

【本期推荐】

王永利：改革开放的新阶段、新征程、新希望

【“两会”专题】

弥补监管空白，防控金融风险——“2018两会”经济金融提案精选

伍 戈：消失中的货币

李虹含：互联网金融如何打好政府工作报告要求的三大战役？

徐 忠：对《深化党和国家机构改革方案》金融监管体制改革的解读

【海外之声】

约翰·斯普林福德，山姆·罗威：英脱欧将损害该国服务出口
——“后地缘贸易”的想法只是一厢情愿

乌斯蒙内·曼登：整合合格的加密货币——19世纪德国决策
者的教训

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列三十一：人民币国际信贷市场

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



改革开放的新阶段、新征程、新希望

王永利¹

1978 年 12 月召开的中国共产党十一届三中全会拉开了我国改革开放的序幕。

回顾过去，改革开放 40 年的发展，创造了超出世人想象的巨大奇迹，中国特色社会主义作为人类社会发展新模式已经崭露头角，推动世界格局发生极其深刻的剧烈变化；

纵观当下，国际国内局势已经发生深刻变化，中国发展迈入崭新的发展阶段，改革开放迎来必须准确把握时势变化、国际定位和发展方向、发展战略等非常关键的时刻；

展望未来，党的十九大胜利召开，中国特色社会主义新时代、新思想、新方略确立，推动中国开启全面建设社会主义现代化强国新征程，让人充满期待、充满遐想！

其中，新中国成立以来的发展呈现出非常明显的“30 年阶段”特征；改革开放后基本上十年一次大的冲击或危机呈现的“10 年周期”现象；中国发展进入重大转型调整期和发展新阶段；中国特色社会主义成为人类社会发展的新道路新模式（不同于原来苏联社会主义模式和美国资本主义模式的“第三模式”或“第三条路”）等，值得特别关注。

一、1949-1979 年，第一个 30 年，中国经济社会由快速发展，转为濒临崩溃

1949 年新中国成立，结束了自 1840 年鸦片战争开始的一百多年丧权辱国、任人宰割、战争频仍、民不聊生的历史，推翻了帝国主义、封建主义、官僚资本主义“三座大山”，建立了人民当家作主的“中华人民共和国”，极大地树立了共产党的威信，增强了共产主义信仰，振奋了人民保家卫国的爱国热情和建设新

¹ 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国国际期货有限公司副董事长、中国银行原副行长

中国的工作激情，特别是在紧接的“抗美援朝”战争中取得胜利，更是极大地激发了人民的自信心和奉献精神，在苏联的帮助下，中国的经济建设开始高速发展，社会主义改造热火朝天。

但随着和平时期的延续，在强大外敌威胁逐渐解除、人们的生命安全没有威胁的情况下，人们追求自身利益最大化的本性不断显露，原来赖以聚集社会最大资源（包括物质资源和人力资源）、形成最大合力，据以战胜强敌获取巨大胜利的“战时共产主义”和计划经济的模式越来越偏离现实，遇到越来越大的阻力和挑战。这在社会主义“老大哥”的苏联表现的更早更明显，在其开国领袖斯大林去世后，随之发生了重大震荡和变化（“修正主义”），并且在与美国为首的西方资本主义阵营尖锐对抗的过程中，苏联也不断加强对东方社会主义阵营各成员国的控制和资源集中，不断激化内部矛盾，包括最后与中国的关系陷入异常紧张局面，撤离对中国的援助。这都对中国的社会主义道路和共产党的威信产生了重大影响。

为证明社会主义的优越性和共产主义的正确性，中国发动“大跃进”和“人民公社”运动，期待通过资源的更加集中利用，推动经济高速发展，实现“超英赶美”，跑步进入共产主义。但这种违反经济规律竭泽而渔式的“大跃进”和高度公有、高度计划、平均分配式的“人民公社”运动，经济工作中急躁冒进的“左”倾错误，反而使经济基础遭受重创，严重破坏社会生产力，打乱正常生产秩序，使国民经济遭受严重挫折，人民生活受到很大的影响。进而在遭受自然灾害的情况下，导致 1959-1961 年粮食供给严重困难，饿死大量人口（“三年困难时期”）。

在生产和供给上不去的情况下，为缓和供需矛盾和社会矛盾，包括严重的社会就业和物资供应矛盾，国家转而开始抑制需求，严厉批判享乐主义小资产阶级思想，大批青年学生“上山下乡”，大批干部、教师、专家、文艺工作者转入农村“干校”参加生产劳动，接受贫下中农再教育。进而发动“无产阶级文化大革命”，很批个人利益追求，强调“大公无私”，“毫不利己、专门为人”，掀起意识形态斗争高潮，进一步强化阶级斗争，破坏社会秩序，按人头供给、凭票供应的“大锅饭”平均主义严重，劳动生产率和生活水平极其低下，经济社会陷入濒临崩溃的局面。



苏联的变化，以及中国自己由高速发展到濒临崩溃的巨大变化，使越来越多的人认识到，国家坚持的“战时共产主义”体制机制已经严重偏离现实，必须改革。

从理论上讲，只有将一个国家最广泛的人民和物质资源高度集中起来，以国家或国民整体利益最大化为目标形成最强大的聚合力，才能战胜其他强敌，维护国家主权和民族繁荣。而这就需要消灭私有、消除剥削、实现平等，推行国家所有制的社会主义乃至共产主义。在这一过程中，往往伴随着暴力革命，以暴力方式快速聚集资源（如“打土豪、分田地”；“打倒资本家，工厂归工人”）。俄国十月革命以及苏联在二战的成功、纳粹德国在一战之后的快速崛起、中国共产党带领人民推翻三座大山实现国家统一等，都与推行这种模式密切相关。同时，从理论上讲，将一个国家的资源高度集中，交给国家最优秀的人进行安排，有计划地分配使用，要比将资源分散给能力不同的人自主使用，其效果应该好的多，是一种最理想的社会组织和运行方式。

但这些模式都是有其极其严苛的适用条件的，最重要的就是需要人们大公无私，而这是与人的本性相矛盾的。

实际上，人类是世界上最受利益驱动的动物，追求自己利益最大化是人的本性，是人类社会不断发展最基本的推动力。同时，人类又是最具社会性的群体动物，这又成为人类快速繁衍、快速进化的重要条件。这样，人类社会就必然存在个别利益与公共利益的矛盾统一：个别利益是公共利益的基础，没有个别利益就没有公共利益；公共利益是个别利益的共同部分，只有公共利益最大化，个别利益才能得到根本保证。只有在真正意识到自己的生命和利益受到严重威胁，不加入集体并共同维护集体利益最大化，就难以保证自己的基本利益的情况下，人们才会舍弃自己的小利益而更多的维护集体的大利益，“公有制、计划经济”的模式才能较好发挥作用，所以，才会出现“原始共产主义”的存在和“战时共产主义”的胜利。但一旦进入和平时期，没有强大外敌威胁，个人生存不成问题时，人们追求个别利益最大化的本性就会显现，战时共产主义的模式就会遭到越来越大的挑战。

从根本上说，人类制定的社会制度，没有不存在问题、挑不出毛病、一成不变的理想模式，只有最适合国情和发展阶段、利大于弊的最现实模式。国家既要把握人类社会发展方向、崇尚文明，又必须以人为本、符合实际，不能脱离特定社会政治条件和历史文化传统来抽象评判，不能盲目追求理想化的最佳模式或简单照搬照套发达国家的制度模式。对任何社会制度，都不能求全责备，而必须关注主流、顺应潮流、实事求是、趋利避害。

正是在以实践作为检验真理唯一标准，解放思想、实事求是的基础上，人们逐渐认清，共产主义是人类社会发展的必然方向，但却是遥远的目标，中国仍处在作为共产主义初级阶段的社会主义的初级阶段，而且社会主义初级阶段也需要很长的时间，所面临的社会主要矛盾仍然是人民日益增长的物质文化需求与落后生产力之间的矛盾，盲目追求高而纯的公有制、计划经济是脱离现实的，必须尽快改革，要加大考核和利益激励；需要对外开放，学习借鉴世界先进技术和文明成果，并以开放推动改革。

新中国成立后第一个 30 年经济社会的发展可谓“波澜壮阔”，从高速发展到濒临崩溃，高度公有高度计划使社会阶级和阶层（利益集团）消灭殆尽，巨大的变化和与国际社会的巨大反差，以及第一代主要领导人的去世，给改革开放奠定了基础，创造了条件。

二、1979–2009 年，第二个 30 年，中国启动改革开放，从濒临崩溃发展成为世界第二大经济体

党的十一届三中全会做出推动改革开放的重大决定，1979 年成为改革开放正式推行之年，到 2001 年正式加入世界贸易组织（WTO），吸引国际资本和产能大规模流入，推动中国经济快速增长，到 2009 年已经成为世界第二大经济体，40 年的历程中，成功穿越了 1989 年的政治风潮、1998 年东南亚金融危机与南方大水叠加、2008 年全球金融危机带来的三轮巨大冲击（基本上每十年一次，呈现出“10 年周期”特征），成为 21 世纪开启以来世界经济增长最重要的拉动力和稳定器，成为世界最大的贸易和外汇储备国，综合实国力和国际影响力迅猛提升。中国改革开放以来的简要历程与基本脉络



改革开放伊始,苏联尚未解体,以美国为首的西方资本主义阵营为抢夺市场,并增强对苏联的压力,张开双臂热烈拥抱中国。中国推行改革并主要是向西方发达国家的开放,推动东西方两大阵营原来相对平衡和尖锐对抗的世界格局开始倾斜。

当然,在改革开放初期,中国在发展方向、路径、模式等一系列问题上仍属于“摸着石头(有利于经济发展)过河”,充满争论和斗争。其中,改革,重点是经济体制改革,着重突破平均主义大锅饭的束缚,推动土地承包或利润承包,以利益作为主要驱动力,激发人们的生产热情,提高生产效率,推动经济加快发展。但这也必然涉及到整个国家管理体制机制的配套改革;开放,主要是向先进的发达国家开放,引进其先进的产品、设备、技术和管理经验,也意味着更多地学习借鉴其企业乃至社会管理的体制机制等,并以开放促进改革,以改革支持开放。但具体实施中又存在尺度把握的问题,存在原则、方向和路线的争论乃至斗争,最终聚焦于:是否彻底放弃公有制和计划经济,进而放弃共产党的一党执政,尽快转向美国式的“以私有制为基础、联邦分权管理、多党竞选执政(政府和军队需要独立于政党)、三权分立制衡”的模式,还是在继续坚持社会主义道路、坚持人民民主专政、坚持共产党领导、坚持马列主义毛泽东思想(即坚持“四项基本原则”)前提下推动改革开放,坚持公有制为主体或主导,坚持市场调节与政府调控相结合,走出不同于苏美两种道路体制的新型社会发展和国家治理的道路与模式。

1982年9月1日邓小平在《中国共产党第十二次全国代表大会开幕词》中提出:“把马克思主义的普遍真理同中国的具体实际结合起来,走自己的道路,建设有中国特色的社会主义,这就是我们总结长期历史经验得出的基本结论”。由此确定了改革开放要建设中国特色社会主义的基本方向。并相应提出:“韬光养晦、决不当头”。可以说,这是防止激化与苏联的矛盾,最大程度地争取国际资源,稳中求进,避免重大失误和失控现实而明智的选择。

但中国特色社会主义是一个全新的探索,在启动改革转型的非常时期,党和国家最高领导层的快速更替、社会长期压抑的不满情绪的迸发和利益调整产生新的社会矛盾、发达国家刻意灌输和推行其体制机制与国际规则等,不断激化社会

矛盾，以致在改革开放刚满 10 年的 1989 年 6 月就爆发了激烈的政治风潮和流血事件，引起国际社会的高度关注，中国改革开放进入十字路口。

这使中国迎来改革开放后第一次，也是决定发展方向和国家命运的重大危机与挑战。

但在这一关键时刻，1989 年 11 月东西方阵营直接对抗的阵线——“柏林墙”被推倒，东欧开始剧烈变化，进而苏联及南斯拉夫于 1991 年解体，东方阵营瓦解，美国成为世界唯一霸主。这种国际格局的剧烈变化，将世界矛盾的焦点从中国转走，大大缓解了中国的国际压力。更重要的是，苏联解体后，其社会格局剧烈变化，经济发展严重衰退，综合实力和国际影响力严重削弱，也给中国带来极大震撼和警示，使国内关于发展方向、发展路径的激烈争论乃至斗争趋于缓和。1992 年邓小平南巡讲话之后，“发展是第一要务、稳定压倒一切”被广泛接受，中国重新回到加快发展、扩大开放的道路之上，从 1993 年开始，经济发展明显升温，到 1995 年甚至出现严重的经济过热态势。

在这一过程中，从 1993 年开始，我国先后推动了财会制度深刻变革，财税体系深刻变革（修正改革开放初期推行的“拨改贷”、“利改税”的做法，实施“利税分流”和分税制，控制国家经济建设职能，强化公共管理职能和公共财政建设）、外汇管理体制重大变革，先后成立了三家政策性银行并着力推动中央银行、政策性银行、商业银行的职责划分和功能发挥，2005 年正式颁布了《中央银行法》、《商业银行法》和《预算法》等（当然，由于种种原因，这些法规的落实遇到很大困难）。

1995 年开始，针对经济过热问题，国家采取严厉的宏观调控政策，推动经济增长在 1996 年实现软着陆。

中国经济的高速发展和出口的扩大，加大了东南亚国家的出口压力，其前期国际资本和产能大量流入所形成的泡沫问题日益显现，最终爆发 1997 年东南亚金融危机，使东南亚国家，包括日本、韩国等遭受重创，并在世界范围内引起连锁反应，也对中国经济产生了很大影响。但此时的中国在金融领域尚未对外开放，外汇管制依然很严格，避免了国际资本大规模进出产生的影响。中国宣布人民币不贬值，为东南亚抑制出口及经济下滑做出了重大贡献，展示了一个负责任大国



的形象，人民币开始扩大在周边国家流通，中国在亚洲的影响力迅猛提升，赶超了日本。

同时，通过东南亚金融危机，也大大提升了中国对金融、对货币自由兑换和外汇跨境流动等方面重要性的认识，在 1998 年开启了一轮深刻的金融体制改革：成立中央金融工委，将国有金融机构的人事和组织管理从地方上收中央垂直管理，大大削弱了地方政府对金融机构，特别是银行贷款的行政干预；发行 2700 亿元专项国债用于补充四大国有商业银行资本金，大大提升了国有商业银行资本实力和抵御风险的能力；剥离商业银行附属业务，实施分业经营、分业监管，推动国有银行加快从专业银行向商业银行转化；成立四大资产管理公司，对口剥离四大国有商业银行不良资产 1.4 万亿元；清理严重的社会“三角债”（相互拖欠），强化信用管理；进一步区分政策性银行和商业银行等等，并继续保持和改善外汇管理，控制资金跨境流动。这推动中国金融体制和金融机构深刻变化、整体实力明显增强。

可以说，如果没有东南亚金融危机的冲击，我国金融体制改革难以推动并取得这样的成果。而没有这一轮深刻的金融体制改革，金融机构的品质和实力难以有效提升，恐怕也很难抵挡加入 WTO 之后外资金融机构的冲击，特别是全球金融危机的冲击。

在东南亚金融危机的影响尚未缓解之际，1998 年夏天中国南方又遭遇特大洪水，二者叠加，造成 1998 年下半年开始中国滞胀压力巨大。

东南亚金融危机和南方大水叠加，使中国迎来改革开放之后第二次重大冲击和挑战。

为此，中国积极寻求新的增长点，并从 1999 年开始，全面深化住房体制、教育体制、医疗体制改革（“三大改革”），从而推动国有资源大量转化为国有收入（土地、矿产等有形资源，以及各种专营权等无形资源转让收入，成为政府越来越重要的收入来源），政府进而扩大投资，增加金融机构和国有企业的资本金，金融机构和国有企业进而可以扩大贷款和融资，从而形成“资源变资本、资本加杠杆”的螺旋上升态势，推动中国经济在 2000 年开始止跌回升，呈现出加快发展良好局面。

与中国形势不同的是，东南亚金融危机爆发后，大量国际资本急于撤离并寻找新的去向，但中国金融没有太大开放，1998年俄罗斯爆发债务危机，拉美原本就不稳定的金融体系又开始剧烈动荡，日本遭受冲击、经济进一步下滑，欧洲以及非洲经济低迷依然缺乏吸引力，这迫使国际资本大规模涌入北美，其中，除一小部分流入加拿大外，绝大部分涌入美国。流入美国的国际资本，除一小部分流入房地产，推动美国住房价格从1997年开始步入上行通道之外，绝大部分涌入原本已经过热的网络产业，在推动美国经济金融异常繁荣的同时，也使网络产业的泡沫急剧聚集，最终于2000年10月造成纳斯达克崩盘，网络泡沫破灭，给美国经济金融带来严重冲击。为应对这一冲击，美国政府出台一系列法案刺激房地产发展，美联储也从2001年初开始大幅度降低联邦基准利率，这在推动房地产加快发展、缓解经济下行压力的同时，也为其后的次贷危机埋下了伏笔。祸不单行的是，2001年美国又遭遇令人震惊的“9.11恐怖袭击”，使美国的反恐局势陡然紧张，美国很快发动了阿富汗战争和随后的伊拉克战争，其投资环境明显恶化，国际资本开始外流，美国经济陷入低迷。

2000年网络泡沫破灭之后，放眼全球，产能和流动性过剩问题已经显现，世界经济整体低迷，急需寻求新的增长点和拉动力。恰在此时，中国成为最大亮点，吸引了全球最大的注意力。

正是在世界格局深刻变化，世界需要中国的大背景下，在中国从改革开放初期就一直申请加入“关贸总协定”（后来转变为WTO）的情况下，WTO组织也做出适当让步，中国在2000年10月被接受，2001年12月正式加入WTO，进一步扩大改革开放，吸引大量国际资本和产能投到中国，推动中国很快成为新的“世界工厂”，成为世界经济增长新的“火车头”，带动大宗商品价格快速回升，催生出“金砖五国”等快速发展的新兴经济体。进入21世纪，正是在中国的带动下，全球经济又迎来一轮新的发展高潮。

中国等新兴国家的加快发展，在推动全球经济新一轮发展高潮的同时，也使得世界范围内产能过剩和流动性过剩隐患更加突出，并推动世界经济发展的格局发生明显分化：以中国为代表的新兴经济体加快发展，而以美国为代表的发达经济体，如七国集团（G7）的发展陷入低迷，双方经济总量的巨大差距逐步缩小并于2005年之后趋于逆转。



其中，美国在“9.11 恐怖袭击”后，投资环境恶化，加之新兴经济体更具吸引力，造成大量资本外流。同时，随着全球大宗商品价格快速上涨，美国的低利率政策难以维持：自 2001 年初开始，联邦基准利率从 6.5% 一直降低到 2003 年 6 月的 1%，创下美联储成立以来的历史新低。这推动美国房地产价格快速上升，进而推动贷款控制标准不断降低，次级按揭贷款快速增长，在此基础上，次级按揭贷款证券化产品大规模涌现并不断演变成越来越复杂的多重嵌套的结构性产品。但自 2004 年 6 月开始，随着全球经济复苏和大宗商品价格上涨，美联储被迫提高联邦基准利率，到 2006 年 6 月提高到 5.25%。这使得美国住房贷款的还本付息成本越来越高，再叠加资本外流，住房需求下降的影响，到 2006 年 9 月末，住房价格触顶回落，进而引发很多次级按揭贷款到 2006 年底出现大规模不良，住房贷款公司开始破产倒闭。到 2007 年 7 月，由次级贷款支持的证券产品（MBS）及其衍生品（CDS、CDO 等）出现大规模兑付违约，引发所谓的“次贷危机”。到 2008 年 9 月，次贷危机进一步引发美国全面的金融危机，并迅速蔓延成为全球范围的“百年一遇”的金融大危机，造成全球经济大衰退。

中国加入 WTO 之后，国际资本和产能的大规模流入，推动中国快速发展成为新的世界工厂，已经高度融入全球化大潮之中，全球金融危机爆发引发世界经济严重衰退，中国也不可避免的受到巨大冲击。

这成为中国自改革开放以来遇到的第三次重大冲击和挑战。

幸运的是，全球金融危机爆发后，世界主要经济体吸取上世纪“大萧条”爆发后政府没有及时干预造成局面持续严重恶化的教训，20 国集团（G20）联合采取力度空前的救市行动。其中，中国更是体现出体制优势，迅速转变宏观调控方向，从之前不断采取强力措施重点抑制经济过快增长，转而快速推出大规模经济刺激计划，在主要经济体中率先止跌回升，成为世界经济最重要的稳定器和推动力，一跃成为世界第二大经济体，央行外汇储备快速扩张，国际影响力迅猛提升，以致于有人提出中美两国集团（G2）的概念。可以说，中国再次成功穿越了全球金融危机，呈现出国运昌盛的态势。

三、2009-2039 年，第三个 30 年，还在进行之中，但已呈现出令人充满遐想的发展态势，中国完全有可能在此期间成为世界第一大经济体

全球金融危机爆发，意味着世界范围内产能和流动性过剩已经非常严重，考虑到世界上已经难以再找到像中国改革开放所提供的巨大市场和推动力，世界人口增长已经进入瓶颈，地球自然环境的承受能力也濒临极限，全球化带动的产能和流动性过剩已经积重难返。危机爆发后，大规模的救市运动继续扩大产能和流动性投放，推动全球范围负债水平急剧抬升，投资品价格大幅度攀升，贫富差距快速拉大，社会矛盾异常尖锐，地域政治冲突频繁爆发，风险隐患没有消除反而更加聚集，但潜在的政策资源已经消耗殆尽，世界经济处于整体低迷、此起彼伏非常脆弱的状态，尽管 2017 年世界经济出现明显的回升态势，但基本上还是建立在扩大投放、扩大负债的基础之上的，表面光鲜之下，隐藏着诸多风险点，在金融危机爆发 10 周年之际，2018 年 2 月开始资本市场、主要货币汇率、新兴的数字货币价格等大幅波动，不少征兆让人不免对再次爆发新的更加严重的金融危机和经济衰退感到非常担忧。

2018-19 年又成为世界和中国一个非常敏感的危机“十年周期”点！

从中国的情况看，改革开放 40 年，国内和国际环境已经发生了极其深刻的变化，改革开放、国家发展又到了一个必须做出重大抉择的关键时期。

中国在大规模经济刺激之后，依靠传统的扩大投资和贸易、高度消耗资源和环境的发展模式难以为继，2011 年下半年开始，经济增长下行压力日益显现，经济结构调整转型、经济增长速度换挡、增长动能新旧转换等相互叠加，改革开放以来高速增长、包容式发展所掩盖的深层次矛盾加快暴露，中国已经进入一个非常关键的转型调整期。从 2014 年下半年开始，资本大量外流、外汇储备快速减少，人民币加快贬值，原有的调控模式、发展方式越来越难以适应。在这种情况下，中央及时提出经济增长“新常态”的概念，强调不再追求两位数的高速增长，转而着力推动发展方式转变、经济结构调整、发展质量提升。但“新常态”应该是什么状态，所对应的新路径、新模式、新的调控方式等尚需时间探索，原有的模式、路径和调控方式难以马上转变，问题的积累仍在继续，直到 2017 年，重大政策转变才真正开始。十九大确立了中国特色社会主义新时代、新思想、新方略，极其关键和重要，但其具体落实还需要细化方案和一定的时间，也必然需要配套推动党和国家管理体制、组织架构和干部队伍的深刻调整，加快国家治理系统和治理能力现代化建设。与此同时，我国社会主要矛盾也发生重大转变，由原



来“人民日益增长的物质文化需求与落后的社会生产之间的矛盾”，转变成为“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”，“人民美好生活需要日益广泛，不仅对物质文化生活提出了更高要求，而且在民主、法治、公平、正义、安全、环境等方面的要求日益增长。”这是关系全局的历史性变化，其中有非常深刻的社会背景，对党和国家工作提出了许多新要求。

从国际大环境上看，中国已经从站起来、富起来到强起来、开启了从全面建设小康社会迈向全面建设社会主义现代化强国的新征程，从处于苏美两极对抗之中存在很大运作空间，转变为步入国际社会“坐二望一”的特殊位置，过去坚持的“韬光养晦”已经没有多少回旋余地，美国特朗普新政刚刚开始，国际地缘矛盾更加激烈，国际大环境深刻变化，全球治理体系和国际秩序变革加速推进，这都将对中国的发展稳定产生深刻影响。世界格局的剧烈变革，也会不断激化国际矛盾，甚至引发主要国家之间的尖锐矛盾或直接对抗。这就像 20 世纪之初美国的强势崛起，推动世界格局剧烈变化，在 20 世纪上半叶经过剧烈调整（中间爆发了两次世界大战和一次经济金融大危机）才达到新的相对平衡一样，21 世纪上半叶必定也是一个剧烈震荡的世界格局变革调整期，对可能爆发的尖锐矛盾和极其严峻事件，要有充分的心理和应对准备。

由此，中国的改革开放和社会发展已经进入了一个全新的阶段，亟需有新的指导思想和发展方略。其中，2017-2019 年将成为非常关键的转型调整期，这期间，即使调整的方向非常准确，但如果调整的节奏和力度把握不好，调整过度、转变失控，也会出现严重的问题，造成极大的影响。在世界经济金融乃至政治局势复杂多变的情况下，这确实需要对可能的风险和新一轮巨大冲击高度警惕！当然，中国发展面临诸多挑战，困难和问题确实不少。但是，放在全球范围看，中国的问题并不是最严峻的，中国仍属于发展中国家，仍处于工业化、城市化、信息化加快发展的过程之中，改革开放、提升消费等方面的潜力和政策可调整的余地非常大，中国仍保持较高的利率水平、法定存款准备金率、世界最大的外汇储备等，网络化信息化发展也为中国的发展提供了极其优越和难得的机遇和条件，中国的发展对世界经济的影响依然很大。如果中国经济发展出现问题，世界经济发展将面临更大压力。

特别令人振奋的是，党的十九大在深入分析、准确把握国际国内局势变化的基础上，明确提出了中国特色社会主义的新时代、新方位以及与之对应的新思想、新方略，做出了一系列让人信服的重大决策和战略部署，非常及时，极其重要，这让人对中国特色社会主义的道路、理论、制度、文化充满信心，对中国全面建设社会主义现代化社会主义强国的发展前景充满信心。

纵观全球，展望未来，依然是“世界剧烈变化，中国风景独好”。

这让人们更加有理由相信，在 2039 年前，中国完全可能成为世界第一大经济体。

当然，所谓“世界第几大经济体”是按照年度 GDP 进行排名的，而年度 GDP 最大，并不代表一个国家历史累积财富的综合实力与国际影响力就同步成为世界最强。实际上，美国在 1890 年前 GDP 就已经超过英国成为世界第一大经济体了，但其综合实力与国际影响力并不能与英国同日而语，英国仍是世界头号强国。直到第一次世界大战之后，美国的国际影响力才逼近英国，但之后的“大危机、大萧条”又使美国遭受重创，直到第二次世界大战爆发，美国的综合实力和国际影响力才超过英国，特别是 1944 年布雷顿森林协议确立美元作为国际中心货币的地位之后，才彻底拉开了与英国的距离。美国从 GDP 超越英国，到综合实力和国际影响力超越英国，经历了 60 年左右的时间。由此，即使成为世界第一大经济体，中国要全面建设社会主义现代化强国，还需付出更多努力。

四、展望未来，在第四个 30 年，中国有望实现综合实力和国际影响力世界领先

新中国成立以来，现在已经跨进第三个 30 年发展阶段。中国改革开放 40 年，成功穿越了十年一轮三次重大冲击和挑战，创造了巨大的发展奇迹，在增强中国综合实力和国际影响力的同时，不断发展完善和增强中国特色社会主义的影响力，在世界上高高举起了中国特色社会主义伟大旗帜，推动世界格局发生极其深刻而剧烈的变化。2008 年全球金融危机爆发，推动世界格局由量变进入质变阶段，世界的中心开始向中国转移，中国的崛起呈现出令人震惊、势不可挡的态势。这些成果的取得，都不是天上掉馅饼凭空得来的，“幸福是靠拼搏得来的”，可谓“三分天注定，七分靠打拼”！



展望未来，党的十九大确立的“新时代、新思想、新方略”让人有理由相信，在之后的第四个 30 年内，即在 2069 年之前，中国有可能成为综合实力和国际影响力世界领先的现代化头号强国。

这样，中华民族就将迎来从站起来、富起来到强起来的伟大飞跃，迎来实现中华民族伟大复兴的光明前景，中国特色社会主义将成为人类社会非常重要的新道路、新模式，“给世界上那些既希望加快发展又希望保持自身独立性的国家和民族提供全新选择，为解决人类问题贡献中国智慧和方案。”“中国特色社会主义是改革开放以来党的全部理论和实践的主题，是党和人民历尽千辛万苦、付出巨大代价取得的根本成就。在中华人民共和国发展史上、中华民族发展史上具有重大意义，在世界社会主义发展史上、人类社会发展史上也具有重大意义。”

这样，21 世纪将成为中国的世纪，就像 20 世纪成为美国的世纪一样。

在这种剧烈变革时代，中国对国际国内大形势的把握是否准确，战略与策略的选择是否得当，就变的格外重要。中国崛起的新时代刚刚开始，仍处于重要战略机遇期，前景十分光明，但面临的挑战将更加突出，特别是要承担更大国际义务，促进全球治理体系变革，构建人类命运共同体，还将面临更多的国际局势变化的挑战，必须始终坚持着眼全球、求真务实、稳中求进，为实现推进现代化建设、完成祖国统一、维护世界和平与促进共同发展三大历史任务，为决胜全面建成小康社会、夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利、实现中华民族伟大复兴的中国梦、实现人民对美好生活的向往继续奋斗！

弥补监管空白，防控金融风险 “2018 两会” 经济金融提案精选

刘伟：所谓速度和质量，就是把速度放在质量的基础上，高质量发展阶段并非不要速度

据中国经济网报道，对于中国经济的高质量发展，全国政协委员、中国人民大学校长刘伟认为，微观基础是经济增长和经济发展一定要建立在生产要素、生产力、全要素效率的提高之上，而不是靠要素投入量的扩大；中观上，是建立在结构升级、效率变化后带来的一个直接结果之上，带动整个国民经济结构升级，包括产业结构、市场结构、区域结构，资源配置的结构效益是把该用的资源配置到最需要的领域、部门、地区去；在结构效益的基础上，到宏观层面，就是整个经济增长的一种均衡发展。

周小川：金融控股必须强调资本真实，资管产品需进一步规范

据新浪财经报道，中国人民银行行长周小川针对金融控股公司监管答记者问时表示，社会上出现了一些金融控股行为也酝酿了一定的风险。对金融控股公司的监管仍在逐步探讨之中。社会上存在循环出资、虚假出资的状况，针对金融控股公司会制定一些基础的规则。金融控股必须强调资本真实，金融控股股权和受益所有人结构需要保持透明。要加强对金融控股公司关联交易的管理，将加强对关联交易的监管。对于金融控股公司目前已经起草了一些基本规范文件，未来会参照国际经验和规范等具体情况有具体的考虑。

对于正在酝酿中的统一资管新规，周小川提到，资管业务是一种正常的发展，但是中间也有一些不规范的地方，比如有一些类似的产品规则不太一致，另外也有一些冒牌的，打着一个名义来做的（资管产品），实际上做的是其他事情，因此也确实存在一些漏洞。“在这种情况下，会对资产管理行业进行规范化管理。

陈雨露：多层次资本市场建设还有很多空间



据中国经营网报道，中国人民银行副行长陈雨露在参加经济界别小组讨论时，针对委员提出的希望加强多层次资本市场的方面，陈雨露表示，直接融资市场的发展，特别是股权融资市场的发展，还有很大的空间。“优化我国宏观融资结构是一个非常急迫、责任很大的任务。只有融资结构更加合理，才能避免、缓解我国不断出现的宏观债务周期，也才能更好的支持实体经济的结构优化发展。”在守住不发生系统性风险方面，就央行任务来讲，陈雨露认为，创造适宜的货币和金融稳定环境，这是十九大交给央行非常重大的任务。“为维护住宏观金融稳定这一目标，需要有效的工具”，陈雨露指出，所以十九大赋予央行货币政策加宏观审慎政策，这一新的工具体系来指向这个任务，如何贯彻落实是一项紧迫的任务。

潘功胜：金融控股监管空白，尽快公开资管新规

据新浪财经报道，IMI 顾问委员会主任、中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜在答记者问时表示，在中国分业监管的模式下，金融控股公司的监管在规则上存在空白，监管主体也不明确。金控股份公司的监管规则重点要落实行为监管，要实质重于形式。要强化整体的资本监管，建立并表的监管机制，防止虚假出资、循环出资等等短期行为。要严格股权管理，股权的架构和组织的架构要清晰，股东和受益人应该都是比较透明的。要强化关联交易的管理，要在金融机构和控股公司之间，以及其他的产业之间建立防火墙制度等等，现在，人民银行正在会同相关部门，制定关于金融控股公司的监管规则。同时关于资管新规，去年 11 月已经公开向社会征求的意见，也会同了相关部门进行了研究和吸收，考虑规则的时，会考虑怎么化解资管行业目前存在的风险和对金融市场的影响，会在其中寻找一个很好的平衡，会尽快向社会公开。资管新规收集了意见，监管部门对其中合理的部分进行吸收。央行正在会同相关部门进行修改，会尽快公开资管新规。

郭树清：提高金融风险识别意识，防范金融欺诈

中国银监会主席郭树清在答记者问时表示，去年对银行业市场进行了整治，重点是治乱象，补短板，聚焦在同业、理财、表外业务上，效果总体很好。同业资产和负债都大幅度下降，理财增长也很缓慢，到1月份同期增长1%，表外业务收缩，野蛮生长的产品开始停止，最近来看，包括信托贷款、委托贷款都在减少，银行资金脱实向虚的趋势基本得到遏制。去年银行业对实体经济贷款增长了12.6%，达到了14万亿，这个是在银行业资产只增长了8.7%的背景下发生的，对小微和三农贷款均超过30万亿，制造业贷款扭转了负增长，对基础设施棚户区改造增长都很好。去年GDP增长6.9%，银行业做出了应有的贡献。

首先，银行是防范金融风险攻坚战的主战场，银行规模大，重点要强调杠杆率稳定下来。企业、政府和居民家庭部门的杠杆率都需要降低，但是对居民家庭杠杆率的警惕性不够，这方面的增长的趋势非常快。其次，必须坚决制止违法违规活动。希望媒体密切配合，普及金融知识，提高老百姓对金融风险的识别意识，防范金融欺诈。最后继续聚焦在影子银行上，包括同业、理财、表外、交叉金融风险。

王兆星：目前正在抓紧制定资管新规的银行理财配套文件

据上证报报道，IMI顾问委员、中国银监会副主席王兆星在答记者问时表示，待资管新规正式稿出台后，银监会将抓紧制定相应实施细则，加快完善相关文件，使银行产品在金融体系中发挥健康作用。在政协经济界联组讨论会上，针对来自企业的政协委员提出的银行贷款授信、交叉违约风险处理等具体问题，王兆星一一作了回应。他表示，银行业在加大力度治理金融乱象、更好地防范金融风险的同时，也要通过支持改革创新来增强银行业服务实体经济的能力，实现银行业自身和企业的高质量发展。他指出，应在对银行的指引中要求，一定要根据企业的实际需要、项目的实际建设和生产周期，合理安排贷款期限，不应把长期贷款需求安排成短期资金贷款，增加企业成本、带来负担。在银行对企业拨备、贷款质量认定方面，王兆星指出，要充分考虑贷款抵押品的价值，在这方面已经给予高度关注，近期专门出台关于抵押品的评估管理办法，使得企业通过抵押品来增强抵御风险的吸收损失能力，也可以使银行增强对企业的信心和放贷能力。



赵海英：引入 CDR、推进资本市场供给侧改革

IMI 学术委员，全国政协委员，中国投资有限责任公司首席风险官赵海英在本次“两会”上提出了一份题为《引入 CDR（中国存托凭证）推进资本市场供给侧改革》的提案。她提出在中国新经济企业“境内赚钱、境外分红”的尴尬局面下，建议引入 CDR（中国存托凭证）制度，为中国资本市场提供更多的优秀投资标的。

在我国当前资本市场的投资者结构仍不合理的背景下，高科技企业境内上市面临的法律环境障碍和过度投机炒作问题两大问题。因此，在我国引入 CDR（中国存托凭证）制度，具有诸多优势：第一，可以为我国资本市场提供更多的优秀投资标的；第二，不需要高科技创新公司拆解 VIE 结构，不违背目前法律，比较容易操作；第三，有利于机构投资者的发育和资本市场功能的完善，推进资本市场的供给侧改革。

具体建议有几点：一是引入 CDR 机制。二是加快养老金、退休金等长期资金的入市和专业化投资管理，改善投资者结构。三是引入境外的优秀资产管理公司，提升我国资本市场对高科技企业定价能力，也为我国的机构投资者提供更好的观察和学习机会。

庄毓敏：三大金融风险基本可控，楼市并非系统性风险重灾区

据华夏时报报道，IMI 学术委员、全国人大代表、全国人大财政经济委员会委员、中国人民大学财政金融学院院长庄毓敏认为银行的不良资产主要并不在房地产领域。她指出，金融风险在哪个国家都存在，中央把防范金融风险作为三大‘攻坚战’之一就说明了问题，确实存在金融风险，并且一定程度上比较严重；但是，中央提出了‘守住不发生系统性金融风险’这个底线，总体上看，金融风险是可控的。中央也出台了很多措施，都是在提前化解风险。企业杠杆率、地方政府债务、银行业不良资产是我国金融风险主要存在的三个领域。

对于地方债务问题，庄毓敏认为地方债的多少要两面看，地方承担了经济发展的责任，那支出就可能很大，但地方政府同样有很大资产，绝不能单独看负债数据那一方面，看资产负债表不能单纯看负债率。从国家层面的角度看，我们的

赤字率一直控制得很好，跟美国甚至很多国家比是非常低的；所以，不要一谈债务就去过分地解读。庄毓敏认为需要更关注国家怎么能够顺利转型成功，特别是新兴产业的动力问题。经济发展中，出现问题是必然的。我们面临着经济新旧动能转换，再加上处于改革深化时期，2017年经济增长还能达到6.9%，世界上没有第二个国家能做到。经济发展健康了，风险也就慢慢化解了。

郑之杰：应建立互联网金融长效监管机制

据金融时报报道，全国政协委员、国家开发银行行长郑之杰认为通过互联网与金融的深度融合，互联网金融促进了普惠金融发展，提高了金融资源配置效率，特别是为服务中小微企业及个人移动支付提供了极大方便。但同时，也增强了金融市场风险的涉众性与复杂性。目前，互联网金融行业规范发展态势已初步形成，但监管长效机制尚未建立。

郑之杰在提案中建议，应建立长效监管的发展机制，使互联网金融形成在“规范中发展，发展中规范”的良性循环，既提高其服务实体经济的效率，又要防范引发系统性风险。一是以多元化方式促进互联网金融基础设施建设，完善互联网金融统计监测。在网联、百行征信基础上，加快建设互联网金融信息系统；参照金融行业的规范标准，运用互联网思维，滚动完善互联网金融事前、事中、事后的全方位统计监测；在互联网核心系统和核心技术领域形成国内的网络闭环，防范境外风险。二是建立互联网金融长效监管机制，促进长期规范有序发展。以分步走战略推进互联网金融专项立法，从法律层面保障互联网金融的经营和监管；建立中央和地方监管协调机制，充分发挥地方作用；以行业自律来弥补监管资源不足的现状，提升互联网金融行业整体从业水平。

白鹤祥：应尽快制定金融控股公司法

在十三届全国人大一次会议记者会上，央行行长周小川表示，社会上出现了一些金融控股行为，也酝酿了一定的风险。对金控公司的监管规则还在初步探索之中。据21世纪经济报报道，全国人大代表、中国人民银行西安分行党委书记、行长白鹤祥提交关于尽快制定《金融控股公司法》（下称“金控法”）的议案，



并在议案中附上了金控法的立法框架和建议稿。他认为，与金融控股公司快速发展的现状相比，立法与监管存在明显短板，导致其风险难以得到有效防范和化解。建议金控立法应确立央行对金控公司的伞型监管制度框架中的核心地位。白鹤祥谈到了当前结构性货币政策，为配合国家战略实施和结构性调整，在一定时期、针对特定领域实施的结构性政策很有必要。

曹仁贤：以绿色信贷降低可再生能源项目成本

据中国经济网报道，全国人大代表、阳光电源董事长曹仁贤认为，发展可再生能源产业是推进绿色发展、建设美丽中国的重要支撑，有助于我国经济社会的转型升级。目前，我国的可再生能源应用仍然面临着成本偏高的掣肘。“十三五”期间，我国可再生能源领域的新增投资资金需求量很大，而目前应用到可再生能源项目的绿色信贷额，还远不能满足可再生能源项目的资金需求。

曹仁贤代表建议，定向降低可再生能源项目的融资利率，同时提高绿色信贷在可再生能源项目中的投放额度。人民银行针对可再生能源项目采取差异化的存款准备金制度，可采取定向降准方式，对于在可再生能源项目投放比例比较高的银行业金融机构，适当下调其存款准备金率，从而提高这些机构在可再生能源项目的绿色信贷投放额度

范小云：部分非金融企业金融化 成风险防控薄弱环节

据21世纪经济报报道，民进中央今年向全国政协提交了《关于防控我国金融系统性风险的提案》，建议改革监管治理机制，完善统筹协调监管机制。提案背后的主笔者全国政协委员、南开大学金融学院常务副院长范小云教授认为，金融系统性风险是宏观风险、整体风险，意图确保每个微观机构安全的监管政策或举措，不是必然能够防控整体的风险。在加强微观监管的同时，还要注意三方面内容。首先，一定要考虑监管方法对整个金融系统的影响，而不仅是局限于对个别金融机构或金融分行业的影响。其次，我国过去几年的创新业务模式或为绕过监管，或为创造流动性，或为风险分层等，在加强监管时不能一概而论，更不能

为了管理逃避监管型业务，而引发流动性系统性风险。最后，力度和时机不恰当的竞争性监管，可能会引发导致流动性匮乏的系统性风险。

非金融企业“金融化”现象，令我国金融体系的复杂度更高。由于其风险具有隐蔽性，且不透明的特点，导致我国金融体系的风险互相传递、关联、嵌套、传染。所以，这些企业也像系统性重要机构一样，具备规模太大、与金融机构（市场）联系太紧密的特点，属于系统重要性企业。应该将其纳入金融系统性风险管理体系，对其进行关注和管理，要求其提高公司治理水平和风控能力，并提高信息披露要求（特别是非上市企业），提高其透明度。

消失中的货币

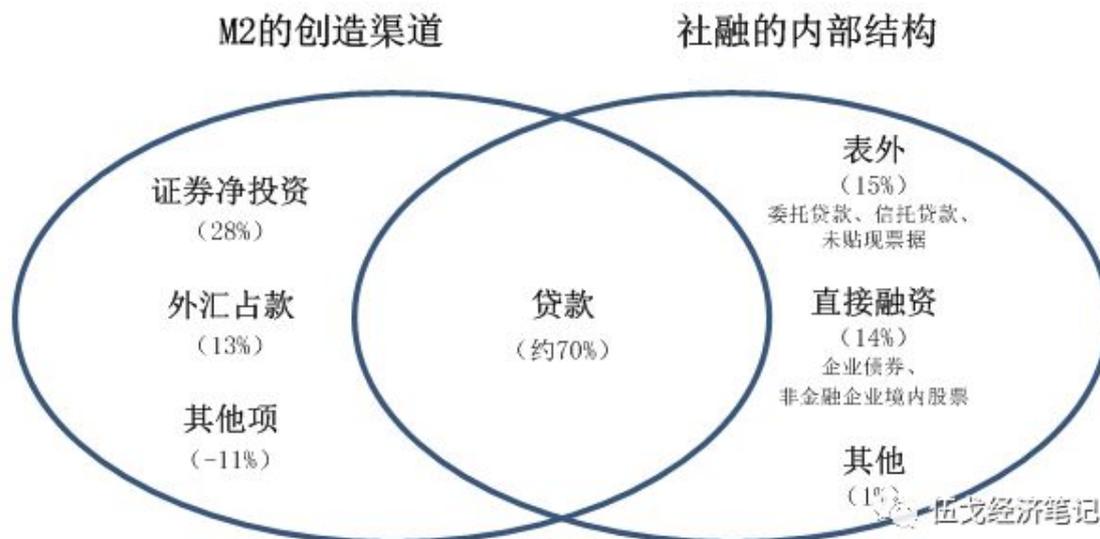
伍戈¹

一、引言

坚持多年的货币数量目标消失于今年的政府工作报告之中，但这些指标（广义M2、社会融资规模）对于我们感知货币松紧以及经济冷暖仍有不可或缺的参考价值。缺失既定目标约束的货币数量未来究竟何去何从，这直接关乎宏观经济大势和资本市场方向。

2018年政府工作报告中GDP目标较去年持平，在总需求保持平稳韧性前提下，货币供给最终决定货币数量。仔细研究有关供给的影响因素，有助于预判未来货币数量的趋势。尽管M2与社融统计方式有所差异，但都受到货币政策与金融监管等供给因素的影响，值得深入剖析。

图1：M2与社融受货币政策、金融监管等因素的影响



来源：Wind，华融证券

注：1、上图数据为各部分占比的最新数据；2、M2创造渠道中的贷款比社融口径中的贷款多出对非银金融机构贷款的部分，但非银贷款占比不大；3、M2中的其他项是财政存款等项目，为M2的负向拖累

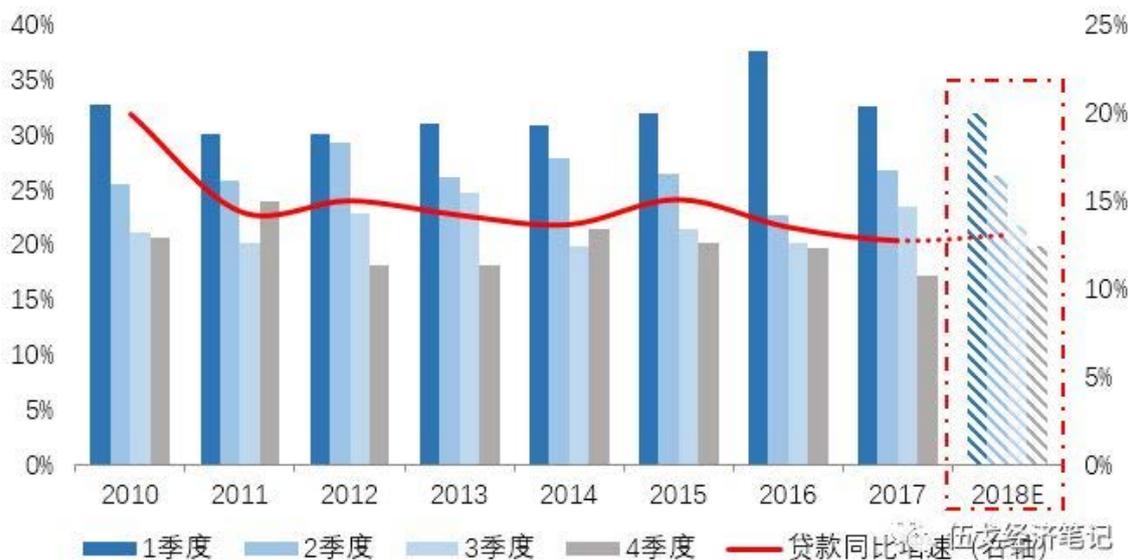
¹ 伍戈，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、华融证券首席经济学家

项。

二、消失中的货币：M2未来何处去？

贷款是M2创造渠道以及社融内部构成中规模最大的部分，其扩张程度直接影响货币数量的演进方向。近期银行资金“表外转表内”、拨备率下调等监管措施有助于信贷边际扩张，但信贷总闸门最终由央行控制，更多取决于货币政策立场。回溯历史不难发现，尽管2010年以来GDP不断下滑，但人民币贷款余额的年度增速都维持在13%左右水平，可见央行的信贷调控十分稳健。当然，在商业银行“早投放、早受益”的理念下，信贷投放年内具有显著的“3-3-2-2”季节性节奏规律。结合今年开局的信贷数据及历史规律，预计全年人民币贷款余额增速或将维持在13%左右。在经济提质减速及防风险的基调下，信贷增长总体保持平稳，难以超预期。

图2：2018年贷款增速有望整体平稳难超预期



来源：Wind，华融证券

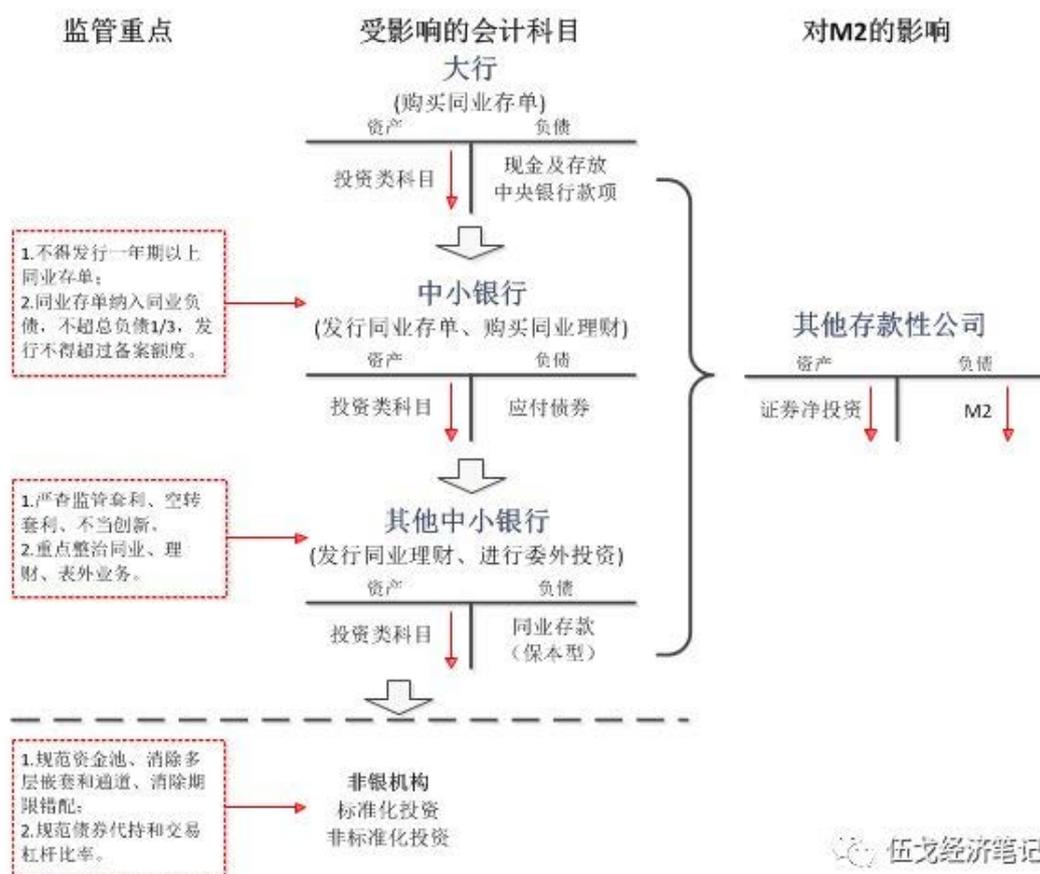
注：1、上述图例中的“1季度”代表1季度新增信贷占全年新增信贷占比，以此类推；2、贷款同比增速为存量年度同比增速；3、2018年信贷增速是依据今年1,2月信贷数据以及历史信贷投放规律计算的估算值。

商业银行的资产扩张是M2派生创造的源泉。统计意义上讲，M2表征的是《其他存款性公司概览》的负债方，即由商业银行资产负债表的负债方并表汇总而来。在信贷有望保持相对平稳增长的背景下，2018年引起M2变动的主要矛盾仍在商



业银行资产方的证券净投资科目。未来对资金空转、多层嵌套、消除通道等监管措施有望持续，商业银行“同业存单—同业理财—委外投资”链条继续收缩，从而使证券净投资继续收缩并拖累M2。

图3：严监管下银行资产端扩张仍将受限，信用派生难言强劲



来源：华融证券整理

注：1、上图中“监管重点”摘自2017年以来对商业银行资产端产生影响的各监管法规的梳理结果；2、非保本型同业理财不计入发行行表内，而是计入购买行表内且派生货币。

具体地，对同业存单业务来说，金融机构不得发行一年期以上同业存单，部分银行同业存单纳入同业负债管理，发行额度不超过总负债1/3，且不得超过年初备案额度，有关业务未来将继续收缩。对同业理财业务来说，由于受到央行广义信贷考核约束及银监会同业、理财等整治行动约束，未来扩张势必承压。对委外投资来说，尤其受到资管新规中消除通道、严禁期限错配、规范资金池等规范制约，叠加302号文对标准化投资严格规范，委外投资规模料将继续下滑。可见，

同业业务收缩下证券净投资将继续承压，综合考虑到去年低基数效应，2018年M2或将呈现低位震荡态势。

图4：同业收缩下证券净投资继续承压，M2或将低位震荡



来源：Wind，华融证券

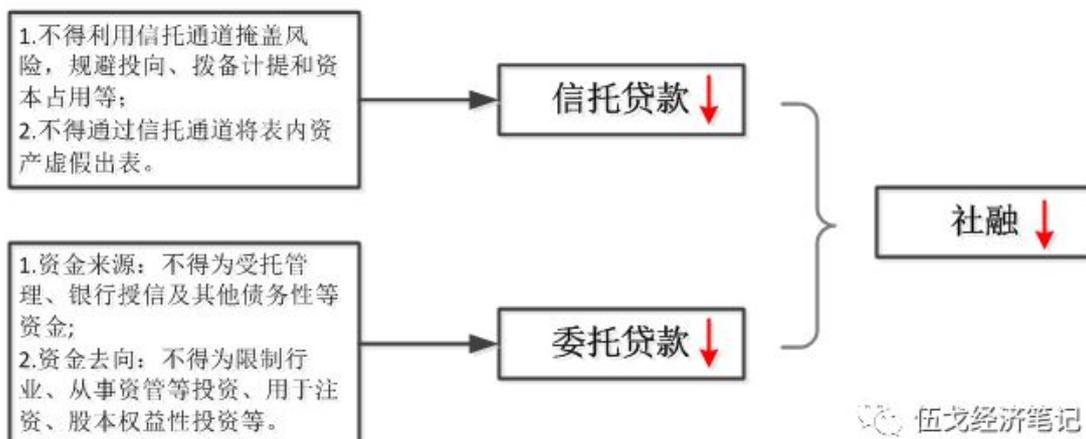
三、消失中的货币：社融未来何处去？

从社融的内部结构来看，如果新增人民币信贷整体平稳，那么表外融资（信托、委托贷款）的变化将是影响社融变化的主导因素。具体地：从信托贷款来看，《关于规范银信类业务的通知》要求银行不得利用信托通道掩盖风险实质，禁止通过信托通道将表内资产虚假出表，从一定程度上堵死了银信合作中的通道类业务。过去一年迅速扩张的信托贷款已于今年1月份见顶回落，我们预计在此监管政策影响下，未来信托贷款增速将继续回落；从委托贷款来看，2018年1月颁布的《商业银行委托贷款管理办法》主要从资金来源、资金用途以及委托人职责等方面做了严格限制，预计委贷未来也将延续下滑趋势。综上，基于信托、委托贷款继续受限，预计全年社融增速回落至10%左右。

图5：信托委托贷款加强规范，社融增速趋于回落



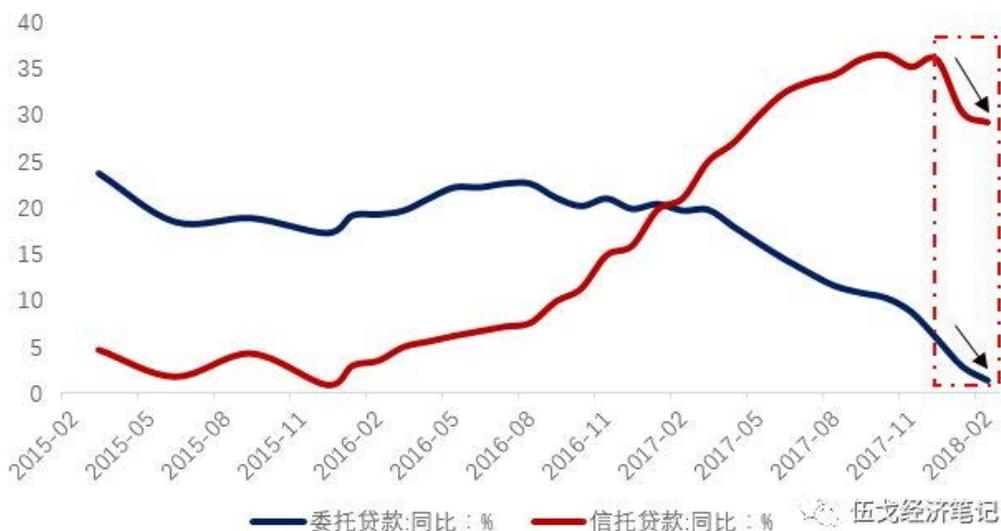
监管重点



来源：华融证券整理

注：上述“监管重点”摘选自2017年12月银监会发布《关于规范银信类业务的通知》（55号文）及2018年1月银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》等。

图6：委托、信托贷款同步萎缩，社融增速持续下行

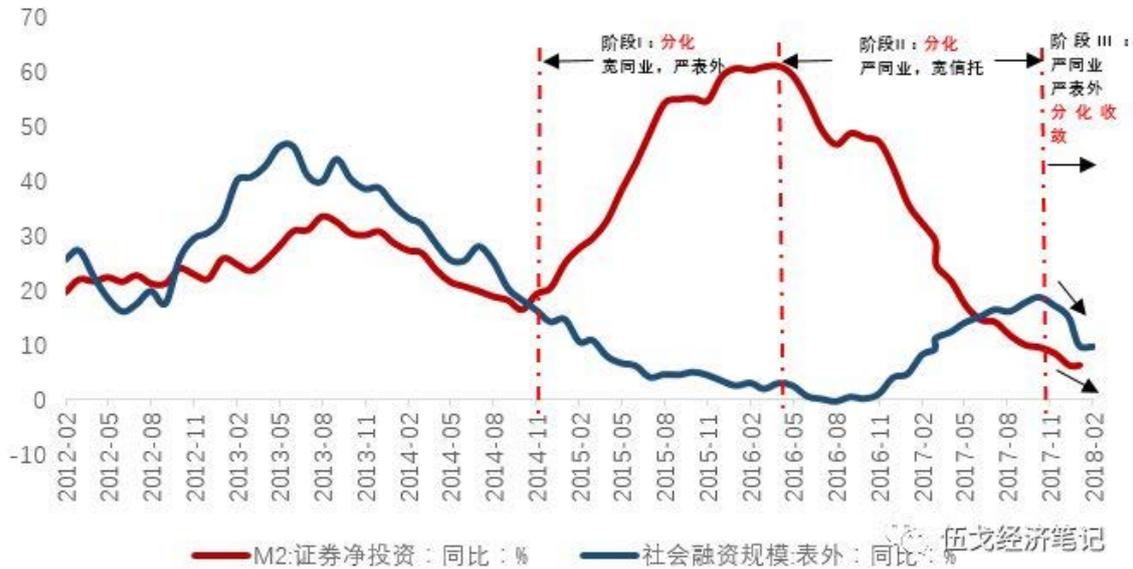


数据来源：Wind，华融证券

过去一年令市场感到困惑的是，在如此强的金融监管下，M2不断创新低但社融仍保持相对强劲。由于表内信贷增速较为稳定，造成M2和社融增速分化的主要矛盾并非表内信贷，而在于不同时期金融监管重点的差异导致证券净投资（主要影响M2）和表外融资(主要影响社融)的走势出现了分化。值得一提的是，此处及下文的“表外”是指纳入社融统计的“狭义表外”的概念。具体地，可将2014

年以后的金融监管政策划分为三个阶段：

图7：监管重点的时间差异使得此轮M2先于社融回落



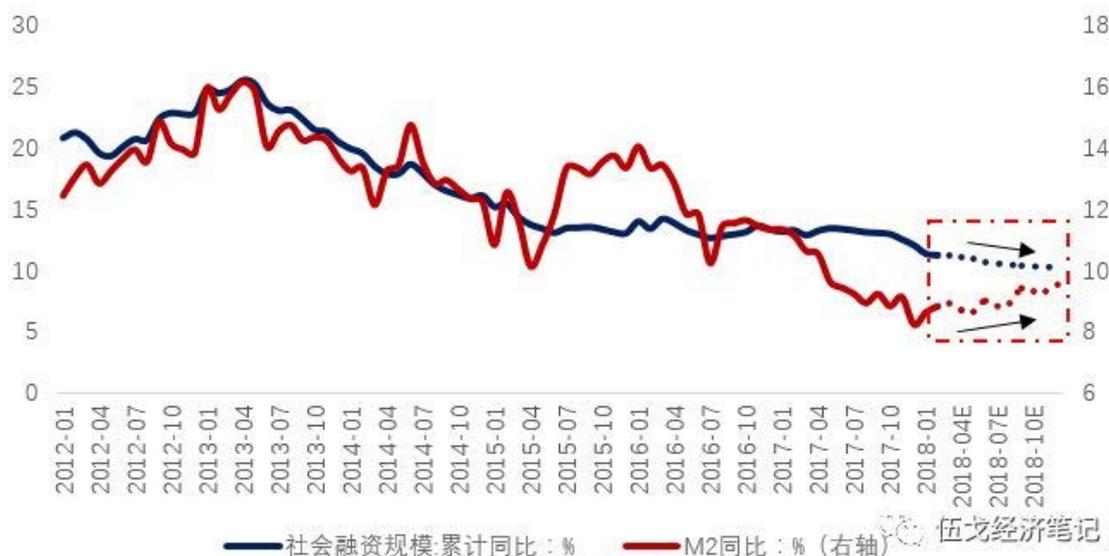
来源：Wind，华融证券

第I阶段“宽同业，严表外”：2014年底至2016年1季度监管层鼓励非银创新证券和基金子公司资管业务以及同业存单业务，此时证券净投资迅速扩张，M2增速快速上升。但与此同时，银信合作政策高压下信托业务迅速萎缩加之委托贷款严监管，社融增长明显乏力。

第II阶段“严同业、宽信托”：2016年1季度至2017年底监管层全面对同业链条严监管，证券和基金子公司资管迅速收缩，证券净投资大幅下滑，拖累M2屡创新低。而资管新规去通道背景下，信托反而成为唯一许可的通道逆势上涨，拉动社融保持强劲增长。

第III阶段“严同业、严表外”：2018年元旦后随着银信类业务和委托等业务全面纳入严监管体系，表外融资呈现下降态势，社融增速开始回落。而在严监管下证券净投资却难以扩张，未来M2将维持低位震荡，其与社融之间的分化将逐步收敛。

图8：随着监管全面收紧，M2与社融的分化将趋于收敛



来源：Wind，华融证券

四、结论与展望

一是尽管近期银行资金“表外转表内”、拨备率下调等监管措施有助于信贷边际扩张，但信贷总闸门最终由央行控制。经济提质减速及防风险的基调下，信贷难以显著增长。未来监管新规的逐步落地使得银行资产负债表收缩压力不减，M2将呈低位震荡态势。

二是与趋势性走低的M2相比，过去一年社融保持相对强劲。但随着金融监管的全面趋严，特别是今年年初以来对信托贷款等的限制措施陆续出台，表外融资将呈现显著收缩趋势。这使得社融增速有望持续回落，未来M2与社融之间的分化趋于收敛。

三是货币政策由数量型向价格型调控转型过程中，价格似乎变得更重要。尽管如此，货币数量与资金价格仍是观察“硬币”的两面，数量的趋势或能预判价格的变化。展望未来，如果在总需求保持平稳韧性前提下货币数量稳中趋缓，那么这意味着利率仍有向上支撑。

互联网金融如何打好政府工作报告要求的三大战役？

李虹含¹

——普惠金融之战、防控风险之战、金融开放之战是政府工作报告中互联网金融的三大战役。

2018年3月，在两会政府工作报告中，“金融”共出现21次，与之关联的词语有“监管”、“风险”、“安全”与“改革”等字样。由此，可以看出2018年金融业的变革和创新势在必行。

金融关键字最多的三个部分展现了2018年党中央国务院对金融业发展的三个意图与期望：普惠金融、防控风险、金融开放。

细化到互联网金融企业，作为当下金融体系的重要组成部分，其单兵作战需要打好三大战役：

一是普惠金融服务实体经济；二是合规风控防范金融风险；三是布局互金品牌走出去。

一、普惠金融之战：互联网金融协同银行机构服务实体经济

政府工作报告原文：

基本放开利率管制，建立存款保险制度，推动大中型商业银行设立普惠金融事业部，深化政策性、开发性金融机构改革，强化金融监管协调机制。

说到普惠金融，我们不得不提什么是普惠金融？

普惠金融是啥？

——通俗的说是让享受不到金融服务的人群可以享受金融服务。

当然，支持普惠金融的并不仅仅是大中型商业银行，一直以来致立于普惠金融体系建设的还有互联网金融。

¹ 李虹含，中国人民大学国际货币研究所研究员



而且，普惠金融向来是互联网金融的强项，那么，互联网金融是如何服务普惠金融的呢？

高科技是大杀器之一，利用互联网金融企业的技术优势识别以往银行不敢贷款的人群，帮助客户精准推荐产品，挖潜金融消费者的消费需求。包括 BAT 在内的巨头以及凡普信这样的金融信息服务提供商都在通过云计算、人工智能和大数据技术面向小微企业、小微商家与个人用户提供普惠金融服务。

比如，百度此前曾宣称，通过大数据和技术的整合，百度教育贷款真正做到了“秒批”，将各种数据处理圈定在瞬息之间，极大地方便了学生们的教育贷款。凡普信在信贷信息服务、都市消费分期服务（任买）、汽车金融信息服务（凡普快车）的几块布局则能满足用户一生不同阶段的金融信息服务需求，从租房、旅游到购车等各种消费需求，只要用户需要且信用足够良好，凡普信就能利用金融科技进行定制化匹配。凡普信 CEO 刘琦称：“凡普信的业务范围不仅限于信贷信息服务，还有基于用户吃、穿、住、行、享的多场景消费分期、以及缓解“有车一族”资金压力的服务等等。这背后依托的正是大数据、人工智能、云计算等金融科技的创新，进而提供更为定制化的服务。”

此外，金融科技还切实降低了相关成本。比如，运用大数据和云计算技术对互联网交易信息进行深度挖掘分析，以及对海量的交易支付、融资结算、资信风险评估等方面的数据处理。

未来，这些数据不仅可以供互联网金融企业自己使用，还可以提供给合作金融机构，帮助合作金融机构进行贷款活动的实施。可以预见，进城务工人员、农民、厂妹、月嫂等许多长期拿不到传统金融机构贷款的人群，将因为互联网金融企业的优良技术释放自己的信用，得到传统金融机构的信贷支持。

古人云：取人之长，补己之短。想必银行、互金强强联合下的普惠金融体系必将满足政府的要求。

不少人担心，普惠金融的正规军来了之后，我们的互联网金融机构是会更强还是更弱？答案是肯定的：互联网金融的核心是普惠金融，要有效支持正规军的普惠金融业务。而好的互联网金融体系，不但能有力地补充正规金融机构的普惠

金融事业部，还能满足政府监管的要求，具有深化金融监管政策、革新金融机构，优化金融监管协调的作用。

这样的互联网金融正是总理放心、人民认可、国家期盼的普惠金融。

二、互金风险防控之战：破解监管政策与自身发展的矛盾

政府工作报告原文：

加快市场化法治化债转股和企业兼并重组。加强金融机构风险内控。强化金融监管统筹协调，健全对影子银行、互联网金融、金融控股公司等监管，进一步完善金融监管。

当前金融体系的风险来自于多个方面，主要包括影子银行、互联网金融与金融控股司。

从 2011 年中国互联网金融开始出现至今，其交易规模迅猛增长，年均复合增长率超过 150%。截止到 2017 年底，中国互联网金融交易总规模超过 24.6 万亿，占 GDP 比例达 20%，互联网金融用户人数超过 6 亿。

然而，盛名之下，其实难符。

互联网金融的烈火烹油、鲜花着锦之势下隐忧逐渐显现。

其潜在系统性风险隐患随着各种平台的倒闭、转型正在逐渐暴露。

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、余额理财观念的不断普及深入，使互联网金融理财的理念根植于广大群众，一旦互联网金融出现舆情或风险将会使民众的金融消费信心崩塌，导致严重的系统性风险。

根据互联网金融协会的观点：在当前经济金融环境复杂多变、风险专项整治进入清理整顿阶段的背景下，互联网金融发展主要面临“经济下行期的经营风险”、“合规转型期的转型风险”、“风险处置期的次生风险”三大突出风险。

当然，许多互联网金融企业已经开始着力控制自己的金融风险。

包括凡普信、百度金融在内的多家企业，已经尝试使用新的方式、方法进行客户风险的识别、控制，希望有效把控好互联网金融企业的风险。这其中，凡普信在风控管理体系上的探索值得一提。在技术加持、探索更加安全、高效的风



控运转模式的基础上，凡普信还使用 IA 等心理学评测技术进行风险全面评估，加强风控体系的多样性。在我看来，在贷前从心理学的角度就还款意愿进行风险衡量，是一种新兴的风险管理模式，它从人性角度加强了风控的准确性。凡普信在这个领域进行尝试，对我国当下的金融风险管理，是一种有益的补充。利用新的手段加强风险管理，也折射出金融机构在规范化发展道路上在不断前进。

面对政府对互联网金融提出的新要求，凡普信 CEO 刘琦认为，从金融的长期发展来看，无论是中国还是国外，金融业的高风险、流动性等特殊属性决定了整个金融行业应该列为国家强监管的序列，今年政府“健全监管”的提出将有效加速金融科技、互联网金融企业走向全面的正规化。

三、互金品牌走出去之战：从线下到海外

政府工作报告原文：

有序开放银行卡清算等市场，放开外资保险经纪公司经营范围限制，放宽或取消银行、证券、基金管理、期货、金融资产管理公司等外资股比限制，统一中外资银行市场准入标准。

与以往相比，此次金融开放举措具有全面覆盖的特征。开放的领域既包括银行，也包括证券、基金管理、保险公司。在本次调整中，证券、基金管理、保险公司的投资比例放宽至 51%。同时，承诺在未来几年还会进一步放开投资限制，甚至取消。

从出资比例和控制程度上看，银行未来均有可能成为外资绝对控股或者外资企业。因为对证券、基金管理、期货公司，人身保险业务的保险公司三年后将允许外资控股，五年后人身保险业务的保险公司允许外资绝对控股；中资银行和金融资产管理公司的股权投资内资外资完全一致。这些全面而具体的措施，覆盖银行业各大领域，在开放的广度与深度上均与以往有所不同，有望引领金融开放的新浪潮。

特别是在已透露的金融开放具体政策中，最为引人关注、力度最大的领域之一在于银行业，尤其是外资银行发展空间的提升。目前，在外资银行、外资银行投资中，中资银行的规模仍然较为有限。此次银行业的开放将有新的突破。此次

金融开放将取消中资银行外资持股比例不超过 20%、合计持股比例不超过 25% 的限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则。

对于互联网金融来说，同样也面临着线下布局以及走出去问题。

2017 年部分互联网金融企业开始布局线下网点，同时展开了大规模的海外布局。这其中，步子最大的是蚂蚁金服。2017 年，蚂蚁金服疯狂进行海外扩张，砸下巨额资金，疯狂投资南亚、东南亚和东亚等周边国家的支付相关企业。凡普金科集团则是以广西北海为支点，基于中国—东盟电子商务基地的打造，以及广西在“一带一路”上的重要性，通过推新及迭代产品、建立更广泛合作、布局新的垂直类市场完善线上布局，支持国家的金融对外开放与“一带一路”战略，凡普信作为凡普金科旗下一站式金融信息服务提供商，将在此次海外布局中充当着重要角色。

罗马不是一天建成的。互联网金融想要迈上发展的康庄大道就要经历荆棘与泥泞，并在这条路上根据政府工作报告的指引努力打好这三大战役。唯有如此，更多人才能感受到普惠金融光芒，互金企业也能获得更好的发展，走向实体走向世界！



对《深化党和国家机构改革方案》金融监管体制改革的解读

徐忠¹

近日，全国人大审议通过了《深化党和国家机构改革方案》，对金融监管体制改革做出了重大部署，主要强调了三个方面：一是坚持金融业综合经营方向，顺应综合经营发展趋势，“组建中国银行保险监督管理委员会”，集中整合监管资源、充分发挥专业化优势，落实功能监管并加强综合监管，提高监管质量和效率。二是分离发展与监管职能、分离监管规制与执行，“将中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行”，使监管部门专注于监管执行，提高监管的专业性有效性。三是强化中央银行宏观审慎管理职能，人民银行落实“三个统筹”，为“打好防范化解重大风险攻坚战”奠定重要基础。

一、坚持金融业综合经营方向，顺应综合经营趋势，合并银监会与保监会

银行与保险统一监管是顺应综合经营趋势的必然选择。我国金融业综合经营已成趋势，银行与保险深度合作、融合发展的特征明显。一是银行与保险产品功能交叉趋同，寿险产品除了传统的保障功能外，发展出与银行存款类似的储蓄功能，成为“储蓄寿险”。二是银保合作不断深化，我国银行已成为保险销售的重要渠道，近年来业务发展迅猛，促进人身保险业保费规模、资产规模的快速增长。在此背景下，统一银行与保险监管是坚持金融业综合经营方向、顺应综合经营趋势、落实功能监管并加强综合监管的必然要求。

银行与保险统一监管有利于集中整合监管资源、发挥专业化优势。银行与保险在监管理念、规则、工具具有相似性，对监管资源和监管专业能力也有相近的要求。例如，保险业“中国第二代偿付能力监管制度体系”（“偿二代”）以风

¹ 徐忠，中国人民银行研究局局长

险为导向，制定不同风险业务的资本金要求，就类似于银行监管中对银行资本充足率的监管要求，因而“偿二代”又被视为保险业的“巴塞尔协议 III”。在我国金融监管资源和专业人才“供不应求”的背景下，尤其是地方层面保险监管人才匮乏，统一监管有利于发挥协同效应，集中整合监管资源，充分发挥监管专业人才的专业能力，提高监管的质量和效率。

二、分离发展与监管职能、分离监管规制与执行，使监管者专注于监管执行，提高监管专业性有效性

我国近年来暴露的一些金融乱象和微观局部金融风险，身兼发展与监管两职的监管部门目标冲突是重要原因。正如 IMF 金融稳定评估指出，中国金融乱象与监管和发展不分有很大关系。这是习近平总书记在第五次全国金融工作会议上明确要求“分离发展和监管职能”的重要背景。此次会议决定改革金融管理体制，分离发展与监管职能，金融发展职能由人民银行承担，能使监管者专注于监管，提高监管的专业性有效性。人民银行承担的重要发展职能包括：一是统筹金融业发展规划，相关金融监管部门不再编制本部门发展规划，以实现发展与监管职能分离；二是统筹金融业立法，金融立法不再各自为政，避免不同法律之间存在冲突、部分法律立法进程滞后等问题；三是统筹金融业并购重组、对外开放的安全审查。

分离监管规制与执行、由人民银行负责金融业重大监管政策的制定，主要有两个考虑。一是有利于确保发展与监管职能的切实分离。监管规则外生降低了监管执行部门的自由裁量权，增强监管政策的透明度，从而保证监管者专注于监管，防止目标偏离。二是有利于防范化解系统性金融风险。在金融业综合经营趋势明显的背景下，金融风险跨部门、跨领域、跨行业传染并放大的特点明显，系统性金融风险防范超出了单个领域监管部门的能力范围，以近年来快速发展的万能险为例，其资金链条可能横跨银、证、保多个行业，从单个监管部门的角度看，都监管合规、风险可控，但从全局看其风险隐患可能已威胁金融系统稳定。因此，由中央银行从维护金融系统全局稳定的角度，负责重大金融监管规则制定，包括制定跨市场交叉性金融产品的监管规则实现穿透式监管，统一同类产品监管标准和规则落实功能监管，从而有效防控系统性金融风险，有力维护金融稳定。



三、强化人民银行宏观审慎管理职能，落实“三个统筹”

从 2008 年全球金融危机后的国际监管改革经验看，主流做法是强化中央银行的宏观审慎管理职能，构建完整有效的宏观审慎管理体制。第五次全国金融工作会议明确要求“强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责”。习总书记在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》提出了“统筹监管系统重要金融机构和金融控股公司...统筹监管重要金融基础设施...统筹负责金融业综合统计”的“三个统筹”的改革要求。强化中央银行宏观审慎管理职能，人民银行落实“三个统筹”是保证金融安全、“打好防范化解重大风险攻坚战”的重要基础。

一是人民银行统筹监管系统重要金融机构和金融控股公司。人民银行统筹负责系统重要金融机构和金融控股公司的监管规制和机构认定，并具备检查权、处罚权，对高管的人事任免具有否决权。

二是人民银行统筹规划、建设和监管重要金融市场基础设施（含各类金融资产登记托管机构），对金融交易所主要业务规则制订修改人民银行具有否决权。

三是人民银行统筹负责金融业综合统计。涉及宏观调控、系统性风险等重大问题时，人民银行可根据履职需要进行直接数据采集。

英脱欧将损害该国服务出口 “后地缘贸易”的想法只是一厢情愿¹

约翰·斯普林福德² 山姆·罗威³

距离和经济规模是决定两国贸易水平的最重要因素。这支撑地心引力模型的说法已经十分成熟。将此模型套用在英国，可以发现欧盟是该国的天然贸易伙伴；单一市场在提高服务贸易方面比自由贸易协定效率更多；而由于英国退出欧盟而出现的障碍将很难通过与世界其他地方的较低贸易壁垒而抵消。

英国近一半的出口是服务业——对于中等规模的经济体而言，这个比例非常高。2月14日，英国外交大臣鲍里斯·约翰逊表示：“英国脱欧不一定是出于民族主义，但可以是国际主义。”国际贸易国务大臣利亚姆·福克斯（Liam Fox）暗示了英国退出后的“后地缘贸易世界”机会。这意味着英国在服务方面的实力让距离变得无关紧要。

简单来看，相比于商品，距离对服务的影响更少。英国确实与同种语言的国家进行了更多的贸易，超出了其经济规模和距离本身应有的情形。随着金融交易，广告模型以及建筑蓝图可以通过互联网发送给客户，服务更加可以通过电子方式交付。航空旅行成本也有所下降。然而，上述说法并没有在数据中显示出来。距离对服务贸易的影响与其对货物的影响类似：国家间距离增加10%使服务贸易减少7%。

美国是迄今为止英国最大的个人市场，这要归功于纽约市和纽约其他银行中心之间的大量金融服务。但欧盟是一个更大的市场。尽管日本的经济规模是意大利的2.5倍，意大利也购的英国服务买与日本购买的数量差不多。

欧盟是英国一个丰富的大市场，其单一市场证明在减少服务贸易壁垒方面比双边自由贸易协定更有效。欧盟的规定推动了成员国之间的服务贸易，估计增长

¹ 翻译：周护杏；审校：肖柏高，原文由欧洲改革中心发布，选自 OMFIF Commentary（2017年2月15日）

² 约翰·斯普林福德，欧洲改革中心副主任

³ 山姆·罗威，欧洲改革中心研究员



幅度达到 60%，而自由贸易协定没有造成明显的影响。

服务主要由人们推动。虽然技术确实使距离更远的贸易更容易，但这些贸易仍然需要双方处于同一地点。

货物也不再仅仅是货物。产品和服务日益捆绑在一起。因此，诸如咨询和设计等服务投入占制造产品的大部分价值——所有部门的预测值在 20% 至 47% 之间。忽视嵌入式服务对英国商品出口的贡献可能会有掩盖英国服务业依赖泛欧制造业供应链的程度的风险。

贸易政策发挥了作用。为了符合自由贸易协议的条件，出口商必须证明他们销售的产品的价值是在协议成员国的领土内实现了。例如，欧盟汽车出口商有资格根据欧盟——韩国自由贸易协议享受免关税待遇，则必须证明该汽车价值的 55% 以上来自欧盟。这可能很复杂。考虑到服务的增值投入使其更加如此。

世界贸易组织关于海关估价的规定在技术上已经过时。随着规则的现代化，它们可能在地理上会更受限制。这意味着，当依靠国内服务投入符合贸易协议的条件时，就服务投入的来源而言，没有多少模棱两可的余地。

英国脱欧后，英国将发现打开服务出口商的新市场非常困难。多边服务自由化一直在努力超过 1995 年世贸组织服务贸易总协定所作的承诺。在双边和地区层面上，情况略好一些。监管壁垒比比皆是，而且正如欧盟在与印度谈判贸易协定时发现的那样，服务贸易自由化的谈判很快就会与对人员和商务签证流动的政治挑战性要求紧密联系在一起。

全球化已不再受地理的限制——因而英国即将迎来丰收——这个想法是一厢情愿。英脱欧将损害英国的王牌服务业，而非解放。

Brexit will damage UK services exports

Wishful thinking on 'post-geography trade'

John Springford¹ Sam Lowe²

Distance and economy size are the most important factors determining the level of trade between two countries. This observation, underpinning the 'gravity' model of trade, has proven remarkably robust. Applying this model to the UK shows the EU is the country's natural trading partner; that the single market has done more to raise trade in services than free trade agreements; and that barriers thrown up as a consequence of the UK leaving the European Union will be hard to offset through lower trade barriers with the rest of the world.

Nearly half of the UK's exports are in services – an unusually high proportion for a medium-sized economy. On 14 February, Boris Johnson, the UK's foreign secretary, stated, 'Brexit need not be nationalist but can be internationalist.' Liam Fox, the secretary of state for international trade, has heralded the post-Brexit opportunities on offer in a 'post-geography trading world'. The implication is that the UK's prowess in services means distance will become irrelevant.

It is intuitive that distance should matter less in services than in goods. Britain does conduct more trade with countries with which it shares a language than economic size and distance would predict. And services are increasingly delivered electronically, with financial transactions, advertisement mock-ups and architectural blueprints sent to clients over the internet. The cost of air travel has fallen. However, this intuition does not show up in the data. The effect of distance on trade in services is similar to its effect on goods: a 10% increase in distance between countries reduces services trade by 7%.

¹John Springford is Deputy Director

²Sam Lowe a Research Fellow at the Centre for European Reform



The US is by far the UK's biggest individual market, thanks to large flows of financial services between the City, New York and other US banking centres. But the EU is a far bigger market. Italy buys a similar amount of Britain's services as Japan, despite Japan's economy being 2.5 times larger.

The EU is a rich, large market on the UK's doorstep, and its single market has proved more effective at reducing barriers to services trade than bilateral free trade agreements. The EU's rules have boosted services trade between member states by an estimated 60%, while FTAs have had no discernible effect.

Services are largely delivered by people. While technology has certainly made interactions at a distance easier, these interactions still often require both parties to be in the same place.

Goods are also no longer just goods. Products and services are increasingly bundled together. As such, services inputs, such as consultation and design, account for a significant amount of the value embodied in a manufactured product – estimates range from 20% to 47% across all sectors. Ignoring the contribution of embedded services to UK goods exports risks underplaying the degree to which the UK services sector is dependent on pan-European manufacturing supply chains.

Trade policy plays its part. To qualify for a free trade agreement, an exporter must demonstrate that a sufficient amount of the value of the product they are selling was realised within the territory of a party to the agreement. For example, for a European car exporter to qualify for tariff-free treatment under the EU-South Korea free trade agreement, it must show that 55% or more of the car's value originates within the EU. This can be complicated. Accounting for the value-added input of services makes it more so.

World Trade Organisation rules on customs valuations are technologically outdated. As the rules are modernised, they will probably become more geographically restrictive. This means that, when relying on domestic services inputs to qualify for a

trade agreement, there is little room for ambiguity as to where the services inputs are from.

Post-Brexit, the UK will find opening up new markets for its services exporters difficult. Multilateral services liberalisation has struggled to progress beyond the commitments made during the 1995 WTO General Agreement on Trade in Services. At a bilateral and regional level it has fared little better. Regulatory barriers abound, and, as the EU discovered when negotiating a trade agreement with India, talks of services liberalisation quickly become tied to politically challenging demands on the movement of people and business visas.

The idea that globalisation has become unmoored from geography – and Britain is about to reap the rewards – is wishful thinking. Brexit will damage the UK's flagship services sector, rather than liberating it.



整合合格的加密货币

19 世纪德国决策者的教训¹

乌斯蒙内·曼登²

加密货币是一项重要的货币创新，也再次激发了对货币含义的激烈讨论。加密货币的出现是为了破坏并挑战当前的货币和金融制度，因而呼吁监管的声音激增。然而，在讨论监管时，几乎没有人关注这样一个问题：加密货币作为一类货币，是否有可能持续并显著扩张。

加密货币承诺提高金融交易效率，降低交易成本，并作为偶尔不稳定的本国货币的备选。但是，加密货币也有着重大风险，并被视为一场金融闹剧。截至 2018 年 1 月底，加密货币的总市值达到 5,200 亿美元，尽管在当月早些时候，这一数字高达 8,300 亿美元。

加密货币的激增引发了人们对金融不稳定性的巨大担忧。传统观念认为，在一个经济体中，货币数量应该有一个上限，以维持宏观经济的稳定，但加密货币与这一观点并不一致。在 2017 年 12 月底，所有加密货币的总市值相当于美国联邦储备局、欧洲中央银行和日本银行共同发行、为公众持有货币总量的 15% 左右，而在 2016 年 12 月份，这个比例还不到 1%。

有消息称，G20 将考虑出台对加密货币的规定，即有望实行强制的监管措施。迄今为止，政策制定者的回应主要包括非法交易、消费者保护、市场操纵和资本外逃。与此同时，市场观察人士也认识到加密货币带来了重要的创新，不应对其过度打压。

将加密货币作为货币（如果不一定是法定货币）来管理这一问题存在争议。加密货币迅速崛起，且承担着作为交易媒介（虽然有限）的功能，这种新颖的方

¹ 翻译：张晴；审校：肖柏高，原文节选自伦敦政治经济学院出版的研究论文，摘自 OMFIF Commentary（2018 年 2 月 26 日）

² 乌斯蒙内·曼登，伦敦政治经济学院全球事务研究所客座研究员

法似乎势在必行。加密货币种类繁多，因此为处理加密货币之间和国家货币的加密货币之间的关系，可能需要建立一个新的监管框架。

钞票是 19 世纪的加密货币。这项重要的创新降低了交易成本，缓解了大规模支付的压力。这时期的货币主要是由发钞银行提供的私人货币。但也有人担心，钞票泛滥会影响货币的稳定性。1876 年，德国中央银行——德意志帝国银行成立，目的是为了规范发行钞票，这种情况一直持续到 1945 年。当时，监管方式主要基于常见的数量上限，包括配额和准备金要求，以及私营开户银行和帝国银行的资格标准。

在 19 世纪，德国进行了货币创新。政策制定者了解到，私人货币和官方货币共存对货币体系有好处。该规定反映了对货币的整合而非排他，同时实施了共同的保障措施，以维持货币稳定。加密货币也可以采用类似的制度，在这种制度下，加密货币须基于货币发行的适当限制，在共同监管框架下满足一定的资格标准。

加密货币有面临过度监管的风险。尽管随着监管规模逐渐扩张，监管也被证实能有效指导货币有序进入、退出和发行，但加密货币也应该发展。正如 19 世纪德国所发生的那样，我们需要机构和监管创新来合理地处理货币创新。

同时，历史表明，某些人制定的监管基调可能并不代表他人对金钱的态度和期望。偏见可能会带来很大的问题，并导致加密货币利益的不均分配。



Integrate qualifying cryptocurrencies

Lessons from Germany's 19th century policy-makers

Ousmène Mandeng¹

Cryptocurrencies are an important monetary innovation and have reinvigorated debate about the meaning of money. They aim to disrupt and challenge monetary and financial arrangements, and calls for regulation have proliferated. However, few discussions on supervision have focused on the possibility of a sustained and significant expansion of cryptocurrencies as money.

Cryptocurrencies promise to deliver improved financial transaction efficiency, reduced transaction costs and an alternative to occasionally unsteady national currencies. However, they bear significant risks and have been derided as financial follies. Their total market capitalisation at the end of January 2018 was \$520bn, though this figure was down from \$830bn earlier that month.

The surge in cryptocurrencies raises fundamental concerns about financial instability. These currencies are inconsistent with the notion that there should be an upper limit on the amount of money in an economy to preserve macroeconomic stability. The total market capitalisation of all cryptocurrencies at the end of December 2017 was equal to around 15% of the currency held by the public issued by the US Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan combined, compared with less than 1% in December 2016.

Announcements that the G20 will consider regulation for cryptocurrencies could engender an intrusive supervisory approach. Policy-makers' responses to date have been concerned mostly with illicit transactions, consumer protection, market

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

manipulation and capital flight. At the same time, market watchers recognise that cryptocurrencies have brought important innovations and should not be unduly stifled.

The case for regulating cryptocurrencies as currency, if not necessarily as legal tender, is a controversial one. The rapid rise of cryptocurrencies and their (albeit limited) function as a medium of exchange seem to warrant this novel approach. The multitude of cryptocurrencies may require a new regulatory framework to address inter-cryptocurrency and national currency-cryptocurrencies relations.

Banknotes were the cryptocurrencies of the 19th century. They represented important innovations, reduced transaction costs, eased large-scale payments and were predominantly private currencies supplied by banks of issue. But some worried that the proliferation of banknotes would adversely impact monetary stability. In 1876 the Reichsbank, Germany's central bank until 1945, was established to regulate banknote issuance. The regulatory approach was based fundamentally on common quantitative ceilings, including quotas and reserve requirements, and qualification criteria for the private banks of issue and the Reichsbank.

Germany in the 19th century embraced monetary innovation. Policy-makers understood the benefits to the monetary system of coexisting private and official monies. The regulation reflected integration rather than exclusion while imposing common safeguards to preserve monetary stability. A similar system could be adopted for cryptocurrencies, in which they would have to satisfy certain qualification criteria to be considered under a common regulatory framework based on some adequate limit to currency issuance.

There is risk of excessive regulatory suppression of cryptocurrencies. While the potential pace of expansion justifies supervision to guide orderly entry, exit and issuance, cryptocurrencies should be allowed to develop. As happened in 19th century Germany, institutional and regulatory innovations are needed to deal sensibly with monetary innovations.

At the same time, history suggests that the tone of regulation set by some may not be representative of others' attitudes and expectations towards money. The risk of bias



may be highly problematic and lead to the asymmetric distribution of cryptocurrencies' benefits.

系列三十一：人民币国际信贷市场¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第六章。

如果将全球金融市场看作一个整体，各国金融市场看作这个整体的主要器官，那么资金就是各国金融市场赖以生存的血液，国际信贷市场就是连接各国金融市场的主动脉，作为心脏的商业银行源源不断地通过国际信贷市场将资金输送到各国金融市场以维持各主要器官的正常工作，国际信贷市场的重要性不言而喻，可以说谁占领了国际信贷市场的主动权，谁就将在国际金融市场中独领风骚。不得不承认，在过去几十年中，美元独占国际信贷市场中的龙头地位，根据 BIS 的统计数据，在 1983 年底，美元债权占全球债权总额的比重达到历史高点 77.6%，2010 年以来，该数值的平均值也达到 45%，那么，在过去三十多年中，美元债权的发展都呈现了哪些特点？其和美元汇率之间存在着什么样的关系？美元债权地位居高不下是否意味着人民币丧失了进场机会？当下美元加息通道下，带给人民币的是机遇还是挑战？在国际社会逐渐接纳人民币的大背景下，如何推动人民币国际信贷市场的发展？

¹ 整理人，中国人民大学财政金融学院博士生李胜男、中国人民大学国际货币研究所研究合作部副主任安然



中国金融机构人民币境外贷款业务近年来增长缓慢，虽然人民币境外贷款绝对数量已经由 2011 年年初的 1422.8 亿元人民币增长至 2016 年 12 月的 4373.26 亿元人民币，但从结构上来看，金融机构人民币境外贷款占人民币总贷款的比重目前仍然仅为 0.41%（图 1）。



图 1 金融机构人民币境外贷款

数据来源：Wind 数据库。

和境内金融机构人民币跨境贷款相比，离岸市场人民币信贷业务虽然开展较晚，但这两年发展稳定。2004 年，香港开始正式发展人民币离岸业务，以人民币存款为主，人民币信贷从 2011 年才开始得到发展，且目前还仍是以香港市场为主，其他人民币离岸市场基本上还没有大规模展开人民币信贷业务，截止 2016 年 11 月底，香港人民币信贷规模已经由 2011 年底的 310 亿元人民币扩展到 3030 亿元，增长了接近 10 倍。同期，香港人民币存款经历了波段式发展，2014 年底快速上升至 1 万亿人民币后，截止 2016 年 11 月又下降至 6276 亿人民币（2011 年 11 月为 6273 亿人民币），虽然人民币存款有所下降，但是人民币贷款却稳步发展，香港市场人民币贷款占人民币存款的比重已经由 2011 年 11 月的 0.49% 上升至目前的 48.3%，离岸市场的人民币使用渠道在逐步拓宽。

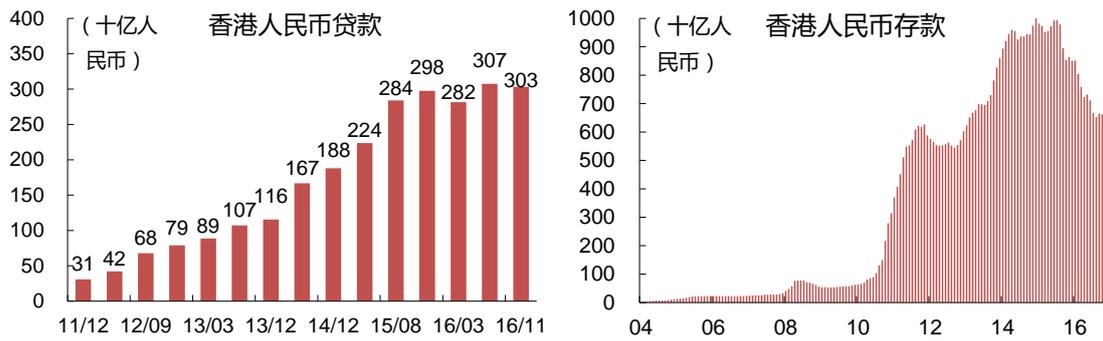


图 2 香港离岸市场人民币存贷款业务发展

数据来源：Wind 数据库。

国家开发银行和中国进出口银行是国家对外金融政策和战略的主要实施者，从这两家银行的国际业务发展路线可以洞察出人民币国际化业务的未来发展方向和国家战略布局。

截至 2015 年末，国开行国际业务项目遍布全球 115 个国家和地区，贷款余额 2867 亿美元，约占全行本外币贷款余额的四分之一，其中外汇贷款余额 2760 亿美元，跨境人民币贷款余额 690 亿元，占国开行国际业务贷款余额比重为 3.73%，而同期全国金融机构人民币境外信贷占人民币贷款总额比重仅为 0.34%。国开行外汇贷款余额从 2005 年的 162 亿美元增长至 2015 年末的 2760 亿美元，增长了 17 倍。2009 年，国开行以 979 亿美元的贷款余额跃居国内同业首位，之后连续 6 年保持国内同业第一，是中国最大的对外投融资合作银行，也是全球资产规模最大的开发性金融机构。虽然国开行的跨境人民币贷款发展领先于国内其他金融机构，但是从结构上来看，近三年来，跨境人民币贷款余额占比并没有显著变化，维持在 3% 到 4% 之间。从区域分布上看，国开行的跨境贷款是以亚非欧为主，亚洲地区贷款占跨境贷款总额的比重在 2014 年达到 37%，其中东盟地区跨境贷款项目个数为 11 个，占国开行亚洲地区跨境贷款项目总数的 32.3%。国开行跨境贷款的战略布局和国家“一带一路”的战略部署高度吻合，“一带一路”沿线国家当前是经济发展的高速扩张期，经济发展需要资金，尤其需要长期资本的支持，但目前这个地区的资金流入显然是不足的，应将重点放在沿线国家人民币使用的扩展上，大规模使用人民币来弥补美元流动性的不足，满足沿线国家经济发展的同时提升人民币国际化程度。

表 1 国家开发银行跨境人民币贷款发展



	跨境人民币贷款余额		国际业务外币贷款		跨境人民币贷款 余额占国际业务 贷款余额比重 (%)
	亿人民币/ 亿美元	增速 (%)	亿美元	增速 (%)	
2013 年末	630/103	-	2505	-	3.95
2014 年末	564/92	-10.48	2670	6.59	3.33
2015 年末	690/107	22.34	2760	3.37	3.73

数据来源：《国家开发银行 2013 年度报告》、《国家开发银行 2014 年度报告》、《国家开发银行 2015 年度报告》。

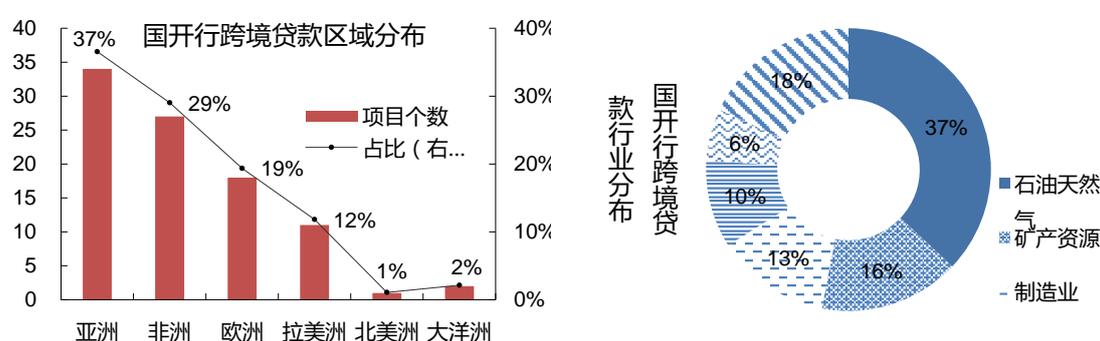


图 3 国家开发银行跨境贷款区域分布和行业分布

数据来源：《国家开发银行 2014 年年报》。

中国进出口银行的跨境信贷主要以贸易融资为主，其中主要是出口卖方信贷和进口信贷，2015 年国家进出口银行货物贸易贷款中的出口卖方信贷余额同比增长 13.16%，达到 2382.52 亿元人民币。2014 年进出口银行主要扶持的境外项目包括：秘鲁 Las Bambas 铜矿收购项目、老挝卫星系列项目、肯尼亚蒙巴萨至内罗毕铁路项目、塔吉克斯坦杜尚别 2 号热电厂二期建设项目、塞尔维亚泽蒙-博尔察大桥项目、挪威 Prosafe 公司半潜式海工生活平台项目。2015 年进出口银行主要扶持的境外项目有：几内亚雷塔水电站项目、埃塞俄比亚阿达玛风电项目、巴基斯坦卡西姆港燃煤应急电站项目、孟加拉国希拉甘杰 220MW 联合循环电站项目、白俄罗斯电力机车出口和铁路电气化改造项目和乌兹别克斯坦纳沃伊 PVC、烧碱、甲醇生产综合体项目。和国家开发银行类似，中国进出口银行跨境业务的全球布局仍然主要以亚非拉地区为主。

从跨境贷款的行业布局来看，国开行的跨境贷款行业分布基本与“一带一路”沿线国家的主要核心产业相关，以石油天然气、矿产资源和制造业为主，说明国家开发银行的贷款行业更加倾向于传统支柱型产业，而中国进出口银行贷款则与

中国出口产品结构高度相关，值得注意的是，近几年中国出口贸易结构升级已见成效，高新技术产品出口逐年增加，同时也成为进出口银行主要扶持的方向，从2013年和2014年进出口银行出口卖方信贷行业分布图可以看出，进出口银行贷款偏向于扶持高新技术产品、船舶和一般机电产品等技术密集型产业。伴随着中国出口产业结构升级进程的推进，中国出口产品的可替代程度将逐渐降低，这意味着中国出口企业在结算货币选择方面的议价能力将不断加强，这将极大促进人民币国际信贷的发展。

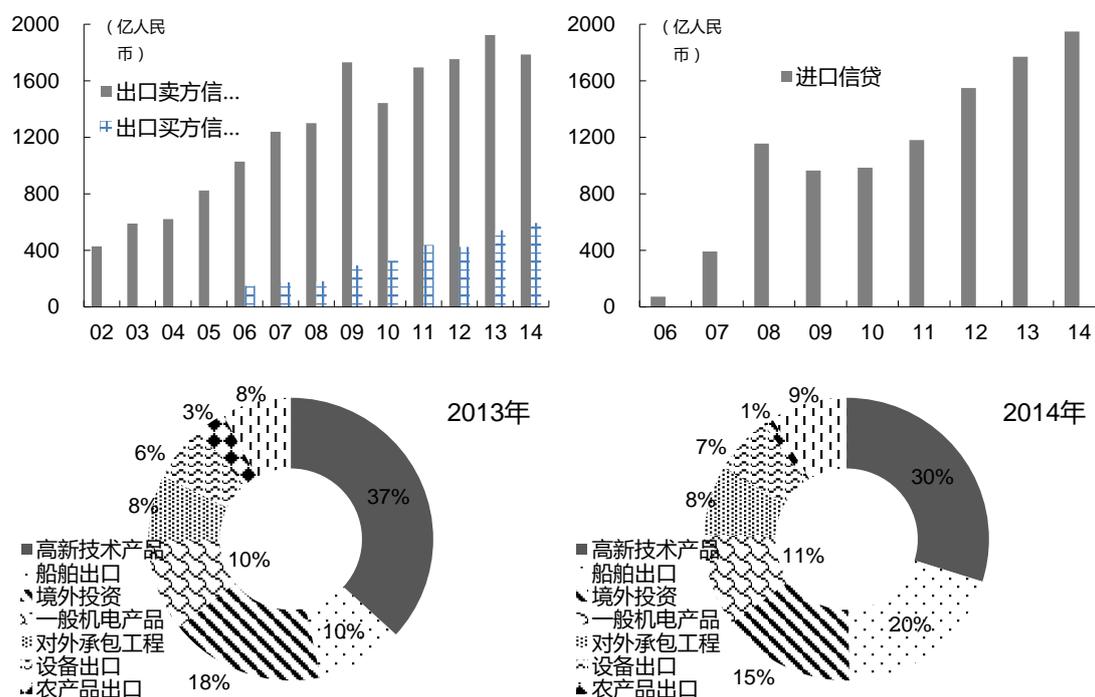


图4 中国进出口银行出口卖方信贷及其行业分布

数据来源：《中国进出口银行年报》。

人民币国际信贷市场的发展目前还处在初期阶段，离其他主要国际货币在国际信贷市场中的发展水平还有一定的距离。

（一）国际经验分析

美元作为最主要的国际货币，通过大量的数据统计发现美国商业银行的对外债权主要分布在欧洲和亚洲，其美元信贷在欧洲的布局在次贷危机发生之前最高点接近60%，目前这两年稳定在40%左右，而美国商业银行在亚洲地区的信贷布局在2008年金融危机发生后则呈现出快速发展的趋势，这主要是由于美元量化宽松政策导致的低利率吸引了亚洲国家的诸多企业前往离岸市场拆借美元，2008



年底，美国商业银行在亚洲地区的债权仅占其海外总债权的 4.79%，而截至 2016 年 10 月，这个数据已经增长了超过 4 倍达到 21.09%。

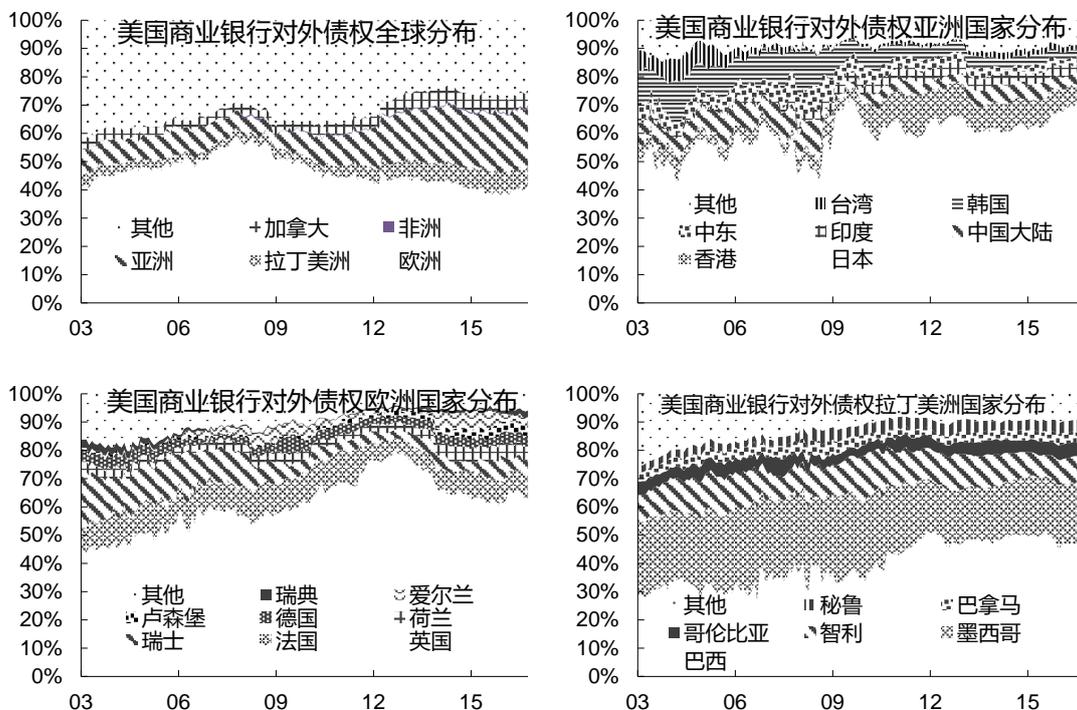


图 5 美国商业银行对外债权地区和国家分布

数据来源：WIND。

美国商业银行在欧洲地区和亚洲地区的债权分布都比较集中，欧洲地区主要集中在英国，占比超过 60%，其次是法国，近十年一直维持在 10% 左右。在亚洲国家中，美国商业银行的债权则有超过 60% 集中在日本，而且这个集中度还在日益增加，截止 2016 年 10 月，美国商业银行在日本的债权占全亚洲债权的比重已经超过 70%，其次是中国香港，占比在 6% 到 10% 之间，而在中国大陆的债权份额目前只有 3.9%，该指标从 2015 年开始一直在逐渐下降。英国和日本分别是欧洲和亚洲地区的金融中心，由此可见，美国商业银行的海外债权走的是国际金融中心这个通道，短期来看，即使美联储进入加息通道，美元走强，英国和日本这两大国际金融中心美元信贷的主导地位并不会受到太大影响，那么对于中国的商业银行和人民币国际信贷来说，我们的路线是否一定要遵循美国商业银行的道路呢？答案当然是否定的，我们可以借鉴德国发展国际信贷市场的经验策略。

图 6 是德意志银行对外信贷和德国对外贸易全球分布的对比图，从图中可以看出，德国布局对外信贷时，主要以贸易路径为主，德国最主要的贸易伙伴集中

在西欧、北美和亚太地区，德国在这三个地区的贸易量占其贸易总额的比重在 2015 年为 79.2%，2015 年其在这三个地区的债权总额占其对外信贷总额的比重达到 48.4%，可以看出德国商业银行的对外信贷主要是基于实体经济为其进出口业务服务的，贸易路径也应该成为人民币信贷拓展的主要策略选择。我们应大力拓展与中国有紧密贸易往来国家人民币信贷市场的发展。法兰克福是欧元区首个人民币离岸市场，中国对德国贸易一直处在贸易逆差的状态，即我们需要具备长期稳定的对德净支付，当欧元和美元流动性不足，无法保障支付时，人民币应当成为次优选择。综合美国和德国对外债权扩展路径的经验分析可以看出，通过贸易信贷鼓励外国进口商使用人民币对中国出口商进行支付是目前最有效的扩展途径。

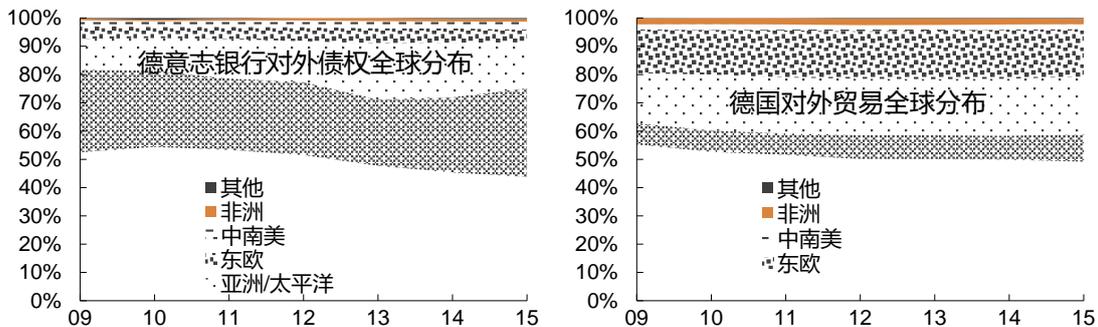


图 6 德意志银行对外债权和德国对外贸易全球分布

数据来源：德意志银行 2008-2015 年年报、UN COMTRADE 数据库。

此外，从商业银行对外信贷的期限结构可以看出，美国、德国和英国商业银行的对外债权主要是以 1 年及 1 年期以下短期信贷为主，2 年期以上长期信贷为辅，美国商业银行对外债权中的短期信贷占比超过 70%，德国和英国都超过了 40%。日本则相反，其短期信贷比重从 90 年代末期开始逐年下降，2016 年中期只有 12.7%，其长期信贷比重相应上升，目前维持在 46.5%。从这些数据可以看出，主要国际货币发行国的对外信贷大都是以短期信贷为主，这反应出市场的需求主要倾向于利用外部信贷进行短期融资，这给了人民币信贷市场一个很好的启示，即我们在推广人民币信贷产品时，应以短期信贷服务为主，长期信贷为辅，首先考虑填补市场短期融资需求。

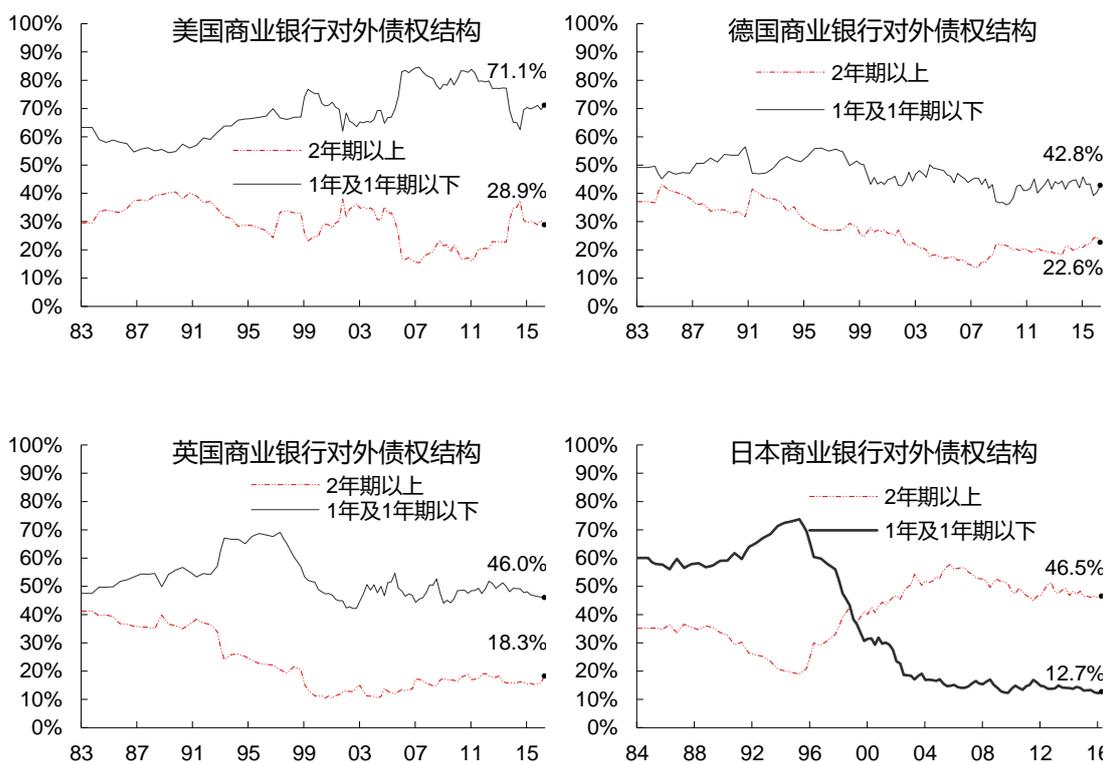


图 7 主要国家商业银行对外债权结构演变历史

数据来源：BIS。

(二) 制约人民币国际信贷市场发展的主要因素

根据以上对美国、德国、英国和日本对外债权结构的经验分析，本文认为目前制约人民币国际信贷市场发展的主要因素集中在三个方面：贸易、金融、货币国际化程度。

1. 制约因素一：国内企业在国际贸易产业链中缺乏主导权

虽然中国已经是世界第一大贸易国，但是在国际贸易结构、产品差异化程度以及产品定价等方面中国仍然处于弱势地位，中国的出口产业大都属于出口加工型贸易，依赖于廉价的劳动力和政策支持，产品附加值相对较低。此外，中国大部分的核心技术都由外资控制，本国企业创新能力较低，导致在贸易谈判中议价能力微弱。在中国的很多制造领域产业中，外资控股的地位甚至已经超过了 70%。外资控股规模的逐渐攀升一定程度上制约了中国企业在制造业领域竞争优势的发展。

虽然中国经济在不断向前发展，国际竞争力也明显上升，尤其是 2008 年国际金融危机爆发后，中国成为带动亚洲地区经济竞争力整体提升的核心推动力，

但是在整体竞争力、劳动力市场效率、企业创新能力、商品市场效率以及商业成熟度几个方面与主要国际货币发行国或地区还有很大的差距。虽然近十年来，日本的经济持续低迷，但是日本在商品市场效率和企业创新能力方面仍然排在世界前列，而中国在这两个方面的 2016 年排名则仅为 56 和 30。中国当地的供货商数量虽然较多，但是企业质量和产品质量却都普遍偏低。从这些数据来看，虽然中国是贸易大国，但是还远非贸易强国。由于金融系统的建设最终还是要落脚于实体经济的发展，企业竞争力不足将在很大程度上制约人民币离岸业务的拓展。

目前来说，制约人民币国际信贷发展的最主要因素就是中国制造品的产品差异程度低，产品差异程度低会导致出口价格弹性过大，降低了企业的议价能力，使得企业不能在国际贸易产业链中占据主导权和货币选择权。

表 2 全球竞争力排名

国家	2013 (148 国)		2014 (144 国)		2015 (140 国)		2016 (138 国)	
	得分	排名	得分	排名	得分	排名	得分	排名
美国	5.5	5	5.5	3	5.6	3	5.7	3
德国	5.5	4	5.5	5	5.5	4	5.6	5
英国	5.4	10	5.4	9	5.4	10	5.5	7
日本	5.4	9	5.5	6	5.5	6	5.5	8
中国	4.8	29	4.9	28	4.9	28	5.0	28

数据来源：The World Economic Forum。

注：表中“得分”部分满分为 7 分，表中按照 2016 年排名进行排序。

表 3 劳动力市场效率排名

国家	2014 (144 国)	2015 (140 国)	2016 (140 国)
美国	4	4	4
英国	5	5	5
日本	22	21	19
德国	35	28	22
中国	37	37	39

数据来源：The World Economic Forum。

注：表中按照 2016 年排名进行排序。

表 4 创新能力及技术吸收排名

国家	2014 (144 国)	2015 (140 国)	2016 (140 国)
----	--------------	--------------	--------------



创新综合能力			
美国	5	4	4
德国	6	6	5
日本	4	5	8
英国	12	12	13
中国	32	31	30

企业吸收新技术程度			
美国	3	3	4
英国	14	14	9
德国	13	13	12
日本	2	2	18
中国	68	66	60

数据来源：The World Economic Forum。

注：表中按照 2016 年排名进行排序。

表 5 商品市场效率排名

国家	2014 (144 国)	2015 (140 国)	2016 (140 国)
商品市场综合效率			
英国	13	12	9
美国	16	16	14
日本	12	11	16
德国	19	23	23
中国	56	58	56
市场主导程度			
日本	2	2	1
德国	3	3	3
美国	14	11	6
英国	15	15	12
中国	29	28	23
当地竞争强度			
日本	1	1	1
英国	5	3	3
美国	10	4	5
德国	12	7	10

中国	44	36	36
----	----	----	----

数据来源：The World Economic Forum。

注：表中按照 2016 年排名进行排序。

表 6 商业成熟度排名

国家	2014 (144 国)	2015 (140 国)	2016 (140 国)
商业综合成熟度			
日本	1	2	2
德国	3	3	3
美国	4	4	4
英国	6	6	7
中国	43	38	34
当地供货商数量			
日本	1	1	1
德国	2	2	2
英国	3	4	4
美国	8	7	5
中国	24	15	16
当地供货商质量			
日本	1	1	2
德国	4	4	4
美国	8	10	9
英国	13	16	16
中国	63	63	57
商业竞争优势			
日本	1	1	2
英国	9	8	8
德国	7	7	10
美国	14	16	18
中国	45	48	43
国际市场分配控制能力			
德国	6	3	1
美国	5	6	2
日本	1	2	5



英国	19	8	8
中国	31	29	29
生产流程成熟度			
日本	2	2	2
德国	4	3	7
美国	7	7	9
英国	12	11	12
中国	56	49	44
商业市场化程度			
美国	1	1	1
英国	2	2	2
德国	7	7	7
日本	8	20	28
中国	52	64	62

数据来源：The World Economic Forum。

注：表中按照 2016 年排名进行排序。

2. 制约因素二：金融机构国际化程度有限

金融机构的国际竞争力不足导致中国推动人民币跨境信贷存在诸多障碍。经过加入 WTO 的过渡和银行体系的改革后，中国银行业国际化发展的条件逐渐具备。特别是中国政府推出“走出去”战略之后，过去银行业国际化缓慢发展的情况得到了改变。迄今为止中国银行的分支机构已经遍布亚太地区、欧洲、美洲和非洲。其中亚太地区是中国银行海外分支机构分布最广的地区。但中国银行国际化仍然以国有商业银行为主，其它商业银行的海外资产规模相对较小，占银行总资产的比重也比较小。虽然中国金融机构的国外分支机构已经遍地开花，但是整体来看人民币跨境业务进展仍然有限。

商业银行的海外发展对一国货币国际化的发展将起到不可替代的显著作用。2004 年以来，在经历了一系列的股份制改革后，中国四大国有商业银行的国际竞争力逐渐提升，但是相比较巴西和印度等其他新兴市场国家，中国的银行业发展仍显落后。陈雨露和甄峰（2011）¹分别从广义和狭义两个角度定义了商业银

¹陈雨露和甄峰，大型商业银行国际竞争力—理论框架与国际比较[J]，国际金融研究，2011（2）：89-96

行的国际竞争力，从广义角度来看，在全球化的大背景下，无论其规模大小和市场深度如何，所有商业银行都面临生存、竞争、发展等国际竞争的问题；从狭义角度来看，商业银行的国际竞争力主要是指商业银行在参与全球同业竞争、在国际规则下拓展业务、寻求全球市场发展的过程中所表现出来的组织与内部控制、盈利与财务表现以及金融产品创新与持续发展的能力。无论从广义角度还是狭义角度来看，中国商业银行都面临国际竞争力不足的困境。根据世界经济论坛每年对各个国家金融体系各方面的排名（见表7），虽然中国在银行稳健性和获得贷款容易程度方面的排名在五年间都有所上升，金融市场的发展也在稳步完善，但是和其他国际货币发行国的金融市场相比，中国仍显落后。

表7 金融市场发展排名

国家	2015		2016	
	得分	排名	得分	排名
金融市场发展排名				
美国	5.5	5	5.6	3
英国	4.8	16	4.9	16
日本	4.7	19	4.9	17
德国	4.7	18	4.9	20
中国	4.1	54	4.2	56
银行稳健性排名				
日本	5.8	28	5.8	29
美国	5.6	39	5.6	36
德国	5.4	46	5.4	45
英国	5.0	63	5.1	62
中国	4.7	78	4.6	79
获得贷款容易程度排名				
日本	3.7	19	5.3	6
美国	3.9	14	5.3	7
德国	3.3	35	5.0	15
中国	3.7	21	4.5	36
英国	2.7	82	4.3	49

数据来源：The World Economic Forum。

3. 制约因素三：人民币国际接受程度有限

人民币国际化发展和人民币国际信贷之间是螺旋式上升的关系，外国企业接受人民币的前提必然是人民币国际使用程度的提高，而人民币国际化程度的提高



又依赖于人民币国际信贷市场的发展。从下图可以看出，美国、德国和日本商业银行的跨境信贷规模都超过国内本币信贷。根据 BIS 的数据，截止 2016 年 6 月，美国商业银行对外所有币种债权占总债权的比重为 64.3%，德国和日本商业银行的该指标也已经接近 80%，即主要国际货币发行国商业银行的债权主要是以跨境信贷为主，而中国金融机构各项本外币贷款中几乎都是境内贷款，占总贷款比重超过 97%，人民币信贷境内贷款比重更是高达 99.59%，从国际信贷市场的发展来看，人民币国际化程度还远远落后于其它主要国际货币。

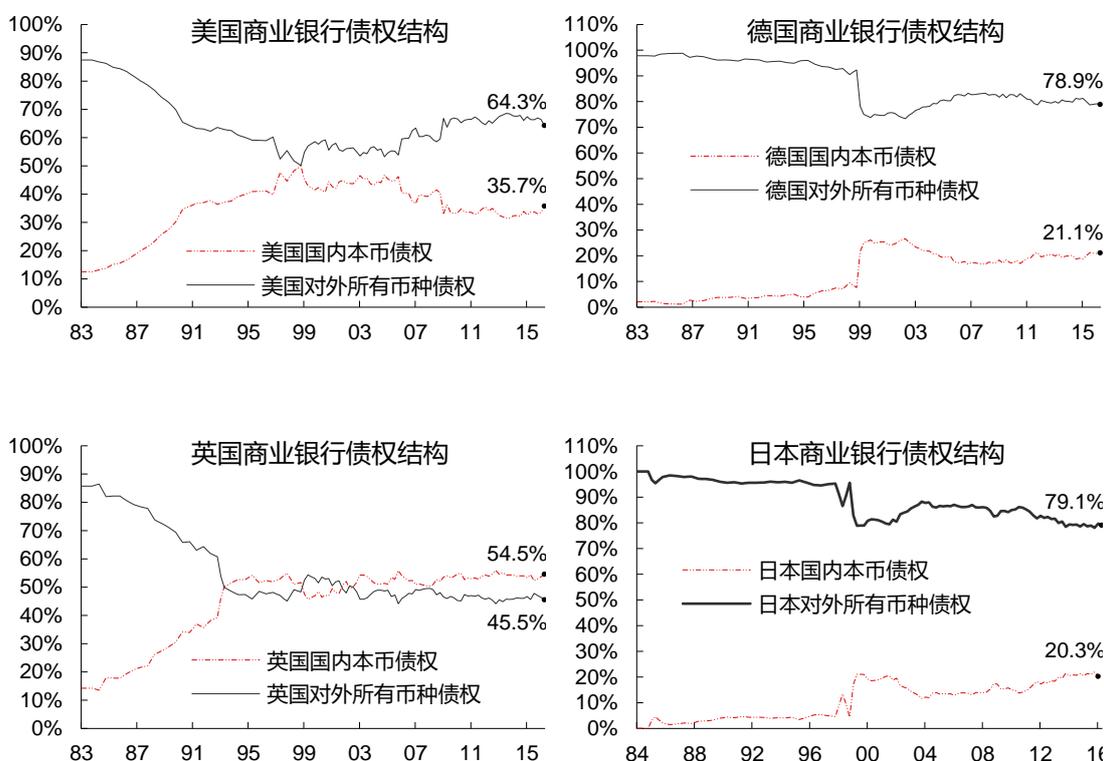


图 8 主要国家商业银行债权结构演变历史

此外，由于国际市场对人民币接受程度有限，导致金融机构筹措人民币的成本长期高于美元等主要国际货币，这直接导致人民币贷款利率高于其他国际货币，从而降低了人民币信贷的吸引力。中国进出口银行和国家开发银行在贷款业务上近些年一直遵循的都是“保本微利”的原则，这就要求人民币跨境贷款的利率一定要高于金融机构筹措资金的成本，而金融机构筹措资金的最主要渠道就是通过在境内外市场发行人民币债券，表 8 给出了香港市场不同期限货币债券息票利率的对比情况，从表中可以看出人民币债券的息票利率明显高于美元、欧元和港币，1 年期人民币债券的平均息票利率为 2.73%，而美元债券仅为 0.96%，平均利差

为 1.77%，而 2 年期人民币和美元债券的平均息票利率差已经高达 3.46%，如果考虑到金融机构自身的盈利，这个利差还可能更高。

表 8 香港市场不同货币债券平均息票利率对比

债券期限 (年)	新加坡 元	澳元	新西兰 元	欧元	美元	港币	人民币
0.08	-	-	-	-	-	1.25	4.87
0.17	-	-	-	0.00	-	-	9.23
0.25	-	-	-	0.00	0.84	0.71	3.83
0.42	-	-	-	-	0.00	0.70	3.47
0.5	-	-	-	0.00	0.95	0.67	1.56
1	0.82	-	-	0.00	0.96	1.07	2.73
2	-	-	-	-	1.21	1.14	4.67
2.5	-	-	-	-	0.00	1.80	4.55
3	-	4.62	-	1.25	1.59	1.96	4.49
4	-	-	4.41	-	0.42	4.31	5.75
5	-	-	-	-	1.70	1.98	3.97
6.5	-	-	-	-	-	0.00	4.00
7	-	-	-	-	1.78	3.45	3.49
9	-	-	-	-	-	3.91	6.15
10	-	-	-	-	3.61	3.70	3.54
15	-	-	-	-	-	3.72	3.84
20	-	-	-	-	-	4.04	4.18
30	-	-	-	-	3.25	3.81	4.15

数据来源：香港金融管理局债务工具中央结算系统。

2007 年中国进出口银行首次推出了以 SHIBOR 为基准的浮动利率债券，国家开发银行在发行人民币债券时也一直坚持使用 SHIBOR 进行报价，离岸市场中美元债券的发行多以美元 LIBOR 为基准进行报价，从下图中可以看出，人民币 SHIBOR 明显高于美元 LIBOR，当然这主要由两种货币不同的流动性所造成的，但是却直接导致了金融机构发行人民币债券成本的提高。

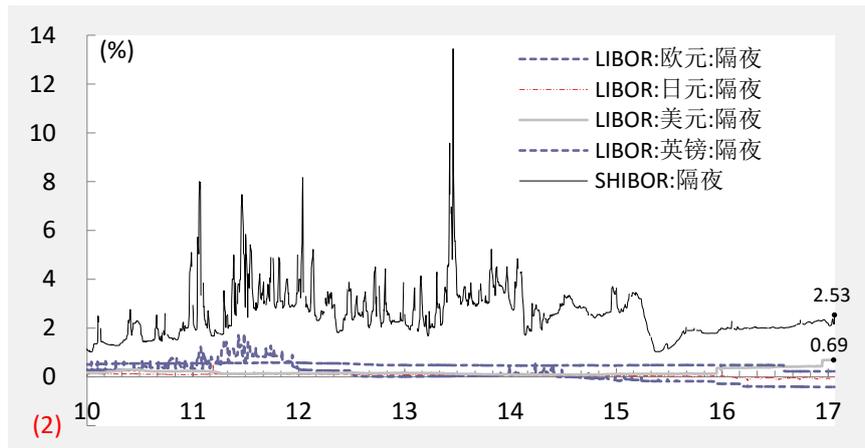


图 9 主要货币基准利率对比

数据来源：Wind 数据库、BIS。

表 9 给出的是国家开发银行 2013 年至 2015 年期间发行本外币债券利率的对比情况，境内外人民币债券的平均发行利率普遍高于境内外外币债券的发行利率，2015 年，境外外币金融债券发行利率大幅下降，进一步增加了发行人民币债券的相对成本，这一方面是由于人民币债券和外币债券的发行期限不同，人民币债券的发行期限明显长于外币债券，另一方面也可以看出投资者对外币的信心还是要强于人民币。筹资成本的提高使得金融机构不得不提高人民币贷款的发行利率，进一步降低了人民币信贷的市场吸引力。

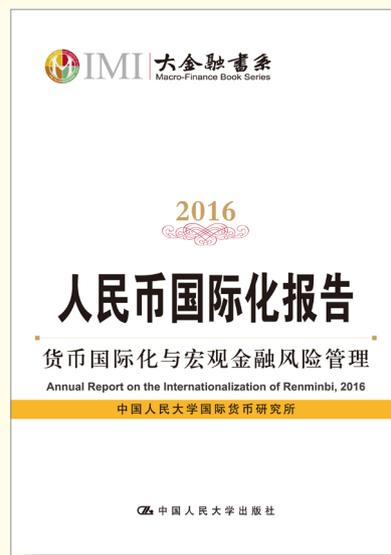
表 9 国家开发银行本外币债券发行利率对比

	发行日			到期日			利率区间 (%)			余额 (人民币百万元)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
境内发行 人民币 金融债券	2001- 2013	2001- 2014	2001- 2015	2014- 2063	2015- 2063	2016- 2065	2.65- 6.05	2.62- 5.90	1.83- 5.90	5687073	6201462	6563587
境外发行 人民币 金融债券	2012- 2013	2012- 2014	2012- 2014	2015- 2032	2015- 2032	2017- 2032	2.69- 4.50	2.95- 4.50	3.30- 4.50	10481	14975	10716
境内发行 外币 金融债券	2013	2013	2013- 2015	2018	2018	2018	1.49	1.48	1.33- 1.60	5253	5277	18569
境外发行 外币 金融债券	2004- 2005	2005- 2014	2014- 2015	2014- 2015	2015- 2017	2016- 2020	4.75- 5.00	0.51- 5.00	0.88- 2.50	9730	7890	10953

数据来源：《国家开发银行 2013 年度报告》、《国家开发银行 2014 年度报告》、《国家开发银行 2015 年度报告》。

《人民币国际化报告 2016》

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



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

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST




0755-26416011


xft@xfintech.com.cn


深圳市南山区高新科技园腾讯大厦
2368号怡化金融创新中心2015

