

【“十九大”专题】

国内外专家团队独家解读“十九大报告”

黄金老：未来的金融形态将像水一样渗透到更多生态

周颖刚、王艺明、程欣、揭咏诗：加入SDR一周年：人民币

汇率波动起伏、其国际影响保持稳定

曲 强：十九大为中国经济的未来画定顶层设计

伍 聪：国家创新体系建设，需要中国禀赋金融制度的支撑

【海外之声】

Piyush Gupta：银行，金融科技：强大的力量与谷歌、

阿里巴巴和 Facebook 的较量

Elliot Hentov：中国金融开放不可避免，不可持续的失衡

状态迫使进一步自由化

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列十二：人民币金融交易发展情况——信贷与外汇

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然 原新宇

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峤

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



国内外专家团队独家解读“十九大报告”

坚持开放需要大格局、大智慧、大勇气

贲圣林¹认为,报告指出,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期,建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标,提得非常及时也非常迫切!现代化的经济体系既是指内容,经济结构如新兴产业、现代服务业等的比重等,也是指我们的经济管理调控体制,例如如何处理好政府、企业 and 市场等之间的关系,平衡好传统产业与新兴产业、民营经济和国有企业等方面的关系。建设现代化经济体系是一项系统性工程,需要做好顶层设计,具体到相关政策规则的制定,厘清各经济参与主体之间、包括中央与地方之间的职责等。

报告指出,要以“一带一路”建设为重点,坚持引进来和走出去并重,遵循共商共建共享原则,加强创新能力开放合作,形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局。拓展对外贸易,培育贸易新业态新模式,推进贸易强国建设。中国是全球化的获益者,在目前一股逆全球化暗流涌动的世界里推动全球化的中坚力量;坚持开放需要大格局、大智慧、大勇气,需要处理好国内国际利益群体的关系,而不是被某些利益集团所绑架;我们需要抓住“一带一路”战略机遇,抓住国际贸易中电子商务的巨大机遇,抢占国际产业与贸易价值链的关键高地,从政策规则制定、企业能力培养、行业生态优化等多角度协同发力。

中国的一系列举措不仅降风险且促资源有效配置,非常赞赏

¹ 贲圣林,中国人民大学国际货币研究所执行所长、浙大互联网金融研究院院长

Alfred Schipke¹: China's focus on structural reforms, addressing over capacity and deleveraging, and allowing the market to play a decisive role are very welcome. This will not only reduce vulnerabilities but also improve the allocation of resources.

2022 年中国有望迈入高收入国家

丁志杰²认为，习近平总书记在十九大报告中，创造性提出中国特色社会主义进入新时代，在两个一百年奋斗目标基础上勾勒新时代实现现代化的宏伟目标蓝图和两步走战略，引起国内外广泛关注。经济实力是现代化的基础。据我们测算，十三五期间经济增长平均保持在 6.5% 以上，中国就可能在 2021 年或 2022 年成功跨越中等收入陷阱，成为世界银行界定的高收入国家，正好契合全面建成小康社会和第一个百年目标。高收入国家还不是发达国家。如果中国能比同期发达国家经济增长高出 4 个百分点（包含汇率因素），那么 2035 年前后很大可能进入发达国家行列，与基本实现现代化契合。如果比同期发达国家经济增长持续高出 3.5 个百分点，到 2049 年有可能成为中等发达国家，与实现现代化强国和第二个百年目标契合。

饮水思源。实现现代化是中国共产党和中国人民的梦想和奋斗目标。邓小平同志 1979 年提出小康社会概念，随后提出三步走战略：在 20 世纪最后 20 年国民生产总值翻两番，到 21 世纪中叶成为中等发达国家。1998 年中国成为中低收入国家，2010 年成为中高收入国家，为中国进入中国特色社会主义新时代打下坚实基础。

新时代中国特色社会主义思想是中国特色社会主义理论的继承和发展，特别是国家治理能力和治理体系现代化的提出，更是极大地丰富和拓展了新时代现代化的内涵。

为中国一以贯之的系列政策而振奋

¹ Alfred Schipke，中国人民大学国际货币研究所国际委员、国际货币基金组织驻华首席代表

² 丁志杰，中国人民大学国际货币研究所学术委员、对外经济贸易大学校长助理



Herbert Poenisch¹: Remembering Chairman Xi's leadership in Davos, with a stable and prosperous China committed to globalisation, clean environment, and world peace we are heartened to read in Chairman Xi's address today of China's continuing commitment to its open door policy, starting with the 'one belt one road'.

十九大为未来 30 多年的发展做出了明确的规划

涂永红²表示，十九大是一次十分关键的会议，原来期待十九大为未来五年的经济社会发展定调和指明方向，结果发现十九大为未来 30 多年的发展做出了明确的规划。全面建成小康社会后分两步走实现社会主义现代化，不仅明确了新的发展目标，而且规划了新的路径，提出了 14 条实现目标的新方略，令人振奋。

中国特色社会主义进入了新时代，新时代的“新”主要体现在三个方面：一是发展目标不同，以前是追求富起来，今后是追求强起来；二是发展理念不同，以前是 GDP 统帅，今后是更加强调“五位一体”总体战略和协调发展；三是中国在国际上的地位发生了变化，从跟随者到重要贡献者、引领者，要提供中国智慧、中国方案和发挥中国力量。

我国主要的矛盾已经转化，今后需要补短板的重点领域：一是科技进步、高端制造、现代服务及品牌，这是实现中国从全球分工连地段走向中高端的必由之路；二是金融业，尤其是多层次金融市场建设，要迅速构建高效、服务供给侧结构改革需要的投资渠道、机制和平台，引导国内外双向投资，发挥投资的关键性作用；三是绿色发展，需要在绿色产业、绿色消费方面加强引导，形成全社会的共识及生活方式。

期待中非在人民币国际化与金融科技领域加强合作

¹ Herbert Poenisch，中国人民大学国际货币研究所国际委员、国际清算银行原高级经济学家

² 涂永红，中国人民大学国际货币研究所副所长、四川省金融工作局局长助理、中国人民大学财政金融学院教授

Jaya Josie¹: The key point that President Xi highlighted is how socialism with Chinese characteristics can continue to modernize and rejuvenate China, and contribute towards development for humanity in general and developing nations in particular.

For many developing nations in general and Africa in particular China has been a great partner. Using the principles of the Forum for China Africa Cooperation (FOCAC) China and many African countries have advanced international solidarity between nations. Today China is Africa's biggest trading partner and an important investment destination. However, there are areas where China can improve its level of cooperation with Africa. Firstly, China has made important advances in the internationalization of the RMB and this currency should become the medium of exchange in trade and investment in Africa. This would remove the dependence on the use of foreign currencies such as the US dollar and the Euro for trade and investment. Secondly, China has made great advances in internet banking and finance technology that will provide Africa with the foundation for promoting small and medium enterprise economic development across the rural populations in Africa.

社会主要矛盾转化要求政府职能转型

张斌²认为，社会主要矛盾转化要求政府职能转型。物质匮乏时代，各级政府想尽办法发展经济，精力重点放在改善基础设施和为工业部门发展奠定有利环境，这样的政府职能定位针对了当时物质匮乏的社会主要矛盾，符合社会发展潮流并取得了重大成绩。时至今日，随着主要社会主要矛盾的转化，如果政府不加快推进政府职能转型，政府工作会与社会发展潮流脱节，政府会陷入越来越被动的局面。

政府职能转型方向是服务型政府。解决当前社会的主要矛盾，关键内容是提供和改善公共服务和公共管理、修订和完善对服务业的管制政策。强调服务型政府职能，与发展经济不对立，是互补关系。很多地方的经济发展瓶颈，不在于基

¹ Jaya Josie，中国人民大学国际货币研究所国际委员、南非人文科学研究委员会（HSRC）金砖国家研究中心主任

² 张斌，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中国社科院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室原主任

基础设施落后，而恰恰在于政府的公共服务和公共管理不到位。这些公共服务和管理不到位引起的信任缺位、城市病、环境恶化严重危害了经济发展。

实现政府职能转型，不仅要求财力和人力重新分配，更重要的是接受广泛的监督和问责。公共财力和人力的分配，需要更多从项目建设转向公共服务和公共管理，但这还远远不够。很多地方把公共服务看作是财政负担，看到由于公共服务和公共管理不到位而引发的各种社会矛盾，不积极想办法解决，反而是应付了事，甚至把责任推到民众身上。出现这种情况的根源在于政府决策缺少相应的监督和问责。

监督和问责不仅需要来自政府内部，更需要来自包括媒体、社会组织和普通民众等社会各界。政府服务的对象是民众，民众的监督和问责是不仅对政府工作提供了必不可少的压力和动力，也告诉了政府哪些领域的服务最迫切得到改善。脱离了民众监督和问责，政府的服务工作就缺失了方向。广开言路，政府才能与民众携手更好地解决问题。

创新与金融是车之两轮

伍聪¹认为，习近平总书记在十九大报告中指出，加快建设创新型国家，加强国家创新体系建设，建立以企业为主体、市场为导向、产学研深度融合的技术创新体系，加强对中小企业创新的支持，促进科技成果转化。我们认为，创新型国家建设是中国走向世界强国的必然路径。

从历史来看，每一个国家的崛起必然伴随着重大的技术创新。蒸汽机技术的创新造就了英国在第一次工业革命中崛起，电气化革命推动了美国在第二次工业革命中领袖全球。有了技术革命才能造就一代世界强国，这便是技术创新与强国更替之间的制度性联系，这也是创新体系建设对于实现中华民族伟大复兴的巨大价值。

另一角度，金融为技术创新提供了资本动能和市场基础。如果没有英国银行体系为第一次工业革命提供资金支持，没有美国资本市场为第二次工业革命提供风险投资，英美两国也难以实现崛起。金融的目标是实现资源有效配置，唯有金

¹ 伍聪，中国人民大学国际货币研究所研究员、中国人民大学国家发展与战略研究院副院长

融的支撑才能将资金引导向创新行业。从微观基础看，即使一种技术原理已经非常明确，却也可能因为工艺流程的一点问题不能实现量产。怎样的制度安排，才能覆盖无数次试错的成本呢？那就是金融。一种技术创新从出现到普及，必然有对应的金融逻辑，没有资金的支撑和保障，技术无法独自存活。任何重大的创新都是在偶然中寻找必然，金融的使命不仅仅在于输送了多少资金，还在于能容忍多少试错、承担多少风险。

因此，我们应站在国家复兴、大国崛起的大局看待当前的创新体系建设，探求最为合适的、具有中国禀赋的金融制度支撑技术创新，运用正确的方法论推动中国金融的改革，促进现代金融体系的重构，这将是中国走向世界强国的重要途径。

以供给侧改革为主线应对新时期我国主要矛盾的转化

卢季诺¹表示，对新时期我国主要矛盾的转化，个人非常期待在十九大期间能够通过以下几点结构性调整 and 改革进行有效应对：一是以供给侧改革为主线，持续推进产能过剩行业的出清和僵尸企业的退出，控制经济整体杠杆率，特别是非金融企业杠杆率的增长速度，适时打破刚性兑付；二是提高经济增长的内生动力，使市场能够在资源配置中发挥更多的决定性作用，提高宏观调控的连续性和稳定性；三是改革永远在路上。在十八大期间，我国推出了 1500 多项结构性改革措施，这在全球范围内是找不到可比拟的其它国家的。在一些关键性经济改革领域，例如财税改革、国企改革、土地改革和房地产调控长效机制建立等方面的改革仍非常关键，牵扯方方面面利益结构调整，有待于未来十九大期间继续得到着力推进；四是在十九大报告中，将“依法治国”和环境治理提升到了前所未有的高度，这两方面在长期内不仅与人民生活密切相关，也在很大程度上决定着我国中长期内的营商环境和国际竞争力；五是在医疗、教育等重要公共服务领域，能通过进一步改革和加快对社会资本的开放力度，提高社会公共服务的供给质量，改善上述方面在地区方面的不平衡和供给不充分的问题。

¹ 卢季诺，中国人民大学国际货币研究所研究员



开启经济发展与转型的新时代

熊园¹认为，十九大立意高远，将是未来 30 年乃至更长时期内中国各方面发展的行动纲领，其中：有几个新提法值得特别关注：一是提出“中国特色社会主义进入了新时代，这是我国发展新的历史方位”；二是指出“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”，这是对社会主义矛盾观的新论断。三是提出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，表明未来经济增长将由“量”转“质”，GDP 增速指标将进一步弱化。

十九大指明了中国经济发展与转型的新方向。报告对未来我国经济提出了深化供给侧结构性改革、加快建设创新型国家、实施乡村振兴战略、实施区域协调发展战略、深化改革、加大对外开放等六大战略部署，未来我国经济的工作重点以此来展开，后续可关注相关部委出台的细化措施。具体来看：一是会继续深化供给侧结构性改革，突出服务实体经济，“三去一降一补”仍会持续较长时间；二是有望将启动新一轮工业革命，高端制造、先进制造业、互联网、大数据、人工智能等将是主攻方向；三是首次提出“实施乡村振兴战略”，乡村、三农将大有可为，四是雄安新区将是对内区域战略的着力点，一带一路将是对外发展的主方针。五是“在本世纪中叶建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国”的中长期目标中“美丽”一词是新增加进去的，意味着经济发展必须生态优先、绿色优先。

十九大提出“坚持以人民为中心”，民生的地位将更加凸显。通篇报告看起来，就业、社保、医疗、扶贫、环境等民生问题被反复提及，可以预见，围绕民生相关的工作将是未来的施政重点，国家的各项工作要惠及民生，民生领域的经济转型、产业转型可以重点关注。

做强实体经济引导金融资本回归实体

¹ 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员、中国财经青年学会首席经济学家

李虹含¹认为，近年来出现的金融异象，其根源是金融改革与实体改革的节奏不匹配，金融创新、发展的节奏较快而实体发展、改革的节奏较慢，导致资金脱实向虚、金融风险显著上升。2017年中央金融工作会议中，习主席将“回归本源”列为金融工作的首要原则，十九大报告中也要求金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点。在无法扭转资本追逐高收益特性的前提下，最重要的是要做大做强实体经济，提高实体经济的利润率，引导资金更多入实体建设中去，使其能够获筛在常回报，克服“做实业赔钱，做金融大赚”的死循环。

同时，要强化金融监管，引导银行资金回流实体经济。金融创新是金融改革的重要手段，实体改革目前还未找到新的增长点与转折点、着力点。金融创新快于实体改革是必然的矛盾。

监管套利的存在主要是由于资本的逐利性，任何资本都希望能够获得高收益与低风险，并且使金融监管尽可能少地介入到其创新活动与套利活动中去。加强对于资本运作与经营者的道德风险、从业规则的建设，同时加强金融创新规则与制度的建设，是落实好穿透监管的有利手段；同时，加强监管机构之间的协调、联动，将可以有效监控监管真空，对已存在的监管套利业务，要及时发现、规制并制定有效的补漏措施。

正如美国次贷危机是金融创新过度导致的恶果一样，金融发展改革过程中必然要注意节奏、力度、方法，金融监管便可以提供措施、方法与边界的有效手段。逆风向监管是协调两者矛盾的最主要措施。当金融创新过快时必然要使用金融监管来加以规制，使金融发展能够回归服务改革、发展的本源。

发展短板是今后经济增长的潜力所在

孙超²认为，不平衡和不充分的发展体现在我国经济社会的不少方面。区域方面如东北、中西部地区与东部沿海地区的明显差距，农村相比城市在教育医疗等领域的不足；经济增长构成方面如消费占比的偏低和投资占比的长期偏高，投资中房地产行业的比重过高；环境方面能直观感受到不少地方的生态环境美好而一些地区的生态破坏严重、“环境欠账”多。这些“不充分”的发展短板，是造

¹ 李虹含，中国人民大学国际货币研究所研究员

² 孙超，中国人民大学国际货币研究所副研究员



成部分领域“不均衡”的发展现状的原因，也是今后一段时期经济增长的潜力之所在。

如：农村地区的基础设施投资潜力很大，这一方面可以直接解决部分欠发达农村地区的脱贫攻坚问题，也可以改善投资的结构，改善城乡经济不平衡，同时通过发展现代工业和旅游业来为改善环境提供支持，走高质量的发展道路。近期出现的“电商进农村”现象更是为提高农村人口消费便利度、补社会消费升级短板、开发农村消费领域做出了积极有益的探索。

区域经济的再平衡也有着深远的经济意义。目前国家的部分发达一线城市集中供给教育医疗就业等资源，人口的过度集中接近城市承载能力边界，也导致住房供应紧张等问题，同时人口流出区域出现经济发展停滞、土地等资源闲置等问题。把合适的人口配置在合适的区域，处理好人口的平衡，才能处理好经济全局的平衡和充分发展。

相信在习主席的带领下，经济一定能实现平衡和充分的发展，人民日益增长的美好生活需要已经能够达成。

未来的金融形态将像水一样渗透到更多生态

黄金老¹

一、金融为服务实体经济而生

金融业态围绕人类的重大经济活动不断创新发展。围绕大航海融资、贸易运输、生产资料成本控制、美洲大陆投资，金融业态不断创新，先后出现了银行、保险、证券、信托、期货、基金、金融租赁、第三方支付、众筹。

金融交易的产生都是为了实体交易过程中发生的问题。比如，做贸易、汇款，就产生了银行；做海运，就产生了保险；进行高风险投资，就产生了证券、信托；应对天气、农产品价格的变化，产生了期货……而实体经济发展过程中，风险的规避让金融天生就是为了管理风险而来。

真正把金融做起来，需要三个条件，即牌照+人才+资金。而这三者缺一不可，其中牌照、资金是核心。

也就是说，如果有一个企业要做出一番作为，首先要有牌照，没有资质就会遭遇被关闭的风险；而一个企业如果专门做金融业务，没有资金但又非常苛求资金，一般是难以持续的。只有企业具有很强的现金流，才可以发展壮大。有了牌照和大资金，做金融就一定能干成。若没有这两个条件，也不是说不能做金融，可以做金融科技公司，可以为金融机构或者其他企业提供一些金融服务。

二、金融科技让金融发生变化

金融科技给金融交易带来了全方位且多层次的变革。首先，科技带来了渠道的变化，让线下交易线上化。以银行为例，一端是银行，一端是客户。过去主要是在线下面对面交流，今天在线上入口非常多，通过人脸、指纹、扫码、远程客服都可以；线上变得很方便，从面签到网银到手机银行，在到今天的指尖之间，更多金融交易场景都在线上得到实现。

¹ 黄金老，中国人民大学国际货币研究所学术委员、苏宁银行董事长



其次，科技带来了交互变化，这是今天正在出现的变化。过去的方法，最早是手写，到后来变成用键盘输入，今天智能语音正成为金融交易的新入口。2016年，Google I/O 大会推出的 Google Home 可与你语音对话，实现互动式交谈；可订购食品、预订机票、管理日程安排；可根据你的习惯，自动调节控制灯光、空调、电视、热水器等智能家居产品。

另外一个变化即媒介变化，主要是指生物特征识别推动无感知交易时代来临，“人本身”取代银行卡、手机成为未来自动化金融交易的主要媒介。金融交易一开始通过现金交易，双方进行验证，后来通过验钞机验证，再到银行卡、密码，以及 U 盾、手机银行。而当下直接通过指纹、人脸和语音就能达成交易，真正做到了“无感知”。

譬如，亚马逊的“无人零售”，苏宁的“智慧零售”，还有新零售，都已经成为当今最热的概念，主要是解决线上和线下的智慧化问题，将重构零售金融交易模式。而这背后，机器视觉是支撑的核心技术。以今年 8 月 28 日苏宁金融推出的刷脸支付这一黑科技为例，相较于亚马逊的 Amazon Go 和淘咖啡的扫码进店，苏宁无人店“刷脸”即可进门、付款，真正实现“无感知”购物。当然，第一次进店还要带手机，因为还不能识别你是你。这背后都是依托于苏宁金融拥有自主知识产权的人脸识别技术，该技术基于数百万的人脸大数据，在人脸支付、人脸闸机、线下门店、人证比对等场景中有着丰富的应用。

B2B 交易变化上，区块链助力低成本跨境支付结算，并催生可信、自动化金融互联网。区块链通过自动化、智能合约、加密算法等重构基本金融要素，可以应用于机构间债券、投资担保、贸易融资等领域，解决金融互信的问题。建议考虑在国家层面建设统一管理的公有区块链平台，打造可信金融互联网。

风控上，无非两个变化，基于微数据的集成学习风控是未来趋势，即行为数据等弱数据变量将成为未来风控的基础数据，而物联网风控、大规模集成学习模型、风控预评估成为下一代风控的主要特点。为了应对金融交易的实时、微高频趋势，风控核心将产生革命化的变化，风控更重事前、探针前置、自动集成数据。

以苏宁金融为例，2016 年交易量超过 5000 亿元，截至 2017 年 8 月今年交易规模已突破 6000 亿元，万亿规模在望。成绩的迅速发展，建立在强大而先进的风控水平之上。苏宁金融自主研发的大数据实时风控，覆盖事前、事中、事后，

通过基于会员的位置信息、社交信息、身份信息、电商信息、金融信息、黑名单数据等数据库注重事前反欺诈防范，通过神经网络主动分析团伙欺诈，可对每秒 5000 笔交易进行快速风判，每笔交易 100ms 内完成风判和处置决策。

三、苏宁以新科技发展新金融

技术驱动金融行业转型，以更好连接数字世界、物理世界、普惠人群、同业机构。金融科技将电子账户、交易银行、理财、融资服务前置客户端，使之如影随形，服务形态也更加具备高弹性，适配各种线上线下场景。未来的金融形态像水一样渗透到更多生态。

稳坐国内五大互联网金融科技集团行列的苏宁金融，运用新模式、新技术、新渠道大力发展新金融，积极推进普惠金融落地。苏宁金融先后布局了支付账户、供应链金融、消费金融、众筹、保险、储值卡等全产品线，并依托研发中心、大数据中心、风险管理中心和苏宁金融研究院、苏宁美国硅谷研究院等强大而先进的开发和研究力量，聚焦生物特征识别、大数据风控、智能营销、智能投顾、金融云等金融科技。今年，苏宁金融更全新打造了金融科技实验室，该实验室将在风控、刷脸支付、知识图谱、区块链金融、物联网金融等技术领域开展深入研究和广泛应用。

作为全国首家 O2O 银行，苏宁银行定位为“科技驱动的 O2O 银行”，一方面要做服务实体经济、服务中小微企业发展的领先力量；另一方面发展金融科技和普惠金融，通过差异化的经营、特色化的服务打造金融新生态。

“不出苏宁，尽享金融服务。”未来苏宁银行将与苏宁门店合作，为持卡客户打造一站式金融服务。3-5 年内，苏宁银行将力争打造成为“江苏地区普惠金融客群最多”、“Fintech 应用最多”的新型银行，用最先进的科技手段把普惠金融服务传送全国，走进千家万户。

加入 SDR 一周年：人民币汇率波动起伏、其国际影响保持稳定

周颖刚、王艺明、程欣、揭咏诗¹

2017年10月1日，人民币正式纳入国际货币基金组织（IMF）特别提款权 SDR 货币篮子一周年。值此人民币入篮周年之际，厦门大学经济学科更新了人民币汇率国际影响力指数，发现一年来人民币汇率的弹性大大增强，双向波动更加明显，其国际影响保持相对稳定，如图 1 示。



图 1

一、人民币加入 SDR 之前前后后

全球金融危机是人民币加入 SDR 的一个重要机遇。2008 年 9 月雷曼倒闭，美元流动性枯竭，贸易融资也大规模冻结，持有大量美元的中国，开始对其他国家和地区提供流动性支持。经过金融危机的洗礼，改革以美元本位制为基础的国际货币和金融体系势在必行，中国积极推动人民币的国际化，探寻国际货币和金融体系的均衡发展模式。2009 年 7 月，中国开始在上海等地试点人民币跨境贸易结算，并于 2011 年 4 月推广到全国。同时，2011 年欧债危机严重恶化，标普

¹ 周颖刚，厦门大学经济学院教授、王亚南经济研究院副院长，厦门大学人民币汇率国际影响力指数课题组成员；王艺明、程欣、揭咏诗，厦门大学人民币汇率国际影响力指数课题组成员

下调美债的 AAA 评级，使得一些国家的央行开始购买中国国债。人民币作为贸易结算货币和投资货币的需求日益强劲，中国人民银行等相关部门顺应这一市场需求，减少了过去对人民币跨境使用不必要的行政管制，人民币汇率也更多地由市场决定。

2016 年 10 月 1 日人民币正式加入 SDR 货币篮子，跻身国际储备货币之列，成为仅次于美元和欧元的第三大权重货币，这既是中国金融改革和发展水到渠成的结果，也是美、中、欧各大国和地区合纵连横的产物，人民币占 SDR 的比重基本上是欧元和英镑所占比重下降的部分，人民币作为国际储备货币不仅将对全球货币体系带来非常深远的影响，而且也是加快中国金融改革开放、促进人民币国际化进程的重要推动力。

过去一年里，人民币汇率弹性大大增强，双向波动更加明显，定价机制不断修正和完善，汇率、干预、管制三个外汇政策工具的组合使用也在加强，如图 2 示。

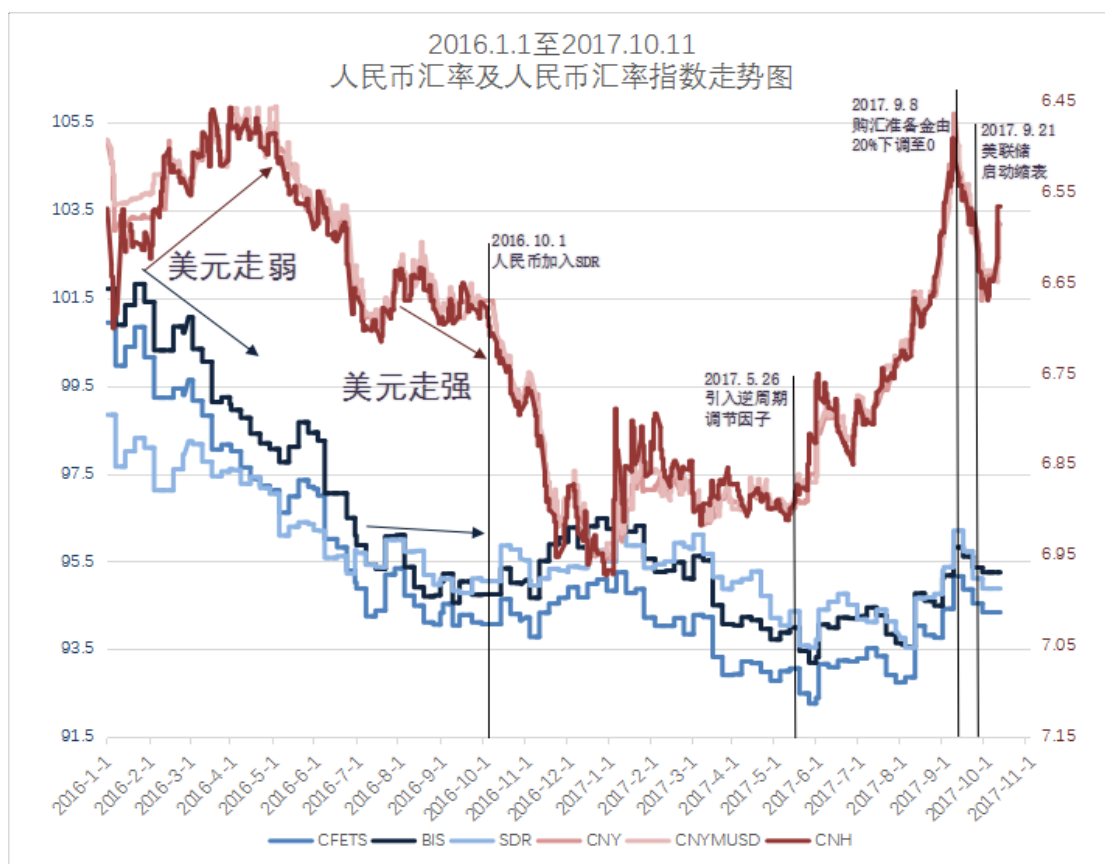


图 2



2016年12月29日，中国外汇交易中心将“CFETS人民币汇率指数”篮子货币数量由13种调整为24种，新增篮子货币权重累计加总21.09%，基本涵盖我国各主要贸易伙伴币种，进一步提升了货币篮子的代表性。

2017年5月26日，人民银行宣布引入逆周期调节因子，把“收盘价+一篮子”的中间价定价机制，转变为“收盘价+一篮子+逆周期因子”的定价机制，主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。此后一段时间，尽管美联储加息，人民币掀起了一轮上涨态势，说明逆周期调节因子和加强资本管制的短期效果是非常显著的，扭转了市场上的单边贬值预期，有助于稳定资本流动与外汇储备。2017年9月8日，央行将购汇准备金由20%调整为零等因素的影响，人民币汇率开始呈现持续回调的态势。

与此同时，人民币入篮推动中国金融市场进一步开放。继“沪港通”之后，2016年12月5日，“深港通”正式启动，运行至今近一年，双向资金流量稳步提升。2017年6月22日，A股以0.7%的权重被纳入MSCI，意味着约为140亿美元的额外基准配置。2017年7月3日，内地与香港“债券通”开通，标志着中国债券市场国际化启程；而同一天，央行宣布允许境外评级机构开展银行间债市的信用评级业务，金融市场开放由点到面不断深化。

二、人民币汇率国际影响保持相对稳定

图3绘制了从2005年1月3日到2017年10月11日在岸人民币汇率(CNY)国际影响力的走势。图中的五条指数分别是：人民币汇率国际影响力指数(红色)衡量人民币汇率对G20经济体货币汇率的平均净影响力；人民币汇率对发达经济体货币的影响力指数(绿色)，衡量CNY对7种发达经济体货币(美元、欧元、英镑、澳元、加元、日元、韩元)的平均净影响力；人民币汇率对发展中国家货币影响力指数(蓝色)衡量了CNY对9种发展中国家货币(阿根廷比索、巴西雷亚尔、印度卢比、印尼卢比、墨西哥元、俄罗斯卢布、沙特里亚尔、南非兰特、土耳其里拉)的平均净影响力；人民币汇率对亚洲国家货币影响力指数(黄色)衡量CNY对G20中五个亚洲国家货币的平均净影响力；人民币汇率对金砖国家货币影响力指数(紫色)衡量了CNY对金砖五国中其它四国货币的平均净

影响力。

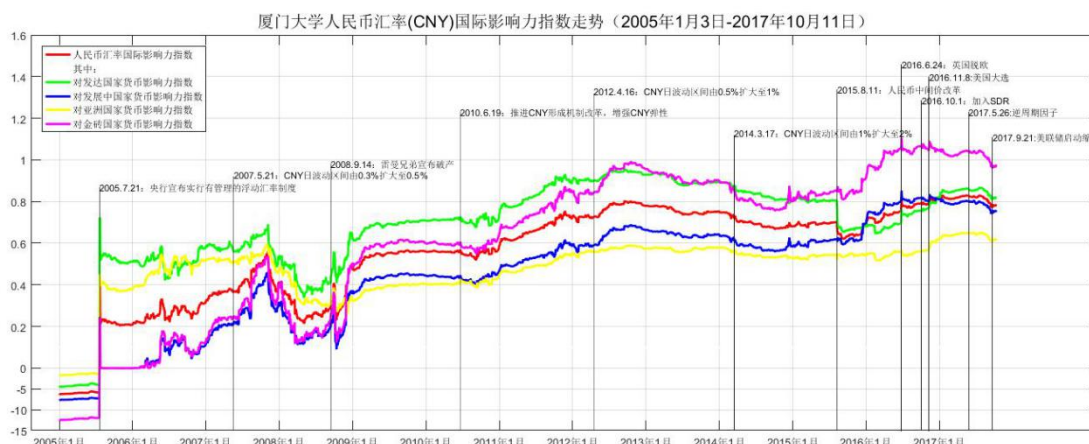


图 3

从图 3 可以看出，在人民币加入 SDR 以后，人民币汇率（CNY）的变化对 G20 经济体货币及其不同组合的影响总体均保持稳定。人民币汇率对发达国家的货币影响力指数稳中有升，对发展中国家的货币影响力指数有所下跌。

9 月 21 日凌晨，美联储公布了最新利率决议及政策声明，宣布将从今年 10 月份开始缩减总额高达 4.5 万亿美元的资产负债表，以逐步收紧货币政策，美人民币汇率国际影响随之开始回升。这其中的原因可能是由于美联储开启缩表给全球经济金融体系带来巨大的不确定性，虽然人民币汇率有所下跌，但较其它货币汇率变动仍保持相对稳定，而人民币在全球货币体系的稳定表现，使之成为一种可能的避险货币，有助于人民币汇率国际影响力的提升。

【厦门大学人民币和金砖国家货币汇率国际影响力指数简介】

厦门大学的人民币汇率国际影响力指数衡量人民币汇率的变动对其他货币的净影响程度(即人民币对其它货币的影响减去其它货币对人民币的影响)除以人民币汇率变动的标准差和受影响样本货币的个数，其经济含义是人民币汇率收益率每变化一个百分点，其他货币汇率收益率平均净变化多少个百分点。现有的人民币国际化指数通常以人民币在国际贸易结算、投资、储备的数额及在国际货币中排名作为标准来衡量其重要性，忽略了人民币汇率对其他货币的影响程度及其走势、发布频率低，不能区分人民币汇率对不同类型经济体货币的不同影响。而厦门大学人民币汇率国际影响力指数让汇率市场数据说话，使用每日汇率数据

更新人民币汇率国际影响力指数，能够及时地跟踪人民币汇率的变化对其它货币汇率的影响，不仅很好地展示了人民币国际化进程中历次汇制改革实施后人民币国际影响力的变动，还可以用来分析重大国际国内经济事件发生后人民币对不同经济体影响力的变动方向和幅度。

2016 年 6 月 6 日厦大经济学科首次发布人民币汇率国际影响力指数，就受到了社会各界的广泛关注。

7 月 21 日和 8 月 11 日又分别新增发布离岸人民币汇率(CNH)国际影响力指数和人民币中间价(CNYMUSD)国际影响力指数，回顾两次人民币汇改的市场化和国际化历程。

2017 年 1 月和 2 月，厦大经济学科编制了基于 G20 国家的新指数，反映人民币汇率的变化对 G20 国家、发达国家、发展中国家和亚洲主要货币汇率的影响，更新的指数如图三示。

2017 年 3 月 5 日厦门大学新增发布了金砖五国货币汇率对 G20 国家货币的影响力指数，说明人民币汇率国际影响力一枝独秀、各国货币合作机制亟待深化。

2017 年 4 月和 5 月，厦门大学新增发布了人民币汇率对一带一路沿线国家货币影响力指数，自 2017 年以来特别是“一带一路”高峰论坛的召开，有明显的上扬。同时，人民币已成为“一带一路”沿线主要国家或地区货币网络的中心。

2017 年 7 月，厦门大学经济学科更新其人民币汇率国际影响力指数，发现自引入逆周期因子一个多月以来，人民币汇率对 G20 国家货币和一带一路沿线国家货币的国际影响保持都相对稳定。

2017 年 8 月汇改两周年之际，厦门大学经济学科更新其指数，指出人民币汇率改革的不断深化并保持相对稳定提升其国际影响力。

2017 年 9 月金砖国家峰会厦门会晤之际，厦门大学经济学科更新其金砖国家货币汇率国际影响力指数，人民币的引领作用凸显，说明中国引领金砖未来开辟金融合作新航程。

这一系列货币汇率指数是厦大研究团队运用定量分析进行经济系统数据分析的典范，运用现代计量经济学方法与工具，以数据分析为基础实证研究人民币汇率在国际上和亚洲地区的影响力，也可对人民币汇改等政策实施以及英国脱欧、美国大选等重大国际事件的影响进行了定量评估，增强了经济政策建议的科学性，

是建设具有中国特色、高水平的、新型经济学智库的有益尝试。



十九大为中国经济的未来画定顶层设计

曲强¹

近期公布的 19 大报告举世瞩目。3 个小时内习近平用 3.2 万字的讲话集中体现了其治国理政的总体思想，总结了过去五年的经验，也揭示了未来五年中国继续发展的方向。从经济学的角度看，报告中对于未来中国经济发展的各项设想尤为值得关注。归纳起来说未来中国发展建设的顶层设计包括：一个方向和两个方面。

报告指出的一个总体方向就是要全面建成小康社会，并开启建设社会主义现代化国家。要分两个阶段走从 2020 年到 2035 年在全面建设小康社会的基础上再用 15 年，基本实现现代化。第二阶段是从 2035 年到本世纪中叶，用 15 年把中国建设成现代化强国。为实现这一目标须从两方面：供给侧和需求侧，同时发力。

从供给侧看。报告认为中国未来要更加贯彻新发展理念，建设现代化的经济体系，深化供给侧结构性改革，并且实施区域协调发展战略，加快完善社会主义市场经济体制，推动形成全面开放的新格局。这些表述与之前的发展思路一脉相承。此次报告中再次强调要建设创新型国家，表明技术和创新已经被视为国家发展的重要推力。尤其是报告提出实施乡村振兴战略。

从需求侧方向提出发展要求，表明中国政府在经济发展理念的顶层设计上有了变化。过去几十年，中国一直在波动中不断前进，并在改革开放之初相当长一段时期内都处于短缺状态，无论商品、技术，尤其是资本，中国都面临着匮乏的境地。因此随后很长一段时间，中国经济发展以及政府考核的主要指标是唯 GDP 论的。发展的快慢与好坏用 GDP 和资本增加的数字来衡量。经济账上的数字成了追逐的目标。但是近年来随着经济不断发展中环境、社会差距等问题的不断增多，快速发展带来的负外部性日益显现。中国越来越意识到发展经济的最终目应回归本质，既追求效用——经济生产活动对于人的有用性。如果仅仅增加账户上

¹ 曲强，中国人民大学国际货币研究所所长助理、研究员、媒体财经评论员

的数字而忽略老百姓的实际幸福和感受，这样的增长毫无意义。

一味沿着过去的老路走下去，能够做大蛋糕，为国家进一步发展和全体人民绝对生活水平的提高提供物质条件。但是经济快速发展并不能一定保证分配的公平，不能保证贫富差距一定缩小，不能保证环境的美好和人民的健康。而贫富差距的扩大既不符合中国的为政理念，更对经济具有巨大的潜在危害。当今整个世界由于贫富差距日益扩大。主要发达国家以及富裕人群掌握的财富越来越多。广大底层民众尽管其绝对生活水平随着整个世界生产力的增长有了较好的进步，但其消费能力和有效需求却依然有限。全球 1% 甚至 0.1% 的人群掌握着整个世界 50% 以上的财富。富裕国家和人群手中握有巨量资产和储蓄，无法整体有效投资出去获得期望收益。而全世界整体资本供应相对过剩的状况，引发了低利率（甚至一些地区出现了负利率）和低波动等各种潜在经济问题。导致各地经济危机日益频发，资产价格大起大落，货币政策难以为继。

而市场的力量不会短期内自发调整去追求公平，即便公平的发展有利于经济长期向好。短期目标和长期利益的博弈中囚徒困境普遍存在。这就需要市场之外的力量能站在更高的角度，用有形的手来有意识地协调短期长期利益，改进发展结构。发展的成果惠及社会大众，既有利于社会的公平，也有利于从需求侧提高整个社会的有效需求，做到供需平衡前进。一味靠投资来拉动 GDP 毕竟不是长久计，没人买得起的楼堂馆所、没人使用的高铁路桥，最终也将化为负资产。促进公平包容的发展本质也是在投资于未来的经济。

但改善经济结构，做到公平发展，并不能一味蛮干，通过政府指令或税收高压来强制再分配。一方面，政府将一如既往协调城乡发展，缩小城乡差距的同时发现乡村经济的新增长点。而另一方面，19 大报告中提出了一个更为科学的思考，就是提升广大劳动者的劳动价值。也就是说让人和他们的劳动更加值钱，从而追上经济发展的步伐。长期看，随着人工智能和互联网经济的不断的发展。越来越多的简单体力劳动将会被智能机械所替代。结构调整下的摩擦失业将是大概率事件。比起高税收和发福利，让广大民众适应经济结构调整更有效的方式是通过教育培训，提高未来一代劳动者的知识、技能和素质。未来的中国对于流水线工人和简单体力劳动者将越来越少。而在可预见的未来，软硬件、人工智能、大数据、基因测序、新材料、宇航专家、先进设备操作者、设计家、艺术家都大大



奇缺。当 20 世纪初新工业革命进行时，当一个农民或手工作坊业者依旧在艰难糊口时，会驾驶汽车的司机收入却远远高于普通劳动者平均水平。而今许多西部农村地区依旧在为摆脱一天 2 美元的贫困状况而奋斗时，但江浙乡镇精密数控机床的车工一年开价 30 万年薪依旧无法招到足够合适的工人。

在面向未来培养新一代建设者的同时。老龄化问题也同样在困扰中国社会。正如在韩国、日本及其他一些西方国家所面临的情况一样，老龄化似乎是现代发达经济体前进中的一个共同挑战。但完全有理由相信，重大挑战同样可以被当作一个巨大的机遇。19 大报告中，中国领导层提出了要充分的投资发展医疗养老产业。以中国的规模来看，这将是一个巨大的市场和新增长点。既符合中国传统文化尊老爱仁的思想，同时也有利于未来经济的发展。美国为应对冷战进行了大量备战研究，结果这些成果为今天的计算机和互联网产业爆发打下了坚实的基础，结出了意想不到的果实。而医疗养老为和陪护产业的发展，或可能同样将刺激中国人工智能和机器人产业的发展。现阶段是为了应对老龄化，而为了相关技术在未来很有可能进入太空时代能成为人类的良好帮手。

由此次报告可以看出。中国顶层设计对于未来经济发展中的长期问题进行了深入的思考。供给和需求侧的平衡，短期和长期的协调，保障改善民生水平，加强和创新社会治理，保障社会公平，解决环境问题，都将使这个国家走得更远更稳。

国家创新体系建设，需要中国禀赋金融制度的支撑

伍聪¹

在习近平总书记长达 3 个多小时的十九大报告中，17 次提到“科技”，使之成为报告的“高频词”之一。

习近平总书记在十九大报告中指出，加快建设创新型国家，加强国家创新体系建设，建立以企业为主体、市场为导向、产学研深度融合的技术创新体系，加强对中小企业创新的支持，促进科技成果转化。我们认为，创新型国家建设是中国走向世界强国的必然路径。

从历史来看，每一个国家的崛起必然伴随着重大的技术创新。蒸汽机技术的创新造就了英国在第一次工业革命中的崛起，电气化革命推动了美国在第二次工业革命中领袖全球。有了技术革命才能造就一代世界强国，这便是技术创新与强国更替之间的制度性联系，这也是创新体系建设对于实现中华民族伟大复兴的巨大价值。

一、工业革命等候金融革命

那么技术创新如何推动国家崛起呢？回顾 10 世纪前后的宋代中国，经济文化发展居于世界最前列，是当时最为先进、最为文明的国家。无论是科学技术还是经济实力，几乎具备了 18 世纪英国工业革命的所有条件。10 世纪至 15 世纪，中国 GDP 平均占到世界 30%，位居第一；宋代在科学技术上领先世界，中国古代四大发明中有三项是在宋朝完成的，即指南针、火药、活字印刷术。指南针开始用于航海，印刷术得到了大幅度改良（毕升的活字印刷），火药开始用于军事。

为什么领先世界的技术创新没有推动中国宋代实现工业革命，而推迟 700 余年在英国发生？实际上，英国工业革命早期使用的技术创新，大多数在之前早已有之。然而，技术革命既没有引发经济持续增长，也未导致工业革命。这是因为

¹ 伍聪，中国人民大学国际货币研究所研究员、国家发展与战略研究院副院长

业已存在的技术发明缺乏大量及长期资金的资本土壤，不能使其从作坊阶段走向规模化的产业阶段。因此，英国诸如钢铁、纺织、铁路等大规模工业的成熟发展必需经历一个等待的过程，当金融体系逐步完善、金融市场蓬勃发展后，工业革命也就随之发生了。这就是“工业革命不得不等候金融革命”。

二、金融对创新的制度支撑

从历史镜头中，我们要看到金融为技术创新提供了资本动能和市场基础。如果没有英国银行体系为第一次工业革命提供资金支持，没有美国资本市场为第二次工业革命提供风险投资，英美两国也难以实现崛起。金融的目标是实现资源有效配置，唯有金融的支撑才能将资金引导向创新行业。

从微观基础分析，即使一种技术原理已经非常明确，却也可能因为工艺流程的一点问题不能实现量产。青霉素、聚酯塑料、心脏起搏器、灯丝、互联网……，改变人类面貌的重大创新似乎是妙手偶得之。必然在偶然中产生，推动这一切的不仅仅是人类追求真理的精神，还是市场推动的结果。

怎样的制度安排，才能覆盖无数次试错的成本呢？那就是金融。一种技术创新从出现到普及，必然有对应的金融逻辑，没有资金的支撑和保障，技术无法独自存活。任何重大的创新都是在偶然中寻找必然，金融的使命不仅仅在于输送了多少资金，还在于能容忍多少试错、承担多少风险。

三、金融如何服务于技术创新

综上所述，我们应站在国家复兴、大国崛起的大局看待当前的创新体系建设，探求最为合适的、具有中国禀赋的金融制度支撑技术创新，包括以下三个方面：

首先，强化政府作用，优化宏观布局和政策环境。各级政府当好“领路人”，优化金融支持技术创新的生态环境。具体而言：一是针对处于不同发展阶段的技术创新企业对症下药，制定相应的支持计划和发展措施，充分发挥政府的支持和引导作用；二是进一步加大政府对于技术创新企业的财政支持力度，充分发挥政府科技专项资金的杠杆拉动作用，以实现财政资金投入“四两拨千斤”的效果；三是建立技术创新与金融服务体系的动态匹配机制。科技成果转化呈现出明显的

阶段性特征。在初始阶段，技术因素成为创新的制约性条件，但随着技术创新的日臻成熟完善，有效的资本供给则成为科技创新成果能否转化和发展的决定性因素。因此，建立健全动态匹配机制，为科技创新提供多元化、多层次的金融服务，有利于科技成果转化向纵深发展。

其次，挖掘传统信贷潜力，促进金融资源向科技创新领域配置。基于我国金融发展的阶段性特征，传统信贷仍是技术创新领域不可或缺的保障性力量。一是发挥现有政策性银行对于科技创新的支持作用，同时在此基础上适时成立专门用以支持中小型科技企业发展的“中小企业银行”；二是在国内科技创新基础较好、发展较快的地区设立专门从事科技金融服务的区域性科技银行；三是推动成立相关地区中小企业信用担保基金，完善企业信用担保体制机制，运用信用杠杆撬动中小型科技企业的融资能力；四是建立健全科技创新保险制度，分散中小企业的科技创新风险，改善其贷款难、融资难的尴尬境遇。

最后，充分发挥市场作用，实现融资形式的多样化和多层次。要充分调动金融工具、金融市场和金融机制三者的积极性，使其协调发展，提高资金的配置效率。首先，健全技术创新领域的风险投资体系，一方面拓宽风险投资资金来源渠道，吸引社会资本参与到技术创新行业，另一方面也要着力完善风险投资的退出机制，引导其通过 IPO 和企业并购为主的方式实现风险资本退出；其次，政府要积极搭建技术创新的金融服务平台，完善金融中介服务体系，重视规范和建立为技术创新服务的金融信息咨询机构、担保机构、保险机构、会计师事务所、律师事务所等各类中介机构，盘活金融服务体系；第三，政府鼓励风险投资机构从事“天使投资”、“创业投资”，出台制定相关财政措施，运用财税杠杆引导风险投资行为阶段前移，分散机构的投资风险。

1

银行，金融科技：强大的力量 ——与谷歌、阿里巴巴和脸书的较量¹

Piyush Gupta²

移动技术、网络和大数据的合并促进了数字革命的发展。它们重新界定了许多行业。从运输业到零售业，所有行业都受到影响，像优步（Uber）、阿里巴巴和爱彼迎(Airbnb)这样的公司正对现状提出严峻挑战。

这些企业成功地将创新与更好的客户体验相结合。阿里巴巴的愿景是“更多地成为人民生活的一部分”，“满足他们所有需求”。它不仅提供其电子商务的核心活动，还提供数字平台和移动应用程序，使客户能够投资、安全贷款、预订旅行、消费数字娱乐和新闻。所有这些服务由阿里巴巴公司或其合作伙伴提供，并通过支付宝支付平台进行访问。支付宝是世界上最大的支付公司之一，拥有超过 4.5 亿用户，日交易量达到 1.7 亿。

阿里巴巴、脸书和谷歌创建的巨大网络使他们能够侵入金融服务行业。金融机构最大的竞争对手是这些平台提供商，而不是金融科技公司。

尽管如此，银行并没有失去一切。虽然这种颠覆性技术是一个挑战，但这种不连续性也可以转化成机遇。银行具有先天优势，即强大的网络和基础设施，完善的风险管理框架，且银行一般被视为更安全，更可靠。

鉴于此，金融科技公司正寻求与银行合作，以便从其专长、资本和网络中受益。银行则希望拥有金融科技公司的灵活性、客户关注度和创新能力。

星展银行（DBS）在 18 个市场拥有超过 280 家分行，且分行数量持续增加。利用金融科技来通过数字渠道提供银行业务，使其能够在没有实体店的情况下，扩展到中国、印度和印度尼西亚等国家。

去年四月，星展银行在印度推出了 digibank，专为移动设备设计，以生物识别技术、人工智能以及直观的推荐引擎技术为基础。星展银行与多家创业公司和

¹ 翻译：徐佩岚；审校：陆可凡

² Piyush Gupta，星展银行行政总裁。原文载于 OMFIF 第四份全球公共投资者年度报告。

金融科技公司合作：其人工智能技术来自美国的金融科技公司 Kasisto，而新加坡创业公司 Moneythor 和 V-key 则提供推荐引擎和虚拟钥匙。

Digibank 使得星展银行开展零售银行业务而无需昂贵的分支网络，且在 10 个月内已经获得了超过 84 万的客户。目前 DBS 正计划在印度尼西亚建立 digibank。

星展银行为确保自身早日发展新兴技术，正在为新加坡和香港的金融科技公司推出预加速器计划。其创新机构 DBS Asia X 于去年 11 月推出，正不断加深与金融科技网络的合作。

在整个银行，工作人员都被鼓励去采用更加“金融科技”式的思想和工作方式。其重点在于客户体验、不断试验、不怕失败。去年，银行开展了 1000 多次试验。大数据分析被用于分支的审计，同时也让银行业务人员重新思考现金周期，而人力资源部门也在招聘中使用分析和预测技术。

星展集团确信，利用金融科技是银行业的未来中不可缺少的一部分。

Banking, fintech: a potent force

—The battle against Google, Alibaba and Facebook

Piyush Gupta¹

The digital revolution has been accelerated by the merging of mobile technology, networks and big data. Between them, they have redefined many industries. From transport to retailing, whole sectors are being disrupted, and companies such as Uber, Alibaba, and Airbnb are seriously challenging the status quo.

These businesses have succeeded by combining innovation with better customer experiences. Alibaba's vision is to 'become more a part of peoples' lives and 'fulfil all their needs'. It has moved beyond its core activity of e-commerce to offer digital platforms and mobile apps that enable customers to invest, secure loans, make travel reservations, and consume digital entertainment and news. All these services are supplied by Alibaba's companies or its partners, and are accessed through Alipay, its payments platform. Alipay is one of the biggest payment companies in the world with over 450m users. It processes 170m transactions daily.

The extensive networks created by Alibaba, Facebook and Google have allowed them to encroach into financial services. These platform providers, not fintech companies, are the biggest competitors to financial institutions.

All is not lost for banks, though. While disruptive technology is a challenge, that discontinuity can be turned into an opportunity. Banks have innate advantages: robust networks and infrastructure, established risk management frameworks, and generally being seen as safer and more trustworthy.

¹ Piyush Gupta, Chief Executive of DBS Bank. This article appears in OMFIF's fourth annual Global Public Investor report.

In recognition of this, fintech companies are turning to partnerships with banks so as to benefit from their expertise, capital and networks. In return banks want access to fintech companies' agility, customer-focus and inventiveness.

DBS has over 280 branches in 18 markets, and is continuing to grow. Harnessing fintech and offering banking through digital channels is enabling it to expand into countries such as China, India and Indonesia without a substantial bricks-and-mortar presence.

In April last year, DBS launched digibank in India, a mobile-only operation underpinned by technology that includes biometrics, artificial intelligence, and an intuitive recommendation engine. DBS worked with a number of startups and fintech companies: the artificial intelligence technology came from Kasisto, a US-based fintech; while Singapore startups Moneythor and V-key supplied the recommendation engine and virtual key.

Digibank has allowed DBS to penetrate the retail banking sector without the need for an expensive branch network, and in 10 months has acquired more than 840,000 customers. Plans are underway to establish digibank in Indonesia.

To ensure DBS is involved at an early stage with emerging technologies, it is running pre-accelerator programmes for fintech companies in Singapore and Hong Kong. Its innovation facility – DBS Asia X – which launched last November, is fostering even greater collaboration with the fintech network.

Across the bank, staff are being encouraged to be more 'fintech-like' in their thinking and way of working. The focus is on the customer experience, experimentation, and not being afraid to fail. Last year, the bank ran more than 1,000 experiments. Big data analytics are being used in branch auditing and by the bank's operations staff to rethink the cash cycle, while human resources uses analytics and predictive technology in its recruitment.

DBS is certain that leveraging fintech is integral to the future of banking.

中国金融开放不可避免 ——不可持续的失衡状态迫使进一步自由化¹

艾利奥特·亨托夫²

一些市场观察员认为，过去 12 个月内人民币国际化趋势放缓，反映了中国政府不愿放弃对市场力量的控制。他们认为中国不可能实现进一步的货币自由化。但对中国金融开放的不可避免性提出怀疑，其实是忽视了长期因素。

许多政府可以承受对资本项目流动的管制，因为这没有明显的成本。然而，中国是世界其他地区的净债权国，这应该带来更高的净收益。对于中国来说，国内经济的成本很大程度上并不来源于资本管制，而是因为投资于国外的资金没有得到最有效的利用。前者反映了低收益外汇储备占国外资产份额的比例失调，后者则因为中国国有企业能够获得廉价贷款。这些政策选择导致高昂的国家成本，如果北京允许部分开放资本项目并将人民币作为国际货币，成本将会降低。

在过去 12 个月中，大部分外汇储备已转为中国的银行和企业的海外资产，这将在未来增加投资收益。同样，如果中国希望通过贷款能力来提升地缘政治力量，那么应该利用人民币而非外币进行这些业务。

人民币正式纳入国际货币基金组织特别提款权货币篮子——IMF 的综合货币单位，提高了其作为储备货币的地位。但中国如果不提高人民币自由兑换和国际化水平，将不能享有任何实际的经济或地缘政治利益。

中国资本项目政策的另一个宏观经济成本来自于国内金融压制的影响。由于大多数金融产品提供的实际回报率为零，又不允许大规模海外投资，中国储户存款过多，积累了大量国内资产。这导致金融泡沫不可避免。中国部分地区的房地产市场、2015 年股票市场和财富管理产品蓬勃发展等问题都是金融失衡可能产

¹ 翻译：陈佳鑫；审校：陆可凡。原文选自 OMFIF Commentary（2017 年 10 月 3 日）。

² 艾利奥特·亨托夫，道富环球投资管理有限公司（State Street Global Advisors）官方机构集团政策及研究部门负责人，国际货币基金机构官方论坛（OMFIF）咨询委员会成员

生风险的例子。

针对这样的情况，7月份召开的全国金融工作会议通过了更严格的监管和制度化管理方法来控制金融风险。这种措施在短期内是受欢迎且必要的。长期的补充性政策则应该是放宽资本项目、使市场力量发挥更大作用。这将有助于消除中国金融市场的部分过剩储蓄。

信贷配置效率低下，引发了更多问题。国有银行体系与地方政府的政治经济捆绑，所产生的制度倾向使得信贷更多地被引入国有企业。这便导致总体生产力下降，因为国有企业的生产率低于私营部门，长期增长因而减弱。

外资进入有助于缓解这一问题，因其迫使国有企业更加公平地竞争信贷，更有效地分配资金。同时，这有助于中国去除过剩产能，并可能会加速国有企业改革。同样，资本项目自由化将以牺牲制造业为代价促进服务业的发展。这些趋势将有助于改变国有制造企业独大的情况，实现经济的再平衡，降低投资率和出口规模，并在长期降低经常项目顺差。

过剩储蓄对中国国内金融体系构成系统性风险。这种情况是不可持续的。由于失衡愈演愈烈，进一步开放市场必将尽快展开。人民币国际化可能在过去 12 个月内停滞不前，但长期走势表明，人民币正在成为它理应成为的全球主要货币。

Financial opening in China inevitable

——Unsustainable imbalances compel greater liberalisation

Elliot Hentov¹

Some market watchers believe the renminbi's slowing internationalisation trend of the last 12 months reflects the Chinese government's unwillingness to relinquish control to market forces. They argue greater currency liberalisation is unlikely to materialise. But doubts about the inevitability of China's financial opening ignore long-term forces.

Many governments can withstand controls on capital account flows because they do not lead to obvious costs. However, China is a net creditor to the rest of the world, which should produce higher net income. In China's case the costs to its domestic economy ensue not so much because of capital controls, but because the funds it channels abroad are invested suboptimally. The former reflects the disproportionate share of low-yielding foreign reserves as a share of foreign assets. The latter is explained by the cheap lending practices of Chinese state-owned companies. These policy choices lead to high national costs, which would be lower if Beijing were to allow partial liberalisation of the capital account and promoted the renminbi as an international currency.

Over the last 12 months, a substantial portion of foreign reserves has been converted into foreign assets of Chinese banks and corporations, which should raise investment income in the future. Similarly, if China wishes to project geopolitical power through its lending capacity, its ability would be enhanced by adopting the renminbi for these operations, rather than foreign currencies.

¹ Elliot Hentov, Head of Policy & Research, Official Institutions Group, at State Street Global Advisors, and a Member of the OMFIF Advisory Board.

The renminbi's inclusion in the International Monetary Fund's special drawing right, the Fund's composite currency unit, strengthened its reserve currency status. But China can enjoy neither the tangible financial nor geopolitical benefits without increased convertibility and internationalisation of the renminbi.

Another macrofinancial cost to China's capital account policies is the domestic effect of financial repression. As most financial products will offer only a zero-real rate of return and investment abroad is not permitted on a large scale, Chinese savers stock up unduly with domestic growth assets. This invariably creates financial bubbles. Problems in parts of China's property markets, the equity market in 2015 and the flourishing of wealth management products are examples of the risks that can stem from these financial imbalances.

In response, in July the Beijing national financial work conference endorsed a tighter regulatory and institutional approach to containing financial risks. Such measures are welcome and necessary in the short term. Loosening the capital account to permit the greater influence of market forces would be a complementary long-term step. This would help remove some of the excess savings from China's financial markets.

The inefficiencies of credit allocation raise further problems. A state-owned banking system combined with the political economy of local governments generates an institutional bias towards channelling credit to state-owned enterprises. This leads to declining overall productivity, as state-owned businesses are less productive than the private sector, weakening long-term growth.

The entry of foreign capital would help alleviate this problem by compelling state-owned enterprises to compete more fairly for credit and allocate funds more efficiently. This would reduce China's overhang of industrial capacity, and would probably accelerate state-owned enterprise reform. Likewise, capital account liberalisation would promote faster growth in services at the expense of manufacturing. These trends would help rebalance the economy away from state-directed manufacturing enterprises,

and lower the investment rate and the size of export capacity. This would lower the current account surplus over the longer-term.

Excess savings pose systemic risks to China's domestic financial system. Such circumstances are unsustainable. Since imbalances grow year by year, further market opening will, inevitably, proceed sooner rather than later. The internationalisation of the renminbi may have stalled over the last 12 months, but the long-term trajectory shows it taking its rightful place as a major global currency.

系列十二：人民币金融交易发展情况——信贷与外汇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》第二章。

一、人民币境外信贷

截至 2016 年末，境内金融机构人民币境外贷款余额达 4373.26 亿元，较 2015 年增长 38.7%。新增贷款 1215 亿元，比 2015 年多增加 243 亿元。人民币境外贷款占金融机构贷款总额的比重为 0.41%，较 2015 年增长较快。

中国人民银行数据显示，自 2012 年 12 月以来，先后有 17 个地区开展了人民币境外借款、个人经常项目人民币结算等跨境人民币创新业务。试点政策以资本项目业务为主，经常项目业务为辅。按照“可复制、可推广”的基本要求，目前，大部分创新业务试点已推广至全国，包括个人货物贸易和服务贸易人民币结算、跨国企业集团跨境双向人民币资金池和经常项下跨境人民币集中收付、跨境电子商务人民币结算业务等、境外机构人民币银行结算账户内资金转存为定期存款。

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

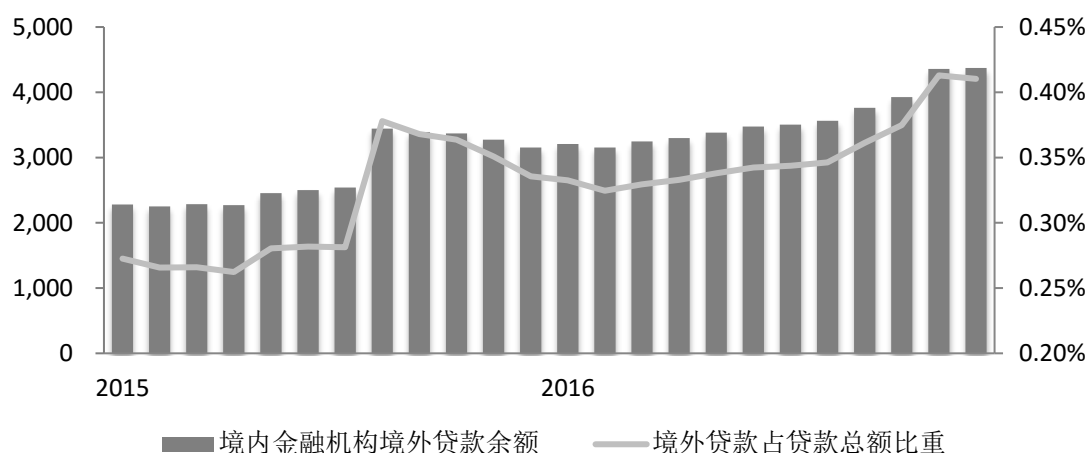


图 1 中国金融机构人民币境外贷款余额及占比

资料来源：中国人民银行

二、人民币外汇交易

2016 年，中国进出口贸易仍旧低迷，银行结售汇总额同比减少，境外机构持有境内人民币资产同比下滑。尽管如此，银行间外汇市场成交量仍旧保持了稳步增长，全年共成交约 124.2 万亿元人民币，同比增长 44%。其中，人民币外汇市场成交 112.4 万亿元，外币对市场成交折人民币 0.8 亿元，外币拆借市场成交折人民币 11 万亿元。

2016 年人民币外汇即期成交 5.9 万亿美元，同比增长 21.9%；人民币外汇掉期交易累计成交金额折合 10 万亿美元，同比增长 19.8%，其中隔夜美元掉期成交 6 万亿美元，占掉期总成交额的 60.4%；人民币外汇远期市场累计成交 1529 亿美元，同比增长 311%。“外币对”累计成交金额折合 1159 亿美元，同比下降 3.6%，其中成交最多的产品为欧元对美元，占市场份额比重为 34.3%。

表 1 2016 年银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量 单位：亿美元

币种	美元	欧元	100 日元	港币	英镑	澳元	新西 兰元	新加 坡币	瑞郎	加拿 大元	林吉 特	卢布
交易量	57346.61	690.8	492.9	224.3	73.54	119.0	20.56	165.4	26.92	37.65	5.12	17.6
		8	4	7		8		2				
同比	24.31%	1.93%	-	-	-	-	-	-	15.44	87.22	115.1	-
			8.14%	19.57	40.95	25.72	24.24	72.67	%	%	3%	50.17
				%	%	%	%	%				%

数据来源：中国外汇交易中心

汇率衍生品成交量增速继续领先即期交易。2016 年，银行间汇率衍生品成交 11 万亿美元，同比增长 25.5%；外汇即期成交 6 万亿美元，同比增长 21.8%。2009 年以来，汇率衍生品成交量增速持续快于即期交易，汇率衍生品占比进一步上升。2016 年，汇率衍生品成交量在整个银行间外汇市场中的占比（不含外币拆借）从上年的 63.9% 增加至 64.6%，该比例已非常接近国际清算银行发布的国际外汇市场即期与衍生品市场的基本格局 33:67。

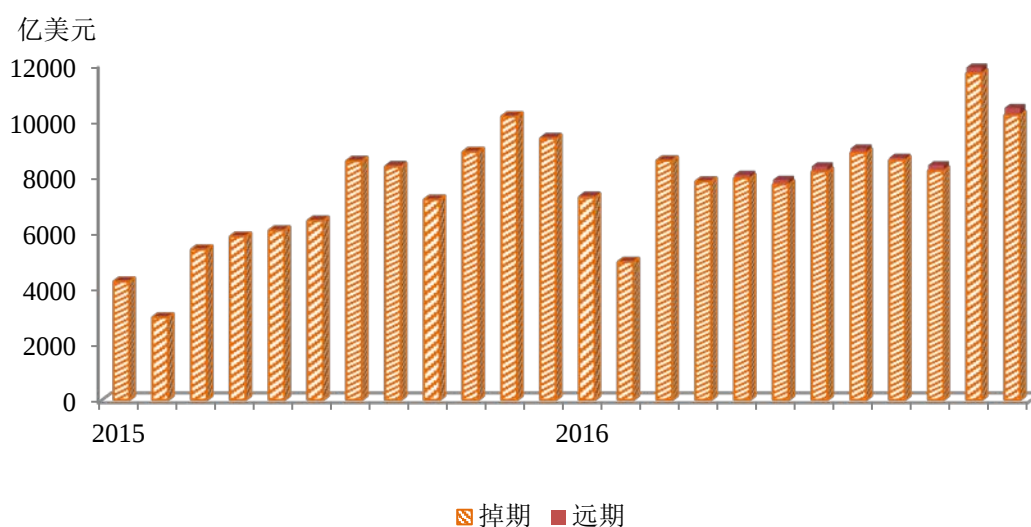


图2 人民币外汇衍生品市场

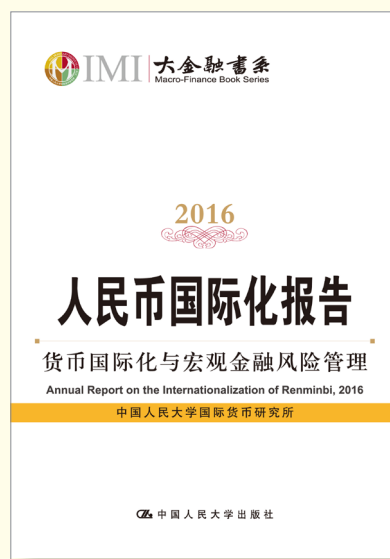
数据来源：中国外汇交易中心

2016 年 1 月，银行间外汇市场向符合条件的人民币购售业务境外参加行开放；9 月，银行间外币拆借市场也向境外机构开放。至此，银行间外汇市场的各个子市场、各类产品都已向境外机构开放。

外汇市场交易主体进一步扩展。截至 2016 年末，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。其中，已有 59 家境外主体成为银行间外汇市场会员，占会员总数的 10%。其中，境外央行类机构在银行间外汇市场的交易不受交易额度、交易品种、交易方式、清算方式等限制。

《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。

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2017年10月30日

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载