

【“2018国际货币论坛”专题】

涂永红：增加直接交易币种，破除人民币国际化的现实障碍

王国刚：调整杠杆结构，鼓励大型企业发行中长期债券

韩红梅：以中非产能合作为契机，推进人民币国际化

黄金老：中国市场还有很大吸引力吗

丁剑平：把控好“流动性”来应对人民币贬值压力

郭建伟：人民币成为中亚五国隐性货币锚的条件日臻成熟

祁斌：“一带一路”与跨境投资

【海外之声】

德斯蒙德·拉赫曼：美国财政政策可能刺破资产泡沫

——艰难的信贷重新定价将损害新兴市场

马克·索贝尔：默克尔、马克龙和欧洲集体行动条款

——困境中的欧洲如何脱身

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：李虹含

编委：安 然 朱霜霜 魏 唯

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：杨章轶

美术编辑：张耘峒

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街59号文化大厦605室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn



增加直接交易币种，破除人民币国际化的现实障碍

涂永红¹

2015 年我们《人民币国际化报告》主题是“一带一路”建设中的机遇和挑战。当时我们的研究表明，“一带一路”建设与人民币国际化相互促进，是人民币国际化的重要突破口。使用 2014 年的数据，如果“一带一路”沿线国家与中国进出口贸易的 50% 能够使用人民币计价结算，人民币在全球贸易当中的结算份额将提高到 3.5%。

然而，用 IMI 推出的人民币国际化指数 RII 来衡量，2017 年人民币在全球使用的份额，才达到 3.13%，其中贸易人民币结算份额还未达到 2015 年测算的水平。主要原因在于“一带一路”沿线许多国家对华贸易中没有选择人民币，也没有使用他们的本币，而是习惯于路径依赖，使用美元或者欧元。毫无疑问，人民币国际化最大的障碍是缺乏网络效应，而网络效应建立在强大的基础设施、清算体系和交易制度之上，一旦形成，很难改变。

人民币国际化要在“一带一路”实现突破的关键是降低交易成本。如果人民币不能和这些国家的货币，例如埃塞俄比亚、巴基斯坦等国的货币进行直接兑换，而是要通过美元套算，意味着实际上要进行两次货币兑换才能完成一笔交易，需要支付比直接兑换更高的成本。企业都是精打细算的，过高的交易成本，必然使其放弃使用人民币。

所以我的观点是：增加直接交易币种，破除人民币国际化的现实障碍。

2015 年 8.11 汇率形成机制改革之前，人民币较长时期单边升值，推动了人民币国际化快速发展，在此之后人民币开始双向波动，迫使国际套利资本撤出人民币，RII 指数开始下跌，直到 2017 年触底的回升。目前，人民币国际化面临很大的挑战，一方面中美贸易摩擦有升级危险，打击市场对人民币的信心；另一方面主要发达国家货币政策转向，退出量化宽松，开始从紧，而我国实行不松不紧

¹ 涂永红，中国人民大学国际货币研究所副所长、四川省金融工作局局长助理

的中性货币政策。货币政策分化也会加速资本的外流，不利于投资和自己稳健增长。

如何一步一步地形成人民币的网络效应？这是一个必须解决的重要现实问题。扩大贸易人民币计价结算的范围至关重要。在贸易商品特别是大宗商品里面，我国企业缺乏足够的定价权，几乎没法使用人民币。怎么样破解这个难题？根据我们对企业进行的调研，扩大人民币使用是有机会的。以成都为例，作为“一带一路”和长江经济带的交汇点，成都在中欧班列中占据重要地位，在 2017 年发出的两千多趟中欧班列中，成都占了一半，贸易规模还在不断扩大。如果基于中欧班列，贸易品能够更多使用人民币计价结算，就会实实在在增加人民币国际化的推动力。

贸易和金融是人民币国际化的两大驱动力。人民币国际化起步于贸易计价结算，在中国更大开放格局下，目前以及未来相当长一段时期内，贸易仍然是人民币国际化的主要驱动力。人民币的市场需求不断扩大，许多在一带一路投资的企业具有较强的使用人民币的意愿，这样他们就能较好地规避汇率波动风险。而且，一些东南亚国家以及中亚、非洲国家的企业和个人，也非常愿意持有人民币的。因为人民币的币值比他们的本币稳定得多。过去十年当中，SDR 货币篮子中最稳定的货币就是人民币。一些学者的研究表明，人民币是中亚国家、东南亚国家最理想的货币锚。在今年陆家嘴金融论坛上，人民银行原行长周小川指出，人民币国际化是一个水到渠成过程，货币的计价选择是一个市场选择行为，你不能强迫企业使用哪种货币，也不能强迫企业不使用哪种货币。

为什么人民币走出去还是步履艰难呢？因为人民币的交易平台不够大，能够直接兑换的币种也不够多。需要在如下方面要做好扎实的工作，破除人民币国际化的现实障碍：

1、中国经济还要继续保持稳定增长，一定要在技术上，尤其是在关系到人类未来发展的核心技术上率先实现突破，要解决打造人类命运共同体面临的重要技术难题。

2、大胆创新，扩大人民币的使用空间。成都自贸区先行先试，在多式联运贸易融资方面实现突破。提供新的贸易融资工具，推动中欧班列的国际贸易发展。赋予铁路提单类似海运的物权属性，以此为基础开立信用证和其他融资工具。依



托铁路联运和一单制，运用大数据的技术，制定新的贸易融资规则，以融资推动贸易，进而为人民币国际化提供新的抓手。

3.增加人民币与“一带一路”参与国的货币直接兑换。人民币要成为主要的国际货币，就应该能够与更多的国家货币进行交易和兑换。应该选择哪些“一带一路”国家货币呢？我认为有三个依据：（1）该国与中国经贸关系比较紧密。（2）两国央行之间签订了货币互换协议，货币当局支持使用人民币。（3）金融机构有参与交易的意愿，由于一带一路沿线国家的货币交易量较小，货币汇率波动较大，需要中资银行在这些国家的分支机构、或者这些国家的金融机构以及第三方金融机构共同参与交易，让人民币更容易获得。通过增加人民币与“一带一路”沿线国家货币的直接兑换，有利于企业选择人民币或当地货币计价，提高合同签约的成功机会。

调整杠杆结构，鼓励大型企业发行中长期债券

王国刚¹

从中国规模以上工业企业的资产负债比例看，2017年的资产负债率为55.5%，与欧美国家的大中型企业相比，我国企业的资产负债率并不算高，但是，我国企业严重缺乏中长期负债，资产的流动负债率明显高于欧美国家的实体企业。“杠杆”作为债务（债务资产或债务资金）有着增强企业的盈利能力、推进经济结构调整、促进资产重组等功能，同时，又是实体企业经营运作中不可缺少的资产，从这个角度来看，杠杆“去不得”，关键是要调整“负债的期限结构”，大量增加中长期负债，降低流动性负债，由此“熨平”实体企业负债期限结构。所以，在“去杠杆”中关键是调整我国实体企业杠杆期限结构，缓解当前的债务问题。

“去杠杆”这个词从10年前美国金融危机爆发就提出来了，讨论的时间已经很长了，但我认为关于“去杠杆”的一系列问题值得进一步分析。杠杆，通常指的是负债规模；杠杆率，是指债务规模与某一个经济指标进行比较，比如说GDP、资产总量等，由此形成不同的杠杆率指标。国外现在流行的指标是债务总规模/GDP。这一指标80年代就有，这些年国内一些人也在用。从杠杆原理来说，杠杆的支点必须是固体，不能是流体，而GDP是个流量，用流量去翘动存量，怎么个翘法？所以，这一指标本身就违背了经济学最基本的原理。

从现实的角度来讲，就某年的起始时点计算，负债总额是一个存量，是前面若干年留下来的存量，而此时GDP可能还未创造出来，比如2018年1月1号0点时GDP几乎为0，由此，杠杆率为0；如果此时GDP已开始创造了，那么，由于GDP数额非常小，所以，杠杆率可能是无穷大。在1年的经济运行中，GDP不断创造出来，到2018年12月31号23点59分，杠杆率将是最低的，因为在这1年中新增的债务量和原来存量加在一起，没有新创造的GDP的增长率得快，由此，从全年来看，杠杆率是持续下行的。这样一种杠杆率走势，恐怕说明不了什么问题。

¹ 王国刚，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国社会科学院学部委员



由于GDP是最终产品的价值，每个企业都不太清楚自己的GDP数额，也就不清楚自己的杠杆率，由此，要“去杠杆”，对他们来说，无从下手，也不知道目标在哪里。这意味着，债务总额/GDP的方法缺乏现实的实践性。

再者，由于债务总额和GDP之间并不存在必然的内在联系，GDP高的债务总额不见得高，债务总额低的GDP不见得低，由此，二者之间没法揭示出金融风险、经济危机的内在关联。

所以，从这样一个角度来讲，我并不支持用债务总额除以GDP的方式来讨论杠杆，然后再从这个角度上去讨论去杠杆、降杠杆等问题。

我认为研究杠杆率应该回到资产负债率这一指标上来。资产负债表的创立已有150年的历史，全世界几乎所有的企业法人都能计算出自己的负债率，以此为抓手就能够抓到实处。同时，由于资产总额和负债总额同属存量，所以，二者之间有着内在的联系。用这样一种方法来讨论“降杠杆”、“去杠杆”对企业来说是很清楚的。因为任何企业都明白，它的杠杆率多少，它能采取什么样的措施把负债降下来或者把资本加上去。所以，我认为如果要讨论去杠杆这件事，在中国，乃至在全世界，最适合的指标是资产负债率。

下面我们讨论“去杠杆”。首先，从中国规模以上工业企业的资产负债总额来看，2017年它们的资产总额是112.3万亿元，债务总额是62万亿元。“去杠杆”中的“去”，在中文中意味着“不要”、“去掉”等。如果从字面理解，这就意味着在中国，不需要去杠杆了。我们能不能得出这个结论？如果所有的债务都不要，就意味着那62万亿元的债务统统不要了，这样做的结果就是：第一，国民经济崩溃；第二，金融崩溃（因为这些债务主要来自于金融），这将导致多少企业关门，多少人下岗，由此可见杠杆“去”不得。

债务性资产是实体企业经营运作资产的构成部分，去杠杆不等于杠杆率降为0。我们首先要明白，企业的杠杆是怎么来的？企业的债务主要来自两个部分：

- 1、企业在购销活动中所产生债务链条——应收账款。我们可以看到，在规模以上工业企业的资产负债表中“应收帐款”在企业链上债务中所占的比重在2017年底的时候达到21.67%。2012年以后，这个比重在不断上升，这就意味着

企业的产品不好销售，而 PPI 连续 54 个月也一直在下降，它们之间存在着一定的联系。

2、流动负债。由于统计局没有公布这一数据，我只好找了“流动资产”来做替代，大约占总负债的 80%。流动负债是金融性借款，金融性借款要么来自于银行，要么来自于发行债券，在中国它主要来自于银行。

这些债务在去杠杆中“去”得了吗？恐怕没那么简单，中国现在存在融资难、融资贵的问题。同时我们还看到，我国的新增债务在不断的增加，今年上半年新增贷款就增加了 9 万亿元。如果资产负债率为 50%，这就需要有 4.5 万亿元的资本性资产来匹配，而我们有那么多资本性资金与其匹配吗？就固定资产投资而言，按原规定要有 30% 的资本金，这意味着开始投产的时候，它的资产负债率已经是 70%，而流动资金在哪还不知道。但 2014 年我们又把固定资产投资的项目资本金比率从 30% 降到 20%，这说的全国资本金严重缺乏。

在企业经营过程中，债务性资金有着很重要的作用，比如说通过负债的过程，来增强企业的盈利能力，提高企业的盈利水平。我们讲说中国经济从高速增长转向中高速增长，转向高质量发展，高质量发展中有一条非常重要的内容就是要提高效率。要提高效率的话，对任何企业来说仅仅靠资本是不够的，还必须靠负债。其次，债务资金在促进实体经济结构调整、资产重组、并购等方面也有积极作用，所以，不能认为债务只有负面性。对中国而言，我们要进行供给侧结构改革，要去产能、去库存，这个过程中有一些企业需要坚决“去杠杆”，这些企业大致有三类：1、应着力降低与去产能去库存直接相关的产业部门及其企业的负债率；2、应着力去掉僵尸企业的负债率；3、应着力降低乃至去除那些严重污染环境且长期治理无效的实体企业的杠杆率。

重要的问题是，究竟我们该怎么调整杠杆结构？我国规模以上企业的资产负债率为 55.5%，而欧美很多国家的大型企业资产负债率为 70%-80%，同他们相比，我们明显要低很多，因此，似乎没有理由来降杠杆。然而，在欧美国家的一些大型企业中，他们并不承认自己有那么高的资产负债率，因为对于他们而言，重要的是资产流动负债率。为什么流动负债重要呢？因为对任何机构而言，它当期的财务风险是当期到期债务本息所引致的，那些 5 年、10 年后要还的债务本息在今年不会引致财务风险的，这就需把眼界给定到每一个当期，把当期给盯



死。而中国企业的资产负债率中，绝大多数负债都是流动负债，它们严重缺乏的是中长期负债，由此，就流动负债率而言，我们的实体企业明显高于欧美国家的大型企业。

不能看出，中国“去杠杆”的关键问题是要“调整负债期限结构”。什么意思？大量增加中长期负债，降低流动性负债，由此把负债的期限结构给它熨平了。从这个角度来改，就必须优化金融产品的供给结构，去年 7 月份，习总书记在全国金融工作会议上讲了金融工作的四大原则，其中第二条讲“优化结构”。我们过去说“优化结构”一般都是针对实体部门而言的，优化工业结构，优化经济结构等等，但此处讲“优化结构”是讲优化金融结构，其中一个很重要的就是优化金融产品结构，使得这些产品能够有效的通过优化结构来支持实体企业，这样一种优化结构不仅要加快资本资金，而且需要大量发展长期公司债券。

如果在座每个人都是做银行信贷产品的，假定有一家大型企业需要 20 亿元的贷款，另外有 1000 家小型企业每家需要 200 万元的贷款，请问，你们会把款贷给谁？很简单，当然贷给大企业 20 亿元，这样办一次手续就够了；而如果贷给 1000 家小企业，每天了解 1 家企业，得耗费三年以上的的时间。我们都在讲，小微企业融资难融资贵，实际上大型企业一样融资难、融资贵，一些人说大型企业融资便宜，只是在于他们贷款利率与小微企业相比比较便宜，但是和他们本来可以选择的其他融资渠道相比，仍然是贵的。银行贷款一年 6% 的利率，而现在发行 5 年期债券的利率是 4% 左右，所以，让大型企业去发债，银行的钱只能向小微企业倾斜。因此，中国必须加快推进这一部分的改革。

中长期债券在资产负债表的右列中列入“非流动负债”（或“中长期负债”）范畴，它位于“流动负债”之下、“所有者权益”之上，它本身就具有准资本的属性。通过发行长期公司债券就可以调整目前的杠杆率，缓解当前的债务问题。

以中非产能合作为契机，推进人民币国际化

韩红梅¹

我今天想跟大家交流的是以中非产能合作为契机，推进人民币国际化。1977年中国的人均 GDP 只有 156 美元，2017 年我们已经达到了 8836 美元。非洲的很多国家在上个世纪 70、80 年代，城市建设和人均 GDP 水准是高于中国的。所以很多非洲国家对中国的进步之快感到震惊，怎么一下就爆发了？历史上和现实中，中非传统友谊一直基础深厚，互动密切，也可以说在发展上非常同步。中国在十九大提出了两个一百年的发展目标，非盟在 2015 年初，制定了 2063 年非洲发展愿景，也就是非盟成立 100 年的规划。2015 年 12 月，习主席在南非约翰内斯堡中非峰会论坛上提出了对非合作的十大计划，并宣布成立首批出资 100 亿美元的中非产能合作基金。中非产能合作不是向非洲输出落后的产能，而是在中非之间搭建一个桥梁，实现优势互补。

首先，中非产能合作在现阶段和未来很长一段时间是双方共同的需求。改革开放几十年力，中国已经形成了很多有优势的产能。我们 80、90 年代，承接了亚洲四小龙的产能转移，一些劳动密集型产业，从服装纺织、轻工、电子装配到城镇化发展带动的建材、钢铁、水泥等，解决了大量的就业，明显改善了中国人民的生活。今天对非洲来说是承接产能转移一个机会窗口。非洲人民和中国人民有着共同的相似的需求。就像前一段时间阿里巴巴培训了 30 来个来自非洲的创业青年，他们其中的一个青年说，他去过美国的硅谷，也去过伦敦学习，但是他发现，中国的经验更加接近非洲现阶段的现实，对非洲也更加的有帮助。我第一次去非洲的时候，在赞比亚，我在大街上和一个小摊主聊天，她说你们中国人到我们这儿能帮我们干什么？我说你希望中国人帮你们干什么？她说需要就业机会和商业机会。中非产能合作将带来更多的就业和商机。

非洲的比较优势和中国互接是双方互利的。非洲有非常明显的人口红利，非洲的年轻人多，撒哈拉以南的人口平均年龄是 18 岁，而发达国家的平均年龄是

¹ 韩红梅，中非产能合作基金董事长



41岁，而且劳动力成本低廉，非洲的劳动力成本平均只有中国的四分之一，而且供应是比较充分的。非洲有世界上增长最快的中产阶级人口，在不到20年的时间里，非洲中产阶级的人口已经翻了一番，非洲的城镇化率，平均增长每年4%，也是世界上最快的。今后的十年，世界上发展速度最快的十个国家当中，将有一半以上出现在非洲。像埃塞俄比亚，近几年它的经济增长率都在8%以上，当然非洲整体来说，基数比较低，所以增速相对表现比较快一点。非洲的自然资源丰富，像铬、钴、铂等储量占全球的90%以上，黄金储量占全球的50%，此外非洲还有丰富的石油、铜、铁等资源。中国可以为这些资源开发提供资金、技术和市场。所以和中国合作有利于非洲的发展，也有利于中国的产业升级。另外现在的中美贸易摩擦，进一步激发了中国企业到非洲投资兴业的动力。我们和一些民营企业谈到中美贸易摩擦的时候，他们表示，规避贸易壁垒的一个方式，就是把他们的产业转移到非洲去。

其次，非洲发展工业化需要金融助推器。非洲要想实现工业化，最需要的就是资金。最近一段时间，有的西方媒体炒作，中国对非洲的支持加大了非洲的债务负担，但是实际上根据美国约翰霍普金斯大学研究显示，2000-2016年中国向非洲提供了1141亿美元的资金，只占非洲外债总额的1.8%，IMF和世界银行为非洲提供了36%的资金。

应该看到，中国帮助非洲是真心实意的，我们十大合作计划当中，像我们的这个中非产能合作基金，是以股权投资为主的，旨在不增加非洲的债务负担。现在在非洲开展投资的民营企业比较多，像我们支持的传音手机，它针对黑人的肤色和需要，提供有效的拍照和其他功能，这个手机在非洲市场占有率在40%。我们支持它在非洲发展，并且不增加非洲的债务负担，同时有效改善了非洲人民的生活质量。还有，国家鼓励国有企业在非洲开展投、建、营一体化运作，从主要做承包工程向投资建设经营转变，帮助非洲国家培养人才，提高管理经营水平，真正发挥好项目的作用，造福非洲人民。

非洲工业化进程对中国的产业升级也发挥了积极的作用。非洲国家大多经济结构单一，工业化水平低。但未来非洲的投资机会是非常巨大的，将会为中国企业发展提供更多的机会。比如电子信息业，过去的15年里，非洲的移动用户年

平均增长在 30% 以上,但是移动的渗透率只有 63%,全世界的移动渗透率是 96%。宽带的渗透率非洲不足 10%。电力能源方面,非洲现在有 60% 的人口还处于缺电或者根本无电的状态,所以非洲对电力的需求是非常迫切的。另外随着非洲中产阶级人口的增长,他们的需求,包括医疗、健康、教育需求都会大大的增加,例如贝宁每年从中国进口一亿美元以上的假发。非洲对中国产品,对中国企业的需求都是非常具体和实在的。

第三,当前人民币国际化在非洲面临非常好的一个机遇期。未来可以将非洲作为试验田,推进人民币的国际化。中国的企业有避险的需求:非洲有严格的外汇管制,汇率波动大,汇兑很不便利。而从非洲方面来说,解决发展的双缺口,需要资金。非洲国家普遍看好中国未来的发展趋势,与中国经济的联系日益紧密,把人民币纳入本国贸易结算和储备货币的呼声不断增加。所以实现人民币国际化无论对非洲还是中国都是非常受益的。目前人民币在非洲接受度上升,具备推广使用的基础,中资银行已经在非洲开展了相关的人民币业务。但在实际业务中还是面临落地的一些困难,例如境内企业在境外开立人民币账户、境内抵押担保等方面存在诸多的实践问题,便利性和可操作性远不及美元。

以中非产能合作为契机推进人民币国际化需要具体的行动,要有相关的政策配套。未来应加大力度,提高人民币的影响力:加大宣传,引导中国企业走出去时使用人民币,引导用人民币结算;扩展与非洲国家的人民币直接交易,扩大与非洲国家央行的货币互换协议范围,开展双边货币直接交易;加大人民币境外清算和保障力度;扩大中资银行在非洲布局,完善机构网络;全面防范风险,审慎推进。

今年 9 月份将会北京召开中非峰会,今年峰会的主题是“共建一带一路,进一步推进中非合作发展”。我们希望以此次峰会为契机,能够推动人民币国际化迈上一个新的台阶,谢谢!



中国市场还有很大吸引力吗

黄金老¹

感谢国际货币研究所，感谢主持人给我这个机会，就自由贸易与金融开放谈一点我的理解。这个题目也是我最近思考的——中国市场还有很大的吸引力吗？

一、贸易战和金融开放

（一）特朗普政府发动对华贸易战

我们过去经常讲，中国和世界谈判的砝码是中国有 13.7 亿人口这个巨大的市场，谁都不能失去这个市场。但是今年我们再想一下，我们的市场是不是很重要，对美国是不是非常重要？

大家都知道，今年美国挑起贸易争端，他挑起贸易争端就不担心失去中国这么一个重大的市场吗？在过去，他应该是很害怕的，毕竟中国的商品市场和金融市场都是日益庞大的。但是从今年开始，3 月美国贸易代表办公室（USTR）发布针对中国的《301 调查报告》，剑指“中国制造 2025”，4 月、5 月、6 月经过三轮磋商，双方谈判破裂，美国对我国发起贸易战；7 月 5 日，第一批针对中国 500 亿美元商品征收 25% 关税；7 月 10 日，USTR 宣布对从我国进口 2000 亿美元商品加征 10% 关税。

（二）中国 2018 年上半年迅速开放金融市场

今年上半年国家大比例地进行了金融开放：(1) 取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制；(2) 证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司外资持股比例上限放宽至 51%，三年后不再设限；(3) 不再要求合资证券公司境内股东至少有一家是中国公司；(4) 进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制，5 月 1 日起每日额度扩大四倍，即沪股通及深股通每日额度从 130 亿调整为 520 亿元人民币，港股通每日额度从 105 亿调整为 420 亿元人民币；(5) 允许

¹ 黄金老，中国人民大学国际货币研究所学术委员，江苏苏宁银行股份有限公司董事长

符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务；（6）放开外资保险经纪公司经营范围，与中资机构一致等。

这是几十年来外资机构翘首以盼的，放开以后的证券等金融公司的股权比例可以达到 100%，大家可以想一下，这在十年以前将会是多么大的震动？我想外资机构应该会欢呼雀跃，但是今年我们并没有看到这么一个热烈的气氛。申请执照的也有，但是外资在中国办金融的积极性，远远没有中国本土企业办金融的积极性高。为什么？

二、中国对美国进口品的需求状况

接下来我们分析中国从美国的进口。美国在中国的进口中，仅次于欧盟和韩国。我们到底需要美国的什么东西？从这里面可以看出来，我们进口最多的是美国高端制造业，例如机电、音像设备等，占比高达 22.01%；第二类则是车辆、航空器等运输设备，第三类是大豆等农产品。这些产品有一些是中国的必需品，像音像设备等，你不进口它的，进口谁的呢？这是我们讲的中国对美国需要什么。

美国在中国进口中仅次于欧盟、韩国



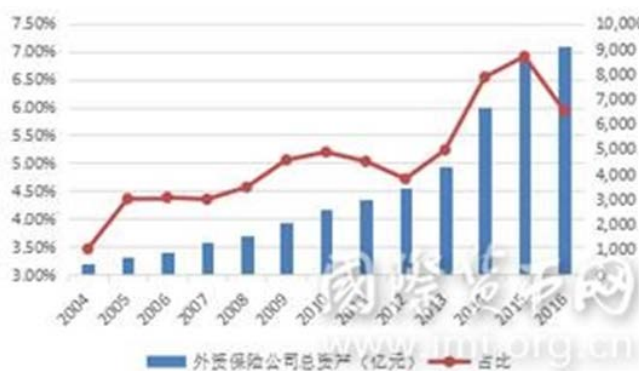


指标名称	2017年	占比
第16类 机电、高能设备及其零件、附件	338.77	22.01%
第17类 车辆、航空器、船舶及运输设备	292.80	19.02%
第2类 植物产品	169.62	11.02%
第6类 化学工业及其相关工业的产品	145.77	9.47%
第18类 光学、医疗等仪器;钟表;乐器	117.57	7.64%
第5类 矿产品	90.45	5.88%
第7类 塑料及其制品;橡胶及其制品	81.47	5.29%
第10类 木炭等;废纸;纸、纸板及其制品	57.42	3.73%
第15类 贱金属及其制品	54.71	3.55%
第14类 珠宝、贵金属及其制品;仿首饰;硬币	52.89	3.44%
第9类 木及制品;木炭;软木;编结品	30.70	1.99%
第1类 活动物;动物产品	30.56	1.99%
第11类 纺织原料及纺织制品	18.41	1.20%
第4类 食品;饮料、酒及醋;烟草及其制品	17.68	1.15%
第8类 革、毛皮及其制品;箱包;旅行用品	12.58	0.82%
第13类 矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及其制品	12.54	0.81%
第22类 特殊交易品及未分类商品	7.45	0.49%
第20类 杂项制品	5.37	0.35%
第3类 动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂	1.59	0.09%
第12类 鞋帽伞等;已加工的羽毛及其制品;人造花;人造制品	1.16	0.08%
第21类 艺术品、收藏品及古物	0.11	0.01%
第19类 武器、弹药及其零件、附件	0.01	0.00%
合计	1539.43	100.00%

三、中国金融市场对外资的吸引力情况

截至2017年末,我国银行业总资产规模达到246万亿,外资银行4.24万亿,占比1.73%。截至2016年末,我国保险业总资产达到15.4万亿元,外资保险公司为9118亿元,占比5.93%。我国五大行中,只有交行、中行前十大股东中有外资股东,这些都侧面印证出,中国的金融市场对外资的吸引力其实较为有限。

外资保险公司总资产及占比

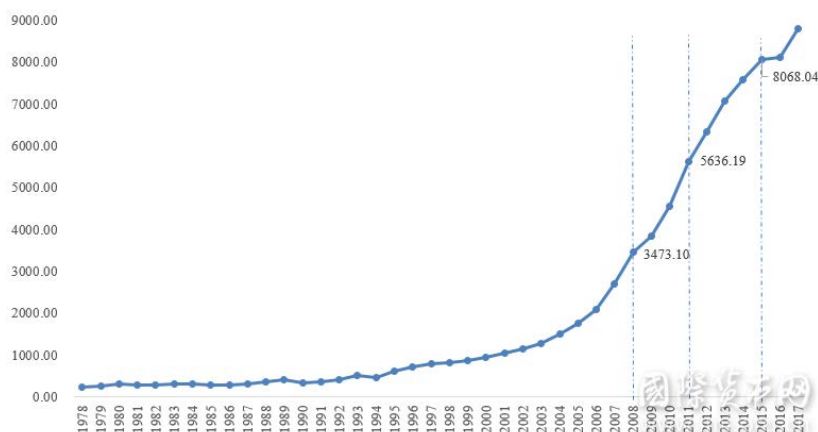


外资银行总资产及占比

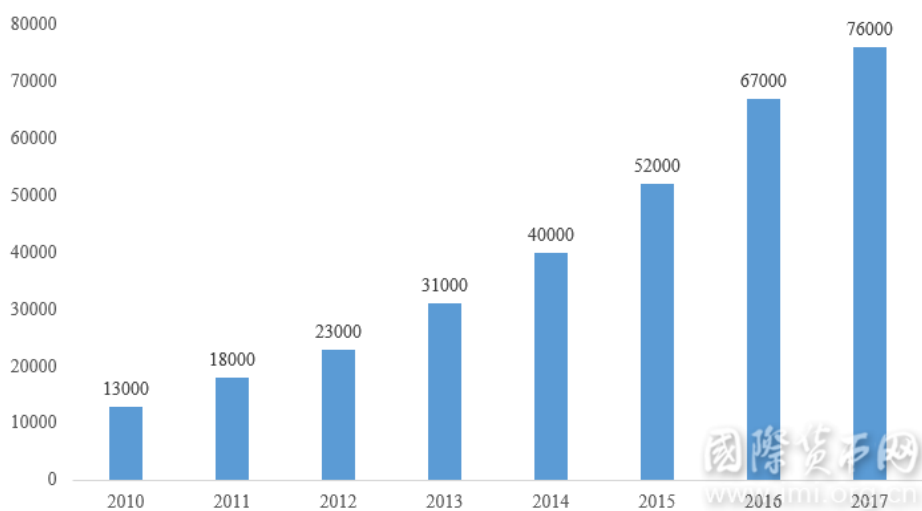


四、庞大的中国商品市场和金融市场

从消费市场来看,确实实我们的人均 GDP 现在非常美好了,我国人均 GDP 于 2008 年、2011 年、2015 年依次突破 3000 美元、5000 美元、8000 美元,2017 年达到了 8836 美元,是一个标准的中等收入国家的状况,应该很好了。这样也确实带来了巨大的需求,中国的消费升级也踏踏实实的在进步,且进步的非常快,特别是在互联网金融、消费信贷的帮助下,进展比预期的更快。这个可以从跨境电商的发展看出来,2010-2017 年间,我国跨境电商交易规模足足翻了近 6 倍,2017 年末我们达到了 7.6 万亿。在居民消费升级趋势下,服务贸易进口快速长,服务贸易逆差扩张。



人均 GDP



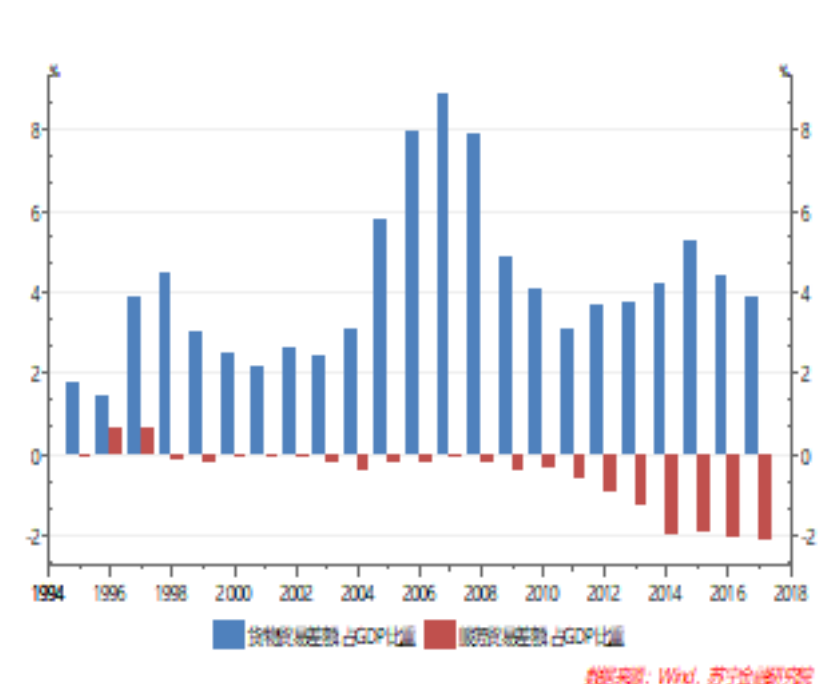
跨境电商交易规模



消费升级的表现



消费升级



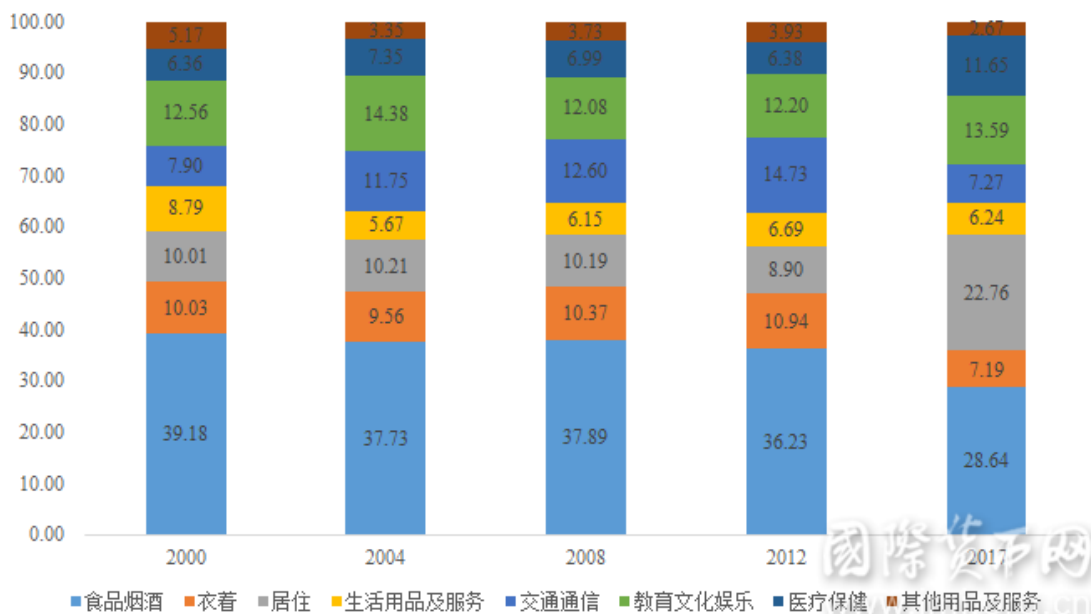
服务贸易

(一) 商品市场对美国的意义

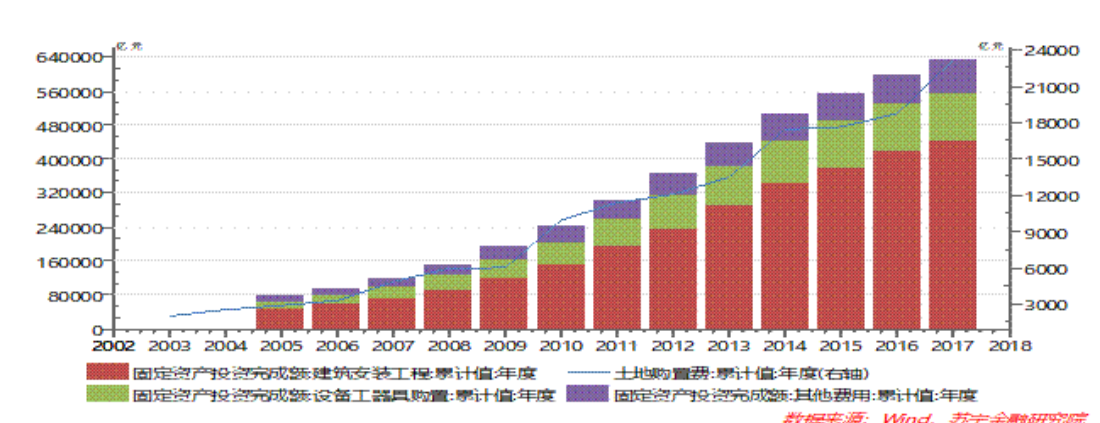
中国快速的消费增长对美国的意义是什么？在消费升级趋势下，城乡居民恩格尔系数不断下降，家庭在教育文化娱乐、交通通信等领域支出越来越多。现在我们的消费占比主要是住房，这个和美国基本无关；第二个是家居产品，这是德国和日本的天下。再看汽车和原油，中国的原油进口比例构成，15%是俄罗斯，其次是沙特，再者是安哥拉，这三个地方就占 45%；最后是巴西和委内瑞拉，这些和美国关系不大。中国电子消费品确实是中国消费升级的一个典型表现，中国去年芯片的进口值达到 2600 亿美元，主要来自于美国，从这个方面讲，美国处

于绝对的垄断地位，现在不是说你要不要从它那里进口的问题，而是它想不想卖给你的问题。

所以中国的消费升级跟美国关系不是太大，例如我们坐高铁跟它没有关系。当然坐飞机跟它是有关系的，波音公司。



再看投资市场对美国的意义。我们的投资也很可观，比如固定资产投资、房地产投资等等。看看固定资产方面的投资，企业投资中的土地购置费不断增加，主要是投资建筑安装这一类，说白了房地产是我们固定资产投资的绝对主力。下面是设备购置，这个和美国有关系，因为我们需要进口美国的一些机械设备，但是在整个投资里面它占比是比较小的；研发、设备购置费用规模较低。我们的GDP构成是这样一种状态，所以和美国的关系要小一些。这里讲的是商品市场。



(二) 金融市场对美国的意义



我们再分析金融市场，中国的金融市场很庞大，我们有庞大的 M2，我们也有居民的投资资产，很可观。

第一大是银行等金融机构的贷款市场。但是美国对中国金融市场不了解，它不敢对中国进行贷款。去年我国新增贷款中大概有 75% 投向政府平台和房地产，这些都是外国的银行业不能理解的，所以美国很慎重。

第二大是什么呢？资管市场。但是像信托之类的方向不是它的特长，它擅长的是投资和并购。但是中国以国有经济为主，中国本土的并购是非常少的，没办法让美国给我们做顾问，因为我们自己琢磨琢磨就行了，所以我们虽然庞大，但是对它的吸引力有限。

三是互联网消费金融和供应链金融等新兴金融快速发展，2017 年末互联网消费金融交易规模达到 9983.4 亿元，较 2016 年增长率为 128.6%。2017 年末供应链金融规模达到 13.08 万亿元，较 16 年增长率为 4.56%。

四是保险市场应该是有一定的吸引力，但是中国大多数老百姓不认为保险是一种保障，而认为是一种投资，所以万能险在中国有巨大的机会。去年很多人去香港买保险，这就是一种资本的转移了，和保险没有什么太大关系。

中国居民富裕了，因此居民有一个巨大的资管市场，我们认为这样一个资管市场对美国还是有一定吸引力的。在中国国内来看，最好的投资品仍然是住房，第二可能是银行理财的产品，但是老百姓喜欢的是低风险，高收益的产品，这就是我们为什么要打破“刚兑”。

总体来讲，中国有一个庞大的金融市场和一个庞大的商品市场，但是对美国的吸引力相当大，但没有想象的那么大。我想我们应该思考，怎么做的更有吸引力，谈判的砝码就重了。



2017年末我国金融资产规模 (万亿元)



五、自由贸易与金融开放的相依关系

最后我认为自由贸易和金融开放是依存的，金融服务是服务贸易的一个重要分支，金融开放也是自由贸易的重要领域。金融开放又是自由贸易的必然要求，一个国家不能奢望一边搞经常项目的自由贸易，同时又不开放金融市场，又不资本流动，这个是很难持续的。所以说我们应该明白，在境外机构看来，一个国家的竞争力在于资本流动，而不在于金融服务这样一些领域。

这是我粗浅的理解，谢谢大家！



把控好“流动性”来应对人民币贬值压力

丁剑平¹

一、新兴市场国家新一轮货币危机的波及效应

新兴市场国家汇率大跌，市场利率大幅攀升，新一轮货币危机大概率爆发。2018年6月28日，人民币中间价下调391基点，报价为6.5960，降幅创2017年1月9日以来最大，连续7天下调，带动离岸与在岸人民币继续下跌。在此之前，2018年5月9日阿根廷比索对美元汇率跌入历史最低，其关键利率在其前一周拉升40%，其外汇储备瞬间消失50亿，危机的日子里每天干预量达3亿美元，阿根廷求助国际货币基金组织援助300亿美元，但在两个星期的时间里贬值依旧达到11.9%（2018年以来比索已经贬值达21.4%）；巴西货币雷亚尔也在这两个星期多贬值5.4%；墨西哥比索也从2018年2月20日以来下跌达12.5%；俄罗斯卢布也从2018年2月初下跌11.5%。自从2月以来新兴市场国家印度卢比和印尼盾跌幅也超过5%；随后土耳其也受到到了美元上涨的影响，5月24日，土耳其里拉对美元汇率跌到4.85比1，创历史新低。今年年初以来，里拉对美元已经贬值约20%。随后土耳其央行宣布上调后期流动性窗口贷款利率300个基点，从13.5%上调至16.5%。2018年3月11-12日港币下跌到33年以来最低点（1美元兑7.85港币），香港金管局购买了88.16亿港币来干预市场。

一般来说，货币危机是新兴市场经济体政府难以“收场”的无奈选择。货币危机的“阈值”一直难以测定。Kaminsky et al. (1998)的阈值定义是月度外汇市场货币贬值加上外汇储备下跌加权平均值超过其均值的三个标准误。Frankel and Rose (1996)的定义是名义货币贬值至少为25%，并且以10%增速贬值（自我实现的加速）。央行不得不加息，由此对其产出造成毁灭性打击。为此外汇储备下跌、利率攀升、货币暴跌成为货币危机的三特征。这种现象不可能在中国发生。

¹ 丁剑平，中国人民大学国际货币研究所学术委员、上海国际金融中心研究院副院长、上海财经大学现代金融研究中心主任

二、非专业化媒体舆论的“推波助澜”

作为 SDR 篮子货币，人民币具有较高的避险价值，但相关媒体并没有清晰认识并作出相应宣传。虽然人民币进入“特别提款权”篮子和人民币汇率指数问世已经几年，但居民百姓对此还是继续拿着美元作为标准来衡量资产价值。媒体对此解释和宣传也远远没有到位。进入特别提款权就意味着人民币已成为指数货币。作为指数货币，根据国际货币基金的有效汇率(eer)数据分析，可以说人民币目前还处于升值通道。从人民币有效汇率趋势线来看，从 1994 年至今，人民币总体趋势还在此通道中。与中国其它贸易伙伴相比，人民币是属于强势货币，它和新加坡货币差不多。这意味着即便出现短暂的贬值，但还会重返此通道。例如，2015 年人民币贬值，但两年内已升值到以往高水平。作为指数货币，2-3 年内货币就会升值解套。不仅人民币如此，作为指数货币的美元和日元也是如此。

媒体的推波助澜误导了投资者，加剧了人民币贬值预期。媒体没有解释这波美元升值是靠美元加息来拉动的，而中国百姓投资者若仍将美元视为衡量资产价值标准，媒体的相对美元贬值的宣传只会加大市场恐惧。诚然，在外部风险较大时，人民币可能会出现一段时间内的上下波动，但人民币在未来也可能会成为一种“避险”货币。1997 年亚洲金融危机与 2008 年美国次贷危机期间，人民币均表现相对稳定。反而在危机前会表现出一定波动，可视作一种对未来潜在危机的提前释放。由于目前股市下跌的悲观情绪的“发泄”无疑也会波及到汇市。夹杂着非专业化媒体的美元衡量“惯性思维”，推波助澜。

三、防控一些影响汇市的不稳定因素

外汇储备下跌，外债增加，净外储减少。不可否定存在一些现实情况：目前中国 3.12 万亿美元的外汇储备中，外债水平已经达到了约 1.8 万亿，也就是说，实际上能够用的外汇储备也就 1 万亿。4 月份外汇储备比上个月减少了 180 亿美元。5 月底中国外汇储备余额为 3.1106 万亿美元，创下 7 个月来新低。其中美元储备是人民币发行的重要的信用基础之一，这在很大程度上确保了人民币汇率的稳定。



净外储中外资占比高，可用外汇储备有限。2018年1—5月，中国在投资领域中的外汇收入不足50亿美元。在贸易领域的数据就更难看了。去年上半年全口径贸易顺差尚有540亿美元左右，但截止到今年五月全口径的贸易逆差将近250亿美元。截止到5月份，中国的净外汇储备也就是外汇储备减去外币负债，约为1.9万亿美元，比2013年2.96万亿美元的峰值减少了近30%。而这1.9万亿美元并不都是归中国真正所有。根据国家统计局的数据，到今年4月底，规模以上的外资企业（含港澳台）总资产为21.68万亿人民币，按照6.45的汇率计算，折合成美元资产的话约为1.55万亿美元。也就是说，在1.9万亿外汇储备净值中有80%以上是外资企业拥有的。

外储下降，外汇占款下降，市场流动性收紧。中国的基础货币发行很大程度上（70%）还是用外汇占款来实现的。也就是央行收购企业和个人手中的美元，按照市场汇率再释放出人民币，通过这种方式把流动性释放出来。外汇占款占到央行释放流动性的比例最高时达到80%以上，目前也在60%到左右。目前的股市下跌“消灭”市场上的“流动性”，加上由于贸易逆差等的外汇占款释放流动性的减少，“屋漏偏逢连夜雨”。不仅如此还变本加厉到来的债务规模去杠杆压力。仅在4月份，全国出现违约的债券就达到了16只，涉及金额高达130亿元。因为2018年迎来了公司债的偿还高峰期，2018年的偿债规模是2016年以前的4.3倍。目前中国的债务率（债务总额比GDP）高达260%。截止2017年底，中国家庭债务相当于GDP的47%，比2010年底增加20个百分点。截止2016年底，中国非金融部门债务率已经达到210.6%。远远高于新兴市场国家债务率平均水平，与日本90年代债务历史最高水平持平，也高于美国2008年金融危机时的历史最高点。如果此时“流动性”把握得当，尚可不会引发货币危机。

四、把控好“流动性”应对贬值压力

任何货币都有升值和贬值“难过”的窗口期，关键是如何度过窗口期，这就是要让实体经济不因被流动性短缺而“憋死”。只要实体经济还生存，则一切就好办。过去中国企业对外负债美元化将会引发人民币持续贬值的恐惧。而中国企业对外负债美元化在2010年开始已逐步减少。目前对保汇率、保房价的担忧也

不成问题，因为中国目前对账户监管严格，国内也在不断完善包括自贸区账户在内的各种账户的监管。目前经济金融对外开放只针对金融服务业、对外资金融机构牌照的开放，而对资本流动和账户监管仍然严格。这是“珍惜”现有的流动性的措施。推进外资企业开立人民币账户，完善人民币账户支付和监管体系。随着贸易战持久化，中国贸易方向将会转变，外资企业参照人民币的权重可能会增大。中国不存在保外汇、保储备、保房价的问题，只要对账户监管到位，一切问题将迎刃而解。

由于美联储加息、减税、缩表的组合拳，贸易战会引发全球通胀预期，从而加息幅度扩大预期也会提前。博鳌论坛上央行刚刚表示了要进入紧缩周期，但却在 10 天之后宣布了降准。说明了单靠货币政策“捉襟见肘”。中国通过货币政策来确保各类企业流动性的空间受到压缩，迫切希望推出结构性（定向性）货币政策和财政政策组合拳。

为提高市场流动性，一方面需要推进“负债型”人民币国际化来改变传统利用“外资”的思维。通过在上海的中国进口博览会等活动来推进非居民开立人民币账户（非居民的人民币所有权，中国居民的使用权）。这也是开辟流动性的新渠道。另一方面，则需要通过财政手段进行积极配合。扩大融资渠道，降低税收负担，增加风险保障。扩大出口企业，尤其是高技术企业、中小型和成长型企业包括研发融资和出口融资在内的融资渠道；增加研发支出抵扣、扩大企业所得税优惠范围，降低企业融资税收成本，扩大出口退税范围，降低企业税收负担；创新企业出口信贷保险种类，降低保险费率，增加出口信贷保险的覆盖范围。当然，这两方面开展都需要促进国内金融体制改革，完善中小企业的征信大数据，发展和完善国内金融市场。

与以往不同，目前中国企业美元对外负债比重不大，为此人民币贬值的冲击可控。推进自贸区账户和人民币资金池，可以从监管和充分利用“外资”两方面来确保流动性不流失。只要企业能获得流动性并且还生存着，人民币汇率长期稳定就有了保证。



人民币成为中亚五国隐性货币锚的条件日臻成熟

郭建伟¹

由于工作的原因，也由于情感的原因，每年人民币国际化报告的发布我都参加，今年我主要汇报以下三个方面：

一是开启新一轮人民币国际化进程正当其时。基础设施、市场机制不断完善是人民币国际化主要的推动力。丝绸之路经济带建设的深入推进，将为人民币国际化带来重大机遇。

二是中国与丝路经济带沿线国家货币合作的路径选择。目前全球的产业出现了梯度转移的趋势，这就有利于我们沿着一带一路，顺着产业转移来推进人民币国际化。沿线地区有储蓄潜力，但金融基础设施匮乏，金融市场不发达，储蓄被区外动员，当地却资金不足。实证分析表明，我们的货币在周边国家的货币稳定性当中有一个潜在锚，这样的一个稳定器的功能在里面。

为什么这样说呢？因为：1.区域货币的选择上，应将中亚五国作为优先考虑的重点地区。沿丝绸之路，经济带向前推进，中亚国家是我们必须要经过的，要是沿着丝绸之路往前走，中亚是躲不开的地区。2.合作的条件上，人民币成为中亚五国隐性货币锚的条件日益成熟。3.合作模式上，次区域理论下的“2+X”货币合作模式是中国与中亚国家货币合作的最佳突破口。

从区域分布上，今天重点就说我们在货币怎么能成为中亚5国隐性货币锚的一些观点，按照最优货币区理论进行分析时，我们必须要在一个最优框架下研究它的经济差异度，开放相似度等等5大指标。从这些指标来看，中亚国家跟我们之间有一定的互补性，但要达到货币一体化条件差了很远。但若把人民币作为一个在中亚地区很有影响的货币来进行分析，发现它在周边区域能形成一个区域性的有影响力的一个国际货币，所以人民币作为一个长期的这样一个区域性的趋势来说，它在一定程度上能够在中亚地区来承担国际储备货币流动性不足的一个通道。

¹ 郭建伟，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国人民银行乌鲁木齐中心支行行长

刚才大家都讨论贸易战，可见世界存在很多不确定因素，中亚国家遇到的困难远远大于我们，因为他们的汇率是跟美元换算的。我们从最近几年人民币对坚戈汇率观察，实证来看，坚戈相对我们人民币的汇率稳定性远远大于它们跟美元跟欧元的汇率，所以就给我们一个启示，有一个潜在稳定功能。

我们把这个稳定锚又分为隐性和显性的两种，显性的作为货币的稳定器，这一般都是已经形成一个各国家共识的这样一个框架结果。隐性的实际上暗含在我们这个跨境的贸易、合作当中，这是市场慢慢的形成的一个选择。所以人民币成为我们区域性指导货币，我们可以通过沿着这个趋势来加大市场的培育、适当的政府推动。

从进口市场的依赖性的角度看，过去几年特征表明中亚 5 国进出口依存度相对较高，具有一定的代表性。以哈萨克斯坦为例，其出口主要依赖于欧元区、中国和俄罗斯。进口主要依赖俄罗斯、中国和美元市场。从实证的角度，我们做了 8 个特定模型，将人民币和日元都引入该货币模型，进行比较后，发现主要的差异就是在引出上面这些货币作为变量的时候存在差异。

原来结果 2 和结果 4 里头是没有把日元引入，因为从哈萨克斯坦对于日本的依赖比较低。我们从实证的角度看 1-8 这个货币模型，人民币和日元引入的时候，发现模型的合理性能够比没引入要好一些。实证的过程证明了人民币在中亚 5 国货币锚的地位受出口贸易依存度先升后降的影响较为突出，中国与中亚国家的金融合作对人民币货币锚的地位，也反映出当前中国和中亚国家央行之间的合作还比较弱。

这也是我们换一种方法来根据评估，也得出了类似的结论。通过实证研究，在中亚货币稳定性上，人民币存在隐性锚的一个潜质。

三是从合作模式上看，次区域理论下的“2+X”货币合作模式是中国与中亚国家货币合作的最佳突破口。周边沿着丝绸之路众小货币，我们怎么样开展本币的跨境结算呢？就是 2+X 模式。2 就是我们选择与人民币搭配的主要货币，并可以复制到周边其他国家，这就是 2+X。我们进展的怎么样呢？我们跟哈方合作，今年 7 月份也是要落地的，就是实现人民币对坚戈，离岸市场和在岸市场相统一，形成脱离美元直接发现自己价格的汇率机制。我们形成一个跨境平台，这个机制相对原来我们银行间地域交易的一个升级版，促进这些国家，当它们没有美元国



际支付能力的时候，它们可以依靠主权货币做贸易投资，这就解决了国际储备货币流动性紧缺的困难。

我们抓住哈萨克斯坦去美元化的趋势，重点推人民币对坚戈跨境报价交易平盘汇率机制的落地。现在中石油阿克纠宾公司他们出口到中国的硫黄，已经接受人民币的合同计价跨境结算，实现了第一个大贸人民币的结算。对我们来说，我们已经能够不仅形成本币跨境汇率形成机制，而且在贸易当中已经有一单可以作为一个样本。

具体在中亚国家推动人民币国际化，肯定不是一个顺畅的道路，除了通过汇率机制的完善，更要培育他们持有人民币的市场需求，就是培育周边国家的居民持有它的主币直接兑换人民币开展贸易投资。

我的汇报就这么多，谢谢大家！

“一带一路”与跨境投资

祁斌¹

大家好，今天我带来的题目为《“一带一路”与跨境投资》。

首先来讲背景。我们国家提出“一带一路”建设或者倡议，具有重要的背景，借用狄更斯的话，“这是一个最好的时代，也是一个最坏的时代”。我们的时代一方面有科学的巨大进步，大家知道 AI 的进步是非常快的。我们上大学的时候跟计算机下围棋，随便就能战胜计算机，现在计算机战胜人类易如反掌，所以我们看到人类的进步，人类理性和科学的巨大进步。

与此同时，大家看到了，反全球化或者逆全球化。其实我一直说，英国脱欧实际上是一种对全球化的修正。以前我曾说，全球化可以有理想，但不能理想化。因为此前的全球化的过程过于简单粗暴，最后它一定是会有修正的。

我们也看到人类的一些基本问题没有得到解决，比如说文明的冲突，今天我们可以看到，中东难民迁徙的路线和一千年以前十字军东征的路线是一样的，只是方向不一样而已，所以我想这是人类依然面临的挑战。在人类基本生存问题上，不同文明的妥协、相互的合作和信任的建立，依然是囚徒两难。在这些问题上我们没有太大的进步。

中美贸易争端，把它称为贸易战可能略显夸张，但是争端也确实超出了我们大家的想象。在过去的一百年中，还没有哪个国家像中国这样全方位的接近美国，或者说在很多方面追赶美国，连金融中心都很相似。中美两国纬度差不多、面积差不多，但是我们人口比它多一些，今天中国经济的总量是美国的 60% 左右，两个民族还有很多非常相似的地方，比如都比较有创业精神，都比较开放。

大家经常拿中美贸易争端跟日本和美国 80 年代的事情去比，实际上没有太大可比性。因为日本看似一个现代经济的体系，但实际上日本在 60、70 年代的发展模式就有很多问题，后来走到大企业病，大的财团和企业捆绑发展的模式，反映了资源配置的市场化程度不够，加上此前美国人是扶持日本来抗衡中国和苏

¹ 祁斌，中国投资有限责任公司副总经理



联的，有点拔苗助长，所以日美贸易摩擦、广场协议等等，对日本也有一些压力。后来，日本经济出了很多问题，根本主要还是在日本经济自身。

而中国的发展是中国选择改革开放，走上了社会主义市场经济的道路。所以我把中国的增长称为有机成长，英文叫 *organic growth*，这种增长是在每个角落的。因为我们中美制造业基金是跟高盛合作的，所以今年四月我们把高盛纽约的投资团队请到中国，带他们到珠三角、长三角和京津冀三个经济区分别参观。他们走的时候，我跟他们讲，你们高盛在美国神通广大，所以希望你们回去能够传递一个信息。你们已经看到，中国从省长到县长，从国有企业到民营企业，从传统企业到新兴产业，每个人都在忙碌，所以中国的增长在每个角落，是非常真实的。如果中美能够好好合作的话，我相信对中国的发展是好事，对美国的发展肯定也是大有裨益的。但是如果中美关系不好，我相信中国还是会发展，还是会崛起的，同时美国承担的成本很高。所以大家还是要寻求共赢。

中美关系简单概括就是三个维度，短期、中期和长期，以及三个层面的博弈：贸易纷争、技术竞争、大国全方位的博弈。什么是比较理想的中美关系的前景，或者说一个比较良性的中美关系状态。前一段时间在美国参加一个论坛，有人问中美关系最理想的状态是什么？我说最理想状态可能是一种竞争+合作，但是这个竞争是建设性的竞争关系，而不是破坏性的，或者说是良性竞争，而不是恶性竞争，是那种让彼此能够更好的竞争而不是更坏的竞争。在这种大背景下，“一带一路”的倡议还是有积极意义的。市场经济的伟大之处就在于双方合作还会产生新的增量，所以可以是双赢。

中美贸易争端之后，也迫使我们去做一些思考，怎样才能更好地加强与其他经济体的经贸关系，包括发达国家中的欧洲和日本，包括“一带一路”国家。当然，很多一带一路国家的市场还有一个培育过程，怎样才能更好地培育市场能力和加快发展速度？无论我们做什么工作，投资工作或者金融改革也好，本质上还是要服务于中国社会的需求。

中国社会最大的变化就是人们生活方式发生着深刻的变化，三十年改革开放的经济增长和财富积累，让中国的马拉松比赛一夜红遍中国。所以中国人跑步救活了一个日本跑步鞋企业。当 13 亿中国消费者出现在市场上的时候，对世界来

说是非常震撼的。我们都知道，经济发展主要是两个因素：一个是供给，一个是需求。现在在很多地方，需求水平已经国际接轨，而供给水平还约等于第三世界。因此供给侧结构性改革，无非就两条路，一条是自我升级，一条是拿来主义。

中兴通讯这次作为一个窗口，放大了我们科技落后的缺点。全球的知识产权市场，美国的份额一直在下降至 40%，欧洲占 40%，日本占 15%，中国在世界市场份额基本上可以忽略不计，也就 1%，或者至多 2%。当然，我们也在迅速进步，中国科研投入在全球占比已经超过了 20%，仅次于美国，当然从投入到最后产出还有一定的距离。

中美制造业合作基金瞄准了共赢的概念。我们跟对美国来说相对传统但对中国来说依然有先进性的产业来合作。一方面能够帮助美国解决大量的蓝领工人就业的问题，对我们来说也是一个消费升级，尤其美国一旦解决就业问题，企业就能生存下来，将来寻求降低成本，就会有向中国的产业转移，对于我们而言，也就实现了产能升级。所以应该是标准的双赢。

最明显的例子，就是今天中国家喻户晓的企业——史密斯热水器，在美国它是个乡镇企业，来到中国以后，在 16 年间年平均增长率达到 22%，一个名不见经传的乡镇企业最后进入的美国标普 500 强，对美国业界产生了巨大的震动。同时，美国中西部有很多产业也在升级，跟中国合作共同能够加快产业升级的步伐。我们国家现在有很多产业取得了非常快的进步，包括互联网产业、共享经济等。不是说哪些产业重要哪些不重要，但一个国家，如果你的螺母做不好，阀门也做不好。制造业基础不是特别坚固的话，那么产业升级基础是不牢的，所以我们应该在这方面加强和发达国家的合作。

配合中美制造业合作基金的推出，我们今年 4 月份搞了一个中美产业峰会，放在芝加哥，为什么放在芝加哥？是因为它代表着广大的蓝领工人和美国的基本群众。我们本来计划中美两边请 150 个 CEO 参加，但是最后来了 384 个人。2018 年 4 月 18 号，中美关系基本上到了冰点，美国人说正在跟中国人磋商了，中国人说我没跟你磋商，大家话就接不下去了。这次峰会，其实是在半年以前策划的，只是没想到中美关系后来到了那么一个糟糕的状态，但是峰会最后还是成功举办了。在中美关系接近冰点的时候，两个共和党最年轻的州长，为了争取中国人的



投资和与中国企业的合作机会，在台上打擂台，这说明中美之间的经济合作有着它非常稳固的基础，或者说是不可阻挡的。

我们可以从中美制造业基金和芝加哥峰会的经验出发，找到了一个“双边基金+产业峰会”的模式，继续往外拓展。组建双边基金的原则，首先是双方共同出资，利益捆绑；其次是要找对方国家最强大的机构合作，强强联合；第三是一定要实现产业的互补；第四是一定要能够利益共享，或者形成双赢。

同时，我们还可以把这个模式拓展到新兴国家，就是“一带一路”国家。如果只是在企业界可能是孤军奋战，还要通过这个平台把金融界和企业界联系在一起。我们作为中国的财富基金，财务回报还算不错，但更加重要的工作是要为社会提供公共服务和公共产品，这包括搭建投资的公开平台，而这和我们做投资工作并不矛盾，而是互补甚至相互促进的关系，因为这个公开平台也使得我们增加了比较优势，使得我们自己站得更高看得更远。

通过这个模式，可以优化中国的对外投资，既把中国经济与发达国家结合在一起，系统性地学习先进技术和产业，也能把先进的产能与一些发展中国家合作，同时培育他们的市场，让他们获得增长。这个平台鼓励所有的企业、基金以及志同道合之人共同参与。国有企业也好，主权财富基金也好，应该有两个职能，一个是商业运作，另一个是公共服务。事实上没有公共服务的职能，就没有资格获得垄断的地位、特殊的牌照、经营权，两个职能一定是互相补充的，但绝不是互相矛盾的。事实上，一个国有企业，或者像中投这样的主权财富基金，如果不能很好地履行公共职能，就难以做好投资。

简单概括一下中投在发展模式方面进行的探索。这边的两个板块，一是公开市场投资，另一是另类投资，当然这两个部分都分别要不断改进，我们也提出了很多改进方法，因为我们在十年的基础上要进一步往前发展。依托于双边基金推动直接投资和加强平台生态的建设，借此推动各国产业与中国经济结合，是我们探索出来的只有中投或者中国能做的。为什么只有中国能做？因为我们守着一个正在崛起的母国经济，而这是全球其他主权财富基金都没有的独特优势。

最后，我们在推动对外投资过程中，一定要依托于中国的增长，中国的人均GDP过去30年中增长了178倍，但是人均的储蓄增长了1619倍。中国的社会

零售总额在 2000 年的时候只有美国的四分之一，今天跟美国齐平，一旦齐平以后它会以两到三倍的速度增加。一个美国人在中国转了一圈，说中国最大的奇迹就是 13 亿消费者，印度虽然有 14 亿，但是消费能力还远不如中国。我们还知道，中国的增长背后除了有巨大的人口和巨大的财富的增加，还有就是每个中国人都是创业者，他们的勤劳致富精神和竞争意识，是中国经济生生不息的发展动力。

“一带一路”国家既包括发展中国家，也包括发达国家。发展中国家的一个成功案例，是中建材在阿塞拜疆建立了中亚最大的水泥厂，一举解决了中亚的基础设施建设的水泥供给问题，非常成功，也是标准的我们优势产业与发展中国家结合的例子。与发达国家结合的经典案例是德国的普瑞公司，生产先进的汽车自动驾驶系统，中国宁波的均胜电子把它收购了，因为扩展到了中国和东南亚市场，德国的厂房扩容了三次，巴伐利亚人民奔走相告，感谢中国人。我们出去海外投资，如果不能够依托中国 13 亿消费者让世界受益的话，那就是个问题，所以对外投资一定要形成一个良性的互动，这样中国的崛起才真正可持续。

我们大家经常见到的情形，北京的雾霾，最近真的已经好了很多，我们也觉得非常的欣慰。2015 年的北京与 1965 年的纽约，没什么太大差别，好像那时候它比我们还糟糕一点。所以中国现在遇到的很多问题，其实有它的时代性和时代特征，这跟我们社会发展阶段是高度相关的，所以我们理解中国问题的时候，提出解决方案的时候，一定要有良好的社会方位感，同时要有一个正确的历史方位感。

通过过去一百年间美国产业的演变和中国的改革开放后的产业演进过程的对比，可以看到中国改革开放 35 年，从农业主导走向工业主导，现在服务业逐步兴起，超过了 50%，和美国过去 100 年的发展趋势基本一致。所以我们是按照人类社会的经济发展规律，比较快速地往前走和追赶，但是我们还有一定的距离，甚至依旧落后。所以我们做的事情，包括搭建投资公开平台等，可以使得对外投入加速中国经济现代化，同时能够连接中国与世界，让中国的发展使世界受惠，能够使中国的崛起真正可持续。



美国财政政策可能刺破资产泡沫 艰难的信贷重新定价将损害新兴市场¹

德斯蒙德·拉赫曼²

去年，当美国经济达到或超过充分就业时，总统唐纳德·特朗普选择推行极具扩张性的财政政策。而今年特朗普政府忽视国外的经济问题，进一步巩固“美国优先”政策，增加了其贸易伙伴的报复风险。

健全的财政管理原则理应如下：经济疲软时赤字财政或许行之有效，但经济强劲时不应再运用此法，否则政府债务将不断攀升。而且如果经济强势时期一味扩大财政赤字，日后经济形势走弱，政府将失去财政政策刺激的转圜余地。

特朗普政府似乎无视这些原则，于 2017 年推出了缺乏财力支持的减税政策，未来 10 年美国政府债务将因此增加约 1.5 万亿美元。特朗普政府也支持国会增加 3000 亿美元公共支出。

世界主要央行经年宽松的货币政策已导致国际股市和楼市估价过高，与此同时，全球流动性充沛也导致全球市场信贷风险被严重错误定价。

追求扩张性财政政策风险会导致长期利率陡增，而随着美联储收缩膨胀的资产负债表，财政赤字扩大必然使长期利率进一步攀升。

这可能带来一系列风险，如资产价格泡沫破裂，全球信贷艰难地重新定价，面向新兴市场的资本流动突然停止，这对阿根廷，巴西，印度尼西亚，南非和土耳其等国家极具破坏力。

特朗普在贸易政策上的保护主义立场进一步恶化了国际局势，他的保护主义政策远不止对中国的惩罚性贸易行动，这些措施可能情有可原。相反，还包括对美国在美洲和欧洲的盟友征收钢铁和铝的进口关税，甚至包括在围绕北美自由贸易协定的谈判中采取更加强硬的立场，排斥一般贸易协定，以及威胁对进口德国

¹翻译：尹柔茜、审校：熊若洁

²德斯蒙德·拉赫曼，美国企业研究所驻所研究员，曾担任国际货币基金组织政策发展与研究部副主任，以及所罗门美邦公司的新兴市场首席经济顾问

汽车征收更高关税。

政府对抬高进口关税给出的理由是希望消除贸易逆差，但这与其扩张性财政政策自相矛盾。

如果几乎所有经济学家都同意一点，那就是一个国家的贸易差额是其储蓄和投资率之间的数值之差。通过遵循增加预算赤字和降低国家储蓄率的政策，美国政府正在增加重返 20 世纪 80 年代“双赤字”的可能性。反过来，当贸易逆差扩大时，这也增加了政府加强其贸易保护主义的可能性。

美国政府“以邻为壑”的政策对欧洲尤其不利。现在意大利形势的发展可能导致欧洲主权债务危机重演，因而欧洲最不需要的就是与美国的贸易战，因为贸易战会进一步削弱投资者信心。

如果特朗普的财政和贸易政策引发全球经济衰退，美国有望被迫与贸易伙伴合作，以促进经济快速复苏。但鉴于特朗普政府在宏观经济政策上的误判和对美国盟友的高压态度，这种乐观的期待恐怕要落空了。

US fiscal policy may burst asset bubble

Painful repricing of credit will damage emerging markets

Desmond Lachman¹

Last year, President Donald Trump opted for a highly expansionary budget policy stance at a time when the US economy was at or beyond full employment. In 2018, ignoring economic troubles abroad, the administration is reinforcing its commitment to 'America first' policies, raising the risk of retaliation from trade partners.

The principles of sound budget management dictate that while budget deficits might be helpful during times of economic weakness, they should not be tolerated in times of strength. If not, the government's debt would be on an ever increasing path. In addition, as the budget deficit widens during times of strength, the government would not have the room for fiscal policy stimulus in times of weakness.

Seemingly oblivious to these principles, the Trump administration opted in 2017 for an unfunded tax cut that will increase the public debt by an estimated \$1.5tn over the next decade. The administration also assented to a \$300bn congressional increase in public spending.

Years of easy monetary policy by the world's major central banks have led to overvaluation in global equity and housing markets. At the same time, ample global liquidity has caused credit risk to be seriously mispriced around the world.

Pursuing expansionary fiscal policy risks causing long-term interest rates to rise sharply. As the Federal Reserve shrinks its bloated balance sheet, an increase in the US budget deficit is bound to push long-term rates markedly higher.

¹ Desmond Lachman is a Resident Fellow at the American Enterprise Institute. He was formerly a Deputy Director in the International Monetary Fund's Policy Development and Review Department and the Chief Emerging Market Economic Strategist at Salomon Smith Barney.

That threatens to burst asset price bubbles and could lead to a painful repricing of credit around the world. It risks suddenly halting capital flows to emerging markets. That could be especially damaging for countries like Argentina, Brazil, Indonesia, South Africa and Turkey.

Escalation in Trump's protectionist posturing on trade policy further exacerbates already tense global conditions. This goes well beyond taking punitive trade actions against China, where such measures might well be justified. Rather, it includes the imposition of steel and aluminium import tariffs on US allies in the Americas and Europe. It also includes the adoption of a much tougher stance in negotiations around the North American Free Trade Agreement, an antipathy towards trade agreements in general, and the threat of much higher tariffs on imports of German cars.

The reason given for increasing import tariffs is that the administration wishes to eliminate the country's trade deficit. But this contradicts its expansionary budget policy.

If there is one point on which almost all economists can agree, it is that a country's trade balance is arithmetically the difference between its savings and its investment rates. By following policies that increase the budget deficit and reduce the country's savings rate, Washington is increasing the probability that the US will return to the twin deficit problem of the 1980s. That, in turn, raises the chances that the administration will intensify its protectionist stance on trade policy when the country's trade deficit widens.

The timing of Washington's beggar-thy-neighbour policies is especially unfortunate for Europe. At a time when developments in Italy threaten the return of the European sovereign debt crisis, the last thing the region needs is a trade war with the US that might further undermine investor confidence.

If Trump's budget and trade policies trigger a global economic recession, the US will hopefully be compelled to co-operate with trade partners to promote a quick recovery. However, such optimism seems misplaced in the light of the administration's major macroeconomic mistakes and high-handed treatment of US allies.

默克尔、马克龙和欧洲集体行动条款

困境中的欧洲如何脱身¹

马克·索贝尔²

欧洲债务水平非常高。除希腊外，政府层面的债务人主要是意大利和葡萄牙，但法国、西班牙和比利时的政府债务也接近或超过 GDP 的 100%。

欧洲就降低风险与风险共担展开激烈讨论。此外，历史上多次发生主权债务重组；历史正在重演。

私营部门分担高额或不可持续债务成本的问题不可避免。对欧洲来说，这一领域非常敏感。特别是考虑到 6 月 29 日，布鲁塞尔首脑会议上就分担移民责任出现的紧张局势，每一步都有可能带来政治挫折和市场混乱。

德国总理安格拉·默克尔和法国总统埃马纽埃尔·马克龙也加入讨论。德法两国在欧盟首脑会议前发布《梅泽贝格宣言》（以他们在柏林附近的巴洛克式宫殿举行会议的名字命名）。宣言中有一句话晦涩难懂：“为改进现有促进债务可持续性框架，提高效率，我们应着手采用单一集合（single-limb aggregation）欧元区集体行动条款（CAC）。”

这句话背后隐藏着一个持续困扰欧洲的问题：负债政府需要欧洲稳定机制的支持，但如果私营部门贷款人退出，造成负债政府危机和违约升级，应该如何应对？这引发了高债务国和低债务国之间的激烈争议。

集体行动条款被写入主权债券合约，以使债券在一定条件下重组，包括绝大多数债券持有人同意债券减记。这反映了一个事实：与国家破产不同，国际债权人不受在法庭承担损失的约束；从国家主权来看，全球主权破产法院并不存在，也可能永远不会出现。

梅泽贝格集体行动参考反映了旷日持久的欧元区改革战。对于寻求欧洲稳定

¹ 翻译：谢佳梅、审校：熊若洁

² 马克·索贝尔，曾任美国财政部国际货币与金融政策的助理部长以及国际货币基金组织的美国代表

机制支持的国家，德国和荷兰希望对持有政府债务的私营部门实行“自动”减记，进而打造欧洲货币基金组织。然而，法国和意大利担心这会导致更高差价和市场不稳定，声称这种行为突破了底线。

原则上，德国人和荷兰人是对的。投资者冒险获利，也应承担行为后果，而不是纳税人。市场纪律有助于规避道德风险。不幸的是，现实世界并非如此简单。自动对持有政府债务的私营部门进行减记以换取欧洲稳定机制的支持并不可取，有四点原因。

第一，如果一个国家流动性不足而非破产，那么提供财政支持和避免重组对该国的危害要小得多。但是，要判断一个国家是流动性不足还是破产并不简单。对债务可持续性的判断具有主观性，许多情况模糊不清。必须评估该国的债务和赤字情况，潜在增长率以及调整和运行基本盈余的能力。负责任的政策制定者不应让国家陷入破产境地。

第二，通常需要减记以消除债务积压。但减记成本非常高。各国可能长期无法进入信贷市场。当银行持有大量国家主权债券时，可能会造成国家资产负债表损失并减少银行资本。

第三，自动减记可能引发自我实现的债券市场挤兑和蔓延。因担心国家债务自动重组，市场参与者很有可能率先行动，抛售有价证券。短期定位会得到回报，买入并持有的投资者则受到惩罚。市场抛售可能会出现在下一个脆弱的国家。

第四，外部环境很重要。2010年5月，私营部门持有的希腊债务重组可能会在全球市场大规模蔓延。到2012年，市场已经能够适应这种情况。

2010年，默克尔和当时的法国总统尼古拉·萨科齐（Nicolas Sarkozy）在法国海滨小镇多维尔（Deauville）的海滩上漫步。他们认为可以让私人债权人承担欧洲负债国的损失，以获得欧洲纾困机制的支持。希腊、爱尔兰和葡萄牙债券差价立刻飙升。爱尔兰和葡萄牙失去了市场准入机会。欧洲纳税人的税负并未减少。未来的集体行动条款解决方案必须吸取这一教训。



Merkel, Macron and euro-CACs

Taming the spectre haunting Europe

Mark Sobel¹

Debt in Europe is very high. The chief debtors at the government level aside from Greece are Italy and Portugal, but France, Spain, and Belgium too have government debt close to or beyond 100% of GDP.

European debates rage about risk reduction v. risk sharing. Additionally, history is littered with sovereign debt restructurings; and history repeats itself.

Questions over private sector involvement in bearing the cost of high or unsustainable debt are inevitable. For Europe, this is an area of extraordinary sensitivity. Every step carries risks of political setbacks and market upsets, particularly in view of tensions displayed at the Brussels summit on 29 June over sharing the burdens of migration.

German Chancellor Angela Merkel and French President Emmanuel Macron added to this debate by introducing into their pre-summit 'Meseberg declaration' (named after their meeting in a Baroque palace near Berlin) this recondite sentence: 'To improve the existing framework promoting debt sustainability and to improve their effectiveness, we should start working on the possible introduction of euro-CACs (collective action clauses) with single-limb aggregation.'

Behind this bewildering phrase lurks a spectre haunting Europe: a spirited controversy between countries with low and high debt about what to do in the event private sector lenders head for the exit and subject indebted governments, needing European Stability Mechanism support, to an escalating spiral of distress and default.

¹ Mark Sobel is a former Deputy Assistant Secretary for International Monetary and Financial Policy at the US Treasury. Until earlier this year he was US representative at the International Monetary Fund. He chaired the international public-private group that developed the single-limb clauses in 2014.

CACs are written into sovereign bond contracts to allow a bond to be restructured under certain conditions, including that a large majority of the bondholders agrees to write-downs. This reflects the reality that, unlike in a national bankruptcy, international creditors cannot be constrained to bear losses in court; a global sovereign bankruptcy court does not exist, and probably never will, in view of national sovereignty.

The Meseberg CAC reference mirrors long-standing euro area reform battles. Germany and the Netherlands wish to impose 'automatic' write-downs on private sector holders of government debt for any country seeking support from the ESM, due to become the European Monetary Fund. France and Italy, however, fearing that would lead to higher spreads and market instability, say such action crosses a 'red line'.

In principle, the Germans and Dutch are right – investors take risks to earn rewards and they should bear the consequences of their actions, rather than taxpayers. Market discipline is salubrious. Moral hazard is to be avoided. Unfortunately, the real world is not so simple. Imposing write-downs automatically on private holders in return for ESM support is a bad idea, for four reasons.

First, if a state faces illiquidity rather than insolvency, providing financial support and avoiding a restructuring is far less harmful to the country. But determining whether a country is illiquid or insolvent is not straightforward. Judgements about debt sustainability are subjective and many cases offer up shades of grey. One must assess the country's debt burdens and deficits, its potential growth rate, and its capacity to adjust and run primary surpluses. Responsible policy-makers should not push countries into insolvency.

Second, write-downs are often needed to eliminate a debt overhang. But they can be highly costly. Countries can lose access to credit markets for long periods. Large national balance sheet losses can emerge and decapitalise banks when they hold significant amounts of national sovereign bonds.

Third, automaticity can set off self-fulfilling market runs and contagion. Market participants, fearing an automatic restructuring in a country, would have every incentive to be the first mover and dump paper. Short-term positioning would be rewarded, buy-



and-hold investors penalised. Market selling might then move to the next vulnerable country.

Fourth, the external climate matters. A restructuring of private sector holdings of Greek debt in May 2010 could have engendered massive contagion in global markets. By 2012, markets were able to accommodate it.

In 2010, Merkel and then French President Nicolas Sarkozy took a stroll on the beach in the French seaside town of Deauville. They decided losses could be imposed on private creditors of indebted European states, as a condition for the country receiving support from the European bail-out mechanism. Greek, Irish and Portuguese bond spreads immediately soared. Ireland and Portugal lost market access. European taxpayers did not save money. Future solutions over CACs must learn the lessons of Deauville.

《人民币国际化报告 2018》

《人民币国际化报告2018》主题为“结构变迁中的宏观政策国际协调”。在历史经验借鉴和理论研究的基础上，集中探讨了人民币国际化进入发展新阶段后加强宏观政策国际协调的必要性与紧迫性，围绕协调内容、突破口、主要矛盾、实现机制等方面展开了深入分析。报告认为：全面高效的国际协调是人民币国际化的必然要求；要将贸易、货币政策作为短期协调的重点内容，将结构改革、宏观审慎政策纳入协调范畴，从而完善国际政策协调框架；要重视多层次国际组织在协调中所体现的平台功能，积极寻求在新兴国际协调平台上发挥引领作用。



报告强调：要在“一带一路”上开展内容丰富的区域合作机制创新，为国际协调理论和实践提供新样本、新模式；要妥善处理中美贸易摩擦和政策分歧，这是实现无危机可持续发展和人民币国际化的关键，也是当前我国进行国际政策协调需要解决的主要矛盾。

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

厦门市南山区高新科技园软件园二期
2468号怡化金融科技大厦2015

