

【本期推荐】

李 扬：金融风险的源头在高杠杆，去杠杆仍是头等任务

【“宏观经济”专题】

范希文：金融市场不确定性中的确定

曲 强：比特币到底值不值一万美元？一个分析框架

谢亚轩：2018年宏观经济展望

【海外之声】

Kalin Anev Janse：欧洲稳定机制扩张到美元市场——通过投资主体多元化减轻流动性风险

Nout Wellink：欧洲货币政策：退出问题

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列二十一：直接投资推动人民币国际化的具体路径

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



金融风险的源头在高杠杆 去杠杆仍是头等任务

李扬¹

尊敬的朱部长，尊敬的各位嘉宾，女士们、先生们，大家上午好！一年一度的中国债券论坛现在正式开始。首先我代表主办方对各位嘉宾的到来，表示热烈的欢迎和衷心的感谢！

2017 年，注定是不平凡的年份，在这一年里，国际形势发生了很大的变化，朱部长会给大家进行详细、专业的阐述。国内市场也有很多波动，也会有专家进行具体阐述。对于发展改革的政策而言，这一年开了三个具有历史意义的会：

一是，7 月份的全国金融工作会议，这个会议上给出了非常多的信息。我想在学习、落实中央金融工作会议精神过程中，大家会有很多的体会，其中最突出的就是，防范风险是当前的首要任务。

二是，党的十九大，这次会议确立了习近平同志为核心的党中央领导集体的领导体制，宣布了习近平新时代中国特色社会主义思想理论体系的形成，最近又宣布了新时代习近平中国特色社会主义经济思想的形成。所有这些，在政治、经济、社会、军事、党建、外交等方面都有非常多的扎实的内容。

三是，刚刚闭幕的全国经济工作会议。按说这是年度会议，但由于这个会是在两个规划未来五年发展的划时代的会议之后召开的，所以，此次会议的很多安排具有中长期意义。如，会议指出，“未来三年，主要任务是三大攻坚战”，这就不只是年度安排了。

在会议展开之前，我先用一点时间，向大家汇报一下学习这三个会议精神的体会。内容浩如烟海，我主要就金融，特别是明年经济金融运行有关的几个要点，跟大家汇报一下。

¹ 李扬，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院原副院长

第一，宏观政策格局将持续，货币策略略紧。这一点，从这几个会议都可以看出来，积极财政政策方向不变，稳健中性的货币政策也不变。这是中期政策的趋向。

如果将7月份的金融工作会议与此次经济工作会放在一起看，对于货币政策的态势便可有一个判断。7月份金融工作会议上，习主席说：金融风险的源头在杠杆率，因此去杠杆是我们下一步防范和化解风险的抓手和主要任务。关于去杠杆，习主席说了很多内容，说到国企的关键性作用，讲到地方政府的关键性作用，同时他说：在宏观上，“去杠杆，千招万招，管不住货币供应，就是无用之招。”我们经常会说要管住货币供应，进行宏观调控，如果联系去杠杆这样一个中期任务来看，就有了新的意义。如果任务是去杠杆，现在看来这是确认的，那么货币供应趋紧就是必要条件。这是把几个会议精神放在一起看的综合结论。

第二，经济工作会议刚结束，有些同志跟我说：“看来去杠杆是不谈了。”因为在经济工作会议上，“去杠杆”这个词只出现过一次。但是，大家要注意，在这个会议的《公报》中，非常明确、而且在显著位置上有这样的表述：“今后三年，要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战”，这其实是重申了在十九大报告中习主席的部署，而且相比十九大的阐述而言，防范化解重大风险进一步引申了，指出了重点是防控金融风险。二金融风险的源头在高杠杆，推演下来，去杠杆仍是头等任务。我觉得这一点是非常明确。

关于防范金融风险，会议具体展开了三个层面：一是金融和实体经济；二是金融和房地产；三是金融体系内部的良性循环。这是关于防范化解金融风险给出最新的更加具体的安排。这三个层面都是有丰富的内容和安排，在下一步工作中将会逐步展开。

根据习主席的指示，去杠杆的重点有三个方面：一是国企。我们实验室关于中国杠杆率季度跟踪情况显示，前三季度，中国企业杠杆率是下降的，但其中国企业部分去杠杆不理想，更凸显了习主席的判断，即，部分企业，特别是部分国企债务问题多是突出问题。二是地方政府，在这次全国经济工作会上，地方政府债务问题再次成为总书记讲话的重点，而且对于其中地方政府债务问题，他又给予了更加详细的一些阐述，关于PPP存在的问题，都明确指出来。这是比较大的问



题，在今后三年里，地方政府债务，特别是以各种各样的形式出现的隐性债务问题，成为我们治理的重点之一。三是处置不良资产。既然问题都暴露出来了，要想为未来“两步走”中长期发展打下良好的基础，就必须清除现在的地基，在此意义上，集中用三年时间做好防范和化解金融风险的攻坚战，是为长期发展打基础。这不仅是决战小康社会，而且是落实新两步走战略的序曲。

我希望提请大家注意，美国这次减税，实际上是中长期战略。媒体报道说是30年来最大的减税，这是和30年前那一次减税比的，那一次减税先是经历了两年痛苦时期，继而迎来后来美国二十年的大发展。我们要记住，面对全球大调整，世界大国都在做长期规划，都在致力于理顺体制机制，这是一个全球竞争。当前阻碍我们顺利实现长期目标的问题之一，就是这么多年的金融风险积累了很多，而且基本上没有很好地解决。因此要用三年时间，作为攻坚战去处理好它。

第三，供给侧结构性改革。

这个战略已经提了三年，有诸多解释，也有很多进展。这次经济工作会议非常明确地把今后的供给侧结构性改革用三个字加以概括，即，“破”“立”“降”。

破，破除无效供应，中央文件里第一次说供给侧结构性改革第一个任务是破除无效供应，而且把处置“僵尸”企业作为破除无效供给的重要抓手。“僵尸”企业主要存在于国企领域，所以，一个“破”字，已经对我们未来几年的改革做了非常确定的部署。

立，立科技企业，有创新能力、有发展潜力的企业，需要有很多政策来支持；要培养一批具有创新能力的排头兵企业，尤其强调了军民融合。过去，军民融合最多是在口号上说，体制机制没有落实，但是熟悉世界经济的人都应当知道，美国之所以领先世界一百年，很重要是军民融合，如“星球大战”等等都是军民融合的典范。道理很简单，最前沿的科技多在军事领域，将这些高新科技全面运用于民间经济，其焕发的潜力是无穷的。习主席领导下，非常明确把军民融合纳入国家战略层面，而且作为供给侧结构性改革主要领域，潜力无穷。我们现在只是刚刚破这个题。

降，这次更明确地说降企业的成本。降成本在今天提，比以往有了更新的含义，因为在大洋彼岸，今天早上报道特朗普已经签署了税改方案，签完了之后去

度假了。这意味着，一个历史性任务已经开启，核心就是降低企业成本，核心就是要让企业轻装上阵。与此相比，中国企业负担重，也许我们的税不重，但是费很重，各种社会负担很重。在经济工作会上，给了一个中国特色的描述，即“降低制度性交易成本”，这个或许看不到，但是对企业而言非常沉重，所以“降”也很重要。

第四，房地产市场。

经过二十年来在相当程度上盲目的发展和盲目的调控之后，今天中国的房地产市场终于看到了长效机制。习主席近几年有好几次指示，强调房地产市场一定要建立长效机制，也就是说，现在这种头痛医痛，脚痛医脚的调控方式不能继续下去了。

这次长效机制说了三点：一是，多主体供应，即不只是为了让那些开发商供应。二十多年来，中国城市中的住房只能由开发商供应，单位不能自建房、个人不能自建房，搞了之后就是违规、小产权，“多主体供应”的安排打破了开发商垄断房地产市场的格局，有了竞争。二是，多渠道保障，不是全压在政府头上，也不全压在市场上，有各种各样的方式，如何做等等。三是，租购并举。我作为研究者，从中国有住房市场开始，就一直主张要把“租”给突出出来，因为对于大国来说，如果租房市场不发达的话，落实不了习主席“房子是用来住的，不是用来炒的”重要论断。因为，只有在租房市场上，才能真实体现出房子是住的本质；而且，只有在租房市场的基础上，通过租金的资本化形成房价、形成租赁市场和购房市场有效联动，这个市场才是健康的。租购并举在政策上提出来只有一年，而且有非常多的争论，值得注意的是，在习主席的部署里，这已经提高到住房市场长效机制的水平上。

据我所知，长效机制背后还可能会有土地制度的安排，我们老是在土地附着物上做文章，不触及土地这个房地产市场的根本，不触及土地的话，就建立不起长效机制。把多主体供应、多渠道保障、租购并举的问题安排好，土地市场再能够从潜在状态被揭示出来的话，房地产市场的长效机制就容易形成。我们应当欢迎这样一个长效机制进入到我们国家房地产市场，免得使房地产市场成为扰动经济增长的因素。在美国和日本，房地产市场一直是经济的扰动因素，我们如何能够像德国一样，摒除房地产市场这个扰动因素呢？这就需要建立长效机制。



第五，污染防治攻坚战。

从今年开始，各级政府都已经感觉到了，污染防治这个事情已经被提到相当高的位置。我到有些省去，领导们都说：防范污染这个问题的严厉等级已经和巡视一样了。各个省份都像对待巡视组一样，对接待上面来关于污染防治的检查组。在这个过程中，大家清晰地感觉到，在习主席为核心的党中央的整个决策体系里，防污染的位置提到非常高的水平。

在经济工作会关于防污染说得很细。先说要恢复绿水青山，不是笼统地说“绿色经济”，而是说恢复绿水青山，才能使绿水青山变成金山银山。这话就说得很深了，也就是说，目前凡是投在绿水青山建设方面的资金，都还不能够有效地创造GDP，但是，为国家长治久安，这必须做，第一步是恢复绿水青山，然后让绿水青山变成金山银山。实施“十三五”规划的生态保护、大规模国土绿化行动，还要培养一批专门从事生态保护修复的企业，这些都是非常崭新的任务。企业是要创造利润的，但现在只是修复，总体来说还不能够变成金山银山，企业如何运行？绿色发展进入整个国民经济体系之后，会对整个企业体系、利润体系、国民收入产生、创造和分配产生很大的影响，我们必须跟踪这个过程，切实但有步调地发展绿色经济。深入实施“水十条”“土十条”，加快生态文明改革，加快自然资源资产产权制度，研究建立市场化、多元化生态补偿机制，改革生态环境等。我们把前面这一段理解之后，后面所有的安排就都顺理成章了。

总之，今年三个会议后，未来五年的行动方案便已明确，步调也已经有了。对于金融部门来说，防范风险是最近几年的主要任务，目标是清除基础，为未来2035年的发展，2050年的发展奠定良好的机制和体制，这样中国才能够实现到2050年成为社会主义强国的目标。

金融市场不确定性中的确定

范希文¹

金融市场充满了不确定性。上百年来，市场的扑朔迷离和风云变幻不知折倒了多少独步豪杰，也不知成就了何方的英雄好汉。到头来，在金融市场的舞台上，有周期轮回的悲喜交加，也有一落千丈的凄凉悲怆，然而却鲜见屹立不倒的孤独求败。从 15 世纪股市在地球上出现以来，多少人试图预测市场的走势：从早期的占星术，到后来的技术分析，又到如今的大数据及人工智能；而又有多少投资者煞费苦心，试图破解其中的奥妙：从各种交易策略，到中高频交易，再到以行为科学为基础的交易模式，可谓无所不用其及。然而，市场依然深不可测，独往独来，我行我素。倒是一种种交易策略、一个个技术手段、一位位投资大腕不断地被更迭替换，而此情此景又一次次地周而复始。

然而，在不确定性无所不在的同时，市场又有着惊人的确定性：这便是风险和回报之间的特定关系。美国一个多世纪的股市历史显示，股票的回报与所谓无风险债券(如国库券)的回报之间始终存在着一个风险溢价，有人估计为 3.5%到 5.5%之间。所谓风险溢价不过是对投资人所承担风险的一种补偿，其大小可能因历史时段、行业划分或公司类型而有所不同。在债券市场上，这种确定性同样存在。据花旗银行本兹查威尔的测算，美国债市信用风险溢价的对数呈现为信用评级和累计违约率的线性函数，而信用风险溢价对其波动率的比率在不同信用评级之间呈常数状态。前者是说，债券的信用风险溢价忠实地反映了信用违约风险(概率)；后者则是说，每单位波动率的风险溢价并不因信用等级的不同而有所不同，从而不同信用风险的投资人都得到了与其风险相匹配的回报。

但困惑在于，不是所有的金融市场都表现出这样鲜明的关系。在日本，至少在早期，债权的收益率对风险的变化并不敏感。在我国，有研究显示，股市的风险溢价并不显著，甚至于有倒挂的现象。尽管我国债权市场收益率与风险呈正常

¹ 范希文，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中拉合作基金首席风险官



的相关关系，但上述信用风险溢价与信用评级以及累计违约率的关系，要么是不存在，要么是没有足够的数据予以验证。

长期看，金融市场的收益和风险“质”的关系不应该受市场指数或组合选取的影响，也不该受经济周期的左右。的确，至少在成熟市场上，这两者的关系经受住了上个世纪 20 年代大萧条的洗礼，第二次世界大战之后的重建与繁荣，20 世纪 70 年代滞涨的考验，以及本世纪之交互联网泡沫的破裂。除此之外，刚刚过去不久的全球金融危机和随后量化宽松的环境也没有改变这样的关系。它和有效市场假说之间没有不相兼容，它与价值投资的理念也应该契合。能不能说，市场风险与收益之间的关系是成熟市场和待成熟市场间差异的标志？能否断定，这种关系是规范市场和欠规范市场相差的特征？可否定论，这也是理性市场和欠理性市场的分水岭？如果是，是什么决定了这样的差异？而这个差异会不会随着市场的成熟而逐渐消去？

投资与投机

一个市场是以投资为主、还是以投机为主或许是上述差异存在的最重要的原因。什么是投资？何又谓投机？美国投资大师本杰明·格莱姆在其著名的《理性投资人》一书中提出了投资包含的三个密不可分的重要内容：其一，在投资之前，投资人必须对目标公司在理性的框架下进行充分的分析，从而对价值有足够的认知；其二，投资人必须保护自己免遭严重损失；其三，投资人必须争取足够的投资回报。而投机则是违背上述某一条件或多个条件的一种投资。应当说，投资人是建立了股票（或债券）价值标准之后再去评判其市场价格；而投机者则本末倒置，把股票（或债券）的市场价格作为其价值判断的基础。投资人未必介意某只股票是否受到市场的热捧，他一旦认定其价值，便会买入且持有；而投机者常常随波逐流，让价格的走势主导自己投资的决策，像追涨杀跌就是其见证。对投机者来说，股票每时每刻的报价都关乎到他投资的盈亏；而对于投资者而言，股票的价格一时一段的波动并不重要，因为投资者相信价值的最终实现。投机者对公司的关注是短期的，长则最多一年，短则数天、数小时、数分甚至数秒；而投资者所关注的是标的公司的长期表现，少则数月，多则数年、数十年。巴菲特

有一句名言，如果你不准备拥有一支股票长达 10 年，你最好连 10 分钟也不要拥有。

投资者即便寻求“战无不胜”的投资策略，也是围绕股票的价值去发掘和实施。在美国股市发展的早期，有所谓的盈利与利率结合法、净流动资产法等，目的是寻求估值被压低的股票，一时成为投资人青睐的宝典。当代股票交易中所谓的多空交易和捉对交易也大都基于基本面的分析。

然而投机者更看重的是技术层面带来的机会，由此制定的策略通常有违格莱姆投资的三原则。上个世纪 60 年代，在美国有所谓小股票策略之说。即每近年底时买入，次年一月抛售，此法一度屡战屡胜，被奉为获取超额盈利的手段。这是因为，很多投资人年底抛售赔钱的股票，以得到抵税的好处；而其他投资人如基金又希望锁定一年的业绩，不愿年底买入股票，于是就造成这一特殊的价格现象。但此策略随着更多投资人的加入，不久失去了效果。而近年来，有所谓的“五月卖出随后离开（sell in May and go away）”的说法。上个世纪 90 年代，Motley Fool 公司推出了所谓的“愚人四股（Foolish Four）”，试图通过买入价格最低、分红最高的四只道琼斯指数的股票而击败大盘。但此法好景不长，仅短暂奏效便迅速夭折。多年来，我国股市中符合格莱姆定义的投资人可谓为数寥寥，而以赚快钱为目的的则大有人在。无论是待价而沽的坐庄者，还是联合上市公司、把控利好消息释放时机的“市值”管理者，再或是趋之若鹜的散户投资者，都与格莱姆的投资理念相左。投机者主导的市场，股票价格走极端的倾向明显，市值波动幅度大，缺少内在价值之锚，因而股市大盘无明显风险溢价也就不难理解。

价值的发现

理性市场的核心在于对投资价值的发现。上个世纪 50 年代之后，现金流贴现法(Discounted Cash Flow, DCF)逐渐成熟，为价值的发现奠定了牢固的基础，并逐渐被市场广泛接受。其后，风险量化方法的成熟，使价值估计和风险之间的关系在理论上得以建立。

从构成 DCF 的两大核心内容——对贴现率的认知和对现金流的厘定——来看，人类对其探索可以追溯到很早，一直和现代科学的建立保持着同步。人类对



复利的知识可以追溯到公元前的巴比伦时代。到了 15 世纪，欧洲就有了如何建立复利表的详细描述。1558 年在西欧的莱昂斯，让·特伦常特出版了有关复利的计算公式，复利表被正式印刷出版。同一时期，荷兰数学家西蒙·史蒂文在其著作中讨论了现值的计算和比较等一系列问题。

到了 19 世纪，美国铁路和通信的大发展把现金流的预测和求现带到了非金融领域。当时的土木工程师威灵顿、建筑工程师潘内尔等成了现金流求现计算的先驱。其后，经济学家马歇尔和费雪等人又进一步把 DCF 方法加以提炼。上个世纪不确定经济学的诞生，又为风险在 DCF 方法的引入奠定了基础。与此同时，随着会计理论的发展，基于严谨会计准则的自由现金流的确立变得顺理成章了。可以说，今天 DCF 在估值方面的广泛应用，正是得益于几个世纪以来理性思考的结晶。

理性市场和非理性市场的差异根本上源于投资者认知的差异，而与风险匹配、长期稳定回报的获得最终是认知的获得。非理性市场依赖的认知是表面的、现象的，是缺少内涵一致的分析框架的；而理性市场依赖的认知是内在的、本质的，是建立在内在一致、逻辑清晰的分析框架之上的。从这个意义上，没有对价值认知的投资只能是投机。

然而，理性市场不等同于没有非理性投资者的市场，投机者不等于不盈利。金融市场的奥妙在于，它是汇聚了投资者、投机者和套利者等在内的交易场所；也是容纳了各种交易理念、交易策略和交易手段的平台。然而，在貌似眼花缭乱、风云变幻的背后，市场的理性一面始终折射着最本质的经济法则，而产生理性的土壤就在于对投资价值分析框架持续的发掘、探讨、确立和修正。金融市场之魂在于有价值发现之锚，理性市场无非是理性投资者占主导地位的市场。

1984 年，在哥伦比亚大学举办了一场别开生面的有关有效市场假定(EMH)的辩论。辩论的双方是哈佛大学著名的詹森教授和哥大教授格莱姆的得意门生、投资大师巴菲特。在反驳詹森的争辩中，巴菲特道出了一个令人惊叹不已的事实：多年来，在股市上创造最辉煌业绩的竟然都是来自同一个师门，即都为哥大教授格莱姆和多德的、坚守价值投资理念的学生们！对价值的追求可能解释了金融市场不确定性中的确定这样一个看似费解、而又活生生存在的命题，而金融市场的

强大生命力也就孕育在这样一个命题之中。因而，理性投资人的大批出现和成长才是金融市场成熟的根本。



比特币到底值不值一万美元？一个分析框架

曲强¹

2009 年 1 月，世界金融市场崩溃后的第二年，一种去中心化，使用令人费解的区块链技术的比特币诞生了。这种数字货币到底有没有真的价值，这一问题与其发明人中本聪到底是不是一个真名一样令人争论不休。

而就在本月，这个出现时才价格几美分，直到 2011 年 4 月才达到 1 美元的代码，价格已经超过了 1 万美元。超万倍的涨幅令人震惊错愕。一串字符为何这么昂贵，比特币到底是货币资产，还是骗局呢？

比特币的价格框架包括四层因素：基本价值、使用价值、优势溢价、期望价值。

一、基本价值就是生产该货币的成本价格。比特币不是一种纯货币，如今更是被视为作为一种资产或者商品，这一特性与黄金、白银，甚至二战战俘营中用来作钱使用的香烟都比较相似。而资产和商品中都需要凝结无差别劳动或生产成本，使其具有最基本的价值。换言之，一个资产或商品的产生本身都没什么成本，人们会信任接受它，会接受它一万美元的定价吗？

比特币“采掘”的本质是全球比特网络中所有的电脑（矿机）通过竞争性计算哈希密码来给区块加密，成功给一个区块加密认证后比特网络中就会产生 12.5 个比特币奖励给算出哈希值的“矿工”，每天 1800 枚，直到 2100 万枚总数出产完毕。不了解情况的人往往觉得用电脑算个数有什么成本呢，因此比特币没有基本价值（成本）。但为了成功抢在别人前面算出哈希值，要求“矿机”的算力越来越大。全网算力在 2016 年时才不过 800P，而当前已经超过了 4000P，到 2018 年中预计将超过 12000P。而巨大的算力是巨量的“矿机”（电脑计算设备）通过耗费大量电力形成的。自家电脑每天开着耗电也不觉得多，但是在海量电脑进行运算时，耗电就成了大问题。每台常见的 S9 矿机现在基本价格在 15000-18000 元左右，而全球矿场目前每小时耗电大于 60 万度，每年大于 52 亿度。算下来，

¹ 曲强，中国人民大学国际货币研究所所长助理、研究员、媒体财经评论员

仅“矿机”和电费成本两项摊下来，每枚比特币的生产基本成本也超过了 1 万元，而随着挖矿难度逐年增加以及算力军备竞赛升级，这个成本未来还将增加。

相比之下，当前黄金每盎司生产成本是 800-1000 美元，而白银仅为 15-20 美元每盎司。因此超乎大家想象的是，比特币的真实基本价值要高于金银。而贵金属的定价往往是其成本加上一定溢价，如金价近期稳定在 1200-1300 美元左右。所以从这个角度看，比特币的基本价格就必须超过 1 万元。而相比之下，脱离了金银本位后，各国发行的法币若非国家信用支撑，其基本价值就是印刷的一张纸，成本几乎可忽略不计。

二、使用价值是指比特币是否具有真正的有用性，或者说是否具有真实的“锚”。布雷顿森林体系崩溃之后，全球进入信用本位货币时代。没有了金银价值的加持，要让一国的法币具有硬成色，就必须将其锚定于有价值的商品和服务上。简单的说，就是用一种货币能直接买到的东西越多，该货币就越硬挺。各国法币天然的锚就是该国自身的生产的商品、服务和资源。像美元这样的国际货币除了本国庞大的 GDP 做支撑外，还能在全球直接使用。尤其是布雷顿森林体系崩溃之后，美国更通过战略将美元紧紧锚定于全球石油和各种大宗商品，其计价与交易都使用美元。全球每天哪个国家不用石油呢？买石油就需要美元，因此谁家国库都存不少美元。这就使美元保持住了其内在价值。一国的货币的锚定过程往往要通过自身经济长期增长，以及通过强大国力占据其他国际资源而完成。

那么比特币有没有“锚”呢？答案是有。比特币不但有锚，而且有多只自然形成并成色十足的“硬锚”（这与最近冒出来的其他许多 ICO 数字货币的本质区别也就在这里）。给比特币赋予最初的硬度的，就是网络非法交易。比特币是匿名隐蔽的，区块链记账无法被篡改，加之一串数字转移起来十分方便。所以自诞生起就自然被用于互联网深网上的非法经济的记账交易中。据笔者研究匡算，截止 2016 年，全球非法地下经济的规模超过 15 万亿美元，甚至超过了整个中国的年 GDP 规模，仅次于美国。若其中十分之一，甚至百分之、千分之一的非法交易用比特币进行，比特币最初锚定的经济规模也十分惊人。

而随后比特币公开集中交易的兴起，大量普通人开始用国家法币在比特币交易所购买比特币，使比特币中开始凝结各国部分的法币价值。使比特币成为了法币的代币或者数字化延伸。（想想正规赌场发行的筹码为何值钱就明白了）。这



就形成了比特币的第二只价值“锚”。而随着比特币价格的上扬和信心的建立，它在普通人与实体经济中的信用也建立起来了。一个标志就是，现在用比特币在许多国家可以直接购买实体的产品和服务了。在美国许多商家宣布接受比特币购买其书籍、数码产品和食物；在日本可以直接使用比特币支付水电费。因而在普通人和实体经济中的信用，成了其价值的第三只“锚”。

三、优势溢价是指，比特币具有独特的有用性，使超越其他的货币竞争对手而被用户所更加欢迎，因此具有额外的溢价。比如，为什么美元比津巴布韦元币值更坚挺昂贵，抛开美国远超津巴布韦的庞大经济实力以外，大家之所以喜欢美元的另一个原因在于使用美元方便。作为一种国际货币，在任何地方都能使用，而且能直接购买几乎所有的东西，而其币值也比较稳定不会大起大落。因此，其他各国、企业和家庭往往都会留存一些美元应对出国、旅行、留学、购物或进口商品的需求。货币也是一种商品，需求多了价格自然也会比较高些。

比特币在使用范围和自由度上优势虽然暂不及美元、欧元等货币，但是也有自己非常明显的好处。首先、比特币实行总量限制和分散发行，因而不存在滥发贬值的问题。且总量限制更会带来通缩效应，即便持有它没有未来利息或现金流收入，但理论上它的价值也会随着其成本的上涨而不断升高，适合长期持有或使用。其次，比特币区块记账，所有交易记录透明公开可查，且几乎不可能被篡改，具有信用。再次、比特币使用匿名隐蔽，对于许多想掩盖资金行踪和隐匿交易者身份的人来说无疑是巨大的福音。（试想下用支付宝账户行贿，或者用银行转账来购买毒品枪支的风险就能明白）。此外、比特币虽有总量限制，但是无限可分，可以应付各种大小规模的支付。最后、转移十分方便。如果想从中国给美国的朋友汇款 1 百万美元，要么分批携带现金蚂蚁搬家背过去。要么通过银行等金融机构汇款。而除了支付不菲的手续费用，更要接受各种外汇管制和反洗钱政策的监控限制。而使用比特币的话，用一封电子邮件发送 1 百枚比特币就完成了。而且中间还省去了换汇的成本。

比特币自 2015 年起的一波价格暴涨就是由于一些实行资本管制的国家，人们为了将资金绕开监管洗到境外，大量购买比特币用于资金过桥而引发的。历史上，因为功能优势而形成巨大溢价价值的案例很多，最常见的就是艺术品和古董。为何某个名家花一周时间创作的一副小画能价格 1 亿美元？按照劳动价值与使

用价值理论无法解释。而答案就在功能溢价上。早在比特币出现之前的千百年里，人类就已经形成了成熟的通过艺术品保存和转移财富的市场和渠道。尺幅名画能凝结巨量资金而且伪造相对困难，因而一幅经过权威机构认定过的 18 世纪法国名画，去掉画框后卷起来放在旅行箱里，就能轻易的将相当于千万美元的资金转移出去或藏匿起来，十分方便。随着全球避税洗钱和其他相关需求的不断增加，艺术品拍卖价格屡创新高就是例证。（人们的对于艺术欣赏和渴求水平的增长似乎很难解释名作价格的巨涨）。而现在的比特币比之传统方法更安全、便利数倍不止。因此，在比特币当今 1 万美元的价格中，其功能优势的溢价占有相当比重。

四、期望价值，是比特币冲上万美元新高的最后一层因素。也是使其脱离基本面价值走向泡沫的行为金融因素。跟所有的金融泡沫一样，一旦某种商品、资产具有了良好的基本面价值和升值的想象空间。杠杆和炒作就会随之而来。参与者会在击鼓传花的游戏失去理性，价格也将一飞冲天，直到数倍、乃至百千倍的脱离其基本面。17 世纪荷兰郁金香泡沫、18 世纪英国南海泡沫、1929 年美国股灾…每次过程都基本类似，其破坏巨大也让人们记忆犹新。尽管比特币具备我们前述的三大真实价值，但是眼下短期内其价格已经出现泡沫应是毋庸置疑的。泡沫的具体量化测算依旧是当今的经济金融学的难题，我们也很难预测涨幅还将继续多久、达到多高。但是，“这一次不一样”的想法估计还是一厢情愿。泡沫破灭的影响也将严重影响广大参与者。但无需过度担忧的是，比特币价格泡沫是有边际成交价决定的，真实涉及到的绝对资金量没有那么大；另外，正规金融资源和机构参与比特币炒作的依旧十分有限，因而一旦泡沫崩溃，对于正规金融市场和实体经济的传染和溢出影响也相对可控。（但美国近日拟在普通金融市场，芝加哥交易所推出比特币期货，这一举动的影响还要继续关注。）

综上所述，与许多传统思维想象不同，比特币有着坚实的价值基本面。但是其价值在被更多人认识到后也激发了市场的强烈想象预期，从而引发了近年来的不断炒作，存在泡沫。

但是与其他 ICO 骗局有本质区别，其内在价值规律依旧存在。对于比特币的上述属性，我们建议既要实施强监管，也要解放思想积极利用。不能因噎废食。数字货币是未来发展的必然，是大势所趋。尤其是中国在电子支付与数字货币领域已经走在全球最前列，我们拥有世界上最大的数字支付规模和最丰富的场景案



例和使用经验。下一步怎么走，怎么管？已经无法从其他国家学习到更多东西了。只能自己摸着石头过河向前。比特币在全球无疑是数字货币实践中最值得我们观察学习的现象，多看看、再放放没坏处。我们有自己的改革发展智慧，那就是先接受新事物，先在小范围试点，再根据情况或收或放。

从更大的一层意义来说，人民币国际化、改革国际货币体系、削弱美元霸权，也需要借助比特币的力量。人民币加入了 IMF 的特别提款权（SDR）的货币篮子，终于迈出了国际化坚实的一步。现在全球各国央行持有的 SDR “币” 总价值约 2500 亿美元，其中新加入的人民币占 10.92% 的份额。但与此同时，2100 万枚比特币按 1 万美元价格计算的话，价值也达到了 2100 亿美元，而宝贵处在于，全球比特币算力 75% 来自中国。也就是说在全球比特币的价值“篮子”里，人民币占据了 75% 的份额。这是人民币走出去除了官方途径外，另一台强有力的助推器。

因此我们应允许在强监管下允许比特币公开集中交易，这样可以使其阳光化，透明化，收集数据，用于研究，集中风控，预判风险。更重要的是，可以把比特币的定价权牢牢掌握在中国手中，使其为中国经济和人民币的未来做出更大的贡献。

2018 年宏观经济展望

谢亚轩¹

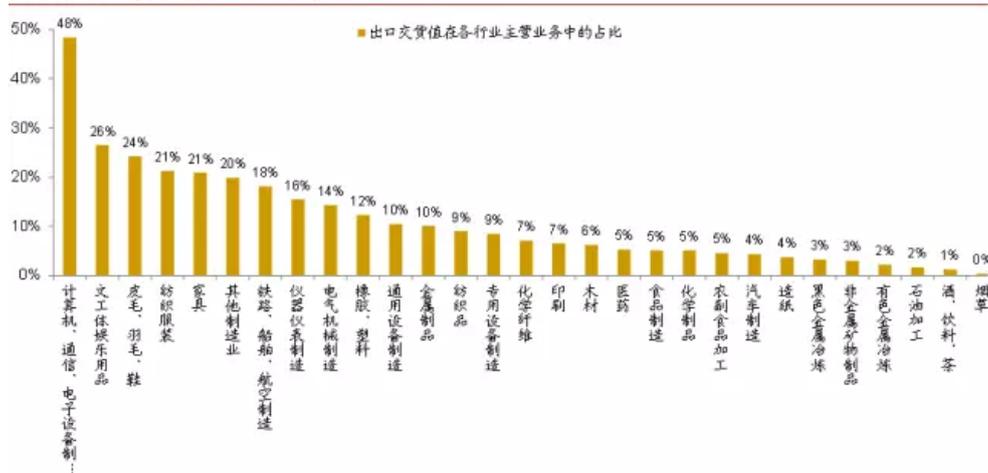
消费对GDP贡献提升的背景下，国内经济将更具有韧性。尽管短期内投资需求有较大的下行压力，融资环境也存在恶化的风险，但我们对2018年宏观经济形势依然保有信心，GDP增速不会大幅回落，政策更加关注的经济增长质量和效益也将进一步改善。供给侧改革与新发展理念对宏观经济的积极效应将更加明显。

（一）出口对制造业仍然有重要意义

（1）2017年，出口交货值占制造业GDP比重持续在50%以上（截至2017Q3为54%），出口对于制造业对应的工业生产和需求仍然影响显著；净出口对于2017年经济增长的边际贡献显著：相较2016年的负向拉动-0.4，净出口对2017年的拉动为0.2-0.3%，是边际正向变化最为显著的需求项，是经济增长超预期的主要动力。

（2）以出口交货值在各行业主营业务中的占比来看，计算机、通信、电子设备制造业出口占比高达48%，劳动密集型产品（文工体娱乐用品<例如玩具等>、皮毛鞋、纺织服装、家具）的出口占比均在20%以上，出口在各行业的占比既表明出口对各行业的影响不同，也突显了中国在全球范围内的比较优势之所在。

图 17：出口在各行业主营业务中的占比一览



资料来源：WIND，招商证券

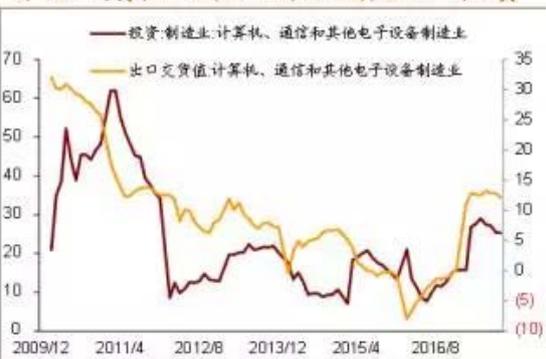
¹ 谢亚轩，中国人民大学国际货币研究所研究员、招商证券研究发展中心宏观经济研究主管、董事

(3) 出口持续改善可能为未来制造业投资改善积蓄动力。虽然当前出口改善并没有带来制造业投资的大幅度上升,但这是由于出口对投资的带动是间接的,当出口需求接近或超越现有的产能,才能够带来显著的产能扩张和制造业投资。2014-2016年出口的低迷意味着制造业产能还是满足当前出口需求,但这一情况随着出口较为持续的复苏将会改变,出口对投资的带动也将更强,仍应主要关注出口占比较高的行业。计算机、通信、电子设备制造、铁路船舶航空制造、仪器仪表制造在过去的投资与出口增速较为一致,2017年的投资也出现回升;家具制造业虽然2017年的投资回升,但从过去来看和出口的相关性不高;其他劳动密集型制造业投资也维持低迷。

图 18: 仪器仪表制造业出口与投资



图 19: 计算机、通信、电子设备制造出口与投资



资料来源: WIND, 招商证券

(二) 出口竞争力与制造业升级

在《疾风知劲草——2017年下半年中国经济展望》中我们已经强调,中国出口竞争力仍然强劲。生产成本、贸易成本、生产效率和实际汇率是出口竞争力的四个决定因素,对中国出口竞争力的担忧与土地、人力等生产成本和人民币升值带来的实际汇率上升关系密切,但是贸易成本和生产效率方面的积极变化往往被忽略:健全的基建等有助于降低运输、物流成本,研发、创新带来的技术进步和产业升级代表着生产效率的提升。

加入全球贸易链条初期,中国凭借丰富的劳动力资源在全球价值链中参与分工,中国的制造业在这几年迅速发展,但从全球分工视角的微笑曲线看,包括中国在内的发展中国家承担了附加值较低、利润空间狭窄的组装等部分,而附加值较高、利润空间大的部分,如新产品开发、零部件生产、品牌和服务等技术环节和营销环节则被发达国家占据。中国出口升级的方向是向微笑曲线两端移动,获

取更高的附加值。从贸易方式看，金融危机后，我国的一般贸易出口比重由危机前的44%攀升至56%，体现了附加值低的组装部分被更多的生产和整体销售所取代的贸易升级大方向。

图 22: 金融危机后我国一般贸易出口比重上升

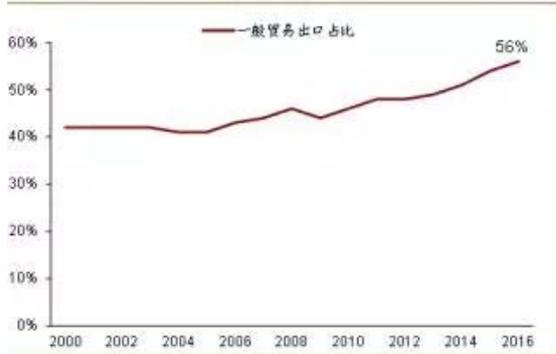
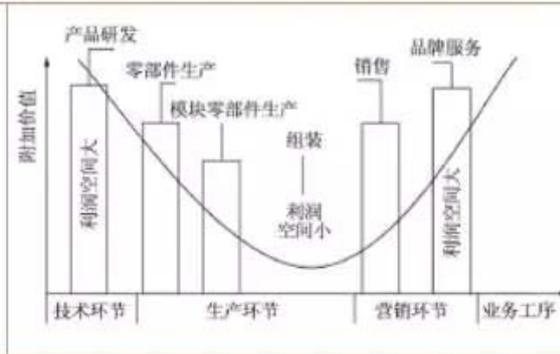


图 23: 中国出口升级的方向是向微笑曲线两端移动



资料来源: WIND, 招商证券

从结构看，高新技术产品出口结构优化，电子技术、生命科技类产品的占比上升相对显著。对比2010年和2016年的产品出口结构，发现总体结构的变化相对较小，高新技术产品出口的占比基本稳定在28-30%水平，其中电子技术、生命科技类产品的占比上升显著，计算机与通信技术这一历来比重最大的类别则有所下降，这一部分涉及较多的加工贸易出口，也是过去我国高新技术产品出口被认为附加值较低的原因。

图 24: 对比 2017 年（至 9 月）与 2010 年的高新技术产品出口结构



资料来源: WIND, 招商证券

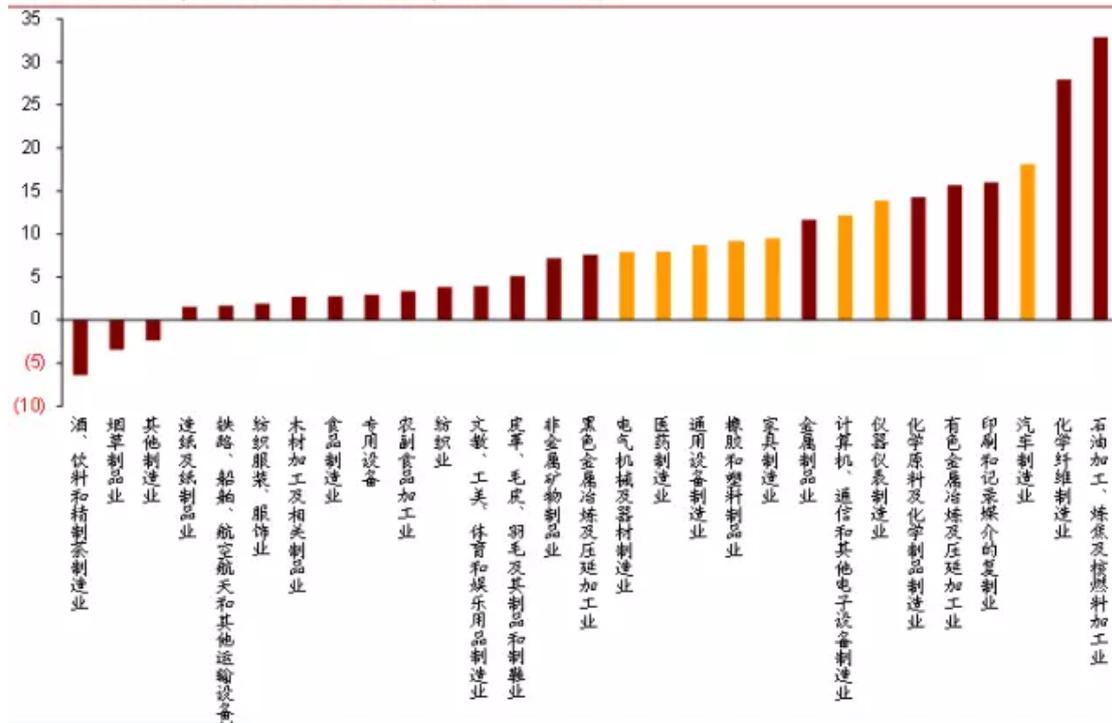
此外，张斌、王雅琦、邹静娴（2016）对于制造业升级的研究得出以下结论：
第一，出口附加值率总体呈上升趋势，出口附加值率上升主要来自加工贸易



内部出口附加值率的提升以及加工贸易占总出口比例的下降，出口附加值率上升主要来自行业内效应，指更多的国外进口中间品被国内生产中间品替代，意味着中国制造业企业把研发和技术进步的力量主要放在了更进口中间品替代，而不是出口新的产品。

第二，后危机时代与前危机时代相比较，出口附加值率上升最快的行业是橡胶制品、专用设备制造、塑料制品、电器机械及器械制造、交通运输设备制造。上述的行业也正是在2017年的贸易复苏中增速最快的行业（排除受原材料价格影响很大的类别），即这些体现出升级的行业也正是在出口改善中增长弹性更大的行业。

图 25：出口在各行业主营业务中的占比一览



资料来源：WIND，招商证券

根据德勤收集全球逾500名制造业高管的反馈所发布的《2016全球制造业竞争力指数》来看，继2010年和2013年之后，2016年中国第三次被列为最具竞争力的制造业国家，中国的优势主要来自于五方面：高研发支出、低成本与政府支持的先进的电子制造业、中产阶级扩大形成强大的国内产品消费需求、强大的原材料供应基地、具竞争力的物质基础设施。

由下图可见，至少在制造业企业高层的眼中，中国当前所处的位置是，和美

日德相比，成本竞争力非常强，但软实力明显不足；和其他新兴市场比，软实力较强；人才、创新、法律等制度性因素、基础设施的改善才是中国制造与发达国家抗衡的根本。

图 26：全球首席执行官调查：重点国家在关键竞争力驱动因素方面的表现

部分国家制造业竞争力驱动因素	 美国	 德国	 日本	 韩国	 中国	 印度
 人才	89.5	97.4	88.7	64.9	55.5	51.5
 创新政策和基础设施	98.7	93.9	87.8	65.4	47.1	32.8
 成本竞争力	39.3	37.2	38.1	59.5	96.3	83.5
 能源政策	68.9	66.0	62.3	50.1	40.3	25.7
 物质基础设施	90.8	100.0	89.9	69.2	55.7	10.0
 法律监管环境	88.3	89.3	78.9	57.2	24.7	18.8

竞争力最强 竞争力最弱

资料来源：德勤有限公司和美国竞争力委员会-《2016 全球制造业竞争力指数》

（三）环保压力下的中国需求外溢有助国际贸易稳定增长

2017年以来环保压力对国内工业生产造成了明显的影响。采矿业增加值同比负增长速度不断扩大，工业原材料生产也受到抑制。钢材、农药、水泥、化纤、塑料等产品今年以来产量的平均增速均低于去年同期，而有色产品产量的平均增速在这两年均不到2%。工业原材料产品短缺导致PPI同比增速持续处于高位，回落速度明显慢于预期。

图 28：我国与新兴经济体贸易形势相互反馈



资料来源：Wind，招商证券



而我们又知道，工业原材料出口对于商品出口国经济形势意义非常重大。对于这些国家而言，出口增加将带来经济改善进而增加进口需求。所以，有关中国工业生产与原材料进口量的故事还能继续演绎。故事的下一个情节显然就是在季末中国对商品国的出口也会呈现明显的季末效应。今年季末我国对新兴经济体的出口平均增速为12.6%，非季末平均增速为6.8%。并且，从出口商品类型来看，季末我国出口增速较好主要体现在机电和高新技术产品出口增速上，对于国内紧缺的钢材等产品出口在季末反而出现较大规模的出口下降。更进一步地，新兴经济体占我国出口的比重达到60%，中国原材料进口增加引致的对新兴经济体制成品增加对于我国自身出口也具有重要的意义。

以我国与东盟贸易为例，随着区域经济一体化的发展，中国与东亚经济体的联系日益紧密，2016年韩国、日本对日本、东盟都是中国的主要进口国，大陆对韩国和中国台湾的逆差也不断扩大，贸易逆差主要来源于机电类制造业的中间品；同时，中国的巨大需求也为东盟国家的矿物性染料、油脂、橡胶、木材等找到了市场。

图 29：中国大量从亚洲国家/地区进口（数据为 2016 年）



资料来源：OEC，招商证券

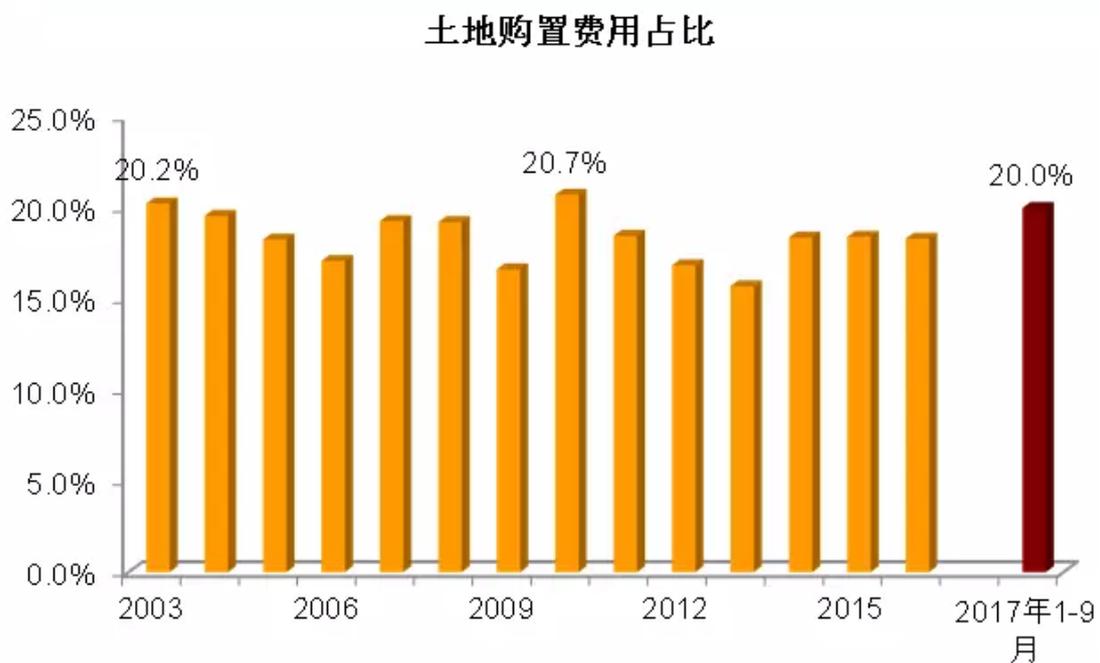
以下两个途径共同体现为中国进口需求通过供应链刺激了亚洲区域内贸易：第一，将全球价值链简化为资源国—生产国—终端需求，全球需求的上升通过中国进口中间产品的形式传导至亚洲其他新兴市场；第二，中国自身的进口需求上升亦对亚洲其他国家产生了积极影响

综上，未来国际贸易的稳定增长来源除了我们之前所提示的发达国家私人部门加杠杆之外，环保压力下的中国需求外溢引起了一系列连锁反应也有助于全球贸易增速的回升。

（四）2017年房地产投资有点“虚高”

房地产投资完成额主要由4部分组成，建筑工程、安装工程、设备工器具购置以及以土地购置费用为主的其他费用，2016年四者占比分别为65.1%，9.3%，1.4%以及24.2%。今年地产名义投资增速超预期很大程度上是由于土地购置费用高企所致。前三季度土地购置费用同比增长20.1%，远远超过建安工程以及设备工器具购置增速。

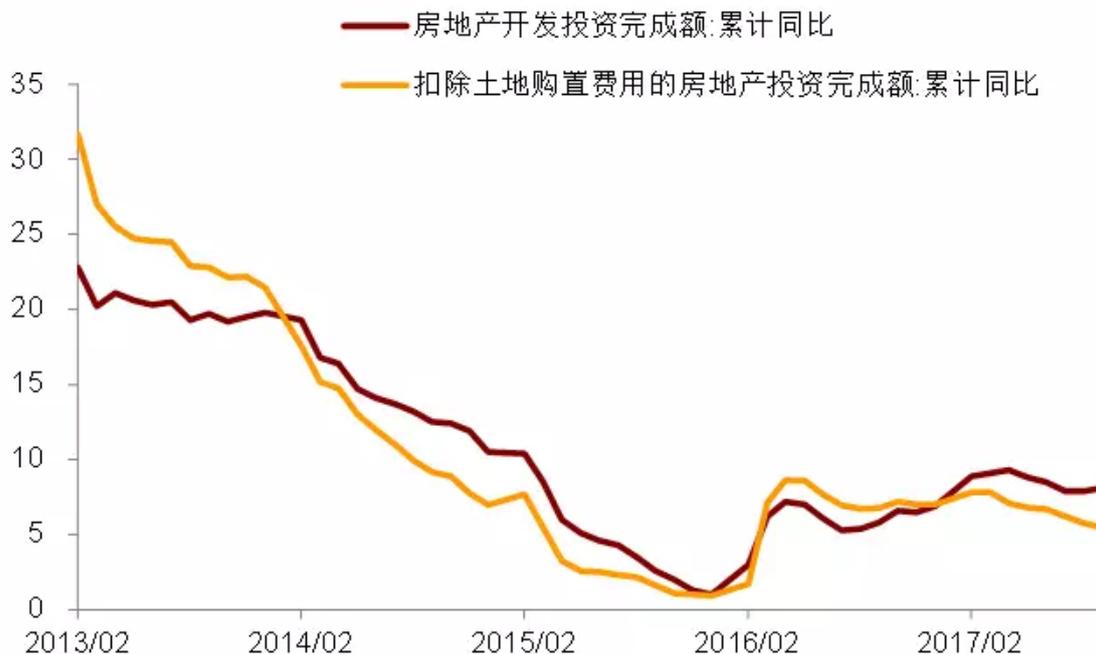
图 30：2017 年土地购置费用快速增长



资料来源：Wind，招商证券

地产投资年内高点出现在4月，当月地产投资同比增长9.3%，土地购置费用同比增长21.1%，也是年内高点。三季度地产投资止跌回稳也是土地购置费用增速反弹有明显关系，7月土地购置费用同比增长16.1%，是年内低点，9月反弹至20.1%，是年内次高点。从占比看，今年前三季度土地购置费用占房地产投资的比重达到20%，这是2010年以来的最高水平。如果剔除土地购置费用，前三季度房地产投资增速仅为5.5%。

图 31：2017 年房地产投资对 GDP 的贡献可能小于预期



资料来源：Wind，招商证券

之所以说2017年地产投资增速有点“虚高”也在于此。房地产开发投资完成额中，土地购置费用并不记入GDP之中，因为土地购置与生产无关，没有创造新的产品。这或许可以解释为何今年上半年地产投资增速好于预期，但投资对GDP的贡献反而继续下降。但是，对于我们预测2018年的房地产投资增速而言，土地购置费用依然需要考虑在内。

地产商的拿地意愿可能主要受资金方面的影响。房地产商资金情况可以用房地产开发资金来源总额与房地产开发投资完成额之差来衡量。一般而言，投资资金来源总额会高于投资完成额，2007年至今二者之差的均值约为25000亿元。从历史数据看，当期地产投资资金来源与完成额之差的同比增速是下一期土地购置费用的领先指标。2016年前者同比增长42.5%，转年土地购置费用大幅增长。

图 32：地产投资资金来源与投资完成之差是土地购置费用的领先指标



资料来源：Wind，招商证券

如果按照今年前三季度的数据简单趋势外推，那么2017年地产投资资金来源与完成额之差同比增速将跌至个位数，较2016年大幅下降。这意味着2018年土地购置费用对地产投资增速的扰动将明显下降。

(五) 2018年房地产投资增速回落幅度可控

建安工程进度可能将主导明年房地产投资形势。而建安工程进度与房屋施工面积增速相关性较高。2016年3季度以来，房屋施工面积增速持续在3%附近波动，房屋施工形势相当稳定。

图 33：建安工程进度与房屋施工面积有较为明显的相关关系



资料来源：Wind，招商证券

而从过去的情况看，施工面积增速与新开工面积增速走势还是较为一致。2015年之前，新开工面积与施工面积走势较为一致，这也符合房地产项目建设的实际情况。然而，2015年新开工面积企稳后，房屋施工面积增速持续下滑，2016年至今新开工面积增速明显高于2014-2015年的同期水平，而施工面积增速却明显低于2014-2015年的同期水平。为什么这一轮地产周期二者出现了明显背离？

图 34：房屋施工面积和新开工面积增速出现明显背离



资料来源：Wind，招商证券

第一，施工面积与新开工面积差距越来越大。2016年，全国房屋新开工面积为16.7万平方米，而施工面积为75.9万平方米，后者是前者的4.55倍。而在2012年以前，施工面积仅为新开工面积的2.5倍左右。换句话说，近年来施工面积存量太大，每年新开工面积的波动对施工面积的影响程度正在逐渐下降。

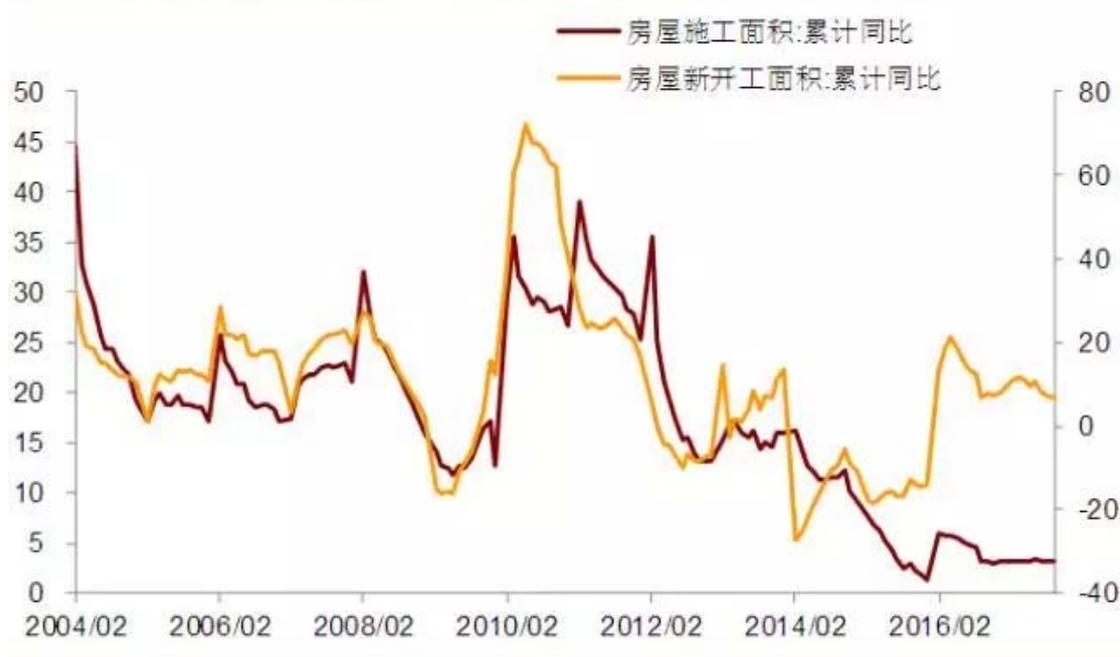
第二，房地产开发商主动调整施工进度。今年以来地产销量下降趋势愈加明显，而地产调控并未放松，未来房地产市场形势可能并不乐观，再加上新盘限价政策使得地产商推盘意愿下降，这些因素综合作用的结果就是开发商拖延工期，既放缓施工进度，也放缓项目竣工速度。因此，今年不但施工面积增速持续低迷，竣工面积增速也出现大幅下滑。

第三，环保压力可能对施工面积增速也有一定影响。目前环保压力较大，一旦空气质量超标，户外施工项目一律要求停工，尤其是华北地区。当然，这仅是

施工面积增速偏低的次要原因，主要原因还是前两者。

我们预计2018年施工面积增速可能也难以有明显起色，将继续维持较低水平。但另一方面，新开工面积转入施工面积速度放缓，某种程度上也使得地产投资韧性上升。毕竟目前新开工面积已经扭转了2014-2015年负增长局面，这还是会对地产投资有一定的正面促进作用。

图 35：建安工程进度与房屋施工面积有较为明显的相关关系



资料来源：Wind，招商证券

在这种情况下，房地产市场供需关系可能依然较为紧张。如果用销售面积增速代表市场需求，新开工面积增速代表市场供给，那么前者与后者之差可以作为房地产销售市场的供给缺口。差越大表明市场需求大于供给，这会刺激房地产企业增加投资。从2014年以来的情况看，销售面积同比与新开工面积同比之差大致领先房地产投资同比12个月左右。

图 36：供需缺口决定地产投资需求可能难以大幅萎缩



资料来源：Wind，招商证券

尽管在 2015 年房地产市场供给缺口大幅上升，但房地产投资增长却相对缓慢，这导致目前为止，房地产市场供需关系依然是需求大于供给。尽管当前地产销售面积增速持续下滑，但新开工面积增速更低，对房地产市场供求关系并未发生明显恶化。

2017 年以来房屋竣工面积同比增速持续下滑，前三季度已跌至 1%，这是 2016 年以来的最低水平。从各地的商品房待售情况看，北京同比下降 5.5%，济南同比下降 29.1%，长沙所在的湖南省同比下降 54.4%，郑州所在的河南省同比下降 19%，厦门和福州所在的福建省同比增长 5.6%，也远低于 2016 年同期水平。

图 37：部分省市商品房待售面积增速



资料来源：Wind，招商证券

上述点名的5个城市正是本轮地产限购的首批城市。换言之，热点城市需求状况好于非热点城市，供给状态差于非热点城市。热点城市地产投资增长可能依然会保持平稳，因此我们依然可以通过预测热点城市2018年地产投资增速来推测明年全国房地产投资形势。

这里所指的热点城市包括2016年10月首批限购城市（不含东莞）以及重庆和西安。数据显示，2016年上述21个热点城市房地产投资增长10.5%，2017年前三季度同比增长9.5%。从城市分布看，非热点城市可能是2017年房地产投资超预期的主要因素。2016年非热点城市房地产投资增长4.5%，2017年前三季度同比增长7.2%。

图 38：热点城市房地产投资近两年保持稳定



资料来源：Wind，招商证券

然而，非热点城市房地产投资今年以来整体呈现回落趋势。由于基数的原因，明年上半年这些城市的地产投资增速可能会进一步回落。并且，从房屋新开工面积来看，三线和一线城市是负增长，只有二线城市为正增长。这表明，2018年的房地产投资非热点城市的下行压力大于热点城市。再者，热点城市过去两年来的地产投资增速较为稳定。2017年前三季度热点城市地产投资增速其实比去年同期高0.1个百分点，趋势上仍以小幅波动为主，目前并未显示出明显下行的态势。



若假设2017年房地产投资增速回落至6%附近，目前热点城市占全国房地产投资的比例约为41.5%，这意味着年内热点城市地产投资将回落至8%左右，非热点城市投资增速回落是5%左右。若2018年非热点城市地产投资零增长，在此中性条件下我们预计2018年地产投资增速约为3.4%。若非热点城市地产投资跌至2015年的负增长状态，2017年全国地产投资增速最终回落至市场2017年年初预计的3%左右，在此悲观条件下，2018年全国地产投资增速约为0.8%。

综上，我们预计2018年房地产投资跌至负增长的可能性不高。虽然增速较2017年有一定程度的下滑，但由于投资对整体经济的贡献率不断下降，因而对2018年GDP增速的拖累可能较小。

（六）结构优化，企业盈利可持续性上升

有三方面的领先指标可以预测规模以上工业企业利润的整体增速，分别是房地产周期（价格与销售面积）、工业品的产量与价格（PPI与重点工业品产量）、景气观测指标（PMI与克强指数等）。整体而言，当前诸多短期指标都指向工业企业利润增速的回落，但也有指标反映出结构优化可能带来工业企业盈利的可持续性。

（1）景气观测指标

PMI指标与克强指数以及克强指数中的工业用电量增速与铁路货运量增速，都对工业企业利润增速解释力较强，但当前三项指标都指向工业企业利润增速的短期回落。

（2）房地产周期

房地产与工业之间是产业链下游与上游的关系，数据显示房地产周期确实对工业企业利润增速有较好的解释力。当前房地产销售与价格都指向工业企业利润增速在10月后趋于向下——2017Q1住宅销售面积增速开始加速下行，其影响一般会滞后3个季度出现，9月新建住宅价格开始加速下行，9月住宅销售面积当月增速甚至突破0为负值。

（3）工业品的产量与价格

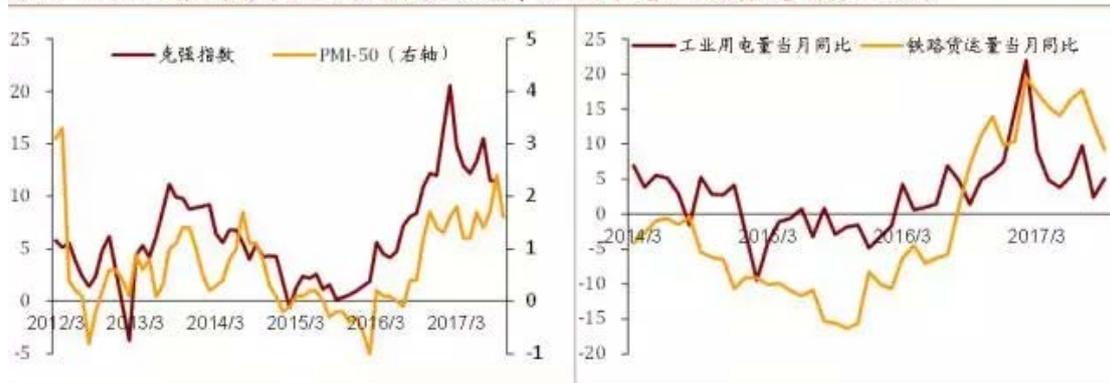
2016年以来PPI涨幅从低谷的-5.9%快速升至2017年以来的6.5%左右，与工业盈利恢复同期，不过涨价只能解释一部分工业企业的盈利修复。原因一是上游的价格反弹过程中，购进价格指数（PPIRM）上升其实是快于出厂价格指数（PPI）

的。另一方面，PPI的反弹幅度要小于工业企业利润增速从-2.3%至22.8%的反弹幅度。

在工业品产量的层面，2016年以来粗钢产量增速由负转正并波动上行，反映了工业生产的恢复。其产量增长产生于房地产周期上行、基建投资提速、汽车与工程机械销售提速等需求侧的拉动；而产量波动则产生于供给侧的去产能和环保限产。

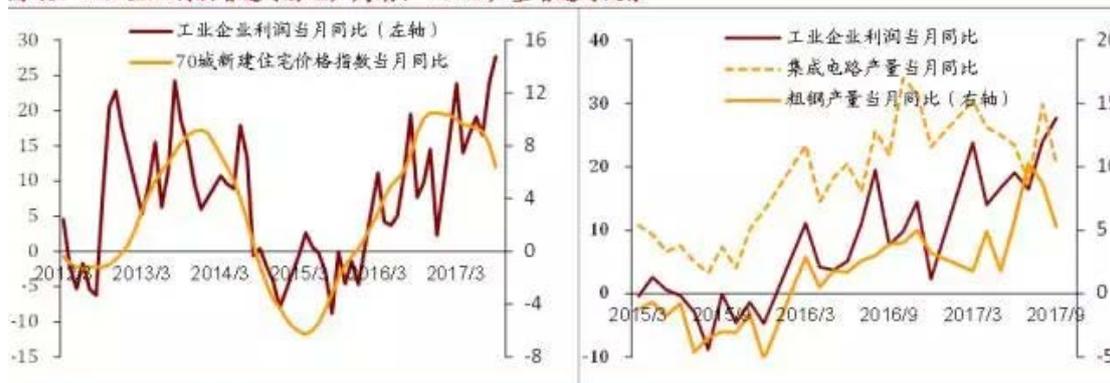
另外，与粗钢产量增长趋势中的大幅波动相比，2015Q3以来集成电路的产量增长加速并基本实现高位稳定，反映出工业生产的恢复与工业结构的优化，预示工业企业利润增长具有可持续且更均衡的特征。

图 39：工业企业利润增速与 PMI、克强指数（及其中的工业用电量、铁路货运量增速）的关系



资料来源：WIND，招商证券

图 40：工业企业利润增速与房地产周期、工业品产量增速的关系



资料来源：WIND，招商证券

（七）2018年将呈现实体经济稳定、企业盈利改善的新局面

经济结构优化、企业提质增效，可以实现可持续的、更均衡的工业企业利润增长，这反过来又具有改善就业、增加居民收入、从而促进消费，消减杠杆、促进研发支出、从而助力投资的作用。良性循环之中，将逐渐形成宏观经济稳定、企业盈利向上的长期格局。

(1) 助力企业去杠杆，缓解债务积压对投资增长的抑制。

BIS信贷统计显示，2017Q1中国企业杠杆率环比下降1个百分点至165.3%，杠杆率连续3个季度不增表明企业去杠杆取得初步成效，但绝对水平仍居高位则表明去杠杆进程依然任重道远。规模以上工业企业资产负债率自2012年以来一直处于下降趋势，但国有企业明显偏高且没有明显下降，这是未来去杠杆的重点所在。

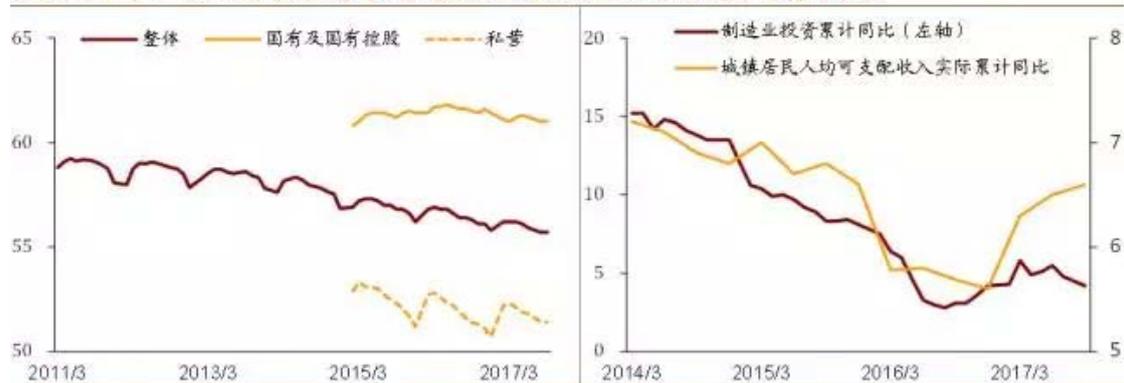
(2) 促进研发支出、固定资产投资与人力资本投资。

利润预期是企业增加投资的根本驱动力，包括研发开支（已计入固定资本形成总额）、固定资产投资、人力资本投资等。正是在工业企业利润增速上台阶的同时，制造业投资增速开始企稳。而2017年6月以来再次回落，则表明企业对未来利润增长可持续性偏悲观。我们认为，当前的投资复苏是局部性的，初期集中于国有企业与上中游行业；之后行业覆盖面有所扩大，但距离全面产能扩张还面临诸多约束。

(3) 企业利润增速稳定增长有助于提升居民收入，进而促进社会消费。

同样，也是在工业企业利润增速上台阶的同时出现了居民收入增长提速。截至2017Q3，城镇居民人均可支配收入的实际累计同比增速已从2016Q3的低谷5.6%升至6.6%，这将进一步带动社会消费增速稳中有升。

图 41：工业企业利润持续增长具有增加居民收入、消减杠杆、促进固定资产投资的作用。



资料来源：WIND，招商证券

欧洲稳定机制扩张到美元市场 通过投资主体多元化减轻流动性风险

卡林·简丝¹

到今年秋天，欧洲稳定机制（ESM）已成立五年了。恰好在五周年之际，ESM 首次在美元市场进行债券交易，筹集了 30 亿美元。

虽然 ESM 成立时间不长，但却已是成熟的资本市场参与者。它与其临时的前身欧洲金融稳定基金（EFSF）一起，是欧元计价债券最大的发行主体之一。EFSF / ESM 拥有超过 2500 亿欧元的未偿付债券和票据。对于只有 170 名雇员的机构而言，这是一个惊人的数字。

EFSF / ESM 取得的里程碑还包括：主权、超国家和机构债券发行主体中最大的订购机构；完成首笔负收益率的基准规模交易；完成首笔超长基准规模交易。四月，ESM 通过一笔 216 亿欧元的订单筹集了 80 亿欧元。

但是只用欧元发行债券会使 ESM 面临风险。如果欧元市场衰落，ESM 将失去其资金来源。虽然纳税人支持 ESM 的信用，但 ESM 并不使用纳税人的钱支付援助贷款。所有资金都必须来自资本市场。作为欧元区主权国家的最后贷款人，该机制没有任何后盾。

2016 年，ESM 开始解决资金流动性风险这一问题。ESM 旨在将风险分散到两个最深的资本市场之中——美元和欧元市场。其目标是在十月份，也就是 ESM 成立五周年之际，首次推出美元交易，以实现投资主体基础的多元化并提高成本效益。ESM 决定将所有收益换回欧元，因为欧元是 ESM 用来向各国提供贷款的唯一货币。

10 月 24 日，ESM 首次推出美元交易，吸引了 130 位投资者，筹集了 70 亿美元的利息，大量新来的投资者参与其中。由于 ESM 宣布不会提高预期的交易量，所以该五年期债券的发行规模不会超过 30 亿美元。

2017 年，投资者对欧洲的兴趣激增。由于美国和英国面临着政治方面的挑

¹ 卡林·简丝，欧洲稳定机制秘书长



战，欧洲已经成为避风港。欧洲经济稳步扩张，许多非欧洲投资者对增加该地区的投资很感兴趣。ESM 是唯一可以混合欧元信用、现在也以美元计价的机构。

ESM 以两种最强大的全球货币借入资金。更重要的是，ESM 出色地实现了投资主体多元化。欧元将继续成为 ESM 的主要发行货币，同时也将继续在美元市场实现战略性发展。ESM 旨在建立期限为两年、三年和五年的收益率曲线，计划每年进入市场一到两次。

（本文代表作者个人观点，不一定代表 ESM 或 EFSF 的观点）

ESM expands into dollar market

Mitigating liquidity risk through investor diversification

KalinAnevJanse¹

This autumn, the European Stability Mechanism turned five years old. This coincided with the ESM's debut bond deal in the dollar market, with which it raised \$3bn.

The ESM is a young institution, but a mature capital market player. Together with its temporary predecessor, the European Financial Stability Facility, it is one of the largest issuers of euro-denominated bonds. The EFSF/ESM have more than €250bn in bonds and bills outstanding. That is a striking figure for an organisation employing only 170 people.

Among the landmarks, the EFSF/ESM have accomplished: the largest order book among sovereign, supranational and agency issuers; the first benchmark-sized deal with a negative yield; and the first ultra-long benchmark-sized deal. In April, the ESM raised €8bn on a deal with an order book of €21.6bn.

But issuing in only euros exposes the ESM to risks. If the euro market ebbs, the ESM would lose its source of funding. While taxpayers back the ESM's credit, it does not use any taxpayer money to disburse assistance loans. All of its money must come from the capital market. As the lender of last resort for euro area sovereigns, the mechanism has no back-up.

The ESM began to address this funding liquidity risk in 2016. Its aim was to spread risk over the two deepest capital markets – dollars and euros. The goal was to launch the first dollar deal in October, around the time of the ESM's fifth anniversary, to

¹ KalinAnevJanse is Secretary General of the European Stability Mechanism

diversify the investor base and capture cost efficiencies. It was decided to swap all of the proceeds back into euros, as this is the only currency the ESM uses to disburse loans to countries.

The inaugural dollar deal, on 24 October, attracted 130 investors assembling interest of \$7bn, with a significant number of new names. As the ESM had announced that it would not raise the intended volume, it sold no more than \$3bn of this five-year bond.

Investor appetite for Europe has surged in 2017. With the US and UK facing political challenges, Europe has emerged as a safe haven. The economy is expanding sturdily, and many non-European investors are interested in increasing their exposure to the region. The ESM is the only blended euro credit available – now also in dollars.

The ESM is borrowing in the two strongest global currencies. More importantly, it has achieved exceptional investor diversification. The euro will remain the ESM's main issuance currency while it continues to develop a strategic presence in the dollar market. The ESM is aiming to build a yield curve with maturities of two, three and five years, and plans to go to market once or twice per year.

欧洲货币政策：退出问题

努特·韦林克¹

在 2007/2008 年，各家央行出手救市。他们起初使用常规工具，但逐步也推出了所谓的非常规政策：前瞻性指导和量化宽松政策。启动这样的政策相对容易，结束却更加复杂。欧洲央行以平衡、充分沟通、足够灵活的方式退出当前的超宽松货币政策是金融市场平稳运行的关键。下面我想重点谈谈欧洲央行目前的退出策略，在我看来他们的策略问题重重。

一次鸽派的会议

在最近一次会议（10 月 25 日-26 日）上，欧洲央行显得十分鸽派。虽然其将 2018 年前 9 个月的月度购债规模从 600 亿欧元缩减至 300 亿欧元，但马里奥·德拉吉在新闻发布会上多次强调，会议决定购债计划不设固定结束日期，并补充说：“这一计划当然不会突然停止。它是开放式的，并且大多数委员表示希望保持这种开放性状态。”因此，德拉吉明确宣布在 2018 年 9 月以后再次延长购债计划，尽管可能是小规模购债和/或很短时间的延期，比如只延长三个月，但他承诺一定会延期。该声明是在新闻发布会而非在新闻公报中做出的，所以其他委员是否支持还有待观察。但如果德拉吉不履行承诺，他的信誉就将岌岌可危。他在新闻发布会上想尽办法强调该计划的灵活性，间接为再度延长购债计划铺路。有些委员担心可用资产不足或自设的发行者/发行限额被超出，他对此明确表示反对。

保持开放的重要性

为什么保持购债计划的开放性如此重要？首先，因为这保证了 2018 年 9 月之后仍有充分的选择余地。此点不言而喻。其次，德拉吉说“这一计划当然不会

¹ 努特·韦林克，国际顾问委员会成员，荷兰中央银行前行长



突然停止”，他的话使主要政策性利率的上涨得以推迟。为什么这么说？多年来，欧洲央行的口头禅是他们预计欧洲央行主要利率将“在很长一段时间里维持在目前水平，并远远超过净资产购买计划的结束期限”。德拉吉认为“远远超过”这个词很关键，称它“对稳定利率预期非常、非常重要”（华盛顿，10月12日）。所以如果你推迟净购买的结束期限，那么政策利率上涨的时刻也将延后。

结束净购买不光涉及未来欧洲央行主要利率上调，也涉及到到期证券再投资：“欧洲央行还决定在净资产购买计划结束后一段时间里，将APP项下到期证券的本金进行再投资，在任何情况下，如有必要都会持续更长时间”。因此他们已经明确承诺，净资产购买结束很长一段时间后，欧洲央行才会开始缩减其资产负债表并借此收紧政策。

在11月20日的欧洲议会委员会会议上，德拉吉又反复强调了这两个承诺。但是请注意，这两个承诺没有考虑到欧洲经济已经连续增长四年多，目前增长率达到2.5%，而且失业率处在2009年1月以来的最低水平。

为什么坚持超宽松货币政策

为什么德拉吉如此坚定要继续欧洲央行的超宽松货币政策，而且得到了管理委员会绝对多数的支持？前段时间，德拉吉提出了三P原则：耐心（patience）、审慎（prudence）和坚持（persistence）。他认为，如果要“遵照欧洲央行接近但低于2%的通胀目标持续调整通胀路径”，就必须坚持三P原则。几年前，他称实现该通胀目标是“道德和法律义务”。欧洲央行表示需要在充分确信通胀率将以可持续的方式达到（接近）2%后才会结束购买净资产。如果净资产购买结束的时刻真的到来，那我认为欧洲央行就陷入、至少可能会陷入严重的沟通和信誉问题。直到今天，它一直明确且无条件地承诺并且现在仍然承诺，下一步的政策措施（缩减资产负债表、上调主要政策利率）只有在净资产购买结束很久之后才会实施。所以，目前官方传出的退出政策是在通胀率可持续调整至接近2%很久后才收紧货币政策。

欧洲央行罔顾经济状况（明知我们现在已经处于2.5%的增长轨道上），仍然近乎盲目坚持过去的承诺，这毫无意义。欧洲央行这么做正在将自己逼入困

境，并有可能成为自己措辞的囚徒。除非管理委员会准备在多年没达成目标后冒通胀率超过 2% 的风险，否则我无法理解他们目前的做法。但那样的话，他们应该保证这一政策透明。

通胀之谜

现在我们来思考一下，如果未来一段时间内通胀率不能以可持续方式快速到达（接近）2%，那么会发生什么呢？另外，在这种情况下，沟通/退出问题也在不断加剧。主要经济体的通胀率依然出奇疲软。各央行行长的最佳猜测是消费价格很快会加速上涨，但是对于目前又一轮令人失望的通胀数据，他们拿不出很好的解释。

如果不能很好解释通胀率低的原因，又冒着当前低通胀环境持续的风险，带着“不惜一切代价”的态度去实现（接近）2% 的目标是非常危险的。这种做法可能导致彻底不平衡的货币政策。最终央行可以制造几乎任何程度的通货膨胀，但过了特定时间后，微调再也行不通，还会面临严重的负面影响。

在我看来，已经长期存在的低通胀要归因于全球化、互联网的使用等技术发展以及人口发展。这并不是说通胀率不会在某个时刻回升，而是意味着各央行不该着迷于一个十分精确的通胀目标，否则就会冒过久奉行过宽松货币政策的危险。

正在酝酿的危险

目前，世界经济的各个方面看起来都十全十美。当前来看，至少在未来几年里，这种情况还会持续。欧洲央行口头表示要延长“货币政策正常化时期”，那如果在此期间全球经济增速放缓呢？如果欧洲央行还没能及时开始缩减资产负债表和提高政策利率，情况将非常不容乐观。正常化不足意味着当下一次危机袭来时，无论是由何种原因引发，欧洲央行都几乎没有货币工具来应对。

结论



欧洲央行应该调整自设的不理性退出策略，这种策略是由于过长时间地坚持某种特定的退出承诺。从更广阔的风险管理角度来看，除了改变其政策和沟通战略别无他法。考虑到管理委员会大多数成员最近所持的强硬意见，这并不容易。到最后，无论过去说过什么，现实情况是当经济蓬勃发展时，央行必须收紧其政策，即使通胀率没有达到目标值而且/或者承诺过在净资产购买结束较长时间后再进一步收紧。如果经济脱离轨道，无论是由何种原因引发，过晚启动紧缩周期将使欧洲央行的货币政策工具箱空空如也。

Monetary Policy in Europe: Exit Problems

Nout Wellink¹

In 2007/2008 central banks came to the rescue of the system. Initially they used their traditional instruments, but step by step they also introduced so-called unconventional policies: forward guidance and quantitative easing. Starting such a policy is relatively easy, ending is more complex. A balanced, well-communicated, flexible enough exit from the present, ultra loose monetary policy by the ECB is key to a smooth functioning of financial markets. In the following I want to focus on the present, to my mind problematic exit-strategy of the ECB.

A dovish meeting

The ECB was remarkably dovish at its last (25/26 October) meeting. Although it halved its monthly bond buying program for the first 9 months of 2018 from 60 to 30 bln., Mario Draghi stressed several times during the press conference that the decision was for an open-ended programme, adding to it :*“certainly it’s not going to stop suddenly. It’s open-ended and the large majority expressed its preference for keeping it open-ended”*. So, Draghi clearly announced some further extension of the programme after September 2018. It might be an extension for small amounts and/or a very short period, three months for example, but an extension he promised. This announcement was done during the press conference and not in the press communique. Therefore it remains to be seen whether other governors feel committed. However, if Draghi does not deliver his credibility is at stake. He indirectly paved the road for a further extension by going out of his way in the press conference to stress the flexibility of the programme. He also made it clear that he does not agree with those who fear a scarcity of available assets or an overrun of the self-imposed issuer/issuance limits.

¹ Nout Wellink, Member of IMI International Advisory Board, Former President of the Dutch Central Bank

The importance of open-endedness

Why is it so important that the programme is still open-ended? First and foremost, because it keeps all options open for the period after september 2018. That is self-evident. Secondly, Draghi's remark that "*certainly it is not going to stop suddenly*" delays the moment that key policy rates will go up. Why? For several years in a row the ECB-mantra is that it continues to expect the key ECB interest rates "*to remain at their present levels for an extended period of time, and well past the horizon of our net asset purchases*". Draghi sees the phrase "*well past*" as crucial, as "*very, very important in anchoring rate expectations*" (12 October, Washington). So, if you move the horizon of ending the net purchases backwards, you also move backwards the moment that policy rates will go up.

Not only a future increase in key ECB rates is linked to the termination of net purchases but also the reinvestments from maturing securities are: "*The ECB also decided to reinvest the principal payments from maturing securities purchased under the APP for an extended period of time after the end of its net asset purchases, and in any case as long as necessary*". So, there is a clear commitment that it will take an extended period after the horizon of net asset purchases before the ECB will start shrinking its balance sheet and tightening via this channel its policy.

Mind you, these two pledges - repeated by Draghi in a Committee meeting of the European Parliament on 20 November - are regardless the fact that the European economy is already growing for more than four years in a row and at present on a 2.5% growth path, with unemployment at its lowest level since January 2009).

Why this ultra loose monetary policy

Why is Mr Draghi so adamant to continue the ECB's ultra-loose monetary policy, supported by a clear Governing Council majority. Some time ago Draghi introduced the three p's: *patience, prudence and persistence*. Sticking to the three p's is in his view

necessary to realize “*a sustained adjustment in the path of inflation consistent with the ECB’s inflation aim of close to but below 2%*”. A few years ago he called the latter “*a moral and legal obligation*”. The ECB says it needs to be sufficiently convinced that inflation is on a sustainable path to (close to) 2% before ending net asset purchases. If that moment, the moment of the ending of the net asset purchases, would arrive, the ECB runs to my mind, potentially at least, into serious communication and credibility problems. It has committed and is still committing itself, as of today, in clear, unconditional terms that the next policy steps (the shrinking of its balance sheet and the increase in key policy rates) will only take place after an extended period/ well past the horizon of the ending of net asset purchases. So, the officially communicated exit-policy at this very moment is to only tighten monetary policy well past the moment that inflation is at a sustainable path close to 2%.

It makes no sense that, regardless the economic situation (knowing that we are now already on a 2.5% growth path) the ECB is still sticking, almost blindfold, to its earlier promises. By this approach the ECB is painting itself into a corner and threatens to become the prisoner of its own wordings. I can only understand the present approach if the Governing Council is prepared to take the risk of a higher inflation than 2%, after so many years of falling short of the target. But then they should be transparent about this policy.

The inflation mystery

Let’s now reflect on what would happen if inflation in the coming period does not go, in a sustainable way, fast enough into the direction of (close to) 2%. Also in that case there is a growing communication/exit problem. Inflation in the major economic blocs remains surprisingly soft. Central bankers best guess is that consumer prices will soon accelerate, but they don’t have a good explanation for the time and again disappointing inflation figures.



In the absence of a good explanation for the low inflation rate, while running the risk of a continuation of the present low inflation environment, it is dangerous to have a “*Whatever it takes*” attitude to realize the (close to)2% goal. Such an approach might result in a completely unbalanced monetary policy. Eventually a central bank is capable of generating nearly any amount of inflation, but after a certain moment finetuning is not possible anymore and serious negative side-effects set in.

To my mind the already long period of low inflation is due to globalisation, technological developments, including the use of the internet, and demographic developments. That is not to say that inflation will not pick up at a certain moment, but it implies that central banks should be less obsessed by a very precise inflation target. Otherwise they run the risk of pursuing too loose a monetary policy for too long a period.

A looming danger

Everything looks fine and dandy in the world economy at the moment. For the time being the assumption is that this will remain so for at least the next few years. But what if, within the “monetary policy normalization period”, verbally so much extended by the ECB, the world is hit by a slowdown in growth? If the ECB has not started in time with reducing its balance sheet and increasing its policy rates, a very unpleasant picture emerges. Insufficient normalization means that when the next crisis will hit us, for whatever reasons, the monetary toolbox of the ECB is almost empty.

In conclusion

The ECB should adjust its self-imposed, irrational exit strategy, caused by sticking too long to certain exit phrases. There seems, from a broader risk management point of view, no alternative to changing its policy and communication strategy. That will not be easy, taking into account the strong views which, until very recently have been taken by the majority of the Governing Council. At the end of the day, and regardless what has been said in the past, the reality is that in a booming economy central banks have to

tighten their policies, even if inflation is not at the targeted value and/or even if they have promised to wait with further tightening for an extended period of time after ending net asset purchases. And if - for whatever reasons -the economy does not remain on track, too delayed a start of the tightening cycle will leave the ECB with an empty monetary toolbox.



系列二十一：直接投资推动人民币国际化的具体路径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》第四章。

提高人民币的投资使用比例

在新的历史发展阶段，扩大对外直接投资既是中国经济稳健发展的内在要求，也是推动经济全球化及人民币国际化的重要路径。2016 年中国对外投资流量达到 1701.1 亿美元，排名位居世界第二，而且对外承包工程新签合同金额超过 5000 万美元的项目达到 815 个。在如此大规模的对外投资中，东道国对相当数量的项目是愿意接受人民币的，只要企业积极主动选择使用人民币作为投资货币，就有可能直接提升人民币在全球直接投资中的使用比例。

在对外直接投资中企业使用人民币至少有两大优势，一是可以在国内熟悉的制度、环境下更便捷地获得充裕的资金供给，增加资本可获得性和市场竞争力；二是避免汇率风险和价格波动，尤其是那些主要以中国为供求市场的直接投资项目，原材料、中间产品投入或产品销售收入以人民币计价和结算，为了减少汇兑

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

环节、降低汇兑风险或价格波动性，有使用人民币投资的强烈动机。当然，被投资国接受人民币的主观意愿，海外子公司的市场策略，使用国际货币的习惯，也是影响人民币作为直接投资计价货币选择的重要因素。

在《人民币国际化报告 2015》中我们曾详细论述了“一带一路”建设与人民币国际化的相辅相成关系，得出了基础设施、产业园区建设、大宗商品交易、电子商务可成为人民币国际化重要突破口的结论。一带一路沿线大多数国家基础设施薄弱、建设资金缺口巨大，而中国基础设施建设能力强大、资本相对富裕，具备对外投资的充分必要条件。中国可以运用自身的比较优势，在沿线国家迫切需求的基础设施项目建设中，合理地提供资金、设备技术、管理和劳务，在符合双方利益的前提下，尽可能使用人民币投资，有利于控制建设成本、降低汇率风险，提高项目的经济效率。除了基础设施投资外，中国为基础设施项目建设提供的多种形式的资金支持，如银团贷款、发行债券甚至提供政府援助等，也应该尽量遵循借、用、还货币统一原则，以便最大限度减少汇率风险。

基于一带一路沿线国家存在较高的经济互补性和供求匹配度，扩大国际产能与装备制造合作是实现互利共赢的有效途径。中国在国内产业园区建设方面积累了丰富的经验，合作共建国际产业园区可以全方位推动中国与东道国的深层次合作，构建以投资促进资源优化配置、带动进出口贸易的新格局，为中国企业批量走出去提供理想平台。在“一带一路”沿线国家产业园区建设中，可推动人民币跨境资本运用及结算运用，形成人民币全球使用的交易网络，将从各个方面形成合力、共同推动人民币的境外使用。

提高贸易人民币计价结算份额

跨境贸易人民币计价结算是实现人民币国际化战略的基石。随着经济结构的调整和贸易转型升级的推进，中国正逐步由贸易大国转变为贸易强国，突出表现在贸易谈判中拥有更大的定价权、主动权，这就为中国的跨国公司选择人民币进行贸易计价结算提供了必要条件。

直接投资具有贸易效应，能够拉动双边贸易，扩大贸易的深度与广度。对外投资大国英国、美国、德国及日本的历史证明了这一点，这些国家依托规模巨大的对外投资，国际贸易规模一直名列世界前茅，直接投资的贸易效应非常显著。



通常，跨国公司在贸易计价结算货币的选择中握有较大的主动权，主观上更倾向于选择使用母国本币，因此，对外投资大国的本币被广泛使用于贸易计价结算，并成为主要国际货币。

当然，贸易计价结算货币的选择还取决于其他多种因素，如出口产品的可替代性、出口企业的定价权、外汇交易成本及币值稳定性等。长期以来，中国贸易大而不强，出口产品可替代性较高，出口企业定价权较低，人民币结算不够便利，这些因素构成制约贸易人民币计价结算的瓶颈。随着中国境外子公司的增加，中国企业对国际生产、贸易的主导权会逐步提高，能够带动更多的贸易，并获得更多的贸易定价权。当中国的跨国公司使用人民币对外投资或人民币融资时，选择人民币作为贸易计价结算货币尤其理所当然。此外，外国的跨国公司以中国作为主要市场，出于降低汇率风险、稳定成本或收益考虑，也乐意选择人民币进行贸易计价结算。2008 年国际金融危机以来，相对主要国际货币汇率的剧烈波动，人民币汇率保持了基本稳定，为跨境贸易人民币计价结算创造了有利条件。

扩大对外直接投资，主要通过三条途径提高人民币贸易计价结算占比：一是拉动贸易。直接投资将投资国和被投资国的资源进行整合，形成供产销链条，有利于增加两国之间的贸易。由于中国在基础设施建设、管理方面具有明显的国际机制优势，对外进行基础设施项目投资时，东道国需要大量采购中国产品和劳务，不仅可扩大双边贸易，还可带动更多人民币计价结算。二是增强产品竞争力，要在沿线国家生存和发展，对外投资企业必须拥有一定的技术优势，迫使企业加大研发力量，确保自身产品技术含量较高、竞争力较强、较少被当地企业替代，而这样的产品特点有利于提高企业定价权，中资企业可更多使用人民币计价结算。三是提高中国在国际产业链分工的地位和主导权。当前的国际贸易主要是跨国公司发起、组织的，扩大对外投资规模，可增加中资企业的贸易主动权，提升其国际产业链中的地位。在投资规模相同的情况下，投资结构是决定跨国公司贸易主导权的关键。因此，中国在扩大对外直接投资时，需要有意识地选择一些特定的项目、行业和国家，鼓励在国际产业链占据主导地位的企业进行跨境并购，从而实现优化资源配置的目标，为企业主动选择人民币计价结算创造更好的条件。

直接投资在推动人民币国际化进程中可以发挥杠杆效应, 不仅自身可以增加人民币使用份额, 还可以带动数倍于自身规模的贸易人民币计价结算, 是推动人民币国际化的新生力量。通过扩大对外直接投资, 获得更大的贸易效应, 提高跨国公司的贸易主导权和议价能力, 进而夯实人民币的贸易计价结算功能。

壮大人民币国际化的金融主力军

随着中国对外直接投资规模不断扩大, 企业跨国经营所需的跨国界、跨市场投融资、结算、资产管理等金融服务需求迅猛增加。为了满足客户不断发展变化的新需求, 金融机构尤其各大商业银行不得不加快国际化步伐, 纷纷采取跟随策略, 创新金融服务于产品, 提供跨境金融业务, 在海外布局更多设立分支机构。截至 2015 年末, 中国五大国有商业银行中, 中国银行拥有海外机构 644 家¹, 中国工商银行拥有海外机构 404 家², 中国建设银行拥有海外机构 27 家, 中国农业银行拥有 17 家, 中国交通银行拥有 15 家, 总计 1000 多个海外机构覆盖了全球 50 多个国家和地区。五大商业银行其他国际化数据具体见表 1:

表 1 2015 年中国五大国有银行国际化数据比较

		中国 银行	中国工 商银行	中国建 设银行	中国农 业银行	交通 银行
海外机构 (家)	2015 年	644	404	27	17	15
	集团占 比	5.54%	2.31%	0.19%	0.00	6.52%
海外人员 (人)	2015 年	24983	14428	567	722	2199
	集团占 比	8.06%	3.09%	0.15%	0.14%	2.40%
海外资产 (百万人民 币)	2015 年	4830802	1818895	933340	713323	701231
	集团占 比	27.01%	8.20%	4.35%	4.01%	9.80%
海外收入 (百万人民 币)	2015 年	93081	66605	13902	18106	10000
	集团占 比	19.62%	9.55%	2.30%	3.38%	5.16%

¹ 中国银行统计数据口径包含下一级分支机构, 如储蓄所。

² 中国工商银行统计数据口径也包含下一级分支机构。



2018 年第 1 期总第 244 期

海外利润 (百万人民币)	2015 年	54754	206	5310	3926	4093
	集团占比	23.64%	0.07%	1.78%	2.17%	6.15%

资料来源：各银行 2015 年年报数据

注释：中国银行与中国工商银行海外机构数包含下一级分支机构，如储蓄所。其他三家银行只含一级分支机构。

显然，中国企业的对外投资与金融机构的国际化相伴而行，两者之间具有互相促进、共同发展的合作共赢关系。从实体经济角度看，对外投资及其拉动的国际贸易增加了跨境支付结算、投融资、现金管理等多元金融需求，为中资金融机构走出去、发展跨境金融业务提供了更加宽广的市场，也为人民币离岸业务、离岸市场发展注入了新动力。与此同时，中资金融机构加大对外投资力度，增加海外机构和网点，提供多种多样的产品及服务，在实现自身业务国际化、收入渠道多元化目标下，为中国跨国企业开拓国际市场、赢得竞争力提供关键的金融支持，也为金融交易、贸易结算中扩大人民币的使用范围创造了必要条件。因此，对外直接投资中必须保持一定比例的金融机构对外投资，使得金融类投资与非金融类投资协调发展，互相促进，以便在促进金融机构国际化发展的同时为实体经济的国际化经营提供足够的支撑，发挥人民币国际化加速器和催化剂作用。

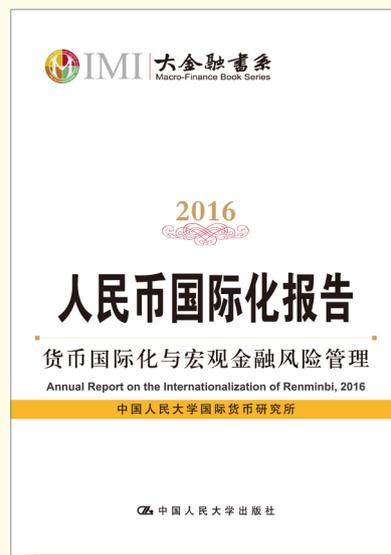
在人民币国际化的过程中金融机构是最具活力的推动者，并非被动记录和提供人民币跨境业务，而是推动人民币国际化的主力军。任何一个主要国际货币，都有全球分布广泛、发达的离岸市场，这是经济全球化背景下国际货币能够被便利使用的必要条件。这就意味着，人民币国际化需要发达的离岸市场，需要国际化程度高的中资金融机构。如果中资金融机构能够提供高效、便宜的人民币跨境结算，提供丰富的人民币投融资产品，提供高质量的离岸人民币保值增值、资产管理服务，就能吸引更多中外企业在投资和贸易中使用人民币，在使用主体、使用范围、使用规模不断扩大的基础上，建立起人民币交易网络，培育人民币使用的习惯。离开金融机构的积极推动及离岸市场人民币业务的发展，人民币国际化的道路将会变得异常艰难。因此，应该鼓励金融机构对外直接投资，完善人民币离岸市场的布局，壮大人民币国际化的金融主力军。

值得注意的是，直接投资是一个双向的行为，在鼓励中资企业走出去的同时，还应该鼓励外资企业来华投资，建立顺畅的资本流动机制，尤其是人民币跨境循

环机制。尽管 2011 年中国人民银行公布实施《外商直接投资人民币结算业务管理办法》及相关配套细则，对直接投资项下建立人民币循环机制提供了政策支持，有力地促进了人民币在外商对华直接投资（RFDI）中的使用，但是仍然存在一些制度障碍，人民币回流渠道不够顺畅。目前制约境外人民币使用及持有规模的一个重要因素是离岸市场人民币品种较少，投资渠道不足，人民币资产的保值增值能力较弱。在人民币国际化进程中，应该拓宽人民币的使用途径，鼓励外商投资更多使用人民币结算，完善人民币国际大循环机制，从而增强境外微观主体持有人民币的积极性和动机，进一步提高离岸人民币市场需求，推动更多外资金融机构接受和开展离岸人民币业务。

《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




0755-26416011


xft@xfintech.com.cn


深圳市南山区高新科技园腾讯大厦
2368号怡化金融创新中心2015

