

【本期推荐】

孙建林：商业银行授信风险管理

【“外汇储备”专题】

鄂志寰：外汇储备降至 3 万亿美元以下的政策含义

涂永红：中国不应为捍卫红线而干预外汇储备

王永利：甄别道与术，3 万亿美元外储管理寻策

吴志峰：超越“保汇率保外储”之争，开创“投资大进大出”局面

【海外之声】

布莱恩·里丁：群体性思维的后果——预测非易事，升降难定论

史蒂夫·H·汉克：美元之浮沉

【IMI 研报】

2017 年 2 月中国经济金融形势评论

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

二十三：中资银行国际化仍需防范国内风险

**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

美术编辑：张 瑾

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](http://www.imi.org.cn)

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：[imi@ruc.edu.cn](mailto:imi@ruc.edu.cn)



# 商业银行授信风险管理

孙建林<sup>1</sup>

编者按：

“陶湘国际金融讲堂”是在陶湘教授逝世十周年之际，经中国人民大学国际金融专业毕业生们倡议，中国人民大学财政金融学院、中国人民大学国际货币研究所联合发起设立。“讲堂”每年举办12讲，聘请国际金融业界精英和领袖人物讲授专业知识，旨在为中国人民大学培养21世纪具有良好理论功底、高超国际金融管理能力的优秀人才探索新路、做出贡献。第六期“陶湘国际金融讲堂”由中国银协从业资格认证专家、中信银行总行特约研究员、特约讲师孙建林先生主讲。

孙建林先生在题为“商业银行授信风险管理”的演讲中指出，导致商业银行授信风险的原因，可以从宏观、中观、微观三个层面进行分析。针对宏观经济风险、银行经营管理风险和业务操作风险等不同层次的问题，可以分别通过银行发展战略和信贷政策、“三全管理”、“三道防线”和“矩阵式管理”等手段加以应对。此外，商业银行从业人员在职业生涯中，应保持良好的职业品德，并不断提升专业技能。

以下为孙建林先生的演讲摘要：

## 一. 引言

银监会数据显示，截至2015年底，全国商业银行不良贷款突破万亿元大关，达到1.27万亿元，不良贷款率则达到1.67%。自2011年四季度出现反弹至今，银行业不良贷款余额和不良率“双升”的态势已经持续了整整四年，加强商业银行授信风险管理的重要性不言而喻。

在授信业务中，商业银行面临哪些风险？又该如何防范与化解？简述如下。

## 二. 授信风险概述

商业银行授信业务即银行授予客户信用，包括表内业务（出借资金）和表外业务（出借信誉）。授信业务可以按照行业分类，不同行业的授信风险不同，其中，钢铁、煤炭、运输、制造等行业的风险程度与经济周期密切相关。授信业务按类别可划分为公司信贷、个人贷款、国际贸易融资等。按授信对象可划分为国

<sup>1</sup> 孙建林，中信银行总行风险管理部专员、特约研究员

有企业、政府融资平台、集团客户、上市公司、三资企业、小微企业等，不同借款主体具有不同的风险特征。授信风险可分为公司授信业务风险、个人贷款业务风险、国际贸易融资风险、金融同业往来风险；也可以按照贷款五级分类、面临风险因素、贷款损失程度、风险高低等标准进行分类。

商业银行不良风险的起因可以从宏观、中观、微观三个层面进行分析。宏观风险是指政府不当的宏观政策调整，使得宏观经济形势变差，企业经营和资金困难，进而导致整个银行业不良贷款明显增加。银行在授信风险管理中，应特别关注国家宏观经济变动趋势，做到提前防范、顺势而为。宏观经济紧缩政策往往导致企业的衰退，从而使商业银行形成了大量不良贷款。往年数据显示，当 GDP 增速超过 10%、物价指数增长超过 5% 时，国家必然会采取紧缩政策，而近年这两个指标下调到 7% 和 3%。中观风险指商业银行的经营管理决策失误，致使在某行业、某客户、某产品出现大量不良贷款。微观风险即具体业务中的操作风险，包括故意或无意的违规操作，是一笔贷款出现不良的重要原因。

### 三. 授信风险管理

商业银行抵御风险损失有两道根本防线：第一道是坏账准备金；第二道则是资本金。其中，商业银行必须保持充足资本金的要求，是体现《巴塞尔协议》“资本覆盖风险”的精神。当两道防线都不足以弥补经营损失时，商业银行只能补充股本或清盘倒闭。银监会出台的《商业银行资本管理办法》，是对各家银行落实《巴塞尔协议》风险管理的具体要求。

在宏观风险管理方面，商业银行应在明确发展战略的前提下，制定好年度总授信政策并落实执行。在中观风险管理方面，商业银行应秉持三全（全面管理、全程管理、全员管理），三化（业务制度化、制度流程化、流程信息化），三早（早发现、早行动、早化解）等原则，健全制度、规范管理，建立从业务部门、风险管理部门到审计部门的“三道防线”，从而有效化解风险。其中，可将全面管理和全程管理落实为“矩阵式管理”，即通过对公司授信、个人贷款、贸易融资等方面的调查、审查、审批、放款、管理、回收的六个阶段全面管理，做到风险管理无死角。在微观风险管理方面，则应从贷款的六个阶段入手，银行每个岗位上的员工都应严格按照规章制度操作，避免风险损失。



银行从业人员在从事授信业务时，应在了解业务概况的基础上，掌握各项授信产品的特征和风险点，认真落实授信六阶段的有关工作，注意操作的合规性和对风险的防范。《授信风险管理实务》（孙建林，2014）、《怎样识破骗贷谜局》（孙建林，2014）《优秀客户经理授信业务指引》（孙建林，2015）等书可作为参考。

#### 四. 职业发展建议

求职者在向商业银行投递简历后，一般会经历初选关、笔试关、面试关和录取关。在此过程中有四个较为重要的考量因素，分别是毕业院校、个人素质、实践经历与社会资源。此外，如麦肯锡“电梯30秒理论”所示，求职者在短时间内的语言概括表达能力，也极为重要。

在成为银行客户经理后，应首先端正自己的心态、提高韧性。良好的品德与熟练的技能是成为一名优秀客户经理的关键。从业者应不断磨练自己在拓展业务、沟通处理问题、自我学习方面的基本功，养成良好的工作习惯，积极实践，善于总结与学习，不断提高自己发现问题和解决问题的能力。

#### 五. 结论与启示

第一，商业银行在研究如何防范授信风险时，应该从宏观、中观、微观三个层次，即宏观经济变动风险、银行经营管理风险和具体业务操作风险三个方面分析。

第二，在防范宏观风险方面，要和制定好发展战略和年度授信政策。在防范中观风险方面，要按照“三全管理”原则，做到风险管理无死角。在防范微观风险方面，要做到对授信调查、审查、审批、放款、管理、回收六个阶段的全程管理。

最后，有意从事商业银行授信业务的人员，应从理论基础和实践经历等方面提升自己在求职过程中的竞争力，并在入职后保持职业道德和提升业务技能，不断取得进步。

## 外汇储备降至 3 万亿美元以下的政策含义

鄂志寰<sup>1</sup>

近日，国家外汇管理局公布的数字显示，截至 2017 年 1 月 31 日，内地外汇储备规模为 29982.04 亿美元，较前值 2016 年末的 30105.17 亿美元，下降 123.13 亿美元，降幅为 0.4%。对此，一些评论担心外汇储备规模突破了一个重要的心理防线，此关已过将对人民币汇率产生不利影响。笔者分析认为，外汇储备是用来平衡国际收支的，对于当前中国内地的内外经济平衡而言，3 万亿美元不仅不是一个心理防线，也不是一个需要刻意保持的整数关口，对于其未来走势和实质影响应保持客观冷静的理性态度。

### 一、内地外汇储备下降主因是对外投资及稳定汇率

1 月份内地外汇储备下降 123.13 亿美元，数目不大，在预期之中。从 1 月份外汇储备下降的情况看，主要原因有四个方面：

首先是中国对外直接投资增加，增加了外汇需求。据商务部统计，2016 年 1-11 月中国非金融类对外直接投资增量达 1617 亿美元，同比增长 55.3%。2017 年 1 月延续了这种势头，1 月份中资企业对英国投资就有达十余笔大项目。

其次是央行稳定人民币汇率的有关操作。人民币兑美元中间价从 1 月 3 日的 1 美元兑 6.9488 人民币，升至 1 月 26 日的 6.8588，在岸价及离岸价均跟随止跌反弹，既有美元回软的市场环境，央行向市场提供外汇资金以调节外汇供需平衡也是一个重要因素。

第三是季节性因素，如居民春节假期境外旅游、消费等活动，以及企业偿债和结算等财务操作增多，也增加一些外汇需求。

第四是仍然存在各种形式的资本外流带来的影响。

1 月份内地外汇储备规模小幅跌破 3 万亿美元大关，表明监管层并没有刻意保持 3 万亿美元的整数关口，对外汇储备规模的变动前景仍保持信心。

<sup>1</sup> 鄂志寰，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中银香港首席经济学家



## 二、内地外汇储备仍保持全球最大规模并足以应对相关对外支出

从过去两年市场情况看，内地外汇储备规模与人民币汇率走势表现出一定的相关性。本次外汇储备规模跌破3万亿美元后，市场反应较为理性，表明其实际影响有限。2月8日人民币兑美元中间价下跌245点子至1美元兑6.8849元人民币，在岸价与离岸价分别在6.87与6.85水平上下波动。

目前内地29982亿美元的外汇储备规模仍是全球最高水平，市场不应该特别看重“整数关口”。

从外汇储备的基本功能上看，外汇储备是用来平衡国际收支的，而不是摆在那里空谈多少的。无论从绝对规模看还是用其他各种充足性指标进行衡量，外汇储备规模都是充裕的，足以应对各项对外支出需求。

根据IMF2015年4月份提出的评估外汇储备合适水平的框架，新兴市场短期外债、其他负债、广义货币和出口是确定外汇储备水平是否适当的主要影响因素，并根据固定汇率和浮动汇率的取舍以及资本管制程度调整以上四个因素的权重配比。中银香港研究员以上述参数为基础套用最严格的比重初步测算的结果显示，内地较为合适的外汇储备水平应该在2万亿美元上下。

此外，作为国际储备货币，其保持国际收支平衡所需要的外汇储备规模亦可以调整。2016年10月1日人民币正式加入SDR，人民币开始逐渐增加其国际储备货币的功能，随着人民币国际使用范围的扩大，对外汇储备的实际需求亦可以适当下调。

## 三、外汇储备规模适度下降可为货币政策操作提供新的空间

从绝对数量上看，目前的外汇储备规模与2011年初时的规模相近，在当时相当一段时间内，市场普遍认为持续上升的外汇储备是中国经济需要承受的一个外部负担，担忧其带来的巨大成本，决策层一度提出降顺差、降储备的目标。因此，内地外汇储备在2014年底创出历史最高水平后开始拾阶而下，为货币政策操作释放出了更大的空间，应为政策制定者所乐见。因此，外汇储备降到适当水平，给央行的货币供给提供较大主动空间，央行可以在抑制资产泡沫的同时，推动经济增长并提升人民币的市场信心等。

从未来趋势上看，外汇储备降幅已有收窄迹象，下降速度可能正在趋向临界点。1月份外汇储备的跌幅已分别较去年同期及上月大幅减少了872亿美元及288亿美元，反映内地跨境资金外流已有所放缓。未来随着内地经济增长逐步增强，跨境资金流动料将趋向平衡。

#### 四、推动形成人民币兑一篮子货币 保持基本稳定与外汇储备规模合理充裕的正向循环

进入2017年以来支持人民币汇率基本稳定的因素逐渐增多。

首先，外汇管理部门去年以来相继出台了一些防范跨境资本流动风险的举措，效果正在陆续显现，如鼓励各类资金调回境内使用，支持跨国公司外汇资金集中运营管理，允许自由贸易试验区内境外机构境内外汇账户办理结汇，实施本外币全口径境外放款管理，要求境内机构报送经常项目外汇收入存放境外信息，以及企业应当按照“谁出口谁收汇、谁进口谁付汇”原则办理贸易外汇收支业务，出口业务应按合同约定及时、足额收回货款。2017年亦加大对各类外汇违法违规行为的处罚力度，尤其要严厉打击“逃/骗汇、套汇、非法套利”等外汇违法违规行为 and 地下钱庄等违法犯罪活动，将持续发挥作用和影响。

其次，特朗普上台后关于弱势美元的言论支持新兴市场货币走稳，亦有利于人民币汇率预期的调整。在离岸市场，人民币汇率与在岸市场出现了不同程度的倒挂，有助于市场信心的恢复。

此外，中国经济的增长仍然对国际资本有一定的吸引力，2016年中国实际使用外资8132.2亿元人民币（折1260亿美元），以人民币计量同比增长4.1%。伴随中国企业走出去的资本流出及各种类型的全球资本配置，假以时日也将在境外形成相当的经济规模和净国际资产，长远而言，其对于中国经济内外平衡将发挥积极作用。

更重要的是，供给侧结构性改革力度加大将提升中国经济的健康度，对外贸易将继续保持较大顺差。

显然，当前人民币汇率预期处于关键期。内地政策制定部门可以抓住时机，加强与市场沟通，进一步推动市场化改革和金融市场开放，增强国际市场对中国



经济的稳定预期，提升其对人民币的信任度。形成人民币兑一篮子货币汇率保持基本稳定与外汇储备规模保持合理充裕的正向循环。

## 中国不应为捍卫红线而干预外汇储备

涂永红<sup>1</sup>

Concern about a dwindling foreign exchange (forex) reserve has been rekindled after data from China's central bank showed Wednesday that the country's forex reserve dropped far more than expected to \$3.05 trillion in November, its lowest level since March 2011. Given the expectation of yuan depreciation in the face of a stronger dollar and ongoing capital outflows, there is a risk that China's forex reserve may fall below the \$3 trillion mark in coming months. As such, voices have emerged suggesting that China should interfere at the \$3 trillion redline to prevent the reserve from falling further.

But this is based on a misconception about the function of a country's forex reserve. For a long time, the belief has been that the more forex reserve, the better. The country even prided itself when China's forex reserve exceeded the \$3 trillion mark in 2011, far ahead of Japan, the world's second largest forex reserve holder with \$1.3 trillion in foreign reserve assets. But in fact, the \$3 trillion level has never been the bottom line.

To explain, we need to understand the basic function of forex reserves. A country hoards its forex reserve largely to cushion itself from external crises. The rule of thumb for holding an adequate amount of forex reserve is that it should be sufficient to pay for three months of a country's imports. Additionally, a country should hold a certain amount of forex reserve to repay foreign debt and interest. Lastly, the country should prepare for intervention with the foreign exchange market through market operations. These three basic functions that determined the \$3 trillion level of forex reserve should not be viewed as a benchmark or a bottom line.

---

<sup>1</sup> 涂永红，中国人民大学国际货币研究所副所长、财政金融学院教授



First, China's imports totaled around \$1.4 trillion at the end of November, which means that \$400 billion is sufficient to cover three months of import bills. Besides, China has long held a trade surplus, which reached \$44.61 billion in November. This means China does not need a large forex reserve to pay for imports. Second, China is a net capital exporter with its outbound direct investment surpassing its inbound foreign direct investment. Its external debt-to-GDP ratio remained low at 13 percent at the end of 2015, the second-lowest globally, according to Moody's. That means the need to repay foreign debt is not huge. In addition, on August 11, 2015 China launched a reform to change its calculation method of the yuan central parity rate by basing it on the closing rate of the inter-bank foreign exchange market of the previous day. This reform allowed the central parity rate to closely reflect the real market situation and made the yuan's exchange rate formation mechanism more flexible and transparent. The more market-oriented exchange rate formation requires minimum government intervention, reducing the need to hold a large forex reserve for market intervention.

China's economic rise and changes in its trade and currency pattern means it does not need a significant level of forex reserve. The yuan's inclusion into the IMF's Special Drawing Rights basket makes yuan assets recognized globally and as a reserve currency issuer, China has the chance to use its own currency more freely to cope with a crisis. Besides, the dollar cannot strengthen forever even if President-elect Donald Trump does bring jobs back to the US and focuses more on the national interest, which may help push up the dollar's value momentarily. His proposed policy will likely harm the interest of American industrial workers and exporters, which will cause support to decline along with the dollar's value, reducing the need for holding excessive forex reserve to intervene in the forex market.

Holding a high level of forex reserve increases the opportunity cost. The yield on the benchmark 10-year US Treasury bonds is no more than 2.5 percent while yields on some government bonds in the eurozone register negative. As a country's asset, low-yield forex reserves are less worthy than high-yield assets such as oil and natural

gas and assets whose value does not fluctuate frequently. Holding too much forex reserve is no better than holding a hot potato. In this sense, China's forex reserve is bound to fall, and a level of \$2 trillion or below is also considered acceptable given the need for holding a more significant amount has shrunk.

Due to historical reasons, we hold a considerable level of forex reserve. The question now is how to dissolve it without causing panic. China does have a lot of options to efficiently use its forex reserve, including to support the country's One Belt, One Road initiative and Chinese firms' drive to go global.

Therefore, we need to abandon the outdated concept of the more, the better regarding forex reserve holding. Defending the \$3 trillion mark means non-market based government intervention, which is a result of a planned-economy mindset rather than a market-based mindset.



## 甄别道与术，3万亿美元外储管理寻策

王永利<sup>1</sup>

世事如炬，忽明忽暗。一个蕴涵国际金融风险、挑战与机遇并存的不确定时代扑面而来。

已习惯国家外汇储备快速增长，并能娴熟应对的我们，现在需要适应外储收缩、外汇占款下降周期的到来；且甄别3万亿美元外储的道与术，厘清其存在形式的逻辑，尤其需要理解资金跨境清算体制，回归流动性本源，籍此试图提供解决方案。

在中国，“国家外汇储备”，特指中国人民银行（下称“央行”），通过“外汇占款”（投放货币）所购买和持有的外汇（实际上叫“央行外汇储备”更合适），不含黄金及特别提款权（SDR）等其他官方储备。

进入2000年以来，特别是2001年底加入WTO之后，国家外汇储备增长不断加快，高峰时接近4万亿美元，远超日本成为世界最大的外汇储备国。然而，2016年11月末，外汇储备下降至30506亿美元，较高峰期减少9416亿美元，考虑到2016年12月美国正式宣布美元加息，并且预计明年继续加息3次，人民币兑美元贬值压力进一步加大，外汇储备和外汇占款继续下降的压力趋大。

国家外汇储备的大规模扩张和收缩，都会对经济金融乃至社会发展和国际影响力产生重大而深刻的影响，亟需高度重视、积极应对。

### 一、道：外储之存在形式与影响

也许可以从外储币种、资产及投向结构去诠释什么是央行外汇储备的存在形式。其间，也是时候需要理解何谓“社会资金清算方式”——以帮助市场去辨析真正的人民币走出去。

先来看币种结构。央行外汇储备可能涉及多种国际储备货币，如美元、欧元、英镑、日元等，一般以国际投资、贸易等结算货币的基本结构为基准，结合主要

<sup>1</sup> 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员，乐视控股高级副总裁、乐视金融 CEO

货币的汇率走势和收益水平等进行部分和短期的调整。由于美元仍是国际中心货币，所以目前美元储备仍占绝大比重，外汇储备总额也一般都会汇总折合美元披露。

但是，正因为存在折合美元汇总反映的问题，就存在美元与其他货币之间汇率变化对储备总额的影响：即使各种货币外汇储备余额不变，由于汇率的变化，其折合成为美元之后，外汇储备的总额也会发生变化。因此，在规模大、币种多的情况下，汇率风险也成为外汇储备管理必须面对的重大挑战。

再来看资产结构。外汇储备的运用要兼顾流动性和盈利性（一般而言，流动性强收益率低，收益率高流动性弱），存在形式主要包括：

- （1）存放或拆借给海外金融机构，包括外国央行；
- （2）购买主要国家国债或资质较高的金融机构债等；
- （3）贷款给金融机构（如国开行、进出口银行）或委托金融机构贷款等；
- （4）其他运用。

另外，从期限结构上看，央行外汇储备的运用，还会存在活期与定期之分，定期又存在短、中、长期之分。央行需要保持一定的外储流动性，以保证对外售汇和平抑汇率的需要。

最后看看国别投向结构。外汇储备存在的一个重要特点是：主要存放外国。全世界的外汇储备最初都来源于货币发行国，又主要运用于或存放在货币发行国（全世界最大的美元储备最初都来源于美国，并且又基本上都存放或投资到美国，如购买美国国债等），这是一个基本常态。

这一点很多人非常不理解，有专家学者指出：中国以很高的代价引入外国（如美国）资金，转手又以很低的价格借回外国（如美国），形成突出的发展中国家反哺发达国家的不合理局面。有人进一步诘问：“中国为什么坚持一定要把钱借给美国？在国际场合，中国的这种行为方式已经成了笑柄。再不图变，除‘愚蠢’二字，似乎已经无法找到其他解释了。”这种看法是对当今社会资金清算方式不理解造成的严重错觉，这种看法不纠正，也同样会对人民币走出去的政策和管理产生影响。



实际上，当今社会的资金清算中，现金清算已经越来越少（相应的，流通中现钞在货币总量中的比重也越来越低），绝大部分都是通过开户银行之间记账清算来完成。

例如，美国一个企业 A 向中国一个企业 C 进行投资（或进口商品）一亿美元，A 并不会交给 C 一亿美元现金，而是通过其开户银行（如花旗银行）和 C 的开户银行（如中国银行）办理记账清算，其流程一般是：A 向花旗银行发出付款通知，并凭借花旗银行付款回单登记：增加长期投资 1 亿美元，减少银行存款 1 亿美元；花旗银行将款项转入中国银行并向其发出通知，相应进行账务记录：扣减 A 的存款 1 亿美元，增加中国银行的存款 1 亿美元；中国银行接到花旗银行的付款通知后，做出账务记录：增加在花旗银行的存款 1 亿美元，增加 C 的存款 1 亿美元，并向 C 发出收款入驻通知；C 凭借通知书登记：增加实收资本（或销售收入）1 亿美元，增加在中国银行存款 1 亿美元。由此，整个结算清算的工作即告完成。

由现钞清算转化为记账清算，是货币（资金）清算的重大进步，可以大大提高清算效率，降低清算成本，包括减少现钞印制和流通以及鉴别、安保、存储等方面的成本，提升反洗钱、反偷税漏税、反商业贿赂的能力等。

更重要的是，记账清算改变了长期以来人们“钱货两清”的概念，转为以债权、债务的增减确认和记录代替现钞的清算。在上述案例中，花旗银行只是将 A 的存款转为中国银行的存款（将对企业的负债变为对金融机构的负债；将内债变为外债），并没有实际减少其流动性；中国银行则增加了在花旗银行的存款（即增加了海外债权或资产），增加了对 C 的负债（C 的存款）。在这种情况下，所谓“美元流出”，实际上是指美元的所有权流出，而真正的货币（“头寸”）并没有流出。因此，无论什么原因，美元“流出”的越多，美国的外债就会越大；美元“回流”的越多，美国的外债就会越少。即使美元作为外汇储备的所有权在美国之外的所有者之间转让，并不会对美国的美元外债产生实际性影响（这就类似企业发行股票后，其股票在二级市场的转让对企业股票总数没有影响。也正因为如此，中国减持美国国债，只要不是美国买入，对美国流动性的影响也不会很大，根本不像有人想象的那样，可以对美国构成很大威胁）。

换言之，在记账清算体制下，“外汇储备，只能用出去，而不能拿回来”。这对于其他国际储备货币，包括人民币国际化，也同样如此（人民币国际化不应是现钞的跨境流通，而应该是通过银行进行的记账清算，流出、流入的同样是人民币的所有权，而不是真正的货币头寸；人民币全球清算和交易中心应该在中国大陆，而不是在境外；人民币国际化将改变对外债权、债务的币别结构，增加人民币的份额）。这是在研究货币跨境流动和外汇储备时必须清楚的关键点。

进一步看，C企业收到外汇之后，如果要办理结汇，中国银行将减少C的外汇存款，增加其人民币存款（增加银行的外汇占款）。如果中国银行进一步将外汇卖给央行，则要进行外汇和人民币的交割，其中，人民币：央行增加中国银行在央行的人民币存款（增加央行的外汇占款），同时增加在中国银行（或指定银行）的外汇存款；中国银行则增加在央行的存款（减少自己的外汇占款），同时增加央行的外汇存款（或减少在海外银行的外汇存款）。

央行购买外汇，即形成“国家（央行）外汇储备”。在记账清算的情况下，央行外汇储备从一开始就表现为其在海外的债权或资产，根本不可能“将外汇拿回来”，因此，也就不存在央行“以很高的代价引入外国资金，转手又以很低的价格回借外国”的问题。

值得一提的是，从整个国家看，“以很高的代价引入外国资金”和“以很低的价格回借外国”是不同主体从事的两个不同行为，不能笼统讲并让人错误的认为是央行一体化的行为：国家以优惠政策招商引资或鼓励出口引入外汇，不能简单的跟外汇存放海外的收益相比，而应与招商引资、鼓励出口带动经济发展、劳动就业和社会进步等产生的综合效益进行比较，如果有好的效益，就应该积极推动；如果出现负面效果，则应及时调整招商引资、鼓励出口的政策。一旦形成外汇储备，其运用效益更多的受制于海外市场的水平，即使其收益水平低于引资成本，也不是央行能够完全左右的。

央行能做的是在基本的国际市场条件下，合理摆布外汇储备的币别结构、资产结构、期限结构等，平衡好流动性与收益性的关系。

此过程中，不妨追本溯源，辨析外汇储备大规模增加带来的影响。



外汇储备的快速增长，反映出外汇快速流入中国，也有力地推动了中国经济社会的发展，大规模的国际投资和贸易，以及巨大的外汇储备，也极大地增强了中国的国际影响力。

但外汇大量“流入”，外汇储备的大规模增长，也会带来很多问题和挑战，主要表现在：

大量的外汇流入并结汇成人民币，推动人民币快速升值，甚至形成虚高，进而影响到招商引资和出口增长。与此同时，大量外汇结汇，央行外汇储备快速扩大，相应的也造成人民币被动投放过大（央行及商业银行的外汇占款会直接转化为企业或个人的人民币存款）。

即使不考虑商业银行的外汇占款，仅从央行外汇占款的变化看，1999年末为1.4万亿元，2014年5月高峰时超过27.3万亿元，增加了近26万亿元，这会直接表现为商业银行吸收的存款。而商业银行又可以依托存款发放贷款（监管规定贷款总额不得超过存款总额的75%），并形成贷款的货币乘数效应，即使不按存贷比的高限计算，仅按60-70%的比例保守计算，由于央行外汇占款增加可以增加的货币总量将超过61-86万亿元。2014年5月人民币货币总量为118.23万亿元，比1999年末增加了106.47万亿元，这其中央行外汇占款增加成为最主要的影响因素，购买外汇储备成为央行投放基础货币最主要的渠道。

为控制货币总量的过快增长，央行在外汇占款被动增长的情况下，只能通过收缩商业银行流动性的方法，间接抑制商业银行发放贷款派生货币的增长。央行从发行央行票据、扩大正回购、收回再贷款等方法收缩基础货币投放，最后主要集中在提高商业银行法定存款准备金率上（作为法定项目而非商业行为，央行拥有充分的主动权，执行效率最高，成本最低），从原来6-8%的水平，一路提高到2011年6月大型银行21.5%，中小银行17%左右的水平。

事实上，商业银行大量资金被央行冻结。这不仅抑制了商业银行贷款投放和派生货币的能力，而且将央行对冲外汇占款的成本在很大程度上转嫁给了商业银行：央行对法定存款准备金支付的年利率为1.62%，大大低于发行央行票据或商业银行同业拆借利率，更低于商业银行发放贷款的利率水平。商业银行则进一步转嫁成本，造成贷款，特别是小微企业和个人的贷款等利率居高不下。

这其中还存在一个问题是，在我国，外汇兑换、汇率管理和外储管理高度集中到央行，在央行外汇储备快速增长，货币大量投放，不得不大规模采取对冲措施的情况下，各级政府依然在采取优惠政策招商引资和鼓励出口，而无须承担由此带来的应对成本（在央行大量对冲过剩货币时，为抑制汇率过快升值，财政应参与分担，可针对商业银行法定存款准备金发放专项国债，用于购买央行外汇储备，在不影响整个社会流动性的情况下，分担央行压力，并且承担发债的成本），及时调整相关政策，转变发展方式，结果造成财政政策与货币政策不协调，造成货币增长过猛、资产价格上涨过快，产能严重过剩，资源消耗过大，环境破坏严重，社会资金加快脱实向虚等，遗留很大问题。另外，外汇储备快速增长，也给外汇管理、保值增值带来很大挑战。

但无论如何，在长达十多年外汇储备不断增长的过程中，央行已经积累了比较成熟的应对经验和措施体系，而且，在外汇大量流入时，很多问题容易掩盖，其带来的挑战并不可怕。

接下来，不妨聚焦外汇储备大规模收缩可能带来的影响。

在外汇大量流入之后，如果集中外流，会带来巨大风险，其可能带来的影响会大大超出外汇集中流入，甚至可能引发严重的金融危机乃至经济危机，这在很多国家都成为现实！

从中国的情况看，如果社会上出现购汇热，特别是出现购汇转出，可能意味着人民币的收益低于外汇，或者中国的投资或生活环境不如海外有吸引力。当然，比较好的结果是，中国已经完成了原始积累，开始从吸引外商投资，转为对外投资，成为资本净输出国。这一点是迟早的事，需要做好心理和策略准备。而一旦形成人民币将持续较大幅度贬值的社会主流预期，就会形成强大的购汇压力，就可能造成央行外汇储备急剧收缩的局面。这首先就会对央行外汇供应（外汇流动性管理）带来巨大挑战。

必须看到，尽管目前我国外汇储备依然维持在 3 万亿美元左右，规模仍属世界第一，远高于世界第二，但相对于 153 万亿人民币而言，规模并不是很大。这其中还涉及到外汇储备的流动性问题，即尽管有 3 万亿美元外汇储备，但其中有多少可以随时拿出来卖掉，还是个必须关注的重要问题。



一般而言，在外汇储备不断增加时，央行可以加大中长期和收益率高的资产安排，以获取较高的收益。在高峰期将近4万亿美元时，保持的流动性资产可能并不是很大，其中很多可能已做了长期安排。但外汇储备从2014年6月开始，不断加快减少，从将近4万亿美元下降到3万亿美元，这会消耗大量流动性强的外汇资产（2016年中国持有的美国国债已经大幅度减少），将对央行外汇流动性管理构成严重威胁。即使还有3万亿美元外汇储备，但如果其中可供结汇的部分太少，同样可能因外汇严重供不应求而导致人民币急速贬值。

更重要的是，如果外汇储备大规模收缩，相应的造成央行外汇占款（基础货币）大规模收缩，就会对货币总量带来巨大冲击，需要央行采取有效措施维持货币政策的相对稳定，包括扩大逆回购、合理运用SLF、MLF、PSL，以及适时适度降准等。

其中，考虑到前期为对冲央行外汇占款的扩张带来的人民币大规模投放，央行大幅度提高了商业银行法定存款准备金率，最高峰时大型银行已达21.5%，相应冻结了大量资金，其后尽管陆续下调，到2016年3月大型银行下调到16.5%，中小银行为13%左右，但这期间主要集中在两个时段：2011年12月到2012年5月之间，下调了1.5个百分点，而这一时期央行外汇占款仍在增长；2015年2月到2016年3月下调了3.5个百分点。2016年3月之后尽管央行外汇占款下降了1.6万亿元，却一直未作调整。

因此，随着央行外汇占款的减少，理应配套采取“降准”举措。这样不仅可以对商业银行释放流动性，同时也会减少商业银行低息资金占用（法定存款准备金利率很低），有利于减轻社会融资难融资贵的压力，并理顺央行与商业银行的财务关系。

故此，对外汇储备可能出现的大规模收缩务必高度重视，积极筹划应对举措。特别是在美国经济复苏势头较好，2016年底开始启动美元加息举措的情况下，更是如此。

## 二、术：寻策，外储管理亟待强化

尽管近期出现人民币贬值和外汇储备收缩加快的趋势，但中国依然保持相对较高的发展速度，保持庞大的外汇储备和法定存款准备金规模，具有很大的应对余地。因此，对外汇储备由高速增长到快速收缩的变化，既要高度重视，又要保持冷静，积极有效应对。

其一，在保外汇储备规模和人民币汇率稳定上，应把重心放在前者。

外汇储备的形成是非常复杂的事情，形成巨大的外汇储备非常不易，这也是国家综合实力和国际影响力的重要组成因素，是人民币国际化的重要支撑，尽管不是越大越好，但中国作为发展中国家和第二大经济体，也需要保持一定的外储规模。而汇率只是一种价格，不应过度强调和保持稳定，否则，过多的干预可能扭曲市场，付出极大的代价。策略上，对汇率可以采取“阶梯式”管理，而不是“曲线式”管理，即允许市场阶段性较大幅度下滑或上调，然后进行一段时间的观察，确定是否进入相对均衡的汇率区间，不行的话，再次放开，进行较大幅度调整。这样，央行的付出会比持续的变化少很多，因为一旦汇率下滑（或上行）到阶段性市场预期，市场上购汇（卖汇）的积极性就会减弱，而不是持续对赌。

当人民币出现较大幅度贬值时，央行卖出外汇将获得很大的汇兑收益。以前人民币不断升值时，曾有人认为外汇储备将面临巨大的汇兑损失，实际上是一种误解：在人民币不断升值的情况下，央行为平抑汇率，需要做的是更多的买入外汇，而不是卖出外汇，总体而言，是以越来越少的成本购进外汇；而在人民币出现贬值预期时，央行为平抑汇率，需要更多地卖出外汇，而不是买入外汇，总体而言，将获得很大的收益。

其二，要强化外汇储备的核算和披露。

长期以来，人们在讲到外汇储备时，只是讲到各种外汇储备折合美元的余额及其变动情况，但这种结果受到很多因素的影响，还需要加强核算和披露。至少内部应该做到：

一是要明确各种外汇原币的余额及其变动情况；

二是要明确反映出因其他货币对美元汇率变化造成的汇兑损益情况；

三是要反映出外汇储备变化的主要渠道情况。如：是通过结售汇形成的（这将体现在“外汇占款”的变化上），还是通过与其他官方储备资产的转换形成的（如以外汇购买黄金或兑换成 SDR 等造成外汇储备减少，或反向转换造成外汇储备



增加)。不同渠道造成的影响是不同的，在考虑其对人民币货币总量影响时，主要观察的是“外汇占款”的变化，而不是以美元表示的外汇储备余额的变化；

四是要反映出外汇储备的实际运用及其损益情况。其中，央行减少美国国债的持有规模，也应区分是在外汇储备没有减少情况下的主动调整，还是在外汇储备减少情况下的被动出售；

五是要加强外汇储备对人民币的成本与汇兑损益核算与管理。在央行独家经营外汇储备并管理人民币汇率的情况下，央行对国内市场外汇买卖只会赚不会赔，由此可能形成巨额汇兑收益，应该科学核算、准确反映。

在我国拥有数万亿美元外汇储备的情况下，其影响是多面的、巨大的，应像财政预算和执行情况一样，专项纳入国务院或全国人大进行审核与监督。同时，尽可能扩大信息披露，增强社会监督。

## 超越“保汇率保外储”之争， 开创“投资大进大出”局面

吴志峰<sup>1</sup>

保外储还是保汇率？随着近期人民币汇率连续走低，以及外汇储备的连续下降，这一问题也被尖锐地提出来。外管局近日公布了 2016 年外汇储备余额 3.01 万亿美元，全年外储下降约 3200 亿美元，并且承认央行稳定人民币汇率是导致外储下降的主要原因。对此，余永定老师等认为应该舍汇率保外储，不要为稳定人民币汇率再消耗宝贵的外汇储备。同时也有专家呼吁限制居民每年五万美元的换汇额度，有关部门分别对企业投资甄别、地下钱庄及比特币等数字货币逃汇、居民换汇用途加强了检查和管制，一时大国定力的思维恍惚，市场管理重回行政管制老路。

政府逃不开行政管制思维可以理解，而且如果我们的思维仅仅局限于保汇率还是保外储这个层次，那我们能想出的政策工具也不可能缺少行政管制。不过，我们要想清楚一系列问题，不管汇率就能保住外储吗？完全不管汇率能不能守得住？依靠行政管制能否有效抑制资本外逃？回答这些问题，一定要基于中国是世界第二大经济体的现实。我们现在是超过十万亿美元的经济体量，不再是八九十年代的经济规模。我们是世界第一大贸易国，第二大投资国，产业已经深度融入到全球经济之中，对外经济联系千丝万缕枝枝叶叶曼妙多姿，指望采取更严格的资金管制手段就能及时抑制资金外流并不现实，这是第一；第二，实行严格的资金管制势必对中国与全球经济的联系进行钳制，由此导致的生产贸易效率的损失是不可想象的，这将是中国经济难以承受之重；第三，要保汇率必须启动行政管制，行政管制导致效率损失，由此加重经济下行又进一步导致资金外流和贬值，形成恶性循环，而且贬值预期与经济下行发生共振，对这种经济态势的调控将变得不可预期，容易导致拉美国家经常出现的类似紊乱局面。

---

<sup>1</sup> 吴志峰，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、国家开发银行研究院国际战略一处处长



因此，我们务必跳出问题来看问题，不可囿于保汇率还是保外储的困局。解决这个问题一定得有大视角，要始终记得中国经济的大局。中国经济的大局是什么？这个大局就是中国是世界最大的制造国、最大的贸易国，是第二大的投资国，第二大的经济体。继续以改革促开放，以开放促改革，保持和坚定融入全球经济体系是中国最大之国策，是中国最大之利益，也是中国参与全球治理发挥全球影响力推进全球议程的基石，没有这个基石，中国推动一带一路等战略将丧失根本。回顾二十世纪八十、九十年代，我们以贸易的大出大进推动了中国融入世界贸易体系，今天我们也应该以投资的大出大进来进一步建立中国在全球经济体系中的牢固地位。因此我们应该跳出“保汇率还是保外储”这样的狭窄视角，改变以行政管制维稳的惯有陈旧思维，从改革开放的大国策出发，以更宏大的视野、更大胆的气魄、更坚毅的步伐，建设一整套“欢迎外国资本走进来、推进中国资本走出去”的政策和制度，形成“欧美日与中国、中国与亚非拉”的双环流经济体系。在这个体系中，中国是双环流的核心，这个核心在引导欧美日发达资本进入中国，将中国融入全球经济体系，同时又带动中国周边、带动一带一路沿线、带动亚非拉等外围经济体实现包容性发展，这才是最大的中国大局和最高的中国利益。只有从这个最大的局出发，像保外汇还是保外储的问题才能有解！

## 群体性思维的后果——预测非易事，升降难定论<sup>1</sup>

布莱恩·里丁<sup>2</sup>

1月5日，英格兰银行首席经济学家安迪·霍尔丹在英国智库政府研究所的发言中表示，经济预测已经陷入困境。他说，经济学家对2008年金融危机的预测失败堪比迈克尔·菲什播报1987年飓风时的失误。迈克尔·菲什曾任BBC气象播报员，在他声称英国不会遭遇飓风的第二天，也就是10月19日星期一，飓风就席卷了英国，整个伦敦陷入瘫痪。

去年六月英国脱欧公投之前，经济学家预测，脱欧一旦成真，2016年下半年的英国经济将大幅下滑。然而，英国经济活力依旧，或许是预测与现实之间存在一个时间差。尽管经济学家做预测时凭的是电脑屏幕和芯片数据，不是水晶球和残剩茶叶，但是，差错还是明摆着。

国际货币基金组织对它的一系列预测和委任工作进行了事后的反思和独立的研究。结论表示，对2008年金融危机的失测，部分应归咎于群体性思维——国际货币基金组织的预测很少偏离大多数的意见。独树一帜成为众矢之的的情况很罕见。一个人犯错不可饶恕，一群人犯错则情有可原。这种情况在国别办事处设立之后变得更为严重，各级政府对背离众道的预测颇有微词。群体主义最显著地表现在来自新兴市场经济数据(EMED)的高度一致的预测上——在来自40位预测者的结论中，对于2017年增长率和通胀率预测的标准差为0.3%；对于中国通胀率的预测算是例外，标准差有0.5%。

预测家凭借的都是一样的数据和短期模型。这些模型大多以凯恩斯乘数论和投资加速论为基础，设定数据变动会遵循以往的规律。不考虑政策因素，之前上升的会继续上升，之前下降的会继续下降，不存在拐点。金融市场的动荡是已知的未知。

---

<sup>1</sup> 翻译：廖艺棋

<sup>2</sup> 布莱恩·里丁，英国前首相爱德华·希思的经济顾问、现任货币金融机构官方论坛(OMFIF)顾问委员会委员

当经济越来越偏离先前一致的标准差时，预测的错误最为明显。EMED 收集了 39 份关于美国的预测，其中 33 份来自于银行和金融机构，只有 6 份来自独立的预测方。很少有预测方背后是使用设定模型的大型团队。大部分预测方是小型经济学家团队，所得结论与经济合作与发展组织、国际货币基金组织、欧盟和其他官方预测相差无几。金融机构当然不愿意预言危机引起慌乱。

展望 2017 年，上月 EMED 对九个主要经济体的平均预测结果显示，除美国和加拿大外，增长率全部下调，此外，预计通胀会在所有经济体中加快到来。预测结果会高度一致，主要是由于对预测的修正频次不够，很少有预测者每月调整他们的预测。一致的预测距离现实往往慢半拍，有些还是老掉牙的。

口径一致的经济学家们现在又忙着为 2017 年的增长和通胀做乐观的评估。没有谁会预测市场动荡。债券利率急速上升带来的风险在快增长和快通胀的情况下显得尤为突出。如果保守主义政策和报复性政策占据主导的话，寄望于唐纳德·特朗普所承诺的亲商计划的人们可能要失其所望。预测中上升的还会升得更高，但之后就会跌得更快。

这一切在 2017 年可能不会发生，但这仅是短期的乐观。转折点已经可以预期，这或许又意味着另一场金融危机。在众多潜在威胁中，我们还不知道最终点燃导火索的会是来自何处的冲击。且让我们重温英国诗人罗伯特·赫里克的名句：

玫瑰当摘需及早，  
时光飞逝不复还：  
此朝满目花含笑，  
明晨花落香自消。

## **Consequences of group-think**

**For forecasters, what goes up will come down**

**Brian Reading<sup>1</sup>**

Speaking to the Institute for Government on 5 January, Andy Haldane, chief economist at the Bank of England, admitted that economic forecasting was in crisis. He called the failure to predict the 2008 financial crisis a ‘Michael Fish’ moment, referring to the 1987 instance when BBC weather forecaster Michael Fish famously declared that a hurricane would not hit Britain. It hit the next day, Monday 19 October, and closed the City.

Before the UK-EU referendum in June of last year, economists predicted a sharp downturn in the second half of 2016 following a vote for Brexit. Instead, the economy remained buoyant, possibly a timing error. Computer screens and silicon chips have replaced crystal balls and tea leaves, but something is clearly wrong with economic forecasting.

The International Monetary Fund conducts post-mortems on its forecasts and commissions independent studies. These suggest that its failure to predict the 2008 financial crisis was partly due to group-think – IMF forecasts rarely depart far from the consensus. There is an unwillingness to stand out from the crowd and be subject to scrutiny. Being alone and wrong is a sin. Being together and wrong is excused. This is aggravated by the inputs of state department country desks, and governments chastise forecasters for adverse predictions. Groupism is on display especially in consensus forecasts from Emerging Markets Economic Data – among nearly 40 forecasters, standard deviation for 2017 growth and inflation are 0.3%. Chinese inflation is the exception, with a 0.5% deviation.

---

<sup>1</sup> Brian Reading, Economic Adviser to Prime Minister Edward Heath, Member of the OMFIF Advisory Board.

Forecasters rely on the same data and short-term models. Largely based upon Keynesian multipliers and investment accelerators, these models suppose the data will continue to follow the same path as before. Policy apart, what went up goes up, what went down goes down, and turning points don't exist. Financial shocks are known unknowns.

But forecasting errors are most pronounced when economies turn to a greater degree than the consensus standard deviation. EMED collects 39 forecasts for the US, of which 33 are from banks and financial institutions and only six from independent forecasters. Few have large teams using bespoke models. Many are small economist teams expressing no more than marginal disagreements with the Organisation for Economic Co-operation and Development, IMF, European Union or official forecasts. Financial institutions are of course reluctant to predict crises and spread alarm.

Looking to 2017, last month's EMED average forecasts for nine major economies predicted slower growth for all except the US and Canada and faster inflation across the board. High frequency consensus forecasts are based on lower frequency forecast revisions, and few forecasters fine tune their predictions every month. Consensus forecasts are lagging and some are already stale.

The consensus is now busy writing-up 2017 growth and inflation. Few may predict market turmoil. The danger of a more abrupt rise in bond rates is clear in the light of faster growth and inflation. Euphoria around Donald Trump's proposed and supposedly business-friendly plans may subside if protectionist policies and retaliation take the centre stage. Forecasts which go up go up faster, and then come down faster.

This may prove unlikely in 2017, and short-term optimism need not be misplaced. Thereafter, however, a turning point is predictable, including possibly another financial crisis. We do not know what shock, among numerous potential threats, might trigger it. To quote the English poet Robert Herrick: 'Gather ye rosebuds while ye may, Old Time is still a-flying; And this same flower that smiles today, tomorrow will be dying.'

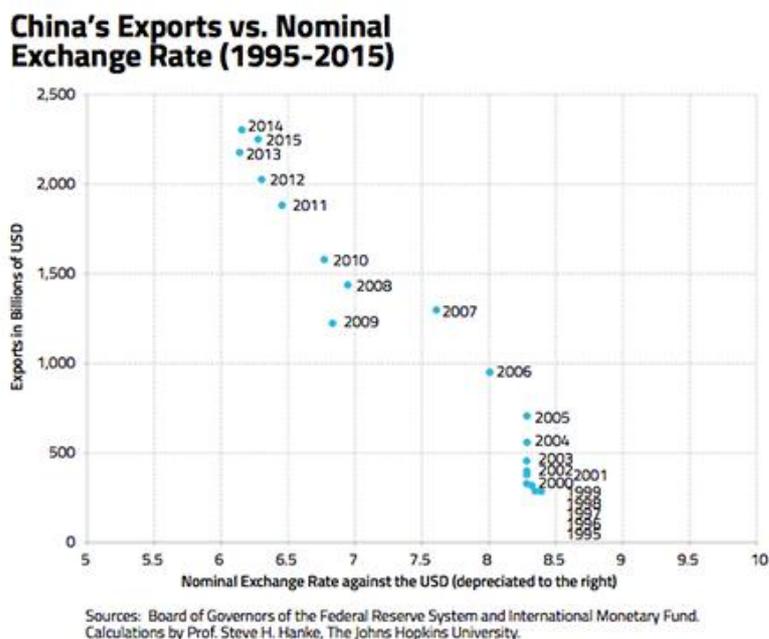
## 美元之浮沉<sup>1</sup>

史蒂夫 H·汉克<sup>2</sup>

在 2014 年于维也纳召开的一场货币会议上，与我时有合作的朋友、法国人雅克·德拉罗西埃称当前的世界货币规则是“反系统”的。他的话很有道理，别的不谈，这种“反系统”带来极大的不稳定性，导致公共政策和舆论被不经思索的漫谈所左右。

最近有关货币的错误信息和虚假信息已经将人民币推上了风口浪尖。唐纳德·特朗普在和希拉里·克林顿进行的首次总统候选人辩论中，指责中国是全世界将“货币贬值”游戏玩的最好的国家，中国的出口因货币贬值大大增强。希拉里并没有提出反对，显然，她在这个问题上的观点跟特朗普如出一辙。

事实是，自从 1995 年以来中国的出口稳定上升，但并不是由人民币贬值驱动的。相反，人民币的名义汇率和实际汇率都略有上涨，如下图所示：



可见，那场辩论中关于人民币的言论并非事实。然而，这种言论并不只是辩

<sup>1</sup> 翻译：傅思颖

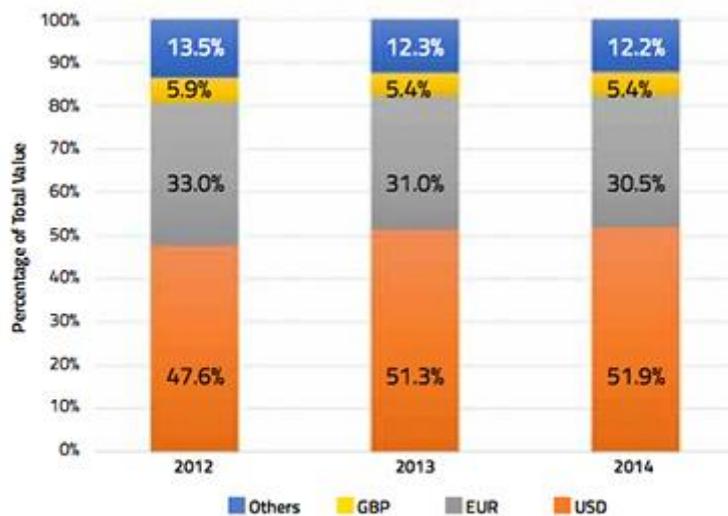
<sup>2</sup> 史蒂夫·H·汉克，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、约翰·霍普金斯大学应用经济学教授，美国 Cato 研究院高级研究员。

论中的失言这么简单，而是由工会、各行各业商人和政治家——民主党和共和党皆有——刻意传播的虚假信息。

首次总统辩论后不久，人民币就被纳入了国际货币基金组织（IMF）的特别提款权（SDR）货币篮子，中国人自豪地认为人民币已经拥有了与美元、欧元、日元、英镑相同的地位。人民币入篮，作为中国提高人民币地位行动的重要一步，显示出人民币可能会对美元的世界首要货币地位提出严肃挑战。虽然人民币在国际上的使用高速增长，但它的发展是从零开始的。

美元是货币王国的国王，在货币王国中，国王宝座是很难被夺走的。即使1999年欧元诞生，美元仍然保持了在官方储备货币中第一的位置，占据总额的63%。在外汇交易方面，美元的优势更加明显：88%的营业额都是以美元结算。美元票据在国际范围内也是广泛使用，现行流通的美元中高达三分之二的比例是流通于海外市场的。环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）经手的所有交易中，过去几年间美元交易已经增长到全部交易的52%，见下图。

Composition of International Financial Flows



Sources: "Worldwide Currency Usage and Trends" Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, December 2015. Prepared by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.

如同当年的欧元一样，人民币将会把美元挤下宝座的言论是不可靠的。在过去三千年的历史长河中，每一时期都有一个世界主导货币，其地位是很难受到挑战的。证据就在于这些货币的寿命之长，平均来看，他们已经统治世界长达300年的时间。这预示着，除非美国政府犯下致命错误或者颠覆性技术登上世界舞台，

否则美元的统治还将持续不短的一段时间。这是为什么呢？

我们借鉴诺贝尔奖获得者罗伯特·蒙代尔的研究成果来回答这一问题。在研究过去三千年间的世界主导货币时，蒙代尔发现在每一时期，世界上都有一种主导货币，而每一种主导货币都有五大特征：

**（一）交易域很大。**

在这一点上，美国显然符合标准。直到最近为止，美国都是以购买力平价衡量的世界最大经济体。当前美国的 GDP 占全世界的 16.1%，中国刚刚超过美国，占到 16.9%，而欧元区占有 11.9%。因此，从交易域看来，人民币和欧元都可以挑战美元的地位。

**（二）货币政策激发国民信心。**

从没有一个主导货币在高通货膨胀率或反复出现的贬值风险下保住其国际统治地位。因此，除非美国货币政策出现巨大失误，否则想挑战美元地位是徒劳的。

**（三）不实行汇率控制。**

像中国所实行的这种汇率控制实际上是羸弱的体现。这种控制本身就削弱了人民币对美元的挑战力，因此中国目前正在努力放开汇率管制。值得注意的是，美元正在一个领域变得越来越脆弱，即美国政府在美元使用上采取的制裁。金融制裁来源于侵略性、干涉主义、新保守主义的思想，美国将其用作一种战争武器，由财政部下属的外国资产控制局（OFAC）管理，然而 OFAC 却自相矛盾地向美元发动了战争。乔治·华盛顿在独立战争时期还能从英格兰银行的账户中提款的日子真是一去不复返了。

与汇率控制相关的其他类型的限制可能施加于人们如何使用或转移资金。限制某种货币使用的方法之一就是将其废弃，这是哈佛大学教授肯尼斯·罗格夫在他的新书《现金的诅咒》中提出的观点。罗格夫并非唯一一个这样想的人，原美国财政部部长、现任哈佛大学教授的拉里·萨默斯，以及明尼苏达联储原主席纳拉亚那·克彻尔拉柯塔，都提倡脱离美元现金。这样的行动可能会为挑战美元宝座打开大门。

**（四）强大的国际货币一直与强大的国家联系在一起，能够保护自己不受内忧外敌的伤害是一个国家安全和稳定的保障。**

（五）世界进入完整的法币时代之前，所有主导货币都留有退路，它们都可以兑换为金银。

当下成为法币的货币是无路可退的，因此面对挑战相当脆弱。也许，一项新的颠覆性技术会让有退路的私人货币的发行和使用成为可能，从而对主导货币的王座形成挑战。

关于雅克·德拉罗西埃所提出的“反系统”中美元的浮沉，2008年的大崩盘是绝好的出发点。下表记录了美元汇率在短短四个月间惊人地下滑了19.13%，由此导致了金价和油价也分别下跌19.08%和57.03%。不足为奇，美国的年度通胀率从七月份的5.5%直接转为一年后-1.96%的通货紧缩。与美联储所声称的恰恰相反，美元的波动、相关物价的变化以及通货膨胀情况显示，2008年下旬的货币政策过度收紧了，而我们至今还未能从巨大的不稳定中完全恢复。

### The Great Crash of 2008

	USD/EUR Exchange Rate	Price of Gold	Price of Oil		U.S. Inflation Rate (CPI, yr/yr)
Jul. 2008	1.5759	\$940.02/oz	\$133.37/bbl	Jul. 2008	5.50%
Nov. 2008	1.2744	\$760.66/oz	\$57.31/bbl	Nov. 2008	1.10%
%Change*	-19.13%	-19.08%	-57.03%	Jul. 2009	-1.96%

\*Percent changes are from July 2008 to November 2008.  
 Note: The lowest annual inflation since 1950 was recorded in Jul. 2009.  
 Sources: Bloomberg, U.S. Energy Information Administration, and Federal Reserve Economic Database.  
 Calculations by Prof. Steve H. Hanke, The John Hopkins University.

我们该如何降低当前“反系统”中的不稳定性，并将美元波动所带来的伤害最小化呢？世界最重要的两大货币——美元和欧元——应当建立正式合作协议，在一定区间内交易（例如，1欧元兑换1.2至1.4美元）。欧洲央行应在美元走弱时购买美元来保持这一汇率区间，同样若欧元走弱，美联储也将买入欧元。如果在1999年欧元问世之时就采取了这样一套系统，本应发生如下图所示（反事实的）情况。

稳定性也许不是万能的，但没有稳定性是万万不能的。



## The Twists and Turns of the Greenback

Steve H. Hanke<sup>1</sup>

This article appeared in the November 2016 issue of *Globe Asia*.

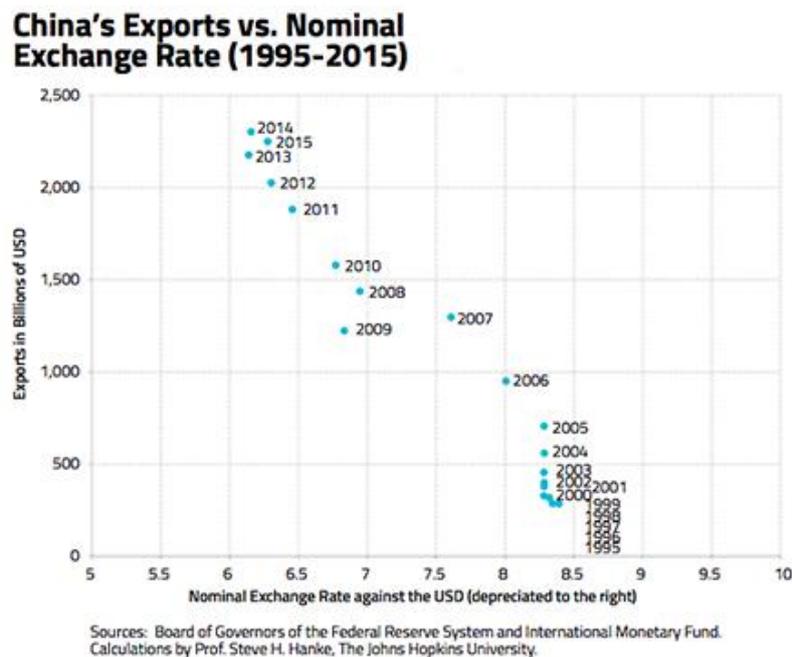
At a monetary conference in Vienna back in 2014, the distinguished Frenchman, friend, and occasional collaborator Jacques de Larosière proclaimed that the current world monetary order should be termed an “anti-system.” He has a point — an important point. Among other things, such an anti-system invites an enormous amount of instability, as well as uninformed loose talk that influences public opinion and policy.

The Chinese yuan has been at the center of much of the recent misinformation and disinformation about currencies. During the first presidential debate between Donald Trump and Hillary Clinton, Trump fingered China as the world’s best

<sup>1</sup> Steve H. Hanke is a professor of Applied Economics at The Johns Hopkins University in Baltimore and a Senior Fellow at the Cato Institute in Washington, D.C

practitioner of currency devaluations — devaluations that Trump claims power China's exports. Clinton didn't object to Trump's thesis. Indeed, she boarded the same train.

The facts are that Chinese exports have steadily risen since 1995, but they have not been powered by a depreciating yuan. In fact, the yuan has slightly appreciated in both nominal and real terms. The accompanying chart tells that story.



So, what was said about the yuan during the debate is untrue. But, that yuan story is not a debate slip. It is disinformation spread by unions, mercantilist of all stripes, and politicians: Republicans and Democrats alike.

Shortly after the first presidential debate, the yuan entered the International Monetary Fund's Special Drawing Right (SDR) basket of top-tier currencies. With that, the Chinese boasted that the yuan was now in the same league as the other SDR currencies: USD, euro, Japanese yen, and the British pound. As part of China's yuan promotion campaign, it declared that the yuan would be a serious challenger to the greenback as the world's premier currency. While the yuan's international use has grown rapidly, it started with a base of zero.

The dollar is King, and when it comes to currencies, Kings are difficult to dethrone. Even after the introduction of the euro in 1999, the USD has maintained its

top spot as the currency held as official reserves, accounting for 63 percent of the total. When it comes to foreign exchange trading, the dollar is even more dominant, accounting for almost 88 percent of the turnover. Dollar notes are widely used internationally, too, with as much as two-thirds of all the greenbacks in circulation circulating overseas. In terms of the transactions handled by the Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT), the outfit that moves “money” among banks, the U.S. dollar has increased its dominance over the past few years, accounting for almost 52 percent of the total transactions (see the accompanying chart).

**Composition of International Financial Flows**



Sources: “Worldwide Currency Usage and Trends” Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, December 2015. Prepared by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.

As with the introduction of the euro, claims that the yuan will dethrone the King are off the mark. For the past three millennia, there has always been a dominant world currency, and it’s very hard to challenge the King. This is evidenced by the longevity of dominant currencies. On average, they’ve reigned for 300 years. This would suggest that the U.S. dollar, unless the U.S. government makes a big mistake or a new disruption technology enters the stage, is probably going to be on the throne a while longer. Why?

To answer that question, we borrow from the work of Nobelist Robert Mundell. In Mundell’s study of the world’s dominant currencies over the past three millennia,

he found that there was always one currency that dominated, and that the following five characteristics were associated with each dominant currency:

**1.The transactions domain was large.**

On this score, the U.S. clearly qualifies. Until recently, it has been the world's largest economy measured on a purchasing power parity basis. Today, its GDP accounts for 16.1 percent of the world's total. China has recently surpassed the U.S. on that measure, with 16.9 percent of the total, and the Eurozone has 11.9 percent. So, in terms of their transaction zones, both the yuan and the euro could challenge the greenback.

**2. Monetary policy inspired confidence.**

No currency ever survived as a top international currency with a high rate of inflation or with a recurring risk of debasement or devaluation. So, unless there are significant U.S. monetary policy mistakes, challengers will face a Sisyphean task.

**3.Exchange controls were absent. Exchange controls, such as those in China, are always a sign of weakness, not strength.**

Controls alone eliminate the Chinese yuan as a challenger to the greenback's dominance. This explains why China is working to remove controls. It is worth stressing that one of the areas where the U.S. dollar is becoming increasingly vulnerable to a challenge is the area of sanctions (read: restrictions), which the U.S. government imposes on the use of the greenback. Financial sanctions – which have been inspired by an aggressive, interventionist, neoconservative philosophy – are used by the U.S. and are administered as weapons of war by the Office of Foreign Asset Control at the U.S. Treasury (OFAC). Paradoxically, the OFAC is waging war on the U.S. dollar. Gone are the days when George Washington, in the middle of the U.S. Revolutionary War, could draw on his account at the Bank of England.

Related to exchange controls are other types of restrictions that can be placed on how people can spend and transfer the money they own. One way to restrict the use of a modern currency is to abolish it. That is just what Harvard Professor Kenneth Rogoff has proposed in his new book *The Curse of Cash*, which was recently

published by Princeton University Press. And Rogoff is not alone. Another Harvard Professor, former U.S. Treasury Secretary Larry Summers, and Prof. Narayana Kocherlakota, who was formerly the president of the Federal Reserve Bank of Minneapolis, have also advocated moving away from greenback cash. Such a move would open the gates for a challenge to King dollar.

**4.Strong international currencies have always been linked to strong states. States that can defend themselves against external and internal enemies. This is a security-stability factor.**

**5.Until the world entered the age of complete fiat currencies, all the dominant currencies had a fallback factor.**

They were all convertible into gold or silver. So, today's currencies, being fiat currencies, have no fallback factor, and all are vulnerable to a challenge. Perhaps a new disruptive technology will allow for the production and efficient use of a private currency with a fallback factor. Such a currency, if deemed to be legal, could mount a challenge to the King.

When viewing the twists and turns of the greenback in Jacques de Larosière's anti-system, there is no better place to start than the Great Crash of 2008. The accompanying chart shows that the USD/€ exchange rate — the world's most important price — fell a stunning 19.13 percent over a brief four month period. Linked to the soaring dollar, two other important prices, gold and oil, collapsed by 19.08 and 57.03 percent, respectively. Not surprisingly, the annual inflation rate in the U.S. moved from an alarming rate of 5.5 percent in July to an outright deflation of -1.96 percent a year later. Contrary to the Federal Reserve's claims, the dance of the dollar and related changes in commodity prices and the level of inflation indicated that monetary policy was way too tight in late 2008. This caused massive instability that we still haven't fully recovered from.



### The Great Crash of 2008

	USD/EUR Exchange Rate	Price of Gold	Price of Oil	U.S. Inflation Rate (CPI, yr/yr)	
Jul. 2008	1.5759	\$940.02/oz	\$133.37/bbl	Jul. 2008	5.50%
Nov. 2008	1.2744	\$760.66/oz	\$57.31/bbl	Nov. 2008	1.10%
%Change*	-19.13%	-19.08%	-57.03%	Jul. 2009	-1.96%

\*Percent changes are from July 2008 to November 2008.  
 Note: The lowest annual inflation since 1950 was recorded in Jul. 2009.  
 Sources: Bloomberg, U.S. Energy Information Administration, and Federal Reserve Economic Database.  
 Calculations by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.

What can be done to reduce the instability in the current anti-system and mitigate the damage caused by the twists and turns of King dollar? The world’s two most important currencies — the dollar and the euro — should, via formal agreement, trade in a zone (\$1.20 – \$1.40 to the euro, for example). The European Central Bank would be obliged to maintain this zone of stability by defending a weak dollar via dollar purchases. Likewise, the Fed would be obliged to defend a weak euro by purchasing euros. Just what would have happened under such a system (counterfactually) since the introduction of the euro in 1999 is depicted in the accompanying chart.

Stability might not be everything, but everything is nothing without stability.

### Dollars per Euro



Sources: Federal Reserve Economic Database. Prepared by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University.

## 2017 年 2 月中国经济金融形势评论

张超<sup>1</sup>、张家瑞<sup>2</sup>

### 一、国际财经热点分析

#### (一) 全球金融市场酝酿大危机

##### 1. 不足 3 个月的“特朗普牛市”结束

2016 年 11 月初，特朗普当选后“减税”与“基建”成为市场疯狂的催化剂，通胀预期强烈升温推动美股、美元指数一路飙升，美债收益率也不断创出新高。标普 500 指数和道指分别上涨 7.25% 和 9.61%，道琼斯指数更是一度突破 2 万点，引发市场投资者的狂欢。当东半球沉浸在节日的欢乐气氛中时，欧美股市的“特朗普牛市”却戛然而止。受特朗普近日移民新政的影响，1 月 30 日，美国股市三大股指一反涨势大跌，盘中美股三大主要指数一度均下跌超过 1%，道琼斯指数也再度回到 2 万点以下，基本抹去了上周三以来的涨幅，欧洲和日本股市也普遍下跌。与此同时，美元指数再次跌破 100，美元/日元跌幅超过 1%，黄金大涨近 20 美元，突破 1210 美元/盎司关口，而白银、铜、石油也纷纷跟涨。

不仅如此，事实上，早在几周之前，高盛、摩根史坦利等一些华尔街大银行的高管已经开始抛售股票，不到两个月卖出了近 1 亿美元股票，超过 2006 年以来任何一年的同期水平。除大银行家以外，普通投资者也从 2 万点的牛市行情中瞬间转变风向，纷纷从美股赎回资金，迅速进入避险资产。美银美林银行最新数据分析称，最近一周里美股资金流出规模高达 63 亿美元，为美国对冲基金和指数基金在四个月来最大单周赎回规模。而德意志银行最新的一份研究报告也指出，全球经济回升势头将调头。这突如其来的美股大跌和资金外流宣告疯狂的“特朗普牛市”终结，股市长期回调之路将开启。

##### 2. “特朗普牛市”终结早有断言

事实上，特朗普当选后美股的反弹与大跌，都不是偶然的，从美国经济基本

<sup>1</sup> 张超，中国人民大学国际货币研究所研究员、国家开发银行资金局

<sup>2</sup> 张家瑞，中国人民大学国际货币研究所研究员，中欧国际工商学院国际研究员



面状况和当前金融市场的主要矛盾来看，都已经被预期到了。

“特朗普牛市”的狂欢不可能持续。特朗普当选美国总统后出台的“颠覆性政策”，可能对全球经济，尤其是全球一体化的经济进程带来非常大的挑战，也给全球的资本市场带来了非常大的不确定性。特朗普获胜之初全球资本市场反应非常剧烈，在市场重读其减税和刺激政策之后，股票市场快速止跌反弹，走出一波“V”型的反弹，而美元指数也快速反弹，债券遭到抛售，市场参与者对于特朗普可以说是信心满满。但在笔者看来，“特朗普牛市”缺乏基础且不可能持续。笔者在2016年11月14日的文章《全球经济回顾与展望之美国大选与政策反思》中指出，从经济基本面和资本市场两个角度看，“特朗普牛市”都是一个短暂的“狂欢”，如果现在参与这个大“party”，将付出惨重的代价。

首先，从资本市场看，尤其是美元资产的走高是脱离基本面的“狂欢”。美国金融市场的走势更多是一种短期的情绪化表现，并不能真实地反映出美国经济和全球经济问题。从短期来说，市场会对一些美国重建或者说“美国四万亿”这样的一种计划有一种自己的预期和期盼，但是真正落地和真正产生影响，可能与资本市场的预期会比较大的偏离，就像引发这次股市下跌的“移民政策”。在笔者看来，特朗普的经济政策更多是一种“任性”的表现，还是以“口号式”操作为主，很少综合考虑美国现在经济面临的具体情况。

另外，美国经济的深层次问题制约资本市场的走强。从某种层面上说，特朗普上台是美国经济“外强中干”的表现。由于美国经济没有解决“金融挤出”的能力，而“金融挤出”深刻影响到美国的财富再分配，特朗普的政策如果不能解决“金融挤出”或者不曾试图解决这个问题，无论他提出的贸易政策、移民政策、经济政策乃至财政政策，都不会起到任何实质性的效果。需要强调，解决“金融挤出”问题的各种政策落地和实施需要资本市场配合，而资本市场配合又与他目前所推出的政策的出发点是相悖相矛盾的，这样一种矛盾体，在未来是很难具体地实施和落实的。

第三，我们似乎忽略了美国一个核心问题：联邦财政赤字与政治角力。这是制约特朗普施政的一个客观情况，不随他的主观意愿所改变。虽然共和党控制了参众两院，但是我们知道共和党控制参众两院主要是来自于共和党的政治精英。

那么政治精英与特朗普之间的这些政治上的分歧能不能弥合，就是说总统与国会的配合程度有多强，这是影响下一步美国新政策出台的速率和政策效果落地的非常核心的因素。我们可以看到，特朗普是和两党在华盛顿的政治精英都相悖的一个人，如果他的政策和政治精英相一致，那么其政策可能推行的会比较顺利；如果相悖，那么两党政治精英可能会联合起来反对总统，或将出现美国政治历史上非常奇葩的现象。此外还有一点，如何来平复选民之间巨大的分歧，如何在国会中争取更大的支持，这也是特朗普面临的问题。所以当市场真正等冷静下来再思考的时候，或者某些突发事件刺激市场再思考的时候，“特朗普牛市”的终结似乎就是情理之中的事情。

美国未来的政策走向更趋保守。特朗普赢得这次大选的主要票仓的分布，主要来自于中低收入者，如果特朗普上台后的第一个任期内无法缓解低收入者与中高收入者收入增长的差距，那么对他的第二个任期内的连任会有比较大的影响。而缓和这种越来越大的收入差距分化，就不得不面对“金融挤出”这样深层次的问题，这又与其主张的放松监管相矛盾。那么在短期看，特朗普很有可能用极端保守的政策换取支持率，且用保守政策倒逼“金融挤出”的自我改革。

美国经济结构与社会结构矛盾给经济带来更大风险。首先，美国的结构调整是非常漫长的过程，从某种角度上说，不是美国经济结构调整来适应经济问题，而是美国的经济结构如何反映经济的问题。其次是关于分配的问题。虽然政府可以通过税收、资本利得调节这两种方式来解决，但从美国的经济来看，目前金融和金融服务业占据很大比重，这种自我的修复过程很难完成，需要借助一些外力，而这种外力有可能是政治上的，有可能是被动的全球大环境的改变。这种经济结构调节的节奏是否适应社会结构调整的节奏有非常大的不确定性，因此给经济带来非常大的风险。

最后，美国“金融挤出”导致了上下层社会的割裂，下层不信任上层，所以选出了特朗普，而特朗普没执政经验很有可能引发共和、民主两党联合反对。对于下注“特朗普牛市”的投资者，目前的风险远远高于潜在的收益，在操作上要逆情绪而动。

### 3. 美股和美债都不如黄金

前面的分析可以看出，特朗普带来唯一的“确定”就是“不确定性”。特朗



普当选后短暂的“特朗普牛市”是美国股市的一场狂欢，未来政策的不确定性使得美国股市蕴藏着巨大风险。至于美国国债，很可能难以继续维持过去几十年作为稳健的安全资产的角色。

我们看到特朗普胜选以来，以美元指数为代表的美国金融资产价格持续攀升，市场对于特朗普增加财政支出提振美国经济抱有很大期待，但有一个问题必须回答：钱从哪里来？我们看到从 2008 年次贷危机之后，美国政府的债务就开始“飙升”，2016 年 9 月底这个国债余额已经接近到 20 万亿美元。这意味着，如果美国联邦利率每提高 0.25%，美国政府每年名义利息支出要多出近 500 亿美元。“旧债还不上，新债利息高”这就是美国政府面临最棘手的问题，更何况特朗普还要再继续加大基建支出。

当下，美国国债被投资者视为无风险资产，而且投资者习惯认为美国解决债务问题的方案只有“稀释债务”这一条途径而忽略“债务违约”这个潜在风险。但是美联储加息将打破这个幻想。债务稀释的前提是“印钞”，美联储加息与债务稀释显然是背道而驰，政府旧债已成“烫手山芋”而且还要面对新债成本的继续攀升。特朗普会不会不按常理出牌，用违约处理美国的债务问题，对于这位“不确定性”总统，违约似乎并不是不可接受的事情。也许 2008 年的席卷全球的金融危机由金融机构债务违约引发，而 2017 年全球金融危机将会由美国政府违约引发！

我们为什么使用美元？可能我们每个人都有使用美元的理由，但最核心的问题是大家相信美元的信用！美元的发行不同于其他国家，简单说是基于美国国债，美元是美国政府对美联储或者说使用美元者的负债，如果美国国债违约即意味着美元彻底没有了信用，那么我们还能相信什么？这个答案就在两个字：黄金。

虽然我们现在看待黄金已经习惯了从“商品”或“金融资产”的角度看待黄金，认为没有利息的黄金是在美元加息周期中最先被抛弃的资产，但我们恰恰忽略了黄金最重要的属性——最终信用，尤其我们现在面临美元信用的崩溃。其实，无论是从 1971 年 8 月 15 日尼克松宣布放弃“布林顿森林体系”，还是 1976 年 1 月 8 日基于牙买加协议的浮动汇率制建立，人类摆脱黄金的货币支持都不过 50

年。因此，2017 年无论是美国股票市场还是债券市场，都不是投资者首选的投资品，规避风险的最佳选择就是黄金！

## 二、中国宏观经济问题简析

### （一）价格走势分析

中国 1 月 CPI 温和，PPI 同比大涨。统计局公布的 1 月份 CPI 和 PPI 数据，CPI 环比上升 1%，同比上涨 2.5%，高于历史均值；PPI 环比上涨 0.8%，同比大涨 6.9%，连续 13 个月回升。

我们认为 CPI 走高主要受季节因素影响。1 月 CPI 同比上涨 2.5%，环比上涨 1%，受春节假期提前的影响，1 月 CPI 同比、环比均出现超预期上涨。其中食品项涨幅 2.3%，非食品项涨幅 0.7%，高于往年春节期间涨幅。分项看，春节因素需求上涨推动鲜菜、畜肉、烟草、旅游、等项目价格环比大幅上涨，不过蛋类与通信工具等仍继续下滑对 CPI 构成拖累；非食品项中，国内成品油价格上调带动交通水电燃料等项目环比上涨。

1 月 PPI 再次超出市场预期，同比增速达 6.9%，连续 13 个月回升。PPI 同比大幅回升主要原因是去年同期的低基数以及需求稳定下工业品价格维持高位。PPI 环比增长 0.8%，较上个月增速小幅回落，主要受春节期间主要工业品市场交投清淡，中上游钢价、煤炭涨势趋缓影响，但石油与天然气等能源、化学纤维品等价格涨幅扩大。

CPI 前低后高，PPI 前高后低。春节因素过后，CPI 回落的可能性较大，三季度前将以 1.5 为轴上下波动，但随着工业品价格和原材料价格的上涨，CPI 四季度将走高；PPI 在低基数、油价上涨、钢铁水泥玻璃等行业接棒去产能因素影响下短期内大幅下降的可能性较小，随着刺激措施时滞效应减弱，PPI 同比增速将回落。目前国内外环境总体改善，国内经济运行较为平稳，国际需求暂时回暖，价格压力并不突出。但由于国内地产投资热潮的降温，未来国际贸易压力不断走高，中游企业需求放缓将逐步显现，加之原材料价格粘性较大，工业品价格向居民生活用品价格传导的压力上升。

### （二）制造业 PMI 分析

中国制造业 PMI 指数小幅回落，经济短期平稳。中国 1 月份制造业 PMI 数



据为 51.3%，较上月小幅回落 0.1 个百分点，仍保持在荣枯线上方，短期延续平稳扩张态势。从分项数据看，生产指数为 53.1%，比上月下降 0.2 个百分点；新订单指数为 52.8%，比上月回落 0.4 个百分点；从业人员指数为 49.2%，比上月回升 0.3 个百分点；原材料库存指数为 48.0%，与上月持平；新出口订单指数为 50.3%，比上月回升 0.2 个百分点。

PMI 环比放缓受春节假期的影响，制造业的需求和生产均有所放缓，生产指数和新订单指数与上月相比小幅回落。但从总体趋势来看，虽然 PMI 指数已连续 6 个月保持在 50% 荣枯线之上，并呈稳步扩张态势，但主要是因为扩张性财政和货币政策的滞后影响。生产和新订单指数同样受季节影响，环比小幅回落，但后续新增需求影响存在较大不确定性。新出口订单指数小幅回暖 0.2 个百分点，继续保持在荣枯线之上，英国脱欧等事件对外需的影响减弱，但特朗普上台后经济与贸易政策的不确定性，使得未来外需的恢复与增长存在不确定性。

从业人员指数为 49.2%，经历 12 月的小幅回落后反弹，延续 2016 年下半年以来的上升趋势，但仍连续 56 个月低于荣枯线。随着制造业供需的回暖，企业用工需求增加，但劳动力成本上涨、制造业去产能等因素带来企业用工需求有限，制造业就业压力仍待缓解。

PMI 未来不确定性增大，或重新滑落衰退区间。1 月 PMI 指数显示，除去季节性因素的影响，经济持续保持企稳回升的态势，内需的回暖和外需的暂时性恢复，使得制造业生产和新订单同比有较大的幅度增长，经济新年开局保持平稳，但由于外需的不确定性，经济触底反弹的内生动力和持续性仍待观察。当前我国经济结构性矛盾依然突出，政策导向上仍需持续激发经济内生活力，防止经济运行出现大幅波动。

### （三）工业增加值分析

工业增加值低位徘徊。中国 2016 年 12 月规模以上工业增加值，同比实际增长 6.0%，增速比上月小幅回落 0.2 个百分点。从绝对值的环比变动来看，12 月工业增加值比上月增长 0.46%，2016 年全年比上年增长 6.0%。分行业看，采矿业增加值同比回落 2.5%，制造业增长 6.3%，电力、热力、燃气水生产和供应业增长 8.0%。大类行业中绝大部分行业，尤其是高端制造业增加值保持同比增长。

分产品看，钢材、水泥等原材料产品产量同比下降，汽车、轿车等制造业产品产量同比增长。12月，工业企业产品销售率为98.8%，比上年同期提高0.2个百分点，出口交货值同比增长。

总体来看，采矿业工业增加值同比继续下降，制造业增加值同比继续增长，尤其是高新技术产业的增长成为工业增加值增长的主要推动力，显示了钢铁、煤炭行业去产能、去库存取得效果，但制造业则回暖的判断还为时尚早。

我们认为，工业增加值回暖较为困难。2016年工业表现出制造业弱复苏、经济短期回暖，以及传统行业去产能、去库存加大的大趋势。在未来原材料价格上涨以及下游需求疲弱的大环境下，中游工业企业利润将被压缩，预期未来工业增加值维持弱势。

#### （四）工业企业利润分析

工业利润增速出现下滑。中国2016年工业企业利润，总额68803.2亿元，1-12月累计同比增长8.5%，增速比1-11月下降0.9个百分点。12月实现利润总额8443.5亿元，单月同比增长2.3%，较前值回落12.2个百分点。

分行业来看，全年上游企业利润总体下滑，采矿业利润总额同比下降27.5%，除煤炭开采业受价格暴涨和供给收缩影响利润大幅上涨外，其他原材料开采行业利润增速同比有较大的幅度下滑；中游企业利润均有不同幅度的上涨，制造业同比大幅增长12.3%；下游企业利润涨跌不一，利润总额上涨的企业多于利润下降的企业，同比总体上涨。分企业类型看，全年国企利润同比增长6.7%；股份制企业大幅下降8.3%，私营企业增长4.8%。同时，工业企业资产负债率55.8%，比上年下降0.4个百分点。

我们认为未来工业利润反弹将有所回落。2016年全年工业企业利润同比出现大幅增长，工业企业效益明显好转，扭转了2015年工业企业利润总额下降的局面，尤其是制造业利润总额大幅增长。但值得注意的是，2016年企业利润的大幅上涨，与2015年利润大幅下降、基数低有一定的关系，加之国内外环境仍存在不确定因素，经济企稳回升的基础尚不牢固，未来持续反弹不可预期。

#### （五）固定资产投资分析

固定资产投资“苦撑”经济。中国2016年全国固定资产投资总额，比上年同比名义增长8.1%，增速比1-11月回落0.2个百分点，比上年全年增速同比回



落 1.9 个百分点。从环比看，12 月固定资产投资增长 0.53%。

分行业看，第一产业投资增速比 1-11 月小幅回落 0.8 个百分点；第二产业投资增速提高 0.2 个百分点，其中，采矿业投资全年下降 20.4%，降幅扩大 0.2 个百分点，制造业投资增长 4.2%，增速比 1-11 月增加 0.6 个百分点；第三产业投资增速回落 0.4 个百分点。从项目主体来看，中央项目投资比上年增长 4.9%，12 月增速比 1-11 月回落 0.2 个百分点；地方项目投资增长 8.3%，增速回落 0.5 个百分点。从施工和新开工项目情况看，施工项目计划总投资增速比 1-11 月提高 0.9 个百分点，新开工项目计划总投资增速小幅回落 0.1 个百分点。

在内外需不振、国内去产能、去库存因素的影响下，2016 年全年固定资产投资增速放缓，12 月固定资产投资增速也有小幅回落。虽然总体上 2016 年全年固定资产总投资增速下降，但从结构上看，制造业投资增速继续回升主要得益于去产能、库存带来的短周期影响。在上游价格回升的情况下压缩利润的情况下，中游制造业投资可持续性值得怀疑。

我们认为未来固定资产投资长期保持下行态势。2016 年 8 月以来，固定资产投资增速一直保持低速状态，在地方政府债务不断规范，环境承载能力不断下降，企业债务负担严苛的局面下，基建类固定资产投资将长期维持较低水平，短期看会在年初有所反弹，但不可持续。制造业固定资产投资和新开工项目计划投资增速的回暖，但企业利润的下滑与债务率下降的速率将决定企业固定资产投资变化，预期在 2017 年企业固定资产投资将比 2016 年有所下滑，但高于基建类投资。

## （六）社会消费总额分析

消费窄幅波动。2016 年 12 月中国社会消费品零售总额数据，同比名义增长 10.9%，增速比 11 月提高 0.1 个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额增长 9.8%。2016 年全年消费品零售总额比上年增长 10.4%，增速回落 0.3 个百分点，限额以上单位消费品零售额增长 8.1%。

12 月消费品零售总额同比增速与上月相比继续上涨，达到 2016 年最高值。分地区、消费类型来看，城镇、乡村消费零售总额，餐饮和商品零售均保持同比超过 10% 的增长规模，2016 年全年消费品零售总额也呈现相同的特点。此外，

2016 年全年网上消费品零售额与上年相比大幅度增长 26.2%，其中实物商品网上零售额增长 25.6%，占社会消费品零售总额的 12.6%。在消费升级趋势下，内需将成为拉动经济增长的内在动力。

我们认为消费是经济增长新兴动力，但短期内仍不足支撑中国庞大经济体量。四季度消费同比增速继续保持增长的趋势，这部分受益于制造业回暖、经济增长势头向好，以及电子商务等网上零售新兴业态的快速发展，以及服务型消费市场的扩大。接下来，随着内需复苏、制造业生产和固定资产投资保持增长，经济增长动力完备，预期消费将继续稳步增长。

### 三、中国金融市场数据简析

#### （一）中国金融数据分析

中国人民银行公布 2017 年 1 月金融数据，其中新增人民币贷款 2.03 万亿元人民币，前值 1.04 万亿元，创一年新高；社会融资规模增量 3.74 万亿元人民币，预期 3 万亿元，前值由 1.63 万亿元，创有数据以来历史新高；M2 货币供应量同比增长 11.3%，与上月持平。

信贷数据反映企业融资需求回暖。1 月新增人民币贷款 2.03 万亿，低于预期 2.44 万亿，主要原因在于 1 月春节假期贷款需求的季节性下降，以及传言央行窗口指导。从贷款结构上看，企业短期和中长期贷款均大规模增长，维持在高位。虽然总额不及预期，但扭转了 2016 年下半年以来企业融资低迷的现状，表明经济需求转暖、信贷回流加大。相比之下，表内票据大幅减少 4532 亿，可能与银行应对央行信贷额度的监管有关。

社融创历史新高。1 月新增社融 3.74 万亿，同比多增 2169 亿，大幅度高于新增人民币贷款，反映表外非标融资快速增长。其中银行承兑汇票增加 6131 亿元，企业债券新增融资净减少 539 亿元，非金融企业境内股票融资增加 1599 亿元，同比多 130 亿元。在新增贷款低于预期，债券市场融资成本上升，票据融资额下降，货币政策收紧预期走强，社融走高或与传言央行窗口指导有关，反映企业与金融机构“预防性贷款”倾向明显。

M2 增速维持稳定。1 月 M1 同比增速为 14.5%，增速比上月大幅回落 6.9 个百分点，M2 同比增长 11.3%，与上月持平。M1 和 M2 剪刀差持续收窄。因信贷



与社融走高，资金“活化”将在未来三个月逐步显现，预期未来 M2 同比增速走高。

## （二）中国金融政策走势预判

1月信贷数据虽低于预期但仍维持在季节性高位，并且从结构看，企业短期与中长期贷款均较大幅度增长，企业融资需求旺盛，拉动经济回暖。同时，社融上升反映出经济融资需求过热，在信贷规模受限、债券融资成本高企的背景下，未来非标融资将维持高位，央行调节和监管重点将进一步下移，调节社会融资总量或称为下一阶段“降杠杆、防风险”的主要任务。在此背景下，下一步央行审慎监管、去杠杆可能持续加码，货币政策短期看将维持中性偏紧，考虑到目前存续债务问题，央行货币政策基调或维持中性。

## 四、2月中国主要经济数据

指标名称	CPI: 当月同比	PPI: 全部工业品: 当月同比	PMI	工业增加值: 当月同比	工业企业: 利润总额: 累计同比	固定资产投资完成额: 累计同比	社会消费品零售总额: 当月同比	进出口金额: 当月同比
2016-06	1.90	-2.60	50.00	6.20	6.20	9.00	10.60	-7.80
2016-07	1.80	-1.70	49.90	6.00	6.90	8.10	10.20	-9.10
2016-08	1.30	-0.80	50.40	6.30	8.40	8.10	10.60	-1.60
2016-09	1.90	0.10	50.40	6.10	8.40	8.20	10.70	-6.80
2016-10	2.10	1.20	51.20	6.10	8.60	8.30	10.00	-5.30
2016-11	2.30	3.30	51.70	6.20	9.40	8.30	10.80	1.40
2016-12	2.10	5.50	51.40	6.00	8.50	8.10	10.90	-2.30
2017-01	2.50	6.90	51.30					11.40

## 系列二十三：中资银行国际化仍需防范国内风险<sup>1</sup>

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》第七章。

### 一、银行资产质量下降风险

中资银行的主要业务是信贷，信贷资产质量下降是威胁银行安全的首要风险。由于银行贷款是企业的主要融资渠道，在关停并转“两高一污”企业和“去产能、去库存、去杠杆”的经济结构调整过程中，银行的不良贷款规模急剧上升。2015 年 4 季度，商业银行总资产规模增速为 15.6%，不良贷款规模持续上行，拨备水平持续下行，商业银行口径拨备覆盖率为 181%，部分大行的拨备覆盖率已经逼近 150% 的监管红线，未来面临较大拨备计提压力。截止 2015 年底，银行业关注类贷款比例 3.79%，整体不良贷款率 1.67%，拨备覆盖率 181%。<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 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

<sup>2</sup> 数据来源：银监会主席尚福林 2016 年 3 月 12 日在“两会”联合记者会的发言。

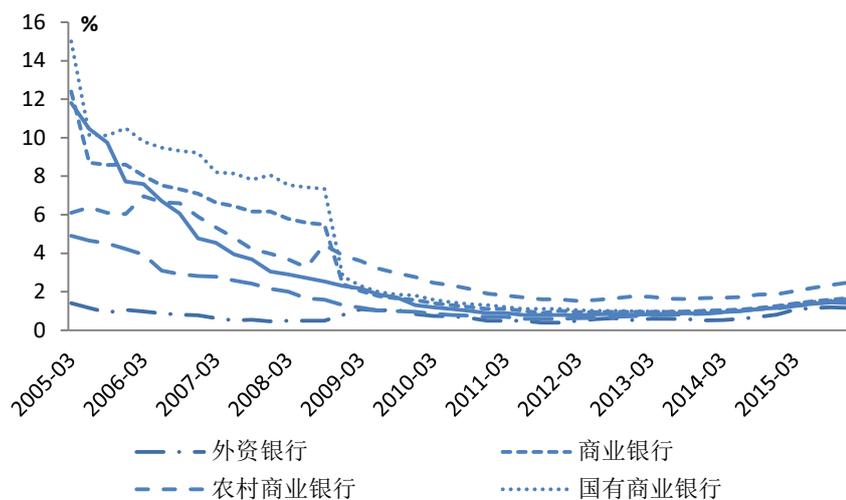


图 1 2005-2015 年各类商业银行不良贷款率

数据来源: wind

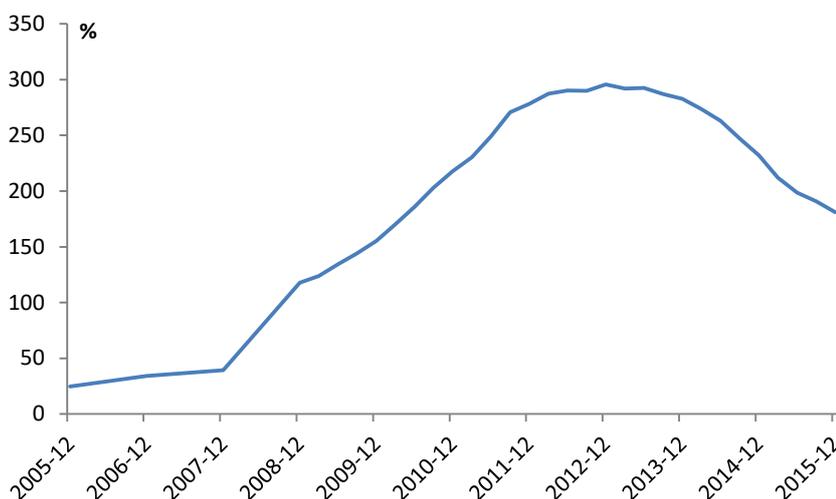


图 2 2005-2015 年各类商业银行拨备覆盖率

数据来源: wind

从国际经验和我国过去的实践看,要化解银行不断积累的不良贷款,可以采取不良资产证券化、债转股等方式。债转股就是允许商业银行按照一定的标准,将银行对企业的债权转换为股权。债转股提供了处理表内不良资产的新途径手段,在短期内可以提高银行不良资产的出清速度,降低银行资产质量压力和企业杠杆率,对银行的经营和风险管理产生较大影响。值得注意的是,此举会促进延期续贷、已实质性破产但并未纳入不良的公司加速债转股重组,使得短期内银行表内资产质量压力不降反升。此外,还存在实际操作中的道德风险和银企利益绑定问题,银行需要建立严格的风险隔离手段,防止利益输送。长期看,银行通过债转

股可帮助消化企业的杠杆比例，有利于淘汰僵尸企业，但银行从债权人转向投资人，无疑要为去产能、去库存承担一定的成本，必须充分认识到其中的风险，制定相应的风险控制措施。

## 二、银行利润下降风险

拖累银行业利润增长的两个主要因素是息差缩小和资产质量下降，在“去产能、去库存、去杠杆”的经济结构调整过程中，这样的趋势在今后一段时间内还将延续。根据银监会公布的数据，截至 2015 年第四季度末，商业银行当年累计实现净利润 1.59 万亿元，同比增长 2.43%，净息差 2.54%，环比第三季度上升 1BP，收入成本比 30.59%，同比下降 1.03%。商业银行不良贷款率 1.67%，环比第三季度上升 8BP，拨备覆盖率为 181.18%，环比第三季度下降 9.62%；贷款拨备率为 3.03%，环比 3 季度基本持平。

表 1 2015 年商业银行主要监管指标（法人）

	一季度	二季度	三季度	四季度
<b>流动性指标</b>				
流动性比例	47.46%	46.18%	46.16%	48.01%
存贷比	65.67%	65.80%	66.39%	67.24%
人民币超额备付金率	2.30%	2.91%	1.91%	2.10%
<b>效益性指标</b>				
净利润（本年累计）	4436	8715	12925	15926
资产利润率	1.29%	1.23%	1.20%	1.10%
资本利润率	17.76%	17.26%	16.68%	14.98%
净息差	2.53%	2.51%	2.53%	2.54%
非利息收入占比	24.60%	24.61%	24.27%	23.73%
成本收入比	26.67%	27.21%	27.88%	30.59%
<b>资本充足指标</b>				
核心一级资本净额	95456	97062	101414	106268
一级资本净额	98027	99962	104463	110109



资本净额	117594	119949	125073	131030
信用风险加权资产	803087	833708	859033	884712
市场风险加权资产	7929	8354	8598	8613
操作风险加权资产	68530	68672	68814	77226
应用资本底线后的风险加权资产合计	895530	926236	950921	973982
核心一级资本充足率	10.66%	10.48%	10.66%	10.91%
一级资本充足率	10.95%	10.79%	10.99%	11.31%
资本充足率	13.13%	12.95%	13.15%	13.45%

来源：中国银行业监督管理委员会

来源：中国银行业监督管理委员会

2015 年商业银行口径净利润增速为 2.4%，与 2014 年末 9.6% 的增速水平下降了 7.2%。利率市场化基本完成，以及中央银行采取的多次降息政策，对银行的息差收入产生了显著的负面影响。银行是典型的顺周期行业，在宏观经济下行打压下，在资产质量恶化的压力下，银行的净利润增速进入下行通道。展望未来，如果资产质量继续恶化并蚕食利润，预测银行业整体净利润增速可能接近零增长、甚至出现负增长。

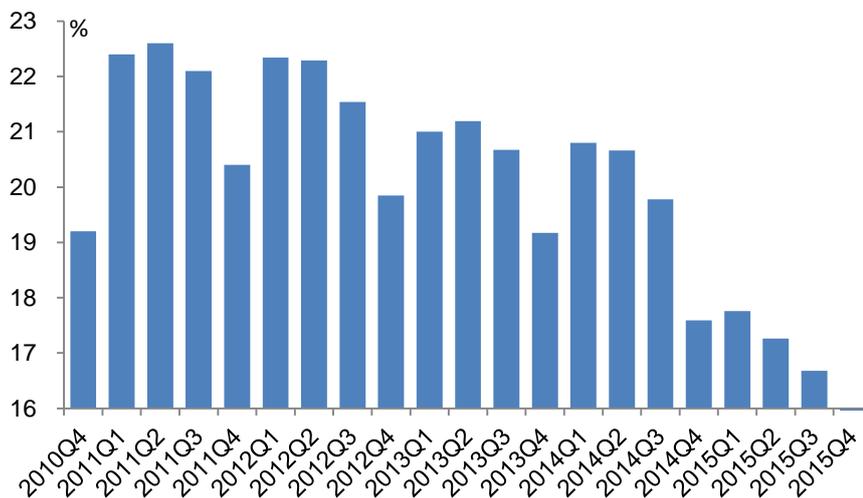


图 3 2014-2015 年商业银行资本利润率

数据来源：wind

在未来利润增速持续放缓的趋势下，银行的盈利模式亟待转变。随着利率市场化进程的不断推进，表外业务的创新与开展日益成为传统银行业竞相争夺的新制高点，其中债转股、不良资产证券化业务重启和通过收购券商等牌照推进综合

化经营，有望成为解决银行息差收窄和资产质量下滑问题的突破口。

### 三、利率市场化风险

2015年，随着存款利率管制的放开，中国历时近20年的利率市场化进程基本完成。一方面，为了适应宏观经济管理需要，央行多次降准、降息，导致银行的贷款利息下降，另一方面，互联网金融异军突起，用更高的利率争夺居民储蓄资金，导致银行存款大幅流失。银行面临存贷利差收窄、存贷比上行的压力。据银监会官方数据披露，2015年商业银行存贷比为66.28%，较2014年的65.13%上升1.76%。此外，资本市场场外配资、互联网金融创新更是吸引了大部分存款外流，银行资产扩张能力早已今非昔比。展望未来，银行负债将更加不稳定，流动性风险加大。

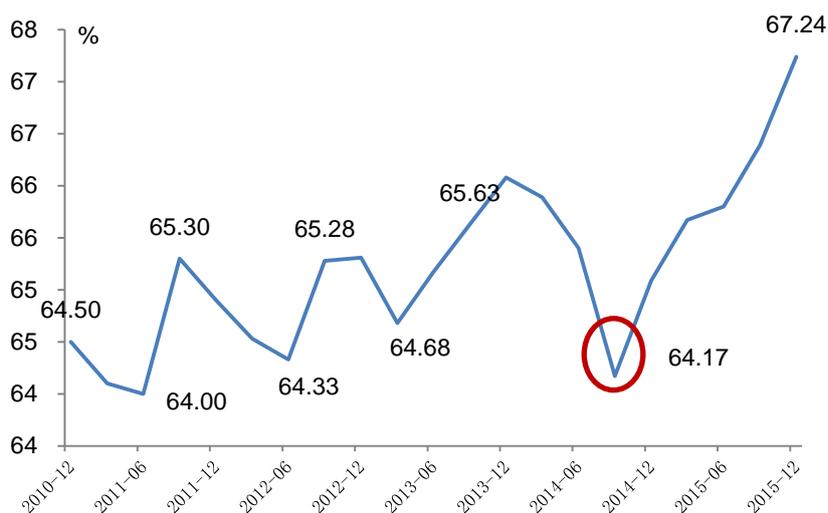


图4 2010-2015年商业银行存贷比

数据来源：wind

注：从2014年三季度起，存贷比按照银监发[2014]34号《中国银监会关于调整商业银行存贷比计算口径的通知》中方法计算，披露口径由“本外币”改为“人民币”。

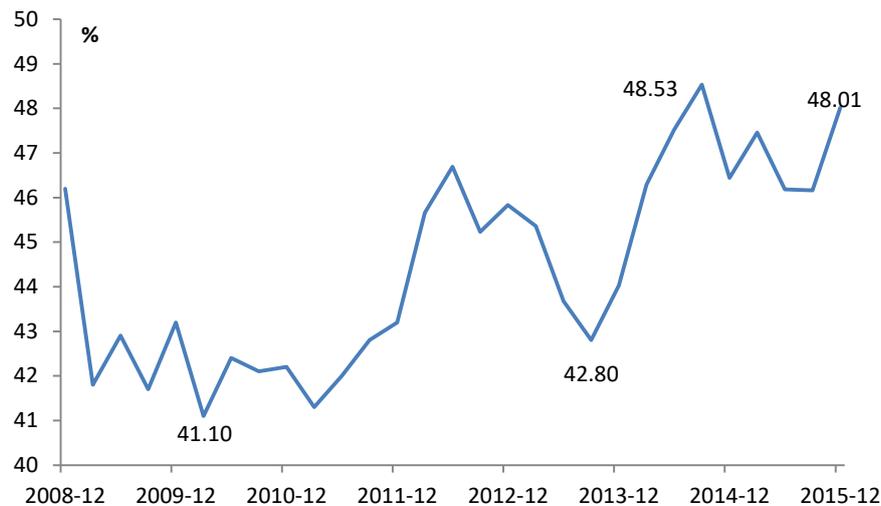


图 5 2009-2015 年商业银行流动性指标

数据来源: wind

#### 四、影子银行风险

近年来,影子银行在服务经济社会发展的同时也暴露出了交易错综复杂、管理不规范等问题。影子银行将资金投向地方政府融资平台、房地产、“两高一剩”等行业和领域,削弱了宏观调控的有效性,不利于经济结构调整;影子银行的资金来源和运用与正规金融体系相互渗透,如果管理不善会导致风险向正规金融体系传递;此外,部分影子银行扩张冲动明显导致收益率过高,风险提示不足,扰乱了金融秩序和市场环境。

信托公司是我国最重要的影子银行,信托行业对经济周期和宏观环境变化相对敏感,在进入经济“新常态”下行压力增大,特别是钢铁、煤炭、水泥等行业产能过剩、亟待调整的背景下,信托业也结束了 2008 年以来的高速增长,步入转型发展阶段。前期高速发展时期,利率设置过高和业务集中于房地产、基建等领域等问题导致信托产品存在严峻的兑付风险,信托公司面临业务风险集聚与释放的挑战,以信托为渠道的深度介入,必然也会给银行带来传染风险。

在银信合作模式中,潜在的信托合作风险值得银行重点关注。首先,由信托公司发放、银行发起的信托贷款,存在隐性担保的表外风险敞口。由于受到监管指标与贷款行业投向等限制,银行有动力通过证券化等渠道将部分表内资产转移到表外,但在信托产品违约时银行则要承担相应损失。截至 2015 年 12 月,全部

40614 只信托产品中，贷款类信托数量合计 3151 只，占比 7.76%，且平均发行规模较大，规模占比达到了 19.52。在当前银行表外资产计提拨备比例较低的情况下，一旦信托产品出现系统性违约，银行的不良资产很可能就会迅速增加。其次，银行以信托收益权形式购买信托产品，或为其他信托通道业务提供资金支持，当发生违约事件时，与违约信托产品相关的银行投资也将面临损失。再次，银行开展的信托产品代销业务同样隐含风险。在这种合作方式中，银行主要采取向高净值客户销售等方式获取佣金收入，只履行代销协议而不参与产品的设计与募集。当信托产品违约发生时银行不负有赔偿责任，但若在销售过程中存在误导投资者等不当行为，则需分担违约责任。

此外，刚性兑付的后遗症也导致影子银行风险不断酝酿发酵。虽然在短期中刚性兑付有助于推动业务快速发展，消除投资人疑虑，但其长期效果则会导致投资者对风险不敏感、风险收益不匹配，加大逆向选择风险，在经济下行时容易面临预期收益难以覆盖融资成本的冲击。而且刚性兑付也不利于成熟金融市场的发展，隐患更加严重。

近年来，伴随信托公司自营渠道的扩展和资产管理行业竞争的日益激烈，信托公司对银行的依赖程度持续减弱，银信合作的占比正在逐步下降。加之监管层对银信合作相继出台各项细则，在资产真实转让、非标资产占比、风险资本计提等方面提出了更加严格的要求，从而使得银信合作的风险整体可控。

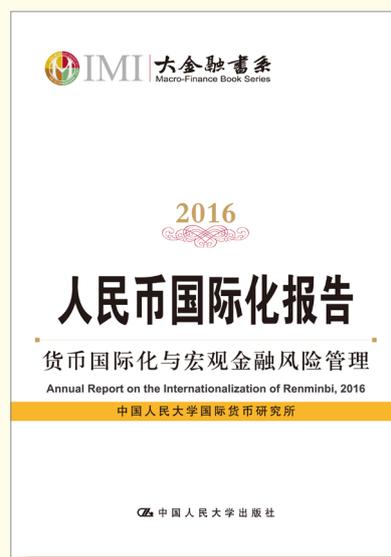
值得注意的是，披着同业业务和委托贷款外衣进行信贷腾挪的影子银行业务仍然兴旺。截至 2014 年底影子银行达到约 46 万亿的规模，其中同业产品与信托的相互串联交叉行为比较突出，进一步放大了系统性风险。在此背景下，2015 年 1 月 16 日银监会出台《商业银行委托贷款管理办法(征求意见稿)》，明确提出委托贷款资金不能来自银行授信资金或发行债券获得的资金、委托贷款资金不可变相进入资本市场等要求。重点从来源、投向、额度三个角度对委托贷款展开管理，力图整治实体经济及资产市场中私自提升杠杆等不规范行为，严格控制非标资产风险向银行资产负债表内及其他金融市场的转移。结合此前发布的针对理财资金监管的《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(2013 年 8 号文)和规范同业业务的《关于规范金融机构同业业务的通知》(2014 年 127 号文)，对影子银行的监管实现了框架性总体监管和具体落实的结合。



在放松对地方融资平台监管和同业业务活跃开展的推动下，2015 年末社会融资规模进一步扩张至人民币 1.8 万亿元，反映出影子银行融资的回升迹象，由此带来的不稳定与潜在风险值得关注和警惕。除此之外，影子银行模式还逐渐渗透到资本市场场外配资、互联网金融创新、房地产中介等新的领域，出现了复杂多样的衍生扩展形态，从而进一步加剧了银行业的整体风险。

## 《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



0755-26416011



xft@xfintech.com.cn



深圳市南山区高新科技园前海大道  
2388号怡化金融科技大厦20楼

