

【本期推荐】

曹彤：银行大数据的模式创新

【“金融科技”专题】

贲圣林：金融科技化的大陆实践与全球机遇

王永利：货币的本质与比特币、央行数字货币

吴志峰：关于区块链在保险业的应用思考

李虹含：ICO：蒙眼狂欢的暴富几乎对实体经济没有任何意义

曲强：如何面对金融科技冲击的未来？

【海外之声】

Danae Kyriakopoulou：欧元强势引起困境——欧洲中央  
银行量化宽松政策的决定性时刻

David Marsh：黑色星期三之鉴——为英国脱欧铺路的插曲

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列八：英国“脱欧”如何影响人民币国际化？

**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



## 银行大数据的模式创新

曹彤<sup>1</sup>

以往我们认为银行业本身就是从事大数据的，包括全球非常著名的银行，在大数据上都有非常多的实践。但是另一方面，不管银行自身有多少数据，许多数据应用的困惑仍然存在，这是时代衍生的特点和现象。从数据应用出发，大数据既是风控的视角，也是转型的视角。

### 一、科技金融横向切割市场

自从大数据概念开始兴起，数据体量逐年攀升，近十年来银行业围绕着大数据在转型改革上做出了许多探索。但是受限于银行业务范围，始终有一个焦虑感。从银行创新来说，近年无论是从思想上还是实践上都做了很多创新，但还是感觉无法适应自身需求，这取决于外界环境的变化和经济社会的发展——近十几年高科技背景下的不断迭代，外界环境发生了巨大的变化。首先就是客户属性发生变化。两三年前总感觉 C 端的用户在互联网化，现在 B 端用户也在不断的互联网化；因为客户改变，金融机构服务客户必然就会改变。其次就是金融供给过剩，现在看得比较多的是金融机构，银行是其中的一个组成。从银行内部的销售数据来看，柜台的客流量在明显地减少。

在新形式的要求下，科技金融应运而生，形成了新的管控平台。以前金融管控方面工行规模较大，招商起步比较早，中信是国家给的牌照，这些都可以接受。但是最近几年以科技为背景的金融科技管控平台不断出现，使得金融管控引入了科技和金融两个角度，其中平安是一个比较典型的代表。这些管控机构出现，使得整个市场被横向地切割。

不同的金融机构之间、不同的银行之间，在科技金融的应用上千差万别。从科技领域上看，4000 多张银行牌照的数字风波，是跑在前面的集团军，跑在后面

<sup>1</sup> 曹彤，中国人民大学国际货币研究所联席所长、厦门国际金融技术有限公司董事长

的会越来越大。

## 二、科技化领跑金融行业转型

无论是金融化还是科技化，两个纬度都在不停地变化，但这些外界环境的变化是过去十几二十年稳定上升不太明显，这也是我们焦虑的地方。

转型在金融化上是一种视野，是很难超越的。可以预先知道的是科技化是尽量领跑，金融化是尽量跟跑。信息技术对金融的敏感性非常强，每一次信息技术出来都在跳跃，电话、电脑、区块链都在跳跃。从金融纬度上看到，这些年并没有什么大的风险——除了 08 年美国次贷危机——之后并没有大的风险出现；但是在信息技术上近年来可谓是风起云涌，现在的风险都是科技化进入，而非金融化进入，这是非常明显的趋势。

科技对金融影响当前最具有代表性的就是互联网技术。互联网是生产关系，其本身并没有带来跳跃。例如滴滴打车经过重新组合产生了新的变化，从互联网金融监管角度看，这种变化呈现出一个部分平衡的态势。另外我们看到在互联网金融里面帐户、虚拟帐户、贷款、在线交易、互联网金融复杂的对公业务都在迅速的互联网化，并且模式已经成型，这就是一种新的生产关系。所谓科技化是对新的生产关系，嫁接这些关系的杠杆才能脱颖而出。怎么把科技摆在第一位？怎么看大数据？是当前转型一个非常重要的角度。

目前很多银行去都是全功能银行，各式各样的功能都是齐备的，甚至还在扩展。但是全功能银行意味着要有牌照，还要重资产。在新的监管理念下，重资产就意味着重资本，他两一对应。银行从业人员都知道资本的充足率大概补充两三年时间，但是资本有 0.7、0.2 的银行出来，他资本补充是每个季度一次，这种重资产是走不了。所以随着资本收益、资本回报率下降，资产和资本的循环很难形成。

目前许多银行为了摆脱重资产的现状，采取了次重资产加人才的方法，一部分银行尝试向交易银行家角度转型，再发展就是成为轻资产+科技的现代科技银行。当然科技银行之外，一些银行可以走得更远，譬如平台银行，即建设网点，在某个在线的流量下创造自己的流量客户，形成服务客户嫁接其他金融机构的桥梁。最终平台银行可以转变成为自金融的平台。



自金融可能是科技金融演绎的一个必然选择方向。比如企业财务公司就是自金融，财务、供应链都是自金融；虽然目前金融设施并不能支撑科技银行更进一步的发展，但是越发展银行的经营模式越清晰，这些显然都跟金融科技、数据、数据应用的方式、选择的模式是相关的。

### 三、金融科技“四化”是未来趋势

金融科技的“四化”作为一种创新、一种方向，很难讲好与坏，只能讲谁跟这种创新方向相契合。就目前来看，这“四化”是对于简单易行的商业转型比较适用，即怎么样让一个银行为卖变为买的银行。

首先，负债端的互联网化。这一点不需要讨论，只不过我们现在看到银行的负债端的互联网化还没有做得这么完美，现在负债端真正做得好的不多。作为银行人财物什么都不缺，但是为什么负债端银行做得不好？这是一个需要反思的问题。任何一个机构再厉害，在这个时代都要适应合纵连横的趋势。你的业务边界一旦划出这个银行，对一个陌生用户进行 15 秒的贷款判断，这个数据就不是银行的数据。我们现在在银行的互联网化上，最核心的还是没有走出一个小我的超越。得到结论是，负债端的互联网化是必然的选择。

其次，帐户支付端的区块链化，对于中小银行是好东西。比如说两个银行在互联网上吸纳存款，一个是工行，一个是某某村镇银行，一个客户很显然不会选择村镇银行。所以村镇银行要走出来，要找到自我征信的技术。

第三，管理大数据化，包括怎么样在精准营销、在线风控、数据管理上实现突破？这些是银行必须面对的问题。“四化”是比较简单易行的方法，其实都可以找到比较简捷的对应方案，例如怎么样资产证券化、怎么样 VBO 的应用，区块链怎么连接等等，针对这些方案都有成熟的应用案例。

第四，资产证券化。目前建设资产证券化云数据库，怎么做数据量是有限的，不管怎么做要想产生一个在线的、计时的评级机制很难，因为这一定是社会多维度的集合所在。因为资产证券化是我们做基层的技术，不是算法复杂，是链条太长。怎么样让成本降低？很显然需要平台化、需要多方参与的逻辑。

VBO 的应用。关于互联网化还有一个概念非常重要，就是 VBO 这个概念。

LNEDINGCLUB 本身不是持牌银行，它是在线做贷款的，背后有银行。但是背后的银行怎么不自己干？因为 LNEDINGCLUB 一类的机构跟市场更贴近，能找到最佳解决方案。这也从某种意义上证明我们做银行的，需要对直销银行的概念进行思考；客观讲银行的互联网化就是直销银行，但是以职能投入的模式还是理财超市的模式目前还未解决。

区块链。区块链也是一种自我征信的方法，其实在资产管理办法实现以后，这个是优势存在。它使得银行不再代表国家信息化而是一个企业，从这个层面出发累思考怎么自我征信非常重要。好在这个时代给一些技术方案，使得中小企业在这方面实现自我突破。我们做了一些探索，可以说已经初具成果，例如贵阳发布的票据链。

#### 四、新时代下银行业对大数据的思考

大数据是一个非常有意思的概念。什么叫大数据？

第一个特征就是外部化，如果不认可外部化大数据就不用谈了。尤其是对于银行从业者，我们自己的数据到底够不够？这个是一个非常需要思考的问题。因为这个时代的要求已经跃升为秒级，如果一个陌生客户找银行来贷款，只有一次见面机会。如何能在十几二十秒内判断贷不贷？贷多少？这个数据显然不是银行的。要在互联网上做一个客户，而客户不知道是从哪里来的。如果只需要在线的数据判断，这显然一定是个外部机构。

第二个特征是动态化，因为数据是有生命的。数据仓库是在互联网化之前比较优秀的数字管理模式，现在看来已经不符合要求。现在如果数据不经过模型化、算法处理，这个数据就没有意义。在不开放的平台上，这个数据模型不可能好，因为数据模型需要大量实践才能打磨出来。这些特征决定了现在的数据平台需要要跟各方互动、要不断地调整自我，这才是一个好的大数据的应用模式。

所以从这个视角看问题，我想，以银行的人财物的积累找到一个好的方法是不难的，这里面有好的实践，一些具体的架构、系统的选型都是不难的。核心的是怎么跳出小我、找到大我，这是一个数据的时代。

# 金融科技化的大陆实践与全球机遇

贵圣林<sup>1</sup>

全球互联网金融起源于英美，但在金融科技全球化的过程中，中国大陆的互联网金融发展实现了从“中国模仿”（Copy to China）到“模仿中国”（Copy from China）的跨越。几年前中国大陆互联网金融的“星星之火”如今已经发展为熊熊大火照亮全球。未来，借鉴成熟监管和科技力量，以绿色发展为导向，以服务实体为本分，以金融科技为手段，金融科技在中国大陆的继续发展仍然令人满怀期待。

## 一、金融科技（Fintech）发展历程的三个阶段

没有一次金融创新的背后，不是科技的推动。金融科技发展至今，时间界限上并没有明确的划分，不过大概可以分为三个阶段：

Fintech1.0阶段（20世纪50年代-20世纪90年代）中的一些标志性事件包括：50年代第一张信用卡出现；60年代第一台ATM机诞生；以信用打分模型、SWIFT系统、POS机等技术服务在70年代出现；80年代，随着金融衍生品逐渐丰富，大量计算和模型的使用，金融工程概念在英国被提出；到了90年代，也就是金融科技1.0阶段后期，以银行客户管理系统（CRMS）为代表的银行内部管理信息化、集中化技术在互联网上得到实现。

在Fintech2.0阶段（20世纪90年代中期-2015年左右）近20年的发展历程中，移动终端、互联网金融兴起，进入了以网贷、第三方支付、众筹、互联网保险为标志的新的金融发展阶段。

Fintech3.0阶段（2015年-至今），以人工智能（AI）、区块链（Blockchain）、云计算（Cloud Computing）、大数据（Big Data）为代表的技术正在引领我们进入金融科技的第三个阶段。

全球互联网金融起源于英美。1993年，“Financial technology”一词首先被

<sup>1</sup> 贵圣林，浙江大学互联网金融研究院院长、中国人民大学国际货币研究所执行所长

提出；1995 年全球第一家纯网络银行美国安全第一网络银行（SFNB）正式上线；1998 年被称为支付宝的“师傅”的 Paypal 在美成立；2005 年全球首家网贷公司“Zopa”在英国成立；2009 年美国最大网络众筹公司成立，同年比特币概念出现，其底层技术区块链被发掘；2012 年美国创业企业融资法案通过，确定了众筹的法律地位。

而中国大陆的互联网金融虽然起步较晚，但却实现了弯道超车。“互联网金融”一词在中国大陆是 2012 年被提出的，也就是在金融科技 2.0 时代，中国大陆掌握了全球互联网金融的话语权。这时候国际上不得不又再度搬出“financial technology”并将其缩写为“Fintech”来与中国的“互联网金融”进行“对决”。

2003 年淘宝推出支付宝；2007 年首家 P2P 网贷平台拍拍贷成立；2011 年人民银行开始发放第三方支付牌照；2012 年互联网金融概念被首次提出；2013 年是公认的互联网金融元年，这一年，余额宝上线 3 个月规模近 600 亿元；这一年，首家互联网保险公司众安在上海开业；2014 年互联网金融一词首次被写入政府工作报告。

## 二、从“中国模仿”到“模仿中国”

尽管全球互联网金融在 Fintech1.0 和 2.0 时代均起源于英美，但中国大陆的互联网金融发展已经实现了从“中国模仿”（Copy to China）到“模仿中国”（Copy from China）的跨越。

如今，支付宝用户总量是 Paypal 的 1.7 倍，日交易量是 Paypal 的 40 倍；世界 100 强的金融科技巨头中的前五位有四位都来自于中国，其中蚂蚁金服位居首位。余额宝上线至今规模已经达到 1.5 万亿元，超过招商银行个人活期存款总额；众安保险短短 3 年内服务 5 亿用户，开出了 72 亿张保单。互联网银行方面，微众银行服务用户 1500 万人次或小微企业，浙江网商银行服务 271 万中小企业客户，为解决小微企业融资难这样的世界性难题提供了新的方案。

不仅是在互联网金融领域，在绿色金融发展领域也逐渐显现出从中国模仿世界到世界模仿中国的趋势。

在全球大约 7000 亿美元存量规模的绿色债券市场中，中国的绿色债券市场规模达 2500 亿美元，占全球市场规模的 35%，是全球最大的绿色债券市场。中



国的兴业银行于2008年加入赤道原则，成为国内首家加入赤道原则的商业银行，在推行责任投资（PRI）方面做了很多有益的尝试。当然，绿色金融发展之路还很长。目前全球以绿色为导向的绿色债券存量为7000亿美元，占全球90万亿美元总债券市场存量的比重不足1%，这说明绿色债券的规模仍然很小，发展空间巨大。

### 三、中国金融科技的发展仍然面临挑战

无论是绿色金融发展还是金融科技2.0时代，中国大陆都实现了从模仿到引领的跨越，但也面临一些挑战，需要吸收全球的先进经验。

比如，台湾地区传统金融发达、监管严格，但对创新型金融门槛较高。中国大陆互联网金融的发展应该借鉴成熟监管和科技力量，抓住金融科技发展的机遇。

利用金融科技2.0阶段的机会，中国大陆的互联网金融发生了跨越式的发展，实现了弯道超车领先全球。源动力之一是中国仍然处在利率市场化仍在改革进程中、金融抑制仍然存在、金融服务覆盖范围有限；二是中国的互联网应用技术强。所以，客户价值、市场驱动以及赋能因素技术为中国互联网金融发展提供了两大源动力。

但是，中国的互联网金融发展仍然面临一定的挑战。在规则和制度方面，如何对行业进行监管，如何令金融科技有序发展，还有很多需要学习的地方。

在走向世界的过程中，无论是人民币国际化还是支付宝在全球的使用，都代表了金融科技逐渐全球化的过程。

两年前，笔者在沃顿商学院曾经以“互联网金融的星星之火可以燎原”为题发表演讲，那时西方并没有意识到“互联网金融”这个词汇。而当时的星星之火如今已经发展为熊熊大火，照亮全球。只要把握好“以绿色发展为导向，以服务实体为本分，以金融科技为手段”的发展理念，我们将会迎来更加明亮、可持续发展的明天。

## 货币的本质与比特币、央行数字货币

王永利<sup>1</sup>

2017年9月4日，中国人民银行等七部委联合发文，在全球率先宣布ICO属于非法集资并予以关停，进而到14日监管部门发出信号：比特币人民币交易限期关停。这在世界上产生很大轰动，再次引发了社会上对数字虚拟货币广泛而激烈的争论。

实际上，比特币自2009年1月正式推出，至今已进入第9个年头了，近年来其交易和流通范围迅速扩大，价格迅猛上升，并带动更多的网络数字虚拟货币的产生和交易，直至出现更加火热的ICO，已经在世界范围内产生了不可忽视的影响力，其中，中国成为最大的市场。但在这一过程中，到底如何看待比特币，包括比特币是不是货币，要不要监管、如何有效监管，为何不少国家央行声明要推出央行数字货币（或法定数字货币）、何谓央行数字货币（其与法定货币及比特币是什么关系）等，可以说，迄今为止，世界范围内依然没有形成统一的认知，甚至连货币最基本的问题——货币的本质都被模糊了！

所以，要认清比特币是不是货币，首先要准确把握货币的本质。

### 一、货币的本质

货币产生和发展的历史很长，经历了从实物货币到贵金属本位制的纸币，再到去金属本位制的纯粹纸币（需要国家管制和法律保护，因此成为“法定货币”），再到更多地转化为银行记账货币（即货币的无纸化、去现金化、电子化、数字化），发生了及其深刻的变化。今天，货币及金融已经成为经济社会运行的血脉，渗透到经济社会运行的方方面面，成为人们生活生存过程中，就像空气一样不可或缺的东西了。也正因为如此，人们对货币本身的关注反而淡漠了，对货币的本质反而模糊了，不少人，甚至是权威人士都认为，今天的货币就是纯粹的信用货币，就是一张标明货币单位的纸，央行（国家）可以随意印制和投放货币，因此货币

---

<sup>1</sup> 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国银行原副行长



很容易投放过多，造成货币严重贬值，甚至引发金融危机。

事实真的是这样的吗？

错，这里面存在很大的误解！

货币，作为价值尺度、支付手段、价值存储工具，首先都是与价值相关的，其本身最重要的本质要求，就是必须有价值或者有价值支撑。

我们知道，最早的货币属于实物货币，一定是由一定区域内最受追崇的贵重物品来承担的，最终集中到金、银、铜等贵金属上。能够成为货币材质，最重要的就是必须有价值。

但作为自然物质的贵金属，其产量和加工很容易严重偏离经济社会发展的实际水平，货币总量难以灵活调整，很容易造成严重的通货膨胀，特别是严重的通货紧缩，而且制造、运输、交割的成本很高，效率较低，最终被更便宜的纸币所取代。

初期的纸币只是金属货币日常流通的替代品、表征物，是需要金属货币做支撑的，即属于金属本位制的货币。随着纸币的运行和扩大流通，人们逐渐发现，纸币可以在很大程度上偏离金属本位而相对独立运行，并且通过纸币一定程度上的扩大投放，可以更加灵活地满足货币需求，而并不一定造成货币泛滥。这样，纸币的投放越来越脱离金属本位的束缚，最后，受到战争、自然灾害等因素的冲击，在急需扩大货币投放的情况下，世界各国纷纷放弃了金属本位制，直到1971年美元放弃金本位，全世界基本彻底废弃了金属本位制货币体系，转而进入纯粹的纸币时代。

纯粹纸币体制，增加了一国货币投放和调控的灵活性、主动性，但失去贵金属等价值的严格约束，货币非常容易滥发。因此，世界各国都实施严格的货币管制，极大程度上收货币印制和管控权，并以立法和主权加以保护，因此成为国家法定货币或主权货币。

这就出现一个非常关键的问题：是不是在废除金属本位制之后，国家就可以没有约束的随意投放货币吗？特别是在货币越来越多的表现为数字货币时，国家甚至连印制和投放纸币都不需要了，直接给收款人记到账户上就可以了，成本更低、效率更高，是不是就更可以随意投放货币了？

要回答这一问题，首先要了解现在货币是如何投放出来的。

当今社会，货币投放主要是由中央银行控制的，但央行绝对不得无偿赠送或分发货币。在这种情况下，货币投放主要包括两个层面的路径和方式：

一是央行购买货币储备物，主要包括金银等贵金属和国际硬通货（外汇）。当然，央行购买货币储备物，不仅可以支付（投放）纸币（现金），而且越来越多的直接计入出让人的存款账户，表现为其银行存款。这样，央行投放的货币就包括现金和存款两部分。其中，存款和现金是可以相互转化的：银行存款可以兑换成纸币，纸币也可以存放银行转成存款。央行购买储备物投放的货币就形成货币总量中最重要的“基础货币”部分，而这是有价值支撑的！

二是货币的信用投放，即在没有货币储备物（价值基础）的情况下，央行或其他金融机构面向社会提供贷款、购买债券等方式，额外提供货币（购买力）。信用投放的货币，一般直接计入收款人的存款账户，增加其银行存款。这就产生了一个看似奇怪的现象：并不都像人们想象的那样，要先有现金，后有存款，再有贷款，而是出现先有贷款，再有存款，然后可以兑换成现金的情况。而这就是信贷创造货币的表现。

货币的信用投放，可以有效发挥货币金融的功能，也使货币总量的调控具有非常重要的灵活性、主动性，能够更好地满足经济社会发展对货币的需求，避免金属货币作为自然物，受到储量、开发和加工能力等诸多因素的束缚，非常容易严重偏离经济社会发展实际水平的问题（这也是作为自然物质的贵金属最终退出货币体系的根本原因）。货币政策能够与财政政策成为国家宏观调控两大重要工具之一，最重要的就是存在货币的信用投放并存在更大的调控余地。

当然，货币的信用投放既增加了货币投放和总量控制的灵活性、主动性，也随之带来货币可能滥发的风险，必须得到严格控制，否则，一旦失控，就会造成货币滥发、通货膨胀、债务危机等，威胁货币信誉和社会稳定。正因如此，世界各国基本上都制定了严密的货币管理规则体系，包括增强央行的独立性，严格控制央行直接面向社会（特别是政府）提供信用投放（因为央行作为货币发行者，如果允许其提供信用投放，一旦出现不良或坏账，央行可以通过再扩大信用投放进行弥补，进而造成货币投放失控）；只有商业性银行等金融机构才能提供信用投放，并且对商业银行等信用投放机构形成严格的监管（如贷存比、流动性、资本充足率、不良率、拨备比等）和财务约束，如果经营不良，可能破产倒闭，从



而可能消除无效的货币；中央央行主要负责货币政策制定和调控、宏观审慎监管以及最后贷款人职责（为维护金融体系不发生严重问题，在必要时出面干预，提供必要的信用投放和流动性支持）。

在这种情况下，尽管直观上信用投放的货币越来越大（货币总量与基础货币之比，即货币乘数升高），但由于信用投放是建立在基础货币之上的，总体上货币仍是有价值作基础和支撑的。认为当今社会的法定货币，特别是纸币（现金），属于纯粹的信用货币或货币数字，央行可以随意投放，是根本不成立的。

当然，不得不承认的是，尽管有货币监管体系，但由于种种原因，世界各国的货币都是沿着不断扩大投放运行的，不仅在遇到重大危机时，会扩大货币投放（救市），并在危机过后并不会将超量投放的货币充分压缩回来，而且正常时期的货币政策目标，都不会是完全中性的（通货膨胀率目标几乎没有安排为零的，而基本上都是在1%以上），也正因为如此，就不断积聚货币过剩和金融危机的隐患，货币体系，包括国际货币体系亟待深刻变革。但不能因此就退回到金属货币的老路，更不能因此就否认或放弃货币的价值属性！

作为货币，最重要的就是必须有真实价值支撑，这一点不可动摇或模糊，必须从货币理论上加以澄清和明确！

因此，把废弃金本位制后的货币称作“信用货币”其实并不恰当，最好统一称作“法定货币”，因为它既不是完全没有价值支撑的，也不是完全依靠国家信用（财政收支）作支撑的纯粹的信用货币！

## 二、比特币难以成为真正的货币

比特币是在人为设计的网络环境中，按时段推出一个区块（Block），内含确定的比特币数量，由网络参与者按照既定的规则进行运算，由率先达成既定结果的人获得（这一过程被称作“挖矿”，规则被称作“工作量验证法”），并由参与竞争者共同验证和分别记录后才能确权。之后，计算机自动推出新的区块，每个区块都带有上一个区块的标识和时间戳记，从而使各区块依次相连，形成区块链（Blockchain）。比特币的转让支付，需得到区块链上相关账户记录超过半数以上的验证和记录通过才能完成；区块链由参与者的计算机共同运行和维护，其规则也必须得到网络参与者超过半数的同意才能修改。这就构成比特币体系以区

区块链为基础的去中心化、匿名式、分布式记账、智能合约（加密技术）、不可逆或篡改等特征。

从这一点看，比特币似乎高度模拟黄金，总量设定（类似黄金储量是有限的）并需挖矿才能获得（比特币属于系统“原生币”，并不是首先用法定货币兑换产生的），因此，有人将比特币看作是“数字黄金”、“网络黄金”等，并认定其具有黄金一样的价值，能够成为网络时代全新的货币，将颠覆和取代现行的法定货币。

但是，稍微仔细分析就可以看到，比特币完全是在人为设计的网络环境中产生的数字符号，尽管模拟了黄金的一些特性，但根本不具备真是黄金那样的使用价值和价值！有人说，比特币是需要投入劳动进行挖矿，而且是通过“工作量验证法”才能获得的，“劳动创造价值”，因此是具有价值的。这恰恰是对价值的误解：劳动创造价值，但并非所有的劳动都能创造价值，劳动也存在无效劳动，甚至是有害劳动，不仅不能创造价值，反而可能损害价值（财富或资源），不能因为付出了劳动，就认为其结果一定有价值。可以说，像比特币一样的纯粹网络系统“原生币”，都是没有真实价值支撑的，因此不具备货币最重要的价值属性！

有人说，比特币自产生以来，市场价格已经升值数百万倍了，怎么还说它没有价值？！这就涉及对价值的理解问题了：首先，价值与价格是两回事，价格会围绕价值上下波动，在供求发生严重偏离时，价格也会严重偏离价值，形成价格泡沫。历史上，类似的案例，如“郁金香泡沫”屡见不鲜。从比特币的情况看，其总量有限（2100 万个），每十分钟左右产生一个区块，内含一定数量的比特币，这一数量初期为 50，然后每四年自动减半一次。这种设计本身就含有极强的内生升值机制，还不算其运行起来以后与法定货币兑换可能产生的兑换溢价，这也是比特币能够吸引很多人投入的重要机密所在。再加上互联网和区块链具备互联互通、覆盖全球的功能，就造成全球性大规模资金投入一个小宗投资品，推动其价格迅猛增长。不可否认，这存在巨大的投机价值，但这完全可能成为庞氏骗局或传销活动，不能因为价格上涨就认为其有价值，就认为其是合理合法的！

比特币不仅不具有货币的价值属性，而且由于过度模拟黄金的自然属性，不仅总量限定，而且连每十分钟的产量都予以限定，其产量不是逐步增加，而是越来越少，根本难以适应经济社会发展的需要，必将严重束缚货币金融的功能发挥。



黄金退出货币的历史舞台，已经充分证明，这种自然属性极强的安排是不可能担当货币使命的！

另外，比特币还有一个重要特征，就是网上透明，但完全封闭，当事人对线下过度保密（匿名），难以满足现实世界法律监管的需要。这是与其采用的是开源化加盟式公有区块链的技术密切相关的：区块链首先是不同所有者计算机的联网，从而实现计算机共享运算和存储能力，避免计算机资源的严重浪费，并实现计算机网络的去中心化，由所有加入的计算机共同运行和维护既定的规则。这又需要系统必须是开源的，参与者可以通过互联网自动下载系统并实现连接和共同运行（当然，每个计算机也可以加盟不止一个区块链网络系统），这样，要采集和维护加盟者的真实身份信息就非常困难。但这种高度匿名的系统难以实施有效监管，就很容易成为洗钱、恐怖融资、偷税、诈骗等的工具，一旦形成规模，必将是合规监管无法容忍的！

有人认为，比特币是超越国界的去中心化的“超主权货币”，与世界各国主导的法定（主权）货币相比，规则更科学、执行更严格，能够有效防范货币滥发，将会成为新的世界中心货币，或者成为“货币的货币”。这其实是过于乐观和主观臆断了。

要知道，当今世界仍然是以国家主权独立和自治为基本架构的世界，货币的发行和监管是国家至关重要的利益所在，是国家主权的重要组成部分。在这种情况下，各国主权货币在国际货币体系中的地位，是靠国家实力和国际影响力的竞争取得的，只有国力和国际影响力最强国家的货币才能成为国际中心货币。当然，这种以一国主权货币作为国际中心货币（其中央银行也就无形之中成为世界的中央银行）的格局显然存在很大问题，但这却是一种历史的选择，是有其存在的价值的。这种国家格局不能打破，要想形成超主权货币，是非常困难的，甚至几乎就是空想！

实际上，打造超主权货币的探索早就开始了，从1944年凯恩斯提出“Bankcoin”开始，到哈约克，再到国际货币组织的特别提款权（SDR）、欧元等，一直都有探索。但由于一个新型的货币体系的设计和 implement 是非常复杂的，特别是如果实力最强国家反对，超主权的世界货币就难以落地。欧元的推出，是欧元区主要国家出于共同利益的需求，达成共识和货币协议，有条件的让渡货币

主权才成为现实，但其实际运行中暴露出来的问题更加证明，没有最强国家的同意，要推出超主权货币，取代最强国家的货币作为世界中心货币，几乎是不可能的。即使联合国下的国际货币基金组织的 SDR，也同样难以取代世界最强国家的国际中心货币地位。

### 三、比特币应有的定位

2013 年中国人民银行与工信部、银监会、证监会、保监会联合发布的《关于防范比特币风险的通知》指出：“比特币应当是一种特定的虚拟商品，不具有与货币同等的法律地位，不能且不应作为货币在市场上流通使用”。这是中国迄今为止对比特币性质进行界定的重要规范性法律文件。

将比特币定位于“虚拟商品”而非“货币”，可能是考虑到比特币完全是网络系统“原生”产物，并不是由法定货币兑换而来的，所以，不仅不是货币，而且都不能成为代币，只能是一种特定的“虚拟商品（或资产）”，是可以存在和进行买卖的，但不能作为法定货币自由流通。当然，正因为相关部门将比特币等“网络数字币”定位于“虚拟商品”而非货币，因此，货币当局和金融监管部门也就没有对其实施必要的约束与监管。这反而给比特币等“网络数字币”的广泛交易、流通乃至 ICO 提供了非常自由的发展空间，尽管监管上不承认“网络数字币”是货币，但实际上它们已经在不少方面发挥着货币的功能了！

在“网络数字币”不断发展，影响力日益显现的情况下，2016 年 1 月中国人民银行又宣布要“早日推出央行主导的数字货币”，这无意间给“网络数字币”提供了巨大的增信，很多人一下子觉得央行之所以急于打造和推出自己主导的数字货币，就是因为新兴的“网络数字币”真有生命力，真的可能颠覆央行的法定货币，已经迫使央行赶紧进行应对，因此，也说明其真有价值，甚至潜力无限，必须抓住机遇尽早投入！大量的资金涌入，使规模有限的“网络数字币”对法定货币的价格随之大涨。而价格的迅猛上涨，又吸引更多资金涌入，泡沫和风险，包括操纵市场和欺诈传销行为随之膨胀。特别是 ICO 的爆发式发展，正在广泛吸引社会公众和资金投入，更是带来极大的风险隐患，而中国已经成为“网络数字币”挖矿、交易和 ICO 全世界最集中、最高涨的地方，再不采取果断措施进行必要的监管，恐怕将出现重大社会问题！



正是在这种情况下，经过调研，中国人民银行联合相关部委在全世界率先叫停 ICO，进而叫停比特币等网络数字币的交易平台，可以说是非常果敢、非常必要的！

但问题是，作为虚拟商品，比特币应该可以自由买卖或交易，为什么现在却要叫停？

这就需要重新审视比特币的定位。现实的情况是，比特币早已突破了比特币本身的网络范围，开始流入社会兑换成法定货币，甚至直接用于购买实物或服务（当然是通过网络技术，前端确认、后台进入比特币网络进行清算），进而出现了专门的比特币交易平台进行跨境、多币种自由兑换，已经具备非常明显的货币功能了，但由于缺乏必要的金融监管，不仅比特币网络对参与者实行高度匿名（而非实名），而且比特币交易平台也没有实行严格的实名制、托管和保证金等制度，成为洗钱、非法资金转换和转移等的重要工具，直至最后出缺乏约束、现迅猛发展的 ICO，风险隐患急剧膨胀。在这种情况下，如果再不调整比特币属于“虚拟商品”的定位，不对比特币等网络数字货币进行必要的金融监管，显然是不合适的！

2016年8月《中国金融》刊登的中国人民银行副行长范一飞的署名文章“中国法定数字货币的理论依据和架构选择”中指出，“近年来，数字货币热潮兴起”，“以比特币为代表的某些类数字货币在私人部门率先得到应用”，“中央银行应逐步实现法定数字货币的发行和对私人部门类数字货币的有效监管”。这里首次清楚地将比特币等网络数字币定位于“私人部门类数字货币”，承认其存在一定的货币功能，并强调央行要对其实施有效监管，应该是认识上的一大进步。

私人部门类数字货币，实际上就是在一定范围内由私人部门发行和管理的，具有特定权益和功能的代币，一般就叫做“商圈币”（或“社区币”），这并不是新鲜事物。实际上，即使在现实世界各国存在法定货币的情况下，也并不排除在特定范围内使用和运行的“商圈币”或“社区币”，例如一些单位内部用的“饭票（卡）”、一些商场发行和收兑的“购物券（卡）”、游乐场等使用的“游戏币”等。这些代币是有其存在的必要和价值的，当然，作为“商圈币”，也应受到货币当局和监管部门的管制，不能随意超出规定的范围进行兑换或使用，否则就可能挑战法定货币的权威，就会受到监管制裁。

随着互联网等信息技术的发展，在现实世界的基础上，正在形成以各个网络平台为代表的相对独立运行的网络世界，其高频高速、跨界跨境运行的特点，使得很多线下世界运行的规则和工具等，难以适应线上网络运行的要求，特别是在跨境运行的网络平台上，往往涉及多国身份证件、多种货币等，如果每一笔交易都要进行不同身份或货币的验证，其成本和风险可能是巨大的，因此，完全可能在线下登录和存储用户的真实身份之后，按照自己设定的标准重新赋予用户新的统一的身份信息，线上每一笔交易只需核对网络统一的身份信息即可，只有需要时，再找到线下真实的对应身份。同时，可以按照自己的规则设计并在线上运行统一的“数字虚拟币”，可以允许数字虚拟币与法定货币进行兑换，但在网络平台上只运行唯一的数字虚拟币。

随着网络世界的发展，这种网络平台（商圈、社区）运行的“虚拟币”或“代币”就更有存在的必要和价值，不予承认、完全卡死，要求网络上也只能使用法定货币和身份信息，是不现实的！

因此，将比特币等网络虚拟币界定为“网络商圈币”，名称可以叫做“数字虚拟币”（对应网络系统原生币）或“网络数字代币”（对应用法定货币兑换而来的数字货币），应该是最恰当的。既要承认其在一定范围内能够存在和行使货币的功能，因此必须接受适当的金融监管，又要明确其只能是法定货币的补充或延伸，不可能颠覆或取代法定货币。

#### 四、比特币等数字虚拟币的监管

当把比特币等界定为“网络商圈币”（虚拟币、代币）后，其监管的规则跟着就会清晰起来，至少应该包括：

必须明确其管理和运行规则，以及确定的运行范围，并要形成严格落实的技术手段和基础条件；

允许用法定货币兑换成网络商圈币，但兑换环节必须通过存款账户和合法途径以转账方式进行，并要获取和存储当事人合法的真实身份信息（符合存款实名制规定），网络身份必须与真实身份准确对应，满足法律和监管要求，网络平台必须确保当事人的资产安全；

当事人可以将网络商圈币兑回法定货币，但只能按兑入时原币、原名、原账



户转回，不得兑换成其他货币或转入其他账户；

各种网络商圈币的交易平台必须做到公开、公平、公正，不得诱导或误导交易，并确保交易的真实准确和资金流动的连续与可追溯，自觉接受监管等；

监管部门要对网络商圈币的交易平台实施审批、发放许可并加强监管，有效发现和严厉查处操纵市场、扰乱秩序、谋取非法利益的行为。要加强宣传报导的监控，增强其专业性、客观性、公正性，抑制目前相当突出的片面宣传乃至肆意夸大的态势（目前有很多宣传，包括自媒体的东西，过度拔高区块链的功效，片面宣扬比特币等网络虚拟币价格的大幅上涨，刻意宣传某某权威机构、“权威人士”关于比特币等虚拟币升值预期，断章取义式的报导某某国家承认比特币等虚拟币的合法地位，而没有全面准确报导其仅仅承认比特币等作为网络虚拟币或代币，在一定范围内的货币功能，并相应要采取的监管举措等，存在很大的误导性和推波助澜的负面作用）。

比特币等网络商圈币的监管，重点要放在兑换和交易环节（如果其不兑换成法定货币，就不会对社会产生太大影响），制度必须严密、手段必须跟上（要有高水平的监管科技）、监管必须严格！

按照上述要求，现有的 ICO 的做法显然是不合适的。比特币、以太币等网络虚拟币，只能在其规定的网络平台体系范围内使用，除此之外，只能与法定货币进行兑换，而且只能原币、原账户、原户名进出，而不能流入到其他数字虚拟币网络平台上，成为其 ICO 募集的对象。正因为如此，叫停以募集网络虚拟币为对象，又发放新的网络虚拟币为基本内容的 ICO，是名正言顺、理所当然的事！对没有注册和许可，达不到监管要求的交易平台予以叫停，同样是名正言顺、理所当然的事！

当然，由于互联网跨界、跨境融合延伸的特性，比特币、以太币等网络数字币都可能是跨境流通和交易的，只是中国实施严格控制，可能促使其大量转移到境外进行，因此，还需要加强国际间的沟通和协调，提升国际社会对网络数字货币的认识，尽快达成共识和国际统一监管规则，避免监管漏洞和跨境套利。在这方面，考虑到已成为网络虚拟币挖矿、交易以及 ICO 全球最集中的地方，中国应该发挥先锋和引导作用。

## 五、何为央行数字货币？

2016年1月中国人民银行发布公告称，将争取早日推出央行主导的数字货币。但何谓央行数字货币，尚未有明确的说法。

2016年8月《金融时报》刊登的范一飞副行长的署名文章指出：“数字货币与纸币一样，本质上都属于纯信用货币。数字货币主要属于现金（M0）范畴。数字货币的具体形态可以是以一个来源于实体账户的数字，也可以是记于名下的一串由特定密码学与共识算法验证的数字。这些数字可以体现或携带于数字钱包中，而数字钱包又可以应用于移动终端、PC终端或卡基上。如果只是普通数字配上数字钱包，还只是电子货币；如果是加密数字存储于数字钱包并运行在特定数字网络中，这才是纯数字货币。”央行数字货币的运行框架可以有两种模式选择：一是由中央银行直接面向公众发行数字货币（即“一元模式”）；二是遵循传统的‘中央银行—商业银行’二元模式。文章倾向于第二种模式，即由中央银行将数字货币发行至商业银行业务库，商业银行受央行委托向公众提供法定数字货币存取等服务，并与中央银行一起维护法定数字货币发行、流通体系的正常运行。法定数字货币的安全运行必须依靠强大的技术支持，主要包括数字货币整体架构，以及由协议、数据格式、数字签名机制、数字钱包等要素共同构建的数字账本技术。这是目前对央行数字货币最权威的解读，但仍有不少关键问题尚不清晰，其中，最重要的就是，央行数字货币到底是像比特币一样，完全打造一套全新的货币体系，并且形成网络系统“原生币”，还是在现有法定货币体系下，运用新的信息科技和加密技术等，形成的只是在央行知道的网络平台上运行的“网络代币”？

通过前面的分析我们应该明确，如果央行数字货币也像比特币一样，完全由网络系统内生，根本没有真实的货币储备物（价值）作支撑，其作为法定货币的合理性、权威性必然是值得质疑的。央行数字货币不应该走比特币之路，这一点应该尽快明确，避免模糊，反而造成社会上对比特币等虚拟币的盲目追崇！

同时需要明白，要在法定货币体系之外再建立起一整套全新的数字货币体系是非常不容易的，即使能够建立起一套完整的数字货币体系，也很难一夜之间取代传统的法定货币体系，至少现钞的流通和使用还会存在相当长一段时间，这样，



一个国家要同时维持两套法定货币体系的运行，成本和风险也是巨大的。

因此，现实的选择应该是：央行数字货币由现有的法定货币（人民币）兑换而来。

这就属于货币的数字化（去现金化），可以肯定是货币发展的历史必然方向。目前货币的数字化技术上主要是依靠电子化手段，货币属于“电子货币”阶段，仍需要运用互联网等信息通讯以及数字加密等相关方面的最新技术不断推进，推动“电子货币”发展成为“数字货币”。这样，不需要形成全新的货币体系，难度会大大降低，也会推动货币体系更好地适应网络世界发展的需要。由此，央行数字货币只能是由法定货币兑换而来的，在央行主导网络平台上运行的“结算币”或“商圈币”。在这种情况下，将央行发行的数字货币叫做“法定数字货币”似乎并不妥当，更准确的叫法应该还是“央行数字货币”。

除明确央行数字货币的定位外，还有一些问题需要明确：

1. 央行数字货币不应该只属于现金（M0）范畴，而应是一套完整体系。数字货币，应该是在特定数字网络中，采用数字加密和存储技术形成的，包括货币发行、转移（支付清算）、存储以及安全和监管措施在内的一整套货币体系，需要满足金融发挥功能的需要。在数字货币世界，不应该还有 M0 的概念，而只会有基础货币和派生货币（信用投放）的概念。因此，仅仅将其定位于主要属于现有的现金（M0）范畴并不合适。

2. 央行数字货币运行模式的选择。到底是“一元模式”还是“二元模式”，也是有严格条件，而不是无条件的：数字货币只能是在网络平台上发出和运行的，因此，央行数字货币能否直接面向公众发行，取决于央行主导的网络平台能否直接与公众连接（公众能够直接登录央行主导的网络平台）。如果没有网络连接，央行就无法直接面向公众发行数字货币。同时，这还取决于央行能否直接面向公众提供货币的信用投放：如果能，那么就可以取代商业银行，但央行也就不再是中央银行了；如果不能，货币的信用投放还需要由商业银行提供，那就只能选择“二元模式”。

3. 由于数字货币只是字符而没有实物，应该不需要像实物现金一样再去划分中央银行集中金库、商业银行业务库等进行保管。

4. 央行数字货币与私人部门类数字货币的关系。即使建立起央行数字货币体

系,央行能否因此就能完全取代私人部门数字货币(有其独立的数字网络平台),或因此就能对其实施有效监控,同样存在问号。

5. 央行数字货币的国际地位。一国央行主导的数字货币能否成为网络世界新的主导或中心货币,同样取决于该国的综合国力和国际影响力,包括网络空间的影响力。考虑到中国央行主导的货币金融领域以及其主导的网络平台体系的覆盖面应该是最广泛的,而且将不断扩大业务和系统的对外开放,央行适应网络运行要求推出网络数字货币,完全有可能形成全球范围内最具影响力的网络和数字货币体系,理应积极探索、准确把握、有效推进。



## 关于区块链在保险业的应用思考

吴志峰<sup>1</sup>

虽然比特币从诞生至今一直存在颇多争议，但其底层技术——区块链则以其与生俱来的“去中心化”、“价值传输”等特性，迅速走入大众视野，并被认为是当下最具重塑整个金融业乃至社会未来面貌潜力的技术之一。

历史上每一次对人类社会具有重大颠覆意义的科技革命都启迪我们，一项新技术是否能被时代选择，是否能担当起重塑社会面貌的重责，在于其内在逻辑是否顺应了时代发展的需求。事实上，人类社会信用形式自“一般等价物”转移到“人”，也即包括金融机构在内的人为建立的信用中心以来，一方面，社会的交易成本大幅度降低，基于“中心化”的信用形式运转的社会经济也实现飞跃式的进步和发展。另一方面，传统的中心化信用也暴露出其自身的很多弊端，金融业自身的发展以及科技的进步也对传统的金融服务业提出了新的要求。区块链以其自身的特性为这些新问题、新情况提供了解决的技术思路。金融业是区块链应用实践的优先领域，而保险业则由于其与区块链内在特性的高度契合成为区块链实践的典型场景。

### 一、区块链技术运用于保险业的时代背景

一切金融交易的开展都要基于信用。信用是包括保险在内的金融机构存在的根基。随着社会的发展和以区块链为代表的新技术的冲击，保险机构作为社会保险互助契约网络的中心，其存在的基础——信用及其传统的商业模式乃至行业监管模式，正在悄然发生着变化。想要顺应变化，紧跟历史潮流，就必须观察时代运行的轨迹，厘清变化的逻辑，依托科技进步成果，进行积极地调试，做出符合历史发展规律的保险业创新和变革。对于“区块链之于保险业重塑”的一切讨论都必须建立在对时代发展趋势的正确判断之上。时代需求与技术条件的成熟二者

<sup>1</sup> 吴志峰，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、国家开发银行研究院国际战略一处处长

相结合，才能造就行业乃至社会真正意义上的变革。

整个社会的交易状态从原始的自发、零散、无中心的状态，到人为建立起金融中介，成为整个社会交易网络的中心，再到现阶段试图克服中心化阶段的弊端，这是自身的否定之否定，也是一种更高级的回归，即走向更高级的“自中心”亦即“去中心化”阶段。这实质上是社会和时代的一种螺旋式的前进。

#### 阶段一：“无中心化”到“中心化”时代

现代保险业的雏形要追溯到 16 世纪，当时英国航海事业的繁荣产生了海上保险的需求。实际上，包括保险业在内的已成为我们日常生活必不可少的现代金融服务业发展至今也不过 400 多年的光景，其繁荣昌盛则是最近一个多世纪的事件。对保险业时代背景运行轨迹的探讨不能脱离整个金融行业的大环境。事实上，推动现代金融业登上历史舞台并在当今的人类社会扮演重要角色的内在力量是人类对于不断优化社会交易成本的追求。由于信息的不对称及彼时技术水平的限制，零散、无组织的社会需求彼此间的搜寻、配对以及需求者之间的信用评估和建立过程蕴涵着极高的社会交易成本。从更具体的角度观察，银行、保险等金融行业的兴起实质是人类社会信用形式变迁的一个侧影。人类历史上最初的商业信用是以货易货，再到一般等价物的出现，这些建立在“物”基础上的信用形式伴随着极高的交易成本。商品经济的发展要求有能够降低交易成本的信用制度设计，信用中介的形式逐渐从一般等价物过渡到金融中介机构和国家央行，从“物”转移到“人”，出现了人为建立的信用中心。整个社会的经济发展也从零散的交易状态走向围绕着以金融机构为代表的信用中心进行运转的模式。

从这个角度来看，以银行、保险机构等为代表的现代金融服务业的存在对人类社会的意义很大程度上要归结为降低了市场经济下契约制度运行的社会交易成本，重塑了整个社会的信用形式。市场经济是建立在契约制度的基础上的。契约制度并非完美无缺，信息不对称和经济人的有限理性等因素导致了不完全契约的存在。根据金融中介理论的解释，很少有单个交易者能够负担交易全过程中的搜寻、监督、审计等成本，社会需要更经济的信用机制，需要可信赖的第三方金融中介实现规模经济来降低整个社会的交易成本，由此形成了当今社会运转赖以生存的“中心化”信用制度。从“无中心化”走向“中心化”是时代的一种进步。

#### 阶段二：“中心化”发展至“去中心化”



围绕着金融中介建立起的“中心化”信用制度无法彻底解决信息的不对称问题,其不过是将个体之间的信息不对称转化为金融机构和个人之间的信息不对称。尽管金融中介是经济社会信息的“知情者”,但逆向选择、道德风险的问题依旧时有发生。以保险契约的实践为例,保险契约双方在签约时受对方诚信度、意愿表达准确性、对违约成本的权衡等因素造成的信息不对称的影响。签约过程中还需反复博弈,在契约达成后,执行的过程与结果也深受契约本身存在的逻辑问题、交易主体履约意愿和履约能力的影响,产生难以规避的操作风险和违约风险。违约责任对交易主体的约束力远没有预期的大,其作为事后救济的力量也难免造成其它社会资源的消耗。

金融中介的出现只是从某种程度上缓解了信息不对称带来的市场经济下契约制度运行的交易成本问题。整个社会交易的信用成本依旧有继续降低的空间。也正因为有着一个或多个信任中介机构存在的问题,也从另一个侧面加大了中心机构被破坏的风险,中心机构一旦被破坏,成本代价可想而知,以及现在经常被提及的多个中心化机构之间的“信息孤岛”问题。从宏观层面上观察,“中心化”的信用制度在世界范围内的发展,暴露出中心化特征的信用体系内含的更大隐患。二战后,美国凭借自身的强大实力在国际社会中输出美元信用,2008年的国际金融海啸引发了人们对于现有的以美元为中心的国际货币体系的反思和构建超主权货币信用的探讨。

从金融行业的自身业务发展来看,也出现了很多新情况、新问题。科技的进步深刻影响着当下的金融消费行为和金融服务模式。人们对金融服务提出了更加个性化的需求,要求享受更加友好的用户体验。越来越多的具体业务场景亟待金融服务机构去完善原有服务体系,提供更加智能、更有针对性的金融服务。此外,普惠金融的时代潮流在传统的金融体制下提高服务和获客成本高、服务和风控效率低下。这些都对更加先进的金融业制度设计提出了要求。

现有的“中心化”信用制度设计曾为人类社会的进步起到积极作用,减少了社会的不确定性和风险,达到降低交易成本的目的。中心化机制现有的弊端和痛点呼唤着更优的制度设计。制度必须适应经济发展状况,依托科技进步成果,做出积极地调试,以便在提供信息、引导行为、降低交易成本甚至创造激励机制方面发挥更加积极的作用。

互联网自出现伊始就带着开放、互联、对等、全球化、去中心化的特质，但依旧停留在信息低成本高效率的传递上，并未解决信息的信任问题。而区块链的兴起，凭借其去中心的天然特性以及基于共识机制解决的价值传输和信任建立问题为金融行业的革新带来新的希望。保险业的发展依托于整个金融业乃至整个社会大环境，作为社会经济运转的中介之一，必须意识到自身所处环境的新形势，充分重视符合时代潮流的科技成果。时代进步推动下的需求结合相应的技术条件才会让行业革新真正成为可能。

## 二、区块链技术在保险业的应用

区块链技术无疑将为保险业带来深刻变革，一方面要将区块链作为核心和底层技术纳入保险业，运用区块链内涵的“去中心化”逻辑，升级保险业原有的信用基础设施。另一方面，利用区块链技术重塑包括用户信息管理、产品设计、定价、销售、理赔在内的保险业链条，结合具体场景，实现商业模式的革新。

### （一）区块链升级保险业信用基础设施

人类为缓解在生产和生活过程中所面临的诸多不确定性，不断寻求更加有效的风险管理制度形式，保险行业由此应运而生。自商品经济发展的互相救助原则和共同海损原则至今天的市场经济下的保险制度市场化，当代的保险制度实质上是借助第三方即保险机构的信用，为整个社会建立起了交易成本更经济的互助契约网络，保险机构则成为社会互助契约网络的枢纽。正如前文探讨的那样，“中心化”信用制度自身的诸多弊端需要自我否定，“去中心化”是大势所趋。不同于简单的安全加密技术，区块链的灵魂在于其自身蕴含的颠覆整个社会的“去中心化”信用形式的深刻逻辑。因而对于这个新技术，我们不仅仅要考察其在保险业业务操作上的价值，还要考虑其将为整个保险业存在基础——信用带来的变革。

想要实现价值的传输，必须要解决用户之间的信任问题。区块链作为一种共享的分布式的记账系统，是无需第三方机构安全背书的自信任机制，利用数学方法来解决信用问题。首先，区块链借助“共识机制”实现了用户互信价值传递，运用基于共识的数学方法，在机器之间建立信任并完成信用创造。通过非对称密钥对解决所有权信任问题。其次，借助大数据技术，所有用户的信用记录都将被录入自身的区块链账户中，被存储在区块链的一个个节点上，无法篡改，无法修

饰，形成新的信用评价体系，任何人都可以用区块链来确定对方信用，陌生人之间的互信将不再困难，无需经过第三方金融机构即可完成信用建立过程。最后，区块链对称加密和授权技术保证了在保护用户隐私的前提下，满足了用户的知情权和选择权。与区块链相伴而生的智能合约，更是解决了基于规则自动执行的问题，减少了道德风险，这在标准化的合约执行中将起到重要作用。

## （二）区块链对于保险业商业模式的创新

区块链升级保险业传统的信用基础设施，解决的是基础和普遍运用的问题。保险业的实践应用还要关注典型场景，实现商业模式的变革突破。区块链与保险在本质特性上存有共性，保险行业为区块链提供了天然的运用场景，区块链为解决保险行业的问题提供了技术思路。保险行业的任何改革和创新都必须在坚持和遵循保险本质的前提下进行，任何保险领域的创新必须要考虑到安全、隐私、信任和效率。这与区块链自身特性可谓是不谋而合。助力保险业商业模式变革，可通过互助保险和普惠保险两个典型的保险运用场景来观察。

### 1. 互助保险

从保险的发展历程可以看出，保险的本质是保障功能，但随着社会发展尤其是金融市场的发展，保险逐渐有了投资功能。在利润目标的驱使下，一些保险机构本末倒置，将保险的投资功能置于保障功能之上，偏离了保险的本质，也因此连续暴露出一些新问题，集中举牌、跨领域或跨境并购、激进投资等乱象层出不穷，少数保险公司甚至通过虚假出资和虚假增资，追求快速扩张。

区块链技术的运用弱化了保险机构原有的信用中心功能，使得保险回归用户契约互助的本质。在传统的商业模式下，保险机构充当中介者，建立保费资金池，资金池对保险机构来说增加了资产管理的压力。但在这个以区块链为支撑的新商业模式中，无需保险公司充当信用中心，区块链将保单交易进行登记，智能合约技术将在满足赔付条件时，自动从承保人账户划拨赔款给受益人，这一过程中无需银行参与。荷兰金融咨询机构 AXVECO 的区块链专家 Olivier Rikken 的一篇文章中，对这个模式有着较为详尽的描述：保险公司会提供一个类似市场的平台，在这个平台上消费者向保险公司提出保险需求，可以是标准化的产品或是某一特殊需求。保险公司利用自己的数据信息及专业知识为该消费者的保险需求计算出一个参考保费和响应的承保方的预期收益率。随后，想要提供承保服务的用户就

可以竞标这份保单,既可以是一对一,也可以是一对多(可采取保险众筹的形式)。如此一来,保险公司关注的焦点将由资产管理转变到利用自身的人才和专业优势,为用户提供保险标的供需匹配、风险评估、保费测算等。在这种模式下,由于资金来源于投资者用户,保险公司没有资产管理压力,作为市场和专业咨询的供应商,可以获得许多好处。与 P2P 借贷公司有相似模式的公司,没有资金池,不需要监管许可证,甚至都不需要任何证书,只需要得到监管者的许可。平台开发可以按次计费外包给第三方,让公司更加智能。借用区块链技术助力保险公司实现真正的互助契约,重回保险的保障本质。

这种回归也是对低收入者和弱势群体的一种福音。一直以来,在普惠金融领域,我国的金融机构都面临着高成本低效率的尴尬局面。以保险公司为例,一方面,做普惠保险一定是要采取相对的低利率和低费率。另一方面,普惠保险的成本高,保险资金的获取成本相对较低,小微企业、农民、城镇低收入人群等弱势群体的信用评估、赔付率很高,金融基础设施也很不发达,需要更多的固定成本投入,服务效率低下,保险公司的盈利空间狭窄,甚至入不敷出。区块链带来的互助保险的回归,可以避免保险机构追求利润最大化,轻资产的运营模式也可以节约成本,保证一个更高的赔付率。此外,将普惠保险覆盖区内的群众相关信息利用区块链技术开发的平台进行登记,建立普惠保险数据库,这也将大大提升服务的效率。区块链的出现使得普惠保险成为真正的可能。

## 2、智能合约保险

从产品的供需角度看,过去保险机构往往是被动接受客户需求,提供相应服务。当下科技对社会大众生活方方面面的渗透,涌现了很多新的场景针对当下客户智能化的衣食住行的个性化需求,借助区块链技术完成场景化的产品设计,保险机构则有望改变自身被动地位,创造保险需求,提升用户体验。例如现在大热的共享经济就引申出一系列保险新需求。无论是 airbnb 的房主,滴滴出行的司机和用户、共享单车公司都需对自身屋内财物和公司产品进行保险。另外,在旅游出行等 app 平台,例如去哪儿网、携程、途牛,也都有针对出行旅游相应的保险需求。

结合物联网,在需要投保的物品上注入保单信息,利用区块链的智能合约技术进行管理,能够自动检测损坏、启动维修流程和达到赔付条件时自动执行理



赔付款。这将大大提升客户的用户体验,提升服务效率,降低保险公司运营成本。以阳光保险和区块链创业公司布比达合作推出的“区块链+航空意外险”卡单为例,航空意外险由于理赔时机的特殊性,即只有出现意外进行理赔时客户才有相关意识,为保单造假创造了机会,也为中间商抬高价格提供了空间。利用区块链技术,可从卡单源头追溯到客户流转的全过程,确保卡单的真实性,同时绕开了中间商,卡单的价格也更加经济实惠。其次智能合约技术,可在达到理赔条件时立即赔付,也大大提升了保险公司的服务质量和效率。

### 三、结论与建议

首先,从微观角度而言,保险机构通过与技术的结合,提升服务质量、风控能力和企业内部运营效率,革新自身的商业模式,形成自身独有的竞争优势,紧跟时代趋势。以区块链为代表的互联网时代的新技术,代表着新进科技的前进方向,毋庸置疑拥有重塑未来社会的潜力。保险业要积极拥抱新技术,在思想上充分重视,积极研究并把握好区块链的内在逻辑,并在应用中践行。保险业还应将区块链与大数据、人工智能等技术相结合,充分借助科技成果,在未来的行业竞争中保持自身优势。

其次,区块链技术并非万能,不应过分神话区块链的功能,现阶段区块链技术尚不成熟,对区块链的研究大多还停留在理论探讨的阶段,距离大范围的社会实践应用还有很长的路要走。保险业一方面要针对区块链做好顶层设计,为区块链技术的运用打好基础,另一方面,要结合保险业自身的痛点和难点,利用区块链技术创新地解决问题,革新原有的商业模式,为保险业创造实际价值。

最后,每一个新事物的出现总是充满了争议和质疑,但这并不能否定新事物必将取代旧事物的潜质。无数次历史经验告诉我们,只有主动拥抱新事物,拥抱历史趋势,才能在每一次竞争中立于不败之地。

## ICO：蒙眼狂欢的暴富几乎对实体经济没有任何意义

李虹含<sup>1</sup>

比特币今年以来价格频频冲击 3 万元人民币，涨幅超五倍；ICO 等新生币圈事物也不断挑动着投资者的神经，其动辄就是几十倍、几百倍的收益，创造着暴富的神话。

在舆论的质疑，投资者的狂欢，监管的警醒，后知者的懊悔中，无论你是否明白、了解，比特币与 ICO 等币圈新事物让一部分先富了起来，而这种暴富与实体经济毫无关联。

它们的暴富不是当年改革开放的挥汗如雨，下海热潮；亦不是国资改革中的套利，思路换代。它以金融科技 Fintech 为糖衣，包裹着投机、投资甚至骗局的内核，让部分人暴富，让一些人破产，也让世人惊愕瞠目。

但比特币、ICO、莱特币等对实体经济的贡献是什么？

是否应隶属于金融体系？

对虚拟经济与实体经济究竟有何影响？

是有益的推进实体发展，造福国民苍生；还是上帝放出的惊悸金融黑天鹅，搅乱人间？

可以从金融的定义与其对实体虚拟经济的影响几个层面来看：

### 一、比特币与 ICO 等虚拟货币是否隶属金融？

金融产品有几个典型特征，但其定义均对应于“实体经济”而言。

一是，金融相对于实体经济具有一定的独立性；二是，金融产品的高流动、高风险性，金融与实体经济的差异之处在于其强大的变现能力，也就是其高度的流动性；三是，金融发展的周期性。由于金融脱胎于实体经济，所以在传统经济学理论当中，金融是实体经济的晴雨表、稳定器。

以此三个特点对照比特币与 ICO 等虚拟货币。

<sup>1</sup> 李虹含，中国人民大学国际货币研究所研究员、华夏银行总行资产管理部产品经理



第一，他们几乎完全独立于实体经济，涨跌不受任何实物资产的控制，没有可参照实体。股票有公司实体、衍生品有实物支撑，即使是股指期货、信用违约互换也是基于大类别的资产、信用池。但，比特币与 ICO 没有。

二是，比特币和 ICO 超越国界的流动性与风险性。众所周知，比特币被诟病最多之处在于其暗网交易、洗钱便利和跨境便利；而 ICO 则是小部分投资者手中的硬通货，也具有变现能力。与“传统货币”只有流动性没有风险不同之处在于，比特币与 ICO 具有高流动性和极大的风险性。

三是，比特币与 ICO 不能够反映实体经济的任何特征，做不了稳定器与晴雨表，目前来看，几乎对实体经济没有任何意义。

综上所述，除了高风险、高流动之外，比特币与 ICO 不符合虚拟经济或传统金融的几乎所有特征。

但它切切实实地运行、创造着套利的机会。历史上各种套利机会：如外汇套利依靠于国家的信用；股票套利依靠于公司实体；衍生品依靠于基础资产或指数。但比特币与 ICO 的涨跌依据于什么？是投资者的多寡，还是市场的情绪，或者是监管的态度，还是信息传播挖掘的速度……

无论是什么，看起来，比特币与 ICO 距离实体经济的距离都有点远。它只是基于信息社会信息传播的一种金融现象，需要新理论阐释。

## 二、比特币与 ICO 是否影响金融体系？

截止 2016 年底中国金融业增加值占 GDP 的比重为 8.4%，超过美国、日本等多数发达国家。这个比例与美国次贷危机前金融业附加值占美国当年 GDP 的比例基本一致。根据国家互联网金融风险分析技术平台发布的《2017 上半年国内 ICO 发展情况报告》显示，2017 年上半年，国内已完成的 ICO 项目共 65 个，融资规模折合人民币达 26.16 亿元，参与人次达 10.5 万。2017 年以来，以比特币、以太坊为代表的虚拟货币价格和市值快速飙升，全球主要虚拟货币市值总和由 177 亿美元增长至 1000 亿美元。国内比特币交易成交额为 301.7 亿元，从全球范围来看，人民币比特币交易占全球总交易量的 30%。

尽管比特币与 ICO 占金融业比重的规模不大，但是其所隶属的互联网金融、Fintech 已暴露出来较为明显的风险。

在中国金融圈有一句老话：逢新必炒，逢炒必输。ICO 和比特币等作为金融圈新贵，遭到了热烈追捧。

然而，可怕的是这一人民币交易占比如此之高的商品，核心开发成员里没有一个华人，而 ICO 这一不成熟的币圈新品种的交易几乎全部集中于中国国内。

监管部门以“监管沙盒”的态度对待新生事物与 Fintech，但脱离于实体的金融产品、工具，其所能够产生的传染性风险，仍不容忽视。

尤其是 2016 年中国互联网金融交易总规模超过 17.8 万亿，占 GDP 比例达 20%，互联网金融用户人数超过 5 亿，参与比特币与 ICO 等币圈的人群也超百万，如此庞大的交易规模与用户基数使得互联网金融风险具有较强的传染性，容易将风险引至传统金融机构与金融风险易感人群，特别是当今中国社会无现金化、移动支付观念的不断普及深入，使比特币、ICO 可以致富发家的理念易于被广大群众接受。

一旦比特币、ICO 出现舆情或风险将会使民众的金融消费信心崩塌，导致严重的虚拟经济的系统性风险。

### 三、比特币与 ICO 是否影响实体经济？

无论是往日“鬼城”鄂尔多斯利用其丰富的电力实现了比特币挖矿的“淘金梦”，还是计算机主板价格因为中国比特币挖矿人数众多而不断暴涨，或者是 ICO 程序员因为一个简单代码在数月赚取上千万实现财务自由……

这一切，似乎与人类最基础的诉求“主食住行”无关；这一切，也好像与美国以核心科技、芯片制造、数据挖掘占领科技至高点，实现大国梦无关……

因为比特币，一没有在中国创造实体产品，二没有让中国人掌握核心技术。

以情绪为导向，以套利为目的，以投机为方式，这似乎让我们在这乍看起来高端大气上档次的金融科技上，目睹了往日火热的邮币卡市场、各种地方交易所等投机品的影子，甚至是嗅到了最老炒作品——古董的气息。

但无论是什么，比特币与 ICO 目前的现状都离不开一个“炒”字，而这个“炒”字，离中央金融工作会议里面提到的“金融应当去杠杆、防风险、支持实体经济”相去十万八千里。

那么打着金融科技外衣的比特币与 ICO 到底是不是金融？



如果是金融，为什么不服务于实体经济、防风险、去杠杆？

如果是金融，为什么没有金融特征？

如果是金融，它存在的意义何在？

作为金融科技商品，在基础层面服务于普惠金融与实体发展，在高级层面让有风险承受能力的人承担投资风险，也许是比特币与 ICO 应当着意解决的问题。

#### 四、比特币与 ICO 谁会变成硬通货？

从广义的金融定义上看，金融是资金的融通，比特币在央行的界定中属于投资品，这种投资品与市面上现存的邮票、邮币、船票、古董等产品类似，只是披着金融科技的外衣。

但是，比特币的不同在于，它的变化与生长性。邮票、古董等投资品已然定型，千生万代只是一个样子，但比特币会分叉，会被开掘，协议会被改造，技术会被加强。

其最终的形态究竟是什么样的？充满不确定与未知。

因为所有的投资人追猎于这一未知，ICO 更是如此？

所有人都在赌一个东西：信念。

未来这个货币可以变成数字世界里通行、唯一的硬通货。

就像美元是现实世界的硬通货一样。

比特币会是硬通货吗？至少现在从投资或投机的眼光看来如此。

但一切的过去生长于它的昨天，而未来的一切孕育于现在。

未来可以被设想，但无法被预测，金融科技的领头羊比特币，未来也将遭遇来自新的科技、新的币种的冲击，这也就是 ICO 存在的魅力与影响。

总之，现在可以确定一点：比特币与 ICO 跟实体经济的关系不大，冀希望于这种金融科技能够响应中央金融工作会议的号召，服务实体经济的可能性微乎其微。照其现在的风险与杠杆，指望其防风险、去杠杆更是希望渺茫。

比特币与 ICO 完美满足了金融投机者与资本畋猎者作为追利工具的所有属性，但其真正的商业价值与实用价值仍然有待开挖。

特别是最近首单区块链 ABS 上线给予了我们金融科技服务实体经济的希望。

对此，我们虽然存疑，但依然相信。

作为数字时代超现实（脱离实体）的产物，比特币与 ICO 是金融天使还是金融魔鬼，我们仍拭目以待。



## 如何面对金融科技冲击的未来？

曲强<sup>1</sup> 张营<sup>2</sup>

几乎是一夜之间，金融科技（FinTech）成为一个热门词汇，业界、学界都在热烈讨论金融科技，各大银行都成立了专业部门开展金融科技业务，中国人民银行也因时而变，成立了金融科技委员会。客观来说，中国的金融科技产业近年来确实取得了巨大成就，用如火如荼形容一点也不为过。

### 一、金融科技产业发展现状

人们一般将2013年称作中国的金融科技元年，以第三方支付、互联网理财、网络借贷、股权众筹等为代表的金融科技产业异军突起。在近五年的时间里，中国的金融科技产业取得了巨大的成就。如今，无论按照哪种标准，中国都是金融科技产业的全球领袖。中国是全球最大的电子支付市场，占全球总量的近一半。中国在全球网络借贷中居于主导地位，占据全球四分之三的市场份额。在毕马威等机构评选的2016年最具创新性的金融科技公司排名中，前五名中有四名是中国企业。中国最大的金融科技公司——蚂蚁金服，估值约600亿美元，与瑞士银行（UBS）的市值相当。2017年6月底，余额宝托管资金规模达到1.4万亿元人民币，已经成为全球最大的货币市场基金。

面对金融科技企业的来势汹汹，中国的传统金融机构起初也是备感压力，甚至有一种无处下手的感觉。比如当年余额宝的横空出世，就让银行一时不知所措，颇不适应。蓬勃发展的P2P网贷市场也蚕食了银行不少市场。当然，经过不断的研究尝试，银行还是发现了自己的比较优势，那就是庞大的分支机构和客户群体、较高的品牌认可度和成熟的风险控制体系。于是各家银行纷纷成立专业部门，积极研究推进自身金融科技业务，同时，发挥自身优势，搭建平台，开发产品。以

<sup>1</sup> 曲强，中国人民大学国际货币研究所所长助理、媒体财经评论员

<sup>2</sup> 张营，中国农业银行东京支行研究员

大型银行为例，一段时间内，工商银行推出了“融E购”，农业银行推出了“E农管家”，中国银行推出了“中银易商”等，以应对金融科技产业的冲击。而金融科技产业也遇到了“自己成长中的烦恼”，尤其是E租宝等网贷平台发生“跑路”事件，令大家对其信任蒙上了阴影。

总体来说，经过这几年的博弈，金融科技产业得到了长足发展，银行业也在这种“鲶鱼效应”之下，做出了许多可喜的改变和进步，出现了“你中有我、我中有你”的局面。

## 二、未来发展趋势

虽然可以经常看到金融科技会“颠覆”银行业的论调，但我们认为这种情况不大可能出现。因为本质上讲，科技归科技，金融归金融，科技和金融是两种完全不同的概念，各自有各自的领域和存在价值。目前，中国的金融科技产业蓬勃发展，很多时候是抓住了银行业服务的盲区和弱点，是在许多细分市场（Niche Market）进行的尝试和创新，并没有实力去撼动银行这棵大树。更何况，要涉足银行核心业务，还需要得到监管机构的批准。因为银行业是一个外部性很强的行业，如果发展出现了问题，不仅会对银行自身经营产生不利影响，也会对整个社会、对国计民生造成重大影响。

事实上，金融科技企业与银行业之间合作共赢的空间更大。一方面，金融科技企业的技术研发实力、技术创新精神、灵活的经营方式会成为银行业的有益补充。另一方面，银行业庞大的客户群体，对金融业务的深刻理解，长期以来积累的风险识别管理能力，以及客户和监管机构的认可，这些都是金融科技企业所欠缺的。如果双方能够找到合适的契机，在技术研发、产品推广等方面展开合作，以用户需求为中心，构建起一个合作共赢、深度融合的新金融生态，那将对双方都产生正面促进作用，最终也将造福于广大消费者，实现普惠金融。

令人高兴的是，我们已经看到了这方面的进展。比如，最近这段时间，四大国有银行分别与所谓的BATJ（百度、阿里、腾讯、京东）签署了战略合作协议，要共同成立金融实验室，在科技创新、产品研发等方面进行深度合作。相信这将是一个有益的尝试，也期待将来有一些合作成果出来。



### 三、构建金融科技发展新生态

通过对近年来金融科技产业发展的梳理，分析其未来发展趋势，我们给相关机构一些有益的建议。

对于金融科技企业，应“抓住主业、深耕科技”。相信金融科技企业随着自身业务的不断发展，都有做大做强，进入金融领域，甚至撼动银行业这棵大树的冲动。但是，我们认为金融科技企业应该最大限度地克制扩张冲动，保持对银行业这个古老行业的敬畏，对银行业千百年来积累的知识和技能的敬畏。金融科技企业的专长还是在技术领域，近十年来，人工智能、物联网、区块链、云计算、大数据等技术迅速发展，金融科技企业应该抓紧对这些技术的研究和理解，并通过与银行业的合作，尝试将这些技术应用到金融业务中。从全球来看，中国的金融科技产业目前处于领先地位，如果能够周密谋划、苦心研究，中国的金融科技企业将会领跑全球。我们一定要有这个意识，要抓住这个机会。

对于银行业，应“放低身段，虚心合作”。由于长期身处垄断地位，中国的银行业在技术创新、提升服务能力方面的意识和动力并不是很足。近几年金融科技的异军突起，的确起到了警醒作用。我们也看到银行业顺势而变，在利用技术提升创新能力方面做了许多尝试和努力。银行业应该继续保持这种谦虚态度，学习金融科技企业经营灵活、善于创新的优点，同时发挥自身客户群体广泛、产品种类齐全、人力资源集聚的优势，创造出更好的产品和服务。

除了采取与金融科技企业平行合作的方式之外，银行可以在时机成熟的时候，采取直接投资或者投贷联动的形式，收购一些金融科技领域的创业公司，给予充分的经营自主权和技术路线决定权，以保证自身感知到技术发展的最前沿变化，也保证自己不会错失许多重大技术革新时点。这是欧美一些大银行与金融科技企业合作相处的经常性做法，不失为一条银行抓住金融科技发展机遇的捷径。

同时，在条件允许时，银行也可以通过应用程序接口（Application Programming Interface，简称 API）与金融科技公司共享客户数据等信息，与金融科技公司深度合作，向客户提供更好的服务体验。当然，这一技术还需要得到客户同意，同时满足相关信息安全要求。

对于监管机构，应“适度监管、抓住重点”。近几年来，金融科技产业的确

有了长足进步，但由于时间较短，目前整个产业仍在发展之中，甚至可以说处于发展的初级阶段。在这样的阶段，我们希望监管机构能够对金融科技产业保持一种包容与呵护的态度。总体来说，金融科技企业还是增进了消费者福利，受到消费者欢迎的。监管机构应该多倾听金融科技企业的声音与诉求，近距离了解金融科技企业的业务运作情况，在掌握实际情况的基础上，制定出有针对性的监管政策。

但是有两个领域，监管机构应该始终严厉监管。一个是客户信息保护。为了保护个人隐私，大多数发达国家都制定了严格的客户信息保护制度，要求金融业、信息科技业乃至政府机构必须严格保护客户信息。一旦客户信息泄露，是要受到严格制裁的。例如 2014 年 1 月，韩国金融公司 KB Financial 的 1.04 亿信用卡用户信息失窃，导致其 27 位高管辞职。这样的例子还有很多。客观来说，中国目前的客户信息保护制度并不是很健全，客户信息被出售的情况时有发生。在前几年的迅猛发展之后，金融科技企业积累了大量的客户信息，这些信息具有极大的价值。监管机构应该主动作为，建立严格的客户信息保护规定，并且定期开展监管检查，最大限度保护消费者权益。

另一个领域是合规反洗钱。近年来，对银行业加强监管，尤其是合规反洗钱方面的监管，成为一个国际趋势。金融机构因为反洗钱不力受到所在国家监管机构处罚的消息不时见诸媒体。因此，中国的监管机构应更严格要求银行业花大力气，强化合规反洗钱工作。

相应的，对于新生的金融科技企业，监管机构也应该“抓早抓小”，强化其合规反洗钱管理。大部分金融科技企业由于成立时间不长，合规制度不完善，内部管理不到位，许多交易又是自动化完成，操作便捷，很容易成为洗钱通道。所以，监管机构应该强化对金融科技企业的合规反洗钱监管，敦促其完善内部管理制度，建立反洗钱工作机制，尽最大努力降低洗钱风险。



## 欧元强势引起困境 ——欧洲中央银行量化宽松政策的决定性时刻<sup>1</sup>

达纳埃·基里亚科保洛<sup>2</sup>

如果上周杰克逊·霍尔经济研讨会是发表与货币政策无关言论的中央银行家们之间的角逐，那么结果就是联邦储备委员会主席珍妮特·耶伦（Janet Yellen）和欧洲中央银行主席马里奥·德拉吉（Mario Draghi）打成了零分平局。耶伦将重点放在夸赞自 2008 年金融危机后美国采取的金融监管并警告不应将其解体，而德拉吉则花时间来捍卫国家贸易开放的重要性，如今贸易已经受经济保护主义势头威胁了。

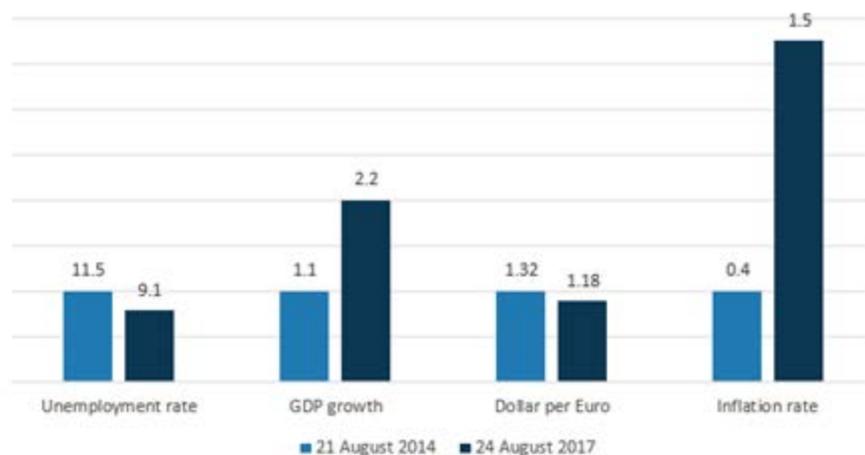
这与德拉吉上次参加 2014 年 8 月的杰克逊霍尔会议的情况形成对照。那时，他的言论偏向于宽松的货币政策，几个月后的 2015 年 1 月，欧洲央行正式宣布其资产购买计划（即量化宽松政策），同年 3 月该计划正式推出。该计划在支持欧元区经济复苏方面发挥了重要作用。根据 2017 年第二季度的最新数据，整个欧元区的国内生产总值同比增长了 2.2%，是 2014 年同期的两倍。欧元区失业率从 2014 年 8 月的 11.5% 下滑到 2017 年 6 月的 9.1%。通货膨胀为 1.5%，虽仍低于欧洲央行目前近 2% 的目标，但通货紧缩的威胁已经减少。

<sup>1</sup> 翻译：周护杏；审校：陆可凡；原文选自 OMFIF Commentary（2017 年 9 月 1 日）

<sup>2</sup> 达纳埃·基里亚科保洛，货币金融机构官方论坛(OMFIF)首席经济学家、研究部主任。

**A different economic backdrop to Jackson Hole**

Unemployment rate, %, YoY real GDP growth, %, euro to dollar exchange rate, dollar per euro, headline inflation rate, %



Source: Eurostat, WM Thomson Reuters, OMFIF analysis

Note: Data for GDP growth is Q2, unemployment is August 2014 and June 2017, inflation is August 2014 and August 2017

量化宽松政策的传导、其对实体经济和通货膨胀的影响主要是通过汇率渠道得以实现，因为欧洲央行对调控政策的可靠承诺拉低了债券收益率，并导致了欧元贬值。该做法反过来又有利于出口，带来输入型通货膨胀的走高。

但是这些汇率上的好处正在迅速消失。截止到目前，按照贸易加权算，欧元升值近9%，这8个月的上涨是自1999年引入货币以来最强劲的一次。周二，欧元兑美元上涨超过1.2美元，是2015年3月份实行量化宽松政策以来的最高水平。这一定程度上是对较长一段时间以来欧元疲软和美元强势态势的扭转——虽然从水平来看，欧元兑美元汇率仍远低于历史最高水平——这表明欧元仍有升值空间。几个基本事实表明确有可能如此。

按照加权平均算，欧元的升值主要是一系列外部因素的共同作用，这些因素还可能继续存在。其中包括英国与欧盟谈判的不确定性引起的英镑疲软；中国新和大宗商品价格疲软导致的新兴市场经济放缓；美国经济数据疲软和政策不确定下的美元反弹。

内部的发展同样也促进了欧元的升值。由于反建制政治家未能掌权，政治风险已经消退，经济正在转好。意大利正重整其陷入困境的银行业；希腊在上个月也重返债券市场。欧元区主要指标非常强劲。上周公布的采购经理人指数



数据显示，制造业活动正以自 2011 年 4 月以来最快的速度增长。而周一公布的数据显示，7 月，欧元区企业银行贷款出现了 9 年内的最大增幅。

尽管欧元区的经济向好是好消息，但是随之而来的欧元升值对欧洲中央银行而言却是个问题。虽然欧元并不是央行的一个明确的政策目标，但是欧元一直是量化宽松的主要渠道，并能影响中期的物价稳定。欧洲中央银行管理委员会会在 7 月会议中对欧元过高风险表示出担忧。

即使经济正在复苏，持续升值的风险也会延缓央行 2% 通胀目标的回归，而欧洲央行正在采取应对措施。防止欧洲央行持有任何国家超过 33% 的未偿债务，这种自己制定的限制意味着如果没有调整规则——在德国选举前，这种限制在政治上很难实现——欧洲央行可能很快就会无合格证券可买。

在德拉吉的下一任于 2019 年上任后，对“采取任何行动”实现通货膨胀目标和实施更加非常规和越来越不受欢迎的政策之间的困境，其政治敏感性可能变得及其严重。

尽管很多人认为这是耶伦在杰克逊霍尔论坛的最后一次亮相——考虑到特朗普几乎不可能再次任命德拉吉，但这也可能是德拉吉的最后一次亮相，因为他没有参加杰克逊霍尔每一场研讨会，其任期也将于 2019 年结束。本月货币金融机构官方论坛顾问网络民意调查显示，德国联邦银行行长约翰·维德曼（Jens Weidmann）有 61% 的可能接任欧洲央行行长。然而，德国政府非常清楚，这个候选人可能不太受欢迎。如果柏林不得不在许多关键领域作出让步，就难以改变现状。法兰西银行行长弗朗索瓦·菲尔洛伊·德加豪（François Villeroy de Galhau）是一个强有力的竞争者。

## **Strong Euro Poses Dilemma Decisive moment for ECB's QE**

**Danae Kyriakopoulou <sup>1</sup>**

If last week's Jackson Hole symposium was a contest among central bankers of who could deliver the speech least relevant to monetary policy, the result could be described as a 0-0 draw between Janet Yellen, Federal Reserve chair, and Mario Draghi, European Central Bank president. Yellen focused on praising the financial regulations put in place in the US after the 2008 financial crisis and warned against their dismantling. Draghi used his time to defend the importance of countries' openness to trade, threatened by a drift towards economic protectionism.

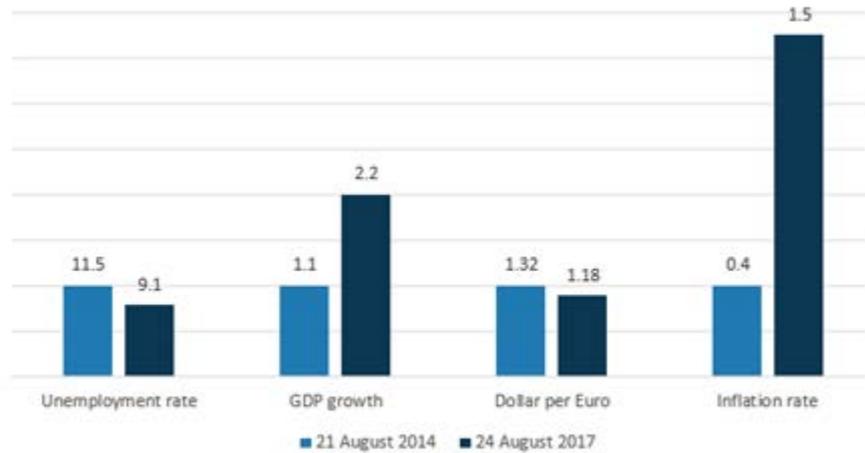
This is in contrast with the last time Draghi attended the Jackson Hole meeting in August 2014. His remarks then hinted towards easing monetary policy, with the ECB's asset purchase (quantitative easing) programme officially announced a few months later in January 2015 and launched in March of that year. The programme has played an important role in supporting economic recovery in the euro area. GDP across the currency union grew by 2.2% year-on-year according to the latest data for the second quarter of 2017, double the pace recorded in the same quarter of 2014. Unemployment across the euro area stood at 9.1% in June, down from 11.5% in August 2014. Inflation, while still below the ECB's target of close to 2%, is 1.5% and the threat of deflation has receded.

---

<sup>1</sup> Danae Kyriakopoulou is Chief Economist and Head of Research at OMFIF.

**A different economic backdrop to Jackson Hole**

Unemployment rate, %, YoY real GDP growth, %, euro to dollar exchange rate, dollar per euro, headline inflation rate, %



Source: Eurostat, WM Thomson Reuters, OMFIF analysis

Note: Data for GDP growth is Q2, unemployment is August 2014 and June 2017, inflation is August 2014 and August 2017

The transmission of QE and its impact on the real economy and inflation occurred mainly through the exchange rate channel, as the ECB's credible commitment to accommodative policy pushed down bond yields and led to the depreciation of the euro. This, in turn, supported exports and brought about a rise in imported inflation.

But these exchange rate benefits are quickly fading. Over 2017 so far, the euro's appreciation in trade-weighted terms is almost 9%, the strongest eight-month rise since the currency's introduction in 1999. On Tuesday the euro-dollar rate rose above \$1.20, the highest level since QE began in March 2015. This is partly a correction from a relatively long period of euro weakness and dollar strength – in level terms, the euro-dollar rate is still far below its historical highs – suggesting the euro still has some way to progress. The fundamentals imply it might do so.

The euro's appreciation in trade-weighted terms has been due to a mix of external factors that are likely to linger. These include sterling weakness arising from uncertainty on Britain's negotiations with the European Union; emerging markets'

slowdown led by China and commodity price weakness; and the dollar rally's correction in the face of weak US economic data and policy ambiguity.

Internal developments, too, have supported the euro's strength. Political risk has subsided following the failure of anti-establishment politicians to rise to power, economic performance is strengthening, Italy is repairing its troubled banks and Greece returned to the bond markets last month. Leading indicators for the euro area have been exceptionally strong. Purchasing managers index data released last week showed manufacturing activity growing at the fastest pace since April 2011, and data released on Monday showed the biggest jump in bank lending to euro area corporates in nine years in July.

However, while the euro area's economic strength is good news, the resulting euro appreciation is problematic for the ECB. While the euro is not an explicit policy target for the Bank, it has been the main channel through which QE has worked and can affect price stability over the medium term. The ECB's governing council expressed concern about the risk of overshooting in its July meeting.

A continued appreciation risks delaying the return towards the Bank's 2% inflation target even as the economy is recovering, and this at a time when the ECB is running out of measures with which to respond. The self-imposed limit which prevents the ECB from holding more than 33% of any country's outstanding debt means, in the absence of adjustments to the rules – which would be politically difficult ahead of the German elections – the Bank could soon run out of eligible bonds to buy.

The political sensitivities around the dilemma between doing 'whatever it takes' to reach the inflation target and implementing further unconventional and increasingly unpopular policies could become especially acute when Draghi's successor takes over in 2019.

While many believe this was Yellen's final Jackson Hole appearance, given her slim chances of reappointment under Donald Trump, it could very well be Draghi's



last as well, as he does not attend all Jackson Hole symposiums and his term ends in 2019. This month's OMFIF advisers network poll gives Jens Weidmann, president of the German Bundesbank, a 61% chance of taking over as head of the ECB. However, the German government is keenly aware that Weidmann would be an unpopular candidate and would be difficult to push through without Berlin having to make concessions in many key areas. Governor François Villeroy de Galhau of the Banque de France is a strong contender.

## 黑色星期三之鉴 ——为英国脱欧铺路的插曲<sup>1</sup>

大卫·马什<sup>2</sup>

“黑色星期三”的故事发生于 1992 年 9 月。当时，英镑被迫退出欧洲货币体系的汇率机制。这个事件的影响长达 25 年，引发一系列危机，最终导致英国在去年通过公投脱欧。OMFIF 出版社之作《九月中六日：黑色星期三、英国脱欧与欧洲成形》得出了十个结论，解释了英镑危机早在 1992 年 9 月 11-16 日就已开始。

1. 20 世纪 80 年代为加入欧洲汇率机制(ERM)的各种努力之下发生了什么？

1978 年，西德和法国在欧洲货币体系中发起建立了欧洲汇率机制(ERM)，致力于将欧洲打造成一个“货币稳定区”。英国认为，一旦加入该机制将可能使英镑固定在一个不具竞争力的汇率水平，故拒绝加入 ERM。1979 年掌权的撒切尔首相多次流露出强烈反对，并正确判断出 ERM 将会成为欧洲经济与货币联盟的前身。她拒不接受该联盟。

2. 英国为何于 1990 年 10 月加入 ERM？

就解决通货膨胀而言，财政部已是黔驴技穷。撒切尔夫人第二任财政大臣奈格尔·劳森(Nigel Lawson)一手促成了经济繁荣和高通货膨胀率，于 1989 年 10 月辞职。而他的继任者约翰·梅杰(John Major)则考虑将利率提高到 15% 以上。梅杰说服撒切尔利用德意志联邦银行在 ERM 中的力量，英国可藉此在不损害经济的情况下降低通货膨胀和利率。

3. 英格兰银行和英国财政部的态度如何？

撒切尔同意加入，条件是同时削减利率。英格兰银行和财政部反对这样做，但为说服撒切尔加入先默许了。英国央行行长罗宾·利·彭伯顿(Robin Leigh-Pemberton)警告撒切尔，英国可能不得不扭转降息的局面。内阁从未讨论过降

<sup>1</sup> 翻译：北京外国语大学高级翻译学院研究生郑泽；审校：陆可凡；原文选自货币金融机构官方论坛(OMFIF) 2017 年 9 月出版的 The Bulletin

<sup>2</sup> 大卫·马什，中国人民大学国际货币研究所国际委员、OMFIF 联席主席



息；梅杰未让部长们知晓这一决定。英国宣布加入 ERM 之后，内阁召开会议，梅杰掩盖住了央行的警告。

#### 4. 英镑加入 ERM 时的汇率是否众见不一？

撒切尔希望将英镑汇率固定在较高水平，以抵制通货膨胀。德国央行行长卡尔·奥托·波尔（Karl Otto Pohl）告诉英格兰银行，应该推迟降息，而英方提出的中心汇率（英镑/西德马克=2.95）“有点太高了”。以法国央行为首的欧洲其他国家央行认为，英国应与其欧洲合作伙伴商讨加入 ERM 的条款，而波尔则平息了这些抗议活动。最大的分歧来自欧共体委员会主席雅克·德洛尔（Jacques Delors）。

#### 5. 德国央行在英国退出 ERM 方面起了何种作用？

1990 年 11 月，梅杰继任撒切尔夫人成为首相后，德国央行对英镑发起了攻击，继任财政大臣的诺曼·拉蒙特（Norman Lamont）深受困扰。英格兰银行与英国财政部于 9 月 14 日向德国央行派出了联合代表团，却被告知英镑估值高出了 20%。德国央行行长赫尔穆特·施莱辛格（Helmut Schlesinger）9 月 15 日发表了“非官方意见”，称主要围绕意大利里拉贬值的重组应该范围更广，引发英镑抛售，迫使英国退出 ERM。

#### 6. 为何在黑色星期三脱离 ERM 耗时如此之长？

1985 年财政部的一份报告预测，英国可能在危机时期暂停履行干预义务。但是，为了给这一不体面的事件渲染政治责任感，梅杰浪费了很多宝贵时间与部长同僚进行政治磋商。与 1990 年秘密加入构成了鲜明对比。对 ERM 持质疑态度的拉蒙特在 9 月 16 日试图提前离开。他后来评论说，“我们正在流血致死，却依然在纸上谈兵”。

#### 7. ERM 的瓦解使英国损失了多少？

9 月 16 日晚，财政部的尼格尔·威克斯（Nigel Wicks）讲述了在短短的几个小时内，英国的外汇储备已经从盈余 200 亿美元转变为亏损。9 月 18 日，财政部官员煞费苦心地向拉蒙特轻描淡写，告诉他外汇储备已“严重消耗”，而不是“亏损”。1993 年，财政部计算出外汇储备共减少了 33 亿英镑。

#### 8. 黑色星期三如何影响了英国和欧洲其他地区的经济？

ERM 其他货币贬值、英镑与里拉退出之后，德国马克汇率过高，导致德国经济陷入衰退。由于汇率较低，ERM 体系外的货币得以将利率下调至与英国经济需求相符的水平。在先前 ERM 为抵制通货膨胀所做的努力的帮助下，英国经济发展超过欧洲大陆，为英格兰银行在 1997 年的独立铺平了道路。

#### 9. 政治结果如何？

正如支持梅杰的史蒂芬·沃尔（Stephen Wall）所言：“黑色星期三改变了英国对欧政策，从根本上说是梅杰政府的终结。”24 年后，英国的半脱欧达到高潮，公投离开了欧盟。梅杰和财政部未能料到德国央行对重新统一的反应会阻止英国利率大幅下滑，从而延长了经济衰退，并妨碍英国以较高的汇率留在 ERM 之内。

#### 10. 对货币联盟有什么影响？

英德 1992-93 年之争加强了法国打造欧洲货币联盟的决心。德国央行显然是黑色星期三中的胜利者，但其对欧洲货币联盟的反对却有所削弱。欧洲未能及时在重归一体后作出调整，促使欧洲政治领导人加紧在 1999 年取消浮动汇率。德国强施条件的能力下降，导致欧洲货币联盟设计缺陷严重，在 2008 年金融危机之后尤为明显。



# **Lessons of Black Wednesday**

## **Episode that paved the way for Britain's EU withdrawal**

### **David Marsh <sup>1</sup>**

The story of 'Black Wednesday' in September 1992, when Britain was forced to withdraw sterling from the exchange rate mechanism of the European Monetary System, has repercussions which have spread over 25 years. It marked the first tremors that led eventually to the upset of last year's referendum vote for Britain to leave the European Union. Here are 10 sets of conclusions from Six Days in September: Black Wednesday, Brexit and the making of Europe, published by OMFIF Press, explaining the sterling crisis that came to a head on 11-16 September 1992.

#### 1. What happened with various efforts to join the ERM in the 1980s?

West Germany and France led a drive to create the ERM at the centre of the European Monetary System in 1978 as a 'zone of monetary stability' in Europe. Britain rejected ERM membership on the grounds that sterling was likely to be fixed at an uncompetitive rate. Margaret Thatcher, prime minister after 1979, repeatedly displayed strong antagonism, especially as she (correctly) saw the ERM as a forerunner to economic and monetary union in Europe, which she implacably opposed.

#### 2. Why did Britain join in October 1990?

The Treasury had run out of options to bring down inflation. An economic boom with high inflation unleashed by Nigel Lawson, Thatcher's second chancellor of the exchequer, who resigned in October 1989, prompted his successor, John Major, to consider raising interest rates beyond 15%. Major persuaded Thatcher that harnessing the power of the Deutsche Bundesbank in the ERM would allow Britain to reduce

---

<sup>1</sup> David Marsh is Managing Director of OMFIF.

inflation and interest rates without damaging the economy.

3. What was the attitude of the Bank of England and Treasury?

Thatcher made entry conditional on a simultaneous cut in interest rates. The Bank of England and Treasury opposed this, but acquiesced as part of the strategy of persuading Thatcher to join. Robin Leigh-Pemberton, BoE governor, warned Thatcher Britain might have to reverse the rate cut. The move was never discussed in Cabinet; Major kept the decision secret from senior ministers. At the Cabinet meeting following the ERM announcement, Major covered up the Bank's warnings.

4. Was there widespread disagreement over sterling's entry rate?

Thatcher wanted sterling pegged at a relatively high exchange rate to bear down on inflation. Karl Otto Pohl, Bundesbank president, told the Bank of England the interest rate cut should be postponed and that the proposed central rate of DM2.95 'was a little too high' Pohl smoothed over protests from other central banks, especially France, that Britain should have discussed entry terms with its European partners. The biggest disagreement was with Jacques Delors, European Commission president.

5. What was the role of the Bundesbank in Britain's ERM withdrawal?

Norman Lamont, chancellor of the exchequer after Major took over as prime minister from Thatcher in November 1990, was irked by Bundesbank sniping against sterling. A joint BoE-Treasury mission to the Bundesbank on 14 September was told that sterling was 20% overvalued. 'Unauthorised' remarks on 15 September by Helmut Schlesinger, Bundesbank president, about how a realignment focused solely on an Italian lira devaluation should have been wider, triggered massive sterling sales, forcing the UK's departure.

6. Why did leaving the ERM on Black Wednesday take such a long time?

A 1985 Treasury paper foresaw that Britain could suspend intervention obligations at a time of crisis. But, anxious to spread political responsibility for the ignominy, Major wasted valuable time on political consultations with ministerial colleagues – contrasting with the secrecy of joining in 1990. Lamont, a sceptic on the ERM, tried to leave earlier in the day on 16 September. He observed later, 'We were bleeding to death, and all we

were doing was talking.’

7. How much did the UK lose from the ERM debacle?

In the late evening of 16 September the Treasury’s Nigel Wicks related how ‘within a few hours, Britain’s foreign exchange reserves had been transformed from a plus of more than \$20bn into a significant negative position.’ On 18 September, Treasury officials were at pains to play down to Lamont the size of the fall, preferring to tell him that the reserves were ‘severely depleted’, rather than ‘negative’. In 1993 the Treasury calculated the accounting loss from the reserves slide at £3.3bn.

8. How did Black Wednesday affect the economics of the UK and the rest of Europe?

After devaluations by other ERM currencies, and sterling’s and the lira’s withdrawal, the D-mark exchange rate was too high – resulting in a German recession. Outside the ERM, buoyed by a lower exchange rate, able to cut interest rates to levels consistent with British economic needs, and helped by the ERM’s anti-inflationary legacy, the UK boosted economic growth to well above that on the continent and paved the way to the Bank of England’s operational independence in 1997.

9. What was the political outcome?

As Stephen Wall, a close Major aide, said, ‘Black Wednesday altered the course of UK policies on Europe, and was fundamentally the end of the Major government.’ Britain’s new trajectory of semi-detachment from the European Union culminated 24 years later in the referendum vote to leave the bloc. Major and the Treasury failed to understand how the Bundesbank’s reaction to reunification would prevent extensive falls in UK interest rates, prolong the recession and hamper Britain’s ability to stay in the ERM at a relatively high exchange rate.

10. What was the effect on monetary union?

Disputes with the Germans in 1992-93 strengthened French determination to forge EMU. The Bundesbank was the apparent Black Wednesday victor, but its anti-EMU resistance weakened. Europe’s failure to make timely post-reunification realignments

persuaded Europe's political leaders to press on with abolishing exchange rates in 1999. Germany's weakened ability to impose stringent conditions contributed to serious design flaws in EMU that became fully apparent after the 2008 financial crisis.



## 系列八：英国“脱欧”如何影响人民币国际化？<sup>1</sup>

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》第一章。

近年来，中英金融合作不断深化，伦敦离岸人民币市场快速发展，成为人民币走进欧洲、迈向全球的重要平台。2016 年 6 月英国公投脱欧，短期内对欧洲人民币业务产生一定的负面影响，人民币汇率再度承压；但是从长期来看，人民币国际化大趋势难以撼动，英国脱欧的冲击总体可控，并在对华合作、“一带一路”建设、国际货币格局重塑等方面带来了一些新机遇。

英国脱欧对实体经济、金融市场产生负面溢出效应，短期内对欧洲人民币业务产生负面影响，进一步强化美元国际地位，致使人民币汇率再度承压。

第一，英国脱欧严重冲击英国、欧盟实体经济，短期内不利于中英、中欧经贸往来，或将削弱人民币使用的实体基础。据 IMF 测算，英国脱欧将导致英国未来六年在不同对欧经贸安排下实际 GDP 平均减少 2.65%，欧盟其他经济体产出萎缩 0.2 至 0.5 个百分点，同时也对包括中国在内的全球其他经济体产出造成

<sup>1</sup> 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

低于 0.2% 的负面冲击。英国财政部预计，2030 年英国贸易规模将减少约 15.3%，外商直接投资降低 10%-26%。短期内，欧洲经济金融震荡加剧，中英、中欧之间的贸易、投资可能受到影响随之萎缩，将在短期内对人民币国际使用产生一定的冲击。

第二，伦敦国际金融中心地位受到削弱，短期内不利于欧洲离岸人民币业务开展。英国脱欧后，诸多对欧安排有待重整，加剧市场不确定性，伦敦国际金融竞争力下降。如前所述，伦敦是西方最大的离岸人民币中心，也是人民币迈进欧洲的重要跳板。伦敦市场动荡加剧，将在短期内影响英国人民币相关业务的顺利开展，增大欧洲人民币推广成本。

第三，英国脱欧危害全球金融市场稳定，加剧外汇市场震荡，美元阶段性走强，致使人民币面临新一轮贬值压力。6 月 24 日英国公投脱欧后，英镑兑美元汇率盘中跌幅超过 10%，欧元兑美元当日跌幅达 2.68%，美元重回 96 高位，致使人民币对美元再度承压，即期汇率一度创五年来新低。

英国脱欧不改变人民币国际化长期趋势，并带来一些新机遇。从长期来看，人民币国际化大趋势难以撼动，英国脱欧负面冲击总体可控。人民币国际化既是中国金融改革开放的关键一环，也是国际货币体系改革的重要组成部分。尽管 2016 年人民币国际化面临诸多压力，但是其长期趋势并未改变。据 SWIFT 统计，过去两年人民币国际采纳率上升 18%，超过 100 个国家的 1100 多家银行使用人民币开展与中国内地及香港的支付。除了伦敦之外，香港、新加坡、卢森堡、法兰克福等离岸人民币市场迅猛发展，英国脱欧仅是一项波动因素，并不能改变人民币国际化的基本趋势。同时，英国脱欧将在以下方面为人民币国际化带来新机遇。

第一，英国脱欧后更加重视中英金融合作，伦敦将紧抓人民币国际化机遇。英国是欧盟中最积极主张自由贸易、发展对华关系的国家之一，伦敦市场始终对人民币持积极开放态度。在脱欧后，英国与欧盟关系或将“恶化”，伦敦作为最大的离岸欧元交易中心，约有三分之一外国银行为欧洲银行，也会面临资产撤离、竞争力下降等风险。因此，在这种情况下，英国将更加重视对华合作，紧抓人民



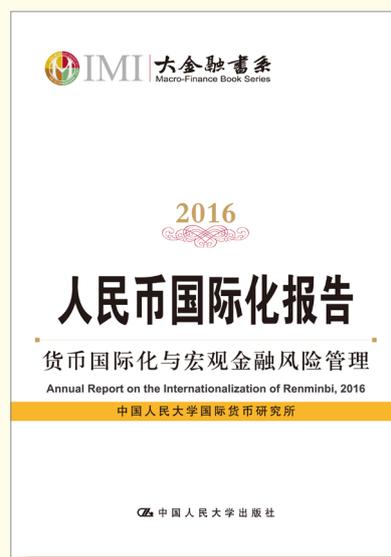
币国际化机遇，在产品建设、基础设施等方面丰富市场内涵，来抵消退欧的负面效应。

第二，英国脱欧或将改变国际货币格局，对人民币兼有利弊，需谨慎把握。英国脱欧致使主要货币力量对比重塑，或将改变国际货币格局。一方面，英国脱欧损害英国与欧盟的实体经济，极易引发退欧连锁反应，加深市场对欧元存续性的质疑，对英镑、欧元国际地位造成实质性损害，在一定程度上为人民币国际份额上升提供空间。然而，另一方面，英镑、欧元国际竞争力被相对削弱，将在中短期内进一步强化美元一支独大的局面，对货币多元化、全球金融稳定造成负面影响。在“美元、欧元、人民币”三元平衡战略中，欧元地位相对下降，面对更加强势的美元，人民币国际化或将面临更多的挑战。

第三，全球经济格局重塑，中国“一带一路”建设正值战略窗口期，将为人民币国际化注入不竭动力。英国脱欧后，欧洲贸易、投资等受到削弱，TTIP 等谈判进程也将延缓。“一带一路”联通中国与欧洲，沿线覆盖诸多新兴市场与发展中国家，建设投资需求旺盛，为欧洲乃至全球资本提供了新的增长点与风险分散渠道。在此趋势下，部分欧洲资金将向东转移，欧洲投资者也将增加人民币资产布局，对人民币国际化产生积极作用。

## 《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  
2968号怡化金融科技大厦2015

