IMI 研究动态
周刊
RESEARCH INFORMATION

主 编：曹 彤
2018 年 第 15 期 总第 258 期

【本期推荐】

IMI宏观经济月度分析报告（第11期）

【“金融监管”专题】

王国刚：新时代金融监管框架点论

周月秋：银行非标业务转型之路

吴晓求：加强金融监管不能遏制金融创新

【海外之声】

本·罗宾逊：央行政策必须适应新的现实

Steve H. Hanke：银行监管不再无序

【IMI 研报 • 人民币国际化报告 2017】

系列三十五：人民币外汇交易市场现状

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

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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

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

主　　编：曹　彤
副主编兼编辑部主任：宋　科
编辑部副主任：安　然　魏　唯
责任编辑：陈艺博
栏目编辑：叶子瑞
美术编辑：张耘峣

刊　　名：IMI 研究动态
刊　　期：周　刊
主办单位：中国人民大学国际货币研究所
出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地　　址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室
邮　　编：100872
网　　址：www.imi.org.cn
电　　话：86-10-62516755
传　　真：86-10-62516725
邮　　箱：imi@ruc.edu.cn

2018 年第 15 期总第 258 期

IMI 宏观经济月度分析报告（第 11 期）

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观[1]

2018 年 3 月 13 日，经济合作与发展组织（OECD）全面上调了全球和主要经济体经济增速预测，预计 2018、2019 年全球 GDP 增速将升至 3.9%，较 2017 年 11 月的预测提升了 0.2 和 0.3 个百分点。同时也明确未来全球经济面临的两个风险，一是贸易保护主义抬头对投资和就业产生的负面影响，另一个是主要经济体政策利率的分化而导致的汇率和利率溢出风险。

1. 美国经济增速有所回落 通胀稳定

（1）美国：经济复苏略有改善 失业率持续下降

美国经济复增速放缓：第四季度美国 GDP 增速环比折年率 2.5%,较三季度增速有所回落，但仍在较高位置。从生产端看，2 月美国制造业 PMI 达到 60.8，创 2015 年 3 月份以来新高，显示美国经济在 2018 年开头表现良好，弱势美元为制造业扩张提供了一定的动力；通胀未出现加速上涨迹象：因汽油价格下降，租赁支出放缓，美国 2 月 CPI 有所放缓（2 月 CPI 环比 0.5%，同比 2.2%，核心 CPI 2 月环比 0.4%，同比 1.8%）符合预期，未出现加速上涨迹象。失业率居于低位：2 月失业率为 4.1%，与上月持平。

（2）欧元区经济增速放缓，通胀有所下行

欧元区经济增速放缓：第四季度欧元区 GDP 增速环比折年率由三季度的 3.0%降至 2.4%，整体经济增速回落。从生产端看，2 月欧元区制造业 PMI 下降 2.0 个点至 56.6，服务业 PMI 下降 1.2 个点至 55；通胀回落：2 月 HICP 为 1.1%，较上月回落 0.2%。核心 HICP 在 1.0%保持不变。失业率：1 月失业率任然维持在历史新低 8.6%，与上月持平。

（3）日本经济增速回落，失业率历史新低

日本经济增速有所回落：第四季度日本 GDP 增速环比折年率由三季度的

[1] 张瑜, 中国人民大学国际货币研究所研究员

2.2%降至 0.5%；通胀大幅上涨：2 月 CPI 继续上涨，上涨 0.1 个点至 1.5%，核心通胀亦上涨 0.1 个点至 1.0%。失业率新低：1 月失业率为 2.4%，相较上月下降 0.2 个点，就业状况持续改善。

2. 3 月核心事件分析：美联储加息 中美国贸易政摩擦

（1）3 月 FOMC 会议内容：加息 25 个基点 上调 2018 年经济预期 维持通胀预期不变

美联储在 3 月份的议息会议上决定加息 25 个基点，未超市场预期。点阵图显示 2018 年加息 3 次（年内还要加息 2 次），2019 年加息 3 次；同时美联储对经济预期乐观，维持通胀预期不变，美联储预计 2018、2019 年美国经济增速为 2.7%，2.4%，核心 PCE 为 1.9%、2.0%。

对美元来说，符合预期的加息不会带来强美元，从经济因素（经济马达已过峰值）、货币政策因素（货币马达面临熄火）和通胀因素（通胀马达依然低迷）来看,美元中枢面临下移，大概率在 80-90 区间；美元不强+逆周期因子调节+维持一篮子货币稳定，人民币将保持坚挺；由于美元和原油相关性在下降，所以美元走弱对油价支撑效果将不及预期；在中美利差收窄+全球加息共振期+国内仍需挤压债务出清，短期内增加中美货币政策的联动性。

从历史上来看，抑制通胀为目的的加息，到加息后半程经济呈现衰退迹象（具体表现为经济与通胀双下行）；抑制经济过热为目的的加息，当进入到加息后半程经济呈现滞涨现象（具体表现为经济下行，通胀上行）。由于本次加息周期本不是抑制经济过热或通胀，而是货币政策回归常态化，所以进入加息下半程后，经济下行+通胀低位的可能性较大。

美国经济已达峰值，2019 年经济增速面临回落：一方面，本轮美国经济复苏的主要拉动力——居民消费后续增长已现乏力（薪资增长疲软、存款占收入比重达到危机以来低点、居民信贷总额超过危机水平）；另一方面，加息对经济的滞后效应开始显现（在居民信贷利率、企业债利率、住房抵押利率均有所上升的背景下，耐用品消费支出、汽车销售、住宅投资增速均有所下滑）。

（2）美国贸易政策收紧对中国影响：缩存量、压增量、扰总量，短期影响有限，长期看博弈格局。

美国贸易政策整体经历了四个阶段，1933 年之前是高关税贸易保护主义下

发展本国制造业，1933 年后，随着工业基础完善与国际竞争力提升，美国开始推行贸易自由化，打开外国市场，以 1934 互惠贸易协定为标志；1974 年后，八十年的顺差结束，出现了趋势性逆差，开始强调贸易公平，本质其实是进口强调公平出口强调自由的双标体系，以著名的 1974 法案的 301 条款为标志；2016 年特朗普上台后，再次重新提及振兴保护制造业，同时推行贸易保护主义与提升关税的做法，这一年，恰好是美国第一部保护意义关税法颁布 200 周年。2016-未来美国或再次大面积提升关税，推进贸易保护。这会对中国造成以下四点影响：

第一、存量视角，受到压缩。既然美国要修正对中国的贸易逆差（2000 年加入 WTO 至今中国累计对美顺差 2.8 万亿美元），对美顺差较大同时对美出口占比比较高的行业受到的影响较大（家具、纺织、机电、机械等），虽然我们也即刻提出了一些反制措施（针对进口的大豆、飞机或增税等），但整体顺差仍存在一个缩量压力。

第二、增量视角，受到压制。美国贸易代表表示对中国征收关税可能覆盖的十个行业，基本对标《中国制造 2025》的计划发展行业。包括“新一代信息技术、自动执行功能的高档数控机床和工业机器人、航空航天设备、海洋工程装备、高技术船舶、新能源设备、高铁装备、农机装备、新材料、生物医药和高性能医疗器械”等高端制造细分行业。这些行业的后续发展将会面临来自美国的阻力，包括进口核心材料器件的成本上升、与美国的技术合作受阻及赴美投资受阻等，但是同时也会倒逼国内替代性行业的发展。

第三、总量视角，受到干扰。总量的通胀角度，由于各国可能相继提升部分进口商品关税，从而造成一定的输入型通胀压力；总量的增长角度，全球贸易在经历了 2017 年的全面复苏后（2017 年中国 6.9 的 GDP 增长百分比中，约 0.6 个百分点都是净出口贡献的，这一贡献力度在 2018 年面临弱化），本来 2018 年就有高基数下的拉动减弱，叠加边际的贸易冲突或进一步呈现不确定性，将通过出口对国内增长造成影响。

第四、影响：短期有限，未来一个月是中美博弈的关键期，毕竟政策还未出台，情绪会先于实质触发金融市场反应，对于未来增长的悲观造成风险偏好下滑仍是最大的风险，短期内避险为主；长期取决于博弈格局，美国掀起的贸易冲突

浪潮对于全球各个国家的总量干扰都是同样存在的，所以全球普遍将因贸易战形成滞涨冲击，输入性通胀+增长受出口拖累，很可能陷入次贷危机后的二次全球增长僵局。

（二）国内宏观[1]

透过 1-2 月份数据，工业生产、投资尤其房地产投资以及贸易的走势均大幅超预期向好，也即 2018 年迎来开门红，表明我国经济韧性仍强。同时，2 月 CPI 跳升至 2.9%，预计往后三四个月仍将在 2.5%以上。而基于政府工作报告来看，今年经济预期目标坚持稳中求进、行稳致远。维持此前判断，全年宏观大背景是“政策严（强监管、货币紧、推环保）+经济平（稳中缓降）+通胀起（上半年高，全年无忧）”，全年 GDP 增速 6.6%左右甚至更高。结合 3 月以来中观高频数据来看，1 季度末至 2 季度需求和经济预期大概率回落。此外，需要特别跟踪中美贸易战的演变。

1. 经济：2018 年开门红，有喜亦有忧

（1）工业生产旺盛，出口向好和新工业是主带动

1-2 月，工业增加值同比增速 7.2%，明显高于前值和市场预期（均为 6.2%）。成因看，一方面，出口大超预期（1-2 月出口同比增速达 24.4%，2013 年 1 月以来最高）；另一方面，各行业增加值总体回升，新能源等新工业尤为突出。1-2 月高技术产业增加值同比增长 11.9%，比工业增加值增速快 4.7 个百分点；消费品制造业增长 8.4%，增速较上年 12 月加快 2.6 个百分点；其中，高技术产业和装备制造业同比分别达 11.9%和 8.4%，计算机、通信等设备达 12.1%；产量方面，新能源汽车产量同比增长 178.1%，集成电路增长 33.3%，工业机器人增长 25.1%。此外，也与春节错位有关，今年春节（2 月 16 日）比去年（1 月 18 日）晚了近一个月，企业在春节前生产热情往往较高。

（2）总投资超预期反弹，房地产投资是“最大意外”，关注结构性变化

1-2 月，固定资产投资累计同比较 17 年 12 月加快 0.7 个点至 7.9%。其中，制造业投资较 17 年 12 月小幅回落 0.5 个点至 4.3%，基建投资(不含电力热力等)较 17 年 12 月回落 2.9 个点至 16.1%，房地产投资增速反弹 2.9 个百分点至 9.9%；1-2 月民间投资累计同比 8.1%，较 2017 年全年加快 2.1 个百分点，创

[1] 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员熊园；蒋超，中国人民大学国际货币研究所助理研究员

2016 年以来新高。值得关注的是，应是受乡村振兴战略带动，前两个月农业、林业、畜牧业投资显著反弹，分别增长 22.9%、42.4%、37.4%，较去年全年分别加快 6.5、39.6、31 个百分点。

总体看，基建和制造业投资均下滑均符合预期，地产投资大反弹是总体反弹的主拉动。其中，从房地产分项来看，销售、新开工、拿地等数据均下滑，那地产投资何以上行呢？谨慎猜测，季节性因素之外（历史上年初往往较高），应与开年以来大规模放 PSL 贷款有关（1-2 月，PSL 贷款新增 2230 亿元，而去年同期仅为 543 亿元）。鉴于 1-2 月反常，需要看 3 月之后回归正常的数据。往后看，在房地产后周期和需求没有实质性复苏的大背景下，总投资下滑是大概率事件。

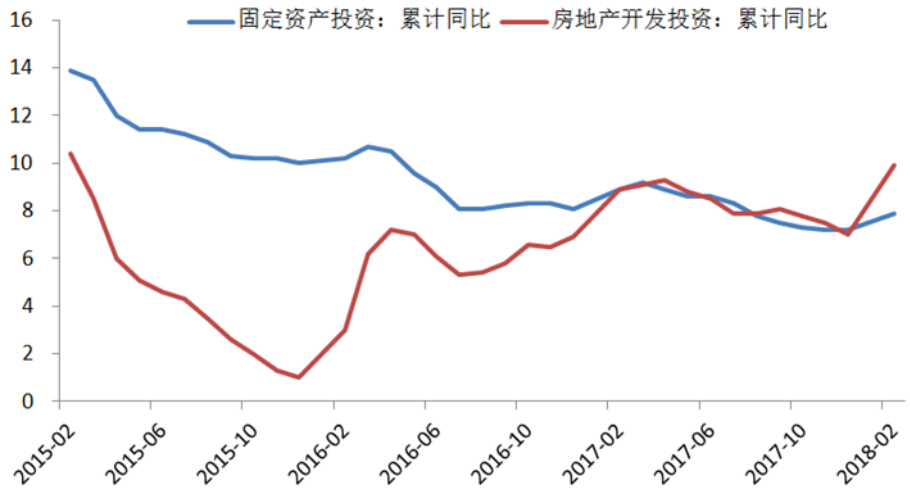


图 1：房地产投资带动总投资反弹

资料来源：Wind

（3）消费总体平稳，汽车行业是主拉动

1-2 月，社会消费品零售总额名义增长 9.7%，高于前值（9.4%）和去年同期（9.5%），略低于预期（9.8%）。从限额以上企业的分行业数据看，低基数之下汽车起到主要拉动作用，同比较 17 年 12 月大幅上涨 7.5 个百分点至 9.7%；房地产链的消费延续疲软，家具类同比较前值下滑 4 个百分点至 8.5%。此外，网络消费依旧高增，1-2 月全国网上零售额同比增长 37.3%，增速比去年加快 5.1 个百分点。往后看，2018 年消费保持较好韧性，总体温和抬升。

（4）贸易出口高增进口降，春节效应凸显

2018 年 2 月，以美元计，我国出口金额同比增速超预期攀升至 44.5%，超高出口的背后是春节错位在扰动。历史看，春节后一个月的出口往往大跌（环比-30%至-50%），今年春节较晚，跌势未现，低基数叠加全球外需强劲（美国制造业 PMI 突破 60 大关，欧日保持高景气），导致 2 月出口表现强势。2 月进口同比 6.3%（前值 36.8%），回落主因是 2 月进口被 1 月的高数据透支，节前备货使大宗商品库存高企（PMI 原材料库存达三年内最高），压低 2 月进口数据。考虑到春节因素，将 1 月和 2 月数据合并更为客观：1-2 月，出口同比 24.4%，进口同比 21.7%，进出口数据皆强。2 月贸易差额录得 337.43 亿美元，值得注意的是，对美贸易顺差达 209 亿美元（同比 101%），占整体顺差过半，或使中方在贸易摩擦中处于不利地位。往后看，得益于全球经济温和复苏，国内经济稳中向好，我国外贸有望持续增长，预计 3 月出口将在春节滞后效应下回落，进口随着节后工厂复工逐渐回升，贸易差额将显著收窄。特朗普下一步贸易政策将是短期内最大扰动，需要特别关注中美贸易战的演变。

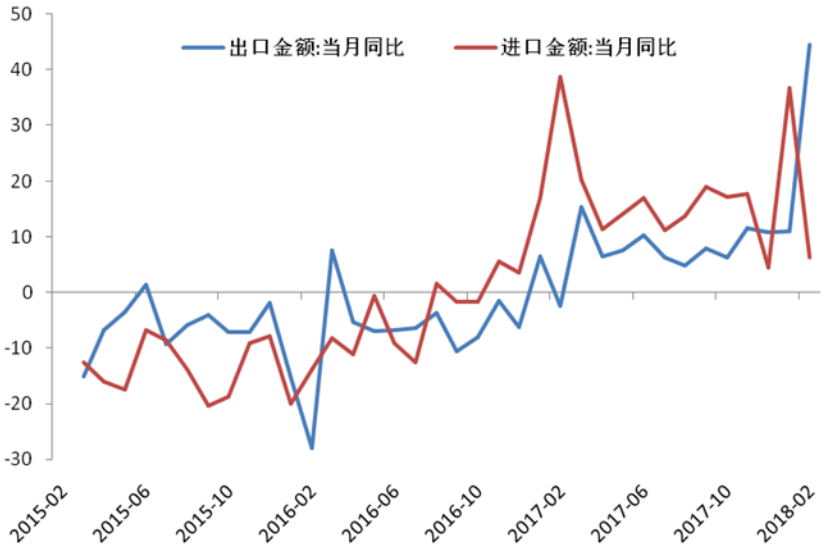


图 2：春节效应带动出口强势

资料来源：Wind

2. 通胀：CPI 如期攀高，PPI 边际减弱

（1）CPI 如期攀高，通胀压力未现

2018 年 2 月，受低基数和节日效应双重影响，我国 CPI 同比增速如期攀升至 2.9%（前值 1.5%），其中食品 4.4%，非食品 2.5%。排除基数效应，从环比看，2 月 CPI 环比 1.2%，其中食品 4.4%，非食品 0.5%，食品价格涨幅为两年来

最高，除开春节因素，主要是前期不利天气推高蔬菜价格（环比 18.1%）。国际油价涨势 2 月未能延续，非食品价格主要靠旅游带动（环比 10.6%）。往后看，随着气温逐步回升、节日效应消退，以蔬菜为代表的食品价格将季节性回落，预计 3 月 CPI 同比增长 2.5%。由于猪价仍处下降通道，非食品需求无实质性复苏，通胀压力未现，全年 CPI 中枢在 2-2.2%。

（2）PPI 边际下滑，原材料供需两弱

2018 年 2 月，PPI 同比增速续降至 3.7%（前值 4.3%），环比-0.1%（8 个月来首次为负），边际趋弱的主因是原材料市场的供需两弱，由于春节长假停工叠加节前备货充足积压库存，除铁矿石外，主要大宗商品的销量及供应均明显减少。分行业看，黑色金属采选与冶炼、石油开采与加工、有色金属采选同比增速已连续 3 月回落，与 PMI 的回落较为同步。往后看，随着节后工厂开工、采暖季限产延期，PPI 的下滑不会失速，预计 3 月 PPI 将回落至 3.2%左右。考虑到去年基数，全年高点可能在年中 6 月或 7 月（4.5%左右），全年 PPI 中枢在 3-3.5%。

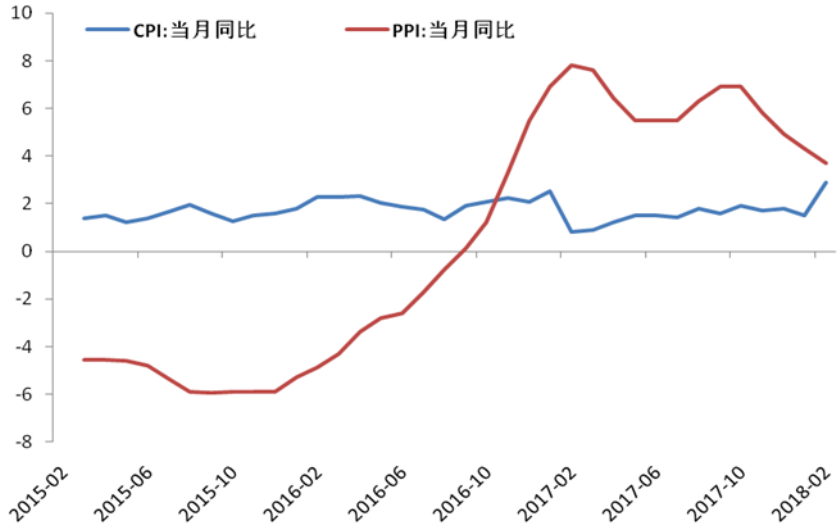


图 3：CPI 如期攀高，PPI 边际减弱

资料来源：Wind

3. 金融：表外继续转表内，仍为“紧货币+宽信贷”

（1）信贷旺盛、社融平稳，表外融资持续承压

2 月新增信贷和社会融资规模分别为 8389 亿和 1.17 万亿，基本符合预期和季节性规律。其中，前两个月新增人民币贷款 3.74 万亿，同比多增 5407 亿元，

表明贷款需求不弱，但居民中长期贷款下降比较明显，意味着调控对房贷的约束越发显现；金融强监管之下， 2 月以“委托+信托+未贴现银行承兑汇票”合计的表外融资仅新增 12 亿元，表外融资转表内的趋势进一步确立。展望全年看，2018 信贷可能和 2017 年一样保持旺盛，只不过更多需要投向实体经济；社融规模今年没有设定“硬指标”，大概率还是回落。

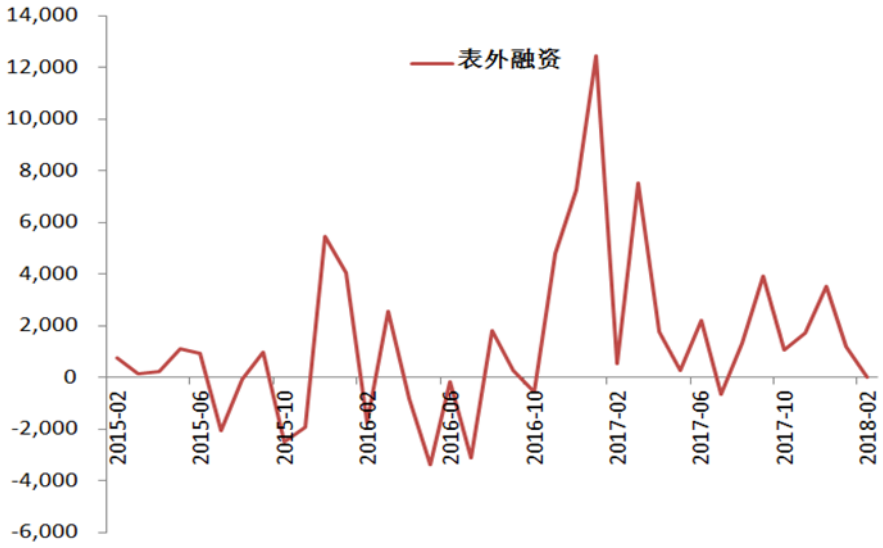


图 4：表外融资继续“缩水”

资料来源：Wind

（2）M2 小幅回升，后续仍将低增

2 月 M2 同比较前值提高 0.2 个百分点至 8.8%，连续第二月反弹，其中财政存款多增和春节后居民存款回流是主因。考虑 “强监管、防风险、去杠杆”的主基调没变叠加全球货币进入紧缩周期（美联储 3 月如期加息，不排除年内加四次；我国央行跟随性上调了货币市场利率），我国货币政策将大概率易紧难松，流动性延续紧平衡，M2 继续低增，预计年末在 9-10%，但个别月份仍将在 8.5% 左右甚至更低。

（三）商业银行 [1]

1. 下调拨备有利银行业去风险、促发展

2018 年 2 月 28 日，银监会印发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》（银监发[2018]7 号），决定调整商业银行贷款损失准备监管要求。对

[1] 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员

于符合条件的银行，可适当放宽拨备覆盖率、拨贷比要求。

通常来说，我国商业银行都要计提一倍不良率以上的拨备覆盖率，以满足会计的审慎性原则。在我国，贷款分为正常、关注、次级、可疑、不良五类，可这五类的划分并非十分严格，虽然有一定的标准，但每类之间没有清晰的界限。不同银行对不良率的估算口径略有不同，一般与该银行的谨慎程度有关。即使资产质量相近，比较保守的银行估算的不良率相对就高，比较激进的银行估算的不良率相对较低，这样就能腾挪出更多资产用于信贷等能获得投资收益的业务。此外，资产的质量的动态变化也给不良率的测算带来误差，比如某企业的资金链突然断裂，其贷款等级可能就从关注很快变成了不良，导致不良率并不十分精准。

考虑到不良率存在的误差，银监会要求商业银行计提高于不良率的拨备，以应对可能发生的坏账损失，增强银行预防风险的能力和运营的稳健性。但拨备覆盖率定多少，银监会是可以调节的。事实上，银监会也时常根据宏观经济适时调整拨备覆盖率，调节银行业资金的流动性。2013 年，考虑到经济下行预期，银监会将拨备覆盖率由 130%提高到 150%。而此次，银监会下发了《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》（银监发［2018］7 号），明确了符合条件的银行拨备覆盖率监管要求由 150%调整为 120%－150%，贷款拨备率监管要求由 2.5%调整为 1.5%－2.5%。拨备覆盖率是拨备/不良，贷款拨备率是拨备/贷款，不良率是不良／贷款，三者间有一定的关联。此次下调拨备的监管要求，目前看有利于银行业加快处置不良资产，对银行业整体是一种利好。

首先，允许符合条件的商业银行适当下调贷款损失准备是一种激励机制，鼓励了之前表现优秀、符合规范的银行，也向表现不佳的银行施压。通知明确表示，将按照“同质同类、一行一策”原则，从贷款分类准确性、处置不良资产主动性、资本充足性的三个方面定量分析，划定不同银行的调整幅度。监管机构将调整范围划分为 120%、130%、140%和 150%四档参考标准，奖惩得当，强化激励效果，提高商业银行合规审慎做业务的积极性。

其次，监管部门调整拨备监管要求，有利于银行加快处置不良贷款。一方面，此轮银行监管在 2017 年进行了全面的风险排查，现场检查中可能已发现不良贷款违规虚假出表等掩藏风险的现象，这次调整可适度提高风险高的银行的拨备覆盖率，帮助和激励银行解决不良资产违规问题。另一方面，通知要求因少计提拨

备而增加的利润留存在银行，保持银行损失吸收能力基本稳定，同时计提的拨备要及时地用于处置不良贷款，充分发挥其风险缓冲功能。

再次，下调拨备监管要求也顺应了脱虚向实、金融服务实体经济的大方向。在银行资金总体不变的情况下，下调贷款损失准备就相当于少计提了部分费用，不仅使得留存银行的利润增加，提高了银行抵御风险的能力，也使得可用于拓展资产业务的资本有所增加。银行可以帮助实体经济融入更多投资，而且在项目甄别上，银行将愈加注意风险防范，出于对不良资产的挑剔，会挑选出真正有潜力、有保障的好项目来投资，更精准地对贷款进行分类，优化配置资源，切实起到服务实体经济的作用。

总之，在银行监管由“查”到“治”有条不紊地进行的大背景下，此次拨备下调看似是放松监管要求，其实是帮助银行去风险、促发展。越多不良资产在监管下暴露、处置，越多银行业的风险就将出清。

2. 货币金融数据分析

（1）基础货币

2018 年 2 月末，基础货币余额为 31.83 万亿元，全月增加 1.08 万亿元。1-2 月基础货币数量变动属正常的季节性波动，1 月下调是因为交税（今年还叠加了 CRA 和定向降准，其中 CRA 指临时准备金动用安排，可简单理解为临时降准，故央行可少投基础货币），2 月回调。

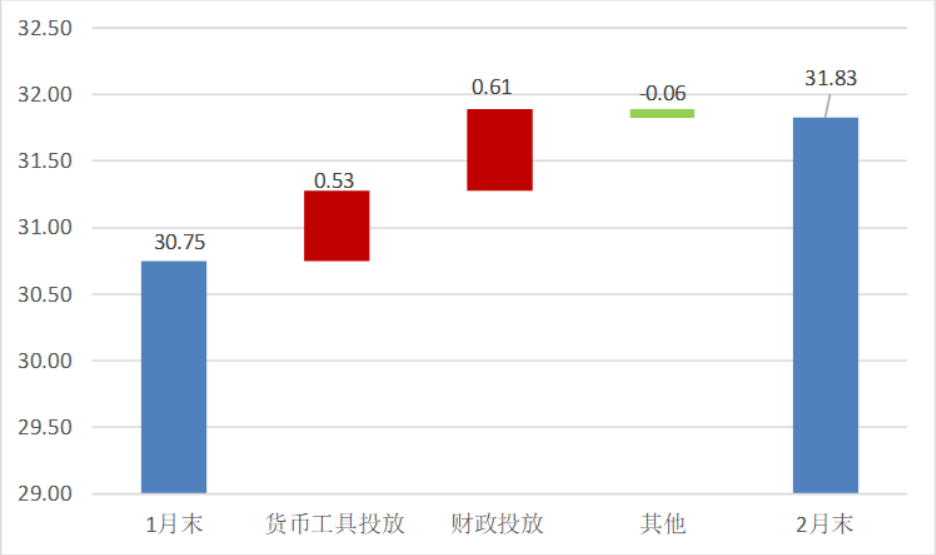


图 5：2018 年 2 月 M0 增量分解

资料来源：Wind

2018 年第 15 期总第 258 期

2 月新增基础货币来源主要是货币政策工具和财政支出投放，分别贡献 5266 亿元、6121 亿元。猜测是春节后，在 CRA 等陆续到期后，央行通过货币政策工具投放了基础货币。其中，逆回购投放了约 3400 亿元，MLF 投放了约 1500 亿元，PSL 投放了约 1500 亿元。

整体上看，面对岁末年初流动性因素较多的季节性特征，央行加强了预期管理，通过基础货币净投放保证了节后流动性平稳。

（2）广义货币

在广义货币方面，我们采用旧口径 M2，即不包括货币市场基金的 M2，进行分析。

2018 年 2 月末，M2 余额 171.55 万亿元，环比增 7436 亿元。从 M2 来源来看，向实体的信贷派生贡献了 10200 亿元，财政投放了约 6121 亿元。此外，其他（非银、非标等）大幅下降 8600 亿元，而 1 月则是大幅上升 1.4 万亿元，这一大起大落可能也是季节性因素，春节前安排部分理财产品到期（投资人赎回资金），因而理财产品要从银行那融入资金，接续资产。节后，投资人又买了些理财产品，于是理财产品偿还了从银行融放的资金。

表 1：当月 M2 余额和来源的增量结构

余额增量结构（亿元）		来源结构	
M0	6,788	外占	-308
单位活期	-32,999	债券	25
单位定期	2,362	贷款	10,200
个人	28,652	财政	6,121
非银	2,633	其他（非银、非标等）	-8,602
全月	7,436	全月	7,436

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

这些数据变化背后的季节性因素，透露了春节的某些经济活动的踪迹。比如，可能是企业在 2 月春节前密集发放年终奖或分红，或年前结清欠款，导致企业活期存款大降，而个人存款大增。同时，这可能也能解释为何每年春节前后个人短期贷款季节性回落，因为领了年终奖就偿还了部分消费贷款。到了节后，如果是往年，居民会陆续把领到的钱用来投资，比如购买理财产品等。因此，预计 3-4

月将出现个人存款下降，而非银存款上升。但今年由于有资管新规的压力，银行理财和其他资管产品的发行情况不确定性增加，这一季节性现象可能会减弱。

（3）社融

我们用一图来体现 M2 与社融之间的异同。有些行为既派生 M2，又计入社融，最为典型的就是对实体的信贷。本月对实体的信贷为 10200 亿元，贡献了社融的绝大部分。同时还有银行表内申购企业债，也是对实体的直接投放，但一般金额不大。

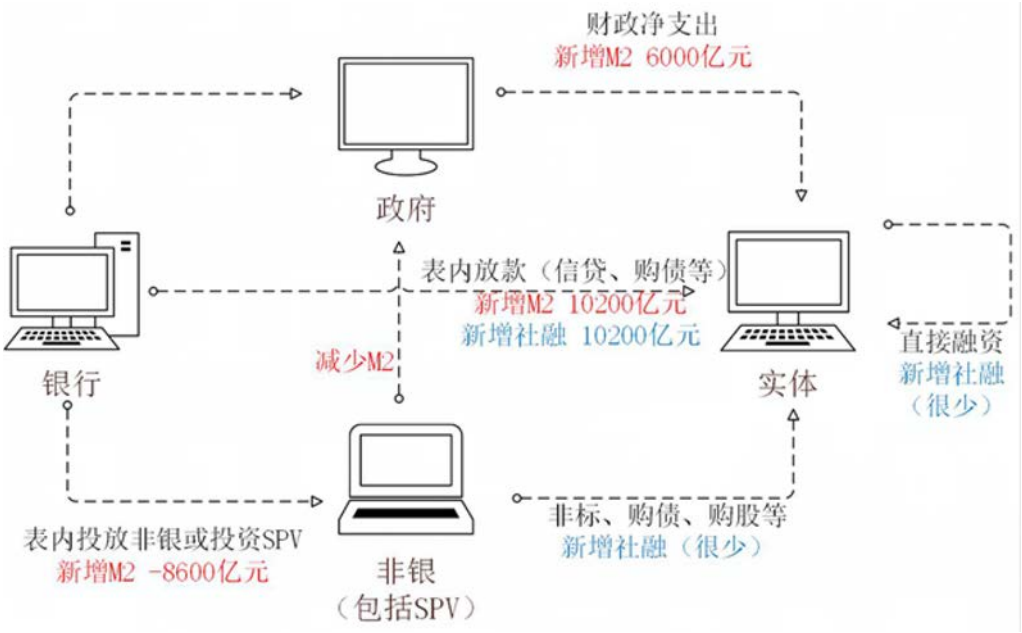


图 6：M2 与社融的区别

资料来源：Wind

而银行投放非银金融机构或投资于 SPV（前者平时不多），会派生 M2 但不计入社融。非银金融机构或 SPV 再将资金投放给实体时，则刚好相反，不会派生 M2 但计入社融。近期 M2 与社融经常背离，主要是这类业务的原因引起的，但其他解释也很多。比如，银行从 SPV 赎回委外产品资金时，M2 就被回笼了，但完全不影响社融，因为这些钱原来也没投到实体去。

此外，2 月，非银（包括 SPV）对实体的融资金额不大。另外，外占投放 M2，以及示贴银票等贡献的社融，均不体现在上图中，本月金额也不大。

2018 年第 15 期总第 258 期

（四）资本市场 [1]

1. 股市

针对本轮创业板的反弹，我们认为既有宏观层面的拐点性变化又有风险偏好层面的短期催化。站在当前时点，两会结束和美国贸易战等因素将使短期市场风险偏好下降，与此同时，成长股的盈利和市场流动性宽松短期都难以确认，因此，成长股反弹之后的回调也在所难免，但我们认为中期方向已经逐步探明。

风险偏好层面，除了两会召开结束外，美国贸易战也超预期的成为扰动项。贸易战无赢家，我们倾向于认为美国对华贸易保护措施会保持理性。但在趋势尚不明朗的情况下，短期确实会对全球风险偏好都带来影响。企业盈利层面，需求端来看，库存周期步入去库阶段后将带动企业盈利环比下滑；成本端来看，财务成本和劳动力成本的上行也将进一步拖累企业盈利，特别是市场对成本端的变化还没有充分的认识。流动性层面，金融去杠杆和通胀都是扰动因素。

中期来看，我们认为市场的主线将逐渐转向成长，核心方向在于新兴制造业，当然这需要后续成长股盈利上行确认、经济回落趋势确认、流动性宽松趋势确认等因素配合。

短期来看，基于当前市场不确定因素增加，我们认为阶段性配置主线在防御板块。所谓防御板块，最好具备盈利改善、低估值和低机构持仓等要素，目前来看关键线索在于经济后周期行业，如果结合价格变化，可以简化为从 PPI 转向 CPI。

2. 债市

本周商业银行面临 2018 年 1 季度 MPA 考核，资产规模 5000 亿以上中大行同存发行首次纳入考核，达标压力有限。继续关注资管新规的推进，预计监管力度大概率好于征求意见稿版本，在市场已有较为充分预期并且已作出相应调整的情况下，对市场再度形成大幅冲击的概率较小。此外，中美贸易战在见到明显缓和之前预计将持续压低市场风险偏好，2018 年经济整体弱于 2017 年，伴随着监管政策的陆续落地，债市的聚焦点正逐渐回归基本面。经济下行+监管通胀好于预期情况下，10Y 国债 3.4%-4%。继续看好 2、3 季度债市机会。

[1] 芦哲，中国人民大学国际货币研究所研究员

中大行同存发行首次纳入 2018 年 1 季度 MPA 同业负债考核，整体压力有限，关注同存发行结构变化，同存逐步回归流动性管理工具本质。从 2017 年 3 季度银行负债结构来看，整体达标压力不大。根据 2018 年同存发行备案额度的新测算方法，同存发行整体被限额，在供给受限后，同存收益率年初以来整体显著回落，后期随着同存供需回归平衡，预计同存将回归流动性管理工具本质，逐步向资金面利率回归。

此外，继续关注资管新规落地，关注其中对于过渡期设置、净值化要求及银行成立理财子公司等方面的细项规定，大概率好于征求意见稿版本，政策落地对于市场情绪未必呈利空。上周五，招商银行发布公告拟出资 50 亿元全资设立资产管理子公司，公告中称“本次投资尚需取得有关监管机构的批准”，银行理财独立化进程有望推进。

2018 年第 15 期总第 258 期

二、宏观经济专题：银行同业业务八十年[1]

（一）民国风云

同业业务该是什么样？我们先回到风云变幻的民国，去看一个实例。

2013 年 12 月（也就是发生 6 月大钱荒和 12 月小钱荒的那一年，而钱荒中出问题的正是同业业务），国内金融学学术期刊《金融研究》发表了刘冲、盘宇章两位博士的《银行间市场与金融稳定——理论与证据》一文。这篇文章专门挖掘了 1935 年“白银风潮”冲击下的上海银行业，分析了当年的同业业务是如何帮银行抵御了流动性冲击。

1930 年代初，中国正陷于积贫积弱的乱世之中，但东部沿海国门洞敞，贸易兴起，还是取得了一定的经济发展，上海成为国内金融中心，大量内外资银行在此营业。当时实施银本位的货币制度，而银价持续下跌，白银在国内在购买力超过海外，中国享受了货币贬值带来的出口增长，经济繁荣，白银大量流入中国。而此时的西方正在大萧条的泥沼中挣扎，他们大多实施金本位，苦苦承受着金贵银贱带来的紧缩后果，再也坐不住了。1933 年各国开始出手稳定银价，1934 年，美国放弃金本位，使美元贬值，随后又出台《购银法案》，全球银价大涨，大量白银流出中国，中国陷入“钱荒”，史称“白银风潮”。这种情况用现在的语言叫“资本外逃”。该论文研究发现，当时上海滩上受白银冲击比较大的银行，求助于银行间市场，避免了大规模的银行破产现象和金融动荡，整个经济体也避免了系统性风险，保持了稳定。成功抵御了白银风潮冲击之后，民国经济的“黄金十年”得以延续，也为后面的全面抗日战争奠定了一定的物质基础。

当时的银行业跟如今有很大区别，比如缺乏强有力的中央政府（国民政府一直是小政府），更没有一家强力的中央银行作为最后贷款人，当时的中央银行甚至连货币发行都不能完全掌控（白银风潮后才建立法币制度），银行业类似于新古典的自由银行制度。而 1932 年开始，上海银行公会已经建立了银行间同业市场。该论文通过量化分析后认为，是这一银行间同业市场的存在，使银行业有效

[1] 撰写人：中国人民大学国际货币研究所研究员王剑

应对了冲击。而与之形成强烈对比的是，未加入银行间市场的钱庄，则遭受巨大损失，纷纷破产，最后是国民政府组织大型银行给予救助。

这一实例，为我们展现了银行同业业务的天然职能：通过银行间调剂资金余缺，从而实现减震器、稳定网的功能，保持经济、金融稳定。

（二）同业逻辑

广义的同业业务，泛指金融机构之间各种业务合作，但日常意义的同业业务，则是指有相互资金往来的业务。根据 2014 年初《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文）的定义，同业业务包括“同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售（卖出回购）等同业融资业务和同业投资业务”。

这些同业业务原本是金融机构极其常规的日常业务。1984 年 10 月，人行开始履行央行职责，商业银行业务由四大专业银行办理，二级银行制度形成，央行开始允许四大专业银行间互相拆借资金，同业拆借便开始出现。1986 年初开始，央行又允许全国各地建立同业拆借市场，但随后各地乱象很多，于是央行开始清理整顿，筹建全国统一的银行同业拆借市场。该市场最终于 1996 年 1 月成立，并于 6 月放开利率管制，成为我国利率市场化的先声。此后，央行有步骤地放开其他金融机构（保险公司、证券公司等）进入市场，同业市场规模越来越大，发展进入快车道。

同业市场成为银行及其他金融机构相互借钱（指基础货币，亦即银行存放央行的准备金）的交易场所，这里就涉及到一个根本性的问题：在这个市场上借钱是做什么用的？也就是说，这个业务的初心是什么，或者说，根本逻辑是什么。同业业务至少能实现两大类功能：

1. 短期功能，调剂资金余缺

单单就拆借业务而言，监管一直明确这是“短期资金拆借”的行为，主要是为了调剂资金余缺，是一种流动性管理方式。这就好比 1935 年“白银风潮”中的例子，在关键时刻，银行间相互江湖救急，保持了整个体系的稳定。这一需求来自于银行天然的期限错配。比如，存款期限很短（活期存款甚至客户随时可取），信贷投放期限更长，万一储户提取（或转至他行）存款超过预期，或者重要客户有临时的信贷申请，银行就先筹措同业资金应付流动性需求。换言之，自从可以从同业市场借钱周转，银行就可以适度降低自己的流动性储备，把更多资金投放

给借款人，更好地支持实体。否则，银行得囤更多资金用于不时之需，对实体的支持力度也就弱了。

2. 中长期功能，优化银行间资源配置

除调剂资金短期余缺外，同业业务也可用于更长期限的资金交易，以优化不同银行之间的资源配置。比如，不同的银行有不同的擅长领域，有些银行严重“偏科”，A 银行擅长甄别信用风险，发放贷款，但基础货币不足，吸收存款并不是它的强项，而 B 银行则擅长吸收存款，但并不擅长放贷款。那么，A 银行可向 B 银行借入一定期限的资金（同业存放），用于发放贷款，赚取利差（但也承担贷款风险，风险-收益匹配），B 银行也分享了回报（同业业务实现了 B 银行从 A 银行“借”放款能力）。前面例子中 A、B 银行是业务能力不同，此外也有可能是监管条件不同，比如，C 银行存贷款客户都很多，但资本金不足，资本充足率已到极限，无法向某位重要客户新增贷款，而 D 银行存贷款基础都弱，资本充足率不高。于是，C 银行向 D 银行投放一笔同业存款，D 银行再向此客户投放贷款（同业业务实现了 C 银行从 D 银行“借”资本金）。如果没有同业业务，那么 B 银行、C 银行的资金将很难用于支持实体，只能趴在账上睡觉。所以，同业业务也能起到优化资源配置、支持实体的作用。

图 7：银行同业业务

资料来源：Wind

因此，同业业务的初心，和所有金融业务一样，原本都必须是支持实体，增加社会总产出。这是一项非常“正经”的业务，那么它后来如何慢慢变味了呢？

（三）同业鸦片

虽然金融应支持实体，但不是无条件把资金投向实体，风险控制是永远的主题。银行为了追求更高盈利，难免有冲动去承担更多风险。因此，为了控制银行

业整体风险水平，防止发生系统性风险，监管层设定了各种指标，涉及流动性风险管理、信用风险管理、资本充足性管理等方面，从根本上遏制银行风险扩张的冲动。

而聪明的银行人慢慢发现，同业业务可以成为额外加风险（也就是额外赚收入）的手段。同业业务的不规范行为，从原理上讲，都可归纳为规避监管，实现额外的风险扩张。风险扩张的手段，无非加杠杆、加错配（久期）、降信用。

1. 加杠杆

借入同业负债，投向同业资产或其他资产，这会增加全行杠杆水平。前文已提到，如果最终投向实体的，那这本身符合同业业务初衷，对于存款基础差但资产基础好的银行，其实是合适的做法。但如果杠杆因此过度扩大，风险可能会超过银行自身管理能力。原本，资本充足率等监管指标可以管控银行过度加杠杆，制约他们过度风险扩张。但是，早年，非标问世之后，银行通过把信贷资产包装成风险权重更低的同业资产，实现了资本漏提，美化了资本充足率指标。这是典型的监管套利，非标的引进，使同业业务发生异化，成为节省资本，从而实现额外加杠杆的手段。2014 年《127 号文》已要求这些非标也按 100%权重计提风险权重，但新的花样仍时有出现。

2. 加错配（久期）

银行往往通过短负债、长资产，赚取错配收益，但也承担了错配带来的利率风险、流动性风险。为控制风险水平，监管层往往对错配程度有严格规定。但是，同业业务可以多层嵌套，虽然每一家银行的错配程度都是合规的，但从头到尾算起来，全链条的错配程度则高得离谱了。这样的市场，一旦有风吹草动，就可能带来巨大波动，2013 年 6 月“钱荒”就是例证，多家银行的同业业务头尾相接，层层嵌套，层层错配，一旦中间某家银行发生违约，就会产生链锁反应。在这种情况下，同业业务不再是减震器，而是刚好相反，反而加大了市场波动。因此，监管层一直在要求减少嵌套环节。

3. 降信用

为管控银行资产的信用风险，监管层设定了很多指标，包括不良率、拨备要求、投向要求（某些领域不允许投放）等。但是，把信贷资产包装成同业投资后，尤其是把资产质量较差、投向不符要求的信贷包装过去，就可以美化上述一些指

标。以此，银行通过节省监管成本（比如拨备）额外增加了盈利。这一现象在 2012 年之后特别突出，当时监管开始管控银行将信贷投向房地产、地方政府融资平台，在利润驱使下，银行便以同业投资（非标等）的形式向这些领域放款，从而规避了投向要求监管。这些行为构成了所谓的“出表”，一直遭受质疑。

上述这些行为，通过把信贷包装成同业投资，或者加大错配、杠杆的方式，突破监管规定，从而额外增加盈利。这些行为像吸食鸦片，一旦染上就有点难戒。

（四）回归初心

只要有利润，就会有人冒险。从同业市场借入短期资金，用于投放长期资产，实现盈利，这种不当做法几乎在同业市场早期就已出现，屡禁不绝。到了近年，尤其是 2012 年开始监管、调控逐渐从严，这种规避监管的需求越来越强烈，这些做法也就越来越盛行。监管层意识到风险在积聚，也发生了 2013 年“钱荒”这种局部风险事件，于是开始一系列管控。

2014 年《127 号文》给予了全面管控，银行间同业业务的占比开始回落，但仍有新法子不断被发明出来，主要是通过非银通道实施的同业业务开始增加。2015 年底，央行出台了 MPA，2016 年开始试行，对全部“广义信贷”给予总量管控，才对同业资产规模有明显遏制。2016 年下半年开始，央行启动金融去杠杆，主动抬高了银行间市场利率，使同业业务的资金成本抬升，有些套利业务变得无利可图，开始瓦解。2017 年 3 月，银监会开始一系列监管检查，监管套利是其中重点。在这一系列政策联合治理下，非银同业业务开始显著收缩。

图 8：银行同业资产占比

资料来源：Wind

图 9：银行同业负债占比

资料来源：Wind

未来，同业业务首先要回归支持实体的初心，起到调剂短期资金或优化资源配置的作用，成为银行业的减震器，和支持实体的利器。同业业务是一种资金批发业务，也是支持实体的方式，尤其是对业务严重偏科的银行，意义重大。不同银行可以审视自己的比较优势，根据自身资产、负债业务能力和客户禀赋，合理选择同业业务类型。资产业务特别强的，可以主动吸收同业负债，用于放款；负债业务特别强的，则可以将资金批发给资产业务优势银行，实现共赢。但在开展这些业务的过程中，不能借机规避监管，美化监管指标，额外扩张风险，这是触不得的红线。

为达成回归实体之目标，需要监管层对银行的同业业务行为严加管控。预计后续，针对同业业务的监管高压不会放松，密集检查不会放松，对查出的监管套利行为施以严惩。但现行“一行三会”的监管体系给监管检查带来一定的难度，尤其是当同业业务涉及不同监管部门管辖的金融机构时（比如银行与证券公司之间），单个监管部门无法实现穿透检查，不同监管部门之间又协调不足，因此仍有监管漏洞。金融稳定发展委员会的成立，能够弥补这一漏洞，负责整体金融体系的监管，通过汇集全行业数据，实现“一穿到底”，让监管套利行为无处遁形。

2018 年第 15 期总第 258 期

但同时，并不能排除不会有新的监管套利行为被“发明”出来，况且金稳委新近成立，待其发挥成效也需时日。因此，在监管真的做到万无一失之前，总量管制依然有必要，在无法确定某笔业务是否存在“监管套利”行为时，权宜之计只能是先控制总量。因此，类似同业负债占比之类的要求短期内仍有必要。待到未来监管效果良好，监管套利行为被有效遏制之后，可以适度放松总量管制，使严重偏科的银行也有用武之地，投入到支持实体中来。

三、主要经济数据[1]

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	17-Aug	17-Sep	17-Oct	17-Nov	17-Dec	18-Jan	18-Feb
CPI	同比	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9
PPI	同比	6.3	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7
PMI	同比	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3
工业增加值	同比	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2	-	7.2
工业企业利润总额	累计同比	21.6	22.8	23.3	21.9	21.0	-	16.1
固定资产投资完成额	累计同比	7.8	7.5	7.3	7.2	7.2	-	7.9
社会消费品零售总额	同比	10.1	10.3	10	10.2	9.4	-	9.7
进出口金额	累计同比	8.9	12.7	11.2	15.6	14.2	16.2	16.7
M2	同比	8.9	9.2	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8
社会融资规模	当月值（亿元）	14791	18199	10387	16195	11398	30603	11736
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	10900	12700	6632	11200	5844	29000	8393

[1] 撰写人：中国人民大学国际货币研究所副研究员黄泽清

2018 年第 15 期总第 258 期

新时代金融监管框架点论

王国刚 [1]

2018 年 3 月 17 日，十三届全国人大一次会议表决通过了国务院机构改革方案，其中，中国金融监管部门由原先的“三会”调整为“两会”（即中国银监会与中国保监会合并，成立中国银行业和保险业监督管理委员会；中国证监会继续保留），由此，中国金融监管框架由原先的“一行三会”调整为“一委一行两会”（即国务院金融稳定发展委员会、中国人民银行、中国银保监会和中国证监会），这标志着研讨多年的中国金融监管框架改革有了明确的体制回应，新时代金融监管框架的形成已迈出决定性的步伐；同时，它也标志着中国金融监管体制机制进入了新的发展阶段。如何认识这一新的金融监管框架，可以从多个角度展开。笔者在此谈点滴浅见。

一、金融监管框架改革的背景

从 1992 年 10 月中国证监会设立到 2003 年 4 月中国银监会设立，中国形成“一行三会”的金融监管框架用了近 11 年的时间。在这段时间内，证券监管职能、保险监管职能和银行业监管职能逐步从中国人民银行中分离出来，成立专业金融监管部门。其主要成因有三：第一，发挥货币政策独立性的内在要求。随着建立社会主义市场经济新体制的进展，货币政策在宏观调控中的作用日渐凸显，如果中国人民银行还是集货币政策运作和各类金融监管职能于一身，不仅不利于推进金融监管的专业水平提高，而且可能严重影响货币政策运作的独立性，因此，有必要将一部分金融监管职能外移。第二，推进金融监管的专业化。随着经济规模扩展和金融快速发展，各种金融产品、金融市场和金融机构的创新层出不穷，金融运作日益复杂化，金融风险也随之增加；同时，1997 年的亚洲金融危机、银行业不良资产处置、中国加入世贸组织后金融业的对外开放、中资金融机构的公司

[1] 王国刚，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国人民大学财政金融学院教授、中国社会科学院学部委员

制改革等一系列事件，在客观上，都要求提高金融监管的专业化水平，强化对金融运作和金融发展的监管力度，推进金融的法治化、市场化和国际化。第三，强化金融服务实体经济的功能。金融是现代经济的核心，金融运行导向着资源配置。要有效提高金融服务实体经济的各项功能，既要密切关注实体经济发展（尤其是市场发展）的具体要求和动态，又要适时推进各个方面的金融改革，推出相关金融政策，引导相关金融创新。为此，发挥专业金融监管部门的作用势在必行。

“一行三会”的金融监管框架运行了 15 年，中国经济金融的情况发生了很大变化。2002～2017 年，GDP 总量从 12.17 万亿元增加到 82.71 万亿元（名义增长了 5.8 倍），规模以上工业企业资产总额从 14.62 万亿元增加到 112.3 万亿元（增长了 6.68 倍），城乡居民储蓄存款余额从 8.69 万亿元增加到 64.38 万亿元（增长了 6.44 倍），M2 总量从 2002 年的 18.50 万亿元增加到 167.68 万亿元（增长了 8.06 倍），银行业资产从 18.4 万亿元增加到 193.19 万亿元（增长了 9.50 倍），主要银行业金融机构的不良资产率从 19.6%（2003 年 6 月）下降到 1.74%，沪深股市中上市公司数量从 1224 家增加到 3485 家（增长了 1.85 倍），保险公司资产总量从 63.2 亿元增加到 167489.37 亿元（增长了 2649.15 倍）。这些成就的取得与“一行三会”金融监管框架所发挥的积极作用是分不开的。

从体制机制角度看。在“一行三会”框架下，中国金融取得了如下五个方面的主要进展。第一，稳健的货币政策持续推进，调控机制改革（尤其是利率改革和汇率改革等）取得重要进展，调控工具不断创新，既保障了金融的稳定运行，也保障了国民经济的健康发展。第二，进一步完善了金融法制体系。各金融监管部门紧密结合金融发展的进程，适时制定出台了一系列符合国情的监管制度，形成了一套覆盖了金融监管活动的方方面面、比较完整的金融监管制度体系。第三，创立了一套具有中国特色的金融监管机制，形成了一个多元化推进金融创新和金融发展的监管格局。第四，建立了一支具有专业水平的金融监管队伍。伴随着中国金融改革发展中的监管实践、国际监管合作交流、科技进步和各种事件的处置，金融监管部门的各类监管人员的监管能力和监管水平有了长足的进步。第五，建立与国际组织、国际市场相衔接的国际合作监管机制，既积极支持中资金融机构和中资企业“走出去”、加入国际金融市场竞争，又在国际协调中提高了中国金融监管的话语权，有效防范和化解了国际性金融风险（尤其是 2008 年国际金融危

机和此后的欧洲债务危机）对中国金融运行的冲击，推进了中国境内金融市场的国际化。

但另一方面，“一行三会”的金融监管框架也暴露出一些亟待解决的内在弊端。第一，以机构监管为主的金融监管框架难以适应金融创新的需要。2013 年以后，在互联网金融、金融创新（包括金融运作方式创新、金融机制创新和金融产品创新等）等背景下，非金融机构介入金融市场和金融交易的现象大量产生。由于它们不属于金融机构，金融监管部门对它们的监管鞭长莫及，几乎处于“真空”状态，由此引发的各种金融风险愈演愈烈。第二，各家金融监管部门的政策不协调，引致相互掣肘现象时有发生。2013 年的“6•20”事件与此相关，2015 年的股灾成因与此相接，各种影子银行、套利（如“三套利”）、违反（如“三违反”）和乱象等也与此相联。第三，各个金融领域争相展开“金融创新”，开疆拓土，监管部门也出台“优惠”政策，各有各的章法，一些领域的金融监管陷入混乱，既拓宽了金融脱实向虚的操作空间，又挑战了守住不发生系统性金融风险这一底线。

在这些背景下，改革“一行三会”的金融监管框架势在必行。

二、金融监管新框架的重心和特点

2017 年 7 月，在全国金融工作会议上，习近平总书记阐述了金融工作的重心和金融工作的原则。他强调：“必须加强党对金融工作的领导，坚持稳中求进工作总基调，遵循金融发展规律，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，创新和完善金融调控，健全现代金融企业制度，完善金融市场体系，推进构建现代金融监管框架”，做好金融工作要把握好“回归本源、优化结构、强化监管、市场导向”四个重大原则；同时，提出了要“设立国务院金融稳定发展委员会，强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责，落实金融监管部门监管职责，并强化监管问责”。李克强总理也强调指出:“金融是国之重器，是国民经济的血脉。要把握好服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革‘三位一体’的金融工作主题。”这些论述精辟地指出了改革金融监管框架的目的和金融机构新框架条件下的各项金融工作重心。

第一，服务实体经济是各项金融工作的使命和落脚点。金融源于实体经济。马克思主义经济学认为，金融来源于实体经济并以服务实体经济为基本点。金融活动中的各项成本和收益，是从实体经济部门中转移(或让渡）过来的，因此，实体经济是金融的根基所在。实体活则金融活，实体强则金融强。在经济运行中，金融交易导向着实体经济部门的资源有效配置，但这绝不意味着金融可以脱离实体经济部门而独立运行。近年来，中国经济金融运行中出现了脱实向虚的倾向，大量资金滞留于金融机构往来交易层面，形成了金融部门的“资产荒”和实体经济部门“资金荒”的矛盾现象，这既不利于实体经济发展，也不利于金融发展。引致这种倾向的成因是复杂的，但金融活动未能“不忘初心”地服务实体经济是一个重要方面。从这个角度看，金融监管新框架的工作重心就是要扭转脱实向虚局面，采取各种有效举措，推进金融脱虚向实，落实金融回归本源。

第二，切实防控金融风险。实体经济运作中存在着各种各样的风险，金融本是识别、评估、分散（或组合）和管理这些风险的主要机制。但自上世纪 70 年代以后，在西方国家中，随着金融创新的展开，由金融活动所引致的风险也在快速增加，其结果不仅引致了一些老牌金融机构的破产倒闭，而且引致了多起金融危机的爆发。国际社会中曾有的共识是，美国对金融风险最为重视，防范和化解金融风险的机制、技术和能力最强。但 2008 年国际金融危机打破了这一神话，给各国和地区带来深刻的教训。对中国而言，防控金融风险的重要意义在于：一旦发生系统性金融风险乃至金融危机，不仅党的十八大以来所取得的经济金融成就将毁于一旦，而且将带来严重的社会后果和政治后果，严重干扰中国经济社会的高质量发展和党的十九大对“两个一百年”战略布局的实现。以此来看，防控金融风险，守住不发生系统性金融风险的底线，应是金融监管新框架的工作底线。

第三，积极推进金融改革的深化。相对于“服务实体经济”和“防控金融风险”而言,“深化金融改革”是机制、路径和桥梁。从金融监管角度看，改革涉及方方面面，既包括金融监管框架的改革，金融监管部门的职能改革和内部机构设置的改革，监管取向、监管重心、监管程序和监管方式的改革，监管标准、监管透明度、监管约束等的改革，也包括各监管部门之间的政策协调机制改革、监管行为的合作机制改革、信息共享机制改革、中央与地方的金融监管体制改革等等。但不论

2018 年第 15 期总第 258 期

金融监管如何改革，都必须有利于推进“金融服务实体经济”这一宗旨的落实，必须有利于“防控金融风险”。

“一委一行两会”的金融监管框架，是在总结“一行三会”监管框架的成就、经验和教训基础上，根据新时代中国经济高质量发展要求，立足于解决我国经济社会主要矛盾的客观需要，服务于“五位一体”总体布局和“四个全面”战略布局，经过反复研讨论证提出的，因而具有明显的中国特色。具体表现在以下几个方面。

第一，居高定位。金融是国民经济的一部分，与农业、工业、商业等众多产业部门相比，它只是一个部门，其重要性不见得比其他哪个部门更高；金融作为一种经济机制，是国民经济中多种机制之一，其重要性不见得比财政更高。但在其他各产业部门和财政均无设立国务院层级的运作机构背景下，却设立了“国务院金融稳定发展委员会”（并由国务院副总理兼任该委员会负责人），这不仅在中国历史上属于空前之举，在世界各国和地区中也属罕见。与此相比，美国的金融监管部门和英国“双峰”的机构都只相当于中国的“部级”。

第二，系统宏广。党的十九大报告明确指出：要“着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系”，将“现代金融”纳入产业体系宏大系统中，既明确了金融发展的方向，也明确了金融在经济运行和经济发展中的地位。这在世界各国和地区的金融监管中还是第一次。2017 年 12 月，中央经济工作会议指出：“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。”这进一步指明了，金融监管框架改革后，各金融监管部门的工作重心和要点。与此相比，美国的金融监管和英国的“双峰”监管，基本局限于金融业务范畴，缺乏从国民经济角度展开的宏大眼界。

第三，理顺机制。在“一委一行两会”框架中，国务院金融稳定发展委员会的主要职责包括五个方面内容：落实党中央、国务院关于金融工作的决策部署；审议金融业改革发展重大规划；统筹金融改革发展与监管，协调货币政策与金融监管相关事项，统筹协调金融监管重大事项，协调金融政策与相关财政政策、产业政策等；分析研判国际国内金融形势，做好国际金融风险应对，研究系统性金融

风险防范处置和维护金融稳定重大政策；指导地方金融改革发展与监管，对金融管理部门和地方政府进行业务监督和履职问责等。从这些职责看，“一委”并不直接介入“一行两会”的具体监管活动和监管事务，更多的是发挥协调作用（其中包括协调“一行两会”和国务院其他相关职能部门之间的监管政策和监管行为，协调中央金融监管部门与地方政府之间的监管行为）。同时，在新的金融监管框架中，“将中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行”，由此，既改变了长期存在的金融监管制度制定者与执法者合一的格局，又使银保监会的金融监管能够与央行的双支柱调控在制度政策上相协调。与此相比，美国的金融监管和英国的“双峰”监管并无这种理顺机制的体制安排。

三、金融监管新框架落地需要抓实的要点

以“一委一行两会”为框架的金融监管体系即将展开实质性工作，面对繁重复杂的各项监管事务，有效防控金融风险、打好防控金融风险攻坚战是今后几年金融监管的基本点。在此过程中，如下几项是必须特别关注的。

第一，建立金融数据和金融信息的精准性统计机制，强化金融数据统计工作。目前，我国金融数据的统计比较混乱。2017 年底，央行公布的 M2 数额为 167.68 万亿元、社会融资存量规模为 174.64 万亿元、金融机构人民币信贷收支表中的“资产总额”为 193.19 万亿元，中国银监会公布的银行业金融机构资产总额为 252.4 万亿元；如再加上各类理财产品，股市中的“两融”，各种私募基金，各类“一卡通”，共享单车的押金和预付款等所涉及的金融资产，则全国究竟有多少金融资产，谁也说不清。金融数据不清，既难以保障双支柱运作在“耳聪目明”条件下展开，也难以保障金融监管“有的放矢”。

第二，强化对金融市场运行态势的监控，既要理清各类金融操作的流程，防范各种嵌套引致的监管套利，通过穿透式监管限制和打击各种违法违规行为，又要密切跟踪市场动态，适时采取适当的监管举措，避免市场价格持续大幅下跌引致的金融机构资产负债表衰退和踩踏性恐慌抛售现象发生。

第三，强化行为监管，实现金融监管对各类金融行为的全覆盖，由此，金融监管部门不仅要监管金融机构的金融行为，更要监管各类准金融机构和非金融机构的金融交易行为，纠正各种金融乱象。

第四，着力引导金融运作脱虚向实，强化对各类资产管理的监管，限制乃至禁止资金的脱实向虚炒作，运用政策机制和监管机制有效引导资金进入实体经济部门。

第五，建立和完善金融预警机制和应急机制，尤其是需要制定并不断完善各种预警指标体系和应急预案。

银行非标业务转型之路

周月秋[1]

全国金融工作会议将服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革列为三大重点任务，为商业银行做好金融工作提供了根本遵循和行动指南。2017 年 11 月，人民银行等五部门联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称“资管新规”），其中打破刚性兑付、禁止期限错配、消除多层嵌套等治理手段对商业银行理财资金投融资，尤其是非标资产业务转型产生了系统而深远的影响。商业银行资管业务主动融入监管势在必行，深入推进非标业务转型发展迫在眉睫。

资管新规对行业标准的统一

资管新规针对当前资管业务存在的产品界限不清、杠杆失衡、多层嵌套、刚性兑付、监管套利等问题，首次设定了统一的标准规则，这标志着我国资管行业标准化、规范化监管时代的来临。

第一，明确界限：厘清标准和非标债权类资产。“标准化”和“非标准化”产品边界不明，一定程度上助长了资管行业变相贷款、放大杠杆、监管套利等行为。资管新规采取了“归类法”来划定标准化和非标准化债权类资产，即“标准化债权类资产是指在银行间市场、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产。其他债权类资产均为非标准化债权类资产”。这本质上是为“标”和“非标”提供了三个明确的判定标准：一是是否在法定交易平台（如银行间市场和交易所市场）交易；二是是否具有合理的公允价值；三是是否有较高的流动性。

第二，约束杠杆：控制资管产品杠杆水平。高杠杆容易造成资产价格泡沫，影响金融市场稳定。资管新规从负债和分级两方面统一了资管产品的杠杆要求，

[1] 周月秋，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国工商银行城市金融研究所所长、中国城市金融学会秘书长

2018 年第 15 期总第 258 期

投资风险越高，杠杆要求越严。负债方面，资管新规对公募和私募产品的负债比例上限分别设定为 140%和 200%，分级私募产品的负债比例上限为 140%。在分级的私募产品中，固定收益类产品的分级比例不得超过 3∶1，权益类产品不得超过 1∶1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品不得超过 2∶1。另外，为抑制逐层加杠杆催生资产价格泡沫，资管新规要求资管产品的持有人不得以所持产品份额进行质押融资，个人不得使用银行贷款等非自有资金投资资管产品，资产负债率过高的企业不得投资资管产品。

第三，规范嵌套：仅可投资一层资管产品。资管产品借通道多层嵌套，不仅导致底层资产和风险难以穿透，而且拉长了资金链条，增加资金体内循环和融资成本。资管新规明确，除投资公募证券投资基金外，资管产品仅可投资一层资管产品，所投资的资管产品不得再投资其他资管产品，并要求金融机构不得为其他金融机构的资管产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。另外，为从根本上抑制繁冗的通道业务动机，资管新规要求金融监督管理部门对各类金融机构开展资管业务平等准入、给予公平待遇，不得根据金融机构类型设置市场准入障碍。

第四，打破刚兑：不得承诺保本保收益。资管业务是“受人之托、代人理财”的金融服务，应遵循风险和收益匹配的原则，但我国资管行业长期刚性兑付，不仅扰乱了真实交易秩序，也加剧了道德风险。资管新规要求，金融机构对资管产品实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险，让投资者明晰风险，同时改变投资收益超额留存的做法，管理费之外的投资收益应全部给予投资者。

第五，穿透资产：强化功能监管和防止监管套利。按照机构类型不同，金融机构开展资管业务采取的监管规则和标准也不尽相同，这为监管套利提供了隐藏空间。资管新规要求按照业务功能对资管产品进行分类，对同类产品适用统一的监管标准。金融监督管理部门在资管业务的市场准入和日常监管中，根据产品类型进行功能监管，加强对金融机构的行为监管。同时，按照资管产品的业务实质属性，进行监管穿透，向上穿透识别产品的最终投资者是否为合格投资者，向下穿透识别产品的底层资产是否符合投资要求。

资管新规对商业银行非标业务的影响

资管新规对非标业务负债端（或资金端）和资产端（或投资端）协同发力、共同作用，目的是建立非标负债端和资产端的匹配和平衡机制。

对非标负债端的影响

第一，引导理财净值化转型。资管新规打破了商业银行理财产品的预期收益模式，引导向净值管理模式转型；打破了摊余成本法估值模式，引导向市值法估值模式转型。转变为净值型产品最大的困难之处，在于投资者无法接受损益自负和产品收益波动风险，所以，短期内非标资金来源会受到一定程度限制。但从中长期来看，随着居民财富存量不断累积，多元化投资需求不断扩大，理性理财能力不断提升，具有丰富资管经验和优质非标资产投融资能力的商业银行，其理财资金仍会持续增长。

第二，提高银行理财收益要求。资管新规将封闭式资管产品期限限制为 90 天以上，纠正资管产品过度短频化倾向。同时，对非标资产到期日和资管产品到期日（或最近一次开发日）建立严格的约束关系，打破了过去依靠发行 3 个月以内短期产品进行收益平滑和期限错配的模式，短期理财承接高收益率产品将逐步减少。理财产品期限的拉长将对银行理财整体收益提出更高要求。

对非标资产端的影响

第一，推动“非标转标”提速。资管新规禁止了非标资产的期限错配和多层通道嵌套，这对现有非标资产运行模式带来了颠覆性挑战，以债为基础的资产形态会向标准化产品偏移。“非标转标”将成为商业银行的重要发力方向，也是资管净值化管理的关键。

第二，规范股债双线并行。非标项目投资期通常在 3 年以上，其匹配的负债端资管产品未来将面临流动性差、风险收益不匹配、市场认可度低等问题，这意味着“明股实债”和“假股真债”等类信贷模式也被彻底打破，权益型投融资业务将向真实股权投资方向转型。

第三，规制表外资金回表。资管新规严格限制金融机构理财资金对接商业银行信贷资产，而信贷资产是非标基础资产的主体，未来这部分资产的资金来源大

2018 年第 15 期总第 258 期

幅收缩，部分通过非标融资的企业将回归表内信贷或发债，一部分没有能力继续融资的企业将会出清。

商业银行非标业务转型发展路径

作为“控风险、降杠杆、防空转、去通道、强穿透”监管策略组合的重要组成，资管新规确立了非标负债端和资产端的全新对应关系，这为商业银行资管业务转型，以及统筹创新和规范的关系提供了行动指南。

负债端转型路径

第一，“表外”转“表内”。商业银行应回归表内业务实质，加快传统存款与金融衍生工具的互嵌融合，依据风险梯度和收益等级，丰富多层次结构化存款产品，有效扩充表内资金规模，为资产端业务发力提供有力保障。同时，强化表内负债产品研发能力，提升衍生工具价格波动把控水平，适时引入和创新风险缓释工具，夯实存款资金保护机制，有效获客并提升客户黏性。

第二，“间接”转“直接”。结合非标资金来源和风险管理特性，商业银行应拓展总行直营的高净值客户，构建存量企业客户上下游、高净值客户朋友圈的渗透营销机制。加快推进家族财富管理工程、上市公司董事长和董秘工程，培育商业银行投行特色生态圈，推动设立主动管理型基金，解决优质非标项目资金来源受限难题。

第三，“行内”转“行外”。商业银行应在规范同业业务的监管框架下，秉承开放共赢理念，进一步增强与保险、私募、券商、信托等同业机构的业务合作，拓展企业年金和其他险资等长时限和低成本资金来源，缓释打破刚兑的阶段性冲击。

资产端转型路径

第一，“债权”转“股权”。在供给侧结构性改革不断深化和新旧动能转换的关键时期，商业银行应优先关注科技型企业和抗周期行业（如教育、医疗等），运用并购、投贷联动等方式，提升股权类资管业务比重，摆脱“影子银行”色彩。优先关注并营销商业银行自身或其他优质同业机构已开展股权投资的标的企业、原始权益人和底层资产优质的证券化项目，赢得股权投资业务转型先机。突破对非标资产“名股实债”和“假股真债”的路径依赖，进一步优化私募基金管理人的准入

和遴选工作，通过参与优秀管理人发起的 FOF 基金，实现跟投学习、联合投资、主动投资的“三步走”策略，渐进提升真实股权项目甄别能力和主动管理水平。

第二，“非标”转“标准”。除信贷资产证券化之外，商业银行应加快推动收益权（物业费、学费、基础设施收费等）资产证券化。构建底层资产优质、现金流较强、运作模式成熟的非标资产项目库，做好资产估值、评级、流动性管理和风险评估等系统性工作，全面做强非标资产证券化业务。同时，紧盯监管政策导向，提前通过银行业信贷资产登记流转中心、北京金融资产交易所等平台的介入，提高非标资产流动性和公允价值，增强“非标转标”的及时性和有效性。创新丰富理财直接投融资工具，针对成长性好和业绩改善能力强的企业，适时引入权益选择权安排（如认股期权、回售选择权等），做大做强标准化业务。

第三，“长期”转“短期”。结合现有公开市场产品制度，创新研发私募投融资工具，积极参与定向增发、并购、结构化证券投资等增值预期较为确定的项目，丰富资金退出渠道，进一步联通资本增值各环节。适当缩短非标投融资期限，设计“2 年投资期+N 年延续选择期”的期限调整机制，匹配市场高流动性需求。

保障措施

针对非标负债端和资产端的转型路径，商业银行应匹配差异化保障措施。负债端要“两头抓”：一头抓资金，即继续拓展理财资金来源，源头支持优质非标项目的资金需求；一头抓价格，即紧盯商业银行内部 FTP 价格波动中枢，构建资管资金价格与内部转移定价的挂钩机制。资产端要“三步走”：第一步是综合同业排名、项目储备、历史业绩、核心团队、股权结构、管理机制等评价因素，建立私募 FOF 管理人动态准入机制；第二步是选拔对真实股权投资业务熟悉、非标资产运作经验丰富、直投产品创新能力强的优秀人才，组建对标优秀同业的柔性投融资团队，提升非标资产收益和净值型产品管理能力；第三步是设立具有独立法人资质的资产管理子公司，实现专业分开、风险隔离和单独监管。

2018 年第 15 期总第 258 期

加强金融监管不能遏制金融创新

吴晓求[1]

不必过度担忧金融风险

中国新闻周刊：在你看来，目前中国金融的风险源是什么？

吴晓求：从国际经验和历史经验来看，判断一个国家是否会发生金融危机，主要看四种风险形态的恶劣程度：一是货币危机，就是该国货币对全球主要货币出现大幅度的贬值，而且贬值速度非常快，时间非常短，这是金融危机的一个重要导火索。

二是银行流动性危机，主要表现是储户出现严重的挤兑而银行不能及时兑付。

三是债务危机，以债务违约为特征和标志，重要表现就是发行的债券到期不能兑付，出现全面的违约。

四是股市危机，股市出现了短期的大幅波动和下跌，很多投资者出现巨大的损失。

一个国家因为发展模式的不同，金融结构的不同，经济开放度不同，四种金融风险形态的组合形式是不一样的，一般两两组合在一起，就可能出现金融危机。

在中国，同样可以从这四个形态来分析风险源。首先，货币危机。我认为人民币出现大幅度贬值的概率非常低，主要是中国经济的转型在按照预期目标进行。尽管从长期来看，人民币有贬值的压力，但这只是一个正常的市场波动，不会出现危机。当然，也不要掉以轻心，因为未来人民币国际化之后，人民币可以自由交易，让中外所有的投资者对人民币抱有信心，是我们政策的重点。

其次，银行流动性危机。从中国银行的主体来看，国有控股的商业银行一般都不会出现流动性危机，至于一些小的商业银行，因为加强了监管，特别是加强了银行之间同业活动，加上这些小的商业银行资本补充机制不是很健全，资本来

[1] 吴晓求，中国人民大学副校长、金融与证券研究所所长

源相对不充分，所以出现某些风险，甚至出现流动性危机，都是难免的事。但作为普遍的银行流动性危机，在中国，我认为至少五到十年之内都不会出现。

再次，债务危机。中国的债务违约存在结构性的问题。中国的债券市场包括国债、金融债、地方政府债和企业债(公司债)，其中国债没有任何问题，到期可以兑付。金融债包括少量进行批发式融资的债券，整体也不会有太大的风险。真正可能发生风险的，是地方政府债和部分的企业债，可能会有一些局部性的风险存在。

最后，股市危机。2015 年股市危机之后，我们学会了很多东西。我们能够深刻理解监管者的职责是什么。以前，监管者参与市场，背离了监管的基本职责。要知道监管者主要监管市场透明度，监管信息披露，监管市场是否有操纵市场和内幕交易这些违法行为，监管者只负责监管，不参与市场的成长。至于市场指数涨多少，上市公司有多少家，本质上与监管者没关系。

同时，我们也学会了市场融资的逆周期原理。2015 年，更多的是一种市场顺周期概念，所以杠杆推动了风险的爆发和危机的出现。现在我们在操作上的确是采取逆周期的操作。未来，股市或许会有波动，但至少在短期内不会出现像 2015 年那样的危机，几率非常小。

所以，从总体上看，我对中国金融是持谨慎乐观态度的，并不是把它看成一片漆黑，有那么大的风险，那么大的问题，需要下重拳去治理。重拳是针对违规违法行为的，比如打着互联网金融旗号行诈骗之实，或者搞庞氏骗局的融资游戏，对于这些方面要严厉打击，但是对于在金融创新，还是要容忍，要正确看待我们目前的金融现状。

中国需要包容的金融监管

中国新闻周刊：按照目前“一委一行两会”的金融监管架构，在你看来，相关监管主体职能将如何划分？

吴晓求：就中国的监管架构而言，“一行两会”直接面对市场，直接去规范市场、规范行为、防范风险，保持金融体系的相对稳定，防范出现系统性金融风险，这些都是他们的基本职责。

2018 年第 15 期总第 258 期

具体说来，由央行来行使宏观审慎监管包括制订稳定性规则，维护金融体系的稳定。“两会”负责微观行为和微观风险的监管，银保会侧重于金融机构风险监管，证监会侧重于市场行为和市场风险的监管。

国务院金融稳定发展委员会因为没有具体的工具，可能更多是协调“一行两会”之间的关系，特别是遇到突发事件和重大问题的时候，可以做出一个统一的决定，避免出现部门利益之争，各自站在各自的角度去思考问题。

中国新闻周刊：目前只是在监管机构上进行物理的合并，下一步，金融监管改革还将有哪些重点？

吴晓求：物理上的合并是容易的，划清楚各自的事情、监督管理的范围，以防范未来的金融风险，防止出现过大过多的监管真空。

真正难的是功能结构上的调整，从目前的监管范围来看，应该说划分得不科学。一方面，证监会和央行、银监会之间功能的调整，目前，证监会监管的范围有些狭小，比如债券市场是否应属于证监会监管范围，需要对证券市场从法的层面和微观功能上进行调整。

另一方面，央行和过去的银监会在宏观审慎和规则制订方面有些重叠，这需要做一些调整。过去这两家经常因为监管职能不清晰或者过度交叉，形成了干扰，也使得市场主体和金融机构的运行成本大幅度增加。

在未来五年，金融法律的修改非常重要。因为中国的金融还在变革之中，要把其中的道理、趋势弄清楚，并不是那么容易的事。我们的金融监管立法大都是部门立法，虽然有时候会有全国人大专门的委员会来负责，但参与的主体还是部门，这样就会有一些缺陷，时效非常短。中国金融变革往前推一步，法律就相对滞后。中国金融立法，比其他的法更加技术化，更加难，需要一批专家去思考这些问题。

因此，立法者一定要洞察未来，了解未来的变化，此法推动社会的进步，经济的发展。洞察未来是前提，而不是简单地只为防止某个风险的出现。虽然规范某种行为规范也是立法的重要内容，但更重要的是推动经济、社会的进步

中国新闻周刊：金融监管的方向和度如何把握？

吴晓求：我认为，对金融的监管，其核心不是消灭风险，而是要让风险的蔓延速度减缓，创造各种衰减机制，制订各种指标和规则，让单个的、微观的风险不那么容易变成系统性风险，也让系统性风险不那么容易地变成金融危机。在此基础上，必须要推动金融的创新。

对中国来说，要推动金融的市场化改革和金融的国际化。如果我们的监管只是加强对金融风险的监管，阻碍了金融的市场化改革，阻碍了金融的创新，阻碍了金融的国际化，那么这个监管是有重大缺陷的。所以，我们还是要正确理解在金融监管中监管风险的本来含义，而不能将风险扩大化。

比如说科技金融在中国是一个新的金融业态，推动了中国金融的巨大进步，发生了革命性的变化。当然它也会带来一些新的风险，但这种新风险与它所带来的效率相比微不足道，而且它克服了传统金融风险，比如说第三方支付就极大地改进了中国金融的支付功能，使中国的金融支付发生革命性变化。

然而，种种迹象表明，此前，金融监管要么抑制第三方支付的发展，要么试图想让它回归到一个相对传统的体系中，特别是对额度的限制，政策倾向还是很明显的。

我想，对于这种新的金融业态要加强研究，要知道它的风险源在哪里，构建一个和它相匹配的金融监管准则和金融监管体系，而不是说采取一些非常强硬的办法，让它回到传统金融体系中来。

2018 年第 15 总第 258 期

央行政策必须适应新的现实[1]

本·罗宾逊[2]

央行正在试图解释为什么尽管有数万亿美元的货币刺激而且劳动力市场日趋饱和，通货膨胀仍然保持低位。他们的解释主要围绕产品、资本和劳动力市场的全球化对菲利普斯曲线移动的通缩效应。菲利普斯曲线描述的是失业和通货膨胀之间的负相关关系。人们普遍认为，在一个给定国家，劳动力市场的饱和，不会导致通胀预期上升，因为全球而非国内的经济余量已成为价格的根本决定因素。

货币政策制定者逐渐认识到为了使通货膨胀率上升几个基点而采取的越来越大规模的刺激政策与可能面对的金融风险相比得不偿失。全球经济的结构变化增加了重新评估的紧迫性。

在过去的几十年中，服务业在全球 GDP 和就业中所占份额稳步上升。其中许多部门越来越受到知识和技术驱动。这对经济组织、生产力、成本和产品质量产生了巨大影响，这可能会降低经济增长和低失业率带来的通胀压力。测量的困难意味着这些问题往往被忽视，但它们对货币政策传导机制的影响显著。

互联网已经让一些之前需要付费的服务，例如通信、娱乐、信息和新闻，变得免费。这意味着大量的经济活动不再出现在 GDP 数据中。

随着产出变得越来越难以准确测量，生产率的提高可能被低估。1 月下旬，英国国家统计局承认官方数据未能充分反映数字技术和通信服务的发展，因此上调了对生产率和部门增长的估计。同时，通货膨胀率低于报告上的数字，以反映对服务业价值的修正。

这些困难代表着与过去之间的重大差异。在过去，生产商品或服务需要更多的有形投入，从而推高总需求。这确保了经济余量与通货膨胀之间的紧密联系，并允许中央银行通过传统货币政策工具来管理价格水平。

数字经济更依赖于对总需求影响较小的无形资产。许多服务是使用软件生产

[1] 翻译：陈文烨；审校：罗添，原文选自 OMFIF 出版的 The Bulletin（2018 年 2 月）

[2] 本罗宾逊，国际货币金融机构官方论坛高级经济学家

和分配的，而不是要求有形投入，供应网络和实体零售点。这使得生产的边际成本基本为零。

这影响了潜在产出，通货膨胀和货币政策之间的联系的程度仍不明确，但与经验之间的差异是惊人的。

数据驱动的服务使质量有了显着的提高，但这些往往难以量化。因此，随着时间的推移比较物品的价格可能会产生误导，这为通货膨胀措施的同比性质造成了困难。 iPhone 可能比过时的手机贵得多，但它提供了更多的功能。技术和通讯方面的改进也同样改变了食品运输和运输等低科技行业，进一步阻碍了比较。

中央银行的模型依靠历史数据来指导他们的预测。数字经济和基于技术的服务的快速增长带来了一个新的现实，政策制定者必须适应这一现实。需要使用一个新的基于服务产出，质量，价格和生产率提高的假设的模型。缺乏确凿的数据从一个方面解释了为什么通货膨胀一直低于预期以及为什么货币政策如此缓慢以实现目标。

政策制定者正试图理解不断演变的数字和服务型经济对通货膨胀动态的真实影响。在他们成功之前，不适当或可能有害的选择蕴含的风险可能会增加。

Services are driving down inflation
Central bank policy must adapt to new reality

Ben Robinson[1]

Central banks are struggling to account for the persistence of low inflation despite trillions of dollars of monetary stimulus and tighter labour markets. Their explanations centre on the disinflationary effect of globalised product, capital and labour markets on shifting the Phillips curve, the inverse relationship between unemployment and inflation. It is widely acknowledged that tighter labour markets in a given country no longer result in the expected rise in inflation, because global rather than domestic slack has become a fundamental determinant of prices.

Monetary policy-makers increasingly see ever-larger stimulus, for the sake of adding a few extra basis points to inflation, as not worth the financial risk. Structural changes in the global economy add urgency to this reassessment.

Over the last few decades the services sector has risen steadily both as a share of global GDP and employment. Many of these sectors are increasingly knowledge- and technology-driven. This has had a dramatic impact on economic organisation, productivity, costs and product quality, which may have lowered the inflationary pressures of economic growth and low unemployment. Difficulties in measurement mean these issues are often overlooked, but their influence on monetary policy transmission could be substantial.

The internet has made many functions that were previously paid for, such as communication, entertainment, information and news, effectively free. This means a large amount of economic activity no longer appears in GDP figures.

[1]Ben Robinson is Senior Economist at OMFIF. This article first appeared in the February edition of The Bulletin.

With output becoming more difficult to measure accurately, productivity gains may be under-reported. In late January the UK Office for National Statistics revised upwards its estimates for productivity and sectoral growth after acknowledging that advances in digital technologies and communications services had not been captured by official figures. Inflation, meanwhile, was lower than reported, reflecting the adjusted value of the services produced.

These difficulties represent a significant break from the past, where producing more of a given good or service required greater demand for physical inputs, pushing up aggregate demand. This ensured a strong link between economic slack and inflation, and allowed central banks to manage price levels via traditional monetary policy tools.

The digital economy is more dependent on intangibles that have a less direct influence on aggregate demand. Many services are produced and distributed using software rather than requiring physical inputs, supply networks and bricks-and-mortar outlets. This is making the marginal cost of new production essentially zero.

The extent to which this has affected the link between potential output, inflation and monetary policy is still unclear, but the break with experience is striking.

Data-driven services have allowed dramatic improvements in quality, although these are often hard to quantify. As a result, it can be misleading to compare the price of items over time, creating difficulties for the year-on-year nature of inflation measures. An iPhone may be much more expensive than an outmoded mobile phone, but it offers much greater functionality. Improvements in technology and communications have similarly transformed low-tech sectors such as food delivery and transportation, further hindering comparison.

Central bank models depend on historical data to guide their forecasts. The rapid growth of the digital economy and technology-enabled services is creating a new reality to which policy-makers must adapt. Updated models using assumptions based on services output, quality, prices and productivity gains are needed. The lack of hard data here suggests one reason why inflation has consistently undershot forecasts and why monetary policy has been so slow to achieve its target.

Policy-makers are trying to understand the true impact of the evolving digital and service-based economy on inflation dynamics. Until they succeed, the risk of inappropriate or potentially harmful choices could grow.

银行监管不再无序[1]

Steve H. Hanke[2]

2008 年金融危机以来的经济复苏步伐为史上最慢。危机催生的银行监管（参读：多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案）是罪魁祸首。事实上，银行监管构想不健全、顺周期并带有危险。因此，银行监管不仅没有拉动美国经济反而导致了经济的下滑，同时也令人们陷入愈发不安全的境地。

为了理解其中缘由，我们必须努力回溯约翰·梅纳德·凯恩斯最擅长的领域——尤其是他 1930 年的两卷著作《货币论》，这一作品不下于米尔顿弗里德曼 1997 年作品。

尤其值得一提的是，凯恩斯把货币分成两类：国家货币和银行货币。国家货币是由中央银行生产的高能货币（所谓的货币基础）。银行货币是由商业银行通过存款产生的。

凯恩斯在《货币论》里花了很多篇幅来讲述银行货币——这并不令人意外，因为凯恩斯明确指出，在 1930 年，银行货币的规模比国家货币大得多。而自 1930 年后，情况也没改变多少。今天，银行货币占广义货币（M4）总量的 82%。

所以银行的钱就是“房间里的大象（虽然明显但因太麻烦而让大家不愿多谈的问题）”。任何会影响银行货币的因素都会主导广义货币的创造。货币和信贷的变化为经济活动设定了方向。

我们已经搭好了舞台——现在该开始游戏了。对于政治家和央行管理者来说，游戏的名字就是让他人来背世界经济和金融危机的锅。

在 2008 年危机之后，政治家和央行管理者把这归咎于银行和银行家。建制派称，由于银行“资本不足”和“缺乏监管”，银行面临着巨大的风险。因此，多德—弗兰克法案全胜通过毫不令人意外，银行现在承受着超过 22,000 页的新监管法规的负担——并且还在数着。这导致了在经济低迷时期出现具有破坏性的顺周

[1] 翻译：赵文静；审校：罗添，原文于 2018 年 3 月 6 日刊载于 Forbes.com
[2] Steve H. Hanke，中国人民大学国际货币研究所国际顾问委员、约翰·霍普金斯大学应用经济学教授

期政策立场——而这恰恰是美国不需要的。事实上，这一切对于反银行式的监管的热情造成了信贷紧缩。

美国的货币立场一直是错误而且偏执的。对于“房间里的大象”——银行存款——其始终保持紧缩政策。但在国家货币方面，政策却极度宽松。这样做的结果是，危机后一方面国家货币快速增长，另一方面银行货币在经历了起初的收缩之后增长停滞不前。作为经济增长动力的广义货币（Divisia M4）仅仅以每年 4.8％的速度缓慢增长。

后危机时代的监管热情是荒谬的，因为其建立在一个虚构的说法之上。这个虚构的说法 是由全国顶级银行家之一的约翰·艾利森诠释的。艾利森在他的著作《金融危机与自由市场治理》（McGraw-Hill，2013）一书中阐述了这样一个说法：银行业在乔治·W·布什政府时期放松了管制，这是引发金融危机的主要原因。正如艾利森所写的那样，这个说法是无稽之谈。小布什时期，大幅度的增加监管影响了银行。金融行业没有放松管制，而是被隐私法、萨班斯—奥克斯利法案以及爱国者法案等的规定错误管制，此处仅举三例。

如果我们回到与多德—弗兰克相关的监管疯狂，我们就能注意到，尽管所有金融机构都处于监管之中，但社区银行却尤其被陷于挤压状态。

那么是什么构成了社区银行？想知道答案的话，没有比哈佛大学肯尼迪学院的一篇文章更好的资料了。这篇文章的名字叫做《社区银行的状况和命运》，作者是马歇尔·卢克斯和罗伯特·格林尼（2015 年 2 月）：

美国社区银行的全貌很复杂。我们发现，虽然在过去二十年里，社区银行在美国银行贷款市场和美国银行资产中所占的份额下降了约 50％，但他们仍然在主要贷款领域发挥着重要作用。社区银行提供了 77％的农业贷款和 50％以上的小企业贷款。农业贷款是一个需要农业知识的专门领域，通常因地区、农场、农场主和长期预期而异;而且农业周期相当长。社区银行在当地房地产贷款中也发挥着主要作用，尤其是在住房这一项需要了解当地情况和借款人业务的行业。2013 年，对小型社区银行（拥有 10 亿美元或更少资产的银行）而言，由一到四户住宅房产担保的贷款的违约率为 3.47％，与之相比，对于资产超过 10 亿美元的银行来说，违约率为 10.42％。

卢克斯和格林尼明确指出，多德—弗兰克法案的出台令社区银行遭受到了不成比例的巨大打击。确实，该法案创造了一些被社区银行家自嘲为“小而不活”的银行。

幸运的是，救援可能即将到来。在接下来的几天里，参议院将对《经济增长、监管救济和消费者保护法案》进行投票。该法案由共和党和民主党两党人士共同发起，且准备充分。没错，有几个声名在外的改革派—比如参议员伊丽莎白·沃伦（马萨诸塞州民主党议员）和谢罗德·布朗（俄亥俄州民主党议员）—从未见过哪个银行或银行家他们不讨厌；但尽管如此，这项法案有望在参议院获得通过。

对于社区银行、他们的客户和经济来说，这将是一个好消息。毕竟，该法案将令资产不足 1000 亿美元的银行免于美联储年度压力测试。因此，对于社区银行和信用合作社来说，他们似乎即将摆脱多德—弗兰克法案带来的的繁琐规定。

Relief for Bank Regulatory Madness Might Be on the Way

Steve H. Hanke[1]

The economic recovery from the financial crisis of 2008 has been one of the slowest in history. Bank regulations spawned by the crisis (read: the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) are the main culprit. Indeed, bank regulations have been ill conceived, pro-cyclical and fraught with danger. In consequence, bank regulations have pushed the U.S. down, not pulled it up. And they have made us less, not more, safe.

To understand why, we must revert back to John Maynard Keynes at his best — specifically, his two-volume 1930 work, A Treatise on Money, a work that no less than Milton Friedman wrote about approvingly in 1997.

In particular, Keynes separates money into two classes: state money and bank money. State money is the high-powered money (the so-called monetary base) that is produced by central banks. Bank money is produced by commercial banks through deposit creation.

Keynes spends many pages in the Treatise dealing with bank money — not surprising given that, as Keynes makes clear, bank money was much larger than state money in 1930. Well, not much has changed since then. Today, bank money accounts for 82% of the total broad money measure, M4.

So bank money is the elephant in the room. Anything that affects bank money dominates the production of money, broadly measured. And changes in money and credit set the course for economic activity.

We have prepared the stage - now for the play. For politicians, as well as central bankers, the name of the game is to blame someone else for the world's economic and

[1] This article appeared on Forbes.com on March 6, 2018

financial troubles.

In the wake of the 2008 crisis, their accusatory fingers pointed at banks and bankers. The establishment asserted that banks were too risky and dangerous because they were "undercapitalized" and "underregulated." It is, therefore, not surprising that the Dodd-Frank Act passed with flying colors, and that banks are now burdened with more than 22,000 pages of new regulation — and counting. This resulted in a damaging pro-cyclical policy stance in the middle of a slump — just what U.S. did not need. Indeed, all this anti-bank regulatory zeal created a credit crunch.

The U.S. monetary stance has been wrongheaded and schizophrenic. When it comes to the big elephant in the room - bank money - the stance has been very tight. But when it comes to state money, the stance has been ultra-loose. The end result has been one in which state money exploded after the crisis while bank money initially contracted and then stagnated. In consequence, broad money (Divisia M4), which is the fuel for the economy, is growing at a modest 4.8% annual rate.

What makes the post-crisis regulatory zeal so absurd is that it is based on a myth — one identified by John Allison, one of the country's top bankers. Indeed, in his book The Financial Crisis and the Free Market Cure (McGraw-Hill, 2013), Allison shines a light on the myth that the banking industry was deregulated during the administration of George W. Bush and that this was a major cause of the financial crisis. As Allison documents, this argument is nonsense. There was a massive increase in regulations that affected banks during the Bush years. The financial industry was not deregulated, but misregulated, with the likes of the Privacy Act, the Sarbanes-Oxley Act, and the Patriot Act, to name but three.

If we return to the regulatory madness associated with Dodd-Frank, we see that, while all financial institutions were put in a vise, community banks were put in a super-squeeze.

Just what constitutes a community bank? For the answers, there is no better source than a Harvard Kennedy School working paper, "The State and Fate of Community Banking," by Marshall Lux and Robert Greene (February 2015):

The full picture of community banking in the U.S. is quite complex. We found that although community banks' share of the U.S. bank-lending market and of U.S. banking assets has declined by about 50 percent in the last two decades, the sector continues to play a vital role in key lending segments. Community banks provide 77 percent of agricultural loans and over 50 percent of small business loans. Agricultural lending, in particular, is a specialty that requires a knowledge of farming, often very specific to the region, to the farm or to the farmer, and a longer-term perspective; agricultural cycles are fairly long. Community banks also play a major role in local real estate lending, particularly for housing, another business where knowledge of local conditions and borrowers is necessary. In 2013, the default rates for loans secured by one to four-family residential properties ran at 3.47 percent for small community banks (banks with $1 billion or less in assets) versus 10.42 percent for banks with more than $1 billion in assets.

Lax and Greene make it clear that the community banks took a disproportionately big hit as a result of the passage of the Dodd-Frank Act. Indeed, Dodd-Frank created what some community bankers quip is a class of banks that are "too small to succeed."

Fortunately, relief might be on the way. In the next few days, the Senate will vote on the Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act. It is co-sponsored by a bipartisan group of Republicans and Democrats who have done their homework. Yes, there are a few loud progressives — like Senator Elizabeth Warren (D-Mass.) and Sherrod Brown (D-Ohio) — who have never seen a bank or banker that they didn't love to hate; nonetheless, it looks like the legislation will pass muster in the Senate.

This will be good news for community banks, their customers and the economy. After all, the legislation will, among other things, exempt banks with less than $100 billion in assets from the Federal Reserve's annual stress tests. So for community banks and credit unions, relief from the onerous regulations spawned by the Dodd-Frank Act appears to be just around the corner.

系列三十五：人民币外汇交易市场现状[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》第七章。

2016 年 10 月,人民币正式加入 SDR,标志着人民币国际化进程取得了重大突破。 尽管人民币汇率波动加大,但人民币加入 SDR 后的制度性红利正在逐渐释放,人民币跨境使用的内部及外部运行环境加快调整,境外投资者强烈要求降低持有人民币的操作难度,获得更多的渠道增持人民币资产。提升人民币作为储备货币的地位,必须要提供更多人民币投资工具。为此,需要在保证经济安全的前提下,稳步推进金融市场开放,并不断完善金融市场运行机制,提升人民币市场的深度和广度,满足全球各类投资者增持人民币资产的长远需求。

人民币外汇市场是全球人民币体系中的重要组成部分，是人民币国际化的重要推手，发挥了重要功能，构建多层次、多元化的人民币外汇市场，对于促进人民币国际化有重要意义，是人民币在国际上行使结算清算、价值计量以及储备货币职能的重要保障。

首先来看人民币外汇市场的功能。汇率从本质上是国与国之间综合产品竞争力的对比，有效的外汇市场可以充分反映市场的供求关系以及市场参与者对未来

[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

的预期，以价格调节市场参与者行为，直至市场供求达到出清状态。多层次的人民币外汇市场涵盖多层次的人民币外汇产品体系，除了提供价格发现功能之外，可以给市场参与者提供便捷有效的货币兑换渠道，也可以为市场参与者提供多样化的保值避险手段。

一、人民币外汇市场的价格发现功能

人民币外汇市场的价格发现功能可以为使用人民币进行经济活动的市场参与者提供有效的价格信息，进而影响市场参与者的经济决策过程，直至市场价格达到出清状态。

短期看，汇率的主要决定因素是利率平价，即两国不同的利率水平变化会引发资本的跨境流动，从利率较低的国家流入利率较高的国家。在实践中也可以印证，如 2016 年下半年市场对美联储加息预期渐强，每次公布可能会影响到美联储加息概率的经济数据时，都会伴随外汇市场的大幅波动，若数据支持美联储加息则美元指数上涨，反之则美元指数下跌，因此围绕着美联储是否加息的决策过程，2016 年的外汇市场呈现出典型的事件驱动型交易特征。

中期看，汇率的强弱主要取决于一国经常性账户的情况。国际上通行的判断汇率是否处于均衡区间的标准之一，便是一国经常账户顺差或逆差规模占 GDP 的比例，若该比例处于正负 4%之内，则可以认为该国的汇率是大体均衡的。中国的经常性账户顺差占 GDP 的比例从 2007 年的 10.1%下降至 2016 年的 1.9%，从这一标准来看，人民币当前的汇率水平基本上处于合理区间范围。

长期内，影响汇率的主要因素是各个国家相对劳动生产率的情况。劳动生产率较高的国家由于其综合产品成本较低，在国际上市获得竞争优势，促进自身出口的出口，进而对本国汇率构成支撑。因此从长期来看，一国汇率维持强势的基础是不断提升本国的劳动生产率水平，具体手段可以通过提升人口素质、增加资本投入、完善基础设施等方式来实现。

二、人民币外汇市场的兑换和交易功能

多层次的外汇市场对促进对外贸易和国际资本流动有重要作用，可以便捷高效的满足市场参与者对人民币和外币的货币兑换和交易需求，主要体现在几个方面：

第一，多层次的外汇市场可以有效满足进出口企业的汇兑需求。外汇市场的基本功能便是满足进出口企业的货币兑换需求，多层次的外汇市场可以有效降低企业在汇兑过程中的成本，提高企业货币兑换效率，尤其对于较为依赖对外贸易的国家，构建多层次的外汇市场可以有效提升本国企业的对外贸易活跃程度。

第二，多层次的外汇市场为国际资本流动提供便捷高效的汇兑渠道。目前进行对外投资仍需要兑换为外币进行，投资期满后再通过外汇市场兑换为本国货币，完成投资周期。相对自由开放的外汇市场可以给国际投资者提供稳定的退出预期，在收益率相近的情况下增强对国际资本的吸引力。

第三，发达的外汇市场本身就是吸引国际资本的重要平台。国际资本的一部分投资标的本身就是外汇市场，市场参与者种类多样、市场产品体系健全、市场流动性水平较高对于吸引国际资本有重要的作用，而且具有较强的外溢效应，可以有效提升本国金融市场的整体发展水平。虽然从国际经验上看，进入外汇市场的资金主要以短期交易为主，频繁的流入流出可能会对本国的金融市场造成冲击，但是通过提高监控手段、加强资本流动预测等手段可以有效抵消其负面影响，进而发挥其积极效果。

三、人民币外汇市场具有保值避险功能。

中国的对外贸易行业对国内经济的拉动起到了至关重要的作用，也容纳了大量的就业人口。发展多层次、多样化的外汇市场，可以为进出口企业及国际资本提供多样化的保值产品，同时在合适的市场环境下可以有效降低企业的财务成本。

第一，多层次的外汇市场可以为国际投资者提供有效的保值避险手段。多层次、多元化的外汇市场可以为投资者提供多样化的汇率保值产品，市场上主流的远期、掉期、期权、交叉货币掉期等衍生产品可以有效满足投资者对于不同汇率风险的对冲需求，一方面可以使投资者在进行投资决策前便可以对投资预期进行

相对准确的评估；另一方面也可以使投资者将投资收益及时锁定，降低整个投资过程中的波动性风险，提升投资回报表现。

第二，多层次的外汇市场可以为进出口企业提供多样化的汇率保值工具。在实践当中，绝大多数进出口企业的收付款周期都是在达成贸易合同的三个月之后，部分对外工程项目的回款期可能会更久，如何规避签订合同到收到款项这一时间段内的汇率波动风险，稳定企业的财务预算，便成为涉外业务企业财务管理的重要内容。在 2005 年至 2013 年人民币的升值周期中，多数出口企业通过远期结汇的操作，取得了有效的汇率对冲效果。多层次的外汇市场可以为企业提供多种汇率保值产品，降低企业的汇率、利率风险，使企业更加专注于自身主营业务，促进整个进出口行业的健康发展。

第三，多层次的外汇市场可以降低企业财务成本。在当前国际经济形势较为低迷的阶段，进出口企业利用外汇市场进行合适的操作，在一定的市场条件下可以有效降低企业财务成本，为企业度过经济低迷期提供支持。尤其是在中国外汇市场当前向市场化的过渡时期内，在岸和离岸两个人民币汇率、利率市场共同发展，企业利用两个市场、两种资源进行汇率、利率保值交易，在资金成本相对较低的市场借入资金，或者通过交叉货币掉期交易方式，将自身融资成本相对的较低的币种转化为实际需要的币种，可以有效降低企业的融资成本，达到金融服务实体经济的目的。

人民币国际化需要外汇市场提供功能支撑。人民币国际化即随着中国对外贸易的发展和国际交往范围的扩大，人民币在世界范围内发挥价值尺度、支付手段以及价值储藏职能的过程，而多层次的人民币外汇市场是人民币发挥国际货币职能的重要平台。

多层次的人民币外汇市场可以为人民币发挥贸易结算功能提供基础条件。2003 年 3 月，《国家外汇管理局关于境内机构对外贸易中以人民币作为计价货币有关问题的通知》规定“境内机构签订进出口合同时，可以采用人民币作为计价货币”，拉开了人民币作为对外贸易计价结算货币的序幕。近年来，中国对外贸易中以人民币进行计价结算的规模和比例均有大幅增长，由贸易带动的人民币国际化进程呈现出了蓬勃发展的局面，多层次人民币外汇市场的不断完善可以为

对外贸易中的参与主体提供透明有效的价格信息，并提供多种衍生工具进行汇率风险对冲，提高市场主体选择人民币作为贸易结算货币的吸引力。

多层次的人民币外汇市场可以为人民币发挥大宗商品计价货币职能提供支撑。中国作为大宗商品进口大国，在国际大宗商品定价上缺乏相应的话语权和市场影响力，目前在人民币国际化的整体战略中，推动以人民币计价的大宗商品交易是重要的一环。多层次的人民币外汇市场可以为人民币计价的大宗商品交易提供定价依据及风险对冲手段，保证中国在大宗商品定价领域影响力的持续提升。目前国内多家商业银行已经推出的国内贵金属交易，其背后便是利用了人民币和美元的外汇平盘机制；“沪港通”、“深港通”等资本项目下的交易安排，也有主流的商业银行参与其中，作为货币兑换的主要机构；未来中国交易所推出的人民币原油期货等品种，也需要多层次的外汇市场作为国内和国际大宗商品价格的联系纽带。

多层次的人民币外汇市场可以为人民币发挥国际储备货币职能提供重要渠道。目前美元仍是国际上最主要的储备货币，这同美元在全球范围内建立起的灵活高效的外汇市场有密切的关系，国际投资者可以便捷的买入卖出美元，进行资产负债调整。在当前人民币国际化进程中，多层次的人民币外汇市场可以为境外货币当局提供多样化的获取人民币渠道，促进人民币的国际储备货币职能不断深化。根据 2016 年第四季度《中国货币执行报告》，截止 2016 年末，在中国人民银行与境外货币当局签署的双边本币互换协议下，境外货币当局动用人民币余额为 221.49 亿元，中国人民银行动用外币余额折合 11.18 亿美元，对促进双边贸易投资发挥了积极作用。这些都依赖于多层次、多产品、多参与者的人民币外汇市场发展。

随着人民币国际化进程的推进，人民币外汇交易市场也迅速发展。从市场参与者种类看，人民币外汇市场还有进一步发展的空间。近年来，境内即期外汇市场交易币种不断增加，市场参与主体不断丰富，外汇市场交易主体进一步扩展，银行间市场交易主体种类已经涵盖境内银行、财务公司、券商、境外银行等多种交易主体。截至 2016 年末，境内人民币外汇市场共有即期市场会员 582 家，远期、外汇掉期、货币掉期和期权市场会员各 154 家、154 家、127 家和 87 家，即期市场做市商 30 家，远掉期市场做市商 26 家。零售市场方面，境内发展较为缓

慢，主要原因是受到境内“实需原则”的要求，只有具备满足一定条件的企业才可以进入零售市场进行交易，个人结售汇业务也受到严格的额度管理，因此零售市场上人民币外汇交易发展较银行间市场更为缓慢。与之对应的是离岸人民币外汇市场的迅速发展，由于离岸人民币外汇交易市场受到管制较少，交易种类和交易方式较境内更为灵活，因此离岸人民币外汇市场参与者种类较境内更加丰富，除了境内市场的参与者种类外，对冲基金也是外汇市场的重要参与者，因此离岸人民币外汇市场投机交易十分活跃，对市场信息反应尤其敏感。

从交易量上来看，根据国际清算银行的统计调查，在全球外汇交易量下滑的大背景下，人民币外汇交易量仍然保持了较快的增长势头，2016 年人民币日均成交量为 2020 亿美元，较 2013 年调查时的 1196 亿美元增长了 68.97%。从整体货币成交量排名来看，2016 年全球人民币外汇成交量排名第 8 位，较 2013 年上升 1 位，已经是全球交易最活跃的新兴市场国家货币，并且同第 6 位加拿大元及第 7 位瑞士法郎的差距进一步缩小。

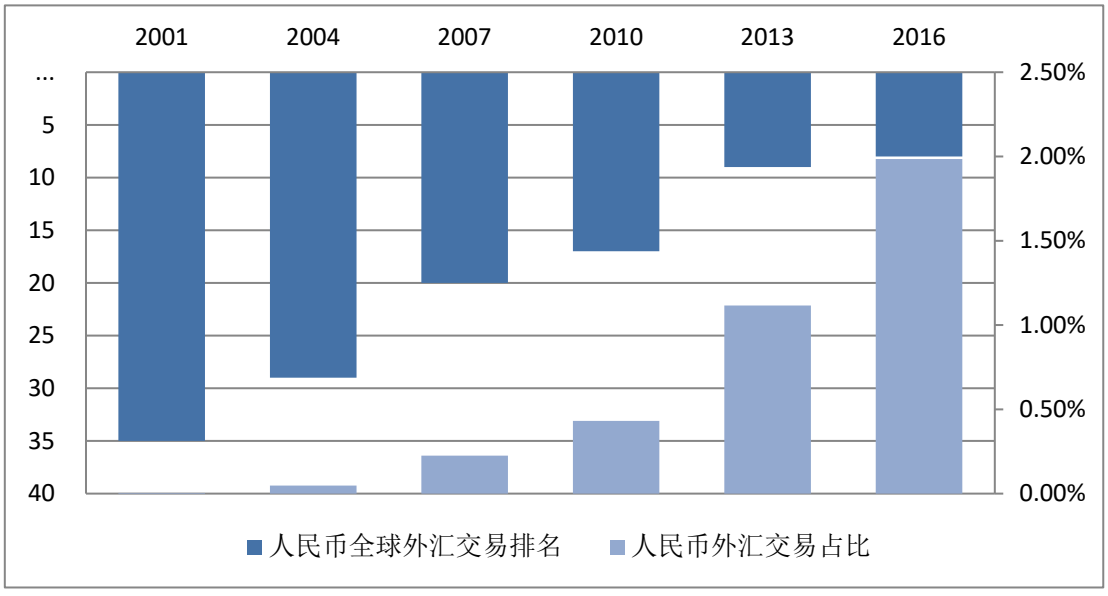


图 1 人民币全球外汇交易排名及占比

从人民币外汇市场产品成交量占比来看，人民币外汇交易中外汇掉期交易所占比例最大为 42%，即期交易占比为 34%，远期交易占比为 14%，期权交易占比为 9%，货币互换占比为 1%。

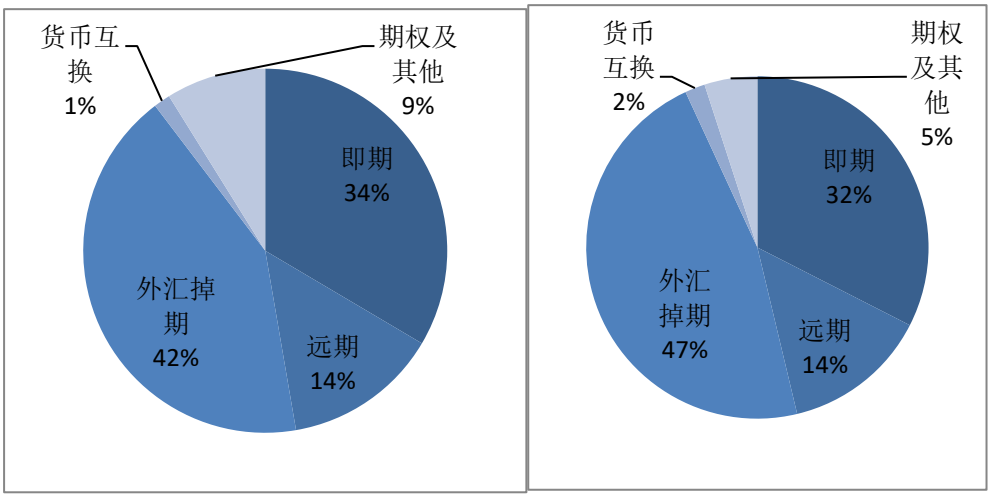


图 2 人民币交易产品占比及国际比较

同全球平均水平比较来看，人民币外汇交易中即期交易和期权交易占比高于全球平均水平。其中有两个问题值得关注，一个是人民币外汇期权交易大幅高于全球平均水平的现象，从实践经验角度分析，由于目前境内人民币代客即期、远期交易仍有较强的管制，且从 2014 年开始，离岸人民币存量规模出现了持续下降，导致需要交割的即期、远期、掉期交易活跃程度下降，而期权交易具备高杠杆、不交割的特征，市场参与者尤其是一些对冲基金偏好通过期权产品来进行交易，因此人民币期权交易占比相对较高；另外一个是人民币外汇掉期交易占比低于全球平均水平，由于外汇掉期交易主要被用于对冲远期交易产生的部分头寸以及用于调整金融机构各货币的现金流量，因此外汇掉期交易在所有交易中的占比较大，几乎达到了总交易量的一半，人民币外汇掉期交易占比较低表明在人民币市场上外汇掉期交易作为调剂美元和人民币现金流的功能还有进一步提升的空间。

人民币外汇市场改革发展仍是热点。交易背景审核、中间价定价和人民币波幅控制是境内人民币外汇市场发展的三大支柱，2005 年至今的多项改革措施大体围绕着这三方面展开，2016 年人民币外汇市场改革的焦点仍然是中间价定价机制的不断完善。

境内真正意义上的人民币外汇市场开始于 1994 年，1994 年 1 月 1 日人民币官方汇率与调剂市场汇率并轨，美元兑人民币汇率统一为 8.70，开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制，对中资机构实行强制结汇、有条件售汇的管理。1994 年 4 月，中国外汇交易中心在上海成立并开始运营，建立

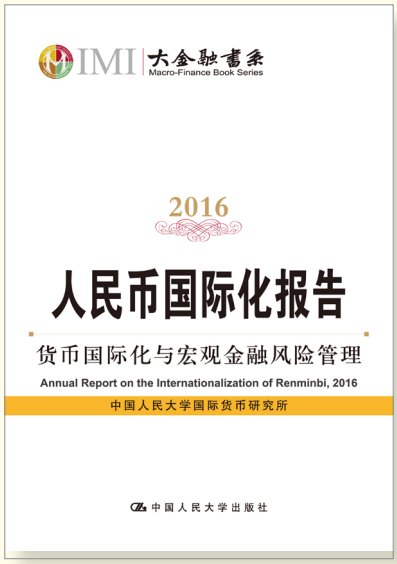
了全国统一的银行间交易市场。1996 年，中国实现了人民币经常项目完全可兑换，开始有序推进人民币资本项目可兑换。

2005 年至今是人民币汇率形成机制市场改革时期。2005 年 7 月 21 日，为完善人民币汇率形成机制、提高人民币汇率市场化程度，中国对人民币汇率形成机制进行了改革，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，人民币不再简单盯住美元，与当日一次性升值 2%。2005 年 11 月，引入人民币外汇做市场制度。2006 年 1 月 4 日，人民银行对中间价形成方式进行了调整，由参考上一日收盘价调整为对银行间市场做市商报价进行加权平均后得出。2010 年 6 月 19 日，人民银行进一步推进汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。2012 年 4 月 14 日，银行间市场美元对人民币即期成交区间由中间价上下千分之五扩大至百分之一，市场在人民币汇率决定中能发挥更大作用。2014 年 3 月，也能行间即期外汇市场人民币对美元交易区间扩大至百分之二，基本上满足了日间波动需求。2015 年 8 月 11 日，人民银行根据市场发展的需要，进一步完善人民币中间价报价机制，提高了中间价形成的市场化程度，扩大了市场汇率的实际运行空间，更好地发挥了汇率对外汇供求的调节作用。

中间价定价机制改革在之前若干年中触及较少，也是人民币汇率定价市场化机制中的关键环节，因此 2015 年 8 月份人民银行对人民币中间价形成机制进行改革后，人民币外汇市场的波动水平大幅提升，人民币外汇市场的发展进入了新的时期。而后人民银行继续按主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率市场化形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。2016 年 2 月份，中国人民银行明确了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制。这一机制比较好地兼顾了市场供求指向、保持人民币对一篮子货币基本稳定和稳定市场预期三者之间的关系，增强了汇率形成机制的规则性、透明度和市场化水平，人民币对美元汇率弹性进一步增强，双向浮动的特征更加显著，汇率预期总体平稳。在 2016 年第一季度的货币执行报告中，央行首次阐释了中间价的定价细节，而后多家机构开始根据定价逻辑尝试测算每日中间价的价格，由于央行并没有公布人民币指数的计算公式，市场通过不断优化、猜

测、拟合，目前测算结果已经大体接近央行公布价格。市场测算中间价的主要目的不是仅仅为了预测中间价的水平，测算的理论结果和央行公布价格之间的差值才是中间价测算的主要意义所在，该差价以及差价的变化可以部分反映央行对汇率运行的意图，即当测算价格高于公布价格意味着央行启动了过滤机制，差额越大，则说明过滤机制的效果越大。

《人民币国际化报告 2016》



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

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

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

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

刊发日期：2018 年 4 月 16 日

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载