

【本期推荐】

张杰：货币供给的“合成谬误”与制度金融分析

【“货币政策”专题】

管清友：去杠杆，行百里者半九十

涂永红：增强中国货币政策国际协调性

闫先东：地方政府能够影响货币政策吗？

王剑等：利率市场化改革的关键时点选择及影响

【海外之声】

Bhavin Patel：首次代币发行的风险

——吸引机构投资者需要监管协调

Shin Kotbee：解析中美贸易差额

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：杨章轶

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



货币供给的“合成谬误”与制度金融分析

张杰¹

许多人可能不曾知晓，华人经济学家蒋硕杰（1969）在货币金融理论史上最先明确阐释了货币供给的“合成谬误”现象，并据此揭示了货币本身内在的微观矛盾。深谙货币金融理论演进要义的经济学家不难领悟，解剖货币制度的宏微观结构，是制度金融分析难以回避的逻辑起点。蒋硕杰发现，以弗里德曼（Friedman, M.）为代表的现代货币适度供给理论存在一个致命缺陷，那就是他们长期坚持认为“整个社会从货币总供给中得到的总效用，仅仅是各个货币余额持有者从其拥有的财产中，预期可能得到的效用总和”，而实际情况往往是，“如果各个人的真实余额得到的效用总量，因为当整个经济的真实余额一同增加时，对该经济将会出现相当大的不经济”，“这种‘外部不经济’通常采取的形式是，逐渐破坏价格体系的稳定和损害金融市场引导储蓄用于投资的效率等”。

后来，他在一篇解析当时货币理论“时尚”与错误刊发的论文中重申道，弗里德曼教授断定一旦满足了“每个人的货币余额需要，社会福利就会增加”，其实这样的说法“含有严重的合成谬误”。在理论上，个人的预期收益，用算术加总起来并不等于社会总收益，因为我们“必须考虑增加每个人货币余额的外部效应”。这个效应“对一个经济的政策运行是如此地有害，以致远大于表面上的个人收益”。若借用科恩（Kohn, M., 1989, 序）的表述，弗里德曼的“适度货币供给概念”其实忽略了，就货币作为价值储藏手段而言，“对个人是最好的”，因而多多益善，但是就货币作为交易媒介的社会功能而言，“对社会整体就不是最好的”，“多多”往往意味着灾难。微观看是收益，宏观看是风险；存量看是财富，流量看是灾难，货币之谜由此凸显。

其实，斯密早就意识到，“形成‘流通大轮’的金属货币并不构成社会收入的组成部分，而仅仅作用于构成净收入的工资、利润和租金增长”（伊藤·诚、考斯达

¹ 张杰，中国人民大学国际货币研究所理事兼所长、学术委员，中国人民大学财政金融学院教授

斯·拉帕维查斯，1999，第 14 页）。也就是说，货币不构成集体收入（宏观），它只是个体收入（微观）的组成部分。遗憾的是，斯密本人并未对此加以研究和展开，而后来的经济学家则根本就没有领会和留意这一观点的深刻含义。总而言之，如何弥合货币本身内在的宏微观矛盾以及在货币财富通往金融灾难的道路上建立相应的调试机制，当是制度金融学难以回避的核心问题。

不仅如此，长期被主流金融学忽视的是，货币因素总是处在经济金融运行过程内生的集体非理性的“风口浪尖”上，可以说任何一个轮次经济金融资源配置的市场过程，总是以货币因素开始，而以货币因素结束。值得注意的是，同为货币因素，后者却具有“倍数效应”。一开始，货币因素中饱含着个人理性，经过随后的市场过程以及相应的逻辑转换，到最后，这些个人理性会发生不易被人察觉的微妙蜕变和重组。在有些情况下，它们组合成集体理性，而在另外一些情况下，它们又凝结为集体非理性。如果不幸出现集体非理性的情形，在绝大多数情况下，市场中各类利益主体竞相追逐个人理性导致的金融“缺口”往往留给货币机制去填补。历次经济危机最终都表现为货币危机，其原因便在于此。仅依次看，2010 年以来愈演愈烈的欧元区危机，其实是相关各国的个人理性（财政利益）加总为集体非理性（货币困局）的合乎逻辑的结果。经济危机是一个有机过程，它起初掩藏着人们介入市场过程之后难以抑制的追逐回报增长的货币冲动（或者贪婪），这种冲动会在市场逻辑的自动作用下迅速完成加总，进而凝结成一股异常强劲的金融冲击力量，直扑特定经济体制按照常规风险设防的预算约束机制。

金融危机史的常识告诉我们，面对依然形成的金融冲击，任何看似坚固的预算约束机制从来都难以支撑，有时甚至不堪一击。最终，不管是有意还是无意，经济金融决策当事人都无一例外地选择了“后撤”，将阻挡或者缓释集体非理性冲击的艰巨任务留给同样脆弱的货币机制。从理论上讲，在任何经济体制下，相较于预算约束中的其他机制（如财政），货币机制是最“软”的一块，因为现代银行体系框架为其提供了一种特殊的弹性装置。于是乎，大量的“流动性”被挤了出来，弥漫整个市场过程的“金融紧张”得到了暂时缓释。但此时此刻，绝大部分市场参与者并未意识到一种更大的风险和成本正在等待着它们，因为就在流动性被挤出的一刹那间，个人理性“惊险地”完成了其向集体非理性的最终蜕变。樊纲、张曙光等（1990，第 228 页）在解读中国货币竞争现象时曾经指出，“经济过程



中出现的‘过量货币’，不一定是由计划者或中央银行的决策者故意发出来的，而是在利益竞争过程中由大家‘挤’出来的。资源是有限的，大家都来争，就像向一块既定大小的馅饼上挤，结果，挤出的不是油，而是水，即不断贬值的货币”。紧随其后的结局不言自明：要么用更大的财政代价挽救危局，要么与集体非理性同归于尽。需要指出的是，由于主流（新古典）金融学将货币因素排除于理论框架之外，因此无法讨论上述“理性加总”的性质及其后果。由此看来，制度金融学是真正将货币因素纳入分析框架并将其置于核心位置的新理论体系。

去杠杆，行百里者半九十

管清友¹

这篇谈一点政策建议，是从建议的角度，不是从预测的角度去看问题。

去杠杆这事，一定是行百里者半九十。

从传导链条来看，民企到国企再到政府平台，在紧缩和监管的挤压下，新陈代谢，破旧立新。

以往就是最后政策绷不住，从紧缩到宽松，结果前功尽弃，预期逆转，然后逆淘汰，效率最低的留下，效率最高的却被错杀，而且是白白被牺牲。好在中国体量大，韭菜多。野火烧不尽，春风吹又生。

中国的国情使然，市场主体市场化程度不一，政府干预能力太强，宽松去不了杠杆，紧缩才能出清，出清才能升级转型。

所以，这一轮强监管去杠杆，从政策建议角度，我是不主张放松的。不是一番寒彻骨，哪得梅花扑鼻香？没有一个国家的经济能够随随便便、轻轻松松转型升级。

道理很简单，没有九十年代末期的整顿，哪有后来中国经济脱胎换骨？过程很痛苦，几乎所有企业机构和个人都受到影响。没有出清，就没有升级。要是早搞几年，效果更好。这就是我去年一直讲的“迟到的出清”。

这次也一样，要给效率最高的企业和机构形成正向预期和正向激励，他们能存活下来，未来几年，一定能够扩大市场份额，引领行业发展。

如果现在转向货币和信用的双宽松，基本上可以说是前功尽弃、负向激励和逆淘汰。不能再走老路了。现在要做的，就是紧信用、宽货币，给量不给价，保持流动性松紧适度，但是，用资金成本这条红线倒逼企业转型升级，打破刚性兑付，释放风险，并及时处置风险点、出血点，这是排毒的过剩。

中美贸易摩擦和美国货币政策收缩就给我们国内调整窗口时间不多了，必须尽快完成。不然两面受压。我估计我们还有最多一年时间。要对中国发展的外部

¹ 管清友，中国人民大学国际货币研究所学术委员、如是金融研究院院长



环境恶化有充分认识，不要侥幸，所以，必须加快内部改革步伐，全面启动内需。放松管制、打破垄断、监管到位、释放潜力，实现十八届三中全会提出的国家治理现代化。

去杠杆的成功标志之一，就是有中小金融机构地方平台破产整顿，例如城商行农商行、券商、信托、融资租赁公司等等。未来几年，金融业的日子仍然很难过。我去年也讲过，“金融王气黯然收”，金融业的“三去一降一补”才刚刚开始。

互联网金融的很多业态和模式已经在跑路和爆破当中，和其他金融业态一样，最后一定是头部化，剩下的都是大机构或者单一业务做得非常强的。

地方政府平台现在风险也开始暴露，只不过是地方政府都不愿意先暴露，大家在等，等着很多平台都出问题，法不责众。所以，地方平台的问题不在于风险是否暴露，而在于风险暴露的排序。这就是国情。

中央层面要做的就是，管控好预期，不使紧缩预期逆转。不光是要让企业和机构形成去杠杆的稳定预期，也要是地方政府和中央执行层面的部委形成去杠杆的稳定预期，防止政策变形或阴奉阳违的执行。

资本市场改革面临千载难逢的机会，但现在进展缓慢。注册制被推迟，新三板几乎被废弃。欧美香港市场改革力度很大，中国大陆资本市场无论从发行制度还是交易制度看，改革都太慢，方式不对。

大量的企业到境外上市，本身就不正常，因为国内没有提供很好的上市制度环境和交易平台。存量改革阻力大、利益多，盘根错节、积重难返。不经历一个痛苦的改革，资本市场很难蜕变。

要尽快启动以下几条改革：第一，退市制度严格化、阳光化，无论国企民企一视同仁。第二，授予现有的两大证券交易所更大自主权进行改革尝试。第三，按照国际最先进标准在雄安新区组建第三家证券交易所。

要害不在于让所谓独角兽回归，而在于我们的资本市场能够发现和培养独角兽。

中国经济有潜力、有韧性、有空间。只要决心坚定、思路正确、方式得当，这一轮出清过后，中国仍然会迎来几十年的相对快速且可持续的发展。

增强中国货币政策国际协调性

涂永红¹

在十九大召开后的开局之年，2018 年我国必须继续执行稳健中性货币政策。在世界主要国家加息、实行货币紧缩政策的国际环境下，为减少其他国家货币政策溢出及溢回效应，我国货币政策必须抓住重点、选择适当的平台进行国际协调，努力营造一个相对有利的国际环境，以确保货币政策发挥好效力，实现预期的政策目标。

一、保持货币政策稳健中性新常态

货币政策要适应新时代的要求。党的十九大重新定义了我国社会发展的主要矛盾，提出一系列建设中国特色社会主义的基本方略，为我国未来 30 年的经济社会发展指明了方向和道路。要摒弃过去那种依靠大水漫灌、投资驱动的发展理念，改变那种国内生产总值（GDP）挂帅、盲目追求数量和速度的粗放型发展模式。为了在 2020 年我国全面建成小康社会，未来 3 年我国经济发展将更多依靠消费驱动，注重发展的质量和经济效应，推动各地区、各行业更加均衡、充分发展，从而满足人民对美好生活的需要，成功跨越“中等收入陷阱”。在这一进程中，作为货币经济下最重要的宏观经济管理手段，货币政策要努力实现四个目标：经济稳定增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡。在国际国内经济形势复杂多变的情况下，央行需要审时度势，灵活运用价、量管理手段，创新政策工具，与财政政策、贸易政策高效配合，确保同时实现内外均衡发展的目标。

稳健中性的货币政策具有科学性。针对我国经济进入新常态、国际金融领域“黑天鹅”事件频发以及资本大规模流出的压力，2016 年央行果断调整了货币政策基调，结束了 2009 年以来为了应对全球金融危机而不断增加货币投放的局面，开始由宽松转为紧缩，执行稳健中性的货币政策。在控制广义货币供应量（M2）

¹ 涂永红，中国人民大学国际货币研究所副所长、四川省金融工作局局长助理



增长幅度的同时，央行还通过定向准备金、再贷款利率的微调和预调，引导金融机构更好地服务实体经济，取得了良好的货币政策效果。2017年，我国GDP同比增长达到6.9%，居民消费价格指数（CPI）同比上涨不超过2%，国际收支更加均衡。鉴于我国经济新动能和韧性增强，国际货币基金组织（IMF）上调了2017年、2018年中国经济增长预期，2016年—2017年国际社会一度甚嚣尘上的唱空中国的声音也基本消失殆尽。

严控货币数量是打赢化解重大金融风险攻坚战的必要条件。尽管流动性增速下降可能导致局部流动性挤出效应，加剧一些中小企业融资难融资贵困境，加剧部分需要加大投资、快马加鞭追赶东部地区的东北、中西部地区的资金紧张局面，但是从宏观经济需求看，我国的货币总量不是少了，而是太多了，存在较为严重的流动性过剩现象。从宏观上衡量流动性的指标看，2017年第三季度我国M2/GDP的比率为282%，而发达国家即使是在实行量化宽松的情况下该指标也只有100%左右；从微观企业的负债水平看，我国企业的杠杆率较高，国企的平均负债率超过65%，有的企业甚至达到90%，即使是在新兴市场国家中，我国企业的负债率也处于较高水平，企业偿债负担过重严重制约了投资和研发投入，资金链断裂的风险较大。毋庸讳言，正是反危机阶段过度宽松的货币政策，一定程度上助推了资金浪费和企业过度负债，造成了一些行业产能过剩、库存积压，付出了高昂的环境代价，此外还为金融机构通过加杠杆进行交易，形成相互“剪羊毛”盈利模式，资金脱离实体经济“空转”提供了温床，使得我国经济金融处于风险点多且易发的危险状态。因此，要化解重大金融风险，必须采取坚决的措施，从控制流动性入手，釜底抽薪，减少货币供给，将M2增速放缓作为一种新常态，促使金融机构、企业降杠杆重构健康的资产负债表。

二、增强货币政策国际协调的必要性

在全球化、信息化、联网化大潮中，世界变得越来越平，越来越相互依赖，客观上放大了主要经济体宏观经济政策变化的溢出效应，不仅如此，其他国家的经济变化反过来又产生溢回效应，对施加影响的主要经济体产生反作用，部分冲销或强化其货币政策的效力。在中国经济更大格局开放的新时代，为了提高货币

政策的效力，有必要增强货币政策的国际协调。

中国国际地位提升，货币政策具有双向溢出效应。经过 40 年的改革开放，中国经济已经从国际市场上毫无话语权的小国成长为举足轻重的大国，作为世界最大贸易国、第二大经济体和对外投资国，过去 5 年中国对全球经济增长的贡献超过 30%。这样的国际经济格局变化，使得中国从过去单向的主要大国货币政策溢出的接受者，转变为双向的货币政策溢出的接受者和输出者。一些学者的研究表明，自 2008 年国际金融危机以来，美国、欧盟货币政策对中国具有越来越显著的溢出效应，是我国货币数量、贸易收支、汇率、股价变化的一个影响因素。实际上，中国货币政策的溢出效应也在不断增强，尤其是对东盟 10+3 地区的 GDP 增长、货币数量、汇率变化产生了不容忽视的影响。这就要求我国加强货币政策的国际协调，一方面与美国等主要国家保持顺畅的沟通，在货币政策上进行适当协调，避免其货币政策溢出效应削弱我国货币政策的效力，对我国经济造成预料之外的不利影响；另一方面与周边国家、“一带一路”沿线国家进行政策沟通，在制定货币政策时适当考虑其利益，形成良好的政策互动，以打造人类命运共同体。

西方国家货币政策趋同对我国货币政策形成新的挑战。与 2017 年主要国家货币政策不同步、出现分化形成鲜明对比的是，2018 年国际经济形势比较明朗，西方主要经济体都走出了金融和经济危机的阴霾，经济增长成为主旋律，货币政策明显趋同，各国央行将普遍采取加息措施，加快从应对危机的量化宽松货币政策回归常态。西方国家共同实行紧缩性货币政策，国际流动性总量将按照派生存款倍数减少，形成资金争夺战，经济增长较快、安全性高、金融市场成熟的发达国家有能力吸引更多资本流入，而经济脆弱、金融风险较高的发展中国家不仅难以吸引资本流入，还会发生资本外逃。尽管中国经济企稳回升，2017 年底取得了自 2011 年以来的首次经济增长率回升，但是经济新动能占主导地位还需要一个培育过程，深化供给侧改革的任务依然十分艰巨，金融业、金融市场内部也需进行结构性改革，中国非常需要一个不松不紧、相对稳定的货币环境。尤其是 2018 年中国将实行更大格局的开放，资本流动将更加自由，国际社会出现货币紧缩的环境，无疑增加了资本无序流动、进而冲击人民币汇率和金融市场稳定的风险，需要我国的货币政策与西方主要国家货币政策相向而行，主动作为，趋利避害，



为打赢 2018 年的三大攻坚战提供政策保障。

人民币国际化需要中国加强宏观政策的国际协调。作为世界第二大经济体，保持货币政策独立性是实现我国经济健康发展、金融安全的必要前提。从克鲁格曼“三元悖论”出发，随着中国资本账户的进一步开放，未来中国理想的政策组合选择必然是“独立的货币政策+资本自由流动+浮动汇率”。尽管央行制定货币政策的出发点、落脚点是更好地实现内外均衡的经济目标，并优先考虑国内政策目标，然而作为一个负责任的大国，中国倡导互利共赢、打造人类命运共同体，不能像美国一样奉行“美国优先”的孤立主义政策，需要尽量避免以邻为壑的政策，这就意味着实现国际收支基本平衡也是我国货币政策的重要目标。在人民币加入特别提款权（SDR）货币篮子，成为黄金、铁矿石、原油、粮食等大宗商品的计价结算货币后，国际社会对人民币的需求越来越大，作为国际流动性的新供给者，中国也有义务与其他国际货币发行国进行货币政策协调，确保国际流动满足国际经济发展需要，共同维护国际金融稳定。

三、加强货币政策国际协调的重点和措施

展望 2018 年，西方主要国家将执行紧缩的货币政策，并辅之以减税和宽松的财政政策，为了减少负面外溢效应，推进我国的供给侧结构性改革，巩固经济增长的基础，我国应该加强财政、货币、结构性改革政策的国际协调，货币政策国际协调的重点在于中美两国、人民币汇率和宏观审慎。

侧重中美政策协调，减少美元加息的负面溢出效应。中美经济你中有我、我中有你，互为重要的经济伙伴。2017 年上半年中美贸易总值为 2.18 万亿元，占我国进出口总值的 14.1%，中国从美国获得 600 多亿美元的顺差；中国是美国的最大债权国，持有美国国债达到 1.15 万亿美元。当前，美联储已经明确宣布了资产负债表正常化的路径和加息计划，欧盟、日本、英国也有可能跟进实现加息和紧缩的货币政策，鉴于美元在国际货币体系中的主导地位，美国货币政策的溢出效应最大，而且对中国有很大的“溢出效应”，我国与主要国家货币政策协调的核心无疑应该是中美协调。值得注意的是，中国经济变化对美国的“回溢效应”同样不容忽视，也有可能削弱美联储的货币政策效力，使其达不到预期的目标。

对中美两国政府而言，要实现各自的货币政策目标，都需要与对方进行必要的协调，尽量做到相向而行，避免相互拆台，以期实现共赢。

2017 年我国供给侧结构调整取得成效，工业品出厂价格指数（PPI）出现恢复性增长，60 个城市的住房价格出现上涨，CPI 温和上涨 1.6%，物价比较稳定，处于目标范围内。央行应该继续维持稳健中性的货币政策，这与美国货币政策变化的方向是一致的，不存在根本上的对立和冲突，货币政策本身协调难度相对较小。2017 年 7 月债市通的北向通已正式启动，标志着中国资本市场开放迈出了一大步，资本渠道在货币政策跨国传导中的作用将增强。因此，在美元加息的时候，央行需要在控制好货币数量的前提下，加大对利率的微调 and 预调管理，避免中美短期利差过度波动引发异常资本流动，以维护金融市场稳定。

在“美国优先”的口号下，美国贸易保护主义抬头，2017 年 8 月，美国特朗普总统以保护知识产权为由，授权贸易代表启动针对中国的特别 301 调查，加大了中美贸易不确定性。一旦爆发中美贸易战，一些贸易企业可能出现库存积压、经营困难，甚至出现资金链断裂和局部金融风险；中国得自美国的贸易顺差将大幅减少，导致国内流动性总量和结构发生巨大变化。央行需要关注贸易政策调整和国际收支状况，及时或预先采取应对措施，弥补贸易规模、顺差下降带来的流动性缺口，还应制定差别性政策，扶持并帮助贸易企业渡过难关。

2018 年美国还将实行历史上规模最大的减税政策，大幅降低企业所得税，据测算减税政策有利于刺激投资和消费，鼓励资本流入美国，有望使美国 GDP 增加 6%-9%。从 20 世纪 80 年代里根总统执政时推行的减税政策经验看，此轮美国的减税政策很可能导致美国贸易赤字和财政赤字扩大等后果，进而增加美国的国债发行规模，推高美元利率，美元指数走强，资本将大规模流向美国，其他国家都会受到不同程度的影响。因此，为了减少美国减税政策的负面溢出效应，我国需要加强货币政策和财政政策的配合，让财政政策对内，通过减税、补贴的手段，实现加速产业结构调整、提升企业国际竞争力的目标，让货币政策对外，维持合理的汇率水平，确保资本流动和贸易收支动态平衡。

以稳定汇率为抓手，开展多层次政策协调。在信用经济下，相对购买力平价是决定中长期汇率的基础。由于维护货币购买力稳定是货币政策的一大目标，因此，汇率变化一定程度上体现了国与国之间货币政策的差异或较量，汇率政策也



是货币政策不可分割的组成部分。各国往往经济发展需要制定汇率政策，推动本币升值或贬值，达到鼓励或抑制出口、调节国际收支的目的。尽管我国实行的是有管理的浮动汇率制度，但是应该继续深化汇率市场化改革，更多依靠市场来决定汇率。除非出现异常、紧急情况，央行原则上不应进行直接的外汇干预。

我国是世界第二大贸易国、第三大直接投资国，不仅进出口贸易规模巨大，对外投资规模超过了吸收外资，而且越来越多的外国政府、金融机构增持人民币资产，人民币汇率波动牵动众多经济主体的利益，已成为国际国内社会关注的焦点。在这种形势下，央行运用汇率政策人为干扰汇率水平，保持不偏不倚的中性政策，更符合各方利益。实际上，2017年上半年的统计数据表明，我国的国际收支失衡已得到有效纠正，贸易顺差占GDP的比例处于国际公认的合理区间，此时的人民币汇率是经济学意义上的均衡汇率，汇率水平是合理的。央行需要加大宣传和沟通力度，明确表态，引导市场形成理性的汇率预期。

2015年“8·11”汇改后，人民币不再盯住美元，转而盯住一篮子货币。展望2018年，尽管美元加息会改变外汇市场预期，加大人民币贬值压力，但是欧元、日元、英镑因加息政策不同步、力度大小有差异，主要货币之间汇率有涨有跌，可能产生相互冲销效应，结果减弱了它们独自对人民币汇率波动的影响，有利于人民币汇率稳定。如果人民币汇率波动超出预期，严重偏离其均衡水平，央行可适时调节逆周期因子，通过完善人民币汇率机制进行汇率管理。

外汇市场是有效性最高的金融市场，参与主体对各种信息的反应非常迅速，羊群效应也很突出，容易遭受投机风潮袭击。随着遍及五大洲的人民币离岸市场发展壮大，离岸市场与在岸市场之间的价格联动、相互影响增强，要管好人民币汇率，离岸市场也须纳入货币政策的管理范畴。央行需要密切关注伦敦、法兰克福等主要离岸市场人民币汇率变化，从减少风险传染性、稳定金融市场角度出发，加强与相关货币当局进行信息交流、监管协调和政策协调。

根据宏观审慎政策的差异灵活施策，争取收到事半功倍的成效。金融具有很强的亲周期性，经济繁荣时信用膨胀，经济萧条时信用紧缩，会加剧经济过冷过热，不利于经济平稳发展。2008年金融危机后，各国央行逐渐达成共识，强调制定宏观审慎政策，加强逆周期和金融稳定管理。宏观审慎政策主要内容包括：对

银行资本充足率要求、流动性要求、杠杆率要求、拨备规则，对系统重要性机构的特别要求，对会计标准、衍生产品交易的集中清算，等等。宏观审慎政策对金融机构提出了更高的监管标准和要求，直接约束和改变金融市场微观主体特别是系统重要性机构的行为，导致信贷规模、存款派生、流动性扩张、利率形成等发生改变，进而影响货币政策的传导机制和效力。我国十九大明确提出，要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。由于发达国家和发展中国家的经济周期不同步，宏观审慎的政策框架、具体要求也存在差异，各国在资本要求和流动性要求方面尽管表现出一定的协同性，但是制定的标准不一致，这种宏观审慎政策的差异使得各国金融监管松紧不一，有的国家金融市场能够吸引更多资本流入，而有的国家则会发生资本外逃。因此，我国货币政策进行工具选择、机制创新还必须考虑国内外宏观审慎政策的影响，通盘考虑，灵活施策，以达到事半功倍的政策效力。



地方政府能够影响货币政策吗？

闫先东¹

一、地方政府的双面性：基建投资稳定增长，货币政策传导低效

2012年以来，货币供应量与经济成长的缺口逐步拉大，这反映出货币政策的刺激作用在经济下行阶段逐步弱化。实际上，国内外大量经验证据都表明，货币政策效应存在非对称性。从资金运用结构的细节来看，实际的资金流向，尤其是信贷资金向基础设施领域集中流动的趋势非常明显。2016年，全国基础设施领域的信贷增速高于全部企业贷款增速3.3个百分点，高于工业贷款增速8.5个百分点。据不完全统计，银行项目储备中有六成左右与基础设施和融资平台相关。信贷资源流向基础设施领域后，货币政策扩张带来的流动性供给，对企业投资和居民消费行为的影响会明显减弱。从直观上看，这种资金结构的变化很可能是影响货币政策效果的重要因素。实际上，要解释货币政策在经济下行压力下传导效率降低的问题，必须深入探讨我国金融资源向基础设施领域集中的原因、效率和可持续性。

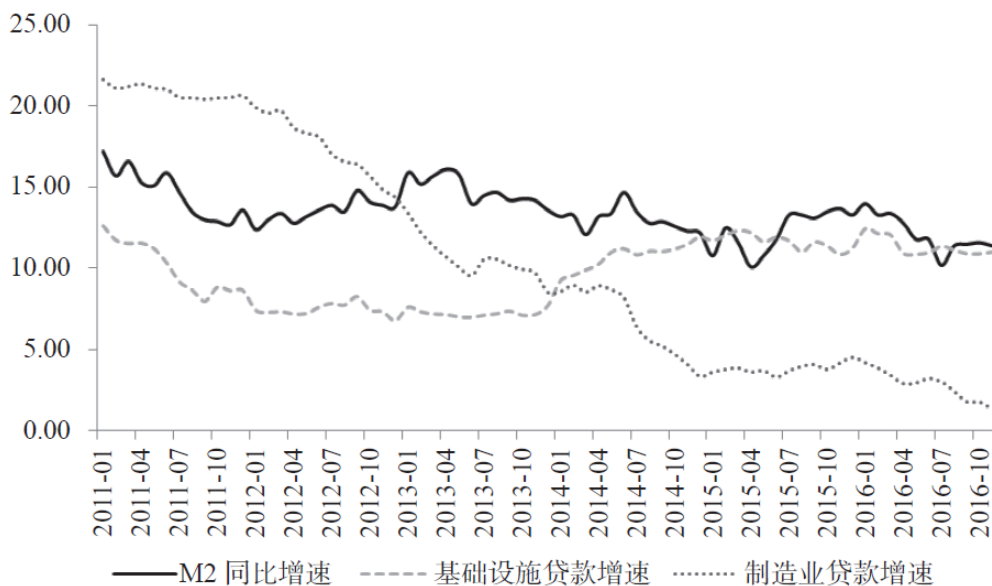
目前，我国地方政府所面临的激励相容机制使基础设施成为地方政府稳增长的主要着力点。一方面，地方政府普遍认为，基础设施相对于制造业等领域的投资，更容易控制和管理，也更容易通过行政手段进行政策传递，是更为可靠的稳增长方式；另一方面，土地财政和地方政府融资平台机制使地方政府有非常强的基础设施投资动力，持续的隐性担保和软约束也让银行体系有非常强的动力对相关领域投放信贷资源。

此外，地方政府的实际基础设施投资规模与我国经济波动密切相关：在经济形势较差的时期或在经济表现较差的地区，政府对基础设施投资的动力更强。这种现象与地方政府的治理目标结构之间存在很强的关联性：东部地区由于市场化

¹ 闫先东，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国人民银行调查统计司副司长

程度较高，政府直接干预的能力相对较弱；而西部地区政府财政实力较弱，要关注的治理目标更多，同时也缺乏足够的干预能力；相对而言，中部地区政府利用基建投资稳增长的行为最为明显。此外，由于挤出效应等因素的存在，这种稳增长策略的经济效率往往低于预期，并成为货币政策传导效率降低的重要原因。

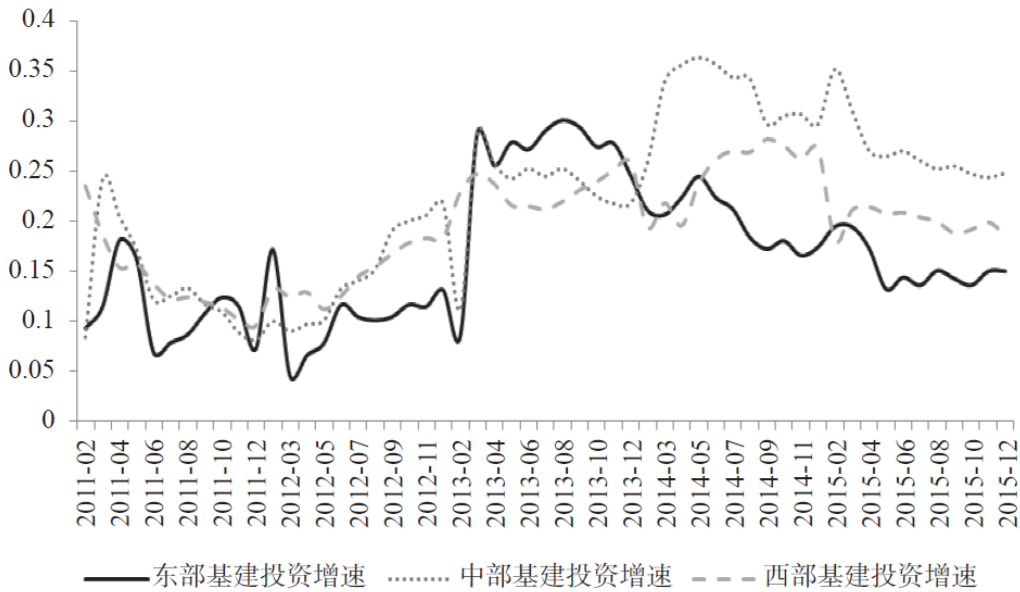
二、地方政府基建投资稳增长的证据



数据来源：Wind 数据库

图 1：货币供应量与基建和制造业贷款增幅的变化趋势

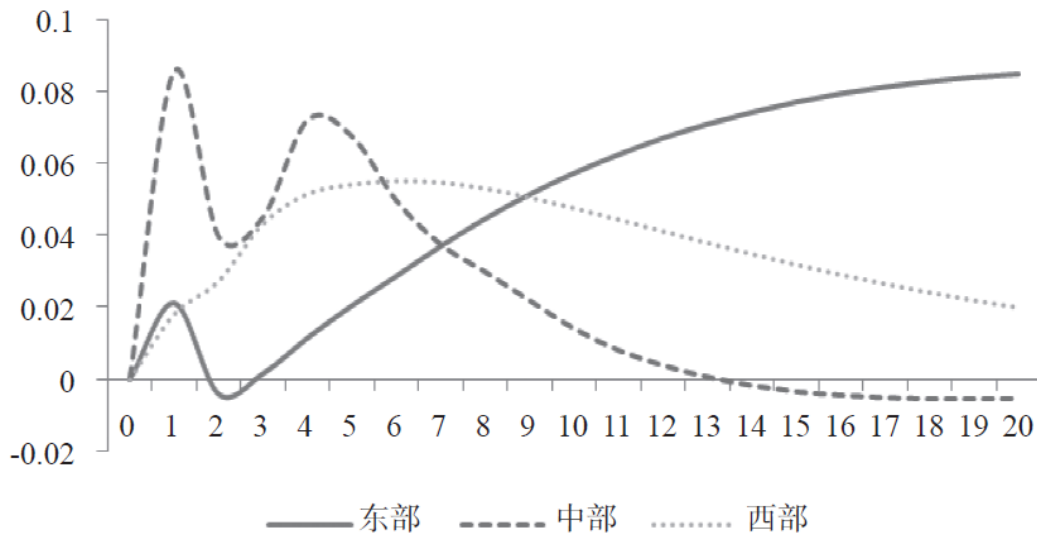
图 1 显示，2011 年以来，商业银行的制造业贷款增速持续放缓，2016 年已经稳定在 5% 以下；而基础设施领域的信贷增速则一直相对稳定，维持在 15% 左右。虽然随着经济放缓，货币政策的态势仍较为平稳，尤其是 2014 年后一段时间内 M2 小幅上涨，但实际上货币通过信贷渠道向经济领域传导的机制已经发生了较大的变化：商业银行将大量的信贷资源集中在地方政府稳增长的着力点，即基础设施投资领域，而制造业贷款的增长则呈现持续下滑的态势。



数据来源：Wind 数据库

图 2：不同区域基建投资增速比较

图 2 显示，在近年来较大的经济下行压力下，各区域基础设施投资增长的分化非常明显，说明我国不同省份的政府在应对下行压力下的稳增长决策中可能呈现一定的差异。



数据来源：Wind 数据库

图 3：不同区域产出缺口对信贷增长外生冲击的累计响应情况

图 3 显示，不同区域的产出缺口对信贷增长外生冲击响应情况不同。具体来看，东部地区信贷增长在短期内对经济的正常刺激作用有限，但呈现持续上升的态势；而中部和西部地区利用信贷扩张来刺激经济的作用则呈现先升后降的态势。

尤其是中部地区，信贷的增长会立即反映到产出缺口的变化上，但在半年后当期冲击就开始由正转负。这表明，过快的信贷增长对实体经济的增长反而有负作用。这种差异可能与不同地区的产业结构和政府治理目标有关：在经济下行阶段，东部省份新旧动能转换的进程较快，信贷资源更容易配置到内生增长动力强的新兴增长领域，在长期内刺激产出的持续增长；而中西部地区的产业结构相对偏重，更多的信贷资金会进入短期内低效率的基础设施领域，甚至以输血的形式进入产能过剩领域，且很多都用于偿还前期债务，对新的投资和产出增长影响较小。此外，东部地区市场化程度更高，面临政绩压力时不会将全部的精力放在缺乏可持续性的稳增长方式上。

三、结论和政策建议

我们认为，地方政府的治理目标带来的信贷和投资结构的系统性变化，可能是导致货币政策效率下降的重要原因。由于政绩竞争的压力，前期较差的经济数据表现会导致地方政府偏好将主要的行政、财政和金融资源引导向更容易掌控的基础设施领域，将其作为稳增长的着力点。这种现象在市场化程度相对较差、政绩考核相对单一的中部地区更为显著。另一方面，由于挤出效应等因素的存在，过高的基础设施投资对经济拉动的效率不及预期。

在未来，基础设施投资本身也面临可持续性的问题。在经济下行压力下，地方财政收支缺口不断扩大，这对基建项目的资金来源影响较大。另一方面，伴随着基础设施投资持续增长的还有政府债务规模的上升。对此，财政部已经意识到目前地方政府的可支配财力无法偿付融资平台贷款等或有负债，政府债务已成为必须面对的“灰犀牛”问题。相关部门已出台多项政策明确政府债务边界。2017年5月底的87号文，明确了政府举债的负面清单，银行与平台公司合作的政府采购服务等融资模式大多被列为非法举债。这些因素会制约后期基础设施投资的增长，且存量债务的化解问题也值得持续关注。这一过程可能进一步加剧货币信贷效率的下滑。

基于以上发现，我们提出如下政策建议：一是平衡好稳增长与信贷结构调整的关系。建议政府在精准监控的前提下，对稳增长和调结构过程进行更有效的动



态调整，密切关注增长、就业等底线目标的完成情况，根据缓冲空间的大小，尽可能减少稳增长过程中对基础设施领域的依赖，通过调整资源分配方式，更好地提升长期增长潜力。二是进一步提高地方隐性债务的透明度，在做好清查工作的同时进行必要的披露，做到不但对自身或有负债有数，也对金融机构的有数，以降低信息不对称产生的市场成本。为此，地方政府要与金融机构加强存量贷款和已签约贷款的沟通协调，针对债务管理新政推出适当的缓冲机制，防止融资环境的剧烈收缩影响基建投资的资金到位。三是持续关注金融机构的资产质量。在长期内，要将金融风险放在地方政策目标框架中更重要的位置，关注政府或有负债的信用状况，强化问责机制和应急预案的管理，推进金融法庭体系建设，提高处置债权债务问题的专业法庭数量，通过完善机制减少地方对金融案件判决的干预，增强判决的执行力，解除金融机构对地方债务风险的后顾之忧。

利率市场化改革的关键时点选择及影响

王剑等¹

引言

中国人民银行行长易纲 4 月 11 日在博鳌亚洲论坛上表示：中国正继续推进利率市场化改革。目前中国仍存在一些利率“双轨制”，一是在存贷款方面仍有基准利率，二是货币市场利率是完全由市场决定的。他表示最佳策略是让这两个轨道的利率逐渐统一。

我国的利率市场化改革是社会主义市场经济体制建设的重要内容。利率市场化是指货币当局将利率决定权交由市场，市场根据供需关系确定利率价格。在实现利率市场化之后，货币当局可通过运用货币政策工具间接调控市场利率水平，实现其货币政策目标。很多国家均经历过利率市场化进程，有经验也有教训。经过多年推进，我国目前的利率市场化进程已经接近收官阶段，为顺利完成这一进程，金融监管机构、从业机构和金融市场都应做好充足准备。同时，下一步改革的时点选择也非常关键。

利率管制的形成原因及利率市场化的缘起

为评估我国利率市场化对银行业的深层次影响，首先需要理解利率管制的原理和利率市场化的缘起。利率管制是对利率价格进行人为限制，强制将资金利率设定或调整至高于或者低于市场均衡利率的水平。从理论上讲，利率可能过高或过低，不过现实中以过低利率较为常见。很多东亚国家在经济起飞阶段都曾出现过“人为低利率”的情形，如韩国、日本和中国，其目的是从民众手中组织低成本资金投入实体经济，助力产业发展。

人为低利率能够促进经济发展，是因为存款人提供零散的廉价负债（主要是存款）给银行，银行再以较低利率贷款给企业，企业融资后用于扩大工业生产。

¹ 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员

利率管制的关键是能够向民众征收一定规模的特许利差，并将这笔征收的利差收益转移给产业，相当于以存款人利益补贴企业，与计划经济时代“集中力量办大事”的原理相同。但同时，过低利率也可能产生一些问题，比如部分企业过度加杠杆、资产质量不佳等。

实践证明，人为低利率的政策能在短期内有效建立重工业体系，为后续经济发展快速打下工业基础。但利率管制能稳定成立的条件之一，是存款人愿意将剩余资金以低利率存入银行。在通货膨胀率低且没有可比均衡利率的时代，存款人手中的闲钱没有其他投向，只能选择存银行。时过境迁，当中国的直接金融市场逐渐发展、通货膨胀率上升，民众投资股票、债券、基金等可以获得更高收益时，银行存款的吸引力大为下降，利率管制的根基就发生了动摇。此时，即使政府不启动改革，利率市场化进程也将自发出现。若继续维持利率管制，将会产生一系列不良后果，并最终影响经济金融稳定。

利率市场化改革进程的推进

我国于1996年开始启动利率市场化进程，逐步放开利率管制。我国利率市场化进程主要遵循“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”的指导思路。表1是对我国利率市场化历史进程的简单回顾。

阶段	时间	内容
银行间同业拆借利率和债券利率的市场化	1996年	放开银行间同业拆借利率
	1997年	放开银行间债券回购利率
贷款利率、贴现利率的市场化	1999年	批准中资商业银行对中资保险公司试办由协商确定利率的大额定期存款
	2003年	放开部分外币小额存款利率管理
	2004年	完全放开金融机构人民币贷款利率上限和存款利率上限
	2005年	放开金融机构同业存款利率
	2007年	上海银行间同业拆放利率 SHIBOR 投入运行
存款利率的市场化	2013年	全面放开金融机构贷款利率管制，取消票据贴现利率管制
	2014年	存款利率浮动上限调整至1.2倍，并对基准利率期限档次作适当简并
	2015年	人行五次降准降息，并不再设置存款利率浮动上限

从理论上讲，我国已经放开了存贷款利率上限，利率市场化改革近于完成。然而在实际中，目前我国在全国、省级和市级建立了三级利率定价自律机制，对

自主定价能力较弱的中小金融机构进行定价方案指导。从形式上看，这种行业自律机制在一定程度上继续影响着利率上限。而商业银行自身在定价能力和配套风控机制等方面也尚未准备到位，依然习惯于参照基准利率进行存贷款利率的定价。这些因素构成利率市场化改革的最后一个堡垒，阻碍了利率的顺利传导，导致央行调节银行间市场利率后，政策效果难以通畅地传导至存款利率。

对于易纲行长对利率“双轨制”的表态，笔者认为可以简单理解为，在理想状态下，存贷款基准利率未来将彻底退出，存贷款利率将像货币市场利率一样完全由市场决定，仅在利率非理性波动时货币当局才会进行干预；利率传导机制有望更通畅。因此，让存贷款利率逐渐向货币市场利率靠拢是当前迫切的利率市场化任务，也是利率市场化改革关键的一个环节。

利率市场化改革完成对利差的影响

因为我国较晚才启动利率市场化进程，所以有若干发达经济体的经验可供参考。西方各发达经济体以及亚洲的主要发达经济体，均经历过利率市场化进程，其大多发生在自 20 世纪 80 年代开始的金融自由化浪潮之中。不过，不同国家与地区利率管制的起因与背景不同。亚洲大多数经济体的利率管制是源于经济赶超的需要，为了动员廉价资金以快速实现工业化。而像美国，其金融体系一开始就是高度市场化的，早年并无利率管制，但在 20 世纪 30 年代大萧条之后，人们将危机归因于银行过度竞争，因而从 1933 年开始实施利率管制，以便控制银行风险。而后又在 70 年代开始慢慢放松，最终实现利率市场化。

从起因与背景考虑，笔者认为亚洲发达经济体的经验对我国更具参考价值。下文将以和我国利率市场化改革背景和进程相似的中国台湾地区和日本为例，来观察利率市场化进程中银行利差等因素的变化，以期得到有借鉴价值的结论。

（一）中国台湾地区的主要情况

中国台湾地区在利率市场化之前，经济保持了约 30 年年均 9.8% 的高速增长，与我国改革开放后的经济增长背景很类似。台湾地区利率市场化进程也和当前我国的情况相似，都是遵循先放开银行间同业拆借利率，再逐步放宽存贷款利率限

制，最终完全放开上下限的思路。台湾地区利率早在1989年7月就实现了市场化，银行需要根据市场资金供求情况决定其水平。

如图1所示，台湾地区在1989年完成利率市场化后，存款利率急剧上涨，贷款利率紧随上升，存贷款利差仅出现小幅波动。在随后的10年里，存贷款利率逐渐下降到原来水平，利差虽比市场化前略有收窄，但长期保持稳定，并没有出现所谓的“利率市场化将带来利差大幅收缩”现象。而且，这几年利率的波动，也未必能完全归因于利率市场化改革，与货币政策变化应有更大关系。直至2000年左右互联网泡沫破裂，台湾地区货币当局实施宽松的货币政策之后，其存贷款利差才开始明显收缩。台湾地区经验表明，决定存贷款利差的重要因素是货币政策，利差缩小受利率市场化改革本身影响不大。



(二) 日本的主要情况

日本的利率市场化开始于1977年，首先是国债管制放松，随后形成并发展银行间短期金融市场，依次放开大额及小额存款利率，最终在1996年10月实现了利率的完全市场化。

观察日本存贷款利差近20年的走势（见图2）可以看出，1996年之后日本银行业利差确实小幅收窄，当时出现了大中型银行价格竞争，致使部分小银行拖

累倒闭的现象。然而存贷款利差的明显收缩出现在 2008 年以后，这也是金融危机后货币当局出台量化宽松政策所造成的影响。日本的利率市场化并未造成存贷款利率大幅攀升，相反存贷款利率同步下降，存款利率常年徘徊在“零利率边缘”，很难从数据上验证利率市场化必然造成银行业利差缩小的结论。但日本经验表明，利率市场化确实将加剧银行业的竞争，部分定价能力差的银行将遭受到明显冲击，而客户基础广泛或中间业务良好的银行则受影响较小。



(三) 小结

中国台湾地区和日本的案例都说明，在利率市场化完成之后，当局对利率不会彻底放任不管；在完成时点上存款利率较高，也不必然导致银行业利差缩小、经营难以为继。事实上，经济金融危机、银行业的过度竞争，所导致的银行放款质量下降，才是银行业经营陷入不利局面的主因。

利率“并轨”的时点选择分析

纵观海外相关经验，利率市场化通常是逐步推进的漫长过程，需要二十年左右的时间。分阶段放开管制有利于市场充分消化政策信息，适应市场化经营环境，



减少对经济金融的冲击。如今我国还存在存款利率的“双轨制”，并轨势在必行。何时才是放开最终管制的合适时点？以下从理论层面作简要分析。

“并轨”的主要思路是让存贷款利率和货币市场利率逐渐靠拢衔接。在此，假设货币市场利率为 r_1 ，存款利率为 r_2 ，法定存款准备金率为 R 。按照一价定律，在无摩擦的理想情况下，银行能够同时在存款市场和货币市场获得资金，两个渠道的真实成本应趋于一致，否则银行就拥有套利机会。在理想情况下，货币市场利率应该与存款真实利率相当（更为准确的话，还要考虑两种负债业务的其他摩擦成本，如业务费用、监管成本等），即 $r_1 = r_2 / (1 - R)$ ，得 $r_2 = r_1 \times (1 - R)$ 。通常当最终管制放开，现实存款利率就可能一路攀升到理想的 $r_1 \times (1 - R)$ 水平。因此，为减少给经济带来的冲击，利率市场化完成的合适时点应为现实存款利率与 $r_1 \times (1 - R)$ 接近之时。目前现实利率小于后者，因此未来利率市场化的有利市场环境，应该是尽可能降低货币市场利率 r_1 ，从而使存款利率放开后上升幅度有限。可能的途径如实行宽松的货币政策、投放市场流动性等。

不过，现实金融市场远比上述理论分析要复杂，实际操作中利率传导机制也时常有所淤堵，并且需要考虑的因素更多。短期来看，随着近期货币市场利率的下行，利率市场化最后完成的时机正在日趋成熟。

顺利实现利率市场化改革收官的建议

结合发达经济体进程来看，利率市场化的收官之战是风险较大的一步。为最大程度减少其对银行业的冲击，实现利率市场化收官的平稳衔接，银行业监管机构和从业人员需要提前做好应对挑战的准备。

首先，银行业监管机构要加强宏观和微观审慎监管。各国在利率市场化进程中，由于息差有所收窄，曾出现不少银行铤而走险、进入高风险领域博取更高收益的情况。当积累的风险爆发，银行就会产生较大风险，甚至破产倒闭。若随后货币当局进行救市，将导致流动性宽松、息差大幅缩小，从而进一步加重银行业经营负担，形成两难局面。因此我国在利率市场化改革进程中，应该加强对银行业的宏观审慎监管和微观审慎监管，切实防范金融风险。同时改善银行的公司治

理机制，尤其要提防银行股东层、管理层因制订不切实际的考核任务而带来铤而走险的风险。

其次，商业银行应尽快掌握管理利率风险、流动性风险的有效工具。利率市场化时代的利率风险、流动性风险高于以往，商业银行应掌握利率期货、资产证券化等工具，以应对和把控利率风险和流动性风险。

再次，商业银行还应加快发展中间业务，适当提高自身业务的多样性和均衡度，以减轻对息差收入的依赖，同时缩小在利差上的风险敞口。

最后，中小银行应找准定位并把握核心优势，在自身有优势的存贷款类别上进行合理布局。存款方面，随着直接融资市场的不断发展，民众可以投资的金融产品种类增加，银行存款的吸引力面临挑战，但结算存款不会被分流，因此客户基础扎实的银行相对会受到较少的冲击。贷款方面，信贷利率基本由供求关系决定，而议价地位较低的小微、零售等客户的信贷利率依然可观，主营这类客户的银行相对容易保持利差稳定。而且，优异的客户基础有助于进一步开展其他资产负债业务和中间业务。因此中小银行应充分做好准备，潜心修炼内功，巩固客户基础，寻找差异化优势，稳定核心负债，以便在未来的竞争格局中保持稳健经营。



首次代币发行的风险

吸引机构投资者需要监管协调¹

Bhavin Patel²

加密货币 (cryptocurrency) 如比特币、瑞波币、以太坊等均依靠分布式账本技术 (distributed ledger) 建立。这项技术也使企业能够创建自己的数字代币 (digital tokens)，卖给公共市场以此筹资。

“首次代币发行” (initial coin offerings, ICO) 已经成为初创企业获得风险资本的新渠道，同时也激励企业探索数字代币的新应用。2017 年 1 月至 2018 年 2 月，ICO 共筹资 45 亿美元，超过了传统风投在区块链相关初创投资的三倍以上。

与股票交易所首次公开募股不同，ICO 融资无需企业牺牲股权。同时 ICO 也允许跨境在线销售，减少金融摩擦，绕过法律、司法和商业障碍，让全球投资者都能同时参与。然而，投资者也因此面临了重大的风险。

加密货币市场尚缺乏保障；据 ICO 咨询公司 Satis 集团统计，ICO 融资中 81% 具有欺诈性。发行方承诺的是多功能的数字平台和可观的回报，但投资者并未获得与某实物对应的产品。投资者通常无法查阅发行人的商业计划或准确的财务信息。这些风险最直接的表象就是只有 8% 的加密货币真正能在交易所交换。发行人通常是匿名的，难以追查，这样诈骗团伙骗到投资者资金后更容易逃出市场。此外，投资方式本身也增加了一层“货币风险”，因为投资者必须使用现存的加密货币购买 ICO，而这些现存货币价格波动幅度较大，可能会大幅增加代币兑回成法定货币时的成本。

由于大多数数字代币并不是以证券形式注册发行的，因此投资者无法享有许多相关的合法权利。投资者没有股东权，一旦公司违约或资不抵债时，无法获得优

¹ 翻译：刘斌 审校：罗添

² Bhavin Patel，国际货币基金机构官方论坛经济学家

先赔付。这意味着 ICO 持有人不太可能收回他们的初始投资。此外，由于缺乏反稀释保护，发行人可随便发放新的代币进行融资，而这样也就稀释了初始投资者持有的代币价值。

投资者可寻求一种自保方式，那就是在 ICO 上市后很快出售手中的代币。许多风投就采用这一策略，防止代币贬值，但这样做只会使市场更加波动。

加密货币由何种法律和监管框架管理，取决于监管机构将其归入何种资产类别。而这方面缺乏国际协调，各管辖区对加密货币分类各不相同。有些国家甚至将每一种加密货币都视为独立个案，逐一各加密货币的资产类别。

监管得不到统一，产生了套利风险。各国为了努力吸引创新型公司，监管制度之间存在竞争，也进一步加剧了市场之间的差异。

美国和加拿大的法律中，加密货币正处于灰色地带。欧盟尚未确立如何看待加密货币，这是由于欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority）正在评估如何将 Mifid II 规则（Market in Financial Instruments Directive，欧盟金融工具市场法规 2）应用于数字资产。瑞士金融市场监督管理局（Swiss Financial Market Supervisory Authority）、百慕大金融管理局（Bermuda Monetary Authority）和直布罗陀金融服务委员会（Gibraltar Financial Services Commission）将加密货币定义为独立的资产类别，应使用新的监管法则管理。

要想确保加大监管力度的同时能积极引领 ICO 和加密货币市场，首先需要确定该市场将如何在全球运作。若能在 ICO 期间提供保证措施和提高透明度，可加强对投资者的保护，从而将吸引机构投资者，加强流动性并支持市场稳定。

Hazards of initial coin offerings

Regulatory coordination needed to attract institutional investors

Bhavin Patel¹

The access to distributed ledger technology that underpins ripple, ethereum, bitcoin and other cryptocurrency platforms has allowed companies to create their own digital tokens that can be offered to the public to generate funds.

These 'initial coin offerings' provide an alternative source of venture capital for start-ups and encourage innovation in how these digital tokens can be used. Between January 2017-February 2018, ICOs raised \$4.5bn, outweighing venture capital investment in blockchain-related start-ups more than threefold.

In contrast to initial public offerings on stock exchanges, ICO issuers do not sacrifice equity for financing. ICOs also allow for borderless online sales with fewer points of friction. They typically bypass legal, jurisdictional and business hurdles, and investment is promoted directly to a global investor base. However, investors face major risks.

There is a lack of market security; 81% of ICOs are fraudulent, according to ICO advisory firm Satis Group. Investors buy into the promise of a digital infrastructure's utility and significant returns without having access to the underlying product. They usually can't consult business plans or accurate financial information about the issuer. These hazards are exemplified by the fact that only 8% of all cryptocurrencies make it on to exchanges.

Issuers are often anonymous and difficult to trace, making it easier for fraudsters to exit the market with investors' capital. In addition, the method of investing adds a

¹ Bhavin Patel is Economist at OMFIF.

layer of 'currency risk', as investors must buy into ICOs through existing cryptocurrencies with high price volatility. This could make cashing out into a fiat currency especially costly.

As most digital tokens are issued without being registered as securities, investors are denied a number of legal rights. There are no shareholders rights, and a lack of liquidity preference in the event that the company defaults or becomes insolvent. This means ICO holders are unlikely to reclaim their initial investment. Furthermore, the absence of antidilution protection allows issuers to release additional tokens to generate more funding, diluting the value of initial investors' holdings.

One way in which investors can find protection is to sell their tokens very soon after an ICO. This is a strategy that many venture capitalists follow to insure against devaluation. However, this only increases market volatility.

Determining what legal and supervisory framework a cryptocurrency falls under depends on how regulators classify it among asset classes. International coordination on this is lacking, and the various jurisdictions that do regulate cryptocurrencies categorize them in different ways. Others use a case-by-case approach to determine a cryptocurrency's asset class.

These inconsistencies create the risk of regulatory arbitrage. Competition between regulatory regimes, as countries try to attract innovative companies, exacerbates this divergence between markets.

In the US and Canada, cryptocurrencies fall into legal grey areas. The European Union is yet to formalize its approach, as the European Securities and Markets Authority is assessing how to apply Mifid II rules to digital assets. The Swiss Financial Market Supervisory Authority, Bermuda Monetary Authority and Gibraltar Financial Services Commission define cryptocurrencies as a separate asset class to which new regulations should apply.

Greater regulation will have a positive effect on ICOs and the cryptocurrency market only if it provides certainty about how markets will operate globally. Strengthening investor protection by providing assurances and improving transparency



during ICOs could attract institutional investors, which would generate liquidity and support market stability.

解析中美贸易差额¹

Shin Kotbee²

去年，中国对美国的贸易顺差达到史上最高值，美国随后采取了强硬贸易行动。特朗普政府认为，中美之间持续的贸易不平衡威胁到了美国经济的健康，并制定了一份中国进口商品清单，宣布对清单上的商品加征关税，以惩罚中国的“不公平贸易行为”。中国则威胁报复美国，对美商品加征关税。虽然双方已进行了三次贸易谈判，但尚未达成解决争端的协议。

中国对美国的货物贸易顺差已是屡见不鲜。自中国 2001 年加入 WTO 以来，对美国的货物贸易顺差就从 2001 年的 830 亿美元激增至 2017 年的 3750 亿美元。ⁱ 而另一方面，中国对美国的服务贸易却一直处于逆差，规模从 2007 年的 130 亿美元激增至 2017 年的 402 亿美元。其中大部分服务贸易赤字来自旅游及专利费用。

在 Shin et al.(2018)中，我们概括了中国对美国货物贸易盈余的三大特点。第一，贸易盈余高度集中在少数产品上，包括手机、自动数据处理机、监视器和投影仪。十大产品的顺差占对美总顺差的 55.5%。ⁱⁱ 第二，自 2016 年起，资本货物顺差开始超过消费品顺差。2017 年，资本货物顺差较 2016 年增长了 21.3%，达到 1852 亿美元；而消费品顺差从 2016 年的 1573 亿美元降至 2017 年的 1358 亿美元。这表明两国之间的贸易与生产和消费有关。第三，高科技产品的顺差已赶上低技术产品。原因不仅在于中国制造业的升级，还在于由于加工贸易在高科技产品中占主导。根据 Xing (2014)ⁱⁱⁱ，截至 2010 年，中国加工出口中，高科技加工出口达到 79.9%，而加工出口占中国出口总额的 46.9%。

虽然正在进行的中美贸易争端集中在贸易差额上，但必须指出，考虑到中国在国际生产分工中的深度融合，总贸易差额可能会产生误导。2011 年，中国对美出口的国内增值成分仅占 65.3%。^{iv} 这一比例因高科技产品而下降。例如，2011

¹ 翻译：王丹虹、审校：熊若洁

² Shin Kotbee，韩国国际经济政策研究所副研究员



年，国内增值成分占中国出口美国的电气及光学设备的 45.9%。这表明，以增值方式衡量的贸易差额要比总贸易差额少的多。OECD 估计，2013 年，按增值成分计算，美国对中国贸易逆差要下降 25%。

特朗普近期为解决贸易逆差而实施的贸易政策是否真正能造福美国经济，这点尚有疑问。美国从中国进口资本货物，以生产产品和服务；因此，对进口的资本货物加征关税会引发美国企业强烈抵制。而对高科技产品加征关税将会对其他供应链上的国家而不仅仅是中国造成打击，因为中国对美出口的国内成分很低。此外，如果中国对美国商品实施报复性关税，会对美国贸易差额产生更为严重的影响。尽快通过谈判解决分歧，缓解紧张局势并减少不确定性对中美双方都有好处。

The Anatomy of US-China Trade Balance

SHIN Kotbee¹

China's trade surplus with the United States recorded the highest level ever last year, followed by hard-line trade actions. The Trump administration, which has viewed the persistent trade imbalance with China as a threat to America's economic health, subsequently announced a list of Chinese goods imports to be subject to tariffs as penalty for the alleged unfair trade practices. The Chinese government has threatened to retaliate with its own tariff hikes on American goods. Despite three rounds of bilateral trade negotiation, the two countries have not reached an agreement on how to resolve the trade disputes.

China's goods trade surplus with U.S. is hardly new. Since China's accession to the World Trade Organization in 2001, it has rapidly increased from \$83 billion in 2001 to \$375 billion in 2017². On the other hand, China has persistently posted a deficit in service trade with the U.S. and the service trade deficit has surged from \$1.3 billion in 2007 to \$40.2 billion in 2017. Most of China's service trade deficit comes from travel and charges on the use of intellectual property.

In Shin et al. (2018), we identify three features in China's goods trade surplus with the United States. First, it is highly concentrated in a few products including cellular phones, automatic data processing machines, monitors and projectors. The surplus in top ten products consists of 55.5% of the overall surplus with the United States³. Second, the surplus in capital goods has begun to exceed the surplus in consumer goods since 2016. The surplus in capital goods in 2017 grew by 21.3% from the previous year, recording \$185.2 billion while the surplus in consumer goods decreased from \$157.3 billion in 2016 to \$135.8 billion in 2017. This suggests that the trade between the two countries is associated with production as well as consumption. Third, the surplus in high-technology products has caught up to that in low-technology products. This is not

¹ SHIN Kotbee, Ph.D., Associate Research Fellow China Team / International Macroeconomics Team Korea Institute for International Economic Policy

² These numbers are based on statistics released by the United States. The Chinese statistics state \$28 billion in 2001 and \$282 billion in 2017. This statistical discrepancy mainly comes from conceptual and methodological differences in the compilation and processing of trade data.

³ Statistics are calculated for 2017 data and products are classified according to Harmonized System code 4 digit.

only due to the upgrade of Chinese manufacturing industries, but also due to the dominant share of processing trade in high-technology products. According to Xing (2014)¹, the share of processing exports in Chinese high-technology exports recorded 79.9% as of 2010 while processing exports accounted for 46.9% of Chinese total exports.

While the ongoing trade disputes focus on the U.S.-China trade balance, we have to note that the gross trade balance can be misleading when considering that China is deeply integrated in the international fragmentation of production. The domestic value added contents of Chinese exports to the United States only accounted for 65.3% in 2011². This ratio shrinks for high-technology products. For example, the domestic contents account for 45.9% of Chinese electrical and optical equipment exports to the United States. This means that the trade balance measured in value added is much smaller than the gross trade balance. OECD estimates for 2013 show the U.S. deficit with China in value-added term is 25% smaller.

It is questionable whether Trump's recent trade policy to resolve America's trade deficit is essentially beneficial for the U.S. economy. Since imported capital goods from China are used to produce goods and services, tariffs levied on capital goods imports will have a backlash on U.S. business. Tariffs targeting high-technology items will hurt other countries on the supply chain rather than China, due to the low domestic content of Chinese exports to the United States. In addition, if China imposes reciprocal tariffs on U.S. goods, this will have an even more severe effect on the U.S. trade balance. It will be beneficial for both sides to settle the trade disputes as soon as possible through U.S.-China trade talks to ease the tension and reduce uncertainty.

¹ Xing, Yuqing. 2014. "China's High-tech Exports: Myth and Reality," *Asian Economic Papers*, vol. 13, no. 1, pp. 109-123.

² Trade in Value Added (TiVA) data is used. The most recent data is for the year 2011.

《人民币国际化报告 2018》

《人民币国际化报告2018》主题为“结构变迁中的宏观政策国际协调”。在历史经验借鉴和理论研究的基础上，集中探讨了人民币国际化进入发展新阶段后加强宏观政策国际协调的必要性与紧迫性，围绕协调内容、突破口、主要矛盾、实现机制等方面展开了深入分析。报告认为：全面高效的国际协调是人民币国际化的必然要求；要将贸易、货币政策作为短期协调的重点内容，将结构改革、宏观审慎政策纳入协调范畴，从而完善国际政策协调框架；要重视多层次国际组织在协调中所体现的平台功能，积极寻求在新兴国际协调平台上发挥引领作用。



报告强调：要在“一带一路”上开展内容丰富的区域合作机制创新，为国际协调理论和实践提供新样本、新模式；要妥善处理中美贸易摩擦和政策分歧，这是实现无危机可持续发展和人民币国际化的关键，也是当前我国进行国际政策协调需要解决的主要矛盾。

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

