改善领先制造业投资增速10-12个月

资料来源：Wind 资讯

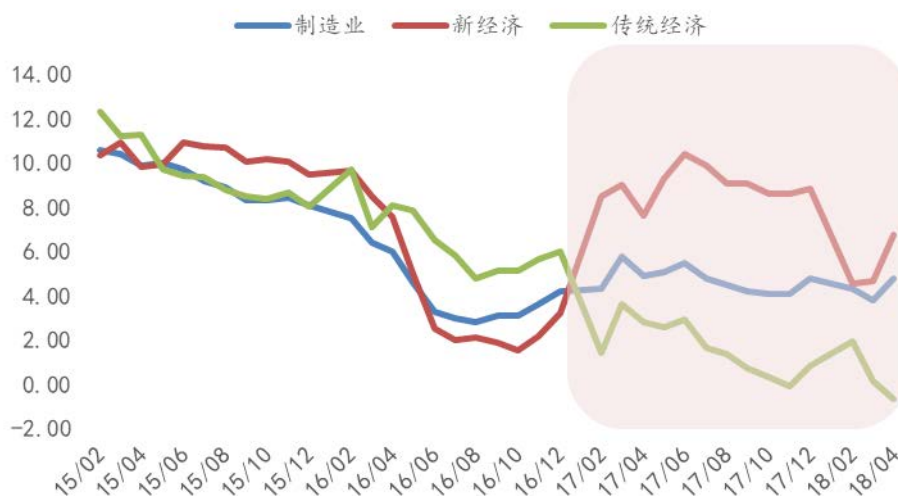


图 2：制造业固定资产投资同比增速出现新经济与传统经济的分化

资料来源：Wind

（3）消费总体低于预期，房地产链消费有所放缓

4 月社会消费品零售总额同比增长 9.4%，低于预期值 10.0%及前值 10.1%。总体来看，4 月国内消费低于预期，无论是食品类消费，还是日化类消费，增速均出现不同程度的下滑。其中尤以金银珠宝类、化妆品类下滑幅度最大，增速分别较 3 月回落 14.5 个百分点、7.6 个百分点。值得注意的是，建筑及装潢类虽维持 11.4%的高增速，但家电音像类增速较 3 月大幅下滑 8.7 个百分点，总体看房地产链消费有所放缓。

（4）贸易超预期向好，出口有可能“抢跑”了

以美元计，4 月出口同比增长 12.9%，大幅高于前值（-2.7%）且高于预期（8%），除了低基数，也与 3 月中下旬以来中观高频指标明显提速相一致。以美元计，4 月进口同比增长 21.5%，高于前值（14.4%）和预期（16%），除了低基数，油价是主要带动。基于三个背离（加上一些草根调研），倾向于认为企业还是有可能发生了“抢跑”：一是中国出口增速与韩国出口增速（由正转负）、台湾（增速下滑）相背离；二是 4 月中国进出口与我国 PMI 进出口分项指数相背离；三是中国出口增速与全球 PMI 走势相背离。

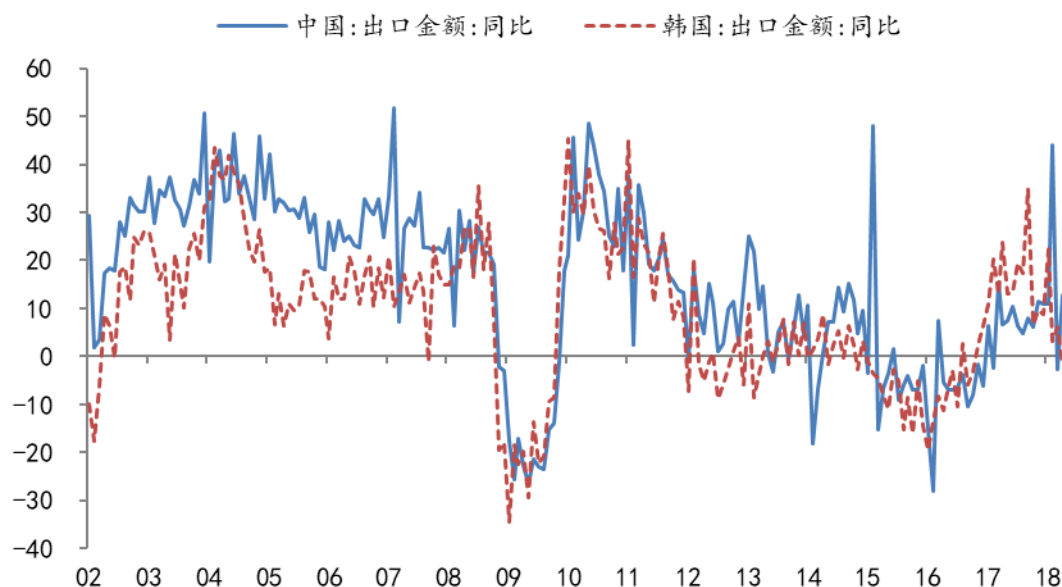


图 3：今年 4 月，中韩出口走势不再趋同（中国与台湾地区同样如此）

资料来源：Wind

2. 通胀：二季度有望成为全年广义通胀最高点

（1）猪价拖累 CPI，二季度延续弱势

4 月，我国 CPI 同比增长 1.8%，较前值 2.1% 回落 0.3 个百分点，主因是猪肉和鸡蛋价格的持续下降。4 月猪肉价格下降 16.1%，拉低 CPI 同比约 0.43 个百分点。蛋类同比增速较上月回落 2.7 个百分点至 14.9%。往后看，产能扩张叠加集中出栏导致猪肉“供大于求”的形势难以改变，猪价短期内上涨阻力较大。再考虑到 3 月以来油价上行的滞后影响，中性预测，二季度 CPI 有望在 2%-2.4%（一季度 2.1%），下半年有所回落。

（2）PPI 止跌反弹，二季度继续走高

4 月，我国 PPI 同比止跌反弹 0.3 个百分点至 3.4%，主要源于生产资料价格的企稳（生产资料价格 4 月扩大 0.4 个百分点至 4.5%）。受中东局势和美俄外交形势影响，3 月以来油价持续走高（3 月以来布油已上涨 19.9%），石油和天然气开采业涨幅扩大。同时，4 月螺纹钢价格同比上涨，带动黑色金属冶炼和加工业产品价格涨幅的同步扩大。往后看，原油价格的上涨将对上游大宗商品价格形成一定的支撑，再叠加去年低基数，二季度 PPI 有望小幅反弹至 3.8%-4.5%。对应来看，二季度广义通胀（70%PPI+30%CPI）有望达到 3.4%-3.8%，较一季度（3.2%）

有所回升。

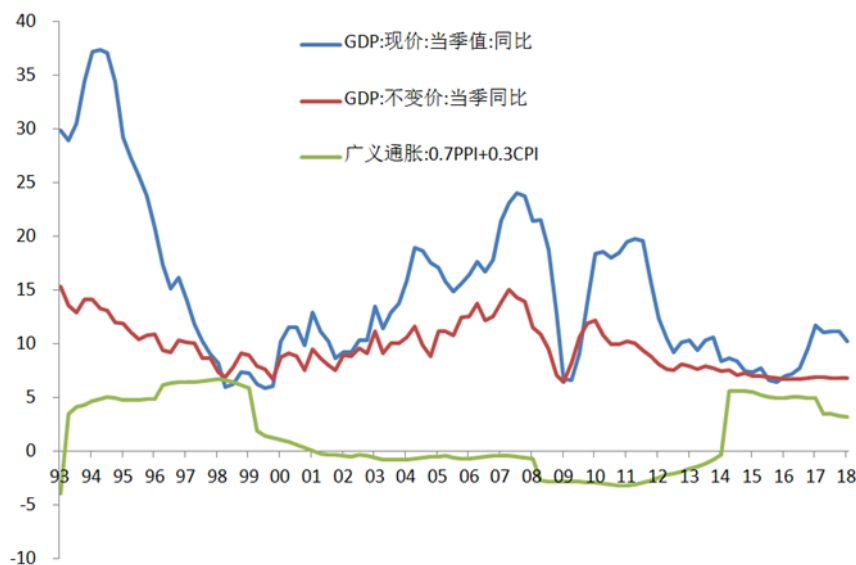


图 4：二季度广义通胀有望最高点

资料来源：Wind

3. 金融：社融小幅回升，留意 M1 与 M2 剪刀差连负

(1) 社融小幅走高，表外依旧受压

4 月新增信贷 1.18 万亿，高于前值（1.12 万亿）和去年同期（1.1 万亿）。分结构看，4 月居民贷款同比减少 426 亿至 5284 亿，居民中长期贷款新增 3543 亿（不及去年月均 4416 亿和去年同期 4441 亿），自 2017 年 5 月以来连续第 12 个月同比下降，表明居民房贷受限明显；4 月非金融企业贷款新增 5726 亿元（高于去年同期 5087 亿和去年月均 5592 亿），创有数据统计以来的同期新高，表明企业融资需求仍然旺盛。

4 月新增社融 1.56 万亿，高于前值（1.33 万亿）和去年同期（1.39 万亿），主要是表内贷款和债券带动，表外依旧受压。其中，企业债券融资 3776 亿元，同比大增 3275 亿元并创 2016 年 12 月以来最高，考虑到近期债券违约事件频发，预计后续债券融资会有所回落；而受制于强监管，以“委托+信托+未贴现银行承兑汇票”合计的表外融资-121 亿（连续第 4 个月下滑），显著低于去年同期（7542 亿）和 2017 年月均（2836 亿）。

(2) 仍关注 M1-M2 剪刀差连负，年底 M2 有望 9.5%

4 月 M2 同比 8.3%，较 3 月（8.2%）小幅回升但不及预期（8.5%），其中：4

月财政存款增加 7184 亿（去年同期 6425 亿），高于季节性的 4000-5000 亿，同时，4 月居民存款下降 1.32 万亿，为历史单月降幅最大。总的来说，4 月 25 日央行超预期降准 100 个基点，仍未对 M2 形成提振。往后看，基于对 M2 增速的拆解，加之我国货币已边际趋松，预计年底 M2 有望达到 9.5% 左右。

此外，4 月 M1-M2 “剪刀差”为 -1.1%，自 2 月以来已经连续第三个月为负。维持我们上月的月报观点，往后看，接下来几个月 M1-M2 “剪刀差”大概率为负，预示通胀将继续走弱、经济趋于下行、房地产销售延续下滑。

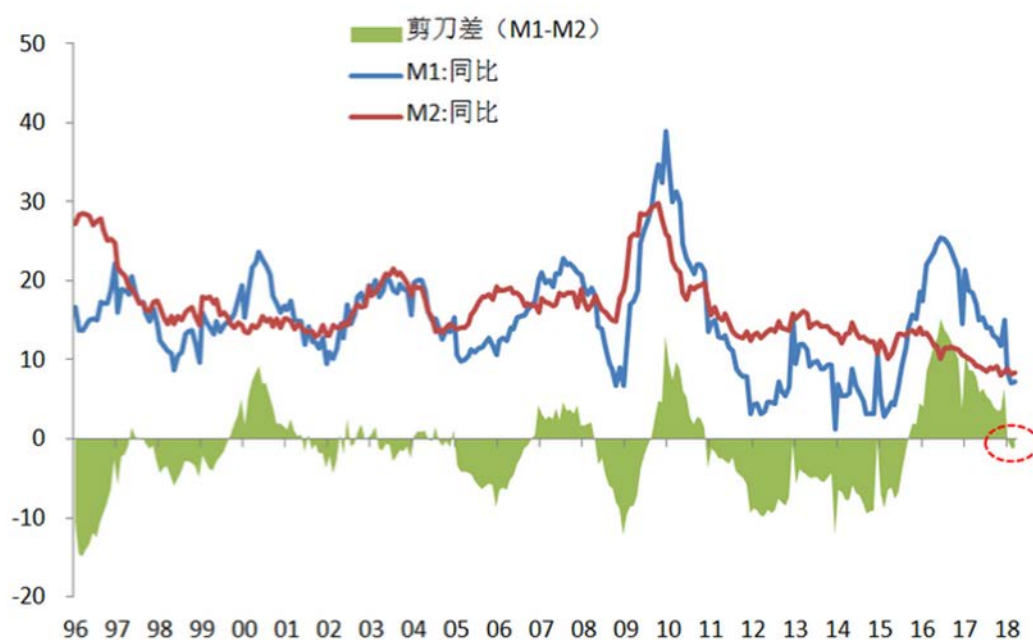


图 5：M1-M2 的剪刀差连续 3 个月为负

数据来源：wind

（三）商业银行¹

1. 资管新规正式落地

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（即通称的《资管新规》）于 2018 年 4 月 27 日正式公布，立即生效。与之前公布的征求意见稿相比，正式文件在整改期限上进行了延长、对流动性预期和摊余成本法的要求略有调整，但对于禁止期限错配、打破刚性兑付、引导长期资金进入标准化市场、加强统一化监管等原则性要求并未放松。不过，这只是对资产管理业务的框架性规定，各业

¹ 撰写人：中国人民大学国际货币研究所研究员王剑



务细则还需要等待更细致的规范出台。随着《资管新规》及相关细则的实施，将深刻改变大资管行业的格局。

第一，打破刚性兑付使资管回归代客理财本源，有利于维持金融优化资源配置的功能。对单个产品购买者而言，表外理财产品的收益率保本且高于存款利息仿佛是件好事。但这背后蕴藏着非常大的风险，因为表外保本理财是“以表外之名，行表内之实”，占用大量表内资本金，降低了实际的资本充足率，一旦资产质量大幅下降，造成的损失无法由银行资本金弥补时，将严重危及存款人和理财投资人的资金安全。表内允许刚性兑付，为控制银行风险，需要对资本充足率进行监管。表外理应“受人之托、代客理财、风险由投资者自担”，银行只作为资产管理者，并不需要承担资金风险。可是之前市场上的表外理财产品并不完全符合要求，表内、表外界限不清，给部分产品规避监管提供了土壤，表面上资本充足率达标，但实际风险难以估量。因此，打破刚兑表面上似乎导致投资者的固定投资回报变少，但业务回归本源、风险出清后，实质是保护了投资者的资金安全，维护了金融市场的稳健运行。

第二，资管新老产品接续将存在缺口，非标和债券市场受整改影响较大。根据文件要求，不符合规定的产品需要在 2020 年前逐步压缩，不得存续。然而，原本购买表外保本理财产品的投资者并不都是风险偏好较高的人，部分投资者将不再继续购买风险自担的新产品。也就是说，新产品新增量比不上老产品到期量，必然将导致大量理财资金的缺口。这些资金可能转入表内购买大额存单、结构性存款等保本理财，或者单纯转变为一般存款。一方面，短时间内回表的资产过多，将给银行资本带来一定压力。另一方面，资金转向风险更低的投资标的，可能会造成少数企业找不到新的替代资金（如非标到期后无法续资、新债申购量少）而爆发信用风险。不过，金融业去杠杆已取得阶段性成效，市场也对新规内容进行了长时间消化，资管新规落地不会导致市场大幅波动。

第三，未来居民资产配置也将有所调整。打破刚兑，有利于民众树立正确的理财观念，纠正表外理财保本保收益的观念偏差。新规实施后，风险偏好低的民众会转而购买保险或资金存银行，有一定风险偏好的民众也许会购买理财新产品或公募基金，风险偏好更高的民众可能将理财到期的钱买房、炒股、买信托。居民资产配置与风险偏好、和金融市场的发达程度有关，此前一段时期居民理财意

识已有所启蒙，预计未来我国资本市场发展程度和居民理财意识都将继续提升。

2. 2018 年 4 月货币金融数据分析

(1) 基础货币

2018 年 4 月末，基础货币余额为 30.73 万亿元，全月减少 14067 亿元。其中，因 4 月缴税因素，政府存款增加 7060 亿元，相应形成 7060 亿元的基础货币回笼。央行货币政策工具回笼了基础货币约 6054 亿元，主要是 4 月 17 日降准（4 月 25 日实施），将部分释放的存款准备金（约 9000 亿元）用于偿还 MLF，因而导致基础货币回笼，其余的用于应对缴税导致的回笼。外加约 900 多亿元的其他因素回笼，因此，基础货币变化额约 14067 亿元，但整体依然平稳。

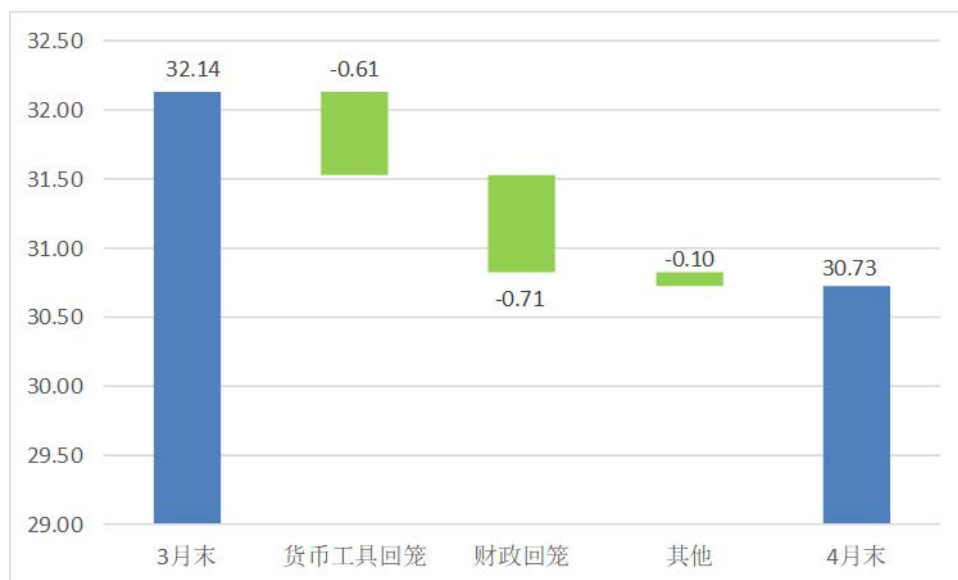


图 6：2018 年 4 月 M0 增量分解

资料来源：Wind

基础货币内部结构上看，值得关注的是支付公司集中存管至央行的客户备付金余额，已升至 4995 亿元，4 月增加 1838 亿元。从货币效果上看，支付机构将原本存于银行的客户付付金存款，转为直接集中存管至央行，这和从银行提取现金的效果是一样的，银行也会流失基础货币。

(2) 广义货币

广义货币方面，2018 年 4 月末，M2 余额 171.9 万亿元（老口径），环比减少 5511 亿元。个人存款大幅下降，与 3 月末刚好相反，仍为季节性波动，即理财产品在 3 月末到期后，4 月个人投资者继续开展理财投资。

表 1：4 月 M2 增量的结构

余额增量结构（亿元）		来源结构	
M0	-1216	外占	-177
单位活期	3124	债券	-2,450
单位定期	2742	贷款	10,987
个人	-13378	财政	-7,060
非银	3217	其他（非银、非标等）	-6,812
全月	-5511	全月	-5,511

资料来源：Wind

从 M2 来源来看，信贷派生贡献了 10987 亿元，财政回笼了约 7060 亿元。此外，其他（非银、非标等）也在进一步回笼 M2，金融去杠杆进程还在推进。监管当局已经指出金融去杠杆已取得“阶段性成效”，也体现在数据之中。

（四）资本市场¹

1. 股市

（1）A 股盈利前景持续下调

5 月 A 股整体盈利前景指数持续下降（5 月 0.94，4 月 1.07），上调盈利预测的分析师持续减少。2017 年下半年以来，A 股盈利预测不断上调，在到达今年三月份的顶点后出现回调。分板块来看，5 月主板、中小板、创业板盈利前景指数分别为 1.14、0.74、0.72。板块间盈利前景一致，主板、中小创盈利预测均持续下调。

（2）工业企业盈利情况

盈利增速回落，但经济韧性尚存。3 月工业企业经营数据持续回落，主营业务收入同比增长 9.60%，增速从 2017 年下半年以来持续下降，利润增速为 11.60%（2018 年 2 月份 16.10%），产成品存货同比增长 8.7%（上期 8.6%），较为稳定。销售费用与管理费用同比增速略有降低，财务费用同比增速增加，拖累企业利润。PPI 与 PPIRM 之差可粗略描述工业企业盈利能力的变化，且从历史角度看，两者增速之差稳定领先于工业企业利润增速。4 月 PPI 同比上涨 3.4%，较 3 月份 3.10%有所回升，PPIRM 同比上涨 3.7%，与上一期持平。数据层面来看，

¹ 撰写人：中国人民大学国际货币研究所研究员芦哲

经济尚有韧性。

（3）不同行业盈利前景变化

上游原材料：盈利前景持续下调，煤炭与有色金属分别于今年2月份、1月份开始盈利预测持续下调；石油石化本月盈利前景持续回升。

中游制造业：钢铁行业盈利前景较好，4月份盈利前景出现回落后5月上调；电力设备及国防军工盈利前景指数5月份均出现上调，但依旧较差；其他行业均出现下调。

下游消费品：餐饮旅游、纺织服装盈利前景上调；其他行业盈利前景普遍一般。

大金融地产：银行盈利前景稳步上升；非银金融及地产盈利前景略有回调，但地产仍维持在高位。

TMT：传媒行业盈利前景出现上调，其他行业盈利前景普遍下滑。

2. 债市

美零售工业企稳，美联储官员对经济态度乐观，欧工业小幅回升。1）美国：4月零售销售维持于较高水平，工业生产表现平稳。上周多位美联储官员对美国经济前景表态乐观，但对年内加息次数存在一定分歧；2）欧元区：3月工业生产小幅反弹，其中德国、意大利良好，法国大幅回落；3）英国：失业率持平于历史低位，薪资增速稳步抬升至2.9%。

周内美元指数走高，人民币小幅贬值。上周人民币兑美元中间价、在岸价、离岸价周内分别下行0.37%、0.64%、0.43%。短期内，美对华贸易逆差收窄预期或令美国经济增长略偏乐观，但欧英经济及货币政策逐步明朗情况下，美元指数进一步大幅上行空间有限。预计18年内人民币汇率预计年内大概率在当前位置窄幅波动。

税期短期扰动资金面，货币政策工具稳健中性，对2季度资金面维持乐观判断。上周央行扩大逆回购口径净投放，并在仅续作MLF到期量的同时发放801亿元PSL。上半年来看，预计货币政策仍将配合今年宏观稳杠杆、结构性去杠杆的目标，为商业银行提供充足的流动性，保持金融市场资金面的稳中趋降走势。

经济下行趋势未改，但周内税期因素、美债收益率持续走高，令债市小幅调整。资金面：税期资金面小幅收敛，短端收益率调整幅度大于长端。基本面：4



月工业生产数据在短期因素驱动下有所改善，投资、消费则持续回落，显示经济下行趋势未改。3-4 月财政支出增速整体慢于去年，4 月税收增速较一季度放缓，预计全年基建增速将继续承压回落。海外：周内海外经济数据及货币政策变化呈“美强英欧弱”格局，叠加油价居高不下推升通胀预期，美债收益率走高对债市情绪有所扰动。

二、宏观经济专题：当前仍要高度重视 M2 增速的变化¹

伴随着我国金融创新的不断深化，M2 指标的局限性确实有所显现，今年政府工作报告没有制订 M2 增速的具体目标是正确的。但也应认识到，M2 指标有效性还没有出现显著下降，现阶段仍可作为货币政策关注的重要指标。货币政策对 M2 增速变化趋势的把握依然重要。

2018 年政府工作报告对今年我国经济工作进行了明确部署，与以往相比，一个突出的变化是报告没有公布广义货币供应量（M2）增速的具体量化目标，只作出了“保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长”的定性表述。这也是近十年来政府工作报告首次没有公布 M2 增速的量化目标值。不少观点认为，在过去一年 M2 增速与 GDP 增速出现背离，以及货币政策中介目标从数量型向价格型转变的背景下，M2 指标的重要性已经显著下降，未来不必再过多关注。然而，从我国经济运行情况来看，上述观点尚有待商榷，现阶段我国依然需要高度重视 M2 增速的变化趋势。

（一）理性看待 M2 增速与 GDP 增速的背离

以往各界关注 M2 指标的变化，主要是因为它作为货币政策的中介目标，既能反映货币政策的松紧程度变化，又与经济产出和物价水平存在较为紧密的相关性，可以作为预测未来经济运行的前瞻性指标。然而，2017 年 M2 增速与 GDP 增速却出现了明显的背离，M2 增速由 2016 年的 11.3% 下降至 2017 年的 8.2%，GDP 增速反而由 6.7% 上升至 6.9%。据此，一些观点认为，M2 难以继续作为货币政策的中介目标，不应再过多地予以关注。但实际上，需要谨慎看待 M2 增速与 GDP 增速的背离，不能将其笼统地作为 M2 指标失效的依据。

首先，M2 增速的回落准确地反映了货币政策的趋紧态势。2017 年，在“要把防控金融风险放在更重要的位置”的总体要求下，货币政策采取了一系列积极举措。通过适度收紧流动性并提高货币市场的利率中枢等手段，有效缓解了金融体系内部资金空转嵌套严重、金融机构杠杆率过高等问题。虽然 2017 年货币政策在官方表述上延续了“稳健”的定位，但实际操作处于稳健偏紧状态。这突出

¹ 撰写人：中国人民大学经济学院博士研究生刘哲希

表现在，中国人民银行调查统计的货币政策感受指数明显下降（该指数越低，表明银行所感受到的货币政策越紧），2017 年底货币政策感受指数仅为 41.6%，比 2016 年底大幅下降了 12.1 个百分点。在货币政策趋紧的情况下，作为货币政策中介目标，M2 增速的回落属于正常合理现象。

其次，2017 年外需对经济增长的推动作用显著加大，使经济增速在货币政策趋紧情况下反而有所加快，从而出现了 M2 增速与 GDP 增速的背离现象。受益于全球经济的回暖，2017 年我国经济出口实现了久违的高增长，净出口对 GDP 的贡献率明显增加。根据测算，2017 年货物与服务净出口对 GDP 的贡献率为 9.1%，对 GDP 增速的带动作用为 0.6 个百分点。相比之下，2016 年货物与服务净出口对 GDP 的贡献率为 -6.8%，导致 GDP 增速降低 0.4 个百分点。可见，货币政策趋紧—M2 增速回落—GDP 增速稳中趋缓的逻辑链条依然成立。根据以上分析，虽然 M2 增速与 GDP 增速在过去一年出现了背离，但主要是因为经济运行受到的外部积极影响加大所致，不能归咎为 M2 指标的失效。

（二）现阶段数量型货币政策指标依然重要

近年来，伴随着利率市场化改革的推进与金融创新的深化，各界对货币政策需要由数量型向价格型转变的大方向已经形成了共识。早在 2012 年发布的《金融业发展与改革“十二五”规划》，就正式提出要“逐步增强利率、汇率等价格杠杆的作用，推进货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主转型”。尽管如此，货币政策转型是一个渐进过程，难以一蹴而就。从我国的实际情况来看，货币政策从数量型完全转向价格型的条件尚不成熟。不仅基准利率调控体系仍不够完善，不同市场与不同期限利率之间的传导还存在较多障碍，而且经济体中还存在一些对利率不敏感的部门。货币政策仅通过调节利率水平，难以有效调控整个经济的运行，仍需要对货币数量进行适度的把控。

不仅如此，由于我国以间接融资为主的融资结构没有发生本质性改变，所以 M2 等数量型指标的重要性也不应显著下降。从国际经验来看，在利率市场化进程中，美国等国家普遍转向价格型货币政策的一个重要原因是，股市、债市等直接融资在社会融资结构中的占比大幅增加，超过银行信贷等间接融资方式而占据了主导地位。央行不能再依靠数量型手段对金融中介部门的可贷资金数量进行调节，需要建立以利率为核心的价格型调控方式，通过调控利率水平对整个金融市

场产生影响。但如果在利率市场化进程中融资结构没有发生明显变化，仍然是以间接融资为主，那么央行也就不应过早摒弃原有的数量型调控方式。一个典型的例子是，德国虽然在 20 世纪 70 年代就完成了利率市场化，但由于社会融资结构没有发生显著改变，因而货币政策沿用了以盯住货币供应量（M3）为核心的调控框架。欧元区成立之后，欧洲央行也继续贯彻这一思路，将 M3 增速变化作为货币政策制定的重要参考指标。因此，在当前间接融资仍占据主导地位的情况下，我国货币政策不应过快地转向价格型调控方式，仍需要重视数量型指标的变化。

（三）谨防 M2 增速的进一步下滑

2018 年政府工作报告使用了“保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长”这一较为模糊的表述。于是有观点认为，在强监管以推进金融去杠杆的背景下，M2 增速可以继续下降。然而，从我国现实国情来看，2018 年 M2 增速不应再继续下滑，反而应较 2017 年的增速适度提高。

首先，金融去杠杆的影响已经传导到实体部门，M2 增速的下滑实际上已经开始反映居民与企业资金可获得性的下降。不可否认，本轮 M2 增速的回落是由金融去杠杆所引发，尤其是 2017 年上半年金融部门 M2 增速一直仅有 2% 左右的增长速度，显著低于整体 M2 的增长水平。但是自 2017 年下半年以来，金融部门 M2 增速有所回升，而非金融部门 M2 增速出现了明显下滑，由 2017 年 6 月的 10.3% 下降至 12 月的 8.2%，成为了 M2 增速持续下滑的主要原因。因此不能简单地认为，当前 M2 增速下滑是由金融去杠杆对金融体系内部资金嵌套的压缩所致，实际反映了整个经济体的流动性趋紧。若 M2 增速继续下滑，则将偏离货币政策稳健中性的定位。

其次，2018 年我国经济下行压力可能还会加大，应适度提高 M2 增速，谨防经济增速的超预期下滑。如前所述，2017 年 M2 增速与 GDP 增速的背离很大程度上缘于出口的高增长，剔除出口高增长的影响后，货币政策趋紧—M2 增速回落—GDP 增速稳中趋缓的逻辑链条依然成立。受多重因素制约，2018 年我国出口难以继续维持高增长。一是中美贸易摩擦的加剧会对我国出口产生一定负面影响。二是 2017 年下半年人民币汇率的单边上升走势对出口的抑制作用，会在 2018 年逐渐显现。三是 2017 年出口高增长带来的基数效应，也会在一定程度上拉低 2018 年的出口增速。此外，政府对房地产市场调控力度的持续加码，以及对地方



债的把控力度趋严，在长期内有利于保证我国经济的高质量发展，但在短期内会影响到房地产与基础设施投资的增长速度，从而拉低经济增速。因此，2018 年我国 GDP 增速存在出现超预期的下行风险，从而需要适度提高 M2 增速予以防范。

总体而言，伴随着我国金融创新的不断深化，M2 指标在统计口径上的局限性确实有所显现，因此 2018 年政府工作报告没有制订 M2 增速的具体量化目标是正确的。但同时也应认识到，M2 指标的有效性还没有出现显著的下降，现阶段仍可将其作为货币政策关注的重要指标。货币政策对 M2 增速变化趋势的把握也依然至关重要。

三、主要经济数据¹

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	17-Oct	17-Nov	17-Dec	18-Jan	18-Feb	18-Mar	18-Apr
CPI	同比	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8
PPI	同比	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4
制造业 PMI	同比	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4
工业增加值	同比	6.2	6.1	6.2	-	7.2	6.8	6.9
工业企业利润总额	累计同比	23.3	21.9	21.0	-	16.1	11.6	-
固定资产投资完成额	累计同比	7.3	7.2	7.2	-	7.9	7.5	7.0
社会消费品零售总额	同比	10	10.2	9.4	-	9.7	9.8	9.7
进出口总值	当期值 同比	11.2	14.7	8	22	24.5	5.3	16.7
M2	同比	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3
社会融资规模	当月值 (亿元)	10387	16195	11398	30603	11736	17993	18141
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	6632	11200	5844	29000	8393	11000	11800

¹ 撰写人：中国人民大学国际货币研究所副研究员李振新

基金配置策略渐显灵活性 债券收益走软，促投资者转向房地产¹

本·罗宾逊²

普华永道的数据显示，在各种 5 年期、10 年期和 20 年期的常见投资类别中，债券一直是表现最差的资产，位列大宗商品和对冲基金之后。对于固定收入平均配比占投资组合总值 40% 的公共养老基金来说，其收益压力很大，致使投资者转向其他资产。

对于总资产主要依靠原油收入的主权基金来说，2014 年以来油价剧跌，使其不得不奋力保值。主权基金的债券配比均值为 25%，虽低于养老基金水平，但对投资者来说仍无异于雪上加霜。

以上情况加上发达经济体已经实行十年的量化宽松和低利率政策，以及生产力增长缓慢和人口老化问题，公共投资者不禁热议应该选择哪类资产和策略。

最近出台的改革措施，在资产配置方面赋予欧洲公共投资者较大的灵活性，此举也促使公共投资者转向其他资产，特别是房地产和基础设施。

从 7 月起，总资产价值超 2000 亿美元的瑞典养老金缓冲基金将获准投资 40% 以上的“非流动性”资产，而目前对未上市资产设定的上限为 5%。高评级固定收入产品的配比下限也由投资组合总值的 30% 下调至 20%。

4 月，在多年的游说下，挪威财政部示意将允许管理资产额超 1 万亿美元的挪威央行投资管理公司投资未挂牌的可再生基础设施。

以上一连串举动的发生有其背景。2009 年以来，房地产和基础设施在主权基金和公共养老基金中的价值分别上涨 120% 和 165%。国际货币基金机构官方论坛对管理资产额达 4.6 万亿美元的公共投资者进行的调查显示，70% 以上的投资者在过去三年中增持或大幅增持了（高达 6%）这些资产。

¹ 译者：沈冠华；审校：陆可凡，原文选自货币金融机构官方论坛（OMFIF）于 2018 年 5 月出版的 The Bulletin

² 本·罗宾逊，国际货币基金机构官方论坛高级经济学家

实物资产在整个投资组合中的角色发生了变化。它们已不再被单独看待，也不再被视为核心型策略或核心增益型策略的一部分。增值型策略和机会型策略的重要性正在上升，进而影响到投资者对资产类型和获得方式的选择。

出于分散投资和高收益的考虑，加之相对挂牌的公共资产来说波动不大，一些投资者正在加持私人房地产资产。因此，他们有机会接触到更多样的项目，并且有可能专注于次级房产和其他小众投资。

投资目标更复杂

主权基金和养老基金正在把目标投向更大和更复杂的投资对象，并且通过与有限合伙人合作来达成一定规模的交易。私募股权正在失去吸引力，因为把闲置资金都囤积在私募的成本也很大，仅在房地产领域囤积的资金就约为 3000 亿美元。

相反，随着投资者试图选择一些特定的精选项目，直接贷款和直接股权日益普遍。他们试图克服由于其他投资者竞争激烈而导致核心的传统一级资产成本过高的问题。

许多机构正在收回资产管理工作。这迫使外部管理人为了招揽生意更新他们的价值主张，调整基金结构，增加透明度和灵活性并降低成本。这样做往往会获得不错的效果。

国际货币基金机构官方论坛的调查显示，未来三年内，主权基金和养老基金计划将基础设施的投资增加至 3340 亿美元，将房地产的投资增加至 1300 亿美元。但是，怎么为投资需求（估算显示，未来二十年仅基础设施领域的资金需求就超过 90 万亿美元）匹配空余资金仍然是最大的问题。

实物资产是长线投资，政治、法律和监管确定性十分关键，信息透明、基准分析和对冲产品也很重要。其他地区面临低收益的投资者希望他们对实物资产的需求能够倒逼这样的改革，从而使他们能够投资更多资产。

Flexibility in allocation strategy

Build up in real assets as bond returns flag

Ben Robinson¹

Bonds have been the worst-performing asset among habitual investment classes, after commodities and hedge funds, over five-, 10- and 20-year horizons, according to PWC data. For public pension funds, which have an average allocation to fixed income of almost 40% of the total portfolio, this has created significant pressure on their returns, forcing investors to seek alternatives.

Sovereign funds, which are dependent on oil revenues for a large part of their total assets, have struggled to preserve their value in the face of the dramatic decline in oil prices since 2014. Sovereign funds' average 25% allocation to bonds, while lower than pension funds', is still large enough to present further headaches for these investors.

This combination of forces, exacerbated by a decade of quantitative easing, low interest rates, slow productivity growth and aging populations in advanced economies, has led to heated debate over which asset classes and strategies public investors should pursue.

Recent reforms allowing great flexibility in asset allocation for European public sector investors have helped intensify the shift into alternative assets, particularly real estate and infrastructure.

From July, the Swedish pension buffer funds, which hold combined assets of more than \$200bn, will be allowed to invest up to 40% in 'illiquid' assets, up from the current 5% cap on unlisted assets. The minimum allocation to top-rated fixed income products has also been reduced to 20%, from 30% of the total portfolio.

¹Ben Robinson is Senior Economist at OMFIF. This article first appeared in the February edition of The Bulletin.

In April the Norwegian finance ministry signalled its intention to allow Norges Bank Investment Management, which has more than \$1tn in assets under management, to invest in unlisted renewable infrastructure, following years of lobbying by the fund.

These developments are part of a broader trend. The value of real estate and infrastructure within sovereign fund and public pension fund portfolios has risen by 120% and 165%, respectively, since 2009. According to an OMFIF survey of public investors with around \$4.6tn in AUM, more than 70% have increased or significantly increased (by up to 6%) their allocation to these assets in the last three years.

The role of real assets within the total portfolio has shifted. These are no longer viewed solely or primarily as part of a core or core-plus strategy. Value-add and opportunistic strategies are gaining in importance, affecting the types of assets investors are pursuing and the way they access them.

Some investors are targeting a higher share of private real assets, driven by factors including diversification, higher yields and lower volatility than listed public assets. This allows investors to access a wider range of projects and to specialise in non-prime real estate and other niche investments.

More complex investments

Sovereign and pension funds are pursuing larger and more complex investments and collaborating with limited partners to reach deals of sufficient scale. Interest in private equity is waning as the large build-up of 'dry power' – estimated at around \$300bn in the real estate sector alone – adds to the costs.

Direct debt and equity are instead becoming more widespread as investors seek exposure to specific, carefully selected projects. They are trying to overcome the high costs of more traditional prime assets in core locations, which have been driven by strong competition from other investors.

Many institutions are bringing more of their asset management in-house. This is forcing external managers to update their value proposition by offering new fund structures, greater transparency and flexibility, and lower costs, to remain competitive. The potential rewards are substantial.

Over the next three years, sovereign and public pension funds plan to increase their investments by \$334bn in infrastructure and \$130bn in real estate, according to the OMFIF survey. However, matching the supply of readily available sums of cash with investment needs – estimated at more than \$90tn over the next 20 years for infrastructure alone – remains the biggest stumbling block.

In view of the long-term nature of real asset investment, political, legal and regulatory certainty is vital. Improved information, benchmarking and hedging products are also needed. The hope among investors facing low returns elsewhere is that the scale of their demand for real assets spurs on these reforms, expanding the range of investable assets.

中国在下一盘“耐心棋”

中国会采取更有分寸的措施抵制美国关税¹

加里·史密斯²

此前有人猜测，中美之间的贸易争端会促使中国政府抛售美元国债。尽管中国领导人被迫对美国最近施加的关税进行报复，目前不太可能会把外汇储备用于该目的。西方对中国贸易惯例的合理投诉，这些投诉似乎很难有所进展，但是中方的回应也不太可能触发全面的金融危机。

中国官员会在制定政策时仔细权衡棘手的问题。金融教科书指出：抛售美元计价的资产会让美元承受下行压力。但此举也会威胁到中国出口，再考虑当前贸易争端背景，中国是否希望出现这种局面，还值得怀疑。然而局势可能变得比一开始看上去更微妙。货币流动并不总是遵循理论。如果报复是为了引发一场美国金融危机，那么2008年金融危机的经历可能值得关注。

十年前，美国次贷危机演变成全球危机，美元却因“资金流向安全性资产（flight to quality）”而受益。出现这种有悖常理的结果，是因为美元在国际贸易融资中雄踞霸主地位。

中国政府开始在全球贸易网中推广使用人民币，部分考量是想让中国在未来危机中处于更强势的地位。任何可能引发资金流向美元这一安全性资产和增强美元霸主地位的行为，都将与过去十年的人民币国际化之路背道而驰。

而且，美联储轻易就能处理掉中国出售的美元国债。中国即使想在金融市场上小试牛刀，最好也避开这种美国政府轻而易举就能摆平的举动。此外，2015年至2016年间，中国清算了约1万亿美元的外汇储备，其中约三分之二都以美元计价，在那期间，美国国债收益率其实已经下降了。

对中国而言，比起应对清算头寸带来的后果，保持大额、稳定的美国国债头寸可能更有利。事实上，按兵不动可能才是成功之策。自特朗普总统上台以来，

¹ 译者：尹柔茜；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2018年5月8日）

² 加里·史密斯，国际货币基金机构官方论坛顾问委员会委员，巴林银行战略关系管理团队

中国一直善于占领国际关系中空缺的道德高地。

在美国走向保护主义的同时，中国热衷充当自由贸易捍卫者。此举不仅可能增加中国国际公信力，也符合“一带一路”倡议的目标，而“一带一路”倡议或有助于建立以中国为中心的贸易网络，进一步助推人民币国际化。

中国可能会在贸易和投资上对美国施加的关税予以回应，包括征收对美国进口商品的关税以及进一步限制美国在中国的投资。中国如果做出有分寸的回应，可能降低其他国家对中国贸易补贴或对知识产权保护不佳的担忧。

外汇储备方面，可以参考樊纲的意见，他是央行货币政策委员会委员和国家外汇管理局（央行的分支机构）的顾问。他曾表示中国不应继续购买美国国债，而应该购入实物资产。对中国而言，这可能是下一盘“耐心棋”和“技巧棋”的好时机。

China plays the long chess game

Beijing will adopt measured response against US tariffs

Gary Smith¹

There has been speculation that the trade dispute between the US and China could prompt Beijing to sell down its holdings of US Treasury debt. While Chinese leaders clearly feel compelled to retaliate against Washington's recently imposed tariffs, it is unlikely that foreign exchange reserves would be used for this purpose. Progress on some of the West's legitimate complaints about China's trade practices seems remote, but so does any Chinese response that might trigger a fully-fledged financial crisis.

Chinese officials will weigh some difficult issues as they shape their strategy. Textbooks would suggest that selling dollar-denominated assets would put downward pressure on the dollar. It is doubtful that this is an outcome China would want against the backdrop of a trade dispute that, in a wider sense, would threaten its own export performance. However, the situation might be more nuanced than it first appears. Currency movements do not always conform to theory. If retaliation were intended to trigger a US financial crisis, the experience of the 2008 crisis might be worth heeding.

A decade ago, as the US housing crisis morphed into a global crisis, the dollar benefited from a 'flight to quality'. This perverse outcome was a consequence of dollar hegemony in the financing of international trade.

Beijing began the process of establishing its own currency in the global trading network partly to ensure that China would be in a stronger position in a future crisis. Any Chinese reaction that risks triggering a flight to quality onto the dollar, and which boosts dollar hegemony, would be inconsistent with the decade-long policy of

¹ Gary Smith is Member of the OMFIF Advisory Council and Member of the Strategic Relationship Management Team at Barings

internationalising the renminbi.

Moreover, there is nothing to stop the Fed from simply mopping up any Chinese sales of US debt. China, even if it were inclined to embark on a financial market skirmish, might be wise to avoid one that US authorities could neuter with minimal effort. Moreover, in 2015-16, China liquidated around \$1tn in foreign exchange reserves, of which around two-thirds were probably denominated in dollars. During that period, US bond yields actually declined.

For China, the benefits of maintaining a large and stable position in US debt instruments might be more useful than weathering the consequences of liquidating that position. In fact, doing nothing might be a winning strategy. China has been adept at filling the vacated moral high ground in international relations since the election of President Trump.

China has been keen to position itself as a defender of free trade at a time when the US is moving towards protectionism. This would also enhance China's international standing but would be consistent with the objectives of the Belt and Road initiative, which may help establish a China-centric trade network and further boost international usage of the renminbi.

The Chinese response to US tariffs will probably focus on trade and investment, including tariffs against US imports and further restrictions on US investment in China. A measured response may encourage other nations to tone down their concerns about Chinese trade subsidies or poor protection of intellectual property.

In terms of foreign exchange reserves, the views of Fan Gang, a member of the People's Bank of China and adviser to the State Administration of Foreign Exchange, a subsidiary of the central bank, are relevant. He has said that China should not buy more US debt but should instead buy real assets. From the Chinese perspective, this could be a good time to exhibit patience and skill in playing the long chess game.

系列四十三：强化人民币交易功能——发展征信和信用评级体系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》第八章。

人民币国际化必然要求信贷市场和证券市场扩大对外开放。中资金融机构增加对国外企业的信贷，吸引更多的境外投资者在中国国内金融市场或离岸金融市场从事投资和交易活动，有利于推动人民币从结算货币到交易货币再到储备货币的转变。此举很大程度上依赖于中国征信和信用评级等基础设施建设。尽管中国在征信和信用评级基础设施建设方面取得了一些成绩，但与促进信贷市场和债券市场对外开放、充分发挥人民币交易功能的需求之间尚且存在差距。需要在人民币国际化的背景下，基于如何促进人民币交易功能的提升，研究加强中国的征信和信用评级基础设施建设的思路。

金融基础设施是支持金融可持续发展的重要条件，因此，征信与信用评级体系的发展与信贷市场和债券市场的发展休戚相关。在人民币国际化的背景下，良好的征信与信用评级体系能够从三个方面促进人民币交易功能的发挥：第一，良好的征信与信用评级基础设施能够为国内信贷市场和债券提供客观准确的评价

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



标准，进而吸引境外投资者进入；第二，中资金融机构到人民币离岸市场发放贷款需要征信的依托，人民币离岸债券市场发展需要信用评级的依托，因此良好的征信与信用评级基础设施也能促进人民币离岸市场信贷和债券投资；第三，国内征信与信用评级机构的成熟发展与良好声誉有利于中资评级机构开拓海外市场，有助于中国参与国际征信与评级标准的制定，间接推动人民币国际化进程。

完善征信体系建设有利于促进人民币在信贷市场发挥交易功能。一方面，中国金融机构会向境外企业提供贷款，当前境内银行提供的业务主要为买方信贷业务和内保外贷业务。买方信贷业务是指出口方银行直接向买方提供贷款，买方包括进口商、进口方银行或进口国政府机构，使国外进口商得以即期支付本国出口商货款的一种融资方式。在评价买方信用状况时，出口方银行除了依据贸易项目外，更多地要依靠买方的征信记录。如果国内征信机构和国外征信机构能够实现对接，将大大提高征信信息的使用效率。成熟完善的征信机构能够帮助境内银行更好地掌握境内母公司的信用状况，且当国内征信机构在国际市场上有良好的信誉品质时，其提供的征信报告更容易得到境外银行的认可，有利于促进内保外贷业务的发展，为国内“走出去”企业解决境外融资困难问题。

另一方面，中国企业也需要境外贷款，目前主要有外保内贷、跨境直贷两种业务。外保内贷也需要国内金融机构与国外征信机构的对接。跨境直贷主要发生在人民币离岸交易市场，由于其资金成本低于境内资金成本，跨境直贷不仅可以帮助国内企业降低融资成本，还能为离岸市场人民币找到投资渠道。因此，有较高认可度的国内征信机构提供的征信报告可以帮助国内企业获得贷款，促进离岸人民币市场的发展。

在促进人民币国际化方面，完善信用评级体系建设则主要是服务于债券市场。信用评级体系建设的重要性也可以从两方面来看。一方面，国内企业到国外发债，为了得到国外投资者的认可，国内企业都要选择国外权威评级机构进行评级，但国外评级机构对中国市场的认识不足，外资评级机构一直没有根据中国国情改变对中国企业的评级标准，例如对政府背景企业、国有企业和中国地方政府债券等的信用等级认定就没有考虑中国国情，因此加大了国内企业的融资成本。

根据第三方数据公司 Dealogic 的统计，2016 年境内企业发行的美元债高达 1271.4 亿美元，创下自 2007 年以来的第二高点，仅次于 2014 年 1400.6 亿美元的高峰，同比增长 20%。如果国内信用评级机构能够得到国际市场的认可，就能够获得国际评级资质，那么国内企业在发行离岸人民币债券过程时就可以选择国内评级机构，国内评级机构对国内企业的信用状况更加熟悉和了解，评级结果会更加准确且能为国内企业降低融资成本。但目前中国关于境外人民币债券评级方面的法律法规尚待健全和完善，目前只有大公国际一家机构获得了欧洲信用评级资质，中国本土的信用评级机构急需加快国际化步伐。

另一方面，随着中国债券市场进一步对外开放及人民币国际化进程的加快，截至 2016 年底，熊猫债发行了 600 多亿人民币，包括世界银行也在中国发行了以 SDR 计价的债券。由于熊猫债的发行主体为境外机构，国内评级机构在评级过程中可能会遇到一些以往未曾遇到的问题，如何准确识别熊猫债的信用风险特征，制定差异化的信用评级标准，成为国内评级机构迫切需要解决的问题。对熊猫债评级的准确性影响着不仅境外机构到中国债券市场发行债券的意愿，还会影响国内投资者的判断，从而影响熊猫债的规模，进而影响到人民币在国际市场的投资功能和储备功能。

中国企业征信机构及业务发展现状表现为：第一，市场相对分散。中国目前的企业征信市场还是一片待开发、待规范的蓝海。当前，工商注册信息库显示，市场上与“征信服务”相关的公司有 2000 家左右，但完成央行备案的企业征信机构仅有 135 家，主要分布在北京（40 家）和上海（34 家），有资质的征信机构占整个征信市场的比例不到 5%。当前征信系统重复建设不可避免，但征信服务具有明显的自然垄断属性和雪球效应，例如美国成熟的征信市场是高度集中的，未来中国征信业必然经历并购整合，提高行业水平。

第二，客户覆盖不足。截止 2014 年底，企业征信系统接入机构数为 1724 家，接入小微型金融机构 1179 家，截止 2016 年 4 月底，人民银行金融信用信息数据库共收录企业及其他组织 2146 万户，仅 597 万户有信贷记录，尚有一定数量的中小企业不能获得央行征信。

第三，信息渠道隔阂。目前中国征信业形成了三大征信体系：金融征信体系、行政管理征信体系和商业征信体系。三大体系征信数据还未实现互联互通，中国



的大部分商业征信机构是伴随着大数据的发展与应用成长起来的，大数据能够大幅降低征信成本，但由此带来的信息安全隐患和信息孤岛问题仍需解决。征信的基础是信息收集及信用报告输出，未来征信机构应当能够依据收集数据开展衍生业务，如市场营销、决策分析、信用服务等。

相较于国际领先水平，中国的征信体系发展还存在不小差距。美国的征信体系分为机构征信和个人征信，普通企业征信机构有邓百氏（Dun&Bradstreet）等，而个人和小企业信用机构以 Experian、Equifax、Trans Union 为核心，这些征信机构之间既相互合作又凭借各自的产品差异形成竞争，其余 400 多家区域性或专业性机构都是依附于这些机构，或者向其提供数据。

中国信用评级行业的市场结构总体呈垄断竞争局面，不同的评级机构业务各有侧重。目前，中国只有 8 家信用评级机构从事债券市场评级业务，其收入、人员、业务规模相对较大，其余从事信贷市场评级业务。2004 年以后，国内债券品种得到较大程度的丰富，评级业务种类逐渐增多，评级机构收入增长加快。图 1 展示各信用评级机构对 2016 年发行信用债进行的主体评级业务中的占比。其中，所占市场份额最大的是中诚信国际信用评级有限公司，占比 18%，其次是中债资信评估有限责任公司，占比 16%，紧接着是占比 14% 的联合资信评估有限公司和占比 13% 的大公国际资信评估有限公司，其中，市场份额最小的是上海远东资信评估有限公司，不到 1%。

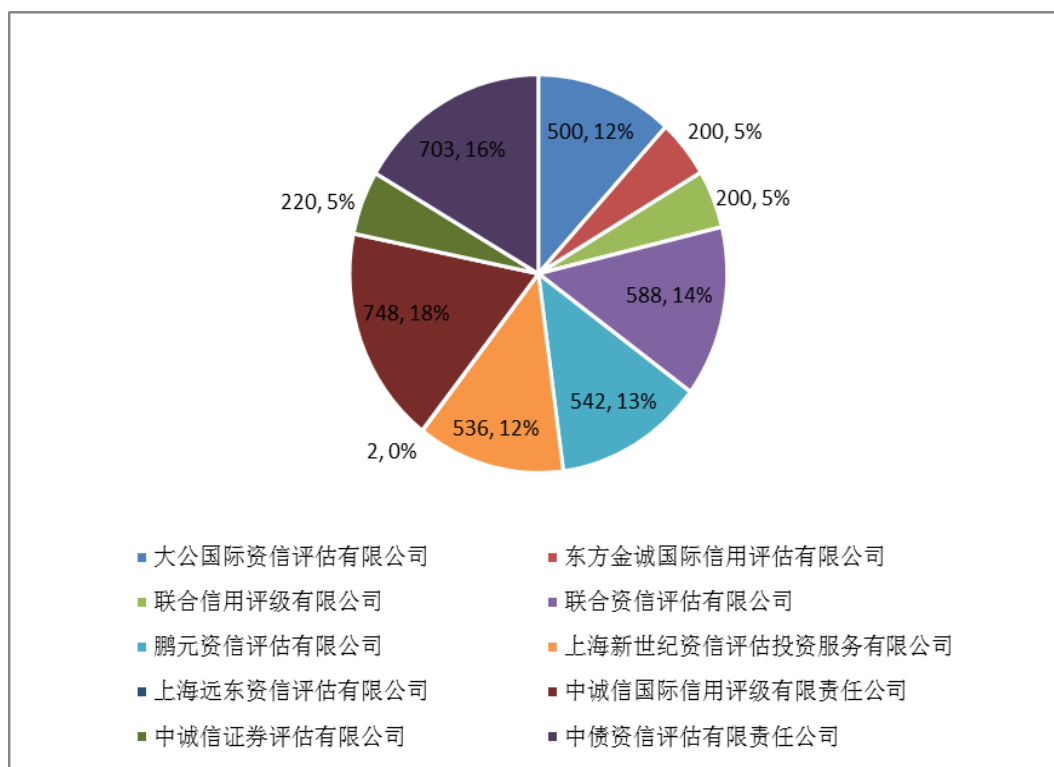


图 1 信用债主体评级机构占比

数据来源: wind

表 1 展示的是从 2016 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 6 日 8 家评级机构在各类信用债和金融债债项评级中的业务量。由表 1 可知, 鹏元资信在企业债中所占市场份额最大, 在短期融资券评级业务中中债资信业务量最高, 在中期票据评级业务中中诚信国际占比最大, 在公司债评级业务中联合信用所占市场份额最高, 中诚信国际和联合资信在金融债评级业务中占比较高。

表 1 2016 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 6 日 8 家评级机构在各类信用债和金融债债项评级中的业务量

	短期融资券	企业债	中期票据	公司债	金融债	可转债
大公	510	1598	1302	860	182	0
东方金诚	68	611	114	438	13	2
联合信用	82	156	97	1171	129	12
联合资信	652	1405	1595	386	402	2
鹏元	23	3036	43	644	3	2
上海新世纪	415	1013	1078	599	224	5
上海远东	0	11	0	7	0	0
中诚信国际信用	880	1688	2077	345	408	3
中诚信证券	55	221	108	1074	156	4
中债资信	1212	738	1471	610	39	2



各家信用评级机构所占的市场份额不仅与其评级方法、评级结果的准确度等因素有关，还与其资质和合资情况有关，目前获得信用评级全牌照的机构只有中诚信、联合、大公国际、上海新世纪、东方金诚 5 家机构，其中中诚信和联合以战略投资的方式分别得到了来自穆迪和惠誉的指导和帮助。

表 2 8 家信用评级机构评级资质

机构名称	合资情况	评级资质			
		银行间市场	交易所市场	企业债	保监会
中诚信国际	穆迪 49%	√	—	√	√
中诚信评估	内资	—	√	—	√
联合资信	惠誉 49%	√	—	√	√
联合信用	内资	—	√	—	√
大公国际	内资	√	√	√	√
上海新世纪	内资	√	√	√	√
东方金诚	内资	√	√	√	√
中债资信	内资	√	—	—	√
鹏元	内资	—	√	√	—
远东资信	内资	—	√	√	√

总体上看，中国的信用评级机构与国际领先的评级机构尚存差距。全球的信用评级市场结构为寡头垄断型，尽管全世界有数百家信用评级机构，但只有 10 家信用评级机构被认定为美国“全国认定的统计评级组织”（NRSRO），其中，穆迪、标准普尔和惠誉三大信用评级机构始终占据主导地位，2014 年三大机构的总收入占 NRSRO 所有评级机构收入的 94.3%，且连续四年（2011-2014）保持在 94.0%以上。与国际市场相比，国内信用评级的市场结构也属于寡头垄断型，但集中程度低于 NRSRO，由于中国的信用评级市场主要由政府推动建立，且目前尚处于发展初期，所以尽管有声誉、技术和资质的壁垒，但依然存在很多机会，竞争程度高于 NRSRO。

国内信用评级机构与国外成熟评级机构相比，存在着评级方法不成熟、评级经验与声誉资本积累较少、市场影响力较小等问题。除此之外，因为长期存在的刚性兑付现象，各家评级机构在数据的积累和数据库的建设方面还比较滞后，特别是违约数据的缺乏，使得国内评级机构在统计各信用等级对应的违约概率或违约损失率等重要的评级指标上存在很大不足，与国外存在很大差距。

主权信用评级是指评级机构对一国中央政府偿还其商业债务的能力和意愿所作的风险评估。主权信用评级结果不仅是各国政府在国际资本市场筹集资金的敲门砖，也会影响到国内公共或私人机构的信用等级评价。

目前，在主权信用评级业务上有话语权的主要是国际三大评级机构：惠誉、标准普尔和穆迪。而在国内，涉及主权信用评级业务的评级机构有中诚信国际、联合资信和大公国际。中诚信国际和联合资信都是外资合资公司，受到穆迪、惠誉影响较大，而大公国际的主权信用评级方法与传统主权信用评级方法有所不同。

主权违约史表明主权违约的原因错综复杂，传统的主权信用评级涉及到政治、经济、外部环境、财政和货币五个方面的内容。当三大评级机构在 2008 年金融危机中遭受质疑后以及欧洲国家在遭受主权债务危机后，许多欧洲国家和新兴市场经济国家的评级机构开始探索新的主权信用评级体系以期破除三大机构垄断。

表 3 传统主权信用评级方法

穆迪		标普		惠誉		大公国际	
一级	二级	一级	二级	一级	二级	一级	二级
国家经济的弹性	经济实力	政治和经济状况	政治得分	—	宏观经济	基础性要素	国家管理能力
	体制实力		经济得分		结构特征		经济实力
							金融实力
政府的财政稳定性	财政实力	灵活性和表现状况	外部得分		公共财政	直接要素	财政实力
	对事件风险的敏感性		财政得分		外部融资		外汇实力
			货币得分				

大公国际于 2010 年 7 月份发表了第一篇中国版的主权评级报告，涉及全球 50 多个国家，报告首次将中国的信用评级升至美国等西方发达国家之上。通过比较大公国际《50 个国家信用等级报告》与三大机构同期的评级结果，可以发现大公国际更注重定性分析，更关注一国经济发展的前景而不以意识形态和政治经济体制作为划分标准。大公国际对政治稳定、经济表现优秀及前景良好的新兴市场国家的评级高于三大机构，而对一些经济发展缓慢、债务负担日益沉重的发达国家的评级则明显低于三大机构。



虽然目前在主权信用评级业务领域依然是三大评级机构主导，大公国际发布的主权信用评级结果并没有得到国际的认可，但不可否认这是一种新的尝试与突破，反映了新兴市场国家崛起的决心，国内信用评级机构在主权信用评级领域做出的努力未来一定会产生或多或少的影响，推进主权信用评级方法的改进与创新。

助推人民币国际化的征信体系建设发展思路如下：

鼓励公共征信与市场征信共同发展。公共征信主要指在政府职能部门、地方政府整合积累多年的行政管理信息、带头建立征信查询系统等相关征信活动，市场征信主要指在市场上自发形成的民营征信机构以资信调查、信用信息整合、加工整理报告为主要征信活动。

中国征信体系建设在起步阶段由政府提出征信体系建设规划并推动公共征信建设，之后由各部委牵头建立征信信息查询系统，同时以足够的发展空间和扶持政策鼓励市场征信发展。

随着企业征信和个人征信牌照的发放，市场征信已经进入快速发展阶段，当前正是需要进一步放宽政策，鼓励公共征信与市场征信齐头并进的时候，采取宽松的产业政策有利于中国征信业快速发展壮大。

实现征信信息互联互通。目前，公共征信和市场征信都存在信息孤岛问题，各家征信机构仅使用自己的数据进行信用评价，这样难免会存在数据不充足、评价维度单一等问题，最终导致出现各家机构对同一家企业或同一个人的信用评价结果差距过大等问题。

要解决信息孤岛问题，各征信机构应尽快实现互联互通。对于政府征信机构，可以建立国家级和省部级交换平台，并出台国家级和省部级征信交换平台管理条例及相关文件，有计划、有步骤、强制性地要求各个职能委办与地方政府的征信数据在平台上进行交换。对于市场征信机构，可以建立征信行业协会，各征信机构在行业协会中注册为会员，定期向行业协会披露信息，行业协会将所有信息分类整理成征信信息数据库，会员有权查看征信信息数据库中的信息。此外，我们还应加强国内征信机构和国外征信机构对接。中国金融机构对外国企业贷款，对它们了解比较少，如果国外的征信机构能出征信报告并且为我接受，则会大大提

高效率，这就需要国内金融机构和国外征信机构对接。这双方互联互通的问题，从中国而言要加强对外宣传，提高中国征信机构的公信力。

加强监管，注重信息保护。市场对信用数据越来越重视，但靠“抢、捂、买、卖”等急功近利的方式获取信用信息是违反征信业务规则的，完全没有尊重信用主体的信息保护权利，这种行为本身就是在破坏信用环境和信用秩序，不利于社会信用体系建设。

企业和个人的信用信息与数据是企业 and 个人的信用资产，未经许可与授权随意买卖信用信息与数据是不正确的行为，应该通过立法保护企业和个人的信用信息。被征信者有权利保护自己信用数据不被滥用，监管者要加强对数据的保护，维护企业和个人的隐私，明确可采集的信息类型，强化对互联网数据的监管，引导市场正确使用信用数据，维护市场公平交易。同时，加强对各征信机构业务规范的监管，明确征信机构准入和退出标准，确定征信从业人员的考核管理办法。

专业机构应强化业务能力，提升信用文化。目前征信行业存在着业务水平良莠不齐的现象，在征信体系建设的过程中专业机构应注重强化内功，同时还应该注意培养机构内部信用文化，机构的内部文化指导着机构的征信业务活动，只有征信机构真正尊重信用才能为社会提供高质量的征信产品。

除征信机构外，大众更应该提升信用意识，政府应该建立健全以征信信息为基础的失信惩戒、守信奖励的具体管理办法规范大众行为，以此引导社会公众提高信用意识，改善社会信用环境。

助推人民币国际化的信用评级体系建设发展思路如下：

加快法律体系建设。中国评级机构监管没有专门的法律、法规文件，针对评级机构的部门规章和指导性意见等规范性文件的法律地位不高。法规体系建设的滞后不仅会造成对评级机构的监管不足，致使信用评级行业屡见不规范运行和不正当竞争现象，还会导致整个行业缺乏业务指导规范，良莠不齐的行业现状使得评级机构的公信力不高。除此之外，由于缺乏法律法规支持，相关奖惩机制不明确，难以规范业务发展和行业秩序。因此，加快法律体系建设能够引导国内评级行业快速发展，建立规范的信用评级市场秩序。

信用评级市场加快整合力度，避免同质化恶性竞争。中国信用评级市场应加快整合力度，促进市场集中、优胜劣汰，各信用评级机构在竞争中也应注重发展



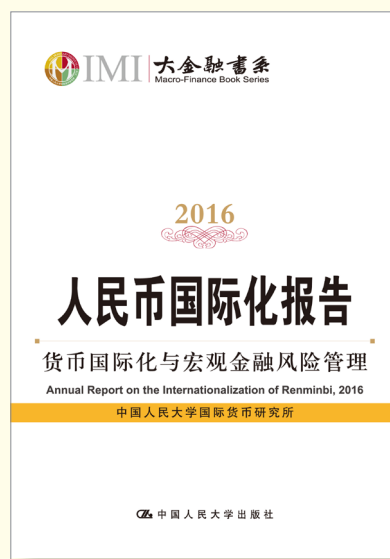
业务优势，避免同质化恶性竞争。尽管当前国际评级市场由三大评级机构垄断，但高质量的中资评级机构仍应不断提高业务水平，积极促进人民币发挥交易功能，乘着人民币国际化的大流，力争跻身世界顶尖评级机构行列。

评级机构依据中国市场特征制定评级标准。中国的信用评级机构制定评级标准、研究评级方法时不能一贯使用发达国家评级机构的评级方法，应结合中国国情研究使用适合中国市场的评级标准与方法。同时，对于在华发债的外国公司，应该以中国市场为评价基础制定评级标准，而不是单纯采用国外评级机构已有评级。除此之外，为推动评级机构国际化以及更好地服务人民币国际化，中国评级机构应加强与国际信用评级机构的合作，积极融入国际社会，争取在国际信用评级市场上的发言权，参与国际评级标准制定。

评级机构加强自身建设。国内评级机构应加强内部治理、提高专业水准，不断积累声誉资本。在刚性兑付被打破后，各家评级机构应该注重数据的积累和数据库的建设，特别是违约数据的收集，完善对各信用等级对应的违约概率或违约损失率等重要的评级指标的统计。中资评级机构也要加强国际化，提高评级结果公信力，力争得到各国监管机构认可，获取国外信用评级资质，开拓海外市场，助力人民币国际化。

《人民币国际化报告 2016》

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



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

厦门国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区高新城科技园A座
2168号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2018年6月11日

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载