

【本期推荐】

2018年第二季度宏观经济运行预测

【“资本市场”专题】

赵海英：引入CDR，治标长期需治本

张斌：高房价--有错不在钱多

张劲帆：企业上市与企业创新——基于中国企业专利申请的研究

【海外之声】

马克·布兰森：监管机构面临加密狂潮——打击欺诈者的同时支持创新

马克·索贝尔：美国货币谜团——需要明晰与规范

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 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：李虹含

编委：安 然 朱霜霜 魏 唯

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：杨章轶

美术编辑：张耘峒

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



2018 年第二季度宏观经济运行预测

IMI 课题组：刚健华 张劲帆 唐琳¹

摘要：根据预测，2018 年第二季度 CPI 为 1.95%，第二季度 GDP 为 6.7%。其中针对 CPI 的 4-6 月预测值分别为 1.99%，1.84%，1.94%。

1. 预测模型概述

与更好观测和收集的集中交易数据（例如股票、债券、外汇价格等）相比，宏观变量只能以较低的时间频率进行收集汇总（例如国民经济各部门的核算指标）。其原因至少在于以下两个方面：一方面数据本身的收集链条长、成本高，即使想要生成高频数据，时效性也难以保证；另一方面生产企业存货去化速率具有随机性，即使能够进行较短时间内的收集处理，汇总数字也并不能保证精确性，导致最终数据质量反而不如时间窗口较长的低频数据。对于不同频率的数据，传统计量方法是通过加总法或均值法将较高频率数据（例如日度或月度）转化为低频数据（例如季度或年度），或是通过插值法进行反方向处理（低频变高频），然后建立模型加以分析预测。近年来的研究指出，传统模型的数据频率转化方式存在预测效率方面的问题，包含低频宏观指标的同频模型往往以损失高频信息为代价，因而也会失去模型预测的时效性及精确性。为了解决上述问题，本预测引入新模型平衡数据频率与预测精确度，并借鉴国际上通用的预测值加权平均方法，进一步平滑预测值并最终得到主要经济指标的预测值。

2. 宏观变量选取和数据来源

我们提供的预测变量包括国内生产总值(GDP)，居民消费价格指数(CPI)。预测过程采用了 14 个宏观变量所构成的增广向量自回归模型，通过革新算法，最

¹ 刚健华，中国人民大学财政金融学院副教授、中国人民大学国际货币研究所研究员；张劲帆，香港中文大学（深圳）副教授、中国人民大学国际货币研究所研究员；唐琳，中国人民大学财政金融学院研究生

大限度确保不同频率数据的信息完备性。同时为了保障所选取回归系数的合理性，我们选择的回测阶段为过往 5 年（2013-2017）。预测基准模型包括的变量包括：
1 个季度频次变量：国内生产总值(GDP)。余下 13 个变量为月度频次数据：居民消费价格指数(CPI)、商品零售价格指数(RPI)、货币和准货币期末同比增速(M2)、社会消费品零售总额同比增速(TRSCG)、金融机构人民币各项贷款余额期末同比增速(TLOAN)、进口额同比增速(IMPORT)、出口额同比增速(EXPORT)、工业增加值同比增速(INDVALADD)、发电量同比增速(ELEC)、宏观先行合成指数（LEADINGINDEX）银行间隔夜同业拆借利率(IBWAR)、房地产开发企业商品房新开工面积同比增速(HSTARTS)、国房景气指数(RECI)。表 1 概括了上述变量和其他替代变量¹。

表 1 宏观经济变量一览表

数据频率	变量名	定义	处理方式
季度变量	GDP	国内生产总值	
	IBWAR	银行间隔夜同业拆借利率	使用季度内月平均值作为季度变量值
	HSTARTS	商品房新开工面积同比增速	使用季度内月平均值作为季度变量值
	RECI	国房景气指数	同比月度数据减去 100，使用季度内月平均值作为季度变量值
月度变量	CPI	居民消费价格指数	月度数据减去 100（同比增长率）
	RPI	商品零售价格指数	月度数据减去 100（同比增长率）
	M2	货币和准货币期末同比增速	
	TRSCG	社会消费品零售总额同比增速	
	TLOAN	金融机构人民币各项贷款余额 期末同比增速	
	INVESTMENT	固定资产投资完成额累计同比 增速	
	IMPORT	进口额同比增速	
	EXPORT	出口额同比增速	

¹ 替代变量的使用此处暂略去。

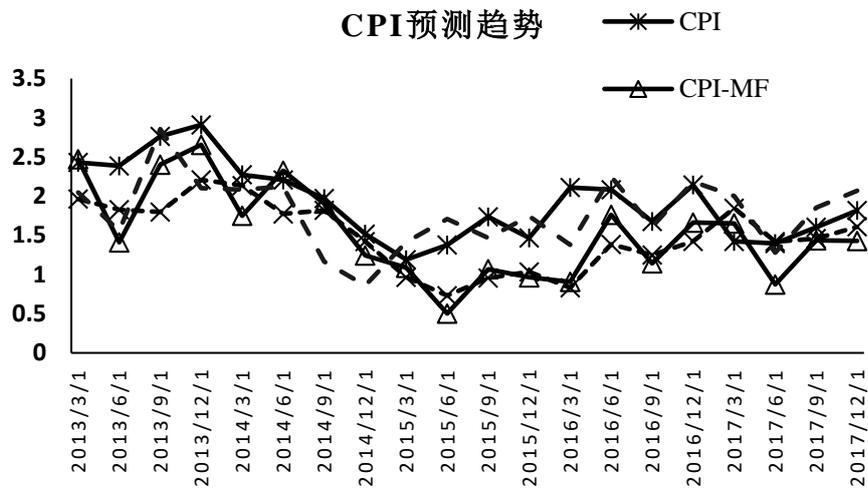


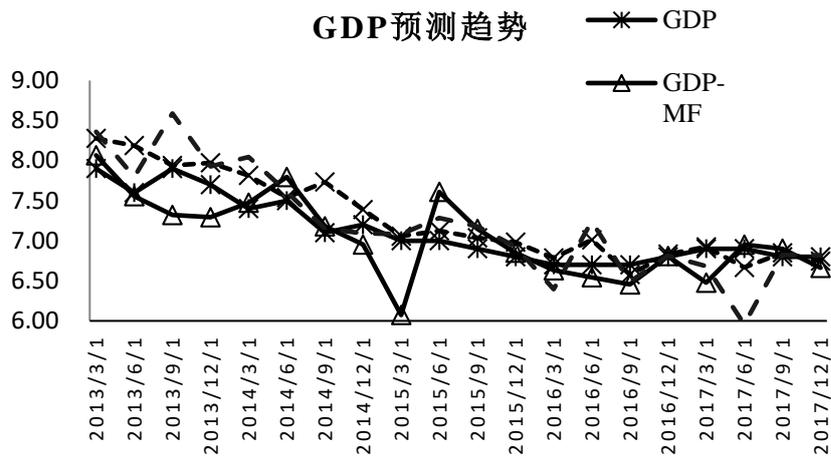
INDVALADD	工业增加值同比增速	
ELEC	发电量同比增速	
LEADINGINDEX	宏观先行合成指数	月度数据减去 100 (同比增长率)
SZIndex	上证综指	月度数据转化为同比增长率*

注释：上表中，商品房新开工面积数据来自 CEIC 数据库，其他所有数据来自中经网统计数据库。

3. 预测及回测结果

我们提供的最终预测值来自于三种选定的预测方法。这三种方法对于 CPI 和 GDP 的预测结合各自的 RMSE 检验我们可以看出：在 2013-2017 年间，VAR 对于 CPI 的预测精度最好；BVAR 对于 GDP 的预测精度较好；MF-BVAR 方法的预测表现最为稳定。三种模型中，VAR 和 BVAR 模型的预测精度变动较大，因此计算加权预测值解决预测表现变动的问题。





因此，在 2013-2017 年这一时间段，预测回归系数如表 2。根据回归系数，最终预测结果分别为：2018 年第二季度 CPI 为 1.95%，第二季度 GDP 为 6.7%。同时基于 MF-VAR 的预测优势，我们提供 CPI 的月度预测值，4-6 月预测值分别为 1.99%，1.84%，1.94%

表 2：预测回归系数

	CPI			GDP		
	MF-BVAR	BVAR	VAR	MF-BVAR	BVAR	VAR
Weights	0.4145	0.2094	0.5035	0.2445	0.9134	-0.1707



引入 CDR，治标长期需治本

赵海英¹

党的十九大报告指出,创新是引领发展的第一动力,是建设现代化经济体系的战略支撑。创新企业的发展与资本市场密不可分,资本市场的供给侧改革对创新企业至关重要。

纵观美国的谷歌、微软等高科技创新公司,其发展无不高度依赖于资本市场的支撑。而我国资本市场对高科技企业的服务能力仍然不足,国内一大批优秀的高科技创新公司选择赴美或者香港上市,如阿里巴巴、京东、百度在美国上市,腾讯在香港上市。这一方面使得中国内地的投资者难以分享这些优秀高增长企业带来的投资机会,造成企业“境内赚钱、境外分红”的尴尬局面;也使得这些创新企业难以从中国获取融资,支持自身的发展。

高科技企业境内上市面临两个问题,一是在我国当前的《公司法》和《证券法》法律架构下,因为盈利门槛、VIE结构以及同股不同权等问题,境内上市融资面临法律障碍。拆除VIE结构对部分高科技企业来说,流程十分复杂,不容易操作。二是与成熟行业不同,高科技创新公司面临的不确定性更高,如何合理定价、避免过度投机炒作和金融风险,对投资者、投资银行、监管者都提出了更高的要求。需要到位的信息披露,同时更需要投资者有相应的专业知识和实践经验,以很好地对高科技创新企业进行判断和定价。

我国当前资本市场的投资者结构仍不合理:投资者不够多元化,机构投资者比例偏小;投资者期限结构偏短,缺少长期机构投资者;公募基金因为资金来源主要是个人投资者,投资行为有短期化和散户化的趋势;投资者风险偏好趋同。这种投资者结构下,羊群效应、暴涨暴跌、投机炒作难以避免,市场定价功能失真、市场资源配置功能扭曲。

投资者结构不合理,就好比盐碱地,无法生长出健硕的禾苗。不进行盐碱地

¹ 赵海英, 中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国投资有限责任公司首席风险官

改造，很多资本市场改革可能事与愿违，比如 IPO 发行，不是由市场决定发行成败、发行定价，长期依赖审批把关，就是因为投资者结构不够合理、市场不够成熟，落入“一抓就死、一放就乱”的怪圈，改革效果难以保障。即便修订相关法律法规，让高科技创新企业在国内资本市场直接上市融资，也可能因为资本市场的价格发现功能和公司治理功能短板，带来诸多乱象、问题、和风险。

在此背景下，建议在我国引入 CDR（中国存托凭证）制度。所谓 DR（存托凭证），也即 Depository Receipts，是一种在一国证券市场发行的、代表境外上市公司有价证券的可转让凭证。摩根大通最早发明了存托凭证，由于在美国发行，其也被叫做 ADR（American Depository Receipts 美国存托凭证）。之后 ADR 也逐渐成为美国境外企业赴美融资的主要方式，存托凭证的发行也成为全球的趋势，如欧洲发行的 EDR 等。我国的中国石油、中国石化等一大批企业也通过 ADR 方式赴美上市融资。存托凭证的持有人也是寄存部分股票的实际所有人，其拥有与境外股票持有人相同的权利。

引入 CDR（中国存托凭证）有诸多优势：

第一，可以为我国资本市场提供更多的优秀投资标的。

第二，不需要高科技创新公司拆解 VIE 结构，不违背目前法律，比较容易操作。已在境外上市的高科技创新公司发行 CDR 简单易行，有国际先例可循。即使尚未 IPO 的企业也可以在境外 IPO 的同时，在国内以相同价格发行 CDR，使得国内投资者可以相同价格进行认购，享受首发红利。

第三，有利于机构投资者的发育和资本市场功能的完善，推进资本市场的供给侧改革。CDR 制度可以帮助国内投资者逐渐熟悉高科技创新企业，了解国外发达市场的定价机制，积累实践经验，提升定价能力。这也为后续修订相关法律，为高科技创新企业直接在国内上市打好基础。

具体建议有几点：一是引入 CDR 机制。二是加快养老金、退休金等长期资金的入市和专业化投资管理，改善投资者结构。三是引入境外的优秀资产管理公司，提升我国资本市场对高科技企业定价能力，也为我国的机构投资者提供更好的观察学习机会。



高房价——有错不在钱多

张斌¹

一、要不要这么多钱？

先做个逆向思维。M2 是家庭和各种单位的现金和银行存款，这在中国是全社会购买力的最主要支撑。2001-2017 年期间 M2 复合年均增长速度 16%，超过名义 GDP 增长速度 13%。如果硬生生地把 M2 增速降下来，全社会购买力增速会大幅下降，没有那么多的购买力，平均 CPI 增速会远低于 2.3%，低迷的价格环境下企业利润和政府税收会下降，投资会下降，工资和就业机会也会下降。上升的可能是真实债务负担，因为债务存量没变而偿还债务的收入增长放慢了。通货紧缩带来的是人人皆输局面。

为什么中国有这么高的广义货币增长，其他国家没有？为什么广义货币增长持续高于名义 GDP 增长却没有带来高通胀？

当说到钱的时候，中国与国外所指的内容有显著不同。一个平均意义上的中国家庭，钱的分布是这样的：现金、各种银行存款和类似银行存款的理财产品占比接近 70%，股票和债券占比 19%，养老和保险金占比 11%。一个平均意义上的世界家庭，现金和银行存款占比 27%，股票和债券 41%，养老和保险金占比 30%，其它 2%。不同形式的钱都是家庭金融财富，都支持购买力增长。越是富裕的国家，家庭金融资产当中银行存款占比越低，养老保险类金融资产的占比越高。

中国家庭部门的钱不算多。把家庭银行存款和其他各种形式的金融资产加在一起，才能完整地衡量金融财富，才能完整地看钱多钱少。全球平均的人均家庭金融资产/人均 GDP 是 2 倍，美、德、法、日、韩、台湾、印度等经济体的人均家庭金融资产/人均 GDP 分别是 4.1、1.8、2.3，3.5、2.1、5.1、0.9 倍，中国截止 2016 年是 1.6 倍。相对于中国家庭的收入水平，目前的金融财富水平不算多。如

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

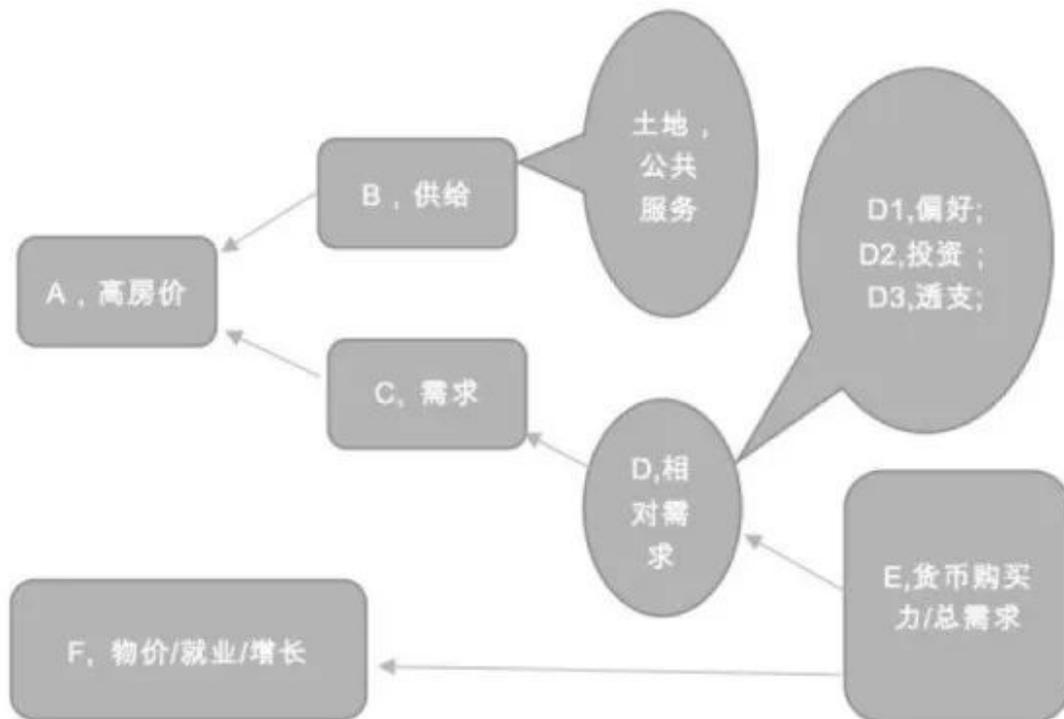
果其他形式的金融资产上不去，银行存款还要再下来，那才是问题。

由此不难理解为什么中国 M2 增长高于其他很多国家，中国 M2/GDP 之比很高却没有带来高通胀。与收入增长相匹配的金融财富增长，在中国过度集中在了银行存款或者类银行存款上面，而在其他国家更多地体现在了证券和养老金保险上面。相对于收入增长而言，中国家庭加总的金融财富并没有过度增长，购买力也没有过度扩张，通胀自然不会太高。

中国以银行存款为主体的金融财富积累方式反映出金融市场发展滞后。对于家庭来说，证券资产和养老保险类资产占比低，意味着金融资产收益低，金融资产带来的保障水平低。对于企业和金融部门来说，家庭存款对应的是企业贷款，过度依靠企业贷款而权益类融资不足，意味着更高的企业债务和难以分散的金融部门风险。

二、高房价不能归咎于钱太多

房价高低与钱多钱少有关系，钱多了会支撑房价上涨，这一点毋庸置疑。但是房价高是不是可以归咎于钱太多是另一个问题，因为高房价背后除了钱太多还有其他很多因素。即便高房价可以归咎为钱太多，要不要少发点钱遏制高房价又是一个新问题。用下面的图形来解释，E 会影响 A，但是 A 出了问题并不必然归咎于 E，问题可能出在也会影响到 A 的 B 和 D。即便 A 有问题来自于 E，E 也不必然要采取措施解决 A 的问题，因为 E 还要权衡 F。



房价背后是供给和需求，需求可以区分为总需求和相对需求。举个例子，全社会的总需求是 10 万亿人民币（E），其中对房子的需求占总需求的两成，两成就是相对需求（D），对房子的需求是 2 万亿（C）。

接下来需要甄别房价背后的这几个因素究竟哪个该为高房价负责。

供给扭曲是中国一线城市高房价的重要推手。2009-2015 年期间，中国一线城市住宅土地供应面积，从 2009 年的超过 2000 万平方米下降到 2015 年 1455 万平方米；而与此相对应的住宅工地楼面均价从不足 6000 元上升到 11000 元。一线城市住宅用地价格上涨超过房价上涨。住宅土地供应不足，并非因为无地可供。中国一线城市中心城区的人口密度远低于纽约、东京、香港，土地使用效率改善空间巨大。通过完善公共基础设施和公共服务，郊区也可以有效分担中心城区的房价上升压力，而这些方面的进展也非常有限。土地和城市公共管理服务扭曲是房价上升的重要因素，也是需要纠正的地方。

从需求方面来讲，给定总的货币购买力，决定相对需求的因素有多个方面。一是偏好的变化。随着收入水平不断提高，很多家庭改善生活水平的最主要方式不再是普通商品，而是更好的教育和医疗服务以及交通便利程度，这会使得给定收入水平上更多的收入用来买房，在一线城市尤其如此。这是支撑相对需求的第

一个因素，是很合理的因素。

二是投资的需求。给定前文所述，中国金融市场发育程度低，居民部门难以通过权益投资的方式实现金融财富增长，购买房子成为一个替代金融资产投资的重要渠道。过去从房地产投资中实现金融财富增值的家庭很普遍。这个因素对于家庭很理性，对于全体社会未必，这是需要纠正的地方，出路在于大力发展金融市场而不是减少货币。

三是投机买房。未来收入不足以偿还房贷利息，依靠过度杠杆买房，目的往往是投机房价上升。历史上的房地产泡沫多是这个因素主导，美国次贷危机前的房地产泡沫是典型案例。房价成为泡沫，原因在于收入不足以偿付利息，早晚会穿帮，穿帮了房价就会剧烈下降，泡沫破灭。中国目前情况而言，一线城市有非常严厉的限购措施，购房杠杆率被限制在很低水平，房贷是银行部门非常好的一块资产，坏账率很低，入不敷出的投机买房现象即便存在也不严重。

高房价需要归咎的地方在于供给方的土地供应限制、公共基础设施和公共服务不到位，以及需求方的金融市场不发达。货币多与少难道一点都不需要为房价负责吗？

需要单独拎出来的一种情况是房价存在严重的泡沫，泡沫的破灭足以危害整个金融体系，带来系统性金融危机，而危机会带来以后的经济衰退。这种情况下，货币政策即便在物价水平稳定的情况下，也可以从总阀门上采取一些措施遏制房价上升。

就中国目前情况来看，房地产市场的局面并非这个情况。用居民可支配收入减去居民消费支出作为居民储蓄，用居民储蓄除以居民债务利息，以此得到居民部门的利息保障倍数。万科公司基于大量国际经验的研究表明，居民部门利息保障倍数是预测房价是否大跌的关键指标。居民部门利息保障倍数高于 1.5 倍时，基本没有国家/地区发生过房价大跌情况。美国 2007 年房价大跌前夜，居民部门利息保障倍数 1.46 倍；日本 1989 年 1.49 倍；香港 1997 年 1.23 倍；芬兰在 1989 年 0.73 倍，2007 年 1.55 倍，同期西班牙 1989 年仅为 0.99 倍。国际经验这个指标低于 1.5 的临界值会导致房价大跌和居民部门债务困境。中国目前的家庭部门可支配收入大约 49 万亿，消费约 31 万亿，储蓄接近 18 万亿，支付全部消费贷款要付的利息大概 1.7-1.9 万亿，利息保障倍数在 10 左右。远高于国际警戒线水



平。这种情况下，货币政策主要关注的还应该是传统的物价和经济增长稳定目标，而非房价。货币政策主要负责的是全国人民的就业和生活稳定，没有道理为调节几个一线城市的高房价做牺牲，货币政策也不是能解决好房价问题的恰当工具。

企业上市与企业创新——基于中国企业专利申请的 研究

张劲帆¹

摘要： 本文发现企业通过在股票市场 IPO 能够显著增加创新产出。分析表明缓解企业融资约束，促进企业创新人才队伍建设是 IPO 增进创新的重要渠道：首先，上市前融资相对困难企业在上市后专利申请增加更加明显；其次，上市后企业专利申请人队伍在数量和效率上都有明显提高。另外，我们发现企业的治理结构和激励机制也会显著影响 IPO 后的创新活动改善：总经理具有更大实际控制权力和给予高管股权激励的企业在上市后专利申请增长相对更快。本文揭示了股票市场服务企业创新的内在机制，为现阶段我国创新驱动发展战略实施和多层次资本市场建设提供政策借鉴。

一、引言

随着我国资本市场的发展与完善，股票市场作为企业的一种便捷融资渠道受到各界广泛关注。企业通过首次公开募股(Initial Public offering, IPO)，在股票市场向投资者募集企业发展所需资金，是现代企业的主流发展战略。随着企业向公共股权的转移，企业创新行为是否发生变化呢？这个问题十分重要，一方面，科技创新是一国经济增长的重要推动力量，正如十八大报告指出的“未来的增长之路必须由外延型经济增长向内涵型经济增长转变，而转变的方式之一就是实施创新驱动的发展战略”；另一方面，以 TMT 行业为代表的高科技企业初步成为我国 IPO 市场的主力军。因此考察 IPO 对企业创新的影响具有重要的政策意义和理论价值。

股票市场是联结企业与资本市场的重要纽带。在一个理想的金融市场中，企业的资本结构不影响企业价值，因此企业无论采用债务融资还是股权融资都不会影响企业对研发创新的投入。但是由于金融约束(Financial Constraint)的存在，研发创新对企业资本结构具有敏感性(Hall and Lerner, 2010)。一方面企业上市

¹ 张劲帆，中国人民大学国际货币研究所研究员



能够扩大企业融资渠道,降低资本成本,有利于企业研发创新活动的开展。企业上市也能将创新活动带来的风险转移并分散到众多的投资者身上,促使企业加大对创新活动的投入。但另一方面,上市也使得企业管理权和控制权分离,由此产生的委托代理问题会弱化企业上市之后的运行效率(Jensen and Meckling, 1976)。并且迫于投资者和职业压力,企业经理人更可能选择传统项目,而减少创新投入。从这个角度来说,上市又不利于企业创新。

基于现实的热点和学术界的争论,本文结合中国资本市场发展现状,利用企业专利申请数据,研究上市对企业创新的影响。本文首先结合倾向得分匹配(PSM)和双重差分(DID)较为严格的建立IPO促进企业创新的因果关系,并通过比较私有企业和国有企业、轻资产企业和重资产企业在上市前后的专利申请差异,比较专利发明人在上市前后的规模和效率差异,发现缓解融资约束、促进人力资本建设是IPO促进企业创新的重要机制。本文也研究了IPO促进效应在企业激励机制上的异质性。

本文的贡献主要包括:(1)通过CSMAR数据库提供的上市公司及其子公司的信息,在中国工业企业数据库中识别了上市企业 and 非上市企业,这使得我们能在统一的会计口径下研究上市企业 and 非上市企业,企业上市前和上市后在研发创新上的差异。(2)现有研究多集中在IPO对企业信息披露、经营绩效和并购行为的考察上,本文研究为IPO与企业创新行为的关系提供了新的经验证据,弥补了这方面研究的不足。(3)本文探讨了IPO促进企业创新的内在机理,并揭示了公司治理结构在其中的作用,本文加深了文献对资本市场影响企业创新的认识。

二、文献综述

本文讨论企业上市与企业创新这一重要话题。现阶段国外学者对这一话题的讨论有不少经典研究,但是国内限于数据等多方面的原因,对这一问题的讨论还比较少。本文主要与以下三方面的文献相联系,并做出补充。

(一) IPO 对企业的影响。

国外文献发现, IPO 会影响企业包括公司治理和经营绩效在内的多项指标,比如 IPO 导致企业盈利能力下降(Jain and Kini, 1994; Pastor et al., 2009), 企

业生产率降低(Chemmanur et al., 2010) 。由于数据方面的限制, 国内学者更多的是从信息披露、经营绩效以及企业并购等角度考察上市企业和非上市企业的差异, 进行比较研究(王凤荣和李靖, 2005; 吴联生等, 2007; 高静美, 2009) , 而鲜有研究能分离出 IPO 对企业行为的影响。本文基于我们数据优势, 使用一个 PSM 和 DID 结合的计量策略识别并分离了 IPO 对企业创新的作用。

Bernstein(2015) 利用美国 1985—2003 年完成与撤回 IPO 的企业为样本, 通过工具变量法识别了 IPO 对企业创新的影响, 发现 IPO 对企业创新数量没有影响, 对质量有显著的负面影响。我们的文章强调在发展中国家的大背景下 IPO 对企业创新的积极作用。导致两文结论差异的原因可能是发展中国家落后的金融体系导致发展中国家的企业比发达国家的企业面临更严峻的融资约束, 通过股票市场接入资本市场对他们来说会有更大的收益。

(二) 股票市场与企业创新多方面的联系及内在机制

现有文献一般认为金融市场的发展能有效推动企业创新。文献也对金融市场, 特别是股票市场与企业创新的关系进行了深入的讨论, 并寻找企业创新的驱动力。这些文献受到越来越多经济学家的重视, 但同时也存在较多的分歧。例如, 股票流动性的提升能增加股票价格的信息含量, 降低资本成本(Fang et al., 2009; Becker—Blease and Paul, 2006) , 从而增加企业资本支出。但是股票流动性的提升也容易使企业遭受敌意收购以及机构投资者投机买卖的冲击(Fang et al., 2014) , 抑制企业创新。论文也探讨了 IPO 促进企业创新的内在机理, 发现 IPO 通过缓解融资约束, 以及帮助企业进行专利发明人队伍建设, 推动了企业创新。

(三) 公司治理、资本和所有权结构对企业创新的作用

现有文献发现, 机构持股(Aghion et al., 2013) 、私人股权所有(Lerner et al., 2011) 、公司风险投资者参与(Chemmanur et al., 2014) 通过改变企业激励机制, 引导企业管理人员去关注创新等影响企业长远利益的投资活动。孔东民等(2015) 进一步从管理者激励、信息披露激励和发明者激励等三个方面探讨良好的激励机制可以部分抑制 IPO 对企业生产率的负面影响。本文探讨了公司治理、资产结构和所有权对企业创新的影响, 深化了文献对这一领域的理解。

三、理论分析和研究假设



现有理论就企业上市对企业创新的影响提出了两种相反的观点。一种观点主要认为股票市场倾向于锁定短期利益,这种短视行为导致上市公司的投资决策不可能是最优的(Stein, 1989)。另一种观点认为,股票市场为企业创新项目的开展提供了很多便利,上市能促进企业创新。具体而言,主要有以下三方面的原因。

首先,股票市场是企业创新活动重要的融资渠道。Allen and Gale(1999)认为,由于创新活动的专业性和前瞻性,不同投资者们基于自己的已有认知,对同一创新项目往往持不同的意见。一个金融中介中的多个投资决策人很难就创新这样高风险高不确定性的活动达成一致的意见,并完成投资,但是创新项目可以吸引股票市场中那些对其持肯定意见的投资者,实现融资。

其次,股权融资在为企业创新融资上优于债务融资。Stiglitz(1985)指出,企业创新收益的不确定性和不稳定性使得创新项目对债权投资人的吸引力不大。Hall and Lerner(2010)认为企业创新生产的无形资产和知识难以量化为债务融资的抵押品。此外,Rajan(2012)指出,企业家害怕在项目失败的时候失去作为抵押品的关键资产,严重阻碍了债务融资企业对创新的投入。相反,股权融资允许投资者共享项目收益,不需要抵押物,是企业创新融资的较优途径。

最后,企业上市可以降低企业资本成本。首先通过上市公司信息披露等制度安排,投资者可以更加深入的了解其投资的企业,减少彼此的信息不对称。其次上市使得企业的股票获得较好的流动性,投资者还可以在股票市场通过多元化投资,分散风险(Pagano et al., 1998)。这些都能使投资者降低对企业进行投资的资本要价。最后,企业上市还能增加投资者之间的竞争,从而降低他们的出资要价。基于上述理论分析,我们提出以下两个递进的假说:

- (1) H1: 企业 IPO 与企业创新正相关。
- (2) H2: 企业 IPO 促进企业创新。

假说 H1 是指较非上市企业,上市企业在 IPO 之后有更多的创新,而假说 H2 在理想状况下是指上市企业在上市后较其本身不选择 IPO 时会有更多的企业创新,强调 IPO 促进企业创新之间的因果关系。因为上市企业在 IPO 之后有更多企业创新可能仅仅是因为存在某些特质既能迅速提升企业创新,又能让企业成功 IPO。因此,本文使用倾向得分匹配和双重差分结合的计量策略来应对这一内生

性问题。

基于 H2，我们进一步探讨 IPO 对企业创新促进作用的内在机制，我们从企业 IPO 可以缓解企业融资约束和有利于企业专利发明人队伍建设两个方面进行分析。

首先如上文分析，企业 IPO 可以降低企业资本成本，股票市场是创新企业融资的重要渠道和优质渠道。但是不同企业在其 IPO 之前所面对的财务状况和资本结构不一样，IPO 对他们融资约束的缓解力度也不一样。贷款是非上市企业获得资金的重要途径，但是由于道德风险等原因，金融中介往往需要融资企业提供抵押品，抵押品的规模决定了借贷的规模(Kiyotaki and Moore, 1997)。轻资产的企业由于固定资产相对缺乏，抵押担保能力较弱，他们在 IPO 之前较重资产的企业受到更大的融资约束，企业 IPO 对他们融资约束的缓解作用更加明显。类似的，由于国内信贷政策向国有企业倾斜，私有企业融资约束更加严重，IPO 对他们融资约束的缓解作用也会更加明显。综上，如果 IPO 缓解企业融资约束是 IPO 推动企业创新的渠道，那么 IPO 对轻资产企业和私有企业创新的促进作用会更加明显。我们提出以下假说：

H3: 相较于重资产企业和国有企业，IPO 对轻资产企业和私有企业创新的推动作用更加明显，缓解企业融资约束是 IPO 促进企业创新的重要渠道。

其次，企业 IPO 有利于企业人力资本，特别是企业科研队伍的建设。IPO 使得企业获得大量的资金，从而企业有充足的能力去留住现有科研人才，招聘新的科研人才，并提高科研人员待遇，从而加强科研队伍建设。并且企业上市之后，企业可以通过股票期权与限制性股票激励计划，为员工提供工资之外的额外收益，与员工共享企业发展的红利。就发明者个人而言，企业上市有助于科技成果到商业产品和服务的转化，实现创新成果的经济价值，为发明者创造可观的创新收益，企业技术创新发明人会更加有动力去进行发明创新。综上，我们提出假说 4：

H4: 上市有利于企业专利发明人队伍建设，这也是上市促进企业创新的重要渠道。在本文的最后，我们探讨公司治理结构导致的上市对企业创新促进作用的异质性。企业上市后，所有权与控制权分离，股东与高管目标不一致产生委托代理问题，企业高管由于自身薪酬、业界声誉、职位压力等原因，无法或者不愿做出最优的投资决策，从而导致创新这类影响企业长期发展的风险性投入减少。如



果企业实行高管股权激励,或者更进一步将董事长和总经理两职合一,就能有效的联结股东和高管的利益,减少委托代理问题给企业创新带来的不利影响。所以,我们提出假说 5:

H5: 相较于无高管股权激励和两职不合一的企业, IPO 更能促进有高管股权激励企业和两职合一企业的创新。

四、数据来源、变量定义和描述性统计

(一) 数据来源和处理

本文主要使用 1998—2007 年中国工业企业数据库、国泰安数据库(CSMAR)和中国知识产权局收集的专利申请数据三类数据。中国工业企业数据库覆盖全部国有和规模以上(主营业务收入超过 500 万元)非国有企业,收集了每个企业每年 100 多个财务会计指标。专利数据收集了 1985—2011 年间所有专利申请的信息,包括申请号、申请日、公开号、公开日、IPC 分类号、申请(专利权)人、发明人、优先权号、优先权日、代理人、代理机构和法律状态等信息。国泰安数据为我们提供上市企业及其历年子公司的信息。

我们对数据进行一些预处理。首先,工业企业数据库数据量巨大,企业误报和错误录入在所难免,我们删除关键变量缺失和明显不符合会计准则的观测值。另外,我国在 2002 年颁布了新的《国民经济行业分类》,为了使行业口径前后一致,我们参照 Brandt et al.(2012)对行业代码进行相应调整,并将行业限制在制造业大类。为了提高数据质量,我们进一步删除那些观测值少于 5 年的企业,最后我们的企业样本包含 136762 个企业的 999114 个观测值。然后,我们按工业企业数据库中的企业中文名字和专利数据的申请(专利权)人将两个数据库进行精确匹配。我们对匹配到的观测值进行检测,如果企业的所在省份与专利权人所在省份不一致,那么我们就认为这是一个错误的匹配。如果企业未匹配到任何专利数据,那么就认为该企业的专利申请数为零。在我们的样本中,12.74%的企业在样本区间内有过专利申请行为。最后,我们用国泰安数据库提供的上市公司及其历年子公司的信息来识别上市企业,我们同样用企业名字进行精确识别,我们发现 356 个企业在 1999—2006 年间受到了企业 IPO 的影响,我们把这部分

企业定义为上市企业。

(二) 变量定义

相对于企业研发投入，企业专利申请量是对企业创新成果更加直接的度量，在研究中被广泛采用。本文以企业专利申请数作为企业创新的衡量指标（具体为 1 和专利申请数相加的对数，LnPat）。中国的专利体系将所有专利分成三大类，分别是发明专利，实用新型专利和外观设计专利。发明专利的认定最为严格，知识产权局对发明专利的新颖性、创新性和实用性都有严格的要求；发明专利的申请人一般需要花费 2 — 3 年才能获得认定，授权率在 40 — 50% 之间。发明专利被认为是三类专利中最为优质、对企业最有价值的一类专利（李诗等，2012）。因此，本文将企业发明专利申请数作为企业创新的额外衡量指标。

在本文的回归分析中，为了控制那些影响企业创新的企业特征和行业特征，我们引入以下控制变量：

Ln(AT)，企业规模的对数，我们用企业的总资产来衡量企业的规模；Ln(Age)，企业年龄的对数；FixAT_AT，固定资产除以总资产；Admin_AT，管理费用除以总资产；Interest_AT，利息支出除以总资产；Leverage，杠杆率，以总负债除以总资产的比值来衡量；Liquidity，流动资产和流动负债之差除以总资产；ROA，资产收益率，以企业的净利润除以总资产的比值来衡量；SOE，企业是否为国有企业的哑变量，国企为 1，其他为 0；EX，企业是否为出口企业的哑变量，出口企业为 1，其他情况为 0；EQ，测度企业盈余管理动机的哑变量，如果企业有较强的盈余管理动机为 1，其他情况为 0；HI，基于企业销售收入构建的赫芬达尔指数。同时为了控制市场竞争对公司创新的非线性影响（Aghion et al., 2005），我们在回归中控制赫芬达尔指数的二次项。在后文个别回归中，我们也控制了企业累积专利申请量的对数 Stock，以及近三年企业总专利申请数的增速 Pat_growth。最后，为保证数据有效性并消除异常样本对研究结论的影响，我们利用 winsorize 方法，对样本上下 1% 的异常值进行了整理。

(三) 描述性统计

我们的样本由 136762 个企业的 999114 个观测值组成，其中上市企业 356 个。表 1 报告了各变量的描述性统计结果。我们发现，绝大多数企业没有专利申请活动，这和美国的情况类似。样本中的企业平均每年申请 0.18 个专利，其中

发明专利 0.03 个。未报告的统计量显示，上市企业的研发创新活动相对更加密集，样本中的上市企业平均每年申请 2.21 个专利，其中 0.68 个是发明专利。最后，样本中企业的平均年龄是 12.64，拥有 9.99 百万元的总资产，固定资产占比为 0.33，杠杆率为 0.59。

五、实证结果

(一) IPO 前后的专利申请情况以及 IPO 与企业创新关系的初步结果

我们考察 IPO 前后上市企业的专利申请情况，我们将上市企业经过行业和时间调整的专利申请数通过图 1 直观的进行表示出来。具体做法是将上市企业每年的专利申请数减掉当年其所在行业所有企业的平均专利申请数，然后对该差值取平均。图中，横轴上的 0 点为上市当年，1 (-1) 为上市后(前) 第一年，依次类推。我们发现，在 IPO 之前，经过调整的企业专利申请数没有显著的时间趋势，但是在 IPO 当年，企业的专利申请量有一个明显的跳跃，企业的专利申请在 IPO 之后均保持在一个较高的水平且有一定的增加。

在上述分析中，我们未控制除时间和行业之外的其他因素，我们现在通过加入其他控制变量，建立计量模型(1)，考察 IPO 与企业创新的关系：

实证结果显示，伴随着企业的 IPO，企业专利申请的数量显著增加。具体而言，上市企业在 IPO 后第一年比非上市企业多 32.2% 的总专利申请和 19.8% 的发明专利申请。在 IPO 后的第三年，上市企业比非上市企业多 38.8% 的总专利申请和 25.3% 的发明专利申请，具体数字较上市后第一年略有增加。所以 IPO 与企业创新存在显著的正相关性。我们的假说 H1 成立。

此外，我们也发现了一些有意思的现象。企业规模越大，固定资产占比越低，管理费用占比越高，杠杆率越低，ROA 越高，盈余管理动机越弱，企业的专利申请越多。另外出口企业和年轻企业也会有更多的专利申请。而国有企业会有更多的发明专利申请，这显示了国有企业在推进我国科技进步上的作用。最后，我们的回归结果也验证了竞争对企业创新的倒 U 型关系。

(二) 企业 IPO 促进企业创新：基于倾向得分匹配模型的分析

回归模型(1)受到内生性问题的困扰。比如 Jain and Kini(1994) 指出企业在其

生命周期的特定阶段上市，而这一阶段也可能是企业创新爆发式增长的时期。本文采用倾向得分匹配模型来控制内生性问题并建立因果性。这一方法的基本思想和逻辑是，如果上市企业在 IPO 前与某一非上市企业完全相同，那么导致其在 IPO 之后与非上市企业在企业创新上的差异的唯一因素就是企业是否上市，因此这一差值就是 IPO 对企业创新的影响。PSM 模型通过将高维度的企业特征转化为所谓的倾向得分，为我们寻找与上市企业相似的非上市企业提供了一个可行的策略。

我们发现，无论被解释变量是企业总专利申请数还是发明专利申请数，处理组企业和控制组企业无显著差异。实证结果表明企业 IPO 推动了企业创新，具体来说，处理组企业在上市后第一年比同期控制组企业多 9.1% 的总专利申请，在上市后的第 3 年，这一数字已经增长到 26.1%。综上，基于 PSM 配对样本的 DID 回归结果支持假说 H2：企业 IPO 促进企业创新，并且这种促进作用随时间的推移而加强。

（三）企业 IPO 促进企业创新的机制分析

1. IPO 促进企业创新的机制分析：缓解融资约束

为验证假说 H3，我们首先利用企业上市前一年的信息对企业进行分组。如果上市企业固定资本占总资产的比值大于中位数，那么我们认为这个企业为重资产企业，并根据 PSM 配对情况将与其配对的非上市企业也划归到重资产组，其余企业为轻资产企业。

类似的，我们根据上市企业上市前一年的所有制性质将 PSM 配对样本分为国有企业和非国有企业两组。实证结果表明，相较于重资产企业和国有企业，轻资产企业和私有企业在上市之后有更多的专利申请，IPO 对轻资产企业和私有企业的企业创新推动作用更大，假说 H3 得到验证。

2. 企业 IPO 促进企业创新的机制分析：专利发明人队伍建设

我们发现上市企业和非上市企业在人均专利申请量的变化上无显著差异，但是上市企业专利发明人的人均发明专利申请数增加更多，且这一差异在 10% 显著性水平显著。

综上，IPO 使得上市企业有更大的专利发明人队伍，且他们在高质量专利(发明专利)的生产上变得更加有效率。综上，我们验证了假说 H4。



(四) IPO 对企业创新异质性影响的讨论——兼论激励机制的作用

回归结果表明，相较于无高管股权激励和非两职合一的企业，IPO 对有高管股权激励的企业和两职合一企业的促进作用更大。假说 H5 得到验证。

六、结论

企业创新是企业竞争优势的决定力量，是一国经济增长的源泉，因此，对企业创新的研究一直是学术研究的热点。本文结合中国工业企业数据库和国泰安数据库，构造了一个包含上市和非上市企业的独特样本。通过研究两组企业在上市前后的专利申请情况，考察 IPO 对企业创新的影响，探讨了 IPO 对企业创新的促进作用。我们结合倾向得分匹配和双重差分方法较为严格的建立了两者间的因果关系。同时，本文进一步探讨了 IPO 促进企业创新的机制，我们发现 IPO 缓解融资约束和有利于企业专利发明人队伍建设是 IPO 促进效应的重要原因。最后，本文通过对公司治理结构差异所带来的 IPO 效应异质性的研究，探讨了公司激励机制在其中扮演的角色。本文揭示了资本市场服务企业创新的内在机制，为现阶段我国资本市场建设和创新发展战略实施提供了政策借鉴。后续研究可以尝试工具变量法或者使用断点回归设定来进一步解决 IPO 内生性这一问题。IPO 是否通过其他渠道影响企业创新，也有待进一步研究深化。

监管机构面临加密狂潮 打击欺诈者的同时支持创新¹

马克·布兰森²

区块链和加密货币的世界萦绕着一丝歇斯底里的氛围，令金融监管机构为之振奋。

在不牺牲金融监管核心目标的前提下，监管机构的目标应该是创造一个支持创新的环境。但他们通常持有自然的保守偏见，很少与潜在的下一代市场创新者进行交流。这一体系迎合了在任者，却不利于创新。这意味着监管机构在纠正平衡时必须有意地进行自我批评。

因此，瑞士金融市场监管机构 FINMA 已为区块链创新扫清障碍。瑞士的监管沙盒和专用金融科技许可证都是 FINMA 的提议。

金融科技无疑拥有巨大前景。手机银行正在拓宽金融服务的渠道。智能投顾基于数学规则和算法，提供在线投资建议，让人们低成本地获得人工智能和机器学习的益处。众筹正在开辟新的融资渠道。区块链正在接受许多金融机构的测试。我们可以想象，部分金融基础设施将转而采用这项技术，现在的一些活动甚至某些市场参与者都将被淘汰。

金融在技术进步中受益匪浅。但是，这些进步并未降低成本惠及消费者，也没有阻止行业盈利能力的持续下降。

网络和市场风险

对于监管机构来说，金融科技不仅仅是机会。与此相关的一些风险更具哲理性或社会性。随着各种流程越来越基于算法，出现了关于消费者自主权的问题，也引发了人们对充分隐私保护的担忧。

¹ 翻译：张鹏；审校：熊若洁，原文选自 OMFIF 出版的 The Bulletin (2018 年 5 月)

² 马克·布兰森，瑞士金融市场监管管理局首席执行官



最显著的风险是网络攻击。金融部门是最诱人的目标。瑞士信息保障报告分析中心 Melani 的数据显示，2017 年，该机构接到的 94 起针对重要基础设施的案件中，有 62 起发生在金融部门。

第二个重要风险是外包的限度。传统价值链的分化使得风险得以转移。许多金融机构外包后台功能，跨越国界的现象也越来越多。这其中的经济原理是令人信服的，但不应以牺牲稳定性为代价。在危机期间，数据必须能够及时访问，其保密性也应得到保护。第三方服务提供商的稳定性也同样重要，这些提供商大多数是非金融机构。

第三是存在市场风险。2017 年比特币价格上涨 17 倍，过去三年上涨 64 倍。有些人认为这是金融史上最大的泡沫。对于其他人来说，这只是迈向匿名且自由的金融体系途中的短暂逗留。在我看来，一个无政府、平行的货币世界不可能达到临界质量。要开发区块链技术潜力，最佳途径是认识到创新友好型的监管和监督才是最好的做法。

加密代币分类

加密货币的首次代币发行（ICO）在去年爆发。自区块链社区使用的一种相对不知名的筹资方式发展而来。2017 年，通过近 900 个项目，ICO 筹集了超过 60 亿美元的资金。瑞士已成为 ICO 的中心，2017 年的六大 ICO 中有四个在瑞士举行。

加密狂潮无处不在。去年 FINMA 接到大量关于其监管对 ICO 的适用性的质询。有三个基本选择：政府不介入、明令禁止或第三种更合理的方法。

第三种方法非常简单。在对 ICO 进行评估时，FINMA 研究了已发行代币的经济功能和目的，这些代币分为三类。支付代币与加密货币是同义词，没有其他功能，也与其他开发项目没有关系。功能代币可提供数字访问，使人们可使用应用程序或获得服务。资产代币是在筹资过程中发行的代币，功能类似于股票、债券或金融衍生品。比特币等支付代币及较新的功能代币看起来像支付方式，因此受到反洗钱控制。资产代币看起来像证券，因此属于证券法的管理范畴。

加密世界中有各种各样的创新者、模仿者、监管套利者和欺诈者。监管机构的职责是确保创新者能通过好的想法走向成功，套利者颗粒无收，欺诈者罪有应得。

Regulators face up to cryptomania

Supporting innovation while curtailing fraudsters

Mark Branson¹

There is a hint of hysteria around the world of blockchain and cryptocurrencies, a heady atmosphere for financial regulators.

Regulators' goal, without compromising on the core objectives of financial supervision, should be to create an environment supportive of innovation. But they tend to have a natural conservative bias and only rarely communicate with the unproven next generation of market innovators. The system is stacked partly against innovation to the comfort of incumbents. That means regulators must be consciously self-critical when redressing the balance.

That is why FINMA, Switzerland's financial markets regulator, has cleared the way for blockchain innovation. The country's regulatory sandbox and dedicated fintechlicence were ideas proposed by FINMA.

Financial technology, undoubtedly, holds great promise. Mobile banking is broadening access to financial services. Roboadvising – online investment advice based on mathematical rules and algorithms – can reap the benefits of artificial intelligence and machine learning at low cost. Crowdfunding is opening new channels for financing. Then there is the blockchain, which many financial institutions are testing. It is conceivable that parts of the financial infrastructure will shift to this technology and render existing processes, and even some players, obsolete.

Finance has benefited greatly from technological advances. However, these improvements have not been passed on as lower costs to the consumers. And they have not halted the decline in the industry's profitability.

¹ Mark Branson, Chief Executive Officer of FINMA, the Swiss Financial Market Supervisory Authority

Cyber and market risk

For regulators, fintech cannot only be about opportunity. Some of the risks associated with it are more philosophical or societal. There are questions about consumer autonomy as processes become more algorithm-based, as well as concerns about adequate privacy protection.

The most obvious risk is cyber attacks. The financial sector is the single most attractive target. Data from Melani, the Swiss reporting and analysis centre for information assurance, show that 62 out of 94 incidents reported to it targeting critical infrastructure in 2017 occurred in the financial sector.

A second important risk is the extent of outsourcing. As traditional value chains fragment, risks migrate. Many financial institutions outsource back office functions, increasingly across borders. The economic rationale is compelling, but should not come at the cost of stability. Data needs to be instantly accessible during a crisis and confidentiality protected. Equally important is the stability of third party service providers, who are mostly non-financial institutions.

Then there is market risk. Bitcoin's price rose 17-fold in 2017 and 64-fold in the last three years. Some see this as the biggest bubble in financial history. For others, this is merely a short stop on the march to an anonymous and free financial system. In my view, an anarchic, parallel monetary world is unlikely to grow to critical mass. The best way to exploit the potential of blockchain technology is to accept that innovation-friendly regulation and supervision is the best deal there will be.

Categorising crypto tokens

Initial coin offerings of cryptocurrencies erupted last year. Growing from a relatively unknown fundraising method used in the blockchain community, ICOs raised over \$6bn in 2017 through almost 900 projects. Switzerland has become a hub for ICOs, with four of the six largest offerings in 2017 taking place there.

Cryptomania is everywhere. Last year FINMA was flooded with enquiries about



the applicability of its regulation to ICOs. There were three basic options: anarchy, prohibition, or a third, more reasonable approach.

The third option is quite simple. In assessing ICOs, FINMA looks at the economic function and purpose of the issued tokens, which are categorised into three types. Payment tokens are synonymous with cryptocurrencies and have no further functions or links to other development projects. Utility tokens are tokens which are fully functioning ways of providing digital access to an application or service. And asset tokens are tokens that are issued in fundraising processes and are functionally analogous to equities, bonds or derivatives. Payment tokens like bitcoin and newer utility tokens look like means of payment and are therefore subject to anti-money laundering controls. Asset tokens look like securities and therefore fall under securities law.

There is an assortment of innovators, imitators, regulatory arbitrageurs and fraudsters in the cryptoworld. It's the job of regulators to ensure that the innovators have the chance to thrive if their idea is worth it, that the arbitrageurs have nothing to gain, and that the fraudsters end up where all fraudsters should.

美国货币谜团 需要明晰与规范¹

马克·索贝尔²

二十多年来，美国政府，民主党和共和党都遵循同样的货币政策。他们支持不加干预的自由浮动，特别是对美国，欧洲和日本。他们对 G3 官员施压，不允许其评论货币市场的发展。当受到不可避免的压迫时，他们则表示强烈支持“强势美元”。美国政府专注于遏制全球过度失衡，特别是过剩。

两党美元政策背后的关键动机，是美国在避免过度依赖自身作为世界经济增长的引擎，以及抵制保护主义方面时的利益。

特朗普政府有理由去抱怨那些试图压低汇率的国家，特别是那些有时会严重干预以限制本币升值的顺差国。此外，特朗普政府也正确地指出，美国经济的健康状况将决定美元的长期价值。

然而有一点很重要，那就是经过此前的一系列失误，华盛顿一直在摆脱传统的货币政策，从而削弱了美国的信誉，很难追求自身利益。

美国政府混乱的货币言论是最明显的例子。要纠正这种情况，一个简单易行的方法是：恢复口头规范。探讨货币的人应该越少越好，最好只有一个人，那就是是财政部长。

目前，关于货币的探讨有各种不同的声音。即便有人认为美元过强，总统仍传播着想要强势美元的言论。总统顾问彼得纳瓦罗评论了欧元的估值。财政部长史蒂文姆努钦 1 月份表示，美元走软将会带来贸易机会。国家经济委员会主任拉里库德洛就美元和金价也发表了评论。

美国货币评论可能显得无伤大雅，但其实不尽然。这些言论使得美国很难说服其他人克制口头评论。日本官员在压低日元方面有着悠久的历史。仅在姆努钦评论几周后，日本人重新担忧单边货币走势——也就是对日元升值的厌恶。尽管

¹ 翻译：周彤；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 5 月 25 日）

² 马克·索贝尔，美国驻国际货币基金组织代表、美国财政部国际货币和金融政策部原助理部长



欧洲人比日本人更有艺术气息，但他们一直都不愿意为支持经济增长或推动通胀而放松货币。欧元区官员在今年早些时候就曾批评姆努钦的言论，似乎担心美元走低会削弱欧洲的复苏。

官方放开货币言论是货币市场一直以来的特征。另一些国家则经常试图降低本国货币，希望通过向美国出口来促进国内就业。激烈的 G3 货币言论可能会扰乱市场。

在经历了继金融危机后有关“货币战争”的不利讨论后，2013 年美国制定了 G7 和 G20 协议，即各国不会针对汇率制定协议，总的来说就是避免压低本币汇率。各国政府应该加强贯彻这些协议。

另一方面，近期的 G20 关于货币的探讨出现了一些新苗头。人们对埋头于不盯住汇率或寻求竞争性贬值的的行为提出了新的说法：“强劲的基本面、稳健的政策和弹性的国际货币体系对汇率的稳定至关重要，有助于强劲和可持续的增长和投资。”这取自国际货币与金融委员会于 2017 年 10 月向国际货币基金组织理事会提供咨询意见的公报。

这句话的第一部分毋庸置疑。但第二部分却令人困惑。汇率的稳定有助于强劲和可持续增长似乎没什么问题。但也可以解读为：“汇率稳定”应成为促进强劲增长和投资的政策目标或最终目的。

这将违背七国集团的言论，即根据本国政策来实现各自目标。这会引发很多关于政策的问题。G3 是否会像之前所承诺的那样保持浮动利率？美联储，欧洲中央银行和日本央行是否准备调整货币政策以促进货币稳定？他们是否能准备好干预货币市场以求稳定？

美国财政部和美联储与 G7 和 G20 的其他成员签署了新的决定。当 G7 财长和央行行们五月底在加拿大会面时，应该解释为什么会有这种新的决议，以及它的具体含义。如果他们不能阐明的话，就应该摒弃这些说法。

美国的政策结构使局面更加混乱。美国长期以来一直强迫顺差国家加强内需，并停止依赖出口拉动带来的经济增长。认为这是促进更平衡的世界经济所需努力的一部分。

但我们现在正在目睹美国的顺周期财政扩张，而美联储正在加息，并逐渐缩

减其资产负债表。美国经济增长和利率上升可能会维持美元需求并削弱外汇，从而扩大美国的经常账户赤字。今年 4 月，国际货币基金组织将对美国 2018 年和 2019 年的经济增长预测较六个月前分别上调 0.6 和 0.8 个百分点，预计美国的经常账户赤字也将出现类似幅度的增长。

其他国家则认为美国贸易逆差扩大是其自身造成的。他们责怪美国加剧全球失衡。在期待增加对美国出口的同时，却忽视自己对持续过度失衡所承担的责任。而实际上，他们则指望美国的贸易逆差增加不会刺激美国对他们施加保护主义压力。

特朗普政府关注全球失衡、货币问题和全球经济增长，这是正确的。然而，其实际行动使其很难实现这一议程，还同时增加了世界经济风险。

America's currency confusion Needed: more clarity and discipline

Mark Sobel¹

For more than two decades, American administrations, both Democratic and Republican, have followed the same currency playbook. They backed free floating, especially for the US, Europe and Japan, without intervention. They pressed G3 officials not to comment on currency market developments. When unavoidably pressed to do so, they stated rote support for a 'strong dollar'. And they focused on curbing excessive global imbalances, especially surpluses.

Key motivations behind bipartisan dollar policy have been US interests in avoiding excessive reliance on America as the engine for world growth and in resisting protectionist pressures.

The Trump administration is right to complain about countries seeking to weaken exchange rates, especially surplus countries that at times heavily intervene to limit appreciation. Furthermore, the administration correctly says that the health of the US economy will determine the dollar's long-run value.

Yet, in important ways, through a series of missteps, Washington has been backing away from its traditional currency playbook. This erodes US credibility and the ability to pursue its interests.

The administration's confused currency rhetoric is the most obvious symptom. There is one simple means to rectify this: restore verbal discipline. Only one person should speak on currencies – and as rarely as possible. That should be the Treasury secretary.

¹ Mark Sobel is a former Deputy Assistant Secretary for International Monetary and Financial Policy at the US Treasury and until earlier this year US representative at the International Monetary Fund

At present, communication comes through multiple voices. The president has interspersed comments on wanting a strong dollar with others suggesting the dollar is too strong. Presidential adviser Peter Navarro has commented on the euro's valuation. Treasury Secretary Steven Mnuchin observed this January that a weaker dollar is good for US trading opportunities. Larry Kudlow, director of the National Economic Council, has commented on the dollar as well as on gold prices.

US currency comments may appear innocent and innocuous, but that is often not so. They hurt America's ability to persuade others to practise verbal self-restraint. Japanese officials have a long history of talking down the yen. Only weeks after Mnuchin's comments, the Japanese returned to fretting about one-sided currency movements – code for an aversion to yen appreciation. Chatty Europeans, while more artful than the Japanese, have never been slouches about wishing a weaker currency to support growth or boost inflation. Euro area officials quickly chimed in earlier this year to criticise Mnuchin's comments, seemingly worried that a lower dollar would weaken Europe's recovery.

Official open-mouth operations are a longstanding feature of currency markets. Others often try to push their currencies lower in the hope of boosting jobs at home through exports to the US. Conflicting G3 currency rhetoric can unsettle markets.

Following harmful discussions about 'currency wars' in the wake of the financial crisis, the US in 2013 forged G7 and G20 agreements that countries would not target their exchange rates, and more generally would refrain from talking down their currencies. Officials should do a better job of sticking to these agreements.

Another possible symptom is that something new has appeared in recent G20 currency language. Buried among long-standing refrains about not targeting exchange rates or seeking competitive devaluations is a new sentence: 'Strong fundamentals, sound policies, and a resilient international monetary system are essential to the stability of exchange rates, contributing to strong and sustainable growth and investment.' This comes from the communiqué of the meeting of the International Monetary and



Financial Committee, which advises the International Monetary Fund's board of governors, in October 2017.

The first part of the sentence is uncontroversial. But the second part is confusing. That stability of exchange rates contributes to strong and sustainable growth is seemingly incontrovertible. But it can also be read as implying that 'stability of exchange rates' should be a target or objective of policy to promote strong growth and investment.

That would go against G7 language about meeting domestic objectives with domestic instruments. And it would raise large questions about policy. Is the G3 as committed as before to floating rates? Are the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan ready to alter monetary policy to help promote currency stability? Could they be prepared to intervene in currency markets to foster stability?

The Treasury and Fed, along with the rest of the G7 and G20, have signed off on the new language. When G7 finance ministers and central bank governors meet at the end of May in Canada, they should explain why there is this new sentence and what it means. If they can't tell us, they should erase it.

Confusion is exacerbated by the US policy mix. The US has long pressed surplus countries to bolster domestic demand and stop depending on export-led growth. This is part of efforts to foster a better-balanced world economy.

But we are now witnessing a procyclical US fiscal expansion, and the Fed is raising interest rates and winding down its balance sheet. Higher US growth and interest rates may sustain dollar demand and weaken foreign currencies, widening the US current account deficit. The IMF in April raised its US growth projection for 2018 and 2019 by 0.6 and 0.8 percentage points respectively compared with six months earlier, and projected similarly higher US current account shortfalls.

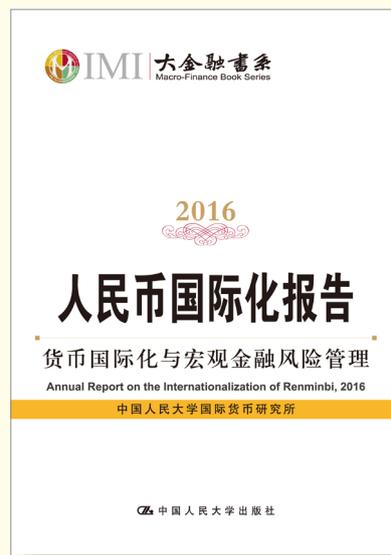
Other countries are poised to argue that higher US trade deficits are made in America. They will blame the US for widening global imbalances. While looking forward to increased exports to the US, they will ignore their own responsibilities for

persistent excessive imbalances. Behind the scenes, they will hope that higher US trade deficits will not simply galvanise US protectionist pressure against them.

The Trump administration is rightly focusing on global imbalances, currency issues, and stronger global growth. However, its actions are weakening its ability to pursue this agenda, adding to world economic risks.

《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

厦门市南山区高新科技园软件园二期
2468号怡化金融科技大厦2015

