

【“2018国际货币论坛”专题】

高培勇：宏观调控框架要适应高质量发展新时代

刘 伟：人民币国际化报告成推动人民币国际化决策依据

金 琦：当前需进一步调动人民币国际化的需求侧动力

吴晓求：中国金融改革与开放：历史与未来

罗思义：特朗普关税政策对美伤害更大

鄂志寰：中美贸易摩擦的演变前景和影响

【海外之声】

戴维·马什：各国央行面临本质冲突

——“奖赏失败”产生的问题

戴斯蒙德·莱奇曼：鲍威尔低估外部风险

——全球经济乌云密布：美联储理应担心

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	张之骥	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：张耘峤

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



宏观调控框架要适应高质量发展新时代

高培勇¹

最近这段时间，我们面临着双重压力，一方面是中美贸易摩擦引发的经济增长的压力，另一方面，是以地方债为代表的金融风险的压力。双重压力之下，我感觉到在经济学界和社会上，出现了一些疑似惯性思维的分析，疑似惯性思维...阅读全文

最近这段时间，我们面临着双重压力，一方面是中美贸易摩擦引发的经济增长的压力，另一方面，是以地方债为代表的金融风险的压力。双重压力之下，我感觉到在经济学界和社会上，出现了一些疑似惯性思维的分析，疑似惯性思维的批评和疑似惯性思维的一些政策建议。

党的“十八大”以来，5 年的时间里，我们在经济工作领域出现了一些新的理念、新的思想和新的战略，应当说在中国，已经大致建立起一个大不相同于以往的宏观调控体系和框架。如果按照以往的惯性思维来分析当前的经济形势，分析当前所面对的一些突出问题和矛盾的话，就难免重蹈以往高速增长阶段的老路。

刚才讲到的去杠杆问题和投资问题，其实讲的都是这些事情。因而我想利用这个时间和大家分享一下，在过去 5 年，我们在宏观经济领域所发生的一些深刻的变化究竟有哪些。

2012 年，党的“十八大”召开，而这一年又恰恰是中国经济发生转折性变化的年头，因而就需要对经济形势的这种转折性变化做出分析、判断。2013 年中央经济工作会议在深刻分析的基础上，做出三期叠加的解释，即经济增长速度的换档期、经济发展动能的转换期和前期刺激政策的消化期。但是三期叠加的解释，主要讲的是现象层面的变化，并没有指出这是一种短期性的、周期性的变化，还是一种长期性的、趋势性的变化？

2014 年的中央经济工作会议，在三期叠加的基础上，指出这些变化为长期

¹ 高培勇，中国社会科学院副院长

性和趋势性的变化，所以用了一个概念叫经济发展的新常态，新常态的意思就是这种变化是长期的、趋势性的变化。

2015 年，在解决了对经济形势怎么看的问题之后，就要解释该怎么干了。所以当年 10 月份，十八届五中全会先是提出了五大新发展理念，然后在年末举行的中央经济工作会议上，紧跟着就提出要实行供给侧的结构性改革。供给侧结构性改革显然不同于我们以往已经成为惯性思维的需求管理模式。

在 2015 年的基础上，2016 年提出要进一步深化供给侧结构性改革，这是对供给侧结构性改革的完善。2017 年，在理论和实践发生深刻变化的基础上，党的“十九大”提出我们已经从高速增长阶段转入了高质量发展阶段。

做理论研究的大家可以看到，在这样一个变化的轨迹当中，一个可以对接新时代高质量发展要求，并且可以匹配经济发展新常态的一个宏观调控的基本框架大体就勾勒出来了。

从总体层面上看，这种新的宏观调控的框架的主要内容包括以下 5 个基本要素：

一是形势判断。不管做教学还是做研究，宏观经济形势的判断总是一个基础性的工作。

而分析判断经济形势所依循的方法无非是两个，第一是周期性的分析，第二则是总量性的分析。我在学校读书的时候，每当经济形势发生变化，我们习惯性的思维总是先断定我们是处在经济周期的哪样阶段，是繁荣期还是萧条期，是危机期还是衰退期。在解释问题的时候，也总是要问是总需求大于总供给，还是总供给大于总需求。我们习惯用周期性分析和总量性分析来看待经济形势变化。今天我们也面对同样的问题，如何去看待变化的经济形势。“十八大”以来的这五年，我们对经济形势做出了一个新的判断。在决策层所发布的有关重要会议的公报当中我们捕捉到了这样的字眼，“当前经济发展当中的主要矛盾是结构问题，矛盾的主要方面在供给侧。”这样的一个判断，实际上颠覆了原来我们的分析视角。既然是结构性问题，那就不是总量性问题。既然矛盾的主要方面在供给侧，那一定是长期性的问题，而不是短期性的问题。所以今天在分析中国的宏观经济形势，甚至全球经济形势的时候，不要忘了我们已经改变了分析判断经济形势的思维方式。原先我们的分析主要局限于周期性分析和总量性分析，今天我们虽然并不排



除总量性和周期性分析，但是起码是多因素交叉融合的分析。这是一个变化。

二是发展理念。对于发展理念这个词，我们都是非常熟悉的，但是发展理念在宏观经济当中究竟扮演着一个什么样的角色呢？在以往，中国的经济基础条件决定了经济的总量和发展速度成为关注的焦点。因为高速增长可以解决一个发展中国家突出的矛盾和问题，壮大我们国民经济实力。奔着这个方向去，几乎所有的经济工作自然要围绕着 GDP 转，不是围绕着它的规模转，就是围绕着它的速度转。以 GDP 论英雄，围绕 GDP 作文章，是我们做宏观经济分析时一个基本的出发点和归宿点。但是今天在我们提出高质量发展，而不再是高速度增长的时候，这个方向已经发生了变化了，已经被校正。现在的提法是：“我们追求更有效率、更高质量、更加公平、更可持续的增长。”我们对质量和效率的关注，已经替代了对规模和速度的关注。所以当经济形势发生变化时，特别是经济的增长速度有可能受到威胁的时候，不要忘了经济工作的出发点，也不要忘了我们追求的是创新、协调、绿色、开放、共享的这样一种新的发展理念。

三是政策的主线索。宏观经济的发展和运行最终要通过宏观经济政策来体现，而宏观经济政策一定会有主线索。以往我们宏观经济政策的主线索，显然是需求管理，对于需求管理我们再熟悉不过了。基本特征是什么呢？就是我们习惯于站在需求侧，来紧盯需求总量，盯的是总量。再一个干吗呢？围绕着供求之间的关系做对冲性的调解，当需求大于供给的时候我们减需求，当供给大于需求的时候，我们去增需求。我们搞的是一种对冲性的宏观调控，追求的是什么目标呢？是短期平衡。所以那时候讲经济政策总要讲明年的经济政策，今年的经济政策。当用年份来定义经济政策的时候，显然它盯的是短期供求之间的这样一种平衡。

但今天宏观经济政策主线索不再是需求管理了，而举的旗帜是供给侧的结构性改革，供给侧结构性改革一定会相对于需求管理发生深刻变化，这种变化不是说说而已，而是有实实在在的内容。比如说以往我们站在需求侧，现在我们要从需求侧换个位置站在供给侧来，以往我们盯的是需求的总量，现在盯的是经济的结构。

我们以往追求的是对冲性的调解所实现的短期平衡，而今天是什么？要通过优化供给结构提高供给质量，来实现经济长期、持续的平衡。这样一种变化非同

小可，我也想说眼前经济形势的变化，甚至是变化的程度，非常之大。但是我们也要忘了供给侧结构性改革是当前经济工作的主线索，否则一不小心就回到需求管理上去。

四是宏观经济政策的实施。以往在宏观经济政策确定之后，比如说积极的财政政策、稳健的货币政策，我们是如何实施的呢？大家注意一下实施基本的路径，我的说法大体上限于政策层面，所谓政策一个说法是短期的；第二个说法它不触动制度的变革。总要问今年的政策是什么？明年的政策是什么？所以说，它主要通过政策层面的操作，或政策性的操作来实现宏观经济政策的目标。

而今天大家注意，我们用供给侧结构性改革来标识宏观经济政策主线索的时候，它的实施一定不限于政策层面，不限于政策性操作，而是越出操作性政策的层面，进入到改革的层面，更多的依赖改革的驱动，更多依靠改革。我们当前遇到的很多问题，包括中美贸易摩擦，包括地方债的风险问题，实际上深入一步去分析，会发现，通过政策调整或单纯地通过政策调整达不到目的，解决不了问题。一定要越出政策层面，进入体制机制的方面，才可能缓解或最终解决问题。

五是社会主要矛盾。我们习惯以问题为导向抓主要矛盾，来带动其他问题的解决，这是一种在分析问题时候可以称之为传家宝之类的东西。原来社会的主要矛盾是物质文化的需要同落后的社会生产之间的矛盾，现在的主要矛盾是美好生活需要同不平衡、不充分的发展之间的矛盾。那么美好生活需要相对于物质文化需要究竟有哪些不同？我倾向于用“互联网+”这样一个概念来解释美好生活。《十九大报告》对美好需要做了两层区分：（1）人民对于物质文化提出了更高的要求，这就是说对于物质文化产品的供给要升级换代，要上档次，提质量。这一层，我们很容易理解。（2）人民对于民主法治、公平正义、安全环境方面的需要日益增长。这显然是在物质文化需要基础上，拓展了新的范围的一种需要。当我们现在讲需要的时候，不仅仅是经济、政治、文化、社会方面的需要，还包括生态文明方面的需要。所以面对这种扩大了范围的需要，我们能看到什么？讲到不平衡、不充分发展的时候，也绝不限于市场系统，更重要的指的是政府供给的系统。

如果说原先政府在宏观调控当中的作用主要是围绕着物质文化产品的供给，衣食不缺，弥补市场失灵的话，那么在今天面对着民主法制、公平正义、安全环境方面的需要，政府的作用绝不限于衣食不缺，而必须充当主角。所以政府的作



用和以往不同了，在《十九大报告》中做了一个小小的替换，原来是发挥市场对于资源配置的决定性作用和更好发挥政府作用。怎么替代了呢？把那个和字改为了一个逗号，我理解这是要并驾齐驱，分别在不同的领域担当主责。这些变化，是立足于新时代、立足于高质量发展阶段而形成的一套宏观调控体系的框架。这套框架的形成和确立，不是一蹴而就的，大家可以看到它经过了一个漫长的过程，起码有 5 年多的时间才演进到今天。这套框架的形成也不是一件容易的事情，凝聚了很多人的智慧。

在当前错综复杂的国内外经济形势面前，甚至在一场严峻的经济压力面前，千万千万要特别注意，保持定力，按照这样一种新时代的中国宏观调控体系来面对新问题、新形势。为此，全面的转换理念和思维，非常非常之重要。

我想说，不管是做宏观经济分析，还是做宏观经济教学，甚至是直接在经济工作的第一线，每当遇到任何问题的時候，都要反复地警醒自己，我们现在是处在新时代，而不是旧时代。我们要贯彻的是新的发展理念，而不是旧的发展理念。我们要实施的是供给侧结构性改革，而不是需求管理。我们面对的、要紧扣的是新的社会主要矛盾，而不是原来的社会主要矛盾。只有这样，才可能走出一条与新时代、与高质量发展的要求相契合，并且能够有效的解决当前面对的一系列复杂问题和矛盾新的路子。

人民币国际化报告成推动人民币国际化决策依据

刘伟¹

尊敬的各位领导、各位专家、各位来宾：

大家上午好！

今天，我们在这里隆重举行 2018 国际货币论坛暨《人民币国际化报告 2018》发布会，共同探讨人民币国际化、中国金融改革与开放、以及宏观经济发展等重要问题。首先，我谨代表中国人民大学对各位嘉宾的到来表示衷心的感谢！

本次论坛的主题为“改革开放新征程：历史与未来”。今年是中国改革开放 40 周年。40 年来，中国经济发生了翻天覆地的变化，特别是从 2010 年开始，中国经济总量第一次超过了日本，稳居世界第二大经济体。中国 GDP 占世界的比重，从 40 年前的 1.8%，迅速攀升到现在的 15% 左右。中国经济体对世界的影响，以及世界对它的影响，已经不可同日而语。

当前，影响中国经济发展的条件发生了重大改变，过去的需求旺盛、经济短缺转变为现在的需求疲软、产能过剩，结构性问题更加突出。深化结构性改革成为关系中国经济社会发展全局的大事，具有极其重要的战略意义。在这样的大背景下，我们的论坛就显得更为恰逢其时。

今年也是中国人民大学复校 40 周年。作为中国共产党创办的第一所新型正规大学，人民大学“在中国人文社会科学领域独树一帜”，为中国哲学社会科学的发展和繁荣，为社会主义革命、建设和改革事业做出了重要贡献。长期以来，人民大学积极发挥“思想库”“智囊团”作用，致力于研究重大政治、经济、文化和社会问题，为国家经济建设和社会发展不断提供强大的理论保证和有力的智力支持。

《人民币国际化报告》就是人民大学积极发挥智库作用，服务国家战略的重要成果之一。从 2012 年起，人民大学国际货币研究所开始组织专家团队研究并发布《人民币国际化报告》，至今已经有七年时间。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，报告还被翻译成英文、

¹ 刘伟，中国人民大学校长



日文、韩文、俄文、阿拉伯文等各种版本在世界各地发布，引起海内外理论与实务界的广泛关注。今年的《人民币国际化报告》围绕“结构变迁中的宏观政策国际协调”这一主题，以货币国际化决定理论为基础，通过国际经验借鉴、理论分析和实证研究，集中探讨宏观政策国际协调的必要性、目标与方向及其所需要的构建平台与机制。

时至今日，在大家的共同努力下，国际货币论坛和《人民币国际化报告》已经成为人民大学的重要品牌。今天我们再次相聚，围绕当前中国经济金融发展的热点和重点问题，展开深入交流，一定会擦出思想的火花，取得丰硕的成果。我相信，在各位一如既往的关心和支持下，国际货币论坛一定能够成为新时期推动中国经济社会改革发展和人民币国际化进程的重要平台，《人民币国际化报告》一定能够成为进一步推动人民币国际化进程的重要决策依据！

最后，祝愿各位身体健康，工作顺利！预祝本次论坛圆满成功！谢谢大家！

当前需进一步调动人民币国际化的需求侧动力

金琦¹

首先，衷心感谢能够应邀参加今天的发布会和论坛。我想谈谈人民币走向国际化的进程中供给侧和需求侧的相互作用。

第一点，人民币走向国际化是中国推进改革开放的历史必然。人民币国际化经历了从个人业务的发展到贸易的结算，从经常项目到资本项目，从边境地区零星使用到全球比较大规模的使用，这样的过程是一个循序渐进的发展历程。从上个世纪的 90 年代初期开始，我们国家对外经贸和人员往来不断的扩大，人民币在香港和周边地区，港币在珠三角地区大量的交叉使用，货币当局开始考虑怎么样管理人民币的出入境，那个时候面对的主要是现钞。

1997 年，亚洲金融危机期间，人民币币值保持稳定，也提升了周边地区的居民使用人民币的信心，随着需求的增长，人民银行做了翔实、深入的研究，于 2003 年 11 月宣布为香港银行在港办理个人人民币业务提供清算渠道和回流机制，当时授权香港中银作为人民币清算行，这应该是境外第一家人民币清算行。

2008 年，随着金融危机的爆发，美元出现流动性的紧缺，金融市场的波动不断加剧，周边国家的中央银行希望通过与人民银行签署本币互换协议，获得流动性的支持，以维护金融市场的稳定。与此同时，中国的全球贸易和投资比重持续增长，国内外的企业希望通过人民币结算来降低交易成本，避免汇率风险的意愿也逐渐上升。为了顺应市场发展的需要，中国开始改变过去严格区分本外币的管理方式，主动消除人民币跨境使用的政策障碍，积极推进人民币跨境使用的便利化。

2009 年 7 月，人民银行推出了面向港澳地区和东盟国家跨境人民币结算的试点，从此，人民币走出国门节奏加快，成为国际货币体系多元化进程中的一个新的成员。

总之，人民币国际化是伴随着中国改革开放的不断推进和市场发展的需要顺

¹ 金琦，丝路基金有限责任公司董事长



势而为的演进过程，也是中国融入全球化过程的历史必然。

第二点，人民币国际化的供给侧环境日趋完善。尽管近年来内外部环境有起有伏，但是人民币使用的政策框架和基础设施一直在不断完善和健全。这里所说的供给侧可以从三个方面来看：

1、从政策和制度框架来看，人民币先后出台政策，允许人民币用于经常项下的跨境贸易结算，资本项下的外国直接投资，允许境外央行等三类机构投资银行间债券市场，允许境外人民币贷款以及境内企业到香港发行人民币债券，推出了人民币借款、资金池业务，以及 RQFII、RQDII 等等，推动形成并完善了人民币跨境双向流动的渠道。目前，人民币已经与 12 种货币形成了直接汇率。

2、从金融基础设施来看，目前人民币清算行的数量已达到 24 家，其中 18 家处于“一带一路”沿线国家和地区，人民币代理行的网络遍布中国的贸易伙伴国。在香港、新加坡、伦敦等离岸中心，人民币产品日益丰富，交投也日趋活跃。人民币跨境支付系统一期和二期也分别在 2015 和 2018 年上线运行，更好的满足了全球用户人民币支付结算和清算需要。

3、从汇率机制方面看，人民币汇率的形成机制和利率市场化改革都在有序的推进，这些都为人民币国际化创造了非常好的环境条件。

2016 年 10 月人民币正式加入 SDR 是人民币走向国际化一个重要的里程碑。今年以来，人民银行连续的发布文件，明确凡是依法可以使用外汇进行的跨境交易，都可以使用人民币。这就从制度层面实现了人民币与其他国际储备货币的同等待遇。这些都进一步调动了市场参与者增加配置人民币资产的需求。

在这个过程当中，我们很欣喜的看到，学术界的研究在不断的扩展和深入，也是改善供给侧环境的一个组成部分。中国人民大学国际货币研究所率先编制的《人民币国际化指数》反映了人民币发挥国际货币功能的进展情况，对于监测和评估人民币国际化水平，改进和完善政策环境提供了积极的学术和理论支持。

第三点，虽然人民币国际化在上述供给侧的政策和制度完善方面成果显著，但人民币国际化需求侧方面的进程仍然任重道远。在供给侧环境不断完善的情况下，需求侧怎么样能够实现这个有效的平衡？是我们面对的一个挑战。

从统计数据来看，当前人民币作为国际货币的几个基本功能，包括支付功能、

投融资功能、计价功能和储备功能，在国际市场的占比只有 1%-4%，这样的比例与人民币在 SDR 篮子中 10.92% 的权重还有相当的距离。可见人民币国际化还有很长的路要走。我们也在实践中观察到，人民币国际化来自需求方的动力仍然显著不足。

这里主要的原因，当然是供给方的力量在催生需求的过程中会受到多种因素的制约，一方面是当前以美元作为主导的国际货币体系，具有很强的网络黏性。另一方面，货币选择也存在很强的路径依赖，用户不会轻易改变主要使用货币的币种。在我们资本项目还没有完全开放的情况下，激发人民币的国际需求，更需要找准方向，重点推动。

第四点，开展人民币对外直接投资，特别是人民币股权投资是进一步有效调动人民币需求潜力的关键。这里面要强调的是，人民币只有充分发挥支持实体经济作用，才能真正支撑起它作为国际货币的职能定位。

2016 年统计显示，人民币跨境支付总量约 10 万亿，其中 53% 是用于经常项目支付，资本和金融项目所占比例仅占 11%，这里面可能还有统计的因素，有的人民币出去之后，直接就换成美元使用，并没有落地。去掉这些因素，比重可能要更低一些。

也就是说，人民币在跨境使用当中的需求主要是用于服务货物贸易，在对外直接投资，尤其是股权投资的使用中，还有相当大的潜力。因此，需要我们以开拓创新的思维推进人民币对外直接投资，为“一带一路”建设提供金融支持。对实体经济的直接投资会激发产业链上下游领域的人民币需求，可以增加人民币国际化的网络黏性。在这个进程当中，也会逐渐摆脱经济体对美元流动性的依赖，减少美国货币政策对于国际经济活动和贸易投资的干扰。

最后一点，我想谈一谈丝路基金探索人民币对外投资的几点思考。2014 年 11 月习近平总书记宣布中国出资 400 亿美元成立丝路基金，丝路基金的定位是以股权投资为主的中长期开发投资基金，我们本着市场化、国际化和专业化的原则，为“一带一路”建设提供中长期可持续的金融支持。

丝路基金成立三年半以来，在“一带一路”主要的区域开展了投资的布局，目前已经签约投资 21 个项目，规模达到 78 亿美元，实际出资已经达到了 64 亿美元。我们所有的投资中三分之二以上是股权投资。从投资行业看，主要涉及基



基础设施、资源能源、产能合作等多个领域。其中，基础设施和资源开发领域，占我们投资的比重达到了 70%。

去年 5 月，习主席在“一带一路”国际合作高峰论坛上，宣布向丝路基金增资 1000 亿人民币，再次体现了中国推动“一带一路”决心和实际行动。这个举措既体现了中国加快人民币国际化进程的信心，同时也为“一带一路”建设的巨大资金需求提供了人民币的资金选择。对于自身外汇储备严重不足，又面对大规模建设资金缺口的许多沿线发展中国家而言，无疑是重大的利好消息。

一年多来，丝路基金在人民币投资领域开展了积极的探索和实践。当前人民币对外投资中，相当一部分是债权融资，其中还有相当多是具有援助性质的。以市场化手段开展人民币对外直接投资，没有现成的经验可以遵循。用人民币开展海外股权投资，基本上还处于无人区这样一个空白状态。丝路基金始终本着开拓创新的精神，努力的克服各方面的困难和挑战，积极探索以市场化、专业化的方式开展人民币股权投资的可行路径。

今天我很高兴地跟大家分享，经过艰苦的努力，前不久，我们刚刚完成了第一单人民币对外投资项目签约，还有几单正在推进中，在这个过程当中我们有点体会：

1、人民币对外直接投资需要因势利导，克服惯性。客观上看，开展人民币对外直接投资最大的难点是要克服使用美元的惯性，我们丝路基金作为财务投资人，面对投资机会就必须换位思考，因势利导，与合作方一起克服过去路径的依赖，挖掘境外实体经济领域对人民币的潜在需求。这既需要了解行业整体情况和支付结算的链条，深入挖掘合作机会，也要充分的利用自身的资金优势，以创新的精神做好融资模式和产品的设计，以互利共赢为目标，开辟合作的路径。

2、人民币对外投资，尤其是股权投资，要找好切入点，实现以点带面，延长人民币的结算链条，才能发挥股权投资对人民币需求的杠杆作用。我们借力大型企业集团减少外汇敞口的利益驱动，提供人民币的资金支持，不仅可以带动产业链上下游人民币的使用，拓展人民币结算的链条，还可以实现以投资端驱动业务端的贸易支付习惯的改变，并且逐步打破业内资金管理中的美元垄断状况，达到 1+1>2 的投资效果。这是一个以投资为手段，引导和孵化合作伙伴人民币需求

的过程，虽然这一过程的推进很艰苦，但我们已经看到了光明的前景。

3、当前境内外人民币市场的深度、市场产品的定价机制和丰富程度还存在短板。企业主体仍然缺乏人民币境外直接投资的动力和愿望，尽管人民币国际化在供给侧方面硕果累累，已经带动了经常项下的人民币支付，特别是通过人民币贸易支付实践不断的检验，推进了政策和制度完善。随着我国对外开放不断发展，我们已经步入对外投资大国的行列，人民币对外投资也应该可以顺势而为。为此，我们还是需要当局继续加强政策引导和制度激励，加强市场的深化，进一步形成高度市场化的投资工具定价基准。

我们希望与政策制定者，包括金融机构和实体企业在内的市场主体共同发力，将人民币国际化的进程不断的向前推进。上面谈了我们从业界角度的一点体会，希望对管理当局和学术界能够有所裨益，使得今后的政策制定和学术研究，能够更好地引领和指导实际工作。丝路基金愿与政策制定者、市场参与者和关注人民币国际化的学术界一道，通过开展人民币对外投资实践，为推进人民币国际化贡献我们的力量。

最后，祝愿这次论坛圆满成功，谢谢大家！



中国金融改革与开放：历史与未来

吴晓求¹

大家好，我今天演讲的题目是《中国金融的改革与开放：历史与未来》，与论坛主题契合。下面我从改革开放以来中国金融经历的巨大变化以及中国金融的未来两方面来讲。

一、改革开放以来中国金融的巨大变化

第一个变化是规模上的变化。从规模上看，中国金融有了根本性的实质性的增长，中国已经成为名副其实的金融大国。有几个重要数据：

第一，从居民储蓄存款看。中国居民储蓄存款从 1978 年底的 210 亿元人民币，增加到现在的近 70 万亿元人民币，这反映出中国经济近 40 年来改革开放所取得的成就。2017 年，中国人均 GDP 已经接近 9000 美元，居民收入水平有了很大的提高。

第二，从金融资产规模看。1978 年中国金融资产规模不到 1000 亿人民币，到今天已经超过 360 万亿人民币，这是中国经济持续增长的根本保证。

第三，从外汇储备看。中国的外汇储备 1978 年是 1.67 亿美元，到今天已超过了万亿美元。

第四，从金融开放来看。2017 年全球 FDI 总量 1.52 万亿美元，中国 2017 年 FDI 1310 亿美元。2017 年中国对外投资额为 1200 亿美元，2016 年曾达到 1962 亿美元的峰值，加上资本市场国际资本流动，QDII、RQFII 和沪港通、深港通等在内，大约 32000 亿人民币，这表明中国金融的开放从规模上所取得了重大突破。

第二个变化是中国金融结构的改善。首先从金融资产结构看，金融结构最重要的是金融资产结构。过去相当长时期，中国金融资产结构以传统金融结构为主，银行类金融资产占绝对主导。近几年来，证券化金融资产比重不断提高，规模不

¹ 吴晓求，中国人民大学副校长

断扩大。从广义金融资产的口径看，证券化金融资产占比达到 30%，狭义口径则达到 50%左右，这样的金融资产结构推动了中国金融功能的改善。

第三个变化是居民资产结构发生了重要变化。中国居民金融资产结构从过去主要表现为单一的居民储蓄存款，到现在则开启了资产结构多样化趋势。金融机构和金融工具也呈现出多样化特征。多样性是现代金融的一个基本特征，无论从资产端还是从负债端都有明确的趋势，都表现为多样化的特征。我们必须深刻理解多样性对于现代金融体系形成的重要性。

一段时期以来，我国金融监管似乎与这种金融的基本趋势不一致，试图让中国金融的功能和业态包括融资工具和资产结构，实现单一化，试图彻底控制金融风险。但实际上这一想法并不切合实际，也不符合现代金融的基本逻辑。金融的精美之处就在于它的不确定性，一旦让它确定了，它就不是金融了。现代金融主要通过不确定性去把握未来，因为未来是不确定的。

第四个变化是金融功能得到了改善。金融结构的改变导致金融功能的提升。中国金融过去主要以融资为主，其他功能如财富管理功能几乎不存在，因为证券化金融资产规模很小，在中国传统金融体系中，几乎没有一种资产可以与中国经济增长保持一种函数关系。现在中国金融正在开始走向融资和财富管理两大功能并重的时代，通过金融体系中资产结构的变化，可以清楚地看到这一变化。

科技的力量正在金融体系内以前所未有的速度提升自身影响力。中国金融的科技化程度比很多领域都要超前。这是中国金融开始具有国际竞争力的重要因素之一。

第五个变化是金融业态开始多元化。我们过去对金融的理解比较传统，物理空间概念非常强烈，实际上科技植入金融体系之后，金融的基因发生了变化，所以最终出现了一个跨时间、跨区域的新金融业态，这种新金融业态克服了金融功能的时空限制，大大提升了金融的效率。

与此同时，金融风险也发生了很大变化。今天的金融风险已经变得非常复杂。控制金融风险的重点是设置一套风险阻隔和衰减机制，以至于不让单个风险演变成系统性金融风险，不至于形成金融危机。如今的金融风险由于市场化程度高，风险结构已经多元。区别于过去传统的、单一的金融机构风险，今天来自市场的风险比重在不断上升。金融监管应该注意到这一点。



第六个变化是金融的效率得到了提升。中国金融还远未实现普惠性，但是，中国金融的效率与以往相比有较大提升。中国经济 1978 年的 GDP 规模是 3645 亿元人民币，2017 年则接近 83 万亿人民币，40 年经济增长金融的贡献巨大。金融结构和功能的改善，大幅度提升了金融效率。

科技金融改变了中国金融的生态，改变了中国金融的基因，大大提升了中国金融的竞争力，并使中国金融的普惠性有了进一步的提高，这些都是来自于金融新业态。

中国金融能够取得这样的成就，主要是通过改革开放来实现的。没有改革开放，也就没有中国金融的今天。至于中国金融的未来，我认为，改革开放仍然是推动中国金融未来发展的唯一途径，我们不可能走回头路，也不可能再回到一个传统金融体系一统天下的局面。我们必须创造多样化的金融格局，相互竞争，提升效率。

更为重要的是，多样化的金融格局可以较好地实现投资者对资产的自由选择权。判断一个国家市场经济体系的完善程度，除了观察消费者对消费品的选择权是否受到抑制外，更重要的是投资者是否具有充分的资产的选择权，后者需要金融体系的市场化改革才能实现。

二、中国金融的未来任务和目标

总结历史相对容易，构划未来则相对难。在展望未来时，我们没有必要对一些理论常识进行质疑，比如金融“脱媒”趋势。“脱媒或去中介化”是金融实现结构性改变的基本趋势。只要这个国家的经济到达一定规模，人均收入水平达到一定水平后，来自于市场需求，来自于居民收入增长后财富管理的需求都会推动金融“脱媒”。收入到达一定水平后，人们对资产选择和投资自由有新的诉求，市场需求永远是金融体系变革的动力。

金融的未来，一是基于金融变革的基本趋势；二是基于国家的战略目标。在中国，具体而言，金融的未来至少会有以下几个基本要点：

第一，人民币的国际化。中国金融的未来，人民币的国际化占据着核心地位。一个开放性的大国，一个全球性的大国，如果人民币是一个相对封闭的货币，是

一个不可自由交易的货币，这与中国改革开放战略目标是不匹配的，而且国际货币体系的结构调整和改革，也需要注入新的货币元素。

所以，人民币的国际化是中国金融未来的一个基本趋势。问题的关键是，人民币什么时候可以实现可自由交易？实际上，人民币国际化进程，政府是可以调节的，在条件相对具备后，是一个时机选择问题。没有任何人说的清楚，一个国家货币的国际化充分必要条件是什么？我们可以大概说一些软条件和硬条件，但很难准确地说清楚充分必要条件究竟是什么？它是一个循序渐进的、根据内外部环境战略思考做出的判断，这不是数学公式能解决的。有些国家走的快一些，有些国家相对谨慎一些。我国在人民币国际化方面非常谨慎。谨慎有一定的道理。

当然不存在一个十全十美的条件来满足人民币的国际化。究竟人均 GDP 多少可以？究竟进出口规模多大可以？究竟国际金融市场处于什么态势可以？这些都难有定论。可以肯定的是，人民币国际化是中国金融国际化的战略目标。没有人民币的国际化，就无法完全启动中国金融的开放。人民币国际化，实际上是中国金融开放的逻辑起点，也是历史起点。美元与美国金融就是如此。美国经济的竞争力与美元的国际化有密切的关系。人民币在国际化过程中，会遇到一系列难题，我们要有充分的心理准备和理论准备，它远比我们加入 WTO 后遇到的困难大得多。未来，如果人民币成为全球有影响力的货币，其间的摩擦将比今天的美中贸易摩擦强烈得多。

在金融领域，我们要有战略思维和深刻的理论研究。大学里要特别研究一些战略问题，要把人民币国际化的逻辑讲清楚，把国际化之后的问题讲清楚。我们研究的案例有日元、欧元等，可以从中找到我们未来可能遇到的问题和困难。一方面我们可以自信，另一方面更要谨慎，要有预案，要十分缜密地实事求是地研究人民币国际化过程及之后的重要问题。

第二，构建现代金融体系，核心是建设新的国际金融中心。人民币的国际化 and 构建国际金融中心，是中国金融未来的两大核心任务。构建国际金融中心，对我们来说，是一个挑战。中国金融的开放和国际化对中国的法制、社会治理、信用体系和透明度等方面都提出了严峻的挑战，它需要我们在这些方面进行全面而系统地改革。

坦率地说，我国构建国际中心的硬条件相对较好，但是，软条件的差距则相



当大。为此要进行社会层面和法律层次的系统改革，才能达到国际金融中心的软要求。国际金融中心的形成虽然对 GDP 规模有一个内在要求，这只是一个硬条件，也不完全由国际贸易规模决定。我们现在要构建的新的国际金融中心，主要功能是人民币计价资产的交易中心，全球的财富管理中心。这对资本市场上的上市公司有较高的要求，对上市的标准提出了挑战。我国现有规则所确定的上市标准，难以达到构建国际金融中心的要求。作为人民币计价资产的全球财富管理中心，资本市场上的资产是要有成长性的。

资本市场有三个核心元素：一是不确定性；二是成长性；三是透明度。这三元素是资本市场的灵魂。朝着国际金融中心这个战略目标，我们有很多工作要做，只有通过深化改革、扩大开放才能实现这些目标。

第三，构建一个符合现代金融特征、智能而有效的金融监管架构。这里有个前缀“符合现代金融特征”。我们未来的金融监管架构要符合现代金融发展趋势，要灵活而有效，必须有智能化。我们需要一个能够把握金融未来，能够体现现代金融特征的金融监管架构。这个架构可以有效地管控风险，同时又能够容纳效率和金融创新。现代金融不仅仅是商业银行，还包括脱媒后的和科技深度嵌入后的金融新业态。所以，智能监管非常重要。

如何理解金融创新和金融监管的关系？这是金融发展中最重要的一对矛盾。对中国来说，发展仍是主题，对中国金融来说，创新是发展的动力。我们不能仅仅简单地满足于微信支付，陶醉支付宝这样的金融创新。实际上，中国金融的市场化程度还很低，证券化的比例也不高。所以，构建能包容金融创新的金融监管是重要目标。

第四，构建一个具有国际竞争力的多元化的金融体系。其中基于市场的具有财富管理功能的金融机构占据特别重要位置。随着收入水平的提高，人们对金融服务的需求会越来越多地表现于对财富管理的需求。市场需要有一种金融机制能够把人们剩余的收入、剩余的资产做一个统筹安排，既保持相对的流动性，又保持资产的成长性，有一种结构化的组织机制。目前，中国的财富管理机构还做不到，因为中国资本市场是分割的，一个平台很难跨越多个市场。所以，这也要进行做综合改革。

第五，建设一个高度智能化的金融基础设施。金融已经信息化。信息和金融开始融为一体。完善中国金融的基础工程变得非常重要，核心是大数据、云计算、智能化，当然也包括区块链，要把整个中国金融信息化的后台建立起来。金融风险的控制是金融的生命线，金融基础设施的信息化建设是基础。

随着信息化技术的广泛而深度地应用，未来的金融监管可以通过动态信息化随时观察到金融市场的运行状态，根据区域风险指标的变化判断中国金融的风险处在什么阶段，这对于防范金融风险至关重要。我们要创造条件，通过智能化、信息化来观测金融风险。我个人认为，建设智能化、信息化的金融基础设施是国务院金融稳定发展委员会的一项重要职能。只有这样，才有可能推进中国金融体系的现代化，才有可能有效地防范金融风险。

总的来说，我认为，这五个方面是中国金融未来改革发展和开放的重点，这些目标应该说在不太远的将来都能实现。



特朗普关税政策对美伤害更大

罗思义¹

今天想谈一谈关于贸易摩擦的问题，从一个更广泛的角度来讨论这个问题。特朗普总统不仅仅是在批评中国，同时也在批评他一些盟友，比方说在最近的北约峰会上他批评了德国。有一个比较奇怪的情况，就是一些顶级的西方评论者，比如说马丁·沃尔夫，他是《金融时报》首席经济评论员，也是西方最著名的经济评论家之一，他呼吁其他国家都对美国采取反制措施。

在美国很多声音都在反对特朗普的政策，因为他们认为特朗普的政策是很危险的，主要是对美国有危险，我们来看一下有哪些风险。

第一，过大的预算赤字，这是不可避免的。据估计，美国今年预算赤字有可能突破一万亿美元，未来 10 年每年也都将如此。对美国来说是这样，这是非常有风险的政策。而这个预测不是来自中国，而是来自美国国会预算办公室。在这个情况下，现在来看美国经济的成长似乎是很不错的，但是这个债务的积累会带来很大的风险，对美国的经济带来很多的风险。

第二，有人相信特朗普所征的关税会减缓美国经济增速，确实，最近的一个由主流的美国金融机构摩根斯坦利所做的研究预计，特朗普的关税会减缓美国的经济增速，其影响比对中国的影响更大。对美国大概会减缓 0.3%，对中国则是 0.3-0.4%，这对经济有很大的影响。因为美国经济的增速只有 2.2%，而中国的经济增速是 6.5%左右，所以说如果减缓 0.3%的话，那么对美国的影响远远大于对中国的影响，因为中国是从 6.5%减少 0.3%。

所以说有很多的反对的声音，甚至共和党内部高层也是反对特朗普的，比方说美国参议院财政委员会主席，他是共和党人，反对特朗普对中国征税，而不是反对特朗普本人。所以毫无疑问特朗普的政策也导致了共和党人的反对。

第三，和传统的美国盟友之间的摩擦和分歧，例如目前的英、德等国家。

第四，美国内部的政治的摩擦和矛盾，我之后还会再谈论这一点。

¹ 罗思义，英国伦敦前经济与商业政策署署长

所以基于以上四点，特朗普政府的政策是绝对高风险的，即便在美国也是如此。

我们可以看一下《华尔街日报》，它非常的支持特朗普的政策，就是减税等其他政策，但是《华尔街日报》也指出，特朗普现在这样一个不合常理出牌的做法，我们应该要做好准备了，因为我们要坐过山车了。因为《华尔街日报》是美国主要的金融报刊，他们说特朗普的政策具有相当的风险，从美国的角度来看风险是很大的，所以我们产生疑问，为什么特朗普政府要采取这么有风险的战略呢？

一些人觉得全球化正在崩塌，保护主义在抬头，这是错误的。我们需要去澄清这个误解，最简单的方法就是去看一看贸易在美国的比重，在美国 GDP 的比重，你可以看到没有任何迹象显示这个贸易额在下降。事实上，贸易的比重比二战前高多了，短期内这个比重在美国没有下降的趋势，所以我们可以摒弃全球化在崩塌这样一个观念。

我们需要理解的是一些根本性的趋势，就是美国经济方面的根本趋势。最为根本的美国经济的特点，就是它在不断的放缓，无论在经济上，还是在地缘政治上都是如此。我看到中国的一些报告，说美国的经济非常有活力，这是错误的。20 世纪 60 年代美国 GDP 增长率在 4% 左右，现在已经减缓到了 2.2%，我们再来做一个计算。美国经济的年均增长率 2.2%，50 年来都是如此，这就意味着它已经根植于一些美国的力量当中了，这不是一个短期的趋势，是一个长期放缓的趋势。

而中国经济增速约为 6.5%-6.8%，这就意味着中国经济增速是美国的 3 倍。而特朗普政府是无法扭转美国长期经济一直呈放缓趋势这一局面的，所以说特朗普政府只有一个目的，那就是要去减缓中国经济的增速，他不能够通过加快美国经济增长来与中国竞争，唯一与中国竞争的政策与砝码就是降低中国增速，这就是他为什么要增加关税。

特朗普政府为什么要这么做呢？因为在 2018 年，美国经济有一个好的窗口期，这个时期只会持续较短的时间。我想再简要的谈一谈美国的经济周期，2.2% 的增长率大概是美国经济平均的增长率，当然还有一些商业的周期，泡沫以及波动等等，如果回到 2016 年，就会看到美国经济的表现非常糟糕。特朗普能够当选美国总统，也在于 2016 年美国的经济非常糟糕。



从平均的角度来看，如果说经济的表现过去如此糟糕，维持短期的增长，经济就应该会抬头，不一定是非常大的上升，但是至少商业周期会逆转。在 2018 年特朗普政府发现自己在经济的一个上升周期之中，他想利用这个上升的周期。比方说《纽约时报》得出结论，特朗普的优势就在于他有一个比较好的强有力的国内经济，所以特朗普现在想做的就是充分地利用国内的上行窗口期，来展开非常具有风险的政策，以与中国博弈，而特朗普政府不得不一步一步来做，因为他完全不知道他的这些政策会有哪些影响，在美国国内会产生哪些影响。

事实上，目前只有 1.4% 的中国出口受到了美国加征关税的影响，甚至可以忽略不计。现在的关税是贸易摩擦，不是贸易战，两千亿美元的关税会带来更大的影响，如果现在的影响是 1.4%，2500 亿则是 10.5%。

为什么特朗普政府必须要一步一步来施加关税呢？因为他不知道其政策的后果是怎样的，在美国会产生怎样的影响。事实上这些关税已经严重增加了美国国内的物价，比方说洗衣机，还有包括韩国的一些出口的产品价格，包括美国洗衣的用具已经上升了 17%。还有钢铁的关税，也导致美国钢板价格上升了 51%。而对于中国施加的关税规模更大，比此前的关税都更多。美国不知道，特朗普也不知道来自于美国内部的这种阻力会有多大。美国的农民不能够再承受关税提高所带来的更多痛苦了。

所以特朗普政府想做的就是利用现在国内经济周期上行的窗口期，政策在 2018 年不会对美国的商人和农民有太大的影响。所以中国一定要明白一点，一定要理解美国内部的经济周期。今年税收的政策对于美国的影响不会很明显，因为周期在上行。那么到了 2019 年、2020 年，那个时候美国经济就会进入下行期，这些征税政策的影响就会显现出来。

最后一点，我们需要花一点时间让美国错误的政策观点慢慢的消失。有些人认为中国不会反制美国的这些征税，这是显然错误的。其他人认为中国的经济会进入深刻的危机当中，这也有失偏颇。

最后我的结论是，特朗普的关税政策并不意味着全球化崩溃。特朗普关税政策实施的根本不是因为美国经济很强大，而是因为美国经济增速很缓慢，所以他看到唯一与中国竞争的途径与方法就是减缓中国的增速。特朗普必须充分利用经

济上行期快速出击。所以中国必须要明白特朗普关税政策，其负作用在明年或后年显现出来，时至今日，特朗普也无法得知他的政策对其国内会产生哪些影响。



中美贸易摩擦的演变前景和影响

鄂志寰¹

今天我从离岸的角度探讨一下贸易战的问题。这个周二我刚刚在香港参加了一个香港商务及经济发展局的一个研讨会，它召集了八大商会在香港讨论贸易战的影响。总体感觉，这些中小企业和在珠三角地区从事加工贸易的企业普遍反映说，在目前阶段，我们还没什么太大的问题。大家普遍反映没问题的同时，其实香港商务及经济发展局已经出台了一些扶助中小企业的措施，包括给他们一些新的保险的措施，降低它经营成本的措施。

我是代表中企协去讲的，我的总体判断是这场贸易战是起源于贸易，但是打的不是贸易，重点还是打到我们的金融领域了。所以在香港，我们金融市场的冲击比实体经济更加的严重，但是香港没有人来对金融市场做出的损失做出任何的保护。

为什么实际上贸易的影响并不大，但是金融市场会做出这么强烈的反映呢？为什么会有这样的一个感觉呢？在金融市场上的 smart money 看到了这场贸易战不是一件短期的小事情，它对整个中美以及对世界经济整体的影响是一个长期的，一个不断持续的一个进程。

目前来看，在中美贸易你来我往争夺的过程中，我们仍然面临着一些问题。贸易战有一个明显的不对称性，为什么？从美国的统计，中国对美国的出口是 5000 多亿，美国对中国的出口只有 1300 亿，如果贸易战规模在目前的 340 亿 +160 亿的时候，没有任何问题。但是一旦这一轮的 2000 亿开始实行的话，我们就没有有效的反制措施了。这是第一个方面的特点。

第二个方面的特点，我们中国出口商品的结构，其中接近三分之一仍然是加工贸易。加工贸易本身要求在出口之前要有大量进口，这样的贸易结构也决定我们的反制手段是有限度的，起码汇率手段影响是有限的，没有办法通过人民币汇率贬值来贸易方面做回应。结果就导致整个加关税过程的边际影响是逐渐收敛的，

¹ 鄂志寰，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中银香港首席经济学家

贸易战反制措施空间狭小后会引起周期性因素、结构性因素的一个交错上升局面。

从美国方面看，美国巨额的贸易逆差有一个内部不平衡性，现在整个贸易赤字接近 8000 亿美元，但是在服务贸易上有 2400 亿美元盈余。他们只关注商品贸易，认为其他国家有不公平的表现，所以就提出要退出多边的贸易的协议，通过关税迫使其他国家来妥协。

从数额上来说，长期的、高额的贸易问题，不是一天两天形成的，从 70 年代中期以来，布雷顿森林体系解体以后，美国就是一个长期的逆差的局面，有一定周期性的变化，但总体来说保持在很高的一个水平。差别只在于这个逆差到底是什么因素导致的。我们看到在 70 年代、80 年代的时候，日本是它贸易逆差主要构成部分。在 2009 年之后，中国开始成为贸易逆差的一个主体，也开始成为它贸易摩擦的一个对象。

为什么特朗普大规模强调贸易保护呢？我个人认为与 2009 年之后全球经济的缓慢复苏是有直接关系的。在 2008 年金融危机之后，美国经济长期的低增长，从 2008-2017 年，整个 GDP 的年均增长率是 1.33%。再次说明 2008 年金融危机是一个重大结构性变化，对全球经济、贸易以及增长的影响是一个决定性的变化，包括目前的一些政策仍然受到这场危机持续的影响。所以从这个角度来说，这场贸易战可以上溯到 2008 年金融危机的影响。

这场贸易战确实对贸易的影响还是比较显著，我们预计全球贸易的增量缓慢复苏趋势可能会受到一定影响。更重要的是，贸易战对于全球金融风险来说是带来一个巨大的挑战，美国的情况其实并不严重。我们看内地 A 股下行，当然这与国内的一些政策因素有一定的共振关系，短期压力仍然还是比较明显。然后在完全自由港的香港，这个体现是更加严重的，整个港股在高位的调整，基本上可以归因为贸易战的影响，每次调整都是新的贸易摩擦产生，反映在港股市场的影响。而且香港股市跟 A 股之间的互动目前也正在加强。这一块外围市场波动的振荡，也可能对国内的信心也会带来一些冲击，这是贸易战在金融领域的一个表现。

更直接的影响，可能还在人民币汇率方面。人民币汇率从今年的 6 月中旬开始，出现了一个短时期内快速贬值，这一段贬值速率超过了 2014、2015 年最大的贬值期。当然有各种原因，重要的还是市场信心的变化。此外，在离岸市场上，很多市场参与人担心我们中国会不会拿人民币汇率作为贸易战反制措施，大家担



心为了应对贸易战去搞贬值，所以市场先对人民币汇率有一个压力。实际上，人民币汇率的影响更多的应该是贸易战导致的结果，而并不是作为一个政策手段。为什么呢？我们的贸易商只有在价格方面让出 10-25%，才可能继续保持在美国的市场份额。如果只靠汇率方面，人民币需要平均贬 10-25%，这个水平已经超过了 2014、2015、2016 年 3 年贬值的幅度。对我们的外汇储备带来了相当大的一个影响，所以应该慎用人民币汇率来打贸易战，这是着力要避免的一个方面，而不是主动做的一个选择。

当然对经济的影响还是正在逐渐显现的。对实体经济而言，如果是说在 500 亿的时候还没有太大影响，那么到 2500 亿，这个影响会越来越明显。当然也有一些明显的结构性变化，比如说贸易战之后对资本流动的影响方面，一方面美国这边，对于我们有一些垢病的行为，已经有一些控制性的措施，可能导致这部分资本外流有所减少。同时有些特别看重中国市场的美国企业，可能反而会在在中国加大投资设厂，像一些车辆的制造企业，希望能打进中国市场的可能会加大在中国的投资。同样，更加看重美国市场企业，可能反而要抽出资金重新配置到其他国家和地区。那么我们希望在“一带一路”沿线地区、在东盟可能会有一些新的园区，可以规避贸易战的一些影响。

那么这场贸易战表明了一个什么问题呢？美国的贸易逆差长期持续，实际上是美元在全球货币体系的主导地位的一个副产品，国际金融教科书上也是有的。只要美国想继续在全球保持它主导的货币地位，美国的贸易逆差不可能得到一个彻底的解决。那么未来只有从全球货币体系进一步调整来入手，为人民币未来在全球货币体系中占据稳定的地位提供了一个可能的空间。未来人民币国际化一定是一个发展方向，它除了自身需要，也是为全球货币体系提供中国解决方案的一个渠道和一个窗口，这是对贸易战分析的一个亮点。

随着进一步提升人民币在全球市场的作用。离岸市场主导时期已经逐渐过去，在离岸外汇市场方面，人民币仍然突显出离岸外汇交易快速上升的特点。与此同时，在离岸的支付和结算方面，这些年有一些巨大的进步，为人民币国际化进一步稳步发展打下基础。在离岸的债券和贷款方面，产品的进一步丰富方面，有所进展。

随着人民币加入了 SDR 之后，中国现在进入了一个在岸市场主导的时期。人民币国际化目前的阶段已经开启了在岸市场的主导期，我们拥有全球最大的银行体系，第二大股票市场和第三大债券市场，即将为人民币国际化提供一个稳固的基础。当然我们目前还是一个量的优势，什么时候能够过渡到质的优势，可能是影响我们人民币国际化进程可以走的多稳多快的关键因素之一。所以中国金融市场深度和广度的建设，是未来人民币国际化发展的非常重要的一个影响因素。具体数据来看，整个外汇储备中的占比，美元占比仍然是上升的状态，但人民币已经达到的 1.2% 的比例，当然这个过程还是漫长的，我们有信心会继续推进这个过程，前提是在岸市场不断的开放，以及人民币汇率弹性进一步上升。

根据分析结论，我们提出七条相关建议：

第一，我们要密切监控贸易战对贸易商和各类出口企业的冲击，调整出口信用保险等支持措施，来进一步抵制贸易战对相关金融风险的冲击。

第二，对于数量型和品质型的措施，要有所平衡，形成不同的政策组合，更好应对贸易战的影响。

第三，要发挥 WTO 多边仲裁的作用，进一步向 WTO 进行沟通。

第四，关于全球供应链的整合，我们应该更好地支持中国企业走出去，成为整个供应链完整的一个组成部分。

第五，加快推进多边贸易发展，贸易平衡仍然是一个重要的基础，减少双边贸易的失衡，进一步提升对外贸易的多元性。

第六，我们要对贸易和金融的影响做交叉分析，要摆脱就贸易讲贸易，结合贸易战未来的发展，以及美国加息步伐可能进一步加快趋势，来进行一些对于未来整体金融风险的新判断。对进一步保护金融机构的稳定，以及金融市场的平稳运行提出一些相关的预案，就是防控金融风险，保持国内金融市场稳定发展。

第七，香港仍有一国两制的优势，我们可以利用香港过去 10 年，甚至 100 年在全球形成贸易关系的网络，来寻找空间，协助中美双方进一步的沟通。另外香港也有一些智库，也希望这些智库能够为中美贸易更多的建言献策，寻找贸易平衡的解决方案。

各国央行面临本质冲突 “奖赏失败”产生的问题¹

戴维·马什²

各国央行面临金融与政治之间关系中的本质冲突导致的一系列挑战。各国曾采取措施改变本央行的职能，赋予它们新的政策职责，产生了广泛、长期的金融、经济和政治影响。主要发达国家的央行扩大了 2008-2009 年金融危机以来公开市场操作的范围，其货币政策异常宽松，同时购买并持有了大量政府债券。这样的非常规货币政策虽旨在降低金融危机的影响，但也有可能引发下一次金融危机。目前，只有美国和英国正在缓慢终止宽松货币政策，日本和欧洲大陆地区还没有采取措施。

央行的这些行动有可能会与保卫金融稳定的一系列措施产生冲突。根据宏观审慎监管职责，央行有责任监督、控制和指导整个经济系统内银行和金融机构的资产和活动。

出席新加坡研讨会的一名与会者表示，从许多方面看，央行都在因祸得福。2008 年金融危机加剧，央行由于施策不当和预判失败而备受指责。政府官员和民众对央行的信任随之下降。但是，危机过后，央行的职权也已经扩大。管理这些冲突在未来将会成为一个大问题，特别是在世界经济面临新一轮萧条的情况下，央行可能又会被要求采取更多措施。这种情况有可能在复苏正在失去动力的美国出现，虽然特朗普出台了顺周期的减税政策。

政府与央行的责权边界有可能被重新划定。坊间正在讨论下一次危机爆发前，央行会不会获得上调利率的自由，以便在危机降临时有足够的降息空间。与会代表认为，政府举债水平高企，因此政府不能接受上调利率。这种“举债陷阱”有可能会削弱央行的独立性

¹翻译：沈冠华，审校：熊若洁

²戴维·马什，中国人民大学国际货币研究所国际委员，货币金融机构官方论坛主席

在管理本行资产负债表方面，央行与政府和金融机构的关系有可能面临洗牌。这项工作会需要更有效和紧密的协调。一名与会者强调，虽然央行间的沟通是全球性的，许多官员有相似的背景和学历，但国际间的协调并不活跃。研讨会还探讨了有可能导致金融市场瘫痪的金融科技等领域。金融科技的发展一部分是得益于宽松的货币政策。会议认为央行应密切关注金融科技的发展动向。

Central banks facing intrinsic conflicts

Problem stemming from 'reward for failure'

David Marsh¹

Central banks face a series of challenges focused on intrinsic conflicts at the heart of the relationship between finance and politics. Governments around the world have acted with central banks to change these institutions' roles and move them into new policy areas with widespread and long-lasting financial, economic and political consequences. In a large-scale extension of their open market operations generated by the 2008-09 financial crisis, central banks in the main developed countries have been running unusually easy monetary policies through buying and holding very significant quantities of government bonds. This unconventional monetary policy, although brought about in a bid to mitigate the effects of the last crisis, could end up triggering the next one. Unwinding this monetary accommodation is taking place only slowly in the US and UK, and has not yet started in Japan and continental Europe.

These central banking actions co-exist alongside, and could potentially conflict with, another set of arrangements to safeguard financial stability – macroprudential regulation – under which central banks have acquired the additional role of supervising, controlling and guiding the assets and activities of banks and financial institutions throughout the economy.

One participant at the Singapore workshop said in many ways the central banks have been rewarded for perceived failures. Central banks have been blamed for policies that may have exacerbated the 2008 crisis, and for not detecting its build-up. Faith in their abilities, both from politicians and the general public, had declined. Yet in the aftermath of these upheavals, they have also been given wider duties and remits. Managing these conflicts would be a big problem for the future, especially as central

¹ David Marsh is Chairman of OMFIF

banks could face further calls for additional action when the next world recession loomed. This could happen in the next two years as the US recovery, despite the procyclical tax cutting action of President Donald Trump, runs out of steam.

There could be a substantial redrawing of the boundaries of action and responsibility between governments and central banks. Questions were being raised whether, in the run-up to the next crisis, central banks would have the freedom to raise interest rates sufficiently to give them the necessary rate-cutting firepower to make a difference when the next downturn hits. There was a discussion of how some governments' debt levels made them unable to accept interest rate rises ---- a 'debt trap' that may end of costing central banks' their independence.

In the management of their own balance sheets, central banks' linkages with governments and financial institutions could be heavily remodelled. This task would require much more effective and close coordination. One participant underlined that although communication among central banks was global, with many officials sharing similar backgrounds and education, international coordination was on a lower scale. There was also a discussion on areas like fintech which were potentially disruptive for financial markets, where growth had partly been spurred by accommodative monetary policies. It was agreed that central banks needed to keep a close eye on developments.

鲍威尔低估外部风险

全球经济乌云密布：美联储理应担心¹

戴斯蒙德·莱奇曼²

六月份，美联储主席杰罗姆·鲍威尔在葡萄牙举行的欧洲央行年度会议上发表讲话时，坚持认为美国经济风险是平衡的，而且美国金融脆弱性仍保持缓和。尽管全球经济陷入紧张气氛，但他还是这么说了。

在评估美国经济面临的风险时，鲍威尔应该提出两个问题：如果任何外部风险都成为现实，美国经济将遭受多大的损害，以及这些风险成为现实的可能性有多大？

如果鲍威尔问过这两个问题，他可能不会像他看起来那么乐观。相反，他可能会关注以下三种外部风险以及这些风险对美国 and 全球经济带来的威胁。

首先是意大利政治和经济形势不断恶化。意大利是欧元区第三大经济体，也是世界第三大主权债务市场。罗马建立了一个不稳定的民粹主义政府后，该政府政策议程与其他欧洲伙伴出现明显冲突，未来六个月内意大利发生危机的几率明显提升。

新政府极不可能采取让国家走上更快速增长道路的政策。这些措施对于解决意大利严重的公共债务和银行业问题很有必要。欧洲央行资产购买计划的逐渐减少，以及整体欧洲经济放缓的迹象使这些问题更严重。

如果说意大利的崩溃将对美国 and 全球经济造成巨大冲击，那就有些轻描淡写。如果意大利被迫退出这项安排，欧元将无法以现有形式生存。也很难想象意大利对其 2.5 亿美元的公共债务违约不会引发整个欧洲银行业的危机。而这反过来又会给全球经济带来巨大冲击。

鲍威尔轻描淡写的第二个主要的外部风险是中美贸易紧张局势。唐纳德·特

¹ 翻译：袁梦婷，审校：熊若洁

² 戴斯蒙德·莱奇曼，美国企业研究所的常驻研究员。曾任国际货币基金组织政策发展和审查部副主任以及所罗门美邦公司的首席新兴市场经济战略师

朗普总统的政府提高了对中国的进口关税，促使北京方面做出了新的回应。中国没有对美国企业征收报复性关税，而是向世界其他地方的竞争对手提供更大的市场准入，将自己描绘成贸易开放的捍卫者，并颠覆了特朗普的保护主义。

北美自由贸易协定谈判成功结束，但其黯淡前景对当前情况毫无帮助。此外，特朗普正在以惩罚性关税威胁欧洲的汽车行业，“以邻为壑”政策的回归让全球金融市场继续受到全球贸易战风险的影响。

第三个风险是中国经济和其他大型新兴市场经济可能突然放缓。这些国家正试图在不太开放的全球经济中运作，同时也在艰难应对美国货币政策正常化的后果。根据国际货币基金组织的数据，新兴市场目前占全球经济的一半以上，但他们的债务水平高于 2008 年雷曼兄弟破产前夕的债务水平。此外，由于美国利率上升导致资本流动减少，许多新兴市场的货币正在走弱。

在制定美国货币政策时，鲍威尔当然应该专注于实现美联储高就业和低通胀的双重使命。然而，对有可能实现和扰乱美国经济的外部风险轻描淡写，他减少了美联储行使其国内使命的机会。

Powell discounting external risks

Gathering storm clouds should worry Federal Reserve

Desmond Lachman¹

Speaking in June at the annual European Central Bank forum in Portugal, Federal Reserve Chair Jay Powell stuck to his mantra that risks to the US economy are balanced and that US financial vulnerabilities remain moderate. He did so despite clearly gathering storm clouds in the global economy.

In assessing risks to the US economy, Powell should be asking two questions: how much damage would the US economy take if any of the external risks were to materialise, and how great is the probability that those risks will materialise?

Had Powell asked those two questions, he might not have remained as sanguine as he appears to be. Instead, he might have focused on the following three external risks and the threat they pose to the US and global economies.

The first is the deteriorating economic and political situation in Italy, the euro area's third largest economy and the world's third largest sovereign debt market. After the formation of an unstable populist government in Rome, whose policy agenda places it on a clear collision course with its European partners, the chances of an Italian crisis within the next six months have risen appreciably.

The new government is highly unlikely to adopt policies that would put the country on a faster growth path. Such measures are necessary to address Italy's serious public debt and banking sector problems. These troubles are compounded by the winding down of the ECB's asset purchase programme and signs of an overall European

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.

economic slowdown.

It would be an understatement to say that an Italian collapse would constitute a seismic shock to the US and global economies. The euro would not survive in its present form if Italy was forced to exit the arrangement. It is also difficult to imagine that an Italian default on its \$2.5tn public debt would not set off a full-blown European banking crisis. That, in turn, would send shock waves throughout the global economy.

The second major external risk that Powell is downplaying is Sino-US trade tensions. President Donald Trump's administration has ratcheted up import tariffs on China, prompting a novel response from Beijing. Rather than imposing retaliatory tariffs against US companies, China is offering greater market access to their competitors in other parts of the world, portraying itself as a champion of trade openness and subverting Trumpian protectionism.

Circumstances are not helped by the dimming prospects of a successful conclusion to North American Free Trade Agreement negotiations. There besides, Trump is threatening Europe's car sector with punitive tariffs, and global financial markets continue to be riled by the risk of a global trade war amid a return to beggar-thy-neighbour policies.

The third risk is the possibility of an abrupt slowing of the Chinese economy, as well as of those of other large emerging markets. These countries are trying to operate in a less open global economy while also struggling with the consequences of US monetary policy normalisation. Emerging markets now constitute more than half of the global economy, according to the International Monetary Fund, and their debt levels are higher than they were on the eve of the 2008 Lehman Brothers bankruptcy. Moreover, the currencies of many emerging markets are weakening as capital flows dwindle in response to higher US interest rates.

In setting US monetary policy, Powell should of course focus on fulfilling the Fed's dual mandate of high employment and low inflation. However, by choosing to downplay external risks that have a reasonable chance of materialising and disrupting the US economy, he reduces the chances of the Fed delivering on its domestic mandate.

《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

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

刊发日期：2018年7月23日

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载