

【“2017 国际货币论坛” 会议专题】

高海红：灵活汇率有助于人民币国际化

管 涛：贸易顺差、资本流出将成为中国国际收支新常态

沈建光：“保汇率还是保外储” 被证伪

张 斌：资本项目开放受制于汇率形成机制

张 明：跨境资本流动的最新变化

Lord (Neil) Davidson：中国的创造力与“一带一路”的发展
有助于人民币国际地位的提升

鄂志寰：人民币国际化加快国内金融市场开放进程

Iikka Korhonen：人民币国际化需要资本市场自由流动
与合理监管的支撑

李文龙：人民币国际化的市场与机制安排

周颖刚：人民币汇率改革与稳定提升其国际影响力

【海外之声】

Ben Robinson：未来数十年的贸易机会面临风险

Steve H. Hanke：经济大萧条和经济大衰退之间
存在着怎样的共同之处？

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列七：主要货币的国际化指数比较

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

Edmond Alphandery	Yaseen Anwar	陈雨露	陈云贤	Steve H. Hanke
李 扬	李若谷	马德伦	Robert A. Mundell	任志刚
潘功胜	苏 宁	王兆星	吴 清	夏 斌

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

贲圣林	曹 彤	陈卫东	鄂志寰	冯 博	郭庆旺
纪志宏	焦瑾璞	刘 珺	刘青松	陆 磊	涂永红
王 毅	王永利	魏本华	向松祚	曾颂华	张 杰
张晓朴	张之骥	赵锡军	周阿定	周道许	周广文
庄毓敏					



中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于 2009 年 12 月 20 日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘骁

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



灵活汇率有助于人民币国际化

高海红¹

编者按：

7 月 15 日至 16 日，由中国人民大学主办，中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心协办，中国人民大学国际货币研究所（IMI）承办的 2017 国际货币论坛在中国人民大学隆重举行，本次论坛主题为“金融深化、金融稳定与货币国际化”。7 月 16 日上午举行的主题四“跨境资本流动与系统性风险防范”分论坛，由 IMI 和货币金融机构官方论坛（OMFIF）联合主办，跨境金融 50 人论坛协办，OMFIF 亚洲主管、驻新加坡首席代表 Adam Cotter 主持。

中国金融四十人论坛高级研究员、国家外汇管理局国际收支司原司长管涛，凯辉私募股权投资基金管理合伙人、法国财政部原副部长 Bruno Bezard，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心主任高海红，瑞穗证券亚洲公司董事总经理、首席经济学家沈建光，国新国际投资有限公司董事孙鲁军，中国金融四十人论坛高级研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员张斌，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任、平安证券首席经济学家张明，英国司法部原部长 Lord (Neil) Davidson，中银香港首席经济学家鄂志寰，东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）高级经济学家李文龙，芬兰央行转型经济研究所（BOFIT）所长 Iikka Korhonen，厦门大学王亚南经济研究院副院长、经济学院金融系教授周颖刚，等出席论坛并发表主题演讲。本次论坛由 OMFIF 亚洲主管、驻新加坡首席代表 Adam Cotter 主持。

高海红主任在圆桌研讨一中发表主题演讲，她指出，中国在不断地融入世界经济，特别是人民币国际化战略的推进，使灵活的汇率制度和比较开放的资本项目的政策组合更加的清晰明朗。央行引入 CFETS 指数是一个很重要的变化，但却使汇率不确定性增加了。从货币国际化的角度来看，稳定汇率并不是人民币国际化的必要条件，中国要考虑的更重要的问题应该是如何对一个开放的经济体进行有效的对冲风险。

以下为高海红主任的演讲摘要：

一、引言

20 年前爆发的亚洲金融危机，使很多国家遭受了重大损失，但中国却避免

¹ 高海红，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心主任

了这场危机，同时从这场金融危机中汲取了经验教训。中国当时的资本项目是封闭的，采用的是盯住美元的相对固定汇率。在现在看来，过早开放资本项目并且采用固定汇率制是不利的政策措施，可能会增加金融脆弱性。在人民币国际化的背景下，中国应该吸取亚洲金融危机的教训，但是需要采取什么样的政策措施才能推动人民币国际化进程呢？本文主要围绕这个问题展开阐述。

二、亚洲金融危机的教训

2017 年是亚洲金融危机爆发 20 周年，20 年前的那场金融危机给了我们很多教训，其中最重要的一条就是资本项目过早开放和固定汇率的政策组合，是一个有毒的政策组合。一方面，当时一些过早和快速开放资本项目的国家经历了大量的资本流入，在这种情况下，大规模的资本流入助燃了国内的资产价格，引发的通货膨胀的压力；另一方面，由于采取了固定的汇率制度，使得汇率丧失了吸收外部冲击的功能。更重要的，当时的固定汇率还导致了一定程度上的国内金融脆弱性。很多国家的中央银行通过固定汇率对本国银行提供一种担保，这种担保实际上是助长了这些银行大面积的双重错配，在外债不断累计的情况下，金融脆弱性不断增加。可以说危机前普遍实行的资本自由流动与固定汇率组合，对危机爆发有不可推卸的责任。

中国有幸避免了那一场危机，这并不是因为中国经济有多么健康。中国在当时将人民币严格钉住美元，是一种硬钉住制度。这一制度实际上是将人民币美元名义汇率作为货币政策的名义锚，这与当时多数亚洲国家所采取的汇率制度相似。所不同的是，在当时，中国资本大门仍然关闭。中国在 1996 年 12 月刚刚接受了 IMF 第八条款，承诺解除对经常项目下交易的汇兑限制。简言之，中国当时的资本管制与固定汇率的组合有效地将中国与世界市场隔绝，使中国免受危机冲击。

三、人民币国际化背景下的汇率政策和资本流动

20 年过去了，中国不断在融入世界经济，特别是人民币国际化战略的推进，让中国的灵活的汇率制度和比较开放的资本项目的这种政策组合更加的清晰。在前几年中国融入世界经济的进展很快，整个开放的进程与人民币国际化进程是相辅相成的。但是近年来资本流动的变化，尤其是管理政策措施的调整，引发了的

一些人对政策方面的担忧。

谈及资本流动就不能不考虑汇率政策，我们都必须要承认“不可能三角”实际上是存在的，“中间解”是可能的，但都是不可持续的。在汇率政策方面，我们关注比较多的是短期，但是从长期汇率制度改革历程来看，总的趋势是非常灵活，这是相当正确的选择。

2015 年汇率出现了惊险的一跳，实际上这是一次尝试，尽管带来了很大的风险，但这种尝试是有意义的，至少测出了央行完全不干预的底线。假设央行完全放弃干预会发生什么？可能起初会出现一些问题，在全球市场不确定的情况下，非理性的因素就会起到很大的作用。2015 年底央行引入 CFETS 指数是一个很重要的变化，根据央行的解释，CFETS 是重新盯住一篮子货币，它应该具有稳定性的特征，但实际上从 2016 年 7 月到 2017 年 5 月底 CFETS 指数下降程度大于双边的人民币跟美元的贬值程度（如图 1）。近期人总行在人民币中间价决定中增加的逆周期因子受到了很多人的质疑，认为它可能会隐含着很多的干预色彩，使汇率决定机制变得更加的不透明。

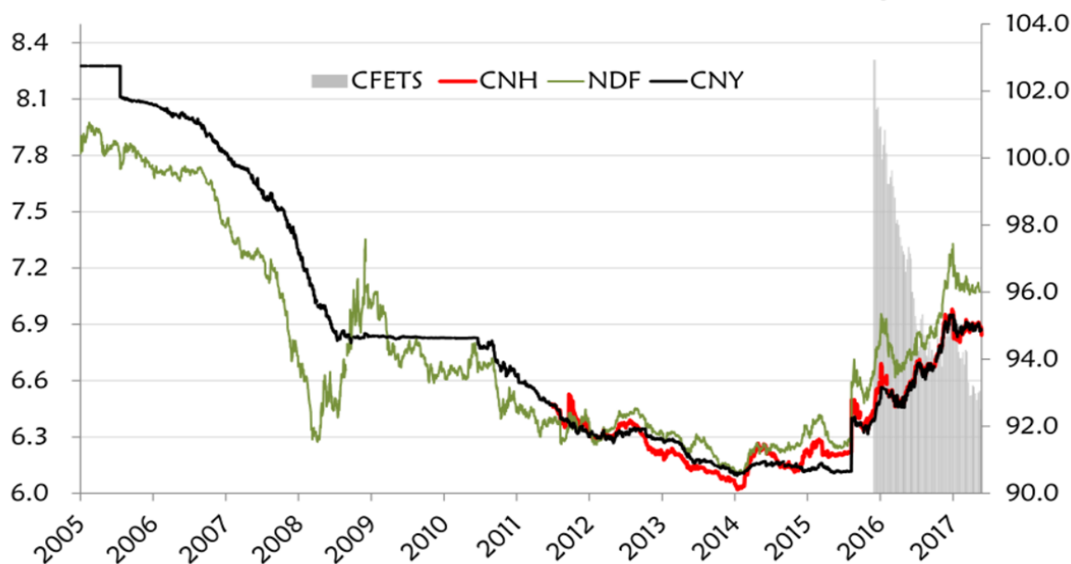


图1：人民币汇率变化趋势

没有一项汇率制度在任何时候适用于任何国家，中国现在的汇率政策选择是理性的。但是稳定的汇率是需要条件的，第一个条件是充足的外汇储备，但问题是多少外汇储备是充足的？第二个条件是必须同时进行资本管制，问题是管制到什么程度才能够有效？实际上这也是一种测试，更重要的是政策开倒车的做法是

危险的，把原来开的门现在关上了，除非在危机爆发的极端情况，通常这可能会对决策当局信用和承诺会有不好的影响。从 2016 年开始，中国采取一系列收紧资本流动管理措施。可以看出，这些措施到目前为止是有效的。但在收紧的资本管理形势下，人民币国际化进程自然受阻。

目前我国汇率制度的灵活性还是不够的，它实际上延缓了长期灵活汇率改革的进程。如果从货币国际化的角度来看，稳定的汇率并不是人民币国际化的必要条件。美元国际化进程经历了不同的汇率制度安排，这包括二战之后布雷顿森林体系下的美元黄金本位制度，也包括布雷顿森林体系崩溃之后的浮动汇率制度。对于人民币而言，灵活的汇率为人民币可兑换和资本开放提供更大可能行，而后者是人民币可获性的重要条件。不可能三角仍然存在，即汇率稳定、资本自由流动以及货币政策独立性这三者之间，只能同时实现两项目标。在保证货币政策独立性的前提下，实现资本更自由的流动需要汇率具有更大的灵活性。尽管短期看货币币值变化会影响市场需求和交易的变化，但从长期看，灵活的汇率将有助于推进人民币国际化进程。

四、如何确保开放经济体的金融稳定

中国面临的真正挑战是如何对一个开放的经济体进行有效的对冲风险。资本流动通常会产生两类风险，一类是宏观经济风险，另外一类是金融风险。当然在实际中这两类风险是很难区分的。宏观风险包括对本国货币币值，尤其是真实币值的影响，以及对国内的通胀和经济周期的影响。金融风险更多的是信贷、资产、房地产风险，还有一些金融机构和非金融机构资产负债表的风险。对抗宏观经济风险的措施包括宏观政策和汇率政策，汇率政策是非常重要的能够吸收外部冲击的手段。而宏观审慎政策是应对资本流动所带来的金融风险的常备手段。资本管制是非常极端情况下采取的无奈之举，因为它的成本太高，不仅会造成资源配置扭曲，甚至还会把正常的资本流入流出都变成资本外逃，这样使得监管当局更难去监控。

从全球看，维护金融稳定需要加强全球金融安全网。全球金融安全网以国别政策、双边合作和多边合作多重组合构成。当出现流动性危机时，一国的外汇储备是最重要的自保来源。然而当货币危机出现的时候，一个国家的外汇储备很快



会耗竭。一些国家在寻求外部流动性的支持之时，双边货币互换、区域性救助机制以及全球性的多边救助都是必不可少的救助来源。全球金融危机以后超长期宽松货币环境造成大规模流动性，金融周期控制资本流动，与实体经济不相关，这使得开放经济体随时面临巨大资本冲击。在这种情况下，通过国际合作建设全球金融安全网十分重要。

人民币能够发挥什么作用是我们关心的一个重要的议题。从规模来看，人民币国际化可能会有起伏，前一段人民币国际化进展的较快，而现在贸易结算和离岸的规模都在收缩。但是从国际货币的职能种类看人民币在使用过程中已经具备了很多货币功能。随着人民币交易功能不断扩大，人民币将成为安全资产，为全球资产配置增加多元化选择，也将在全球金融安全网中发挥稳定作用。

总之，从开放经济体的角度看中国的资本流动管理和汇率政策选择，人民币需要更大的灵活性。考虑到三角难题，中国货币政策独立性一定是不能放弃的，要保持一定的金融开放度，灵活的汇率制度应该是一个理性的选择。而人民币国际化不管是政策的选择，还是市场的选择，对中国这样一个大国来说应该是保持开放的一个自然结果，而在人民币国际化进程中，人民币汇率的灵活性将发挥积极的作用。

贸易顺差、资本流出将成为中国国际收支新常态

管涛¹

编者按：

管涛司长在圆桌研讨一围绕“中国跨境资本流动的演进、现状与未来”这一主题，发表了题为“我国应对资本流出的外汇政策选择”的演讲。他在演讲中指出，把储备资产从对外资本中剔除以后，我国民间部门的对外净头寸由净资产变为净负债。中国的外汇储备充足，当前资本外流已经超越了基本面的因素。人民币国际化进程是波浪式前进的，中国的跨境资本流动管理是目前应对资本流出的一个重要手段。跨境资本流动管理“扩流入、控流出”的效果正在逐渐显现，资本流动冲击有所缓解。

以下为演讲摘要：

一、引言

2014 年以前我国贸易顺差和资本的大量流入，这种国际收支情况我们称之为国际收支双顺差。但是 2014 年第二季度开始出现资本项目持续逆差，资本开始流向国外。是什么原因导致我国跨境资本的外流？我国目前在外汇方面采取了什么样的政策措施？这种措施的效果如何？本文主要围绕这三个问题展开，结论将在下文一一阐述。

二、我国跨境资本流动状况

中国国际收支双顺差的情况从 2014 年开始发生了改变，2014 年第二季度到 2017 年第一季度，各季资产项下都是净流出，而负债项下仅有四个季度是净流出，2016 年二季度起又重现净流入，2017 年负债项下净流入 915 亿美元。

中国资本流出主要途径是对外投资，但是从国家资产负债表来看，中国现在的对外金融资产占有所有金融资产的比例并不低。2007-2013 年间，与美国、日本和加拿大相比，中国对外金融资产在金融资产中的占比，在 2007 和 2008 年是最高的（见图 1）。2007-2013 年，中国的对外金融资产与金融资产平均占比达到

¹ 管涛，中国金融四十人论坛高级研究员、国家外汇管理局国际收支司原司长

12.3%，美、日、加三国平均为 13.0%、10.2%和 13.4%。与美国类似的经济发展阶段相比，中国现在的对外金融资产占比 10%以上并不低。



图1：各国对外金融资产占比情况

中国一个最大的问题是民间资本输出占比过低。把对外资产中的储备资产剔除以后，民间仍然是一个净负债状态，跟日本是不太一样的（见图2）。剔除储备资产后，2013 年底，中国的对外净头寸由净资产 2 万亿美元变成了净负债 1.88 万亿美元，而日本对外净资产只是由 325.7 万亿日元降至 192.2 万亿日元。正是在这种对外净头寸特征下，作为世界前两位最大对外净资产国或者说对外净债权国，中国民间部门对于人民币汇率贬值较为敏感，而日本则是对于日元汇率升值较为敏感。剔除储备资产以后，中国的对外净负债由 2014 年底的峰值 2.30 万亿美元降至 2017 年 3 月底的 1.37 万亿美元，减少了 9256 亿美元，期间外汇储备减少了 8339 亿美元。这表明在中国民间和政府之间发生了资产负债的置换。



图2：中日两国对外头寸对比

三、外汇政策的不可能三角

中国在过去这两三年时间里，一直经历着资本流出。从外汇政策方面来说，在资本流出的情况下，就是用价格工具或者是数量工具来出清市场，而价格工具就是汇率浮动，数量工具是外汇市场的干预和跨境资本流动管理。不可能在资本流出和外汇供不应求的情况下，既想保持人民币汇率稳定，又不消耗外汇储备，还要继续保持资本自由流动，这三个目标是不可能同时实现的，至少要使用其中一个工具。

在亚洲金融危机期间，我国使用的工具就是加强跨境资本流动管理，而这一次是三个工具同时使用，汇率仍然坚持有管理的浮动，消耗外汇储备以维持汇率稳定，同时我们还继续加强和完善跨境资本流动的管理。尽管这几年外汇储备有一定规模的下降，但无论是从传统的指标，还是从国际货币基金组织的最新标准来看，我国目前的外汇储备仍然是比较充裕的（见图3）。截止2017年3月末，我国短期外债偿付能力为3.28倍，进口支付能力为21.6个月，远高于国际警戒标准。即使按照国际货币基金组织的最新标准看，我国现有的外汇储备规模也在其上下限标准的合理区间之间。亚洲金融危机期间我们外汇储备是1400亿，没有人考虑外汇储备够不够用，因为那时候没有动用外汇储备来稳定汇率。但是这次中国动用外汇储备稳定汇率是一个重要手段，当年储备4万亿说是负担，现在储备3亿却又开始担心外汇储备够不够用。因此外汇储备的多少不是绝对客观的标准，这还与市场的情绪和市场信心有关。



图3：我国对外支付能力

当前中国资本外流已经不是基本面因素所能解释的了，也有市场情绪的原因。对于中国来讲，合意的国际收支结构是贸易顺差、资本流出。2014年二季度到



2015 年一季度，经常项目仍然是顺差，资本项目已经从前期顺差转为逆差，但与经常项目顺差的规模大体相当，所以这个阶段外汇储备相对稳定。这一时期资本流出的主要原因是经济下行和美元走强带来基本面的影响。这个时期境内外的人民币差价是非常窄，这意味着市场的汇率预期是比较稳定的。但是 2015 年三季度以后，资本流出的规模急剧的扩大，导致外汇储备出现了比较大的波动，同时境内外的汇差也急剧加大。

从资本流动的期限结构来看，短期资本流出已经成为人民币贬值、外汇储备下降的主要原因，而短期资本流动主要受市场情绪驱动。我国外汇市场已经处于一个多重均衡状态，即给定基本面因素，人民币既可能升也可能贬。过去几年中国的跨境直接投资也出现的一些剧烈的变化，长期资本流动出现了短期化的趋势。2015 年三季度以后，对外直接投资出现的急剧的增长，除了“走出去”，“一带一路”战略等因素影响外，可能和市场的恐慌情绪也是有一定的关系。

什么是最优的汇率选择？关于最优的汇率选择的基本共识是固定汇率、浮动汇率和有管理的浮动各有利弊，没有一种汇率制度适合所有国家以及一个国家所有时期。在亚洲金融危机爆发前后，在学术界掀起了“角点解”和“中间解”之争。“角点解”认为，汇率要么完全固定，要么完全浮动。在投机攻击的情况下，有管理浮动因为缺乏市场透明度和政策公信力，多重均衡容易出现坏的结果，而不能有效防止货币危机。

在亚洲金融危机期间，中国政府承诺人民币不贬值，而这一次我们坚持有管理浮动的“中间解”。去年 2 月份以后我们公布了人民币汇率中间价的定价公式，这个定价公式很好的解决了市场透明度的问题。尽管去年下半年随着美元走强，人民币兑美元出现了一定幅度的调整，但是人民币对美元的下调并没有给国内的股票市场以及海外市场带来冲击。

四、资本流动管理效果评估

在去年年底人民币被极度看空，认为人民币兑美元迟早要破 7。在面对投机性攻击的情况下，我们应该采取什么样的政策？小川行长去年初就明确表示，人民币国际化进程本身会是波浪式前进的，如果观察到投机成为外汇市场中的主要矛盾，就重点应对投机，等市场逐渐回到相对稳定状态，人民币国际化还会继续

前进。美国前财长在参加去年初 G20 上海会议之前也提到，中国本身是有资本管制的，现在不是要不要管的问题而是要怎么管的问题。中国在这次是汇率储备、资本流动和汇率浮动这三个工具一起用，跨境资本流动管理是目前应对资本流出的一个重要手段。其中在跨境资本流动管理中主要用了两类工具，一是鼓励资本流入和结汇，二是加强跨境资本流出调控。

今年人民币兑美元不但没有破 7，反而出现了一定幅度的升值，甚至境内外的人民币差价出现倒挂，上半年境内外日均汇率差价 190 个基点，且大部分时间 CNH 相对 CNY 升值。同时，今年前 6 个月，外汇储备上升 463 亿美元，上年同期减少 1252 亿美元，正估值效应导致外汇储备止跌回升，但最根本的原因还是资本外流势头缓解。今年一季度外汇储备余额同比减少 1164 亿美元，其中交易引起的外汇储备变动同比减少了 1268 亿美元，估值效益比去年同期是下降了 104 亿美元（见图 4）。

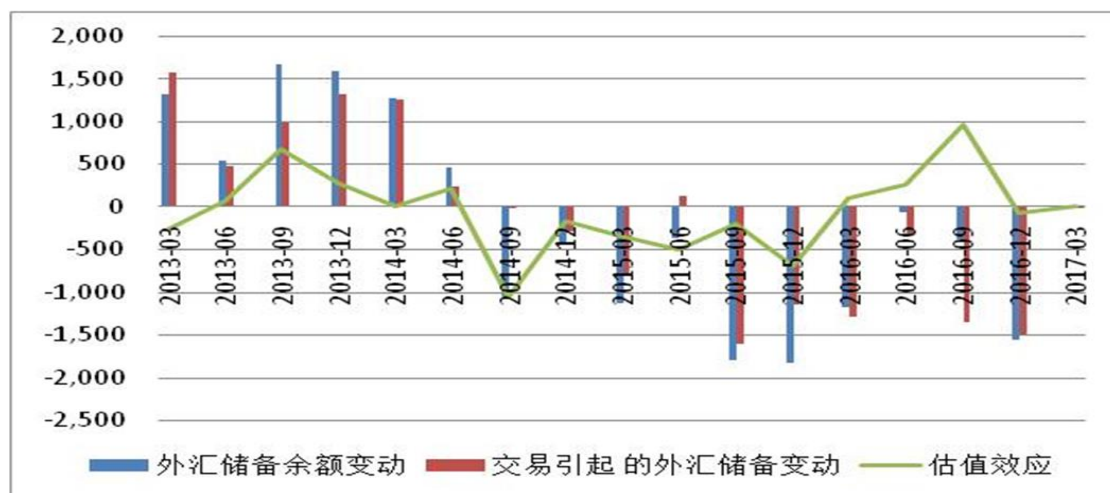


图4：外汇储备余额变动构成

今年上半年的这种形势，除了国内经济企稳，市场趋于稳定等基本面的变化，还有外部美元走弱等因素，再加上跨境监管政策的及时调整，共同导致了资本流出势头缓解，人民币汇率企稳。有关部门进一步规范了个人购汇的管理，2017年前五个月服务贸易的购汇同比减少了 6%，而去年同比增长了 16%；同时进一步收紧对外直接投资，今年前五个月非金融部门的对外直接投资为 346 亿美元，同比减少了 53%，对外直接投资是 508 亿美元，同比减少了 6%；此外，扩流入政策的效果也开始显现。境外减持境内人民币金融资产开始企稳，境外机构又开始重新增持人民币金融资产。近期境内机构又重新增加境外融资，今年一季度比



去年的一季度本外币外债余额又累计增加了 1063 亿美元，其中外币外债创了历史新高。人民币汇率企稳和外汇储备的止跌回升又进一步抑制了资本外流，前五个月银行的结汇同比增长 6%，售汇下降 7%，近期境内外机构纷纷下调了年底的人民币汇率的预期值。

五、结论和建议

第一，随着国内经济逐渐企稳、金融风险逐步释放，跨境资本流动将回归国内经济基本面。跨境资本流动管理的政策效果逐步显现，资本流出冲击风险有所缓解。

第二，当前我国跨境资本流动管理坚持疏堵并举，扩大金融开放的方向没有变，只是根据形势发展变化调整了力度和节奏。调节跨境资本流动不仅要靠行政手段，还可以依靠价格措施。如果跨境资本有序流动，最终能够实现政府和市场的双赢。

第三，汇率市场化是大势所趋，贸易顺差、资本流出将成为我国国际收支新常态。但资本外流不等于汇率贬值，海外资产配置也不等于炒外汇。市场主体应抓住时机，不断培养和提高适应汇率波动的能力，树立正确的金融风险意识，不要用市场判断替代市场操作。

“保汇率还是保外储”被证伪

沈建光¹

编者按：

沈建光总经理在圆桌研讨一围绕“中国跨境资本流动的演进、现状与未来”这一主题，发表了题为“人民币与跨境资本流动”的演讲。他在演讲中指出，去年在中国，保汇率还是保外储是一个非常有趣的争议，有一种观点认为，如果保汇率就会消耗外储，但保外汇储备就只能使人民币贬值，两者只能取一。但是事实上是货币贬值和外汇储备下降是同向的，“保汇率还是保外储”的问题被证伪，在很多情况下，外汇储备减少是源于对于汇率贬值的预期。

以下为演讲摘要：

一、引言

中国近年来的取得的成就受到越来越多人和国家的关注，同时关于中国的一些经济方面的政策选择也引起了不少的争议。中国的政策选择是保外储还是保汇率？资本外流的变化是什么原因导致的？为适应资本外流的变化，我国应该采取什么样的政策措施？本文将围绕这些问题展开论述。

二、中国经济问题争论

在 1998 年以前，我们对于中国的争议是中国是否应当捍卫人民币汇率。当时东亚所有的货币都在贬值，人民币面临巨大的贬值压力，几乎所有人都认为中国不能够保证人民币不贬值。当时总理朱镕基就强调捍卫人民币绝不贬值，将人民币汇率维持在 8.3 水平，确保了当时的亚洲经济的稳定。

但是从 2003 到现在主要的争论就是人民币到底应当升值多少？我在 2003 年作为首个中国的经济学家加入欧洲央行，当时的第一个任务就是要研究人民币的偏离公允价值到底有多少？可见在 2003 年以前即使是对于欧洲央行这样重要的银行机构来说，他们都认为不必要有一个研究中国的经济学家。而现在，研究中国问题的经济学家已经变得至关重要了。在 2005 年以后人民币开始升值，当

¹ 沈建光，瑞穗证券亚洲公司董事总经理、首席经济学家



时我们的讨论就是人民币要升值多少？

但是到 2015 情况又变化了。去年很多人都在讨论中国到底应不应当实现人民币一次性大幅贬值？人民币是在 2015-2017 年的两年之间贬值了将近 10%（见图 1），一些教授和学者建议人民币应该再一次性贬值 10%，但是人民银行并不认同这样的建议。在这两年期间人民币确实出现了贬值，但是这是一个非常渐进的过程，不是一蹴而就的。我们需要人民币更为灵活，但同时也有关注巨大的差异和成本，如果人民币突然贬值，就会付出巨大的代价。



图1：人民币汇率波动

去年外汇和资本流动的变化引发的是保汇率还是要采取其他措施争议是很有趣的。有人认为需要保外储而支持人民币贬值，如果保汇率就会消耗外储，3 万亿是外储的重要红线，不能再少了，再少就会影响对国家捍卫汇率的信心。但是事实是货币贬值和外汇储备下降是同向的，如果保外储而让人民币贬值，人们就会将持有的人民币资产变为外汇资产，这样我国的外汇储备就会减少。外汇储备的减少与资金恐慌性大幅外流相关性更为明确，且期间往往人民币也呈现贬值态势，贬值与外储减少并非因果。

很多情况下，外储的减少是源于汇率贬值的预期，如果前期并未采取稳定汇率政策，考虑到当时中国企业缺少对冲汇率损失，居民财富构成中缺乏多元化配置而以人民币为主要构成，届时贬值预期扩大很可能导致贬值的自我强化，也可能引致其他货币跟随贬值的情况，一次性贬值很难一次性到位，恐慌性资本外流将会进一步扩大，外汇储备同样会面临非常大的压力。因此要保外储就一定要汇率贬值的观点是错误的。现在回头看，“保汇率还是保外储”确实被证伪。过去

十年中国外储增加是由于人们有升值的预期。我国外汇储备的减少并不是由贸易和 FDI 造成的，坚持人民币一次性贬值是非常危险的举动。过去 20 年人民币或升或贬，但是我们的关注点是去年人民币一次性贬值是否恰当。

去年人民币没有搞一次性贬值看来是对的。现在中国的经济恢复的很好，人民币也在升值。如果假设当时人民币再一次性贬值 10%，可能会有更多的不稳定性，人们就会担心经济能否恢复到现在这个水平，因此我也支持央行关于保汇率的举措。

三、中国资本管制利率

中国去年对外直接投资 ODI 大幅增加，这是投资需求拉动的结果还是资产转移到海外的结果呢？因为人们对人民币贬值的预期，把资产转移出海外，使 ODI 的变化脱离了经济的基本面，结果就是 ODI 上升 50%（见图 2）。

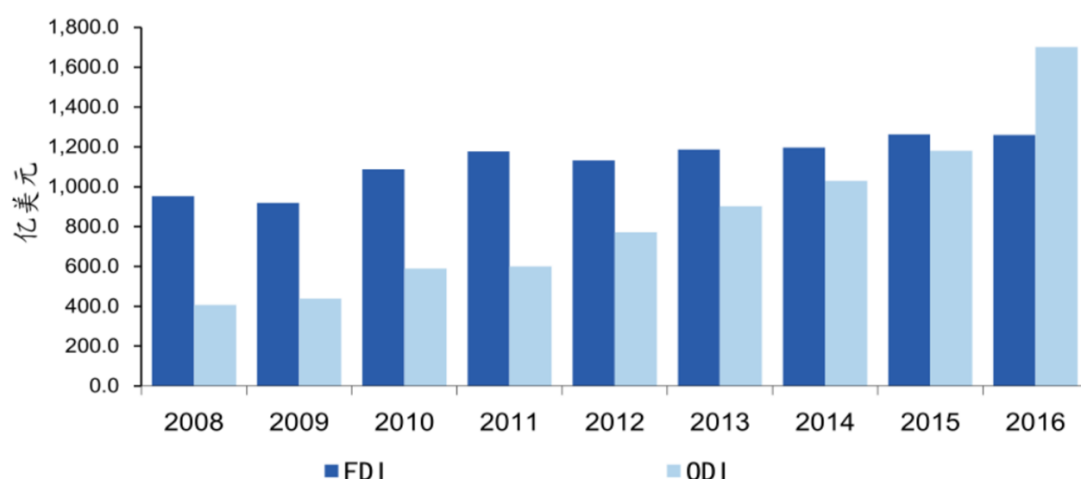


图2：FDI和ODI变化图

去年中国的一些纺织公司，技术公司，网络公司在海外购买了很多足球俱乐部，基本上所有的公司都跟运动行业没有关系，他们之所以买俱乐部，就是因为他们有人民币贬值预期，想把更多的资产转移到海外去。这不是灵活性的问题，而是对人民币贬值预期的问题。

亚洲金融危机，泰国放弃盯住美元制度得到了 IMF 的赞许，但其后泰国汇率市场的动荡之剧烈却远远超出预期，泰铢一路下跌 60%，银行挤兑，流动资金紧张，股市大跌，导致泰国经济陷入严重衰退。外汇政策选择必须找好时机，这是一个重要的教训。



2017 年第 38 期总第 230 期

去年有人认为美元升值很多的话人民币就很难盯住美元，美联储让美元升值，中国央行就没有办法保护人民币了。但我恰恰认为美元已经到顶，如果放弃盯住美元，这对于中国来说是个非常不稳定的因素，我们通过分析观察到在美国 5 次大的联邦利率上涨的阶段，美元汇率都是在贬值的（见图 3），这个跟大家公认的经济学原理完全不同。所有经济理论都认为美元在联邦利率上涨的阶段美元应该升值，但事实却恰恰相反。在 2015 年底以来美联储是加息四次，美元贬值了 5% 以上。但这对中国来说是好事，不需要跟美元脱钩，中国的央行就能很容易的稳定人民币汇率，从美元的贬值中受益。考虑到前期美元走强带来的人民币大幅贬值担忧已经有所减弱，预计接下来中国将有更好的条件推动资本项目开放和人民币国际化进程。

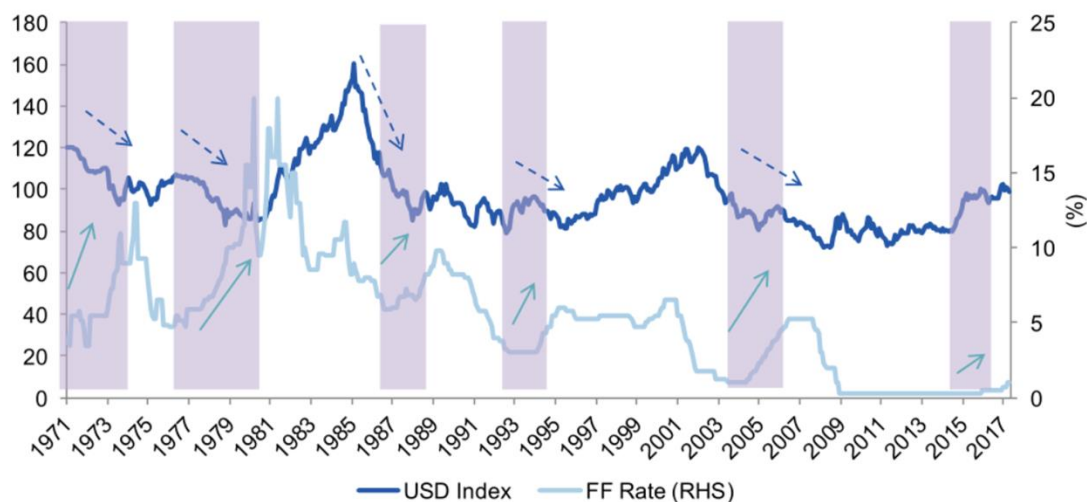


图2：美联邦利率和美元指数走势图

资本项目开放受制于汇率形成机制

张斌¹

编者按：

张斌研究员在圆桌研讨一围绕“中国跨境资本流动的演进、现状与未来”这一主题，发表了题为“资本项目开放受制于汇率形成机制”的演讲。他在演讲中指出，中美宏观经济基本面分叉、企业加速偿还海外借款以及人民币的汇率形成机制是造成 2014 年到 2016 年资本流出压力增大以及人民币汇率贬值压力的三个主要因素。今天来看，这三个主要因素均已发生变化，我国当前资本流出压力以及人民币汇率贬值压力有所减缓。然而，张斌同时指出，在未来一段时间内，我国资本项目管理很难取得实质性进展。

以下为演讲摘要：

一、引言

2003 年到 2014 年，人民币经历了持续的渐进升值，外汇市场敢于带来了大量外汇储备，然而，从 2014 年开始，人民币升值预期开始反转，资本流出的压力不断加大。究竟是什么导致了我国在 2014 年至 2016 年会经历人民币贬值与资本外流压力？当前资本外流压力是否有所缓解？我国资本账户管理会否以此获得实质性进展？本文围绕以上三个问题，一一展开。

二、三大因素导致过去三年我国面临资本外流压力

2014 年后，我国开始面临资本外流压力，流出规模超过一万亿美元。张斌认为，中美经济基本面分叉、我国企业海外归还外债以及人民币独特的汇率形成机制是导致本次资本外流压力的主要原因，分别来看：

2014 年到 2016 年是我国经济面临较多困难的年份，我国面临周期行业下行叠加产能过剩的挑战，央行为稳定经济，一再下调基准利率；相比之下，美国经济则经历了一个稳健复苏的过程，美元一直有加息的预期。在这种大环境下，企

¹ 张斌，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中国金融四十人论坛高级研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员



业的理性做法就是多配置海外资产，减少人民币资产的比重，这是造成我国资本流出的第一个因素。

人民币 2014 年之前的几年时间里面面临单边升值预期，再加上国内利率高企、治理影子银行和对房地产和产能过剩行业信贷限制，国内房地产、煤炭、钢铁企业在海外大举借债；2014 年后，当人民币面临不断贬值预期时，企业为了减少汇率损失不得不尽快去外债，这是造成我国资本流出的第二个因素。

2015 年以来综合考虑市场供求和篮子汇率的汇率形成机制下，市场供求带来人民币贬值而篮子汇率带来人民币阶段性升值或者贬值，二者合并后，人民币对美元阶段性贬值，加剧了人民币贬值预期。这是造成我国资本流出的第三个因素。

三、目前我国资本外流压力已基本减缓

从今天的情况来看，导致我国在 2014 年到 2016 年面临大量资本外流的三个主要因素已发生反转，分别来看：1、最近几个季度我国经济的基本面均好于美国；2、我国企业在上一轮人民币升值区间所借外债已经大幅减少，去外债告以段落；3、人民币汇率形成机制发生变化，引入逆周期调节因子，任何市场上影响汇率的重要因素均需要经过人民银行才可以作用到市场。进而，在人民币汇率及汇率预期保持稳定的情况下，我国当前的资本流出已大幅减少。

四、未来资本项目管理进程依旧不乐观

虽然我国目前的资本外流状况得到了缓解，人民币币值预期环节，但张斌认为，在未来一段时间内，我国对于资本项目的管理很难取得实质性的进展。

人民币汇率形成机制依然不能反映市场供求。不能通过价格手段让外汇供求自发找到供求平衡点，货币当局还要频繁地干预外汇市场。货币当局干预外汇市场的压力时松时紧，目前来看压力不大，一旦中美经济基本面走势差异较大或者是有什么其他事件冲击，外汇市场干预压力又会放大。这种汇率形成机制下，如果对于资本项目进一步放松，货币政策会因为被迫干预外汇市场而面临时松时紧的压力。压力大的时候，资本项目放松的政策就会被迫收回。

跨境资本流动的最新变化

张明¹

编者按：

张明主任在圆桌研讨一围绕“中国跨境资本流动的演进、现状与未来”这一主题，发表了题为“跨境资本流动的最新变化”的演讲。他在演讲中指出，我国在 2012、2013 年前后加速放松对资本账户的管制导致了 2014 年到 2016 年人民币的剧烈波动与我国资本外流的压力；服务贸易与其他投资是我国资本外流的重要渠道，地下渠道的资本外流规模同样不可小觑；我国当前与未来资本外流压力减缓的关键仍在于经济的基本面以及监管措施的持续性。

以下为演讲摘要：

一、引言

2012 年至 2013 年期间，伴随着人民币国际化进程的加快，出现了关于加快放松资本管制的声音。然而，随后我国便开始面临人民币汇率贬值压力及资本外流压力。加快放松资本管制对于本轮人民币汇率贬值以及资本外流压力有何影响？我国资本外流压力主要出现在国际收支的哪些科目当中？我国资本外流压力减缓以及持续减缓将会依赖于哪些条件？本文将围绕这几个问题一一展开分析。

二、加速开放资本账户导致人民币贬值预期与资本流出

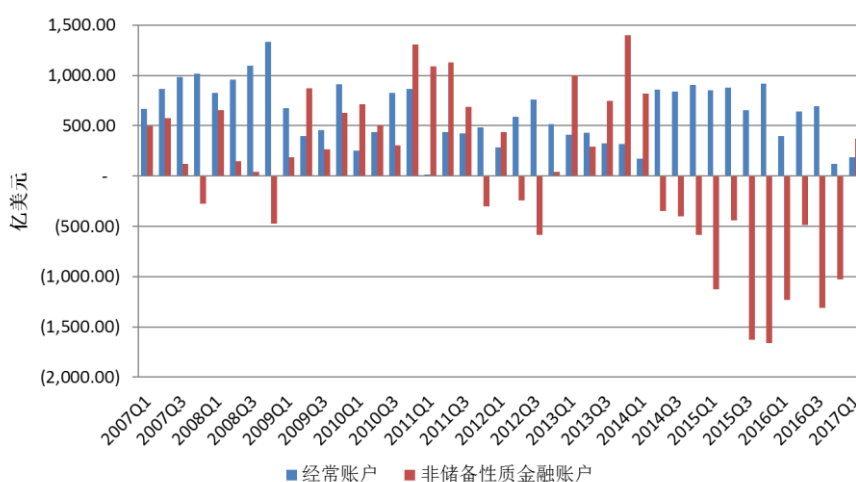
在 2012 年到 2013 年期间，国内出现了关于资本账户是否应当为推进人民币国际化而加速开放的讨论。中国社会科学院世界经济与政治研究所的研究团队在这个问题上持鲜明的反对态度，主要理由有以下三个：首先，未来国际金融形势存在恶化的可能，中国面临的持续资本流入可能转向持续资本流出；其次，资本账户开放有可能使得人民币升值预期转为贬值预期；再次，我国仍存在较大的金融风险，在国内金融风险没有得到根本性解决之前，加速开放资本账户可能引发资本的大量外流。从随后的实践来看，这三点担忧都被证实了。从关于我国资本账户是否应当加速开放的讨论到现在，人民币的国际化进程已经明显放缓。

¹ 张明，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任、平安证券首席经济学家

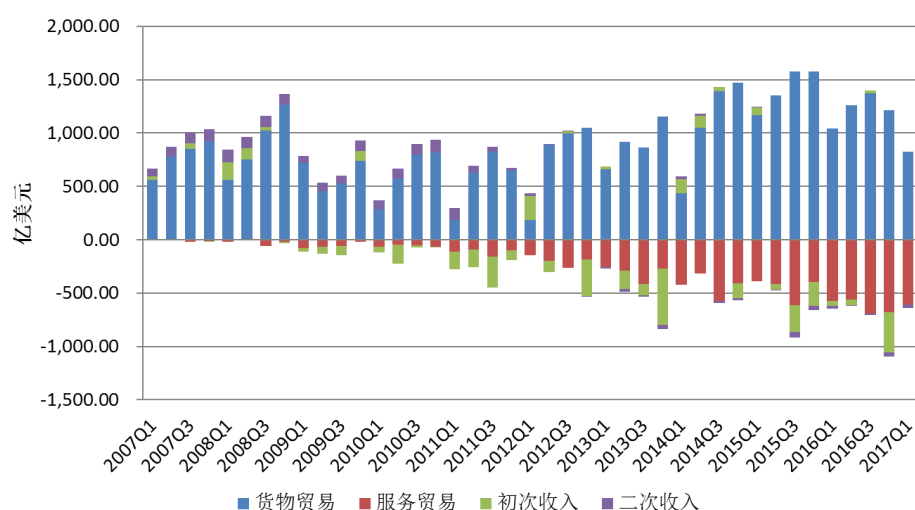
从长远来看，在我国不断融入全球化的过程中，在汇率制度方面需要进一步增强市场化程度，才能更好地缓解外部冲击，而非在汇率定价过程中引入更多的不确定性。客观来讲，目前人民币汇率形成机制中引入逆周期调节因子，事实上进一步削弱了人民币汇率形成机制的市场化程度。未来的人民币汇率形成机制还是应当越来越市场化。

三、国际收支部分指标向好，资本外流趋势仍然存在

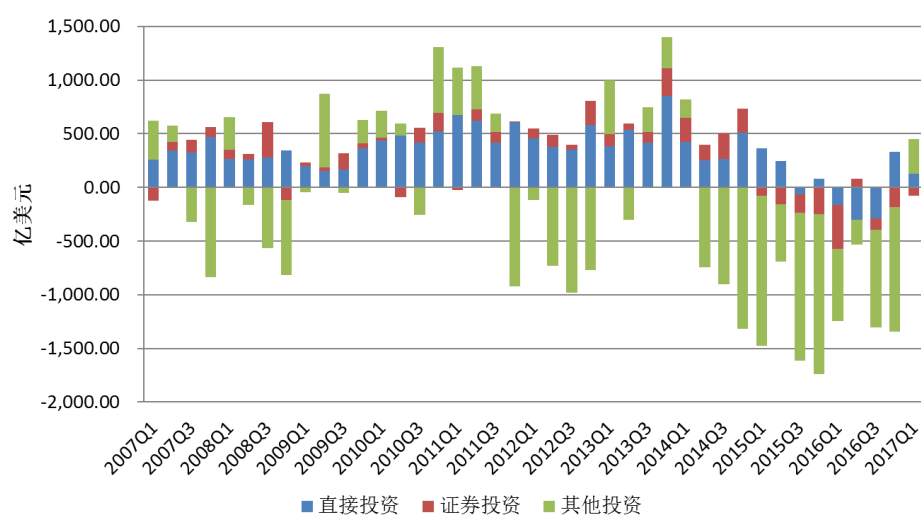
总体来看，我国经常账户的顺差显著缩小、而资本账户在经历了 11 个季度的持续逆差后终于由负转正（见图一）。值得一提的是，过去数年，我国服务贸易逆差的规模很大（见图二），服务贸易也是过去几年很多个人和企业向外转移资产的主要途径之一，而目前针对服务贸易的管控也在加强；从资本账户的角度来看，这一轮资本外流主要是其他投资引起的（见图三），今年一季度资本流动状况的改善也主要是由其他投资的好转导致的。其他投资指的是各种跨境借贷，在我国持续面临资本外流压力的过程中，去年一二季度是一个转折点，在此之前导致其他投资外流的主要原因是外资回撤，之后则是内资外流。



图一：我国经常账户与资本账户情况

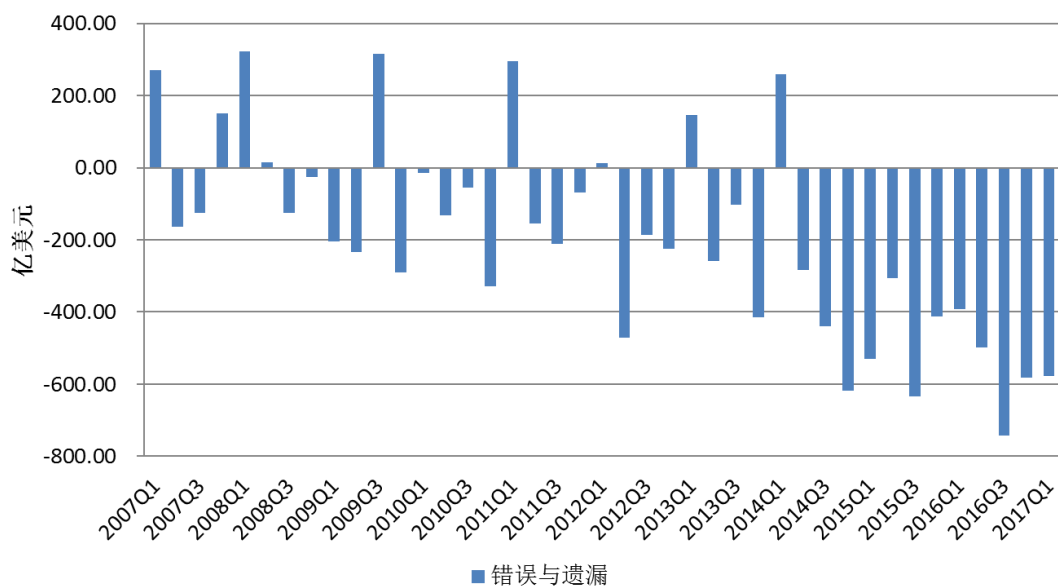


图二：经常账户下贸易服务项状况



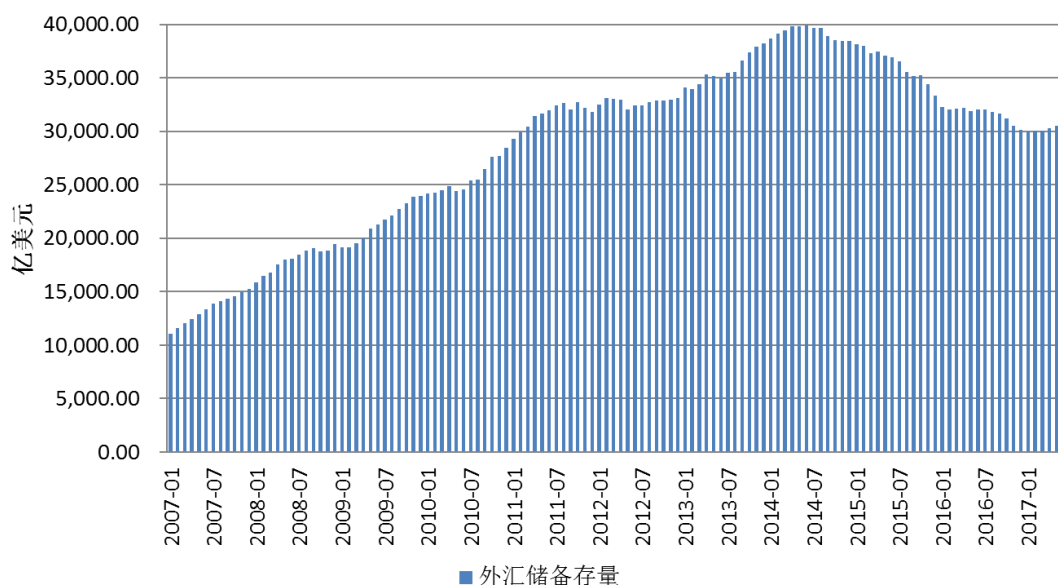
图三：资本账户下其他投资项状况

另外值得注意的一点是，地下渠道的资本外流也具有相当数额，错误和遗漏项是资本外流的重要渠道（见图四），可以看到，错误和遗漏项在过去十几个季度的规模一直很大，哪怕到了今年一季度，地下渠道的资本外流仍达到了将近600亿美元。



图四：错误与遗漏项

今年二月份以来我国的外汇储备以央行的口径来看是增长的，然而，央行外汇占款以及银行代客结售汇差额与银行代客涉外收付款差额仍为负，因此我国外汇储备规模的反弹在更大程度上应当归结为估值效应（见图五）。



图五：外汇储备存量

四、年初以来我国资本外流缓解原因及持续性探讨

简单梳理年初以来我国资本外流压力缓解的原因，主要有四点：首先，人民币对美元汇率的贬值预期明显削弱；其次，我国央行资本管制的强度明显加强；再次，从去年下半年以来，我国宏观经济逐渐回暖；最后，从去年年底开始，一

行三会采取了强监管举措，导致国内的货币市场与债券市场利率均明显上升，中美利差重新拉大。

未来我国资本外流压力是否能够持续缓解，也主要取决于上述四个方面的持续性：首先，其他国家相对于美国的经济复苏是否能够持续。现在来看，下半年美国经济的增长速度可能好于上半年，而欧元区、英国与日本的经济增速可能不及上半年，美国与其他经济体之间的增长差会被重新拉大；其次，我国能否持续进行资本管制；再次、我国宏观经济增长速度能否持续；最后，我国的强监管举措是否能够持续。笔者的看法是，受到美国与其他发达经济体增长差重新拉大、中国宏观经济增速温和回落、十九大之前强监管措施有所缓和等因素的影响，2017 年下半年中国资本外流压力可能重新增大，这进而可能造成人民币兑美元汇率再次承压。



中国的创造力与“一带一路”的发展 有助于人民币国际地位的提升

Lord (Neil) Davidson¹

编者按：

Lord (Neil) Davidson 部长在圆桌研讨二围绕“强化人民币金融交易功能与人民币国际化”这一主题，发表了题为“中国的创造力与‘一带一路’的发展有助于人民币国际地位的提升”的演讲。他在演讲中指出，中国经济的稳定发展为人民币成为世界货币奠定了基础；在全球发达经济体趋于保守的大背景下，中国积极响应全球化，开展“一带一路”，这有助于人民币国际化水平的提升；另外，如同其他货币一样，人民币的汇率波动属于正常现象，从中长期来看，人民币成为世界货币的趋势不可逆转。

以下为演讲摘要：

一、引言

伦敦力图打造离岸人民币市场中心，人民币是否有成为国际货币的“潜质”？中国经济发展、产业升级、资本金融账户对外开放程度逐步提高与人民币国际化有何关联？另外，如何看待过去几年人民币汇率剧烈波动？本文围绕以上三个问题逐一展开：

二、人民币成为世界货币的趋势不可逆转

推动伦敦成为人民币离岸中心有助于人民币国际化的发展，从伦敦层面来看，人民币未来成为世界货币只是时间问题。人民币国际地位提升的背后是日益强大的中国经济，根据国际基金组织的测算，中国在全面建成小康社会时，中国的经济要比美国多出 40%，而要实现 2049 年的发展目标，中国的经济规模则会是美国的三倍。无论实现哪一个目标，中国经济都会在发展的过程中实现转型，并对世界经济产生影响，中国会不断调整自己全球化的制度框架，并使人民币在国际舞台上的地位得到转变。

¹ Lord (Neil) Davidson，英国司法部原部长

中国经济的快速发展最终会使得人民币和美元一样成为一种全球性的货币，在这个过程中，人民币会经历从贸易货币到投资货币再到储备货币的不断演进。从今天的视角来看，这个进程已经取得了重大进展，并且仍在持续。

人民币国际地位的提升也得益于中国持续以开放的态度面临全球化。目前世界发达国家对于全球化态度趋于保守，例如美国放弃了 PPP，并且对北美自由贸易协定也表示怀疑；20 国集团公报三月份发出趋于贸易保护主义的信号。与此形成对比的是，习近平在达沃斯论坛表示，相比于当下中国的国际地位，中国愿意在全球化的战略转型中扮演更为重要的领导作用，无论是在地区层面还是全球层面。

三、中国经济发展不仅有巨大成就，同时存在巨大潜力

实体经济方面。中国经济目前沿着价值链迅速上升，努力提升自身的产品质量，在智能手机、医药科学、大数据、时装及其他领域均有所成就。“一带一路”促进了中国与沿线国家贸易、金融方面的往来，在全球面临较低增速的大背景下，“一带一路”有助于实现世界经济的再平衡，并对全球的经济活动产生持久与重大的影响。在此过程中，诸多跨国公司不可避免地要使用人民币进行贸易方面的结算，这会刺激他们持有更多以人民币定价的资产。

资本、金融方面。我们看到了沪港通的开通、A 股纳入 MSCI 以及许多外国官方机构对于中国银行间债券市场配额的取消等诸多积极因素。同时我们看到，中国的资本、金融账户仍未完全开放，仍有很大的提升空间。

举例来说，目前中国银行间的债券市场有进一步放开的趋势，中国的债券市场是世界第三大债券市场，然而外国的参与度不足 2%，远低于欧洲和美国的债券市场。在中国进一步放开该市场后，外国对于中国债券市场的持有量上升，将推动外国投资者持有人民币标价的资产。

四、汇率波动是市场化货币的正常现象

人民币在 2014 年到 2016 年间出现了一定幅度的贬值，有批评人士认为中国受到了全球需求下行的影响，并担心人民币借贷的质量，但是这轮人民币的贬值主要由短期中部分扭曲的贸易以及中美关系的不确定性造成。



从另一个角度而言，人民币汇率的波动不应当影响跨国公司回避人民币的使用。从更大的范围来看，人民币的使用范围在扩大，尤其在人民币加入 SDR 篮子之后，一些央行鼓励一些财富基金要么持有人民币作为储备，要么增加自己目前的持有量。总而言之，人民币国际化是一个速度问题，而非趋势问题，从中长期来看，人民币成为国际货币是一种必然。

人民币国际化加快国内金融市场开放进程

鄂志寰¹

编者按：

鄂志寰首席在圆桌研讨二围绕“强化人民币金融交易功能与人民币国际化”这一主题发表了题为“人民币国际化加快国内金融市场开放进程”的演讲。她在演讲中指出，人民币加入 SDR 以来，人民币的国际化程度有一定提升，但离岸市场发展进入调整期，国内金融市场开始成为人民币国际化进程的主要推动力量。目前，国内股票与债券市场在规模上已经居于世界前列，但其市场发展仍有很大的提升空间。长远而言，推动人民币国际化需要进一步加快国内金融市场开放进程。

以下为鄂志寰的演讲摘要：

一、引言

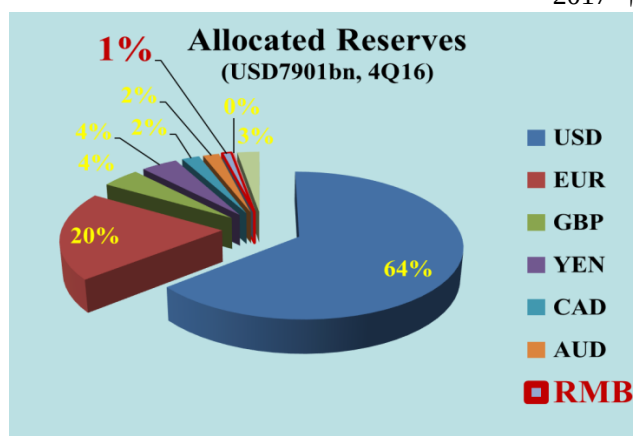
去年 10 月，人民币正式加入 SDR 货币篮子，虽然在篮子中的占比不高，但却标志着人民币在国际化的路途上前进了一大步；过去几年，我国面临着较大的资本外流压力以及人民币汇率波动压力。在这些条件下，人民币的国际化进程如何？离岸市场与在岸市场关系怎样？我国资本市场与人民币国际化的关系如何？以及人民币国际化有哪些新的进展？本文围绕以上问题展开：

二、加入 SDR 后，人民币国际化进程明显加速

2016 年 10 月人民币正式加入 SDR，这是人民币国际化进程中的重大变化，从离岸市场的调查来看，人民币国际化的进程有三大特点：

第一、从外汇储备的职能角度看，人民币展现出其作为第一支来自新兴市场的国际货币的独特性，其吸引力不断上升，各国央行持有人民币作为外汇储备的积极性也有所上升（见图一）。

¹ 鄂志寰，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中银香港首席经济学家

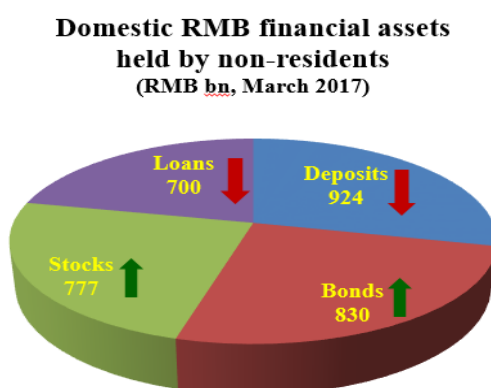


图一：储备货币占比

第二、从投资角度看，人民币国际化的牵引力已经从贸易和投资转向了证券和储备资产的配置。

第三、内地金融市场加快对外开放，资本账户自由化的程度加速，成为人民币国际化的新的动力。

以上三个变化展现了人民币国际化的新特征。从央行的统计来看，这种新特征有不同形式的体现。根据人民币银行的《人民币国际化报告 2016》，人民币国际化程度包括八个方面。2016 年数据显示，人民币国际化八个方面的发展并不均衡，有两个方面出现了明显下降：一是跨境贸易人民币结算；二是非居民持有人民币资产数量（见图二），但是，人民币作为储备货币、人民币债券发行以及人民币外汇交易三部分都是上升的。

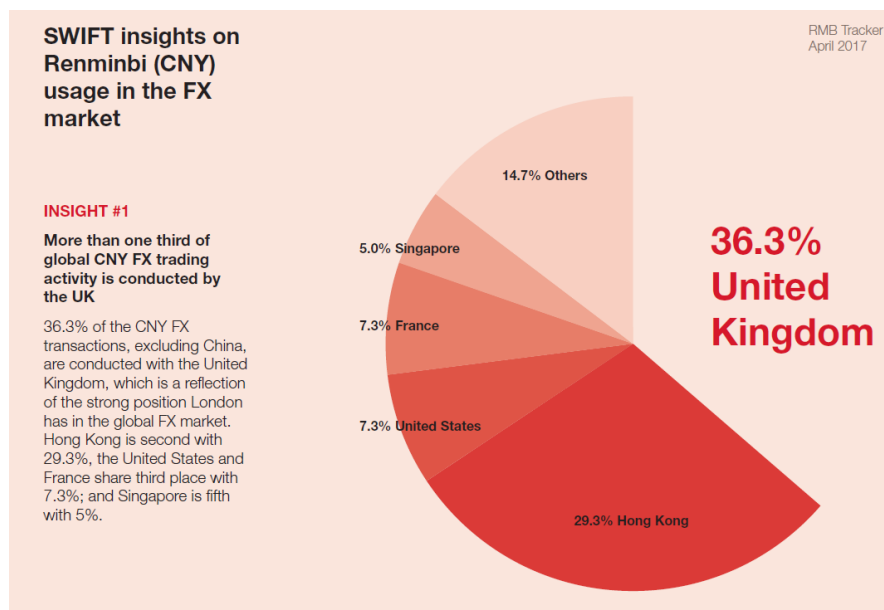


图二：非居民持有人民币金融资产数量

三、人民币交易功能迅速发展，离岸市场占据主导地位

人民币的外汇交易是人民币交易功能的最直接体现。在外汇交易环节上，BIS 数据显示人民币是第八大交易货币；SWIFT 数字显示人民币是第五大外汇交

易货币。从大陆之外人民币相关交易占比来看（见图三），英国占到了 36.3%，其次为香港，占到了接近 30%。



图三：离岸市场人民币交易比重

在外汇交易方面，离岸与在岸仍有比较大的区别，人民币 70% 以上的外汇交易发生在离岸市场，因而对人民币定价权是否会被离岸市场抢夺过去的担忧并非空穴来风。

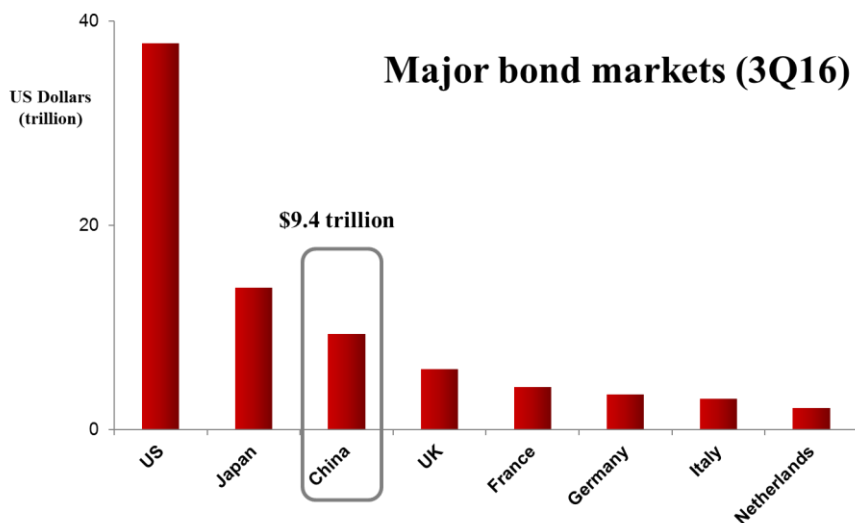
从离岸与在岸市场的差异来看，在岸市场更多强调的是实需，但离岸市场不仅有实需，也有很多的投资需求、对冲需求甚至投机需求。进而，在讨论外汇交易时，在涉及到开放市场、减少对外汇市场的干预时，需要考虑到两个市场的差别以及在岸市场的变化与发展。

四、从债市、股市角度看待人民币国际化

讨论人民币的金融交易功能，不可避免地要考虑到非居民持有国内人民币金融资产的情况，从央行公布的数据来看，截止到今年三月份，存款和贷款部分是下降的，但是我国的债券以及股票市场的非居民持有量是上升的（见图三）。

非居民持有我国的债券以及股票市场受到中国资本账户开放进程的影响，随着相关政策的开放，持有量会有所上升，政策有一定的限制后，持有量就会受到影响而出现下降。目前来看，我国的股票市场是全球第二大的股票市场，从规模看，我国拥有世界第三大的债券市场（见图四），但外国投资者持有我国的股票

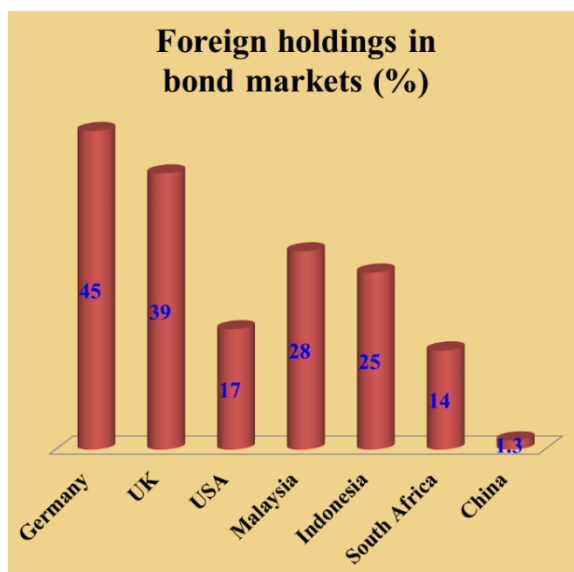
与债券的比例只有 2%左右。



图四：世界主要债券市场

从债券市场的角度，去年三季度，我国债券市场的总量为 9.4 万亿美元（见图四），仅次于美国和日本。与此同时，外国投资者持有我国债券市场的比例只有 1.3%（见图五），这个比例远低于世界其他主要经济体，先不去和英国 39% 以及德国 45% 的外国持有量去比，东南亚的马来西亚的债券市场中居然都有 28% 是外资持有的，从这个角度来看，我国 1.3% 的外资持有量显得过低。在 1.3% 中，几乎 98% 以上的都是政府债券以及政策性银行债券。

究其原因，外资进入中国债券市场可能有以下三点担忧：其一、我国债券市场存在一定的市场管制，资金没有达到自由进出的程度；其二、我国债券市场的二级市场的流动性仍然不是很充分，也就是说市场深度不够，无法给予投资者随时调整的便利；其三、信用评级体系不够完善，评级机构没有完全和国际接轨，公司债的信用评级不能充分反应其隐含风险。



图五：外国持有本国债券市场国别对比

2016 年我国沪深两市的 IPO 超越纽交所和纳斯达克，但是从市值来看我国又远低于美国，同时我国股市的波动率更高一些，我国股市呈现出了一个快速上升的、规模仍处于比较低水平的市场特点。

将股票市场和债券市场加起来，连同整个资本市场的情况来看，中国市场的总体规模到达一定程度后，下一步可能是市场结构的演进、调整以及深化，这可能是未来继续吸引投资者的重要前提，未来也有可能出现更多的对于资本管制的放松措施，在这个方面还会出现一些新的变化。

五、人民币国际化新进展

中国为境外投资者提供的渠道越来越多，这些渠道逐渐开通能够为外国投资者持有更多的人民币资产提供一些新的便利。以人民币计价的国际债券的规模有所扩张，在岸熊猫债规模上升速度也很快，这几类因素叠加在一起，我们可以看到人民币计价的国际债券市场的扩张速度明显加快。

人民币加入 SDR 后，作为储备货币，从去年年底的数据来看，人民币的占比大约是 1%（见图一），最近来看，这个数据有所调整，越来越多的中央银行表达了持有更多以人民币计价的资产的兴趣，更多的央行愿意把人民币作为外汇储备资产管理的一个重要选择。

2015 年，人民币在跨境支付中的占比达到 2.03%，但是 2017 年已经下降到 1.78%。贸易领域的人民币使用实际上出现了退潮现象。在人民币加入 SDR 以后，



强调提升人民币在金融交易中的使用，但是，贸易应该是金融交易的基础，也是人民币国际化最初的一个起始点。目前，贸易领域的人民币使用政策完全放开，政策牵引力让位于市场的驱动力，市场则根据人民币汇率变化以及资本流动的情况进行调整，出现了一些上上下下的波动。推动金融交易是我国加入 SDR 后的必然选择，但是，只靠资本项目和金融交易来推动人民币国际化很难达到我们预设的目标，进而，在跨境贸易方面，除了原有的一些政策之外，我们可能还需要在市场的引导方面想出一些新的方法，这是未来推动人民币国际化进程很重要的一个基础。

从人民币在全球的被接受程度，或者在跨境使用的情况来看，离岸市场的规模虽然有所收缩，但实际范围还是有所扩大的。现在有 15 个主要的离岸中心，从香港到东南亚、到英国、到美洲和欧洲，几乎全球都有离岸人民币的一些活动，这些活动从机制上来说人民币不断加强国际化的一个基础。

为稳定推动人民币的国际化进程，未来需要做好以下三个方面的平衡：第一、保持人民币金融交易的使用与汇率稳定性之间的平衡；第二、外部资金流入与内部资金流出之间的平衡；第三、在岸市场与离岸市场发展之间的平衡。

从宏观角度看，人民币国际化的终极目标是为以美元为主导的国际货币体系提供一个更多的选择，推动国际货币体系进一步完善和更加稳健。对内而言，人民币国际化是推动中国金融市场开放以及加强与全球金融体系融合的有效手段，通过追求人民币国际化的目标，倒逼国内的宏观政策，作为一个外在的压力，推进国内金融市场的发展。今天召开的金融工作会议，提出了加快人民币国际化发展的目标，也为今后五年的人民币跨境使用指明了发展的方向。

人民币国际化需要资本市场自由流动与合理监管的支撑

Iikka Korhonen¹

编者按：

Iikka Korhonen 所长在圆桌研讨二围绕“强化人民币金融交易功能与人民币国际化”这一主题发表了题为“人民币国际化需要资本市场自由流动与合理监管的支撑”的演讲。他在演讲中指出，从近几年的情况来看，虽然中国为外国投资者参与中国的资本市场提供了一些渠道，但是人民币的国际化进程在近几年明显放缓。长期来看，人民币实现进一步的国际化只是时间问题，中国经济的稳定增长为人民币国际化提供了良好的支撑。此外，资本的自由流动以及合理、透明的监管也能够助力人民币国际化的发展。

以下为演讲摘要：

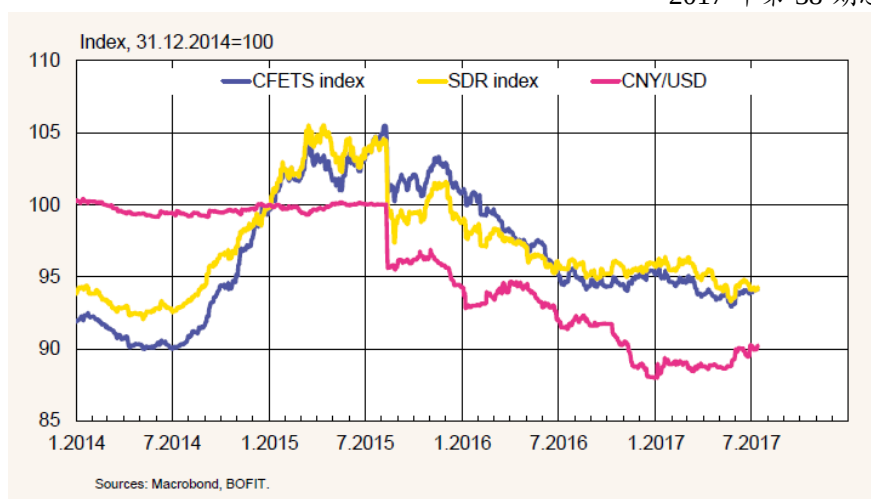
一、引言

虽然近几年外国投资者参与中国资本市场的渠道增多，但是在人民币持续存在贬值预期的情况下，人民币的国际化进程有所放缓，那么这种减缓主要体现在哪些方面？长期来看人民币的国际化趋势如何？本文围绕以上问题展开：

二、人民币国际化近期呈现衰退迹象

总体而言，大家都同意人民币的国际化进程，但是从这两年的情况来看，形势跟前几年相比是逆转的。过去一年，人民币汇率是相对稳定的（见图一），这展示出中国官方希望人民币在国内与国际市场保持稳定的意愿。

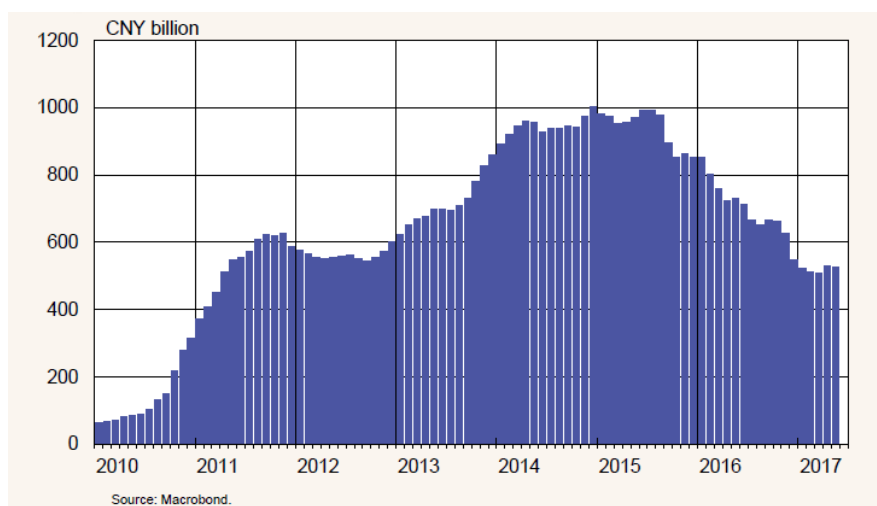
¹ Iikka Korhonen，芬兰央行转型经济研究所（BOFIT）所长。



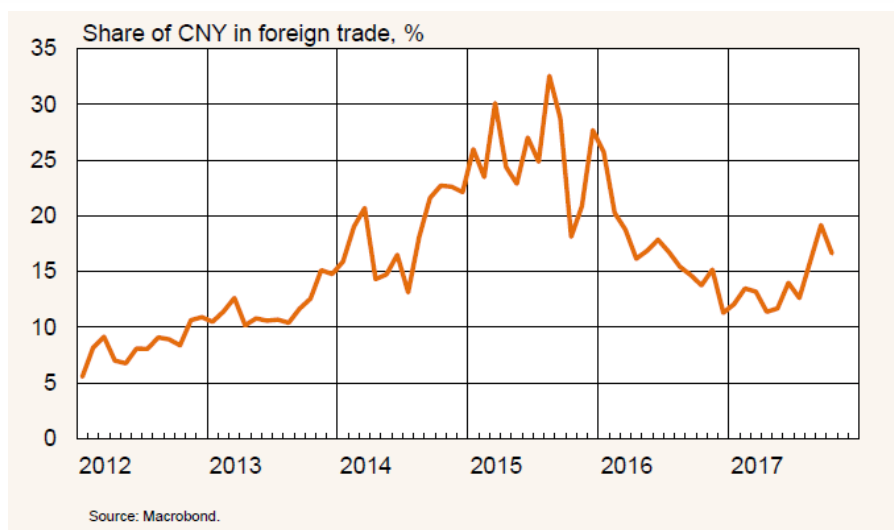
图一：人民币汇率走势

我们听到很多关于便利国外投资者参与中国债券市场的说法，很多人认为我们在这个方面取得了一定的进展。但是仍然有大量的外国投资被当在国外，同时我们看到非官方的、灰色的资本流动在增加。

再举一个人民币国际化进程退步的例子。香港的人民币存款在 2015 年中期达到最高（见图二），也是在这个时候，中国开始进行“汇改”，人民币升值预期开始改变，人民币存款也随之下降。从外贸中人民币的使用情况来看，这个比例也是在 2015 年的时候达到最高，然后开始下降（见图三），在过去三个月这种下降的趋势有所回升，但不确定是人民币升值预期加强的结果。此外，有一些对中国的出口方不太愿意接受人民币，而更愿意接受欧元。

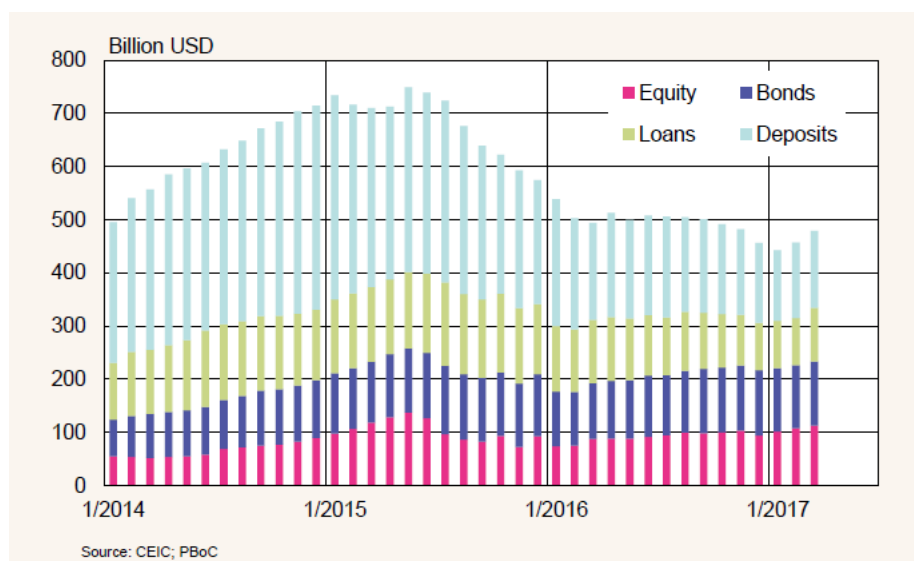


图二：香港人民币存款走势



图三：人民币在中国对外贸易中占比变化

此外，外国投资者持有中国的金融资产总量也在下降（见图四），这一次下降是在 2015 年开始的。此前，在人民币一直存在升值预期的情况下，外国机构非常愿意投资中国的资产；此后，伴随着人民币不断的贬值预期，外国持有量随之下降。



图四：外国持有中国金融资产变化

三、长期中人民币国际化程度将会明显提升

从长期来看，很明显，人民币国际化程度会进一步提升，会有更多的国家使用人民币。人民币国际化的速度取决于乐观与悲观的估计，但是趋势不会发生改变。

从日本的经验来看，日本经济在 80 年代末非常好，很多资金从日本走出来，



2017 年第 38 期总第 230 期

在全世界买卖资产，进而增加了日元在国际市场上使用的比例，甚至超过了日本在全球经济中所占的比例；从美国的经验来看，美国几十年以来都是全球最大的金融中心，美国的经济体量也是世界第一，这是美元国际化的基础。

人民币的国际化可以参考美元与日元的经验。中国强大的经济基础为人民币国际化提供了很好的条件。另外，加快促进资本的自由流通以及实现更好的、更加透明的监管，也有助于人民币加速国际化进程。

人民币国际化的市场与机制安排

李文龙¹

编者按：

李文龙博士在圆桌研讨二围绕“强化人民币金融交易功能与人民币国际化”这一主题发表了题为“人民币国际化的机制安排”的演讲。他在演讲中指出，中国经济及贸易规模庞大且不断增长，为人民币国际化提供了坚实的基础条件。如果在市场及机制层面进一步采取措施，则有助于人民币国际化的推进，尤其体现在离岸在岸市场统一、增强人民币在商品市场的定价权、实施通胀目标制以及扩大人民币使用范围的立法规定等措施方面。

以下为演讲摘要。

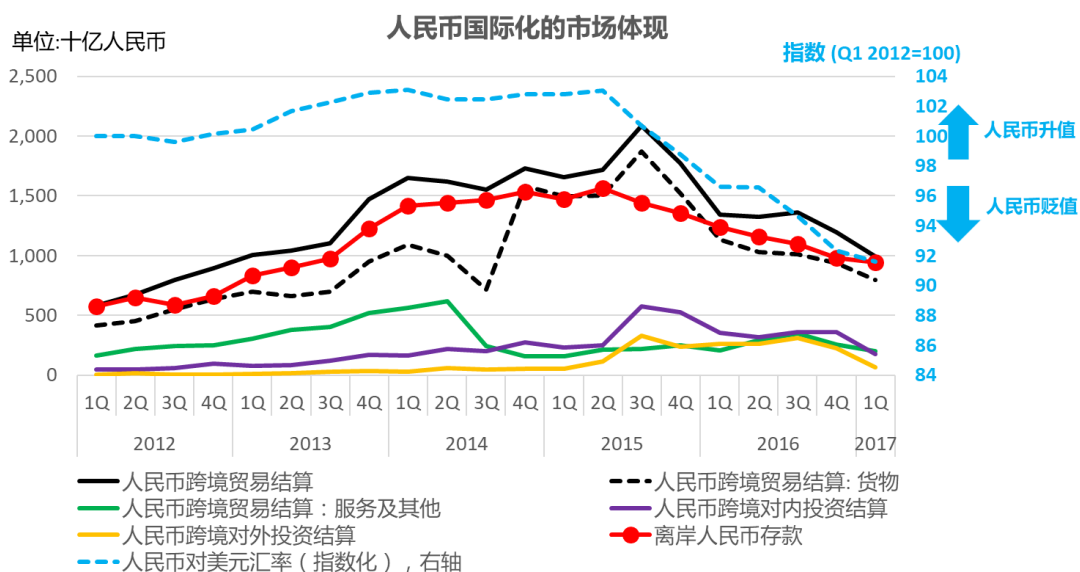
一、引言

中国经济及贸易规模庞大且不断增长，为人民币国际化提供了坚实的基础条件，“一带一路”倡议的实施也为人民币国际化提供了新的推动力。然而在市场层面，人民币国际化的现状却不及中国经济及贸易在全球的影响力。在机制层面，人民币在货币政策及立法方面有改进空间助力人民币国际化。本文围绕着市场与机制两个层面，提出了进一步推进人民币国际化过程的政策思考。

二、中国经济有力支撑人民币国际化发展

人民币国际化有着坚实的经济基础。中国已经是全球经济大国，且有着相对稳定的经济增长前景。在这个基础上，通过加强市场与机制安排可以促进人民币国际化的进一步发展。从市场的角度来看，2015 年上半年以前，人民币国际化处于一个上升的过程中，跨境贸易结算、跨境投资以及离在岸市场的规模均有所扩大。不过随着人民币在 2015 年出现贬值，人民币国际化进程曾出现放缓（见图一）。从机制角度来看，2008 年末以来签署大量的本币互换协议，2016 年人民币加入国际货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）以及实施“沪港通”、“深港通”及“债券通”等是加强人民币国际化的重要安排。

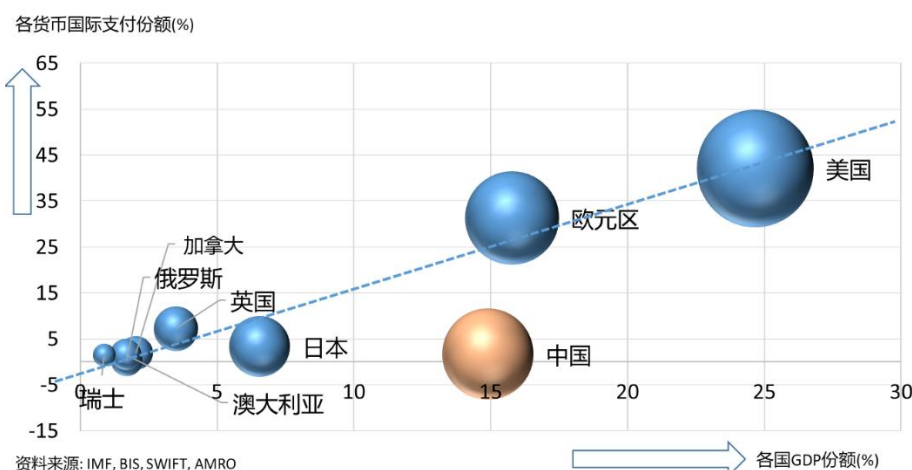
¹ 李文龙，东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）高级经济学家



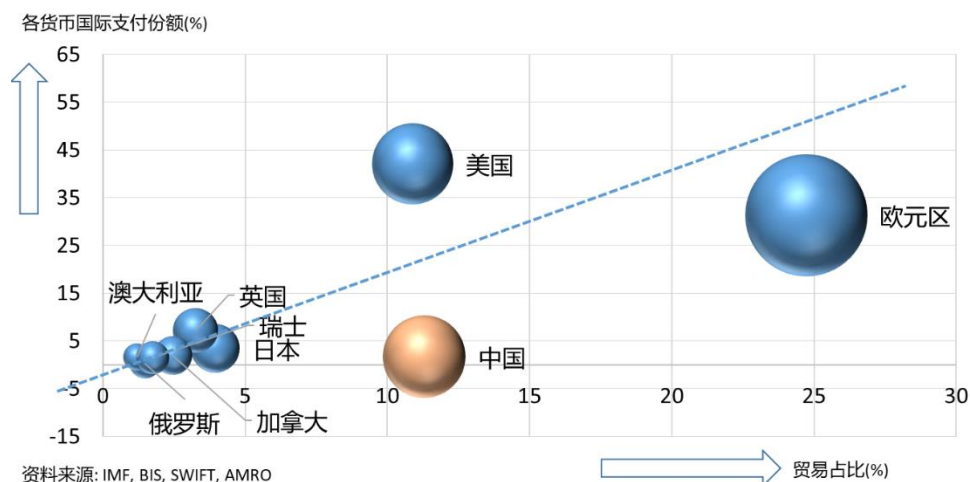
资料来源：PBC, AMRO

三、人民币市场化程度与中国经贸地位不匹配

从全球视角看，我们可以用中国经济总量、对外贸易与人民币国际支付比例进行对比。图二与图三的横坐标是各国 GDP 以及贸易在全球的份额，纵坐标为各国货币在国际支付的份额。可以看到，相比于中国经济体量与贸易量在全球较大的份额（15%与 12%），人民币占到国际支付的比重仅在 1%左右，低于美国等主要发达经济体。



图二：各货币国际支付份额与各国 GDP 份额对比



图三：各货币国际支付份额与各国贸易份额对比

从国际储备的角度来看，也可以得到相似的结论。尽管中国的 GDP 及对外贸易份额分别占到了全球的 15%、12%，但中国所占国际储备的份额只有 0.9%（见图四、图五）。如果对比各国货币在金融 OTC 市场上外汇交易占比的话，人民币交易量也只占到 1%左右（见图六），这也与中国 GDP 及对外贸易在全球份额是不相称的。



人民币汇率改革与稳定提升其国际影响力

周颖刚¹

编者按：

周颖刚教授在圆桌研讨二围绕“强化人民币金融交易功能与人民币国际化”这一主题发表了题为“为什么人民币汇率的国际影响越来越大？”的演讲。他在演讲中指出，自 2005 年汇改以来，人民币汇率的国际影响越来越大。究其原因，人民币的市场化改革及其在全球货币体系中保持相对稳定有助于人民币汇率国际影响力的提升；同时，双边贸易、对外投资、利差也是人民币汇率国际影响增强的重要驱动因素，其中，对发展中国家货币影响较大的因素是进出口和对外投资，对发达经济体货币影响较大的因素是进出口和利差。

以下为演讲摘要：

一、引言

随着人民币国际化进程加速，不仅人民币汇率的变化趋势（即升值或贬值）受到国内外的高度关注，而且人民币汇率的变动对全球金融市场也会产生重要的溢出效应。如何衡量人民币汇率变动所产生的国际影响？人民币汇率的国际影响是不是越来越大？什么因素驱动人民币汇率国际影响的走势和变化？这些问题具有重要的学术价值和现实意义。我们的研究让汇率的市场数据说话，运用最新网络分析的方法度量人民币汇率的变动对世界主要发达经济体和发展中国家货币汇率的影响，构造一系列反映人民币汇率国际影响力的指数并探究其决定因素。

二、厦门大学人民币汇率国际影响力指数

厦门大学的人民币汇率国际影响力指数衡量人民币汇率的变动对其他货币的净影响程度（即人民币对其它货币的影响减去其它货币对人民币的影响）除以人民币汇率变动的标准差和受影响样本货币的个数，其经济含义是人民币汇率收益率每变化一个百分点，其他货币汇率收益率平均净变化多少个百分点。我们

¹ 周颖刚，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、厦门大学王亚南经济研究院副院长、经济学院金融系教授

使用每日汇率数据更新人民币汇率国际影响力指数，能够及时地跟踪人民币汇率的变化对其它货币汇率的影响，能够区分人民币汇率对不同类型经济体货币的不同影响，能够很好地展示了人民币国际化进程中历次汇制改革实施后人民币汇率国际影响力的变动。

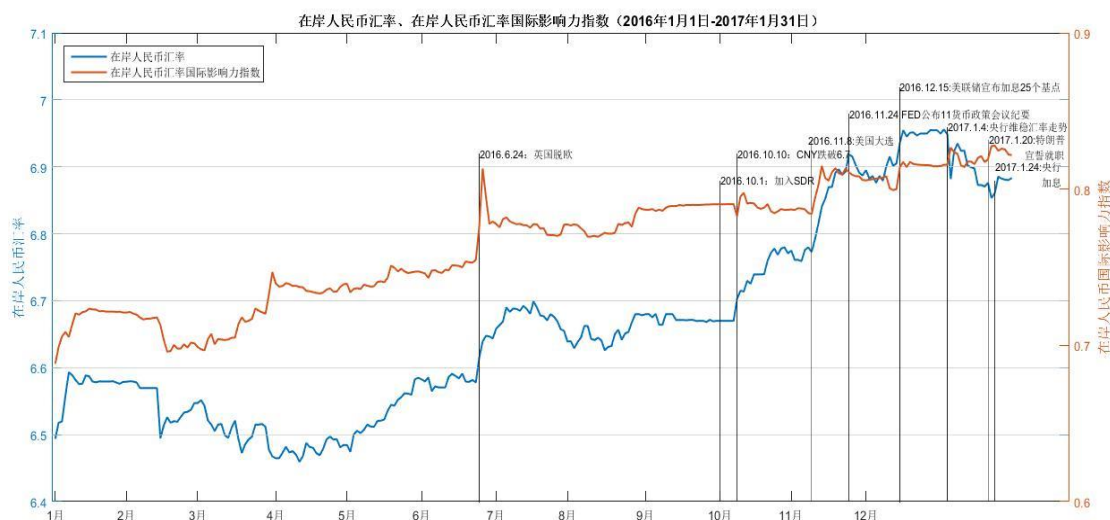
图 1 绘制了从 2005 年 1 月 3 日到 2017 年 7 月 5 日在岸人民币汇（CNY）国际影响力的走势。图中的五条指数分别是：人民币汇率国际影响力指数（红色）衡量人民币汇率对 G20 经济体货币汇率的平均净影响力；人民币汇率对发达经济体货币的影响力指数（绿色）衡量 CNY 对 7 种发达经济体货币（美元，欧元、英镑、澳元、加元、日元、韩元）的平均净影响力；人民币汇率对发展中国家货币影响力指数（蓝色）衡量 CNY 对 9 种发展中国家货币（阿根廷比索、巴西雷亚尔、印度卢比、印尼卢比、墨西哥元、俄罗斯卢布、沙特里亚尔、南非兰特、土耳其里拉）的平均净影响力；人民币汇率对亚洲国家货币影响力指数（黄色）衡量 CNY 对 G20 中五个亚洲国家货币的平均净影响力；人民币汇率对金砖国家货币影响力指数（紫色）衡量了 CNY 对金砖五国中其它四国货币的平均净影响力。



图一：人民币汇率对 G20 国家和地区货币汇率的影响力变化

从图 1 可以看出，人民币汇率（CNY）的变化对 G20 经济体货币及其不同组合的影响力都不断上升。其中，2005 年 7 月 21 日的汇改是个标志性事件，指数值向上跳跃，由负变为正，说明人民币对其它货币的影响开始大于其它货币对人民币的影响；同时，几次扩大人民币汇率波动区间使其国际影响力小幅上升，跨境贸易人民币结算也提高了人民币汇率的国际影响力。此后，人民币国际影响

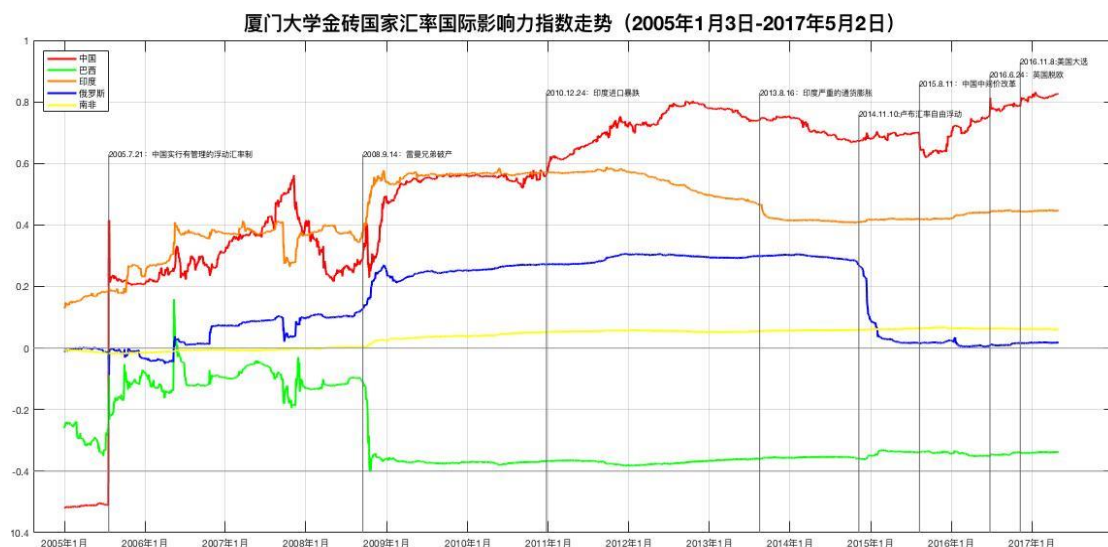
2017 年第 38 期总第 230 期
力整体呈波动上升趋势。2015 年 8 月 11 日人民币中间价改革使人民币汇率国际影响力五个指数不同程度下跌，人民币汇率对发达经济体货币的影响力指数跌幅最大，跌幅接近 10%。2016 年以来，随着英国脱欧公投、人民币正式加入 SDR、美国大选、美元加息等一系列国内外重要事件的发生，人民币汇率的国际影响力逐渐回升。



图二

应该指出的是，2016 年国际金融形势动荡不安、人民币相对美元在贬值，但人民币汇率的国际影响力却是逆势上扬。如图 2 示，在 2016 年 6 月 24 日英国脱欧当天、2016 年 11 月 8 日美国大选川普当选总统当天，虽然人民币汇率明显下跌，但较其它货币汇率变动仍保持相对稳定，人民币汇率影响力指数显著上升。这可能是因为全球频发的黑天鹅事件给全球经济金融体系带来巨大的不确定性，而人民币在全球货币体系的稳定表现，使之成为一种可能的避险货币，有助于人民币汇率国际影响力的提升。正如《人民币国际化报告 2017》指出的，人民币为国际社会提供新的“安全资产”并补充流动性。

我们可以将人民币汇率影响力与其他国家货币汇率影响力做横向对比。图三为金砖五国货币汇率国际影响力指数，图中红线表示在岸人民币汇率国际影响力指数、绿线表示巴西雷亚尔的汇率国际影响力指数、橘色线条表示印度卢比的汇率国际影响力指数、蓝线表示俄罗斯卢布的汇率国际影响力指数、黄线表示南非兰特的汇率国际影响力指数。



图三：人民币与其他“金砖”国家货币影响力对比

纵观五国货币的汇率国际影响力指数，在 2008 年之前各国指数波动较大，除了巴西雷亚尔，其它四国货币的净影响皆为正。2008 年金融危机之后，五国货币的影响力走势呈现明显差异：除了巴西雷亚尔的指数大幅下降，其他四国的指数均有不同程度的上升。有趣的是在 2005 年至 2011 年之间，人民币和印度卢比的汇率影响力指数交织在一起难分伯仲，直到 2010 年底终见分晓：人民币的影响力一枝独秀，而印度卢比的影响力逐渐式微。2011 年之后五国货币影响力排序相对稳定，分别是中国人民币、印度卢比、俄罗斯卢布、南非兰特、巴西雷亚尔，直到 2014 年底原油价格大跌，油气出口大国俄罗斯的货币汇率影响力指数大跌，低于南非兰特汇率的国际影响。

我们还编制发布了人民币汇率对“一带一路”沿线国家主要货币影响力指数，如图四所示。与人民币汇率对 G20 国家货币影响力相比，人民币汇率对一带一路沿线国家货币影响力的走势大体一致，但强度较小，在 2012 年年中达到高点，在 2013 年之后呈缓慢下降的趋势，这可能是因为一些国家对中国提出的“一带一路”倡议尚存疑虑。自 2017 年以来特别是“一带一路”高峰论坛的召开，有明显的上扬，自 2017 年以来特别是“一带一路”高峰论坛的召开凝聚各方共识，人民币汇率对“一带一路”沿线国家主要货币影响力有明显的上扬。

厦门大学人民币(CNY)对一带一路沿线国家货币汇率影响力指数走势(2005年1月3日-2017年7月5日)



图三：人民币对“一带一路”沿线主要国家货币影响力变化

三、人民币汇率国际影响力的驱动因素

我们将构造的日度人民币汇率国际影响力指数回归在历次汇制改革（如 2005 年 7.21 汇改、2010 年的二次汇改、2015 年 8.11 中间价改革）和重大国际事件（如 2008 年的金融危机、2016 年英国脱欧、几次美元加息）等哑变量上，发现人民币的市场化改革和在全球货币体系中保持相对稳定在很大程度上能够解释人民币汇率净溢出效应的上升和变动，而 811 汇改显著降低了人民币的国际影响力指数。分时间段的回归结果显示 1999 年至今的回归结果 R^2 接近 1，说明 2005 年 7 月 21 日汇改使货币之间汇率变动的溢出模式发生了重大的结构性的变化。因此选用 2005 年 7 月 21 日汇改后的数据再次回归，结果（如表 1）显示除 8.11 汇改外，人民币汇率改革与稳定提升了其国际影响力。

表 1：人民币汇改与国际重大事件对人民币汇率国际影响力指数的解释能力

	2005年1月3日开始		2005年7月22日开始	
2005/7/21：第一次汇改	6.3044***	5.5584***		
	(0.000)	(0.000)		
2008/9/14：雷曼兄弟破产	0.2051***	0.1404***	0.2061***	0.1278***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
2010/6/19：第二次汇改	0.1863***	0.1647***	0.1863***	0.1601***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
2015/8/11：811汇改	-0.0623***	-0.1073***	-0.0623***	-0.1169***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
2015/12/16：美联储加息	0.0851***	0.0752***	0.0851***	0.0731***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
2016/6/24：英国脱欧	0.0597***	0.0519***	0.0597***	0.0502***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
2016/11/8：美国大选	0.0225***	0.0187***	0.0225***	0.0179***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
2016/12/14：美联储加息	0.0111***	0.0061***	0.0111***	0.0050***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)
2017/3/15：美联储加息	0.0064***	0.0051***	0.0064***	0.0048***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
是否控制CNY收益率波动幅度	否	是	否	是
r ²	1	1	0.86	0.87
F	27200	23600	7348	6718

进一步，我们将构成人民币汇率国际影响力指数按货币分解开，得到人民币汇率对每个其它货币汇率平均净溢出的月度面板数据，分成所有国家（G20）、发达经济体、发展中国家三组回归在中国对该经济体的进出口比重、对外投资、利率差等经济变量上，以区分人民币汇率影响不同经济体货币可能的不同驱动因素。

结果显示，在控制上述人民币汇改和国际重要事件及其它控制变量后，贸易、对外投资和利率差对人民币平均净溢出的作用基本上都显著为正，但对不同类型的经济体，这三个因素发挥的作用大小不同。首先，中国对某国进出口比重上升一个标准差，下个月人民币汇率对该国货币的影响力上升 5.45%，其作用对发达经济体较大（8.30%），对发展中国家较小（4.40%）；其次，中国对某国投资增加一个标准差，下个月人民币汇率对该国货币的影响力上升 1.98%，其正向作用对发达经济体几乎为 0，对发展中国家较大，达 3.04%。第三，中国相对某国



利差上升一个标准差，下个月人民币汇率对该国货币的影响力上升 7.72%，其作用对发达经济体较大，达 19.49%，对发展中国家较小，为 6.41%。

未来数十年的贸易机会面临风险 ——政策不确定性和结构性变化威胁前景¹

本·鲁滨逊²

根据世界贸易组织(WTO)的最新数据,经过多年的低增长,世界贸易额正在回升,预计在2017年第三季度将会继续增加。空运和集装箱港口的数量已分别见同比增长约10%和7%,反映了总需求量的上升势头。电子元器件和农业原材料贸易经过一段时间低于总体增长趋势后开始扩张,这表明在下游工业中利用这些投入创造更复杂最终产品的活动在增强。

世贸组织预测的增长令人鼓舞,但世界经济中的政策不确定性和结构变化阻碍了贸易前景。面临贸易放缓问题的国家需要通过将政策重点改为发展有竞争力的服务行业和吸引外国直接投资创造有利的国内环境,来适应这个问题。这包括加强知识产权保护以及改革教育和技能培训。国际服务贸易框架也需要前所未有的现代化,以促进跨境流动。

去年是15年来的第一次——也是自1982年以来的第二次——世界贸易增长(1.3%)低于世界GDP增长(2.3%)。trade-to-GDP指数相比于在二十世纪九十年代和二十一世纪第一个十年中期之间平均超过2:1的水平明显下降到0.6:1。

自2008金融危机以来,世界贸易的增长速度与世界产量相同。贸易的低增长影响到总体需求、经济发展、出口价格、外汇储备、政府预算和就业等问题。

1:1的比率部分是周期性因素的结果。这些因素包括危机后复苏缓慢和投资支出大幅下降,这是进口需求中最贸易密集型的组成部分。

另一个重要原因是中国造成的结构性变化。从钢铁到半导体,中国的生产能力迅速提高。中国将更多的价值链引入国内经济,并将生产进一步转移到内陆省份,而不是像以前一样简单地组装其他地方制造的零部件。

因此,中国目前出口的货物中有较高比例的国内增值,这影响了中国从其他

¹ 翻译:靳佳为。审校:陆可凡。

² 本·鲁滨逊,OMFIF经济学家,原文于2017年9月4日发表在OMFIF Commentary。

国家进口再作为生产过程的一部分出口的中间产品的数量。20 世纪 90 年代发展起来的供应链带动了中间产品贸易的扩大,这是中国早期生产总值和贸易扩张的一个关键原因。

政治家们正在努力制定有效的措施来应对这些挑战。目前,许多主要经济体对贸易保护和经济民族主义的强调并未能解决这些转变的最重要因素。

自二十世纪七十年代以来,服务行业占全球 GDP 比重从 53%增长到超过 70%,而且仍在上升。在发达经济体中,服务行业的贡献占国内生产总值的 85%。与此同时,制造业在全球 GDP 中所占的比重已从 27%下降到 16%,而且仍在下降。

尽管发生了这些变化,但在过去几十年中,全球贸易中服务贸易的数量一直稳定在 20%至 25%之间。尽管在全球 GDP 中所占份额有所下降,制造业和商品贸易仍然占世界贸易总额的 70%左右。其结果是,GDP 增长与贸易扩张之间的脱节越来越大。

与商品贸易不同,服务业尚未在多边层面上看到成功的大型自由贸易协定,部分原因是服务所依赖的深层次的边境问题。此外,有些服务本质上是不可流通的,或者需要面对面的互动。还有些服务是“嵌入”在制成品出口,并没有被传统的贸易统计数据计入。

至关重要的是,许多服务通过外国直接投资而直接流入其他国家,从而在这些情况下充当贸易的替代品。根据联合国的统计数据,全球外国直接投资的 60%以上来自服务业,境外机构的服务贸易价值与跨境服务贸易的价值的比值超过了 3: 1。

所有这些因素都表明,即使全球增长开始加速,全球 trade-to-GDP 比率也不可能达到以前的高点。主要经济体需要重新关注政策,以促进更高的贸易增长。如果他们不这样做,世界将丧失几十年的贸易增长机会。

Decades of Trade Opportunities at Risk

Policy uncertainty and structural changes threaten prospects¹

Ben Robinson²

After years of low growth, world trade volumes are recovering and expected to increase throughout the third quarter of 2017, according to latest data from the World Trade Organization. Air freight and container port volumes, good measures of overall demand, have seen year-on-year growth of around 10% and 7%, respectively. Trade in electronic components and agricultural raw materials is expanding after a period of below-trend growth, indicating strengthening activity in downstream industries that use these inputs to create more complex final products.

The increase in the WTO forecast is encouraging, but policy uncertainty and structural changes in the world economy hamper trade prospects. Countries facing problems from the trade slowdown need to adapt by changing their policy focus towards creating supportive domestic environments for developing competitive service industries and attracting foreign direct investment. This includes strengthening intellectual property protection and reforming education and skills training. The international framework for services trade, too, requires unprecedented modernization to facilitate cross-border flows.

Last year was the first time in 15 years – and only the second time since 1982 – that trade grew below world GDP, at 1.3% against global output of 2.3%. That trade-to-GDP ratio of 0.6:1 is a marked reduction from the more than 2:1 averaged between the 1990s and mid-2000s.

Since the 2008 financial crisis, world trade has grown at the same pace as world output. Low trade growth impacts overall demand, economic development, export prices, foreign reserves, government budgets and employment, among other issues.

The 1:1 ratio is partly the result of cyclical factors. These include the slow post-crisis recovery and a large fall in investment spending, which is the most trade-intensive component of import demand.

¹ This article first appeared in OMFIF Commentary on September 4, 2017

² Ben Robinson, Economist at OMFIF.

Another significant cause is structural change resulting from China. It has rapidly increased its productive capacity in everything from steel to semiconductors. Rather than simply assemble components made elsewhere, as in the past, China is drawing more of the value chain into its domestic economy and shifting production further into its interior provinces.

As a result, China is exporting goods with a higher portion of domestic value-added, which is impacting the amount of intermediate goods it imports from elsewhere and then re-exports as part of the production process. The expansion of trade in such intermediates as supply chains developed during the 1990s was a key cause of the earlier trade-GDP expansion.

Politicians are struggling to devise effective measures to deal with these challenges. The current focus on trade protection and economic nationalism in many leading economies fails to address the most important causes for these shifts.

Since the 1970s, services have grown to over 70% of global GDP from 53%, and are still rising. In developed economies, services contribute up to 85% of GDP. The manufacturing sector, meanwhile, has fallen as a share of global GDP to 16% from around 27%, and is still declining.

Despite these shifts, the amount of services in global trade has remained stable over the last few decades, at between 20%-25%. Manufacturing and goods trade still accounts for around 70% of total trade, despite contributing a declining share of global GDP. The result is a growing disconnect between GDP growth and trade expansion.

Unlike goods trade, services have yet to see a successful large liberalization agreement at the multilateral level, in part because of the deep behind-the-border issues that services depend on. Moreover, some services are inherently non-tradable or require face-to-face interactions. Others are 'embedded' in manufactured exports and are not captured by traditional trade statistics.

Crucially, many services are delivered directly into other countries by establishing a presence through foreign direct investment, which acts as a substitute for trade in these cases. Over 60% of the global stock of FDI is in services, according to statistics from the United Nations, with the value of foreign affiliate trade in services outweighing the value of cross-border service trade by more than 3:1.

All these factors suggest the global trade-to-GDP ratio is unlikely to reach previous highs, even if global growth starts to accelerate. Leading economies need to refocus on policies to facilitate higher trade growth. If they do not, the world faces decades of lost opportunities.

经济大萧条和经济大衰退之间 存在着怎样的共同之处？¹

斯蒂夫 H·汉克²

一、在过去的 100 年里，美国出现了哪两个最大的经济灾难？

分别是 1929 年至 1933 年的经济大萧条和 2007 年至 2009 年经济大衰退。值得一提的是，大多数美国人认为“大萧条”始于 2008 年的雷曼兄弟（Lehman Brothers）垮台。实际上，“大萧条”始于 2007 年 8 月 9 日，当时的法国巴黎银行（France's BNP Paribas）开始限制投资者取出投在具有次级抵押贷款敞口的三家货币基金的资金，声称“流动性完全蒸发”。与此同时，前住房互助协会（接受买房或建房人的保证金及向其贷款的组织）北岩银行（Northern Rock）开始变得不稳定，最终遭遇英国自“大萧条”以来的第一次银行挤兑。由于英格兰银行未能及时有效地放出“最终贷款人”款项，致使北岩银行这一有偿付能力机构最终崩溃。显然此次溃败得归咎于政府而非市场。危机最终还是漂洋过海来到大洋彼岸。

二、“大萧条”和“大衰退”之间有什么共同之处？

二者都伴随着巨大的经济衰退。同样，对二者的诊断和解决办法也是一样的。人们都将灾难的根源归咎于市场失灵（见：资本主义制度本身存在缺陷，容易失败）。为纠正与“大萧条”有关的市场失灵，罗斯福提出了“新政”。简而言之，这一解决途径在范围和规模上大大增加了政府的经济参与程度。这种干预式的问题处理方式也出现“大衰退”中，大量政府法规随即出台，尤其是针对银行和金融机构。这有何不可呢？毕竟，政界的观点就是银行（和银行家）是导致这场“大衰退”的根源（见：市场失灵）。

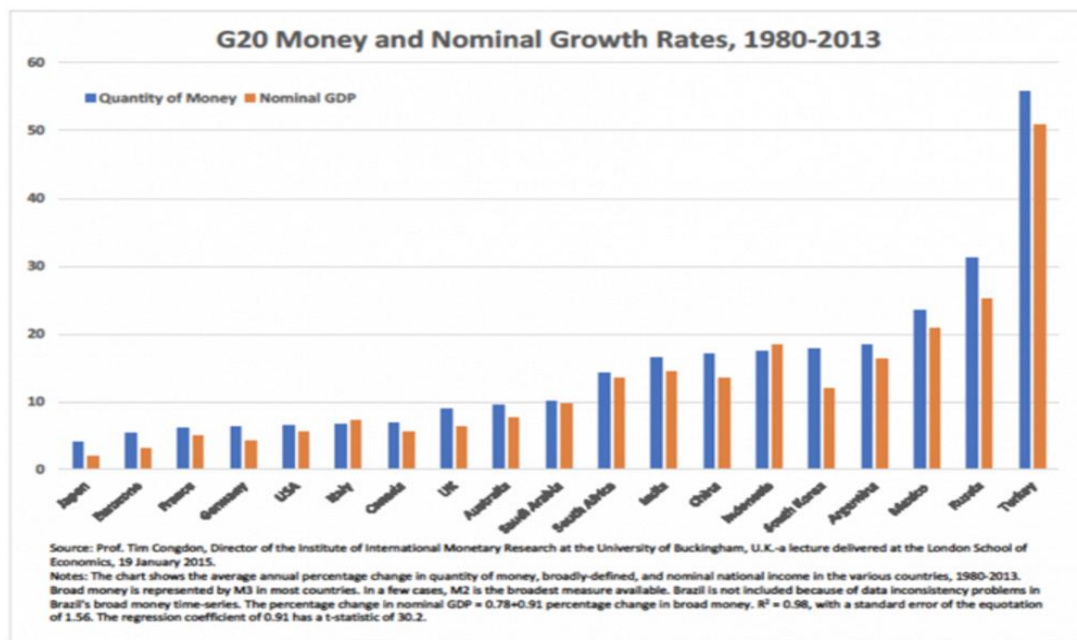
¹ 翻译：陈文烨。审校：陆可凡。原文于 2017 年 8 月 6 日发表于 Forbes.com。

² 斯蒂夫·H·汉克，中国人民大学国际货币研究所国际委员、美国约翰霍普金斯大学教授

有趣的是，唯一对《多德—弗兰克法案》及其 1000 多条规则表示欢迎的是银行监管者和助理合规官组成的“邪恶联盟”。的确，《多德—弗兰克法案》不过是在任人唯亲。

三、为什么“大萧条”和“大衰退”的诊断和解决措施完全错误？

对于经济活动过程的诊断需要一个模型。那么到底用什么来决定国民收入（或国民收入决定论）呢？怎样的模型才算可靠？其实，资金占据着主导地位。广义上，资金数量的多少将为名义上的经济活动指示方向（见：实际增长加上通货膨胀）。下图所显示的就是在世界主要经济体中，广义上货币增长率同名义上的 GDP 增长之间关系密切。



如果我们对“大萧条”的国民收入决定论采用货币政策进行解读，就会发现广义上测出的货币供应量（M3）于 1929 年至 1933 年下跌了 40%。米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）和安娜·施瓦茨（Anna Schwartz）在他们著名的《美国货币史（1867～1960）》中将“大萧条”归咎于美联储。是的，作为一个中央银行、一个政府机构，它就是造成大萧条的原因，难辞其咎。

不过没事，当时并没什么人指责美联储。相反，矛头都指向了资本主义，继而指向新政。人们认为政府决策的失误不仅造成“大萧条”的出现，而且还导致了更深层次、更持续的衰退。正如罗伯特·希格斯（Robert Higgs）在其《反利

维坦：政府权力和自由社会》中总结的那样：政府加重了由美联储产生的货币问题，而新政又造成政局动荡。用希格斯的话就是：

“罗斯福和国会，尤其是在 1933 年和 1935 年的国会会议期间，大规模采用干预性政策。伴随着大量具有迷惑性的新的消费支出税、补贴、条例和政府直接参与生产活动的产生，新政在商人和投资者之间制造了太多的混乱、恐惧、不确定性和敌对，导致私人投资和整个私人经济活动再也不能恢复到 20 世纪 20 年代高生产、高就业的水平了。

面对干预性措施的冲击，美国经济未能在 1930~1940 年之间实现资本存量的增加：在这十一年间私人投资净额减少了 31 亿美元。没有了持续的资本积累，经济也无法保持增长……

政府自身大量的经济活动并没能弥补私人经济领域出现的下滑，除了资金投入不足之外，正如当代评论家恰如其分地指出的那样，政府支出纯粹是在浪费钱。”

在“大衰退”中，我们目睹了与“大萧条”相同的内容。货币供应量在 2008 年 3 月同比增长 17.4%，达到峰值之后便降到 2010 年的 6.1%。伴随货币供应量的下滑，名义 GDP 也大幅下降。通货膨胀的出现以及实际增长的下跌不能归咎于市场失灵，而是政府的失灵。

四、“大衰退”中的关键标志大概是什么样？

和“大萧条”一样，政府立马将一切归咎于资本主义制度本身的缺陷以及缺陷带来的所谓的过度。银行家和银行也遭到了冲击。为了使经济免受这些“罪魁祸首”的影响，政府先后出台实施了《多德—弗兰克法案》、巴塞尔协议 III，并向金融业引入了大量法规和指令。

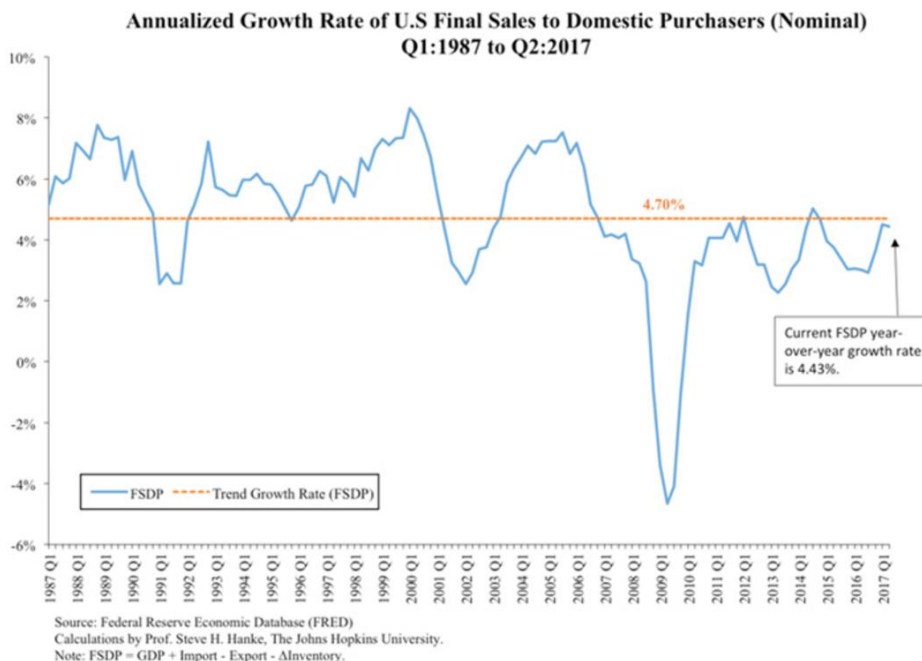
误诊是如何出现的呢？一旦忽视了国民收入决定论中的有关货币的解释，再好的“医生”都会误诊。让我们看看当时发生了什么：在 2008 年 7 月至 11 月期间，美元兑欧元飙升 25%，黄金价格暴跌 19%，油价骤降 57%。此外，消费者物价指数也从 2008 年 7 月的 5.6% 跌至 2009 年 1 月的 0%，并在 2009 年 7 月进一步跌至负 2.1%。所有的这些价格指标都表明，在经济出现衰退的初期阶段，美联储对货币供应量管控的太紧。但是，伯南克主席及其同事，以及中央银行却

未能采取行动。因此，这不能表示市场的失灵，失灵的是政府，政府采用了具有误导性的顺周期性经济政策。

关于“大衰退”详尽而且正确的诊断，我推荐蒂姆·康顿刚发表的《大萧条时期的货币：货币增长崩溃导致了全球经济衰退吗》（《Money in the Great Recession: Did a Crash in Money Growth Cause the Global Slump》）。其中，我推荐有关美国的一章：《巴塞尔规则与银行体系：美国视角》。

五、我们现在处在哪个阶段？

下图所示的是由对国内消费者的最终销售量所表示的总需求。可以看出，十年前经济首次开始衰退，而十年后，衰退还在持续。经济虽在增长，但仍在以低于趋势增长率的速度增长。由于政府的监管狂热，致使银行信贷遭到挤压，而银行信贷是广义货币的主要来源，占总数的80%以上。的确，在增长衰退期间，美国还遭遇了信贷危机（见：政府失灵）。如果我们观察一下由M3衡量的货币供应量增长就会发现，供应量的增速仍保持“低迷”，并伴随新一轮美联储“紧缩”周期而开始放缓。另外，政府制度方面还存在着大量不确定性。上述两个方面的因素都引起了人们的关注，实际上，可能不会再有“特朗普热潮”了。



六、那我们应该往哪投资？



这个问题很难回答。对于风险厌恶的投资者来说，我倾向于推荐通胀保值类债券（TIPS）。通胀预期最终会由通货紧缩变成通货膨胀，在此时，保值类债券会因之前的定价偏差而产生不错的资本收益。对于风险偏好较大的，有几种特殊情况可供选择。一个不错的例子就是印度的不良债权。最后，股市上总是存在一些定价错误的股票可供选择。也就是说，你得有正确的定价方法，我想这一点我有。实际上，通过应用我用 25 年时间发展起来的“概率贴现现金流模型”，在过去的两年了，我在约翰霍普金斯大学的学生已经能选出回报率几乎比标准普尔指数 500 翻一倍的股票了。

What Do the Great Depression and the Great Recession Have in Common?¹

Steve H. Hanke

1.Question: What were the two greatest economic catastrophes in the U.S. of the last 100 years?

Answer: The Great Depression (1929-1933) and the Great Recession (2007-2009). It is worth mentioning that most Americans date the start of the Great Recession as 2008, when Lehman Brothers collapsed. In fact, the crisis started on August 9, 2007. That is when France's BNP Paribas barred investors from accessing three money-market funds that had subprime mortgage exposure, citing a "complete evaporation of liquidity." With that, Northern Rock, a bank that was formerly a building society, started to wobble, and eventually faced the first bank run in the U.K. since the Great Depression. This solvent institution eventually collapsed because the bank of England failed to make "lender of last resort" loans efficiently and promptly. This fiasco was clearly the result of government, not market, failure. These troubles eventually worked their way across the pond.

2. Question: What did the Great Depression and the Great Recession have in common?

Answer: Huge economic slumps accompanied both. Also, the diagnoses and prescriptions were the same. Both catastrophes were laid at the feet of market failure (read: the capitalist system is inherently flawed and prone to failure). To correct for the alleged market failure associated with the Great Depression, Roosevelt came up with the New Deal. In short, the prescription was a massive increase in the scope and scale of the government's reach and involvement in the economy. This type of intrusive response has also followed the Great Recession, ushering in a plethora of government regulations, particularly those that affect banks and financial institutions.

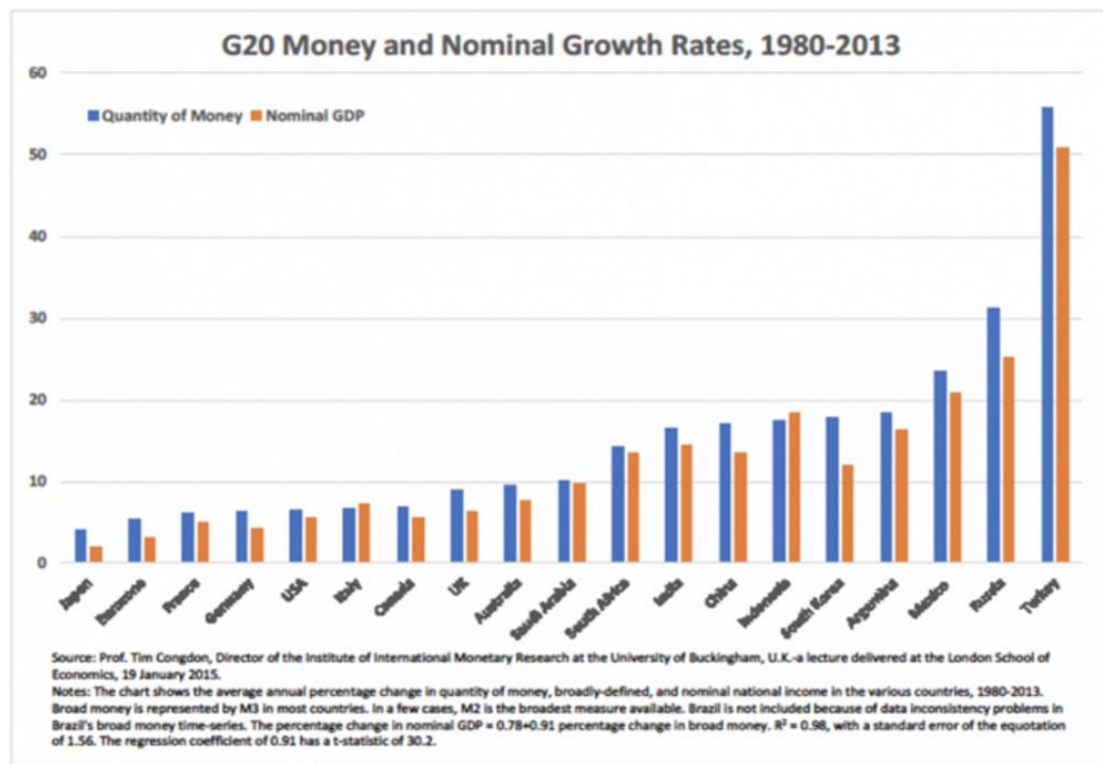
¹ This article appeared on Forbes.com on August 16, 2017.

And why not? After all, the politicians told us that banks (and bankers) caused the Great Recession (read: market failure).

It is interesting to note that about the only ones who are happy about Dodd-Frank and the 1000s of regulations that it has given birth to are the members of an unholy alliance: the bank regulators and compliance officers. Yes, Dodd-Frank has produced “jobs for the boys!”

3. Question: Why were the diagnoses of and prescriptions for the Great Depression and Great Recession so completely wrong?

Answer: For a diagnosis of the course of economic activity, one needs a model. So, just what determines national income? What is a reliable model? Well, money dominates. The quantity of money, broadly defined, will set the course for nominal economic activity (read: real growth plus inflation). The chart below shows that, in the major economies of the world, there is a rather tight relationship between the growth rates in money, broadly defined, and nominal GDP growth.



If we apply a monetary approach to national income determination for the Great Depression, we find that the money supply, broadly measured (M3), plunged by 40% in the 1929-1933 period. Milton Friedman and Anna Schwartz, in their famous work,

A Monetary History of the United States 1867-1960, showed just how the blame for the Great Depression can be laid at the doorstep of the Fed. Yes, it was a central bank, a government institution, that was the cause of, and should have borne the blame for, the Great Depression.

Never mind. The Federal Reserve (the Fed) was not blamed at the time. Instead, capitalism was fingered, and in consequence we had the New Deal. Misguided government policies not only caused the Great Depression, but also resulted in a deeper and longer depression. As Robert Higgs summarizes in his book, *Against Leviathan: Government Power and a Free Society*, Washington D.C. compounded the monetary problems generated by the Fed. The New Deal created regime uncertainty. In the words of Higgs:

Roosevelt and Congress, especially during the congressional sessions of 1933 and 1935, embraced interventionist policies on a wide front. With its bewildering, incoherent mass of new expenditures taxes, subsidies, regulations, and direct government participation in productive activities, the New Deal created so much confusion, fear, uncertainty, and hostility among businessmen and investors that private investment and hence overall private economic activity never recovered enough to restore the high levels of production and employment enjoyed during the 1920s.

In the face of the interventionist onslaught, the U.S. economy between 1930 and 1940 failed to add anything to its capital stock: net private investment for that eleven-year period totaled minus \$3.1 billion. Without ongoing capital accumulation, no economy can grow....

The government's own greatly enlarged economic activity did not compensate for the private shortfall. Apart from the mere insufficiency of dollars spent, the government's spending tended, as contemporary critics aptly noted, to purchase a high proportion of sheer boondoggle.

In the Great Recession, we witnessed the same pattern as we did in the Great Depression. The money supply, broadly measured (M3), was growing at a year-over-year clip of 17.4% in March of 2008. From that peak rate, it plunged to a negative 6.1% (yr/yr) in June 2010. With this plunge in the money supply, nominal GDP plunged, too. Both inflation and real growth came down hard—not because of market failure, but because of government failure.

4. Question: What were the contours of the key markers in the Great Recession?

Answer: Like the Great Depression, the government was quick to blame flaws in the capitalist system and the alleged excesses they created. Bankers and banks came in for a thrashing. To make the economy safe from these alleged culprits, the Dodd-Frank legislation was passed, Basel III was imposed, and a plethora of other regulations and mandates were introduced to the financial industry.

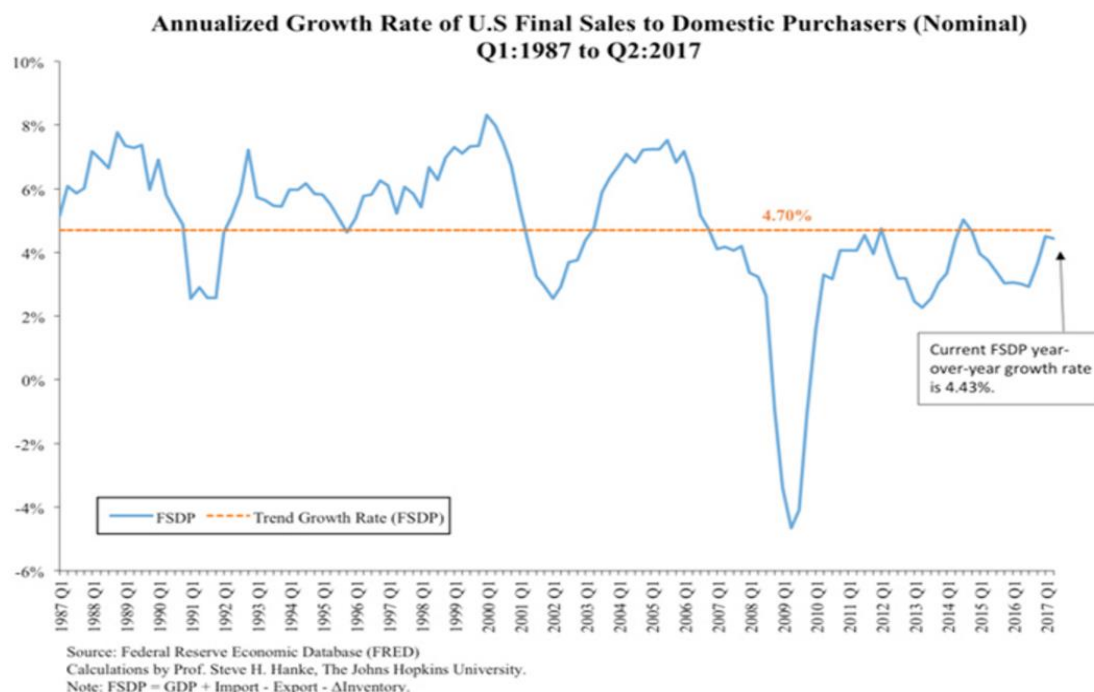
How did such a misdiagnosis occur? By ignoring the monetary interpretation of national income determination, the “Doctors” will always misdiagnose. Let’s look at what was happening: In the July 2008 - November 2008 period, the U.S. dollar soared by 25% against the euro, the price of gold plunged by 19%, and the price of oil dropped by 57%. Also, the consumer price index went from its elevated level of 5.6% per year in July 2008 to 0% in January 2009, and further dropped to a negative 2.1% in July 2009. All these price indicators should have signaled that the Fed was way too tight with the money supply reins during the early phase of the Great Recession. But, Chairman Bernanke and his colleagues, the central bank, failed to act. This does not represent a case of market failure. No. It represents government failure—the application of a misguided set of pro-cyclical economic policies.

For a detailed and correct diagnosis of the Great Recession, allow me to recommend a book that has just been released by Tim Congdon (ed.), *Money in the Great Recession: Did a Crash in Money Growth Cause the Global Slump*. Among others, I contributed the chapter on the U.S. “The Basel Rules and the Banking System: An American Perspective.”

5. Question: Where are we now?

Answer: Aggregate demand, which is represented by Final Sales to Domestic Purchasers in the U.S. is shown below. As can be seen, we had the Great Recession, and we remain, ten years after the start of the slump, in a growth recession. We are growing, but still growing at below the trend rate of growth. Thanks to Washington’s regulatory zeal that has kept bank credit (the major contributor to broad money, accounting for over 80% of its total) squeezed. Yes, during a growth recession the U.S. has endured a credit crunch (read: thanks to government failure). If we look at the money supply growth, measured by M3, it remains “slow” and has been slowing

down slightly, as the Fed starts a “tightening” cycle. In addition, there is a considerable amount of regime uncertainty in Washington, D.C. Both of these factors pose cause for concern. Indeed, there will probably be no “Trump Boom.”



6. Question: Where should one invest?

Answer: This is always a difficult one to answer. That said, for the risk averse investor, I like Treasury Inflation Protected Securities (TIPS). Inflation expectations will eventually start to change from deflationary to inflationary, and when they do, TIPS, which are mispriced at the present, will generate a nice capital gain. For those with larger risk appetites, there are several special situations available. For example, one promising case is represented by distressed debt in India. Lastly, there are always mispriced equities out there for the picking. That is, if you have the right valuation methodology, which I think I do. Indeed, by applying my “Probabilistic Discounted Cash Flow Model,” which I have developed over the past 25 years, my class at Johns Hopkins, over the past two years, has been able to pick stocks that have generated returns that are almost double those of the S&P 500.

系列七：主要货币的国际化指数比较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》第一章。

国际货币多元化是一个动态发展过程，国际贸易格局、国际金融市场的变化都会导致国际货币格局发生相应的调整，表现为一些货币的国际使用程度上升，另一些货币的国际使用程度下降。为了客观评估国际货币格局的发展变化，动态反映人民币与主要货币国际化水平之间的差距，本报告还用与编制 RII 同样的方法，编制了美元、欧元、英镑、日元的国际化指数（见表 1）。全球政经格局动荡，复苏态势出现分化，“黑天鹅”事件频现，主要货币地位“此起彼伏”。美国经济呈复苏态势，通胀与就业表现持续改善，美联储加息与特朗普效应推升美元走强，牵引全球金融走势与资本流动，美元在全球动荡中货币霸主地位进一步巩固。欧洲经济与政治风险显著上升，欧元区内部结构性问题突出，英国脱欧进程仍具有诸多不确定性，民粹主义、恐怖威胁、难民危机、政局动荡为欧洲复苏与一体化进程投下阴影，欧元与英镑国际地位均面临挑战。日本经济复苏步伐缓

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

慢，但在全球金融市场动荡的背景下避险货币特征愈加凸显，日元国际货币地位大幅走高。

表 1 主要货币国际化指数

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
美元	55.33	54.47	53.46	53.55	53.94	56.38	55.34	54.02
欧元	22.13	21.50	24.38	23.70	23.93	20.53	22.78	24.57
英镑	2.76	3.96	4.10	4.57	4.55	4.04	4.10	5.50
日元	4.05	4.04	3.94	4.04	4.02	4.14	4.64	4.26
总计	84.27	83.97	85.88	85.86	86.43	85.10	86.86	88.36

一、美元国际化指数变动分析

2016 年，美国经济“先抑后扬”，基本面复苏向好。三季度以来，美国就业市场表现良好，个人可支配收入上升，消费、政府支出、投资均出现反弹，净出口实现温和增长。得益于美国经济的强劲复苏，美国就业市场表现是近十年最好。尽管企业利润增长乏力，投资意愿有限，但美国全年 GDP 增速达 1.6%。随着通胀水平回升、失业率下降，12 月美联储再度加息，提高联邦基金目标利率 25 个基点，美元大幅走强，并在特朗普效应联动下，牵引全球金融市场与资本流动。同时，全球政经动荡，欧洲面临一系列不确定性，则在一定程度上促使资金回流美国，进一步倒推美元走强。

2016 年，美国国内需求保持强势，出口明显回升，连续位居全球第一大外商直接投资目的国，在贸易与直接投资领域强化美元地位。随着全球流动性转向、美元需求上升，国际信贷部门美元全球占比实现 1.4% 的增长。在欧元具有传统优势的国际债券与票据市场上，美元实现赶超，全球存量占比达 46.64%。2016 年四季度，美元国际指数达 54.02，同比上升 0.89%，美元头号货币地位进一步夯实。

二、欧元国际化指数变动分析

欧元区经济总体趋稳，但政经风险显著上升。2016 年，欧元区 GDP 增速达 1.7%，就业与通胀水平有所改善；货币政策维持宽松基调，对于改善融资条件、支持经济增长具有一定的支撑作用。然而，欧元区面临重重压力：一是结构性改革尚未取得实质性进展，宽松货币政策空间有限，经济复苏势头能否延续存在不



2017 年第 38 期总第 230 期

确定性；二是英国脱欧的负面效应可能拖累整体经济，加剧金融市场动荡；三是主要国家大选带来政治风险，右翼势力上升，民粹主义倾向严重，难民危机与恐怖主义阴霾依然笼罩；四是金融环境更具挑战性，金融业获利疲弱、过度负债、影子银行不断壮大，特别是负利率进一步影响银行业经营，可能加剧金融风险。

2016 年，欧元区进出口均呈萎缩态势，但是四季度外商直接投资流入量同比大幅上涨 46.86%。经济困境、货币宽松与政局不确定性，致使欧元难以强势回归，国际信心受到显著影响。在国际信贷市场，欧元全球份额同比下降 3.66%；四季度，欧元国际债券与票据余额全球占比下降 1.03%，传统优势地位受到撼动；在国际外汇储备中，欧元份额处于历史低位，全球市场对欧元持谨慎态度。2016 年四季度，欧元国际化指数为 24.57，同比上升 3.68%，在经历了第三季度的大跌之后，国际地位有所恢复。

三、英镑国际化指数变动分析

2016 年，英国公投脱欧，为其前景蒙上阴影，经济与政治不确定性增大。然而，英国脱欧的即时性影响并不明显，服务业表现强势，消费显著增长，12 月份服务业综合 PMI 为 56.2，处于 17 个月以来的高点，第四季度家庭支出环比上升 0.8%，稳住了英国脱欧公投后的整体经济形势，全年实际 GDP 增速达 2%，复苏步伐快于其他发达经济体。公投脱欧后，英国积极稳住并吸引外资流入。在大型跨境并购交易支撑下，英国外商直接投资流入量飙升近 4 倍，达到 1472 亿美元，成为全球第二大外商直接投资目的国。

然而，英国脱欧前景具有不确定性，拖累英镑国际表现。面对市场与政局动荡的负面效应，英镑国际信贷存量占比下跌 16.05%，国际债券与票据余额全球占比较年初下跌 1.08%，英镑储备全球份额大幅回落至 4.42%。但是截至 2016 年四季度，英镑国际化指数为 5.50，同比上涨 20.24%，英镑国际地位不降反升。

四、日元国际化指数变动分析

2016 年，日本经济缓慢增长，在出口恢复、就业改善支撑下，实际 GDP 增长 1.7%。为应对疲弱经济，日本央行进行大胆实验，对货币政策框架加以改革，在亚洲率先实施负利率，实行“附加收益率曲线控制的量化质化宽松”的“反扭

曲”操作。然而，在全球避险情绪和日元套利交易的驱动下，日元大幅走强，一度创 2013 年 11 月以来新高。

国际信贷市场中，日元具有避险货币传统优势，四季度全球份额大幅攀升 8.14%。在极宽松货币政策提振下，日元国际债券与票据总额全球存量占比较年初增长 8.11%。全球市场动荡，进一步强化日元避险特征，2016 年日元全球外汇储备占比连续三个季度上升，四季度占比为 4.21%，同比增长了 0.18%。截至 2016 年四季度，日元国际化指数为 4.26，同比上升 5.45%，日元国际化地位大幅上升。

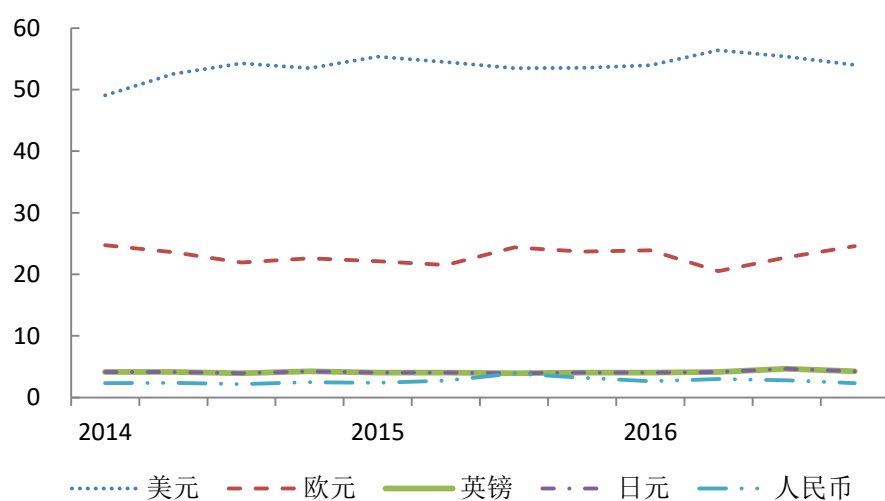


图 1 世界主要货币国际化指数变化趋势

《人民币国际化报告 2017》

《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。报告在国际经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，集中探讨了强化人民币金融交易功能的必要性、主要实现路径及其所需要的制度基础。

报告认为：强化人民币金融交易功能具有现实紧迫性；要抓住国际金融市场调整的机遇期，充分利用人民币加入 SDR 的制度红利，深化国内金融改革，通过顶层设计和相关法律、政策的国际协调，充分发挥直接投资对人民币国际化的撬动作用，大力发展以人民币计价的债券市场和国际信贷市场，构建顺畅的人民币环流机制；并依靠功能强大的多层次外汇交易市场、安全高效的人民币跨境支付清算体系等金融基础设施建设，为强化人民币金融交易功能进而实现人民币国际化最终目标提供制度保障。



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

深圳市福田区深南中路金地大厦
2468号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2017年9月25日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载