IMI 研究动态 周刊
RESEARCH INFORMATION

主 编：曹 彤
2018 年 第 17 期 总第 260 期

【本期推荐】

王兆星：牢记使命，奋发进取，全面推动银行业高质量发展

【“改革”专题】

赵昌文：优化升级产业结构，培育发展新动能

郭庆旺：新时代的财税改革

吴志峰：增量股权激励——国企和银行改革的逻辑

熊 园：2018年供给侧结构性改革的主思路

【海外之声】

布莱恩·里丁：2019年危机发生的几率是50%——警惕资产负债表危机

乌斯曼·曼登：G20激烈讨论“备受瞩目的”加密货币——中央银行小心提防，财政部门包容宽松

【IMI 研报 • 人民币国际化报告 2017】

系列三十七：人民币外汇衍生品市场的创新

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

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和新型专业智库。研究所秉承 “大金融” 学科框架和思维范式，以 “融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是” 为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养 “能够在中西方两个文化平台自由漫步” 的国际金融人才等方面卓有成效。

主　　编：曹　彤
副主编兼编辑部主任：宋　科
编辑部副主任：李虹含
编委：安　然　朱霜霜　魏　唯
责任编辑：陈艺博
栏目编辑：叶子瑞
美术编辑：张耘峣
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

2018 年第 17 期总第 260 期

牢记使命，奋发进取，全面推动银行业高质量发展

王兆星 [1]

一、成绩与挑战

第一，服务实体经济取得新进展。

银行业以服务供给侧结构性改革为主线，立足服务实体经济，不断优化信贷结构，着力解决金融服务供给不平衡不充分问题，服务实体经济质效明显提升。主要体现在：一是围绕国家重大战略，不断满足重点领域的金融需求。为京津冀协同发展、长江经济带、“一带一路”建设等国家重大战略和重大工程、重点项目，提供了长期、稳定、可持续的金融服务。2017 年末，基础设施行业贷款增长 15.7%，21 家主要银行战略性新兴产业贷款增长 10.1%，制造业贷款增速由负转正。二是围绕“三去一降一补”，助力供给侧结构性改革。大力压缩对产能过剩行业的贷款，共组建债权人委员会 1.68 万个，引导信贷资金稳妥有序退出“僵尸企业”。稳步推进市场化法治化债转股，五家大型银行相继新设了债转股实施机构并已开始运行，金融资产管理公司发挥专业优势积极参与。银行业降低企业融资成本成效显著，比上年多减费让利超过 440 亿元。三是围绕普惠金融，提升人民群众金融获得感。金融服务的覆盖面不断扩大，网点乡镇覆盖率和基础金融服务行政村覆盖率均超过 96%。小微、三农等薄弱领域的金融可获得性提升。2017 年末，小微企业贷款和涉农贷款余额均达到 31 万亿元，同比分别增长 15.1%和 9.6%。保障性安居工程贷款同比增长 42.3%，高于各项贷款平均增速 29.9 个百分点。扶贫小额信贷和扶贫开发项目贷款余额均超过 2000 亿元，较上年显著增长。四是围绕客户需求，持续提升银行业服务水平。截至 2017 年末，营业网点总数达到 22.87 万个，全年网上交易金额 1725.38 万亿元，交易笔数总计 1171.72 亿笔；客服中心人工电话平均接通率达 91.22%，连续五年高于 90%。

[1] 王兆星，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、中国银行业监督管理委员会副主席

第二，整治金融乱象取得新成效。

2017 年以来，原银监会组织开展了“三三四十”等专项治理和综合治理，市场乱象得到初步遏制，银行资产负债结构日趋健康。一是资产负债增速逐步放缓。截至 2017 年底，银行业金融机构本外币资产同比增长 8.7%，增速较 2016 年下降 7.1 个百分点；总负债同比增长 8.4%，增速较 2016 年下降 8.2 个百分点。这是 2001 年以来资产增速首次下降到个位数。二是银行表外资金逐步回归表内。2017 年，表外业务总规模增速逐月回落，总体呈现收缩态势。在银行业总资产增长 8.7%的情况下，全年新增贷款 12.6%，相当于在向实体经济多投入信贷资金的同时少扩张资产规模约 16 万亿元。三是脱实向虚势头得到初步遏制。2017 年，商业银行同业资产负债自 2010 年来首次收缩，同业理财比年初净减少 3.4 万亿元。银行理财因增速大幅下降而少增 5 万多亿元，通过“特定目的载体”投资少增约 10 万亿元。

第三，风险抵御能力迈上新台阶。

随着宏观经济基本面的改善，银行业应对风险的能力进一步增强。一是资本充足率稳步提升。2017 年，商业银行核心一级资本充足率为 10.75%，资本充足率为 13.65%，较上年末上升 0.37 个百分点。二是资产质量继续改善。2017 年末，商业银行不良贷款余额为 1.71 万亿元，同比少增 443 亿元，不良贷款率 1.74%，连续五个季度保持稳定。三是贷款损失准备充足。2017 年末，贷款损失准备余额为 3.09 万亿元，较上年末增加 4268 亿元；拨备覆盖率和贷款拨备率分别为 181.42%和 3.16%，较上年末分别提升 5.02 个百分点和 0.09 个百分点。四是流动性较为充足。为强化流动性管理，商业银行优化资产负债结构，留存了充足的流动性储备，2017 年末，银行业流动性主要指标流动性覆盖率（LCR）为 120%，大大高于监管标准（100%），抵御风险的能力进一步提升。

第四，对外开放形成新格局。

2017 年，银行业积极研究落实对外开放新举措，推动形成全面开放新格局。从“走出去”角度看，紧抓人民币国际化和“一带一路”建设等契机，在世界范围的布局逐渐扩大。截至 2017 年底，共有 10 家中资银行在 26 个“一带一路”国家设立了 68 家一级机构，较上年末增加 6 家，累计发放贷款超过 2000 亿美元。同时，银行业在国际经济治理体系中的话语权日渐提升，目前已有五家金融

机构成为全球系统重要性金融机构。从“引进来”角度看，对外开放范围逐步扩大，外资机构数量稳步增长，资产规模快速提升，产品和服务体系不断丰富。2017 年底，外资银行在华营业性机构总数 1013 家，总资产为 3.24 万亿元人民币，较 2001 年中国加入 WTO 时增长 10 倍多。目前，在华外资银行资本充足，流动性稳定，资产质量良好，保持了稳健经营。

第五，拥抱金融科技焕发新活力。

金融科技等新一代信息技术的发展和应用给银行业带来了全新的挑战和机遇，为银行业的发展注入了新的活力。一是积极与金融科技公司开展跨业合作。2017 年，工、农、中、建、交分别与京东、百度、腾讯、阿里、苏宁达成了战略合作，在大数据风控、用户画像、人工智能等领域展开了合作。二是银行业自身也在加大金融科技的投入。越来越多的银行对信息化技术建设高度重视，并将金融科技的应用渗透到各个业务环节，甚至带来了一些业务场景的重大变革。行业平均离柜率在过去几年中大幅攀升，从 2010 年平均 45.2%上升到 2017 年的 87.58%。三是银行业内部的合作也在加强。去年 9 月，16 家金融机构组建金融云公司，用于承接银行业重要信息系统批量上云的服务，银行业金融云实力逐步增强。

二、新时代、新任务、新使命、新作为

一要回归本源，更好服务实体经济。

一是做好“支持”。把新一代信息技术、高端装备制造、绿色低碳、生物医药、数字经济、新材料、海洋经济等战略性新兴产业发展作为战略支点。加大对国家重大战略、产业转型升级以及小微、三农等薄弱领域的金融支持力度。二是做好“退出”。严格控制“两高一剩”行业的贷款，有序退出“僵尸企业”，挤出低效、无效占用的信贷资金，为新兴产业发展腾出空间。三是打造服务和竞争新优势。以深入推进供给侧结构性改革为主线，在服务好加快建设创新型国家、实施乡村振兴战略、推进区域协调发展战略、扩大消费和促进有效投资、提高保障和改善民生水平等方面的同时，结合各自禀赋条件，明确市场和业务定位，打造服务和竞争新优势。

二要坚决打赢防控风险攻坚战。

一是控制好总体杠杆率，坚持积极稳妥去杠杆。着力降低企业负债率；努力抑制居民杠杆率，严控个人消费贷款等违规流入股市和房市；继续遏制房地产泡沫化；主动配合地方政府整顿隐性债务。二是及时有效化解各类风险，推动业务稳健发展。继续压缩同业投资；严格规范交叉金融产品；大力整治违法违规业务；严厉打击非法金融活动；有序处置高风险机构。三是加强内控合规，牢固树立稳健经营理念。金融业务和风险的复杂性，对银行的内控合规提出了更高的要求。合规经营是银行安身立命的基础，也是高质量发展的保障。要牢固树立合规就是底线、越线就是风险的理念，真正形成“不敢违规、不能违规、不想违规”的合规文化。

三要全面深化改革。

推动金融更好地服务实体经济，有效防范化解金融风险，离不开银行业的深化改革。一是加强公司治理。积极探索中国特色现代银行制度，把党的领导融入公司治理全过程。加强股东穿透监管，不断提升公司治理水平和透明度。二是专注主业、规范发展。规范金融综合经营，规范产融结合，规范金融控股公司，规范银行表外与同业业务，规范互联网金融，规范影子银行，促进银行业协调健康发展。

四要进一步扩大对外开放。

支持符合条件的中资银行“走出去”，优化机构布局并合规经营，为“一带一路”建设和国际产能合作提供市场化专业化金融支持。要主动以开放促改革，总结推广自贸区试点经验，深入探索相关开放举措，激发市场活力，进一步增强银行业国际化程度和核心竞争力。

五要善用金融科技。

创新是引领发展的第一动力，银行业要善用科技力量，更好地服务实体经济和客户需求。一是利用金融科技为业务赋能。坚持科技引领战略，充分运用大数据、云计算、区块链、人工智能等数字技术创新金融产品和服务，实现金融服务的场景化、智能化、个性化、差异化，向智能银行、普惠银行努力。二是利用金融科技为业务保驾护航。加强金融风险新特征的研究剖析，积极运用新技术手段，共建数据共享模型，打造立体化的金融安全防护体系。新的金融科技既对传统经

营业务、运营管理、传统监管方式带来挑战，又是经营业务转型升级和提升监管能力水平的重要手段，要把握和善用金融科技。

优化升级产业结构，培育发展新动能

赵昌文[1]

党的十九大报告提出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标”。建设现代化经济体系就是坚持以经济建设为中心，解决好不平衡不充分发展问题，以奠定从全面建成小康社会到基本实现现代化，再到全面建成社会主义现代化强国的经济基础。全面理解现代化经济体系要从生产力与生产关系这一社会基本矛盾出发，从生产力、生产关系及两个视角去理解。生产力视角下，现代化经济体系要以现代化生产力为支柱。建设现代化经济体系，推动生产力现代化，需要以实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系为核心载体，优化升级产业结构，培育发展新动能。

优化升级产业结构，培育发展新动能，需要促进产业结构在动态变化调整中不断迈向中高端

产业升级的过程必然伴随着结构的调整。既包括产业之间的结构变化，也包括产业内部结构的变化。

一是三次产业结构正在发生显著的变化，服务业增速保持了对 GDP 和第二产业的“双超越”。2012 年以来，我国服务业增加值比重超过第二产业比重且持续提升。2016 年,我国服务业增加值 384221 亿元，比上年实际增长 7.8%，增速比第二产业高出 1.7 个百分点。服务业占 GDP 比重已上升为 51.6%，比上年继续提高 1.4 个百分点，比第二产业高出 11.8 个百分点。服务业对国民经济增长的贡献率为 58.2%，比上年提高 5.3 个百分点，比第二产业高出 20.8 个百分点。2017 年，服务业保持持续快速增长。

[1] 赵昌文， 中国人民大学国际货币研究所学术委员、国务院发展研究中心企业研究所所长

2018 年第 17 期总第 260 期

服务业的快速发展及其占比上升表明，改革开放 30 多年来,占主导地位的产业结构正在发生显著变化，经济增长的动力结构也在发生重大调整，服务业作为国民经济的第一大产业，对经济增长的贡献率进一步提高，主动力作用更加显现。但与目前已经完成工业化的发达国家相比，我国服务业增加值比重仍然偏低约 10 个百分点，服务业的快速发展会持续成为经济发展的重要动能。我国经济发展开始呈现出“质量更好，结构更优”的特点。

需要指出的是，绝不能简单地把服务业比重的上升作为经济结构高端化的标志。如果服务业比重的快速上升主要是因为金融业、房地产的发展造成的，不仅不是经济结构的优化，反而是宏观经济失衡的表现。当前存在的三大重大结构性失衡，即实体经济内部供需结构失衡、金融与实体经济失衡、房地产与实体经济失衡，阻滞了国民经济正常循环，成为宏观经济诸多矛盾和问题的根源。

二是以高技术制造业和高技术服务业为代表的知识和技术密集型产业占比不断提升，成为越来越重要的新动能。近年来，以新一轮科技革命为主要驱动力量的创新催生了一大批新技术新产业新业态新模式，尽管它们尚未成为经济增长的主体力量，但发展速度很快，显著高于整个经济增长。特别是传统产业部门增长的速度，成为越来越重要的新动能。

2013—2016 年，我国高技术制造业增加值年均增长 11.3%，比规模以上工业高出 3.8 个百分点。2016 年，高技术制造业增加值占规模以上工业的比重为 12.4%，高技术制造业的贡献率达到 21.6%。2016 年，全国有规模以上高技术服务业企业 3.5 万家，从业人员超过 600 万，主要集中在信息服务、专业技术服务和科技成果转化服务领域。2017 年，高技术制造业和高技术服务业投资保持增长，特别是在外商直接投资下降的同时，高技术制造业和高技术服务业吸收外资持续增长，都表明未来存在巨大的发展空间，及其在我国经济持续稳定健康发展中的重要作用。

优化升级产业结构，培育发展新动能，促进产业结构在动态变化调整中不断迈向中高端，要以新发展理念为指导，在宏观上，着力绝不能简单地把服务业比重的上升作为经济结构高端化的标志。如果服务业比重的快速上升主要是因为金

融业、房地产的发展造成的，不仅不是经济结构的优化，反而是宏观经济失衡的表现。

优化升级产业结构培育发展新动能解决好“三大失衡”，坚决打好“三大攻坚战”；在微观上，着力解决好实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的问题。

优化升级产业结构，培育发展新动能，需要促进产业在跨领域、跨行业、跨地区深度融合中提升效率和竞争力

在经济全球化和新科技革命的背景下，以创新为主线，以新一代信息技术应用为依托，产业的跨领域、跨行业、跨地区深度融合，正成为经济增长极具活力的源泉与动力。

制造业和服务业加速融合正成为一个重要趋势。传统制造业通过强化研发、设计、服务环节，不断延伸价值链，拓展新空间。在成本快速上升、市场竞争加剧的大背景下，我国一批制造业企业积极“推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合”，许多制造企业通过创新优化生产组织形式、运营管理方式和商业发展模式，不断增加服务要素在投入和产出中的比重，在生产制造产品的同时，延伸提供基于产品的全生命周期管理、在线诊断服务等，从单纯提供产品向提供“产品+服务”甚至是服务解决方案转变，智能制造、众包设计、网络协同研发、个性化定制等创新模式极大地拓展了价值增值空间。另一方面，掌握核心技术或业务的服务企业，通过定制、贴牌生产等方式嵌入制造业产业链，实现服务与制造的互动发展。

随着我国产业融合的持续推进，各行业服务化程度将会不断提高。目前，我国中间服务投入与 GDP 的比例约为 40%，远低于发达国家，整个经济对中间服务的需求水平还有很大提升空间。

产业融合发展不仅仅是产业之间的跨领域、跨行业融合，还形成了一大批深度融入全球产业体系，具有活力、创新力和竞争力的产业集群，实现了产业集群式融合，为区域经济发展注入了新活力。

2018 年第 17 期总第 260 期

总之，产业融合正在深刻地重塑着传统的生产组织方式和管理服务模式，正在极大地改变着产业的地区和全球分工格局，从而推动了经济发展的“质量变革、效率变革、动力变革”。

优化升级产业结构，培育发展新动能，需要深化基础关键领域改革和完善政府宏观管理体制

十九大报告指出，“经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点”。中央经济工作会议提出，“改革开放要加大力度，在经济体制改革上步子再快一些，以完善产权制度和要素市场化配置为重点，推进基础性关键领域改革取得新的突破”。

一是推进生产要素价格形成机制的市场化，打破生产要素自由流动的各种障碍。无论是产业结构逐步向中高端升级还是产业之间的融合发展，一个基本的前提是生产要素基于市场化原则的优化配置。水、电、煤、气、土地等主要生产要素的价格形成机制不合理，不能充分反映市场供求关系、资源稀缺程度和环境损害成本，难以形成对产业升级的倒逼机制，必须加快改革。此外，要深化要素市场化配置改革，打破行政性垄断，防止市场垄断，消除地区、部门分割，清理废除一切妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法，加快建立和完善负面清单制度，使生产要素能够充分自由流动，优化配置。二是要把盘活存量资本和优化增量资本统一起来。要按照中央经济工作会议提出的要求，深化供给侧结构性改革，坚持去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡。优化升级产业结构，培育发展新动能，一定要建立正常的基于市场原则的退出机制。为此，重点要在“破” “立” “降”上下功夫。大力破除无效供给，把处置“僵尸企业”作为重要抓手，推动化解过剩产能。要始终坚持市场化、法制化去产能的原则，特别是通过兼并重组等手段，对产业发展空间有限甚至越来越小，已经丧失盈利前景和严重资不抵债的“僵尸企业”，加快关停并转，从而将存量资本尽快释放出来，转移到更有效率的产业向上。这对于全社会来说，可以极大地提高资源配置效率和效益。三是，党的十九大报告在“加快完善社会主义市场经济体制”部分提出，完善市场监管体制。创

新和完善宏观调控，发挥国家发展规划的战略导向作用，健全财政、货币、产业、区域等经济政策协调机制。这为全面改革和完善政府的宏观调控和监管体制，推动建设协同发展的产业体系指明了方向。长期以来以批代管、偏重目录准入管理的模式制约了不少产业的发展。优化升级产业结构，推进产业协同发展，考验着每一个监管者的能力。要积极探索包容创新的“放管服”制度，采取既具弹性又有规范的管理措施，建立并提升适合产业发展的政府监管新理念、新能力和新服务。由注重前置性监管向注重过程性监管转变；由行政监督为主向消费者、中介组织广泛参与的全方位社会监督转变；政府监管由分散多头向综合协同转变，全面规范监管自由裁量权。特别是新兴产业的发展，要减少显性的准入门槛，避免简单套用传统的审批式管理模式，审慎出台新的准入和监管政策。同时，加快探索形成负面清单和产业准入的审管分离制度。

2018 年第 17 期总第 260 期

新时代的财税改革

郭庆旺 [1]

一、 直接税为主，个税地位突出

在分析现代税收制度为何是以直接税为主时，郭庆旺分析了直接税与间接税的区别。最简单的区分，就是看税负能否转嫁，如果能转嫁出去就是间接税，比如增值税、原来的营业税等，虽然是企业缴纳的，但是很大一部分通过价格转移给了消费者。从这个意义上来说，营业税改为增值税，对企业与其说是减负，不如说能够提升企业的竞争力。因为很大部分税收本来不是企业负担，但是减税之后，企业可以降价，降价有助于扩大市场份额，也就是竞争力的问题。以直接税为主牵涉到两个重要原则。首先，是公平问题。根据习总书记的说法，美好生活中的一个很重要的内容是公平正义，而直接税能够做到公平。这是因为直接税大部分都是累进的，如以个人所得税来说，收入越高的人，交税的税率越高，交的税也越多，所以相对来说公平。

反过来说，间接税所占比重太大，具有累退性，是不公平的。郭庆旺以营业税、增值税为例分析指出，企业虽然交了税，但并不是负税者，可以通过提高价格转嫁出去，当然不一定全部都能转嫁，因为这涉及到税负转嫁的价格弹性问题。当大部分税收通过提高价格转嫁后，穷人富人都按照同一市场价格购买某种商品时，穷人所支付的商品中的间接税与其收入比，与富人所支付的间接税与其收入比，差距很大的，显然穷人的负担更重。所以，十八届三中全会决定要提高直接税比重。

其次，是民主问题。直接税多了之后，人们的纳税意识会增强，因为直接税是从自己身上“割肉”，而间接税由企业缴纳，好像个人没有承担。更为重要的是，真要从人们手中把钱掏出去的时候，人们会关注这些钱花在哪，花的效果如何。

[1] 郭庆旺， 中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国人民大学财政金融学院教授

当这种意识增强，在走向更加完备的社会主义民主制度的过程当中，人们参与度会更高一些。

现在直接税占整个税收收入比重（不包括社会保障费/税），我国占到 35%左右，发达国家在 58%左右，上中等收入国家大致在 38%。这就存在问题。

在直接税中，又以哪一税种为主？郭庆旺指出，一般来看，现代一些税制当中，主要是个人所得税地位突出。所得税中包括企业所得税和个人所得税，当前企业要减负，企业所得税不可能再提高，尤其是在国际经济一体化竞争非常激烈的情况下，甚至有一些大国还在降低企业所得税，我国企业所得税税率现在全球处在中等偏下水平，但是要担心其他国家再降低税率，而且也不能再提高，因为企业所得税所占我国整个税收收入的比重，是发达国家平均水平的 1 倍。

郭庆旺研究后得出，当前企业所得税加上社保费/税所占税收收入比重中，OECD 中 25 个发达国家基本上保持在 8%，我国是 16%。在这种情况下，只能提高个人所得税。现在我国个人所得税占税收收入的比例不到 8%，高收入国家占到 38%，上中等收入国家在 16%左右。

另外，存量税也是直接税，比如财产税、遗产税等，财产税中包括不动产税或者房地产税。现在既然主张建立现代财税制度，现代财税制度是以直接税为主，直接税以所得税为主，或者财产税很重要。虽然我国目前虽然对个人不征房产税，但是与土地、财产、房地产相关的税种作为财产税的话，比重已经占到 8%，超过了高收入国家。“那么，问题就出来了，现代税收制度如果说这三大特征是必备的的话，与老百姓的呼声又有矛盾，怎么解决？”

二、 个税有抵免额更合理

对于个人所得税，郭庆旺首先指出，起征点并非法律上的准确说法，应该叫扣除额或者免征额。他首先表示赞同提高起征额，而且提高也是必然的，因为人们的收入水平在提高，人们对生活的需要在提高，扣除额和基本的生活费用确实要提高，最简单的一个要求是要与物价挂钩，很多国家叫做扣除额的通货膨胀指数化，即与物价水平挂钩。但每年都变化的话成本太大，可以两年左右变化一次，我国截至目前已经 7 年没变化。他认为，现在可能根据物价水平等内容，在原来

基础上提高 20%，原因是我国物价水平过去几年比较低。同时，他强调指出，提高扣除额不如给低收入者免征额，或者叫抵免额。为什么这么做？郭庆旺算了一笔账。现在扣除额假如提高到 7000 元，一年会少交 42000 元，即（7000-3500）*12=42000。这部分对高低收入人群是一样的。但低收入人群适用税率是 3%，也就是一年少交税 42000*3%=1260 元；而高收入人群，如月薪 8 万元，适用税率 45%，则一年少交税 42000*45%=18900 元。两项对比，提高扣除额，高低收入人群的收入差距反而会拉大。

那么，怎么做才更合理呢？郭庆旺认为，仍然要照顾低收入人群，提高扣除额，然后给所得税率 3%乃至 20%以下的人群设计抵免额，用来抵扣税额。一个月抵扣 100 元，一年是 1200 元，或者更高一些，从税额中直接抵扣。这样一来，高低收入人群抵免的税额是一样的，不存在差距。甚至可以规定，税率超过 30%的高收入人群没有抵免额，因为这本来就是为了照顾低收入人群。这样做，从收入的公平角度来说更有力。

那么，提高个人所得税扣除额能否刺激消费呢？郭庆旺也算了一笔账，美国最近 15 年的个人消费支出增长率大概只是中国个人消费支出增长率的 1/3，但就是这样，美国还是超级消费国。因此，在他看来，制度设计如何与其他宏观经济变量相关，尤其在不同的国情下，可能有待于考证和思考。

三、 房产税设计应简单

对于房地产税，郭庆旺认为先要澄清几件事。第一，开征房产税这个说法是有问题的，现在本来就有房产税，只是对企业征收，而目前讨论的是对个人住宅是否征收。如果把现行房产税暂行条例第五条第 4 项——个人所有非营业用的房产——拿掉，每个有房产的人都得交税。第二，为什么房产税还没有出台？因为这件事太复杂，复杂到没有人认为是合理满意的。而且从我国发展阶段看，目前房地产虽然有炒作的成分，但还是刚需，而且处于刚走向富裕的阶段，此时征税，可能与改革进程有出入。

第三，房产税是国际上很成熟的一个税种，技术上没有任何问题，但根据我国现行房产税暂行条例的规定，有两个最关键的条件。一是对产权所有人征税，二是原值一次减除 10%至 30%后的余值计算缴纳。

但郭庆旺指出，对个人住房来说，第一个条件就很难确定，因为我国当前住宅的产权种类很多。比如一些保障性住房，虽然居住者为产权所有人，但其本来是需要照顾的低收入人群，向其征税是否合适？再如一些分配性住房可以自己居住，子女后代也可以居住，但并非产权所有人，不交税是否合适？等等。此外，有专家提出第一套房征税，问题在于，住宅位置不同，不如北京二环内的住宅和七环的住宅，价格上有天壤之别，怎么确定哪个是第一套呢？还有人提出一家每人扣除多少面积，板楼和塔楼的公摊面积都不同，怎么保证公平？又或者说按现价估值扣除一个比例在征税，等等，郭庆旺直言这些是故弄玄虚，会将制度设计得非常复杂，而越复杂可能越不公平。

在他看来，房产税设计首先是按市场价来计算，同时设计一个大家可接受的税额，千分之一甚至万分之一，目的是为了让大家先有这个意识。但还有人会交不起，比如住在以前单位分的房产中的退休人员，本身没有收入，也无法承担房产税，对于这种情况，郭庆旺建议，可以交，但是通过其他方式如低保来免除或者抵免，或者直接免除。对于低收入人群，不一定在税收上考虑照顾，可以从支出等方面考虑，甚至可以对冲。

2018 年第 17 期总第 260 期

增量股权激励——国企和银行改革的逻辑

吴志峰[1]

虽然现在流行讲国企如何垄断破坏市场效率，但不可否认国有企业和银行都曾经历艰难岁月。以商业银行为例，上世纪九十年代，其不良资产率接近 40%，银行业濒临破产边缘，在撇除不良资产、引进战略投资者、股份制改制上市初步完成后，国有商业银行才走出泥泞。尽管现在国有银行盈利普遍较好，但仍然面临公司治理的一个核心问题，即管理层与员工的长期激励机制如何建立。而这个问题对股份制银行甚至如民生银行这样民营机制的银行同样存在。可以说，所有中国的银行，如果不建立长期激励机制，即使进行了股份制改造和上市，也难以维持长期可持续发展，更别提百年银行的目标。

那么银行建立长期激励机制的逻辑起点在哪里呢？商业银行是企业，银行家也是企业家，这个逻辑起点就在于企业与企业家的关系。公司治理理论告诉我们，企业与企业家是委托代理关系，要激发出企业家精神，维护股东、员工和利益相关者的长期利益，必须建立起以股权激励为核心的长期激励机制，这样才能使委托人与代理人利益协调一致。在欧美发达市场国家，2005 年前后的大银行如花旗、JP 摩根，其银行家的收入高的令人咂舌，收入的构成中超过 90%是股权激励收入，银行家的收入随着公司股价水涨船高，这说明了股权激励机制所起到的长期激励效果。

尽管安然事件已经发生并引起广泛讨论，但在 2008 年全球金融危机发生之前，企业与银行高管的高收入、以及股票期权激励的副作用并没有像金融危机后一样引起人们的广泛关注。然而，我当时就判断到银行如果只激励高管不激励员工是极其不合理的。我主要从两方面来论证，一是虽然我承认企业家精神对企业的首位作用，认为银行家高管获得比例较高的股权激励收入合理，但从人力资本分享企业剩余的角度，认为不光是企业家和高管贡献了人力资本，业务骨干甚至

[1] 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

一般员工也贡献了人力资本，因此企业家、高管、业务骨干和一般员工都应该分享企业剩余，获得股权激励。二是我从历史分析的角度，发现我国清末兴起的山西票号的身股制度提供了很好的案例，山西票号的股权结构分银股和身股，票号掌柜作为银行家可以获得身股，而伙计一样可以。这就说明，银行家、高管和一般员工比例不等、但都获得股权激励具有历史合理性。

与此同时，山西票号的股权结构还有一个特色，即随着票号经营的持续，由东家占的银股比例越来越低，而掌柜和伙计占的身股比例越来越高。这个特殊的制度设计启发我提出了银行长期激励的“增量股权激励”制度。增量股权激励，就是在保证国有股东持股存量的基础上，将每年创造的利润的一部分奖励给企业高管和员工，但不是以现金奖励的方式，而是将其量化为股份，作为限制性股票由相应的高管和员工持有，以此增量股权来建立国有企业的长期激励制度。笔者认为，增量股权激励作为国企改革方案是可行的，因为国企改革的中心内容是如何有效激励企业家和员工的积极性，这样才能革除国企的弊端，确保国有资产的保值增值。而增量股权激励不减持国有股存量，仅仅是将部分利润量化为股权来做激励，这样既激励了高管员工，又没有导致国有资产流失，还因为激发了国企干部员工的积极性，使国有资产搭上受激励员工积极性高涨的“便车”，从而实现增值。

2005 年的环境与今时幻若隔世。那时候张维迎的主张还很流行，所谓国有资产的冰棒效应，仿佛不立即、彻底将国企私有化就会世界末日。而我的增量股权激励方案反对将存量国有股权迅速私有化到国企经理手里，因为那样的话只会导致像俄罗斯东欧一样的后果，我在同时期研究并发表了一篇东欧银行改革的文章，表明正是私有化导致东欧国家的银行被国企经理和外国银行控制，中国绝对不能重蹈腐辙。但我同时反对因循守旧不作为的倾向，无论国有银行还是国有企业，如果不进行改革、不建立长期激励机制，继续回到二十世纪八十、九十年代的经营机制，同样是不可取的。而进行增量股权激励，既保持了国有股权的存量和长期控制权，又对国企高管和员工进行了有效激励，激发了其长期工作积极性，协调了委托人与代理人的利益。即使持续进行增量股权激励几十年以后，虽然到那时国有股权比例降低了，高管和员工的股份比例提高了，但也是分散在许许多多的高管和员工手里，起到了国有股权稀释到广大人民群众中去的效果。

2018 年第 17 期总第 260 期

时光流逝，2013 年党的十八届三中全会鼓励国企改革采取混合所有制形式。增量股权激励并不排斥引进民营战略投资者，而是在引进民营股东和机制的同时做增量股权激励，较之单纯的引进民营战略投资者更能体现混合所有制的优势。这是因为，增量股权激励把企业高管和员工也纳入到混合所有制中，从而解决了国企长期激励机制的核心问题，更丰富和完备了混合所有制的模式。可见，虽然经历了十几年的时间变迁，增量股权激励却能适应新时代国企混合所有制改革的迫切需求。

十八届三中全会后，国有企业改革是决策层高度关注的问题，中共中央组织部为此专门设置了课题，组织了多个地方政府、银监会、十几家央企进行研究。银监会将国有银行家激励约束机制的课题交由中国银行业协会组织研究,，笔者作为中国银行业协会行业发展研究委员会副主任，担任此项课题总撰写。中组部设立此课题本身说明了国有企业家和银行家激励约束机制是十八届三中全会后全面深化改革的重要组成部分，已引起中央领导的高度重视。本报告吸收了笔者博士后论文的研究成果，实地调研了交通银行、上海银行、晋商银行、大同银行等与银行家座谈，并经中国银行业协会组织向银行系统问卷调查。报告完成后获得中组部 2015 年研究成果一等奖，并经中组部上报政治局供决策参考。

中国经济自改革开放以来实现了近 40 年的高速增长，已经成为引起举世关注的经济奇迹。中国的经济奇迹既是顺应世界产业转移潮流、在新一轮技术革命下主动融入世界经济的结果，其中我们以壮士断腕的勇气改革自身弊端、吸取世界先进文明成果。同时，中国并没有盲从，而是从实际出发来制定我们的政策。我相信增量股权激励也暗合了这一思想，它吸收了山西票号的精髓，同时又与时代需求和改革实际紧密结合。笔者认为，将增量股权激励及其思想融入到国有企业和银行改革的具体方案中去是有重要意义的。在即将迎来纪念中国改革开放 40 年之际，我谨此做一呼吁并为《商业银行股权激励机制》序。

2018 年供给侧结构性改革的主思路

熊园 [1]

政府工作报告强调，今年要坚持深入推进供给侧结构性改革，包括发展壮大新动能、加快制造强国建设、继续破除无效供给、深化“放管服”改革、进一步减轻企业税负、大幅降低企业非税负担等六大任务。

对比去年，再结合十九大和中央经济工作会议精神，不难看出，今年供给侧结构性改革的思路悄然有变，即：扩大优质增量供给和补短板成为了主方向，重点是在“破”、“立”、“降”上下功夫。

扩大优质增量供给方面，基于中央经济工作会议提出的“三大转变”（推进中国制造向中国创造转变，中国速度向中国质量转变，制造大国向制造强国转变），本次报告细化了加快制造强国建设的具体任务，包括推动集成电路、5G、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，实施重大短板装备专项工程，发展工业互联网平台，创建“中国制造 2025”示范区等。

此外，壮大新动能、发展新经济也是扩大优质增量供给的重要手段。过去 5 年取得的历史性成就，一个重要发力点就是着力培育壮大了新动能。具体到今年，就是要在新兴产业集群、大数据、智能产业等方面进一步取得突破，并在深入实施创新驱动发展战略的基础上，期望真正把握住世界新一轮科技革命和产业变革的大势。

应该说，过去几年来，“三去一降一补”中补短板的成效相对不够明显，亟需在整个经济结构中补上公共服务、基础设施和制度性短板。因此，本次报告也着重突出了补短板的重要性，提出了实施市场准入负面清单制度、推行“证照分离”改革、推进“互联网+政务服务”、打通信息孤岛、优化营商环境等一系列细化举措。相比之下，今年去产能、去库存和去杠杆的力度就相对有所缓和。以去产能来说，今年主要去的是无效产能，而非往年的过剩产能。

[1] 熊园， 中国人民大学国际货币研究所研究员

2018 年第 17 期总第 260 期

本次报告提出，今年再压减钢铁产能 3000 万吨左右，而过去两年已合计退出 1.15 亿吨（2017 年已完成 5000 万吨目标，并取缔了 1.4 亿吨“地条钢”；2016 年目标是 4500 万吨，实际完成超过 6500 万吨），这意味着十三五制定的淘汰 1.4 亿吨钢铁产能的目标，有望在 2018 年底提前完成；同时，今年退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，由于 2016 年和 2017 年已合计退出约 5 亿吨，意味着到年底将去产能 6.5 亿吨，距离“十三五”规划的 8 亿吨还剩 1.5 亿吨目标。因此，从节奏来看，今年钢铁、煤炭的去产能压力明显减轻，去产能也有望从钢铁煤炭过渡到有色、化工等中下游领域。

值得指出的是，鉴于今年是实施乡村振兴战略的开局之年，本次报告单独把推进农业供给侧结构性改革列为工作重点，包括促进农林牧渔业和种业创新发展，加快建设现代农业产业园和特色农产品优势区，发展“互联网+农业”，促进农村一二三产业融合发展等具体部署。可以预见，随着农业供给侧结构性改革的不断推进，乡村活力和农村的消费潜力都将被大大激发。换句话说，县城或者说五六线城市消费升级的想象空间很大。

明者因时而变。受本轮供给侧结构性改革的影响，2016 年四季度以来我国原材料价格经历了一轮快速上涨，去年 PPI 同比增长 6.3%，扭转了 2012 年以来连续 5 年负增的态势。反映到今年，去产能、去产量的力度有所弱化，再叠加高基数，预计 PPI 难以继续高增。当然，考虑到环保继续高压和油价有可能“高不可测”，发生 “意外”自然不足为奇。

2019 年危机发生的几率是 50%

警惕资产负债表危机 [1]

布莱恩·里丁 [2]

国际货币基金组织预测，从今年开始，大部分国家的 GDP 都会加速增长到较高的水平。受脱欧影响，英国会是例外。但这与 2007 年时的景象很相似---当时很少有人预测到全球金融危机的到来。而 2019 年发生危机的概率是 50%。

传统的短期预测从主要指标开始，并预测财政政策和货币政策立场。预测人士从投资乘数（投资支出的增加会对经济产生成倍的正向影响）和加速理论角度预测增长。加速理论认为，当需求增加时，企业往往会增加投资以提高生产，这会吸引更多投资，从而推动增长。其中任何一个因素的增长都会带动其他因素继续增长，任何因素的减少也会带动其他因素减少。所以，转折点上的预测误差是最大的。经济繁荣在快速通胀期会走向衰退，因而需要加以遏制。比如预算紧缩和央行抑制经济过热。今年加速增长几乎是毫无疑问的，但问题在于 2019 年经济复苏能否持续。

2007 年采取温和的货币紧缩措施是为了 2008 年实现经济稳定增长。七国集团的通货膨胀率较低且稳定，介于 2%至 3%之间。然而，经济会在资产负债表危机中停止增长。大多数预测者对私营部门的资产负债表关注较少，而公共部门和国外的负债表情况则是重点审查对象。但是如果公共部门赤字和债务状况得到改善，就意味着私营部门状况会恶化，从而带来麻烦。财政紧缩与货币宽松的结合非常危险，通常会造成私营部门的债务回到危机前的水平。

强化经济复苏属于情理之中。随着量化宽松结束，利率实现正常化，央行也意识到了退出风险。他们小心谨慎。财政紧缩结束。紧缩还是宽松并非由预算平衡决定。政策立场由结构平衡变化和产量达到预期水平时政府的收支状况共同决定。2008 年，经合组织估计，在其 35 个成员国中有 25 个国家采取结构性宽松

[1] 翻译：谢佳梅；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 3 月 21 日）
[2] 布莱恩·里丁，英国首相爱德华·希思的经济顾问，货币金融机构官方论坛顾问委员会委员

政策。而在 2013 年，26 个国家采取紧缩政策。今年与 2008 年情况相同，有 25 个国家实行了量化宽松。

经济增长加快，通胀率略有上升，只要利率稍有增加，一些国家就很有可能进一步放宽货币政策。基本预算平衡不包括政府债务利息支出。如果预算平衡，债务的增长就等于债务的平均利率。这会随平均债务期限缓慢变化。如果名义国内生产总值的增长速度与平均债务利率相同，那么无论债务水平如何，债务与名义国内生产总值的比率都保持稳定。如果两者不同，稳定负债比率的基本平衡取决于差额和初始债务水平。因为债务水平大多低于 100%，而且平均利率大大低于名义国内生产总值增长率，所以基本赤字可能会减小负债比率。一些国家会借此机会在一定程度上增加公共支出。但实际利率为负值的情况不可能永久地持续下去。

经合组织发出警告，要警惕资产负债表危机。在其 2017 年 11 月发布的经济展望报告中，经合组织引用了一项研究。该研究表明，房地产市场和信贷相关的早期预警指标很有可能出现预测误差。研究分析了 2008 年 5 月对英国 2009 年增长的预测，其预测为 1%，实际结果为-5%。基于历史预测误差的原始扇形图显示，增长超过 1%的几率是 90%。但将国内早期预警信号考虑在内，这一数字变为比-4%还糟糕。在加上国际指标后，增长是-5%的几率不超过 80%。鉴于私人债务已恢复到危机发生前的水平，我认为 2019 年经济出现衰退的可能性是 50%。

A 50% chance of a crisis in 2019

Beware balance sheet dangers

Brian Reading[1]

According to the International Monetary Fund, GDP growth almost everywhere should accelerate to a respectable rate this year and next. Owing to the UK's decision to leave the European Union, Britain will be the exception. But there is a whiff of 2007 about this – when few forecasters saw the global financial crisis coming. There is a 50% chance of a crisis in 2019.

Conventional short-term forecasts begin with leading indicators coupled with an expectation of the fiscal and monetary stance. They proceed to project growth in terms of investment multipliers (whereby an increase in investment spending has a more than proportionate positive impact on the economy) and accelerator theory, which states that when demand increases, companies tend to increase investment in order to increase production, which, in turn, attracts more investment, driving growth. What goes up, goes on going up and what goes down does likewise. Hence forecasting errors are greatest at turning points. Booms burn out in accelerating inflation, which needs to be curbed. Budget tightening and central bankers halt overheating. Accelerating growth this year is hardly questioned, but the issue is whether the recovery can be sustained in 2019.

A mild application of monetary brakes in 2007 was expected to steady growth in 2008. G7 inflation was low and stable, between 2% and 3%. Instead, growth froze in a balance sheet crisis. Most forecasters pay scant attention to private sector balance sheets, while public sector and foreign balances are endlessly scrutinised. Yet improvements in public sector deficits and debts are mostly reflected in a private sector deterioration

[1] Brian Reading was an Economic Adviser to UK Prime Minister Edward Heath and is a Member of the OMFIF Advisory Board

that spells trouble. The combination of fiscal austerity with monetary laxity has been dangerous, generally restoring private sector debt to pre-crisis levels.

Strengthening recoveries are not hard to explain. Central banks are aware of the withdrawal risks as quantitative easing ends and interest rates are normalised. They are careful. Fiscal austerity is over. Tightening or easing is not measured by budget balances. Changes in structural balances, what government revenues and expenditure would be if output were at its potential level, define policy stances. In 2008, the Organisation for Economic Co-operation and Development estimated structural easing in 25 of its 35 member economies. This changed to 26 tightening in 2013. This year it is back to 25 easing.

Faster growth and a bit more inflation with only a hesitant rise in interest rates will tempt some to ease further. The primary budget balance is the budget balance excluding government debt interest payments. If it is balanced, the growth in debt equals the average rate of interest on debt. This changes slowly depending on average debt maturity. If nominal GDP grows at the same rate as the average rate of interest on debt, the debt/NGDP ratio remains stable whatever its level. Where the two differ, the primary balance to stabilise the debt ratio depends on the difference and the initial debt level. With debt levels mostly below 100% and average interest rates significantly below NGDP growth, primary deficits can reduce debt ratios. Some countries will use this opportunity to increase public spending somewhat. But negative real interest rates cannot last indefinitely.

The OECD warns of the danger of a balance sheet crisis. In its November 2017 Economic Outlook, it cites research showing that housing market and credit-related early warning indicators are highly correlated with forecasting errors. It analyses its May 2008 forecast for UK 2009 growth, which it put at 1% and which turned out to be minus 5%. The original fan chart, based on historic forecasting errors, gave a more than 90% chance that growth would be more than 1%. Using domestic early warning signs, this changed to worse than minus 4%. Adding international indicators brought the

chance of minus 5% to under 80%.Given the return to pre-crisis private debt levels, I fear the chances of recession in 2019 could be as high as 50%.

2018 年第 17 总第 260 期

G20 激烈讨论“备受瞩目的”加密货币 中央银行小心提防，财政部门包容宽松[1]

乌斯曼·曼登[2]

G20 集团财长和央行行长会议在布宜诺斯艾利斯召开，会议结果对加密货币利好。会议前，人们曾担心会宣布加强监管，但 G20 委托金融稳定委员会进一步研究该议题并在 7 月份汇报结果。

数位参会代表评论说，加密货币是“热门话题”，但政府对它的理解“远远落后”。与会者的意见分为两派：一方认为应采取更严格的措施，而另一方认为应采取更温和的态度。意见分歧不在国与国之间，而在中央银行和财政部门之间，而后者持较温和的态度。

G20 表示，加密货币正受到最高政治层面的重视。在应采取监管措施方面确实达成了一定共识，但也有意见认为不应扼杀货币创新。也有意见认为应注意将加密货币视作加密资产，以确保不会与法定货币混淆。

将加密货币视作加密资产，等同于表示官方货币不应受到来自私人部门的竞争。这将从根本上阻碍加密货币获得真正的货币地位。中央银行会认为难以与私人部门讨论某种形式的货币共存问题，因为这有违它们一贯拥有的发行本国唯一法定货币的主权货币发行权。尽管货币关系并非没有思考的余地，但数家中央银行似乎高度警惕其特权受到损害。

中央银行并不热衷引入数字货币。一位中央银行家表示，鉴于欧元区困难重重，对数字欧元“不予考虑”。有意见指出，引入数字货币的动机不应仅仅由发达经济体的考量所左右。一位新兴市场的中央银行家强调，他们希望在货币方面占据“尖端”地位，并热切希望充分利用相关技术。

G20 会议公报称，加密资产缺乏主权货币的关键属性。某些情况下，

[1] 翻译：刘家志；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 3 月 23 日）

[2] 乌斯曼·曼登，伦敦政治经济学院全球事务研究所客座研究员

加密资产可能会有财务稳定性问题。一名中央银行家反复强调，货币“是你需要信任的东西”。几位代表指出，因为加密货币的规模相对较小，不会有系统性风险。旨在打击资助恐怖主义和洗钱行为的金融行动特别工作组将审查加密货币的标准。消费者保护也是一大问题。

金融稳定委员会在 3 月 13 日致 G20 的一封信中警告称，如果行为、市场完整性和网络防卫方面没有实质性改进，加密货币的使用范围扩大和关联性提高，会通过信任效应产生金融稳定风险。有代表表示，加密货币及其应用应该与传统金融流程一样受到监管。

但也有人警告，监管机构倾向根据以往经验判断形势，并采取过时措施化解危机，缺乏对未来危机的前瞻意识。其他人重申，各国间不应出现“监管套利”，凸显国际合作在该问题的重要地位。

加密货币已走过漫漫长路，不仅改变了人们对政府在货币生产中担任的角色的看法，还改变了对货币本身意义的看法。迄今为止，这仍是加密货币的最大贡献。

G20 debates 'hot' cryptocurrencies
Central banks defensive, finance ministries relaxed

OusmèneMandeng[1]

The G20 meeting of finance ministers and central bank governors in Buenos Aires was good for cryptocurrencies. There had been some concern beforehand that onerous regulation would be announced, but the G20 deferred to the Financial Stability Board to study the topic more and report back in July.

Several representatives commented that cryptocurrencies were a 'hot topic' and that governments were 'far behind' when it comes to understanding them. Participants were split between adopting more restrictive measures and a more benign attitude. Views were divided, not so much along country lines but between central banks and ministries of finance, with the latter being more relaxed.

The G20signalled that cryptocurrencies are being taken seriously at the highest political level. There was some agreement that regulatory measures are needed, but it was felt that monetary innovations should not be stifled unduly. Care was taken to label cryptocurrencies as crypto-assets to make sure there is no mix-up with fiat currencies.

The crypto-asset label is tantamount to the notion that official currencies should not be subject to competition from private actors. This represents a fundamental obstacle to treating cryptocurrencies as currencies. Central banks will find it difficult to engage with non-official entities to discuss some form of cohabitation. It would require reneging on their customary rights to issue sovereign currencies that are the sole legal tender in their countries. There is room for rethinking monetary relationships, but several central banks appeared highly defensive of their privileges.

[1] Ousmène Jacques Mandeng is a Visiting Fellow in the Institute of Global Affairs at the London School of Economics and Political Science.

The introduction of digital currencies by central banks did not feature prominently. One central banker indicated that, with the difficulties in the euro area, there are 'no plans' for a digital euro. It was pointed out that motivations for introducing digital currencies should not be guided only by considerations in advanced economies. A central banker from an emerging market stressed that they wanted to be 'cutting edge' on currency matters and were keen to exploit technological possibilities.

The communiqué of the G20 meeting reads, 'Crypto-assets lack the key attributes of sovereign currencies. At some point they could have financial stability implications.' One central banker reiterated the notion that a currency 'is something you need to trust'. Several representatives indicated that cryptocurrencies do not represent systemic risks, owing to their relatively small size. The Financial Action Task Force, which works on combatting terrorist financing and money laundering, is to review standards for cryptocurrencies. Consumer protection was the other big concern.

In a letter to the G20 on 13 March, the FSB had warned that 'wider use and greater interconnectedness could, if it occurred without material improvements in conduct, market integrity and cyber resilience, pose financial stability risks through confidence effects'. Other representatives said cryptocurrencies and related applications should have no regulatory advantages over conventional processes.

Yet there were also warnings that regulators have a tendency to fighting the 'last war' and put in place measures to solve the 'last crisis' instead of future ones. Others repeated that there should be no 'regulatory arbitrage' between countries, highlighting the importance of international co-operation on the issue.

Cryptocurrencies have come a long way and have already transformed thinking about the role of governments in the production of money and the meaning of money itself. To date, this remains the greatest contribution of cryptocurrencies.

2018 年第 17 期总第 260 期

系列三十七：人民币外汇衍生品市场的创新[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》第七章。

随着人民币国际化进程的推进，人民币外汇市场可交易产品种类不断丰富，市场创新层出不穷，人民币外汇交易在离岸和在岸市场都取得了重大发展，目前已经形成了远期、外汇掉期、期权、交叉货币掉期等多个人民币外汇衍生品市场，2016 年，全球人民币外汇衍生品市场的交易规模已经达到日均 1340 亿美元，未来随着人民币国际化水平的提高，发展空间仍然巨大。

一、人民币外汇衍生品市场创新的重要意义

人民币外汇衍生品市场的创新发展是构建多层次人民币外汇市场的重要组成部分，进一步发挥市场化定价机制，将人民币外汇市场建设成为各参与主体风险自担、金融机构不断推出创新产品、风险对冲专业化的成熟市场，为人民币国际化提供有力保障。

满足“一带一路”及“走出去”企业风险对冲需求

[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

当前“一带一路”作为国家重要的对外战略，吸引了众多“走出去”企业对沿线国家进行投资，同时中国和“一带一路”沿线国家的贸易规模也快速上涨，伴随而来就是企业对外投资以及对外贸易的汇率风险防控问题，“一带一路”沿线国家以发展中国家居多，因此企业面临了较大的新兴市场国家汇率风险，人民币外汇衍生品市场的发展，可以有效的降低“走出去”企业的汇率风险。一是可以通过人民币对当地国家货币直接报价交易的方式，实现人民币和当地币种的便捷兑换；二是可以利用现有的远期、期权、CCS 等衍生产品实现汇率、利率风险的有效对冲；三是利用汇率衍生品市场，在项目前期论证阶段即可确定未来项目投资成本及投资收益，为企业决策提供准确可靠的兑换价格。

提升人民币资产的吸引力

人民币外汇衍生品市场不断创新发展，对交易背景限制逐步减少，将在很大程度上提升人民币资产对于国际资本的吸引力。长期稳定的国际投资对中国经济发展起到了很好的推动作用，目前人民币进入双边波动走势，对人民币汇率风险的对冲渠道是否顺畅是国际资本考虑的一个重要因素，目前国家外汇管理局也在不断的改革现有政策，满足国际资本投资人民币资产的汇率风险对冲需求。2017 年 2 月 27 日，国家外汇管理局发布了《国家外汇管理局关于银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》，规定银行间债券市场境外机构投资者可以在具备资格的境内金融机构办理人民币对外汇衍生品业务，对冲以境外汇入资金投资银行间债券市场产生的外汇风险敞口，该政策获得了境外投资者的一致好评，在人民币汇率双向波动的市场环境下，可以通过衍生品实现人民币汇率风险的对冲，而非单纯的通过抛售人民币资产的方式对冲汇率风险。未来随着人民币衍生品市场的进一步完善，人民币资产的吸引力将不断提升，人民币资产价格的稳定性也将不断提升，进而提升中国经济的发展空间。

提升境内金融机构的风险管理水平

人民币外汇衍生品市场的创新发展，将不断带动境内银行等金融机构汇率、利率风险管理水平的不断提升，为人民币国际化做好人才及经验储备。人民币远期、掉期市场作为基础的汇率衍生品市场，担负了为境内金融机构培养衍生品人才的重任，从 1997 年中国银行一家开办到 2016 年拥有 154 家会员的市场，从业

人员数量不断增长，金融机构风险管理水平不断提高，人民币远期、掉期市场的发展为中国衍生品市场发展打下了坚实的基础。

二、人民币外汇远掉期市场的发展

外汇远期是最基本的外汇衍生品，根据国际清算银行的统计，2016 年全球人民币外汇交易中有 56.44%的交易为远期和外汇掉期交易。外汇远期和掉期主要用于远期汇率保值，离岸市场上也可以用于投机交易，由于远期汇率等于即期汇率加上掉期升贴水点，因此在利率平价的作用下外汇远期通常和外汇掉期联系在一起，我们也将这两个产品放在一起进行分析。

在岸市场的发展

远期外汇市场以即期外汇市场的发展为基础，境内人民币远期外汇市场始于 1997 年，大体可以分为两个发展阶段：

第一个阶段为 1997 年至 2005 年之间的零售市场发展阶段。1994 年以后，中国对外贸易发展迅速，进出口企业对汇率风险保值需求开始出现。为培训衍生品市场的发展，满足市场参与者对人民币外汇保值业务的需求，1997 年 4 月人民银行开始允许中国银行进行人民币远期结售汇业务试点，试点期间，人民币远期报价以利率平价为基础。2004 年至 2005 年汇改之间经过两次扩容，远期结售汇业务推广至 4 家国有银行和 3 家股份制商业银行。2005 年 8 月 2 日，远期结售汇业务推广至具有即期结售汇业务和衍生产品交易业务资格的所有银行，并实行外管局备案制。

第二个阶段为 2005 年至今的银行间市场发展阶段。为促进境内人民币远期外汇市场的发展，提高市场流动性水平，2005 年 8 月 15 日，银行间市场正式推出远期人民币外汇交易业务；2006 年 4 月 24 日，外管局宣布银行在获取人民币外汇远期交易会员资格后 6 个月可自动获准在办理人民币与外币掉期交易的资格；2007 年 12 月 10 日，中国外汇交易中心人民币与外币货币掉期产品上线。

离岸市场的发展

境外人民币不可交割远期发展较早。无本金交割远期（NDF）是在到期日不进行本金交割，根据远期汇率与实际即期汇率差进行计算，只用本币或外币清算

到期盈亏的远期合约，从各国的实践来看，NDF 的产生主要由于一国货币不可自由兑换、国内远期市场不够发达，且对国际投资者外汇交易加以限制导致相应外币交易难以用该国货币进行，需要借助于国际货币交割而产生。全球的 NDF 外汇交易主要在离岸市场进行，在岸市场以可交割产品居多。人民币 NDF 市场于 1996 年左右产生于新加坡，1997 年亚洲金融危机后，一些大型跨国公司出于汇率保值的需求，这一市场开始更加活跃，交易主要集中在香港和新加坡。2010 年之后，随着境外可交割人民币远期的而发展，NDF 交易量开始下滑。

随着境外人民币资金池的积累和境外人民币债券市场的发展，境外人民币收益率曲线也逐步完善起来。2010 年 2 月，香港金融管理局宣布人民币流入香港后，只要不涉及资金回流内地，辖内银行可以按香港法规、监管要求及市场因素发展人民币业务，在采取审慎的风险监管措施后，银行可在香港发行人民币存款或推出人民币远期交割合约。多家金融机构开始对境外可交割远期进行多个期限的远期报价，远期市场流动性迅速提升，并对 NDF 市场形成明显的替代效应。

未来发展建议

人民币远期、掉期市场作为人民币外汇市场最基础的衍生品，是对即期现货市场的重要补充，提高了市场价格发现能力，为国内进出口企业提供了直接有效的保值避险工具，促进了利率市场化进程，为银行间市场确定人民币有效利率水平提供了重要参考，提高了市场参与者风险管理意识，提升了金融机构开展汇率衍生品业务的风险管理水平和人员培养。

第一，人民币远期、掉期市场为企业提供了直接有效的汇率保值渠道。中国加入世界贸易组织之后，对外贸易规模不断扩大，2016 年中国进出口总值 25.49 万亿人民币巨大规模的对外贸易伴随着较大进出口企业汇率风险，人民币远期结售汇为企业提供了便利的汇率保值渠道，但是从国际横向比较来看，中国企业的保值比率仍处于较低水平，未来仍有很大发展空间。

第二，人民币远期、掉期市场的发展提供了判断人民币汇率预期的渠道。人民币远期、掉期市场交易活跃，市场参与者较即期市场更为丰富，不少金融机构进行规模较大的自营交易，因此外汇远期除了体现人民币和美元的利差大小外，还具有反应市场预期的重要功能。从实践经验来看，可以将掉期市场成交价格和

利率平价理论水平的差值作为反映市场预期水平的有效指标，这种情况在 2008 年人民币升值预期很强的阶段和 2016 年人民币贬值预期很强的阶段最为明显。

第三，人民币远期、掉期市场的发展提供了银行间短期资金融通的重要手段。2016 年国内人民币外汇掉期累计成交金额折合 10 万亿美元，同比增长 19.8%，其中隔夜美元掉期成交 6 万亿美元，占掉期总成交额的 60.4%。从数据上可以看出，短期限的外汇掉期成交占总成交的绝大部分，这是因为三个月以内尤其是一个月以内的外汇掉期大都被用来代替拆借作为短期资金融通的手段，这给流动性相对不足的货币提供了极大的融通便利。

三、人民币外汇期权市场的发展

期权是在未来某个特定时间点或者一段时期内有按一个特定的价格买入或者卖出某项资产的权利。随着境内即期、远期外汇市场的发展，人民币汇率波动性不断增加，企业和银行对汇率保值避险工具的需求增加，为顺应市场发展，境内人民币期权市场进入了快速发展阶段，各种期权组合产品也快速发展。根据国际 2016 年清算银行的统计，全球人民币外汇期权日均成交规模为 178.68 亿美元，在所有产品中占比为 8.84%。

在岸市场的发展

2011 年 4 月 1 日，外管局发布通知正式开展人民币对外汇期权交易，期权类型为欧式期权，人民币对外汇期权的背景审核要求和远期结售汇一致。在实际操作中，零售市场上银行对客户直接报出期权价格，银行间市场报价以报不同 DELTA 水平下的各期限波动率为主要模式。本质上买入期权相当于买入了期权的隐含波动率，由于规定客户只能买入期权，导致市场上波动率头寸方向单一，市场参与者交易兴趣清淡，也限制了各种期权交易策略的应用。而且，严格的实需背景管制也使期权市场参与者类型受到限制，投机力量薄弱，导致市场报价点差较宽。同时由于买入期权需要在起初支付期权费，这将对客户的现金流形成占用，客户在观念上较难接受，交易兴趣不高。以上原因致使在人民币期权交易推出后，交易规模增长较慢。

2011 年 11 月 11 日，为促进人民币期权市场的发展，国家外汇管理局公布了《关于银行办理人民币对外汇期权组合业务有关问题的通知》，推出了外汇看跌和外汇看涨两类风险逆转期权组合业务，并自 2011 年 12 月 1 日起实施。风险逆转期权组合是期权组合交易策略的一种，即在买入一笔期权的同时卖出一笔币种、期限、本金一致、方向相反的外汇期权的组合交易，但卖出期权获得的期权费不能高于买入期权所支付的期权费。风险逆转期权组合的推出，虽然客户仍然不能直接卖出期权，但在一定程度上放开了客户不能卖出期权的限制，而且为银行进行多种形式的期权创新打开了一条通道，银行间期权交易量迅速提升。

离岸市场的发展

境外人民币外汇期权市场可分为境外不可交割人民币外汇期权（NDO）和境外可交割人民币外汇期权。其中境外不可交割人民币外汇期权发展相对较早，主要有在香港、新加坡等场外市场交易的不可交割人民币外汇期权和在芝加哥商业交易所(CME)交易的人民币外汇期货期权；境外可交割人民币外汇期权出现较晚，随着境外人民币即期市场和利率市场的发展才逐步发展起来，主要在香港和新加坡的场外市场进行交易。

与 NDF 的产生背景相似，NDO 也是在严格的外汇管制条件下在一国离岸市场交易的人民币外汇期权产品，不可交割外汇期权在到期时，只需将到期日的市场汇率与行权价格的进行轧差清算，而不用进行本金收付。在境内人民币外汇市场发展之初，多种类、多层次的外汇衍生产品市场不够成熟的历史条件下，人民币 NDO 的产生是市场参与者用来规避人民币汇率波动风险的一个重要手段。2005 年人民币汇率改革以后，人民币在国际上的影响力日益增强，国际上对人民币的保值避险需求也迅速提升，NDO 市场流动性逐步增强。但是由于 NDO 的标的资产为境内人民币中间价，在交割时和市场成交价格存在一定的差异，造成了交割风险，因此从境外可交割人民币期权市场迅速发展之后，NDO 市场份额开始逐渐被可交割人民币期权市场所取代。

未来发展建议

人民币外汇期权市场的发展对完善人民币外汇产品体系有重要作用，期权产品独特的隐含波动率可以作为反映市场情绪的重要指标，结合外汇期权的各种组合产品也可以满足不同类型客户的汇率风险对冲需求。

首先，人民币外汇期权市场的发展为企业管理汇率风险提供了更多的选择方式。人民币外汇期权出现的根本原因就是企业汇率风险对冲的需求，在人民币外汇远期和掉期之外，人民币外汇期权为客户管理汇率风险提供了新的方式。基于外汇期权损益的不对称性，企业买入美元对人民币看涨（看跌）期权可以有效对冲未来人民币的贬值（升值）风险，且不用占用企业交易授信额度，该产品推出以来成交量迅速增值。

其次，人民币外汇期权市场的发展为观察人民币汇率走势提供了依据。人民币外汇期权定价中最重要的要素就是期权市场隐含波动率，而隐含波动率在不同 Delta 水平和不同期限上有多种组合方式，波动率的期限曲线可以有效反映市场对人民币未来汇率走势的预期，不同的形状也可以带来丰富的信息。现阶段，期权隐含波动率的走势和形状已经是市场参与者判断市场走势的重要依据，为观察人民币汇率提供了多样化的依据。

第三，人民币外汇期权市场的发展促进了其它产品的发展。由于人民币外汇期权本身的定价逻辑和风险管理要求，人民币外汇期权一般需要通过相同期限的外汇远期进行 Delta 风险敞口对冲，因此期权市场的活跃直接可以带动人民币即期、远期、掉期交易规模的提升。另外由于期权本身的高杠杆特点，离岸市场上对冲基金倾向于通过长期限价外期权来表达对市场的看法，因此经常可以看到远期、掉期市场跟随期权市场波动的情况。

四、人民币交叉货币掉期市场的发展

交易货币掉期（Cross Currency Swap）是衍生产品体系中的重要组成，在债务保值、债券发行定价、对冲汇率风险等方面有重要作用，根据国际清算银行 2016 年的最新统计，全球外汇交易中交叉货币掉期的交易量占总交易量的 1.90%，较 2013 年份额有所提升，虽然交易量仍远远低于远期、掉期和期权产品，但是交叉货币掉期的发展对完善人民币汇率、利率体系有极其重要的作用。

在岸市场的发展

境内的人民币外汇货币掉期交易，是指在约定期限内交换约定数量人民币与外币本金，同时定期交换两种货币利息的交易协议。

2007 年 8 月 17 日，为进一步完善中国金融市场体系，发展外汇市场，满足国内经济主体规避汇率风险的需要，中国人民银行发布《中国人民银行关于在银行间外汇市场开办人民币外汇货币掉期业务有关问题的通知》，决定在银行间外汇市场推出人民币外汇货币掉期交易，进一步丰富银行间外汇市场交易品种，满足不同市场参与者的资产管理需要。

2013 年 1 月 21 日，为促进货币掉期市场流动性，提升市场价格发现功能，中国外汇交易中心开始发布货币掉期曲线，基于人民币外汇远掉做市商每日 16:30 的做市最新有效报价生成，包括“人民币固定利率对美元 Libor 3M”和“人民币 Shibor 3M 对美元 Libor 3M”两个品种，涵盖 1Y 至 5Y 等 5 个关键期限点。

2014 年 1 月 13 日起中国外汇交易中心在外汇交易系统人民币外汇货币掉期业务中增加“生效日不实际交换本金、到期日实际交换本金”的本金交换形式。

目前随着境内人民币利率市场化形成机制的不断发展，人民币交叉货币掉期市场开始进入快速发展阶段，企业通过人民币交叉货币掉期对自身资产负债进行主动管理的意识和能力大幅提升，未来市场发展潜力巨大。

离岸市场的发展

离岸人民币交叉货币掉期市场发展水平要高于境内市场，主要原因是境内利率市场化水平较离岸市场为低，且交易前置审核要求较多受到诸多限制，市场参与者类型丰富程度不足，因此离岸市场是人民币交叉货币掉期交易的主要市场。

离岸人民币交叉货币掉期市场在离岸即期外汇市场之后开始发展，理论上衍生产品的定价只需要两个前置条件，一个是可交割的即期市场，一个是完整的利率曲线。离岸人民币交叉货币掉期市场从 2010 年以后开始发展，在 2012 年进入了快速发展时期。

目前离岸人民币交叉货币掉期以人民币对美元为主，银行间主流报价方式为人民币固定利率对美元 3 个月 LIBOR 浮动利率，现阶段很多客户利用交叉货币掉期进行资产负债管理，且国内客户偏好于固定利率的可预期性，因此在实践中客户进行人民币交叉货币掉期以人民币固定对美元固定居多。由于离岸人民币市场缺乏公认的市场定盘利率，因此较少有人民币浮动对美元浮动的交易需求。近几年随着中国和欧洲贸易规模的扩大以及欧元融资形式的兴起，人民币对欧元和

英镑的交叉货币掉期也逐渐增多。2016 年 7 月，新开发银行在中国银行间市场发行的 30 亿人民币绿色债券，即通过 CCS 的形式进行了风险对冲。

未来发展建议

人民币交叉货币掉期市场作为外汇市场长期限交易的主要品种，同时兼具利率产品的属性，近年来随着国内债券市场的发展市场人民币 CCS 交易规模逐年扩大，2013 年日均成交 5.09 亿美元，2016 年日均成交规模增长了 4 倍至 25.58 亿美元，发展人民币 CCS 市场对发展和完善人民币外汇市场有重要意义。

第一，人民币 CCS 市场为市场参与者提供了进行跨币种资产负债管理的工具。CCS 的主要作用就是进行资产负债汇率和利率风险的管理，近年来随着国内金融市场的发展和企业跨境资金收付需求的增加，迫切需要一种金融产品可以便捷有效地对企业汇率、利率风险进行管理，人民币交叉货币互换可以将外币债务（资产）转换为本币债务（资产），根据企业自身的现金流情况，将本外币资产、负债相匹配，进而实现汇率、利率风险的有效对冲。从目前情况来看，还有很多企业没有对衍生品形成正确的认识，对 CCS 这种相对复杂的衍生产品缺乏了解，随着人民币国际化的发展，预计企业对 CCS 交易的需求将出现快速增长。

第二，人民币 CCS 市场为超长期限的远期汇率对冲提供了手段。正如前文所述，目前境内外远期和外汇掉期市场报价最长期限一般为 3 年，对于有较长收款期限的客户难以进行有效汇率风险对冲，而人民币 CCS 市场的发展为超长期限远期风险对冲提供了手段，一般可以通过即期交易加固定对固定 CCS 交易的形式实现超长期限远期汇率风险的对冲，最长期限可以达到 10 年，基本可以满足各种类型的汇率对冲需求。

第三，发展人民币 CCS 市场可以推动境内利率市场化改革的进程。人民币交叉货币互换本质上是一个利率产品，国际上对其定价时需要有一条完整的利率曲线进行折现定价。根据目前人民币市场衍生品发展在利率市场化之前的情况，人民币利率经常由外汇掉期根据利率平价倒算而来，相同的道理，如果人民币 CCS 市场由市场主体根据自身资金成本定价而成交出的市场价格，可以反过来计算人民币各期限的市场利率，为监管层制定政策提供一个相对可靠的利率水平。

第四，发展人民币 CCS 市场可以提高人民币资产的吸引力，促进人民币国际化进程。当前人民币国际化的一个重要指标就是提升人民币资产的吸引力，提高人民币资产在国际投资组合的配置比例，2015 年以来离岸人民币资金池持续萎缩，香港人民币存款已经下降至 6000 亿人民币的规模，香港人民币点心债市场也持续萎缩，各种人民币资产的流动性大幅下降。在这种情况下，若人民币资产持有者需要对冲人民币资产的汇率或者利率风险，只能通过抛售人民币资产的话，在当前市场流动性不足的情况下容易造成现货市场的剧烈波动，不利于人民币国际化的进程，发达的 CCS 市场可以给投资者另外的选择，通过进行 CCS 交易对冲人民币资产的汇率或者利率风险，达到调整风险资产配置的目的，可以有效减轻对现货市场的冲击，也可以提升人民币资产的吸引力水平。

五、人民币外汇期货市场

人民币外汇期货市场是人民币外汇市场的重要组成部分，可以提供汇率风险对冲、提升外汇市场深度和广度、减小交易对手风险等多种功能，而且有效的外汇期货市场可以更好的促进市场的价格发现，为市场参与者提供一个公开、透明、有效的价格来源。

人民币外汇期货市场发展

人民币外汇期货市场发展相对较晚，且至今境内仍不允许人民币外汇期货的交易，因此人民币外汇期货交易主要由境外市场引领。2006 年 8 月芝加哥商品交易所首先推出了人民币兑美元、欧元及日元的期货合约，这些合约以美元结算；2012 年 9 月，香港交易所推出全球首只以人民币交割的美元兑人民币期货合约；2014 年 10 月，新加坡交易所推出了离岸人民币无本金交割期货；2015 年 3 月，俄罗斯莫斯科交易所推出了人民币兑卢布的期货交易；2015 年 7 月，台湾推出了包括小型美元兑人民币汇率期货及美元兑人民币汇率期货两种期货合约，成交量增长迅速；2015 年 10 月，韩国交易所推出人民币兑韩元汇率期货合约，中国银行作为首家银行类做市商入场做市。

发展境内人民币外汇期货的必要性

当前人民币汇率期货都在境外交易所交易，作为国际外汇市场的重要组成部分，随着外汇期货交易规模的扩大，外汇期货市场的价格发现功能逐渐增强，期货市场对外汇现货市场的影响也越来越大，人民币作为中国的法定货币，在境内发展人民币外汇期货十分必要。

首先，建设境内人民币外汇期货市场有助于完善人民币外汇市场产品体系，强化境内市场对人民币汇率水平的定价权。汇率期货作为外汇市场的重要组成部分，是外汇市场不可或缺的产品，且期货市场参与者类型丰富，保证金制度使得期货名义成交量巨大，期货市场价格对现货市场有较大影响，在当前人民币国际化的大环境下，发展境内人民币外汇期货市场对人民币汇率定价权有重要意义，且当前人民币外汇市场一些基础性的衍生产品已经得到一定程度发展，加入汇率期货产品可以有效提升市场规模和种类。同时由于期货交易的保证金制度和风险对冲逻辑，期货交易将带动境内人民币远期、掉期和即期交易的活跃程度，提升市场价格发现功能。

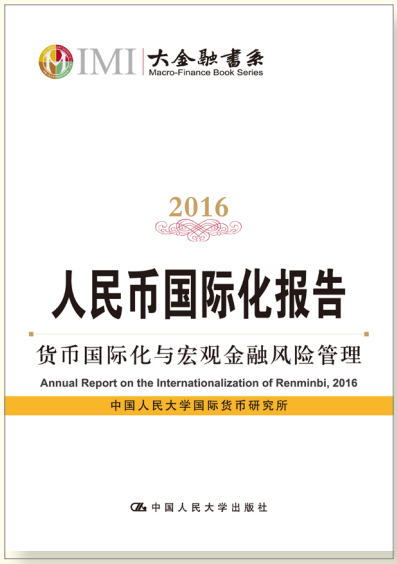
其次，建设境内人民币外汇期货市场有助于丰富外汇市场参与者种类，提升市场广度。传统的人民币即期、远期业务，市场参与者以银行和有贸易需求的企业为主，券商、保险公司及个人很难参与，尤其是银行间市场，除少数企业的财务公司和券商可以进入外，大部分难以参与其中，因此相对封闭的银行间市场不利于形成公开、透明、有效的市场价格，国际上汇率期货的参与者多以银行、企业、券商、基金、个人为主，因此在境内建设汇率期货市场可以吸引境内基金、券商、个人参与，丰富市场参与者类型，有效提升外汇市场广度。

再次，建设境内人民币外汇期货市场可以为市场主体提供有效的汇率风险对冲手段。虽然目前境内市场已经形成了较为齐全的外汇产品种类，但是企业进行汇率风险对冲大都需要通过银行柜台进行交易，效率较低且市场信息不够透明，发展人民币汇率期货市场，企业和其他市场主体可以直接进入交易所或通过特定机构进行交易，交易效率较高且市场价格透明，市场主体将获得更多汇率风险对冲的产品和手段。

最后，建设境内人民币外汇期货市场可以有效减少交易对手信用风险，提升市场深度。鉴于外汇期货产品和普通远期产品在定价上的相似性，通过期货市场

直接对冲汇率风险也可以作为管理汇率风险的重要方式，而场外衍生品交易的一个主要瓶颈就是相关协议的签署和相互授信的审批，场外交易很多时候需要通过第三方交易对手“过桥”的方式进行成交，人为增加了清算压力并挤占了有效交易额度资源，而场内交易的外汇期货产品为中央交易对手清算，可以有效减少交易对手双边协议的签署和交易额度审批工作，进而为市场流动性的提升创造合适的政策环境。

《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，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。

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

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载