

【本期推荐】

刘青松：有中国特色的世界一流投资银行建设之路

【“货币政策”专题】

IMI锐评|麻辣粉（MLF）加量了，货币政策要宽松？

王 剑：零售货币基金份额纳入M2意味着什么？

张 瑜：经济增速稳健，去杠杆仍有空间——一季度经济数据点评

【海外之声】

约翰·雷德：黄金击败未得到检验的加密货币——区块链可促进数字黄金资产的发展

赫伯特·波尼施：对西方价值观说不——200年后马克思主义在中国

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列四十四：2017人民币国际化报告 结论与建议

**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：**叶子瑞

**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



# 有中国特色的世界一流投资银行建设之路

刘青松<sup>1</sup>

## 编者按：

2018 年 5 月 27 日，中国证监会研究中心正局级研究员、中国证监会河南监管局原局长刘青松做客“大金融思想沙龙”第九十四期，参加此次沙龙的嘉宾有：IMI 学术委员、大连商品交易所原总经理冯博，IMI 学术委员、中国人民大学汉青经济与金融高级研究院学识委员会主任汪昌云，IMI 研究员、中国人民大学财经金融学院副教授刚建华，IMI 研究员、首都经济贸易大学金融学院教授、投资系主任李新以及 IMI 研究员、国盛证券首席宏观分析师、新华社特约经济分析师熊园等，主持人为 IMI 学术委员、中国人民大学财政金融学院副院长赵锡军。本期主题是“有中国特色的世界一流投资银行建设之路”。

有中国特色的世界一流投资银行建设之路对于促进金融更好地服务实体经济和助推国家“一带一路”倡议有重要意义，它是一个国家战略，也是必经之路。刘青松先生从投资银行在资本场所处的核心地位出发，剖析建设有中国特色的世界一流投资银行的内涵，基于长期调研客观分析国内投资银行的发展现状，对比国外投资银行的发展经验和国内合资投资银行的经营经验，对有中国特色的世界一流投资银行建设进行总体规划，并在此基础上，从市场机制、监管政策等多角度提出政策建议。

以下为根据速记稿整理出的会议纪要：

## 引言

建设有中国特色的世界一流投资银行，这是一个实践性和政策性、操作性很强的一个话题。在过去几年，从中央到监管部门多次提出打造世界一流投资银行，即在新时期有中国特色社会主义市场经济制度建设、改革和发展的过程当中，实施国家战略、全球战略当中，如何更好发挥资本市场的作用？更好地发挥投资银行的作用？

回顾过去二十多年，中国资本市场发展取得了很大的成就，我们现在拥有全球第二大的股市、第三大的债市。这些年的发展，特别是在人才培养、机构培养，以及机构在风险控制、合规要求等方面均取得了很多的成果。这些条件为建设世界一流投资银行奠定了基础，创造了条件，提供了可能。

<sup>1</sup> 刘青松，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国证监会研究中心正局级研究员、中国证监会河南监管局原局长

## 一、建设有中国特色的世界一流投资银行是国家战略

### （一）投资银行是资本市场的核心

投资银行是现代资本交易活动重要的组织者和执行者，是资本市场功能和创新的制度基础和逻辑主体。现代资本市场的突出功能是解决资本端、融资端碰面的问题，投资银行就是中介，一手拖两家，起到了关键的作用。一个国家投资银行强不强大，基本决定了其资本市场的发展水平、功能及其服务半径。从国际经验来看，投资银行在各国经济建设和国际竞争中都发挥了重要作用。近期爆发的激烈的中美“贸易摩擦”表明，中美直接全面竞争不可避免，必须尽快补强金融这个短板。资本市场强国建设的核心是做大做强投资银行，要建设国际领先的，有世界竞争力的资本市场，其核心就是做大做强投资银行；如果离开了这一点，那么资本市场不可能强大。

### （二）证券业及证券公司发展状况与资本市场国内国际地位仍然十分不相称

美国证券行业的总资产占GDP的比重基本在20%-30%，我们大约是3%-6%，最高是2015年股灾的那一段时间，最高水平达到9.37%，相对差异还在大约两到三倍。此外，营业收入也存在同样的悬殊，这是从行业来看。

从投资银行个体角度我们也做了一个简单的比较，我们把国内排名靠前的五大证券公司，中信证券、国泰君安、广发证券、海通证券、华泰证券，从2016、2017年，和摩根士丹利比较，大家发现什么？我们前5家的总资产加起来大约是两万亿左右，相当于高盛的三分之一，摩根士丹利的三分之一，净资产也是这个水平，这是一个大致的比较。

表 2：中国五大券商与部分可比国际投行对标分析（2016 年度）

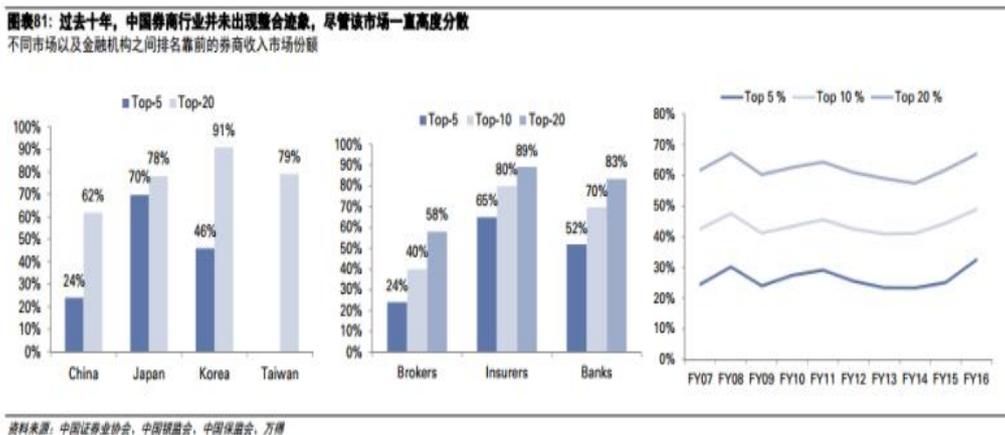
指标名称	中信证券	国泰君安	广发证券	海通证券	华泰证券	高盛集团	摩根士丹利	野村控股
总资产(亿元)	5,974	4,117	3,598	5,609	4,015	59,670	56,533	26,468
净利润(亿元)	109.81	113.53	84.09	89.31	65.19	513	415	148
ROE (%)	7.36	10.08	10.29	7.39	7.59	8.52	7.91	8.73
资产负债率 (%)	75.6	73.1	77.39	78.26	78.66	89.84	90.53	93.36
海外业务占比 (%)	12.14	6.21	2.43	21.20	1.31	40.74	26.39	27.29
员工数 (人)	16,964	14,573	11,544	9,800	6,967	34,400	55,311	28,672
最新市值 (亿元) 8月28	2,002.72	1,708.83	1,270.25	1,565.41	1,370.56	5,610.77	5,723.53	1,309.29

数据来源：WIND资讯，华泰证券整理。

从行业集中度来看，国际上无论是银行、保险还是证券，都需要有一定的代



表性的大机构,才能有利于该行业的发展。然而,我们的行业集中度相对较低。下图中,我们前 5 的集中度在 20%多,相比较日本、韩国、台湾等国家和地区,我们是比较低的。就行业之间比较也是如此,国际上对中国投资银行的想法更趋向于 Broker,和银行、保险来比较,总体集中度比较低。这说明我们的市场还不太成熟,没有形成有效的市场竞争力。



### (三) 我国证券行业正面临前所未有的机遇和挑战

一方面,目前我国证券行业迎来前所未有的战略机遇,后金融危机时代,全球金融监管和国际金融治理发生了深刻的变化,国际金融格局和竞争规则面临重塑和重大调整,中国全球战略和金融改革发展迎来前所未有的战略机遇;另一方面,我国证券行业也面临前所未有的挑战,迫切需要建设一支与我国全球经济地位和政治地位相匹配的投资银行队伍,尽快提升资本市场服务实体经济、服务国家战略、参与国际竞争和治理的能力和水平。对此,有必要从全球视野和国家经济金融体系发展与安全、国家全球战略的高度,深入研究论证和重新审视我国资本市场的格局和发展方向。

在此机遇与挑战背景下,其实就回答了两个问题:其一,为什么要建有中国特色的世界一流投资银行?其二,为什么它是国家战略?正如证监会刘主席在第六次行业会员大会上讲话,向全行业发出呼吁与号召,也是向社会发出的信号:“新的伟大时代呼唤一流的投资银行,要把握机遇,以舍我其谁的责任和担当,建设富有中国制度特色、注入中国文化元素的世界一流投资银行”。

## 二、有中国特色的世界一流投资银行的基本内涵。

### （一）三个要点

首先，国内一流投资银行，要能够反映国内投资银行的最高水平，它必须在国内有比较好的市场占有率；其次，必须在国际资本市场具有强大的竞争力、执行力和影响力，作为世界一流投资银行也有中国特色，能够代表中国，我们在内部又把它叫做国家队；三是，国家忠诚度，有意愿、有能力、肯担当，有强烈的责任意识，自觉代表国家利益、落实国家战略、体现国家意志。这个很重要。

接下来，我们所有的制度设计和政策体系设计，都是为了促进、有利于实现我们的投资银行发挥上述的作用，具体怎么做到呢？

### （二）五个要素

1、综合实力强大。首先规模要大，规模有多大叫大？前面比较了几个主要的投资银行，跟国际比较，我们想规模大，第一步达到野村的水平，去年野村的总资产规模是 3921 亿美元，净资产是 254 亿美元。我们最大的中信证券去年总资产是 957 亿美元，也就是说野村是我们的 4.1 倍，中信净资产是 234 亿美元，跟野村差不多。这里就有个问题，净资产差不多，但是总资产是我们 4 倍多，这是什么原因？第一步达到野村这样的水平，下一步可以到高盛这样的水平，高盛去年总资产是 9168 亿美元，净资产是 842 亿美元，分别是中信证券的 9.58 倍和 3.6 倍。规模很重要，其他也有一些指标考量。

2、具备宽阔的“护城河”。什么叫护城河？这个概念，是在各种复杂的环境下，能抵御外来进攻且有效保护自己，并取得防守的能力。要成为世界一流投资银行至少需要具备这样一个能力，即在国际竞争当中能取得防御性胜利，经得起打，经得起竞争。其中具体要求包括一流的风控、自我管理能力、人才储备、品牌信誉度等，尤其是完善的公司治理结构。这是从机构角度来看，上述这些方面形成比较宽阔的护城河，都是比较重要的。

3、强大的核心竞争力。核心竞争力体现在激烈的市场竞争中把握商机的能力，在纷繁复杂的需求中提供服务的能力，在险象环生的环境中实现盈利发展壮大的能力。有人讲核心竞争力跟护城河到底什么关系？实际上，护城河所讲的是一种防御性的能力，而强大的核心竞争力强调的是进攻性的能力。防御能力是你



来我这儿竞争，我可以挡住你，不被你打垮。核心竞争力是我跟你竞争当中我能取得胜利，这要求足够大的资本、研究能力、服务的执行力，还有创新能力等等。

刚才讲了总资产和资本规模，尽管投资银行是服务中介，但是现在投资银行对于资本的要求还是蛮大的。归根到底它是资本竞争，因为投资银行要提供资本服务，资本服务要求有能力来调动、归集、配置这些资本资源，而这一切在国际资本市场上同样如此。特别是我们讲定价权，大家都说中国没有定价权，我们的大宗商品消费等没有定价权，为什么没有定价权？我们在定价过程当中怎么发挥买家的作用？——通过投资银行来实现。

4、综合化程度、国际化程度。

5、国家忠诚度。怎么体现国家忠诚度？我们研究之后发现有这样几个看法。

一个是在国际大投资银行，在它的发展和市场营销过程中，实际上都很明确地体现了它的国家忠诚度，也就是它的国家力，我们在跟国际投资银行交流的时候，如果说没有国别利益取向是不存在的，不要天真的认为在国际竞争当中大家都是为了企业利益，美国投资银行维护国家利益很明显，日本也一样。我们认为中国提出这个有时代要求，这其实也是国际惯例。

国家忠诚度体现在哪呢？是不是对监管就唯命是从呢？不是。其实是要忠于全体股东利益、忠于市场经济原则、忠于国家法律、忠于国家利益。作为有中国特色的国际投资银行，你要体现出来的是高水平的对国家的忠诚，国家利益的忠诚。简单的说，在正常情况下，能够落实国家战略，体现国家意志。当出现非常情况时，尤其是当微观利益、企业利益、国家利益有冲突的时候，要服从国家利益。当然这个矛盾是短期的、暂时的。这是我们作为一个有中国特色的世界一流投资银行的基本要求。

具体体现在两个方面：一个是国家利益至高无上的最高原则；另一个是忠实于市场经济规律的行为规范。

### （三）四大顾虑

要建世界一流投资银行就需要在国内改革发挥主要作用，尤其是需要参与国际竞争。国内投资银行得益于过去保护性监管措施，没有生存之忧，大家都有舒适区，既然在这儿挺舒服的，为什么要出去呢？我为什么要去参与竞争呢？

简单地说，目前国内投资银行参与一流投资银行建设的热情很高，但是也存在四大顾虑：即内在动力不足、责任追究机制不匹配、核心竞争力严重确实、差异化政策扶持不给力等。

### 三、国际主要投资银行的经验和借鉴。

#### （一）国际主要投资银行的六大类型

我们要建国际一流投资银行到底有哪些模式？学说上有四梯队模式，这是英国的伦敦政治经济学院两个教授提出来的，四梯队包括：第一梯队，全球性的，摩根士丹利、高盛等等；第二梯队，强大区域性的玩家，汇丰、巴克莱等；第三梯队，国家银行的投资银行部门组成的，像加拿大、澳大利亚这些机构；第四梯队，小型的区域型的。还有一个提法，由美国西北大学的教授提出来的四种类型，即全球型的、大型区域型的、精品型的、证券公司。

我们把全球主要市场，包括像北美市场、欧洲市场、亚太市场等，每个市场全球机构的主要领域，包括 IPO、并购等，把每个区域里面的每个领域的前 20 位，市场占有率前 20 名，拉出来做了一个单子，我们就发现，从以下两个维度来考虑，实际上全球机构有六种类型：

（1）业务综合化程度：有金融控股，有是所谓综合性经营的，综合性投资银行，还有专业化的精品投资银行；

（2）区域维度：是全球型还是区域型的。

表 3：国际主要投资银行的六种类型

业务特征 区域特征	金融控股型	综合投行型	专业化精品投行型
全球型	花旗 摩根大通 德意志银行 瑞银	高盛 摩根斯坦利 美银美林 UBS	Lazard
区域型	汇丰银行 巴克莱	野村证券 麦格理	Rothschild& Co. 罗斯柴尔德 Jefferies LLC

#### （二）对标国际主要投资银行

我们认为具有直接总体对标意义的国际大行：高盛、摩根士丹利、美银美林、



野村控股、Lazard（资深并购做得好的投资银行）、Rothschild 等；具有间接业务对标意义的有：摩根大通、花旗银行、德意志银行、瑞士银行、瑞士信贷等。

这些机构它们无论从公司的业务层面，还是从行业层面，对我们都有借鉴意义。最近美国又出台了一个新的法案，是对多得弗兰克法的修改，这个法案出来以后，有人欢喜，有人愁，有一部分是认为放松管制，业务可能又有新的发展，几家愁的是，2008 年金融危机到现在 10 年了，金融危机有个十年魔咒，是不是又进入一个循环了？我建议大家可以做一些深入的了解。

（三）国际主要投资银行的经验和借鉴

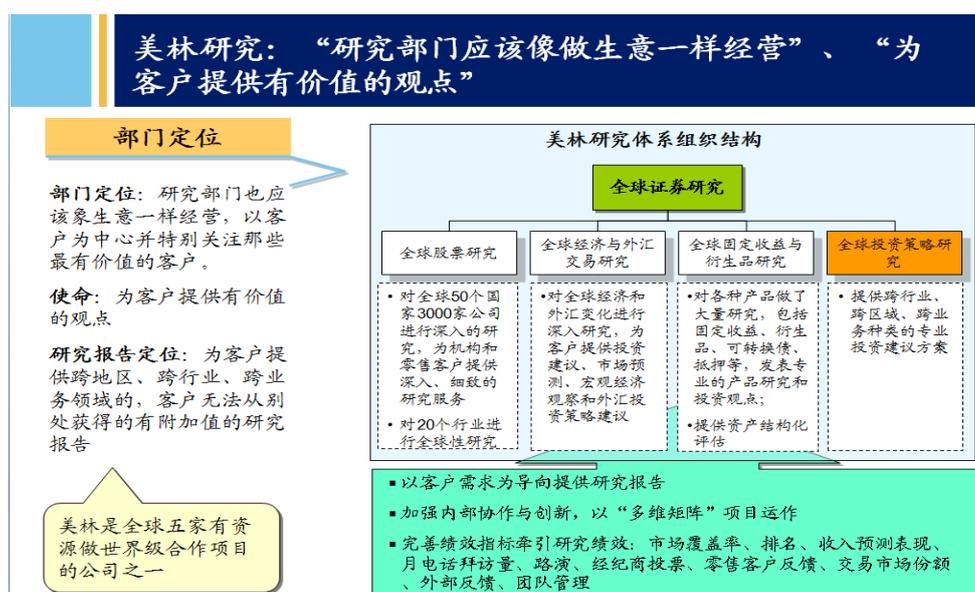
国际主要投资银行模式特征一般是独特的核心竞争力在长期的市场竞争中发展形成的。这个非常重要，我们在考察中发现，尤其像高盛和摩根士丹利，他们都是交易性银行，他们的发展路径一开始是在交易的基础上，也就是坚守自己的核心竞争力，在核心竞争力的基础上去发展，如果没有核心竞争力不可能有发展，更不可能成为有国际竞争力的一个投资银行。

业务线条和部门划分跟随市场情况和监管要求调整。国际投资银行业务线条分四条业务线，但是其划分和业务线条不是一成不变的，我跟大家说这个什么意思？我们目前监管把证券公司的业务方式、合规要求，甚至有些内部部门怎么设？都有具体的规定。实际上，行业线条一定是随着客户需求，随着市场发展，由企业根据自己的核心竞争力设定的，而不是由监管部门规定。下面是巴克莱的部门，我们做了具体的分析，它 2007-2015 年在年报上披露的部门变化情况。

2007	2008-2009	2010	2011	2012	2013	2014-2015
UK Banking	UK Retail Banking			UK RBB		Personal and Corporate Banking
Barclays Global Investors	Investment Management		Wealth and Investment Management			
Barclays Wealth					Corporate Banking	Africa Banking
International Retail and Commercial Banking	Barclays Commercial Bank	Barclays Corporate		Europe RBB		
	GRCB-Western Europe	Western Europe Retail Banking				
	GRCB-Emerging Markets	Barclays Africa	Africa RBB			
	GRCB-Absa	Absa				
Barclays Capital			Investment Bank			
Barclay Card						
Head Office and Other operations						Head Office Barclays Non-Core

拥有全球影响力的研究能力。也就是要想有全球竞争力一定要有全球研究能力，能够在全球各个不同经济区和经济主体之间开展研究的能力。根据高盛的统

计，有 20% 的业务收入直接来自于研究。但是广泛来讲，没有研究就没有业务，研究先行是必须的。美林关于研究部门的定位有句话，我觉得非常有启发，“研究部门应该像做生意一样的经营”，“为客户提供有价值的管理”。就是从机构来讲研究一定要像做生意一样去经营它，要研究客户的需求，要研究怎么发现商机，怎么发现不平衡？还要推动它均衡，你要找到这个方法，我们就有投资策略、就有工具、就有产品、就能实现利润。



强大的全球执行力。国际主流投资银行在全球有广泛的触角，就是全球布局。比如，高盛目前在全球 23 个主要国家有 41 个办事处，摩根士丹利在 27 个国家的 600 多个城市有办事处，这就是它们的全球执行力。现在，我们国内的机构要建世界一流投资银行最大的问题是，我们的机构在全球有多少机构？有多少队伍？人在哪里？我们机构在国际主要市场、主要区域没有队伍，没有人，对这些国家当下的情况我们不了解，怎么建立全球执行力呢？

国家忠诚度，从我们考察来讲，这些国际机构在国际市场要加大影响力，毫无疑问都要体现出和国家战略保持高度的一致性。

#### （四）主要国际投资银行海外扩张历程

比较明确的一个规律性就是，随着国家的全球战略推进，这些主要的投资银行在全球化布局，即跟国家战略保持高度一致。一开始大家是先设办事处，因为办事处对于当地的情况、法规、政策、社会环境、人脉这些情况有一个了解。这



样对于它开拓市场、开展经营有一个前期铺垫作用。设办事处之后，到真正开展经营设第一家分公司大约需要 10 年，从设经营机构到开始盈利大约需要 35 年的时间。这就是经验。

表 5：主要国际投资银行海外扩张历程

	高盛	摩根斯坦利	美林	野村
1950 年代				开设第一家纽约办事处
1960 年代		在巴黎开设子公司“Morgan & Cie”	在伦敦和纽约开设办事处	在香港开设第一家海外子公司，又在美国开了第二家
1970 年代	在伦敦和东京开设代表处	在东京和伦敦开设办事处	收购“Brown-Shipley, Ltd”，后更名为美林国际	
1980 年代	在香港开设办事处，以打入日本外的其他亚洲市场，为做商品交易，收购了一家美国银行的伦敦分行	在香港开设办事处，以打入日本外的其他亚洲市场	成为伦敦证券交易所会员	成为伦敦证券交易所和纽约证券交易所会员
1990 年代	在北京和上海设立分支机构，开始了为中国公司服务的承销和投资业务	在上海和北京开设办事处，成立合资企业（中金在中国，JM 在印度）	展开一系列并购，包括“Smith New Court”、“Mercury AM”和“Yamaichi Securities”	
2000 年代	在中国设立合资券商高盛高华			接管雷曼兄弟在欧洲和亚洲的遗留业务

数据来源：高华证券研究整理并提供

为什么说这个问题呢？因为我们现在有一个倾向——急功近利，导致了在国际布局走出去的时候有一些操之过急的做法，比如说一开始出去就并购，并购容易，你花钱去买嘛，但是见效难，为什么？就是因为这个过程当中对当地情况不了解，对实际情况不了解，对法规市场环境不了解，整合很困难，协同效应发挥不出来，我们有些机构吃了大亏。所以我们要研究一下国际市场的情况，能够有效的清醒的认识到我们走出去怎么安排？同时也能够有一个正确的模式方式。

### （五）国际社会经济法治环境现代化和世界一流投资银行建设同步推进

从国际经验来看，世界一流投资银行的建设是和整个国家的社会经济发展、法治环境、现代化保持同步的，不是孤立的。具体有以下几方面的要求：

1、经济实力与竞争力不断增强。这个是大的需求，在经济增长稳定的发展期，投资银行业获得了快于经济发展的超额增长，美国从 1967-2000 年 GDP 增长了 11 倍，同期投资银行增长了 57 倍。日本从 1961-1989 年 GDP 增长 19 倍，证券业增长 38 倍。就是说经济的快速发展是投资银行发展的一个条件，这个我们是具备的，我们实体经济对虚拟经济的发展提供了强有力的支撑。

2、完善的法治体系及较高市场经济发展水平。投资银行通过直接融资手段服务于实体经济，实现资源配置，这取决于良好的配套的法治环境、法律制度，国际上主要投资银行均成长为法治水平健全、执法能力较强的国家。以英美为代表的普通法系的市场，普遍好于欧洲大陆法系的市场，这是不争的事实。我们从法系上来讲，应该是大陆法系，但是我们在很多时候思考方法上出现普通法系的思维方式在嫁接，有时候这个嫁接有它的好处，但是也有不匹配的问题，这个怎么办？我认为从法治环境上是一个很有意义的事，大家可以再观察。

3、国内资本市场成熟开放，货币国际化程度较高。简单来说，没有见过货币没有国际化的经济体它能够培养出国际一流投资银行的，这是一个很残酷的现实。

4、较高的诚信水平和公司治理水平。没见过一个没有诚信的经济体培养出来一个有诚信的公司。

5、政府治理能力与市场监管水平现代化。投资银行的发展需要政府较少直接干预型的经济治理。在监管方面一定要有一流投资银行相匹配的一流监管，高水平的监管有利于及时解决投资银行所遇到的监管问题，包括投资银行的发展问题。一流的投资银行一定是政府有一流的治理、一流的监管。

6、稳定的金融、经济环境和国家安全。我们金融经济是安全稳定的，在过去的 70 年，建国以后是比较稳定，历史上一个甲子的稳定和平都是很难得的。但是我们也有很多安全的问题，就像刚才讲到要建国际一流投资银行，对于域外维权提出了很重要的要求。习总书记曾说过国家利益到哪里就要保护到哪里。怎么保护？我认为有三个层面：第一是商业，要保护自己不亏钱。第二是法律，打官司得胜。第三是军事，军事实力的增强有助于保护我国企业在海外的贸易。

#### 四、合资证券经营机构的经验和借鉴

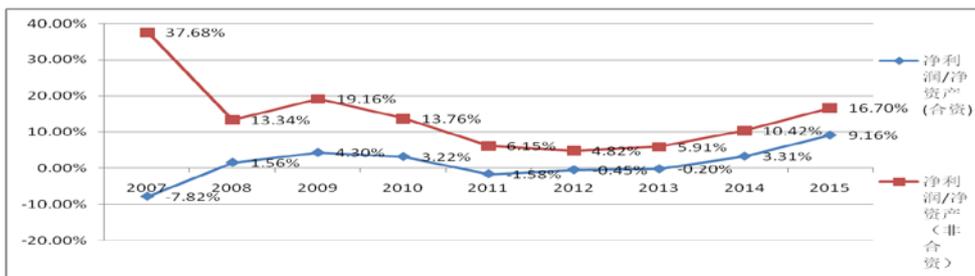
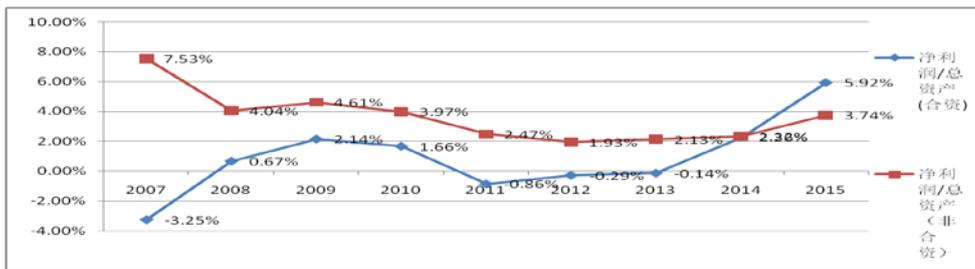
##### （一）资本市场进一步扩大开放

我们从 2002 年开始引进合资银行，目前有 13 家，主要的是 8 家，两家是综合性的，高盛高华和北京瑞银，其他都是专业性的。他们进来以后促进了中国整个经营环境提升，当时也是希望引进国际投资银行，引进国际经验，加强竞争，



培养锻炼我们的能力。另外，它进来面临的环境、经营的成果等对我们也是一个前车之鉴，我们走出去可能面临的是一样的环境，甚至更复杂。另一方面，2018 年 4 月 1 日易纲行长在博鳌亚洲宣布了“放宽金融准入”的 12 项具体政策措施，与证券公司直接相关的有三项：（1）将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%，三年以后不再设限；（2）不再要求合资证券公司境内股东至少有一家证券公司；（3）不再对合资证券公司的业务范围单独设限，内外资一致。

我们做了一个对比，合资券商和非合资券商比较，红色这一条是非合资的券商，蓝的这一条是合资券商，显然都是比我们要低的，这是合资券商、非合资券商的比较。再下面一张图，两家全牌照的，蓝色的这个是非合资的，下面这两个是合资的，也都经营的不咋的。



合资券商与非合资券商总体样本 roa 和 roe 对比

(二) 原因分析

我们还做了一个全牌照和杜邦分析，从资产周转率等方面做了一些比较联系。合资券商做的都不太好，到底什么原因，我认为主要的是身在客场的不便之处。表现在股权的问题、治理的问题等、他们在董事会的决策过程中也存在文化冲突等，我们认为最重要的是市场环境的差异。举个例子，国际投资银行通常业务线条是全球垂直的，比如说做投资银行，做 FICC，做衍生品等等，全球的业务线

条是统一管理的。在中国什么情况呢？因为我们的法制环境和合规规范的要求，在中国是合规的东西，在它的总部全球业务管理那儿合规做不了；反过来，它的全球业务的合规要求在中国做不了就导致没法操作。除了中国以外，其他区域比如巴西、阿根廷，包括南亚那些国家也有类似的情况。

还有，我们现在都是法人化的要求，在中国有独立法人资质要求的，你作为中国的一个独立法人，在中国就必须以独立法人运作，就有独立法人责任，美国有一个叫穿透公司面纱，穿透之后责任就上移了。我们现在法人层面的责任要求也导致了它做不到。

## 五、有中国特色的世界一流投资银行建设的总体规划

### （一）基本原则

首先，世界一流投资银行建设是一件复杂的富有挑战的系统工程，特别强调是系统工程，不是单兵操作的事情。这件事情本身要设计的也是系统工程。要以国家全球战略布局为指导，做好顶层设计和谋划。就是选择好目标模式，规划好建设路径，把握好推进节奏。在自愿的基础上各机构各有重点，合理分工、主动配合，形成分布合理、合作有序、服务有效的国际格局，形成国家层面的全球竞争力。

目前已有的机构不管大小都喜欢大而全、小而全，都希望搞综合性的，最好是全球性的，这导致什么结果呢？——大而全、小而全，没有竞争力。中国现在无论是人才资源还是企业资源都不支撑那么多综合性的券商机构，这些机构可以自愿选择自己有竞争力的若干区域来开展业务，同时只有几家可以搞成综合性的，有一部分也可以是专业性的，某些领域、某些区域做成有竞争力的投资银行。从全国来讲我们有十几家，统一来看，形成在各个区域、各个领域都有国际竞争力的机构体系，从目前我们国家的状况来看是比较有效的。所以我们将形成国家层面的全球竞争力作为总的原则。

### （二）目标模式

如前所述，现在不太赞成都选择全球综合的，各机构可以根据各自核心竞争力优势，分别选择全球性综合型投资银行或者区域性专业性投资银行作为发



展目标，形成全球综合型、全球专业型、区域综合型以及区域专业型等功能互补相互配合的多元化格局。

特别是前面提到的 6 个模式，我们观察到金融控股的模式在国际竞争当中是广泛采用的，具有强大竞争优势。但是目前我国还是属于分业监管的框架，我们银行法和证券法没有修改，目前还是分业的状况，但是必须引起重视。

### （三）路径选择

从我们过去的情况来看，机构的发展我们叫产业跟随型，有什么特点呢？中国的企业基本上都首先从香港往外走，我们投资银行也有这个特点，第一步先去香港，我们现在 129 家机构中有 30 多家在香港有分支机构，然后在这个基础上全球再有分支机构去做，这是符合规律的。但是从国家战略的角度讲，国家总体规划来讲，“一带一路”国家目前就很欠缺。

这里面有一个问题，就是在全球布局的时候，我们以前总说远东、中东、亚太地区，这些对全球经济区域的划分是沿袭了二战以后以美国为出发点的全球经济格局。我们这一次做了一个调整，是以中国、以北京为立足点，以中国国家全球战略为指导，对全球经济格局做了一个划分，从中国的全球战略、市场发育的状况、法治环境等五个维度，对全球经济做了一个重新的划分，我们分成五大区域：

（1）美日英加澳。这 5 个国家是美国的铁杆，它的经济比较发达，竞争比较激烈，与中国的关系是对立大于合作，冲突大于竞争。这些地方我们要去，但是一定要小心谨慎，不能都去。

（2）欧盟（不包括英国）。以德法为轴心，在里面起重要作用的。它们资本也比较发达，竞争比较激烈，与中国关系总体看来，尤其现在是合作大于竞争的，特别是特朗普上台以后，美国的政治取向对欧盟负面影响也比较大。

（3）“一带一路”沿线国家。这是我们国家提出来的，整合资源的一个构想，现在有 80 多个国家，发展程度差异也比较大，这是我国全球战略的重点，也是我国投资银行重点布局的地方，因为要服务国家战略，但这也是最困难的地方。这 80 多个国家，十几个国家是发达国家，大约 40 多个、50 个左右属于发展中国家，是中等收入或中低收入的。这些国家政治生态不一样，尤其是宗教生

态不一样，政治文化也不一样。

(4) 新兴市场国家。

(5) 环南中国海及东盟十国。

这五个大的区域划分是有重叠的，但是各有特点。我们觉得这全球五大区域的划分，我们投资银行在提供全球服务的时候要考虑这五个区域的差异。

(四) 十年规划：要有“十年磨一剑”的信心和毅力

要建一个投资银行不能心急，得有一个长期系统性的考量，多长？说法有很多，但是我觉得从国家策略角度考虑还是应该实事求是。我们觉得以十年规划来看，分三个阶段：

(1) 三年打基础。三年内理顺内外部机制，完善市场化、法治化的运行机制和监管环境，发挥市场竞争的决定作用，着力培育投资银行核心竞争力，形成一批真正具有市场竞争力、风控有效、治理完善、运行规范的投资银行；

(2) 五年见成效。五年左右的时间初具雏形，扶持一批国内一流的投资银行开展国际布局，参与国际竞争，在全球各区域主要市场形成较强的国际竞争力、执行力和影响力，服务我国实体经济和企业“走出去”取得良好成效；

(3) 十年磨一剑。十年时间在充分竞争的基础上打造出 2-3 家具有全球竞争力的世界一流投资银行，7-8 家具有区域竞争力的区域型一流投资银行。

我们现阶段处在三年打基础的中后期，主要任务是进一步夯实基础，规范已经取得的来之不易的成就。我们 12 家机构在全球有布局，已经在全世界大约 40、50 个国家有我们的布点，海外有 3000 多人，5000 多亿的资产。其中尤其是中信、海通，海通规模最大。国泰君安、华泰这几家，在国际上也已经做了布局。

(五) 工作表格

总体来讲，我们根据这五个区域、业务线条做了一个表，各家机构可以选在哪个区域，比较有竞争力、有竞争优势，将其作为重点发展、重点布局点。总体希望和建议是在目前全球 129 家机构当中，能够筛选出前 10 家机构，自愿参与进来做这个事。国家会有些政策来配套，同时它也承担一些责任。

其中，2-3 家可以全球性综合类投资银行为发展目标，逐步形成覆盖五大区域的全球布局；7-8 家机构则根据各自核心竞争力优势分别集中在 2-3 个区域精耕细作，力争尽快在整体上形成非对称国际竞争力。所谓非对称，不是每家都有



竞争力,但是整体上十几家能组合起来,在全球各个区域,各个方面都有竞争力。

(整理人: 罗琳)

## IMI 锐评|麻辣粉（MLF）加量了，货币政策要宽松？

### 导读：

6月1日，央行宣布决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，新纳入中期借贷便利担保品范围的有：不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+和AA级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券）、优质的小微企业贷款和绿色贷款。6月6日，央行开展中期借贷便利（MLF）操作4630亿元，期限1年，利率3.30%；对冲到期后余额新增2035亿元。

央行系列举措引起市场广泛热议，扩大MLF担保品范围用意何在？央行是在向市场释放流动性么？带来的影响有几何？未来货币政策未来又将走向何方？IMI研究团队成员对该热点问题进行了深入的分析和解读。

### 1、MLF现状：绝对量有余结构性不足

MLF是中央银行采取抵押方式，通过商业银行向市场提供中期基础货币的货币政策工具，起到定向利率引导以及补充流动性缺口的作用。

据IMI研究员张瑜分析，目前MLF存量4万亿，商业银行持有的国债+国开+政策性金融债总计16.6万亿（旧口径下的可质押担保品范围），估算整体质押率仅为24%，明显低于央行的公开操作的质押率（SLF为例在75%-100%）。并非是目前合格担保品绝对量不够而倒逼扩围。

IMI研究员王剑也认为，大多MLF以政府债券为担保，几乎未听说以信用债或优质信贷资产为担保。因此，全行业看并不存在所谓的“担保品不足”情况，银行有充足的政府债券做担保，可能仅有部分手里政府债券不多的小银行存在这一现象。且近期MLF利率为3.30%（1年期），对于流动性充裕的大型银行几乎没吸引力，小银行因为大多不是一级交易商，无法向人行直接申请MLF，存款等负债情况不佳的中型银行参与最多，成为了拿MLF的主力，而真正在基层支持三农、小微的中小银行，其实很难拿到MLF。

### 2、扩大MLF担保品范围，究竟为何？



在关于此次扩大 MLF 担保品范围答记者问上，央行表示其调控的主要考虑一是利于引导金融机构加大对小微企业、绿色经济等领域的支持力度，缓解小微企业融资难、融资贵问题，二是促进信用债市场健康发展，三是可以在一定程度上缓解部分金融机构高等级债券不足的问题。

IMI 研究员彭俞超等分析指出，央行此番政策重在结构性目标。传统观点认为，货币政策“管总量”，财政政策“管结构”。然而，近年来在我国经济结构性转型、全力推进生态文明建设的背景下，能够“管结构”的货币政策受到监管者的青睐，支持绿色发展的货币政策便是其中之一。此番人民银行定向扩大担保品范围，将直接有利于持有较多绿色债券、绿色信贷的商业银行扩张其业务，也将激励其它商业银行持有更多绿色债券、绿色信贷，进而促进绿色债券、绿色信贷的发行发放。而更多的绿色债券、绿色信贷发行发放，便意味着更多的经济项目绿色化，这将最终有利于我国的绿色可持续发展、实现经济转型的结构性目标。

IMI 研究员李虹含指出：这次对金融市场释放的流动性并非通过定向降准模式，而是通过公开市场操作。显示了数量型货币政策工作向价格型货币政策工具过渡的央行政策操作意图，进一步完善了央行货币政策操作框架。而且，根据 6 月 1 日新的中期借贷便利担保范围，如果央行想要通过增加投放 MLF 释放流动性，部分金融机构可能面临担保品不足的窘境，这次扩容增加了小微企业、绿色和“三农”金融债券和领域贷款，同时将中低评级信用债也纳入担保品范围，为央行后续操作留足余地。这次央行的操作，很明显央行希望引导金融机构加大对小微企业、绿色和“三农”领域的支持，体现“结构性去杠杆”意图。这展现出去杠杆背景下，对于重点领域融资的结构性支持，同时符合一季度货币政策执行报告中的“稳增长、调结构、防风险”。MLF 抵押品范围的扩容和此次公开市场操作可以看到政策层面希望引导资金更多流向普惠金融领域以及信用债领域。

王剑分析称，央行一直以来想方设法增加各种广义再贷款（再贷款、MLF、SLF、PSL 等）的担保品范围，以便让更多中小银行能够参与。换言之，这个政策的初衷，并不在于提高 MLF 总量，而在于优化 MLF 的申请银行结构——缓解了部分金融机构担保品不足的问题，支持中小银行多申请 MLF 去支持三农、小微。

IMI 研究员张超认为，央行用“温和”的工具缓释了银行经营压力。MLF 担保品扩大具备了结构性（支持特定领域）与广泛性（全部存款类金融机构）的特点，但不具备期限替换的特点，所以可以理解为一次“弱结构性降准”。另一方面，2018 年以来信用违约事件有升级之势，从“国”向“民”不断扩散，盾安、神雾、中安消、凯迪、盛运等上市公司或母公司接连爆发信用风险，新一轮信用违约潮正在出现，对中国金融体系，特别是银行体系造成了不小的冲击，严重影响了银行的资产质量。综合上述两方面的原因，银行经营压力和银行资产质量压力都使得央行有必要采用适当“弱降准”的方式予以应对，而在这种情况下，扩大 MLF 担保品范围的做法成为较为稳妥的选择。

张瑜表示：央行此举在一定程度上增加了可投放流动性规模，释放了呵护债市稳定发展信号。资管新规落地后，虽然整体市场反应比较平稳，但随着信用违约事件出现，整体信用利差走阔明显，AA+ - AAA 的等级利差走阔 15BP，AA - AAA 的等级利差走阔 20BP，表明 AA+、AA 受冲击更明显，配合今天为抑制过度融资而同时颁布的《银行业金融机构联合授信管理办法》，低等级主体融资将会更为困难，此时央行配合扩围有一定的对冲效应，适当增加 AA+、AA 等级信用债流动性，攻守兼备。

IMI 副研究员孙超认为：在近期信用事件多发的背景下，市场预计央行的态度可能发生了转变，政策逐渐倾向于维稳金融市场，引导资金流入普惠金融领域和信用债领域。但孙超同时认为，但 MLF 担保品扩容难以扭转低等级信用利差走扩的趋势。目前仅是一级交易商方可从央行申请 MLF，并且受制于商业银行法，非银机构不能直接拿钱。同时低等级信用债折扣率比较高，操作成本大，对于一级交易商中的银行而言，使用低等级信用债的机会成本较高，低等级信用债利差走扩的趋势难以出现实质性的改善。

### 3、未来货币政策走向何方？

美联储在 2008 年面对金融危机挑战时，就采取了扩大合格抵押品范围，纳入次级债的宽松货币政策，随着央行扩围后超额续作 MLF，市场不禁探讨，这是中国版的 QE 么？未来还会降准么？



IMI 特约研究员，交银国际董事总经理、首席策略分析师洪灏认为，MLF “扩抵”不能算 QE，量太小了，而且，中国债评级不太规范，低评级的品种不多。同时，以低评级质押，利率会提高，甚至高出不少。以低评级债做质押的银行会感知到风险。

IMI 特约研究员，华融证券首席经济学家、总经理助理伍戈也指出，此次央行组合拳只是一个技术性调整，因为麻辣粉在投放过程中需要抵押物，银行间市场不够发达供给不足，市场的利率债与高等级债有限，所以央行扩大抵押品的范围，这和货币政策松与紧，或者说和 QE 没有必然联系。但这也确实反映出现在流动性投放中的问题：随着公开市场的操作越来越多，过度依赖麻辣粉的投放会遭遇瓶颈，未来可能在货币政策调整稳定中性的前提下，类似置换式降准也许会成为常规性的调整方式。按照现在的政策思路，即使不从总量的货币政策松紧角度，从如何让货币政策工具更加优化来看，降准将可能是常用的一种方式。

彭俞超等分析指出，此次扩大 MLF 担保品范围，有效地践行了“结构性货币政策”的理念，能够定向支持经济中的特定领域，并非货币政策宽松的表现。在总体稳健的货币政策下，开展结构性货币政策操作，将有助于宏观经济平稳且健康地运行。

张瑜认为：货币政策微调仍有期待。6 月即将进入信用债到期高峰，高达 3 万亿左右，同时二季度抢工效应下的生产反弹面临着后劲不足，叠加外围贸易冲突依然反复，扩内需+债转股需资本金+防风险+平滑流动性的考量下，进一步降准概率较高。

孙超认为：央行这一决定也意味着 MLF 仍将继续担当补充中长期流动性的重要工具。当前经济依旧平稳运行，银行间流动性整体宽裕，而海外联储加息在即，欧央行再起退出 QE 讨论，时点相对敏感，并非提升货币供应较好的时机，货币政策依旧维持着稳健中性的态势，预计短期内再度降准的概率有所下降。

知识小百科：2014 年 9 月，中国人民银行创设了中期借贷便利（Medium-term Lending Facility, MLF）。中期借贷便利是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标方式开展。中期借贷便利采取质押方式发放，金融机构提供国债、央行票据、

政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用，通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生影响，引导其向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金，促进降低社会融资成本。截止 2018 年 5 月末，全国 MLF 未到期余额是 4.017 万亿元。

（观点整理：张忻悦）



## 零售货币基金份额纳入 M2 意味着什么？

王剑<sup>1</sup>

2 月 12 日，央行照例公布了月度金融统计数据初值，超预期的信贷数字导致大家一阵骚动。但网页下方悄悄增加了一条注：

2018 年 1 月，人民银行完善货币供应量中货币市场基金部分的统计方法，用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款（含存单）。

也就是说，M2 统计口径调整，把“非存款机构部门”持有的货币市场基金全部纳入了 M2。非存款机构部门是指除银行之外的个人和机构，包括散户、非金融企业和非银行金融机构（包括资管产品），他们购买的货币市场基金我们暂简称为“非存货基”，与之对应的是银行表内购买的货基，两者对 M2 的影响是不一样的。

我们继续采用一个虚拟的案例。首先假设有一间银行，存款人小李在里面存了 100 元，该银行没投放任何信贷，仅在央行存放了 100 元准备金。

资产	负债
准备金100元	小李存款100元

然后，小李拿这 100 元存款购买了新发的货币市场基金，它当然归入“非存货基”类别。这时，银行的资产负债表上，存款人从小李变成了货基。

资产	负债
准备金100元	货基存款100元

对于货基来说，也可画出一张“资产负债表”，持有人是小李 100 元，起初的投向是 100 元存款。

<sup>1</sup> 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员

资产	负债
存款100元	小李持有100元

现在，货基的基金经理开始把 100 元资金投放出去。他拿 70 元作为协议存款（或买银行存单），继续放在银行，然后买了 20 元新发的国债，10 元新发的企业债。完成这些购买后，货基的“资产负债表”是：

资产	负债
存款70元 国债20元 企债10元	小李持有100元

这时，发债企业拿到 10 元，也存在银行；国债发行的 20 元存入国库，则相当于回笼货币，银行左边少了一笔 20 元的准备金，右边少了一笔 20 元的存款。最后，银行的资产负债表是：

资产	负债
准备金80元	货基存款70元 企业存款10元

更为详细的货基投资导致的货币变动效果，请参阅货币哥《货币的误区(7)：余额宝导致银行存款流失？》一文。

这次央行的 M2 口径调整，就要从上述货基、银行的资产负债表说起。

原先，央行把货币市场基金在银行的存款（含存单）计入 M2，在本例中也就是 70 元。而企业存款同样也是计入 M2 的，于是目前 M2 总的余额是 80 元。原来小李买货基前是共有 100 元 M2，但后来由于货基购买了 20 元国债，导致 M2 被回笼 20 元。如果不买新发的国债，则货基不会影响 M2 余额。

但按新的统计口径，是用非存货基余额计入 M2，而不再计入货币市场基金在银行的存款（含存单）。在本例中，是小李持有的 100 元计入 M2，货基存在银行的 70 元则不再计入 M2。然后，企业存款 10 还是继续计入，那么 M2 总的余额是 110 元。

这比原来的统计口径多出了 30 元。对比前后两种口径，差异主要是：（1）原口径下，货基购买国债而回笼了 20 元存款，但新口径下统计全部货基，因此



差异 20 元；（2）新口径下，企业存款 10 元被重复统计，因此差异了 10 元。

可见，新的统计口径下，对企业存款重复统计，对国债发行回笼的存款也继续统计，因此是有重复统计嫌疑。那央行为何做出这样的调整呢？核心原因在于，小李持有的 100 元货基，虽然不是存款，但和存款一样，可以当钱花。这归功于 2013 年余额宝开创的货基的支付功能，因此让货基像钱一样可以用于流通。

因此，在本例中，企业持有 10 元存款，可以流通，故计入 M2。而小李持有的 100 元货基份额，也同样可以用来购物，所以某种程度上它也属于货币。因此，此次央行将其纳入 M2 统计。

事实上，海外美国、欧盟一直是这么统计 M2 的。

这里就出现了一个不可忽视的事实：货基起到了一种货币派生功能，并且不受约束，可以成倍地派生。当然，现实中由于货基本身也受到一定监管，发行量有限制，所以派生量不会太猛。但其余额已达好几万亿（其中一部分是由银行表内购买的，不计入 M2。还有些销售渠道的货基是完全不具备购物功能的，赎回也要 T+2 到账，但很难精准统计出来），因此已经对购买力构成影响，应当计入。

因此，这一小小的口径调整，其实是对货币的界定产生很大改动。其实，我们日常生活中，对 M2 的界定是严谨的，边界是清晰的，但现实中货币或货币类似物的边界却有时是含糊的，因此除了 M2 中的那些名堂外，总还会有些东西，时不时起到全部或部分货币的职能（比如未贴现银行承兑汇票，有些企业也可以用来支付货款），这些东西要不要全部纳入 M2，会存有一定争议。货币当局会根据实际情况，时不时调整 M2 口径，以便尽可能完善地包括常用的货币种类，以便较为客观地反映现实中的购买力、流通力。

当然，对于宝宝们发行和销售机构来说，还不能确定这是好消息还是坏消息。正式纳入 M2，意味着开始正式肩负货币职能，而国家为了保障货币的安全稳定，一直是施以严格的监管的。因此，宝宝们未来或许将面临更为严格的监管。

## 经济增速稳健，去杠杆仍有空间

### 一季度经济数据点评

张瑜<sup>1</sup>

2018年一季度GDP及其他宏观经济数据出炉，一季度GDP当季同比6.8%，整体平稳，符合市场预期。分项看，投资放缓，消费平稳，出口走弱。预期二季度经济增速稳健，去杠杆、化解债务风险仍有空间。

本文分为三个部分：第一部分点评一季度GDP数据，第二部分点评3月投资、地产、工业、消费等宏观数据并展望二季度走势。第三部分分析二季度货币政策、财政政策走向。

#### 一、一季度GDP：整体平稳，符合预期

2018年一季度GDP当季同比6.8%，与去年四季度持平。整体平稳，符合市场预期。2017年累计同比6.9%。

从产业看，第三产业拉动最大。第一二三产业分别增长6.8%、6.3%、7.5%，分别拉动0.2、2.5和4.2个百分点。

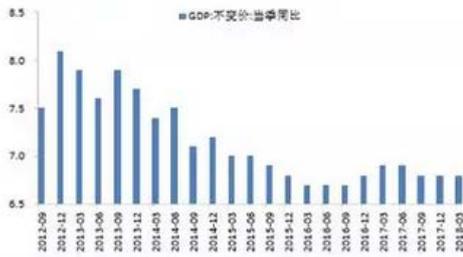
从三辆马车看，消费是主要驱动力，拉动5.3个百分点，投资拉动2.1个百分点，净出口拖累0.6个百分点。

展望：一季度实体经济表现整体平稳，投资放缓，消费平稳，出口走弱。预期二季度经济增速稳健，去杠杆、化解债务风险仍有空间，投资增速放缓，消费保持稳定，出口不确定性增加。

---

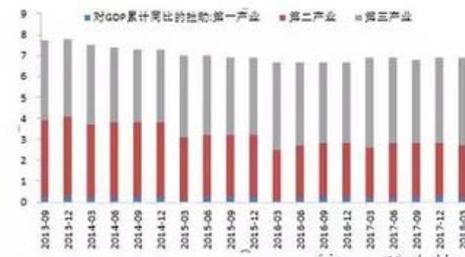
<sup>1</sup> 张瑜，中国人民大学国际货币研究所研究员

图1：一季度GDP当季同比6.8%，整体平稳



资料来源：WIND，民生证券研究院

图2：第三产业对GDP拉动最大



资料来源：WIND，民生证券研究院

## 二、3月宏观数据点评

以下对3月份固定资产投资、地产投资、工业增加值和消费数据进行点评。

（一）固定资产投资：受基建、制造业拖累，边际放缓

1-3月，固定资产投资累计同比7.5%，下降0.4个百分点。3月当月同比7.1%，较1-2月回落0.8个百分点，边际放缓主要受基建和制造业拖累。

分产业看，第一、二、三产业增速全面回落。第一产业（24.2%）比1-2月回落3.6个百分点，第二产业（2%）回落0.4个百分点，第三产业（10%）回落0.2个百分点。

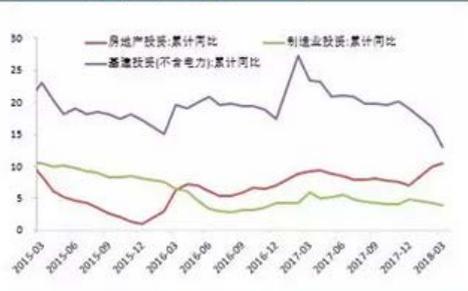
分行业看，地产回升，基建、制造业回落。3月地产投资10.4%，上升0.5个百分点，主因是去年土地购置大增的滞后效应；基建投资13%，回落3.1个百分点，主因年初财政支出较少；制造业投资3.8%，回落0.5个百分点，主要受出口走弱（净出口拖累GDP 0.6个百分点）、终端需求疲软（水泥下降-15.6%）影响。

分地区看，东部地区（6%、0.3个百分点）微升，中部地区（10.2%、-0.5个百分点）和西部地区（9.4%、-1.7个百分点）增速回落，东北地区（1.4%、-6.7个百分点）投资增速大幅放缓。

民间投资持续回升。3月民间投资当月同比8.9%，上升0.8个百分点。一季度民间投资总投资比重提升至61.9%，前值60.5%。

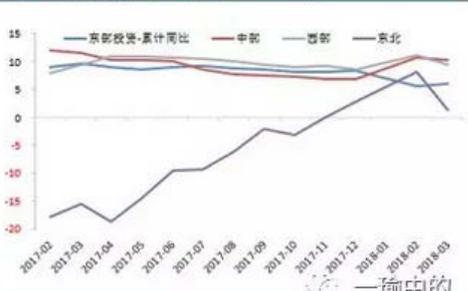
展望：地产投资受益于去年拿地滞后效应，维持高位，但后续随着拿地效应边际减弱，地产投资的持续性有待进一步观察。基建投资受制于财政预算内外掣肘，上行空间有限。制造业在出口不确定性增强、国内终端需求走弱的大背景下，难有大作为。

图3：1-3月地产上升、基建制造业回落



资料来源：WIND，民生证券研究院

图4：东部微升，中西部和东北地区放缓



资料来源：WIND，民生证券研究院

(二) 地产投资：去年拿地增加滞后效应支撑，维持高位

地产投资回升。1-3月地产投资累计同比10.4%，上升0.5个百分点。3月当月同比10.8%，回升0.9个百分点。地产投资持续上涨，主因去年拿地增加的滞后效应所致。

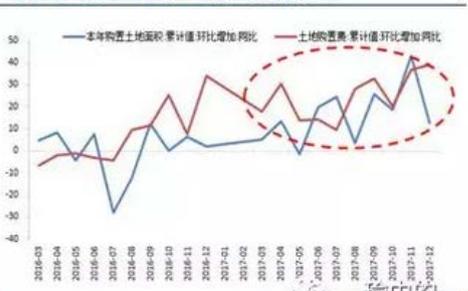
从土地购置费来看，去年拿地累计同比15.8%，特别是下半年，土地购置面积累计同比维持在10%以上。由于土地购置费的缴纳期限为一年，大多数都是快到最后期限时才缴纳，因此，去年分期缴纳积累的土地购置费开始在今年集中偿付（2月同比47.9%），推高今年的地产投资。但值得注意的是，土地购置费虽然计入当期地产投资，却不计入GDP，所以对GDP的拉动作用有限。

图5：土地购置面积和土地购置费累计同比



资料来源：WIND，民生证券研究院

图6：土地购置面积和土地购置费当月同比



资料来源：WIND，民生证券研究院

从建安费用来看，前期拿地大增的滞后效应对今年上半年建安投资形成支撑。房企从拿地到新开工一般需要6-10个月时间，叠加冬季开工较少和春节停工影响，3月新开工当月同比17.8%，较1-2月（2.9%）大幅提高，表明去年下半年土地购置增加效应在今年年初开始逐渐显现，建安投资对今年上半年地产增速形成支撑。

从今年一季度情况来看，销售下滑。1-3月销售面积累计同比3.6%，下降0.5



个百分点。3月当月同比3.2%，下降0.9个百分点。其中，住宅（占商品房销售面积的86.79%）增长2.5%，提高0.2个百分点。分地区看，东部（-7.3%、-1.8个百分点）销量下降，中部（14.6%、3.9个百分点）销售加快，西部（12%、-1个百分点）和东北（8.5%、-6.7个百分点）增速回落。

房企融资趋紧。1-3月房企到位资金累计同比3.1%，回落1.7个百分点。3月当月同比转负，为-0.03%。分项看，国内贷款略涨（0.6个百分点）但仍持续低位（0.9%），自筹资金（5.1%，-2.1个百分点）和定金及预收款（11.2%，-3个百分点）增速放缓，利用外资受高基数影响继续大减（-78.4%），个人按揭贷款（-6.8%）受银行放贷紧缩影响连续6个月负增，且降幅增大（-2.5个百分点），外部融资环境紧缩。

拿地增加。3月土地购置面积当月同比3.5%，1-3月累计同比0.5%，前值-1.2%。主因三线城市供地增加，土地成交面积大涨（3月100大中城市供地当月同比17.31%，其中一、二、三线城市供地当月同比-21.45%、9.28%和30.84%，3月三线城市成交土地面积同比61.4%）。

施工平稳，新开工大增。3月施工面积累计同比1.5%，与1-2月持平。3月当月同比3.8%，去年全年维持在3%左右。1-3月新开工面积累计同比9.7%，提高6.8个百分点。3月新开工当月同比17.8%，较1-2月（2.9%）大幅提高。

库存持续下降。受棚改货币化安置推动，房地产库存持续下降，住宅库存去化较快。截至3月底，商品房待售面积5.73亿平方米，较2月减少1138万平方米；其中住宅待售2.92亿平方米，较2月减少954万平方米。

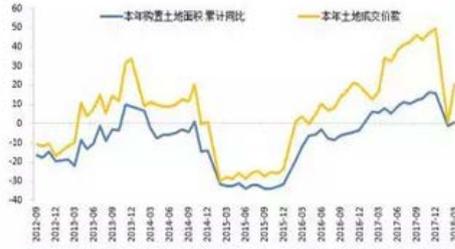
展望：2018年一季度受去年拿地大增的支撑，地产投资保持高位，预计今年二季度地产投资仍将受益于土地购置费的延期缴纳和新开工的增加，但拿地滞后效应对地产投资的拉动作用将边际减弱。此外，2018年地产销售持续下滑叠加外部融资环境的紧缩，房企资金端面临挑战，今年地产投资或由去年的拿地主导转为新开工主导，同时PPI同比回落带来的价格因素也将形成拖累，提示关注地产投资的可持续性。

图7: 3月地产销售下滑, 融资趋紧



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图8: 3月房企拿地增加



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图9: 3月三线城市土地成交面积大涨



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图10: 地产库存持续下降



资料来源: WIND, 民生证券研究院

### (三) 工业增加值: 总量回落, 结构升级

一季度工业增加值累计同比 6.8%, 3月工业增加值当月同比 6.0%, 比1-2月回落 1.2 个百分点。

分三大门类看, 采矿业 (-1.1%)、制造业 (6.6%)、电热气水 (5.8%) 全面回落。

分注册类型看, 国企 (5.7%)、股份制企业 (6.5%)、外企 (4.9%) 下降, 集体企业 (3.9%) 改善。

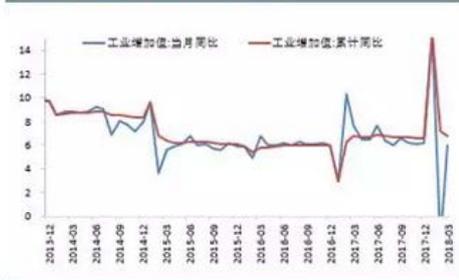
分行业看, 汽车制造业 (9.5%、4.6 个百分点) 涨幅最大。黑色金属 (5.2%、3.5 个百分点)、农副食品 (9.3%、2.5 个百分点)、化学制造 (4.3%、1.9 个百分点) 有所提升。电热供应业 (5.1%、-8 个百分点) 跌幅最大。

分产品看, 工业机器人 (34.4%、9.3 个百分点) 涨幅最大。汽车 (0.9%、5.9 个百分点) 由负转正, 其中新能源汽车 (105.3%、-72.8 个百分点) 增速下降但仍处高位, 制造业结构持续升级。原油加工量 (8.3%、1 个百分点)、有色 (3%、1.1 个百分点) 等产量增长, 水泥 (-15.6%、-19.7 个百分点) 明显下降, 发电量 (2.1%、-8.9 个百分点) 涨幅收窄。工业出口增幅收窄, 3月出口交货值当月同比 4.0%, 下降 5.5 个百分点。

展望: 一季度出口走弱, 叠加终端需求疲软, 工业生产回落。对于二季度,

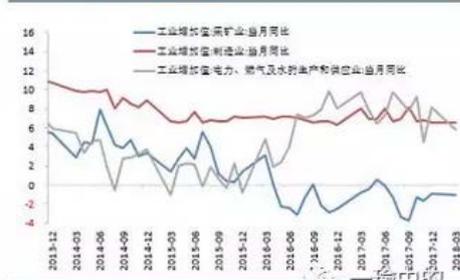
从国内看，地产投资边际减弱叠加基建平稳，终端需求对制造业的支撑有限，企业或进入被动补库存阶段。从国外看，全球贸易保护主义升温，贸易摩擦加剧，出口不确定性增加，外需对制造业拉动作用有限。

图11: 工业增加值同比增长6.0%



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图12: 三大门类全面回落



资料来源: WIND, 民生证券研究院

#### (四) 消费: 消费升级延续, 边际改善

3月社会消费零售总额当月同比10.1%，上升0.4个百分点。1-3月累计同比9.8%，上升0.1个百分点。

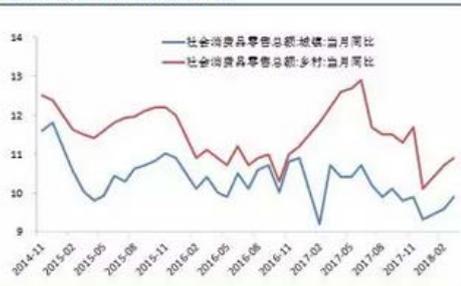
分地区看，乡村消费增速（10.9%）高于城镇（9.9%），乡村、城镇消费均呈企稳态势。

分类型看，餐饮收入（10.6%）超过商品零售增速（10%），两者均较2月有所回升。9月限额以上消费当月同比9.0%，上升0.7个百分点。

分行业看，金银珠宝（7.9%、4.9个百分点）、文化办公用品（4.0%、4.9个百分点）、化妆品（16.1%、3.6个百分点）等增速较快，家用电器（11.4%、2.2个百分点）、建筑装潢（8%、1.2个百分点）、家具类（9.3%、0.8个百分点）等消费增速有所提升。烟酒（9.26%、-0.3个百分点）、汽车（7.4%、-2.3个百分点）、通讯器材（7.7%、-3个百分点）等增速明显放缓。

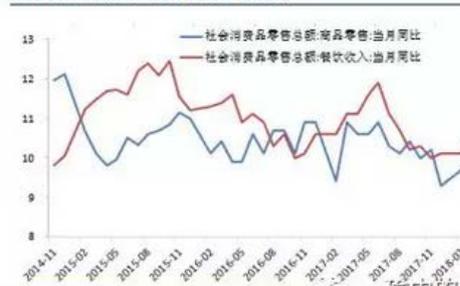
展望：消费升级延续，乡村消费力提高，消费有望保持平稳。

图13: 乡村消费增速高于城镇



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图14: 餐饮收入高于商品零售增速



资料来源: WIND, 民生证券研究院

### 三、政策走向：货币政策难以转向，财政政策扩张空间有限

“稳健中性的货币政策+积极财政政策”的政策搭配将延续。实体经济整体平稳、去杠杆仍在半程，货币政策暂时难以转向；受预算内外掣肘，财政政策保持积极但扩张空间有限。

#### （一）货币政策难以转向

从实体经济看，实体去杠杆工作加速推进。3月新增社融同比少增7900亿元，整体低于历史同期，实体融资明显萎缩。在控制宏观杠杆率的背景下，随着地方政府债务管理加强和金融监管趋严，叠加一季度经济增速平稳，短期内仍有一定支撑，上半年实体去杠杆仍有空间。

从金融监管看，去杠杆仍在半程。央行4月降准1个百分点，主要出于短中三个维度的综合考量：短期是为防范集中共振造成资金价格波动过大的风险，影响因素包括：4月中下旬税期冲击流动性、整体金融机构超储率处于近几年低位、为资管新规细则落地做准备提前缓释银行负债端压力、二季度债券总偿还量达到高峰、平抑民营与小微企业借贷成本上行明显的问题；中期主要是为今年后续去杠杆与化解债务问题做政策铺垫；长期是货币政策从数量型向价格型转换的必然要求。所以此次降准并不能代表货币政策的粗放型转向。

总体来看，2018年货币政策保持稳健中性，难以转向。后续是否进一步降准需要考量去杠杆与债转股的推进进度，二次定向降准的概率大，但货币政策全年稳健中性的基调不变，不应简单理解为旧式的转向宽松。

#### （二）财政政策扩张空间有限

预算内，财政扩张总量稳定，结构改变。2018年财政赤字率下调至2.6%，如果假设2018年GDP名义增速8%，赤字率从3%下调至2.6%，财政赤字约从26798.74亿元下降至23225.58亿元，减少财政赤字安排3573.16亿元。但财政赤字预算安排2.38万亿元，与去年持平。2018年预算内财政扩张结构发生改变，由增加赤字扩张一般公共预算转为通过发行地方专项债等方式扩张政府性基金预算，地方专项债安排多增5500亿元，对冲赤字率下调，总量大致稳定。

预算外，政府融资规范要求加强，PPP等难有作为，加上十九大报告中向高质量发展阶段转变的要求以及政府对财政支出绩效的强调，地方政府传统的经济



增长模式或改变，对基建投资的依赖或逐渐降低。此外，PSL 等为预算外财政扩张提供了空间，在一定程度上缓解地方政府预算外融资压力。

总体来看，2018 年财政政策将继续保持积极，但扩张空间有限。

## 黄金击败未得到检验的加密货币 区块链可促进数字黄金资产的发展<sup>1</sup>

约翰·雷德<sup>2</sup>

2017 年，金价上涨 13%，这是相当高的增长。在同一时期内，比特币的价值增长了 13 倍，这也导致一些人声称加密货币可取代黄金作为一个资产类别。

然而，尽管这类数字资产可能发展成为金融体系的既定部分，但并不能替代黄金，因为黄金是一种可靠的投资工具。

黄金是一种流动性极强的资产，并且可在既有监管框架下交易。黄金的供需动态是独一无二的。这些特征巩固了黄金作为主流金融资产的地位。

在过去 30 多年里，黄金的年均增值达到 10%，波动性相对较小。比特币则明显不同。去年 12 月，比特币价格飙升至每单位近 2 万美元，但在 2017 年之前从未超过 1000 美元，今年又已回落至 1 万美元左右。这样的波动性可能会限制比特币被用作交易代币，并且这很难是主流货币的特征，更不用说作为价值储藏了。

据称加密货币市场价值已超过 8000 亿美元。但目前还没有明确的双向市场，并且据称其销售成本高且耗时，交易量低。比特币平均每天交易量为 20 亿美元。黄金市场每天交易量约为 2500 亿美元。

黄金作为资产有七千年的历史，并且长期以来都是一种货币，中央银行以及机构和散户投资者都持有黄金。作为一种有形资产，黄金具有多种技术用途，包括比特币“挖矿”所用的计算机芯片。

加密货币旨在被用作电子支付系统中的代币，但有限的支出机会阻碍了其广泛使用。此外，真正的加密货币交易通常会很快被转换为法定货币。

比特币数量年均增长率约 4%，根据其设计，将在 2140 年左右达到零增长。这种逐渐减缓的增长速度和有限的数量是很有吸引力的特征，但比特币并不是一

<sup>1</sup> 翻译：黄朝政；审校：熊若洁，原文刊发于 OMFIF Commentary（2018 年 5 月 1 日）

<sup>2</sup> 约翰·雷德，世界黄金协会的首席策略师



个单独的区块链应用。鉴于有许多加密货币替代品，新的更好的区块链货币应用可能被视为相当于增加了供应，与法定货币类似。

以黄金结算的交易在许多市场上得到了广泛的授权和监管，而大多数国家尚未批准加密货币，即便他们并未完全禁止加密货币。比特币和其它加密货币可能会遭受突然的限制，特别在政府担心其对经济政策的影响时。比如，韩国在今年一月份宣布加强监管措施，而在英国投资者在兑换加密货币时面临障碍。

一些评论人士表示，黄金的价格和需求正在以加密货币为代价遭受损失。然而，没有可量化的证据表明这是事实，推动 2017 年金价上涨的因素与去年相比几乎没有变化，但加密货币呈现出一些积极的迹象。

区块链是为加密货币奠定基础的分布式账本技术，是真正的创新。

黄金市场上的多个参与方正在探索区块链如何将黄金转化为“数字资产”，并追踪整个供应链中的起源，并将效率引入交易后的结算流程中。这些应用通常建立在私人区块链上，而不是使用比特币或其它“公共区块链”。

与黄金不同，加密货币还未在经济周期中接受检验。这个市场还很年轻，流动性稀缺。若股市更加动荡，价格、收益和情绪会有何反应，这还没有定论。然而，无论时好时坏，对黄金的需求一直都在。

## **Gold beats untested cryptocurrencies**

### **Blockchain may facilitate digital gold assets**

**John Reade<sup>1</sup>**

In 2017 the price of gold rose 13%, a creditable performance. In the same period, bitcoin delivered a 13-fold increase in value, prompting some to claim that cryptocurrencies could replace gold as an asset class.

However, though these digital assets may develop into an established part of the financial system, they are no replacement for gold, a dependable investment tool.

Gold is a highly liquid asset, and trades in an established regulatory framework. Its supply and demand dynamics are unique. These characteristics underpin gold's status as a mainstream financial asset.

Gold has appreciated by an average of 10% per year for more than 30 years, with relatively little volatility. Bitcoin is markedly different. Last December it soared to almost \$20,000 per unit, though it never exceeded \$1,000 before 2017, and has fallen back to around \$10,000 this year. Such volatility potentially limits bitcoin's use as a transaction token and is hardly characteristic of a mainstream currency, let alone a store of value.

The cryptocurrency market is said to be worth more than \$800bn. But there is no clear two-way market, sales are said to be costly and time-consuming, and trading volumes are low. Bitcoin trades \$2bn, on average, each day. The gold market trades roughly \$250bn per day.

With a 7,000-year history as an asset and a long-standing role as money, gold is owned by central banks as well as institutional and retail investors. As a tangible asset, gold has varied technical applications, including in the computer chips that 'mine' bitcoin.

---

<sup>1</sup> John Reade is Chief Strategist at the World Gold Council

Cryptocurrencies are designed to be used as tokens in electronic payment systems, but limited spending opportunities hamper their widespread use. Furthermore, genuine cryptocurrency transactions are usually quickly converted into fiat currencies.

The volume of bitcoins increases by around 4% per year and is engineered to decline to zero growth around the year 2140. This diminishing growth rate and finite quantity are attractive attributes, but bitcoin is not alone as a blockchain application. Given the many cryptocurrency alternatives, new and better blockchain-based coin applications may be seen as equivalent to increasing supply, not unlike fiat currency.

Trade in gold is widely authorised and regulated in many markets, while most countries have yet to approve cryptocurrencies, even if they have stopped short of banning them outright. Bitcoin and other cryptocurrencies may be subject to sudden restrictions, particularly if governments become concerned about their impact on economic policy. South Korea, for instance, in January announced increased regulatory measures, while in the UK investors face hurdles to convert cryptocurrencies.

Some commentators claim that gold prices and demand are suffering at the expense of cryptocurrencies. However, there is no quantifiable evidence to suggest this is true, and the factors that propelled the gold price in 2017 appeared little changed from the previous year's, however there are some positives aspects to cryptocurrencies.

Blockchain, the distributed ledger technology that underpins cryptocurrencies, is genuinely innovative.

Various players in the gold market are exploring how blockchain might transform gold into a 'digital asset', tracking provenance across the supply chain and introducing efficiencies into post-trade settlement processes. Such applications are typically built on private blockchains rather than using bitcoin or other 'public blockchains'.

Unlike gold, cryptocurrencies are yet to be tested across economic cycles. The market is young and liquidity is scarce. How prices, returns and sentiment may respond if stock markets become more volatile is open to debate. Gold, however, sees demand in good times and in bad.

## 对西方价值观说不

### 200 年后马克思主义在中国<sup>1</sup>

赫伯特·波尼施<sup>2</sup>

为纪念卡尔·马克思 200 周年诞辰，中国向其德国的家乡特里尔赠送了一座雕像，以提醒人们这位经济学家的成就。但在过去的 40 年里，中国已经偏离了马克思的一些指导原则。该国在资本主义道路上已经走得很远，成为了收入和贫富悬殊程度最高的国家之一。

习近平主席及其领导的共产党始终强调马克思主义非常适用于中国。当国内高举马克思主义的旗帜时，对普通百姓来说这些理论却过于宏高，以至于难以理解。这也是为什么共产党不仅需要为党员干部，也需要为大学生与广大人民群众组织马克思主义原理的学习研讨会。

在这些场合，如 2017 年 7 月的全国金融工作会议上，习近平主席详细阐述了马克思主义原理。他还提醒与会者，金融应该服务于实体经济而不是金融本身。这是纯粹的马克思主义理论，它指出资本主义经济颠覆了货币与实体经济之间的关系。货币应该服务于实体经济，以创造更高的增长。但在资本主义经济中，这种关系是相反的：增长有助于创造利润。

《共产主义宣言》强调要推翻资本主义的生产方式，而未详细阐述共产主义社会应该是什么样子，这符合中国共产党的宗旨。它拒绝西方思想，如多元主义，自由主义和民主政体，赞成党的领导，使得现在党和国家紧紧连接在一起。

在中国哲学中，名家学派警告说，人们不应用名字来评价一个现象，而应该关注它的内容。因此，把中国的指导原则看作是中华文明的连续，而不是马克思主义相对近期的（和外来的）意识形态更为恰当。中国领导人选择那些符合传统价值观并反对西方影响的马克思主义内容。这为中国提供了一种发展方式，其特

---

<sup>1</sup> 翻译：来程颖；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 5 月 29 日）

<sup>2</sup> 赫伯特·波尼施，中国人民大学国际货币研究所国际委员会成员，国际清算银行前高级经济师



征为服从于开明领导者所制定策略,并通过社会和谐来实施。为了达到这一目的,中国取消了国家主席的任期限制,使主席能负责这一长期目标。

根据该理论,一旦和谐社会解决了利益冲突,就可以促进所有人的物质财富。这与西方经验和新兴市场经济体形成了鲜明对比,因为后者认为无休止的阶级斗争才能产生进步。

这种方法对中国经济发展具有重要意义。个人利益将服从共产党制定的指导原则。党决定了如何解释马克思关于生产资料所有权、收入分配,工会权力和财政作用的内容。外国人允许参与其中,并服从人民的意愿。

具有中国特色马克思主义的复兴,巩固了当前马克思主义在中国的主导地位,同时明确摒弃了西方价值观。这对于共产党的生存以及中国领导人的稳定至关重要。同时,它也支撑着中国在国际舞台上日益自信的角色。

## Signalling western rejection Marx in China after 200 years Herbert Poenisch<sup>1</sup>

China is marking the 200th anniversary of Karl Marx's birth not only by sending a statue to his hometown of Trier in Germany but also by reminding the people of the economist's work. However, over the past 40 years China has deviated from some of his guiding principles. The country has gone very far down the capitalist road, creating one of the highest levels of income and wealth inequality.

President Xi Jinping and his Communist party have stressed China's particular application of Marxism. But while the banner of Marxism flies high over China, it is perhaps flying too high for ordinary people to read the details. This is why the Communist party is organising study sessions of Marxist principles not only for party cadres, but also for university students and the population at large.

On these occasions, such as the National Financial Work Conference in July 2017, President Xi himself has spelt out Marxist principles in detail. He reminded attendees that finance should serve the real economy rather than itself. This is pure Marxist theory, which states that capitalist economies have subverted the relationship between money and the real economy. Money should function as a servant of the real economy, leading to higher growth. In capitalist economies this relationship is the other way around: growth serves to generate profits.

Emphasising the Communist manifesto, which is rather long on ambition (overthrowing the capitalist mode of production) and rather short on what a communist society is supposed to look like, serves the purposes of the Chinese Communist party.

---

<sup>1</sup> Ousmène Jacques Mandeng, Visiting Fellow at the Institute of Global Affairs at the London School of Economics

It focuses on the rejection of western ideas, such as pluralism, liberalism and democracy, in favour of guidance by the party, now that party and state have been welded together.

In Chinese philosophy, the School of Names warns that one should not judge a phenomenon by its name but focus on its contents. So it's more appropriate to see the country's guiding principle as the continuity of Chinese civilisation rather than the relatively recent (and foreign) ideology of Marxism. Chinese leaders select those elements of Marxism that echo traditional values and oppose western influence. They offer the Chinese a way to development characterised by subordination to the strategy mapped out by enlightened leaders, carried forward through social harmony. Putting a president in charge of this long-term goal by removing the term limit of the office serves this purpose.

According to this doctrine, a harmonious society, once it has overcome the struggle between competing interests, can advance material well-being for all. This contrasts with western experience and those emerging market economies where never-ending class struggle is supposed to generate progress.

This approach has important implications for China's economic development. Individual interests will be subordinated to guiding principles mapped out by the Communist party. The party decides how to interpret Marx regarding ownership of the means of production, the distribution of income, the power of the trade unions and the role of finance. Foreigners will be allowed to participate, subordinated to the will of the people.

The revival of Marxism with Chinese characteristics entrenches the leading role of the present 'Marxist dynasty' and signals clear rejection of western values. This is crucial for the survival of the party, as well as the stability of Chinese leadership. And it underpins, too, China's increasingly assertive role on the world stage.

## 系列四十四：2017 人民币国际化报告 结论与建议<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》第九章。

### 主要结论

一，人民币国际化进入调整期，贸易结算动能减弱。美元强势回归，人民币国际化外部环境严峻。然而，加入 SDR 后的制度红利开始显现，人民币国际金融计价交易职能增强，对外直接投资、熊猫债、离岸贷款成为新的推手。

二，强化人民币金融交易功能具有现实紧迫性。历史经验表明，发展金融市场是控制货币国际化过程中金融风险的关键，能够增强货币政策有效性、缓冲投机性资本流动、维持外汇市场的稳定。国际金融市场是一个相互联系的整体，推动人民币国际化过程中必须遵循市场发展规律，短期重视货币市场，中期发展债券市场，进而推动多层次股权市场，形成完善的人民币计价市场。

三，直接投资对中国发展成为经济、贸易第二大国做出了积极贡献，实证研究表明，ODI 对中国经济增长的推动作用远大于 FDI。在跨国公司主导国际贸易的新形势下，扩大直接投资可巩固中国的贸易地位，并为中资金融机构走出去、

<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



发展离岸人民币业务提供市场和强大的动力。直接投资能够多渠道扩大人民币使用范围，可发挥高效的杠杆作用，是推动人民币国际化的重要力量。挑战则来自于国家风险、货币惯性和网络效应，以及企业、银行、政府尚未形成推动人民币国际化的合力。

四，债券市场是国际资本流动的主要渠道，作为“安全资产”的国家主权债券、高等级金融债券是非居民投资者的首选。目前，国际“安全资产”仍是一种全球稀缺的公共物品，标价货币被美元、英镑、欧元垄断，容易出现缺乏弹性和市场扭曲问题。人民币债券市场具有较高收益和巨大的国际吸引力，可以担当向全球提供国际“安全资产”和流动性的重要功能，是提升人民币金融交易功能的突破口和主要支柱。

五，信贷市场是强化人民币金融交易功能的三大支柱之一。全球经济对中国贸易依赖程度提高、发展中国家货币错配问题集聚使得人民币国际信贷市场发展成为一种必然趋势，而美元强势升值提供了机会窗口。历史研究表明，主要国际货币主要通过国际金融中心、贸易两条途径推动国际信贷市场发展。从中国国情出发，宜选择贸易途径推动人民币国际信贷市场发展。

六，人民币金融交易功能的实现最终取决于是否有一个功能强大的外汇市场，关键是要构建多层次的人民币外汇市场，能够为人民币发挥贸易结算功能提供基础条件、为人民币发挥大宗商品计价货币职能提供支撑、为人民币发挥国际储备货币职能提供重要渠道。

七，当前人民币国际化进入一个关键时期，迫切要求中国加强金融基础设施建设，以促进人民币交易功能，提高人民币使用度，增强人民币资产安全性。建立高效安全的人民币跨境支付清算体系、完善金融相关的法律制度建设、发展科学公正的征信和信用评级体系是完善金融基础设施的“三大支柱”。

## 主要建议

一，深入挖掘人民币国际金融计价交易功能的现实可行性，充分利用人民币加入 SDR 的制度红利，深化国内金融市场改革。灵活把握区域及业务端出现的

新机遇，提高人民币金融资产吸引力与投融资便利性。实现人民币国际化“贸易+金融”双轮助力、联合驱动。

二，人民币国际化需要建设成熟、深度的国际金融中心作为支撑。可按照短期货币市场，中期债券市场，长期多层次股权市场的顺序，形成完整的人民币计价市场。要重视各金融市场之间的联系，在人民币存在贬值预期、中国经济面临下行压力、国际市场黑天鹅事件频发的形势下，应该稳中求胜，把握好时机，打通“政府-市场-企业”的传导机制，共同推动人民币国际化。

三，建立健全国家风险管理机制，继续扩大直接投资尤其是对外投资规模。紧密配合供给侧改革，提高金融、制造业的对外投资比例，提升中国跨国公司的贸易主导权和定价权，扫清贸易人民币计价结算的障碍，夯实人民币国际化的经济基础。进行顶层设计，推动各经济主体和各部门相互协调，建立直接投资带动人民币贸易结算、金融服务互相支持的机制。大力发展金融科技和互联网金融，通过技术手段改变人们的货币使用习惯，利用中国在电子支付、移动支付方面的优势，构建人民币支付新平台，超越传统国际货币形成机制与路径，快速获得人民币国际化所需的网络效应。

四，应该将人民币债券市场作为中国提供全球“安全资产”的主渠道。为此需要优化货币政策执行框架，建立人民币国债市场做市商制度，增加短期限国债发行量，完善利率结构曲线，增进债券市场流动性。还需改变多头监管现状，建立统一的债券市场监管框架，以提高监管效率。产品创新是人民币债券市场发展的关键，未来应该重点推出资产支持债券、熊猫债、木兰债，同时打破不合理的刚性兑付，通过发展信用、利率、汇率衍生品来分散和管理债券市场风险。

五，充分发挥中国金融体系由银行主导的独特优势，防止资金“脱实向虚”，将贸易路径作为人民币信贷拓展的主要策略选择。鼓励企业和金融机构更多走向“一带一路”沿线国家和新兴经济体，加强相互间在海外并购、市场拓展、技术升级、能源收购等重点项目方面的合作，降低其货币错配风险。高度重视海外资金池建设，完善人民币离岸市场定价机制，增加人民币信贷对全球投资者的吸引力。

六，加强外汇交易市场建设，丰富市场主体类型，完善人民币外汇市场预期传导机制。深化外汇市场交易层次，适时放松前置交易管理要求，为人民币外汇电子化交易创造更大的发展空间。应促进新产品研发，健全人民币外汇交易体系。

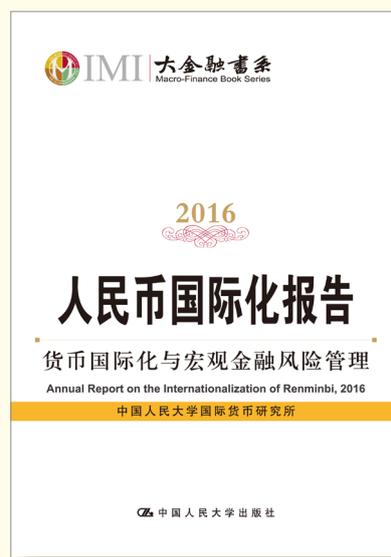


鼓励各家金融机构开发适合自身实际情况的特色柜台外汇交易系统，促进交易方式从交易所转向柜台，广泛融合各类交易主体的需求，形成功能强大，安全高效的交易网络。

七，获得人民币加入 SDR 制度红利的关键在拥有强大的金融基础设施。需要进一步健全和完善人民币跨境支付清算体系，做到系统运行时间覆盖全球；系统服务涵盖外汇、证券交易等金融交易。适应直接投资、人民币债券市场、人民币国际信贷市场和离岸市场的发展需要，加快弥补法律短板，建构完善与人民币国际化相适应的宏观审慎管理、清算体系法律制度。完善跨境交易的税收法规，加快税收协定网络建设，消除不合理的双重征税问题。鼓励公共征信与市场征信共同发展，依据中国市场特征制定评级标准，尊重国际惯例，努力打造国际公信力，为扩大人民币金融交易增添新动力。

## 《人民币国际化报告 2016》

《人民币国际化报告 2016》的主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要加强宏观审慎管理，抓住重点，推进供给侧改革，防范系统性金融风险，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。



具体而言，一是应当进一步推动汇率市场化改革，完善人民币汇率制度，从管理浮动逐渐过渡到自由浮动。二是资本账户开放要与汇率制度改革相互配合，坚持“渐进、可控、协调”的原则，适应中国经济金融发展和国际经济形势变化的需要。三是应充分借鉴国际经验，明确当前我国金融监管改革的原则，构建符合中国实际的宏观审慎政策框架，为加强系统性风险管理提供制度保障。

# 厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

厦门市南山区高新科技园软件园二期  
2468号怡化金融科技大厦2015

