

【“货币金融圆桌会议暨清算所沙龙”专题】

孙鲁军：人民币汇率变化的“变”和“不变”

肖耿：稳定汇率需解决好最后一公里问题

刘珺：货币国际化的多维动因

王永利：人民币汇率需要关注的问题

翟东升：2021年人民币兑美元大概会在5.5:1

【海外之声】

Jacques Pelkmans：中欧在贸易政策的领导力：可行否？满意否？

Felix Hufeld：金融监管是一门科学，也是一门艺术

【IMI研报·人民币国际化报告2016】

系列三十三：构建宏观审慎政策框架的必要性

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

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



人民币汇率变化的“变”和“不变”

孙鲁军¹

编者按：

4 月 15 日下午，“货币金融圆桌会议暨清算所沙龙”在北京顺利举办。本次圆桌会议由上海清算所和中国人民大学国际货币研究所联合主办，议题为“人民币汇率波动的宏观因素及其潜在影响”。国家外汇管理局原副局长魏本华，中国投资有限责任公司副总经理刘珺，上海清算所首席风险官陈光，国新国际投资有限公司董事孙鲁军，香港大学商学院及社会科学学院金融与公共政策教授、香港国际金融学会会长肖耿，上海清算所产品开发部总经理程磊磊以及来自中国银行、农业银行、工商银行、建设银行等各大银行代表约 60 人出席此次会议。会议由中国人民大学国际货币研究所副所长宋科主持。

孙鲁军董事在题为“人民币汇率变化的变和不变”的演讲中针对人无贬基的说法和 8.11 汇改以后人民币汇率的变化提出了自己的看法，在中长期人民币确实没有持续贬值的基础，但是在短期情况却不同，由于影响人民币汇率变化的因素的变化，导致人民币汇率出现了短期的波动。

以下为孙鲁军学术委员的演讲摘要：

一. 引言

“人无贬基”这个词，是 2016 年大家在谈到人民币汇率时最常用的一个词，甚至有人把“人无贬基”作为 2016 年的年度词语。从 2015 年 8 月 12 日一直到 2016 年 11 月左右，官方和主流媒体一直在宣称“人民币汇率没有持续贬值的基础”，但是 8.11 汇改以来人民币汇率却出现了“持续的”贬值，2016 年初至年末累计贬值了 6.63%。为什么会出现现实与官方说法的背离？人民币汇率变动的基础发生了什么变动？人民币汇率变动的特点是怎样的？

二. “人无贬基”和 8.11 汇改

¹ 孙鲁军，中国人民大学国际货币研究所学术委员、国新国际投资有限公司董事

官方和主流媒体认为“人无贬基”，主要是基于以下几个因素：一是中国经济的增速相对来说还是比较高的，尽管有所下降，但是相对于世界大多数国家和地区而言 GDP 增速还是比较高的；二是我国经常项目仍然保持着较大的顺差，这是决定外汇市场供求的主要的基本面因素，也是支持人民币汇率的重要基础；三是中国的外汇储备是充足的，这是支撑人民币汇率稳定的重要基础。

（一）“人无贬基”中“基”出现的问题

与上述表述相悖的是，8.11 汇改以来人民币汇率却出现了持续的贬值，2016 年贬值了 6.63% 左右，一方面是官方和主流媒体宣称人民币没有持续贬值的基础，另外一方面人民币确实在持续贬值。由此，对人民币贬值的说法产生一定的疑问和怀疑。“人无贬基”，如果仅针对 8.11 汇改以来人民币走势来看，不能全面和准确地解释说明汇改以来人民币走势变化的情况，在一定程度上，也使得人民币汇率政策的导向失去了一定的公信力。

8.11 汇改以来到 2017 年年初，人民币变化的原因除了美国经济良好复苏，美元指数强劲上涨等外部因素影响以外，从内因来看，在“人无贬基”的“基”上还是出现了一些问题。正如美联储前主席保罗·沃尔克在《时运变迁》中说的，“一国货币的贬值尤其是连续的贬值，通常是发生状况的信号。”可以说，人民币目前也是处于这样的状况，人民币汇率连续出现贬值，很大程度上也说明了在国内经济和金融领域出现了一些问题。

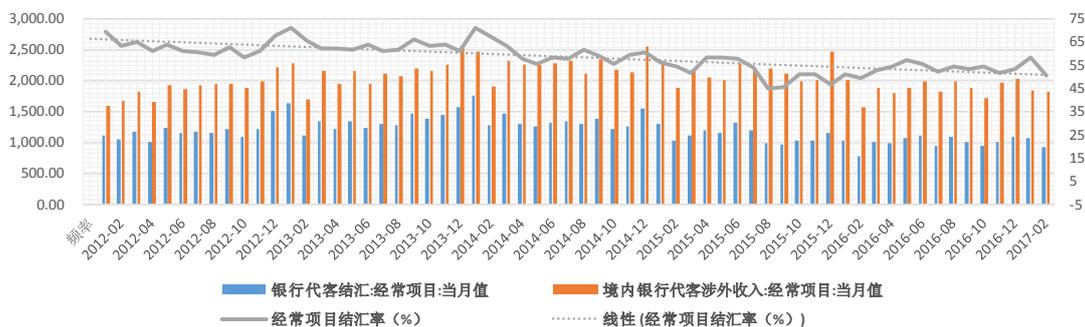
首先，从国内经济来看，尽管 2016 年 GDP 仍在 6.7% 的增速，在合理区间内运行，但是我们要看到，经济运行当中的问题并没有得到根本的解决，而且还出现一些新的问题。比如说经济增长下行的压力比较大、经济增长内生动力不强，结构调整和改革进展缓慢；国企改革压力较大，去产能、去杠杆和去库存进展缓慢；金融体系风险积累，潜在的系统性金融风险问题，如债券违约风险、金融机构高杠杆、影子银行风险、流动性风险、金融市场泡沫化，以及资本外流等；民间投资大幅下降；货币“超发”，资金“脱实向虚”等等问题。

其次，从国际收支层面看，国际收支总体仍然保持一定的顺差，但是也出现了一些结构性的问题，主要是以下几个方面：第一方面，从原来的经常项目和资本项目持续的“双顺差”，转变为“一顺一逆”，即经常项目顺差，资本项目逆差；第二方面，从资本项目逆差来看，2014 年二季度开始，资本项目连续 11 个



季度出现了逆差，2016 年三季度资本项目逆差高达 1351 亿美元，四季度尽管有所收窄，但逆差仍高达 1031 亿美元；第三方面，从资本项目逆差构成来看，2016 年直接投资项下出现净流出 466 亿美元，证券投资项下从 2015 年开始连续两年出现净流出，分别为净留出 655 亿和 622 亿美元。其他投资项下自 2014 年开始连续三年出现净流出，分别为净流出 2788 亿、4340 亿和 3035 亿美元；第四方面，从净错误和遗漏看，2014 年以来净错误和遗漏项下金额明显增加，分别为-669 亿、-2130 亿和-2227 亿美元。从整个净错误和遗漏来看，金额不断增大。

另外，国家外汇储备持续大幅下降。从 2014 年 6 月份 3.99 万亿美元下降到 2016 年 12 月份 3.01 万亿美元，2017 年 1 月“跌”破 3 万亿，为 2.99 万亿元。尽管 2、3 月份出现的略有增长，但并不能扭转整个外汇储备下降的势头。尽管经常项目仍保持顺差，但结汇率是下降的。2015 年 8 月份起，经常项目结汇率出现下降，2015 年 8 月经常项目结汇率为 44.96%，2017 年 2 月为 50%，远低于结汇率最高点的 71%，具体见图一。



图一 经常项目结汇率

另外，根据香港中文大学施康教授的研究，经常项目对汇率尽管有影响，但它们之间相关性并不大。施康教授按照时间区间分割样本，分别计算金融危机前后名义汇率和经常项目统计相关性，得出这样一个结论：金融危机之前，经常项目和汇率之间是负相关的关系，也就是说名义汇率升值但经常项目减少；危机之后相关性转负为正，从定量来看，这种相关性比较弱，拟合度只有 8%左右。也就是说，主流媒体一直提倡保持人民币顺差是保持汇率主要基础，尽管对汇率有影响，但是它的相关度实际上并不是很大。

第三，人民币在根本上被高估。8.11 汇改以前人民币累计较大贬值压力，没有得到及时的释放。2014 年下半年到 2015 年一季度，受美国经济复苏和美联储

加息预期影响，美元出现一轮强势的上涨，美元指数由 2014 年 7 月 14 日 80.17 一路攀升到 2015 年 3 月 13 日的 100.14，累计上涨 25% 左右。同期，人民币兑美元汇率中间价从 1 美元兑 6.14 元人民币到 6.15 元，即期汇率从 1 美元兑 6.20 元人民币到 6.25 元。分别贬值了 0.16% 和 0.86%。8.11 汇改当天，人民币兑美元汇率一次性贬值近 200 个基点，部分释放以往年度人民币累计贬值压力，总体来看，人民币汇率仍然被高估了。

三. 人民币汇率变化的变与不变

（一）人民币汇率的新变化

2017 年年初以来人民币汇率出现了一些新的变化，这些新的变化可以概括为以下三个特点：

一是年初以来人民币汇率走势总体平稳，从单边的贬值进入到区间、窄幅波动。人民币兑美元中间价基本上在 6.8/6.9 窄幅区间波动，2017 年 1 月 12 日，中间价 1 美元兑人民币 6.91 元人民币到 2017 年 4 月 13 日的 6.8651 元人民币，同期，即期汇率从 1 美元对 6.90 元人民币到 6.8825 元人民币。

二是离岸和在岸市场人民币汇率 CNH 和 CNY 价差出现反转，离岸市场人民币汇率 CNH 要强于在岸市场 CNY。年初以来，离岸市场人民币汇率 CNH 有九成左右的交易，较在岸市场 CNY 要强。

三是人民币汇率没有完全跟随强势美元走势，而是出现了对一篮子货币贬值走势。CFETS 人民币指数从 2016 年 12 月 30 日的 94.83 至 2017 年 4 月 7 日的 93.22。人民币兑美元中间价则从去年末 6.9370 略微升值至 4 月 13 日 6.8651。

（二）人民币汇率变化中的“变”

今年年初以来，人民币汇率变化运行出现了新变化。除了市场汇率贬值预期有所消减和年初美元指数出现下跌外，主要是受到香港离岸人民币市场流动性收紧的影响。

2017 年初，为了抑制人民币汇率持续贬值势头，收紧了离岸市场人民币流动性，离岸市场资金池明显萎缩，离岸隔夜拆借利率大幅攀升。隔夜拆借率、一周利率以及外汇掉期的点数均明显飙升，香港隔夜拆借利率一度飙升到 61.33%，一周利率到了 24.73%，外汇掉期的点数也高达 381。2 月底，香港人民币存款余



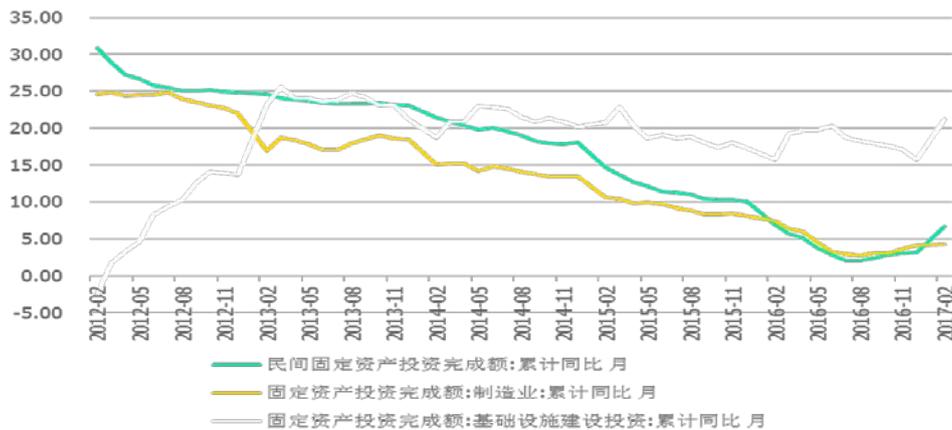
额 5114 亿元，同比下降 36.4%，离岸人民币流动性的收缩，资金池的萎缩，在很大程度上抑制了香港离岸市场做空人民币的动能，也对在岸市场人民币汇率产生了一定的传导效应。

（三）人民币汇率变化中的“不变”

综合来看，人民币汇率所面临的国内的“基”尽管出现了一些好的迹象，但是并没有发生实质性变化。具体来说：

一是从国内经济来看，今年 1、2 月份经济数据“飘红”，财政收入、投资、工业、进出口增长等出现加快态势，但是经济下行压力依然不减，经济只是反弹并不是反转。

当前国内经济增长一个主要特征就是投资拉动。经济增长转型已经说了多年，但是从今年以来整个经济增长的动力来看，并没有发生实质性变化，固定资产投资在 GDP 中的占比仍高达 80% 左右，制造业投资增速一直处于回落态势，基建投资保持高速增长。



图二 制造业、基础设施建设投资和民间固定资产投资完成额 (2012.01-2017.02)

从图二，我们看到，今年 1-2 月份，全国固定资产投资完成额 41378 亿元，同比增长 8.9%。其中制造业投资增长 4.3%，比去年全年加快 0.1 个百分点；基础设施投资增长 27.3%，比去年全年加快 9.9 个百分点；基础设施投资占全部投资的比重 20.1%，比去年同期还提高了 2.9 个百分点，拉动全部投资增长 4.7 个百分点。房地产开发投资增长了 8.9%，增速比去年全年加快了 2 个百分点。房地产投资对全部投资增长的贡献率为 23.8%，比去年同期提高了 16.3% 个百分点，

这是 1、2 月份固定资产投资的情况。

单纯依赖投资拉动的经济增长不可持续的，而且投资增速对 GDP 的拉动作用从长期来看是有限的，比如说西部很多省份，年度的投资额都远远超过 GDP 的增速，有些地区年度投资额增速甚至达到或者超过了 20%，但整个 GDP 增速只有 10% 左右。另外政策拉动作用也将越来越不稳定，还将导致已经很高的债务水平进一步攀升。

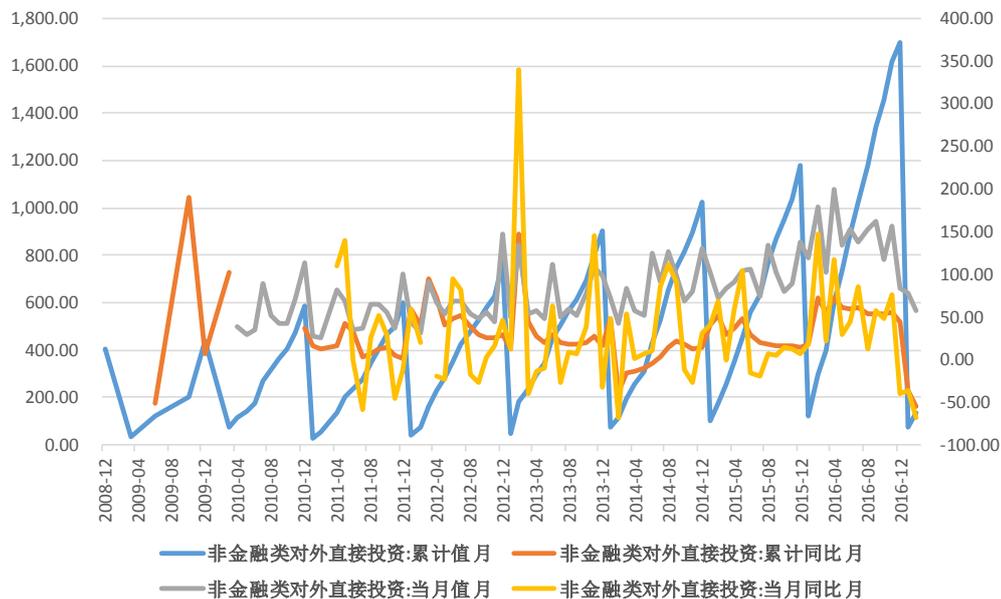
二是从资本外流情况看，资本外流出现了一些好转的迹象，但短期内仍难以逆转。从今年 1、2 月份的数据来看，资本外流确实出现了一些好转迹象，如银行结售汇逆差收窄，银行代客收付汇逆差好转，外汇储备下降幅度收减，2、3 月份还略有增加。上述数据是否表明资本外流势头已经得到了有效控制，甚至出现了逆转呢？我个人认为这样的判断还为时尚早，1、2 月份资本外流数据略有好转，主要是整个资本管制措施所带来的政策红利。

这次的资本管制两大特点：一个是实行资本流出和流入非对称性管理。资本管制的重点从原先的资本流入转向资本流出。在资本流出管理方面，加强对外直接投资管理。从已经出台的政策也可以看到，2016 年 11 月份，发改委、商务部和外汇局联合强化对境外投资管理，严格对外直接投资项下外汇资金购付汇审批，强化了对个人因私购汇审核，要求个人因私购汇要申报理由，如发现与申报事项不符，将列入“黑名单”。同时，在资本流入方面，采取适当放宽的政策，取消了外商资本金结汇的管理，允许境内机构外债办理结汇，允许内保外贷资金调回境内使用，允许境内外汇贷款办理结汇，允许自贸区境外机构的境内外汇账户办理结汇，进一步开放境内银行间债券市场。在加强资本流出管理的同时，放宽了资本流入的管理，这是第一个特点。

第二个特点，实施本外币全口径管理，从外汇和跨境人民币两方面“同时发力”。比如说实施本外币全口径的外债管理，本外币全口径的对外放款管理等等。强化对外汇资金流出管理的同时，也强化对跨境人民币资金流出的管理。

应该说从去年下半年实施新的资本管理政策以来确实取得了一定效果。我们看一下，从对外直接投资来看，2016 年 12 月份到 2017 年 2 月份，非金融类对外直接投资同比分别下降 39.4%、35.7% 和 68.16%，而在 2016 年 11 月份，非金融类对外直接投资的增速高达 76.46%。从图三上大家可以看出来，去年 12 月份

到今年 2 月份，对外直接投资确实出现了直接的下滑。



图三 非金融类对外直接投资及其同比变化（2008.12-2017.02）

从跨境人民币资金流动看，跨境贸易人民币结算金额和人民币对外直接投资都出现了大幅度下降，跨境人民币贸易额从 2015 年 8 月 7559 亿人民币回落到 2017 年 2 月的 2860 亿人民币。人民币对外直接投资金额从 2015 年最高点 3507 亿人民币大幅回落到 2017 年 2 月的 402 亿人民币。从整个对外投资的金额和跨境人民币贸易结算和对外直接投资金额可以看出出现了大幅下降。从境外机构和个人境内人民币金融资产来看也出现了大幅下滑。

总的来看，当前实施一定的资本管制是合适的，或者准确地说是“无奈之举”。从国际经验来看，资本管制的实施的确会在短期内粉饰资本流出的数据，使得国际收支显得更加平衡，也会对市场信心起到一定的作用。但是必须清醒地认识到：

一是资本管制措施应该是临时的、暂时的，长期的行政性的资本管制，尤其是对资本流出和流入的管理，效果会随着时间的推移而逐步地建立。长期看，行政性的资本管制不仅不能从根本上改变或扭转资本流动的状况，而且还可能造成新的扭曲。

二是一定要把握好资本管制的“度”，否则过度的资本管制不仅会对正常合理的资本流出带来负面的影响，加大成本，进而引发市场对资本管制的反感，强化市场不安情绪，甚至可能会引发市场的恐慌心理，加大资本外逃的压力。

三是不对称的资本流出和流入管理有可能进一步刺激资本流入的偏好，而这又将使得资本流动的问题进一步积累和恶化，这一方面我们有过深刻的教训。

四. 影响人民币汇率因素的新变化

我们在看到资本影响人民币汇率因素不变的同时，我们也应该看到影响人民币汇率的内外因素出现一些新的变化和新的情况。主要有以下几点：

第一，年初以来货币政策实施情况较去年明显收紧。今年以来，银行存贷款利率没有发生变化，但是金融市场利率已经有所动作。年初以来，人民银行加大了公开市场操作，继 2 月份上调了逆回购利率、3 月 16 日美联储加息后，人民银行再度调整了常备借贷便利利率，分别将隔夜、7 天和 1 个月利率上调 20 个基点和 10 个基点。金融市场的利率已经悄然发生变化，这是否意味着也开启了加息路径呢？不管怎样，上述金融市场的利率操作，缩小了人民币与美元基准利率的息差，一定程度上有利于人民币汇率保持基本稳定。

第二，中美关系对人民币汇率产生微妙的影响。特朗普上台以后，中美关系发展和走向成为焦点问题，特朗普多次在不同场合抱怨人民币汇率受到干预，表示要将中国认同为“汇率操纵国”，对从中国进口的商品征收高额关税。4 月初“习特会”以后中美关系出现明显的好转。习特会后，双方提出旨在解决中美贸易失衡的百日计划，优先考虑的是通过增加美国对华出口，而不是限制中国对美出口来改善两国贸易平衡，避免了全球两大经济体之间的“贸易战”，而且在美国财政部发布的报告来看，已经明确不把中国列为汇率操纵国。

借鉴中美 BIT 谈判，中美贸易谈判中取得较大和建设性的进展将是缓慢、渐进的。但是“百日计划”后，可能会在某些领域，比如说中国适当放宽在金融领域投资，以及美国牛肉等农产品进口等方面取得一定的进展。

三是美元已经步入了加息周期。从利率评价理论来看，美联储加息会吸引更多的海外资金流入美国，推高美元指数，但并不意味着每一次美元加息，都会推动美元的升值。3 月 16 日，美联储加息后，美元指数从 101.76 下跌至 100.15，跌幅 1.46%，之后有了小幅反弹，目前仍在 100 左右。美元加息，美元指数不升反降，除了美元加息作为市场普遍预期，加息前美元有了一定升值外，美联储在加息后的鸽派表示，特朗普新政的不确定性，以及市场对于美国经济能否持续保



持良好的发展，都存在一定的不确定性。同时，欧元区的经济复苏也对抑制美元升值产生一定的影响。

另外一个，特朗普新政可能会低于市场预期，从失业率、私人投资增长率和 GDP 季度增长率等指标看，美国经济都确实已步入良好的复苏势头，但仍存在不确定性，与市场预期还存在一定的偏差。比方说今明两年美国 GDP 平均增速将徘徊在 2.2% 左右，这跟市场乐观预期的 3% 的增速还是有一定的差距。第二个，特朗普减税和扩大基建计划将进一步推高通胀率，加快美联储加息步伐，同时也会进一步扩大财政赤字，降低美元信用，削弱美元汇率，从而对强势美元形成一定的制约。第三个，美股等美元资产估值偏高、资产泡沫日益严重情况下，美联储会延续鸽派加息步伐，逐步地“挤泡沫去杠杆”。第四个，美元仍会有一定的升值空间，但美元的升值可能是缓慢渐进的。美元升值是一把双刃剑，特朗普政府认识到这一点。特朗普所说美元已过度强势，美元企业失去竞争优势，强势美元正在将我们推入深渊。

五. 结论与启示

第一，从长期来看，中国经济的发展势头较好，人民币确实没有持续贬值的基础。但是如果放到中短期来看，或者短期来看，决定人民币汇率变动的基础因素的变动也使得人民币汇率仍存在一定的贬值压力，但贬值幅度会有所收敛。

二是美元仍会升值，但升值将是缓慢的、渐进的。

三是 2017 年上半年人民币汇率仍会保持窄幅波动，如果没有意外事件的影响，人民币汇率的波动区间仍可能在在 6.8/6.9 期间。

稳定汇率需解决好最后一公里问题

肖耿¹

编者按：

肖耿教授在主题演讲中从人民币汇率预期、公共基础设施投资“最后一公里”效率、及中外居民存量资产互换、国债市场基础设施等多因素互动的角度，分析了人民币汇率稳定的意义以及如何实现汇率稳定，指出中国需要避免由于短期汇率贬值预期而导致的不平衡资产配置冲击，并通过适当的预期管理及投资效率改进来保持汇率稳定及促进外汇资产配置的双向开放。

以下为肖耿教授的演讲摘要：

一. 引言

2015年8.11汇改对中国意义重大，汇改后人民币出现了一段时间内“持续的”贬值，2016年初至年末累计贬值了6.63%，导致人民币汇率预期发生变化、外汇储备流失、及跨境资产配置成为汇率变动的决定性因素。人民币在贬值预期盛行的情况下会如何影响跨境资产配置？人民币汇率为什么需要保持稳定？如何实现汇率稳定及提升实体经济发展效率与金融市场的双向开放？本文对这些问题进行了分析并得出一些独到的见解。

二. 人民币汇率改革下的资产配置

2015年8.11汇改使人民币汇率比以前更灵活了，这是中国金融史上非常重要的一步，具有重要的历史意义。因为在过去，人民币一直都是有升值的预期，导致中国的企业、家庭甚至是政府（相对于日本、欧洲等汇率比较灵活的经济体）积累了大量的本国资产，但拥有很少的境外资产。今天中国各部门（包括政府、企业、家庭）所持有的全部外汇资产，包括外汇储备在内，大约只占中国GDP的

¹ 肖耿，中国人民大学国际货币研究所学术委员、香港大学商学院及社会科学学院金融与公共政策教授、香港国际金融学会会长



60%，而日本和欧洲的很多国家所拥有的外汇资产大概占其 GDP 的 180%。特别是中国持有的境外资产主要是外汇储备，而不是股权及其他金融资产，这个状况非常不健康。从风险管理的角度来看，我们的老百姓、企业都需要将其人民币资产在全球范围内进行分散配置，也就是需要持有更多的境外资产，这样才会更安全及减少系统性风险。但是如果人民币汇率永远都是升值，永远都是稳定，那就没这个必要了，因为在人民币升值的时候，持有的外汇资产会因为外汇贬值而立刻亏损。可是，当中国人民银行迈出这历史性一步的时候，中国当时的资产配置正处于一个极端的状况（高度集中在人民币资产而很少境外资产），这实际上对央行的汇改形成了一个非常大的潜在风险土壤。

汇率形成机制改革后，我国外汇储备显著流失的主要原因是由于本国居民和企业对资产分散配置，持有更多境外资产这一行为导致的。而导致这个行为的最重要的原因，是人民币汇率预期的变化，这个预期的变化肯定不是因为经常项目出现逆转，因为我们的经常项目一直是顺差，而且刚刚公布的 2017 年 3 月份数据显示我国出口远远超出进口，又是顺差。我们过去在判断人民币没有贬值基础的时候，是以贸易顺差来作为支柱。可惜，这个认知基础并不牢靠，必须要改变。贸易的波动对汇率是有影响，但不是决定性的影响，特别在中国目前的资产配置现状下不具有决定性影响。因为对中国来讲，资产的跨境重新配置才是影响汇率预期的巨大市场力量。

正因为人民币贬值的压力是来自于资产跨境重新配置，它会长期存在，需要系统的疏导及管控。如果资本账户突然开放，允许 10% 的存款流到海外，中国的外汇储备将从占 GDP 的 28% 下降到占 GDP 的 6%。我们巨额的外汇储备，面对更巨大的人民币存款，也无法抵御单向的对外开放冲击。在过去三十年，境内资产升值太厉害了，许多房地产升值了 10 倍。如果我们允许老百姓把房子卖了，再到美国去买套房子，可以想像，对整个中国金融体制、经济体制和老百姓信心的影响会有多大。所以我们在资本开放的时候采取比较谨慎的措施是完全有必要的。从这个角度看，我们就可以理解 8.11 汇改之后，为什么需要更严格地执行现有的外汇管制规定。

三. 稳定汇率的意义

稳汇率的目的是为了促进金融开放。为什么这么说？在亚洲金融危机的时候，朱镕基总理一句话人民币不贬值，我们汇率稳了十几年。在十年之间，中国的外商直接投资迅速增加，因为中国政府提供了一个汇率稳定保险，保障汇率不会波动。这种情况下，外商可以放心地到中国来投资。当时为什么外商直接投资可以取得那么大的进步，这个经验是我们需要总结的。

我认为在今后十年，整个中国经济下一步金融开放的过程中，中国相关的部门也必须要对人民币汇率稳定做出一个最基本的保障，因为汇率稳了以后，金融开放才有可能。汇率如果不稳，像我们现在认识到的，外汇管制不得不比以前更强，而金融开放则很难推进，甚至可能退步。如果未来想推动真正的金融开放，我们一定要稳汇率。

我们需要实质上的市场经济，而不是纸面上的、表面上的市场经济。这里面有一个非常深刻的理论思维框架的问题需要搞清楚。现代西方经济学有一个根深蒂固的概念，认为汇率是个价格，而价格就应该由市场决定。这个问题我思考了好长时间，过去 25 年都在想这个问题，我得出的结论是：汇率是联系两个不同的价格体系的一个纽带，而不是一般的商品的价格。如果汇率固定了，像港元跟美元是固定汇率，整个香港经济体里面的所有价格也可以调整，也可以实行实质上的市场经济，实际上重来没有人说香港不是市场经济。所以中国的汇率浮动并不是中国搞市场经济的基础，中国维持汇率稳定，也可以成为市场经济。

在 8.11 汇改之前我们的汇率非常稳定，当时主要是由于全球金融危机以后，我们把汇率基本稳定下来了，没有升值也没有贬值，但在那段时间里我们的 PPI 不断贬值，原因就是当人民币汇率没法贬值时，市场就通过价格下降来调整。所以汇率稳定的时候，市场是可以通过其它价格的调整来反映竞争力的变化，而且可以更精准地反映各个不同市场内不一样的供需及竞争力变化。

汇率稳定为什么这么重要，因为中国是一个发展中国家，它的经济体内还有许多非市场经济的影响，很多的价格还没有按市场规律理顺，该涨的没涨完，该跌的也没跌完。如果汇率在不断的变，该涨的就不知道怎么涨，该跌的也不知道怎么跌，因为不知道未来汇率在哪，所以从这个意义上讲，稳定汇率对中国经济过渡到完全的市场经济极其重要。稳定汇率以后，才可以让每一个不同的市场去寻找它最合理的市场价格，无论这个价格是工资、楼价、原材料、还是产品的价



格。成千上万不同的市场在中国经济体内和海外寻找它们的均衡市场价格，在这个过程中，如果我们一刀切，改变汇率及汇率预期，全中国所有的合同都要重新写，因为在中国任何一个合同，它多多少少跟海外，跟国际市场有一点相关。

汇率稳定的意义是我们从实践中体会到的，是付出了许多学费的。这个我有深刻体会，2006-2011 年我在清华布鲁金斯中心工作的时候，当时人民币面临升值的压力，许多投行经济学家都建议人民币一定要升值，最好一次性升 15% 就到位了，就不会再升了。同样在前段时间，许多海外的经济学家也都认为人民币需要贬值、需要浮动、最好一次性贬个 15% 或者 10%，就贬到位了。事实证明这些非常大胆的汇率变化政策建议都没有被采纳，实际情况是回归相对稳定的汇率政策，因为汇率波动的冲击牵涉面太广、不确定性太大、风险不可控。

四. 稳定汇率的最后一公里

如何稳定汇率？必须要同时做两件事情。一个与资产的双向流动有关，中国人想把资产转移到海外去，但是海外很多退休金、主权基金，又想把资产转到国内来，这个过程是一个很好的资产互换匹配过程，我们必须要把这个匹配工作做好。第二件事是提高实体经济效率，从长远来看，汇率跟整个经济的效率的提高高度相关，也就是与劳动生产率的提高相关。

我们从长远来看，要让中国老百姓及企业的一部分资产配置到海外，这样整个中国经济的风险就降低了。但是这个过程你不能在一天、一个月、一年中立刻实现，那将是混乱与危机。我们一定有条有理地去让海外投资者的资产先配置到中国，同时再将中国居民及企业的资产配置到海外，这个双向资产配置开放过程如果管理得好，就是一个双赢的结局。海外投资者最关心的就是资金安全，资金安全里面包含着一个重要因素就是汇率稳定及可进可出。因此，海外投资者配置中国资产的第一步选择就是中国的国债。中国的国债市场现在非常不发达，但人民币要成为国际货币，中国已经是世界第二大经济体，中国国债市场有非常大的潜力，对海外的退休金和主权基金非常有吸引力，因为中国可以做到利率高过美国的利率，经济增长率高过美国的经济增长率，通胀也不会比美国高太多，而且中国的效率是在不断的提高。所以要维持人民币汇率的稳定，必须要全力发展

中国的国债市场，吸引海外人投资中国的国债，这样中国外汇储备就会增加，然后我们就可以不断地放松外汇管制，让国内的人民币资产配置到海外去。

中国目前劳动生产率提高的潜力非常大，因为过去四年基本上我们都是再调控，股票市场、债券市场、外汇市场、原材料市场以及房地产市场相继暴露了一些长期没有解决的供应侧问题，也就是市场扭曲、监管失灵、资源配置效率低的问题。下一步如果我们可以解决这些供应侧改革的疑难问题，劳动生产率及投资效率的上升潜力就很大。但是这个潜力要发挥发掘出来取决于两个最主要的方面：第一，就是要有人愿意做好事，把事做成；第二，要去该做事的地方做事。

现在中国需要解决的很多问题是最最后一公里的问题。例如中国所有城市遇到的交通堵车的问题，就是最后一公里的问题。当一个社区红绿灯太多每天都堵时，就应该建一个桥或挖一个隧道，因为一次性建桥挖隧道的成本比历史上积累起来的堵车成本会小很多，但我们需要有人做决定修桥挖隧道并有效率地完成这些琐碎的最后公里公共基础设施建设。如果每一个城市、每一个社区都能够解决最后公里的修桥、挖隧道、建地下及高楼停车场等完全可以做到的普通事，中国经济的效率将大大提高。但是，中国的传统体制往往不关系最后一公里，而是过份关注大项目。实际做好最后一公里才能更有效率地消化我们的传统剩余产能，如钢铁、水泥等。

历史证明当劳动生产率不断提高的时候，人民币汇率会不断有升值压力。我1992年来香港大学教书，一直跟同学讲：你们这一辈子两件事情要发生，第一个人民币要升值，第二个房价要上涨。为什么，这是从所有的亚洲新兴经济体，包括日本、韩国、台湾、香港总结来的经验。原因很简单，这些经济体的劳动生产率提高了，效率提高了，土地与货币就升值了。经济发展就是土地升值的历史、货币升值的历史。如果我们按照这条道路继续走，人民币没有贬值基础完全是正确的，但是你必须要做，必须得把这些最后一公里及双向资本配置的事情给做出来，包括把中国的金融基础设施建设好。人民币的竞争力是来自中国实体经济的竞争力及人民币的软基础设施，包括人民币的国债的收益曲线，它必须是稳定，及符合中国经济发展的实际情况。

五. 结论和启示



第一，我国持有的境外资产，相对于汇率比较灵活的国家，太少，而且主要以外汇储备的形式持有，不利于风险管理及投资回报效率提升。从风险管理的角度看，持有更多境外资产才能将风险在全球范围内配置化解。但短期人民币汇率贬值预期会导致外汇储备流失及资本外逃压力，所以有必要管理汇率变化预期及短期资本流动。

第二，汇率不是一般商品的价格，是联系两个不同价格体系的纽带。我国在汇改前实行稳定的汇率政策，在人民币汇率无法变动的情况下，可以通过市场价格反映市场供需及供给竞争力的变化。稳定的汇率可以帮助新兴市场更顺利找到市场均衡价格，同时吸引海外投资者配置中国资产。

第三，汇率稳定与经济效率的提高和资产的双向流动有关。稳定汇率需要全力发展中国国债市场，提高劳动生成率，解决好最后一公里的公共基础设施效率问题。

货币国际化的多维动因

刘珺¹

编者按：

刘珺博士在主题演讲中从货币国际化的最初形式入手，首先从货币的根本属性、货币国际化的利益具象、中心货币与货币中心的政治交互三个方面讨论了推动货币国际化的本质因素；其次，本文分析了人民币国际化的“自信”与“他信”；最后，本文就货币的汇率价值、使用价值和真实价值这三个本质概念进行了阐述。

以下为演讲内容：

货币国际化的最初形式，无非是跨国贸易的开展而产生的货币跨国使用。人类在开展贸易过程中，要通过一定的结算平台、结算方式、结算中介来实现贸易的跨境运动，这样就形成了一定程度上货币的国际化需求。继而从贸易国家间交换的点对点到国际贸易全面化的面与网，再到生产要素全域流动的全球化体系，货币国际化的内涵与外延随之加速度跃升。

一、货币的根本属性是国家利益的实现

在谈论货币国际化可能性的同时，我们必须首先谈一个问题，就是货币的根本属性是什么。

货币的根本属性，按照传统教科书的表述，货币是一般等价物，是价值尺度与流通手段的统一，而价值和使用价值是关键，基本属性在于信用（特别是信用货币体系建立之后）。那么，货币属性的本质是什么？其实是主权和国家利益，尽管有诸多学术上似是而非的证伪和现实中欲盖弥彰的掩饰。强有力的佐证是布雷顿森林体系的全球锚货币之争。

我们曾经说货币国际化是为了推动国际贸易的便利，体现了人的活动范围的扩大以及商品流通范围的扩大。按理说货币本身是中性的，没有任何的利益表达。但是我们在谈到货币国际化的时候总是有一个潜台词在后面，好像货币不国际化，国家的实力就不强一样。这就是为什么我们在人民币国际化过程中总有一种莫名奇妙的冲动，一定要尽快实现人民币国

¹ 刘珺，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国投资有限责任公司副总经理



际化，“一万年太久，只争朝夕”。这本身就说明人民币国际化本身富含了很多价值趋向，有意识形态表达、国家利益表达。

1944 年对金本位取而代之的美元本位制是布雷顿森林会议的核心议题，核心的核心是全球货币体系中的锚货币，其争夺之激烈远非“白热化”所能描摹。一方是代表英国利益的经济学家凯恩斯，提议使用超主权货币 BANCOR；另一方是代表美国利益的名不见经传的美国副财长怀特，坚持以美元为锚。最后的结果是新兴超级大国美国完胜过气的“日不落帝国”，美国的国家利益在全球货币体系重塑的过程中予以体现。

布雷顿森林体系的核心货币之争不是人与人之争，也非货币与货币之争（作为记账单位超主权货币的国际性和中立性强于国别货币是不言自明的），而是国家与国家之争，胜出方肯定是彼时国际秩序的擘划国，而非提出最合理建议的国家。国际化货币的流转无国界，但货币本身却有鲜明的主权性，美元是全球货币体系的锚货币，而美国国家主权又是美元之锚。

货币的国家利益实现。国家之间会有战争，那么有主权性的货币之间是否存在战争呢？虽然从阴谋论角度出发的货币战争颇为牵强，但出于维护国家利益而进行的货币攻击并不鲜见。理论上讲，货币是中性的，但中性的货币若进入国家利益的化学反应中，其作用力却有明确的方向。

1956 年埃及新政府出于主权考虑宣布将苏伊士运河收归国有，英法为夺取控制权，与以色列联合对埃及发动军事行动。当联军在军事上高奏凯歌时，美国出手了，并且以抛售英镑导致英镑贬值 15% 的另类攻击重创英法的战争后勤补给，毕竟战争打的是钱，结果是苏伊士运河的主导权归入美国囊中。此事件中若干种国际货币的纯交易性互动呈现出强烈的国家利益表达，货币职能有了政治、外交甚至军事的成分，而非国际化货币是无法有效承载这一任务的。

二、货币国际化的利益具象

货币国际化路径主要有三，其一是不可兑换货币的可兑换演进，从而成为国际货币体系的有机组成部分；其二是建立区域性的单一货币（Single Currency，如欧元），从而形成一定范围的货币联盟；其三是创立超主权货币（如国际货币基金组织的特别提款权 SDR），使其成为国际组织和国际协调机制结算和投资的货币单位。

不管采取哪种路径，国家利益都具体而微地体现其中。路径一的“最高纲领”几乎都是

对标美元的全球铸币权，都希望自己的货币能与美元“一较高下”，而全球铸币权是国家利益在货币上的最高表现形式。路径三由于国别利益的相对淡化与模糊从来就没能以主角出现在国际货币格局中。SDR 也与大家的生活并无太多交集。正是由于 SDR 缺乏国家身份识别、缺乏国家利益锚定，所以在现实生活中并没有多少生命力。这也从反证的角度说明国家利益对货币国际化的导向与定位。路径二的最好例子是欧元区的成立。德国为欧元区的成立做出了巨大牺牲。因为当时的德国马克是硬通货，其他各国的货币软硬不一，但是大多数以软货币为主。德国当时没有计较欧元区是不是以马克为主来进行操作、进行设计，也没有计较整个欧元的形成过程中需要与法国分享欧元区火车头的作用，从而顺利地使欧元从设计过程最终到实际落地，欧元作为一种新货币单位走向市场。欧债危机之后，德国前期的牺牲换来了巨大的收益。马克作为硬通货，进入欧元这一单一货币体系之后，实际是相对其他货币出现贬值，而德国是一个以制造业为主的国家，这很大程度上提高了德国商品的国际竞争力，国际货币与国别经济的关系在欧债危机之后体现地更为明显。欧元的形成仍然是国家利益之间的博弈，没有一时一刻国家利益是在货币符号之外的。

三、中心货币与货币中心的政治交互

既然货币根本属性是国家主权，那么居于国际货币体系中心的货币也无法超然于主权之上，其代表和维护的仍是发行国的主权和国家利益。货币中心与所在国的交互亦是如此。

1999 年欧元问世后，非欧元区的欧盟成员国英国以伦敦的国际金融中心地位为筹码，竟越俎代庖成了欧元清算结算的枢纽，并长期占据欧元货币中心的无上地位。但今年 6 月 23 日英国脱欧公投结果甫出，除经济社会冲击之外，此次政治公投的货币冲击尤甚，英镑大幅贬值，甚至带动欧元贬值。欧盟首先质疑脱欧之后英国的欧元中心地位，而英国最先捍卫的也正是伦敦城的货币桂冠。英镑和欧元都是重要的国际货币，欧元是一体化欧洲的中心货币，伦敦是全球金融中心，自然也是货币中心，而脱欧是政治经济社会重大议题的公众选择结果，其后的诸种种又是政治搭台、政客唱戏，但戏文字里行间却是经济贸易金融等，中心货币及货币中心之竞争才是重头戏。

四、人民币国际化的自信与他信

人民币国际化进程不可逆转，只要中国的经济总量和国际贸易契合大国身份，那么人民币成为国际货币仅是时间问题。在这个问题上，我们既有自信也有他信。



人民币国际化的“自信”来源于：第一，中国是世界第二大经济体，贸易活动遍布全球；第二，目前中国的经济增长态势依然维持在 6% 以上。货币国际化的根本落脚点是跨国使用，无论是基于贸易、投资抑或储备，都是交换媒介、价值尺度、支付手段和价值储藏等货币功能的空间扩展结果，随着人民币使用在物理区域和功能纵深方向的不断进展，其国际化程度自然而然会不断加深。

人民币国际化的“他信”来源于：直接来源是中国经济，特别是经济中的国际贸易和跨国投融资，只要中国经济仍然健康成长，国际贸易和跨国投融资呈现良好发展态势，人民币国际化的经济基础就是稳固的；根本来源是综合国力，不仅是经济，而且包括政治、社会、军事、外交等，只要中国的综合国力不断提升，在国际事务中的话语权会随之提升，与之对应的货币话语权自然愈发显著，人民币国际化的信心指数也会持续走强。

货币国际化是一个自然的非线性的进程，不仅关乎货币和经济的单向度要素，而且与政治社会多向度互动，最终归于国家利益和综合国力。因此，人民币国际化的政策取向和实际操作应顺应这一规律，由经济金融单向驱动向多向循环互动的模式转化。

五、货币的汇率、使用价值和真实价值

目前大家对于汇率问题的讨论比较多，但是在讨论的过程中，往往太过偏重于符号和数字，而忽略一些最根本的概念。我认为，有三个概念需要做进一步的区分。

首先，货币的汇率。汇率是国别货币之间相互比较呈现出来的比价关系。在汇率问题上，自牙买加体系以来，大多数国家都在不停地增加纸币的供应，货币流通量的提升自然会对应信用货币体系中纸币的持续贬值，纸币的持续贬值是一个不可逆转的趋势。而对于不同国家的货币来说，汇率实际上反映的是该国货币相对于其他国家货币的相对软硬性，在印钞机高速运转的语境下就转化成一个“谁更差”的问题。从这一点来看，人民币汇率一定是“人无贬基”，因为与其他国家相比，诚然中国未必在综合国力上一枝独秀，但肯定不是排名垫底，这是不争的事实；

其次，货币的使用价值。货币的使用价值主要分析货币作为一般等价物的购买力水平。从大的趋势来说，货币的购买力在持续下降。或许很多商品在降价，但是这与货币购买力无关，而是由于此类商品的生产率的提升和需求的相对下降。总趋势是货币的购买力由于货币数量的增加而呈现不断下降，从以货币标价的相关大类资产的价格泡沫可见一斑；

最后，货币的真实价值。货币的真实价值很难衡量，但是我坚信人民币的真实价值是在稳固提升的过程中。货币的真实价值与一个国家的综合国力，以及国民财富分配对民众福利的改善高度相关。

人民币在国际化进程中，一方面要不断融入国际货币体系；一方面要不断增强自己的内功，而内功的增强会体现在人民币的国际化的进程加速度中。



人民币汇率需要关注的问题

王永利¹

编者按：

王永利总裁在圆桌讨论中指出，人民币的汇率是很多因素共同作用的结果，管理汇率是不太现实的，汇率均衡点受国家经济基本面走势和货币政策走势影响，是很难确定的；美元是现实中的国际中心货币，人民币汇率离不开跟美国的比较；人民币汇率作为一个比价有波动是正常的，需要发挥市场的作用，但不能完全由市场决定。

以下是演讲摘要：

一. 引言

汇率的问题是一个极其复杂的问题，也是影响力非常深的问题，汇率只是一个点，但是结合汇率的研究可以引申出若干的问题出来，尤其中国在货币的投放、外汇储备的管理，以及货币政策和财政政策相互配合的方面，还是有很多东西值得我们研究的。当然从中长期来看，中国的国运依然昌盛，尽管我们面临着很多的挑战，我们还是有很多优势的，当然我们不能只关注中长期而忽略了现实问题和市场变化。影响汇率和汇率均衡点的因素有哪些？如何选择汇率政策？我国现在基本面的利率水平是否合适？本文对以上的问题进行了深入的分析。

二. 人民币汇率变动需关注的问题

第一个需要关注的是人民币汇率的问题。汇率是一种货币跟另外一种货币，或者跟另外一篮子货币的一个比价，所以它是很多东西比较的一个结果。人民银行也好、外汇局也好，管理汇率本身是一个极具挑战性的事情，因为不是它自己能完全左右的，它是好多因素作用最后形成的结果，就汇率管理汇率是不太现实的，更重要的可能是汇率制度或者汇率政策的选择问题，而不是直接管理汇率的问题。但是不管怎么讲，汇率有一些基本的影响因素，比如说一种货币的综合收

¹ 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员、乐视金融 CEO

益性、流动性、安全性等。其中综合的收益性在很大程度上是跟这个国家的经济基本面的走势和货币政策的走势相关，而且它又不是只受一个国家的影响，因为它本身是一个不同货币的比较的结果，所以它受两个国家比较走势的影响。

汇率均衡点在哪里，其实是很难找的，均衡点前提是找出各种影响因素，两种货币影响因素全部界定好了之后，可能会找到一个均衡点，但是主要因素都是会变动的、相互影响的，所以这个其实不大好找。一个是基本面的走势，一个是货币政策的走势，另外还有一个是货币管制或者是管制能力的大小。有的国家也想去管，但是他管不了，所以在这里面，我觉得中国储备了几万亿的外汇储备是极其难得的，也是中国到今天为止国际影响力一个非常重要的因素，是千万不能随便消化掉的一个重要因素。这是我们首先要注意到的一个问题，人民币汇率的问题是一个非常复杂的问题。

第二个需要关注的就是国际中心货币的问题。当然大家可能讲有多种中心货币，但是我认为中心货币在今天就是美元，所以美元的汇率一定是所有汇率中的基准利率。短期来看，美元的汇率也在波动，但是从长期看来，其他货币主要还是围绕着美元在波动，因为它是我们当今的国际中心货币。正因为这样，人民币的汇率是离不开跟美元汇率的比较，所以今天尽管讲一篮子货币，但是大家直观看到都是人民币跟美元汇率，现实的情况是美元是全球中心货币，美元的汇率一定是一个基准利率，包括外汇储备的构成也一定是以美元为主，不能说为了投机以其他货币为主。即使一篮子汇率体制里边美元也要占相当大的份额。人民币汇率是完全盯住美元还是采用一篮子体制还存在争论，我认为可能完全盯住美元容易激化跟美国的关系，一篮子稍微好一点，但是里边的比重是有讲究的，这是第二个问题。

第三个是人民币汇率波动或者汇率政策选择的一些值得关注的问题。

第一，我们一定要清楚人民币汇率作为一个货币与货币之间的比价，它的波动是正常的。为什么，我们刚才强调人民币不贬值，在前面单边升值的过程里面已经十多年了，给我们一个心理的基本暗示，就是要保持人民币的稳定或者升值，而不能贬值。这其中，中国人在很大程度上好面子，人民币升值好像整个形势都好，一贬值就不行。但是实际上放在全球化大背景下去看，全球的产能和资本都是在流动，当看好一个地方的时候，大量的产能和资本流进去，本国的货币就会



升值。一旦不好的时候流出来，它就会贬值。即使美国也同样如此，当其他地方不好的时候可能大量流入美国去，正如东南亚危机的时候大量的资本流到美国去，推高它的网络泡沫、房地产升值，但是一旦泡沫破灭，2000 年之后又大量的流出来，美元又大幅贬值，所以美元也是在波动。从这个角度来讲，人民币的汇率不应该再追求单向的升值，当然也不能是单向的贬值，应该有控制的波动，波动是一个正常现象。

第二，作为比价，应由市场发挥主导性作用，但是也不能完全交给市场去做。我觉得即使在美国它也不可能说汇率是从来不干预的，这个关系还要处理好。首先，要尽可能放给市场去调节，因为到底均衡点在哪里，真的不是我们的专家、官员能够确定的，一定是市场来确定的。但是完全交给市场的话，结果往往是两极的大幅度摆动，所以可能还要做一些干预，这是第二个问题，就是不能完全交给市场。

特别要强调的是中国在加入 WTO 之后的十来年的时间里面，大量的产能和资本流进来以后，经济金融高速发展，但从 2011 年开始经济上升势头开始下行，现在进入新的常态化，我们的底到底在哪里，很多人认为现在到底了，但是不是到底了，还不得而知。现在中国经济处在一个转型调整的非常关键的时期，在这种时候，我们说三期叠加也好，很多原来积累的矛盾会暴露出来，在这个时候更要防止资本大规模的外流。实际上，2015 到 2016 两年时间，国家外汇储备已减少约 9000 亿美元，如果再考虑到两年中外贸盈余约 1.5 万亿美元，两年内外流或售汇的资金规模非常惊人。在前几年大家讲到外汇储备越来越多的时候，我就一再提醒，越是在这个时候越要居安思危，提前研究措施，防止局势逆转，一旦发生资本大规模外流，对我们带来的影响冲击会更大。严格来讲，我们对应对资本流入有很丰富的经验，但是一旦转为大规模流出，很多事情不是以我们政府的意志为转移的。特别在中国，即使我们管制，还是有很多人有很多办法能把外汇套出来。曾经一个领导也说，我们不怕，我们有 3 万多亿将近 4 万亿的外汇储备，哪个国家敢跟我们对赌？我认为未来对赌的不是外国人，面对 150 万亿到 160 万亿的货币总量来讲，我们的外汇储备并不是很多，面对我们 13.5 亿人口的话也不是很多，一旦说人民币要贬值，形成一个这样的预期，大家都来跟你赌的

时候，其实3万亿并不是很大。另外3万亿大家也要注意，不是说一天都可以拿出来卖掉，因为在积累外汇储备的时候它还有一个使用的问题，它不可能全部弄到流动性极强的资产上去，它已经有很多放在你今天不能出卖的资产上。我们讲外汇储备本身的流动性管理也是一个极其重要的因素，特别是几万亿的时候，今天人家真的一下要买你1万亿，你能不能一下子拿出来，我相信这个是巨大的挑战。所以在这个方面一定要有购汇管制。当然，管制还要讲究原则、讲究科学，今天说我们没有往回退是要讲究购汇真实性、合理性，不能搞投机、乱炒作，在这些方面可能还需要我们进一步去关注。

第四个，我们可能要高度关注的因素，今天中国已经不是一个小国家，我们是一个快速崛起的，甚至可能在不断地跟发达国家较劲的一个国家，所以这个时候我们的汇率政策实际上任何一个调整都会产生世界范围的振动，特别跟美国有关系。在这个方面，新加坡、香港可能你盯住美元就盯住了，人家也没那么大的反弹，但是我们的调整可能就不是这样。第二，正因为我们快速崛起，我们要成为一个有国际影响力的，甚至可能要影响新型国际化的一个大国（比如“一带一路”的提出，它肯定不是一个简单的一项工程的概念，它有非常深刻的含义），就一定要在汇率政策这个方面有站得住脚的理论 and 原则来支撑它，所以这也是我觉得从理论到实践大家要去更多关注一下汇率问题、汇率政策问题的重要意义所在。我们要推动人民币的可兑换、人民币国际化，但是同时也得平衡好风险防范、市场稳定的这样一种关系。

三. 需要注意的现实问题

第一个问题就是1、2月份我们的外汇储备还是稍稍增加了一点。很多人认为我们是不是稳定下来了，我觉得这个还需要观察。其中一个很重要的问题就是，我们的利率最近实际上是在呈现往上走的一个态势，但是如果我们的经济下行的压力进入第二季度，从目前的情况来看不是减弱了，可能会进一步加大。一季度有点减弱，但是二季度有可能加强。如果是经济下行的压力加大，我们的利率水平能不能继续上升，或者我们进一步说，我们现在基本面的利率水平是不是合适？我认为，在全球利率非常低的情况下，中国无风险收益率，国债年化收益率都在4%上下是太高。这个太高其中一个因素是我们的社会等级概念太严格，政府平台、



国有企业、大型民营企业、中小微企业、个人等，它的融资的难易程度、成本高低差距太大，而且人为的优先保了一些部分，就会使另外一些部分融资难、融资贵的问题更突出，所以整体来讲把这个资金价格提高了。

第二个问题是一个很敏感的问题。一方面我们央行持有十七八万亿的法定存款准备金，冻结了商业银行的资金，抑制了它派生出的货币，但是年化利率只有 1.62。另外一方面，我们的外汇占款在不断下降，央行的外汇占款从 27 万多亿下降到不到 22 万亿，基础货币的回笼造成流动性紧张，央行再大量的拆借出来补充流动性（用各种货币工具），去年底 84000 多亿，今年 1 月份超过 9 万亿，2 月份又稍微回来一点。这个利率是多少，大家可能知道，年化利率不会低于 4%。这样就造成人民银行的资产负债表的一个重大特色，两边都拉上去扩大了规模，模糊了央行作为最后贷款人的定位。第二特点就是提高了商业银行的成本，商业银行再转嫁出去，就抬高了社会融资成本。我一直认为，降准不是一个货币政策的禁区，货币供应上的结构性改革可不可以把 8 万多亿里边拿出 4 万亿、5 万亿，通过降准把这个解决，这样整个成本会大大降低。这样一些问题，可能未来为了刺激经济的发展，我们还要降低利率，而不是持续升高利率，这种问题会对汇率带来什么样的影响，这都是需要我们做好提前的准备。

当然还要再进一步去看，可能还涉及到更深层次的问题，就是我们今天所有讲的外汇储备都是央行外汇储备，央行外汇储备是不是国家外汇储备的问题。因为在有的国家里面，国家外汇储备更多偏向财政的储备才叫国家外汇储备。我们长期都是由央行一家管理的经营外汇，也在一定程度上造成货币政策与财政政策的不协调。前些年，我们一方面为了对冲外汇占款扩张造成基础货币的大投放，大量提高法定存款准备金，另外一方面，各地政府还在利用优惠政策招商引资，增加外汇流入。货币政策和财政政策是不是配套，有没有可能拿出一部分来，财政部发专项国债，商业银行从存款准备金里面拿出一部分买它的国债，然后财政部再去买外汇储备，一方面会控制一下基础货币的投放，第二方面，可能国债的量会上来。在中国金融市场发展里面，或者利率市场化里边的基准利率和货币政策的基础设施的建设问题中，国债的量太少，但是地方债还是由省级政府和副省级政府来发，中央不替他们发，可是他们可以替下面发，这些方面国债要不要进

一步提高。类似这些问题可以进一步演化下去引申出很多课题。

四. 结论和启示

第一，汇率是一种货币跟另外一种货币或一篮子货币的一个比价，是很多因素共同作用的结果，因此管理汇率是不太现实的，但重要的是汇率制度和汇率政策的选择。汇率均衡与国家的经济基本面走势和货币政策的走势有关，均衡点是很难找的。

第二，美元是现实中的国际中心货币，美元汇率是波动的，其他货币也在围绕美元波动。人民币的汇率波动是正常的，但应该是有控制的波动。作为一个比价，人民币汇率应发挥市场的主导性作用，但不能完全由市场决定。外汇储备流动性管理很重要，资本管制要讲究原则和科学，我们在推动人民币可兑换、国际化的过程中，同时也要平衡风险防范和市场稳定的关系。

第三，在全球利率非常低的情况下，中国无风险收益率、国债收益率相对较高。降低法定存款准备金率不是货币政策的禁区。分流外汇储备，推动货币政策与财政政策配套，控制基础货币投放的同时增加国债发行量，这样可能会降低社会成本。



2021 年人民币兑美元大概会在 5.5:1

翟东升¹

编者按：

翟东升教授在圆桌讨论环节中，从外资流出和美元强势周期的角度分析人民币汇率贬值原因。同时基于美国升息幅度的考量，教授也对人民币汇率未来走势进行预测。

以下为翟东升教授的演讲摘要：

孙鲁军司长刚才跟我说中长期汇率谁都看不清楚，我本身搞金融和货币的国际政治经济学研究，所以看的恰恰都是中长期问题。现在斗胆向大家汇报一下：我认为我看得清中长期汇率。

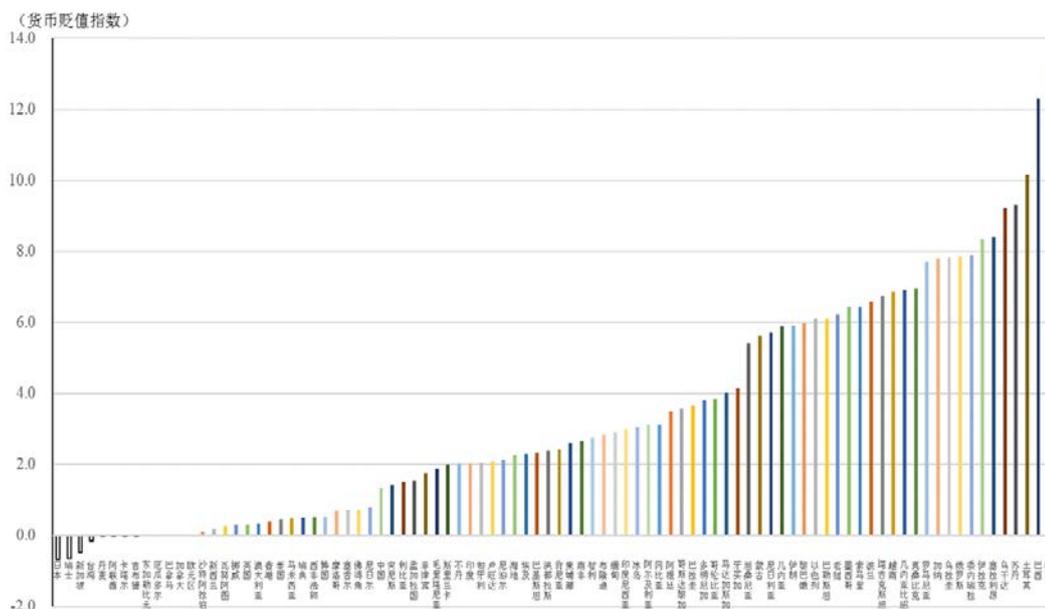
首先解释一下为什么 2014 年初以来，人民币兑美元会贬值。其实我 2012、2013 年一直在预测和警告人民币会对美元贬值。原因很简单，就是全球金融系统性的问题，美元进入了加息周期和汇率强势周期，所有货币理应对美元进行一定的贬值。具体到人民币，第一，此前的人民币升值周期或者美元贬值周期中积累太多的套利交易 carry trade，一旦美元加息它们会被解除。第二，中国富人在这个人民币弱势周期会多元化他们的资产，一部分现金会换成外币。第三，中国工业化过程中资本形成有其特殊性：一般说中国的经济发展是东亚模式的延续，但是其实不完全是，我们跟日本、韩国、台湾的模式略有区别。区别在什么地方？我们在招商引资，为外资提供超国民待遇，而对国内民营资本有歧视；而其他国家在产业扶持方面是优先扶持本国企业。我们走的路子因此而有点特别，在我的书里，把小平同志在 1992 年南巡讲话之后开创的道路比喻为“吸星大法”，把人家的工业吸过来了。正常国家实现工业化都得花 50 年到 80 年，我们只花了 20 年就获得了人类历史上最大规模最快速的工业化，为什么？它不是我们自己练出来的内力，而是吸过来的内力。代价是什么？在中国经济增长中挣到钱的主要不

1 翟东升，中国人民大学国际货币研究所研究员、中国人民大学国际关系学院副教授、对外战略研究中心副主任

是中国人，而是老外，因为他们的资本帮助你工业化，所以，考虑到其资本升值、资产升值、汇率升值，他在中国的投资实现了 15% 以上的复合收益率。如今它们中的一部分要离开中国，离开人民币，从而令人民币弱势。还有一个就是美元强势周期的大气候使然，大家看这张图，是 1970 年到现在整个大的三轮周期，2012 年之后美元再次进入大的强势周期，对应其它各种货币下跌。从 2008 年开始，美元指数不再下跌，从 2012 年振荡筑底之后，到了 2014 年开始快速上升。



我做了一个小研究，大家看这幅图，是 60 种货币自 1979 年到现在贬值指数，横轴是美元。



这 60 种大大小小的货币对美元进行了波动，形成各自的贬值指数，凡是为



正的部分都是贬值的，换言之四十年里绝大多数货币都是贬值。巴西雷亚尔和秘鲁比索，这两种货币贬值最厉害，当年 1979 年的 100 万美元价值的现钞到现在值 2 块。人民币在哪？在这。因为我们在 1994 年之前是贬的，因为那个时候由于国有企业改革不到位绑架了信贷和货币、工业化没有正式开启故通缩严重、出口制造经济发展还没有到位，所以那个之前人民币兑美元是持续贬值的。1979 年到现在是全球化时代，美式全球化时代，兑美元能够升值的货币很少，一共就是日元、新元、瑞郎和新台币，就这四种货币能够对美元升值，换言之美元相对靠谱，当然如果黄金考虑就不够靠谱。

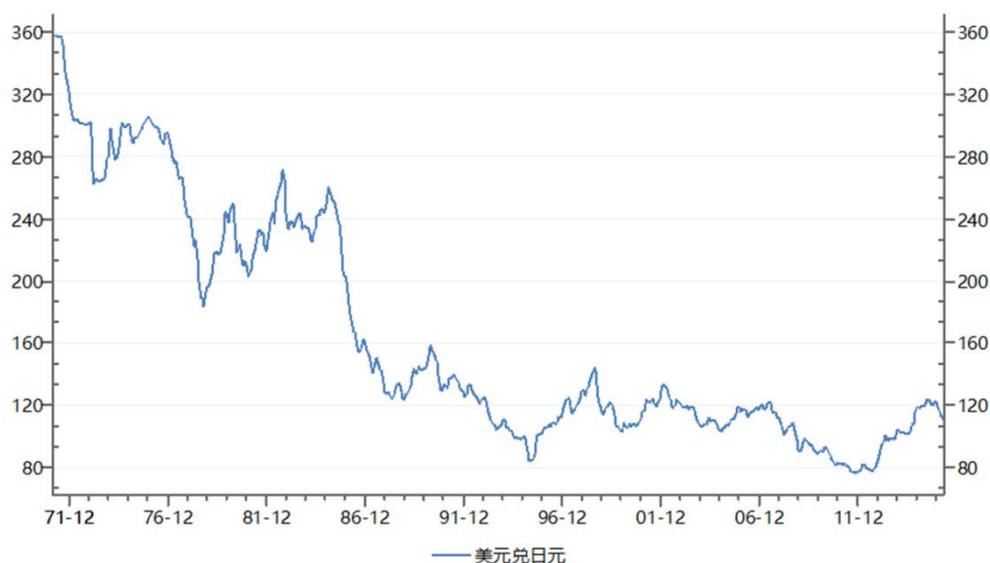
我的研究比较有意思的发现在于，我证伪了一些流行的关于人民币汇率的观点。我把流行的观点做了一些假设，然后拿这些 60 种货币的基本面和波动历史去对应它，看它们的贬值升值同各自经济基本面之间存在什么相关性，最后发现如下有意思的观点。第一，汇率与经济增速长期来看没有关系，不管你加速增加还是减速，甚至负增长，长期来看，跟你的汇率并不存在正相关或者负相关，这就是说我们刚才许多讨论，认为中国经济减速将导致人民币汇率走弱，其实这个逻辑基础不存在。第二，汇率跟资产泡沫的消长也没有关系，一个国家资产泡沫可以破灭，但汇率未必弱势。1992 年之后你任何一天卖出日本东京的房子都是对的，可是你敢不敢在过去的 25 年里面放空日元？第三，M2 的增速也与汇率不相关。一个货币的强弱跟它 M2 的增速是没有相关性的，这个超出我本人的预料。第四，汇率与官方债务率不是负相关，而是正相关的关系。一个国家的财政总债务占 GDP 的比例如果是持续扩张，而且扩张速度比别人快，结果就是它的货币汇率应该比别人强，而不是弱。这个很有意思，具体什么原因，我也不明白，但是数据就是这么说的。最后一个，真正对汇率最强的支撑力量还不是财政和债务，是什么？老龄化！一个社会老龄化越快，这个货币的汇率就越强，哪怕经济长期低迷，经济增速为零，哪怕你的产业对外转移，哪怕你的房地产泡沫破灭，哪怕政府债务率特别高，都没有关系，只要你实现工业化之后，你社会的少子老龄化速度比美国人快，你的汇率就会比美元强。老龄化能够解释 60% 的汇率强弱，是各种因素中对汇率最有力的支撑力量。

我编制了一个分析框架，基于这些发现和这个框架我来解释为什么汇率同基

本面是这样的关系。最重要的是，讨论汇率的时候，我们千万不要讨论服务业价格，也不要牵扯资产价格。当我们讨论汇率的时候，一定要考虑可贸易品，可贸易品价值的通缩才是长期汇率的决定因素所在。如果你像微信群里那样把眼睛看在资产价格，讨论到底中国政府会考虑保汇率还是保房价，这根本就是一个错误的逻辑，资产和汇率这两个因素完全不相关。

要证伪所有市面上关于人民币汇率的流行错误观点，最佳对照物其实就是日元对美元汇率。（图）

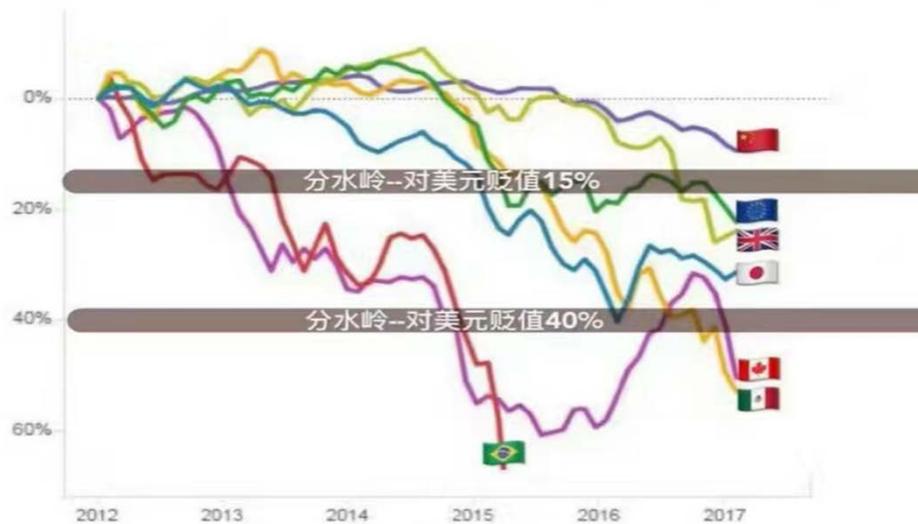
从产业结构、人口结构、国际经济地位等角度看，今天中国经济的发展阶段对应于 1980 年代前期日本。日本此后经济减速长期低迷，资产泡沫破灭、债务率不断上升，产业对外转移，原先挣钱的有比较优势的行当纷纷被中国和亚洲国家打败。这样一种情况下，日元兑美元竟然长期升值。安倍经济学拼命印钞票，就是想人为地把汇率按下去按到了一百二十分之一美元，结果还没有松手，日元汇率开始飘上来了，他连接都按不下去。



数据来源:Wind资讯

下边这张图告诉我们，自 2012 年美元进入强势周期之后，人民币是世界上最抗跌的货币，没有之一，比日元、英镑、欧元都强，更不要说大宗商品出口国的货币了。

The rest of the world's currencies have been steadily losing value against the U.S. dollar, including the Chinese yuan. SOURCE: Federal Reserve



2017 年美元强势周期即将见顶，美元加息周期到今年底即将结束。

为什么做这样的预判？理由如下。任何一个总统无论他上台之前说什么，一旦上台都会爱上减息，特朗普也不例外。美元债务率太高，限制了加息空间，美元债务达到了 GDP 的 107%，如果特朗普的大规模军备建设和大规模基础设施投资增加、大规模减税真正能够实现，它的债务率进一步快速加速上升。就我个人对美国政治经济体系的研究，有一个心得，理解美帝国整个操盘的逻辑，其中有一个关键点，归根结底有一个点不能动。打篮球时候，你转身跳投 pivot，有一个重心脚不能动，动了就走步了、犯规了，美帝国的那个重心脚是什么？就是美国联邦政府为滚动其存量债务所支付的利息占其 GDP 的比例！这个比例千万不能超过名义 GDP 增速，否则美帝国就是在旁氏融资。无论两党谁执政，这个不等式是理解所有游戏的关键之所在。按照这个逻辑，美元未来的加息空间其实非常有限，为什么？它加了息之后怎么支付债务利息？假如真把利息加上去了，而且长期维持在相对高位，这意味着他要把美国人民的有限的存量积蓄要拿出来，付给日本人、中东人和中国人，付给这些外部储蓄者，这是最不爱美国的表现。

从美国人口数据来算，美国经济真正进入强势周期，大概还需要 7 年之后才能恢复活力，此后将是十几年长周期的强劲增长。请注意，中华民族伟大复兴只有下边这 7 年的窗口，这 7 年假如 GDP 超不过美国，后面会出大事，因为后面的美国经济增长非常强劲，人口数据比我们好看多了。

在这个下边七年的窗口期内，美国一定是继续像 2008 年到现在为止的弱复苏，表面上看经济数据可以、就业数据可以、通胀数据可以，但是实际靠的是超量货币、QE。

上图的美元指数 2017 年难以突破 105，我个人预测，2021 年可能在 65 左右。这张图是美元指数周期，现在在 100 多，最高峰的 160。大家看整个趋势，这下面再过个五六年，下冲到 65 很正常，这也符合特朗普操盘的思路，他希望弱势美元帮助美国制造业变得重新伟大，帮助他的选民群体，即白人蓝领重新过上好日子。我个人认为联储主席叶伦女士是个忠诚的民主党党员，2016 年她主要的任务就是保皇，用推迟加息保民主党的选举，结果没保住，那她 2017 年主要的任务就是跟特朗普捣乱。所以今年主要的故事就是加息，而且加息力度会比之前的市场预期强得多。最近据我们了解的情况，特朗普在努力勾引她，招募她，但是我估计招募不了。所以今年加息的力度或者货币紧缩的力度会强于预期。但是 2018 年 2 月份之后，联储换人之后，美国一定会开始减息周期。特朗普换他自己的人帮他大幅度减息之后，美元指数将进入新一轮的大熊市。

接下来，提供些结论和政策主张。

第一，未来数年人民币将再次面临升值压力而不是贬值压力。我个人预测 2020 年，正常情况下我们人民币对美元的汇率大概在 5.5 比例左右。

第二，贸易顺差和资本逆差是将来 30 年的常态，贸易顺差和资本逆差这样一种构造具有合理性。

第三，应该抓住美元强势周期最后这一年的时间窗机会，主动把外汇储备降到 2 万亿美元以下。好，谢谢大家。

中欧在贸易政策的领导力：可行否？满意否？¹

胡卫年² 雅克·佩克曼斯³

CEPS 的研究员认为，随着特朗普主义掀起了对全球贸易外交的争议，其他贸易大国应当扛起推动经济开放和全球化的大旗。欧盟和中国都不认同特朗普主义，而且他们有能力抵抗如果他们愿意坚定地承担起这个领导责任。欧盟和中国甚至可能考虑建立中欧自由贸易区（FTA），虽然中国的说法很含糊：中国需要这样的自贸区，希望促进全球化。但中国刚刚进行的改革缓慢而保守，这绝对需要更大的开放度。

特朗普贸易政策反映出民族主义和公然的保护主义，由此，欧盟的主要关注点不应该是如何回应特朗普的言论。欧盟应当加倍努力，推动内部合理贸易投资自由化进程。此举具有合理性，因为长远看，欧洲将掀起的竞争之风将带来经济效益。此外，此举合乎时宜，因为特朗普在其民族主义和选择性保护主义做法上孤立无援。由（不）平衡的双边货物贸易驱动的预期性双边协定，貌似并没有许多人支持，甚至可能无人支持。

今天欧盟同许多贸易伙伴面临的挑战是制定共同策略并在世界经济建立起其令人信服的领导力量，应共同促进作为世界贸易基础的多边主义的发展，并同时继续发展和 WTO 相协调的地区间贸易、双边及多边贸易协议。在这些行动中，欧盟应走在前头。

本文将围绕该贸易战略的一个主要元素展开，即中欧领导力。我们将就这一关键性问题讨论三方面内容：共同领导力的理论依据；重申这一战略可靠性；2017 年三月的人民代表大会和中国政治协商会（也称为“两会”）下中国的改革能力的简要介绍。

一、理论依据

¹ 翻译：李时良；审校：肖柏高。本文选自 CEPS Commentaries（2017 年 3 月 20 日）

² 胡卫年，欧洲政策研究中心（CEPS）前研究员

³ 雅克·佩克曼斯，CEPS 高级研究员

欧盟和中国都是全球经济中最大的贸易体。中国是一百多个国家的最大贸易伙伴，而欧盟是这其中许多国家的第二大或第三大贸易伙伴。对于其他几十个 WTO 的合作伙伴，欧盟在与这些国家的双边贸易中位列榜首，而中国则分别居于二、三、四名。中国与欧盟之间的双边商品和服务贸易规模巨大：2016 年双边商品贸易总额达 5140 亿欧元，而服务业（2015 年）则达到 640 亿欧元。对于商品，尚可与跨大西洋贸易相比，但对于服务业，中欧之间的合作潜力巨大，中国的服务业才刚刚开始起步。此外，在商品和服务两个领域，中国在市场准入方面的限制远远大于美国和欧盟。中国对外商直接投资（FDI）的限制也是一样的。2015 年欧盟在中国的外国直接投资存量为 1680 亿欧元，而中国在欧盟这一数据为 350 亿欧元——这仅为跨大西洋贸易额的一小部分。

美国已经退出了多边的跨地区的贸易协议（典型如 TPP），一些政策顾问甚至怀疑美国会不会接受对其不利的 WTO 上诉机构的裁决。因此，维护多边主义、进一步发展贸易协议的领导作用必须落到中国和欧盟肩上。这两个经济体，同他们的区域合作伙伴和正在谈判的自由贸易区的国家，大有作为。然而，更为战略性的举措就是将中欧贸易投资关系样本化，从而为更多伙伴创造机会。

中国和欧盟也不不断深化双边关系，比如中欧间的 60 多次对话、能力建设活动（如消费品安全、《WTO/SPS 协定》等）和正在进行的投资协议谈判（CAI），部分与市场准入有关。中国（通过习主席 2014 年在布鲁日的倡议）提议推进双边自贸协定。犹豫之后，CAI 一通过欧盟就开始积极探讨该提议。然而，这些计划都是在没有特朗普主义在世界经济中进行商榷的。

二、中欧自由贸易协定：实践检验

在佩克曼斯（Pelkmans），弗朗索瓦（François）等合著的著作（2016）¹中，除了基于现代 CGE（Computable General Equilibrium model）和 2011 年全球贸易分析项目数据库的经济影响评估外，还提供了中欧之间可能的自由贸易协定的详细事实性分析。这本书的主要内容就是分析中欧双方应如何成功达成该自由贸易

¹ J. Pelkmans, W. Hu, F. Mustilli, M. di Salvo, J. Francois, E. Bekkers.M.Manchin & P. Tomberger (2016 年) 明日丝绸之路——评估中欧自由贸易协定, 第 367 页, CEPS, 也可从 www.ceps.eu 下载;中文的长篇执行摘要也可下载。

协定。毕竟，领导不仅仅需要“能言善辩”和“远见卓识”，而是需要在双向市场准入和增进市场参与者的机会方面取得实际具体成果。这项将要谈判的自由贸易协定是“深入而全面的”，欧盟现在也与其他合作伙伴如韩国，越南，新加坡，加拿大，日本（未完成）进行例行谈判，谈判是在跨大西洋贸易及投资伙伴协议（TTIP）下进行（现在暂停）。

在这些贸易伙伴中，只有越南是发展中国家。比起越南这样的中低等收入国家，中国更为发达，但仍然有许多长期的发展的挑战。自由贸易协定的“深入而全面”特点体现在九大领域，均进行深入审查：工业关税、农产品关税、关税配额（TRQs）¹、技术性贸易壁垒（TBT）、食品和饲料安全壁垒²、服务业市场准入、公共采购、知识产权（IPR）和地理标志（GIs）³、国企（State-Owned Enterprises，SOEs）和投资（CAI）。我们得出了清晰的整体结论：欧盟的 TRQs 比中国的问题更多（数量和复杂程度上都是如此），除此之外，中国关于其市场准入制度列出了一系列严峻的问题，清单较长，如下：

- 技术性贸易壁垒（Technical Barriers to Trade——部分系统性，是计划经济及其制度的产物）；
- 《实施动植物卫生检疫措施的协议》（sanitary and phytosanitary，或 SPS 措施——同上）；
- 服务（具有高度限制性，与国有企业和（或）外国直接投资相关的更为如此）；
- 公共采购（中国第六次要求成为政府采购协定⁴的成员，迄今尚未完成）；
- 知识产权和地理标志（中国知识产权制度达到国际标准，但执行力度不够；地理标志领域的首次谈判取得成功，但中国内部存在有关品牌和创始的争议）；
- 国有企业（几乎未观察到改革的迹象，存在竞争限制甚至存在国企主导的市场准入）；
- 投资（2014 年，中国的经合组织 FDI 管制指数最高，涵盖 22 大领域和 58 个国家——包括所有金砖国家、其他发展中国家以及所有经合组织成员国）。

¹ 关税配额，对进口第一配额零关税或低关税，关税超过进口配额非常高。

² 根据 WTO/SPS 协议，称为 SPS（Sanitary & Phyto-Sanitary rules and procedures）。

³ 地理标志（食品，葡萄酒和烈酒）。

⁴ 政府采购协议，超越关贸总协定/世贸组织规则

三、中国的改革和整装待发的领导力

在 2013 年 11 月的第三次全体会议上，中国提出了一个瞩目的结构性和全方面改革的愿景。这些改革主要是以市场经济语言起草，大部分都沿正确的方向展开。然而，它们并非直接业务性的¹，所以观察已完成的业务改革和实施至关重要。一些明确的例子可用于此（例如技术法规、标准、合格评定制度及机构的改革，参见 Pelkmans 等人 2016 年专著的第 9 章），但总体而言，中国和欧洲商界普遍比较失望。2013 年底的经验智慧与良好的长期发展和开放型经济体系相适应，但后来似乎已经被另一种思路所取代，后者导致了进展缓慢。

最近，中国总理李克强选择不直接回答以下问题，即中国将采取什么措施来说服国际社会，使国际社会相信中国正在推进更自由的贸易和开放的经济发展模式。相反，李总理说，中国会先解决国内问题，但又立即表示，如果“国门”关闭，这一承诺难以实现。他进一步强调，改革是一个循序渐进的过程，过去几十年来，中国改革取得长足进展。但两会传达的整体信息就是中国改革的雄心正在熄灭。

进一步开放将促进中国经济发展。例如，如果一项双边自由贸易协定将进入谈判阶段（如 Pelkmans 等人合著书中所言，同上），中国的额外 GDP（百分比计）将是欧盟收入增长的 2.5 倍。请注意，此处影响的模拟必然是被大大低估的，因为未能考虑作为“深入而全面”的 FTA 的先决条件的中欧全面投资协议（CAI）的经济影响。中欧双边 FTA 之外的更广泛开放将带来进一步的收入增长，并在中国一带一路战略背景下，稳定中国贸易和投资决心，许多欧洲国家都是通过亚投行（AIIB）参与该战略。

李总理在 3 月 15 日的记者招待会上透露，中国呼吁加快 CAI 谈判，并期待欧盟的积极响应。他强调，即使没有 CAI，中国也将继续促进对欧盟企业的市场准入和平等（“国民”）待遇，同中国本土企业一视同仁，这令人振奋。

不过，中国的欧盟商会的情况貌似并不乐观。根据商会 2016 年度发布的立场文件，2013 年第三次全体会议（2013 年 11 月）提出的许多改革措施大多都未

¹ 更具操作性、更详细的方法，参见 Chi Fulin 等作者的（2016）《转型突破——十三五计划期间》，中国际出版社. CIRP（海南）。



进行，或者至多折半完成。在某些领域，据称还有令人担忧的“倒退”迹象。毕竟，根据 2015 年经合组织 FDI 管制指数，中国仅下降一名成为限制性方面的第二名，在菲律宾之后。

总体而言，市场准入可能不仅仅是一个欧洲问题。若只有在自由贸易区谈判中才能体现中国的积极性，中国也可能存在该问题。目前，中国正在进行九个自贸协议谈判，其中包括中日韩三边自贸协定谈判和区域综合经济伙伴关系（RCEP），并于 3 月 3 日完成了第 17 轮谈判。中国正在进行六项自由贸易协定研究，另外还将对 2014 年 10 月生效的“中加外商投资促进和保护协定”基础上的中加自贸协定进行共同的探索性研究。

审视中国的自由贸易协定战略，鉴于同邻国的自由贸易协定似乎发挥了作用（但并非“深入”），且与发展中国家的自由贸易协定已形成基础¹，现在是中国接近“大国”的时机，是抓住进一步经济发展的“关键”的时机²。不用说，在这种情况下发生之前，中国——本身已经是一个大国，在经济开放方面，必须符合其他“大国”的期望。随着 TTIP 命运的不确定性的出现，欧盟专员马尔姆斯特伦（2017 年 3 月 8 日，在新加坡）发布了欧盟全球贸易议程，表现出欧盟在推动与全球合作伙伴的贸易谈判上的决心。中国是否如三年前习主席说的那样，愿意和欧盟建立更密切的贸易关系呢？

尽管李总理呼吁加快同欧盟进行 CAI 谈判，欧盟仍然不乐意与中国进行 FTA 谈判。在存在特朗普斯主义的新世界，先 CAI 后 FTA 的谈判顺序可能不是给中国和其他非特朗普世界经济的最佳信号。此外，中国出现了向另一种 FTA 转变的迹象：毕竟，中日韩三方自由贸易区谈判共同的愿景是“全面，深入和互惠互利”，这也符合欧盟的要求。

现在双方应该采取行动：欧盟应该与中国进行最高级别的磋商，无论是加快 CAI 谈判，还是给予欧盟投资者更多的“国民待遇”，都能使得 CAI 和 FTA 的排序再商榷。而中国也需要加快改革，特别是与市场准入和优化市场功能有关的改革。

¹ 详情请参阅 <http://fta.mofcom.gov.cn/english/index.shtml>

² 商务部于 2015 年 12 月宣布，中国的自由贸易战略有四个方面：以大国为重点，以邻国为重点，以发展中国家为重点，以多边主义为重要场所

国内改革的注意事项或许反映了老子的智慧，即“治大国若烹小鲜”——太多的管理会破坏它。但中国不应该忘记，过去的大胆改革工作加快了成功的经济转型，世界上没有一个其他国家能够实现。欧盟和中国正在朝着同样的根本方向发展，正如习近平总统关于全球化的积极言论和他对世界经济论坛上的承诺那样¹，通过开放来促进贸易和投资、自由化和便利化，对保护主义坚决说不。

¹ 达沃斯，2017年1月17日

EU-China Leadership in Trade Policy: Feasible? Desirable?

Weinian¹ Jacques Pelkmans²

With Trumpism stirring controversy in world trade diplomacy, the other large trading partners are well advised to assume leadership in economic openness and responsible globalization, argue the authors in this CEPS Commentary. The EU and China both disagree with Trumpism and have every reason to withstand it if they take firm leadership. They could even consider an EU-China Free Trade Area (FTA), although China is sending ambiguous signals here: it requested such an FTA, it wants more globalization, yet it has just decided on slower, less ambitious reforms, which are indispensable to greater openness.

Given the nationalism and blunt protectionism that characterises President Trump's trade policy, the primary focus of the EU should *not* be on how to respond to his rhetoric. The EU should rather double its efforts to pursue its own, sensible trade and investment liberalisation agenda. This is not only rational because of the economic gains that will come in the longer run from competitive winds that will blow in Europe, it is also appropriate because Trump is likely to find himself pretty much alone in his nationalistic and selectively protectionist agenda. The intended 'bilateral deal' approach, driven by (im)balances in bilateral goods trade, does not seem to have the backing of many, perhaps of no-one.

The challenge today for the EU and many of its trading partners is to build common strategies and convincing leadership in the world economy, with a view to supporting and bolstering multilateralism as the foundation of world trade, while

¹ Weinian Hu is a former CEPS Research Fellow;

² Jacques Pelkmans is Senior Research Fellow at CEPS.

continuing WTO-compatible (inter)regional, bilateral and plurilateral trade initiatives. The EU should be at the forefront of these initiatives.

This commentary will look at one principal element of such a trade strategy, namely, EU-China leadership. We shall touch upon three aspects in considering this critical option: the rationale for joint leadership; a reminder of what it takes for such a strategy to be credible; and, briefly, China's reform capability in light of the National People's Congress and the National Committee of the Chinese People's Political Consultative Conference (also known as 'Two Sessions') of March 2017.

1.Rationale

The EU and China are the biggest traders in the world economy. For well over one hundred countries, China is the first trading partner and, for many of these countries, the EU ranks second or third in terms of bilateral exchange. For several dozens of other WTO partners, the EU ranks first in their bilateral trade, with China having moved up to second, third or fourth position. Bilateral trade in goods and services between China and the EU is huge: in 2016 two-way goods trade amounted to €14 bn, and for services (2015) another €64 bn. For goods, this compares to trans-Atlantic trade, but for services, where the potential between China and the EU is much greater, services from China are only beginning to develop. Moreover, in both services and goods, the restrictiveness of China in terms of market access is far greater than that in the US and the EU. The same holds for the restrictiveness of China with respect to incoming FDI. The 2015 EU stock of foreign direct investment (FDI) in China was €168 bn, with Chinese FDI in the EU being €35 bn – a fraction of the trans-Atlantic values.

The US has withdrawn from multilateral and interregional (TPP!) trade initiatives, and some policy advisers are even casting doubt on the acceptability of WTO Appellate Body rulings that are adverse to the US. The leadership role to uphold multilateralism and further pursue trade initiatives must therefore fall to China and the EU. These two economies can do a good deal with their regional partners and the countries with which they are negotiating free trade areas (FTAs). A far more strategic move, however,

would be to turn the EU-China trade and investment relationship into an example, thereby also creating a bundle of opportunities for many other partners.

China and the EU are continuously deepening their bilateral relationship as well, for example with over 60 dialogues and capacity-building exercises (e.g. in safety of consumer goods; in SPS matters; etc.) and ongoing talks on an investment agreement (CAI), partly linked to market access. China (via President Xi's call in Bruges in 2014) has suggested exploring a bilateral FTA. After some hesitation, the EU has begun to speak about this idea in positive terms, once the CAI is agreed. These intentions were exchanged in a world economy without Trumpism, however.

2. The EU-China FTA

In Pelkmans, François et al. (2016)¹, a detailed factual analysis of a possible FTA between China and the EU has been presented, besides an economic impact assessment based on a modern CGE (Computable General Equilibrium model) and the Global Trade Analysis Project 2011 database. The underlying idea of the book is to better understand what it takes for both partners to conclude such an FTA successfully. After all, leadership is not a matter of 'convincing by speech' and 'vision' only, but of realising concrete results in terms of mutual market access and acknowledgement of opportunities by market players. The FTA assumed to be negotiated is a 'deep and comprehensive' one, as the EU now routinely negotiates with other partners such as South Korea, Vietnam, Singapore, Canada, Japan (unfinished) and (now pending) in TTIP.

Of these trade partners, only Vietnam is a developing country. China is more developed than, say, a low- middle-income country, like Vietnam, but nonetheless has many lingering development challenges. The 'deep and comprehensive' nature of the FTA is expressed in nine broad areas, all scrutinised in depth: industrial tariffs, agro-

¹ J. Pelkmans, W. Hu, F. Mustilli, M. di Salvo, J. Francois, E. Bekkers. M. Manchin & P. Tomberger (2016), *Tomorrow's Silk Road – assessing an EU-China Free Trade Agreement*, pp. 367, CEPS, also downloadable from www.ceps.eu; a lengthy Executive Summary in Chinese is downloadable as well.

food tariffs and TRQs¹, technical barriers to trade (TBTs), food and feed safety barriers,² market access in services, public procurement, IPRs (Intellectual Property Rights) and GIs (Geographical Indications),³ SOEs (State-Owned Enterprises) and investment (the CAI). The overall conclusion of our work is clear: with the exception of TRQs, where the EU's TRQs are more problematic than those of China (both in number and complexity), China presents a wide-ranging set of formidable problems in its market access regimes.

The list is long:

- TBTs (Technical Barriers to Trade - partly systemic, as a legacy of planning and its institutions);
- SPS (sanitary and phytosanitary, or SPS measures - idem);
- services (with high degrees of restrictiveness, even more so when linked to SOEs and/or FDI);
- public procurement (where China's six offers to become a member of the plurilateral GPA⁴ have not, so far, sufficed);
- IPRs and GIs (the regime of IPRs in China is up to international standards but its enforcement is weak; in GIs some first negotiation successes are accomplished but there are internal quarrels in China about brands and origin);
- SOEs (where next to no reform movement has been observed, throttling competition or even entry in a range of SOE-dominated markets); and
- investment (in 2014, China has the highest OECD FDI Regulatory Restrictiveness index, covering 22 broad sectors and 58 countries – including all BRICs and some other developing countries, as well as all OECD ones).

3.Chinese reforms and readiness for leadership

¹ Tariff Rate Quotas, having zero or low tariffs for a first quota of imports, with very high tariffs beyond the quota of imports.

² Called SPS (Sanitary &Phyto-Sanitary rules and procedures), subject to the WTO SPS Agreement.

³ Geographical Indications (for food, wines and spirits).

⁴ Government Procurement Agreement, going beyond basic GATT/WTO rules.

In the November 2013 Third Plenum, China presented an impressive vision of structural and wide-ranging reforms. These reforms were drafted largely in market-economy language and, for the most part, go in the right direction. However, they are not directly operational,¹ so it is critical to observe what operational reforms and implementation have been accomplished. Some clear examples can be mentioned (e.g. an overhaul of the technical regulation, standards and conformity assessment regimes and institutions, see Pelkmans et al., 2016, ch. 9) but overall there is widespread disappointment inside China and in European business. The wisdom of late 2013, which accords so well with sound long-run development and an open economy, seems to have been replaced by another wisdom that justifies slower progression.

Li Keqiang, China's Prime Minister, recently chose not to reply directly to the question of what measures China would implement to convince the international community that the country is moving towards freer trade and an open economic development model. Instead, Premier Li said that China would have to sort out its domestic issues first, but conceded immediately that this undertaking would not be possible if "doors" were closed. He further stressed that reform is a gradual process and, looking at past decades, China's reform has made consistent progress. Yet the overall message conveyed at the Two Sessions was that China is scaling back its ambition of reform.

Further opening-up would benefit the Chinese economy. For example, if a bilateral FTA were to be negotiated (as in Pelkmans et al., op. cit.), the extra GDP for China (in percentages) would be 2½ times the gain for the EU. Note that the impact simulation is necessarily a considerable underestimation as the economic impact of the EU-China comprehensive agreement on investment (CAI), a prerequisite for a 'deep and comprehensive' FTA, is not incorporated. Greater openness beyond a bilateral EU-China FTA would bring further gains and should also underpin China's ambition of

¹ For a more operational and detailed approach, see Chi Fulin et al (2016), Breakthroughs in transformation – the 13th five-year plan period, China Intercontinental Press, and CIRD (Hainan)

trade and investment within the context of the One Belt, One Road (OBOR) initiative, in which many European countries are involved via the AIIB.

Premier Li revealed at the press conference of March 15th that China had called for an acceleration of the CAI negotiations, and was awaiting a positive response from the EU. He then stressed that, even without the CAI, China would continuously enhance market access for, and extend equal ('national') treatment to EU businesses as if they were local Chinese enterprises. This would be very welcome news.

Nonetheless, the EU Chamber of Commerce in China looks less optimistic. According to the 2016 annual Position Paper published by the Chamber, many reform measures tabled at the 3rd Plenum (November 2013) have been left unattended, or at best only half done. In some areas, it is alleged that there were even worrying signs of "going back". After all, based on the OECD FDI Regulatory Restrictiveness index (2015), China moved only one position down to the second most restrictive ranking, after the Philippines.

Overall, market access may not be just a European problem. It could well be a Chinese problem, too, if one only realises China's activism in FTA negotiations. Presently, China is undertaking nine FTA negotiations, including the China-Japan-Korea trilateral FTA negotiations and the Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) with the 17th round of negotiations concluded on March 3rd. China is conducting six FTA studies, in addition to a joint exploratory study of a Canada-China FTA building on the Canada-China Foreign Investment Promotion and Protection Agreement, which entered into force in October 2014.

Reflecting on China's FTA strategy, given that the FTAs with neighbouring countries seem to function (but are not 'deep') and that a basis has been formed in FTAs with developing countries,¹ it is time for China to approach 'great powers' and grasp the 'key' to further economic development.² Needless to say, before that can happen,

¹ For details, please see <http://fta.mofcom.gov.cn/english/index.shtml>.

² Announced by the Ministry of Commerce in December 2015, China's FTA strategy has four major dimensions: great powers as the key, neighbouring countries as the priority, developing countries as the basis, and multilateralism as the important venue.

China - herself a great power, must live up to the expectations of other ‘great powers’ in terms of economic openness. With uncertainty looming over the fate of the TTIP, EU Commissioner Malmström (in Singapore on 8th March 2017) unveiled the EU’s global trade agenda of doubling down in advancing EU trade talks with partners around the world. Will China be ready to foster a closer trade relationship with the EU, as President Xi himself proposed three years ago?

Despite Premier’s Li’s call for an acceleration of the CAI negotiations with the EU, the EU remains reluctant to enter into FTA talks with China. In the new world of Trumpism, the sequence of first CAI and subsequent FTA talks might not be the best signal to send to China and the rest of the non-Trump world economy. Moreover, China shows signs of a shift towards another type of FTA: after all, the common vision shared by China, Japan and Korea for their trilateral FTA negotiations is ‘comprehensive, deep and mutually beneficial’, which corresponds to what the EU would want as well.

Both sides should now make a move: the EU should discuss with China at the highest level whether acceleration of CAI talks and granting more ‘national treatment’ by China to EU investors can lead it to reconsider the sequencing of CAI and FTA. And China, for its part, needs to accelerate the implementation of its reforms, especially those with relevance to market access and better market functioning.

Caution about domestic reforms may reflect Laozi’s wisdom that governing a great nation is like cooking a small fish – too much handling will spoil it. But China should not forget that its audacious reform undertakings in the past accelerated its successful economic transformation to an extent that no other country in the world has achieved. The EU and China are moving in the same fundamental direction, as became clear from President Xi’s positive words about globalisation and his pledge at the World Economic Reform¹ to promote trade and investment, liberalisation and facilitation through opening up, which was a firm ‘No’ to protectionism.

¹ Davos, 17 January 2017.

金融监管是一门科学，也是一门艺术 应给予市场创新和失败的空间¹

菲利克斯·哈菲尔德²

金融监管和投资股票市场一样，既是一门科学也是一门艺术。无人质疑监管需要定量分析，但有一些问题需要人的主观判断，这些问题的答案不可能来源于算法。

分析金融市场不能与反复波动的政治和社会环境脱离。在非常时期要用非常手段。监管者在原则上必须坚定不移、始终如一，但处理单个问题需务实灵活。

排除所有的风险和可预见的不确定性对于监管者而言既不是如意的，也是不可能的。相反，监管有义务给予金融市场创新、甚至失败所需的自由。因此，职责和赔偿责任密不可分，找到最佳平衡非常重要。责任和自救的可能性应该是金融监管的最好的伙伴。银行及其客户也有权期望监管机构的可靠性。

一、风险敏感度的细微差别

在金融稳定与盈利的关系方面，其中一个问题是银行受资本、流动性等要求限制的程度。与此相反，金融机构需要创造利润，并为投资者购买的风险理财产品提供适当回报。

经验表明，当这种压力变大时，银行会改善或最优化其业务模式。这样做合法合理，甚至在一定程度上有助于使银行业变得更加有利可图，更具稳定性。

但总得有个限度。一些政客可能会说，如果利润由股东获得，而重大损失必须部分或完全由纳税人承担，限度就已到达。这将破坏职责与赔偿责任的统一。规定应确保不花纳税人的钱，或是仅在少数的特殊情况下使用。

有些人可能会问，本可以通过引入更高的杠杆率或类似的工具使银行业更具

¹ 翻译：龚周瑾；审校：肖柏高。本文原文节选自2月1日在伦敦举行的货币金融机构官方论坛（OMFIF）城市讲座。

² 菲利克斯·哈菲尔德是德国金融监管局总裁



稳定性，为什么程序要如此复杂。这个问题的前提是有缺陷的。

经验表明，粗糙的资本管制工具会扼杀所有的风险敏感性。此外，如果金融机构必须满足统一的资本要求来保护银行存折和交易账户，那么除了承担高风险以收回高昂的资本成本之外别无选择。我相信，10%或更高的杠杆率不会引导信贷机构采取风险较低的经营方式，而将会诱导金融机构更加冒险行事。

二、减轻顺周期效应

风险敏感性与顺周期性的目的之间存在冲突。近年来，资产和负债估值产生的市场导向作用越来越大，使金融从业者和市场的风险状况更加透明。

在银行监管方面，这一现象随着从《巴塞尔协议I》向《巴塞尔协议III》的过渡慢慢显现。而在保险行业，《偿付能力监管标准II》的发布是一个里程碑。

市场价值取向旨在减少企业承担的风险，加强偿付能力等。此外，蒙受损失的能力也应该增强。

风险敏感性如果不适当限制，可能会将长期变动转为过度的短期波动，在繁荣阶段推动过度信贷扩张的趋势；并在经济衰退阶段更加紧缩贷款。这将对实体经济产生潜在的不利影响。

减轻顺周期效应方面已经做了很多工作。在银行监管中，设计反周期资本缓冲器是为了使金融机构在信贷过度增长期间积累额外的资本缓冲。

然而，最终不可能避免由市场估值的资本和风险与监管联系有一定程度上的顺周期性。必须在市场价值取向与审慎之间取得平衡，从而使风险监管尽可能少受顺周期效应的影响。

市场的动态性质只有在监管没有细化所有内容的情况下才能保持在正轨。监管规定本身应该形成一个原则性框架，在这个框架内有一些自由和余地，免受日常监管。

三、危机催生监管的需要

按照原则行事要求金融机构和监管部门之间建立密切的关系。监管部门要全面了解一个机构是否建立了适当的风险管理体系，这一点很重要。反过来，机构

自己有权要求自己接受的监督是公平和可比较，以及最重要的——个性化的。。

如果犯了本质性错误，要求监管受规则约束的呼声将会更加高涨。房地产危机，主权债务危机和销毁错误的丑闻是相关的例子。

大量僵硬规则对于动态的金融市场和个人风险状况来说是很不公平。另一方面，过多死守原则的规则降低了个体机构和国家合法的监管措施的可预测性和和谐性。只有将原则和法治结合在一起，才能最终实现有力的监管。

单靠模式和统计数据不能适应金融市场的现实状况，其中肯定会有风险。良好的监管机构即使在极端危机的情况下也能够平衡不同的政策和经济目标。

监管本身也有波动。相称、差异和经验教训总是重要的，受到人们欢迎；应避免全面撤销管制。

Regulation as science and art

Markets should be given room for innovation and failure¹

Felix Hufeld²

Financial regulation, like investing in the stock market, is as much an art as a science. No one doubts that regulation requires quantitative analysis, but there are questions that rely on human judgement. The answers to these will not come from algorithms.

Financial markets cannot be viewed in isolation from their often volatile political and social environment. In unusual conditions, regulators must find similarly unusual solutions. While showing steadfastness and continuity in their principles, regulators must be pragmatic and flexible on individual issues.

It is neither desirable nor possible for the regulator to exclude every risk and any conceivable uncertainty. On the contrary, it is part of the regulatory mandate to give financial markets the necessary freedom for innovation and, indeed, failure. That is why it is important to seek the best possible balance between responsibility and liability, which are inseparable. Liability and the prospect of a bail-in should be the best friend of financial supervision. Banks and their customers are likewise entitled to expect dependability from regulators.

1. Nuance on risk sensitivity

On the relationship between financial stability and profitability, one issue is the extent to which banks must be curbed by capital, liquidity, and other requirements. Opposed to this, there is the financial institution's need to generate profit and offer investors appropriate returns on the risk capital they provide.

¹ This is an abridged version of an OMFIF City Lecture on 1 February in London.

² Felix Hufeld, Federal Financial Supervisory Authority of Germany

Experience has shown that when this pressure becomes strong, banks seek to improve or maximise their business model. This is neither illegal nor illegitimate. It even contributes to some extent to making banking more profitable, and possibly, resilient.

But there is a limit. Some politicians might say that this limit is reached at the point where profit is distributed to shareholders but heavy losses have to be borne partially or completely by taxpayers. This would disrupt the unity of responsibility and liability. Regulation should ensure that taxpayers' money is not used, or that it used only in limited and extraordinary circumstances.

Some may ask why proceedings must be so complicated, when it would be possible to make banks just as resilient by introducing a much higher leverage ratio or comparable tools. The premise for such a question is flawed.

Experience shows that a crude capital approach kills all risk sensitivity. Additionally if institutions have to protect their banking and trading books with flat-rate capital requirements, they are left with no alternative but to take on maximum risk in order to recoup high capital costs. I am convinced that, rather than guiding credit institutions towards a less risky way of doing business, a leverage ratio of 10% or beyond would make many financial institutions act in a riskier way.

2.Mitigating procyclical effects

There is a conflict between the objectives of risk sensitivity and procyclicality. In recent years, the greater market orientation of the valuation of assets and liabilities has made the risk situation of financial actors and markets more transparent.

In banking regulation, this has happened gradually with the transitions from Basel I to Basel III, while in the insurance sector the launch of Solvency II was a milestone.

The market-value orientation is intended to reduce companies' assumption of risks and strengthen their solvency, among other things. In addition, the loss-absorbing capacity is supposed to be increased.

Risk sensitivity, if not appropriately limited, can turn long-term movements into

excessive short-term volatility. It can promote the tendency towards too much credit expansion in boom phases and more restricted lending in recession phases – with potential repercussions for the real economy.

Much has been done to mitigate procyclical effects. In banking regulation, the countercyclical capital buffer was designed so that institutions should accumulate an additional capital cushion during periods of excessive credit growth.

However, ultimately it will not be possible to avoid the regulatory linking of capital and risk with market valuation to go along with some degree of procyclicality. A balance must be struck between market-value orientation and prudence which enables a risk-based regulation with the least possible procyclical effect.

The dynamic nature of the markets can only be kept on track when regulation does not spell out everything to the last detail. Regulation ought to restrict itself to forming a framework of principles within which some leeway and freedom from day-to-day supervision is granted.

3.Crises breed demand for regulation

Working according to principles demands a close relationship between companies and supervisors. It is important that supervisory authorities can get a full picture of whether an institution has appropriately established its risk management system. Institutions, for their part, have a right to supervision which is fair and comparable, and yet essentially individual.

Calls for greater rules-based regulation become louder if something goes fundamentally wrong: real estate crises, sovereign debt crises, and mis-selling scandals are pertinent examples.

An abundance of rigid rules cannot do justice to dynamic financial markets and individual risk profiles. Too much principles based regulation, on the other hand, reduces predictability and the harmonisation of the

legal application of supervisory measures across individual institutions and

countries. It is the mix of both – a principles and a rules based approach – which ultimately makes for robust regulation.

Models and statistics alone cannot live up to the reality of financial markets, which are inconceivable without risk. Good regulators are characterised by their ability to balance differing policy and economic goals, even in situations of extreme crisis.

Even regulation itself is exposed to volatility. Proportionality, differentiation, and lessons learned are always important and welcome; full-fledged deregulation should be avoided.



系列三十三：构建宏观审慎政策框架的必要性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。

2015 年 12 月，人民币加入 SDR 标志着人民币在更大程度上获得了国际社会的认可，是人民币国际化进程当中具有里程碑意义的重要事件。以此为契机，汇率市场化、资本账户开放等必将加速推进，并进一步倒逼中国金融体系更大程度的开放。

在此过程当中，金融体系的开放首先带来的是资本在全球范围内的大规模流动，这将对中国的汇率和利率造成冲击。国际资本流入在一定程度上对宏观经济发展起到了积极推动的作用。但是，如果流入大量短期资本也会导致总外债中短期外债比例过高，使得国内货币和资产偏离正常价格，从而产生投资过度、信贷过度的倾向，增加金融体系的风险。另一方面，如果短期资本大幅流出，则会产生对本国资产的抛售，从而使本国资产价格下跌，进而引发金融恐慌，导致更大规模资本的流出，当流出资本超出本国外汇储备时，央行可能宣布本国货币对外国货币的贬值，从而引发更大的恐慌，形成恶性循环。另外，人民币的汇率风险也会随着金融体系的更加开放而加大。这是由于更加密切的国内外资本与国内外

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

资产投资的双向互动，会通过资本流动、投资结构等因素导致利率、汇率机制都变得更为复杂而且不易调控。一个典型的例子是日元，在国际化过程中，日本政府试图依靠本币升值推进其国际地位。然而，在实体经济支撑不足的情况下，日元的价值尺度职能逐渐丧失，并且在美元的阻击下出现激烈的价值波动。此外，虽然目前中国的整体外债水平可控，但是外债偿付问题也是金融系统更加开放后的潜在风险来源之一。货币可兑换后，过去我国实行的前置审批制度对外债规模的控制将不再可行，一旦汇率发生较大幅度的波动，则可能出现外债偿付的问题。当一国外债比例过高时，偿付能力的下降将导致信用评级下降，使得一国的再融资能力下降，并且加剧金融信心的危机，从而进入恶性循环。

总而言之，伴随中国金融体系更加开放而来的汇率风险、外部冲击，与国内金融市场风险、实体经济风险等相互交织、彼此传染，使系统性风险发生的可能性大幅提升。去年下半年以来股市、汇市大幅波动，尽管最终并未诱发系统性风险，但是由单个市场或者局部风险的引起的连锁冲击而导致系统性风险发生的概率不断提升。

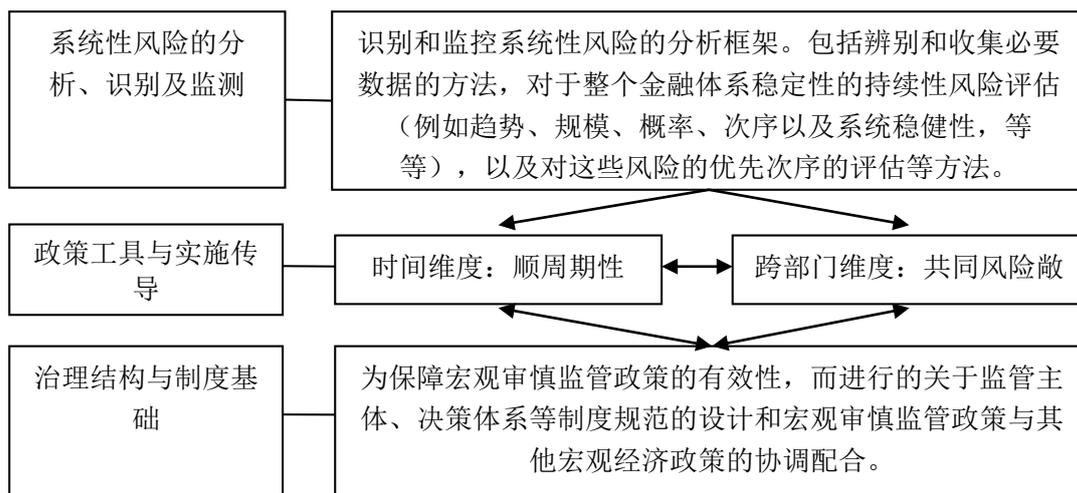
近年来，我国不断加强系统性风险的识别与防范，积极参与全球宏观审慎监管改革，并在国内监管实践当中推出多种宏观审慎政策工具并强化与宏观经济政策协调，很大程度上起到了防范系统性风险累积的作用。但是，由于在体制机制层面并未能真正构建起符合中国实际的宏观审慎政策框架，加之中国处于“三期”叠加、经济下行的特殊时期，爆发系统性风险的隐患依然存在。因此，在人民币加入 SDR 后的重要战略窗口期，加快推动宏观审慎监管改革具有重要的现实意义。

事实上，“宏观审慎”（Macprudential）不是新词也非新问题，早在 1979 年便由国际清算银行提出。此后的近三十年间，宏观审慎监管作为“与宏观经济相关的系统性监管导向”，除了“散落”在国际清算银行以及国际货币基金组织等国际机构的报告当中之外，其他地方鲜有提及。直到 1997 年，亚洲金融危机才开始迫使理论和实务界真正认识到宏观审慎监管的重要性，并在本次国际金融危机得到进一步的强化和提升。

宏观审慎监管以抑制系统性风险，保障金融稳定，并降低金融危机可能产生的巨大经济成本为主要目标。狭义的宏观审慎监管仅限于被赋予系统性视角的审



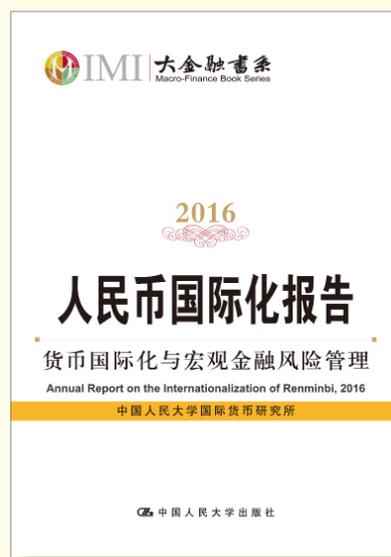
慎监管政策组合，重点在于时间维度（或称“纵向”维度）与跨部门维度（或称“横向”维度）两方面的监管工具设计。而广义的概念则包括系统性风险的分析、识别及监测，政策工具与实施传导以及治理结构与制度基础等方面，是一个以涵盖宏观审慎管理所有环节的系列组合，也就是国际上通称的宏观审慎政策框架（Macroprudential Policy）。



图一 宏观审慎政策框架

《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

厦门市南山区高新科技园软件园二期
2468号怡化金融科技大厦2015

