

【本期推荐】

IMI金融与经济周报2018第2期

【“人民币国际化”专题】

周小川：人民币国际化不是直线前进，推动过程要保持低调

李 扬：汇率机制比汇率水平更重要

张 明：汇率贬值压力犹在，汇改进程一波三折

谢亚轩：本轮人民币汇率波动有哪些不一样

【海外之声】

Diego Zuluaga：创新如何提升金融包容性

Otaviano Canuto：用知识带来回报

——全球化如何成为创新源泉

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：李虹含

编委：安 然 朱霜霜 魏 唯

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：杨章轶

美术编辑：张耘峒

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



IMI 金融与经济周报 2018 第 2 期

编者按：

本周，中美重启贸易谈判，国内供给侧结构性改革继续推进，中国经济金融领域不断扩大对外开放。具体来看：宏观经济方面，个人所得税法修正案草案即将二审，央行表示结构性去杠杆方向不变，流动性保持合理充裕的同时不搞“大水漫灌”；金融监管方面，中国银保监会发文指出深化保险资金运用改革助推服务实体经济，银保监会发布《关于废止和修改部分规章的决定》；财富管理方面，信托公司《资管新规》过渡期指导意见下发，保险业严监管基调持续加码，保险中介市场清理整顿行动如火如荼；金融科技方面，中国打击虚拟货币炒作、大批“币圈”微信大号被封，SEC 拒绝 9 项比特币 ETF 提案，数字货币普遍下挫；国际金融方面，中英经贸联委会第 13 次会议在京召开，人民币对美元中间价报价行重启“逆周期因子”。详情请参阅 IMI 经济与金融周报第 2 期（8.21- 8.28）。

宏观经济周报

一、宏观经济大事件

1. 前 7 月全国财政收入同比增长 10% 社保就业支出增 10.2%

这种假设是人民币成为世界第三大或第四货币，但与美元或欧元处于不同档次且无法进一步提高，类似目前日元或英镑的国际地位。我们认为，近十年这种假说可能成立，但更长远的目标看，这种假设就太过保守了。

财政部公布的数据显示：7 月份全国一般公共预算收入 17461 亿元，同比增长 6.1%。其中，中央一般公共预算收入 8607 亿元，同比增长 1.2%；地方一般公共预算本级收入 8854 亿元，同比增长 11.4%。全国一般公共预算收入中的税收收入 16081 亿元，同比增长 11.4%；非税收入 1380 亿元，同比下降 31.8%。受制造业、交通运输业等行业及农产品等货物增值税税率下调，以及 7 月份办理部分先进制造业、现代服务业和电网企业增值税期末留抵退税返还等减税降费政策影

响。1-7月累计，全国一般公共预算收入121791亿元，同比增长10%，比上半年放缓0.6个百分点。（人民日报）

二、宏观经济新政策

1. 个人所得税法修正案草案即将二审

个人所得税法修正案草案即将二审，十三届全国人大常委会第十一次委员长会议决定，十三届全国人大常委会第五次会议8月27日至31日举行，建议审议个人所得税法修正案草案等。个税法草案二审能否通过将是市场关注焦点，专家认为，45%的个税边际税率降低的可能性和必要性更大。（证券日报）

2. 央行：宏观杠杆率趋稳 不搞“大水漫灌”

下一阶段，央行将提高政策的前瞻性、灵活性、有效性，全力做好金融服务实体经济的相关工作。一方面要加强统筹协调，既形成政策合力，又防止政策叠加。另一方面，要把握好度，保持战略定力。把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，但绝不搞“大水漫灌”。将平衡好多个目标之间的关系，疏通货币政策传导机制，通过机制创新提高金融服务实体经济的能力和意愿，切实有效缓解企业融资难融资贵问题。

8月21日，国新办举行国务院政策例行吹风会。央行副行长朱鹤新表示，2018年以来，货币政策调控面临的国内外形势较为复杂，央行出台、落实了一系列旨在缓解融资难融资贵的政策措施，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。今年以来降准释放资金中有1万多亿元定向用于支持小微企业等普惠金融领域。

3. 央行开展1490亿元MLF无逆回购操作

为对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响，加强货币政策与财政政策的协调配合，维护银行体系流动性合理充裕，2018年8月24日人民银行开展中期借贷便利(MLF)操作1490亿元，无逆回购操作（腾讯网）

三、宏观经济新观点

1. 曲凤杰：中美贸易纷争的“表”和“里”



IMI 特约研究员、国家发改委对外经济研究所主任曲凤杰指出，中美贸易纷争背景下，美欧签订的联合声明将中国置于更加孤立的处境。美国还通过其他方式引导 WTO 各成员方对中国形成普遍共识，其目的在于集结有相同价值观和市场经济理念的国家重新制定规则。中美贸易纷争，表面上是美国为公平贸易而战，实际上是美国为国家利益而战，只不过在利益之争（里）上贴了一张道义做成的标签（表）。美国这么做的底气在于自身强大的硬实力和软实力。通过制定制度和规则引领经济发展也是软实力之一种，缺乏价值观的引领恰恰是中国的不足。

2. 王剑：加息才能缓解小微企业融资难

IMI 研究员王剑认为，利率是资金使用的成本，小微企业风险高和信息生产成本高就意味着更高的溢价。如果官方规定一个极低的利率，很可能导致商业的不可持续，因而利率越高，越能支持小微。利率改革之后，温州乃至浙江的信用社（及其后来改制而来的农商行、城商行）开始支持小微企业发展，取得了辉煌的成就。同样反过来，也正是因为小微企业的发展，造就了浙江的一批优秀的小微信贷银行。银行作为金融业，服务实体，又依附于实体。因此首先得有一个繁荣的小微群体，然后才有了银行发展小微业务的空间。不能本末倒置。

3. 王永利：从货币投放视角看中国经济结构之困

IMI 学术委员、中国银行原副行长王永利指出，当下货币投放结构变化影响了社会融资成本以及利润在金融体系与实体经济领域的分配。针对当前经济结构之困，王永利表示中国正面临严峻的国际环境，不仅需要以降准和收缩央行拆放资金规模为核心，从资金供应源头上推进供给侧结构性改革，努力减少资金流通环节，疏通资金传导渠道，降低社会融资成本，而且需要提前探索在央行购买外汇投放基础货币潜力消失的情况下，如何通过新的方式扩大基础货币投放。急需切实深化财税体制、投融资体制以及人口和户籍体制改革等等，激发社会经济活力和效率，提升实体经济的资本回报率，依托中国巨大的市场潜力和改革潜力，抓住世界格局深刻变化，获得可持续性的发展成果。

金融监管周报

一、金融监管大事件

1. 银保监会：防范以“虚拟货币”、“区块链”名义进行非法集资

近期，针对虚拟币交易、ICO 等监管动向备受关注。8 月 24 日，银保监会、央行等发布《关于防范以“虚拟货币”“区块链”名义进行非法集资的风险提示》称，近期，一些不法分子打着“金融创新”“区块链”的旗号，通过发行所谓“虚拟货币”“虚拟资产”“数字资产”等方式吸收资金，侵害公众合法权益。此类活动并非真正基于区块链技术，而是炒作区块链概念行非法集资、传销、诈骗之实。据风险提示介绍，上述行为主要有以下特征：一是网络化、跨境化明显。二是欺骗性、诱惑性、隐蔽性较强。三是存在多种违法风险。（新京报）

二、金融监管新政策

1. 银保监会：深化保险资金运用改革 缩短投资链条服务实体经济

中国银保监会办公厅日前下发《中国银保监会办公厅关于进一步做好信贷工作 提升服务实体经济质效的通知》，要求银行保险业进一步疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求；大力发展普惠金融，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务；支持基础设施领域补短板，推动有效投资稳定增长。具体要求如下：一是进一步疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求。二是大力发展普惠金融，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务。三是支持基础设施领域补短板，推动有效投资稳定增长。四是积极发展消费金融，增强消费对经济的拉动作用。五是做好进出口企业金融服务，发挥金融在稳外贸中的积极作用。六是盘活存量资产，提高资金使用效率。七是有效运用保险资金，切实发挥风险管理和保障功能。八是规范经营行为，严禁附加不合理贷款条件。九是深化体制机制改革，加强服务实体经济能力建设。（银保监会网站）

2. 银保监会：《关于废止和修改部分规章的决定》

为贯彻党的十九大关于推动形成全面开放新格局的政策精神，推动已宣布的扩大银行业开放举措尽快落地，银保监会发布《中国银行保险监督管理委员会关于废止和修改部分规章的决定》（以下简称《决定》），取消中资银行和金融资产管理公司外资持股比例限制，实施内外资一致的股权投资比例规则，持续推进外资投资便利化。一是废止《境外金融机构投资入股中资金融机构管理办法》。



二是取消《中国银监会中资商业银行行政许可事项实施办法》、《中国银监会农村中小金融机构行政许可事项实施办法》和《中国银监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》对外资入股中资银行和金融资产管理公司的股比限制。三是明确外资入股的中资银行的监管属性和法律适用问题。四是明确境外金融机构投资入股中资银行，除需符合相关的金融审慎监管规定外，还应遵守我国关于外国投资者在中国境内投资的外资基础性法律。（银保监会网站）

三、金融监管新观点

1. 李虹含：结构性去杠杆之下，网贷平台之路何在

IMI 研究员李虹含认为当强监管和金融创新相遇时，所有的创新型金融业态都将经历阵痛。自 2018 年 6 月以来，P2P 网贷行业爆发“雷潮”，去杠杆过程当中挤出的泡沫都是风险因子，而泡沫之下沉淀的部分，才是实体、金融业的精华。真正好的机构，应当是经历大风大浪不倒、经历疾风骤雨后保持继续前进。目前 P2P 网贷行业成交量已突破 6 万亿，行业用户超过 5000 万，监管不断释放规范行业发展、服务普惠金融、实体经济、防控金融风险的信号，这些信号都给了网贷行业一个明确的发展预期。未来，P2P 业务模式仍然大有可为，风雨过后才能见彩虹，闯过隘口才能一马平川。（新浪财经）

2. 郭凯：进一步扩大金融开放和严监管不冲突

中国人民银行国际司副司长郭凯在出席第二届“中国金融四十人伊春论坛”时表示，今年以来，中国金融业对外开放步伐加快。其主要体现在开放范围比较大，基本上金融服务业所涉及的领域都包括了；开放力度很大，WTO 只是把国门打开了，现在是走向国民待遇，进一步走向全牌照、全股比的开放。郭凯强调，进一步扩大金融开放和严监管并不冲突，需要加强监管来应对进一步开放可能带来的金融风险。负面清单管理和金融业必须持牌经营也不矛盾。任何开放都可能带来新的风险，这是不可避免的。但要客观分析，总的来说，金融业越是“你中有我，我中有你”的局面，可能越有利于我们避免剧烈冲突。未来，人民币若想实现国际化、上海若想建成全球金融中心，中国若想更好利用“两个市场、两种资源”，意味着中国金融业必须高度开放；此外，政府和监管部门要转换思维和

管理方式，加强事中、事后的管理能力，在对外开放的同时，做好对内开放，全面改善营商环境。（中国金融四十人论坛）

3. 应兆祥：加强金融企业涉外业务合规管理

中国外汇交易中心纪委书记应兆祥以《合规管理体系指南》发布与实施为背景，从行业最佳实践的角度出发，分析我国金融企业涉外合规管理中存在问题以及应对的措施。他认为，《指南》适用于所有经济组织的涉外合规风险管理，其过程通常包括识别评估合规风险、建立合规制度、强化合规职责、评估合规管理效果、改进合规机制并持续推进五个步骤。目前，我国金融企业在涉外合规管理方面存在两个突出的问题：一是机制不健全，二是人才不足。因此，未来我国构建金融企业涉外合规管理体系需要注意以下五方面：一是提高涉外业务合规管理意识，二是构建科学的合规管理机制和制度体系，三是准确识别和防范涉外业务合规风险，四是应对和有效处置涉外业务合规风险，五是强化涉外业务合规管理监督机制。（中国金融杂志）

4. 于学军：强监管、严调控应是未来常态

银保监会国有重点金融机构监事会主席于学军在“中国银行业发展论坛”上表示，当前内外部环境约束下，中国难以进行更大规模的货币扩张，强监管、严调控会是未来常态。

从内部环境看，货币超发是资产泡沫化的主要因素。同时，此前数年货币信用过度膨胀，债务膨胀太快，导致现在不少企业已经出现了债务积重难返的局面，进而导致银行业现在再次面临不良资产增长的威胁。从外部环境看，一是贸易形势出现了复杂局面；二是美联储持续加息，对包括人民币在内的非美货币造成了贬值压力，增加了货币扩张的难度；三是全球的宽松金融环境正在回归正常的货币政策，对中国的宏观调控造成影响。于学军指出，中国银行业正面临着巨大压力，如何有效防范化解金融风险，同时进一步支持实体经济，尤其是中小企业的发展，是银行业面临的一个重大课题，需要大家共同努力、不断突破。（金融科技研究）

财富管理周报



一、财富管理大事件

1. 《中国互联网络发展状况统计报告》公布

8月20日，中国互联网络信息中心（CNNIC）发布了第42次《中国互联网络发展状况统计报告》。根据《报告》，截至2018年6月，我国购买互联网理财产品的网民规模达到1.69亿，较2017年末增长30.9%，呈现高速增长趋势。我国网络支付用户规模达到5.69亿，较2017年末增加3783万人，半年增长率为7.1%，使用比例由68.8%提升至71.0%。互联网理财已经成为一种大趋势，而网贷平台作为互联网理财市场中的一支生力军，正在为互联网理财规模的日益增长贡献着重要力量。

2. 长城资产管理公司成立参与P2P风险处置工作领导小组

8月23日，路透社引述消息人士透露，长城资产管理公司率先成立参与P2P风险处置工作领导小组，将在上海、浙江、广东、北京等地区成立工作小组，统筹推进P2P风险处置各项工作。目前地方工作小组主要在几个P2P风险比较集中的区域先成立，开展风险摸底工作。（蓝鲸财经）

3. 中国保险资管协会发布保险资金运用与保险资产管理全脉络图

近日，中国保险资管协会发布了“保险资金运用与保险资产管理全脉络图”（以下简称“脉络图”），以梳理我国保险资金运用与保险资产管理的整体情况。

脉络图显示，保险资管机构仍是保险资金运用的主力，“掌管”了约80%的保险资金，其机构和从业人员数量均呈现扩张趋势；保险公司正不断完善自身投资能力，98%已设置投资部门，且负责绝大部分的战略资产配置；而业外受托机构则是另一番景象，其所管理的保险资金规模增速逐年下滑，且近半数的机构尚未实际开展相关业务。

4. 摩根大通资管欲申请私募基金管理人牌照

摩根大通资产管理中国区总裁王琼慧日前在接受记者采访时表示，看好中国资管的发展潜力，准备申请在华私募基金管理人牌照。

5. 保险业严监管基调持续加码，保险中介市场清理整顿行动如火如荼。

上证报最新梳理发现，近两个月以来，26家地方保监局共开出168张罚单，共计罚款2781.8万元。其中，数十家保险中介机构合计受罚640万元。同时，市场也告别“保险中介机构罚金低于保险公司”的时代，出现了顶格处罚的案例。

在这些针对保险中介机构的罚单中，虚列费用、编制虚假材料、利用业务便利为他人牟取不正当利益、给予投保人保险合同以外的利益等行为，成为此次违规的重灾区，近四成罚单均与上述违规行为相关。业内人士表示，保险业正掀起现场检查风暴，严肃查处违规套取费用等突出问题，加上相应的规章制度即将落地，保险中介市场有望步入良性发展轨道。

二、财富管理新政策

1. 银保监会推动银行业开放举措落地

为推动已宣布的扩大银行业开放举措尽快落地，银保监会23日发布《中国银行保险监督管理委员会关于废止和修改部分规章的决定》，取消中资银行和金融资产管理公司外资持股比例限制，实施内外资一致的股权投资比例规则，持续推进外资投资便利化。（经济参考报）

2. 信托公司《资管新规》过渡期指导意见下发

记者获悉，信托公司《资管新规》过渡期指导意见已经下发，文件要求，加强对各类信托业务及创新产品监管，还原其业务和风险实质，同类业务适用同一监管标准。为接续存量产品所投资的未到期资产，维持必要的流动性和市场稳定，信托公司可以发行存量老产品对接，也可以发行老产品投资到期日不晚于2020年底的新资产。

3. 中国互金协会印发《关于开展P2P网络借贷机构自律检查工作的通知》

8月22日，中国互金协会向P2P网络借贷会员机构印发《关于开展P2P网络借贷机构自律检查工作的通知》（以下简称“通知”），启动了P2P网络借贷会员机构自律检查工作。

值得一提的是，近日，中国互金协会还向网贷会员机构下发了《关于防范虚构借款项目、恶意骗贷等P2P网络借贷风险的通知》（以下简称《防范风险通知》）、《关于加强对P2P网络借贷会员机构股权变更自律管理的通知》（以下



简称《股权变更通知》，加强对网贷会员机构资产端以及实际控制人、主要股东的管理。

三、财富管理新观点

1. 易会满：我国的金融乱象与支付发展高度相关

8月23日，在2018中国银行业发展论坛上，中国工商银行董事长易会满表示，支付与我们的生活、生产、消费密切相关，但这些年我国金融乱象与支付发展高度相关，重要抓手就是进一步加强跟规范支付管理。（财联社）

2. 潘功胜：虚拟货币交易场所和 ICO 行为，属于非法金融活动

21日晚间，大批“币圈”微信公众号被关停，其发布的内容多涉及“炒币”“首次代币发行（ICO）”。此前，国家互联网金融风险专项整治小组组长、中国人民银行副行长、IMI 顾问委员会主任潘功胜在公开场合表示，虚拟货币交易场所和 ICO 行为，属于非法金融活动，坚持“露头就打”。

金融科技周报

一、金融科技大事件

1. 前 7 月全国财政收入同比增长 10% 社保就业支出增 10.2%

21 日晚间，大批涉区块链微信公众号显示账号违反《即时通信工具公众信息服务发展管理暂行规定》被关停，包括金色财经、火币资讯、币世界快讯服务、深链财经等多个账号，其发布的内容多涉及“炒币”“首次代币发行（ICO）”。

各地搜排出的国内 88 家虚拟货币交易平台和 85 家 ICO 平台基本实现无风险退出；以人民币交易的比特币从之前全球占比 90% 以上，下降至不足 5%，有效阻隔了虚拟货币价格暴涨暴跌对我国的消极影响，避免了一场虚拟货币泡沫。（上海证券报）

2. SEC 拒绝 9 项比特币 ETF 提案，数字货币普遍下挫

22 日，美国证券交易委员会(SEC)拒绝了 ProShares、Direxion 和 GraniteShares 一共 9 起关于比特币 ETF 的提案。消息传出后，比特币迅速下挫超过 200 美元，

其他数字货币也明显下挫。SEC 表示，之所以拒绝这些提案是因为其尚未满足《交易法》和委员会行为规范，未能达到“防范欺诈和操纵”，而且交易所也未能达到旨在防止欺诈和操纵行为的法规。SEC 的主要顾虑仍然是比特币的市场操纵和欺诈问题。（华尔街见闻）

3. P2P 银行存管门槛将越来越高，年内 148 家网贷平台上线银行存管

近年来，网贷平台积极对接银行存管。尤其是去年，网贷行业迎来“存管潮”。据网贷之家数据显示，有 590 家平台在 2017 年上线了银行存管。今年，网贷平台继续对接存管，寻求达标合规。网贷天眼获得的数据显示，截至 8 月 20 日，今年共 148 家网贷平台上线银行存管。银行存管门槛未来将越来越高。（证券日报）

二、金融科技新政策

1. 北京朝阳区禁止虚拟货币推介

22 日，北京市朝阳区下发名为《关于禁止承办虚拟货币推介活动的通知》的红头文件：为保护社会公众的财产权益，保障人民币的法定货币地位，防反洗钱风险，维护金融系统安全稳定，根据全国互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室《关于进一步开展比特币等虚拟货币交易场所清理整治的通知》的规定，现要求各商场、酒店、宾馆、写字楼等地不得承办任何形式的虚拟货币推介宣讲等活动，如知悉相关情况，请及时向区处非办报送。（北京商报）

2. 江苏省金融办宣布将互金风险专项整治拓展到虚拟货币、ICO 等

22 日，江苏省金融办全面梳理省内各类金融风险，持续深入开展互联网金融风险专项整治，整治领域拓展到虚拟货币、ICO、校园贷、现金贷等，对摸底排查阶段确定的重点对象进行现场检查和处置。（人民日报）

3. 数字货币交易与 ICO，面临全球从严监管

据 Coin marketcap 最新数据显示，相比今年 2 月创下的年内高点，过去 6 个月全球数字货币资产市值蒸发逾 6300 亿美元，跌至不到 2000 亿美元。其中，全球监管趋严因素贡献了逾 50% 跌幅。此前，国家互联网金融风险专项整治小组组长、中国人民银行副行长潘功胜在公开场合表示，虚拟货币交易场所和 ICO 行



为，属于非法金融活动，坚持“露头就打”。下一步相关部门将进一步采取针对性清理整顿措施，维护金融秩序和社会稳定。（上海证券报）

4. 中国互金协会启动网络借贷会员机构自律检查

22 日，中国互联网金融协会向 P2P 网络借贷会员机构印发《关于开展 P2P 网络借贷机构自律检查工作的通知》，启动了 P2P 网络借贷会员机构自律检查工作。自律检查工作包括机构自查自纠、非现场检查 and 现场检查三个阶段，三个阶段的检查交错进行，要求接入相关系统报送数据，如实填报自查自纠问题清单，自查自纠报告不迟于 10 月 31 日报送。（中新经纬）

三、金融科技新观点

1. 盛松成：虚拟货币本质上不是货币，预计未来中国对 ICO 监管将更严

中国人民银行调查统计司司长盛松成早在 2014 年初的比特币牛市中发表文章指出，比特币本质上不是货币，也不能取代货币。首先，比特币缺乏国家信用支撑，难以作为本位币履行商品交换媒介职能；其次，比特币没有法偿性和强制性，流通范围有限且不稳定；再次，比特币具有很强的可替代性，很难固定地充当一般等价物；同时，比特币的数量规模设定了上限，难以适应现代经济发展需要，且缺少中央调节机制，与现代信用货币体系不相适应。盛松成建议，监管层应该进一步规范虚拟货币的交易。由于比特币等虚拟货币能够实现点对点匿名转账，对于中国资本项目管理和洗钱监管是一大挑战。他指出，ICO 的迅速发展引起了监管层的关注是很正常的。用传统法律看，ICO 具有众筹、募集资本的功能，放任发展不予以监管有较大的潜在风险。大量的没有前途的项目甚至本身就是欺骗，不仅让投资者承担巨大风险，也让真正区块链创业的团队颇多抱怨，实际上造成了劣币驱逐良币的不良后果。盛松成认为，政府部门的大力监管对区块链行业是好事，通过治理 ICO，驱逐数字劣币，可以让区块链发展得更加稳健。他预计，未来中国对 ICO 的项目监管还会更严。（中新经纬）

2. 马云：区块链技术是对于未来世界发展的关键性技术

8 月 19 日，“中国企业家俱乐部论坛”在京举行，阿里巴巴集团主要创始人马云在与马来西亚总理马哈蒂尔·穆罕默德的交流中发表了其对于区块链的看法。

马云认为，区块链技术是对于未来世界发展的关键性技术，不仅是运用到金融业、比特币。区块链技术，会改变未来 20 年、30 年的金融体系。同时，区块链技术还可以运用其他的行业，因为关于信任、信用和安全的特性数据，对社会信用体系是非常重要的。（腾讯网）

8 月 23 日，首届中国国际智能产业博览会在重庆开幕，会上马云表示，区块链和互联网一样，都是工具，而合格的区块链应用是一套能解决实际问题的解决方案。（华尔街见闻）

国际金融周报

一、国际金融大事件

1. 中英经贸联委会第 13 次会议在京召开

8 月 24 日，商务部部长钟山和英国国际贸易大臣福克斯在京共同主持召开中英经贸联委会第 13 次会议。双方就中英经贸关系、“一带一路”合作、中美贸易摩擦、中国国际进口博览会、未来双边经贸关系安排等议题深入交换意见。钟山认为美国发动贸易战，严重违反世贸组织规则，是单边主义，是霸凌主义。美在知识产权等方面抹黑中国，与事实不符。贸易战没有赢家，中方不愿打贸易战，但也不怕打贸易战，将坚决捍卫国家和人民利益。福克斯表示，英方坚定支持自由贸易，反对单边主义和贸易保护主义，希望中美双方通过磋商解决分歧。（wind 资讯）

2. 人民币对美元中间价报价行重启“逆周期因子”

8 月 24 日夜间，中国外汇交易中心发布公告称，绝大多数中间价报价行已经对“逆周期系数”进行了调整，预计未来“逆周期因子”会对人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定发挥积极作用。

二、国际金融新政策

1. 沪深港通北向看穿机制 9 月 17 日实施



根据上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司和香港联合交易所有限公司（香港联交所）提议，中国证券监督管理委员会经与香港证券及期货事务监察委员会（香港证监会）协商一致，北向看穿机制（投资者识别码制度）将于 9 月 17 日正式实施。（wind 资讯）

2. 期货业扩大开放政策落地

证监会 24 日公布《外商投资期货公司管理办法》（以下简称《办法》）。证监会新闻发言人高莉表示，《办法》出台后，证监会相应更新期货公司行政许可服务指南。符合条件的境外投资者可依照《期货公司监督管理办法》、《办法》、《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》及服务指南相关规定，向证监会提交申请，持有境内期货公司股比不超过 51%，三年后股比不受限制。（wind 资讯）

三、国际金融新观点

1. 陈忠阳：与实体经济同甘苦

中国人民大学财政金融学院教授陈忠阳指出，金融的本质在于不确定性条件下的资金和资源配置，金融市场就是交易和分散风险的场所。因此，贸易摩擦下的金融体系，要通过现代风险管理机制积极承担和主动管理相应的风险，与实体经济同甘苦、共进退。我们要健全市场和机构运行机制，增强其应对不确定因素的能力，进而增加整个经济运行的韧性和稳健发展能力。现代风险管理机制建设对降低中长期风险更加重要，我们一方面要利用风险偏好和限额管理机制，化被动的贸易争端为主动的市场和产业结构调整改革，以前瞻性的现代风险管理机制建设来促使长期风险降低；另一方面，通过注重前瞻的风险效率选择机制支持创新，促进经济持续发展。（人民日报海外版）

2. 余永定：人民币汇率产生下行压力大，防范资本外逃

中国社科院学部委员余永定撰文指出，目前中国金融市场上出现了一些令人不安的因素。第一，一些资产泡沫已经崩溃，如 P2P 泡沫已经崩溃。第二，市场上对某些泡沫会不会崩溃，心存疑虑，如房地产泡沫。第三，中国经济下半年很可能会减速。第四，中美贸易战对中国经济和市场信心会产生消极影响。第五，

中美货币政策正在发生分化。美国将继续执行退出量化宽松，联邦基金利率会进一步上升，但中国已经开始调整以前中性偏紧的货币政策。第六，某些新兴市场国家出现金融危机。上述这六个因素加在一起，一定会对人民币汇率产生下行压力，而人民币汇率下行压力或贬值会强化贬值预期，中国或许应该对出现新一轮的资本外流和人民币贬值做好准备，防患于未然。（微信公众号：经济学原理）

3. 向松祚：以史为鉴，冷静妥善处中美关系

IMI 副所长向松祚撰文指出，中国人最喜欢算恩怨情仇的帐，从过去两三百年的历史来看，沙俄、日本、英国、法国、德国等国家都未给中国的发展给予过太多实际帮助，反而是美国，即便是出于国家利益考虑，却在很多方面切实帮助过中国。中美贸易战爆发当然是不幸的事情，美国遏制中国崛起的决心已下，而且很坚定。如何处理中美关系，如何处理中美贸易战，很大程度上将影响中国未来的发展路径和前景。我们不应受到那些空洞口号的煽动，而是慎重，冷静，客观地处理中美关系，尽力维护和美国的和平相处，尽可能降低贸易战的影响，最好回到谈判桌上解决问题。（微信公众号：向松祚）

编辑 李振新 张若兰

观点整理 董文翰 陈晨 张兴 冯源 易阳

监制 安然



人民币国际化不是直线前进，推动过程要保持低调

周小川¹

国际形势是重要动因，人民币国际化有所波动并不奇怪

人民币国际化已经取得许多进展，这跟政策的推进有关，也与整个金融界特别是商业银行、国开行、国有银行以及证券市场的推进有密切关系。但人民币国际化还是比预料中来得早。在全球金融危机之前，没有多少人预感到人民币国际化可以走得这么早、这么快，这还与一些其他因素相关。打一个比方，足球比赛中一个球队赢了球，可能是球队在这一段时间训练得比较好，技术有所提高，掌握了新的技艺；但也可能是对手状态不好、有伤病，或者出于心理因素、运气因素，导致球队赢球。有时球队对于比赛的计划是只在小组赛赢一两场就可以，但实际上种种因素下这支球队很有可能小组出线。2016 年国际货币基金组织(IMF)正式认可人民币加入 SDR，可能也是这么一个过程。

具体来讲，全球金融危机使人们对作为国际储备货币的美元产生了一些动摇。但是这种动摇可能只是阶段性的，一段时间过后，美元可能又会表现得比较好。危机期间，美元表现比较差，一直不太稳定，出现了许多囤积现金的现象，使得美元全球流动性短缺。另外，美国金融风暴由次贷危机引起，当时暴露的问题也比较多，大家在信心上对美国经济特别是美元的储备货币地位有一定的动摇。所以说，美元情况不太好，国际市场开始寻找其他货币。

这样的情况下，还发生了几件事。在 2008 年年底、2009 年年初的时候，美元贸易融资和贸易结算都出现了问题，有些进出口货物停在港口上没钱支付，特别是在南美洲的巴西、阿根廷等地。其实货物没有什么问题，而是美元流动性出现问题。在上述几个情况下，人民币表现比较好，所以这些因素也值得一谈。未来，随着美国经济的恢复、大部分西方经济从本次危机中逐渐走出，情况又有新的变化，其状态不见得继续不好。

¹ 周小川，中国人民银行前行长

还有一个趋势，美国在最近若干年开始比较倚重金融制裁。过去，国际上如果出现什么问题，有政治解决途径、外交解决途径、军事解决途径。上个世纪，各国可能没怎么使用过金融制裁途径，但是现在金融制裁变得比较普遍。金融制裁也许会在一定程度上影响美元作为国际储备货币及支付结算货币的作用：一方面，大家会抱怨制裁决策是否公平；另一方面，被制裁国家的支付、自由市场交易乃至金融机构存在一定问题，会寻找其他货币解决问题，尽管有可能这些国家并不觉得其他货币在各项评比上强于美元。

从储备货币角度来讲，我觉得最重要的因素还是多元化，即鸡蛋不能放在一个篮子里。美元还是最大的篮子，所以很多国家的储备货币中还有相当一部分是美元，但是这些国家不愿意只储蓄美元，他们会储蓄一部分欧元、日元、瑞士法郎、英镑，也会开始考虑储备包括人民币在内的其它货币，这是人民币国际化非常重要的动因。

因此，从这个角度来看，人民币国际化有所波动并不奇怪。就像体育比赛，结果不一定永远一致，各球队有时输球有时赢球。人民币国际化并不是直线前进，而是有时候走得快一点，有时候走得慢一点。但从长远来看，从中国经济及中国在国际上的地位来看，人民币国际化是有前景的。

适应国际规则，参与国际竞争，有意见要慢慢提

货币国际化其实没有太明确的规则。实际上，IMF 审议哪些货币可以进入 SDR 的时候比较关注以下几个方面。一个是汇率机制，汇率机制不能太离谱，IMF 要求执行浮动汇率。但 IMF 并未要求 100% 自由浮动，起码是浮动汇率即可。其次，IMF 要求货币可自由使用。可自由使用是不是意味着可自由兑换？这两个概念不完全相同，但是比较接近。IMF 要求的可自由使用也并不是 100% 可自由使用。在自由使用过程中，总还有一些地方会有各种各样的管理或监测。最近全球有一些评比，选出金融和商业最自由的国家和地区。一般最后的评比结果都是，最靠前的都是小国、岛屿国家甚至是避税港，我国的香港也比较靠前，但大国不可能太靠前。美国搞反洗钱、跨境交易的时候也要监测，出了问题还要处罚。另外，美国将会进行更多金融制裁，金融制裁后其对金融交易的管制会更加严格。



对于中国来讲，人民币可自由使用更强调实体经济领域的自由使用。所谓实体经济自由使用，在贸易、投资、旅游这些方面比较明显。大部分金融市场的交易也是可自由使用的，但是有一部分还在发展之中，对于这一部分我们还有一定的顾虑，其不一定有太高的自由度。

另外，中国也像世界上许多新兴市场国家一样：首先，我国也有反洗钱、反恐融资的需求，以后还会更严格。其次，我们也从这次全球金融危机中吸取了经验教训，将会更加欢迎中长期资本流动，而不太欢迎或者有区别地对待短期、超短期的投机性金融交易，特别是短期金融衍生品交易。对于这次金融危机中的 CDO、CDO²、CDO³ 这类衍生品，我们要保持谨慎态度。所以人民币基本上是可以自由使用的，我们还会继续推进人民币自由使用的程度，但也不是 100%。

再者，我们对国际规则的制定有些意见。在过去中国比较弱的时候，我们对国际规则的制定没有太多发言权，也没有过多参与。当前我们参与了一些国际规则，但我们也不觉得这些规则特别公平，特别是对新兴市场、发展中国家。但是，我们又强调我们坚决支持多边主义，不管国际上制定的规则是不是最理想的。讨论归讨论，运作归运作，实践中我们还是跟着国际上的规则和共识走的。这就很像体育比赛，比如说打羽毛球。我中学时候就打羽毛球，那时候没场地，我就自己想办法画场子搭球网。羽毛球网高 1.524 米，这个数字很奇怪，带小数点还不好记，每次量的时候也不好量。后来我就弄清楚了，羽毛球是英国人发明的，1.524 米正好是 5 英尺，是英式单位换算过来的。我们打球，画 1.524 米的长度太过复杂，改成 1.5 米、1.6 米行不行？这些规则都是可以挑战的，但修改规则之后我们还参不参加国际比赛？参加国际比赛，不按人家的规则来，怎么参加？

规则只要一改肯定有差别，但不见得差别那么大。比如说羽毛球网，1.524 米和 1.5 米肯定有差别，但差别不是很大。人家定了规则，你就按规则去练习，去研究战术和技能，这也是可以的，因为最终体育比赛比的还是人的健康、素质、反应、体力这些。所以对于一些国际规则，即使有很多讨论和不满，我们也可以去适应。对于现在的国际规则，对于 IMF 和国际清算银行特别是对巴塞尔协议，我们有一些不满。巴塞尔 III 要求资本充足率提高、要求资本缓冲等，我们对这些都可以有意见。但现在国际上这样规定，中国的银行也在国际上有这么多的活

动，我们想要参与市场就必须遵守规则，改变规则的意见可以慢慢提，大家都可以讨论。最近国际规则也改了不少，比如排球、乒乓球的规则等，但是都经过了很多年。我们说人民币可兑换和可自由使用，都可以从这个角度考虑。特别是像汇率机制，这都是非常大的问题。但是我们要记住，中国的队伍要在国际上参与竞争，而竞争最主要的就是竞争条件要平等。

分析人民币国际化利弊要注重长远

国际国内对人民币国际化有很多不同的意见，主要在于人民币国际化的利弊比较。究竟人民币国际化有哪些利弊？最后是利大于弊还是弊大于利？我个人的看法是，利弊分析是无法达成一致的。再怎么分析，经济学家们都无法达成一致，因为大家有不同的教育背景、理论学派，每个理论学派使用的假设也不一样。即使不是理论分析，每个人过去的经验也不一样，遇到的例子也不一样，所以最后都很难被说服，在许多其他改革开放问题上也是这样。但是趋势还是很明显的：过一段时间，随着实践的变化，利弊分析的角度会不断演变，潜移默化之中利弊分析会发生移动。

我们强调，利弊分析要注重长远，因为长远跟短期往往不一样，注重短期可能忽略长远的观点，人民币国际化可能从长远来讲有重要的意义。以伊春市的发展为例，砍伐树木可能挣钱快，国家也有需要。但是真正的青山绿水才是从长远来看的金山银山。长远来看，人民币国际化也是这样，

最终来讲，不管金融界人士怎么看、学界怎么看，最终的决定因素还是领导人怎么看，人民币国际化的推动、发展还是取决于上层意见。

提高金融开放程度对人民币国际化有重大支撑作用

人民币国际化或者人民币的自由使用、汇率机制不见得跟金融开放有非常直接的联系。国际上也没有相关条款，要求货币走向国际化的国家一定要在开放中做出哪些体制上的安排。但是既然货币要国际化，国家的金融市场必须具有开放



度。某一部分国内市场只有人民币可以进入而美元不能进入，这是肯定不行的。所以金融市场要有比较高的开放程度，才能使人民币具有可自由使用性。

市场开放了以后，就涉及到市场准入问题。市场准入跟市场开放是有差别的，因为也有一部分金融市场准入是金融服务业相互开放，是把市场和盈利机会也让给别人的过程。但总的来说，这应该还没有直接的联系。金融开放程度的提高，对人民币国际化有重大的支撑作用。

在金融开放方面，我们已经做了很多事情。各大商业银行都做了很多工作，这里分宏观方面和微观方面。宏观方面，金融危机发生以后，中国和若干国家发展货币互换，美元状态不太好，国家也互换了一部分，但是并未与韩国、巴西、阿根廷等新兴市场国家互换，所以这些国家就找到了我国。现在我国已经做了很多互换安排，包括与英格兰银行、欧央行的合作。人民币在结算方面也有发展。有了贸易结算和投资方面的使用，就可以发展清算行。很多商业银行在清算行业务方面做出了很多努力，也有一部分外资银行参加了清算行的业务。再往后是发展人民币和外币的直接交易，我们跟许多中小币种都已经有了直接交易了。此外，我们欢迎其他国家使用人民币进行储蓄或商业性储备，会对其投资做出便利的安排。像“一带一路”的发展和国际项目方面的融资、贷款等，都可以使用人民币。

在此基础之上，2014年我们开了“沪港通”，之后有了“深港通”和“债券通”。现在旅游中的人民币使用越来越便利，但是旅游业的人民币使用起步比较早，2000年以后就逐渐开始了，之后也一直在慢慢发展。在这个基础之上，我们做得已经很多了。

推进人民币国际化的四点注意事项

第一，要保持低调。因为人民币国际化不是我们自己说了算，关键在于市场参与者要愿意使用人民币。所以，我认为不应把曲调唱得太高。另外，人民币国际化是比较长期的任务，如果曲调太高，反而会引起不必要的猜想。过高的曲调和在人民币自由使用在各个领域中所占的比重也有点脱节，不应说太多。

第二，要有所取舍。想要推进人民币国际化，肯定要推进人民币自由使用、汇率机制改革，而由于各方的利弊分析不完全一致，就必然要选择一部分、放弃

一部分。什么都想要，往往是做不到的。但是这有两种情况：其一，理论分析没分析清楚，所以想同时实现有冲突的目标。这一点有点像蒙代尔三角，它在经济政策上的结论并不见得那么严格，但是它表达了一个很好的精神，即一个国家不能好的事情都想要。有时候两件事之中只能要一件，硬币扔下去，只能要这面或者那面；三件事之中，只能要两件，三件事都想要是不可能的，经济学要把这件事情弄清楚。其二，存在一些逻辑不是那么清楚的外行。对于这些人，要求不能过于严格，要提示其必须做出取舍，不能什么都想要。

第三，要持之以恒。很多事需要坚持多年才能逐渐出现结果，不能隔两天就变，把一些制度性安排当做调控性工具是不行的。人民币国际化取决于市场最后的选择，如果政策不稳定，有太多变化，市场对人民币恐怕就不会有太多信心。另外，从多元化储备组合和储备货币的角度来看，政策不稳定也会让市场觉得难以处理。但这并不意味着固定汇率就是好事。亚洲金融风波的时候，泰国使用固定汇率，缺少调控机制，导致货币贬值很快。

第四，要避免制度安排出现摇摆。主观上来讲，大家都说我们对于政策不想摇摆，但客观情况会发生变化，经济增长也有时候强劲有时候下滑。之前有讨论认为，国际贸易出现这么多问题，有可能有一些破坏性的变化也有一些颠簸性的变化。出现这些变化以后，我们要采取对策，但是我们的对策要注意各个方面。对一些变化，如果做出摇摆性安排，恐怕会产生长远的不利影响，比如对人民币国际化等方面就会出现不利影响，但这在实际上难以完全避免。经济社会都是面临着“可控的变量少而要应对的问题多”的局面，过去也有一个定理说，不可能用 N 个变量去调整 $N+1$ 个目标。所以控制变量变少的时候，人们往往想要寻求各种各样的不同用法，这些用法都有可能对于人民币国际化产生一些正面或者负面的影响。

总之，从中国改革开放 40 周年的角度来看，人民币国际化既是改革开放的产物，也是改革开放在金融方面的一个里程碑。对于人民币国际化，我们要有力维护，要深入研究，特别还要做出长远安排，使这件事能够办好，能够和我们中国经济的繁荣昌盛一起成长。此外，人民币国际化也是中国经济金融在全球发挥作用的重要一环。



汇率机制比汇率水平更重要

李扬¹

一、汇率：重水平还是重机制？

汇率决定是一个高度复杂的过程，它涉及水平和决定机制两个侧面。我们更应关注汇率水平，还是关注其形成机制？我的答案毫无疑问是，更应关注机制。

关于汇率有很多的理论，至少五大类、十几种，多年来的经验告诉我们，没有任何一种汇率理论能够成功解释现实的汇率。所以，在理论和实践之间，我们要向实践致敬；在模型和市场之间，我们更要敬畏市场。

汇率是一个开放型体系。大家知道，做模型，体系越封闭越好，而汇率非常开放，各种各样的金融因素、经济因素、政治因素，甚至心理因素都会对其产生影响。所以，没有任何一个汇率理论能够有效解释汇率的现实运动。

我们主要应关注汇率的形成机制，应当致力于创造能够不扭曲汇率形成因素，并能充分展示这些因素的机制。把太多精力放在汇率水平的计算上，得不偿失，因为汇率不是算出来的。我们要向市场学习，要致力于建立一个让人民币(6.8243, 0.0212, 0.31%)能够充分展示购买力的市场机制，然后让它和别的国家的货币形成汇率体系，并让这个汇率体系引导我们在全球有效配置资源。

因此，对于人民币汇率问题，下一步的重点是深化人民币汇率形成机制的改革，大环境是深化经济体制改革，中环境是深化金融体制改革，在这些“周边环境”改革不断推进的背景下，重点在建立有效的人民币汇率形成的微观市场结构上下功夫，包括参与者、工具、交易机制、交易市场，以及风险管理机制等各种制度规定等，在所有这些方面，我们都有很多事要做。

我们今天讨论人民币汇率问题，当水平和机制放到一块讨论的时候，我们的回答是重机制，就要把改革置于第一位。

¹ 李扬，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长

二、保储备还是保汇率？

汇率问题与外汇储备有千丝万缕的联系，因此，制定汇率政策始终回避不了的问题之一就是，当对汇率的冲击发生时，我们究竟是保护储备还是要维持汇率？在不同历史时期，答案是不同的，不同国家给的答案也是不同的。我认为，在中国目前的情况下，保储备应该比保汇率更重要。

现在大家说汇率问题的时候，比如中美汇率，对象国是美国政府。事实上，在人民币对美元的汇率问题上，美国政府及其政策固然是重要因素，但国际私人资本可能更为重要。国际资本在看大势，赌风头，它们要从中牟利，亚洲金融危机可以看得很清楚。上世纪 80 年代末以来，新一轮全球化的主要动力是并不明确归属于某个国家的国际私人投机资本，它们富可敌国，甚至敌过很多大国，这些国际私人资本肆虐，就会把一个国家的经济搞得十分混乱。国际私人资本遵循的是市场规则，国与国遵循的更多是政治规则。因此，针对汇率问题，主要关注对象应当是国际投机资本。要弱化它们的恶意冲击，重要的还是要把自己的市场搞健全，让市场很少能有大的套利机会、或者是获大利的机会，这样，汇率才能稳定。

总之，汇率是整个经济体系不可或缺的组成部分。国内的市场经济体制发展到什么程度，汇率机制也应大致发展到这一程度，两者应该协调、统筹并进。



汇率贬值压力犹在，汇改进程一波三折

811 汇改三周年回顾与展望

张明¹

自2015年811汇改已经三年有余。回顾人民币兑美元汇率的走势，大致可以分为三个阶段：第一阶段是2015年8月10日至2017年1月4日，人民币兑美元汇率中间价由6.1162逐渐下行至6.9526，贬值幅度约为13.7%；第二阶段是2017年1月4日至2018年4月2日，人民币兑美元汇率中间价由6.9529逐渐上行至6.2764，升值幅度约为9.7%；第三阶段是2018年4月2日至2018年8月16日，人民币兑美元汇率中间价由6.2764迅速下行至6.8946，贬值幅度达到9.8%。不难看出，人民币兑美元汇率在第三阶段的贬值速度要远快于第一阶段。当前人民币兑美元汇率中间价的水平，距离811汇改之后的人民币兑美元汇率新低已经不远。

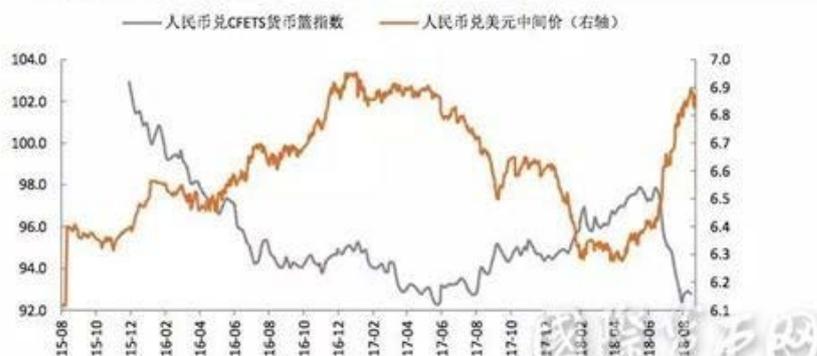
在2016年年初，为了抑制811汇改之后人民币兑美元汇率的过快贬值，中国人民银行开始实施“收盘价+货币篮”的双目标中间价定价机制。人民币兑美元汇率中间价的制定，要等权重地参考如下两个目标，一是人民币兑美元汇率上一日的收盘价（这实际上由市场供求来决定），二是维持24小时（后来改为15小时）之内人民币兑CFETS货币篮的汇率指数不变（这实际上类似于盯住一篮子）。

而自2016年年初以来人民币兑CFETS货币篮汇率指数的变动，事实上也可以分为三个阶段：第一阶段是2015年12月31日至2017年5月26日，人民币兑CFETS货币篮汇率指数由100.94逐渐下行至92.26，贬值了大约8.6%；第二阶段是2017年5月26日至2018年5月18日，人民币兑CFETS货币篮汇率指数由92.26逐渐上行至97.88，升值了大约6.1%；第三阶段是2018年5月18日至2018年7月31日，人民币兑CFETS货币篮汇率指数由97.88骤降至92.41，贬值了大约5.6%。同样，人民币兑CFETS篮子汇率指数在第三阶段的贬值速度要显著快于第一阶段，且目前的水平

¹ 张明，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任

距离历史最低值也已经不远。

图表1 人民币兑美元汇率中间价与人民币兑CFETS篮子汇率指数



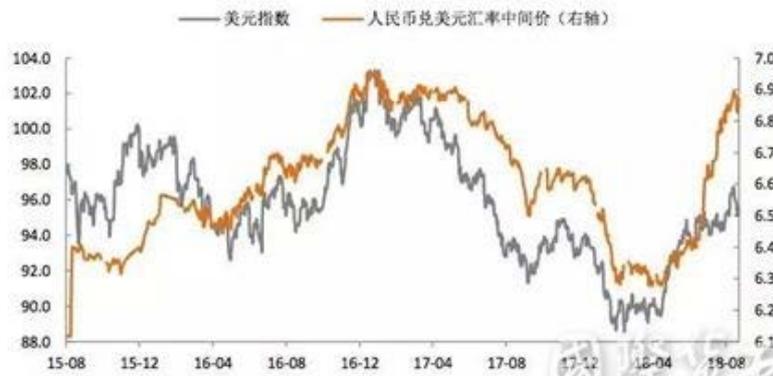
资料来源: WIND, 平安证券研究所

从上述时点分析来看, 中国央行在2017年5月下旬再度修改人民币汇率中间价定价机制, 将上述双目标定价机制改为“收盘价+货币篮+逆周期因子”的三目标机制, 直接目的似乎是为了遏制人民币兑CFETS篮子汇率指数的贬值。在三目标机制推出之后, 人民币兑美元汇率与人民币兑CFETS篮子汇率指数双双上升, 说明逆周期因子取得了预期的效果。而2018年8月下旬中国央行宣布重启逆周期因子之时, 人民币兑CFETS货币篮汇率指数又已经逼近了历史低位。上述分析表明, 央行是否启用逆周期因子, 似乎更多地取决于人民币兑CFETS篮子的汇率变动, 而非人民币兑美元汇率的变动。

当然, 人民币兑美元汇率的变动, 在一定程度上也受到美元指数(这主要刻画了美元兑主要发达国家货币汇率的变化)变动的影 响。自2016年年初中国央行引入CFETS货币篮之后, 人民币兑美元汇率与美元指数的正相关性显著增强。美元指数在2016年12月28日迎来由盛转衰的拐点、在2018年2月15日迎来由衰转盛的拐点, 均略微领先前述人民币兑美元汇率的相应拐点(2017年1月4日与2018年4月2日)。



图表2 人民币兑美元汇率中间价与美元指数

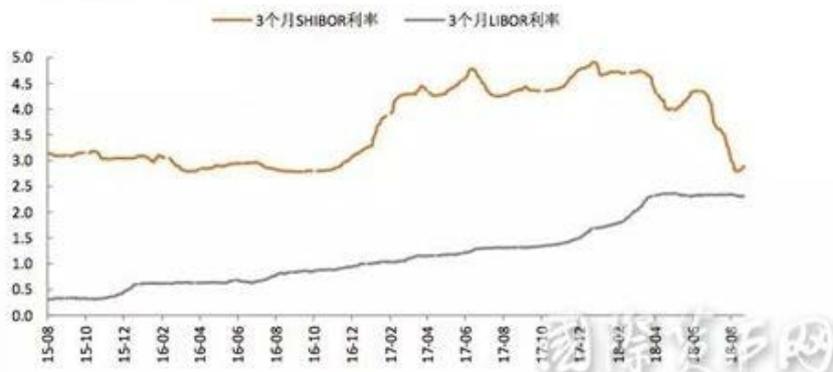


资料来源: WIND, 平安证券研究所

从短期来看,中美利差的变动可以较好地解释人民币兑美元汇率的变动。在2015年8月至2016年11月中旬期间,主要受美联储收紧货币政策影响,中美利差不断收窄,这自然会导致人民币兑美元汇率面临贬值压力。2016年11月下旬至2017年11月上旬期间,尽管美联储依然在收紧货币政策,但由于中国采取了金融去杠杆、控风险的强力举措,导致中国国内利率上升幅度超过美国利率,中美利差重新扩大,这事实上造成了人民币兑美元汇率的升值。2017年11月中旬至今,一方面美联储仍在继续收紧货币政策,另一方面中国央行从2018年第二季度开始显著放松货币政策,造成中美利差再度收窄,进而导致人民币兑美元汇率面临新的贬值压力。

展望未来,在2018年下半年与2019年上半年,美联储将会继续收紧货币政策(未来一年间仍然可能加息3-4次),而中国央行至少不会显著收紧货币政策,因此中美利差继续收窄将是大概率事件。甚至3个月银行间市场利率之差出现反转(也即中国短期利率低于美国)也很有可能。这就意味着,未来一段时间之内,人民币兑美元汇率仍将面临贬值压力。

图表3 中美短期利率的变动



资料来源：WIND, 平安证券研究所

针对2018年以来人民币兑美元汇率新一轮贬值压力，目前央行已经提高了金融机构远期售汇的风险准备金，并且重启了逆周期因子。如果未来贬值压力继续加剧的话，中国央行还可以通过加强资本流出管理、动用外汇储备，甚至干预香港离岸市场等手段进行应对。这就意味着，短期内中国央行将人民币兑美元汇率稳定在7之内的能力很强。

不过，如果说，让人民币汇率最终由市场供求来决定，是人民币汇率改革的未来方向的话，那么自811汇改以来，人民币汇率形成机制改革已经一波三折。在2015年811汇改至2015年年底的短暂时间里，人民币汇率形成机制一度进入了自由浮动时代（汇率中间价完全由市场供求来决定）。在2016年年初引入CFETS货币篮之后，人民币汇率形成机制事实上变为了“自由浮动+盯住一篮子”两种汇率机制的奇特组合。在2017年5月下旬引入逆周期因子之后，市场供求对人民币汇率中间价的影响进一步被削弱。在2018年年初央行宣布暂停逆周期因子之后，市场供求的力量有所增强。在2018年8月央行宣布重新引入逆周期因子之后，市场供求的力量无疑会再度被削弱。

当人民币兑美元汇率在基本上依然面临一定的贬值压力之时，为了维持汇率稳定，央行不得不增强对外汇市场的干预，同时不得不削弱市场供求对汇率中间价的影响，这其实也是不得不为之的权宜之计。

本轮人民币汇率波动有哪些不一样

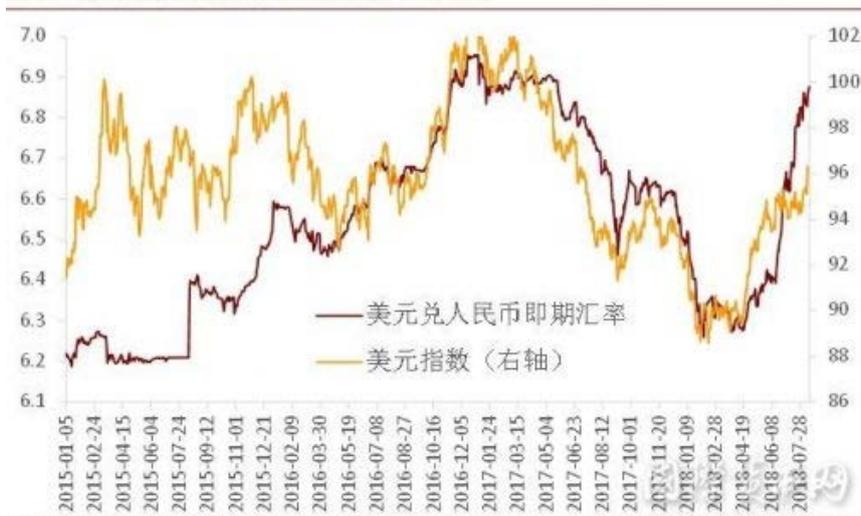
谢亚轩¹

2018年6月以来，人民币兑美元汇率出现一轮比较快速的走弱，并且与股票市场的调整相互影响和相互加强，有观点将本轮汇率波动与3年前的811汇改相提并论。我们通过观察3年来人民币汇率的走势发现，本轮人民币汇率的波动呈现以下5个新特点：

1、人民币汇率强弱互见，整体呈现双向波动的态势。2018年以来，人民币汇率曾经在2月和3月份均触及过6.26-6.27的阶段高位，而在8月初到达6.88的年内低位，波动率上升，有强有弱。但是2015年汇改后，人民币汇率基本上是从汇改初期的6.21，一路走低到2017年初的6.96，期间未曾出现过持续转强的趋势。

2、本轮人民币汇率走低的速度快，一定程度上体现汇率弹性的提升。本轮人民币汇率从2月7日高点的6.2596，走低到8月13日低点的6.8767，下降的幅度达9.7%，仅经历124个交易日。而2015年汇改后，人民币从2015年8月10日高点的6.2097，走低到2017年1月3日低点的6.9557，下降幅度12%，共经历了341个交易日。

图1：美元是包括人民币在内多数货币的背面



资料来源：Wind，招商证券

¹ 谢亚轩，中国人民大学国际货币研究所研究员

3、人民币有效汇率有升有降。从2017年5月底至2018年6月中下旬人民币有效汇率指数由92.53上升到98.11，上升5.7%；2018年6月中下旬后开始快速回落，至8月1日回落到92.33，为该指数2015年11月创立以来的低点。而2015年8月汇改之后，人民币有效汇率指数一路走低，从创立初期高点的103.17，到2017年7月低点的92.53，两年时间下降11.5%。

4、2018年7月3日之前，离岸人民币汇率的走势并未明显领先和超越在岸，显示离岸做空的头寸准备不足。这一点与2015年8月汇改后，离岸市场的走势远远领先在岸市场，离岸市场做空和唱空人民币的声音甚嚣尘上的情况，有显著的不同。

5、央行退出外汇市场的“常态式”干预，汇率波动更多由市场因素决定。最能够衡量央行外汇市场干预程度的指标是外汇占款余额的变化，变化越大，说明常态式干预的力度越大。2017年6月央行外汇占款余额为215153亿元，2018年6月余额为215193，12个月外汇占款余额增加40亿元，月均仅增加3.3亿元，显示央行未干预外汇市场。而2015年6月至2017年6月的24个月中，央行外汇占款余额累计下降51996亿元，月均下降2166亿元，显示央行通过外汇市场干预，成为这一期间外汇市场最重要的外汇流动性提供者。

图3：过去12个月央行基本退出外汇市场常态式干预



从以上比较可见，当前这轮人民币汇率走弱与2015年至2016年的情形有许多不同之处，其背后原因如何呢？



根据中国人民银行的表述，中国实行“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。这其实就是决定人民币汇率走势的三个因素：外汇市场供求、篮子货币汇率和央行对人民币汇率的管理或者说政策态度。这三个因素既是人民币汇率的决定因素，也是理解当前人民币汇率呈现以上5个新特点的关键。

首先，央行的汇率政策意图旨在充分发挥市场供求的作用，但也并非不关切人民币汇率走势。从2015年811汇改以来，市场一直在猜测央行的汇率政策意图，产生了各种各样似是而非的观点。比如2015年汇改之初的“人民币汇率贬值20%是起步价”的市场传言，和当前“中国应该用人民币汇率大幅贬值来应对中美贸易争端”的谣传。事实上，2015年汇改甚至是2005年汇改的政策意图从来都是指向由市场供求决定的浮动汇率制度。本轮人民币汇率波动中，央行退出常态式干预、汇率走弱的速度快以及有强有弱，涨跌互见等特点，都与央行发挥市场供求作用的政策意图密切相关。需要强调的是，发挥市场供求的基础性作用与央行对外汇市场的关切并不矛盾，但是央行采取措施干预外汇市场的前提条件一定是市场失灵或者说“追涨杀跌”的顺周期行为和“羊群效应”。2018年7月3日，人民银行易纲行长、外汇局潘功胜局长先后就人民币汇率问题发表看法。8月6日，人民银行将远期售汇业务的外汇风险准备金率由0调整为20%。以上做法都是央行底线思维的体现，证伪“将人民币汇率作为工具来应对贸易摩擦等外部扰动”的阴谋论观点，有助于稳定市场预期。

图4：美元指数走强以来多个货币出现不同程度贬值



其次，篮子货币汇率走势对人民币汇率影响显著。从2015年8月汇改特别是2016年年中以来，人民币汇率与美元指数代表的篮子货币走势就呈现密切的相关关系：“美元强，人民币弱；美元弱，人民币强”。美元指数从2016年末高点的103.29下滑至2018年2月中旬的阶段性低点88.57，走弱14.3%；同期，人民币汇率从低点的6.96回升至6.30,升值幅度达9.5%；这体现了美元弱，人民币强的关系。从2018年3月底开始美元指数走强，从低点的88.57回升到8月13日阶段性高点96.53，回升9.0%；同期，人民币汇率由高点的6.27贬至低点的6.88，贬值9.7%；体现美元强，人民币就弱的关系。不过，与2015年至2016年不同的是，美元指数出现过冲高回落的走势，我们在《再谈强美元是把双刃剑》中强调的美国经济基本面对美元指数走高幅度的约束作用已有体现。这使得市场不再像2016年底美元指数持续走高时那样认为美元指数可能将冲击120甚至更高的高点，而是更为理性看待美元指数走强的程度。既然大家不认为美元将持续冲高，因而对人民币汇率走弱的担忧也有所减弱。

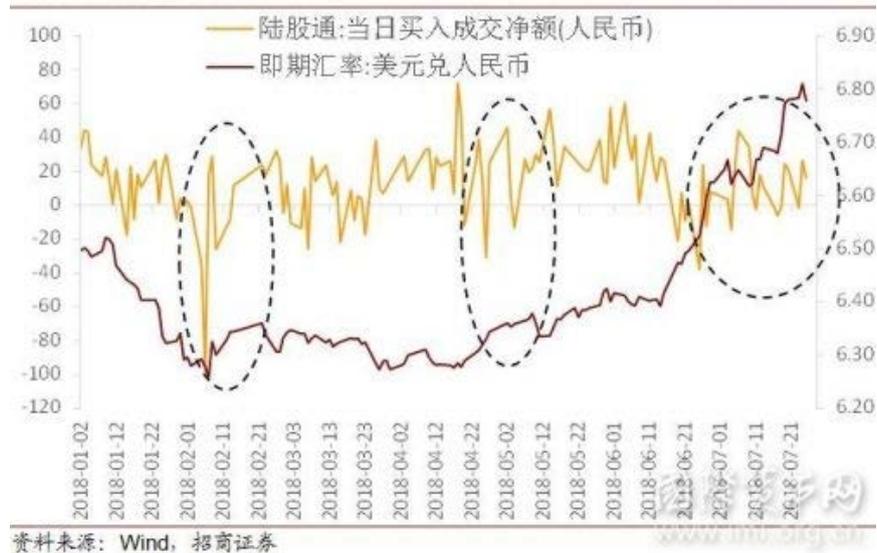
第三，外汇市场供求对汇率影响的基础性作用越来越强，外汇需求得到一定释放，外汇供给渠道得到拓宽。2015年至2016年是外汇需求得以释放，逐步趋于稳定的阶段，突出表现在两个方面：一是，从2016年中以来，偿还非居民外债的进程已结束。2016年二季度至今，中国的外债余额停止下降，连续7个季度合计上升3461亿美元。外债项下由外汇需求转变为外汇供应。二是，2016年11月底央行等四部委加强对外投资管理的措施有效阻止少数大企业的无序对外投资和购汇行为。2017年中国对外直接投资规模为1019亿美元，较之2016年回落52.9%。2018年第一季度，中国对外直接投资净流出181亿美元，同比下降12%。这一阶段外汇需求的释放，为外汇供求状况进一步取得基本平衡奠定基础。

2017年6月至2018年6月人民币有效汇率长达一年时间的上升，与过去两个月的快速回落与外汇市场供求状况的改变密切相关。特别是，证券项下的国际资本流入是人民币汇率表现相对强势，有效汇率升值，在部分时间段与美元指数的走势出现背离的主要原因。根据央行公布的数据，2017年7月至2018年6月，境外机构增加持有境内人民币股票4071亿元（等值623亿美元），增持债券资产7108亿元（等值1088亿美元），合计净流入11179亿元（等值1711亿美元）。这一资本流入和外汇供应规模不容小觑，一是因为，该规模超过2017年全年中国国际收支



经常项目1649亿美元的顺差规模；二是因为，较之2016年7月至2017年6月净流入598亿美元，2015年7月至2016年6月的净流出278亿美元的情况，资本市场开放带来的国际资本流入和外汇供应增长速度非常快，且多变，加大人民币汇率的波动性，是当前一个新现象，新趋势，新力量。

图5：股票市场波动与国际资金流动和汇率波动建立联系



依据同样的分析框架，我们认为，外汇供求的边际变化是理解6月底和七月初人民币有效汇率快速下降的重要原因。2018年6月19日至7月4日，股票市场显著下跌，陆股通由此前两周的日均净流入29.6亿人民币转为净流出5亿人民币（如果考虑QFII可能的调仓行为，外资流出的规模实际上有可能更大），外资卖出股票后的自动购汇行为同时加剧了外汇市场的供求失衡。股票市场下跌，外资流出与人民币汇率走弱形成“三杀”或者负反馈的关系。这一个阶段，证券市场外汇供求的变化，叠加境外上市外资股支付红利产生的购汇需求，季节性旅游购汇需求以及部分外汇衍生品在人民币汇率击破6.6关口后止损带来的购汇需求等等因素共同放大了汇率的波动。

图 6: 佛系的债市资金流入和猴性的股市外资流动

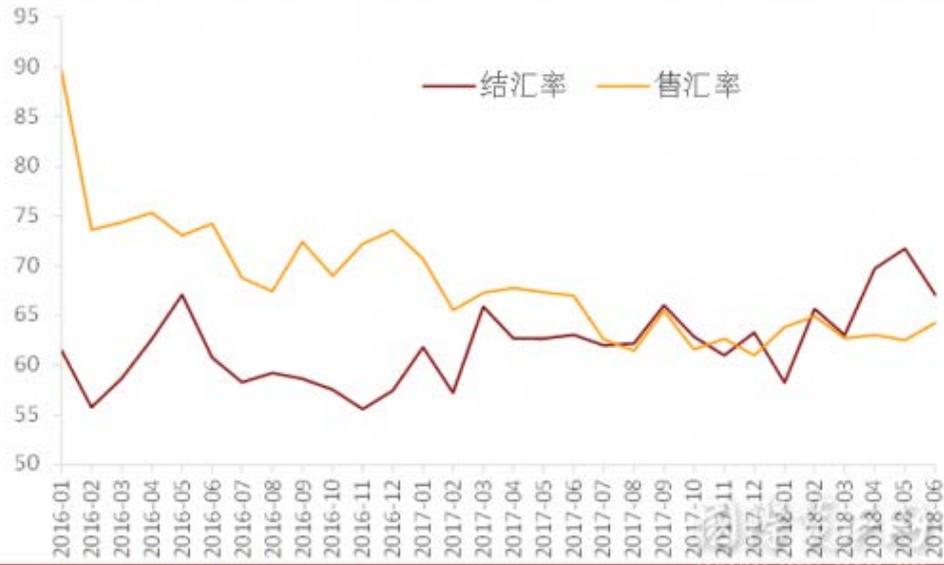


中国资本市场开放度提升, 国际投资者行为的变化对人民币汇率在产生日益重要的影响。国际投资者的行为相对多变, 证券项下国际资本流动的速度较快, 必然提升人民币汇率的波动性, 升也可能升的急, 贬也可能贬的快, 这是资本市场开放的必然结果, 也可以说是本轮人民币汇率波动的多个原因中与2015年和16年最大的不同之处。

尽管当前这轮人民币汇率的波动背后的原因能够进行比较精细的分析, 人民币汇率的走弱事先也并非不能预判, 但市场主体在人民币汇率的波动面前仍然显得准备不足, 汇率的调节作用仍未有效发挥, 市场存在一定的顺周期行为或羊群效应。6月份结汇率由上月的72%大幅下降至67%, 售汇率则由63%抬升至64%, 银行客户卖外汇意愿下降、买外汇意愿上升, 市场中的汇率预期相较此前出现明显恶化。远期净售汇887亿元, 同样出现明显恶化, 相较5月较少了993亿元。当然, 与2015年和16年相比, 当前经济主体对汇率的预期已更趋平稳, 体现在目前的售汇率要远低于当时接近90%的水平且回升的速度比较平稳。但从市场预期的变化来看, 也可以说2015年811汇改希望最终实现的完全由市场供求决定的“清洁浮动”还有很长的路要走。这不仅依赖于央行的“调控艺术”, 更有赖于各类经济主体真正建立一个汇率中性或财务中性的理念。



图 7：6 月汇率波动与债券通交易量的激增同时出现



资料来源：Wind，招商证券

创新如何提升金融包容性¹

Diego Zuluaga²

当世界上最大的两个经济体忙于破坏性地寻求限制人与人之间的贸易时，关于全球化积极影响的任何证据都不可能很快出现。

最近，世界银行发布的关于全球金融包容性的 **Findex** 报告为我们提供了例证。该报告在 140 个国家详细调查了家庭与银行业务往来、储蓄以及借贷模式，涵盖了发达国家和发展中国家、富裕和贫困群体、女性和男性，追踪了扩展金融服务获取途径的进展。

随时可用的可靠银行和支付设备对于人类的繁荣而言至关重要。与人们可能认为的不同，这些服务对富裕群体和受过高等教育的群体并不是最重要的。前沿市场上的小规模农户、农民工和萌芽期的创业者极为依赖廉价且透明的支付和信贷体系，因为他们几乎没有其他就业选择，而且通常面临自有资金不足的问题。

如果没有基本的金融服务，这些人的生活方式就会受到影响，他们的生活水平也会下降。

第一份（2011 年）和第三份（2017 年）**Findex** 报告的发布相隔了六年，其间，使用移动支付或拥有银行账户的世界人口所占比例显著增加，发展非常顺利。如今，全世界有 69% 的成年人在使用这些服务中的一种或两种，而在本十年初，这一比例为 51%。

新兴市场成为了金融服务近来推广成果最显著的地区。虽然在这些国家，拥有账户的成年人比例（63%）远远低于高收入国家，但在六年前，这一比例仅为 40%。即使相较于全球发展的其他衡量标准，这一增长率也是非常不错的，例如，我们近几十年来取得重大进展的减少极端贫困和对抗传染性疾病方面的工作。

有一个趋势比任何其他趋势都更有助于解释金融包容性最新的进展，即移动银行和支付的发展。

¹ 翻译：黄朝政、审校：熊若洁

² Diego Zuluaga，卡托研究所货币与金融替代中心分析师



M-Pesa 在肯尼亚的革命性影响已经比较有名。自 2007 年推出以来，这一移动支付系统减少了一半以上的资金转账成本，处理时间从几小时缩短到了几分钟或几秒钟。M-Pesa 迫使西联汇款等现有资金转移服务提供者大幅降低了他们的收费，还使得数百万肯尼亚人接触到了正规金融部门，促进了银行和储蓄账户获取途径的发展。

撒哈拉以南非洲的其他经济体迅速追随肯尼亚脚步，其发展程度往往没有被充分认识到，但 Findex 报告证实了这一点。自 2011 年以来，在包括加纳、尼日利亚、塞内加尔和坦桑尼亚在内的六个国家，40% 以上的成年人拥有移动支付或银行账户。

在那些男权倾向严重的社会中，金融科技对妇女解放产生了显著影响。

除了赋权和独立自主的考虑外，希望女性拥有获取金融服务的途径，还有明显的实际原因。她们不仅占成年人口的一半，还是家庭决策和养育子女的主要负责人，因此，在金融方面活跃且受过教育的女性对周围人的幸福具有积极影响。

拥有银行账户的女性，可以独立于她们的丈夫和父亲进行储蓄和创业。在传统上反对创办企业的社区中，为包括女性在内的拥有创业雄心的少数人提供金融服务，可以推动发展。

创新银行和支付的推广为庆祝提供了理由。然而，正当发展中世界飞速提升金融包容性时，西方国家正在提升自己的人民借贷、储蓄和投资的难度。

美国也许是最显著的例证。截至 2015 年，7%（900 万户）的美国家庭没有银行账户。另有 19.9% 的家庭“缺乏银行服务”，因为他们不得不求助于替代（通常成本更高）的信贷和其他银行服务提供者。

专家们对美国无银行账户问题背后的驱动因素看法不一。堪萨斯城联邦储备银行上周发文称，收入、教育、就业和种族都可以预测一个人使用基本银行服务的可能性。事实上，正如丽莎·塞尔翁（Lisa Servon）在她的启发性著作《去银行化的美国》（The Unbanking of America）中写到的，贫困群体和少数族裔往往更喜欢使用其它金融服务，因为他们发现，它们比银行更透明，更容易获得，甚至更尊重他们。但这种便利是有代价的，而且有时风险很大。

堪萨斯联邦储备银行研究人员还发现，互联网连接与获取银行服务之间存在

很强的相关性。这种关系可能反映了贫困群体、无银行账户群体和无互联网群体中部分人口的全面边缘化，但同时也表明，在确保获得金融服务方面，科技发挥着越来越重要的作用，即使在成熟市场中也是如此。

不过，提升创新主导的金融包容性遭遇太过频繁的监管。美国主要银行监管机构联邦存款保险公司自 2008 年以来一直拖延发放新的银行执照。同样，有希望的全国执照可以降低新的金融科技平台的门槛，但其实现过程却很缓慢。M-Pesa 模式中的支付创新受到了 50 个州不同转账规定的阻碍。

越来越严格的反洗钱法律有可能将普通公民变成重罪犯，旨在保护消费者的规则使得银行在为其中一些人服务时无法盈利，这也阻碍了贫困群体获得银行服务。在英国，金融行为监管局提出的透支费用上限已被搁置，但目前再次处于考虑之中，一旦付诸实施，几乎肯定会产生这种的影响。事实上，针对发薪日贷款的类似措施已将数十万借款人排除在了这个市场之外。

富裕国家应该应当向新兴市场学习，让创新驱动金融包容性的发展。除非各国消除账户所有权的监管壁垒，最贫困的群体将面临更加落后的风险。这将导致可怕的政治和社会后果。

How Innovation Drives Financial Inclusion

Diego Zuluaga¹

At a time when the world's two largest economies are engaged in a destructive quest to limit trade between people, any evidence of the benefits impact of globalisation cannot come soon enough.

Recently, we got just such an illustration in the form of the World Bank's Findex report on global financial inclusion. The report is a detailed survey of the banking, saving and borrowing patterns of households in 140 countries. It covers developed and developing nations, rich and poor, women and men, tracing progress in the expansion of access to financial services.

Ready availability of reliable banking and payments facilities is essential for human flourishing. Contrary to what one might think, it is not for the rich and highly educated that these services are most important. Small-scale farmers, migrant workers and budding entrepreneurs in frontier markets depend critically on cheap and transparent payments and credit systems, as they have few alternative employment options and usually have meagre funds of their own.

Without basic financial services, the way of life of these people would be compromised and their living standards would decline.

It is therefore an auspicious development that the six years between the first (2011) and third (2017) editions of the Findex report have seen significant increases in the percentage of the world's population with mobile money or bank accounts. Sixty-nine per cent of adults worldwide now use one or both of those services, compared to 51 per cent at the start of the decade.

Nowhere has the recent spread of financial services occurred most visibly than in

¹ Diego Zuluaga is a policy analyst at the Cato Institute's Center for Monetary and Financial Alternatives

emerging markets. While the share of adults owning accounts in these countries, at 63 per cent, remains far below their high-income counterparts, it stood at just 40 per cent six years ago. This rate of growth is remarkable even when compared to other measures of global development, such as the reduction of extreme poverty and the fight against communicable diseases, on which we have made great strides in recent decades.

One trend more than any other helps to explain the recent progress of financial inclusion, namely the expansion of mobile banking and payments.

The revolutionary effects of M-Pesa in Kenya are already relatively well-known. Since its introduction in 2007, this mobile money payments system has more than halved the cost of fund transfers and cut processing times from hours to a few minutes or seconds. M-Pesa has forced incumbent money transmitting services such as Western Union to slash their fees. It has also introduced millions of Kenyans to the formal finance sector, facilitating access to bank and savings accounts.

The extent to which other economies in sub-Saharan Africa have rushed to follow in Kenya's footsteps is often not fully recognised, yet the Findex report bears it out. Since 2011, half a dozen countries, including Ghana, Nigeria, Senegal and Tanzania, have more than 40 per cent of adults with a mobile money or bank account.

Financial technology is also having a marked impact on the emancipation of women in societies that have tended to be highly patriarchal.

Aside from considerations of empowerment and autonomy, there are obvious practical reasons to want women to have access to finance. As well as making up half the adult population, they are chiefly in charge of household decisions and the raising of children, so financially active and literate women have a positive impact on the wellbeing of those around them.

And women who own a bank account can save and build businesses independently from their husbands and fathers. In communities that are traditionally averse to enterprise, giving access to financial services to the few - including women - with entrepreneurial ambition can accelerate development.

The spread of innovative banking and payments provision gives cause for



celebration. Yet, just as the developing world gallops towards financial inclusion, Western countries are making it harder for their own people to borrow, save and invest.

America provides perhaps the starkest illustration. As of 2015, 7 per cent of U.S. households, nine million of them, did not have a bank account. An additional 19.9 per cent were “underbanked” in that they had to resort to alternative (usually higher-cost) providers for credit and other banking services.

Experts disagree on the drivers behind the scale of America’s unbanked problem. A paper published last week by the Kansas City Federal Reserve Bank finds that income, education, employment and race all predict one’s likelihood of using basic banking services. Indeed, as Lisa Servon shows in her illuminating book *The Unbanking of America*, the poor and minorities often prefer to use alternative financial services because they find them more transparent, more accessible and even more respectful than banks are to them. But this convenience has a price, and it’s sometimes steep.

The Kansas Fed researchers also find a strong correlation between internet connectivity and access to banking. While this relationship may reflect the general marginalisation of a fraction of the population who are poor, unbanked and unconnected, it points to the increasing importance of technology for securing access to financial services, even in mature markets.

But too often regulation stands in the way of innovation-led financial inclusion. The Federal Deposit Insurance Corporation, a key U.S. bank regulator, has dragged its feet since 2008 on issuing new bank licenses. Similarly, a promised nationwide charter that could lower barriers for new fintech platforms has been slow to materialise. Innovation in payments in the M-Pesa mould is hampered by disparate money transfer rules across the 50 states.

Poor people’s access to banking is also hampered by a growing mire of anti-money laundering laws that threaten to turn ordinary citizens into felons, and by rules aimed at protecting consumers that make serving some of them uneconomical for banks. In the UK, the Financial Conduct Authority’s proposed cap on overdraft charges, which

had been shelved but is now again under consideration, would almost certainly have this effect. Indeed, similar measures against payday loans have shut out hundreds of thousands of borrowers from that market.

Rich countries should take their lead from emerging markets and let innovation drive financial inclusion. Unless countries remove regulatory barriers to account ownership, they risk the poorest falling ever further behind. The political and social consequences of that would be dire.

用知识带来回报

全球化如何成为创新源泉¹

Otaviano Canuto²

4 月的国际货币基金组织《世界经济展望》中有一章，讲述全球化如何帮助技术领导者更快地传播知识。跨境传播技术不仅有助于发达经济体和新兴经济体国内生产力水平的提高，而且有助于部分重塑创新格局。一些受援国已成为研发以及专利的重要新来源。

如今，有更多的贸易、外国直接投资和专利的全球性使用令知识和技术不再局限于某一国。这种传播可以以相对较低的成本增加平均产出。通过在生产过程中采用外国技术，并与国内研发相结合，来自国外的知识可以对生产力和创新都产生影响。《世界经济展望》估计，从 2004 年到 2014 年，新兴市场经济体中，外国知识对劳动生产率年增长的贡献约为 0.7 个百分点，或占所观察部门生产率增长的 40%，而 1995-2003 年期间对年增长率的贡献则为 0.4 个百分点。”。该报告说，即使不考虑中国，这些统计结果依然强劲，表明新兴市场经济体中生产率效应基础广泛。

国际技术创新的来源正发生变化，中国的研发支出猛增，韩国国际专利总量增加。这些国家加入了电气和光学设备领域传统领导者的行列，而韩国在机械领域的进步尤为突出。

自从 21 世纪初以来，前沿经济体经历了劳动力和全要素生产率增长的放缓，两者是衡量生产过程投入的有效程度的指标。另外，前沿经济体的专利增长速度也放慢，并且在一定程度上降低了对研发的投资。

《世界经济展望》强调了国际竞争加剧对创新和技术传播的积极影响。这可以被视为全球化的另一个渠道，作用是加强激励机制，鼓励创新和采用国外技术。

¹ 翻译：刘家志、审校：熊若洁

² Otaviano Canuto，世界银行执行董事

简单的互联不会自动提高生产力和激发本地创新。任何技术应用都需要通过教科书或其他可编码形式的知识传授，使得本地特定内容能够被获取或传播。该知识不能通过如蓝图的方式来明确，因此不能完全以公共信息或私有财产的方式传播，而必须在本地发展。

生产、技术采用和发明需要相对高水平的特殊知识和本地能力。后来者通常从生产和技术采用开始，然后才过渡到发明。韩国和中国就是如此。这些国家通过使用和适应现有技术进行深度学习后，正发展其创新能力。

能否成功取决于融资渠道、基础设施、熟练劳动力以及良好的管理和组织实践。没有这些条件的情况下，投资能力开发的回报可能很低。必须找到方法解决抑制知识积累的市场失灵。另外，与经营相关的交易成本，例如跨境交易、雇用和执行合同的成本，也不能太高。

但这种有利的环境并不多见，这就是国际创新格局没有发生重大变化的原因。

《世界经济展望》还提及了世界银行的经济学家 Xavier Cirera 和 William Maloney 所提出的“创新悖论”，即发展中经济体中与创新相关的投资水平低与技术采用和技术赶超所伴随的高回报无关。全球化也许能传播知识，但要从这些知识中充分获利需要更进一步努力。

Making returns on knowledge

How innovation can flow from globalisation

Otaviano Canuto¹

The April issue of the International Monetary Fund's World Economic Outlook included a chapter on how globalisation has helped technology leaders' knowledge spread faster. Cross-border technological diffusion has not only contributed to rising domestic productivity levels in advanced and emerging economies, but also facilitated a partial reshaping of the innovation landscape. Some recipient countries have become significant new sources of research and development as well as patents.

More trade, foreign direct investment and international use of patents have disseminated knowledge and technology across borders. This diffusion can lead to increases in average outputs at relatively low costs. Knowledge flows from abroad can have an impact both on productivity, through the adoption of foreign technologies in the production process, and on innovation, when combined with domestic R&D. The WEO estimates that in emerging market economies, 'from 2004 to 2014, foreign knowledge accounted for about 0.7 percentage point of labour productivity growth a year, or 40% of observed sectoral productivity growth, compared with 0.4 percentage point annual growth during 1995-2003'. According to the report, these results remain robust even when China is excluded, indicating that productivity effects were broad-based among emerging market economies.

International sources of technological innovation are changing, as R&D expenditures skyrocket in China and stocks of international patents pile up in South Korea. These countries have joined traditional leaders in sectors such as electrical and optical equipment and, especially South Korea, machinery.

¹ Otaviano Canuto is an Executive Director of the World Bank

This has happened even as, since the early 2000s, frontier economies have gone through a slowdown in the increase of labour and total factor productivity, a measure of how efficiently inputs are being used in the production process. These economies have also experienced slower growth in patenting and, to some extent, lower R%D investment.

The WEO highlights the positive effects of heightened international competition on innovation and technological diffusion. This could be considered an additional channel through which globalisation is reinforcing incentives to innovate and adopt technologies from abroad.

Simple interconnectedness does not automatically spark productivity increases and local innovation. Any application of technology needs locally specific content that cannot be acquired or transferred by means of textbooks or other codifiable forms of knowledge transmission. This knowledge cannot be made explicit, such as through the use of blueprints, and thus cannot be perfectly diffused as either public information or private property. It must be developed locally.

Production, technology adoption and invention require a relatively high level of such idiosyncratic knowledge and local capabilities. It is typical for latecomers to start from production and technological adoption and only then move on to invention. That has been the case in South Korea and China. These countries are developing their innovation capabilities after intense learning through using and adapting existing technologies.

Success depends on access to finance, infrastructure, skilled labour, and good managerial and organisational practices. In the absence of these factors, returns from investing in the development of capabilities are likely to be low. Solutions must be found to market failures that generate disincentives to the accumulation of knowledge. The transaction costs associated with doing business, such as trading across borders, hiring and enforcing contracts, also cannot be too high.

This beneficial environment is not widespread, which is why there have not been large changes in the international innovation landscape. It also explains what Xavier



Cirera and William Maloney, economists at the World Bank, have called the innovation paradox. Low levels of innovation-related investment in developing economies do not correlate with the high returns thought to accompany technological adoption and catch-up. Globalisation may spread knowledge. Profiting fully from that knowledge requires a further effort.

《人民币国际化报告 2018》

《人民币国际化报告2018》主题为“结构变迁中的宏观政策国际协调”。在历史经验借鉴和理论研究的基础上，集中探讨了人民币国际化进入发展新阶段后加强宏观政策国际协调的必要性与紧迫性，围绕协调内容、突破口、主要矛盾、实现机制等方面展开了深入分析。报告认为：全面高效的国际协调是人民币国际化的必然要求；要将贸易、货币政策作为短期协调的重点内容，将结构改革、宏观审慎政策纳入协调范畴，从而完善国际政策协调框架；要重视多层次国际组织在协调中所体现的平台功能，积极寻求在新兴国际协调平台上发挥引领作用。



报告强调：要在“一带一路”上开展内容丰富的区域合作机制创新，为国际协调理论和实践提供新样本、新模式；要妥善处理中美贸易摩擦和政策分歧，这是实现无危机可持续发展和人民币国际化的关键，也是当前我国进行国际政策协调需要解决的主要矛盾。

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

