

【本期推荐】

潘功胜：从两份监管文件看“现金贷”监管红线

【“金融监管”专题】

魏革军：重塑金融业价值框架下的监管改革

熊 园：“新矛盾下”防控金融风险的三大权衡

王 剑：资产新规下银行理财变局

【海外之声】

David Skilling：国际贸易遇到的真正危险——亚太地区需要更多的前进动力

Ben Robinson：被削弱的的特朗普减税方案——市场走势证实 OMFIF 预测

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列二十：直接投资夯实人民币国际化的经济基础

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：安 然 原新宇

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峣

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



从两份监管文件看“现金贷”监管红线

潘功胜¹

一个月内关于“现金贷”两大监管重拳落地，互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室两份“重磅”文件接连落地。继互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室下发《关于立即暂停批设网络小额贷款公司的通知》后，12月1日晚间，互联网金融风险专项整治、P2P网贷风险专项整治工作领导小组办公室正式下发《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》(下称《通知》)，明确统筹监管，开展对网络小额贷款清理整顿工作。

近期监管下发两份《通知》，旨在清理整顿行业乱象，划定从业机构应该遵循的红线，为下一步治本赢得时间。

一、规范现金贷五大重点

目前现金贷业务发展速度很快，在服务长尾人群消费信贷需求方面发挥了一定作用。但是过度借贷、暴力催收、超高费率、欺骗侵犯个人问题比较普遍，存在较大风险隐患。

在社会风险方面，从业机构对借款人适当性管理普遍缺失。严重侵害金融消费者权益行为时有发生。为了快速做大业务规模，一些机构进行掠夺式放贷，诱导客户过度借贷、多头借贷、甚至借款给无收入群体。加之超高利率和收费，容易导致借款人陷入债务陷阱。

下一步，相关监管部门也在考虑修订10年前制定的小贷公司的监管规则，进一步规范整顿现金贷业务遵循几个思想：

第一，普惠金融也是金融，必须实施准入管理，必须要有规制的约束。面向长尾人群的金融服务更应当是负责任的金融。

¹ 潘功胜，中国人民大学国际货币研究所顾问委员，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长

第二，坚持问题导向，对于现金贷行业面临的突出问题，机构纠偏和行为纠偏并重，疏堵结合，综合施策。

第三，加强监管协调，在互联网金融专项整治的框架下，人民银行、银监会等中央部门，统筹部署各地金融办等组织，落实属地责任，央、地连动和部门协同。

具体而言，有以下要点要遵循：

一个是设立金融机构、开展金融业务，必须依法接受准入管理，没有放贷业务资质，任何组织和个人都不得经营放贷业务，对于无照经营，必须严厉打击和处理。

二是，不同金融业态的市场准入，应当具有相对的公平性，网络小贷公司由地方政府进行市场准入，全国性经营的模式与其他金融机构的市场准入存在严重不公平性。下一步相关监管部门将对网络小贷公司的市场准入进行评估，并制定相关的规则。

第三是，关于行为监管，制定负面清单，保护金融消费者权益。对于借款人收取的综合资金的成本，包括利息也包括其他的收费，应当符合最高人民法院关于民间借贷利率的规定；应当遵守“了解你的客户”的原则，审慎把握借款人和各项贷款的条件，不得诱使借款人陷入债务陷阱，坚持审慎经营的原则，加强风险内控，采取有效的措施防范以贷养贷、多头借贷的行为；不得通过暴力、恐吓、侮辱、诽谤、骚扰等方式催收贷款；不得盗取滥用、非法买卖、泄露客户信息。

第四，加强对从业机构的资产负债的审慎管理。今年以来，一些小额贷款公司突破融入资金的比例限制，通过国内金融产品放大杠杆，不仅增大了自身的风险，还可能造成风险在金融体系里的扩散与传染。小额贷款公司应审慎融资，控制杠杆比例，以信贷资产转让、资产证券化等名义融入的资金应当纳入表内融资，合并计算，暂时按照当地表内融资的小额贷款公司融资的比例来进行管理，对于超过比例的小额贷款公司，应当制定压缩规模的计划，限期内达到有关比率的要求。

第五，规范持牌金融机构，如商业银行、信托公司等参与现金贷业务，持牌金融机构，不得将授信审查、风险控制等核心业务外包；持牌金融机构不得为无



放贷业务资质的机构，提供资金、发放贷款;不得与无发放业务资质的机构，共同出资发放贷款。

二、不得将“助贷”变成放贷

助贷业务应该回归本源。助贷机构不得担保兜底，不得向借款人收取利息费用，如果商业银行需要别人助贷，可以购买服务，不能商业银行收取利息，助贷机构再向贷款者收取利息或其他费用，不得将“助贷”变成放贷。

第一财经此前曾报道揭秘银行与“现金贷”资金来源问题。目前，银行与网贷平台合作的助贷模式共有三种，一是保证金模式，二是配资模式，三是联合放贷模式。除了与银行合作，现金贷公司与 P2P 合作也很普遍。

下一步，人民银行将会同相关部门做好清理整顿的督导工作，保证政策的落实，切实防范和化解金融风险，促进普惠金融的健康和持续发展，同时贯彻落实全国金融工作会议精神，推动并发展中央与地方的金融监管在内的金融监管体制改革，强化和落实监管责任，完善监管规则。

重塑金融业价值框架下的监管改革

魏革军¹

一、改革开放以来金融发展历程和指导思想的回顾

研究和认识一定时期的金融政策，或者金融改革，一个很重要的立足点和出发点就是要了解这段时期决定这个政策推进监管改革最重要的思想基础。

思想是内心世界的一部分，而行为在很多时候只是外在的一些表现。思想在很大程度上影响着金融政策和金融改革的选择，不同阶段指导思想上的变化和调整必然反映到金融领域，在特定时期，金融政策和金融监管为什么这样而不是那样，背后其实有一个非常重要的指导思想和逻辑支撑。简单回顾一下国家改革开放以来发展理念的一些历史性的变化，可以更加清醒地看到这一点。

如果按十年的长度来划分，可以将中国金融改革和发展大体分为四个阶段：

第一阶段是改革开放初期，主要是恢复和建立银行体系，引入更多的市场主体，建立和完善中央银行体制。这一时期指导金融改革和发展的重要指导思想，就是小平同志在七十年代末、八十年代初提出的，金融是现代经济的核心，把银行真正办成银行。当时提出这样的论断背景一是针对以往长期计划经济体制对金融的束缚，发展商品经济不发展金融不行；同时也是基于金融之于市场经济重要性的认识。这些指导思想整整影响了我们国家改革开放初期一直延续到八十年代、九十年代，甚至到现在仍然在产生着非常深刻的影响。

在这一指导思想下，上世纪八十年代的金融改革如火如荼，金融机构如雨后春笋出现，国有专业银行陆续重整、恢复、分离、组建，一批中小金融机构如信托公司相继出现，中国人民银行从 1984 年起正式行使中央银行的职能，金融市场主体不断增多，出现了以人民银行为主体、多种金融机构并存的局面。

第二阶段是社会主义市场金融体制的建立。九十年代之后，围绕建立社会主义市场经济体制，进行综合金融改革，完善金融法律制度，完善分业经营和分业管理，

¹ 魏革军，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国金融出版社社长、《中国金融》杂志主编



持续推进国有金融机构改革，发展资本市场，改革和发展金融监管体系。这一时期，整个金融改革就是围绕建设社会主义市场经济体制要求完善金融体制。

第三阶段，新世纪以来，围绕加入世界贸易组织、融入世界经济体系，深化金融改革开放。国有商业银行陆续股改上市，人民币汇率弹性显著增强，宏观审慎政策框架不断完善，债券市场快速发展，人民币国际化启航并成功加入 SDR。这个时期基本理念是，围绕加入 WTO 深化市场化改革，建立更加完善的金融体制。

第四个阶段党的十八大特别是 2017 年以来全面深化改革更加注重金融安全和金融服务实体经济、建立更好的金融制度，这个时期的基本理念就是，正如第五次全国金融工作会议所指出的，金融制度是社会经济发展的基础性制度，金融业发展应兼顾市场价值和社会价值的统一。这也是我今天重点讲的内容。

自九十年代以来，我国进行了若干次重要金融改革，比较有影响的是 1993 年至 1994 年的综合金融改革，以及 1997 年以后每隔四至五年共召开了五次全国金融工作会议，逐步形成了比较完备的金融机构服务体系以及“一行三会一局”为格局的金融监管体系，金融宏观调控体系也日渐完善。今天看到的我国现代金融体系，正是靠改革开放一步一步走到今天。

二、新时代金融改革发展的思想基础

党的十八大以来，指导我国金融发展的思想正在发生重要变化。这些新的变化概括为三个方面，一是形成了新的金融安全观；一是把金融制度作为社会发展中的基础性制度；三是明确金融发展应兼顾金融业市场价值和社会价值的统一。这三个基本理念的形成是在党的十八大以后逐步形成的。

2017 年四月份中央政治局学习会议上专门研究金融安全的问题。习总书记非常系统的论述了金融安全对于一个国家经济发展的重要性。在第五次全国金融工作会议上，习总书记指出金融制度是社会经济发展的基础性制度，金融业发展应兼顾市场价值与社会价值的统一。这是重要的判断，也是重要的思想，对今后相当一段时期金融改革和发展有重要的影响。

这些新的金融发展思想是经过一系列的实践和探索逐步形成的。习总书记在

关于十三五规划说明中，谈到金融风险的时候就提到了很多金融安全的思想；在今年年初的中央经济工作会议上，总书记和总理也突出讲了金融风险和金融安全的问题；2017年4月份的政治局学习会习总书记又系统的阐述了金融安全；第五次全国金融工作会议的讲话，标志着新的思想的形成；党的十九大进一步发展了新时期金融发展的新思想。

关于新的金融安全观

中共中央政治局第四十次集体学习时，习近平总书记从历史和战略的高度论述了维护金融安全的重要性，以及未来的政策取向，为全面深化金融改革和金融监管体制改革勾画了清晰的框架。

金融活，经济活；金融稳，经济稳。这些论述形象地概括了金融与经济的关系以及金融的能动作用。把金融安全置于国家安全、经济安全系统中去认识，强调金融的活与稳，而非行政抑制，注重在运动中保持平衡、在稳定中保持活力，体现了积极的金融安全观。同时，这也意味着金融发展应确立更高的定位、格局和责任，避免自我循环式的扩张，更多地从社会经济发展大系统、从全球经济格局、从新常态逻辑框架中去谋划，厚植金融安全的根基。

我国已成为重要的世界金融大国。从金融大国到金融强国是金融发展的新长征，在这个过程中，需要继承和创新，需要艰难跋涉，深化和重塑金融与经济的关系。经济强，则金融强；没有经济的支撑，金融的发展就缺乏根基，也就难以成为金融强国。金融强，并非单单看资产规模，还要看金融体制的韧性和灵活性，在国际金融市场上动员资本的能力，以及服务实体经济的能力。我国目前所致力人民币国际化、金融基础设施高效化、金融监管规范化、金融服务实体化，最终是为了促进经济的转型升级以及提升经济的整体竞争力，同时也是走向金融强国的需要。

在国际国内经济下行压力因素综合影响下，我国金融发展面临不少风险和挑战。一些国家的货币政策和财政政策调整形成的风险外溢效应，有可能对我国金融安全形成外部冲击。我国银行业表外业务扩张以及非银行业乃至非金融机构金融或类金融资产膨胀也积累了一定风险，需要监测和化解。一段时期以来以来，我国各金融管理当局普遍加强了审慎管理和合规监管，金融去杠杆速度加快，这将有助于消除金融风险隐患。但金融风险从来不单纯是金融问题，用金融手段化



解矛盾会受到制约，最终要依赖经济改革的深化。因此，把握改革平衡和监管平衡尤为重要。

习总书记对维护金融安全提出了六项要求：一是深化金融改革，完善金融体系，推进金融业公司治理改革，强化审慎合规经营理念，推动金融机构切实承担起风险管理责任，完善市场规则，健全市场化、法治化违约处置机制。二是加强金融监管，统筹监管系统重要性金融机构，统筹监管金融控股公司和重要金融基础设施，统筹负责金融业综合统计，形成金融发展和监管强大合力，补齐监管短板，避免监管空白。三是采取措施处置风险点，着力控制增量，积极处置存量，打击逃废债行为，控制好杠杆率，加大对市场违法违规行为打击力度。四是为实体经济发展创造良好金融环境，疏通金融进入实体经济的渠道，积极规范发展多层次资本市场，扩大直接融资，加强信贷政策指引，鼓励金融机构加大对先进制造业等领域的资金支持，推进供给侧结构性改革。五是提高领导干部金融工作能力。六是加强党对金融工作的领导，提高金融决策科学化水平，形成全国一盘棋的金融风险防控格局。这六个方面，体现了问题导向、改革导向，纲目清晰，为筑牢金融安全根基指明了政策方向。

金融发展应兼顾市场价值与社会价值的统一

第二个他在中央金融工作会议上提到金融制度是经济发展的基础性制度，我们说在我们国家的宪法里面规定了人民民主专政制和人民代表大会制度中国共产党领导下的多党合作和政治协商制度、民族区域自治制度，经济方面规定了公有制和非公有制经济制度平等保护物权等基本制度，但是过去从来没有把制度作为经济社会发展的基础性制度，强调了金融制度在经济社会发展中的重要地位，把它摆在更加突出的位置。

金融业的市場价值与社会价值的统一，是非常重要的指导思想，影响着相当长时期金融业的发展、金融监管和金融政策，需要深入理解和把握。

我们说，无论是提供传统中介服务，还是提供衍生品、资管等现代金融服务，金融企业都会因此产生相应市场价值和社会价值。这两类价值不是对立的，是可以相容的，但也并非总是一致的，实现二者的统一既是社会对金融的需要，也是一个好的金融制度的内在要求。

人们常常用资产、资本、市值、利润来衡量金融企业的价值，用金融业增加值来衡量金融业对经济体的贡献。这无可厚非。没有有市场价值的金融企业，没有金融业的适度发展，金融的社会价值便无从谈起。强调金融企业的社会价值，并非要否定金融企业的市场价值，而是强调二者的融合，并把融合看做是自然的、理性的和内生的过程，而不是附加的和外生的。

片面追求金融企业的市场价值，会损害社会经济，进而造成金融业社会责任的缺失。这些年来，金融企业社会价值与市场价值背离的现象并不鲜见。一些金融企业过于看重资产规模，通过自身加杠杆等方式实现自循环式的扩张；一些金融机构贪大求洋，去本土化、差异化和特色化，追求综合化、跨区域化和趋同化；一些所谓“新兴”的集团公司，利用金融便利交叉持股，进行跨市场、跨产业并购和渗透，侵蚀实体经济，资产规模短期内膨胀很快，缺乏可持续发展的支撑，留下大量风险隐患；一些类金融机构利用监管的短板和空白进行制度套利、监管套利，损害市场公平；一些企业利用跨国并购和关联交易进行非理性投资转移资本；等等。这些问题既有市场机制不完善的原因，也有一些市场主体由社会价值缺失所导致的异化现象。

金融企业的社会价值最终通过金融业服务水平以及金融业自身的健康度体现出来。客观地说，改革开放以来，金融业对于我国经济长期高增长、经济治理的改善以及人民生活便利化都发挥了重要作用。金融业的整体实力和国际地位明显提升，特别是，经过多次重大改革的金融业已经形成了相对完善的金融调控监管体系、服务体系和市场体系，即使在经历国际金融危机和经济增速下滑冲击后，金融业依然保持了健康的资产负债能力和很强的融资能力，成为我国经济稳定的重要支撑。因此，不能因为一些金融乱象就否认金融业的贡献和价值。但也应正视金融服务中的结构性缺陷，不断提升金融业的社会价值。

进一步讲，我们所强调金融业的社会价值其实隐含着多层的含义，第一个含义我认为就是在金融改革顶层设计时候应更加的重视金融的基础性、系统性、社会性和全局性的功能，使金融发展有机的融入到国家的总体布局 and 战略布局。过去金融业历次改革设计的时候，也考虑了这些因素，但现在的要求更加鲜明。

第二个就是回归金融监管和金融服务的本质，重塑金融立业之本，更好的服务实体经济，更好维护整体秩序和金融稳定。这要求金融业更新监管理念和经营



发展理念，主动调整发展政策、发展模式和发展行为，真正回归金融本源，同时改善金融运行的法制环境和经济环境，促进社会经济与金融发展的良性循环，培育好良性健康的金融生态链；通过深化金融改革、改善金融治理、发展多层次资本市场，持续提高金融服务的能力、水平和效率；同时，引导金融主体把社会价值理念有机融入发展之中，强化实业理念、绿色理念、安全理念和普惠理念，使发展更好地服务于人民福祉、经济发展和国家战略。

第三个含义是校正金融和发展中的偏离和异化，防止自我循环自我膨胀式发展。我们知道一段时期以来我国金融业都发展的特别快，金融市场发展，特别是资管业务，互联网金融业务等等都发展的很快，但是发展过程中确实积累了一定的风险，出现了一些偏差，那么兼顾这两个价值的统一，其实是对过去金融改革和发展中的一些偏离和异化的一种校正。

第四个特别重要的就是，兼顾好金融社会价值和市场价值的统一，不可偏废。既要强调金融业市场主体地位，又要履行好社会责任。我觉得这个是党的十八大以来，十九大精神或者是第五次全国金融工作会议一个非常重要的方面，其实这也构成了新时期习近平中国特色社会主义思想中关于金融的核心内容。

所以，我们研究经济、研究金融，一定要做到领会它的思想基础，纲举目张，只有这样，才能准确理解一段时期的金融政策，弄清楚政策的来龙去脉。

需要说明，强调统一并不是说单纯强调金融业的市場价值或者单纯的强调其社会价值，换句话说当前强调金融业的社会价值并不是说要偏废金融业的市場价值。金融本身是现代市场经济发展的一个产物，追求金融业的市場价值多年来改革开放致力追求的目标。改革开放以来，经过第一个阶段、第二个阶段、第三个阶段、第四个阶段，我国金融业逐步建立了适应社会主义市场经济要求的金融调控监管体系、服务体系和金融市场体系。这是多年来改革的结果，以国有商业银行改革为例，中国农业银行在计划经济时期经历了三起三落，在改革开放之初做的首要任务就是恢复中国的农业银行，建设银行过去是在财政体系里面，是为国家预算管理和长期的拨款服务的，后来经过重整之后纳入信用体系。中国银行过去是一个外汇银行，改革开放之后进一步强化了它作为外贸外汇服务职能。中国工商银行是 1984 年从人民银行工商信贷业务中分离出来的。交通银行是国民党

时期就有的，后来是恢复组建的。八十年代一步步有了完备的专业银行体系。

进入九十年代，我们经历了五次的全国金融工作会议，在 1993 年进行了力度特别大的改革，就是适应建立社会主义市场经济体制的要求，对金融财税进行综合改革，其中金融改革的力度特别大。那次改革把四大国有银行政策性业务分离出来，单独组建国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行，就是目前的三大政策性银行。又过了几年，经历 1997 年亚洲金融危机，召开了第一次全国金融工作会议，决定剥离商业银行的 1.4 万亿不良贷款，同时财政发行 2700 亿特别国债，1998 年分别成立了中国信达资产管理公司、中国华融资产管理公司、中国长城资产管理公司和东方资产管理公司。时间走到 2002 年，开了全国第二次金融工作会议，这次金融工作会议主要是继续加强风险经营、风险管理，同时决定对国有商业银行进行持续的改革。剥离完有商业银行不良资产之后，商业银行的不良资产这个势头并没有得到完全的遏制，需要采取更为系统性的改革方案，从体制和机制上系统的解决几大行的问题，于是当时拿出 450 亿美元的外汇储备成立了汇金公司，推动国有商业银行股份制改造。工农中建交陆续在资本市场上上市，成为股份有限公司，治理结构进一步完善。

我们可以看到，多年深化改革目的就是为了发现和促进金融业市场价值的提升，是多年来改革追求的结果。所以，当前强调的两个价值的统一，就是说国有商业银行不要忘了市场规律，不要忘了商业银行的属性，不要忘记了金融业发展的本源、立业之本，在不断提升市场价值的同时要更好的履行好社会责任。这个社会责任并不是说当你富起来了、成为世界的前十大银行，每年你拿出来钱做一些慈善、做一些扶贫，而是要求在发展的时候，任何措施、任何业务、任何创新都不要偏离社会价值的要求，把市场价值和社会价值更加有机的统一起来。基于这样的一个指导思想，再看我们的监管，好多方面实际上就不难理解了。我们说从今年年初以来我们国家在金融监管方面采取了一系列的措施，力度很大，无论是银行监管、证券监管、保险监管都有一个正本清源的问题，包括一段时期以来互联网金融治理、六部委给大资管出台的规范资产管理的指导意见等。怎么看待这些监管？需要我们以新的思想和理念去把握。

三、重塑金融监管



第五次全国金融会议前后，对如何加强监管有不同看法。怎么看待新时代的金融监管？有几个问题需要我们深入分析和讨论。

第一个问题，关于监管分合。

分立或整合是金融监管演进中的常见现象，亦是不同经济体在特定历史条件下的选择和安排。社会分工的发展和金融业态的多元化催生了监管的分立，而金融市场的一体化和系统化又促进了监管的融合。总的来看，金融监管制度的变化是由社会化大生产、维护金融稳定、金融市场深化等因素综合作用的结果。

从世界范围看，并无完全统一的监管模式。从国外监管发展历史看，监管的分合本质上是监管重塑问题。每一次重大金融监管制度改革都是危机爆发和危机处置的结果。美国监管从强调市场自我调节到全面监管、从放松监管到重整监管，其监管理念、架构、分工和职责进行了多次调整，逐步形成了以风险导向为核心的监管导向，促进了制度和规则的整合。日本的金融管理从政府行政主管到大藏省和日本银行共同监管，再到以监管厅为主体的统一监管，形成了日本独特的监管体系，实现了监管的统一性、专业性。英国金融监管经历了行业自律为主、分业监管、单一机构监管与财政和央行三方共治、双峰监管等不同阶段，形成了组织严密、分工负责的监管体系。欧盟从成立之初的监管分治到国际金融危机后逐步走向统一的分业监管。

但是，所有监管制度的本质都是相似的。经过多次金融危机，不同金融监管模式表现出许多趋同的特征：越来越重视金融监管在现代经济发展中的作用，越来越注重以风险为核心的监管导向，越来越注重监管制度和规则的统一性、一致性、协调性和公平性，越来越注重宏观审慎管理。这也为我国重塑金融监管带来许多启示。

我国金融监管制度的演进也是如此。上个世纪90年代，伴随我国经济金融结构的变化以及金融市场主体的增多，我国先后成立专门监管机构分别负责对证券业、保险业、银行业的监管，实现了从人民银行统一监管向“一行三会一局”的分业监管格局的转变。分业监管提升了我国的风险监管能力，推进了监管的市场化、专业化，但也带来了种种问题，诸如多头监管与重复监管、监管模糊与空白、监管标准与套利等。这就要求进一步改革和完善监管体制。

改革监管体制不是简单的机构撤并，而是通过监管重塑从制度和规则上提升监管能力。我国的分业监管体系是一个垂直的、自上而下的庞大体系，简单的分合涉及诸多因素，也会花费巨大成本，并带来一些新的矛盾，因此，应当以融合和法治思维推进改革，赋予原有机构以新的职能，尽可能避免物理分合的弊病。

因此，当前监管的主要矛盾不是监管机构的分与合，而在于能否通过有效率的监管促进金融业适应不断深化的市场从而更好的服务社会经济发展，更好的维护金融安全，更好的满足人们对美好金融生活的需求。

解决分业监管之弊贵在融合。融合的核心是要体现 4C 的原则：第一个 C(Chair)是核心，即加强中央银行在宏观审慎管理、防范系统性风险和维护金融稳定中的核心作用。这也是国际金融危机后的新的国际共性。第二个 C(Coordination)是协调，即加强对重大监管政策特别是涉及跨行业、跨市场业务的监管协调，保持政策的包容性、一致性和协调性。第三个 C(Corporation)是合作，特别是加强中央银行和银行监管部门的合作，提高宏微观审慎管理的有效性，更好支持实体经济发展。第四个 C(Communication)是沟通，主要是加强前瞻性政策指引和预期管理。

第二个问题，关于监管协调。

全国金融工作会议之后我国维持了目前现有的金融格局。这个监管格局也是上个世纪九十年代逐步的演化而来。从金融监管大事记中可以清晰的看到我国金融监管格局的历史演变过程。

在 2003 年的第三次全国工作会议，提出要加强金融监管协调的思想。2008 年 9 月中国人民银行、证监会、保监会就制定了信息共享和暂行办法，2008 年 11 月和 2009 年 2 月人民银行与银监会签署《关于建立在华外资银行监管协调工作机制的备忘录》以及《关于中小商业银行监管协调工作机制的备忘录》。2008 年国际金融危机之后国家开始重视监管协调，总结国际金融危机教训，开始探索宏观审慎管理。

新一轮金融改革涉及诸多方面，加强监管协调是其中重要内容。习近平总书记强调，要加强金融监管协调，补齐监管短板。李克强总理指出，要增加金融监管协调的权威性、有效性。

加强金融机构治理和强化监管是历次全国金融工作会议的重要议题。1997



年全国金融工作会议确定对四大国有银行不良资产进行剥离;成立证监会、保监会对金融业实行分业监管。2002年的会议明确对商业银行进行股份制改革,成立银监会,确立了金融分业监管的格局。2007年的会议指出继续完善银行公司治理,完善金融分业监管体制机制,加强监管协调配合。2012年的会议则提出着力加强公司治理,加强和改进金融监管。这次会议更是把强化金融治理和监管协调放在重中之重。

随着金融改革的深化和金融创新的发展,金融机构向综合化转型,金融结构更加复杂多元,各金融子业之间的联系更加紧密。金融创新打破了金融子行业之间的藩篱,跨行业和跨市场的金融活动日益频繁,这一方面使金融市场展现出蓬勃活力,另一方面也使得跨行业、跨市场业务蕴含了风险隐患。面对新的发展态势,中央多次强调加强监管协调。“十三五”规划提出,要加强统筹协调,改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架,实现金融风险监管全覆盖;2016年底召开的中央经济工作会议提出要把防控金融风险放到更加重要的位置,确保不发生系统性金融风险;2017年政府工作报告也指出要稳妥推进金融监管体制改革,有序化解处置突出风险点,整顿规范金融秩序,筑牢金融风险“防火墙”;在2017年4月中共中央政治局就金融安全进行的集体学习上,更是强调要加强金融监管,形成金融发展和监管的强大合力。

这次会议中强调监管协调并没有过多改变现有监管格局,而是在现有框架基础上,决定设立国家金融稳定发展委员会,同时强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。这一新的制度安排符合中国国情。在中国这样一个大国,超级金融监管体制未必适应当前经济金融发展的需要。我国金融行业发展尚不成熟,银行、证券、保险等金融子行业的发展仍不充分,分业监管有利于促进各金融子业深耕细作,发挥其应有的功能,实现更大程度、更大范围内的专业化发展。

加强监管协调也是一种新的格局,需要树立超越区域、超越行业、超越市场、超越惯性的理念。超越区域,即以全球化视野,根据全球经济金融格局变化和我国所处的位置,以开放性的思维协调监管,统筹境内外市场发展;超越行业即要避免行业监管各自为政,以功能监管的理念加强监管协调,实现穿透式监管;超越市场,就是既要合理划分市场边界,又要留有余地,使交叉业务能够合理充分

发展;超越惯性,就是要摆脱旧有监管思维惯性,以改革的心态来实施监管协调。只有在新的格局中,才能够寻求不同金融主体最大的利益交集。

监管协调的实质是形成一个有活力、有秩序的金融市场体系。这种良性互动不仅体现在金融子业之间的相互补充、相互促进,更重要的是回归本源,实现金融行业与实体经济之间的良性循环,防止资金在金融系统空转。对此不仅要有理念上的改变,还要通过制度建设形成硬约束。

第三个问题,关于监管姓监。

“一行三会一局”各司其职,推动了金融的市场化、专业化和国际化。但这种监管格局并非完美无缺,最近几年出现的金融市场异常波动、金融资产过度扩张以及各种庞氏融资骗局等,暴露了现行监管制度的薄弱环节。无论银行监管,还是证券监管、保险监管,不同程度存在着对过度融资、自我循环扩张等现象的监管不足。从市场配资融资、保险资金非理性运用,到银行理财和同业业务的扩张,都折射出监管的“短板”。强调监管姓监,显然有助于矫正监管偏差。

从“一行三会”披露的信息看,强调监管姓监,蕴含这样几层含义:一是重塑监管理念,更加注重风险监管、审慎监管和穿透监管,有效防范系统性风险;二是提升监管能力,对套利和博弈敢于监管、敢于担当、敢于亮剑;三是着力解决突出问题,围绕公司治理、金融产品和金融资金运用等领域,防范和处置潜在风险;四是坚持本源导向,一切改革、创新和开放,都要围绕回归本源、专注主业展开,服务和服从于实体经济和供给侧结构性改革。

事实上,管理部门探索有效监管的步伐从未停息。国际金融危机后,各监管部门普遍进行了审慎监管的探索,监管制度不断完善,监管手段更加丰富。但审慎监管特别是宏观审慎监管的理念还没有真正确立,“父爱或母爱式”监管思维导致部分金融子行业片面追求规模扩张,以致出现行业泡沫;片面追求金融创新,积聚行业风险;监管易受各方利益博弈的影响,导致约束软化。监管理念的错位也使得监管机构混淆监管重点,对于原本应负担的监管职能不够重视,在保护金融消费者合法权益等根本职能上反而乏力。

最近几年,金融管理部门逐渐认识到这一问题,人民银行升级了宏观审慎评估框架体系,银监会加强了银行理财业务和同业业务监管,证监会加强了资本市场治理和“野蛮人”监管,保监会加强了保险资金运用监管,多个部委联合对互



互联网金融活动进行专项整治，这些都促进了金融市场的规范有序运行，抑制了金融风险。

监管姓监要求更加突出审慎监管和穿透监管，这使得监管指向更为明确：坚持问题导向，针对不当创新、不当交易、不当激励进行治理，推动金融各业回归本业；坚持风险导向，特别是加强对监管套利、空转套利、关联套利的监管；坚持服务导向，坚决抑制资金“脱实向虚”现象，既要防止金融机构做通道、做过桥、加链条、放杠杆，防止资金在金融机构内部空转，提高资金成本；又要对未将资金投入生产经营，热衷于资本运作“赚快钱”等活动进行监管。

当然，把握监管平衡并不容易，即使在发达经济体也是难题。这也是国际上金融监管每隔几年就要调整和重塑的重要原因。对于像中国这样“新兴加转轨”的经济体而言，金融监管更需兼顾监管与发展的平衡。严格监管并非限制发展，而是要防止自我循环式的膨胀与扩张，防止金融结构的扭曲，防止金融各业的异化和迷失。强调有效监管，也不是恢复行政管制，而是要通过深化改革，不断增强监管的有效性，促进金融业发展的包容性和多样性，更好服务于社会经济发展。

第四个问题，关于监管要义。

第五次全国金融工作会议对金融监管提出了一系列新的理念和要求，更加强调统一监管、责任监管、功能监管和行为监管。

强调统一监管。面对更加复杂的金融生态，金融监管应集中统一，加强统筹协调，加强党对金融工作的统一领导。设立国务院金融稳定发展委员会，就是要在现有分业监管框架下加强金融监管协调的权威性和有效性，形成统一监管的有效机制。在人民银行内部设立监管协调机构，有助于更好实现货币政策和宏观审慎管理的职能，有助于统筹重要金融运行制度和监管规则，有助于强化系统重要性金融机构和金融控股公司的管理，从而从整体上促进金融稳定。统一监管，还要求各金融监管机构形成一致的监管目标、绩效考核和激励机制，整合现有监管资源，统一监管标准，增强金融监管的专业性、统一性、穿透性。同时，健全风险监测预警和早期干预机制，加强金融基础设施的统筹监管和互联互通，推进金融业综合统计和监管信息共享，实现监管全覆盖，填补监管漏洞与真空，防范监管套利。统一监管还体现在中央与地方的金融管理职能方面，金融管理主要是中

央事权，须按照中央统一规则进行。

强调责任监管。全国金融工作会议提出健全金融风险责任担当机制，落实监管职责，并强化监管问责。从制度上进一步明确了人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责，特别要求金融管理部门培育恪尽职守、敢于监管、精于监管、严格问责的监管精神，形成有风险没有及时发现就是失职、发现风险没有及时提示和处置就是渎职的严肃监管氛围。同时指出，金融机构承担防范风险主体责任，通过有效的激励约束机制避免短视化行为；地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，强化属地风险处置责任。会议强调各监管主体应注重责任落实，使责任追究成为监管的硬约束。

强调功能监管。随着金融业综合化经营探索不断扩大，银行、证券、保险机构之间的业务合作和业务交叉增多，金融机构的业务范围和风险暴露跨越了传统范围和领域。在这种情况下，按机构划分的监管可能使得相同性质的金融服务处于不同的监管环境下，监管套利的空间增大，监管目标的实现程度被削弱。单纯机构监管理念和架构与金融业发展状况已不适应。功能监管能够更好地适应金融体系变化，弥补监管真空，避免重复和交叉监管，减少监管套利机会，同时实现对不同金融主体同质金融业务的同质监管。

强调行为监管。全国金融工作会议更加重视行为监管。行为监管是监管机构为了保护消费者的合法权益而确定的规定或指引。行为监管也包括对诸如银行间同业拆借市场上各参与银行定价等行为的监管，从机构行为、投资行为、交易行为和监管行为等多个角度对市场行为进行全方位综合治理与监管。行为监管具有前瞻性、引导性的特点，强调金融合规行为是一种社会责任，关注金融机构的具体业务行为问题及其市场影响，通过实施提前干预进行主动监管，促进机构之间、市场之间、行业之间的有序竞争，提升金融消费者的信心，维护金融市场秩序。

强化统一监管、责任监管、功能监管和行为监管，是对现有分业机构监管理念的有效强化和补充。这些监管理念的强化和实施可以提升监管效能，使得金融业能够更好地回归本源，服务于实体经济和社会发展，更好地体现金融企业的企业价值和社会价值，同时有效发挥市场机制作用，为金融业深化改革奠定良好的制度基础。

第五个问题，关于监管态势。



所谓监管的态势，指在可能区间内监管所处的位置和状态。最典型的有三种形态：监管从严、监管宽松和监管中性。监管态势的确立需考虑效率和风险的平衡。监管过严可能会使金融创新供给不足，造成金融抑制，丧失金融效率；监管过宽则可能使市场风险积累，金融脆弱性加剧，酝酿金融危机的隐患。合宜的监管既要能够纠正市场失灵和外部性效应，又能保持合理的限度，不致制约市场的正常发展，同时也可以规避道德风险的产生。

应当说，对货币政策态势的研究和认知相对成熟，也有相应的分析框架，而对金融监管态势的研究则比较薄弱。部分原因也许是监管涉及行政、微观和创新等因素，问题的积累和发现可能需要更长的时滞和试错的过程。但在非常态情形下，关注和讨论监管的态势有特别的意义，有助于把握监管的平衡，长远看也有利于建立更加健全和成熟的监管制度。

监管的态势是一个理论问题。监管是通过一系列技术指标实现的，但监管并非单纯的技术问题。在严与宽之间存在无数种监管可能，决定监管定位的有经济周期、经济金融结构、监管理念和目的、决策的程序，当然也有业已存在的各种监管标准。所以，监管态势的确定是一个复杂的专业过程，是以风险判断为基础的优化决策过程。

监管的态势也是一个政策问题。监管总是与宏观政策和风险控制联系在一起的，每一次监管的调整都不是孤立的事件，都是对以往偏紧或偏松监管行为的校正。这常常引起对监管连续性的讨论。与风险的集聚和爆发过程相对应，监管态势也呈现一定的周期性特征。急转式监管或在原有监管框架下加大力度容易产生两方面的效应，化解风险的同时也会衍生或引发新的风险，制度惯性的存在及其形成的固有金融环境使得监管变化面临一定的成本。频繁的监管调整和监管失当还会对监管的公信力产生影响，这就需要监管政策的适时权衡和调整。

监管的态势还是一个现实问题。成熟的监管的形成是监管根据实践不断自我调整和自我完善的螺旋式上升过程。监管政策的实施很快会在市场上以各种形式体现出来，无论健康的还是亚健康的肌体都会对新的政策变化作出反应，这时监管也需要相应作出反应，要根据实践对监管效应进行客观的分析评估和合理调整。监管的发展很多时候是对金融创新和发展的回应。面对新的金融业态，要明确底

线，坚持公平、公正、公开原则，保持监管政策的一致性，堵塞监管空白和监管重叠形成的监管套利空间；同时也要体现监管的针对性和差异性，为行业发展预留充分的发展空间。

引入几种理念也许对保持合理的监管态势有益。一是监管中性的理念。金融是中性的，货币是中性的，尽管存在争议，中性理论还是有相当程度认知，从中也可以逻辑地推出监管中性的判断。认识到这一点，有助于保持监管政策的相对稳定和连续，避免过度监管和监管不足。二是监管姓监的理念。这一点已讨论很多，坚持以风险为核心的监管更接近监管的目的和本源。三是谨慎监管的理念。这是国际金融危机以来的广泛共识，在这方面我国已建立清晰的政策框架和评估体系。四是监管协调的理念。实际上是要更好地体现统筹的理念，加强监管协同，统筹各业监管、金融业综合统计、金融市场基础设施，当然更要统筹好金融监管与货币政策的关系。五是依法监管理念。

除非遭遇危机，从一种状态到另一种状态通常是连续的而不是跳跃的过程。监管应当善于从历史的、发展的、动态的视野观察问题，科学确定监管的态势。

第六个问题，关于监管改革。

近期金融管理当局相继推出一些监管改革措施，如互联网金融治理改革、金融机构资管业务新规、股票发行督查机制等，在社会上引起广泛关注。

这些新规都是基于金融运行中的问题和新的发展理念而作出的安排，普遍认为将对金融发展和金融生态产生长远影响。这些改革有这样几个特点：第一，坚持问题导向。这些年来，资管市场、互联网金融、资本市场在快速发展的同时也暴露出一系列问题和乱象，存在一些监管套利、制度套利和治理缺陷。这些监管改革有利于解决目前监管的短板和空白。第二，体现改革方向。新的办法或指导意见寓改革于监管之中，致力于推动金融业务及其监管的标准化、专业化、规范化、透明化，体现了统一监管、责任监管、功能监管和行为监管的要求。第三，突出金融稳定。无论互联网金融改革还是资管新规的推出，都强调监管与市场主体改善治理和自律的结合，把守住不发生系统性风险底线放在突出位置。第四，遵循法治思维。新的改革措施依照行政法、有关金融法律以及新政策要求，强调合规性，努力维护公共秩序和金融投资人利益，体现了法治思维和法治精神。

这些监管改革并不容易，每次改革都是市场格局和利益的调整，需要监管者



和被监管者同时作出改变。这就需要有关管理部门在新思想、新理念、新政策框架下，观照现实，权衡利弊，凝聚共识，协同监管；同时坚持开放包容思维，考虑不同方面对改革的承受力，兼顾市场参与主体的利益，最大限度地实现金融业市场价值与社会价值的统一。

金融监管总是因应市场和政策的变化而前行，我国监管体制正是在化解各种矛盾中不断完善的。当前监管的主要矛盾不是监管机构的分与合，而在于能否通过有效率的监管，促进金融业适应不断深化的市场，从而更好地服务于社会发展，更好地维护金融安全，更好地满足人们对美好金融生活的需求。

与发达经济体相比，我国面临转型期经济与金融之间结构性矛盾依然突出，金融市场发展还不充分、不平衡、不统一，金融制度和治理不完善的问题，不能指望某一项改革一次性解决所有问题，需要针对突出问题进行改革，辩证施策，通过一项项成功案例，厚植量变到质变的力量，促进系统性体制转变。

一段时期以来，各金融管理当局已经实施了一系列监管新规，金融去杠杆力度加大，缓释和化解了一些风险。应正确认识监管的强化。严格监管不是限制发展，而是为了更好地体现监管的本质，实现发展与秩序之间的平衡。监管作为公权力的运用，主要是为了维护存款人、保险人、投资人的利益，为市场参与者创造一个公平的竞争发展环境。严格监管，也不是恢复行政管制，而是在推进市场化、专业化、国际化基础上实施审慎管理，这其中凝结了改革开放几十年的监管经验和智慧。严格监管也不是排他性选择，开放包容始终是金融发展的重要战略，以更开放的格局谋划监管，实现有规制下的公平竞争和创新，也是从严监管的应有之义。

金融监管改革应具有可持续性，既要兼顾历史和存量，有效解决现存问题，又要敢于冲破各种阻力和藩篱，守正出新。因此，任何监管新规都应更加注重现代治理、政策连续、有效沟通、分工协作、开放包容，体现现代监管的发展哲学。

第七个问题，关于未来金融。

再过五年、十年，甚至更长的时间，我国金融业会有什么样的变化？

我国拥有复杂的经济体系和金融体系，准确预测未来的金融格局并不容易，需要从历史的、立体的、多维的角度综合分析。但可以预见的是，在消费端特别

是在支付领域的革命性变革，已经对传统金融和传统金融基础设施产生了一系列颠覆性影响，未来这些影响还将持续。人工智能对传统金融运作的替代也会逐步显现。金融改革的深化，包括利率、汇率市场化改革等的推进，将会继续改变传统的商业模式和金融布局。企业和居民财富的增长也会对金融提出更高的期望和更多的需求，未来金融市场将更加多元化和复杂化。

对金融更大的挑战来自生产端，或者供给侧改革，来自经济结构的重塑以及增长动力的转换。历史证明，重塑金融与企业的关系往往需要力度更大的改革，既包括金融自身的改革，也包括其他方面的配套改革。建设美好的未来金融，在很大程度上取决于我们能否通过综合性改革，改变企业脆弱的资本结构和债务结构，建立金融与经济良性互动的机制。

这是中国经济金融转型的历史性命题，也是第五次全国金融工作会议所确立的重要任务，无论服务实体经济，还是防范化解金融风险以及深化金融改革，莫不与之密切相关。

金融改革从来不是自娱自乐的游戏，总是为了解决经济发展障碍和破解经济金融困局而进行的。一路走来的中国金融业，历经不同时期的变革，正是在破解各种矛盾中不断传承和发展，并在改革开放中逐步形成了具有中国特色的金融服务体系、金融市场体系和金融调控监管制度。国有商业银行改革、人民币汇率形成机制改革、债券市场发展、金融基础设施建设，都是在化解一个个矛盾中化蛹为蝶。以市场为导向、以问题为导向的渐进式改革，是我国金融体系不断完善的基本逻辑。一次次重要金融工作会议传递的清晰政策导向，一个个鲜活而成功的金融改革案例，推动了我国金融体制不断实现新的突破和超越；通过不断矫正和弥补金融发展中的偏离、短板和缺陷，金融与经济的发展更加协调。这些经过历史检验的好理念、好方法和好经验，仍是未来金融发展的法宝。

金融与经济良性互动关系的建立，不是单边的，需要经济、金融改革同时发力，并找到突破点，从体制机制上实现突破。这需要面向未来的动态思维。

未来导向的改革比历史导向、问题导向的改革更为重要。它要求以战略性思维，把握未来经济结构变化、金融业态变化以及技术变化带来的颠覆性影响。党的十九大所明确的新时代、新思想、新目标，是谋划未来金融发展的重要思想、政策和战略基础。只有将金融的未来与未来经济社会和公众需求紧密联系在一起，



将金融发展置于“五位一体”的总体布局和“四个全面”的战略布局中，金融发展才能确立精准的定位和坐标，才能逐步解决历史性难题。当前金融业正在按照新的理念重塑金融业价值，重塑金融监管，重构金融与经济关系。这其中有一系列难题，既要解决金融在一些领域的过度发展问题，也要解决金融发展不平衡、不充分的问题。这对监管部门是一个新的重要课题。

（观点整理：中国人民大学国际货币研究所助理研究员蒋超）

“新矛盾”下防控金融风险的三大权衡

熊园¹

党的十九大明确指出，“中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。”基于这一新论断，反映到我国金融领域，表征的是我国金融服务实体经济的不平衡不充分和金融体制机制改革的不平衡不充分，主要体现为金融脱实向虚、金融杠杆率高、影子银行规模大、金融套利多、监管不到位甚至缺位等风险隐患。往后看，未来较长时期内我国都将坚持“防风险、去杠杆、抑泡沫”和金融服务实体经济的政策主基调，这一过程中，如何权衡好金融监管与金融创新、金融发展、金融稳定之间的关系，无疑将考验我国当局的智慧。

金融服务实体经济的不平衡不充分

第五次全国金融工作会议指出，“金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职”。然而，透过我国金融杠杆率、房地产价格和影子银行的变化可知，近几年我国金融并未成为实体经济的“血脉”，也没能尽到服务实体经济的“天职”。

一方面，2008年国际金融危机以来，我国无论是全社会杠杆率，还是分部门（居民、非金融企业、金融机构、政府部门）的杠杆率，都处于上升阶段。相比之下，美国、欧洲、日本等发达国家总体处于去杆杠进程。2016年末，我国宏观杠杆率为247%，其中企业部门杠杆率达到165%，高于国际警戒线；我国居民杠杆率为44.8%，是危机前一年（2007年）的2.4倍，较2015年大幅上升5.6个百分点。

居民快速加杠杆背后对应的是狂热的房地产市场，在削弱居民未来的风险承受能力的同时，也将制约我国城镇化进程。不断攀升的房价则加剧了房地产金融与实体经济的脱节，进一步扭曲了经济正常的运行轨迹。数据显示，过去12年

¹ 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员，安邦资产管理责任有限公司宏观策略研究部研究员



间，我国房地产市值增加了 6.3 倍，同期城镇居民可支配收入仅增加了 3.5 倍；以商品房销售额（累计值）与商品房销售面积（累计值）的比值作为房价表征来看，2016 年底为 7500 元/平方米，分别为 5 年前、10 年前和 15 年前的 1.4 倍、2.2 倍和 3.4 倍。

另一方面，从规模上看，过去七八年时间里，我国影子银行体系可谓从无到有，经历了爆炸式的增长。简单以银行理财资金余额来反映影子银行体系膨胀速度的话，2008 年规模尚不足 1 万亿，占 M2 比重不到 1%；到 2016 年年底，理财资金余额已接近 30 万亿，扩张了 30 倍，占 M2 比重达 20%，比同期贷款增速高约 20 个百分点。如果考虑到理财之外的其他创新性影子银行业务，我国影子银行体系真实的膨胀速度还会更快。美国金融危机表明，影子银行风险往往具有复杂性、隐蔽性、脆弱性、突发性和传染性，容易诱发系统性风险，因此影子银行一度被形象地比喻为“在刀尖上跳舞”。

金融体制改革的不平衡不充分

如果把 2015 年中以来我国股市的几轮异常波动、2016 年资本外流压力加大以及 2016 年四季度以来债市走熊等事件结合起来看，显而易见的结论就是：尽管金融体制改革是我国各个时期金融工作的重点，然而时至今日，我国金融体制仍有诸多亟待完善之处。

其一，2015 年 6 月 12 日至 7 月 8 日 17 个交易日，上证综指急速下跌超过 30%，一度出现了“千股跌停”“千股停牌”甚至“千股日内涨停变跌停”。这轮动荡充分显现了我国金融体系的脆弱性，也暴露了我国金融发展的“七寸”。例如，对于“罪魁祸首”的场外配资等加杠杆行为，如果事前监管到位，暴涨暴跌应该可以大概率避免的；再如，多个部委当时相继出台了一系列“救市”举措，最后总体上虽达到了“托底、维稳”的效果，但不少举措事后看来其实并非良策甚至不可取，也说明了监管协调机制的失灵。

其二，2016 年全年人民币贬值幅度高达 6.4% 并逼近“破七”，期间“人无贬基”（人民币不存在持续贬值的基础）成为了人们调侃的段子；同时，我国外汇储备余额由近 4 万亿美元的峰值缩水了 25%，并一度跌破 3 万亿美元关口。

显然，2016年这轮我国资本外流压力和人民币汇率走势的背后，反映的是我国汇率市场化程度还有很大提升空间，货币当局预期管理也有待加强，以及我国金融开放程度还不足以抵御主要经济体政策外溢效应和外部冲击。

其三，2016年四季度以来，我国债市事实上进入了熊市。债券收益率不断走高的主因是来自持续加码的金融监管，特别是今年“两会”后“一行三会”密集出台的一系列监管措施，比如银监会的“三套利”、“四不当”、“十风险”以及央行牵头制定的资产管理行业统一监管标准。反思这些监管政策所针对的金融乱象，包括理财业务多层嵌套、资产负债期限错配、刚性兑付、同业负债加杠杆、监管套利、部分金融机构公司治理不健全、部分互联网企业的庞氏骗局和非法集资等，很大程度上可说明此前监管并不到位甚至缺位。

“新矛盾”下防控金融风险的新思路

归结起来，上述我国金融领域的两大不平衡不充分问题，恰如周小川行长在《党的十九大报告辅导读本》刊文所指出的：由于“实体经济结构性失衡和逆周期调控能力、金融企业治理和金融业对外开放程度不足以及监管体制机制缺陷”，当前我国面临着“宏观层面的金融高杠杆率和流动性风险、微观层面的金融机构信用风险、跨市场跨业态跨区域的影子银行和违法犯罪风险”等金融风险。

“金融活，经济活，金融稳，经济稳。”今年7月召开的第五次全国金融工作会议强调“为实体经济服务是金融的天职，防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置”，党的十九大也要求“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”，并把“防范化解重大风险”列为攻坚战。不难预见，当前和未来较长时期内，“强监管、防风险、去杠杆、抑泡沫”和金融服务实体经济将是我国各项金融政策的主基调，我国在守住不发生系统性金融风险的底线的同时，需要着力权衡好以下三大关系：

其一，权衡好金融监管、监管协调与金融创新的关系。当前，我国形成了国务院金融稳定发展委员会和“一行三会”的监管体系，金稳会应充分发挥好“统筹金融改革发展与监管”和“统筹协调金融监管重大事项”等职责，理顺与“一



行三会”关系，应打破传统，加强跨部门、跨行业的监管合作与协调，形成金融发展和监管强大合力，补齐监管短板，避免监管空白，避免重复低效监管行为。

“可喜的是”，根据11月17日央行等五部位联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，“一委一行三会”分工已经明确，监管问责归金稳会，央行则强化统计、监测和评估职能。与此同时，金融监管固然可以管住金融风险，但同样会抑制金融创新，阻碍金融发展。应扩大政策空间、留有余量，增强监管的前瞻性；尽可能“对症下药”；应区别对待，避免“一刀切”现象，尽可能有保有压。

其二，权衡好金融改革与金融开放的关系。尽管在中美元首会晤上，我方已经承诺“按照自己扩大开放的时间表和路线图，将大幅度放宽金融业，包括银行业、证券基金业和保险业的市场准入”，但仍需考虑到，利率市场化、汇率市场化、资本项目开放是我国金融改革的核心问题，不能照搬成熟、发达经济体的经验一步到位，要结合我国国情逐步推进。当前和未来一段时期内都应谨慎对待资本项目开放，不应追求过快过全，“开倒车”固然不可取，但可适时“踩刹车”。人民币汇率改革也是如此，需要更加精准捕捉汇率改革与资本项目开放、金融稳定的平衡点，着力加强与市场沟通，有效引导预期。

其三，权衡好监管力度与监管效果的关系。应按照第五次全国金融工作会议“不忽视一个风险，不放过一个隐患”的要求，极力避免发生“黑天鹅”与“灰犀牛”时间，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。与此同时，针对排查出来的风险，也不能简单地“一棍子”打死。例如，当前去杠杆是金融监管的重心所在，但事实上杠杆率并非越低越好，适当的杠杆率其实有助于提升企业盈利能力和金融产品的收益率。去杠杆方面，应充分汲取2015年下半年股市的经验教训，避免造成极端情形。

资产新规下银行理财变局

王剑¹

（一）资管新规“划重点”

2017年11月17日一行三会一局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（下称《意见》），拉开了大资管统一监管的序幕。

目前资管行业（尤其是银行理财）存在资金池、多层嵌套、刚性兑付等问题，一方面影子银行使得风险停留在金融机构，影响微观审慎；另一方面金融机构通过表外业务多层嵌套规避监管，影响监管的宏观审慎。监管层出台新规的目的非常明确，就是规范资管行业，打破刚性兑付，降低期限错配，通过统一监管标准、综合统计，消除监管套利，促进资管行业健康发展。

我们在前篇报告《正本清源：大资管文件解读》（2017年11月19日）中，对比了新规与年初版本，强调的是变化之处，本篇报告将着重分析银行理财的实践在新规下将发生什么变化和对金融市场的影响。在仔细分析前，第一部分先带大家给资管新规“划重点”。

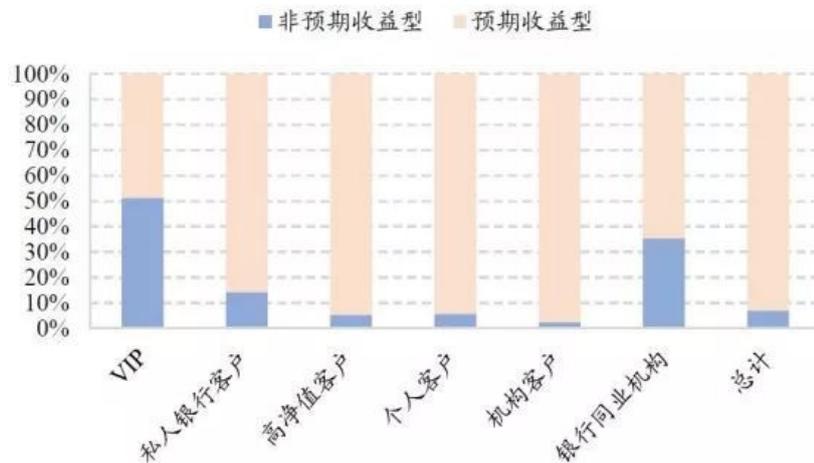
1.1. 打破刚兑

新规：《意见》首次确定了刚性兑付的认定标准、惩处措施和有奖举报制度，要求资管产品净值化。净值化要求符合公允价值原则，但具体规则仍需另行制定，这一原则的细化非常重要，不仅决定了刚性兑付的认定，还关乎未来银行理财的投资取向。

现存监管机制设计上允许刚性兑付。《商业银行个人理财业务管理暂行办法》（银监会令[2005]2号）允许理财产品自行约定收益分配，因此银行理财多采取“预期收益+超额留存”模式来实现刚性兑付，向投资者支付固定的“预期收益率”，剩余投资收益或亏损自负，即超额留存。

¹ 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员，国泰君安证券股份有限公司研究所银行业高级分析师

图 1 存续产品中预期收益型产品占绝大多数



数据来源：wind，国泰君安证券研究。注：各个分类存在交叉。或存数据缺失，仅供参考。数据截止2017年11月30日。

除了监管设计上允许以外，银行刚性兑付存在自我加强的动力。一方面，刚性兑付切中了广大客户对“低风险”的需求，可以有效招徕客户，增强粘性；另一方面，一旦发行预期收益型产品，银行担心不刚性兑付会对自身品牌和信誉造成打击。结合监管设计留下的空间，在过去的十年间，银行理财的刚性兑付局面成型，在居民和机构资产配置上，形成了独有的“低风险”特色。《理财市场报告》显示2016年终止到期的理财产品中仅有88只产品出现了亏损，占全部终止到期产品的0.05%，且主要是无刚兑文化的外资银行产品。

图 2 各年份到期的理财产品中有数据的绝大多数实际收益率等于预期



数据来源：wind，国泰君安证券研究。注：从可得数据看，绝大多数产品实际收益率等于预期收益率。由于数据缺失，仅供参考。

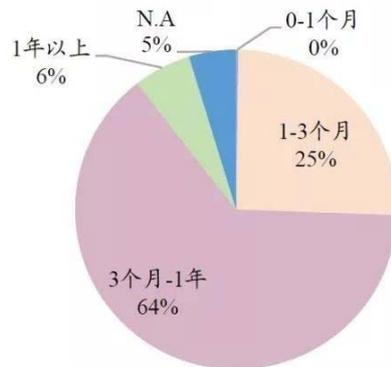
尽管商业银行仍然存在刚性兑付的动机，但是新规净值化的要求下，理财产品的收益全部体现为净值，原本的“预期收益+超额留存”难以实现，理财将回归到“代客”的本质。但问题是习惯刚性兑付的银行客户能否接受，打破刚兑或造成理财大幅缩水，这也是银行业内最为担心的一个问题。

1.2. 禁止错配

新规：要求加强久期管理，封闭式产品期限不得低于90天，费率应随期限拉长而降低。投资于非标债权类、未上市股权类及其收益权的，禁止期限错配。

监管出台以上政策的原因在于降低期限错配。目前，银行理财产品端短期化趋势明显，从产品条款上看，存续理财产品中89%以上为存续期一年以内产品；从募集资金与理财余额比率看，2017上半年银行理财募集金额83.44万亿元，余额仅28.38万亿元，资金平均期限也就2个月左右。

图 3 存续理财产品中 3 个月以内产品占 25%



数据来源：wind，国泰君安证券研究



图 4 募集资金滚动发行，平均期限短

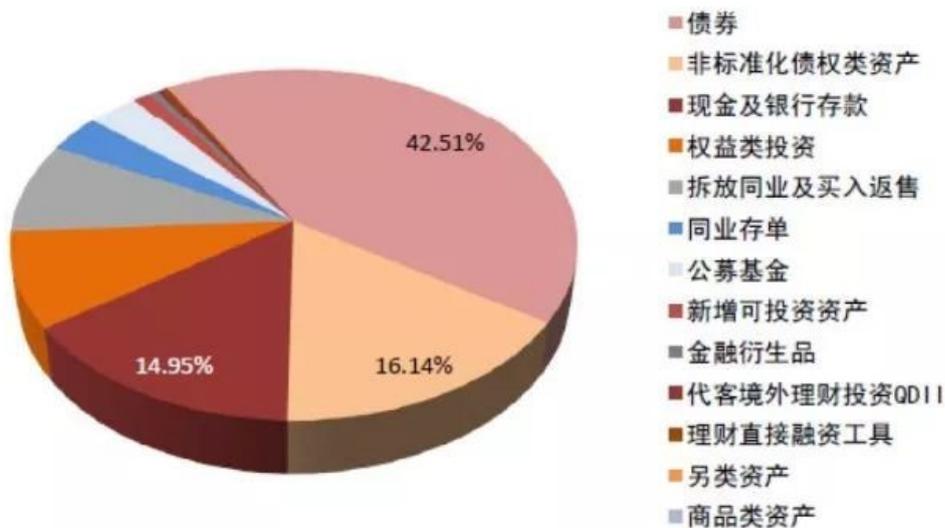


数据来源：wind，国泰君安证券研究



而资产端，银行理财产品的期限较长。根据《理财市场报告》，2017年中，银行理财16.14%投向非标债权类资产，这类资产的平均期限一般都长于1年，甚至5年以上，远长于资金端期限；此外还有部分股权类资产，形成较为严重的期限错配。

图 5 2017 年中理财 16.14%投向非标



数据来源：《中国银行业理财市场报告》，国泰君安证券研究。

在非标和未上市股权方面，期限错配被限死。新规要求资管产品直接或间接投资于非标债权的，非标债权的终止日不得晚于封闭式产品的到期日或开放式产品的最近一次开放日，这几乎堵死了开放式产品投资非标的渠道。同时，只允许封闭式产品投资未上市股权及其收益权，退出日不得晚于产品到期日，总体对理财产品端的期限要求变高。

1.3. 产品分类

新规：按照募集方式，将资管产品分为公募和私募产品，并据此设置不同的投资范围、杠杆约束和信息披露等要求。尤其是私募产品的合格投资者门槛与人数限制（200人以内），成为银行理财新的难点。

现行规定基本只按照投资者资质确定投资范围，但未限定投资者人数。银行理财将个人投资者分为普通个人投资者、高资产净值客户和私人银行客户，将理财产品按投资风险分为五级，一般个人投资者只能投资一级（低）和二级（中低）

产品，高资产净值客户可投资中等风险及以上产品。

新规下银行理财资金受限。一方面合格投资者的标准更为严苛，从对于家庭金融资产和收入要求上有小幅提升，投资单笔产品的金额要求变成强制性的，且与原先中等风险及以上的产品最低销售起点相比也有提高。另一方面，银行理财投资者人数从没有限制变成私募产品限制为200人，将对未来银行私募产品的资金规模造成很大限制。另一个角度讲，现存银行理财很多都会被归为公募产品，也会造成较大影响，比如投资于未上市股权的产品过渡期后无法续作。

值得注意的是，银行理财一级、二级产品的起售点也达到5万元，如果未来按照公募、私募区分，或许普通个人理财的起售点能够与公募基金统一。

表 1: 合格个人投资者要求对比

	私人银行客户 (现行)	高资产净值客户 (现行)	合格个人投资者 (征求意见稿)
家庭金融资产	≥600 万元	≥100 万元	家庭金融资产 ≥500 万元
3 年年均收入	N.A	(或) 个人 ≥20 万元 (或) 家庭 ≥30 万元	(或) ≥40 万元
投资经历	N.A	N.A	(且) 2 年以上
投资金额	N.A	(或) 单笔认购理财产品 不少于 100 万元人民币。 (且) 三级、四级产品销售 起点金额不得低于 10 万， 五级产品不得低于 20 万。	(且) 投资于单只产品的： · 固定收益类产品 ≥30 万元 · 混合类产品 ≥40 万元 · 权益类产品、商品及金融衍生品类产品 ≥100 万元 同时投资多只不同产品的，按照最高标准执行

数据来源：人民银行，银监会，国泰君安证券研究

1.4. 嵌套限制

新规规定嵌套方面仅允许一层嵌套（豁免FOF、MOM）。以前银行理财通过嵌套多层资管产品，绕开监管，将资金投向监管限制行业（比如给房地产企业贷款）、禁止或限制投资的资产（比如股票、证券投资基金、未上市公司股权、垃圾债等），在嵌套规则出来以后，叠加各方面监管标准统一和综合统计，银行理财难以再突破监管限制。

1.5. 分级杠杆

新规：最重要的一点是要求四类资管（公募产品、开放式私募产品、投资于单一投资标的超过50%的私募产品、投资债券、股票等标准化资产比例超过50%的私募产品）不得进行分级。

现行规章制度下，银行理财没有明文禁止分级，但监管窗口指导禁止，因此银行理财少有分级产品。但理财产品常作为其他资管产品的资金来源，通过认购优先级份额获取稳定收益，为劣后级份额持有人提供杠杆资金。资金最终投向包



括股票市场（直接二级市场投资或定增、员工持股等）、债券市场等。

新规限制银行理财成为加杠杆的资金来源。比如，券商结构化资管产品，银行理财认购优先级50%，其他投资者认购劣后级50%，资金投向股票市场，实际上银行理财成为这些资管产品加杠杆的资金来源。新规在分级杠杆上的限制，从其他资管角度限制了这种做法。以该券商资管为例，假设80%投入股市，则“符合投资标准化资产比例超过50%私募产品”的条件，不允许搞分级。

1.6. 独立托管

新规：规定过渡期内具有证券投资基金托管业务资质的商业银行可以托管本行理财；过渡期后，具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应当设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务，商业银行可托管子公司发行的资管产品。

以上要求不仅对第三方托管提出了解决路径，而且指出了商业银行开展资管业务的未来模式——通过子公司开展业务，侧面反映了监管层对于商业银行设立资产管理子公司持赞成态度。

目前依然不明的是，监管是想给银行公募牌照还是另设一个资管公司类型。如果是公募基金，则部分银行已经控股基金公司，可能存在同业竞争的问题，但投资门槛放开的可能性却大大提高，有利于银行理财覆盖长尾客群。

（二）投资销售如何变

2.1. 销售端：将打破刚性兑付

销售端，银行理财必然走向独立化、净值化、规范化的道路。

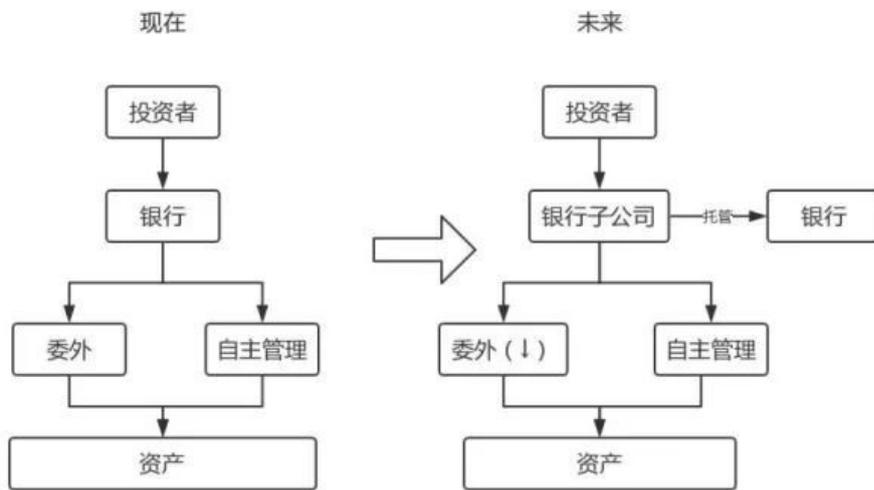
2.1.1. 运作独立化

理财运作独立化。在机构设置上，中大型银行将设置独立的子公司开展资管业务，有托管资质的为子公司资管产品托管；暂不具备条件的中小银行将通过专门的资产管理业务经营部门开展业务，没有托管资质的银行所发行的理财则必须在第三方机构独立托管，彻底分离自营和代客。

而在现行不完全独立的模式下，理财业务受到银行其他目的的干扰，比如将理财业务作为调节资产负债表、调节监管指标的工具，也造成理财业务偏离了资管本质。

真正实现独立后，整体资产管理行业的格局将改变。首先，从市场主体上，我国共有27家商业银行具备证券基金托管业务资质，按照监管要求将设立子公司开展资管业务。其次，在竞争格局上，银行系资管公司在人事和制度上比事业部将更具灵活性，有利于打造市场化竞争力。目前由于商业银行投资管理能力不足，银行理财除了自主投资以外，还有部分委外投资。长远来看，随着自身主动管理能力的提升，银行委外占比将有所下降。

图 6 银行理财运作独立化



数据来源：《中国银行业理财市场报告》，国泰君安证券研究。

2.1.2. 产品净值化

原先银行理财在资产配置中的定位是：大额、短期限、低风险乃至无风险的投资品，短期限不是最根本的特征，可以用开放式产品或可交易的封闭式产品替代，银行理财最核心的特征是低风险。与其最为接近的投资品有定期存款、结构性存款、货币基金等，储蓄型保险产品（如两全险、养老金等）也有一定替代作用。

刚兑打破后预计银行理财余额短期将下降。按照目前的情况来看，90%以上为预期收益型产品，转化为净值型产品最大的困难之处就在于投资者无法接受自负风险和产品收益波动性的上升，此时银行定期存款和结构性存款的优势将凸显出来，短期内可能出现理财下降、存款（货币基金）回升的局面，现金管理型银行理财则可能迎来增长，抵消部分理财下降。



长期看，理财将逐渐回升。首先，居民资产配置需求是在持续增长的，不会突然消失；其次，随着刚性兑付被打破，居民逐渐能够接受风险自担的投资理念，风险偏好将回升；最后，刚性兑付打破，是整个资管行业都被打破，那么最后金融机构竞争的就是主动管理能力和销售能力，商业银行的固定收益类资产投资能力较强，同时在渠道上相较基金公司、证券公司等具有绝对优势，随着银行在其他领域的投资管理能力加强，未来在资管行业中仍然具有较强竞争力。

2.1.3. 销售规范化

销售规范化要求愈发严格。新规在投资者适当性管理、金融机构及资管从业人员资质要求、金融机构受托管理职责和投资者保护、产品代销方面提出了一系列要求，尤其是要求加强投资者教育，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。

同时，销售流程上，2017年10月20日开始施行的《银行业金融机构销售专区录音录像管理暂行规定》，要求银行业金融机构营业场所销售自有理财产品和代销产品，应实施专区“双录”管理，即设立销售专区，并在销售专区内装配电子系统，对每笔产品销售过程同步录音录像。

2.2. 投资端：多配标准化资产

2.2.1. 非标受限制

现有监管下，银行理财对非标投资任何时点不得超过理财产品余额的35%或商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%。新规下，非标投资禁止期限错配（投资限制仍然有待制定），导致开放式产品几乎不能投资非标。而非标资产期限较长，封闭式产品很难找到期限如此长的资金来匹配，过渡期后还有部分没有到期，如何处理存量、怎么发展增量成为银行关心的重点。无非五条路：

- 非标资产转标：一旦转标，就不受禁止期限错配的限制，投资上将更方便。同时，转标后的资产流动性通常也较弱，如果使用摊余成本法估值，还能有效避免净值的大幅波动，避免大规模赎回。目前非标转标有几种模式，包括信贷资产证券化、银登中心信贷资产收益权转让、交易所份额挂牌转让等。

- 表外转到表内：过渡期后仍然不能到期的非标资产，银行必然会考虑有计划的安排部分资产回表，以减轻非标禁止错配上的压力。当然，这受制于银行自身的资本充足率及其他监管指标。

- 寻求长期资金：类似于寿险、养老金等资金期限较长，追求稳定的回报，非标准化资产的收益性也较好，因此银行在资金端也会寻求长期化的机构和个人投资者。

- 建立交易平台：投资者不愿意投入长期资金的一大原因就是流动性不好，如果能够建立统一的理财交易平台，将能够缓解流动性不足的问题，拉长资金和资产期限。目前商业银行已经在尝试推出银行内的理财转让功能，如浦发、兴业、浙商、中信等。各个银行的理财产品在风险分级、产品设计上差异较大，短时间内难以建立标准统一的行业交易平台。

- 缩短非标期限：新增非标融资，可以通过一定安排，将期限缩短，譬如将5年期的资产拆成1年期的，以此来满足非标融资需求。但这对非标借款企业的流动性管理提出更高要求。

总体看，寻求长期资金、建立交易平台非一日之功，银行为稳妥起见，预计将主要采取前两个措施，非标转标，表外回表。总体而言，非标投资占比将逐步缩减，标准化资产占比将提升。

2.2.2. 股票被放开

新规规定公募产品投资范围为风险低、流动性强的债权类资产和上市交易的股票。银行一般个人理财投资者人数众多，且一般未达到合格投资者标准，将被划分至公募产品。以前普通个人理财不允许投资上市交易的股票，未来将放开这一限制。

银行理财将为股市直接提供低风险偏好特征的资金。一方面非标受限，对标准化资产的替代性需求将增加；另一方面，普通个人理财放开股市限制，理财必然会通过股票投资满足这部分投资者的需求，总体理财资产配置股票比例将上升。同时，由于增量资金来自于普通个人银行理财，风险等级较低，低风险偏好特征资金，大概率将多配业绩稳定、分红较高的蓝筹股。

2.2.3. 债券待调整

市价法和摊余成本法各有利弊。债券作为标准化资产的主要品种，受公允价



值确定规则影响很大。现在净值型银行理财一般是用摊余成本给债券估值，少数是市价法。目前公允价值原则没确定，监管仍在考量。

- 市价法：缩短久期，少配信用债。如果按照公募基金的规定采取市价法，能够真正实现收益透明、买者自负，符合监管的取向，但净值波动性会显著提高。为减小波动性，预计理财将采取两大措施：一是缩短久期，增加对短期债券的配置；二是逐步减少对信用债的配置。

理财主力配置的信用债流动性较差，存在一定风险。即打破刚性兑付和净值化将导致理财规模收缩，从而抛售标准化资产，主要是信用债，而信用债的流动性较差，可能引发净值的迅速下跌，开放式产品面临更大赎回压力，恶性循环。因此，为避免过渡期后集中面临压力，预计银行理财将逐步减持信用债。

- 摊余成本法：净值较为稳定，这种情况下对债券市场的冲击将大幅减弱，理财甚至可能多配债券。

按照统一监管的原则，公募理财应该向公募基金趋近，市价法更有可能。

（三）金融市场面面观

3.1. 无风险利率下降，银行负债受益

无风险利率下降，银行负债成本下降。刚性兑付打破后，银行理财不再是无风险的，无风险收益率将下降；同时考虑银行理财投资者的风险偏好短期内不会发生明显变化，因此低风险银行理财的替代性产品，即银行定存、结构性存款、现金管理类银行理财或货币基金的“性价比”就凸显出来。预计银行存款短期内将部分回流，现金管理类产品将受益，银行总体负债成本将下降。

3.2. 非标资产将受限，股债影响分化

除了对无风险利率的影响以外，新规的方方面面将影响主要的几类资产，主要体现在非标、股权、股票和债券市场。延续前文的思路，以下进行详细分析。

表 2: 新规对金融资产影响

资产	新规	预计影响
非标债权	禁止期限错配	非标大幅收缩，过渡期内逐步转标、回表 实体融资成本上升
股票市场	分级杠杆限制 允许公募理财入市	部分作为杠杆资金入市的理财受影响 公募理财资金入市有利于业绩稳定、分红较高的蓝筹股
债券市场	净值化（公允价值细则未出）	如采取市价法，利率曲线陡峭化，信用债承压

数据来源：人民银行，银监会，国泰君安证券研究

3.2.1. 非标与股权投资受限

由于新规禁止非标和未上市股权类资产期限错配，非标资产面临较大清退压力，预计将通过回表、转标来逐步解决。以往银行理财将短期资金配套给长期融资需求，通过承担流动性风险增加了对实体经济的资金供给；但禁止期限错配后，实体经济通过非标融资难度将上升，如果直接融资市场不能得到有效发展壮大，那么实体经济融资成本将进一步上升。

股权投资除了禁止期限错配以外，分级杠杆限制也加大了操作难度。禁止错配限制了资金可得性（必须是封闭式私募），同时四类产品禁止分级的规定也使得明股实债（理财资金作为杠杆资金）的做法难以延续，预计这部分投资将减少。

3.2.2. 股票市场获长期利好

分级新规的影响较为有限。股票市场受到四类资管禁止分级的影响，部分杠杆资金需要退出，但预计影响较为温和，主要考虑两个原因：（1）过渡期的设置给予充分调整时间，不是要求一刀，持仓没有必要“大甩卖”；（2）为减少冲击成本、稳定收益，分级产品会尽量平滑交易。

理财资金入市利好蓝筹股。新规允许普通理财入市（经批准），银行理财资金低风险偏好的特征决定了其将选择业绩稳健、分红较高的蓝筹股。此外，无风险利率的下降也有利于股票估值。

3.2.3. 债市市场利空信用债

债市的问题比较复杂，多空因素交织。一方面刚兑打破和净值化对理财规模有负面影响，另一方面非标挤出的部分会有部分流入债券和现金管理类银行理财。总体来说，政策细则还没下来，规模效应和替代效应的强弱比较难判断孰强孰弱。

市价法或利空信用债，导致利率曲线陡峭化。正如前文所述，信用债是银行理财配置的大头，2017年中理财余额月34.8%配置信用债，金额约9.88万亿元，占市场存量40%左右。为防止净值化对流动性较差的信用债市场造成巨大冲击，



预计银行理财将相对少配信用债，对信用债形成利空。此外，短期债券波动性较小，加上现金管理需求增强，银行理财将缩短久期，导致利率曲线陡峭化。

3.3. 新老划断安排，降低冲击成本

新规设置了“新老划断”的过渡期，降低市场冲击。新规约定到2019年6月30日为界限，“过渡期内，金融机构不得新增不符合本意见规定的资产管理产品的净认购规模”。我们认为监管的态度允许过渡期内新发“不合规”产品，只是所有“不合格”产品余额不能增加，很大程度给市场留有调整的时间，降低了对市场的冲击。

监管细则仍未出台，市场仍在观望。新规中，关于标准化资产、公允价值原则等都有待相关细则出台，监管与业界也正在讨论；新规本身还未实质性落地，后续有变更也未可知。对于有争议的部分，尤其是对于债券市场，市场主要持观望态度，有待后续细则出台。

银行中收短期承压。新规冲击下，银行理财可能缩水，从而短期内对银行的中收产生压力，但：（1）新老划断，预计影响是逐步落地，而非剧烈冲击；（2）理财收入占银行收入比重较低，影响不大；（3）打破刚兑后，银行理财在固定收益类投资和销售能力上仍有优势，随着投资者逐渐习惯“买者自负”，预计中收将回升，利好主动管理能力和销售能力较强的大型银行。

国际贸易遇到的真正危险 亚太地区需要更多的前进动力¹

David Skillin²,

30 年来，美国总统唐纳德特朗普在国际贸易问题上一直持有引人注目的观点。1987 年，他在《纽约时报》上刊登了一篇整页的广告，声称“几十年来，日本和其他国家一直在利用美国的优势，推行疲软的日元政策，导致‘巨额赤字’”。

在特朗普的领导下，美国退出了跨太平洋伙伴关系，并正在重新谈判北美自由贸易协定（一些人认为这在一定程度上表明他对达成协议并不认真）。他威胁要重新谈判美韩自由贸易协定（Korus），并对贸易伙伴声称美国采取不公平待遇的说法表示强烈不满。

然而，尽管人们早就有所担忧，但特朗普的言辞尚未引发贸易和汇率战争。自 2016 年第四季度以来，随着全球经济协调复苏，世界贸易增长有所加强。但特朗普 11 月 5 日至 14 日的亚洲之行（这是美国总统 25 年来最长的一次亚洲之行）引发了人们对这种情况能否继续下去的怀疑。

这次访问包括在日本、韩国和中国举行的双边会议，以及在越南举行的亚太经合组织会议。在贸易政策方面，访问没有任何成果。在日本精心策划下的访日活动中，安倍晋三首相得以回避美国提出的双边贸易谈判请求。在韩国，Korus 的重新谈判没有公开提及。

特朗普政府首选的双边交易方式没有取得进展。新加坡总理李显龙在 10 月访问华盛顿期间，指出美国的做法存在缺陷。谈及美国相信可以利用谈判力量达成更好的协议，他说：“我认为没有多少合作伙伴愿意与你进行双边谈判。”去年 11 月早些时候，美国商务部长威尔伯罗斯（Wilbur Ross）曾提醒英国的合作伙伴，英国需要将其贸易和监管方法与美国保持一致。

¹ 翻译：李响；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2017 年 11 月 17 日）

² David Skillin，新加坡经济咨询公司 Landfall Strategy Group 董事



北京为特朗普的“国事访问”铺平了红地毯，并成功地推迟了有关双边贸易任何有意义的讨论。二者公布了一笔据称价值 2500 亿美元的商业交易，但鲜有涉及政策的讨论。特朗普承诺采取“切实可行的步骤”来减少贸易赤字，但提上议程的却寥寥无几。只要朝鲜问题需要合作，这一切就可持续，但持续时间可能不会太久。

尽管特朗普总统对中国的评价总体乐观，但两国间的战略竞争可能会加剧。中国的重商主义“中国制造 2025”计划与西方利益之间存在根本的紧张关系。中美两国似乎越来越不愿受到世界贸易组织的制约。这种关系将变得更加难以管理。

至少目前，随后的亚太地区贸易政策讨论是在没有美国参与的情况下进行的。关键的平台是在越南举行的亚太经合组织峰会上的 TPP 部长级会议。参与的 11 个国家商定了新一轮 TPP 的核心内容，这将被称为《跨太平洋伙伴关系全面进步协定》。

因此，人们应当有信心。但也有真正的危险。中美关系的恶化可能很快给贸易和全球经济带来问题。朝鲜和中东愈演愈烈的军事冲突是另一个风险。

迄今为止，全球贸易体系在美国的退位中幸存下来。但我们需要更大的前进动力。

Real dangers for international trade

More forward momentum required in Asia Pacific

David Skilling¹

For 30 years, US President Donald Trump has held conspicuous views on international trade. In 1987 he took out a full-page ad in The New York Times arguing that 'for decades, Japan and other nations have been taking advantage of the US' by running a weak yen policy that caused 'vast deficits'.

Under Trump's leadership, the US has withdrawn from the Trans-Pacific Partnership and is renegotiating the North American Free Trade Agreement (in a way that some believe suggests he isn't serious about reaching a deal). He has threatened to renegotiate the US-Korea Free Trade Agreement (Korus), and complained bitterly about trade partners' allegedly unfair treatment of the US.

However, despite early fears, Trump's rhetoric is yet to lead to trade and currency wars. Since the fourth quarter of 2016, world trade growth has strengthened in line with the coordinated global economic recovery. But Trump's tour of Asia, between 5-14 November, the longest such trip by a US president in more than 25 years, raised questions about whether this can be expected to continue.

The tour included bilateral meetings in Japan, South Korea and China, and then the Asia-Pacific Economic Co-operation meetings in Vietnam. On trade policy, nothing consequential occurred. In a visit which was well-choreographed by Japan, Prime Minister Shinzo Abe was able to sidestep US requests for bilateral trade talks. In South Korea, the Korus renegotiation was not mentioned publicly.

The Trump administration's preferred approach of bilateral deal-making is not making progress. Lee Hsien Loong, prime minister of Singapore, noted the flaw in the US approach during his visit to Washington in October. Speaking on the US belief

¹ David Skilling is Director of the Landfall Strategy Group, a Singapore-based economic advisory firm

that it can use its negotiating power to extract a better deal, he said, 'I think not that many partners will be keen to deal with you bilaterally.' US Commerce Secretary Wilbur Ross reminded partners in the UK of this earlier in November when he spoke of the need for Britain to align its trade and regulatory approaches with the US.

Beijing rolled out the red carpet for Trump's 'state visit-plus', and succeeded in postponing any meaningful discussion about bilateral trade. A purported \$250bn of commercial deals were announced, but there was less on policy. Trump promised 'practical steps' to reduce the trade deficit, but there is little on the agenda. This may be sustainable as long as the North Korean issue requires co-operation, but probably not for much longer.

In spite of the president's generally positive remarks about China, strategic competition between the two countries is likely to increase. There are fundamental tensions between Beijing's deeply mercantilist 'Made in China 2025' plan and Western interests. Both China and the US seem increasingly unwilling to be constrained by the World Trade Organisation. This relationship will become much more difficult to manage.

At least for the moment, the consequential trade policy discussions in the Asia Pacific are happening without the US. The key platform was the meeting of TPP ministers at the Apec summit in Vietnam. The 11 countries involved agreed the central elements of a new iteration of the TPP, which will be called the Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership.

There is room, therefore, for some confidence. But there are real dangers. A worsening in the relationship between China and the US could quickly lead to problems for trade and the global economy. The spectre of military conflict – in North Korea and, increasingly, the Middle East – is another risk.

To date the global trading system has survived the abdication of the US. But more forward momentum is required.

被削弱的特朗普减税方案

市场走势证实 OMFIF 预测¹

本·罗宾逊²

国际货币基金机构官方论坛（OMFIF）今年 1 月份的报告“特朗普：寻求不可能的平衡”，探讨了特朗普执政下的美国经济。我们关注了总统的税收提案可能产生的影响。该报告强调，由于税收漏洞、税收减免和将利润记在海外公司账上，许多大公司，尤其是大型科技公司缴纳税负已经低于法律规定的企业税率 35% 的一半。

我们预测，特朗普的税收提案会导致“国内公司和跨国公司之间产生差距，国内公司无法将利润记在海外，缴纳和规定接近的税率；而跨国公司却可以利用低税率……企业税减将对国内公司，而非跨国公司产生极大影响，这就解释了为何特朗普财政政策消息被放出后，美国股市指数比标准普尔 500 指数更强劲。美国股市更关注国内市场，标普更关注国际市场。

我们也预测，“减少企业税率对已经低于法定税率水准的大公司可能不会产生刺激效应，反而会导致来自国内公司的税收损失、削弱企业税对联邦收入本就微弱的贡献。”事实上，企业税收由 1952 年的 5.8% 下降到 2016 年的 1.6%，仅占去年政府收入的 9%。因而，减税很有可能影响美国债务，同时也会极大地影响美联储未来主席杰罗姆·鲍威尔将采取的货币政策。

在 12 月 2 日在参议院通过特朗普税改计划后的次日，标普 500 指数在首个交易日就下跌了将近 0.1%，这证实了这些预测。其中主要原因在于包括谷歌、亚马逊和微软在内的大型科技公司股价走低。这些市场走势反映了国际货币基金机构官方论坛报告中所强调的压力。

由于特朗普财政刺激计划（包括大型基础设施支出计划）尚未实现，经济增长的实际情况可能比 2017 年初的预测要更加糟糕。尽管在特朗普当选美国总统

¹ 翻译：周护杏；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2017 年 12 月 6 日）

² 本·罗宾逊，货币金融机构官方论坛高级经济学家



后，罗素 2000 指数和其它国内指数实现了上涨，但预期国内公司情况得以好转的希望却在慢慢变少。税改投票通过后的首个交易日，罗素 2000 指数下跌 0.3% 左右。

愈加清晰的是，特朗普的计划不会像其支持者所说的那样有效果。美国债务和赤字压力加大，将进一步使决策者已经面临的难题更加复杂。随着货币政策收紧、劳动力市场接近饱和以及危机后复苏进入商业周期的后期，特朗普的减税政策效应将会减弱。

Trump's muted tax cut

Market movements vindicate OMFIF prediction

Ben Robinson¹

In OMFIF's January 2017 report, 'Trump – The search for an improbable balance', on the US economy under Donald Trump, we focused on the possible impact of the president's tax proposals. The report highlighted that many companies, particularly large tech firms, already pay less than half the statutory corporate tax rate of 35% as a result of loopholes, deductions, and profits being booked offshore.

We predicted that Trump's tax proposals would 'create a divergence between domestically operating firms which lack the option of booking profits offshore and pay close to the statutory rate, and multinationals which take advantage of lower rates... The outsized impact of a corporate tax cut on domestic companies rather than multinationals helps to explain why domestically-focused US stock indices have strengthened more than the internationally-focused S&P 500 on news of Trump's fiscal plan.'

We anticipated that 'cutting the corporate tax rate is unlikely to have a stimulatory effect for those large companies already paying below the statutory rate, and may instead lead to loss of revenue from domestic firms, lowering the already weak contribution of corporate taxes to federal income.' Indeed, corporate tax revenue fell to 1.6% of GDP in 2016 from 5.9% in 1952, contributing just 9% of government revenue last year. The effect on US debt could therefore be substantial, with extensive implications for monetary policy under Jerome Powell, the incoming chair of the Federal Reserve.

¹ Sir Paul Tucker is chair of the Systemic Risk Council, a non-partisan body of former government officials and experts which exists to promote measures to preserve financial stability. This article appeared in OMFIF Commentary. The Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) is a global financial think-tank, headquartered in London.

In vindication of these forecasts, the S&P 500 fell on the first trading day after Trump's tax plan passed a key vote in the Senate on 2 December, closing 0.1% down. Falling share prices for the largest technology companies, including Google, Amazon and Microsoft, contributed to the drop. These movements reflect the pressures highlighted in OMFIF's report.

The reality for growth might be worse than was anticipated at the start of 2017, as other elements of Trump's proposed fiscal boost, including a large infrastructure spending programme, have not materialised. While the Russell 2000 and other domestic indices were bolstered by Trump's election, in anticipation of the improved growth prospects for domestic companies, those hopes have receded. The Russell 2000 fell around 0.3% on the first trading day after the vote.

It is becoming increasingly clear that Trump's plan will not be as stimulatory as his supporters claim. Added strain on US debt and the deficit will further complicate policy-makers' already difficult task. With monetary policy tightening, labour markets near full capacity and the post-crisis recovery entering the later stages of the business cycle, the effect of Trump's tax cuts will be muted.

系列二十：直接投资夯实人民币国际化的经济基础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，为扫清制度和技術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》第四章。

1. 人民币国际化必须具备的条件

一国货币能否成为国际货币，关键在于该国是否具备足够重要的国际经济、贸易地位，以及该国政府是否具备良好的宏观管理能力，能够保证币值的相对稳定。

历史上，英镑、美元、德国马克、日元乃至欧元等能够成为主要国际货币，在其背后都有整体经济实力的强大支撑。这一特征在美元国际化进程中表现得最为突出。伴随着美国经济的持续强劲，美元成为全球市场上最重要的贸易计价货币、投资交易货币，同时也是世界各国官方储备资产的主要构成币种。次贷危机后，美国经济实力有所削弱，但在全球所占比重至今仍然遥遥领先于其他国家和地区（见表 1）。根据 IMF 官方统计，2016 年第三季度全球储备资产中，美元所占比重达 44.82%，欧元占比为 14.37%，英镑和日元占比分别为 3.18% 和

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



3.17%。由此可见，尽管一国货币在国际范围内的实际使用程度总要受到各种各样因素的影响，但都离不开强大的经济实力这样一个根本性的前提。

尽管人民币在国际金融市场交易中份额很小，在国际贸易结算和官方储备中作为国际货币使用的程度也比较低，但是 2015 年中国实际 GDP 在全球经济中所占比重已经达到 14.84%（见表 1），与欧元区大体相当，位列世界第二大经济体，强大的经济实力构成人民币国际化坚实的基础。

表 1 中国与美国、欧元区、日本和英国的实际 GDP 占世界份额比较 (%)

国家	1990	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015
中国	.64	.75	.94	.27	0.35	1.46	2.51	3.33	4.84
美国	6.39	0.51	7.36	3.6	1.21	1.63	1.74	2.12	4.32
欧元区 (16 国)	6.07	9.52	2.4	1.3	8.52	6.83	7.09	7	5.55
英国	.57	.53	.97	.64	.57	.54	.54	.81	.85
日本	3.84	4.58	0.06	.7	.41	.31	.72	.17	.91

数据来源：世界银行世界发展指数数据库

在全球化的世界经济格局下，贸易规模是衡量一个经济体对外开放程度的指标，同时也反映出该国在国际经济贸易体系中的地位。对外贸易规模越大，说明一国参与国际经济活动的程度越高，用该国货币进行结算，则能更大程度地节约交易成本，繁荣国际贸易。本质上，货币国际化其实就是本国货币的对外供给，是与国际贸易相对应的货币转移过程。从这个角度看，对外贸易不断发展必然会提出本国货币国际化的要求。

值得注意的是，国际贸易对于一国货币国际化的意义甚至远远超过经济实力的影响。由图 1 不难看出，自从加入 WTO 以来，我国对外贸易规模表现出持续快速增长的势头。2009 年，中国取代德国，成为仅次于美国的世界第二大贸易国。2013 年，中国货物进出口总额为 4.16 万亿美元，在全球贸易份额中占比 11.03%，其中出口额 2.21 万亿美元，进口额 1.95 万亿美元。2013 年中国首次超越美国，成为世界第一货物贸易大国。从贸易规模看，人民币国际化已经具备了比较充分的客观条件。

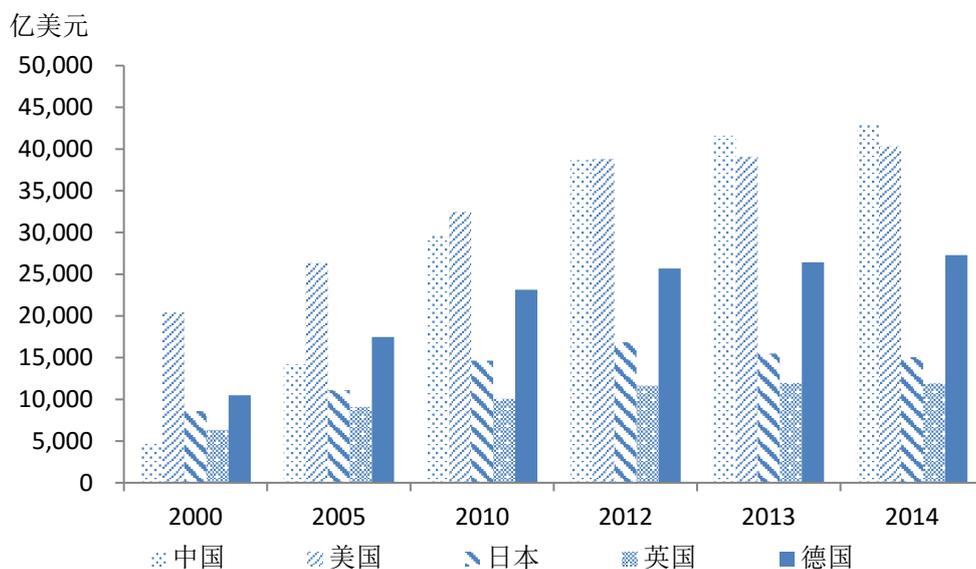


图 1 主要国家贸易规模比较

数据来源：《国际统计年鉴》（2015）

实现人民币国际化，不仅依赖于雄厚的经济基础和主要的国际贸易地位，还离不开制度完善和高效的宏观管理，更离不开国内外市场上广大金融机构和企业的积极参与。我国经济发展进入新常态后，针对复杂的国际国内形势变化，政府提出了统筹协调发展的观念，推动供给侧结构性改革，在上海、重庆等中心城市进行自贸区试点，提高对外开放水平，同时还完善了人民币汇率形成机制，继续推动资本账户有序开放，将守住不发生系统性金融风险作为政府工作的重点，确保我国经济实现了中高速增长，金融风险处于可控状态，实践证明，我国充分满足了人民币国际化所需要的条件，只要我们坚持贸易结算和金融交易双轮驱动，水到渠成，人民币国际化就会朝着我们预期的目标发展。

2. 直接投资是经济可持续发展的重要保障



外商直接投资对东道国经济增长的影响主要通过资本积累效应、技术溢出效应、贸易效应等渠道实现。积极利用外资，引进先进的技术、设备和管理，有利于缩短我国与发达国家的技术进步差距，推动经济快速发展。根据联合国贸发委数据，从 1978 年到 2015 年我国利用外资年均增长率达 20.13%，与外商直接投资迅速增长相伴的是我国经济持续高速增长，从 1978 年到 2015 年我国国内生产总值年均增长率达 11.27%。毫无疑问，外商直接投资的迅猛发展对我国经济持续高速增长做出了重大贡献。

资本积累效应是指 FDI 可以通过增加东道国的资本，刺激东道国国内投资，拉动东道国国内总需求，从而促进东道国经济增长。根据统计局统计，我国实际利用外商直接投资金额从 2006 年的 670.76 亿美元增长至 2015 年的 1262.67 亿美元，占全社会固定资产投资的比例从 2006 年的 4.56% 降至 2015 年的 1.39%。由此可知，尽管外商直接投资为我国固定资产投资提供了一定的补充，但是资本积累效应呈下降趋势。

技术溢出效应是指 FDI 给东道国带来了新设备、新产品、销售战略以及经营经验等技术。国内企业通过“干中学”，提高自身的技术水平、生产力和市场竞争力。此外，由于外资企业往往拥有更高的技术和管理经验，随着外资的引入，还会产生“鲶鱼效应”，加剧竞争和优胜劣汰，国内企业为了维持市场份额，不得不加大研发投入，或从国外进口技术，填补与外资企业技术的差距。例如，开放国内市场后，跨国公司的大举进入迫使我国的国有企业加快了经营体制改革和技术进步的速度，夯实了我国经济增长的微观基础。此外，信息、计算机、移动通信等行业也获得了外资的技术溢出效应，华为、中兴、阿里巴巴等本土企业已经走向国际中心舞台，从一个跟随者蜕变成为领跑者。随着经济结构转型升级和供给侧改革的深化，我国利用外资出现了一些新的特点。一是绿色投资比例提高。与以前主要投资于制造业、房地产业相比，金融、软件、医疗、保健、健康养老设施的外商投资明显增加。二是高技术含量和高附加值投资比例增加。中国大力普及信息技术的运用，降低网络费用，倡导“互联网+”技术改造传统行业，而且鼓励大众创业、万众创新，各级政府都采取措施鼓励研发投资，着力提高技术水平和技术吸收能力，实际上提高了外资进入中国市场的技术门槛。外商投资结构的改善将带来更大的技术溢出效应，有利于增强我国经济的创新驱动能力。

贸易效应是指外资企业通过进口原材料或对外出口产品拉动东道国对外贸易增长，根据国家统计局数据，外商投资企业进出口总额从 2006 年的 10363 亿美元增长至 2015 年的 18335 亿美元，年均增速达 5.87%（图 2）。外商投资企业的贸易一直保持顺差，带来了相当规模的国外转移收入，为我国居民的收入增长做出了贡献。

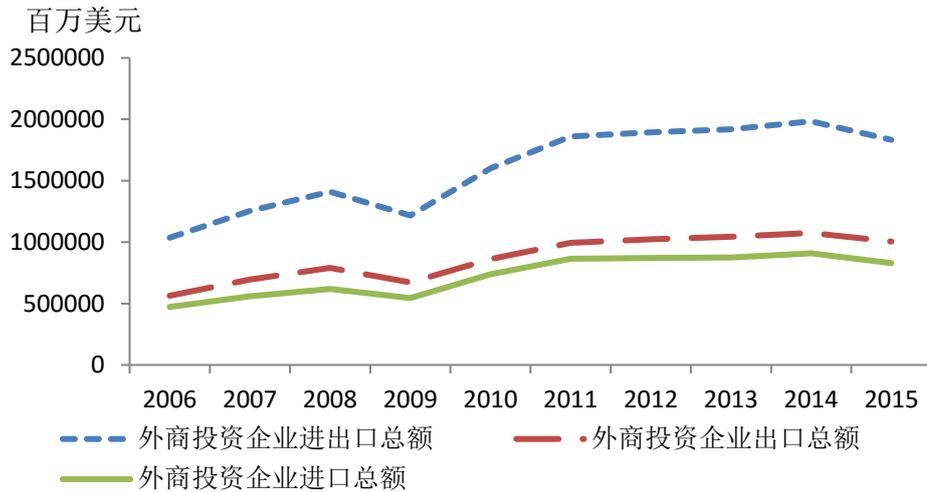


图 2 2006-2015 年外商投资企业进出口情况

数据来源：国家统计局

对外直接投资对母国经济增长的贡献主要体现在生产要素配置效应、产业结构优化效应以及资本积累效应等方面。从生产要素配置视角看，对外直接投资在一定程度上弥补了我国地大物薄、人均自然资源不足的短板，充分利用高储蓄、资本相对富裕的优势，跨境优化生产要素和资源配置，为经济可持续发展提供了更多保障。例如，我国是石油、天然气等能源和大宗商品的进口大国，对外依赖程度较高，通过对外直接投资对国外资源进行开发和利用，可减少国际市场价格波动的不利冲击，建立相对稳定的资源供应渠道，突破资源瓶颈以确保经济稳定增长。

产业结构优化效应具体表现为，对外投资可以加速供给侧改革。一方面，开展国际产能合作，有利于加速“去产能、去库存”，为我国产业结构的优化和升级让出资源和空间。另一方面，开展并购投资，获取国外的先进技术、品牌，通过逆向技术溢出效应将国外的某些高新技术、养老服务产业移植到国内，促进我国技术创新、提供高质量的产品与服务，加快“补短板”进程。例如，2015 年 3 月 27 日，中哈两国签署了 100 万吨/年综合钢厂项目合资公司备忘录。这是在国



家实施“一带一路”战略，推进国际产能合作的开局阶段，中国首次向中亚国家整体“出口”钢铁产能，从而为我国输出优质优势产能树立了一个新的“样板”。

2016 年 1 月 15 日，青岛海尔以 54 亿美元现金收购美国家电市场份额最大的通用电气的家电业务相关资产，完成了中国家电业有史以来最大的海外并购，通过整合国内外市场，有利于增强青岛海尔的全球竞争力，提升其国际化水平。

对外投资的资本积累效应体现在拓宽了我国运用国外资本的渠道，增强了资本配置其他生产要素的能力。我国企业既可以通过发行股票、债券，或者进行金融租赁、银行贷款和项目抵押贷款等渠道从东道国筹措发展所需资金，也可以运用实物资产（如机器设备、零部件和原材料等）和无形资产（如专利和商标等）等形式创办合资企业，扩大经营规模、优化资本结构，实现资本积累和良性发展。

3. 直接投资是巩固贸易地位的必要手段

自 20 世纪 80 年代以来，发展中国家及新兴经济体大幅取消管制措施，促进贸易自由化，积极参与国际分工，经济实力持续增强。伴随国际范围内的产品内分工模式的深化，在跨国公司的主导和推动下，新兴工业化国家也因积极承接由发达国家转移出的资本密集型、熟练劳动密集型产业而整体崛起，包括中国在内的广大发展中国家先后融入了全球生产网。进入 21 世纪后，以“金砖国家”为代表的新兴经济体异军突起，经济总量和贸易规模快速扩大，对美、欧、日市场主导全球贸易流向的传统格局形成显著影响和挑战（见图 3），促使世界经济和国际贸易格局进入新一轮调整之中。

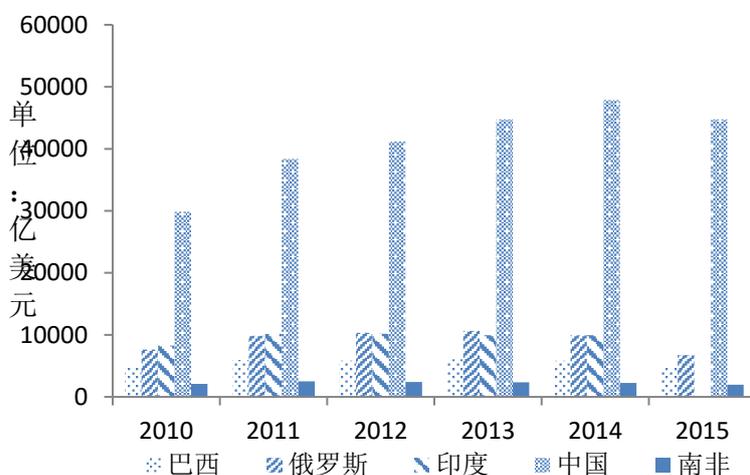


图 3 金砖国家货物和服务进出口总额

数据来源：《金砖国家联合统计手册 2016》¹

根据《2016 年世界投资报告》，世界上约有 550 多家跨国公司，其海外分支机构达 15000 余家。从 2010 年至 2015 年的 5 年间，跨国公司海外分支机构的总资产从 78.63 万亿美元增长至 105.77 万亿美元，国外子公司的销售额从 22.57 万亿美元增长至 36.67 万亿美元，出口额从 6.32 万亿美元增长至 7.8 万亿美元，占全球货物贸易出口额比例从 41.3% 增长至 47.33%。跨国公司随着对外直接投资的发展而日益壮大，其国际地位和影响力也获得了空前提升。跨国公司不仅是经济全球化的主要载体、科技全球化的重要推手，也是国际贸易的引擎，带动了国际贸易的快速增长，正在超越国家成为世界经济活动的主宰。

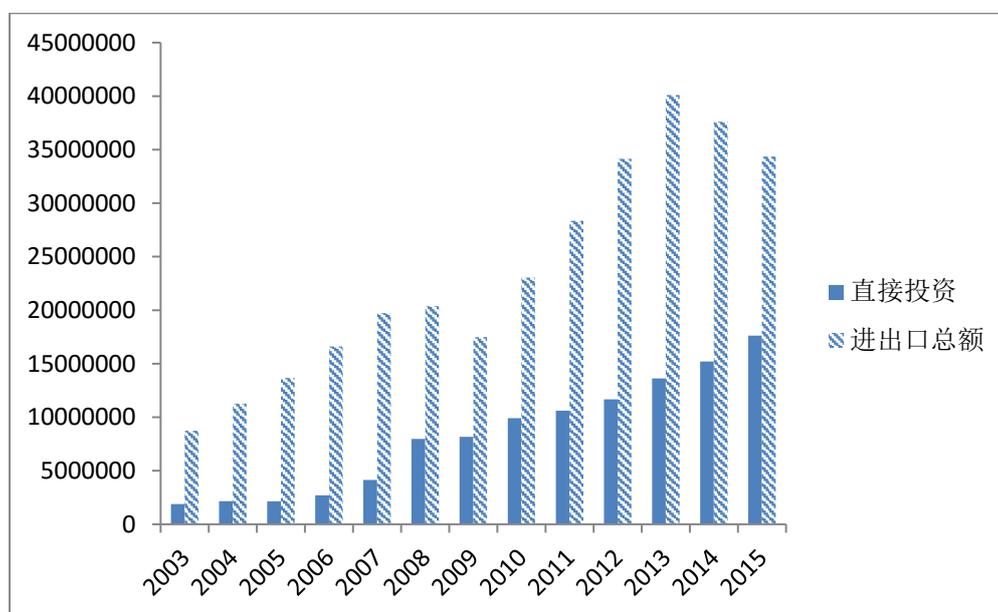


图 4 中国与香港直接投资及进出口总额（单位：万美元）

数据来源：Wind 数据库

¹ 《金砖国家联合统计手册 2016》中印度 2015 年货物和服务进出口总额缺省。

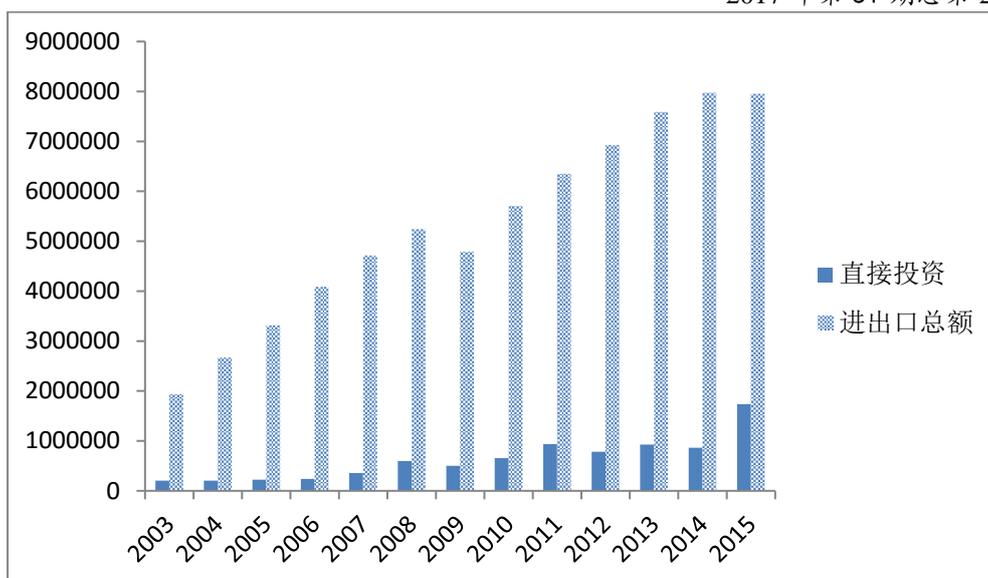


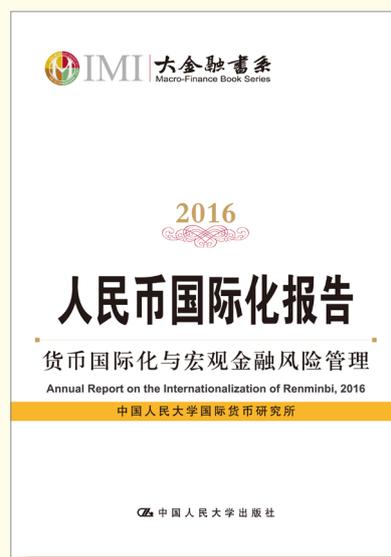
图 5 中国与新加坡直接投资及进出口总额（单位：万美元）

数据来源：Wind 数据库

对外直接投资已经成为拧紧中国与其他国家的经济纽带，扩大对外直接投资规模，有利于巩固我国的贸易地位，从而为人民币国际化构筑稳固的发展平台。

《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2017

