

【本期推荐】

IMI 锐评：最全面的“债券通”解读，听 IMI 专家怎么说

姚 洋：美丽的烦恼：如何用好中国的巨额储蓄

【“ 货币政策 ”专题】

管清友：今年冬天有点冷——经济增长前高后低，货币政策事实偏紧

夏 乐：“利率走廊”新工具完善央行货币政策框架

王 剑：央行缩表？我们通货紧缩的难日子要来了吗？

熊 园：2017 年 1 季度货币政策报告六大关注点

【海外之声】

Miroslav Singer：央行的沟通应具备清晰度

——捷克克朗脱钩欧元为何有效？

Chen Kang：美联储收紧，中国回应中国人民银行牢牢控制
人民币汇率的波动

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

系列三十六：对中国系统性风险的评估

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：刘 欣

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

最全面的“债券通”解读，听 IMI 专家怎么说？

编者按：

5 月 16 日，中国人民银行在官方网站发布“中国人民银行香港金融管理局联合公告”，就开展香港与内地债券市场互联互通合作（“债券通”）有关事宜做出公布。这是李克强总理在两会闭幕新闻发布会上提出年内在香港和内地允许境外资金购买境内债券的政策为进一步落实，继沪港通、深港通和基金互认之后，债券市场成为两地资本市场互联互通的主战场。

为何选择在这个时点发布“债券通”公告？您认为本次公告最大的亮点在于何处？“债券通”对当下和未来的市场将会产生哪些影响？有哪些投资的机遇和风险？从目前的整体规划看，“债券通”未来将会向什么方向发展？对我国债券市场又有什么样的意义？在金融“监管潮”背景下，“债券通”的管理和运营面临哪些挑战？IMI 各位专家对以上各方面进行了深刻的解读。

涂永红¹：“债券通”充实、完善了一带一路投融资机制

债券通意义重大。首先，债券通为香港的长治久安增加新动能。香港债券市场与内地债券市场联通，依托内地债券市场的巨大容量，无疑会大大提升香港的国际投资吸引力，巩固香港国际金融中心地位。两地基础设施机构进行联合监管并建立协商机制，互学互鉴，推动两地监管的协同发展，有利于确保两地债券市场健康发展。

其次，债券通拓展了人民币作为国际货币的金融功能。从国际经验看，债券流动性高，风险小于股票，是国际投资者最青睐的投资工具，主要国际货币都有规模庞大的国际债券市场，而中国债券市场中国际投资者比例仅高于 1%，国际化程度较低。在不改变国际投资者的投资习惯前提下，债券通为其投资人民币债券提供了一条便捷通道，便利性的增加，既可满足国际投资者分享中国较高经济增长成果的需求，又可更好地履行人民币加入 SDR 后作为国际

¹ 涂永红，中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长、中国人民大学财政金融学院教授

货币、为各国央行提供所需金融资产的义务。债券通进一步扩大了资本市场开放度，将债券市场发展为人民币国际化的新推手，为更好实现人民币的国际货币功能、提高人民币国际使用程度打开了新的空间。

最后，债券通充实、完善了一带一路投融资机制。一带一路以成为中国对外投资的亮点，众多企业参与其中，债券是它们未来发展的重要金融支持渠道。通过构建债券市场互连互通平台，可以带动更多的国际机构投资者参与一带一路建设，投资企业和机构发行的基础设施建设债券、绿色债券等，有利于落实一带一路高峰论坛公告，推动经济全球化进程。

鄂志寰¹：“债券通”有助于凸显香港金融市场框架及专业服务所长

“债券通”有利于香港发挥国际金融中心的平台优势。2015 年香港 FDI 资金流入 1750 亿美元，全球排名第二。2014/15 年度外地投资者占港股现货市场总成交的比重为 39%，其中大部分来自美国、英国和内地。资金自由港优势是“债券通”发展的丰厚土壤。

“债券通”有助于凸显香港金融市场框架及专业服务所长。内地在参与全球资本市场一体化的进程中，要保持国内金融体系的相对稳定，需要充分利用香港在一国两制之下连接中国与世界的平台功能。香港拥有成熟的金融制度与市场框架，拥有与发达市场相近的产权、司法及立法、会计审计、信用、信息披露及私人信息保密制度，吸引了大量国际机构。中国资本市场对接香港市场，就意味着直接或间接地连接了世界各地的最终投资者，实现金融工具及资金的跨境流通。

“债券通”凸显香港多元化金融产品和工具优势。香港作为全球最大的离岸人民币中心，可提供不同的金融产品和多样化的资产分配工具，进一步丰富和完善金融市场的各项功能，包括兑换平盘、同业拆借、银行间债券投资以及日常资金清算中的跨时区服务。

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

“债券通”凸显香港专业人才服务聚集所长。香港可利用大量的专业服务机构和精通跨国管理和国际业务的高端人才，特别是法律及仲裁服务、会计税务等方面人才，推动两地市场的融合。

实现两地债券的互联互通，意味着香港金融业可以借鉴沪港通、深港通和基金互认等两地互通项目的经验，获得源源不断的业务机会。因此，香港金融业应该尽早布局，充分发挥自身优势，在内地债券市场大开放的难得历史机遇中获得自身的发展。

宋科¹：“债券通”利好人民币国际化

“债券通”的推出将进一步推动我国债券国际化的进程，能够使人民币国际化尽快实现主要由贸易计价驱动的模式向贸易计价、金融市场交易和官方外汇储备共同驱动的模式转变，对人民币国际化产生利好。

第一，有利于完善人民币的国际大循环机制。人民币国际化意味着我国必须通过贸易与金融渠道，建立并完善有利于人民币输出与回流的国际大循环机制，为其他国家或地区的市场主体提供充足的人民币资产需求。

当前，在 RQFII、RQDII、QFII、QDII、自贸区、沪港通、深港通等成熟渠道之外，“债券通”的推出，再次从政策层面鼓励境内外机构和个人双向参与全球金融市场，符合当前我国通过打通可控渠道的方式渐近审慎推动资本账户开放，并逐步建立资金大循环机制的总体思路。

第二，有利于拓展国内金融市场的深度和广度。尽管不同货币国际化程度的提升由于其所处的环境和历史阶段不同，受很多不同因素的制约，但是金融市场的发展与否是本国货币化程度提升的共同先决条件。美元、欧元、英镑和日元等主要货币国际化的过程当中无不依赖一个成熟、稳定且具有极强深度和广度的债券市场。

近年来，我国债券规模保持年均 20% 左右的高速增长态势，总体规模已经位列全球第三。但是，距离成功实现人民币国际化所要求的债券市场还有不小差距。从绝对规模上来看，我国债券总体规模只有美国的 1/3 左右。而且，我

¹ 宋科，中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长、研究员，中国人民大学财政金融学院助理教授

国债券市值占 GDP 为 85%，远低于美国、日本、英国和法国等主要货币国家均超过 150% 的水平。从国际化程度来看，目前外国投资者持有我国债券的总额超过 8000 亿人民币，占债券市场的比例仅有约 1.2%。其中，相对占比较高的国债，此项比例也仅有 4% 左右。然而，美国有渐近一半的国债是被外国投资者所持有的。

不难看出，“债券通”将会进一步推动我国债券市场的开放与发展，为稳步提升人民币国际化进程奠定坚实的基础。特别是能够在当前我国经济增长遭遇暂时困难的情况下推出，充分表明了我国推进金融改革开放的决心和信心。

第三，有利于加快推进香港离岸人民币市场建设。理论与实践表明，离岸金融市场的发展程度在一定程度上决定着一国货币国际化的水平。人民币国际化自然离不开离岸金融市场建设，而且由于与美元等货币的国际化不同，人民币国际化是在资本账户未能完全放开的情况下推进的，因此，人民币离岸市场的建设具有对资本账户开放的重要的替代和引领效应。

作为当前最大的人民币离岸市场，香港具备了承载更多推动人民币国际化和我国金融开放的基本职能。“债券通”的推出将进一步巩固香港作为人民币离岸市场的优势，有利于两地基础设施的互联互通，有利于香港与内地的金融合作与发展。

夏乐¹：“北向通”降低了海外投资者参与国内债券交易的成本

“北向通”的意义十分重大。

债券通分阶段实施，“北向通”先行开通，即香港和其他境外投资者经由香港与内地基础设施机构之间在交易、托管、结算等互联互通的机制安排，投资内地债市。事实上，自 2016 年以来，人民银行已经向海外央行、主权基金以及中长期商业投资机构开放国内债券市场，而根据人民银行的答记者问，此次债券通的主要对象仍是上述以资产配置需求为主的央行类机构和中长期投资者。

¹ 夏乐，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、西班牙对外银行研究部亚洲首席经济学家

表面上看来,“北向通”似乎与现有的国内债券开放计划有重复之嫌。但是我们认为,“北向通”计划在实践中的意义重大,可望在未来为中国债券市场开放乃至人民币国际化进程带来新的动力。

首先,对于很多海外投资者而言,直接进入国内债券市场面临相对较高的成本和政策合规障碍,而“北向通”向它们提供一个机会,适合它们在初始阶段以较低成本参与国内债券交易。

其次,香港作为国际性金融中心,很多海外投资者在此设立资产管理平台,“北向通”的出现方便这些海外投资者在香港统一管理资产组合,帮助人民币资产在全球大类资产中更好地发现相对价值。

最后,国内债券市场开放成功不单需要自身政策上的开放,更重要的是取得海外投资者的信任,“沪港通”的顺畅运行增强了海外投资者对我国资本项目渐进开放的信心,“北向通”正可以借助“沪港通”建立的品牌效应,推广人民币国内债券市场的对外开放,给海外债券投资者以信心。我们相信,“北向通”未来必能成为国内债券市场开放项目的重要有益补充,在推进中国资本账户的渐进开放与人民币国际化的进程中起到重要作用。

王卫¹:“南向通”仍需一定的机制设计和技术创新

债券通仍然存在一些挑战。就当前的技术层面而言,如果境外资金投资中国境内债市相对方便,但反过来,南向投资则仍需一定的机制设计和技术创新。

这主要因为,中国境内债市,无论是交易所还是银行间债市,都属于场内市场;然而,即使许多在香港发行的债券也在香港联交所挂牌,但仅有极少数在交易所发生交易,境外债券交易基本依循国际惯例在场外(OTC)交易,OTC 市场也存在分散度较高的特点,欧美国家、日本等发达国家债券市场也以 OTC 交易为主。

由于场外市场发展成熟,且受到整个金融系统的支持,我们认为任何可能的将交易所联通机制拓展至覆盖境外债券的举动,均需考虑如何将场外交易包

¹ 王卫,中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中银香港固定收益部门负责人

括在内。经验已表明，国际债券投资者一直以来均能无障碍地参与香港的场外交易市场，进行债券交易。

不过，场外市场和场内市场的差异仍是内地投资离岸债市的一个待解问题。就如何突破这一瓶颈，港交所和香港特区政府也做了很多的研究，但尚未公布解决方案。当然，如果暂时无法完全解决场外交易的问题，可以先开放单向（即北向）“债券通”，也就是目前公告中的计划。当然，最终双边的互动将是一种最为完美的状态，内地和香港方面一定会做出一些技术和机制上的创新。

谢亚轩¹：“债券通”提升利率债的相对投资价值

从投资角度详细解读“债券通”：

一、债券通是中国债券市场开放的快车道。尽管央行的公告未明确债券通开通的时间，但结合总理此前的讲话，市场预期债券通有望在 2017 年 7 月正式开通，这可能是央行和香港金管局选择在这个时点发表公告的初衷之一。香港是“一带一路”中的重要一环，金融合作也是“一带一路”战略的重要组成部分，“债券通”是“一带一路”战略布局的有机组成部分。本次公告最大的亮点是强调债券通是中国扩大金融市场特别是银行间债券市场开放的新举措，为“以资产配置需求为主的央行类机构和中长期投资者”投资中国债券市场提供一个便捷的“一点接入”模式。这第一个“点”或者“直通车”选择设立在香港，有利于巩固与提升香港国际金融中心地位，保持香港长期的稳定和繁荣。

二、债券通提升利率债的相对投资价值。从更长的时间维度看，在人民币国际化的背景下，“债券通”为国际投资者配置中国债券资产提供了更为便捷的“快车道”，为中国债券市场带来更加多元化的投资者结构，更为多样性的资金来源和更为丰富的配置理念。当然，从国际经验看，市场开放的主要风险之一是国际投资者可能带来更大的市场波动性。从投资机会角度而言，国际中长期投资者更加倾向于选择中国的国债和政策性金融债等利率债品种，更注重长期投资和配置的价值，因此可以推断随着“债券通”的逐步推进，和中长期

¹ 谢亚轩，中国人民大学国际货币研究所研究员、招商证券研究发展中心宏观经济研究主管、董事

国际投资者在中国债券市场中占比的稳步提升，利率债的相对投资价值可能更为突出。

三、债券通加快中国债券市场与国际接轨。此前制约中国债券市场开放进程的一个重要因素是国内债券市场在交易清算、托管、信用评级、会计核算、税收优惠等等方面与国际规则不够接轨。而作为国际金融中心，香港拥有与国际接轨的金融基础设施和市场体系，许多国际大型机构投资者已经接入香港交易结算系统。即将开通的“北向通”，允许香港及其他国家与地区的境外投资者（以下简称境外投资者）经由香港与内地基础设施机构之间在交易、托管、结算等方面互联互通的机制安排，投资于内地银行间债券市场，有助于通过“边干边学”的方式加快中国债券市场与国际市场接轨的步伐。央行和金管局强调，“北向通”遵守现行内地银行间债券市场对外开放政策框架，同时尊重国际惯例做法。

四、债券通也将成为中国资本出海的重要渠道。近年来，随着人均收入的逐步提高和国民财富的逐步积累，中国投资者在全球配置资产的需求不断提升，相对低风险的国际债券资产有望逐步受到重视。“债券通”在“引进来”的基础上未来一定会“走出去”，“北向通”开通之后“南向通”也将择机推出，便利中国资本出海，便利国内投资者配置全球债券资产，实现资产多元化。

五、“北向通”没有投资额度限制。由此可以看出中国决策层向国际中长期投资者全面开放债券市场的态度和决心。目前国际投资者在中国债券市场中的占比仍不到 2%，远低于新兴市场的平均水平，更低于发达国家的水平，提升的空间巨大。根据我们此前的估算，未来 5 年间，中国债券市场年均的国际资本流入量有望超 800 亿美元，是富含业务机遇的“蓝海”。千里之行始于足下，债券通对于国内和香港乃至全球投资者和债券市场参与者都是一条通往更大业务机会的“快车道”。

熊园¹：“债券通”可能倒逼境内债券市场打破刚性兑付

¹ 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员、安邦资产管理责任有限公司宏观策略研究部研究员

“债券通”是继“沪港通”、“深港通”之后我国资本市场对外开放的又一重大举措，对于内地、香港、和人民币国际化都有重要意义。

第一，对内地来说，“债券通”将有利于进一步提升我国资本市场开放水平，推动完善债券市场基础设施建设，同时，也有利于拓展债券市场资金来源和优化投资者结构，并有助于境内投资者树立理性的投资理念。特别地，债券通还有可能“倒逼”境内债券市场打破刚性兑付。

第二，对香港来说，“债券通”有利于巩固与提升香港国际金融中心地位，香港作为内地连接国际的桥梁作用更加突出。相对于权益市场来说，香港债市规模比较弱小（香港股市规模约 4-5 万亿美元，债市规模仅为 4000 亿美元左右），债券市场可谓香港国际金融中心的一大短板。“债券通”的推出，在强化与内地互联互通的基础上，将释放香港资本市场发展潜力，将进一步夯实香港国际金融中心和离岸人民币中心的地位，有利于香港的长期繁荣稳定。

第三，“债券通”助力人民币国际化。债券历来是各国央行储备资产、各国主权财富基金、国际投资者的主要配置方向，“债券通”的推出，在满足境外各类主体的需求的同时，将拓宽人民币回流渠道，增强人民币的投资货币职能和储备货币职能，从而提升人民币国际化水平。

此外，参照沪港通和深港通，它们由批复到正式实施约半年左右时间，因此预计“债券通”将在年底正式启动。但考虑到今年是香港回归 20 周年，不排除赶在 7 月 1 日“献礼”。正式启动后，“债券通”主要影响的是我国债市。一方面，数据显示，2016 年，境外机构持有内地债市规模约 8500 亿元，不足内地债市总规模的 2%。目前，日本、韩国、台湾地区的境外机构债券投资占比约为 10%，据此简单估计，未来每年新增流入我国债市的规模大体在 2000-4500 亿人民币左右。另一方面，目前境外机构主要持有的是国债、国开债等利率债（约占 95%），“债券通”的推出将进一步提升利率债的吸引力。

美丽的烦恼：如何用好中国的巨额储蓄

姚洋¹

编者按：

大金融思想沙龙是中国人民大学国际货币研究所（IMI）和中国人民大学财政金融学院货币金融系联合发起设立的高层次学术沙龙，分“政策领袖”、“学术名家”、“业界精英”与“青年学者”四个系列。沙龙通过“主题演讲+专家点评”的模式，对国内外货币金融领域的基础理论与现实问题进行深入讨论，以期紧跟国际前沿、拓宽理论视野、深化研究协作，为推动“大金融”学科建设，深入开展“大金融”理论、政策与战略研究搭建高水平、专业化、开放式的学术交流平台。第 58 期大金融思想沙龙由姚洋教授主讲。

姚洋教授在题为“美丽的烦恼：如何用好中国的巨额储蓄”的演讲中指出，中国目前遇到的很多问题，背后都是储蓄太多、财富积累太快造成的。而巨额储蓄是中国加入世贸组织、人口红利、农村到城市的人口流动三个因素综合造成。这样的巨额财富会不但催生了资产价格泡沫，还使得贫富分化加剧，储蓄的增长实际上也在稀释我国的实物资产。因此，为了解决巨额储蓄问题，可以进行更有效的投资，但最好的方法还是以时间换空间，通过增加政府负债的方式推动消费，提高这一代人的生活水平。

以下为姚洋教授的演讲摘要：

一、中国的巨额储蓄从何而来

中国在过去的二十多年发生最重要的事情，是采用了出口导向的增长模式。没有这种出口导向的增长模式，中国不会有这么快的增长，也不太可能有这么多的储蓄。出口导向的发展模式为中国贡献了巨额的储蓄。

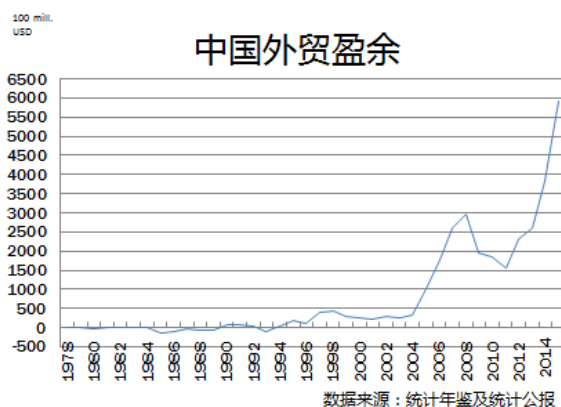
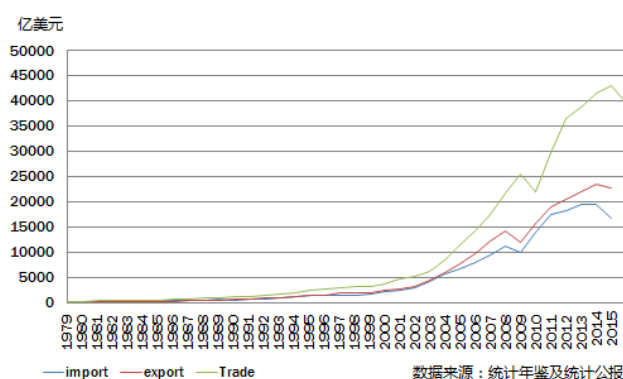
出口就是一种储蓄，GDP 的恒等式是 $GDP=C+S=C+I+(X-M)$ ，从中得到储蓄等于投资加上进出口（ $S=I+(X-M)$ ），这是一个恒等式，它两边是互相决定的，这就是所谓的国内平衡和国际平衡。如果国际平衡在上升，国内的储蓄肯定上升，或者说出口在上升，那么储蓄也会上升，但是有一部分出口带来的储蓄被进口消

¹ 姚洋，北京大学国家发展研究院院长

耗掉了，我国的情况是 $S-I>0$ ，就变成了贸易盈余。这是出口直接带来的储蓄。

中国外贸情况在 2001 年是一个分水岭，2001 年之前我国外贸增长并不慢，但是 2001 年到 2008 年短短的 7 年间，我国出口涨了 5 到 7 倍，2001 年的时候出口总额只有约 2500 亿，2008 年的时候到了 1.5 万亿。从 2003 年开始出现巨额的外贸盈余，这几年实际上还在变大。当然，现在变大是被动的，一方面，进口下降的主要原因是大宗商品的价格在下降，另一方面，国内经济增长放缓，国内需求下降也使得净出口增加。

中国贸易：1978 - 2015

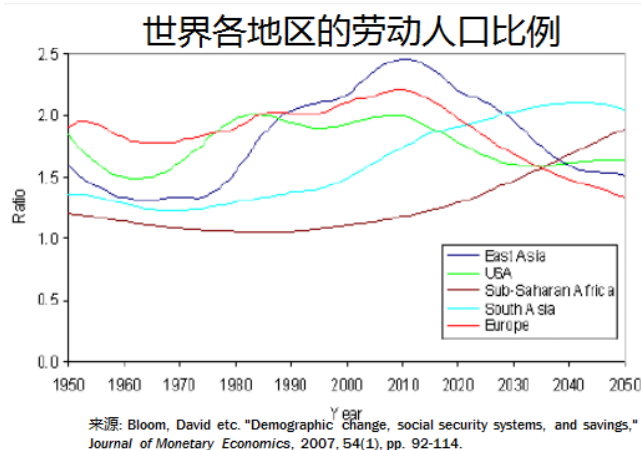


上图是外贸盈余的情况，在 1994 年汇率并轨之前我国的外贸基本上是持平的，基本有盈余也有赤字，符合一般的发展中国家规律，但是 1994 年并轨之后官方汇率从 5.5 一下贬到了 8.5，巨大的贬值大大促进了出口，此后外贸盈余直线上升。

关于 2004 年之后外贸盈余上升的原因存在一些争论。我认为其中一个原因是 2003 年之后开始实行紧缩政策，限制了国内的投资，投资不及储蓄增速，这样就积累了外贸盈余。外贸盈余的最高峰出现在 2015 年的 6 千亿美元，这是史无前例的。去年我国仍然是 5 千亿美元，今年期望能降下来一些，因为国内经济

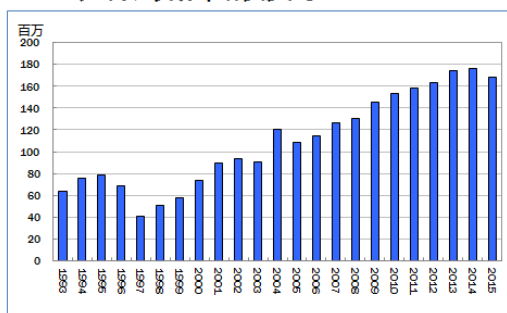
复苏了，可能进口会增加，也许有恢复到以往 3 千亿水平的可能性。

中国出口加速的主要原因是人口的双转型。一方面，2000-2010 年，人口红利达到高峰；另一方面，大量的农村劳动力向城市转移，使得我国参与国际分工的劳动力突然增加。结果就是劳动工资上涨比较慢，收入向企业部门转移而导致企业储蓄上升。而我国的企业基本不分红，中小企业得不到外部的金融的支持，因而不得不储蓄，用自己的储蓄来投资。高收入者的高储蓄率实际上推高了居民的总储蓄，我国的居民总储蓄率接近 GDP 总量了，但是高度集中。根据西南财大做的财产统计，最富有的千分之一储户贡献了我国所有居民储蓄的三分之一。所以，中国过去二十多年财富集中的现象是非常明显的。



这是世界各国的劳动人口的比例。蓝色的这条线是东亚，其实就是中国，因为中国占了东亚人口的 90% 以上，可以很明显看到，改革开放后劳动人口比例不断增长。到 2010 年，我国 2.64 个劳动人口养活一个不劳动的人口，不劳动人口就是小于 16 岁和大于 65 岁的人。因此，直到今天我国的人口结构仍然是全世界最好的。需要注意到，南亚地区劳动人口比例一直在上升，要到 2030 年以后，我国的劳动人口结构才会被南亚超越。另外一个值得关注的地区就是撒哈拉以南的非洲。非洲的总人口有 7 亿多人，本世纪中叶会变成 15 亿。

农村到城市的移民：1993-2015



数据来源：国家统计局，《中国统计年鉴》

从农村到城市的移民，除了最近这两年下降，其他年份都是上升的，这只是离开本县、居住在外打工的人，如果再加上在本县打工的人，应该还有 1 亿人。

我们最近做了一个关于汇率问题的研究。中国采用的固定汇率，从 80 年代开始跟美元挂钩，到 1994 年之后就完全挂钩了。理论上讲，固定汇率不会影响相对价格，因为固定汇率是一个名义价格，实际汇率是受到国内物价的影响，不可能在固定汇率的同时固定国内价格。许多国家采用固定汇率的前提是国内价格有黏性。特别是中国，工资黏性非常大。过去的工资黏性其实只是向下的黏性，因为我国劳动力供给非常充足，按照刘易斯剩余劳动力理论，劳动力的价格不上涨，工人的谈判地位就很低，所以工资有向下的黏性。这种情况下，固定汇率就可以压低国内的非贸易品价格相对于可贸易品相对价格，从而压低实际汇率，实际汇率的降低反过来会压低实际工资，这样会提高可贸易部门的利润，最终又会导致储蓄的增加。

二、美丽的烦恼

我理解的中国过去 60 多年经济增长采用的策略，就是为子孙后代牺牲当代人的利益，这也是我国巨额储蓄的来源。所谓美丽的烦恼，就是因为我国货币太多了，中国的 M2 每年以 13% 的速度增长，全部债务达到 GDP 的 250% 以上，而所谓的宏观债务基本上就是指 M2。

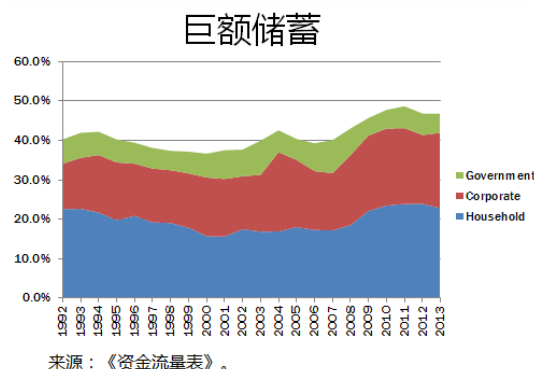
M2 的来源有两方面。其一，巨额外汇储备导致大量基础货币的发放。《人民银行法》第 29 条规定：中国人民银行不得对政府财政透支、不得直接认购包销国债和其他政府债券。实际上就是禁止财政货币化。但是人民银行可以购买商业债券，也可以到二级市场上买国债。这里虽热没有排除人民银行可以在二级市

场买卖的可能性，但是过去十几年人民币的资产膨胀，基本上全是外汇资产的膨胀。也就是说，中国过去十几年的发行货币的压力主要是来自外汇储备的增加。其二，中国的金融体系以间接金融为主，直接金融占的比例非常小。而商业银行存在杠杆作用，就是货币乘数，我国货币乘数是 4 到 5 左右。

央行并未像许多人所说的那样超发货币，理由有两点。第一，央行发货币是有真金白银作为抵押的。第二，我国央行通过两个手段在延缓货币发行的速度：一方面，央行提高了存款准备金率，2003 年是 8%，之后最高峰是 22%，目前为 17%；另一方面，央行发行央票，目前央票是央行调控货币发行量的重要手段，我国央票总量是 20 多万亿，现在央行逆回购是用央票来调节货币的数量。

因此，央行已经尽可能减少外汇储备带来的货币增发。但是，在我国，货币一旦创造出来，基本上是不可灭失的，只有当央行永久性地回笼货币的时候才可以灭失，主要途径就是永久性的对外投资。此外，股市可以暂时窖藏一部分货币，因为股票买卖占用货币，这些货币就留在股市，流通不到实体经济里去。所以，在某种意义上让股市规模再大一些，可以缓解我国货币过多的压力。需要注意的是，房地产行业是不能窖藏货币的，房地产开发是制造货币的过程，因为土地未开发前是不值钱的，一旦开发出来马上成为了巨额财富，这就制造了货币。

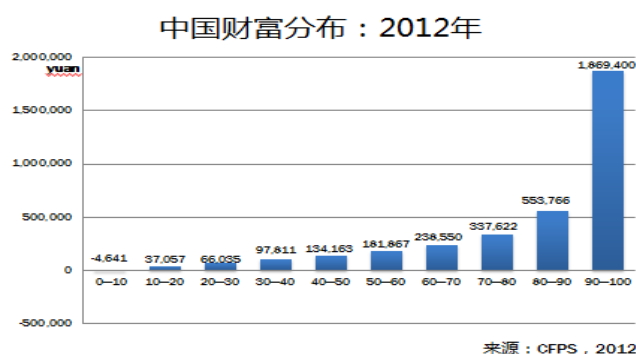
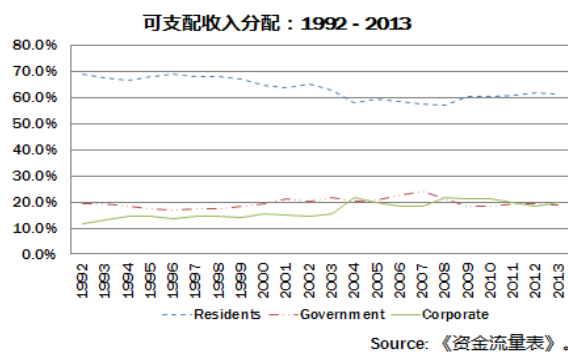
储蓄有两种体现，一个是实物体现，一个货币体现。国民储蓄的实物体现大部分已经变成了投资，少部分是变成了我国在国外的净储蓄。但是它还有一个货币体现，国民储蓄的货币体现可能永远存在下去，因为在我国，货币一旦创造出来就不太可能灭失掉。这就是美丽的烦恼。现代宏观经济学的一个短板是只研究实物量不研究名义量，不研究货币及其累积效应。



这是我国的储蓄变化，最高峰的时候接近 GDP 的 50%，家户部门占一半，

企业部门占到 40%，政府是 10%，政府部门和事业单位存款已经达到 20 多万亿。储蓄越多，商业银行制造的货币就越多。所以，我国 M2 增长较快的原因，一方面是基础货币增加快，这是由于外汇占款增长快；另一方面储蓄量很大且年年增长，所以货币越来越多，结果就是造成资产价格泡沫。

进一步看，资产价格上涨对收入的不平等有促进作用。即使财产的积累符合一个随机过程，财产的集中也是必然的，而资产价格上涨会加速这个过程，最终的效果一定是马太效应。我国收入前 10% 的人掌握了 50% 到 60% 的财富，而他们财富的总量跟房价高度相关，这样的结果就是城市里的两大阶级的划分，即有房者和无房者。



从收入分配情况看，2010 年前，居民可支配收入的占比明显下降，从 70% 下降到最低的 58%，不到 20 年间下降了 20 个百分点。金融危机特别 2010 年之后才有一个翻转。财富分配不均的情况也很严重，10% 最富有的家庭占有 53% 的财富；最富有的 1% 储户占有三分之一的银行储蓄。而最穷的 10% 的人财富是负值，因为他们有债务缠身。这就是美丽的烦恼，本来高储蓄是好事情，可是它造成了这么多的问题。

三、如何用好巨额储蓄

如何用好巨额的储蓄，其实就是如何用好巨额货币的问题。前面已经提到，储蓄从实物的角度看变成了投资，而货币的角度看则永续存在。M2 实际上是储蓄的名义存量，等于国内实物资产的名义存量加上外汇储备。因此，最终的问题就是如何让货币保值。

一方面，可以采用对外投资的方式。对外投资可以释放我国的过剩产能，获取先进技术。一方面能争取更高的回报，另一方面也可以把货币输到国外去。我国现在已经从净资本流入国变成了净资本输出国，这说明中国国内基本完成工业化，因此可以把工业化输出到别的国家去。此外，我国可也以发展直接金融。钱直接借给企业，不用经过银行就不会产生更多的货币。还有公司债券、PE、VC 保险等等都应该大发展，这样让老百姓有更多的投资机会，也不产生新的货币。

此外，可行的方法是用时间换空间。一方面，可以依靠经济增长稀释货币，但是我国经济增长速度在放缓，靠高速增长来稀释货币作用有限。另一方面，通过更加有效的投资进而提高资产的收益率，以更多的实物资产来对冲货币增长。但是这也是十分困难的，我国的投资回报率下降很快，在可以预见的未来，投资回报率还得下滑。发达国家的实际投资回报率在 4%到 5%之间，我国基本上也要回归到这个水平。还有一个办法是向未来转嫁成本，也就是通过负债向未来的人们预借消费。

向未来借款需要依靠政府部门增加杠杆。按照宏观债务比例来看，我国的负债率是很高的，但是其中主要是企业的杠杆率较高，尤其是国有企业杠杆率很高。所以，国有企业混合所有制改革是一条正确的道路，特别是采用债转股的方式，既可以降杠杆，又进行了国企改革。中国人传统上通常不愿意负债，所以家户部门大规模增加杠杆的可能性比较小，因而只剩下通过政府部门增加负债的方式。政府负债做什么？可以增加基础设施投资、改善民生、投资教育、补贴居民消费等等。

现在很多人认为一提投资就是要走老路了，我觉得这是似是而非的结论。资本增加、劳动生产率上升，劳动收入就上升了。而我国在这方面有巨大的空间。从前面收入分配的数据可以发现，我们生活的北京并不是典型的中国。江西、四川等地的农村才是典型的中国，基础设施落后的程度超过大家的想象，这些贫困

地区十分需要投资。此外，也可以投资教育领域。深圳每年的财政收入 1400 亿左右，现在做两件事情。一个是生态修复，把以前破坏的生态重新修复，另一个就是办教育。全国而言，不光投资高等教育，还应该投资基础教育。投资教育是永远不会亏损和过剩的。

有人 would 认为，我们的赤字率已经从 GDP 的 2.5% 提到到 3% 了，已经是巨大的突破了，再往上提难度很大。但是，我们需要改变一下思路，短期的政府债务上升并不是不可接受的；最重要的，我们以牺牲两代人为代价获得了今天的财富，该轮到 we 多消费一些的时候了。

谁来承担新增政府债务的成本呢？子孙后代啊！未来的年轻人是含着金汤匙出生的，代际公平就应该要求我们的子孙后代负担一部分的成本。因此，把巨额的货币往后推，过几代人问题就解决了。此外，技术进步会使得今后生产力水平比现在高得多，更容易偿付这债务，所以后代承担一些成本也是合情合理的。

最后总结一下，我国的巨额储蓄是因为加入世贸组织、我国的人口红利、农村到城市的人口流动三个因素综合造成的。我国货币的增加主要是由于我国外储增加以及储蓄过多。解决办法主要有两个，其一就是更有效的投资，其二是向未来借贷，就是以时间换空间，这大概是我能想到的解决办法。谢谢大家！



今年冬天有点冷 ——经济增长前高后低，货币政策事实偏紧

管清友¹

我们确实没有想到，2017 年年初以来的金融监管如此之严厉，上升的高度如此之高，影响如此之大。

抚今追昔，2008 年金融危机爆发至今已近十年。审视过去，危机后的中国经济就仿佛身处四季如春的温室大棚——经济周期被人为熨平，但人为修正自然规律与经济规律都是有代价的，就像大棚需要不断的施肥耗电那般，我们也消耗货币宽松与财政扩张对其不断的滋养。其间偶有迟疑、停顿，但终是不舍、不忍及不敢走出温室，黄粱美梦终有一醒，秋去冬来终需直面，主动的进入冬天就等于主动的迎向了春天，唯有瑞雪才可兆丰年，唯有彻底的出清才可带来轻装上路。

2017 年，我们已经看到经济走出温室的一些征兆，一些政策的决心和严厉程度是超出我们年初预期的：货币政策回归稳健中性，监管趋严，整治乱象，挤压泡沫，更重质而非量。眼下，全球同步复苏、特朗普效应消退叠加美国缩表尚未实质开启，外围看是难得的温和窗口；金融市场形成信用创造的内部空转、大类资产的价格扭曲与闹剧、实体企业在一次次政策摇摆中预期紊乱，造成宏观面上的周期钝化，内部看出清已是箭在弦上不得不发。

举目远望，2017、2018 年可能是出清的年份，也就是所谓的结构调整阵痛期，如果这两年我们可以熬过去，黎明的曙光大概会发生在 2019 年。不知是巧合还是宿命，1990 年代末期的那一次比较彻底是市场出清，已经是改革开放以后 20 年了。而这一次，距离上一次出清也差不多 20 年。

一、迟到的出清

¹ 管清友，中国人民大学国际货币研究所学术委员，民生证券副总裁、研究院院长

阳光底下无新事，我们今天面临的问题，包括经济增速下行、有效供给不足、产能过剩、库存高企、债务过高等，几乎都能在 1990 年代末期找到影子。这些问题一方面源于外部的金融危机冲击（1997 年亚洲金融危机、2007 年次贷危机）；另一方面，源于内部过度追求高增速长期积累的体制性、结构性矛盾，投资过热和货币超发可以说是产能过剩、资源严重错配和资产泡沫的罪魁祸首。

1990 年代中后期，中国的决策者大刀阔斧，在供给和需求两端发力，用一次彻底的出清换来了生机。从 1998 年至今，二十年矣，我们又站在是否要进行新一轮经济出清的抉择路口。2015 年底，中国的决策层提出供给侧结构性改革的思路，着力推进“三去一降一补”，但实质性的经济出清仍未出现，政策甚至多有摇摆。实践证明，经济政策的多重目标，要想同时实现，何其难也！稳增长与调结构，在短期之内是存在矛盾的。要承认这个客观事实。当前，大家对于经济 L 型、增速换挡的趋势是有共识的。但是，这个阶段要持续多久，很多人心里是没有把握的。这就导致了预期的紊乱，选择的短期化，投资的泡沫化。宽松政策导致金融过度繁荣、资产泡沫化、流动性空转，实体经济的投资回报率并没有相应提高，出现的问题比解决的问题还要多。凡此种种，需要决断，需要取舍，需要定力。

二、难得的窗口

外部环境来看，当下面临难得的窗口期：全球同步复苏，特朗普效应消退，缩表前的最后真空期，政治黑天鹅的担忧高峰已过，之后的荷兰、法国大选等都比较平稳。

2017 年是危机以来首次出现全球主要经济体同步复苏的年份。2008 年危机以来，发达经济体经济增速从 3.09% 震荡下跌至 2016 年的 1.6%；新兴市场和发展中经济体增速从 8.6% 连跌腰斩至 2016 年的 4.1%。但从 2016 年下半年以来，随着加息落地及大宗商品开启一轮修复，欧美日及巴西俄罗斯等经济景气指数同步向上，2017 年将是危机后的首次全球同步复苏，发达经济体增速将升至 1.9%，新兴市场与发展中经济体将升至 4.5%。



我们将会看到巴西和俄罗斯为代表的大宗出口国将会迎来经济增速的由负转正；美国、加拿大增速稳步提升；欧洲日本虽然问题仍在但增速基本持平；印度绝对增速依然维持高位。如果全球经济不好，中国作为新兴市场国家还是风险属性的，再叠加内部出清，可能会触发强烈的风险偏好回落，眼下全球经济温和，这是一个较好的外围基本面，毕竟动手术的时候最好别发烧。

特朗普“非典型性”正在消退，“典型性”总统属性正在增强。关键是，这是美国加息后与缩表前的最后真空期。目前加息落地三次，利率水平仍低，美国尚在回归常态化货币政策的空间之内，还算不上经济过热式的强劲加息，缩表在 2018 年之前尚难实质到来。一方面加息情绪已经饱满，从 2014 年紧缩预期到 15、16 年加息落地的三轮脉冲效应来看，我们明确感受到没有经济过热基本面的加息情绪是边际弱化的；一方面缩表情绪尚未到来，特朗普政策的不确定性直接关系到对美国经济的看法，美联储与市场都在等着经济数据做相机抉择，因此眼下及未来一段时间其实是美国货币收紧的一段情绪真空期，所以我们才会看到三月超预期加息的美元其实强不起来，全球资本也没有回流美国。

三、主动的收缩

2016 年以来，大宗商品、房地产价格出现较大幅度上涨，金融大体系内信用派生剧烈扩张，部分过剩产能“死灰复燃”。监管层不得不放弃货币宽松，进行主动的收缩，并且收缩是多方面的。

从去年三季度房地产调控为标志，目前是三重收缩的重叠。第一，主动收缩房地产政策。930 开启的房地产周期收缩，目前销售已见明显回落，向上游投资、拿地传导有一个时滞，但房地产投资下滑是确定的，只是一个传导速度的问题；第二，主动强化监管。金融周期收缩，强监管、去杠杆以及央行实质性的缩表，利率上行，货币信用双紧，紧是确定的，具体紧到什么程度只是监管力度问题；第三，库存周期见顶。需求下滑，收缩也只是时间问题，工业企业主动补库存基本已经接近尾声。

在这三重收缩之外，还有两个因素会扩大这种紧缩共振效应。首先，整体的政策层面的共振。房地产政策紧缩直接冲击了行业的配套融资；进一步加速

“政企分离”50 号文一定程度上冲击了城投平台的举债融资；去年为了打击 PPP 热潮中的明股实债问题，财政部发改委联合发 32 号，从全面推进到开始重项目质量与真正的合作架构，对于 PPP 增量也有一定的冲击。其次，监管制度决定的共振，2015 年股票市场异常波动后，对整个金融监管的调整没有实施到位，目前“宏观审慎监管+机构监管+职能监管”的金融监管思路是清晰的，但这种监管体系尚未形成，以至于在强化金融监管时只注意到了部门协调的问题，大家说到监管时一起发力，导致对整个市场的影响骤然加大。

事情正在起变化！我们发现，目前，需求侧全面多角度承压，地产、基建这两个最为常用的调节器都没有留口子，因此，我们要小心在下半年看到一个通胀下行+经济下行的典型“小衰退”。

站在今天这样一个时点，我们可以更加清晰地预判全年的形势：增长前高后低，通胀倒 V 型，财政宽松空间不大，货币政策事实偏紧。

（一）增长方面，2017 年的冬天有点冷：前高后低，四季度或探 6.4%，全年 6.5-6.6%。

投资、消费、出口三架马车对经济的拉动不足。从投资看，基建受制于预算内财政收支压力加大和预算外监管趋严，但已落地项目仍能消化一段时间。乐观情景下，或与上年持平，预计为 15%；地产投资因调控收紧必然下行，考虑到销售传递的时滞，预计全年 4%-5%；制造业在终端需求不足（地产、基建疲软）和去产能大背景下难有大作为，预计全年 5%-6.5%。基建、地产、制造业合计占固定资产投资 70%以上，假设其他投资的增速与上年持平，则 2017 年固定资产投资预计为 7.3%-8.5%。

从消费看，2017 年汽车购置税减半政策取消，叠加 2016 年底的提前透支，预计汽车销量同比从 2016 年的 14%降至 2017 年的 6%-8%，拖累社会消费品总额同比降至 8.9%至 9.4%。

从出口看，重回衰退型顺差，进口降幅大于出口，预计 2017 年进口同比 8%-9%，出口同比 6%，贸易差额 5085 亿美元。三驾马车的动能不足，多项交叠的加码显现的低谷在四季度，GDP 或在四季度探底至 6.4%。

（二）通胀方面，关注结构变化：倒 V 型，全年 CPI 1.3-1.4%，PPI 5-6%



具体看，CPI在2月达年内低点（0.8%），逐步回升至8月（1.6%）后见顶回落，12月降至1.3%；PPI在2月达年内高点（7.8%），随后一路下行至年底（1.7%）。CPI发生结构性变化，主要拉动由以往的食品项转为非食品项，食品项成反而主要拖累。食品项中，猪肉和蔬菜拖累最大，猪肉受高基数效应和需求疲软影响，蔬菜受暖冬效应影响。非食品项中，居住、教育、医疗保健增长最快，居住项源于本轮房价上涨，教育和医疗保健源于消费升级带来的需求上升。另外2017年是医改大年，公立医院全面取消药品价格加成、流通环节实行两票制等改革大幅提升医疗价格。PPI下行趋势明确，需求端地产基建下行，供给端去产能力度减弱、由行政化转向市场化，大宗商品价格明显回调。

（三）财政方面，宽松空间不大。

预算内外财政都受镣铐制约。从预算内看，今年一般公共预算在一季度已出现赤字，以往一般出现在年底或下半年。一方面是财政支出加快，年底突击花钱的现象在改善。另一方面是财政收入下滑，主因是经济增速放缓和减税降费力度加大，一般公共预算收入同比从1月的18%降至14%。财政赤字扩张空间有限，2015年和2016年分别动用了7300亿和6200亿财政结余弥补赤字，目前财政累计结余只剩2400亿。从预算外看，2017年专项建设债被叫停，（15-16年发行超1.8万亿），叠加PPP和城投债监管趋严，PPP落地速度或放缓，城投债发行受冲击。

（四）货币方面，强监管、去杠杆、慢缩表。

去杠杆、去泡沫很难有个明确的量化标准，但从一些简单的数来看，在基本M2增速下滑的趋势，货币乘数出现指数级背离飙升，背后体现的是金融体系内部信用派生的问题，金融体系怎么派生，其余影子银行、理财空转等我们暂且不展开而论，最为典型的同业存单的内部循环，也是触发监管加码的一个重要导火索。因此，没有看到货币乘数与同业存单的实际有效双降，难言去杠杆有实质性进展。

后续来看，决策层对于经济的运行下线忍耐度提升，对于金融泡沫与经济顽疾的忍耐度降低，因此只要不是危及系统性稳健的程度，经济下行难再逼迫货币政策转向，至少量价双松的老路不会再走，或许会看到价紧量松。

对投资而言，短期看，冬天已来，春天尚远。所谓资本寒冬，不过是挤压泡沫过程中机构、企业 and 个人的不适应。丢掉幻想，准备过冬，是理性的选择。长期看，梅花香自苦寒来，聪明的资本总是会在市场上无人问津的时候寻找到合意的资产，静待冬天过去，迎接春天到来。而这个春天，我们想，大概会在 2019 年出现。



“利率走廊”新工具完善央行货币政策框架

夏乐¹

国务院总理李克强在上星期日向全国人民代表大会指出，为完成 2017 年“6.5%左右”官方经济增长目标，我国目前仍具有多种政策工具选择抵消潜在的负面经济或金融冲击。尽管外部经济环境仍存在巨大不确定性，国内金融体系脆弱性与前些年相比也有恶化趋势，这些都令完成今年的政策目标极具挑战性。但是李克强总理关于目前拥有更多的政策工具的论断是正确的，在货币政策方面尤为如此。

在过去几年中，中国人民银行已经初步建立了一套“利率走廊”系统作为其新的货币政策执行框架。这一“利率走廊”系统及其配套政策工具开始替代传统的货币政策工具（例如银行存贷款基准利率和贷存比等），步入货币政策执行的舞台中心。

在其最近两个季度的《货币政策执行报告》中，人民银行披露“利率走廊”的上限就是中央银行对商业银行的常备借贷便利（SLF）利率，其包括隔夜，7 天和 1 个月三个不同期限的利率。同时，中央银行目前也对商业银行展开中期借贷便利（MLF）操作，注入更长期限的流动性（3 个月、6 个月以及 12 月）。

“利率走廊”的下限是央行支付银行的超额存款准备金利率，其目前水平为 0.72%。当货币市场利率低于此水平时，银行可以从货币市场提取流动性，转存入其在央行的准备金账户。

处于“利率走廊”上下限之间的新政策利率是存款类机构间以利率债为质押的 7 天期回购利率（DR007）。根据“利率走廊”的设计，此政策利率将会在“利率走廊”上下限之间内波动。当政策利率目标上升到走廊上限时，合格的商业银行可以直接向中央银行以上限的利率借入短期流动性，而不必在银行间市场上付出更大的成本。同样，如果银行发现政策利率低于“利率走廊”

¹ 夏乐，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、西班牙对外银行研究部亚洲首席经济学家

下限，银行可以将其流动性从货币市场抽出，以超额准备金形式存入中央银行获取更高收益。

中央银行也会经常进行公开市场操作，使政策利率水平接近货币当局的期望水平。目前央行使用的主要公开市场政策工具包括 7 天，14 天和 28 天回购及逆向回购。通过这些回购协议和逆回购协议，中央银行从货币市场提取流动性或注入流动性，从而调节政策利率的水平。中国人民银行去年宣布，公开市场操作的频率将由每周两次提高到每日操作。

一、为何 SHIBOR 未能成为政策利率目标？

之前部分市场人士曾经预计银行间 7 天回购或 3 个月的上海银行同业拆借利率（SHIBOR）有可能成为新的政策利率目标，因为这两个重要的货币市场利率被大量金融产品作为的定价基准。

值得注意的是，新的政策利率（DR007）仅适用于银行与银行之间交易，而银行间 7 天回购与 3 个月 SHIBOR 也适用于银行和其他非银行金融机构之间的交易。由于只有银行才有资格获得央行的常备借贷便利和中期借贷便利，因此将银行对银行的交易利率定为政策利率目标更为适合，“利率走廊”的上下限可以有效地将此政策利率框定在走廊之内。

“利率走廊”系统配有多种政策工具，央行可以通过灵活运用这些政策工具以实现多重政策目标。在执行货币政策时，中央银行可以选择通过公开市场操作或常备借贷便利、中期借贷便利操作是向市场注入流动性以影响政策利率。事实上，“利率走廊”上限的常备借贷便利和中期借贷便利几乎形成一条收益率曲线。中央银行可以灵活选择期限进行操作，表明自身的政策立场。例如，人民银行自去年 8 月以来经常使用 6 个月和 12 个月的中期借贷便利向货币市场注入流动性，试图提高小银行的融资成本，避免它们过分加杠杆。

“利率走廊”系统的灵活性在于，新的政策利率仍由市场力量决定，中央银行可以上下引导，并就此实现经济增长和价格稳定之外的货币政策目标，例如对资本流动管理。例如，当资本外流压力上升时，中央银行可以迅速提高

“利率走廊”的上限，或通过公开市场操作从货币市场抽出流动性，以提高政策利率，抑制进一步的资本外流。目前来讲，“利率走廊”系统的额外功能尤



其有用，尽管本周二宣布的外汇储备数字有所上升，长期来看资本外流的压力仍不可轻视。

二、“利率走廊”系统政策信号可能存在的问题

然而，通过“利率走廊”系统给出的政策信号可能存在含混的问题。这与其优点——多样性的工具和多重政策目标——是相关的。在某些情况下，市场可能会误解中央银行的意图。例如，政策制定者可能出于稳定国内金融体系的目的指导政策利率上调，以吸引更多资本流入。但是国内投资者可能误解为这是进一步紧缩政策的信号，从而在市场抛售资产，反而恶化金融市场稳定性。因此，推出“利率走廊”系统必然要求央行不断提高与市场进行交流的能力和技巧。

在此方面，传统的货币政策工具仍然是“利率走廊”系统的潜在有力补充。在适当的情况下，中央银行可以通过动用传统货币政策工具向市场提供更清晰有力的政策信号。

着眼未来，中央银行有可能继续修正“利率走廊”系统。首先，央行可能会逐渐缩小“利率走廊”的宽度，这最有可能通过提高“利率走廊”下限而实现，因为目前央行希望保持审慎的货币政策立场；其次，当局可能推动政策利率作为更多金融产品定价的基准，以提高政策传导的效率。

尽管目前中国人民银行的工具箱内有了更多的政策选择，货币政策立场则仍受到严重限制。正如一些央行官员最近指出的，房地产市场泡沫、人民币贬值预期、通货膨胀预期上升，以及宏观经济结构不平衡等都影响着货币政策工具的使用。

在另一方面，短期内进一步收紧货币政策的空间也受到限制。尽管当前经济增长势头已明显回升，但其可持续性仍然不确定。同时，我国政府目前准备加强监管，以遏制影子银行活动日益加剧的金融风险，这种严厉的监管可能对银行体系和整个经济产生显著的紧缩作用，因此货币政策需要随时准备进行对冲。

总而言之，今年的我国货币政策立场是保持审慎。面对外部和国内巨大的不确定性，我国政府需要在抑制金融风险与避免经济增长大幅减速之间保持平衡。即使央行目前有一个更灵活的货币政策框架，今年的经济增长仍存在未能达到目标的风险。

央行缩表？我们通货紧缩的难日子要来了吗？

王剑¹

央行在《2017 年第一季度中国货币政策执行报告》中，用一个专栏，较为详细地向大家解释了市场关心的所谓“缩表”行为。已讲得非常全面，但篇幅不长，有些朋友可能还意犹未尽。为此，我们在央行报告的基础上，结合具体的数据，给出更为详尽的分析。

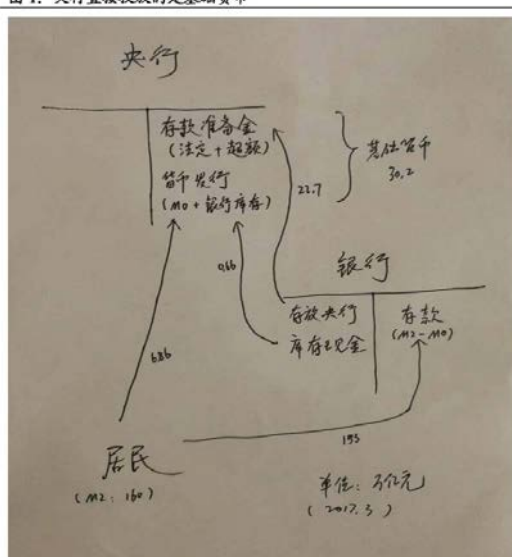
本报告一方面解释了我国央行缩表与美国的不同之处，另一方面也对未来的货币政策做出预判。

一、缩表不等于紧缩

（一）央行调节基础货币

央行负责一国货币总量的投放与调节，在现行的“中央银行—商业银行”二级银行制度下，央行直接操作的，只是向银行投放基础货币。银行再在此基础上向社会公众投放广义货币（或称存款货币）。当然，后一个步骤也受央行控制。截止 2017 年 3 月，我国基础货币余额为 30.2 万亿元。

图 1：央行直接投放的是基础货币

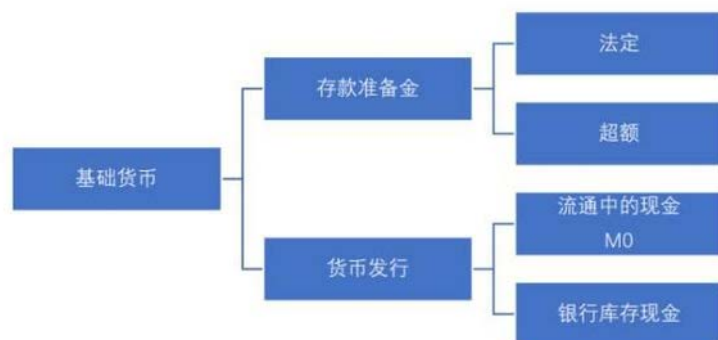


数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究

¹ 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员，国泰君安证券股份有限公司研究所银行业高级分析师

所谓央行“缩表”，是指央行缩减资产负债表规模的行为。央行调节资产负债表的最终目的，就是为了确定基础货币（原表科目为“储备货币”）这一科目的数额。基础货币主要由货币发行（包括流通中的现金，及少量银行库存现金）和存款准备金构成。后者又细分为法定存款准备金和超额存款准备金。

图 2：基础货币中最为重要的是超额存款准备金



数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究

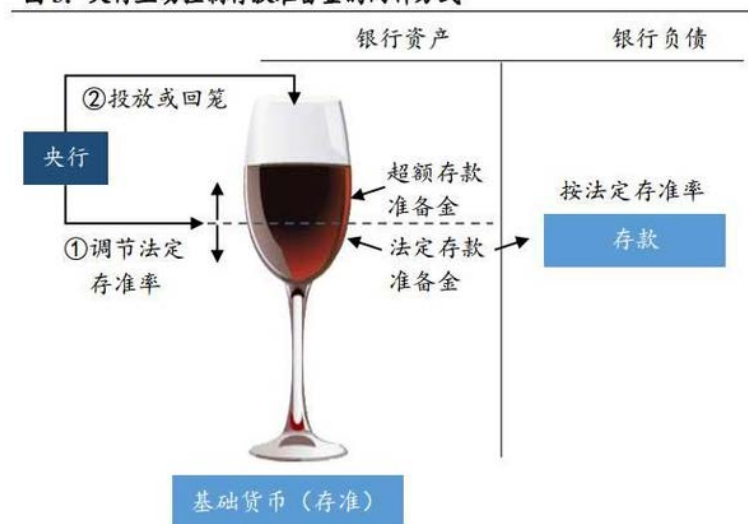
其中，超额存款准备金最为重要，因为，其多寡很大程度上决定了货币市场利率高低。一般来说，央行降低超额存款准备金时，货币市场利率上升，银行就会觉得流动性偏紧，相反则是偏松。所以，也可大致理解为，央行调节基础货币，根本上为了调节超额存款准备金率，用以将货币市场利率维持在合理水平。而货币市场利率构成银行的成本，进一步影响银行放款的利率，从而影响实体融资（当然，我国这一传导机制还不太好，央行还得亲自去调节存贷款利率）。

但是，因为我国央行资产负债表中影响基础货币的科目较多，其实，缩表（扩表）与货币紧缩（货币宽松）之间并无必然关系。央行的这些表内科目，大致又可划分为两类，央行能够主动运用的科目，和不能主动的科目。

央行主动调节超额存款准备金的方法主要有两类。一是调整法定存款准备金率，比如降低法定存款准备金率，则部分法定存款准备金“解冻”成为超额准备金，央行在货币政策报告中将这一方式称为“改变基础货币结构”，也就是改变基础货币总量中法定、超额两者的结构，而不改变基础货币总量，当然也不改变资产负债表规模；二是通过公开市场操作，包括逆回购、再贷款、MLF、央票等方式，直接投放或回笼存款准备金。不管哪种方法，其最终目

的，是将银行间市场的流动性和利率维持在合适的水平，以实现央行的调控目标。

图 3：央行主动控制存款准备金的方式



数据来源：国泰君安证券研究（虚线上方的部分即为超额存款准备金，它和存款的比例，就是超额存款准备金率）

很显然，上述第一种方法并不改变央行资产负债表规模；后一种方法会不会改变，则取决于所运用的工具是在央行资产负债表的资产端（左边）还是负债端（右边）。这其实是一个简单的会计问题（下表为 2017 年 3 月末的央行资产负债表）。

表 1：货币政策工具是否影响央行资产负债表

资产		负债	
外汇资产	216210	货币发行	75247
对银行债权	80711	银行对央行存款（法定和超额）	227141
对非银金融债权	6316	政府存款	24026
		央票发行	500
其它资产	34117	其它负债	10441

数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究（单位：亿元）

1. 央行用资产端工具调节基础货币，则将改变央行资产负债表规模。比如，对银行开展 MLF、再贷款等操作，则央行资产负债表左边“对银行债权”科目增加，右边“基础货币（银行对央行存款）”科目增加，央行扩表。

2. 央行用负债端工具调节基础货币，则不改变央行资产负债表规模。比如，央行对银行发行央票，回笼基础货币，则央行资产负债表右边的央票发行、基础货币两个科目一增一减，资产负债表规模不变。央票到期时则两个科目一减一增，资产负债表规模仍然不变。

综上，央行调节超额存款准备金的方法很多，有些不改变央行资产负债表规模，有些则会改变。所以，是否缩表，与货币政策松紧之间，没有必然关系。

（二）被动调节基础货币

需要注意的是，央行除前述的主动操作工具外，并不能主动控制资产负债表上的所有科目。比较典型的两个被动工具，是政府存款和外汇占款。

政府存款，是受到政府财政支出和收入的影响，居民向政府缴纳税费或罚金时，会有相应的一笔基础货币转换为政府存款。政府存款与基础货币同处央行资产负债表的右边，一增一减，不会改变资产负债表规模。这一因素虽然不受央行控制，但毕竟本国的财政收支情况还相对可测，不会出现太离谱的意外波动。

外汇占款则更难预测，它是根据外汇流入与流出的情况，而相应投放对应的基础货币。在其它因素不变的情况下，如果外汇占款流失，导致央行资产负债表左边“外汇资产”与右边“基础货币”同时下降（流入则是两边同时增加），因此，外汇占款改变会使得央行资产负债表规模相应改变，也就呈现为被动的“扩表”或“缩表”，这就更不能与央行货币政策的松紧相挂钩。

最后，我们将央行上述货币政策工具对其资产负债表规模的影响归结如下：

表 2：央行各类货币政策工具对其资产负债表有不同影响

货币政策工具	主动还是被动	对资产负债表影响
法定存款准备金率	主动	不影响（只改变基础货币内部法定与超额的结构）
再贷款、MLF、SLF 等	主动	影响（扩表意味投放基础货币）
逆回购	主动	影响（扩表意味投放基础货币）
央票发行	主动	不影响（与基础货币同在负债端）
外汇占款	被动	影响（扩表意味投放基础货币）
财政存款	被动	不影响（与基础货币同在负债端）

数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究

综上，上述所有政策工具中，只有再贷款、MLF、SLF、PSL、逆回购等，是能够建立“缩表”（扩表）与“紧缩”（宽松）之间的对应关系的。其他工具，要么不影响资产负债表规模，要么就不是央行主动工具（比如外汇占

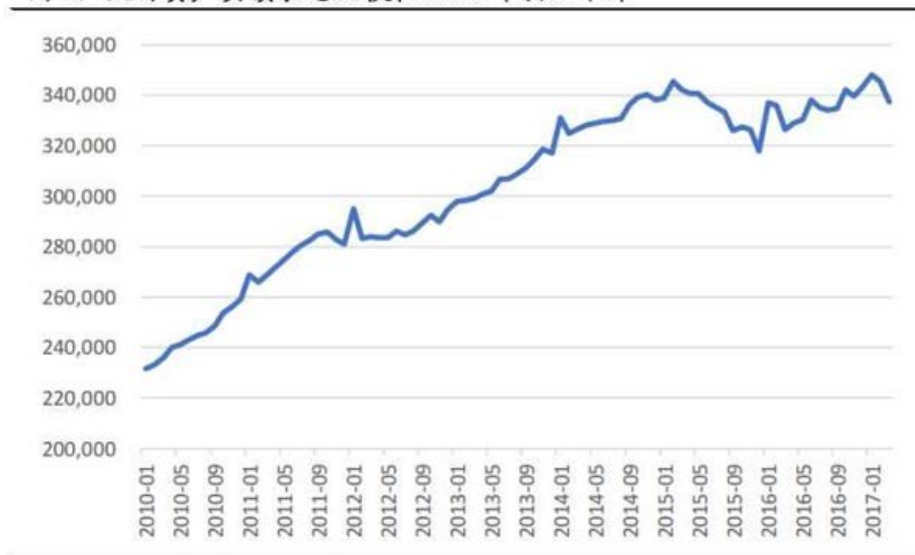
款)。所以,最后我国央行货币政策是何取向,不能简单看缩表还是扩表,而要看这些所有政策的综合效果(比如最后是否提高了超额存款准备金率等)。

然后,我们借用央行过去几次“缩表”的例子,来进一步理解。

二、央行曾经的缩表

前面已经提到,理论上央行的资产负债表既可以被动缩表,也可以主动缩表,而与货币政策松紧并无必然关系。下面考察一下实践中央行过去的缩表情况。央行的资产负债表总规模,一是1-2月时会有季节性波动,二是以2015年为代表的缩表。

图4: 央行资产负债表总规模在2015年明显下降



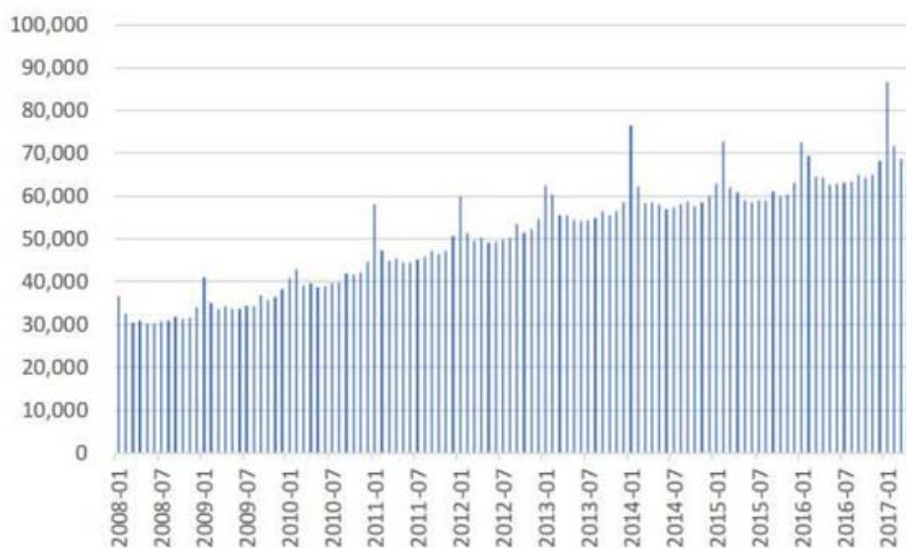
数据来源: 中国人民银行, 国泰君安证券研究

(一) 正常的季节性波动

我国居民的节假日持币行为,会导致央行资产负债表季节性波动。

春节是我国最为重要的传统节日,过年期间民众持现需求激增,如采购年货、发红包、发年终奖等行为,需要从银行取出大量现金。这时,就体现为《货币银行学》教材上所谓的现金漏损,即对银行而言,资产负债表右边的存款大幅流失成现金(M0),左边则是银行为应付储户提款需求,而使得超额存款准备金下降,并导致超额存款准备金率下降(可以简单理解为银行从央行那把超额存款准备金提取为现金,用来应对储户提现)。我们从M0的月度数据上很容易看出来这一季节性因素,春节尤为明显,十一长假也有点明显。

图 5: 央行直接投放的是基础货币



数据来源: 中国人民银行, 国泰君安证券研究

这种情况一开始, 央行的基础货币总额其实没有发生变化, 只不过是里面的结构变化了(流通中的现金增加, 银行的超额存款准备金下降), 因此, 央行资产负债表规模是不变的。但由于银行业整体的超额存款准备金率下降, 货币市场流动性趋于紧张, 利率有上升趋势。为保持利率稳定, 此时央行就会用逆回购、再贷款等方式投放基础货币(或称投放流动性), 从而体现为央行资产负债表扩大。

节假日一过, 民众持现需求下降, 纷纷把过年收到的现金存回银行。于是就出现了上述过程的逆过程, 央行资产负债表相应收缩。所以, 我们就能看到, 每年春节前后, 央行资产负债表都是一扩一缩, 这是典型的季节性因素, 并不涉及货币政策变化。随着货币、支付的电子化进程加快(比如现在我们去菜场买茄子都用支付宝了, 过年发红包也用微信红包了), 这一特征预计会越来越不明显。

其他季节性因素还包括财政存款。因为我国缴纳税费有相对固定的时间要求, 财政支出也有例行安排, 因此形成了财政存款增减的季节性规律。财政存款增加时, 导致银行超额存款准备金率下降, 流动性趋紧, 央行通过逆回购、MLF 等工具对冲, 这也会导致央行资产负债表扩表。

因此, 央行一两个月的小幅扩表、缩表并无政策信号意义。

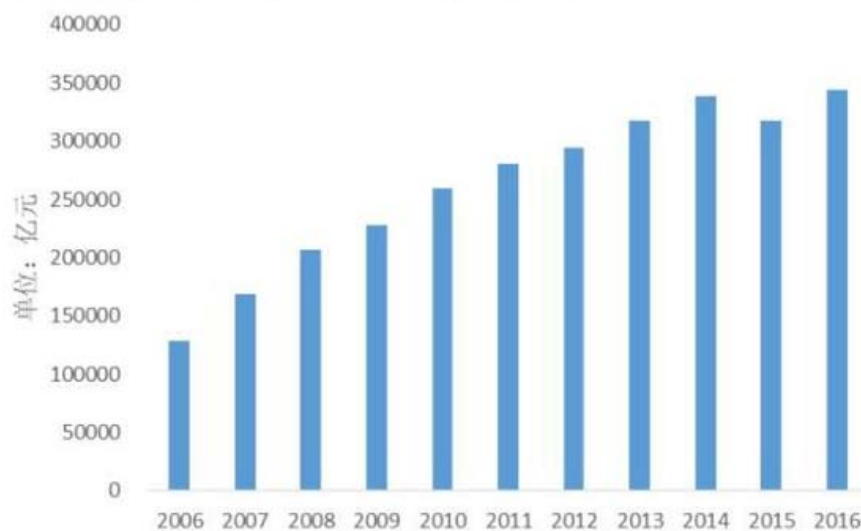
（二）外汇流出被动缩表

这种情况以2015年为代表。与往年外汇占款作为货币主要投放渠道不同，2015年外汇占款大幅流失，超额存款准备金随之下降。为此，央行多次实施降准，使得法定存款准备金解冻为超额存款准备金，同样能够维持合理的超额存款准备金率，保持货币市场的流动性稳定充裕。

这里的外汇占款流失会引起央行被动“缩表”，而随后央行多次降准，加以对冲。从数据看，2015年央行总资产净减少约2万亿元。但是，央行降准明显是实行宽松的货币政策，“缩表”的现象与货币政策意图恰恰相反。

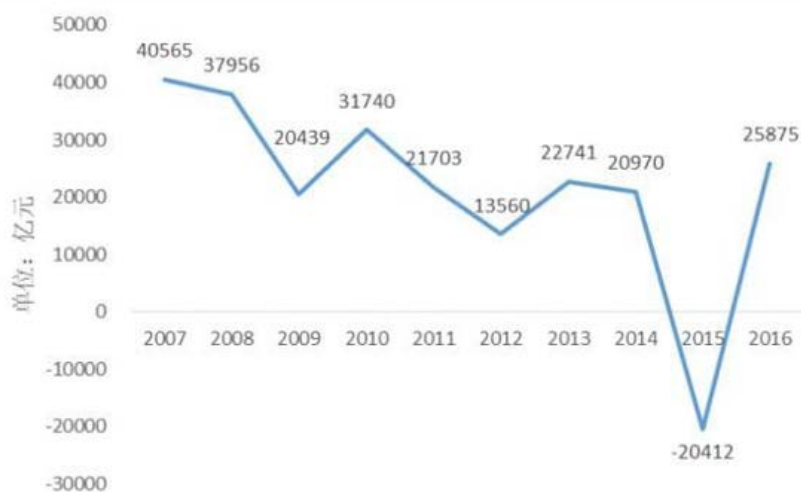
2016年情况有所不同。外汇占款继续流失，按理应当继续降准。但是由于降准本身力度较大，往往作为指引货币政策方向的信号，而此时货币政策已定调为稳健中性。央行担心继续降准会给市场错误的信号，因此就不再降准，转而采用其他补充基础货币的方法，具体工具包括各种对银行的放款（逆回购、MLF等）。这是另一种扩表行为，而此时的货币政策却是中性的。

图6：2015年央行出现明显的缩表现象（年度余额）



数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究

图 7：2015 年央行出现明显的缩表现象（年度增量）



数据来源：中国人民银行，国泰君安证券研究

可见，在实践中，央行资产负债表的变动很多时候并非出于央行本身的意愿，因为资产负债表上部分科目不是央行能主动控制的，如外汇占款、政府存款等。央行是否缩表，也和货币政策是否紧缩，没有必然联系，不能简单地认为缩表就是紧缩，而要将所有货币政策工具结合起来看。

市场上对央行“缩表”的担心，实际上体现了对货币政策是否会进一步收紧的疑虑。这其实是将美国“缩表”的语境直接套用到中国来，而产生的误解。从上面的理论和实践部分都能发现，无法单纯从中国央行的资产负债表规模出发，来判断货币政策走向。

三、中美缩表的对比

最近市场关心缩表，是因为美联储有缩表的考虑。他们的“缩表”确实是主动收紧货币政策，这是由于他们央行的资产负债表科目相对简单。

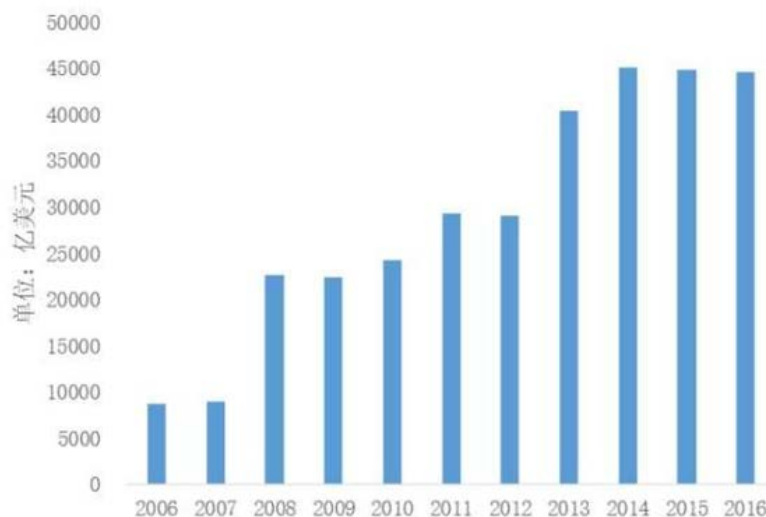
（一）美缩表的基本逻辑

美联储运行的大致逻辑与我国央行都是一样的，即运用各种手段调节基础货币，从而调节货币市场利率。但有一点不同，我们央行吸收外汇资产成为储备资产，美国央行中此项很小。

美联储现在的缩表，源于之前数轮主动“扩表”行为，也就是我们常说的量化宽松（QE）政策。量化宽松是指央行在面临利率零下界但仍希望实行扩张性货币政策时，采用购买国债等中长期债券的方式来增加基础货币供给，类似

于公开市场操作。购买的债券形成了央行的资产，同时在央行资产负债表右边形成基础货币，从而“扩表”。

图 8：美联储总资产规模随 QE 不断提升

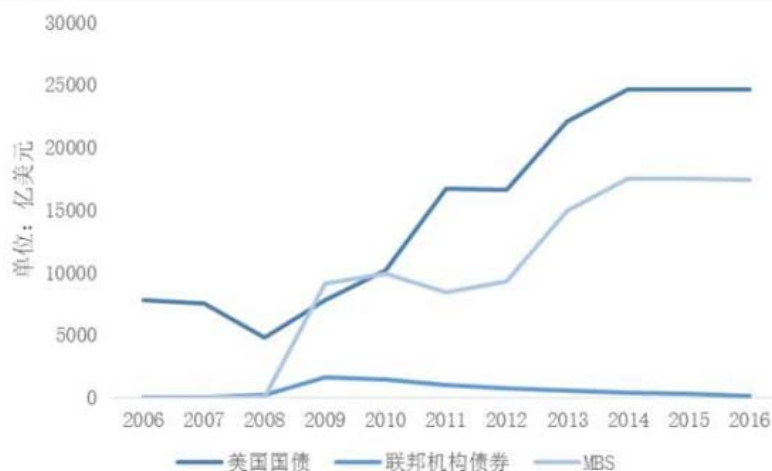


数据来源：美联储，国泰君安证券研究

图中有三处明显的总资产快速扩张，分别对应 2008 年末开始的 QE1、2010 年末开始的 QE2 和 2012 年下半年开始的 QE3。这一系列的扩表行为使得美联储的总资产自 2007 年金融危机前的 8943 亿美元，膨胀到 2016 年的 44515 亿美元，短短十年间扩张近 4 倍，而同期中国央行资产负债表仅扩张约 1.6 倍。

具体来看，美联储的资产主要投资于美国国债及 MBS（抵押支持债券），此外也有少部分投资于机构债，主要是房利美和房地美的债券。2014 年到 2016 年末，这三项资产的数额就几乎没有变动过。

图 9：量化宽松主要的投资品近年来几乎无变动



数据来源：美联储，国泰君安证券研究

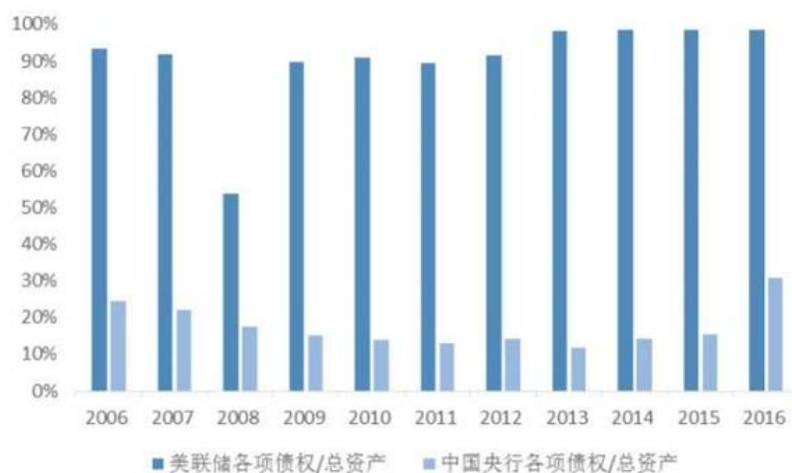
这一系列的量化宽松，最开始是为了在金融危机期间投放流动性，保证市场的信心，避免经济进一步衰退。而后两轮则是在经济尚未有好转迹象时，维持宽松的货币政策。现在危机已过，美国经济出现复苏迹象，已经进入加息通道。美联储已开始考虑回收前期投放的基础货币，因此，通过“缩表”处理此前政策留下的庞大资产，就成为了可能的选项。在此，这些资产占据资产负债表中的绝大多数，几乎成了影响货币政策的惟一科目，因此缩表与紧缩之间，差不多是有对应关系的。这一点和我国央行有天壤之别，我们央行的货币政策工具箱里面名堂更多。

（二）中国并无缩表压力

美国之所以要采用“缩表”，是因为此前实行 QE 政策积累起了庞大的资产。但中国并未实施相应政策，能够拿去缩表的资产也十分有限。

我们做一个简单的计算，把美联储资产负债表中“Securities, unamortized premiums and discounts, repurchase agreements, and loans”一项除以总资产，同时以中国央行的资产负债表中的“对政府债权”、“对其他存款性公司债权”、“对其他金融性公司债权”和“对非金融性部门债权”加总，并除以总资产，得到下图。

图 10: 美联储和中国央行资产负债表结构差异较大



数据来源：美联储，中国人民银行，国泰君安证券研究

美联储的债权一项长期占其总资产的 90% 以上，这其中又主要是国债（55.3%）和 MBS（39.1%），也就是缩表所针对的目标。而中国央行各项债权仅占总资产的 30%，其中，国债仅占总资产的 4.4%。央行总资产的主要部分由外汇占款构成，前面已经提到，这部分主要受资本流入、流出的影响，央行通过调整其它科目来对冲其影响。

可见，美联储与中国央行资产负债表结构上存在显著差异，我国央行并没有美联储那样庞大的国债和 MBS 需要处理，也就没有美联储那么迫切的“缩表”压力。

（三）中国可能仍需扩表

我们下一个任务，是进一步考察美联储“缩表”后，预判我国央行可能的政策应对。美联储的紧缩政策可能使得美元升值，吸引新兴市场国家的外汇资金流出，导致我国央行被动缩表。体现在资产负债表上，是左边外汇占款下降，右边基础货币下降。

自 2014 年人民币对美元贬值开始，央行的外汇占款就开始下降，2015-2016 年尤其明显。我们在之前的报告《2017 年银行业资产负债配置展望》中，也预计今年外汇资产是继续下降的。因此，基础货币会被动回笼，央行还需要投放新的基础货币或降准进行对冲。

目前的情况和 2016 年类似，虽然外汇占款下降而需要投放流动性，但是去杠杆仍是货币政策的主要任务，央行希望维持整体稳健中性而结构性偏紧的货

币政策。因此，不宜采用降准的方式投放流动性，以免给市场释放错误的信号。可采取的方式仍然是通过各类工具对银行放款。

换言之，为对冲美联储的缩表行为，央行反而可能进行扩表。当然，这种“扩表”是相对于外汇占款被动下降而言的，不是放水，是补水，同样不能过度解读为货币政策取向有变。

不过，由于这种基础货币投放方式的实质是银行是向央行借钱，银行必须要付出利息，因此增加了他们的负债成本，从而增加业绩压力，行长们又要发愁了。而在目前这种金融监管从严的情况下，很多业务受限，货币政策与监管政策压力叠加，银行业绩压力更大，行长们更愁了。所以，为了不过度增加银行的利息负担，折中的方法是针对符合相应条件的银行，进行“变相降准”。比如，1月使用过一次的临时流动性便利（TLF，花名“特辣粉”或“甜辣粉”）便是一种变相降准（但仍有成本），这一点央行已在货币政策执行报告中证实（原文为“TLF工具在基础货币总量基本稳定的情况下，通过调整基础货币结构满足了现金需求”）。我们预计后续央行仍然可能在采取合适的方式“变相降准”。

（四）未来货币政策展望

央行在《2017年第一季度中国货币政策执行报告》中，专门用一个专栏回答了市场关注的缩表问题，其根本目的是为了打消市场对未来进一步紧缩的担忧，稳定市场预期，避免货币市场过度波动，为后续的金融去杠杆工具创造平稳的货币环境。

同时，银监会、证监会、保监会、财政部、商务部等部委均开始对自己辖内的金融风险相关领域开始排查整治。在风险排查过程中，部分金融机构的资产运用开始主动谨慎或被动受限，这最终将导致信用货币扩张受限。这也从另一方面使央行已无进一步紧缩货币的必要。如果监管严厉程度超预期，导致银行信用投放收缩，那反而还可能增加央行货币操作的空间。因此，我们认为目前央行货币政策维持稳健中性，已无进一步收缩必要，甚至有边际走宽的空间。



2017 年 1 季度货币政策报告六大关注点

熊园¹

央行每个季度的货币政策执行报告是把脉货币政策走向最为重要的资料，历来被各方高度关注，本次报告有六大点值得关注：

第一，对经济增长更为乐观，但对可持续性表达了担忧。

《报告》认为“当前全球经济复苏态势有所加强”（去年四季度为“全球经济总体呈现复苏态势”），认为“主要经济体复苏态势较好”（去年四季度为“主要发达经济体经济复苏步伐持续分化”）；《报告》认为“2017 年第一季度，中国经济延续回暖态势”（2016 年四季度为“中国经济下行压力减轻，运行总体平稳”，2016 年前三季度为“运行总体平稳/趋稳”，2015 年为“运行总体平稳”，2014 年“在合理区间平稳运行”，2013 年“呈现稳中向好的良好态势”）。总体看，央行对国内外经济未来走势趋向乐观。

《报告》认为“全球复苏格局是否可持续有待观察”，主要是考虑到欧洲政治不确定性；难民问题；发达经济体面临收入不平等和生产率增长较慢等结构性问题，有可能降低潜在产出水平；特朗普政策不确定性等。

《报告》列示专栏《对宏观经济走势的讨论》，认为我国“本轮经济回暖是供给侧结构性改革、简政放权和创新驱动战略逐步深化的表现”，并且指出“当前经济向好有周期性等因素的作用，我国经济运行中的结构性矛盾和深层次问题仍较为突出”。

第二，监管方面：首提“加强金融监管协调，有机衔接监管政策出台的时机和节奏”，去杠杆的节奏和力度有望缓和。其实，央行和银监会在行动上已经传递出信号，特别是银监会表态“对自查督查和规范整改安排 4 至 6 个月的缓冲期以及实行新老业务划断”。

《报告》指出“加强金融监管协调，有机衔接监管政策出台的时机和节奏，稳定市场预期，把握好去杠杆和维护流动性基本稳定的平衡，为稳增长、

¹ 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员、安邦资产管理责任有限公司宏观策略研究部研究员

调结构、去杠杆、抑泡沫和防风险提供相对平稳的流动性环境”，是对近期“三会”锦标赛式监管的回应，表明央行希望金融监管要平稳有序，去杠杆的节奏和力度有所缓和。

事实上，5月12日央行重启4590亿元规模的MLF（中期借贷便利），已表明央行有意稳定预期；同时，5月11日央行主管报纸《金融时报》也提出“央行近期正在召集‘一行三会’加强监管政策的沟通协调、统筹推进”。

5月12日下午银监会就近期重点工作通报举行媒体通气会是为市场释放了定心丸，指出对于监管密集发文影响市场情绪“市场对此没必要紧张”，“绝不因为处置风险而引发新的风险”，提出了四项举措来缓解银行整改压力，包括“自查督查和规范整改工作之间安排4至6个月的缓冲期”，并且“实行新老划断。对新增业务，严格按照监管标准进行规范；对存量业务，允许其存续到期实现自然消化；对高风险业务，要求银行业金融机构制定应对预案”。

第三，一季度超储率为6年来最低（历史次低），货币已实质性从紧，下一阶段货币政策仍将稳健中性、边际趋紧，但不会全面加息（上调存贷款基准利率）；重申不宜将公开市场利率上行与“加息”划上等号，货币流动性将继续紧平衡，货币市场利率还有上行空间。

《报告》指出，2017年1季度金融机构超额准备金率为1.3%（是有数据统计以来的第二低），仅比2011年6月（0.8%）略高，超储率低表明货币流动性较为紧张，同时，一季度非金融企业及其他部门贷款加权平均利率较12月上行26bp至5.53%（其中，票据利率上行87bp至4.77%，上行幅度最大），我国货币条件其实已实质性从紧。

针对2017年2月3日和3月16日两度上调公开市场利率，《报告》认为这是“公开市场利率随行就市适度上行”，“不宜将公开市场利率上行与‘加息’划上等号”，一方面显示了央行有意市场预期，另一方面也表明随着美联储进一步加息，货币市场利率还有上行空间，但央行不会真正加息（即“上调存贷款基准利率”）。

第四，认为中国央行“缩表”并一定意味着收紧银根，并指出4月份已经在“扩表”；同时，加大了对美联储加息和缩表的担忧。

《报告》开辟专栏《如何理解所谓央行“缩表”》讨论“缩表”。近期看，我国央行有过3次“缩表”，前两次分别是2015年人民银行资产负债表曾收缩约2万亿元以及2016年3月末较1月末收缩了约1.1万亿元。15年和16年初的两次“缩表”都是在外汇占款下降的大背景下发生的，同时也与降低准备金率有关（2015年全年5次普降准备金率，2016年3月份也曾降准）

2017年第一季度央行再第三次出现“缩表”，2月和3月末人民银行资产负债表较1月末分别下降了0.3万亿元和1.1万亿元。《报告》认为，今年1季度“缩表”属于“在外汇占款下降这一大背景不变的情况下，主要与现金投放的季节性变化及财政存款大幅变动有关”。

《报告》认为，我国央行资产负债表的变化要受到外汇占款、调控工具选择、春节等季节性因素、财政收支以及金融改革和调控模式变化等更为复杂因素的影响，中国央行“缩表”并不一定意味着收紧银根，比如在资本流出背景下降准会产生“缩表”效应，但实际上可能是放松银根的，因此不宜简单与国外央行的“缩表”类比。报告指出，4月已重新转为“扩表”。

去年四季度报告认为“美联储加息和缩表节奏存在不确定性，过去几年极度宽松货币政策环境下逐渐积累的全球资产泡沫也有内在调整的压力”。相比之下，本次《报告》在分析全球经济下行风险时，认为“主要央行停止量化宽松或缩减资产负债表可能带来长期利率跳升”，对比之下，其实反映了我国央行对美联储加息和“缩表”有着更大担忧。维持此前的判断，美联储6月将加息一次，9月或12月还会加一次，年底有可能启动“缩表”。

第五，降低了通胀预期，但对非食品价格持续上涨”和“GDP平减指数涨幅扩大”有所担忧。

去年四季度货币政策报告认为“通胀预期有所上升，未来变化值得关注”，然而随着今年2月、3月和4月通胀维持1%左右的低位，本次报告认为“从价格形势看，通胀总体保持稳定，PPI与CPI的显著背离有望收窄”，并且认为“近期通胀预期有所回调”。同时，也对通胀表达了一定担忧，认为“非食品价格和服务价格持续上涨，对CPI产生一定推动作用”、以及“GDP平减指数涨幅扩大，部分城市房地产市场热度仍然较高”。

第六，专栏讨论了人民币的国际货币职能，人民币汇率有望继续保持稳定。

汇率方面，《报告》专栏讨论了《如何看待人民币在国际货币体系中的稳定强势地位》（应与今年政府工作报告提出“保持人民币在国际货币体系中的稳定地位”有关），认为“近两年，受美联储退出量化宽松政策及至加息、英国脱欧、特朗普政府政策的不确定性以及一些国际政治事件等因素的影响，人民币对美元汇率有所贬值，但贬值总体来说是有序的，人民币对一篮子货币汇率保持了基本稳定”；并指出“汇率根本上是由经济基本面的相对变化决定的”，“经济基本面等因素将继续支持人民币在合理均衡水平上保持基本稳定”。

央行的沟通应具备清晰度 ——捷克克朗脱钩欧元为何有效？¹

米罗斯拉夫·辛格²

自两年前瑞士央行突然宣布瑞士法郎与欧元脱钩以来，瑞郎经历了几次巨大的波动。其汇率在脱钩的第一天升值超过 40%，据此许多人预计捷克克朗此次也会经历类似的情况。然而，克朗在与欧元脱钩之后汇率仅小幅上升，对欧元的汇率仅上升了 1.6%。之前捷克克朗的升值上限维持在 1 欧元对 27 克朗，从 4 月 6 日开始，这个上限被取消。

这种小幅度的波动有利于实体经济，因其减少了公司、投资者以及消费者所面临的不确定性，使他们的购买和投资更加安全。

克朗汇率的平稳发展对于其他准备退出非常规货币政策的央行来说有参考价值。当大家普遍认为货币干预的退出最好是在秘密中进行时，这一点尤为明显。此外这种参考价值还可以从瑞士国家银行 3 月份发布的年度报告显示的干预数据中更为明显地看出。

尽管瑞士央行拥有全欧最低的政策利率（为-0.75%），但其一直无法阻挡国内实体经济增速放缓（增速仍然下降了约三分之一），也无法避免再一次的干预。这些干预措施的数量几乎足以迫使央行取消汇率下限限制，这不仅有损实体经济，也对央行自身的信誉不利。

捷克国家银行采用了两种主要的沟通手段，一种是有条件地指出取消汇率的明确期限，另一种是无条件地保证在这一期限内继续实行汇率下限（直至 2017 年第一季度末）。在两场货币政策会议期间，之前确定的这一期限并未改变，因此金融市场可以确信汇率下限的限制即将结束。

央行的透明度和清晰度大有裨益。尽管今年第一季度货币干预政策非常多，

¹ 翻译：程六一；审校：肖柏高

² 米罗斯拉夫·辛格（Miroslav Singer）是捷克中央银行前行长、货币金融机构官方论坛（OMFIF）顾问委员和 Generali CEE Holdings 机构事务部总监和首席经济学家。本文原文选自 OMFIF Commentary。

但是央行清晰的沟通使实体经济能够做好准备迎接变化。

此外，央行的沟通手段让人们能够深入了解央行对于取消汇率下限之后汇率如何发展的思路。这一点从众多外汇交易人员的研究中可以得到证实。这些研究支持央行的说法，认为突然升值的可能性有限，因为捷克许多企业早就预期到了脱钩欧元。

此次克朗的脱欧后的平稳发展（到目前为止）成功表明较小经济体的央行能够有效引导外汇市场。而这只是初始阶段，之后克朗可能会经历较大幅度的波动。但是随着捷克央行的可信度不断加强，它在未来可能会走出这一阶段。这也将会加强央行未来沟通的有效性，不仅有利于金融市场的发展，也有利于捷克的经济

Clarity is a central bank virtue

Why Czech exit worked

Miroslav Singer¹

The Swiss franc has experienced major swings since its surprising and abrupt exit from the currency floor two years ago. Its exchange rate appreciated by more than 40% the first day after the exit, and many expected similar developments in the case of the Czech koruna. But the exchange rate of the koruna is experiencing a much more limited reaction after its exit from a similar floor, strengthening by just 1.6% against the euro. The previous upper limit for the currency's appreciation, set at 27 koruna per euro, was lifted on 6 April.

This low volatility is helpful for the real economy as it limits uncertainty for companies, investors and consumers, enabling them to consider purchases and investments more safely.

This calm development of the koruna's exchange rate is relevant for other central banks preparing their exits from unconventional monetary policies. This is particularly true since the end of currency interventions is often thought to be best prepared in secret. It is more relevant still in the light of the intervention data in the annual report published by the Swiss National Bank in March. Despite having the lowest policy rate in Europe (minus 0.75%), the Swiss central bank has been unable to prevent a slowdown of the pace of real economic growth by roughly one-third, nor has it avoided further interventions. The volumes of these interventions are close to those that forced the central bank to end the currency floor, harming both the real economy and its own credibility.

¹ Miroslav Singer is former Governor of the Czech National Bank and a Member of the OMFIF Advisory Board. He is Director of Institutional Affairs and Chief Economist at Generali CEE Holding.

The Czech National Bank used two main communication tools: a clear conditional indication of the period in which it expected the floor to end, and an unconditional promise to keep the floor in place for a promised period (until the end of the first quarter of 2017). As the promised unconditional end date remained unchanged through two monetary policy sessions, financial markets had a reliable signal that the end of the floor was approaching.

The central bank's transparency and clarity payed dividends. Though the volumes of currency interventions in the first quarter of this year were exceptionally high, the clear communication enabled the real economy to get ready for the change.

Additionally, the communication provided clear insights into the central bank's thinking on exchange rate developments since exiting the floor. This is borne out by a host of currency traders' research backing the central bank's line that the potential for a sharp strengthening is limited, since many corporate participants in the Czech market were already anticipating the exit.

This calm departure (so far) from the floor valuably illustrates that the central bank of a smaller economy can effectively guide foreign currency markets. This is still the initial phase of the exit, and the koruna market may later react with more abrupt swings, but the likelihood is that the CNB will come out of this period with its credibility enhanced. This will increase the bank's effectiveness in its future communication, bringing benefits to both financial markets and the Czech economy.

美联储收紧，中国回应

中国人民银行牢牢控制人民币汇率的波动¹

陈抗²

十年前，中国经历了出口猛增和国外直接投资的大量涌入。那时，中国人民银行干预了外汇市场，以缓解人民币升值压力。中国人民银行通过提高商业银行的准备金率，耗尽了流动性。在此过程中，准备金率最高达到 21%，中国的外汇储备达到 4 万亿美元。

2014 年中期时，人们预计美联储加息，因此资本开始流入美国市场。这让美元对所有其他货币升值。对此，中国人民银行的回应与之前的相反——卖出美元储备以满足外汇市场的需求，从而避免人民币急剧贬值。通过下调准备金率，以为银行释放更多资金，冲销了流动性提款的影响。

截至 2016 年年初，与 2014 年中期的峰值相比，中国的外汇储备减少了约 8000 亿美元。中国人民银行 2016 年 3 月下调准备金率的做法引起另一轮资本外逃。市场已对人民币持负面看法，中国人民银行下调准备金率被视为实行大范围货币宽松政策的信号。美联储升息促使中国人民银行采取了一系列特别的应对措施。

对于中国人民银行来说，下调准备金率已不再是其执行冲销措施的有用工具。相反，中国人民银行综合运用多种工具为银行部门注入流动性，主要包括逆回购协议、抵押补充贷款和中期借贷便利（MLF）。其中，中期借贷便利是人民银行最常使用的工具。2016 年，其净注入额为 2.8 万亿元人民币（4050 亿美元）。

银行必须为中期借贷便利提供的资金付息，意味着借款成本可以用来减少杠杆。2017 年第一季度，中期借贷便利的利率上升了 0.2%，表明决策者有意减少杠杆，降低金融风险。

¹ 翻译：陈彦丰；审校：肖柏高

² 陈抗，新加坡国立大学李光耀公共政策学院的教授。本文原文选自 OMFIF Commentary。

中期借贷便利使中国人民银行能够更好地控制各银行手中的资金数量及其期限。然而，实际操作中，单方运作迫使中国人民银行延长这些便利的到期日。8 月份，中国人民银行停止提供 3 个月的中期借贷便利，因为这些工具期限太短。自 10 月份以来，在期限已延长的工具中，大部分均为 12 个月到期。除非人民币贬值压力减小，中国人民银行继续下调准备金率，否则中国人民银行可能需要将长期借贷便利的有效期限延长至 12 个月以上。

中期借贷便利的另一个问题是期限错配。如果银行所持的准备金偏少，它们就无法自由地利用资金。因此，他们无法为通过中期借贷便利而筹到的资金制定长期计划。。如果不知道中国人民银行何时会提供新的融资，他们甚至可能需要囤积流动资金。中小型银行的问题更加严重，它们没有从中国人民银行直接获得中期借贷便利，因此必须以更高的成本从银行间市场借款。

因此，银行更喜欢短期债务，并成为理财产品市场的活跃参与者，这些理财产品主要是证券化债券。由于新发行的政府债券大幅增加，2016 年，理财市场迅速扩张。由于贷款成本低，繁荣的市场吸引了更多的融资券和公司债券。2016 年，债券发行量增长 47%，银行理财资产增幅超过 30%。

投机性债券交易令中国人民银行猝不及防因为这是央行监管范围之外的表外活动。12 月发生债券违约时，决策者收紧流动性，导致债券市场出现抛售。此外，中国人民银行宣布将理财产品纳入其对银行的宏观审慎评估。2017 年美国利率上升一定会促使中国采取更为特殊的应对措施。

Fed tightens, China responds

PBoC grappling with renminbi swings

Chen Kang¹

When China experienced an export boom and a large influx of foreign direct investment a decade ago, the People's Bank of China intervened in the foreign exchange market to ease the appreciation of the renminbi. The PBoC exhausted liquidity by raising the reserve ratio of commercial banks. The reserve ratio peaked at 21%, and China's foreign exchange reserves reached \$4tn in the process.

In mid-2014, capital started to flow to the US market in anticipation of the Federal Reserve's interest rate increases. As a result, the dollar began to appreciate against all other currencies. The PBoC's response was to reverse its previous measures: the dollar reserve was drawn down to meet the demand in the foreign exchange market and avoid a sharp depreciation of the renminbi. Liquidity withdrawals were sterilised by cutting the reserve ratio to unlocked funds for banks.

By early 2016 China had lost around \$800bn of its foreign exchange reserves compared to the mid-2014 peak. A cut of the reserve ratio by the PBoC in March 2016 triggered another round of capital flight. Market sentiment towards the renminbi was already negative, and the cut by the central bank was regarded as signalling broad easing. The Fed's rate increases have triggered a chain of extraordinary PBoC responses.

Cutting the reserve ratio is no longer a useful tool for the PBoC in its sterilisation operations. Instead, a combination of instruments, mainly reverse repurchase agreements, pledged supplementary lending, and medium-term lending facilities (MLF), have been used to inject liquidity into the banking sector. The latter has been the most heavily used tool. In 2016, these facilities contributed a net injection of Rmb2.8tn (\$405bn).

Banks must pay interest on MLF funds, which means borrowing costs can be used to reduce leverage. In the first quarter of 2017, MLF rates were increased by 0.2%, indicating policy-makers' intention to reduce leverage and lower financial risk.

¹ Chen Kang is Professor at the Lee Kuan Yew School of Public Policy at the National University of Singapore.

MLF gives the PBoC more control over the amount of funds that banks hold and their duration. In practice, however, the one-sided operation forces the central bank to extend the facilities at ever longer maturities. The PBoC stopped offering three-month MLF in August because these facilities matured too soon. Of those facilities extended since October, most have 12-month maturities. Unless the pressure on renminbi depreciation eases and the central bank continues to cut the reserve ratio, the PBoC may need to extend long-term lending facilities at maturities greater than 12 months.

Another problem with MLF is maturity mismatch. Banks cannot use the funds as freely as they would if they could hold lower reserves. As a result, they are unable to prepare long-term plans for funds raised from MLF operations. They may even need to hoard liquidity if they don't know when the PBoC will extend new financing. The problem is exacerbated for small and medium-sized banks, which do not get MLF funds directly from the PBoC and must rely on borrowing from the interbank market at higher costs.

Banks therefore prefer short-term debts and have become active participants in the market of wealth management products, mostly securitised bonds. The market saw a rapid expansion in 2016, facilitated by a significant increase in new issuance of government-related bonds. The upbeat market attracted more issuance of financing bills and corporate bonds, owing to low borrowing costs. In 2016, bond issuance grew by 47%, and wealth management assets of banks increased by more than 30%.

The speculative bond trading took the PBoC by surprise, as these were off-balance-sheet activities outside its realm of surveillance. When several bond defaults occurred in December, policy-makers tightened liquidity, which led to a sell-off in the bond market. In addition, the PBoC announced that it would include wealth management products in its macro prudential assessment of banks. Additional US rate increases in 2017 are sure to incite yet more extraordinary measures in China.

系列三十六：对中国系统性风险的评估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，已经连续三年编写并发布《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 2016》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风险管理问题，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，要基于国家战略视角构建宏观审慎政策框架，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标提供根本保障。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2016》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第九章。

一、当前系统性风险评估方法的主要进展

早在上世纪末期，国际金融机构和各国监管当局便已经开始致力于系统性风险评估方法的开发。以资本充足性、资本的质量、获利能力和流动性大小等为度量指标的 CAEL 和 CAMEL 体系，在 90 年代前就被各国监管当局用来充当个体机构风险的预警工具；以及国际货币基金组织和世界银行于 1999 年便开始启动金融部门评估规划（FSAPs）。其它如 KLR 方法、FR 模型以及金融压力指数等等，至今仍然被很多国家使用。危机之后，针对系统性风险评估方法的探索得以加强，国际货币基金组织、国际清算银行和金融稳定理事会对这些测量方法进行了总结归纳，具体可分为如下两大类：

（一）单一指标体系或模型

第一，经济失衡的总量指标。大量关于宏观经济数据或资产负债表的指标（例如银行信贷、流动性和期限错配、汇率风险以及外部不平衡等），被用来评估金

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

融体系或者实体经济当中风险的积累。例如，信贷与 GDP 之比作为银行体系内系统性风险的核心指标，被用来作为逆周期资本缓冲的挂钩变量，等等。

第二，市场条件指标。这些指标关注能够引起经济衰退的金融市场条件。例如，风险偏好指标（利差、风险溢价等）以及市场流动性指标等。

第三，风险集中度指标。这些测量方法与跨部门维度的系统性风险相关，重点关注风险的传染与放大机制。除了关于规模和集中度的度量之外，它们更关注金融机构与公私部门、金融市场主体之间以及国家间的共同风险敞口和关联度。例如，网络模型被大量用来测量中介机构之间的关联度和潜在传染性；巴塞尔委员会开发出基于指标的度量方法来识别全球系统重要性银行。

第四，宏观压力测试。与传统的压力测试充当度量个体机构弹性的工具不同，宏观压力测试被用来对整个金融体系的压力进行测试。一方面，该方法可以将市场的极端情景（尾部风险）以及网络效应导致的风险放大机制融入市场动态机制当中；另一方面它还能够通过包括多轮不良反馈效应在内的方法，更好地评估金融体系与实体经济的相关性。

（二）综合指标体系或模型

与单一指标相比，综合指标体系或模型能够更有效的识别和评估系统性风险。国际货币基金组织开发的全球金融稳定图（Global Financial Stability Map）、全球风险度量法（Global Risk Appetite Measures）以及“系统风险仪表盘（Systemic Risk Dashboard）”等系统性风险评估模型；以及美银美林推出的全球金融稳定指数（Global Financial Stability Index）、欧洲中央银行的系统性风险综合指标（Composite Indicator of Systemic Stress），和惠誉评级的宏观审慎指标（Macro Prudential Indicators, MPIs），等等。上述方法不仅充分考虑了不同国家的特异性，而且将信贷、杠杆率等评估系统性风险的评估指标囊括其中，为宏观审慎监管政策的实施提供了有力支撑。

其中，国际货币基金组织开发的“系统风险仪表盘”，可以在缺乏显著的单个指标的情况下，根据各国的实际情况，选取一组指标进行监控。该方法明确区分了冲击的可能性及其潜在影响，以及高频和低频的监控工具，而且在每一个维度上，都选择了一到两个在早期预警实践中表现最为稳健和有效的分析工具（如表 1 所示）。欧洲中央银行则采用“七步法”对系统性风险进行评估：第一，确



定金融脆弱性的来源；第二，将该来源设定为潜在的风险情景；第三，确定导致风险情景发生的冲击事件；第四，计算上述情景的发生概率；第五，估计金融体系的损失；第六，度量冲击的强度；最后，进行风险评级。

表 1 国际货币基金组织“系统风险表盘”的指标体系

综合量度	
低频	高频
危机风险模型	系统性或有债权分析（CCA）
冲击的可能性	
• 从资产质量/价格偏离角度	
低频	高频
信贷/GDP	金融市场波动性的跃变（如利率、通货和股票市场）
房价	
• 从集中度/关联度角度	
低频	高频
银行间风险敞口	危机关联性（JPod, BSI）
核心/非核心负债（总量）	
潜在影响	
• 通过资产负债表风险敞口	
低频	高频
杠杆量度	对于主要系统重要性金融机构（SIFIs）的预期违约频率（Expected Default Frequency, EDF）的度量
宏观压力测试	
• 通过相互关联度	
低频	高频
网络模型	对联合损失的 CCA 相关量度
银行系统的跨系统风险敞口	

资料来源：IMF，2011

整体上讲，尽管大量系统性评估的方法已经进入实践领域，但是其有效性有待进一步考察。首先，单纯依赖数量性工具无法达到评估系统性风险和指导宏观审慎监管实践的目的，这些工具只有在与其它定性工具（市场情报与监督等）相互结合时才能真正发挥效力。其次，系统性风险评估的有效性严重依赖于数据的可获得性和准确性。目前，金融稳定理事会、国际货币基金组织、国际清算银行以及世界银行等正致力于数据和信息可得性的工作。最后，由于系统性风险的评估与一国经济发展水平、金融体系结构、货币政策、汇率政策以及经济开放程度等密切相关，所以并不存在一种具有普适性的评估方法。

二、基于综合指标体系的中国系统性风险评估

人民币加入 SDR 后，所面临的系统性金融风险是包括金融政策风险、金融市场风险、金融机构风险以及外汇市场风险在内的总体风险。因此，我们采用刘瑞兴（2015）的方法，利用 2005 年 7 月至 2015 年 12 月之间的月度数据，从金融政策环境、金融市场、金融机构以及外汇市场等方面，构建中国系统性风险指数，并以此度量样本区间内的系统性风险。

（一）金融政策风险。人民币加入 SDR，在一定程度上也鼓励着人民币逐渐走向全面可自由兑换。这一全面开放将带来国内金融市场与国际金融市场的进一步融合，从而也给金融政策制定和监管方带来了更大的挑战。同时，金融发展不可避免的受到宏观货币与财政政策的影响，因此我们首先度量金融政策风险。具体来说，选取货币供应膨胀率（ $M2/GDP$ ）的变动率、实际利率的变动率以及财政赤字与 GDP 的比率，作为主要指标来度量金融政策风险。在这一部分和本节接下来对其它各大类金融风险度量时，我们也采用对影响各大类金融风险的具体指标的标准差的倒数所占比重来确定该具体指标的权重。

（二）金融市场风险。人民币加入 SDR 后带来了国内金融市场与国际资本的进一步融合与更加深入的互动。一方面，这有助于我国金融市场的发展，进一步扩大金融系统在我国经济中的作用与影响。另一方面，这也意味着我国金融系统更易受到国际金融市场波动的影响。因此，金融市场的风险也是我国金融系统性风险的重要来源之一。反映金融市场风险的指标主要有股票价格指数、国债指数以及反映房地产市场的国房景气指数。这是因为股票市场、债券市场以及房地产金融市场是构成金融市场的主要组成部分。从国际和国内的经验来看，也是最容易引发金融市场泡沫和金融波动的载体。

（三）金融机构风险。金融机构是金融体系运行的具体执行主体，其运营状况往往也关系到金融系统是否能够有效的运转。某些金融机构由于其体量巨大或者与其它机构的牵扯过多，其自身的安全性也构成了影响整个金融系统的重要因素。另外，随着人民币加入 SDR，我国金融机构也将逐渐参与到更多的国际金融活动中。因此，在度量系统性风险时，对微观金融机构风险的度量必不可少。在现阶段，银行仍然是我国最主要的金融机构。因此，本节采用银行贷款占 GDP

比重、银行间同业拆借利率的变动率和银行间债券交易利率的变动率为主要指标刻画金融机构的风险。

（四）外汇市场风险。人民币加入 SDR 后，人民币在世界贸易、外汇储备等方面的角色越来越重要，同时也面临着更大的风险和挑战。这是由于，货币可兑换标志着国内资本与国外资产投资的双向互动，随之而来的是利率、汇率等机制变得更为复杂而且不易调控。因此，我们将外汇市场的风险也纳入到金融系统性风险的度量之中。本节选取的主要指标有：美元兑人民币的汇率变动率和外汇储备余额变动率。

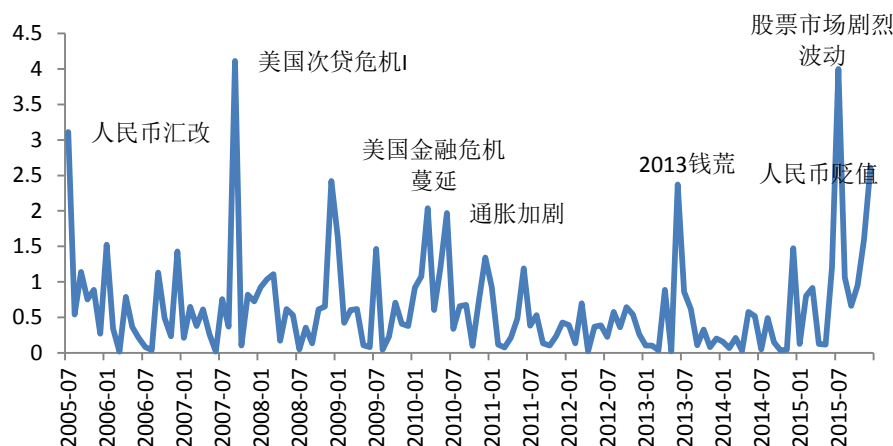


图 1 中国系统性风险指数（2005—2015）

根据中国系统性风险指数，在 2005 年 7 月至 2015 年 12 月的十年里，我国经历了 7 次系统性风险较高的时期。具体来看，2005 年 7 月 21 日，我国对人民币开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币不再单一盯住美元。基于此，汇改冲击带来了一定程度推升了当月的系统性风险。2007 年 10 月和 2008 年 12 月的两次系统性风险的加剧可以归结为美国次贷危机的发生与蔓延，而 2010 年初快速上升的系统性风险则源自于通货膨胀高企。此后，在经历了 2010 年中期到 2013 年初期的稳定期后，2013 年 6 月遭受了短暂的流动性风险（钱荒）并导致了系统性风险上升。最近两次系统性风险的上升，分别由 2015 年中期股票市场的剧烈波动和当年年底的人民币汇率的快速贬值所引发。

不难看出，我国系统性风险虽然经历过若干次的短暂升高，但是究其原因主

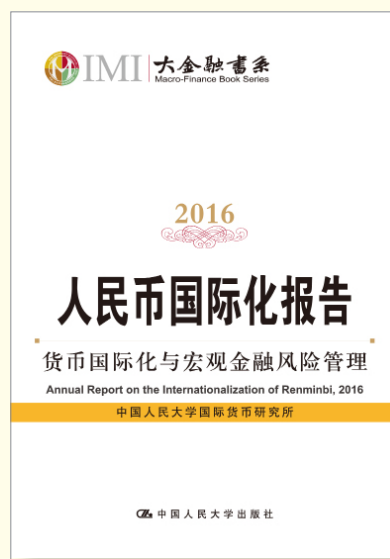
要风险源都是来自某一单一市场，因此并未造成系统性风险的爆发或风险持续的升高。需要注意的是，在 2015 年下半年，中国系统性风险经历了两次较大的提高。这一现象在历史上是不多见的。因此，有关部门应该加强对系统性风险的紧密监控，完善应急处理措施，做到有备无患，即使风险爆发时也可将损失控制在一定范围内。

值得注意的是，虽然系统性风险可能来自于金融系统的各个方面，但是不能简单的把任何单一金融部门的风险都看作是系统性风险。系统性风险是能够同时影响多个金融部门、乃至实体经济的风险。其主要判别依据为是否有多个金融部门同时产生异动。如果某一金融部门的风险的影响只局限于这个部门本身，那么即使风险造成的波动幅度较大，也不能归结为系统性风险。

由于系统性金融风险来源的多样性，以及对系统性风险的评估需要一个整体上的把握。因此，建立一个统一的全面的金融监管与监测体系显得尤为重要。此外，在现代金融发展中，由于高频交易的存在，金融波动可能在很短的时间内迅速扩大，成为系统性金融风险。因此，我们建议使用更高频的数据（如周度数据）对系统性风险进行评估与监测。

《人民币国际化报告 2016》

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



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

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

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5月29日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载