

【“2017 国际货币论坛”会议专题】

马德伦：我国债券市场国际化的机遇和挑战

王国刚：债券市场开放重点在于国内市场发展

步艳红：国内债券基础设施建设与人民币国际化

毛振华：短期内外资进入对中国评级行业影响不大

汪昌云：人民币国际化下资本市场的开放需要加快市场化改革

王 庆：宏观视角下的汇率、利率与证券市场前景

范希文：我国债券市场对外开放与金融机构国际化

李 宇：中国债券国际化应重视参与主体国际化

明 佳：基于证券公司角度来对待债券市场国际化问题

屈 庆：债券市场国际化：长期做好准备 短期应对挑战

王 卫：人民币国际化的前途是光明的，道路是曲折的

【海外之声】

Greg Medcraft：金融科技填补资金短缺，
灵活监管有望激发创新活力

Steve H. Hanke：银行管制：是否已存在威胁？

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列六：人民币正式加入 SDR，国际金融架构变革取得重要进展

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：叶子瑞

美术编辑：张耘峤

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



我国债券市场国际化的机遇和挑战

马德伦¹

编者按：

7 月 16 日上午，2017 国际货币论坛主题三分论坛在中国人民大学世纪馆北大厅顺利举行，研讨主题为“债券市场国际化的机遇与挑战”。本场分论坛为中国人民大学国际货币研究所与 FICCRUC 联合主办，中国证券业协会提供支持，由中国人民大学财政金融学院副院长赵锡军主持。

马德伦行长在主旨演讲中提出，近十年来，债券市场发生了巨大发展和变化，表现在债市规模不断扩大，债券产品种类日益丰富，市场基础设施不断完善，投资者群体日益多元，市场对外开放稳步推进等方面，中国债券市场国际认可度随着市场建设而不断提升。他认为，人民币国际化需要更多以人民币计价的金融产品，债券市场国际化是必然趋势。债券市场国际化使资本跨境流动多了新的通道，有利于国际收支的双相平衡，但如何维护稳定的货币环境，进一步完善货币调控基础仍然面临新的考验。他强调，金融本身不是目的，而应该为金融服务业与实体经济服务。

以下为演讲摘要：

如果以 2007 年 9 月央行倡导下银行间市场交易商协会的建立作为我国真正的债券市场发展的起点，十年来的发展成果为今天的国际化机遇创造了条件。

一是市场规模巨大。仅 2016 年，各类债券发行规模达到 36.1 万亿元，年末债券市场托管余额为 63.7 万亿元。其中，银行间市场的发行规模为 32.2 万亿元，占比 89.2%，托管余额为 56.3 万亿元，占比为 85.4%。

而在交易市场，2016 年现券交易量达 132.28 万亿元，其中银行间市场现券累计成交 127 万亿元。

二是市场产品日益丰富。国债、地方政府债券、政策性银行债券、商业银行金融债、公司信用类债券以及绿色债券、并购债、资产支持证券、同业存单等陆续出现。

¹ 马德伦，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、中国金融会计学会会长、中国人民银行原副行长

在利率、汇率市场化改革进程中，相关衍生品市场不断发展，包括利率互换、远期利率协议、债券远期等三个品种在内的利率衍生品已成为衍生品市场最活跃的品种。

包括外汇掉期、外汇远期、外汇货币掉期和外汇期权在内的汇率衍生品，不仅参与机构众多，而且交易量增长快。

而包括信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换、信用联结票据在内的信用衍生品，从我国债券市场实际出发，以“简单、基础、符合实需”为原则，较好地支持了信用风险的理性定价，并促进信用债券的市场出清。

三是市场基础设施不断完善。2009 年，银行间市场清算所成立，作为中央对手方，担负起了非金融企业债务融资工具的托管、清算职责，和中央国债登记公司、中央证券登记公司一起为市场服务。

四是投资者群体日益丰富。到去年底，银行间市场各类参与主体共 14127 家，其中境内法人机构 2329 家，境内非法人类机构投资者 11391 家（基金、券商专户资产管理机构、包括银证保管理下的机构的理财产品），境外机构投资者 407 家。

五是债券市场对外开放稳步推进。2005 年国际金融公司和亚洲开发银行率先在银行间市场发行人民币债券（熊猫债）标志着境外机构在境内发债渠道正式建立。2013 年，德国戴姆勒股份公司通过交易商协会成功注册熊猫债 50 亿元，标志着非金融企业熊猫债发行渠道也已畅通。2016 年 8 月，世界银行首次在银行间市场发行 SDR 债券。目前，境外发行人已包括国际开发机构、政府类机构、金融机构和非金融企业。

而在投资者群体中，2010 年以来，人民银行先后允许符合条件的境外央行或货币当局、主权财富基金、国际金融机构、人民币业务清算行、人民币结算境外参加行、境外保险机构、QFII、RQFII 等投资银行间债券市场。

2016 年，中国人民银行发布公告，把投资者范围扩大为境外依法注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等各类金融机构，这些机构面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中国人民银行认可的其他中长期机构投资者。同时，取消了投资额度限制，简化了管理流程。境外机构从去年底的 407 家增加到 3 月底的 469 家。



境外机构投资者可开展包括现券交易、债券借贷、债券远期、远期利率协议及利率互换等在内的多种交易。

2007 年 7 月，国家开发银行在香港成功发行了第一笔为期 2 年的人民币债券，是点心债的开始。其后，包括财政部在香港市场的国债发行在内，点心债的规模不断扩大。2011 年——2015 年，为快速发展阶段。

中国债券市场的国际认可度是随着市场建设的发展而不断提升的。目前，主要的国际债券指数有三个，分别是：花旗全球债指数（WGBI）、摩根大通国债——新兴市场指数（JPM GBI-EM）和巴克莱资本债券综合指数（Barclays Global aggregate index）。今年，花旗和彭博巴克莱已将中国债券市场纳入指数，摩根大通正在对中国债券市场进行评估。

十年来，中国债券市场迅速成长，并且日益引人瞩目。但是，成长不等于成熟，从成长到成熟的距离就是我们面临的挑战。

当前，我们又迎来了很好的机遇。这就是人民币国际化以及人民币加入 SDR 后的巨大推动力。

从 2009 年开始，人民币以贸易支付的方式开始迈向国际化，作为国际贸易结算货币，实现的是货币和商品的交换。其后，在国际金融市场上，人民币成为位列前茅的交易货币。尔后，人民币又成为投资货币，对人民币的需求就不仅仅是货币之间的转换，需要更多的以人民币计价交易投资的金融产品，催生了我国债券市场的国际化。

人民币加入 SDR，成为国际储备货币，各国际组织、央行、货币当局、主权财富基金，对冲基金等将会购买一定比例的人民币资产。据估计，除中国以外的各国外汇储备总额约 8 万亿美元，其中至少 5% 将逐渐转化为人民币资产，会产生 2 万多亿人民币的需求。

因此，可以说，人民币国际化后，国际市场呼唤以人民币计价的金融产品，使市场上在货币多元化的同时，金融产品多元化；国际投资者要进入中国债券市场或投资或发债，中国的机构也要到离岸市场或发债或投资，债券市场的国际化就成为必然。

债券市场的国际化，使资本跨境流动多了新的通道，这一方面有利于国际收支的双向平衡，但无可否认的是境外机构持有的人民币产品的规模、品种都会增

加，资产配置和资产组合更加便利。因此，维护一个稳定的货币环境就面临新的考验。在人民币成为国际货币后，特别是加入 SDR 成为国际储备货币后，国际货币基金对人民币定义为“可自由使用货币”。因此，央行对人民币汇率的调节要避免与市场预期的明显差距，避免影响人民币“可自由使用”。央行要进一步完善宏观调控机制。

在人民币离岸市场形成后，离岸市场与在岸市场的息差、汇差过大，也会对人民币债券从发行、交易到资产转换产生影响。在岸市场作为主权货币的主场，也要不断完善，以充分发挥影响乃至至于引领离岸市场的作用。

同时，国际收支预警体系的不断强化和灵敏反应，密切关注跨境资本进出的动态，从而为货币稳定和市场稳定构筑屏障。

还要密切关注国际金融市场的异常波动，防范和堵截国际金融风险的传染。

国内债券市场也要强化风险监管，不断深化改革，完善市场机制来。接受挑战，首要问题是市场健康发展，防范风险是市场发展的基石。

信用评级要破除信用等级区分度不大的状况，真实反映发行人的财务信用状况，信息披露的准确及时很重要，风险意识应时时，而不是一时有。

要提升国债二级市场的流动性。从我国银行间债券市场看，我国国债二级市场流动性不足。2016 年国债换手率为 1.56，不仅低于美国国债 9.54 的换手率，也低于我国债券市场整体 2.17 的换手率和政策性金融债 6.41 的换手率。这种状况是由于税收优惠使投资人倾向于持有到期。这进而影响了国债收益率曲线的基准性，导致一些投资者更多是把发行量大且不免税的国开债当作风险收益率的替代性基准。

此外，债券市场是否要培育做市商？做市文化的基本元素如何定义？

刚刚开始实行的债券通，既是重视发挥香港作为国际金融中心的作用，也是借助香港市场较成熟的机制，加快内地债券市场与香港市场的融合，更好地联结国际金融市场，便利境内外的债券发行、投资活动。一方面，我们要强化市场约束，也要强化自我约束，懂规矩，守规矩。学习借鉴国际市场的规则，完善我们的发行制度，完善我们的托管制度，完善和丰富市场产品。另一方面，强化外部约束和监管，穿透式监管应贯穿于市场运行的各个环节。这样，我国债券市场的深度和广度不断提高，就会更具成熟后的吸引力。



2017 年第 37 期总第 229 期

前纽约交易所副总裁乔治·乌杜先生 20 天前送了我一本他的新书，是他对 2008 年国际金融危机的思考。他在文章的前言中写道：“金融如此重要，岂可仅仅交于金融家之手”。他认为，那时的金融，是“金融家背叛了金融”，“金融业背叛了经济”，他提出“确保资本诚信”，给评级机构戴上紧箍咒，让“咨询顾问言而有信”以及“没有透明，何来信任”，“制约金融创新”，都是至理名言，都非常有针对性。这些我们要牢记，我们还要明确金融不是目的，金融是金融服务业，是为实体经济发展服务的。

债券市场开放重点在于国内市场发展

王国刚¹

编者按：

圆桌讨论一主题为“中国债券市场发展与国际化的”，由华泰联合证券董事总经理、固定收益业务负责人王戈主持。

王国刚所长在圆桌研讨一中指出，债券市场发展如果国内问题不能有效的解决，市场不成熟就对外开放是很难的。中国境内债券市场有许多的问题，其中有两个问题是重要的：第一，实体企业去杠杆的问题。中国经济发展中要降低杠杆率，但又不能缩小实体企业的债务总规模。从国际比较角度看，中国工业企业等实体经济的资产负债率并不算高，但流动负债过高，由此，需要调整的是债务期限结构，即用中长期负债去替代流动负债，从而走出债务困境。第二，债券问题。城乡居民是资本市场的主要资金供给者，但他们缺乏足够的金融产品选择权，只能将大量资金以存款方式存入银行。这些资金通过商业银行等金融机构贷放给实体企业，形成了以贷款为主的流动负债。在中国境内，金融产品价格体系不完整不成熟，这将严重限制金融市场的对外开放。

以下为演讲摘要：

债券市场发展和人民币国际化这个话题讨论比较多的是国际环境。2013 年十八届三中全会提出金融的双向开放，再往前推是在 1999 年提出这个话题。这个话题强调金融对外，但我们面对的现实是金融对内开放程度远远不够。如果金融对内开放不能有效的解决的话，在市场不成熟的情况下，要充分对外开放是很难的。债券市场市场在中国境内有许多的问题，我讲其中两个问题：

第一个问题，实体企业去杠杆。把规模以上工业企业财务状况、资产负债状况做个简单分析，大致上从 2013 年到 2016 年它们的资产负债率从 58%降低到 55%，是一个下降的过程。其中，它们的负债大约 20%是正常商业往来中应收账款等，80%是从金融部门获得的债务。这个债务率，如果和海外发达国家的大型跨国公司相比，应该说不算高。从金融机构和金融市场中获得的债务总额占总

¹ 王国刚，中国社会科学院金融研究所所长



资产比重为 40%，这不算高。但为什么我们觉得高呢？原因在于，这些债务基本上是从银行部门获得，银行发出的贷款基本属于短期债务。资产负债率通常是一个总称而并没有具体细分。资产负债率可分为资产流动负债率和资产中长期负债率。海外的跨国公司大量负债属于中长期负债，流动负债所占比例并不高，但我国的实体企业不是如此。因此，实体企业要降低的不是简单的杠杆率，而应该是流动负债。要降低杠杆率，实体企业经营运作的资产总规模不能缩小，因为这一规模缩小对应的就是整个经济运行规模缩小，就业、GDP 的问题多了，因此，降低杠杆率实际上应该调整的是实体企业的债务期限结构，用中长期负债去替代流动负债，从而走出困境。

增加实体企业中长期负债的一个主要机制是，发展公司债券市场。从公司债券来说，五年期以上的公司债可以充当准资本。巴塞尔协议规定，五年期也是的银行债券可以当作准资本使用的，所以，要发挥准资本的功能来降低资产的流动负债量。人们常常说到，小微企业的融资难、融资贵。实际上，不仅小微企业如此，中国的大型企业也处于融资难、融资贵的境地。只是与小微企业相比，大型企业的融资价格便宜点。但如果与发行债券相比，贷款的利率比债券高出了一个百分点到两个百分点，对大型企业来说，贷款依然是贵的。要改变这种状况，就应让大型企业发行债券。在此背景下，银行的贷款额度只得向小微企业倾斜。对信贷业来讲，要解决中国的融资难融资贵就必须有效的发展中长期甚至于更长期的债券。

第二个问题是债券问题。迄今没有任何文件，也没有任何领导人说过，公司债券不能直接向城乡居民发售，但在现实中，城乡居民买不到公司债券。2014 年 11 月 22 日开始降息，到 2015 年 10 月，连续降息 6 次，一年期存款利率从 3% 降低到 1.5%，降息的力度很大。由此形成反差的，城乡居民储蓄存款余额从不到 50 万亿元升到 62 万亿元。这种反差的成因主要在于，城乡居民消费剩余资金缺乏足够的金融产品可选择，只好用于存款。在这种格局中，我们的金融市场价格体系是很难成熟的，与此对应，金融市场对外开放会受到很大的限制。

金融市场本身在发展，无论是交易所市场还是银行间市场还是柜台市场，我们习惯了有形市场。实际上债券市场很大程度上是无形市场，中国什么时候能够把债券市场的无形市场发展起来，可能要比仅仅关注有形市场重要得多。

国内债券基础设施建设与人民币国际化

步艳红¹

编者按：

步艳红总经理在圆桌研讨一中指出，人民币债券市场发展现状里存在和国内债券基础设施建设有关的三个问题。第一，市场分割的问题，非标资产与债券市场的发展相冲突不太有利于标准化债券市场的健康发展。第二，信用利差和期限利差的问题，因为有一些深层次的融资市场的矛盾没有解决，干扰了债券收益率曲线正确地反映信用利差和期限利差。第三，衍生品市场发展不够深入的问题。本应作为无风险收益率曲线标准的国债收益率，由于利息免税的因素，流动性不是特别的活跃；市场风险、信用风险对冲的利率衍生品、信用衍生品交易不活跃。同时国际化过程中还需要解决的几个具体问题。第一，在人民币国际化或者是在人民币债券资产获得更多外部机构认可的过程中，需要由人民银行推动更加广泛的外币互换市场。第二，交易平台和清算平台整合的问题，需要有更加统一的市场和平台。

以下为演讲摘要：

从微观层面的债券市场参与机构来看，7月3日债券通开了以后，银行间市场境外机构参与方可以直接在银行间市场和其他的交易对手开展业务，63 万亿的债券总规模境外机构投资方占到了 3%。债券通开之前，境外机构通过人民银行在银行间市场公共操作台席和境内机构间接参与银行间市场配置债券。

2014 年我们和境外机构是间接的交易对手，2014 年年末境外的金融机构国债发行量的持有量超过 7%。债券通开通之前就有一些机构已经参与进来了，特别是人民币加入 SDR 以后更多的境外机构有意愿参与到境内债券市场进行人民币债券的资产配置。虽然 2015 年、2016 年经历了人民币汇率对美元汇率的大幅贬值的进程，但是丝毫没有改变境外机构配置人民币债券资产的意愿和兴趣。境外很多金融机构希望能直接参与进来。

中国在国际上从出口大国、贸易大国，逐渐成为推动整个全球经济全球化的主力。伴随国内的经济转型发展的需要，金融市场、债券市场的开放也是势不可

¹ 步艳红，中国邮政储蓄银行资产管理部副总经理



挡的。人民币债券市场发展现状里存在三个问题，同时国际化过程中还需要解决几个具体问题。目前三万亿的总规模里，利率债、信用债和资产证券化产品蓬勃的兴起，非标转标的过程中进一步推动债券市场规模的扩大和品种的丰富，这是监管机构、评级、中介机构等等各方面推动的结果。人民币债券国际化过程中需要解决的几个问题都和国内债券基础设施建设有关。

第一是市场分割的问题，交易平台分银行间市场和交易所主导的两个市场，清算平台也有上清所、中债登和中证登三个清算托管机构。虽然是在服务上提高客户的体验，但是事实上不太有利于市场的统一推进发展。

第二，目前信用利差和期限利差反应不充分的问题有一些深层次的融资市场的矛盾没有解决。2013 年曾提出“非标不死、债券不兴”，这里面隐含了债券市场的收益率曲线的市场化程度不高。债券市场矛盾没有彻底的解决还因为有很多的软预算约束的融资主体，包括地方政府融资平台、僵尸企业等等对市场产生影响，干扰了正常的债券收益率曲线，使其不能正确的反映市场化融资主体发债的信用利差和期限利差，债券收益率更多反映的是流动性的情况。

第三，债券品中不够丰富，流动性不足，风险对冲市场不发达。债券的流动性和国债流动性也并不是特别的活跃。流动性之外是市场风险对冲的问题，利率衍生工具不够发达，也反应了市场分割的问题。交易所市场衍生工具是用国债期货在做，只有非银行金融机构可以拿到这个牌照，银行投资是整个市场的主体，但不能参与这个市场。对于银行间市场参与主体来讲，人民币利率衍生工具标的债和规则也存在差异，而且期限品种少，交易规模小。对于境外投资人来说，无法通过对冲操作来缓释中长期资产配置利率风险，再加之流动性问题，配置上存在障碍。

按照我们国家的“一带一路”战略，科技输出去了、产能输出去了，人民币国际化要沿着这样的思路要走出去，需要探讨汇率问题、债券统一市场问题、金融机构牌照以及其他的问题，同时国内债券评级机构和更多的中介机构要承担更多的责任和义务。

短期内外资进入对中国评级行业影响不大

毛振华¹

编者按：

毛振华先生在圆桌研讨一中提出，中国评级和征信业全面开放，不再放到对外资管制的名录中这一重要举措对整个市场影响非常深远。他强调，防风险首先要从监管说起，监管机构要敢于国际化的大背景下提升监管的能力，加强金融基础设施建设。基础设施不仅仅是信息高速公路和清算结算系统，更核心的是法规、监管当局以及执行法规的监管人员的思维和行动。

以下为演讲摘要。

中国债券市场国际化有了新进展：中美“百日计划”将信用评级和征信行业开放列入其中，中国宣布7月16日之后，信用评级和征信业全面对外资开放，不再将其列入对外资限制的产业目录中。这是一个非常重要的举措，将对整个市场产生非常深远的影响。债券市场开放后，中介机构会发生什么变化？中国资本市场迅猛发展，并开始走向世界，中国评级机构如何提升自己的影响力和话语权？

一、外资评级机构进入中国市场并没有独特优势

中国债券市场还没开放的时候，外资评级公司就开始来到中国，就开始有中国的政府机构和驻外窗口公司在国际资本市场发债，所以外资评级公司对中国的情况也是有所了解的。我本人1992年参与创办了中国第一家全国性的信用评级公司——中诚信证券评估有限公司，2005年之后随着债券市场的发展，信用评级行业发展迅速，中诚信已经成为中国最大、全球第四大的评级公司，是国际市场上重要的机构。在中诚信快速发展的过程中，也有过与外资合资的经验，1999年我们与惠誉成立合资公司，之后与穆迪进行了合资，目前穆迪在中诚信国际拥有30%的股份。除此之外，其他好几家中国评级公司也与外资评级公司进行过。之前外资评级机构是通过合作的方式间接进入中国市场，这次开放给了它们直接进入中国市场的良好机会。

¹ 毛振华，中诚信集团创始人、中诚信国际信用评级有限公司首席经济学家



中国的评级机构也有跟外资评级机构打交道的经验，外资评级机构对中国评级机构来说并不神秘，他们进入中国也没有什么优势，因为评级技术是比较容易学习的。中国评级机构与外资评级公司最大的差别是数据的积累。它们积累客户的数据有几十年、上百年，而我们的数据只有二十年左右，做矩阵分析和违约率分析，它们的数据样本和分析会更加科学一些，这是客观现实。但在中国市场，外资评级机构和中国评级机构处于同一起跑线，彼此所积累的中国的的数据是一样的。中国公司很多还没有发过债，中国很多数发债企业的历史还没有我们中诚信的历史长。在这样的情况下，它们的技术标准和指标在中国市场使用的时候就有可能水土不服。我们认为，从技术和资料经验来看，对中国市场理解最准确的评级公司不是它们，而是我们。同时，外资评级公司进入中国市场还会遭遇一些瓶颈。比如，中国评级公司给的级别相对偏高，它们给的级别可能比较低，受制于中国主权评级的上限，到底给中国发债企业什么样的级别还有待观察。

二、国内债券市场评级等级偏高主要与监管政策相关

国内债券市场与国外相比确实存在等级偏高的问题，但这也并不是说我们的评级是不客观的，这与我国特殊监管政策下的债券市场结构有关系。评级公司给出的级别基本上是 AA、AA+和 AAA。为什么中国评级机构基本上只能给出这三个级别呢？这主要并不是源于评级公司，而是源于中国债券市场的特殊性。中国债券市场是监管竞争格局下的市场，中国人民银行管银行间市场、证监会管交易所市场、发改委管企业债审批、保监会管评级公司的认定，等等。监管部门之间相互竞争，一方面使银行间市场快速发展，推动了中国整个债券市场的发展，但另一方面，监管谁都怕自己监管的市场出问题，担心发行的债券违约。于是，监管机构作出了很多规定。比如，保监会要求保险公司只能投资 AA 级以上的债券。并不是我们中诚信给企业的评级都在 AA 级以上，实际上我们接触的客户中只有 10%的企业得到了 AA 以上的评级，另外 90%的企业中也只有一小部分成为了其他评级公司的客户，绝大多数企业并没有获得发行债券的资格。中国的债券市场是一个高信用等级的市场，而不是一个包括高收益垃圾债在内的多层次债券市场，这是国内债券市场信用等级偏高的的重要原因。

三、搞好中国的评级行业必须加强监管

目前，中国的评级公司在国际上还没有足够的话语权。中国相关部门不知道中国的企业去国外募资和对外投资的过程中，如何把中国的评级公司带出去。我们认为国内的评级公司不够好，但是不够好的原因有很多。我们合资的过程中发现，外资评级公司也没有什么特别的技术可以提供给我们，没有人比我们更加了解中国的市场，中国评级公司完全可以把评级行业搞好。搞好中国的评级行业，我认为，监管政策上需要明确思路，要么是加强监管，要么是放松监管，完全由市场来决定。加强监管就是要做好评价，评价低的评级公司就要被淘汰。而我们现在在严监管的框架下，却让好公司和坏公司放在一个笼子里，买债券的时候保监会一看得到了有牌照公司的相应评级，觉得就可以了。在严监管的政策框架下，让一些不太符合条件的公司进入这个市场，这些企业获得了牌照，市场就认为它就有了国家的认可，这样反而会把市场搞乱。刚进入的评级公司往往靠高级别和低收费来争抢市场，每一次评级机构的扩容都会带来这样的问题。

评级行业对外资开放，最重要的是监管问题。原来的意见是根本不用监管评级公司，但评级公司不受监管是不行的。国际金融危机以后，各个国家和地区都加大了对评级公司的监管。此外，我们还希望获得国民待遇，外资评级公司来中国应该接受和我们一样的监管准则，不能享受超国民待遇。外资评级公司能够获得的待遇，内资的评级公司也应该获得。

总的来看，短期内外资进入对中国评级行业影响不会太大，我们对它们的到来也是持欢迎态度的。它们进来后，我们可以看看，中国评级公司和国外评级公司到底有什么差别，也便于我们走向国际、与它们同台竞技。国内评级公司对于外资机构的进入是有所准备的，就中诚信而言，我们有信心保持一定的优势地位。



人民币国际化下资本市场的开放 需要加快市场化改革

汪昌云¹

编者按：

汪昌云院长在圆桌研讨一中指出，资本市场的开放要坚持市场化的方向和原则，其次中国推进金融业改革开放也遵循了大致的次序。资本市场开放和债券通无疑有利于人民币国际化，有两个方面的认识：第一是有利于增进离岸人民币市场规模和深度；第二个方面资本市场开放开通了人民币资本回流的通道，有利于促进人民币国际化。资本市场是对外开放的首选，现在选择的是债券通这一具体路径。债券市场收益率曲线也是资本市场很重要的一方面，需要监管等方面出力使得银行间市场实现统一，实质性的解决问题。总结来说，资本市场开放有利于推进我们的资产国际化，资本市场要正视我们的问题，加快市场化改革的步伐。

以下为讲话摘要：

我今天分享的主题是人民币国际化视角下的资本市场开放。昨天全国金融工作会议通报包括习主席讲的几个关键点，包括稳步推进人民币国际化、发展直接融资、强化融监金融监管和金管等都与这个主题高度相关。

资本市场开放是成熟经济体的标志。资本市场开放有利于促进跨境资本流动、跨境资产配置，提高要素配置效率，提升公司治理水平和金融监管水平，增加居民福祉。作为一个经济大国的中国，资本市场开放的必要性毋庸置疑，但是资本市场开放次序上学术界和业界存在争议，不同国家因为经济、社会乃至法律、文化环境不同而存在差异，不过有一点共识是资本市场开放需坚持市场化的方向和原则。麦金农教授在《经济自由化的顺序》一书中指出，金融市场最优改革开放次序是先进行国内利率和汇率的市场化改革，再开放资本市场。我国的利率市场化改革基本完成，虽然在利率传导机制上不很顺畅，虽然存款利率上尚存在限制，但是这一缺陷很大程度上已经通过大额存单市场、巨额银行理财和庞大的影子银行体系得以弥补。人民币汇率改革在 2015 年 8 月 11 日实施人民币兑美元中间价

¹ 汪昌云，中国人民大学汉青经济与金融高级研究院执行副院长

报价机制改革以来，增强了人民币汇率中间价的市场化程度和基准性。人民币汇率形成机制改革已见成效。资本市场开放的时机已经成熟。

人民币加入 SDR 和 A 股成功入选 MSCI 为资本市场开放提供了条件也产生压力。从难易程度和市场化程度看，资本市场开放的逻辑顺序应该是先债券，后股票，再衍生品；先批发市场（机构投资者），再零售市场（个人投资者）；先场内市场，后场外市场。诚然，由于我们实施的是有限开放和受到政治事件的驱动以及其它客观条件的约束，实际上我们资本市场开放的顺序选择是先批发、后零售；先股票通，后债券通；在债券通上选择先场外市场，后场内市场。这同样与我们的“摸石头过河”渐进性改革的整体思路并不矛盾，但是也凸显了我国监管部门的利益冲突问题。

资本市场开放是货币国际化的一个重要标志。资本市场开放、债券通无疑有助于人民币国际化。这种推动人民币国际化的作用至少从两方面体现。一是有利于增大离岸人民币市场的规模和深度。离岸人民币汇率比较纯粹地由人民币供求关系和人民币汇率走势预期来决定，对在岸人民币汇率水平影响显著。但是现在的离岸人民币市场规模容量较小、人民币资产选择很有限，市场深度不足，一旦人民币汇率形成短期、中长期趋势性波动，离岸人民币市场规模收缩扩张程度巨大，离岸人民币利率波动惊人，持有人民币风险大，因此，持有人民币的动机弱。上周在台湾地区调研时了解到，整个台湾地区的离岸人民币存款规模 3000 多亿，但在特朗普执政以来美元指数走强，人民币对美元汇率贬值的影响，至今年初，台湾地区的离岸人民币存款规模迅速萎缩至不足 1000 亿元。这其中的一个重要原因是离岸人民币持有机构或个人的收益主要来自汇率波动。在人民币汇率贬值预期下持有人迅速出售人民币转而持有本币。股票通和债券通的实施增加持有人的人民币资产选择空间和收益来源渠道，为持有人在汇率波动的同时提供一个有效的风险对冲手段，因此资本市场的开放有利于促进人民币国际化，有利于离岸人民币市场建设，有利于人民币的价格发现。

第二方面，资本市场开放、债券通开通了一个人民币资本回流的通道。美元国际化的输出模式表现为经常账户逆差而资本账户顺差，通过经常账户输出而资本账户回流本币的模式，这也是 1960 年特里芬（Triffin）所提出的货币国际化模式。通过资本市场开放包括“债券通”，提升境内资本市场有效性，完善金融



监管，逐步建立起人民币资本回流通道，优化人民币资本输出模式，必将有利于人民币国际化。

理论上说，交易所市场是公开的市场，交易者准入门槛相对低，信息相对透明，流动性好，是资本市场对外开放的首选。金融监管层决定“债券通”的“先场外，后场内”的债券市场开放顺序时本身反映出我国债券市场宏观层面的一些问题，这包括长期存在的债券市场分割问题，包括多头监管和监管部门利益冲突问题。我国债券市场存在央行、证监会和发改委多头审批、多头监管，银行间市场、交易所市场人为分割的问题。分割的债券市场使得我们很难获取一条反映所有市场参与者预期并且充分竞争的收益率曲线。而一条准确的收益率曲线是金融市场的重要基础设施，也是金融市场有效运行的结果，是债券定价、信贷定价乃至其他金融资产定价的基础。分割的债券市场势必阻碍利率市场化改革的深化和资本市场甚至金融业对外开放的步伐。债券市场分割问题是一个老问题，长期困扰金融业界和学术界。如果能通过有效基础设施支撑银行间市场和交易所市场实现市场统一，实质性地化解债券市场分割，那么就能够较充分地释放我国债券市场的潜力，有利于深化利率市场化改革和推动资本市场的对外开放。解决债券市场分割问题不是技术层面的问题，需要各金融监管部门协调监管，站在中国金融业发展的高度，站在建设与中国经济体相匹配的金融大国、金融强国的高度，搁置部门利益，求大同存小异。债券通、股票通、资本市场的开放再次提醒我们，解决债券市场分割问题和监管部门利益冲突问题十分迫切。

最后，用两句话做一个简要总结。一是债券通是资本市场开放的又一个里程碑，资本市场开放有利于助推人民币国际化；二是，资本市场开放需要我们正视我国资本市场存在的问题，加快资本市场市场化改革步伐，这其中的一个问题是亟需解决债券市场的分割问题，切实解决金融监管的协调问题。

宏观视角下的汇率、利率与证券市场前景

王庆¹

编者按：

王庆总裁在圆桌研讨一中指出，债券市场也会出现和股灾一样惨烈的调整，主要由国内利率引起。在美国利率触底下行外部因素约束机制，利率第二次上行触发了今年3月份以来的市场调整导致了去杠杆。债券收益率曲线三个月利差收益率迅速收窄形成倒挂，债券收益率曲线倒挂或者是利差收窄是不可持续的。外部因素，以及内部因素导致去杠杆造成流动性紧张，如果持续下去不可避免对资金市场和实体经济产生冲击。金融去杠杆根本意义上是实现全社会层面上的去杠杆，在杠杆和刚性对付上有进展。最近推出的债券通是重要的改革举措，前景广阔。如果把债券通这件事当做一个标志性的里程碑事件，有理由相信金融市场对外开放会进行下去。只要开放势头维持住，人民币国际化进程就会不断的深化。

以下为讲话摘要：

我们进行了相关性政策的探讨，我们作为资本市场参与者在投资和交易层面做一些小打小闹的工作。今天谈几个具体的问题，结合宏观的现象谈谈“汇率、利率与证券市场前景”的问题。

股票市场过去一年发生了非常重大的变化，出现过两次断崖式的调整，我们叫股灾。债券市场也出现了和股灾一样惨烈的调整。主要是利率方面，尤其是政策预警发生了重要的变化。一个触发因素是在去年底，尤其是去年四季度的时候，中国的利率开始比较突然的上行，经过相当一段时间之后平静下来，这是代表中国货币利率的七天回购利率历史性的波动。曾经在2014、2015年七天回购利率有过快速的下行，股票市场上涨提供了流动性的背景。2015年8月11日波动性突然消失变得异常的稳定，这个稳定跟人民币汇率进入二次汇改是完全契合的，背后的原因也是非常明显的，人民币进入了贬值的过程，为了实现这个贬值过程有序可控和渐进，需要维持国内利率和美元利率的基本稳定，美元利率的稳定也使人民币利率要保持相当的稳定，稳定一直维持到2016年底，之后利率开始振

¹ 王庆，上海重阳投资管理股份有限公司总裁



荡上行，于是触发债券市场的调整。

2016 年 11 月份美国大选结束特朗普当选，特朗普政策解释为刺激经济，美国经济、通胀的前景会更加的乐观，美元就大幅度上升，我们第一轮调整是由利率倒逼的，我们选择了渐进的汇率政策。

今年 3、4 月份以来，美国利率已经触底下行，这是国内利率上涨外部因素的约束机制，利率第二次上行触发了今年 3 月份以来的市场调整，主要是一行三会的金融去杠杆，偏行政化的去杠杆。尤其引起的政策共振在市场流动性层面遭到的挤压，于是出现了流动性不足，外部因素解除，内部成为主导产生的流动性紧张因素。中小机构和非银行金融机构贷款资产的收益率已经随着逐年的利差收益消失，外部的表现是中国的债券利差相对美元债券利差曾经大幅度收窄，中国利率上行开始回归均衡进而表现为做大创历史新高，这是很有意思的现象。

前瞻性的看这种情况是不可持续的，无论是资金市场贷款利率的利差消失，还是债券收益曲线形状的变化都是不可持续的。债券收益率曲线是中国资本市场以及全球资本市场中最重要的概念之一，三个月利差收益率迅速的收窄形成了倒挂，这个问题比较的严重。因为债券收益率曲线的期限利差是非常重要的，中长期的利率是市场决定的，从一定程度上反应了中国实体经济的投资回报率，资金利率反应了货币政策导向，资金利率已经跟投资回报率非常的接近甚至出现倒挂这是不可持续的，历史上也看到债券收益率曲线倒挂或者是利差收窄是不可持续的。

外部因素得以支持一行三会去杠杆造成的流动性紧张，如果持续下去不可避免对资金市场和实体经济产生冲击。显然这不是政策的初衷，流动性紧张缓解、利率缓慢下行在未来一段时间可能构成时间窗口，对资本市场和债券市场构成比较有利的资金环境。

中国一行三会主导的金融去杠杆根本意义上是最终实现全社会层面上的去杠杆，在杠杆和刚性对付上有进展，关于这个方面问题是比较突出的。从全球几十年近百年的信用债违约状况来看，中国当前的债券市场违约率是非常低，这是因为刚性兑付的存在，收益率稳定所以才加杠杆，这方面需要有更多的进展。

最近推出了债券通这个重要的改革举措，债券通的前景广阔。中国债券市场对外开放程度很低，债券市场境外投资人占本国债券市场的比重很低意味着发展

空间比较大，因为仓位比较低。收益率上讲也是如此。无论是从利率、国债以及信贷调度来讲，国内债券市场收益率相对其他的主要国家都是很有吸引力的。我们债券的推出无论是从市场格局和收益率基准来讲都对国际上很有吸引力，这必将对我国债券市场开放以及人民币国际化产生重大的影响。中央金融工作会议对未来金融市场改革发展提供了指导性意见，从市场发展和中国改革进程来看，对外开放也一直是重要内容，一定意义上的开放催化改革。如果把债券通这件事当做一个标志性的里程碑事件，有理由相信金融市场对外开放会进行下去，开放本身对资本市场的改革推进将会起到非常关键的作用。只要开放势头维持住，人民币国际化进程就会不断的深化，这对国内资本市场的改革和一系列现象最终的修正都会起到关键性的作用。



我国债券市场对外开放与金融机构国际化

范希文¹

编者按：

圆桌讨论二主题为“市场国际化与机构业务国际化”，由西班牙对外银行研究部亚太首席经济学家夏乐主持。

范希文先生在圆桌研讨二中系统讲解了我国债券市场对外开放所面临的挑战、问题及解决方案，认为资本市场的对外开放会使一国暴露于资本外逃的风险，却能促进跨国投资和区域经济增长，考虑到我国现状，我国资本市场国际化的主题是债市而不是股市。

以下为演讲摘要：

一、债券市场的对外开放

（一）债券市场对外开放的挑战

债券和资本市场的对外开放是非常具有挑战性的问题，因为它暴露了一个国家的资本外逃风险。我 1995 年进入金融行业，之后在美国待了 20 年，亲眼目睹了 1997 和 2008 年两次大的金融危机。回顾全球过去 20 年的经验，这样的例子不胜枚举：当危机来临时，如果国家已经开放，资本已经进入，此时经济危机会导致资本外逃、物价飞涨、外储流失、经济进一步恶化。前两年在拉丁美洲和欧洲国家可以屡屡看到这个现象，所以这是巨大的挑战。

1997 年危机之后，国际上经济学界做了很多实证研究，有一些经济学家发现资本市场对外开放跟 GDP 增长关系并不大，有的经济学家甚至认为两者之间没有关系。最近，美国经济学家雷因哈特和马古德（C. Reinhart and N. Magud）提出，一定的资本项下的管制有利于资本投向期限较长的债券，从而可大幅减小资本流动的短期行为和由此带来的汇率波动。从这个角度出发，中国资本市场对外开放的主题应该是债券市场的开放，应该是中长期、流动性适中的资产的开放，而不是以股市为核心的资本开放。

¹ 范希文，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中拉合作基金首席风险官

（二）中国债券市场中的困惑

中国市场已经发展到了全世界任何一个希望在全球配置资产的资金管理人都不可忽视的地步，中国的债市规模已经达到 60 多万亿，处于全球第三位。在国外投资人所看重的几个方面，中国的债券市场都是具备的，如收益率、波动率、相关性。

海外配置资产很大程度上是希望将资产配置于相关性较低的资产，从这个意义上说，中国债券市场优于类似的发展中国家，甚至优于一些发达国家。如图是 7 月初国库券的收益率曲线，包括中国、日本、美国、欧洲，可以看出中国的国库券收益率不管何种期限都高于其他国家国库券的收益率。另外，从收益率的波动率和相关性来看，我国债市也非常好。我国国债收益率和美国国债收益率的相关性不到 18%，和日本国债收益率的相关性则更低。如果看收益率的波动率，我国低于其他国家。根据 2008 到 2017 年 10 年的数据，很多国家的利率从正变为负，波动很大。而 2010 年以后，我国国库券的收益率是全面高于其他国家的，同时汇率相当稳定，即便从 2014 年开始慢慢形成贬值预期，汇率贬值的幅度也相当低，去年约为 6% 左右。

困惑就在于，我们有了国际债券市场经理人希望看到的这些基本条件，但是中国 64 万亿的债券市场，却只有 1.3% 是国外持有的，甚至低于韩国市场 10% 左右的规模。

（三）存在的问题

第一，对冲成本的问题。目前可以进行套期保值的工具，一是远期（forward）或期货，二是无本金交割外汇远期（NDF, non-deliverable forward），三是期权。但是它们的成本都较高，forward、NDF 的成本是一年 2% 左右。因此若完全对冲，我们虽然有很好的收益率利差，但考虑成本后的对冲结果其国外投资会无利可图甚至是赔钱的。运用期权的成本比 2% 还要高。通常，对冲的费用水平应该与两国之间利差相当，但我国现在的费用水平高于此利差。结果是，外国投资者只能选择将一部分钱配置到收益率高很多的信用债而不配置于利率债，但问题是国外投资人不一定能看懂信用债；或者就只能选择部分对冲以减少对冲成本。实际上，海外持有的中国债券 90%-95% 都是国库券和准国库券，很少有信用债。

第二，债券评级的问题。之前很多老师也都提到了，我不再赘述。



第三，微观结构的问题。我国国债利率的利率倒挂现象、M 型的利率曲线形态，在世界上不多见，一些外国人无法理解。这跟我们的资产负债管理、投资的习惯、监管环境、投资人的风险理念都有关，而且和借短贷长的现象有密切联系。其中还有很多包括市场在内的细节上的问题。如我国债券交易中交易员微信、QQ 使用频繁，但是在国外，监管方规定交易员无法使用微信、QQ 这些方式来交易。因此这是中国的特色，这些都是市场结构问题。

第四，法律环境的问题。如果想让海外资本进入信用债市场，很多围绕信用债、发行人的法律机制、法律环境一定要健全、完善，比如破产法、公司法、证券法都要完善。外国资本进入后，如果发现有违约产生，应该有一个可以预期的程序，让外国投资人明白抵押品将如何去处置，债权人行权的机制等等。法律环境及法律的执行程度，更根本的市场监管问题，我们都需要进行考虑。

（四）解决问题的方案

其实讲问题的同时也就是在讲方案，我再强调两点。

第一是要注重沟通。因为海外投资人思考的逻辑框架和方法论与我们是不同的，所以需要不断磨合和交流，这会使得我们看到他们的问题，同时了解他们如何认知我们的问题，这个交流过程很重要。运用海外投资人懂得的语言和习惯的思维去交流，去展现我们资本市场的特点，这是非常重要的。

第二是要注重行政性管理。一个市场对境外投资者巨大的吸引力归根到底在于政策的稳定性，境外投资者非常担心市场规则的任意变动。例如，我国为了打击那些需要借人民币的做空者，将离岸市场的隔夜利率升到 60%，这虽然抑制了做空，但几乎剥夺了市场流动性，这是有代价的。我们应该高度重视行政性管理和政策稳定。

二、金融机构的国际化

金融机构国际化主要需关注以下两点问题。

第一，机构业务国际化的问题。自 2015 年回到中国，我深感中国急需建立银团贷款市场。发达国家比如美国，都有很完整的银团贷款市场。2015 至 2016 年，中国企业的海外并购爆发式增长，这需要强大的融资能力，但我们融资的速度、效率仍有差距。特别是在大型的国际并购项目中，要组建一个银团是非常困难的，

每家都想当牵头行，不断争抢。国际兼并要遵守国际准则，有严格的节奏和时间节点，不能随意拖延，因为我们是竞争对手的。银团贷款市场是海外并购重大的核心竞争力，因此中国应该积极打造自己的银团贷款市场。

第二，海外整体战略布局的问题。我们还不善于应对海外债券评级，存在很多制度成本和沟通成本，一些国内优质企业的海外公司债券常被国际评为垃圾债。这些公司其实是很好的企业，但是评级很低，究其原因，第一是我们还不善于沟通，不善于展现自己；第二是制度问题，制度的不完善导致我们表现出一些缺失，比如诚信问题。因此，如何在海外做整体的战略布局，如何提高我们的自信度，这是我们应该开始考虑的。



中国债券市场国际化应重视违约处理机制

李宇¹

编者按：

李宇总经理在圆桌研讨二中指出，货币对内是国家意志，对外是国家利益。人民币国际化应该建立一个包括美元、欧元等其他外币在内的金融市场，提高市场参与者的多元化，提高对全球资本的吸引力。他指出，人民币利率债体现了国家信用和主权信用的关系。

以下为演讲摘要：

一、人民币国际化历程回顾

我 1993 年就读于财政金融系，1997 年毕业参加工作，一直从事金融市场交易，做过货币、外汇、港股、债券、衍生品等市场。

回顾 1994 年汇改，当时人民币还是小货币，国家外汇储备才 800 亿美元，非常珍贵。1998 年福建和广东走私、逃汇严重，朱镕基总理下令把逃汇罪写到刑法。当时我们想象的边界是，2000 年实现经常项目可兑换，真的没想到后来我们会从加入 WTO 到现在拥有 3 万亿外汇储备，开始探讨人民币国际化、“一带一路”。

我仍记得当时在人大读书时老师教过的很多内容，包括布雷顿森林体系、凯恩斯、怀特方案、欧洲复兴开发银行、关税总协定和 IMF 三大支柱等。重新提到这些基础教育，是因为这是我们思考人民币国际化、市场国际化和机构国际化的一系列思想来源。

纵观国际政治，从罗马帝国到大不列颠帝国都是贵金属本位，尼克松在 1971 年 8 月 15 日宣布美元和黄金脱钩的时候，美国货币制度变为准贵金属本位，此后又转入信用本位，靠的是压倒性的军事政治制度、GDP 比重、石油控制和高明的金融体系。到现在为止，美国货币国际化程度仍然遥遥领先。

货币对内是国家意志，对外是国家利益。中国进行货币国际化，具体的路径

¹ 李宇，广发银行金融市场部总经理

形式前面各位老师谈了很多。我认为国际化的一个重要角度是参与主体的国际化，包括发行人、投资人、机构投资者。国际发行人如果进入中国债券市场，他们举债的财务约束规则、债权人保护条款和遵守资本市场游戏规则的意识，都值得我们好好学习，这是发行的国际化。人民币债券市场规模巨大，64 万亿量级规模，包括信用债 10 万亿量级，对于全球资本很有吸引力。国际资本对安全性、成本和风险收益预期的考虑和中资机构相比有所不同，这带给了他们配置资产和进行交易的机会，以后市场参与者必然会越来越多元化。7 月份的“债券通”是一个很大的进步，体现了外汇和债券市场打通的可管理、可兑换和交易便利性，是中国债券市场开放从 0 到 1 的一步。

二、债券市场国际化的思考

从技术上说，比较重要的是法治上的问题，人民币利率债涉及国家信用、主权信用、货币财政政策关系，而关于信用债，前面各位老师讲了很多，我认为从交易和投资的角度来讲，中国信用债的审批发行是比较开放和规范的，二级市场的规则也完全可以逐步完善，但最大的问题是出现违约时规则不明确。我们的债权人保护条款、债务人财务约束以及出现危机以后的破产接管是不透明的。投资人对资产和清偿权的控制是非常重要的，如果这一点不解决，支持实体经济和吸收国际资本都无法实现，而这需要市场管理当局协调司法部门，建设国内法庭，裁决结果跟境外司法部门进行双边确认，这对风险定价非常重要。

还有一些小的思考。债市开放实现从 0 到 1 的步骤以后，中国的市场国际化还会逐步完善。因为大主题是人民币国际化，所以我们思考这个问题还是要有追溯过去、追溯经典，经济学使我们认识世界的面貌，现在讨论的内容主要还是基于传统经济学的认知。2008 年危机以后，大家也看到，货币国际化更多带有国际政治色彩。金融市场也要从属于政治，服务于政治，这与英美市场靠资本博弈的发展路径是不一样的。



基于证券公司角度来对待债券市场国际化问题

明佳¹

编者按：

明佳先生在圆桌研讨二中指出，国际与国内债券市场最大的差别是做市商的差别，国内多方寻找交易对手逐个谈判的交易方式费时费力，给交易者风险管理造成挑战。他同时建议我国为市场提供更多的新产品，丰富市场参与主体。

以下为演讲摘要：

我更多从证券公司微观操作的角度分享我的思考。主要讲两个角度，第一讲为国际投资者提供债券交易服务中的问题，第二讲为国际国内投资者提供新产品的一些想法。

一、为国际投资者提供债券交易服务的问题

（一）做市商制度欠缺

债券交易离不开基本的服务设施，在国际投资中，美元债券市场跟国内银行间市场和交易所较大的区别。最明显的是做市商的差别：国际债券市场基本都是大投行当做市商，向投资者、交易商提供债券、衍生品的报价；而国内市场更多采取多方寻找交易对手逐个谈判的方式，所以价格搜索费时费力，这是国际投资者所不习惯的。因此，我国交易的效率不高，合规上也有漏洞，很可能碰到没有授信的交易对手，给交易者的风险管理造成很大的挑战。

为什么国内债券市场没有形成以做市商提供报价为主的交易形式呢？常见的说法是这是历史沿革决定的，路径决定一开始有很多的银行和对手进入市场，导致了报价商的缺失。实际上，我认为这是由于一些功能和产品的缺乏。例如，为什么国债交易有时还不如政策基金债券活跃？原因是证券公司进行报价时最大的考虑在于对冲风险，而现在对冲风险的手段仍比较有限。目前可以进行做空

¹ 明佳，第一创业证券董事总经理、固定收益部首席投资官

的工具，有债券远期、利率调期、国债期货，其中国债期货相对来说效益高一些、流动性好一些、给投资者提供了比较好的价格发现和对冲风险的产品和平台。如果能够进一步增强债券衍生工具的深度和广度，通过诸如推出两年期国债期货、放开国债期货市场对银行自营账户的准入等手段，就能使交易商在给投资者提供国债报价的时候具备更为完善的对冲风险的能力。

（二）市场波动剧烈

还有一个问题，是市场波动剧烈、市场单边化，这是投资者结构单一造成的。国内的投资者 70%以上是银行或银行相关的理财类机构，这类投资者的资金状况、投资趋势和投资操作都比较相似。在国外，投资者包括长期养老基金、国际投资者以及保险公司等，他们竞争充分，即国外市场中有比较多的“长钱”，因此市场的波动不会是没有制衡的单边剧烈波动。我们也希望在我国债券市场开放过程中有更多的“长钱”——如国外养老金等——的进入，以增加报价市场的稳定性。

二、可提供给国内和国际投资者的新产品

在美国固定收益市场上，以车贷、房贷等个人信贷资产为底层资产所做的证券化产品占据市场占比三分之一以上份额。中国市场这两年的相关发展也较快，车贷、个人小额贷款等的规模不断增大，而最大的模块应该是个人住房抵押贷款的证券化产品。该产品目前仍没有大规模盛行有两点原因，第一点是投资者的不了解，第二点是底层资产住房的贷款利率较低，这也是最大的制约。如果对房贷进行证券化，还需要扣除中介机构费用，债券投资者得到的收益率将会更低（目前个人房贷的基准利率是 4.9%，前两年发放的很多贷款是基准打八五折、九折的）。但我相信个人信贷资产为底层资产所做的证券化产品具有更为广阔的发展前景，因为对个人信用的分析方法、维度具有较强的全球相通性，易于使国际投资者理解（相比之下，很多国际投资者对中国信用债发行人的信息披露方法、质量不够信任），且底层资产的贷款数量众多，有效的满足大数定律，个体风险和区域性风险得以很好的防范。



债券市场国际化：长期做好准备 短期应对挑战

屈庆¹

编者按：

屈庆总经理在圆桌研讨二中表示，外资的进入会使全球金融市场同步变动，市场波动性增大。面对这种挑战，我国债券市场还有不足之处。因此，债券市场的国际化，长期要做好准备，但短期还有很多问题值得思考。

以下为演讲摘要：

一、债券市场国际化有待探讨之处

第一，我不否认国外资金对我国市场的需求非常大，但是从短期来看，在未来的两到三年，我们是否有国际化的能力，这是需要探讨的。第二，从长期来看，国外资本终将进入我国市场。但在他们进入之前，我们的机构需要做好什么准备呢？第三，当外国机构进入后，其交易策略、习惯和标准与我们不同，如何应对？大量的外资进入又会对我国市场产生什么冲击呢？

二、我国债券市场的不足

首先，虽然“债券通”开通第一天的关注度火爆，但其后第二、第三天就渐渐没有人关注了。其次，从 2015 年 8 月起，央行陆续开放外资进入中国债券市场的限制，但是数据显示并没有很多外资前来投资。综合考虑汇率因素，去年真正能够带来高回报的不是中国债券市场而是日本。我们曾询问外资机构不愿进入中国市场的原因，他们说对冲成本太高，且需要等待人民币汇率逐渐稳定，因此短期内不会进入。另外，我们也面临制度不完善的问题。企业发哪种债，归哪些部门管，信用债一轮、二轮招标中有什么要求，这些都是外国人不一定能看懂的，都需要完善。此外，还需要完善外国资本进入中国市场后的退出机制，使外国投资者有更多的自由度。还有，我们的市场不太可预测，会给外国投资者获取收益

¹ 屈庆，华创证券资产管理部总经理、华创债券首席分析师

带来困难。我国对冲工具也不完善，国债期货市场甚至会有很大的贴水，这是外国投资者无法理解的。信用债市场也有很多问题，国企关系、地方政府关系复杂，其中的风险我们分析不清，外国人可能更加分析不清。还有一些垃圾债市场，回收率并不具有普遍意义，进行交易十分具有不确定性。

然而，目前不管国外资本是否进入，我们都需要在客观上做好机构本身的制度建设。如，评级机构评级虚高，区域和行业区分度低，这些是需要改观的。货币风险规避效率也可以更加提高。资管机构和公募基金，如果未来可以提供产品设计和对冲交易，甚至可以提供研究帮助，这都是有意义的。还有是要提高监管，增加市场透明度。

三、对我国债券市场的思考与反问

第一，难道我们的制度真的很落后吗？我们的市场风格真的有问题吗？我认为不是。美国国债收益率曲线出现过的陡峭、平坦、倒挂，我国也都出现过，这样的曲线形态是完全符合当时的宏观经济和市场分割的特征的，即可以认为中国的债券市场投资者是比较聪明的，他们对宏观经济的把握均体现在了债券的收益率上。因此，收益率曲线并不是错误的，而是市场交易的结果，从这个角度来看，我们的债券市场是非常市场化的。

第二，我国的市场分割现状究竟对不对？其实，债券和股票一样，都客观反映了信用风险的变化。从投资者管理的角度来说，相对较差的债券就应该市场分割而不应出售给老百姓。市场上所有产品的风险收益特征完全相同是没有意义的，恰恰是市场分割给更多不同风险偏好人赋予不同的选择，更加有利于机构和个人投资者更好找到自己的偏好。

第三，监管套利究竟有没有问题？从金融工作会议的角度来说，监管套利确实是有问题的，但从企业的角度来说，监管套利却有一定的好处。企业可以通过制度的安排和对收益情况的判断，在监管套利中得到更多的选择。

四、外资进入的影响

第一，全球共冷暖。2008年以来，中国的债券市场尽管没有完全开放，但是中国和美国的债券市场收益率已经几乎完全同步。如果未来有更多的外资进入，



外资成为连通中国和海外市场的桥梁,我们就需要担心中国的货币独立性是否还存在。

第二,市场波动性增大。做空是香港市场典型的交易模式,但是多数国内市场只能做多。如果很多愿意做空的人进入国内市场,再加上国内信用评级不规范等问题,相信市场波动性会更加的巨大。我们是否能够承受这样巨大的波动性,也是需要考虑的问题。

最后关于债券市场国际化,长期我们要做好准备,但是短期还有很多问题需要思考。

人民币国际化：前途是光明的，道路是曲折的

王卫¹

编者按：

王卫主管在圆桌研讨二中，从“中资企业如何到海外寻求发展？”这一不同角度出发，认为中国未来资本市场的发展主要依靠债券市场的发展。而后分别围绕债券通、人民币债券市场、人民币国际化三个题目发表了看法，认为人民币国际化的前途是光明的，道路是曲折的。

以下为王卫的演讲摘要：

一、从中资企业海外发展角度看债券市场

首先，企业直接融资的问题。刚才几位嘉宾讲过，中国金融市场中银行贷款仍为主要的融资手段。过去几年中国直接融资市场飞速发展，统计中国所有上市公司（包括大陆上市以及在香港、美国上市的公司）直接融资中股权和债权融资比例的变化，近几年来债权融资的比例达 50%-80%，今年约为 80%。因此中国未来资本市场的发展主要靠债券市场。

其次，债券评级问题。监管机构在市场上的参与是对评级的一个很大的扭曲。在中国发债首先要经过监管部门批准，即要经过择优的过程，因此过去债券的违约率几乎是零。这从市场方面可以解释为什么国内债券的评级基本上是 3A、2A，即可以看作是无风险债券，因为以往的投资无违约风险。但从外国评级机构的角度看，这样都评级发布是不对的。这也从一个方面看出国际评级技术和理念并不能完全适合中国国情。

二、债券通实施现状与问题

“债券通”目前只有“北向通”，它是单向的，虽然只允许外国投资者进入，不允许国内投资者出去，但仍是中國资本市场一个里程碑的发展。过去，国际投

¹ 王卫，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中银国际固定收益研究部主管



投资者投资中国债券市场主要通过 QFII、RQFII、银行间市场直投三个渠道，投资者基本都是大型机构。而“债券通”很大程度上面向中小型投资机构。它有很多优点，第一，一点接入。即只要进入了“债券通”平台，客户交易结算托管等一揽子内容均可解决，交易成本大大降低。第二，电子形式。这在全球市场绝无仅有。我们在创新方面又一次引领了全球债券市场，我们应该引以为豪。

“债券通”的实施主要有以下几点应该关心的问题。第一，是否需缴纳红利税。目前我国只是像“股票通”一样，暂时豁免红利税。第二，是否会发生政策变化，比如对资本出入的管制方面。这是我们无法预测的。第三，信息监管的问题。中国现在有微信、QQ、微博等众多网络平台，可随时发布涉及金融方面信息，发布信息的成本几乎为零。而外国并非如此，误导性信息是有很高的社会责任和法律责任成本的。这导致外国人在信息获取上往往有所滞后，甚至不灵。因此，外国投资者很可能因此没有信心进入中国市场，这是很大的一个障碍。第四，

“南向通”怎么设计？这是“债券通”最大的问题，也是一个长期的问题。国外债券市场的复杂度远远高于中国债券市场，要做“南向通”，中国对外资本流动要达到进出有序。另外，中资机构一定要提升境外影响力，否则很难在“南向通”中立足和获利。我认为我们可以首先局部开放通过香港、上海和深圳的自贸区等地区的“南向通”，再不断有序开放。

三、人民币债券市场

人民币债券市场拥有全球第三大体量，发行种类也很多。近期，在香港发行的“点心债”的发行量有所下降，而这几年“熊猫债”的发展却很快。我认为将来境内的人民币债券市场和境外人民币债券市场越来越联通，越来越融合，界限越来越模糊，未来可将所有面向国际投资者的债券统称为人民币国际债券；如果把所有中国金融开放、资本开放（无论是对内的还是向外的）的成绩统一起来，包括进 IMI 所发布的人民币国际化指数，人民币国际化指数说不定会更高。我相信债券市场有其周期性，债券市场发展和货币政策及市场的变化规律相关，且中国的对外开放进程分为很多不同方向，不同阶段上的开放，因此目前“点心债”低迷的情况也是周期性短期的，不用过分担忧。

四、人民币国际化

中国资本市场的开放基本没有停过，这是香港资本市场非常敬佩的。中国政府过去几年来开放的力度是前所未有，无论是沪港通、深港通，还是基金互换、债券通、评级市场对外开放，都是需要高瞻远瞩的魄力才能做到的。从资本市场来看，中国政府监管层目前采取的是逆周期的调控手段。在曾经资本市场红火、热钱大量进入内地的时候，中国政府采取了不欢迎热钱的政策，而同时鼓励中国企业走出去，大量收购外国资产。现在，我们进入了另外的一个逆周期，中国人热切希望到外国投资，但中国政府不会去过度煽动，但同时优先向外国投资者开放资本市场，欢迎外国人到中国来投资股票和债券。这实际上就是宏观的对冲，中国政府做的非常到位，能够看清楚在资本流动中政策步骤该如何走。在这样的大环境下，我对中国政府的监管有很大的信心。

最后人民币国际化的前途是光明的，道路是曲折的，所以大家不要泄气，谢谢！

金融科技填补资金短缺 ——灵活监管有望激发创新活力¹

格雷格·梅德柯拉夫特²

中小企业是经济增长的重要力量，也是就业和创新的重要来源。然而，对许多中小企业而言，融资都是一大难题，也常被视为企业顺利经营和发展的障碍。而金融科技有望弥合放贷方和企业家之间的差距。

金融科技放贷方正采取一些新颖的信贷资格和评估方法，包括与软件和会计应用相连，以及向贷款机构拍卖商业贷款。此举有望大大减少中小企业为获得资金所花费的时间和精力。

在某些情况下，这些放贷方可以为中小企业融资提供途径，这些资金若通过其它方式恐怕难以获取。Tala Mobile 就是其中一员，该公司在肯尼亚、坦桑尼亚和菲律宾提供小额贷款。为了评估信誉，Tala 通过运营一个智能手机应用，访问一系列从基本的履历表到行为信息在内的数据。它的工作原理是：相比于传统的信用评分，一个人的习惯更能预测其偿还债务的可能性。

澳大利亚非常重视并鼓励发展多元化、可持续的金融科技行业。然而，在商业模式中使用人工智能或算法并不意味着企业不受监管审查的影响。

为了紧跟这一领域的创新步伐，澳大利亚证券投资委员会（Asic）对金融科技的监管有四个关键要素。

第一个是洞察变革的速度和本质。2015 年，Asic 建立了创新中心，帮助金融科技新兴企业熟悉监管框架。该中心是为了应对新兴企业所面临的挑战，并认识到开创性服务通常不符合现行规则。

对于新的非银行放贷方，Asic 已经调整了现有的监管框架，以适应 p2p 和市场贷款。在澳大利亚，许多 p2p 放贷方都是依照管理投资计划来运营。这意味着

¹ 翻译：张晴；审校：陆可凡

² 格雷格·梅德柯拉夫特，澳大利亚证券投资委员会主席

提供资金的一方需要持有澳大利亚金融服务许可证。在某些情况下，澳大利亚的“监管沙箱”框架还允许无证的新兴企业测试其产品。

第二个因素是在 Asic 正确理解事态发展之前，抵制过快行动。一旦发现不良贷款行为，Asic 将对其采取措施。若有新的动向，则可以向政府提出法律改革建议。在促进创新和了解新趋势，特别是在新兴市场领域，不可高估与其他监管机构的合作。

第三个原则是确保监管措施的“技术中立性”。在线或基于应用程序的非银行放贷方与离线非银行放贷方均处于相同的监管环境下。然而，虽然义务相同，但所构成的风险和对这些风险的处理可能会有所不同。网络安全、隐私和数据保护意味着在线放贷方、借款人和投资者更大的风险。

第四个原则是确保 Asic 具有有效监管所必需的技能和专业知识。通过与金融科技企业家打交道，Asic 可以监控和了解技术和市场发展，也可以通过社交媒体分析来监控热点。例如，Asic 正尝试用机器学习软件来识别误导性营销。

Asic 希望鼓励金融科技企业提供新的融资方案，但这一目标并不以有损其核心监管目标为代价。Asic 的最终目标是促进投资者和消费者的信任和信心，确保市场透明化，减轻系统性风险。

Fintech fills funding shortfall

Flexible regulators can spur innovation

Greg Medcraft¹

Small and medium-sized enterprises are critical for economic growth and an important source of jobs and innovation. However, difficulty in accessing capital can be a problem for these businesses and is often cited as a barrier to their successful establishment and growth. Fintech has the potential to bridge this gap between lenders and entrepreneurs.

Fintech lenders are taking novel approaches to credit eligibility and assessment by connecting with software and accounting applications, and by auctioning business loans to lenders. Fintech lenders may significantly reduce the time and effort that SMEs expend to obtain finance.

In some cases, these lenders can provide an avenue to finance that SMEs could not otherwise access. One such lender is Tala Mobile, which offers micro-loans in Kenya, Tanzania and the Philippines. To evaluate creditworthiness, Tala operates a smartphone app that gives it access to a range of data, from basic biographical facts to behavioural information. It works on the premise that a person's habits are more predictive of their likelihood to repay debts than traditional credit scoring.

In Australia, there is a strong focus on encouraging the development of a varied and sustainable fintech industry. However, the use of artificial intelligence or algorithms in a business model does not mean businesses are immune to regulatory scrutiny.

In responding to the pace of innovation in this area, the Australian Securities and Investments Commission's approach to regulating fintech has four key elements.

The first is to be responsive to the speed and nature of change. Asic established its Innovation Hub in 2015 to assist fintech start-ups navigate the regulatory

¹ Greg Medcraft, Chairman of the Australian Securities and Investments Commission.

framework. The hub is a response to challenges faced by start-ups and recognises that pioneering services often do not fit within existing rules.

For new non-bank lenders, Asic has adapted existing regulatory frameworks to accommodate peer-to-peer and marketplace lending. Many of the peer-to-peer lenders in Australia operate as managed investment schemes. This means that the provider needs to hold an Australian financial services licence. Australia's 'regulatory sandbox' framework also permits start-ups to test their products without a licence in some circumstances.

The second element is resisting the temptation to act too quickly before Asic properly understands developments. When poor lending behaviour is noticed, Asic will use the tools available to it. If new developments raise concerns, it can make recommendations to the government for legal reforms. The importance of co-operation with other regulators cannot be overestimated in facilitating innovation and understanding new trends, particularly in emerging markets.

The third principle is ensuring that regulatory responses are 'technology neutral'. Online or app-based non-bank lenders are subject to the same regulatory environment as offline non-bank lenders. However, while the obligations are the same, the risks posed and the treatment of those risks can be different. Cybersecurity, privacy and data protection concerns mean that there are heightened risks for online lenders, borrowers and investors.

The fourth principle is ensuring Asic has the necessary skills and expertise to be an effective regulator. Engaging with fintech entrepreneurs allows Asic to monitor and understand technological and market developments. Social media analytics can be put to use to monitor hotspots, and, as an example, Asic is trialling machine-learning software to identify misleading marketing.

Asic wants to encourage fintech businesses to provide new financing alternatives, but without compromising its core regulatory objectives. The aim ultimately is to promote investor and consumer trust and confidence, ensure markets operate transparently, and mitigate systemic risks.

银行管制：是否已存在威胁？¹

史蒂夫·汉克²

为何国际金融管理者们在 2008 年下半年，甚至整个 2009 年、2010 年及以后，如此急于提高银行的资本资产比率？答案除了显而易见的原因以外，还有更多深层次的原因。全球银行业对资本的痴迷最早出现在英国，在其 2007 年声名狼藉的诺森罗克银行挤兑事件中就有所体现。其实这一次英国银行业的惨败才是金融危机以及之后大萧条的开始，而非 2008 年 9 月雷曼兄弟银行的破产。

2007 年 8 月 9 日，在法国巴黎银行宣布暂停兑现三支货币市场基金之后，欧洲批发货币市场开始冻结。这些基金大幅投资美国的次贷工具，而这些工具突然间很难进行交易和估价。在过去二十年中，多国银行和金融中介机构通过向批发货币市场而非零售银行借款，为其资产提供资金。在英国，一度为共同所有并进行审慎管理的诺森罗克银行就是其中之一。

由于批发货币市场不再支持新业务，诺森罗克银行无法发行新证券，甚至无法偿还到期债务。由于重大债务亟待偿还，银行在业务资金方面面临严峻挑战。2007 年 8 月之前的若干年里，诺森罗克银行持续盈利，并拥有满足监管规范的充足的资本和流动资金。批发货币市场便利的资金使诺森罗克银行从 1997 年股份化之后迅速扩张；然而，到 2007 年中期，该银行面临极高的杠杆率（其资产达到股权资本的 60 余倍）；同时，无法保证批发货币市场的资金支持也使其面临严重威胁。

诺森罗克银行无法获得必要的短期资金，遂向其监管机构（英国金融服务管理局）报告了自身的问题。金融服务管理局高层为诺森罗克银行寻找潜在的买家，他们很快找到了一个，即劳埃德银行。但是其中存在一个固有的问题：货币市场因缺乏信心而瘫痪，而劳埃德银行本身对银行间融资市场也有类似的依赖，因此董事会并不能完全确定其可以获得充足的零售存款或同业渠道的支持，为其现有

¹ 翻译：程六一；审校：陆可凡

² 史蒂夫·汉克，中国人民大学国际货币研究所国际顾问委员、约翰霍普金斯大学应用经济学教授

业务及买入诺森罗克银行提供资金。为了保证交易，劳埃德银行需要一笔高达 450 亿英镑的备用贷款。由于货币市场关闭，只有英国央行才能提供这笔贷款。

截至 2007 年 9 月的第一周，英国金融服务管理局的所有高级管理人员以及英国央行市场部主管保罗·塔克（Paul Tucker）均希望央行向劳埃德银行提供备用资金。但是还有一个障碍，央行行长默文·金（Mervyn King）不愿提供任何帮助。引用伊凡·法伦(Ivan Fallon)所著的《骑黑马》(Black Horse Ride)中的话，

“不”，默文·金说得果断又坚决，“我不能支持这一做法，支持商业收购并不是我们的职责。我不会为此提供流动资金。”事实上，默文·金来自名不见经传的西米德兰兹郡，背景并不显赫，他对银行家及伦敦本身就没有好感。这次危机使默文·金有机会把这种反感变为行动。伊凡·法伦引用一位银行家的话说：“默文·金认为他的职责就是给银行和市场一个教训。”

不管怎样，各方之间的紧张局势总会浮出水面。局势变得十分危急，央行必须为诺森罗克银行提供一笔紧急贷款。否则，该银行将无法通过柜台为零售储户提供现金（或通过其当时业已崩溃的网络服务向其他银行转账）。但是，英国广播公司（BBC）走漏了风声，引起大规模的挤兑，给诺森罗克银行造成了无法承担的潜在损失。央行有义务向诺森罗克银行借贷数百亿英镑以保证银行储蓄可以兑现。2007 年 9 月 17 日，英国财政大臣阿利斯泰尔·达林(Alistair Darling)决定宣布英国政府为诺森罗克银行的储蓄提供担保，才结束了这场挤兑。

诺森罗克银行挤兑事件显示出的根本问题是商业银行机构（不管是盈利或是追求盈利）是否有资格获得央行的贷款。在 2007 年以前，英国的传统理解是，如果一般的市场来源（如银行间市场）变得不可靠，有偿付能力并且合规的银行可向央行寻求资金支持。通常情况下，这些银行机构必须提供优良的抵押品，并且央行还会征收一定的惩罚利率。在这种情况下，标准术语应该是央行会成为“最后贷款人”。但这并不意味着央行会不考虑包括股东在内的所有利益相关者的忧虑。

虽然实际上央行在默文·金在任期间两次成为“最后贷款人”（2007 年 9 月诺森罗克银行、2008 年 10 月苏格兰皇家银行和苏格兰哈里法克斯银行），默文·金已经尽了最大努力，在央行资产负债表外为商业银行提供贷款。在资本主义经济中，默文·金的立场对银行以及整个金融体系来说无疑是非常危险的信号。

默文·金坚持一贯的做法,认为向商业银行长期提供贷款并不是央行的职责。相反,应由私营部门或纳税人通过政府行为来承担这一角色。默文·金所说的长期是指 6 个月,这一点是他从 2007 年 12 月 5 日欧盟委员会的“决定”中得出的。如果最后贷款人提供的资金持续 6 个月之后,银行仍未获得其他资金来源,该银行必须向私营部门寻求资金支持,否则将被收为国有。通过贷款延期,国家将有权控制整个银行业,并且不需要赔偿股东。就在达林宣布国家担保的 6 个月,情况果真如此。2008 年 3 月 17 日,诺森罗克银行的资产被收归国有。

在雷曼兄弟破产之后的几周内,英国大部分银行面临的情况与诺森罗克银行 2007 年秋季面临的情况相似。这些银行无法偿还批发货币市场的债务,可能无法保证业务运转。同时,央行在默文·金任上采取的标准使这些银行深知任何一笔借贷都有期限,并且可能给管理层和股东带来灾难性的后果。

通过私营部门剩下的唯一选择是出售证券来募集新的股本或债券资本。这一做法刚好结合了以下两点:默文·金对于商业银行贷款有自己的态度;而政府部门坚持认为提供更多资金才能解决危机。根据默文·金的判断,央行只能为商业银行提供数月的贷款,在这一不太友好的做法之上,商业银行如果不能保证贷款业务,则必须筹集更多的资金。按照这一思路,在 2008 年下半年危机四伏的情况下,银行资本重组是首要选择,也是当务之急。

在金融危机期间,英国工党政府首相戈登·布朗和财政大臣阿利斯泰尔·达林也确实收到了其他的建议。然而,默文·金作为央行行长,拥有强大的影响力。默文·金似乎成功改变了布朗的看法,尽管达林并没有如此明显的转变。在 2008 年底的 G20 会议上,布朗决心通过银行资本重组解决危机。布朗在他的书《超越崩溃》的序言中写道:“无所作为不能解决问题”,并写道“现在只剩一种选择。”他两次强调“现在就进行重组”的那一刻几乎被神化。

尽管布朗本身并不喜欢默文·金,但他非常坦率地采取了默文·金的建议。他们二人都将央行给商业银行的贷款视为纳税人的钱,并且对银行和银行家们心存疑虑。如果应对银行资金紧张的正确方案是额外资本,并且股票市场不准备从银行购买新发行的证券,那么任何大规模的政府干预都必须采取国家注资的形式。如果目前的管理层和股东反对注资,认为新注入的资本会稀释他们的利益,那么政府可以——并且事实上也是如此——威胁进行国有化,并且不提供任何补偿。

简而言之，戈登·布朗决心坚持采取复杂的形式整顿银行业，不过令人惊讶的是，他成功地在国际金融舞台上吸引到了一些志同道合的伙伴。在 2008 年底的 G20 会议上，英国提出提出并制定了进行银行资产重组的主张，当时许多国际机构（如国际清算银行、国际货币基金组织等）的政治家、监管者以及央行行长们几乎没有提出任何异议。因此，各国官员接受了一系列危险的顺周期监管政策。

正如巴克莱银行主席马库斯·阿吉斯（Marcus Agius）对股东们所说的那样，银行现在正面临着“一种已经存在的威胁”。我想补充一句，信奉银行资产重组的经济体同样也面临着这样的威胁。

Bank Regulations: An Existential Threat?

Steve H. Hanke

Why was international financial officialdom so eager in late 2008 and indeed through 2009, 2010 and later, to raise banks' capital-asset ratios? To answer this question, there is more to the story than meets the eye. The starting point for the global bank capital obsession is to be found in Britain and its infamous 2007 Northern Rock affair. It was this British fiasco, rather than the September 2008 Lehman Brothers bankruptcy, that was the true beginning of the Great Financial Crisis and the Great Recession which followed.

On 9 August 2007, the European wholesale money markets froze up, after BNP Paribas announced that it was suspending withdrawals on three of its money market funds. These funds were heavily invested in U.S. subprime credit instruments, which had suddenly become difficult to trade and value. In the preceding two decades, many banks and financial intermediaries, in a number of countries, had financed their assets by borrowing from wholesale sources rather than from retail branch networks. In the U.K., Northern Rock, which had once been a cautiously-managed building society in mutual ownership, was one of these organizations.

With the wholesale money markets closed to new business, Northern Rock could not issue new securities or even roll over maturing debt. As significant liabilities were coming up for redemption, it faced a serious challenge in funding its business. In the years leading up to August 2007, Northern Rock had been consistently profitable, with sufficient capital and liquidity to meet regulatory norms. Readily available funds from the wholesale market had facilitated Northern Rock's rapid expansion from its demutualization in 1997; however, by mid-2007, it was highly leveraged (with assets that were over 60 times equity capital), and threatened by its inability to secure new wholesale finance.

Unable to secure the necessary short-term funding, Northern Rock informed its regulator (the Financial Services Authority) of its problems. Top FSA staff sought for potential buyers for Northern Rock, and they soon found one in the shape of Lloyd's

Bank. But there was an inherent issue: Given that the money market was paralyzed by a lack of confidence and the fact that Lloyd's Bank had a similar reliance on the interbank market for financing, Lloyd's board was not 100% certain that it could obtain sufficient retail deposits or an interbank line to fund both its existing business and the purchase of Northern Rock. For the deal to go ahead, Lloyd's needed a standby loan facility perhaps as large as £45 billion. With the money market closed, only the Bank of England (BoE) could provide this facility.

By the end of the first week in September 2007, all of the FSA's senior staff and Paul Tucker, the Bank's senior executive for markets, wanted the Bank to provide Lloyd's with a standby facility. But, there was an obstacle: The governor of the BoE, Mervyn King would provide no help. To quote from Ivan Fallon's book *Black Horse Ride*, "'No,' [King] said decisively and abruptly, 'I could not in any way support that. It is not our job to support commercial takeovers. I'm not prepared to provide any liquidity on that basis'". The truth is that King — who had come from a modest background in England's unremarkable West Midlands — loathed bankers and the City of London. The crisis gave King an opportunity to translate the loathing into action. Fallon quotes one banker as saying, "Mervyn saw his job as being to teach the banks and the markets a lesson."

Somehow or other, the tensions between the various players could not be kept quiet. The situation became so desperate that Northern Rock had to be provided with an emergency loan facility from the BoE. Without that, it would no longer be able to pay cash over the counter to retail depositors (or to transfer money to other banks via the online service at its website, which crashed). However, the British Broadcasting Corporation (BBC) bungled the announcement of the facility, provoking a massive run disproportional to Northern Rock's potential losses. The BoE was obliged to lend Northern Rock tens of billions of pounds to preserve the convertibility of bank deposits into notes. On 17 September 2007, the Chancellor of the Exchequer, Alistair Darling, decided to announce a state guarantee on Northern Rock's deposits, which brought the run to an end.

The underlying issue raised by the Northern Rock affair was the eligibility of commercial banking organizations, which are profit-making (or at any rate profit-seeking), for loans from the central bank. The traditional understanding in the U.K. before 2007 had been that solvent banks, and certainly solvent banks that had

complied with regulations, could seek central bank help in funding their businesses if normal market sources (such as the interbank market) had become unreliable.

Usually, they would have to offer good collateral and the central bank would be expected to charge a penalty rate. The standard vocabulary in these cases is that the central bank would be a “lender-of-last-resort.” In no way did this imply that the central bank would be indifferent to the concerns of all stakeholders, including shareholders.

Although in practice the BoE was involved in two big lender-of-last-resort episodes during his governorship (Northern Rock in September 2007, and RBS and HBOS in October 2008), King did his damndest to keep loans to commercial banks off the BoE’s balance sheet altogether. The implications of King’s position are dangerous for banks and arguably for the entire financial system in a capitalist economy.

King maintained that it was not the central bank’s role to lend to commercial banks on a long-term basis. Rather, that was a job only for the private sector or taxpayers acting via the government. By the phrase “on a long-term basis,” King understood a period of six months, taking his cue from a European Commission “decision” on 5 December 2007. If a bank could not find alternative finance for its assets once a last-resort loan has lasted six months, that bank would have to seek and find new money from the private sector or be taken into state ownership. By extension, the state would be entitled to seize the whole business with no compensation to shareholders. Exactly six months after Darling’s announcement of the state guarantee, the state did just that. Northern Rock’s assets were seized 17 March 2008.

In the weeks after the Lehman bankruptcy, much of the British banking system was in exactly the same position Northern Rock had been in autumn 2007. They had faced difficulties in rolling over liabilities in the wholesale markets and might not have been able to fund their businesses. Meanwhile, because of the line being taken by the BoE under Mervyn King, they knew that any borrowings from it were time-limited, and might prove suicidal for managements and shareholders.

The only remaining private sector option was to raise new equity or bond capital by the sale of securities. Here was the connection between King’s attitude towards

central bank loans to commercial banks and officialdom's insistence on extra bank capital as the solution to the crisis. Because in King's judgement central banks were not to lend to commercial banks except for a few months, and even then on a frankly unfriendly basis, commercial banks would be obliged to raise more capital if they could not otherwise finance their loan portfolios. By this reasoning, bank recapitalization was a priority—indeed, an absolute priority—in the fraught circumstances of late 2008.

The Labour government in power during the crisis period, with Gordon Brown as Prime Minister and Alistair Darling as Chancellor, did have other sources of advice. Nevertheless, as governor of the BoE, King was in an immensely powerful and influential position. It seems that his point of view managed to sway Brown, although possibly not Darling to the same degree. At the G20 meetings in late 2008, Brown was fully committed to bank recapitalization as the right answer to the crisis. Brown, in the prologue to his book, *Beyond the Crash*, judged that “doing nothing was not an option” and that “only one possible course of action remained.” He almost glorified the moment when he underlined twice “Recapitalize NOW”.

Although Brown did not like King on a personal basis, he had plainly absorbed King's message. Both men deemed loans from the BoE to the U.K.'s commercial banks as a form of “taxpayers' money,” and both were suspicious of banks and bankers. If extra capital was the correct response to banks' funding strains, and if the stock market was not prepared to buy newly-issued securities from the banks, any large-scale official intervention had to take the form of capital injections from the state. If current managements and shareholders opposed such injections on the grounds that the new money diluted their interests, the British government could—and in fact did—threaten nationalization without compensation.

In short, Gordon Brown decided to indulge in a sophisticated form of bank-bashing, and perhaps surprisingly, managed to attract many like-minded souls on the international financial scene. Hardly anyone among the politicians, regulators, and central bankers in the peak supranational organizations (the BIS, the IMF, and so on) offered a word of dissent as the British argument for bank recapitalization was introduced and developed at the G20 meetings in late 2008. And so, officialdom embraced a dangerous set of pro-cyclical regulatory policies.



As Marcus Agius, chairman of Barclays, told his shareholders, the banks now faced “an existential threat”. And I would add, so did the economies that embraced the bank recapitalization mantra.

系列六：人民币正式加入 SDR， 国际金融架构变革取得重要进展¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第一章。

2016 年，全球经济呈现低增长、低利率、大分化特征，金融市场高频波动成为新常态，国际金融架构有待完善。随着人民币正式加入 SDR 货币篮子，中国不断深化金融改革与开放，在扩大 SDR 使用等方面努力探索，主动作为重启国际金融架构工作组，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作出积极贡献。

全球金融市场波动进入新常态，国际金融框架有待重构。2016 年，全球频繁、短促、传播极快的大幅金融市场波动令人印象深刻，预计这一趋势还会持续，高频波动或将成为全球金融市场新常态。当前全球经济复苏疲弱，经济增长水平跟不上利率上升步伐，贸易、债务、大宗商品价格等均进入周期调整阶段，致使估值修正，引发金融市场震荡。同时，全球高联结性增强溢出效应与溢回效应、主要国家货币政策分化加剧资本短期异动、地缘政治因素、英国公投“脱欧”等

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



意外事件进一步加剧市场脆弱性。在此背景下，国际金融架构亟待完善，以应对全球经济新挑战。

2016 年 10 月 1 日，国际货币基金组织（IMF）宣布纳入人民币的特别提款权（SDR）新货币篮子正式生效。IMF 总裁拉加德发表声明称，这反映了人民币在国际货币体系中不断上升的地位，有利于建立一个更强劲的国际货币金融体系。新的 SDR 货币篮子包含美元、欧元、人民币、日元和英镑五种货币，人民币权重为 10.92%，对应的货币数量为 1.0174。IMF 每周计算 SDR 利率，并于 10 月 7 日公布首次使用人民币代表性利率，即 3 个月国债收益率计算的新 SDR 利率。

人民币正式加入 SDR，有利于全球宏观经济金融稳定。国际金融架构的首要缺陷即是主要储备货币的供需不平衡。美元是第一大储备货币，美国经济仅占全球 GDP 的 24%，但 42% 的主权债务、52% 的银行贷款和 64% 的国际储备以美元计价结算。2008 年金融危机及当前的经济金融动荡就源于过度依赖美元的货币格局，美国货币政策的溢出性与不确定性成为全球金融市场的主要扰动因素。人民币加入 SDR 为国际金融架构调整与货币体系改革提供了中国方案，一方面有助于增强 SDR 代表性和吸引力，提升新兴市场话语权，扩大 SDR 使用以缓解依赖单一主权货币的内在风险。2016 年 8 月，国际复兴开发银行在中国银行间市场发行首期 SDR 计价债券“木兰债”，就是推动 SDR 金融工具市场化、扩大 SDR 使用的一次有益尝试。另一方面，人民币入篮将进一步提振市场信心，夯实人民币金融交易与国际储备职能，鼓励中国深化金融改革，扩大金融开放，为 global 经济增长与金融稳定贡献力量。

在 G20 框架下，中国积极推动重启国际金融架构工作组，体现大国责任与担当。随着人民币加入 SDR 货币篮子的进程，中国与主要大国、IMF 等进行了深入沟通，对国际金融体系架构问题展开广泛讨论，涉及全球资本流动管理、全球金融安全网络建设等，极为符合当前全球宏观金融波动加大的现实，获得 G20 多数国家的支持。由此，中国主动作为，在 G20 框架下重启国际金融架构工作组，参与相关规则讨论与制定，这是第二大经济体义不容辞的责任和担当，为捍卫新兴市场与发展中国家利益、维护全球经济金融稳定发挥了积极作用。未来，中国还将在扩大 SDR 使用、加强全球金融安全网、IMF 份额改革、主权债重组

机制、资本流动监测等方面与各方携手，开展务实合作，进一步增强国际金融架构的韧性与稳定性。

《人民币国际化报告 2017》

《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。报告在国际经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，集中探讨了强化人民币金融交易功能的必要性、主要实现路径及其所需要的制度基础。

报告认为：强化人民币金融交易功能具有现实紧迫性；要抓住国际金融市场调整的机遇期，充分利用人民币加入 SDR 的制度红利，深化国内金融改革，通过顶层设计和相关法律、政策的国际协调，充分发挥直接投资对人民币国际化的撬动作用，大力发展以人民币计价的债券市场和国际信贷市场，构建顺畅的人民币环流机制；并依靠功能强大的多层次外汇交易市场、安全高效的人民币跨境支付清算体系等金融基础设施建设，为强化人民币金融交易功能进而实现人民币国际化最终目标提供制度保障。



厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2017年9月18日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载