

【本期推荐】

范希文：债市国际化的逻辑与途径

【“资本市场”专题】

伍 戈：短期利率波动之谜

夏 乐、董晋越：新工具完善央行货币政策框架

谢亚轩：M2 快速回落的内因和走势洞悉

【海外之声】

Ben Robinson：公众投资者和绿色债券

Elliot Hentov：储备经理转向股票

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列一：《人民币国际化报告 2017》导论

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

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：刘 欣

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

债市国际化的逻辑与途径

范希文¹

中国开放资本市场的步伐正在加快。今年 6 月，美国指数公司 MSCI 宣布，2018 年 6 月将把中国 A 股正式纳入 MSCI 的全球新兴市场指数和全球基准指数，初始纳入的股票为 222 只大盘股。这意味着未来全球基金经理在做全球资产配置时，中国股市将可能成为受益者。今年 7 月 3 日，策划已久的“债券通”正式开启北向通的试点，使境外投资者可以通过香港的 CMU（债务工具中央结算系统），以多级托管的方式，“一点”进入国内银行间市场，首次实现了中国债券市场与国际间的制度联通。这两件大事是中国资本市场自 2005 年以来一系列开放举措的重大结果，开启了中国资本市场国际化的新时代。

然而，中国资本市场的国际化道路仍步履维艰。截至 2017 年 3 月，境外资金投资于中国股市的仍寥寥无几；而债市的境外资金也不过 8000 亿元人民币，占中国债市的 1.25%，远低于韩国等国家 10%（或更高）的水平。中国资本市场的国际化进程在我国未来的经济发展中或许会扮演举足轻重的角色，而目前的国际化程度与之潜能相比还很不相称。那么，这就提出了一个严肃而又根本的问题：下一步中国资本市场国际化道路该如何走？

一、开放的逻辑

推动中国资本市场国际化将有助于打破目前国内宏观政策空间日趋狭小的局面。自 1985 年以来，我国广义货币 M2 与 GDP 比率从 0.57 一路上升到达 2016 年的 2.08，上升幅度近四倍。这在保持经济增长的同时，也推动了以房地产为主的资产价格泡沫的形成。2015 年下半年后，随着经济的放缓和全员劳动生产率增速的下滑，逐渐形成了市场对人民币的贬值预期，进而引发了资本的大规模外流。从 2014 年下半年到 2016 年底，我国外汇储备从近 4 万亿美元减少到 3 万亿美元以下。在汇率政策缺少灵活度的情况下，为防止外储跌破安全水平，阻止资

¹ 范希文，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中拉合作基金首席风险官

本外流，加强资本管制成为主要的政策选项。但资本管制扭曲市场定价，损害投资人信心，进而延缓人民币国际化的进程。在这种情况下，如果能有序地吸引境外资本投向我国资本市场，将有益于抵消资本外流的影响，维持基础货币的水平，重新拓展宏观经济政策的空间。

资本市场的国际化还将有助于推动我国债券市场的微观建造。境外投资人对市场规则的解读，对资产定价透明度的期望，对风险对冲工具的要求，对评级方法论的挑战以及对公司法、破产法等法律的理解和诉求，都会通过和国内市场的沟通推动我国市场微观构造的改进。再有，资本市场国际化的推进还会加快人民币国际化的进程。很难想象，没有资本市场的开放，人民币国际化的终极目标会充分实现。

然而，资本市场对外开放是一件极富挑战的事情，一个问题在于，它会使一国暴露于资本外逃的风险。从全球的经验来看，自上个世纪 90 年代以来，许多新兴国家都为此付出过惨痛的代价，其事例不胜枚举。1997 年始于亚洲，后又波及俄罗斯和拉美的金融危机，受冲击的国家先是出现经济下行，但随后资本外逃，外储枯竭，汇率大跌，物价飞涨，加深了这些国家的经济衰退，国民生活水平出现大幅度下降。那一次金融危机迫使人们对经济学一贯倡导的自由资本流动进行了痛苦的反思。一些经济学家甚至指出，资本账户管制的放松和经济增长没有明显的直接关系。

但是，资本自由流动的好处又是无法否认的。走向经济发达的国家几乎无一例外地在其发展过程中或迟或早地开放了自己的资本账户。某种意义上，对那些国际储备货币国，资本自由流动是其货币国际化的前提条件。在传统的经济理论看来，自由的资本流动减少了资源配置的扭曲，允许资本从高储蓄国家向低储蓄国家流动，从而促进跨国投资和区域经济增长。特别是，资本自由流动的实现通常是在贸易自由流动之后，如果再伴有货币国际化的助力，会使一国在实现国际贸易自由的同时，实现跨国投资的自由。

鉴于开放资本账户利弊兼有，后果难料，该不该开放资本市场，如何开放资本市场，就成了近年来政策制定者关心的课题。不久前，美国经济学家雷因哈特和马古德（C. Reinhart and N. Magud）的研究成果格外引人注目。他们发现，一定的资本项下的管制有利于资本投向期限较长的债券，从而可大幅减小资本流动

的短期行为和由此带来的汇率波动。考虑到我国目前的发展阶段，引入境外投资的重点应当以中长期、中等流动性的投资为主。因此，重点开放债券市场，而不是流动性较强的股票市场，应该是我国资本市场国际化的主基调。

二、任重道远

目前，我国债券存量位居全球第三，是境外投资人无法忽视的债券市场。境外投资人寻求的高收益、低波动率（和风险）和低相关性在中国债市上均有体现。中国债市有国库券、准国债、企业债、公司债以及资产证券化产品等，为境外投资人提供了多样化的选择，以及一定的收益提升。以 10 年期国库券为例。目前，SDR 中国国库券的基准收益率比美国的同期限国库券收益率高出约 130 个基准点，比英镑收益率高出 250 个基准点，比欧元和日元则高出 300 个基准点以上。其次，在过去十年，中国国库券的收益率波动率低于上述所有国家和地区，仅为 1.65。再次，中国 10 年期国库券的收益率与上述各国国库券的收益率的相关系数最高不到 20%（与英国），最低只有 0.8%（与日本），与美国的相关系数为 17.6%。还有，中国债券违约率去年一年不到 30 个基准点。

尽管如此，境外投资人在中国债市的投资不仅规模有限，而且增长缓慢，近来甚至有所下降。究其原因，首先，境外投资人在我国债券市场的主要投资仍然以信用风险低、流动性较强的国库券和准国债为主，约占境外债市投资的 90% 左右。然而，人民币进入贬值预期后，我国国债收益率与主要国家收益率的正利差不足以抵消汇率风险的对冲成本，使收益提升的好处被对冲成本所抵消。比如，一年离岸、在岸人民币可交割远期的成本在 2% 左右，与离岸人民币无本金交割远期（NDF）的成本不相上下，而汇率期权的成本还要更高，从而投资中国国债变得无利可图。

其次，境外投资人特别是来自成熟市场的投资人，对市场的定价机制有很高的期望。然而，目前我国债市除了定价透明度不高之外，机制中还缺少一些必备的要素，比如，无风险利率曲线的决定，风险溢价的度量，以及利率风险和信用风险对冲工具的存在和使用，都还有需要完善的地方。

再次，我国虽然拥有众多的评级公司，但评级的客观性、公允性以及方法的合理性还有待改进。我国绝大多数债券评级都在 AA 或以上，拥有 AAA 评级的债券也时有出现，和国外的评级分布有很大不同。在我国，即便是违约在即或是信用风险已经很高，有市场共识的企业债券仍然会保持 AA 一类的评级。评级下调之难，与市场预期所差之远，以及评级滞后等现象极为普遍，使投资人难以将信用评级作为有价值的投资参考。

第四，涉及中国债市和债券发行人的法律体系和现有法律的执行，包括公司法、破产法以及市场一直期待的证券法等都有巨大的完善空间。一旦违约或类似风险发生，境外投资人需要能够预期资产如何处置，债权人的权利和义务何在，抵质押品如何评估和清算，破产司法程序如何等等。如果这些问题的不确定性过高，政府干预太多都会让境外投资人望而却步。

第五，市场的微观结构需要与境外更好地接轨。比如，信用溢价和期限溢价在我国债市上并不明显，或许是刚兑预期所致。另外，杠杆的获取、repo 等市场的运作以及抵质押使用的规则等也需要境外投资人了解和磨合。此外，操作层面也有一些亟待改进之处。比如，我国债市的交易员通常依赖微信或 QQ 进行交流，而这通常不符合境外交易监管的规定。经验也表明，在引入境外投资人的过程中，政策和监管环境的稳定至关重要。违背市场原则的管理是造成政策和监管不确定性的最大因素，也是境外资金犹豫不决的最主要原因。

三、展望未来

最近，彭博、花旗银行等国际机构已决定或正在考虑把中国债市纳入全球三大债券指数的过渡指数当中，为中国债市正式进入可交易全球指数打下了坚实的基础。据高盛估计，如果中国债市被顺利纳入，将可能有 2500 亿美元的境外资金投向中国债市，是目前境外投资我国债市规模的 2 倍之多。根据瑞银最近的估计，中国债市规模有望在未来五年内翻一翻，达到 128 万亿元人民币。假设中国债市的境外投资达到国际常见的 10% 的水平，届时，境外投资中国债市的总规模便有望达到近 13 万亿元人民币，从而中国债市将成为全球债市的主导力量之一。诚然，规模本身并不应当是追求的目的，资本市场国际化带给中国经济的巨大活力才应该是最终目标。而随之而来的，还有许多难以预知的风险。因此，没有管



控风险的强大能力和维护市场规则的意愿，所有这一切是不大可能的。人民币对美元汇率上升是否具有可持续性？

短期利率波动之谜

伍戈¹

核心观点

1、去年四季度以来随着银行间市场利率系统性抬升，资金价格呈现大幅波动特征。各界对利率的分析侧重于价格水平，往往忽视其波动性的研究。事实上，作为最基础的金融变量，利率的波动性是影响金融产品投资价值、资本市场情绪甚至宏观经济稳定的重要方面。如何看待上述波动性及未来演进，无疑是市场关注的焦点。

2、流动性的边际趋紧可以较好地解释利率水平的系统性抬升，但难以充分解释其波动性的显著加大。尽管近期金融监管的强化可能也会造成利率方面的扰动，但其趋严的时间点与利率大幅波动的起点并不一致。我们发现，短期利率波动性加大与中长期流动性投放占比提升有着较明显的同步性及因果关系。

3、为了维护人民币汇率的稳定和抑制国内资产价格的高企，过去一年多以来面对资金持续外流的压力央行并没有采取传统的降准措施，取而代之的是通过中长期创新工具提供流动性。这当然有助于缓解当时的“内忧外患”，但该碎片化操作客观上也加剧了短期利率的波动。

4、中长期流动性的提供隐含着央行对中长期利率的定价及调控问题。对中长期利率进行调控会放大短期市场利率的波动。更复杂的是，同时调控多个期限的利率将使得其传导效应相互叠加，市场预期容易混乱，短期利率的波动随之显著加大。只要中长期政策工具持续被倚重，短期市场利率的大幅波动便会成为常态。

5、展望未来，央行似已开始简化中长期流动性工具的使用，短期利率的波动性可能会有所降低。随着资产价格和人民币汇率的阶段性企稳，未来央行逐步回归常规货币政策操作。加大短端流动性工具的操作，减少长端操作（MLF

¹ 伍戈，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，华融证券首席经济学家

等），择机辅之“小步快跑”式的准备金率调整，有助于货币政策由碎片化操作向系统化框架演进。

一、引言

去年四季度以来随着银行间市场利率系统性抬升，资金价格呈现大幅波动特征。各界对利率的分析侧重于其价格水平，往往忽视其波动性的研究。事实上，作为最为基础的金融变量，利率的波动性是影响金融产品投资价值、资本市场情绪甚至宏观经济稳定的重要方面。如何看待上述波动性及未来演进，无疑是市场关注的焦点。

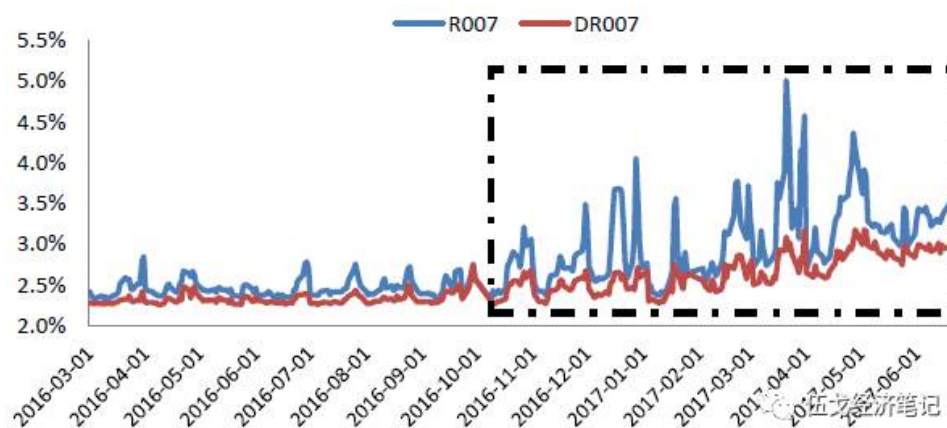


图1：短期利率的波动性显著加大

资料来源：WIND，华融证券整理

二、短期利率的波动性为何加大？

流动性的边际趋紧可以较好地解释短期利率水平的系统性抬升，但难以充分解释其波动性的显著加大。从衡量银行间市场流动性状况的各项数量指标来看（如超储率、央行净投放等），其与短期利率（R007和DR007）的波动性之间并无明显的同步对应关系。

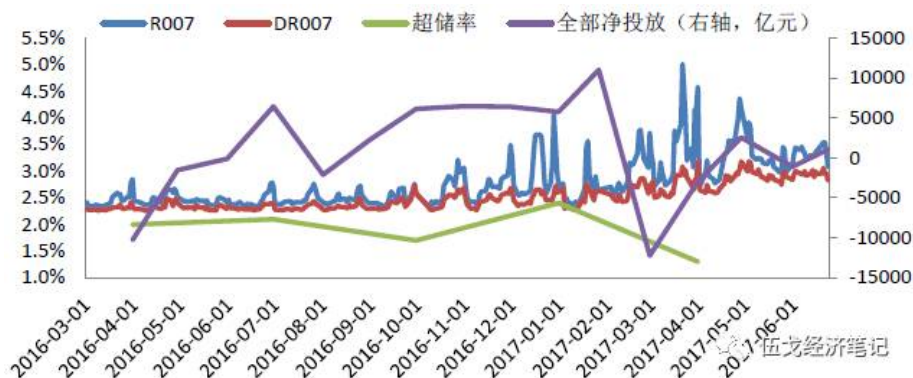


图2：流动性边际趋紧难以充分解释利率波动性加大

资料来源：WIND，华融证券整理

尽管近期金融监管的强化可能也会造成利率方面的扰动，但其趋严的时间点与短期利率大幅波动的起点并不一致。严格来说，金融监管的真正强化始于今年3月末银、证、保监会发布的多项文件（效果真正显现可能也是4月及以后），而短期利率波动性的显著加大已持续了半年多了。

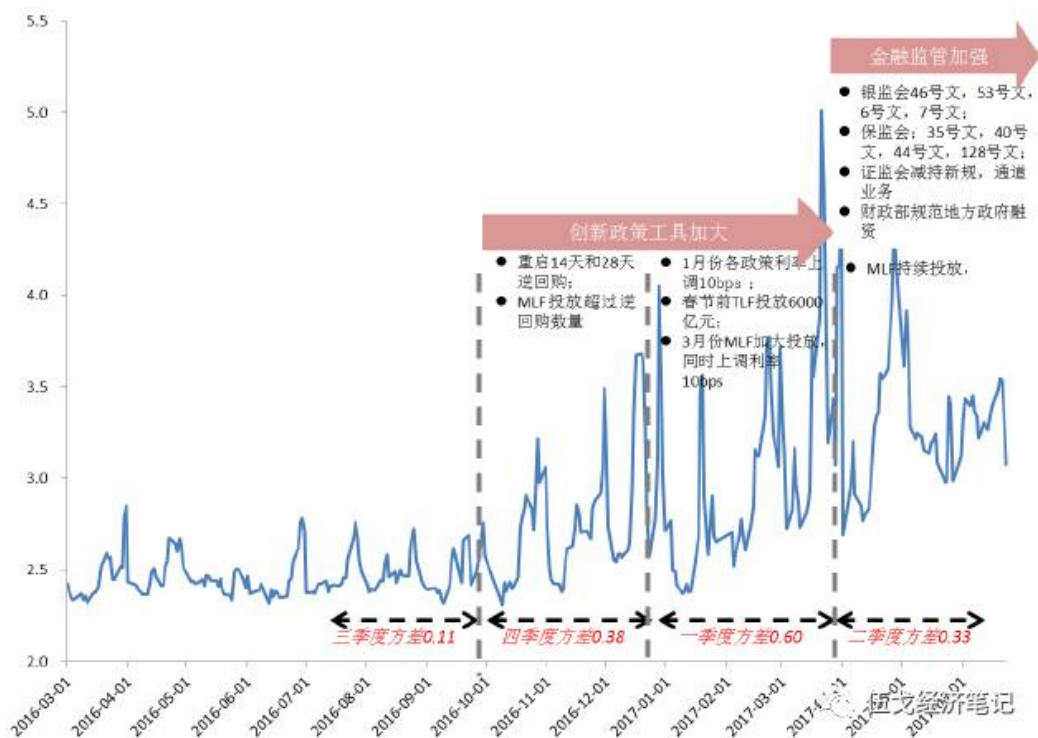


图3：金融监管趋严与利率波动加剧的时点并不一致

资料来源：WIND，华融证券整理

短期利率波动性的加大与中长期流动性投放占比的提升有着较明显的同步性。2016年四季度短期利率波动性加强的时点恰巧对应着央行开始大量使用创新性流动工具投放之时。也就是从那时开始，中长期流动性投放占央行全部投

2017年第32期总第224期

放的比重开始超过50%。更有趣的是，2017年5月以来，随着中长期流动性投放占比逐步跌落至50%以下，DR007和R007两者的波动性均有所缓和。进一步地，通过格兰杰因果检验可以发现，中长期流动性投放占比的提升确实是导致短期利率波动性加大的原因（详见附录）。

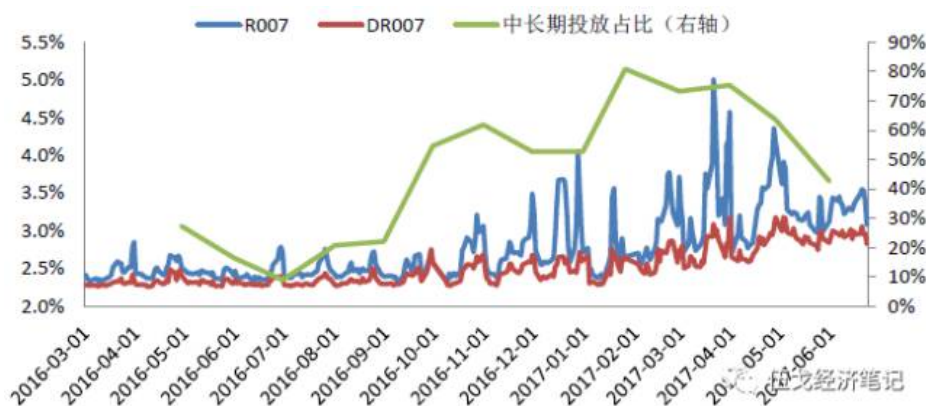


图4：中长期流动性投放占比和短期利率波动性之间存在同步关系

资料来源：WIND，华融证券整理

注：此处的中长期流动性投放包括央行14天、28天逆回购以及各期限MLF。

事实上，为了维护人民币汇率的稳定和抑制国内资产价格的高企，过去一年多以来面对资金持续外流的压力央行并没有采取传统的降准措施，取而代之的是通过上述中长期创新工具提供流动性。通过多种期限提供流动性当然有助于缓解当时的“内忧外患”，但该碎片化操作客观上也加剧了短期利率的波动。



图5：2016年以来外汇占款持续下降但法准率异常稳定

资料来源：WIND，华融证券整理



图6：“内忧外患”制约着准备金率的调整

资料来源：WIND，华融证券整理

三、为何调控中长期利率导致短期利率波动加剧？

中长期流动性的提供隐含着央行对中长期利率的定价及调控问题。从国际经验看，成熟的货币政策操作一般都只控制短端，其它所有的利率都是由市场去定价的（特殊时期的QE除外）。其背后的核心机理是，对长期利率进行调控会放大短期市场利率的波动。具体地，长期利率是未来不同时点短期利率预期的加权平均，倘若短期利率及预期不变，则中长期利率也是稳定的；但中长期利率目标一旦小幅调整，则意味着短期利率多倍的变动。简化地，

$$\Delta R_{短期} = N * \Delta R_{长期}$$

其中，N代表期限。该简化公式是从长期利率公式

$R_{N,t} + 1 = (\prod_t^{t+N} (1 + E_t R_{1,t}))^{1/N}$ 进行近似线性化处理之后，差分得出长期利率变动和短期利率变动之间的关系。具体可参考Mankiw & Miron (1986)。

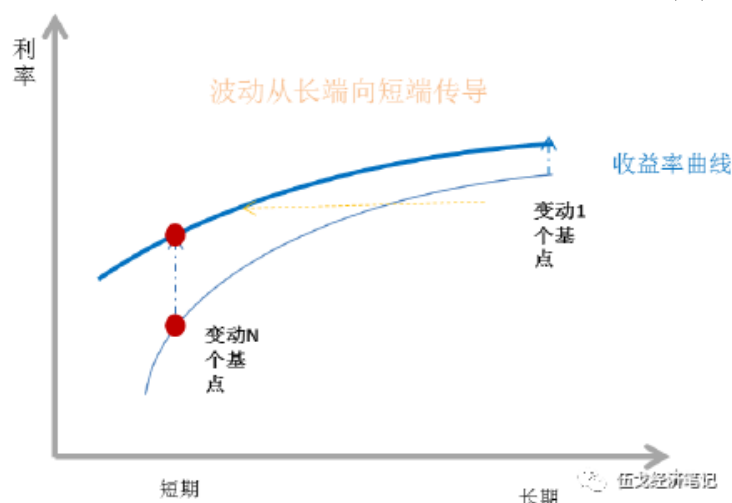


图7：调控长端利率会加剧短期利率波动

资料来源：笔者自行整理

现实中，对长期利率的调控不仅表现为央行直接调整长期政策利率水平（如2017年1月和3月两次上调MLF利率10个BP），也包括在政策利率不变的情形下加大投放数量（如2016年10月18日投放2345亿元6月期MLF和2275亿元1年期MLF）。中长期投放数量的变化也会影响市场上中长期利率及其预期的变化，最终也会传导至短期利率并加剧其波动。

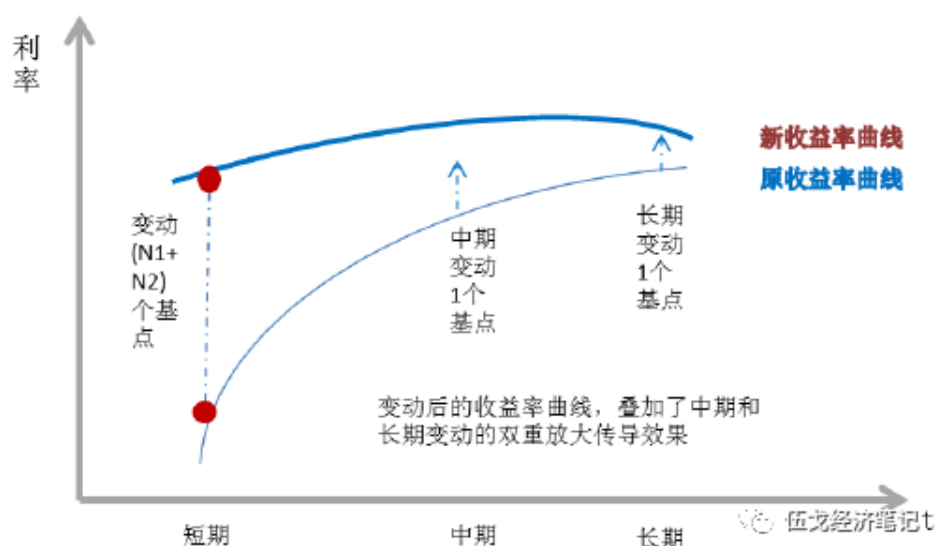


图8：调控多个期限的利率将使短期利率波动更大

资料来源：笔者自行整理

注：新短期市场利率=原短期利率+长期利率变动传导+中期利率变动传导=原短期利率+N1个BP+ N2个BP

如果央行通过各种期限的工具提供流动性，意味着在各个期限都可能存在利率控制，这事实上是人为地为市场画了一条利率收益率曲线，不利于市场预

期的稳定，加大“削峰填谷”的难度。从这个意义上讲，只要中长期政策工具持续被倚重，短期市场利率的大幅波动便会成为常态。

四、基本结论与启示

一是流动性的边际趋紧可以较好解释银行间市场利率水平的系统性抬升，但难以充分解释其波动性的显著加大。尽管近期金融监管的强化可能也会造成利率方面的扰动，但其趋严的时间点与利率大幅波动的起点并不一致。我们发现，短期利率波动性的加大与中长期流动性投放占比的提升有着较明显的同步性及因果关系。

二是过去一年多以来面对资金持续外流的压力央行并没有采取传统的降准措施，取而代之的是通过中长期创新工具提供流动性。这当然有助于缓解当时的“内忧外患”，但中长期流动性的提供隐含着央行对中长期利率的定价及调控问题。

三是央行近期的货币政策执行报告明确指出更关注 7 天期逆回购以及 1 年期 MLF 的操作，这是对前期碎片化操作的简化。展望未来，央行若逐步加大短端流动性工具的操作，减少长端操作，择机辅之以“小步快跑”式的准备金率调整，短期利率的波动性有望逐步降低，这将有助于货币政策由碎片化操作向系统化框架的演进。

新工具完善央行货币政策框架

夏乐¹ 董晋越²

在 2017 年 3 月份的两会上，李克强总理指出，我国目前仍具有多种可选择的政策工具来抵消潜在的负面经济或金融冲击，能够保证完成 2017 年 6.5% 左右的经济增长目标。尽管外部经济环境仍存在巨大的不确定性，国内金融体系的脆弱性与前些年相比也有所发展，但李克强总理关于目前拥有更多政策工具的论断是正确的，特别是在货币政策方面。

在过去几年中，中国人民银行已经初步建立了一套“利率走廊”系统作为其新的货币政策执行框架。这一“利率走廊”系统及其配套政策工具开始替代传统的货币政策工具（如银行存贷款基准利率和贷存比等），步入了货币政策的舞台中心。

一、“利率走廊”初具雏形

在 2016 年第三、四季度的《货币政策执行报告》中，中国人民银行披露了“利率走廊”的上限就是央行对商业银行的常备借贷便利（SLF）利率，包括隔夜、7 天和 1 个月三个不同期限的利率。同时，目前央行也对商业银行展开了中期借贷便利（MLF）操作，注入了更长期限的流动性（3 个月、6 个月以及 12 月）。

“利率走廊”的下限是央行支付商业银行的超额存款准备金利率，其目前的水平为 0.72%。当货币市场利率低于此水平时，商业银行可以从货币市场提取流动性，转存入其在央行的准备金账户。

处于“利率走廊”上下限之间的新政策利率是存款类机构间以利率债为质押的 7 天期回购利率（DR007）。根据“利率走廊”的设计，此政策利率将会在“利率走廊”上下限之间的范围内波动。当政策利率目标上升到走廊上限

¹ 夏乐，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，西班牙对外银行研究部亚洲首席经济学家

² 董晋越，西班牙对外银行经济学家

时，合格的商业银行可以直接向中央银行以上限的利率借入短期流动性，而不必在银行间市场上付出更大的成本；同样，如果商业银行发现政策利率低于“利率走廊”下限，则可以将其流动性从货币市场抽出，以超额准备金形式存入中央银行，以获取更高收益。

中央银行也会经常进行公开市场操作，使政策利率水平接近货币当局的期望水平。目前，央行使用的主要公开市场政策工具包括 7 天、14 天和 28 天回购及逆向回购。通过这些回购协议和逆回购协议，中央银行从货币市场提取流动性或注入流动性，从而调节政策利率的水平。中国人民银行 2016 年宣布，公开市场操作的频率将由每周两次提高到每日操作，目的就是配合“利率走廊”能早日确立。

二、为何 SHIBOR 未能成为政策利率目标

之前，部分市场人士曾经预计银行间 7 天回购（R007）或 3 个月的上海银行同业拆借利率（SHIBOR）有可能成为新的政策利率目标，因为这两个重要的货币市场利率，被大量金融产品作为定价基准。

值得注意的是，新的政策利率（DR007）只适用于商业银行之间的交易，而银行间 7 天回购与 3 个月 SHIBOR 则还适用于商业银行和其他非银行金融机构之间的交易。由于只有商业银行才有资格获得央行的常备借贷便利和中期借贷便利，因此，将商业银行之间的交易利率定为政策利率目标更为适合，可以有效地将此政策利率框定在“利率走廊”的上下限之内。

“利率走廊”系统配有多种政策工具，央行可以通过灵活运用这些政策工具来实现多重政策目标。在执行货币政策时，中央银行可以选择通过公开市场操作或常备借贷便利、中期借贷便利操作向市场注入流动性，以影响政策利率。事实上，“利率走廊”上限的常备借贷便利和中期借贷便利，几乎形成了一条收益率曲线。中央银行可以灵活地选择期限进行操作，并以此表明自身的政策立场。例如，人民银行自 2016 年 8 月以来经常使用 6 个月和 12 个月的中期借贷便利向货币市场注入流动性，就是意在提高小银行的融资成本，防止其过分加杠杆。

“利率走廊”系统的灵活性在于，新的政策利率仍由市场力量决定，中央银行则可以推波助澜，上下引导，以利于实现经济增长和价格稳定之外的货币政策目标，如对资本流动的管理。具体而言，当资本流入压力上升时，由于商业银行间流动性变得充裕，政策利率有自然下降的趋势，中央银行便可通过迅速降低“利率走廊”下限，或和通过公开市场操作向货币市场注入流动性，扩大政策利率下行幅度或加快政策利率下行过程，以降低国内市场对海外资本的吸引力，抑制资本流入；而当资本外流压力增大时，中央银行则可反其道而行之，通过提高“利率走廊”上限，或和从货币市场抽出流动性，引导政策利率走高，抑制进一步的资本外流。“利率走廊”系统的这些额外功能在当前正可大显身手。我国金融体制改革目前已进入深水区，无论是汇率改革，还是资本账户的进一步开放，都可能带来资本账户项下流出或流入的大幅波动。“利率走廊”系统的特性正可以协助其他宏观审慎措施的执行，在稳定资本流出的同时，降低其对国内金融系统的冲击。

三、“利率走廊”系统的政策信号问题

然而，通过“利率走廊”系统给出的政策信号可能存在不清晰的问题。这与其优点，即多样性的工具和多重政策目标是相关的。在某些情况下，市场可能会误解中央银行的意图。例如，政策制定者可能出于稳定国内金融体系的目的而指导政策利率上调，以吸引更多的资本流入；但国内投资者可能会误解为这是进一步紧缩的政策信号，从而在市场上抛售资产，反而会恶化金融市场的稳定性。因此，推出“利率走廊”系统必然要求央行不断提高与市场进行交流的能力和技巧。

在此方面，传统的货币政策工具仍然是“利率走廊”系统潜在的有力补充。在适当的情况下，中央银行可以通过动用传统货币政策工具向市场提供更清晰有力的政策信号。这意味着，在未来相当一段时间里，央行会选择将“利率走廊”政策工具与传统货币政策工具结合使用，使两者形成互补。特别是我国目前存款准备金水平较高，在降低准备金方面仍有很大空间。因此在未来的货币政策实践中，当央行感到有必要进行紧缩时，提高“走廊”上限利率可能

与提高存贷款利率结合使用；而在执行宽松货币政策时，降低“走廊”上限利率可能与降准结合使用。

放眼未来，中央银行有可能继续修正“利率走廊”系统。首先，央行可能会逐渐缩小“利率走廊”的宽度，限制货币政策目标的过分波动。这最有可能通过提高“利率走廊”下限而实现，因为目前央行希望保持审慎的货币政策立场。其次，当局可能推动政策利率作为更多金融产品定价的基准，以提高货币政策的传导效率。

四、2017 年货币政策取向

尽管目前人民银行的工具箱内有了更多的政策选择，但货币政策立场仍受到严重限制。正如一些央行官员最近指出的，房地产市场的泡沫、人民币贬值预期和通货膨胀预期上升，以及宏观经济结构不平衡等，都影响着货币政策工具的使用。

另一方面，短期内进一步收紧货币政策的空间也受到限制。尽管当前经济增长势头已明显回升，但其可持续性仍具有不确定性。同时，我国政府目前准备加强监管，以遏制影子银行活动日益加剧的金融风险。这种严厉的监管可能对银行体系和整个经济产生显著的紧缩作用，因此货币政策需要准备随时进行对冲，以防止增长滑坡。

总而言之，2017 年我国货币政策的立场应是保持审慎。面对外部和国内巨大的不确定性，我国政府需要在抑制金融风险与避免经济增长大幅减速之间保持平衡。

M2 快速回落的内因和走势洞悉

谢亚轩¹

核心观点

1、M2 分为两部分：金融部门持有的 M2 和非金融部门持有的 M2。

其中，金融部门持有的 M2=证券公司客户保证金存款+非银同业存款+保险存款；

非金融部门持有的 M2=M0+住户存款+机关团体存款+非金融企业存款（纳入广义货币的存款）-保险存款。

除去未公布的保险存款，根据我们测算，5 月末非金融部门持有的 M2 的同比增速为 10.64%，金融部门持有的 M2 的同比增速为 0%。在这里金融部门，主要是银行持有的其他金融部门（即非银部门）持有的存款，银行同业往来、同业存单并不属于存款，因此也不在 M2 的口径中。

2、5 月金融部门 M2 同比增速出现更快程度的回落，主要是非银同业存款增幅显著低于历史同期。其次，是非金融部门的企业部门和机关团体存款同比增速也在回落，而住户部门的存款一直保持稳定。随着企业债发行规模的显著下降，监管清理整顿部分融资渠道，存款派生能力下降，这导致企业存款同比增速下行。今年地方债务置换规模的下滑，拖累机关团体存款增速放缓。

3、金融部门 M2 同比增速快速的回落始于央行引入宏观审慎管理体系 MPA 考核，这是主因，其次才是 4 月之后的强监管政策。

4、我们采用两种路径来预测年内 M2 的走势，一种是从商业银行资产负债表出发，估算负债端的金融和非金融部门同比增速变化，另一种是从金融机构信贷收支表出发，估算资产端的分项同比增速变化。在中性预期下，M2 同比增速短期内触底，下半年震荡走平，年末至 9.5-9.7%；在悲观预期下，M2 同比增速仍将回落至 9.0%。5 月 M2 快速回落至 9.6%。央行答记者问提及 5 月末金

¹ 谢亚轩，中国人民大学国际货币研究所研究员，招商证券研究发展中心宏观经济研究主管、董事

融体系持有的 M2 仅增长 0.7%，比整体 M2 增速低 8.9 个百分点；与此同时，非金融部门持有的 M2 增长 10.5%，比整体 M2 增速高 0.9 个百分点。央行认为该变化反映出“金融体系控制内部杠杆对于降低系统性风险、缩短资金链条有积极作用，对金融支持实体经济也没有造成大的影响。”

我们将在本文探讨 M2 的结构变化和趋势，再次剖析 M2 快速回落的原因，探究推动 M2 回落中各个监管政策的贡献。这些分析将是我们预判 M2 年内走势的基础。

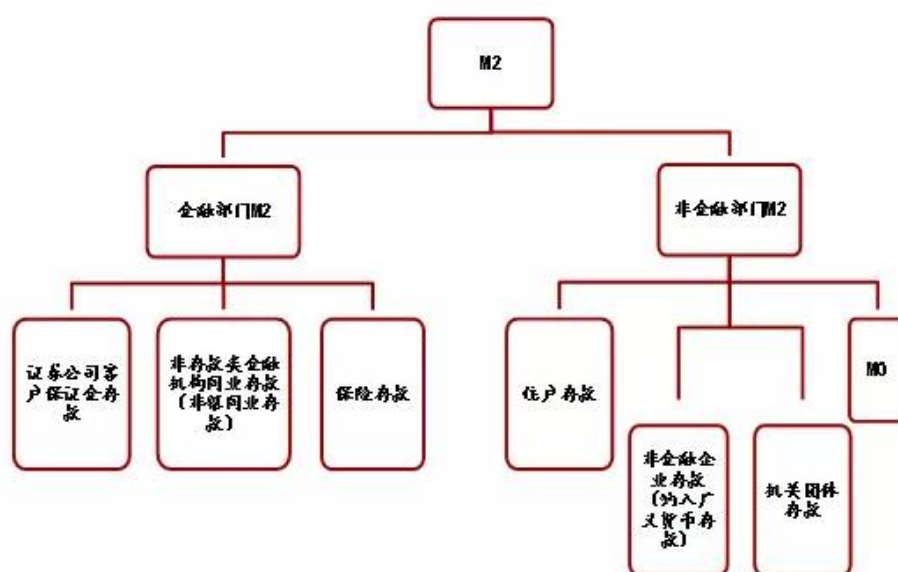
一、M2 的结构

我们将 M2 分为两部分：金融部门持有的 M2 和非金融部门持有的 M2。

其中，金融部门持有的 M2=证券公司客户保证金存款+非存款类金融机构同业存款（不含保险存款、保证金存款、客户保证金存款）+保险存款（计入企业存款科目）；

非金融部门持有的 M2=M0+住户存款+机关团体存款+（非金融企业存款-不纳入广义货币的存款）-保险存款

图 1：M2 的结构



资料来源：WIND，招商证券（注：非金融部门 M2 包含保险存款，金融部门 M2 未包含保险存款）

一般而言，金融机构信贷收支表和商业银行资产负债表均可以估算 M2，区

别在于后者的误差率低于前者，但是前者的分类更详细。我们本次使用商业银行资产负债表，估算 M2 的误差率低于 0.05%。

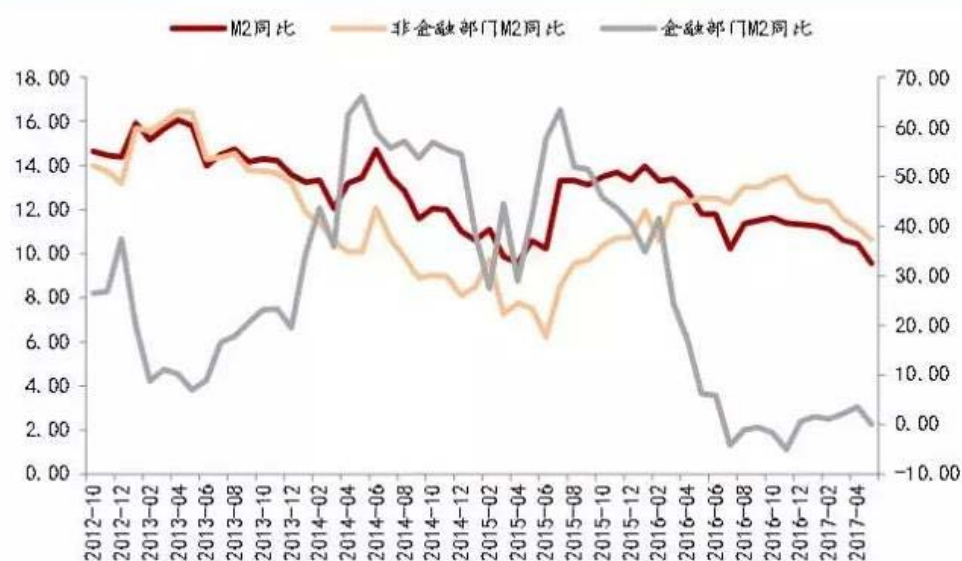
除去未公布的保险存款，基于商业银行资产负债表，我们将上式可化简：

金融部门持有的 M2=对其他金融性公司负债：计入广义货币的存款科目；

非金融部门持有的 M2=M0+对非金融机构及住户负债：计入广义货币的存款科目。

根据我们测算，5 月末非金融部门持有的 M2 的同比增速为 10.64%，金融部门持有的 M2 的同比增速为-0.004%。在这里金融部门，主要是银行持有的其他金融部门（即非银）持有的存款，银行同业往来、同业存单并不属于存款，因此也不在 M2 的口径中。

图 2：金融部门 M2 与非金融部门 M2 同比增速变化



资料来源：WIND，招商证券（注：非金融部门 M2 包含保险存款，金融部门 M2 未包含保险存款）

央行与我们测算的差异在于保险存款的归属。央行答记者问提及 5 月末金融体系持有的 M2 仅增长 0.7%，非金融部门持有 M2 同比增速 10.5%。考虑到非金融部门持有的 M2 的同比增速小于 1，将我们测算如果扣除保险存款，那非金融部门持有的 M2 的同比增速将小于 10.64%。如果将保险存款测算纳入金融部门持有的 M2 的同比，我们测算将会大于-0.004%，与央行公布的方向一致。

从结构来看，5 月金融部门持有的存款在 M2 中占比为 9.8%，非金融部门的占比是 90.2%。非金融部门中，住户、企业和机关团体占比分别为 47%，34%和

19%。金融部门占比的高点出现在 2015 年 11 月占比为 11.4%，至 2016 年 11 月的占比已经回落至 9.7%，此后呈现震荡。

图 3：金融部门与非金融部门在 M2 的占比



资料来源：wind，招商证券

图 4：非金融部门各块的占比

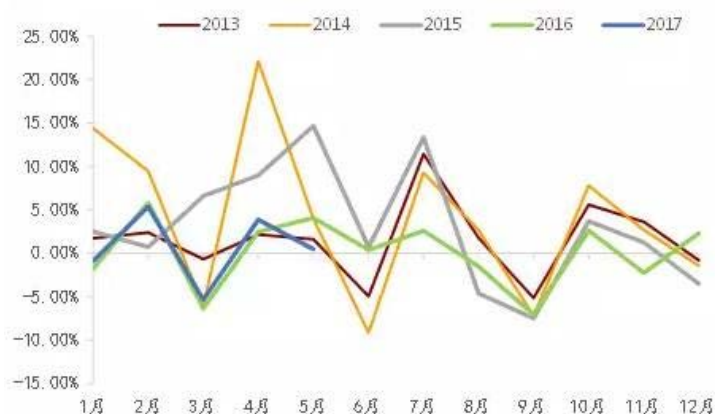


资料来源：wind，招商证券

二、M2 快速回落的原因分析

从图 1 同比增速来看，5 月金融部门 M2 同比增速出现更快程度的回落，主要是非银同业存款增幅收窄。从环比增速来看，金融部门持有的 M2 前 4 个月的波动基本与去年同期一致，只有 5 月环比增长较弱。此前 5 个月小幅增长，至 4 月升至 3.6%，5 月回落至 0 附近，非金融部门同比增速从上月的 11.2% 回落至 10.6%，延续第 6 个月回落。

图5：金融部门持有的M2月度环比变化



资料来源：wind，招商证券

图6：非金融部门持有的M2月度环比变化



资料来源：wind，招商证券

其次，是非金融部门的企业部门和机关团体存款同比增速都在回落，特别是企业部门，而住户部门的存款一直保持稳定。从环比增速来看，非金融部门持有的M2月度环比增幅弱于历史同期。随着企业债发行规模的显著下降，监管清理整顿部分融资渠道，存款派生能力下降，这导致企业存款同比增速下行，从2月的15.7%回落至5月的10.3%。2017年地方债务置换规模显著放缓，这是机关团体存款增速放缓的重要原因之一。

图 7: 非金融部门中企业、机关团体存款同比增速回落, 而住户部门基本保持稳定



三、推动 M2 回落中各个监管政策的贡献

如果从更长期的角度来看, 金融部门 M2 同比增速快速的回落始于央行引入宏观审慎管理体系 MPA 考核是主因, 其次才是 4 月之后的强监管政策。金融部门 M2 同比增速的顶点是 2015 年 7 月, 为 57.6%, 股灾后央行给证金公司的贷款大幅的增加了非银同业部门的存款。而规律性的回落始于 2016 年初, 央行引入 MPA 考核, 限制广义信贷的增速。由于银行的资产端主要是信贷、同业资产和债券资产, 其中同业资产是灵活度最高, 收益率又最低, 因此是优先被抛售的资产。

大型商业银行压缩同业资产, 会降低融出意愿, 那么小行和非银机构的拆借和存款就会受到影响, 同时流动性冲击又会导致货币基金被赎回, 导致银行对非银的负债下降。金融部门的同比增速从 2016 年 2 月 41.6%, 至 2016 年 7 月已降至负值。

2017 年初, 表外理财纳入 MPA 考核, 季末考核更为严格, 银行在一季度持续收缩银行同业往来, 但金融部门持有的 M2, 即银行对非银存款只是一季度末出现收缩, 其他月份微增。一季末收缩幅度低于 2016 年同期, 造成同比微升。从环比增速来看, 金融部门持有的 M2 前 4 个月的波动基本与去年同期一致, 也说明 MPA 监管政策的持续发酵。

4 月, 银监会出台一系列针对银行同业、理财等业务的监管。银行同业往来

继续收缩，银对非银的规模也在5月出现收缩，同比增速显著回落。

图8：金融部门M2新增量大幅下行



资料来源：wind，招商证券

图9：非金融部门M2新增量稳定



资料来源：wind，招商证券

四、M2年内走势预测

我们采用两种路径来预测年内M2的走势，一种是从资产负债表出发，估算负债端的金融和非金融部门同比增速变化，另一种是从信贷收支表出发，估算资产端的分项同比增速变化。在中性预期下，M2同比增速短期内触底，下半年震荡走平，年末至9.5-9.7%；在悲观预期下，M2同比增速仍将回落至9.0%。

（一）从资产负债表来估算负债端的不同部门的增速变化

5月末非金融部门持有的M2同比增速为10.6%，金融部门持有的M2同比

增速为 0%。如果今年内剩余月份，金融部门与非金融部门的增量与去年持平，这两个部门持有的 M2 同比增速将分别降至 0%、9.9%。

前 5 个月这两个部门的增量都低于去年同期值，下半年即便监管力度没有加强，但仍然延续严监管的思路的话，根据我们在第二部分的分析，企业表内贷款额度受年初制定总贷款规模的限制，同时存款派生能力减弱，地方债务置换规模下滑导致机关团体存款增速也出现放缓，预计这两个部门很难显著超过去年同期。

表 1：按照不同部门增速情景假设下对 M2 的预测

		金融部门	非金融部门	M2
2016 年 12 月		0.7%	12.6%	11.3%
2017 年 05 月		0.0%	10.6%	9.6%
2017 12(E)	乐观情形	2.0%	11.0%	10.1%
	中性情形	0.5%	10.5%	9.5%
	悲观情形	0.0%	10.0%	9.0%

资料来源：招商证券

（二）从信贷收支表中资产端的分项同比增速变化

我们在《下半年宏观经济展望-疾风知劲草》中预判，在表外理财纳入 MPA 考核以及本轮强监管的背景下，预计 2017 年 M2 同比增速将震荡下行至 10% 以下。受地方政府债券发行规模放缓的影响，商业银行总资产同比增速向下调整的幅度大于 M2。在中性预期下，M2 同比增速短期内触底，下半年震荡走平，年末至 9.7%；在悲观预期下，M2 同比增速仍将回落至 9.0%。

表 2：按照广义信贷各分项不同速度收缩的情景假设下对 M2 的预测

		股权及其他投资	债券投资	信贷	商业银行总资产	M2
2016/12/31		64.4%	25.3%	13.5%	15.7%	11.3%
2017/1/31		45.9%	28.1%	12.6%	15.2%	11.3%
2017/4/30		28.5%	21.9%	12.9%	13.1%	10.5%
2017 12(E)	乐观情况	20.0%	25.0%	12.0%	12.8%	10.4%
	中性情况	15.0%	20.0%	11.6%	10.5%	9.7%
	悲观情况	5.0%	15.0%	11.3%	8.2%	9.0%

资料来源：招商证券

表 3：按照同业业务不同速度收缩的情景假设下对社会融资规模的预测

		贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票投资	社会融资规模 (同比, 万亿元)
2016/12/31		13.4%	19.8%	15.8%	-33.4%	22.5%	27.6%	12.8%
2017/1/31		12.8%	20.3%	19.7%	-24.6%	19.5%	27.0%	12.8%
2017/4/30		13.1%	17.9%	26.9%	-13.8%	10.3%	25.3%	12.8%
2017 12(E)	悲观情况	11.4%	9.2%	29.3%	21.0%	4.4%	16.8%	10.7%, 16.7
	中性情况	11.4%	14.6%	32.5%	28.7%	6.6%	16.8%	11.4%, 17.8
	乐观情况	12.4%	12.3%	38.8%	23.6%	7.8%	16.8%	12.4%, 19.4

资料来源：招商证券

公众投资者和绿色债券 ——绿色金融变得更加多样化¹

本·鲁滨逊²

2007 年，世界银行和欧洲投资银行第一次发行了绿色债券。此后，公众投资者在绿色金融的发展中起着重要作用。作为长期投资者，公共养老基金数十年来一直关注着投资公司和投资项目的环境、社会和管理问题。

通常，投资者会行使股东权力，鼓励企业增强环境、社会、企业治理责任。养老基金要求提高上报和透明度的标准，决定不投资哪些产业，并对涉及化石燃料相关活动的公司撤资或减少投资。由于绿色金融出现，过去几年里投资者可以增加对这些资产的分配额，带动市场快速发展。

已承诺会在接下来数年间大力推动绿色投资的大型养老基金有加利福尼亚的 CalSTRS，瑞典的 AP2、AP3、AP4，丹麦的 ABP，法国的 Ircantec 和澳大利亚的 Local Government Super。在管理资产总额为 13.8 万亿美元的情况下，公共养老基金承诺将其资产的 1%至 5%投资于绿色投资，这将是一个巨大的市场。

虽然很少有机构正式确定一个目标，但 OMFIF 关于关于公众投资者的调查显示，许多投资者愿意将绿色金融的投资比例上调到总投资组合的 3%。那些制定了目标的机构有望快速超过这一比例。2016 年初，瑞典的 AP2 将绿色债券投资组合从固定收益投资中分离，战略资产配置为 1%，相当于 30 亿瑞典克朗(3300 万美金)。2016 年中旬，其投资总额达到了 42 亿瑞典克朗。

一、绿色债券需求高

挪威央行投资管理机构(NBIM)负责管理挪威政府全球养老基金，它被授权将 300 亿到 600 亿挪威克朗(35 亿到 70 亿美元)用于“环境投资”。2016 年，最大的主权基金 NBIM(参考公开信息)的环境投资远超于此，达到 637 亿挪威

¹ 翻译：张译文；审校：陆可凡

² 本·鲁滨逊，OMFIF 经济学家

克朗。其中 577 亿资金投资到低排放能源和替代燃料、清洁能源和效率技术以及自然资源管理领域的上市公司股票。自 2014 年开创绿色债券投资组合以来，NBIM 又在绿色债券方面投资了 61 亿挪威克朗。

2012 年，南非政府雇员养老基金出资 10 亿兰特（1.178 亿美元），购买了国有工业发展公司所发行的绿色债券。随后在 2013 年，该基金购买了一个由未标名的气候相关债权进行融资的太阳能项目 40% 的股权。这构成其“将投资组合中的 5% 用于社会经济发展以及“绿色经济”项目”的计划的一部分。

公共养老基金的进一步需求也很高。瑞典的 AP3 希望在 2016 至 2018 年将绿色投资增加三倍，达到固定收益类投资的 13%，约 150 亿瑞典克朗。2017 年 1 月，法国养老基金 Fonds de Réserve pour les Retraites 承诺给予投资绿色和可持续资产的经理人 50 亿欧元。美国第六大公共养老基金 CalSTRS 持有超过 3.1 亿美元的绿色债券，这意味着两年内增长了三倍。2016 年 11 月马里兰州州财政国库局购入世界银行发行的 5 亿美元绿色债券其中的 2.5 亿，在所有参与机构中占比最多。

持有 4230 亿美元的丹麦养老基金会 ABP 购买绿色债券的出资金额从 2015 年初的 3 亿欧元增加到 2016 年末的 14 亿欧元，占总债券投资组合的 2.8%。它希望到 2020 年能将环境和社会问题方面的总投资翻一倍。德国联邦政府和州政府养老金基金对可持续的投资战略越发感兴趣，尤其是股权投资。

主权基金也在起着更为积极的作用。2014 年开始的油价下跌也加快了能源依赖型国家经济多样化的脚步。持有 680 亿欧元的阿布扎比穆巴达拉公司开发了绿色投资工具，借此投资全世界的可再生能源项目，尤其是风能和太阳能。

在沙特阿美石油公司计划于 2018 年进行首次公开发售后，沙特阿拉伯的公共投资基金将成为最大的主权基金之一。其监督人，副王储穆罕默德·本·萨勒曼表示该基金的目标是“实现投资多样化，进而在 20 年内，我们将成为一个不再主要依靠石油的经济体或国家”。作为 2030 愿景的一部分，沙特阿拉伯将大力发展可再生能源行业，对绿色资产和绿色技术的投资将成为关键。持有 220 亿资金的新西兰养老金基金是另一个显著增加对替代能源和能源效率的投资的基金。

主权基金正在减少化石燃料资产的投资。持有 230 亿美元的爱尔兰主权基金

计划完全撤出化石燃料投资。法国《绿色增长的能源转型法》要求资产拥有者和经理人提供投资涉及的碳足迹信息，并且披露投资组合中气候方面的风险。受该法案鼓舞，主权基金 Caisse de Dépôts 已经大幅减少投资组合中的碳资产，增加绿色资产。

迄今，NBIM 已经出售了其持有的 69 家重煤型企业的股票。去年，由于汽车生产商的排放丑闻，NBIM 起诉了大众汽车，并且定期行使股东权力对可持续发展问题进行投票。2016 年，它在 1815 场股东大会上提出环境、社会、企业管理问题，占总会议数量的 48%。大型机构投资者给公司施加的压力间接推动了绿色债券、气候债券和其他绿色投资的发展。通过减少投资、选择性投资和使用股东权利，许多公共投资者会在授权中增加条款，以“鼓励绿色负责的企业行为和模式的发展”。这鼓舞企业增加绿色资产投资，以确保能够吸引大型公共机构的投资。

二、中央银行参与其中

央行也在支持绿色金融中起着重要作用。2015 年，孟加拉银行第一个宣布将部分外汇储备投资于绿色债券，总量达 2 亿美元。2016 年，摩洛哥央行出资 1 亿美元购买世界银行的绿色债券。欧洲银行，包括德意志联邦银行也对绿色债券投资表示出兴趣，不过他们也表示担忧，“绿色债券市场太小，仅仅是对现有投资组合的补充”。2016 年末，欧洲央行发布了关于绿色债券的资源效率融资潜力的报告。报告强调公共部门投资者可以积极支持绿色债券市场的发展，但也警告了“风险成本的不正当替换”，这将威胁市场的稳定性。

扩大市场规模的一种方法是允许央行接受绿色债券作为常备借贷便利和中期借贷便利的抵押品，这些借贷便利允许银行通过回购协议向中央银行借款。这将提振债券发行和投资者需求。新加坡货币管理局正在选择另一种方式，即为信用评级较低的绿色债券提供担保，以吸引机构投资者。

绿色资产的本质使得它们尤为吸引央行储备管理者和养老基金这样的长期投资者。绿色债券价格稳定，因为其投资者往往会持有债券至到期。投资者往往会重视在投资中具有环保意识的公司的长期前景。他们意识到碳密集型企业所面

临的风险，包括搁浅资产、严格的资产、更高的保险成本和潜在的罚款。在投资者和资产管理人强调，他们的绿色资产是按照常规资产的投资标准进行评估之下，绿色投资已经带来强劲的回报。

绿色债券的表现优于传统的固定收益资产，还同时得到发行方的支持力量，因此它们并不比普通债券风险高。在 2016 年，NBIM 在环境相关的大型股权投资回报率为 12.4%，而其总股本投资回报率则为 8.7%。

绿色债券市场正在发展，并变得更加多样化。2016 年波兰发行了一支主权绿色债券，2017 年 1 月，法国发行了一支规模更大的主权绿色债券。中国人民银行和英格兰银行一直致力于监管工作，以推动企业和银行发行绿色债券，二者发行量占总发行量约 60%，其余主要由国际发展组织和市政债券组成。2016 年，绿色债券市场的总额增加了一倍，达到 950 亿美元，预计 2017 年发行量将增长至 1200 亿美至 1500 亿美元。全球公众投资者已表明，他们是这一快速发展的行业的主导力量，也将是市场进一步发展的关键。

Public investors and green bonds

Green finance becoming more diverse

Ben Robinson¹

Public investors have played a crucial role in the development of green finance since the launch of the first green bond by the World Bank and the European Investment Bank in 2007. As long-term investors, public pension funds have for decades been concerned with environmental, social and governance issues in the companies and projects they invest in.

Often this has taken the form of using shareholder rights to encourage companies to increase their ESG responsibilities. Pension funds have demanded improved reporting and transparency standards, decided against investing in certain industries and disinvested from companies involved in fossil-fuel related activities. The emergence of green finance options has allowed them to increase their allocations to these assets over the last few years, contributing to a rapidly growing market.

Large public pension funds that have committed to boosting their green investments over the coming years include CalSTRS in California, Sweden's AP2, AP3 and AP4, Danish ABP, France's Ircantec and Australia Local Government Super. With a total of \$13.8tn in assets under management, a commitment by public pension funds to invest 1%-5% of their assets in green investments would represent a huge market.

While few institutions have formally set themselves a target, the OMFIF survey of public investors shows that many are increasingly willing to boost their green allocations to up to 3% of their total portfolio. Those that have set targets have tended to exceed them quickly. At the start of 2016, Sweden's AP2 separated its green bond

¹ Ben Robinson, Economist of OMFIF

portfolio from its fixed income investments with a strategic allocation of 1%, equal to Sek3bn (\$33m). By the middle of the year it held a total of Sek4.2bn.

1.Green bond demand is high

Norges Bank Investment Management, which manages Norway's Government Pension Fund Global, has a mandate to invest Nok30bn-Nok60bn (\$3.5bn-\$7bn) in 'environmental investments'. In 2016 NBIM, the largest sovereign fund (based on publicly available information), exceeded this with Nok63.7bn. Out of this Nok57.7bn is invested in listed equities of companies in the areas of low emission energy and alternative fuels, clean energy and efficiency technology, or natural resource management. An additional Nok6.1bn has been invested in green bonds since NBIM created its green bond portfolio in 2014.

South Africa's Government Employees Pension Fund bought an allocation of Zar1bn (\$117.8m) in a green bond issued by the state-owned Industrial Development Corporation in 2012. It followed this in 2013 with a 40% equity stake in a solar power project financed by an unlabelled climate-aligned bond. This forms part of its plan to invest 5% of its portfolio in social and economic development and 'green economy' projects.

Further demand from public pension funds is high. Sweden's AP3 wants to treble its green bond investments between 2016-18 to 13% of its fixed income investments, equivalent to around Sek15bn. In January 2017 French pension fund Fonds de Réserve pour les Retraites committed €5bn to managers investing in green and sustainable assets. CalSTRS, the sixth largest public pension fund in the US, holds over \$310m green bonds. This represents a threefold increase over two years. In November 2016 the Maryland State Treasurer's Office bought \$250m of green bonds in a \$500m World Bank issuance, the largest share of any participating institution.

At the end of 2016 StichtingPensioenfonds ABP, a \$423bn Danish pension fund, had a €1.4bn allocation to green bonds, making up 2.8% of its total bond portfolio, up from €300m at the start of 2015. It wants to double its total allocation to investments

that address environmental and social issues by 2020. Germany's federal and state government pension funds have a growing interest in sustainable investment strategies, particularly in equity investments.

Sovereign funds are also beginning to play a more active role. The fall in oil prices since 2014 has hastened attempts to diversify the economies of energy-dependent countries. Funds such as the \$68bn Mubadala, in Abu Dhabi, have created green investment vehicles with which they are investing in renewable energy projects around the world, particularly solar and wind.

The Public Investment Fund of Saudi Arabia is set to become one of the largest sovereign funds after the initial public offering of Saudi Aramco planned for 2018. It has the goal of 'diversifying investments so that within 20 years we will be an economy or state that doesn't depend mainly on oil', according to Deputy Crown Prince Mohammed bin Salman, who oversees the fund. As part of the wider Vision 2030, the country is planning to boost its renewable energy sector, for which investment in green assets and technology will be key. New Zealand's \$22bn Superannuation Fund is another that is significantly increasing investments in alternative energy and energy efficiency.

Sovereign funds are divesting from assets related to fossil fuels. Ireland's \$23bn sovereign fund plans to divest completely. France's sovereign fund Caisse de Dépôts has significantly decarbonised its investment portfolios and increased its green assets, encouraged by the government's new Energy Transition for Green Growth Act, which requires asset owners and managers to provide information on the carbon footprint of their investments and to disclose climate risks in their portfolios.

To date NBIM has sold its stake in 69 companies that are heavily exposed to coal. Last year it brought a court case against Volkswagen as a result of the emissions scandal at the carmaker, and regularly uses its shareholder rights to vote on sustainability issues. In 2016 it raised ESG issues at 1,815 shareholder meetings, 48% of the total. This pressure on companies from large institutional investors creates an indirect boost to

green bonds, climate-aligned bonds and other green options. Many public investors include clauses in their mandate to ‘encourage the development of green and responsible business practices and models’, via divestment, selective investment and use of shareholder rights. This can encourage companies to increase their investments in green assets in order to ensure they are able to attract investment from these large public institutions.

2. Central banks joining in the rush

Central banks, too, play a vital role in supporting the growth of green finance. In 2015 Bangladesh Bank was the first central bank to announce it would invest some of its foreign exchange reserves in green bonds, with an allocation of \$200m. In 2016 the central bank of Morocco allocated \$100m of its reserves to a green bond from the World Bank. European central banks, including the Deutsche Bundesbank, have shown interest in green bond investments, though they have highlighted concerns that the market remains too small to be more than a ‘small complement to their existing portfolio allocation’. In late 2016 the European Central Bank released a report on ‘the potential of green bond finance for resource-efficient investments’, which highlighted that public sector investors could actively support the development of the green bond market, but warned of ‘unjustified altering of risk profiles’, which could threaten the stability of the market.

One way to boost the size of the market is to allow central banks to accept green bonds as collateral for standing lending facilities and medium-term lending facilities, which allow banks to borrow from the central bank via repurchase agreements. This would boost both issuance and investor demand. Another option being pursued by the Monetary Authority of Singapore is to provide guarantees for green bonds with lower credit ratings in order to attract institutional investors.

The nature of green assets could make them particularly attractive to central bank reserves managers and long-term investors like pension funds. Green bonds have exhibited price stability as they tend to be bought by investors that hold to maturity.

Investors tend to prize the long-term prospects of companies that are environmentally conscious in their investments. Investors are aware of the risks to carbon-intensive companies of stranded assets and tightening regulations, higher insurance costs and potential fines. Green investments have seen strong returns, with investors and asset managers emphasising that their green assets are evaluated according to the same investment criteria as their regular assets.

Green bonds have performed better than traditional fixed income assets, while still being backed by the strength of the issuing party, so they are no more risky than regular bonds. In 2016 the large equity investments in NBIM's environment-related mandate returned 12.4%, against 8.7% for its total equity investments.

The green bond market is growing and becoming more diverse. France launched a sovereign green bond in January 2017, following a smaller sovereign green bond issuance by Poland in 2016. The People's Bank of China and the Bank of England have been laying the regulatory groundwork to boost issuance of green bonds by corporates and banks, which now account for almost 60% of total issuance, with most of the rest made up by international development organisations and municipals. In 2016 the total green bond market more than doubled to \$95bn and issuance is expected to grow to \$120bn-\$150bn in 2017. Global Public Investors have shown they are a leading force in this rapidly growing sector and will be key to the market's further development.

储备经理转向股票 分层投资允许更大的风险¹

艾利奥特·亨托夫²

自 2008 年以来，中央银行投资经常仅仅被视为货币政策指导下的资产购买。量化宽松政策和大量其他资产购买计划已经扩大了大多数发达经济体中央银行的资产负债表。然而，国内资产采购的重点分散在外汇储备投资组合的长期趋势上。

道富环球投资顾问公司(SSGA)已经确定了储备金管理的两个明显发展：他们在其他投资者转向被动工具时更加注意积极固定收益;并谨慎接受股权作为新的储备资产类别。

中央银行作为储备组合的投资者，与其他投资者一样开始谨慎投资：投资于风险较高的资产，并寻求在核心债券投资组合以外的更高收益。即使债券收益率高于预期，这一结构性趋势也将占越来越普遍。

在这种情况下，储备管理人员越来越相信被动形式的债券对中央银行的资产负债表具有核心作用。立即的效果是中央银行将有助于增加流入被动权益产品的整体流动。从长远来看，中央银行的储备管理将会发生变化。

2003—2014 年间，全球外汇储备出现前所未有的增长。国际货币基金组织(IMF)表示，平均每年世界平均名义国内生产总值每年增长 6.2%，外汇储备存量平均每年增长 14.3%。这样的差异主要成因是商品繁荣、新兴经济体的高趋势增长和出口导向型增长导致大量经常项目盈余。

由于新兴市场的增长疲软和资本外流，外汇储备的积累在 2014 年结束，库存已经开始下降。储备金可能触底，并将在 2018 年开始再次增长。预计外汇储备总额将在 2020 年年底回到 2014 年的 12 万亿美元高点。

该宏观预测是 SSGA 评估全球外汇储备分层投资的起点。投资部分是不属于

¹ 翻译：李子怡;审校：肖柏高。原文刊载于 OMFIF 全球公共投资年度报告第四期

² 艾利奥特·亨托夫 (Elliot Hentov)，道富环球投资顾问公司官方机构集团政策和研究部门负责人

外部流动性目的的部分，主要是国家财富管理目标。

储备金内部的确切关键点难以界定，但分层投资的主要特点是这些储备金将从适用于常规外汇储备的约束条件中解放出来。理论上可以长期投资，没有严格的流动性要求。

SSGA 估计，2016 年分层投资约占储备库存量的 15%左右，其价值为 1.64 万亿美元，80%为持有现金和固定收益产品。鉴于这些资金来自传统的储备组合，中央银行的核心专长是管理固定收益资产，这是可以预期的。

同时，出现的问题是为什么分层投资（作为资本增值目的的长期投资工具）对于被动固定收益和现金产品有如此大的影响。如果分层投资的设计是为了在标准债券组合方面产生额外的收益率，那么这种分配似乎是无效的。

事情正在逐渐变化。SSGA 研究表明，到 2020 年，中央银行投资组合在被动固定收益中的比例将从 44%下降到 38%。同时，活跃固定收入的比例预计将从 23%增长到 25%，被动股票的增长率从 16%上升到 20%。被动固定收入的较低比例不会来自被动固定收益组合的名义大小的下降，而是来自将储备组合增长转化为其他策略。

2020 年全球分层投资将达到 1.94 万亿美元。在 2016-2020 之间，未来资产增长（新投资资产）的 75%以上可能部署在股权或积极的固定收益战略中。换句话说，SSGA 预计 2980 亿美元会添加到投资部分的预计中，其中 2280 亿美元可能会被置于这两个策略中。

一旦储备经理对新的资产类别和必要的风险管理感到满意，未来只有一个方向——进一步扩大工具包。

Reserve managers move to equities

Investment tranche allows for greater risk¹

Elliot Hentov²

Since 2008, central bank investments have been frequently viewed only in relation to their asset purchases that have been guided by monetary policy. Quantitative easing and a plethora of other asset purchase programmes have expanded the balance sheets of most developed economies' central banks. However, the focus on domestic asset classes has distracted from long-term trends in foreign reserve portfolios.

State Street Global Advisors has identified two clear developments in reserve management: increased exposure to active fixed income at a time when other investors are turning to passive vehicles; and cautious embrace of equities as a new reserve asset class.

Central banks – in their role as investors of reserve portfolios – are cautiously starting to operate much like other investors: investing in riskier assets and searching for higher yield beyond their core bond portfolios. Even if bond yields rise more than forecast, this structural trend will prevail.

In this context, reserve managers are becoming increasingly convinced that equity in passive form has a core role on central bank balance sheets. The immediate effect will be that central banks will contribute to growing overall flows into passive equity products. In the longer term, there will be an evolution of central banks' reserve management.

Between 2003-14, there was unprecedented growth in global foreign reserve holdings. While nominal world GDP grew by 6.2% annually during that period on average, the stock of total foreign reserves grew by 14.3% on average each year,

¹ This article appears in OMFIF's fourth annual Global Public Investor report. Pre-order your copy of GPI 2017, and register to attend the launch today (Wed 14 June) in London

² Elliot Hentov is Head of Policy & Research, Official Institutions Group, State Street Global Advisors.

according to the International Monetary Fund. The disparity is partially explained by the commodity boom, higher trend growth in emerging economies and export-led growth resulting in big current account surpluses.

The accumulation of reserves ended in 2014 and stocks have since declined owing to weak growth and capital outflows in emerging markets. Reserves are probably approaching the bottom of the retrenchment and should start to grow again in 2018. Total foreign reserves are expected to reclaim their 2014 high of \$12tn by late 2020.

This macro forecast is SSGA's starting point for assessing the investment tranches of global foreign reserves. The investment tranche is the portion that is not designated for external liquidity purposes, but serves primarily national wealth management objectives.

The exact cut-off point within reserves is difficult to define, but the main feature of the investment tranche is that these reserves are liberated from constraints that would apply to conventional foreign reserves. In theory, they can be invested long-term and do not have rigid liquidity requirements.

SSGA estimates that the investment tranche constituted roughly 15% of the total stock of reserves in 2016. Its value is \$1.64tn, with the bulk – 80% – held in cash and fixed income products. Given that these funds emerge from a conventional reserve portfolio, and that the core expertise of central banks is in managing fixed income assets, this is to be expected.

At the same time, the question arises as to why the investment tranche (which functions as a long-term investment tool for capital gains purposes) has such large exposure to passive fixed income and cash products. If the investment tranche is designed to produce extra yield in relation to standard bond portfolios, such an allocation seems ineffective.

Things are gradually changing. SSGA research suggests that by 2020 the proportion of central bank investment portfolios in passive fixed income will fall to 38% from 44%. At the same time the share in active fixed income is predicted to grow to

25% from 23% and in passive equities to 20% from 16%. The lower proportion of passive fixed income will stem not from a decline in the nominal size of passive fixed income portfolios, rather from a channelling of reserve portfolio growth into other strategies.

The global investment tranche should reach \$1.94tn in 2020. Between 2016-20, more than 75% of future asset growth (new investment assets) is likely to be deployed either in equity or active fixed income strategies. In other words, of the forecast \$298bn that SSGA expects to be added to the investment tranche, \$228bn is likely to be positioned in those two strategies.

Once reserve managers are comfortable with the new asset classes and the requisite risk management, there is only one direction of travel – to continue to broaden the toolkit and expand further.



系列一：《人民币国际化报告 2017》导论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》导论。

人民币国际化，指人民币在对外经济往来中发挥国际货币职能，若干年后发展成为国际贸易和国际投融资的主要计价结算货币以及重要的国际储备货币。静态看，它是人民币作为国际货币使用的一种状态和结果；动态看，它涉及的是人民币发展成为主要国际货币的整个过程。在当前“一超多元”的国际货币格局下，人民币国际化注定要经历一个漫长而曲折的过程；其最终目标是要成长为主要国际货币之一，实现与中国经济和贸易地位相匹配的货币地位。

中国人民大学国际货币研究所自 2012 年起每年定期发布《人民币国际化报告》，忠实记录人民币国际化历程，深入研究各个阶段的重大理论问题和政策热点。本研究团队率先编制了人民币国际化指数（RII），用以客观描述人民币在国际经济活动中的实际使用程度。通过这个综合量化指标，可以了解人民币在贸易结算、金融交易和官方储备等方面执行国际货币功能的发展动态，也可以与其他主要国际货币做出横向比较，为国内外研究和分析人民币国际化问题奠定了技术基础。

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

2010 年初，RII 只有 0.02%，人民币在国际市场上的使用几乎完全空白。截至 2016 年底，RII 达到 2.31%，短短几年时间已在全球范围内崭露头角。目前，全球国际贸易的人民币结算份额为 2.26%；包括直接投资、国际信贷、国际债券与票据等在内的国际金融人民币计价交易综合占比为 3.59%；国际货币基金组织（IMF）于 2016 年 10 月宣布特别提款权（SDR）的新货币篮子正式生效，人民币在其中的权重为 10.92%。虽然 RII 自 2015 年年中开始回调，但是在国际政治经济金融格局动荡不安、国内经济转型和金融改革继续攻坚推进的大背景下，仍然保持了 2014 年以来的整体水平。与早期单纯依靠跨境贸易推动人民币国际化的情形不同，现阶段人民币国际化由贸易、金融双轮驱动的特征更为明显，而且人民币将在国际金融市场和全球官方外汇储备扮演更加重要角色的前景值得期待——可见，人民币国际化的驱动力构成正在朝着合理化方向发展，并与我们所希望的人民币在国际范围内全面发挥国际货币职能的理想目标相符合。

2013 年报告主题是“世界格局贸易变迁与人民币国际化”。通过对世界贸易格局调整、货币替代以及国际货币体系演变的历史经验分析，总结货币国际化与实体经济国际化之间的理论联系与一般规律。我们发现，历史上的货币强国都以贸易强国为前提；人民币国际化肩负重大历史使命，或可破解“一超多强”国际货币体系滞后于多元竞争世界贸易格局而导致的“新特里芬难题”。报告认为，应当抓住世界贸易格局调整的有利时机，以东盟 10+3、上合组织、金砖国家、拉美、非盟等多个新兴经济体为突破口，充分利用区域贸易、双边贸易等各种便利条件，强化人民币贸易计价功能，通过人民币直接投资、人民币对外信贷等资本流出方式带动 RII 的继续提高。

2014 年报告主题是“人民币离岸市场建设与发展”。根据对历史经验和相关文献的梳理，深入探讨了离岸金融市场促进货币国际化的内在逻辑，重点分析了全球人民币离岸市场突飞猛进的发展对当前人民币国际化的意义和影响。报告指出，短期内离岸市场的快速发展为人民币国际化排除了技术障碍，也为资本账户改革赢得了必要时间，创造了有利条件；从长远来看，伦敦、法兰克福等主要国际金融中心的人民币离岸金融业务规模与交易比重，将是检验人民币是否已经成为主要国际货币之一的重要标志。报告中既探讨了香港、伦敦等地人民币离岸市场发展现状，也通过实证研究对人民币离岸金融市场全球布局问题进行了初步讨



论，还分别从“如何建设好人民币离岸市场”以及“如何处理好离岸市场消极影响”两个角度详细阐述了所要面临的挑战和对策。

2015 年报告主题是“‘一带一路’建设中的货币战略”。报告指出，“一带一路”和人民币国际化是中国在新世纪提出的两项重大国家发展战略，符合中国国家利益，可为新兴大国提供必不可少的支撑力量；同时也符合全球利益，是对现行世界经济秩序和国际货币体系的进一步完善，体现出中国提供全球公共物品的大国责任与历史担当。报告从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度系统梳理了“一带一路”与人民币国际化两大战略相互促进的逻辑，强调二者应当协同发展。我们认为，大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等应当成为借助“一带一路”建设进一步提高人民币国际化水平的有效突破口；且“一带一路”建设中的人民币国际化必须继续坚持“改革开放”——国内经济成功转型、技术进步和制度创新是“一带一路”建设和人民币国际化的根本保障，以更高标准对外开放，坚持包容的发展理念，动员全球资源，造福沿线各国，才能为“一带一路”和人民币国际化两大战略的最终成功创造有利条件。

2016 年报告主题是“货币国际化与宏观金融风险管理”。我们认为，随着人民币加入 SDR 货币篮子，人民币国际化即将开始新的发展阶段。这标志着在宏观管理方面我们已经进入政策调整的敏感期，而宏观管理能力不应成为制约人民币国际化继续推进的一个短板因素，需要特别重视这方面的学习与提高，以此赢得国际社会对人民币的长久信心。报告强调，在政策调整过程中必须要处理好汇率波动对国内经济金融运行的冲击，还要尽快适应跨境资本流动影响国内金融市场、金融机构以及实体经济的全新作用机制，尤其要重视防范和管理系统性金融风险。在历史经验研究、文献研究、理论研究、实证研究和政策研究等基础上，报告提出：应当基于国家战略视角构建宏观审慎政策框架，以其作为制度保障，将汇率管理作为宏观金融风险管理的主要抓手，将资本流动管理作为宏观金融风险管理的核心切入点，全力防范和化解极具破坏性的系统性金融危机，确保人民币国际化战略最终目标的顺利实现。

《人民币国际化报告 2017》的主题为“强化人民币金融交易功能”。一方面，从近几年来 RII 驱动力结构的动态演变不难发现，包括直接投资、国际信贷、

国际债券与票据等在内的国际金融人民币计价交易综合占比的上升势头非常明显，继跨境贸易人民币结算之后已经成为又一个支撑人民币国际化的重要贡献因子。另一方面，历史经验分析和深入的理论研究提示我们：任何一个成功的国际货币都离不开在国际投融资领域的广泛使用，强化人民币在国际市场的金融交易功能是人民币国际化进入发展新阶段必须解决好的重大现实问题。在人民币正式纳入 SDR 货币篮子以后，国际金融市场上或将开启一个以跨国银行、跨国公司甚至货币当局为主体积极配置人民币资产的有利窗口期。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。

具体地，我们得出以下几个核心结论和建议。

第一，强化人民币金融交易功能具有现实紧迫性。实证研究发现，对一国货币的国际化来说，国际信贷市场发展具有基础性支撑作用，国际债券市场发展具有积极的正向影响。历史经验表明，对外贸易和资本输出是货币国际化的重要推手，没有完善金融市场的货币国际化或将难逃金融危机的灾难性后果。

我们要抓住国际金融市场调整的机遇期，充分利用人民币加入 SDR 的制度红利，深化国内金融改革，努力提高人民币国际金融计价交易功能。对外贸易和资本输出对货币国际化的推动作用，需要有金融市场的后勤保障。人民币国际化需要建设成熟、深度的国际金融中心作为支撑，可以按照短期货币市场、中期债券市场、长期多层次股权市场的顺序，形成完整的人民币计价、交易的国际金融市场。在货币国际化的过程中，政府推动是必须的，但也要给市场留出自由发展的空间。金融市场的发展要稳中求胜，重视各金融市场之间的联系，打通“政府-市场-企业”的传导机制，共同推动人民币国际化。

第二，直接投资对中国经济发展和贸易成长做出了积极贡献，其中 ODI 对经济增长的推动作用远大于 FDI，直接投资能够多渠道扩大人民币使用范围，发挥高效的杠杆作用，可以成为人民币国际化重要的动推器。在跨国公司主导国际



贸易的新形势下,扩大直接投资可巩固中国贸易地位,并为中资金融机构走出去、发展离岸人民币业务提供市场和动力。

要通过顶层设计和相关法律、政策的国际间协调,为充分发挥直接投资对贸易、离岸市场等的杠杆撬动效应创造良好的条件。建立健全国家风险管理机制,提高金融、制造业的对外投资比例,提升中国跨国公司的贸易主导权和定价权,扫清贸易人民币计价结算的障碍。推动各经济主体和各部门相互协调,建立直接投资带动人民币贸易结算、金融服务互相支持的机制。大力发展金融科技和互联网金融,通过技术手段改变人们的货币使用习惯,利用我国在电子支付、移动支付方面的优势,构建人民币支付新平台,超越传统国际货币形成机制与路径,快速获得人民币国际化所需的网络效应。

第三,积极推动人民币国际债券市场的发展,是构建顺畅的人民币环流机制,从而进一步深化人民币国际化进程的重要途径。债券市场是国际资本流动的主要渠道,作为“安全资产”的国家主权债券、高等级金融债券是非居民投资者的首选。因此,要大力建设和发展人民币债券市场,以提高国际债券市场中人民币占比作为综合评价人民币国际化程度的重要指标和阶段性任务之一。将人民币债券市场作为中国提供全球“安全资产”的主渠道。

要继续完善国内人民币债券市场,建立人民币国债市场做市商制度,增加短期限国债发行量,完善利率结构曲线,增进债券市场流动性,以此吸引非居民更多参与国内债券市场。还需改变多头监管现状,建立统一的债券市场监管框架,逐渐解决国内企业和机构到国际市场发行和交易人民币债券的政策障碍。产品创新是做大做强人民币国际债券市场的关键,未来应该重点发展资产支持债券、熊猫债、木兰债等产品。

第四,信贷市场是强化人民币金融交易功能的三大支柱之一。全球经济对中国贸易依赖程度提高,发展中国家货币错配问题集聚,使得人民币国际信贷市场发展成为一种必然趋势,而美元强势升值提供了机会窗口。历史经验表明,主要国际货币通过国际金融中心、贸易两条途径推动国际信贷市场发展。从我国国情出发,现阶段宜考虑以贸易途径推动人民币国际信贷市场发展。

要充分发挥我国金融体系由银行主导的独特优势，防止资金“脱实向虚”，将贸易路径作为人民币信贷拓展的主要策略选择。鼓励企业和金融机构更多走向“一带一路”沿线国家和新兴经济体，加强相互间在海外并购、市场拓展、技术升级、能源收购等重点项目方面的合作。高度重视海外资金池建设，完善人民币离岸市场定价机制，增加人民币信贷对全球投资者的吸引力。

第五，人民币金融交易功能的实现最终取决于是否有一个功能强大的外汇市场。关键是要构建多层次的人民币外汇市场，能够为人民币发挥贸易结算功能提供基础条件、为人民币发挥大宗商品计价货币职能提供支撑、为人民币发挥国际储备货币职能提供重要渠道。

要深化外汇市场交易层次，适时放松前置交易管理要求，为人民币外汇电子化交易创造更大的发展空间。应促进新产品研发，健全人民币外汇交易体系。鼓励各家金融机构开发适合自身实际情况的特色柜台外汇交易系统，促进交易方式从交易所转向柜台，广泛融合各类交易主体的需求，形成功能强大，安全高效的交易网络。

第六，人民币国际化进入发展新阶段后，迫切要求我们加强金融基础设施建设，以促进人民币交易功能，提高人民币使用程度，增强人民币资产安全性。建立高效安全的人民币跨境支付清算体系，完善金融相关的法律制度建设，发展科学公正的征信和信用评级体系，是当前完善金融基础设施的三个重要方面。

需要进一步健全和完善人民币跨境支付清算体系，做到系统运行时间覆盖全球；系统服务涵盖外汇、证券交易等金融交易。适应直接投资、人民币债券市场、人民币国际信贷市场的发展需要，加快弥补法律短板，逐渐完善与人民币国际化相适应的清算体系法律制度。鼓励公共征信与市场征信共同发展，依据中国市场特征制定评级标准，尊重国际惯例，努力打造国际公信力，为扩大人民币金融交易增添新动力。

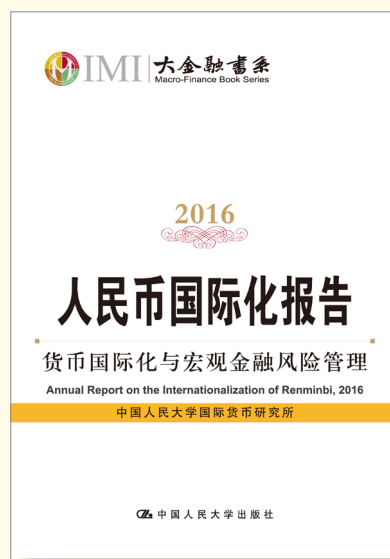
全球性金融危机爆发至今差不多已有十年，主要国家的宏观经济运行、金融市场调整以及货币政策走势出现明显分化。在此情形下，人民币国际化的驱动力结构更加合理，在巩固贸易结算的同时，不断加强金融交易功能，为国际社会提供新的“安全资产”并补充流动性。借着共建“一带一路”的历史机遇，中国可



以更加积极地参与并引领国际经济金融治理，力争获得与中国经济和贸易地位相匹配的国际储备货币地位，从而为国际货币体系的稳健运行注入新生力量。

《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金地大厦
2468号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2017年8月14日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载