



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA



INTERNATIONAL
MONETARY FUND
国际货币基金组织

中国人民银行·国际货币基金组织联合研讨会
金融业开放，创新和稳定
国际经验和对中国的借鉴

编辑
郭凯和席睿德



总结与报告

本书为官方中文版本。英文版本请详见：
<http://www.imf.org/external/country/chn/rr/index.htm>

目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 序言..... | i |
| 开幕致辞..... | 1 |
| 马库斯·罗德劳尔 | |
| 第一场分会：中国金融部门和对外部门改革以及 人民币国际化..... | 3 |
| 人民币国际使用 | |
| 李波..... | 4 |
| 人民币崛起对全球的影响 | |
| 埃斯瓦·普拉萨德..... | 8 |
| 人民币与中国的资本账户 | |
| 邓敏强..... | 13 |
| 第二场分会：金融服务业开放..... | 16 |
| 中国金融业对外开放及下一步考虑 | |
| 张正鑫..... | 17 |
| 金融业开放：澳大利亚的经验 | |
| 菲利普·罗伊..... | 20 |
| 金融市场开放：韩国的经验 | |
| 曹東徽..... | 28 |
| 开放金融服务业：泰国案例 | |
| 塔莉莎·瓦塔纳噶斯..... | 30 |

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 主题发言 | 33 |
| 货币政策和金融稳定 | |
| 拉尔斯·斯文森..... | 34 |
| 第三场分会：利率市场化、影子银行业和货币传导机制 .. | 44 |
| 新货币政策框架下的利率传导机制 | |
| 马骏..... | 45 |
| 利率放开与管理 | |
| 西蒙·格雷..... | 49 |
| 金融创新与规制以及货币传导机制：美国经验的借鉴 | |
| 安德鲁·莱文..... | 54 |
| 第四场分会：宏观审慎政策协调：国际经验 | 57 |
| 金融业开放和宏观审慎政策协调：印尼的经验 | |
| 哈林·阿拉姆斯亚..... | 58 |
| 宏观审慎政策框架：原则与实践 | |
| 瑞娜·萨海..... | 64 |
| 中国应建立国家金融稳定委员会吗？ | |
| 黄益平..... | 74 |
| 圆桌总结 | 77 |
| 余伟文..... | 78 |
| 路易斯·库吉斯..... | 81 |

| | |
|------------|-----|
| 闭幕致辞..... | 85 |
| 潘功胜 | |
| 发言人简介..... | 89 |
| 演示文本..... | 103 |

序言

郭凯和席睿德¹

对于许多国家来说，要在放开金融部门、开放金融服务业、推动创新和维持金融稳定之间达到平衡，这是一个挑战。有鉴于此，在中国推进全面改革计划以改善资源配置、增强货币政策框架、维持金融稳定的过程中，一些国际经验具有借鉴意义。这也将促进人民币国际化。

2015年3月16日，中国人民银行与国际货币基金组织（以下简称“基金组织”）召开联合会议，讨论了上述问题。会议由国内外政策制定者、监管部门和学术界人士，以及中国人民银行与基金组织工作人员参加，主要探讨以下四个领域：

中国金融部门和对外部门改革以及人民币国际化

中国金融部门与对外部门改革不仅能够带来资源优化配置，还能推动人民币国际化，并最终促使将人民币纳入SDR（特别提款权）货币篮子。第一场分会的发言探讨了中国人民币国际化过程，以及人民币近年来发展的情况，并讨论进一步改革措施。

金融服务业的开放

中国金融服务业具备推动未来经济增长、促进经济再平衡和改善大众获得金融服务的潜力。发达和新兴经济体的经验表明，需在严格监管框架下，使该行业参与对内对外竞争。上述议题为第二场分会的主题。

¹ 编辑兼会议组织者

利率放开、影子银行和货币传导机制

金融业开放和创新对货币传导机制和资本市场效率都具有重要作用，但也给货币政策的执行带来很大的挑战。在当前中国推进金融改革和将利率作为货币政策主要工具的背景下，这些问题显然是有重要意义的。第三场分会梳理了中国货币传导机制，甄别了潜在的阻碍因素（包括影子银行的作用），并根据国际经验讨论改革可选措施。

宏观审慎政策协调：国际经验

金融创新、金融体系的迅速变革以及非银行活动的兴起为投资者和储户都带来好处。同时，这要求政策和监管框架不断升级，以及监管机构之间有效协调。考虑到当前全球不同类型的制度安排，第四场分会确定了对有助于中国维护金融稳定的关键政策。

以下是对主要信息和政策建议的简述，接下来是相关发言的附录。在此特向 LI Jing 致以谢意，感谢其在电子书整理和安排会务方面的杰出工作。

中英文电子版可参见网页：

<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2015/pbc/>

开幕致辞

马库斯·罗德劳尔²

女士们、先生们，

同事们、朋友们：

昨天晚上易纲副行长举办了欢迎晚宴，今天我非常荣幸地宣布中国人民银行和国际货币基金组织关于“金融业开放、创新和稳定”的联合会议现在召开。

欢迎各位尊敬的中外专家和政策制定者以及来自中国监管部门和国家外汇管理局的同事莅临出席。联合会议已经成为传统。另外，欢迎主题发言人席睿德先生，他是一位具有丰富政策经验的学者，也是瑞典中央银行的副行长。

周行长本来也计划致开幕词，但最后由于临时有事，未能赶来。潘副行长将稍晚一点到场，他将为我们致闭幕词。

此次会议的召开恰逢良机。一周前刚刚召开的人民代表大会重申了中国 2015 年改革的决心。这在加速 2014 年改革的基础上，遵循了三中全会改革的蓝图。目前，改革涵盖进一步实现利率放开、加强宏观审慎监管、拓宽汇率变动幅度，以及持续逐步开放资本账户。

随着这一全面计划在中国的推进，至关重要的是要在金融业自由化、金融服务业开放和创新之间找到合适的平衡点，同时维护金融稳定。在这方面，中国可以借鉴其他国家的经验，这也是此次会议的重点。

今天的会议将主要关注以下四个关键领域。

- 第一个主题为**人民币国际化**。学者和政策制定者将就该议题展开讨论，该议题还引起了公众的强烈关注，包括社交媒体。这场分会将回顾在这方面取得的进展并讨论改革方案。

² 马库斯·罗德劳尔为基金组织亚太部副主任

- 第二场分会的主题为**金融服务业的开放**。结合强有力的监管，该部门对有力推动中国经济发展、促进经济再平衡、帮助获取可靠和更多样化的金融服务具有重大潜力。
- 金融业开放和创新对于**货币传导机制**和资本市场的效率都具有重要作用。第三场分会将梳理中国货币传导机制，找出潜在的障碍因素，并根据国际经验讨论改革的可选措施。
- 全球金融危机凸显了**宏观审慎政策**的重要性，这需要监管机构间的密切协调。这可以在不同类型的制度安排下进行，每类制度安排都有其优点和局限。第四场分会将关注不同的制度安排，探索有助于中国维护金融稳定的关键政策。

圆桌总结将提炼当天讨论的关键要点。并且，像去年一样，我们计划出版一本电子书（经发言人同意后），其中包括对此次会议简短总结和各位代表的发言。

我相信此次会议将产生丰富的成果，我也期待着会上热烈的讨论。

第一场分会

中国金融部门和对外部门改革以及人民币国际化

人民币国际使用

李波³

背景

2001年中国加入WTO后经过近10年的快速发展,经济规模和贸易投资规模大幅提升,成为世界第二大经济体和进出口国,金融市场快速发展,人民币汇率保持稳定,为人民币国际使用奠定了较好基础(请参见相关演示文本,包括数据和图表)。2008年国际金融危机集中爆发后,美元等主要国际货币大幅波动,全球贸易出现萎缩,中国进出口企业使用人民币进行跨境贸易、投资计价结算的需求迅速上升,部分国家央行提出希望与人民银行开展本币互换。在此背景下,人民币国际使用开始起步。人民币国际使用的政策目标是便利跨境贸易和投资,服务实体经济发展。坚持尊重市场选择的理念和循序渐进风险可控的基本原则,逐步解除人民币跨境使用中不必要的限制。

政策框架及业务发展

贸易结算

2009年7月,跨境贸易人民币结算试点从上海市和广东省四城市(广州、深圳、珠海、东莞)起步。经2010年6月和2011年8月两次扩大试点,跨境贸易人民币结算境内地域范围扩大至全国,业务范围涵盖货物贸易、服务贸易和其它经常项目人民币结算,境外地域范围没有限制。2012年6月,境内所有从事进出口货物贸易、服务贸易及其他经常项目的企业均可选择以人民币进行计价、结算和收付。2014年,跨境贸易人民币结算额达到6.55万亿元。

³ 李波现是中国人民银行货币政策司司长。会议时他是货币政策二司司长。

直接投资

2011年1月，境内机构可以使用人民币进行对外直接投资（ODI）；10月，境外投资者可以使用人民币来华开展直接投资（FDI）。2014年，ODI和FDI人民币结算金额分别为1865.6亿元和8620.2亿元。

人民币融资

2011年10月，境内银行可以开展境外项目人民币贷款业务。2013年7月后，境内银行可以开展跨境人民币贸易融资资产跨境转让业务，境内非金融机构可以开展人民币境外放款业务和对外提供人民币担保，境外参加行人民币账户融资期限和限额放宽。2014年9月后，境外非金融企业可按规定在境内银行间债券市场发行人民币债务融资工具，募集资金可汇出境外，或使用境外人民币还本付息等。

证券投资

2010年8月，境外央行、人民币清算行和人民币参加行等境外机构可以进入银行间债券市场投资。2011年12月，符合一定资格条件的境内基金管理公司、证券公司的香港子公司可以作为试点机构，运用其在港募集的人民币资金在经批准的人民币投资额度内开展RQFII业务。2013年3月，人民银行、证监会、外汇局修订RQFII试点办法，扩大试点机构范围，放宽投资比例限制。截至2015年2月末，RQFII总额度达到9200亿元人民币。2014年11月，人民银行推出了人民币合格境内机构投资者（RQDII）制度，符合条件的境内机构可以以人民币投资于境外人民币证券产品。2014年11月，沪港股票市场交易互联互通机制正式启动。

货币合作

截至2015年2月末，人民银行与30个国家和地区的央行或货币当局签署了双边本币互换协议，协议总规模超过3万亿元人民币，本币互换协议的实质性动用明显增加。截至2014年末，人民币已实现对欧元、日元、英镑、澳元、新加坡元、俄罗斯卢布、马来西亚林吉特等货币的直接交易。

离岸人民币市场

离岸人民币市场已形成以香港为主，台湾、新加坡、伦敦、法兰克福、首尔等多点发展的良好格局。2003年底，经国务院批准，中国人民银行为香港银行办理个人人民币业务提供清算安排，使香港成为最早正式开展离岸人民币业务的地区。2007年人民银行和发改委共同发布《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》，境内银行和财政部开始陆续在港发行人民币债券。香港财资市场公会2011年和2013年先后推出了美元兑人民币（香港）即期汇率定盘价和人民币香港银行同业拆息定盘价。

综上所述，人民币跨境流出基本自由，流入还有部分管理，包括境外融资仅限于部分试点地区（上海自贸区、深圳前海、江苏昆山、中新苏州工业园区和天津生态城、广西云南沿边金融改革试验区），证券投资实行限额管理。

展望

建设人民币跨境支付系统（CIPS）

人民银行计划于2015年底前在上海上线运行CIPS（一期）。CIPS（一期）建设采用国际通行的ISO20022报文标准，并计划将运行时间设定为9:00-20:00，以满足亚洲、大洋洲和欧洲等时区人民币业务发展的需要。CIPS将成为我国重要的金融市场基础设施，符合《金融基础设施原则》等国际标准的监管要求，对促进人民币国际化进程起到重要支撑作用。

推动人民币自由使用

加快实现人民币资本项目可兑换，下一步重点研究建立合格境内个人投资者境外投资制度（QDII2），研究建立股票市场国际板和修订《外汇管理条例》。同时，可考虑进一步扩大合格境内机构投资者和合格

境外机构投资者主体资格，增加投资额度，扩大境内企业境外借用人民币试点范围。

面临挑战

随着人民币国际使用程度的逐步提升，需要研究建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，提高可兑换条件下的风险管理水平。综合考虑资产负债币种、期限等匹配情况，合理调控外债规模，优化外债结构，防范外债风险。加强对短期投机性资本流动，特别是金融衍生品交易监管。

人民币崛起对全球的影响

埃斯瓦·普拉萨德⁴

引言

有关人民币在国际舞台上崛起的热门讨论可总结为国际金融中货币作用三个相关而不相同的方面（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。

- **国际化**——其在跨境贸易和金融交易结算中的应用，也就是作为国际交易媒介的应用。
- **资本账户可自由兑换程度**——一个国家对金融资本流入与流出的限制程度。完全开放的资本账户不会制约跨境资本流动。
- **储备货币**——外国央行是否持有该货币，作为防止发生国际收支危机的手段。

货币的国际化应用与可兑换性是不同的概念，且互不为必要或充分条件。人民币是这样一种典型货币：虽然中国一直限制资本流动，人民币在国际交易中的应用范围却不断扩大。当然，也有许多国家虽然完全开放资本账户，但其货币在全球市场并未得到广泛接受。另外一个问题是，完全开放的资本账户并不一定意味着实行浮动汇率。例如，香港特别行政区虽然完全开放资本账户，但按照货币局的安排，港币实际上钉住美元。

可见，上述三项条件——资本账户可兑换、浮动汇率和国际化——均为一种货币成为储备货币的必要条件。

⁴ 艾斯瓦·普拉萨德是康奈尔大学、布鲁金斯学会以及美国国家经济研究局的经济学教授。

人民币国际化

中国已经开始通过一系列政策行动促进人民币的国际化：

- 允许以人民币进行贸易结算
- 放松对人民币跨境汇款结算的限制
- 允许在香港特别行政区和中国大陆发行以人民币计价的债券
- 允许特定银行提供离岸人民币储蓄账户。

所有这些措施尽管力度并不大但都正在发挥作用。离岸人民币市场各种因素的出现和迅速扩展表明，人民币正在亚洲区域内的贸易和金融交易中取得重要地位。

资本账户自由化

中国对于跨境资本自由流动依然设有大量限制。对资本流入和流出的许多限制已经逐渐放宽了，以适应积极推动人民币成为国际货币的工作。在大多数情况下，对流入和流出的限制已经放宽，但并非完全取消。

尽管采取了各种提高人民币汇率灵活度的措施，包括放宽单日浮动区间至前日中点的 2% 上下，但与美元相比，人民币依然处于严格规管之下。

中国还未实行汇率自由化就开放资本账户，是否有本末倒置之嫌？充分证据表明，在缺乏灵活汇率的情况下开放资本账户是有风险的。固定的或严格控制下的名义汇率会导致难以应对资本流动不稳定状况，因为在这种情况下，汇率不能起到缓冲的作用。然而，中国外债水平低，且持有大量外汇储备可缓和上述风险。

更大的风险可能在于国内。严格控制下的汇率和不断开放的资本账户，会阻碍中央银行运用货币政策工具（如利率）维持国内物价稳定的能力。并且，放宽对资本流动的限制也会为金融体系带来风险。

进一步放宽资本外流限制，同时保持储蓄利率上限，会导致家庭和企业将储蓄从银行系统中转出。

中国是否应当担心上述风险？政府对金融市场具有足够的掌控力，也具备充足的资源以支撑其银行，因而这些风险不太可能全面发展为银行业危机或者更加广泛的金融危机。然而，在困难时期需政府动用大笔资金维持系统稳定。

储备货币地位

一种货币要成为储备货币，并没有确切的模式，但基于以往经验，需遵循几条重要标准。要衡量中国是否达标，需要考虑每一项标准。

- **经济规模：**一个国家的经济规模以及其在全球贸易与金融中的份额很重要，但并非其储备货币地位的决定性因素。目前，中国占全球 GDP 的 10%（按购买力平价而非市场汇率计算，该比率为 15%），占全球贸易的 9%。2011 至 2012 年，中国对全球 GDP 增长的贡献率约为 25%。
- **开放资本账户：**储备货币须经某国贸易和金融合作伙伴认可，以其作为支付手段，这要求该货币在全球金融市场上容易流通。这在该国限制资本流动，且其外汇市场薄弱并受政府直接管控的情况下是难以实现的。中国正在逐步、有选择地放宽对流入和流出的限制。实质上资本账户正越来越开放，但广泛的资本控制依然存在。
- **灵活的汇率：**储备货币一般可自由流通，且其外部价值由市场决定，尽管这不排除国家中央银行对外汇市场的偶尔干预。中国依然保持着对汇率的严格管控，随着资本市场的开放，汇率管控的难度将逐渐加大。
- **宏观政策：**国家主权资产的投资人必须相信该国保持低通胀和维持公共债务可持续水平的决心，这样货币才不会贬值。与多数主要储备货币经济体相比，近年来中国的显性公共债务占 GDP 比率较低，且其通胀率保持在适当水平。

- **金融市场发展：**一个国家必须具备广泛、深入且流动的金融市场，以确保国际投资者能够获得大量以该国货币计值的金融资产。中国的金融市场依然有局限性，且发展不充分，存在一系列限制因素，如刚性利率结构。

本国金融市场的发展情况是货币国际地位的关键决定因素之一。如果债务市场的规模和流动性不足，人民币就不能广泛用于国际贸易。要使人民币能吸引外国央行和大型机构投资人，就需为这些机构提供渠道，使它们能购入人民币计价的政府和公司债务，并将其列为投资组合中的“安全”资产。同时，进口商和出口商如不能进入衍生品市场以对冲外汇风险，就可能会担心资本账户开放导致利率波动加剧。因此，在评估一个国家的金融业是否已经有条件开放资本账户并将其货币升级为储备货币时，市场的深度、广度和流动性均需考虑。

中国的金融系统依然以银行为主体，国家直接管控大部分银行系统。与金融系统其他部分相比，政策更有利于银行业——包括设定存款利率上限的利率结构，这些政策阻碍金融市场的更广泛发展。

股票市场的发展是中国已经取得的进展之一。然而，从很多方面看，中国债务市场的规模和流动性远远落后于现有储备货币经济体。

在金融市场发展的很多方面，中国都存在着不足。从中期来看，金融体系的薄弱可能阻碍中国大力推进人民币国际化的步伐。最近十年，中国金融市场在某些方面得到改善，但是差距依然较大，特别是在具有充分规模和流动性的债务市场方面。更重要的是，债务市场的结构和质量也亟需改善，以便为人民币广泛应用于国际金融交易和外汇储备做好全面准备。有效监管公司债务市场是当务之急，以免债务市场的扩张影响金融稳定。并且，如果人民币要成为真正的国际货币，外国投资方——无论是官方还是私人机构——想获取相对安全的人民币计值资产，最终需在中国债务市场获得更多准入权。

总结

人民币作为全球货币的发展前景将最终由广泛的国内政策（特别是与金融市场发展相关的政策）、汇率灵活度和资本账户自由度决定。随着中国金融市场发展越来越成熟，私人投资者的国际投资越来越多样化，中国对外投资模式的上述变化可能会更加显著。因此，支撑人民币国际地位所需的各种政策改革也可能会带来中国经济与其资本流入与流出模式的重大变化。

中国正在致力于进一步开放其资本账户。这可能涉及取消显性管控措施，同时尝试以行政或其他手段对流入和流出实施“软性”控制。通过这种方式，可使人民币在全球贸易和金融中扮演越来越重要的角色，但同时允许政府对资本流动保持一定的控制权。

人民币开始在国际贸易中发挥作用，且开始在某些新兴市场央行的外汇储备投资组合中出现。这些变化虽然目前在很大程度上还是象征性而非实质性的，但将逐渐发展到举足轻重的程度，且可能会带来全球货币体系的变革。

人民币已经开始在国际贸易和金融中逐步得到广泛应用。在下一个十年，人民币将有可能成为一种具有竞争优势的储备货币，削弱但不会替代美元的支配地位。

人民币与中国的资本账户

邓敏强⁵

跨境人民币流动越来越顺畅（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。人民币国际化在最近五年内进展迅速。离岸人民币（CNH）市场产生的主要机制为向离岸市场参与方输入人民币，开始主要通过贸易结算，后来通过直接投资结算。近年来，人民币的离岸需求较大，推动人民币从在岸市场向世界其他地区大规模净流动。并且，随着离岸企业接收到越来越多的人民币，它们持有的中国资产增加了。因此，尽管实际上人民币通常从中国流出，从经济学上讲，世界其他地区对中国资产（人民币）持有量的增加带来了资本流入的压力。

考虑到市场动态，人民币净流动的方向和规模在部分程度上由在岸 CNY 和离岸 CNH 的汇率差所决定。这意味着国际化进程在很大程度上是由跨境套利造成的。然而，从本质上讲，这是人民币改革市场驱动方式的一种自然的也可以说是预料之中的反映。这是中国人民银行秉承的主要原则，与通过生硬行政措施推动人民币国际化相比，将会带来更好的效果。在最近几个月，随着人民币情绪转移，离岸 CNH 的交易强度往往低于在岸 CNY，我们看到了人民币净流动的某些逆转迹象（从离岸转回在岸）。然而，这种逆转的规模较小，且逆转的货币流占全年贸易和外国直接投资中通过人民币结算从在岸向离岸累计净货币流量的比例有限（2015 年 1 月占约 10%）。

人民币国际化前景广阔。不考虑周期性干扰因素，人民币作为国际性价值储存手段的角色明显具有强劲的发展潜力。以人民币计值的国际债券和国际性银行债务（排除银行间债务）占 GDP 的比率依然低于的 5%（截至 2013 年）。这远远不及主要全球储备货币，如美元、欧元和英镑。更明显的是，人民币在国际金融体系中的应用甚至也远远落后于其他一些较小国家的货币，如澳大利亚、加拿大和瑞典。展望未来，在全球投资人强烈的多样化目标驱动下，人民币在全球市场上的作用无疑还有很大的拓展空间。

⁵ 邓敏强是高盛全球投资研究部亚洲区的执行董事。

从中国的角度看，高度国际化的货币以及自由度更高的资本账户可以带来多重益处——例如，间接地，更加自由的资本流动会刺激加强风险管理。更直接一些，也许更为重要的是，人民币国际化可以减轻国内金融中介机构为中国 GDP 增长提供资金的负担，也可以促进信贷体系的升级，这是一个主要益处。

中国经济以促进消费为导向的再平衡将继续取得进展，但这是一个渐进的过程。同时，经济增长仍将在很大程度上依赖投资拉动，这从本质上讲是一种信贷密集型增长。按照我们对中国杠杆率的估算（非政府信贷存量占 GDP 的份额），即使在迅速实现消费再平衡的乐观情况下，以后几年内也有可能出现杠杆率持续小幅走高的局面。然而，来自国内的融资可能受到进一步抑制。在宏观层面，人口老龄化加剧和消费倾向的提高可能会对国内储蓄产生重压；在微观层面，金融机构的资产负债表已经数目庞大，关于未偿债务带来不良贷款风险的不确定性可能持续存在，影响其放贷能力。在这种情况下，将外国资本投资于人民币资产可以满足中国持续投资的资金需求。

放宽对外国资本流入人民币债券市场的限制，可促进国内信贷系统必要的升级。在各种资产类别中，债券明显是国外投资最少的中国资产，也是最有潜力吸引全球资本的资产。举个例子来说，非美国投资人持有美国债券占 GDP 的比例高达 50%（包括美国国债和公司债券）。与之类似，中国债券引进大量外国投资可促进中国信贷体系的巨大良性转变。按照我们的估算，当前非银行信贷和非债券存量（大多数为影子银行信贷）约占 GDP 的 45%。将上述债务存量转向更加透明的信贷渠道，如债券市场，明显便于监管和问责。这种思维与当前地方政府债务改革和相关市政债券计划的做法具有些许一致性。然而，主要瓶颈在于国内债券市场的规模，目前仅约占 GDP 的 50%。影子银行信贷存量的大量转移有可能因此而导致债券市场消化困难。如果允许更多的外国投资流入中国债券市场，就可以大幅提高市场容量，促使影子银行贷款有效转向透明债券融资体系。

近几年，放宽对外国投资债券限制的努力主要集中于离岸人民币债券市场的发展。与在配额制度下扩大外国资本在岸债券市场的准入相比，这种放宽允许更多全球投资人进入中国/人民币债券市场，且基本上不受任何限制，并可使在岸金融体系与外部不稳定因素高度隔离。

尽管，另一方面，离岸市场也具有不足之处，在深度和流动性方面逊于在岸债券市场，债券投资者对在岸资产债权的可执行度也比较不稳定。更重要的是，在岸债券市场的融资成本在很大程度上与央行的货币政策挂钩，而离岸可以不挂钩（鉴于在岸市场与离岸市场分离），因而波动性比较强，容易受到外汇相关因素影响。未来，持续的互补、双轨发展（促进离岸市场发展的同时提高在岸市场的开放度）可以更有效地在中国债券市场自由化中获取收益并限制成本。

第二场分会 金融服务业开放

中国金融业对外开放及下一步考虑

张正鑫⁶

改革开放以来中国金融业开放的特点及成就

中国金融业开放既包括对内开放，也包括对外开放。对内开放主要是指金融业对民间资本开放，允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构（**请参见相关演示文本，包括数据和图表**）。十八届三中全会以后，金融业对内开放步伐开始加快。金融业对外开放自改革开放以后就开始了，包括“引进来”和“走出去”两个方面。

总的来看，金融业开放取得了一定的成效。改革开放后，在华外资金融机构数量和资产规模迅速增长。外资金融机构的引入在一定程度上也帮助中资金融机构改善了公司治理结构和经营能力，促进了中资金融机构在资产、盈利水平、抗风险能力上的提升。同时，开放也促进改革。随着中国金融业开放程度的提高，汇率和利率的市场化改革不断推进，资本账户可兑换的程度也在逐步提升。截止目前，在 IMF 公布的 40 个资本项目可兑换的子项目中，仅有 5 项不可兑换。

中国金融业开放中存在的问题

随着中国经济国际化程度提升，金融业开放的步伐逐渐**与经济大国的地位不相匹配**。最近有舆论甚至指出，外资金融机构，特别是外资银行的资产占中国银行业资产的比重近几年来不升反降。此外，金融业开放的步伐**与中国经济的开放度不匹配**。中国已经成为世界上第一大贸易国，GDP 在全球 GDP 的比重已经越来越高，但中国金融业开放度在世界上仍处于很低水平，具体表现在从全球范围看，中国金融机构在海外的资产配置和外资金融机构在中国的资产配置比重都很小。此

⁶ 张正鑫是中国人民银行国际司副司长。

外，对外投资存量的全球排名也不高（截止 2013 年末仅位居全球第 11 位）。

在全球经济和金融市场一体化的今天，以行政管理和审批为主的开放模式已经不能适应当前中国金融市场的发展需求，具体表现在限制了市场活力和竞争，在某种程度上过度保护了中资金融机构，制约了中国金融市场竞争力的提升。因此，亟需调整目前的金融业开放模式，培养充分公平竞争的市场环境。

2005 年开始，中国国有商业银行开始股份制改革，建行、中行、交行和工行等国有商业银行引入境外战略投资者并在境内外成功上市，资产规模增长较快，有的甚至已经成为全球系统性重要银行（G-SIFI），如工行、中行、农行，或全球系统性重要保险机构（G-SII），如平安保险。但总的来看，这些金融机构“大而不强”，国际竞争力亟需提高。中资金融机构普遍缺乏全球化战略眼光，在公司治理结构、风险控制和管理等方面还存在较多的不足，业务范围比较传统，且主要依赖国内的网络优势，在国际市场上产品创新和营销的能力不足等等。

进一步扩大金融业对外开放的思考

近年来，社会各界都认识到了加快中国金融业对外开放的必要性、迫切性和重要性。一些媒体和学者也提出具体的政策建议，比如放宽准入条件、取消股比限制、简化审批程序等。我们认为，进一步扩大中国金融业对外开放，关键是要改变原有的开放理念和模式，逐步遵循准入前国民待遇和负面清单的开放模式，实现金融服务业的高水平对外开放。

具体来讲，进一步扩大金融业对外开放应具备如下特点：

一是要坚持主动的、市场的开放。实行准入前国民待遇和负面清单的开放模式，就是要坚持市场原则，更大程度的引入竞争机制，更大范围、更高层次上提高资源优化配置能力，提升中国的金融服务质

量，增强金融部门竞争力，使之“既大且强”。当然，我们也需要同步建立相应的审慎监管和风险管理机制。

二是要促进金融市场双向开放。既包括对外资金融机构的准入开放，又包括对中资金融机构在同等条件进入海外市场的开放；既包括对中国居民（企业和个人）进入海外市场的开放（已推出了 QDII、RQDII，正在研究推出 QDII2），又包括对非居民以国民待遇进入中国市场的开放（已推出了 QFII、RQFII）；既包括对资本流入的开放，又包括对资本流出的开放（同时也会完善相应的宏观审慎管理机制，加强对短期投机性资本流动的监测）；既包括资本的双向开放，又包括人力资源（特别是高管任免）的自由流通。

过去，我们一直提倡以开放促改革。下一步，我们要注意发挥改革与开放的相互促进作用。进一步扩大金融业对外开放，也需要国内的改革同步配合。一是要提高资本项目可兑换的程度。转变跨境资本流动管理方式，有序提升跨境资本和金融交易（特别是个人资本项）的可兑换程度，同时也会完善宏观审慎政策框架。二是要继续推进汇率和利率市场化改革。在汇率方面，我们将继续推进人民币汇率形成机制改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。利率方面，目前我们离存款利率上限的最后解除已经非常接近了，可以说利率市场化改革已进入最后阶段。我们可以看到近期存款利率上限浮动空间提高到 1.3 倍以后，商业银行出现了上浮区间不同的阵营，这说明我们商业银行的差异化定价能力正在形成。

总之，中国进一步扩大金融业对外开放的方向和路径是明确的。这既包含了对以往历史经验的总结，也体现了对未来全球经济和中国经济发展的信心。当然，中国金融业对外开放要想取得更大的成果，不仅需要政策制定者们付出艰辛的努力，更需要境内外各类金融市场主体的积极参与。相信市场，让市场力量在资源配置中发挥决定性作用，是我们共同努力的方向。

金融业开放：澳大利亚的经验

菲利普·罗伊⁷

二十世纪六七十年代，澳大利亚对金融业实施严格监管。与之相反，今天该体系已经开放，并且按照国际标准来说相对自由（**请见相关演示文本，包括数据和图表**）。汇率可以自由浮动，基本上没有任何资本控制，利率由市场决定，国外银行可与国内银行以同等条件运营。从严格监管到自由化的体系转型有时非常艰难，也出现过许多失误。但是，总体上看，这一转型是积极的；提高了资本配置效率和金融系统的竞争程度，改进了经济的周期管理。⁸

本文列出了关于转型性质以及当前金融业整体情况的六个方面。

善意的金融监管越来越扭曲

二十世纪六七十年代，澳大利亚实施全面的金融监管：设置利率上限，对贷出进行严格的定量与定性监管，对外资银行实施严格限制，采取固定（或严格监管的）利率，以及进行广泛的资本控制。其中一些监管措施是货币和宏观经济政策的主要工具，常用于协助管理商业周期。许多监管措施可追溯至二战时期引进的金融法规。

多年来这些监管措施一度在维护经济稳定方面相当有效。但是，随着时间推移，金融体系扭曲越来越严重。试图规避监管的新机构兴起，为无法从银行部门获得融资的人们提供服务。这些新机构通常运作于监管网络之外。企业与金融机构运用各种办法规避外汇管制。

⁷ 菲利普·罗伊为澳大利亚储备银行副行长。

⁸ 关于对澳大利亚经验的充分探讨，请参见 Battellino 和 McMillan（1989 年）、Grenville（1991 年）、Edey 和 Gray（1996 年）、Gizycki 和 Lowe（2000 年）与 Davis（2011 年）和 Lowe（2013 年）。关于澳大利亚与中国金融改革的比较，请参见 Ballantyne 等人（2014 年）。

从各方面看，政策制定者通过加强监管和出台新制度来弥补“漏洞”。然而，结果往往不如人意，这些努力通常伴随着某些特定的自由化。往往是进两步，退一步。

随着扭曲加重，一些评论家开始呼吁改革，但没有达成一致意见。到 20 世纪 70 年代中期，支持自由化的呼声越来越高。特别是汇率僵化已经成为一个重要问题。另外，在贸易条件遭受严重冲击的情况下，汇率无法作出应对，导致了宏观经济波动和资本流动严重不稳定。逐渐地，国内货币管制被汇率制度和其他国内利率限制政策所拖累。

通过调查为改革赢得公众支持

在澳大利亚，政府主要通过大规模公众调查作为政治改革和更广泛公共领域改革的依据。

自二十世纪七十年代晚期起，进行了三次上述调查（还有一些小规模调查）。进行的大规模调查如下：

- 1979–81 年：澳大利亚金融体系调查（坎贝尔）
- 1996–97 年：金融体系调查（沃利斯）
- 2014 年：金融体系调查（墨里）

坎贝尔调查为取消现有的利率上限、外国银行准入和澳元浮动提供了依据，所有这一切都在最终调查报告提交后 10 年内完成。

沃利斯调查为澳大利亚当前的监管框架提供了依据。在这一框架下，澳大利亚审慎监管局（APRA）负责审慎监管。澳大利亚证券与投资委员会（ASIC）负责市场行为。并且，澳大利亚储备银行（RBA）负责支付系统，并负有维护金融稳定的全面责任。

墨里调查刚刚完成，围绕银行系统的整体资本实力、投资者保护制度，以及养老金制度运行提出了主要建议。

这些调查有一些重要共同点。其调查范围都十分广泛，以征求社会意见。调查小组成员都为企业和学术界的高层人士，且不依附于任

何党派，为非政界人士。在每次调查中，都是首先准备并发布报告草案，征求意见，之后再向政府提交最终报告。每次调查都规定了宽泛且有针对性的授权调查范围，这些调查范围在最终决定之前，都要征求意见。

这些调查为金融系统提供了宝贵的参考意见，并为未来开辟出明确的道路。它们深得企业和大众的信赖。重要的是，这些调查为改革提供了社会依据，并为政府提供了明确的建议。前两次调查的大部分建议得到了采纳和实施。政府目前正在考虑墨里调查提出的建议。

放开过程最初并不顺利

澳大利亚金融放开的最初实施并不顺利。在二十世纪八十年代大规模改革推行后的十年内，银行系统遭受了近百年来最严重的亏损。

金融机构之间竞争加剧导致信贷极速增长、企业杠杆增加以及资产价格大幅攀升，特别是商业地产。商业地产领域出现了大规模建设热潮，最终导致破坏性冲击。

地区政府所有银行的亏损最严重，亏损额为其当时股东资金的两倍。几年前入驻澳大利亚的外资银行也承受了大量亏损。一些私人银行也遭受损失，然而澳大利亚最大的国有银行（澳大利亚联邦银行）面临的问题则相对没有那么严重。

银行业亏损主要集中于地区政府所有银行和外资银行，这表明，在自由化实施后，这些机构抢占市场份额的积极性最高。地区银行很少受到外部审查，而且它们享受国家担保，未在股票市场上市。公司治理也比较糟糕。对于外资银行来说，它们希望在澳大利亚市场迅速站稳脚跟，因此而吸引了相对风险较大的贷款人，这些贷款人很难从已经具有市场地位的银行获得融资。

地区银行获其政府持有方“援救”，这也导致纳税人付出了巨大代价。（目前，澳大利亚已不存在任何政府所有银行。）外资银行得到其母公司支撑，或调整在澳大利亚运营的资本结构，或退出了澳大利亚市场。

在这次事件中，没有一家银行破产，但一些非银行金融机构和投资于商业地产或商业抵押贷款的公共信托机构出现了挤兑现象。

这对国内经济产生了严重影响。随着金融机构处理不良贷款并巩固其资产负债表，信贷供应减少，从而致使二十世纪九十年代的严重衰退期延长。

监管环境的逐渐发展

由于金融体系是首次开放，金融机构和监管者都缺乏在自由化体系下运营的经验。风险管理和监管体系尚有待发展，还不足以担此重任。这导致了上述问题。

二十世纪九十年代初出现问题之后，监管环境日趋成熟。这一进展持续至今。

二十世纪九十年代初的亏损出现之后，审慎监管体制经过了广泛而彻底的改革。这一改革措施包括：澳大利亚储备银行采用了有针对性的现场风险审查；加强联合监管；制定亏损报告制度；将州立银行的监管权转移至澳大利亚储备银行；明确审计人员和董事会成员在风险管理中的角色。

1996年沃利斯调查后，银行监管权从澳大利亚储备银行转移至新建立的澳大利亚审慎监管局，该部门还负责大部分其他金融机构的审慎监管。

当前由澳大利亚审慎监管局（APRA）、澳大利亚证券与投资委员会（ASIC）与澳大利亚储备银行（RBA）共同组成的监管模式运行良好，获得了普遍认可。在最近的墨里调查中，只有少数意见认为该模式应当修改，且调查结果明显显示支持继续采取当前制度。

这些制度中有三个方面值得注意。

首先，澳大利亚审慎监管局着重于金融**监督**而不仅仅是**规制**。作为其组织理念的一部分，该局认为，如未理解金融系统的整体发展，就无法理解单个金融机构的风险。它同样认为风险不能仅仅通过规制

来控制。该局投入了大量资源以了解其所监管机构的治理情况、风险偏好和文化氛围。该局还直接与金融机构的董事会接洽，准备在适当的情况下自行实施监管措施，包括要求金融机构增加资本持有，或制约参与某些行为。其主要理念为监管和规制并重。

第二，在澳大利亚，宏观审慎和微观审慎监管之间的区别远远小于许多其他国家，其宏观考虑融于标准监管措施之中。已经得出的结论表明，监管部门秉承宏观理念，并获取相应权力，比另外建立宏观审慎决策机构更加高效。根据法律规定，澳大利亚审慎监管局不仅负责该局不仅负责保障每个金融机构的安全与健康运行，还参与维护金融稳定。这一安排提供了便利。

第三，三家监管机构紧密合作。在其他国家时有发生机构间矛盾，在澳大利亚却基本上不存在。各机构间有着浓厚的合作文化，并且努力将该合作制度化，赋予其工作人员维护机构间合作的责任。由澳大利亚审慎监管局、澳大利亚证券与投资委员会、澳大利亚储备银行与财政部主管共同组成了金融监管者理事会，以讨论各机构共同关心的问题，包括整个金融体系的发展等。该理事会至少每季度召开一次会议，由澳大利亚储备银行行长主持。虽然该理事会没有决策权，但有时也会向政府集体提议。该理事会还提供了一个讨论共同关注问题的平台，且被普遍认为运行非常有效。

正在发展和持续的市场

在改革过程中，频繁出现一种反对变革的观点，认为现在还不是自由化的恰当时机，因为先决条件还不具备。不仅银行还不具备信贷评估能力，而且对冲工具还未开发，相关市场的深度和流动性还不够。然而，最终这些观点没有占上风。

我们发现通常是约束政策自身在阻碍支撑基础设施的开发。一种价格浮动甚微的体系，并不能促进对冲工具的开发或市场深度和流动性的提高。只有在约束政策放宽的情况下，体系的反应力才会提高，市场才能得到进一步发展。

最大的挑战来自外汇市场中。在汇率浮动政策实施之初，有人担忧大规模变动可能会带来不稳定因素，导致资产负债表面临困境。在一定程度上作为对此担忧的回应，澳大利亚储备银行在实施初期频繁地在市场中进行“缓和与测试”活动。然而，一些相对较大变动的好处是，可以强烈刺激对冲市场快速成熟。萌芽期远期外汇市场已经在规制下存在了一段时间，且发展迅速。几年后，金融市场参与者和中央银行对价格大幅变动潜在影响的担忧已经减轻了。

今天，澳大利亚拥有完整的金融市场和金融基础设施，包括成熟的期货市场、配套的中央对手方和结算基础设施。

公司债券市场是发展相对缓慢的一个领域。⁹ 虽然非金融企业可在国内发行债券，但许多澳大利亚企业仍认为在美国市场发行债券更具有吸引力。澳大利亚市场的流动性依然相对较低，企业养老金债券偏好趋缓。在某种程度上，这体现出养老金体系的确定缴费性质，这种性质导致比起固定利率投资，人们更偏好股权投资。

尽管澳大利亚金融市场的深度和流动性较高，但在 2008 年全球金融危机中，澳大利亚银行丧失了国际资本市场的准入权。尽管拥有较高的评级、强劲的盈利能力和稳定的市值，澳大利亚银行不能在全球市场上融资，相关市场将其拒之门外。这一问题最终通过中央银行的流动性支持和政府的资产负债表得到了解决。特别是，政府临时担保银行进行债券融资，该担保是收费的，期限最高 5 年。担保制度一得到实施，全球资本市场即重新向澳大利亚银行开放。

这一事件为风险偏好降低这种非常时期的市场行为提供了有益的借鉴。澳大利亚金融系统处理得相对还不错，但经过这件事之后，资本和流动性缓冲机制均得到加强。

⁹ 与其他发展经济体相比，这也并非异常现象；在某些方面，美国债券市场是个例外。

开放是有益的

对于澳大利亚来说，开放金融系统的过程是有益的举措，但在这过程中也出现了一些问题。

对于澳大利亚宏观经济稳定来说，汇率灵活性也许是最重要的因素，特别是在澳大利亚贸易条件中出现大幅变动。浮动汇率可为以实现中期灵活浮动为目标的独立货币政策运作创造条件。

澳大利亚的经验还表明，一个开放的竞争性体系并不一定过于脆弱。在二十世纪九十年代初，该体系已经呈现出较强的营利性，在2008-09年的经济危机中，澳大利亚并没有出现在许多其他发达经济体面临的金融问题。原因是多方面的，但其中澳大利亚审慎监管局的监管努力是不可或缺的。

澳大利亚金融系统得益于其强劲的竞争性边界，这有利于推动创新，并在高利润的情况下为现有机构带来竞争压力。在二十世纪九十年代，抵押贷款证券化机构进入市场，导致住房抵押贷款利率明显降低。之后，新兴的网络股票经纪人导致股权交易费大幅降低。过去十年，网络外资银行的进入为储蓄者带来了更有吸引力的利率。

尽管初期面临挑战，外资银行最终在澳大利亚金融系统中找到了一席之地。它们为国内金融机构带来了竞争，也有助于提高市场流动性，扩大金融市场的企业准入范围。

金融系统的自由化也有助于促进资本的有效配置。借贷的便利化大幅推高了一些资产的价格，也增加了企业可获取的信贷，特别是在高风险的创新领域。尽管这为出借方带来了更多风险，但至少到目前为止，这些风险得到了妥善控制。笼统地说，今天澳大利亚人享受着一整套金融服务。99%的澳大利亚人拥有银行账户（很多都设有网上银行），贷款可广泛提供。虽然金融体系依然以银行为核心，但澳大利亚的股票市场也在健康发展，且该国养老金体系规模在全世界排名第四。澳大利亚还有强劲的国内证券化市场，该市场抵御了来自全球证券化市场危机的影响。

在今天，要管理自由化体系当然会面临挑战，但与管理那种关键价格固定、市场缺乏深度、贷款局限于低风险贷款人且几乎每个人都试图规避管制的体系相比，这些挑战要少得多。

参考文献

Ballantyne, A., J. Hambur, I. Roberts, and M. Wright. 2014. “Financial Reform in Australia and China.” RBA Research Discussion Paper No. 2014-10, Reserve Bank of Australia, Sydney.

Battellino, R. and N. McMillan. 1989. “Changes in the Behaviour of Banks and Their Implications for Financial Aggregates.” RBA Research Discussion Paper No. 8904, Reserve Bank of Australia, Sydney.

Davis, K. 2011. “The Australian Financial System in the 2000s: Dodging the Bullet.” In *The Australian Economy in the 2000s, Proceedings of a Conference*, edited by H. Gerard and J. Kearns, 301–48. Sydney: Reserve Bank of Australia.

Edey, M. and B. Gray. 1996. “The Evolving Structure of the Australian Financial System.” In *The Future of the Financial System, Proceedings of a Conference*, edited by M. Edey, 6–44. Sydney: Reserve Bank of Australia.

Gizycki, M. and P. Lowe. 2000. “The Australian Financial System in the 1990s.” In *The Australian Economy in the 1990s, Proceedings of a Conference*, edited by D. Gruen and S. Shrestha, 180–215. Sydney: Reserve Bank of Australia.

Grenville, S. 1991. “The Evolution of Financial Deregulation.” In *The Deregulation of Financial Intermediaries, Proceedings of a Conference*, edited by I. Macfarlane, 3–35. Sydney: Reserve Bank of Australia.

Lowe, P. 2013. “The Journey of Financial Reform.” Address to the Australian Chamber of Commerce in Shanghai, April 24. <http://www.rba.gov.au/speeches/2013/sp-dg-240413.html>.

金融市场开放：韩国的经验

曹東徹¹⁰

韩国的金融市场多年来受到严重压抑（请见相关演示文本，包括数据和图表）。在二十世纪六十年代到八十年代政府主导发展时期，金融机构被视为支持政策的工具。然而，从二十世纪九十年代起，韩国政府开始实行金融市场自由化。对内着重放松利率管制；对外逐渐开放资本账户。但是，直到1997年韩国金融市场陷入货币危机时，管制时代的许多遗留问题依然存在。

- 政策制定者和政府依然认为汇率应当（并且可以）由政府控制和稳定。在这一环境下，汇率风险无法察觉，因此，在国内与国际利率存在较大差距的情况下，产生了从国外贷款的强烈趋势（当时国内利率为12%-15%，而伦敦同业拆借利率为5%）。在1997-98年货币危机时期，这一市场行为加剧了汇率极速下跌的不利影响。
- 道德风险加剧，这与那些被认为是太大以致于不能破产的韩国财团有关。这些财团可从市场获得比较廉价的资本，之后大举投资。如果这是一些不计后果的草率投资，市场就会开始意识到韩国政府根本无法全部施以援救。“太大以致于不会破产”信念的破灭带来了市场恐慌，前30家大财团中有15家在危机中破产。
- 要在部门间协调放松管制的步伐极其困难，这难免导致监管套利。由于对其放松管制的速度较快，小商业银行获得了套利收益。然而，在货币危机期间，几乎所有商业银行都破产了。
- 基础设施准备不足，还不能满足自由化金融市场的需要。在管制时代，对于透明和准确统计数据的市场需求比较薄弱，相关机构（信贷评级机构、会计事务所等类似机构）尚待发展。然而，统计数据的透明度和公信力是自由化金融市场正常运作的关键。
- 政策制定者也没有做好准备。他们需要时间和实践经验来适应新的

¹⁰ 曹東徹为韩国发展研究院首席经济学家兼韩国发展研究院公共政策与管理学院教授。

环境。然而，韩国的政策制定者还不能适应无法直接控制单个市场价格和金融机构行为。例如，尽管他们从教科书上学过“三元悖论”，也在知识层面理解该理论，但在实践中，他们依然将外汇市场和国内金融市场区分对待。

二十世纪九十年代韩国的经验可以为中国提供重要借鉴，因为中国目前正在面临从受管制到自由化金融市场的类似转型。在这一转型中，需要控制潜在风险，因为金融放开会加剧道德危机引发的风险增加。在这方面，中国似乎应该从以下几方面入手：

- 降低市场对汇率永远由政府稳定管理的期望；
- 降低对国企规模庞大以致于不会破产的期望；
- 减少监管套利的机会，以免为受监管较少的金融机构或影子银行所利用；
- 降低宏观经济风险，如房市泡沫。

并且，应当尽早加强基础设施建设。金融市场开放只是通往人民币国际化的一个必要（供给方）步骤。真正的挑战在于如何在国际金融市场上提高私人投资者对人民币的需求。在这方面，中国需要采取以下措施：

- 通过加强法律规制和对相关机构的市场制约提高统计的透明度和可信度。
- 增强政策制定者的能力，以便实施适应自由化金融市场的政策。

开放金融服务业：泰国案例

塔莉莎·瓦塔纳噶斯¹¹

开放一个国家的金融业对于该国来说十分有益。（请见相关演示文本，包括数据和图表）金融开放可以推动竞争，从而提高金融中介的运营效率，降低其投资成本，并提高储蓄回报率。市场参与者数量增加也会拓宽融资渠道。随着在广度和深度方面的提高，开放的金融业可以更好地支持经济增长与发展。对于中国来说，市场参与者数量增加有助于促进经济再平衡，从过度依赖投资，转为依赖服务和消费，这两个领域的融资需求可能尚未得到满足。当然，这些需求不能被政府和国有企业的融资需求所挤出。

然而，开放需要在恰当的先决条件下按照适当顺序谨慎实施，以避免金融危机风险。很多研究都为适当的开放途径提供了理论基础。然而，实证研究表明，事实上各国选择了不同的道路，也获得了不同程度的成功。这些研究成果凸显出没有放之四海皆准的模式，且金融业开放是一项艰难的任务。然而，需要强调的是，一个国家不能因为害怕金融不稳定的潜在风险而拒绝开放，而是必须试图管控和缓和风险。其他国家的经验特别是教训可以为实现这一目标提供宝贵借鉴。

二十世纪九十年代，泰国在金融业开放中遭到了惨痛教训，在很大程度上导致了 1997 年金融危机，这可为中国提供有益借鉴。1992 年，金融业在 27 年内首次开放。48 家离岸银行获得批准，从资源过剩的国家融资以提供给赤字国家，包括柬埔寨、老挝、缅甸和越南（由外向外业务），或者提供给泰国产业界（由外向内业务）。当时，这被视为开放的一小步，因为这些金融机构不得使用国内市场储蓄，因而也就不会与现有金融机构正面竞争。结果，因为不当的初始条件和开放次序，事情变得非常糟糕。经由这些金融机构的外国借款导致地产泡沫大量堆积，最终在泡沫破碎时引发危机。大量资本的流入由以下几个因素造成：对上述通过金融机构的借款实施具有吸引力的优惠预扣税率；提前两年提高利率上限之后，国内利率升高，扩大了国内与

¹¹ 特丽莎·瓦塔纳格色为前泰国央行行长。

国外的利率差额；采纳国际货币基金组织第八条，取消了对资本流动的所有限制；固定汇率转移了借款方的汇率风险，进一步提高了对国外贷款的偏好。固定汇率制度导致货币政策无法有效紧缩经济，因为提高利率会导致更多资金流入。

当时，金融业和监管机构均比较薄弱，银行与其借款方存在着到期债务与货币高度不协调的情况。相关治理与银行业法律法规也比较薄弱，特别是在贷款分类和准备金提取方面。放贷在抵押的基础上进行，随着繁荣时期房地产价格攀升，抵押品的价值不断提高。金融基础设施也比较薄弱。当时没有征信局，也没有储蓄保险，只需要隐性担保。

危机发生之后，首先要解决的是危机处置问题，然后进行宏观经济、金融业和监管机制改革，以提高经济和金融业的灵活度和抗风险能力。这些改革专注于公共和私人部门的风险管理需求，包括金融机构、企业和家庭。所需的财务安排和基础设施也落实到位，包括征信局、储蓄保险机构和资产管理公司。

只有在对改革成果足够满意之后，我们才开始按照以下步骤逐渐开放金融业：

- 开始推进金融业的合理化，以构筑抗风险能力，为应对更多竞争做准备。要求金融机构按照产权单一制整合或吸收其非银行子公司，将其纳入金融集团，这样同一集团下不同种类金融机构不会提供相同的金融服务。例如：金融公司——与其母公司银行名称不同、并应用与之基本相同的工具接收存款并发放贷款的银行——必须被纳入母银行。这一政策可避免分割，提高规模经济效益，排除监管套利行为，因为当时银行和非银行机构适用的法律不同。必要的法律和税收制度变革以及激励机制得到落实，以适应兼并和收购。最终，金融机构的数目从 83 家缩减至 41 家。
- 在现有市场参与者之间引入更多竞争。允许设有分支机构的现有外国银行设立更多分支机构，同意转为子公司的外国银行可以开设更多分支机构。并且，经泰国银行批准，对泰国银行所吸纳的外国战略投资限制从 25% 提高至 49%，按照财政部批准，甚至可高于 49%。

- 授予更多外国银行准入权。未来，在适当或需要的情况下，增加新的参与者，如东盟银行一体化框架下的电信公司和合格的东盟银行。

作为总结，我想重申，在维护金融稳定的同时开放金融业的过程中，一个国家需要谨慎地规划改革战略、时机和次序，考虑到初始条件和本国具体情况。在开放之前，其金融业和监管机制必须足够强大，且必须在开放之前或之后建立必要的有序退出机制或体系。同样，也不能和不应等所有条件都具备且时机完美之后再采取行动，因为这将是徒劳的等待，只会导致不作为。逐渐开放是一种有效方法，因为这样可以在开放的过程中进行风险管理。

主题发言

货币政策和金融稳定*

拉尔斯·斯文森¹²

在本演讲中，我将阐述关于货币政策和金融稳定的一些总体观点（**请见相关演示文本，包括数据和图表**）。我认为这些观点对中国货币政策、金融体系和金融稳定政策的未来发展可能具有借鉴意义。我还想特别讲一下关于最近瑞典货币紧缩政策的经验，即“逆向干预”，实行该政策是因为关于房价与家庭债务攀升的担忧。这些经验对中国相关问题也是有借鉴意义的。

接下来，我将探讨三个问题。第一，通过货币政策有哪些可以实现，哪些不可实现？第二，货币政策与金融稳定政策是什么关系？第三，正如国际清算银行（2014年）所倡导的，货币政策是否应当进行逆向干预吗？例如，逆向干预房价上涨和住房债务堆积以维护金融稳定？

简要回答第一个问题：不能对货币政策抱有过多期望。事实上，货币政策仅能将通胀稳定在通胀目标水平，将资源利用稳定在预期长期可持续资源配置率水平。特别是，货币政策不能实现并保持价格稳定；要保持价格稳定，需要单独的金融稳定政策（微观和宏观审慎政策）。

简要回答第二个问题：货币政策和金融稳定政策存在很大差异，两者目标不同，用于实现目标的工具也不同。特别是，用于实现货币政策的工具不能应用于实现金融稳定政策目标，反之亦然。我认为，在正常时期，这两种政策最好分别实施，即便两者由同一机构负责。但是，每种政策都应当完全了解并考虑另一种政策的实施和影响。

简要回答第三个问题：逆向干预以限制房产价格上涨和家庭债务

* 2015年3月16日“金融业开放、创新和稳定：国际经验和对中国的借鉴”中国人民银行与国际货币基金组织第三次研讨会演讲稿。本发言表达的观点属于作者本人，并不代表国际货币基金组织观点或政策。

¹² 拉尔斯·斯文森为前瑞典央行副行长、斯德哥尔摩经济学院客座教授、国际货币基金组织研究部资深学者。

堆积的成本（根据今后几年更糟糕的宏观经济表现计算）约为收益（按照宏观经济表现有所改善预计）的 250 倍，至少在瑞典如此。这证明货币政策一般应作为维护经济稳定的最后一道防线。

通过货币政策有哪些可以实现，哪些不可实现？

货币政策能将通胀稳定在目标水平，将资源利用稳定在预期长期可持续资源配置率水平。由于较长一段时期内的通胀率主要由货币政策决定，因而可以设定货币政策预期达到的通胀率目标，在较长一段时期内使平均通胀率符合上述目标。¹³

与之相对，长期可持续资源利用率（例如：按照长期可持续失业率的潜在产出[或损失]衡量）在很大程度上并非取决于货币政策，而是取决于影响经济结构和运行的非货币因素。这些因素会随着时间的推移而变化，难以直接观察和衡量。因此，不宜就长期资源利用率设定固定货币政策目标。反而应当对资源利用率进行长期估算，且评估结果具有不确定性，需要经过修正。

因此，通过货币政策不能提高长期可持续资源利用率；要达到这一目标，需要运用结构性政策。通常情况下，货币政策不能解决结构问题。

并且，通过货币政策不能实现金融稳定，这需要金融稳定政策来实现（微观与宏观审慎政策）。价格稳定不能带来金融稳定。利率政策不足以维护金融稳定。特别是，如下所述，逆向干预也不能解决债务问题。

Stein（2013 年）提出了支持以逆向干预维护金融稳定的最有力观点：“货币政策可能不是维护金融稳定最合适工具，但与监管措施相比有一项重要优势，即可以填补（金融体系的）所有缺口。”但是，我想补充一点，适度提高政策利率不能彻底解决这些缺口。要填补这些缺口，政策利率就必须提高到会使经济崩溃的程度。

¹³ 这一部分基于 Svensson（2015 年 b）的观点。

我认为，如果存在金融稳定问题，制定并实施更好的金融稳定政策是唯一的选择。

货币政策与金融稳定政策是什么关系？

要回答这一问题，我们需要区分货币政策和金融稳定政策。¹⁴

通常，在探讨不同的经济政策时，我们按照其目标、适用工具和掌控工具并负责实现目标的机构来区分这些政策。例如，财政政策和货币政策有着明显不同的目标、工具和负责机构。同时，两者之间也存在许多相互作用，财政政策目标会受货币政策影响，反之亦然。因此，适当的财政政策应当考虑到货币政策对其目标的影响，反之亦然。但是两者也有着明确区分。同样，金融稳定政策和货币政策也是既有区分又相互作用。

就货币政策而言，灵活的通胀目标制要求实现价格稳定和实际稳定。更确切地说，目的是将通胀稳定在目标水平，将资源利用稳定在长期可持续比率水平。在正常时期所使用的工具为政策利率和宣传交流，后者包括发布通胀和失业率等目标变量的预期，以及可能提出前瞻指导，如发布政策利率路径，即，对政策利率的预测。危机时期所使用的一系列工具包括资产负债表政策，如资产购买（量化宽松）、还款期限较长的固定利率放贷、外汇干预和设定汇率下限。央行掌控上述工具并负责实现上述目标。

对于金融稳定政策来说，其目的是维护金融稳定。金融稳定的定义并不像价格稳定那么明确。我认为最合适的定义为，金融体系可以实现三个主要功能（将储蓄转化投资、管理风险和转移支付），并对阻碍上述功能实现的干扰具有充分的抗风险能力。该定义的主要内容在于充分的抗风险能力。未来金融系统面临的干扰和冲击是不可避免的，并且很有可能来自未知的方向，属于未知的种类。具有应对这些干扰的充分耐受力很重要。

¹⁴ 这一部分基于 Svensson（2014 年）的观点。

在正常时期，金融稳定政策的工具为监管和沟通，包括资本和流动性要求、贷款价值比上限、银行处置要求、金融稳定报告等等。危机时期采用的额外工具包括最终贷款人、期限较长的浮动利率贷款（放宽信贷）、担保、银行处置、资本注入、资产购买等。

不同的国家掌控工具的机构不同，可能包括金融监管机构、中央银行、财政部、国债管理局、专门的银行处置机构等。

很明显，从上述角度看，货币政策和金融政策存在着明显差异，即便两者都由央行主管。

重要的一点是，价格稳定不会带来金融稳定。货币政策可以带来价格稳定，但是不能实现金融稳定。货币政策不能使金融体系具备充分的抗风险能力；例如，货币政策明显不能确保金融体系中存在充分的资本与流动性缓冲。

并且，金融稳定政策不能实现价格稳定。金融稳定政策可以实现金融稳定，但是不能将通胀率稳定在目标水平，也不能将失业率稳定在长期可持续比率水平。

因此，需要两种政策共同作用才能实现货币政策目标和金融稳定目标。

尽管如此，两者相互影响。金融稳定政策可影响金融市场、不同利率之间的利差和银行贷款，从而间接影响通胀和资源利用。货币政策影响资源利用、信贷损失和资产价格，间接影响资产负债表和杠杆。因此，两者之间存在相互作用，就如同财政政策和货币政策之间存在关联。但是，用于实现货币政策目标的工具并不适用于实现金融稳定政策，反之亦然。

我认为，在正常时期，货币政策和金融稳定政策最好分开实施，且两种政策在实施过程中应相互加以考虑，以更好地实现政策目标。这与货币政策与财政政策的实施方式相似。按照博弈理论，这符合非合作纳什均衡，而不是合作均衡。采取这种做法才能发挥最好效果主要有两个原因：首先，与金融稳定政策相比，货币政策能够更有效地将通胀率稳定在目标水平，并将资源利用稳定在长期可持续比率水平，而与货币政策相比，金融稳定政策能够更有效地实现金融稳定。

第二，这明确了每种政策负责机构的职能。Bean（2014年）全面探讨了为什么两者着重于实现各自的目标会达到更好的效果，以及如何达到这样的效果。

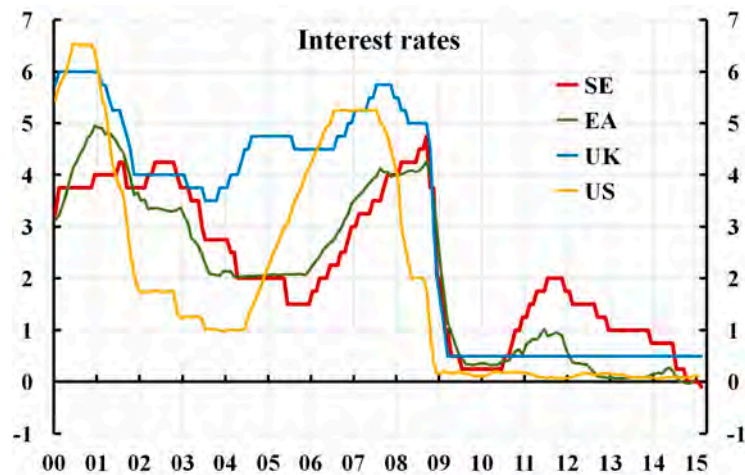
在危机时期，确保相关机构的全面合作和协调政策。这些机构可能包括金融监管机构、央行、财政部、银行处置机构等。

货币政策应当进行逆向干预以维护金融稳定吗？

对于货币政策是否应当进行逆向干预（即以超出合理范围的程度严格地将通胀稳定在目标水平，将资源利用稳定在长期可持续比率水平）以维护金融稳定，瑞典的经验非常有借鉴意义。

瑞典央行提供了逆向干预的明确案例。该行自2010年夏天开始积极收紧政策以控制家庭债务的增长。图1表明瑞典央行政策利率从2010年夏的0.25%增长至2011年夏的2%。尽管预期通胀率低于瑞典央行的通胀目标，预期失业率远远高于央行预计的长期可持续失业率，该行仍然收紧政策。¹⁵

图1：瑞典、英国和美国的政策利率；欧元隔夜平均利率指数（EONIA）

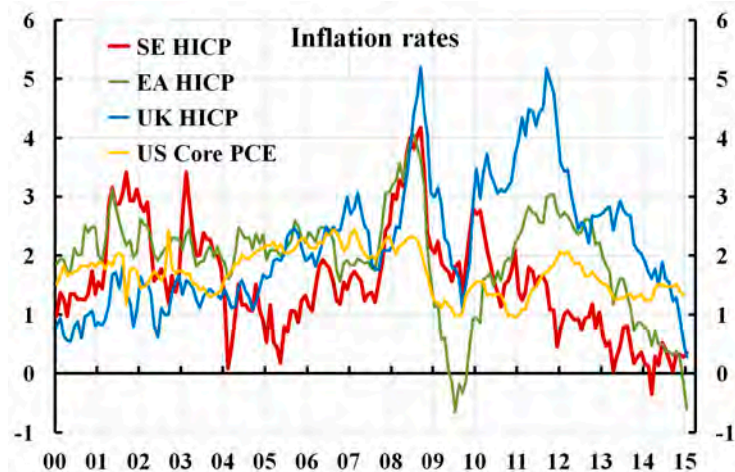


资料来源：Datastream。

¹⁵ 本段基于 Svensson（2015年a）的观点，参考了其中的详细内容。

政策紧缩之后，通胀率迅速下降。图 2 表明瑞典、欧元区、英国和美国的通胀率（前三个经济体以消费者物价调和指数（HICP）衡量，以增加国家间的可比性，对于美国，则以核心个人消费支出（PCE）衡量）。

图 2：瑞典、欧元区和英国年度 HICP 通胀率；美国核心 PCE 通胀率

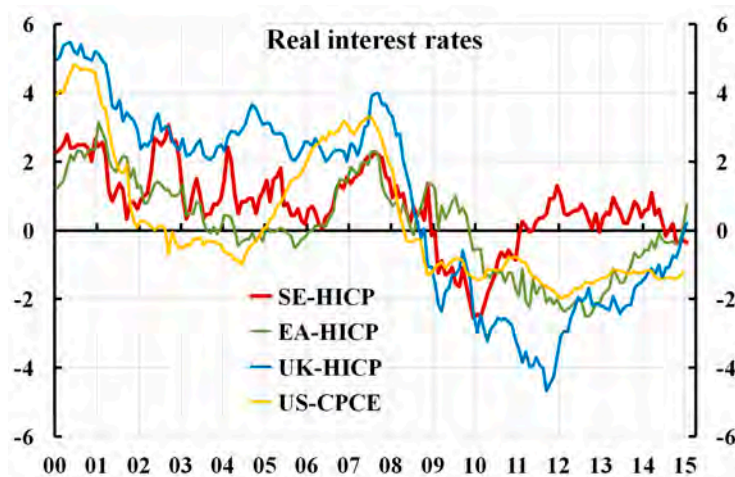


资料来源：Datastream。

注：HICP=消费者物价调和指数；PCE=个人消费支出

政策利率提高和通胀率下降表明，实际政策利率（以政策利率减去通胀率计算）提高的幅度高于政策利率，见图 3。瑞典的实际政策利率从 2010 年初的-2.5%增长至 2011 年底的 1%，增长了 3.5 个百分点，表明政策大幅收紧。该政策导致 CPI 通胀率达到零，甚至负值（见图 4，灰色线），失业率约为 8%，远远高于长期可持续水平。

图 3：瑞典、欧元区、英国和美国的实际利率



资料来源：Datastream。

注：HICP=消费者物价调和指数；PCE=个人消费支出

后来，瑞典央行规定了政策框架（Sveriges Riksbank，2013 年）。该行承认，执行这项政策要付出代价，因为政策利率的提高导致随后几年内失业率居高不下。但是，该行还认为，政策利率的提高也促使实际家庭债务减轻，债务收入比率降低，也就是说，未来发生危机的概率以及危机发生后的严重性降低。带来的好处是预计未来失业率将降低。

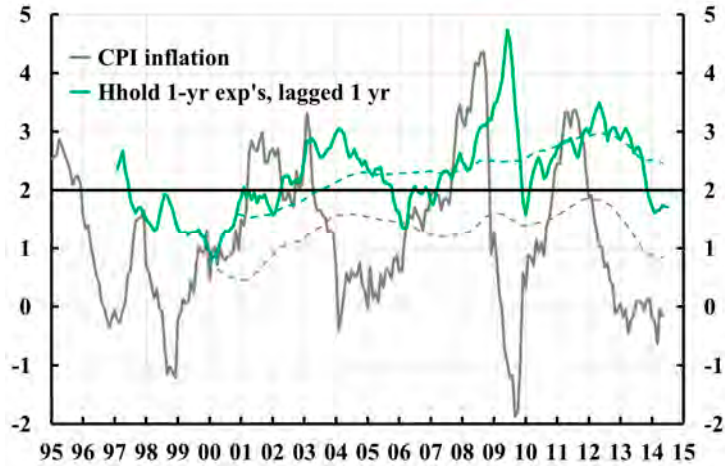
瑞典央行并没有发布关于该政策成本与收益权衡分析的数值估计，但发布了该政策利率对失业率、实际家庭债务和家庭负债收入比率影响的评估（Sveriges Riksbank，2014 年）。对实际债务和负债收入比率的影响较小，基本为零。在瑞典央行上述估计的基础上，结合关于实际债务增加对金融危机概率影响（Schularick 和 Taylor，2012 年）与危机时期负债收入比率降低对失业率上升的影响（Flodén，2014 年）的文献所提供的估值，并考虑到瑞典央行关于危机期间失业率平均上升 5% 的假设（Sveriges Riksbank，2014 年），可以计算出政策紧缩的成本和收益。结果表明，与成本相比，收益甚微。收益（即预计未来失业率降低）约为成本（随后几年内的失业率增加）的 0.4%。换种方式说，成本约为收益的 250 倍。

并且，瑞典央行的经验体现出，限制负债的逆向干预政策存在着固有缺陷。如上所述，这项政策由国际清算银行（2014 年）所倡导。如前文所述，该政策将通胀稳定在目标水平，将资源利用稳定在长期可持续比率水平，严格程度超出了合理范围。也就是说，使平均通胀率低于目标水平。但是，在很多经济体中，通胀目标变得越来越可靠，因为通胀预期与通胀目标挂钩。因此，通胀率低于目标也意味着将通胀率低于预期。作为结果，这将会加重家庭和其他主体的实际债务负担，还将推高失业率，降低就业率和收入，反过来降低负债主体的偿债能力。因此，作为债务问题管理的一种方式，逆向干预往往最终适得其反。

特别是，最近几年瑞典实际通胀远远低于目标水平和家庭预期。图 4 表明年度 CPI 通胀率（灰色线）和家庭对未来一年实际通胀的预期（绿色线）。可以看到，家庭对通胀率的预期往往比 2% 的通胀目标高。图中家庭预期滞后一年，因此灰色线和绿色线的差距表明了通胀率与一年前的预期之间的差异。在之前几年内，通胀水平降至远低于

预期的水平。可以证明，与通胀率为 2% 的水平相比，2011 年 11 月所获贷款的实际价值到 2012 年春要高 6.5%。

图 4：年度 CPI 通胀率和对未来一年通胀率的家庭预期（滞后一年）



资料来源：Datastream。

结论

因此，我的结论是，不能对货币政策抱有太多期待。货币政策充其量仅能将通胀稳定在给定目标水平，将资源利用稳定在预计长期可持续比率水平，从而使平均通胀率与目标相符，使平均资源利率与经济长期可持续水平平衡。特别是，金融稳定不能通过货币政策实现，而是需要另外实施金融稳定政策。

货币政策和金融政策有很大差异，目标不同，用于实现目标的工具也不同。在正常时期，宜分别实施两种政策，即便两者由同一机构负责。但是，每种政策都应当充分了解和考虑另一种政策的实施和影响。

在瑞典，央行逆向干预的成本约为收益的 250 倍。并且，逆向干预在债务问题管理方面是具有固有缺陷，因为通胀率低于可靠目标水平会加重家庭实际债务负担，影响其他主体的偿债能力。这说明货币政策应该是维护金融稳定的最后一道防线。

参考文献

Bank for International Settlements. 2014. 84th Annual Report: 1 April 2013–31 March 2014. Basel: Bank for International Settlements. www.bis.org.

Bean, Charlie. 2014. “The Future of Monetary Policy.” Speech delivered May 20, London School of Economics. www.bankofengland.co.uk.

Flodén, Martin. 2014. “Did Household Debt Matter in the Great Recession?” Supplement to blog post on Ekonomistas, www.martinfloden.se.

Schularick, Moritz, and Alan M. Taylor. 2012. “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008.” *American Economic Review* 102: 1029–61.

Stein, Jeremy C. 2013. “Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses.” Speech delivered February 7, at the “Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter” research symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri. www.federalreserve.gov.

Svensson, Lars E. O. 2014. “Monetary Policy and Financial-Stability Policy Are Different and Normally Best Conducted Independently.” In *Monetary Policy in a Changing Financial Landscape*, ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal, May 25–27, 81–89. www.larseosvensson.se.

Svensson, Lars E. O. 2015a. “Inflation Targeting and Leaning against the Wind.” Forthcoming in *South African Reserve Bank (2015), Fourteen Years of Inflation Targeting in South Africa and the Challenge of a Changing Mandate*, South African Reserve Bank Conference Series. www.larseosvensson.se.

———. 2015b. “What Can Monetary Policy Achieve and What Is the Relation between Monetary Policy and Financial Stability.” Forthcoming in Nowotny, E., Ritzberger-Grünwald, D. and Schuberth, H. (eds) (2015). “The Challenge of Economic Rebalancing in Europe. Perspectives for CESEE Countries”. Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton,

MA. www.larseosvensson.se.

Sveriges Riksbank. 2013. “Financial Imbalances in the Monetary Policy Assessment.” Box in Monetary Policy Report July 2013. www.riksbank.se.

———. 2014. “The Effects of Monetary Policy on Household Debt.” Box in the Monetary Policy Report February 2014. www.riskbank.se.

第三场分会

利率放开、影子银行业和货币 传导机制

新货币政策框架下的利率传导机制

马骏¹⁶

新货币框架的中介目标应以政策利率为主，数量指标可作为参考

我国目前的货币政策框架的一个主要问题是过于强调数量型的短期中介目标，如希望月度的 M2 和贷款增长速度不明显偏离公布的或隐含的预期目标（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。在金融创新、技术变化、预期变化和资本项目开放的背景下，由于货币需求变得不稳定，过度强调货币或贷款供给的短期目标会导致市场利率的过度波动。货币政策框架转型的目标应该是将短期中介目标改为政策利率目标，而只在中长期参考某种数量指标（如修订后的 M2 的增长率）。短期内不应该同时追求利率和数量目标，这两者是不可兼容的。

在新的框架之下，虽然中介目标转变为利率，货币政策还应该在中长期“参考”一个广义货币数量指标，理由是：1）在我国的金融体系中，60%左右的企业融资仍然来自于银行贷款，这个比例与欧洲的水平接近，但远高于在货币政策框架中放弃了数量目标的美国。对一个以银行为主体的金融体系来说，货币总量指标对监测货币条件和宏观审慎状态来说都是有意义的。2）如果设计得好，一个包括了短中期国债、回购、货币基金等金融工具的更为广义的货币量指标与实体经济的长期相关性可以比现在的 M2 与实体经济的短期相关性更高。

在中长期“参考”某种货币量的实际操作中，应该注意避免将这种参考“短期化”和“严格化”。比如，只要 M2 增速的长期移动平均基本稳定在 M2 增速的参考值左右即可，应该允许月度 M2 增速在相当长的时间内显著偏离这个参考值。这是因为，严格盯住月度的数量增长指标会人为导致市场利率的大幅波动。另外，应逐步通过建立利率

¹⁶ 马骏是中国人民银行研究局首席经济学家

走廊和提升对流动性的预测能力，来强化货币政策的可信度和稳定市场利率的能力。

通过改革疏通利率传导机制

在“十三五”期间，我国宏观调控体系改革的一个重要内容是货币政策框架从数量型向价格型调控的转型，而这个转型的关键在于货币政策中介目标由货币供应量指标（如 M2）向政策利率的转变。从国际经验来看，所有的发达国家和绝大多数中等收入国家已经在过去几十年内完成了这项转型。实证经验表明，推动这个转型的主要条件有三：第一，数量型指标（如 M2）与经济增长和物价涨幅的相关性显著弱化，因此无法继续保证对货币供应量的精准调控可以达到稳定经济和物价的目的；第二，由于金融创新使货币需求变得不稳定和难以预测，盯住货币供应量会人为导致市场利率的大幅波动；第三，政策利率能够有效地向中长期利率（包括债券收益率、存贷款利率）和实体经济传导。

从我国的情况来看，上述三个条件之一和之二已经基本满足（马骏，2014）。但是，第三个条件——即一旦货币政策中介目标改变为政策利率，该政策利率的变动能否带动中长期债券利率和存款、贷款利率的变动，并起到影响实体经济投资和消费的作用——还是一个尚未有满意回答，但却十分重要的问题。我们的研究课题从理论和实证两个角度对此进行了较为深入的研究。我们分析的主要结论是：

- 我们通过事件分析、beta 分析、SVAR 模型和无套利检验等研究表明，我国短期市场利率向中长期债券利率传导的机制基本通畅，但传导效果弱于发达国家。短期利率通过银行渠道向贷款利率传导的效率低于通过债券市场传导的效果。
- 我们的理论模型显示，贷存比、对贷款的数量限制、较高的存款准备金率、借款主体的软预算约束、债券市场流动性不足、债券市场准入管制等都是利率传导的阻滞因素。这些体制或政策约束都类似于对银行经营活动的变相税收，会增加其资产配置的“摩擦力”，阻滞了资产和负债的灵活配置与调整，并由此导致了政策利率向货

款和存款利率传导不畅。我们的实证研究也证实了上述大部分结论。

- 我们用 3000 多只城投债数据为基础的实证研究表明，这些融资平台的融资成本反映了信用风险，已经有了较为明显的市场化定价特征，平台的融资行为对无风险利率也具有了一定的敏感性，软预算约束问题作为利率传导机制改革的障碍可能没有想象的那么严重。
- 该研究的主要政策含义是，在未来几年中，应该推进一系列改善传导机制的改革，以保证在以政策利率调控为主的新的货币政策框架正式启动之时，政策利率向其他利率（包括债券收益率、贷款利率、存款利率）的传导是基本有效的。具体的改革包括：

首先，逐步弱化数量型管理体制因素对利率传导机制的人为约束。应该取消贷存比约束、有序淡出对银行贷款的数量限制、降低存款准备金率。在规划逐步淡出对贷款的数量限制的同时，要研究改善货币政策与监管政策的协调，避免出现货币政策的“逆周期”性与某些监管政策的“顺周期”效果的冲突。

第二，加快推进硬化地方政府和国有企业预算约束的体制改革。比如，推动执行新的预算法、用地方债替代平台融资、公布地方政府全口径资产负债表等可以在一定程度上硬化地方政府的预算约束，让地方政府变得“不敢借、不愿借”，从而缓解通过货币政策的数量限制“不让借”的压力。另外，加快国企混合所有制改革、国企上市、打破刚性兑付等改革，也会帮助硬化国企的预算约束。此外，还应该加快推动地方债市场的金融基础设施建设，包括建立和完善地方债评级体系、强化信息披露、市场化定价机制和二级市场流动性，以强化市场对地方政府借款主体的约束。

第三，进一步发展债券市场，提高流动性，以强化政策利率的传导效率。提高两年以下国债的发行量和频率，进一步活跃国债市场；允许银行参与国债期货市场，研究开发与通胀指数挂钩的国债产品；为缓解由于准入管制和投资者风格趋同造成的流动性不足的问题，应加快境外投资者入市步伐，提高 QFII、RQFII 额度，简化审批程序，放松对三类机构进入银行间债券市场的资格要求和额度限制，加快理财和私募基金开户审批速度；放松对债券发行市

场的行政管制，让企业用市场机制优选其融资结构；为强化短期市场利率向存贷款利率的传导效果，应加快发展 NCD 市场以提高银行负债端定价的市场化水平，进一步推行资产证券化以促使商业银行提高其贷款利率的市场化水平；进一步做大企业债市场以强化通过债市与贷款市场的替代性。

利率放开与管理

西蒙·格雷¹⁷

目标

中央银行需要谨记其长期目标——例如实现并保持稳定的低价格通胀水平——以及其短期运作目标（例如：短期市场利率）（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。

- 运用利率杠杆调节经济的央行通常关注短期批发市场利率（通常为隔夜利率）。
- 在大多数情况下，短期市场利率以实行政策利率的开放市场的运行为导向，而经常性融资起支持作用。（隔夜经常性信贷机制可能是对支付系统最重要的支撑。）
- 市场套利（竞争）允许短期批发市场利率转移至经济体其他领域。

中央银行也需要宣传其目标和“政策反应函数”（即，如何应对宏观经济发展）。以往，许多央行在一定程度上保持其政策动机的神秘性，让市场去猜测；但是，大多数央行都发现，如果 1) 政策得到清晰明确地沟通且 2) 其所宣布的政策得到了明确实施，该政策运行的效率和效果就会大大提升。



为什么要让市场猜测呢？

¹⁷ 西蒙·格雷，基金组织货币与资本市场部，2015年3月。

激励措施

央行与商业银行的目标不同；前者致力于管理通胀和更宏观的经济状况；后者致力于盈利。如果央行的运作框架考虑到了商业银行的激励措施，就可以更加有效地达成政策目标。

- **基于市场的工具**（例如：利率工具）应鼓励银行——以及更广泛的金融市场——按照央行的意向做出反应。
- **行政工具**——如无息存款准备金、直接贷款等——通常会促使市场规避监控。在很多国家，这已经导致“影子”银行部门的兴起。

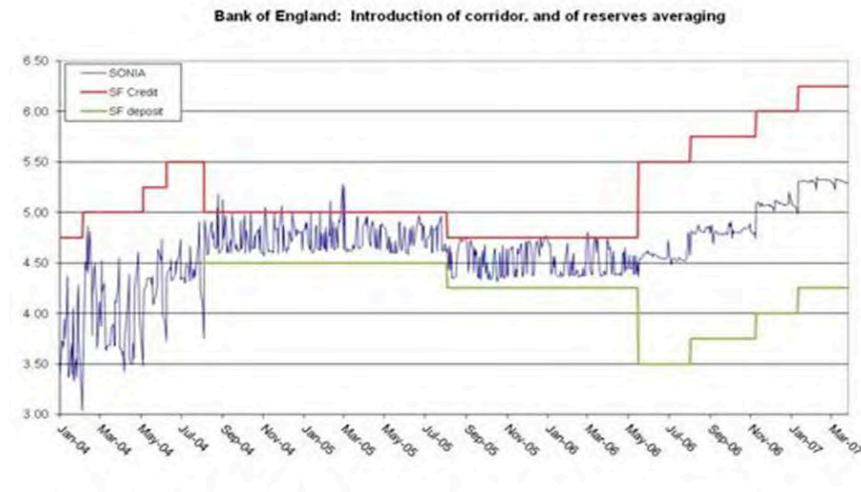
通过行政手段可能不足以达到央行的实际目标。例如，在美国，对存款利率的控制（在 2011 年之前，Q 条例禁止对活期存款账户提供利息）是促使存款从银行转移至货币市场共同基金（2008 年，该市场引发严重系统风险，需要 3 万亿美元政府担保）的一个重要因素。2004 年之前的几十年来，伊拉克央行保持存款利率固定不变。因为该利率太高，转贷无法盈利，银行拒绝接受一些新的存款。潜在顾客不但被剥夺了资金回报，还被剥夺了享受银行服务的权利。从管理方面讲，实行固定存款利率意味着两种结果：顾客拒绝银行，或者银行拒绝客户。这两种反应都不利于央行实现其目标。

资产负债表

如果一项政策将对实体经济产生影响，中央银行必须将该政策从决策（例如，关于短期市场利率目标）付诸实践：这需要通过央行的资产负债表进行。因此，了解央行的资产负债表结构很重要，这可能会制约银行的运作。并且，理想情况下，央行应当确保其市场交易（按照政策利率目标或近似水平进行）的规模足以产生预期效果；现实中，央行选择向市场提供贷款还是消耗盈余准备金余额，影响是不同的（两种措施同时采取则是市场碎片化的迹象）。

运行框架会产生影响。英国 2004 至 2006 年的隔夜利率图表中涵盖货币框架保持不变的一段时期：当时，英格兰银行一直遵循 2% 的通

胀目标，并且没有实施任何利率控制或直接贷款。但是，一种更加行之有效的运行结构——即于2006年5月实施在一月期内平均有息准备金余额收益的政策——使利率波动大大降低。这刺激了竞争，促进了货币政策传导。



背景

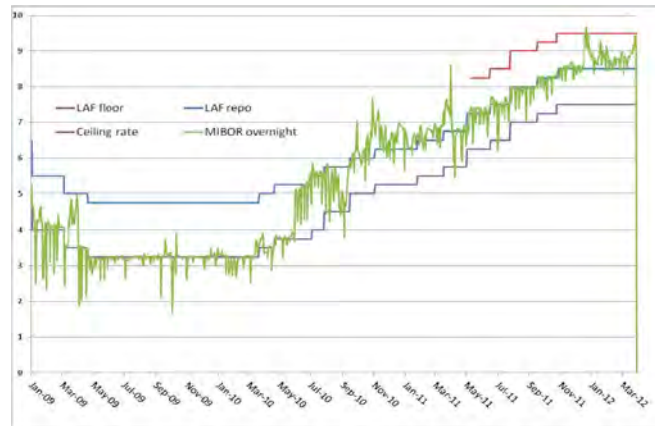
仅靠利率放开不足以形成完全有效的利率传导机制。

- 如果长期进行价格控制，“适当”的价格（例如，收益曲线或信贷利差的适当斜率）则难以获知；市场应当加以了解。
- 与之类似，央行需要了解市场应对政策变动（以及接下来的通胀措施）的速度和持续性。
- 政策透明度很重要。如果政策不明确，央行的运作框架就会很难明确实施，市场会更加难以明确地进行政策传导。
- 政府的财政和汇率政策以及关于房产投资的辅助性政策将影响市场关于央行未来政策立场和收益曲线适当斜率的预期。

随着市场不断加强对政策的了解，且从长远考虑，“安全屏障”是有必要的。

- 利率走廊可能是安全屏障的一部分，在央行和商业银行加强流动

性管理的过程中，利率走廊可防止市场利率过度波动；但是，随着时间推移，利率走廊的重要性将降低（见 2009–12 年印度利率表：2011 年实施的运作框架变化）。



- 要确保银行（和其他金融中介机构）免于承担过多风险，适当监管很重要。

结论

央行应当适当明确地指导短期银行同业拆借利率。如果央行在特定的货币政策委员会会议上设定适当的政策利率为 X%，这通常意味着银行间和批发市场从第二天到下一次政策会议的利率将稳定在近似水平上。央行应当在运行框架中实施这一政策，在必要的情况下输入或消耗准备金余额，合理设定目标市场利率。平均存款准备金率可为银行提供有效的流动性缓冲，因而，准备金在流动过程中意外波动将不会导致市场利率出现突然变化。

长期利率应当由市场决定，体现市场对央行未来政策利率、未来通胀指标等因素的预期。期限为 12 至 24 个月的长期银行间利率最好能体现当前的央行政策利率以及该时期市场对于未来政策利率的预期。政策框架越明确，市场确立收益曲线就越容易。长期收益将体现对于通胀和实际利率的预期。

在有市场竞争的情况下，央行政策利率通过与各银行联系传导至市场利率，产生更广泛且最有效的效果。由于这些银行寻求收益最大

化，需要通过竞争来刺激它们对央行的政策利率做出反应。如果不存在竞争，在央行紧缩政策的情况下，各银行可能不会积极提高存款利率，在央行放宽政策的情况下，各银行也可能不会积极降低贷款利率。并且，市场各部门之间的套利——通过银行或其客户——应当有助于推动市场利率相互平衡且与央行的政策利率相符。¹⁸

安全屏障——政策利率走廊、良好的规制、竞争和透明度——在自由化时期和正常时期都很重要。随着央行改进利率和流动性管理，对一些工具的利用减少，但可以且应当保留。在央行改进流动性管理时，常备信贷与存款工具可形成有效的安全屏障，防止市场利率过于偏离政策利率目标。尽管以后这些工具以后基本不会再使用，但是依然应当保留。在向自由化利率转型的过程中，监管是确保银行在新环境中避免承担过多风险的重要措施；但是即使在银行比较了解完全自由化利率的情况下，对利率风险的监管依然重要。

利率放开并不意味着央行失去控制权；的确应当加强从政策制定到市场影响的传导。明确的政策制定与市场型工具相结合，可以激励中介机构响应央行政策，而不是促使其规避监控。这在中期内将更有效地支持市场发展。

¹⁸ 例如，如果央行降低政策利率，并预期将其保持在低位，那么 6-12 个月的证券收益将更有吸引力。随着市场参与者对上述证券的需求增加，其价格将提高，导致收益降低，从而符合未来短期政策利率预期。

金融创新与规制以及货币传导机制： 美国经验的借鉴

安德鲁·莱文¹⁹

在制定货币政策战略和沟通过程中，一个重要的环节是评估货币传导机制的特点，即货币政策立场的变化如何影响总支出和消费通胀？这些影响通过哪些渠道传导？传导机制在何种程度上受金融创新和金融监管变化的影响？（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。

对于美国经济来说，这一话题在许多宏观经济计量研究中得到探讨。美国联邦储备银行（FRB/US）模式——联邦储备金监察小组的主要宏观经济模型——提供一系列基准测试结果。例如，目标联邦资金利率水平每持续降低 1 个百分点，实际 GDP 预计将提高约百分之 1.75%，推动消费通胀率在两年内提高约 0.6%。产生上述影响的渠道包括消费者和企业借款利率下降、股票和其他金融资产价格上升以及美元外汇贬值。

并且，家庭和企业预期也是影响货币政策行动短期效果的重要因素。美国关于金融创新和规制的以往经验提供了大量具有潜在价值的借鉴，中国人民银行不妨予以参考。

挤兑。整个十九世纪和二十世纪初，美国银行业体系不断面临挤兑现象，储户从银行提取资金并持有现金，直至恐慌消退。这种挤兑与银行对房产拥有者和小企业的资金供应大幅收缩有关，特别是在大萧条初期。自从 1933 年建立存款保险制度后，美国银行机构就再也没有面临挤兑问题。当前的金融危机与发生在影子银行部门的挤兑相关，因此美国政府提供了某些临时担保以抑制上述挤兑现象。

==> 实施存款保险制度，明确政府向大储户或影子银行机构提供担保

¹⁹ 安德鲁·列文为国际货币基金组织研究部顾问。本文为其在 2015 年 3 月 16 日“金融业开放、创新和稳定：国际经验和对中国的借鉴”中国人民银行与国际货币基金组织第三次研讨会上的演讲稿概要。本发言表达的观点属于作者本人，并不代表国际货币基金组织或其他个人或机构的观点或政策。

的条件。²⁰

存款利率上限 在二十世纪六十年代中期，美国政府对储蓄存款实行利率上限，并禁止银行机构提供活期贷款利息。上述利率上限的实施带来了货币市场基金（MMFs）的快速增长，由于该基金仅持有国库证券和商业票据，因此可免于银行业规制。如此，一旦美联储提高利率，存款人就会将资金从银行转移至货币市场基金，导致房产拥有者和企业面临信贷紧缩；也就是说，货币收紧主要体现在信贷数额方面，而非贷款利率。这些上限直至二十世纪八十年代才逐渐取消。

==> 存款利率上限扭曲货币传导机制，应当逐步取消。²¹

期限错配。二十世纪五十年代至六十年代，美国储蓄信贷协会（S&L）利用短期存款为固定名义利率的长期抵押贷款融资，从而得以兴起。但此后其资产负债表不断为高通胀率所侵蚀，在 1979-82 年美联储大幅紧缩货币政策时期，情况进一步恶化，导致住房建设严重收缩。美国政府试图通过允许美国储蓄信息协会出售其抵押权并购买其他资产来缓解上述问题，但是这却引发了“追逐收益”现象，导致其资产负债表面临更高风险。最终，美国储蓄信贷协会约三分之一的资产被清算，也为美国纳税人造成巨大损失。

==> 监管在确保金融机构合理控制其资产负债表到期风险方面非常重要。

按揭证券化。二十世纪八十年代，美国储蓄信贷协会开始在次级市场出售抵押贷款，导致政府赞助企业（GSEs）所持有的抵押贷款组合迅速增加，这些企业通过发布抵押担保证券为抵押贷款组合融资。由政府赞助企业经手的美国抵押债务比重从 1980 年的 10% 提高至 2000 年的近 50%。实证分析表明，这些市场发展状况大大推进了住房建设的平缓调整，适应了货币政策立场的变化。然而，证券市场依然易受“信贷紧缩”的影响，这在 2008 年美国金融危机加剧时期凸显出来。

==> 抵押贷款和其他类型银行贷款的证券化可对货币传导机制产生

²⁰ 中国的存款保险制度于 2015 年 5 月起实施。

²¹ 中国将于 2015 年底完全放开存款利率。

积极效果，但也会为宏观审慎带来严重挑战。

预期渠道。近几十年来美国的经验凸显了央行明确政策沟通机制的益处，这有助于金融市场参与者和公众了解货币政策立场的发展方向，从而提高货币传导机制有效性。

==> 在中期内明确通胀的固定数值目标，作为央行货币政策战略和沟通的基础。

第四场分会

宏观审慎政策协调：国际经验

金融业开放和宏观审慎政策协调：印尼的经验

哈林·阿拉姆斯亚²²

印尼金融体系

自二十世纪八十年代初，印尼开始广泛放松对货币和金融体系的管制（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。1983年石油收入下滑促使印尼首次采取放松货币管制的措施，其中包括取消利率控制，以及将法定存款准备金率从占存款的30%降低至仅占存款的2%。这些放松管制措施于1988年得到进一步实施，当时政府在多个部门有效取消了准入限制，包括银行业、资本市场和非银行金融业，以促进资金来源多样化。然而，众所周知，在没有相应地加强审慎监管、风险管理和公司治理的情况下，特别是在金融部门，放松管制措施具有危险性。在1997-1998年亚洲金融危机发生期间，放松管制政策使金融业处于弱势地位。这次危机提供了一些重要借鉴，特别是，改革印尼银行业体系和加强金融体系稳定监督至关重要，有利于确保金融体系符合印尼经济发展的需要。回想起来，亚洲金融危机之后进行的银行业改革对印尼金融体系和经济整体发展产生了积极影响。后来，印尼相对安全地度过了2008年的全球金融危机。

亚洲金融危机之后，印尼银行（BI）作为央行于1999年成为独立的国家机构。印尼《中央银行法》规定建立一家独立的银行业监管机构。十几年后，印尼于2011年建立了一家新的金融体系监管机构，即印尼金融服务管理局（OJK或FSA）。金融服务管理局最初负责监管非银行金融机构（NBFIs）和资本市场；2013年底，银行业监管工作由印尼银行转为由该局负责。根据其他国家的经验，印尼采取以统一金融体系机构负责微观审慎监管的做法，同时，印尼银行作为央行，保留其宏观审慎监管的职能。然而，两家机构都负责维护金融体系的整体稳定。

银行业依然是印尼金融体系的最大部门，在金融总资产中约占

²² 哈林·阿拉姆斯亚为印尼央行副行长。

71%。因此，如经济和银行业指标所示，印尼经济动态主要受银行部门发展波动的影响。例如，1998年，印尼在遭受亚洲金融危机冲击时期，投资银行业的资本充足率降至-15.70%，GDP增长率降至-13.1%。在2010—2014年印尼经济增长期间，银行业也随着GDP的增长扩大了其资本基础。

印尼金融体系机构设置

印尼有四家金融体系主管机构——印尼银行（BI）、印尼金融服务管理局（OJK）、印尼存款保险公司（LPS或DIC）以及财政部（MoF）。印尼银行和印尼金融服务管理局为唯一两家有权直接监管金融体系的机构。每家机构都有自己的职责，如下：

- 印尼银行负责货币和支付体系以及宏观审慎政策，同时也作为最后贷款人。按照其管辖范围和授权职能，印尼银行的监管范围最广，不仅包括金融机构，还包括企业和家庭。
- 印尼金融服务管理局负责微观审慎政策和消费者保护。其监管领域主要集中于金融市场和机构。
- 印尼存款保险公司负责提供存款保险，并在银行处置中起着重要作用。目前，存款保险责任范围仅限于银行存款。
- 通过发布财政政策指令，财政部可以影响金融体系的发展。并且，财政部是唯一有权向议会提出议案的金融机构，包括提出有关金融业领域的立法建议。

四家机构定期开会讨论金融体系问题，即召开所谓的金融体系稳定讨论会（FKSSK），其中，财政部作为协调机构。这一安排尚在进展过程中，目的是在解决和处理金融体系稳定问题（如危机管理和预防）方面建立更加严格、坚实的法律基础。

从概念上看，印尼银行更多关注金融体系稳定，而印尼金融服务管理局更加关注单个金融机构的稳定和安全，这也会终将影响金融体系的稳定。无论如何，印尼银行和印尼金融服务管理局的职权也不可

避免地存在重叠之处，特别是由于两者的监管目标相同，使得两家机构之间的密切协调与合作至关重要。

宏观和微观审慎协调

印尼银行与印尼金融服务管理局的治理结构存在差异，这在两家机构之间的协调方面带来了问题：

- 印尼银行的行长具有否决权；而印尼金融服务管理局主席没有。
- 印尼银行的所有董事会成员有责任监督印尼银行的运作。每位副行长和行长都分别负责特定的领域或部门（例如，货币、支付体系、宏观审慎、内部管理）。而在印尼金融服务管理局，仅其首席执行官兼监事会成员有权直接监督银行业、非银行金融机构或资本市场部门，而监事会的其他成员负责处理内部和外部事务。

印尼银行和印尼金融服务管理局在建立密切协调机制的必要性方面存在共识。首先，印尼金融服务管理局法律规定，应任命印尼银行的一位副行长作为该局的监事会成员；该成员的官方职务为来自印尼银行的当然委员。当然成员与其他监事会成员承担同样的职责，即通过集体会议决策和相同授权监督首席执行官的工作。第二，印尼银行和印尼金融管理服务局还建立了宏观和微观审慎协调讨论会议机制，以讨论和解决从技术层面到管理层面的协调问题。

但是，两家机构的治理结构特点不同，有时也会引发协调问题。首先，其决策过程的时机和速度差异可能会影响决策效率。决策过程因此而变得更加费时，且有可能延迟一些重要建议的实施。第二，两者具有不同的侧重点，这就有必要周密且灵活地规划其会议日程，即便是在可能需要采取紧急措施的情况下也是如此。第三，治理框架并不理想，特别是印尼金融服务管理局。授权不同的部门分别负责管理银行业、非银行金融机构和资本市场可能会在局内造成内部协调问题，并影响该局与金融体系稳定讨论会议其他成员的协调。

确定宏观和微观审慎政策工具的方法建议

按照法律规定，印尼银行有权制定和发布宏观审慎规定。然而，由于宏观审慎政策工具基本等同于审慎规定，很难确定哪些政策工具或规定更像宏观或微观审慎工具。任何一项审慎规定都基本上可以被视为宏观或微观审慎规定，这取决于考虑角度。

印尼银行和印尼金融服务管理局正在试图建立一项用于识别宏观或微观审慎规定或工具的框架。建议方法为，提前确定相关规定的宏观或微观影响，及其对金融机构（银行）行为的影响效力。对于提议的一项新规定，如果其宏观影响更为显著，且可能影响所有银行的行为，那么可能适宜由印尼银行牵头制定该规定。然而，如果该规定的微观影响更为显著，且针对个别银行行为，包括对各类银行的不同规制，那么适宜由印尼金融服务管理局牵头制定。这一过程可能比较繁复，但是，只有全面了解相关新规定的影响，才能决定哪个机构有权负责，以避免任何意想不到的后果。例如，对于时变规定，如法定准备金或贷款价值比率，应当主要由印尼银行负责政策工具的制定和发布，而对于结构性政策（如公司治理、风险管理、所有权、产品许可），印尼金融服务管理局应当为唯一负责机构。

然而，宏观和微观审慎政策的区分依然不明显。关于资本充足率和外汇交易等方面的规定，印尼银行和印尼金融服务管理局可能需要协调各自的计划，因为这种规定可能具有宏观（金融稳定）和微观（个别银行）两方面的影响。这两家机构需要在充分了解对方的职责并就整个金融体系和经济所面临的问题达成共识的基础上讨论政策的区分问题。例如，未平仓净额（NOP）规定同时具有宏观和微观审慎工具两方面因素。作为汇率风险和稳定的管理工具，未平仓净额可以被视为宏观审慎工具；但同时，因为该工具可以限制个别银行的货币风险敞口，因而也可以被视为微观审慎工具。在这种情况下，两家机构都应当有权管理这一工具：未平仓净额的计算机制或方法可以由印尼金融服务管理局决定，而该项计算的处理时间安排（例如，是每30分钟计算一次，还是仅在每日末计算）则可由印尼银行决定。流动性覆盖率、净稳定资金比率和贷款收入比率也有类似问题。

除了系统监管协调方面，印尼银行和印尼金融服务管理局在其他

一些领域也必须携手合作，例如市场深化项目和金融服务安全网（FSSN）框架的建立。

面临的挑战

在危机时期，实践证明，良好的协调机制弥足珍贵。因此，印尼银行、印尼金融服务管理局和其他相关机构必须加强其协调框架，特别是在危机时期。四家机构目前正在制定新的危机管理协议（CMP），将在不久的将来提出关于金融服务安全网（FSSN）的立法建议。这两项建议将解决一些重要问题，例如由哪个机构负责确定哪些银行具有系统重要性，以及如何区分缺少流动资金但有偿付能力的银行与资不抵债的银行。

并且，印尼银行与印尼金融服务管理局必须确保银行部门不会因其沉重且适得其反的规制而不堪重负。另外一个重要问题是金融机构之间（如银行业和非银行金融机构之间）的规制缺口。需要缩小上述缺口，以尽可能地限制监管套利行为。

一些关键借鉴

在宏观和微观审慎管理机构分离的分散式金融机构体系中，强有力的协调和合作机制是履行各机构职能并实现维护金融稳定整体目标不可或缺的因素。以下经验教训可予以借鉴：

- 在监管目标相同、政策工具类似的情况下，宏观和微观审慎政策之间出现重叠领域是不可避免的。要区分宏观和微观审慎的政策工具既困难又费时。这个过程可能永远不会清晰明了，因此要切实解决这个问题，机构之间的好沟通和理解非常重要。
- 良好的协调会在危机时期产生积极作用。因此，各机构应恪守承诺，并做出周密的安排，不仅能在正常时期起作用，也能在危机时期发挥效果。

- 金融危机成本和宏观审慎政策成本之间的权衡需要各机构全面理解其他机构的职能，加强对宏观审慎政策的了解，包括上述政策如何向金融体系传导。

宏观审慎政策框架：原则与实践

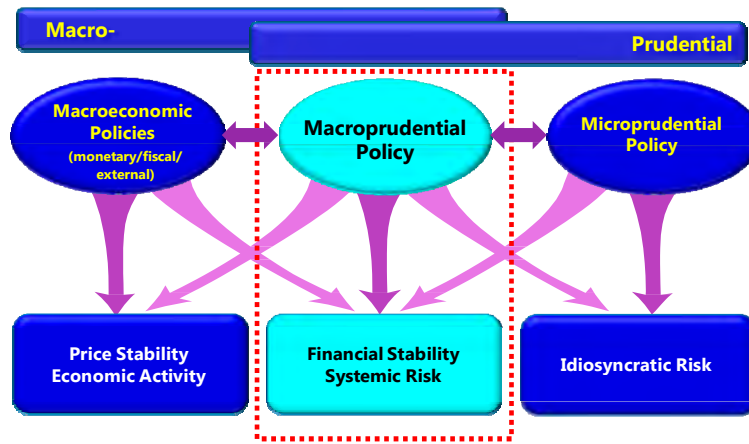
瑞娜·萨海²³

为什么实施宏观审慎政策？

- 我们将宏观审慎政策定义为：主要运用审慎工具限制系统风险以实现整体金融体系稳定的政策。
 - 或者换句话说：降低金融服务供应中断的风险，该风险会给实体经济带来负面影响。
- 本图阐明宏观审慎政策相对于货币和微观审慎政策的主要目标。
 - **微观审慎政策**旨在确保个体金融机构的健康发展，维护金融体系的稳定。这符合存款人和金融机构（包括银行、保险公司和养老基金）债权人的最终利益。
 - **宏观审慎政策**旨在确保金融体系整体的健康发展。特别是，旨在限制系统风险——由于金融体系全部或部分受到损害导致的金融服务供应中断的风险，这会给整个经济带来严重不利影响。
 - **货币政策**，当然，就是运用政策利率和其他杠杆确保通胀接近（显性或隐性）目标水平，产出接近潜在水平。
- 每项政策都应在有效发挥自身作用的同时相互补充。这不是一项简单的工作，因为存在各种艰难的权衡。

²³ 拉特纳·萨哈耶为国际货币基金组织货币与资本市场部副主任。

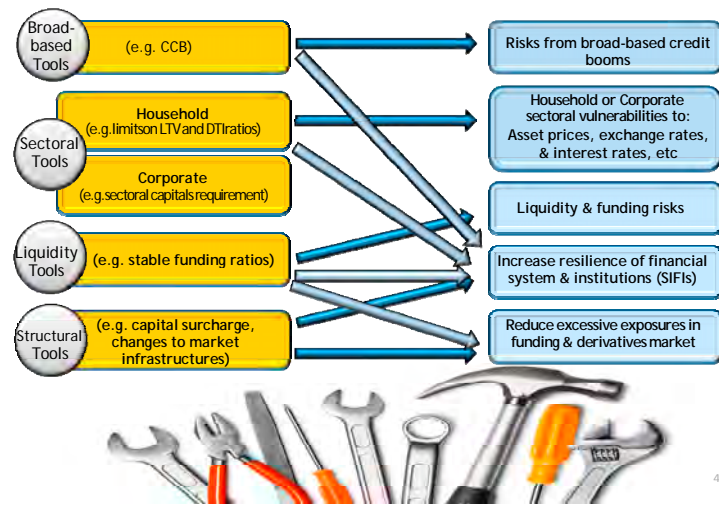
为什么实施宏观审慎政策？



采用哪些工具？

- 当局可以利用一系列工具。
 - 面向贷款方的**通用工具**，如逆周期资本缓冲可用于保护体系免受整体信贷高涨的影响，提高金融体系的抗风险能力。
 - 面向**家庭和企业部门**的部门工具。部门工具可提高家庭或企业对于资产价格泡沫的抗风袭能力（使其减少负债），并鼓励金融机构持有更多缓冲工具以提高其抗风险能力。
 - **流动性工具**旨在通过缩小对于脆弱的非核心融资风险敞口以降低系统流动性风险。
 - 最后，**结构工具**用于解决通过金融体系内部联系蔓延的风险。

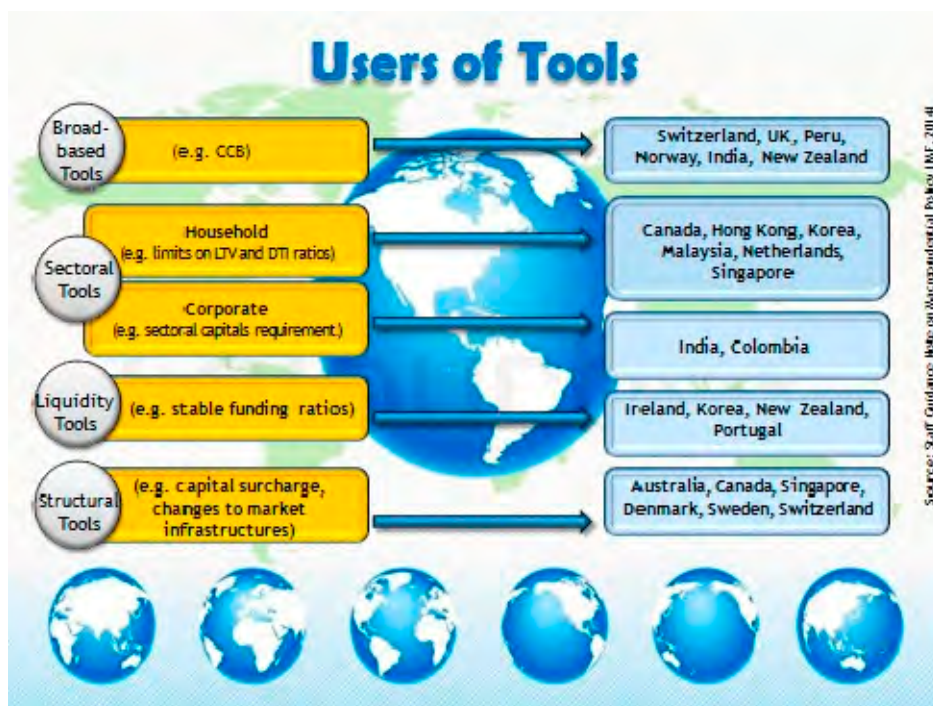
采用哪些工具？



由谁来运用工具？

- 这些是上述措施使用者的若干**例子**。其他许多国家也采取了类似的措施。其中最重要的是，《**巴塞尔协议III**》框架下的国际规定正在逐步实施。
 - 越来越多的国家按照巴塞尔协议的指导实施**逆周期资本缓冲**（CCB）框架。早期采取该政策的一些国家包括瑞士、秘鲁、挪威、印度和新西兰。
 - 针对**家庭部门**的工具在全球得到广泛应用。例如亚洲的香港、韩国、新加坡和马来西亚。
 - 针对**企业风险**的措施，包括印度对商业地产业采用的风险权重，以及哥伦比亚对商业贷款的动态准备金提取。
 - 以稳定的资金需求形式存在的**流动性工具**在韩国、新西兰、爱尔兰和葡萄牙得到采用。其他流动性工具，如存款准备金或外汇头寸限制，得到更广泛应用。
 - 一些国家要求主要银行保留额外的**资本附加费**。

- 例如澳大利亚、加拿大、新加坡、奥地利、丹麦、瑞典、瑞士。国际货币基金组织进行的一项调查显示，还有 35 个国家报告了关于在未来两年内对具有系统重要性的金融机构（SIFI）收取资本附加费的计划。

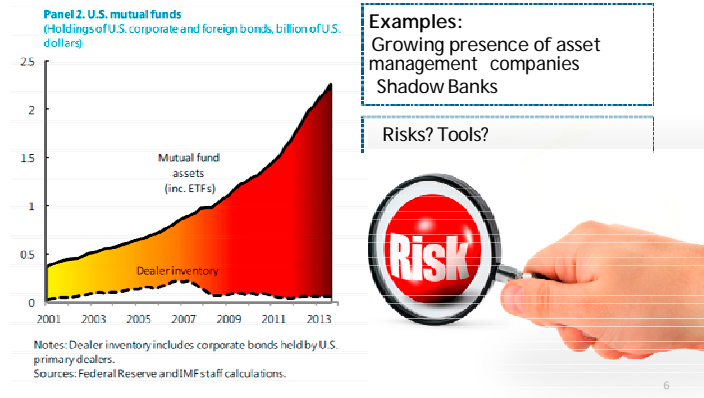


工具包需要适应创新发展

- 实施宏观审慎政策的一个重要意义在于，各项活动将迁移至金融体系中不受监管或者所受监管程度较低的部门，即所谓的影子银行业。
 - 例如：通过共同基金和交易型开放式指数基金（ETF）增加对信贷市场的投资。令人担忧的是，如果投资者希望从侧重于相对流动性差的高收益债券或杠杆贷款的共同基金和交易型开放式指数基金中大量撤回资金，该压力可能会在信贷市场中导致减价出售现象（Stein, 2013 年）。事实上，2013 年 5 月至 6 月，大量资金从企业债券共同基金和交易型开放式指数基金中外流，同时伴随着美

国高收益企业债券市场显著扭曲。

- 因此，不仅需要从监管客体处获得充足信息，以便监测系统性风险的累积，还需要监测活动的迁移情况，以避免金融体系其他方面的动态未被监测，出现新的信息缺口。

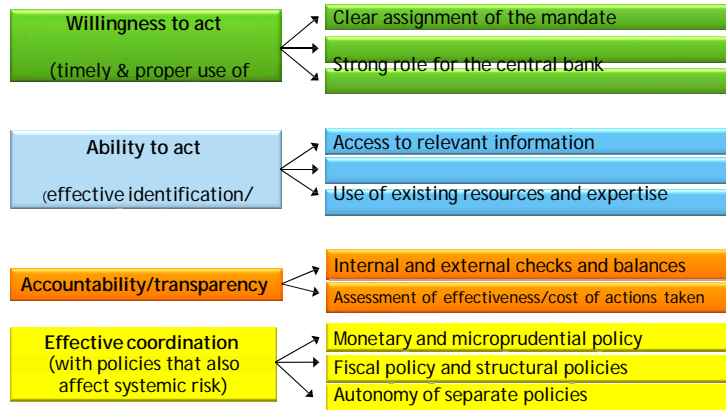


强有力的机构需要遵循哪些原则？

- 不存在任何“放之四海皆准”的原则，但也有一些基本的原则：
 - 加强“行动意愿”，重要的是将宏观审慎任务分配到个体，某个机构（现有机构）或某个委员会。
 - 中央银行应该发挥重要作用。
 - 实现“行动能力”，即宏观审慎机构应明确定义行动的目标和授权，最好以立法的形式确立。
 - 上述授权应当允许其运用政策工具；获取信息；并扩展既定审慎工具和现有监管范畴以外的行动范围。
 - 它们可以有效地对于特定宏观审慎工具的硬权力、建议权以及遵行或解释权、软权力（咨询作用）相结合。但软权力本身不足以支持开展行动。
 - 要指导它们的应用，一系列问责制和沟通机制应作为上述权力的补充。

- 该框架需要与一些其他监督和监管机构**建立合作**。
- 如果缺乏有效的制度安排，则可能对国内和全球稳定带来重大风险。

强有力的机构需要遵循哪些原则？



当前的实践如何？

- 目前常用的有三种宏观审慎政策制定模式。
 - 模式 1 是一种自然安排，中央银行已集中相关监管和监督权。
 - 模式 2 有助于防止中央银行面临双重任务的风险。还允许独立监督机构和决策委员会的外部专家参与。
 - 模式 3 汇集了独立的监督机构。这种模式可适应财政部作用的加强。

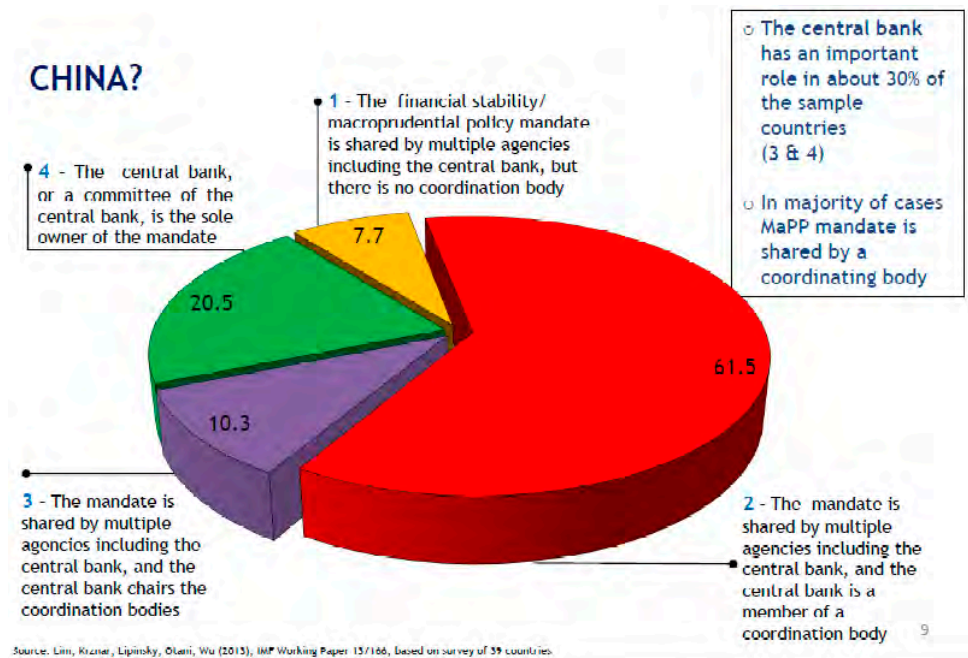
当前的实践?

EACH WITH PROS & CONS



- 超过半数的受访国家指出，宏观审慎政策是中央银行以及其他一些当局的一项共同责任，往往通过委员会结构承担。

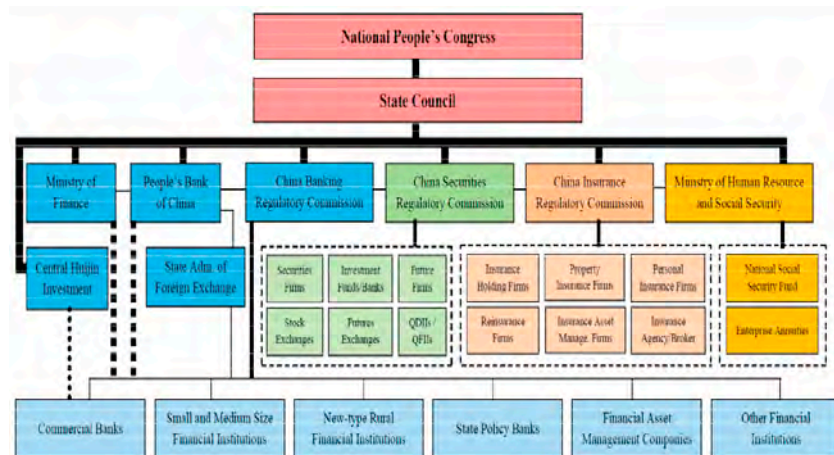
当前的实践?



中国的宏观审慎框架

- 该框架要求高度协调，以减少监管盲点。

中国：宏观审慎框架



资料来源：国际货币基金组织（2011年）。

在什么时候需要进行跨境协调？

- 在全球互联的世界，与宏观审慎政策有关的不作为偏见的问题得到扩大：
 - 缺乏全球性宏观审慎机构
 - 各国金融周期处于不同阶段
 - 全球银行的母国当局与东道国当局之间的利益冲突
 - 国家层面措施的泄漏
 - 底部竞争
- 为了实现宏观审慎政策行动的有效协调，国家安排可以依靠下列因素的支撑：

- 关于标准的国际协议
- 双边和区域安排
- 国际指导和监督

在什么时候进行跨境协调？



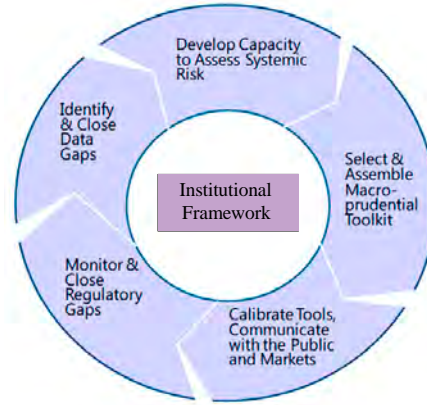
结论：宏观审慎政策是一个不断发展的过程

- 宏观审慎政策运行即政策轮盘的运转过程，包括五个连续运转步骤，需要由一个强有力的制度框架转动和支撑。
- 强有力的制度框架很重要，因为宏观审慎政策易受到针对不作为的强烈偏见的影响。其成本（对社会某些领域或者金融体系某些领域的影响）是即时且实际存在的，而其收益处于未来，是不确定的。
- 强有力的机构将：
 - 防止政治/行业压力推迟行动
 - 为运用宏观审慎政策提供法律基础
 - 避免超越职责范围运用宏观审慎政策
- 另外：需要有人负责填补数据缺口和监管缺口。否则，风险将从裂缝侵入。

结论：宏观审慎政策是一个不断发展的过程

目标

- ✓ 克服不作为
偏见
- ✓ 避免监管
盲点
- ✓ 避免超越职
责范围运用
宏观审慎政
策



中国应建立国家金融稳定委员会吗？

黄益平²⁴

全球金融危机以来，许多国家政府已经试图将宏观审慎政策纳入广泛的经济、金融政策框架。从“格林斯潘对策”中得到的一项重要教训是：极度宽松的货币政策会带来资产泡沫，并在道德风险问题的作用下引发金融危机。之后，二十国集团和金融稳定委员会都设计了宏观审慎政策机制，应用诸如资本要求、拨备提取、杠杆率等工具。

中国第一项宏观审慎政策可以追溯到 1995 年颁布的《中国人民银行法》，该法授予中国人民银行（PBC）维护金融稳定的责任。自此，中国已经制定了一套相对完整的宏观审慎框架，无论是在机构还是在工具层面。然而，这个以分业监管为特征的框架有一个重大的缺陷，就是缺乏有效的协调。分工、责任不明确，容易造成监管真空或者监管过度的问题。因此，中国监管体系改革的当务之急是建立一个高级别的国家金融稳定委员会，推动信息共享和政策协调。

毫无疑问，中国政府在构建宏观审慎监管框架方面已经取得了非常突出的成绩。首先是已经建立了一个全面的组织体系，主要包括中国人民银行、中国银行业监督管理委员会（银监会）、中国证券监督管理委员会（证监会）和中国保险监督管理委员会（保监会）。此外，财政部和国家发展和改革委员会也承担着宏观审慎政策中的部分责任。这个分离系统的主要特征就是各个组织独立运作。但中国人民银行、银监会、证监会和保监会之间设有部际协调会议。

其次是已经有一个相对丰富的政策工具箱。中国当局已经建立了一种相对完整的宏观审慎监管程序，包括进入以及现场和非现场检查。各监管机构常规性地使用资本充足率、拨备提取、流动性要求和杠杆率等工具。人民银行和银监会针对商业银行开展了多轮压力测试。监管机构还制定了一套预警系统，并对房地产市场、影子银行和地方政府融资平台（LGIV）等问题提供了风险提示。银监会还改进了“骆

²⁴ 黄益平为北京大学国家发展研究院教授。

驼（CAMEL）体系”并在2012年，提出了针对逆周期目的和具有系统重要性的机构的资本附加要求。2009年，商业银行的资产负债表开始大规模扩张，银监会预计金融风险将会增加，从而将资本充足率要求从8%提高到10%–11%，并将贷款拨备率从100%提高到150%。

最后是面对新业务形式，监管机构也发挥创新性。自全球金融危机以来，中国金融体系出现了许多新的发展：影子银行业迅速增长；互联网金融的兴起；银行业、证券业和保险业之间出现跨行业销售和投资的现象。监管机构迅速提出了对这些新业务进行监管的新方法。比如，银监会设计了信托与理财产品的监管工具。中国人民银行提出了互联网金融监管的五条原则。

然而，鉴于中国经济面临着“去泡沫、去杠杆和去产能”的艰巨任务，当前的宏观审慎政策框架可能不足以实现目标。一方面，经济已经积累了大量金融风险。按照空置率、价格收入比率或租赁收益衡量，房产泡沫在大多数城市中都很严重。非金融企业的总举债与国内生产总值（GDP）之比达到240%，而且2007年之后这一比例惊人地上升了80个百分点。由于劳动成本上升和经济增速放缓，许多制造业部门的过剩产能比率平均高达30%至40%。此外，地方政府融资平台累积了超过18万亿元人民币的债务；超过四分之三的地方政府融资平台无法以现金流支付利息。商业银行的不良贷款率也迅速上升。虽然官方数据仍然报告不良贷款率只有2%左右，但是市场分析指出，更实际的范围在7%至8%。

此外，未来几年，经济增长减速与金融体系自由化可能使金融不稳定性进一步上升。过去的金融风险并不低，只是有三个重要因素遏制了此类风险的爆发：封闭的金融市场、高速的经济增长、政府良好的财政状况包括巨额的外汇储备。但这些因素很快将在未来几年内发生变化。中国还能不能保持作为唯一没有发生过重大金融危机的主要经济体？答案并不确定。

要防范金融风险，或是进行危机管理，中国的监管体系都需要极大改进。第一，各监管机构之间还缺少明晰的分工和有效的协调。比如，银监会对商业银行适用资本充足、贷款拨备等要求，并提供风险建议。中国人民银行也用窗口指导和贷款额度等手段对银行实施监管。银监会和中国人民银行都开展压力测试。银监会和中国人民银行实施

的这些监管在多大程度上是重复的，甚至是相互冲突的？其实分业监管体系在大国并不鲜见，但一般都会会有一个有效的协调机制。在日本，协调委员会由首相担任主席，而在韩国，由政府代表担任主席。然而，在中国，部际协调委员会的职能仅仅是通过四个监管机构的负责人定期共进午餐来完成。

第二，分业监管体系无法适应日益增加的跨业业务与投资。中国政府还没有决定是继续采用分业金融体系还是走向全能银行业模式。但事实上，一些金融机构如中信、光大等已经拥有多行业的牌照。并且，如今银行销售基金、保险和理财产品，甚至销售债券的现象也十分普遍。尽管监管机构在努力跟进市场上的这些新发展，但在当前体系下进行跨行业监管的难度非常大，从而为监管套利提供了空间。

最后，宏观审慎政策与宏观经济政策需要适当协调。在过去的一年左右，经济活动已经明显减弱。然而，面临已经居高不下的杠杆比率，中国人民银行不愿意放松货币政策。这就提出了一个问题，即货币政策是否应该考虑金融稳定性问题还是应该将其留给宏观审慎政策来考虑。

未来十年，金融风险会变得日益频繁。因此，危机防范和危机管理将成为中国政府最重要的工作之一。目前的分业监管体系无法应对那样的复杂局面。在行业交叉业务迅速发展的情况下，监管协调缺失的后果将更为严重。也许建立一个由国务院直接领导的“国家金融稳定委员会”是有好处的。这个委员会不应仅仅是一个协调单位，它应该成为一个决策机构。

圆桌总结

香港金融管理局副总裁余伟文致辞

我想重点讲一下关于金融业改革和自由化讨论的关键点，以及我本人对相关问题的看法。

关于金融业改革和自由化的次序

首先，在金融业改革和自由化问题上，许多有关次序的观点得以提出。一方面，有人认为应当先解决国内金融体系的所有问题，然后再取消资本账户管制，开放金融部门。这种观点考虑到了开放可能引发的风险，因此认为在行动之前确保国内金融体系足够强健至关重要。但是，持不同观点者认为，对于开放来说，不存在最佳时机。新的问题层出不穷，如果选择等待，不愿改变的惰性就会逐渐积累。国内机构会长期在封闭的环境中安于现状，不会再有动力为开放做准备。

我认为两种观点都有一定道理，但是任何一种观点走向极端都是不切实际的。例如，如果需要十年的时间完成必要的改革和壮大，而国内金融体系在此期间保持封闭，这就意味着放弃了十年金融放开和开放的所有益处。大家基本上一致认为金融放开有助于支持贸易和投资。自由化还能为国内机构和个人提供更多融资和投资选择。以“大爆炸”的方式推行金融放开以及一夜之间全面开放也似乎并不可取，特别是考虑到一些经济体在经历过这种剧烈制度变革后的教训。不仅国内机构可能还没有做好准备，当局也可能并没有理解和有能力管理外部金融活动和资金流动所带来的风险。

我认为同时进行国内改革和对外开放将更为实际。正如我所见，中国已经采取了这种“双管齐下”的方式进行金融改革和自由化。无论如何，这就是目前的情况。与其继续就次序问题展开辩论，不如将精力集中到推进改革与自由化并处理各种问题的实践中来。

关于人民币的国际化

第二，我想讲一下关于人民币的国际化，这已经在国内外引起越来越多的关注。国际经验会提供有用的借鉴吗？我要说答案既是肯定的也是否定的。否定是因为美元、欧元、日元和其他货币国际化的历史背景是极为不同的。无论是国际货币基金组织还是任何人都无法为一个国家货币的国际化设计“模型”或“路线图”，至少据我所知是如此。例如，一系列历史、地缘政治和监管因素促成了美元的国际化，在美国资本账户大规模开放的情况下，欧元市场开始兴起。然而，中国正处于资本账户自由化的过程中。

另一方面，我认为，国际经验对于如何看待人民币的国际化确实有一些意义，特别是在两个方面：（1）离岸市场的作用；以及（2）在岸与离岸市场的联系和互动。虽然国际交易中的货币使用在很大程度上由市场驱动，并由机构和个人决定，但是研究成果表明，离岸市场在支持货币的国际使用方面很重要。以美元为例，当非美国居民用美元进行贸易结算、融资和投资时，他们中的大多数并不在美国境内而是在离岸市场进行此类交易。一些人甚至认为如果没有离岸市场，美元就不会在国际贸易和支付中取得今天的主导地位。对于人民币而言，其相关意义在于，可以说，人民币离岸市场的发展是中国大陆以外人民币使用增长的一个要求，也是这种情况的一个结果。

国际经验还表明，货币离岸市场并不孤立于在岸市场而存在。例如，当大批美元交易由非美国居民在离岸市场进行时，相关或随之而来的支付流最终通过美国银行业系统处理。并且，离岸积累的资金以这样或那样的方式用于与相关经济体的交易。这些观点对于人民币而言，其意义在于：在岸和离岸市场之间的资金流动必须有充分的渠道。同时，当局需要监控相关资金流动，作为其货币管理和维护金融稳定工作的一部分。

正如我所提及的，在未来，对于人民币的国际化途径，似乎没有一个标准的路线图。但是，我可以提供一些观点和看法：

- 近几年来，人民币国际化已经取得了显著进步。2009 年之前，基本上实行人民币非国际化的政策，因此依照规则，基本上中国大陆

所有的外部交易都必须以外国货币而非人民币进行。现在，这一政策偏向已经取消，允许市场来做出选择，人民币可以用于经常账户交易、直接投资和一定数量的证券组合投资。如今，中国大陆与世界其他国家进行的经常账户交易中约 20%以人民币进行，而五年前该比率几乎为零。人民币离岸市场得到了发展，人民币的国际使用显著增多，正如我们在香港特别行政区所见；在香港，人民币与任何其他货币一样用于交易。

- 关于人民币国际使用日益增加对国内货币管理和金融稳定产生的影响，应当加以注意，但是不能够过分强调问题和风险。基本情况为：在中国与世界其他地方进行大规模外部交易的情况下，即使是以外币进行相关跨境资金流动，也会对国内货币管理和金融稳定产生重要影响。可以说，以人民币进行上述资金流动可能更容易处理。
- 随着人民币国际使用日益增加，资金流动的方向将取决于占优势地位的市场条件，非居民可在任何特定时间持有多头或空头头寸。然而，在原则上，在允许运用人民币从事流入和流出交易时，政策框架应当保持对称，这有利于市场提高调节效率。
- 在将大部分关注点放在拓宽人民币组合投资流动渠道的同时，在岸和离岸市场之间银行业流动（例如银行间借贷）的有效渠道，对于促进在岸市场和离岸市场之间的协调、确保价格在两个市场保持一致，也具有重要意义。

苏格兰皇家银行大中华区首席经济学家 路易斯·库吉斯致辞

中国正在进行以市场、竞争和开放为导向的金融和货币改革。这必然需要改革国内货币政策框架和金融部门，提高汇率制度灵活性，以及更加全面地面向金融流量开放资本账户。

总而言之，这种金融和货币改革应当产生积极的经济影响，因为它们应当改进资本配置。但是，许多国家的经验，包括此次会议上探讨的韩国和泰国经验表明，在这一过程中，一些事情可能会出现。其中一个主要教训涉及改革的次序。改革的次序应为，先进行国内改革，最后开放资本账户。

尽管有这些教训，中国的许多利益攸关者认为，在实践中，可以同时三个领域采取行动，并且有必要相机而动，推进政治上可行的改革，以人民币国际化作为推动改革的“诱饵”。

在某些情况下，相机而动有好处。然而，重要的是，高层政策制定者应当对恰当的改革议程具备全面的认识，避免特殊利益集团对改革的阻挠，以及严重偏离首选的恰当次序的情况。例如，尽管面向金融流量扩大资本账户开放的某些措施很受欢迎，但要在国内消除扭曲和提高汇率灵活性之前开放资本账户，需要特别谨慎。

对三个领域改革的细致观察

国内货币改革

在探讨国内货币政策改革的过程中，主要关注点在于利率放开。事实上，中国似乎已基本完全放开商业银行收取和支付的利率。然而，这只是让利率成为关键货币政策杠杆过程中的一步。首先，中国人民银行需要按照主流现代货币体系的实践，确定并批准一项短期政策利率。并且，就所需要的或针对性的货币政策立场进行明确沟通，也对

此有所帮助。第二，最终需要逐步取消量化限制，以便中国人民银行确定的短期利率起到引导货币状况的作用。

目前，政策制定者对于使利率代替量化限制成为货币状况的关键约束因素所必需的提高利率基本没有兴趣。与之相反，当前中国的高层领导人希望将利率保持在较低的水平——以控制负债公司和地方政府支付的利息。以金融体系支撑实体经济的相关倡导，再加上对债务占 GDP 比例增长的控制，已经导致了“有针对性放宽的”、更为干预主义的、直接的货币政策模式，偏离了长期改革议程。总体上看，在利率改革方面取得重大进展尚需时日。与五年前相比，中国资本账户的开放度已经有所改善，当前，主要发达经济体的极低利率成为国内货币改革的另一障碍。

汇率

在探讨汇率改革适当的下一步骤的过程中，人们经常提到这样一种观点，中国应当或可以转向一篮子货币的目标。然而，这也会影响货币独立性。对像中国这样的大型经济体来说，最明显的汇率制度是一种灵活的汇率制度，不受或少受中央银行的干预，以便货币政策符合国内考虑。

到目前为止，在大量国际收支顺差的背景下，中国似乎远远没有达到以市场决定汇率的水平。然而，情况已经改观。大量基本收支顺差（经常账户与净外国直接投资）的情况依然存在。然而，2014年下半年，净金融资本流动显著转为负值，在一定程度上是由于中国人民银行实行了人民币贬值政策，以摆脱关于人民币单边升值的赌博预期。目前，外汇市场上对人民币的情绪与贬值前相比不那么乐观了。2014年出现净金融资本大量外流（预计为 3110 亿美元）后，最近外汇市场越来越趋于均衡。

如果外汇市场由于某些原因而导致关于人民币升值的净压力再次加重，那么会出现什么情况，这一点到目前还不明朗。在这种情况下，中国的政策制定者很有可能不愿让人民币迅速大规模升值，并且至少可能会消除货币的变动。

开放资本账户

对于稳步开放金融资本流动，中国政策制定者们似乎存在着合理程度的共识。无论如何，在这一方面保持谨慎是值得的。如果可以避免金融不稳定，这种开放应当跟随而并非引导其他金融和货币改革。从这个意义上讲，人民币国际化——这要求进一步开放资本账户以便于外国居民进入中国金融市场和获得在岸人民币计价资产——会使金融与货币改革更加复杂，并增加相关风险。政策制定者必须区分各种经济和金融目标的优先次序。从大处着眼，与经济增长以及社会与金融稳定方面的目标相比，人民币国际化很可能并不是主要目标。

闭幕致辞

闭幕致辞

潘功胜²⁵

尊敬的来宾，女士们，先生们：

晚上好！

我谨代表周行长和中国人民银行，向各位表示感谢，感谢今天各位富有成果的讨论，感谢国际货币基金组织与中国人民银行共同举办此次联合会议。这是中国与国际货币基金组织的第三次联合会议。正因为各位的参与和努力，此次会议取得了成功。借此机会，我还想分享一下个人对于今天讨论的四项议题的看法。

人民币国际化

在中国经济大发展的背景下，中国在国际贸易与投资以及经济全球化中的参与度不断提高，人民币越来越多地用于跨境贸易和投资，这主要受到实体经济中的市场需求驱动。在过去几年中，人民币国际化的进展非常迅速。按照最新数据，人民币已经成为全球贸易融资中第二大常用货币、外汇市场上第五大交易货币、第五大常用支付货币和第七大储备货币。

未来，我们将进一步促进人民币的跨境使用。我们将采取措施提高资本和金融账户的可兑换性，以进一步便利人民币的使用。我们还将按照《金融市场基础设施原则》，构建必要的金融基础设施以支持人民币的跨境使用，包括人民币跨境支付系统（CIPS）。人民币跨境支付系统将在今年年内投入使用。

今年，国际货币基金组织将开展特别提款权（SDR）审查。我们认为，特别提款权篮子的构成目前没有反映国际经济的发展。我们期待特别提款权审查将提高特别提款权的代表性。按照我们的评估，在人

²⁵ 潘功胜为中国人民银行副行长。

人民币国际化的过程中，人民币已十分接近基金组织的可自由使用标准。将人民币纳入特别提款权篮子，将有助于提高特别提款权的代表性，使其成为更有吸引力的储备资产，并且促进国际货币体系的改革。对于中国来说，人民币加入特别提款权篮子将促进资本账户的可兑换性改革和金融放开。

金融服务业的开放

在过去的三十年中，中国在开放金融服务部门方面取得了很大进展。起初只有几家银行，而如今已有超过 4000 家银行，除了大型国有商业银行之外，还包括外资银行和以私人资本建立的银行。通过联合股份制改革，所有主要银行都已成为上市银行。并且，中国越来越多的银行在海外市场提供金融服务。

我们将进一步开放金融服务市场，迎接国内外竞争。我们已经推出有关规划，鼓励民间资本进入金融服务领域。几个月之后，五家新成立的民营银行将开始运营。我们期待在国内银行业部门看到更多的民营银行。

并且，对外国投资的限制也将放宽。我们正在探索采取负面清单方法的可能性，并在金融服务部门为外国投资和实体提供国民待遇。

货币政策

在行使中央银行职能方面，中国人民银行将坚持稳健的货币政策，在政策实施方面保持适度。我们将不会实施刺激措施。考虑到国内外复杂的经济状况，以及主要发达经济体间不同的货币政策立场，我们将在必要的情况下进行灵活协调，以维持稳定的经济增长，支持经济结构调整。

我们将进一步推进现有的以市场为基础的利率改革。不久之前，我们将存款利率上限提高至基准利率水平的 1.3 倍。我认为，取消存

款利率上限将指日可待。未来，我们将在利率改革方面采取更多措施，培育以市场为基础的基准利率，改善利率传导机制，以提高货币政策的效力。

宏观审慎政策

中国积极参与了金融监管规则改革，并认真落实了各项规则。我们还开发了政策框架以评估和监测系统性金融风险，并逐步建立起结合中国特色与国际实践的宏观审慎监管框架。

并且，我们还密切关注全球金融危机后世界其他地区金融监管的制度安排的最新进展。联邦储备系统对具有系统重要性的金融机构进行监管；欧洲单一监管机制赋予欧洲银行业委员会监督银行的权力；英国已经再一次将宏观和微观审慎监管权授予英格兰银行。作为增强监管合作的重要步骤，中国于2013年8月建立了金融监管协调部际联席会议委员会；该委员会包括中国人民银行、银监会、证监会、保监会和国家外汇管理局。该委员会定期召开会议，讨论监管协调方面的重大议题。

中国的存款保险制度将在不久之后推出。我们基于中国的具体情况，并借鉴国际经验，特别是全球金融危机的正反面经验和教训，设计了存款保险制度。我们相信这一制度符合全球的最佳实践。

总之，我要再次感谢各位进行了富有成果的讨论。我确信此次会议对于我们中国来说非常有益，也希望对各位同样有益。我期待在下一届联合会议上与各位再见，希望各位在北京生活愉快舒适！

发言人简介



易纲博士，中国人民银行副行长兼国家外汇管理局局长。

易纲博士于 1986 年获得伊利诺大学经济学博士学位。1986 年至 1994 年任教于美国印第安那大学经济系。1994 年与他人共同组建了北京大学中国经济研究中心 (CCER)，并担任该中心的教授至今。

他于 1997 年加入中国人民银行，历任中国人民银行货币政策委员会秘书长、货币政策司司长。2007 年 12 月任中国人民银行副行长。2009 年 7 月任国家外汇管理局局长。

他的研究领域包括货币、银行和中国经济。



潘功胜，中国人民银行党委委员、副行长；央行货币政策委员会委员；全国政协常委；经济学博士，研究员；中国人民大学博士生导师。

曾先后任职于英国渣打银行、中国工商银行、中国农业银行等境内外多个大型金融机构，经营管理经验丰富，熟知中国银行业实践。作为主要的推动者和实施者，成功组织中国工商银行、中国农业银行两家大型商业银行的重组、改制和上市工作，分别创造了全球历史上最大上市融资。现任人民银行副行长，主要分管金融市场、金融稳定、金融机构改革、研究、调查统计、征信管理、国库等业务。



李波先生，中国人民银行货币政策二司司长

李波先生于 2004 年加入中国人民银行，先在条法司工作，2009 年加入货政二司。加入央行之前，李先生曾在纽约的 Davis Polk & Wardwell 律师事务所担任执业律师。李先生获得斯坦福大学经济学博士学位，以优等生成绩获得哈佛法学院法学博士学位。他是中华律师协会和纽约州律师协会会员。



朱隽，中国人民银行国际司司长

朱隽女士于 1993 年加入中国人民银行，之后担任过各种职务。在行长办公室工作之后，朱女士于 1997 年加入国际部，先后在国际清算银行处和研究处工作。2006 年，她担任研究处处长，2009 年任国际司副司长，2015 年，她被任命为国际司司长。

1999 年 3 月至 10 月，借调工作于国际清算银行。2003 年 9 月，她重返国际清算银行，任经济学家，直到 2005 年 12 月。



1989 年，朱女士毕业于北京大学，获经济学学士学位，1993 年，获得北京大学经济学硕士学位。

马骏，男，1964 年 3 月生于上海。从 2014 年 4 月起任中国人民银行研究局首席经济学家，负责领导研究团队进行宏观经济和国际经济金融等领域研究。2000-2014 年初在德意志银行任职，曾担任德意志银行大中华区首席经济学家、首席投资策略师、董事总经理，负责宏观经济研究和为机构投资者提供资产配置等策略咨询。1992-2000 年间在世界银行和国际货币基金组织工作，曾任经济学家和高级经济学家。1988-90 年间为中国国务院发展研究中心研究人员。

马骏博士于 1994 年在美国乔治城大学获经济学博士学位，1988 年在复旦大学获管理学硕士学位。研究领域包括宏观经济、货币和汇率政策、国际经济、财税改革、地方债、环境经济等。发表了数百篇文章和九本著作，包括《中国国家资产负债表研究》、《人民币走出国门之路》等。《人民币走出国门之路》一书在 2013 年获中国银行业协会优秀研究成果一等奖。

马骏曾连续 4 年被国际投资界权威的《机构投资者》杂志评为亚洲经济学家第一名，五次被该杂志评为中国分析师第一名。兼任中国金融 40 人论坛成员、世界经济论坛国际货币体系议程委员会委员、国际金融论坛理事、复旦大学客座教授、致公党中央经济委员会顾问等。曾任香港中国金融协会副主席。



孙国峰，中国人民银行货币政策司副司长

孙国峰 1996年毕业于中国人民银行总行研究生部，当年进入中国人民银行工作，先后任职于计划资金司、货币政策司，历任货币政策司公开市场处副处长、外汇交易处处长，2010年至今任中国人民银行货币政策司副司长，主要从事了创建银行间债券市场，发展中国货币市场，启动公开市场操作、人民币汇率形成机制改革等工作。2003-2004年作为访问学者受邀前往美国斯坦福大学从事研究工作。目前为对外经贸大学兼职教授、中国金融四十人论坛（China Finance 40）特邀成员。

孙司长多年关注信用货币理论、中央银行货币政策、人民币汇率、债券市场、货币市场、国际金融市场等领域的研究，发表论文 60 多篇，出版两部专著，曾应邀赴美国斯坦福大学、美国加州大学伯克利分校、国际清算银行、北京大学中国经济研究中心、中国金融学会等大学和学术机构进行演讲。



姚余栋，中国人民银行金融研究所 所长

教育经历

1997-2001 英国 剑桥大学 经济学博士

1995-1997 英国 剑桥大学 经济学硕士

1992-1995 中国 清华大学 数量经济学专业硕士

1988-1992 中国 东南大学 机械工程专业学士

工作经历

2015.01 至今 中国人民银行金融研究所 所长

2012.01-2014.12 中国人民银行货币政策司副司长

2009.12-2011.12 中国人民银行货币政策二司副巡视员

2005.10-2009.11 黑龙江省招商局、商务厅 先后任招商局副局长、商务厅副厅长

2001.10-2005.10 国际货币基金组织 经济学家

2000.12-2001.07 世界银行 咨询顾问



黄海洲，中国国际金融有限公司董事总经理、执行委员会成员

黄海洲博士有 20 余年的国际、国内经济和金融学术和政策研究，及市场服务经验。现任中国国际金融有限公司（中金公司）执行委员会成员。2007 年底开始任中金公司董事总经理，先后担任销售交易部联席负责人、资本市场委员会执行主席；首席策略师、研究部联席负责人、研究协调委员会执行主席。

2005 年加入巴克莱资本，主管大中华区研究兼大中华区首席经济学家。1998 年任职国际货币基金组织（IMF）货币与汇率部、欧洲一部、研究部高级经济学家。之前曾任教于香港中文大学工商管理学院和英国伦敦经济学院。2002 年—2005 年兼任清华大学经管学院（金融学）特聘教授，现兼任清华大学五道口金融学院特聘教授。

在国际主要经济与金融学术杂志上出版了二十余篇学术论文，包括《美国经济评论》、《中国经济评论》、《欧洲经济评论》、《国际经济学杂志》、《货币经济学杂志》、《银行和金融学杂志》和《牛津经济学论文》等。多家国内和国际学术杂志的编委会成员。中国世界经济学会副会长；中国金融 40 人论坛（CF40）学术委员会委员；国家十三·五规划专家委员会委员；香港金融发展局委员；世界经济论坛全球议题理事会成员。

1994 年获美国印地安那大学博士，之前获上海理工大学工学硕士和合肥工业大学工学学士。



黄益平教授，北京大学国家发展研究院教授、副院长。兼任澳大利亚国立大学克劳福特公共政策学院 Rio Tinto 中国经济讲座教授，中国金融 40 人论坛成员，中国经济 50 人论坛成员，英文学术期刊《China Economic Journal》主编和《Asian Economic Policy Review》副主编。主要研究领域为宏观经济、金融改革与国际金融。曾经担任国务院农村发展研究中心发展研究所助理研究员、澳大利亚国立大学高级讲师和中国经济项目主任、哥伦比亚大学商学院 General Mills 经济与金融国际访问教授、花旗集团董事总经理/亚太区首席经济学家、Serica 投资基金董事、财新传媒首席经济学家及巴克莱董事总经理/亚洲新兴市场经济首席经济学家。获得澳大利亚国立大学经济学博士、中国人民大学经济学硕士和浙江农业大学农学（农业经济学）学士。



哈林·阿拉姆斯亚先生 2010 年 6 月就任印度尼西亚银行副行长。他目前主管金融体系稳定问题。他还代表印度尼西亚银行担任 2012 年成立的印度尼西亚金融监管局 (IFSA) 的当然理事。在银行监管职能转到 IFSA 之前，阿拉姆斯亚先生是主管银行监管和金融体系稳定的副行长。

他职业生涯中的 25 年左右时间是作为经济研究人员，开展宏观模型和预测以及货币政策分析。他的博士论文是运用动态随机一般均衡模型分析高度持续通胀环境下的货币政策框架。过去两年里，他的研究更加侧重于银行和金融政策分析中的宏观审慎和微观审慎问题。

他最近代表印度尼西亚和印度尼西亚银行参加国际知名论坛。他自 2012 年 8 月起是金融稳定委员会 (FSB) 全体会议和巴塞尔银行监管委员会 (BCBS) 印度尼西亚银行委员会的成员。他还积极参与各种区域合作论坛/组织。他目前担任东亚及太平洋地区中央银行行长会议 (EMEAP) 银行监管工作组的联合副主席，并担任东南亚国家联盟 (ASEAN) 银行一体化框架的联合主席。



史蒂文·艾伦·巴奈特先生是国际货币基金组织亚太部处长。他在过去 10 年的大部分时间里负责亚洲事务，曾任国际货币基金组织亚太区域办公室（东京）助理主任，驻华代表及驻泰国代表。在 1997 年加入基金组织之前，他获得了马里兰大学经济学博士学位，并拥有斯坦福大学经济学学士学位以及俄罗斯和东欧研究专业的硕士学位。



曹東徹先生是韓國改發研究院（KDI）首席经济学家、KDI 公共政策与管理学院教授。同时，他还是总统的全国经济顾问委员会成员。



西蒙·格雷先生是国际货币基金组织货币与资本市场部首席金融部门专家。2007 年加入基金组织之前，他曾在英格兰银行从业 27 年。在过去的 15 年里，他与全球央行广泛合作，专注于货币操作、流动性管理和市场发展等领域的工作，并就这些议题发表了大量文章。他参与了美国（2010 年和 2015 年）、印度、马来西亚、加拿大和摩尔多瓦的“金融部门评估规划”代表团工作，特别调查了系统流动性与金融部门安全网的问题。他还曾从事于银行监管以及支付与结算系统方面的工作。



路易斯·库吉斯先生在过去 20 多年一直是国际宏观经济学家，过去十年研究了亚洲，尤其是中国。

自 2012 年 8 月以来，路易斯担任位于香港的苏格兰皇家银行大中华区首席经济学家，在公司与机构银行部负责中国、韩国、香港和台湾的经济研究工作。

此前在香港，路易斯曾担任经纶国际经济研究院的中国和印度项目主管，以及全球曼氏金融亚洲首席经济学家。

2004-2011 年，路易斯供职于设在北京的世界银行驻华代表处，负责协调世界银行关于中国的宏观经济分析与政策工作，并牵头备受重视的《中国经济季报》的编写工作。他参与的重点项目包括为投资融资的研究与政策工作、实现增长模式的再平衡以及长期增长前景。他还牵头承担了世行对中国“十一五”规划的中期审查工作。

1997-2004 年，路易斯在位于华盛顿的国际货币基金组织工作，从事对一系列新兴市场和工业化国家的宏观经济政策与研究工作的。

此前，他曾供职于私人部门宏观预测集团——牛津经济研究院、经济学人信息部、德国裕宝银行和阿姆斯特丹大学。

路易斯拥有阿姆斯特丹大学经济学博士学位和伦敦政治经济学院经济学硕士学位。



安德鲁·莱文现任国际货币基金组织（基金组织）研究部顾问；2015年7月，他将任达特茅斯学院经济学教授。1989年，莱文获得斯坦福大学经济学博士学位。1992年至2012年期间，他是美国联邦储备委员会的工作人员，其中的两年，他担任伯南克主席和耶伦副主席的特别顾问，负责货币政策策略和沟通。莱文博士还与其他许多央行有着广泛的联系：他曾担任欧洲央行通胀持久性研究网络的顾问以及加拿大银行研究问题外部检查小组的顾问，他还是《中央银行国际期刊》的联合编辑，并一直是日本银行和荷兰国家银行的访问学者，他还曾向阿尔巴尼亚、马其顿国家银行，以及最近还向加纳银行提供技术援助。莱文先生自己的研究成果发表在顶级经济学刊物，包括《美国经济评论》、《欧洲经济协会期刊》、《货币经济学杂志》以及《计量经济学期刊》。



菲利普·罗伊先生自2012年2月以来任澳大利亚储备银行副行长一职。同时，他还是储备银行理事会副主席、储备银行风险管理委员会主席。

此前，他曾分别担任负责经济和金融体系事务的行长助理，还在国际清算银行从事了两年与金融稳定问题相关的工作。

他拥有麻省理工学院博士学位和新南威尔士大学经济学/经济计量学荣誉学士学位，并撰写了大量学术文章，包括货币政策与金融稳定之间的联系。



陆挺任美国银行美林证券董事总经理，大中华区首席经济学家。香港中国金融协会副主席，北京春晖博爱儿童救助公益基金会副理事长。江苏海门人，北京大学经济学学士、硕士，美国加州大学伯克利分校经济学博士，特许金融分析师(CFA)。曾任国际金融公司东亚局和世界银行研究部咨询员。2006 年加入美林全球宏观研究部。2010 和 2011 年被彭博通讯社评为预测最准确的中国经济学家。2012 年《证券市场周刊》“远见杯”中国宏观经济年度和季度预测双冠军。2013 年《亚洲货币》杂志经济学家排名中名列第一。2013 年和 2014 年《机构投资者》亚洲区和中国区经济学家的评比中均名列第一。在 2014 年《机构投资者》亚洲区评比中，其领衔的中国研究团队也排名第一。



玛格丽特·麦康奈尔任纽约联邦储备银行副主席兼综合政策分析组评估职能部主任职务。评估职能部的任务是确定可能影响联储宏观经济、宏观审慎及微观审慎目标的风险，研究减轻这些风险的政策选择，包括确定各种目标之间的短期权衡取舍。她曾任金融稳定和监管政策办公室（O-FSRP）主任。此办公室成立于 2011 年 3 月，在其成立之前，麦康奈尔女士任行政办公室负责政策的办公室副主任，她是在 2007 年 7 月开始担任此职务的。麦康奈尔女士于 1996 年 9 月加盟纽约联邦储备银行，担任经济学家，她拥有特拉华大学的理科学士学位和俄亥俄州立大学的经济学博士学位。



卡洛斯·梅德罗斯先生现任国际货币基金组织货币与资本市场部助理主任，主管技术援助处。该处负责管理并牵头在全球范围就金融与货币部门的问题提供技术援助。他正在监督实施提供技术援助的新战略，旨在通过促进稳健且有效的金融与货币和汇率政策框架来支持金融部门的稳定。他领导了香港特别行政区的“金融部门评估规划”工作。担任现职之前，他曾在基金组织西半球部担任顾问和阿根廷代表团团长、货币与资本市场部亚太与西半球处处长、货币与资本市场部西半球地区处处长，以及基金组织国际资本市场部资本市场融资处处长。



埃斯瓦·普拉萨德是康奈尔大学贸易政策的资深教授，也是布鲁金斯学会高级研究员和国家经济研究局助理研究员，并在布鲁金斯学会担任国际经济学新世纪主席一职，同时也是美国国家经济研究局的助理研究员。之前他曾任国际货币基金组织研究部金融研究处处长。在此之前，他曾主管基金组织中国区事务。

埃斯瓦·普拉萨德的最新著作是《美元陷阱：美元如何加强其对全球金融的控制》（普林斯顿大学出版社，2014年2月）。之前于2010年12月（与M. Ayhan Kose合著；布鲁金斯学会出版社）出版《新兴市场：全球动荡中的抗风险能力与增长》一书。普拉萨德曾在参议院财政委员会、众议院金融服务委员会和美中经济与安全审查委员会作证词。他是起草印度政府成立的金融部门改革高层委员会2008年报告的分析小组成员、印度财长顾问委员会成员，以及DFID-LSE国际增长中心印度增长研究项目的牵头学者。他是布鲁金斯-金融时报世界指数（全球经济复苏跟踪指数：TIGER；www.ft.com/tiger）的创建者。



马库斯·罗德劳尔先生现任国际货币基金组织亚太部副主任。除了其他领导职责之外，主管基金组织中国区事务，近年来承担了与中华人民共和国的第四条年度磋商工作。之前在基金组织担任的职务包括人力资源部副主任，西半球部副主任，亚洲、欧洲和南美洲诸多国家的代表团团长，以及基金组织驻波兰和菲律宾代表。加入基金组织之前，罗德劳尔先生曾供职于奥地利外交部。在学术背景方面，曾获得法律、经济和国际关系等多个学位。



瑞娜·萨海女士现任国际货币基金组织货币与资本市场部副主任，负责制定部门的战略优先点，牵头重点政策论文与项目，并协调本部门的工作和资源管理。之前，她曾在基金组织研究部、财务部、亚洲部、欧洲部、中东部和西半球部工作，负责牵头分析性与政策性重点项目，并负责多个新兴市场国家的代表团工作。她还在中东部与西半球部领导了地区监督项目和代表团工作，并曾担任斯坦利·费希尔（第一副总裁）和迈克尔·穆沙与肯尼斯·罗格夫（均为基金组织经济顾问）的顾问。她在主流期刊上发表了大量与金融市场溢出影响与金融危机、通货膨胀、经济增长、财政政策与债务可持续性，以及转型经济体相关的文章。她曾执教于德里大学、哥伦比亚大学和纽约大学，拥有纽约大学经济学博士学位。



席睿德先生现任国际货币基金组织驻华首席代表，曾任亚洲及太平洋部处长，负责协调快速增长的东南亚低收入国家（前沿经济体）的工作，并曾率团访问越南。他曾任基金组织西半球部处长，负责拉丁加勒比及东加勒比货币联盟事务。其间，他谈判达成一项高额度备用贷款安排（其中包括东加勒比货币联盟的一个成员国的债务重组和债转股安排，以及为萨尔瓦多达成 8 亿美元的预防性备用安排）。此外，他还曾任中美洲、巴拿马和多米尼加共和国地区常驻代表，并曾在基金组织欧洲部工作过。他在哈佛大学肯尼迪政府学院讲授国际贸易和金融，撰写和编辑了许多书籍和文章，包括最近出版的一本关于东加勒比货币联盟的手册。他的主要研究领域是经济一体化以及宏观经济和金融之间的联系。



阿努普·辛格先生自 2014 年 2 月以来担任摩根大通亚太区董事总经理与监管事务主管。

此前，他曾在国际货币基金组织担任亚太部主任（2008-2013 年）和西半球部主任（2002-2008 年）。

辛格先生是印度人，获得了孟买、剑桥和伦敦政治经济学院等大学的学士和研究生学位。他在基金组织担任的其他职务包括总裁办公室特别运营主任、政策发展与审查部高级顾问和欧洲部主任助理。

他其他的工作履历包括印度储备银行行长特别顾问、世界银行主管亚洲地区副行长的高级经济顾问以及乔治城大学客座教授。



2015年，拉尔斯·斯文森教授在基金组织研究部做访问学者。2013年5月以来，他担任斯德哥尔摩经济学院的客座教授。2007年5月至2013年5月，他担任瑞典银行（瑞典中央银行）副行长；2001-2009年，他担任普林斯顿大学经济学教授；1984-2003年，任斯德哥尔摩大学国际经济研究学院国际经济学教授。他拥有斯德哥尔摩大学经济学博士学位。

2012年，他荣获瑞典皇家工程科学院特别金奖。他是美国经济学会的外籍荣誉会员、瑞典皇家科学院院士、欧洲学术委员会成员、芬兰科学与人文学会外籍会员、美国艺术和科学院外籍荣誉会员、拉丁美洲和加勒比经济学会荣誉会员、计量经济学会会员、欧洲经济学会研究员、国家经济研究局研究员以及伦敦的经济政策研究中心研究员。1999-2001年，他担任阿尔弗雷德·诺贝尔经济科学纪念奖委员会主席；1993-2002年，担任该委员会成员；1988-1992年，担任该委员会秘书。

1990-2007年，他担任瑞典银行顾问。从2004年一直到被任命为瑞典银行副行长，他是货币政策顾问委员会成员，以及纽约联邦储备银行经济顾问小组成员。他还经常为国际、美国和瑞典的机构和组织提供咨询。2000-2001年，受新西兰政府委托，他承担了对新西兰货币政策的审查工作；2002年，他担任挪威货币政策审查委员会的主席。



邓敏强是高盛驻香港的中国高级经济学家。2012年加入高盛之前，他曾任香港金管局研究部高级经理。在此之前，他曾在国际货币基金组织担任六年的经济学家，先是在研究部工作，随后在覆盖数个经济体的国家组工作，包括欧元区、英国和墨西哥。他拥有哈佛大学经济学博士学位和香港科技大学理学学士学位。



塔莉莎·瓦塔纳噶斯于1975年进入泰国央行工作，并在2006-2010年担任行长。在泰国央行的漫长职业生涯中，她曾从事包括经济研究、货币市场操作、支付系统、银行部门政策与监督以及货币政策等在内的多个领域的工作。1978-1990年，她还在国际货币基金组织担任经济学家，并在2002年任基金组织-世界银行金融部门评估规划独立评估员。

她在应对1997年泰国危机以及随后的监管与金融部门改革中，在1995年建立亚洲首个实时全额结算系统以消除大额资金转账结算风险中，以及在2008年通过新的BOT法案以保证央行独立性中均发挥了有益作用。目前，瓦塔纳噶斯博士就中央银行和金融部门问题发表了许多观点，并且是多个国内和国际公共与私人组织的理事/顾问。



余伟文先生任香港金融管理局副总裁，负责储备管理以及对外事务。余先生于1986年加入香港政府为政务主任，并于1993年加入金管局为高级经理，其后于1994年擢升处长。余先生曾于货币管理、外事经研及银行业拓展等部门工作，并曾任金管局总裁助理一职。余先生于2001年获委任为助理总裁，并于2007年9月获委任现职。

余先生于香港中文大学肄业，并曾于哈佛商学院进修。

演示文本

第一场分会：中国金融部门/对外部门改革以及人民币国际化

人民币的国际使用

李波

人民币在全球货币体系中的地位

埃斯瓦·普拉萨德

人民币的国际化及其结构性机遇

黄海洲

人民币和中国的资本账户

邓敏强

第二场分会：金融服务业开放

中国金融部门的开放与进一步考虑

张正鑫

澳大利亚的金融体系开放

菲利普·罗伊

金融市场开放：韩国的经验

曹東徽

金融服务业的开放：泰国的经验

塔莉莎·瓦塔纳噶斯

主题发言

货币政策与金融稳定

拉尔斯·斯文森

第三场分会：利率市场化、影子银行业和货币传导机制

新货币政策框架下的利率传导机制

马骏

利率管理与自由化

西蒙·格雷

金融创新、监管和货币传导机制：来自美国的经验

安德鲁·莱文

中国货币传导机制：问题与解决方法

陆挺

第四场分会：宏观审慎政策协调：国际经验

宏观审慎政策协调：印尼的经验

哈林·阿拉姆斯亚

在不确定性和多目标的世界中培育稳健分析和政策制定

玛格丽特·麦康奈尔

宏观审慎政策框架：原则和实践

瑞娜·萨海

圆桌总结

世界需要新储备货币：全球流动性角度

姚余栋

亚洲不断发展的金融一体化：挑战与风险

阿努普·辛格



人民币的国际使用

李波
2015年3月16日



提纲

- 背景
- 政策
- 前景



背景

- 金融危机与贸易的下滑
 - 来自贸易伙伴的需求
 - 来自中国进出口商的需求
- 需求领域
 - 贸易结算
 - 直接投资
 - 货币互换

3



政策应对：人民币“走出去”

- 可行性
 - 经济规模
 - 贸易与投资规模
 - 金融市场的发展
 - 汇率稳定
- 条件
 - 需要在岸银行的合作
 - 需实现一定水平的非居民可兑换

4



人民币“走出去”

- 目标：支持贸易与投资
- 任务：取消不必要的限制
- 精神：尊重市场选择
- 挑战：人民币不完全可兑换
- 战略：采取渐进的方法

5



人民币“走出去”

- 政策
 - 贸易结算
 - 外商直接投资和对外直接投资
 - 人民币融资
 - 证券投资
 - 货币互换安排
 - 直接交易：人民币对各种货币
 - 区域试点
 - 离岸人民币市场

6



人民币贸易结算

- 渐进的过程
 - 始于2009年7月
 - 2010年和2011年显著扩大
 - 2012年在全国全面实施
- 2014年结算量：6.55万亿元

7



外商直接投资

- 使用人民币对外直接投资
 - 2014年规模：1866亿元
- 使用人民币进行的外商直接投资
 - 2014年规模：8620亿元

8



人民币融资

- 贸易融资
- 项目融资（用于离岸项目）
 - 2014年末余额：逾352亿元

9



人民币证券投资

- 场外债券市场投资
 - 离岸银行
 - 外国央行
 - 国际组织
 - 主权财富基金
 - 离岸保险公司
- 人民币合格境外机构投资者
 - 当前最高额度：8700亿元
- 沪港通

10



货币互换安排

- 28个国家
 - 超过3万亿元的流动性额度
 - 最初功能
 - 新功能

11



直接交易：人民币对各种货币

- 欧元
- 英镑
- 日元
- 澳元
- 俄罗斯卢布
- 马来西亚林吉特
- 泰铢
- 其他

12



区域试点

- 上海自由贸易区
- 深圳前海
- 浙江义乌
- 江苏昆山
- 苏州和天津
- 广西和云南

13



离岸人民币市场

- 香港：逐步扩大人民币市场
 - 人民币清算行：始于2003年
 - 人民币结算：贸易、直接投资
 - 人民币兑换：个人（2004年），公司（2009年）
 - 人民币存/贷款：个人（2004年），公司（2009年）
 - 人民币债券：始于2007年
 - 人民币股票：始于2011年
 - 人民币汇率定盘价：始于2011年
 - 人民币利率定盘价：始于2013年
 - 人民币衍生品市场：始于2005年
- 台北、新加坡、伦敦及其他

14



现状

- 人民币的流出基本放开
 - 进口
 - 对外直接投资
 - 对外融资
 - 货币互换
- 人民币的流入依然受到部分“管理”
 - 出口
 - 外商直接投资
 - 对内融资：仅在试点地区
 - 证券投资：凭额度

15



前景

- 支付体系：CIPS
- 资本账户开放：QDII2，外国公司发行股票，修订国务院《外汇管理条例》
- 继续放开人民币的使用：证券投资、货币市场、将人民币作为融资货币
- 挑战：资本流动的宏观审慎管理
 - 外债
 - 投机性资本流动
 - 衍生品

16

人民币在全球货币体系中的地位

Eswar Prasad
美国康奈尔大学 & 布鲁金斯学会

两个视角

- A. 对于中国国内发展的影响
- B. 对于全球货币体系的影响

其他问题

1. 顺序：资本账户开放、汇率灵活性、金融市场发展
2. 过渡阶段收益-风险的权衡取舍

关键概念

- A. 放开资本账户**（自由兑换货币）：对于资本的流入和流出不加管制
 - B. 国际货币**：在贸易结算和跨境金融交易中广泛使用的货币
 - C. 储备货币**：作为央行储备持有的货币
- A**并不等同于汇率自由浮动
- A**和**B**既非对方的必要条件，也不是彼此的充分条件
- A**和**B**一起成立，是**C**的必要条件

人民币国际化

- 离岸人民币存款
- 以人民币进行贸易结算
- 以人民币计价的债券
- 与其他央行进行货币互换

人民币走向国际化的要求：

- 更多金融中心和金融机构获得以人民币开展交易的授权
- 支付系统
- 更多离岸人民币流动性
- 离岸和在岸市场的整合

关键概念

- A. 国际货币：**人民币正处于国际化进程之中
- B. 储备货币：**央行储备资产组合中持有的货币。基本标准：
 - 放开资本账户
 - 灵活的汇率制度
 - 金融市场发达
 - 宏观经济稳定

储备货币

- 金融市场应具备的特征：
 - 广度：广泛的金融工具
 - 深度：这些工具的存量巨大
 - 流动性：换手率高
- 优质人民币资产由以下支撑：
 - 贸易和结算的技术基础设施
 - 监管框架——着眼于系统性金融稳定、充分的能力以及政治意愿

储备货币

- 拥有储备货币地位的好处
 - 能够以本币借款
 - “过度特权”
 - 铸币税收入
- 代价
 - 对于货币的需求更加强劲
 - 管理币值的难度更大
- 特里芬难题？
 - 经常账户逆差并不是必要的

资本账户放开的好处

- 金融一体化的附带（间接）好处
 - 金融市场发展
 - 资本流入带来的监管和技术能力提高
- 国内投资者获得投资多元化的机会
- 助推金融部门改革

时机未成熟放开资本账户的风险

- 本末倒置：在未提高汇率灵活性之前放开资本账户，会使金融体系改革风险增大
- 放开资本账户后，将难以管控币值
- 资本流出不受限制使金融体系面临诸多风险
- 银行存款与GDP的比率高；资本外逃？
- 以上是否为重大风险？中国4万亿美元的外汇储备可构成强大的保护；且外债水平低

国内改革的组织框架

- 推动人民币成为全球储备货币方面的共识有助于推动国内改革进程
- 实现目标，同时缓释风险需要：
 - 更好、更加深化且监管更加完善的金融市场
 - 外汇灵活性
 - 更好的宏观政策框架

基金组织关于纳入特别提款权一篮子货币的判断标准（2011年11月的指引）

- 外汇现货市场交易量
- 外汇衍生品市场和场外衍生品交易量
- 存在适当的市场化利率工具
- 为官方储备资产组合中持有的货币

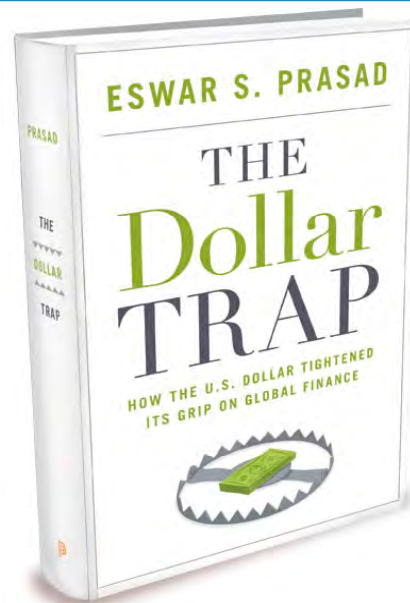
关键概念

A. 国际货币

B. 储备货币

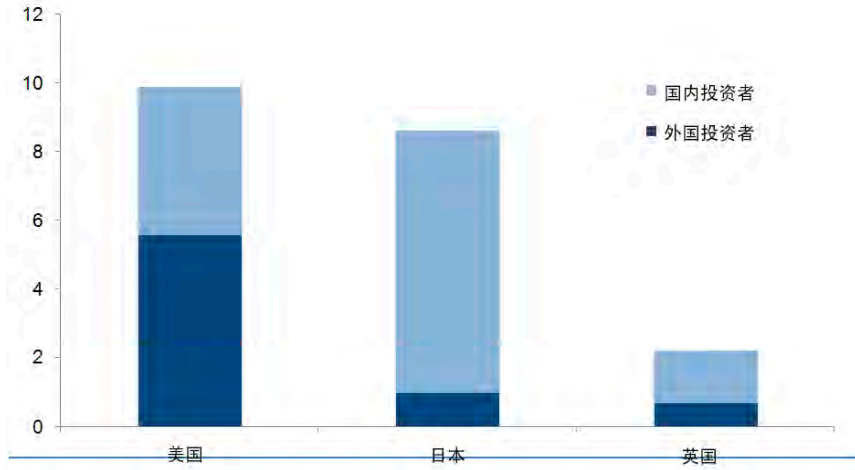
C. 避险货币：制度质量至关重要

- 开放、透明的民主政府
- 深受信赖且独立的中央银行
- 司法独立



政府净债务的持有情况：日本、英国和美国

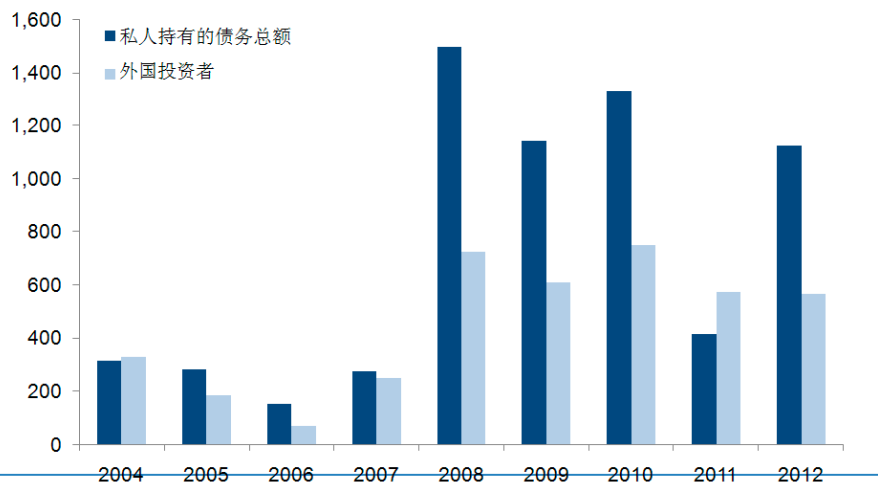
单位：万亿美元



数据来源：美国财政部；日本银行；英国债务管理办公室

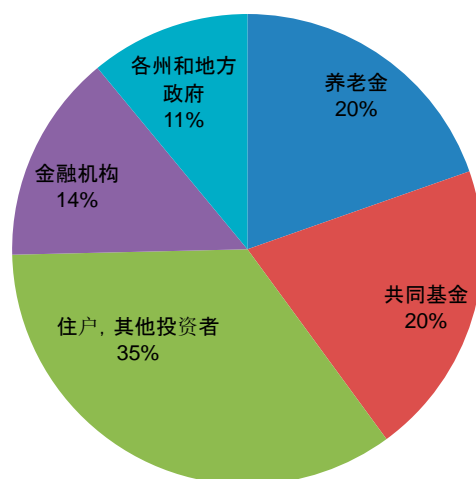
私人持有的美国联邦政府债务中，由国外融资的部分

单位：十亿美元



数据来源：美国财政部公告，2013年6月

私人持有的美国联邦政府债务中，国内投资者持有的部分，2012年



数据来源：表格OFS-2（联邦证券的持有情况，美国财政部公告，2013年6月）。

美元占据主导地位的原因

- 经济体量最大
- 在全球贸易、金融中发挥关键作用
- 深化且流动性好的金融市场
- 网络效应
- 对于美国中央银行和其他公共机构的信心
- 完善的政治和法律框架
- 美元作为记账单位、交换媒介的作用不是瞬间就能消散的
- 美元仍是主要的价值储存货币
- 美元仍是一个最终的避风港

人民币的前景

- 正在成为得到广泛使用的国际化货币
- 基金组织下次审议时成为特别提款权一篮子货币的一部分
- 下一个十年内，人民币有望成为储备货币
 - > **前提是：**金融市场、货币和市场化改革继续推进下去+资本账户更加放开
- 将侵蚀但不会取代美元在全球金融体系中的主导作用

人民币的国际化及其结构性机遇



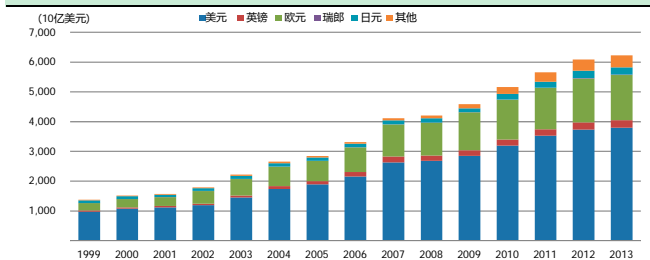
黄海洲

2015年3月16日

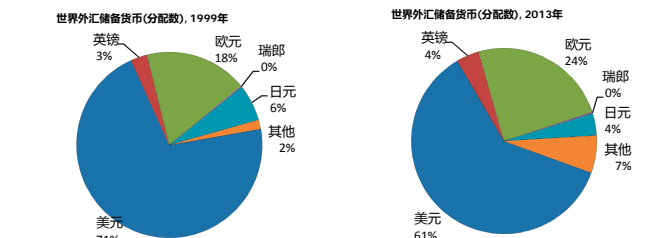
世界外汇储备的货币分布

- 美元仍是居压倒地位的世界外汇储备货币。
- 美元在短期和中期将继续是居压倒地位的外汇储备货币。
- 但是，诸如人民币这样的新兴货币在全球范围的重要性会有所增加。

美元所占百分比略有下降，但在世界储备货币中仍居压倒地位



世界外汇储备货币的变化



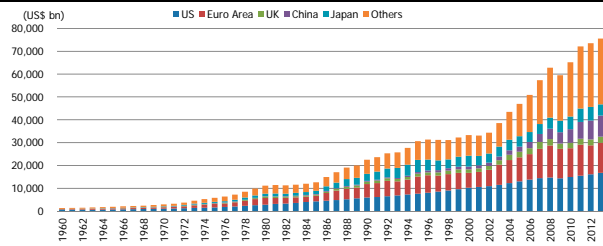
来源：基金组织、Haver analytics、中金公司研究部



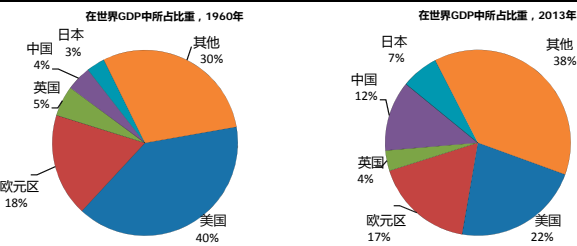
为调整全球经济平衡，需要调整外汇储备货币平衡

- 在货币国际化方面应考虑的因素包括：本国经济的规模、通货膨胀、汇率波动性和金融市场的规模。
- 为调整全球经济平衡，需要调整全球外汇储备平衡。
- 中国的GDP和贸易在2013年分别占全球总数的12.2%和11.3%，而在1978年仅占1.8%和0.8%。中国已成为多数亚洲国家的最大贸易伙伴。

世界经济在过去50年发生了很大变化



主要经济体在世界各国GDP中所占百分比



来源：基金组织、Haver analytics、中金公司研究部



2

中国的上升与人民币的国际化

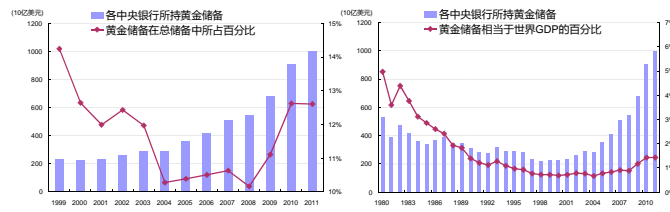
- 黄金是各中央银行喜欢的储备形式，在全球经济中所占百分比相当稳定。但是，黄金由于总量有限，流动性差，不大可能成为主要储备。
- 稳定的宏观政策、强有力和稳定的汇率以及较低的通货膨胀率和外汇波动性提高了人民币的信誉。

中国在全球经济中的地位于过去50年大幅度上升



各中央银行所持黄金储备增加，但黄金在外汇储备中所占百分比仍然很低

黄金在全球经济中所占百分比相当稳定



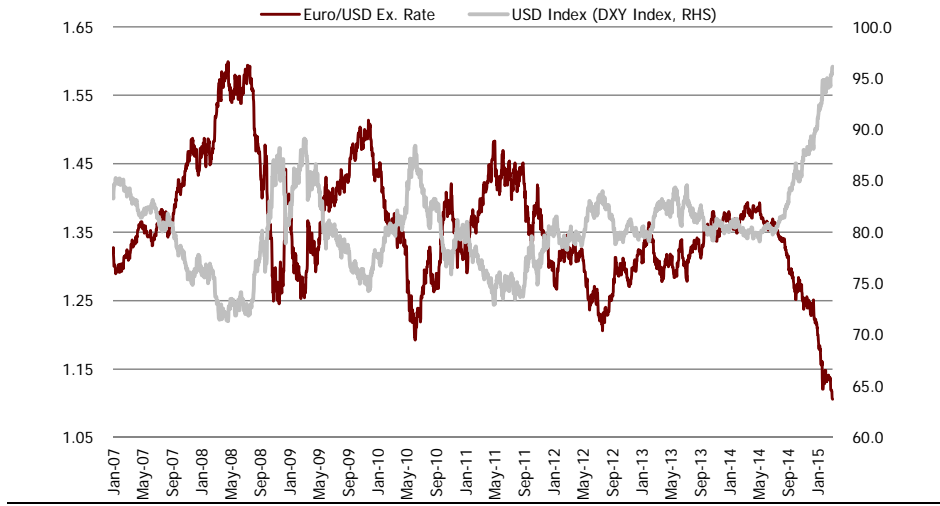
来源：基金组织、Haver analytics、中金公司研究部



3

美元汇率

美元指数自2011年以来一直上升



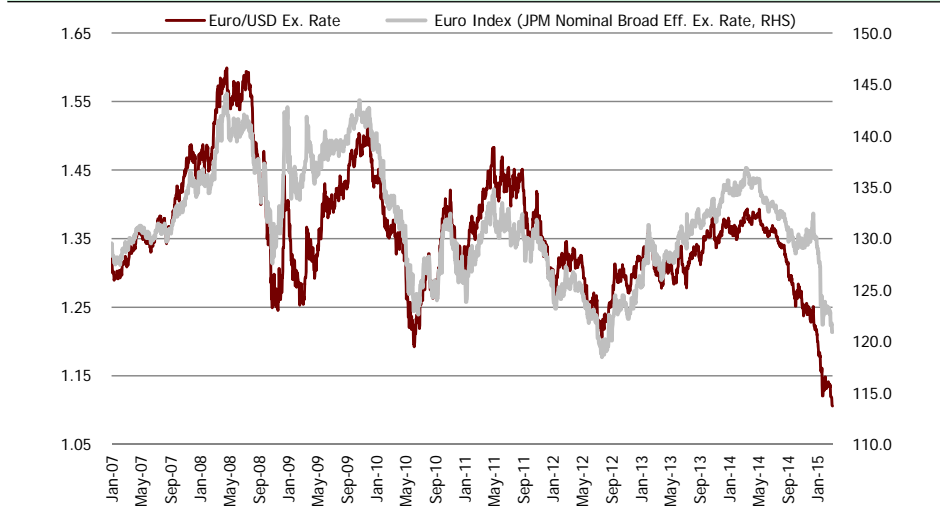
来源：彭博新闻社、中金公司研究部。



4

欧元汇率：相对疲弱，波动性较大

自欧元区债务危机加剧以来，欧元相对疲弱



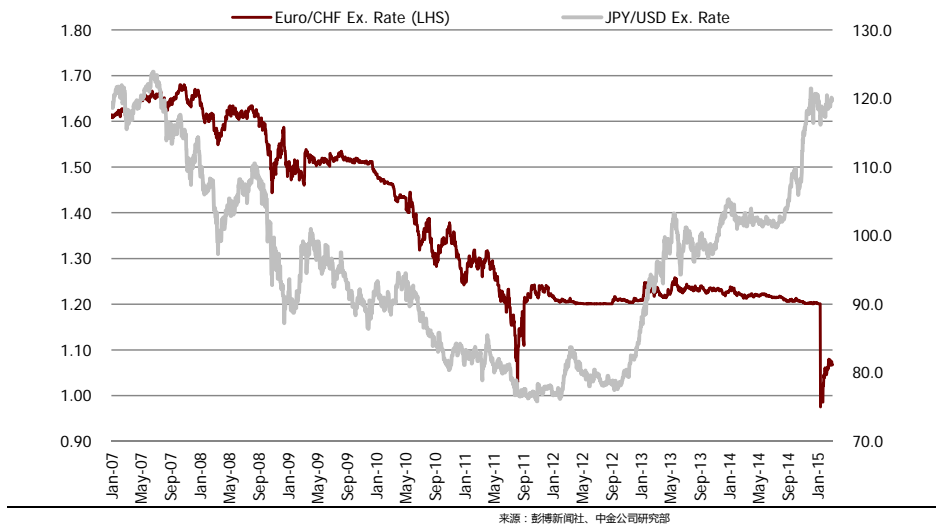
来源：彭博新闻社、中金公司研究部。



5

其他主要货币：日元和瑞郎

日元自2013年以来对美元走弱；瑞士法郎对欧元升值



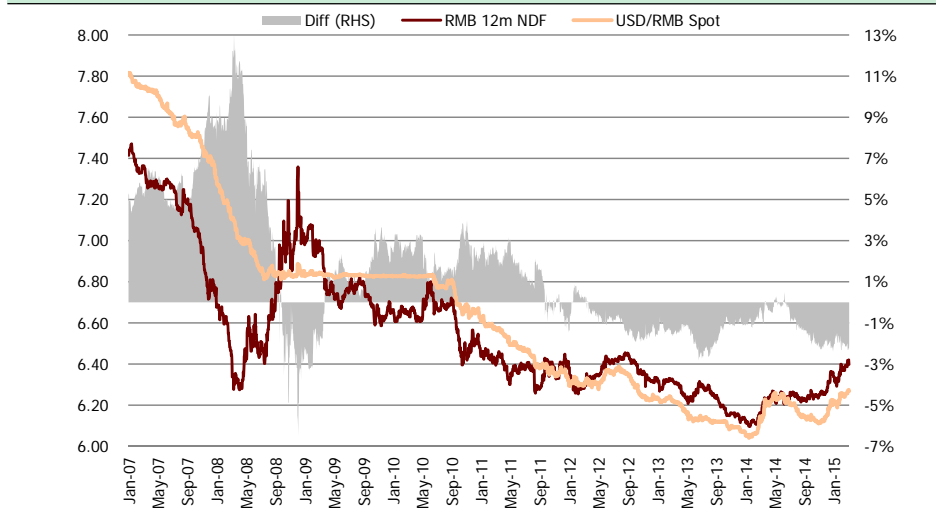
来源：彭博新闻社、中金公司研究部



6

人民币对美元升值

人民币对美元的升值一直持续到最近



来源：彭博新闻社、中金公司研究部



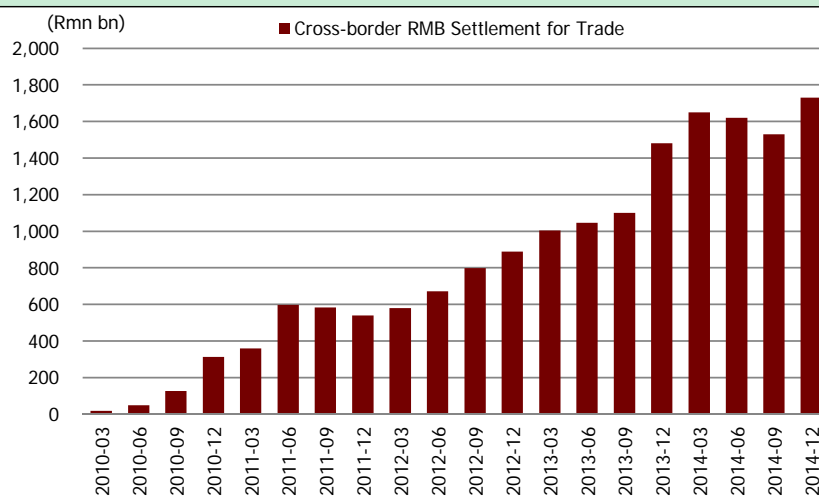
7

特里芬难题

- **特里芬难题**：如果外国希望持有一个国家的货币（将其作为一种储备货币），则该国必须愿意向全世界供应额外的货币，以满足世界对这种“储备”货币的需求，从而造成贸易逆差。
- 储备货币国通过贸易逆差而享受消费上的好处，世界其他国家则从促进贸易的更多流动性中得到好处。
- 无论任何**存在持续贸易逆差**的货币，如果币值和信誉下降，最终都会导致债权人不愿持有该种储备货币。
- 美元的削弱和布雷顿森林制度的坍塌。
- 这种情况是否适用于人民币和人民币的国际化？

人民币跨境贸易结算在过去5年大幅度增加

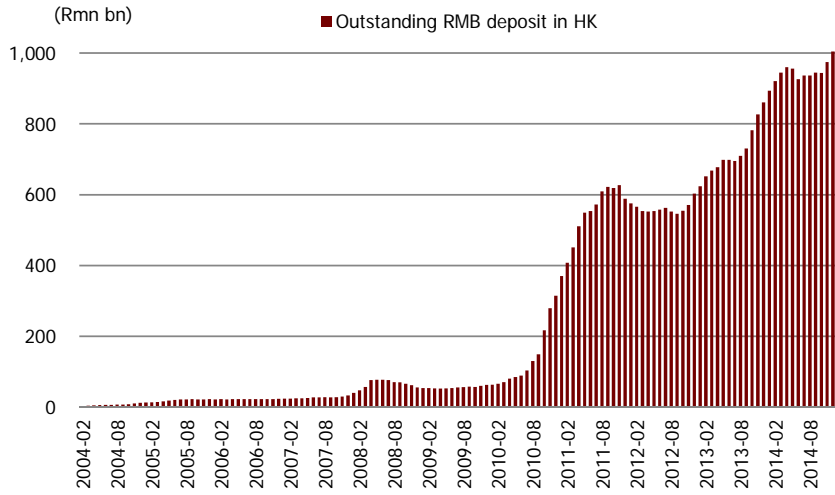
人民币跨境贸易结算自2010年以来大幅度增加，于2014年第四季度达到17300亿人民币元



来源：Wind资讯、中金公司研究部。

在香港的人民币存款

在香港的人民币存款虽然于今年年初略有减少，但仍保持高水平，在2015年1月为9810亿人民币元。



来源：Wind资讯、中金公司研究部。

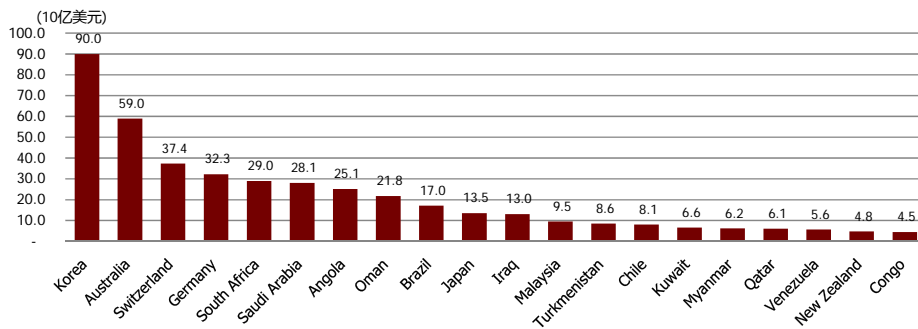


10

中国对各国的贸易逆差

- 2014年，中国最大的三个贸易逆差国是韩国、澳大利亚和瑞士。中国的20个最大贸易逆差国造成的总逆差为4261亿美元，相当于中国GDP的4.1%。
- 2014年，中国对所有51个国家的总贸易逆差为4659亿美元，其中91%来自20个最大逆差国，76%来自10个国家。

2014年中国的20个最大贸易逆差国，对它们的总贸易逆差为4261亿美元



来源：CEIC、中金公司研究部。



11

中国的主要贸易逆差国

- 我们将中国的主要贸易逆差国分为四类：D=发达国家(美国、日本、韩国等)、DR=资源型发达国家、ER=资源型新兴国家(巴西、马来西亚等)、NR=资源型欠发达国家(出口自然资源的非洲国家和某些亚洲国家)。
- 中国在很大程度上依靠一些发达国家，例如日本、韩国和德国的产品和技术，但中国的大多数贸易逆差国是ER。

2004—2014年中国的20个最大贸易逆差国，按4个类型分列

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1 | D | D | D | D | D | D | D | D | D | D | D |
| 2 | D | D | D | D | D | D | D | DR | DR | DR | DR |
| 3 | ER | ER | ER | ER | ER | DR | DR | D | ER | D | D |
| 4 | D | ER | ER | NR | NR | ER | ER | ER | NR | ER | D |
| 5 | ER | ER | NR | ER | DR | ER | ER | ER | ER | ER | ER |
| 6 | ER | NR | ER | ER | ER | ER | NR | D | D | NR | ER |
| 7 | ER | ER | ER | ER | ER | NR | D | NR | D | D | NR |
| 8 | ER | ER | ER | DR | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER |
| 9 | NR | DR | DR | ER | ER | ER | ER | ER | D | ER | ER |
| 10 | ER | ER | ER | ER | ER | D | ER | D | ER | ER | D |
| 11 | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | D | ER |
| 12 | DR | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER |
| 13 | ER | ER | NR | ER | NR | D | D | ER | ER | ER | ER |
| 14 | D | ER | NR | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER |
| 15 | ER | NR | ER | NR | D | ER | NR | NR | ER | ER | ER |
| 16 | ER | NR | D | NR | ER | NR | ER | ER | ER | ER | ER |
| 17 | ER | D | ER | D | NR | ER | ER | ER | ER | ER | ER |
| 18 | NR | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER | ER |
| 19 | D | NR | NR | NR | NR | D | NR | ER | ER | ER | DR |
| 20 | D | NR | ER | ER | NR | ER | ER | NR | ER | NR | NR |

来源：CEIC、中金公司研究部。注：D=发达国家、DR=资源型发达国家、ER=资源型新兴国家、NR=资源型欠发达国家。

中国的主要贸易逆差国

- 中国贸易逆差国中的发达国家不多，但与这些国家的贸易量很大。
- 中国60%的贸易逆差来自资源型国家。我们预计，随着对外来能源和资源的日益依赖，中国对资源型国家的贸易逆差可能继续加大。

中国的20个最大贸易逆差国，按4个类型开列

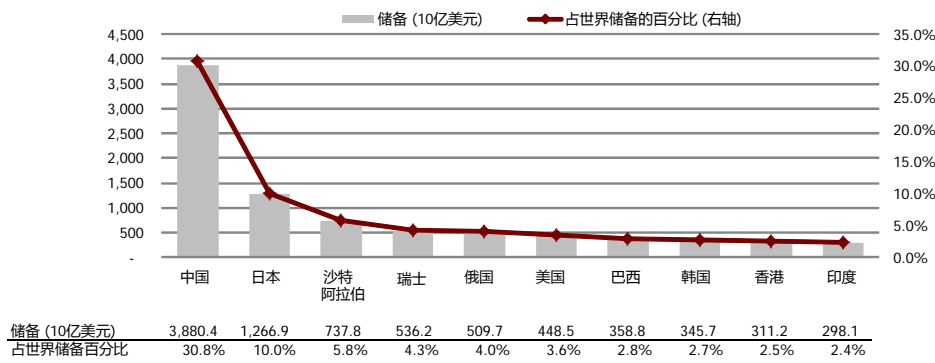
| 2014年的中国最大贸易逆差国 | 国家数 | 占总数的百分比 | 贸易逆差额 (10亿美元) | 占贸易逆差总额的百分比 | 中国最大贸易逆差国的频数 |
|-----------------|-----|---------|---------------|-------------|--------------|
| 共计 | 55 | 100% | 465.9 | 100% | 100.0% |
| D: 发达国家 | 11 | 20% | 180.2 | 39% | 19.5% |
| DR: 资源型发达国家 | 3 | 5% | 63.8 | 14% | 5.5% |
| ER: 资源型新兴国家 | 24 | 44% | 176.6 | 38% | 60.0% |
| NR: 资源型欠发达国家 | 17 | 31% | 45.4 | 10% | 15.0% |

来源：CEIC、中金公司研究部。

中国主要贸易逆差国的储备情况

- 2013年，全球储备达12.6万亿美元，其中包括外汇储备、特别提款权和黄金，主要是外汇储备。
- 从全球角度来看，诸如中国、日本和俄国这样的贸易顺差国的储备水平一般较高。

10个最大的储备国



来源：世界银行、中金公司研究部。

中国主要贸易逆差国的储备情况

- 中国的35个最大贸易逆差国的储备达3.9万亿美元，占全世界总外汇储备的34.4%。

2010年中国主要贸易逆差国的储备(不包括黄金、特别提款权等)

| | 外汇储备 (10亿美元) | 占世界外汇储备 的百分比 | | 外汇储备 (10亿美元) | 占世界外汇储备 的百分比 |
|----------|-----------------|-----------------|------------|-----------------|-----------------|
| 1 韩国 | 335.6 | 3.0% | 19 新西兰 | 14.4 | 0.1% |
| 2 澳大利亚 | 42.5 | 0.4% | 20 刚果 | 5.4 | 0.0% |
| 3 瑞士 | 488.6 | 4.3% | 21 南苏丹 | 0.8 | 0.0% |
| 4 德国 | 38.7 | 0.3% | 22 泰国 | 159.0 | 1.4% |
| 5 南非 | 41.9 | 0.4% | 23 奥地利 | 8.1 | 0.1% |
| 6 沙特阿拉伯 | 710.5 | 6.3% | 24 伊朗 | n.a. | n.a. |
| 7 安哥拉 | 32.4 | 0.3% | 25 哥斯达黎加 | 7.1 | 0.1% |
| 8 阿曼 | 15.6 | 0.1% | 26 赤道几内亚 | 4.4 | 0.0% |
| 9 巴西 | 349.0 | 3.1% | 27 蒙古 | 2.0 | 0.0% |
| 10 日本 | 1,202.9 | 10.6% | 28 赞比亚 | 2.1 | 0.0% |
| 11 伊拉克 | 74.3 | 0.7% | 29 秘鲁 | 63.2 | 0.6% |
| 12 马来西亚 | 130.5 | 1.1% | 30 挪威 | 54.6 | 0.5% |
| 13 土库曼斯坦 | n.a. | n.a. | 31 塞拉利昂 | 0.4 | 0.0% |
| 14 智利 | 39.3 | 0.3% | 32 刚果民主共和国 | 1.1 | 0.0% |
| 15 科威特 | 26.3 | 0.2% | 33 加蓬 | 2.1 | 0.0% |
| 16 缅甸 | 7.0 | 0.1% | 34 爱尔兰 | 0.0 | 0.0% |
| 17 卡塔尔 | 41.0 | 0.4% | 35 巴布亚新几内亚 | 2.8 | 0.0% |
| 18 委内瑞拉 | 2.1 | 0.0% | 共计 | 3,905.9 | 34.4% |

来源：基金组织、彭博新闻社、中金公司研究部。

人民币进一步国际化的受益者

- 中国的贸易逆差国很可能受益，那些与中国的贸易增长较快的国家尤其如此。
- 欧元汇率正在下跌和剧烈起伏。
- 美元收益率很低。
- 持有人民币，将其作为外汇储备也许明智的。
- 中国人民银行和中央政府当前的目标是进行经济结构性改革，同时保持货币政策的稳定，这有助于维护资产价值。

中国主要贸易逆差国的GDP增长情况

| 国家 | 贸易顺差 (10亿 美元) | GDP (10亿 美元) | 增长率 % | 对中国贸易 顺差相当于 本国GDP的 百分比 | 外汇储备 相当于 GDP的 百分比 |
|-------|---------------------|--------------------|----------|---------------------------------|----------------------------|
| 韩国 | 90.0 | 1,305 | 3.0 | 6.9 | 25.7 |
| 澳大利亚 | 59.0 | 1,560 | 2.5 | 3.8 | 2.7 |
| 瑞士 | 37.4 | 685 | 1.9 | 5.5 | 71.3 |
| 德国 | 32.3 | 3,730 | 0.1 | 0.9 | 1.0 |
| 南非 | 29.0 | 351 | 1.9 | 8.3 | 12.0 |
| 沙特阿拉伯 | 28.1 | 748 | 4.0 | 3.8 | 94.9 |
| 安哥拉 | 25.1 | 124 | 6.8 | 20.2 | 26.1 |
| 阿曼 | 21.8 | 80 | 4.8 | 27.3 | 19.5 |
| 巴西 | 17.0 | 2,246 | 2.5 | 0.8 | 15.5 |
| 日本 | 13.5 | 4,920 | 1.6 | 0.3 | 24.5 |
| 伊拉克 | 13.0 | 229 | 4.2 | 5.7 | 32.4 |
| 马来西亚 | 9.5 | 313 | 4.7 | 3.0 | 41.7 |
| 土库曼斯坦 | 8.6 | 42 | 10.2 | 20.5 | n.a. |
| 智利 | 8.1 | 277 | 4.1 | 2.9 | 14.2 |
| 科威特 | 6.6 | 176 | -0.4 | 3.7 | 15.0 |
| 缅甸 | 6.2 | 57 | 8.3 | 10.9 | 12.3 |
| 卡塔尔 | 6.1 | 203 | 6.3 | 3.0 | 20.2 |
| 委内瑞拉 | 5.6 | 438 | 1.3 | 1.3 | 0.5 |
| 新西兰 | 4.8 | 186 | 2.5 | 2.6 | 7.8 |
| 刚果共和国 | 4.5 | 14 | 3.4 | 31.9 | 38.6 |

来源：Haver Analytics、世界发展指数、基金组织、中金公司研究部。

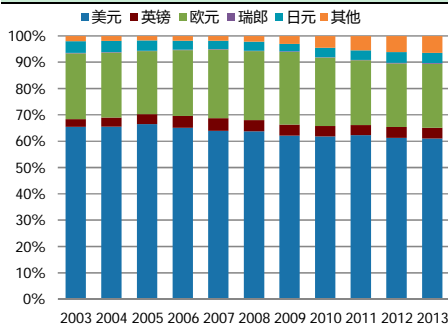
16



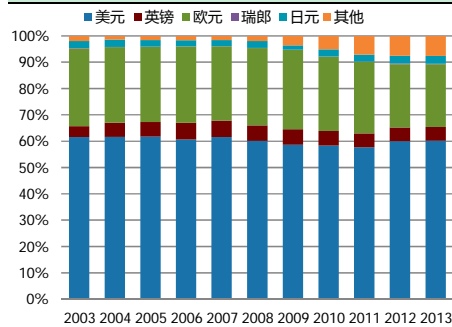
人民币进一步国际化的受益者

- 一些新兴国家对中国的贸易顺差占本国GDP的很大一部分，对其经济增长做出可观的贡献。与此同时，这些国家通常持有很高水平的外汇储备(目前主要是美元和欧元)。
- 如果这些国家有更大的兴趣把人民币作为外汇储备持有，以实现多元化，对人民币的需求将大幅度增加，有助于人民币的国际化。

世界外汇储备的货币分布



新兴国家外汇储备的货币分布



来源：基金组织、中金公司研究部。

17



中国与很多国家签署了双边货币互换协议

- 截至2014年12月，中国已经与28个国家和地区签署了双边货币互换协议，总值3.1万亿人民币。
- 这些国家和地区包括：韩国、香港、马来西亚、白俄罗斯、印度尼西亚、阿根廷、冰岛、新加坡、新西兰、乌兹别克斯坦、蒙古、哈萨克斯坦、泰国、巴基斯坦、澳大利亚、俄国、欧洲央行等。

中国的增长是改革驱动的；人民币的国际化可能成为新的推动力

- 中国人民银行行长周小川提议建立超主权储备货币，这个建议为人民币的国际化提供了很大空间和可能性。
- 人民币当前的国际地位与中国的经济实力不相称。

| | | 美元 | 欧元 | 英镑 | 日元 | 人民币 |
|---------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 占全球外汇储备百分比 | % | 61.0 | 24.4 | 4.0 | 3.8 | 不详 |
| 经济和金融市场规模 (2013年) | | | | | | |
| | | 美国 | 欧元区 | 英国 | 日本 | 中国 |
| GDP | 10亿美元 | 16,768 | 13,148 | 2,678 | 4,920 | 9,240 |
| GDP (购买力平价) | 10亿开曼元 | 16,768 | 12,532 | 2,320 | 4,668 | 16,149 |
| 外贸总额 | 10亿美元 | 3,910 | 8,764 | 1,118 | 1,547 | 4,160 |
| 未偿还政府债务 | 10亿美元 | 17,187 | 12,215 | 2,387 | 11,674 | 3,456 |
| 股票市场总市值 | 10亿美元 | 22,281 | 6,839 | 4,035 | 4,599 | 3,360 |
| 货币稳定性 (2004-2013年) | | | | | | |
| | | 美国 | 欧元区 | 英国 | 日本 | 中国 |
| 10年平均通货膨胀率 | % | 2.40 | 2.05 | 2.70 | -0.06 | 3.11 |

来源：Haver Analytics、世界发展指数、中金公司研究部。

中国的新举措

- 中国将出资400亿美元，建立一个丝绸之路基金。新的丝绸之路基金将用于提供投资和资助，来举办有助于把“一带一路”沿线国家联系起来的基础设施、资源、工业合作和金融合作项目及其他项目。
- 中国将提供最多可达500亿美元的启动资本，用于建立亚洲基础设施投资银行(亚投行)。亚投行有23个创始成员。按照计划，该银行将于2015年底之前开始运行。这家多边开发银行的目的是，是为亚太地区的基础设施项目提供资金。

结构性机遇

- 虽然中国的贸易顺差也许不会回到多年前的高峰，但中国的贸易逆差国将有所增加。这种情况将有助于人民币的国际化。
- 只要在人民币成为新的储备货币的同时，中国的经济增长率保持在健康水平，特里芬难题的诅咒就不适用于人民币。
- 在中国与对其有贸易顺差的贸易伙伴之间，首次出现了结构性机遇。
- 所有希望投资于中国资产的国际投资者也面临结构性机遇。

一般披露

本报告是中国国际金融有限公司的香港证券有限公司（中金香港证券）编写的。本报告采用了我们认为可靠的公共信息，但中金香港证券及其相关公司（下文统称“中金公司”）并不宣称这些信息是准确或完备的。本报告所载信息和观点仅供投资者参考，不考虑任何客户的具体投资目标、财务状况或需要，不是提出购买或出售所述证券，也不是游说他人提出购买或出售所述证券。本报告中的信息或观点不构成对任何人的个人建议。投资者在参加任何与本报告所述公司的证券有关的交易之前，应对本研究报告所载信息进行自己独立的评估，考虑自己的具体投资目标、财务状况和特别需要，就法律、商业、金融、税务和其他方面的问题征求自己的专业和金融顾问的意见。不应使中金公司或其相关人员以任何形式对依靠或使用本报告导致的任何后果承担责任。

本报告所载业绩信息（包括表达的任何观点或预测）均反映的是编写和发表报告时的最新观点、推断和预测。这些观点、推断和预测会在没有任何通知的情况下变化和修订。过去的业绩不是关于今后业绩的可靠指标。中金公司可在不同时期发表与本报告所载观点、推断和预测不相符的报告。

中金公司的销售人员、交易员和其他专业人员提供的口头或书面市场评论或交易意见有可能与本报告所载建议和观点不符，或导致与其不一致的结论。这些意见或建议反映的是制订意见或建议者采用的不同假设、观点和分析方法，中金公司没有任何义务来确保提请任何收到本报告的人注意这些其他的交易意见或建议。中金公司的资产管理、自营交易和其他投资业务部门可能做出与本报告中的建议或观点不一致的投资决定。

本报告由中金香港证券有限公司在香港发行，该公司受香港证券和期货委员会的管理。香港读者如有涉及中金公司研究部的问题，请向本公司香港销售代表提出。领有证券和期货委员会牌照的本报告作者的CC编号见报告封面。

本报告在新加坡仅向新加坡《证券和期货法》和《金融顾问法》界定的合格投资者和/或机构投资者发行，发行人为中国国际金融(新加坡)有限公司(中金新加坡子公司)发行，该公司受新加坡金融管理局监管。由于中金新加坡子公司在新加坡是向这些类别的投资者发行本报告，不再要求进行《金融顾问法》第36条下的披露（披露金融顾问和/或其代表在证券中的权益）。在新加坡收到本报告者如有任何本报告引起或与其有关的问题，可与中金新加坡子公司接洽。

本报告在联合王国由中国国际金融(英国)有限公司(中金英国子公司)发行，该公司由联合王国金融行为监管局授权和监管。本报告所涉投资和服务仅向属于2000年《金融服务和市场法》2005年法令（金融推广）第19(5)、38、47和49条所述类别的人提供。本报告不供零售客户使用。在欧洲经济区其他国家，本报告在经认定的专业投资者所属管辖区向这些投资者发行。

本报告将在其他管辖区依照这些管辖区适用的法规发行。

特别披露

中金公司可能持有本报告所述公司的证券，或影响这些证券的交易，并可能为这些公司提供或寻求为其提供投资银行服务。投资者须意识到，中金公司和/或与其相关的人也许存在可能影响本报告客观性的利益冲突。投资者不应仅依靠本研究报告的观点来作出任何投资决策或其他决定。

%评论
评级的分布情况见：<http://www.cicc.com.cn/CICC/english/operation/page4-4.htm>。

股票评级说明：分析师预期，在今后6-12个月内，评级为“买进”的股票绝对收益率为20%或更高，评级为“继续持有”的股票为-10%至+20%，评级为“卖出”的股票为-10%或更低。
部门评级说明：分析师预期，在今后6-12个月内，评级为“增持”的部门的业绩将超过市场10%或更多，评级为“持股观望”的部门的业绩将在低于市场10%和高于市场10%之间，评级为“减持”的部门将比市场低10%或更多。

本报告的版权属于中金公司。任何未经中金公司书面许可的擅自分发、复制、发表或引用均在禁止之列。



人民币和中国的资本账户

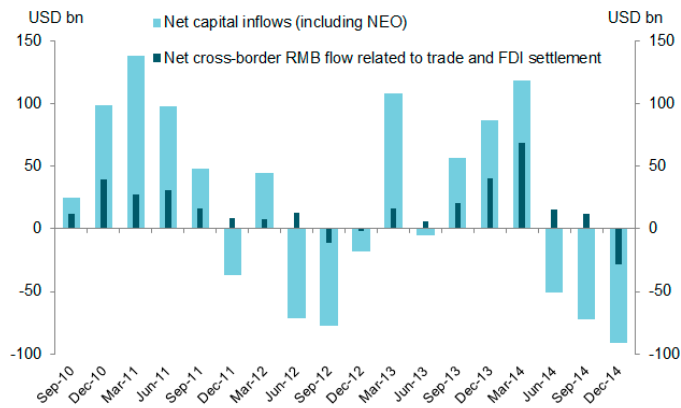
中国人民银行/国际货币基金组织联合会议，北京，2015年3月

MK Tang | 邓敏强

研究中国问题的高级经济学家
高盛（亚洲）有限责任公司
mk.tang@gs.com

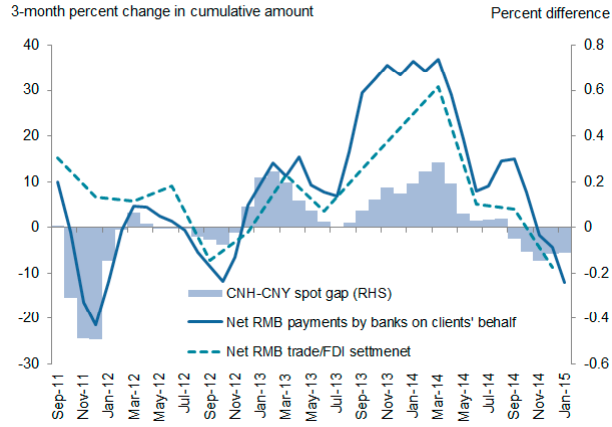
Investors should consider this research as only a single factor in making investment decisions. For Reg AC certification and other important disclosures, see the Disclosure Appendix, or go to www.gs.com/research/hedge.html.

人民币国际化进程正在快速推进，
这也体现在资本账户的资金流动中。



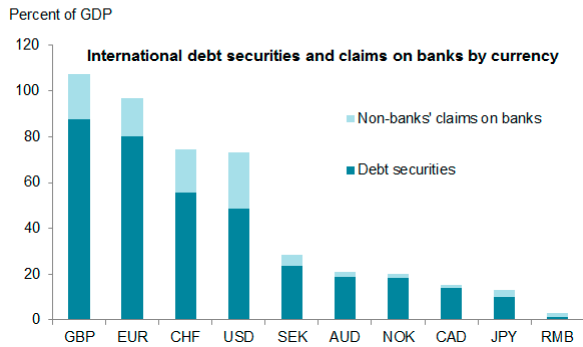
来源：环亚经济数据有限公司、中国人民银行、国家外汇管理局。

跨境人民币资金流动自然受到市场力量驱动；
到目前为止，波动性相对有限。



来源：环亚经济数据有限公司、中国人民银行、国家外汇管理局。

人民币作为国际价值储藏手段的作用有相当大的发展潜力



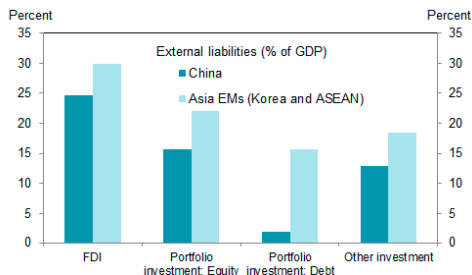
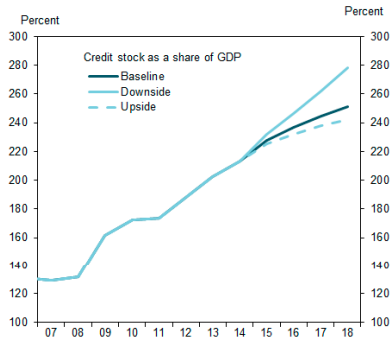
注：对于人民币，对银行的国际债权是离岸人民币存款。对于英镑、欧元、瑞士法郎、美元和日元，这种债权是当地和外国银行对非银行的国际负债。对于其余货币，这种债权是当地银行对非银行的跨境负债。

来源：国际清算银行、国际货币基金组织、环亚经济数据有限公司、高盛全球投资研究部。

人民币国际化可能是为中国经济增长供资的重要引擎



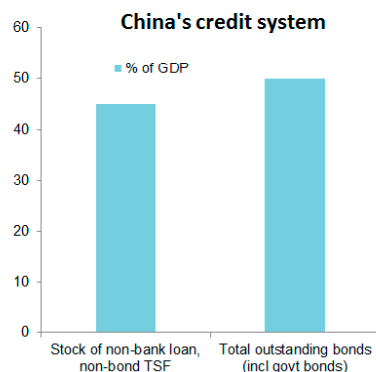
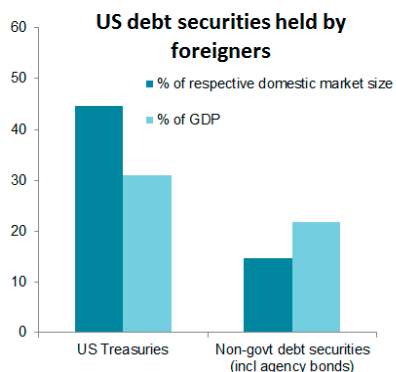
GS projection for China's leverage ratio



注：基准情景：增长再平衡（消费增长超过GDP增长的幅度为每年1.5个百分点）；上行情景：消费增长超过GDP增长的幅度为每年3个百分点；下行情景：无再平衡调整，GDP增长减缓到5%。

来源：环亚经济数据有限公司、国家外汇管理局、国家统计局、高盛全球投资研究部。

对债券市场的促进作用可能相当大

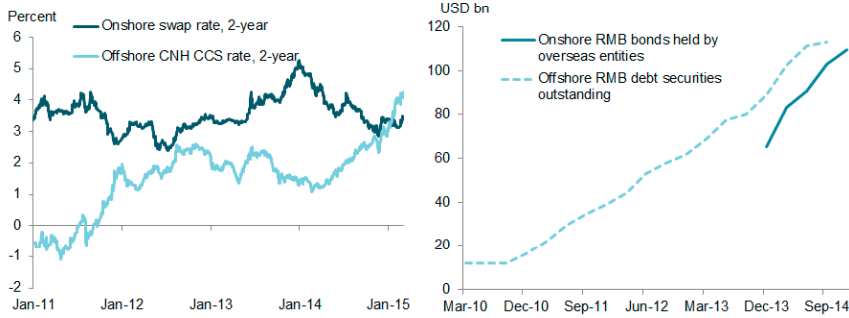


来源：美国财政部、国际货币基金组织、中国人民银行、中国债券信息网。

在岸或离岸？双轨方法的空间



中国人民银行的货币政策态势和外汇因素在在岸和离岸融资市场上起到不同作用



来源：彭博社、中国人民银行、环亚经济数据有限公司。

Disclosure Appendix (as of March 10, 2015)



Reg AC

I, Ikk Tang, hereby certify that all of the views expressed in this report accurately reflect my personal views, which have not been influenced by considerations of the firm's business or client relationships. Unless otherwise stated, the individuals listed on the cover page of this report are analysts in Goldman Sachs' Global Investment Research division.

Disclosures

Global product; distributing entities

The Global Investment Research Division of Goldman Sachs produces and distributes research products for clients of Goldman Sachs on a global basis. Analysts based in Goldman Sachs offices around the world produce equity research on industries and companies, and research on macroeconomics, currencies, commodities and portfolio strategy. This research is disseminated in Australia by Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 008 797 897), in Brazil by Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., in Canada by either Goldman Sachs Canada Inc. or Goldman Sachs & Co., in Hong Kong by Goldman Sachs (Asia) L.L.C., in India by Goldman Sachs (India) Securities Private Ltd., in Japan by Goldman Sachs Japan Co., Ltd., in the Republic of Korea by Goldman Sachs (Korea) L.L.C., Seoul Branch, in New Zealand by Goldman Sachs New Zealand Limited, in Russia by OOO Goldman Sachs, in Singapore by Goldman Sachs (Singapore) Pte. (Company Number: 198602165W); and in the United States of America by Goldman Sachs & Co. Goldman Sachs International has approved this research in connection with its distribution in the United Kingdom and European Union.

European Union: Goldman Sachs International authorized by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority, has approved this research in connection with its distribution in the European Union and United Kingdom; Goldman Sachs AG and Goldman Sachs International Zweigniederlassung Frankfurt, regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, may also distribute research in Germany.

General disclosures

This research is for our clients only. Other than disclosures relating to Goldman Sachs, this research is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. We seek to update our research as appropriate, but various regulations may prevent us from doing so. Other than certain industry reports published on a periodic basis, the large majority of reports are published at irregular intervals as appropriate in the analyst's judgment.

Our salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients and our proprietary trading desks that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research. Our asset management area, our proprietary trading desks and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research.

The analysts named in this report may have from time to time discussed with our clients, including Goldman Sachs salespersons and traders, or may discuss in this report, trading strategies that reference catalysts or events that may have a near-term impact on the market price of the equity securities discussed in this report, which impact may be directionally counter to the analyst's published price target expectations for such stocks. Any such trading strategies are distinct from and do not affect the analyst's fundamental equity rating for such stocks, which rating reflects a stock's return potential relative to its coverage group as described herein.

We and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding equity and credit analysts, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research.

The views attributed to third party presenters at Goldman Sachs arranged conferences, including individuals from other parts of Goldman Sachs, do not necessarily reflect those of Global Investment Research and are not an official view of Goldman Sachs.

Any third party referenced herein, including any salespeople, traders and other professionals or members of their household, may have positions in the products mentioned that are inconsistent with the views expressed by analysts named in this report.

This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. Clients should consider whether any advice or recommendation in this research is suitable for their particular circumstances and, if appropriate, seek professional advice, including tax advice. The price and value of investments referred to in this research and the income from them may fluctuate. Past performance is not a guide to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Fluctuations in exchange rates could have adverse effects on the value or price of, or income derived from, certain investments.

Certain transactions, including those involving futures, options, and other derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. Investors should review current options disclosure documents which are available from Goldman Sachs sales representatives or at <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>. Transaction costs may be significant in option strategies calling for multiple purchase and sales of options such as spreads. Supporting documentation will be supplied upon request.

All research reports are disseminated and available to all clients simultaneously through electronic publication to our internal client websites. Not all research content is redistributed to our clients or available to third-party aggregators, nor is Goldman Sachs responsible for the redistribution of our research by third party aggregators. For research, models or other data available on a particular security, please contact your sales representative or go to <http://360.gs.com>.

Disclosure information is also available at <http://www.gs.com/research/hedge.html> or from Research Compliance, 200 West Street, New York, NY 10282.

© 2015 Goldman Sachs.

No part of this material may be (i) copied, photocopied or duplicated in any form by any means or (ii) redistributed without the prior written consent of The Goldman Sachs Group, Inc.




中国金融部门的开放与进一步考虑

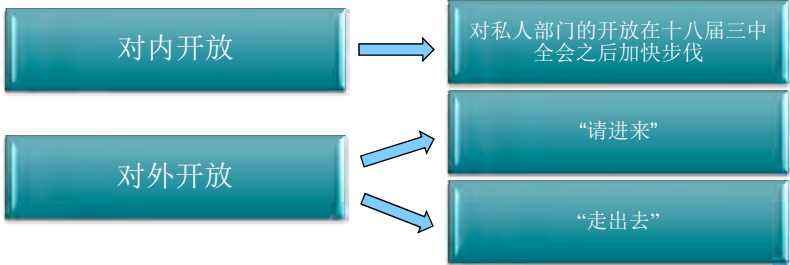
2015年3月16日，北京
张正鑫



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA



金融部门开放：细分情况



```
graph LR; A[对内开放] --> B[对私人部门的开放在十八届三中全会之后加快步伐]; C[对外开放] --> D["请进来"]; C --> E["走出去"];
```

2



1. 概述

2. 差距与挑战

3. 关于下一步的一些思考

3



1. 金融部门开放概述

●三个阶段:

➢1978-2001年，积极“请进来”，重点放在金融机构的市场准入

➢2002-2006年，全面履行WTO承诺

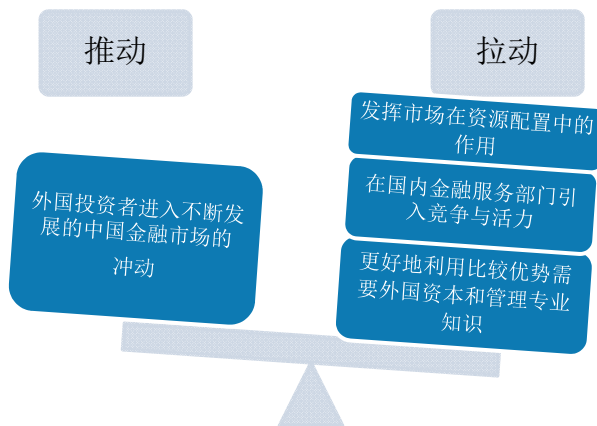
➢2007年至今，在外资金融机构的市场准入方面较为被动，在资本市场双向开放和国内金融机构“走出去”方面较为积极主动

4



1.金融部门开放概述

●推动因素

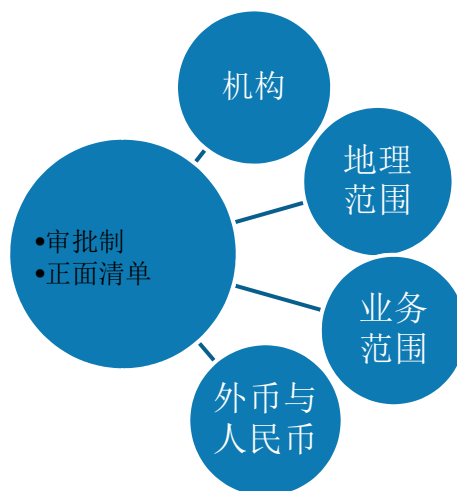


5



1.金融部门开放概述

●模式与措施



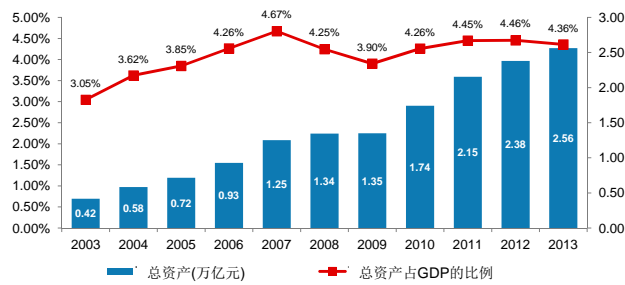
6



1.金融部门开放概述

●成就：在华外资银行的资产不断增长

在华外资银行的发展



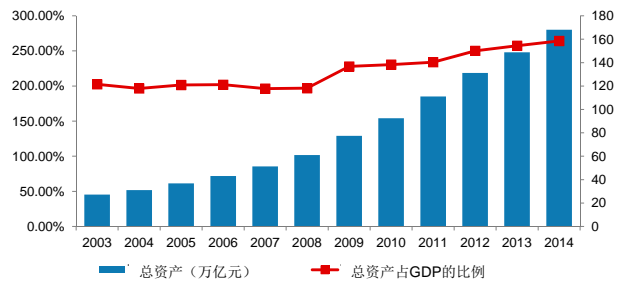
资料来源：国家统计局、中国银行业监督管理委员会。



1.金融部门开放概述

●成就：开放推动了中资金融机构的发展

在华中资银行的发展



资料来源：国家统计局、中国银行业监督管理委员会。



1. 金融部门开放概述

●成就：开放促进了改革

- 汇率和利率市场化改革取得进展
- 资本账户可兑换程度上升

2012年和2015年按国际货币基金组织标准对资本账户可兑换性
进行自我评估的结果

| 项目 | 2012年 | 2015年 |
|-------|-------|-------|
| 不可兑换 | 6 | 5 |
| 部分可兑换 | 19 | 18 |
| 基本可兑换 | 8 | 7 |
| 可兑换 | 7 | 10 |
| 总计 | 40 | 40 |

资料来源：中国人民银行。



2. 金融部门开放的差距与挑战：差距

- 与中国的经济规模不匹配
- 与中国实体经济的开放度不匹配
- 传统开放模式无法满足中国金融市场进一步发展的需求
- 过度保护导致国内金融机构“大但缺乏国际竞争力”
- 持续时间长且复杂的审批过程阻碍了“走出去”的步伐



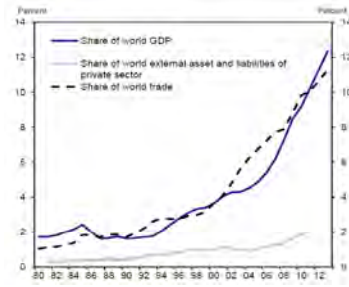
2.金融部门开放的差距与挑战：差距

外资银行的资产在中国银行业总资产中的比重 (%)



资料来源：基金组织、中国银行业监督管理委员会。

中国金融市场的开放远落后于实体经济



资料来源：英格兰银行(2013年)、CEIC，以及Lane和Milesi-Ferretti (2007年)。



2.金融部门开放的差距与挑战：挑战

- 对现状有些自满：不愿扩大开放
- 对进一步开放有些怀疑：不敢扩大开放
- 进一步开放会引发更多风险并影响金融稳定？
- 进一步开放会削弱中资金融机构的盈利能力？



3. 关于下一步的一些思考

- 重新审视金融部门开放的必要性和紧迫性：

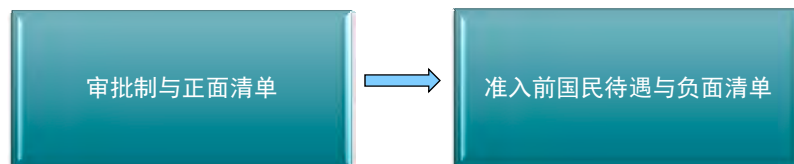
- 弥补上述差距的必要性
- 为中资金融机构在国内外市场创造公平竞争机会的必要性
- 中国建立国际金融中心并拥有国际化货币的必要性

- 需实现新的思想解放



3. 关于下一步的一些思考

- 开放的新模式





3.关于下一步的一些思考

●路线图:

- 在自贸区试点工作中放松审批标准并扩大正面清单
- 建立准入前国民待遇和负面清单
- 将金融部门移出负面清单



3.关于下一步的一些思考

●原则

- 积极的市场化开放
- 对金融部门实行双向开放



3.关于下一步的一些思考

●改革与开放的相互促进

- 加强资本账户可兑换
- 推进汇率和利率市场化改革
- 按照国际标准建立高水平的监管规定

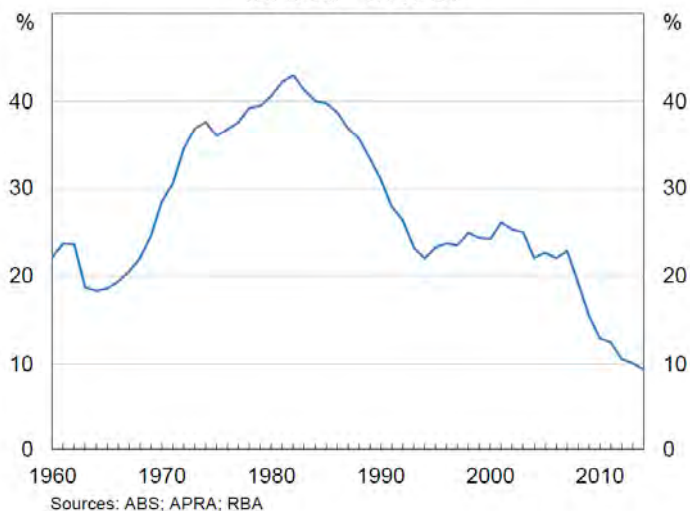
澳大利亚的金融体系开放

Philip Lowe
Deputy Governor

金融扭曲扩大

- ❖ 利率上限，对银行贷款的控制，外资准入限制
- ❖ 越来越扭曲
 - 融资渠道有限
 - 不能对冲风险
- ❖ 新的金融机构进入市场，规避监管网
- ❖ 政策回应
 - 进两步，退一步
- ❖ 自由化的呼声越来越多

非银行金融机构信用资产占总体银行和非银行机构
信用资产的份额



RESERVE BANK OF AUSTRALIA

金融自由化的过程

- ❖ 20世纪70年代：对金融业逐步放松管制
 - 利率管制松动
- ❖ 20世纪80年代：完成放松管制，早期挑战
 - 澳元自由浮动，去除资本管制/利率管制，外资银行进入国内市场
- ❖ 20世纪90年代：设立监管措施，并建立一个监管框架
 - 建立审慎监管和证券监管机构
- ❖ 2000年后：加强监管框架和金融体系的基础设施
 - 市场基础设施，支付体系改革，应对全球金融危机

RESERVE BANK OF AUSTRALIA

通过金融系统调查建立公共支持

- ❖ 1979-1981年 澳大利亚金融系统调查（坎贝尔）
 - 取消利率上限，促进银行之间的竞争，实行浮动汇率制度
- ❖ 1996-1997年 金融系统调查（沃利斯）
 - 构建监管框架
- ❖ 2014年 金融系统调查（穆雷）
 - 增强银行和养老金行业竞争，投资者保护



公共调查的主要特点

- ❖ 独立性
- ❖ 前瞻性
- ❖ 对特定的领域范围做调查
- ❖ 由高端商业或学术界人士主导
- ❖ 广泛征询公共意见



改革初始效果不佳

- ❖ 银行和监管缺乏信用风险评估能力
- ❖ 更激烈的竞争导致金融机构为市场份额争斗
- ❖ 商业地产繁荣和萧条
- ❖ 州政府银行和外资银行损失惨重
- ❖ 对国内经济产生严重的影响



监管框架逐步改善

- ❖ 20世纪90年代央行加强监管
- ❖ 1998年成立审慎监管局和证券与投资委员会（证券监管局）
- ❖ 目前监管模式的特点
 - 着重监督，不仅仅是政策制定
 - 将宏观审慎管理纳入微观审慎管理框架
- ❖ 金融监管理事会
 - 由澳大利亚储备银行行长主持
 - 季度会议
 - 为政府提供集中建议
- ❖ 目前的安排被广泛认为运作良好



市场的发展和维持

- ❖ 改革的前提条件和反对改革的争论
- ❖ 改革对市场的发展起催化剂作用
- ❖ 一直难以发展一个流动性好和深度性高的债券市场
- ❖ 大型养老保险制度对股市的发展有帮助
- ❖ 金融市场有倒闭的可能性（包括发达市场）
 - 需要做好准备

市场开放已实现净得正面效果

- ❖ 浮动汇率的价值
- ❖ 拥有一个开放和有竞争力，强壮的金融体系是可能的
- ❖ 中小金融机构激烈的竞争有利于促进竞争力和创造
 - 获得全方位的金融服务
 - 外资银行起到积极作用
- ❖ 更有效的资本配置

金融市场开放：

韩国的经验

2015年3月16日

曹東徹

韓國改發研究院

1. 汇率制度的演变

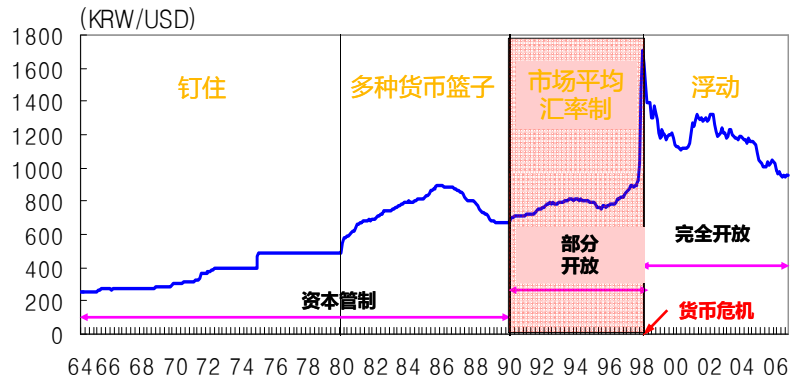
韩国尝试了各种汇率机制。

- 一直到1979年：**实行钉住美元的制度**
(政府偶尔会调整)
- 20世纪80年代：**钉住多种货币篮子制度** (有管理的浮动?)
(政府每日会调整)
- 1990年~1997年：**市场平均汇率制** (肮脏浮动?)
(设有日浮动区间, 且该区间逐步扩大)
- 自1998年开始：**自由浮动制**
(未设日浮动区间)

1. 汇率制度的演变

该演变是为实现金融市场开放。

- 20世纪90年代对如今的中国而言极具相关性。



2

2. 20世纪90年代的金融自由化

韩国的金融市场长期受到严重压抑。

- 金融机构是“政府主导发展”的主要政策工具。
(韩国的商业银行并不具有真正的“商业性”，直到20世纪80年代。)

韩国从20世纪90年代开始放开金融市场。

- 国内民主化和全球放松管制趋势产生了压力。

国内：1987年首次进行总统民主选举。
全球：“华盛顿共识”

3

2. 20世纪90年代的金融自由化

内部的主要关注点是放开利率管制。

- 计划是“先放开长期利率，后放开短期利率”。

在外部，逐步开放资本账户...直到1997年的货币危机。

- 允许外国投资者购买韩国股票（1992年1月）。
- 针对经常交易由正面转为负面清单管理制度（1992年9月）。
- 允许金融机构从海外借款进行投资与贸易。
- 允许居民海外存贷款（1995年2月）.....

4

3. 管制的遗留问题

① 浮动恐惧和未察觉的风险

- 政策制定者和市场均继续认为政府应该（并且能够）管制和稳定汇率。
 - 未察觉到汇率风险。
(金融机构和韩国大财团中主张对冲汇率风险者未能得到正当对待。)
 - 形成了巨大的海外借款激励。
(国内利率为12~15%，而LIBOR为5%左右。)
 - 加剧了1997~1998年货币危机期间的负面影响。

5

3.管制的遗留问题

② 加剧了与“太大而不能倒”相关的道德风险

- 放松金融管制为被认为“太大而不能倒”的韩国大财团提供了更多机会。
- ➔ 市场为韩国大财团提供了“更廉价的资本”。
- ➔ 韩国大财团积极利用廉价杠杆进行激进的投资。
- ➔ 当“激进”投资结果是“鲁莽”投资时，市场开始意识到韩国政府不会施以援手。
- ➔ “太大而不能倒”这一信念的丧失导致市场出现恐慌。

6

※ 韩国前30家大财团的倒闭情况

| 序号 | 大财团 | 总资产 (十亿韩元) | 负债股权 比(%) | 净收入 (十亿韩元) | 破产 (重组日期) | 序号 | 大企业 | 总资产 (十亿韩元) | 负债股权 比(%) | 净收入 (十亿韩元) | 破产 (重组日期) |
|----|-----------|---------------|--------------|---------------|-----------------------|----|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| 1 | Hyundai | 53,597 | 459 | 125 | | 16 | Hansol | 4,346 | 433 | 2 | |
| 2 | Samsung | 51,651 | 459 | 174 | | 17 | Hyosung | 4,131 | 370 | 35 | |
| 3 | LG | 38,376 | 373 | 308 | | 18 | Dongkuk Steel | 3,956 | 376 | 119 | |
| 4 | Daewoo | 35,466 | 316 | 350 | 1999/8 重组 | 19 | Jinro | 3,951 | 3,619 | -154 | 1997/9 破产 |
| 5 | SK | 22,927 | 391 | 255 | | 20 | Kolon | 3,910 | 389 | 8 | |
| 6 | Ssangyong | 16,457 | 387 | -127 | 1997-1998年 出售主要子公司 | 21 | Kohab | 3,690 | 579 | 30 | 1998/7 重组 |
| 7 | Hanjin | 14,309 | 598 | -161 | | 22 | Dongbu | N/A | 464 | N/A | |
| 8 | Kia | 14,287 | 518 | -129 | 1997/7 破产 | 23 | Tongyang | 3,445 | 638 | -119 | |
| 9 | Hanwha | 10,967 | 789 | -212 | | 24 | Haitai | 3,398 | 658 | 36 | 1997/11 破产 |
| 10 | Lotte | 7,774 | 196 | 53 | | 25 | New Core | 2,798 | 1,224 | 23 | 1997/11 破产 |
| 11 | Kumho | 7,495 | 552 | -40 | | 26 | Anam | 2,659 | 486 | 12 | 1998/11 重组 |
| 12 | Halla | 6,640 | 1,986 | 23 | 1997/12 破产 | 27 | Hanil | 2,599 | 578 | -122 | 1998/9 破产 |
| 13 | Dong Ah | N/A | 659 | N/A | 1998/6 重组 | 28 | Keopyong | 2,477 | 615 | 20 | 1998/5 破产 |
| 14 | Doosan | 6,370 | 692 | -108 | | 29 | Daesang | 2,238 | 412 | -30 | |
| 15 | Daelim | 6,177 | 371 | -6 | | 30 | Shino | 2,158 | 486 | -5 | 1998/10 重组 |

数据来源: 赵东哲, “解决1997-1998年经济危机: 宏观经济政策调整”, 韩国智慧分享项目报告, 韩国发展研究院, 2010

7

3.管制的遗留问题

③ 放松管制“失衡”与监管套利

- 实践中，平衡不同部门放松管制的步伐极其困难。
- 很可能造成监管套利。
- 特别是，韩国小型商人银行放松管制的步伐更快，利用了套利机会。

(例子) 对M2数量目标制的痴迷使得政府“非正式”地更加严格管制银行，并严于对非银行的管制。

- 事实上，货币危机之后，所有商人银行几乎都倒闭了。

8

※ 金融机构重组

| | 机构总数 (1997年末) (A) | 处置类型 | | | | | 新机构数 | 机构总数 (2004年末) |
|--------|-------------------------|------|-----|------------------|-------|----------------|------|------------------|
| | | 吊销执照 | 合并 | 其他 ¹⁾ | 小计(B) | 比率(%) (B/A) | | |
| 银行 | 33 | 5 | 10 | - | 15 | 45.5 | 1 | 19 |
| 商人银行公司 | 30 | 22 | 7 | - | 29 | 96.7 | 1 | 2 |
| 证券公司 | 36 | 5 | 4 | 3 | 12 | 33.3 | 18 | 42 |
| 保险公司 | 50 | 10 | 6 | 3 | 19 | 38.0 | 19 | 50 |
| 投资信托公司 | 30 | 6 | 2 | - | 8 | 26.7 | 25 | 47 |
| 互助储蓄银行 | 231 | 102 | 27 | 1 | 130 | 56.3 | 12 | 113 |
| 信用合作社 | 1,666 | 2 | 108 | 499 | 609 | 36.6 | 9 | 1,066 |
| 租赁公司 | 25 | 10 | 2 | 1 | 13 | 52.0 | 6 | 18 |
| 总计 | 2,101 | 160 | 166 | 507 | 835 | 39.7 | 91 | 1,357 |

1) 包括解散以及将资产转移至“过桥机构”。

数据来源: 赵东哲, “解决1997-1998年经济危机: 宏观经济政策调整”, 韩国发展研究院, 2010

9

3.管制的遗留问题

④ 金融市场基础设施未准备好

- 透明度以及对统计数据的信任是实现自由化的金融市场妥善运转的关键基础。

→ 在实行管制时期，透明且准确的统计数据的市场需求不大，并且相关机构（信用评级机构、会计公司等）尚未发展起来。

（例子）直到最后一刻，信用评级机构将即将倒闭的韩国大财团的信用评级为“投资级”。

10

3.管制的遗留问题

⑤ 政策制定者未准备好

- 政策制定者适应新环境需要时间和经验。

→ 政策制定者不习惯无法直接控制单个价格和金融机构行为的情况。

（例子）虽然他们从教科书上学到了“三元悖论”并且明白其意思，但行动中依然将外汇市场与国内金融市场分开处理。

11

4. 对中国的借鉴

金融市场开放是中国的必经之路。

- 是人民币国际化不可遗漏的一步。
- 然而，即便不提人民币国际化，金融市场也应随着经济的发展和金融市场的深化而开放。

12

4.对中国的借鉴

在过渡期，需控制潜在风险。

- 金融自由化会导致源于道德风险的风险上升。
 - 需降低“太大而不能倒”的预期（国有企业？）。
 - 需降低市场关于政府始终可以稳定管理汇率的预期（有管理的浮动？）。
 - 需减少受监管相对较松的金融机构进行监管套利的机会（影子银行？）。
 - 需降低宏观经济风险（房地产市场泡沫？）。

13

4.对中国的借鉴

尽早加强基础设施建设是可取的。

- 金融市场开放只是向人民币国际化迈进的必要一步（供给方）。
- 真正的挑战是如何增加国际金融市场对人民币的需求。
 - 需通过加强相关机构的法律和市场纪律来提高统计数据的透明度和可靠性。
 - 需提高政策制定者的能力，以便他们落实适合开放的金融市场的政策。

金融服务业的开放：

泰国的经验

Tarisa Watanagase
中国人民银行和国际货币基金组织
第三次联合会议
北京，2015年3月16日

开放的好处

- 开放 → 竞争增强 → 金融中介成本下降 → 投资储蓄增加，金融可得性提高 → 支持经济增长
- 中国市场开放 → 如果政府和国有企业的需要不对私人部门的需要产生挤出效应，那么市场开放可能会促使经济朝着轻工业、服务业和消费的方向进行再平衡调整。将有更多的市场参与者来满足以前未能满足的不同金融需要。

开放带来的威胁

- 如果初始条件或顺序安排不当，开放会造成金融不稳定风险/ 危机。
- 不应抵制开放，而应管理、缓解金融危机风险。

泰国的经验：

危机主要是由开放引起的

- 1992年，金融部门在27年里第一次开放。
- 46个离岸银行单位（BIBF，曼谷国际银行业务安排）得到批准。本以为是一小步：
 - 不吸收存款
 - 外-外、外-内贷款
 - 相比通过银行的借款，预扣税更低

出了什么问题

- 资本大量流入导致资产泡沫
- 初始条件和顺序安排不当：
 - 由于此前放开了利率上限，国内利率高 → 高利差 + 税收优惠 → 资本大量流入
 - 此前接受了基金组织协定第八条 → 资本自由流动（并且放开了报告要求/监控）
 - 固定汇率 → 货币政策无法阻止资本流入

出了什么问题（续）

- 金融部门和监管薄弱 → 银行和借款人的期限错配、币种错配严重
- 抵押型贷款 → 资本流入 — 资产价格高涨 — 抵押品价值上升 — 借款增加
- 金融基础设施薄弱 → 没有征信机构；没有存款保险，而是隐性担保；治理、法律、监管薄弱，特别是在贷款分类和拨备方面。

危机后的改革

- 化解危机，随后开展宏观经济、金融部门、监管方面的改革。
- 着眼于提高经济灵活性和抗冲击能力，金融部门以风险管理为重点。
- 建设必要的金融基础设施：征信机构，存款保险机构，资产管理公司等。

逐步开放战略

- 1. 改革金融部门，以提高抗冲击能力，为竞争的加强做好准备。
 - 单一经营政策：金融企业集团合并成一个实体
➔ 规模经济
 - 法律、税收方面的调整，鼓励并购活动
 - 减轻分割状态：非银行金融机构被银行收购/吸收。两类银行，提供全面金融服务，或为小客户提供零售银行业务。
 - 金融机构数量从83个减少到41个

逐步开放战略（续）

- 2. 在现有市场参与者中引入更多竞争
 - 允许外国银行分行增设分支机构
 - 允许转成子银行的外国银行分行增设更多分支机构
 - 外国投资者对泰国银行的战略投资比例限制从25%提高到49%，超过这一比例需经当局批准。

逐步开放战略（续）

- 3. 增加新的外国参与者
- 4. 在可能和适当时将增加新的参与者：
Telcos，东盟银行一体化框架下的合格东盟银行

吸取的教训

- 初始条件和顺序安排很重要
- 金融部门和监管在开放前应足够强健
- 开放之前和之后应具备有序退出的机制/系统
- 不能也不应等到所有条件都准备就绪 → 渐进方法更容易管理开放过程中出现的风险

货币政策与金融稳定

Lars E.O. Svensson

网址: larseosvensson.se

金融放开、创新和稳定：国际经验和对中国的借鉴

中国人民银行和国际货币基金组织第三次联合会议
2015年3月16日，北京

1

要点与结论

- 货币政策能产生哪些效果？
 - 不要对货币政策要求过高
 - 货币政策无法实现和维持金融稳定；有必要制定单独的金融稳定政策（宏观审慎政策）
- 货币政策和金融稳定政策的关系如何？
 - 货币政策和金融稳定政策非常相同
 - 在正常时期，最好是分别实施，由同一机构实施时也应单独实施
 - 但每项政策都应该充分了解并考虑另一种政策的实施
- 货币政策是否应“逆风而行”以促进金融稳定？
 - 在瑞典，“逆风而行”的成本可能是其好处的250倍
 - 通胀低于预期加重了实际债务负担
 - 货币政策应该是金融稳定的最后一道防线

2

在实施效果方面，货币政策的“能”与“不能”

- 货币政策能将通胀率稳定在既定目标上下
- 货币政策能保持长期可持续的资源整体利用率
 - 但该长期可持续利用率取决于非货币结构性因素，而不是货币政策
 - 需通过结构性政策提高该利用率
- 货币政策无法解决结构性问题
 - 解决此类问题需采取结构性政策

3

在实施效果方面，货币政策的“能”与“不能”

- 货币政策无法实现金融稳定
 - 有必要制定单独的金融稳定政策（宏观审慎政策）
 - 价格稳定并不意味着金融稳定
 - 只靠利率政策不足以维持金融稳定
- “逆风而行”无法解决债务问题
 - 以瑞典为例，“逆风而行”所带来的好处可能只及成本的0.4%（只有当带来的好处超过成本100%时，该政策才值得实施）
- “逆风而行”的内在缺陷
 - 通胀率低于可信的通胀目标加重了家庭和其他代理人的实际债务负担

4

在实施效果方面，货币政策的“能”与“不能”

- Jeremy Stein（2013年）：
“尽管货币政策可能并不是针对就业的恰当工具，但与监管政策相比，它们有一项重要的长处，即利率的作用无孔不入。”
- 但是政策利率的温和上升将难以解决这些发展轨迹的根源问题
- 为了填补这些缝隙，不得不提高政策利率，其提高程度足以将整个经济推向绝境

5

在实施效果方面，货币政策的“能”与“不能”

- 不要对货币政策要求太高

6

货币政策和金融稳定政策的关系如何？

- 按照以下要素区分不同的经济政策
 - (1) 目标
 - (2) 适用工具，和
 - (3) 主管部门
- 无论主管部门是否相同，货币政策和金融稳定政策都是明显独立的政策，有着不同的目标和适用工具

7

货币政策

- 目标
 - 灵活的通胀目标管理：价格稳定和实际稳定
- 工具
 - 正常时期：政策利率、沟通
 - 危机时期：同样采用非常规措施、资产负债表政策、外汇政策，...
- 主管部门
 - 中央银行

8

金融稳定政策

- 目标
 - **金融稳定**：金融系统发挥三项主要功能（将储蓄变为融资、实现风险管理/分担、提交支付），能充分**抵御**影响这些功能的干扰因素
- 工具
 - 正常时期：监管、监督、宏观审慎政策、缓冲、资本金要求、贷款价值比上限、流动性覆盖率、净稳定资金比率、税收、存款保险，.....
 - 货币政策不能确保充分的抵御能力
 - 危机时期：最终贷款、流动性支持、资本注入、担保、银行处置，.....
- 部门
 - 各国主管部门不一：金融服务管理局、中央银行、银行处置部门、财政部.....

9

货币政策和金融稳定政策的关系如何？

- 两种政策有着不同的目标、工具和主管部门
- 正常时期：分别实施，由相同部门实施时也分别实施
 - 但两种政策都必须充分了解并考虑到另一种政策的实施和影响
 - 与货币政策和财政政策相似：纳什均衡而非协调均衡（也不是共同优化）
- 危机时期：金融服务管理局、中央银行、财政部、银行处置机构等部门的充分合作和共同政策

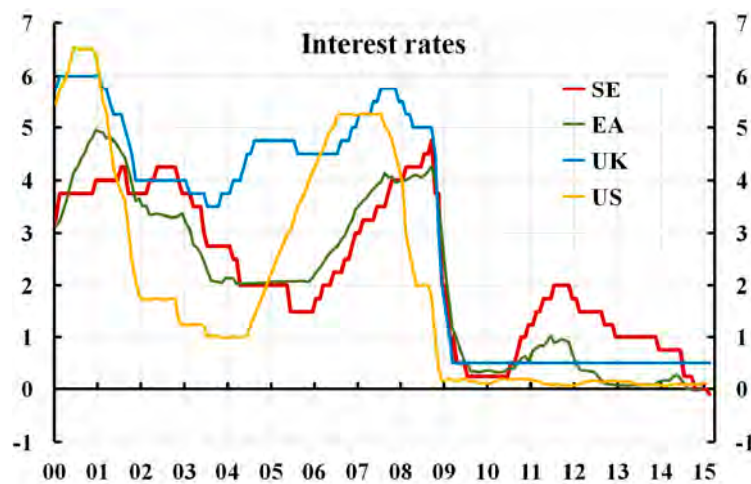
10

瑞典的“逆风而行”措施

- 国际清算银行大力推动旨在实现金融稳定的“逆风而行”措施（包括在最近的年报中也有体现）
- 其他国家有质疑的声音，但争论仍在继续
- 瑞典案例研究：出于对家庭债务的担忧，自2010年夏天起“逆风而行”的措施非常激进
- 当前结果：零通胀或负通胀、失业率极高、实际债务极有可能升高、负政策利率
- 瑞典中央银行“逆风而行”措施的成本与好处？

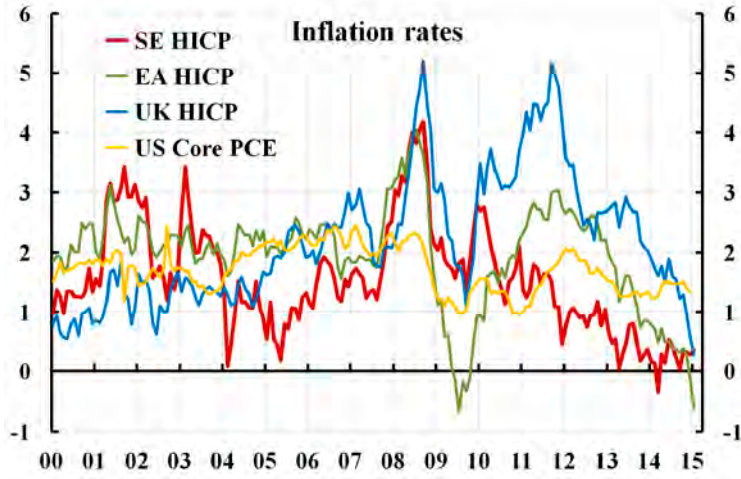
11

“逆风而行”：瑞典、英国和美国的政策利率；欧元区银行间隔夜拆借利率



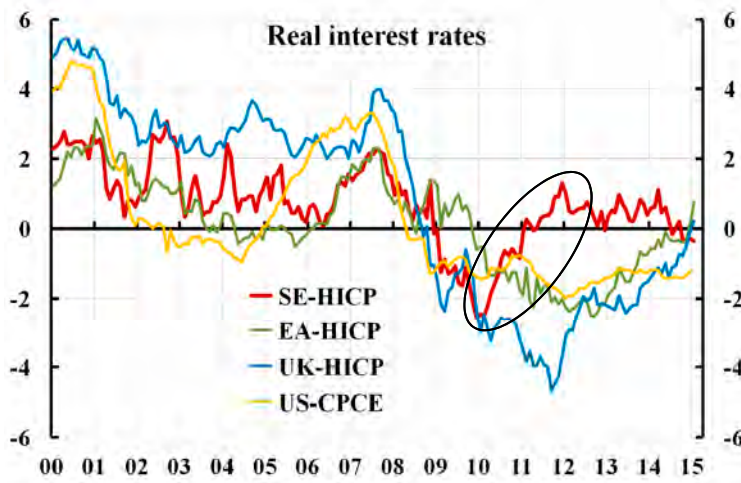
12

“逆风而行”：瑞典、欧元区、英国和美国的通胀率



13

“逆风而行”：瑞典、英国和美国的实际政策利率，欧元区实际银行间隔夜拆借利率



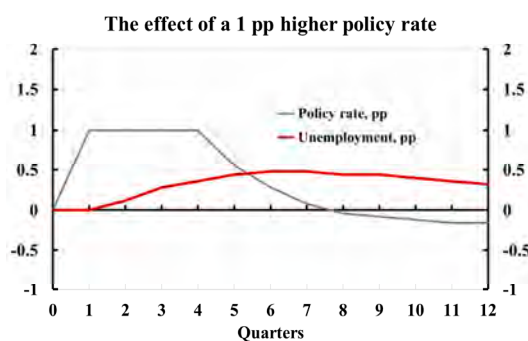
14

瑞典中央银行“逆风而行”案例

- 提高政策利率意味着家庭债务下降
- 债务下降意味着（1）将来发生危机的可能性降低，和/或（2）危机发生后影响不那么深远。
- “逆风而行”的好处：未来预期宏观经济成果更好
- “逆风而行”的成本：接下来几年的宏观经济成效更差
- 瑞典中央银行假设（直觉）：好处大于成本
- 这一假设是否正确？
- 可以在瑞典中央银行在2013年7月和2014年2月MPR的专栏里以及Schularick和Taylor（2012年）和Flodén（2014年）中找到答案。
- 这涉及到用数据说明“逆风而行”的成本和好处

15

政策利率上升1个百分点的成本： 失业率上升0.5个百分点

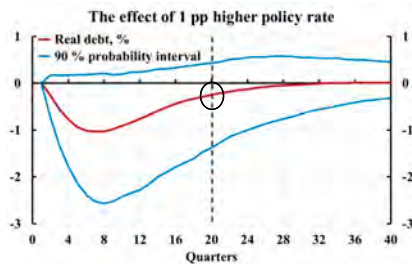


来源：2013年7月MPR，第2章；Svensson，见于
larseosvensson.se，2014年3月31日。

16

政策利率上升1个百分点的好处(1)：未来发生危机的可能性降低

- Schularick & Taylor (2012年) 五年内实际债务下降5%意味着危机爆发可能性下降0.4个百分点(危机的平均可能性约为4%)
- 瑞典中央银行, 2014年2月MPR, 专栏
- 政策利率每升高一个百分点, 五年内实际债务下降0.25%
- 危机可能性下降 $0.25 \times 0.4 / 5 = 0.02$ 个百分点
- 瑞典中央银行危机情景, 2013年7月MPR, 专栏: 假设危机期间失业率上升5个百分点



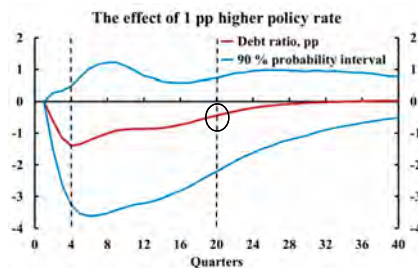
来源: Svensson, 见于arseosvensson.se, 2014年3月31日。

- **好处(1):**
未来失业率预计下降:
 $0.0002 \times 5 = 0.001$ 个百分点
- **成本:**
当前失业率升高**0.5**个百分点

17

政策利率上升1个百分点的好处(2)：未来危机爆发时失业率上升幅度变小

- Flodén (2014年): 家庭债务比率下降1个百分点可能意味着危机时失业率少升高0.02个百分点。
- 瑞典中央银行2014年2月MPR 专栏
- 政策利率每升高1个百分点, 未来五年内债务比率降低0.44个百分点
- 危机时失业率升幅下降:
 $0.44 \times 0.02 = 0.009$ 个百分点
- 危机发生可能性高达10%, 除以10 (Shularick & Taylor: 4%)



来源: Svensson, 见于larseosvensson.se, 2014年3月31日。

- **好处(2):**
预计未来失业率下降:
0.0009 个百分点
- **成本:**
当前失业率升高: **0.5** 个百分点

18

政策利率升高1个百分点的成本与好处总结

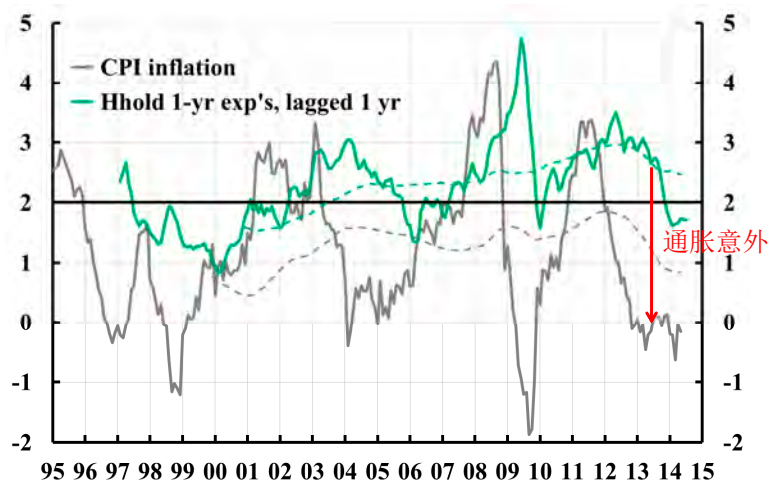
Table 1. Cost and benefit in unemployment of 1 percentage point higher policy rate during 4 quarters

| | |
|--|--------|
| Cost: Higher unemployment during the next few years, percentage points | 0.5 |
| Benefit: Lower expected future unemployment, percentage points | |
| 1. Because of lower probability of a crisis | 0.001 |
| 2. Because of a smaller increase in unemployment in a crisis | 0.0009 |
| Total benefit, percentage points | 0.0019 |
| Total benefit as a share of the cost | 0.0038 |

- 瑞典中央银行的案例经不住推敲

19

额外成本：通胀率低于家庭预期加剧了家庭实际债务负担



注：虚线表示五年跟随移动平均数。

20

结论

- 不要对货币政策要求太高
- 货币政策无法实现和维持金融稳定
- 有必要实施单独的金融稳定政策
- 货币政策和金融稳定政策存在很大差异
- 在正常时期，这两种政策最好分别实施，即便由同一机构实施，也要分开（但这两种政策都要充分了解并考虑另外一种政策的实施）
- 瑞典“逆风而行”措施的成本是其所带来好处的250倍
- 同样，通胀率低于预期加剧了实际债务负担
- 货币政策应该是金融稳定的最后一道防线

新货币政策框架下的利率传导机制

马骏

中国人民银行研究局首席经济学家

2015年3月16日北京

1

新货币政策框架主要指中介目标的转型

- 1 货币政策框架的内容包括最终目标、中介目标、政策工具
- 2 本文讨论的货币政策框架转型主要指中介目标从货币供应量向政策利率的转变

2

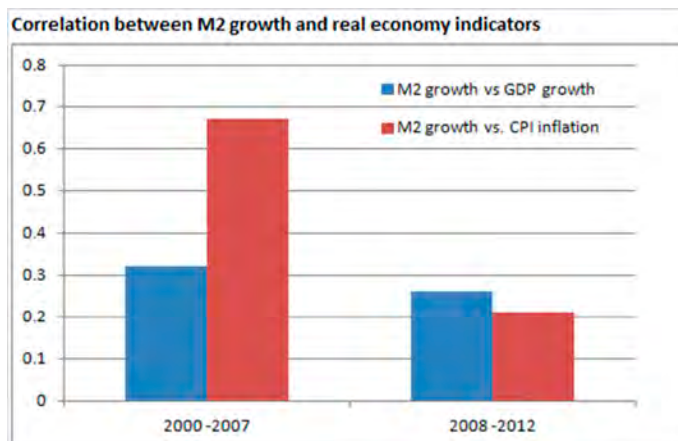
多数国家在过去30年内将货币政策中介目标从货币供应量转向政策利率，其理由和条件有三：

- 1 数量目标与实体经济指标之间的相关性弱化；
- 2 盯住货币供应数量目标导致市场利率过度波动；
- 3 资本市场比较成熟，允许政策利率信号比较有效地传导到其他利率。

在中国，是否具备这些条件？

3

中国：货币供应量与实体经济的相关性大幅减弱

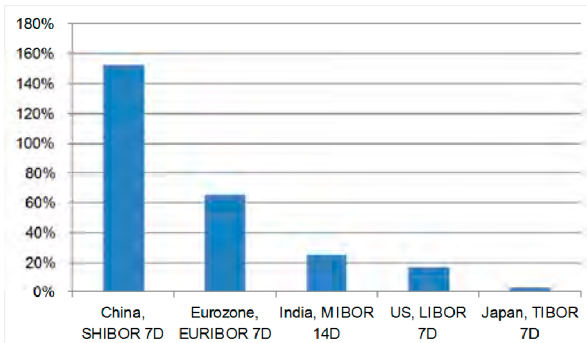


Source: authors' calculation, CEIC

4

中国市场利率的波动率高于其他国家

Interbank rate volatility: China vs. other countries, 2012-2014



Source: Bloomberg

Volatility definition: annualized standard deviation of day to day logarithmic historical price changes from 2012 to 2014 Aug, expressed as a percentage.

5

传导机制是我国向新货币政策框架转型的关键

要研究的内容

- 1) 在理想状态下，政策利率如何向其他利率（贷款、存款、债券利率）传导？
- 2) 在目前的中国体制下，这些传导是否会面临阻碍？（中国体制的特点，包括贷存比、对贷款的数量限制、很高的存款准备金率、软预算约束、流动性不足等）
- 3) 如何改革，才能为向新框架转型创造条件？

6

我们对传导机制所作的几项子课题研究

- 马骏和王红林（2014）的静态一般均衡理论模型
- 马骏、施康、王红林、王立升（2015）的DSGE模型，可以用来模拟传导机制效果（DSGE）
- 马骏、洪浩、Frank Zhang等（2015）：利率通过债券市场的
- 杨媵（2015）：地方平台软预算约束与利率市场化

7

一、利率传导机制的理论模型

- 我们的静态一般均衡模型揭示了利率市场化后政策利率传导的机理在于：银行和投资者在利润最大化驱动下，在各个金融市场之间的资产负债最优化配置。
- 研究显示，贷存比、合意贷款规模、高准备金率、预算软约束和债券市场流动性不足都会弱化政策利率对银行存贷利率的传导效率。
- 政策含义：未来几年应该逐步取消贷存比、淡出合意贷款规模、降低准备金率，为货币政策框架转型创造条件。

8

理论模型结果:体制约束弱化传导效果

表一、不同制度约束对政策利率传导的影响

| 制度约束 | 政策利率传导 | 政策利率对各个市场利率的影响 (相对于基准模型) | | |
|-----------|--------|-----------------------------|------|------|
| | | 贷款利率 | 存款利率 | 债券利率 |
| 贷存比 | 有效 | 弱化 | 不确定 | 强化 |
| 贷款数量限制 | 部分有效 | 失效 | 弱化 | 弱化 |
| 高存准率 | 有效 | 弱化 | 弱化 | 弱化 |
| 企业预算软约束 | 有效 | 弱化 | 弱化 | 弱化 |
| 债券市场流动性不足 | 有效 | 弱化 | 弱化 | 强化 |

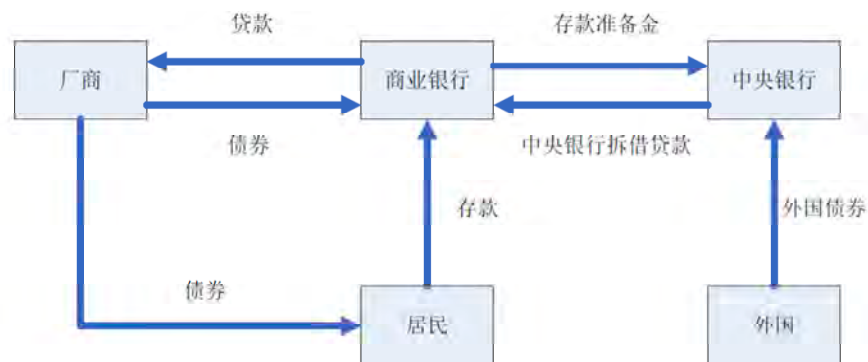
9

二、DSGE模型对利率传导的动态分析

- 可以进行政策模拟，量化政策传导的效果和改革对改善传导的意义
- 引入对外部门，考虑资本流动
- 动态化，可以描述政策传导的时滞

10

模型中的参与主体与四个利率



11

DSGE模型的初步结果

- 确认了理论模型的结论
 - 在没有体制约束的情况下，传导有效
 - 数量管制、贷存比、高准备金率、利率管制均弱化和扭曲了政策利率的传导
- 在减息过程中，贷款数量限制对利率传导的弱化大于贷存比导致的扭曲。

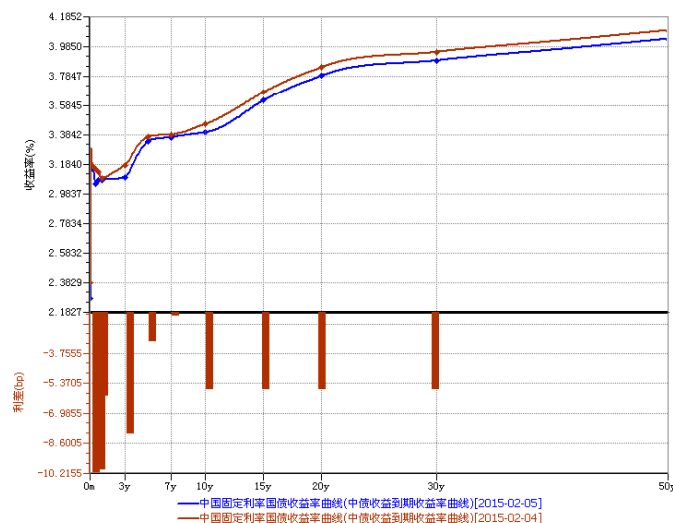
12

三、债券市场中的利率传导研究

- 我们用N-S模型、无套利(no-arbitrage)模型、GARCH模型、VAR模型等实证研究债券市场上的利率传导。
- 无套利模型显示我国债券市场基本不存在明显的套利空间，**利率传导基本有效**。回归模型也显示类似结论。
- 债券收益率有对GDP和CPI的预测功能，而货币政策可以通过市场预期来引导利率和经济活动。
- 但是中期市场的传导仍有部分不畅通，存在一定的无效性。具体来说，我国债券市场收益率存在着一定的扁平化趋势，表明短期利率对中期利率传导受一定阻滞。除了周期性、体制性因素之外，这些传导阻滞与流动性、缺乏衍生工具等因素有关。

13

下调准备金率对市场利率的影响



数据来源:Wind资讯

14

债券收益率有预测功能，并通过预期强化传导效果

| | |
|-------------------|------------------------|
| | 通胀预期 |
| 常数项 | -0.88 (0.573310) |
| 5年期国债收益率 | 1.03*** (0.171310) |
| 短期实际利率 | -0.88*** (0.045009) |
| 调整的R ² | 0.863121 |

15

五、软预算约束对利率定价和传导的影响

- 一个普遍的观点是，由于隐形担保（软预算约束）等原因，政策利率的变化不能充分传导到地方融资平台和国企的借款利率，平台与国企的融资量对利率变动也缺乏敏感性。
- 我们用1000多只城投债数据为基础的实证研究表明，这些融资平台的融资成本已经有了较为明显的市场化定价特征。融资规模与资产的比例、违约事件、债券评级、显性担保、所在地政府的债务状况等都对发行利差有显著影响。因此，软预算约束问题在部分平台中已经得到制约。
- 2013年下半年债券利率上升时，城投债融资量明显下降，似乎也表明一些平台对利率有敏感性。

16

总结：政策含义

- 中国货币政策框架转型的第一和第二个条件已基本满足：M2与实体经济相关性大幅弱化，2012年以来我国的短期利率波幅超过美国、日本短期利率波幅的十倍。
- 第三个条件只得到部分满足。短期利率向中长期债券收益率的传导机制基本形成，但对贷款和存款利率的传导还面临较多体制性障碍。这些障碍包括合意贷款规模、较高的存款准备金率、贷存比、软预算约束、流动性不足等。上述问题都在一定程度上会弱化政策利率向其他利率的传导。

17

政策含义(续)

- 在向新货币政策框架转型的过程中，应该逐步淡出合意贷款规模管理、适时降低存款准备金率、取消贷存比限制、推动硬化预算约束的改革、完善债券市场。
- 关于退出合意贷款规模，短期内可考虑从以小微和三农贷款为主的地方中小金融机构开始试点取消合意贷款规模管理，此后逐步扩大到其他银行。

18

政策含义（续）

- 融资主体的软预算约束问题可能没有想象的那样严重。未来，要通过执行新的预算法、用地方债逐步替代平台融资、公布地方资产负债表等措施来硬化地方预算约束。要通过国企混合所有制改革、国企上市、改变上级对下级考核机制以消除刚性兑付的体制诱因等，来硬化国企的预算约束。

19

政策含义（续）

- 发展债券市场，提高流动性，以强化政策利率的传导效率。提高两年以下国债的发行量和频率；允许银行参与国债期货市场；加快境外投资者入市步伐，提高QFII、RQFII额度，简化审批程序，放松对三类机构进入银行间债券市场的资格要求和额度限制，加快理财和私募基金开户审批速度；放松对债券发行市场的行政管制；加快发展NCD、证券化和企业债市场，以强化通过债市与存贷市场的联动性。

20

利率管理与自由化

Simon Gray

政策利率目标

- 使用利率杠杆影响经济的央行通常会盯住短期（大多数为隔夜）市场利率。
- [近期尤其是美国和英国盯住长期收益率之举并不常见]。
- 大多数情况下，政策利率的公开市场操作（OMO）会指导短期市场利率，而经常性融资便利（SF）发挥备用支持作用。
- 市场套利—竞争—意味着短期批发市场利率会传导到其他经济部门。

不同目标

- 注意央行与商业银行的目标不同。
- 央行旨在管理通胀，稳定经济
- 商业银行的目标是盈利。
- 竞争有助于实现央行目标；但导致银行的日子更为艰难。

宣布政策利率

- 一些央行过去常常宣布隔夜贷款利率“上限”，但会通过相机抉择的操作来指导市场利率。
- 在过去20年左右的时间里，大多数央行发现直接向市场宣布利率更为有效。



政策与实施



2.0的目标—英格兰银行和英国《泰晤士报》利率挑战赛让16-18岁的学生有机会充当英格兰银行货币政策委员会成员，评估经济状况和通胀前景，并向评审团介绍他们会制定哪些货币政策来实现政府2.0%的通胀目标。

5

BANK OF ENGLAND

Wednesday, the 24th of September 2014

CONSOLIDATED STATEMENT

| LIABILITIES | £ | ASSETS | € |
|---|------------------------|---|------------------------|
| Notes in circulation | 62,596,205,330 | | |
| Reserve balances | 209,797,541,359 | | |
| Short-term open market operations | | Short-term open market operations | |
| Five-tuning sterling | - | Other maturity within-maintenance period sterling reverse repos | - |
| One-week sterling | - | One-week sterling reverse repos | - |
| Other maturity within-maintenance period sterling | - | Five-tuning sterling reverse repos | - |
| | | Longer-term sterling reverse repos | 1,556,000,000 |
| | | Ways and Means advances to HM Government | 359,547,540 |
| Foreign currency public securities issued | 3,672,375,261 | Bonds and other securities acquired via market transactions | 16,628,449,614 |
| Cash ratio deposits | 4,127,662,162 | | |
| Other liabilities | 64,246,628,434 | Other assets | 386,478,112,069 |
| Total liabilities | 405,132,469,543 | Total assets | 405,132,469,543 |

Dated the 25th day of September 2014

6

通过命令还是激励来指导利率？

- 央行可以告知银行使用何种利率；或使用其资产负债表，以便银行（以及通过套利，更广泛的市场）做出反应。
- 指导银行如何做：
 - 银行也许不需要存款人，或者存款人可能不需要银行，例如2003年之前的伊拉克，“Q条例”下的美国。
 - 脆弱的债权人举债过度

引导短期利率

对于大多数央行而言，货币操作和准备金管理框架大体可以分为三类：

- OMO – 公开市场操作
- SF – 经常性融资便利（信贷、存款）
- 准备金要求

OMO/SF的区别建立在操作目的（由发起人定义）的基础上，而非其法律格式。

作为税收的准备金要求

- 历史上，准备金要求具有审慎目的（流动性比率的一种形式）。
- 许多央行使用准备金要求来“对冲”其他因素产生的过剩的基础货币
- 较高的无息准备金要求充当着对银行媒介征收的税收，会导致银行活动移至银行部门之外
- 要求持有政府或其他国有部门证券可能会产生一定的影响

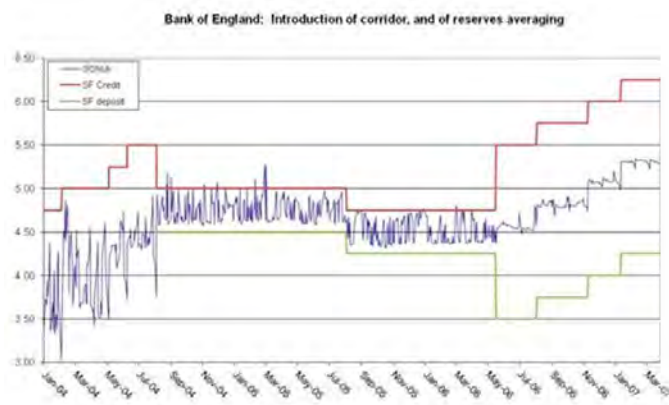
官方和平行市场

- 如果对官方市场控制过严，即控制给经济造成巨大成本，很可能会出现一个平行市场
- 当使用“官方”汇率，但央行无法在此价格水平上满足需求时，经常会出现平行市场
- 如果平行市场规模扩大，“放开”官方价格可能会产生相对较小的影响，因为实体经济大都在使用“自由市场”价格（例如，实施“Q 条例”之后的美国）
- 但是分阶段放开是明智之举，可以让银行和银行监管当局做出调整。

严格管理准备金余额？

- 一些央行努力严格控制基础货币的增长，对银行进行“严格管束”
- 这可能导致银行间短期利率波动加剧，市场发展更加乏力

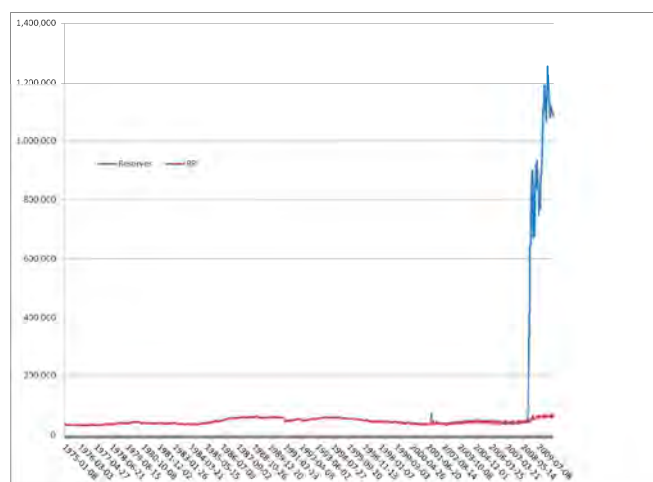
英格兰银行：2006年的变化



基础货币余额：太少还是太多？

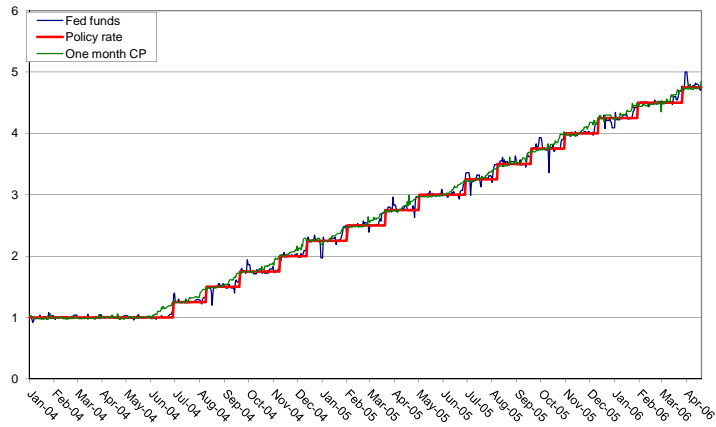
- 如果（试图）过于严格地进行控制，银行间市场可能会出现波动并且银行可能出现脱媒问题
- 如果过剩的准备金余额太大（控制不足），市场套利往往较弱且货币政策传导往往较差

美国-准备金余额 百万美元

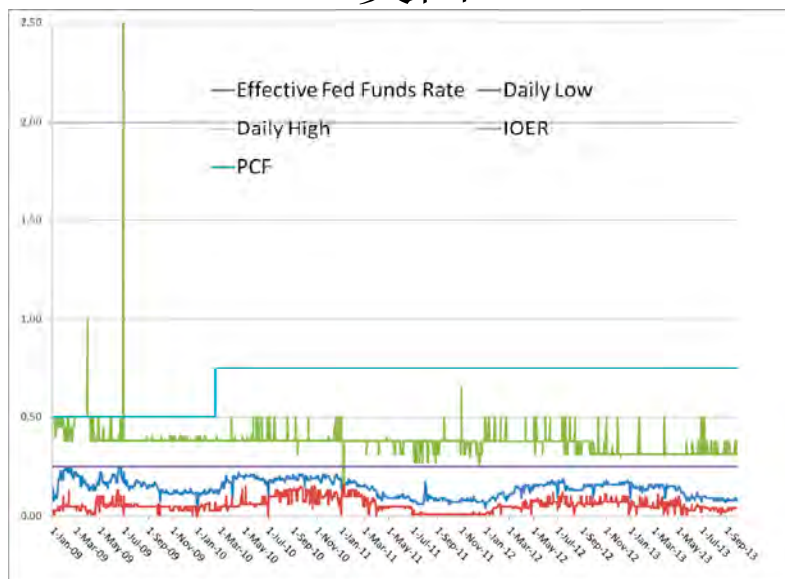


美国-政策与市场利率 危机前

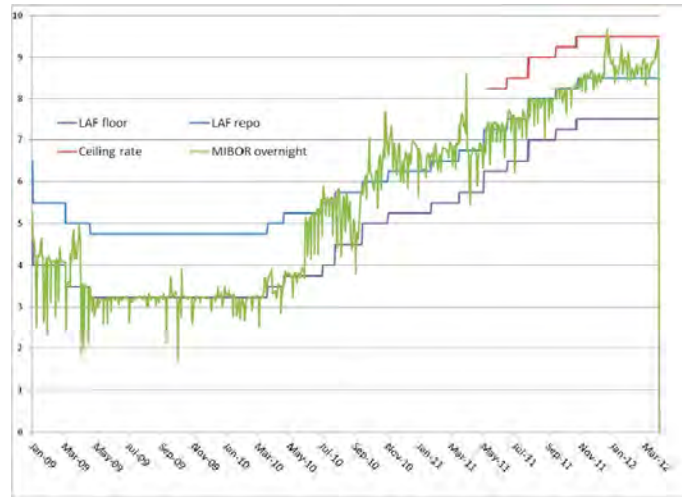
美国的利率



美国



印度



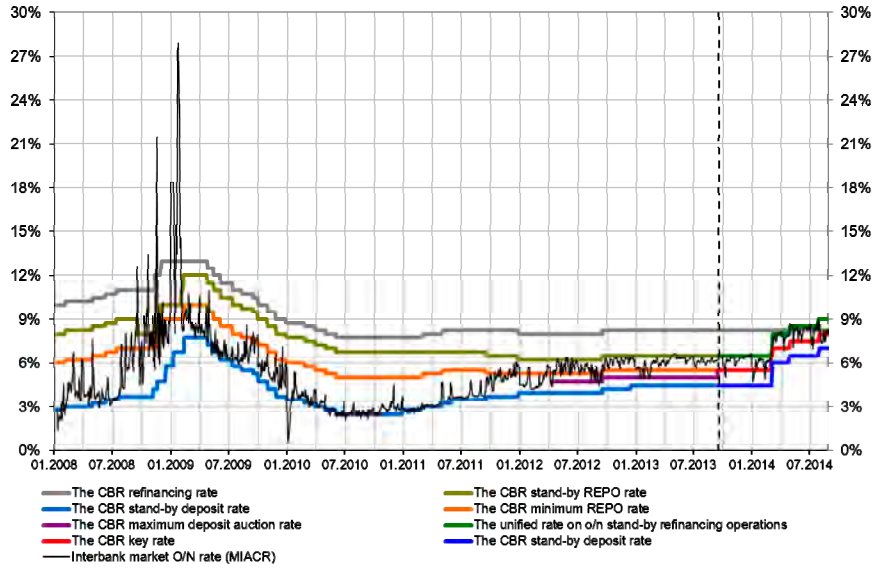
17

俄罗斯—再融资利率真是政策利率？

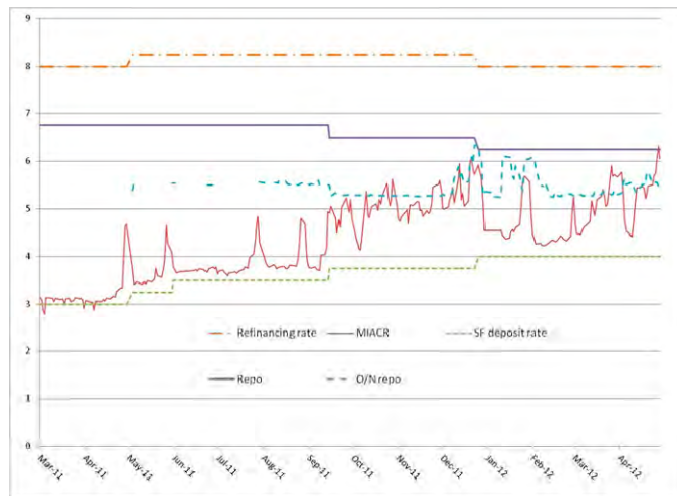


18

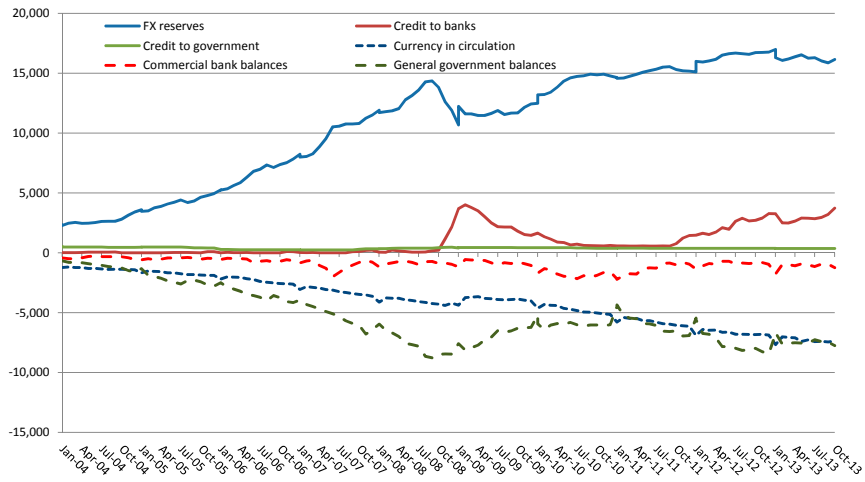
作为更有效利率政策的前提条件的 汇率制度变化




俄罗斯



俄罗斯-央行资产负债表




Interest rates on the Bank of Russia operations
 (% p.a.)

| Purpose | Type of instrument | Instrument | Term | Rate since 28.03.11 | Rate since 01.05.11 | Rate since 11.05.11 | Rate since 19.06.11 | Rate since 28.11.11 | |
|----------------------|---|--|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|------|
| Liquidity provision | Standing facilities (fixed rates) | Overnight loans | 3 day | 6.50 | 6.25 | 6.25 | 6.25 | 6.00 | |
| | | FX swaps (variable rates) | 3 day | 6.50 | 6.25 | 6.25 | 6.25 | 6.00 | |
| | | Lombard loans, REPO | 3 day, 7 days ¹ | 6.75 | 6.75 | 6.75 | 6.50 | 6.25 | |
| | | Lombard loans | 30 days ² | 6.75 | 6.75 | 6.75 | 6.50 | 6.25 | |
| | | REPO | 12 months ³ | 7.75 | 6.00 | 6.00 | 7.75 | 7.75 | |
| | | Loans secured by gold | Up to 90 days | — | — | — | 6.75 | 6.75 | |
| | | Loans secured by non-movable assets and guarantees | From 90 to 360 days | — | — | — | 7.25 | 7.25 | |
| | | Open market operations (minimum interest rates) | REPO auctions | 3 day | 5.25 | 5.50 | 5.50 | 5.25 | 5.25 |
| | | Lombard and REPO auctions | 1 day | 5.25 | 5.50 | 5.50 | 5.25 | 5.25 | |
| | | | | 1 month | 6.75 | 7.00 | 7.00 | 6.75 | 6.75 |
| | | 6 months ⁴ | 7.25 | 7.00 | 7.00 | 7.25 | 7.25 | | |
| | | 12 months ⁵ | 7.75 | 6.00 | 6.00 | 7.75 | 7.75 | | |
| Liquidity absorption | Open market operations (minimum interest rates) | Deposit auctions | 3 month | 5.00 | 5.25 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | |
| | | 6 month ⁶ | 6.00 | 6.25 | 6.50 | 6.50 | 6.50 | | |
| | | 12 month ⁷ | 6.50 | 7.00 | 7.50 | 7.75 | 8.00 | | |
| Balance sheet | Standing facilities (fixed rates) | Deposit operations | 3 day, 7 days, 10d | 6.00 | 6.25 | 6.25 | 6.25 | 6.00 | |

¹ 7 days fixed rates REPO operations have been suspended.
² Operations have been suspended.
³ Operations were suspended from 19 February 2012, resumed from 3 November 2012.
 Updated December 21, 2011.

浮动操作区间：举例

俄罗斯央行外汇政策机制的参数 (截至2013年10月7日)

| | 宽度 | 区间上限 |
|----------|---------|------|
| 39.30 卢布 | | |
| 卖出范围上限 | 0.95 卢布 | -400 |
| 卖出范围 | 1 卢布 | 200 |
| “中性”范围 | 3.1 卢布 | 0 |
| 买入范围 | 1 卢布 | 200 |
| 买入范围下限 | 0.95 卢布 | 400 |
| 32.30 卢布 | | 区间下限 |

干预量，旨在熨平卢布汇率的波动，每日百万美元

- u 外汇干预累计规模设为4亿美元，该干预导致浮动操作区间变动5戈比。
- u 目标干预金额（当计算变动操作区间上下限的操作总额时，未考虑该金额）设为1.2亿美元。

23

资产负债表问题： 由负债造成

| 资产 | | 负债 | |
|----------------------|-----|----------|-----|
| 外汇储备 | 20 | 流通中货币 | 60 |
| 向政府提供的信贷 | 0 | 政府现金余额 | 10 |
| 向银行提供的信贷 (公开市场操作) | 80 | 商业银行现金余额 | 20 |
| | | 资本 | 10 |
| | 100 | | 100 |

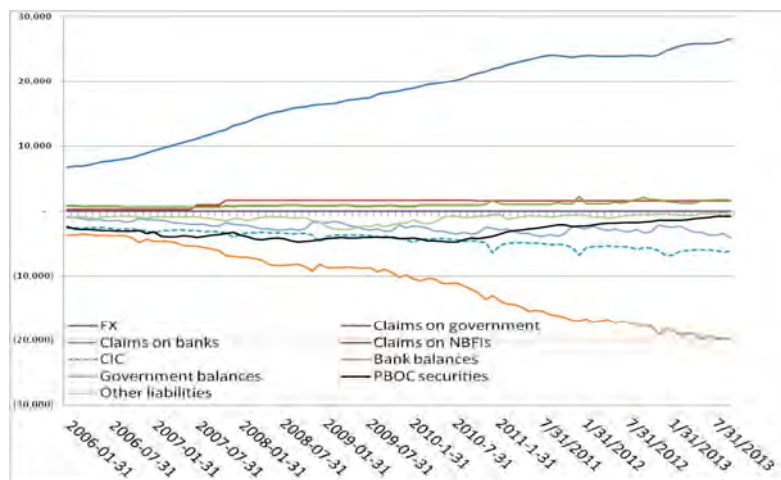
24

资产负债表问题： 由资产造成

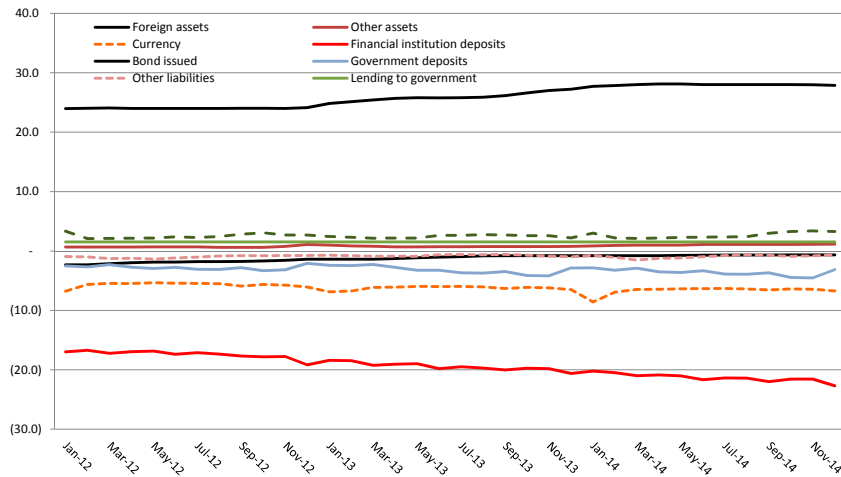
| 资产 | | 负债 | |
|----------|-----|----------|-----|
| 外汇储备 | 95 | 流通中货币 | 20 |
| 向政府提供的信贷 | 5 | 政府现金余额 | 20 |
| 向银行提供的信贷 | 0 | 商业银行现金余额 | 50 |
| | | 资本 | 10 |
| | 100 | | 100 |

25

PBC资产负债表（1）



PBC资产负债表（2）



汇率和资本账户开放？

- 当金融市场的诸多领域均存在管制时，不同市场之间的联系意味着协调具有重要性。
- 顺序固然重要，但还需在考虑本地情况的基础上做出决定，例如
 - 提高汇率弹性，允许进一步发展利率，但将资本账户开放放在后一阶段；
 - 为发展利率市场，允许提高汇率弹性；但要赋予汇率弹性意义，有必要在一定程度上放开资本账户。

消除扭曲

- 价格管制会扭曲市场
- 如果长期存在严重扭曲，无人知晓什么是正确的“价格”，市场将需要学习
- 利率杠杆可以触及市场中直接控制银行所无法触及的部分
- 当市场了解央行的目的时，利率杠杆的效果最好
- 但推出利率工具需要时间，并且必须以央行的资产负债表为背景

结论

- 央行适合指导短期银行间市场利率并进行明确指导
- 长期利率应由市场决定，要考虑央行的预期未来政策利率
- 当市场存在竞争且市场不同部分之间存在套利时，央行政策利率通过银行向市场利率传导的效果最好。
- “安全屏障”—政策利率走廊，加上竞争和透明度（以及良好监管）在自由化和常规时期均具有重要性。

金融创新、监管和货币传导机制：来自美国的经验

Andrew Levin

达特茅斯学院及IMF

2015年3月

以下观点仅为本人个人观点，不代表IMF或其他个人和机构。

货币传导机制的特点

- 货币政策立场的转变怎样影响**贷款利率、资产价格和汇率**？
- 货币政策立场的转变怎样影响**总支出和消费者通胀**的路径？
- 货币政策立场的转变用以影响到更广经济的**特定渠道**是什么？
- 传导机制是怎样被**金融创新及金融监管的变化**所影响的？

FRB/US模型中的货币传导机制

- 联邦基金利率水平永久性降低1个百分点给**特定金融变量**的影响（百分数）：

| | <u>第1年</u> | <u>第2年</u> |
|--------|------------|------------|
| 10年期国债 | -0.3 | -0.5 |
| 股票市场价格 | -9 | -13 |
| 汇率 | -2 | -5 |

资料来源： Reifschneider, Tetlow和Williams （Federal Reserve Bulletin, 1999年1月）

FRB/US模型中的货币传导机制

- 联邦基金利率水平永久性降低1个百分点给**特定宏观经济变量**的影响（百分数）：

| | <u>第1年</u> | <u>第2年</u> |
|--------|------------|------------|
| 实际GDP | 0.6 | 1.7 |
| 失业率 | -0.2 | -0.7 |
| 消费通货膨胀 | 0.2 | 0.6 |

资料来源： Reifschneider, Tetlow和Williams （Federal Reserve Bulletin, 1999年1月）

FRB/US模型中的货币传导机制

- 对实际GDP影响的分解（百分数）：

| | <u>第1年</u> | <u>第2年</u> |
|------|------------|------------|
| 消费支出 | 52 | 45 |
| 商业投资 | 29 | 29 |
| 住房建设 | 26 | 24 |
| 净出口 | -10 | -2 |

资料来源：Reifschneider, Tetlow和Williams（Federal Reserve Bulletin, 1999年1月）

FRB/US模型中的货币传导机制

- 对实际GDP影响的分解（百分数）：

| | <u>第1年</u> | <u>第2年</u> |
|------|------------|------------|
| 贷款利率 | 27 | 36 |
| 股票市场 | 16 | 21 |
| 汇率 | 7 | 17 |
| 预期影响 | 50 | 26 |

资料来源：Reifschneider, Tetlow和Williams（Federal Reserve Bulletin, 1999年1月）

银行挤兑

- 贯穿19世纪和20世纪早期，美国银行系统经历了周而复始的**银行挤兑**期，其间存款人挤兑资金，持有现金直到恐慌平息。
- 这些银行挤兑伴随着**向住房购买者和小企业主所提供的信贷的急剧收缩**，在大萧条开始时期尤其明显；Bernanke (1983).
- 来自Friedman和Schwarz（1963）的开创性评论强调美联储由于没有成功防止货币基础收缩而加重了大萧条的程度。
- 自1933年存款保险体系建立以后银行机构再也没有发生过挤兑，但近年的金融危机则伴随着对影子银行的挤兑。

存款利率上限

- 在美国银行机构发生一系列“利率战”之后，1966年的Q条例增加了**存款利率上限**，并禁止银行和储蓄机构对活期存款支付利息。
- 存款利率上限推动了**货币市场基金（MMFs）的迅速增长**，这些基金只持有财政债券和商业票据，因而可以免除银行业监管。
- 这样，无论何时美联储提高利率，存款者都会使资金从银行存款机构向货币市场基金转移，导致对住房购买者和企业的“信贷挤出”；也就是，**货币收紧仅仅反映在信贷数量而非贷款利率**。
- Q条例上限在20世纪80年代早期被逐渐取消。

期限错配

- 通过利用短期存款给长期信贷（如30年固定名义利率抵押贷款）融资，美国储蓄和贷款机构在20世纪五六十年代获得了繁荣。
- 20世纪70年代的大通胀损坏了存贷款机构资产负债表，并在1979-82年沃尔克去通胀、联储急剧收紧货币政策期间进一步恶化，并导致住房建设的严重收缩。
- 在20世纪80年代早期，美国政府放松了对存贷款机构的监管，允许其卖出持有的抵押贷款，并使用该收入购买其他资产，这事实上导致了“寻求回报率”。
- 尽管如此，大约三分之一的存贷款机构最终得以清偿，这带来约1500亿美元的财政成本（约为GDP的2.5%）。

资产证券化

- 在20世纪80年代，存贷款机构开始在二级市场卖出抵押贷款，这导致政府支持机构（GSEs）抵押贷款池的迅速扩张，GSE通过发行抵押贷款支持证券（MBS）来为其融资。
（注：通过GSE中介的美国抵押贷款债务份额从1980年的10%上升至2000年的近50%）
- 抵押贷款池有助于在地理上分散的借款人间分散风险，使GSE可以保护MBS投资者免受信贷风险。
- McCarthy和Peach（2002）发现这些市场发展有助于货币政策立场发生转变时住房建设的平顺调整。
- 当然，次级抵押贷款和MBS的繁荣对2007-08年美国金融危机的发生起到了关键作用。

预期渠道

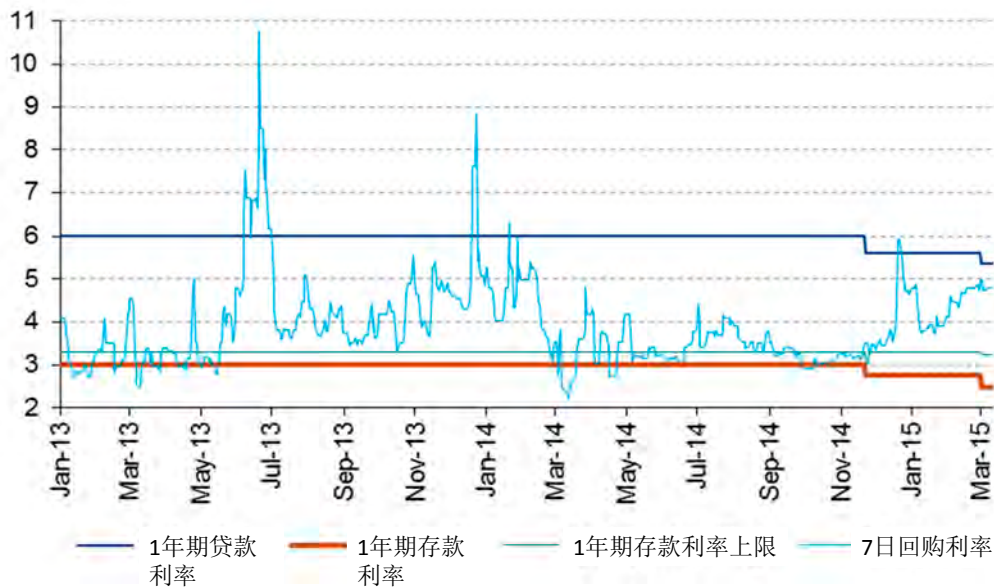
- 美国过去数十年的经验凸显**清晰的中央银行沟通**的益处。通过帮助金融市场参与者和大众理解货币政策立场将如何随时间推进，其加强了货币传导机制的有效性。
- 特别地，美国经验体现了建立**中期通胀目标**的优点，其可以为通胀预期提供坚实的锚定，并成为货币政策策略和沟通的基石。

中国货币传导机制：问题与解决方法

Ting Lu

中国货币传导机制的主要问题

- ❑ 利率波动性过大，有时会导致小型金融恐慌；
- ❑ 给市场参与者造成太多困惑和不确定性：经济目标、货币指标和政策工具的使用与解读；
- ❑ 通胀和增长不稳定



目标与指标

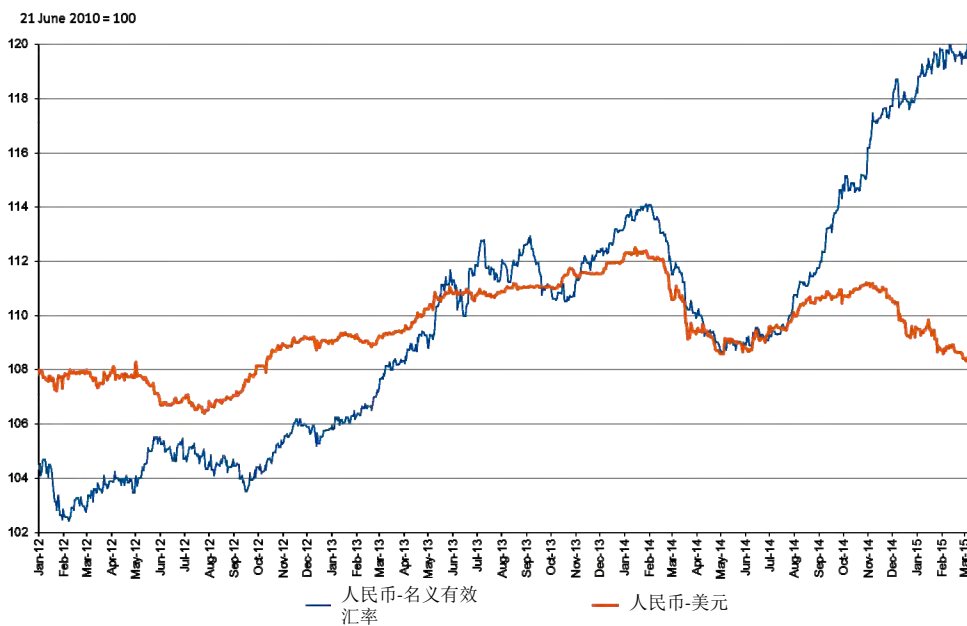
- 通胀：同比、环比、经季节调整、核心通胀、猪肉
- 就业：根本没有可靠的统计数据
- GDP及其他活动指标：有时存在疑惑
- PMI及各类指数：质量不稳定

货币指标（中介指标）

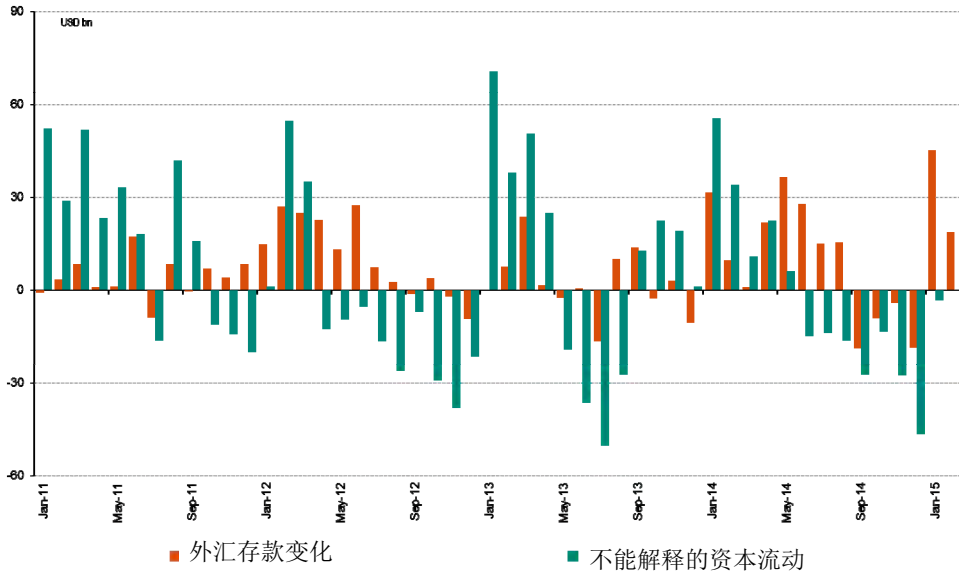
- M0、M1、M2：因金融创新与重新定义而过时
- 新贷款、贷款增长：因金融深化而未能产生好处
- 社会融资总量（TSF）：带来的问题比解决方法多
 - ❖ 流量还是存量？仅在两个月前得到了解决；
 - ❖ 存量还是增长率？
 - ❖ 两倍或甚至三倍计数
 - ❖ 权重

- ❑ 过度依赖隐蔽的操作，例如常备借贷便利(SLF)/中期借贷便利(MLF)/抵押补充贷款(PSL)/定向存款准备金率；缺乏与市场的沟通；
- ❑ 不愿使用更有效的工具，例如存款准备金率和降息；
- ❑ 未能积极使用公开市场操作稳定短期银行间市场利率；
- ❑ 偶尔使用货币政策工具努力实现宏观审慎目标，表明未能与其他当局在解决地方政府债务、软预算约束和隐性担保问题上进行良好协调

三个新游戏规则改变者：人民币、影子银行和人民币国际化



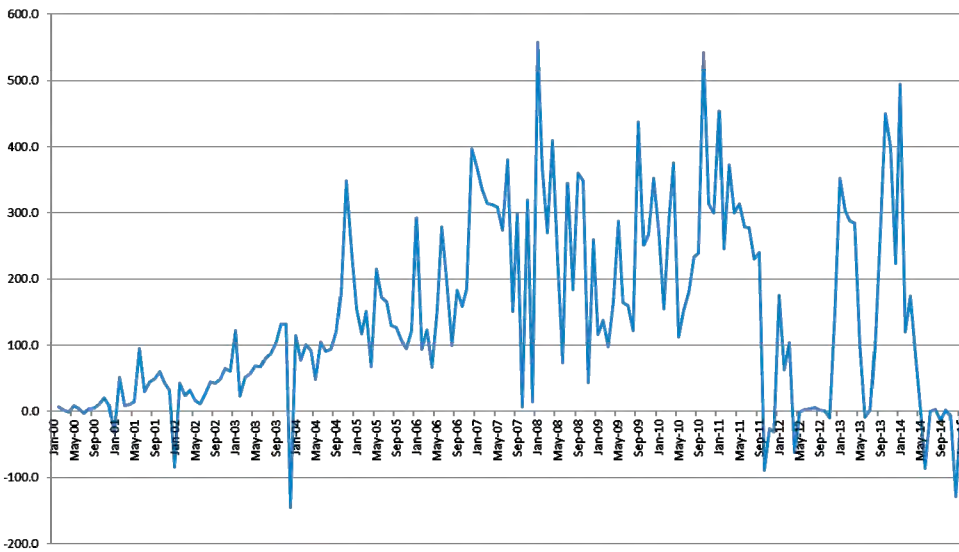
资本流动与货币持有者的行为



7 | 26 May 2014

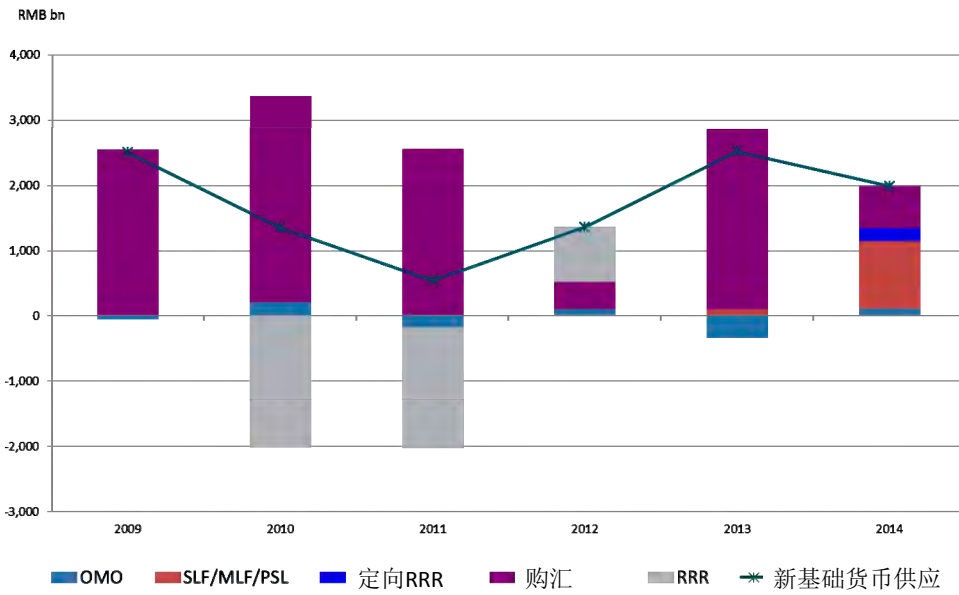
中国人民银行通过购汇提供基础货币的情况

人民银行购汇头寸变化(十亿人民币)

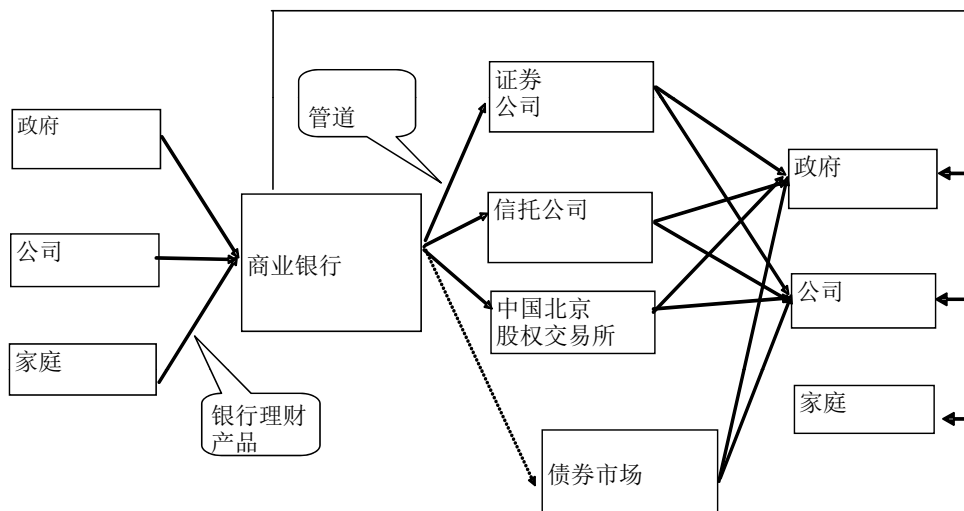


8 | 26 May 2014

中国人民银行基础货币供应的构成情况

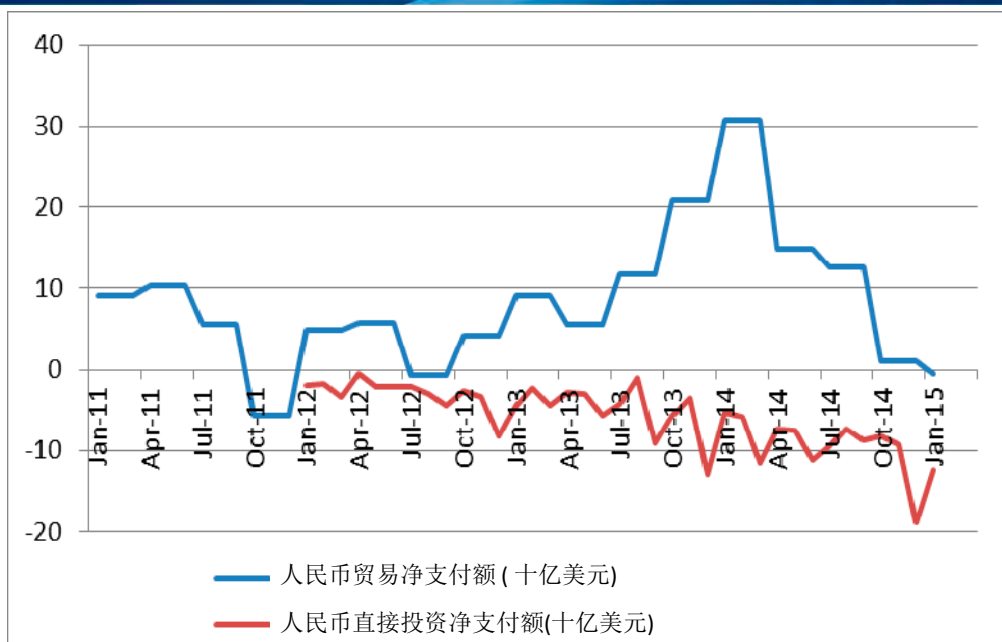


自下而上的金融自由化与影子银行



人民币国际化对中国货币供应的影响： 人民币跨境支付净额

Bank of America
Merrill Lynch



11 | 26 May 2014

是时候逐步放弃数量目标与控制

Bank of America
Merrill Lynch

货币/信贷的数量目标与控制的效果越来越差，原因在于：

- 不大幅降低存款准备金率，人民银行将不得不依赖频繁使用隐蔽操作来提供流动性。但隐蔽操作的效果不佳，并且会导致市场无法把握人民银行的意图。此外，隐蔽操作也缺乏公平性，因为其会导致获取内部消息的动机上升；
- 关于货币和信贷数量的统计和预测越来越不可靠并且无法解读；
- 快速发展的金融创新不断改变货币、信贷和经济目标之间的关系；系数不稳定；传统的数量模型效果不佳并且不可靠。人民银行受到诸如“M2高”以及“社会融资总量高”等误解的限制；

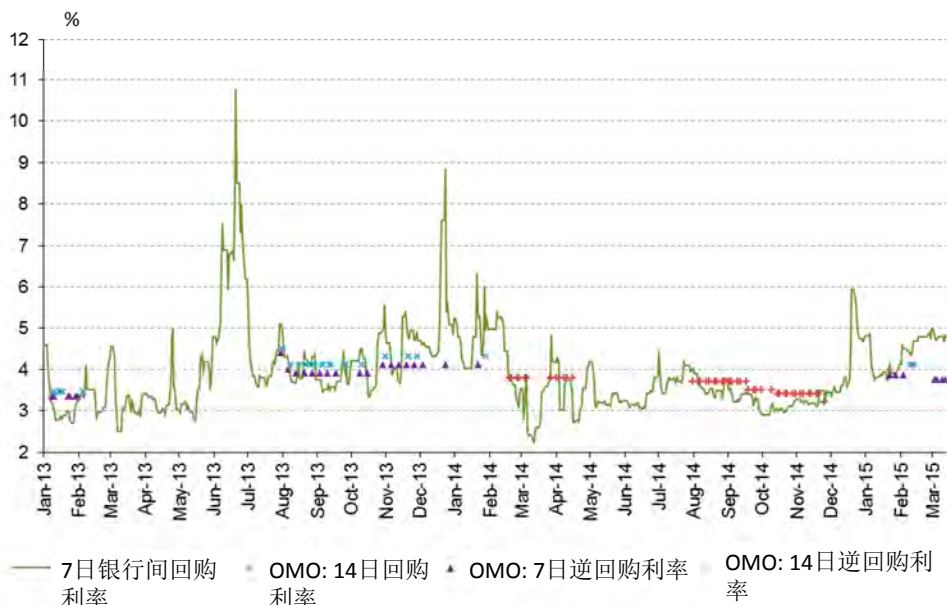
12 | 26 May 2014

改进与改革的空间

- ❑ 在人民银行的权力范围内，努力提高诸如CPI和PPI通胀等经济指标的质量；制定一套相对可靠的短期活动指标；
- ❑ 淡化包括社会融资总量在内的货币总量的使用；
- ❑ 抓住机会降低存款准备金率，减少定向存款准备金率以及诸如SLF和MLF等其他应急措施的使用；
- ❑ 在放松并最终取消存款利率上限的同时，加速向盯住银行间市场利率转变的步伐。增加公开市场操作的使用；
- ❑ 将地方政府债集中到中央和省级政府。这样一来，人民银行可以降低中国的无风险利率，并提高由短期无风险利率向长期无风险利率并最终向市场借款/贷款利率传导的效果；
- ❑ 将人民币盯住美元转变成实际盯住一篮子货币；允许扩大人民币兑美元汇率的波动幅度；

13 | 26 May 2014

利率走廊？



- 汇率制度：盯住美元
- 资本管制：依然存在，但有许多漏洞
- 利率：受到管制，但实行了自下而上和自上而下的自由化
- 对货币信贷的数量控制：规模依然很大
- 金融自由化：事实上速度相当快——影子银行、P2P、信托公司、货币市场基金
- 软预算约束：地方政府与国有企业
- 隐性担保：太“重要”而不能倒下

宏观审慎政策协调 – 印尼经验

Halim Alamsyah博士

印度尼西亚银行副行长
和
OJK专员 - 印尼银行委派

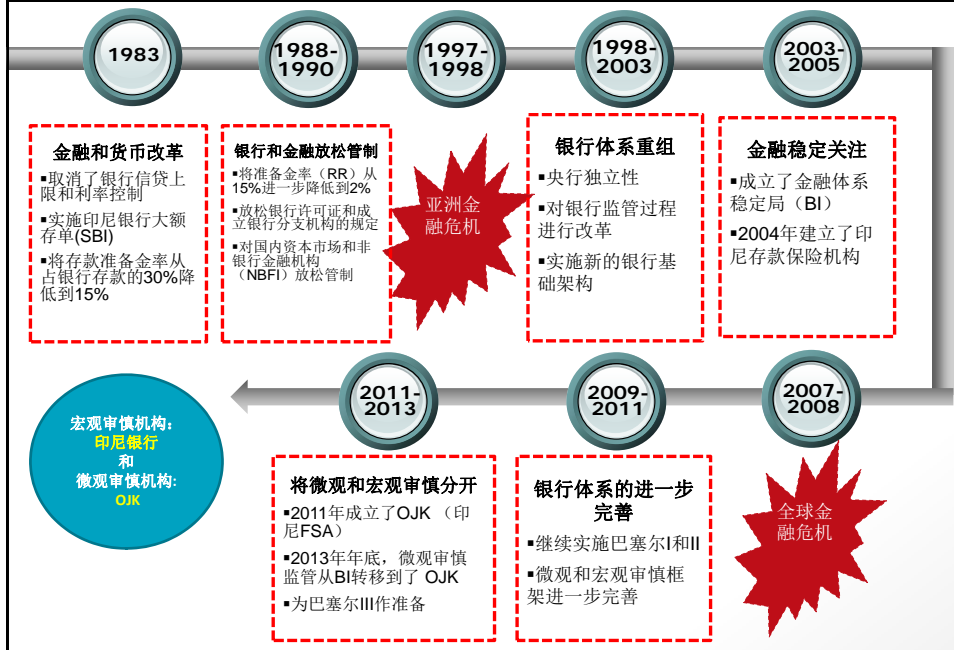


议程

- 印尼金融体系
- 印尼的金融体系监管安排
- 宏观和微观审慎协调
- 今后的挑战

印尼金融体系的演变

3

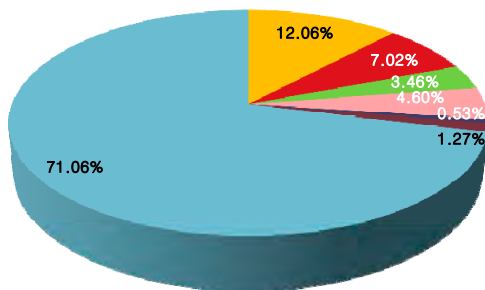


印尼金融体系

4

银行部门仍占金融体系的最大部分, 而且正在变得更抵御冲击

金融部门的市场份额

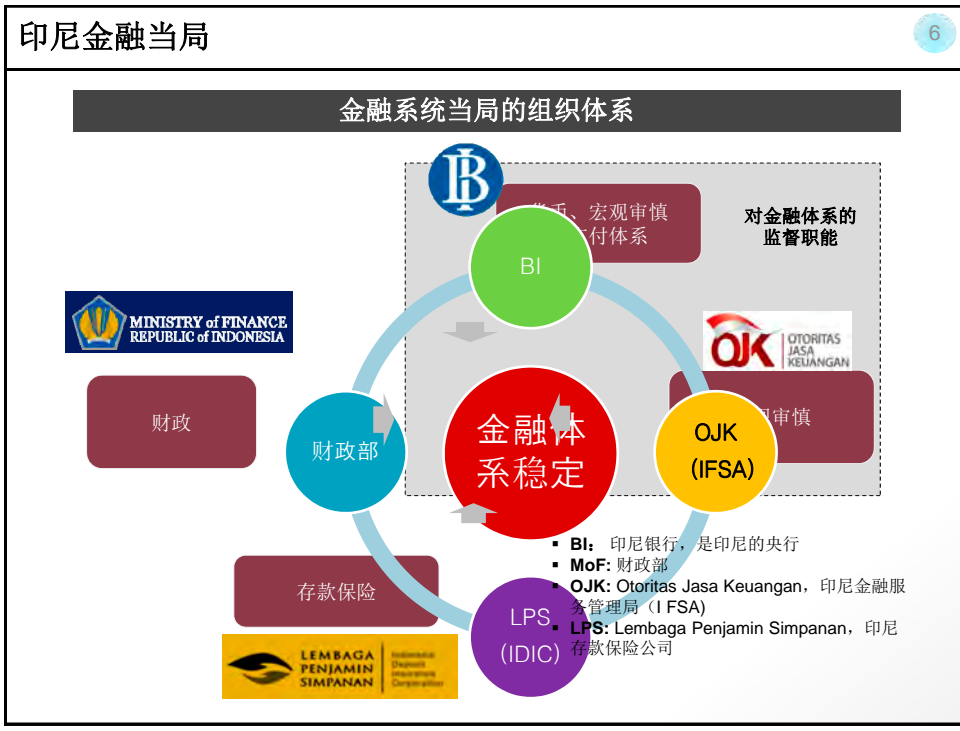


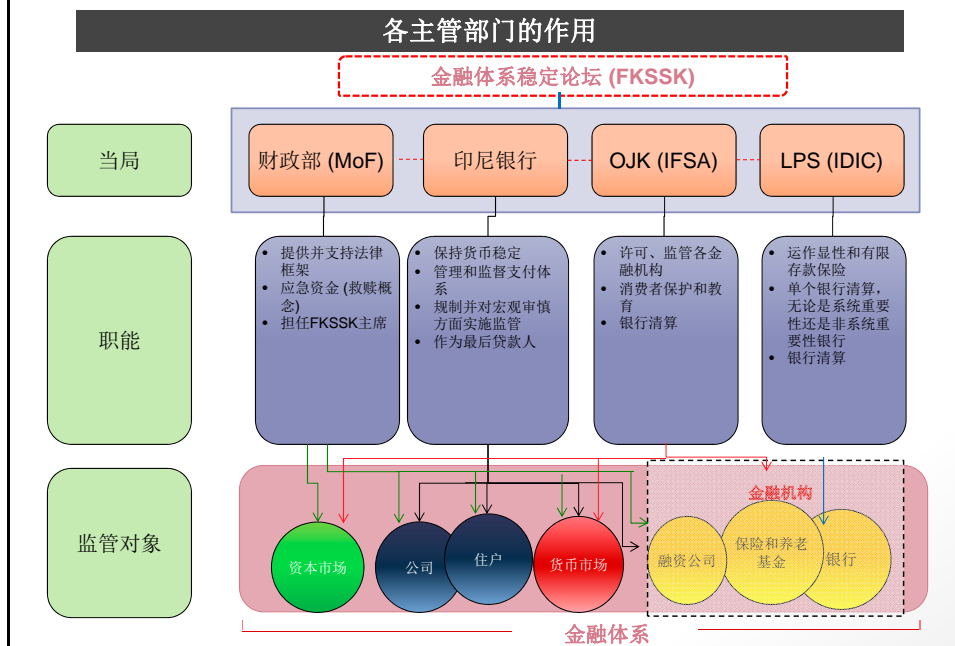
Insurance Finance coy Pension Fund Mutual Fund
Pawn Coy Cooperatives Banks

| 指标 | 1997 | 1998 | 1999 |
|----------|--------|---------|--------|
| CAR | 9.19 | (15.70) | (8.10) |
| ROA | 1.37 | (18.76) | (6.14) |
| LDR | 111.12 | 87.24 | 44.90 |
| NPL - 总额 | 15.0 | 48.60 | 32.80 |
| NPL - 净额 | n.a. | 35.10 | 7.30 |
| GDP 增长率 | 4.7 | -13.1 | 0.8 |
| 通胀 | 11.60 | 77.63 | 2.01 |

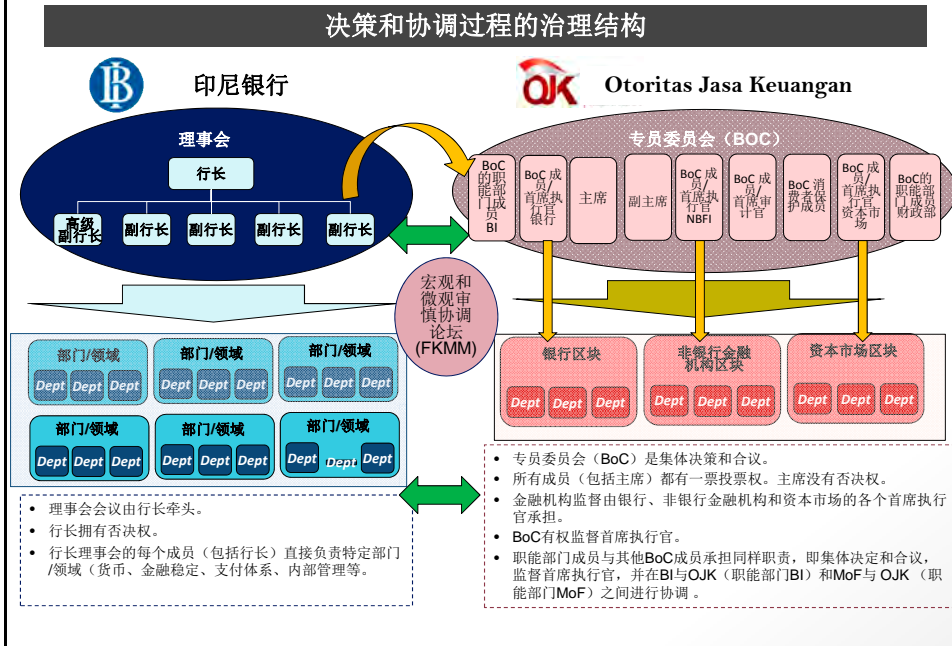
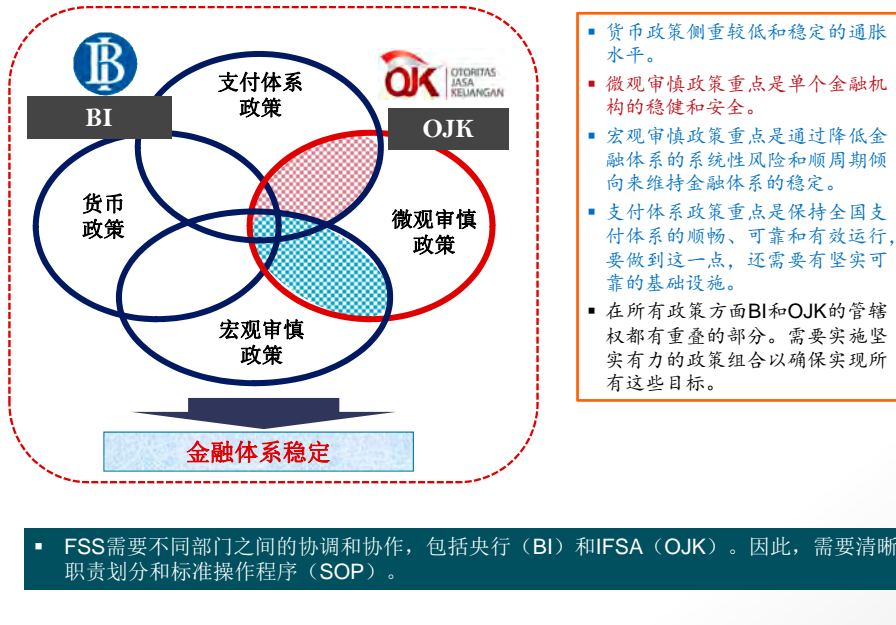
| 指标 | 2010 | 2013 | 2014 |
|----------|-------|-------|-------|
| CAR | 17.18 | 18.13 | 19.57 |
| ROA | 2.86 | 3.08 | 2.85 |
| LDR | 75.21 | 89.70 | 89.42 |
| NPL - 总额 | 2.92 | 1.66 | 2.04 |
| NPL - 净额 | 1.50 | 0.86 | 0.98 |
| GDP 增长率 | 6.81 | 5.58 | 5.02 |
| 通胀 | 6.96 | 8.38 | 8.36 |

| 议程 |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • 印尼金融体系 • 印尼的金融体系监管安排 • 宏观和微观审慎审慎协调 • 今后的挑战 |





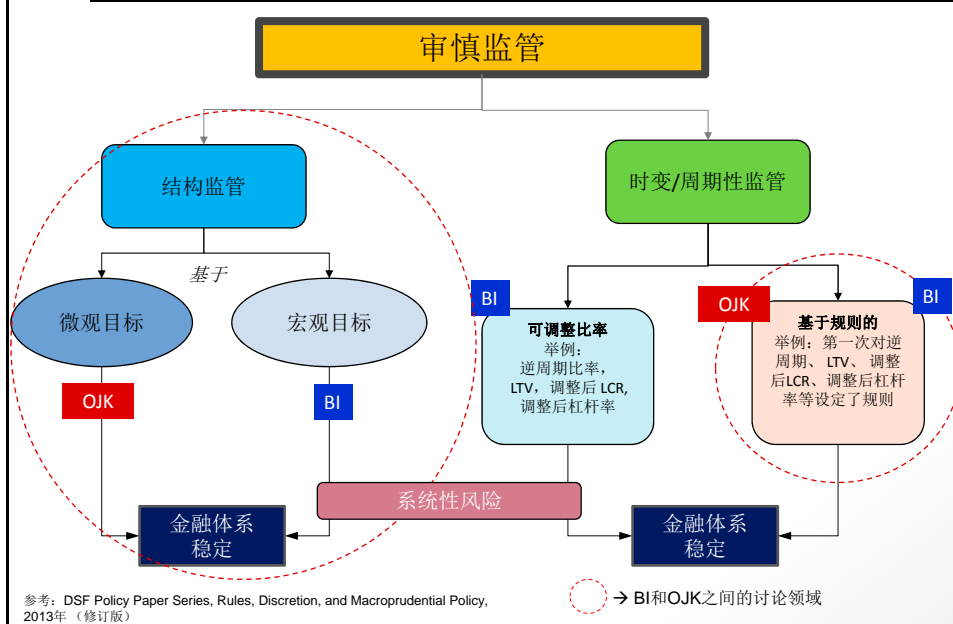
- ### 议程
- 印尼金融体系
 - 印尼的金融体系监管安排
 - 宏观和微观审慎协调
 - 今后的挑战



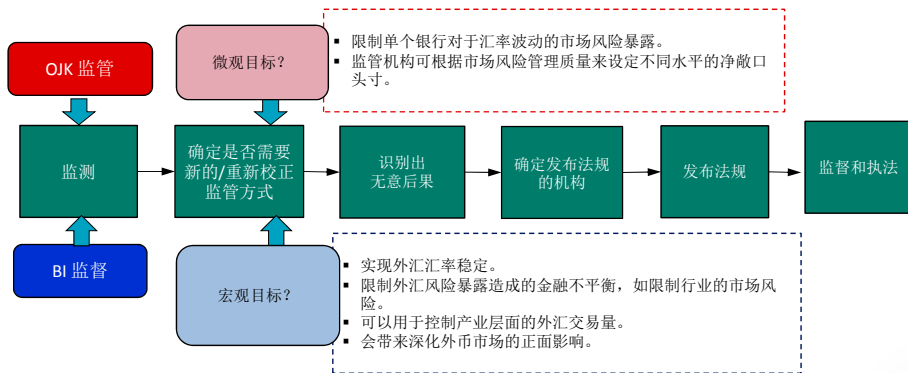
BI和OJK的治理结构提出了两个机构之间的协调问题：

- 决策方面的不同时机/速度
- 不同的优先考虑
- 内部协调问题

如何区分BI和OJK的监管工具：
概念性方法

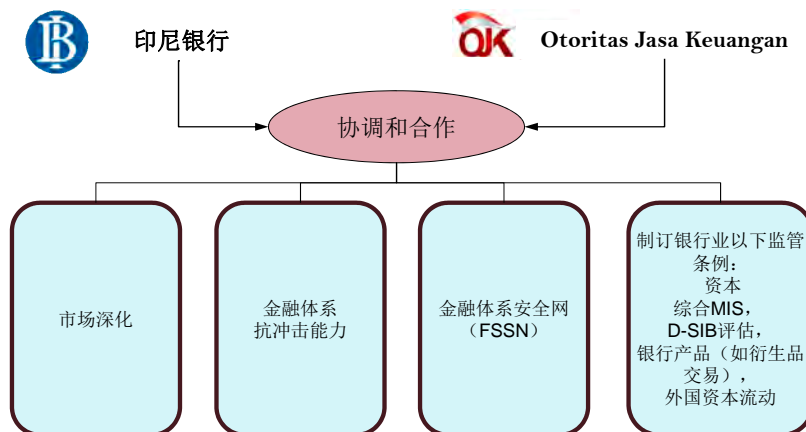


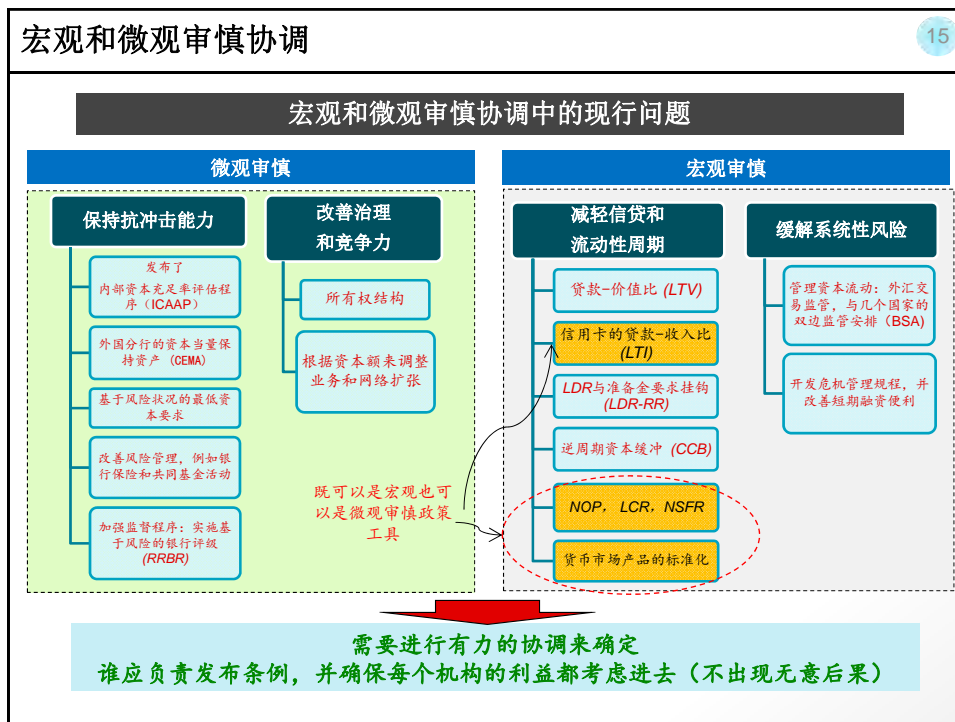
例如：净敞口头寸



- 上述过程中的牵头者是在监管职责方面最相关的机构中的一个（BI或OJK）（宏观或微观目标）。
- 当目标的重叠非常高和/或发现监管产生的无后果时，BI和OJK之间的协调最为必要。

关于BI和OJK之间协调的几个问题





议程

- 印尼金融体系
- 印尼的金融体系监管安排
- 宏观和微观审慎协调
- 今后的挑战

好的协调危机时刻显身手

- 印尼的四个金融管理部门仍在制订新的危机管理规程和金融体系安全网（FSSN）法律的过程中，该法可解决几个问题：
 - 对所有部门在危机下各自的作用和责任做出安排（CMP）。
 - 确定什么机构负责宣布危机情形、指定国内系统重要性银行和/或具有系统影响的银行等。
 - 改善问题银行的清算程序，例如采用自救概念。
 - 如何将流动性短缺但具有偿还能力的银行与失去清偿能力的银行区分开来，以及应该由哪些机构负责评估单个银行的流动性和清偿能力状况。
- 确保金融体系不因两个机构并管而承受过多负担。
- 减少/弥合金融产业之间的监管缺口（例如银行和NBFI）。





第四节：宏观审慎政策协调

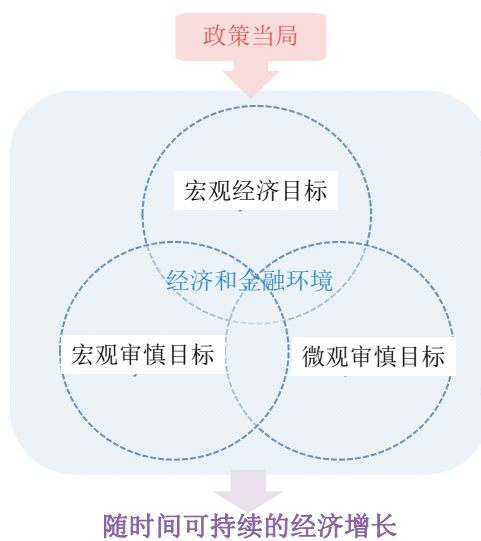
在不确定和多目标的世界中培育稳健分析和政策制定

Margaret M. McConnell

纽约联邦储备银行

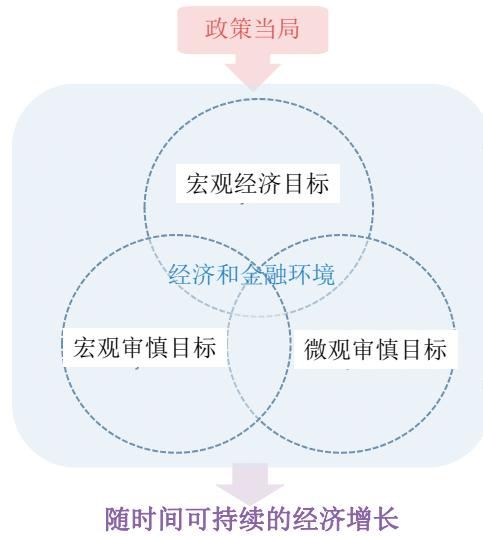
央行和监管机构想要做的是什
么？

- 改变一组政策工具，依照目标达到相应的结果



政策制定难在哪里？

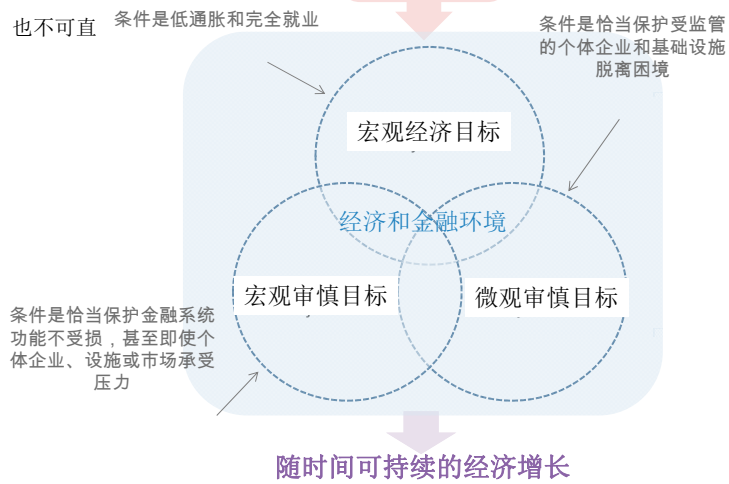
- 经济和金融环境动态不确定。
- 整个体系难以在任何时点平衡，但仍存在极高程度的相互依赖性。



3

政策制定难在哪里？

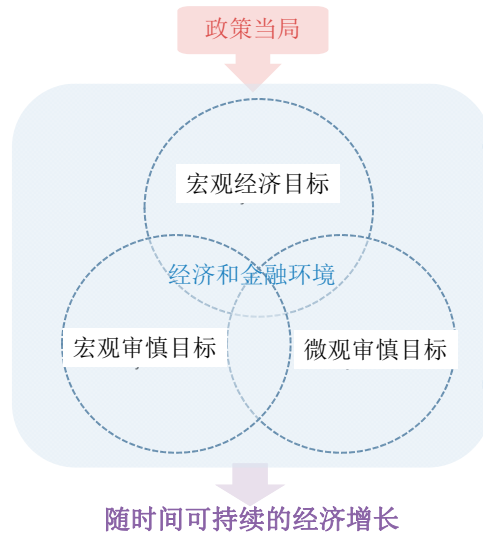
- 目标很难实时测量，也不可直接控制



4

央行和监管机构将政策工具转化为目标需要哪些能力？

- **测量世界：** 确定为实现政策目标需要哪些具体可观测的指标，识别目标和环境之间的差距
- **解释世界：** 决定当前情况下需要何时采取何种干预方式促使实现目标
- **影响世界：** 在当前情况下进行干预，消除测定情况和目标之间的差距
- **学习和适应：** 仍随时间有效提升目标



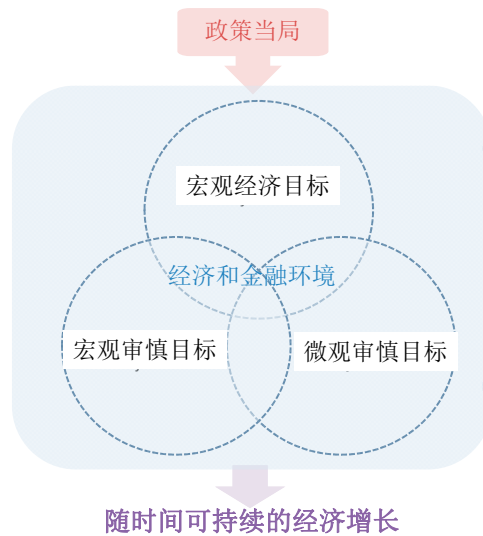
5

当前政策制定状况的两个普遍观察

- (1) 央行和监管机构倾向于分开追求宏观经济、宏观审慎和微观审慎目标
- 监控
 - 分析
 - 制定政策
 - 部署工具

影响：

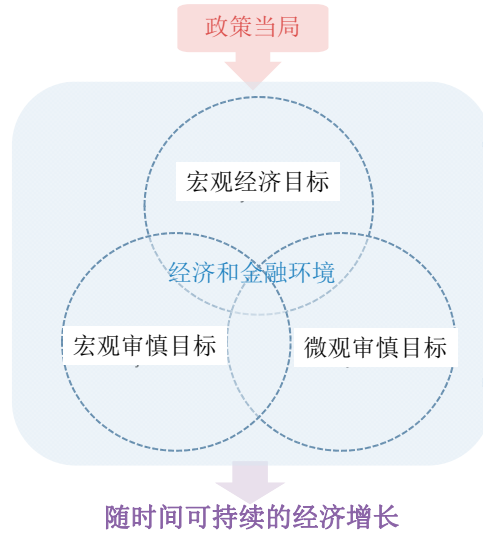
倾向于遮盖目标之间短期矛盾和妥协的存在，从而妨碍实现长期可持续增长的能力。



6

当前政策制定状况的两个普遍观察

(2) 相比于宏观经济和微观审慎目标而言，宏观审慎政策框架（功能）发展滞后。



7

(非官方) 按目标类型评估当前政策制定的能力

| 能力类型: | ↓ | 目标类型: | > | 宏观经济 | 微观审慎 | 宏观审慎 |
|--|---|-------|---|------|------|------|
| I. 测量世界：理解经济和金融环境相对于目标而言如何演变 | | | | | | |
| 确定具体可观测的指标 / 政策目标 | | | | ● | ◐ | ◑ |
| 实时测量、监测和分析发展变化 | | | | ◐ | ◐ | ◑ |
| 及时发现实际情况和目标之间的差距 | | | | ◐ | ◐ | ○ |
| II. 解释世界：决定当前情况下需要何时采取何种干预方式促使实现目标 | | | | | | |
| 建立构成“实质性”差距的共同标准 | | | | ◐ | ◐ | ○ |
| 实时决定这些标准是否被突破 | | | | ◐ | ◐ | ○ |
| III. 影响世界：在当前情况下进行干预，消除测定情况和目标之间的差距 | | | | | | |
| 开发当前情况下可靠有效的干预工具 | | | | ◐ | ◐ | ○ |
| 决定哪些工具能最有效地消除已有差距 | | | | ◐ | ◐ | ○ |
| 立即执行决定，部署工具消除差距 | | | | ● | ◐ | ○ |
| 必要时保持干预（也就是所需的政策立场） | | | | ◐ | ◐ | ○ |
| IV. 学习和适应：不断随时间有效提升目标 | | | | | | |
| 评估监测/分析、测量/目标、工具和标准 | | | | ◐ | ○ | ○ |
| 做出及时必要的调整，保持有效性 | | | | ◐ | ○ | ○ |

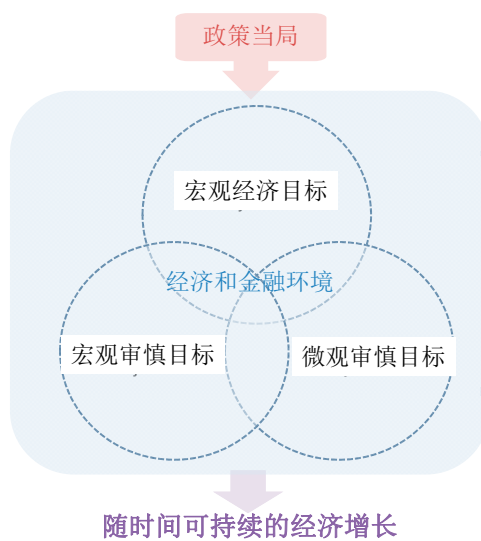
○ 很低 ◐ 低 ◑ 中等 ● 高 ● 很高

当前政策制定状况的两个观察

(2) 相比于宏观经济和微观审慎目标而言，宏观审慎政策框架（功能）发展滞后。

- 具体的指标
- 及时发现差距
- 行动门槛
- 工具

影响：倾向于造成无作为的偏好，而不是增强弹性的偏好。



9

央行以及监管机构还能做些什么？

-
- 培养跨目标的分析和决策视角
 - 致力于解决宏观审慎框架下的差距

培养跨目标的视角

- 形成如下分析：
 - 统筹宏观经济、宏观审慎以及微观审慎目标，有助于识别短期妥协和冲突
 - 帮助政策制定者保持宽阔视野，而不是仅仅着眼于他们拥有职权或可以使用工具的经济和金融环境领域
 - 使决策者形成对当前恰当政策的尽可能独立的观点，以及对过去政策行为恰当性，或者政策职能或工具局限性的尽可能独立观点。

培养跨目标的视角

- 创造正规决策程序和建立责任制，统筹宏观经济，宏观审慎以及微观审慎目标，以及我们所有政策工具的部署
 - 帮助解决短期妥协和冲突，最大程度支持随时间推移的可持续发展

解决宏观审慎框架下的差距

- 继续创新性地界定宏观审慎目标的可靠指标
 - 认识到体系可以在相当长时间内运行良好并看似稳定，但是表面的稳定可以迅速地变为不稳定和损坏。

解决宏观审慎框架下的差距

Chairman Greenspan, 2005:

- ...advances in complex financial products... **have significantly lowered the costs of**, and expanded the opportunities for, **hedging risks**...The new instruments of risk dispersal have enabled the largest and most sophisticated banks, in their credit-granting role, to divest themselves of much credit risk by passing it to institutions with far less leverage... **These increasingly complex financial instruments have contributed to the development of a far more flexible, efficient, and hence resilient financial system** than the one that existed just a quarter-century ago. After the bursting of the stock market bubble in 2000, unlike previous periods following large financial shocks, no major financial institution defaulted, and **the economy held up far better than many had anticipated.**

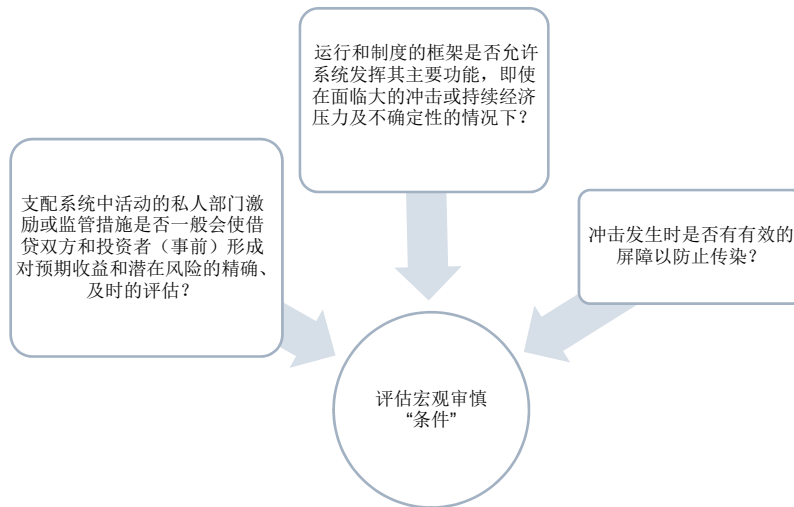
Chairman Bernanke, 2008:

- ...more fundamentally, the turmoil was the product of a global credit boom, characterized by **a broad underpricing of risk**, excessive leverage by financial institutions, and an **increasing reliance on complex and opaque financial instruments that have proven to be fragile under stress**. The unwinding of this boom (and the associated financial losses) has led to the withdrawal of many investors from credit markets and deleveraging by financial institutions, both of which have **acted to constrict available credit to households and businesses.**

解决宏观审慎框架下的差距

- 当说到宏观审慎时，认识到“细节决定成败”
 - 体系的稳定程度不能根据当前的价差、杠杆、估值水平，甚至某种特别行为模式的流行程度进行可靠推断
 - 监管者不仅需要评估金融体系的输出信号—数量，价格或者创造的信用类型—同时也要评估该体系基础“生产程序”的质量和完整

解决宏观审慎框架下的差距



解决宏观审慎框架下的差距

- 为预先行动制定更加清晰的门槛
 - 繁荣或者“狂热”比恐慌更不容易让人觉察到
 - 然而，依据定义，狂热期几乎可以伴随着风险定价和真正资源分配的事前重要扭曲
 - 在此期间，如果没有对行为设定任何的真正门槛，那就会趋向于等待，直到我们“确定”某些事情有风险，而此时已经太晚而不能阻止了。

解决宏观审慎框架下的差距

- 把技术融入我们的分析和政策制定，识别和质疑我们的偏见和假设，识别信息缺口，并更加有创造力地思考

“最困难的事情也可以向一个愚笨的人解释清楚，只要这个人还没形成固定思维；但是最容易的事情也难以向一个最聪明的人解释清楚，如果他自以为是。”

—托尔斯泰

宏观审慎政策框架：原则和实践



Ratna Sahay

副主任
基金组织货币与资本市场部

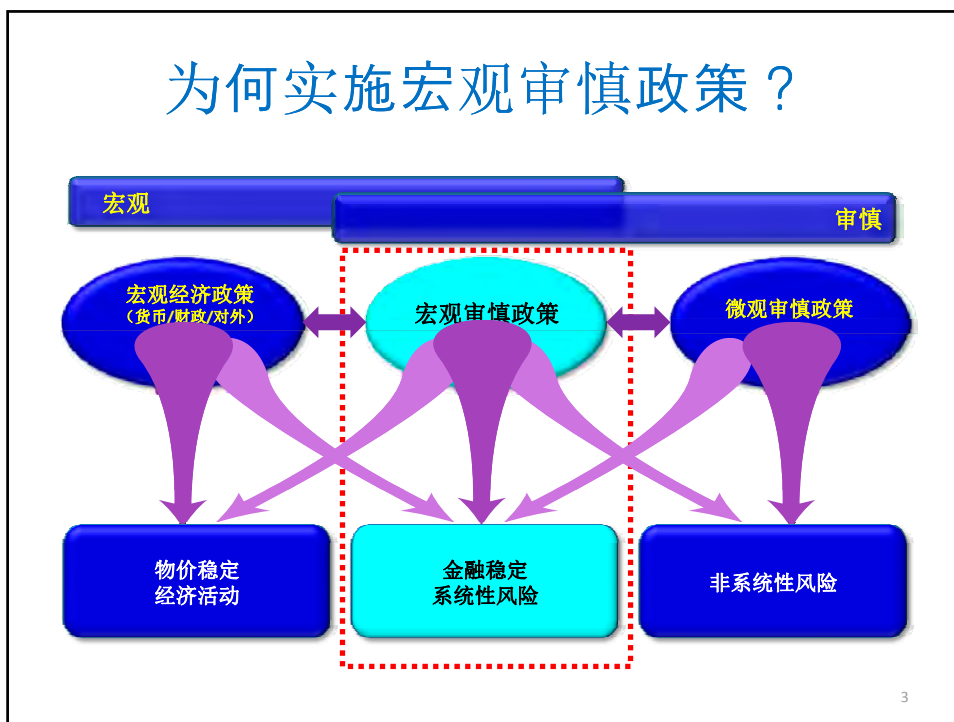
人民银行-基金组织第三次联合研讨会
2015年3月16日于北京

大纲

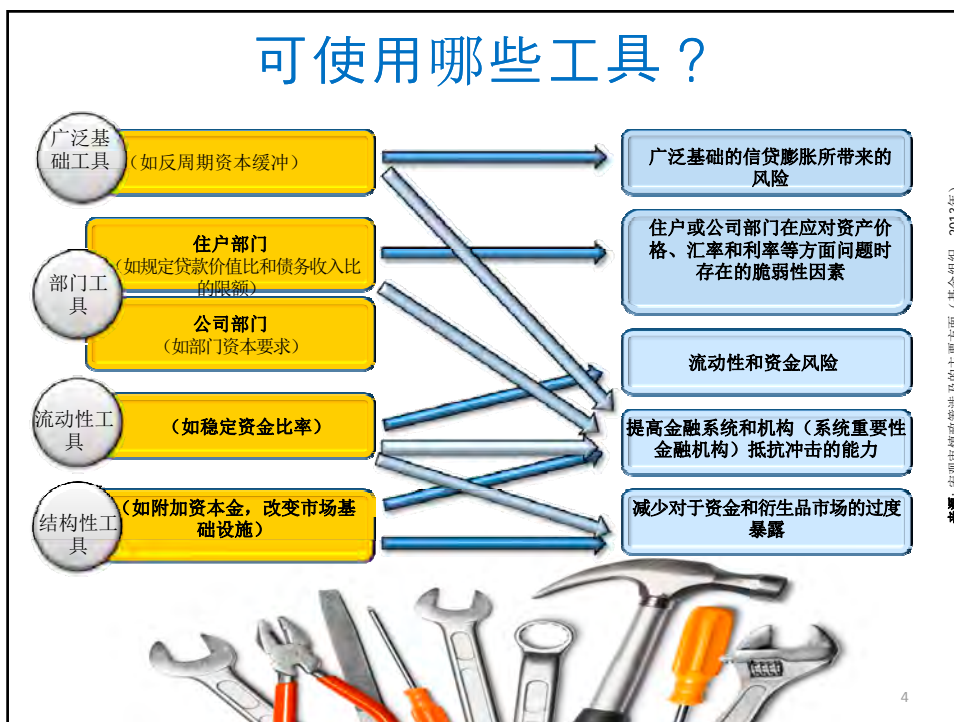
1. 为何实施宏观审慎政策？可使用哪些工具？
2. 要建设强有力的机构，应遵循哪些原则？
3. 目前做法
4. 何时需要跨境协调？
5. 结论



为何实施宏观审慎政策？



可使用哪些工具？



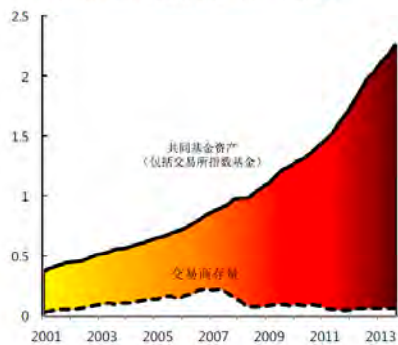
来源：宏观审慎政策涉及的主要方面（基金组织，2013年）

工具的使用者



紧跟市场创新步伐, 不断更新工具组合

图2: 美国的共同基金
(美国公司和外国债券持有量, 单位: 十亿美元)

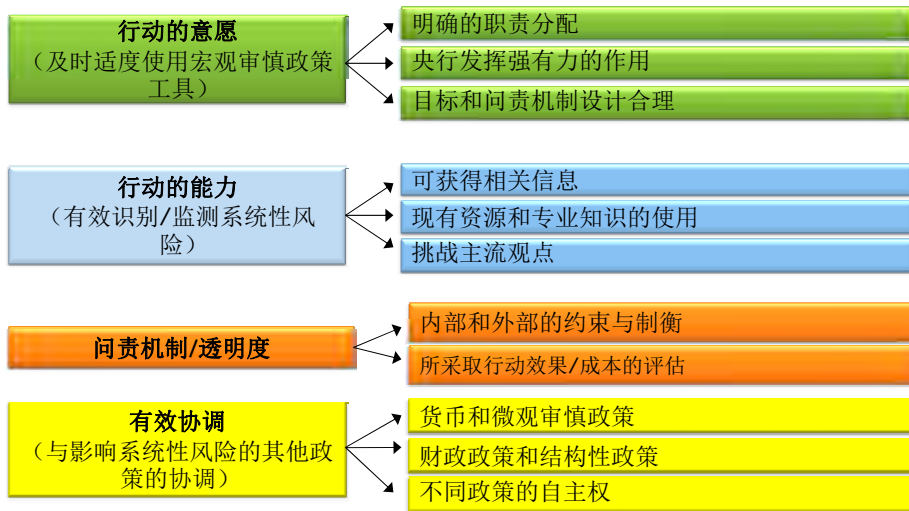


注: 交易商存单包括美国一级交易商持有的公司债券。
来源: 美联储和基金组织工作人员的计算。

- 示例:
- ✓ 资产管理公司数量不断增长
 - ✓ 影子银行
- ✓ 风险? 工具?



要建设强有力的机构，应遵循哪些原则？



7

目前的做法？

各有优劣之处

第一种模式

融入央行各职能部门

- 捷克
- 爱尔兰
- 新西兰
- 塞尔维亚
- 新加坡

第二种模式

央行内设专门委员会

- 巴西
- 香港
- 马来西亚
- 泰国
- 罗马尼亚
- 英国

第三种模式

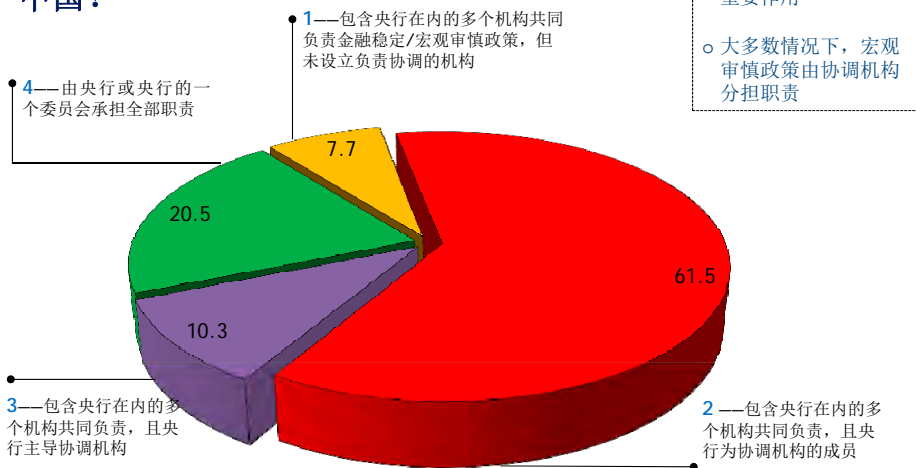
独立于央行的委员会

- 澳大利亚
- 印度尼西亚
- 智利
- 美国
- 法国
- 德国
- 韩国
- 墨西哥
- 土耳其



目前的做法？

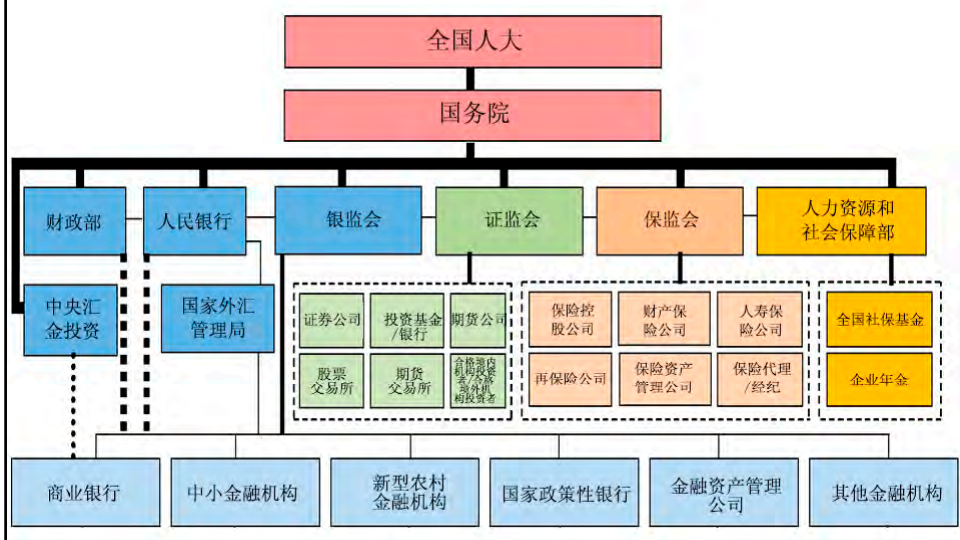
中国？



- 约30%的样本国家中（3和4），央行发挥重要作用
- 大多数情况下，宏观审慎政策由协调机构分担职责

来源：Lim, Krznar, Lipinsky, Otani, Wu (2013年)。基金组织工作文件13/166号；基于对39个国家或地区开展的调查

中国：宏观审慎框架



框架复杂

来源：基金组织 (2011年)

何时需要跨境协调？

在一个全球相互关联的世界中，更容易出现不作为的情况

(Vinals 和 Nier, 2014年)

- **国际协议**有助于避免出现“无底线竞争”的现象（金融稳定委员会（FSB）和巴塞尔银行监管委员会（BCBS））
- **双边和区域性**安排
- **国际指引**和监督（金融部门评估方案，第四条）
- 其他旨在促进协调的**创新方式**

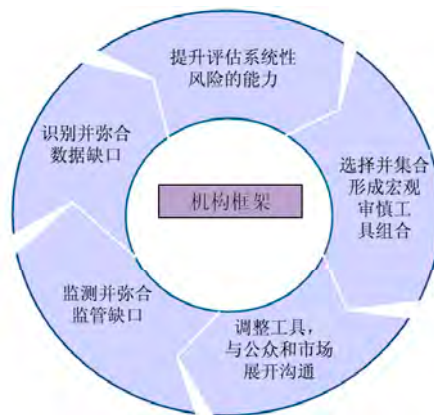
宏观审慎的促进者 → 全球宏观审慎裁判？



结论：宏观审慎政策是一个不断演变的过程

目标

- ✓ 克服不作为的倾向
- ✓ 避免监管盲点
- ✓ 避免超越职责要求使用宏观审慎政策



谢谢大家

13

示例：英国（第二种模式）



金融政策委员会（FPC）

- 负责识别和监测系统性风险，并采取行动去除/减轻系统性风险
- 央行行长担任委员会主席
- 负责协调相关机构
 - 包括英格兰银行行政高管、金融市场行为监管局以及不具有投票权的英国财政部成员

拥有各类权力

- 对于适用于银行的特定工具，掌握实权
 - 部门资本要求和反周期资本缓冲
- 对于所有其他监管工具，具有一定权力
 - 向审慎监管局和金融市场行为监管局提供指导和建议
- 对于其他机构具有一定影响力
 - 向财政部提出建议

14

示例：美国（第三种模式）



金融稳定监督委员会（FSOC）

- 负责风险的全面检查和缓释
- 财政部主导
- 协调所有联邦监管机构
 - 包括财政部、美联储、证券交易委员会等

掌握一定权力，实权的行使受到一定制约

- 仅对指定的系统重要性银行、非银行和市场基础设施行使实权。
 - 可要求这些机构接受美联储的监督。
- 在其他决定上掌握一定权力

15

示例：马来西亚（第二种模式）



金融稳定委员会（FSC）

- 央行内部负责宏观审慎的决策机构
- 央行行长担任委员会主席
- 在央行监管范围（银行及保险部门）内掌握实权

金融稳定执行委员会（FSEC）

- 将央行的监督权扩展至其直接监管范围之外的机构
- 央行行长担任委员会主席
- 相关机构的协调
 - 包括存款保险机构、财政部和证券委员会。

16

世界需要新储备货币： 全球流动性角度

作者：姚余栋
中国人民银行
2015年3月16日

1

提纲

- 1 全球流动性供给：历史和现状
- 2 全球流动性衡量
- 3 全球流动性供给的规则
- 4 全球流动性短缺及解决办法

2

1 全球流动性供给：历史

- 布雷顿森林体系（1945-1971年）
- ✓ “钉住汇率” 货币制度：其他货币与美元钉住，美元与黄金则是固定比率（一盎司等于35美元）
 - 过分强调汇率稳定性，缺乏关于全球流动性供给方面的规则
- ✓ 脆弱性：全球流动性供给要么不足要么过剩
 - 1950年代：USD短缺和马歇尔计划
 - 1960年代：美元供应过剩和特里芬两难(Triffin Dilemma)
- ✓ 《基金组织协定》第一次修改（1969年）
 - 创立特别提款权“以满足全球长期需要”
 - “理事会须监督...该调整过程的继续运作和全球流动性发展。”尼克松冲击和布雷顿森林体系的终结。

3

1 全球流动性供给：现状

- 主要储备货币：美元、欧元、英镑和日元（SDR货币）
- 问题仍存在：
- ✓ 主要储备货币发行国或者因为试图缓解国内通胀压力而可能无法充分满足全球经济增长对流动性的需求，或者因过分刺激内需而创造过多流动性。
 - 全球金融危机暴发：美元短缺
 - 2011-2013年：全球流动性供给过剩和新兴市场经济体（EME）保持金融稳定的挑战。
 - 2015年：量化宽松（QE）存在和即将到来的美元利率上升，欧元区扩大资产购买计划，以及日本的QQE（量质都宽松）。

4

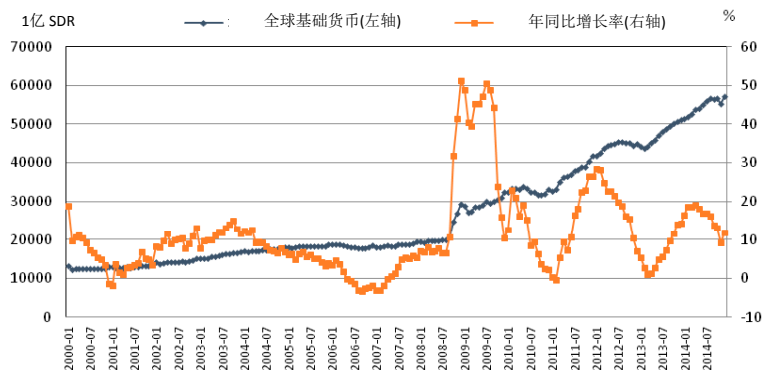
2 全球流动性衡量

- 全球流动性指标：
 - ✓ 全球核心流动性来自主要货币发行国。
 - ✓ 应该既考虑价格指数也考虑数量指标
 - 鉴于主要货币发行国名义利率处于零下限，数量指标变得更加重要
- 我们考虑：
 1. 全球基础货币：主要货币发行国的基础货币。
 2. 全球M2：主要货币发行国的M2
 3. 货币乘数
 4. 全球利率：主要货币发行国政策利率的加权总和（以其SDR份额作为权数）

5

2.1 全球基础货币

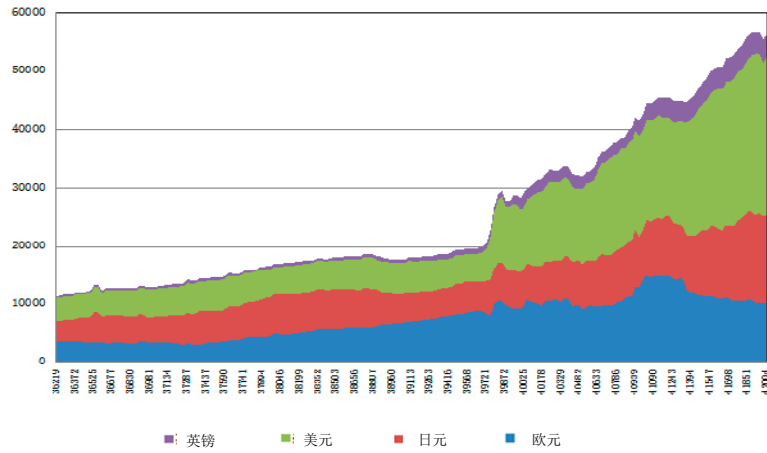
- 全球基础货币正在以较低的速度扩张。



6

2.1 全球基础货币（续）

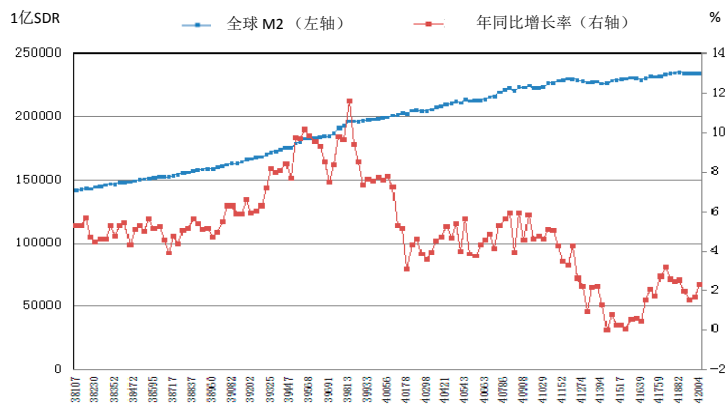
- 美元仍然占全球基础货币的最大比例。



7

2.2 全球M2

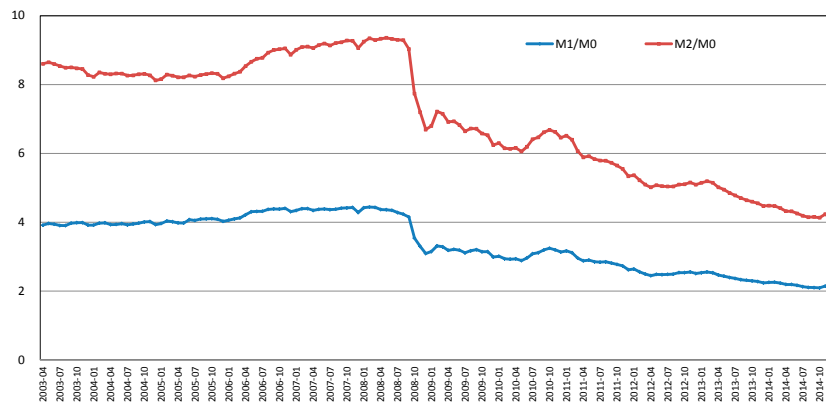
- 全球M2一直在扩张。



8

2.3 货币乘数

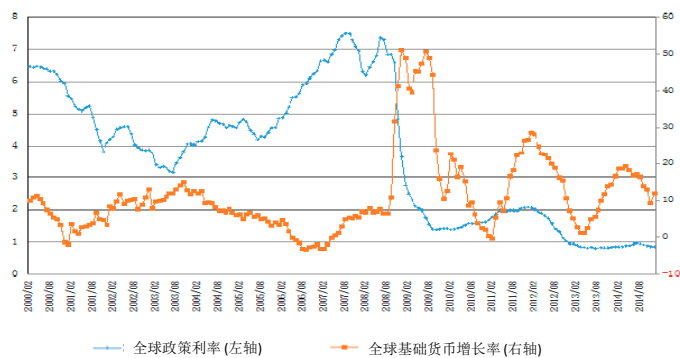
- 但是，自2008年以来，货币乘数持续下降。



9

2.4 全球政策利率

- 2008以来，全球政策利率一直处于非常低的水平。
- 美国基础扩张是最大的贡献因素
 - 美国基础货币每增长1%就会使全球政策利率下降1.08%



10

3 全球流动性提供规则

- 中国人民银行行长，周小川（2009年）
 - “理论上讲，一个国际储备货币应该首先有一个稳固的基准，并按照一套清晰的规则发行，才能确保有序供给；其次，其供给应该有足够的灵活性，能够根据需求变化进行及时调整；第三、这种调整应该与任何单一国家的经济状况和主权利益脱钩。”
- 全球流动性供应遵照一个清晰规则有利于全球经济增长，并有助于保持金融稳定。
- 我们按照 McCallum规则来估计全球流动性增长率。
 - 假设：主要储备货币供应国像关心其自己的经济那样关心全球经济。

11

按照McCallum规则估计的 全球基础货币增长率

| | 全球基础货币增长率 McCallum规则 | 全球基础货币增长率 实际增长 | 全球实际GDP增长率 | 全球通胀率 |
|------|-------------------------|-------------------|------------|-------|
| 2008 | 10.7 | 41.3 | 3.0 | 4.6 |
| 2009 | 15.7 | 9.9 | 0.0 | 3.3 |
| 2010 | 13.5 | 2.1 | 5.3 | 4.4 |
| 2011 | 19.0 | 23.5 | 4.1 | 4.8 |
| 2012 | 11.2 | 6.9 | 3.3 | 4.0 |
| 2013 | 11.5 | 13.3 | 3.2 | 3.5 |
| 2014 | 14.2 | 11.2 | 3.3 | 3.9 |
| 2015 | 13.7 | 19 | 3.8 | 3.8 |
| 2016 | 13.7 | 19 | 4.0 | 3.6 |
| 2017 | 13.8 | 5 | 4.0 | 3.6 |
| 2018 | 13.8 | 5 | 4.0 | 3.5 |
| 2019 | 13.8 | 5 | 4.0 | 3.5 |

来源：Wind和WEO，2015-2019年的数字是估计值。

12

4 全球流动性短缺

- 2015年和2016年，鉴于欧洲央行和日本银行的量化宽松，全球流动性很可能会比上年增加 19%。
- 但是，在2017年，如果主要储备货币发生国全部退出量化宽松，那么，可能会出现全球流动性“悬崖”。
- 全球流动性短缺有着严重后果：
 - ✓ 汇率波动
 - ✓ 资本从新兴市场经济体外流到美国
 - ✓ 全球通缩
 - ✓ 经济增长放慢
- 如何解决全球流动性短缺？
 - 世界需要新的储备货币

13

世界需要新的储备货币

- 储备货币多样化
- 人民币拥有补充全球流动性的潜力。
 - 人民币在国际支付中排第5位，在国际储备中排第7位。
 - 越来越多的双边货币互换协议说明对人民币流动性的需求不断增加。
 - 跨境人民币政策框架已经确立。
- 人民币纳入特别提款权将提高特别提款权的代表性，并促进国际货币体系的改革。
- 无论人民币是否纳入SDR一揽子货币，在全球流动性短缺的情况下，世界都需要人民币发挥更加重要的作用。

14

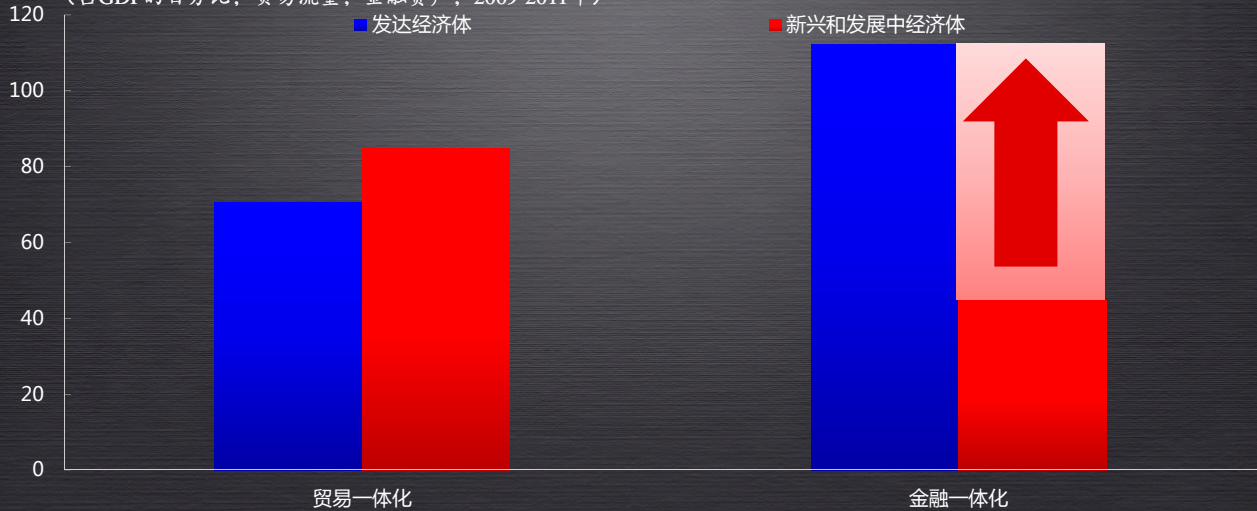
亚洲不断发展的金融一体化： 挑战与风险

阿努普·辛格
2015年3月16日

新兴市场：加强金融一体化

发达经济体与新兴/发展中经济体的贸易一体化和金融一体化

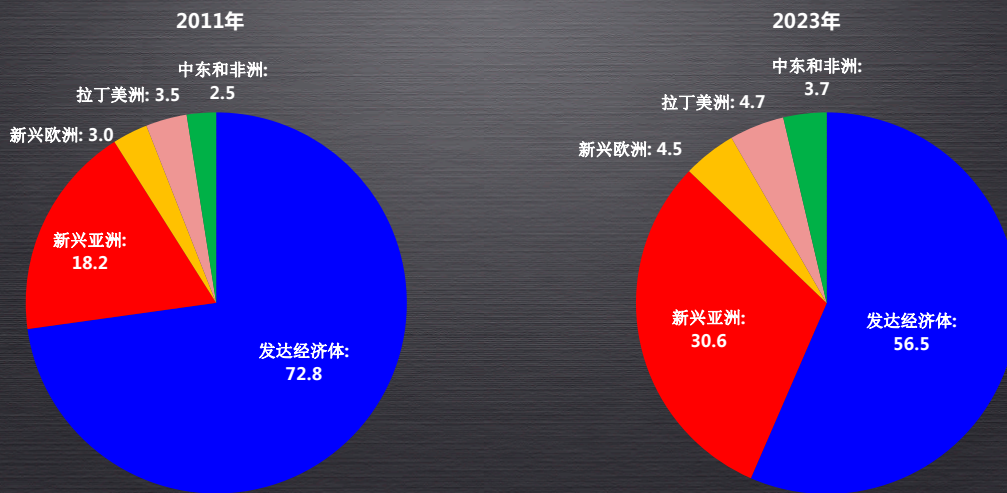
(占GDP的百分比；贸易流量；金融资产；2009-2011年)



新兴市场：在全球银行业资产中的比重可能翻番

银行体系的资产

(占总数的百分比) 1/



资料来源：《国际金融统计》、《世界经济展望》，以及工作人员统计。

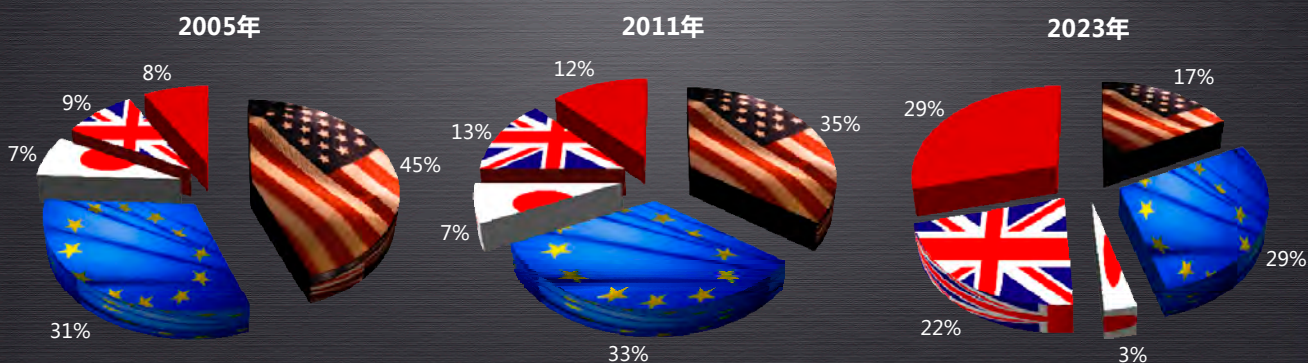
1/ 通过以人均购买力平价收入对银行体系总资产与GDP之比进行回归得到预测值。

2

新兴市场：影子银行的比重到2023年可能增至原来的三倍

影子银行的地理分布

(占总数的百分比) 1/



资料来源：《国际金融统计》和金融稳定理事会。

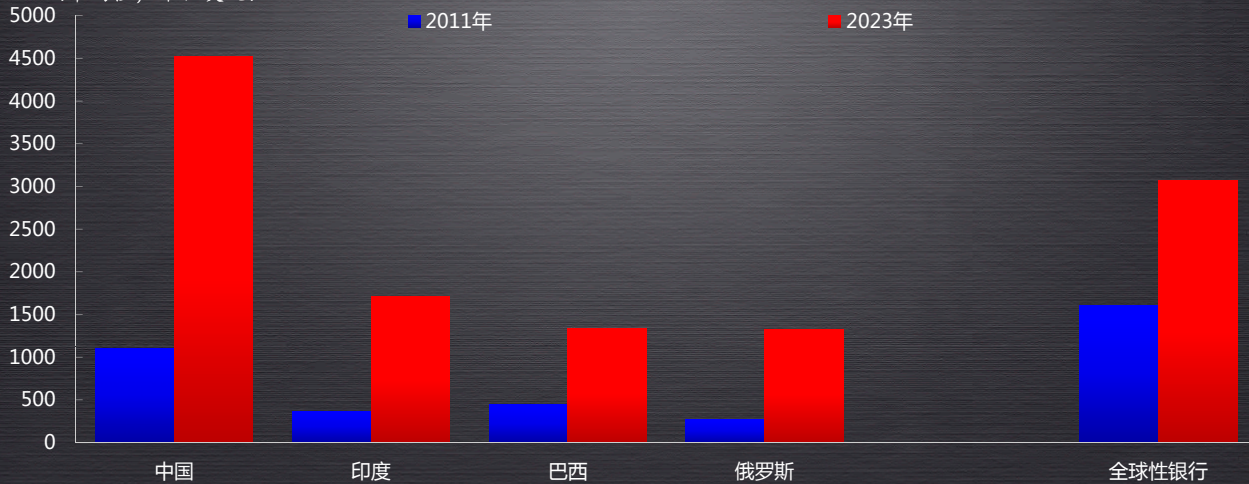
1/ 快速发展情景下的预测值基于2005年至2007年的有效年增长率，缓慢增长情景下的预测值基于2008年至2011年之间的有效年增长率。

3

新兴市场：国内银行很可能超越全球性银行？

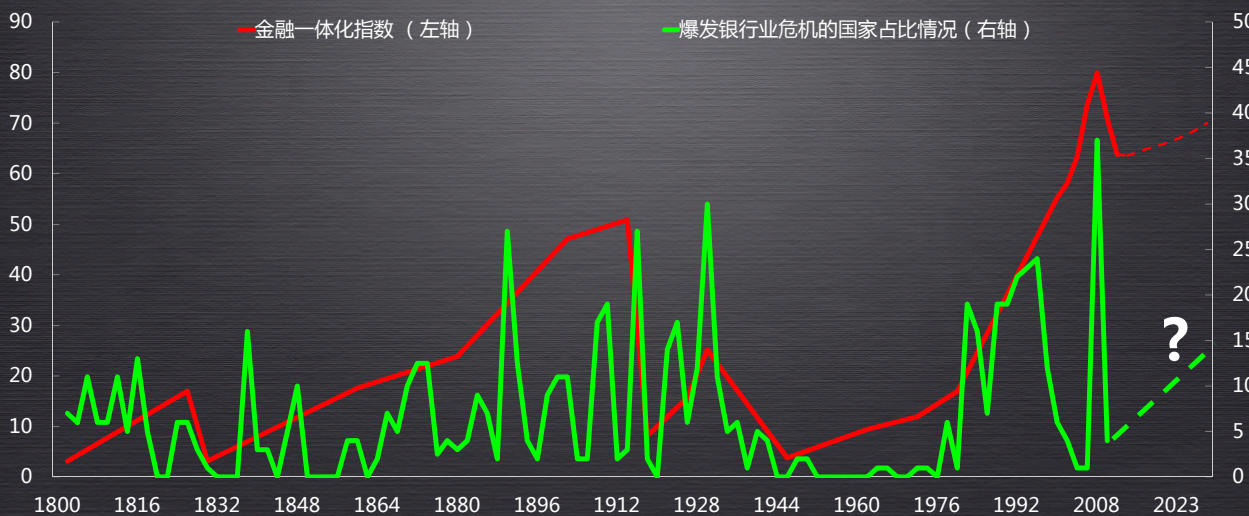
全球以及新兴市场国内大型银行的资产规模

(平均值, 十亿美元)



4

金融一体化与危机：历史会重演？

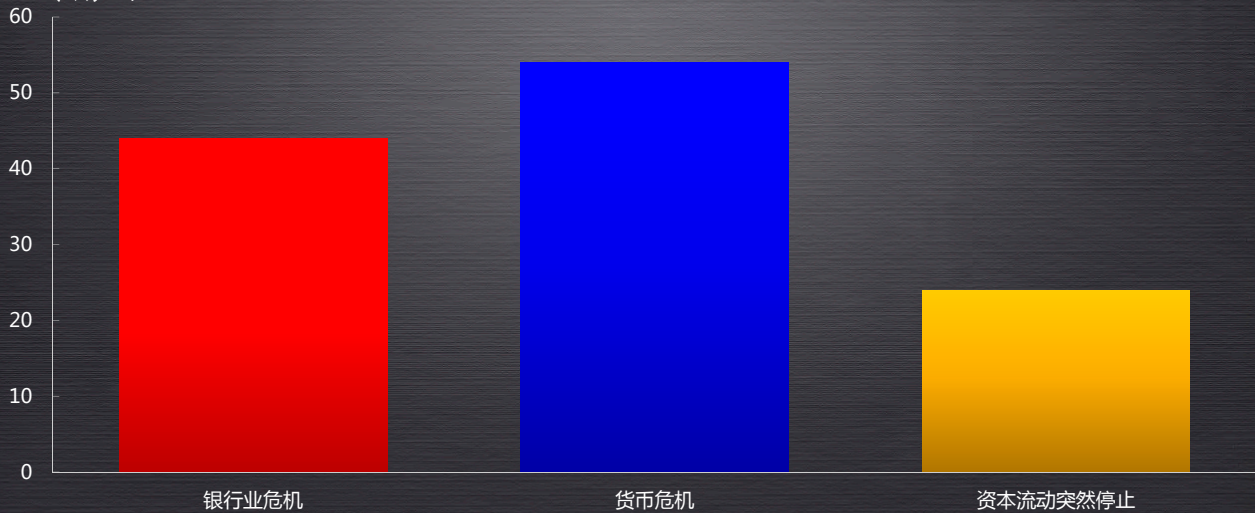


资料来源：Reinhart和Rogoff (2010年)；Laevan和Valencia (2012年)；以及基金组织工作人员的计算。

5

信贷繁荣：经常会以危机而告终？

信贷繁荣前后爆发金融危机的频率
(百分比)



资料来源：Mendoza和Terrones (2013年)。
1/ 每个条状图显示了信贷繁荣七年窗口期间爆发金融危机的巧合。

6

启示与风险

- ◆ 需针对经济活动与金融之间的循环做好准备。
- ◆ 针对新兴市场的金融风险上升做到未雨绸缪。
- ◆ 需在国内和国际层面密切协调新兴市场的监管改革。