



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA



INTERNATIONAL
MONETARY FUND
国际货币基金组织

PBC and IMF Joint Conference
**Strengthening Financial and
Exchange Rate Frameworks:
International Experience and
Relevance for China**

EDITORS

Al Ming and Alfred Schipke

中国人民银行·国际货币基金组织联合研讨会
**增强金融和汇率框架：国际经验
及对中国的启示**

编辑

艾明和席睿德



SUMMARIES AND PRESENTATIONS

总结与报告

This is the official English version. For the English version please see:

本书为官方中文版本。英文版本请详见：

<http://www.imf.org/en/Countries/ResRep/CHN>

目录

| | |
|------------------------------|-----------|
| 导言 | i |
| 开幕致辞 | 1 |
| 陈雨露 | |
| | |
| 议题一：增强国际货币体系..... | 4 |
| 第一部分：汇率框架 | |
| 减少对汇率市场的干预 | |
| 马骏 | |
| 总结 | 5 |
| 演示文本 | 98 |
| 汇率框架：拉美国家的外汇干预 | |
| 亚历杭德罗·维尔纳 | |
| 总结 | 6 |
| 演示文本 | 105 |
| 中国以稳定为导向的汇率政策 | |
| 约瑟夫·加侬 | |
| 总结 | 9 |
| 演示文本 | 115 |
| 关于加强汇率制度和辅助框架的发言 | |
| 劳伦斯·H·萨默斯 | |
| 总结 | 16 |
| | |
| 第二部分：汇率及其支持性政策框架..... | 19 |
| 人民币汇率及支持性政策框架 | |
| 李波 | |
| 演示文本 | 122 |
| 迈向浮动汇率制度的可行步骤 | |
| 迈克尔·斯潘塞 | |

| | |
|------------------------------------|-----|
| 总结 | 20 |
| 演示文本 | 128 |
| 对浮动汇率、超调和恐惧的恐惧：汇率制度能实现平稳转型？ | |
| 缪延亮 | |
| 总结 | 26 |
| 演示文本 | 133 |
| 过渡和金融稳定 | |
| Tommaso Mancini-Griffoli | |
| 总结 | 28 |
| 演示文本 | 146 |
| | |
| 议题二：加强金融部门与宏观审慎政策框架 | 35 |
| 第一部分：快速变化的中国金融体系：驱动因素和未来展望 | |
| 宏观审慎监管：银行监管者的视角 | |
| 李文红 | |
| 演示文本 | 154 |
| 抓住机遇，促期货和衍生品市场健康持续发展 | |
| 冉华 | |
| 演示文本 | 163 |
| 快速变化的金融体系中，保险业的定位、机遇和挑战 | |
| 罗胜 | |
| 总结 | 36 |
| 加强与发展中国的金融体系 | |
| Miquel Dijkman | |
| 总结 | 46 |
| 演示文本 | 169 |
| | |
| 第二部分：监管框架和宏观审慎政策 | |
| 50 | |
| 宏观审慎政策的主要属性：英国的例子 | |
| 唐纳德·科恩 | |
| 总结 | 51 |
| 演示文本 | 178 |
| 泰国的监管框架和宏观审慎政策 | |
| Daranee Saeju | |

| | |
|-------------------------------------|-----|
| 总结 | 54 |
| 演示文本 | 182 |
| 宏观审慎政策—国际经验教训 | |
| Erlend Nier | |
| 总结 | 56 |
| 演示文本 | 187 |
| 快速变化的经济和金融结构：中国是否需要开展公共行政改革？ | |
| 席睿德 | |
| 总结 | 60 |
| 演示文本 | 192 |
| 圆桌总结 | 66 |
| 罗德里戈·贝尔加拉 | 67 |
| 阿米尼奥·弗拉加 | 72 |
| 马骏 | 74 |
| 黄益平 | 77 |
| 闭幕发言 | 81 |
| 任志清 | |
| 发言人简介 | 83 |
| 演示文本 | 97 |

强化金融和汇率框架： 国际经验和对中国的意义

导言

艾明和席睿德¹

中国已经启动了旨在促进可持续和高质量增长的全面改革。其含义之一是更加依赖市场进行高效的资源配置。虽然中国的改革议程庞大而繁复，但已经取得了一些进展，特别是在金融和对外部门。其中，中国已经正式放开利率，建立了存款保险计划，并在汇率制度改革方面取得了进展。

随着中国的金融体系持续快速发展、金融创新层出不穷，继续强化金融部门框架，包括宏观审慎框架，将成为一项要务。同样，随着中国推进汇率制度放开，一些重要问题由此产生，例如，最终的汇率框架将是怎样的，以及如何以最佳方式付诸实现。

将人民币纳入国际货币基金组织的特别提款权篮子，是对中国改革总体进展的认可。基于此，也是为了最大限度地利用市场的惠益，同时将脆弱性降至最低，中国当局正在进一步加强政策框架（即支撑和指导市场功能的制度基础）以及治理结构。

中国经济仍然处在转型期，关于如何推进，教科书并没有提供多少指导。政策和框架也需要不断校准。依托国际经验，中国人民银行和国际货币基金组织于 2017 年 4 月 28 日召开了联合会议，讨论如何加强金融和外汇框架。除主办方之外，会议还汇聚了其他相关国际和国内机构的专家、决策者和工作人员。会议的重点是找出切实可行的政策解决方案，并评估不同做法的裨益与成本。

强化汇率和辅助性政策框架

¹ 编辑及会议主办者，中国人民银行和国际货币基金组织。

在过去一年里，中国推进汇率放开进程，人民币汇率现在以一个货币篮子为参照。随着中国走向浮动汇率制度，产生了三个相互关联的问题：（1）中国应当采取何种浮动汇率制；（2）如何实现；及（3）在此情况下如何干预市场以确保市场正常运作。虽然国际经验很有用，但是此次会议也考虑到了中国在世界上的独特地位，包括中国经济的规模以及人民币作为特别提款权篮子货币之一的特殊地位。

强化金融部门和宏观审慎政策框架

此次会议分析了中国金融格局迅速变化的关键驱动因素、未来的机遇（包括衍生品市场的发展）和主要挑战。

借鉴二十国集团一些重要国家（包括美国）金融部门评估工作的启示，与会者讨论了如何最好地将经验教训运用于中国。尤其是，会议探讨了建立宏观审慎政策框架的良好做法。

此次会议是中国人民银行与国际货币基金组织密切合作的结果。我们感谢中国人民银行国际司国际货币基金组织处以及国际货币基金组织驻华代表处的工作人员为会议取得圆满成功所做工作。特别感谢李晶等人为这本电子书的编纂付出心力，感谢单琦淇和袁春旺，他们为兼顾方方面面并确保不出现纰漏发挥了重要作用。

以下的电子书包含一些简短摘要以及相应的会议发言，希望对您有用。

开幕致辞

陈雨露²

尊敬的各位来宾，女士们、先生们：

上午好！首先请允许我代表中国人民银行，向各位来宾特别是远道而来的外国朋友表示热烈的欢迎和诚挚的谢意。对基金组织和中国人民银行工作团队为本次研讨会的成功举办所付出的辛勤努力表示由衷的感谢。

本次研讨会着眼于两大问题，一是完善汇率政策框架，二是加强金融部门和宏观审慎政策框架。这两个问题是当下政策界和学术界非常关注的重要议题。借此机会，我谈谈自己对上述问题的一些看法。

第一点， 关于完善汇率政策框架。

中国始终坚持人民币汇率市场化改革方向，不断完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。2015年8月，中国实行了人民币汇率中间价改革，旨在提高人民币汇率的市场决定程度。2015年12月，中国外汇交易中心发布人民币汇率指数，强调要加大参考一篮子货币的力度，以更好地保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定。从实施以来的情况看，这一机制比较好地兼顾了市场供求指向、保持对一篮子货币基本稳定和稳定市场预期三者之间的关系。

过去一段时间，中国面临着一定的人民币贬值和资本流出压力，但近期外汇市场的情况已经趋向收敛。从中长期的视角来看，人民币在国际货币体系中表现了强势稳定的特征。2008年国际金融危机以来，欧元、日元、英镑分别对美元贬值了25%、6%和32%，但同

² 陈雨露为中国人民银行副行长。

期人民币对美元仅小幅贬值 1%，人民币实际有效汇率和名义有效汇率则分别升值 29%和 23%。中国的外汇储备规模尽管从 2014 年 6 月峰值时的四万亿美元降至目前的三万亿美元左右，但仍然居全球首位，远远超过第二位。

今年一季度，跨境资金流出明显放缓，外汇供求取向基本平衡，这反映了我国跨境资金流动逐步向均衡状态收敛的大趋势。一季度跨境资金流动形势好转与市场环境变化密切相关。一方面，近期国内经济企稳提振了市场信心。中国经济运行延续稳中向好态势，2017 年第一季度实现良好开局，增长和效益回升，市场预期改善，内需尤其是消费对经济增长的贡献度提高，新技术新产品新服务不断涌现并快速成长，产业优化升级不断推进，国际收支改善。这些积极因素有望继续积累，并决定了人民币汇率可以在合理均衡水平上保持基本稳定。另一方面，一季度外部环境尤其是美元汇率相对稳定，国际金融市场整体运行平稳。在国内和国外因素的共同影响下，今年以来人民币汇率保持了基本稳定，对美元汇率呈现双向浮动，汇率预期进一步趋稳。

我们清醒地认识到，持续、大幅实施外汇管制并非有效应对资本流出压力的方式。从我国跨境资本转向流出以来，外汇管理部门未对汇兑和跨境收付等采取新的措施，但要求银行遵守现行外汇管理规定，切实履行展业原则，加强真实性合规性审核。与之前相比，中国外汇管理政策法规连续一贯，没有任何变化。

下一步，人民银行将继续坚持市场化的改革取向，坚持并优化“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制，不断提高汇率政策的规则性、透明度和市场化水平，更加充分地反映外汇市场供求变化，有序完善以市场供求为基础、双向浮动、有弹性的汇率运行机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，发挥汇率自动调节国际收支的作用。

第二点， 宏观审慎政策框架。

危机以来，各国央行普遍认识到，金融体系的顺周期波动和资产价格波动是危机爆发的重要原因，个体金融机构的稳健性并不意味着系统

稳定，需要从宏观的、逆周期的视角运用审慎政策工具有效防范和化解系统性金融风险，从整体上维护金融稳定。宏观审慎政策已经成为全球范围内金融监管和宏观调控框架改革的重心。

中国央行在探索建立符合中国国情的宏观审慎政策框架方面进行了积极的探索。2004 年实行差别存款准备金制度，实施“有扶有控”的信贷政策，这都体现了宏观审慎政策的思想。2009 年人民银行开始系统研究宏观审慎政策框架，2011 年引入差别准备金动态调整制度，并在 2015 年将其升级为宏观审慎评估体系（MPA），当年又将外汇流动性和跨境资金流动纳入了宏观审慎管理范畴。现在，中国央行已经明确提出探索建立“货币政策+宏观审慎政策”双支柱政策框架，积极探索货币政策与宏观审慎政策的协调配合。总的来看，中国的宏观审慎政策在维护总量稳定、防范系统性金融风险方面发挥了重要作用。

下一阶段，我们将在借鉴国际经验基础上，统筹做好系统重要性金融机构、金融基础设施和金融综合信息统计的管理工作，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

本次研讨会已经是人民银行与国际货币基金组织第五次联手办会了。相信有各位来宾的积极参与和贡献，研讨会一定会越办越好。希望各位来宾能在接下来的讨论中各抒己见、畅所欲言，贡献智慧和力量。

最后，预祝本次研讨会圆满成功！

谢谢大家！

议题一
增强国际货币体系
第一部分
汇率框架

减少对汇率市场的干预

马骏³

摘要:

- 央行对外汇市场的干预的短期目的是稳定即期汇率,但更重要的目的应该是稳定汇率预期。**请同时参阅本书最后部分的相应演示文本。**如果干预达到了稳定即期汇率的目的,但导致了汇率预期的恶化,则会加大未来稳定预期的成本,得不偿失。用多国数据的实证研究表明,央行对外汇市场的干预很可能导致汇率预期的恶化,即央行出售外汇反而会导致更大的贬值预期。其机理很可能与央行干预导致储备下降,从而强化了未来突然大幅贬值的市场预期有关。
- 资本管制可在短期内通过限制资本流出而改善即期国际收支,但很可能导致中长期国际收支的恶化。主要原因是,限制流出的资本管制措施会抑制未来的资本流入。
- 经过两年的新一轮汇改,我国的民众和投资者对汇率波动的接受程度已明显提高,汇率波动的顺周期性已降低,为减少央行干预提供了重要的空间。不充分认识这个变化,可能会导致对汇改方向的误判。
- 建议较快减少外汇干预,实质性地增加汇率弹性,放松对外汇流出的管制,加大对开放我国债券市场等扩流入改革的力度。

³ 马骏为中国人民银行研究局首席经济学家。

汇率框架:拉美国家的外汇干预

亚历杭德罗·维尔纳⁴

上世纪 90 年代初以来，大型拉美经济体逐步施行了通胀目标制，这种制度从构造上需要实现弹性汇率。请同时参阅本书最后部分的相应演示文本。但这些经济体仍然对其汇率予以密切监测，这不仅是因为汇率会向通胀传导，也是因为汇率大幅波动会带来其他的风险。

例如，汇率升值幅度过大将损害竞争力，而经济活动从可贸易部门转向不可贸易部门也将带来巨大的调整成本。当汇率波动过大时（特别是突然出现大幅贬值时），由于资产负债表币种错配的潜在影响，这可能会引发金融稳定问题。

拉美地区的汇率传导效应一直在下降，这是因为央行已建立了信誉。由于借款人的负债结构变得更加安全（例如，不具备天然对冲的借款人不再使用外币债务），它们的财务稳健性已经大幅改善。但拉美地区的央行们仍然认为有开展外汇市场干预的必要（同时，作为它们的货币政策职能，这些央行仍继续致力于维护价格的稳定）。

拉美国家在资本大量流入时积累了许多国际储备。这帮助它们建立了充足的预防性外部缓冲，并可能减少了货币升值的压力。一些国家在资本流入下降或逆转时也动用了储备来应对货币贬值。

这些操作可成为外汇干预策略的一部分，而这存在多种形式。一些分类方法包括：干预是基于规则还是相机决策；通过即期市场干预还是通过掉期和其他衍生品实施干预；干预是否进行冲销；公开透明的干预还是秘密干预。

拉美最大的几个经济体的近期经历，涵盖了上述分类的大部分情况（如演示中的文氏图所示）。这些经济体均采用了通胀目标制，因此在近期所有的干预中都进行了冲销。即期市场和衍生品市场的外

⁴ 亚历杭德罗·维尔纳（Alejandro Werner）为国际货币基金组织西半球部主任。

汇干预在该地区都很常见。原则上看，如果市场运行良好且不存在重大的兑换风险，那么通过衍生品干预应能达到相同的效果。

拉美地区的一个突出之处在于其外汇干预十分透明。该地区有着按规则开展干预的悠久传统（各国在积累储备时也是如此）。例如，在积累储备时，哥伦比亚和墨西哥使用了基于 20 日移动平均汇率行权价格的期权，这帮助它们确定了购入外汇的时点，在升值压力较大时购入外汇。在贬值压力下，各国也按规则出售外汇。例如，哥伦比亚使用了基于 20 日移动平均汇率的类似规则；墨西哥则使用了最低价拍卖，当日内贬值幅度超过阈值时便出售外汇。

各国预先宣布干预措施的作法也十分常见，甚至在买卖即期外汇时也是如此。例如，2011 年智利宣布，将每日在即期市场购入 5000 万美元外汇，总共将购入 120 亿美元外汇。巴西央行于 2013 年宣布，每日将卖出 5 亿美元的外汇掉期，此外每周还将出售 10 亿美元的即期外汇。通过这一计划出售的掉期存量及其展期，规模最终达到了该国储备的 30%以上，成为了浮动汇率制下最大规模的干预之一。2015 年，墨西哥宣布每日将出售 2 亿美元即期外汇；2017 年 2 月，又宣布将通过掉期操作出售最多 200 亿美元。即便是相机决定的外汇干预也很透明，其操作及机制通常都会予以明确公布。

外汇干预的有效性仍然存有争议。早期的实证研究关注了发达经济体的情况，几乎没有发现外汇干预有效的证据。这不足为奇，因为发达经济体的债券市场规模和深度都很大，而外汇干预的规模相对而言很小。

但近期的实证文献关注了新兴市场，发现了更多支持外汇干预有效的证据。拉美国家似乎正越来越多地接受外汇干预，而研究通常认为外汇干预达到了一定的合理效果。在公布外汇干预的规则后，市场有时会出现很大反应。例如，Chamon、Garcia 和 Souza（JIE 待发表）估计，巴西的外汇掉期计划使汇率升值了 10%以上。但值得强调的是，出于汇率的本质，很难评估这种效果是永久性的还是临时性的，即使是在那些找到支持外汇干预有效证据的研究中也是如此。

即使我们认为外汇干预的接受程度在上升，但许多重要问题还没有得到解答。这种干预在固定汇率制中发挥着核心作用，可还不清楚它在浮动汇率制下应扮演何种角色。

宏观经济学的文献对此指导甚少。但政策制定者往往需要行动起来，不能等到这些问题被解答后再设计最佳的外汇干预策略。包括基金组织在内的政策界传统认为，外汇干预在市场“无序”条件下能够发挥出作用。

但外汇干预在全球金融周期中应发挥怎样的作用？当全球金融状况出现重大逆转时，就可能出现这一问题。如上文所述，一些国家在资本大量流入时（即周期中的“繁荣”阶段）累积了国际储备。这些国家是否应采用对称的方式，在资本流动下降甚至逆转时稳步动用储备？还是当全球金融状况变糟、预防性动机上升时，继续维持这些储备？此外，由于很难实时地评估冲击是否为永久性还是暂时性的，上述问题会变得更为复杂。

另一个关键问题是：如何能最好地向私人部门沟通外汇干预的策略，以便减轻过度反应，同时通过提升信心来充分发挥外汇干预的作用？在价格稳定是通胀目标制央行的关键目标的背景下，要实现有效的沟通策略，还需要强调外汇干预相对于利率政策的补充作用。这些悬而未决的问题在短期内不太可能解决。而同时，政策制定者可以学习其他国家的经验，包括拉美国家在外汇干预方面具有的丰富多样的经验。

中国以稳定为导向的汇率政策

约瑟夫·加侖⁵

前言

1995 年至 2014 年，中国参照美元管理其汇率，汇率在极度稳定期与管制但略有波动的升值期之间交替（图 1 的实线）。**请同时参阅本书最后部分的对应演示文本。**从 2015 年开始，中国允许其货币对美元贬值，这可能反映出重点转向对汇率的更广泛衡量。

摩根大通计算的中国实际有效汇率（图 1 中的虚线）自 2015 年年底以来贬值，但这被认为是对 2014-2015 年汇率急剧升值的修正，且恢复到 2010-2013 年的上行趋势线。⁶ 以美元计值，人民币自 2015 年以来大幅贬值，大多数其他货币也是如此。

就经济政策而言，相比双边美元汇率，实际有效汇率（REER）是对汇率的更好衡量。但是，这并不意味着稳定 REER 是最好的政策。对中国来说，更好的政策是把对外政策重点放在经济方面更重要的目标上，即稳定经常账户差额，同时把货币政策的重点放在稳定通货膨胀和就业上。

重点关注失衡：参考汇率方法

在过去 20 年里，中国的 REER 呈现明确的升值趋势。只要中国的生产率增速快于世界其他地区，人民币就可能需要继续升值。随着中国生

⁵ 约瑟夫·加侖(Joseph E. Gagnon)为彼得森国际经济研究所高级研究员。本文反映的是作者的观点，不一定代表彼得森研究所或其他同仁的观点。实证分析尚未进行同行检查。

⁶ 还有其他衡量中国 REER 的方法。本文采用摩根大通的 REER，但这并不意味着这是首选方法。

产率增速放缓，预计实际升值速度也将下降，但是，准确估算这种关系比较困难。此外，为放开中国经济采取的措施，包括减少商品和服务进口壁垒的措施，可能会暂时扭转 REER 的升值趋势。⁷

中国人民银行不应关注汇率本身，而是应该着重关注汇率政策的最终目标，即经常账户差额的稳定性和可持续性。在公众眼里，汇率具有独特的显著性，所以经常被选作政策目标。但是，人们之所以关心汇率是因为汇率影响他们在全世界市场买卖商品和服务的能力。相比汇率与历史水平之间的比较，经常账户差额可以更好地反映汇率被高估或是被低估。对于中国而言，合理的目标是经常账户接近零，并允许其暂时偏离（主要是周期性原因），幅度不超过 GDP 的 +/-3%。⁸

从经济和政治角度看，经常账户失衡都十分重要。从经济角度看，经常账户决定一个国家是否是世界其他国家的净贷款国或借款国。鉴于中国的发展阶段，人们可能会认为中国是一个净借款国。然而，考虑到中国高企的私人储蓄率，零差额可能是一个合理的标准。⁹

经常账户有重大的政治影响。在唐纳德·特朗普的总统选举中，美国持续的巨额经常账户逆差发挥了重要作用，因为他的观点引起那些因进口失去工作或因进口竞争而受到威胁的工人的共鸣。即使贸易是平衡的，一些进口仍然会引起失业，因此要求实施保护措施。但是，当一国发生贸易逆差而非顺差时，这些压力会得到公众的更多支持。

⁷ 标准经济理论认为，贸易壁垒导致一国汇率升值。

⁸ Cline 和 Williamson（2008 年）认为，大多数国家在此区间。

⁹ 基金组织在《2015 年对外部门报告》中指出，中国的经常账户标准为 0。《2016 年对外部门报告》将标准提高到 GDP 的 1%，但对此并没有给出解释。2016 年，主要经济体的标准都转为采用实际值，这可能表明认可现有失衡的意愿，以避免与成员国政府当局有冲突。或者，可能是因为失衡越来越多地得到原因不明的市场力量，而非观察到政策差异的支持。然而，实践证明市场通常不是各国间分配资本的良好渠道。

图 2 显示主要经济体的经常账户失衡在 10 年前达到峰值，大衰退期间大幅下降。有几年，失衡规模较大且稳定，但目前似乎又在扩大。如果不是因为油价急剧下跌，美国 2015 年和 2016 年的逆差扩大将更明显，由于美元近期升值的滞后效应，在未来两年逆差扩大可能会更加明显（Cline, 2016 年）。¹⁰ 尽管大宗商品价格下跌（应有助于改善经常账户状况），但是，中国的顺差在 2016 年下降。¹¹ 因此，中国并没有导致全球失衡再度扩大。近年来，欧元区一直是重要因素。

REER 对中国经常账户的影响非常明显，如允许两年正常的滞后，则尤其如此。如图 2（条形图的红色部分）所示，1995 年到 2002 年，经常账户顺差较小且稳定与 REER 上升有关。2002 年至 2005 年，REER 下降导致 2005 年至 2007 年经常账户顺差创历史新高。2005 年以来的升值导致经常账户顺差低于 GDP 的 3%，尽管因中国的 GDP 快速增长导致图 2 所示的绝对美元数并没有下降。有人认为，日益一体化的全球供应链（中国在其中起着重要作用）减少了汇率对贸易失衡的影响。基金组织的最新研究没有找到整体效应发生变化的证据（Leigh 等人，2017 年）。

作为世界储备货币之一的发行国，中国应该允许汇率自由浮动。然而，这并不要求接受汇率或经常账户差额的无限波动。正确的方法是实施 John Williamson（2007 年，2016 年）首先提出的参考利率战略。图 3 显示在中国经常账户差额历史的背景下参考利率会如何运作。长期目标差额为 0，周期性偏差最多为 GDP 的 +/- 3%（如虚线所示）。当经常账户差额高于 GDP 的 3% 时，不应允许购买外汇，应鼓励出售。¹² 当经常账户差额在 GDP 的 0% 至 3% 之间时，不应鼓励

¹⁰ 在 2016 年 10 月的预测中，基金组织并没有预见到美国的逆差会大幅扩大，但是，基金组织历史上从未预测到失衡扩大。

¹¹ Brad Setser 认为，统计技术近来的变化夸大了中国的旅游进口。但是，即使作出大幅修正，中国 2016 年的经常账户顺差仍不超过 GDP 的 3%（<http://blogs.cfr.org/setser/2017/04/04/chinas-confusing-trade-and-current-account-numbers/#more-8371>）。

¹² 如果一国的储备低于最低充足水平，不鼓励出售储备。下面部分讨论中国的最低储备水平。

购买外汇，但也不绝对禁止，仍然鼓励出售；当经常账户差额接近 0 时，鼓励程度下降。如图所示，当经常账户差额低于 0 时，采用对称规则。为了简单起见，这些规则系针对同期经常账户规定的，但是，在理想情况下，它们应该针对未来两年以内的经常账户预测。

需强调，采用参考汇率制度意味着对汇率没有限制。这只是一个指导在何时及朝着何方向进行外汇干预的指示标。关键点是干预应该始终针对过度的经常账户失衡。如果这样做，干预将有助于最大程度地减少失衡。最近的研究报告了外汇干预对经常账户的重要影响（Gagnon 等人，2017 年）。

只要将参考汇率战略明确传达给金融市场，就可能会抑制汇率的过度波动。金融市场很容易过度乐观或过度悲观，从而导致大量跨境资本出现不可持续地流动，并引起汇率失调。抑制资本流动过度波动的官方政策不仅有助于减少失衡，而且还有助于减轻汇率失调。影响一国汇率的因素有许多，仅仅根据历史汇率，很难发现汇率何时失调。经常账户差额（及近期预测值）是反映汇率失调的唯一有用指标。

过渡到新框架

在中国实行参考汇率战略，首先需确定外汇储备的最低水平。两个常用的基准是三个月的进口额和外币计值的 100% 短期外债。¹³ 图 4 通过这些基准显示了中国的外汇储备情况。该图还显示了储备的替代定义，即官方资产净额，此定义加入了中央银行非储备外国资产和主权财富基金持有的外国资产，减去公共部门持有和由公共部门担保的外债。这两种储备测量均远远高于标准充足基准。衡量中国最低充足储备的标准可能是短期外债（略低于 1 万亿美元）。

¹³ 基金组织（2015 年）建议了一种替代储备指标，该指标远远高于中国的通用基准，因为它受到广义货币供应的很大影响。对于采用灵活汇率的国家，国内货币存量不应是确定储备充足性的主要考虑因素。

只要储备超过 1 万亿美元左右，并且预计经常账户将保持顺差，中国应该通过出售外汇储备来抵制 REER 的下行压力。当储备接近 1 万亿美元时，应结合采用 REER 贬值和储备出售。当储备低于 1 万亿美元时，应允许 REER 自由贬值。不应抵制 REER 的任何升值压力，除非经常账户可能在两年内变为负值，或者储备低于 1 万亿美元。只要中国的生产率增速高于其他国家，REER 就可能继续保持升值趋势。

据报道，2015 年 8 月以后，中国当局收紧了对资本外流的限制，至少是强化了现行执行的限制措施。从长远看，中国应开放资本市场。但是，最好是缓慢推进，进一步改善金融监管和放开国内市场。只要人民币是基金组织特别提款权篮子的一部分（反映出中国希望人民币成为国际储备货币的意愿），就不能扭转中国对外国投资者放开债券市场的步伐。

有人可能会认为，在采用独立货币政策和开放资本市场的经济体中，参考汇率战略无法奏效。此结论在有效资本市场模型中是成立的。然而，在现实中，金融市场并不有效。研究表明，冲销式外汇干预在存在资本账户限制的情况下更为有效，但是，即使在对资本流动没有法定限制的经济体中，干预仍然有重要的影响（Gagnon 等人，2017 年）。例如，虽然瑞士有全面开放的资本账户，但在过去八年里，瑞士仍对外汇市场进行大规模干预，以保持大量的经常账户顺差（Bergsten 和 Gagnon，2017 年）。

当前形势

在当前全球失衡的背景下，中国是货币政策与参考汇率战略保持一致的唯一主要经济体。欧元区、日本、英国和美国不实行干预，因此与参考汇率战略不冲突。但是，2016 年欧元区的顺差为 GDP 的 3.4%，

在此范围内，应大力鼓励出售外汇以支持欧元的币值。¹⁴ 英国和美国的经常账户为逆差，应鼓励购买外汇，让货币贬值。¹⁵

中国的储蓄率和投资率很高，这对中国和全球经济构成重大风险。投资崩溃可能导致中国经济出现衰退和经常账户顺差扩大。如果经济衰退伴随着人民币突然贬值，其对世界其他国家的溢出效应将会更大。中国经济的再平衡调整进展太过缓慢。为了减少过度和不可持续的储蓄和投资，应鼓励消费更快增长，增速应快于过去几年。

研究显示，社会安全网（医疗和教育）方面的公共支出对消费有巨大的积极影响（每花一美元至少有 50 美分甚至一美元的影响），即使这些支出完全由税收增长来融资（基金组织，2012 年，Gagnon，2013 年）。通过改善社会安全网扩大家庭消费对于全球来说是一项双赢政策。这将减少中国风险投资的积累，提高中国家庭的生活水平，以及减少中国与世界其他地区的贸易顺差。

结论

中国的决策者珍视经济稳定。然而，稳定的汇率（无论是对美元的双边汇率，还是贸易加权基础之上的汇率）都不会带来中国对外收支的稳定，而对外收支平衡的稳定从根本上说更加重要。对于中国而言，更好的政策是把对外政策（外汇干预）的重点放在稳定经常账户差额的目标上，同时把货币政策（利率和货币供给）的重点放在稳定通货膨胀和就业上，并让财政政策提供一些帮助。减少过度储蓄的结构性改革也至关重要。长期来看，放开国际资本流动是可取的，但不应优先于国内金融改革。

¹⁴ 有关经常账户数据，参见

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/bop/2017/html/bp170217.en.html>。

¹⁵ 英国的经常账户逆差占 GDP 的 3% 以上，但英镑自 2016 年 6 月以来的贬值表明，来年的逆差可能会有所下降。

经常账户标准差额为零的参考汇率战略是一个很好的框架。因此，当经常账户差额超过 GDP 的 3% 时，中国不购买外汇储备；当经常账户差额低于 GDP 的 3%，中国不出售储备。当经常账户差额高于 0 时，应鼓励出售储备；当差额低于 0 时，应购买储备。尽管参考汇率战略不针对汇率稳定本身，但该战略可能会有效降低汇率的波动。

关于加强汇率制度和辅助框架的发言¹⁶

劳伦斯·H·萨默斯¹⁷

中国应当审时度势，继续向自由浮动汇率制度转型。但是在转型期，不应当完全排除间歇性干预，以避免过度波动。与此同时，应当审慎实行资本市场自由化。

中国的明确方向是实行自由汇率制度。

- 固定或半固定汇率制度在几乎每一次重大金融危机中都起了核心作用，尽管各国常常是抱着很高期望实行这类制度的。这样的例子包括，1994 年墨西哥货币被迫贬值，1997-98 年泰国、印度尼西亚和韩国的亚洲金融危机，以及 1998 年俄罗斯和巴西的危机。
- 钉住汇率制进去容易出来难。出于政治原因，如果没有压力，各国通常不会放弃固定或钉住汇率制。然而，当各种压力汹涌而至，汇率无法承受冲击，主管机关只得面对这给其信用带来的损害。即便有少数固定汇率制度取得成功，也会引发其他严重问题，例如，香港特别行政区房地产价格大起大落，欧元区的巨大麻烦有待处理。
- 成功保持固定汇率制度的时间越长，这种制度最终结束时留下的创伤越严重。对中国这样的大国而言，其贸易伙伴众多，但由于没有自然的名义锚，钉住货币通常会招致灾难。中国拥有巨额储备金，因此很可能会缓慢陷入困境，而不是突然遭遇危机。但过去 18 个月的经验应当能够表明，即便储备金数额巨大，也有可能急剧减少。这就使潜在问题暴露出来。

¹⁶ 根据 2017 年 4 月 28 日召开的中国人民银行-基金组织关于强化金融和汇率框架：国际经验及其对中国的意义的第五次年会记录编写。

¹⁷ 劳伦斯·H·萨默斯是哈佛大学查尔斯·W·艾略特大学教授暨荣誉校长。

我希望中国主管机关在制定汇率制度战略时，能够考虑过去 18 个月的经验，希望适当的最终状态是实行浮动汇率制度，这种制度在特别提款权一揽子货币所属的其他国家更为普遍。

寻找中间道路是一种诱人的设想。但是当汇率被明确限定在一定范围内浮动时，它不是永远无法接近这个范围，就是处于这个交易范围的边缘，从本质上造成与钉住汇率制相关的同样的问题。

浮动汇率还有助于缓解贸易和政治紧张。由于中国的储蓄量大，加上其他国家在目睹中国强劲增长时产生嫉妒心或挫败感，涉及到中国的贸易紧张状况很可能成为当前和今后几代人经济形势的一个特征。人们将会把实行浮动汇率制视为中国参与实施与其他大型经济体相同的做法，这有助于管理任何不可避免的贸易、增长和投资紧张状况。

要考虑的关键问题是如何向自由浮动汇率制度转型。

- **加大汇率灵活性优先于资本市场自由化。**在当前有管理的外汇制度下，该制度的稳定性始终面临着经受考验的风险。因此，主管机关的信誉可能会严重受损，货币政策会发生严重扭曲，外汇储备也会遭受重大损失。但是如果存在明确的双向预期，汇率的稳定功效则将抑制短期投机性资本流动。特别是考虑到资本控制措施的程度和储备消耗的速度，当前对人民币双向预期的认识仍然有限，这一点令人担忧。因此，主管机关应当放松汇率管理。
- **审时度势实现转型。**关于转型的时机，市场调整过度的实际风险远远大于理论上的风险。相较于被迫转型，审时度势的转型是更好的选择。
- **鼓励开放资本市场但不能强求。**开放自由的资本市场是现代社会和有效经济的标志。我毫不怀疑，十年之后，中国的资本市场将远比现在更加开放，但是对开放进程不应当强求。对资本市场实施多大程度的控制，不应当以基金组织或经合组织确立的国际规范为依据，而是应当依据这类控制在何种程度上产生实质性扭曲和/或催生通过开具高价发票或类似手段得逞的腐败。应当优先撤销那些被绕过或无法执行的控制措施。

- **不应当完全排除间歇性外汇干预。**一种极端的浮动制度，例如美国在过去 50 年实行的浮动制度，在决定货币政策时几乎没有考虑汇率水平，也没有实施外汇干预。这样的浮动制度不适用于中国。对于中国这样的新兴经济体，由于资本流动性不尽如人意，出其不意的间歇性干预在支持稳定性方面的成效可能不太显著。不应完全排除外汇干预这一工具，也不应像其他主要工业国一样，将其基本排除。中国的主管机关应当宣布将在必要时实施干预措施，以支持汇率稳定。
- **在转型过程中，汇率政策仍然能够间接影响货币政策。**汇率水平不应当成为中国货币政策制定应对机制中一项独立的内容，货币政策的制定已经承载了保持增长、价格稳定和金融稳定等其他目标。相反，汇率水平将影响通货膨胀和实体部门活动，进而影响货币政策立场。

议题一
增强国际货币体系
第二部分
汇率及其支持性政策框架

迈向浮动汇率制度的可行步骤

迈克尔·斯潘塞¹⁸

汇率制度改革的难度通常都很大

中国当局正致力于推进改革，逐步建立起更有弹性的汇率制度。请同时参阅本书最后部分的相应演示文本。这一改革具有合理性。作为一个如此巨大的经济体，中国将货币政策与其他国家（如美国）紧密相连是不妥当的，因为这些国家不太可能出现与中国类似的冲击或是具有与中国关联密切的经济周期。

但中国金融体系不断发展，复杂程度日益上升，加之中国越来越广泛地参与到国际商品、服务和资本市场中，弹性汇率将为外部冲击提供一定缓冲。要实现弹性汇率，就需要发展支持性的外汇市场和货币市场，建立让决策者具备更大自主权的货币政策框架，并明确货币政策的目标。

基金组织将各国的实际汇率制度按照十种可能进行了分类，从硬钉住汇率制到纯浮动汇率制不等。近年来，每年约有 10% 的基金组织成员国改变了它们的汇率制度。在压力或危机时期，汇率制度的变更通常是从固定汇率制或严格管理的汇率制度过渡为弹性汇率制。这些时候，汇率所稳定的水平会与经济基本面脱节。近期的一个例子便是 1997 年至 1998 年爆发的亚洲金融危机。

中国当局具有逐步推进汇率制度转型的有利条件，不用面对国际收支危机带来的巨大市场压力。

二战后，美元本位制形成，澳大利亚、香港特别行政区、新加坡等经济体的货币不再与英镑挂钩，转而与美元挂钩。而在战后美元本位制瓦解后，亚洲经济体开展了较温和的变革，各经济体走上了不

¹⁸ 迈克尔·斯潘塞(Michael Spencer)为德意志银行经济学研究部全球负责人，亚太地区研究部主管兼首席经济学家。

同的道路，选择了不同的方式来恢复汇率秩序。香港特别行政区在经历了无序浮动后，最终选择港币与美元挂钩；新加坡根据一篮子货币建立了管理汇率制度；澳大利亚则废除了硬挂钩汇率制度，通过建立名义有效汇率目标，实现了纯浮动汇率制，该制度已存在了十年左右。

市场已经意识到了中国决策者的目标，但似乎并不清楚应如何解读或如何对人民币汇率制度进行归类。大多数市场参与者仍然透过美元来观察人民币（图 1）。用这种方式可以看到，中国的汇率制度经历了反复的变化，从 90 年代中期的固定汇率制度，到 2005 年中期爬行钉住制度，到 2008 年中期至 2010 年中期的基本固定汇率制，此后汇率弹性增强，但在 2013 年至 2014 年之间干预增加（当时人民币升值较多）。2015 年 8 月人民币贬值的幅度虽然很小，但却使市场动态出现了变化。大多数投资者认为，过去 18 个月中，中国当局一直在努力稳定人民币对美元汇率。

我们则认为，中国是在从有管理的美元/人民币汇率制度，转变为侧重于贸易加权币值的制度（图 2）。从这个角度来看，过去 15 个月中，当局首先（不正式或公开地）令人民币逐步对其贸易加权货币篮子贬值，直到 2016 年中期起，当局的目标转变为维持人民币贸易加权汇率的稳定。在图 2 中添加的上限和下限目标区间的目的在于展示：除了围绕美元的公开波动区间外，可能还存在按贸易加权计算的容忍变动区间（尽管这可能夸大了贸易加权货币篮子对政策的约束程度）。

从这些较为平静的过渡中，我们有两个也许并不明显的发现。首先，在后来的转型中，是资本流动推动了汇率制度的变化。如今的国际私人资本流动比 70、80 年代大得多，我们认为，除非能维持对资本流动的控制并经常收紧控制来弥补漏洞（我们认为这不是中国当局未来所希望的方向），否则中国从固定汇率制到根本浮动汇率制的过渡将快于其他国家（如澳大利亚）。

第二，较之小型经济体而言，大型经济体维持名义有效汇率钉住汇率制的可能性较低。例如，我们观察到，当人民币早盘价对货币市场的昨夜变动做出重大反应时，公布早盘价本身将导致其他主要货币的汇率产生同方向的变动。因此，人民币定盘价的形成过程存在内

在的不稳定性，这会放大市场变动，直到出现足够重磅的消息来改变这一动态，或是人民银行按照与市场预期不同的汇率来确定定盘价。

相比之下，新加坡就不存在这个问题：不论美元对新加坡元的汇率是否出现小幅变动，都基本不会影响美元对日元或美元对欧元的汇率。

我们也认为，与人们预想相比，根据贸易加权货币篮子来管理汇率（而非实施单一货币挂钩制）带来的政策独立性相对较小。我们对当局目前管理人民币汇率的方式进行解读，认为当局在 2015 年末和 2016 年中期就人民币对贸易加权汇率的理想水平或路径进行决策的方式，与 2005 年中期和 2010 年中期当局所做出的对美元汇率的理想水平或路径的决策方式相同。随着投资者开始按照贸易加权的方式来观察人民币汇率，他们将根据目标贸易加权汇率的预期变化来进行准备，这与他们根据美元挂钩汇率的变动进行准备是一样的。而且，即便只是松散地与一篮子货币挂钩，当局所实施的利率政策也难以大幅偏离篮子货币国家的利率政策，除非能维持严格的资本管制。

实现通胀目标制的可行步骤

从固定汇率制向弹性汇率制过渡，结果可能会使经济失去名义锚。事实上，汇率弹性会成为经济出现通胀风险的新来源，即使挂钩汇率并没有被视为通胀预期的重要锚。可以说，这在中国并不是一个重要问题，因为固定汇率制并不是通过与美联储保持利率政策一致来维系的，而是通过实施资本管制来限制利率套利，并使用信贷额度或窗口指导来调和较低的实际利率与较高的潜在经济增速。由于决策者并不依赖维持固定汇率来树立货币政策的信誉，因此失去汇率稳定，也并不一定会损害信誉。

但我们认为，更有弹性的汇率将逐步（若不是突然）需要对货币政策框架进行重新思考。事实上，由于中国金融体系的复杂程度正在迅速上升，以货币供应量为基础的货币政策框架的有效性已经下降。在致力于实现弹性汇率和资本项目开放的同时，应建立起全新的货币政策框架。

我们认为，中国应采用更加透明、简单的货币政策框架。首先，应明确少数的几个政策目标（如果不实施纯粹的通胀目标制框架、让通胀成为唯一的政策目标，那么至少应明确货币政策是根据更少的几个目标来设定的）——这可能包括通胀或一些与产出相关的指标，应在一定程度上明确这些目标是如何定义的（如下文讨论），并在一定程度上明确货币政策制定者将使用何种工具来实现这些目标。

即便是这种有限的制度改革，也会由于缺乏可靠的失业或产出数据或由于货币（或利率）与通胀间缺乏稳定关系而陷入困境（图 3）。如上文所述，货币供应量和通胀目标在过去是通过行政措施进行调和的。

但这并不妨碍明确通胀目标。我们注意到，印度（最近）和印度尼西亚（约 16 年前）将通胀目标作为货币政策的主要目标，但都没有建立货币供应量或利率与通胀间的稳定关系。可以说，我们认为随着时间的推移，央行在通胀高于目标时加息、在通胀率低于目标时降息，这么做将有助于树立信誉。以印度尼西亚为例，在早年间，即便是核心通胀也会经常超过目标水平；但最近几年，核心通胀已变得更为稳定，普遍预期（以及我们自己的预期）认为通胀将在未来一两年内维持在目标区间中（图 4）。我们还观察到，与施行通胀目标制最初几年相比，汇率变动向通胀的传导已经大为减弱。

迈向支持性利率制度的步骤

如果货币政策需要更加坚定地应对通胀，提供原来由固定汇率制所提供的名义锚，那么政策也需要变得更加透明，至少应增加工具和政策决定方面的透明度。当局只是在最近才引入了传统基准存贷款利率外的其他替代政策工具。可以说，目前的工具已经太多了——除了短期（常备借贷便利）、中期（中期借贷便利）和长期（抵押补充贷款）流动性便利以及更多的市场利率（Shibor、市场回购利率、政府和企业债收益率）之外，还有着无数种期限的回购和逆回购利率。市场如今确实十分困惑，不清楚这些工具中哪些对政策而言是重要的、哪些可能被解读为政策工具。

我们认为，虽然当局并没有明确采用利率走廊，但却可以找到一个事实上的利率走廊：其由 7 天回购利率（下限）、7 天常备借贷便利利率（上限）和居于中间的 7 天人民银行逆回购利率组成（图 5）。自 10 月以来，其他货币市场利率的上涨幅度远超过这些“政策利率”，不过投资者越来越多地关注这些政策利率（而非基准利率）来观察政策意图信号。

为了改善货币政策向实体经济的传导，我们认为基准利率应与用于管理银行间流动性的利率相关联，或是在理想情况下降低对基准利率的强调，或是完全予以废除。应鼓励银行更灵活地对信贷进行定价，以反映其资金成本和信用风险（其越来越多地由批发市场决定）。

但采取更为市场化的货币政策传导机制存在着技术上的困难。只有一级交易商才能使用人民银行的回购便利。在流动性紧缩期间，实际市场回购利率与“政策利率”出现了很大偏差（图 6）。我们建议，人民银行应向所有银行开放回购便利。我们认为人民银行也应开展隔夜回购和逆回购操作（存在隔夜市场回购/逆回购利率），但不宜使用隔夜利率作为官方政策利率。我们还认为，人民银行应更积极主动地为银行提供流动性，以平抑利率在目标价格附近的短期波动，并提供更及时的流动性操作数据来提高透明度。

迈向支持性外汇市场的步骤

要迈向自由浮动汇率制，条件是该货币具有正常运行的市场。此外，人民币国际化并不仅仅是政策制定者所宣布的目标；对中国这么重要的经济体而言，人民币国际化是一种必然。这意味着将存在在岸和离岸的人民币市场。

此外，更大的汇率弹性意味着更大的汇率风险。中国当局的处境又一次令人羡慕：由于中国的外债只占 GDP 的 13%（且部分为人民币债务），且国内的外币贷款只占 GDP 的 7%左右，因此能够允许更大的汇率弹性。但这种程度的外汇风险对借款人开展对冲来说已经够大的了。这里，我们看到需要进一步发展市场。过去几年中，在岸远期外汇的交易额并未大幅上升——2016 年 4 月的总交易额勉强高于

2013 年，且过去一年的增长都来自隔夜远期，这可能体现了银行对人民银行开展即期外汇干预做出的反应（图 7）。

在整个亚洲（以及整个历史）中，很明显可以看出：只有在当局强制要求或经历过外汇损失后，企业才会妥善开展对冲。但目前，由于美元远期头寸存在 20%的准备金要求（对于美元期权多头来说，则存在名义本金 20%的要求），因此对冲受到了抑制，我们估计对冲的成本因此上升了 20 至 30 个基点。政策制定者应鼓励对冲，可准备金要求却增加了对冲的成本，因此应予以撤销。此外，在实践中，似乎只有商业风险才被认为是开展对冲的合法“基础”——其他所有风险都被认为具有投机性。但依法获得的所有外币敞口（包括外币借款敞口）都应被允许开展对冲。

目前的政策也抑制了离岸对手方开展对冲。举例来说，离岸人民币市场缺乏流动性意味着离岸市场对人民币未来预期轨迹的看法十分不同，明显倾向看跌（图 8）。例如，当局积极吸引外国投资者进入在岸债券市场，但离岸人民币市场的流动性不足，意味着这些投资者不得不在岸开展对冲。可并不是所有投资者都能够（或愿意）这样做。允许在岸、离岸市场参与者同时使用两个市场，以此实现两个市场的（再度）统一，这既是当局在资本项目开放上做出的承诺，也是增加外汇市场效率的必备条件。

最后，我们还想补充一点：培育一个流动性更强的在岸货币市场（包括建立统一的、因而可能更为稳定的回购市场）也将有利于增加外汇市场的流动性。

对浮动汇率、超调和恐惧的恐惧： 汇率制度能实现平稳转型？¹⁹

缪延亮²⁰

我想提出并试图回答这样一个问题：中国能否实现汇率制度的逐步平稳转型？请同时参阅本书最后部分的相应演示文本。人民币在2005年7月之前一直牢牢钉住美元，之后直至2015年8月实行了爬行钉住汇率制。2015年“8.11”汇改开始了向清洁浮动的过渡。历史上，退出固定汇率制往往以货币危机收场，例如1992年至1993年的欧洲汇率机制危机和1997年至1998年的亚洲金融危机。此后，对汇率浮动和货币超调的恐惧就变得无处不在。但是事实上，平稳退出的成功例子并不少。基金组织（2007年）列举了逐步有序退出的若干经典范例，包括智利、波兰和以色列。一些小型开放经济体在篮子、区间和爬行（BBC）制度下也频繁调整汇率，并能始终保持平稳。与普遍看法相反，固定汇率制的退出可能耗时很长，但不必然以危机收场。

哪些条件有助于实现平稳退出？我认为有四大关键因素。第一，外债和货币错配情况极少，这样债务人便无需在汇率变动前“抢跑”。当借款国债台高筑、并存在大量的货币及期限错配时，突然的资本流动逆转可能会引发货币螺旋式贬值。**第二，宏观经济框架具有一致性**，可以对汇率政策形成支撑。基本面薄弱和贸易与财政双赤字的情况往往会引发危机。**第三，拥有充足的外汇储备**，以维持信心并在必要时抵御攻击。棘手之处在于，不论外汇储备规模有多大，都无法与央行自身的资产负债表（M2）相比，因此，维持信心和灵活性同样重要。**第四，灵活实施资本流动管理措施（CFMs）和**

¹⁹本文最早于2016年7月19日在韩国央行、彼得森国际经济研究所和韩国对外经济政策研究院举行的“小型开放经济体的货币政策选择”国际会议上提出。

²⁰ 缪延亮是国家外汇管理局局长高级顾问并为中央外汇业务中心研究主管。

宏观审慎措施，以缓解流动压力。自 2011 年以来，国际金融与政策界已逐步认可了资本流动管理措施的使用，为其开了绿灯。

对照这些平稳退出的标准，当下中国情况如何？ 总体而言，情况似乎有利于逐步的平稳转型。**首先**，基本面能够提供支持。外债占 GDP 的比例仅为 12%，货币错配情况并不严重。虽然总体债务水平仍在上升，但已经采取了种种去杠杆措施，累积了大量债务的非金融企业部门资产充足。**第二**，中国迄今一直在进行内部和外部的再平衡调整，经常项目顺差已经降至 GDP 的 2%，财政赤字保持在 GDP 的 3%。**第三**，自 2017 年初以来，中国的外汇储备稳定在 3 万亿美元左右，依照绝大多数标准来看，这一储备额绰绰有余。**第四**，采用了资本流动管理和宏观审慎措施，以应对变化无常的资本流动。从某种程度上说，外汇储备和资本流动管理可以相互替代，因为两者都是通过数量渠道出清外汇市场。此外，自 2015 年 8 月以来，人民币相对美元已经贬值了大约 11%，通过价格渠道减轻了压力。经生产率调整后，人民币汇率在新兴市场的货币之中已不再被严重高估。

但仍有一些重要问题仍需解答。 **首先**，逐步退出是否是汇率转型的最佳选择？假设最终目标是实现人民币的清洁浮动，那问题在于如何选择转型路径。好比在交通拥堵时过马路，一些观察者偏好快速行动，惊险一跃或飞快奔跑。对他们来说，唯一的恐惧就是恐惧本身。另一些人则倾向于边观察交通状况边缓步前行。我的重点不在于论证哪一种方式最佳，而在于指出中国有政策空间去选择转型的路径。中国拥有充足的外汇储备和各类管理工具，帮助其调节交通状况（资本流量），因此可以选择择机通过马路。**其次**，这方面的终局较量是什么？一方面，我们应当将汇率制度视为宏观经济政策框架的一部分；另一方面，汇率既是出口的相对价格，又是涉及金融稳定的资产价格。二十年前，学术界流行一种“两极”观点，即一国只能选择自由浮动汇率制或者严格的钉住汇率制。但这一理论并未得到实践的支持。越来越多的国家选择了中间道路，即具有一定灵活性的有管理的浮动汇率制。这显然是可行的。中国能否“依样画葫芦”，通过放弃某种程度的汇率稳定性换取一定的货币政策独立性，来管理“三元悖论”？**最后**，超级大国将如何应对这种转型？在钉住汇率制下，中国和美国形成了事实上的货币联盟。完全退出钉住汇率制无异于解除一个联盟，需要精心的安排和协调。

过渡和金融稳定

Tommaso Mancini-Griffoli²¹

许多国家都将转向更大的汇率灵活性视为畏途。这不仅仅是因为出现在各种文献中的那一长串建议。一个常常缺失的建议则是金融稳定的重要性。这正是本章要强调的地方；**请同时参阅本书最后部分的相应演示文本。**

金融稳定能够帮助实现顺利过渡，而得体的外汇干预规则有利于管控好过渡过程，从而有助于支持金融稳定。这种因果关系是双向的。

从金融稳定到过渡

对于那些正在设试图向更大的汇率灵活性过渡的国家来说，人们给出的建议通常都有很好的依据，也确实有帮助。这些建议可分成两类：现代货币政策的“要有什么”和“要做什么”（即货币政策框架和政策制订的应有特征）。简言之，“要有什么”包括：清晰的职责范围及公众的知情权，中期通胀目标，内在统一的框架，操作独立性，以及足够发达的市场和金融部门从而最终依赖利率作为操作目标。“要做什么”包括：前瞻性且基于风险的货币政策、有效的操作、秉持公开辩论文化的流畅的内部程序，以及清晰的沟通。这些原则在基金组织内进行了讨论（2015年）。

此外，金融稳定似乎是成功过渡的一个重要构件。如果金融体系处于稳健状态时开始过渡，则处于过渡中的国家对浮动经常表达的恐惧感似乎并没有像想象的那样真切地出现。

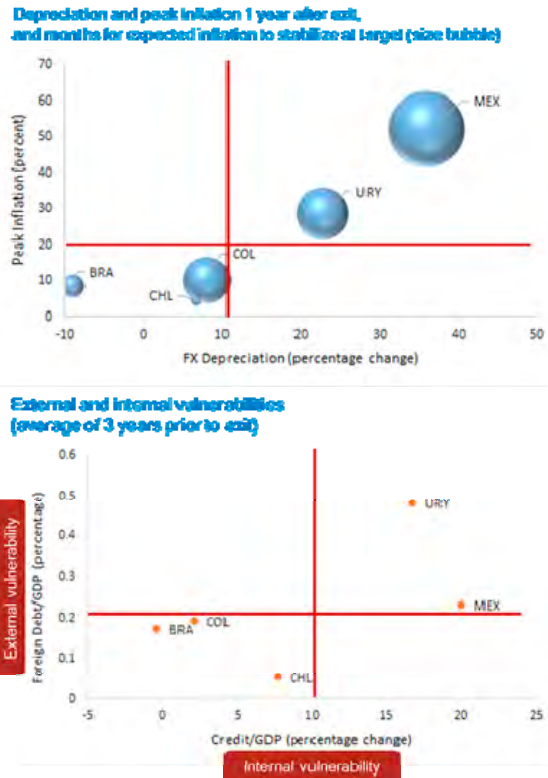
²¹ Tommaso Mancini-Griffoli 是基金组织货币和资本市场部副处长。本章得益于以下几位的宝贵帮助和评论：Zohair Alam、Gaston Gelos、Federico Grinberg、Thomas Harjes 以及 Luis Jácome。

过渡开始时金融稳定风险较低的经济体，其在过渡中的表现比三个常见浮动恐惧中每一种所预想的都要强：（i）其调整后的贬值程度要小些，（ii）其通胀率更低些，（iii）它们往往更迅速地建立可信性 - 表现为稳定和很好锚定的通胀预期。

为什么可能会出现这种情况？假说是这样的，即如果没有良好的金融稳定，且缺乏审慎政策的保护，则货币政策就不得不挺身而出遏止金融机构面临的重大风险。在过渡过程中，这会引入与价格稳定之间的代价高昂的取舍。通常伴随汇率过渡而出现的汇率贬值或波动以及利率升高会加大金融稳定的风险。如果银行或其客户拥有外币负债（美元化）、存在信贷大量增长后的高杠杆和/或存在不稳定的融资暴露，则尤其会出现这种情况。如果金融稳定风险的增大损害了投资者信心并引发资本外流，从而进一步削弱货币或提高信贷利差，则会现恶性循环。在这些情况下，压力自然就会落在货币政策上，使其偏离价格稳定目标，并延迟向汇率灵活性的过渡，其代价则是可信性的丧失。

有几个拉美实例研究似乎支持了这一假说。墨西哥和乌拉圭向更大汇率灵活性的过渡中，出现了更大的调整后贬值、通胀上升以及货币政策可信性的下降，巴西、智利和哥伦比亚则没有出现这种情况（图 1，左面板）。这种格局似乎与这些国家进入过渡期间时的金融稳定风险相关 - 这种风险以内部和外部脆弱性来衡量（图 1，右面板）。墨西哥和乌拉圭的过渡恰好遇到了银行危机（正好发生在乌拉圭实施过渡前而墨西哥实施过渡后）。²²

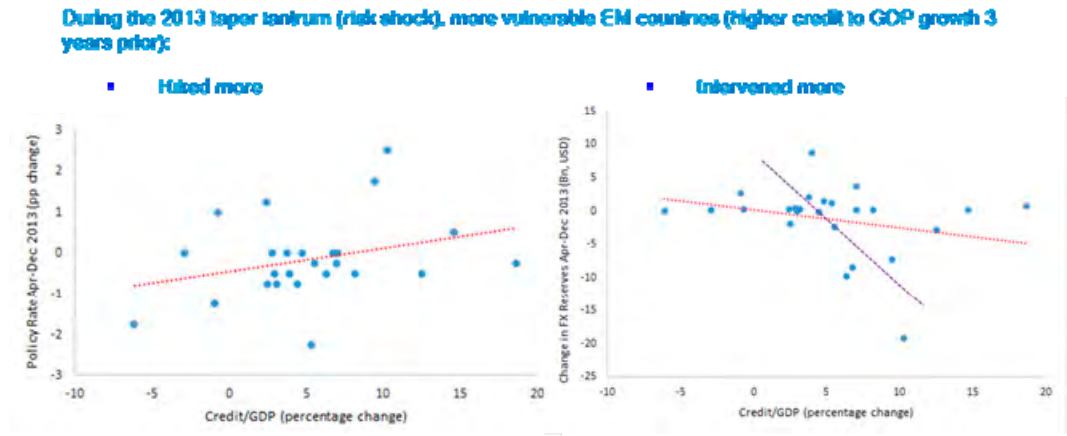
²² 各国经历的异质性难以安全以各国的准备妥善程度来解释，诸如央行独立性程度、职责范围的明确性、操作能力、机构质量，以及市场发展水平等，但我们知道，这些因素确实有利于过渡（参见 Asici Ivanova 和 Wyplosz 2008 年；以及 Gelos 和 Ustyugova 2017 年）。



从 5 个实例研究中真正能够发掘出来的东西有多少？显然，结论顶多也就是提示性的，虽然它们指向这一事实，即，金融稳定风险对于货币政策自由追求国内价格稳定目标及追求这种目标的能力是一种限制。

初步证据告诉我们，即使在较稳定的时期和在更大的国家样本中，这一点都是成立的。在已经过渡到通胀目标制的新兴市场经济体中，金融稳定风险更高的国家的货币政策独立性似乎也更小。在这些国家，除了与商业周期的相关性以外，货币政策与外国货币政策的相关性最大。就极端情况而言，货币政策甚至变成顺周期性的，这一点为 Vegh 和 Vuletin（2013 年）所证明。

图 2 对这一点作了说明。在 2013 年“缩减恐慌”（一种风险升水或货币政策冲击，它与美国或其他国家的增长或通胀前景是一种正交关系）后出现的政策利率的升高程度或外汇干预的程度都表明，货币政策缺乏独立性。一次非常简单的回归结果再次证明，金融体系风险更高（在此以内部脆弱性来衡量）的国家，利率升高程度也更大，干预程度也更高。



这些结果是粗糙的，也是初步的，但还是具有提示作用。顺着它们的光亮，我们看到了，要从固定或管理汇率制度成功地过渡到可信和独立的货币政策框架，金融稳定性是关键因素。

更一般地说，金融稳定程度可能是一个关键点，围绕此点，各国设想的政策两难（在资本账户开放和货币政策独立之间 - 参见 Rey, 2013 年）变成了更传统的三难（如 Obstfeld, Shambaugh 和 Taylor (2004 年) 在其著作中以及 Alan Taylor 在同一卷中所说的那样。）换句话说，只有金融体系稳定时，各国才能拥有开放的资本账户和独立的货币政策（参见演示中的说明）。

从过渡到金融稳定

然而，如果只想到金融稳定和成功过渡的这—种联系就太简单化了。汇率制度和金融稳定相互之间紧密交织在一起。例如，银行资产负债表的外汇错配程度越高，则政策制订者就越会设法最大限度地降低外汇波动性。但在这样做时，它们是在鼓励银行承担货币风险。与投资于国内的外国热线金额也存在着相同的联系。同样地，如果人们更多地预期钉住继续存在，则对冲工具等方面的市场动向就会依然受到抑制。但是，市场越浅，则政策制订者就越担心更大汇率灵活性的后果，因此也就会更长时间地维持钉住制度。这种周期循环往复，永无休止，直到钉住制崩塌而银行遭受大规模损失。

汇率灵活性的增大会有助于打破这种周期，从而支持金融稳定。因此，也存在着从过渡促进金融稳定的这层因果关系。

要从钉住或高度管理汇率制完成过渡，有必要依赖一种旨在抑制二阶矩（即波动性）而非一阶矩（即汇率水平）的干预规则。换句话说，这一类规则是建议抵御于过度的短期波动，而不是抗拒汇率趋势。一般而言，汇率是由市场决定的，这正是 Lawrence Summers 在同一卷中所提出的主题。²³

那么，究竟为什么要有一个规则？首先，限制波动性有助于创造一个“安全”的环境，使家庭和企业能够学会应对汇率风险，同时使市场能够发展出合适的交易和对冲工具。其次，一项规则有助于对市场形成引导，并对名义锚的转变起加固作用。第三，一项规则会提示央行交易员，防止央行及其经理人落入旧的干预主义窠臼。最后，一项规则有助于使央行抵御政治压力。

除了清晰以外，规则还应满足三个其他设计特征。第一个是现实主义，意思是说，规则必须认可并适应央行可调动的外汇储备金额。第二，规则必须通过限制干预而对央行的框架和价格稳定职责形成支持，并通过使双向风险得以显露而对市场趋势形成支持。第三，规则应该在面临冲击和市场与货币政策可信性发生变化时保持定力。换句话说，在设计规则时，应使影响干预的参数能够随着时间推移而进行调整，而不必因某些情形而进行大检修或暂停实施。

本讲稿对这样一种干预规则作了说明。其主要特征是，它是一种中间价，每天早晨根据过去的移动平均收盘汇率进行重新设定，同时，它还是一个干预边界，用于确定随着即期汇率的演化可以花费多少来进行干预。重要的是，这一边界是连续的，因此，在抵御市场压力的同时，干预也总是会顺应市场压力；干预从来不是为了在沙子中划条线，然后再保卫它，因此，不应该吸引市场投机。最后，如果央行的储备有限，则该规则还可以设定一个最高日干预限额。由于规则

²³ 参见 BIS（2013 年）关于外汇干预规则的概述，以及 Daude、Yeyati 和 Nagengast（2016 年），Chutasripanich 和 Yetman（2015 年），以及 Adler 和 Tovar（2014 年）关于外汇干预效果的评估。

允许中间价根据头一天到第二天的市场压力进行调适，因此，不大可能连续多天触及干预限额。

总结一下，本讲稿强调了稳定的金融体系在支持向更大汇率灵活性过渡中的重要性。它还提出，过渡进程管控得好会有助于加强金融稳定。为此，需要清晰的、现实的、支持性的和有定力的规则来指导干预过程。

参考文献

Adler, Gustavo and Tovar, Camilo, 2014, "Foreign Exchange Interventions and their Impact on Exchange Rate Levels," *Monetaria*, II, issue 1, p. 1-48.

Asici, Ahmet, Nadezhda Ivanova, and Charles Wyplosz, 2008, "How to Exit from Fixed Exchange Rate Regimes?" *International Journal of Finance and Economics* 13(3): 219-246, July.

Bank for International Settlements (BIS), 2013, "Market volatility and foreign exchange intervention in EMEs: what has changed?" BIS Paper No. 73.

Chutasripanich, Nuttathum, and James Yetman, 2015, "Foreign exchange intervention: strategies and effectiveness," BIS Working Paper no 499, March.

Daude, Christian, Levy Yeyati, Eduardo and Nagengast, Arne, 2016, "On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets," *Journal of International Money and Finance*, 64, issue C, p. 239-261.

Gelos, Gaston and Yulia Ustyugova, 2017, "Inflation responses to commodity price shocks – How and why do countries differ?," *Journal of International Money and Finance*, 72, issue C, p. 28-47.

International Monetary Fund, 2015, "Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries," Policy Paper.

Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh, Alan M. Taylor, 2004, "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility," NBER Working Paper no. 10396.

Rey, H el ene, 2013, "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium.

Vegh, Carlos A. and Guillermo Vuletin, 2013. "Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets," World Scientific Book Chapters, in: The Role of Central Banks in Financial Stability How Has It Changed?, chapter 6, pages 105-129 World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd..

议题二

加强金融部门与宏观审慎政策框架

第一部分

快速变化的中国金融体系：驱动因素和 未来展望

快速变化的金融体系中， 保险业的定位、机遇和挑战

罗胜²⁴

中国金融体系中的结构性问题

金融问题是经济和社会的综合反应，金融体系的发展，本质上是金融市场的自我完善，解决问题的动力就是发展的驱动因素。在我看来，在中国金融体系的几组对应关系中，目前都存在一些结构性的矛盾和问题。

（一） 金融和实体经济的关系

从中国经济改革开放后的发展历程来看，以制造业为代表的实体经济可谓立国之本。近几年来，在社会舆论中，实体经济出现了三个“假想敌”，第一个是以互联网经济为代表的虚拟经济，第二个是本属于实体经济范畴但似乎已被视为异己分子的房地产业，第三个就是西装革履的金融业。从实体经济角度看金融体系，主要有如下问题：一是融资难、融资贵。二是资金在金融体系内部循环，金融机构“持球”时间过长，导致金融成本过高，效率低下，风险叠加。三是金融体系挤占了总的利润空间，吸附了包括人才、资本在内的大量社会资源，导致实体经济被冷落，竞争乏力，发展难度加大。

从本质上讲，金融和实体经济的关系，既是相依为命的关系，也是竞争博弈的关系。一方面，金融是货币时间价值的管理者，按照马克思主义的经济观点，这个时间价值主要来自于实体经济创造的劳动价值。金融的存在，从本质上讲是依托于实体经济的，否则就成了

²⁴ 罗胜为中国保监会发展改革部副主任。

自娱自乐的货币游戏。如果实体经济不行，金融产品的收益就是空穴来风，正所谓“唇亡则齿寒”。另一方面，金融和实体经济之间，必然存在着定价权博弈、收益分成博弈和资源争夺等竞争关系。当前金融强势而实体经济弱勢的格局，有其发生的历史原因和政策因素。一是实体经济处在新旧动能转换时期，自身出了问题。二是负债端的刚性兑付，以及由于诚信缺失、产权保护不力等导致金融产品定价的风险加权因素。三是由于长期资本稀缺、牌照控制、金融国有化等形成的所谓“资本为王”的历史优势。四是近年来，由货币信用投放所推动的资产价格攀升，吸引社会资金追逐投机性金融资产和房地产，导致资金在金融体系内部转圈，层层加杠杆，形成风险隐患。换句话说，金融和实体经济目前的关系状况，既有双方各自的问题，也有长期的历史积淀和复杂的社会成因。

对于因金融产业政策不当和金融监管不力导致的“脱实向虚”，政府干预和调整是必不可少的。如何使金融更好地服务实体经济，这是国家对金融业提出的基本要求和硬任务。从长远看，需要从依靠短期的、临时性的政策，转向依靠长期的、基本面的政策，推动实质性改革，两边都放松管制，疏导资金流向，从而促进产业内部主体之间、产业之间以及金融与实体经济两大板块之间，形成更加市场化的平等竞争，产生新的动态平衡，才是两者协调发展的长久之道。从量上看，中国是一个实体经济尤其是制造业的大国，也已经是一个金融业的大国，随着时间的推移和经济的发展，应该也一定会成为一个金融业的强国。

（二） 金融体系内部各业的关系

对于金融体系的内部构成，有多种划分方式，一般采取直接融资和间接融资的分类，随着机构投资者成为资本市场的主导力量，我认为这种划分不符合经典定义，已经没有太大意义。如果按照投资标的和行作为目的划分，可以分为三个体系，一是股权融资体系，主要指股票市场以及基金等伴生市场体系。二是债权融资体系，主要指信贷市场、债券市场以及信托等伴生市场体系。三是风险管理工具体系，主要指衍生品市场和同业拆借市场等。当然，角色有交叉重叠。基于银行在中国金融体系发展历程中的特殊作用，以及具备货币账户专营

权和货币资金流动法定通道等先天因素，加上长期积累的网点和客户优势，银行在金融体系中具有基础架构的作用，始终居于主导地位。其它金融业态都只是金融大舞台上的一个类型化角色。保险在三个市场及其伴生体系中都有不同程度的存在，具有跨市场特征，其在金融体系中的地位和作用，还处在成长探索和发展变化之中，应该从历史纵向和现实横向多个维度进行持续观察。

虽然大家都认可金融行业属于应该管制的行业，但中国金融市场还是常常因管制过多过严而被诟病。可最近有学者指称，从 2012 年以来中国金融市场出现的各种乱象和问题，都是金融“过度自由化”导致的结果。看法截然不同，孰是孰非？我认为也许都有道理，这可能恰恰说明，中国金融市场的确存在该管的没管好，不该管的又管多了；该控制的没控制住，该发展的又没发展起来的情形。从另一个角度看，一边是金融业增加值占 GDP 的比重超过美国等金融市场最为发达的国家，另一边是金融服务落后，融资难融资贵成为普遍性社会难题，这反映了中国金融体系内部，存在严重的结构失衡。

（三） 需求和供给的关系

随着中国经济的持续高速发展和居民财富的增加，理财将逐步成为居民的刚性需求，中国已逐渐步入财富管理的时代，为客户理财越来越成为金融的重要功能。而由于中国社会三十多来的高速变化，居民收入、资产价格都处在剧烈变动之中，通胀变化大，民众对投资缺乏长久和稳定的预期，短期金融资产配置在居民财富管理中将会占有相当的份额，成为金融各业高度重视并极力争夺的重要资源。与此同时，随着金融市场的发展和金融产品的创新，金融工具多元化，不同行业 and 不同机构的产品设计有同质化趋势，金融产品边界变得更加模糊，彼此互相借鉴，相互交叉，“打擦边球”成为常态。

对于民众的金融投资来说，高收益率和收益确定性是一对矛盾。由于诸多社会因素，民众的契约精神、风险意识尚未普遍建立。一旦发生大面积的投资风险，从维护社会稳定的大局考虑，刚性兑付很难彻底打破，金融机构破产难以制度化常态化。每一宗金融风险案

件的处置，都需要耗费巨大的社会资源。这已经成为中国金融体系理顺关系的一个困境，也是完善中国金融体系一个主要的障碍性因素。

（四） 传统金融和互联网金融的关系

当下中国金融体系的一个重要特征，就是在传统金融发展不充分的情况下，互联网金融扮演了重要的替代性角色。在支付和消费金融等领域，互联网金融甚至已经成为主导性力量，并且还在继续攻城拔寨，快速发展。从国际上看，中国互联网金融在某些方面已经走在了前面，具备了领先优势。互联网金融之于传统金融，既有继承，也有颠覆，这其中很大的因素，来自大数据技术。从 IT 发展的脉络来看，大数据只是人工智能的前奏阶段。因此在未来，随着大数据技术广泛应用和人工智能技术的突破性发展，传统金融赖以生存并具有竞争优势的风险定价和风险控制能力，有可能被追齐乃至超越，互联网金融或者说“智能金融”对传统金融的挤出，可能呈加速之势。但换个角度看，中国传统金融的某些短板，可能被一举迈过，在与国际金融业的竞争中实现弯道超车。从这个意义上说，这是中国金融业实现跨越式发展的重要战略机遇。当然，从互联网金融综合整治的情况看，现阶段很多打着互联网旗号的金融行为，并非货真价实，毫无创新可言，有的甚至是穿上马甲的金融诈骗而已。不管怎样，我认为对真正的互联网金融，监管部门应该持一个更为积极、开放和宽容的态度。

二、 保险在中国金融体系中的定位

按照国家对保险的产业定位，保险是现代经济的重要产业和风险管理的基本手段，是医疗和养老保障体系和金融体系的组成部分。在一个完整的现代金融体系中，保险究竟该如何定位？

（一） 保险的金融属性

保险具有多重属性，一个是风险管理工具或者说保障属性，一个是金融属性。对于前者，应该没有争议，对于后者，似乎存在不同主张。其实自保险特别是寿险诞生之日起，保险的两种属性就兼而有之，前者是基本属性，后者是衍生属性。按照传统观念，保险投资属于后台作业，是解决保险经营中沉淀资金保值增值问题的方式和手段。基于这种观念，在最初保险立法时，保险资金运用渠道限制非常严，主要是存银行和购买国债、金融债等，保险公司没有投资部门，保险投资一般由财务代管。随着保险产品的创新和保险资金的大量聚集，保险的金融属性日益凸显，大家都意识到投资的重要性，保险投资才走到更靠前的位置。法律也放开了保险投资范围的种种限制，保险资金相继进入资本市场等多个领域，保险经营中承保和投资变得同样重要，形成了所谓“两个轮子”，保险开始成为金融体系中不可忽视的重要力量。

近年来，有的保险公司走到了极端，单纯从金融属性看保险，将保费收取完全看作是融资手段，在投资领域无所顾忌，冒险博取高收益，形成所谓“资产驱动”模式，这就完全背离了保险的基本属性，应该坚决予以制止。在这样的情况下，特别强调“保险业姓保”这一核心经营理念，是非常正确的，也是很有必要的，必须坚决落实。同时我认为，说保险姓保，应该不是不承认保险的金融属性。如果走向另一个极端，将保险完全限定在纯粹的风险管理这个范畴，这既不符合国家对保险业的基本定位，也不符合国际保险业发展的普遍经验，更无法承载整个行业的发展愿望。

截至 2016 年末，保险业总资产 15 万亿，在金融业中的占比为 5.3%。如此庞大的资金规模，再考虑负债久期长、投资范围广和可用程度高等因素，保险资金在社会经济建设中绝不可能是等闲之辈。也因此，保险在中国金融体系中到底应该扮演什么样的角色，保险的金融属性应该发挥到何种程度，保险和资本市场、债券市场应该形成一种什么关系，应该由金融体系参与各方共同回答，也是一个值得深入讨论的大课题。

（二） 保险的负债模式

中国保险产品的谱系分类，和国际保险业基本相同，总的来说，保险的负债模式比较多样，也非常复杂。如果按照保费的归集模式，保险产品可以分为两大类，一类不具有现金价值，保险事故发生则支付赔款，没有发生不再退回，也就是所谓消费型险种，主要包括产险、意外险和部分健康险。这类产品比较集中的体现了保险的风险管理属性。另一类具有现金价值性，包括传统寿险、养老险和投资型寿险产品。这类产品的存在，正是保险具有金融属性的证明。对于具有现金价值的产品，除了其中的风险保费部分遵循风险定价原则外，其利率的确定完全遵循投资收益原则。

过去因为销售成本等原因，多数情况下只能把两项功能叠加在一个保险产品之中，或者以附加险的形式体现不同功能。随着网销渠道和互联网商业场景的出现，碎片化产品得以实现，客户对保险需求的定位更加清晰，保险的两种功能不一定非要捆绑搭售，完全可以分开实现。实际上现在有不少公司已经在客户需求的推动下调整了产品策略，保障的归保障，投资的归投资，分得很清楚。客户获得了更便宜的产品，同时享有了更多的知情权。从相关公司反馈的情况看，实际效果也不错。从这个意义上，我们可以说，即便某些传统的保险产品，在很大程度上也是储蓄和其它金融投资的替代，本质上也可以算是一种投资，一种理财。

对于不同保费所形成的保险资金，投资要求区别很大。全球著名投资人巴菲特，其投资资金主要来自保费。他在中国金融业中有很多粉丝，模仿或学习他的投资模式。所不同的是，巴菲特的投资资金主要是产险保费所形成的浮存金，也就是我们所说的责任准备金。而他的中国学生则主要使用寿险保费特别是投资型险种保费，两者存在天壤之别。正是这种错配，引发了近年来保险市场出现的一系列风险和问题，引起社会广泛关注。

对于寿险公司的负债模式来说，当下最主要的拷问：一是允不允许保险公司迎合居民的短期理财需求，让投资型保险产品成为居民理财的一个可选项？如果允许，要否在偿付能力约束之外设定一个比例限制，限定多少，允不允不同的公司有不同的比例差异？二是为什么类似万能险这样的成熟产品，在国外风平浪静，在中国则风高浪急。出现这么大的异化，是什么原因导致的，该采取哪些特别的监

管措施？当前来看，这些问题已经有了政策答案，但从长远看，对上述问题的完整回答，可能还需要持续的观察和更为深入的研究。

（三） 保险的投资模式

如果从政策允许的投资范围看，保险资金是中国金融体系中投资范围最广泛的一类资金，除了一定的比例限制，几乎可以投放到任何金融市场，可谓“宽谱基金”。放眼国际，这种政策空间并非中国独创，中国也远不是最宽松的。但由于行业发展快，市场发育不完善，保险投资在相当程度上存在急功近利，贪快求全的现象，部分市场主体的经营理念发生了偏差，甚至有少数公司存在不良动机驱动的问题，保险业为此付出了沉痛的代价。总结教训，可以形成几点共识：一是应当把保险投资的稳健性放到更重要的位置。当然这个稳健性是一种综合权衡和总体把握，并不说权益类投资多就是激进，债券投资多就是稳健，两者不是等同关系。二是坚持财务投资原则。险资在资本市场的行为应当有更为严密的政策规制，除非出于必要的产业链整合需要，应当严格限制运用保险资金特别是投资型保费形成的保险资金开展企业并购。三是严格限制金融衍生品投资。所有衍生品投资应当以现货交易为基础，以套期保值为目的。从保险业的长远发展和金融市场体系的整体协调运转来看，保险行业如何建立良性的保险投资模式，保险公司如何建立具有竞争优势的综合投资能力，仍然是全行业需要认真思考并谨慎作答的必答题。

未来保险业发展面临的挑战

保险业面临的风险和挑战，有的是保险市场内部和保险监管政策方面的问题，有的则是经济金融乃至社会问题在保险业的局部反映。问题是多方面的，我认为以下几个值得重点关注。

（一） 资产负债匹配的挑战

复杂多元的负债模式和多渠道多市场大跨度的资产配置范围，一方面为保险资金运用提供了充分的纵深和广阔的空间，同时也对保险公司资产负债匹配管理能力提出了非常高的要求。目前来看，保险业在资产负债匹配方面还存在不少问题，有的问题在短期内还难以解决。

一是期限错配。一方面是“长钱短用”。由于国内金融市场缺乏大量久期长的固定收益资产，导致寿险业整体上负债期限长于资产期限，久期在 15 年以上的资产，缺口就达 5.4 万亿元。另一方面是“短钱长用”。部分公司为了扩大规模或应对满期给付及退保压力，通过大量销售实际期限较短、成本较高的高现价产品。为满足收益需求，所获取的保费往往投资于流动性较低的权益类或另类资产，蕴含比较大的流动性风险。

二是收益率错配。保险资金具有逆周期性的特点，市场平均投资收益率降低时，保费收入易，保险投资难。反之，则保险投资易，保费收入难。近年来，全行业保费持续快速增长，但高收益的优质资产越来越少。如果市场可投资资产覆盖不了资金成本，保险公司将出现利差损。如果产品实际利率达不到客户预期，保险公司将面临较大的退保压力，个别公司可能面临现金流不足的风险。

三是业务结构转型难度大。当前寿险监管的政策取向是投资型保险产品长期化，对中短存续期产品实施更加严格的总量控制，推动保险公司加快转型。但由于公司发展路径依赖和业务能力建设不足等因素，转型过快过猛也可能蕴涵一定风险。

（二） 公司治理的挑战

越是推动市场化改革，金融机构的公司治理就越重要。公司治理需要解决的主要问题，是如何实现对资本的驯服。具体点说，就是如何通过穿透式监管等手段，解决部分股东虚假注资或自我循环注资等问题，防止不良股东将保险公司当成“提款机”，通过非法利益输送，掏空保险公司。这个问题不解决，财务或资本监管的很多防线都形同虚设。

困难在于，从全球来看，内部舞弊和股东操控是公司治理体系失效的最主要原因，也没有行之有效的解决办法或现成经验。在中国金融保险市场中，这个问题恰恰尤为严重。困难还在于，公司治理不单纯是金融机构内部权力配置、程序设置和监督制衡的问题，其机制的运转和作用的发挥，更有赖于社会人文环境、法制体系以及基础性市场要素的完善等。从这个意义上讲，完善公司治理是一个长期的系统性工程，如何迅速找到突破口，推动实实在在的公司改革和社会建设，是当前保险公司治理工作所面临的挑战。

（三） 保险监管的挑战

从历史发展过程来看，中国的保险监管承载过多重历史使命。近期，监管思路做了调整，明确强调“保监会姓监”。按照这个思路，保险监管的定位更加清晰，目标更为专注。当前，如何既坚持放开前端，放松管制，又有效管住后端，坚决打击市场乱象，是监管面临的首要任务。中国在学习和借鉴国外先进经验的基础上，形成一套比较系统的监管模式和框架。但在实际工作中，由于中外监管机构面临的对手和问题不同，应当建立更本土化和更具灵活性的监管规则体系，运用更有针对性的监管手段，才能实际解决中国保险市场出现的各种特殊问题。

监管部门在整顿市场时，一方面，要防止保险公司业务转型“硬着陆”，或者股东和资本大面积退潮，对保险市场的稳健发展带来冲击，形成新的风险源。另一方面，要避免形成对民营资本的系统性不信任，一味追求安全，对国有资本和民营资本采取差别对待，影响保险市场的活力和效率。在目前监管机构专业性不足、人力匮乏、监管手段和执法工具有限的情况下，如何平衡各种诉求，完成艰难任务，的确是一种挑战。

就当前来说，非常时期，行非常之策。我认为需要重点落实“两个穿透”，做到“两个敢于”。所谓两个穿透，一是股权穿透。重点对股东关联关系和入股资金进行穿透审查，避免保险公司被不当控制。二是投资穿透。确保保险投资真实安全，最终投放到实体经济，而不是被挪作它用，或者向股东输送利益。所谓两个敢于，

一是敢于移送。对于市场违法行为，该重罚的要重罚，涉嫌犯罪的，坚决移送司法机关，决不手软，决不姑息。二是敢于破产。对于风险问题严重达到破产程度的机构，应该考虑进行破产处置，至少先做到“小而能倒”，让市场之手和监管之手都发挥作用，两手抓，两手都硬。

以上是个人的一点粗浅认识，仅供参考。谢谢大家！

加强与发展中国的金融体系

Miquel Dijkman²⁵

在过去十年中，中国在发展金融体系方面取得了长足进步。请同时参阅本书最后部分的相应演示文本。中国金融体系的规模和深度都在持续增加，这在金融体系持续快速增长和日益增加的复杂性上得到了明显的体现。资本市场发展也取得了重大进展，中国的股市和债市规模目前已位居世界前列。最后，普惠金融也取得了巨大成果，绝大多数的中国民众都享受到了正规的金融服务。

之所以能够取得这些成果，是因为中国持续推进了改革。中国领导人多次重申将致力于深化金融部门改革，并认识到了让市场在资源配置中发挥更大作用的重要性。过去几年中颁布实施的重要改革包括利率市场化、银行商业化、建立金融安全网等。汇率改革和人民币进入特别提款权也强力推动了金融体系效率的提升。中国的总体政策目标是减少经济对信贷的依赖，向更可持续的消费和服务驱动型增长模式转变。

要实现经济再平衡，中国就需要让金融体系发挥出新的作用。从历史上看，中国的金融体系将中国的高储蓄以较低的成本输送至战略性部门（特别是大型企业）。金融体系的新的总体政策目标已经发生了变化，这与中国新的经济优先工作一致，即实现更加环保、更具包容性、更为创新和以提高生产率为基础的增长，同时提高市场在资源配置中的作用。从发展的角度来看，重要的是要让金融部门发挥潜力来帮助实现这些目标。在这个背景下，以下工作十分重要：

- 增强金融部门的资源配置功能；
- 建立更加多元化的金融体系，让资本市场和非银行金融机构发挥出更积极的作用；

²⁵ Miquel Dijkman 是世界银行金融与市场实践部的金融部门资深专家。

- 建立一个更具包容性的金融体系，更好满足目前未充分享受服务的群体（特别是家庭和中小企业）的需求。

本演示文本讨论了这三方面问题，并对最近的部分情况进行分析。

（一） 增强金融部门的资源配置功能

从总体层面看，一些迹象显示银行正在向更新型的、生产率更高的部门输送资源，但这一转变的过程比预期要长。2010年至2015年的银行企业贷款细分数据显示，公用事业、基础设施和制造业（即占所谓“旧经济”）贷款比重从55%持续下降至45%，建筑业和房地产业的贷款则维持在17%左右。2015年，在剩余38%的第一产业和第三产业贷款中，贸易部门贷款增长最为明显。随着2011年以来全球经济不利因素开始深入影响中国企业的盈利能力，农业、采矿、制造和贸易等行业的不良贷款率有所上升，私人部门的不良贷款率较高。

与此同时，银行业也出现了结构性变化，重心从大型国有商业银行向更小型银行、地区性股份制银行和城市商业银行转移。虽然大型商业银行的资产负债表规模在2010年和2015年都占到GDP的114%左右，但其他银行机构（不包括政策性银行）的资产规模在同一时期从GDP的99%迅速扩大至148%。

一个未决问题是：大型商业银行撤退后，生产率较低部门留下的融资需求缺口是否得到了地区性银行的弥补？从在贷款总额中的比重看，大型银行目前对家庭和企业的贷款增多，而小型银行则呈现出相反的趋势。²⁶与最大的那些银行相比，股份制银行和城市商业银行的表内投资资产往往比重较高。这类资产主要是通过债券、应收账款以及其他方式配置给企业和地方政府融资平台。这可能表明这些银

²⁶按类别划分的银行贷款组成情况加总数据并不公开可得。这使得跟踪银行贷款组合变化的工作变得更为复杂。

行正在弥补大型银行留下的融资缺口。不过由于数据限制，无法开展更详细和更具结论性的分析。

虽然金融系统的一些部分（如私人股本和风险投资等）正在促进新经济的兴起，但还是有必要使金融业再次关注生产率更高的行业。要这样做，就需要强化问题借款人的预算约束，减少人们对国家隐性担保的预期，从而降低道德风险——而正是道德风险造成了金融中介机构无法从根本上按照商业基础开展风险定价。谨慎的做法还包括进一步推动企业重组，并做好让企业有序退出的准备。在更为不利的情况下，可能还必须采取果断、全面的方式来处置相关不良贷款。

（二） 更加多元化的金融体系

从发展和稳定的角度来看，进一步发展资本市场和非银行金融机构都是优先任务。资本市场是指股票、债券、大宗商品和衍生品市场，非银行金融机构则是指保险公司、养老基金和共同基金等风险共担和合同储蓄机构。它们能提高家庭和企业的风险管理能力并更好提供长期融资（银行通常并不适合提供长期融资）。

虽然中国的金融业仍然由银行主导，但资本市场扩张十分迅速，且其规模比起其他新兴市场而言更具优势。在 2010 年至 2015 年，国内私人债务市场的规模由 GDP 的 34% 上升到 47%，其中非金融企业债务占债务总额的比重从 26% 上升至 43%。虽然两家全国性交易所的股票发行仍由相对少数的大型企业主导，但成长型的深圳证券交易所的重要性已经上升，其在整体市值中的比重在增加。截至 2015 年底，股市及公私债市的市值总和已经达到 GDP 的 144%。不过可以说，还是有很多私人非金融机构的市场融资需求尚未得到满足。

非银行金融机构近年来的增长十分迅速，不过私人养老基金和共同基金的发展并没有跟上整体市场发展的步伐。中国特有的背景可以部分解释这一点，即理财产品和信托公司在资源调动方面具有传统非银行金融机构的许多特征。传统非银行金融机构的资产在 2010 年为 GDP 的 19%，在 2015 年已经达到 GDP 的 31%。理财产品和信托公司的资产在 2015 年分别为 GDP 的 34% 和 24%。与机构投资者常有的特点不同，这些实体可能并不以长期投资为目标。

与新兴发展中国家的常见情况一样，中国股市大部分由散户投资者占据。要发展成熟的资本市场，就需要培育更庞大的、以长期投资为方向的机构投资者基础，这包括进一步增强看护人职能（包括发起机构、审计机构和评级机构）和强化公共及私人权利。

（三） 更具包容性的金融体系

当局认识到，发展普惠金融是进一步发展金融体系的重中之重。向家庭和中小企业提供信贷、存款、支付、保险及其他风险管理服务已成为实施经济再平衡战略的重要内容。到目前为止，公共政策侧重于让那些未充分享受服务的群体获得更多服务（如农村和农业部门的群体）。结果是，通过账户指标衡量并与其他国家对比，中国在增加个人获取金融服务方面取得了很大进展。在企业方面，各种证据表明，中小企业在为投资和营运资本获取贷款时，仍会经常面临较大的融资约束。

通过使用市场化的方法，国家普惠金融战略在原则上可以涵盖更多目标，而不仅限于打通普惠金融的“最后一公里”、为所有未充分享受服务的群体提供适当设计的金融产品。要实现这一目的，就需要改变工作的重点。到目前为止，发展普惠金融的动力依靠于政府的政策推动。展望未来，要与经济再平衡的总体目标一致，重要的是应转向更为市场化的做法，其中公共政策应侧重于为金融服务提供商营造有利的环境，从而能以商业上可持续的方式为那些未充分享受金融服务的群体提供服务。

议题二

加强金融部门与宏观审慎政策框架

第二部分

监管框架和宏观审慎政策

宏观审慎政策的主要属性： 英国的例子

唐纳德·科恩²⁷

英国和中国的金融体系在几个方面存在不同，但都面临中介机构杠杆经营和期限转换以及私营部门债务积累带来的金融稳定挑战。请同时参阅本书最后部分的相应演示文本。本文根据我在英国宏观审慎政策方面的经验，确定宏观审慎政策当局的关键组织结构和能力，这种结构和能力应有助于维护金融稳定。

政府赋予的维持金融稳定的明确职能

必须保证宏观审慎当局具有维持金融稳定的明确职责，因为这表明政府认识到这一问题并致力于解决这一问题。这一承诺意味着负责金融稳定的委员会需要开展工作所需的工具，并且具备以不一定符合政府短期利益的方式使用这些工具的独立性。

在英国，金融政策委员会是宏观审慎当局，负责识别和监测系统性风险，并采取行动消除或减轻系统性风险，以维护和提高英国金融体系的抗冲击能力。金融稳定意味着金融体系应以合理的价格继续提供必要的服务，包括信贷中介服务，即使是在发生严重冲击之后也如此。金融政策委员会还有一个次要目标是支持政府的政策，包括经济增长和就业方面的政策，只要这不妨碍金融稳定的主要目标。在实践中，金融政策委员会在考虑实现主要目标的不同行动路线时会考虑这一次要目标。

²⁷ 唐纳德·科恩(Donald Kohn)为布鲁金斯学会经济研究项目的高级研究员，曾任美联储副主席。他目前是英格兰银行金融政策委员会的一名外部成员。

识别风险的技能

为了识别需要采取宏观审慎行动的风险，宏观审慎委员会成员必须具备适当的技能组合。在实践中，这意味着中央银行需要深入参与。中央银行在制定和实施货币政策过程中形成了宏观经济视角和对市场的了解。金融政策委员会设在英格兰银行，委员会的工作人员和近一半的决策者来自英格兰银行。

宏观审慎委员会还应当有来自其他监管当局的代表，来实现宏观审慎目标。这包括金融行为监管局以及银行和保险公司微观监管机构的负责人。

具备金融机构和市场以及政策制定方面专业知识的外部人士也是有用的。此外，外部人士能给政策制定带来全新视角，防止出现只有内部人士做出决策时可能出现的群体思维现象。

政策制定者必须认识到宏观审慎风险的特殊性质。政策制定者主要关注尾部风险；预期结果已经体现在市场价格中，预料之外的情况才会使杠杆和期限错配带来的脆弱性暴露出来。宏观审慎当局关注外部性，即市场本身无法定价的放大机制和溢出效应。正是宏观审慎政策使这些外部性反映在金融交易的价格中。

采取行动的权力

宏观审慎当局必须能够采取必要的行动来对抗系统性风险。在英国，金融政策委员会有指挥权力——它可以自行调整一些管理规定，而无需微观审慎监管机构或政府的同意。这种权力涉及银行资本制度的一些部分，重要的是还包括房地产贷款的几个方面，这是很多金融周期的起因。

此外，金融政策委员会可以就与金融稳定有关的任何事项向任何机构提出建议。它通常要求其他监管机构或英格兰银行深入了解更多信息以评估贷款标准或流动性问题；它建议微观审慎当局确保银行做好准备应对特定的尾部风险；它建议对资本要求进行调整。它每年

都评估监管边界，以确保风险不会转移到受监管较松的部门而威胁到金融稳定。

维护金融稳定的两个关键权力是压力测试和有序清算。压力测试自全球金融危机以来一直是宏观审慎监管的核心，因为这种测试旨在确保金融体系能够抵御那些在 2008 年末冻结了金融体系的严重冲击。市场越是情绪高涨、贷款的杠杆程度越高，冲击就越是严重，从这个意义上说，压力测试应具备逆周期性。

对系统重要机构进行有序清算，允许这些机构能够在不需要纳税人支持、不会危及整个体系的情况下倒闭。在全球范围内演进的一些技术也有助于结束“太大而不能倒”的情况，因为这些技术的运用使债权人可能承受损失，从而能够增强市场纪律。

与微观审慎和货币当局的沟通与合作

宏观审慎、微观审慎和货币政策以复杂的方式相互作用。每种政策的运用都可能影响到其他政策的目标，因此，沟通和合作很重要。每项政策在促进金融和经济稳定方面都有独立和独特的目标，需要的技能有所不同，所以最好由不同的委员会执行。但相互作用意味着，每个委员会必须了解其他委员会的工作以及其他委员会希望实现的目标。这样一来，每个委员会为实现自身目标做出决策时，会尽量减轻对其他委员会实现其目标能力的不利影响。

在英国，每种政策都由独立的委员会负责，但通过委员会成员的交叉履职以及对共同关心的问题召开联席会议，来增进合作和理解。

泰国的监管框架和宏观审慎政策

Daranee Saeju²⁸

泰国的金融系统已经演变得更加复杂并且更加具有关联性。请同时参阅本书最后部分的对应演示文本。商业银行仍处于核心地位，其资产约占全部金融部门资产的一半。但共同基金、保险公司和储蓄合作社等非银行金融机构的资产规模在过去三年实现了两位数的增长，产生了金融稳定方面的影响。

银行和非银行金融机构之间不仅通过公平联系的渠道（集团之间），也通过金融集团联系的渠道（集团内部）关联。这意味着来自于非银行金融机构的风险可能会影响到银行部门和整体的金融稳定。事实上，尽管非银行金融机构资产规模相对较小，它们可能涉及很多人，在出现冲击时有可能会干扰到整个金融体系。

有几个政府部门负责监管金融机构、金融市场和支付服务。主要的监管部门是泰国银行(BoT)，保险委员会办公室(OIC)，证券交易委员会(SEC)，它们都是由财政部(MoF)授权的。为了确保金融系统的稳定性，监管部门之间的协调机制在整个过程中都很关键，包括行业监督、系统性风险的确认、政策设计和实施。

尽管并没有法律，包括中央银行法在内，明确授予泰国银行金融稳定职责，但是泰国银行一直以来都承担着金融稳定的职责。因此目前泰国银行负责牵头加强全国金融稳定框架。

在决策层面，泰国银行已经建立了金融稳定小组委员会，这是一个协调系统性风险分析和宏观审慎政策讨论的内部平台。之后有些问题会升级到半年一次的货币政策委员会(MPC)和金融机构政策委员会(FIPC)的联合会议上进行讨论，在这个层面，也进行和证券交易委员会、保险委员会办公室以及财政部的跨部门协调。在工作层面，

²⁸ Daranee Saeju 为泰国银行金融机构战略部资深主任。

2016 年建立了金融稳定部(FSU)，目的是在泰国银行内部及与其他相关部门协调金融稳定工作。

然而，创建有效的宏观审慎政策框架仍面临挑战：

- 第一，为了实现金融稳定目标，监管部门之间的协调存在困难，因为金融稳定并非所有监管部门的中心职责。目前正在讨论进一步改善体制安排，尤其是跨部门层面的体制安排。
- 第二，确保金融稳定需要数据和工具。可靠和高频率的数据，以及分析工具可以帮助政策制定者更好识别系统性风险的来源，并及时有效的方式来进行回应。因此，泰国银行通过开发其他数据来源以及利用新技术，例如大数据分析，来减少数据缺口并加强技术能力。泰国银行还正在开发系统性风险分析工具包，例如情景规划和宏观压力测试。
- 第三，关键的人力资源能力仍是一个重要挑战。金融稳定从本质上来看就是跨领域的，涉及金融机构、金融市场和宏观经济。因此，需要有多项技能以管理宏观和金融的联系，进行系统性风险评估并制定宏观审慎政策。

总而言之，泰国银行和其他监管部门一起在不断努力加强宏观审慎政策框架的体制安排，目标是确保整体的金融稳定。

宏观审慎政策—国际经验教训

Erlend Nier²⁹

本展示借鉴了国际上正不断出现的宏观审慎政策经验。**请同时参阅本书最后部分的相应演示文本。**本展示讨论了一些挑战，并强调其解决之法也可用于其他地方。考虑到中国可能进一步开放资本账户等因素，上述机制可能也有助于在中国推行宏观审慎政策框架。

宏观审慎政策对任何国家而言都极具挑战，其需要强有力的制度基础。两个深层次挑战包括：

宏观审慎政策受制于所谓的“不作为偏向”，即倾向于不作为或采取行动力度不够、不及时。Nier（2011 年）最先研究了这一问题。该问题源于宏观审慎政策的本质：宏观审慎政策是用来管理尾部风险的。这意味着行动的益处只有在将来才能显现出来，而且这种益处又很难衡量，但金融机构和借款人往往会较明显地感受到行动的代价。这一问题是宏观审慎政策本身所固有的，往往会降低政策制定者尽早采取有力措施的意愿。当宏观审慎政策受到金融业游说和挟持时，或是当局受到政治压力影响或存在其他竞争性目标时，这种偏向可能会更加严重。

第二个挑战在于金融体系处在动态演变之中。这意味着系统性风险的水平、来源和分布情况都可能变化。这个问题也是根深蒂固的，因为金融体系往往会追寻获利机会而不断变化。我们观察到，金融体系会随着金融（技术）创新、部分金融体系受到的监管限制、其他政策造成的扭曲（如有利于债务融资的财政扭曲）而变化。经验表明，金融体系的动态变化将造成“政策缺口”，需要在不同的政策领域开展协调。而协调本身又会强化“不作为偏向”。

²⁹ Erlend Nier 是基金组织货币和资本市场部货币与宏观审慎政策处的副处长。

因此，强有力的制度安排对宏观审慎政策的有效性至关重要。除了在评估和抑制风险方面开展合作外，制度安排也应保证当局具有行动的意愿与能力（基金组织，2013年；基金组织，2014年；基金组织-金融稳定理事会-国际清算银行，2016年）。

- 要提高行动的意愿，可赋予某主体（机构或委员会）明确职能，确立央行在宏观审慎政策中的核心作用，以及在法律中确定目标和问责机制。
- 要具备行为的能力，就需要建立权力和工具，使它们的范围和效力足以抑制风险。这包括收集信息、校准工具以及将金融机构或服务指定为具有系统重要性的权力。
- 保证在评估和抑制风险上开展合作的机制不仅限于成立委员会。例如，为了确保合作，应赋予微观审慎机构和证券监管机构维护金融稳定的目标（如澳大利亚和英国）。

国际经验显示，宏观审慎政策存在国内的“漏洞”，有可能出现监管盲点和监管缺口。要应对这种漏洞，可扩大宏观审慎干预的范围，这至少有三种方法：

- 建立信息收集和共享机制，如直接从企业收集信息的后备权力（如赋予美国金融研究局的权力），以及建立（信用）登记制度和通用数据平台（如中国所设想的）。
- 扩大监管范围，覆盖银行以外的大型非银行中介机构。例如，英国的财政政策委员会可向财政部提议扩大监管范围。
- 按功能开展监管，以捕获产品和服务的内在风险。例如，可对所有信贷提供者实施贷款价值比和偿债收入比的限制（如匈牙利、韩国和荷兰）。

在中期，进一步推动资本账户开放是有益的，其在有效地配置储蓄与投资方面的益处已得到了广泛的认识。资本账户开放也可以减少国内的漏洞：当储蓄不再被限制在国内，可能会减少国内追求高收益的行为。另一方面，开放资本流动可能会刺激跨境信贷，从而减少国内宏观审慎工具在管理系统性险上的有效性。例如，当收紧宏观审慎政策工具（如逆周期资本缓冲）时，会增加跨境信贷的供应。

跨境提供信贷的可能性增大，未来可能要求跨境（或在地区内）开展宏观审慎行动协调。例如，这可能涉及“对等”协议，这将要求母国当局对东道国敞口实施相同的限制。巴塞尔银行监管委员会的成员之间已经就巴塞尔 III 逆周期资本缓冲达成了这种对等协议。这种协议也可在地区内达成，例如欧盟成员国已就逆周期资本缓冲以外的其他工具达成了一致。

开放资本账户也会产生资本流动规模和波动性增大的新风险，而新的宏观审慎工具可用来管理这些风险。³⁰ 批发融资（包括批发外汇融资）的增加尤其可能使融资结构变得脆弱。家庭和企业也会有动力在外汇市场上借款，这会增加违约风险。这种动力有时会很强，当国内利率高于主要套利货币（如美元、日元或瑞士法郎）利率时尤为如此。

定向的宏观审慎工具可用于应对这些新的风险。这些工具包括：流动性要求（如流动性覆盖比率、净稳定融资比率），其可能会依币种不同而设定差异化要求（如韩国、冰岛和瑞典）；以及对外汇敞口提出的更高资本要求或更严格的贷款限制（如匈牙利、波兰和俄罗斯）。

参考文献

IMF. 2013. “Key Aspects of Macroprudential Policy.” IMF, Washington, DC.

———. 2014. “Staff Guidance Note on Macroprudential Policy.” IMF, Washington, DC.

———. 2017. “Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: The Role of Macroprudential Policies.” IMF, Washington, DC.

³⁰ 参见基金组织 2017 年的《增强应对大量、易变资本流动的抵御能力：宏观审慎政策的作用》。基金组织，华盛顿特区。

IMF-FSB-BIS. 2016. "Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience." Paper from the IMF, Financial Stability Board, and Bank for International Settlements, Washington, DC.

Nier, Erlend. 2011. "Macroprudential Policy: Taxonomy and Challenges." National Institute Economic Review No. 216, 2011, London.

快速变化的经济和金融结构： 中国是否需要开展公共行政改革？

席睿德³¹

中国经济连续数十年呈快速增长之势——现已成为世界第二大经济体——经济发展的同时，中国实现了从农业向制造业的结构性转型，而且最近又在加快向服务业转型。³² **请同时参阅本书最后部分的对应演示文本。**中国金融体系的扩张则更为迅猛，其复杂性进一步加剧，相互联系更加紧密。

在此期间，政府一直深入参与经济，要么通过国有企业和地方政府直接参与，要么通过提供强有力指导的方式间接参与。尽管公共部门在经济中所占的份额已经下降，但其比重仍然很大，虽是如此，私营部门发挥作用的空间已然扩大，这一点已经得到广泛承认。

尽管如此，中国同样仍然需要——在诸多领域——进一步壮大中央/总部的公共部门。

为何会存在这一明显矛盾现象？

这一矛盾现象的背后有其成因，即中国经济结构和金融体系发生了巨大变化，但这种变化很多时候并未在公共行政结构中得到反映，这就可能会导致出现瓶颈并加剧脆弱性。中央/总部的人员配备极为薄弱。

与大多数国家一样，在设计政策和改革、确定新风险以及制定新的规则和条例等方面，往往是由中央部委和机构而不是地方办事处

³¹ Alfred Schipke（席睿德）系国际货币基金组织驻华首席代表。另见 Lam（林卫基）、Rodlauer（罗德劳尔）和 Schipke（席睿德）（2017年）。

³² 若按照购买力平价计算，中国现已是世界最大的经济体。

和分支机构充当先锋。在中国，中央部委和机构所承受的压力越来越大，反映出如下事实：

- 领导层力主改革。自 2013 年三中全会和“十三五”规划（2016 年至 2020 年）开局以来，中国领导层适时强调指出，有必要厉行改革，以应对日益严重的失衡问题，改善资源配置，努力转变经济增长模式。这经常被称为“再平衡”。鉴于领导层力主改革，制定大量改革蓝图和工作计划的重任遂落至中央部委和机构肩上。
- 金融体系发展迅速、错综复杂且相互关联。中国金融部门形势快速变化，新型金融产品和机构不断涌现，新市场不断发展，金融全球互联性日益增强，这要求金融监管机构不断评估新的风险，扩大金融部门监管范围，从整体上强化监管。
- 全球足迹不断扩大。中国不断扩大的全球足迹和“走出去”战略给许多政府部委和机构提出了另一个挑战，除其他事项外，需要各自建立框架以应对这些事态发展以及与全球范围内的对口部委和机构打交道。中国在重要的全球论坛和双边对话中日益发挥着积极的作用，这使公共行政的压力进一步加大。

尽管面临这些挑战，中央政府关键部委和监管机构的资源、特别是人员配备极为薄弱，基本未变。因此，开展公共行政改革扩充中央的资源可能势在必行。随着中国政府职能的转变，即从交易型政府转向更多地发挥协调促进者的作用，通过重点加强政策框架推动通过市场进行资源配置，这项改革变得愈发迫切。

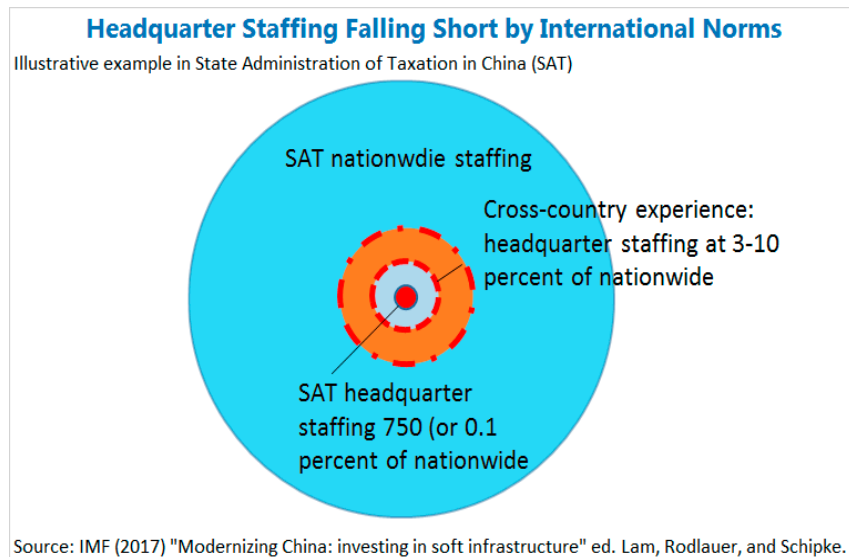
在国际大背景下，公共行政结构的不平衡性变得尤为明显。另外，中国的公务员薪酬结构级差相对平缓，加上某些部门（如金融部门）的薪资水平快速增长，使得吸引和留住高素质的公共部门雇员上加难，特别是在最需要这些雇员之时。例如，东欧在 20 世纪 90 年代的过渡时期就曾遇到过类似的挑战。

在此仅举几例，以作说明。这些例子涉及公共财政机构（如国家税务机关和财政部），和中国金融部门监管机构。

国家税务总局（SAT）

中国的税收征管独立于财政部之外，面临几大关键性挑战。在“走出去”战略的推动下，越来越多的中国企业开始在全球范围内拓展业务。与其他全球性公司一样，这些公司也享受最大限度减轻税收负担的激励措施。与此同时，中国许多极富活力的新成立公司有时并不在税网之内（仅 2016 年一年就成立了约 550 万个此类企业），而日渐衰落的传统部门内的公司面临着更多困难，导致合规问题增加。

为与时俱进和保护其收入基础起见，国家税务总局需要不断改进税收征管并实现税收征管现代化。



但是，税收征管系统的人员规模究竟有多大，在国际上又处于何种水平呢？尽管整个系统在职雇员约 75 万人，但北京总部仅有 750 人，且肩负着上述众多税收征管改革的重任。虽说各国国情不同，但是通过与其他国家较为完善的税务机构相比，会发现这一比例亟待上调；比较显示，国家税务总局总部的人员配置需要占到整个系统的 3%至 10%，即达到 7,500 到 22,500 人，而不是仅为整个系统的 0.1%。³³

³³ 另见 Brondolo 和 ZHANG（2017 年）。

财政部

财政部也是如此。该部负责设计和确保落实包括税收政策（如增值税、个人所得税、房地产税）、社会保障、国有企业和中期预算框架在内的各项改革。此外，2016年，中国政府在很短的时间内创建了一个资产总额达10.6万亿人民币的大型地方政府债券市场。这个债券市场的快速崛起（最初通过贷款-债券交换计划）需要出台健全的规则和条例加以监管，导致财政部的工作量进一步加大。这些变化和改革错综复杂，需大量人手方能应对。同样，财政部总部仅有约1,000名员工，人力资源极其不足。

金融部门监管机构

负责确保中国金融体系稳定的机构情况同样如此，这些机构包括中国银行业监督管理委员会、证券监督管理委员会、保险监督管理委员会以及中央银行——中国人民银行。

如上所述，金融体系的扩张速度超过了经济增长，这表明金融部门在不断发展和深化。中国数家银行的资产总额居于世界前列，中国股市的规模位列全球第二，甚至刚起步的债券市场也已高居世界第三。近几十年来，中国金融体系自由化水平不断提高，信贷快速增长，非银行金融机构数量大幅增加，更加复杂的金融产品不断涌现，新市场（如衍生品市场）纷纷兴起。这些事态发展对任何一个监管机构而言都充满了挑战。

但是，富有挑战性的不仅仅是变革本身，新型金融产品涌现的速度之快也令人应接不暇。例如，阿里巴巴的“余额宝”货币市场基金客户在短短一年内就从零飙升到8,500万；个人对个人（P2P）平台在过去几年里如雨后春笋般涌现。

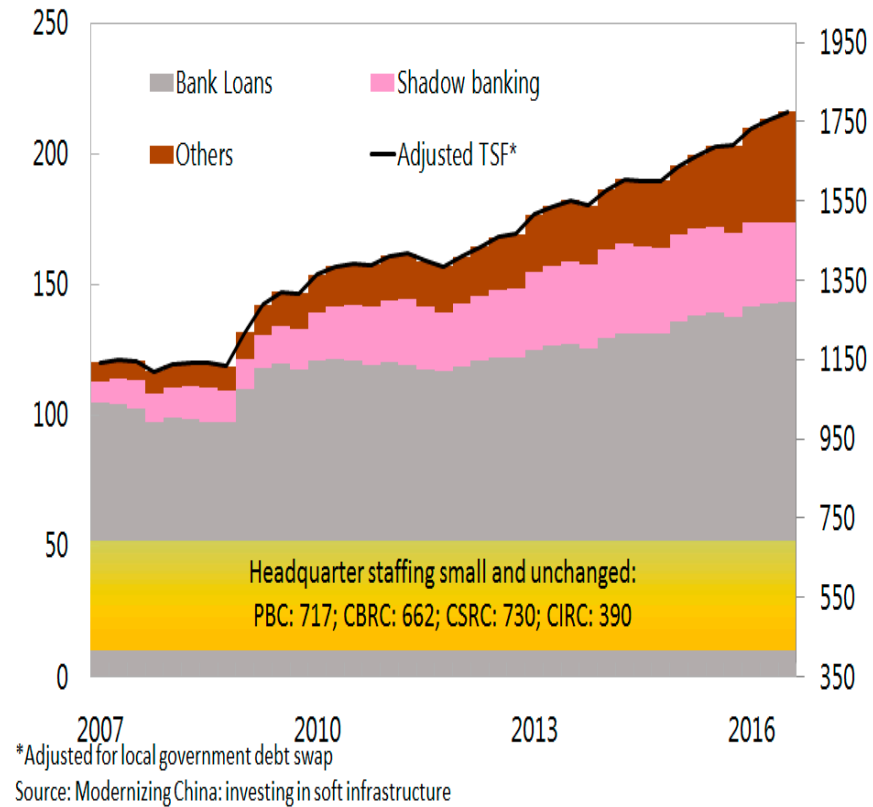
另外，考虑到金融系统的复杂性不断提升，而且中国金融体系在全球经济中以及对于全球经济的重要性越来越高，需要加强中国国内以及世界范围内监管机构之间的协调。这也需要更好地、及时地进行沟通，继而又会增加中央监管机构的负担。

但是，总部机构的规模基本未变，详细情况见下图。如图所示，中国金融部门在过去 10 年中占 GDP 的比重翻了一番，其结构也发生了重大变化，影子银行的出现尤其反映出这一事实。从图中还可以看出，中国监管机构的人员规模极小，各机构总部员工人数只有大约 400 到 750 人。

中国的基金组织/世界银行 2011 年度金融部门评估规划已经建议加强人员配置。

Rising Pressures for Headquarter Staffing

(Total social financing in percent of GDP (LHS); number of headquarter staffing (RHS))



除了规模小以外，机构内各部门之间资源的转移严重受限。开展公共行政改革，确保工作人员、特别是总部机构工作人员数量充足且薪资优渥，对于继续维持中国金融体系安全健康的发展很重要。

表：总部/人员配置总数国际比较

| | 总部 ¹ | 总部/共计 (百分比) | 全系统 |
|-----------------------------|-----------------|----------------|---------|
| 中国 | | | |
| 中国人民银行 (PBC) ² | 717 | 0.7 | 105,980 |
| 财政部 (MOF) ³ | 1,023 | 0.2 | 488,192 |
| 国家税务总局 (SAT) | 750 | 0.1 | 750,000 |
| 中国银行业监督管理委员会 (中国银监会) | 662 | 2.8 | 23,683 |
| 中国证券监督管理委员会 (中国证监会) | 730 | 23.6 | 3,097 |
| 中国保险监督管理委员会 (中国保监会) | 390 | 13.9 | 2,802 |
| 美国 | | | |
| 财政部 | 2,120 | 2.52 | 84,050 |
| 联邦储备系统 (美联储) | 2,700 | 12.45 | 21,686 |
| 澳大利亚 | | | |
| 财政部 | 2,144 | 28.23 | 7,596 |
| 澳大利亚储备银行 (RBA) ⁴ | 1,232 | 91.46 | 1,347 |
| 联合王国 | | | |
| 财政部 | 无 | 无 | 1,238 |
| 英格兰银行 (BOE) | 无 | 无 | 3,680 |
| 德国 | | | |
| 联邦财政部 | 1,864 | 无 | 无 |
| 联邦银行 | 4,623 | 47.98 | 9,636 |

资料来源：各机构年度报告、海外发展研究所报告。

1. 总部人员配置或联邦一级的人员配置。
2. 不包括印钞造币公司以及其他归中国人民银行所有的公司和公共机构。
3. 不包括归财政部所有的公司和公共机构。
4. 不包括印钞造币公司。

参考文献

Brondolo, John and ZHANG Zhiyong. 2017. Strengthening Tax Administration. In *Modernizing China—Investing in Soft Infrastructure*, edited by W. Raphael Lam, Markus Rodlauer, and Alfred Schipke. Washington, DC: IMF.

Lam, W. Raphael, Markus Rodlauer, and Alfred Schipke. 2017. China's Economic Success and Reforms: Investing in Soft Infrastructure. In *Modernizing China—Investing in Soft Infrastructure*. Washington, DC: IMF.

圆桌总结

汇率政策：基于智利经验的讲话

罗德里戈·贝尔加拉³⁴

感谢中国人民银行（简称人民银行）和国际货币基金组织邀请我参加此次会议。

我将谈谈智利的经验。谈论智利的经验当然是因为智利是我最了解的国家，因此，我被要求介绍智利如何从钉住汇率制过渡到“半钉住制”，再到最终采用完全自由浮动汇率制度的经验。但是，还有一个原因，我认为智利的经验是非常丰富的，因为在过去四十年里我们经历了几乎每一种可能的汇率制度。我们逐步走向采用自由浮动的汇率制度，而且已经成功实施了近二十年。当然，在智利仍有人缅怀固定和半固定的汇率制度，并希望重新回到那个时代，但是，这些人只是极少数。就像今天的中国一样，当我们开始这一过程时，智利也有许多关注和未知数，但是，我认为这是值得的，我将在稍后作出解释。

20世纪80年代初，智利采用与美元挂钩的固定汇率制度。当拉丁美洲债务危机爆发时，智利发生了严重的金融和国际收支危机，于是钉住制度被放弃。经过一段时间的动荡之后，智利开始采用“爬行区间”的汇率制度。开始之初（1984年），区间非常窄（±0.5%），后来逐渐扩宽。³⁵

由于刚刚走出严重危机，智利对资本外流实行了资本管制。但是，到20世纪90年代初，一切都发生了变化。智利刚刚恢复民主，出现了巨额资本流入。汇率升值到浮动区间的上限部分，为了捍卫汇

³⁴ 罗德里戈·贝尔加拉（Rodrigo Vergara）为智利公共研究中心的高级研究经济学家，智利中央银行前行长。

³⁵ 参见 Vergara（1994年）。

率，中央银行实施了大量冲销式干预措施。这些干预给（中央）银行造成严重损失，因为干预交易的结果为负。³⁶

此外，汇率浮动区间扩大到±5%，中间价由钉住美元转为钉住一篮子货币。取消了对资本外流的管制。随着本国货币继续面临压力，央行对资本流入实行了管制。采取的方式是对所有资本流入，特别是短期流入实行准备金要求。

值得注意的是，将货币政策利率降低到国际水平从未被认为是一个有效的选择。原因是通货膨胀率仍然很高（在 90 年代前半期每年为 10% 至 20%），而且新独立的中央银行（于 1989 年 12 月独立）有降低通货膨胀的明确使命。因此，更宽松的货币政策被认为会影响中央银行对价格稳定承诺的信誉。控制资本流入被视为是避免“三元悖论”的一种方式。根据艾伦·泰勒（Alan Taylor）在本次会议上的发言，中央银行总是把这个问题看成是“三难困境”，而非“两难困境”。³⁷

关于资本管制，大多数证据表明，它们在开始时是相当有效的，但随着时间的推移，开始失去效力。实践中，市场会想方设法规避限制。从我在此次会议中听到的中国当局的意见来看，中国似乎也存在类似问题。

在那些年的大部分时间里，尽管采取了一切措施，汇率升值仍位于区间的上限。正如劳伦斯·萨默斯（Larry Summers）今天上午指出的，如果汇率停留在区间的任何一端，则与固定汇率没有什么区别。从我们的经验来看，汇率经常是位于区间的一端或另一端。

20 世纪 90 年代末，事态发生了巨大变化。首先爆发了亚洲危机，之后俄罗斯危机致使资本流出新兴市场。智利（以及大多数新兴市场）的货币大幅贬值，汇率在很短的时间内就从升值触发区间的上限转为贬值触发区间的下限部分。

³⁶在很长时期里，智利央行的资本一直为负数。在一定程度上，这正是因为在这段时间和本世纪初采取的冲销式干预措施（见 Archer 和 Moser-Boehm，2013 年）。

³⁷参见 Rey（2015 年）。

中央银行采取了一项非常具有争议的措施，将利率上调了 500 多个基点来捍卫汇率浮动区间。智利经济进入近二十年以来的第一次衰退，1999 年，GDP 下降了 0.4%。

为了让汇率更加灵活，区间放宽至 $\pm 8\%$ ，之后又逐渐放宽到 $\pm 12\%$ 。1999 年底，智利放弃浮动区间，允许汇率自由浮动。此外，还取消了所有资本管制。

因此，智利实施自由浮动汇率制度已近 18 年，完全没有资本管制。但是，央行保留在“特殊情况”下干预外汇市场的权利。“特殊情况”被定义为汇率水平在很长时间内严重偏离均衡水平。当然，即使中央银行有计算均衡实际汇率的模型，但不论是严重偏离均衡汇率或长期价值的定义，还是很长时间的定义仍然都是模糊的。积累储备也被用来证明干预是合理的。这可能适用于货币明显过度升值，以及长期没有实行干预措施之后国际储备下降的情况（以任何指标衡量，比如 GDP、进口等）。在这些情况下，储备积累可能是进行干预的理由。

在实践中，自从采用自由浮动汇率以来，智利只经历了四个干预汇率的时期。有两个时期是在本世纪初，当时因外部事件（巴西危机）造成智利比索大幅度贬值，而当局认为，货币贬值并非经济基本面造成。相反，小规模且短暂的干预措施（出售外汇）对汇率产生了预期影响。

其他两个时期是在 2008 年和 2011 年，情况恰好相反。2007 年和 2008 年初，大量资本流入导致智利比索大幅度升值。中央银行决定以非常透明的方式实施冲销式干预措施。央行宣布全年购买给定数额外汇的计划，这些数额在每个工作日平均分配。所以，市场知道中央银行每天将拍卖的准确金额。

随着全球金融危机爆发，资本流出新兴市场，比索贬值，干预计划提前中止。第二次干预是在 2011 年，当时再次出现大量资本流入。央行采取了相同的形式，计划在当年年底完成。自那之后，没有采取任何干预措施。在我担任智利中央银行行长期间，没有干预过外汇市场。

在这 18 年里，自由浮动汇率制度运行良好。当然，每个国家都需决定什么样的制度对其最为有利，但是，我倾向于同意劳伦斯·萨默斯今天上午所说的，新兴市场的一些危机或至少经济困难的例子从某种意义上说都与固定汇率有关。就智利的例子而言，20 世纪 80 年代初的重大危机和 1999 年的轻微衰退都是很好的例子。我认为，就智利而言，在这 18 年的时间里，汇率是一个行之有效的减震器。

最后，我想谈谈与前面所讨论问题有关的一些看法，我认为，在决定哪种汇率制度更适合某一个国家时，应牢记以下几点：

- 在灵活汇率制度下，汇率波动幅度大于钉住汇率制或汇率浮动区间制度下的汇率波动。对于经济体的参与者来说，汇率是一个非常重要的价格，参与者需要进入有深度的市场，从而进行套期保值。因此，重要的是，在转向采用浮动汇率时，需确保满足开发深度衍生品市场的条件。
- 一些国家“担心浮动”³⁸的原因之一是企业或家庭部门存在严重的货币不匹配情况。例如，如果公司有沉重的外币债务，货币贬值可能非常有害，最终可能会造成金融危机。正因如此，新兴市场的许多金融危机都伴随着国际收支危机。因此，至关重要是要监测货币不匹配，并让企业部门知道在灵活汇率制度下会有敞口头寸的风险。智利的经验表明，货币错配在很大程度上是内生性的。事实上，实施自由浮动汇率以来，货币错配程度已大大降低。
- “担心浮动”的另一个因素是汇率传导（ERPT），即汇率变化对通货膨胀的影响。对于资源依赖型国家，这尤为重要，而且由于大宗商品价格波动，这些国家经常面临贸易条件的冲击。有大量证据表明，过去几十年，汇率传导效应在大多数经济体中都有所下降。另一方面，新兴市场的汇率传导效应比发达经济体更大。在新兴市场中，大宗商品出口国的汇率传导效应比非大宗商品出

³⁸ 参见 Calvo 和 Reinhart（2002 年）。

口国更大³⁹。基于所有这些考虑，我认为，如果中国采取更灵活的汇率制度，这应该不会是一个大问题。

- 我完全同意前面讨论所说的金融稳定对于从“半钉住制”顺利过渡到灵活汇率的重要性。Alejandro Werner 和 Tommaso Mancini-Griffoli 在会议中谈及的拉丁美洲经验为此问题提供很好的参考。

谢谢诸位！

参考书目

Archer, D. and P. Moser-Boehm. 2013. “Central Bank Finances.” BIS Papers N°71, Bank for International Settlements, Basel.

Calvo, G. and C. Reinhart. 2002. “Fear of Floating.” *Quarterly Journal of Economics* 117 (2): 379–408.

Rey, H. 2015. “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence.” NBER Working Paper 21162, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Vergara, R. 1994. “Política Cambiaria en Chile: La Experiencia de una Década (1984-1994).” *Estudios Públicos* 56 (Spring)..

Vergara, R. 2015. “Inflation Dynamics in Latin America: A Comparison with Global Trends and Implications for Monetary Policy.” Paper presented at the Jackson Hole Economic Symposium, August 27–29, 2015. Jackson Hole, Wyoming.

³⁹ 参见 Vergara（2015年）。

关于加强金融和汇率框架的几点评论

阿米尼奥·弗拉加⁴⁰

- 中国的货币和汇率制度在不断演进。人民币与美元的挂钩关系持续十年后于 2005 年结束，中国人民银行此后逐渐转向采用更灵活的汇率制度，让汇率随经济基本面调整，并且最近以一篮子更相关货币作为参考。制度和操作方面的许多改进为这一战略举措提供了支持，这些改进为人民币成为国际货币基金组织特别提款权的构成货币铺平了道路。
- 实行更灵活的汇率制度是完全有道理的，因为中国显然不属于另一个地区或国家的最优货币区。按同样的逻辑，随时间推移，中国采用更为灵活的汇率制度（可能是自由浮动汇率）是情理之中的。目前以一篮子货币为重心的做法已被证明是一个有效的过渡制度，但我认为，不再将重心放在篮子上，而是实行相当自由的浮动汇率，这对中国是有益的。
- 这并不意味着放弃干预外汇市场的能力，而意味着干预主要应针对市场波动剧烈、特别是市场流动性低的极端情况。干预也可以作为今后在较大货币区间开展汇率协调的部分措施，这一问题目前尚未被列入议程。
- 另一个相关问题是资本管制措施的运用。大多数（如果不是全部）国家的历史经验似乎是，随着经济和金融市场变得越来越复杂，资本管制会失去效力。中国的经济规模庞大、复杂、日趋成熟，所以我认为，随时间推移，唯一合理的管制措施要么更具有审慎性（如对短期资本流入临时征税），要么与透明度和反洗钱有关。
- 为了巩固浮动汇率制度，必须加强货币、财政和金融框架。我依次讨论每个方面。

⁴⁰阿米尼奥·弗拉加(Arminio Fraga)为加韦亚投资基金的创始合伙人，曾任巴西中央银行行长。

- 货币方面，从有管理的汇率转向更灵活的汇率将需要一个更明确的名义锚，例如通胀目标锚，最好能保持一定灵活性以帮助平滑经济周期。这一点很重要，因为以直接信贷控制作为货币政策工具有损效率。
- 财政方面，与当前多数国家一样，中国面临着重大的长期挑战。这些挑战包括，即将到来的人口重大变化，地方政府通过土地销售进行的不可持续融资，以及国有企业和金融部门的潜在损失。
- 金融部门风险是关注焦点，也是本次会议的第二大主题。核心问题是近年来信贷加速增长，与经济增长脱节。坦率地说，正是靠日益增长的信贷，中国（和世界）实现了已习以为常的快速（但自然在减缓的）经济增长。这种脱节目前开始出现难以为继的迹象，构成重大挑战。与多数银行和金融危机的历史记录相比，中国目前的信贷/GDP 比率已经高到非常危险的程度。
- 所以，任务很艰巨，但仍然可以完成。中国自实行令人惊叹的市场化发展战略以来一直面临着巨大挑战。这又是一个这样的挑战。
- 问题在一定程度上可能是因采用短期、需求驱动的增长目标造成的。这往往导致过度投资、信贷过度增长以及房地产和股票市场的泡沫。应转而采用更灵活、较长期、在更大程度上由供给侧驱动的增长目标。
- 监管方面，中国当局对其所做工作的阐述令人印象深刻，毫无疑问，他们将重心放在进一步加强中国的银行业和金融体系。
- 一个特别复杂的问题是将风险意识引入体系。对政府显性或隐性担保的普遍预期导致了过度的杠杆和风险承担行为。设计渐进的应对政策很重要。例如，取消体系某个领域的隐性担保可能令人担心所有担保都有风险，因此可能导致信贷急剧收缩。
- 有效的策略可能包括，以保守的增长和压力情景为基础，对流量（损失）和存量（资产负债表）开展全球评估。

减少外汇干预 改善金融监管

马骏⁴¹

今天讨论内容的要点总结如下：

汇率

- 2016 年初，中国人民银行引入了以公式为基础的汇率中间价定价机制，在提高透明度和规则性方面取得了重大进展，大幅度降低了人民币一次性贬值的市场预期。
- 今天会议的与会者一致认为，中国应减少外汇干预，避免采取额外的资本流动管制措施，实现更大的汇率灵活性。劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）明确表示，篮子制度应被视为中国向灵活汇率制度过渡的中间步骤，而非最终目标。
- 在影响汇率预期方面，外汇干预往往是无效的，甚至还会加剧汇率预期。国际清算银行和马骏使用巴西、中国、韩国、马来西亚和秘鲁的数据开展的实证研究显示，外汇干预很可能使汇率预期恶化（例如，央行出售外汇加重了汇率贬值的预期）。
- 资本管制的有效程度往往低于人们的预期。即便资本管制有效限制了当期的外汇流出，但也可能会增加人民币的流出（到在境外换汇），也会大幅减少未来的外汇流入。
- 过去两年，社会和市场对人民币/美元汇率双向波动的接受程度大幅提升。充分理解市场对汇率波动的接受程度的提高，将有助于说服政策制定者避免过多使用外汇干预和不必要的资本管制。

⁴¹ 马骏为中国人民银行研究局首席经济学家。

- 人民银行还有很大空间来提高货币政策和汇率政策的透明度。例如，市场对央行为何需要如此多的不同政策利率感到困惑，也不清楚是谁在设定这些利率。
- 保护和发展外汇对冲市场、降低对冲成本也十分重要。外汇对冲的增加，将成为市场进一步接受人民币汇率双向波动的重要基础。

宏观审慎框架及政策

- 中国应淡化 GDP 增长目标，以缓解经济增长与金融稳定之间的冲突。在过去，由于过度关注了 GDP 增速，因而产生了持续货币刺激的政治压力，造成宏观杠杆率快速上升。
- 监管机构应避免向汇市和股市等金融市场参与者发出对价格水平隐性担保的信号。这种隐性担保可能会鼓励投机，导致市场泡沫和出现过度的波动性。
- 应加快改革，允许亏损国企退出市场，减少对低效企业的贷款。
- 在更多城市推行房产税，以取代土地收入成为财政收入的一种主要来源，减少地方政府推动地价和房价上涨、抬高房地产业杠杆率的冲动。
- 投入更多监管资源，全面覆盖影子银行活动。
- 大幅增加金融监管机构（包括人民银行、银监会、证监会和保监会）总部的人员配置，提高人员薪酬，引进“旋转门”机制（鼓励有市场经验的专业人士加入一行三会），确保具备应对金融稳定问题所需的技能和金融市场知识。
- 扩展金融风险的压力测试，从针对单个机构的静态分析，扩大到包含传染效应和评估整个金融体系“冲击”影响的“动态分析”。
- 制定应急预案，应对市场突然崩盘的各种情景，确保破产金融机构得到有序处置。

- 加强审慎政策的沟通和各监管当局间的政策协调。明确阐述政策意图及审慎管理市场预期。使用前瞻性指引来影响市场参与者行为，避免政策突然出台使市场“受惊”。
- 改进监管机构协调，在部委层面和工作层面设立各种跨部门工作组。
- 研究、防范金融创新和资本账户开放带来的新型风险（例如金融机构过度使用批发融资和外币负债所带来的风险）。

抑制中国的系统性金融风险

黄益平⁴²

2016 年下半年以来，中国领导人多次强调了控制系统性金融风险的重要性。

例如，李克强总理 3 月初在政府工作报告中强调，要稳妥推进金融监管体制改革，有序化解处置突出风险点，整顿规范金融秩序，筑牢金融风险“防火墙”。

那么，究竟是什么原因让政策制定者担心系统性金融风险呢？

大约在三年前，金融风险开始侵扰金融体系的不同部门：首先是股市和理财产品市场，之后是楼市和汇市。2015 年股市波动加剧就是这一问题的体现。例如，上证指数从 2015 年 1 月 5 日的 3258 点上涨至 6 月 15 日的 5174 点，但在当年 9 月 30 日又暴跌至 3052 点。当然，股市总是有涨有跌，但股市投资者开始利用信托和银行部门加杠杆，这就令股市的这次暴跌尤其令人担忧。

2009 年以来，房地产市场已经经历了三个周期，三次房价上涨的顶峰分别为 2011 年 7 月、2013 年 12 月和 2016 年 9 月。每一次，价格跳涨都变得更加急剧、更为广泛。这带来了一个问题，即楼市的潜在调整已经成为了严重的金融风险，对银行业来说尤其如此。

在金融市场的最近一次波动中，出现了货币贬值和资本外逃的重大压力。2015 年 8 月 11 日央行对每日汇率中间价的定价制度改革，导致金融市场出现了人民币汇率走弱的强烈预期。尽管央行采取了多种措施来稳定人民币汇率（包括收紧资本账户管制及动用外汇储备入市干预），可人民币在过去两年中还是贬值了。

⁴² 黄益平是北京大学国家发展研究院教授。

以上这些事件引发了担忧，认为中国已经出现了系统性金融风险。先前的研究表明，金融风险具有高度的传染性。例如，如果一国爆发了银行危机，那么该国爆发货币危机的可能性也会增加，反之亦然。

过去几年中，到底是什么变化导致了系统性金融风险的增加？

中国是唯一一个避开了严重金融危机的主要新兴市场经济体，其原因至少有二：

原因之一在于持续不断的经济增长。在经济改革的头三十年，中国经济年平均增长 10%。这使中国有能力解决许多经济问题，包括降低了金融风险。

原因之二在于隐性和显性的政府担保。地方政府、国有企业、金融机构的借款都得到了中央政府的担保。因此很长时间以来，中国都没有出现金融产品违约或金融机构破产。在亚洲金融危机期间，中国银行的不良贷款平均达到贷款总量的 30%至 40%，但即便是这样，中国也没有爆发银行挤兑。

但这两个因素正在变化。中国的经济增速从 2010 年的 10.6% 下降到了 2016 年的 6.7%，导致企业资产负债表恶化，不良资产增加。

中国的宏观经济环境也发生了变化，演变成了国际清算银行所描述的“三元风险”状况，即杠杆上升、生产率下降以及政策灵活性降低。“三元风险”本质上意味着金融风险已大大增加，而政府应对这些风险的能力也已大幅下降。

金融系统中的流动性充沛，这使问题更为严峻。例如，广义货币供应量 M2 在 2016 年底已达到 GDP 的 208%。相比之下，美国的这一比例只有 80%左右。巨大的货币供应量当然与中国金融中介由银行业主导有关。

更重要的是，货币供应似乎存在一个内在的加速机制。当经济运行良好时，需要加快货币供应，以支持经济活动的扩张。当经济状况不佳时，也需要加快货币供应，以稳定经济和市场。其中后者与政府的担保有关。

直到最近以前，较高的 M2 增速还不一定是个问题。过去，M2 增速始终比狭义货币（M1）供应量增速要快。但在 2015 年中期，M1 增速突然大幅加快，明显超过 M2 增速。这主要是因为银行存款的期限缩短。换句话说，存款人不再满意存款的低利率，他们希望将储蓄投资到其他地方。

可用于投资的资金规模庞大，而投资机会又十分有限，这二者结合在一起，成为了近年来金融风险轮动的原因。资金流向哪里，哪里的市场就会繁荣，泡沫也会很快出现。股市、楼市、汇市的起伏基本反映了同一个故事：投资者在拼命寻找投资机会。而这一点不会轻易改变。

当局应采取什么措施来抑制系统性金融风险？

应对系统性金融风险是一项非常棘手的政策任务。不过当局至少应该在以下三方面开展工作：

首先，央行应保持相对从紧的货币政策立场，以逐步稳定乃至降低总杠杆。这可通过更有效地利用货币供给（金融资源）来实现。这也可通过增加直接融资（股市和债市）在金融中介中的比重来实现。

第二，政府需要重组监管框架。宏观审慎政策是避免系统性金融危机的第一步。央行与银证保三会之间，亟待开展协调合作，消除监管体系中的缺口（潜在的风险来源）。监管机构应更加关注维护金融秩序而非培育金融业发展。

最后，政府需要坚决消除不必要的担保。无论如何，政府都不再有能力提供隐性担保。特别是**僵尸企业**和银行应该退出市场，以降低系统的风险。

闭幕发言

闭幕发言

任志清⁴³

尊敬的各位来宾、同事和朋友：

最后，请允许我对所有发言者和与会者的参与及杰出贡献表示感谢。这是繁忙而富有成效的一天，我们分享各自的经验和见解，以期找到切实的政策解决办法。实实在在丰富而又坦诚的讨论让中国的政策制定者和执行者与外部专家和监管者坐到了一起。

我不想再重复马骏、黄益平、阿米尼奥·弗拉加或罗德里戈·贝尔加拉先生呈现的精彩总结和重要结论。

但是我想强调几点广泛共识：

- **汇率。**方向是清楚的。中国需要采用更加灵活的汇率，这一转变宜早不宜迟。
- **资本账户自由化。**这一点应当谨慎对待，目前尚不具备大力推进开放的前提条件。不过，融合中国资本市场的长期目标仍然是明确的。
- **宏观审慎框架。**为确保成功需要解决三个关键问题：
 - 在规范、监督和架构方面，需要有明确的授权任务、察觉风险的能力、采取行动的权力，以及协调配合和信息共享。
 - 只要存在财政/准财政主导，就会有信贷增长压力。为解决这一问题，重要的是要摆脱硬性定量增长目标，正是这种目标推动了地方政府投资和房地产支出偏向。
 - 最为重要的是消除广泛存在的隐性政府担保，这种担保导致道德风险并助推信贷快速增长。

⁴³ 任志清现任基金组织亚太部副主任。

- **透明度和沟通。**根据中国的发展水平和全球经验，透明度和更好的沟通非常重要。这关系到其政策以及改革目标、框架、发展和行动。应当更加经常性地、在日常的一举一动中实践透明和沟通。

最后，我想感谢陈雨露副行长为会议致开幕词，当然也要感谢中国人民银行的各位同事组织这次会议。还要感谢代表处工作人员为确保此次活动顺利举行而付出的努力，谢谢各位发言者、讨论者和与会者的参与。有些人是远道而来的。

为了能够保存今天极其丰富的讨论内容，我建议将各位的演讲和发言汇编成册（电子书），并在几周内公布在会议网站上（中英双语）。

这次是中国人民银行-国际货币基金组织第五次联合会议，我期待在明年的活动上继续我们的合作。

发言人简介



易纲，中国人民银行副行长。

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 月兼任国家外汇管理局局长。2015 年 12 月任中国人民银行副行长。

他的研究领域包括货币、银行和中国经济。



陈雨露，男，1966 年 11 月生于河北省，汉族，中共党员。现任中国人民银行党委委员、副行长，教授。兼第十二届全国人大代表，第七届国务院学位委员会委员。中国金融学会副会长。荣获首届教育部全国高校青年教师奖、全国优秀博士学位论文指导教师奖；人事部“新世纪百千万人才工程”国家级人选。

主要研究领域为开放经济下的宏观金融理论与政策，代表著作包括：《大金融论纲》、《现代金融体系下的中国金融业混业经营：路径、风险与监管体系》、《世界是部金融史》等。



李波，中国人民银行货币政策司司长

李波先生于 2004 年加入中国人民银行条法司，先后任副司长和司长。2009 年任货币政策二司司长，2015 年任货币政策司司长。在加入中国人民银行之前，任纽约达维律师事务所专职律师。本科就读于中国人民大学国际经济系，后赴美国留学，先后获得斯坦福大学经济学博士和哈佛大学职业法律博士学位，并拥有中国和美国纽约州执业律师资格。



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。



黄晓龙，经济学博士，副研究员，毕业于北京大学经济学院西方经济学专业。主要研究领域为宏观经济、金融稳定、存款保险。



郭凯，现任中国人民银行国际司副司长。他的主要负责牵头与美国、英国、G20 以及国际货币基金组织的相关工作。郭凯先生在哈佛大学取得了经济学博士学位。在加入中国人民银行前，他在国际货币基金组织担任经济学家。他的主要研究领域包括中国经济和国际金融。



马骏现任中国人民银行研究局首席经济学家。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。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、货币和金融政策、环境经济等。发表了数百篇文章和十一本著作。



李文红，中国银监会业务创新监管协作部主任，研究员。中国人民银行研究生部经济学博士、金融学硕士，澳大利亚国立大学经济学硕士，中国人民大学工学学士。曾到巴塞尔银行监管委员会金融稳定学院借调工作、在中国银行风险管理部挂职副总经理。现为巴塞尔银行监管委员会流动性工作组联席主席、宏观审慎监管工作组成员，曾为巴塞尔委员会逆周期资本工作组和有效银行业监管核心原则修订工作组成员及

金融稳定理事会澳大利亚国别评估小组成员。曾担任中国银监会银行业改革办公室、金融稳定与核心原则评估工作组、国际新监管标准规划实施工作组、新资本协议项目研究和规划项目组等工作组项目负责人，参与《银行业监督管理法》制定和《商业银行法》修订，牵头制定流动性风险管理、杠杆率监管、市场风险管理、资产证券化业务和外资银行监管等多项监管法规指引，主持宏观审慎监管、系统重要性机构监管、逆周期政策等多项重大课题研究和制度建设工作，发表专著-《宏观审慎监管框架下的逆周期政策研究》，并在核心刊物发表多篇学术论文。



冉华，男，经济学博士。1997年进入中国证监会，先后任期货监管部副处长、处长，原期货监管一部副主任，中国期货市场监控中心副总经理、总经理，具有多年期货市场监管工作经验。现任中国证监会期货监管部主任。



罗胜，中国保监会发展改革部副主任，管理学博士。

曾任发展改革部公司治理监管处处长、法规部副主任、中国保信公司常务副总裁。



缪延亮于 2013 年应邀回国服务,担任国家外汇管理局局长高级顾问并为中央外汇业务中心研究主管,负责中国外汇储备经营管理相关的全球宏观和策略研究工作。此前,他在国际货币基金组织(IMF)任经济学家五年多,先后在新兴市场和债务政策等部门工作,参与对欧洲债务危机的救助。加入 IMF 前,他在以色列中央银行任访问学者暨行长特别助理,研究货币政策和中央银行制度设计。缪博士是中国金融四十人论坛(CF40)特邀成员、达沃斯世界经济论坛“全球青年领袖(YGL)”和中国侨联金融专业委员会特聘专家。他获得复旦大学产业经济学硕士学位,普林斯顿大学公共管理硕士(MPA)、经济学和公共政策硕士和博士学位。



黄益平，北京大学国家发展研究院金光经济学讲席教授、副院长和北京大学数字金融研究中心主任。目前还担任中国人民银行货币政策委员会委员、国务院参事室金融研究中心研究员，同时兼任澳大利亚国立大学 Crawford 公共政策学院 Rio Tinto 中国经济讲席教授，中国金融 40 人论坛成员（现任学术委员会主席），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，巴克莱董事总经理/亚洲新兴市场经济首席经济学家，以及中国人寿股份有限公司、五

矿信托有限公司和阿里巴巴主导的网商银行的独立董事。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。



Miquel Dijkman 现担任世界银行金融与市场全球发展实践局的高级金融专家。加入世界银行以来，他的工作计划涵盖范围广泛的专题和不同国家。他曾经十二次参与金融部门评估规划（FSAP），负责评估“巴塞尔有效银行监管核心原则”下的危机防范，并以世界银行代表团负责人的身份参与了伯利兹和尼泊尔金融部门评估规划。他还曾执行和领导过多次技术援助代表团工作，广泛涉及不同国家，涵盖各类专题，包括银行监管、危机防范和危机管理、跨境监督以及系统性风险分析。

在加入世界银行之前，他在荷兰中央银行从事过若干业务领域的工作，包括货币和经济政策、金融稳定和金融集团监管。他还曾以国家中央银行专家的身份在欧洲中央银行工作了六个月。Dijkman 先生拥有拉德堡德大学国际经济学和发展研究专业研究生学位。



冯思果，董事总经理，大中华区外汇，利率及信用产品交易部，渣打银行香港金融市场部

冯思果先生为现任渣打银行（香港）有限公司大中华区外汇，利率及信用产品交易部董事总经理。于 2009 年加入渣打香港。

冯思果先生于 2007 年至 2009 年间曾于摩根士丹尼香港分公司出任中国定息收入交易部主管。于 2002 年至 2007 年间，他曾于德意志银行香港以及上海分公司出任中国息口交易部主管。

冯思果先生于 2002 年调回亚洲，在此之前，他曾在瑞信伦敦和纽约分公司出任利率衍生产品交易员以及研究策略师。他於 1995 年投身金融业，于所罗门兄弟纽约分公司出任定息研究分析员。



阿米尼奥·弗拉加 (Arminio Fraga) 加韦亚投资基金的创始合伙人

阿米尼奥·弗拉加是加韦亚投资基金（一家投资管理公司）的创始合伙人。该基金创立于 2003 年 8 月，总部设在巴西里约热内卢。2009 年 4 月至 2013 年 4 月，弗拉加先生任 BM&F Bovespa（巴西证券、大宗商品及衍生品的交易所）的主席。1999 年 3 月至 2002 年 12 月，他任巴西中央银行行长。从 1993 年到他被任命为央行行长之前，他担任纽约的索罗斯基金管理公司的常务董事。1991 年至 1992 年，他负责巴西中央银行的国际事务。在早期职业生涯中，他曾在所罗门兄弟公司和 Garantia 投资银行任职。弗拉加先生曾任教于里约热内卢天主教大学、Getulio Vargas Foundation 的经济学研究生院，哥伦比亚大学国际事务学院和沃顿商学院。他是“三十人小组”和外交关系理事会的成员，并任职多个非政府组织董事会。弗拉加先生发表了大量文章，涉及国际金融、宏观经济和货币政策等领域。弗拉加先生于 1985 年获得普林斯顿大学经济学博士学位，1981 年，获得里约热内卢天主教大学的经济学士学位/硕士学位。



约瑟夫·加侬 (Joseph E. Gagnon) 自 2009 年 9 月起任彼得森国际经济研究所 (PIIE) 高级研究员。加入 PIIE 之前，他曾在美国联邦储备委员会货币事务部 (2008-2009 年) 担任访问副主任。此前，他在美国联邦储备委员会担任国际金融部副主任 (1999-2008 年) 和高级经济学家 (1987-1990 年和 1991-1997 年)。他还曾在美国财政部工作 (1994-1995 年和 1997-1999 年)，在加州大学伯克利分校哈斯商学院任教 (1990-1991 年)。他的著作包括《稳定世界经济中的弹性汇率》和《未来 25 年全球政府债务展望：对经济与公共政策的影响》(2011 年)。他在《国际经济学杂志》、《货币经济学杂志》、《国际经济评论》和《国际货币与金融杂志》等刊物上发表了多篇文章，并为多部编辑文刊撰稿。他于 1981 年获得哈佛大学学士学位，1987 年获得斯坦福大学经济学博士学位。



阿尔弗雷德·卡默 (Alfred Kammer)，国际货币基金组织战略、政策和检查部副主任，负责战略与监督相关工作。此前，他曾任中东和中亚部副主任，负责区域经济发展和金融部门事务；任技术援助办公室主任，就技术援助运作向管理层提供建议，负责为能力建设筹集资金并开展全球合作；任副总裁顾问，就一系列国家、政策、战略问题提供建议。上世纪 90 年代末，卡默先生曾任基金组织驻俄罗斯代表，并任俄罗斯央行第一副主席顾问。1992 年加入基金组织以来，卡默先生的工作还涉及欧洲、中亚、非洲的多个国家和一系列政策和战略事务。他在纽约州立大学奥尔巴尼分校获得经济学学士学位，在德国基尔世界经济研究院、洛杉矶的南加利福尼亚大学获得硕士学位。



唐纳德·科恩 (Donald Kohn) 是布鲁金斯学会经济研究部的罗伯特·S. 克尔高级研究员。科恩是货币政策、金融监管和宏观经济学方面的专家，曾任美联储副主席，现为英格兰银行金融政策委员会委员。

他在 2008 年至 2009 年金融危机期间为美联储主席本·伯南克提供建议，并曾作为美联储前任主席阿兰·格林斯潘的重要顾问。

科恩具有 40 年美国联邦储备系统的工作经验。在 2002 年成为美国联邦储备委员会委员之前，他曾任货币政策委员会顾问（2001 年至 2002 年）、联邦公开市场委员会秘书（1987 年至 2002 年）、货币事务部主任（1987 年至 2001 年）以及货币和金融政策问题副主任（1983 年至 1987 年）。他还曾担任全球金融体系委员会（CGFS）主席，该委员会是中央银行的一个专家组，负责监测和审查与金融市场和体系有关的广泛问题。

自 2011 年起，他成为了英格兰银行金融政策委员会的外部委员。金融政策委员会的职责是识别英国金融体系面临的风险，并采取措施保护这一系统以及增强这一系统的应变力。

科恩的著述广泛涉及与货币政策和美联储执行货币政策有关的问题，以及与金融稳定和宏观审慎政策有关的问题。



Tommaso Mancini-Griffoli 是基金组织货币与资本市场部的一位副处长，负责货币政策方面的工作。他针对非常规货币政策、货币政策溢出效应、汇率制度和货币政策框架演变的相关问题向国家当局提供建议，并广泛发表了著作。在加入基金组织之前，Mancini-Griffoli 先生是瑞士国家银行研究和货币政策处的高级经济学家，负责向理事会提供关于季度货币政策决定的建议。Mancini-Griffoli 先生早些年在私人部门工作，曾经就职于高盛投资公司、波士顿咨询公司以及硅谷的技术创业公司。Mancini-Griffoli 先生拥有日内瓦国际研究所的博士学位。



Erlend W. Nier 是基金组织货币与资本市场部货币与宏观审慎政策处副处长。在任职期间，Erlend Nier 负责宏观审慎政策和金融稳定、货币政策与外汇框架以及跨境资本流动管理领域出现的相关政策问题。

Erlend 一直以来领导着基金组织宏观审慎政策领域的政策制定工作，他同时也是基金组织关于这一专题的若干政策文件的主要作者，这些文件包括：基金组织的宏观审慎政策的主要方面、随后的工作人员指导说明以及最近的“基金组织-金融稳定理事会-国际清算银行有效宏观审慎政策要素”。他开展的国家工作包括韩国和土耳其的金融部门评估规划、与欧元区和波兰的第四条磋商以及关于宏观审慎政策的技术援助代表团。

在 2008 年加入基金组织之前，Erlend 曾任英格兰银行金融稳定理事会的研究经理一职。Erlend Nier 拥有伦敦经济学院经济学博士学位。



任志清 (Markus Rodlauer) 现任国际货币基金组织（基金组织）亚洲及太平洋部（亚太部）副主任。除了其他领导职责之外，他指导基金组织中国组的工作，该工作组近年来承担了与中华人民共和国的第四条年度磋商工作。罗德劳尔博士之前在基金组织的职务包括：人力资源部副主任，西半球部副主任，担任亚洲、欧洲和南美洲一些国家代表团团长以及基金组织波兰和菲律宾代表处常驻代表。在加

入基金组织之前，罗德劳尔博士曾在奥地利外交部工作。在学术背景方面，他曾获得法律、经济和国际关系等多个学位。



Daranee Saeju 现任泰国银行金融机构战略部资深主任，负责监督金融稳定评估和宏观审慎政策制定工作，指导实施“央行的金融部门总体规划”，该计划包括金融发展路线图和金融自由化计划以及东盟银行业一体化。作为一名中央银行家，Saeju 女士有着 17 年的丰富工作经验，不论是作为政策方面的经济学家还是作为执行领域的实践者。她在货币政策实施、外汇干预政策、资本账户政策和汇兑

管理监管、市场发展、中央银行行为以及资产负债表问题领域有着广泛的经验。她最近还在监管政策部工作，主要职责包括制定针对银行的审慎政策和监管，涉及信贷、流动性、市场、经营、风险以及巴塞尔协议 III 资本监管规定的实施和其他监管改革。她代表泰国银行参加巴塞尔委员会几个工作组的工作。2009-2011 年，她被借调到基金组织的货币和资本市场部，作为货币和外汇业务和市场发展领域的专家参与技术援助和第四条磋商代表团的工作。

Saeju 女士拥有美国罗切斯特大学的经济学博士学位，以及英国伦敦政治经济学院的经济学士学位。



拉特纳·萨哈耶 (Ratna Sahay) 现任国际货币基金组织（基金组织）货币与资本市场部副主任。她于 1989 年加入基金组织，之后曾在八个部门工作。在基金组织工作期间，她带领代表团访问若干新兴市场和低收入国家，进行监督和规划工作。她牵头撰写了一些分析性项目和政策文章，并在各种论坛代表基金组织。她曾担任斯坦利·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。

在加入基金组织之前，她曾在德里大学、哥伦比亚大学和纽约大学执教，拥有纽约大学经济学博士学位。

她曾发表大量文章，内容涉及金融市场溢出效应、金融危机、通货膨胀、经济增长、财政政策、债务可持续性、转轨经济体、非常规货币政策和全球溢出效应、金融深化和普惠金融等。



席睿德 (Alfred Schipke) 现任国际货币基金组织驻华首席代表。在此职位上, 他负责提供政策建议, 领导代表处的分析工作, 与学术界、智库和媒体交流, 并协调基金组织在中国的培训和技术援助。此前, 他曾任基金组织亚太部第三处处长, 主要负责协调东南亚高增长的低收入国家 (前沿经济体) 的工作并领导越南工作组。他还曾任基金组织西半球部拉丁加勒比处及东加勒比货币联盟处处长。此外, 他还在哈佛大学肯尼迪学院教授国际贸易与金融, 并编撰了大量书籍和论文。他主要致力于研究经济一体化以及宏观经济和金融的关系。



马克·索贝尔 (Mark Sobel) 现任基金组织美国代表, 负责协助提出和阐明美国对重大的全球和国家经济发展、基金组织规划国家以及基金组织一般经济和金融政策的看法。自 2000 年起, 他担任美国财政部负责国际货币和金融政策事务的助理部长。在任职期间, 索贝尔先生领导财政部工作人员就一系列问题为财政部高级官员提供咨询, 这些问题包括: 协调美国财政部参与七国集团/20 国集团会议, 包括作为美国代表及谈判代表参与国际会议; 监督美国在基金组织对金融和体制政策的立场; 除了监督财政部《外汇报告》的撰写工作以外, 对全球经济和美国国际收支发展情况作出分析; 管理外汇稳定基金; 制定外汇政策; 以及拟订国际银行和证券市场政策。在后一方面, 他监督了美国与欧洲联盟委员会和欧洲监管局在“金融市场和监管对话” (这一对话是他与欧盟官员共同建立的) 框架内开展的技术层面的讨论, 并领导了财政部关于成立金融稳定委员会的筹备工作。他还主持了国际主权债专家圆桌会议, 这一会议最终创设了主权债中强化的集体行动条款。在 2001 年至 2009 年的过渡时期, 包括在 20 国集团 2009 年 4 月的伦敦经济峰会期间, 他担任了国际事务代理负责人。

索贝尔先生在美国财政部任职超过三十年。在 2000 年成为助理部长之前, 他曾供职于基金组织美国办公室, 并曾担任美国财政部国际货币政策和转型经济办公室的主任。



迈克尔·斯潘塞（Michael Spencer）现任德意志银行经济学研究部全球负责人，亚太地区研究部主管兼首席经济学家。他负责管理该银行在全球所有的经济学家、监督亚太地区银行的股票、固定收益、信贷、外汇和经济学研究。

迈克尔是全球研究执行委员会和全球市场亚太区执行委员会的成员。

在 1997 年加入德意志银行之前，迈克尔任基金组织研究部高级经济学家，该研究部引导基金组织监督所有成员国资本市场和金融体系的稳健性。

迈克尔拥有加拿大皇后大学的博士学位和荣誉学士学位，以及多伦多大学硕士学位，并在学术和政策领域发表了许多关于金融经济学的文章。



劳伦斯·H·萨默斯（Lawrence H. Summers）是哈佛大学查尔斯·W. 艾略特大学教授暨荣誉校长。过去二十年间，他曾在华盛顿特区担任多个高级政策职务，包括克林顿总统任期内第 71 任美国财政部长、奥巴马总统任期内美国国家经济委员会主任，以及世界银行主管发展经济学的副行长兼首席经济学家。

他于 1975 年获得了麻省理工学院理学学士学位，并于 1982 年获得了哈佛大学博士学位。1983 年，他成为哈佛大学近代史上最年轻的终身教授之一。1987 年，萨默斯先生成为史上第一个获得美国国家科学基金会（NSF）年度艾伦·T. 沃特曼奖的社会科学家；1993 年，他荣获约翰·贝茨·克拉克奖章（两年一度颁发，旨在表彰美国 40 岁以下的杰出经济学家）。

他目前担任哈佛大学查尔斯·W. 艾略特大学教授，以及哈佛大学肯尼迪学院穆萨瓦-拉赫玛尼商业与政府中心 Weil 主任。他与妻子 Elisa New（哈佛大学英语教授）以及六个子女现居住在布鲁克莱恩。



艾伦·M·泰勒 (Alan M. Taylor) 是加利福尼亚大学戴维斯分校的经济与金融学教授。

他曾在剑桥大学国王学院修读数学，并获得了哈佛大学经济学博士学位。他的研究跨越若干领域，包括国际经济、金融、增长、发展和经济史。

他是马萨诸塞州剑桥市国家经济研究局的一名助理研究员，也是伦敦经济政策研究中心的一名研究员。2004 年，他获得了约翰·西蒙·古根海姆纪念基金奖。2009 年至 2010 年，他被任命为英格兰银行的霍布伦-诺曼/乔治研究员。

他发表了大量经济学刊物文章、政策和评论文章、论文集和下列书作：由剑桥大学出版社出版的《全球资本市场：一体化、危机和增长》（与 Maurice Obstfeld 合著），以及由芝加哥大学出版社出版的《紧紧锚定：阿根廷货币局以及寻求宏观经济稳定，1880 年至 1935 年》（与 Gerardo della Paolera 合著）。

他一直是国际货币基金组织、世界银行、美洲开发银行、欧洲中央银行、国际清算银行、诸多联邦储备银行，以及英国、法国、荷兰、意大利、奥地利、韩国、克罗地亚和阿根廷中央银行等众多公共部门组织的访问者/顾问/演讲人。在私营部门，他担任摩根士丹利的高级顾问，并出任多家资产管理公司的访问者/顾问/演讲人。



罗德里戈·贝尔加拉 (Rodrigo Vergara) 现任智利公共研究中心的高级研究经济学家。2011 年至 2016 年，他任智利中央银行行长，2009 年 12 月被任命担任智利中央银行董事会成员。贝尔加拉先生于 1985 年毕业于智利大学经济学系。1991 年获得哈佛大学的经济学博士学位。

1985 年至 1995 年，他在智利中央银行工作，1992 年升任首席经济学家。1995 年，他加入公共研究中心（智利的一个独立智库），任宏观经济部的协调人。从 2013 年到被任命为中央银行董事会成员之前，贝尔加拉先生任 Católica 大学经济学系教授。他还是几家公司的经济顾问和董事会成员。

贝尔加拉先生曾任拉丁美洲、东欧、亚洲和非洲几个国家中央银行和政府的经济顾问，并曾任世界银行、国际货币基金组织、泛美开发银行和联合国的外部顾问。他在专业期刊上发表许多文章，并编辑了几本书。



亚历杭德罗·维尔纳 (Alejandro Werner) 于 2013 年 1 月出任基金组织西半球部主任。维尔纳先生是墨西哥公民，在公共和私人部门以及学术界都有杰出的职业生涯，并发表过许多著作。2006 年至 2010 年，他担任墨西哥财政和公共信贷部副部长，2011 年至 2012 年，任 BBVA-Bancomer 公司和投资银行部负责人。之前，他任墨西哥银行经济研究部主任，还曾在墨西哥自治理工大学 (ITAM)、西班牙企业学院和耶鲁大学担任教授。2007 年，维尔纳先生当选世界经济论坛的全球青年领袖。1994 年，他获得麻省理工学院博士学位。

演示文本

Towards less FX intervention

减少外汇干预

MA Jun (马骏)
Chief Economist
Research Bureau
The People's Bank of China
April 2017

1

Content (提要)

1. Excessive FX intervention may worsen exchange rate expectations (对外汇干预过度可能导致汇率预期恶化)
2. Capital control is less effective than it appears (资本管制的效果可能比想象的差)
3. Growing “social acceptance” for exchange rate volatility allows reduction in FX intervention (社会对汇率波动的接受程度已经逐步提高, 为减少干预提供了空间)
4. Conclusion: boost inflows, reduce FX intervention, increase ER flexibility (结论: 扩流入、减少外汇干预、增加汇率弹性)

2

Intervention may not affect ER expectations in a desirable way (外汇干预的效果可能比预期的差)

1. Miyajima and Motoo (2013, BIS paper No 73):

$$d\log(s_{i,t}^f) = a_i + b * I_{i,t-1} + c * (r_{i,t} - r_{i,t}^*) + d * Z_{i,t} + v_{i,t}$$

If b is positive, and statistically significant, it indicates a positive impact on FX intervention (I) on exchange rate expectation (i.e., FX purchase improves expectation of appreciation).

3

Empirical results: Intervention may affect ER expectations in a wrong way (实证结果：干预可能使汇率预期恶化)

Fixed-effect panel model of impact of intervention on exchange rate forecasts¹

Table 1

| Period | June 2004–August 2012 | | | |
|---------------------------|-----------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 |
| Intervention | -0.027* (2.556) | -0.026 (2.320) | -0.029 (2.769) | -0.029* (2.763) |
| Interest rate diff (3m) | | -0.003 (0.170) | | 0.007 (0.434) |
| Yield curve (12m less 3m) | | 0.050 (1.877) | | -0.001 (0.022) |
| Change in EMBI spread | | | 0.013** (4.089) | 0.013** (4.015) |
| Adjusted R-squared | 0.017 | 0.013 | 0.122 | 0.118 |

¹ Dependent variable is monthly difference of the log of three-month exchange rate forecasts. *, ** and *** signify statistical significance at the 10%, 5% and 1% levels, respectively. t values in parentheses are based on standard errors using the Huber-White sandwich estimator (Huber (1967), White (1980)).

Sources: BIS staff calculations.

4

Our empirical model with China data delivers similar results (我们用中国数据的回归得出类似结论)

| 2010.01-2017.03 | | | | |
|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------|-------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 外汇干预 | -0.19** (-3.37) | -0.108** (-2.01) | -0.182*** (-3.22) | -0.10* (-1.80) |
| 利差 | | -0.16 (-1.82) | | -0.18 (-2.0) |
| US INDEX | | 0.38 (5.50) | | 0.36 (5.41) |
| 股票收益率 | | | -0.022 (-1.61) | -0.02 (-1.63) |
| Adj R-squared | 0.135 | 0.396 | 0.161 | 0.418 |

注：被解释变量为3月期NDF（无本金交割远期外汇交易）的月度变化；外汇干预为央行外汇占款变化；利差是指我国银行间1天回购加权利率与美国联邦基金隔夜利率之差。US INDEX为美元名义有效汇率指数变化。*，**，***分别代表变量在10%，5%和1%的置信水平下具有统计显著性。括号内为参数估计的t统计量。

Source: Ma Jun and Jia Yandong (2017)

5

Reason: intervention leads to erosion in FX reserves, which could worsen ER expectation (原因：干预导致储备下降，从而恶化预期)

This relationship may be non-linear: when reserve level gets closer to a psychological threshold, the change in reserves has a bigger impact on expectations. (储备变化与预期变化的关系可能是非线性的)

6

Capital control is less effective than it appears even in short term (资本管制的效果比感觉的差)

When capital control is imposed on currency conversion and cross-border FX flows, the cross-border RMB flows could increase as a way to by-pass the control.

Therefore, capital control would be less effective than it appears even in the short term. (控制了换汇和外汇流出, 可能导致更多的人民币流出到境外换汇)

7

Capital control tends to worsen ER expectation, thereby worsening BOP over longer term (对未来资本管制可能加强的预期会减少资本流入)

In my roadshow meetings on “Opening of the China Bond Market” with nearly 1800 global investors, in at least 50% of these meetings I was asked the question of whether China would impose stricter capital controls.

Investor calculation of expected return = [10%] probability of capital control * 100% loss in principal + 1% return after FX hedging = [-9%] return

Only if the perceived probability of capital control is less than 1%, would investors be willing to consider investing in China.

8

Capital control on outflows can undermine a country's credibility for a long time, and it is very difficult to reverse（对资本流出的管制可能导致对国家信誉的长期损害）

Unlike capital controls on inflow, which only restrict investor access to a market before they begin to invest, sudden capital controls on outflows are considered as a renege on previous promise, as funds are already in the country. Its damage to a country's reputation is much more serious than ex ante controls on inflows.

9

Growing social/market acceptance for FX volatility, paving the way for reduced intervention（社会对汇率双向波动接受度已明显提高，已为央行减少干预提供了空间）

Two years ago, a 0.5% move in CNY/USD rate makes headlines. It is not longer the case.

The annualized daily volatility of CNY/USD is now close to 5%, up significantly from only 2% about two years ago.

10

Suggestion #1: Devoting more resources to removing barriers to inflows (i.e. CIBM market) than to controlling outflows (建议1: 将外汇工作重点从限流出转向扩流入, 加快债券市场开放步伐)

Once China bonds are included in major global bond indices, there would be USD700bn passive inflows to China in the following five years. Need to speed up the reform to improve market access, including streamlining the CIBM account opening process, launching the bond connect program, permitting foreign investors to use ISDA and to access repo, etc.

11

Suggestion #2: At policy making level, better understanding the increased social/market acceptance for two-way ER volatility (建议2: 充分理解正在强化的社会/市场对汇率双向波动的接受度)

12

Suggestion #3: Reducing FX intervention by following the principle (建议3: 遵循“只抑制短期过度波动”的干预原则, 减少干预)

principle for intervention should be to smooth out excessive short term volatility, rather than resisting long term trends. I.e., avoiding “too much” intervention for “too long”.

13

Suggestion #4: More aggressively addressing macro/structural vulnerabilities, such as leverage, SOE, property bubbles, etc., as the on-going cyclical recovery provides a rare opportunity (建议4: 抓住目前经济周期性复苏的难得机遇, 着力解决包括杠杆率、僵尸企业、地产泡沫等宏观脆弱性问题。这些问题是导致长期汇率预期恶化的基本面因素)

14



国际货币基金组织
2017年4月，中国

汇率框架：拉丁美洲的 外汇干预

Alejandro Werner
西半球部主任



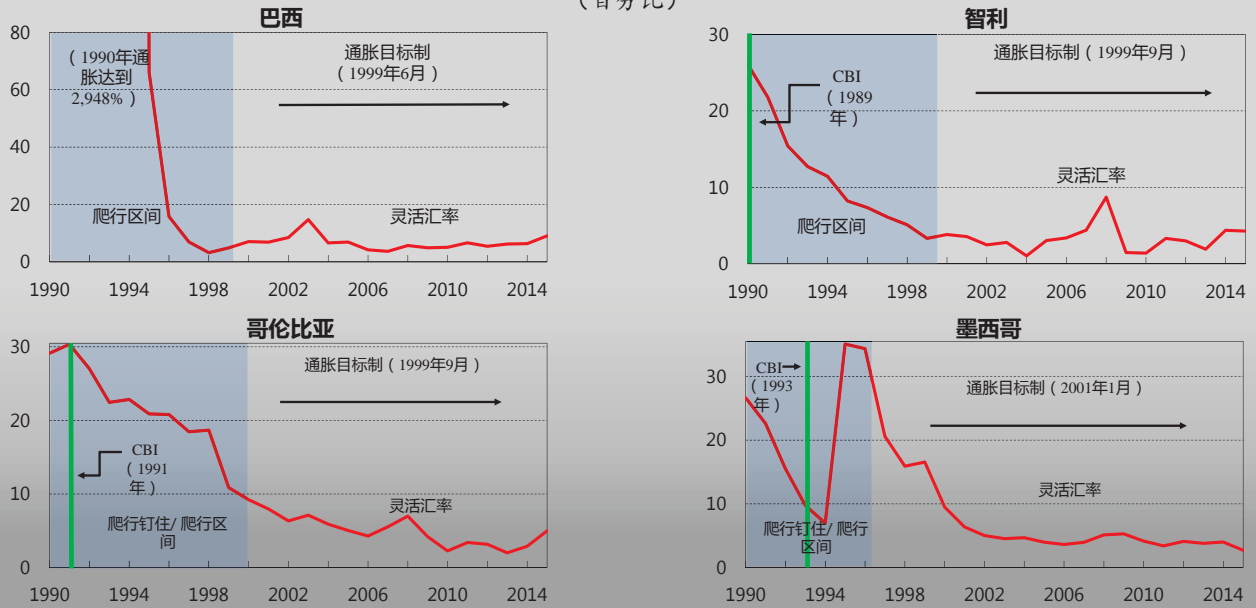
动机

- 20世纪90年代初，拉丁美洲开始在放开资本账户的背景下向汇率灵活性和通胀目标制过渡
- 由于央行信誉提高，这有助于降低通胀、稳定预期并减小汇率传导
- 资本流入帮助拉丁美洲国家积累了国际储备
- 由于资本账户放开，央行在必要时可对外汇市场进行干预

拉丁美洲的通胀目标制和汇率灵活性

通胀、央行独立性、汇率制度和通胀目标制

(百分比)

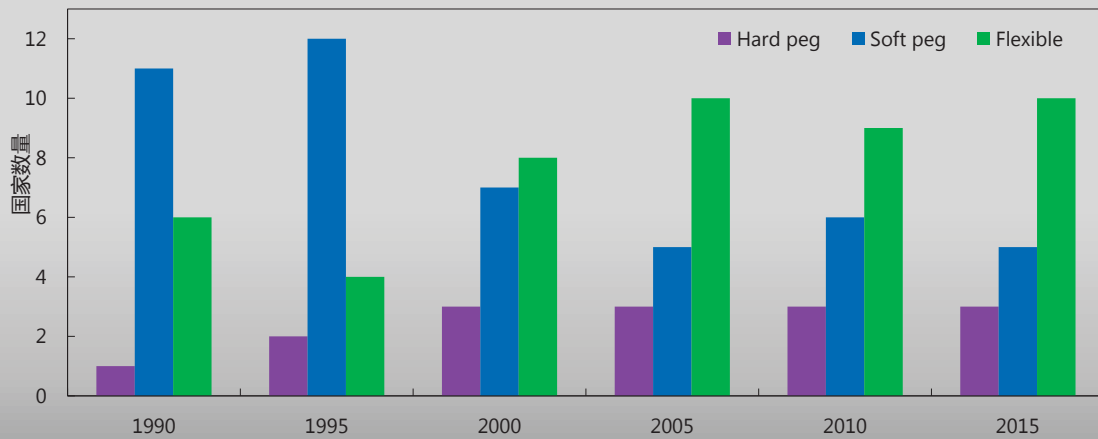


资料来源：基金组织，《外汇安排和外汇限制年度报告》；以及基金组织工作人员的计算。

3

拉丁美洲提高了汇率灵活性……

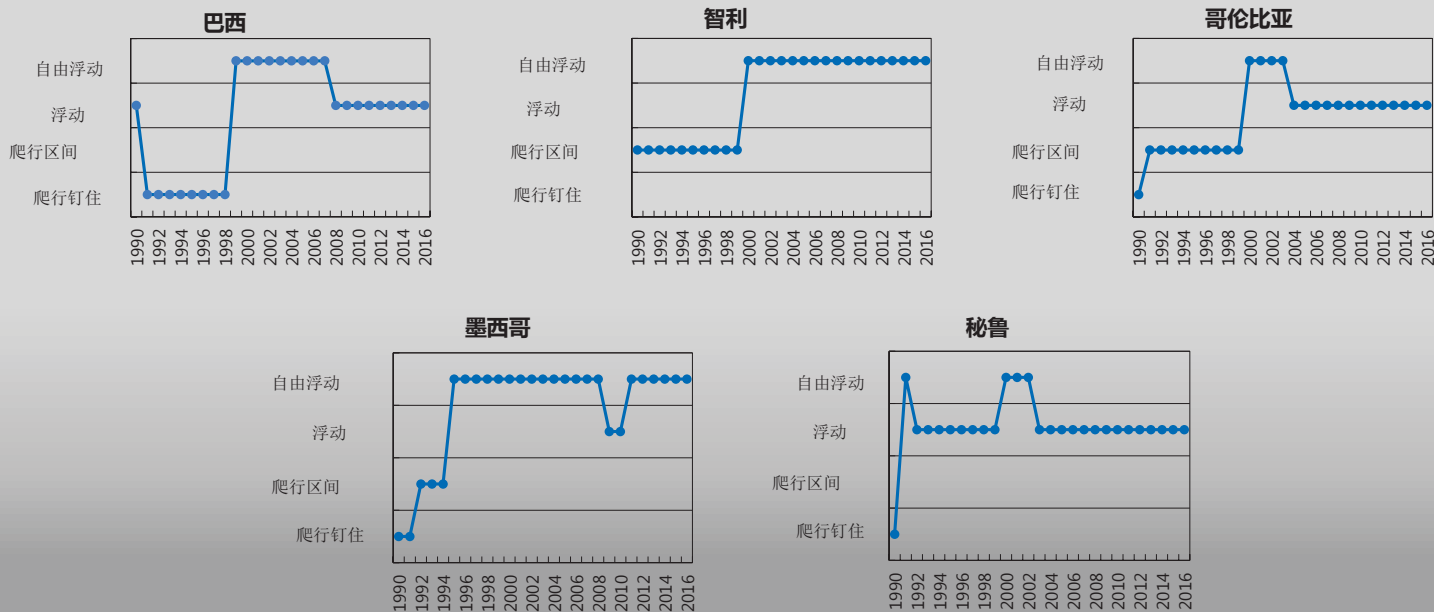
拉丁美洲的汇率制度 (按制度分类的国家数量)



资料来源：基金组织，《外汇安排和外汇限制年度报告》；以及基金组织工作人员的计算。

4

拉丁美洲提高了汇率灵活性……

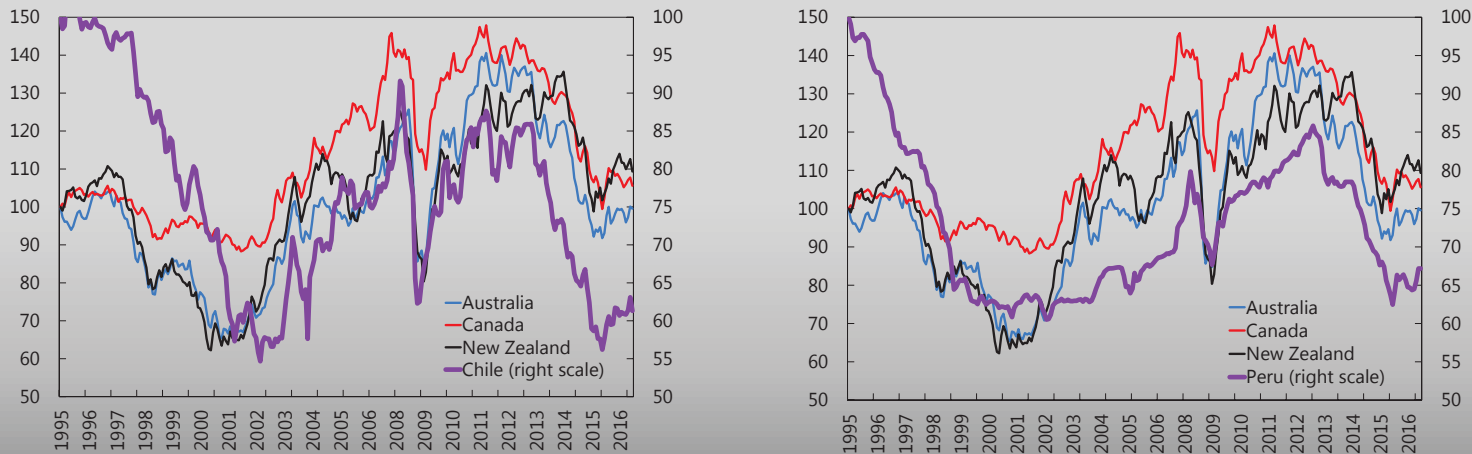


资料来源：基金组织，《外汇安排和外汇限制年度报告》；以及基金组织工作人员的计算。

……允许汇率浮动……

拉丁美洲的汇率

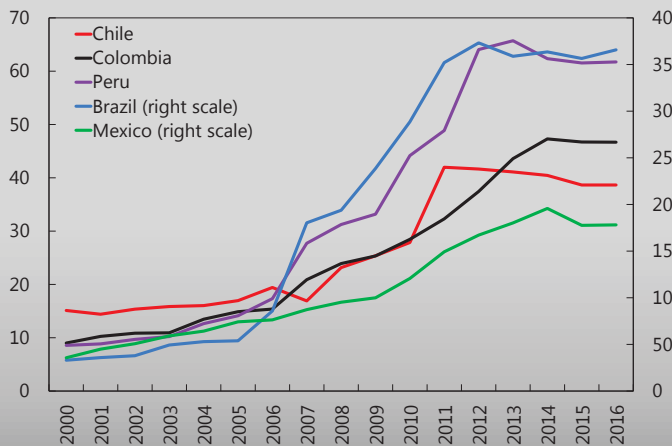
(每一本币兑换的美元数量，期内平均指数：1995年1月 = 100)



资料来源：基金组织，信息通告系统数据库；以及基金组织工作人员的计算。

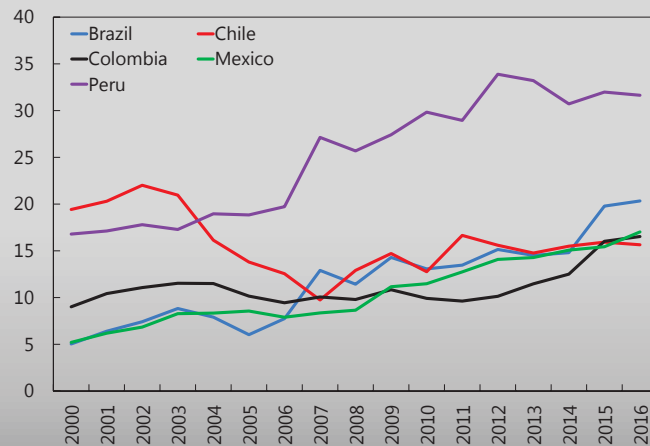
……同时积累了国际储备

储备资产总额
(十亿美元)



资料来源：基金组织，《世界经济展望》数据库；以及基金组织工作人员的计算。

储备资产总额
(占GDP的百分比)



资料来源：基金组织，《世界经济展望》数据库；以及基金组织工作人员的计算。

7

外汇干预：目标

- 让国际储备达到充足水平
- 避免过度升值（竞争力）和贬值（价格稳定）
- 最大程度减小汇率过度波动（金融稳定性和改善外汇市场运作）
- 最大程度减少突然的大幅贬值（金融稳定性；资产负债表效应和外汇错配；避免多重均衡/流动性紧缩）
- 向永久性冲击平稳过渡

8

拉丁美洲的外汇干预

- 在应对流入和储备积累时：
 - 基于规则的做法（哥伦比亚和墨西哥）
 - 临时性做法
- 在应对流出 / 贬值压力时，该地区大型经济体出售外汇往往采取事先公告的基于规则的做法
- 就发出信号而言，原则上说，事先公布干预做法更为可取
- 透明的规则可以减轻人们对以下的担忧：外汇干预可能对通胀目标/通胀目标首要地位的承诺发出混淆信号

外汇干预（出售）：一种分类法

外汇干预的分类维度

- 规则 vs. 酌情处理
- 即期 vs. 掉期 / 衍生产品
- 对冲 vs. 非对冲
- 透明 vs. 秘密

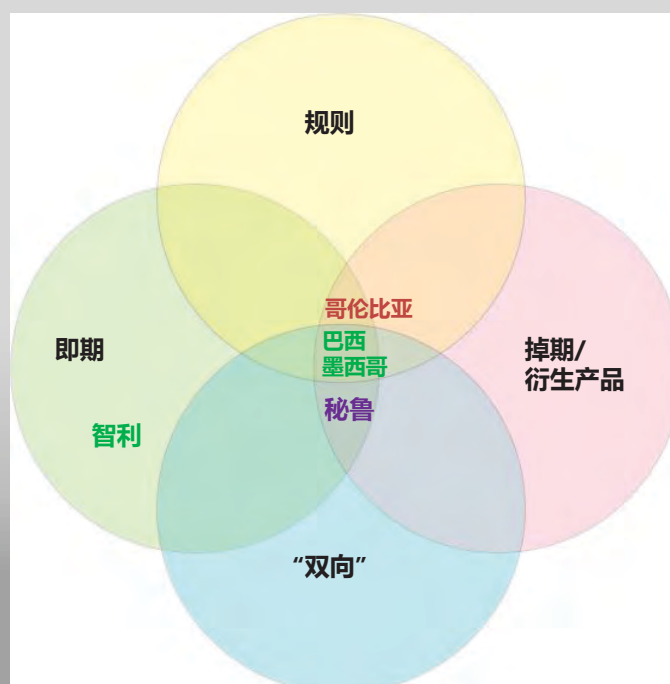
外汇干预：拉丁美洲的分类法

| Foreign Exchange Intervention Frameworks and Main Instruments and Gross Sales and Purchases | | | | | | | | | | | | |
|---|------------------------------|------|------|------------|-------|-------|----------------------------------|------|------|------------------|------|------|
| 1. Intervention Frameworks | | | | | | | | | | | | |
| Country | Rules vs. Discretion | | | | | | Spot vs. Swaps/Derivatives | | | | | |
| | Rules | | | Discretion | | | Spot | | | Swaps/Derivative | | |
| Brazil | √ | | | √ | | | √ | | | | | √ |
| Chile | | | | √ | | | √ | | | | | |
| Colombi | √ | | | √ | | | √ | | | | | √ |
| Mexico | √ | | | √ | | | √ | | | | | √ |
| Peru | | | | √ | | | √ | | | | | √ |
| 2. Gross Sales and Purchases (Billions of U.S. dollars) | | | | | | | | | | | | |
| | Gross Foreign Exchange Sales | | | | | | Gross Foreign Exchange Purchases | | | | | |
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Brazil | 0 | 6.7 | 26.2 | 130.4 | 153.3 | 122.6 | 42.0 | 66.4 | 30.4 | 5.5 | 16.8 | 8.3 |
| Chile | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 12.0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Colombia | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3.1 | 3.7 | 4.8 | 6.8 | 4.1 | 0 |
| Mexico | 0 | 0 | 0.7 | 0 | 0.2 | 24.5 | 20.6 | 23.2 | 16.9 | 17.3 | 14.3 | 2.8 |
| Peru | 0.04 | 10.3 | 2.9 | 10.5 | 16.9 | 22.2 | 9.2 | 10.3 | 13.0 | 6.3 | 6.3 | 8.7 |

Sources: National authorities.
Note: Gross sales and purchases include spot transactions and swap contracts.

11

外汇干预：拉丁美洲的直观分类法



拉丁美洲最近基于规则的外汇干预实例（出售）

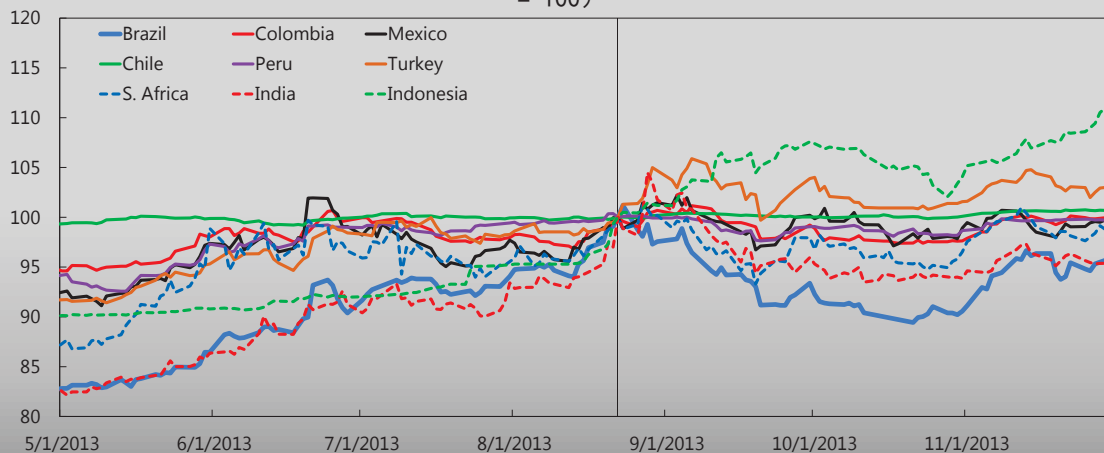
- **巴西公告每日货币掉期：**
 - 2013年8月公告每日进行出售5亿美元的掉期交易，另外每周五进行出售10亿美元的即期交易，直到2013年12月底（后延期）
- **墨西哥出售外汇（无条件或基于价格诱因）：**
 - 2014年12月公告：如果单日贬值幅度超过1.5%，即进行出售2亿美元的即期交易（通过以最低价格进行外汇拍卖的方式执行）
 - 2015年7月公告：每日拍卖2亿美元（直到2015年9月底，后延期）；2017年2月公告：最高200亿美元的掉期
- **哥伦比亚基于价格诱因的外汇出售**
 - 2015年10月公告：出售5亿美元，诱因是20天平均移动汇率贬值7%（看涨期权拍卖）

13

巴西里尔对公告的反应

2013年8月22日

（指数，2013年8月22日
= 100）

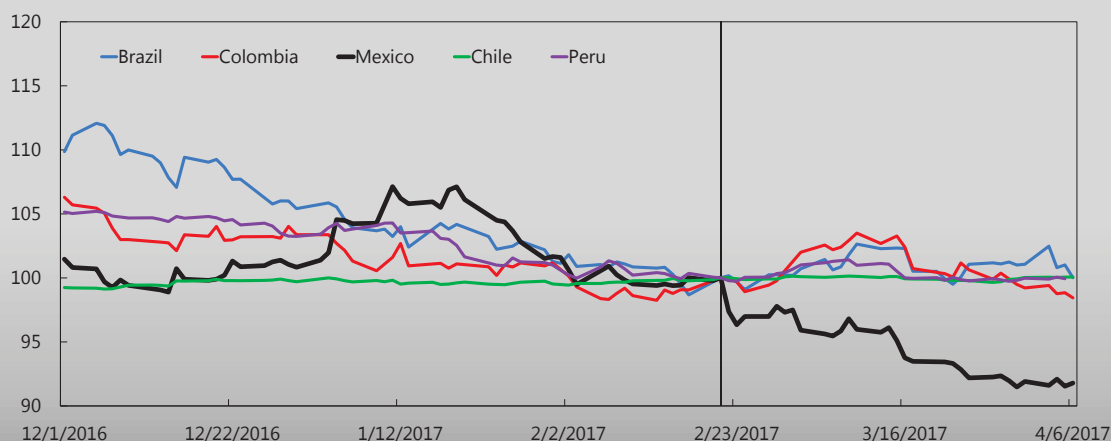


资料来源：基金组织工作人员的计算。

14

墨西哥比索对最近一次公告的反应

2017年2月21日
(指数, 2017年2月21日 = 100)



资料来源：基金组织工作人员的计算。

结论

- 干预似乎在拉丁美洲有影响力
- 研究发现了一些效应
- 公布干预规则之后，发生重大市场反应
- 难以估计效应是永久的，还是暂时的
- 但有些例子似乎存在相当持久的影响

仍未解决的一些问题

- 传统观点知道在“无序”市场状况下的作用。但是，在全球金融周期中应发挥什么作用呢？
- 各国在资本流动激增期间稳步积累储备
 - 它们是否应当采取对称观点，根据资本流动减少 / 逆转动用储备？
 - 或者当不太有利的全球条件导致预防动机提高时，它们是否应当保持储备？
- 外汇干预能否传达到私营部门并让其理解，从而其减轻对外汇干预的过度反应？



国际货币基金组织
April 2017年4月，中国

汇率框架：拉丁美洲的 外汇干预

Alejandro Werner
西半球部主任



外汇干预：有效性概述

| 研究 | 影响 |
|-------------------------------------|---|
| 跨国 | |
| Adler和Tovar (2014年) | 对在GDP中占比0.1的外汇进行干预，能将本币升值的速度降低0.3%。 |
| Adler、Blanchard和Carvalho (2015年) | 对在GDP中占比0.25%的外汇进行干预，能将升值效果降低1.5%。 |
| Adler、Lisack和Mano (2015年) | 对在GDP中占1个百分点的外汇进行干预，能使名义和实际汇率分别贬值1.7%至2.0%和1.4%至1.7%。 |
| Daude、Levy-Yeyati和Nagengast (2014年) | 每增加1%的外汇干预，就能使本币贬值0.18%。 |
| 巴西 | |
| Barroso (2014年) | 进行购买10亿美元的干预=> 0.45-1.18%的贬值。进行出售10亿美元的干预=> 0.46-0.66%的升值。平均：本币币值改变0.5% |
| Chamon、Garcia和Sousa (2015年) | 2013年公告掉期计划之后，升值幅度超过10% |
| Kohlscheen和Andrade (2014年) | 出售10亿美元的外汇能使汇率升值0.29% |
| Saborowski (2016年) | 10亿美元的外汇干预能使汇率改变1% |
| 秘鲁 | |
| Tahu (2014年) | 出售外汇能有效减少波动和贬值。而购买外汇无效。 |
| 墨西哥 | |
| Domac和Mendoza (2004年) | 出售1亿美元外汇之举使比索升值0.08%。 |
| Chamon (2015年) | 2015年公告外汇干预之后，升值幅度约为2.5%。 |
| 哥伦比亚 | |
| Kamil (2008年) | 在宽松货币政策周期内，购买1.3亿美元外汇之举使比索贬值1%。 |

中国以稳定为导向的汇率政策

Joseph E. Gagnon

2017年4月28日

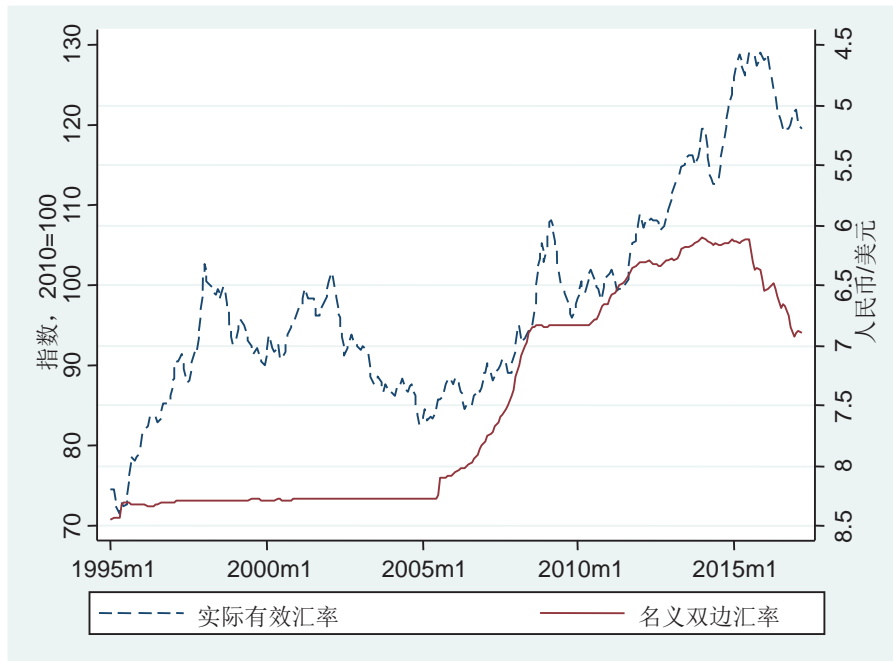
应当稳定什么？



- 长期以来，中国注重人民币对美元汇率的稳定。
- 目前，中国更多关注贸易加权汇率。
- 但贸易（经常账户）失衡比汇率波动更为重要。
- 外汇干预的目标应当是使经常账户差额接近零。
- 应当能不受约束地利用货币和财政政策来稳定通胀和就业。



中国的汇率： 趋势性升值 1995年1月至2017年3月



来源：Haver Analytics（JP Morgan 实际有效汇率）。

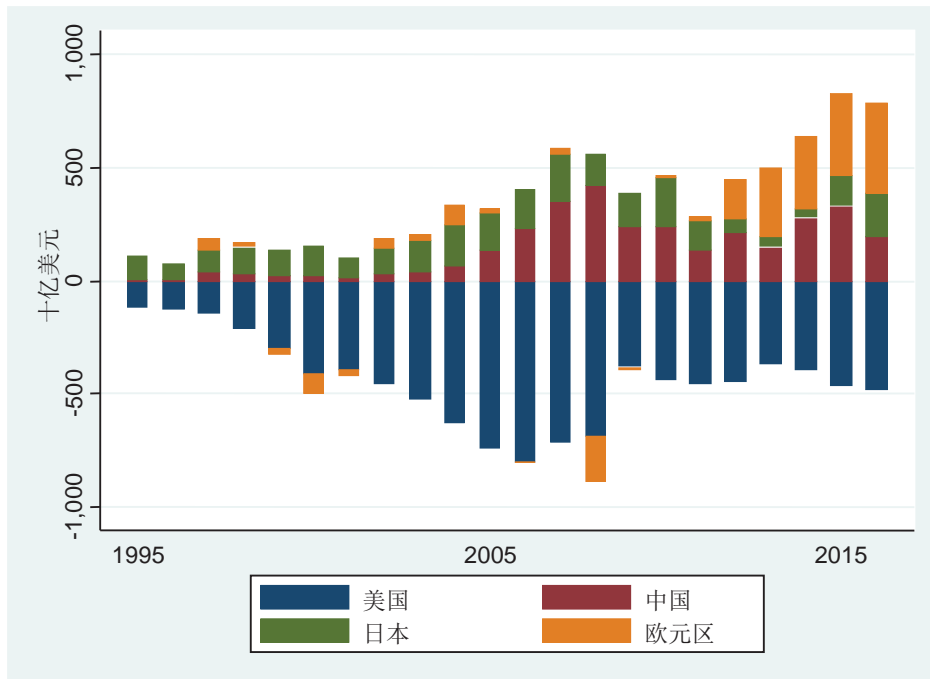


失衡再度扩大

- 主要经济体的经常账户失衡在2006-2008年达到最严重程度。
- 2009年，失衡缩小，之后五年保持在较为温和的水平（但失衡程度并非很低）。
- 目前，失衡再度扩大，但中国不是主要驱动因素。
 - 欧元区的顺差和美国的逆差起主导作用。



主要经济体的经常账户差额，1995-2016年



Sources: IMF World Economic Outlook database and Haver Analytics for 2016 observation.



失衡是一个重要问题

- 失衡比汇率波动更为重要。
- 不可持续的借款和贷款导致痛苦的调整。
- 保护主义的威胁在更大程度上是由失衡而不是汇率引起的。
- 外汇干预能对失衡产生强有力的影响，其作用时滞不长。
 - Gagnon等人（2017年）。



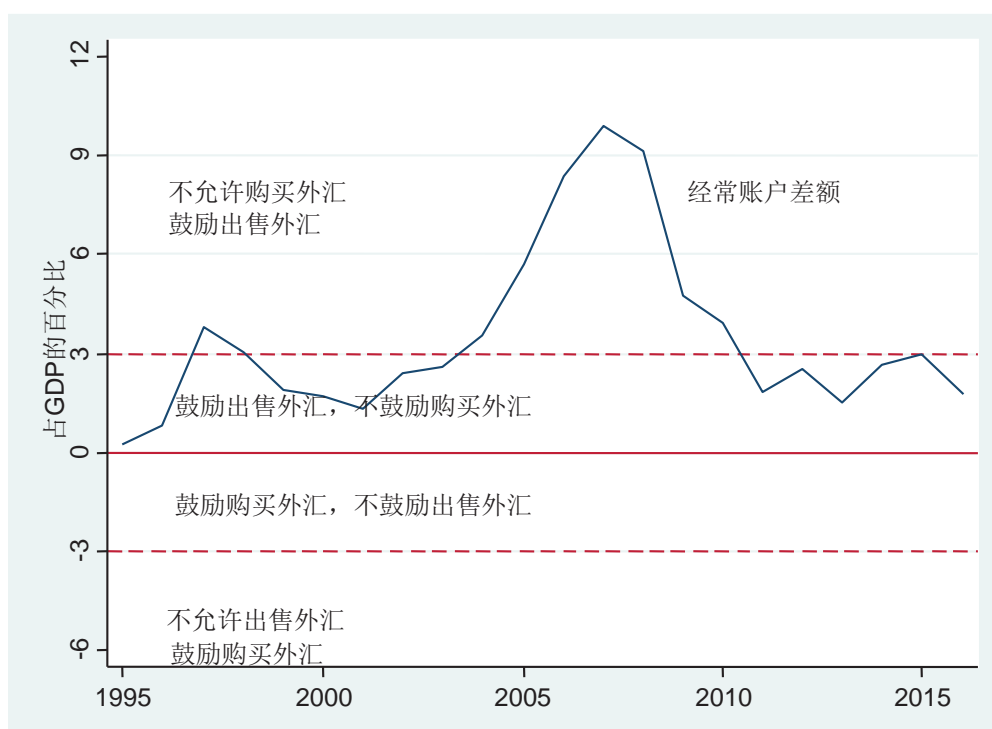
参照汇率策略

Williamson (2007年)

- 外汇干预以未来1-2年的经常账户预期差额为目标。
- 如果经常账户顺差高于GDP的3%，不购买外汇。
- 如果经常账户逆差低于GDP的3%，不出售外汇。
- 如果经常账户呈顺差（ $CA > 0$ ），鼓励出售外汇；
如果经常账户呈逆差（ $CA < 0$ ），鼓励购买外汇。



中国的参照汇率策略



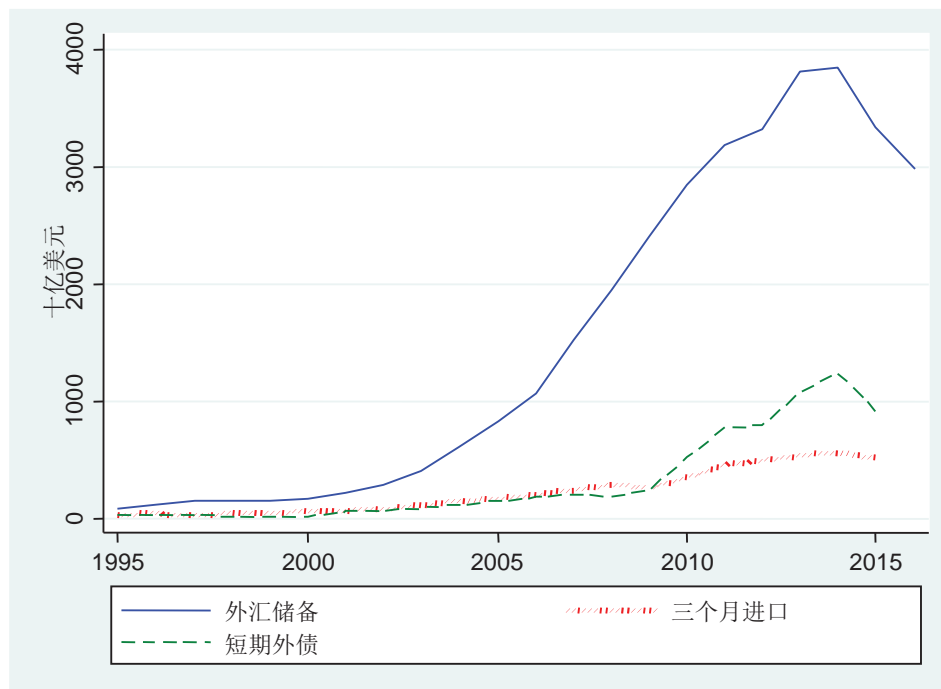


中国的最低充足储备

- 中国的外汇储备仍远远超过储备充足标准参照水平。
- 基金组织新的储备衡量标准对浮动汇率制度下的货币供应量赋予过高权重。
- 1万亿美元是中国外汇储备的合理最低水平。



中国：储备高于充足水平





政策建议

- 抵制实际有效汇率的贬值：
 - 只要经常账户呈顺差 ($CA < 0$) 且储备高于1万亿美元。
 - 在储备接近1万亿美元时，允许一定程度的贬值。
- 不抵制实际有效汇率的升值：
 - 除非经常账户呈逆差 ($CA < 0$) 或储备低于1万亿美元。
 - 实际有效汇率在长期内仍呈上升趋势。
- 货币和财政政策应以国内为重点。
- 资本账户开放应以金融改革为前提。
 - 即使资本市场完全开放，参照汇率策略也能奏效。

11



一个主要的宏观风险

- 国内再平衡进展太慢。
- 储蓄和投资过高，引起金融风险。
- 扩大社会安全网（包括户口改革）能对消费提供有力支持。
 - 基金组织（2012年）和Gagnon（2013年）指出，税收提供资金的医疗和教育支出能够在不导致财政赤字的情况下极大地促进消费。
 - 这种政策对中国和世界而言是双赢的。

12



结语

- 中国重视稳定。
 - 稳定经常账户失衡比稳定汇率更为重要。
 - 让货币和财政政策能够不受约束地稳定通胀和就业。
- 参照汇率策略利用外汇干预对付正在形成的经常账户失衡。
 - 让汇率逐渐变得更加灵活。
 - 不急于放开资本账户，但目前也不必逆转开放进程。



参考文献

Bergsten, C. Fred, and Joseph E. Gagnon. 2017. *Currency Conflict and Trade Policy: A New Strategy for the United States*. Washington: Peterson Institute for International Economics.

Gagnon, Joseph E. 2013. The Elephant Hiding in the Room: Currency Intervention and Trade Imbalances. PIIE Working Paper 13-2. Washington: Peterson Institute for International Economics.

Gagnon, Joseph, Tamim Bayoumi, Juan M. Londono, Christian Saborowski, and Horacio Sapriza. 2017. Direct and Spillover Effects of Unconventional Monetary and Exchange Rate Policies. *Open Economies Review* 28: 191-232.

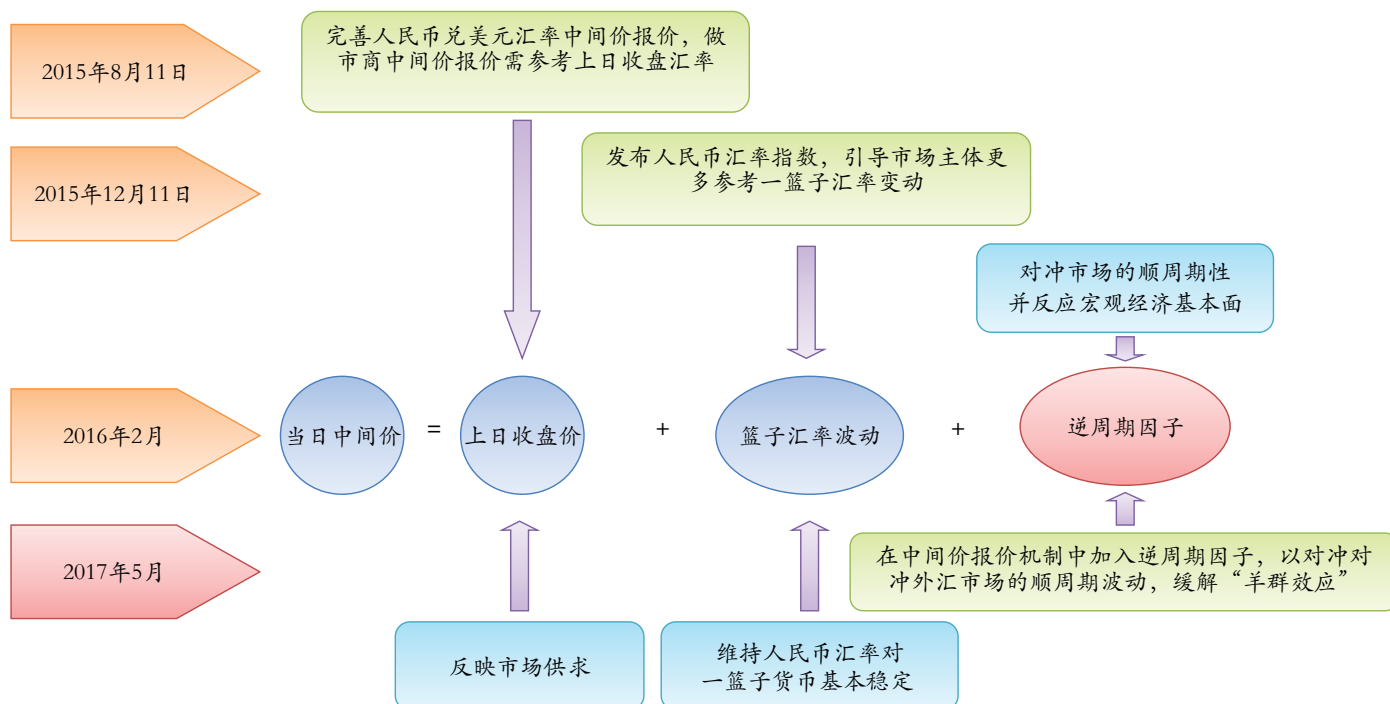
IMF (International Monetary Fund). 2012. External Balance Assessment (EBA): Technical Background of the Pilot Methodology (August 3). Washington.

Williamson, John. 2007. *Reference Rates and the International Monetary System*. Policy Analysis in International Economics 82. Washington: Peterson Institute for International Economics.

人民币汇率及支持性政策框架

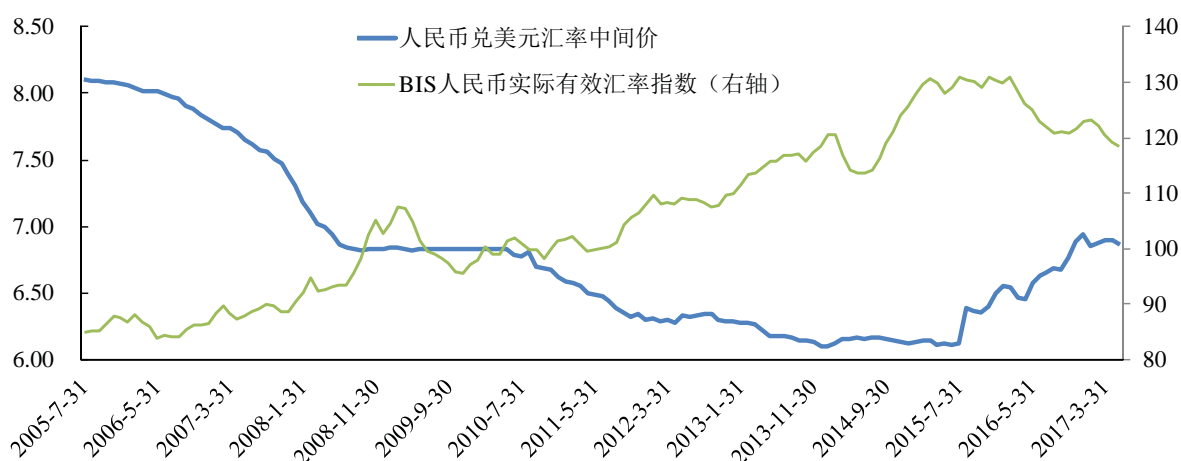
2017年6月26日

人民币汇率形成机制改革：最新进展



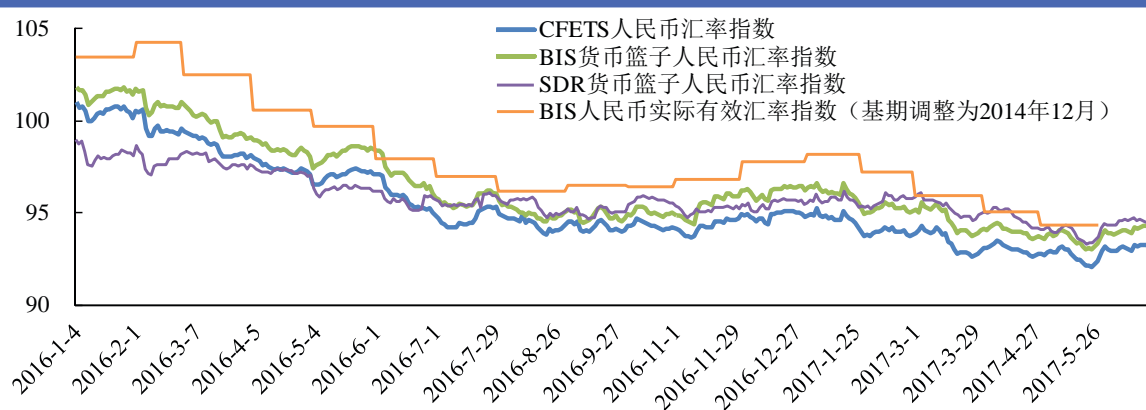
- 2015年下半年以来，人民银行进一步完善了以市场供求为基础、参考一篮子货币的人民币汇率形成机制

人民币汇率走势：2005年以来总体大幅升值



- 2005年汇改以来，人民币对美元双边汇率和对一篮子货币汇率总体升值
- 2005年6月末至2017年5月末，人民币兑美元汇率中间价升值17.98%，BIS人民币实际有效汇率指数升值39.20%

人民币汇率走势：对一篮子货币汇率

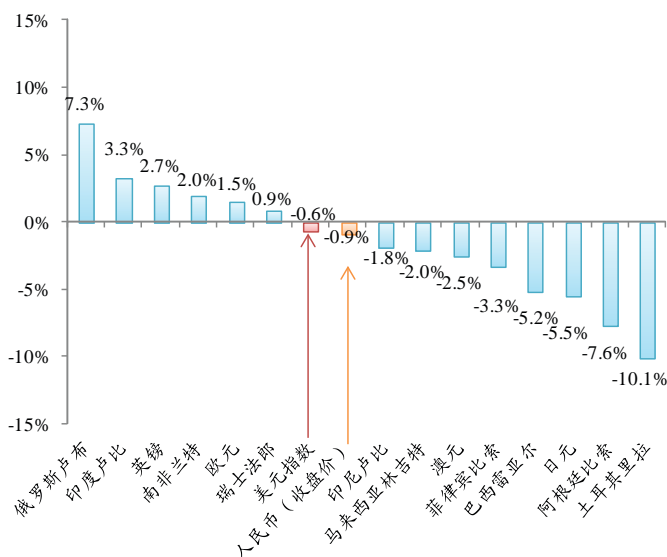


| 人民币汇率指数 | CFETS | BIS | SDR |
|-------------|--------|--------|--------|
| 2017/6/23数据 | 93.22 | 94.20 | 94.51 |
| 较2013年末升幅 | 1.02% | 1.57% | 0.44% |
| 较2011年末升幅 | 9.15% | 8.88% | 3.52% |
| 较2006年末升幅 | 26.30% | 30.84% | 27.36% |

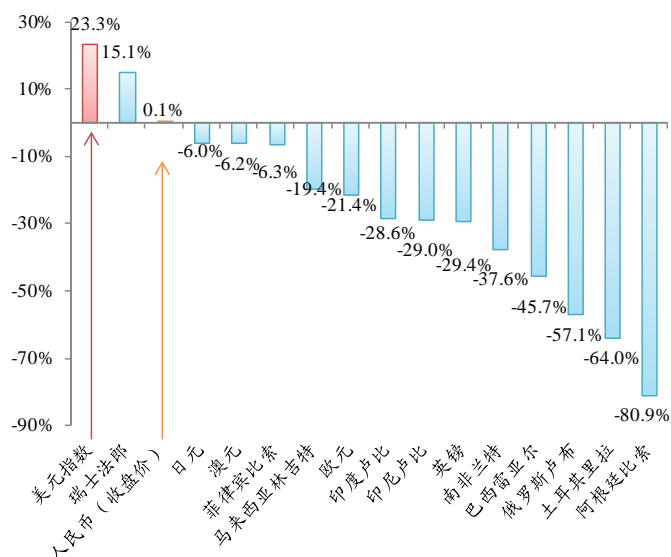
- 2017年6月23日，CFETS人民币汇率指数为93.22，较上年末贬值1.70%；人民币对美元汇率中间价为6.8238元，较上年末升值1.66%；人民币对美元汇率收盘价为6.8387元，较上年末升值1.62%
- 参考一篮子货币 ≠ 盯住一篮子货币

人民币汇率走势：对美元双边汇率

特朗普胜选以来主要货币汇率走势图

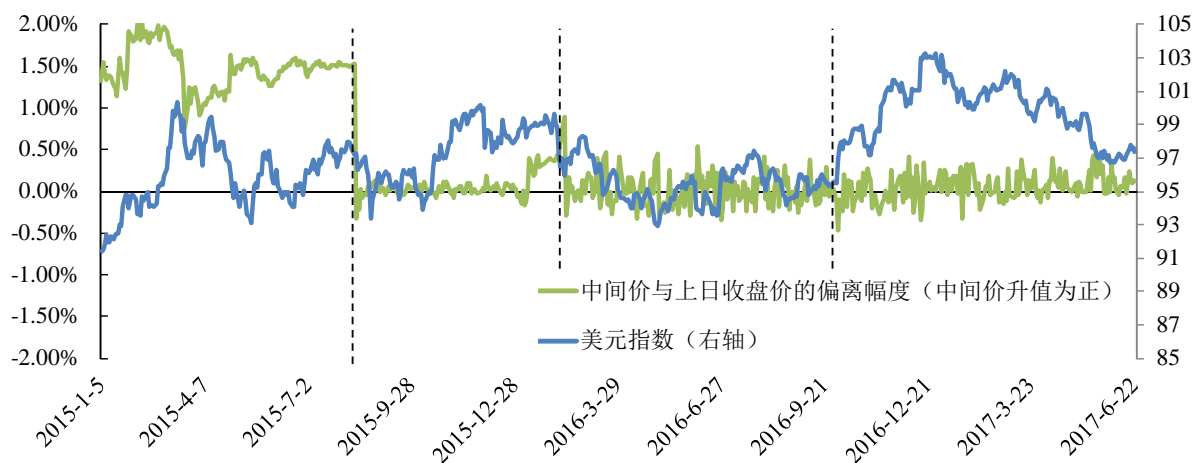


2008年雷曼兄弟破产以来以来主要货币汇率走势图



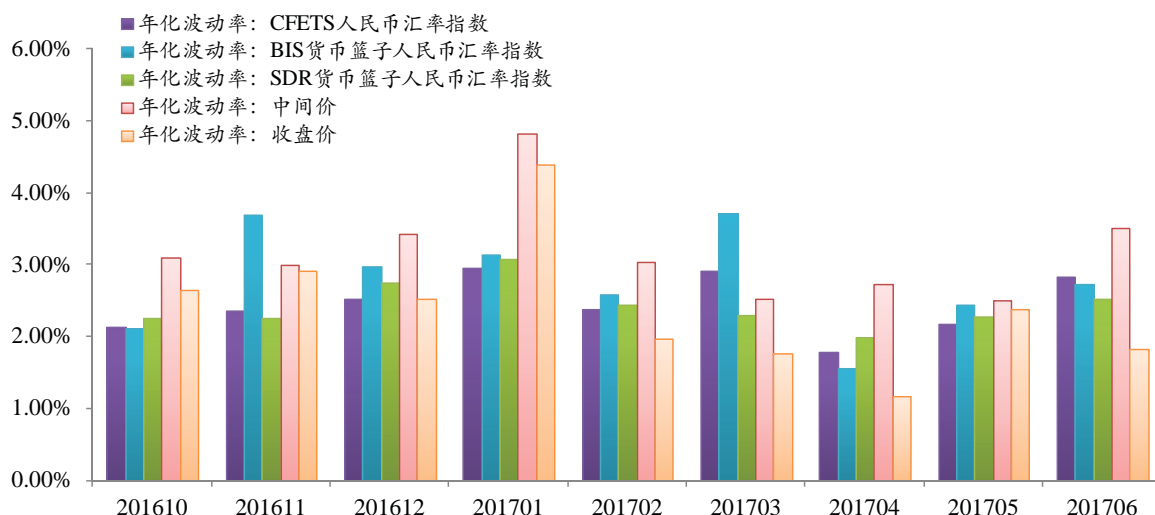
- 特朗普胜选以来，人民币对美元双边汇率保持基本稳定
- 2008年金融危机以来，人民币在国际货币体系中属于强势货币

人民币汇率走势：对美元双边汇率（2）



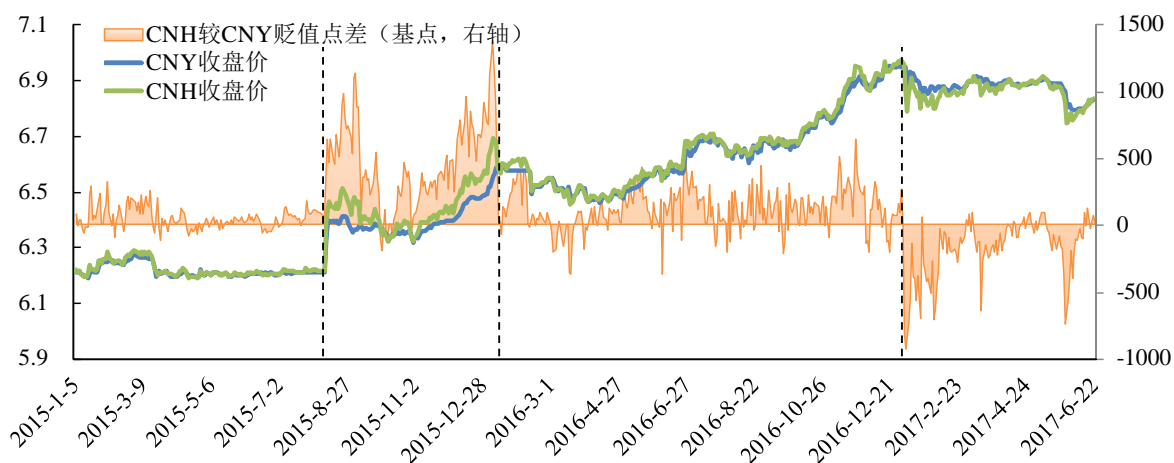
- 2015年8月11日人民银行完善人民币汇率中间价的报价后，做市商参考上日收盘汇率报价，过去中间价与市场汇率的点差得到一次性校正
- 2016年2月份以来，做市商报送中间价报价时在上日收盘价的基础上参考一篮子汇率变动，中间价呈现出围绕上日收盘价双向波动的特点
- 2016年10月份以来，美元出现较大波动，但人民币汇率中间价和收盘价走势始终保持一致

人民币汇率波动率：兑美元 vs. 兑一篮子货币



- 2015年8月以来，人民币汇率形成机制不断完善，市场供求在汇率形成中发挥了更大作用，人民币兑美元双边汇率的双向浮动弹性显著增强
- 2016年10月份以来，在大部分时期内，人民币兑美元汇率波动率都高于人民币兑一篮子货币汇率指数的波动率

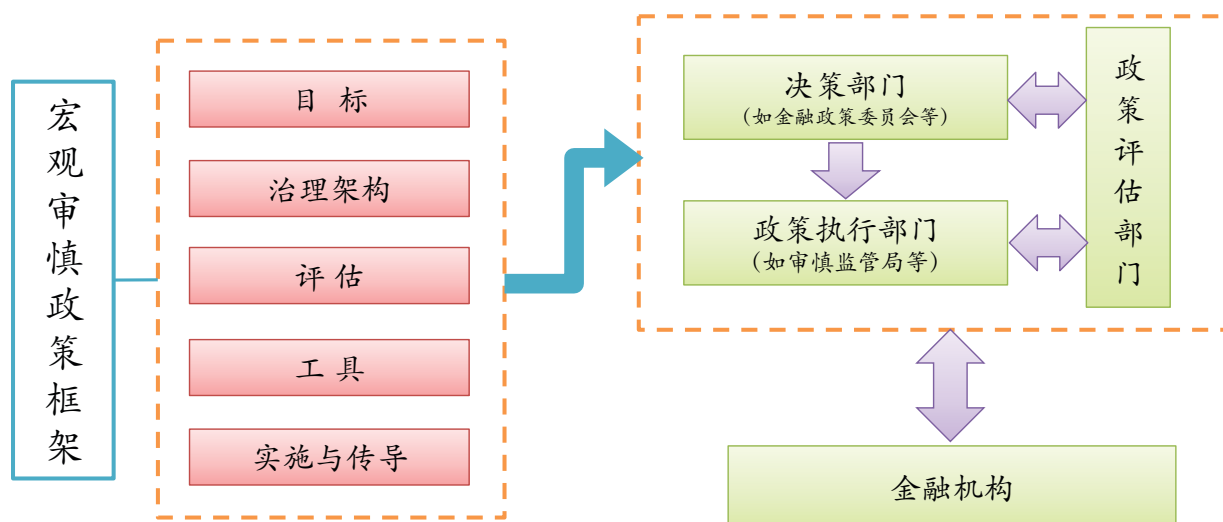
人民币汇率预期



- 2016年末，离岸与在岸汇差逆转。离岸汇率较在岸汇率由持续贬值转变为升值，大部分时间离岸汇率基本保持在较境内市场汇率升值200点左右运行。
- 市场对人民币汇率的预期出现一定分化。国内外机构开始上调人民币汇率预期，微观主体结汇意愿有所增加，结售汇逆差收窄，外汇储备变动趋于平稳，2月末外汇储备余额再次回升至3万亿美元以上

什么是宏观审慎政策框架（MPP）

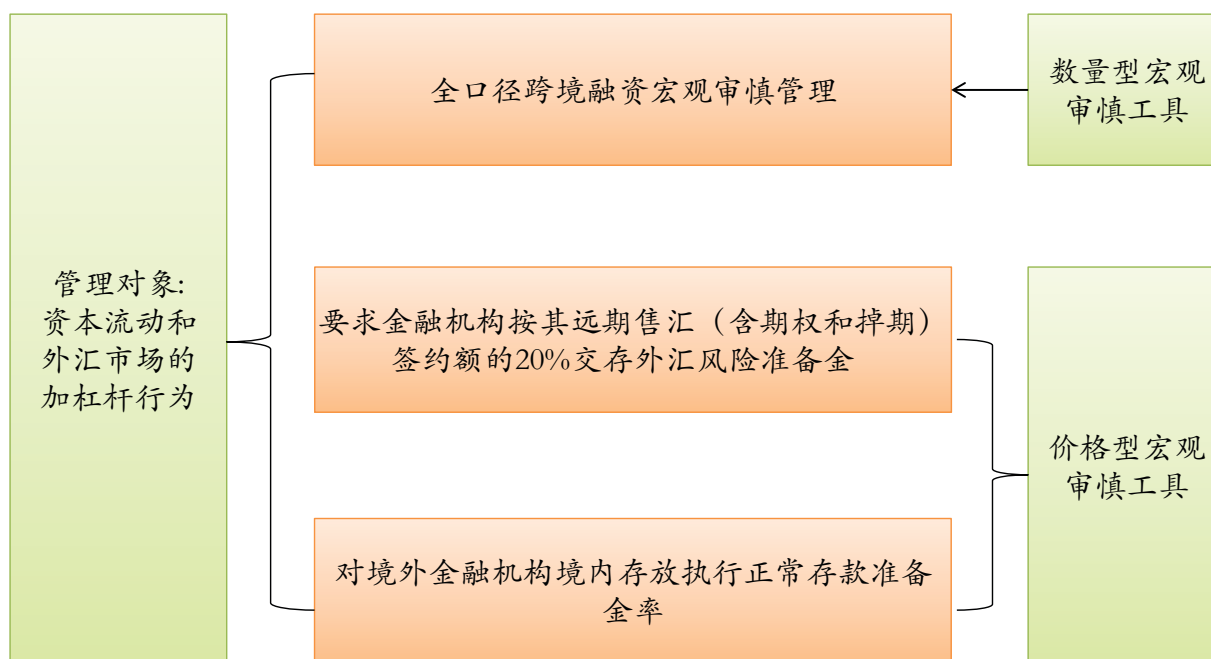
- 目标/工具/治理/传导
 - 宏观审慎政策框架包含了政策目标、评估、工具、实施、传导、治理架构等



人民银行开展宏观审慎管理的实践

- 宏观审慎评估（MPA）
 - 2009年中开始研究强化宏观审慎管理的政策措施
 - 2011年正式引入差别准备金动态调整机制，初步构建了宏观审慎政策框架
 - 2015年底将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估体系（MPA）
- 房地产信贷宏观审慎调控：首付比、月供收入比
 - 首付比（1-贷款价值比(LTV)）：多次逆周期调整
 - 月供收入比（DTI）：不得超过50%
- 2015年以来将外汇流动性和跨境资金流动纳入了宏观审慎管理范畴（主要针对资本流动和外汇市场中的加杠杆行为）
 - 在全国实施全口径跨境融资宏观审慎管理
 - 要求金融机构按远期售汇签约额的20%交存外汇风险准备金
 - 对境外金融机构在境内金融机构存放执行正常存款准备金率

跨境资本流动宏观审慎管理：整体框架





如何逐步实现汇率浮动

Michael Spencer, 博士 | (+852) 2203 8303 | michael.spencer@db.com

亚太区首席经济学家及研究部主管
全球经济研究主管

2017年4月21日



DISCLOSURES AND ANALYST CERTIFICATIONS ARE LOCATED IN APPENDIX 1. MCI(P) 083/04/2017

汇率制度变更并不少见，但转变的过程常常会带来一些挑战



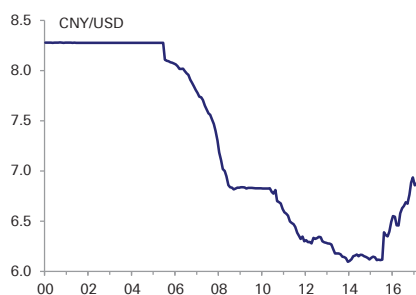
无论是从法律还是从现实层面来看，汇率制度的变更并不少见。但是，汇率制度的变更常常是由经济环境所迫——许多国家在面临危机时，不得不在全面浮动或者是实施更严格的盯住汇率之间做出选择。战后固定汇率制度的瓦解在上世纪70年代和80年代给全球外汇市场以及很多亚洲国家的汇率安排都带来了很大的困扰。在没有引发危机的情况下，澳大利亚、香港和新加坡先从盯住英镑过渡到了盯住美元，然后又过渡到了完全浮动。香港在之后又重新回到了严格盯住美元的安排。

依我们看来，人们在研究关于汇率变更的历史时，常常会忽视两点重要的经验：

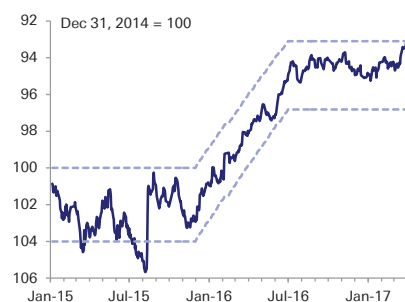
1. 和我们上世纪八、九十年代观察到的汇率制度变更相比，资本项目的开放常常会迫使一个国家更快地完成汇率体制的转变：澳大利亚用了十年的时间完成了从固定汇率到浮动汇率的过渡，但最终由于资本流动所带来的干扰而放弃了盯住一揽子货币。中国一旦完全放开它的资本账户，我们认为它很可能不会有这么长的时间来完成它的过渡。
2. 和小国相比，大国能够保持对一揽子货币盯住的可能性更小。当人民币中间汇率因前日晚间国际市场波动而有重大调整时，这些中间价调整本身就会引起其它一些货币的同向波动。而新加坡在盯住一揽子货币时就不会面临这样的困扰。

1994年以来，中国先后经历了从严格盯住美元到爬行盯住美元、再从爬行盯住美元回到严格盯住美元、然后又回到爬行盯住美元（先升后贬）的几次转变。在我们看来（虽然我们的看法并不是主流观点），中国从2015年下半年到现在实施的其实是在名义上盯住一揽子货币的汇率框架。

随时间而变化的汇率体制



名义盯住一揽子货币？



数据来源：CEIC and Deutsche Bank Research

如何实现向“盯住通胀目标”转变



从固定汇率制度向浮动汇率制度转变可能带来的一个难题的是它会使经济失去它的“名义锚”（nominal anchor）。大约有五分之一的国家用“盯住通胀目标”来提供名义锚（还有很多国家，比如美国以及欧元区把通胀做为少数几个政策目标之一）。

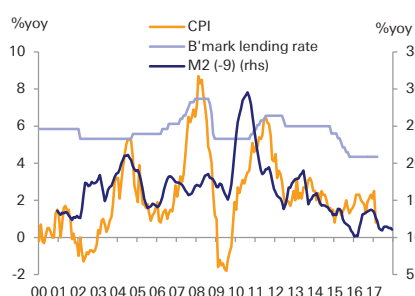
如果中国现在实行“盯住通胀目标”，它将面临一些难题，其中包括货币（或者利率）与通胀之间缺乏稳定的关系、以及在失业和产出缺口等方面缺乏可靠的数据等等。从历史上来看，中国的政策制定者们往往希望同时控制货币的数量以及价格（利率），而在二者产生矛盾时则以行政控制信贷数量的手段来解决。

对通胀的测度是否准确呢？比如，当一个国家80%的家庭拥有自己的住房时，仅以市场房租来衡量居住成本是否适当呢？提高利率真的能有效抑制房地产泡沫么？

或而言之，如果中国现在开始实行“盯住通胀目标”，这个政策框架其实是缺乏可信度的。可能唯一的例外是中国的通胀率在过去的五年内确实相对稳定地保持在2%左右的水平。但是，2%是一个理想的目标水平么？

印尼在开始实行“盯住通胀”的时候并没有一个好的通胀模型，它也因此政策实施的早期面临了很多的问题。但是最近一段时间，它的核心通胀率开始表现得更加平稳，而汇率波动的传导也降低了。这些都表明大家对通胀逐渐开始有了更稳定的预期。

中国的货币与通货膨胀

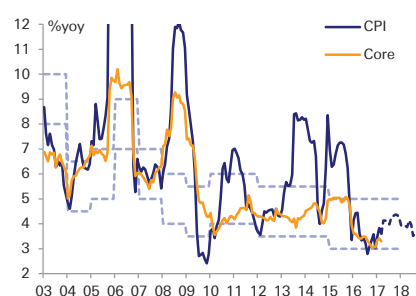


数据来源: CEIC and Deutsche Bank Research

德意志银行
研究部

Michael Spencer, PhD | (+852) 2203 8303 | michael.spencer@db.com
2017年4月21日

印度尼西亚的通货膨胀



2

如何建立相应的利率制度



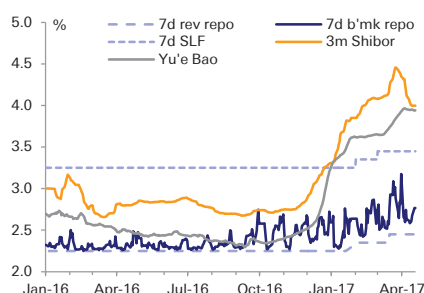
直到最近，当局才推出了除存贷款基准利率之外的利率政策工具。从某种意义上说，现在的政策手段太多了：除了短期（常备借贷便利，SLF），中期（中期借贷便利，MLF）和长期（抵押补充贷款，PSL）流动性便利之外，还有各种期限的回购和逆回购利率。

虽然人民银行并没有公开宣布建立“利率走廊”，但是我们认为它已经在朝着这个方向发展。我们认为这条走廊的底是7天逆回购利率，顶是7天SLF利率，而央行的7天回购利率位于两者中间。从去年10月以来，其它货币市场利率相较于这些“政策利率”均已大幅上涨，而投资者也正在更多地通过观察这些市场利率（而不是基准利率）来揣度货币政策的意图。

目前绝大多数的银行贷款利率都是以基准贷款利率为基础的。为了加强货币政策向实体经济的传导，基准贷款利率的重要性应当有所削弱。应当鼓励银行更加灵活地提供信贷，以更好地反映它们的融资成本和信贷风险（越来越多的银行是通过货币和资本市场来进行融资）。

但是，只有一级经销商才能够使用中国人民银行的回购窗口。因此，在当前的流动性收紧阶段中，实际的市场回购利率与“政策利率”有很大的不同。我们认为，人民银行应当向所有银行开放其流动性便利窗口。我们同时认为，人民银行也应当进行隔夜回购（当前市场上确实有隔夜回购），虽然我们认为没有必要、甚至也不应当把隔夜回购利率作为政策利率。人民银行同时也应当更加积极主动地向银行提供流动性，以平滑市场利率围绕政策利率的短期波动，同时也应当更及时地提供流动性操作的相关数据以提高其政策透明度。

货币市场利率

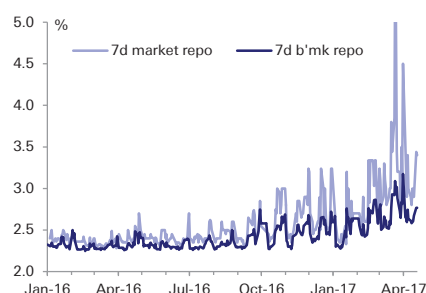


数据来源: CEIC, Deutsche Bank Research

德意志银行
研究部

Michael Spencer, PhD | (+852) 2203 8303 | michael.spencer@db.com
2017年4月21日

市场和中国人民银行回购利率



3

如建立相应的外汇市场



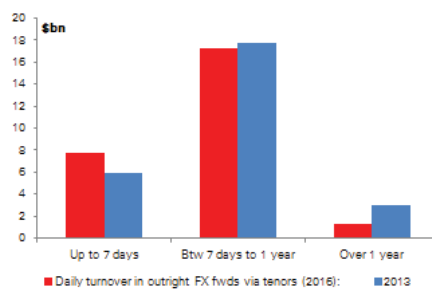
汇率走向自由浮动首先要有一个充分正常运作的外汇市场。另外，我们认为人民币国际化不仅是中国政策制定者的目标，同时也是一个不可避免的发展趋势。

更大的汇率灵活性意味着更大的风险。当前，外汇负债总额刚刚超过国内生产总值的10%——虽然这并不是一个很高的水平，但是由于汇率波动的上升，企业仍会需要对冲汇率风险。远期市场的成交量多年来并没有上涨，而其中真正的交易在去年甚至可能出现了下滑——2016年所有增长几乎都是应对外汇干预的隔夜交易。很明显，在整个亚洲（和历史），企业只有在当局强制或者经历了外汇损失后才会去妥善对冲外汇风险。

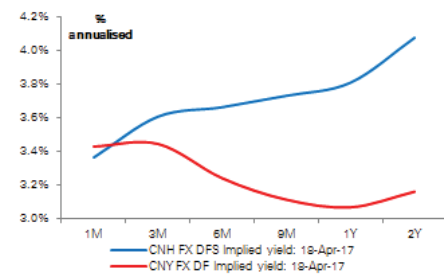
虽然目前在岸和离岸现货市场的人民币汇率走势仍然非常贴近，但是这两个市场远期汇率所反映出来的对人民币未来走势的看法则大相径庭。

为了向公司、银行和投资者提供正常运作的远期市场，应当取消对于美元远期多方20%的保证金要求（对于美元期权多方10%的准备金要求）。应允许在岸参与者参与离岸市场交易，同时也应允许离岸参与者参与在岸市场交易。当局仍然可以要求远期交易要反映合理的需求，但是“合理的需求”不应仅仅局限于基于贸易活动产生的需求。我们鼓励使用中央结算所来结算外汇衍生品以控制系统性风险并鼓励标准化（这同时也会促进流动性）。一个更具流动性（也因此回购利率更稳定）的货币市场同样也会有助于外汇市场的流动性。

人民币远期交易量，2013-16 4月



CNY、CNH当日远期曲线



数据来源: BIS, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

德意志银行
研究部

Michael Spencer, PhD | (+852) 2203 8303 | michael.spencer@db.com
2017年4月21日

4

Appendix 1: Important Disclosures

*Other information available upon request



Prices are current as of the end of the previous trading session unless otherwise indicated and are sourced from local exchanges via Reuters, Bloomberg and other vendors. Other information is sourced from Deutsche Bank, subject companies, and other sources. For disclosures pertaining to recommendations or estimates made on securities other than the primary subject of this research, please see the most recently published company report or visit our global disclosure look-up page on our website at <http://gm.db.com/ger/disclosure/DisclosureDirectory.eqsr>. Aside from within this report, important conflict disclosures can also be found at <https://gm.db.com/equities> under the "Disclosures Lookup" and "Legal" tabs. Investors are strongly encouraged to review this information before investing.

Analyst Certification

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the undersigned lead analyst about the subject issuers and the securities of those issuers. In addition, the undersigned lead analyst has not and will not receive any compensation for providing a specific recommendation or view in this report. Michael Spencer



Additional Information

The information and opinions in this report were prepared by Deutsche Bank AG or one of its affiliates (collectively "Deutsche Bank"). Though the information herein is believed to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable, Deutsche Bank makes no representation as to its accuracy or completeness.

If you use the services of Deutsche Bank in connection with a purchase or sale of a security that is discussed in this report, or is included or discussed in another communication (oral or written) from a Deutsche Bank analyst, Deutsche Bank may act as principal for its own account or as agent for another person.

Deutsche Bank may consider this report in deciding to trade as principal. It may also engage in transactions, for its own account or with customers, in a manner inconsistent with the views taken in this research report. Others within Deutsche Bank, including strategists, sales staff and other analysts, may take views that are inconsistent with those taken in this research report. Deutsche Bank issues a variety of research products, including fundamental analysis, equity-linked analysis, quantitative analysis and trade ideas. Recommendations contained in one type of communication may differ from recommendations contained in others, whether as a result of differing time horizons, methodologies or otherwise. Deutsche Bank and/or its affiliates may also be holding debt or equity securities of the issuers it writes on. Analysts are paid in part based on the profitability of Deutsche Bank AG and its affiliates, which includes investment banking, trading and principal trading revenues.

Opinions, estimates and projections constitute the current judgment of the author as of the date of this report. They do not necessarily reflect the opinions of Deutsche Bank and are subject to change without notice. Deutsche Bank provides liquidity for buyers and sellers of securities issued by the companies it covers. Deutsche Bank research analysts sometimes have shorter-term trade ideas that are consistent or inconsistent with Deutsche Bank's existing longer term ratings. Trade ideas for equities can be found at the SOLAR link at <http://gm.db.com>. A SOLAR idea represents a high conviction belief by an analyst that a stock will outperform or underperform the market and/or sector delineated over a time frame of no less than two weeks. In addition to SOLAR ideas, the analysts named in this report may from time to time discuss with our clients, Deutsche Bank salespersons and Deutsche Bank traders, trading strategies or ideas that reference catalysts or events that may have a near-term or medium-term impact on the market price of the securities discussed in this report, which impact may be directionally counter to the analysts' current 12-month view of total return or investment return as described herein. Deutsche Bank has no obligation to update, modify or amend this report or to otherwise notify a recipient thereof if any opinion, forecast or estimate contained herein changes or subsequently becomes inaccurate. Coverage and the frequency of changes in market conditions and in both general and company specific economic prospects make it difficult to update research at defined intervals. Updates are at the sole discretion of the coverage analyst concerned or of the Research Department Management and as such the majority of reports are published at irregular intervals. This report is provided for informational purposes only and does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. It is not an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy. Target prices are inherently imprecise and a product of the analyst's judgment. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own informed investment decisions. Prices and availability of financial instruments are subject to change without notice and investment transactions can lead to losses as a result of price fluctuations and other factors. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Unless otherwise indicated, prices are current as of the end of the previous trading session, and are sourced from local exchanges via Reuters, Bloomberg and other vendors. Data is sourced from Deutsche Bank, subject companies, and in some cases, other parties.

The Deutsche Bank Research Department is independent of other business areas divisions of the Bank. Details regarding our organizational arrangements and information barriers we have to prevent and avoid conflicts of interest with respect to our research is available on our website under Disclaimer found on the Legal tab.

Macroeconomic fluctuations often account for most of the risks associated with exposures to instruments that promise to pay fixed or variable interest rates. For an investor who is long fixed rate instruments (thus receiving these cash flows), increases in interest rates naturally lift the discount factors applied to the expected cash flows and thus cause a loss. The longer the maturity of a certain cash flow and the higher the move in the discount factor, the higher will be the loss. Upside surprises in inflation, fiscal funding needs, and FX depreciation rates are among the most common adverse macroeconomic shocks to receivers. But counterparty exposure, issuer creditworthiness, client segmentation, regulation (including changes in assets holding limits for different types of investors), changes in tax policies, currency convertibility (which may constrain currency conversion, repatriation of profits and/or the liquidation of positions), and settlement issues related to local clearing houses are also important risk factors to be considered. The sensitivity of fixed income instruments to macroeconomic shocks may be mitigated by indexing the contracted cash flows to inflation, to FX depreciation, or to specified interest rates – these are common in emerging markets. It is important to note that the index fixings may – by construction – lag or mis-measure the actual move in the underlying variables they are intended to track. The choice of the proper fixing (or metric) is particularly important in swaps markets, where floating coupon rates (i.e., coupons indexed to a typically short-dated interest rate reference index) are exchanged for fixed coupons. It is also important to acknowledge that funding in a currency that differs from the currency in which coupons are denominated carries FX risk. Naturally, options on swaps (swaptions) also bear the risks typical to options in addition to the risks related to rates movements.

Derivative transactions involve numerous risks including, among others, market, counterparty default and illiquidity risk. The appropriateness or otherwise of these products for use by investors is dependent on the investors' own circumstances including their tax position, their regulatory environment and the nature of their other assets and liabilities, and as such, investors should take expert legal and financial advice before entering into any transaction similar to or inspired by the contents of this publication. The risk of loss in futures trading and options, foreign or domestic, can be substantial. As a result of the high degree of leverage obtainable in futures and options trading, losses may be incurred that are greater than the amount of funds initially deposited. Trading in options involves risk and is not suitable for all investors. Prior to buying or selling an option investors must review the "Characteristics and Risks of Standardized Options", at <http://www.optionsclearing.com/about/publications/character-risks.jsp>. If you are unable to access the website please contact your Deutsche Bank representative for a copy of this important document.

德意志银行
研究部

Michael Spencer, PhD | (+852) 2203 8303 | michael.spencer@db.com
2017年4月21日

6



Participants in foreign exchange transactions may incur risks arising from several factors, including the following: (i) exchange rates can be volatile and are subject to large fluctuations; (ii) the value of currencies may be affected by numerous market factors, including world and national economic, political and regulatory events, events in equity and debt markets and changes in interest rates; and (iii) currencies may be subject to devaluation or government imposed exchange controls which could affect the value of the currency. Investors in securities such as ADRs, whose values are affected by the currency of an underlying security, effectively assume currency risk.

Unless governing law provides otherwise, all transactions should be executed through the Deutsche Bank entity in the investor's home jurisdiction. Aside from within this report, important conflict disclosures can also be found at <https://gm.db.com/equities> under the "Disclosures Lookup" and "Legal" tabs. Investors are strongly encouraged to review this information before investing.

United States: Approved and/or distributed by Deutsche Bank Securities Incorporated, a member of FINRA, NFA and SIPC. Analysts located outside of the United States are employed by non-US affiliates that are not subject to FINRA regulations.

Germany: Approved and/or distributed by Deutsche Bank AG, a joint stock corporation with limited liability incorporated in the Federal Republic of Germany with its principal office in Frankfurt am Main. Deutsche Bank AG is authorized under German Banking Law and is subject to supervision by the European Central Bank and by BaFin, Germany's Federal Financial Supervisory Authority.

United Kingdom: Approved and/or distributed by Deutsche Bank AG acting through its London Branch at Winchester House, 1 Great Winchester Street, London EC2N 2DB. Deutsche Bank AG in the United Kingdom is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to limited regulation by the Prudential Regulation Authority and Financial Conduct Authority. Details about the extent of our authorisation and regulation are available on request.

Hong Kong: Distributed by Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch.

India: Prepared by Deutsche Equities India Pvt Ltd, which is registered by the Securities and Exchange Board of India (SEBI) as a stock broker. Research Analyst SEBI Registration Number is INH000001741. DEIPL may have received administrative warnings from the SEBI for breaches of Indian regulations.

Japan: Approved and/or distributed by Deutsche Securities Inc. (DSI). Registration number - Registered as a financial instruments dealer by the Head of the Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 117. Member of associations: JSDA, Type II Financial Instruments Firms Association and The Financial Futures Association of Japan. Commissions and risks involved in stock transactions - for stock transactions, we charge stock commissions and consumption tax by multiplying the transaction amount by the commission rate agreed with each customer. Stock transactions can lead to losses as a result of share price fluctuations and other factors. Transactions in foreign stocks can lead to additional losses stemming from foreign exchange fluctuations. We may also charge commissions and fees for certain categories of investment advice, products and services. Recommended investment strategies, products and services carry the risk of losses to principal and other losses as a result of changes in market and/or economic trends, and/or fluctuations in market value. Before deciding on the purchase of financial products and/or services, customers should carefully read the relevant disclosures, prospectuses and other documentation. "Moody's", "Standard & Poor's", and "Fitch" mentioned in this report are not registered credit rating agencies in Japan unless Japan or "Nippon" is specifically designated in the name of the entity. Reports on Japanese listed companies not written by analysts of DSI are written by Deutsche Bank Group's analysts with the coverage companies specified by DSI. Some of the foreign securities stated on this report are not disclosed according to the Financial Instruments and Exchange Law of Japan. Target prices set by Deutsche Bank's equity analysts are based on a 12-month forecast period.

Korea: Distributed by Deutsche Securities Korea Co.

South Africa: Deutsche Bank AG Johannesburg is incorporated in the Federal Republic of Germany (Branch Register Number in South Africa: 1998/003298/10).

Singapore: by Deutsche Bank AG, Singapore Branch or Deutsche Securities Asia Limited, Singapore Branch (One Raffles Quay #18-00 South Tower Singapore 048583, +65 6423 8001), which may be contacted in respect of any matters arising from, or in connection with, this report. Where this report is issued or promulgated in Singapore to a person who is not an accredited investor, expert investor or institutional investor (as defined in the applicable Singapore laws and regulations), they accept legal responsibility to such person for its contents.

Taiwan: Information on securities/investments that trade in Taiwan is for your reference only. Readers should independently evaluate investment risks and are solely responsible for their investment decisions. Deutsche Bank research may not be distributed to the Taiwan public media or quoted or used by the Taiwan public media without written consent. Information on securities/instruments that do not trade in Taiwan is for informational purposes only and is not to be construed as a recommendation to trade in such securities/instruments. Deutsche Securities Asia Limited, Taipei Branch may not execute transactions for clients in these securities/instruments.

Qatar: Deutsche Bank AG in the Qatar Financial Centre (registered no. 00032) is regulated by the Qatar Financial Centre Regulatory Authority. Deutsche Bank AG - QFC Branch may only undertake the financial services activities that fall within the scope of its existing QFCRA license. Principal place of business in the QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. This information has been distributed by Deutsche Bank AG. Related financial products or services are only available to Business Customers, as defined by the Qatar Financial Centre Regulatory Authority.

Russia: This information, interpretation and opinions submitted herein are not in the context of, and do not constitute, any appraisal or evaluation activity requiring a license in the Russian Federation.



Kingdom of Saudi Arabia: Deutsche Securities Saudi Arabia LLC Company, (registered no. 07073-37) is regulated by the Capital Market Authority. Deutsche Securities Saudi Arabia may only undertake the financial services activities that fall within the scope of its existing CMA license. Principal place of business in Saudi Arabia: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower - 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi Arabia.

United Arab Emirates: Deutsche Bank AG in the Dubai International Financial Centre (registered no. 00045) is regulated by the Dubai Financial Services Authority. Deutsche Bank AG - DIFC Branch may only undertake the financial services activities that fall within the scope of its existing DFSA license. Principal place of business in the DIFC, Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. This information has been distributed by Deutsche Bank AG. Related financial products or services are only available to Professional Clients, as defined by the Dubai Financial Services Authority.

Australia: Retail clients should obtain a copy of a Product Disclosure Statement (PDS) relating to any financial product referred to in this report and consider the PDS before making any decision about whether to acquire the product. Please refer to Australian specific research disclosures and related information at <https://australia.db.com/australia/content/research-information.html>

Australia and New Zealand: This research is intended only for "wholesale clients" within the meaning of the Australian Corporations Act and New Zealand Financial Advisors Act respectively.

Additional information relative to securities, other financial products or issuers discussed in this report is available upon request. This report may not be reproduced, distributed or published without Deutsche Bank's prior written consent.

Copyright © 2017 Deutsche Bank AG



浮动恐惧、汇率超调和担忧： 汇率制度能否实现 顺利转型？

缪延亮

研究主管

外管局中央外汇业务中心

这里所述的所有观点均为个人观点，其不一定反映外管局或中国人民银行的观点。

2017.4.18

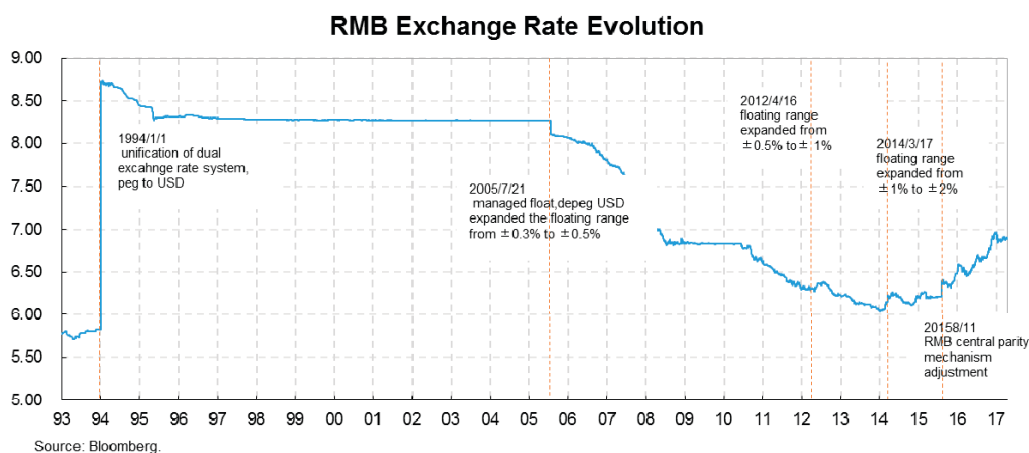
研究组

研究结论

- 钉住汇率制的退出过程可能耗时很长，但可平稳实现
 - 过渡可能需要很长时间，但不一定会发生危机；
 - 逐步有序退出的成功先例：智利、波兰、以色列等；
 - 近期成功案例：印度、新加坡等。
- 四因素是实现汇率制度平稳转型的基石
 - 外债少，且货币错配小；
 - 宏观经济框架的一致性；
 - 充足的外汇储备；
 - 所有可用工具的灵活使用。
- 中国似乎有条件逐步实现顺利过渡
 - “角点解”还是“内部解”？
- 转型讨论是政策选择
 - 短期看，是汇率作为“资产价格”还是“相对价格”之间的权衡；
 - 长期看，是宏观经济政策框架间的权衡。

人民币汇率制度转型：能否平缓实现？

- 起点：2005年7月，人民币与美元脱钩、引入参考篮子
- 目前：有管理的浮动汇率，中间价由“之前收盘价+一篮子货币走势”决定
- 目标：自由浮动

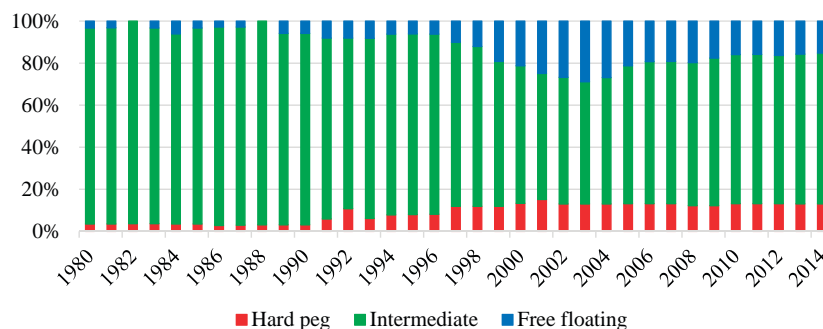


3

汇率制度为何转型？

- 各国汇率制度始终在变化
 - 汇率制度的平均存续时间少于10年；
 - 最优汇率制度的选择，需要在稳定性与灵活性间做出权衡；
 - “没有哪一种汇率制度能在所有时间对所有国家都适用。”（Frankel，1999年）
- 不同国家、不同阶段适用不同的最优汇率制度
 - 规模、冲击、历史都有影响；
 - 增长模式也很重要：中国由出口拉动向消费拉动转型。
- “The hollowing out hypothesis”（Fischer，2001年；Summers，1999年）并未出现
 - 比起20世纪初，更多国家处于中间位置（尤其是有管理的浮动汇率）。

汇率机制的选择分布（1980年至2014年）



来源：Ghosh、Ostry和Qureshi（2014年），基金组织（2014年）。

4

汇率制度转型有多种形式

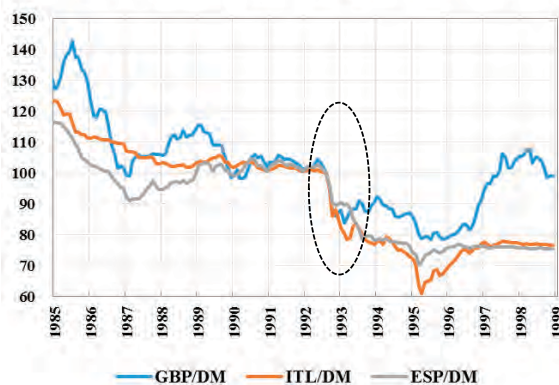
- ❑ 部分转型最终引发货币危机
 - 尤其当面临压力，且强行退出钉住汇率时。
- ❑ 部分转型之初出现超调，但随后实现了汇率稳定
- ❑ 另有部分改革十分顺利，甚至出现汇率升值
 - 基金组织（2007年）强调了三个逐步有序退出钉住汇率制的经典案例。

5

浮动恐惧/超调：退出钉住汇率易引发危机

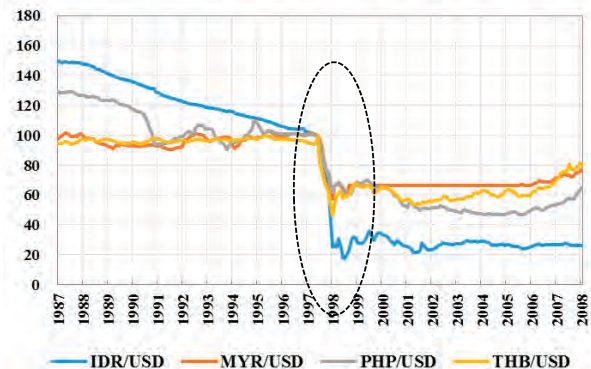
- ❑ 退出钉住汇率制，通常伴随汇率迅速且大幅贬值
 - 1992年至1993年欧洲货币制度危机（vs DM: -10%）；
 - 1997年至1998年亚洲危机（IDR/USD: -75%；THB/USD: -50%）。
- ❑ Calvo和Reinhart（2002年）提出了“浮动恐惧”
 - “那些表示允许汇率浮动的国家大多都没有这么做——对浮动汇率的恐惧似乎普遍存在。”

EMS crises: Peg to DM (1992m8=100)



来源: Haver.

Asian crises: Peg to dollar (1997m6=100)

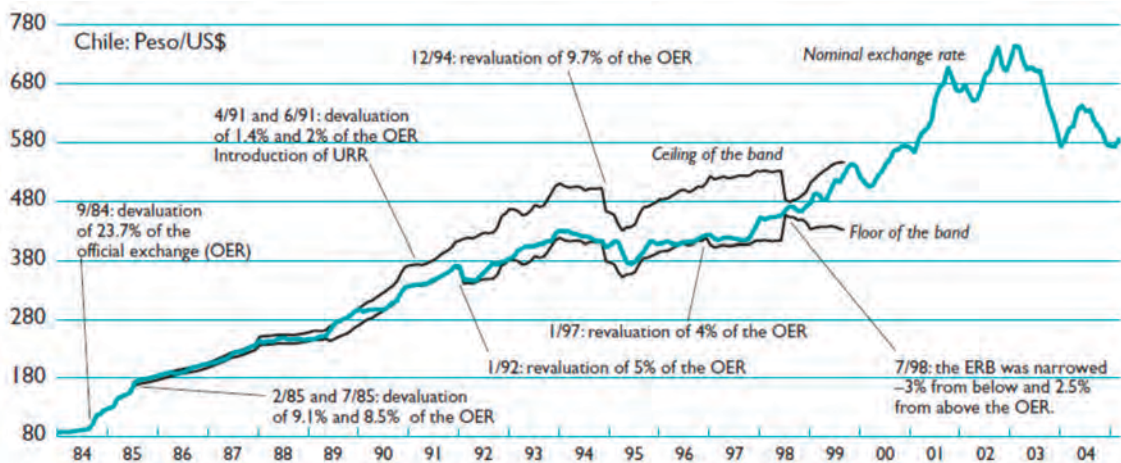


来源: Haver.

6

但也有很多成功转型先例（1）：智利

- 汇率制度转型会持续多年，甚至数十年
- 智利的经历：基本实现了有序逐步改革（1984年至1999年）
 - 爬行钉住汇率制（1982年9月）->爬行区间汇率制（1984年8月）->逐步扩大区间->自由浮动汇率制（1999年9月）

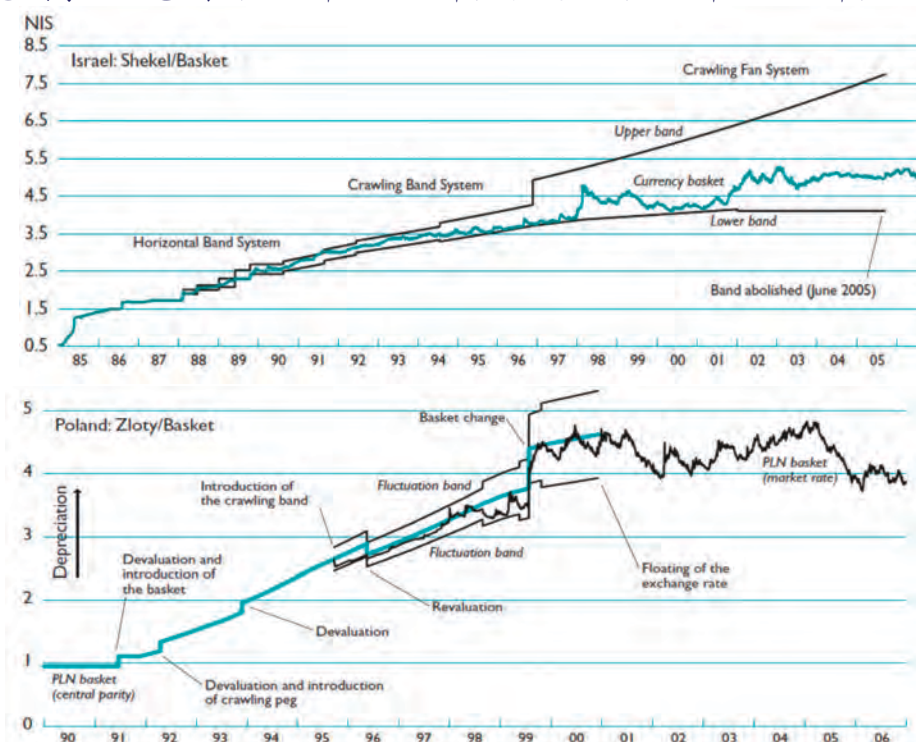


来源：基金组织（2007年）。

7

但也有很多成功转型先例（2）：以色列和波兰

- 其它例子：以色列（1985年至2005年）、波兰（1999年至2000年）



来源：基金组织（2007年）。

8

四因素是实现汇率制度平稳转型的基石

- 1) 外债少，币种错配较小，资本提前行动可能性小；
- 2) 宏观经济框架具有一致性，以支持汇率政策；
- 3) 拥有充足外汇储备，维护信心并在需要时用于防卫；
- 4) 灵活使用所有可用工具，以减轻过度波动。

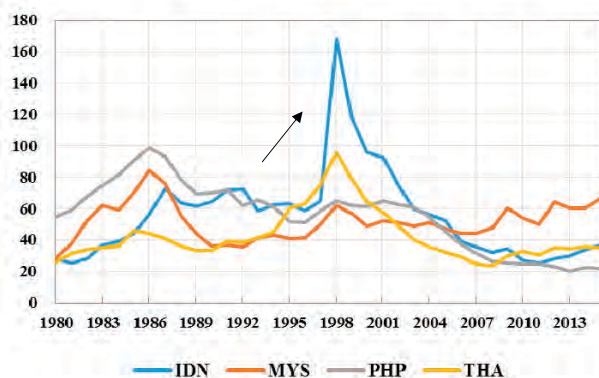
所有这些加在一起：外债少+基本面稳健+储备充足+管理能力，可以消除尾部风险，从而使逐步顺利转型成为可能。

9

外债和币种错配严重带来危机

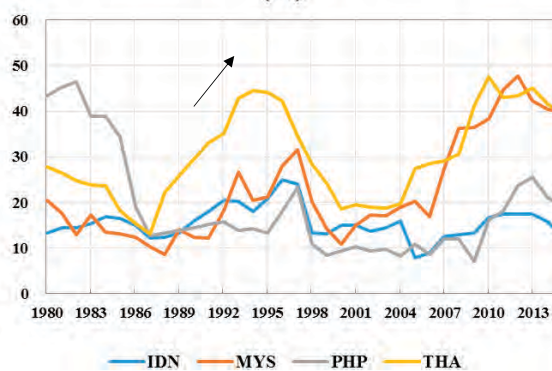
- 当一国外债高企，存在大量的货币及期限错配时，突然资本流动逆转将通过资产负债表效应，引发汇率大幅贬值（这是第三代货币危机）
 - 1994年墨西哥龙舌兰危机、1997年亚洲危机、1998年俄罗斯卢布危机、2001年至2002年阿根廷危机；
 - “原罪假说”——金融市场不完善会阻止一国以本国货币对外借款，甚至会阻止其在国内进行长期借款。

Aisan crises: External debt/ GNI (%)



来源: Haver。

Aisan crises: Short-term debt/External debt (%)

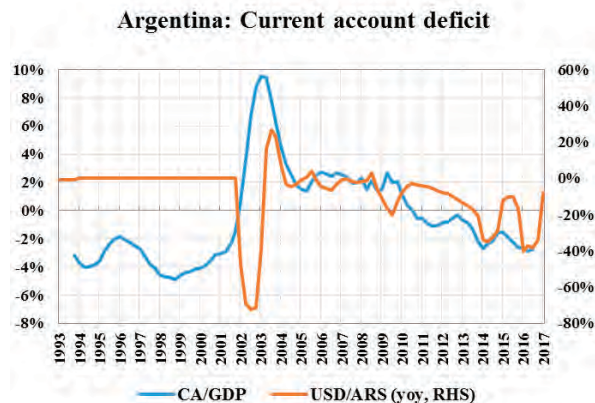
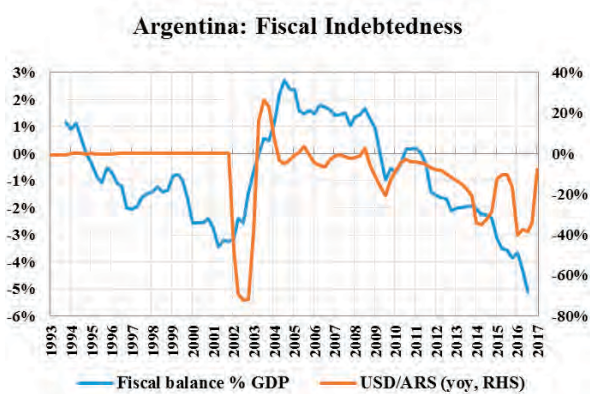


来源: Haver。

10

基本面恶化及双赤字带来危机

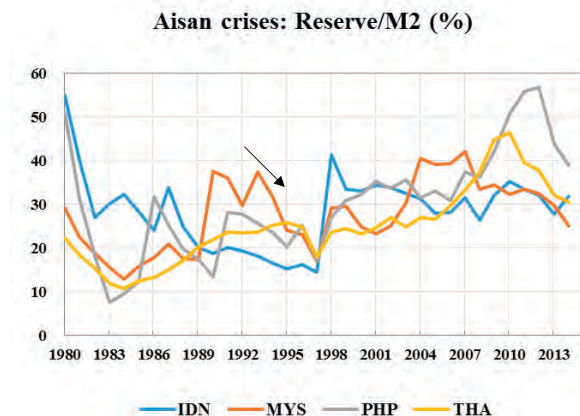
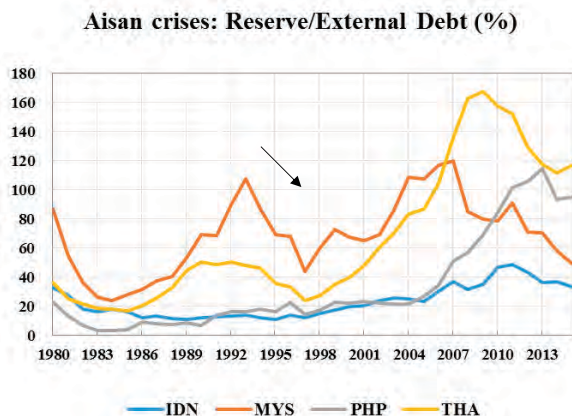
- 财政赤字：汇率承诺令政府征收铸币税的能力下降
 - 第一代货币危机模型（Krugman, 1979年）——宏观经济政策不协调；
 - 2001年至2002年阿根廷危机：财政赤字恶化背景下，投资者对其维持钉住汇率制能力失去信心。
- 经常账户逆差：过度依赖外部融资会带来脆弱性
 - 2001年至2002年阿根廷危机：比索对巴西雷亚尔升值以及贸易伙伴需求下降，引发了国际收支危机。



11

外汇储备不足带来危机

- 要减缓汇率压力，既可加息，也可使用外汇储备。
 - 外汇储备可发挥缓冲作用，应对投机性攻击；
 - 但棘手之处在于，不论外汇储备规模有多大，都无法与央行自身的资产负债表（M2）相比，因此维持信心和灵活性同等重要。



12

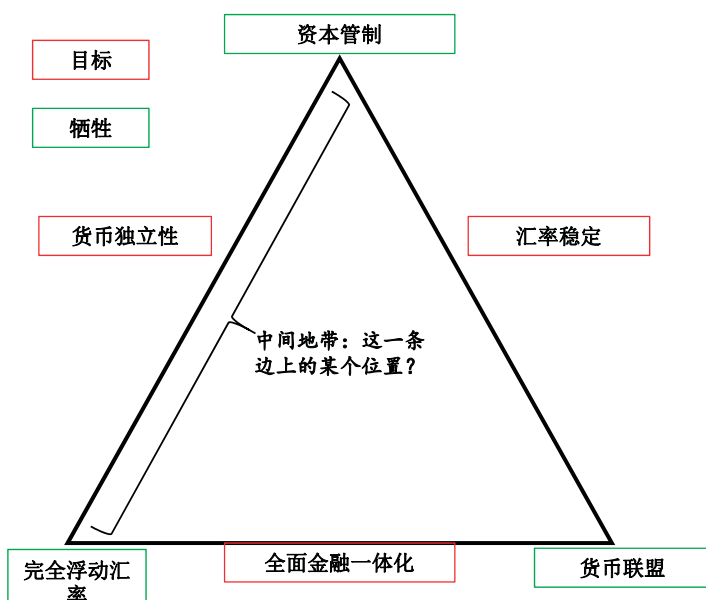
资本管制带来污点，多数决策者避免使用

- 使用管制措施多为绝望之举，且会被打下烙印
 - 由于担心惹怒投资者，依赖外部融资的开放经济体将其视为不得已之举（如土耳其）。
- IMF（2012）为使用资本流动管理措施（CFMs）措施开了绿灯
 - 资本流动管理措施能够改变资本流动的构成（更多的直接投资，更少的套利交易）；
- 资本流动管理只是工具箱的一部分
 - 资本流动管理与宏观审慎措施之间的边界模糊，相互重合；
 - 巴西：2009年至2011年实施的2%托宾税，主要针对套利交易资本流动。
- 资本流动管理仍然存在污名效应
 - 基金提出“资本流动管理”这一术语，以便消除资本管制的污名效应。但政策制定者仍然避免使用甚至提及这种措施。
 - 通常这并不涉及实施新的规则，而是强化现有规则。

13

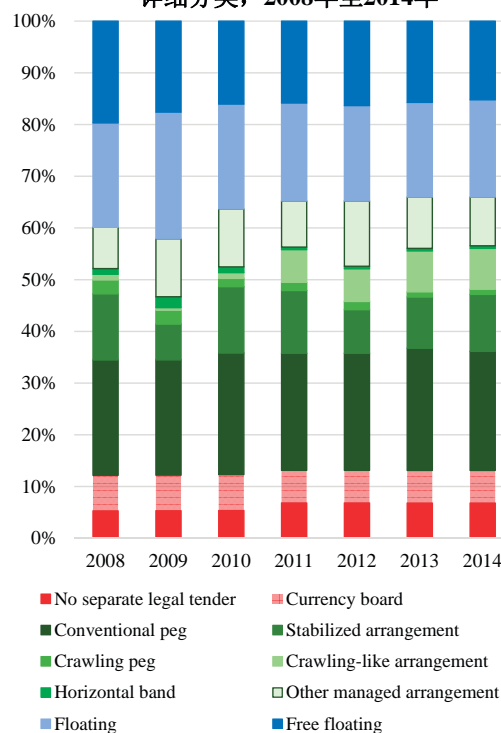
在实行完全浮动之前：有没有一个中间地带？

- “角点解”还是“内部解”？
 - “角点解”适合部分情况；
 - 有没有可能半稳定半独立？
 - 三难困境vs.两难困境？（Rey, 2013年）



来源：Frankel（1999年）、Yi和Tang（2000年）。

货币制度的选择，
详细分类，2008年至2014年

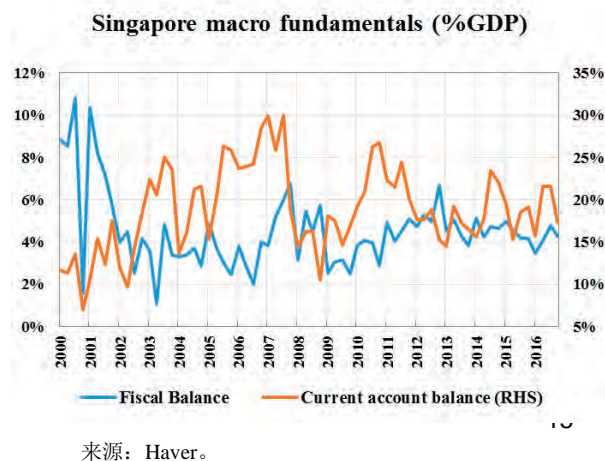
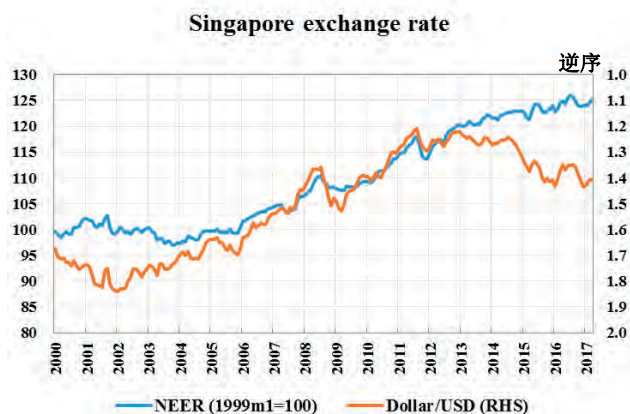


来源：基金组织（2014年）。

14

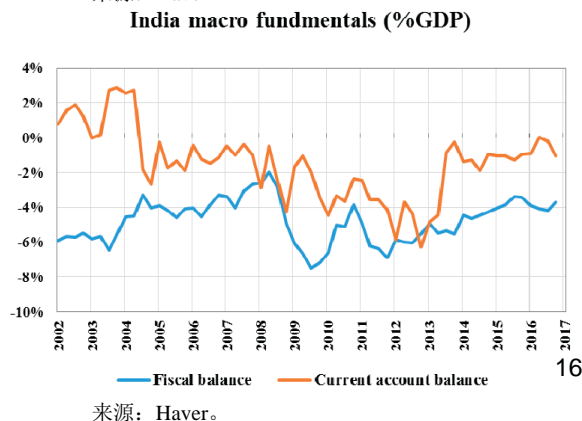
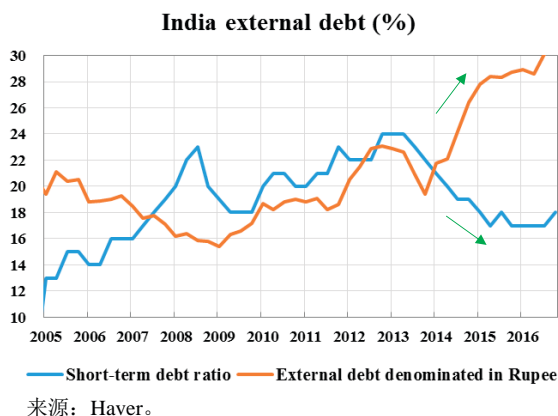
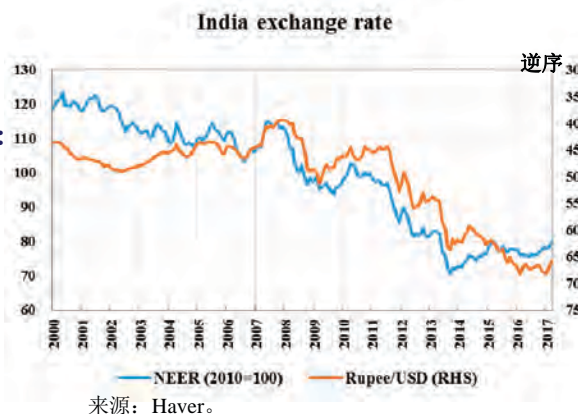
近期成功案例：新加坡的BBC制度

- ❑ 新加坡BBC制度综合纳入了篮子、区间和爬行的重要特征
- ❑ BBC制度下，新加坡元实现了多重汇率校正：自2013年以来，名义有效汇率每年升值约1%，而相对美元贬值
- ❑ 有利因素：有限外债，财政和经常账户盈余，大量的外汇储备以及宏观审慎政策



近期成功案例：印度有管理的浮动汇率

- ❑ 2014年至2016年期间，印度卢比相对美元每年贬值4%至5%，稳定性高于其他新兴市场国家
- ❑ 自2014年以来积极因素为卢比提供了支持：
 - 币种和期限错配减少；
 - 财政整顿持续进行，经常账户赤字大幅削减；
 - 外汇储备不断增加；
 - 基本面不断改善：2016年CPI为4.9%，增长7.5%；
 - 政治稳定。



以这四项标准衡量，中国情况如何？

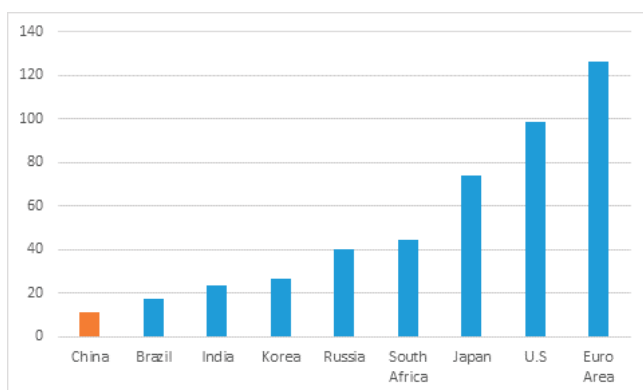
- 外债：低于GDP的15%，币种错配很少；
- 基本面：经济正在放缓，但经常账户仍为顺差，政府债务较低；
- 储备充足性：大多数指标显示储备充足；
- 估值：2005年至2014年的单向升值期间，人民币存在一定超调；
- 市场情绪和央行信誉：有难度，不过正在改善。

17

中国的外债相对较少且健康

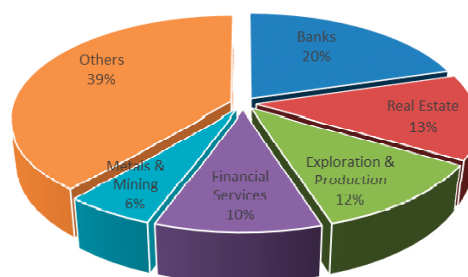
- 外债占GDP比重相对较低
 - 2016年中国的外债只占GDP的11.5%，低于其他主要国家。
- 币种错配不严重
 - 2016年本币债占外债总额的34.3%；
 - 企业债务币种错配集中于房地产以及金属和矿业部门，分别为968亿美元和414亿美元（占企业外债总额的20%）。
 - 海外资产的增加确保稳定融资以偿还外债。

外债 / GDP：国际比较（截至2016年底）



来源：季度外债统计、Haver。

企业外币外债的分布：按行业分（2015年底）



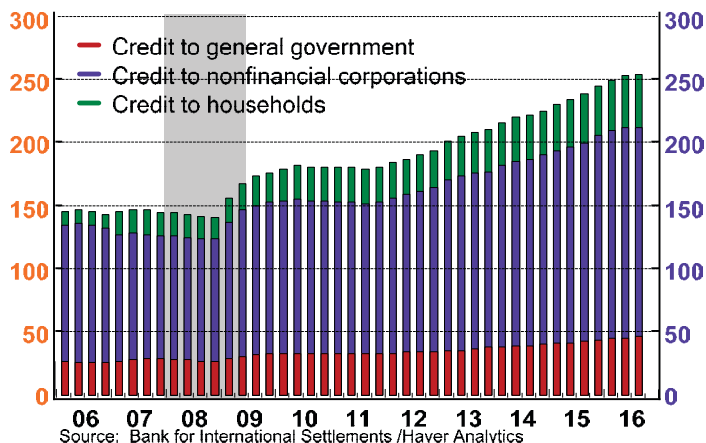
来源：Miao和Rao（2016年）。

18

总体债务水平正在上升但已采取应对措施

- 中国的总体债务负担较高，集中于非金融企业部门。
 - 国际清算银行称，截至2016年第三季度末，中国非金融部门的未偿债务总额占GDP的210%。
 - 非金融企业部门：占GDP的166%；家庭和政府部门：分别占GDP的43%和46%。
- 虽然结构性经济改革是中国经济中长期去杠杆化的关键，但是政府当局已经采取了种种措施对企业的到期债务予以延期并降低它们的融资成本。

对中国非金融部门的信贷占GDP的%，2006年第一季度至2016年第三季度

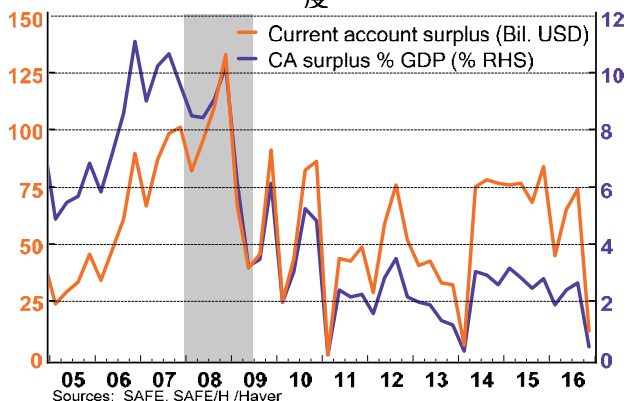


19

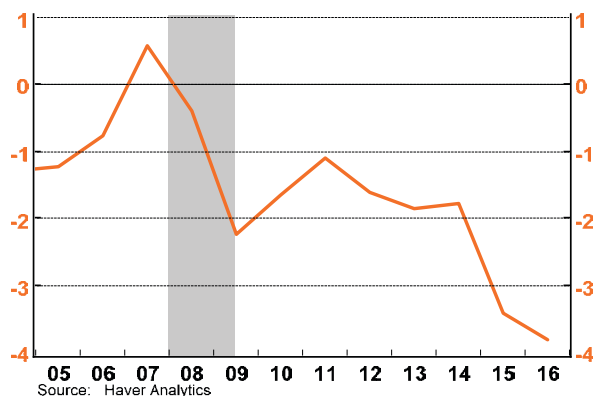
国际收支和财政状况依然稳健

- 中国正处于外部再平衡进程中
 - 2014年至2015年，经常账户顺差在3000亿美元上下波动（GDP的2.5-3.0%）；
 - 从中长期看，服务逆差扩大加速外部再平衡进程。
- 最近几年，财政政策更加积极
 - 总体财政赤字虽然一直在扩大，但仍保持较低水平；
 - 中国的财政赤字GDP占比从2014年之前的约2%扩大到2016年的约4%。

中国的经常账户，2005年第一季度至2016年第四季度



中国的政府预算余额，2005年至2016年（%）



大多数指标显示储备充足

- 根据IMF标准（2015），在固定汇率制并实行资本管制情形下，外汇储备规模的合意范围应为1.8至2.7万亿美元
 - 无资本管制情形下，外汇储备规模的合意范围在2.9至4.4万亿美元之间。
- 自2017年1月以来，中国的外汇储备稳定在3.0万亿美元左右
 - 储备和资本流动管理措施可以相互替代（Ilzetki等，2017年）

储备充足性指标（万亿美元，2016年第四季度）

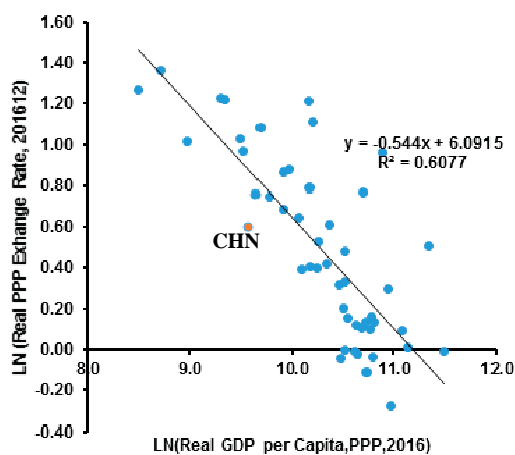
| 构成 | | 实行资本管制 | | | | 不实行资本管制 | | | |
|------|-------|--------|-----|------|-----|---------|-----|-----|-----|
| | | 固定 | | 浮动 | | 固定 | | 浮动 | |
| | | 权重 | 下限 | 权重 | 下限 | 权重 | 下限 | 权重 | 下限 |
| 短期债务 | 1.00 | 30% | 0.3 | 30% | 0.3 | 30% | 0.3 | 30% | 0.3 |
| 其他负债 | 0.79 | 20% | 0.2 | 15% | 0.1 | 20% | 0.2 | 15% | 0.1 |
| 出口 | 2.20 | 10% | 0.2 | 5% | 0.1 | 10% | 0.2 | 5% | 0.1 |
| 广义货币 | 22.34 | 5% | 1.1 | 2.5% | 0.6 | 10% | 2.2 | 5% | 1.1 |
| 建议区间 | | | 1.8 | | 1.1 | | 2.9 | | 1.6 |
| | | | 2.7 | | 1.6 | | 4.4 | | 2.5 |

来源：中国人民银行、Haver以及作者的计算。

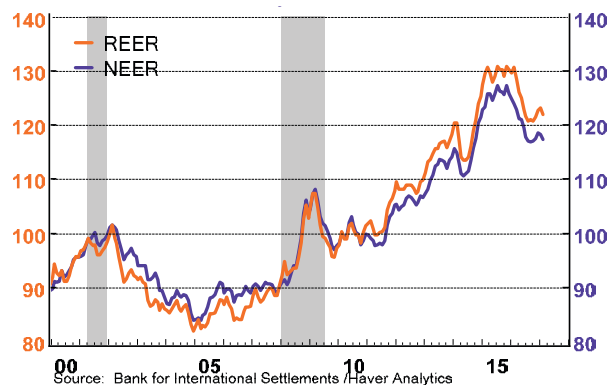
21

人民币被高估了吗？

- 2005年至2014年，人民币实际有效汇率平缓升值，涨幅为55%
- 按生产率进行调整后，相对于新兴市场其他币种，人民币并未过分高估



中国的实际有效汇率和名义有效汇率（2010年=100）



注：实际购买力平价汇率=名义汇率/GDP购买力平价转化率；购买力平价转化率：当前每一国际美元兑换的本国货币数量；名义汇率基于直接标价法。

来源：Haver/基金组织/世界银行和SAFE研究，参看Berg和Miao（2010年）。

22

人民币汇率制度沟通：事实与迷思

- 事实1：转型讨论是制度选择，而非汇率水平
 - 很多讨论错误地将重点放在选择合理的人民币汇率水平上。
- 事实2：短期看，是产出损失vs.金融稳定间的权衡
 - 汇率既是相对价格，又是资产价格。
 - 相对价格调整低于预期所导致的产出损失vs.资产价格巨大变动可能导致的金融稳定性丧失。
- 事实3：长期看，是宏观经济政策框架间的权衡
 - 货币独立性vs.汇率稳定性；
 - 有可能半独立半稳定吗？
- 迷思1：完全浮动汇率是超级大国的唯一选择
 - 在两极格局下，大国间能够相互协调，采取钉住制度？
- 迷思2：中国外汇交易中心人民币汇率指数货币篮子的权重属于机密
 - 事实上网站已予公布；多数人不知道，认为还未公开。
- 迷思3：汇率中间价由中国人民银行“确定”
 - 它实际上是基于市场参与者提供的价格。

23

国际约束：布雷顿森林体系II瓦解？

- 近期人民币“脱钩”美元
 - “中美货币联盟”（Narayana Kocherlakota，2016年）。
- 自2015年8月以来，人民币汇率波动性升高，但仍然低于新加坡元

历史波动性：人民币vs.新加坡元



隐含波动性：人民币vs.新加坡元



24

参考文献

- Berg, A., and Y. Miao, 2010, "The Real Exchange rate and Growth Revisited: The Washington Consensus Strikes Back?" IMF Working Paper No. 10/58.
- Calvo, G., and C. Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), pp. 379-408.
- Eichengreen, B., and A. Rose, 2012, "Flexing Your Muscles: Abandoning a Fixed Exchange Rate for Greater Flexibility," NBER International Seminar on Macroeconomics 2011.
- Fischer, S., 1999, "The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons." Speech delivered at the conference of the Economic Strategy Institute, Washington DC.
- _____, 2001, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 3-24.
- Frankel, J., 1999, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times," NBER Working Paper 7338.
- Ghosh, A., J. Ostry, and M. Qureshi, 2014, "Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment," IMF Working Paper No. 14/11.
- IMF, 2007, "Moving To Greater Exchange Rate Flexibility: Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences," IMF Occasional Paper No. 256.
- _____, 2012, "The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View," (Washington), November.
- _____, 2015, "Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals," IMF Policy Paper.
- Ilizetzi E., Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?. NBER, 2017.
- et al, 2017, Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? NBER working paper No. 23134
- Kocherlakota, N., 2016, "Fed Should Ease after U.K.'s Vote," Bloomberg View.
- Krugman, P., 1979, "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311-325.
- Rey, H., 2013, "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper presented at the Jackson Hole Symposium, August 2013.
- Summers, L., 1999, testimony before the Senate Foreign Relations Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion, January 27.
- Yi, G., and X. Tang, 2001, "Theoretical Foundation on Corner Solutions of Foreign Exchange Regime," *Journal of Financial Research*.

锚定名义汇率之锚

关于向通胀目标制过渡的思考

Tommaso Mancini-Griffoli*

国际货币基金组织货币与资本市场部

tmancinigriffoli@imf.org

基金组织-人民银行联合会议

2017年4月28日 北京

* Zohair Alam、Federico Grinberg、Thomas Harjes以及Luis Jacome为本展示提供了有益的信息。



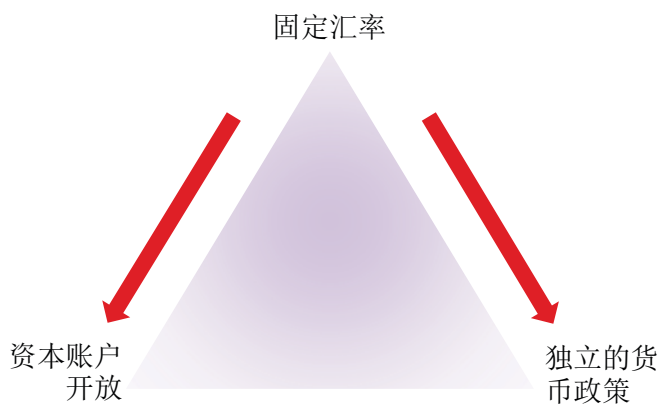
议题

- 金融稳定对于交易而言很必要（通胀盯住）
- 交易影响金融稳定
- 干预规则能够起作用

- 1 锚定名义汇率之锚
- 2 案例研究——拉美国家的过渡
- 3 推广至正常时期
- 4 为通胀目标制建立外汇干预规则



过渡中的“必做之事”和“应做之事”



职能与问责制

中期通胀目标

内部一致的框架

操作的独立性

市场发展

以风险为基础，前瞻性地制定政策

有效的运作、流程及文化

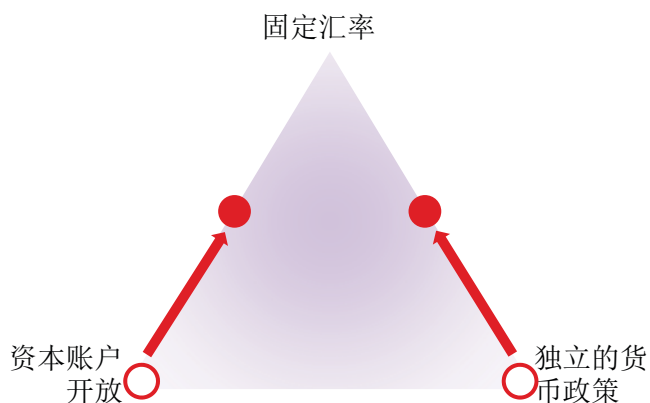
清晰的沟通

必做之事

应做之事



实现完全过渡往往很难

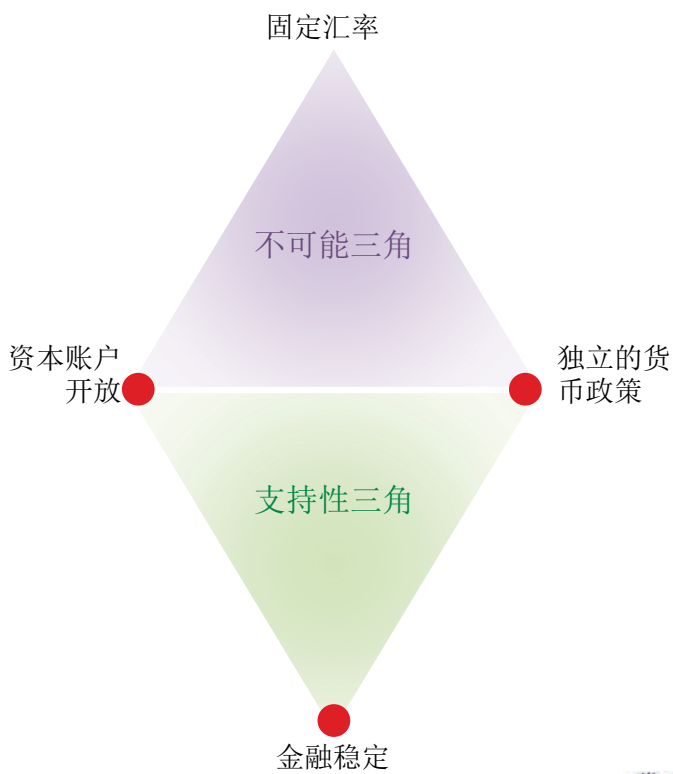


金融稳定

- 事实上的情况
- 各目标间存在相互竞争
- 与货币政策进行权衡
- 在开放经济体中尤为如此



锚定名义汇率之锚



金融稳定

- 事实上的情况
- 各目标间存在相互竞争
- 与货币政策间进行权衡
- 在开放经济体中尤为如此



必须确保金融稳定

过渡

- 平稳过渡
- 尽量减少浮动汇率带来的风险（担忧）
 - 1 通货膨胀
 - 2 货币贬值
 - 3 可信度

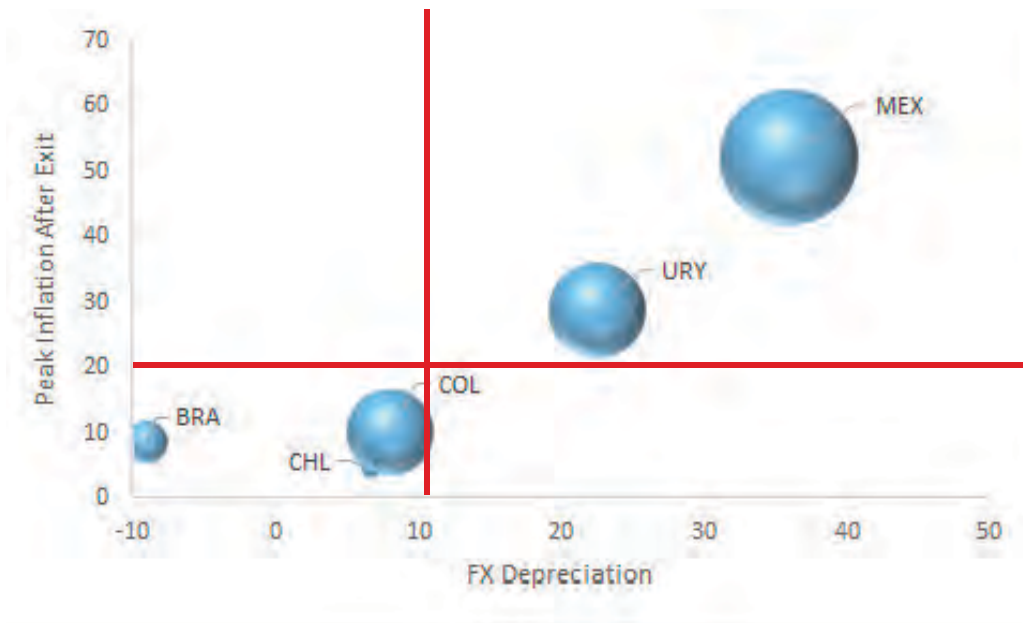
通胀目标制

- 有效的货币政策
- 逆周期
- 成功
- 可信

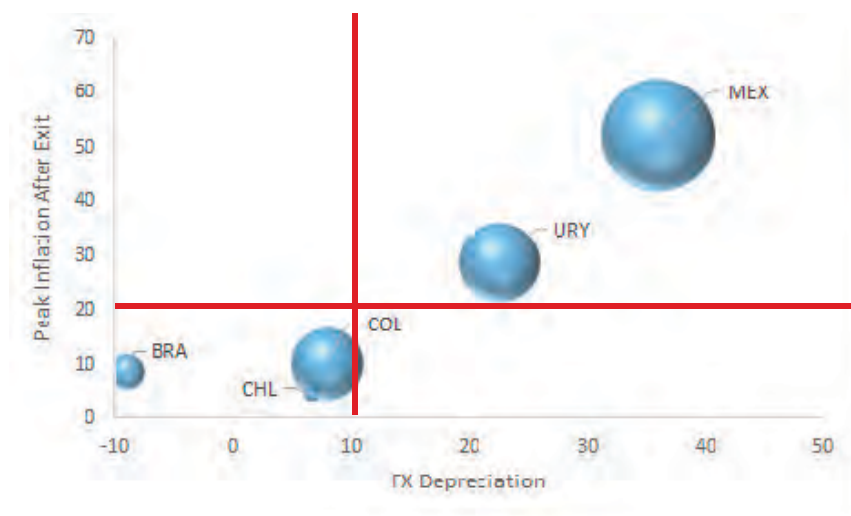


根据浮动汇率带来的三种担忧，过渡情况各有不同

在退出1年之后，有关国家出现货币贬值及通胀达到峰值的情况，以及通胀预期稳定在目标水平需要数月



没有明确的模式能解释成功.....



独立性

清晰的职能

操作能力

市场发展

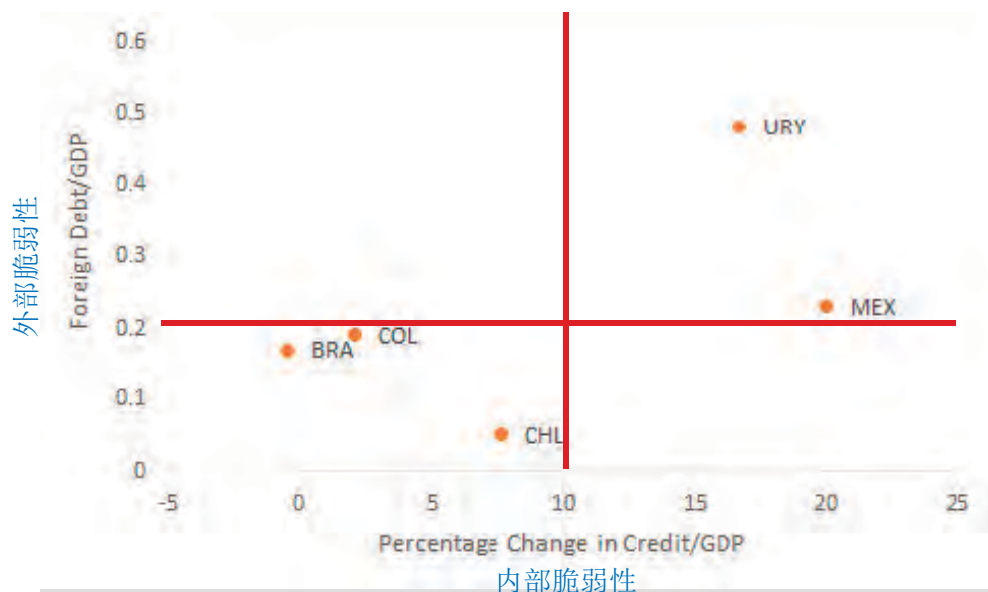
较慢或较快实施

.....除了金融稳定



在最困难的过渡中，金融稳定风险最高

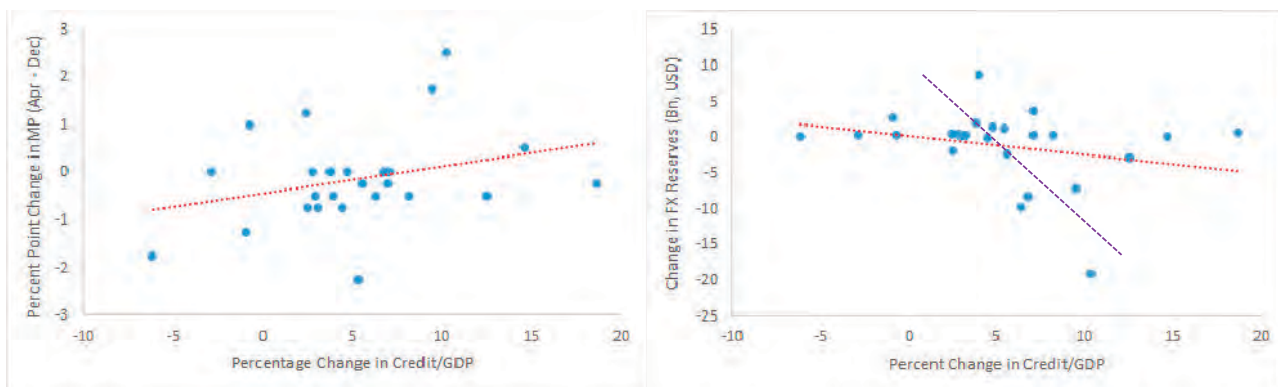
内外部脆弱性
(退出前3年的平均值)



即便在实施目标通胀制的国家，为维护金融稳定，也应支持逆周期的货币政策

在2013年的“缩减恐慌”（风险冲击）中，更脆弱的新兴市场国家（其信贷与GDP之比较高）：

- 加息更多
- 采取了更多干预



初步结论

从有管理的汇率制度进行过渡是有益的

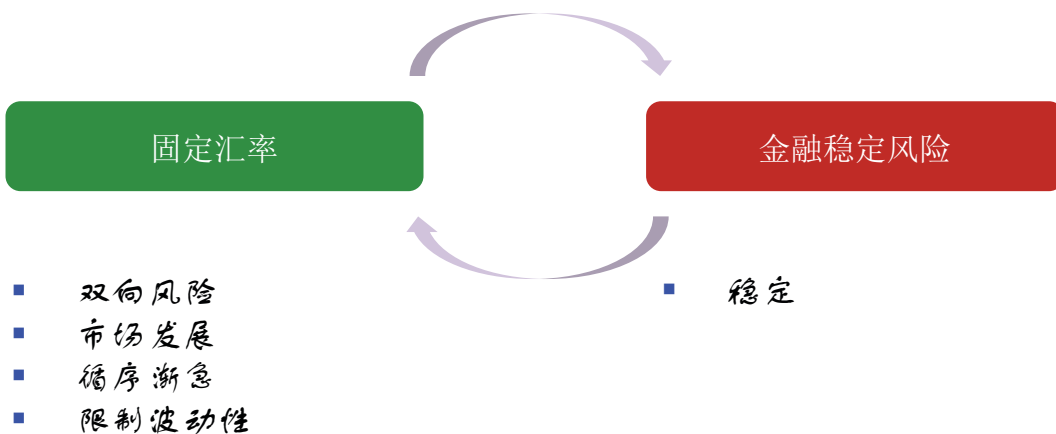
但需要谨慎筹划

特别应在金融稳定方面做好准备

- 防止出现恐慌局面
- 确保实现成功、可持续的过渡



汇率机制和金融稳定相关



汇率在过渡阶段和稳态通胀盯住中的作用？

设计目标

切合实际

支撑作用

有限性

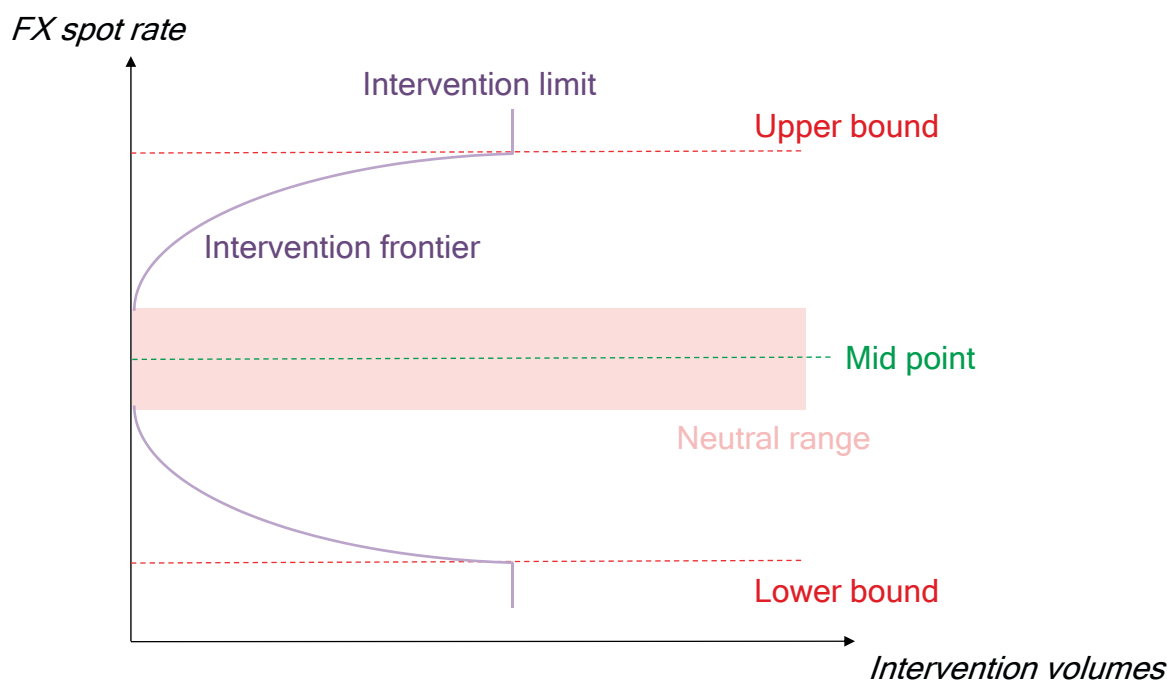
稳定性

明确性

- 依靠，而非固定
- 限制，而非取消
- 通常情况下，允许市场决定汇率



规则参数——示例




初步结论

从有管理的汇率制度进行过渡是有益的

但需要谨慎筹划

特别应在金融稳定方面做好准备

- 防止出现恐慌局面
- 确保实现成功、可持续的过渡



过渡需要金融稳定

过渡影响金融稳定

- 设计良好的汇率规则能够发挥作用
- 承诺，可信度，透明度使改变成为可能





宏观审慎监管： 银行监管者的视角

2017年4月28日

主要内容

- ➡ 一、系统性风险分析与评估
- 二、宏观审慎监管工具
- 三、跨业跨境监管协调与合作
- 四、各国共同面临的挑战



系统性风险分析与评估

- 高度重视单体机构和银行业的整体风险分析与评估
 - 分析汇总数据，开展同质同类分析，定期提交宏观审慎分析报告
 - 持续监测评估银行体系的共同风险敞口、风险集中度和风险发展趋势
 - 加强风险早期预警系统建设
- 密切跟踪国内外宏观经济和金融市场走势，分析对银行业的潜在影响
- 持续监测市场整体流动性状况



系统性风险分析与评估

- 压力测试
 - 2007年印发《商业银行压力测试指引》
 - 开展自下而上和自上而下的压力测试
 - ✓ 2010年，组织开展房地产贷款压力测试，选择房价上涨较快、风险较高的重点城市，测试房价下跌对商业银行资产质量和资本充足率等的影响
 - ✓ 2014年，开展信用风险、流动性风险和房地产风险暴露压力测试，分析宏观经济形势、金融市场和房地产市场变化对银行业资产质量、资本充足率和流动性状况的影响
 - ✓ 2015年，开展信用风险、市场风险和流动性风险等压力测试
- 定期与银行进行沟通交流
 - 召开季度经济形势分析会
 - 向银行业金融机构提示重大风险隐患，要求其及时采取应对措施



主要内容

- 一、系统性风险分析与评估
- ➡ 二、宏观审慎监管工具
- 三、跨业跨境监管协调与合作
- 四、各国共同面临的挑战



逆周期监管工具

■ 逆周期资本要求

- 2009年提出动态资本缓冲要求
 - ✓ 要求商业银行在8%的最低资本充足率要求基础上，进一步计提2%的资本缓冲
 - ✓ 要求5家大型银行计提1%的系统重要性附加资本
- 2012年6月发布《商业银行资本管理办法》
 - ✓ 储备资本要求：2.5%
 - ✓ 逆周期资本要求：0-2.5%
- 分析测算我国的广义信贷/GDP

■ 杠杆率要求

- 2011年6月制定发布《商业银行杠杆率管理办法》，并在2015年3月进行修订
 - ✓ 最低杠杆率监管要求为4%
 - ✓ 高于《第三版巴塞尔协议》规定1个百分点



逆周期监管工具

■ 动态拨备要求

- 2009年要求商业银行将拨备覆盖率提高至150%
- 2011年发布《商业银行贷款损失准备管理办法》，要求商业银行同时满足
 - ✓ 拨备覆盖率不低于150%
 - ✓ 拨备/贷款比率不低于2.5 %

■ 流动性风险管理要求

- 要求监管机构和商业银行密切监测分析市场整体流动性状况
- 允许银行在压力情况下，可以动用合格优质流动性资产

■ 动态贷款成数（LTV）要求

■ 贷款收入比（LTI）要求

- 2004年规定借款人的贷款收入比不得高于50%

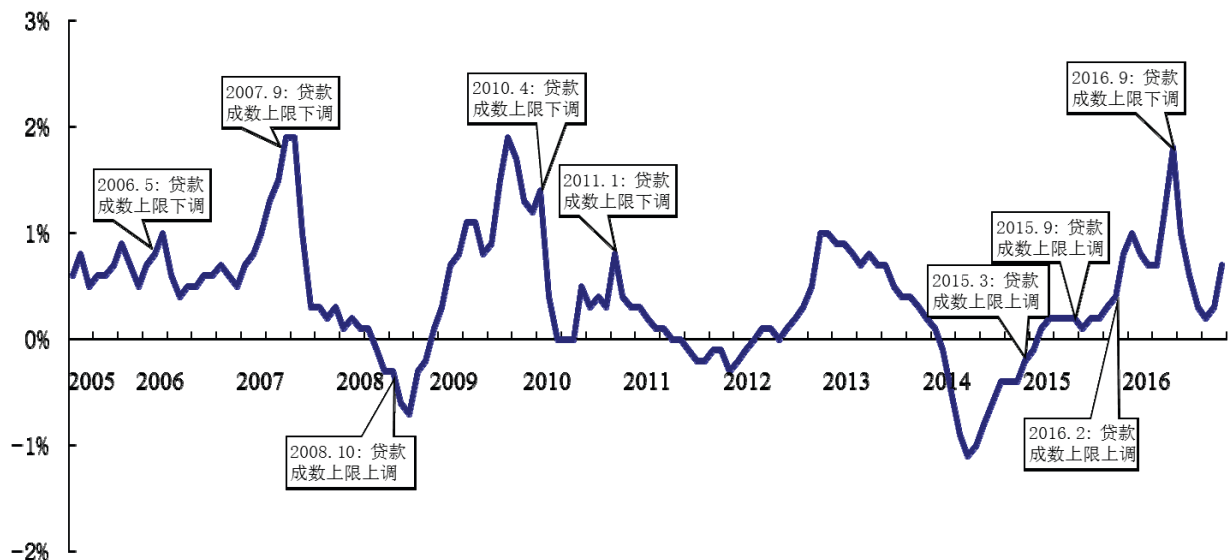
7



中国银行业监督管理委员会
China Banking Regulatory Commission

贷款成数要求

房地产价格指数



8



中国银行业监督管理委员会
China Banking Regulatory Commission

全球系统性重要银行监管框架

- 2009年以来，我国商业银行每年参加巴塞尔委员会的全球系统重要性银行（G-SIBs）定量测算
- 中国银行、工商银行、农业银行和建设银行先后进入全球30家全球系统重要性银行名单
- 2014年1月，发布《商业银行全球系统重要性评估指标披露指引》
 - 要求表内外资产余额高于1.6万亿元人民币和上一年度被认定为全球系统重要性银行的商业银行根据要求披露信息
 - 信息披露内容包括全球系统重要性评估方法下5个维度，即规模、关联度、可替代性、复杂性和全球活跃程度的12项指标
 - 原则上于每个会计年度终了后的四个月内披露相关信息



国内系统性重要银行评估

- 评估方法
 - 从规模、关联度、可替代性和复杂性4个维度评估商业银行的国内系统性程度
 - 定量与定性分析相结合，必要时运用监管判断
- 评估结果
 - 用于确定系统重要性附加资本要求
 - 作为分配监管资源和确定监管强度的重要参考
 - 根据商业银行的系统重要性采取差异化的监管措施



国内系统性重要银行监管

■ 提高监管频率和强度

- 对公司治理、风险管理和内部控制提出更高要求
- 增加对大型银行的监管资源投入，实施更频繁、更深入的非现场和现场监管
- 从跨业和跨境维度加强并表监管



恢复和处置框架

■ 制定恢复和处置计划（RRPs）

- 要求5家大型商业制定恢复和处置计划

■ 建立跨境危机管理工作组（CMG）

- 对我国每家全球系统性重要银行分别建立跨境危机管理工作组
- 工作组成员: 银监会、财政部、人民银行和相关境外监管机构
- 每年召开一次会议
- 审查恢复和处置计划

■ 实施可处置性评估



主要内容

一、系统性风险分析与评估

二、宏观审慎监管工具

➔ 三、跨业跨境监管协调与合作

四、各国共同面临的挑战



跨业监管协调与合作

■ 金融危机应对小组（FCRG）

- 国务院领导下的我国维护金融稳定的高层次协调和决策机制
- 2008-2009年，每10天召开一次会议

■ 金融监管协调部际联席会议（JMC）

- 由人民银行牵头，成员单位包括银监会、证监会、保监会、外汇局
- 2013年成立，原则上每季度召开一次会议，或者根据需要随时召开

■ 监管合作备忘录（MOUs）

- 2004年，银监会、证监会、保监会签署了在金融监管方面分工合作的备忘录
- 2008年以后，签署一系列双边合作备忘录



跨境监管协调与合作

■ 监管合作备忘录

- 与68个国家和地区的监管机构签署了合作备忘录和信函交换（EOL）

■ 双边监管磋商

- 与美国、英国、加拿大、日本、韩国、新加坡和香港的监管同行定期开展双边监管磋商

■ 监管联席会议和跨境危机管理工作组（CMGs）

- 每年就大型商业银行监管召开监管联席会议
- 跨境危机管理工作组也在跨业跨境监管协调合作中发挥重要作用



主要内容

一、系统性风险分析与评估

二、宏观审慎监管工具

三、跨业跨境监管协调与合作

➔ 四、各国共同面临的挑战



各国共同面临的挑战

■ 系统性风险分析、评估和预警

- 及时识别和预警系统性风险难度很大
- 系统性风险评估不仅需要定量分析，更需要央行与监管当局将宏观、微观层面情况进行对接和汇总，结合经验判断，共同分析系统性风险隐患并提出政策建议

■ 宏观审慎监管工具运用

- 规则导向与相机抉择各有利弊，需要权衡

■ 治理架构与问责制度

- 监管当局需要面对市场压力，做出不受欢迎的决策
- 与货币政策的价格稳定目标相比较，金融稳定更难测度，更难以对宏观审慎当局进行恰当的考核与问责
- 需要在独立性和公信力之间把握有效的平衡

■ 宏观审慎监管的有效性仍有待观察





中国证券监督管理委员会
CHINA SECURITIES REGULATORY COMMISSION

抓住机遇 促期货和衍生品市场健康持续发展

期货监管部 冉华

2017年4月



1



主要内容

- 一、期货市场发展成绩和功能作用
- 二、期货衍生品市场发展面临的机遇
- 三、期货衍生品市场发展的挑战



2

一、期货市场发展成绩和功能作用

- (一) 市场规模不断增加
- (二) 法规制度趋于完善
- (三) 监管制度与框架有效且富有特色
- (四) 服务实体效果明显

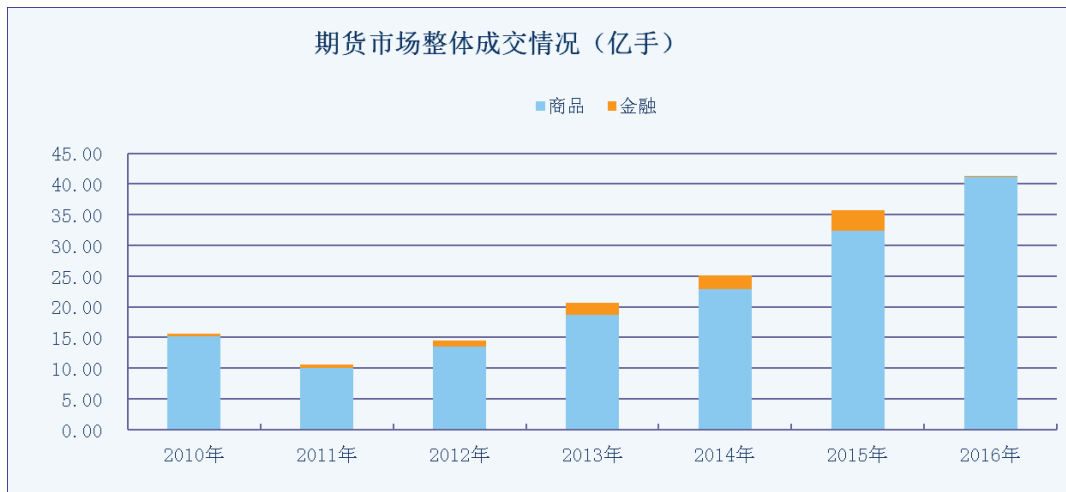
(一) 市场规模不断增加

- 基本覆盖关系国计民生的重要领域。商品期货方面覆盖了农产品、金属、能源和化工等主要产业领域。

| 类别 | 品种 | 数量 |
|------|---|----|
| 农林 | 白糖、棉花、黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、豆油、玉米、强麦、普麦、早籼稻、菜籽油、棕榈油、菜籽、菜粕、鸡蛋、粳稻、纤维板、胶合板、晚籼稻、玉米淀粉、天然橡胶、 豆粕期权 、 白糖期权 | 23 |
| 金属 | 铜、铝、锌、铅、黄金、螺纹钢、线材、白银、铁矿石、热轧卷板、硅铁（铁合金）、锰硅（铁合金）、锡、镍 | 14 |
| 能源化工 | 燃料油、焦煤、动力煤、PTA、LLDPE、PVC、焦炭、甲醇、玻璃、石油沥青、聚丙烯 | 11 |
| 金融 | 沪深300股指期货、上证50股指期货、中证500股指期货、5年期国债期货、10年期国债期货、上证50ETF期权 | 6 |

（一）市场规模不断增加

- 2016年我国期货市场成交量为41.38亿手（不含上证50ETF期权），同比增长15.71%。其中，商品期货成交41.19亿手，占比99.6%；金融期货成交0.18亿手，占比0.4%。



（二）法规制度趋于完善

- 第一层级是国务院颁布的《期货交易管理条例》以及与期货市场相关的司法解释；
- 第二层级是证监会发布的部门规章和规范性文件；
- 第三层级是期货交易所规则，包括交易所章程、规则和细则等；
- 《期货法》尚未出台，已列入十二届全国人大二类立法项目。

(三) 监管制度与框架有效且富有特色

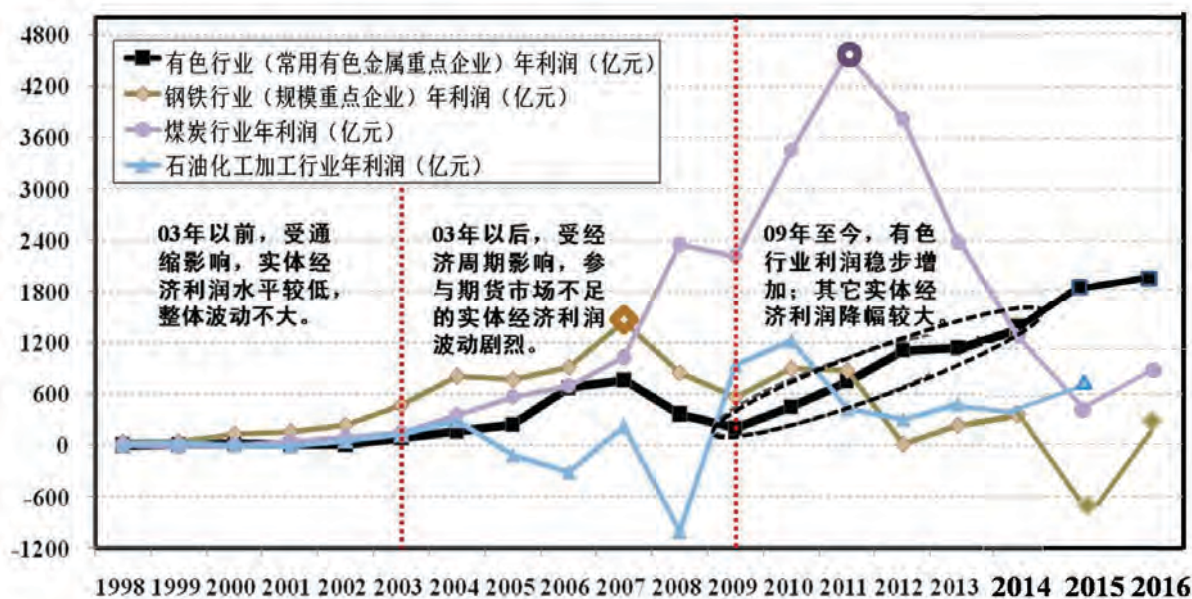


为证监会对市场风险“看得清、管得住”发挥了重要作用

(四) 服务实体效果明显

- 一是期货定价促进我国市场效率提升，保障市场高效有序运行。
- 二是期货套保对冲风险，促进企业发展壮大和行业稳健发展。
- 三是降低企业资金成本，提升资源配置效率。
- 四是期货市场服务中国融入全球生产贸易体系。
- 五是中小企业提供风险管理和融资支持。

（四）服务实体经济效果明显



二、期货衍生品市场发展面临的机遇

- （一）商品期货市场对外开放
- （二）金融期货发展面临大机遇
- （三）中小众产品风险管理需求
- （四）中小企业风险管理需求

期货公司风险管理子公司业务模式



三、期货衍生品市场发展的挑战

- (一) 在跨境监管协调与制度安排方面缺乏经验积累
- (二) 市场监管资源不足
- (三) 市场和企业对风险管理文化认知不足，对衍生品的批评与指责始终存在

加强金融和汇率框架

国际经验及对中国的启示

中国人民银行和国际货币基金组织
第五届联合会议

MIQUEL DIJKMAN
金融与市场全球实践
金融部门资深专家



2017年4月28日

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架 中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

中国金融部门面临的高层面发展挑战

- 适时的问题：
 - 自上一次金融部门评估规划至今，中国金融体系发展情况如何？
 - 与其他国家相比，中国在过去六年中金融体系发展情况如何？
 - 从发展的角度看，关键挑战是什么？
- 对金融部门发展进行的盘点具有很强的**选择性和主观性**

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

政策背景——持续的改革

- 中国领导人重申了进一步深化金融部门改革的承诺，并认识到需要提升市场在资源配置中的作用
- 全面的金融部门改革
 - 利率市场化：取消存款利率上限
 - 银行业改革：推出私人银行试点计划，取消贷存比上限，引进存款保险，对政策性银行实施改革
 - 资本市场：“沪港通”和“深港通”，扩大了外国人进入国内债券市场的渠道
 - 人民币国际化：将人民币纳入特别提款权篮子
- 总体政策目标是实现中国经济的再平衡
 - 努力建立一种环境可持续性更高、包容性更强、更多地依靠消费和服务驱动而较少依赖信贷的经济

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

高层面发展的三项挑战

- 金融部门在促进经济再平衡方面有可能发挥强大作用
- 问题是它在何种程度上发挥了潜能
- 从发展角度看，有三个方面特别重要
 - 1：根据官方政策**加强金融部门的分配职能**，减少政府对资源分配的直接干预，同时提升市场的作用
 - 2：**建立一种更为多元化的金融体系**，减少对银行信贷的依赖，让非银行金融机构（NBFI）和资本市场发挥更大的作用
 - 3：**建立一种更具包容性的金融体系**，以更好地满足迄今未获得充分服务群体、尤其是家庭和中小企业（SME）的需要
- 接下来是一些选择性结论，而非详尽的分析

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

1：加强金融部门的分配职能

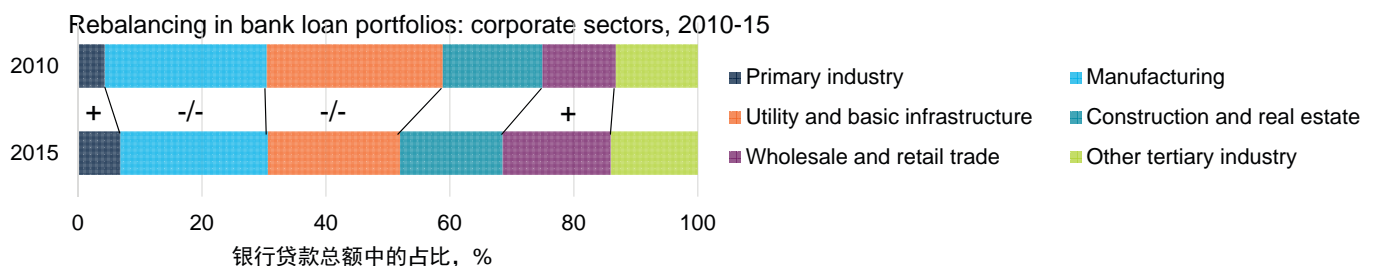
- 金融部门在经济再平衡过程中能够发挥重要的作用，将稀缺资源引向最佳经济用途
- 由此促进生产率和经济增长速度加快，并更具可持续性
- 金融部门要做到这一点，需要能够将关注点从老部门的贷款活动转移到新部门的贷款活动中去
 - 基于商业考虑因素作出贷款决定
 - 针对老旧的、难以为继的经济部门加强预算约束
 - 果断采取全面战略以处置与“老”部门有关的不良贷款
 - 在企业重组中还需要具有足够的雄心壮志
 - 及时有序地退出难以为继的公司
 - 愿意参与有望存续公司的真实业务重组

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

1：加强金融部门的分配职能

- (a) 银行的企业贷款账簿的组成变动很大
 - 制造业以及公用事业和基础设施的份额大幅下降
 - 批发和零售贸易以及第一产业的增长幅度最大
 - 但是“老”部门和“新”部门之间的差异并非总是很明显
 - 对制造业和公用事业/基础设施的风险暴露仍然占45%左右；投资中的占比情况类似



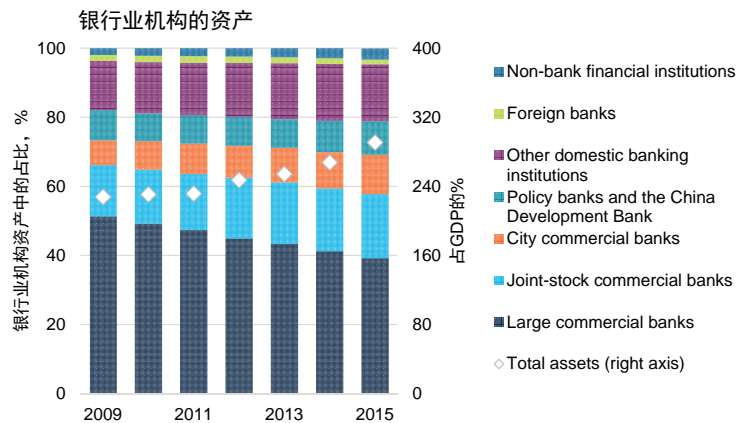
资料来源：工作人员根据中国银行业监督管理委员会年报数据进行的计算。

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

1：加强金融部门的分配职能

- (b) 股份制和城市商业银行快速提升了它们的市场份额，挤占了大型商业银行的份额
 - 鉴于银行业整体的快速发展，这种转变更加令人瞩目

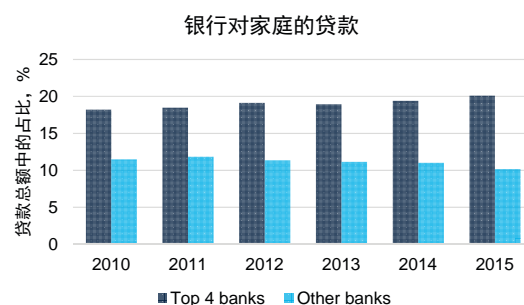


第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

1：加强金融部门的分配职能

- (c) 各类银行正在以何种方式促进再平衡？
- 缺乏精细数据**，尤其是按照最终用户类型对贷款进行的分类
- 导致追踪银行贷款账簿在不同时期的组成情况以及**监测再平衡的进展情况**变得复杂
- 然而，**银行业部门内可能存在一些逐步分化的趋势**
- 四大国有银行的企业贷款份额更快速地下降，而家庭贷款份额适度增长（平均看来，它在其余银行业部门中出现了某种程度的下降）
- 关键问题是，快速扩张的省级银行在何种程度上填补了四大国有银行留下的老部门融资缺口



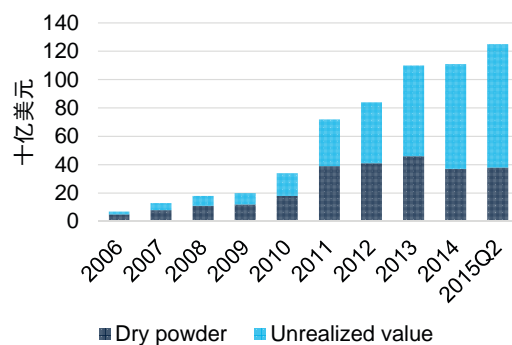
第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

1：加强金融部门的分配职能

- (d) 金融部门的一些组成部分增长很快，正在积极支持新兴活跃部门的融资
 - **私募股权和风险投资部门**增长尤为迅速——尽管起点较低
 - 2015年底私募股权的总交易价值上升
 - 总价值略低于140亿美元
 - 交易数量减少但交易额提高
 - 自2014年以来，风险投资的交易数量和总价值均稳步增长
 - 2015年每季度交易数量>400
 - 总价值略低于120亿美元

管理的中国私募股权资产增加，2006年至2015年第二季度



资料来源：Preqin，2016年。《大中华的私募股权》。

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

2：更为多元化的金融体系

- 中国的资本市场呈现出高速增长，其规模目前居于世界前列
- 尽管如此，中国的**金融体系**仍然是以**银行为主导**，非银行金融机构和资本市场的作用较小
 - 非银行金融机构 = 风险集合和契约性储蓄机构，即保险公司、养老基金和共同基金
 - 但是理财产品和信托实际上具有许多类似非银行金融机构的特点
 - 资本市场 = 股票和债券市场、商品/衍生产品市场
- 无论从发展还是稳定的角度说，推进**资本市场和非银行金融机构发展**都是一个优先事项
 - 提高家庭和企业管理金融风险的能力
 - 扩大长期融资的渠道
 - 缓解本身不宜提供长期融资的银行业部门的压力

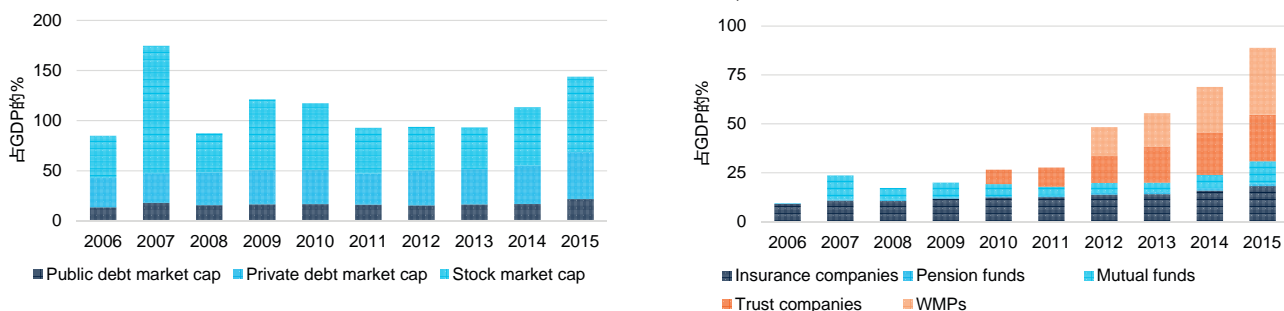
第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

2：更为多元化的金融体系

- (a) 债务和股票市值稳步发展
 - 但股票市场上的发行活动主要由相对少数的较大公司把持
 - 政府和金融机构在债券市场上的发行活动中占很大比例
- (b) 机构投资者重要性日益明显，尽管起点较低

资本市场发展和机构投资者基础，2006年至2015年



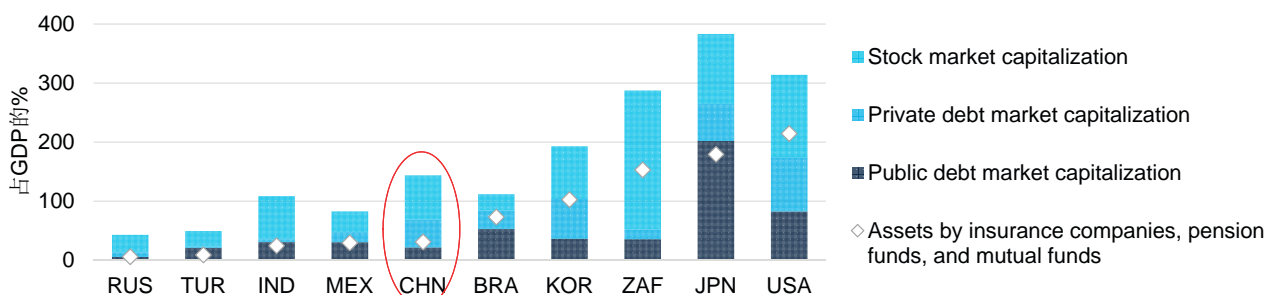
第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

2：更为多元化的金融体系

- (d) 相对其他新兴市场国家而言，总体资本化水平合理
- (e) 但是机构投资者基础较低

资本市场发展和机构投资者基础，2015年



资料来源：工作人员根据世界银行全球金融发展数据库的数据进行的计算。

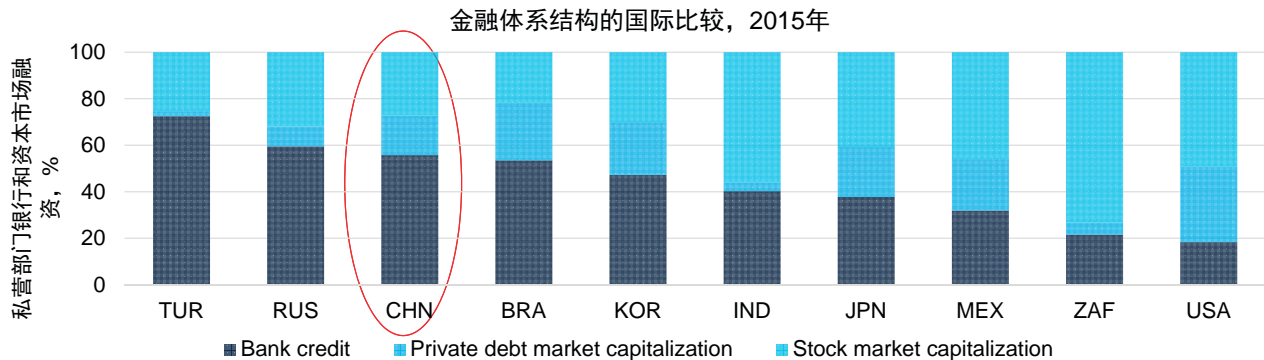
注：私人债务市值为最新可得数值

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

2：更为多元化的金融体系

- (f) 中国当前的金融体系相对而言仍然是以银行为主导，不过这种主导程度比过去减轻了



第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

2：更为多元化的金融体系

- 在**深化市场**方面取得了良好进展，但挑战依然存在
 - 债券和股票市场上的发行活动由较大公司把持
 - 旨在促进“下渗”的多层次政策方法取得了重大成功
 - 需要赢得投资者的信任，才能更广泛地惠及较小公司；宣传长期方向；以及强化价格形成
- **投资者基础**变得多元化
 - 尽管机构投资者越来越重要，但是散户投资者仍然是主导，而刚起步的发展中市场情况尤其如此
 - 散户主导状况日趋复杂，这使监测系统风险的工作变得格外重要
- **推动市场走向成熟**：
 - 私人养老基金似乎特别落后（在某种程度上，理财产品、货币市场基金和信托很可能将填补这一缺口）
 - 继续加强“守门员”（包括赞助商、审计师和评级机构）及公共和私人执法的职能——已经取得良好进展

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

3. 更具包容性的金融体系

- 金融体系履行的基本职能会随着投资拉动型经济增长模式的转型而发生改变
 - 在投资拉动型增长模式下：以很低的成本将中国高额的储蓄导向一些战略性部门
 - 在再平衡经济过程中：加强个人或企业获得金融服务（包括信贷、存款、支付、保险和其他风险管理服务）的能力
- 公共政策已经重点关注完成所谓的“最后一公里”，将范围扩大到迄今缺少服务的人群（例如“三农”）

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

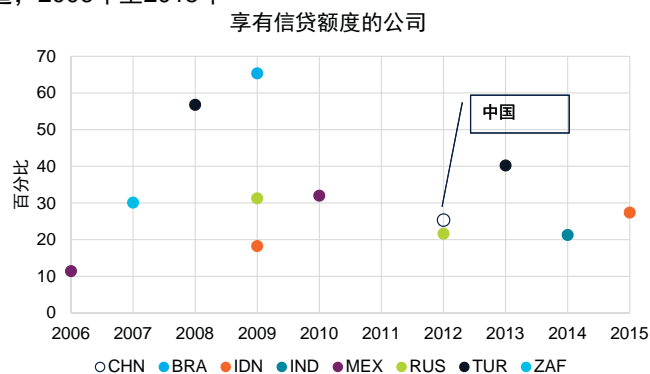
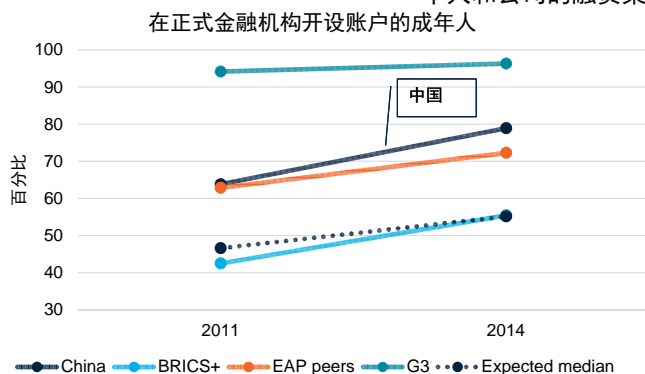
中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

3. 更具包容性的金融体系

(a) 以账户指标衡量，在扩大渠道方面取得了良好进展

(b) 公司获得信贷的机会仍然处在较低水平

个人和公司的融资渠道，2006年至2015年



资料来源：世界银行全球金融包容性数据库（Global Findex）和企业调查。

第二场会议：加强金融部门和宏观审慎政策框架

中国快速变化的金融体系：驱动因素和未来发展

3. 更具包容性的金融体系

- 接下来，公共政策需进一步演变：
 - 从达到“最后一公里”的若干目的到实现更广泛的一套目标，包括为所有缺少服务群体设计适当的一系列金融产品（例如支付、信贷、储蓄、保险）
 - 从政府指令的做法转变为**更加以市场为基础的做法**
 - 为金融机构营造**前提条件和有利环境**，使其能够以一种商业上可持续的方式服务于缺少服务的群体
- 可以获得额外收益的潜在领域
 - 促进以更具成本效益和创新性的解决方案替代建造和运营成本较高的实体分支机构——例如，**以代理人为基础的银行和数字金融**
- 提升农村地区的竞争，以改善金融服务的质量、供应和成本
 - 修订乡镇银行和小额信贷公司的经营限制
 - 加强对农村信用合作社的治理

宏观审慎机构的关键属性： 英国的案例

Donald Kohn

布鲁金斯研究所经济学研究Robert S. Kerr高级研究员
英格兰银行金融政策委员会成员

以上仅为作者观点，不代表英格兰银行金融政策委员会立场

I. 政府赋予的清晰职能

- 政府赋予的金融稳定职能
- 向委员会发出指令，赋予委员会权力，以实现上述职能
- 委员会的问责标准

金融政策委员会

我们的首要目标是：

“在与英格兰银行实现其金融稳定目标的相关方面，金融政策委员会的主要职责在于对系统性风险进行识别、监测并采取行动予以缓解、消除，旨在维持和改善英国金融体系的风险抵御能力。”

上述目标还具有一个次级目标：

“对英国政府的经济政策（包括其增长与就业目标）提供支持。”

- 《1998年英格兰银行法（2012年修订）》

2. 识别风险的能力

宏观审慎委员会的构成：

- 央行发挥关键作用
 - 金融政策委员会：央行行长、4位副行长、以及负责金融稳定/策略/风险的执行董事
- 其他有关主管部门代表
 - 金融政策委员会：英国金融行为监管局首席执行官、财政部代表（无投票权）
- 外部专家
 - 金融政策委员会：5名外部成员

识别风险的能力

金融稳定风险的具体特点

- 尾部风险
 1. 来自特定市场的杠杆或期限错配，或源于整体金融周期情况
 2. 资产价格水平及借贷条款
- 外部性：风险累积是否具有系统性？未在市场定价中体现的外部性有哪些？
 1. 金融部门的放大效应
 2. 私人部门的借贷行为

3. 采取措施的权力

- 金融政策委员会指导各监管机构对具体的宏观审慎工具进行调整：
 1. 逆周期资本缓冲
 2. 部门的资本要求
 3. 住房抵押贷款的条款
 4. 杠杆率
- 金融政策委员会可就任何与金融稳定相关的问题向任何一方提供建议
 1. 可要求其他监管机构予以服从，或要求其进行解释
 2. 可就监管参数向财政部提出建议

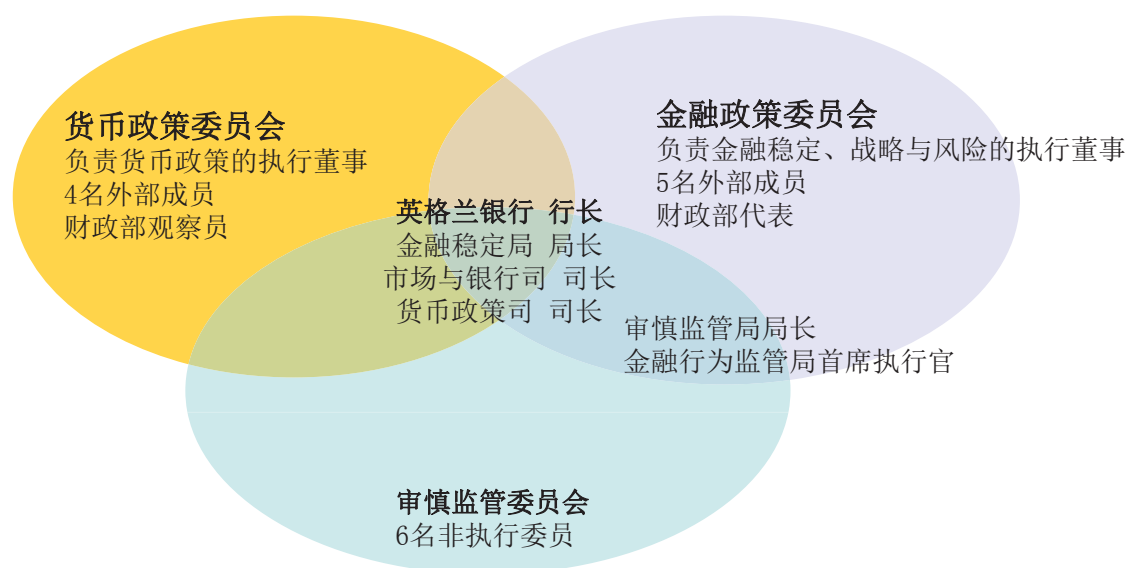
采取措施的权力

- 压力测试：评估风险抵御能力
 1. 金融政策委员会：年度周期情景
 - 相同的压力结果，不同的逆周期压力
 - 设定逆周期资本缓冲
 2. 金融政策委员会：探索性情景
- 系统重要性机构的有序处置
 1. 加强市场纪律，同时维护金融稳定
 2. 对流动性和资本要求的影响
 3. 英国：权力在英格兰银行（而非金融政策委员会）手中
 - 危机应对

4. 与微观审慎和货币政策当局的沟通与合作

- 各独立委员会
 - 其目标、面对的风险类型以及技能要求各有不同
- 但一项政策可对其他政策产生交叉性影响
 1. 需要理解政策的目标以及可能的行动过程
 2. 尽量减少政策冲突、同时实现目标的可能性

与微观审慎和货币政策当局的沟通与合作 ——英国的情况



合作的例子

- 压力测试
- 应对英国“脱欧”



ธนาคารแห่งประเทศไทย
BANK OF THAILAND

监管框架与宏观审慎政策： 泰国的案例

中国人民银行与国际货币基金组织
第五次联合会议
2017年4月28日

Daranee Saeju

泰国央行金融机构战略部资深主任



ธนาคารแห่งประเทศไทย
BANK OF THAILAND

今日议题

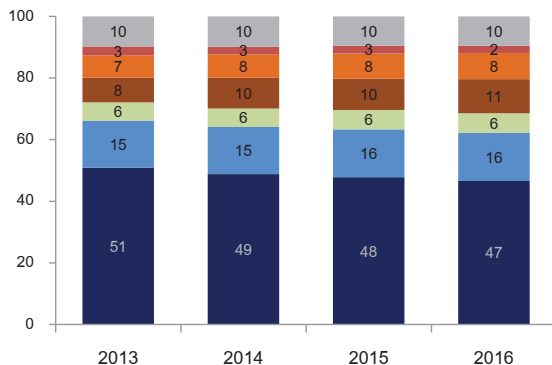
- 泰国不断变化的金融格局
- 监管框架
- 宏观审慎政策框架：实践与挑战
- 泰国当前面临的金融稳定问题



泰国的金融体系：按金融机构资产规模划分

 平均增速 (%)
(2014年至2016年)

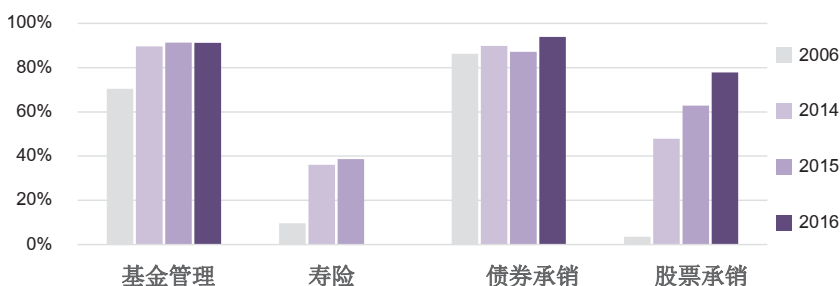
占总资产的百分比



| 机构类型 | 平均增速 (%) |
|--------------|----------|
| 其他 | 5.8 |
| 受监管的非银行 | -0.3 |
| 保险 | 12.0 |
| 共同基金 | 19.3 |
| 储蓄合作社 | 9.6 |
| 专门金融机构 (SFI) | 7.2 |
| 商业银行 | 3.4 |

- 商业银行依然在泰国金融体系中占据核心位置
- 这对金融稳定有两点影响：
 - 储蓄合作社、共同基金和保险公司的作用日益加大
 - 银行与非银行机构通过金融集团相互关联

从事其他金融服务的银行集团附属机构的市场份额



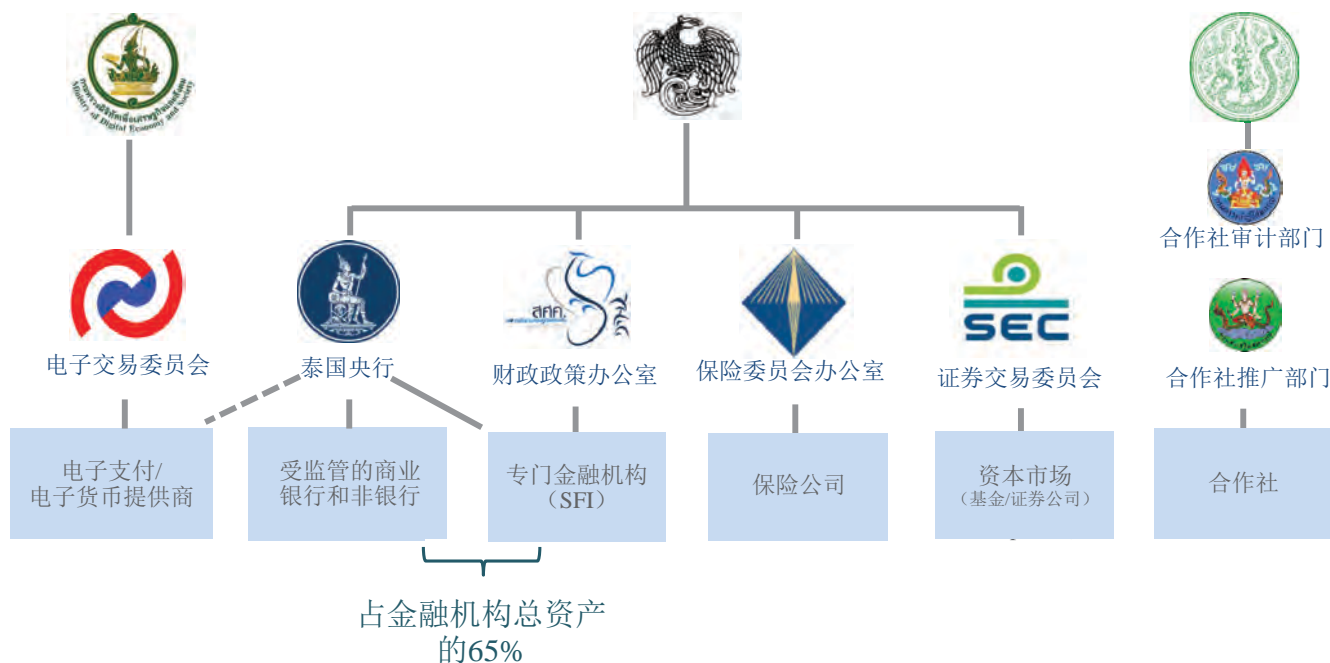
3

监管当局的结构

数字经济与社会部

财政部

农业与合作社部



4

泰国央行的金融稳定问题



政策委员会层面：

- 金融稳定分委会，每季度召开一次会议：是就系统性风险问题开展内部协调和政策讨论的平台
- 货币政策与金融机构政策委员会联席会议，每半年召开一次会议：是分享知识、开展协调的机制，对全面风险评估、政策实施等问题开展讨论

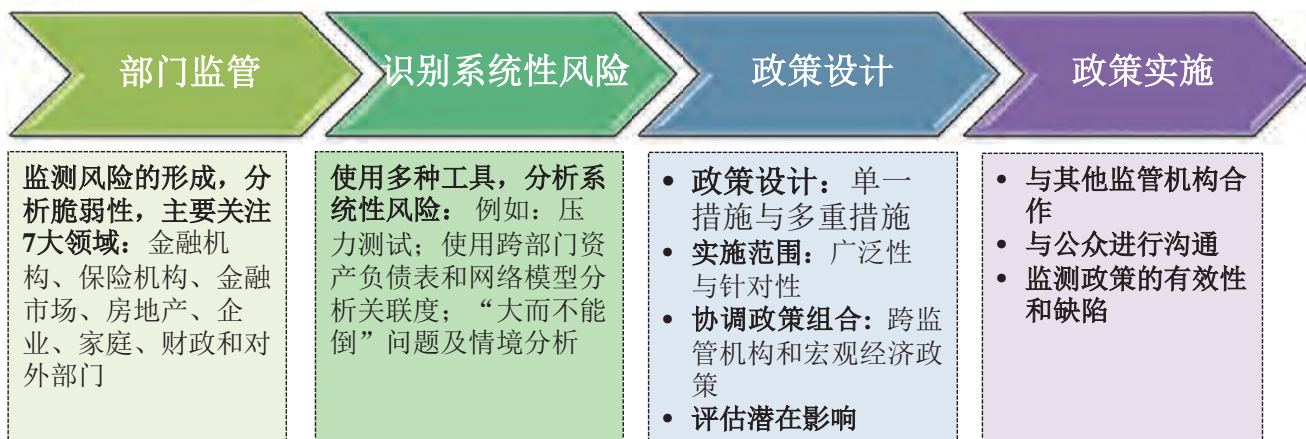
工作层面

- 金融稳定部门：成立于2016年，将跨部门的各工作组进行集中
 - 是系统风险评估中心，是相关技术与分析研究的智库
 - 负责准备宏观审慎工具箱、强化政策框架。尤其是通过监管合作予以实现（因为金融稳定并不是监管机构的核心职能）
 - 是政策委员会的秘书处，同时负责公众沟通（如金融稳定报告的总编辑工作）

2008年《泰国银行法》规定了明确的职责

5

宏观审慎政策框架：实践与挑战



当前的挑战：

1. 弥合数据缺口，开发分析工具，以更好识别系统性风险的来源
2. 改善那些有利于政策有效实施的体制安排

金融稳定工作的先决条件：

数据

人力资源

组织结构

金融稳定职能和共同的职责

理事会 / 跨机构委员会

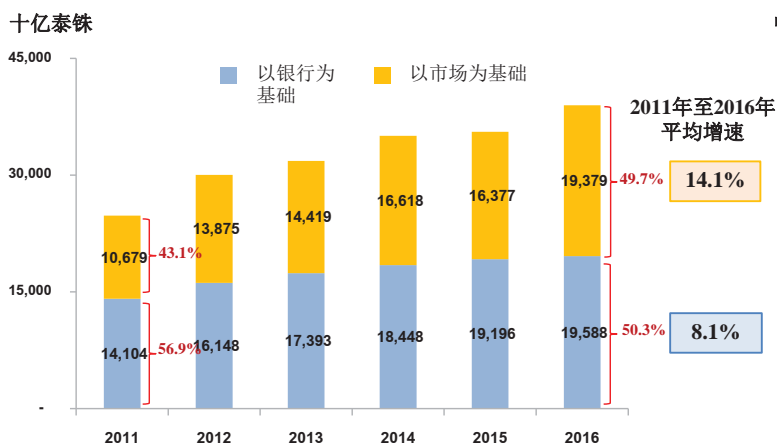
6



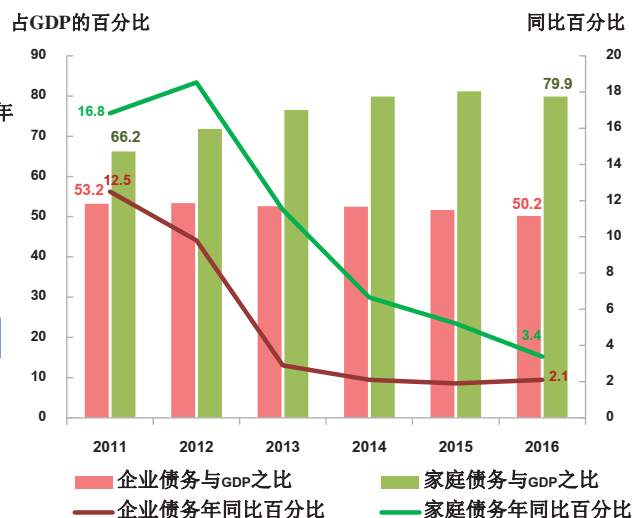
ธนาคารแห่งประเทศไทย
BANK OF THAILAND

泰国当前面临的金融稳定问题

1) 非银行机构作用上升： 银行和非银行机构之间的关联度增加



2) 家庭高杠杆导致债务积压



注释：“以银行为基础”指由吸收存款的金融和其他金融机构提供的信贷。“以市场为基础”包括股市（市值）和债市（债券余额）。

7



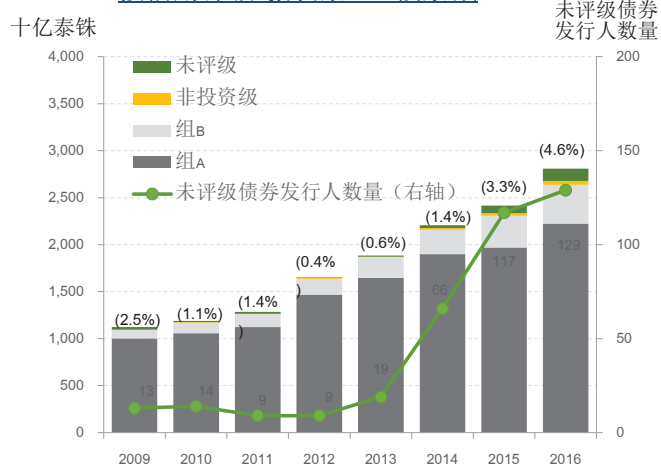
ธนาคารแห่งประเทศไทย
BANK OF THAILAND

1) 非银行机构的作用不断上升：未评级债券

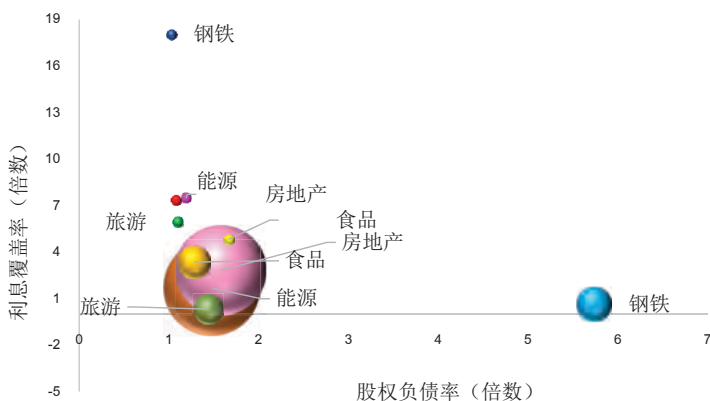
❖ **以市场为基础的非银行机构**：在低利率环境中追求高收益行为的推动下，未评级企业债券发行的比重上升。这是新近发现的正在累积的小型风险点。

- 风险仍然可控，因为：1) 未评级债券的规模较小；2) 投资限于特定投资群体。
- 一些企业的违约事件使人们认识到这一问题：
 - 市场机制：自我纠正，以更好价格发行期限更长的新债券
 - 监督：泰国央行和证监会对风险保持密切监测，与投资者沟通并警告其风险。
 - 监管：加强信息披露和报告、尽职调查，对一些资产类别的投资设定限制。

按信用评级划分的企业债余额



未评级债券发行人的财务指标 (与行业平均水平相比)



- 注释：1) 相关比率均为年比率。
2) 圆圈大小代表了债券余额的规模。
3) 点表示了行业的平均财务比率。

来源：泰国央行（2016年）、金融稳定报告。

8

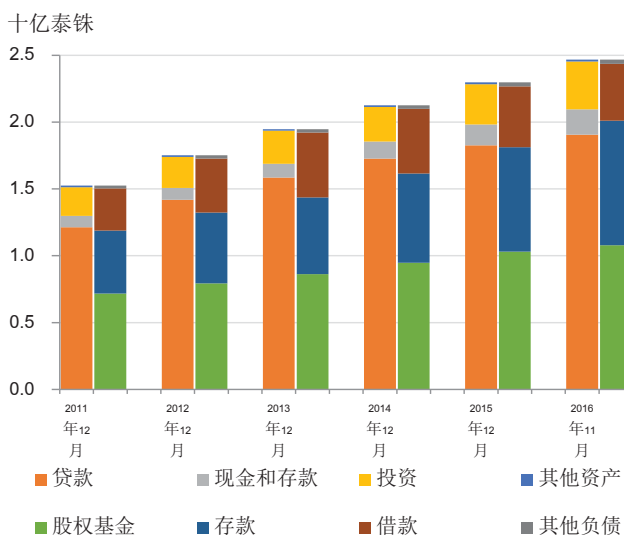


1) 非银行机构的作用不断上升：储蓄合作社

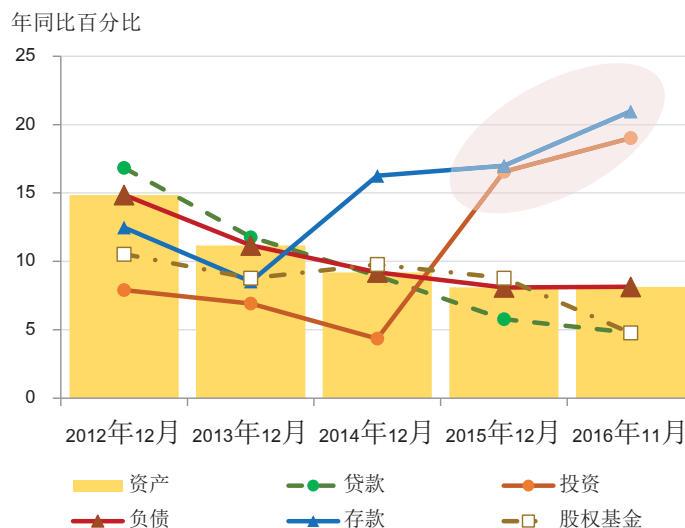
❖ **与银行类似的非银行机构：储蓄合作社的快速扩张，引发了人们对“太多而不能倒”问题及其与核心银行关联问题的关注**

- 政策应对：泰国央行与有关监管当局密切合作，加强监管框架。

储蓄合作社的资金来源与运用



储蓄合作社的资产和负债总额



来源：泰国央行（2016年）、金融稳定报告。

9

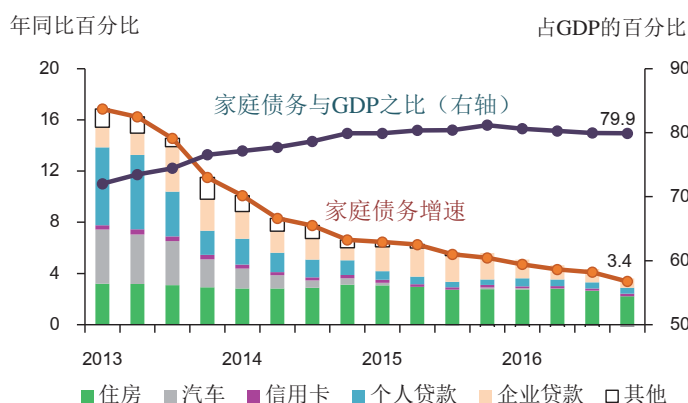


2) 家庭高杠杆造成债务积压

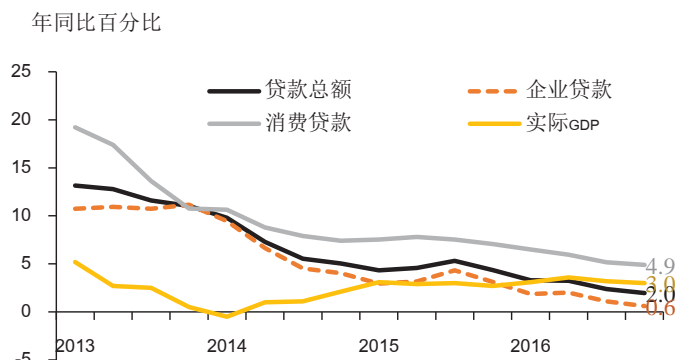
❖ **家庭部门债务积压，虽然有去杠杆的一些迹象，但在一定程度上导致了信贷需求下降。其背景是经济逐步复苏，且存在其他潜在不利因素。**

- 政策组合：进一步放宽货币环境和/或推出宏观审慎政策？
- 货币政策委员会会议纪要（2017年3月29日）：“委员会决定维持 1.5% 的政策利率不变，以保持宽松的金融环境…一些委员会成员认为在长期低利率的环境下，金融体系的失衡状态会继续累积……这可以从以下情况得知：在一定程度上，由于存在不同的监管标准，近期通过商业银行和专门金融机构之外的渠道进行的借贷增加”

家庭债务



商业银行贷款及GDP增速



来源：泰国央行。

10

宏观审慎政策——国际经验

1



要点

2

- 宏观审慎政策的实施具有挑战性（各国都是如此），需要有坚实的制度基础。
- 宏观审慎政策会受到国内“渗漏”的影响，可能形成盲点和监管缺口。
- 主要机制：
 - 收集和分享信息的机制。
 - 针对所有实体扩大干预范围。
 - 捕捉产品和服务的内在风险。

要点

3

- 进一步放开资本账户是有用的。
 - 也能减少国内渗漏，因为储蓄不再被限制在一国境内。
- 但发生跨境渗漏的可能性会增大。
 - 在运用宏观审慎工具方面可能需要开展地区协调（例如，对等安排）。
- 也可能通过以下渠道产生新的风险：
 - 批发融资（包括外汇批发融资）增加
 - 外汇借款增加
- 可能需要扩大工具范围，以便今后控制这种风险。

挑战

4

- **第一个挑战：**宏观审慎政策可能受到以下偏向的影响：不采取行动，或行动不够有力、不够及时。（**不作为偏向**）（IMF 2011，Nier 2011）
- 从政策问题的本质看：宏观审慎政策管理尾部风险
 - 行动的好处体现在未来，难以衡量。
 - 行动的成本对于金融企业和借款人来说更为明显、立即感受得到。
- 当宏观审慎政策受到以下因素影响时，这种偏向增强。
 - 金融行业的游说或控制
 - 政治压力和相竞争的目标

挑战

5

- **第二挑战：金融体系不断演变；**
 - 系统性风险的水平、来源和分布会发生变化。
- 金融体系会不断演变，以寻求获利机会。可能针对以下因素发生演变：
 - 金融创新（技术创新）
 - 监管局限（渗漏问题）
 - 其他政策导致的扭曲（如鼓励借债的财政扭曲）
- 动态演变会形成“**政策缺口**”，因此，需要各政策领域的**协调**。
 - 由于需要协调，不采取行动的偏向可能会增强。

制度基础

6

- **只有具备坚实的制度安排，宏观审慎政策才会有效。这些安排应确保实现以下目标（IMF 2011，2013）：**
 - 行动意愿：
 - 明确地将职能赋予某方（一个机构或委员会）
 - 中央银行发挥强有力的作用
 - 法律确定的目标和问责机制
 - 行动能力：
 - 具备权力和手段，其范围和影响力应足以控制风险
 - 信息收集、校准和指定
 - 确保在风险评估和缓解方面开展合作的机制
 - 例如，微观审慎机构和证券监管机构的金融稳定目标（如澳大利亚和英国）

评估和解决渗漏问题

7

- 只要审慎工具有约束作用，金融活动往往就会转移（“**渗漏**”）到受监管的部门之外（“**边界问题**”）。
- 解决办法可以是，扩大宏观审慎干预的范围。
 - 收集和分享信息的机制。
 - 直接从企业收集信息的后备权力（美国OFR）
 - 建立（信贷）登记系统和通用数据平台（中国）
 - 将**监管范围**扩大到银行体系之外，将重要的非银行中介机构包括进来。
 - 英国FPC可以向财政部提出扩大监管范围的建议
 - 在监管上采用**功能方法**，以捕捉产品和服务的内在风险。
 - 可以对所有信贷提供机构执行贷款-价值比率（LTV）和偿债额-收入比率（DSTI）限制规定（如荷兰、匈牙利、韩国）

资本账户开放与宏观审慎政策

8

- 进一步放开资本账户是有用的。
 - 也能减少国内渗漏
 - 当储蓄不再被限制在一国境内时，国内寻求收益的动力会下降。
- 但发生**跨境渗漏**的可能性会增大。
 - 当宏观审慎政策工具（如逆周期资本缓冲）收紧时，境外信贷提供可能增加。
- 为此，在宏观审慎行动上需要开展**跨境（或地区）协调**。
 - “**对等安排**”要求母国当局针对对东道国的风险暴露施加同样的限制。
 - 巴塞尔银行监管委员会成员已就巴塞尔III逆周期资本缓冲（CCyB）达成一致。
 - 也可以在地区范围内达成一致，例如，**欧盟**成员在逆周期资本缓冲外的自愿对等安排。

资本账户开放与宏观审慎政策

9

- 资本账户放开后，资本流动规模更大、更为波动，会产生新的风险，可以运用新的宏观审慎工具加以管理（IMF 2017）。
- 来自境外的**批发融资**（包括外汇批发融资）增加，也可能形成脆弱的融资结构。
- 住户和企业有动力借入外汇，这可能增大违约风险。
 - 特别是当国内利率高于主要套息货币（美元、日元、瑞士法郎）利率时
- 解决办法可以是采用**有针对性的宏观审慎工具**：
 - **流动性要求**（例如，LCR、NSFR），可以按币种区别对待（如瑞典、冰岛、韩国）。
 - 对外汇敞口采用更高的**资本要求**或更严格的**贷款限制**（如俄罗斯、波兰、匈牙利）。

参考文献

10

- Nier, Erlend, 2011, “[Macroprudential Policy - taxonomy and challenges](#)”
- IMF, 2013, “[Key Aspects of Macroprudential Policy](#)”
- IMF, 2014, [Staff Guidance Note on Macroprudential Policy](#)
- IMF-FSB-BIS, 2016, [Elements of Effective Macroprudential Policies](#) - Lessons from International Experience
- IMF 2017, Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: the role of macroprudential policies (forthcoming IMF Board paper)



Fifth PBC-IMF Joint Conference
第五届人民银行-国际货币基金组织联合会议

Rapidly Changing Economic and Financial Structure and Public Administration

快速演变的经济和金融结构以及公共管理

Alfred Schipke



April 28, 2017

1

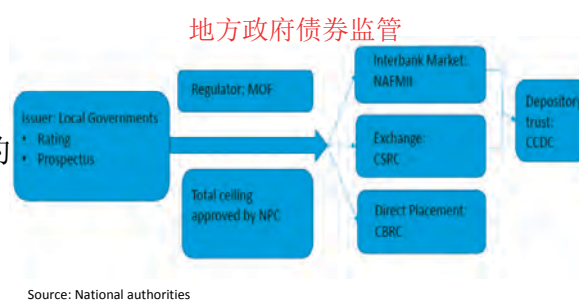
公共管理挑战

- 此前：事务型政府，深入参与经济运营
- 中国现代化：国家是推动者
 - 框架，规则和监管
 - 市场在资源分配中起决定性作用
 - 投资于“软基础设施”
- 大政府，小中央
- 扁平的薪酬结构
- 快速演变的金融部门
- 政府须推进改革
- 更多全球足迹（溢出/回溢）

2

示例：公共财政 (财政部/国税总局)

- 挑战：快速演变的经济结构
 - 经济不断创新且充满活力，对公共服务需求不断增加
 - 居民和企业部门跨境活动增加
- 雄心勃勃的改革议程，例如：
 - 税收改革
 - 中央/地方政府财权事权改革（例如地方政府债券市场）
 - 社会保障改革
 - 预算框架
 - 国企改革
- 快速增长的地方政府债券市场（从2013年的0.8万亿人民币到2016年的10.6万亿人民币）



3

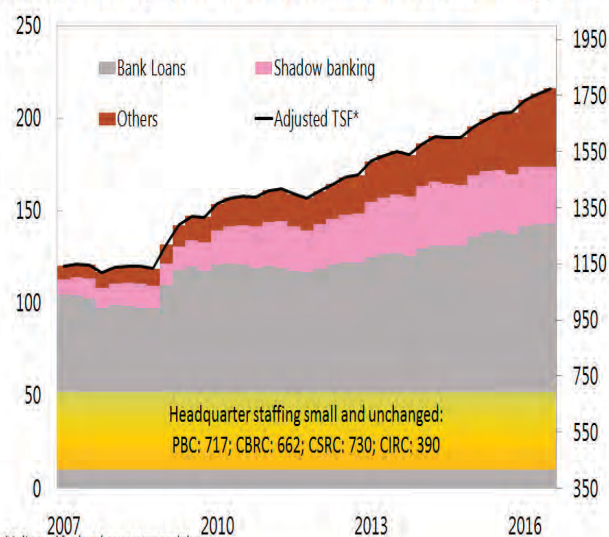
示例：金融体系

- 金融部门快速发展
 - 信贷高企且仍在增长
 - 非银行活动急剧增长
 - 更加复杂的金融产品（非标信贷资产）
 - 新市场（例如对冲工具）
- 金融创新的速度
 - 阿里巴巴的余额宝（一年内即8500万人民币）
 - P2P平台的数量
- 全球范围内的代表性
- 更加需要沟通
- 但是总部工作人员数量鲜有变化

通过公共管理改革促进金融稳定

Rising Pressures for Headquarter Staffing

(Total social financing in percent of GDP (LHS); number of headquarter staffing (RHS))



4

公共管理：国际比较

| | 总部 ¹ | 总部/共计 (百分比) | 全系统 |
|-----------------------------|-----------------|----------------|---------|
| 中国 | | | |
| 中国人民银行 (PBC) ² | 717 | 0.7 | 105,980 |
| 财政部 (MOF) ³ | 1,023 | 0.2 | 488,192 |
| 国家税务总局 (SAT) | 750 | 0.1 | 750,000 |
| 中国银行业监督管理委员会 (中国银监会) | 662 | 2.8 | 23,683 |
| 中国证券监督管理委员会 (中国证监会) | 730 | 23.6 | 3,097 |
| 中国保险监督管理委员会 (中国保监会) | 390 | 13.9 | 2,802 |
| 美国 | | | |
| 财政部 | 2,120 | 2.52 | 84,050 |
| 联邦储备系统 (美联储) | 2,700 | 12.45 | 21,686 |
| 澳大利亚 | | | |
| 财政部 | 2,144 | 28.23 | 7,596 |
| 澳大利亚储备银行 (RBA) ⁴ | 1,232 | 91.46 | 1,347 |
| 联合王国 | | | |
| 财政部 | 无 | 无 | 1,238 |
| 英格兰银行 (BOE) | 无 | 无 | 3,680 |
| 德国 | | | |
| 联邦财政部 | 1,864 | 无 | 无 |
| 联邦银行 | 4,623 | 47.98 | 9,636 |

资料来源：各机构年度报告、海外发展研究所报告。

1. 总部人员配置或联邦一级的人员配置。
2. 不包括印钞造币公司以及其他归中国人民银行所有的公司和公共机构。
3. 不包括归财政部所有的公司和公共机构。
4. 不包括印钞造币公司。