

【本期推荐】

伍戈：实体与货币

【“人民币国际化”专题】

丁志杰：人民币汇率贬值管理实践与启示

鄂志寰：国际化是人民币的诗和远方

孙鲁军：人民币汇率：挑战与走向

林 楠：三大战略维护人民币稳定地位

【海外之声】

YANG Hyoeun：英国金融科技产业支持政策及其影响

Danae Kyriakopoulou：现在放松金融管制是一个危险的时间点

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

系列三十七：宏观审慎政策框架的主要内容与运行机制

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：刘 欣

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

实体与货币

伍戈¹

编者按：

大金融思想沙龙是中国人民大学国际货币研究所（IMI）和中国人民大学财政金融学院货币金融系联合发起设立的高层次学术沙龙，分“政策领袖”、“学术名家”、“业界精英”与“青年学者”四个系列。沙龙通过“主题演讲+专家点评”的模式，对国内外货币金融领域的基础理论与现实问题进行深入讨论，以期紧跟国际前沿、拓宽理论视野、深化研究协作，为推动“大金融”学科建设，深入开展“大金融”理论、政策与战略研究搭建高水平、专业化、开放式的学术交流平台。第 62 期“大金融思想沙龙”是由 IMI 副所长宋科担任主持人，由伍戈博士主讲。

伍戈博士在题为“实体与货币”的演讲中指出，我国经济存在这增长与就业的背离、库存与 PPI 的背离、汇率与出口的背离，房地产投资增速拐点还未出现，但通过对历史规律的对比分析，可以预期房地产投资增速拐点已经不远，历史经验表明，在产能过剩的背景下，需求结构的改善是经济持续复苏的充分条件。

以下为伍戈博士的演讲摘要：

一、引言

次贷危机之后，特别是从 2010 年之后，中国整体经济增速下行，但是就业市场并没有出现问题，导致了增长与就业的背离。2016 年以来，上中下游库存持续去化，在 PPI 转正后甚至还呈现补库存的迹象，出现了库存与 PPI 的背离。人民币汇率在不断贬值的同时出口也呈现下降的趋势，出现了汇率与出口的背离。这一系列背离现象背后的货币发生了什么变化？经济结构发生了什么变化？特别是现阶段资金脱实向虚背后又意味着什么？本文针对这些问题对实体经济与货币进行了深刻剖析。

¹ 伍戈，华融证券首席经济学家

二、货币及其来源

整个货币经济运行的一些基本规律，客观上来说都是来自于最粗浅的宏观经济学的教材。从我过去将近 20 年的研究和工作体验来说，课本上学习到的东西在实践中会得到不断地丰满与修正。那么什么是货币呢？货币就是钱，但是在现实中我们看到的钱大部分就是我们口袋里的钱，这在货币的分类中最多属于 M0。对于做宏观分析的人来说，货币就是存款。我们知道，最广义的货币统计就是 M2，而 M2 绝大部分都是商业银行资产负债表的负债端，所以从这个意义上讲，钱就是商业银行资产负债表的负债端。不管大家有多少钱，都逃脱不了整个商业银行统计体系或者是货币的统计体系。

钱从哪里来呢？当把货币看成是由中央银行发行的时候，对整个实体经济而言，货币就是一种外生的统计变量。但是既然货币的本质是存款，存款的源头是中央银行，那么对于货币产生的过程而言，货币的产生是需要有基础货币，就是中央银行直接给到商业银行的部分，更重要的是实体经济的支撑，特别是商业银行的放贷意愿，从这个意义上来说，钱或者是货币是具有很强内生性的经济变量。

但是在实际生活中，我们对于钱的判断是非常混乱的，因为我们时不时对钱产生一些非常极端的看法和想法。比如，当我们看到房价一段时间内持续上涨的时候，很多人就会认为是货币超发了。在 2013 年 6 月份出现了钱荒，甚至到现在资金也比较紧张，利率上升，大家又说钱少了。那么钱到底是多了还是少了呢？为什么在很短一段时间内，大家所认为的货币超发转变成了钱不够用的情况呢？钱多钱少的评判标准是什么呢？去年我们开始说要去杠杆，但是很大程度上要去的是金融的杠杆，是要防止资金脱实向虚。

三、货币政策与宏观调控

（一）货币政策

钱的问题涉及的不只是一个现实的政策制定问题，也不是简单的理论问题，它是一个与我们每个人息息相关的，同时又是一个复杂的变量。如果从钱的来源来说，或者从钱发行的多少来说，是与政策息息相关的，所以有一个政策叫货币政策。从严格意义上来说是货币政策决定了这个实体或者这个经济体应该投放多

少货币。那么货币政策的本质又是什么？它的目标又是什么？虽然有很多内容我们可以从教科书上找到答案，但是如果再结合丰富的现实或者实践的话就会引出非常有趣的问题。

从次贷危机特别是从 2010 年之后，中国的整个经济增速是不断下行的，季度 GDP 是不断地往下拉的态势。曾经有权威人士说中国经济可能是 L 型，我也不清楚他是如何得出这个结论的。但是不管是在 L 型的一竖还是一横，都明确地告诉我们现实经济下行的动能是比较强烈的，这和次贷危机之前的情况完全不一样。在次贷危机之前的很长一段时间，例如从 70 年代末一直到次贷危机之前，整个经济出现了一种易热不易冷的状况，很难管理。从宏观调控的角度而言，在次贷危机之前的绝大部分时间，中国是在与通货膨胀做斗争，而不是与通货紧缩做斗争。但是很有意思的是这种状况在次贷危机或者 2010 年之后发生了显著的变化，经济不断下行，这种变化背后的原因是非常重要的，我们只有深刻理解了这种往下落的原因或者性质，才可能决定我们是以多大程度上顺应它或者多大程度上抵制它，特别是对于货币政策而言。

货币政策的本质无非是一种总需求的政策，总需求的政策是一种逆周期调整的政策。货币的多和少、货币政策的松和紧很大程度上是与我们实体经济的运行是息息相关的。尽管我们在 2010 年之后感受到的一种向下的重力，但是从去年开始，这种重力发生很有趣的变化。2016 年一季度经济形势很不好，货币信贷是历史天量，同时很多城市进一步地下调了房地产的首付比例。但是经过去年一季度货币政策的刺激之后，我们很明显地发现，经济在以一个相对平稳的速度复苏，而且如果从 PPI 来看，这种反弹的速度还是非常显著的，做宏观调控的人对这种经济数据上的表现的感受是非常鲜明的。过去我们认为从 2010 年到 2016 年将近六年的时间经济都在往下走，但是 2016 年的二季度开始我们感觉到使经济下行的力量发生了变化。过去经济下行时，在财政货币的刺激下经济就上走，但上去之后没多久就又下来了，然后又刺激又下来。去年的一月份或者二月份适当的货币刺激后，银行市场利率是有所弹升的，但是与此同时中国的经济增长目前还不错。

我们在分析或者研究宏观经济的时候往往会区分两个概念，第一是周期性的

因素，第二个是结构性的因素。周期性的因素包括波峰波谷，经济下去之后还能弹回来；结构性的因素就是说波峰波谷遇到结构性断点再弹不回来了。事实上在现实生活中，周期性的和结构性的因素是交织而成的，有时候周期性的因素占主要，有时候结构性的因素占主导。从某种意义上说周期性只考虑偏短期的问题，这和凯恩斯的理念是一致的。客观上来说，从次贷危机到现在为止，将近有八年的时间，从我们的经济学意义上而言，可能不仅仅是一个短期的概念。

（二）就业与增长的背离

对宏观研究或者对货币研究而言，其实最重要的变量是增长。对于政客或者宏观政策部门，我们知道宏观经济目标有增长、通胀、就业、国际收支平衡等目标，在所有的目标中最重要的是增长目标。对决策者而言，稳增长的目标是就业，所以与其说增长目标重要，还不如说就业问题很重要。所以研究货币和增长，归根到底我们更加注重研究增长背后的就业的问题。从各届总理的讲话中，我们深刻地体会到总需求政策的重要目标就是就业。但问题是中国缺少一个比较好的衡量劳动力市场的指标。在统计局的数据里，我们看到的失业率叫做登记失业率，但是没有一个完整的时间序列。劳动力市场状况对于货币和增长很重要，我们确实想找出一些更有价值的或者更精准的数据或者指标来衡量我们当前的就业或者劳动力的状况。每年的就业形势都很严峻，但我后来观察 20 多年下来，总体而言市场还是出清的。对新增的就业而言，大学生就业占比在不断扩大，低端的或者中低端的劳动者却很短缺。根据我过去 5 到 7 年对这个劳动力市场的高频的观察，应该说，低端的劳动者的工资的同比或者环比增速，远远高于证券公司或者商业银行等金融人员工资的同比和环比增速。

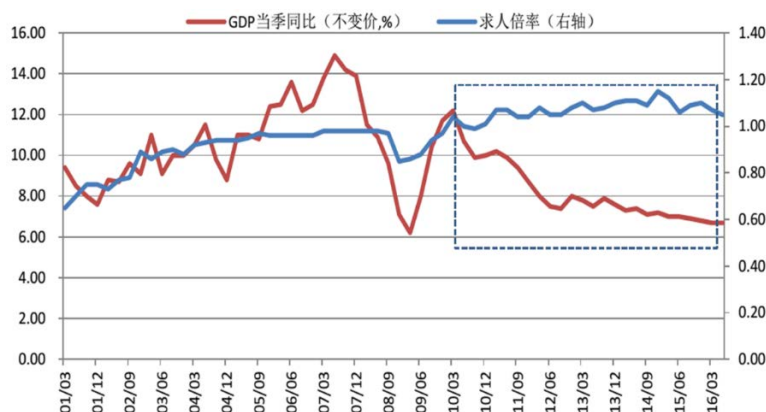


图 1: GDP 当季同比与求人倍率变化趋势图

GDP 当季同比与求人倍率变化趋势，如图 1，红色的线是大家比较熟悉的经济增长，整个经济增速在 2010 年之后是往下走的趋势和过程，蓝色的线表示求人倍率，是能够在一定程度上衡量劳动力市场的指标，这个指标未必靠谱，但是这个指标与我调研的结果是完全一致的。求人倍率大于 1 就意味着劳动力很紧张，劳动力就供不应求。求人倍率就是整个市场上需要或者是需求的劳动力人数除以市场上的劳动力供给人数，如果求人倍率大于 1 就意味着劳动力需求是很旺盛的，劳动力市场有供需的矛盾。很明显地看到，2010 年之后 GDP 在不断地下行，劳动力市场却非常繁荣，甚至是出现供不应求的状况，到目前为止，GDP 增速与求人倍率的差距很大。

潜在经济增速是我们在研究经济增长的过程中遇到的一个非常重要概念，所谓潜在经济增速就是在全社会所有的资源都被充分利用之后，整个经济增长能够达到的速度。但是促进或者推动国家经济的增长，我们需要的要素是多方面的。但是毫无疑问，其中有一个非常重要的要素就是劳动力。如果一个社会的劳动力要素被充分使用，失业率处于低位，但经济增速下行，我们就有理由相信这种经济增速的下行是一种潜在经济增速的下行，这和 100 多年前美国的经济学家奥肯提出的潜在经济增速的概念是完全一致的。现在经济增速的下行，特别是 2010 年之后的经济下行，伴随的是就业市场非常景气的状况。从总理上来说，整个劳动力市场目前没有太多的问题。

GDP 和就业这两个都是周期性的变量，但是这两个周期性的变量现在处于这么大的缺口。所以，我们有理由相信，中国的经济除了周期性的波动，一定还存在着结构性的重大的变化，使得我们传统的周期性的规律被打破。这背后的结构因素是什么？我想每一个人都有感觉和体会。在现实生活中，我们会发现，有一些重要的政策要进行改变的时候，前期一定孕育着经济结构中或者经济中间发生了很重要的变化。计划生育从 70 年代末开始，到现在将近 40 年的时间，40 年意味着两代人，影响是非常深刻的，所以人口是一个很重要的结构性变化。另外还有一个很重要的结构性变化就是整个经济的产业结构发生了巨大的变化，也就是说在过去的五到十年中间，与第二产业的制造业和第一产业农业相比，第三产业即服务业的占比在急速地提升，第二产业制造业的占比在急剧萎缩。

这两个重要的结构性变化，事实上体现在增长和就业的背离方面也是非常显著的，如图 2。这个图展示的是我们过去的从 80 年代以来每年需要新增解决的就业问题。在 2015 年到 2016 年的这个时期，对于中央政府而言，要解决的就业任务是非常轻的。每年 3 月份总理都会在政府工作报告中宣布就业的增长目标，每年都在 9、10 月份提前完成。从某种意义应该说是人口结构的变化很大程度上缓解了就业压力，而且这个图还可以解决困惑我们的就业和增长之间的背离问题。日本在 90 年代后，经济增速是相对比较低迷的，很多时候都是在零增长附近，但是日本的劳动力市场却没有出现很多下岗失业的问题。日本的老龄化将近 30%，通过返聘 50、60 岁，甚至 70 岁的老龄人员到青壮年劳动力市场，弥补青壮年劳动力在数量和经验上的不足。从这个意义上来说，增长下行，就业相对稳定，甚至有时候还出现供不应求的状况，很大程度上与人口结构的变化有关。经济增速下降的同时人口结构改变，使得就业市场出现了严重的问题。

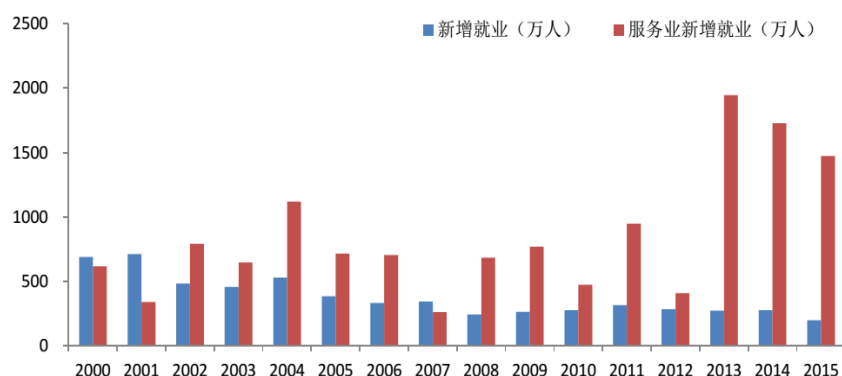


图 2：新增就业人数

还有一个问题就是产业结构问题。图 2 中红色的线代表着服务业新增就业的情况，蓝色的线是整体的新增就业的情况。通过图我们发现，服务业的新增就业的人数远远高于总体的新增就业人数。这背后的原因是包括制造业和农业在内的其他产业，不但没有新增就业，而且就业还是下降的，制造业和农业吸收的就业在不断地减少，而服务业吸收的就业在显著地增加，所以这就使得服务业新增就业这个局部大于了整体的新增就业。对于经济增长而言，一个从以制造业为主体转向由服务业为主导的经济体，不管是主动还是被动的调整经济结构，服务业的比重不断加大，经济增速一定是下行的。我们对比过日本、韩国、台湾的数据，发现这些经济体由制造业主导是向以服务业为主导的过程中，经济体的增速都是下行的。这是与劳动市场率这一经济增长的重要引擎有关的。

我们研究宏观经济的时候，短期只看三驾马车，中长期的问题我们一定看索洛模型中的劳动力、资本和全要素生产率。但是制造业和服务业的劳动生产率差别是非常大的，从全球的范围来说，服务业的劳动生产率是显著低于制造业的，服务业除了劳动生产率低之外，跟制造业相比更是劳动密集型产业，当一个国家由制造业为主导开始向服务业为主导转型的时候，全社会的劳动生产率必然下降，导致整个经济增速的下降，但是服务业能够吸收更多的就业，这也在一定程度上解释了增长与就业的背离。

（三）通货膨胀

我们在没有意识到经济体潜在的经济增速的下降的时候，用传统的总需求政策包括货币政策来推动或者刺激经济，就会发生一些我们可能不愿意看到的现象。在过去一年多的时间里，我们说的最多的就是房价和汇率。汇率与房价都是很复杂的，房价有居住的属性也有资产价格的属性，但是目前为止房价因为有太强的刺激价格没有被纳入任何一个国家 CPI 的统计；汇率至少是两种货币之间的比价，与两个国家的基本面有关系，比如汇率与供求、经常项目、贸易项目以及资本项目有关，过去虽然有顺差，但是资本项目是逆差，而且过去很长一段时间都是经常项目决定汇率走势。我们发现经常项目有顺差，但是资本项下有资本外逃的现象，这种现象也决定了汇率走势。房地产市场最特殊的地方就是土地，在土地的征收和出售环节都是一个垄断的市场，政府是唯一的买方和卖方，政府拍卖土地是在完全垄断的情况下，每次放出一点土地，大家不断地通过竞标抬高价格，这就是完全价格歧视，政府获得巨额的垄断利润。

问题是世界上很多东西不是一个变量决定的，而是由很多变量和因素驱动的。在研究宏观经济的过程中会遇到各种变量，我们往往期待找到最关键和最重要的变量。如果一个国家包含资产价格在内的广义 CPI 指数不断上升，消费者对内的购买力下降，同时，货币对外贬值，对外的购买力也在下降，用一个宏观变量来解释对内和对外的两种价格的变化就是货币。经济潜在增速在以我们想象不到的速度下行，但是劳动力市场没有出现问题，甚至出现劳动力市场总体趋紧的情况。我们为了实现经济增长的目标而忽略经济结构变化的重要规律，通过增发 M_2 来推动经济增长，那么很多货币都不会进入制造业以及服务业，因为他们已经实现

了潜在经济增速水平。

从去年下半年到现在，整体而言全球的经济是处于复苏的态势，这种复苏是非常难得的。2008 年次贷危机之后，全球的经济处于债务和通缩的恶性循环。对工业企业最重要的价格叫 PPI，PPI 对于生产企业和工业企业而言就是出厂品的价格。如果 PPI 不断下行意味着产品一生产出来就降价了，这对于任何一个企业而言都没有动力进行扩大再生产。同样对我们消费者也一样，如果我们总觉得价格是不断下跌的，也就是说 CPI 不断往下跌，对整个宏观经济来讲未必是好事，因为 CPI 如果不断下降，表面看大家的购买力更强，但是大家会预期钱会越来越值钱，以至于大家不愿意去消费。所以对于全球经济而言，或者对央行而言，有一个很默契的重要观点就是世界是需要通货膨胀的。没有了这个 CPI 或者 PPI 的通货膨胀，这个世界就会陷入到通缩的恶性循环中。为了克服次贷危机之后的所谓的债务通缩的恶性循环，各国的决策者们都做出了非常大的努力。美国和欧洲采取一切他们能够想到的办法来制造通货膨胀，比如美国的 QE 降到 0 之后不断通过货币的注入，在欧洲我们看到很多国家都使用了所谓的负利率，一旦钱存到银行了，不但得不到利息还要给银行钱。这些政策虽然争议很大，但似乎起到了不错的效果。全球范围内最先走出债务通缩阴影的是美国，因为他是最先做 QE 的，时任美联储主席本·伯南克在充分地总结世界大萧条以及日本的衰退经验后，认为人为地制造通货膨胀预期是很重要的，所以他不惜一切代价制造通胀预期，从而改变大家的消费和投资行为。

现在看来，通货膨胀起到的正向作用是大于负向的作用，同时还有一些很重要的事情改变着整个经济的环境和历史，比如中国出现了所谓的供给侧改革。大家能够看到的供给侧改革，就是煤炭、钢铁的限产。前期特别是次贷危机之后，大量的政策刺激形成了大量的产能过剩。为了解决煤炭的过剩，我们采取方法限制煤炭企业生产。事实上这种措施给中国乃至世界产生了意想不到的效果，就是在一定程度上打破了债务和通缩的某种链条，这从某种意义上说和价格的影响有相似的地方。这都是过去的历史，但问题是大家关心的问题是未来。我们看到经济在不断地复苏，但是春天是不是真的来了是值得思考的。

四、历史的方法分析现实经济状况

（一）经济复苏的充要条件

对于研究者而言，不管是学术研究还是偏政策的研究或者是市场化的研究，研究范式或者研究方法是很重要的。经济学在很大程度上不是预测未来的学科，但是如果把经济学发挥到政策层面，运用到现实生活乃至市场层面的话，它确实带有一定的预判效果。一个好的经济研究应该具有以下的这几个特征：第一，充分地看待历史；第二，总结历史的规律经验；第三，融入现实的因素，然后把历史和现实融合在一起，对比当前宏观环境；第四，对未来经济走势产生一定的预判。但是对未来进行预判很难达到尽善尽美。在次贷危机之后全球债务通缩是非常可怕的，PPI持续下滑非常严重，直接影响了企业的行为，比如库存增加。如果用几个关键词来概括去年的宏观经济亮点的话，大家能够想到的就是PPI和房地产，这两个关键词贯穿了我们整个宏观经济讨论的主线。

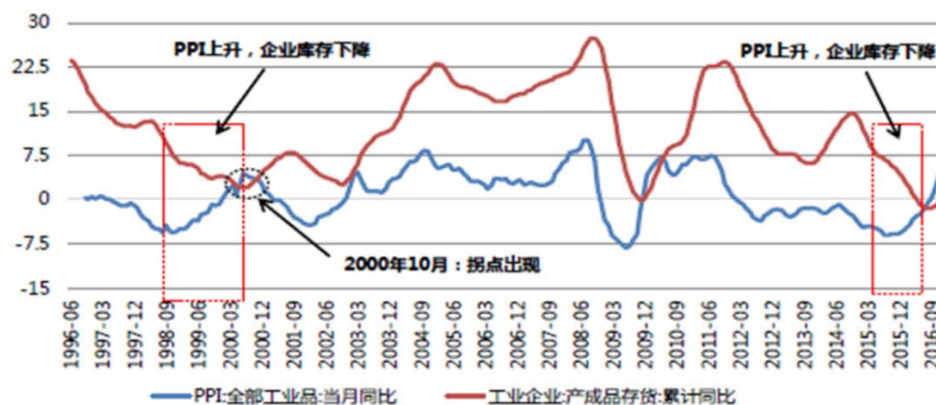


图3：PPI与工业企业产成品库存历史变化趋势图

PPI决定了微观企业的行为，从上图3中PPI与工业企业产成品库存历史变化趋势图中，我们发现在大部分的历史时期，PPI与工业企业产成品存货变化的走势是相似的。如果微观企业看到PPI往上走，生产出来的产品可能涨价，就会加大投资，从而产生库存；当发现产品降价时，微观企业很可能会减少生产，从而库存也会减少。所以PPI作为工业企业产品的价格是非常重要的，是配置资源的重要变化的体现。尽管在绝大部分的时期，这两个线走势相似，但有两个时期都出现了相反的走势。一个时期就是去年，尽管PPI价格在不断的攀升，但是企业的库存却在不断地下降，蓝色线和红色线的有明显的差别。我们惊讶地发现，历史上有段时期和去年这段时期有点相近，同样都是PPI不断攀升的同时企业的库存在不断地减少，这个时期对应的是1998年-2000年。当时河北产能过剩，时

任总理朱镕基做了大量的工作，以行政的方式强行关闭企业或者限产，用现在的话说就是供给侧改革。所以这两段供给侧改革对应的都是前期大量投资之后的产能过剩的时期，都出现了库存和 PPI 的背离。这两段时期不仅仅是在 PPI 和库存之间相似，也有其他相似的地方。随着这个库存不断的去化，PPI 上涨，工业企业的利润总额在这两个时期都迅速企稳回升，今年一季度的工业企业的利润数据也非常好看。研究历史的重要之处在于，当我们难以判断未来趋势的时候通过找寻历史的相似时期，或许能为我们预期未来提供一些可参考的意义和价值。

事实上在朱镕基的那个时代，虽然库存不断去化的同时工业企业利润总额在不断地上涨，但是经济和工业增长值是不断波动的，库存的去化并没有必然带来经济的持续的稳定，经济真正企稳复苏是大概是在 2001、2002 年之后。2001 年中国正式加入 WTO，外需对中国经济增长的作用是明显的，但是国内的房地产市场化的推进才是经济持续的攀升的重要原因。历史经验表明，在前期产能过剩的大背景下，经济的持续复苏既取决于库存去化这一必要条件，更取决于终端需求改善这一充分条件。

（二）房地产拐点探寻

房地产投资与基础设施建设和制造业一样，是整个经济中最重要的投资引擎。从某种意义上说，房地产投资带动的不仅仅是房地产业，也带动了上游下游的投资，如果用投入产出比来计算，我们会发现房地产的带动作用超过了房地产本身的投资，因此房地产的现在和未来对经济的持续发展也是至关重要的。从去年的一个季度开始，房地产投资就开始企稳回升，一直到现在房地产投资依然处在反弹回来的相对高位。今年一季度的经济增速达到 6.9%，这与房地产的贡献是密不可分的。

但关键是未来，我们需要在历史上寻找有启发性的经验。通过分析，我们发现中国房地产市场大体呈现 3 年一周期的轮回，2016 年的房地产市场与 2013 年有些相似的地方。2013 年和 2016 年都在下半年出台了房地产调控政策，值得注意的是，2013 年末也提出了分类调控的思路，要求在房价上涨压力大的城市增加住房用地和住房有效供应，在库存较多的城市注重消化存量和控制新开发总量，这与 2016 年中央经济工作会议提出的思路也大致相同。房价和投资是有关系的，如果房价持续低迷，房地产商就没有投资动力，当房价的同比增速见底后，房地

产投资增速也会下滑，这是历史经验。目前从全国房地产市场来看，房价同比增速是见底的，但是房地产投资目前还没出现非常明显的拐点。原因在于：

一是，今年实际利率水平抬升更缓慢。从历史上看，实际利率与房地产投资实际增速之间存在一定反向关系（使用金融机构人民币贷款加权平均利率与 PPI 同比增速的差值作为实际利率），现阶段的实际利率水平与 2013 年末 2014 年初相比更低，低利率水平对房地产投资的支撑也更强一些；

二是，房企的盈利状况好于上个周期。从历史上看，房企销售收入和净利润增长率，与房地产投资增速呈现较高的协同性；2016 年房地产企业的销售收入增长率和净利润增长率都高于 2013 年—2014 年，对房地产开发投资也构成一定支撑。房地产企业最重要的资金是自有资金以及销售回款，当房地产企业有很多自有资金和销售回款时，即使信贷调控、银行不给房企贷款、不允许企业发债，房地产企业也有足够的资金支持房地产投资，并不会对房地产造成冲击；

三是，基数效应。去年一季度房地产同比增速处于低位，今年的一季度同比显示房地产投资依然很好，但二季度基数上来后，房地产的同比增速会以一个比较快的速度下滑。

因此房地产投资增速明显下降的拐点可能会出现在二季度，由于 2016 年的房地产销售面积和增速之高与 2013 年相比毫不逊色，但房地产投资增速却远低于 2013 年，2017 年房地产投资增速的下降幅度可能有限。但由于城市土地供给出现明显增加，三四线城市房地产投资超预期好转，房地产融资政策收紧的力度及货币政策节奏变化，房地产投资增速的拐点是很难确定的。

（三）基础设施建设投资

在短期经济研究中，基础设施建设是很重要的。今年以来，基础设施建设预期是非常高的，从下面的图 4 中我们可以看到基础设施建设投资名义累计同比增速上升趋势非常明显，但是对名义累计同比根据 PPI 平减后，基建投资的实际累计同比就是下降的，如果对基础设施建设名义累计同比按照投资价格指数进行调整后，发现调整后的实际投资累计同比也是上涨的，但是上涨趋势相对平缓。我们还会发现，每到一季度，基础设施建设投资总体都上涨。如果考虑季节性的因素以及名义变量和实际变量，基础设施建设投资没有超常。挖掘机销量同比增长

将近 30%，尽管挖掘机销量迅猛，但是绝对数量并没有超出预期，与 2012 年差不多。挖掘机销量的大增，可能是基础设施建设投资高涨，但是很大程度上与挖掘机七年更新换代周期有关。

同时挖掘机有大、中、小之分，大型挖掘机一般是采矿用的，中型挖掘机对应的是基础设施建设，小型挖掘机对应的是房地产。挖掘机销量的增长需要分析是哪一种类型的挖掘机销量的增长，从图 5 中我们发现，中型挖掘机的销量占比与历史没有太大差别，甚至呈现缓慢下降的趋势，与房地产相关的小型挖掘机的销量占比一直在上升。



图 4：基础设施投资累计同比变动趋势图

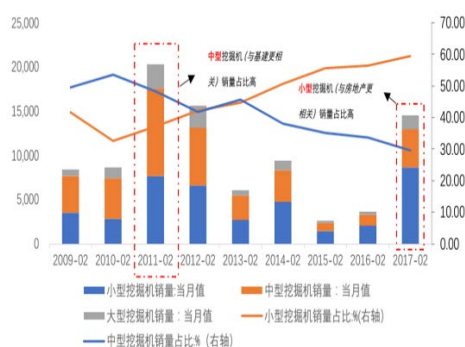


图 5：挖掘机销量细分图

PPP 的项目落地非常快，去年底都达到了 30% 以上的增长。但 PPP 是有时滞的，PPP 项目从发起到最终的投资往往有 12 或 13 个月的时滞。去年的 1 月份正处于 PPP 的发起的高峰，对应着今年的 1、2 月份的 PPP 落地的投资的高度。但是去年 1 月份之后 PPP 发起在急速地下滑，所以我们有理由相信今年的 PPP 方向是向下的，未来投资项目落地加速潜力有限。基建受政治影响最大，但是不管是中央政府换届，还是地方政府的换届，都没有很明显地抵制投资的增长现象。过去的基建的增加往往都是出现在房地产投资急速地下降以及外需不足的情况

下，如果这两个条件都不具备的话，我们很难期待基建投资的超预期发展。

2016 年以来上下游利润走势出现“异常”分化，从下图 6 我们发现，下游企业的利润是非常平的，但是上游企业的利润增幅急剧上升。2004 年也出现下游的利润不断减少的同时上游的利润上升的现象，这两个时期都面临着大宗商品包括煤、钢、石油在内的价格的高企的成本冲击同时都对应着内需特别是投资需求减少。在过去很长一段时期，上下游企业利润增速是高度一致的，但现在却出现了罕见的背离。我们有理由相信这两个时期的经济动能与过去不同。

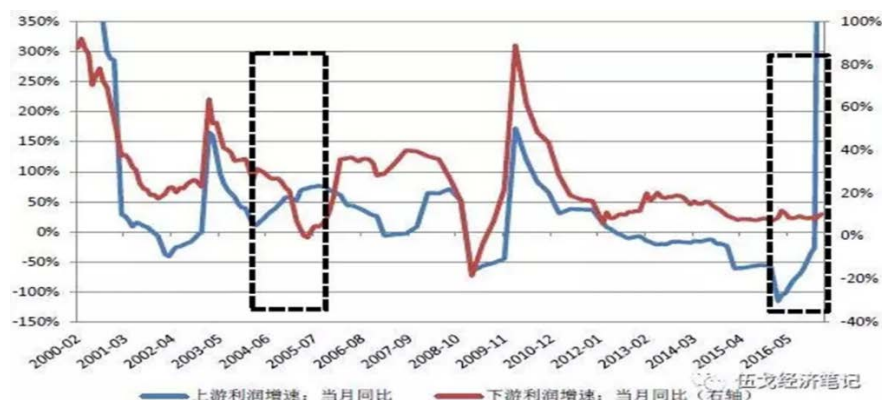


图 6：上下游利润增速

如果经济拉动力完全来自于需求拉动，我们会发现上中下游利润走势是同步的。中端的需求会把下游的需求带动起来，中游的生产最终需要上游的大宗商品价格支持。在中端需求的有效拉动上面，如果上中下游联动性非常好，利润走势就是一致的，但是如果整个经济的驱动力不仅仅是需求，或者是需求拉动力相对较弱，如果成本冲击占主导，那么下游的利润将有截然不同的走势。由于成本冲击，就使得上游的利润非常丰厚，由于需求拉动不足，下游的利润就非常单薄。因此，只有在需求拉动为主的情况下，经济的复苏才可能持续。

（四）汇率与出口

下图是人民币汇率与出口的走势图，如图 7，我们发现出口和汇率走势是相当同步的。去年以来出口总体是持平的，但是汇率是却是大幅贬值的。不管是人民币兑美元的双边汇率贬值，还是对包括一揽子的实际有效汇率 RER 的贬值都是显而易见的。汇率贬值的同时出口没有增加的背后原因是什么？我们发现出口和汇率的大量背离，有两个阶段是比较显而易见的。一个是去年以来的情况，汇率似乎没有很好地带动出口，另一个就是在 1998、1999 年之后汇率贬值了很长

一段时间，出口依然在底部。从这个历史时期来看，汇率最终可以拉动出口，只不过这个时滞明显地在被拉长。

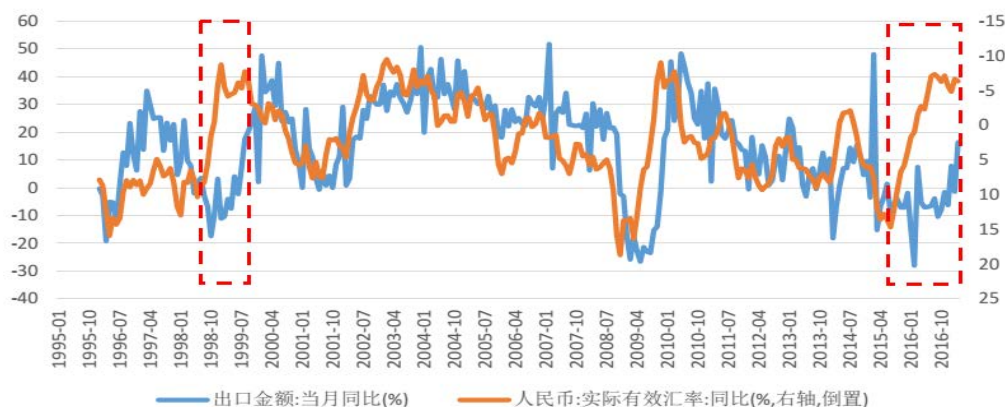


图 7：出口与人民币汇率走势图

问题是汇率未来还能不能带动出口？如果还能的话，为什么时滞会拉得如此之长？事实上，这两个时期汇率带不动出口或者没有很好地及时带动出口，与外需有关系。1998 年外需是下降的，去年以来整个的全球 GDP 的增速依然是下滑的。外需不振在一定程度上加剧了汇率与出口的背离。同时从图 7 我们看到汇率的贬值的幅度是相对比较陡峭的，对外国的进口商而言，如果预期未来人民币会持续地大幅度贬值，他可以相应地推迟从中国进口商品的时间。贬值预期比较强烈的情况下，汇率带动出口的时滞都相应延长了，这个时滞直接决定了国内经济动能的短期变化。我们利用外需和汇率这两个因素对出口做简单的线性回归，发现汇率和外需的 P 值都很好，能够很好地解释出口的一些变化，而且过去的拟合都不错的，但是到了 2015、2016 年实际的出口远远小于我们按照历史规律拟合的值。所以我们怀疑除了汇率和出口这种周期性的因素在影响着出口之外，可能还存在着一些结构性的断点使得出口出现这种偏差。

2014 年开始，全球经济增速都显著低于出口的增速。过去中国出口增速高于全球出口增速，甚至高于全球经济增速，但是 2013 年之后，中国出口的增速开始低于全球 GDP 的增速。很多人认为这是一种逆全球化的过程，逆全球化使得中国出口增速低于全球 GDP 的增长，但是从 2013 年开始，中国对外直接投资在显著地增加，制造企业在源源不断地对外投资和迁移，而国外对我国制造业的投资在持续下降，所以中国的出口下降很可能与出口企业外迁有关。同时我们还发

现过去在出口结构中一般贸易和加工贸易走势是非常吻合的，但是 2012 年开始，一般贸易增速开始远远高于加工贸易，意味着中国很多企业开始外迁，也解释了出口与汇率之间的背离。

五. 货币政策拐点及操作

在传统的货币数量的框架下，先设定 GDP 的增速，然后再定 CPI，然后根据货币银行学的教材中 $MV = PY$ 的公式，得到 $\Delta M + \Delta V = \Delta P + \Delta Y$ ，假设货币流通速度不变，实现既定的经济增长和通货膨胀目标，如果再加上一到两个灵活的变动，就能得到 M2 的预计目标。为了实现这些目标，中央银行需要控制基础货币和货币乘数。银行间市场就是基础货币市场，商业银行所有的钱都在中央银行，基础货币不断地增加会扩大 M2。中央银行可以通过法定存款准备金率控制货币乘数，没有其他的情况下，货币乘数的倒数就是法定准备金率。

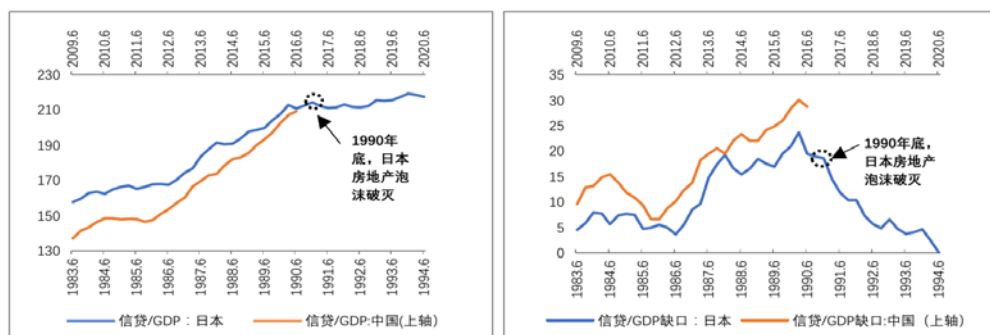
货币银行学教材说中央银行有公开市场操作、再贴现、法定存款准备金率三大法宝，其中，中央银行最常用的是公开市场操作，法定存款准备金率是三大法宝中的一剂猛药。就说明面临同样的经济状况时，运用公开市场的操作和法定准备金率的货币政策，对经济的影响程度是不同的，这是有误导性的。在大量外汇流出的时候央行应该逆周期地下调法定存款准备金率，但是事实是因为这句话而没有下调法定存款准备金率，货币乘数没有大量的调整，但是经济增长又需要货币，只有更多地投入基础货币。由于外汇不断流出，货币需求缺口巨大，每天提供基础货币对银行来说是很困难的，所以银行就开发期限更长的创新产品，而没有形成市场对宽松货币政策的强刺激预期。但是银行间市场的利率的波动性在急剧加大。在西方，我们很难看到美联储有 3 个月、6 个月、一年的品种，中国的中央银行既控制了短端，又控制三个月、六个月、一年的利率，相当于人为地在市场上画一条利率线，但市场根本不知道每一个期限的均衡在哪。

在金融监管货币政策方面，很多领导认为金融是整个经济最大的风险，而做出这个判断的时候恰恰是商业银行不良贷款率在降低的时候。今年以来的数据上反映，商业银行的不良贷款率是下降的。在总体都往好的方向发展的情况下，说金融是最大的风险，对做技术研究的人而言是很难理解，然而逻辑也很简单，因

为他们认为有债务违约和商业银行风险暴露的情况出现，但是债务违约问题的根源并不是金融。既然货币是商业银行资产负债表的负债存款，那就意味着商业银行的资产方只要在负债方的存款变多了，就是在创造货币。商业银行在资产方放贷，扩张了资产负债表，负债和资产都扩大了。商业银行创造货币的渠道是很多的，不仅仅是狭义的教材上的贷款，贷款是商业银行创造货币的主渠道，外汇也是一个重要渠道，外汇的资金流出，不但不创造货币，反而会收回人民币，还有一个很重要的渠道是证券净投资。商业银行在利率市场化的背景下，开始大量从事非贷款的业务，特别是银行间的一些债券品牌。

从表面上看，中国是以间接融资为主导的金融体系，但是债券最重要的持有者是商业银行，所以中国的金融体系是直接融资和间接融资相互混合的。随着利率市场化的推进，外汇流入和流出进入常态，商业银行的贷款业务是逐渐萎缩的，与此同时，很多商业银行持有的债券却在不断增加，随着金融监管的加强，商业银行利率市场化受到了很大的抑制，不得不开始减少持有的债券，但如果债券持有量急剧下降，中央银行不增加新增贷款，那么就意味着 M2 持续下降，这几个月的数据显示 M2 已经在下降了，这只是数量方面的体现。从价格的角度我们发现，短端的利率向长端不管是债券端还是更长的利率端在明显地加快传导进程，每一次监管加强，银行间利率上升的同时带来的还有长端的利率上升。政策利率不仅向债券传达，也向信贷传达，所以随着银行间利率的攀升，金融机构的贷款利率也在不断地攀升。

通过对比中国和日本的信贷情况，如图 8 刻画的是信贷占 GDP 的比重。通过对比发现中国目前的广义信贷占 GDP 的比重非常接近 1990 年日本房地产泡沫破产期间的水平。在信贷缺口方面，中国的信贷缺口超过了日本的信贷缺口。与日本房地产泡沫破灭期间相似的是，中国的 CPI 是相对稳定的。资产价格很繁荣，而一般商品价格却很稳定，CPI 在很大程度上对应的是实体经济，资产价格对应的是虚拟经济，这两种价格的大幅背离，也一定程度上说明了经济确实在脱实向虚。



数据来源：BIS, 华融证券整理

注：GDP 为季调名义 GDP；信贷为所有非金融私人部门信贷，具体包括：1) 国内银行信贷；2) 境外银行跨境信贷；3) 非银行金融机构融资。

数据来源：BIS, 华融证券整理

注：信贷/GDP 缺口指的是实际值与趋势值的偏离度。BIS 引入这个概念作为信贷繁荣与否的判断依据，超出 10% 则显示信贷繁荣，超出越多，信贷繁荣程度越强。

图 8：中国和日本信贷变化趋势图

在日本房地产泡沫破灭之前，资产价格和房地产信贷在升高，制造业的贷款占比却在下降，虽然采取行政措施限制资金进入房地产行业，资产价格大幅度下降，制造业依然处于低位甚至是继续下降，也就是说资金脱虚后未必流入实体经济。脱虚向实很难的一个原因是，房地产的投资回报率显著高于制造业的投资回报率。

六、结论

第一，经济运行的一些基本规律都大部分来自宏观经济学教材，课本上学习到的知识会在实践中得到修正与丰满。从货币是存款的本质来说，货币是一个外生统计变量，但是从货币产生的过程来说，货币的产生需要有基础货币和实体经济的支撑，货币又是一个复杂的内生经济变量。

第二，2010 年以后，我国经济不断下行，但是就业市场却很繁荣，甚至出现了供不应求的现象，就业与增长的背离除了周期性的波动外，还有结构性的因素。一个是人口结构的变化；另一个就是产业结构的变化，经济从以制造业为主体转向以服务业为主导。服务业作为劳动密集型产业吸收了大量的劳动力，但是服务业的劳动生产率显著低于制造业的劳动生产率。

第三，去年以来，我国 PPI 指数不断上升，但企业的库存却在不断下降。在总结历史数据的基础上分析现在的经济状况，得出在产能过剩的背景下，经济的持续复苏的必要条件是库存去化，但是更取决于终端需求改善这一充分条

件。

第四，房地产市场呈现出 3 年以周期的现象。房地产投资带动的不只是房地产业，它对上下游产业的带动作用远远超过了本身的投资，房地产投资对未来经济的增长有着重要的作用。房价同比增速见底，但是房地产投资目前还没出现非常明显的拐点，原因可能有三点：实际利率水平上升缓慢，房企盈利状况比上一周期好，这周期与上一周期基数高点位置不同。

第五，一般商品价格与资产价格的背离说明我国资金存在着脱实向虚的问题，但由于房地产的投资回报率显著高于制造业的投资回报率，使得资金脱虚向实转变是很难的。

人民币汇率贬值管理实践与启示

丁志杰¹

“8.11”汇改以来人民币贬值以及央行汇率管理引起了广泛关注，包括批评。事实上，2005 年 7 月人民币汇率形成机制改革启动，央行面临的主要问题是应对升值，并积累了丰富的升值管理经验。期间，人民币也间断性出现贬值压力，央行不断尝试并调整管理方式、方法，包括推出深化机制改革的措施。回顾总结以往贬值管理实践，有助于理解当前央行汇率管理取向以及把握未来人民币汇率走势。

一、“8.11”汇改前人民币汇率贬值管理

先简单看一下人民币升值管理实践。中间价是央行管理汇率的“牛鼻子”。2005 年 7 月汇改后人民币汇率管理引入参考一篮子货币进行调节的机制。理论上，在此机制下，如果国际市场上美元走贬，人民币就对美元升值；反之，如果美元走强，人民币就对美元贬值。人民币升贬值幅度应小于美元贬升值幅度，这就是参考一篮子货币的自稳定器效应。汇改前三年，美元处于弱势阶段，人民币又存在一定程度的低估。因此，央行在实际操作中采取强势人民币政策：美元贬则人民币升，美元升则人民币对美元不是贬值而是保持稳定，即单边参考一篮子货币，进而形成单边升值，中间价走出一条修饰痕迹很明显的“美丽”弧线（见图 1）。2010 年 6 月汇改再次启动后，强势人民币政策略有调整：美元升的时候，人民币对美元不再是不动而是略有贬值，从而让汇率双向波动，但整体而言还是升多贬少。从实际效果来看，由于人民币汇率未达到均衡状况，这种人为的双向波动不具有可持续性。

¹ 丁志杰，中国人民大学国际货币研究所学术委员、对外经贸大学校长助理

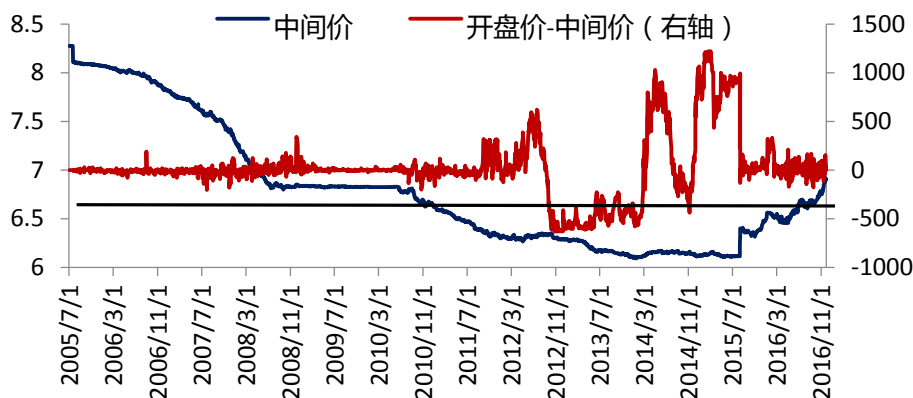


图 1: 2005 年汇改以来人民币中间价与开盘价的关系

在强势人民币阶段，人民币对美元也出现过三次持续性贬值压力。由于央行对中间价的强力掌控，人民币升贬值压力主要体现在盘中交易价与中间价的背离：如果上午 9 点 30 分的开盘价高于 9 点 15 分公布的中间价且持续一段时间，则表明人民币出现持续性贬值压力。从图 1 可以看出，人民币对美元有贬值压力出现过三次：2008 年 8 月-2008 年 11 月；2011 年 9 月-2011 年 12 月；2014 年 8 月-2015 年 7 月。人民币对美元贬值压力都出现在国际市场上美元走强的时间段，但具体原因不一样：第一次是美国次贷危机不断恶化但已经贬值 6 年半的美元出乎预料的走强；第二次是欧洲债务危机爆发导致美元走强；第三次是美联储停止量化宽松后加息预期引致美元走强。这三次贬值压力出现时间段所对应的人民币日波幅是不同的，分别为 0.5%、1% 和 2%。因此，尽管图上显示的开盘价和中间价的价差有差异，但都接近当时的日波幅，尤其是 2011 年年底连续多日触及跌停。

面对持续性贬值压力，央行采取“不变应万变”的策略——“静观其贬”。牢牢拽住中间价这个“牛鼻子”，保持中间价基本稳定。在欧债危机爆发期间，中间价甚至逆势小幅升值。从前两次来看，这种策略是成功的。因为美元升值是阶段性的，在国际市场美元走势反转后，人民币贬值压力也逐渐消失，甚至重新回到升值轨道。然而，由于第三次美元升值是趋势性的，贬值压力始终无法释放，给后来的汇率管理留下了后患。

央行这种管理策略导致人民币对美元双边汇率和人民币有效汇率走势背离。在三次持续性贬值压力时期，尽管人民币对美元汇率基本稳定，但由于美元走强，

人民币随美元被动走强：国际清算银行（BIS）月度数据显示美元有效汇率简单累加升值 35.25%，人民币有效汇率升值 33.56%。2008 年 8 月-2015 年 7 月，人民币有效汇率升值 35.25%（和前面美元有效汇率升值幅度一模一样纯粹是巧合）。如果以 2008 年 7 月为基期，这三个时间段的人民币有效汇率升值累计 36.50%。换句话说，这一时期人民币有效汇率升值都是在人民币面临持续贬值压力的这 20 个月里被动完成的，在其他时间段里尽管人民币对美元有所升值，但有效汇率基本没有什么变化。因此，人民币升值事实上是一种暗度陈仓的策略。考虑到人民币升值一直面临各种国内阻力，这也是一种合理的选择。

表 1:人民币贬值压力时期美元汇率和有效汇率的分化

	人民币对美元汇率	美元有效汇率	人民币有效汇率
200808-200811	0.13%	14.86%	12.78%
201109-201112	1.28%	5.61%	6.50%
201408-201507	0.66%	14.78%	14.28%
合计	2.07%	35.25%	33.56%

二、“8.11”后人民币汇率贬值管理

尽管有关“8.11”汇改的原因和时机众说纷纭，但此前的汇率高估需要纠正是共识。2012 年和 2014 年年初，央行两次扩大波幅，起到释放投机性压力的作用，并引起人民币对美元走弱。从另一个角度看，这表明当时人民币汇率已经基本接近均衡，不存在明显高估或低估。因此，人民币汇率被高估主要是 2014 年下半年以来随美元被动走强的结果。

“8.11”汇改通过增加透明度的方式，改变了过去对中间价的过度管理。这既是人民币入篮的技术条件，也是汇率形成机制的市场化要求，更是释放贬值压力的现实需要。中间价参考上一日收盘价，等于打开了中间价这个“黑匣子”，限制了央行调控汇率的空间，使中间价更能够反映市场的变化。从效果来看，“8.11”汇改后境内市场中间价和交易价价差收窄，并且呈现双向波动，贬值压力最终表现为实际的贬值（见图 2）。



图 2: “8.11”汇改以来人民币汇率中间价与开盘价的关系变化

境外人民币市场也成了汇率管理的重要约束和参考。“8.11”汇改央行答记者问有一句话：“促进形成境内外一致的人民币汇率”。汇改前由于央行中间价管理释放的强烈稳定信号，香港等离岸市场上人民币汇率大多时候是跟随境内市场走，境内主导境外，境内外价差不大。也许央行也没事先料到，汇改后没有波幅限制、难以管制的离岸市场露出“桀骜不驯”的本性，人民币不断走贬，境内外汇差拉大。央行不得不让境内市场跟随境外市场，境内外汇差已经收窄，然而境内外市场联动关系发生逆转（见图 3）。尽管目前境内外市场还是分割的，央行也有通过人民币流动性调控离岸利率的手段，但主要是平抑短期投机压力。境外主导境内的联动模式依然是央行汇率管理的重要挑战。

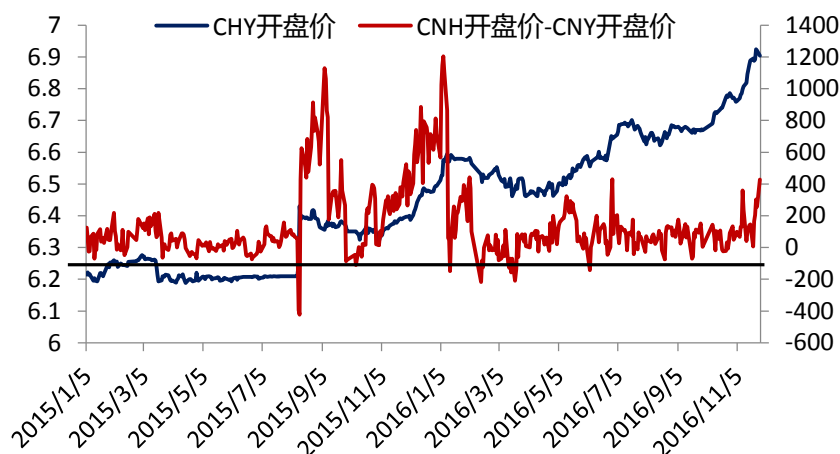


图 3: “8.11”汇改以来人民币境内外市场汇率关系变化

“8.11”汇改重提 2014 年 3 月扩大波幅后被淡化的参考一篮子货币机制。

央行在汇改后转向弱势人民币汇率政策，但没有放弃汇率稳定的目标。不过，汇率稳定的对象从过去美元汇率转向一篮子货币汇率，央行也于 2015 年年底公布了三大人民币汇率指数。从对美元汇率和 BIS 有效汇率两个指标来看，汇改以来人民币汇率走势可分为三个阶段：2015 年 8 月-2015 年 11 月；2015 年 12 月-2016 年 7 月；2016 年 8 月至今（见图 4 和表 2）。第一阶段人民币对美元开始贬值，但有效汇率基本稳定，然而人民币贬值压力继续存在。进入第二阶段后，尽管人民币对美元贬值放慢，但有效汇率出现较大贬值。第三阶段和第一阶段类似，但不同的是初始条件发生了变化，这一阶段人民币对美元贬值主要是美元在特朗普当选美国总统后出乎意料走强。因此，人民币高估的修正主要发生在第二阶段，趁着美元盘整之机悄然完成。由于一篮子货币汇率不能直接观察，市场依然主要看对美元汇率，从而对人民币汇率调整的判断产生偏差。事实上，从第三阶段走势看，人民币汇率调整已经基本到位。

在第三阶段后期，人民币汇率走势出现新的特点。国际市场上美元走强，人民币对美元贬，但三大人民币汇率指数显示对一篮子货币汇率是升的，反之则反是，整体上是基本稳定。这种组合是央行释放稳定一篮子货币汇率的强烈信号。



图 4 “8.11”汇改以来人民币对美元汇率和有效汇率变动特点

表 2: “8.11”汇改以来不同阶段美元汇率和有效汇率的组合

	人民币对美元汇率 变动	人民币有效汇率- 期初	人民币有效汇率- 期末	人民币有效汇率变 动
201508-201511	-4.36%	127.41	127.3	-0.11
201512-201607	-3.83%	127.3	117.94	-9.36
201608-201611	-3.42%	117.94	117.61	-0.33

三、对未来人民币汇率管理的启示与走势的判断

人民币汇率已不存在明显高估。目前人民币对美元汇率回到了 2008 年国际金融危机爆发前的水平，有效汇率也回到了 2014 年 10 月强势美元刚刚起步时的水平。现在美元很强势，并不是因为美国经济基本面有多好，而是其他国家太差，即所谓“比烂”的时代。从国际金融危机爆发以来中美经济基本面来看，人民币对美元没有贬的理由。然而，现在市场对人民币信心依然不足，可能跟刚经历一轮贬值如大病初愈有关，也可能跟我国危机应对及汇率管理政策有关，后者需要深刻反思。

人民币仍是一种外围货币。2005 年汇改以来人民币贬值压力皆由外因而起，表明人民币汇率决定还缺乏自主性和内生性，这是典型的外围货币特征。尽管过去八年人民币国际化取得了一定进展，境内人民币外汇交易比重扩展到 23 种货币，而且基本是直接交易，但人民币国际认可度还不够。对外围货币来说，放任汇率自由浮动，往往成为冲击的来源而不是吸纳冲击。因此，人民币汇率管理将是长期存在的，对此必须有清醒的认识。

亟待构建市场化的人民币汇率管理系统。保持汇率稳定是必要的，但随着资本账户开放度达到一定程度，汇率要有足够的弹性，汇率管理要避免造成汇率失衡，在非均衡水平上保持汇率稳定也是不可持续的。在央行放松中间价管理这种直接手段之后，需要建立更为市场化的汇率管理系统，包括将汇率纳入广义的货币政策框架并正确定位，汇率和利率的协调以及外汇储备的运用。口头干预是发达国家外汇市场干预的重要手段，其有效的前提是政府具有公信力。“人无贬基”成为 2016 年年底的流行语，一定程度反映了我国口头干预应用的失当。

加强政策协调，兼顾眼前和长远。随着人民币贬值压力的出现，外汇储备在 2014 年年中达到峰值后下降，“8.11”汇改后外汇储备降幅扩大，我国出台了一些限制资本流出的管理措施并强化了一些资本流动管理政策的执行力度。我国超过一半外储是对外负债形成的，外储下降是挤水分的过程，“保外储”是个伪命题，在目前水平上不存在保的问题，越想保越保不住。资本流出管理政策调整是必要的，但应主要是避免集中流出。临时施加限制往往很难起到减少流出的作用，由于恐慌产生“鱼群效应”，本来没想出去的资本也加入流出的行列，因而效果



可能适得其反。现实中，越来越多机构和企业将外汇收入留在境外，一些外汇汇出受限的机构和企业通过跨境人民币业务将人民币资金调往境外兑换成外汇，从一定程度上不是减缓而是加剧了人民币贬值压力。目前人民币可能出现了超贬，但市场信心依然很弱，跟资本流出限制引起的市场恐慌是有关的。另外，从更长时间段来看，当前的问题和风险是过去资本大规模流入所累积下来的，应该考虑未来如何加强资本流入管理而不是相反。

与美元脱钩后人民币汇率可能还要“漂”一阵子。目前美元已处于高位的强势阶段，但特朗普当选给美元走势带来新的不确定性，美元指数 USD_{IX} 突破 105 的可能性很大，但持续维持在 105 上方的概率不大。这已经给新兴市场国家货币构成了巨大冲击。对人民币双边汇率的波动包括贬值应该有更大的容忍度，保持对一篮子货币汇率的稳定是有基础的，不能自乱阵脚。

人民币汇率稳定关键在于能否管好管住货币发行。现在外流的资本主要不是外资而是内资。超过 150 万亿并还在扩张的货币供应量是个现实的隐患，引起对我国资产泡沫破灭和物价不稳定的担心，也是国内机构、企业和个人对外转移资产的重要动因。随着外汇占款的下降，过高的存款准备金率有很大的下调空间，降准会带来利差和利率水平的双降，对前者的作用更为明显，有助于减少货币、信贷空转，降低货币扩张的速度。为了实现利率水平平稳有序下降，央行应通过逆回购和对金融的信贷便利调控利率市场水平，存款基准利率和存款准备金率也是可供选择的调控工具。随着外储下降带来的货币“减负”，货币供应量增速回到 10% 以内是可能的。

国际化是人民币的诗和远方

鄂志寰¹

一、走向国际储备货币，探索人民币国际化的有效路径

COFER 首次单独列出人民币的储备持有统计后，国际货币基金组织按季度披露储备规模的币种结构扩大到美元、欧元、人民币、日圆、英镑、澳元、加元和瑞士法郎共 8 种货币，其余货币不作统计区分，列在“其他币种”项下。COFER 首次单独列出人民币储备规模和占比是 2016 年 9 月人民币正式纳入 SDR 后的一揽子技术安排，具有与人民币加入 SDR 相同的引申涵义。

货币国际化的本质是市场信任度。从理论上讲，人民币纳入 SDR 等同于 IMF 为人民币国际储备货币地位背书，意味着国际多边机构赋予人民币国际化地位的合法性和制度化的国际认可，有利于人民币发挥后发优势，提升国际储备货币地位。

但是，国际市场对人民币计价资产需求的上升速度低于加入 SDR 之前的乐观预期，加入 SDR 对人民币国际化的推动效果尚待观察。全球央行持有人民币计价资产占全部外汇储备资产的 1.07%，同期，美元、欧元和日元的占比分别为 63.96%、19.74%和 4.21%。

显然，提升人民币的国际储备货币占比仍有巨大的空间，需要从跨境贸易和投资的视角探索人民币国际化的有效路径，释放加入 SDR 对人民币国际化的推动作用，实现跨境投资和金融交易对人民币国际使用的双轮驱动。

二、从国际支付货币起步，人民币国际化仍需砥砺前行

2016 年 10 月，人民币正式加入 SDR，是人民币国际化进程中最重要的制度性变化，毫无疑问是非常必要的。但是，从时机上看，近年来，人民币国际化的外部运行环境正在经历巨大变化，美国经济持续复苏推动利率进入上升周期，渐

¹ 鄂志寰，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中银香港首席经济学家



进加息步伐持续，美元汇率与美国的加息周期呈现相互作用、交互推动的共振式演变路径，美元汇率上升强化了美元的国际储备货币地位，也为人民币国际化进程带来新的挑战。

2016 年人民币在岸汇率贬值 6.6%，离岸汇率贬值 5.7%，是连续第三年对美元单边贬值。受汇率变化及全球贸易增长放缓的双重影响，人民币在国际支付货币中的份额和排名下降，离岸市场的人民币业务活动进入艰难的调整期。

SWIFT 数据表示，自 2016 年 4 月起，人民币在国际支付货币中的排名由 2014 年 11 月以来的第五位下滑到第 6 位，到 2017 年 2 月，人民币在国际支付中的活跃程度（按金额）仍然低于美元、欧元、英镑、日元和加拿大元。

根据中国人民银行公布数据，2017 年 2 月份跨境贸易人民币结算业务发生 2,860 亿元，较去年同期减少 16.4%，其中货物贸易 2,301 亿元，同比下跌 21.1%，服务贸易及其他经常项目 559 亿元，同比增加 10.7%。另外，直接投资人民币结算业务发生 537 亿元，较去年同期下跌 52.3%，其中对外直接投资 135 亿元，跌幅达 70.8%；外商直接投资 402 亿元，同比下降 39.5%。

在人民币加入 SDR 后，货物贸易项下的人民币跨境使用规模有所下降，资本项下的使用转趋活跃，但仍无法独立支撑人民币国际化。显然，在推动人民币资本项目的跨境使用的同时，如何继续保持人民币在跨境贸易中占比的稳定增长是当前能否提升人民币国际化程度的关键。

三、保持人民币在全球货币体系的稳定地位

人民币国际化萌生于 2008 年全球金融危机期间，为解决现行美元主导的国际货币体系制度性缺陷提供新的公共产品和解决方案。因此，人民币在履行国际储备货币职能的同时，需要承担超越了内部导向的政策范畴的维持国际金融稳定的重要责任。IMF 明确要求 SDR 篮子货币发行国应维持能够便利基金组织及其成员国和 SDR 其他使用方以其货币开展业务操作的政策框架。IMF 也期待通过加深中国与全球金融体系的融合，增强国际货币和金融体系，支持全球经济增长和稳定。因此，加入 SDR 意味着中国需要在维护和保持全球金融稳定方面承担更多的国际责任。

义务和责任从来都不是单向的。针对当前全球经济增长低迷和反全球化浪潮及保护主义升温的背景，稳步推进人民币国际化，为各国外汇储备币种构成提供来自新兴市场的多样性选择。同时，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位可以成为中国参与国际规则制定、提升全球话语权及影响力的重要抓手，在全球金融治理中发挥更为积极的作用。

2017 年的政府工作报告提出：“坚持汇率市场化改革，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”。在全球化面临回潮、贸易保护主义威胁加剧的大背景下，中国作为全球第二大经济体，应该在保证经济安全的前提下为新的全球化发展路径提供中国方案。

客观上讲，提升人民币作为储备货币的地位，必须要提供更多人民币投资工具，需要加快国内金融市场开放。随着中国金融市场对外开放程度的加深，市场的影响因素更趋复杂，市场波动明显上升，对此应有充分的估计，并采取相关措施，有效地控制风险，保持金融市场的基本稳定。因此，在保证经济安全的前提下，建立人民币国际化框架下国内货币金融与实体经济的良性互动，稳步推进资本市场开放，不断完善金融市场运行机制，提升人民币金融市场的深度和广度，满足全球各类投资者增持人民币资产的长远需求，成为加入 SDR 后人民币国际化可以走多远的关键所在。

人民币汇率：挑战与走向

孙鲁军¹

一、人民币汇率新变化

2017 年初以来，人民币汇率运行出现了一些新的变化，概况地说，主要有以下特点：

一是年初以来人民币汇率一改贬值势头，进入窄幅区间波动，人民币对美元中间价基本上在 6.8/6.9 窄幅区间波动，总体平稳。人民币对美元中间价从 1 月 12 日 6.91 元人民币到 4 月 28 日 6.8931 元。同期，即期汇率从 1 美元对 6.90 元人民币到 6.8973 元。

二是离岸和在岸市场人民币汇率 CNH 和 CNY 价差出现反转。今年初以来，离岸市场人民币汇率 CNH 有九成左右的交易日较在岸汇率 CNY 要强（见图 1）



图 1：人民币对美元中间价、即期汇率 CNY 和 CNH 变化
(2016.10--2017.04)

资料来源：Wind 资讯

三是人民币汇率没有完全跟随美元走势，出现了对一篮子货币贬值态势。CFETS 人民币指数从 2016 年末 94.83 下跌到 2017 年 4 月 21 日的 92.98。

¹ 孙鲁军，中国人民大学国际货币研究所学术委员、国新国际投资有限公司董事

同期，人民币对美元中间价则从 6.9370 元略微升值到 6.8823 元人民币（见图 2）。

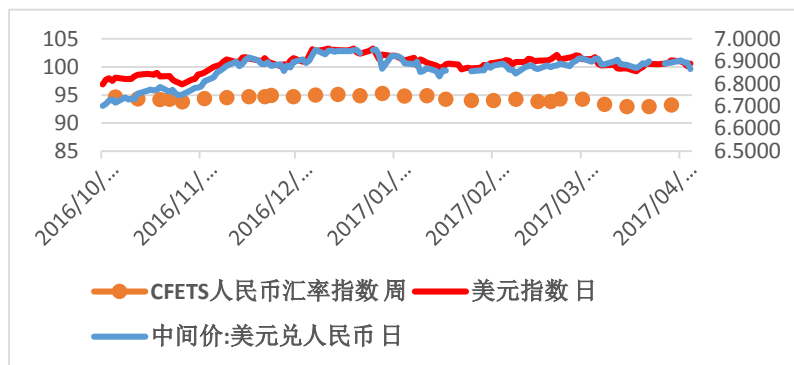


图 2：人民币对美元中间价、人民币汇率指数（CFETS）和美元指数
（2016.10-2017.04）

资料来源：Wind 资讯

二、人民币汇率变化的原因

2017 年初以来，影响人民币汇率的内外因素出现了一些新的变化。从影响人民币汇率的内部因素看：

一是国内经济开局良好。第一季度各项经济指标好于预期，GDP 同比增长 6.9%。投资增长有所回升，结构有所优化，民间投资增速上升。进出口保持较快增长，外贸结构改善。第一季度，进出口同比增长 21.8%，其中，出口增长 14.8%；进口增长 31.1%，进出口顺差 4549 亿元人民币。

二是资本外流压力有所减缓。无论从国际收支，还是外汇收支看，资本外流压力有所减缓。2016 年国际收支仍保持“一顺一逆”，经常账户顺差 1964 亿美元，非储备性质的金融账户逆差 4170 亿美元，较上年下降 4%。其中，四季度，资本项目逆差 1031 亿美元，同比下降 31%。2017 年 2、3 月份外汇储备连续两个月出现回升，3 月末，外汇储备为 30091 亿美元。

从外汇收支看，银行代客结售汇和代客收付汇差额有所减少。2017 年第一季度，银行结售汇逆差 409 亿美元，同比下降 67%；银行代客涉外收入同比增长 2%，支出同比下降 9%，涉外收付款逆差 252 亿美元，同比下降 78%。

三是年初以来货币政策明显收紧，M2 增速下降。随着稳健中性货币政策实施和强化对金融机构加杠杆行为监管，2017 年第一季度广义货币 M2 逐月降低。3 月末，M2 同比增长 10.6%，增速比去年同期低 2.8 个百分点；第一季度人民币

贷款增加 4.22 万亿元，同比少增 3856 亿元。同时，人民银行收紧银根回笼资金操作，公开市场操作总投放量逐月减少，2、3 月份净投放量均为负值，且绝对值远超 1 月份的净投放量。

另一方面，2017 年初以来，人民银行加大了公开市场操作，继 2 月份上调了逆回购利率后，3 月 16 日，美联储加息后，人民银行再度调整了常备借贷便利利率，分别将隔夜、7 天和 1 个月利率上调 20 个基点和 10 个基点。金融市场的利率操作，缩小了人民币与美元基准利率的息差，有利于人民币汇率保持基本稳定。

四是香港离岸市场人民币流动性收紧，资金池萎缩，抑制了境外做空人民币的“动能”。2017 年初以来，为了抑制人民币汇率持续贬值，收紧了离岸市场人民币流动性，离岸人民币资金池明显萎缩，香港隔夜拆借率、一周利率以及外汇掉期点数明显飙升，隔夜拆借率一度飙升到 61.33%，一周利率 24.73%，外汇掉期点数也高达 381。2 月末，香港人民币存款余额 5114 亿元，同比下降 36.4%。离岸人民币市场流动性收紧，打击了海外市场做空人民币的“动能”，对在岸人民币汇率产生了一定的“传导”效应。

五是汇率贬值预期趋向平稳。从境内外市场人民币对美元 1 年期历史波动率看，2016 年末至 2017 年 4 月 27 日，CNY 和 CNH 历史波动率均低于去年同期水平（见图 3）。另一方面，从离岸市场美元对人民币 1 年期 NDF（无本金交割远期外汇交易）走势看，从 2016 年末的 1 美元对 7.3021 元人民币大幅收敛到 2017 年 4 月 28 日的 7.1013（见图 4），逐渐向即期汇率收敛，人民币贬值预期明显消退，趋向平稳。

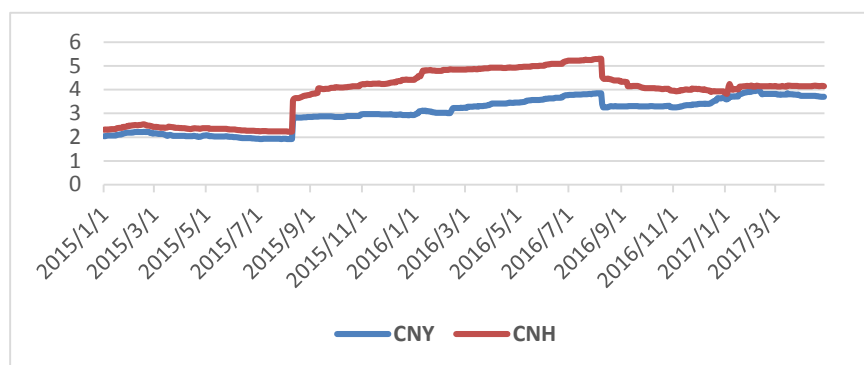


图 3. 境内外市场人民币对美元汇率 1 年期波动率（历史波动率）
（2015.01--2017.04）

资料来源：彭博资讯

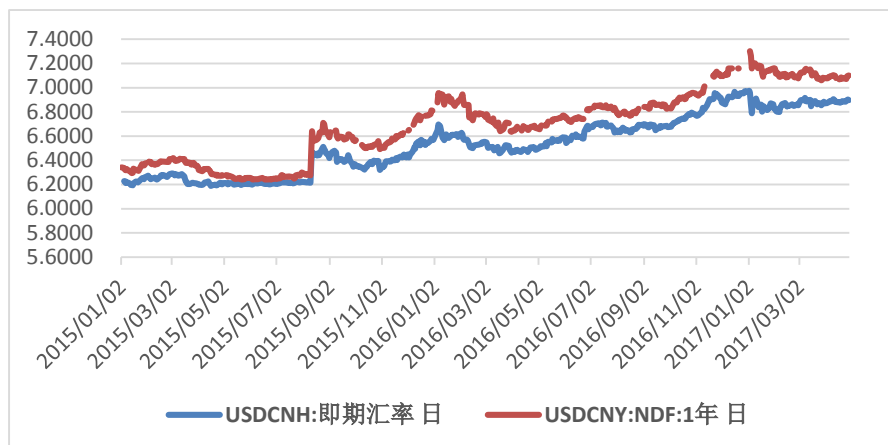


图 4. 离岸市场 USDCNH 即期汇率、美元对人民币 1 年期 NDF 变化
(2015.01--2017.04)

资料来源：Wind 资讯

从影响人民币汇率的外部因素看，主要是受到美元走势的影响。2017 年初以来，美元指数有所回落，从 2016 年末的 102.38 回落到 2017 年 4 月 27 日的 99.16。其中，3 月 16 日美联储加息后，美元指数从上一交易日的 100.53 回落到加息当日 100.27，3 月 21 日再度下跌到 99.72。美元加息，美元指数不生反降，除了加息前受市场预期推动美元已有一定升值外，美联储在加息后的“鸽派”表示、特朗普新政的不确定性，以及市场对于美国能否持续复苏不确定性。另外，欧元区经济的复苏也对抑制美元升值空间有一定影响。

另一方面，特朗普上台后积极推行美国优先和贸易保护主义，对强势美元已有所“警惕”。一方面，高举“汇率操纵国”大棒，要求主要贸易伙伴国采取措施减少对美国的贸易顺差；另一方面，逐渐意识到强势美元是一把“双刃剑”，在维护美元全球主要储备货币和交易货币，增强美元信用的同时，也对美国经济尤其是制造业竞争力形成了影响。正如特朗普所言美元已“过度强势”，美国企业因而失去竞争优势，“强势美元正在将我们推入深渊。”

三、稳定是人民币汇率主基调

保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定仍是人民币汇率基本政策导向，主要是基于以下因素：

一是我国对外经济发展要求人民币汇率保持基本稳定，避免汇率大幅急剧变动；



二是我国金融市场尚不健全，金融机构不良资产问题比较突出，短期看，浮动汇率制度无助于金融市场和金融机构的稳定与发展，还可能带来一定的经济和社会成本；

三是无论国有企业还是民营企业汇率风险意识均不强，客观上要求保持汇率基本稳定；

四是“保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”也要求人民币保持相对强势和基本稳定。作为全球第二大经济体，人民币汇率的波动和调整，不仅对国内经济金融产生影响，还会对全球经济金融产生重大影响。一个相对强势和稳定的人民币汇率，对于进一步提升人民币国际储备货币中的地位，推进人民币国际化都有着积极作用。

保持人民币汇率基本稳定，并不意味着要求汇率保持固定不动或在一个狭小的区间内运行，而是要保持汇率的相对稳定，避免汇率在短期内大幅急剧震荡。当然，增强人民币汇率弹性和灵活性，推进人民币汇率市场化形成机制仍是人民币汇率坚定不移的改革方向。

另一方面，保持汇率基本稳定，涉及到“锚”货币的选择问题。美元仍是当今全球经济体的“锚”货币。经济学家伊泽茨基、莱茵哈特和罗格夫（E. Ilzetzki, C. Reinhart & K. Rogoff）在《21 世纪的汇率制度安排：锚货币谁主沉浮？》中，比较了 1950 和 2015 年“锚货币”的分布情况，得出以下结论：美元仍是全球的锚货币（anchor currencies），目前盯住美元的经济体占全球的 70%，跟布雷顿森林体系早期的地位不相上下。选择锚货币的经济原因，主要受贸易伙伴、外债以该货币计价、外汇储备以该货币占多等因素的影响。

8. 11 汇改后，人民币对美元汇率中间价形成机制变为收盘汇率+一篮子货币汇率变化，形成了“双锚机制”，即锚定美元和一篮子货币。从汇率实际运行情况看，当美元贬值时，人民币主要是盯着一篮子货币，反之，则主要是盯住美元。两者所传导的信息和关注面有所不同。人民币盯着美元，可以向市场传达更为清晰的汇率变动信号，这与我国贸易计价和结算货币、外债币种结构以及外汇储备的币种结构是密切相关的。盯着一篮子货币则主要是在政策和执行层面的意义

更大。尽管盯着一篮子货币所传递的信息有时是比较模糊的，但已逐渐被市场尤其是机构投资者接受和认可。

四、人民币汇率面临的挑战

保持人民币汇率基本稳定，也面临着一些挑战，主要有：

一是国内经济下行压力依然较大。2017年第一季度国内经济有所好转，除了周期性因素影响外，主要还是依赖固定资产尤其是基础设施和房地产投资增长的拉动。

2017年第一季度，全国固定资产投资完成额 93777 亿元，同比增长 9.2%，比 2016 年提高 1.1 个百分点。其中，制造业投资同比增长 5.8%，比 2016 年提高 1.6 个百分点；基础设施投资同比增长 23.5%，基础设施投资占全部投资的比重为 20.3%，对全部投资增长的贡献率为 45.5%，拉动投资增长 4.2 个百分点。房地产开发投资同比增长 9.1%，对全部投资增长的贡献率为 20.4%，拉动投资增长 1.9 个百分点。

经济增长的内生动力不强，单纯依赖投资拉动的经济增长是不可持续的，而且，投资增速对 GDP 拉动的作用也是有限的。预计受到货币政策趋紧、越来越趋严的房地产调控政策，以及资本外流等因素的影响，2017 年下半年国内经济增速可能较第一季度有所回落。

二是货币政策在稳增长与去杠杆之间寻求平衡。受外汇占款逐年下降等因素影响，基础货币投放主渠道发生了相应的变化，由原先的外汇占款投放基础货币转向更多通过公开市场逆回购、中期借贷便利、常备借贷便利、抵押补充贷款等工具提供不同期限流动性。

外汇占款从2014年5月的27.3万亿元下降到2017年2月的21.7万亿元，基础货币投放减少5.6万亿元。2015年以来，人民银行主要通过中期借贷便利和抵押补充贷款等工具增加基础货币投放，上述流动性增加会直接增加基础货币总量，导致基础货币增长加快。2017年第一季度人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共2299.74亿元。开展中期借贷便利操作13380亿元，对三家政策性银行净增加抵押补充贷款2175亿元。从季度变化看，基础货币余额自2015年9月份起连续出现4个季度的下行，其中，2015年四季度基础货币同比下降6.0%。但2016年3季度开



始，基础货币余额又有所回升，四季度同比增加了10.2%，基础货币余额达30.9万亿元人民币。

进一步灵活运用多种货币政策工具组合，保持流动性总体稳定，在稳增长和去杠杆之间寻求更好的平衡，防范资产泡沫，抑制系统性金融风险的积聚，推动供给侧结构性改革的顺利进行是一项严峻的挑战。

三是资本外流压力与资本管制可持续性。2017年初以来，资本外流出现一些好转，由此判断资本流动得到有效控制，甚至逆转还为时尚早。总体上看，资本外流压力依然较大，主要是基于以下因素：

首先，“一顺一逆”，即经常项目顺差、资本项目逆差将成为我国国际收支“新常态”。我国对外直接投资已从2016年起超越了外商来华直接投资，成为资本输出国。随着“一带一路”战略的推进，海外资产配置的逐步扩大，直接投资仍将保持净流出；金融机构对外债务和证券投资攀升，资本市场对外开放加大，对外证券投资净流出继续保持增长，贷款、贸易信贷、其他资产等其他投资项下也将保持净流出态势；

其次，资本管理措施是暂时的，不可持续。与以往相比，这次加强资本管理有以下特点：一方面实行资本流出和流入非对称性管理，资本管理的重点从资本流入转向资本流出；另一方面实施本外币全口径管理，从外汇和跨境人民币两方面“同时发力”。如，实施本外币全口径的外债管理、本外币全口径境外放款管理等。

当前加强资本管理是合适的，也是“无奈之举”。尽管取得了一定的效果，但必须认识到，资本管制措施是临时性的，长期的行政性的资本管制，尤其是对资本流出和流入实行非对称性资本管制的效应，会随着时间的推移而逐步递减。而且，要把握好资本管制的“度”，对正常、合理的资本流出仍应“开绿灯”、“行方便”，否则，“过度”的资本管制会加大市场主体的成本，进而引发市场对资本管制的反感，强化市场的不安情绪，甚至可能引发市场的恐慌心理，加剧资本外逃的压力；

再次，要把握好资本流出和流入的均衡管理，不对称的资本流出和流入管理有可能进一步刺激资本流入的偏好，而这又将使得资本流动等问题进一步积累和

恶化。在这方面我们是有过深刻的教训的。

四是离岸人民币资金池萎缩与推进人民币国际化。香港离岸市场人民币流动性收紧，人民币资金池大幅萎缩，对于抑制海外市场做空人民币投机“动能”，避免离岸人民币汇率大幅波动，减少对在岸人民币汇率的“传染”效应有着积极作用，但同时，作为人民币国际化主要支柱的离岸人民币市场发展，其流动性收紧，资金池萎缩也必然会对人民币“走出去”，推进人民币国际化产生影响。

2009年7月跨境贸易人民币结算试点开始至今，人民币国际化取得了实质性的进展，不仅跨境贸易人民币结算、人民币对外投融资等取得了跨越性发展，而且，人民币离岸市场建设和发展也有了实质性进展，同时，积极拓展人民币流出渠道，与几十个国家和地区建立了双边货币互换协议，一些国家和地区已将人民币作为主要储备货币之一。2016年10月，人民币正式加入SDR是人民币国际化进程中最重要制度性变化。

2017年3月，国际货币基金组织发布了截至2016年12月的COFER季度资料，首次披露在全球外汇储备中，人民币计价资产达845.1亿美元，占总外汇储备资产的1.07%。COFER首次单独列出人民币储备规模与占比，尽管占比较低（同期，美元、欧元和日元的占比分别为63.96%、19.74%和4.21%），表明人民币已开始履行国际储备货币职能。

进一步提升人民币在国际储备中的地位还有很长的路要走。环球银行金融电讯协会（SWIFT）报告显示，2016年人民币国际使用量大幅下滑，与2015年相比，人民币国际支付额下降了29.5%。2017年3月份人民币全球支付占比跌至1.78%，仅排在第6位。

2017年的政府工作报告中明确提出：“坚持汇率市场化改革，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”。客观上要求中国在进一步扩大跨境人民币贸易和投融资业务的同时，要积极拓宽人民币流入渠道，进一步开放国内金融市场，推进人民币离岸市场发展。

五是改变市场汇率预期的关键在于改变经济增长预期。对市场预期而言，“唯一的恐惧就是恐惧本身”。近年来，人民银行在加强与市场的政策沟通和透明度，引导市场预期的水平有了较大提升。市场预期的改变，除了进一步提升市场预期



引导和管控水平外，关键在于改变经济增长预期。改变经济增长预期，走出经济增长拐点才是解决当前汇率贬值，防范跨境资本流出风险的关键所在。

六是中美贸易平衡问题解决将是一个渐进的过程。特朗普上台后，中美关系发展和走向已成为“焦点”问题。特朗普多次在不同场合抱怨人民币汇率受到干预，表示要将中国列为“汇率操纵国”，并对从中国进口的商品征收高额的关税。

4 月份，美国财政部发布的《国际经济与汇率政策报告》没有指控中国为汇率操纵国，但仍继续将中国列为观察名单，其中一个主要因素就是中国对美国存在巨额贸易盈余。“习特会”后，双方同意开展“百日计划”，以缓解中美贸易不平衡的问题。从美方开出的药方看，主要诉求在于对美国的商品和服务进一步开放市场，降低壁垒，同时，加快改革，促使中国经济增长向消费主导转型。

尽管“百日计划”后，中国可能在美国牛肉进口和适当开放金融服务业等方面取得一定的进展，但借鉴中美 BIT 谈判经验，可以说中美贸易谈判取得较大和建设性的进展，尤其是中美贸易平衡问题的根本解决将是缓慢、渐进的过程。

三大战略维护人民币稳定地位

林楠¹

2017 年，国际经济走势波诡云谲，国际金融环境存在诸多不确定性，包括美联储加息、英国“脱欧”的后续影响、部分国家的经济和政治因素等，都有可能引发跨境资本短期波动。人民币国际化面临新的挑战。“保持人民币在全球货币体系中的稳定地位”，成为 2017 年我国政府工作的重要安排。

一、国际收支平衡战略：供给侧结构性改革与人民币国际化相统筹

当前，全球需求增长和贸易增长乏力，保护主义抬头，市场成为稀缺资源，利用国际市场扩张增加出口的条件发生深刻变化。尽管我国对外贸易依存度也在不断下降，但近十年来中国出口额占 G20 出口总额比重，始终在 10% 以上并保持稳步增长态势。该比例与人民币在 SDR 新货币篮子中的比重 10.92% 基本一致，也为逐渐步入后 SDR 时代的人民币国际化进程奠定了基础。

结合中国银行跨境人民币指数 CRI，2016 年人民币国际化与跨境人民币（货物贸易）结算业务相互同步。进入 2016 年下半年，跨境人民币指数与跨境贸易人民币业务结算金额虽均有所回落，但总体上基本稳定，当然，也需要重视维护好国际市场足够份额的货币竞争压力将会提升的考验。

从国际上看，当前世界经济结构正在发生深刻调整。国际金融危机打破了原有的经济大循环，即：欧美发达经济体借贷消费，东亚地区提供高储蓄、廉价劳动力和产品，俄罗斯、中东、拉美等提供能源资源，进而出现了国际市场有效需求急剧萎缩、经济增长低于潜在产出水平的状况。主要国家人口老龄化水平不断提高，劳动人口增长率持续下降，社会成本和生产成本上升较快，传统产业和增长动力不断衰减，新兴产业体量和增长动能尚未积聚。在这个大背景下，需要从供给侧发力，找准在世界供给市场上的定位。

第一，面对发达经济体所编织的全球流动性网络和全球贸易投资协定网络的

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



虚实相济，中国需要参与世界市场，维护我国在国际市场足够份额。人民币加入 SDR 不是为了国际化而国际化，而是要以服务“贸易投资和产业链升级”为重点。从国际分工和比较优势看，将人民币打造成为“中国创造”支撑的生产性世界货币，将与“中国制造”向“中国创造”转型相得益彰、相辅相成。

第二，立足国内和全球视野相统筹，需要强调在全球范围内配置资源的能力。要以新理念新思路新举措主动适应和积极引领发展新常态，又要从全球经济联系中进行谋划，重视提高在全球范围配置资源的能力。伴随宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底五大政策支柱实施和“三去一降一补”五大任务不断推进，可以预期未来“藏汇于民”效果将继续体现，中国国际收支新状态与人民币国际化将继续形成良性互动正向循环。

第三，“十三五”规划明确提出“推进人民币资本走出去”，在当前中国国际收支状况下，需要统筹设计有利于宏观总量平衡、符合国民福祉、可持续的人民币国际化战略。鉴于国际货币输出和回流通过国际收支经常账户和资本与金融账户两大渠道，形成不同循环模式——国际货币或通过金融渠道投放（对应于资本与金融账户逆差），通过贸易渠道回流（对应于经常账户顺差）；或通过贸易渠道投放（对应于经常账户逆差），通过金融渠道回流（对应于资本与金融账户顺差）。当前应通过强化资本输出形成的国际分工地位所决定的本币国际地位，来稳步推动人民币国际化迈向更高发展阶段。

根本而言，打破中国经济可持续发展的瓶颈，切实推进供给侧结构性改革是必由之路。中国已进入外汇形势从持续净流入到趋向基本平衡、管理方式从经常项目可兑换到资本项目可兑换，伴随着供给侧结构性改革重构中国经济持续、高效发展的基础，人民币国际化也将会走得更坚定、更长远。

二、人民币汇率战略：为未来可能发生的世界金融动荡作准备

2016 年 10 月人民币加入 SDR 正式生效，开启人民币国际化新阶段。后 SDR 时代，如何实现人民币汇率动态稳定对国际收支趋向平衡发挥相应作用，并对应于符合自身国民利益和参与全球资源配置的理想状态，进而在路径上为完成人民币实际汇率“升值强国”和跨越“中等收入陷阱”，仍需理论诠释和政策含义的

进一步引申。

从中国存在的对外竞争力风险看，之前人民币持续单边升值伴随着工业企业盈利削弱和资产负债率提升的现象需要引起关注。“新常态”之前人民币对内贬值对外升值并存，加速了人民币实际汇率升值，资金脱实向虚、产业空心化问题不断累积。汇率的高位运行，透过低迷的实体经济，迫使宏观政策加杠杆，产业结构升级受阻，贸易程度越高的行业资产负债率也越高，企业的盈利能力削弱。

“新常态”之后，伴随汇率从高位回落，外化冲突内卷风险，经历股市汇市动荡后，人民币国际化面临新的挑战。

作为尚未完全成熟的对外净债权人，我国对外金融资产和负债还存在着错配，即对外净资产集中于公共部门（包括中央银行和政府部门），对外净负债集中于银行和企业等民间部门。中国从不成熟的债权国向成熟的债权国的转型需要可持续的人民币国际化，而后 SDR 时代人民币国际化着力点在国内，关键是实现“中国制造”转型升级。

第一，不忽视 2015 年“8·11”汇改的重要成果——人民币对美元的“脱钩换锚”，即改变了过去人民币与美元之间的强正相关，人民币兑美元汇率中间价与美元名义指数从 2015 年“8·11”汇改后走势看呈现中美战略性相依下的“标而不钉”。

第二，结合人民币实际有效汇率、贸易差额与贸易条件指数月度值，三者之间存在一定的正向关联。由于贸易条件受大宗商品价格波动的影响较大，并会带来福利变化，因此，未来受到国际大宗商品价格重新调整的外部冲击可能是大概率事件，当前须客观审视我国对外竞争力的真实状况，并需要对贸易条件恶化所可能带来的福利损失提前做好相应的对冲准备。

第三，鉴于趋势上社会消费零售总额当月同比增长率要领先于工业增加值当月同比增长率，社会消费零售总额当月同比增长率与人民币实际有效汇率在两次金融危机期间呈现负向关联，从风险共担和危机预警的角度看，通过“供给侧结构性改革”与“内需提振”措施的双管齐下，为对冲未来“不怕一万，就怕万一”可能发生的国际金融危机做好准备。

三、金融审慎开放战略：完善宏观审慎政策框架下金融风险防控



从后 SDR 时代的挑战看，人民币资本项目可兑换、汇率市场化和利率市场化面临严峻考验，完善宏观审慎管理制度至关重要。

现代金融发展呈现出机构种类多、综合经营规模大、产品结构复杂、交易频率高、跨境流动快、风险传递快、影响范围广等特点。当前，货币当局宏观金融管理核心任务就是要构建更加全面、更有针对性的宏观审慎政策框架，以防控系统性金融风险作为实现金融稳定的支撑，为稳步推进人民币国际化战略提供必要前提。

人民币加入 SDR 后，金融监管的任何过失都可能被放大，金融监管挑战比以前更大更复杂。随着人民币置身于国际聚光灯下，央行加强国际收支监测，强化本外币政策协调和本外币政策一体化的关系，加强宏观审慎管理的任务将更为繁重。切实拓宽金融市场广度和深度，应完善宏观审慎政策框架，有效防范和化解金融风险隐患。

在宏观层面，把“去杠杆”作为开放经济金融系统一个重要政策目标。根据我国国情建立宏观审慎管理和微观审慎监管协调配合、互为补充的机制，健全正确反映金融体系健康稳定程度的金融风险预警机制和风险防范长效机制，防范由汇率、利率波动引发资产价格波动导致的系统性金融风险。

在微观层面，密切关注人民币兑美元汇率预期转化过程中市场主体的行为由“资产本币化、负债外币化”转向“资产外币化、负债本币化”的微观进程和宏观效应。国际上认为，短期外债和外汇储备比重的安全线是 100%，目前我国远远低于这一比重，但是重点行业的外债偿付压力依然较大。结合“藏汇于民”的资产方面以及“债务偿还”的负债方面的综合考量，对于外债可能面临的规模和币种错配等问题，加快建立健全宏观审慎管理框架下外债和跨境资本流动管理体系，切实防范外债风险和货币错配风险。

随着中国跨境资金双向流动显著上升，中国宏观经济和金融稳定性还会面临挑战，特别是在人民币加入 SDR 后，中国的金融体系将暴露在国际金融冲击下，如果国内金融市场缺乏深度和广度，可能会放大国际金融冲击的外部影响。人民币加入 SDR 是世界和中国的双赢，对未来的中国经济和金融发展具有深远的意义。与此同时，也面临很多新的改革与监管挑战。关键是必须通过改革保障金融

安全，有效防范系统性风险，加强和改善金融宏观调控，维护金融稳定。通过人民币加入 SDR 的努力，改革和建立宏观货币框架，将有利于防范化解金融风险隐患，维护金融稳定。

英国金融科技产业支持政策及其影响¹

杨孝恩²

一、英国金融科技产业

过去 4 到 5 年时间里，英国已成为全球领先的金融科技中心。英国金融科技行业的显著增长归功于它与全球金融市场的紧密联系，也要感谢政府为创造利于企业发展的监管环境而提供的政策支持，同时也因为英国与其他金融科技中心有着便捷的联系。基于英国金融市场在过去几百年的积淀，英国的金融服务业的竞争力和全球领先地位是毋庸置疑的，但是金融科技行业作为典型的新兴行业，需要最具创新性的理念和最新的信息技术，能在英国取得这样巨大的增长，着实很有意思，值得好好研究。

英国的金融科技行业自 2008 年全球金融危机后迅速发展。2015 年英国金融科技产业的规模为 66 亿英镑，从业人员人数达到 61000。从规模上看仅次于美国。美国纽约和加利福尼亚州各有一个全球金融科技中心，各有其特点。

Figure 1. Market Size of Global Fintech Hubs (2015)

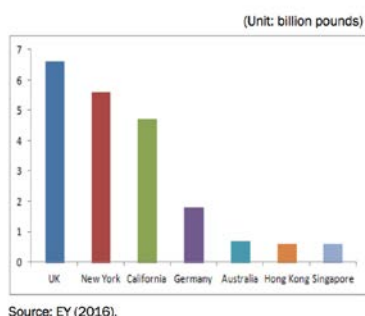
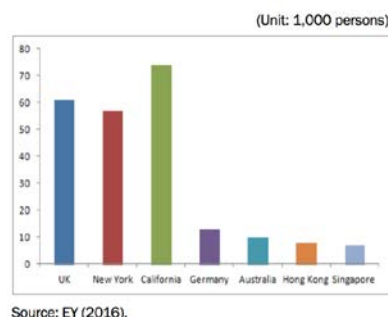


Figure 2. Number of Employees in Fintech Industry (2015)



2008 年全球金融危机后，客户对传统银行的信任度急剧下降，对于传统金融服务的需求也减少了，而对全球的金融服务部门进行结构性改革的必要性增加了。金融服务业一直是英国经济的支柱性产业之一，改革的要

¹ 翻译：梅亚男，审校：肖柏高

² 杨孝恩，韩国对外经济政策研究院高级研究员。本文原文选自 KIEP World Economy Brief

求非常强烈。在此背景下，英国政府在制定新的经济政策时非常强调创新这个概念，以创新作为走出金融下行低谷，发掘经济新增长点的手段，呼吁为客户利益着想，提高金融服务市场竞争力。响应政府的呼吁，英国的金融科技业利用现有的极具竞争力的金融基础设施，以创新的方式提供金融服务，由此获得了长足的发展。

2008 年至 2013 年，涉及到金融科技行业的交易规模每年增加 74%，投资金额增长了 8 倍。虽然脱欧的决定让英国经济的不确定性显著增加，但很有趣的一点是，2016 年金融时报仍将伦敦评为顶级国际金融中心。尽管由于脱欧的决定，英国金融市场的未来仍不明朗，但直到目前为止，还未见到脱欧对于金融科技业有消极影响。脱欧公投后，对英国主要的金融科技公司的 1200 名首席执行官和高级管理人员做的一项调查显示，鉴于现在英国的数字化经济发展非常迅猛，而且欧洲市值 10 亿美元或以上的初创金融科技公司的 40% 以上都在英国，所以脱欧对金融科技产业的负面影响不会很大。这种信心表明，英国金融科技产业的增长不是基于短期外国投资或某些特定的金融科技产品。事实上，是政府创新的商业友好型监管政策促成了金融科技产业的良好发展。

二、 英国的金融科技生态圈

英国金融科技产业的迅速发展同高质量的金融科技生态圈是密不可分的。全球咨询机构安永基于以下 4 要素分析金融科技生态圈的质量：人才、资金、政策、需求（安永 2016）。根据这一标准，在全球各金融科技中心中，伦敦拥有最好的生态圈。然而硅谷有充裕的风险资本市场，因此在资金方面，加州排名第一，而英国排名第三，但在政府政策质量（包括监管制度、政府计划和税收政策等）上，伦敦的条件远超其他金融科技中心。

Table 1. Benchmarked Ranking of Fintech Ecosystems

Region	Talent	Capital	Policy	Demand	Total points
	►Talent availability ►Talent pipeline	►Seed ►Growth ►Listed	►Regulatory regimes ►Government programs ►Taxation policy	►Consumers ►Corporates ►Financial institu- tions	
UK	2	3	1	3	9
California	1	1	6	2	10
New York	3	2	7	1	13
Singapore	4	7	2	6	19
Germany	6	4	5	5	20
Australia	5	5	3	7	20
Hong Kong	7	6	4	4	21

Relative rank: 1=highest, 7=lowest.

Source: EY, 2016.

三、创新的监管环境

在过去，英国僵化死板的监管制度被指责阻碍了英国金融科技产业的发展。但近几年，政府进行了有效的监管改革，积极促进公私合作，成功推动金融科技产业成为英国经济增长新引擎。最重要的举措是，2013 年 4 月英国政府将金融监管体系一分为二：监督金融系统重要机构的英国审慎监管局，和监管其他金融机构行为的英国金融行为监管局。

金融行为监管局的核心任务包括为消费者提供更多保护，增加对金融体系的审慎监管以及增强金融服务的竞争力。全球金融危机后，在重建全球金融市场的过程中，金融行为监管局重点发掘革新的金融科技产业的潜力，作为改善金融市场消费者利益的一个主要手段；积极支持金融科技业的初创公司；针对有创意的新产品，引入新的监管方式。虽然传统上金融监管机构的作用仅限于监督企业，防止非法行为发生，但金融行为监管局这种交互式监管为拥有创意点子和创新服务的金融科技业的迅速发展提供了最好的土壤。金融行为监管局的“项目创新倡议”被认为是支持金融科技产业发展最成功的政策之一。为了给创意产业提供直接的支持，优化相关行政程序，这项倡议改变了金融监管机构扮演的角色，从僵化死板的监管者变成创意产业的支持者。该倡议引入了创新中心，作为专项小组，致力于为新老金融科技公司申请授权提供服务。在确保金融市场稳定的情况下，减少监管风险，这种情况下，那些初创

或者已经比较成熟完备的公司一旦有了新奇的点子，就可以更加便捷地进入市场，将想法投入运行。

四、 创新中心

2014 年 10 月，金融行为监管局建立了一个叫做“创新中心”的新项目，致力于为创新企业提供支持。得益于此，这些企业在向市场推广创新金融产品和服务时，监管方面的花费更少，负担更轻。

企业要想获得创新中心的支持，必须证明包含了创新要素的特定金融产品或服务与现有产品或服务是有显著区别的，并且这项创新能给消费者带来可观的好处（请看表 2）

Table 2. Eligibility Criteria for Innovation Hub

Criteria	Key question	Positive indicators
Genuine innovation	- Is the innovation ground-breaking or significantly different?	- Desk research produces few or no comparable examples of innovation. - Independent expertise believes that it is genuinely innovative. - Step-change in scale
Consumer benefit	- Does the innovation offer a good prospect of identifiable benefit to consumers?	- The innovation is likely to lead to a better deal for consumers e.g. through lower price or higher quality. - The business has identified any possible consumer risks and proposed mitigation. - The innovation will promote effective competition
Background research	- Has the business invested appropriate resources in understanding the regulations in relation to its own position?	- The business has sought to understand their obligations as far as appropriate.
Need for support	- Does the business have a genuine need for support through the Innovation Hub?	- The business has no alternative means of engaging with the FCA. - The innovation does not easily fit the existing regulatory framework.

Source: FCA. 2016. Criteria for Innovation Hub.

创新中心提供的支持分为以下三个阶段：预授权、授权中、授权后。在预授权阶段，监管机构帮助金融科技企业了解获取授权的风险和成本。由于监管机构提供了获取授权的要求的准确信息，并协助企业为此作准备，显著降低了该过程中的监管风险和成本。很多情况下，金融科技类初创公司很难理解复杂的金融监管体系，也很难承受高昂的建立合规系统费用，因此，监管机构直接提供的咨询和帮助对于这些初创公司来说，能够大大帮助他们降低监管风险。一旦企业提交授权申请，该申请将通过专门的授权流程审批。只有那些参与创新计划的企业才可以享受这项服务。授权结束后，监管机构还提供长达一年的监督和支持。

不仅仅是金融科技类初创公司能够从这些项目中受益，对于监管机构本身也是大有裨益的。他们可以直接从参与的企业那里得到反馈，了解监

管体系的有效性。整体而言，在引入和运营创新产品和服务的过程中，不同参与方彼此互动交流，可以确保金融科技生态圈的有效运行。

五、 反思监管目标

英国政府的金融科技产业支持政策最有趣的特点是：监管金融市场的监管机构为受其监管的企业提供直接的、定制化的支持，使这些企业能够更好地了解及服从监管体系，减少时间和成本。总体而言，监管者这种支持的态度，政府、公司、投资者和开发者之间意见和信息的互动交流，都为在英国建立强大有效的金融科技生态圈提供了良好基础。

金融监管的核心目标应包括：稳定金融市场，通过促进市场创新和竞争，为消费者带来更多利益。从这一点看，英国政府的金融科技产业支持政策为各国金融监管机构提供了一个很好的范例。经济持续衰退，迫切需要市场创新。

The UK's Fintech Industry Support

Policies and its Implications

YANG Hyoeun¹

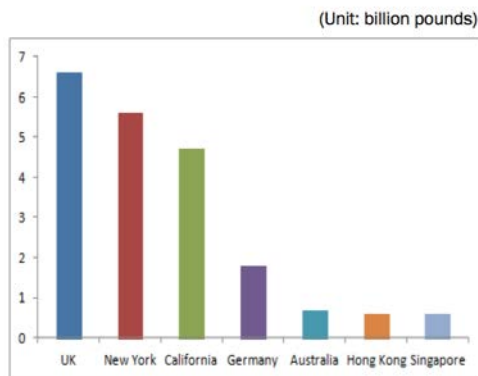
During the past 4 to 5 years, the UK has emerged as a leading global fintech hub. The outstanding growth of the UK fintech industry can be attributed to its connectivity to global financial markets, government policy on building a business-friendly regulatory environment, and easy networking with other fintech hubs, among other factors. While there is no doubt about the competitiveness and global leading status of the UK's financial services industry, based on the London financial market over the past hundreds of years, it is interesting that the fintech industry, which is an icon of new industry and necessarily requires some of the most innovative ideas and the newest information technology, has seen immense growth in the UK.

The fintech industry in the UK has seen rapid growth since the global financial crisis in 2008. In 2015, the size of the UK fintech industry was 6.6 billion pounds and around 61,000 persons were employed in this sector². In terms of size, this is only second to the US fintech industry, which has two global fintech hubs in New York and California, each with different characteristics.

¹ YANG Hyoeun Senior Researcher, Europe Team, Department of Europe, Americas and Eurasia

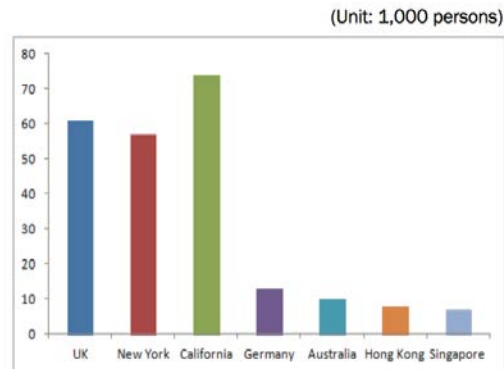
² EY. 2016. "UK Fintech: on the cutting edge."

Figure 1. Market Size of Global Fintech Hubs (2015)



Source: EY (2016).

Figure 2. Number of Employees in Fintech Industry (2015)



Source: EY (2016).

Since the global financial crisis in 2008, the level of customers' trust in traditional bank has sharply declined and the demand for conventional financial services has also decreased while the need for structural reform in the financial services sector has increased globally.¹ This request for reform was very strong in the UK as the financial services industry has been one of the most important industries for the British economy. In this context, the UK government has emphasized the concept of innovation in its new economic policies as a means of recovering from the financial downturn and discovering new sources of growth. Following the call for improving customers' benefits and competitiveness of the financial services market, the UK fintech industry has rapidly evolved by utilizing a competitive financial infrastructure and providing innovative ways of providing financial services.

From 2008 to 2013 the size of transactions related to the fintech industry has increased 74% each year and the amount of investment has increased by eight-fold.² While the Brexit decision has significantly increased the level of uncertainty in the UK economy, it is interesting to note that London ranked as the top international financial center (IFC) in 2016 according to the Financial Times.³ While the future of financial markets in the UK is still uncertain due to the Brexit decision, its negative impact on the fintech industry has not been visible so far. According to a survey of 1,200 CEOs

¹ Patrick Imbach. 2015. "10 reasons London is becoming the FinTech capital of the world" KPMG

² UKTI. 2014. "Fintech: The UK's unique environment for growth."

³ The Banker. 2016. "London Leads as Brexit Beckons: IFC rankings." (October)

and executive officers in major UK fintech companies following the Brexit referendum, most of the respondents expected that the negative impact of Brexit on the fintech industry would not be serious, when considering the rapid growth of the UK digital economy and that more than 40% of new fintech companies in Europe valued at a billion dollars or more are located in the UK.¹ The confidence indicates that the growth of the UK fintech industry is not based on short- term foreign investments or certain fintech companies or products. Instead, the innovative and business-friendly regulatory policy of the government has led the UK fintech ecosystem.

1.UK's Fintech Ecosystem

The rapid growth of the UK fintech industry is closely linked to the high quality of its fintech ecosystem. The global consulting agency Ernst & Young analyzed the quality of fintech ecosystems based on four categories: talent, capital, policy, and demand (Ernst & Young 2016). According to this analysis of the quality of fintech ecosystems, the UK has the best ecosystem among global fintech hubs. While California is ranked at the top in the level of capital due to the abundant venture capital markets located in Silicon Valley and the UK was ranked as third, the UK greatly outweighed other fintech hubs in terms of its quality of government policy, including regulatory regimes, government programs, and taxation policy.

Table 1. Benchmarked Ranking of Fintech Ecosystems

Region	Talent ►Talent availability ►Talent pipeline	Capital ►Seed ► Growth ► Listed	Policy ►Regulatory regimes ►Government programs ►Taxation policy	Demand ►Consumers ►Corporates ►Financial institutions	Total points
UK	2	3	1	3	9
California	1	1	6	2	10
New York	3	2	7	1	13
Singapore	4	7	2	6	19

¹ Tech City UK. 2016. "Cause for Optimism as UK Tech Rises to Brexit Challenge." (July 13)

Germany	6	4	5	5	2
Australia	5	5	3	7	2
Hong Kong	7	6	4	4	2

Relative rank: 1=highest, 7=lowest. Source:

EY. 2016.

2. Innovative Regulatory Environment

While in the past the rigid regulatory system of the UK had been blamed for disrupting the development of the UK fintech industry, the effective regulatory reform and facilitation of public-private partnership driven by the government in recent years have succeeded in promoting the fintech industry as a new engine for growth in the UK. Most of all, in April 2013 the UK government divided the financial regulatory system into two parts: the Prudential Regulation Authority (PRA) for the purpose of supervising systemically important financial institutions, and the Financial Conduct Authority (FCA) for supervising the conduct of other financial institutions. While the tradition.

The core objectives of the FCA included improving consumer protection, the prudentiality of the financial system, and the competitiveness of financial services. During the process of restructuring the global financial markets after the global financial crisis, the FCA focused on the potential of the innovative fintech industry as a remarkable way of improving the benefits of consumers in the financial market and has actively supported fintech startups and introduced creative ways of regulating new and innovative products¹. While the traditional role of financial supervisory institutions had been limited to overseeing any illegal conduct by businesses in the market, the interactive approach of the FCA to regulation has provided the best soil for the remarkable growth of the fintech industry with innovative ideas and services. The Project Innovate Initiative of the FCA has been considered one of the most successful policies in support of innovative fintech businesses. With the purpose of providing

¹ Caroline Binham. 2016. "UK regulators are the most fintech friendly," Financial Times. (September 12)

direct support to innovative businesses and improving related administrative procedures, the Initiative has changed the role of financial supervisory institutions from rigid supervisors to creative supporters of innovative businesses.¹ Under the initiative, the Innovation Hub was introduced as a team dedicated to supporting new and established fintech businesses for authorization so that innovative fintech startups or existing businesses with innovative ideas could have easier access to the market by mitigating regulatory risks while maintaining the adequate level of stability in the financial market.

3. Innovation Hub

In October 2014, the FCA launched a new program called Innovation Hub which provides dedicated support for innovator businesses to be able to introduce innovative financial products and services with less regulatory costs and burden.

In order for a business to be eligible for the support of this innovation hub, it must prove that the specific product or service includes innovative factors significantly different from existing ones and that the innovation offers considerable benefit to consumers (see Table 2).

Table 2. Eligibility Criteria for Innovation Hub

Criteria	Key question	Positive indicators
Genuine innovation	- Is the innovation ground-breaking or significantly different?	- Desk research produces few or no comparable examples of innovation. - Independent expertise believes that it is genuinely innovative. - Step-change in scale
Consumer benefit	- Does the innovation offer a good prospect of identifiable benefit to consumers?	- The innovation is likely to lead to a better deal for consumers e.g. through lower price or higher quality. - The business has identified any possible consumer risks and proposed mitigation. - The innovation will promote effective competition

¹ Speech by Christopher Woolard. 2016. "UK FinTech: Regulating for innovation," FCA. (February 23)

Background research	- Has the business invested appropriate resources in understanding the regulations in relation to its own position?	- The business has sought to understand their obligations as far as appropriate.
Need for support	- Does the business have a genuine need for support through the Innovation Hub?	- The business has no alternative means of engaging with the FCA. - The innovation does not easily fit the existing regulatory framework.

Source: FCA. 2016. Criteria for Innovation Hub

The support provided by Innovation Hub consists of three stages: pre-authorization, authorization, and after authorization. At the stage of pre-authorization, regulators help fintech businesses understand the risk and cost of acquiring authorization. Since the regulator provides accurate information on the requirements for acquiring authorization and assists businesses to prepare for this, the process significantly reduces regulatory risk and cost. In many cases, fintech startups struggle with understanding complex financial regulatory systems and cannot easily afford an expensive compliance system. Hence the consulting and assistance provided directly by the regulator is more than beneficial for fintech startups in reducing regulatory risk. Once a business submits an application for authorization, the application goes through a special authorization process available only to those participating in the innovation hub program. After authorization, the regulator provides additional supervision and support up to a year.

While new fintech businesses benefit from these programs, it is also very helpful for the regulator since they can receive direct feedback on the effectiveness of the regulatory system from participating businesses. Overall the interactive communication throughout the entire process of introducing and operating innovative products and services among diverse actors in the market enables effective operation of the fintech ecosystem.

4.Rethinking the Am of Regulation

The most interesting feature of the UK government's fintech support policy is that

the regulator who supervises the financial market provides direct and customized support to businesses which are under its supervision so that those businesses can easily understand the regulatory system and comply with less time and cost. Overall, based on this supportive attitude of the regulator, the interactive exchange of opinion and information among the government, companies, investors, and developers provided a good soil for establishing a strong and effective fintech ecosystem in the UK.

Considering that the core purpose of financial regulation should include stabilizing the financial market and also increasing the benefit to consumers by promoting innovation and competition in the market, the fintech support policy of the UK government provides a fine example for financial regulators as the continuing economic downturn is causing a desperate need for innovation in the market.

现在放松金融管制是一个危险的时间点 彻底改革“多德 - 弗兰克法案”会导致监管失效¹

达纳埃·基里亚科保洛²

总统竞选过程中，唐纳德·特朗普对华尔街不甚友好，甚至表示“对冲基金就是逍遥法外的杀人犯”。入主白宫后，特朗普总统却开始放松对金融服务行业的监管。特朗普最近一次表达要放松美国银行业的意图，是在周五签署的两份总统备忘录上。两份备忘录都旨在撤回《多德 - 弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案》，这是奥巴马总统在任期间为应对全球金融危机而签署的法案。

特朗普认为，金融监管限制了银行向企业和家庭贷款的能力，抑制了经济增长。这个观点具有误导性，因为银行在美国企业贷款中的重要性相对较低，只有 20% 的企业融资来自银行贷款。剩下的 80% 通过金融市场获得，包括公司债券，所受监管不像银行这样严格的其他投资者可以购买。在欧洲，这个比例是相反的。

通过放松金融体系监管，特朗普希望不仅能刺激国内贷款，而且能使美国银行在国际上更有竞争力。这也许能实现“美国优先”，却也可能会引发与欧盟和其它地区的监管竞争，对全球金融稳定构成威胁。来自欧洲和亚洲的几名官员已经表达了关切，其中包括保罗·塔克（Paul Tucker）和孟文能（Ravi Menon）。

金融危机推动了前所未有的全球合作，加强了全球银行的监管，提高了金融业的整体健康水平。在美国，奥巴马政府在第一任期间花费了大量资源，在二十国集团和其它国家的支持下，推出了华尔街强烈反对的监管规定。《多德 - 弗兰克法案》要求更严格的准备金率和政府监管，金融部门因此付出了惨痛而高昂的代价。但是，近十年后，全球银行重新恢复了健康发展。

美国放松管制的趋势，可能会导致其它地区的监管变得更松，特别是欧洲。美国监管机构长期以来一直认为，欧洲银行业资本不足且过于依赖复杂风险模型

¹ 翻译：李坤夏；审校：肖柏高

² 达纳埃·基里亚科保洛（Danae Kyriakopoulou）是国际货币基金机构官方论坛（OMFIF）的研究部主管。本文原文选自 OMFIF Commentary。

以最大限度减少资本需求，并且一直提议修改《巴塞尔协议》，提高资本要求。巴塞尔委员会将在十二月达成一项协议，将缩小资本缺口，同时给予欧洲银行调整空间，但美国周五的行动可能（至少可能）会延迟该协议的达成。

美国银行本身就享有着国际竞争优势，不需要通过放宽监管来做到这一点。相反，在可能是最需要监管的时候放宽监管，可能会弄巧成拙，招致相反的结果。全球储蓄过剩，低利率，缺少投资机会，三者的结合不断加剧着全球对收益的追求。

在这种环境下，对货币紧缩的预期和基础设施支出的激增，使美国脱颖而出，成为有吸引力的投资目的地。由于全球经济增长乏力，其它发达经济体政治不稳定，导致竞争激烈程度进一步弱化，而美国的地位则将更加突出。同时，中国和其它新兴市场的资本外流加剧，增加了四处寻找投机机会的资本的供应。美国面临着热钱流入的前景，因此现在彻底改革旨在遏制投机活动的金融监管，是一个危险重重的时间点。结果可能是回到全球金融危机爆发之前的状况。

Perilous timing for financial deregulation

Dodd-Frank overhaul could spur regulatory race to the bottom

Danae Kyriakopoulou¹

On the campaign trail Donald Trump distanced himself from Wall Street, going as far as saying that ‘hedge fund guys are getting away with murder’. In the White House, President Trump has embarked on deregulating the financial services industry. In the latest manifestation of his intention to go easy on US banking, Trump signed two presidential memoranda on Friday aimed at rolling back the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010, which President Barack Obama signed in response to the global financial crisis.

Trump’s argument is that financial regulation is inhibiting economic growth by restricting banks’ ability to lend to businesses and households. But this argument is misleading in the light of the relatively low importance of banks for corporate lending in the US, where only 20% of business financing comes through bank loans. The remaining 80% is through financial markets, including corporate bonds that can be purchased by other investors who are not as heavily regulated as banks. In Europe, the ratio is reversed.

In deregulating the financial system, Trump hopes not only to spur domestic lending but also to make US banks more competitive internationally. This may put ‘America first’, but starting a regulatory competition with the European Union and other jurisdictions poses a threat to global financial stability. Several officials from both Europe and Asia have already expressed their concern, including Paul Tucker and Ravi Menon.

¹ DanaeKyriakopoulou is Head of Research at OMFIF.

The financial crisis catalysed an unprecedented level of global co-operation to strengthen banks and improve the collective health of the financial industry. In the US, the Obama administration spent significant resources in its first term, with support of the G20 and others, to introduce regulation that Wall Street strongly opposed. The operational response to Dodd-Frank's stricter reserve ratios and greater government supervision was hard and costly for the financial sector. But, almost a decade later, global banks are re-emerging as healthy institutions.

The US deregulation trend may provide a stimulus for lighter regulation elsewhere, especially in Europe. US regulators have long seen Europe's banking sector as undercapitalised and reliant on sophisticated risk models to minimise capital requirements, and have been pushing for higher capital through proposed changes to the Basel rules. The Basel Committee was close to a deal in December that would have narrowed the capital gap while giving space to the European banking sector to adjust, but Friday's actions are likely to (at least) delay that agreement further.

US banks do not need the proposed deregulation to enjoy an international competitive advantage. Rather, the opposite may be true with the relaxing of regulation coming at a time when these guidelines might be most needed. The combination of a global savings glut, low interest rates, and lack of investment opportunities is intensifying the search for yield globally.

In this environment, expectations for monetary tightening and a surge in infrastructure spending are making the US stand out as an attractive investment opportunity. This position is further entrenched by weak competition in the light of anaemic economic growth and political instability in other advanced economies. Meanwhile, capital outflows have intensified in China and other emerging markets, raising the supply of capital looking for a new destination. The prospect of hot money flowing into the US makes this a perilous time to overhaul the financial regulations that are meant to curb speculative activity. The result could be a return to the same conditions that preceded the global financial crisis.

系列三十七：宏观审慎政策框架的 主要内容与运行机制¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2016》主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融风险管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要基于国家战略视角构建宏观审慎政策框架，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标提供根本保障。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2016》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第九章。

一、选择宏观审慎政策工具：“时间维度”与“跨部门维度”

以微观审慎为核心的监管工具旨在通过将个体机构风险的内部化来达到消费者和投资者保护的目，忽略了自身的“外部性”问题。然而，在一个高度关联的金融体系当中，个体机构处于紧密而复杂的网路体系当中，具有非常明显的外部性。在这种情况下，个体机构不可能完全将其对于其它机构产生的压力成本“内部化”，因此就需要宏观审慎政策工具来为金融机构提供额外的动力来完成这些工作。具体来看，就是要通过提升金融体系的稳健性、减缓金融体系顺周期性以及抑制金融机构相互关联等政策工具，来迫使个体机构对自身的“外部性”进行“内部化”。

宏观审慎政策工具主要分为逆周期政策工具（“时间维度”）与解决金融体系集中度和关联度的政策工具（“跨部门维度”）两大类，具有以下共同特征：

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

第一，无论是被赋予宏观审慎功能的微观审慎监管工具，还是典型的宏观审慎监管工具，都必须对抑制系统性风险、保障金融稳定具有非常明确的指向性。第二，为保证政策的有效性，宏观审慎监管工具应当受一个具有明确的宏观审慎监管授权、责任和操作独立性的机构所支配。同时，宏观审慎监管工具不仅不能破坏其他政策的有效性，而且要成为现有政策的有效补充。第三，宏观审慎监管工具主要被用来对金融不稳定进行预防而非治理，因为后者属于危机管理范畴。第四，宏观审慎监管工具必须根据个体机构对于系统性风险的贡献度而适时调整，而且任何具有系统重要性的机构（无关其机构类型）都应该被纳入监管边界当中。

从“时间维度”来看，宏观审慎政策工具主要通过在经济繁荣时期建立足够的资本缓冲来实现其政策功能。一方面，由于在经济繁荣期，资本积累的过程相对容易且成本不高，同时还能起到抑制金融市场主体的过度风险承担行为的作用，充当经济繁荣的“制动器”；另一方面，在经济的萧条期，通过释放已积累的资本缓冲，可以吸收损失，缓解金融体系的内生性危机放大机制。目前，“时间维度”的政策工具主要包括逆周期资本缓冲、留存资本缓冲、动态拨备制度、流动性要求、杠杆率、贷款价值比以及压力测试等逆周期工具。从“跨部门维度”来看，宏观审慎政策工具采用“自上而下”的方式，根据个体机构对系统性风险的贡献度：首先，需要测定系统范围内的尾部风险，计算单个机构对风险的影响，然后相应地调整政策工具（资本金要求、保险费等）。这意味着对于影响大、贡献度高的机构，需要执行更高的监管标准。与此形成鲜明对比的是，微观审慎监管对所有机构执行的是共同标准，而且一般采用自下而上的方式实现。目前，“跨部门维度”的政策工具主要包括“大而不倒”问题的解决方案以及根据不同机构风险贡献度而设计的针对性政策工具等。

事实上，宏观审慎政策工具早已有之，只是在本次国际金融危机之后才被大规模的运用于监管实践当中（详见表1）。近期，国际货币基金组织组织了一次针对119个国家在2000—2013年间宏观审慎政策工具使用情况的调查。结果发现，发展中国家的使用频率高于发达国家，且两者的使用频率随着时间的推移不断提高。资本账户开放与否对于工具使用频率并未有一致结论，不同监管工具的使用频率与本国资本账户开放程度的相关性不强（如表2所示）。



表 1 全球主要宏观审慎政策工具

工具	简介
时间维度	
贷款价值比限制 (Caps on the LTV)	贷款价值在贷款首付方面对家庭的借贷能力造成了约束。理论上讲,由于房屋价格和家庭借贷能力(借贷能力取决于房屋的抵押价值)以顺周期性的方式相互影响,因此这种约束实际上限制了抵押贷款的顺周期性。不论 LTV 是否经常调整,如果设定在一个合适的水平上,就可以解决系统性风险。但是,对 LTV 的调整使其成为了一个有效的逆周期性政策工具。
债务收入比限制 (Caps on the DTI)	债务收入在单独提出时指的是一种致力于保障银行资产质量的审慎调控规则。但当它和 LTV 同时使用时,DTI 会通过限制家庭借贷能力从而抑制抵押款的周期性。同 LTV 一样,对 DTI 的调整可以通过逆周期性的方式,以此来应对系统性风险。
外币贷款限制 (Caps on foreigncurrency lending)	外币贷款使没有进行对冲操作的借款人面临外汇风险并使出借人面临信用风险。这种风险不断扩大增加,则会发展成全面的系统性危机。针对外汇的限制(或者更高的风险权重,存款准备金等等)可以被用来防范由外汇引起的系统性风险。
信贷或信贷增长上限 (Ceilings on credit or credit growth)	信贷上限可以是针对整体银行信贷或者特别部门贷款。前者主要可用于抑制信贷或资产价格周期,也就是时间维度系统性风险的积累。而后者可以减少特定部门的风险敞口,也就是化解空间维度风险。
净货币头寸限制/货币错配 (Limits on net open currency positions/currency mismatch)	这种审慎的调控工具减少了银行所面临的外汇风险。并且,这些限制可以用来解决由于银行集中性购买外币带来的汇率大幅波动问题。这种外部效应以高昂的外币负债增加了没有进行对冲操作的借款人的信用危机。
期限错配限制 (Limits on maturity mismatch)	由于资产/债务到期的选择会造成一种外部效应——资产大减价出售,从而使期限错配限制可被用于应对系统性风险。危机当中,如果金融机构由于到期无力偿还短期债务,则这个金融机构要被迫进行资产清算,对持有资产进行减价出售。从而使一些资金短缺机构由于传染效应而爆发系统流动性危机。
存款准备金要求 (Reserve requirements)	该政策可以从两个层面应对系统性危机。第一,存款准备金对信贷增长有着直接影响,所以它有可能抑制信用/资产价格循环,亦即系统性危机的时间维度;第二,存款准备金为资金流动提供缓冲,从而在情况允许时,可以用于缓解系统性流动性危机。
逆周期资本要求 (Countercyclical capital requirement)	该工具可以通过比率或风险权重的形式,在经济上行期时提高以限制信用扩张,经济下行期降低来提供资金缓冲。长期资金缓冲也往往是在经济上行期建立,经济下行期取消,与逆周期资本要求有着同样的作用。
时变/动态准备金 (Time-varying/Dynamic provisioning)	传统的动态准备金是根据银行特定损失调整的,但是它也可以用来抑制金融系统中的周期性。经济上升期调高准备金要

	求可以起到缓冲作用,并且限制信贷扩张;经济下行期则降低储备金要求以此来支持银行放款。要求的调整取决于固定的标准,或者取决于政策制定者的判断,准备金要求以逆周期性的方式影响着银行的放贷行为。
利润分配限制 (Restrictions on profit distribution)	由于未分配的利润将会加在银行总资本中,在经济下行期,这种限制往往对银行放贷产生逆周期性的影响。巴塞尔协议 III 中的资本留存缓冲也扮演着相似的角色。
跨部门维度	
系统重要性金融机构额外资本要求 (Systemic capital surcharges)	巴塞尔协议 III 规定对系统重要性金融机构需要提取 1%-2.5% 的额外资本金要求。
对金融机构征税 (Levy/Tax on Financial Institutions)	向全球银行和金融机构征税并建立救助基金,主要用于覆盖未来银行等金融机构的救助成本。包括金融稳定税 (Financial Stability Contribution, FSC)、金融机构活动税 (Financial Activities Tax, FAT)、金融交易税 (Financial Transaction Tax, FTT) 等
银行间风险敞口限制 (Limits on Interbank Exposures)	对银行间风险敞口加以限制,可以降低风险在银行间传染的可能性,从而解决过大的风险敞口所引发的大规模风险爆发等问题。
集中度限制 (Concentration Limits)	风险集中度是相对于银行资本、总资产和总体风险水平,由没有完全分散化的个体风险或风险集导致的可能影响正常经营的风险暴露。对金融机构的风险集中度限制可以降低整体风险集中度的形成概率。
对未通过中央对手方清算的交易提出更高的资本要求 (Higher capital charges for trades not cleared through CCPs)	巴塞尔协议 III 提高了对双边场外交易风险暴露的资本要求,鼓励场外衍生品交易向中央对手方集,以解决银行等金融机构衍生品市场可能引发的系统性风险。

资料来源: IMF, 2011; IMF, 2015; 作者整理

表 2 宏观审慎政策工具使用频率比较

工具	全部国家	发达国家	新兴市场国家	发展中国家	资本账户开放国家	资本账户未开放国家
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
贷款价值比限制	21%	40%	20%	6%	29%	14%
债务收入比限制	15%	13%	21%	0%	19%	12%
时变/动态准备金	9%	5%	6%	19%	5%	11%
逆周期资本要求	2%	1%	3%	1%	0%	3%
杠杆率	15%	13%	17%	12%	28%	8%
系统重要性机构额外资本要求	1%	1%	1%	1%	1%	1%
银行间风险敞口限制	29%	33%	32%	17%	34%	26%
集中度限制	75%	69%	76%	77%	72%	78%
外币贷款限制	14%	9%	16%	13%	10%	16%
存款准备金要求	21%	0%	24%	33%	4%	32%
本币贷款限制	12%	0%	11%	26%	9%	14%



金融机构税收	14%	14%	14%	11%	17%	12%
--------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：IMF，2015

表 3 中国宏观审慎政策工具

工具	实施机构	政策目标
时间维度		
个人住房贷款价值比要求	中国人民银行、银监会	房地产价格、房地产相关资产业务
差别准备金动态调整机制	中国人民银行	信贷增长、资产价格
动态拨备要求	银监会、中国人民银行、财政部	缓解亲周期经营行为，提高损失吸收能力、信贷增长
逆周期资本监管	中国人民银行、银监会	缓解亲周期经营行为，提高损失吸收能力、信贷增长（辅助目标）
杠杆率要求	银监会	缓解亲周期经营行为
特定资产组合资本要求调整	银监会	对特定资产组合的增长进行微调
跨周期的风险加权资产计量方法	银监会	缓解资本计量的亲周期性
合意贷款管理机制	中国人民银行	对银行业金融机构在一个时期内贷款总额进行投放节奏与投放规模的调控
宏观审慎评估体系（MPA）	中国人民银行	差别准备金动态调整和合意贷款管理机制的升级版。重点考虑资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等七大方面，通过综合评估加强逆周期调节和系统性金融风险防范。
跨部门维度		
加强系统重要性金融机构的监管	中国人民银行、银监会	降低系统重要性金融机构经营失败对金融体系的冲击
流动性风险管理	中国人民银行、银监会	宏观层面的流动性风险
限制同业之间的交易	中国人民银行、银监会	降低金融机构之间的传染性
风险隔离（“栅栏原则”）	中国人民银行、银监会	降低中间业务、高风险业务对传统业务的传染性
早期预警系统	中国人民银行、银监会	

资料来源：廖岷等（2014），作者整理。

近年来，我国监管部门已经开始在实践当中加强宏观审慎监管，推出不少具有较强实效性和针对性的政策工具（详见表 3）。实施机构主要是中国人民银行

和银监会等部门，工具当中既有应对时间维度风险的工具，又有防范跨部门风险的工具，既有宏观层面又兼顾微观层面，为防范系统性风险起到了良好效果。

二、实现审慎监管与宏观经济政策的协调搭配

在现行的金融稳定框架当中纳入宏观审慎维度，意味着当前政策框架需要彻底重构。特别是要真正厘清审慎监管政策与宏观经济政策的政策边界，并通过相互之间的协调配合来保障金融稳定目标的实现。

在新的框架当中，各种政策工具都在保证其首要目标实现的同时也被赋予了在金融稳定实现过程中所应扮演的新角色（如图 1 所示）。以货币政策与微观审慎监管的配合为例，货币政策的首要目标是货币稳定，而微观审慎监管政策的首要目标则是限制个体金融机构的风险，在实践当中，只有两者的有效配合才能更好地服务于金融稳定目标。具体而言，央行在进行决策之时，就不能将短期通货膨胀作为唯一目标，而应该同时考虑信贷和资产价格的实际情况，从而通过附加的政策操作实现中长期金融与宏观经济的稳定。同时，微观审慎监管政策也不仅仅局限于考虑个体金融机构的稳健与否，而是将其拓展至宏观审慎视角，将单个机构在整个金融体系当中的风险暴露程度予以考虑，这在客观上同样有利于金融稳定目标的实现。

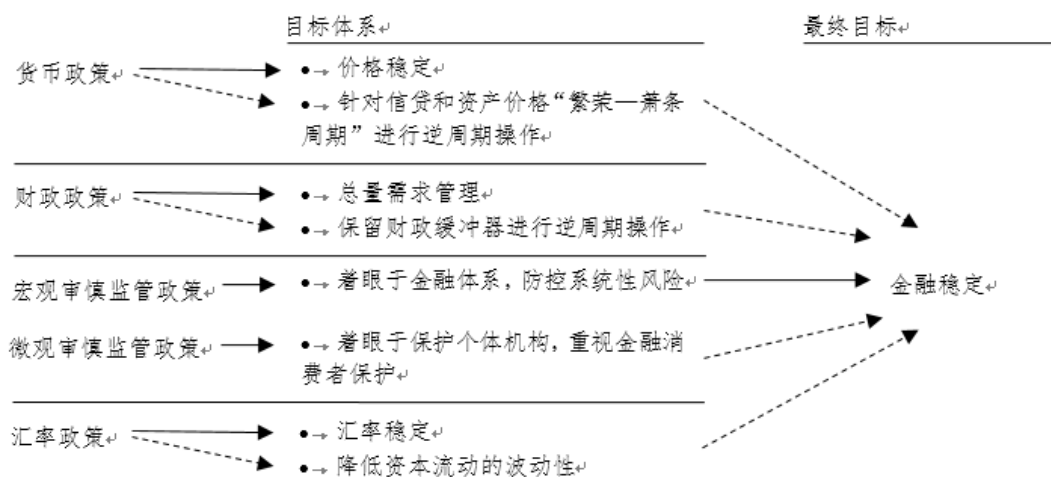


图 1 金融稳定新框架下的政策目标

资料来源：Hannoun, 2010; Schoenmaker, 2010。

注：图中实线表示政策的首要目标，虚线表示政策的次要目标。

具体来看，我们需要对货币政策、财政政策、汇率政策和审慎政策的目标体系进行重新界定。

第一，货币政策。

央行在制定货币政策时，必须同时兼顾主要与次要目标的实现，正确处理两者的相互关系与实施次序。首先，货币政策依然要利用传统的政策工具，将保障货币稳定作为第一要务；其次，将金融稳定纳入次要目标，通过更为对称的政策操作实现降低金融失衡的累积、保障金融稳定的目标。具体而言，在经济上行期采取逆向操作，通过提高法定利率、存款准备金率、控制信贷发放以及通过发行央行票据和回购协议控制流动性等方式，来抑制经济的过度繁荣；在经济下行期，通过降低法定利率、存款准备金率、放松信贷以及通过公开市场操作注入流动性等方式，为经济注入活力，避免过度萧条。

为保障金融稳定，货币政策操作有必要采取更为对称的方式，无论在经济的繁荣还是萧条期，货币政策都要发挥更为均衡的政策效力。当然，这并不意味着货币政策一定要将资产价格纳入政策目标。事实上，货币政策可以通过逆向操作来减少可能的系统性风险和金融失衡的积累，而不是将资产价格这一经济指标直接纳入货币政策目标当中。

第二，财政政策。

与货币政策的操作一样，财政政策通常被用来进行逆周期的需求管理，但在它的制定和实施过程中，也要考虑需要保留或者释放一定的财政缓冲（Fiscal Buffers）来应对金融体系中可能出现的扩张或紧缩。也就是说，财政政策同样需要在实现税收调节、自动稳定器等首要功能的同时，实行更为均衡的政策操作，以保障金融稳定。在经济上行期，通过降低债务水平、提高金融部门的税率等方式积累财政缓冲，这也意味着政府债务要保持在合理的水平之上，以使得在经济下行时期政府可以通过借债来平滑金融市场的波动；在经济下行期，通过资本注入、存款与债务担保以及针对金融机构的一揽子危机救助方案等方式来为金融部门提供支持，以此减缓经济衰退。

第三，汇率政策。

在大多数发达国家，特别是采取通货膨胀目标制的货币当局，通常将汇率政策与货币政策挂钩，更多关心汇率政策对通货膨胀的影响。但是，在部分小国和新兴市场国家，汇率政策的情形并不一样。Mishkin（2008）的研究发现，小国大

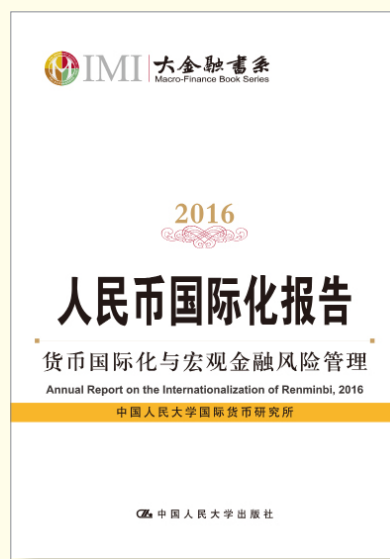
都关注汇率并通过对外汇市场的干预来熨平波动，这在一定程度上会影响汇率的走势。实践证明，如此做法对于保障金融稳定和减少经济波动的效果更为明显。在历次危机当中，由于资本流动的剧烈变化或由其他因素导致的汇率大幅波动，会严重危害金融稳定并对实体经济产生巨大的破坏作用。特别是对贸易依赖程度较高或者存在货币错配的国家，其遭受破坏的影响范围和波及程度更大。

第四，审慎政策。

微观审慎监管的目标主要是维护个体机构稳健，纠正因信息不对称、有限责任以及其他诸如直接或间接的政府担保等缺陷而导致的市场失灵，它在宏观经济中的作用长期被忽略，金融监管并没有以宏观经济政策的角色出现。危机以来，由于微观审慎监管对于系统性风险、金融体系的顺周期性、流动性风险以及影子银行等等缺乏必要的监管而广受诟病。危机之后，一方面，加强宏观审慎监管无论在学术界还是政策层都已经达成基本共识，构建兼具宏观和微观的审慎监管政策以保障金融稳定成为绝大多数国家的共同目标；另一方面，宏观审慎监管作为宏观经济管理的重要手段，被更多地用来与货币政策、财政政策等宏观经济政策相互搭配，共同维护金融稳定。

《人民币国际化报告 2016》

《人民币国际化报告 2016》的主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要加强宏观审慎管理，抓住重点，推进供给侧改革，防范系统性金融风险，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。



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

厦门国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路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6月05日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载