IMI 研究动态 周刊
RESEARCH INFORMATION

主 编：曹 彤
2018 年 第 20 期 总第 263 期

【本期推荐】

王永利：贸易战或不可避免

【“亚洲及新兴市场”专题】

IMI锐评：新兴经济体货币暴跌的原因、影响与对策
Alfred Schipke：亚洲经济增长强劲，但要防范不确定性
张龙梅：政策制定应谨慎，着眼提高韧性

【海外之声】

Herbert Poenisch：中国下调对美国国债的评级——全球市场忽视美国债务风险
史蒂夫·汉克：库德洛必须给特朗普恶补贸易知识——新一任“经济沙皇”反对保护主义

【IMI 研报 • 人民币国际化报告 2017】

系列四十：强化人民币交易功能——完善人民币跨境支付清算体系

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

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和新型专业智库。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：张耘峣
刊　　名：IMI 研究动态
刊　　期：周　刊
主办单位：中国人民大学国际货币研究所
出版单位：《IMI 研究动态》编辑部
地　　址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室
邮　　编：100872
网　　址：www.imi.org.cn
电　　话：86-10-62516755
传　　真：86-10-62516725
邮　　箱：imi@ruc.edu.cn

2018 年第 20 期总第 263 期

贸易战或不可避免

王永利[1]

中美贸易战阴云迟迟未能消散，虽然美国派出财政部长努钦等代表来华沟通贸易争端，但不幸的是中美贸易战仍然有可能升级。有消息称，美国甚至有可能会在近期就公布升级版的 1000 亿美元贸易制裁清单。另外，美元指数由于受到十年期美债收益率突破 3%关键位的提振升破 92 整数关口，在美元走强的背景下，人民币一周跌幅高达 496 点。而国内目前又面临流动性严重紧缺的困境，虽然央行降准 1%，释放了部分流动性，但远远不能填补市场的空缺，加之资管新规的落地，流动性偏紧已经成为目前国内最严峻的问题。

中美贸易战或不可避免

新浪外汇：王老师您好，在中美贸易摩擦日趋紧张的关键时刻，美国商务部明确表示将禁止美国公司 7 年内与中兴开展任何业务，直至 2025 年 3 月 13 日。请问您对中美贸易制裁是怎样看的？

王永利：从大的局势看，中国的崛起正在打破原有的世界格局，中国已经成为世界第二大经济体，并且仍在保持相对较高的发展速度，并明确提出到本世纪中页，要建成综合国力和国际影响力领先的现代化强国，这就必然对世界老大的地位构成挑战，因此，中国与美国的冲突是难免的。

改革开放初期，世界上苏美两极尖锐对抗，中国不是头，但是个有影响力的大国，中国的定位摆布对世界格局影响极大，所以那个时候中国不能全部从苏联模式一下子倒向美国模式，如果倒了，一方面会破坏与苏联的关系，另一方面也失去了对美国的价值。所以我们坚持走中国特色社会主义道路，既要推动改革开放，又要坚持一些基本原则，“韬光养晦、绝不当头”，这是一个极其重要的战略抉择，巨大的国际套利空间给我们带来了很大的发展机会。

[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

与改革开放初期世界格局不同，今天中国已经是世界第二大经济体，而且仍保持相对较高的发展速度，坐二望一的态势已经在挑战美国的老大地位。西方阵营原来一直认为中国会加盟到自己的那个体系下，成为他们的附庸，但现在发现中国坚持的的确是中国特色社会主义道路，是不同于苏联模式，也不同于美国模式的第三条道路或发展模式。

在我们的“一带一路”新型全球化发展国际倡议不断深化，我们的新时代、新规划、新方略出台以后，美国对这一点有了清晰的认识。特朗普竞选班子首席宣传官史蒂夫．班农去年 12 月 17 日在日本的演讲非常有代表性，彻底认定中国是不加盟的，而是自成体系，是中国特色社会主义道路，中国工业 2015、“一带一路”国际倡议、5G 网络通讯、金融科技、人民币国际化等，是真的挑战他们的东西。这必然会激化与美国的矛盾。

全球金融危机爆发之后，逆全球化的态势明显，美国等原来强烈呼吁和大力推动经济金融自由化、全球化发展的国家，开始推行强烈的贸易保护主义，这使全球经济发展和世界和平遭到巨大挑战。但全球化是人类社会共享社会资源和文明成果，推动共同发展的必然方向。此时亟需有新的世界领袖，推出新的全球化发展和世界治理的理念与体系。正是在这种状况下，中国率先提出“一带一路”新型全球化国际倡议，更加强调国家之间平等互利、开放包容、等价交换的商业法则，强调“共商共建共享”、“构建人类命运共同体”，可以说具有极其重要的时代进步和历史意义，是世界格局深刻变化、世界发展的迫切需要。

所以，作为负责任的大国，我们不是要急着去挑战美国，而是要推动世界经济健康发展。但是即使如此，我们内心必须早做准备，因为与美国产生冲突是早晚的事。

纵观国际国内形势，与改革开放的前十年有点类似，今天中国又到了一个需要重新选择路径、重新开启新的一轮深刻改革的关键时刻。中国经济已进入换挡转型、社会主要矛盾重大转变的关键时期，经济下行使得很多深层次矛盾集中暴露，重大风险和挑战非常突出，不能强力推出新的一轮更加深刻的改革开放，就完全可能步入中等收入陷阱不能自拔。这就是为什么这次十九大我认为至关重要，中国国内形势、国际形势发生了巨大变化，如果再没有大的改革、找准新的路径

的话，是走不出来的。所以十九大做出的很多新决策，切中要害，我觉得非常了不起，这是我们必须要走的。

从美国发起贸易战的现实原因看，特朗普是重商主义、实用主义的典型代表，他不是纯政治精英，原来那些国际规则对他来讲可能没那么大用，他特别强调的是“美国优先”，对他们有好处的事情他就会做。

他已经认识到，美国只是注重科研和金融，不做加工业、制造业，不能形成完整的工业体系，就使得其很多科技发明难以在本国落地，而只能在他国生产，不仅会影响其本国的就业和社会发展，而且长时间脱离实际生产和技术工人的培养，也容易削弱其科研的领先优势，特别是其很多高科技技术和产品又严格限制出口，必然造成其日益严重的贸易逆差，威胁其国际影响力和地位。因此，提出了再工业化的战略。为增强招商引资力度，配套推出了一个减税的工程。但是减税容易，而再工业化是有个过程的。现在就面临一个现实的挑战，即美国的政府债务已经超过 21 万亿美元的天花板，减税必然使问题更加严峻，弄不好，将威胁政府的正常运行。这和我们改革开放初期，我们推动放权让利一样，放权让利很容易做到，但是税费收不上来了，结果让整个国家运行体系近乎崩溃，所以后来国家才推行“利改税”、“拨改贷”等，保证国家税费的合理增长。

美国现在就面临同样的问题，减税让利很快就减下去，但是再工业化得一步一步来，形成产能你才能增加税收，但是美国现在的债务已经到天花板，如果没有钱进来就会有越来越多的政府要关门。那怎么办？要往外转移。往哪儿转？先从国际贸易来收，提高进口关税，正好他有大量的贸易逆差，向你大量的顺差的国家来收关税，让你补，可以一箭双雕。

以我的判断，从美国的政策、特朗普的实用主义来讲，这是太容易选择的东西，实际上就是让出口国得贴给他，当然他具体用什么方式、怎么用，属于战术问题，但大的逻辑关系就是这样。

中美贸易战不可能避免，因为未来老二挑战老大这个国际地位的话，矛盾是在所难免的。回顾上个世纪的上半页，两次大战加一次大萧条，都和美国的强势崛起，打破了原来的世界格局有密切关系，因为大量的产能和资本转移美国造成了世界格局剧烈变化。

今天中国的崛起同样如此。可以看到，东南亚金融危机和苏联的解体都和中国的改革开放有关系。全球金融危机的爆发，也和中国加入 WTO 之后的迅猛崛起密切相关。中国一开放，吸引大规模的产能、资本转移必然有过剩，过剩必然有危机，这都是跟中国有关系的。而且全球危机爆发以后世界格局深刻的变化已经势不可挡、不可扭转，我坚定认为，如果到本世纪中页中国能够成为综合国力和国际影响力世界领先的强国，21 世纪就是中国的世纪。在这个世界格局剧变的时期，必将激化国际矛盾，甚至会出现更严峻的国际冲突事件，对此要做好充分准备。

能否挑战美国体系

新浪外汇：为什么我们没有感觉到挑战了美国的体系？我们能不能不挑战它？自己发展自己的，大家都专注于做好自己的事儿？

王永利：现在已经是全球化，中国不可能封闭起来，自己发展自己，而不去挑战美国，谁做第一是一个巨大变化。

这个变化更大的体现在信心层面，心理层面。一旦美国沦为世界第二，其货币可能都不是国际中心货币了，如果迅速的把美元变成非国际中心货币，美元的债务就很难偿还，形势就可能剧烈变化。

我们应该注意到，近日美国 10 年期国债突破了 3%的利率，如果成本太高就会导致其偿债困难。而债务利率提高，又可能波及股票市场，刺破其金融资产泡沫，引发剧烈的金融动荡。

美国经济增长一年就是 3%左右的速度，债务利率水平超过 3%，是比较可怕的。如果不能偿还债务，市场就会对其失去信心。所以这并不是我们能不能不挑战它的问题，中国要发展，世界要发展，需要有良好的全球化发展秩序和发展环境，现在美国挑起贸易战，大搞贸易保护，严重威胁全球经济发展，必须要建立和维护新的全球化体系，需要有新的世界领袖。而且如果我们想要成为一个新的世界领袖的话，没有一套自己的全球治理理念和架构体系是不可能的。

所以为什么提出“一带一路”，很多人以为我们是转移过剩产能，占领战略物资，这是极其片面的理解，它是在金融危机之后全球化明显逆转，像美国这样

当时极力推动全球化的国家开始贸易保护，已经威胁到全球化良性发展的情况下提出的新型全球化国际倡议。

全球化是人类必然的发展方向，大家平等互利，有合理的分工、共享文明成果，这是必然方向。

但原来的全球化还是带有资本的特性，殖民地的特色，要求你不仅是商业规则的问题，而是你要加入我的体系、接受我的文化、价值观和其他东西，而我们提出的是纯商业化的东西，“一带一路”传统上就是商业特色。

商业是什么？商业是平等互利、等价交换、按约定办事，这是人类文明最重要的东西。我们说共商、共建、共享，打造人类命运共同体，这是一套新的全球化的体系，而且我们围绕这个东西，亚洲开发银行、丝路基金、金砖国家发展银行等都在推。

中国要坚决走自己的路，要为重建全球化发展和国际秩序做出应有的贡献，担负应有的责任，不能一味地加入和维护传统的、落后的国际体系和秩序。要坚定不移地贯彻落实十九大决策和要求，为实现综合国力和国际影响力世界领先，实现中华民族伟大复兴的中国梦而努力奋斗。

其中，金融作为国家重要的核心竞争力，金融安全作为国家安全的重要组成部分，必须围绕国家战略和目标尽快形成和有效推进国家金融战略，加快推进金融领域的改革开放，确保到本世纪中页，金融的综合实力和国际影响力世界领先。

很大程度上中美已经是命运共同体

新浪外汇：美国鹰派代表团今起访华，中美贸易谈判将正式开启，从人员构成的角度来看，美方代表团以对华贸易的鹰派人物为主，包括财政部长努钦、贸易代表莱特希泽、国家经济委员会主任库德洛，以及白宫贸易顾问纳瓦罗，白宫对华强硬“三巨头”都将参与。虽然您认为中美贸易战不可避免，但我们想知道，如果有可能的话，中美可以通过哪些共识或是共同利益来争取避免贸易战的发生呢？在谈判过程中，努钦等又会抛出什么样的问题来发难中国呢？

王永利：说中美贸易战不可避免，是基于中国崛起正在挑战美国世界老大的地位，以及特朗普政府急于推动再工业化，希望吸引制造业回归，需要降低税收

招商引资，但又面临政府债务扩张空间有限的特殊状况而言的，如果美国不能适应国际局势深刻变化的时代潮流做出深刻变革，而是一味固守世界老大位置的话，这种贸易战为代表的双边矛盾和冲突在所难免。

但是，必须看到，全球化发展到今天，中美两国经济发展实际上已经很大程度上是相互依存，美国有大量投资在中国，中国外汇储备主要存放在美国，双边有巨额贸易和金融往来，未来中国也会扩大在美国的投资，在很大程度上已经是命运共同体，中美两国的关系以及贸易政策取向，不仅对两国影响巨大，而且将对国际经济交往和世界经济发展产生深刻影响。因此，作为具有重大国际影响力的两个领袖级大国，理应顾全大局，面向未来，加强沟通，共同推动新型全球化发展道路，共同推动人类命运共同体建设。

这次美国贸易代表团来访中国，其代表团成员确实都属于鹰派人物，包括白宫贸易顾问纳瓦罗，他的《致命中国》一书确实产生了很大的国际影响，现在美国针对中国采取的一些举动，也让人看到他的影子。但是，美国能在此时派出代表团来访中国，至少还是在表达一定的谈判促和的意思，说明中国并不是可以由美国独断专行的。因此，相信中国也会非常重视和珍惜这种谈判沟通机会，也确实应该努力通过沟通交流，充分表达各自意愿和诉求，共同探讨消除重大分歧、维护两国以及全球共同利益的合作途径，努力避免损人害己的贸易战。

不管美国代表团可能抛出什么问题发难中国，中国都应该保持克制，坚持底线，摆事实讲道理，寻求共识，增进理解，该坚持的原则要坚持，该承担的义务要承担，不断深化改革开放。总之，要做好最坏打算，争取最好结果。

人民币国际化离不开大宗商品和金融交易的发展

新浪外汇：我们发现在最近一个周期中，大宗商品价格飙升，请问您是怎样看待大宗商品与人民币国际化之间的关系呢？

王永利：去年底到今年初以来国际大宗商品的局势发展变化非常大。 我一直认为，要增强中国金融的综合实力和国际影响力，最重要的是，必须加快各类金融交易市场的发展和对外开放，特别是吸引境外机构参与、以人民币计价和

清算的大宗商品和金融期货、期货衍生品交易发展，以此推动国际金融中心建设和人民币国际化发展，应该纳入国家战略高度加快发展。

现在也确实在起步，3 月 26 日对外开放的上海人民币原油期货推出，5 月 4 日对外开放的铁矿石期货也将推出，未来还将复制到更多的大宗商品期货上，这太重要了。铁矿石期货我们早就有了，但是原来中国的期货是封闭起来的，不让外国人参加的。现在大宗商品交易一定是要开放，吸引全世界人们加入越多，它的国际影响力才能越强，否则可在国内发挥作用，但是没有国际影响力。

从中国金融的国际影响力和人民币国际化来讲，没有大宗商品和金融交易的发展，国际金融中心建设和人民币国际化就要大打折扣。好多人到现在都没想明白，总是把人民币国际化的工作重心放到海外，曾经设想到海外设现钞库，大量精力花在离岸中心的建设，却没有想明白我们现在跨国清算是转账清算、记账清算，不应该鼓励现金走出去。国家应该明确限制人民币现金流出，在海关超出多少现金是不允许带出去的，人民币走出去应该鼓励通过银行或者通过清算机构来转账。

在记账清算下，人民币走出去走的是什么？是人民币的所有权，而不是人民币现金，钱是不能大量出去的。这样，外国持有人民币越多，意味着他们在中国的资产或者是债权越多，中国的人民币外债就越多，这个原理和美元国际化是一样的。我们经常说美元流出、回流，其实都是指美元所有权的流出、回流，外国人持有美元越多，美国的外债就会被动的越多，但是这个钱都存放在美国的金融机构手上，美国金融机构的资金实力就会越强，这一点直到今天很多人依然没有弄清楚。

记账清算实际上是以债权债务的调整替代了货币现金的真实转让，大大缩小了货币现金印制、流通的数量和成本，增强了货币流通监管的严密性和有效性，并有利于从货币源头上将社会资金集中到银行，促进银行对金融资源配置的集中度和灵活性，更好地发挥金融作用，也有效缓解了国家之间严重的贸易失衡带来的金融失衡（避免货币大量集中到顺差国），使得相互之间利益交互，有力地促进世界和平。记账清算的发展使货币的表现形态、它的性质、跨国清算的发展、乃至全球大国之间的利益交互、世界和平，都产生了巨大影响。

我从 2011 年开始就一再呼吁，必须弄明白记账清算与货币金融的关系，记账清算推动货币金融发生了极其深刻的变化，是准确理解货币金融发展，包括外汇储备管理、人民币国际化发展非常重要的东西。在记账清算下，外汇储备“只能用出去，不能拿回来”，那种“用 20-30%的回报招商引资，获得的美元交给银行，银行又送回美国，只能获得 2-3%的收益，严重不合理，应该把外汇拿回来，用于国内”的说法是不成立的。甚至在美国挑起贸易战时，又有人呼吁“卖掉美国国债，把外汇拿回来”，同样是不现实的。同样道理，在记账清算下，人民币走出去，实际上是人民币所有权走出去，人民币头寸仍应滞留在中国，那么，全球人民币清算总中心和交易总中心就应该在中国大陆，而不应该在海外或离岸。要支持人民币国际化发展，最重要的就是加快推进国际金融中心建设和以人民币计价清算。

一个国家的货币总量应和可货币化的财富相对应

新浪外汇：央行降准是最近比较热点的话题，有分析称，如果央行能在降准之后及时出台资管新规，那降准就主要是为了对冲资管新规带来的流动性紧张，您是怎样看待货币供给问题的？

王永利：在金本位下的纸币发展过程中，我们逐步认识到，不一定完全用一个实实在在的贵金属作为货币，是可以用一部分做储备物，在其上可以做一些人为的调控，只要保证可随时兑换贵金属的即可，这样反而更有利于控制币值的变化，发挥货币的作用。再到后来我们发现，货币最重要的功能就是“价值尺度”，最重要的要求就是保持货币币值的相对稳定。从理论上来讲，要控制币值的问题，就要使一个国家的货币总量与这个国家可以货币化、交易化的财富规模相对应。

由于一个国家的货币总量与其可货币化的财富不可能一一对应，所以我们要采用物价总指数的结构，只要保证这个物价总指数相对稳定，就认定一个国家的货币总量和可货币化的财富规模是相对应的。所以现在所有国家的货币政策的中介目标都是通货膨胀率或物价总指数。

然而今天我们的高等院校、金融从业机构对此并不是十分了解，很多人认为我们今天的货币就是纯信用货币，是以政府信用做担保的，政府可随意投放。这

是不准确的，如果是这样，那我们包括中央银行、商业银行、货币政策等在内的货币体系和货币制度基本都是没必要存在的。

货币政策中介目标的原理就在于说我们要尽可能保持货币币值的相对稳定，从而更好的发挥货币作为价值尺度的功能。一个国家的货币总量要跟这个国家可货币化的财富要对应，直接的表现就是中介目标，即通货膨胀率或物价总指数要相对稳定。当然它并不追求绝对的稳定，因为我们发现，适当的让通货膨胀率高一点，意味货币要贬值一点，有利于刺激大家扩大投资、扩大消费、减少储蓄，有利于促进经济的发展，但是不能失控。所以我们发现，世界各国通货膨胀率目标基本上没有 0 的要求，每个国家都是 1%以上，一般国家是 2%左右，我们国家基本上是 3%，经济特殊时期的时候可能会更高一点。总体来讲是要控制通货膨胀率的相对稳定，因为如果贬值幅度过大则意味着社会财富的重新分配，如果大幅度贬值影响到底层人们的生活甚至生存，就可能会引发社会问题，所以要平衡回来。正因如此，货币政策就成为像财政政策一样的两大宏观调控政策工具之一。

这样，就决定了当今社会的货币只能是“主权货币”或“法定货币”，即一国货币总量只能与该国主权范围内和法律能够保护的社会财富相对应，而不能越过边界与他国的社会财富相对应；当今货币体系是有严格的管理规则和中介目标的，而不是政府可以随意投放的；黄金等自然属性强烈的物质必然要退出货币舞台，成为货币对应物，而不可能再成为货币；比照黄金设计的比特币等网络数字加密货币，从思路上就违反了货币发展的逻辑和规律，没有确定的对应物，不可能成为真正的货币；在国家及其主权独立不能被取代的情况下，哈耶克的“货币的非国家化”不可能实现，超主权世界货币同样很难实现。

在这种情况下，央行必须灵活运用各种政策工具，积极而有效地调控货币投放和货币总量，努力保持货币币值的相对稳定，避免出现因流动性大起大落引发金融剧烈动荡。其中，在我国 2014 年下半年开始，央行外汇占款大幅收缩，至今减少 8 万多亿元，但前期通过“降准”只是释放了 3 万多亿元，后期主要依靠央行各种资金拆放工具释放流动性，到 2017 年底，央行在冻结法定存款准备金约 20 万亿元的同时，又拆出资金超过 10 万亿元，但二者的资金成本相差很大（法存年利率为 1.62%，央行拆出资金年利率远高于此），实际上增加了商业银

行的资金成本，商业银行又会对外转移，结果会抬高社会融资成本，特别是弱势群体的融资成本。因此，在央行外汇占款稳中有降的情况下，理应适当降准，并相应压缩央行资金拆出，优化央行资产负债结构，从资金供应的源头上推进供给侧结构性改革，所以，此次降准与收回 MLF 配套推进的结构性降准是完全有必要的。

在 2016 年 3 月之后央行不再实施普遍降准，但却不断扩大资金拆出开始，我就一直强调，“降准不应成为货币政策禁区”，完全可以将降准与收回央行拆出资金结合应用。从 2018 年的情况看，面对更加复杂多变的国际国内局势，包括货币政策在内的宏观调控必须更加强调前瞻性、灵活性和准确性，接下来进一步实施降准也是完全有可能的。

2018 年第 20 期总第 263 期

新兴经济体货币暴跌的原因、影响与对策

IMI 锐评

“密切关注新兴经济体新一轮金融风险”

IMI 特约研究员、中国银行国际金融研究所副所长钟红撰文表示，近日，阿根廷比索对美元汇率出现断崖式下跌，引发金融市场广泛关注。从数据看，2018 年初至今，阿根廷比索对美元累计贬值达 18%，而从美联储最新一次加息（3 月 21 日）至今，比索对美元贬值达 10.6%（图 1）。在阿根廷中央银行向市场抛售 50 亿美元外汇储备和连续 3 次加息都无法阻止比索继续贬值的情况下，阿根廷向国际货币基金组织（IMF）寻求提供 300 亿美元预防性信贷额度支持，以帮助支撑该国货币并稳定债务市场。

图 1　2018 年以来阿根廷比索对美元汇率走势

除阿根廷外，今年以来俄罗斯、土耳其、巴西、印度尼西亚等国货币汇率均出现对美元大幅贬值的情况。究其原因，一方面，美国经济走势向好，通胀预期转强，美联储加息步伐可能加快，美债收益率上扬，美元汇率走强，都是重要的

因素。另一方面，我们更应该看到，此次汇率贬值再次暴露了以“双赤字”为特征的部分新兴经济体的经济脆弱性。

所谓“双赤字”是指贸易赤字和财政赤字并存的情况。以阿根廷为例，该国近年来持续处于贸易赤字和财政赤字并存状态，2017 年贸易赤字和财政赤字占国内生产总值的比重分别为 4.8%和 6.5%。除阿根廷外，巴西、南非、乌克兰等新兴经济体也长期存在“双赤字”问题。IMF 统计数据显示，这些国家的“双赤字”问题在过去 5 年不仅未有好转，反而出现了不同程度的恶化（图 2）。这些国家也是国际金融协会（IIF）警告的金融风险最大的国家，可见其经济脆弱性属积重难返。“双赤字”容易导致恶性循环，一方面，贸易赤字导致国际收支失衡，主权债务风险上升；另一方面，持续的贸易逆差和不断恶化的通货膨胀又导致货币贬值压力增大，政府不得不消耗大量外汇储备和财政开支用于维护汇率稳定，结果导致财政赤字进一步恶化。

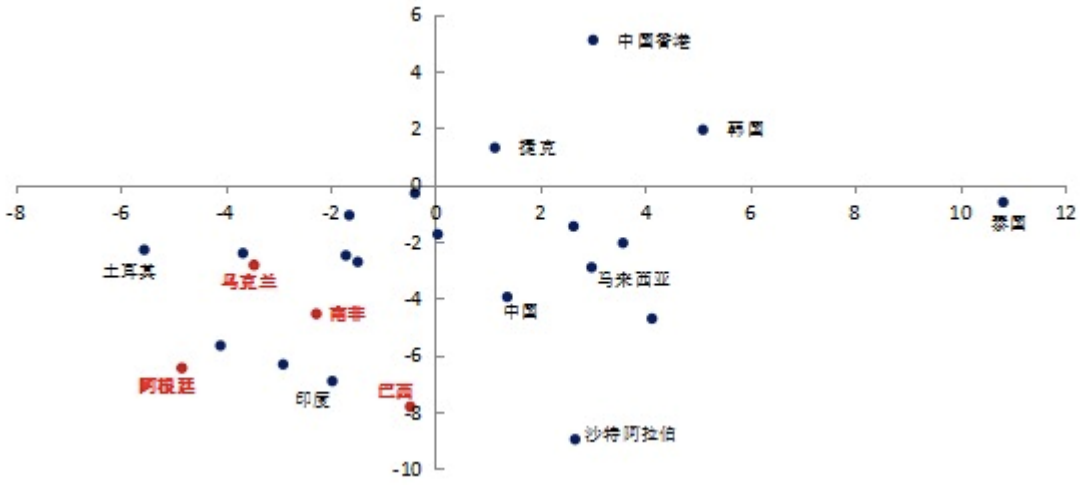


图 2 2017 年部分新兴经济体经常账户和财政余额占 GDP 的比重 财政余额/GDP，% 经常账户余额/GDP，%

在当前国际经济环境出现深刻复杂变化的形势下，“双赤字”新兴经济体长期存在的内在经济脆弱性容易演化为新的金融风险，对此必须引起高度警惕。这些风险可能包括但不限于：经济滞胀的风险、国际资本大规模外流的风险、发生货币危机、债务危机甚至金融危机的风险。

展望未来，“双赤字”新兴经济体面临的政策困境将进一步加重，主要表现为“四个两难选择”：抑制高通胀所需的紧缩性货币政策与刺激经济增长所需的

宽松货币政策的两难选择；控制国际资本大规模外流所需的资本管制政策与发展经济所需的资本自由流动政策的两难选择；缓解贸易逆差所需的货币贬值政策与避免美元债务违约所需的货币升值政策的两难选择；防止经济滞胀所需的积极财政政策与减少财政赤字所需的紧缩财政政策的两难选择。从这个角度看，新兴经济体对美联储加息可能带来的“紧缩恐慌”尚未做好充分的应对准备。2018 年，在美联储加息预期有可能加快的背景下，新兴经济体对美联储货币政策的外溢影响和自身可能出现的金融风险，应该做到重视，重视，再重视。

“香港联系汇率制度仍然坚不可摧”

IMI 特约研究员、西班牙对外银行研究部亚洲首席经济学家夏乐表示，美国货币政策的持续收紧与全球贸易摩擦升温令美元近期一改之前的疲态，由低位强劲反弹。这导致国际资本流动方向出现变化，资本再次从新兴市场国家流回美国。国际资本流动的最新变化也影响到港元对美元汇率，自年初以来港元兑美元汇率徘徊在 7.85 的弱势极限附近，进而引发金管局在四月和五月多次使用美元储备干预市场，维护港元联系汇率。

尽管也出现一些质疑香港联系汇率制度可持续性的声音，但我们认为与一些货币相对脆弱的经济体不同，香港联系汇率在短期内仍然坚不可摧。其主要原因有二，首先香港联系汇率体制运作良好，香港政府财政长期盈余，而金管局严格坚守不为政府提供融资这一制度底线，因此香港金管局有足够的外汇储备捍卫联系汇率制度；其次，香港政府捍卫联系汇率体制的意志坚强，作为重要国际金融中心，在此时刻轻易改变汇率制度会极大挫伤投资者信心，甚至反而刺激大规模资本外流，因此香港政府别无他途，只能全力捍卫港元联系汇率。

当然港府维护港元与美元的联系汇率制度的举动难免会导致市场利率升高，对股市和房地产市场产生不利影响。但是香港政府在过去几年已经采取多种措施控制房地产市场过热，控制金融体系对房地产市场的风险暴露。我们相信尽管香港资本市场面临相当幅度的价格调整，香港的金融体系仍能应付市场利率升高的冲击。

“不可忽视新兴市场外围环境恶化对我国可能的不利影响”

IMI 研究员谢亚轩认为，美元指数近期的走高得益于三方面的因素：1、基数效应导致原油对于美国通胀同比的推升未来将更平缓，投资者可能停止此前抛售美债的止损操作；2、全球避险情绪今年以来整体水平明显高于去年，风险偏好的转换导致避险资产重新受到青睐；3、随着美债发行节奏的放慢，LIBOR 上行趋缓，对套息交易的冲击有所缓解。而美元指数以及美债收益率走强的背后逻辑，根本上来自于美国相比欧日较强的经济基本面，美德利差的走势也早已反映这种差异。

美元走强叠加美债收益率的上行，带来的直接后果便是对新兴市场国家的股、债、汇均形成了明显的负面冲击，新兴市场货币指数近两周出现大幅贬值下行，而阿根廷近期出现的“股债汇”三杀更是典型的例证。

同样作为新兴经济体，我国的情况似乎“风景这边独好”，根据 4 月最新的数据外资仍在不断增持人民币债券，中美利差的大幅收窄以及人民币汇率的走弱并未形成实质性阻碍；股市方面，外资已连续 7 周买入 A 股，累计规模达到 577 亿元。资本市场目前来看仍未出现明显的资本流出现象，但我们仍不可忽视新兴市场外围环境恶化将可能对中国带来的不利影响。

“适当的外汇管理和汇率干预对防范风险是必要的”

IMI 研究员赵雪情表示，4 月下旬以来，美元快速反弹，在一定程度上超出市场预期，主要源于以下三方面因素。一是通胀上行，10 年期美债收益率突破 3%，与美元指数互动推升。二是欧洲扩张势头放缓，“美强欧弱”格局再度得到确认，致使美元快速反弹。三是全球地缘政治风险上升，近期美国扩大对俄制裁、叙利亚局势升级、美国退出伊朗核协议等，美元因避险属性受到青睐。由此，巴西、南非、墨西哥、印度、韩国、泰国、马来西亚等新兴经济体货币均对美元呈现贬值态势。

阿根廷首当其冲，遭到重创，有四方面原因：在国内经济体系和结构上，阿根廷工业体系单一且落后，国际收支持续巨额逆差，通胀水平居高不下；在政治与政策环境上，阿根廷政局相对混乱，尽管马克里推行了一系列改革，但在短期

内难以彻底医治阿根廷；在国际债务与融资上，阿根廷外债余额占 GDP 比重超过 36%，历史上多次债务违约，难以自主获得国际融资支持；在汇率制度与管理上，阿根廷在 2015 年取消了外汇管制，允许比索自由浮动，在一定程度上加剧了金融脆弱性。

展望未来，美元总体在相对低位徘徊，但也会出现阶段性上涨行情，新兴市场仍将面临压力。在此背景下，推进实体经济稳定发展，外汇管理与汇率形成机制在市场化的同时保持适当的管理与干预，对防范相关风险具有积极作用。

“本轮美元上涨是小波段反弹而非反转”

IMI 研究员张瑜认为本轮美元上涨是短期反弹而非趋势反转。一般而言，从大类资产的定价逻辑来看，美元美债同涨是典型的避险模式，美债跌+美元涨是对美国经济的乐观模式，美债涨+美元跌是对美国经济的悲观模式，美元美债双跌是危机模式。

本轮美债跌+美元涨，配合着美国通胀走高与欧洲经济表现欠佳，表面看似是全球投资者对美国经济开启的乐观模式，但其实并不是。通胀陡升并不是内生薪金增速推动而是外生贸易战因素造成，对经济害大于利，使得美国货币政策选择更加复杂；美债利率陡升是期货空头快速补仓造成，但空头持仓已位于相对高位，没有进一步增加的空间，未来需关注如下情况，一旦有经济信号低于市场预期，空头集中平仓或触发踩踏从而使得利率快速下降；全球增持美债的动能仍普遍存在；美国经济增速大概率在未来 9-12 个月开始回落；欧洲经济仍待观察，欧洲经济明显走弱反衬美国的概率尚不够高。

因此，本轮美元走高是小波段反弹，并非反转，因此对于银行外币盘日度交易与宏观投机资本而言有一定的追逐意义，但对于中长期投资者则不必过度追逐。

（整理人：罗琦）

亚洲经济增长强劲，但要防范不确定性

Alfred Schipke[1]

一、引言

演讲主要讨论了以下几个问题：全球的经济增长稳定，基本上和金融危机之前接近；亚洲经济短期增长强劲，但长期面临货币政策和贸易方面带来的不确定性；对于经济面临的不确定性，亚洲各国政策制定应当保守，并着眼于积累缓冲和提高韧性。

亚洲经济增长是强劲的，但是长期来看，经济存在着很大的不确定性，原因在于货币政策和贸易两方面。因此，Alfred Schipke 建议亚洲地区各国利用当前全球经济复苏的好时机，创造一个缓冲区，进行一些政策的调整，以应对未来经济可能存在的不确定性。

二、《亚洲区域经济展望报告》中的亚洲经济分析

首先，从全球经济和亚洲经济的展望来看，我们认为亚洲经济增长依然是十分强劲的，这与 IMF 半年前做出的预测非常相符。从经济发展前景展望的角度来说，我们对于宏观经济最关注的主要是两方面：一方面是经济增长，另一方面是通货膨胀。对于经济增长而言，全球的经济增长和金融危机之前非常接近，今年大概是 3.9%，我们预测明年也是 3.9%，所以它是非常稳定的；当然亚洲的经济增长仍然是非常好的，亚洲仍然是世界上增长速度最快的地区。为什么呢？因为全球经济增长和亚洲的经济增长都是由以下几个因素驱动的：第一个因素就是投资的复苏；第二个是贸易得到了极大的改善；另外，美国政府的财政刺激也产生了影响；第四个是金融方面，金融市场环境比较宽松起到了推动作用。

集中看亚洲经济的情况，这和我们去年 10 月份的预测略有出入。亚洲一些比较小的岛国国家经济产生了影响，主要是他们受到了一些自然灾害的影响。大

[1] Alfred Schipke，中国人民大学国际货币研究所国际委员，国际货币基金组织驻中国首席代表

家可以看到一些积极的方面，日本经济增长在过去八个季度中维持着很好的水平。此外，印度的经济增长很快，特别在其货币转换危机之后，可以看到印度是这个地区当中增长速度最快的国家。当然不可否认，印度在发展程度方面比中国要稍微低一点。

对于中国经济的发展，近几年中国在去杠杆，中国的经济增长略放缓，我们预测 2018 年中国经济增长是 6.6%，在 2019 年时是 6.4% 。当然，中国经济增长逐渐放缓是符合中国政府所提出的去杠杆政策的。

此外，通货膨胀有所上升，我认为这是很自然的，因为全球的通货膨胀都处在上升阶段。但是如果我们具体看每个国家的通胀目标，黄色的这条线所代表的是各国概念上的通胀目标，在通胀目标和实际的通胀之间，亚洲的差距要比其他的国家大一些，特别是比欧洲大。美国的通胀目标和实际通胀之间的差距在快速的缩小。以上就是我们对于亚洲经济一个总体展望——亚洲经济增长是非常强劲的，这和我们原来的预测比较相似。

三、货币政策带来的亚洲经济不确定

在 IMF 出台的报告中，首先我们比较担心发达经济体的利率出现较大的变化，特别是美国，这样可能会带来全球脆弱性的增加。如果你看一下美国的情况，其利率增加是非常符合点状图的，即是以点来进行分布的。从美联储的利率在点状图当中的分布来看，美联储的基础实际利率和利率目标之间的差距是缩小的，这表明在货币政策方面美联储和市场的沟通是非常充分的。

那为什么我们还担心存在不确定性呢？

我们先回顾一下历史，这张图显示的是我们在历史上曾经经历过的一些危机时刻，蓝色这条线显示的是美联储利率的变化，可以看到发生经济衰退的时候（也就是灰色的柱状）和利率的变化往往是密切相关的，也就是说在一个快速的利率上升之后出现了衰退，比如说拉美、北欧，包括亚洲金融危机、俄罗斯的网络经济危机、全球金融危机等等，所有这些都是在利率急速的上升之后出现了经济衰退或者金融危机，这也是为什么我们比较担心的原因。

现在业界看到的不确定性，比如说大家担心的美国债券利率变化，最近美国债券利率有所上升。现在大家会担心，如果美国的利率上升，亚洲会出现什么样的不确定性？

其中一方面是和杠杆相关的，比如说我们在过去十年当中，可以看到杠杆率是上升的。什么样的杠杆率呢？我们杠杆率从三方面来考虑：公共领域、企业部门，以及居民部门。如果产生不确定性，主要的不确定性就存在于企业部门。左边的这张图显示的是企业部门负债率占 GDP 的百分比，黄色的点所代表的是十年以前的水平，柱状图所代表的是现在的水平，红色表示的是亚洲国家的水平，剩下是其他国家的水平。企业的杠杆率在许多国家都是比较高的，它占 GDP 的比例也比较高，在中国可能占到 GDP 的 50%。

此外，家庭杠杆率在许多国家的水平也比较高，我们可以想像，利率真的上升的话，它的服务能力就会受到一些挑战，对于有些国家来说就会出现问题，这是一个担忧。

还有另外一个担忧——亚洲实际上从资本流入中获益良多，图中数据展现的是资本流入的情况，有流入亚洲的量，以及流到其他地区的量，有绝对值的比较，这个括号里面是它占 GDP 的比例。从中可以看到亚洲从资本流入当中得到非常多的好处。这实际上是有风险的，如果利率真的快速上升的话，这会导致资本流出。关于这个担忧（可能和之前相比担忧没有那么强烈了），原因在于亚洲的缓冲措施比较好，包括像外汇储备比较高，此外像我之前提到的美联储的沟通比较好，这样一些因素影响下，实际上亚洲和之前的美国相比其担忧没有那么强烈。

四、中美贸易摩擦给亚洲经济带来不确定的溢出效应

近期贸易问题是各界关注热点。我们尝试分析了美国宣布关税措施的相关影响，并且我们尝试去解读其背后的意义，它对于亚洲地区，包括中国以及世界其他地区有什么影响。我们分析了三种类型的关税：包括安全保障关税、对于洗衣机、太阳能电板、以及铝制品的关税，还有 301 条款相关的关税措施。大家可以从这些数字当中看出，针对洗衣机、太阳能电板的关税对于中国的影响其实比较小，它对于其他的亚洲国家来说影响可能会比较大，对于世界其他国家也是如此。对于铝制品和钢铁制品的关税同样如此。

中国受影响最大的应该是与 500 亿相关的 301 关税条款，这张图可以给大家展示出来，这些条款对于不同的行业、不同产品的影响是不一样的。最近中国也宣布了一些新的关税措施，而美国进一步宣布了新的关税设施也会有新的影响。这张图给大家展示的是美国和中国的敞口对比，还有中国和美国的敞口对比，左边的绿色是中国对于美国的出口，右边的绿色柱状图指的是美国出口到中国的产品。对比来看，这里 500 亿是美国宣布的一些相关的措施，还有就是中国的措施，可以看到它的比例，这个比例大概只有 10%，而在中国这边来说，由于对美国的进口比较少，这个比例大概是 40%，这是我们的一个观察角度。

还有一个角度，我们可以进一步深入的按照部门来进行影响力分析。在左边可以看到，有 500 亿进口是中国进口的美国产品，我们按照不同的行业和部门进行了分析，绿色的线加起来就是 500 亿，301 条款对于某一个部门有什么影响？在这张图上也得到了明显的体现。我们可以看到，从中国出口到美国的产品是比较均衡分布的，而且是在每个部门的分布都是比较平均的。这 500 亿中电子产品比例最大，还有比较大的是机械产品，它们占到 40%。如果将其和中国的情况进行比较，可以发现，中国的进口和美国的进口都集中在某几个部门，这 500 亿的关税措施会有很大的一部分（大概 80%的比例）是在这个当中体现出来的。这样一种在极少数部门集中的情况，实际上是比较凸显的，这样扭曲的情况也会随着时间推移更加的严重。

换个角度——从亚洲的角度来看，全球贸易对于其他亚洲国家的溢出效应，包括相关的一些影响，比如对于中国有何影响？这要考虑到亚洲地区的供应链，我们可以看到中国有大概 30%的出口，其附加值都是和其他的亚洲国家相关的，这些国家因为与中国供应链的联系也会受到影响，这是一个负面的影响。当然它也可能会造成一些贸易的倾斜，有一些国家可能可以从中获益。

当前中国经济增速减缓，假如中国经济真的因为这些贸易措施受到负面的影响，那么对于亚洲和世界其他国家会产生什么样的负面溢出效应？在这张图上我们比较了一下，总的来说，如果中国发生 1%的负面冲击，亚洲尤其会受到负面的影响，我们预测影响程度可能达到 6.6；具体而言，中国经济受到冲击对于其他国家的影响可以分为短期和长期，长期来看，它会对亚洲其他国家的经济造成

GDP 增速 0.2%的下降，同时它对于撒哈拉以南的非洲国家也会有影响，尤其会对大宗商品的价格产生影响。这样的话全球经济影响会达到 GDP 增速下降 0.4%、0.5%左右的程度。

五、贸易保护主义倾向会对经济产生破坏性影响

我们集中想一想关税贸易战到底会有什么影响？目前来说，其影响可能还比较小，我们稍微做了一下分析，如果某一领域进出口有逐渐的关税增加，那么和其他贸易领域相比起来，它最终可能会导致进口价格上涨 10%。这个影响就非常大了，尤其是对于长期来说更是如此。长期来看可能是 2%的 GDP 降低，它会影响 GDP，也会影响投资、出口等等。所以很明显，保护主义倾向会产生破坏性的影响。

在进行这方面的尝试性分析时，一定要非常的谨慎，因为这个方面有很多的风险因素，并且风险随时有可能发生，其中包括一些直接的风险和影响，当然还有很多其他的影响。实际上有一些风险可能发生得特别早，甚至在人们还没有意识到的时候就已经发生了。第一个就是在金融市场方面，金融市场一般反应很快、很敏感，因此会有较早出现风险的迹象。在右边这张图展示了在宣布关税措施之后，3 月份之后的一些国家的金融市场、股市方面的变化和影响。

假如不确定性持续的存在，挥之不去，就很有可能会影响到投资，以及对消费者的信心造成负面的影响。由不确定性带来的另外一方面就是跨境投资受到负面影响，当然还有其他一些方面，我们可以进行进一步的思考。

2018 年第 20 期总第 263 期

政策制定应谨慎 着眼提高韧性

张龙梅 [1]

一、引言

亚洲的增长是非常强劲的，但同时也存在很多不确定性。如 Alfred Schipke 指出，美国货币政策正常化及中美贸易摩擦会对亚洲地区造成影响。此外，美国税改等其他问题也会加剧亚洲地区经济的不确定性。

美国税改同时涉及公司所得税和个人所得税改革，实际上具有复杂性。但从宏观上看，其对亚洲地区的影响主要是公司税改革所带来的。公司税改革的三个关键要素为：一是公司税率从原先的 35%下降至 21%，部分企业税率进一步降低到 13%左右；二是在未来 5 年当中，美国公司在资本投资方面可以实现完全的税收抵扣，且该条款在 5 年之后分阶段取消，促使企业在未来 5 年中前置其资本投资；三是从全球税收体系向属地征收体系转换，美国国际公司在海外积累的利润可以进行一次性汇回，并以 15%左右的汇率进行一次性纳税。以上便是美国公司税改革较为重要的影响。

二、亚洲的不确定性：美国税改的影响

美国税改影响亚洲地区经济可能的渠道主要有三种：一是增长溢出渠道，资本支出费用化会鼓励投资从而促进美国 GDP 增长，并对于亚洲地区产生正向溢出；二是税收竞争渠道，企业所得税的大幅下降会对美国对外直接投资产生影响；三是资本流出渠道，属地征税制度可能会改变美国跨国公司在海外利润的分配。

第一个渠道是增长的溢出效应，税改短期内会对美国 GDP 增长产生积极的影响。在接下来的三年中，美国增长效应可能累计达到 1.2%，它会使得 GDP 增长加快 1.2%；但是我们认为这些影响会逐渐消失，因此长期来看税改的影响是

[1] 张龙梅，国际货币基金组织驻华副代表

较小的。根据 IMF 的模型估计，这 1.2%的刺激会给亚洲经济带来 0.2%的额外增长，这与对拉美及欧洲地区的影响非常相似。另外，对于柬埔寨、越南等开放程度较大的亚洲经济体，由于出口占 GDP 比重的 50%至 90%，因此美国经济增长刺激可能导致其 GDP 产生 0.4%到 0.5%的额外增长。

第二个渠道是税收竞争，美国减税可能引发其他国家跟进推出新的企业所得税，进而改变美国对外直接投资（FDI）格局。目前，美国的 FDI 约有 60%分布在欧洲，亚太区域大概占 16%，且在不同国家的差别较大，如美国 FDI 占新加坡 GDP 的 80%，所以新加坡对于未来美国 FDI 的变化更加敏感。当前美国税率在 21%左右，低于很多亚洲国家的官方税率，将来美国可能会在 FDI 方面作出调整。全球各国的 FDI 也可能因为各国税制的调整发生改变，目前全世界的 FDI 也主要集中在欧洲，亚洲所占比例在 23%左右。这一变化在亚洲不同国家的影响也会有较大差别，例如全球 FDI 向中国投资的绝对数量居亚洲首位，但其在中国 GDP 中占比却不是很大。另外，从 FDI 的组成情况来看，制造业投资占亚洲 FDI 的 21%左右，处于较高水平，因而与一些非制造行业相比，受税改的影响较小。

第三个渠道是可能会产生的资本流出。美国新税法实行属地征收体系，鼓励美国企业把他们在海外市场的利润汇回到美国本土。据估算，目前约有 2.6 万亿美元利润未汇回美国，而是在海外积累。虽然没有这 2.6 万亿美元利润地理分布的具体数据，但是从收入分布来看，美国跨国企业的税前收入有 50%左右集中在欧洲，15%左右分布在亚洲，且不同亚洲国家之间差距较大，如美国公司收入占新加坡、香港等地区 GDP 中很大比例，但在中国 GDP 中占比非常小。从风险的角度来看，美国公司在海外的利润尽管没有汇回到美国本土，但有时候已经投资于美元资产，因此这些利润的汇出对汇率的影响较小。总体来说，从资本流动的角度，税改给亚洲带来的不确定性还是比较有限的。

三、亚洲的不确定性：地缘政治风险

另外，还有一些其他的不确定性，比如地缘政治方面的风险。第一是朝鲜局势，这个领域最近取得了很大的进展，但它仍然在地区当中存在较大的不确定性。

第二是很多亚洲国家将在未来两年之内举行大选，这也会带来很多在政策方面的不确定性。

四、政策建议

如前文所述，亚洲经济增长的势头仍然非常强劲，但是它的不确定性也有所增长。因此，亚洲的政策制定者需要更加的审慎。从财政政策角度来说，应该有更多的财政缓冲，增加经济的弹性，同时在结构性改革方面未雨绸缪。

货币政策方面的分析如下。在今年的地区经济展望当中，关于亚洲地区通货膨胀的研究主要得到三大结论。第一，目前大部分亚洲国家处于较低的通胀水平，低于目标通胀率。这主要是是由全球因素造成的：分析显示，亚洲发达经济体大约 60%的通胀受到全球因素影响，在新兴国家这一数字大概是 75%。但是，诸如商品价格继续上升、发达经济体通胀上升等全球因素的影响可能会给亚洲地区带来不同的趋势，即未来亚洲低通胀的情况可能会发生逆转。因此，货币政策的制定部门需要对此保持警惕。第二，我们发现亚洲通货膨胀的形成并不十分依赖向前的通胀预期，而是表现为当前通胀的延续。随着亚洲通胀的后顾性增强，未来外部的正冲击对亚洲通胀可能会产生更加持续的影响。第三，菲利普斯曲线变得更加平缓，即通胀对于经济活动的敏感性降低，这在亚洲发达和新兴经济体都比较明显。未来这些经济体如果想要降低通胀水平，则可能需要以牺牲更多的经济增长为代价。

建议货币政策制定者加强宏观审慎工具的应用。在过去的几年中，许多亚洲国家资本价格实际上呈现出泡沫，而宏观审慎政策对于解决该问题是非常有效的。通过跨国比较发现，宏观审慎政策可以在不过度损害产出的情况下有效地控制信贷水平，因而能够有效地维持地区金融稳定。

综上所述，我们认为亚洲的增长是非常强劲的，但是存在许多不确定性。在此情况下，建议政策制定者保持谨慎，着眼于加强缓冲，提高经济韧性。

中国下调对美国国债的评级
全球市场忽视美国债务风险[1]

Herbert Poenisch[2]

中国急剧上升的全球影响力就像涨潮一样：不易被人察觉，但很稳定。然而，一旦中国的全球影响力触及到基本结构，比如美国国债，也就是美国金融系统的关键，西方政策制定者应引起注意。

西方对于美国国债的评级一直都相当温和。三大评级机构都给了美国国债最高评级，只有一家调低了一级，因为担心美国达到其债务最高限额，也就是政府批准借贷的总额。然而，西方和东方的评级越来越不相称。2018 年初，中国最有影响力的评级机构大公国际将对美国国债的评级调低至 BBB+级，前景展望为“负面”。

大公国际给出的解释是，美国政府很难专注于经济管理，联邦债务陡增，近期的减税政策也削弱了政府处理债务的能力。政府的收入和债务之间日益增大的差距意味着他们并没有为面对下一次危机做好准备。大公国际表示，不断削弱的偿债能力也是给出“负面”前景展望的原因。

全球金融市场似乎都忽略了一个警告，那就是美国政府债务带来的信用风险并未得到准确评估。国债的转让并非首要的担忧，但是如果重新评估其价值，整个金融系统将面临很严重的后果。遭受直接损失的是国债持有者，但是国债仍然是无数其它金融交易的抵押品。根据美国的监管方证券交易委员会的规定，国债可覆盖任何借款中高达 95%的比例。

目前，中国的观点独树一帜，但大公国际决心要与安于现状的三大巨头较量。全球金融市场，尤其是信贷市场，尚未出现大量不同观点。

美国国债的最大持有者可能会受到日益恶化的信贷风险的直接打击。截至 2017 年底，在 6 万亿美元中，中国持有近 1.2 万亿美元，日本持有 1.1 万亿美

[1] 翻译：黄朝政、张鹏；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 4 月 5 日）
[2] 赫伯特·普尼什，中国人民大学国际货币研究所国际委员会成员，国际清算银行原高级经济学家

元，香港持有 2000 亿美元之多。此外，2017 年，大多数国家增加了美国国债储备。

大多数美国国债持有人认为，长期来看，美元作为全球主要储备货币的地位必将被取代。短期来看，有几种选择。鉴于美国利率看涨，且美国需要更多借款，所以回报必然会上升，这也许也反映了信用评级的恶化。持有收益较高的证券可以缓解困境，但收益仍然以美元这一贬值货币支付。

如果美国国债持有人想要获得真正的价值，可以选择用美元购买全球任何地方的资源。中国已经在这样做了。中国正在全球范围内购买矿山、港口等各种实体资产。

意欲抛售美国国债的投资者可以考虑美元债转股，这是美国外国投资委员所允许的。如果更多的美国国债持有者采取这一方法，委员会可能会因审批请求过多而不堪重负。如果美国经济实现复苏，最好以实际收益为目标，而非虚无缥缈的金融收益。

China downgrades Treasuries
Global markets ignore US debt risks

Herbert Poenisch[1]

China's surging global influence is like the rising tide: barely noticeable but steady. However, once it reaches fundamental structures, such as US Treasuries, the lynchpin of the financial system, western policy-makers should pay attention.

The western view of the rating of Treasuries has been rather benign. The Big Three rating agencies have awarded Treasuries top grades, with only one reducing this rating by one notch because of concerns that the US was approaching its debt ceiling, the total amount the government is authorised to borrow. However, western and eastern ratings are increasingly at odds. China's most prominent rating agency, Dagong Global, downgraded Treasuries to BBB+, with a negative outlook, in early 2018.

In its justification, Dagong states that the US administration has difficulty focusing on the management of the economy, federal debt is escalating and recent tax cuts reduce the government's ability to service its debt. The growing gap between government revenues and the debt means the US government is badly prepared to face the next crisis. It cites weakening repayment ability as one reason for the negative outlook.

It seems as if global financial markets are ignoring warnings that the credit risk of US government liabilities is not being assessed properly. Renegotiation of Treasuries is not a prime concern, but there will be large ramifications for the financial system if their value is reassessed. There will be direct losses for those who hold Treasuries, but they also serve as collateral for myriad other financial transactions. According to the rules of the Securities and Exchange Commission, the US regulator, Treasuries can cover up to 95% of any borrowing.

[1] Danae Kyriakopoulou is Chief Economist and Head of Research at OMFIF

For the moment, China is a lone voice, but Dagong is determined to take on the complacent Big Three. Global financial markets have not heard enough alternative views, particularly on credit markets.

The largest holders of Treasuries might take a direct hit from the deteriorating credit risk. Out of a total of $6tn, China held close to $1.2tn and Japan $1.1tn at the end of 2017. Hong Kong holds a sizable $200bn. In addition, most countries added to the stock of US Treasury securities in 2017.

Most creditors of the US Treasury agree that the dollar has to be replaced as the world's dominant reserve currency in the long term. In the short term there are a few options. Given that US interest rates are likely to increase and the country will need to borrow more, returns will inevitably have to rise, perhaps also reflecting the deteriorating credit rating. Holding higher yielding securities offers some relief, but they are still paid in the same depreciating currency.

If US creditors were to look for real value, it is an option to purchase resources anywhere in the world for dollars. China is already doing this. It is buying real assets around the globe, ranging from mines to ports.

Those wanting to dump Treasuries might explore swapping US debt for US equity, where the Committee on Foreign Investment in the United States permits. If more holders of Treasuries go down this road, the committee might become overburdened with approval requests. If the promised US recovery materialises, it might be a better choice to target real returns rather than illusory financial ones.

库德洛必须给特朗普恶补贸易知识
新一任“经济沙皇”反对保护主义[1]

史蒂夫·汉克[2]

新任美国国家经济会议主席拉里·库德洛和我有着多年交情。我们在里根总统第一任期内合作过无数次。当时，库德洛是白宫管理和预算局的助理局长，主管经济和规划，而我是经济顾问委员会的高级经济学家。

库德洛消息灵通且富有成效，所以在判断他是否适合这一职位方面，我同意耶鲁大学管理学教授杰弗里·索南菲尔德（Jeffrey Sonnenfeld）的评价。索南菲尔德在《首席执行官》杂志上接受帕特里克戈尔曼的访问，访问的标题说明了这一切：《索南菲尔德：拉里库德洛是国家经济会议主席的“最佳人选”》。

也就是说，库德洛面对新工作将困难重重，尤其在面对特朗普政府对国际贸易的看法方面。白宫的新一任“经济沙皇”支持自由贸易。特朗普总统本人、其内阁和贸易专家都支持贸易保护主义，尽管他们委婉地称其为“管理贸易”。确实，特朗普政府最近祭出了针对中国的大动作。特朗普的对华贸易措施包括对价值 600 亿美元的中国出口商品征收关税。特朗普还表示，他希望中国与美国的双边贸易顺差能大幅减少 1000 亿美元。

与大多数商人一样，特朗普缺乏国际贸易的常识，不了解导致整体贸易逆差和顺差的原因。在国际贸易中，库德洛面临的大问题是他在里根手下工作时从没遇过的。毕竟，里根至少在言辞中声称自己支持自由贸易。

库德洛给特朗普上的第一课将至关重要。一旦库德洛说服特朗普失败，自由贸易主张无法施行，贸易战将随之而来。这时，政权不确定性会增加，民望大跌。政权结束。

库德洛必须进行的第一课应该叫做：造成美国总体贸易差额的原因，

[1] 翻译：刘家志；审校：陆可凡，原文于 2018 年 3 月 15 日首刊于 Forbes.com
[2] 史蒂夫·汉克，中国人民大学国际货币研究所国际顾问委员会成员，约翰霍普金斯大学应用经济学教授

在于美国本身，而非由“不公平的”贸易行为。这一国际贸易课背后的经济原理是：

（进口-出口）=（私人投资-私人储蓄）+（政府支出-税收）

据此可见，贸易逆差等于私人部门投资减去私人储蓄的差，加上政府支出减去税收的差。也就是说，贸易逆差是私营部门赤字和政府赤字（联邦+州和地方）的总和。因此，美国的贸易逆差只是国内经济发展状况的一面镜子。如果美国的支出超过了美国的收入，那么超额支出将体现在贸易逆差（参见：贸易逆差）。

美国自 1975 年以来累计的贸易赤字约为 11.15 万亿美元，总投资减去储蓄赤字约为 10.44 万亿美元。

所以美国的贸易赤字不是由“不公平”的贸易行为造成的，背后元凶正是美国自己本身。

库德洛应该明确表示，对华加征关税，挑衅北京，或许可以减少美中的双边贸易赤字，但不会扭转美国的整体贸易逆差。事实上，如果中国被迫减少对美国的双边贸易顺差，其他国家将代替中国来满足美国消费者和投资者的需求。没错，由贸易特性决定的美国整体贸易赤字将由其他国家来维持。

特朗普驱除逆差恶魔的唯一有效途径（参见：美国的整体贸易逆差）将是减少财政赤字。但讽刺的是，特朗普的政策预计会增加财政赤字，从而导致更大的贸易赤字。

Kudlow must give Trump a lesson on trade

New economic czar is against protectionism

Steve Hanke[1]

Larry Kudlow, the new director of the US National Economic Council, and I go back many moons. We collaborated countless times during President Reagan's first term. Kudlow was the associate director for economics and planning at the Office of Management and Budget, and I was a senior economist at the Council of Economic Advisers.

Kudlow was always informed and effective, so when I read Yale management professor Jeffrey Sonnenfeld's assessment of his suitability for his new role, I was in agreement. The title of Sonnenfeld's interview with Patrick Gorman in Chief Executive magazine says it all: Sonnenfeld: Larry Kudlow A 'Perfect Fit' For NEC Chairman.

That said, Kudlow will have his work cut out for him, particularly when it comes to the Trump administration's views on international trade. The White House's new economic czar favours free trade. President Trump, his cabinet and his trade experts all favour protectionism, or as they euphemistically refer to it, 'managed trade'. Indeed, the Trump administration's most recent salvo was aimed at China. Trump's anti-China measures include tariffs on up to $60bn worth of annual imports. The president has also stated that he wants China to slash its bilateral trade surplus with the US by $100bn.

Trump, like most businessmen, fails to understand the most fundamental points about international trade and what causes overall trade deficits and surpluses. On international trade, Kudlow has a huge problem — one he never had with Reagan. After all, Reagan was, at least rhetorically, a free trader.

[1] Steve Hanke is Professor of Applied Economics at Johns Hopkins University and Member of IMI International Advisory Board

Kudlow's first tutorial with Trump will be the key. If Kudlow fails, he will fail on trade and trade wars will ensue. When that happens, regime uncertainty will increase and confidence will plunge. Game over.

The first lesson on trade Kudlow must deliver should be titled: The overall US trade balance is made in the USA, not by 'unfair' foreign trade practices. The economic identity that forms the foundation for this lesson in international trade is:

(Imports - exports) = (private investment - private savings) + (government spending - taxes)

Accordingly, the trade deficit is equal to the excess of private sector investment over savings, plus the excess of government spending over tax revenue. The counterpart of the trade deficit is the sum of the private sector deficit and the government deficit (federal + state and local). The US trade deficit is therefore just the mirror image of what is happening in the domestic economy. If expenditures in the US exceed the incomes produced in the US, which they do, the excess expenditures will be met by an excess of imports over exports (read: a trade deficit).

The cumulative trade deficit the US has racked up since 1975 is about $11.15tn, and the total investment minus savings deficit is about $10.44tn.

So US trade deficits are not caused by 'unfair' trade practices. They are made in the good old USA.

Kudlow should make it clear that the imposition of anti-China tariffs or the brow-beating of Chairman Xi might reduce the US bilateral trade deficit with China, but it will not alter the overall US trade deficit. Indeed, if China is forced to reduce its bilateral trade surplus with the US, then others will supply what US consumers and investors demand. Yes, others will accommodate the US overall trade deficit that is dictated by the trade identity.

The only effective way for Trump to exorcise his demon (read: the overall US trade deficit) would be for him to reduce the fiscal deficit. But ironically, Trump's

policies are projected to increase the fiscal deficit, which will result in a larger trade deficit.

2018 年第 20 期总第 263 期

系列四十：强化人民币交易功能——完善人民币跨境支付清算体系[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》第八章。

金融基础设施主要包括由支付清算体系、金融服务的法律制度体系和征信与信用评级体系等构成的促进金融发展的基本环境。在当前人民币国际化进程的关键时期，完善人民币交易功能，提高人民币的国际认可度和使用度，增强人民币资产的安全性，迫切要求中国加强金融基础设施建设。建立高效安全的人民币跨境支付清算体系、健全相关金融法律制度、发展科学公正的征信和信用评级体系，构成完善人民币交易功能的金融基础设施“三大支柱”。

随着中国贸易、资本流动规模越来越大，人民币逐步登上国际货币中心舞台，对跨境支付体系提出了更高的要求。早在 2009 年，中国人民银行就批准执行跨境人民币支付结算政策，并与相关国家和地区签署了 33 个双边本币互换协议，互换总金额超过 3.1 万亿元。人民币加入 SDR 后，国际社会对人民币的接纳程

[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

度进一步提高，人民币已进入 50 家境外货币当局的储备资产，发挥更重要的国际货币职能。

在全球货币支付市场，人民币的份额一直稳步上升（如图 1）。虽然受人民币贬值影响，2016 年人民币支付的市场份额下降到 1.67%，但与 2011 年 10 月相比，人民币的全球货币支付市场占比增加了 542%。据环球银行金融电信协会（简称“SWIFT”）统计，截至 2016 年 6 月，全球已有约 1800 家银行业金融机构使用人民币作为国际跨境支付货币，同比增长 12%。

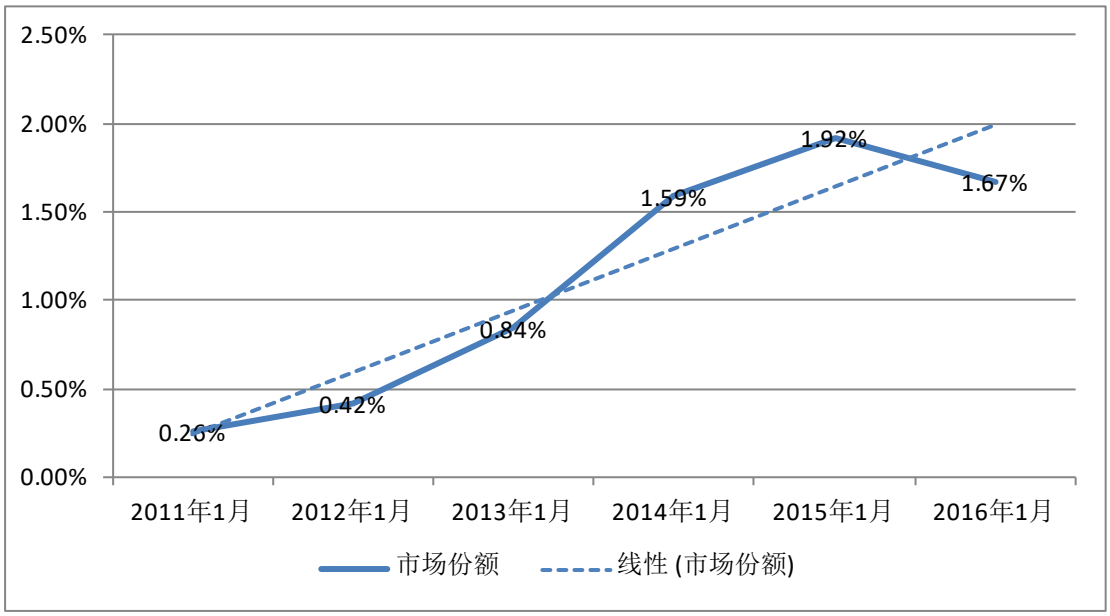


图 1 全球货币支付市场人民币支付份额

数据来源：SWIFT 2016 年 10 月数据统计

人民币国际化程度加深离不开跨境贸易伙伴关系的建立以及人民币清算行的设立。在全球使用人民币作为支付货币的 101 个国家中，小额贸易支付业务占比约 12.9%。人民币支付占其支付总额的比例超过 10%的国家达到 57 个，除西班牙外，这些国家均与中国建立了小额贸易伙伴关系（SWIFT，2016 年 9 月数据）。目前，全球共有 22 家人民币清算行，遍布五大洲的多个国家，以构成全球人民币支付网络。

随着支付量的加大，现行的人民币清算行制度显现出明显的弊端，如何建设和完善具备国际标准、境内外兼并的现代化支付体系，是稳步推进人民币国际化亟待解决的重大问题。

目前人民币跨境清算体系主要包括三种模式：代理行模式、境外清算行模式、非居民人民币账户模式。2015 年四季度 CIPS（一期）上线后，这三种模式虽然基于市场需求继续发挥作用，但逐渐转向更为方便安全的 CIPS。

代理行模式：代理行指具有国际结算能力的境内银行（一般是 CNAPS 成员的境内商业银行）。境外银行在境内代理行开立人民币清算账户，通过 SWIFT 传递跨境支付信息，由代理行直接接入境内支付系统（CNAPS）并完成跨境人民币资金清算。为防范汇率风险，境内外银行之间往往选择美元进行资金余额的平盘处理。代理行模式适用于中国与周边国家的边贸结算，以及中国与东盟国家、金砖国家的一般贸易结算支付。

清算行模式：中国人民银行与外国央行签订协议，允许经批准的对方国家的特定商业银行（一般是境内银行海外分行）作为境外清算行，远程接入本国的实时全额结算系统，并在中国人民银行开立结算账户。两国的其他银行则可通过本国清算行代理，利用对方国家的实时全额结算系统办理清算业务。境外清算行是大额支付系统的直接参与者，其总行（母行）位于境内。对境外清算行，中国人民银行会根据综合评估给予一定的人民币购售额度，以促进其资金流动性，同时，境外清算行也可以通过境内拆借市场获得更多的流动性。清算行模式适用于两地经济往来密切、贸易量大且风险可控的情况。

非居民人民币账户模式（NRA）：经中国人民银行当地分行审核批准，境外企业可在境内商业银行开设 NRA 账户，直接通过境内银行的行内清算系统和中国人民银行跨行支付系统进行人民币资金的跨境清算和结算。NRA 属于境内账户，因此不纳入外债指标管理，账户接受当地监管，并且需按规定在境内纳税。

目前，人民币跨境支付中使用较多的是代理行和清算行模式，清算行模式发挥着越来越重要的作用。在资本账户不能完全自由兑换情况下，境外人民币清算行在一定程度上扮演了央行角色，提供人民币流动性并确保货币的自由兑换，便于海外风险控制和央行管理。对国内银行而言，一旦取得人民币清算行资格，就能获得当地市场的认可，增加客户和存款来源，做大做强对公业务，提升其国际化水平和声誉。

人民币清算行主要是中国银行、工商银行、建设银行、农业银行和交通银行的海外分行。第一家清算行于 2003 年 12 月由中国银行（香港）分行担任，其主要职责是为香港银行开立人民币清算账户、接受香港银行的人民币存款等。2013 年 2 月 8 日，中国工商银行新加坡分行成为首家在中国以外的人民币清算行，随后人民币清算行数量快速增加，2014 年在伦敦、2016 年在纽约两个全球重要金融中心设立人民币清算行，标志着人民币跨境支付获得巨大进步。截至 2016 年底，中国五大行已在境外设立人民币清算行 22 家，服务范围辐射中国港澳台、东南亚、东北亚、欧洲、大洋洲和南北美洲。

人民币清算行的设立有几个显著特点：（1）配合国家重大发展战略，比如在 5 个一带一路沿线国家设立了人民币清算行；（2）考虑港澳地区的特殊性，在一国两制框架下设立人民币清算行，可直接连入国内大额支付系统；（3）在全球重要金融中心，如纽约、伦敦、法兰克福均设立了清算行；（4）除港澳外，其他 20 家清算行都不能直接与国内大额支付系统连接，必须由清算行母行、总行接入境内大额支付系统（HVPS），完成在中国人民银行层面的最终清算。

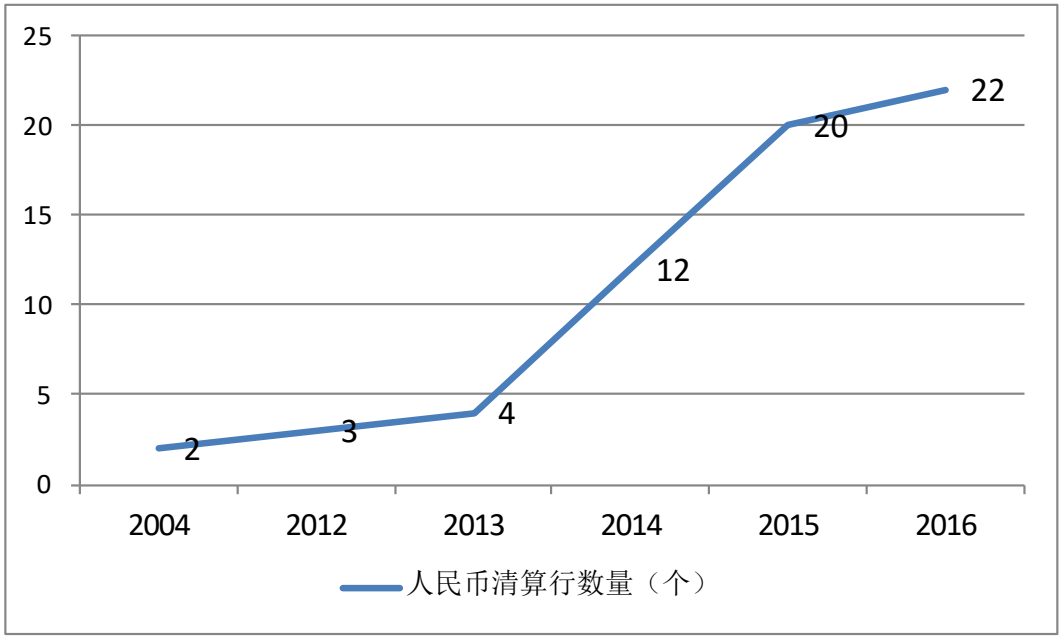


图 2 人民币清算行数量变化图

人民币跨境支付系统（Cross-border Interbank Payment System，简称 CIPS）是指为境内外金融机构人民币跨境和离岸业务提供资金清算、结算服务的金融基础设施。早在 2012 年初，中国人民银行就做出决定，建设 CIPS 系统，以满足全

球各主要时区人民币业务发展的需要。2015 年 7 月 31 日，跨境银行间支付清算（上海）有限责任公司在上海注册成立，同年 10 月 8 日，CIPS（一期）正式投产运营。

CIPS 为人民币跨境支付提供了安全、便捷的系统，50 个国家和地区的金融机构纷纷加入。运行一年多来，CIPS 处理的跨境人民币支付业务量高速增长，2016 年第三季度表现非常突出，业务量猛涨 75%，单笔交易金额大幅增长，环比 114%。不仅如此， CIPS 的参与者也在迅速增加，截止到 2016 年底，CIPS 已有 28 家直接参与者和 512 家间接参与者。

表 1　CIPS 上线一年处理业务数量统计表

时间	交易总量（万笔）	环比增长（%）	交易总金额（亿）	环比增长（%）	日均交易量（万笔）	日均交易总金额（亿）	平均单笔交易金额（百万）
2015 四季度	8.67		4,808.98		0.14	77.56	5.54
2016 一季度	9.55	10	4,135.67	-14	0.16	67.8	4.24
2016 二季度	10.92	14	4,701.95	14	0.18	75.84	4.21
2016 三季度	19.06	75	17,003.35	26	0.29	261.59	9.02

数据来源：人民银行统计

CIPS 中参与者分为直接和间接两类，每一位参与者在 CIPS 系统中都有自己的行号（即 CIPS CODE），作为该参与者在系统中的唯一标识，而且该行号与其在 SWIFT BIC 中的行号保持一致。直接参与者在 CIPS 中开立资金账户（零余额账户），其行内业务系统或专用前置系统与 CIPS 直接连接，通过 CIPS 发送和接收指令，指令通过专用网络或通用网络传输。在 CIPS（一期）中，境外直接参与者还不能接入 CIPS。间接参与者不能在 CIPS 开立资金账户，必须委托直接参与者办理人民币跨境支付业务。直接参与者与间接参与者采取一种“多对多”的委托代理关系，以便督促直接参与者提高业务水平，吸引更多的间接参与者与其建立业务关系，促进支付市场的公平竞争。

人民币跨境支付系统的支付机制为：每日交易前，直接参与者通过大额支付系统（HVPS）将足额资金汇入 CIPS 账户；交易开始后直接参与发起者根据客户的需要，填写报文提交至 CIPS，CIPS 对直接参与发起者和接收者的行号、状态进行查询，若直接参与发起者账户余额充足，则系统直接借记直接参与发起者账

户，贷记直接参与接收者账户，之后再将指令发送给直接参与接收者，直接参与接收者确认无误后进行内部账务处理。若直接参与发起者账户余额不足，则指令进入排队序列，待余额充足后再进行处理。

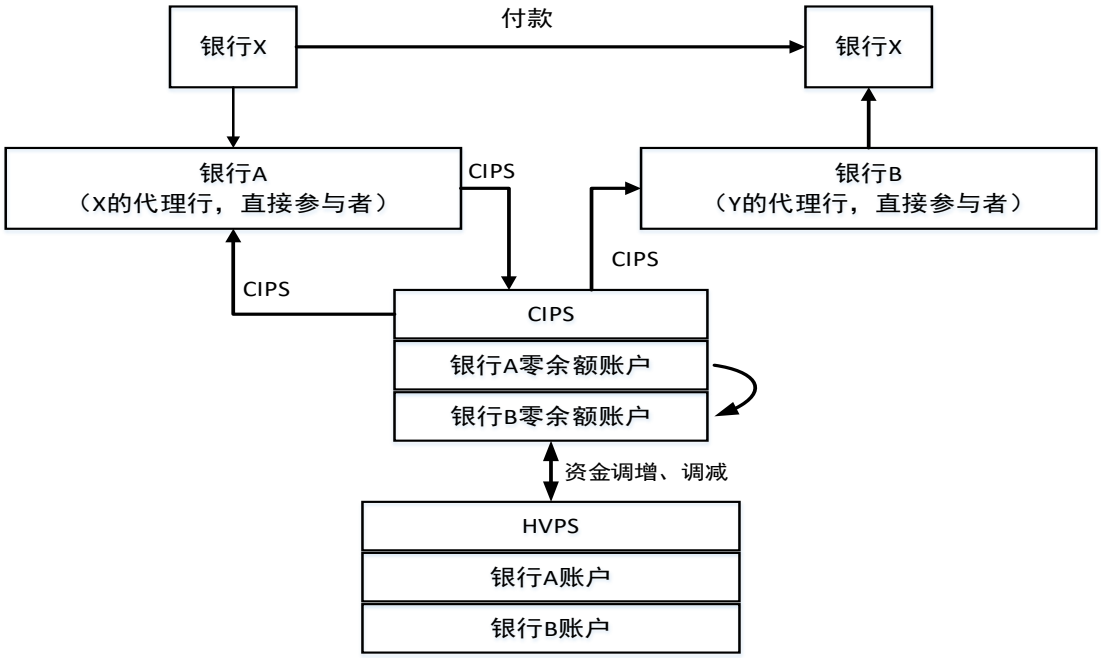


图 3　CIPS 运行机制

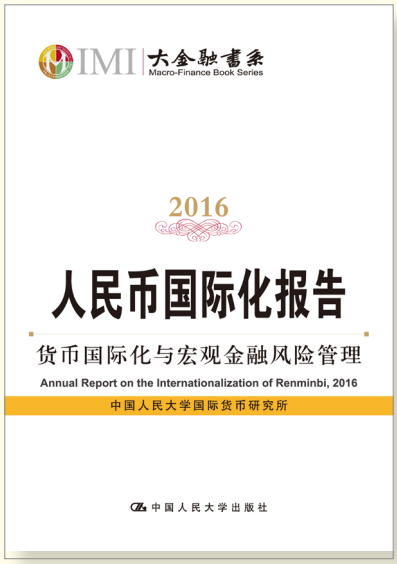
《跨境人民币清算体系建设的思考》钟红

CIPS（一期）采用的是实时全额逐笔清算方式（RTGS），即交易双方的每一笔业务都通过电信网络实时发送和处理信息，对发送的转账指令的处理和最终结算都是实时单笔进行的，既不通过多笔借贷交易轧差，也不在预先确定的时间进行统一结算。这种清算方式在时效上很有优势，但对系统用户的预备头寸要求较高，而且不允许透支，影响了系统流动性，增加资金成本。

CIPS 在提高人民币跨境支付方面具有非常明显的优势。第一，提供更长时间的清算窗口。由于大额支付系统（CNAPS）不具备充足的时间来处理与中国时差较大的欧美银行清算业务，CIPS 比 CNAPS 延长 3 个小时的服务时间，能覆盖到全球主要人民币支付清算的国家和地区，使更多的人民币跨境支付业务能够得到及时处理。第二，缩短清算路径，集中清算。CIPS 提供更快捷的服务，节省资金、时间成本。境外清算行不再通过大额转账系统，而是作为清算行直接接入 CIPS 系统，进行集中清算，大大缩短清算路径。CIPS 有更广泛的参与者，集合清算，省去传统模式中的中间行的环节，缩短交易处理时间。第三，实现国际业务直通式处理。在清算行和代理行模式下，需经由 SWIFT 传递跨境清算信息，

而 SWFIT 不支持中文报文，一些字段与大额支付系统报文不兼容，往往需要落地人工处理，严重影响了清算效率。CIPS 采用国际标准的报文格式，与 SWIFT 的 MT 报文格式兼容，可进行业务直通式处理，减少报文转换时间和费用，提高业务处理流程的效率。值得一提的是，CIPS 直接接入人民币跨境收付信息管理系统（RCPMIS），相关监管部门能够主动采集交易信息，及时掌握跨境资本流动情况。第四，实现境内和境外风险隔离。在代理行和清算行模式下，人民币大额支付系统承担国内银行间以及人民币跨境支付清算的双重任务，容易遭受来自境外的网络攻击。CIPS 是独立的、专属的人民币跨境支付清算通道，建立了境内外风险隔离机制，有助于维护国内金融信息的安全。第五，业务处理量更大。在清算行模式下，由于境外清算行都是国内银行的分支机构，业务处理量受到支付能力的限制。CIPS 的直接参与者都是国际大银行，有最低资金保证；而且直接参与者和间接参与者的“多对多”关系，为间接参与者提供多种选择，保证能够顺利完成支付。

《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，防范系统性金融危机，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。

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载