

【本期推荐】

刘珺：新监管下的资管业务——价值理性和工具理性

【“财富管理”专题】

刘陈杰：新时期经济格局与家庭财富管理

周文渊：权益性REITs有望改善中国股市低分红现状

宋姗姗：我国对冲基金专户投资发展方式浅析——以海外专户管理模式为例

【海外之声】

Desmond Lachman：“美国优先”下的双赤字危机——特朗普忽视了美国低储蓄率的影响

David Skilling：美国再现单边主义——挑战世贸组织，削弱全球体系

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列四十一：强化人民币交易功能——健全人民币金融交易法律制度

**顾问委员会：**（按姓氏拼音排序）

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

**编辑委员会：**（按姓氏拼音排序）

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



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

**主 编：**曹 彤

**副主编兼编辑部主任：**宋 科

**编辑部副主任：**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：**张耘峒

**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



## 新监管下的资管业务——价值理性和工具理性<sup>1</sup>

刘珺<sup>2</sup>

2004 年是中国理财业务的发展元年，中国光大银行曾扮演了中国理财业务揭幕者的角色。时至今日，这一行业取得了重大发展，现在需要做一个阶段性的总结。

今天我主要是把资管新规（2017 年 11 月 17 日发布的《关于金融机构资产管理业务统一监管规定的指导意见（征求意见稿）》）和行业发展前景融合在哲学思维中进行梳理，分析如何重新定义中国理财业务发展和未来的趋势。

在分析时，要将价值理性与工具理性结合来看。在进行金融创新时，做正确的事情和正确地做事哪个更重要？我一直认为，做正确的事情关乎价值观，是最重要的，它是锚，是“道”，相当于罗盘；而正确地做事关乎方法论，是“术”和“器”。

价值理性本身是一种有意识的、无条件的固有价值纯粹信仰，不管是否取得成就。它是一种目的理性，是合目的性存在的意义世界，同时是建立应然的理想世界，它要批判甚至要改革的恰恰就是我们的现实世界。价值理性不以是否取得成就为第一出发点，而是以做这件事正确与否作为出发点。所以我认为价值理性是中国古典哲学的“道”。

价值理性的实现，必须以工具理性为前提。工具理性的意思是，我们在做任何一件事情时都会采取一定的办法，找到一定的工具和平台，有效地提升效率。所以，工具理性是以效果与功效为前提。但是工具理性必须统一在价值理性中，才能使得实质正义和程序正义达到一致，法兰克福学派在工具理性做了很多的探索，可供大家参考学习。一个例证是，亚当·斯密永远把《道德情操论》放在《国富论》之前，因为他认为任何理论创新、经济活动最终指向是价值的正确性。

<sup>1</sup> 本文系作者在第二届金家岭财富管理论坛上的主题发言

<sup>2</sup> 刘珺，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国投资有限责任公司副总经理

## 一、资管发展的大环境已经发生根本性巨变

当前，资管业务发展的大环境和过去已大不同。很多人认为，现在的新经济和以前没有什么不同，认为现代经济或许是经济在存量推进过程中有相当程度的质变，虽然并没有发生根本性的巨变。在这方面，我个人有一点不同看法，我始终认为这次的新经济是不一样的，它确实是新时代给我们提出的新课题，而这些新课题我们目前还没有找到合理的解决办法。

首先，不确定性是唯一确定的。现在的黑天鹅越来越多，你根本不知道你不知道的是什么，这是很危险的。同时灰天鹅也很多，就是你知道你有可能不知道的东西也会越来越多，所以变化是永恒的，不变是相对的。当然前一阶段有人探讨灰犀牛的问题，我想既然看到了那样的庞然大物，自然就会有它的解决办法，因为现在任何技术性手段任何的“术”跟“器”都是不匮乏的，真正匮乏的是价值和方向。

第二，历史的镜鉴作用不断消弭跟减小。经典理论与假设在不断地“失效”，所以想从历史上找到一些可以借鉴的经验是少之又少的。比如，有效市场与理性经济人假设，这两个假设现在已经与现实发生了偏离，所以不能在制定任何新规的时候假定市场高度有效，并且参与市场的人是高度理性的经济人。像菲利普斯曲线，通胀与失业率是负相关的，但是当前欧美经济现状是低通胀跟低失业率并存，所以在古典经济学中所采撷的理论成果，当前已经发生了严重的动摇。

再比如，我们一般认为政治跟经济之间有一个互动关系，如果政治不确定性升高，经济就会出现高波动，它是正相关的，但我们现在看到的情况是政治的高度不确定性加上经济的相对低波动性并存。每天你打开电视不是这里出事就是那里出事，政治系统的稳定性处在一个极度不稳定状态中，但无论从任何的经济指标来看，经济的波动都是比较低的，这就正好说明了经济本身跟政治本身在一定程度上出现了独立发展的自行轨迹，而这种自行轨迹会彻底改变我们未来对经济的看法。

第三，趋势性的变化是科技的颠覆性作用在不断强化。以前我们经常说科技是工具，科技是手段，科技是第一生产力，但现在科技作为第一生产力发生的颠覆性作用越来越大，产生“创造性破坏”现象。这就说明，可能某项新科技一出



现，它就会产生颠覆性的冲击，而这种冲击将是在历史上从来没有经历过的。所以遇到的风险会比以前更为复杂。

## 二、资管规模巨大 短时间内全面改革较难

现在回到我们的主题，从理财到资管，确切地说，资管行业的起步是 2004 年，光大银行推出的“阳光理财 A 计划”，所以 2004 年应该是中国的理财元年。理财业务发展至今，有几个重要的驱动力，这也是我一再强调的，任何事物的发展肯定有它的假设前提跟时代背景，如果抽离这些假设前提跟时代背景，空谈理财跟资管是如何发展起来的，那完全是在描绘一个空中楼阁。资管行业发展的驱动力在于中国的宏观经济转型，一定程度上强调实体经济跟金融经济之间的互动关系，如果没有相当程度的财富积累，就不可能有理财跟资管业务的蓬勃发展。金融科技在不断进步，我们对金融工程、模型、资产管理的理解都跟以前有了质的提升，同时监管鼓励创新，银行也在实现从信贷业务为主向以信贷业务、中间业务和其他业务相互融合的多元化发展模式转型，这些驱动力使银行理财业务有了长足的进步和发展。

理财预期收益率与定期存款收益率之间的利差在一定程度上的稳定与扩大，是理财业务发展的前提条件。如果存款能给储户相应回报的话，储户转移到理财的动力不足，这就说明，低风险的储蓄业务跟相对中性乃至高风险的资管业务之间有一定的收益差异，驱动储户转移到理财业务，丰富了银行获得收益的途径，同时活跃了金融市场，增进了社会的整体财富。所以，从价值的角度来讲，资管业务确实提升了社会整体福利，这一点是毋庸置疑的。

近年来资管业务快速增长，无论是银行的理财产品，还是整个的资产管理业务，量级都是相当之大，在中国达到万亿级是比较轻松的，但在国际市场上，达到 10 万亿、60 万亿这种数字都已是天量级。很多人可能会说这个数字比较模糊，我宁愿相信模糊的正确。所以，这里面传递出来模糊的正确信息是，我们的资管业务量级已经相当之大，对它的监管和风险管理，包括采取去杠杆的措施，一定要慎之又慎。因为资管业务规模已经很大，所以不可能在瞬间或者隔夜之间就完成对如此大量级业务进行全面改革，这一点我们必须牢记在心。

其实，无论是资管业务、理财业务，还是银行跟其他金融机构之间的通道业务，都属于影子银行。影子银行是太平洋投资管理公司执行董事麦卡利提出的概念，中国的影子银行处在相对快速的增长过程，道理和刚才叙述的类似，即银行在转型期需要获取其它来源的收入，使收入多元化，这就在无形中从表内走向表外。

我们看到，整个金融体系中，除了可见的资产负债表之外，还有一个庞大的表外业务群体，而这个庞大的表外业务群体有一部分是准表外式表内，有一部分是真表外。所以，我们在识别中国影子银行时，还要注意和传统的影子银行概念（也就是西方的影子银行概念）相区分，真正做到有效识别、有效管理。

### 三、资管行业监管的“道”与“术”

既然提到资管新规，就一定要考虑到监管的变轨。我一直认为“强监管”的“强”是动词而非形容词，“强”是强化、加强的意思。监管不分强弱，监管只有好坏和是否适度。

结合价值理性和工具理性，我想给大家梳理几条我自己的思考。

思考之一，不要过分区分虚拟经济和实体经济。仔细研究西方的虚拟经济乃至全球的虚拟经济就会发现，“虚拟经济”本身的词根也是指向“价值”的，与“实体经济”的指向是高度一致的。

思考之二，价值理性在金融领域特别是资管领域体现在两个根本性概念，就是货币的时间价值，以及风险和收益的正相关关系。如果资管业务能充分体现这两条根本价值，我们就可以说这个产品的设置是合乎价值理性的。如果我告诉你，你承担了低风险同时获得了高收益，并且你还相信的话，那不是我的价值出了问题就是你的价值出了问题。

思考之三，工具理性怎么达到资管领域的价值目标呢？我认为最重要的是两点，信息披露以及合格投资人建设。这听起来是很简单的两点，但做起来却不一定简单。

思考之四，资管业务转型的价值理性体现在什么方面呢？我认为是要体现金融中介的职能，也就是说，资管业务本身是中间业务，它在一定程度上是弥合投



资人和金融机构之间的供需，因此不应在资金池的运作基础之上发展出来类自营业务，这样就不是金融中介了。并且，资管业务获得的收益理应是投资人收益的一部分，在扣除必要成本等收益之外，资管机构应让收益全部回归到投资人手中。如果资管机构只是给投资人一个既定收益，而其他增量部分全被消化的话，也不能叫做金融中介。所以，它的价值理性应该是金融中介职能的回归。

思考之五，价值保护和价值创造，我和很多的学者一直有不同的意见，我一直认为价值保护是在价值创造之前的。并不是所有理财投资人都希望自己的价值有一个几何提升，如果他相信风险和收益是正相关的关系，他就不应该有这种不合乎逻辑的希望。所以，价值理性的第一步是要保护它的价值，其次才是如何进一步创造增量价值，而不是本末倒置。所以，如果金融机构提供的理财产品是无限高收益的产品，并且告诉投资人这是在创造新价值，投资人就一定要警惕。

思考之六，工具理性首先是打破刚兑。如果没有刚才提到的信息披露以及合格投资者建设，打破刚兑就是不可能的。因为打破刚兑必须依赖于高度对称的信息披露，否则是要打破什么样的刚兑呢？如果说这个刚兑是一个硬承诺，就不存在“打破”的问题，而是必须保证兑付，因为这是法律，是契约精神。

思考之七，禁止资金池的运作。并不是说资金池运作不好，在高度信息对称的基础之上，资金池运作是可以的。但资金池现在的问题是我们的资金池成了有三聚氰氨的奶粉，所以这样的资金池是值得担忧的。要解决这种担忧，就必须辅助于信息的高度透明，以及要防范影子银行的风险，加强“非标”业务管理。

#### 四、未来监管要全面有效地建立资管的“度”

监管未来的趋向是什么？我们到底应该采用什么样的方式，全面有效地把资管业务的“度”建立起来呢？

首先是作用之度。既然是表外业务，就不能要求资管业务承担全面提升金融机构业务能力以及收益的任务，银行不能指望由资管业务承担起重新繁荣资产负债表的任务，就像富国银行一样。

第二，客户之度。也就是合格投资人制度。对于客户要分类管理、分类识别，要有效的告诉客户，其风险识别度与其最终所做产品之间是有对应关系的。

第三，风险之度。资管产品的风险并不一定比股票小，资管产品并不一定就没有衍生工具的嵌入，资管产品的风险并不一定是线性而非结构性。大家一定要有效识别其风险特征，从而进行适度的风险嵌入。

第四，规模之度。中国的金融从业者一旦发现一个新产品，往往希望这个产品能在一夜之间长大、冲向市场，这是不可能的。并且，中小商业银行的资产负债表也就在4万亿左右，要做出一两万亿的资产管理业务，资产负债表是背不动的，也就是如果表内规模相对较小，是承受不住大规模表外的，所以一定要在规模上有上限，这是风险管理的最基础内容。资管业务不是越大越好，一定要是合乎“度”的大，而非超乎“度”的大。

第五，宣传之度。如何准确传递产品信息，这很重要。我们现在看到的更多是预期收益率和最高收益率的宣传，但没有宣传真正该宣传的东西。

第六，管理之度，也就是如何使得整个流程管理合乎“度”。

我自己有一个“一键通”式的建议，如果能够实施，那么对于资管业务的监管其实会相对比较容易。我的建议就是一一定要做信息披露，特别是做最坏情景的分析和披露。其实我们最需要告诉客户的，就是在最坏的情况下会损失多少，而不是在最好的情况下会收益多少，这是监管的题眼。在此基础上，投资人会做出相对理性的判断。因此，信息披露并不是披露的正向部分越多越好，而是一一定要把最坏的情况说清楚，这样才能保证监管到点上。尤其是金融科技，往往会出现类似的问题。

最后我想说，要考虑到全局理性。有了全局理性，会发现我们的世界在变，并且变化速度超出寻常，变化趋势难以捉摸，但无论是资管业务的监管者还是从业者，都应该有一颗拥抱变化的心。



## 新时期经济格局与家庭财富管理

刘陈杰<sup>1</sup>

2017 年全球经济温和复苏，美国、欧洲和日本等发达经济体经济增长、通货膨胀和就业市场均出现了明显的好转。同时，全球宽松货币政策进入尾声阶段，各大经济体的金融市场也涨势良好。

2017 年中国权益市场呈现出几个特点：第一，股市整体温和上涨，波动率较之往年有所降低；第二，股市的结构性分化行情显著，价值蓝筹股取得较大涨幅，小盘股压力较大；第三，相对于房地产、债券等大类资产，股市的投资价值凸显，新增资金持续进入现象初现。

经济基本面对于权益市场的影响将降低，且 2018-2020 年，中国经济增长可能在 6.5% 的平台上稳定，全球经济也到了潜在产出的新平台，更多是经济结构带来的机会。

展望 2018 年，家庭财富管理应该如何选择，中国权益市场将会如何，新的金融监管政策对于 2018 年的权益市场有何重要影响，房地产行业还能继续配置吗，债券市场的投资机会几何？本文以金融监管的背景、目的和手段出发，贯彻十九大报告提出的化解不平衡不充分发展精神，阐述 2018 年家庭财富管理的投资机会。

### 一、新时期经济新格局和家族财富资产配置

金融空转、资产泡沫就是所谓的灰犀牛。全球经济在 2018 年可能延续温和复苏的态势。美国经济正势头强劲地走向 2018 年，可能会更广泛地提高工资和通货膨胀，要求美联储明年加息三次。

<sup>1</sup> 刘陈杰，中国人民大学国际货币研究所研究员

中国国内来看，金融空转、资金脱实向虚将会对中国金融稳定和经济稳定造成重要影响。无论是 2015 年的股灾、2016 年初的熔断和近年来的房地产泡沫，都揭示了新时期防范金融风险的迫切和维护中国金融稳定的重要。

按照我们的统计数据测算，2014 年是中国资产价格和实体经济基本面开始脱节的元年：2014 年之后，股市与实体经济基本面开始高度负相关；人民币汇率自 2014 年开始贬值压力加大，我们监测的热钱持续流出；单位 GDP 所需的货币信贷密度开始明显增加，货币政策有效性降低。这些不寻常现象的背后，就是实体经济投资回报率开始持续低于实际融资成本，经济可能逐渐陷入“庞氏增长”阶段。

一系列的金融风险乱象，深层本质在于不断下行的实体经济资本回报率与居高不下的实际融资成本之间的矛盾，单位资本投入实体经济所产生的回报率甚至开始低于金融市场的无风险收益率。资金当然不愿意进入实体经济，宁可在金融体系空转。

按照我们最新的测算，2016 年底，中国实体经济投资回报率为 4.2%，低于目前金融市场的无风险收益率。这一阶段的典型特征：

(1) 资金不愿意进入传统实体经济，主要因为实体经济投资回报率较低，甚至低于金融市场无风险收益率；

(2) 行业结构性分化，“旧经济”行业（煤炭、有色、钢铁、基建等）生产经营困难加大，金融风险加大；“新经济”行业泡沫化，估值过高；

(3) 资本市场主要受到流动性和风险偏好推动，而不是基本面，资金流动迅速，呈现泡沫化特征；

(4) 股市、房地产、债券市场等各个大类资产之间，呈现出明显的轮动效应，即资产配置之间存在着明显的负相关效应，资产是资金轮动推动，而不是经济基本面。

因此，实体经济投资回报率低于融资成本，是金融风险频繁显现的根本原因，并在不同领域逐步显现。强调金融监管的背景是防范进一步资产泡沫，防止资金持续空转，防御潜在的金融风险。



系统性纠正政策误区，抬升利率，降低杠杆，改革实体经济，实质性化解灰犀牛风险。面对实体经济投资回报率持续低于无风险收益率的情景，政策制定者第一反应是压低实体经济融资成本，使得投资回报率高于融资成本。

一方面，压低融资成本较之抬升实体经济投资回报率要容易一些；另一方面，一些债务沉重的企业需要活下去，降低融资成本成为他们的主要呼吁，政策制定者容易被左右。

然而，日本的例子让政策制定者更加意识到降低融资成本的中长期弊端。按照日本央行研究学者的数据，日本在 1984 年开始出现实体经济投资回报率持续性低于其融资成本，经过 1985-1990 年的资产泡沫之后，日本央行开始加大力度降低融资成本。然而，极低的融资成本并没有挽救实体经济回报率的低迷，也没有使得市场及时出清，同时更没有给企业以足够的创新和提高全要素生产率的压力。因此，在实体经济投资回报率降低阶段不断调低融资成本的政策导向在中长期来看是误区。

《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）中的要点概括：第一，控制金融产品杠杆率；第二，适度打破刚性兑付；第三，对互联网金融进行整治；第四，对私募、公募的风控等要求更加严格规范，打击控股银行等金融机构。

因此，未来一段时间，我们将会见到化解灰犀牛风险主要为两步：第一步在金融领域，抬升利率，降低杠杆；第二步主要是改革实体经济并行，地方融资平台、房地产、国有企业改革。

2018 年全年利率水平可能在 4% 左右或以上，金融杠杆率进一步降低，实体经济改革，比如在地方融资平台和国企改革等将超预期推进。权益市场的估值中枢可能持平或略有降低。2018 年加强金融监管实践的影响，对于权益市场而言，有利有弊。

有弊的方面，主要是在于利率提升和杠杆控制对于权益市场估值中枢的影响。当利率水平接近或超过合意的利率水平（根据泰勒规则，按产出缺口和通胀预期测算的利率中枢水平），此时的利率提升将对权益市场的估值产生负面的影响。

此时的合意利率水平，对应十年期国债收益率就是 4% 左右。因此，2018 年进一步抬升利率水平，将对中国权益市场的估值水平产生负面的影响。

有利的方面，主要是来自于资产配置层面，抬升市场利率，降低金融杠杆，最直接受损的是房地产和债券市场。按照大类资产配置轮动的判断，资金将会从房地产和债券市场挤出，部分进入权益市场，新增资金有助于抬升权益市场的估值中枢。

因此，我们的判断是 2018 年的金融监管对中国权益市场的整体影响可能偏中性或略微负面。股市的风格方面，小股票对于流动性和风险偏好的要求较高，因此 2018 年依旧不是小盘股的年份。中国权益市场依旧是结构性的市场，涨幅可能略低于 2017 年，但结构性的机会很多。

房地产行业在 2014 年之后，逐渐从供小于求，转变为供大于求，且投机性购房需求在金融监管加强的背景下逐渐下降。金融杠杆被压缩，使得居民购房的能力在下降。按照我们的统计数据：第一，目前新购房的居民中使用杠杆大约占到全部房款的 10%-20%，且目前消费贷或其他居民融资渠道被严格监管；第二，一二线城市可供出售的房屋数量达到近 2 两年的新高，成交量是近一年的新低，成交价格普遍下跌了 10% 以上；第三，房产税、遗产税等税收长效机制广泛讨论，租房等具体政策措施更为清晰。因此，2018 年家庭财富管理的资产配置，我们并不推荐房地产。同时，三四线城市的货币化棚户区改造力度减弱，居民资产负债表中房地产占比过高（70%）等，也使得房地产的配置需求降低。

债券市场，由于通胀预期的压力和金融监管的加强，使得 2018 年债券市场的投资性机会并不大。大宗商品市场、基本金属可能随着供给侧改革走向平稳和总需求的平稳下降，变得机会不大。油价可能会由于地缘政治等因素，有一定的涨幅机会。

因此，2018 年经济新格局阶段，各类资产中，我们依然相对的看好权益市场的投资机会。

## 二、权益市场的风格判断和结构性机会



小盘股依旧机会不大。2018 年大小盘风格选择方面来看，小盘股压力仍然较大，需要精选和等待。小盘股估值溢价主要由三个方面因素影响：经济基本面、流动性松紧程度和市场风险偏好，这几个方面用量化的指标（分别为 PMI，M2 缺口，汇率贬值预期）来解释小盘股估值溢价，可以达到 80%。

经济基本面，即宏观经济增长情况，经济基本面越弱，小盘股越受欢迎。流动性松紧，即货币政策是否宽松，流动性越宽松，小盘股越受青睐。市场风险偏好，即投资者是否对目前的市场和未来的发展有信心，有信心才能“讲故事”，“讲故事”有人信才能维持高估值，风险偏好越高，小盘股越受追捧。我们看影响小盘股估值溢价的三个因素。

前瞻地看，经济基本面在 2018 年将下降至 6.5% 附近，这一点是市场一致预期，我们认为出口和房地产投资未必有市场想象的那么差，特别是上半年。流动性而言，2018 年货币政策中性偏紧，货币增速目标下调，强调防控金融风险，预计 2018 年流动性方面不能乐观。风险偏好方面，2018 年是金融监管年，也是全面贯彻十九大精神的一年，资产价格风险偏好建议谨慎。因此，总结起来，从经济基本面、流动性、风险偏好三个角度来看，选择小盘股的风险较大。目前而言，小盘股不是不好，是时候未到。

权益市场的结构性机会，主要围绕不平衡和不充分。

首先从不平衡说起，着眼于未来，政策将更加强调公平的发展，收入和财产的公平，基本公共服务的公平。穷人的收入增长是通胀，富人的资产增长是泡沫。有产者可能在未来进一步受到抑制，普通居民的生活可能得到进一步的保障。第二，不充分发展主要是科技立国、环保、农村发展。科技立国，主要是高端装备制造，5G 和集成电路的弯道超车。环保主要是区域性的环境保护，已经环保的约束变硬，纳入地方政府官员考核。农村发展主要是农业基础设施、农村居民妥善进入城镇发展，发展特色农业和提高农业生产率等。

因此，2018 年股市的结构性机会，主要在体现大众消费升级（估值合理的食品饮料、医药、教育、娱乐、物流等）、制造业升级（5G、集成电路、新能源汽车、龙头的机械制造业等）、环保（水污染、土地污染和大气污染等）、农业（农村基建、农业机械和生物育种等）、军工（中东和东北亚地区局势紧张，更多装

备列装军队)、大银行(金融监管利于大银行)、大保险(利率), 证券(资金进入权益)等。



## 权益性 REITs 有望改善中国股市低分红现状

周文渊<sup>1</sup>

作为房地产调控长效机制的配套措施之一，4 月 25 日，住建部、证监会联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，明确开展住房租赁资产证券化的基本条件、优先和重点支持领域、工作程序、监督管理等内容，鼓励专业化、机构化住房租赁企业开展资产证券化，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，且明确指出，“试点发行房地产投资信托基金（REITs）”；这标志着中国版公开发行的 REITs 正式走向前台。

### 中国版 REITs 与国际主流 REITs 的差异

REITs(Real Estate Investment Trusts)是一种以发行证券的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分红给投资者的一种信托基金。REITs 在性质上等同于基金，REITs 既可以封闭运行，也可以上市交易流通，类似于封闭式基金。近二十年来，北美地区的 REITs 收益为 13.2%，欧洲地区为 8.1%，亚洲 REITs 的平均收益为 7.6%。

REITs 的发展已经非常成熟，据全美不动产投资信托基金会（NAREIT）的统计，目前世界上约有 37 个国家和地区建立了 REITs 制度，覆盖美洲、欧洲、亚洲、大洋洲，既有发达国家也有发展中国家，目前，全球 REITs 的总市值已达 1.7 万亿美元。中国金融市场对 REITs 的研究、论证和实践也有了较长的历史，2007 年人民银行、证监会、和银监会的 REITs 专题研究小组分别成立，各相关监管部门都开始启动中国 REITs 市场建设的推进工作；2016 年 10 月 10 日，国务院发布《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发【2016】54 号），其中第 11 条“支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型。” 目前在国内发行的租赁市场资产证券化产品总规模已超 500 亿元，但

<sup>1</sup> 周文渊，中国人民大学国际货币研究所研究员

这些产品大多为私募 REITs。

近一两年来，中国类 REITs 产品层出不穷，但多为债权性的私募产品，中国至今并没有在公开市场交易的标准化权益型 REITs。从近期披露的制度和中国的实践来看，目前中国版的 REITs 与国际上主流的 REITs 存在一些差异。一是国内 REITs 与国际市场主流品种的底层资产存在差异。标准化 REITs 底层资产一般是发行主体持有的物业，而国内 REITs 底层资产比较多样化，既有物业的 BOT 运营权，如鹏华前海万科 REITs，有通过资产计划嵌套私募基金持有物业，如中信启航专项资产管理计划。其次是投资产品通道（SPV）不同。标准化 REITs 投资者持有的是具有取得房地产投资信托资格的公司的股票或者基金份额，而国内类 REITs 投资者多为持有资管计划的优先级（次级一般原始权益人持有）。三是，也是较为重要的是国内外税收制度不同，取得房地产投资信托资格后标准化 REITs 对于分红部分一般免除公司所得税，而国内暂无相关税收制度安排。

### 权益性 REITs 有望让 A 股真正走向价值投资

REITs 既是一种金融产品更重要的是它也是一项产业政策。自 1998 年启动的房地产牛市周期持续已经接近 30 年，主要城市的房地产价格水平达到较高的位置，特别是经历 2015-2016 年的加速上涨之后，房价收入比脱离了经济基本面；为了应对房地产价格过快上涨，中央推出了租售并举的房地产调控政策，推动租房租赁市场的发展。然而由于房地产租赁市场资金流、信息流的制约，租赁市场流动性较差。推动房地产租赁市场建设既要在土地制度上给予倾斜，更重要的是需要在租赁资产退出机制上形成市场化机制，打通租赁市场产业链。推动住房租赁资产证券化和 REITs 正是建设租赁资产金融交易市场的重要举措，对推动租赁住房市场发展举足轻重。当然，REITs 也是一项非常重要的金融产品，目前中国金融市场交易工具逐步完善，股票、债券、大宗商品、外汇及衍生品等金融产品日趋丰富，将房地产资产纳入到金融市场交易范围，有利于丰富投资者投资品种，有效降低系统性风险。

REITs 政策对房地产企业形成了直接利好。有助于盘活住房租赁存量资产、加快资金回收、提高资金使用效率；降低住房租赁企业的杠杆率，服务行业供给



侧结构性改革，促进形成金融和房地产的良性循环。最大的受益者应是持有一线城市住房公寓的品牌商，《通知》提到鼓励专业化、机构化住房租赁企业开展资产证券化。住房租赁资产证券化将直接解决他们的融资问题，有利于规模的快速扩大。其次是地产开放商，如万科近期推出的 180 万租房 10 年的产品，从个人租房角度看，这种模式很难成功，但一旦解决品牌公寓融资问题，这些品牌公寓可以从房地产开放商一次性支付多年租金后自己运营，或者说直接买下运营。之前万科 30 亿元入股链家也是看好这部分存量住房租赁市场。

REITS 市场的发展将对中国金融市场的深化发展产生积极作用。目前 ABS 底层资产多样化，这增加了投资者的识别难度，而住房租赁市场将是一个巨大的市场，此类 ABS 具有同质化，大大降低投资者识别难度，住房类 ABS 未来将是固定收益类金融资产中一个大类。对于权益性 REITs，其高分红特点，也有望改善中国股市低分红的特点，让股市真正走向价值投资。

### REITS 产品或造成租赁市场的类次贷危机风险？

当前中国发展 REITS 市场也面临一定不确定性。一方面是税收问题。从《通知》发布部委来看，一些监管的细则还要等后续方案以及实施过程中完善，其中双重征税问题将是有待制度进一步明确的重点。从国外来看，只有取得房地产投资信托资格的公司或者基金才有税收优惠政策，未来 REITS 产品能否顺利发展，需求解决双重征税问题。

中国发展 REITS 可能面临人才瓶颈。REITs 基本上是权益类产品，而这类产品的收益率并不是固定的，基本上取决于 REITs 的管理团队能力。它的运作复杂，专业性强，需要有一个能既懂房地产专业知识，又掌握投资银行业务和相关法律法规的人才团队，实现 REITs 的专业化管理，制定最优投资策略，降低风险，提高收益。

此外，也有人担心 REITS 产品可能造成租赁市场的类次贷危机风险。不过从中国当前公布的政策来看，租赁资产的证券化对底层资产进行了严格把关。比如《通知》明确了开展的条件和重点领域。规定发行条件：（1）物业已建成、权属清晰，已办理住房租赁登记备案相关手续；（2）物业正常运营，产生持续

稳定的现金流；（3）原始权益人具有持续经营能力，最近 2 年无重大违法违规行为（未明确是否需要连续经营两年以上）。优先的重点领域优先支持大中城市、雄安新区等国家政策重点支持区域、利用集体建设用地建设租赁住房试点城市的住房租赁项目及国家政策鼓励的其他租赁项目开展资产证券化。这些项目都是优质资产，不会形成类似于次贷危机的风险。



# 我国对冲基金专户投资发展方式浅析——以海外专户管理模式为例

宋姗姗<sup>1</sup>

如今,对冲基金作为一种新型的投资工具,正在受到国内投资者越来越多的关注。对冲主要是指投资者通过期权、期货以及其他金融衍生品规避风险的一种保值操作。而对冲基金则利用多种金融衍生产品与金融工具相结合,通过对冲、套期保值或其他策略来赚取利润。相比于欧美等较为成熟的金融市场,对冲基金在我国起步较晚,目前仍处于初级发展阶段,而大部分对冲基金主要集中在私募投资基金领域,公募基金的相关产品及策略较少。2014年是我国私募基金发展重要的一年,随着《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》的施行,我国的私募基金行业进入了爆发式发展。根据私募排排网与基金业协会的数据,截至2017年2月,我国共有48626支私募基金,认缴规模11.35万亿元。其中,股票策略6464支,复合策略4266支,管理期货1457支,债券策略1417支。根据私募产品的实缴规模划分,管理规模大于100亿元的私募基金有145家,规模在50亿—100亿元的有173家,另有473家私募基金管理规模在20亿—50亿元。

## 我国对冲基金发展现状:行业蓬勃发展,投资方式有待改善

虽然对冲基金行业已经进入蓬勃发展的阶段,但我国投资者对于对冲基金的认识与了解仍然有待提高。首先,对冲基金在策略设置上较为复杂,一方面会涉及各类复杂的金融衍生品,另一方面对冲基金的主策略下往往包含许多子策略,这对投资者对于金融产品的理解与认识有较高要求。其次,对冲基金在信息披露频率上与传统的公募基金相比较低,绝大多数对冲基金每周甚至每月披露一次净值,如果不进行较为深度的尽职调查,投资者很难根据对冲基金的收益曲线来判

<sup>1</sup> 宋姗姗,中国人民大学国际货币研究所研究员

断其表现情况。最后，对冲基金往往面临投资风格漂移的情况。对冲基金的主要投资群体为机构投资者与高净值个人投资者，在他们的投资组合中，对冲基金是其投资组合的一部分，投资风格的漂移往往会造成对冲基金收益曲线与投资者原有组合相关性的改变，从而无法有效地实现风险的分散化。尤其是当前，银行、券商、信托公司、基金等都在大力推进 FOF 投资的发展，它们成为市场上对冲基金的主要投资机构，其资金规模大，且资金属性就要求其账户的独立性、安全性等都非常重要，在这种大的背景下，专户投资的方式应运而生。

### 我国专户投资模式投资者参与度：重前期投资轻投后管理

专户投资，又称专户理财，是指基金管理公司向特定的客户募集资金，或接受特定客户的资金委托，运用委托资金进行证券投资的一种投资方式。在欧美国家，这种投资方式又叫做管理账户(Managed Account)。而在 2008 年金融危机之后，投资者发现传统的专户投资方式在信用风险、流动性方面面临较大问题，因而根据资产管理机构提供服务的不同，又相应出现无管理账户平台的单独管理账户(SMA)，通过精细化管理账户平台的定制化解决方案(D-MAP)，以及通过外部管理账户平台的定制化解决方案(E-MAP)(BHADURI, 2015)。

在我国，专户投资的方式发端于私募基金。早期私募基金法律法规并不健全，其产品管理或是依托于信托等通道，或是通过专户进行管理，因而私募基金早期的专户投资是一种缺乏法律保障的资产管理产品。私募基金专户管理的优点是产品账户对投资人和投顾均完全透明，其成立也相对便捷。但其缺点也非常明显：缺乏有效托管，投资人可以随意取出资金；缺乏有效估值，管理费用计提以及业绩报酬提取计算容易产生纠纷；产品账户由投资人掌握，投顾存在无法获得业绩报酬的风险。

随着资产管理行业的不断发展，越来越多的公募基金也开始推行专户管理的产品。公募基金专户与私募基金专户有显著不同，其产生是由于常规公募基金面向大众进行募资，难以满足大型专业投资者的定制化需求而孕育产生的一种管理账户。其有完整的经纪商、托管、估值清算体系，但一定程度上已经与传统私募专户较为不同；其对投资者并不完全透明，可以看做是公募基金设立的私募型产



品。在公募基金中专户投资又分为“一对一”与“一对多”两种业务模式。基金专户“一对多”开始于2009年，主要向两个以上的客户募集资金，或者接受两个以上客户的资金委托；而“一对一”业务则更加类似于私募基金的专户理财模式。专户投资一般起投金额为2000万元至3000万元以上。对于公募基金，根据《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》的规定，“一对一”要求客户初始资产不低于3000万元；“一对多”要求整个资产管理计划初始金额不低于3000万元，不高于50亿元，投资者人数不超过200人，单笔委托金额在300万元以上的投资者数量不受限制；而私募基金在专户理财的初始资产规模上较为灵活，所受限制较小。从投资策略上来看，根据投资者的不同需求，基金管理人可以调整其投资方案与投资策略，并负责相应的投后管理工作。

我国的机构投资者，例如银行、保险公司更加偏好以专户的形式投资于对冲基金。这一方面受其对投资标的要求的制约，专户投资可以更好地满足投资者对投资标的的要求，例如控制股票敞口，规避配置某类资产；另一方面，专户投资在申购赎回、预警止损线的设置，以及费率上相比于传统的集合投资更加灵活；再者，对冲基金管理人可以根据投资者的具体要求灵活设置投资策略，从而更好地满足投资人对于收益风险的要求。而专户投资的方式也可以让投资人更加主动地参与到整个投资方案和投资策略的制定设计中，在投资过程中更加紧密地跟踪产品表现，灵活调整资金配比，及时甄别投资风格的漂移，从而实现整体投资组合的收益最大化。然而，从目前我国对冲基金专户投资的发展情况来看，投资者在投资策略的制定上参与度较高，在其他合作方包括托管方、信息技术提供方的筛选以及投后管理上参与度较低。

### 欧美市场上的专户投资模式未来可能在我国有较大发展空间

相比于国内，欧美市场上对冲基金的专户投资有多种不同的方式。Bhaduri (2015)研究并比较了几种不同的对冲基金专户常用投资模式。第一种没有定制化解决方案服务的单独管理账户(SMP)，类似于我国传统的专户投资，但是与国内专户投资不同的是，在该类投资模式下，投资者可以选择做市商、审计方以及托管方等其他合作方，因此投资者对整个投资流程，从前期投资策略设计到后期投

后管理掌握更多的主动权，并且对该产品在存续期间的表现有更加全面透明的了解。但是，此种投资模式增大了对投资者在技术、结算等后台工作的压力，尤其对投资者在投后管理的具体技术问题上有一定要求，并对其最低投资规模有较高要求。

该种模式在国内也在逐渐兴起，尤其是对于部分银行、保险公司等机构投资者。此类投资者的专业度较高，对金融市场的了解较为深入，且其对投资过程中的各类合作方也有相应的更为细致的要求与偏好，因而，此类投资者在进行专户投资时，往往会根据投资策略的偏好选取相应的对冲基金管理人作为投资顾问，然后根据机构内部对于中后台服务的具体需要来选取信息技术、资金托管等服务的提供商，工商银行、浦发银行等大型机构均采用过此类投资方式。

第二种投资模式主要针对机构投资者，主要通过特定管理账户平台(D-MAP)进行对冲基金的投资。在该种投资模式下，特定管理账户平台(D-MAP)主要负责整个投资过程中的结算、技术、风险管理等工作，机构投资者可以根据自己的需求选择相应的投资策略，同时在后台工作上的压力大大减轻。目前国际领先的资产管理机构，包括 Lyxor, Innocap 等均开始提供此类投资模式。

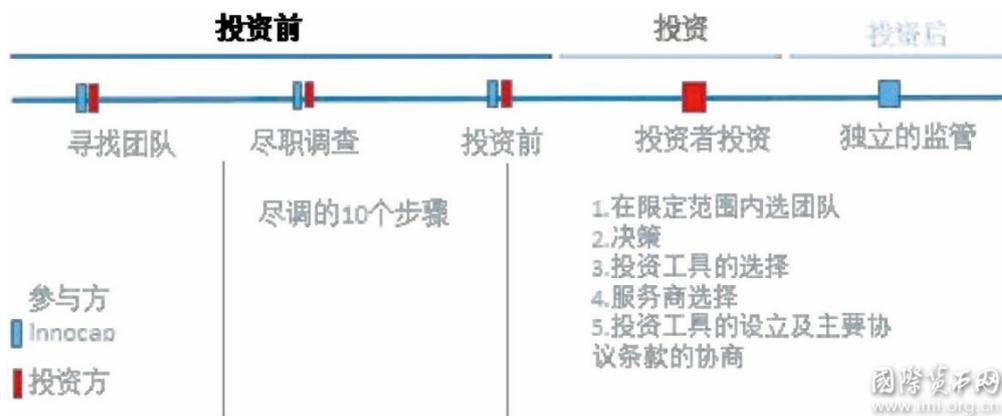


图 1 投资前后情况对比表

在整个投前过程中，D-MAP 与投资者共同进行前期的风险评估、尽职调查等工作，投资过程则主要由投资者主导，而投后管理则由 D-MAP 来提供。投资者可以根据自身需要，时刻把握投资进程，并进行相应的投资决策。

但该种模式的缺点在于投资者在对对冲基金进行尽职调查的同时，还需要对 D-MAP 进行单独的研究调查，同时，由于在投资流程中多了一层机构，投资的总费率会相应的提高。另外，该类投资模式对投资者的最低投资规模也有相应的



要求。从中国本土的情况来看，投资决策由投资方和第三方一起做出，投后管理由第三方来负责，这类管理模式，未来将更加适用于投资团队精小、没有太多人力的大型机构投资者，如财务公司、信托公司等公司的自营部门，以及高净值客户的家族办公室。

第三种模式为外部管理账户平台(E-MAP)模式，是2008年金融危机后开始兴起的。E-MAP更加类似于对冲基金与投资者之间的中介，即E-MAP对不同的对冲基金进行专户投资，然后将这些产品放在其平台上由投资者根据自身需要进行选择投资，因而E-MAP从某些程度上来看类似于FOF。实际上，部分E-MAP来源于正在运行的FOF产品，部分由银行直接管理，还有一些仅限于CTA策略。然而在该种投资模式下，E-MAP选择相应的服务提供商，投资者对整体投资流程的控制度降低，而且投资者还面临着E-MAP管理者的信用风险以及多一层费率的问题。但是E-MAP为投资者多提供了一层风险隔离手段，同时在初始投资规模的要求上要低于SMP与D-MAP模式。虽然存在以上的问题，但是由于信息不对称以及议价能力的不同，在中国市场上，这种模式未来可能更加适合互联网金融平台，如在蚂蚁金服、京东金融、百度金融等这类大型互联网机构，以及基金、券商等平台上更加适用。实际上，这类投资方式相当于“批发采购”基金，然后再“零售”给投资者，这些互联网机构一方面可以用自有资金进行前期的“批发采购”基金，议价能力较强，另一方面也有渠道“零售”给投资者，赚取差价，而投资者相当于购买了平台担保的“贴牌”产品。

### 我国对冲基金专户投资的发展建议

随着对冲基金管理法律法规的逐步完善，中国对冲基金业已经快速经历了从通道业务为主、专户管理为辅的管理模式，转向了以自主发行产品管理为主的管理模式。但随着机构投资者越来越多地配置对冲基金，对于基金透明度、投资标的等约束将会越来越个性化和定制化，自主管理产品的不透明性劣势将会成为许多大型机构投资者投资对冲基金的重要障碍，在此，专户投资的透明性优势将会重新显现，且伴随着审计、托管、结算和风控在专户投资中的配套，专户方式将会得到更多机构投资者青睐。

然而，目前我国在对冲基金专户投资模式上与海外市场仍然有差距。我国的专户投资在投资策略的灵活度上虽有所改善，但是在更加精细的投后管理，包括信息技术支持、审计方、结算机构，托管机构等方面仍存在一些不足之处。随着我国对冲基金在全市场的认可度进一步提升，投资者在此类投资上将变得更加专业，相信更加多元化的专户对冲基金投资模式将在市场上涌现。从另一个角度来说，为了更好地满足各类投资者的需求，未来金融服务类公司的机会也会越来越多，中国投资市场的专业化程度和细分程度将进一步加强，而随着参与者的专业化和成熟度提高，中国资本市场将会更加稳健地发展。



# “美国优先”下的双赤字危机

## 特朗普忽视了美国低储蓄率的影响<sup>1</sup>

Desmond Lachman<sup>2</sup>

保持经济政策的一致性不是特朗普政府的长项。这点从当局对中国贸易提案和自身预算政策之间的相互矛盾就能看出。对美国及全球经济来说，这或许不会带来好结果。

特朗普总统“美国优先”贸易政策的一大目标就是消除美国普遍的贸易逆差，尤其是与中国。为此，特朗普总统已宣布大幅提高钢铝的进口关税，并增加对中国约 600 亿美元进口商品的关税。此外，他还要求中国采取措施，将其与美国的双边贸易顺差减少 1000 亿美元。其最终目的在于通过推动中国进口美国商品以降低美国的赤字。

特朗普总统在实施“美国优先”贸易政策的同时，也在推行扩张性预算政策。尽管美联储认为美国经济现正处于充分就业或超出充分就业状态，但他仍一意孤行。根据国会预算办公室的数据，特朗普总统提出了一项缺乏资金支持的减税措施，预计未来十年预算赤字将增加 1.5 万亿美元，同时他还提交了一项国会法案，该法案将在未来两年内增加 3000 亿美元的公共支出。（来程颖）

特朗普政府似乎没有意识到，减少美国贸易赤字的必要条件是比起投资率，美国必须提高其储蓄率。无论政府如何调整进口限制和汇率政策，这一点都不会变。忽视这一经济学基本原理，使政府无法意识到其贸易政策目标与其预算提案之间存在着根本差异。

根据美国联邦预算问责委员会（一个总部设在华盛顿的非营利组织），在 2019 年，减税和增支措施使美国的预算赤字从 2017 年的 6,000 亿美元增长到超过 1.1 万亿美元。在那时，家庭储蓄已经下降到很低的水平，赤字的预期扩大将

<sup>1</sup> 翻译：来程颖、周彤、林莉；审校：罗添，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 4 月 3 日）

<sup>2</sup> Desmond Lachman，美国企业研究所常驻研究员，曾任国际货币基金组织政策发展和审查部副主任以及所罗门美邦公司首席新兴市场经济策略师

不可避免地会降低整体储蓄水平。这也会导致贸易逆差扩大，正如里根双赤字时期那样，美国同时经历了财政赤字和经常项目赤字。

美国和全球经济前景当前面临危险，即美国贸易赤字的扩大将使世界范围内破坏性贸易战爆发的可能大大增加。而这是因为，特朗普总统在贸易赤字变大的背景下还将一意孤行，进一步强化进口限制。（周彤）

特朗普政府对中国的贸易政策与其预算政策的另一冲突涉及美国财政赤字的融资问题。中国是美国国债最大的持有国，当美国财政赤字预计会在未来两年内翻一番时，人们不得不质疑，美国与中国展开斗争是否明智。

随着全球资产价格达到高位，对特朗普政府而言，最不利的是长期政府债券利率上涨。这种上涨可能会使美国和全球金融市场变得动荡，但这似乎是美国正在追求的结果。美联储已经不再大量买入美国国债，而是开始卖出，以期努力缩小其臃肿不堪的资产负债表。在政府借款预计将大幅上升的同时，美国却在激怒其国债的最大持有人。

综合考虑各方利益，人们迫切希望特朗普总统能够摒弃单方面的美国优先立场。但是从特朗普总统之前的言辞态度和其经济团队最近的人事变动来看，我认为这一期待可能不会成真。



## **Twin deficit danger of 'America first'**

### **Trump unaware of influence of low US savings**

**Desmond Lachman<sup>1</sup>**

Economic policy consistency is not the Trump administration's long suit. All one need do is look at how the administration's China trade proposals conflict with its budget policy. That conflict is not likely to end well for the US and global economies.

A principal objective of President Trump's 'America first' trade policy is to eliminate the US trade deficit in general and that with China in particular. To that end, President Trump has announced a large increase in steel and aluminum import tariffs as well as higher tariffs on \$60bn of Chinese products. In addition, he is demanding that China takes measures to reduce its bilateral trade surplus with the US by \$100bn. The ultimate goal is to reduce the US deficit by boosting China's imports of US goods.

While implementing his America first trade policy, President Trump is also pursuing an expansionary budget policy. He is doing so even though the Federal Reserve judges that the US economy is at or beyond full employment. He has introduced an unfunded tax cut that will increase the budget deficit by \$1.5tn over the next decade, according to the Congressional Budget Office, and he has gone along with a Congressional bill that will increase public spending by \$300bn over the next two years.

The Trump administration seems unaware that a necessary condition for the reduction of the US trade deficit is that the US must raise its savings rate relative to its investment rate. This holds true whatever the government might do regarding import

---

<sup>1</sup> Desmond Lachman is a Resident Fellow at the American Enterprise Institute. He was formerly a Deputy Director in the International Monetary Fund's Policy Development and Review Department and the Chief Emerging Market Economic Strategist at Salomon Smith Barney

restrictions and exchange rate policy. Overlooking this basic tenet of economics seems to blind the administration to the fundamental inconsistency between its trade policy objectives and its budget proposals.

According to the Committee for a Responsible Federal Budget, a Washington-based non-profit organization, the tax and spending measures will increase the US budget deficit to more than \$1.1tn as early as 2019, from \$660bn in 2017. At a time when household saving has sunk to very low levels, the prospective widening in the budget deficit will almost inevitably reduce the overall level of savings. It will also cause the trade deficit to widen as it did in the time of the Reagan twin deficits, when the US experienced both a fiscal and a current account deficit.

A clear and present danger to the US and global economic outlook is that a widening of the US trade deficit would heighten the chances that the world will drift towards a destructive trade war. It would do so by raising the prospect that a misguided President Trump would double down on import restrictions as a response to further widening in the trade deficit.

Another area in which the administration's China trade policy conflicts with its budget policy relates to the financing of the US budget deficit. One has to question the wisdom of picking a fight with China, the largest holder of US Treasuries, at a time when the US budget deficit is set to approximately double over the next two years.

With global asset prices having reached lofty levels, the last thing the Trump administration needs is a spike in long-term government bond rates that could roil US and global financial markets. Yet that is what the US seems to be inviting. Rather than being a large buyer of US Treasuries, the Federal Reserve has become a seller in an effort to shrink its bloated balance sheet. And the US is antagonizing the largest holder of Treasuries while government borrowing is set to rise sharply.

Given the stakes involved, one has to hope that President Trump will find a way to back down from his unilateral America first stance. Judging by his past rhetoric and the recent changes in his economic team, I am not holding my breath.



## 美国再现单边主义 挑战世贸组织，削弱全球体系<sup>1</sup>

David Skilling<sup>2</sup>

如今，美国继续从它在过去几十年里支持建立的基于规则的全球贸易体系中撤退。美国出于国家安全的考虑对铝和钢的进口征收关税，这反映了该国贸易政策日趋单边。

这些关税带来的直接影响不可能很明显，但是这样的行为会损害国际贸易体系的基础。如果其他国家作为回应在世界贸易组织法庭采取法律行动，而且最终的判决对美国不利，那么世贸组织便会面临更大的存亡危机。

特朗普总统似乎又回到了他长期以来在贸易问题上的立场。1987 年，他在纽约时报上打出了全版广告，指责日本（以及美国政府自身的无能）造成了美国的贸易逆差。同样，特朗普在 3 月发布推特称“贸易战很好，也很容易赢”，表示欧盟在贸易上亏待了美国，但其实美国和欧盟的加权平均关税几乎完全一样。

贸易战的导火索是美国对中国深化经贸制裁，以报复中国涉嫌知识产权盗窃、国内市场缺乏互惠。有些合法性问题的确需要解决，而中国最近的发展表明这些问题正变得更加尖锐。作为回应，除了美国，欧盟、澳大利亚和其他国家对中国的贸易和投资越来越苛刻。

美国通过充当储备货币发行国，从二战以来已经固定了全球经济体系。人们对美元的需求意味着美国可以得益于低利率和铸币税收入，也会因自身政策受到的市场约束更少而获益。但是这样，美元的汇率就会抬高，这限制了其出口增长。诚然，在储备货币发行国，贸易逆差必然会出现。（高致宇）

但风险在于，美国单边主义贸易政策将可能表现为对这一储备货币体系的支持意愿减弱，这一体系与国内目标相冲突。先例是：1971 年，美国单方面宣布美

<sup>1</sup> 翻译：高致宇、宋成稳；审校：罗添，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 4 月 4 日）

<sup>2</sup> David Skilling，新加坡经济咨询公司董事

元与黄金脱钩。时任美国财政部长约翰·康纳利曾说：“美元是我们的货币，但那是你们的问题。”现任财政部长史蒂文·姆努钦虽不会如此直言，但其一月份就美元是否要保持坚挺的评论充满矛盾。尽管美国国家经济委员会主任拉里·库德洛支持美元坚挺，但尚不明确特朗普总统是否同意，特别是华盛顿的财政刺激计划与总统减少贸易赤字的要求相冲突。

如果美国不愿扮演这一角色，持有美元的吸引力会变小，美元作为避险资产的吸引力也会降低。经济历史学家巴里·艾肯格林指出，储备货币的地位部分反映了地缘政治的状况。在贸易及其它全球议题上坚持“美国优先”，可能是美元现在疲软的一个原因。尽管美元在全球央行外汇储备中的份额一直相对稳定，也是最重要的国际交易结算货币，但是，对于美元是否还会保持坚挺的担忧会加速向多储备货币体系的转换。这将会是一个充满动荡的过程。

美国政府越来越具有“特朗普”特色，会引发其他制度风险，如随着利率逐渐上升，美联储的独立性受到干扰。不难想象，特朗普直接挑战美联储的准则。相反，若利率下降、通胀率上升，市场也不能排除美联储独立性减弱的可能。



## **US unilateralism revisited**

### **Threat of WTO actions weakens global system**

**David Skilling<sup>1</sup>**

The US continues to withdraw from the rules-based system of global trade that it helped build over the last several decades. The imposition of tariffs on aluminum and steel imports on national security grounds reflects an increasingly unilateral US approach to trade policy.

The direct effect of these tariffs is unlikely to be significant. But conduct like this weakens the foundations of the international trading system. If other countries respond with legal actions in World Trade Organization tribunals, and judgments are made against the US, the risk of an existential crisis for the WTO rises.

President Donald Trump seems to be reverting to his long-standing instincts on trade. Consistent with his 1987 full-page ad in *The New York Times* blaming Japan (and US fecklessness) for the trade deficit, Trump tweeted in March that 'trade wars are good and easy to win' and that the European Union treats the US 'very badly on trade', although the weighted average tariff into the US is almost exactly the same as the EU's.

The probable flashpoint is the imposition of deeper trade and economic sanctions on China in retaliation for alleged intellectual property theft and a lack of reciprocity in its domestic markets. There are legitimate issues to be addressed, and recent developments in China suggest that these problems are becoming more acute. In response, the EU, Australia and others, in addition to the US, are becoming tougher on Chinese trade and investment.

The US has anchored the global economic system since the second world war by acting as the reserve currency issuer. Demand for the dollar means the US benefits from

---

<sup>1</sup> David Skilling is Director of the Landfall Strategy Group, a Singapore-based economic advisory firm

lower interest rates and seigniorage revenue, as well as reduced market discipline on its policies. However, it faces a higher exchange rate than otherwise, which constrains its export growth. Indeed, running a trade deficit is often regarded as something required of reserve currency issuers.

But there is a risk that the unilateralist US approach to trade will be reflected in a reduced willingness to support the reserve currency system where it conflicts with domestic goals. There is precedent; the US unilaterally ended the convertibility of the dollar into gold in 1971. As John Connally, then US Treasury secretary, said, 'The dollar is our currency, but it's your problem.' Steven Mnuchin, Trump's Treasury secretary, may not be as blunt but made ambivalent comments in January on the strength of the dollar. And while Larry Kudlow, the head of the president's National Economic Council, argued for a strong dollar, it is not clear that Trump agrees, particularly as Washington's fiscal stimulus plans collide with his demand for a lower trade deficit.

If the US is less committed to playing this role, the dollar becomes less attractive to hold – and is less compelling as a haven. Barry Eichengreen, the economic historian, notes that reserve currency status partly reflects geopolitical realities. It is possible that the 'America first' agenda on trade and other global issues is one source of current dollar weakness. Although the dollar's share in global central bank reserves has been relatively stable, and while it dominates the settlement of international transactions, concerns about the commitment to a strong dollar could accelerate the transition to a multi-reserve currency system. This would be a tumultuous process.

An increasingly 'Trumpian' administration raises other institutional risks, such as pressure on the independence of the Federal Reserve as interest rates gradually rise. It is not difficult to imagine Trump directly challenging Fed norms. Markets cannot rule out a weakening of Fed independence, with lower interest rates and higher rates of inflation than otherwise.



## 系列四十一：强化人民币交易功能——健全人民币 金融交易法律制度<sup>1</sup>

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《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》第八章。

首先，构建适应人民币国际化的宏观审慎制度及配合监管制度。宏观审慎监管制度是运用宏观审慎措施限制金融系统风险，降低重要金融服务中断对实体经济造成危害的监管制度。<sup>2</sup>系统风险指金融体系部分或全部受损造成金融服务提供中断，并能够对实体经济造成非常严重的负面后果的风险。<sup>3</sup>构建防范人民币国际化风险的宏观审慎监管制度，应当从宏观审慎监测制度、宏观审慎监管措施、宏观审慎监管体制几个方面着手。逐步减少对行政手段的依赖，更多运用市场、法律的手段以及汇率、利率、税率等价格工具形成的法律规制调节经济活动，提高宏观调控的前瞻性、针对性、透明度和公信力。

与此同时，还需要审慎监管金融机构，包括形成和完善对资本充足率、利率、流动性、信贷和外汇风险的确定、定价和管理手段等规定，使之能够有效地与国

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

<sup>2</sup> See IMF, *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*, March 14, 2011, p.8.

<sup>3</sup> See IMF, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, June 10, 2013, p.6.

外金融机构竞争，并承受资产价格变化影响。此外，还应积极开展多层的合作和交流，全面参与国际反洗钱合作、避免有害税收竞争。健全和完善统计监测机制，对各类金融市场的运行状况进行全面动态的监测，监测人民币的国内外供应、监管本外币流动、完善汇率管理制度。<sup>1</sup>总之，防范人民币国际化风险需要在宏观审慎监管制度的基础上进行制度创新，以组织机构间的法定协作带动宏观审慎措施与其他措施的协调或配套。

与此相配套，还要完善离岸人民币交易市场的法律规制。人民币离岸市场的建设必须与法律制度的建设同步。细化离岸金融市场的市场准入原则、准入主体的范围和形式、准入许可的方式、交易对象、经营范围和业务框架、税收征管、监管模式、监管标准和风险控制手段等，形成一套全面、系统的离岸金融规则，以促进人民币国际化的发展。<sup>2</sup>

在积极推行宏观审慎监管的同时，当然也需要密切关注微观审慎监管的重点目标，因为系统性风险源自个体风险的累积。人民币纳入 SDR 是人民币国际化的重要一步，迈过了各国官方法定外汇资产的门槛。随之而来的是资本流动和人民币波动幅度逐渐增加，人民币均衡汇率面临一定的贬值压力，“不可能三角”引起对国内货币政策的掣肘更为显现。短期而言，中国可能面临更为频繁的资本流动压力，所以更应该加强监测，稳妥应对。<sup>3</sup>

人民币跨境流动监管应当随着人民币区域化、国际化的进度而及时进行动态调整，因此，必须建立和完善更加市场化、更具灵活性、前瞻性，同时具有风险预警功能和风险防范能力的宏观审慎监管方式。建议在宏观审慎监管框架下引入预期管理制度，通过了解主要市场参与者的预期，结合监管部门的调控目标，与市场建立起有效沟通机制，以减少对行政手段的依赖，从而提高货币政策有效性和人民币跨境流动风险的预警能力。

为更好地实现监管目标，监管机构自身也应加强各行业、各部门间的监管合作。跨境资本流动涉及企业、银行、保险、证券等多个行业和部门，因此必须在各个行业和部门之间建立有效的跨行业、跨部门的监管协调机制，确保人民币跨

<sup>1</sup> 胡天龙：《人民币纳入 SDR 法律风险规制》  
<http://finance.sina.com.cn/review/hgds/20151202/070823907622.shtml>

<sup>2</sup> 参见向雅萍：《人民币国际化的法律路径探析》，载《河北法学》2013 年第 5 期。

<sup>3</sup> 刘陈杰：《纳入 SDR 对人民币意味着什么？》  
<http://www.ftchinese.com/story/001069628#adchannellID=2000>，最后访问：2017 年 5 月 6 日。



境流动的相关信息能够得以及时、准确地交换和共享，进而为跨境资本流动的风险预警及防范提供依据。中国人民银行、国家外汇管理局、海关、商务部等多个部门应协调合作，明确各自在人民币跨境流动监测、监管中职责、目标及手段，发挥各自在异常跨境资金流动的甄别、监测、跟踪和处置等方面的不同作用。通过建立联系会议制度和及时有效的信息交流共享平台，形成监管合力。此外，中国还应积极参与区域性和国际性的货币、金融、经济合作协议及合作机制，在区域金融监管方面与其它国家进行适时、广泛的交流和合作。例如，加强与境外企业和银行的联系和交流沟通；加强与人民币区域化发展速度较快的国家或地区的信息交流共享；加大与境外监管部门的协作配合力度，共同建立健全跨境资本流动风险监管体系，严防非法资本跨境流动。<sup>1</sup>

人民币加入 SDR 后，资本项目更加开放，中国仍须坚持金融服务实体经济的原则，促进贸易投资便利化，根据中国国际产能合作的以及“一带一路”战略建设的需要合理引导跨境资本流动。

第二，建立资本项目管制临时回弹机制。资本项目管制作为风险管控的一项重要手段，已经获得当前国际社会的广泛承认。<sup>2</sup>但是，宏观审慎监管措施与资本项目管制措施存在目标上的差异，前者用以防范金融体系的脆弱性，后者旨在限制资本流动的脆弱性。<sup>3</sup>由于人民币国际化客观上要求取消资本管制，由此产生的风险将主要通过宏观审慎监管的制度创新加以防范，但资本项目开放后容易出现国际游资的大进大出，对金融和经济造成宏观审慎监管无法抵御的严重灾难或威胁。因此，需要在立法中设计出适当的资本项目管制临时回弹机制。<sup>4</sup>需要强调的是，临时回弹的资本项目管制应当作为最后措施，只有在跨境资本流动已经造成严重威胁金融或经济稳定的系统风险，或已导致危机，而且宏观审慎监管措施和其他措施已经用尽，或适用这些措施耗费时日，不能用以抵御上述威胁或危机的情况下，资本项目管制才能临时回弹适用。<sup>5</sup>至于应该使用哪些资本项目管制措施，则因情况而异。从实践来看，各国采取的措施各有不同，包括禁止资

<sup>1</sup> 参见勾东宁：《人民币跨境流动的发展与监管》，载《西南金融》2016 年第 5 期。

<sup>2</sup> See Maria Socorro Gochoco-Bautista and Changyong Rhee, *Capital Controls: A Pragmatic Proposal*, ADB Economics Working Paper Series, No. 337, February 2013, p.7.

<sup>3</sup> See IMF, *Macroprudential Policy: An Organizing Framework*, March 14, 2011, p.8.

<sup>4</sup> 前引韩龙：《人民币国际化重大法律问题之解决构想》

<sup>5</sup> 前引韩龙：《人民币国际化重大法律问题之解决构想》

本流动，规定等待期或停留期，课税，限制非居民开设国内银行账户，限制居民对外借贷等等。<sup>1</sup>

第三，构建并完善促进金融市场发展的法律制度。人民币国际化需要建立发达、开放的金融市场。如果金融市场不发达、缺乏深度和广度，就难以应对巨额跨境资本流动的冲击，就可能动摇我国的金融稳定和货币政策。<sup>2</sup>当前中国的金融体系仍由银行业主导，金融市场发展程度较低，多层次资本市场体系培育尚处于起步阶段；与发达国家相比，外汇市场、衍生品市场规模有限。应当深化金融市场化改革，降低市场准入门槛，大力发展债券市场、衍生品交易市场和各类二级市场，不断拓宽金融市场发展的广度和深度。<sup>3</sup>

一，促进金融市场主体多元化。我国应该实行基于承诺的市场开放，引入具有不同偏好和需求的各类中外投资者。吸引各类市场主体需要满足一个重要的前提，即对整个金融市场实行严格的法治，创造公平的市场环境。依法解决金融纠纷，有助于维护公众的金融信心。

二，拓宽人民币投资渠道和回流途径，建设境内人民币衍生品市场。资本账户可兑换改革的稳步推进为人民币回流提供了契机，推进境内人民币衍生品市场发展、增加对境外投资者吸引力越显迫切。未来应完善境内人民币外汇衍生品市场的基础设施建设，增加人民币外汇衍生品种类，推进交易、清算等业务发展；提高市场交易的活跃度，增强企业运用衍生品管理汇率风险的意识，支持个人有序开展衍生品交易；丰富外汇市场参与者类型，继续引入合格境外投资者，不断深化境内外汇市场开放，拓宽人民币投资渠道及回流途径。<sup>4</sup>

三，加快制定既切合中国实际又符合国际惯例的金融税收制度。应当将部分在一些金融领域交易占主导地位的国际通行规则引入中国的金融税收体制中。例如，国际互换与衍生品协会（ISDA）制定的衍生品交易主协议，为包括利率、货

<sup>1</sup> See Maria Socorro Gochoco-Bautista and Changyong Rhee, *Capital Controls: A Pragmatic Proposal*, ADB Economics Working Paper Series, No. 337, February 2013, p.1.

<sup>2</sup> 韩龙：《实现人民币国际化的法律障碍透视》，载《苏州大学学报》，2015年第4期。

<sup>3</sup> 王春桥、夏祥谦：《人民币国际化：影响因素与政策建议——基于主要国际货币的实证研究》，载《上海金融》2016年第3期。

<sup>4</sup> 参见王有鑫：《人民币国际化短期受阻的表现、成因及前景研判》，载《南方金融》2016年第4期。



币、外汇、商品的远期、互换及期权交易的各方提供了统一的交易标准，中国可以在金融税收制度中适当地引进，从而达到提高市场效率的效果。

四，为混业经营进行金融立法，制定《金融监管法》，建立单一监管机构，对金融业实行统一监管。与此同时，实行宏观审慎制度，统一立法、加强协调。总之，人民币国际化必须建立在法治和透明的基础上，唯有如此，人民币才能真正被国际社会接受，人民币国际化的预期目标才能够真正实现。

最后，建构并完善人民币清算体系的法律制度。首先是完善 CIPS 法律制度。目前，CIPS（一期）的相关制度主要包括：《人民币跨境支付系统业务暂行规则》、《人民币跨境支付系统参与者服务协议》、《人民币跨境支付系统业务操作指引》、《人民币跨境支付系统运行规则》以及《人民币跨境支付系统技术规范》。其中，《人民币跨境支付系统业务暂行规则》（银办发[2015]210 号）由中国人民银行制定并在其门户网站上发布，主要规定参与者的加入条件、业务处理要求、账户管理要求等。经中国人民银行批复后，CIPS 运营机构制定并发布了《人民币跨境支付系统参与者服务协议》和《人民币跨境支付系统业务操作指引》，协议以法律文本的形式约定了 CIPS 运营机构和参与者的权利与义务；操作指引规定了主要业务流程及具体要求。后续，CIPS 运营机构还将发布《人民币跨境支付系统运行规则》、《人民币跨境支付系统技术规范》。<sup>1</sup>虽然 CIPS（一期）已经制定了一系列法规，但是从数量和内容上来看，这些法规还不能完全保证 CIPS 高效有序运行。

继续保证 CIPS 的高效运行，必须建立和完善配套的法律制度，包括管理支付、系统运行和结算等法律规章以及纠纷解决办法。欧盟在规范和保障欧元支付系统方面制定了诸多法规，包括欧共同体条约和欧洲中央银行体系（ESCB）法、《跨境银行转账指令》、《跨境支付监管条例》等，此外，《TARGET 协议》还为非欧元区国家中央银行与 TARGET（欧元实时全额清算系统）连接提供了一个有效的机制。日本是由很多法规综合在一起形成了支付和证券结算的法律基础，

<sup>1</sup> 《人民币跨境支付系统（一期），答记者问》，2015.10.8 中国支付清算协会  
[http://www.pcac.org.cn/index.php?optionid=704&auto\\_id=1870](http://www.pcac.org.cn/index.php?optionid=704&auto_id=1870)

如支付方面的《银行法》、《资本认定法》等。欧盟和日本完备的清算法律制度为跨境支付体系创造了良好的法律环境，消除了支付结算过程中的不确定性并且能够有效控制系统范围内的损失。<sup>1</sup>

其次是建构人民币充分国际化下的清算系统运行法律制度。一，确定清算最终性的法律地位，避免因清算参与人的破产、倒闭等原因影响支付系统结算最终性。中国《企业破产法》第 16 条规定：“人民法院受理破产申请后，债务人对个别债权人的债务清偿无效。”最高人民法院《关于审理企业破产案件若干问题的规定》第 10 条规定：“人民法院决定受理企业破产案件的，应当制作案件受理通知书，并送达申请人和债务人。通知书做出时间为破产案件受理时间。”但对于案件受理通知书做出后到送达到当事人手中这段期间发生的已结算支付指令的效力并无明确规定。因此，《企业破产法》的规定会导致对已结算支付指令的追溯，从而影响到支付系统的稳定性。中国应对《企业破产法》进行修改，避免“零点法则”对支付系统处理最终性产生影响。

二，建立流动性风险、信用风险管理的系列制度，如账户管理、抵押品管理制度等。近几年建成的人民币跨境收付信息管理（RCPMIS）系统，采集并处理所有与跨境人民币业务有关的各项信息。但该系统采用商业银行人工主动申报的方式采集数据，人工方式容易发生疏漏，造成数据的客观性、真实性和准确性受到一定影响。建设人民币跨境支付系统时，应考虑其拓展性，考虑联结 RCPMIS 系统的可行性，实现以系统采集替代人工申报，提高数据的精准度，并通过系统联接实现人民币跨境支付信息共享机制。CIPS 与 RCPMIS 可采用系统对接方式直接将人民币跨境收付数据传输至 RCPMIS 系统，从而节省商业银行人工操作成本，保证数据的完整性和准确性，并实时将相关数据上报央行，供决策部门参考。

三，建立和完善支付纠纷处理的制度，引入专业仲裁，及时、公正地解决人民币跨境清算纠纷。<sup>2</sup>根据《人民银行法》第 27 条的规定：“中国人民银行应当组织或者协助组织银行业金融机构相互之间的清算系统，协调银行业金融机构相互之间的清算事项，提供清算服务。”该规定为人民银行协调银行间的清算纠纷

<sup>1</sup> 毛术文：《人民币国际化清算法律问题探析》，载《现代经济探讨》2015 年第 3 期。

<sup>2</sup> 参见毛术文：《人民币国际化清算法律问题探析》，载《现代经济探讨》2015 年第 3 期。



提供了法律依据,但对于银行与支付结算消费者之间纠纷的处理方面,人民银行与其他部门职责划分并不清晰,缺乏制度化的支付结算服务纠纷解决机制。制定具有最终性的转移和结算债务的规定、纠纷解决办法等,能够使支付系统在结算最终性、支付轧差、结算和抵押品安全方面得到健全的法律保护,即使在违约情况下,也能确保结算的确定性和控制系统范围内的损失。为适应人民币充分国际化所需要的清算系统,必须是一个法治系统。

此外,还要建构境外人民币清算网络发展的法律制度。一,提升人民币国际清算规则的法律位阶。人民币跨境清算的有关规定大多分散在规章、规范性文件中,由于规范支付清算行为的规范性文件位阶较低,在发生纠纷引发诉讼时,实际造成了法律适用的不确定性,人民银行规范性文件的管理意图根本无法实现,严重增加了支付结算法律环境的不确定性。这与《重要支付系统核心原则》中规定的“系统的制度办法应当是可以强制执行的而且其后果是可预见的”的要求本身就是相悖的。应该将这些分散的法规上升到法律层次,明确支付系统运行的主体、准入资格以及法律权责。可以参考美国在此方面的立法,美国支付系统遵循统一的立法,各州在支付系统范围内,都采用《统一商法典》的 4A 条款。<sup>1</sup>

《跨境贸易人民币结算试点管理办法》及实施细则正式公布后,商业银行在开展跨境人民币结算业务过程中仍然会遇到具体业务流程操作规范缺失问题,容易出现不合规操作。此外,还存在中央和地方以及各地方政府有关部门出台的相关规定不统一或者重复问题,导致执行中的混乱。以《境外机构境内人民币银行结算账户的管理办法规范》为例,人民银行上海总部和总行支付司前后出台了两个管理办法,其中关于通过该账户进行人民币购售的相关规定不尽相同。<sup>2</sup>

二,通过双边协议、备忘录等形式积极构建离岸人民币支付和结算体系的监督管理机制。

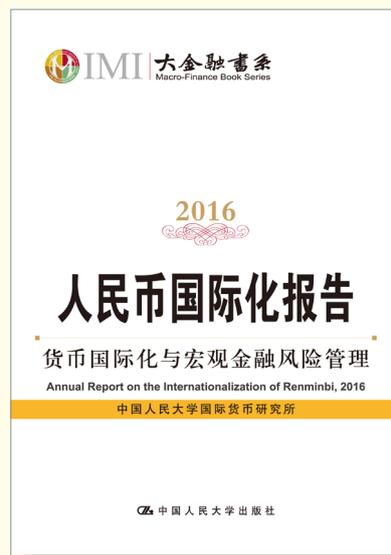
<sup>1</sup> 参见舒雄:《人民币跨境结算支付系统制度安排的缺陷及其完善》,载《新会计》2011 年第 6 期。

<sup>2</sup> 参见陈琰:《跨境人民币结算业务现状、问题及展望——以上海地区为例》,载《新金融》2010 年第 12 期。

三，利用支付清算协会、中方控股的国际组织等加强与境外银行的合作，通过签署合作框架或协议等形式，弱化中国人民银行作为政府机构在推进境外人民币清算网络中可能给外国带来的威胁感。

## 《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

  
厦门市南山区高新科技园软件园二期  
2468号怡化金融科技大厦2015

