

【本期推荐】

张 杰：牌照价值、资本要求与银行体系

IMI 锐评：IMF 首度公布人民币外储持有量，占比 1.07%，
IMI 专家如何解读？

【“人民币国际化”专题】

丁志杰、邹佳洪：开放型经济新体制下对外金融政策调整

鄂志寰：以“货币操纵”之名 行汇率博弈之实

边卫红：离岸人民币市场步入阶段性调整期

【海外之声】

Alberto Osnago：促进全球贸易流动

Javier Guzmán Calafell：为何多元货币体系更为强大

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

系列二十九：人民币国际化进程中的资本流动风险

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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

牌照价值、资本要求与银行体系

张杰¹

一、“牌照价值”的重要性

从某种意义上说，不理解市场（私人因素）与政府之间的平衡，也就不能洞彻金融体系特别是银行体系的精妙制度结构，而牌照价值便是这种平衡的集中表现。戈登（2011）考察了 1934 年至 2007 年那段美国银行业发展史上所谓的“平静期”，结果表明，那段时期美国银行业之所以保持了相对平静，其基本原因是市场竞争（私人因素）与准入限制（政府因素）在此间达成了某种“微妙的平衡”。戈登将这种微妙平衡的机理形象地比喻为“大棒”与“胡萝卜”的结合。“大棒”为监管当局的外部监管，而“胡萝卜”则指牌照价值。通常来说，银行自身为了享用由牌照价值带来的垄断收益，会自觉实施自我监管（或者内部监管）。当然，政府先期推行的准入限制凸显了银行的牌照价值，进而为银行进行自我监管提供了动力。可未曾料想，这种“微妙的平衡”被 20 世纪 90 年代以来席卷全球金融业的放松管制浪潮无情打破。

饶有意味的是，金融自由化进程迅速降低了银行牌照的价值，导致其风险增加和资本减少。既然原有的那部分“垄断收益”每况愈下甚至所剩无几，银行持有资本的机会成本就会急剧上升。在这种情况下，将资本转向政府监管视野之外的业务并由此催生所谓的“影子银行体系”（The Shadow Banking System）就显得顺理成章了（戈登，2011：50-52）。不仅如此，牌照价值（“胡萝卜”）的流失极大地减低了银行体系的内部监管激励，由此产生“外溢效应”，进一步加重了监管当局实施外部监管的负担以及对外部监管的依赖。在这种情况下，原有的“微妙平衡”格局为之一变：此前是银行体系出于维护牌照价值而主动保持充足的资本，如今则是监管当局动辄挥舞“大棒”提出越来越严格的资本要求；银行体系（私人因素）与监管当局（政府因素）之间的关系，也由此前的相互依存

¹ 张杰，中国人民大学国际货币研究所理事兼所长、中国人民大学财政金融学院副院长

和良性互动转变为此后的“猫鼠游戏”和剑拔弩张。这种由金融自由化导致的“金融猜忌”和“金融不信任”，极大地增加了金融体系运行和金融资源配置的制度成本。

其实，早在 20 世纪 90 年代初期，Gorton（1994）就已发现，银行业从一开始就拥有其独一无二的“牌照价值”，这种价值来自（政府的）准入限制。在某种意义上说，“银行牌照可视为银行资本的一部分，因为它可以在未来给银行带来垄断利润”，“特许经营牌照的价值有效地激励了银行所有者回避那些可能损害其牌照的危险行为”，从而“极大地促使为私利进行高风险投机活动的银行向着维持银行体系稳定的社会目标靠拢”。也就是说，银行体系是一种十分特殊的金融制度安排，它处在市场与政府的衔接与平衡环节，因此不能一味地强迫银行体系走向崇尚竞争的市场。通常而言，新进入的竞争者“往往会通过削价竞售的方式发放贷款，以获取企业融资市场的更多份额”，而为了应对新的竞争压力，传统银行要么“紧随其后降低贷款利率，造成盈利能力下降”，要么被迫进入“新业务领域”，“从事风险较高的活动”，这一切最终都会削弱银行体系的“牌照价值”与激励机制。

如果能够在理论上说明牌照价值是银行资本的重要组成部分，那就不难进一步确认，20 世纪 80 年代（特别是 1988 年《巴塞尔资本协议》确立银行业资本充足率标准）以来，针对全球银行监管体制的一些改革努力以及由此导致的重大变革，如在放松准入限制的同时提出越来越严格的资本要求，注定会对此后银行业乃至金融业的整体发展形成极为有害甚至难以逆转的制度误导。问题的要害在于，对于银行体系而言，不管是牌照价值还是真实资本，都是为了确保其金融行为具有一定程度的审慎性，并由此形成某种金融约束，使其个体金融理性不至于超越集体金融理性的边界。既然如此，在牌照价值和真实资本要求之间就存在一个比较、选择或者组合问题。

二、资本要求悖论

其实，问题可以直截了当地归结为：因银行市场准入限制放松而导致的牌照价值下降以及银行审慎性的流失，能否通过真实资本的增加得到有效弥补？目前，尽管借助（或者利用）数次金融危机的逼迫，强化银行体系的资本要求以及外部

监管已经成为全球范围的政策共识（如从《巴塞尔协议 I》到《巴塞尔协议 III》，对银行体系的资本要求越来越严格），但针对这一问题的理论答案却迟早会让那些对放松准入限制寄予厚望且沾沾自喜的经济学家们和监管者们感到失望。重要的是，20 世纪 80 年代以来的数次银行（金融）危机，其罪魁祸首到底是银行市场的“有限竞争”还是准入限制的松弛，对此人们迄今尚难给出准确而又可信的答案。不过实际情况则是，每一次危机过后，针对银行体系的资本要求都会抬高，但结果总是由此“高点”出发迎接下一次更为惨烈的危机。资本要求如同不断垒高的堤坝，堤坝垒得越高，溃决的风险也就越大。常识告诉我们，治水之道在于“疏导”而不在“围堵”。显然，试图通过提高资本要求来约束银行体系的个体金融理性行为以及与此伴随的金融风险，是一种立足于“围堵”的彻头彻尾的愚蠢办法。明眼人可能不会相信，推行此政策的那些人都不懂得其中的机理与利害？！如果他们因为不知而为之，知后尚可纠偏；假若他们明知不能为而为之，那一定是别有用心或者别有他图。人们按照常理总是难以想象，放松准入限制和抬高资本要求竟然会给“那些人”带来足以让其冒天下之大不韪的丰厚利益。我们宁愿相信，“那些人”中的大部分属于“不知而为之”的前者。

必须承认，提高资本要求不能弥补因为牌照价值流失所导致的“资本缺陷”。曾几何时，在金融自由主义“利益集团”的怂恿和催促之下，一大批经济学家和监管政策制定者开始片面接受和信奉放松准入限制一定优于强化市场监管的糊涂理念。伴随于此，一轮接着一轮、波澜壮阔的金融自由化浪潮迅速席卷全球。可令人倍感不解的是，此间很少有人察觉或者提醒，基于上述金融自由化理念而展开的银行市场变革逻辑其实不但相当荒唐而且还十分有害。显而易见的是，先把一些不合格（或者貌似合格）的银行放进市场里来（放松准入限制必然会有有一定比例的“劣质银行”混进市场），然后对其提出严格的资本要求，实际上“挤出”的是银行体系的低风险行为。监管当局固然可以设置资本要求的数量条件，但却无法规定资本的成本。在资本数量条件既定的场合，大多数银行会将业务朝着更加“节约”资本（其实是规避资本要求）的领域扩展，甚至逐步退出与牌照价值对应的“比较优势”业务领域。这样，放松准入限制原本意在扩展银行体系边界，给更多银行提供金融服务的机会，结果反而缩减了真正的银行业务规模，

将更多的银行逼向“不务正业”的死角。这显然是金融自由主义“利益集团”始料未及的。

在这种情况下，正如 Gorton（1994）指出的那样，“银行本身在追求利益最大化时愿意承受的风险水平，与整个银行体系应该追求的社会收益最大化的风险水平之间”就会出现巨大的差距。监管当局为了控制这种“风险差距”，就不得不进一步提高资本要求；更高的资本要求会拉大“风险差距”，紧接着又是新一轮更为严格的资本要求。“水涨船高”，如此循环往复，形成恶性循环。不仅如此，放松准入限制还诱使监管当局不得不推出一些十分扭曲甚至让人哭笑不得的“政策补丁”，由此导致不少更为严重且难以修复的政策后果。比如，在牌照价值流失的情况下，许多银行开始放松内部监管，倾向于高风险经营，随后以其自身所拥有的巨大“外部性”相要挟，让监管当局提供巨额补贴。岂料，外部补贴如同外部监管，它并不具有激励银行强化内部风险控制的功能。相反，由于补贴“往往在银行处于资不抵债时有所增加，因此更像是鼓励其从事更多高风险的业务活动”。在此过程中，一些大银行自恃“大而不倒”，终成养虎之患。

不无滑稽的是，一部以提高资本要求为主轴的银行监管历史，却在不断证实着“资本无效”的命题。人们实际看到的是理论逻辑与历史逻辑严重错置的情形：在理论逻辑上，高资本要求必然对应银行体系的高稳定，但在历史（现实）逻辑上，伴随更高资本要求的却往往是银行体系的更加不稳定。造成这种逻辑错置的原因并不复杂，人们总是认为高资本要求可以替代牌照价值进而换取银行稳定。换句话说，用钱（“真金白银”）能够摆平一切。但问题恰好在于，正如前面已经论及的那样，再高的资本要求也无法弥补因牌照价值缺失而带来的制度缺陷。因此，将银行体系的稳定性“托付”于资本要求，与其说是傲慢，毋宁说是无知。质言之，银行体系的要害在于牌照价值而不在资本要求。极端地讲，在牌照价值完好无损的情况下，银行体系甚至能够“无本经营”。对此，中国经济改革过程中国有银行体系的特殊资本结构及其运行稳定性可以提供最好的佐证。

三、银行关系与信贷非匿名命题

有必要赘言，相对于更为严格的准入限制，允许更多银行进入市场是否会给监管当局带来更为可观的租金收益，对此我们不用过多纠缠，但由此可能给既有

银行市场结构带来的无法修复的“基础性”伤害则不能不加以细究。显而易见的是，放松准入限制带来的银行市场竞争破坏了经过长期积淀，好不容易形成的“银行关系”。Gorton（1994）简要描述了这种“关系”的形成过程，他认为，当一家公司从银行借款时，银行必须深入了解借款人的相关信息，而“这些信息并不对外公开”，这就意味着，“银行比潜在的贷款购买者更了解借款人的资信情况”。由此，一种特殊的金融关系便建立起来。重要的是，这种关系一旦建立并得以扩展，则借款人“移情别恋”就会付出高昂代价，整个金融体系也会因此支付巨额的“转换成本”，因为新的资金提供者需要“花费大量时间和资源采集信息”。不用强调，放松准入限制会破坏上述“银行关系”。通常而言，银行市场的新进入者总是希望通过较低的出价诱使借款者背弃“旧主”。由于存在转换成本，为了留住已有的客户，既有的银行便不得不祭出“降低利率”这个杀手锏加以应对。其结果必然是，银行市场的所有参与者都会选择“市场份额最大化”，而眼睁睁地看着牌照价值不断流失。当市场中所有的银行都抛开长期净值（与牌照价值紧密相关）而竞相追逐短期收益最大化时，整个银行体系的不稳定乃至金融危机的爆发便不可避免。

显然，这一结论与斯蒂格利茨的“信贷非匿名命题”殊途同归。虽然他们的分析角度有所不同，如戈登着眼于银行进入的绩效，而斯蒂格利茨等则强调银行退出的后果。但在凸显银行体系信息专用性方面，两者并无二致。针对流行一时的货币主义做法，斯蒂格利茨和格林沃尔德（2005：233-237）坚持认为，每一家银行都拥有专门信息，任何一家银行（或者企业）倒闭，都会破坏组织资本和信息资本（informational capital）；组织资本和信息资本一旦被损毁，修复成本将极其昂贵。不用强调，当一家银行因为竞争加剧等原因而倒闭时，其他仍在经营的银行不会因此顺利“收编”这家银行遗留下来的“客户”。或者说，这些脱离原有“银行关系”的客户要进入新的关系网络，尚需花费一笔不菲的费用重建信息资本。但在主流理论（特别是国际货币基金组织一度奉行的货币主义理论）看来，宏观金融政策的着眼点应当在于恢复和保持银行体系的整体流动性，认为只要银行体系的整体流动性没有问题，则个体银行就不会有流动性风险。问题恰好在于，个体银行提供的信贷产品之间不具有同质性，信息高度专用。在这种情

况下，“面对一家银行倒闭或者削减信贷规模，依赖这家银行提供贷款的企业不可能立刻从持有多余流动性的银行获取资金；持有多余流动性的银行也未必对新的不确定性顾客感兴趣以及愿意承担开立新账户和发放贷款的风险”。因此，正确的选择是尽量减少银行退出，而要减少银行退出，就须从一开始在有关银行市场的制度设计上实施严格的准入限制。

四、银行制度的“北美分岔”

上述结论其实在波尔多、瑞迪什和罗科夫（2011）有关加拿大银行体系“稳定之谜”的讨论中已经得到更为真切的论证。自 19 世纪初期以来的两百年间，加拿大银行体系几乎经受住了每一次金融危机的考验而始终保持稳定。为什么会如此？看惯了全球银行体系风起云涌、潮起潮落的经济学家们一时对此迷惑不解，随之而来的便是对这一谜团的长期好奇与探寻。在此过程中，不少研究文献逐步将目光落在了有关美国与加拿大金融稳定性的比较制度视角，其中波尔多等

（2011）发现加拿大银行体系保持长期稳定的关键在于联邦政府对银行牌照发放权的掌控以及严格的准入限制。相比之下，美国的银行体系之所以未能逃过任何一次金融危机的冲击，则是因为“美国宪法没有明确赋予联邦政府控制银行的权力”以及与此紧密相关的地方政府的银行牌照发放权。

不过，饶有意味的是，一开始，加拿大与美国的银行制度有些相似：联邦政府有权向银行颁发特许经营牌照并进行监管，银行则拥有设立分支机构的权力。可是，这种格局随着 1836 年美国第二银行经营期限的到期而出现“分岔”：在加拿大，银行的特许经营牌照被不断展期，在《英属北美法案》（British North American Act）中，联邦政府被赋予货币发行权和银行的排他性管辖权；在美国，经过联邦政府和州政府之间围绕银行牌照发放权的长期争执，最终，借助对宪法的“从严”解释（即联邦政府有权铸币并保持币值稳定，但并未授权设立银行）以及错综复杂而又扑朔迷离的利益博弈，州政府保有甚至强化了发放银行牌照的特权。

州政府拥有银行牌照发放权，这个一度被称之为“金融民粹主义”（基于公众对联邦政府金融权力的普遍不信任以及政客们对地方金融利益的保护）的胜利果实，对美国金融体系结构的形成、演进及其绩效所造成的长期影响不可小觑。



尽管人们对美国第二银行“悲剧性”结局的影响评价不一，比如，一种观点认为杰克逊的那个“愚蠢否决”让美国在此后数十年付出了金融不稳定的代价，特别是州特许成立的银行可不受约束地扩大自己银行券的发行，这样做的结果，“不仅扩展了流通中的货币数量，而且增加了该银行体系应对流动性危机的脆弱性”；另一种观点则认为，州政府有权发放银行牌照增加了“银行和其他金融中介机构在地理上的分布密度”以及“银行体系内的多样性”，这种多样性在很大程度上“反映了城市和乡村、工业发达的东北地区与农业发达的南部、西部和边疆地区之间利益和需要的多样化”（阿塔克、帕塞尔，2000：102，114）。但有一点无论如何都是确切无疑的，那就是，19 世纪 30 年代出现在美国的金融制度“剧变”最终塑造了一种特立独行且延续至今的金融体系结构。类似的景象在一个半世纪以后的中国再次显现：20 世纪 70 年代末期发生在中国的伟大制度变迁同样造就了另外一种独步天下且“谜一般”的国有银行制度以及以此为主要依托的金融体系结构（张杰，2017）。不妨赘言，这两种金融体系结构无法相互模仿，原因在于，它们分别是一系列特殊事件交织酝酿的结果，它们拥有各自独特的初始条件与触发机制，更为重要的是，它们还同样拥有各自难以复制的演进过程和角色故事。

美国金融制度最大的特色是在“支离破碎”的银行体系旁边“意外”生长出证券市场。虽然在如今，金融发展的“美国模式”一度让不少金融落后的国家万分钦羡，这种模式的主导者和倡导者也在不遗余力地向全球推销。但若细究起来，在不少熟悉美国金融史演进过程的人们的内心深处，这种曾经让世人羡慕、追捧和模仿的“伟大模式”却是留在美国整体制度结构身躯上一块难以愈合的金融制度“伤疤”，其纷繁复杂的产生逻辑更是令人唏嘘不已。由于州政府一直拥有发放银行牌照的特权，到 1860 年代，州特许银行占据美国银行体系的主导地位已成定局。由于这些州特许银行都有权接受存款和发行钞票，因此市面上流通的各类货币五花八门（据说钞票有九千种不同样式）。混乱的银行体系和货币体系必然增加交易成本，进而威胁到金融资源的整体配置和金融体系的稳定，当然更为迫切的，当属这种格局在很大程度上影响了“战时”联邦政府财政危机的有效化解。基于此背景，南北战争期间，联邦政府试图通过重建国民银行体系进行一次

“制度纠偏”，但效果并不理想。经过国民银行与州特许银行之间的数番较量，作为某种制度均衡，最终形成了一种延续至今的所谓“双重银行体系”。

这种银行制度结构所先天具有的内在缺陷是致命的。一方面，原本在互不相让的利益博弈中催生的两类银行（联邦特许和州特许）随后必然深陷长期的“成员竞争”而不能自拔。为了获取更多的银行市场份额，各州竞相降低最低资本要求和准备金要求等准入门槛，争先恐后颁布自由银行法。联邦政府与州政府之间的这种“监管竞争”，使得整个银行体系实际上长期处于无监管状态。当然，银行之间的“客户竞争”也极大地压缩了银行的获利空间（阿塔克和帕塞尔，2000：494-498）。19世纪90年代以来银行破产危机愈演愈烈，直至20世纪30年代出现大崩溃，若追根溯源，前述根深蒂固的监管缺陷恐怕难辞其咎。另一方面，或许更为严重的是，由于州特许银行牵扯到各州政府的财政金融利益，因此各州之间不约而同、相互“对策性”地禁止其他州的特许银行在本地开设分支机构，而美国最高法院也允许了这种影响深远的排他性行为。就这样，在1870年以前，导致美国银行体系“弱不禁风”的制度根源已然奠定。结果，一种奇特的银行体系结构便在这块文明初开的北美大陆上呈条块分割状展开。

可谁能料想，这种银行体系结构在确立伊始便与美国经济迅速崛起的步伐迎头相撞。显而易见，前者不具备满足后者所提出的强劲金融需求的能力。正如波尔多、瑞迪什和罗科夫（2011）所指出的那样，虚弱的银行体系无法为美国快速发展的新兴产业提供足够的长期资金支持，特别是各自画地为牢的银行体系不具备跨地区配置金融资源的能力。在这种情况下，需要有一种全新的金融制度安排来填补空缺，正是在此时，证券市场不失时机地站了出来。客观地说，证券市场以及投资银行的“挺身而出”在很大程度上缓解了美国经济快速发展亟须长期资金支持的燃眉之急，但却为此后的经济运行过程留下了一个难以摆脱的金融制度后遗症。

相较于银行体系，证券市场的信息不对称程度更高，而且总是疏于监管，因此更具波动性。与此同时，获利空间受到严重挤压的银行体系在此过程中纷纷谋求金融创新，将逐利目光不约而同地投向金融市场中风险更高但更具收益性的资产。比如，当时“纽约市银行已习惯于将短期资金投入股票市场”，由此，“银行体系的命运便与金融市场联系到了一起”（阿塔克和帕塞尔，2000：506）。

伴随于此，一种游离于银行体系和证券市场之间更加难以监管的所谓“影子银行体系”开始萌生。这种体系后来在 20 世纪 80 年代的放松管制浪潮中迅速扩张，最终成为 21 世纪初期那场始发于美国随后迅速席卷全球的金融危机的主要“推手”。

不仅如此，政府为了维持小银行的稳定，减少其流动性风险，还刻意设计了一种“金字塔式”的准备金结构。也就是乡村国民银行将部分准备金以存款的方式放在城市国民银行，城市国民银行又将部分准备金存入中心城市国民银行。从实际效果看，银行体系在准备金方面的这种“关联安排”其实是“成事不足，败事有余”。原因很简单，在经济平稳运行的情况下，准备金无论放在哪里都无关紧要，但在经济出现波动、银行遭遇流动性风险冲击时，这种“关联安排”却很容易导致“火烧连营”的可怕后果。不难想象，在如此设定的银行制度框架中，经济运行特别是证券市场任何一次哪怕是十分轻微的“风吹草动”（如一个小小的投机行为），其影响都会沿着银行体系的金字塔式准备金结构由小银行向大银行逐级传递；在此过程中，原本较小的风险往往被这种传递过程迅速放大。那些在金融恐慌中寻求自保的地区银行，其本能的选择是从上一级银行那里提取准备金。殊不知，这种个人理性行为一旦加总起来便会形成一种足以摧垮整个银行体系的集体非理性力量。

若要走出上述困局，最根本的办法是从制度设计入手，彻底改变既有的双重银行体系结构。其实，在美国并非没有这方面的想法甚或尝试，可一时不知从何下手，毕竟“金融体系的结构和绩效存在着路径依赖”（波尔多、瑞迪什和罗科夫，2011）。最终，只是出于防止小银行挤兑及其传递效应的短期应急考虑，美国于大危机即将尘埃落定的 1933 年颁布《紧急银行法案》，由联邦政府出面设立了存款保险机构。虽然 20 世纪五六十年代美国短暂的金融稳定证明存款保险制度具有降低挤兑冲动和遏制上述传递效应的功能，但需要提醒的是，不管有多管用，它毕竟是一块金融制度“补丁”。是“补丁”，就难免有破绽，因为常识告诉我们，好衬衣是不需要任何补丁的。

问题是，对于美国的金融体系而言，既然已经穿上了一件破衬衣，补丁就得一直打下去。可以设想，如果没有二战以后在十分特殊的国际政治经济环境下营

造出来的美元的国际货币地位以及与此紧密联系的金融资源的全球配置，这个打满补丁的美国金融体系恐怕早就难以为继。由此不妨大胆预测，随着美国全球金融资源配置能力的下降以及资产负债表由“全球表”向“国家表”的退缩，一场注定肇始于美国并迅速波及全球的革命性金融制度变迁将在不远的将来不期而至。

加拿大的银行制度则是另外一种景象。加拿大银行体系最大的特色除了前面已经提及的联邦政府对银行牌照特许权的掌控、严格的准入限制（以及“寡头垄断”的分支体系）之外，还在于其银行体系主导型的金融市场发展路径。对于这两个北美国家的金融体系而言，20 世纪 80 年代以来的“放松管制”导致了另一个重要的制度“分岔”。在美国，放松管制的结果是影子银行体系（如货币市场基金等）更为迅速的扩张以及金融资源配置过程对金融市场的更大依赖。而在加拿大，基于银行体系的主导地位，不管非银行金融中介体系和金融市场如何发展，诚如波尔多等（2011）所指出的那样，它们最终都被“吸收并依附于商业银行的羽翼之下”，或者说，“它们都被纳入银行体系之中”。结果是，金融创新步伐越快，银行体系的规模就变得越大。

重要的是，在美国，由于金融体系本身已然“支离破碎”，因此放松管制和金融创新使得原本就相当分散的监管体系变得更加分散。甚至可以说，金融创新每向前走出一大步，就需要一种全新的监管安排跟上。而在加拿大，由于放松管制过程中银行体系吸收了金融体系内更多的其他机构，因此在既有的金融监管制度之外无需另设新的监管安排，从而保持了监管体系的统一性。当然，对于这样一种兼具包容性和统一性的金融制度结构而言，压根儿就不需要存款保险制度之类的“补丁”，虽然加拿大在 1967 年也建立了这种制度。不过，在波尔多等（2011）看来，加拿大稳定的银行体系并非尽善尽美。从理论上讲，稳定性的获得从来就不是免费的，它同样需要支付成本。比如，在统一监管的金融体系下，金融创新可能更为缓慢，有时会无暇顾及对新兴产业的金融支持；与此同时，在垄断价格上提供金融服务的可能性也会较大。归根结底，基于特定条件的约束，任何一个国家的金融体系结构都要在稳定与其代价之间进行长期而痛苦的权衡。但仅就银行体系的稳定性而言，加拿大显然更胜一筹。

2010 年 12 月，巴塞尔银行监管委员会发布“第三版巴塞尔协议”（Basel III），宣称对原有的监管框架进行了“一系列根本性的改革”，其中最为引人注目的表述是，在继续加强“单家银行层面”微观审慎监管的同时，“注重宏观审慎监管，解决银行业积累的系统性风险问题以及由这些风险演化而成的顺周期效应”（巴塞尔银行监管委员会，2010：14）。其实，金融监管理念由微观审慎向宏观审慎的转型凸显了现代金融体系特别是银行体系本身所面临的日益严重的“理性悖论”。在此之前，人们奉行的是新古典主义的银行监管理念，认为只要大多数单个银行是“微观”稳健的，由此组成的整个银行体系也必然是“宏观”稳健的。或者说，在市场机制正常运作的场合，单个银行的个人金融理性会自动加总为整体银行体系的集体金融理性。

可事实表明，这是一个被金融理论界和金融政策层长期默认且严重误导着金融资源配置过程的金融逻辑。每一个“单家银行”会理所当然地追求金融资源配置的最大回报，又会理所当然地把金融风险外部化，这原本是天经地义的事情。可是，如果现有的金融制度框架无法提供将“单家银行”陆续清理出来的“金融垃圾”及时回收处理的有效安排，每一间“单家银行”的金融风险管理行为则会导致宏观金融环境的恶化。最终，在一个被“严重污染”的外部金融环境中，任何一间从内部看来十分精致的“单家银行”都无法继续生存。仅从此种意义上看，银行监管当局对“宏观审慎”的强调无疑标志着一场更为深刻的金融监管革命帷幕的掀起，从中自然不难看出回归加拿大银行模式的迹象和趋势。当然，若着眼于金融理论的未来发展，这归根结底属于制度金融学的伟大胜利。

五、重新看待中国民间资本进入银行市场

说到这里，我们不能不顺便提及正处在制度变革过程之中的中国金融体系。大致说来，中国的金融制度结构更接近于加拿大的“风格”。在中国经济改革过程中，银行体系与资本市场形成了一种“强弱搭配”的特殊制度平衡。理论界有不少人一直坚持认为证券市场应当在金融资源配置过程中发挥更大作用，政府也不时推出增强金融市场能力的政策举措。可是改革伊始，市场机制本身配置资源能力的重建与恢复过程远慢于想象，因此资本市场一时无法为经济增长提供足够

的长期资金。相比之下，银行体系特别是国有银行体系则不必等待市场机制的修复，在政府的制度设计和“量身定做”下迅速具备了提供长期金融支持的能力。这种情形恰好与前文所述的美国形成了鲜明对照。我们已知，由于银行体系从一开始就无力为美国处于快速发展时期的经济提供足够的长期资金，因此证券市场才“意外地”获得了发展机遇。无疑地，对于任何一个国家，金融制度结构的形成及其演进都无一例外地取决于制度变迁与经济增长本身的内在需求。具体地说，不管你喜欢还是厌恶、接纳还是排斥，哪种金融制度能够首先满足经济增长的实际金融需要，哪种制度就会得到优先发展。

既然如此，任何针对既定金融体系结构的改革行动都要慎之又慎。特别重要的一点是，切忌盲目模仿自认为“完美”或者“标准”的别国金融体系结构来勾画自己的金融改革路径。改革以来，尽管面临着越来越大的放松管制或者金融自由化压力，但迄今为止，中国在整体上还是严守着银行准入限制和银行主导型的金融体系结构。在经历了数次金融危机特别是次贷危机的冲击之后，这种在不少人看来多少有些另类的金融（银行）体系结构依然保持着长期稳定。2013年以来，中国金融制度变迁进入新一轮“放松管制”周期，理论界和政策层均对围绕于此的一系列改革行动抱有极高的期望。但在此过程中，似乎很少有人从中国既有金融制度结构的特殊形成逻辑着眼来看待此番改革的长期影响。就拿作为此次金融改革长卷“一抹亮色”的民营金融发展来说，无论是允许民间资本进入银行市场还是给予所谓“普惠金融”（inclusive financial system）以鲜明的政策支持，都带有某种意义上的“金融民粹主义”色彩。中国的民间资本因受到各种“制度歧视”而被长期排除在金融发展的进程之外，这是不争的事实，但绝不能因此就不明就里地对其进行急功近利性质的“制度施舍”。若一味迎合某种利益偏好降低银行的准入门槛和特许权价值，恐有步美国“支离破碎”银行体系后尘之虞。

我们总是一厢情愿地认为给民间资本敞开银行市场的大门就是对其金融权利的认可和尊重，殊不知银行市场是一个外部性极强的市场。说实在话，若要真正赋予和尊重民间资本分享“改革红利”的相关权利，最为要紧的是为其进入实体经济开辟制度通道，而不是让其从一开始就进入银行市场。更何况越是普惠金融，就越是需要政府的介入，市场机制与普惠金融原本就是格格不入的。再者说，让市场起更大作用，还得有一个至关重要的前提，即市场本身是完善的和有效的，



否则，将金融资源的配置权利交给市场，反而会导致不可预知的灾难性后果。此外，随着银行市场门槛的降低，自 1993 年以来就开始酝酿的存款保险制度也于 2015 年 5 月破壳而出。其实，存款保险制度是对银行牌照价值下降的一种“补偿性安排”。从理论上讲，与前述在银行准入和资本要求之间存在制度取舍一样，在银行牌照价值和存款保险制度之间也有一个制度权衡问题。

IMF 首度公布人民币外储持有量，占比 1.07%， IMI 专家如何解读？

编者按：

3月31日，IMF公布的官方外汇储备货币构成季度数据显示，截至去年第四季度，人民币外汇储备达845.1亿美元，占参与官方外汇储备货币构成报告成员外储资产的1.07%。这是自人民币加入国际货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）篮子后，IMF首次在外汇储备调查中单列出人民币外储金额。

IMF首次公开此数据的意义有哪些？我们应如何看待1.07%的这个占比？促使人民币成为国际储备货币的推动和制约因素分别有哪些？未来我国应如何进一步提高人民币的国际储备职能？如何横向看待人民币、欧元、日元和英镑等国际储备货币在外储总额上的占比变动？中国2015年9月自愿向IMF提供官方外汇储备货币构成季度数据，如何看待中国提高金融数据透明度的举措？IMI各位专家对以上问题进行了深刻的解读。

涂永红¹：人民币作为国际资产得到更多官方认可，开始发挥主要国际货币职能

IMF首次单独列出人民币，表明在人民币加入SDR后，一些国家政府在官方储备中增加了人民币资产。这是人民币国际化7年来取得重要成果的展现。事实证明，人民币作为国际资产得到了越来越多的官方认可，开始与美元、欧元、日元、英镑、澳元、加元和瑞士法郎一道发挥主要国际货币的职能。

但是，人民币计价的储备资产占比仅有1.07%，与SDR中人民币的份额相差10倍，也就是我国货币的国际地位远远低于我国综合国力和贸易的国际地位，二者很不匹配，人民币国际化仍然有漫长的路要走。此外，从IMI编制的人民币国际化指数RII看，人民币在官方储备中的份额也比人民币在贸易结算和金融交易中的份额低2倍左右，表明提升人民币的官方储备份额仍有很大的潜力。

要加强人民币储备货币地位，关键在于加强债券市场建设，提供有吸引力的“国际安全资产”。首先，在资本账户的有序开放进程中，优先考虑加大债券市场的开放力度，为我国政府或机构投资人民币债券做好制度安排。其次，完善债券市场建设。未来我国的国债发行不仅要考虑弥补国内财政预算的需要，还要考

¹ 涂永红，中国人民大学国际货币研究所副所长、中国人民大学财政金融学院教授

考虑国际社会增持人民币安全资产的需要，适当增加国债品种和期限，以满足不同国际投资者的配置需要。此外，还应增加债券衍生品，提供利率市场化机制，增强债券评级机构的国际公信力。再次，在现有 24 种外币基础上，增加人民币直接交易的外币数量，以方便更多的国家使用人民币。

值得一提的是，从其他主要国际货币的经验看，一个自由、发达的离岸市场对于巩固其货币的国际地位非常重要，应该完善人民币离岸市场的布局，构建在岸、离岸市场的循环和良性互动机制，这对于人民币价格发现、引导汇率预期、提高人民币使用的动机大有裨益。

2015 年 9 月中国资源向 IMF 提供官方外汇储备构成数据，一方面表明中国尊重 IMF，愿意 IMF 在国际金融治理中发挥更大作用；另一方面也体现了中国的管理自信，在提高官方持有资产的透明度后，有能力通过多元化的操作与安排，确保规模世界第一的庞大外汇储备资产保值增值。

丁志杰¹：人民币将在“十三五”期间跻身全球三大货币储备之列

IMF 首次公布全球外汇储备中人民币规模，标志着人民币已经成为国际储备货币并获得普遍认可。人民币能成为主要国际储备货币中唯一的发展中国家货币，是人民币国际化成就的重要体现，为中国构建开放型经济新体制、推动中国深度融入全球化并发挥作用提供了重要的基础，也为发展中国家解决对外开放过程中“货币非国际货币”带来的困境提供了重要的借鉴。

2016 年底人民币在全球外汇储备中占比 1.07%，低于 SDR 篮子货币的其他四种货币，也低于澳元和加元。此前人民币占比可能高于这一水平，因为这是在人民币对美元经历近 2 年贬值压力之后的结果。随着人民币汇率恢复稳定，这一占比短期内将会回升，未来两年内超越澳元和加元是大概率事件。长远看，随着国内金融市场的发展和开放，人民币将逐渐取得与中国经济实力相称的国际货币地位，“十三五”期间应该能够跻身全球三大储备货币之列。

王永利²：推进人民币国际化，要做足内功，不断增强综合实力和国际影响力

¹ 丁志杰，中国人民大学国际货币研究所学术委员、对外经贸大学校长助理

² 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员、乐视高级副总裁

这是我国推动人民币“走出去”战略在 2016 年末取得的阶段性成果，也是人民币国际化进程上的一个重要的新起点，可以将这一数据纳入人民币国际化指标体系中进行观察。

当然，对 IMF 公布的这一数据也不必过度解读，这只是 IMF 数据披露的一项内容而已，纳入 IMF 数据披露对人民币国际化也不会产生多大的促进作用，人民币国际化关键因素和推动力量仍是中国经济发展态势良好、综合国力与国际影响力的增强，以及金融开放和人民币运用的效率与收益水平等。从其他国际主要货币国际化历史情况看，即使加入 SDR，即使有的货币一度随其国家经济加快发展、国际影响力增强而在国际外汇储备中占比不断升高，但随着其经济发展陷入低迷、国际影响力减弱，其货币在国际外汇储备中的占比也会大幅度降低。因此，推进人民币国际化，还是要做足内功、深化改革、扩大开放，保持良好的发展态势，不断增强综合实力和国际影响力。

李虹含¹：人民币在成为 IMF 主要国际储备货币的道路上仍需努力

IMF 首次公开官方人民币外汇储备显示人民币在国际货币体系中的地位进一步提高，自人民币加入 SDR 以来，人民币国际化步伐不断加速，反映了中国通过市场化改革推进人民币国际化的努力，可以进一步完善人民币外储的统计数据，同时有可能提高各国在外汇储备配置中对人民币的接受程度；人民币在 IMF 官方储备中的比例仍有待进一步提高，以匹配中国经济在世界经济总量中的绝对占比。随着国际局势的不断变化，欧洲局势持续动荡，美国国内经济不断走强，如何进一步提高我国在国际经济中的影响力已成为人民币国际化的关键因素；另外，由于中国外汇储备不断下降，贬值预期不断，也对人民币平稳完成国际化形成较大的挑战；再者，资本账户的开放是人民币国际化的最后一道闸门，在人民币浮动汇率形成机制不断完善的大背景下，亟待谨慎、稳健、逐步放开；从横向上对比，人民币在 IMF 国际储备中的占比远远低于美元的 64%，同时也低于欧元、日元、英镑和澳元等其他主要货币，说明了人民币在成为 IMF 主要国际储备货币的道路上仍待继续努力。

¹ 李虹含，中国人民大学国际货币研究所研究员、华夏银行总行资产管理部产品经理

熊园¹：决策层应借力“一带一路”战略，进一步扩大货币互换协议的广度和深度

IMF 首次公布人民币外汇储备占比，具有三重积极意义：

一是人民币国际化实现了从 0 到 1 的质变。人民币成为继美元、欧元、日元、英镑、澳元瑞士法郎之外第八个明确列示的货币，这是第一次从统计上确立了人民币的储备职能，是 IMF 对人民币属于“可自由使用货币”的再次背书，也意味着人民币作为储备货币已经开始逐步被其他国家的认可与接受。

二是人民币国际化水平多了一个重要衡量指标。根据 IMF 惯例，全球官方外汇储备货币的构成情况是个季度数据，在每个季度末公布上季末数据。储备职能是国际货币的三大主要职能之一，通过人民币在全球官方外汇储备的规模和占比情况，便于横向和纵向地对比人民币的储备职能，从而清晰地衡量人民币国际化水平。

三是人民币国际化有了更为明确的“小目标”。人民币外汇储备占比只有 1.07%，这与我国世界第二经济大国的地位并不匹配，表明人民币的储备职能还有提升空间。根据 IMF 数据，2014 年-2016 年，美元、欧元、日元、英镑的占比大体为 64%、20%、4%和 4%，由此看来，人民币先赶上日元和英镑的水平是未来比较切实的目标。具体看来，我国决策层应紧抓人民币成为 SDR 篮子货币的契机，借力“一带一路”战略，强化与各国央行的沟通协同，进一步扩大货币互换协议的广度和规模，并着力提升我国债券市场开放度，丰富人民币计价产品，做大离岸人民币债券市场，当务之急是尽快研究并推出内地与香港的“债券通”。

谢亚轩²：债券市场开放进程的推进与人民币在国际储备中的占比上升将会形成良性互动

人民币在各国外汇储备中占比 1.07%，这个比例远低于人民币在 SDR 中的比重，也略低于市场此前的估算结果。不过，好的开始是成功的一半。该数据的公布使得我们对人民币国际化，各国央行选择人民币作为外汇储备行为的研究可

¹ 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员、安邦资产管理责任有限公司宏观策略研究部研究员

² 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

以建立在更为可靠的数据基础之上。水到渠成，人民币的国际化 and 各国央行选择人民币作为储备货币是经济和金融全球化的结果，也是中国进一步深化对外开放，推进实体经济和金融市场全面融入全球体系的结果。中国金融市场特别是债券市场开放进程的稳步推进是便利国外央行增加持有人民币作为外汇储备的重要环节，该进程的推进与人民币在国际储备中的占比上升将会良性互动，相得益彰。

林楠¹：从货币维度、生产维度和市场维度三方面出发，共同推进人民币国际化

后 SDR 时代，在“货币”维度，人民币国际化逐步从巩固人民币计价结算地位，向支持人民币市场交易和国际储备功能不断推进。在“生产”维度，人民币国际化战略着力点在国内，关键是“中国制造”转型升级。第一，从生产的国际关系看，对于 21 世纪的全球而言，已成为“中国制造”无处不在的时代。2009 年“中国制造”登上了全球首位，并且在通信、高铁、船舶、核电等高端制造领域占据领先水平。第二，从国际分工和比较优势看，着力点是人民币打造成为“中国创造”支撑的“生产性”世界货币，与“中国制造”向“中国创造”转型相得益彰、相辅相成。第三，人民币加入 SDR，逐渐成为国际储备货币，不是为了国际化而国际化，而是要以服务“贸易投资和产业链升级”为重点，为改变我国生产性服务业发展滞后，产业国际化程度不高，企业全球化经营能力不足提供货币条件。在“市场”维度，面对发达经济体编织的全球流动性网络和全球贸易投资协定网络的虚实相济，积极参与世界市场，维护我国在国际市场的足够份额日益急迫。根本上正如习近平总书记在讲话中指出，发展更高层次的开放型经济，以扩大开放带动创新、推动改革、促进发展。

¹ 林楠，中国人民大学国际货币研究所研究员、中国社会科学院金融研究所副研究员



开放型经济新体制下对外金融政策调整

丁志杰¹、邹佳洪

构建开放型经济新体制是新时期对外开放的目标。这在十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》和“十三五”规划都有明确体现。开放型经济新体制是全方位的对外开放，对外金融政策调整是其内在要求和重要内容，也是决定对外开放效益和质量的基础。

新时期对外金融政策必须解决好双重溢出效应。与过去不同，随着中国更深层次地融入全球经济，在世界经济格局中大国地位的确立，国内国外经济联动明显增强：中国既受到来自世界经济尤其是发达国家溢出效应的影响，也会对外部产生明显的溢出效应。统筹国内国际两个大局，防范来自外部的负面溢出，提高自身对外部的正面溢出，都对对外金融政策提出了更高的要求。

对外金融政策的调整，既是对外开放过程中的关键内容，同时也涉及国内改革。其中，既有人民币汇率形成机制改革、资本项目可兑换这些老话题，也有人民币国际化、参与全球经济治理等新话题。无论是哪方面，每往前推进一步，都会遇到新现象、新问题。依据现有理论按图索骥行不通，照抄照搬他国经验则会水土不服。必须基于中国现实，结合经济学基本理论和有关国际经验，探索出既符合一般经济规律又具中国特色的途径。

过去一年多来，对外金融领域出现一些波折，引发广泛关注并成为争论的焦点。笔者选择四个重要的热点话题作为分析对象，阐述其调整的内在逻辑和现实需要，并提出一些自己的建议，以期达到不畏浮云遮望眼的目的。

一、人民币国际化

货币不是国际货币，是发展中国家的一种“原罪”。解释发展中国家货币危机的一种理论认为，由于货币不是国际货币，这些国家在国际借贷中面临不得不使用外币和借短用长的币种与期限的双重货币错配风险。汇率贬值会严重恶化这

¹ 丁志杰，中国人民大学国际货币研究所学术委员、对外经济贸易大学校长助理

些国家借款人的资产负债表，并造成清偿能力不足进而容易引发危机。货币不是国际货币带来的问题远不止于此。对于那些开放程度高特别是货币可兑换程度高的发展中国家，其本币资产不具备国际属性，内部或外部冲击会使本国居民对外汇资产的需求激增，很容易超过有限的外汇资产供给，产生巨大的货币贬值压力。这就是发展中国家开放资本账户屡遭危机困扰的原因，无论是在拉美还是在亚洲。中国近两年来发生的情况也说明了这一点。

发展中国家要摆脱这种原罪并非易事。第一个层次的货币国际化是使该国资产具有国际属性，可以缓解一国国际性资产供求失衡，但货币国际化不能一厢情愿，必须满足本国愿意开放金融市场允许外国投资者持有本币资产，以及外国投资者愿意接受该国货币并持有该国资产这两个条件。货币国际化需要权衡开放带来的风险和外国投资者持有本国资产带来的益处，新加坡基于本国国情就长期奉行新元非国际化政策。目前大多数发展中国家的资产认可度普遍较低，即使政府有很强的意愿，但是货币国际化程度都不高，从而使得货币国际化的好处有限。更高层次的货币国际化是成为国际货币，充当其他国家的国际支付手段。这一层次就涉及到国际货币竞争。现有国际货币格局是赢者通吃，主要赢家是少数发达国家货币，而且美元独大，发展中国家货币跻身其中的空间非常小。20 世纪 80 年代作为当时世界第二大经济体的日本，在推行日元国际化就严重受阻。

中国需要人民币国际化，人民币具备成为主要国际货币的潜力，这是有共识的。2008 年国际金融危机爆发，人民币国际化迎来契机，而之前人民币国际化基本是自然自发的。与有关国家（地区）签署双边本币互换，为这些货币提供信用支持和增级，开启了积极推动人民币国际化之旅。允许并鼓励在跨境交易中使用人民币支付结算，从贸易到投资，从人民币走出去到人民币回流，从发展离岸人民币市场到国内金融市场开放，人民币国际化循序渐进地展开。为了缓解人民币国际化对国内金融市场的冲击，也为了避免国内金融市场对人民币国际化的约束，发展人民币离岸市场，在境外形成人民币资金池，成为人民币国际化的特色性举措。从 2009 到 2014 年这 5 年时间里，人民币国际化步伐不断加速，成效显著。人民币在跨境贸易支付结算中的占比迅速攀升；反映货币自由使用的主要指标如跨境结算、外汇交易、贸易融资等，都进入到了全球前十。2015 年央行官方报告首次正式使用人民币国际化一词，“十三五”规划也明确提出人民币国际



化。2016 年 10 月人民币成为特别提款权（SDR）篮子货币，标志着人民币国际化取得国际认可，成为为数不多的自由使用货币。

尽管如此，在人民币国际化时机和方式等具体问题上，还存在一定的分歧。尤其是在 2015 年美元走强人民币汇率面临贬值压力，人民币国际化进程放缓的情况下，争论变得多起来。例如，认为当前政策是以人民币国际化之名而行资本账户开放之实。事实上，推动货币国际化的前提条件是开放国内金融市场，但需警惕为了货币国际化在条件不成熟时过早过快开放国内市场。确实从宏观层面来看，货币国际化某种程度上就是国内资产与国际资产的置换，在国际化早期对外提供相对高收益的本币资产才能满足国际资本逐利需求。这种置换是否得不偿失，取决于所获得的国际资产运用及其收益。人民币国际化和外汇储备快速增长是同时发生的，人民币国际化加快了外汇储备积累，增加了外汇储备经营的压力。外汇储备所投资的资产安全性、流动性高而收益也相对较低，超额外汇储备反映了同期国际资产运用有限。因此，这影响了人民币国际化带来的国内外资产置换的效益。

人民币国际化需要开拓新途径。过去人民币国际化产生的结果主要表现为国内外金融资产的置换，让利驱动使其难以持续，进程出现反复在所难免。而且，这种置换主要是和来自发达国家的金融机构和投资者进行，所以人民币国际化走的是中心路线。货币国际化要综合考虑国际货币之间的竞争以及与当地货币竞争两个方面。基于中国经济金融发展状况，人民币相对于大多数发展中国家货币具有优势，无论是物价还是汇率都相对稳定。与发达国家相比，中国具有储蓄优势。因此，可以考虑人民币国际化走外围路线，积极推进人民币在发展中国家的使用。特别是推进“一带一路”建设中，因地制宜地采取能实现互利共赢的货币金融合作方式，加强人民币与沿线国家货币的关联性，形成各种形式的人民币区，扩大与有关国家的投资和资金融通，鼓励这些国家的企业特别是中资参与的项目来中国融资，包括上市发债，以推进人民币资产与这些国家实际资产的置换。在这一过程中，人民币成为这些国家的国际货币，人民币资产成为这些国家的国际资产，中国金融市场成为这些国家的国际金融市场。这一新途径和过去中心路线途径逐渐合拢，最终确立人民币在国际货币格局中应有的地位。

二、人民币汇率制度选择

如前所述，货币非国际货币“原罪”导致发展中国家遭受汇率贬值困扰。以美联储公布的其他重要贸易伙伴国美元指数（OITP）为例。该指数由包含人民币在内的 19 种发展中国家货币组成，OITP 在基期 1997 年 1 月为 100，而在布雷顿森林体系崩溃的 1973 年初只在 2 左右，也就是说在这 24 年里美元对这 19 种货币整体升值了 24 倍，这些货币对美元整体贬值了 98%，很多货币变得一文不值而不得进行去零的币制改革。到 2016 年底，该指数又升到 160 左右。发展中国家处于世界经济体系的外围，汇率容易受到外部冲击出现大起大落，其易变性是发达国家货币的数倍。

汇率不稳，物价也难稳。汇率体现的是货币的对外价值，物价是货币对内价值的表现。整体来说，货币内外价值走势是一致的。如果货币汇率大幅度贬值，那么对内价值也会贬值，即通货膨胀。这种传导机制导致发展中国家很容易陷入汇率贬值——通货膨胀的恶性循环。拉美一些国家在 20 世纪最后 30 年里，人均美元国民收入几乎没有增长，就是因为货币贬值吞噬掉了实际经济增长。因此，要实现货币稳定的目标，发展中国家必须兼顾物价稳定和汇率稳定。

中国作为发展中国家，人民币目前还不具备实现自由浮动即所谓清洁浮动的条件。实践经验表明：尽管理论上自由浮动要优于其他汇率安排，但一些发展中国家在尝试自由浮动后吃尽了苦头，又重新对汇率施加管理，现在鲜有发展中国家货币实行自由浮动。

实行有管理浮动是适合中国国情的长期选择。改革开放后人民币经历了长达 18 年的贬值，1994 年汇率并轨后整体呈现稳定和升值态势。尽管中国对汇率的管理一直受到国内外的批评，但必须看到，在发展中国家中货币汇率表现优于人民币的几乎没有，因此必须实事求是地评价汇率管理的积极作用。

有管理浮动也不是一成不变的。十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。这对今天的人民币汇率改革依然具有指导意义。正如十八届三中全会所指出的，全面深化改革的重点是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。因此，在这一基本原则下，市场化



依然是人民币汇率改革的取向。继续扩大汇率弹性,加强外汇市场基础设施建设,增加微观主体避险的手段,使市场在汇率形成中起决定性作用。

汇率管理的目的不是扭曲汇率,人为造成汇率失衡,而是保持汇率相对稳定,同时纠正市场失灵。政府在国际经济活动中的作用要比国内更重要,在汇率这一联系国内国际经济的枢纽方面尤其如此。汇率管理包括两个层面:一是在汇率制度安排中嵌入稳定汇率的机制,二是日常汇率管理。随着市场经济的完善,汇率和利率之间的联动加强,应该将汇率政策纳入广义货币政策框架中,并提高汇率稳定机制的透明度。对于后者,要减少频繁入市的直接干预,更多依赖市场化工具和手段。

最近两年,中国为应对人民币贬值压力加强了汇率管理,其中包括动用外汇储备。这引起了保汇率和保储备之争。本轮贬值压力突显人民币汇率变动问题的复杂性。尽管目前人民币汇率水平回到了 2008 年国际金融危机爆发前的水平,从经济基本面来看有可能已经出现了一定的低估,但人民币贬值压力和预期依然存在,表现出不成熟货币的汇率特征。动用外汇储备进行外汇市场干预,不是将汇率维持在高估的水平上,而是避免超贬和大起大落,实现汇率的基本稳定。如果不动用外汇储备,人民币极可能陷入自我实现式的贬值陷阱。因此,在外汇储备充足的情况下,用于稳汇率具有积极意义。

三、人民币可兑换改革

1996 年中国宣布实现人民币经常项目可兑换,20 年后人民币资本项目可兑换改革仍未完成,远超出政策制定者和研究者的预期,表明资本项目可兑换的复杂性和艰巨性。国内外实践表明,不受管制的资本流动很难给发展中国家自动带来福利的提高,反而成为其经济金融动荡的起源。进入 21 世纪的第二个十年,与此前国际社会极力提倡资本自由流动不同,国际货币基金组织开始承认跨境资本流动需要管理。基于中国的实践,2015 年中国人民银行提出人民币实现的是资本项目有管理可兑换。

中国资本项目开放始于利用外资政策。为了解决制约经济发展的储蓄缺口和外汇缺口,改革开放后中国采取积极的利用外资政策。在当时严格的外汇管理体制下,选择性地有限开放部分资本项目,以鼓励资本流入。长此以往,逐渐形成

宽进严出的资本项目外汇管理格局。尽管最近十年把实现流入流出大体平衡作为资本项目开放的目标,但是宽进严出的格局没有得到根本改观。也正是这一实践,造成很多人误读误解人民币资本项目可兑换,把资本项目可兑换和允许外国资本自由流入简单地等同起来。

货币可兑换的本意是允许本国货币持有者自由将其兑换为其他货币,并自由运用和持有其他货币资产。货币可兑换是一种天然的权利,外汇管制将这种权利从微观主体让渡给国家。货币可兑换改革就是把这种权利重新还给微观主体。厘正货币可兑换概念,有助于正确认识和设计可兑换改革。

第一,货币可兑换改革的重点是居民方。本国货币的最初持有者是本国机构、企业和个人等居民,因此可兑换改革的重点是放松外汇管制,在外汇资产供给充足的情况下,尽可能满足居民运用和持有外汇资产的需求。这是国家对居民方的义务。正因为此,十八届三中全会决定指出,扩大企业及个人对外投资,确立企业及个人对外投资主体地位,允许发挥自身优势到境外开展投资合作。

第二,对非居民实现货币可兑换不是义务。尽管一国没有义务允许外国资本和外国投资者自由进出,但在全球化时代尽可能实现资本自由流动是一种趋势。如果一国允许外国资本流入,那么也应当允许其在需要的时候流出。

因此,在设计可兑换改革政策时,重心应转向放松流出端。相应地,管理的重心也应转向流入管理,以使得资本流入符合经济发展和保持宏观经济金融稳定的需要。

流入端的管理不是恢复外汇管制。随着可兑换改革的深化,跨境资本交易的汇兑环节限制将逐步取消,保留的是必要的对交易本身的限制。为了提高透明度,可以采取负面清单方式。与过去依赖行政性手段不同,未来将更多是在宏观审慎管理框架下运用市场化、价格型管理措施,调控资本流动,防止跨境资本过度或集中流入流出。

近期为了应对资本大规模集中流出,中国严格了有关外汇管理政策的执行,个别政策也出现了收紧。现在的问题是过去资本过度流入隐患的暴露,出台的有关政策多是补救性的。同时,这也是资本项目有管理可兑换框架下管理模式转变所需的,具有过渡性。继续深化人民币可兑换改革是既定的方针,中国有能力在“十三五”期间实现人民币资本项目基本可兑换。

四、参与全球经济治理

积极参与全球经济治理，提高中国在全球经济治理中的制度性话语权。这能够为对外开放提供一个良好的国际环境，为开放型经济新体制保驾护航。这也是中国承担大国责任的体现。输出中国经验、中国智慧和中华文化，是中国对世界进步和经济发展的贡献。中国应该站在发展中国家乃至世界整体利益的高度，提出建设性的主张和诉求。

近年来中国在全球经济治理中的作用凸显。中国人开始在国际货币基金组织、世界银行等全球性国际机构管理中占有一席之地，对有关国际事务发挥了重要作用。2016 年中国成功举办 G20 杭州峰会，中国方案推动全球金融治理改革破题。人民币成功入篮，既是人民币国际化的标志性事件，也是中国提供全球公共产品——国际储备货币的开端。

区域货币金融合作也是全球经济治理的组成部分。中国积极主导参与各种双边和多边、区域和次区域经济合作，货币金融合作是其重要内容。金砖国家合作成为发展中国家展示集体力量的平台。在全球化出现摇摆的情况下，“一带一路”倡议及其推进将引导全球化新潮流。中国主导成立的亚洲基础设施投资银行、金砖国家新开发银行、丝路基金等新型国际性机构，为南南合作提供了有力支持。

当前国际货币体系被称为无体系的体系，40 多年的运行使其缺陷暴露无遗，尤其是发展中国家利益得不到维护，矛盾冲突和博弈更加激烈。随着发展中国家经济实力的上升，基于完善国际货币体系的变革具有现实可能性。中国应该以 G20 杭州峰会通过的中国方案为基础，将有管理安排嵌入当前国际货币体系以纠正无序和不公平。

第一，积极发挥 SDR 作为货币锚的作用。能否在 SDR 基础上形成超主权储备货币，取决于能否将 SDR 的作用落到实处。SDR 的存在贯穿整个浮动汇率体系，但其作用极其微弱。一是由于某些既得利益大国的反对，二是没有找到其发挥作用的着力点。当前浮动汇率体系缺乏稳定的货币锚，SDR 作为主要货币组成的一篮子货币，相对于单一货币具有价值内在稳定性优势，因此可以发挥其在全球货币尤其是发展中国家货币中锚的作用，和其作为国际储备补充的作用一起，才能确立其全球货币的基本属性。发展 SDR 货币锚作用，有助于平衡国际货币

发行国之间、以及国际货币发行国和非发行国之间的利益关系。

第二，建立全球有管理浮动汇率体系。前美联储主席沃克尔说过，没有大国货币之间的汇率稳定，发展中国家货币危机难以避免。这深刻揭示了全球浮动汇率体系中发展中国家的尴尬处境。应该推动在国际层面就汇率需要管理达成共识，并改革有关的制度安排。大国应加强货币汇率政策协调，正视其汇率变动的溢出效应，5种SDR篮子货币发行国应该起到示范作用。允许发展中国家基于汇率稳定目标进行汇率管理，倡导SDR在汇率稳定和管理中的作用。中国发布SDR货币篮子人民币指数并引入汇率管理，对其他发展中国家有借鉴价值。在此基础上，使全球汇率体系走向以规则为基础的有管理浮动体系。

第三，制定跨境资本流动管理的国际规则。目前对跨境资本流动管理的共识是作为处理风险和危机的事后措施。这还远远不够。应该发展事前资本流动管理框架，制定国际层面和国别层面的资本流动管理原则，允许各国根据本国国情和发展阶段采取不同的资本流动管理体制，鼓励各国有序适度开放资本账户，以保障资本流动能够切实提高有关国家和世界经济的福利。

以“货币操纵”之名，行汇率博弈之实

鄂志寰¹

特朗普上台后签署多项总统令，推出具有浓厚的美国优先和保护主义色彩的对外经贸政策，全球贸易战硝烟渐起。由于美国和内地是香港两个最重要贸易伙伴，两者合计占香港总出口的 63%和进口的 53%，双方贸易磨擦加剧，将不可避免地冲击香港进出口。此外，特朗普大选期间不断威胁将内地列为货币操纵国，上任后亦开始炮轰欧元、日圆汇率，全面货币战一触即发。对香港而言，货币战的影响更加复杂，需要小心应对。

一、“货币操纵国”威胁旨在施压人民币汇率

货币操纵国定义是美国评估主要贸易伙伴汇率政策的内容之一，每年由美国财政部向国会提出报告，判断其主要贸易伙伴是否存在汇率操控行为。2016 年 4 月，美国财政部建立了汇率政策监控名单，涵盖内地大陆、日本、韩国、台湾、德国、瑞士等六个贸易伙伴，但并未将其列入汇率操控国。

美国对汇率操控国有三个判断标准：（1）与其存在显著双边贸易盈余：贸易伙伴的双边顺差要超过 200 亿美元（约占美国 GDP 的 0.1%）；（2）拥有相当规模的经常帐盈余，经常帐盈余超过该国 GDP 的 3%；（3）在外汇市场持续进行单边干预。在过去 12 个月中，持续购入外币，总额超过该国 GDP 的 2%。

在上述三个标准中，内地作为美国最大的贸易逆差国，无疑符合第一项。内地经常帐盈余约占 GDP 的 2.4%，低于第二项标准。第三项则完全是反向指标，目前，人民币汇率持续面临贬值压力，内地外汇管理部门加大市场预期管理，力图保持人民币汇率稳定。

从历史情况看，美国曾经在 1992-1994 年间将内地定义为汇率操控国，但之后一直未再旧调重弹。因此，笔者认为，特朗普可以不按照常理出牌，但美国财政部的汇率政策评估应该保持专业性，今天的人民币汇率从决定机制到市场运行

¹ 鄂志寰，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中银香港首席经济学家

架构均与 1992-1994 年代有天壤之别。在现有条件下，定义内地为汇率操控国是荒谬的，完全没有事实依据。

特朗普为什么会罔顾事实、不断威胁将内地列为货币操纵国？其用意可能在于施压人民币汇率。从中美两国汇率博弈的历史看，在美元贬值期，美国政府出于阻碍人民币共享美元贬值红利的考虑通常会不断施压人民币升值，而在美元升值期，其对人民币汇率的关注程度明显降低，选择性无视人民币实质性的盯住美元走势。2014 年以来，美元汇率指数继续走强，美元指数回升已经超过 20%，开始侵蚀出口企业的利润。有分析认为，美元汇率每上涨 10%，就会拉低标普 500 盈利 3%至 5%。显然，强势美元对美国经济竞争力的影响正在逐渐显现，并在一定程度上增大特朗普吸引制造业回流的困难。因此，特朗普可能希望通过施压人民币汇率，减轻强势美元的不利影响。

二、中美货币博弈：强势美元冲击人民币国际化进程

外汇市场是流动性最大的市场，美元是全球主要储备及交易货币，美元利率和汇率的调整方向和频率是全球金融市场波动的重要变量。进入 2017 年以来，美国经济活动维持温和扩张，2016 年美国 GDP 增长 1.6%，是金融海啸以来的最低增速，表明美国经济仍未走出低增长区间，但劳动力市场失业率等指标继续改善，通胀略回升，低于 2%的目标，再度确认利率处于上升周期，渐进加息步伐持续，预计 2017 年美国将加息两次，市场预期 6 月具较大加息概率。

美元汇率与美国的加息周期高度相关，二者呈相互作用、交互推动亦相互制约的共振式演变路径。美元汇率上升无疑会强化其国际储备货币地位，本次美元走强亦将不例外，从而可能为人民币国际化进程带来新的挑战。

2016 年，人民币为连续第三年单边贬值，在岸 CNY 贬 6.6%，离岸 CNH 贬 5.7%。人民币贬值已经开始影响人民币在国际支付货币中的份额和排名，离岸市场的人民币业务活动亦受到影响，进入艰难的调整期。2015 年 10 月以来，境外机构持有中国国债的数量连续 14 个月环比上升，到 2016 年底超过 4200 亿元，2017 年 1 月，境外机构持有内地国债规模首次下降 19 亿元。同时，各种形式的资本外流持续影响人民币汇率预期，成为人民币国际化的干扰因素，带来不同程度的挑战。



人民币国际化的本质是市场信任度，应该在保证经济安全的前提下稳步推进。人民币加入 SDR 后，需要尽快提升人民币的国际地位，推动人民币的国际使用及资产配置，其前提是人民币汇率具有足够的弹性，并将汇率保持在合理的水平。在美元走强加大全球潜在风险的环境下，保持人民币汇率的基本稳定具有一定的系统重要性。因此，构建人民币对一篮子货币保持基本稳定、对美元汇率双向预期、双向波动的汇率框架具有重要意义。

三、香港如何应对中美货币博弈？

长期以来，香港是内地金融市场对外连接的重要通道，在人民币国际化进程中发挥了积极的推动作用。面对中美双方贸易磨擦、货币博弈加剧的复杂局面，香港需要妥善应对，积极发挥超级联系人作用，保持全球离岸人民币业务枢纽及国际金融中心地位。

首先，香港金融业应不断提升抵御外部风险的能力，并协助内地金融市场对冲不利冲击，保持市场稳定。内地金融市场发展与开放的底线是维护国家经济金融安全。由于香港在一国之下实行与内地不同的制度，法律监管体系稳健，可以在内地与国际市场之间为防范风险提供缓冲区域，为内地金融市场平稳开放树立稳妥的屏障。因此，香港金融业可以有效识别市场风险因素，有效管理相关风险。

其次，发挥香港作为国际金融中心和境内企业“走出去”及跨国公司“走进来”的主要跳板的综合性区位优势，积极部署参与「一带一路」，发挥枢纽作用，加强与其他地区的合作。

第三，人民币业务是香港金融市场的核心优势，也是香港国际金融中心发展的重要推手。香港是全球重要领先并唯一提供人民币实时支付结算系统(RTGS)的离岸人民币中心，拥有最先进的人民币业务基础建设和最大的离岸人民币资金池。香港银行业应加快强化跨境人民币服务能力建设，优化市场基建和巩固金融平台，加强与周边国家和地区的人民币业务联系和业务往来，提升人民币产品优势及服务水平，全力拓展新市场及新领域。

总之，香港可以通过继续深化与内地的金融合作，抵御外部风险冲击，推动内地金融业对外开放，助力人民币国际化进程，同时提升自身的国际金融中心地位。



离岸人民币市场步入阶段性调整期

边卫红¹

一、人民币国际化取得显著进展

（一）人民币从亚洲扩展至欧洲，进一步扩展到美国，形成了全球人民币市场

人民币从香港扩展至东南亚，从东南亚又扩展至欧洲，进一步扩展到美国，基本形成了全球人民币市场的初步格局。离岸人民币市场是人民币国际化的重要组成部分，亦是人民币国际化的“主战场”。人民币国际化职能经历了跨境贸易支付、价值储存货币、自由兑换和储备货币四个阶段的演进。第一，跨境贸易支付职能。人民币目前已成为周边国家贸易结算货币，基本完成了亚太的“区域化”，正处于“全球化”的阶段。第二，价值储存货币职能。离岸人民币的债市、QFII 计划和 RQFII 计划、沪港通、深港通、沪伦通等均是围绕投资职能的储备。第三，自由兑换职能。1996 年人民币已实现了国际收支经常项目下的可兑换，资本项目的开放还受到一些条件的制约，诸如货币政策、监管体制不健全、国内金融市场不够完善等。第四，储备货币职能。人民币加入 SDR，成为 IMF 的储备货币和全球范围的准“储备货币”，并有望在未来成为真正的全球储备货币。

近两年，人民币国际化的攻坚重点主要是汇率市场机制的形成、完善和推动将人民币纳入 SDR 货币篮子，而离岸市场的发展则伴随着前述过程的每个阶段。其中最重要的是汇率市场机制的形成。人民币中间价主要围绕三个因素——收盘汇率、市场需求和一揽子货币汇率变化形成的。目前央行与 35 个国家之间签订了货币互换协议，同时在各个最主要的国际金融中心指定了 22 家人民币清算行。

（二）人民币成功进入 SDR 货币篮子，成为国际储备货币

2015 年 11 月 30 日，IMF 执董会决定将人民币纳入 SDR 货币篮子，权重为 10.92%，居于五大货币第三位。新的 SDR 货币篮子于 2016 年 10 月 1 日正式生

¹ 边卫红，中国人民大学国际货币研究所研究员、中国银行国际金融研究所主管

效，这意味着全球 188 个央行为人民币国际化进行了“背书”，人民币取得了等同于美元、欧元、英镑和日元的国际货币以及储备货币地位。目前，超过 60 多家央行在中银香港开展业务，约占央行数量的三分之一。在人民币纳入 SDR 之前，清算所在与央行进行业务联系和营销过程中，需要就“人民币是否可自由兑换”、“人民币与 CNY 和 CNH 的关系”或“人民币自由兑付”等基本问题与各央行进行沟通；而人民币加入货币篮子之后，各大央行对此类基本型问题鲜有提问，而是直接进入技术环节，如开户、做 KYC 等。

（三）人民币国际使用快速发展，晋升为主要国际支付货币

目前，人民币位居全球第五大支付货币。2016 年 10 月，人民币全球支付份额为 2.03%，相对 2016 年 9 月 1.86% 的份额有所提升；日元支付份额为 3.27%，与人民币的差额为 1.24%。未来，人民币在支付方面超越日元值得期待。全球有 101 个国家和地区使用人民币，其中有 57 个对中国内地和香港的直接支付占比超过了 10% 的关键指标，被环球银行间金融电信协会（SWIFT）称之为“跨越人民币之河”。境外的清算行达 22 家，遍及全球六大洲及主要国际金融中心。其中，美国人民币清算行现由中国银行纽约分行担任。

（四）人民币外汇交易排名上升，成为最活跃的交易币种之一

BIS 的调查显示，2016 年 4 月，人民币外汇交易日均交易额为 2020 亿美元，较 2013 年同期增长 68%；交易额占比由 2.2% 升至 4%，排名上升至第八。澳元、加元和瑞士法郎的排名虽位居人民币之前，但人民币赶超这三种货币指日可待。而在离岸市场中，香港、新加坡、英国人民币外汇交易量最大，其中香港以 771 亿美元排名第一。

二、离岸人民币市场进入阶段性调整

“8·11”汇改后，人民币国际化呈现出波浪式前进。从 2011 年开始，人民币已经成为境内第二大跨境收付币种。2015 年，人民币约占跨境收付总额的 30%；2016 年，与香港离岸市场所反映的趋势一样，该比率在前 9 个月降至 25%。这表明，面对汇率的双向波动，市场对前期在单边升值预期下一路高歌猛进的人民币国际化，进行了一定调整。从国内外的历史来看，靠单边预期驱动的国际ization不可持久，这种正常的调整也是一个逐步消化的过程。人民币国际化不会再像过去



那样出现大幅度的跨越。中国人民大学从2011年开始编制的人民币国际化指数（RAI），平均每年增速为40%—60%，可谓一路高高歌猛进。但是2016年的情况非常特殊：2015年年底RAI为3.6，2016年第一季度降至2.57，但第二季度又恢复至3.16。估计2016年的最后结果可能与2015年持平，可能也要进入“新常态”。

中国经济的基本面保持稳定，人民币不存在长期贬值基础。但特朗普的上任增加了市场的不确定性，人民币将呈现双向波动的特征。一种货币在未来持续贬值的情况下难以实现国际化，也没有这样的先例。所以，未来人民币的国际化既不会因单边升值而出现跨越式发展，也不会因持续贬值而不断进行调整，而是会进入平稳发展的新阶段，随着人民币双向波动形成新的趋势。

过去，人民币国际化在快速发展的过程中存在很多不平衡、不均衡的因素，而未来资产和负债会更加平衡地发展。在香港市场上，人民币存款最高时超过10000亿元，而当时香港市场贷款量仅有1000亿元，贷存比例仅为10%。清算行主要的工作是到内地寻找监管机构，把多余的人民币投入内地。2016年9月，香港人民币存款为6655亿元，由于人民币贬值，贷款逐渐上升到3074亿元，贷存比例达到46%。从银行经营的角度来看，在资产负债和货币的平衡方面，这是一种比较均衡和良性的状态。过去是人民币单边升值，现在随着中间价市场机制的逐步完善，CNY和CNH的市场价差逐步收窄，更加市场化。很多产品创新会更加多元化，还会开发一些单项产品，而不会再单向赌人民币升值或贬值。人民币会进入清算越来越多赢、全球清算网络逐步形成和区域化发展越来越多样化的新阶段。

（一）离岸市场存款规模出现下降

以香港为例，人民币存款最大值超过10000元。截至2016年9月底，香港的人民币存款比2015年底减少1856亿元（下降22%），与2011年年中的水平持平；香港人民币资金池（存款加存款证）规模约为7300多亿元，比高峰时下降幅度超过三分之一，萎缩非常明显。2016年前10个月，跨境贸易人民币结算金额4.4万亿元，同比下降四分之一；跨境投资人民币结算金额2.07万亿元，增幅也出现回落。

（二）点心债发行尚未走出“冰冻期”

由于资金池的萎缩，离岸市场人民币产品（点心债、人民币保险和人民币基金）有收缩迹象。2016 年上半年，离岸人民币债务发行总额为 1269 亿元人民币，下降 29.4%。其中，来自内地商业机构的发行量减幅最大，上半年的新债发行量同比减少 85.8%，降至 36 亿元人民币。

（三）境外减持境内人民币金融资产，但近期企稳

前期在单边预期下，境外增持人民币资产或者配置人民币资产的积极性很高。“8·11”汇改以后，随着人民币双向波动，尤其是人民币单边汇率预期发生逆转，出现了境外减持人民币资产的情况。根据央行统计，从 2015 年 6 月到 2016 年 9 月底，境外机构累计减持人民币金融资产 1.29 万亿元人民币，包括股票资产、债券资产、贷款和存款。

债券资产过去一年总体是增持的，而其他三类（股票、存款和贷款）人民币金融资产总体为减持。境外增加人民币资产配置使得人民币负债增加，人民币没有汇率错配风险，但境外持有人民币资产具有汇率传统，对汇率变化会做出正常的反应。因此，前期中国国际收支出现逆差以及外汇储备下降，主要是由债务偿还引起的。而在债务偿还中，除了有主动偿还过去国内企业介入的美元债务，还包括境外减持人民币资产的配置，即人民币的负债减少也属于债务偿还。

从过去一年多的情况来看，离岸市场确实是一个动态变化的流出渠道。2016 年第二、三季度，境外机构减持境内人民币金融资产速度大大减缓，已经收敛到 25 亿元人民币；股票增持了 800 多亿元人民币，债券增持了 1260 亿元人民币。这一方面反映了国内在 2015 年下半年继续坚持推动国内金融市场的开放，特别是银行间债券市场的开放，从政策上鼓励方便境外配置人民币资产发挥了作用；另一方面，也反映了经历了 2015 年下半年国内金融市场的异常波动后，目前的境外机构投资者，特别是长期机构投资者逐渐回归到基本面。境外金融机构认为，经历了 2015 年下半年和 2016 年年初的波动后，中国不会出大问题，比较认可中长期人民币是强势货币的判断。

从二季度开始，境外的资本已经开始逐渐回到国内市场，且对于贷款、存款等传统资产配置方式比较谨慎，而对股票等权益类资产和债券的配置则大幅增加。对于长期境外投资者来说，人民币是一种高收益的资产。如果人民币的中长期汇率能够保持基本稳定，并能忽略短期的市场波动，那么人民币资产的利率和收益



率仍有吸引力。

（四）离岸市场发展与人民币汇率变化密切相关

“8·11”后 CNH 出现下跌。国际炒家一度做空人民币，影响了投资者对人民币的信心，造成人民币存款下降。人民币存款收缩的原因主要是由于人民币离岸化和国际化两个阶段中人民币的升值和贬值。期间包含两个明显阶段：一是人民币持续升值阶段，人民币业务呈爆发式增长；二是人民币贬值处于调整阶段，贬值幅度超过 10%，影响了公众持有人民币的信心。人民币流动性出现波动，离岸市场的相对波动和境内境外资金利差“倒挂”，都在一定程度上增加了开展人民币债务、债券业务，信贷业务和资产业务的难度。目前人民币走软是对于之前积累的较大升值引起贬值压力的调整。随着人民币企稳和未来的双向波动，人民币国际化将进入新的阶段。

三、离岸人民币市场的新发展

（一）人民币国际化加剧顺周期资本流动

过去人民币呈现顺周期波动，人民币的单边升值使资本呈净流出态势。在经常项下输出人民币而在资本项下回流，加剧了资本流出的压力。2014 年至 2015 年 10 月，资本逐渐完全转为净流入，意味着资本与境外减持人民币资产趋势大体匹配。最近，跨境人民币呈现较大规模净的流出，这与香港离岸市场人民币资产池的变动情况遥相呼应。境内统计在岸市场境外持有人民币金融资产的状况，并不能说明是境外增加了人民币金融资产的配置，还是人民币流出境外。

2015 年 10 月份之前，市场较为正常，反映了随汇率预期的变化顺周期的波动。顺周期的波动和外汇储备呈现较强的相关性：当跨境人民币净流出时，外汇储备会有较快增加；反之，当外汇储备净流入时，则会导致外汇储备增长放缓，甚至出现下降。

同时，跨境人民币的流动也影响了离岸和在岸人民币的汇率差价，其流动方向也呈现顺周期的特征。这在一定程度上增加了人民币汇率调控的困难。过去，在人民币单边升值预期下，许多企业在境内购汇和结汇，加大了境内的外汇供大于求的缺口；而现在，由于境外人民币相对境内贬值，许多企业在境外结汇、境内购汇，则在一定程度上加大了境内供不应求的缺口，增加了汇率调控的难度。

（二）人民币市场出现大量新参与者

人民币业务始于个人业务。但从 2003 年香港居民的四项个人业务，到 2009 年的跨境贸易结算和 2010 年点心债的发行，再到目前人民币纳入 SDR，则有越来越多的境外央行、主权基金、多边金融机构、境外机构投资者等机构投资者加入进来。其中实力雄厚和规模庞大的一些央行、主权基金与其他的投资者不同，它们并不特别看重短期人民币的涨跌与两地的汇差和利差，而是更关注基本面；同时，对金融需求、政策和制度透明度的要求也更高。

内地债券市场的开放吸引了很多央行的注意。根据央行公布的数据，境外市场共持有 8000 亿元央行债券，不足总规模的 2%。相比之下，境外投资者在韩国、巴西等地债券市场的投入比例已经超过 10%，英国、德国则达 40%。目前央行正在进一步开放内地债券市场。未来若能够达到 10% 的水平，境外机构持有人民币债券的金额预计可达 7000 亿美元。中银香港的很多主权基金客户，除了有进入内地债券的服务需求之外，对现钞、清算、兑换和托管也有一定的需求。

（三）离岸、在岸市场融合，互为补充，共同推动人民币国际化

未来，离岸和在岸市场会更为融合、互为补充，共同推动人民币国际化的发展。过去的人民币国际化主要在离岸市场发展，并形成了自身的价格利率。目前，已有许多参加行被允许直接进入内地外汇交易市场。未来，还会有越来越多的参加行境外机构会进入内地债券市场。另外，随着自贸区、人民币资金池等政策的进一步放开，以及 FDI、ODI 等政策的逐步发展，市场化趋势会更为明显。尽管许多人民币国际化的业务发生在内地，但仍和境外有很多天然联系。例如，点心债和熊猫债就有相同的目标，由于两者的条件、流程和规则存在差异，可以互为补充，满足不同企业不同阶段的需求，共同推进人民币国际化的发展。

（四）互联互通促进离岸、在岸市场共同发展

在离岸、在岸市场融合的过程中，互联互通机制和平台的作用和意义越来越显著。以沪港通为例，在整个结算流程过程中扮演着主要角色。类似于沪港通，还有深港通、黄金通、国际原油期货平台和债券通等，通过一个平台或一种机制可以直接把两地的交易所连为一体，虽然有总额度限制，但在额度之内可以自由交易，且基本保留了两地市场的差异和交易习惯。中介机构用于提供资金安全和资金流动的安排。将离岸市场和在岸市场这两个市场连接在一起，能够防范风险。



未来,这种类似的互联互通可能会在商品通、黄金通、债券通等方面进行尝试。很多机构对内地的债券市场很有兴趣,人民银行也出台了很多鼓励政策。在业务过程中会遇到很多问题,包括交易时段、语言、交易对手等问题,但由于央行不愿意找过多交易对手,因此对原来境外一些为其服务的金融机构的资金进出、税收和市场活跃度都有一些限制。因此,我们可以借鉴沪港通的机制创新,例如,可以设计类似的债券通的新机制,通过境内外债券的跨境交收、托管平台的整合,实现债券的互联互通,推动债券的发展。

CMU 作为香港的中央托管系统,它既与人民币清算、美元的清算、港币的清算系统联系在一起,同时又和欧洲的托管系统联系在一起;而欧洲的托管系统则和日本、菲律宾全球的其他托管系统联系在一起。今后,可通过香港债务工具中央结算系统 CMU 与境内的中央国债登记结算公司(中债登)互开托管账户,建立境内外债券交收结算系统的双向联网,由 CNAPS 及 CIPS 经香港人民币清算行搭建跨境资金通道,实现“银货两讫”的跨境交易及交割。通过 CMU 和中债登的连接渠道,境外机构可直接以境内国债或金融机构债券为标的进行投资、交易,并以托管在 CMU 的债券作为抵押,在境内外开展债券回购业务,然后在内地买人民币债券,直接在境外进行流动性管理。这样就可以满足它自己对央行和主权机构的需求,作为其直接单独进入内地一个一个地找交易对手来开户的补充。境内机构则同样可通过该互通渠道投资离岸债券。未来,可以继续捕捉离岸和在岸市场互联互通的其他商机。

(五) 香港致力于巩固离岸人民币业务枢纽地位

未来香港会继续充分发挥离岸人民币的枢纽作用,成为境外央行和机构配置人民币的主要平台,使跨境人民币业务向内地延伸。中银香港为“一带一路”当地的新项目提供了大量贷款,人民币贷款是一个很大的商机。香港成为全球资产配置,包括人民币资产管理的中心之一。

(六) 美国离岸人民币业务的发展

1. 2016 年美国离岸市场成果丰硕

2016 年 6 月,中国决定给予美国 2500 亿元人民币的 RQFII 额度。目前已有许多相关合作投资在申请过程之中,数月之后应该会有相关具体的机构出现。2016 年 6 月,中国外汇交易系统宣布在纽约设立分支机构,形成了人民币在外

汇报价相关的交易方面的一些基础设施。2016 年上半年，美国市场人民币支付清算金额接近 10 亿美元，在全球人民币离岸市场中位列第 5 位。2016 年 9 月是最重要的一个时点——中国银行纽约分行被人民银行指定为美国地区的清算行。虽然从发展时间来说非常晚，但仍然是具有标志性象征意义的一个突破。

但总体看，美国离岸人民币业务与中美经贸联系的紧密程度并不匹配。中美贸易合作非常紧密，两国之间的进出口均排名靠前，但在跨境支付方面，不管是在中美之间，还是在全球之间，跨境交易人民币支付的比重都非常小。美国离岸人民币业务主要是存款市场和贷款市场。美国市场人民币存量规模不大，虽然现在没有较全口径的统计，但据估计仅约为 10 亿元人民币。美国银行业普遍不提供多币种账户，而是美元独大，只提供单币种账户。这成为人民币在美国进一步发展的障碍。目前依靠美元存款账户、外汇兑换和代理行实现人民币收支，不但增加了交易成本，也降低了透明度。美国的贷款市场以美元市场为主导。从发展空间来看，贸易融资比一般公司贷款潜力更大。

2. 美国离岸人民币业务的亮点

人民币外汇交易业务发展得相对较好，人民币外汇交易的活跃程度在美国仅次于新加坡和英国，占到整个美国外汇交易市场份额的 1.9%，位居第三。由于美国市场和亚洲市场存在时区的差异，所以很难实现 T+0，同时也不能实现当日起息的付款。除此之外，在美国目前的人民币市场上，两国央行之间尚未建立货币互换机制，人民币也不是 CRS 外汇结算系统的成员。这说明美国基础设施还比较薄弱。美国企业对人民币使用的偏好不足，主要涉及出口方面。中国的出口企业大多属加工贸易，选择贸易结算币种相对比较被动；在进口方面，中国企业主要进口外商垄断的资源类和高新技术产品，谈判主动权也基本在美方。基于中美贸易结构的这一特殊性，在选择交易货币时美元占有绝对优势，难以让中国企业选择人民币进行支付。美国的人民币产品和金融产品已有所丰富，美国交易所中也出现了一些与 ETF 相关的产品；但总体上交易并不活跃，还有很大的发展空间。

3. 未来几年人民币在美国离岸市场发展的主要推动因素

首先，中美贸易存在上升趋势。从实体经济的角度看，中美之间贸易存在继续上升的趋势。根据 2016 年的标准，人民币绩效本地化的标准位置是 50%，而



2015 年的标准位置只有 20.6%。这说明，在贸易结算方面使用人民币很有潜力。

其次，中美直接投资的发展。中国对美 FDI 未来发展从趋势看也呈继续增长的态势。2016 年上半年，中国对美直接投资的实际数字达到 300 亿美元，约为 2015 年的两倍。人民币国际化，特别是在美国离岸市场的发展，应该牢牢围绕贸易和直接投资，因为这可能是在美国的最后一块堡垒。在美国要推动人民币国际化是不容易的，但是中美之间实体经济联系非常紧密，如果直接围绕贸易和人民币投资发展离岸业务，就有可能在不会招致强烈反对的情况下获得突破。

4. 人民币在美接受程度在升高

虽然美元一币独大，但人民币仍然会被美国的企业和民间慢慢接受。首先，中国的汇率形成机制在不断完善，而汇率机制的市场化对于增强美国企业的信心意义重大。其次，随着中国资本和金融市场开放程度越来越高，未来人民币在美国的结存也会提高。不言而喻，人民币对于美国机构投资者摆脱资产配置局限也是有好处的。最后，人民币纳入 SDR 货币篮子，也会进一步推动人民币在美国的接受程度。

四、关于人民币国际化的启示

（一）货币国际化必须做好理论与措施的准备

日本学者总结日本金融开放失败的教训之一，就是日本在上世纪七八十年代的时候过于成功、过于自信的政府对金融开放的很多问题没有考虑清楚，就简单地套用了美国的经验，从而导致了一些问题。而中国现在也在逐渐成为一个世界大国、强国，并在逐步实现伟大的振兴，需要我们考虑清楚基本的问题。人民币国际化一直存在很多争议，目前的周期性波动可以让我们反思哪些争议是对的、哪些是错的，从而使以后的国际化道路更加平稳。这并非是要改变国际化的方向，而是要尽量避免和减少国际化进程中出现一些不必要的失误。

（二）做好实体经济，人民币国际化步伐不宜过大

从长远看国际国内经济形势的约束，人民币国际化可以适当放慢步伐。最重要的是要把经济做大，因为实体经济是基础和依据。只有把实体经济做得更扎实、规模更大、质量更高，才有利于推动人民币国际化。以美元国际化为例。20 世纪初，美国 GDP 占世界的 10%。第一次世界大战时超过了 20%，美元国际化正

是从这时候开始的。美元真正国际化是在二战之后，那时美国工业产值占世界工业产值的 50% 左右，美国的黄金储备占世界黄金储备的三分之一，美国的贸易占世界贸易的 59%。在这种情况下，美国自然就可以推动美元国际化，利用当时政治、经济方面的影响，加入国际货币体系。如果我国的经济做不大，很可能会出现日元国际化的问题。上世纪七十年代初，日本 GDP 占世界经济的 7%，1988 年占 16%，而现在仅占 5% 左右。日元国际化一波三折与它的经济总量和货币政策密切相关。因此，人民币国际化的进程可以稍稍放慢，但一定要做。

人民币在结算、计价和储备方面都取得了长足的进步，因为在中国的体制之下，以举国之力去做一件事情可以完成别人几十年、几百年的事情。但是，有学者认为，人民币国际化的程度被高估，已经脱离了我们实体经济支撑的程度，也脱离了中国软实力的程度。人民币国际化应该由政府主导、市场为辅的推动，逐步转向以市场为主、政府为辅的国际化道路。政府应该将重心放在国内金融改革、国内监管的完善以及实体经济上。没有实体经济的支撑，任何创新都会以泡沫破灭的方式结束。要明确推动货币国际化的目的，避免为国际化而国际化，而要为增加人民的福祉进行国际化。

人民币国际化的进程不宜过快，但为了获得一些好处和经验，未尝不可以做一些有跨越性思维的国际化尝试。回顾美元的国际化背景，其中很重要的一步便是在二战以后美国政府游说沙特绑定了石油美元，从而使美元的地位一跃成为国际支付、国际结算和国际计价货币的地位。目前，我们也可以考虑一些另辟蹊径的办法，例如，在铁矿石等大宗商品交易中，中国是全球第一，石油方面也占了很大的交易比重。在这些方面我们可以尝试做一些类似美国的游说举动，包括一定程度的让利，因为你得到的好处会比你让出的利益更多。这样对国际化才是最有利的。

（三）实现汇率市场化与资本账户开放

在没有实现人民币汇率自由化以及资本账户开放之前，人民币不太可能实现实质性的国际化。在这两方面的改革没有完成之前，将人民币变成一般意义上的国际储备货币是不可能的。人民币目前所取得的国际化成绩有其特殊性。这些成绩主要建立在两点之上：一方面是之前对人民币升值的预期，使公众认为持有人民币有利可图；另一方面，更多则是由于中国的贸易结算需求引发的，通过人民币



结算与中国往来的业务，可以规避汇率风险。

由此可见，在资本账户和汇率制度没有根本性改进之前，推行人民币国际化将困难重重。当汇率不具有充分弹性的时候，货币国际化难以获得长足发展。当近期出现比较强的单边预期时，当局不得不加强对跨境资本流动的控制，包括对人民币跨境流动的控制，因此人民币国际化是波浪型的前进。如果有比较有弹性的市场化汇率，就可以减少对资本流动管理的依赖，货币的国际化才能走得更远、更加可持续。国际化货币汇率大部分是自由浮动的，国家货币基金组织公布的、包括欧元在内的七大主要储备货币汇率，都是自由浮动的。过去将欧元归为内部的、固定的汇率安排，后来也归为自由浮动汇率安排。在这种情况下我们设定一些指标、甚至牺牲一点利益，如发行更优惠的熊猫债券来推进人民币国际化是没有意义的。人民币国际化是为了获得两方面的好处：一是人民币发行可以获得铸币税；二是通过可能的贬值获得通货膨胀税。如果无法实现这两点，反而还需要让利，人民币就不值得国际化了。

（四）货币国际化与资本账户开放必须协调推进

货币国际化会对资本流动控制带来很大的挑战，并形成很多监管套利的机会，这会导致无法保留对资本流动的控制。当然，我们也可以通过货币的国际化倒逼资本账户开放，但是要将二者协调好。如果长期之内两个轮子不匹配，就会出现翻车的现象。

（五）离岸市场和在岸市场发展必须协调推进

经验告诉我们，不能认为把国际化放到离岸市场就可以减少对在岸市场的冲击。如果只有离岸市场开放，在目前的情况下要控制离岸和在岸的套利行为会非常困难。我们不能实行鸵鸟政策，将国际化放在境外和离岸，这并不能回避风险，在极端情况下这种风险仍然存在。

我们过去认为，人民币的离岸市场建设可以在资本市场没开放的时候把风险，特别是金融风险挡在中国境外。但是 2015 年汇率改革引发的风波表明，这种想法并不正确。离岸市场和在岸市场存在内在的互动机制，因此在资本管制方面，一定要使在岸市场和离岸市场人民币国际化相互配套。

（六）加强货币区域合作

人民币国际化的关键在于别人是否接受人民币，因此配合以货币的区域合作

是非常必要的。未来人民币国际化要拓宽广度、加深深度。从欧元的国际化可以看出，正是货币区域合作达到一定程度，1999 年才诞生了欧元。因此在亚洲或者东亚地区，要进一步加大区域货币合作，加大人民币在这些地区的影响。无论在贸易还是投资方面，其他国家越大程度地接受人民币，就越有利于人民币国际化的深入发展。

（七）人民币国际化与国内人民币的发行和管理不同

人民币的国际使用需遵从主观意愿。这就意味着，只有满足外国人的需求，才能让他们愿意使用人民币。这个需求包括三个角度：（1）交易中使用人民币可以规避部分汇率风险。例如，美国在交易石油时采用石油美元来结算，直接用美元计价和交易，本身就规避了汇率风险。（2）作为储备货币，长期来看需要比较稳定，甚至有一些轻微升值的趋势。这种货币作为官方的外汇储备，一方面可以满足官方通过资产分散化来分散风险的需求；另一方面，具有了增值功能才会真正受到欢迎。（3）避险。美国正是因为在一战、二战期间都没有受到冲击才使美元成为储备货币（当然也包括一些其他因素）。

促进全球贸易流动¹

阿尔贝托·奥斯纳戈²、纳迪亚·罗恰³、米凯莱·鲁塔⁴

特惠贸易协定（preferential trade agreement，以下简称 PTA）和全球价值链成为了当今贸易政策研究和讨论的热点，这主要得益于两项经济发展。第一，通讯和交通技术创新让生产步骤可以跨越时空限制分散到不同地方进行，从而促进了离岸生产的增长。第二，自上世纪 90 年代末起，越来越多国家签署双边和区域 PTA。

离岸外包可在特定企业的内部或外部进行。若企业将某些生产步骤外包到公司边界之外进行，即企业进行对外外包时，企业在进行“企业间贸易（arm's length trade）”。若企业通过（纵向）对外直接投资（FDI）在企业边界内进行离岸生产，该企业就在进行“企业内贸易（within-firms）”。

一、传统 PTA 和现代 PTA

传统 PTA 主要指互惠市场准入的对等交换，包括减少关税和其他边境壁垒。现代 PTA 通常包含涉及大量边境及境内非关税措施的条款。这些新的贸易协定被称为“深层（deep）”协定，以区别于仅仅强调市场准入承诺的传统 PTA。有时传统 PTA 又称为“浅层（shallow）”协定。

随着优惠关税接近零关税下限，PTA 的政策覆盖范围也逐步扩大。这一发展由世界贸易组织记录在了 2011 年报告《WTO 和特惠贸易协定：从共存到互融》中。

现代 PTA 正大量增加边境及境内非关税措施条款。比如，一些 PTA 条款涵盖贸易技术壁垒、卫生与动植物检疫措施、投资规则、知识产权保护、反腐条款、竞争政策和劳工条例。

¹ 译者：喻凡；审校：肖柏高。本文原文摘自货币金融机构官方论坛（OMFIF）出版的《Bulletin》（2016 年 11 月刊）。OMFIF 是一家总部位于伦敦的全球金融智库。

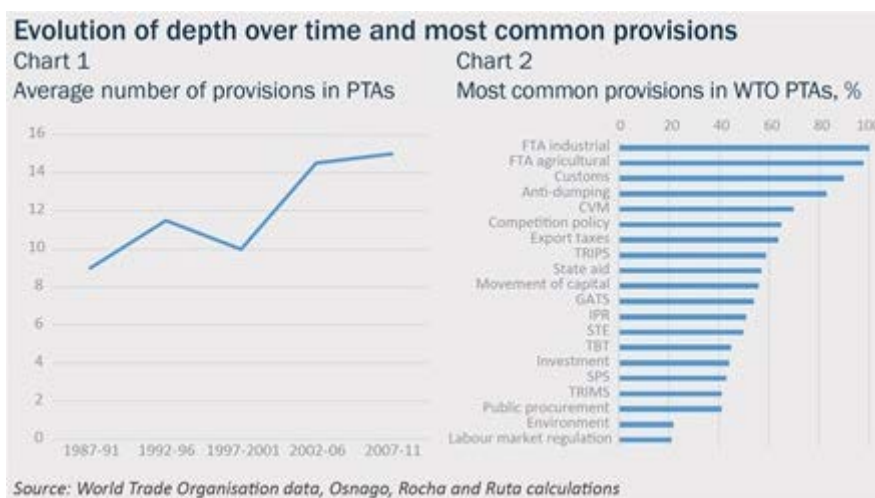
² 阿尔贝托·奥斯纳戈，世界银行顾问

³ 纳迪亚·罗恰，世界银行高级经济学家

⁴ 米凯莱·鲁塔，世界银行集团首席经济学家

WTO 针对 1958-2011 间签署的 100 个 PTA 制定了 52 条规范。图表一显示，PTA 正逐渐深化。1987-1991 签署的协定平均包括 9 条条款。2007-2011 签署的协定平均包括 15 条条款。

图表二列出了 WTO 给出的典型协定中 20 个最常见的条款。不出所料，所有协定都包括削减工业制成品关税。同时，半数以上协定都包括更为深入的条款，比如反倾销、反补贴措施、竞争规则、资本流动和知识产权。贸易技术壁垒、投资准则和卫生与动植物检疫措施通常也在涵盖范围之列。



二、生产网络贸易趋势

最近的 PTA 热和离岸外包的兴起抛出了一个问题，贸易协定是如何与全球性的生产组织形式联系起来的。理论文献的主要观点是贸易协定的“深度”与全球生产碎片化有关。相关的计量实证研究虽然不多，但都指出生产网络贸易和深度一体化之间存在正相关性一份 2014 年的资料显示，签署深层贸易协定会增加零部件贸易。同时，生产网络贸易的水平越高，增加签署进一步深化协定的可能性也会越大。

探讨深层 PTA 和企业内部离岸外包的关系时，需要考量一个关键性问题，即两国贸易协定是否与更为垂直的 FDI 正相关。这种促进方向可以是相互的，深层 PTA 可能会促进中间品贸易，加强某个生产网络潜在成员之间的 FDI 流动，进而有助于形成全球价值链。然而，有大量纵向 FDI 的企业可能会极力促成更为深化的贸易协定，以确保和增加其在伙伴国投资的盈利能力。我们的研究显示，签署更加深化的协定可以增强现有 FDI 的联系，同时增加新的 FDI。

三、制定更合理的贸易协定

当今世界，国家之间签署了越来越多的贸易协定，公司也更加积极地参与到全球生产网络中，所以深刻理解 PTA 和离岸外包的关系十分有必要。我们发现的新证据表明，PTA 的内容与离岸外包的模式有关。

具体而言，我们发现的证据还显示，促进国外供应商投入收缩性的条款，如监管条款，会加强 PTA 深度与纵向 FDI 的正相关关系。尽管我们的研究还有深入的余地，但是本份研究具有一定的参考价值，可以在政策制定者为支持企业融入全球价值链而制定贸易协定时起到启发作用。

Easing the global flow of trade¹

Alberto Osnago², Nadia Rocha³, Michele Ruta⁴

Two economic developments have brought the relationship between preferential trade agreements and global value chains to the forefront of research and debate on trade policy. First, technological innovation in communication and transportation has enabled the unbundling of stages of production processes across time and space, resulting in an increase in offshoring. Second, since the end of the 1990s, an increasing number of countries have signed bilateral and regional PTAs.

Offshoring can be carried out either within or outside a particular company's operations. When firms outsource the production of some stages outside their boundaries – when they engage in foreign outsourcing – they generate 'arm's length trade'. When they offshore within their boundaries through (vertical) foreign direct investment, they generate 'within-firms trade'.

1. Traditional and modern PTAs

Traditional PTAs mostly consist of reciprocal market access exchanges involving tariff cuts and the reduction of other border measures. Modern-day PTAs frequently contain provisions covering a wide array of non-tariff measures, both at and behind the border. These new trade agreements are referred to as 'deep' to distinguish them from traditional PTAs focused solely on market access commitments – sometimes referred to as 'shallow' agreements.

With preferential tariffs approaching the zero lower bound, the coverage of PTAs in terms of policy areas has widened over time. The WTO documented this

¹ This article appeared in OMFIF Bulletin (November 2016). The Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) is a global financial think-tank, headquartered in London.

² Alberto Osnago is a Consultant

³ Nadia Rocha is a Senior Economist at the World Bank

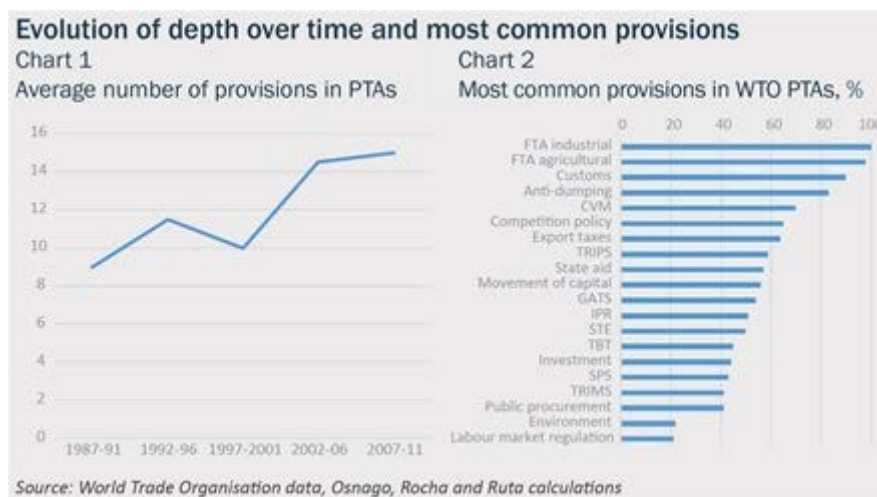
⁴ Michele Ruta is a Lead Economist at the World Bank Group

development in its 2011 report, 'The WTO and preferential trade agreements: from co-existence to coherence'.

Modern PTAs increasingly contain provisions covering a wide array of non-tariff measures, both at and behind the border. For example, several PTAs include provisions covering technical barriers to trade; sanitary and phytosanitary measures; rules on investment; protection of intellectual property rights; anti-corruption provisions; competition policy; and labour regulations.

The WTO mapped a total of 52 disciplines across 100 PTAs signed between 1958 and 2011. Chart 1 shows that PTAs became deeper over time. Agreements signed between 1987 and 1991 included nine provisions on average. Agreements signed between 2007 and 2011 included an average of 15.

Chart 2 lists the 20 most common provisions included in the set of agreements mapped by the WTO. As expected, all agreements include reductions in tariffs on manufacturing goods. At the same time, more than 50% of agreements include deeper provisions such as anti-dumping and countervailing measures, rules on competition, movement of capital, and intellectual property rights. Technical barriers to trade, investment disciplines, sanitary and phytosanitary measures are often included.



2. Trends in production networks trade

The recent wave of PTAs and the surge in offshoring have raised the question of how trade agreements relate to the international organisation of production. The key insight of the theoretical literature is that the ‘depth’ of trade agreements is associated with the international fragmentation of production. Econometric studies are scarce but suggest a positive relationship between production networks trade and deep integration. According to a 2014 paper, signing deep trade agreements increases trade in parts and components. At the same time, higher levels of trade in production networks increase the likelihood of signing deeper agreements.

In terms of the relationship between deep PTAs and offshoring within the boundaries of the firm, the key question is whether the depth of trade agreements between two countries is correlated with more vertical FDI. This relationship can go in both directions. Deep PTAs may stimulate the creation of global value chains by facilitating trade of intermediate goods and FDI flows between potential members of a production network. However, firms involved in intense vertical FDI may lobby for deeper trade agreements to secure and increase the profitability of investments in partner countries. Our research shows that signing deeper agreements can boost existing FDI links and create new ones.

3.Designing better trade agreements

A better grasp of the relationship between PTAs and offshoring is important in a world where countries are signing a growing number of trade agreements and firms increasingly seek to engage in international production networks. We have found new evidence to suggest that the content of PTAs is related to the mode of offshoring.

In particular, we found evidence that the positive link between the depth of PTAs and vertical FDI is driven by the provisions that improve the contractibility of inputs provided by foreign suppliers, such as regulatory provisions. While more work is needed, this line of research contributes to an understanding of how policy-makers can design trade agreements to support firms’ integration into global value chains.

为何多元货币体系更为强大¹

贾维尔·古兹曼·卡拉费尔²

央行对将国际储备投资到由更多种货币计价的资产中显示出越来越大的兴趣。这反映出央行在低利率环境下更积极地寻求收益以及渴望多样化其资产。

一种货币要成为国际货币要满足三个条件：第一，外国的私人或政府机构投资者认为该货币是一种可靠的价值储藏手段，愿意持有这类货币资产；第二，这种货币在全球交易中是有效交换媒介，在全球商品服务贸易结算人们愿意主动使用；三，无论是商业流动还是资金流动，这种货币都被广泛视为是一种计价单位。

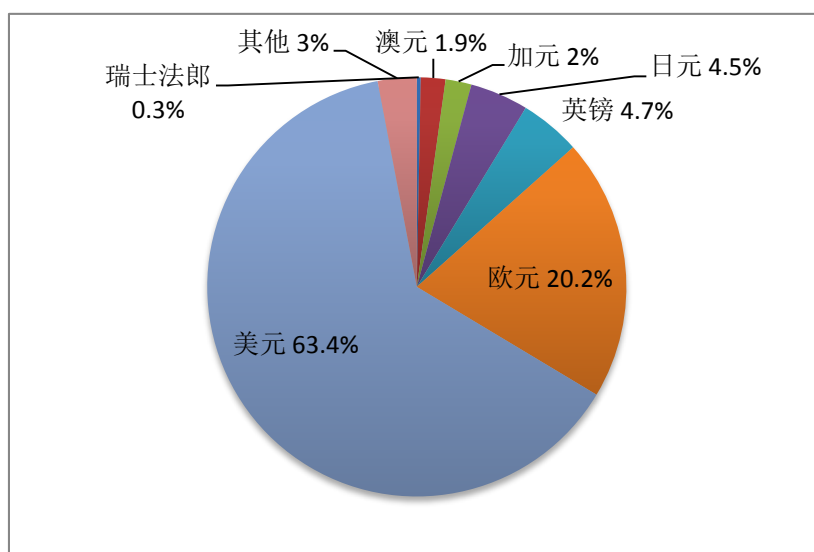
一、“最重要的”货币：美元

目前，只有几种货币的国际资产地位毋庸置疑，其中美元占最主导地位。国际货币基金组织数据显示，美元占全球外汇储备的比重为 63%，是它最主要竞争对手欧元的三倍多。国际清算银行曾指出，美元的身影遍及全球 90% 的外汇交易。

虽然新货币已经加入国际储备，但大部分货币都不能满足成为国际货币的条件。除了美元、欧元、英镑和日元，国际储备中其他货币比重共占 7%。如果再将瑞士法郎、澳元和加元排除在外，那么其他货币比重仅为 3%。

¹ 译者：张译文；审校：肖柏高。本文节选自 2016 年 10 月 6 日卡拉费尔在华盛顿国际货币金融机构官方论坛—储备咨询管理署（OMFIF-RAMP）研讨会上发表的讲话。本文原文摘自货币金融机构官方论坛（OMFIF）出版的《Bulletin》2016 年 11 月刊。OMFIF 是一家总部位于伦敦的全球金融智库。

² 贾维尔·古兹曼·卡拉费尔是墨西哥央行副行长



图一 美国在世界货币储备中占主导地位
储备货币构成——2016 年第二季度 (%)

来源：国际货币基金组织官方外汇储备货币构成 (IMF Cofer)

几种货币共占主导地位似乎与世界经济的发展态势格格不入。新兴经济体占全球 GDP 约 60%，增长率有望持续大幅高于发达经济体。因此，似乎有理由期待新兴市场货币在全球储备资产构成中扮演更重要的角色。

货币发行国的经济规模只是决定该货币国际化的一个因素。该经济体在贸易网络中地位、宏观经济和金融稳定性、本国市场的流动性和开放程度及货币可兑换也是主要影响因素。

在新兴市场货币中，人民币似乎最有可能坐稳一个重要地位。这不仅是因为中国在世界经济中的地位，也因为中国当局对人民币国际化感兴趣。

中国金融市场逐步开放，人民币纳入 IMF 特别提款权货币篮子，中国也在就货币互换协议谈判，这一切都表明中国对人民币国际化的兴趣。然而，中国还远远无法满足人民币成为国际货币所需的所有条件。

巩固人民币成为国际货币需要长期努力。另外，国际货币体系更多元化后能否变得更强大还是个问题。我认为答案是肯定的。

二、一个稳固高效的体系

经济体的宏观经济和金融状况越稳定、贸易越开放、资本市场流动性越强，整个货币体系便越稳固高效。多种类的国际货币能让总的投资组合多样化，从而

减少风险。。而且多币种储备体系下，资产和汇率持续估值过高带来的风险也可能会降低。

那些发行储备的国家也将获得更均等的好处，比如铸币税、较低的负债利率以及降低全球持续外部失衡带来的风险。

不过，多币种储备体系也并不是没有缺点，人民币国际化就是例子。人民币国际化需要中国金融市场对外汇交易全面开放，并且转向浮动汇率制度。这些举措可能对给中国国内经济和全球金融体系带来意想不到的后果。

其他国家进行金融和汇率自由化时可能会经历一段动荡时期。

无视向国际货币转型带来的挑战，即使在多币种储备体系下，投资组合突然变化、汇率持续不稳的风险也将不会消失。由于货币可替代性提高，多币种储备体系可能还会导致更严重的短期资本流动动荡和汇率调整。货币国际化可能还会引发其他风险，如对货币总量的控制减少。

虽然面临着各种挑战，长期来看多币种体系的优势还是大于其潜在劣势。

Why a multicurrency system is stronger¹

Javier Guzmán Calafell²

Central banks have shown increasing interest in investing their international reserves in assets denominated in a wider array of currencies. This reflects partly a more active search for yield in a low interest rate environment and a desire to diversify.

To attain international status, a currency must be seen as a reliable store of value by private and official non-residents, implying that they are willing to hold assets in that currency. It has to be considered an efficient medium of exchange for international transactions, reflected in its active use in the settlement of global trade of goods and services. It should be widely regarded as a unit of account, whether for commercial or financial flows.

1. Dollar ‘most important’ currency

At present only a few currencies are treated as undoubtedly international assets, the dollar being the most important. According to the International Monetary Fund, the dollar accounts for 63% of all allocated foreign exchange reserves, more than three times its nearest competitor, the euro. As the Bank for International Settlements has noted, the dollar is involved in around 90% of all foreign exchange transactions.

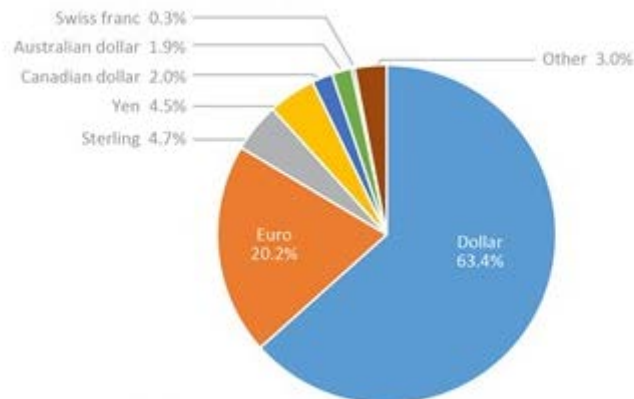
While new currencies have been added to the stock of international reserves, most do not meet the requirements to be a global currency. Excluding the dollar, euro, pound and yen, the share of other currencies in global international reserves amounts to around 7%. When the Swiss franc, the Australian dollar and the Canadian dollar are excluded, other currencies account for just 3%.

¹ This is an edited extract of his speech given at the OMFIF-RAMP discussion in Washington on 6 October. This article appeared in OMFIF Bulletin (November 2016). The Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) is a global financial think-tank, headquartered in London.

² Javier Guzmán Calafell is Deputy Governor of the Banco de México

Dollar dominates world currency reserves

Allocated reserves by currency, %, Q2 2016



Source: International Monetary Fund Cofer

The predominance of a handful of currencies appears incompatible with developments in the world economy. Emerging market economies account for nearly 60% of world GDP. Growth rates are expected to remain significantly higher than in advanced economies. It therefore seems reasonable to expect emerging market currencies to play a more important role in the composition of international reserve assets.

The economic size of an issuing country is only one determinant of a currency's internationalisation. An economy's role in trade networks, macroeconomic and financial stability, the liquidity and openness of national markets, and the stability and convertibility of its currency are also major contributing factors.

Among emerging market currencies, the renminbi appears most likely to secure a significant role. This is partly in view of China's position in the world economy, but also because of the Chinese authorities' interest in renminbi internationalisation.

This has been illustrated by the gradual opening of Chinese financial markets to foreign participation, the renminbi's inclusion in the IMF's special drawing right basket, and China's negotiation of currency swap agreements. However, China is still far from meeting all of the conditions to provide the renminbi with international status.

The race to consolidate the renminbi as a global currency should be viewed as a long-term endeavour. Moreover, the question remains whether a monetary system

with more international currencies would be stronger than the present one. I believe it would be.

2.A sound and efficient system

The more economies with macroeconomic and financial stability which are open to trade and have liquid capital markets, the more the system as a whole will be sound and efficient. A greater number of international currencies entails greater possibilities to diversify overall portfolio risk. A multicurrency reserve system may reduce the risk of persistent overvaluation of assets, including exchange rates.

Countries' role as reserve issuers will also gain a more evenly distributed range of benefits, such as seigniorage gains and lower interest rates on debt, as well as a reduced risk of major and persistent global external imbalances.

Nevertheless, a multicurrency reserve system is not free from difficulties, as the case of renminbi internationalisation illustrates. The process requires a comprehensive opening of China's financial markets to foreign transactions, as well as a floating exchange rate. Such moves may have unintended consequences for both the domestic economy and the global financial system. Financial and exchange rate liberalisation in other countries may be accompanied by periods of turbulence.

Irrespective of the challenges of a transition towards international status, the risks of sudden portfolio shifts and exchange rate volatility will not disappear under a multicurrency reserve system. Such a system may lead to greater short-term capital flow volatility and exchange rate adjustments as a result of the increased substitutability of currencies. Currency internationalisation may give rise to other risks, such as reduced control over monetary aggregates.

Notwithstanding these challenges, the benefits of a wider availability of global currencies should outweigh the potential costs in the long term.



系列二十九：人民币国际化进程中的资本流动风险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，已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2016》主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融风险管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要基于国家战略视角构建宏观审慎政策框架，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标提供根本保障。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2016》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第八章。

人民币加入 SDR 客观上对我国金融开放提出了更高的要求。中国人民银行表示，中方将继续加快推动金融改革和对外开放，为促进全球经济增长、维护全球金融稳定和完善全球经济治理做出积极贡献。毋庸置疑，中国经济将面临越来越开放的宏观环境，在此环境之下，资本流动、金融与实体经济间将有更为复杂的关联，实体经济受到人民币汇率、金融市场、国际资本流动冲击的风险更大。

一、资本流动冲击实体经济的风险

资本账户更加开放，在获得优化配置国内外两种资源的同时，很难避免短期资本流动的套利性冲击风险。人民币加入 SDR，意味着中国为全球提供了一种储备资产，必然会增加全球资产管理者和对人民币的关注和买卖需求，而人民币汇率灵活性的增加，反过来提高了人民币资产的汇率敏感度，短期内可能引发更多的资本流动。从国际经验看，短期资本快速流入容易引起资产泡沫，随后资产快

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

速大规模流出，容易引发金融市场混乱甚至金融危机，破坏实体经济的资金链，造成人为的经济波动。

从资本的流入冲击角度看，短期内大规模的资本流入可能导致三大类风险：

（1）外汇市场上本国货币供不应求局面，形成本币升值风险；（2）国内流动性过剩，压低利率水平，生产企业过度借贷而形成经济过热风险，同时债市、股市与房地产等市场价格虚高，形成资产价格泡沫；（3）在本币汇率高企、利率水平较低的背景下，本国企业与金融机构大量借入外债，形成资产负债表上的货币与期限错配风险。上述三种风险均有可能为金融危机埋下伏笔。以韩国为例，为了满足经合组织（OECD）的准入要求，韩国于 1993 年实现了经常项目和资本项目下的自由兑换，1995 年对国外投资者开放了资本市场和货币市场。在内部金融改革不彻底的情况下，迅速开放本国金融市场，导致短期内大量国际资本流入。1996 年韩国的外汇储备为 332 亿美元，而短期外债就高达 930 亿美元。由于金融监管当局对金融开放产生的汇率风险、流动性风险、衍生品交易风险、外债风险等估计严重不足，导致东南亚金融危机在韩国一触即发。

由于短期资本流动具有较强的投机性，一旦流入国经济预期发生变化，或者金融市场套利预期收益下降，或者主要货币发行过的货币政策发生变化，或者国际社会有什么风吹草动，就会诱发资本流入突然发生中断、停止，继而发生方向逆转，短期资本开始大规模流出。在短期资本流出过程中，不仅外资大规模流出，出于逐利或避险的需要，国内资本也有可能加入大规模流出的行列。从短期资本的流出冲击角度看，也会造成三方面的不利后果，包括：（1）国内利率水平急剧升高，使实体产业融资成本上升，引发资金链断裂而陷入停滞破产状态，使实体产业产生灭活效应；而被灭活了的实体产能随后就可能被国际资本以极低廉的价格收购，成为为外资打工的实体；（2）资产价格大幅下跌，刺破前期资本流入造成的资产泡沫，使持有国内资产的居民部门、企业部门和政府部门的资产负债表的资产方严重受损；（3）本币对外币汇率显著贬值，使得过去大量对外币举债的国内金融与实体产业部门的对外负债急剧增加，从而加大他们破产以及被外资兼并收购的风险。

二、资本流动对实体经济的冲击实证研究

Hutchison 和 Noy (2006)、Joyce 和 Nabar (2009) 等发现, 如果将“一国资本净流入的下降幅度在 1 年内达到该国资本流动样本均值的 2 个标准差以上”定义为“资本流入突然停止”, 则这种“突然停止”对实体经济的冲击最为严重, 一般货币危机导致产出在 3 年内平均下降 2%~3%, 而“突然停止”则会导致产出下降 13%~15%。

为量化讨论资本流动对实体经济的冲击, 本文选择占全球经济总量 90% 的 G20 国家的做为研究对象, 以面板数据模型为工具进行实证分析。

(一) 基本的计量模型设定

$$GDP_{it} = \alpha_i + \eta_t + \beta GDP_{it-1} + \sum_{n=0}^{\omega} \gamma_n CAP_{it-n} + \xi_{it}$$

其中: GDP_{it} 为被解释变量, 表示国家 i 在 t 年实际 GDP 增长率;

α_i 表示国家 i 的固定效应, η_t 表示 t 年的时间效应; 研究中通过检验, 最终本文选择了固定效应模型;

$\sum_{n=0}^{\omega} \gamma_n CAP_{it-n}$ 表示资本流动对 GDP 的影响之和, 其中 CAP_{it-n} 表示国家 i 的第 t-n 年的资本流动指标, 本研究中分别以净资本流入、净资本流入增长率、资本流入、资本流入增长率四个指标进行建模; ω 取值从 0 到 2, 考察不同滞后期的影响, 因此, 对每一个资本流动指标均可构成三个子模型;

ξ_{it} 为随机误差项。

(二) 数据选择与模型分组

本文选择资本流入及其增长率、净资本流入及其增长率做为资本流动冲击的度量指标。为避免时间序列过短影响建模可靠性, 本研究取 2002 年至 2015 年的数据, 将部分数据缺失的国家删去。由于发达国家与发展中国家的资本流入特征不同, 中国作为发展中国家, 随着人民币国际化进程的展开, 其资本流动将有可能具备部分发达国家特征, 尤其是中国处于从相对严格的资本管制向相对宽松的资本管理过渡期, 与其他国家相比存在较大的制度差异, 因此本研究没有包括中国。对发展中国家与发达国家分组建模。其中发达国家组包括下列 9 个国家: 澳

大利亚、加拿大、德国、法国、意大利、日本、韩国、英国和美国；发展中国家包括阿根廷、巴西、俄罗斯、南非等 4 个国家。

（三）实证结果

研究发现，无论是对发达国家组，还是对发展中国家组，资本流入增长率与资本流入净额增长率对经济增长的影响均不显著，本文在此不作详细报告。对发达国家而言，资本净流入的变化对经济增长的影响并不显著，不过资本流入金额对总产出有显著的影响。对发展中国家而言，建模结果表明，无论资本流入还是资本净流入，当期都会对 GDP 增长产生显著影响，而且在 10% 的置信水平上，前一期资本净流入对当期 GDP 增长的影响也是显著的（如表 8-2 所示）。

表 8-2 资本流入与资本净流入对经济增长的影响

	资本流入		资本净流入	
	CAPT	CAPT(-1)	CAPN	CAPN(-1)
发达国家组	0.359** (0.0383)	0.381** (0.0443)	0.138 (0.5481)	0.421 (0.8405)
发展中国家组	0.3068** (0.0441)	0.2387 (0.1450)	0.3137** (0.0313)	0.2696* (0.0882)

注 1：表中 CAPT 表示资本流入，CAPN 表示资本净流入；每单元格中上方为系数值，*表示 10% 水平上显著，**表示 5% 水平上显著；下方为对应的 P 值。

对过去 13 年 G20 国家的实证研究表明，资本流入对各国的经济增长都有显著的影响。发达国家资本流入每增加 100 亿美元，GDP 增长率大约可增加 0.36%。发展中国家资本流入每增加 10 亿美元，GDP 增长率大约可增加 0.31%，当然，有发展中国家多为资本净流入国，因此，资本净流入每增加 10 亿美元，带来的 GDP 增长率大致也是 0.31%。相反，如果由于某种原因，出现资本流出，发达国家没流出 100 亿美元，或者发展中国家每流出 10 亿美元，它们的 GDP 增长率大约会下降 0.3%。

三、加剧经济虚拟化的风险

自 20 世纪 80 年代以来，受到信息技术进步和经济全球化的影响，国际金融出现了证券化、电子化和国际化趋势，金融创新层出不穷，金融衍生品市场异军突起，金融交易逐渐脱离实体经济。根据国际清算银行的统计，2014 年世界股票交易额占 GDP 的比例为 102.4%，1990 年该比例仅为 32%。（见图 1）国际未

偿债务余额的增长率也大大高于实体经济的增长率。在 2008 年金融危机爆发之前,二者的年均差距达到 13%。此后发达国家大力去杠杆,二者的差距大幅缩小。

(见图 2)

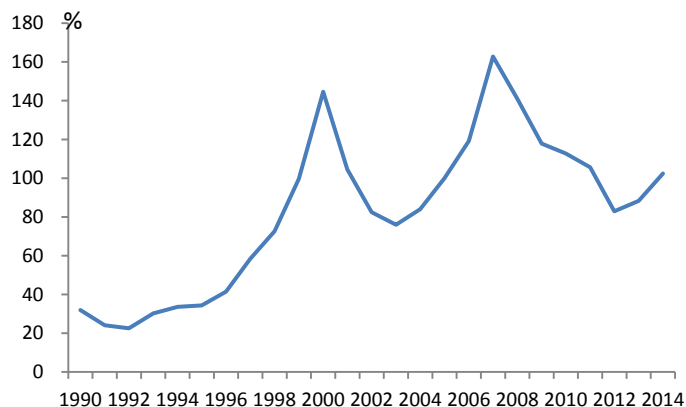


图 1 世界股票交易总额占 GDP 比重

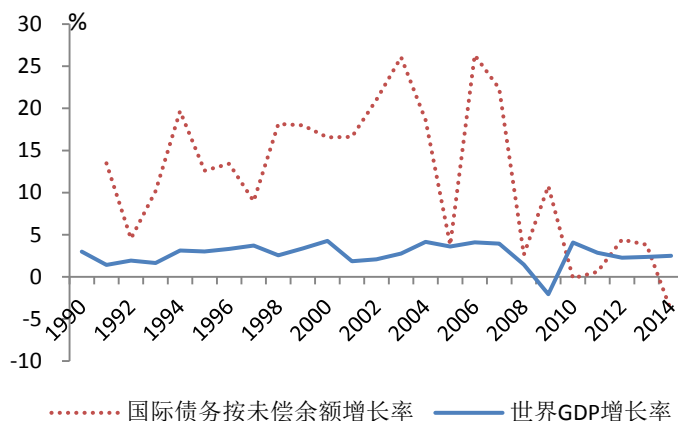


图 2 世界债务与 GDP 增长率的对比

从全球范围看,在过去的 25 年中,金融活动越来越多地关注自身的产品衍生与交易,越来越少地关注对企业和个人的信贷支持。也就是说,金融更多强调为金融服务,而不是强调为实体经济服务,金融业自身脱离实体经济自我繁荣,形成了一个快速增长、聚集巨大财富的庞大虚拟经济。在中国金融市场开放度有限、金融市场不发达的情况下,中国较少受到这种经济虚拟化影响。然而,随着中国经济、金融逐步融入全球经济,尤其是人民币成为国际货币之后,金融“脱实就虚”问题开始显现,虚拟经济甚至在一定范围内受到追捧。突出表现为一些地方政府不切实际地推动金融业发展,一些企业家不愿投资实业,宁愿通过理财、金融资产投机来“一夜暴富”。在华尔街虚拟经济示范效应的影响,金融不是主

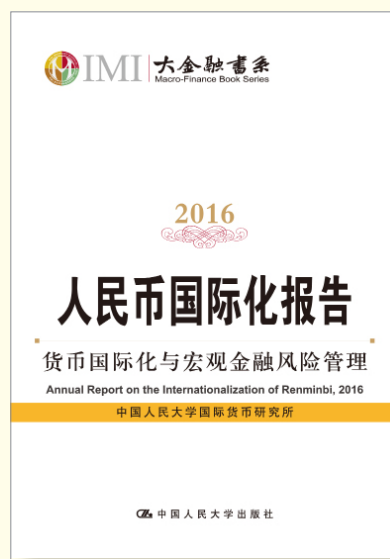
要为实体经济服务的工具，而是通过金融产品和金融市场创新，通过金融技术来“挣快钱”的手段。这种观念在不少人心目中十分流行。不难预料，在资本账户更加开放的情况下，资本跨国流动将更加频繁，规模也将扩大，一定程度上会刺激中国的虚拟经济膨胀，使原本应投资实体经济的资金投向容易“挣快钱”的金融产品，挫伤我国实体经济发展。此外，由于在国际范围内配置资源更加便捷，使得原本应投资于国内产业的资金投资于国外产业，有可能出现英美日发达国家曾经历过的“产业空心化”，有损人民币国际化长远发展的根基。

值得注意的是，世界经济发展不平衡，各国的经济周期并不完全同步，投资回报率的国际差异一直存在，在过去 20 年中，新兴市场国家的投资回报率就明显高于发达国家。随着更高水平的对外开放，中国居民海外投资机会必然增多，通过对外直接投资、对外人民币贷款、发行人民币债券等方式，可以获得较国内更高的投资收益率。这种提高资金收益率的跨国投资行为，无疑会部分挤压国内资金。发展中国家的经验表明，在完全市场机制作用下，高回报率的对外投资会对国内投资产生挤出效应，或者拉升国内的投资回报率。目前，在产业结构调整过程中，我国的第二产业平均投资收益率相对较低，容易导致资金流向回报率更高的股市或金融交易产品，从而造成金融资产泡沫，加大金融系统风险。与此同时，实体经济却得不到必要的资金支持。

在人民币国际化过程中，为了满足不同风险偏好的国际机构对人民币金融资产的需求，以及构建适当的人民币回流机制，中国需要大力发展多层次金融市场，增加多元人民币产品供给。这两个因素将共同促进我国虚拟经济的扩张。如果不能在金融发展与金融为实体经济服务之间找到一个适当的均衡点，如果不能对这一金融扩张进行有效控制和规范，就会造成虚拟经济过度膨胀，增加实业投资下降和经济去工业化风险，不利于中国经济结构稳定和可持续发展。

《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

深圳市南山区高新科技园南天路
2968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 4 月 10 日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载