

【“2017国际货币论坛”会议专题】

刘元春：跨境金融发展中的若干战略问题

丁剑平：“一带一路”货币汇率参照与人民币国际化关联研究

郭建伟：丝绸之路经济带建设背景下的人民币国际化

王永利：人民币国际化应该坚持记帐清算的方式

魏本华：“一带一路”是顺应当前国际经济大局势的需要

肖 耿：汇率稳定是确保健康有效海外投资的基石

Juan Carlos：“一带一路”具有多边属性的合作倡议

Herbert Poenisch：一带一路战略下的人民币汇率风险

【海外之声】

Danae Kyriakopoulou：全球资本流动发生变化——外国
投资抵消较低贷款

Victoria Cleland：英镑的数字未来

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列九：跨境贸易人民币结算发展情况

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然 原新宇

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峯

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



跨境金融发展中的若干战略问题

刘元春¹

编者按：

7 月 15 日下午，2017 国际货币论坛第二单元主题一分论坛“一带一路”与跨境金融合作研讨会暨跨境金融 50 人论坛成立仪式在中国人民大学世纪馆北大厅顺利举行，研究主题为人民币汇率、跨境金融等问题。本场分论坛为中国人民大学国际货币研究所与 FICCRUC 联合主办，中国证券业协会提供支持，由《当代金融家》杂志社执行社长兼主编李哲平主持。

刘元春校长在开场致辞中强调了跨境金融 50 人论坛在“一带一路”高端峰会的召开和跨境金融方面一系列政策的出台的大环境下的重要意义，同时也指出了近年来我国在大步迈进的过程中面临的问题和挑战。

以下为演讲摘要：

尊敬的各位来宾、老师们、同学们，下午好！今天在这里隆重举行“‘一带一路’与跨境金融合作研讨会暨跨境金融 50 人论坛成立仪式”，共同探讨人民币汇率、跨境金融等问题，我向各位嘉宾的到来表示最热烈的欢迎和最衷心的感谢！

随着“一带一路”高端峰会的召开和跨境金融方面一系列政策的出台，我国金融市场对于跨境金融服务形式多元化的需求也正在不断上升，在这种大环境下，中国人民大学国际货币研究所与《当代金融家》杂志联合发起成立“跨境金融 50 人论坛”，论坛是国内首个专注于跨境金融研究的非官方非营利性学术研究组织。论坛囊括了国内外监管部门、传统金融机构、新金融机构和研究学术机构具有深厚的跨境学金融学术功底和广泛的行业影响力的成员，论坛专注于跨境金融领域政策研究、理论探讨和实践创新的同时，也致力于促进中国与国际学术及实践的交流。成立“跨境金融 50 人论坛”与中国人民大学长期以来以国家急需解决的重大问题为导向，利用自身学科特色和人才优势，加强协同创新与合作研究，聚

¹ 刘元春，中国人民大学副校长，中国人民大学国家发展与战略研究院执行院长

焦我国全面深化改革的重大战略的目标定位是一脉相承的。

“跨境金融 50 人论坛”的成立不仅有助于促进中国与国际学术与实践的交流，对填补我国跨境金融市场上的空白同样有着举足轻重的作用。论坛正式成立以后，将以跨境金融为主题，通过不定期的组织研讨活动，为国内外政府监管部门、传统金融和新金融机构以及专家学者提供高端研究和研讨的平台，推动理论实践创新及应用交流，为相关决策与研究提供理论与实物经验参考，进而为跨境金融创新提供思想源泉，最终对跨境金融产业优化升级产生积极的影响。

这些年跨境金融的发展突飞猛进，特别是我们所看到的跨境支付，跨境支付系统的参与机构从 19 家拓展到 27 家，并有 427 家间接参与其中；我们与 36 个国家签订了 3.5 万亿的货币互换协议，美国和俄罗斯也纳入到离岸人民币清算体系中。过去的几年中，我们还进行了一系列的重大改革，例如，对于资本项下的改革，对人民币汇率形成机制的改革，这些改革取得了一系列成效，特别是在金融国际化进程中取得了巨大的成效。

近年来大踏步前进的过程中，我们依然面临着很多的问题、很多的困难。例如今天上午（2017 年 7 月 15 日上午）国际货币研究所就发布了人民币国际化的指数，从报告中可清晰的看到，人民币国际化指数下降了 25.8%，以人民币结算全球支付金额同比下降 29.5%，人民币国际支付排名从第五位下降到第六位。其它的一系列参数，包括非居民持有的人民币金融资产目前是 3.03 万亿，较 2015 年 5 月高峰期下降了 34.08%，离岸市场人民币存款也出现了两位数的下降。

因此可以看到跨境金融的发展绝不是一帆风顺的，我们在跨境金融发展中间必须要深入的思考一系列的问题，一是比如在进行贸易大发展、投资大发展的过程中，到底是以金融服务为先导还是以货币国际化为先导，这里面的主次到底如何划分；二是国际融资进程中，是以直接融资为主还是以间接融资为主，是以金融市场为载体还是以双边的信贷协调为主题；三是以发达国家市场化、规则化发展模式为重心的，还是以发展中国家新兴国家的能力支持互联互通为重心的，都需要我们深入的探讨。特别是去年和今年所经历的一系列风险事件，也会提醒我们在



跨境金融在金融国际化进程中，到底是以内部金融市场稳定为主，还是以离岸市场为主体。

这样的一些战略要求我们进行深入的探讨、深入的进行思考，“成立跨境金融 50 人论坛”，很重要的是要在这样一些战略性问题上、这样的一些战术性的技巧上要进行深入的探讨，为我国走出去、为民族复兴大业提供有用的战略思维和战术思想。

最后预祝本次论坛的成功，感谢各位嘉宾光临人民大学，谢谢大家！

“一带一路” 货币汇率参照与人民币国际化关联研究

丁剑平¹

编者按：

丁剑平院长在演讲中提到从学术的角度看人民币和“一带一路”的关系，用世界各国货币分别参照五种货币进行回归，深入分析了“一带一路”货币汇率参照与人民币国际化关联。

以下为演讲摘要：

从学术的角度看人民币和“一带一路”的关系，我的论文思路和魏尚进的论文是一致的，就是用世界各国货币分别参照五种货币进行回归，比如参照瑞士法郎跟五种货币回归得出世界各国货币参照 SDR 当中的权重，但是这篇论文中有个问题，汇率决定的最基本的因素和许多参照因素忽略掉了，此外世界各国就参照这几种货币吗？显然有几种基本因素没考虑到。

原亚行研究所的河合正弘教授提出，如何把人民币当中的美元因素和其他因素去掉，作为人民币的参照因素，就可以得到人民币自己独立浮动的因素。但这又出现一个问题，有一个互相参照，要全世界各国货币把美元、日元、欧元的因素完全去掉是不可能的，就会出现循环逻辑的问题，通过我们的回归，人民币跟四种货币回归的残差作为人民币独立的因素，这个因素包含因素太多了，按照他的模型回归，线性的相关因素会更强，所以这不能作为人民币和“一带一路”当中的世界各国货币互相参照的部分。

所以另辟蹊径，虽然根据他们参照方程但不完全根据他们，从最简单的逻辑来考虑，前段时间中国国内也是这样，深圳发展很快，学广东话人多，英国发展快了学英语的人多了，学语言的动机来源于与这个国家发展的机会、市场规模才

¹ 丁剑平，上海国际金融中心研究院副院长、上海财经大学现代金融研究中心主任



是真正的因素，人民币国际化是由于要利用中国的市场规模，各国才去学它，要使用人民币。因为中国市场化发展机会多，参照中国人民币的因素必然多，因为要跟中国进行贸易，这就是我们的逻辑思维。

再进一步的细化，细化中参照货币背后各国货币背后的收入和产出，产出和收入都可以用 GDP 来表示，所以完全进入另外的模式，因为要跟中国做生意是一个方程式，“一带一路”国家要跟中国做生意，所以他们看到中国市场很大，参照中国的人民币汇率，把参照汇率再分解，参照 SDR 五种汇率，再跟 GDP 市场再分解，参照各国货币背后的市场规模，市场规模增加最后一个内生性变量是货币供给，各国广义货币供给代表原来各国市场本身的因素，各国市场有本身的因素，才有参照的因素，三个回归，当中一个方程式是参照魏尚进的，但我们改了，受到贸易和 GDP 的限制，就是加上两个约束，一个是贸易约束、另一个是 GDP 约束和各国货币内生性的约束。

我们的模型是从传统理论来的，小国汇率是被决定地位，因为在世界贸易中占的比重很小，外围国家参照系数上产生的系数不同，出现有时强有时弱的现象，小国可以操纵调整其货币供应量，但是货币选择量取决于内生性因素，我们选择的样本是有汇率的 64 个国家，我们取三个阶段，第一个阶段中国改革开放后的 1992 到 2016 年，2000 到 2016 年、2008 年到 2016 年，小平 92 年讲发展是硬道理，中国 GDP 开始增长了，2000 年中国加入 WTO，2008 年金融危机以后，三个阶段正好是隔了八年的时间，这样比较的均匀进行分析。

第一个回归结论是各国参照人民币因素很强，都是采取相对中立的货币-新西兰货币的回归，看一下人民币的显著性都很强。64 个国家，美元和欧元仍然是这 64 个货币的锚，后期是中国货币出口的强势。再细分，东北亚国家 11 国作为样本国，人民币因素很强，尤其是 2000 年以后因素加强了，东亚国家对美国市场规模依赖性很强，中国市场规模的影响两倍于日本规模，东亚市场对欧洲和英国市场依赖性很小。2000 年以后东北亚货币首先参考人民币汇率其次才是英镑和日元，这体现中国的出口能力增加。97 年金融危机东亚国家盯住美元产生了

很不好的后果，2000 年发生了转折，过去是美元的天下。南亚国家，这八国问题就严重了，人民币不显著，只有美元显著，日元和英镑显著，但是南亚八国是唯独对中国市场规模不依赖的区域，有的对中国市场依赖但是对人民币汇率不依赖，南亚国家过去是英国的殖民地，过去的影响力到目前还存在。

西亚北非国家 17 国，这当中美元影响力总体来说是很强的，人民币后面强起来了，他们对美国、中国、日本市场这些大量进口石油的国家的汇率变化，敏感性很强，美国、中国、日本是主要石油消费国，美国在过去对这些国家影响最大，但人民币 2000 年以后超过了美元的地位。

中亚国家 5 国，2008 年以后人民币的影响开始走强了，接下来是欧元和日元对这些国家参照比重比较大，人民币和美元在样本区 2008 年以后才开始显著，排序上人民币到后面才超过美元，为什么不把俄罗斯的卢布摆进去，卢布摆进去也显著，但是显著系数是很低的。

独联体国家也把卢布摆进去了，人民币也显著，这些国家对人民币、美元、欧元的参照都显著。按照美国、中国、欧盟市场排序，独联体国家 2008 年金融危机以后，这些国家参照人民币的比重超过了美元和欧元。

中东欧国家 16 国，欧洲国家占的比重比较大，这几个国家中发现人民币 08 年以后加强了，通过做国际贸易的引力模型可以看到，对这些国家 GDP 发生影响最大的是美国、中国、欧盟，中国强于日本。汇率参考率欧元是第一位，人民币与美元排序不相上下，日元和英镑反而不显著。

总而言之我们的模型修改了魏尚进和河合正弘的模型，他们模型的最大的问题是没有把基础的因素诸如贸易和 GDP、市场规模摆进去，我们摆进去了。总而言之，做强本国市场规模比什么都重要，为什么要使用人民币，中国的市场规模是决定一切的，挖掘市场规模和货币参照率比例不是同步的，对于汇率的变化，每个时点要进行详细分析，人民币国际化即便是提高了，但不会是一劳永逸的。



丝绸之路经济带建设背景下的人民币国际化

郭建伟¹

编者按：

郭建伟行长在演讲中提到丝绸之路经济带东联亚太经济圈、西接欧洲经济圈，是世界上最长、最具发展潜力的经济大走廊。随着丝绸之路经济带建设的加快推进，将为人民币国际化带来贸易计价结算、项目融资与直接投资、货币互换等方面的机遇。

以下为演讲摘要：

丝绸之路经济带东联亚太经济圈、西接欧洲经济圈，是世界上最长、最具发展潜力的经济大走廊。随着丝绸之路经济带建设的加快推进，将为人民币国际化带来贸易计价结算、项目融资与直接投资、货币互换等方面的机遇。中国与丝路沿线国家的货币合作，应该按照先易后难、由近及远、层层推进的原则，将中亚五国作为优先考虑的重点区域，以次区域理论下的“2+X”货币合作模式作为最佳突破口，通过货币互换、货币挂牌交易、汇率联动、贸易投资、发行债券等开展多重货币合作，逐步外溢到整个丝路沿线国家。

一、丝绸之路经济带建设为人民币国际化带来重大机遇

（一）全球产业梯度转移的客观趋势，有利于推进沿线国家的人民币使用。据《“一带一路”蓝皮书：“一带一路”建设发展报告（2016）》显示，“一带一路”沿线 65 个国家和地区之间工业化水平差距较大。其中，处于前工业化时期的只有 1 个，处于工业化初期的有 14 个，处于工业化中期的有 16 个，处于工业化后期的有 32 个，而处于后工业化时期的只有 2 个，呈现“倒梯形”结构特征。沿线国家工业水平的差异性，为中国采取“雁阵经济”推动产业转移提供了可能，劳动密集型产业可以向工业化初期国家转移，资源密集型产业可以向中亚和部分中东欧国家转移，技术密集型产业可以向欧洲国家进行转移和合作。在

¹ 郭建伟，人民银行乌鲁木齐中心支行党委书记、行长

产业转移的过程中，我国作为资本输出方，必然会带动人民币输出，扩大人民币在沿线国家的使用范围。

（二）沿线国家加强基础设施建设的迫切需求，有利于提高人民币在全球金融交易中的份额。丝路沿线国家大多经济发展落后，突出表现为资本短缺，交通、电力、通讯等基础设施比较薄弱。使用丝路沿线国家 2007~2014 年的相关数据，运用面板数据分析法进行实证分析发现，基础设施特别是铁路建设对沿线国家经济发展的拉动效应显著，这说明沿线国家加强基础设施建设的需求非常迫切。而中国在基础设施建设、资金供给方面具有明显的国际竞争优势，可以依托基础设施建设、产业园区、自贸区等，建立以人民币贷款、直接投资为主的丝绸之路经济带建设融资体系，扩大海外人民币市场的存量与资金池，提高人民币在全球金融交易中的份额。

（三）我国与沿线国家贸易合作的巨大潜力，有利于扩大跨境贸易人民币计价结算规模。对 2001-2015 年中国与丝路沿线 35 个国家 面板数据进行成本函数进口、出口时变模型分析，2015 年中国与 35 个国家间的进口、出口潜力总额高达 39557 亿美元、8891 亿美元，分别是实际进口、出口总额的 24.22 倍、4.19 倍。由此可以看出，中国与沿线国家贸易合作潜力巨大，采用人民币计价结算，将会极大地提高微观效率并且节省汇兑所带来的福利损失，是沿线各国的理性选择。同时，页岩气革命以及墨西哥湾石油开采改变了全球能源版图，美国加入石油输出国行列，中国成为最大的石油进口国，加之全球能源价格下行、人民币汇率预期稳定，沿线石油出口国存在使用人民币替代美元进行计价结算的内在动机，增加了中国获得石油定价权的机率。

（四）全球金融资源错配的内在要求，有利用我国与沿线国家扩大货币互换范围和规模。长期以来，丝路沿线地区存在严重的金融问题。一是货币错配，计价和结算货币不是本币，当第三方货币流动性不足时，地区间贸易即使有需求也无法完成交易。二是期限错配，需要大规模的投资，但流入资本却多为短期资本，与长期资金需求不匹配。三是结构错配，沿线地区有储蓄潜力，但金融基础设施匮乏，金融市场不发达，储蓄被区外动员，当地却资金不足。中国已成为全球第



二大经济体和最大贸易国，人民币也初显区域货币锚潜质。基于双边贸易和投资规模快速增长，为破解金融资源错配难题，市场对人民币流动性需求会不断增加，这将促使更多的沿线国家与我国签署货币互换协议，提高人民币的官方认可度和国际影响力。

二、中国与丝路沿线国家货币合作的路径选择

（一）从区域选择上看，应将中亚五国作为优先考虑的重点地区。从空间布局看，丝绸之路经济带可分为核心区、扩展区、辐射区三个层次。核心区是上海合作组织和欧亚经济共同体的主要成员国，包括中国、俄罗斯和中亚 5 国；扩展区是上海合作组织和欧亚经济共同体的其他成员国及观察员国，包括印度、巴基斯坦、伊朗、阿富汗、蒙古、白俄罗斯、亚美尼亚、乌克兰、摩尔多瓦等 9 个国家；辐射区包括西亚、欧盟等国家和地区，也可连通日本、韩国等东亚国家。中亚五国既处于丝绸之路经济带的核心区，又处于亚太和欧洲东西两大经济圈的交集、重要节点和枢纽，也是丝绸之路经济带投资潜力最大的洼地和未来世界经济发展中最具潜力的地区之一。同时，随着国际石油价格的持续低迷、美联储加息导致美元进入货币升值周期、俄罗斯经济衰退等因素影响，中亚各国普遍面临外需萎缩、资本大幅外流、货币贬值压力加大等问题，正致力于采取去美元化措施，以维护汇率基本稳定和保障宏观经济健康发展。因此，推动中国与中亚国家货币合作兼具战略意义和现实条件，不仅是我国推进区域平衡发展战略、实现新常态时期经济持续增长的现实需要，也是支持中亚国家货币金融稳定和可持续发展的有效途径。

（二）从现实条件上看，当前我国与中亚国家不具备建立统一货币区的条件。根据蒙代尔（1961）提出的最优货币区理论，我国与中亚五国虽然满足经济发展程度、贸易开放程度和汇率稳定程度三个方面的互补合作条件，但在金融一体化程度和外债负债率方面仍有欠缺，并不满足建立统一货币区的条件。一是中国与中亚五国金融一体化程度不高。中亚国家金融体系以银行为主，且中资银行很少，业务交流与合作不便；融资方式和渠道单一，融资难度和贷款利率高，2015 年

哈、吉、乌、土国贷款利率基本在 15-20%之间浮动，塔国本币贷款利率甚至高达 27.58%；证券市场发展滞后，塔国第一家证券交易所于 2016 年才开始正式交易，土国至今没有证券交易所；外汇市场发展差异较大，乌国实行“强行结汇”制度，哈、土、吉、塔国外汇管制较为宽松；在人民币跨境使用方面，乌、土、吉、塔等国中资企业实际上不能使用人民币在其国内开展跨境贸易和投资合作。二是中亚五国外债负债率远高于我国。哈国和吉国的负债率已经超过 60%的红线；2015 年哈国为稳定汇率，多次动用外汇储备（多为美元）干预外汇市场，导致其外汇储备迅速下降；吉国经济发展对外债过度依赖，外汇储备仅为 17.2 亿美元，偿债压力较大；塔、土、乌三国虽未超过红线约束，但与中国相比，外债压力与外汇储备匹配程度不高。

（三）从合作模式上看，次区域理论下的“2+X”货币合作模式是中国与中亚国家货币合作的最佳突破口

1.“2+X”货币合作模式的内涵。根据区域经济学地缘优势原理，中国与中亚国家货币合作首先应在次区域范围内启动并依次向外延伸拓展。在一些有条件的次区域可以率先实现货币合作，然后在这些次区域的基础上逐步扩大参与国的范围，最后延伸至周边大多数国家。因此，中国与中亚国家货币合作应先选取有代表性的国家进行实践。鉴于哈萨克斯坦是中亚地区的第一大经济体，其经济实力超过了中亚其他四国的总和，如果中哈两国在货币合作领域取得重大突破，将对中亚其他国家产生引领示范作用。因此，应首先选择哈萨克斯坦作为中国与中亚国家货币合作的重点推进国，两国通过货币互换、货币挂牌交易、汇率联动、贸易投资、发行债券等途径，开展多重货币合作，通过两国金融合作取得的可复制性经验，外溢到中亚其他国家。

2. 推进“2+X”货币合作模式已取得的成就。近年来，随着我国与中亚国家间高层互动加强，双方金融合作特别是货币合作逐渐呈现活跃态势。与哈方的合作：2011 年，新疆推出人民币对哈萨克斯坦坚戈银行柜台直接挂牌交易，2014 年 12 月正式推出人民币对坚戈银行间外汇市场区域交易，2015 年中国银行新疆分行推出人民币对哈萨克斯坦坚戈远期结售汇及掉期业务，建设银行新疆分行推出了



哈萨克斯坦坚戈对美元的差额交割远期外汇买卖,为客户提供规避汇率未来市场波动的工具,帮助客户在一定程度上规避了坚戈汇率风险;农业银行新疆分行已在哈萨克斯坦人民储蓄银行成功开立坚戈账户,并在 2016 年丝绸之路金融论坛中双方签订坚戈现钞调运协议,为实现双边现钞直接清算平盘奠定基础。与塔方的合作:2015 年 12 月新疆辖区农业银行新疆分行(包括兵农行)开展了人民币对塔吉克斯坦索莫尼现汇银行柜台挂牌交易。截至 2017 年 6 月末,新疆辖内人民币对坚戈银行柜台累计交易 5433.3 万元人民币,人民币对坚戈交易远期结售汇交易量约 420.28 万人民币,全部为一年期以内的远期结售汇交易;人民币对索莫尼现汇累计交易 2175.4 万元人民币。

三、相关思考与政策建议

当前,中国与中亚国家货币合作仍面临诸多挑战。微观方面:由于中亚国家经济增长放缓,货币贬值,国内银行开展中亚国家货币交易的意愿不强;中国与中亚国家货币清算平盘渠道还不畅。宏观方面:哈国等国实施的“去美元化”经济改革政策收效甚微,美元的国际货币惯性阻碍短期内难以消除;中亚五国同时处于“丝绸之路外交战略”(日本)、“新丝绸之路战略”计划(美国)等中,俄罗斯也一直试图建立以欧亚经济联盟为基础的货币联盟,大国博弈的影响使货币合作关系趋向复杂;中亚地区尚未建成人民币离岸中心,我国各类金融机构在中亚国家的分布数量极少,货币国际化机制尚不完善使得中亚国家人民币使用粘性不足;人民币在中亚的使用缺乏国际大宗商品定价权的有力支撑,短时间内无法打破石油-美元的计价模式。针对上述挑战和问题,当前应重点做好以下几个方面的工作。

(一)努力推动人民币与中亚国家货币挂牌交易。一是邀请哈央行和哈交所做市商来访,进一步加强双方的沟通与交流,积极引入哈国银行机构进驻中哈霍尔果斯国际边境合作中心哈方区,与中方银行共同开展本币直接挂牌交易、平盘、现钞调运等业务,为双方经贸往来提供本币流动性和清算服务;推荐帮助哈国人民币业务参加行申请进入中国银行间外汇区域交易市场,形成坚戈头寸买卖双方

互动格局，解决区域交易市场坚戈头寸出清问题；推动中方各银行通过与哈萨克斯坦银行机构签订委托代理协议方式，间接在哈交所完成坚戈平盘。二是在实现坚戈、索莫尼柜台挂牌的基础上，逐步扩大新疆辖区各行与周边其他国家货币挂牌交易，重点引导建设银行新疆分行与吉尔吉斯国家银行机构开展金融合作，支持与吉尔吉斯银行机构建立账户行关系，并加挂索姆货币牌价。

（二）推进人民币在国际贸易中作为结算货币的便利性。鼓励商业银行主动与中亚国家商业银行加强联系和合作，建立代理行关系；使银联卡成为人民币跨境交易的重要结算通道；在中亚国家政策允许的情况下开展人民币境外贸易融资、项目融资业务和境外贷款等业务；鼓励金融机构开发金融产品及金融衍生品，提供多元化人民币投融资工具及汇率避险工具。

（三）以海外基础设施援建为契机扩大人民币资本输出。中亚五国基础设施建设普遍较差，根据《2015-2016 年世界竞争力报告》，除哈国（58 位）外，塔国（111 位）、吉国（114 位）等四国指标排名在百名以后。当前可通过政策支持鼓励企业进行跨国并购，通过大型境外项目合作，以基础设施、产业园区建设为切入点，扩大人民币对中亚的直接投资等，扩大海外人民币市场的存量与资金池，为人民币在中亚的使用提供流动性。

（四）发展大宗商品人民币计价，加快区域离岸金融中心建设。首先，利用我国外汇储备的影响力和与中亚国家长期开展能源合作的基础，稳步提升天然气、棉花等大宗商品中的人民币计价的资产比重，争取国际大宗商品市场定价权。其次，利用中哈霍尔果斯合作中心作为世界上首个跨境自由经济贸易区和投资合作中心的关外优势，在条件成熟情况下，将合作中心建设为贸易金融服务离岸自由区，形成自由交易、低税或者免税、不受管制的国际金融自由区，加大中心内及境外分支机构的人民币贷款力度，为提升离岸市场派生人民币的功能、发挥人民币乘数效应、增强离岸市场人民币流动性、培育跨境循环流动性机制等创造条件。

（五）发展跨境电子商务，增强人民币的民间认同感。互联网金融具有高渗透、快反应、优体验、低成本的特征优势，不仅能克服中亚国家办理人民币清算



的金融机构严重不足的问题，又可以降低人民币的兑换和交易成本，扩大人民币的使用范围和交易量，而且还无需复杂的双边或多边协议，避免了美国、俄罗斯等国家的掣肘，在一定程度上削弱了美元使用惯性的问题。中亚国家普遍轻工业水平不高，与我国新疆接壤，语言、消费与饮食等生活习惯方面的障碍较小，可成为跨境电子商务的重点渗透区域。以人民币计价的跨境电子商务可以在批发和零售两个渠道同时推动人民币的国际使用，从民间角度提高人民币的认同感与接受度，这对推进中国与中亚国家货币合作将会产生深远影响。

人民币国际化应该坚持记帐清算的方式

王永利¹

编者按：

王永利委员在演讲中提到人民币国际化走出去，应该坚持的是记帐清算而不是现钞清算，不能鼓励现钞走出去。他强调“一带一路”国际倡议是进入新世纪全球金融危机之后再启国际化的新模式、新路径，具有十分重要的战略意义

“一带一路”国际倡议是进入新世纪全球金融危机之后再启国际化的新模式、新路径，具有十分重要的战略意义。中国金融支持“一带一路”的实施，最重要的不是仅仅解决相关项目的融资，或者不同国家货币的兑换等，而是大力推动人民币国际化，以人民币国际化推动国际货币和金融体系的深刻变革，并切实增强中国金融支持“一带一路”实施的自主性、主动性。

人民币国际化走出去，应该坚持的是记帐清算而不是现钞清算，不能鼓励现钞走出去。如果要现钞走出去，那么其本身的成本就很大，监管挑战也很大。我们正在全力以赴推动货币数字化或者是电子化，我们不应该在探讨人民币国际化这个问题的时候脑子里天然地停留在现钞走出去、现钞兑换，而应该坚持记帐清算。

在记帐清算模式下，所谓的货币流出、流入，是指货币所有权的流出、流入，真正的货币是没有流出流入的，所谓的走出去是通过银行等清算机构走出去，以债权债务增减变化表示，并没有现钞真正的出去，当外国人持有人民币时其实是持有人民币的所有权。今天美国为什么那么多外债，是因为全球外汇储备里边六万多亿的储备是美元，其中的钱钞可以忽略不计，在记账清算下，美国被动的要对外负债。这个概念太重要了，对后面理解人民币走出去国际化有重要借鉴，这一条搞不清楚会犯很多的错误。

¹ 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国银行原副行长



必须弄清楚，所谓的货币跨境流动，在记帐清算下，它是货币所有权的转移取代了真正的货币头寸或者现钞的转移，流出流入的是所有权而不是真正的钱。

这涉及到很多 2014 年以来一直争论的问题，很多人听过这样的段子：在 2014 年的时候有个国家海外净资产是负三万亿美元，当年海外净收入是 228 亿美元，这个国家是美国；有个国家海外净资产将近两万亿美元，但是当年净支出是 220 多亿美元，这个国家是中国。

还有：我们拥有那么多外汇储备，有用吗？用百分之二三十回报去招商引资引入的外汇，结果又以 2-3% 的回报放到了美国；本来发展中国家是缺钱的，结果又把钱给送回去了。

上述段子大家一听会觉得可怕，而且直到今天依然很多人在讲这样的故事，讲这个段子，不知道在座大家怎么看这个问题。

这里边很重要的一点是不清楚今天国际清算是记帐清算而非现钞清算。当用很高的回报招商引资引过来的东西，储备国的头寸是被动存放在货币发行地的。美国当地市场上看美元一般的回报是多少？美元一般回报也就是 2% 上下。招商引资进来的东西是不是划算，需要跟招商引资引进来以后产生的效益去比，如果招商引资引进设备和技术和管理经验，甚至推动改革，创造的效益是百分之五六十甚至更高，那我为什么不招商引资？但是头寸还是被动放在海外，这个是不能一起对比的。进一步区分这一概念，就不能用简单的海外资产和海外负债相抵后的净资产来说话，因为完全二者实质可能不一样，所以要把海外储备性的存放与股权和债券类投资分开，这样分开后会发现美国人海外净投资可能就是三万亿美元左右，其收益水平远远高于海外存放美国的储备性资产，所以，美国尽管海外净资产是负的，但仍可能有很大的海外净收益。

中国 2014 年如果扣掉海外储备性的存放，那可能就是负的，我们招商引资吸收的资金的回报率，远远高于储备性资产的收益率，这就是为什么我们表面看有近 2 万亿美元海外净资产，却会出现净付出的原因，如果这些东西都不去认真

分析，一定会产生很大的误导，甚至把招商引资乃至对外开放都否定了。

人民币走出去并不是简单的事情，它会带来一整套外债的管理、外汇的管理，还要去应对海外净资产、海外负债等一系列的变化，这需要引起高度重视。

当知道人民币是以记帐清算走出去，真正的头寸没走出去，真正支持人民币走出去的不是去海外做大量的工作，做离岸中心的配备等等，那固然是重要且必要，但是要真正支持人民币走出去重点应该是国内，要加快推动国内全球人民币清算总中心和人民币交易总中心的建设。

没有清算总中心的建设，仅仅走出去那是小打小闹，因为人民币走出去头寸真正都会留在你这个地方。一开始试点是在香港试点，指定的香港清算银行是直接接在人民银行深圳分行开户，这就将境外银行等同于境内银行了，我们把香港视同是我们的一块，但是还能在其他地方这样放吗？还这样放就有问题了。

首先，全球人民币真正的清算总部一定是在人民币发行地，即中国大陆。第二，全球真正人民币交易总中心同样应该在中国大陆。人民币交易总中心不是单一市场的概念，是由若干个市场，比如债券市场，特别是国债市场，以及股市、货币交易市场、银行间市场等。人民币要走出去国债的规模和交易量不大，是很难支持的。人民币头寸放在你这，不只是简单地摆在商业银行，一定要有灵活的应用才可以，流动性和收益性要比较好，在这些方面我们要做的工作太多了。而且只有当你的货币成为一个国际货币，而且只有当你成为这个货币的全球清算和交易总中心的时候，这个地方才真正具备建立国际金融中心的最重要的基础条件，如果没有这个，所谓上海建立国际金融中心就会面临很大的挑战。

现在我认为“一带一路”在加快推动，围绕“一带一路”加快人民币走出去，一定要加快我们的基础设施的配套建设，这同时也会为上海国际金融中心建设提供巨大的帮助。



“一带一路”是顺应当前国际经济大局势的需要

魏本华¹

编者按：

魏本华理事长在讲话中提到“一带一路”建设的货币战略，是谈中国人民银行的货币战略还是谈沿线国家的货币战略？其中涉及了人民币国际化问题和金融合作问题。

以下为讲话摘要：

我认真地思考了“一带一路”下的货币战略和金融合作，货币战略我想了半天，“一带一路”建设的货币战略，是谈中国人民银行的货币战略还是谈沿线国家的货币战略？我有点吃不透，但是我马上想到了肯定是人民币国际化问题，我看今天大家的讨论的确也是顺着这个思路而谈的。其次是金融合作，我觉得我们应该更多强调金融合作，我想讲四点看法：

第一、对“一带一路”这个大倡议的认识。

第二、大家讨论时说到了，“一带一路”涉及到巨大的融资问题，这是讨论的一个重点，融资怎么解决。

第三、对和“一带一路”有联系的人民币国际化的战略认识。

第四、对这个题目未来发展前景的看法。

首先习主席在 2013 年秋天分别在哈萨克斯坦和印尼提出“一带一路”的倡议到现在已经进入第四个年头，真的很快是四个整年了，这四年中取得了迅猛的发展，成绩都摆在面前，大家也有目共睹，我就不细说了，但是对“一带一路”战略怎么认识，在座的都是专家，都比我理解的更加深刻，我们一起还有必要真

¹ 魏本华，国家外汇管理局原副局长，中国外汇管理杂志社理事长

的对“一带一路”倡议加深学习理解。

我认为有三个线索，第一在今年5月14日“一带一路”国际合作高峰论坛上，习主席讲到“一带一路”战略是顺应时代的潮流，也是顺应当前国际经济大局势的需要，大家都知道，08年全球金融危机爆发以后，世界经济复苏的步伐可以说很蹒跚而且不稳定，迄今为止还存在很大的不确定性。这种形势之下习主席提出中国政府建设“一带一路”这样一个倡议，的确是响应了这个时代的号召、符合时代的需要，因为像大家所说“一带一路”建设涉及到这么巨大资金的需要，而这些资金的调动使用将大大促进经济的发展，这一点是不言而喻的。

第二点习主席也谈到了，之前王永利行长也谈到，“一带一路”涉及的很多问题集中在金融问题的解决方面，我们已经成立了亚投行，金砖国家成立了自己的新开发银行，这里边有我们对国际治理特别是国际金融体系、国际货币体系治理的新的想法。习主席也说，在国际治理方面是存在着很多赤字的，我相信这些中国理念、中国想法如果在执行过程中能够得到理解，肯定会推动国际治理方面的进步。

第三点，“一带一路”倡议特别重要在哪里？说起来很简单，大家都明白，我们要“共商、共建、共享”，但是真的把六个字吃透可不是那么容易的事情，刚才光大证券的专家也谈到了，有时候个别项目上你的好意是共享，但是蔡主席也提到这个问题，实际上能不能够实现，后面还有必要讨论。

大家也在讨论，刚才曹行长一开始主持的时候提出了问题，我认为这个问题提的非常好，一般来说，最后金融合作战略能够到什么程度，有点像指标似的，国际货币所给出人民币国际化指数这样具体的指标可以去测量，直观的去感觉。“一带一路”建设也面临着这方面的问题，这也需要大家要认真的讨论。

总之因为“一带一路”是一个大的前提，这是今天讨论最重要的前提，如果对这个前提理解不深刻可能会影响到我们的金融合作，而实际上大家也看到，没必要具体指出某个国家，到现在个别国家对“一带一路”还存在着很大的偏见，



甚至不是采取积极的态度，这里边就证明认识并不是完全一样，更不用说涉及到一个项目的方方面面，所以有必要提高认识，只有实现共识才有可能推动这方面的发展。

第二点意见，谈“一带一路”的资金需求，资金需求真的是巨大的，根据亚洲开发银行的报告，2010 到 2020 年十年的需求大致是每年八千亿美金，现在这个巨大的资金需求全靠任何一个国家包括任何一个国际金融机构、国际金融组织也不能够实现。加上亚洲开发银行又推出一个新的报告，又对整个亚洲地区基础设施方面的需要有了一个测算，新的测算针对的是从 2020 年到 2030 年大数他们研究的结果，整个到 2030 年需要在基础设施领域投资 26 万亿美元，用来抵御贫困、促进经济增长和应对气候变化。

客观的说尽管近几十年来亚洲基础不断改善，但是仍有四亿人根本没有变、三亿人缺乏安全饮用水、十五亿人没有基本卫生设施，这些具体领域大数是每年需要 1.7 万亿美元，也就是说比现在十年还要翻倍，26 万亿美元总投资之中其中建设电力投资需要 14.7 万亿美元，交通设施 8.4 万亿美元、电信 2.3 万亿美元，水利和卫生需要八千亿美元，此外在气候和可再生能源方面还需要两千亿美元，这些数字合在一起是 26 万亿美元，光凭任何一个国家、任何一个金融机构都是难以单独解决的。但是我们是“一带一路”倡议的提出者、倡导者，我们要努力推进，在融资方面前面发言人也谈了很多具体的想法，我有一个不成熟的建议提出来，也许可以大家讨论，这也是针对欧洲地区，大家都知道，他们出现主权债务危机的时候，欧洲那边人家是欧盟建立了欧洲稳定基金，那些基金上来就是四千亿、五千亿欧元巨大的数字，我想应对这么大的基础设施的投资，我们每家机构如果分别单独的投，第一解决不了问题，第二反而增加成本，我建议成立巨无霸，真的是“一带一路”基础设施投资基金（或者任何名字），其实至少要五千亿人民币以上，这是最低的，不能再低了，这五千亿如何筹集，财政只能拿出一小部分钱，大部分钱也可以像人家有些国家、国际组织解决的办法，发出长期的债权，本来基础设施就是长期债券，一方面做活了债券市场，另一方面也是市场化运作对机构的运行也有一定的潜质。

第二更重要的是 65 个沿线国家当有了相对比较成熟的基础设施项目，甚至于到现在初期阶段也有初步的规划，至少大的规划，“一带一路”十年以后在基础设施互通基础上，公路、铁路、港口、空中大致实现什么程度恐怕需要相当的投资规模，我们和有关国家再联合起来再发行新的债券，这样加强了金融合作，从项目涉及一个国家，如果要是一个跨境的涉及两三个国家的项目，更需要联手来做，这也许是太大胆的想法，但是我觉得如何解决这么巨大的资金需要，需要大家来认真的讨论这个事情，项目前期资金的需要要在银行做过项目的人，我在亚洲开发银行也工作过，非常重要，那是迫不及待的，首先即使钱不多几千万投进去才能够把可行性研究报告做了，才能够把一些基本想法实现了，在这个基础上才能确定项目的成熟程度，以为前期投钱是浪费那绝对不是浪费，而是政府节省资金的办法。

我提出这方面的建议，以便于今天讨论，也可以以后有时间再进行讨论。

第三点人民币国际化的想法，这一点我也一直参与人民币国际化报告，今年是第六年，我觉得我对人民币国际化未来前景是非常乐观的，是充满信心的，今年报告之中客观的指出了，去年虽然有所下滑或者说增长速度比较的缓慢，我觉得存在很多客观原因，也不解释了，我觉得利用这个期间可以进行调整，未来一定能够取得平稳发展，这一点是毫无疑问的。

“一带一路”的确为人民币国际化提出好多好的机会，前面发言人也谈到了，我还有必要再重复一下数字，是习主席在峰会上宣布的，像丝路基金新增资金一千亿元人民币、鼓励金融机构开展人民币海外基金业务最规模三千亿人民币，对国开行、口行分别提供 2500 亿和 1300 亿元等值人民币专项贷款用于支持人民币基础设施的建设、产能和金融合作，南南合作增十亿美元，落实一批惠及沿线国家的合作项目，这些汇集在一起都是超过万亿巨大的资金基础，而这些可以说是催化剂，是前期投入的基金会引起私人部门、市场共同的参与，可能最后撬动的资金规模我觉得应该是在数万亿之上是毫无疑问的，这些都是中国率先领先主导的基金，可以说在更大程度上更容易使用人民币来投资进行，这是毫无疑问的，我觉得对这一点还是充满信心的。



第四点，讨论未来的题目，“一带一路”将是人民币国际化以及金融合作的前景，我是个乐观主义者，我相信参会绝大多数人也是乐观的，因为就像前面说的，“一带一路”是符合时代潮流的东西，所以为什么联合国大会安理会的决议之中都已经包含了“一带一路”的内容，在联合国后 15 年发展一些项目上也都在提供大力的支持，大的前景是符合人心、符合民心的，所以我觉得在国际社会上如果有一个比较大的国家带头倡议做利国利民的事情，我觉得这是正面的东西，我们应该对这一点充满信心的，人民币国际化我就不说了，因为这是非常专题的题目，报告里面的结论说的最清楚的，对未来的前景也是非常好的，是绝对没有问题的。

再说一两个数字，“一带一路”人口 44 亿、GDP 目前大约占全球的 29%到 30%，我提一个倡议，习主席提出来要建立人类命运共同体，我首先想到我们不能够建立一个“一带一路”命运共同体，总之当个组织机构来设置恐怕不能叫那个名字，但我受启发就像东盟，如果叫“一带一路”联盟或者是中文要认真的琢磨了，为什么要建立这么一个机构，因为习主席说了，已经宣布在 2019 年举行第二届峰会，峰会是领导人政治性的宣言，具体的事情真的要留待中国和“一带一路”沿线国家认真来谈和后做，有这样的机构要建立常设的落实“一带一路”建设项目执行机构，专设一个秘书处，但是我觉得秘书处如果完全由中国出面恐怕还不是一个最好的推进合作的方式，如果要是以国际机构、国际组织的形式能够定下来，各国都有轮流举办峰会的机会，相对来说这恐怕是更好的形式。

第二点建议，我觉得“一带一路”四年已经做了大量的工作，已经和几十个国家签署了合作备忘录，但是金融是实质问题，我是觉得有必要还真的要和“一带一路”沿线国家目前已经开始的项目，或者是有必要和相对来说条件比较成熟更积极的国家，专门建立金融合作的机制，叫双边的，金融合作什么委员会也好，过去在银行工作也知道，和俄罗斯也有中俄混合金融委员会，定期的举行会议，因为“一带一路”项目是个长期建设的过程，的确是要求从早考虑，而且有示范作用，加之有几个国家运转的比较好，增加宣传和透明度，有利于其他国家的跟进。

汇率稳定是确保健康有效海外投资的基石

肖耿¹

编者按：

肖耿会长在讲话中提到汇率稳定是确保健康有效海外投资的基石。主要从三个角度来看：结构性价格调整的角度、资产风险管理的角度、及人民币国际化与宏观调控的角度。汇率稳定对有效海外投资具有重要作用。

以下为讲话摘要：

我今天演讲的题目：汇率稳定是确保健康有效海外投资的基石。主要从三个角度来看：结构性价格调整的角度、资产风险管理的角度、及人民币国际化与宏观调控的角度。

汇率稳定为什么重要呢？市场上流行的观点是：汇率也是一个市场价格。那么它是贸易过程中使用的价格？还是资产交易过程中使用的价格？还是投机汇率波动中使用的价格呢？我的答案是，汇率不是普通商品的价格，而是连接中外两个价格体系的纽带，特别是人民币及美元这两个价格体系，他们分别代表着新兴市场经济体和发达国家经济体很不一样的价格体系。这个纽带紧点好还是松点好？要看每个经济体的发展阶段及具体情况。

我们对人民币及美元这两个货币在国际市场中的地位和各自的发展阶段要有清醒的认识。美元是老大，它的基础是非常结实的，而目前人民币在全球只有约 1%到 2%的市场份额。我们离用人民币在国际市场定价和签合同还有相当长的距离，人民币目前所处的阶段是刚出生的婴儿。美国的市场经济是全世界最发达的，中国现在的市场经济只有 40 年历史，本身内部很多价格机制还没有完全理顺，在理顺过程中需要一个稳定的参照系。如果人民币兑美元汇率基本稳定，甚至是固定的，就为中国理顺国内价格体系提供了一个稳定的参照系，会使得中

¹ 肖耿，香港大学商学院及社会科学学院金融与公共政策教授、香港国际金融学会会长



国所有的结构性价格调整比较容易展开。

在固定汇率或相对稳定的汇率环境下，货币当局把汇率波动的压力通过外汇储备的增减、外汇管制的松紧、及利率通胀率的高低等机制基本上吸收了（类似保险公司将个体的风险损失分摊吸收），因此外商来华投资、中资企业去海外投资、就不需要太担心汇率变化的问题。1997-1998 年亚洲金融危机发生时，朱镕基总理当时对全世界宣布人民币将保持稳定，结果人民币兑美元汇率稳定了十年，而这十年间外商来华投资迅速发展，导致中国被融入全球供应链体系，而中国的价格体系也开始与西方市场经济体的价格体系靠拢。

人民币汇率稳定是中国过去 40 年改革开放中一个非常重要的基石。但是也带来一个问题：我们的企业、家庭、及政府在资产配置多元化方面做得不够。欧洲和日本的企业、家庭及政府有大量对外资产的配置，汇率波动的时候因为国民与企业已经拥有了足够的海外资产，因此不会出现恐慌性资本外流的压力，也就不需要政府太多地干预汇率及汇市。

从风险管理的角度看，中国离资产在不同货币体系间的均衡分散分布还很远。因为如果现在允许人民币汇率开始波动，老百姓就想了，我手上全是人民币资产，如果人民币进入贬值趋势，风险太大，因此一定要增加美元资产。可是，大家如果短期内同时要去买美元资产，外汇储备就不够了。实际上，在目前，如果有 10% 的人民币存款换成外汇并转出境外，中国的外汇储备将基本消耗殆尽，而短期大量资本外逃导致的恐慌会直接影响中国的金融稳定，中国决策层是不会允许这种情况发生的。

中国的企业、家庭和政府确实需要通过逐渐增加海外资产来分散风险，这样中国才会成为一个成熟的经济体，人民币汇率波动及资本跨境流动的风险与影响才会慢慢下降及可控，中国的金融市场才可能真正持续开放及稳定。但这个过程不可能也不可太短，需要一个漫长的过渡期。而在这个过渡期内，一个必须发生的匹配事件是外资的持续流入，因为外资目前持有太少人民币资产，他们也需要分散风险，需要持有更多人民币资产。

为吸引外国投资者持有更多人民币，一些重要的金融开放政策正在实施过程当中，包括香港的债券通和央行对人民币债券市场的一系列开放政策。这些开放政策是非常重要的，重要到什么程度？中国老百姓未来能否有序的将其资产跨境分散，拥有更多的海外资产，前提条件是海外主权基金、海外退休金等长期外国投资者能否有机会及有意愿拥有更多的人民币资产。

中国的国债和主权债市场现在很热，因为海外投资者非常喜欢拥有中国的高回报低风险资产，他们过去拥有中国资产太少了。从增加人民币在国际市场的核心竞争力角度看，这个市场是迫不及待需要发展的，因为只有人民币国债市场充分发展起来了，才能有可靠的人民币无风险资产收益曲线，市场才能依此来为风险资产定价。好的国债市场是未来风险管理和市场发展的基础设施，因而极其重要的。在这方面，中国需要向美国学习。人民币的核心竞争力，不是汇率灵活性及波动幅度，而是国债市场交易量（深度）、品种（广度）、及价格稳定性与合理性（质量），这些才是改善未来金融稳定的重点。

有一种观点认为汇率浮动是市场经济的重要标志，汇率都不能动，还谈什么市场经济？可是，香港的港币与美元挂钩，采用的是固定汇率制度，没有任何人说香港不是市场经济，香港持续被许多机构评为全世界最市场化最自由的经济体。我们需要追求的是真正的市场经济，是允许老百姓自由配置自己资产、资金可以跨境自由流动的市场经济，而汇率本身是固定的还是浮动的，并不很重要。

人民币加入国际货币基金组织一揽子储备货币 SDR 的一个要求是人民币可以作为官方储备货币自由使用，并不要求人民币汇率完全浮动。中国在 2015 年 8 月 11 日的汇率机制改革初衷是希望人民币汇率更灵活，但结果却导致市场对汇率未来走势预期的变化，许多市场人士预期人民币会不断贬值，而这种贬值预期又直接触发了资本外逃的冲动，导致中国的外汇储备从四万亿美元下降到目前的三万亿美元水平。从 2017 年 1 月开始，中国政府通过调控货币发行、财政支出、通胀率、利率、及跨境资本流动等各种宏观调控手段，成功将人民币兑美元汇率稳定在 1 美元兑 6.8 人民币水平附近，也将外汇储备控制在三万亿美元水平附近，为中国的金融稳定奠定了基础。



中国当局稳定汇率的意图非常明显，主要目的是通过各种宏观调控工具稳定人民币中长期走势的市场预期。但央行也同时在推进人民币短期汇率波动的幅度，如每天波动幅度从目前的 2% 进一步扩大。我认为短期波动幅度的扩大主要是有利于短期流动性管理及培养微观风险管理意识，而不是作为管理长期汇率均衡水平的工具。

根据中国自己的经验，货币当局是有能力也有必要将人民币兑美元的中长期汇率水平稳定在 6.8。为了避免不必要的预期变化，汇率的短期波动是完全可以接受的，但中长期应该回到 6.8 上下，这样才能使市场在中长期保持一个相对稳定的汇率预期，避免不必要的恐慌性资本外逃。在稳定的市场汇率预期下，放松资本管制及加快金融市场开放才更容易推进。

随着外国投资者进入中国的债市与股市，中国的外汇储备会增加，这将为放宽中国家庭及企业对外投资创造条件。其实中国目前的外汇储备已经非常高，一旦合理的资产互换（中国家庭与企业的人民币资产与外国家庭与企业的外汇资产）能够顺利完成，人民币在建立了其储备货币的功能与地位后，中国就不需要那么多外汇储备了。如何才能让外国家庭及企业持有人民币资产？最重要的是信心。而信心不是一两天可以建立起来的，需要靠提高政治体制、经济体制、金融监管、及整个国家竞争力等重要实力。这些才是需要努力发展的领域，有了这些实力，就不需要担心人民币汇率浮动的问题了。我今天演讲的题目：汇率稳定是确保健康有效海外投资的基石。主要从三个角度来看：结构性价格调整的角度、资产风险管理的角度、及人民币国际化与宏观调控的角度。

汇率稳定为什么重要呢？市场上流行的观点是：汇率也是一个市场价格。那么它是贸易过程中使用的价格？还是资产交易过程中使用的价格？还是投机汇率波动中使用的价格呢？我的答案是，汇率不是普通商品的价格，而是连接中外两个价格体系的纽带，特别是人民币及美元这两个价格体系，他们分别代表着新兴市场经济体和发达国家经济体很不一样的价格体系。这个纽带紧点好还是松点好？要看每个经济体的发展阶段及具体情况。

我们对人民币及美元这两个货币在国际市场中的地位和各自的发展阶段要有清醒的认识。美元是老大，它的基础是非常结实的，而目前人民币在全球只有约 1%到 2%的市场份额。我们离用人民币在国际市场定价和签合同还有相当长的距离，人民币目前所处的阶段是刚出生的婴儿。美国的市场经济是全世界最发达的，中国现在的市场经济只有 40 年历史，本身内部很多价格机制还没有完全理顺，在理顺过程中需要一个稳定的参照系。如果人民币兑美元汇率基本稳定，甚至是固定的，就为中国理顺国内价格体系提供了一个稳定的参照系，会使得中国所有的结构性价格调整比较容易展开。

在固定汇率或相对稳定的汇率环境下，货币当局把汇率波动的压力通过外汇储备的增减、外汇管制的松紧、及利率通胀率的高低等机制基本上吸收了（类似保险公司将个体的风险损失分摊吸收），因此外商来华投资、中资企业去海外投资、就不需要太担心汇率变化的问题。1997-1998 年亚洲金融危机发生时，朱镕基总理当时对全世界宣布人民币将保持稳定，结果人民币兑美元汇率稳定了十年，而这十年间外商来华投资迅速发展，导致中国被融入全球供应链体系，而中国的价格体系也开始与西方市场经济体的价格体系靠拢。

人民币汇率稳定是中国过去 40 年改革开放中一个非常重要的基石。但是也带来一个问题：我们的企业、家庭、及政府在资产配置多元化方面做得不够。欧洲和日本的企业、家庭及政府有大量对外资产的配置，汇率波动的时候因为国民与企业已经拥有了足够的海外资产，因此不会出现恐慌性资本外流的压力，也就不需要政府太多地干预汇率及汇市。

从风险管理的角度看，中国离资产在不同货币体系间的均衡分散分布还很远。因为如果现在允许人民币汇率开始波动，老百姓就想了，我手上全是人民币资产，如果人民币进入贬值趋势，风险太大，因此一定要增加美元资产。可是，大家如果短期内同时要去买美元资产，外汇储备就不够了。实际上，在目前，如果有 10% 的人民币存款换成外汇并转出境外，中国的外汇储备将基本消耗殆尽，而短期大量资本外逃导致的恐慌会直接影响中国的金融稳定，中国决策层是不会允许这种情况发生的。



中国的企业、家庭和政府确实需要通过逐渐增加海外资产来分散风险，这样中国才会成为一个成熟的经济体，人民币汇率波动及资本跨境流动的风险与影响才会慢慢下降及可控，中国的金融市场才可能真正持续开放及稳定。但这个过程不可能也不可以太短，需要一个漫长的过渡期。而在这个过渡期内，一个必须发生的匹配事件是外资的持续流入，因为外资目前持有太少人民币资产，他们也需要分散风险，需要持有更多人民币资产。

为吸引外国投资者持有更多人民币，一些重要的金融开放政策正在实施过程当中，包括香港的债券通和央行对人民币债券市场的一系列开放政策。这些开放政策是非常重要的，重要到什么程度？中国老百姓未来能否有序的将其资产跨境分散，拥有更多的海外资产，前提条件是海外主权基金、海外退休金等长期外国投资者能否有机会及有意愿拥有更多的人民币资产。

中国的国债和主权债市场现在很热，因为海外投资者非常喜欢拥有中国的高回报低风险资产，他们过去拥有中国资产太少了。从增加人民币在国际市场的核心竞争力角度看，这个市场是迫不及待需要发展的，因为只有人民币国债市场充分发展起来了，才能有可靠的人民币无风险资产收益曲线，市场才能依此来为风险资产定价。好的国债市场是未来风险管理和市场发展的基础设施，因而极其重要的。在这方面，中国需要向美国学习。人民币的核心竞争力，不是汇率灵活性及波动幅度，而是国债市场交易量（深度）、品种（广度）、及价格稳定性与合理性（质量），这些才是改善未来金融稳定的重点。

有一种观点认为汇率浮动是市场经济的重要标志，汇率都不能动，还谈什么市场经济？可是，香港的港币与美元挂钩，采用的是固定汇率制度，没有任何人说香港不是市场经济，香港持续被许多机构评为全世界最市场化最自由的经济体。我们需要追求的是真正的市场经济，是允许老百姓自由配置自己资产、资金可以跨境自由流动的市场经济，而汇率本身是固定的还是浮动的，并不很重要。

人民币加入国际货币基金组织一揽子储备货币 SDR 的一个要求是人民币可以作为官方储备货币自由使用，并不要求人民币汇率完全浮动。中国在 2015 年

8 月 11 日的汇率机制改革初衷是希望人民币汇率更灵活，但结果却导致市场对汇率未来走势预期的变化，许多市场人士预期人民币会不断贬值，而这种贬值预期又直接触发了资本外逃的冲动，导致中国的外汇储备从四万亿美元下降到目前的三万亿美元水平。从 2017 年 1 月开始，中国政府通过调控货币发行、财政支出、通胀率、利率、及跨境资本流动等各种宏观调控手段，成功将人民币兑美元汇率稳定在 1 美元兑 6.8 人民币水平附近，也将外汇储备控制在三万亿美元水平附近，为中国的金融稳定奠定了基础。

中国当局稳定汇率的意图非常明显，主要目的是通过各种宏观调控工具稳定人民币中长期走势的市场预期。但央行也同时在推进人民币短期汇率波动的幅度，如每天波动幅度从目前的 2% 进一步扩大。我认为短期波动幅度的扩大主要是有利于短期流动性管理及培养微观风险管理意识，而不是作为管理长期汇率均衡水平的工具。

根据中国自己的经验，货币当局是有能力也有必要将人民币兑美元的中长期汇率水平稳定在 6.8。为了避免不必要的预期变化，汇率的短期波动是完全可以接受的，但中长期应该回到 6.8 上下，这样才能使市场在中长期保持一个相对稳定的汇率预期，避免不必要的恐慌性资本外逃。在稳定的市场汇率预期下，放松资本管制及加快金融市场开放才更容易推进。

随着外国投资者进入中国的债市与股市，中国的外汇储备会增加，这将为放宽中国家庭及企业对外投资创造条件。其实中国目前的外汇储备已经非常高，一旦合理的资产互换（中国家庭与企业的人民币资产与外国家庭与企业的外汇资产）能够顺利完成，人民币在建立了其储备货币的功能与地位后，中国就不需要那么多外汇储备了。如何才能让外国家庭及企业持有人民币资产？最重要的是信心。而信心不是一两天可以建立起来的，需要靠提高政治体制、经济体制、金融监管、及整个国家竞争力等重要实力。这些才是需要努力发展的领域，有了这些实力，就不需要担心人民币汇率浮动的问题了。



“一带一路” 具有多边属性的合作倡议

Juan Carlos¹

编者按：

Juan Carlos 主管在讲话中提到“一带一路”倡议或者是人民币国际化这类问题，不能放在真空中去考虑，要放在一个总体框架下去思考。人民币在金融方面起到了至关重要的纽带作用。

以下为演讲摘要：

“一带一路”倡议或者是人民币国际化这类问题，不能放在真空中去考虑，要放在一个总体框架下去思考。莎士比亚笔下有一个角色说过，钱是一个好的士兵，它自己会向前进，人民币就正如莎士比亚所言，他是一个向往和平的士兵，他为自己铺好了道路，让“一带一路”能够向外开展，能够推出一些好的举措，比如和亚投行携手。下文将涉及人民币在金融方面的纽带作用、亚投行以及“一带一路”等问题。

从地缘政治的角度去思考，首先简单说一下“一带一路”、人民币国际化以及亚投行之间的关系。亚投行一旦投入运行就会成为人民币国际化过程中非常重要的推动力量，亚投行不断拓展的业务活动会促进丝绸之路经济带的发展，调动私营领域的资金，比如私人存款（尤其是亚洲地区），并且加强市场规范尤其是提高项目融资过程中的监管力度。这一连串推动作用主要是由于中国大量的外汇储备、亚投行活动开展对于人民币的依赖、私营投资的国际化，以及在北京亚投行总部对项目进行具体监督，香港和新加坡这些亚洲金融中心也是亚投行今后的足迹所在地，这都会推广人民币的国际影响力。

亚投行是一个国际金融机构，亚投行会提供一个非常有利的工具帮助我们拓展人民币在国际金融市场中的使用，而人民币在国际金融市场中的互动会促进亚

¹ Juan Carlos，意大利银行经济与统计研究主管

投行的活动，以及使它的足迹遍及全球。

“一带一路”它是主要依赖于人民币计价的债券，也是满足沿线国家基础设施的建设需求，同时也会变相地推动人民币国际化的作用，形成人民币的流动循环。人民币的使用慢慢会使其成为一种国际货币，在人民币加入 SDR 以后，我们看到全球经济中发生了一些悄然的变化。“一带一路”亚投行人民币国际市场中快速的使用具有相互的互动作用，首先它成为一种地区的货币，现在逐渐人民币在亚洲地区得到了更多的作用，包括投资、结算和贸易，这种现象是我们所希望的，在第一区的层面之上促进整个国际金融体系和货币体系的稳定，我们欢迎人民币的这种国际化进程。

与此同时，还想说一说这样的问题，分析这些问题的人士中有些西方政治家表示出了担忧，对于“一带一路”倡议，他们认为这是中国扩大自己地缘政治影响力的一种工具，但是我并不这么想，我们觉得不应该这么把“一带一路”看成一个单边的行动，好似是中国主导国际秩序一样扩大自己野心的工具，实则不然。在过去几十年中，可以看到在亚洲金融危机之后，在 97、98 危机之后，亚洲地区有了发展的共同推动力量，这个地区更团结了，是金融危机促进了这样一种现象，美国开始注意到东南亚的金融情况，注意到东南亚的金融问题，也加强了这个地区的互联互通和一体化。经济的问题在这个地区出现了，让这个地区的所有国家都受灾，这让整个地区开始寻求一种区域化的解决方案，形成了泛亚洲的概念，即便日本它是美国一个亚太地区的盟友，它以前也没有泛亚洲的概念。在监管一体化和统一性方面日本也做的更多，它想监督整个亚洲的金融地区，在清迈倡议基础上，日本想做监管一体化平台的倡议，这样能更好的监督亚洲的货币市场。

“一带一路”是多边属性的，这需要建立一个非常可靠的金融体系和网络，人民币也是其中一员，系统要能够禁受起打击和波动，要接受国际机构的监管，国际机构也要参与其中，这是需要进一步讨论。金融和货币的合作是必须的，能够实现多边的投资和贸易，这在欧洲有历史的经验，50 年代建立了欧洲支付联盟，这样贸易支付就变得统一了，欧洲也实现了共同发展。



“一带一路”会有一种可能的潜在影响，即对于地缘政治的影响。我认为中国的想法和美国马歇尔计划有些像（70 年代马歇尔计划的再版），有些人说并不一样。中国的倡议是令人印象深刻的，不仅仅地缘政治很大，而且注意到政治国家安全和经济的融合与对接，这个计划的目标非常的宏伟。它想建设一个架构，实现不同的目标，包含诸多的领域，让我们有短期的战略和长期的愿景能够结合在一起，这种经历是与众不同的。

“一带一路”在欧洲有类似的情况，在二战的时候欧洲统一想恢复起来——马歇尔计划，美国想帮助饥饿的欧洲人同时也想抵制苏联的东扩，那时候有地缘政治的影响。马歇尔计划的概念和“一带一路”有异曲同工之妙，“一带一路”的目标和想法是实现全球经济一体化，跟当时二战之后的情形并不一样，并不是那么狭隘。所以“一带一路”有几大原则，和平共处、互惠互利、尊重主权、互不侵犯、互不干涉内政等等，这是一个合作倡议，是为了实现包容与和谐。我们提倡宽容，允许各个国家采取不同的发展路径和道路，是一种互惠互利，促进共同合作的方式。我们让各个国家的实力可以充分的发挥出来，我们坚持大的原则，重要的是强调实施过程中会存在各种障碍，比如一些国家的政治不稳定，存在腐败现象，甚至有恐怖主义的威胁。

“一带一路”这个倡议希望提供更多的机会，不仅给中国而且给全世界提供机会，让这些国家一起实现现代化，共同遵循市场的原则，实现更好的全球化这是一种有效的方式，让我们能够带来更多的政治稳定和繁荣。“一带一路”可以给各个国家带来实实在在的利益，促进国际社会的发展。

在国际舞台上，经济有的时候是分散化的，“一带一路”战略会促进基础设施的建设、促进大家的互联互通，促进各国的繁荣，促进相互的对话和和平共处，最终将克服重重障碍，促进国际社会的和平崛起和发展。

一带一路战略下的人民币汇率风险

Herbert Poenisch¹

编者按：

Herbert Poenisch 先生在讲话中提到人民币的国际化进程跟美元的国际化进程不同，人民币取代美元是否会和平进行，或者是否可以顺利进行顺畅的交接和转换？他强调市场工具的可获得性，特别是基础设施债券，是按人民币计价发行的，而不是以美元发行的债券。

以下为演讲摘要：

大家好，这次我想把人民币的国际化进程跟美元的国际化进程比一比。我们先看看人民币的国际化进程，之后看美元同一阶段的进程，最后看我们需要采取的措施。

人民币取代美元是否会和平进行，或者是否可以顺利进行顺畅的交接和转换？曾听到一个数据是“一带一路”占了中国贸易的 30%，但是计价和支付却是用其他货币进行而不是以人民币进行的，为什么？人民币投资，特别是涉及到“一带一路”国家，但是投资不是以人民币计价和支付的。我们有银行的数据，中国的银行的跨境交易，有《现代金融家》的数据。在中国银行跨境投资中只有 10%是人民币，为什么？我问了许多的问题。我们的负债 30%是人民币，但是这是包括了香港的储蓄。在 11 个国家当中，涉及到 65 个大陆国家，只有 11 个是有熊猫债或者是点心债，这些都涉及到发达国家，发达国家有没有更多的一些债券呢？

在美国发生的情况是：美国二战后事实上有主导地位，大多数国家外汇储备都是美元，二战之后美国成为真正的储备货币，它也是计价的货币。我不能够想象二战之后还是用英镑计价，现在有美元计价，以后发帐单告诉他用人民币支付，这可能是未来的一个趋势。谈到计价货币，用人民币开收据然后人们用人民币支付，包括金融资产的储备价值。

¹ Herbert Poenisch，国际清算银行原高级经济学家



美国的国内市场有非常大的规模，有非常好的流动性，美国所有的机制性安排都是之后建立的。先有美元作为世界货币，才会有美国作为世界货币的体系，这是中国最关注的问题。许多离岸人民币可能有一些扰动作用，对美元市场发挥了什么呢？美国有赤字，在 60 年代以后就有赤字，他们花费更多。有越战，美元就流出了美国，他们的企业也向国外花钱，这是美国在 60 年代的一些战略。与当今中国类比的话有两种观点，政府想控制外汇和汇率，银行不想控制想走出去，这是有矛盾的。

境外美元大幅度增加，美国银行在国外有运行，结果是非美国的美元的借贷和其他的活动在欧洲有巨大的欧洲美元债券市场。我和芬兰代表当时也认为与人民币当前的情况有个类比。我们当局对于欧洲美元市场有一些担心，因为离岸和在岸市场的汇价是不同的，会影响到货币政策，离岸市场规模太大了会在市场上产生影响带来通胀。

关注于国际货币领域，欧洲美元市场是非常好的研究案例。人民币成为国际货币，首先要金融一体化，中国的主要的贸易伙伴“一带一路”国家，盯住人民币国际汇率，持有人民币的货币储备。现在“一带一路”国家人民币储备是 1%，这是很低的，至少要达到 30%，要持有人民币的外汇储备，获得金融服务，中国的银行现在在“一带一路”国家 65 个国家中覆盖了 25 个，还是任重而道远。

市场工具的可获得性，特别是基础设施债券，是按人民币计价发行的，而不是以美元发行的债券。如果想增加人民币的使用，我们要加强人民币跨境支付体系的建设。美元适用于新加坡、伦敦等等，人民币清算也应该这么发展，在上海的清算所建立人民币跨境支付体系。先是上海，再是香港，我们有货币互换安排，但现在并没有利用货币互换安排。如果的确是有这样货币互换的安排，人民银行能否承担所有的入市货币呢？这种情况还要再看看，合格的境外机构投资者来自于六个“一带一路”沿线国家，谢谢大家！

全球资本流动发生变化 ——外国投资抵消较低贷款¹

达娜·基里亚科普卢²

2008 年金融危机发生十年后，全球经济终于迎来复苏期：今年和明年，新兴市场和发达市场都有望实现经济的强劲增长。但是，伴随这次经济危机而来的困难经济状况将会继续造成长期后果。

一个特别显著倾向就是反全球化情绪在政治、经济和监管领域的不断抬头。政治上主要反映在贸易和移民问题上；支持贸易保护主义、加强边境管制都是导致 2016 年 6 月英国脱欧公投及特朗普当选总统的决定性因素。虽然反全球化和反建制派并未在法国和荷兰的大选中获胜，但却比金融危机发生前更受欢迎。

经济危机造成的后果对全球资本流动的影响则更加难以察觉。2008 年金融危机发生前，世界经历了数年剧烈的金融全球化。放松管制和金融创新为投资者提供了多元化投资、管制风险的新机会，随着银行和公司在全球的扩大业务，资本流动猛增。

中国及其他新兴国家（尤其是大宗商品出口国）的储蓄激增进一步增强了全球资本流动性。这反过来又为发达国家的巨额赤字融资。尽管 1999 年发行的欧元促进了货币联盟内的跨境交易的快速增长，但这种态势在金融危机后发生了逆转，影响着世界各地的资本流动。

一、全球银行大收缩

全球银行业的改变最为显著。国际清算银行的数据显示，2017 年第一季度银行的对外债权跌至 25.8 万亿美元，比 2008 年同期的峰值减少了约 6 万亿美

¹ 翻译：赵文静；审校：陆可凡

² 达娜·基里亚科普卢，国际货币金融机构官方论坛首席经济学家兼首席研究员

元，降低了 18%。欧洲作为世界上金融最为开放的地区之一，这种大幅下跌从其疲软的宏观经济环境可见一斑。经济理论和证据显示，跨境贷款的流动是最易波动的资金流形式、在危机期间也最易发生变化。欧元区银行的对外债权几乎已从 2008 年第一季度的 17.4 万亿美元减半至 9.4 万亿美元。

全球跨境贷款减少有多重原因。重要的一点在于，该现象反应出，考虑到冒险决策会造成严重后果、在危机期间造成大量损失，银行因此希望降低风险。旨在收紧金融条件的银行监管也支持银行此举。在世界范围内，更严格的资本和流动性标准被写入《巴塞尔协议 III》的监管措施及定期压力测试中，而这些措施影响不利于维持部分海外运作。

央行政策也发挥了一定作用。英格兰银行的研究显示，更严格的微观审慎的资本要求倾向于减少跨境银行贷款，一些非常规货币政策则能放大这一影响。比如，英格兰银行为贷款项目提供资金、欧洲央行的长期再融资操作都意在鼓励银行关注国内贷款。

二、反驳去全球化

我们很容易得出这样的结论，即世界已经达到金融峰值，我们现在处在金融去全球化阶段。考虑到在危机发生前，跨境银行贷款在不可持续扩张阶段前期所扮演的角色，这种情况似乎也不会显得不受欢迎。

而事实更微妙。其他形式的资金流在一定程度上抵消了跨境贷款的收缩。外国直接投资、证券组合债务及普通股继续增长。根据联合国贸易和发展大会的分析，2008 年金融危机之后，全球外国直接投资流继续增长并恢复到近危机前的水平。这些较高资金流促进全球外国直接投资从 2007 年的 18 万亿美元增长至 2016 年的 27 万亿美元。外国直接投资数据显示新兴市场现在在资本全球化中扮演着更为积极的角色，减少了风险的集中和波动的影响。

国际货币基金机构官方论坛就各国的净国际投资头寸进行了研究，研究结果作为 2017 年全球公共投资者报告的一部分于 6 月发表，进一步显示债权人和债务人头寸在过去十年里不断拉大，发达国家和新兴经济体的外部债务与 GDP 的

比率持续增长。

然而风险依旧存在。外国直接投资是金融全球化较为稳定的一种形式，反映着各国和公司的长期利益，更难以迅速扭转。然而，外国直接投资增加的地区主要集中在税收较低、常常是离岸行政辖区。这造成了各国外国直接投资和生产能力增长间的脱节，反而以一种与接受国经济基础不相称的方式提高跨国企业的利润。

由于技术发展对货币政策、信贷提供者以及跨境金融交易和资本流动的性质影响，不确定性仍在出现。这些挑战将令监管者和银行重估旧模式、发展新模式。

Global Capital Movements Change Shape Foreign investment offsets lower lending

Danae Kyriakopoulou¹

Almost a decade after the 2008 financial crisis, the global economy is finally experiencing a period of synchronous recovery with both emerging and advanced markets expected to post robust economic growth this year and next. However, the difficult economic conditions following the crisis continue to affect the longer-term aftermath.

A notable trend in politics, economics and regulation has been the rise in anti-globalisation sentiment. The political focus has been mostly on trade and immigration; the support of protectionism and stricter control of borders were decisive factors both in the UK's June 2016 referendum to leave the European Union and in the election of Donald Trump to the US presidency. While anti-globalisation and anti-establishment parties haven't prevailed in key European elections in France and the Netherlands, their popularity is higher than before the crisis.

The effect on global capital flows has been less visible. The years building up to the crisis were a period of intense financial globalisation. Deregulation and financial innovation provided new opportunities for investors to diversify their portfolios and attempt to manage risk, and capital flows soared as banks and corporations expanded globally.

Global liquidity was further supported by a surge in savings in China and other emerging markets, notably commodity exporters. This, in turn, financed huge deficits in developed economies, while the introduction of the euro in 1999 supported a rapid increase in cross-border transactions in the currency union. These conditions have been reversing since the financial crisis, impacting the way capital flows around the

¹ Danae Kyriakopoulou is Chief Economist and Head of Research at OMFIF

world.

Global banks retreat

The most pronounced changes have been in global banking. Statistics compiled by the Bank for International Settlements show that banks' foreign claims have fallen to \$25.8tn in the first quarter of 2017, almost \$6tn down from the peak in the first quarter of 2008 – an 18% decline. A large share of that can be explained by the weak macroeconomic environment in Europe, one of the world's most financially open regions. Economic theory and evidence suggest movements in cross-border lending represent the most volatile form of capital flows and the most likely to change during crises. Foreign claims of euro area banks have almost halved to \$9.4tn from \$17.4tn in the first quarter of 2008.

The global reduction in cross-border lending can be attributed to a variety of factors. Importantly, it reflects a desire by banks to reduce risk in the light of the painful consequences of hazardous decisions that led to large losses during the crisis. Regulation designed to tighten financial conditions, too, has encouraged such desires. Globally, this has taken the form of stricter capital and liquidity standards as part of the Basel III measures, and regular stress testing. These measures have created disincentives for banks to maintain some foreign operations.

Central bank policies have played a role as well. Research by the Bank of England shows that stricter microprudential capital requirements tend to reduce cross-border bank lending, and that some forms of unconventional monetary policy can amplify this effect. For example, both the Bank of England's funding for lending scheme and the European Central Bank's targeted longer-term refinancing operations were designed to encourage banks to focus on domestic lending.

Rebutting deglobalisation

It would be tempting to conclude from this that the world has reached 'peak finance' and that we are now in a phase of financial deglobalisation. This might not appear undesirable, given the role played by cross-border bank loans in the build-up

of the unsustainable expansionary phase before the crisis.

The reality is more nuanced. A rise in other forms of capital flows has partly offset the contraction in cross-border lending. Foreign direct investment and portfolio debt and equity have continued to grow. According to analysis from the United Nations conference on trade and development, global FDI flows continued to rise in the aftermath of the 2008 upsets and have recovered to near pre-crisis levels. These higher flows have contributed to a rise in the stock of global FDI to \$27tn in 2016 from \$18tn in 2007. FDI statistics show emerging markets are now more active players in the globalisation of capital, removing the concentration of risk and exposure to volatility.

OMFIF research into countries' net international investment positions published as part of Global Public Investor 2017 in June further shows that creditor and debtor positions have been consistently widening over the past decade and that the ratio of external liabilities to GDP has continued to grow in both advanced and emerging economies.

Risks remain, however. FDI is a more stable form of financial globalisation that reflects countries' and companies' long-term interests and that tends to be more difficult to reverse suddenly. Yet an increasing share of FDI income is now concentrated in low-tax, often offshore, jurisdictions. This has created a disconnect between FDI and the expected rise in productive capacity across countries, instead boosting the profits of multinational enterprises in a way that is out of proportion with the economic fundamentals of the recipient economies.

New uncertainties are emerging from the impact of technological developments on monetary policy, credit providers, and the nature of cross-border financial transactions and capital flows. These will challenge both regulators and banks to re-evaluate old models and develop new ones.

英镑的数字未来——评估影响¹

维多利亚·克莱兰德²

过去十年，技术使得住宿、出租车、相亲和电影租赁等多个行业发生了革命性变化，创造出许多家喻户晓的品牌：Airbnb、Uber 和 Netflix 等等。

尽管金融业活动频繁，并随之出现了许多使客户变得更为简易的革新，结果却并不如人意或足够颠覆。这一切将会改变：越来越多的人预计，新一波金融科技将具有变革性，有望挑战并颠覆银行、投资管理和保险等传统商业模式。

支付体系也许是即将目睹重大变化的一个领域。英国央行负责在本国运营和推进安全有效的支付系统，其中一个方式是提供终极的无风险资产：央行的资金。

该资金的供给可以采取有形或数字的形式。人人都熟悉的纸币，以及英国在 2016 年发行的塑料钞票构成了央行里的有形货币。尽管这是一个数百年前的创新，但纸币仍然是全球主要的支付方式，即使在今天的英国，纸币也占了近一半的消费者支付总额。

跟紧金融科技潮流

英国央行还实现了中央银行货币电子结算。1996 年，英国央行便已通过实时全额结算支付系统发行了央行货币的电子形式。该系统每天在银行和少数其它金融机构之间解决大约 5000 亿英镑的支付问题，起着至关重要的作用。

英国央行已开始着手更新现有的结算系统，使其能够灵活应对预期在未来几年内付款的快速变化。这将使英国央行能够提供更有弹性的中央银行货币结算服务，促进更广泛的直接访问，并提供更大的灵活性以满足未来用户在日益丰富的

¹ 翻译：李坤夏；审校：陆可凡

² 维多利亚·克莱兰德，英国央行首席出纳官。原文选自货币金融机构官方论坛（OMFIF）发布的第四期《全球公共投资者》。

数据和更长的运营时间等方面上的需求。英国央行正着手进行的其中一个改革是将中央银行结算账户的应用范围扩展到非银行支付服务提供商（包括电子货币和支付机构），以促进更为多样和创新的英镑支付市场。

问题是英国央行能走多远。目前公众只能直接获得中央银行的有形货币。但最近的技术发展，特别是比特币、莱特币、狗狗币或门罗币等加密货币的出现，让人们提出了中央银行是否会发行自己的数字货币（central bank-issued digital currency, CBDC）的问题。

CBDC 让企业、非银行金融机构以及最广泛的形式——一个人，在使用有形现金的同时，能够使用中央银行电子货币以及来实现支付和存储价值。本质上 CBDC 是与以国家货币计价的纸币相当的电子货币，让企业和家庭以中央银行货币作为存款，并以电子形式实现完全、最终结算，实现实时相互支付。

对政策的影响

表面上这看似很简单——这是央行紧跟时代实现中央银行货币应用途径现代化的举措。但是，正如金融科技领域的许多革新一样，CBDC 也许会产生广泛的影响。英国央行希望了解 CBDC 对其维持货币和金融稳定以增进英国人民福祉的使命的潜在影响。为了了解 CBDC 的潜在影响，央行多年来一直在进行一项研究，以评估发行 CBDC 的收益、成本、机会和风险以及可行性。

这其中有许多复杂的技术和政策问题有待解决，例如 CBDC 将会加强还是阻碍央行对货币政策的管理。银行利率的变化可能需要一段时间才能传递给消费者，但是 CBDC 的存在可能会加速整个经济体利率变化的传导。初步研究表明，CBDC 可以通过增加无风险资产的供应，提高 GDP 增长率。但是，也可能出现意想不到的后果，例如对金融稳定的影响。

CBDC 使得商业银行的客户更容易将存款（即使是受“金融服务补偿计划”保护的存款）转换为被认为是完全无风险的资产（中央银行的资金），从而引起

破坏金融稳定的风险。若相当一部分消费者转移到 CBDC，这将可能降低商业银行的流动性、资金和信贷供给。因此必须再三权衡 CBDC 对金融稳定带来的任何好处，以及这些将可能从根本上改变金融体系结构的潜在影响。

共商突破性研究

英国央行还一直在探索 CBDC 的可行性——一个在极端情况下可以向多达 6000 万人和数百万公司开放的系统。央行正在研究需要什么样的技术、分布式分类帐技术是否比大多数现有技术具有额外优势，以及实施 CBDC 在监管和法律上存在什么障碍等问题。

CBDC 将创造出诱人的机会，但也将带来许多重大而复杂的问题，这些问题必须在央行考虑对其货币性质进行根本性改变之前回答清楚。这些范围广泛的问题需要尽可能多地让更多专家和多元想法加入进来，因此英国央行已经在其网站上公布了关键问题，鼓励学者和行业从业者参与这一突破性的研究。

Digital future for sterling

Assessing the implications

Victoria Cleland¹

Over the past decade, technology has revolutionised industries ranging from accommodation and taxis to matchmaking and film rentals, producing many new household names – Airbnb, Uber and Netflix to name a few.

While there has been considerable activity in the financial sector, with many developments making customer interfaces easier, the results have not been as significant or disruptive. This may change: there is a growing expectation that the latest wave of financial technology will be transformative, with the potential to challenge and disrupt age-old business models in areas such as banking, investment management and insurance.

One area that may see significant change is the world of payments. The Bank of England is responsible for operating and promoting safe and efficient payment systems in the UK. One way that it does this is through the provision of the ultimate risk-free asset: central bank money.

This can take a physical or digital form. Everyone is familiar with paper and – in the UK since 2016 – polymer banknotes that make up physical central bank money. Despite being a centuries-old innovation, banknotes are still a key payment method worldwide and, even today, account for nearly half of consumer payments in the UK.

¹ Victoria Cleland is Chief Cashier at the Bank of England. This article appears in OMFIF's fourth annual Global Public Investor.

Keeping up with financial technology

The Bank also enables electronic settlement in central bank money. Since 1996, the Bank has issued an electronic form of central bank money, through the provision of accounts in its real time gross settlement payment system. This system is critically important, settling around £500bn of payments every day between banks and a small number of other financial institutions.

The Bank has initiated the process of renewing its existing settlement system, to give it the flexibility to respond to the rapid pace of change in payments expected over the coming years. This will enable the Bank to deliver a central bank money settlement service that is more resilient, promotes broader direct access and gives greater flexibility to meet future user needs in areas such as richer data and extended operating hours. One change being made is to extend access to central bank settlement accounts to nonbank payment services providers (both e-money and payment institutions), as a means of promoting a more diverse and innovative sterling payments market.

This raises the issue of how far the Bank can go. The public at present has direct access only to physical central bank money. But recent technological developments, in particular the emergence of cryptocurrencies such as bitcoin, litecoin, dogecoin or monero, have led to questions around whether central banks will issue their own equivalent – a central bank-issued digital currency.

A CBDC could enable businesses and non-bank financial institutions, and – in its most extensive form – individuals, to make payments and store value in electronic central bank money, alongside physical cash. Essentially it would be an electronic equivalent to banknotes, denominated in the national currency, allowing businesses and households to hold balances in central bank money and to pay each other in real time with full and final settlement in electronic format.

Implications for policy

On the surface, this may seem straightforward – a modernisation of access to central bank money to keep up with the times. But like many developments in financial technology, it could have wide-ranging implications. The Bank of England wants to understand the potential implications for its mission, which is to promote the good of the people of the UK by maintaining monetary and financial stability. To help understand the implications it is undertaking a research programme over several years to assess the benefits, costs, opportunities and risks, as well as the feasibility, of introducing a CBDC.

There are many complex technical and policy questions to address, such as whether a CBDC would enhance or impede the Bank's management of monetary policy. Changes in bank rates can take some time to be passed through to consumers, but the existence of a CBDC may speed up the transmission of changes in interest rates across the economy. And initial research suggests that it could enhance growth in GDP, for example through increasing the supply of risk-free assets. But there may be unintended consequences, for example for financial stability.

A CBDC may introduce additional risks to stability by making it easier for customers of commercial banks to switch from deposits – even those protected by the Financial Services Compensation Scheme – to an asset that is perceived to be completely risk-free (money at the central bank). Consequently, if a significant proportion of consumers moved to a CBDC, this may reduce the liquidity, funding and credit provision of commercial banks. These potential impacts, which could fundamentally change the structure of the financial system, must be weighed against any benefits for financial stability.

Engagement with ground-breaking research

The Bank has also been exploring the feasibility of a CBDC – a system that could, in extremis, be open to over 60m people and millions of companies. This includes looking at what kind of technology would be needed, exploring whether distributed ledger technology has additional benefits over most established technology and what barriers exist in regulation and law to a CBDC being implemented.

A CBDC will create some fascinating opportunities but also poses many significant and complex questions, which must be answered before the Bank can consider making a fundamental change to the nature of central bank money. Such wide-ranging questions need the input of as many expert and diverse minds as possible, so the Bank has published the key questions on its website and it encourages academics and industry practitioners to engage with this ground-breaking research.



系列九：跨境贸易人民币结算发展情况¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第二章。

一、规模明显下滑，结算占比震荡下行

2016 年，跨境贸易人民币结算规模明显下滑，全年跨境贸易人民币结算业务累计发生 5.23 万亿元，较 2015 年减少 2 万亿元，同比下降 27.66%。这是自 2009 年跨境贸易人民币结算试点启动以来，跨境贸易人民币结算规模首次出现年度缩小。跨境贸易人民币结算占中国货物及服务贸易总额（国际收支口径）的 18.08%，较 2015 年减少 8.4%。

2016 年，世界经济艰难复苏，国际贸易增长低迷，我国供给侧结构性改革初见成效，经济增长出现新的动力，消费对经济增长的贡献明显上升。产业升级稳中向好，投资者信心有所恢复。进出口呈现前低后高、逐季回稳向好态势，扭转了 2015 年以来的双降局面，而且进口增长快于出口，开始止跌转升。但受贸易额下降、人民币贬值压力、跨境资金流动风险管理加强等因素影响，为了规避汇

¹ 整理人，中国人民大学财政金融学院博士生李胜男、中国人民大学国际货币研究所研究合作部副主任安然

率风险损失，部分企业尤其是那些选择人民币结算主要是为了获取人民币升值红利的企业，不再选择人民币计价结算，转而选择升值预期明显的美元，使得 2016 年人民币在跨境结算中的使用规模大幅下滑，震荡下行。年初市场对人民币汇率形成新机制信心不足，加上春节出国旅游增加外汇需求，人民币贬值压力加大，一些外国金融机构甚至预测人民币兑美元将“破 7”，导致第一季度人民币贸易结算规模锐减，2 月份降至年内最低点。中国人民银行一方面发文指出人民币没有“贬基”，另一方面在香港离岸市场进行干预，迅速扭转了人民币贬值的局面，稳定了市场预期，随后人民币贸易结算规模开始回升，4 月人民币结算占货物和服务贸易总额的比例触底后较快反弹，人民币结算份额基本稳定在月均 5000 亿元左右。特朗普当选美国总统后，市场担心美国贸易保护主义盛行，将中国列为汇率操纵国，中美之间可能会爆发贸易战，加上美元加息预期强烈，人民币再次承受贬值压力，打击了企业选择人民币结算的动机。为了应对急剧增加的国际经济不确定性冲击，我国监管部门采取措施，加强跨境资本流动宏观审慎管理，投机套利性人民币结算受到较大限制，挤出了原来贸易人民币结算中与实体经济相关度不高的泡沫，在这些因素的共同作用下，人民币结算规模再现震荡。年末货物与服务贸易中人民币结算占比降至 12.1%，是 2015、2016 年的低谷。

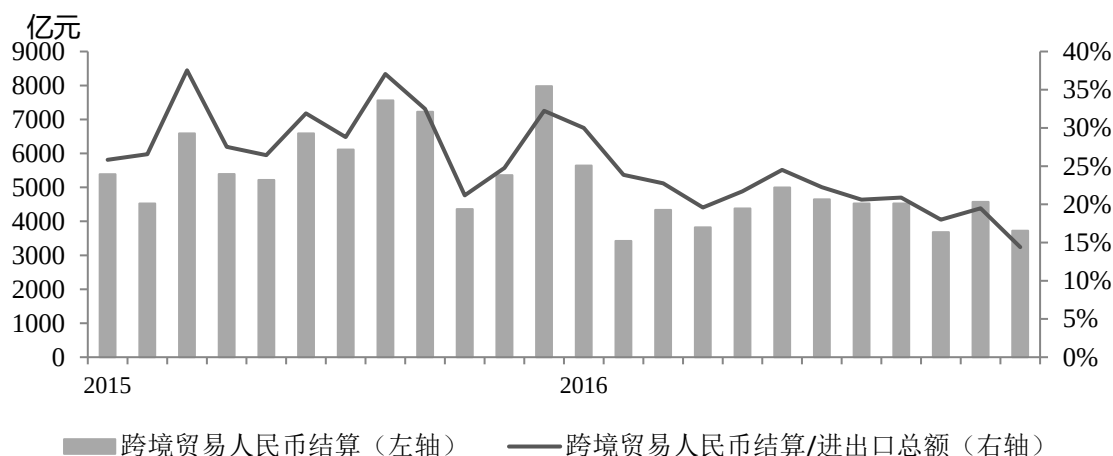


图 1 跨境贸易人民币结算规模

数据来源：中国人民银行、国家外汇管理局

二、货物贸易结算为主，服务贸易结算增速继续加快

跨境贸易人民币结算的结构进一步优化，货物贸易仍然是人民币跨境结算的主流，服务贸易结算份额较快上升。2016 年，以人民币进行结算的跨境货物贸易累计发生 4.12 万亿元，同比大幅下降 35.5%，占跨境贸易人民币结算的 79.58%。以人民币进行结算的服务贸易累计发生 1.11 万亿元，同比增长 31.2%，占跨境贸易人民币结算的 20.42%。以人民币结算的服务贸易为连续第二年增长，且增幅较 2015 年有所扩大。2016 年全年中国服务贸易进出口总额超过 5 万亿元，同比增长 14.2%，服务贸易的人民币结算保持增长且增速加快。

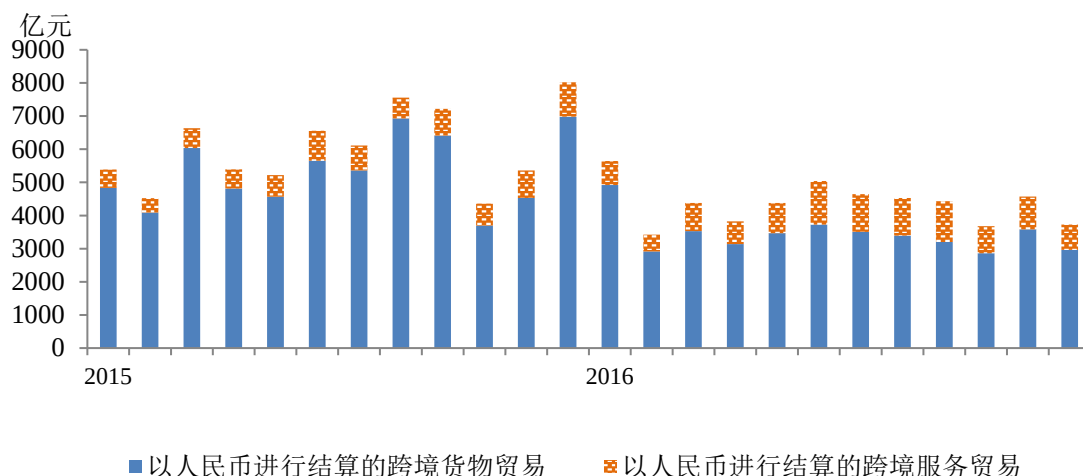


图 2 以人民币结算的货物贸易和服务贸易规模

数据来源：中国人民银行

三、跨境人民币收付差额有所扩大，实付大于实收

2016 年，跨境人民币收付金额合计 9.85 万亿元，较 2015 年减少 2.25 万亿元，同比下降 18.6%。实收 3.79 万亿元，较 2015 年减少 2.4 万亿元，同比下降

38.8；实付 6.06 万亿元，较 2015 年增加 0.15 万亿元，同比增长 2.5%。跨境人民币收付出现逆差，收付比从 2015 年的 1:0.95 升至 1:1.6。在 2015 年首次出现人民币实收大于实付的顺差后，重返首付逆差局面，表明我国出口企业使用人民币结算的规模小于进口企业使用人民币的规模。人民币贬值提高了进口企业使用人民币结算的动机，当然，在政府规范外汇使用真实性的背景下，使用人民币结算更加便捷，促使企业更多选择使用人民币。人民币收付逆差扩大，意味着人民币通过贸易渠道流向境外，有利于扩大离岸人民币市场的资金来源，扩大离岸人民币业务。

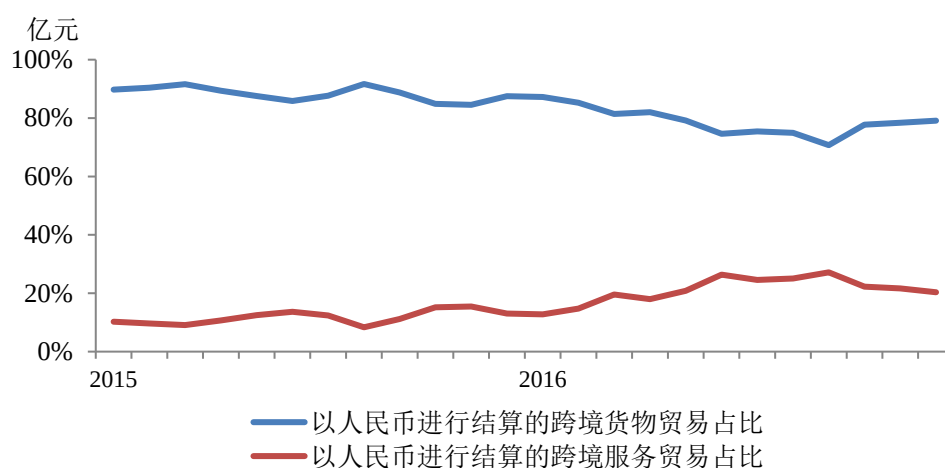


图 3 以人民币结算的货物贸易和服务贸易规模占比

数据来源：中国人民银行

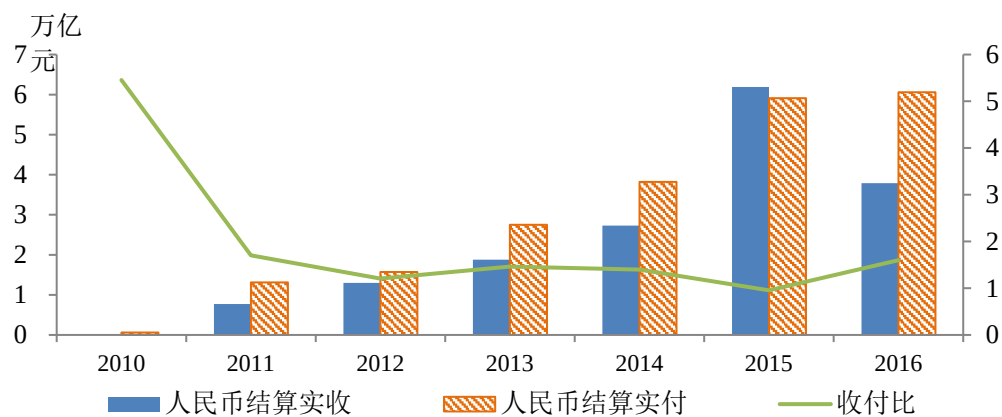
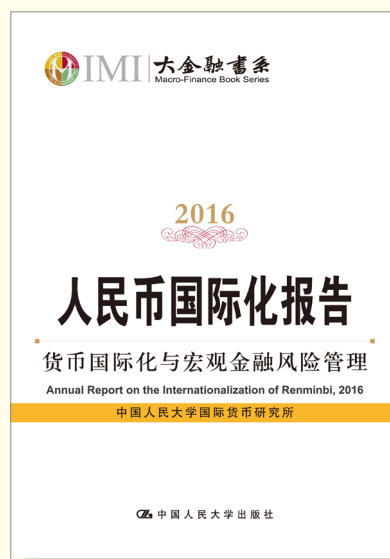


图 4 跨境贸易人民币结算收付比

数据来源：中国人民银行

《人民币国际化报告 2016》

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



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

厦门国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2017年10月9日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载