



上海发展研究基金会(SDRF)
龙华东路 868 号
www.sdrf.org.cn



艾伯特基金会 (FES) 上海代表处
延安中路 829 号
www.fes-china.org

2018 上海全球金融论坛

全球金融格局的变化和含义

主办单位:

上海发展研究基金会 (SDRF)
艾伯特基金会 (FES) 上海代表处

独家支持单位:

上海浦东发展银行

上海绿地万豪酒店
2018 年 10 月 15 日—16 日上午

概述

过去几十年的经验告诉我们，全球化不仅是各国之间金融和贸易的国际化，而且从根本上改变了国际经济互动的本质。当前，世界各经济体之间互相穿插、深度渗透，大型企业不再仅仅是工厂，而是跨国界无缝运作的全球网络，行业内部和公司内部的贸易占全球贸易总额的比例有所增加。2007/08年的全球金融危机进一步印证了这一点。

为了应对这次全球金融危机和防范未来的潜在风险，国际社会采取了一系列行动，从而使全球金融格局在过去十年发生了重大变化，例如：央行的职能得到了极大的放大；货币政策的溢出效应更为显著和复杂；主要国家加强了金融监管，但最近美国放松了监管；新兴市场的跨境资本流动得到加强；等等。

全球金融格局的这些变化不仅仅意味着全球金融体系的改善，也暗示了一系列新的挑战，例如：贸易战的风险越来越大，一些新兴国家的汇率崩溃，全球非金融部门杠杆达到历史高位，发达国家日益高涨的民粹主义，以及地缘政治的巨大不确定性，等等。一个愈发明显的趋势是，经济全球一体化的关键问题不仅仅是全球贸易不平衡，同时也包括了全球金融不平衡。全球金融格局的变化及其含义值得进一步研究。

为此，上海发展研究基金会(SDRF)和艾伯特基金会(FES)上海代表处共同举办为期两天的国际研讨会，与会的演讲者和参加者将致力于分析全球金融格局的变化，揭示它们对全球经济的影响，研判其未来趋势，并且将特别考虑中国在全球金融变局中的角色。

议程:

星期一 2018年10月15日	
08:30-09:00	注册 (三楼, 和谐厅)
09:00-10:00	开幕式
09:00-09:10	主办单位致辞: 胡延照 上海市原副市长、上海发展研究基金会会长 Stefan Pantekoek 艾伯特基金会上海代表处首席代表
09:10-10:00	主旨演讲: “近十年美国政府债务演变格局和风险含义” 黄奇帆 第十二届全国人民代表大会财政经济委员会副主任委员 “后金融危机十年的持续挑战” John Lipsky IMF 原副总裁、约翰霍普金斯大学教授
10:00-10:05	研究报告发布: 《全球金融格局的变化和中国对外金融》 主持人: 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
10:05-10:30	拍照 & 茶歇
10:30-12:30	第一部分: 全球金融体系的新挑战
尽管世界经济已经开始复苏,但是全球金融体系仍面临着一些新的挑战,例如: 贸易战风险增加, 非金融部门杠杆率达到历史最高, 全球资产价格飙升, 汇率和资本流动不稳定, 发达国家民粹主义盛行以及地缘政治方面的不确定性,这些都可能危及当前世界经济复苏的可持续性。 主持人: Stefan Pantekoek 艾伯特基金会上海代表处首席代表	

10:30-10:45	<p>“金融危机十年后：风险增加，合作减少”</p> <p>Jung Taik Hyun 韩国仁荷大学客座教授</p>
10:45-11:00	<p>“全球不平衡、贸易战和国际调整机制”</p> <p>Jan Kregel 美国列维经济研究所教授</p>
11:00-11:15	<p>“全球金融体系面临的新挑战——欧洲视角”</p> <p>Steffen Kern 欧洲证券及市场管理局首席经济学家、风险分析部负责人</p>
11:15-11:30	<p>“资本流动管理：政策指引”</p> <p>Jonathan D.Ostry IMF 研究部副主任</p>
11:30-11:45	<p>“全球金融周期和新兴市场金融动荡”</p> <p>张礼卿 中央财经大学金融学院院长、教授</p>
11:45-12:30	讨 论
12:30-14:00	午 餐 (城市节奏餐厅, 绿地万豪酒店 2 楼)
14:00-15:45	第二部分：金融危机后的央行以及货币政策的外溢效应
<p>全球金融危机后，各国央行，特别是国际储备货币发行国央行的功能显著增强。例如，非常规货币政策和宏观审慎政策普遍实施；各国央行也在金融监管中发挥了作用。这种变化已经或将对全球经济和金融产生什么影响？</p> <p>人们普遍认为，在危机爆发之初的“急性”阶段，大规模货币刺激措施在很大程度上是恰当的，避免了第二次大萧条。然而，自 2015 年美国开始逐步退出量化宽松的货币政策以来，许多发展中国家经历了严重的货币贬值和资本外流。如何识别危机后货币政策溢出效应的积极面和消极面？发达国家未来货币政策正常化将对全球经济产生何种影响？发展中国家应如何应对上述影响？</p> <p>主持人：Edmond Alphandery 欧洲 50 人论坛主席&创始人</p>	
14:00-14:15	<p>“危机后的央行：两条腿走路”</p> <p>Gerald Epstein 美国马萨诸塞大学经济学教授</p>

14:15-14:30	“危机后的中央银行：东方和西方” Lawrence Goodman 美国金融稳定中心总裁
14:30-14:45	“各国央行能否独自应对金融危机？印度这十年” Jayati Ghosh 印度新德里尼赫鲁大学经济学教授
14:45-15:00	“全球流动性不足背景下新兴市场货币危机” 姚余栋 大成基金管理有限公司首席经济学家
15:00-15:15	“发达国家货币政策溢出影响机制的变化” 何知仁 上海发展研究基金会研究员
15:15-15:45	讨 论
15:45-16:00	茶 歇
16:00-17:30	第三部分：杠杆、实体经济和金融市场
<p>金融危机后，非金融部门的杠杆率持续上升，已达到历史最高水平。对于发展中国家来说，通常涉及货币错配的非金融企业信贷迅速扩大。对于发达国家来说，政府的高杠杆率蕴含着潜在的风险。这种情况对全球经济和金融市场意味着什么？主要国家宏观杠杆率的未来趋势是什么？政府应如何应对相关挑战？</p> <p>主持人：邵宇 东方证券首席经济学家</p>	
16:00-16:15	“金融市场监管不完善和新一轮全球衰退风险加大” Hansjörg Herr 柏林经济大学教授
16:15-16:30	“不断上升的公司债务：危险或承诺？” Diana Goldshtein 麦肯锡金融市场部资深专家
16:30-16:45	“从结构性角度看中国的债务负担” 王涵 兴业证券首席宏观分析师
16:45-17:00	“中国债务杠杆去化的未来路径” 刘海影 上海发展研究基金会高级研究员

17:00-17:30	讨 论
17:45	晚宴（外出就餐，酒店大厅集合） Lost Heaven 花马天堂云南餐厅 （延安东路 17 号，近四川南路）

星期二，2018年10月16日

09:00-10:30	第四部分：汇率和跨境资本流动
<p>由于美元升值和资本外逃，许多发展中国家在2018年发生了货币崩盘。国际清算银行的报告显示，2016年4月全球日均外汇交易额超过同期全球日均贸易额的100倍，反映了全球金融危机后金融与实体经济的进一步偏离。另一方面，国际货币基金组织(IMF)的数据显示，全球跨境资本流动规模和波动性均有所下降，但发展中国家跨境资本流动更为活跃。这是否意味着全球金融失衡已经取代全球贸易失衡成为更重要的问题？在这种背景下，资本控制是否仍然是发展中国家宏观政策工具中的一种选择？</p> <p>主持人：张湧 复旦大学上海自贸区综合研究院研究员</p>	
09:00-09:15	<p>“南半球金融一体化的加深及其脆弱性” Yilmaz Akyüz 南方中心首席经济学家</p>
09:15-09:30	<p>“汇率与跨境资本流动” Leslie Maasdorp 金砖国家新开发银行副行长</p>
09:30-09:45	<p>“人民币汇率形成机制改革：市场供需、篮子货币与逆周期因子” 肖立晟 中国社会科学院国际金融研究室副主任</p>
09:45-10:00	<p>“美元指数对人民币和离岸人民币的影响：高频数据告诉我们什么” 丁剑平 上海财经大学上海国际金融中心研究院副院长</p>
10:00-10:30	讨 论
10:30-10:45	茶 歇

10:45-12:15	第五部分：中国的金融开放和“双支柱”宏观调控框架
<p>全球金融危机后，G20 提出了宏观审慎政策框架。十九大报告明确指出了“双支柱”宏观调控框架。在此背景下，中国应如何进一步完善货币政策传导机制？如何协调货币政策与财政政策？中国持续的金融开放意味着什么？中国应实施怎样的汇率政策及如何管理跨境资本的流动？</p> <p>主持人：张立平 上海发展研究基金会副理事，国盛集团原董事长</p>	
10:45-11:00	<p>“危机后央行货币政策工具与监管政策框架的演变与挑战” 刘建丰 上海交通大学</p>
11:00-11:15	<p>“疏通货币政策传导机制” 鲁政委 兴业银行首席经济学家</p>
11:15-11:30	<p>“中国债券市场走向全球” Alfred Schipke IMF 驻华首席代表</p>
11:30-11:45	<p>“国际评级机构在中国金融市场发展中的作用” Paul Gruenwald 标普首席经济学家</p>
11:45-12:20	讨 论
12:20-12:30	<p>会议闭幕式： Stefan Pantekoek 艾伯特基金会上海代表处首席代表 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长</p>
12:30	午 餐 (城市节奏餐厅，绿地万豪酒店 2 楼)
会议结束	

演讲嘉宾、主持人名单

姓名	职务
胡延照	上海市原副市长、上海发展研究基金会会长
黄奇帆	第十二届全国人民代表大会财政经济委员会副主任委员
John Lipsky	IMF 原副总裁、约翰霍普金斯大学教授
以下按照姓氏首字母排列	
Edmond Alphandery	欧洲 50 人论坛主席&创始人
Yılmaz Akyüz	南方中心首席经济学家
丁剑平	上海财经大学上海国际金融中心研究院副院长
Gerald Epstein	美国马萨诸塞大学经济学教授
Jayati Ghosh	印度新德里尼赫鲁大学经济学教授
Diana Goldshtein	麦肯锡金融市场部资深专家
Lawrence Goodman	美国金融稳定中心总裁
Paul Gruenwald	标普首席经济学家
Hansjörg Herr	柏林经济大学教授
Jung Taik Hyun	韩国仁荷大学客座教授
何知仁	上海发展研究基金会研究员
Jan Kregel	美国列维经济研究所教授
Steffen Kern	欧洲证券及市场管理局首席经济学家、风险分析部负责人
刘海影	上海发展研究基金会高级研究员
刘建丰	上海交通大学
鲁政委	兴业银行首席经济学家
Leslie Maasdorp	金砖国家新开发银行副行长
Jonathan D.Ostry	IMF 研究部副主任
Stefan Pantekoek	艾伯特基金会上海代表处首席代表
乔依德	上海发展研究基金会副会长兼秘书长
Alfred Schipke	IMF 驻华首席代表
邵宇	东方证券首席经济学家
王涵	兴业证券首席宏观分析师
肖立晟	中国社会科学院国际金融研究室副主任
姚余栋	大成基金管理有限公司首席经济学家
张礼卿	中央财经大学金融学院院长、教授

讨论嘉宾名单

*按照姓氏首字母排序

陈伟恕	上海实业集团原董事长
范永进	爱建集团党委书记
费方域	上海交通大学中国普惠金融创新中心主任、教授
金晓斌	上海华瑞银行董事
乔军华	上海师范大学
任佳	上海交通大学博士后
王世豪	上海银行原行长
吴信如	华东师范大学教授
席菁	中央电视台特约财经评论员
徐明棋	上海社会科学院研究员
张伟	百峰投资咨询有限公司总经理
周宇	上海社会科学院国际金融室主任
左学金	上海社科学院原常务副院长

开幕式致辞：

胡延照

上海市原副市长、上海发展研究基金会会长

Stefan Pantekoek

艾伯特基金会上海代表处首席代表

主旨演讲：

“近十年美国政府债务演变格局和风险含义”

黄奇帆

第十二届全国人民代表大会财政经济委员会副主任委员

近十年美国政府债务演变格局和风险含义

——在 2018 上海全球金融论坛上的演讲

黄 奇 帆

(2018 年 10 月 15 日)

各位嘉宾、各位朋友：

很高兴受邀参加 2018 上海全球金融论坛。借此机会，我对近十年来美国政府债务的演变格局和风险含义，同大家分享一些认识和看法。

经济学理论告诉我们，GDP 除了作为一个国家每年经济增长情况的综合反映指标之外，也是一个国家一些重要经济要素发展状况是否健康的一个标尺。比如，GDP 与 M2、政府债务、股市总市值或房地产总市值在经济正常时一般不超过 1:1。当某个方面经济过热时，这些指标中某一个或某几个与 GDP 的比值超过 1:1 时，表明经济的某个方面或整体出现泡沫；当达到 1:1.5 或更高时，表明经济出现严重泡沫，就会出现剧烈震荡甚至市场崩溃，从而矫正修复相关指标，回到 1:1 以内，如此这般，周而复始。

从美国看来，2000 年美国 GDP 是 10 万亿美元左右，政府债务是 GDP 的 55%，房地产市值是 GDP 的 81%，M2 是 GDP 的 70%左右，

都在安全范围内，没什么问题。但由于当时互联网经济狂热发展，股市出现了严重泡沫，股市市值占 GDP 比重达到创纪录的 183%，由此导致了 2001 年的股市大崩盘，几个月内股市总市值占 GDP 比重从 183%降到了 90%，重创了美国的经济，再加上“9·11”事件，使之在 21 世纪初进入了危机状态。面对这种局面，美国政府为了刺激经济发展，一方面，下调利率，从 2000 年的 6.5%下调至 2003 年的 1%，大大降低了整个社会借债成本，另一方面，采取了零首付按揭贷款的方法刺激房地产，这样的 100%按揭贷款加低利息当然促使房地产疯狂发展。与此同时，美国人又将这类有问题的房产按揭贷款（次级贷款）转化为抵押债券通过 CDS 在资本市场做高杠杆交易，进一步引发了证券市场的泡沫发展。到 2007 年，美国房地产总市值 24.3 万亿美元，大大超过了当年 14.7 万亿美元的 GDP、比重达到 173%，而在 2000 年前后，美国房地产总市值占 GDP 比重仅为 80%，7 年时间比重翻了一番以上、总量增长了 3 倍以上。股市总市值也达到了 20 万亿美元、占 GDP 比重达到 135%，形成了次贷危机，并引发了人类历史上最大的全球金融危机。这场房地产次债危机引发的金融危机，导致美国股市缩水 50%，全美股市总市值从 2007 年的约 20 万亿美元缩水到 10 万亿美元左右；美国房地产市场的按揭贷款主办银行房地美、房利美几乎面临倒闭，按揭业务从 2008 年到 2010 年三年全部停顿，房地产总市值从 2008 的 25 万亿美元缩水 40%，下降到 2009 年的 15 万亿美元。

今年是 2008 年全球金融危机十周年，如果说 2001 年的经济危机靠降息和房地产次贷刺激使美国经济走出阴影，恢复景气。那么，2009 年在股市、房市一片狼藉中，美国人又靠什么拯救、刺激经济发展呢？我们知道，这一次美国靠财政举债、靠政府透支、靠 Q1、Q2、Q3 的货币放水、直升机撒钞票。从上世纪 70 年代以来，美国经济有整整三十多年政府债务占 GDP 比重均没有超过 70%，但 2009 年开始美国的财政债务与 GDP 的占比从 2007 年的 62.5%、2008 年的 67.7% 跃升到 2009 年的 82.4%，以后几年一发不可收拾，10 年下来到 2017 年，美国政府债务总量从 2007 年的 9 万亿美元上升一倍多，达到 20.44 万亿美元，是 GDP 的 105.4%。要知道，美国联邦政府债务并不包括州、市县地方政府债务。如果加上 50 个州和市县地方政府的 5 万多亿美元债务，总量接近 26 万亿美元，全美政府债务占 GDP 比重已达到 130% 左右。

分析新世纪以来美国解决经济危机的过程，我们看到 2001 年互联网经济过热导致的股市危机，因房地产市场的发展而对冲化解，却又引起了 2008 年更大级别的全球金融危机。那么，这十年靠财政举债、货币政策放水平衡化解了次贷危机、金融危机，会不会因美债危机、美元危机引发一场大级别的股市灾难、经济危机呢？对此，有三种认为不会发生这种问题的观点。一是认为目前的美国经济很景气，宏观上看，正处在股市指数高位、美元汇率高位、经济增长率高位，在具体结构指标上看，正处在企业利润上升、贷款意愿上升、贷款违约率较低、失业率较低特别是

10年期国债与2年期国债收益差值不小（差值愈小，甚至负值倒挂，则表明美国经济趋弱），这些指标都是近十年来最好的。所以，美国经济不至于衰退。二是认为美国国债利率被视为全球市场的基准利率，是全球信用体系的支柱。如果政府债务违约，必将导致支柱倒塌，导致私人信贷难以定价，导致全球流动性短缺。所以，大家的共识是美国政府绝不会让国债轻易违约，在当前美国国债评级还非常高的情况下，美国国债违约可能性几乎为零。所以，尽管美国政府债务很高，但完全有信用借新还旧，不会发生债务违约等流动性风险。三是认为美元作为世界储备货币，美国想还债，只要美联储多印些美元就行了。

以上三种说法，第一二种是经验之谈，有它的道理，但并不绝对，第三种说法是无知者的直观感觉，似是而非。这三种情况成立只有一个边界条件，那就是信用还在，债务率、债务杠杆还没有到极限，一旦美联储过度透支了信用，造成了美元贬值、信用下降，世界就会减少美元的使用；一旦美国政府出现了债务杠杆过高，出现了美债违约，美债就无法顺利发行，借新债还老债的玩法就会断裂；另外，尽管美国股市、汇市、经济增长率等许多指标处在高点，但是高处不胜寒，是否正是拐点临近的征兆？借的债，总是要还的。欲使其灭亡，必先使其疯狂。金融泡沫越大、越圆，离它的破灭往往越接近，而且，这种破灭往往是在人们意想不到的短期内瞬时完成的。

那么，有没有一个明确的标准，能确定政府债务上限达到什

么水平时，美国经济就会陷于困难、绝境？当然有。美国政府的债务有三个上限。第一种上限，作为良性的上限，是不影响机构正常运行的债务上限；第二种上限，作为有问题的上限，是影响机构运行但不致命的债务上限；第三种上限，作为会导致经济恶性崩盘的上限，是终极上限或者致命上限，会导致股市崩盘、美元崩溃的上限。第三种崩盘性上限，具体的定量标准是什么？大体就是，每年债务付息+到期债务=全年财政收入。这将导致每年几万亿美元的国民教育、卫生等政府公共服务正常支出无法维持。按照近几年美国债务的增长率和增长额推算，再过五年，到2023年，美国政府债务总量有可能超过30万亿美元，再加上美国州政府、市县地方政府债，债务占GDP比重将达到150%左右。届时，美国政府的全年税收收入将全部用来清偿利息和到期债务还不够，将达到第三种上限。

我们知道，主权国家之所以能发行货币，过去主要依据金本位、银本位等贵金属本位，现在主要依据GDP发展支撑，本质上是政府税收、财政收入支撑。政府的税收收入、财政收入是主权货币发行的依据，但是如果一个国家的债务利息和到期债务把全年的财政收入消耗完毕了，就没有信用再发国债，就会降低发行新债还旧债的融资能力，导致重大的金融危机，美元公信力就会大幅下降，美国经济对世界经济的影响力也会下降。从这个意义上说，货币的命运最终也将成为国家的命运。因此，债务上限的控制能力决定一个国家货币的全球公信力。政府债务透支到了极

度上限，必然导致货币失信、大幅度贬值，引发大规模的混乱和局势动荡。事实上，如果美国政府债务增长率今后几年保持不变，不必等到 2023 年，不必等到美国政府债务触及会导致经济崩盘的恶性债务上限，各类经济体就会打提前量预防设防，一场与美元、美债相关联的大级别全球金融危机就有可能发生，这将是一个超过 50%可能性的大概率事件。

对美国来说，为了经济复苏，采用扩张政策，搞一些财政赤字和增发美元的措施无可厚非，虽然这种扩张过度可能会引发财政危机和通货膨胀，进而迫使利率上升，抑制投资和消费。但是，由于美元的世界货币地位，高利率会吸引海外资金注入套利，外国投资者会更多的买美国国债和美元资产，使美元升值降低进口成本，在一定程度上又弥补了政府投资的不足，抵消财政赤字对投资的消极作用。正是这种原因，促使这几年美国经济增长率、企业利润率、失业率等经济指标都还不错，不至于马上衰退。但是，如果债务与收入比在一段时间内快速上升的话，就说明这段时间内产生的大量债务并没带来收入的相应增长。一旦借了超过自己收入能力的债务，走向极限，最终必然会导致违约。对一个国家来说，则会导致经济危机。根据国际货币基金组织的研究，一国债务与 GDP 之比在五年内涨幅超过 30%的话，大概率会在随后的五年内爆发经济危机，美国次贷后的 10 年，可以说连续已有两个五年，债务都增长了 30%以上。所以，按现行美国举债速度和赤字增加速度如果不变的话，要不了几年，美国经济将被债务

大山压倒。

大家会问，这种情况下，美国国会会不会批准这个不断提高的政府举债上限呢？美国国会批准提高债务上限过程应该更加曲折，但还是会批准。因为不得不批准，毕竟它只是两党政治吵闹的插曲，不是根本，只是程序，不是根源。那么，美国会采取什么经济措施来缓和平衡美国政府债务率过高的问题呢？从过去几十年历史经验看，大概率会采取三种措施：

第一种是美元贬值、通货膨胀。为了维护美元地位，维持债务融资来源，美国采取直接违约的可能性极小，但却不能排除美国政府以间接方式违约。这些方法包括美元贬值和通货膨胀。有三个历史性案例：一是 1933 年，美国因美元贬值，废除国债的黄金条款，国债购买者不能按原契约换取相应黄金。二是“二战”后，美国采取通胀办法，每年通胀 6%，5 年总债务占 GDP 比例能减少 20%左右，10 年能降低 40%左右。三是 1971 年美国单方面停止美元兑换黄金，致使布雷顿森林体系崩溃，继而确定了牙买加体系。总之，采用美元贬值和通货膨胀变相违约，早已是美国减债减赤的惯用手法。

第二种是通过加息缩表剪羊毛，以邻为壑转嫁危机。美国每一次加息周期往往会演化出某一领域或某一地区的经济危机、金融危机。上世纪 80 年代以来，美国有 4 轮加息周期，80 年代加息的尽头是拉美债务危机；90 年代加息的尽头是亚洲金融危机；2003 年开始的加息周期尽头是全球金融危机。目前这轮加息周期

从 2015 年 12 月开始，2015 年、2016 年、2017 年各加息一次，2018 年已经 3 次，预期全年加息 4 次。那么，这次加息的尽头是在什么地方、什么领域出现大级别的危机呢？由于加息，美元走强，近几个月继巴西里拉之后，南非兰特、印度卢比、印尼盾、俄罗斯卢布、阿根廷比索都在大幅贬值。因此，现在大家有种预感，近期的新兴市场货币贬值是否表示新一轮金融危机将表现在新兴市场。

第三种是以全球经济老大的实力改变游戏规则，大打贸易战意图获取超额利益弥补、化解债务困境。美国经济结构有很大问题，其 GDP 中 85% 来源于以金融为中心的服务业，制造业只占 11%。美国巨额的贸易赤字根本就是自己的经济结构造成的，而不是别国造成的。怪罪于别国，完全是一种得了便宜还卖乖的行为。金融业属于精英产业，对劳动力吸纳能力非常差，比如美国金融中心华尔街总共才吸纳 30 万人就业。美国政府提出要重新振兴制造业，但谈何容易，冰冻三尺非一日之寒，没有五到十年根本转不过弯来。2008 年金融危机后，美国经济表面上恢复很快，但是结构不好的情况越来越严重，在新增 GDP 占比中制造业一路走低，金融与房地产占比一路走高，贫富分化越来越严重，贫困人口占比从 10 年前 9% 上升到 20%。特朗普提振经济的减税、关税、基建三大措施叠加加息缩表后的美元升值回流，相当于给美国经济打了兴奋剂，短期看经济数据还不错，但经济结构性矛盾并未修复。大基建由于美国政府拿不出钱来而势必落空，其他几个短期兴奋

剂式的措施，只能是暂时缓解美国经济中的结构性困难。在这种背景下，美国不是着力调整国内经济结构，促进经济良性协调发展，认认真真、持之以恒的节约开支、减少赤字特别是减少军费来化解国内财政债务危机，而是四处开火，对欧洲、北美、日本特别是中国大搞贸易战、单边主义、逆全球化。事实上，美国的这些作为和措施，是无法解决美国经济内在的、固有的结构问题、债务问题的。

总之，解决危机最不能容忍的办法有三种：一是不能为了掩盖矛盾、缓和矛盾而把现在的危机推向未来，导致未来更大的危机。二是不能用一个倾向掩盖另一个倾向，走极端，采取一种措施解决一个危机而引发另一个更为严重的危机。三是不能以邻为壑地把自己的问题转嫁给别人，利用自己的强国地位、货币信用为所欲为。历史已经证明，不论是解决政府债务危机还是全社会债务危机，解决办法根本靠供给侧结构性改革；靠经济发展拉动税收增长；靠合理的产业结构获取经济收益、平衡国际收支；靠去杠杆、降成本、补短板，去过高的财政杠杆、金融杠杆，减少赤字，约束财政透支，让财政债务与 GDP 比重平衡；靠经济要素供给总量合理、结构相对均衡，M2、股市、房地产市场、政府债务等指标与 GDP 的占比保持在 1:1 左右。对一个国家如此，对全球经济运行也应当如此。

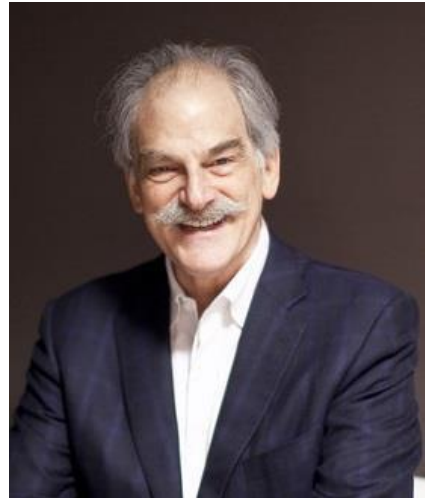
谢谢大家！

“后金融危机十年的持续挑战”

John Lipsky

IMF原副总裁、约翰霍普金斯大学教授

John Lipsky



约翰·利普斯基是位于华盛顿特区、新成立的约翰霍普金斯大学的保罗·H·尼茨高级国际研究学院(SAIS) 所属的亨利·A·基辛格全球事务中心的彼得·G·彼得森杰出学者。他同时也是韩国国家统计局外交政策研究所的高级研究员。在 2012 年 1 月加入 SAIS 之前，利普斯基先生曾担任国际货币基金组织（IMF）第一副总裁一职，任期为五年。在 2011 年 5 月至 7 月，利普斯基先生担任国际货币基金组织的代理董事总经理。在 2006 年 9 月担任国际货币基金组织第一副主席之前，利普斯基先生曾担任摩根大通投资银行副董事长。此前，他曾是摩根大通的首席经济学家，此前曾担任大通曼哈顿银行的首席经济学家和研究总监。在国际货币基金组织工作了十年之后，和 1997 年一月加入曼哈顿银行之前的此段时间，利普斯基先生在所罗门兄弟银行工作了 13 年—其中最后 5 年他曾担任所罗门兄弟银行首席经济学家。

利普斯基先生目前是美国国家经济研究局和全球发展中心的联合主席，同时也是美国国家经济研究局和全球发展中心的副主席。利普斯基先生也是斯坦福经济政策研究所(Siepr)顾问委员会的成员，也是联合国环境项目关于可持续金融体系设计的咨询委员会的成员。先生利普斯基还是外交关系委员会的终身成员。他曾获得坦福大学经济学专业博士学位。

金融危机十年： 我们仍未做好准备

John Lipsky
Peterson杰出学者
全球事务基辛格中心
约翰霍普金斯大学
高级国际研究学院

上海全球金融研讨会
2018年10月15日-16日

欧内斯特·海明威眼中的全球金融 危机

“你是怎么破产的？”

**“大概分两种。一种是慢慢地破产，
一种是突然破产”**

G20领导人 **峰会**

**主要机构应对
全球金融危机**

温馨回顾:

**“峰会确立二十国集团作为国际经济
合作主要论坛的地位。”**

领导人宣言
G-20匹兹堡峰会
2009年9月

G-20的最初议程

- **恢复全球经济增长**
- **修复和改革国际金融体系**
- **防止新的贸易保护主义：
推动新自由化进程**
- **改革和加强国际金融机构**

G-20的主要工具

- **强劲、可持续、平衡和包容性增长框架
(框架工作组)**
- **金融稳定委员会**
- **多哈发展回合谈判(WTO)**
- **IMF份额改革**

布宜诺斯艾利斯 G-20 领导人峰会

**...第一届二十国集团领导人峰会
已经过去十年了...**

...最初的议程目标一个都没实现！

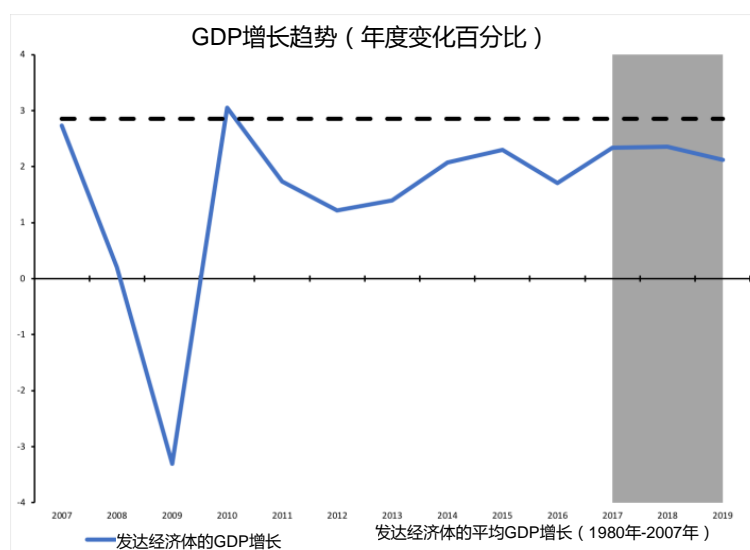
最新G-20峰会的主题/内容：

- **金融体系脆弱性**
- **贸易和地缘政治紧张**
- **工作的未来**
- **基础设施作为一种资产类别**
- **全球金融安全网**
- **LIC融资**
- **全球金融治理**
- **恐怖主义融资**
- **税务制度**

G-20财长会的当前共识

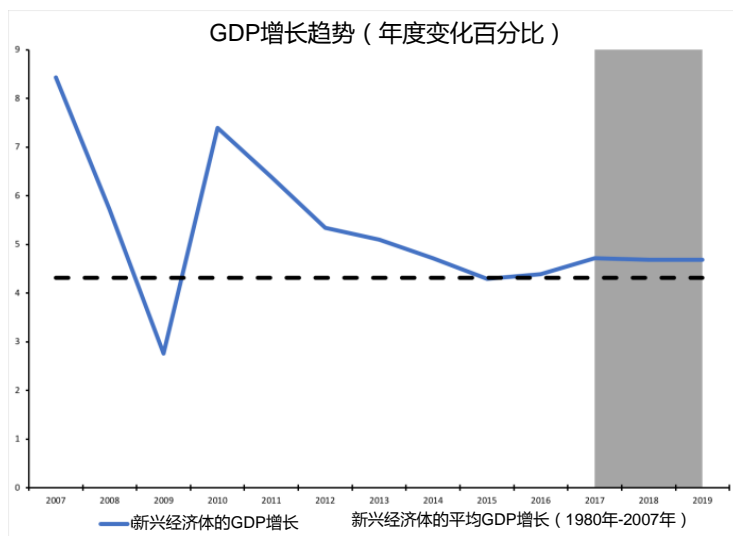
**全球增长不平衡，有放缓迹象...
还有可能受下行风险影响**

发达经济体空洞无力的扩张



来源：IMF世界经济展望，2018年10月

新兴经济体增长放缓



来源：IMF世界经济展望，2018年10月

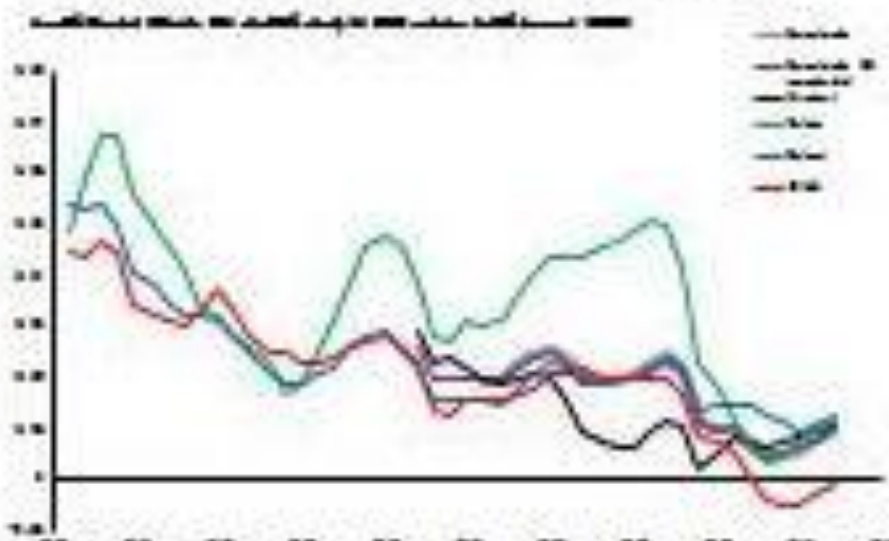
全球投资不足

已然成为全球经济增长放缓的问题所在

投资不足

是差强人意的生产率增长的关键原因

Euro Area: Limited Post-Crisis Growth in Capital Stock

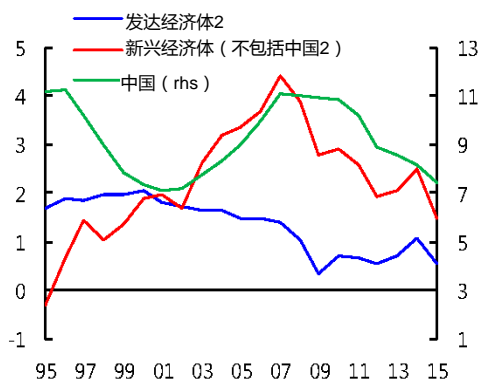


AE投资疲软的可能原因

- 投资者的后低迷风险规避：
怀疑资本支出的长期回报
- 人口老龄化：
对比资本收益，越来越多人喜欢“安全”收入
- 金融业修复不完善：
“惨不忍睹的”资产负债表--
太多待处理的资产减值/资本重组

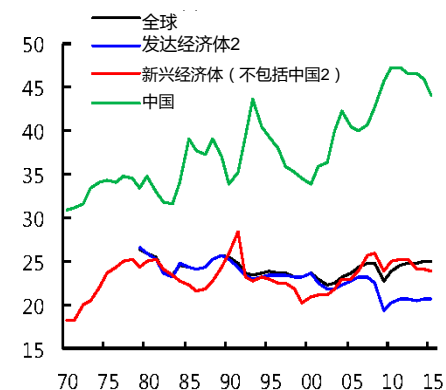
生产率增长缓慢影响GDP增长

G-20劳动生产率增长¹
(百分比; GDP加权; 5y移动平均线)



来源：IMF，世界经济展望和IMF职员计算
1/ 不包括欧盟和沙特阿拉伯
2/ 利用固定权数的GDP加权

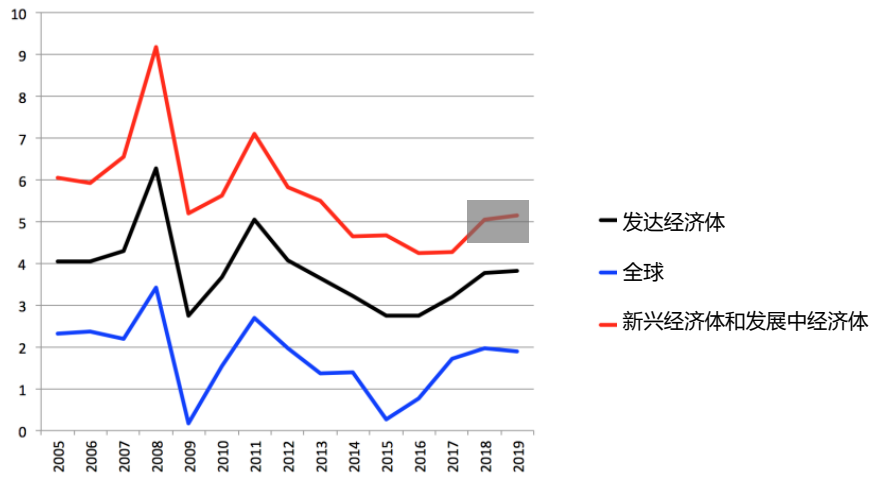
资本形成总额
(GDP百分比)



来源：IMF，世界经济展望

发达经济体通胀处于目标水平 或低于目标水平

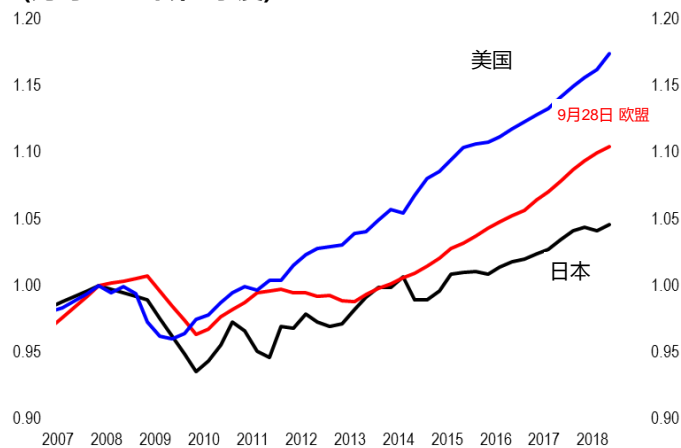
全球总体: 标题通胀
(百分比变化)



来源: IMF世界经济展望, 2018年10月

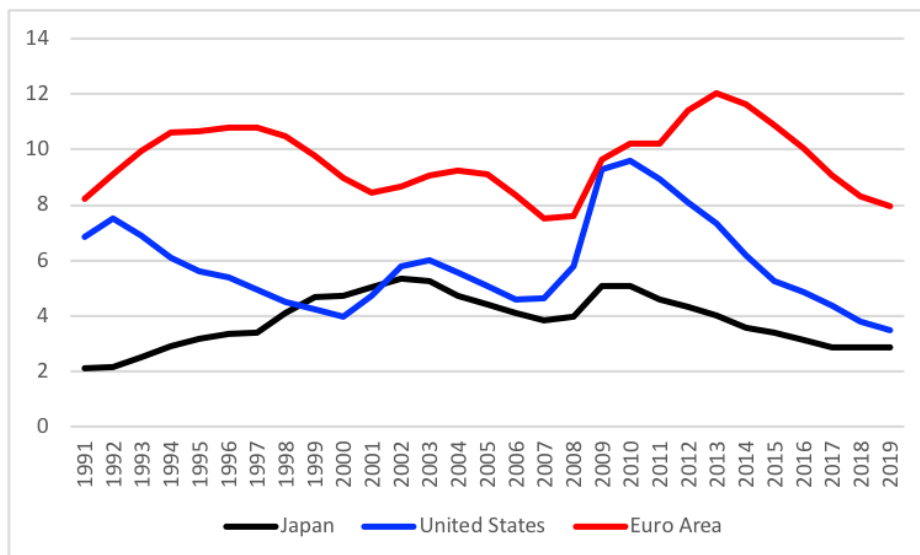
发达经济体的累积经济增长差异...

实际GDP (比对2007年第四季度)



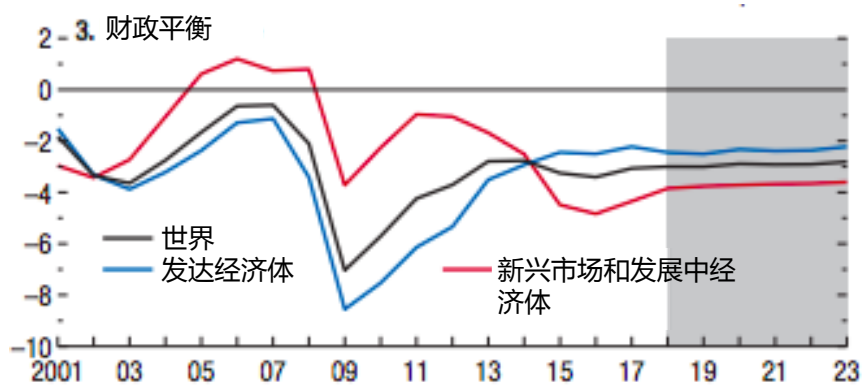
来源: Haver分析; 美国商务部; 指定的国际机构; 于2018年第1季度更新

... 使得AE的失业率产生重大分歧



来源：IMF世界经济展望，2018年10月

财政政策调控预计变化不大

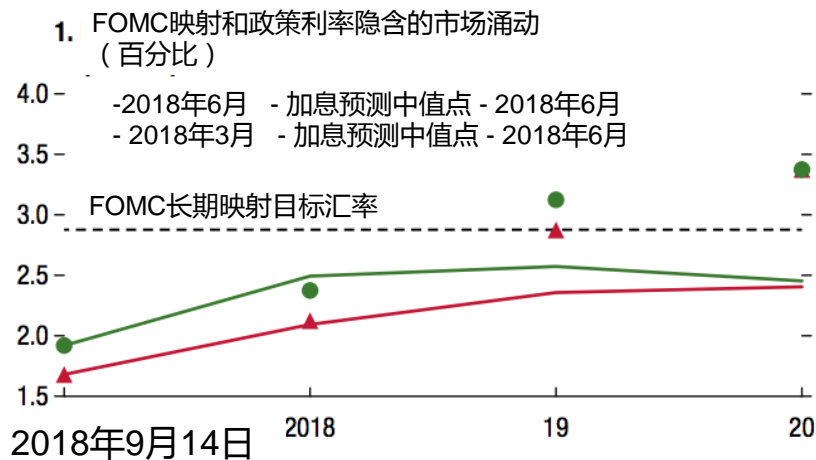


关键的短期问题

- 美国经济的过剩生产能力有多少？
- 美国的潜在增长有多快？
- 美联储收紧有多快？

美联储政策之后的投资者预期 美联储“加息时间表”

美国汇率的市场预期升得比预期高，但还是低于美联储的加息预测
图表



危机后
金融改革需要：
共同观点

- 需要更多的资本
关键问题：多少？什么样的资本？
- 公平竞争环境
关键问题：等价定义

危机后
金融改革关键问题：
IMF观点

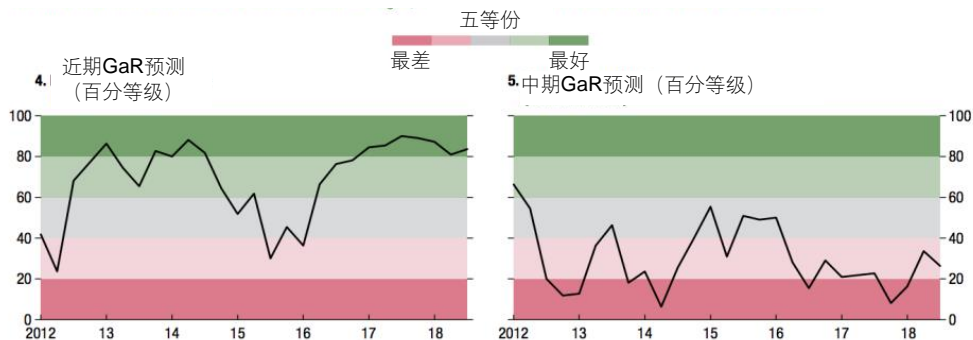
- 周边监管
- 监管/监督改革
- 可信的解决机制
- 实施评审

危机后 金融改革进度报告

- 周边监管
未完成
- 监管/监督改革
未完成/未经试验的
- 可信的解决机制
未完成/未经试验的
- 实施评审
完成，但备受争议

全球金融问题报告问题：我们更安全了吗？

最新的近期GaR预测仍然逼近历史最高值，但中期GaR预测则靠近历史最低值



来源：IMF员工预测

注：除风险价格因素外（如图1.2所示），用于预测GaR的全球金融条件指数包括两个额外的变量 - 信贷增长和GDP信贷比率。上升运动表明金融条件紧张。第3行的线是近期及中期的预测，并不代表这两个时期之间的线性关系。阴影部分对应的是2018年第一季度预测 ± 1 标准误差带。第4行和第5行的阴影表示的是近期和中期预测增长密度第5个百分阈值的百分等级（GaR）。更多细节请查阅2018年4月的全球金融问题报告。GaR=增长在险水平。

GFSR关键问题

- 资产负债表的漏洞
- 资产评估
- EM金融流量
- 后备缓冲区和流动性
- 中央清算稳定

加强系统稳定性： 紧急流动性

应不应该有国际借款机构的最后屏障？

如果有....谁？

紧急流动性来源：
目前情况

- **第一类：The Big Boys' and Girls' Permanent**, 无限的互惠额度
- **商务类：关键中央银行的自由支配互惠额度**
- **嗯……是……**

可能的流动性创新

IMF流动性融通
(提示：几乎一次性发生)

全球金融治理

G-20 领导人小组对全球金融治理.....

...上周发布最终建议...

有人知道吗?

谢谢

研究报告发布：

上海发展研究基金会：

《全球金融格局的变化和中国对外金融》

第一部分：全球金融体系的新挑战

主持人：Stefan Pantekoek

艾伯特基金会上海代表处首席代表

“金融危机十年后：风险增加，合作减少”

Jung Taik Hyun

韩国仁荷大学客座教授

玄定泽 (Jung Taik Hyun)



玄定泽 (Jung Taik Hyun) 博士现为仁荷大学国际研究院客座教授。他在韩国政府、研究机构和学术界有四十多年的工作经验。他于 2016 年 6 月至 2017 年 12 月担任韩国对外经济政策研究院 (KIEP) 院长。他还领导韩国智囊团韩国发展研究所 (KDI) 担任主席四年 (2005-2009 年)。他还担任负责政策协调的总统高级秘书 (2015-2016 年) 和国家经济咨询委员会副主席 (2013-2015 年)。他曾任韩国贸易委员会主席 (2010-2013 年)、两性平等部副部长 (2001-2002 年) 和国际经济局、财政和经济部局长 (1995-1996 年)。他有丰富的海外工作经验，曾在韩国驻北京大使馆、华盛顿世界银行和驻巴黎经合组织韩国常驻代表团工作。他现任教于韩国仁荷大学国际贸易与区域研究系，担任全职教授。个人学历方面，他获得汉城国立大学经济学专业的学士学位，麻省理工学院斯隆管理学院的硕士学位，以及乔治华盛顿大学经济学博士学位。

2018上海全球金融研讨会

全球金融危机十年后

——风险增加、合作缩减

2018年10月15日

Hyun, Jung Taik 仁荷大学

目录

- 一、 世界的经济结构变化
——国内生产总值和贸易放缓
- 二、 金融、社会和政治不稳定性
- 三、 未来需采取的措施

一、世界经济的结构变化

——国内生产总值和贸易放缓

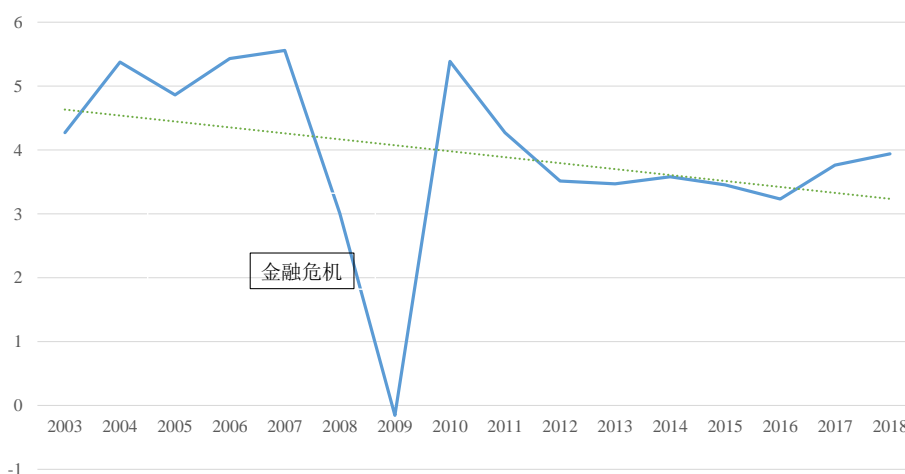
二、金融、社会和政治不稳定性

三、未来需采取的措施

全球增长处于疲软态势

- 全球金融危机到来前，全球GDP增长了大约5%
- 自危机以来，世界经济增长率降至3%
- 2018年的增长反映出经济周期，但结构似乎发生了变化

全球GDP增长率



资料来源：国际货币基金组织(IMF)世界经济展望数据库，2018年4月

世界贸易量迟滞不前

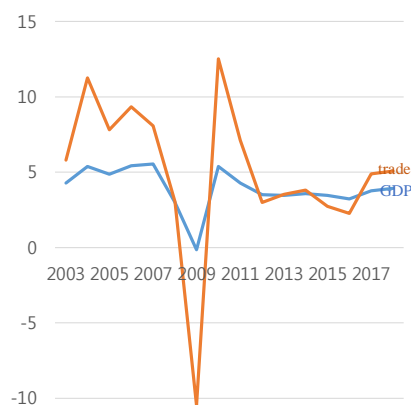
金融危机后，世界贸易量增长放缓（危机后的立即回升除外）

更重要的是，金融危机前贸易增长率几乎是GDP增长率的两倍，但金融危机后，贸易增长率几乎等于GDP增长率，即3%水平

这意味着贸易可能无法再起到拉动世界经济扩张的作用

对于亚洲的开放经济体（韩国、新加坡、东盟及很多其他贸易导向型亚洲经济体），这种趋势将构成巨大挑战。

世界贸易与GDP比较

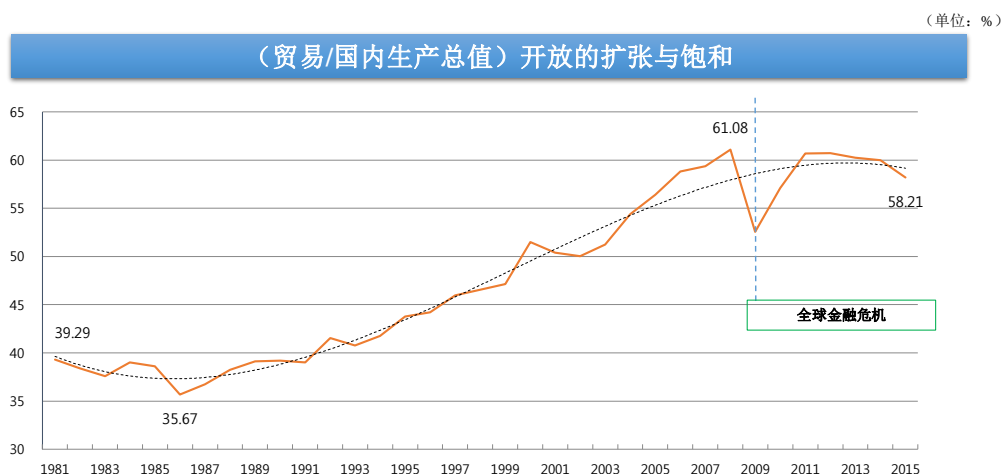


-15 资料来源：国际货币基金组织(IMF)世界经济展望数据库，2018年4月

全球生产共享已经饱和

随着更多国家加入开放经济，贸易在GDP中的份额逐渐增加。尤其是直到本世纪头十年，中国作为生产网络核心的作用在这一不断扩张的过程中非常重要。

金融危机爆发时，这种全球生产共享已经饱和，现在我们可以看到一些包括重新生产在内的逆转趋势。



资料来源：2017年世界发展指标

贸易放缓的原因

- 韩国对外经济政策研究院（KIEP）最近的研究（Choi等人，2017年）表明，世界贸易放缓的主要原因是结构性因素。
- 贸易收入弹性不会回到十九世纪初的2.0水平。
- 因此，2017年至2018年的贸易复苏（与2015年至2016年的贸易收缩相比）不太可能继续
- 世界贸易面临的主要结构性挑战是：
 - 中国的政策转向内需
 - 对全球生产链扩张的限制（尤其针对制造业）
 - 世界贸易体系效率低下，民族主义和保护主义抬头
 - 地缘政治风险

一、世界的经济结构变化

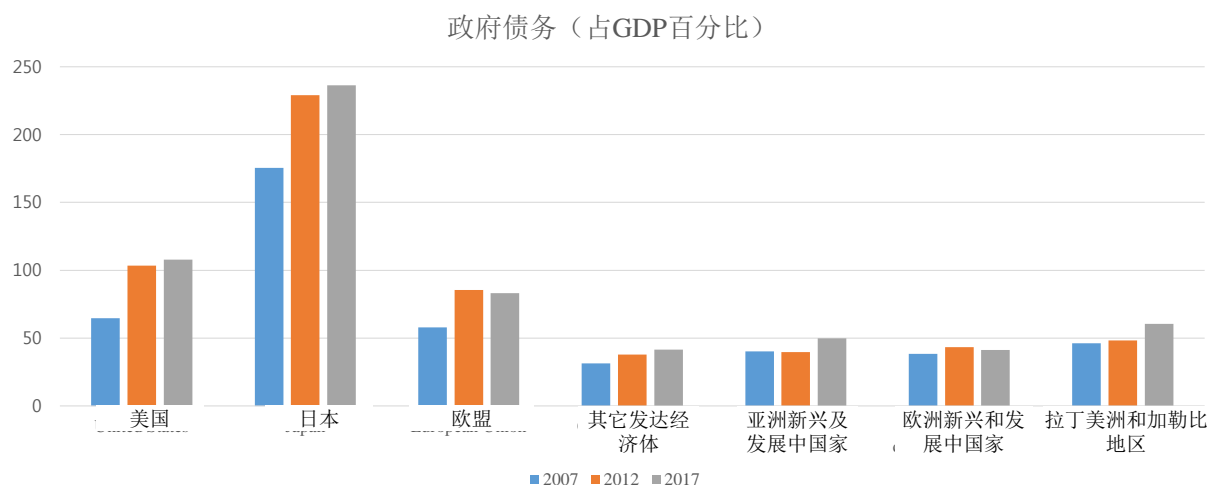
——国内生产总值和贸易放缓

二、金融、社会和政治不稳定性

三、未来需采取的措施

政府债务增加

金融危机（2007年至2012年）后，美国、日本和欧洲政府债务增加。此后，发达经济体的政府债务增加速度较慢，但债务水平非常高。最近，亚洲和拉丁美洲的一些发展中国家的政府债务出现了大幅增长。



资料来源：国际货币基金组织(IMF)世界经济展望数据库，2018年4月

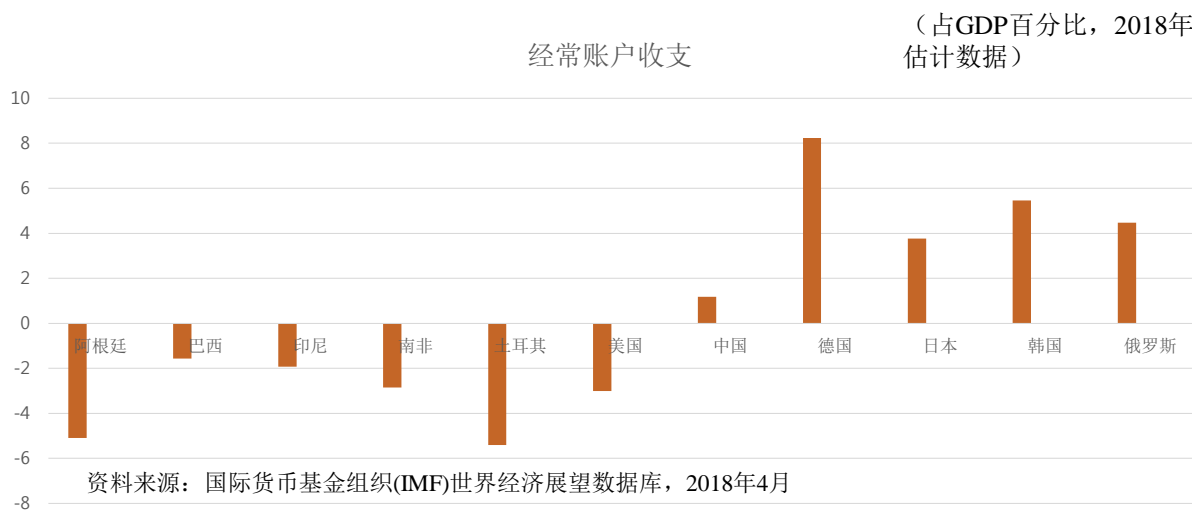
一些国家存在家庭/公司债务

- 韩国在经历了外汇危机后对公司债务进行了重组。
 - 债务/股本比率： 397% (1997) => 102% (2017)
- 然而，家庭债务却迅速增加。
 - 家庭债务/国内生产总值： 73.9% (2008) => **94.8%** (2017)
 - 相当于可支配收入的185 %
- 中国的家庭债务也在增加(18.4% => 48.4%)
- 但是对中国而言更重要的问题是公司债务。
- 国际清算银行（BIS）称，2017年中国的私人债务总额（不包括金融机构）占GDP的 **208%**

外部收支不平衡

近期，阿根廷、土耳其和南非在保持外部收支平衡和金融稳定方面遇到困难。

俄罗斯有经常账户盈余，但由于制裁也在保持外部收支平衡方面遇到了困难。韩国也在努力解决国内的结构性问题。



存在累积的外汇储备，是否充足呢？

由于全球金融危机爆发，各国开始未雨绸缪。

尤其是经历了1997年危机的亚洲国家积累了大量外汇储备。

这与当前可用资源利用不足有关。2012年至2018年，韩国和台湾经济增长较低。

以美元货币互换为后盾的欧元国家储备较少。

外汇储备

国家	基金开支比率（10亿美元，2016年）
中国	3,097
日本	1,216
台湾	438
香港	389
俄罗斯	377
韩国	371
巴西	365
德国	185
美国	117
印度尼西亚	116
土耳其	106

资料来源：韩国统计信息服务

不同的应对方法都强调收入平等

- 强调平等已成为政治和经济的时尚。
- 国际货币基金组织(IMF)总裁克里斯蒂娜·拉加德(Christine Lagarde)多次敦促各国采取行动建立“包容性经济”。
- 世贸组织(WTO)、国际货币基金组织(IMF)和世界银行(World Bank)联合编制了一份题为《让贸易成为一切增长的引擎》的报告。
- 然而，除了教育和社会保障网络之外，其它连贯的政策都没有执行。
 - 在韩国，有关于“收入主导型经济”的辩论。
- 对以邻为壑的指责在国际上甚嚣尘上。支持和反对进口限制都是以支持工人的名义提出的。



去全球化与国际体系

- 2016年英国脱欧公投成为去全球化的标志。
- 唐纳德·特朗普(Donald Trump)当选美国总统及其“美国优先”(America first)政策加快了这一进程
 - 2017年1月退出跨太平洋战略经济伙伴关系协定(TPP)
 - 2017年6月退出巴黎气候协议
 - 重新谈判北美自由贸易协定(NAFTA)和美韩自由贸易协定(KORUS FTA)
- 中美贸易争端升级。其他贸易伙伴之间的冲突也在增加。
- 世贸组织(WTO)未能创造扩大全球合作的势头，遭到一些成员的抨击
- 包括难民在内的政治问题也阻碍了全球化的进一步发展

强人领袖

“这种个性化专制的兴起将会导致
国际上的不稳定”

英国《金融时报》2016年10月31日报道



资料来源: www.ft.com

15

一、世界的经济结构变化

——国内生产总值和贸易放缓

二、金融、社会和政治不稳定性

三、未来需采取的措施

恢复全球合作，尤其是主要国家的合作

- 许多人谈论二十世纪三十年代的大萧条和国际合作的失败。
- 然而，当今世界的这一代人已经证明，我们可以通过“大合作”来克服危机
- 2008年至2009年，二十国集团领导人举行了三次会议，同意不提高贸易壁垒、减少失衡，并采取财政和货币措施。
 - 发达国家和发展中国家都履行了这些领导人的承诺。
- 世界主要经济体的领导人应致力于促进合作、恢复全球金融和贸易体系。
- 解决中美贸易冲突将是维持和扩大全球合作的关键。



贸易、投资协定的早期成果

- 与跨太平洋伙伴关系全面进步协定(CPTPP)不同，除美国外的十一国贸易协定、大型自由贸易协定确实取得了很大进展。
- 尤其是中韩双方都在谈判的区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)没有进展。
- 全面经济伙伴关系协定(RCEP)成员应集中精力尽快达成协议。
- 投资协定与私营企业经营直接相关，有时比全面贸易协定更容易缔结。
- 尽管当前中美贸易争端似乎存在问题，但寻求解决双边投资协定(BIT)以及贸易问题是值得的。

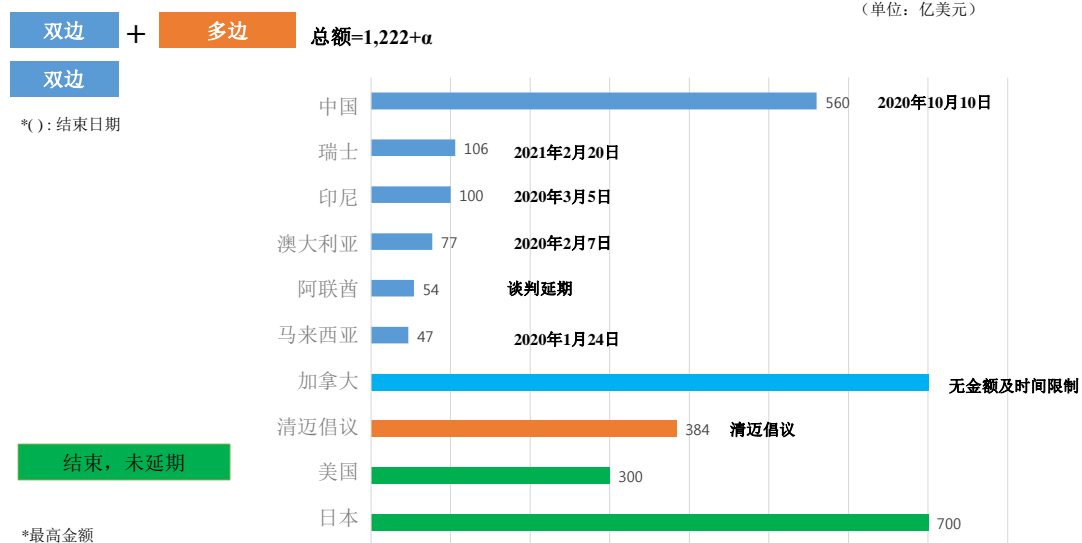
扩大货币合作

- 1997年外汇危机后，亚洲国家同意将清迈倡议作为多边储备资源。
- 然而，其在亚洲国家的职能和其他双边安排似乎不能在危机发生时提供适当的安全体系。
- 在外部冲击下，印尼等亚洲国家难以用自己的资源解决问题。
- 因此，应该扩大双边货币互换和多边安排
 - 这不仅有利于赤字国家，也有利于盈余国家，因为这样可以减轻积累巨额外汇储备的负担。
- 在这方面，拥有巨额外汇储备的中国和日本的作用尤为重要。

韩国与外国的货币摩擦

<韩国的货币摩擦>

(单位: 亿美元)



资料来源: 韩国银行(BoK)

解决旧问题，满足新需求

2008年金融危机的导火索是**次级抵押贷款**。

住房抵押贷款和房价形成了不合理贷款和房地产投机的恶性循环。

从危机中复苏的长期货币宽松政策提供了充裕的流动性，并再次推高了房价。

*香港(280%)、加拿大(103%)、瑞典(103%)

韩国政府最近宣布了抑制房价上涨的措施。

网上银行和网上支付是一种新的扩张现象。需要在利用信息技术的同时审慎使用融资工具。

在韩国，针对网上金融工具的适当立法被推迟，直到上个月才最终确定。



Thank you
谢谢

“全球不平衡、贸易战和国际调整机制”

Jan Kregel

美国列维经济研究所教授

Jan Kregel



扬·克雷格尔(Jan Kregel)是税收经济研究所的主任研究员，是该研究所经济理论和政策硕士课程的主任，也是该研究所货币政策和金融结构计划的负责人。他还担任爱沙尼亚塔林理工大学发展金融学教授。2009年，克雷格担任联合国大会国际金融体系改革委员会主席的报告员。他曾担任联合国发展筹资办公室的政策分析和发展处的负责人。他的主要著作包括关于后凯恩斯主义经济理论的一系列著作，其中包括利润率、分配和增长率方面的著作：《两种观点》(1971年)；《经济增长理论》(1972年)；《资本理论》(1976)；和《金融市场的起源和发展》(1996)。

2011年，克雷格尔被选为法国国家科学院（也被称为林赛学院）成员，这是世界上最古老的荣誉科学组织。他在剑桥大学学习琼·罗宾逊和尼古拉斯·卡尔多的理论，从当时保罗·戴维森任校长的罗格斯大学毕业并获得了博士学位。他是皇家经济学会(英国)的终身会员，当选为古巴国家经济师协会和荣誉协会的成员。2010年，他被进化经济学协会授予了著名的维布伦-公地奖。



上海发展研究基金会

2018上海全球金融研讨会
全球金融格局的变化
 上海
 2018年10月15日至16日



Friedrich-Ebert-Stiftung
上海代表处

全球金融体系面临新的挑战

国际收支失衡、贸易战和国际调整机制


Jan Kregel





概述

- 布雷顿森林体系：贸易决定国际金融
 - 最终制成品和服务的跨境产业内贸易
 - 汇率稳定意味着跨时期多边贸易平衡
 - 工业化国家的利益反映
 - 跨国公司的崛起——外商直接投资
 - 忽视初级商品发展中国家的发展需要
- 后史密森布雷顿森林体系：金融决定贸易
 - 国内商品和金融市场开放——拉丁美洲和欧洲
 - 生产地域多样化——中间产品贸易
 - 由套利流动融资的双边失衡加剧
 - 金融不稳定加剧——金融危机
- 理解国际收支失衡
 - 国民核算、金融平衡分析、金融不稳定
 - 注：没有多边分析就没有全球一体化的供应链
- 现行办法：恢复关税（双边！）平衡
 - 关税不能影响贸易或金融恢复平衡
- 经典平衡力
- 新的国际金融架构？



是贸易或金融驱动失衡吗？

- 1、经常账户失衡
 - 进口降低需求和就业，出口增加需求和就业
 - 贸易条件、汇率
- 2、失衡是如何产生的？
 - 必须对外贷款来为出口顺差融资
 - 必须借款来为进口顺差融资
- 3、经常账户失衡要求相等的资本账户失衡抵消
 - 经常账户=商品+服务+要素服务+转账
 - 要素服务：融资失衡的利息成本/收益
- 4、失衡由以下因素共同决定：
 - 金融市场政策+贸易政策+汇率制度



贸易与金融？

- 国民收入核算
 - $Y^A = C^A + I^A + G^A + \text{Net}X^A$
 - $S^A = Y^A - C^A$
- $0 = (I^A - S^A) + (G^A - T^A) + (X^A - M^A)$
- X =商品/服务+国外贷款利息
- M =商品/服务+外国借款利息



如何减少外部失衡？

- 如果 $I^A > S^A$ ，且 $G^A - T^A = 0$ ，则 $X^A < M^A$ 外部赤字
- 或者 $S^A > I^A$ ，则 $X^A > M^A$ 外部顺差
- 净储蓄国家有外部顺差
- 净储蓄为负的国家有外部赤字

- 如何减少外部赤字？
- 通过**减少消费**增加储蓄($S^A = Y^A - C^A$)

- 但由于所有贸易伙伴 $NX = 0$ ，以下一定正确——
- (双边) 贸易伙伴国B: $S^B < I^B$ 以及 $X^B > M^B$
- 因此，减少赤字需要
- 通过**增加消费**减少B ($S^B = Y^B - C^B$)的储蓄



财务平衡核算

- 当部门存在净储蓄时，它收购金融资产
- 当部门动用净储蓄时，它会发行金融负债
- 如果私营部门存在净储蓄($Y - C > 0$)，它会收购金融资产
 - 例如现金、债券、股票.....
- 如果政府部门净动用净储蓄($G > T$)，则私营部门收购政府债务
 - (如果 $X = M$ ，则 $G > T = S > I$)
- 如果 $X^A < M^A$ (且 $G - T = 0$)，则 $S^A - I^A = X^A - M^A$ ，所以A向B国借款，为外部赤字融资
- B借款给A为其外部顺差融资
- 如果B停止借款给A，A停止向B借款，A的赤字就可以消除



贸易与金融

- 失衡取决于
 - A、B消费占GDP的比重
 - A、B的借贷情况
- 它们显然是相互依存的关系（资产始终等于负债）
- 但是，失衡水平取决于哪一方是独立的
- 通过对资本市场的控制，贸易占主导地位
- 在开放的资本市场中，金融占主导地位
- 主导变量的控制决定了如何调整
- 布雷顿森林体系从以金融为贸易服务对象的体系演变为以私人资本流动取代国际货币基金组织的体系
- 调整失衡需要管理资本流动
- 关税对资本流动几乎没有直接影响



国际约束（给定G-T=0）

- A国：G-T=0； B国： $S^B - I^B = X^B - M^B$
- 互惠： $(X^A = M^B) (X^B = M^A)$
- 平衡： $(X^A = M^A) (X^B = M^B)$
 - 无金融资产净收购
- 贸易失衡： $X^A > M^A = S^A > I^A$
 $X^B < M^B = S^B < I^B$
 - 减少失衡：在A和B中的S或I中进行国内调整
 - 但是， $S > I$ 指的是外国借贷
 - 减少失衡需要调整A和B的国内需求或金融资产创造
 - {A（美国？）花费更少，B（中国？）花费更多}
- 管理型资本市场和/或
- 管理型汇率
- 基于美元的国际体系改革
- {注意：忽略次级效应，例如对利率的影响}



为何关税效率低下？

- 关税对国内行为消费状况没有直接影响
- 关税对国内金融状况没有直接影响
- 关税对资本流动没有直接影响
- 关税对汇率没有直接影响
- 它们确实破坏了既定的生产和融资条件，从而增加了不确定性和调整成本



凯恩斯论失衡

- 从长远来看，如果一切进展顺利，趋向于平衡，可能还有更根本的力量在起作用.....我发现自己很感动.....提醒当代经济学家，古典教学体现了一些具有重要意义的永恒真理.....在这些问题上，有一些深层的潜流在起作用，自然力量.....正在趋于平衡。...
-如果古典医学要发挥作用，至关重要的是进口关税和出口补贴不应逐渐抵消其影响。
- 我们（在《哈瓦那宪章》中）代表美国提出了真诚和彻底的建议，明确地指向建立一种允许古典医学发挥其作用的制度。”
- 通过“超越以往任何经验，成为一个高生活水平、高成本的国家”。.....{美国}将会发现与世界上不幸地区的生活方式相比，必须趋向于而非远离外部平衡的生活方式。”



平衡的经典力

1. “很明显，任何国家都不可能在不最终迫使其他各方违约的情况下，通过新增贷款来弥补经常账户的长期顺差。”
2. 凯恩斯指的是美国是一个顺差国——使欧洲和发展中经济体的重组赤字国家破产
3. 如果顺差国愿意持有无限的美元余额来支持其出口顺差，那么当美元是国际储备货币时，这种情况就不成立。遵循出口导向增长战略的发展中国家愿意这样做
4. 但是，最终它们人均收入的增长不再需要外部刺激，进口将增加，从而减少其经常账户顺差
5. 因此，解决美国赤字的办法是国外就业和人均收入的增长
6. 而且需要一个不以美国全球金融机构和美元为中心的国际金融体系



减少障碍以达到平衡

- 减少阻碍“经典力”向平衡运行的障碍
 - 只要有欠发达国家，我们就有失衡
 - 出口导向型发展需要外部顺差和资本借贷
 - 进口导向型发展需要外部赤字和资本借贷
- 国际政策协调
- 国际资本流动管理
- 国际金融结构改革
 - 取代美国货币
 - 国际货币基金组织的特别提款权？人民币？没有比美元更好的了！！
 - 全球帐户单位——国际失衡金融清算联盟
 - 可能是地区性的——金砖四国
 - 将管理国际资本流动和汇率
 - 但各国的政策决定仍需协调
 - 见《列维工作文件》第833号《新兴市场与国际金融架构》和《公共政策简报》第139号《新兴市场经济体与国际金融架构改革》



巴德学院利维经济研究院



公共政策简报

2015年第139号

新兴市场经济体与国际金融架构改革：回到未来

JAN KREGEL



谢谢

Graduate Programs in
Economic Theory and Policy



Levy Economics Institute
of Bard College

www.levyinstitute.org

“全球金融体系面临的新挑战——欧洲视角”

Steffen Kern

欧洲证券及市场管理局首席经济学家、风险分析部负责人

Steffen Kern



斯特芬·克恩(Steffen Kern)是欧盟金融市场监管和管理机构 ESMA(法国)的首席经济学家兼风险分析的机构负责人。

他于 2012 年开始担任此职务，负责 ESMA 在证券和衍生品市场、机构投资者行业以及欧盟金融市场基础设施方面的金融稳定、市场完整性和投资者保护方面的分析工作。他还负责监督该机构的统计和数据操作。

克恩是欧洲系统性风险委员会(ESRB ATC)的顾问委员会成员，是 ESRB 影子银行专家小组的共同主席，并在 FSB 和 IOSCO 的多个委员会任职。在国际上，他是世界经济论坛全球金融和货币体系改革顾问。

在加入欧盟公职之前，他曾为德意志银行工作，包括担任国际金融市场政策总监、德意志银行研究部高级经济学家，以及集团董事会办公室的高级经济学家。

克恩是德国美因茨大学教授，在该大学教授国际金融市场发展、风险和监管的课程。他曾在华盛顿(美国)的跨大西洋学院担任高级研究员，并被任命为 2010 年塞特基金会和德国马歇尔基金的赫尔穆特施密特研究员。他拥有牛津大学(大不列颠)和鲁文大学(比利时)的经济学、政治学和哲学学位，以及鹿特丹伊拉斯谟大学(荷兰)的博士学位。



欧洲证券及市场管理局

全球金融体系面临的新挑战——欧洲视角

2018年10月15日，上海全球金融研讨会
ESMA 首席经济学家兼风险分析主管 steffen Kern

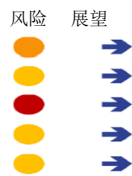


1. ESMA 风险评估 3Q18

英国脱欧（基本因素）造成的巨大欧盟市场风险

欧盟市场面临巨大风险...

ESMA 总职责
系统性压力
证券市场
投资者
基础设施与服务



资本市场面临高风险...

- 英国脱欧期间的过渡风险
- 欧盟、EM 地区基本面疲软
- 欧洲周边地区的地缘战略及其他政治紧张局势加剧

.....英国脱欧造成的基本面疲软

风险来源

宏观经济环境
低利率环境
欧盟主权债务市场
基础设施中断（包括网络风险）
政治风险与事件风险



.....在更具弹性的后危机体系背景下

- G20 内危机-应对议程即将全面实施
- 重大监管改革
已完成并在欧盟开始实施



全球危机应对：G20-FSB 的全面应对

原因：多因素融合

- **市场参与者：** 未能进行风险分配与审慎调查，包括承销标准薄弱、风险管理实践不健全、金融产品日益复杂且不透明、过度杠杆
- **政策制定者：** 未能解决金融市场日益积累的风险、未能与金融创新保持同步、未能考虑到系统性后果

应对：G20 行动计划（2008 年华盛顿峰会）

- **增强透明性与责任性：** 披露复杂的金融产品及公司财务状况；避免过度冒险。
- **增强有效管理：** 加强监管制度、谨慎监督并强化风险管理；确保所有金融市场、产品及参与者均受到监管或接受监督；强化对信用评级机构的监管
- **促进金融市场诚信：** 加强投资者保护；预防非合作管辖区域内的利益冲突、市场操纵及非法金融风险；促进信息共享
- **加强国际合作：** 在危机防范、管理及应对措施方面加强合作
- **改革国际金融机构：** 国际货币基金组织、世界银行、金融稳定论坛/金融稳定委员会



全球危机应对：执行工作基本完成

	银行										市场						概述										
	巴塞尔协定					决议					其它																
	风险资本	LCR	G-SIB	D-SIB	杠杆比率	NSFR	G-SIB 总损失吸收能力	自救债券	恢复、解决	保险公司措施	补偿	存款保险	交易报告	中央结算	平台交易	利润	MMF	证券化	对冲基金	证券化	CRA	会计	加强监管	宏观审慎	风险管理	系统完整性	消费者保护
DE	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
ES	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
FR	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
IT	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
NL	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
英国	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
US	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
JP	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
CN	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
CH	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
SG	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
HK	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■

注：优先及非优先 FSB 改革领域、实施现状由 FSB 进行管辖表格并未涵盖所有 FSB 管辖区域。经简化评级。绿色=实施已完成；黄色=正在实施；橙色=尚未发布；红色=尚未发布（截止日期已过）；灰色=不适用（或其他限制因素）。截至 2017 年 6 月 30 日。资料来源：FSB



欧盟危机应对：10Y 中 65 项主要法律文书

- 自 2007 年以来，欧盟已确立 65 项主要法律与执行措施
- 超 3/4 已生效
- 全面、基于风险的跨部门覆盖

银行

- CRD III
- CRD IV
- CRR
- BRRD
- NPLR/NPLD

保险

- 偿付能力监管标准 II
- MID
- IORP
- PEPP

市场

- EMIR、CCP R&R、SFTR、CSDR
- MiFID II/MiFIR
- MAR/MAD、SSR
- AIFMD（另类投资基金管理人指令）、UCITS（欧盟可转让证券集合投资计划）、MMFR
- PR、SR、BMR
- CRAR

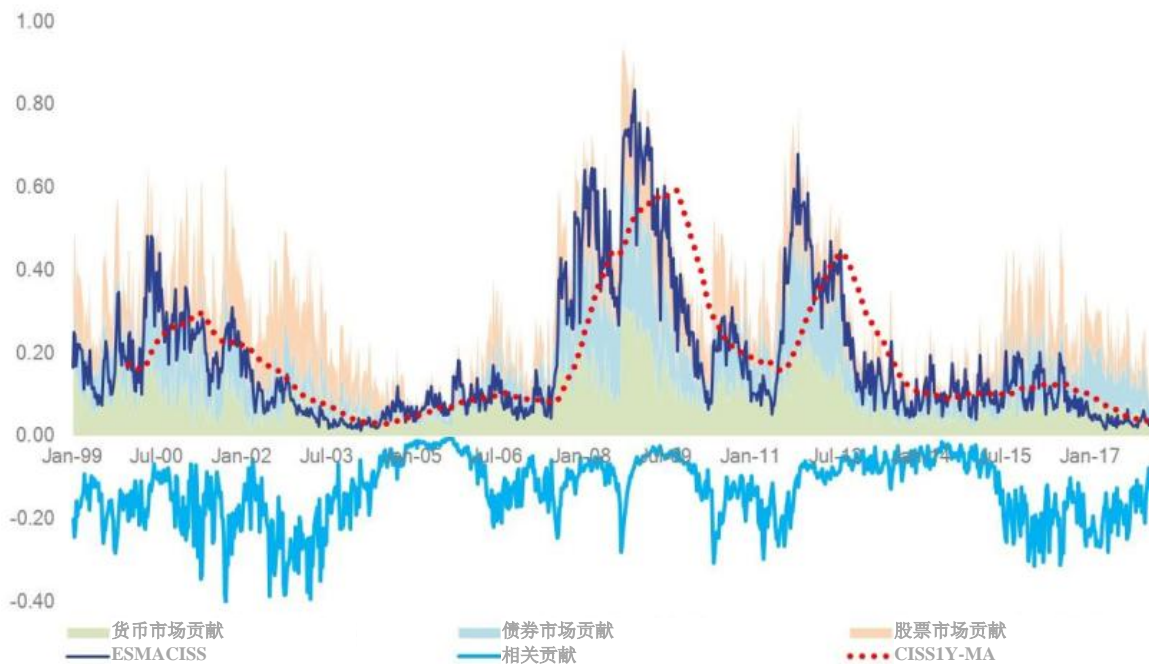
机构

- ESFS（欧洲金融监管体系）、EBA（欧洲银行管理局）、EIOPA（欧洲保险管理局）、ESMA（欧洲证券及市场管理局）、ESRB（欧洲系统风险委员会）
- 欧空局审查
- 银行业联盟（SSM、SRB）

注：欧盟自 2007 年以来的主要立法。选择性说明，并未全面展示欧盟的危机应对措施。



改革影响：抑制了系统性压力，但是加速了...



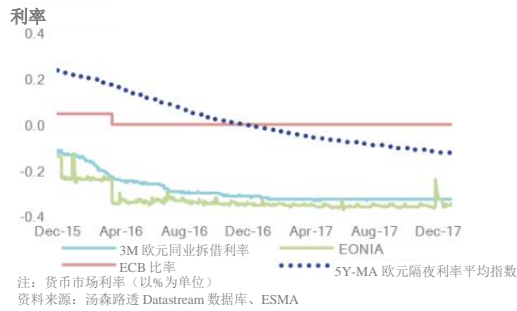
注：ECB-CISS 指标的 ESMA 版本用于衡量证券市场系统性压力中的三个金融市场：股票、债券及货币市场，并通过标准投资搭配理论进行汇总。基于证券市场指标（如波动性及风险价差）。资料来源：ECBESMA。



2. 金融危机、监管对策、影响

...巨大的潜在周期性及结构性变化

支持市场的超低利率



波动性 coma 与流动性扭曲



金融资产再平衡



新型基础设施景观



3. 战略议题——英国脱欧

市场对英国脱欧的潜在反应

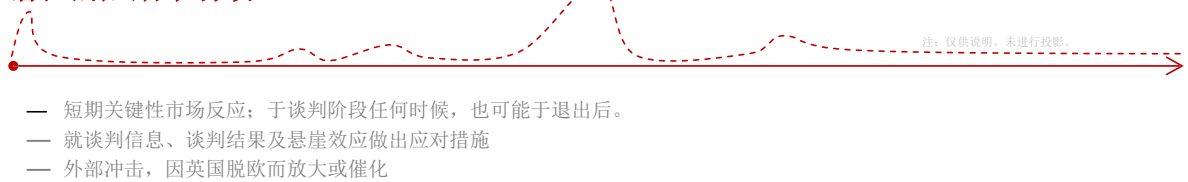
政治过程



潜在的市场结构性调整



潜在的短期市场改组



市场对英国脱欧的潜在反应

意外状况：无协议脱欧

- 合同连续性：合同或法律制度（如衍生品）方面的潜在冲突
- 合同可用性：就以下方面的潜在限制或不确定性
 - 新合同或法律制度（如 SFT）的签订
 - 产品或服务的获取、使用及供应（基金份额、基准、指数、信用评级、TR 数据）
- 访问权限：访问特定基础设施（CCP、CSD、TR、尤其为根据交易义务的 TV）方面的限制。

结构观点：长期影响取决于基本参数

- 政治：英国脱欧后的最终安排（第三国地位与任何形式的合作加强）
- 商业：市场就新政策及新监管条件（交易流、经营地点）所作的反应
- 经济学：欧盟 27 国与英国均有能力于英国脱欧前后预防该系统性影响，并将新现实转化为持续性经济表现。



长期影响：市场更为分散

主要金融市场（EUR tr）的标准比率

	世界	US	JP	CN	EU28	EA	EU28 所占的 世界百分比	EA 所占的 世界百分比	EA 所占的 欧盟百分比
股票市值	69	28	5	8	11	7	16	10	63
未偿的政府债券	40	15	8	4	11	8	27	20	73
未偿的私人债券	43	18	3	6	13	9	29	20	68
银行资产	98	14	8	32	36	25	37	25	68
金融系统总额	251	75	24	50	71	48	28	19	68
GDP	71	17	4	11	15	11	21	16	73

主要金融市场的相对比率
GDP 百分比

股票市值	98	166	128	71	73	63
未偿的政府债券	57	86	185	34	72	72
未偿的私人债券	61	106	62	57	83	77
银行资产	139	85	191	301	239	224
金融系统总额	355	442	566	463	467	437

注：主要金融市场标准比率及相对比率近似值。数据可能无法涵盖所有金融市场活动。截至 2017 年底的数据。资料来源：各类公共及商业数据源、ESMA 计算。



欧盟 27 国：发展资本市场的迫切需求

CMU：提高欧盟资本市场效率

- 多样化并扩大资金来源
- 确保整个单一市场的有效资本配置

CMU 行动计划：促进优先战略的 38 项措施

- 加强欧盟资本市场的容量；促进筹资
- 为创新、初创及非上市公司提供融资
- 为长期投资、基础设施投资及可持续投资提供资金
- 增强银行业务能力，以支持更为广泛的经济
- 促进跨境投资；促进零售及机构投资

实施：所采取的关键举措

- 市场：新招股章程规定；现代化证券框架（STS）；加强债券市场覆盖；促进中小企业上市及跨境金融科技经营
- 投资者：风险投资法审查（EuVECA）；更为便利的跨境分配资金；泛欧盟养老金产品



金融科技行动计划：增强欧盟吸引力

目标：更具竞争性及包容性的欧盟市场

- 竞争力：通过数据化解决方案（例如资产管理、投资仲介与产品分销方面）开发更具深度及广度的欧盟资本市场
- 渠道：改善融资渠道，促进普惠金融
- 效率：欧盟市场最大限度地发挥金融服务（数字识别、移动应用、云计算、大数据分析、人工智能、分布式总账技术等）方面的科技创新优势。

措施：正在实施 5 项关键举措

- 明确且一致的许可要求；最新法规要求
- 通用标准与互操作性解决方案
- 奖励金融科技促进者
- 消除云服务障碍；促进 DLT 在市场及管理机构中的应用
- 改进市场网络弹性



5. 展望

财务弹性有待检验，经济价值有待提高

巨大冲击的危机后弹性测试

- 危机后全球与欧盟框架尚未受到巨大金融稳定性冲击的影响——一旦出现此类冲击影响，就可对其弹性进行观察
- 尤指重大政治环境及地缘战略风险，货币支持是否以及何时出现显著减少。

G20 议程转向新兴风险

- 完成 FSB 改革议程，解决新兴问题（数位金融；网络安全；普惠金融、扫盲；实益所有权透明度）

继英国脱欧后，欧盟将于全球金融领域保持领先地位

- 稳定性：以有序实现英国脱欧作为关键政策目标
- 资本市场联盟：促进市场融资并提高对投资者（包括海外投资者）吸引力的行动计划
- 金融科技行动计划：为金融方面科技创新提供可靠及有吸引力的商业环境



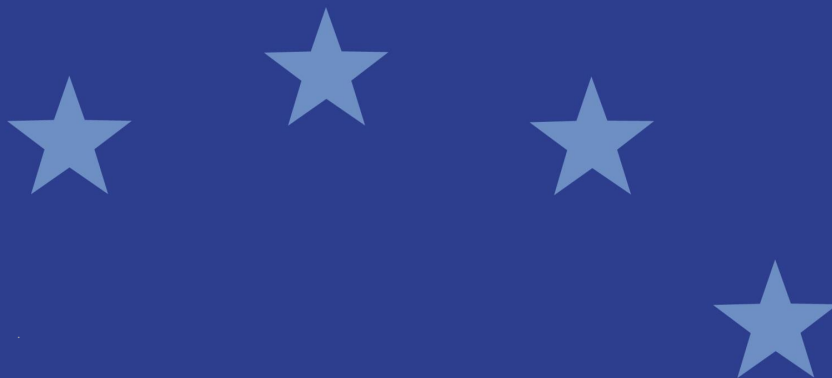
13



欧洲证券及市场管理局

全球金融体系面临的新挑战——欧洲视角

2018年10月15日，上海全球金融研讨会
ESMA 首席经济学家兼风险分析主管 steffen Kern



“资本流动管理：政策指引”

Jonathan D. Ostry

IMF研究部副主任

Jonathan D. Ostry



Jonathan D. Ostry 是国际货币基金组织研究部副主任。他最近的职责包括领导人员队伍：IMF-FSB 全球系统性金融风险早期预警练习；先进和新兴市场国家的脆弱性演习；多边汇率监测，包括 CGER 的工作，基金汇率协商小组，EBA 和外部平衡评估；国际金融结构和国际货币基金组织贷款工具包的改革；资本账户管理（资本管理和用审慎的工具管理资本流入）和金融全球化问题；财政可持续性问题；收入不平等与经济增长之间的关系。过去的从事的工作包括领导国际货币基金组织旗舰多边监管出版物《世界经济展望》，和领导澳大利亚、日本、新西兰和新加坡国家团队。

Jonathan D. Ostry 先生著有或编辑了多本国际宏观政策方面的书籍，在学术期刊上发表了众多文章。他的许多作品在印刷和电子媒体中被广泛引用，其中包括英国广播公司，《经济学人》，《金融时报》，《纽约时报》，《华盛顿邮报》，《商业周刊》和《国家公共广播》。美国前总统奥巴马在发言中引用了他关于不平等和不可持续增长的研究。他 18 岁从加拿大皇后大学以优异的成绩取得学士学位，并继续深造，获得牛津大学（巴利奥勒学院）的学士和硕士学位，于 1984 年获得伦敦经济学院的理学硕士学位，于 1988 年获得芝加哥大学博士学位。他于 2003 年被列入环球经济学名人录。



资本流动管理： 政策指引

Jonathan D. Ostry

国际货币基金组织 研究部

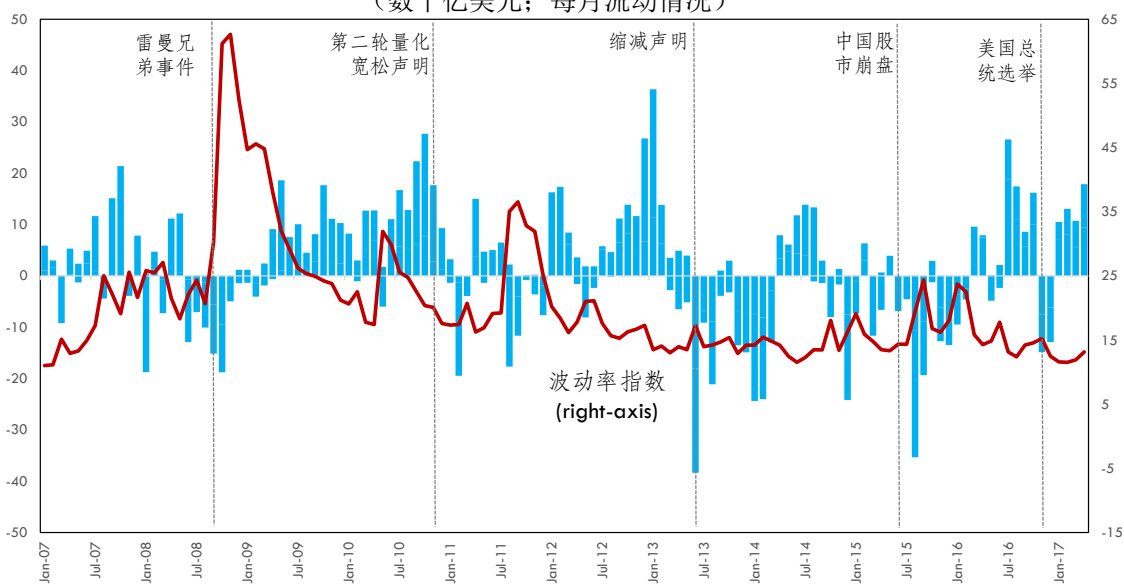
上海全球金融论坛

2018年10月15日

这次演讲的内容是与奥利维尔布兰·查德、雷克斯·戈什和马赫·瓦什库雷希共同合作。所表达的观点仅仅是演讲者的观点，并不一定代表IMF或IMF的政策。

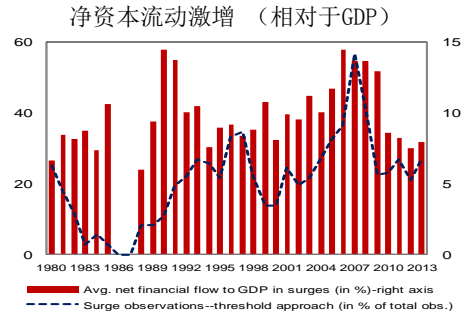
资本流动强烈地反应了全球金融状况

新兴市场经济体的债券和股票基金流动情况
(数十亿美元；每月流动情况)



新兴市场经济体中出现激增和逆转的频率在增加

- 流入发生激增的频率和幅度都在增加
 - 在20世纪80年代，激增的观测数据从10%上升到30%以上。
- 全球同步出现激增现象，表示存在共同的推动因素
 - 美国实际利率，全球风险规避，商品价格
- 但即使在全球激增的时候，也并不是所有的新兴市场经济体都受到了影响，所以必定也和拉动因素相关。
 - 实际GDP增长， 外部融资需求，
 - 资本账户开放， 制度质量
- 净流量出现激增最多的地区往往也会经历的最大降幅——这使得管理波动性的挑战更加严峻。

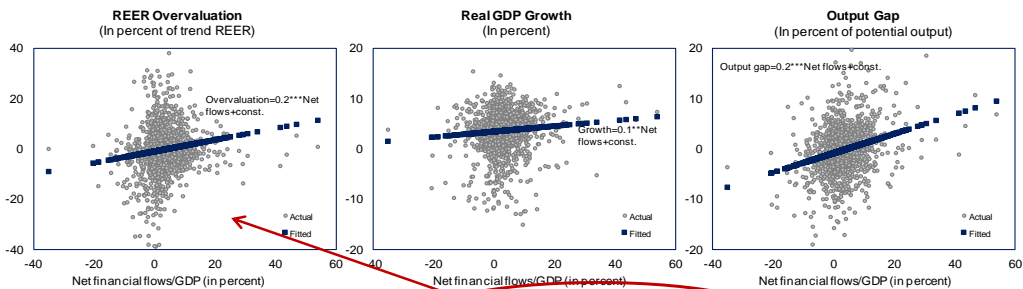


资料来源: Ghosh等人 (JIE, 2014)。样本数量为53个新兴市场经济体(1980-2013)。激增定义为净资本流动(占GDP的百分比), 在一个国家的分布中占前30的百分比, 以及整个样本分布占前30的百分比。

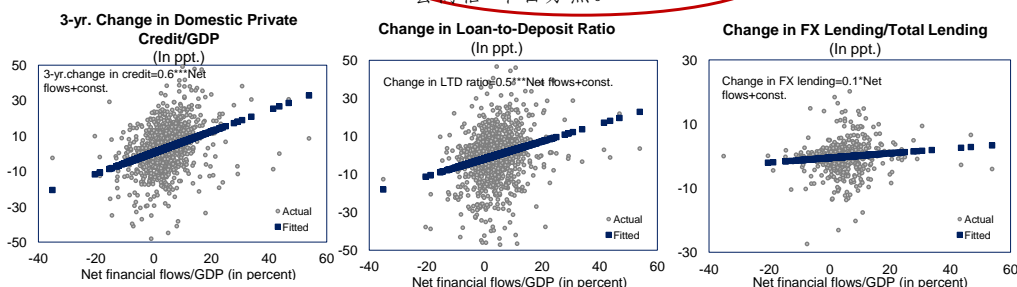


激增导致宏观/金融稳定风险

□ 宏观经济失衡



□ 金融脆弱性



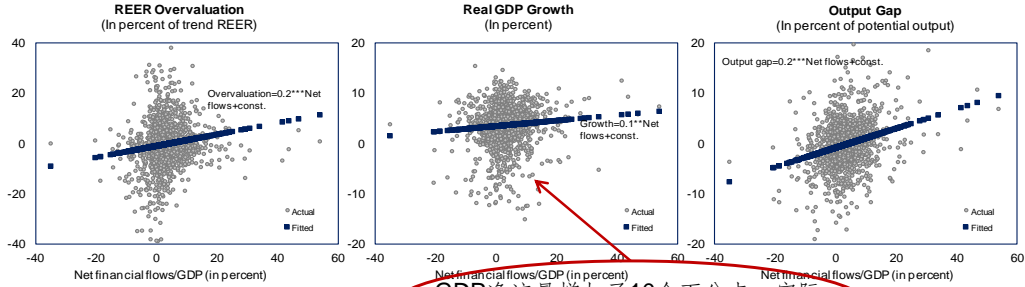
GDP净流量增加了10个百分点，就会高估2个百分点。



Note: Net financial flows (to GDP) are lagged one period.

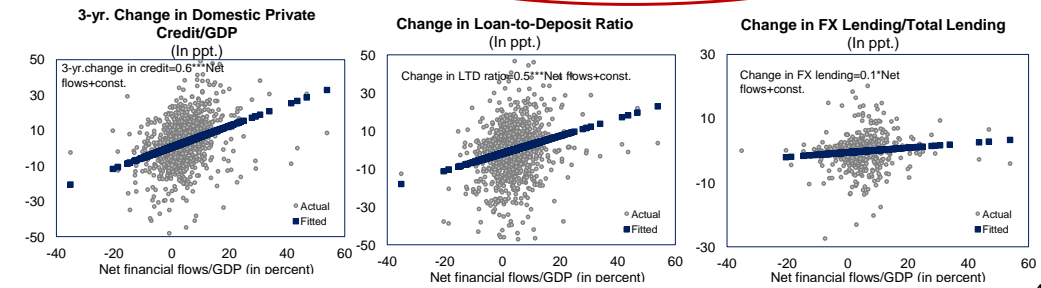
激增导致宏观/金融稳定风险

宏观经济失衡



金融脆弱性

GDP净流量增加了10个百分点，实际GDP增长率增加1个百分点

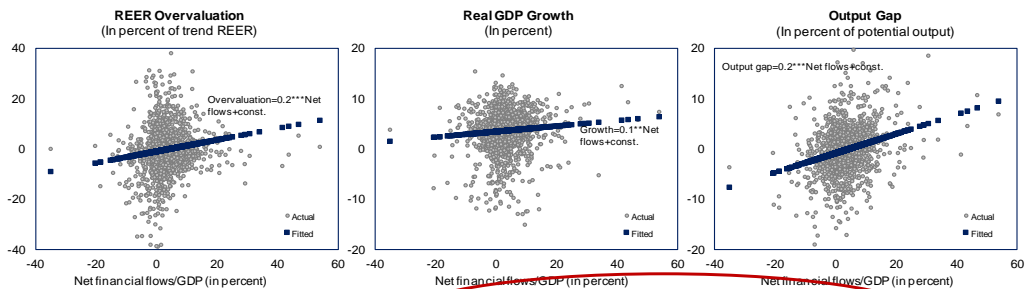


Note: Net financial flows (to GDP) are lagged one period.

4

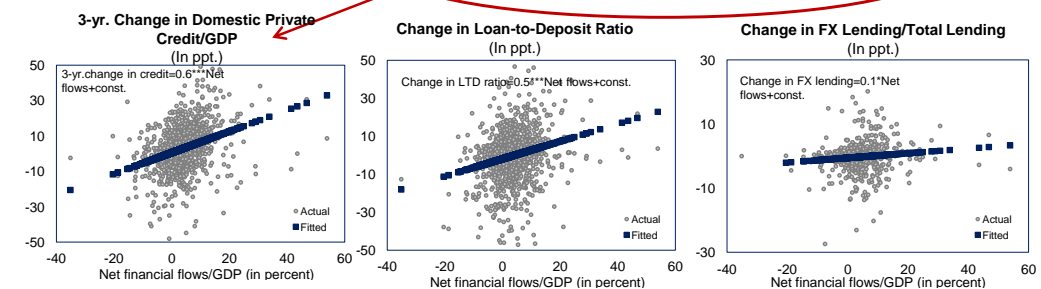
激增导致宏观/金融稳定风险

宏观经济失衡



金融脆弱性

GDP净流量增加10个百分点，每年的信贷扩张速度提高2个百分点

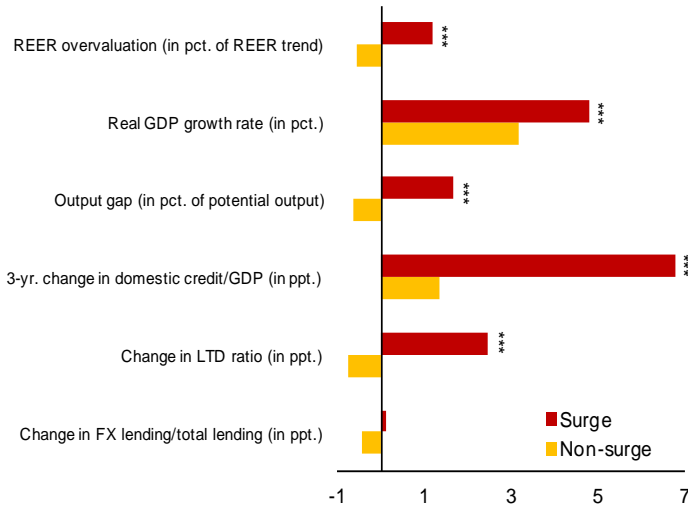


Note: Net financial flows (to GDP) are lagged one period.

5

激增时期与正常时期不同

激增时期与非激增时期宏观经济和金融脆弱性的比较

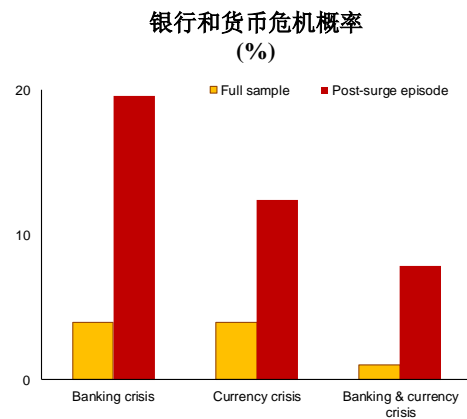


注：***表示两组（激增，非激增）在1%的水平上有显著的统计学意义。



激增明显地增加了危机风险

- 净金融流动的增加达到5%的GDP，会增加1%的危机发生的概率（无条件概率为4%）
- 造成危机可能性的主要因素：
 - 国内信贷的变化（占GDP的百分比）
 - 汇率高估
- 根据流动性划分，危机可能的类型：
 - 是投资组合和其他投资流动增加了危机的概率，而不是外国直接投资。
 - 在投资组合流动中，债务比股本更有可能引发金融危机。



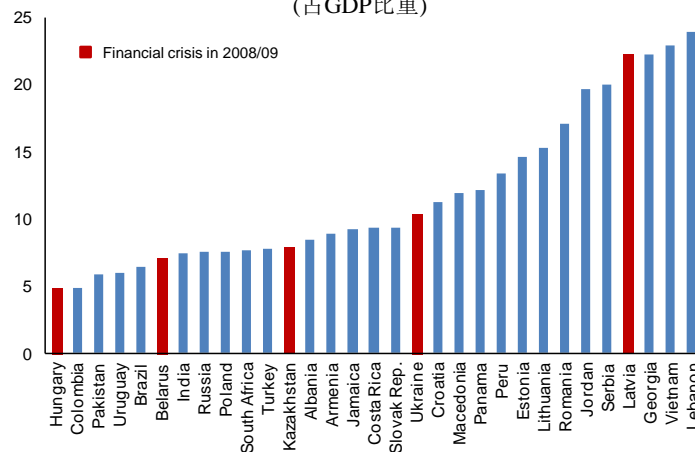
注：激增后危机概率被定义为（银行/货币）激增后两年内发生的危机；参见 Ghosh, Ostry, Qureshi (AER, 2016 年)。



但并不是所有的激增都以崩盘结束

- 例如，在全球金融危机前夕经历了大量流入的一些新兴市场经济体，其中只有六分之一发生了金融危机。

2007年新兴市场经济体净金融流动
(占GDP比重)



资料来源：国际货币基金组织的IFS和WEO数据库，以及Laeven 和 Valencia (2013年)。

8

新兴市场经济体的政策影响了崩盘概率

- 崩盘的定义：银行危机或货币危机发生在激增结束的两年内（Ghosh、Ostry 和Qureshi, AER P&P, 2016年）
 - 给定一个激增的变量，但对其他变量不加控制，崩盘的概率是20%。
- 崩盘的概率受全球因素的影响，也受到造成国内失衡的新兴市场经济体政策因素的影响
 - 全球因素：美国利率、商品价格和全球风险规避
 - 如果美国实际利率上升100个基点（相对于利率不变来说），预测发生危机的概率会提高7个百分点。
 - 国内因素：当激增出现以下情况，崩盘的概率会更高。
 - 信贷扩张变大，经济过热，货币高估
 - 外汇储备额减少
 - 外国直接投资的份额更小（如果激增是由外国直接投资驱动的，预测危机发生的概率会降低12个百分点。）
 - 更高的债务资本流入/银行外债累积（如果激增是由债务资本流入驱动的，预测危机发生的概率会提高11个百分点。）



9

对激增进行良好的管理真的很重要

- 资本流动带来许多风险，而收益的增长取决于流动类型：Blanchard、Ostry、Ghosh和Chamon（AER，2016年）
- 全球推动因素（对于接收投资的国家在很大程度上是外生性的）是激增和崩盘风险的重要决定因素。
 - 因此，各国需要采取“孤立”政策的自主权。
 - 政策可能是逆周期的或结构性的，特别是针对改善资本流入的构成。
- 一系列的政策看起来很显著
 - 汇率管理/外汇干预、货币政策、财政政策、宏观审慎和资本管制——这些都有避免宏观失衡和金融脆弱性的作用。
 - 结构性政策对于改善风险相对较低的债务类型（比如外国直接投资）的资本流组合也很重要。
 - 政策可能需要在全球范围内进行协调：凯恩斯和怀特；在不能协调的情况下，可能需要全球规则（Ostry和Ghosh，2016年）

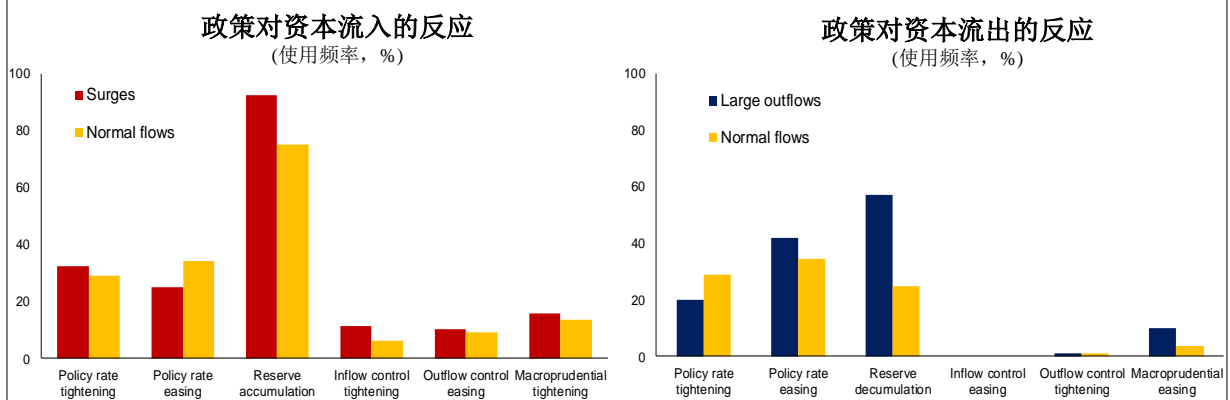


10

新兴市场经济体实际上采用了什么政策？

11

新兴市场经济体使用了一系列政策来管理资本流动



注：51个新兴市场经济体在2005年至2013年的季度数据。样本包含所有可得的政策工具信息的观测值。

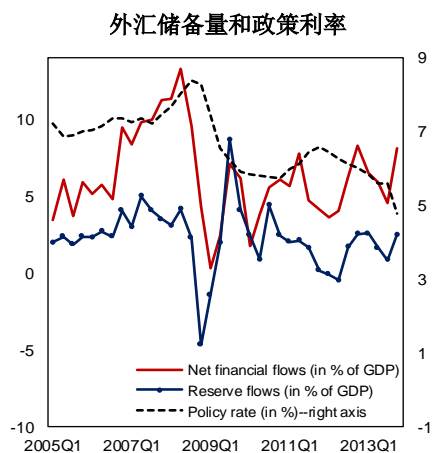
- 最常见的是：外汇干预（Ghosh、Ostry和Qureshi，2017年）
- 还有货币政策：通常在资本流入期间提高政策利率
- 宏观审慎措施和资本管制相对来说使用频率较低
- 但没有证据表明逆周期财政政策是对资本流动的反应



12

储备金和资本流动呈现强烈的同向变动

- 平均而言，外汇干预吸收了30%到40%的资本流量
- 尽管个别国家存在显著差异
 - 亚洲和一些欧洲的新兴市场经济体的干预很严重
 - 而拉丁美洲新兴市场经济体的干预行为大不相同
- 采取干预的国家包括了那些反对干预行为的国家
 - 即使是通常对干预持怀疑态度的国家也进行了干预（例如，在2011年的资本流入期间的智利、在美国大选后面临资本外流问题的墨西哥）



资料来源：根据国际货币基金组织和WEO数据库进行的计算；参见Ghosh、Ostry和Qureshi（国际货币基金组织，2017年）。

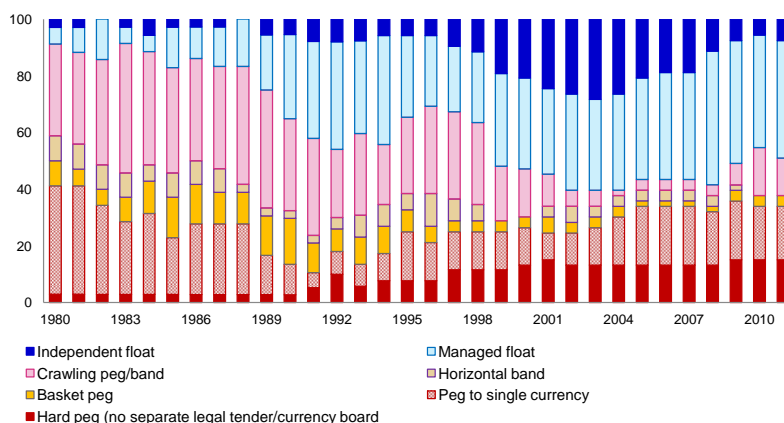


13

外汇干预的使用体现在转变为管理浮动

- 新兴市场经济体中管理浮动的普及程度随着时间增加(Ghosh、Ostry和Qureshi,国际货币基金组织,2015年)
- 违背了传统的两极化的建议（选择钉住汇率还是浮动汇率）

新兴市场经济体中汇率制度的分布：事实分类法、1980年-2011年(%)



资料来源: Ghosh, Ostry 和 Qureshi (2015年).

14

管理浮动实现了低危机风险。

1980-2011年新兴市场经济体的脆弱性和危机：国际货币基金组织的事实分类法

	Financial vulnerabilities			Macro vulnerabilities		Crisis ^a			
	Credit boom ^b	Foreign borrowing ^b	FX lending ^b	Fiscal balance ^b	REER deviation ^b	Bank	Currency	Debt	Growth
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Hard pegs	6.1	14.3	58.9	-2.7	0.3	3.0	1.0	2.0	10.5
Intermediate	2.4	9.4	36.1	-3.6	0.2	4.7	5.2	1.9	4.4
Peg to single currency	3.5	12.3	34.9	-4.6	0.9	3.6	5.2	2.8	6.9
Basket peg	8.8	10.7	49.2	-1.9	-0.2	5.4	1.1	1.1	8.3
Horizontal band	5.1	9.9	44.5	-4.5	0.6	7.0	2.8	1.4	3.4
Crawling peg/band	1.1	8.3	35.1	-3.4	0.8	7.4	7.4	2.3	3.1
Managed float	1.2	8.0	35.4	-3.5	-0.7	2.7	4.9	1.5	3.3
Independent float	0.8	7.3	29.4	-3.2	-1.6	1.2	2.4	0.6	3.8

a/ In percent of exchange rate regime observations. Bank, currency, and debt crises from Laeven and Valencia (2012). Growth collapses are defined as those that are in the bottom fifth percentile of growth declines (current year relative to the average of the three previous years), and correspond to a fall in the growth rate of real GDP of about 7.5 percentage points. Regimes are lagged one period.

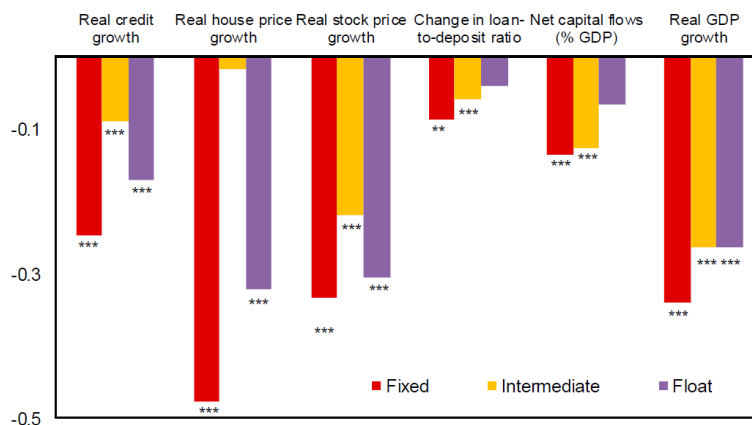
b/ Credit boom measures 3-year cumulative change in ratio of private sector credit to GDP (in percentage points). Foreign borrowing measures bank foreign liabilities/GDP (in percent). FX lending measures ratio of FX bank loans to total bank loans (in percent). Fiscal balance measures general govt. net lending/GDP (in percent). REER deviation measures deviation of REER from trend (in percent of trend).

- 与固定汇率制和其他中间制度相比，管理浮动带来更低的脆弱性和更少的危机，而且与浮动汇率制相比，更加不容易发生危机。

15

通过限制全球冲击的传播

宏观/金融变量对更高水平的全球风险厌恶的反应



资料来源：Obstfeld, Ostry, 和 Qureshi (2017年).

注：图中显示了VXO指数（取对数）和上面列出的三个季度变动平均值之间无相关性。

- 管理浮动的一个好处：在面临跨境金融溢出效应的时候，新兴市场经济体可以在有限的汇率波动中取得灵活的优势(Obstfeld, Ostry 和 Qureshi, 2017年)。

16

结论

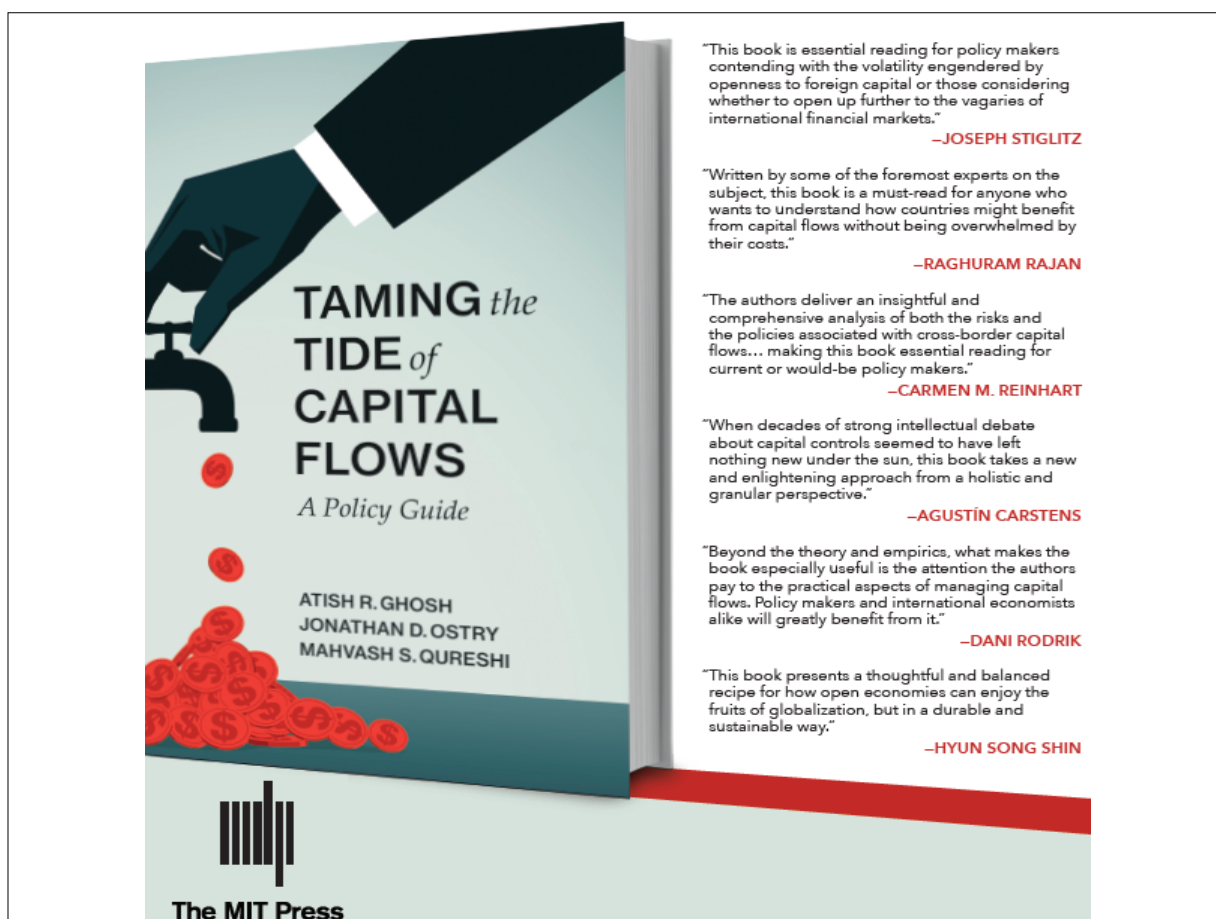
17

综述

- 资本流入中激增和崩盘的频率上升意味着新兴市场经济体应该部署一套可扩展的政策工具包。
 - 比起传统的宏观政策，外汇干预、宏观审慎和资本管制更为重要。
 - 自全球金融危机以来，国际货币基金组织的政策建议也已经发生了变化（结构性：没有完全自由化的假设；周期性：扩展政策工具包）。
- 在实践中，新兴市场经济体大量使用外汇干预来管理资本流动。
 - “善意地忽视”汇率对于新兴市场经济体来说并不仅是一个选项。
 - 倘若客观上是次级债券导致了通胀，那么没有理由再去担心汇率与外汇干预的架构相矛盾。
 - 在资本流出期间，储备耗尽的可能性并不会打消外汇干预的可取性，但确实产生了一个新的时间相容性问题。
- 金融全球化使得公平效率的权衡变得困难。
 - 构思自由化，事前要考虑到公平效率。
 - 事后也不要过分担心再分配政策的使用。



18



“全球金融周期和新兴市场金融动荡”

张礼卿

中央财经大学金融学院院长、教授

张礼卿



中央财经大学金融学院教授、国际金融研究中心主任、全球金融治理协同创新中心主任。享受国务院政府特殊津贴，入选“新世纪百千万人才工程（国家级）”、教育部“新世纪优秀人才支持计划”等。曾担任金融学院院长（2006-2015），并在哈佛大学、哥伦比亚大学、荷兰蒂尔堡大学、澳大利亚国立大学、皮特森国际经济研究所等担任高级访问学者。兼任中国世界经济学会副会长、中国国际金融学会常务理事及副秘书长等。

曾主持国家自然科学基金项目、国家社会科学基金项目、教育部重大攻关项目等课题，研究内容涉及国际资本流动、经济全球化、金融自由化和金融开放、全球经济失衡、国际货币体系改革和人民币国际化等。在中外学术期刊发表论文 100 余篇，出版学术著作 20 余部（包括主编和合著）。

Capital Account Management : A New Perspective

Liqing Zhang

Director of Center for International Finance Studies,
Central University of Finance and Economics

Speech at the conference “2018 Shanghai Symposium on Global Finance—
—Changes of Pattern in Global Finance” run by
Shanghai Development Research Foundation

October 15-16, 2018

Outline

- 1. Why is the CAM Needed?**
- 2. Why Do We Need a New Perspective?**
- 3. What is the Policy Implication?**

1. Why is the CAM Needed?

- **International capital flows have various benefits, such as:**
 - **New classical approach**
 - **Intertemporal equilibrium approach**
 - **Risk diversification approach**
 - **Technology transfer**
 - **Promoting financial development**
 - **Strengthening fiscal discipline**
 -
- **But,**

Empirical Studies on the Correlation between “Liberalization of Capital Account and Economic Growth”

Studies	(Countries) Sample	Year	Correlation
Alesina, Grilli, and Milesi-Ferretti (1994)	20	1950–89	no
Grilli and Milesi-Ferretti (1995)	61	1966–89	no
Quinn (1997)	64	1975-89	yes
Kraay (1998)	117	1985–97	no
Rodrik (1998)	95	1975–89	no
Klein and Olivei (2000)	92	1986–95	yes
Chanda (2000)	116	1976–95	yes
Arteta, Eichengreen, and Wyplosz (2001)	59	1973–92	unclear
Bekaert, Harvey, and Lundblad (2001)	30	1981–97	yes
Edwards (2001)	62	1980s	yes
Kose, Prasad, Terrones (2009)	67	1966-1985 1985-2005	no
Donald (2015)	117	1980-2000	no

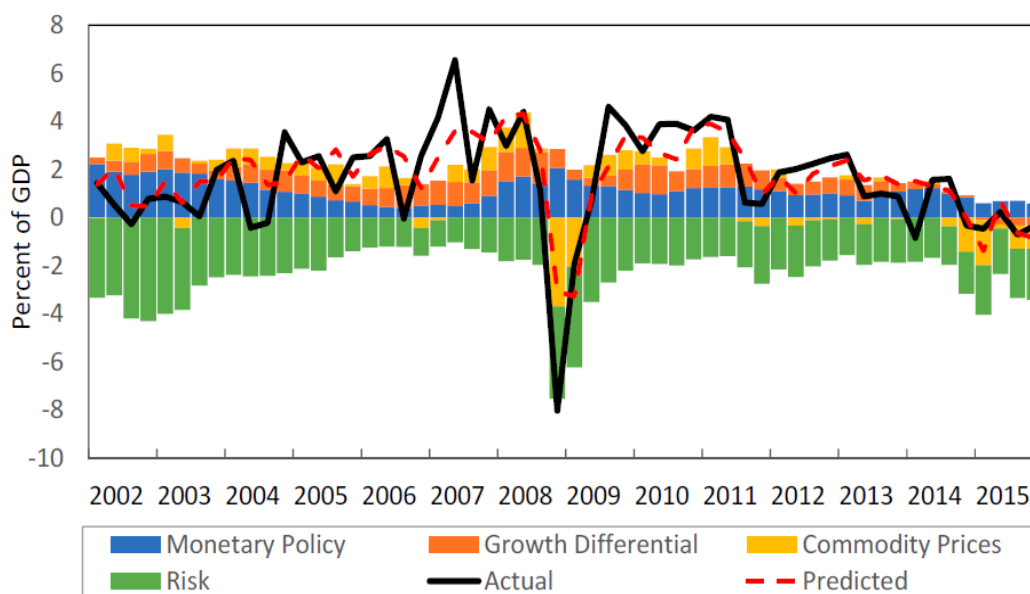
- **Interpretation of the unsatisfied empirical results and the implication for liberalization of capital account**
 - **Boom-bust circle and almost all the financial crisis in EMEs since 1982;**
 - **The reason behind the boom-bust circle is in a large degree because of the irrational response of international investor, often featuring over-optimistic and over-pessimistic response;**
 - **In order to deal with the market failure, even after the liberalization of capital account, CAM, mainly in a way of prudential regulation is still needed.**
 - **An institutional view by IMF is on the right direction.**

2. Why Do We Need a New Perspective?

- **A boom-burst circle ending with Financial crisis often starts from massive inflows of foreign capital.**
- **According to IMF (2010) , facing with the surge of capital inflows and the unfavorable macroeconomic consequence, EMEs have four policy instruments:**
 - **Fiscal and monetary policies**
 - **Currency appreciation**
 - **Macro-prudential regulation**
 - **Capital control**

- Whether the policy suggestions by IMF are sufficient enough is dependent on the question: What is the dominant reason for the surge of capital inflows to the EMEs over the past decades?
- Long time debates: Pull factors or Push factors?

US FED: Contributions to the Capital Inflows into EMEs



4-quarter rolling averages. Source: IMF BoPS, authors' calculations.

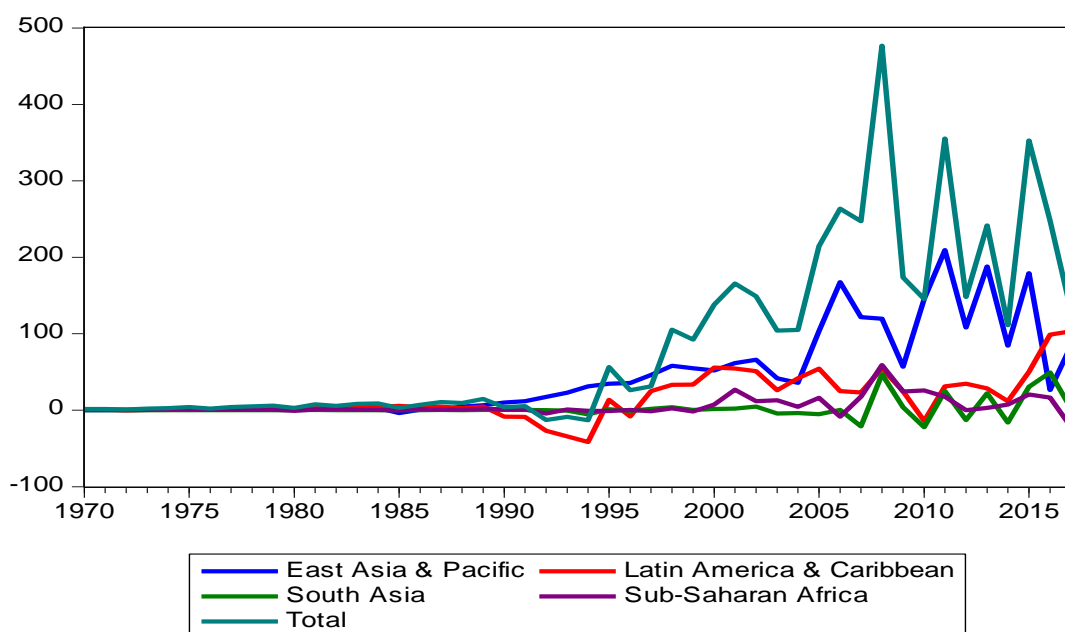
Countries included: Indonesia, India, Korea, Malaysia, Philippines, Taiwan, Thailand, Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Czech Republic, Hungary, Poland, Romania, Russia, Israel, South Africa, Turkey

Source: John Clark and others (2016), Emerging Market Capital Flows and US Monetary Policies.

- **However, most of the literatures support the *Push* analysis:**
 - Calvo et al. (1993, 1996),
 - Chuhan et al. (1998),
 - Forbes and Warnock (2012),
 - Fratzscher (2012)
 - Milesi-Ferretti and Tille (2011),
 - Shin (2012),
 - Rey (2013),
 - Ahmed and Zlate (2014),
 - Cerutti et al. (2014)
 -

A Simple Supportive Evidence of the *Push Factor*

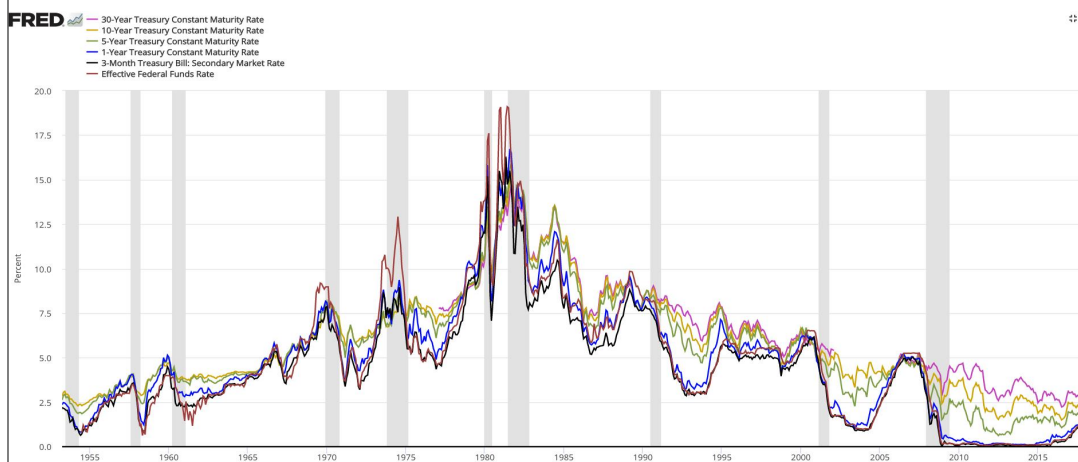
Capital net inflow (billion \$)



Source: Calculation based on the data from IMF

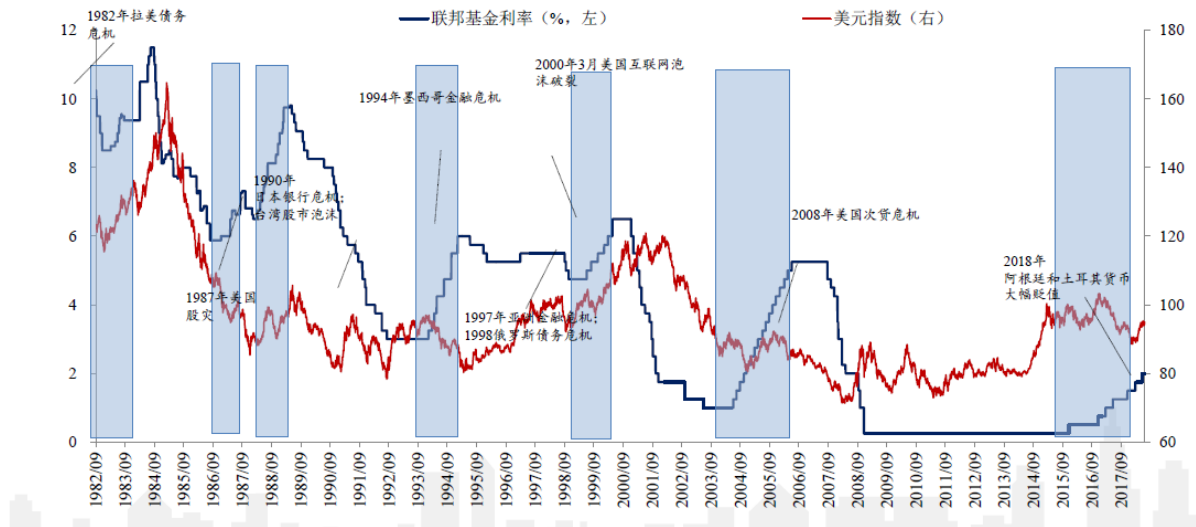
- **If Push Factor is the dominant factor, mainly the US monetary policies, then**
 - The adjustments suggested by IMF (2010) may not be very much effective, because.....
 - It is unfair for EMEs to take all the responsibility in CAM, since the adjustment measures are costly.

Recent Challenges to the Financial Stability of EMEs



Dec 16, 2015 — 0.25–0.50
Dec 14, 2016 — 0.50–0.75
Mar 15, 2017 — 0.75–1.00
Jun 14, 2017 — 1.00–1.25
Dec 13, 2017 — 1.25–1.50
Mar 21, 2018 — 1.50–1.75
Jun 13, 2018 — 1.75–2.00
Sep 26, 2018 — 2.00–2.25

US Monetary Policies and Financial Crisis



资料来源：兴业证券研究报告“从深秋到寒冬，全球金融市场规律重演”，2018

3. What is the Policy Implication?

- **Key message: CAM need a global action. CAM is not only the responsibility of debtor countries (mainly EMEs), but also the responsibility of creditor countries (including US, EU and Japan).**
- **More regulatory action, such as macro-prudential policy, should be made from the creditor countries side .**
- **Under G20 and IMF, some related facilities should be created. For instance, a new international agreement or Code of CAM probably should be signed. (Remember there were precedencies in the past, for instance, sixth Article in IMF agreement)**
- **US Fed should pay more attention to the impact of its monetary policies to capital flows in EMEs.**
- **Implementation of Tobin Tax should be placed on the agenda of global financial governance reform.**
- **Structural reforms in EMEs is certainly needed.**

Thank You

第二部分：金融危机后的央行以及 货币政策的外溢效应

主持人：Edmond Alphandery

欧洲50人论坛主席&创始人

Edmond Alphandéry



爱德蒙·阿尔芬德（Edmond Alphandéry）是欧洲 50 国集团的创始人和主席，该组织汇集了与欧洲中央银行货币政策有关的欧洲领军人物。他是法国 Engie 集团（前身为苏伊士环能）的董事会成员，也是其战略委员会的主席。他也是野村公司（NOMURA）的高级顾问，同时也是 A. T. KEARNEY 咨询委员会成员。他加入了法国银行的协商委员会。1993 年至 1995 年，他曾担任法国的经济部长。从 1998 年到 2012 年，他曾担任法国国建人寿保险（CNP）公司的董事会主席，在此任命之前，他曾担任法国电力公司（EDF）的董事会主席。此外，他还编写和出版了许多关于经济和货币事务的文章和书籍。

“危机后的央行：两条腿走路”

Gerald Epstein

美国马萨诸塞大学经济学教授

Gerald Epstein



杰拉尔德·爱泼斯坦(Gerald Epstein)是麻省大学阿姆赫斯特分校政治经济学研究所(PERI)创始联席主任。他 1973 年在斯沃斯莫尔学院获得学士学位，1981 年在普林斯顿大学获得经济学博士学位。他撰写了关于许多专题的文章，包括金融危机和监管、中央银行创造就业和减贫的替代办法、资本账户管理以及中央银行和金融机构的政治经济。他与包括联合国劳工组织、经社部、开发署和贸发会议在内的许多联合国机构就发展中国家的宏观经济和货币政策问题开展了很多方面的合作。他最近编辑的著作有：《金融危机的政治经济学手册》（与马丁沃尔夫森合编，牛津大学出版社 2013 年出版）和《不平等时代的国际金融的政治经济学：软货币，硬着陆》，Edward Elgar 出版社，2018 年即将出版)。最近几年，他获得了两笔非官方补助资金，一项是研究金融体系的“社会效率”，另一项则是研究量化宽松的分配效应。他还赢得了自马萨诸塞阿默斯特分校康蒂学院的 Samuel F 奖金。



危机后的中央银行：两条腿走路

国内外的协调

Gerald Epstein

经济和政治经济研究所（PERI）

美国

马萨诸塞大学阿默斯特分校

出席：2018年上海全球金融研讨会
2018年10月15-16日，上海

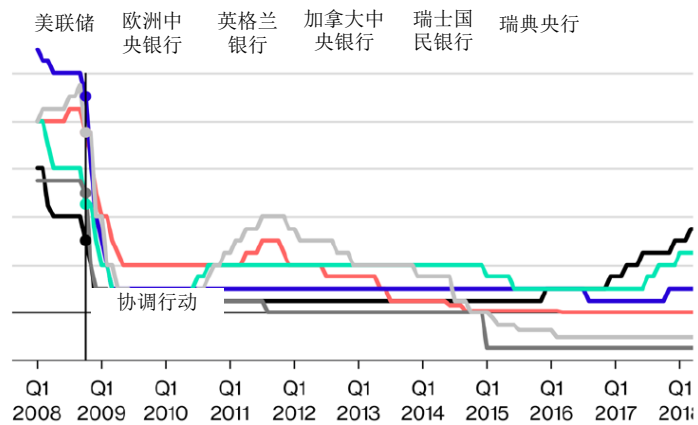


主要中央银行应对危机的协调

- 协调降低政策利率
- 美联储充当国际最后贷款人（ILLR）
- 量化宽松（QE）（如何协调？）

协调努力

十年前，六大中央银行以前所未有的速度降息



数据：中央银行；彭博经济学家调查
 注：美联储=基金目标利率的上限

资料来源：彭博，2018年

巨大资产负债表

发达经济体购买证券来刺激本国经济

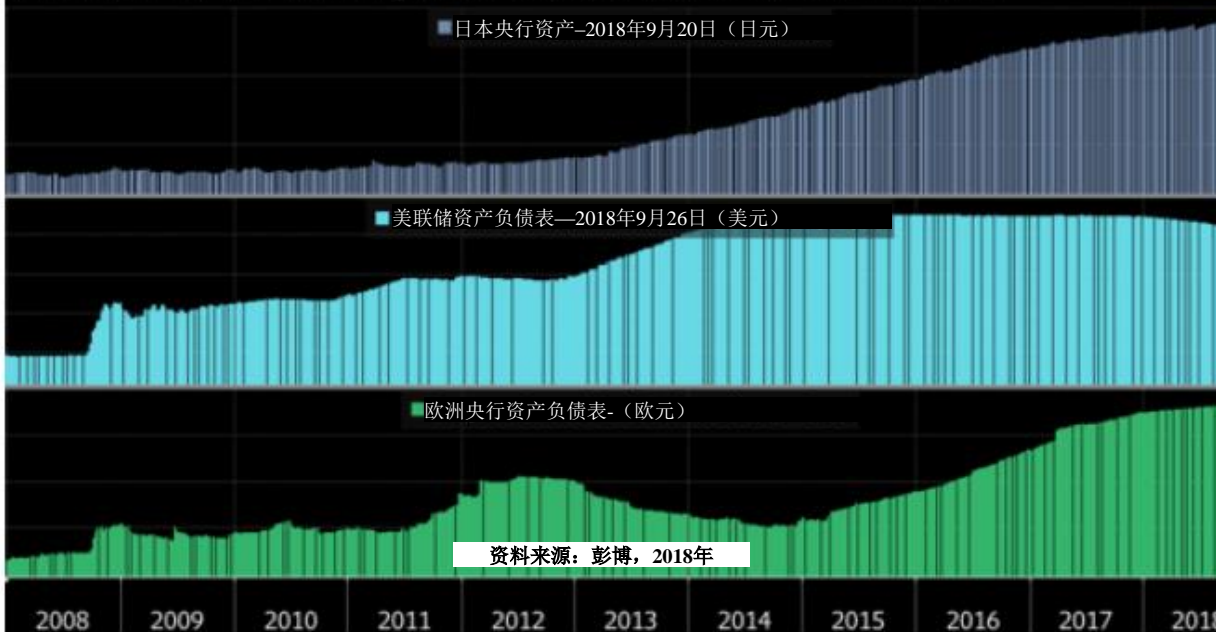
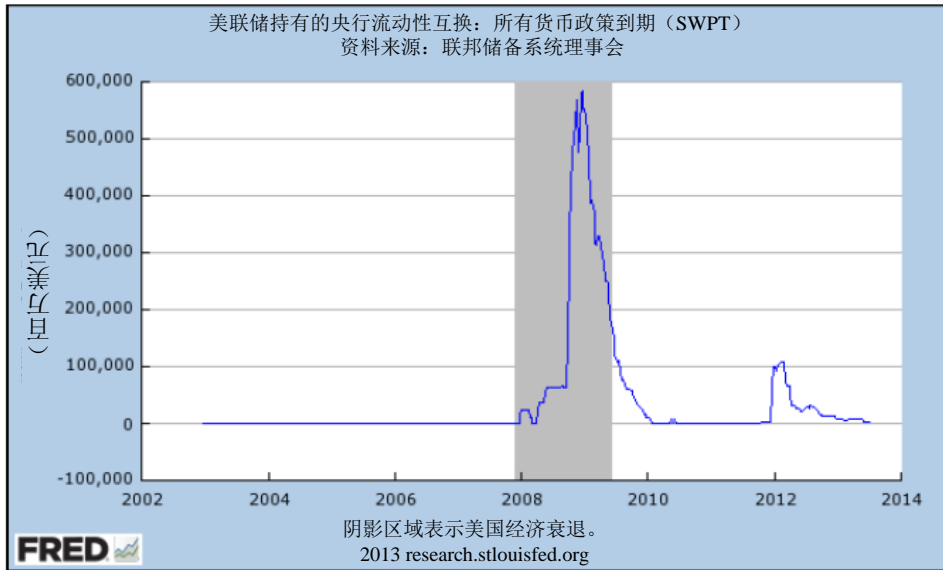


图4：美联储持有的央行流动性互换

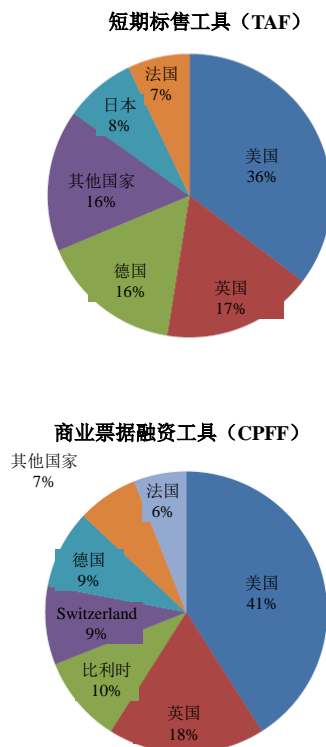


资料来源：FRED。美联储经济数据，圣路易斯联邦储备银行：央行流动性互换[SWPT]；联邦储备系统理事会：

<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/SWPT>；访问日期：2013年7月7日。

资料来源：Broz，2015年

图1：母公司所在国家的TAF和CPFF借款



资料来源：Broz，2015年

表2.3.二十国集团经济体的金融部门支持和可自由支配的财政刺激
 (GDP占比)

1.对金融部门的大力支持(截至2009年2月)

	资本注入	购买资产, 财政部贷款	央行在财政部支持下的支持	央行流动性资金支持	保证金	总计
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(A+B+C+D+E)
G20平均值(购买力平价GDP加权)	2.0	3.3	1.0	92	14.3	298
先进经济体	2.9	5.0	1.2	129	21.3	433
经济发达的欧洲	2.4	3.6	2.1	1.0	19.5	28.6

2.G20经济体中与危机相关的可自由支配的财政刺激(截至2010年10月)

	2009	2010	2011
G20平均值	2.1	2.1	1.1
先进经济体	1.9	2.1	1.2
新兴市场	2.4	2.0	0.9

国际货币基金组织资料来源(2009年): 国际货币基金组织财政事务以及货币和资本市场部门关于公共干预的数据库; 2010年11月的第一章: 财政监督

注: 框1是根据IMF(2009年)最初发布的国家统计数据计算得出的。关于澳大利亚担保人的数据则是基于施瓦茨和Tan计算得出(2016年)。在框1中, G20的计算并没有“避开墨西哥和南非, G20=二十国集团”

资料来源, IMF全球经济展望报告, 2018年10月

通过国际清算银行的金融监管协调

协调价值的证据

- 在经济低迷时设置底线
- 帮助经济恢复适度增长
- 可以认为，在一段时间内减少了过度冒险和杠杆率。

国际协调目前面临的障碍

- 全球经济不均衡的增长模式使得协调措施不易落实到位
- 量化宽松政策存在争议性，并减少了影响
- **ILLR**活动的合法性受到质疑
- 最重要的是：民族主义经济政策的增加（特别是在美国）会造成紧张局势，这会进一步影响全球货币和金融政策的合作。



全球经济不均衡的增长模式使得协调措施不易落实到位

- 美国和英国的经济适度增长
- 日本、欧洲和许多拉丁美洲国家经济增长缓慢
- 亚洲最近的货币和金融危机相当混杂



量化宽松政策存在争议性，并减少了影响

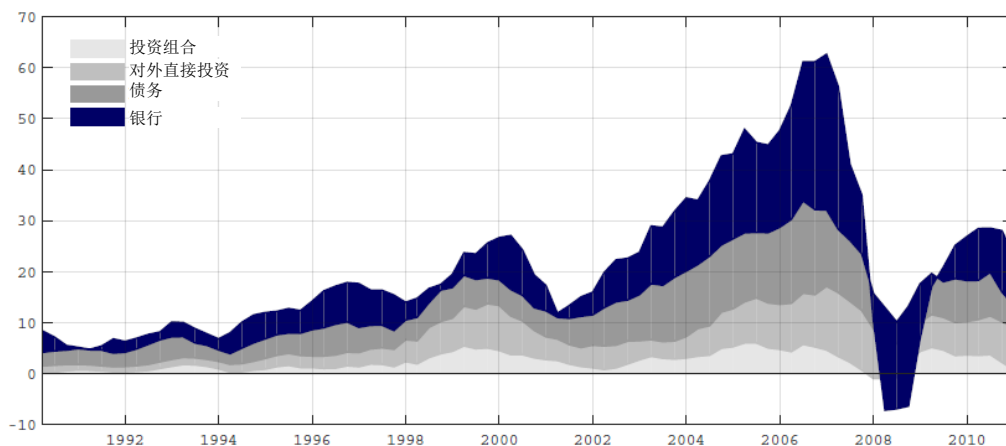
- 美国和英国对发展中国家的溢出效应
- 许多证据表明，资产价格的上涨加剧了不平等，但对失业和经济增长影响不大（Epstein和Montecino，2016年）。

ILLR活动的合法性受到质疑

- 在美国，美联储在“经济救援”金融体系中扮演的角色非常不受欢迎
- 当发现“经济救援”行动很大一部分是针对外国银行时，民众更加愤怒了。
- 这种活动在政治上还有可能再次发生吗？

额外阻碍：“影子银行系统”的增长

图4：流动的总资本

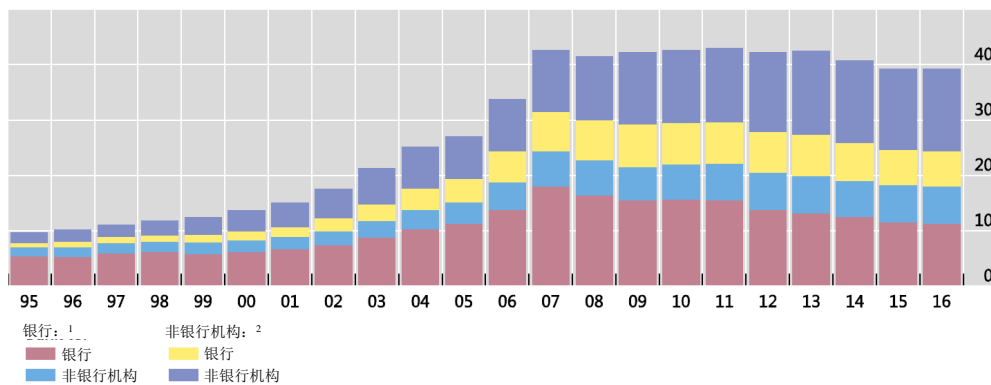


注：全球流动占世界GDP的百分比。年度变动平均数。资料来源：IFS统计

资料来源：Miranda-Agrippino和Rey, 2018年

所有国家：按交易对方分列的跨境负债总额，1995-2016年
以万亿美元计

图3



资料来源：Agenor和da Silva, 国际清算银行, 2018年



民族主义经济政策的增加（特别是在美国）会造成紧张局势，这会进一步影响全球货币和金融政策的合作。

- 最重要的挑战可能是特朗普行政分支在经济话语和政策上的好战和民族主义倾向。
- 随着特朗普行政分支越来越拒绝多边合作机构，它支持国际货币和金融合作的可能性可谓微乎其微。



鉴于这些阻碍

在世界经济恢复的下一阶段，实行有效的政策协调似乎不太可能。

就央行的货币和金融政策而言：



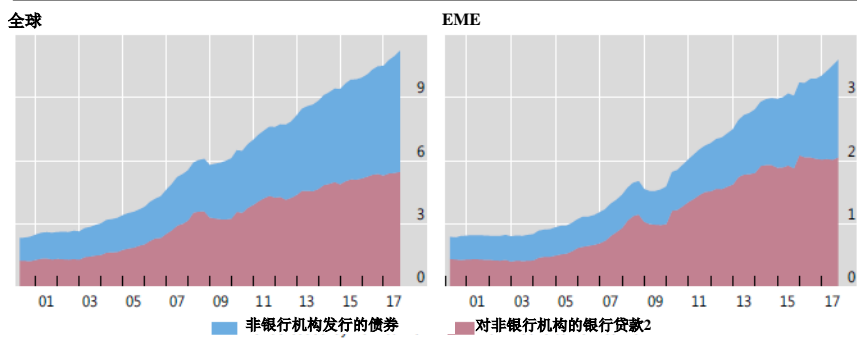
主要央行更有可能采取“单独行动”

- 然而，考虑到美联储在全球的特殊影响，“单独行动”会带来一定的问题。



美联储影响其他国家和全球金融周期的重要证据（Rey, 2015年）

美国以外非银行的美元债务 以万亿美元计



资料来源：BIS。全球流动性指标。

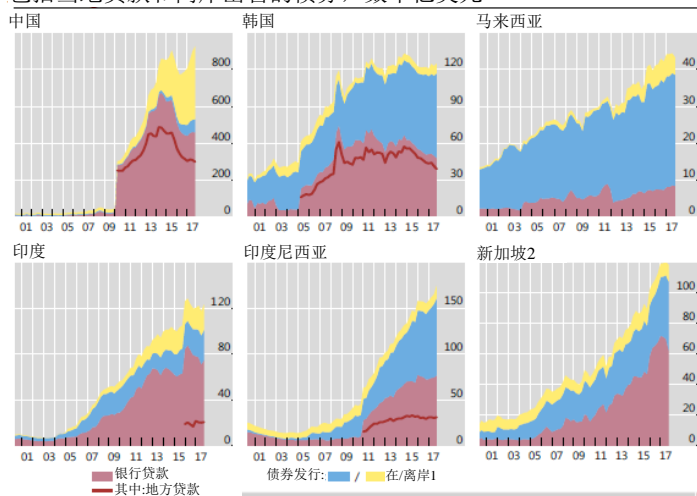


4

资料来源：McCauley，2018年

选定的美元债务

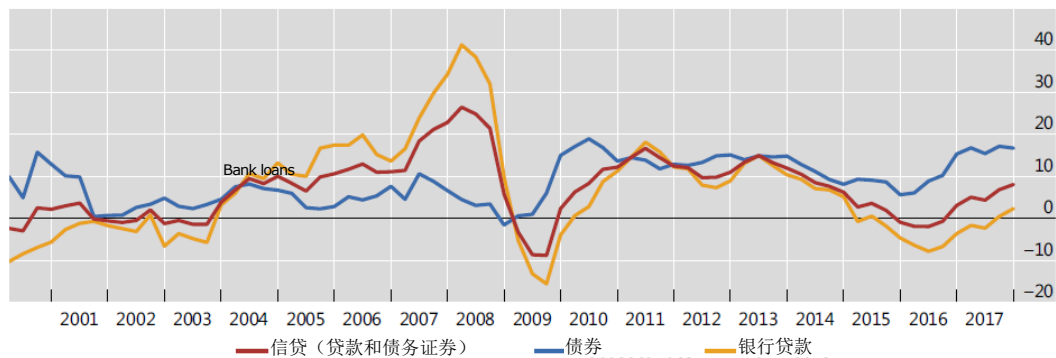
包括当地贷款和离岸出售的债券，数十亿美元



8

对EME非银行机构的美元信贷
 年增长率%

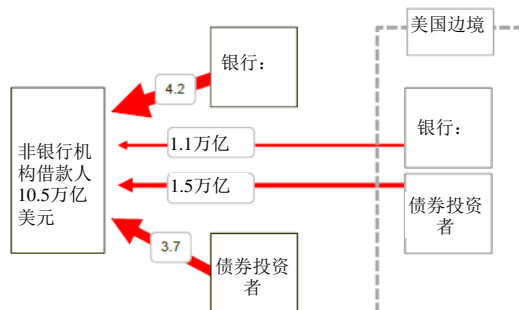
图16



资料来源: BIS全球流动性指标。

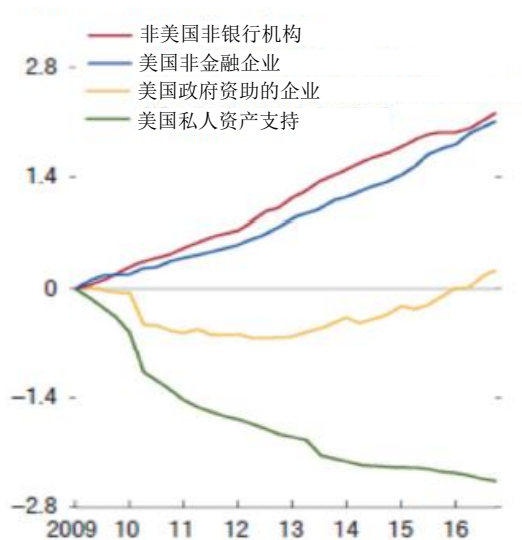
Avdjiev等人, 2018年

向美国以外借款人提供的美元信贷
 2016年底未偿还金额



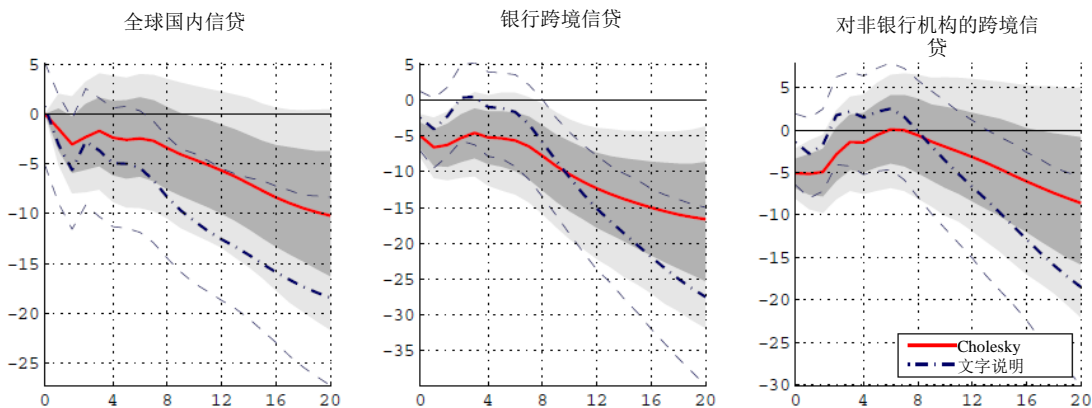
资料来源: 更新McCauley,McGuire和Sushko (2015年); 美国财政部。纽约联邦储备银行。理事会。
 截至2016年12月31日美国持有的外国证券; BIS国际银行统计数据 and 全球流动性指标 (2017年第三季度
 总额为11.2万亿美元)。

1.未清偿债券累计净变化（万亿美元）



美联储政策利率增加的预计反应

图6：全球信贷的反应



注：对美国紧缩性货币政策冲击的反应导致美联储基金利率上升1%。[红线和灰色区域]用68%和90%位置覆盖带，进行递归识别。[蓝线]用作为外部工具的文字说明系列和68%的间隔进行识别。

资料来源：Miranda-Agrippino和Rey，2018年

如果美联储不考虑溢出效应，或许它应该：

- 实施更多侧重于当地影响的当地政策
- 支持信贷导向政策，例如绿色投资、基础设施投资。
- 利用地区联邦储备银行来管理这些政策

- 可能会对其他国家产生较少的溢出效应。

但是美联储、许多其他央行官员、国际货币基金组织以及许多经济学家都强烈抨击这一观点，即央行应该长期从事这种有针对性的活动，或者应与更广泛的政府目标协调一致。

重大金融危机的应对措施针对性非常强：

-向金融部门大规模分配信贷

-但在多数情况下，央行拒绝参与其他经济部门（需要央行参与的部门）的信贷分配活动。

资料来源，， IMF全球经济展望报告， 2018年10月

表2.3.二十国集团经济体的金融部门支持和可自由支配的财政刺激
 (GDP占比)

	资本	购买资产。财政	央行在财政部支	央行流动性资	保证金	总计
	注入	部贷款	持下的支持	金支持		
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	
1.对金融部门的大力支持（截至2009年2月）						
G20平均值（购买力平价GDP加权）	2.0	3.3	1.0	92	14.3	298
先进经济体	2.9	5.0	1.2	129	21.3	433
经济发达的欧洲	2.4	3.6	2.1	1.0	19.5	28.6
新兴市场	0.3	0.1	0.3	18	0.2	2.7
2.G20经济体中与危机相关的可自由支配的财政刺激（截至2010年10月）						
	2009		2010		2011	
G20平均	2.1		2.1		1.1	
先进经济体	1.9		2.1		1.2	
新兴市场	2.4		2.0		0.9	

国际货币基金组织资料来源（2009年）；国际货币基金组织财政事务以及货币和资本市场部门关于公共干预的数据库；2010年11月的第一章：财政监督

注：框1是根据货币基金组织（2009年）最初公布的国家统计数据计算得出的。澳大利亚担保人数据基于施瓦兹和Tan（2016年）。在框1中，G20的计算并没有“避开墨西哥和南非，G20=二十国集团”

新兴市场央行

- **IMF**仍然敦促他们关注通货膨胀目标。
- 但是通货膨胀目标不能应对全球金融周期（**Rey, 2015年**）
- 或者需要更多的工具（**Epstein, 2004布兰查德, 2010年**）。

两条腿走路

- 即使主要中央银行协调正在发挥作用并有效，但是小国需要使用当地工具来保护自己免受外部破坏性流动的影响，并协助国内促进建设性的资金流动。
- 这一点尤其正确，因为当他们借贷时，他们必须以外币进行借贷。
- 幸运的是，这些央行有各种各样的工具可供利用。



央行采取更有针对性的措施：

- 可能比仅仅是解决崩溃的金融中介系统更有效
- 具有较少的负面溢出效应



央行工具

- 资本管理技术
- 宏观审慎监管
- 信贷方向和工具分配

现在这些工具比过去的更合法

- 央行在“发达国家”和“发展中国家”使用这些工具已有一段悠久的历史
- 在“新自由主义”经济政策转变期间（即1980年至2006-2007年的金融大危机期间），全球金融大国欲将这些工具去合法化，甚至一度曾试图压制这些工具的使用。
- 但是在IMF和其他地方的“非正统”以及严谨的经济学家通过他们长期的经验努力显示了这些工具的价值。

但是美联储、许多其他央行官员、国际货币基金组织以及许多经济学家都强烈抨击这一观点，即央行应该长期从事这种有针对性的活动，或者应与更广泛的政府目标协调一致。



经济史的支持？ 经济史学家声称：

- 一直有“信贷分配央行”（如法国银行）
- 还有“宏观导向的央行”，如英格兰银行和美联储，它们“不”将信贷分配到特定部门，只通过操纵货币供应或利率制定“宏观经济政策，并引导金融市场在不受干扰的情况下分配信贷。



发展中国家应替代：

- 宏观经济政策结构和面向发展的政策。
- 加强央行和发展导向的财政当局之间的内部协调。



结论：从富裕国家的错误中 吸取教训

宏观经济与长期经济目标的不一致不但使得富国陷入了危险的僵局，还对世界其他地区产生了非常消极的溢出效应。

为了使发展中国家的宏观政策更加协调一致，需要放弃华盛顿共识的一些关键原则，如通货膨胀目标制、资本自由流动、无产业政策、精简金融监管和“简化”的央行独立性。



诚挚感谢！

“危机后的中央银行：东方和西方”

Lawrence Goodman

美国金融稳定中心总裁

Lawrence Goodman



Lawrence Goodman 是金融稳定中心（CFS）的创始人兼总裁。Goodman 先生是美国银行新兴市场策略的总经理兼全球负责人，他负责亚洲、美洲和欧洲的新兴经济体，货币和利率分析。在美国银行之前，Goodman 先生是美国财政部量化政策分析的负责人 - 向美国副国务卿提供广泛的问题咨询。他共同创立并主持了一个由 13 个机构组成的机构间小组，向美国政府的负责人和代表提供财务、经济和政治风险方面的建议。此前，他曾在桑坦德投资公司担任全球首席经济学家兼董事总经理，曾在全球股权集团执行委员会任职。

Goodman 先生持有宾夕法尼亚大学的文学士，加州大学伯克利分校的量化金融学 MBA，新学院经济学研究的博士学位。他曾在新兴市场交易商协会（EMTA）的董事会任职。他目前是布雷顿森林委员会和纽约经济俱乐部的成员。他在经济测量学会（SEM）执行委员会任职，是“福布斯”的贡献者。



中央银行系统 危机以后的西方和东方

劳伦斯·古德曼
总裁- 金融稳定中心

上海发展研究基金会在“全球金融格局的变化及其影响”上的讲话

中国，上海
2018年10月15日

CENTER FOR
FINANCIAL
STABILITY

Copyright © 2018 CFS as an unpublished work. All rights reserved.



Bold • Innovative • Practical

危机以后的西方和东方中央银行系统

I. 衡量非常货币政策的成本

- 三个永不放弃

II. 中央银行流动性准备金

- 美联储、欧洲中央银行、日本银行、中国人民银行和英格兰银行之间的地区差异。

III. 对金融市场的影响

- 金融市场投机盘回顾-...更大的市场波动性和更大的净长仓。

CENTER FOR
FINANCIAL
STABILITY



问题...现在...



从来没有过这样:

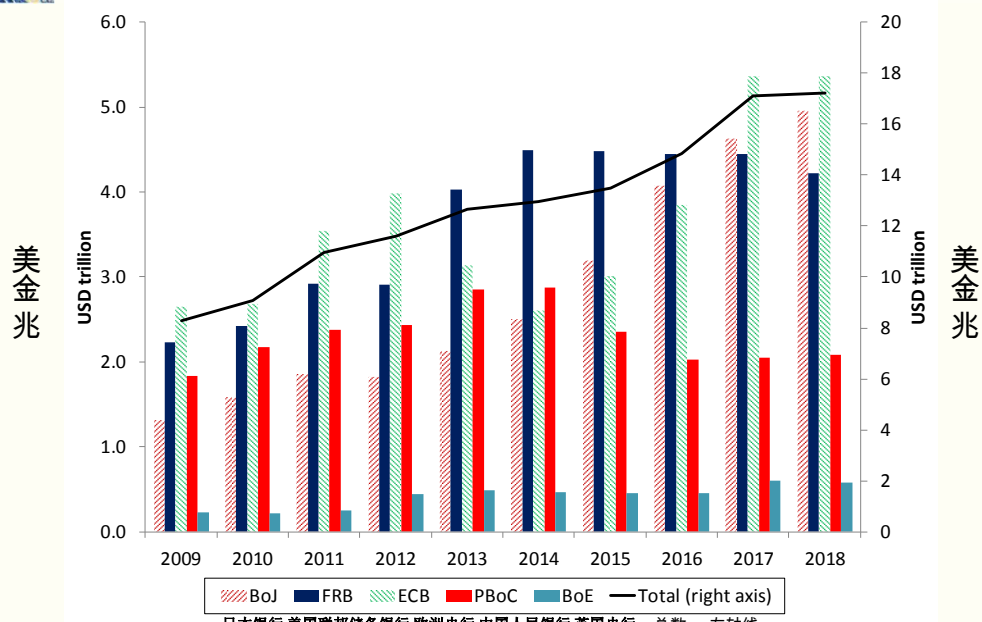
- 中央银行和政府的大规模干预,
- 金融监管机构的增长和市场规则的迷宫,
- 广泛金融市场的扭曲.

“放松：全球市场的下一步”，金融稳定中心，
2015年5月27日
http://www.centerforfinancialstability.org/speeches/unwind_052715.pdf

CENTER FOR FINANCIAL STABILITY



主要中央银行：流动性准备金

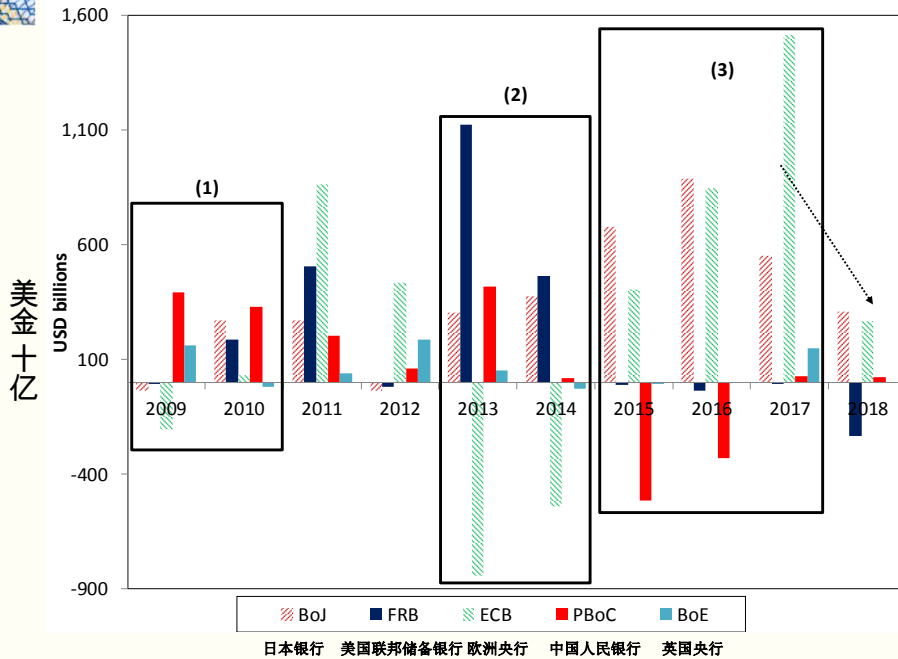


CENTER FOR FINANCIAL STABILITY

资料来源：联邦储备委员会、欧洲中央银行、日本银行、中国人民银行、英格兰银行和金融稳定中心。



主要中央银行：流动性准备金

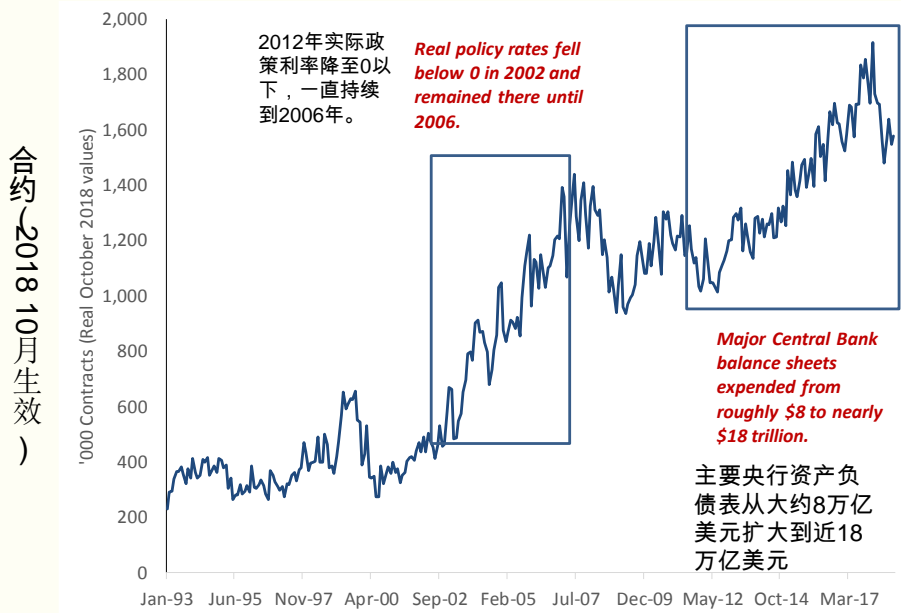


资料来源：联邦储备委员会、欧洲中央银行、日本银行、中国人民银行、英格兰银行和金融稳定中心。

CENTER FOR FINANCIAL STABILITY



宽松货币政策刺激投机投资者行为

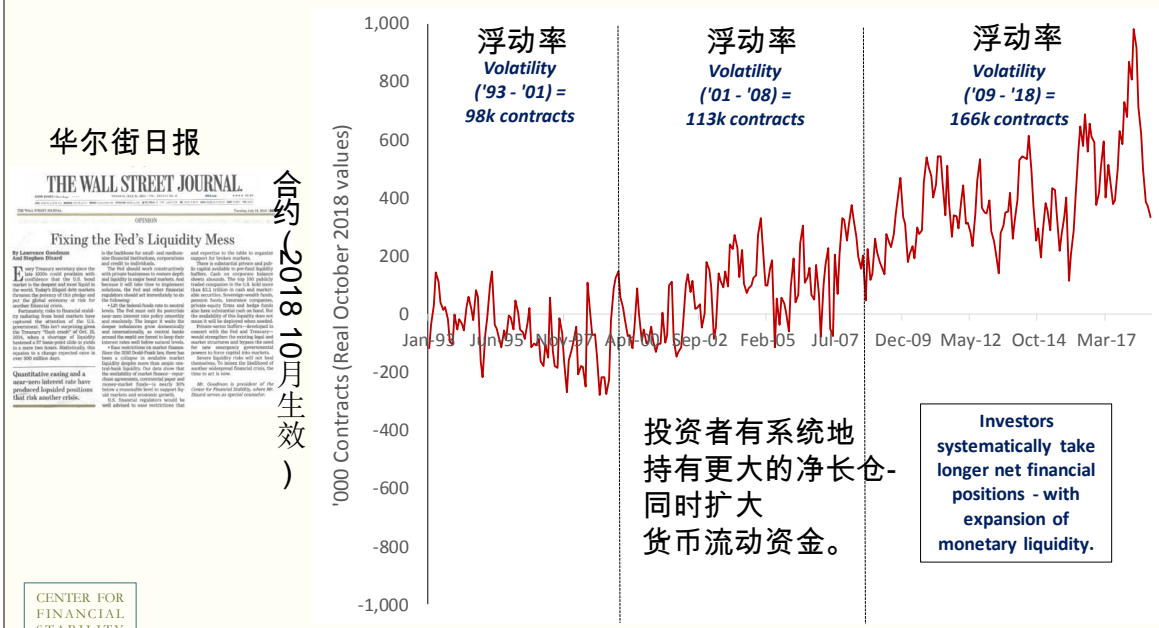


资料来源：联邦储备委员会、欧洲中央银行、日本银行、中国人民银行、英格兰银行和金融稳定中心。

CENTER FOR FINANCIAL STABILITY



宽松的货币政策增加了波动性和多头押注



资料来源：联邦储备委员会、欧洲中央银行、日本银行、中国人民银行、英格兰银行和金融稳定中心。



有关金融稳定中心和披露

金融稳定中心(CFS)是一家专注于全球金融和市场的私人非盈利机构。它的研究是无党派的。

本出版物反映了作者的判断和建议。它们不一定代表咨询委员会成员或董事会成员的意见，他们的参与绝不应被解释为本身或其所属组织对报告的认可。

该组织的网站是 www.CenterforFinancialStability.org。

金融稳定中心是为教育目的而成立的非营利组织。



“各国央行能否独自应对金融危机？ 印度这十年”

Jayati Ghosh

印度新德里尼赫鲁大学经济学教授

Jayati Ghosh

贾亚蒂·戈什 (Jayati Ghosh) 女士是印度新德里赫鲁大学 (全名为贾瓦哈拉尔·尼赫鲁大学) 的经济学教授。她的研究兴趣包括全球化、国际贸易和金融、就业模式、宏观经济政策、性别问题、贫困和不平等。她撰写和(或)编辑了十多本书和 180 多篇学术文章, 她的最近一篇著作是《破译: 对印度货币实验的批判》(与 Chandrasekhar 和 Prabhat Patnek 合著, Routledge 出版社, 2017 年出版), 《埃尔加经济发展替代理论手册》(与 Erik Reinert 和 Rainer Kattel 合著, Edward Elgar 出版社 2016 出版), 《印度与国际经济》(牛津大学出版社, 2015 年出版)。

贾亚蒂·戈什女士的研究成果获得了多个国家和国际奖项, M. Adisheshaiah 奖是表彰她在 2015 年对印度的社会科学的杰出贡献。其它奖项还包括: 2010 年国际劳工组织体面工作研究奖、2010 年意大利比斯卡拉布鲁佐基金会诺德苏德社会科学奖、亚洲协会 Ava Maiti 奖和 Satyendranath Sen 奖(加尔各答)。

贾亚蒂·戈什女士还曾为印度和其它不同级别的国家政府提供经济方面的咨询。她于 2004 年担任安得拉邦农民福利委员会主席, 并曾担任直接向印度总理报告的国家知识委员会成员(2005-2009 年)。她是国际发展经济学协会(www.networkideas.org)的执行秘书, 该组织是一个由非正式发展经济学家组成的国际网络。她为劳工组织、联合国开发计划署、贸发会议、联合国经社部、联合国妇女协会和联合国妇女等几个国际组织提供了咨询意见。她定期为国内和国外的报纸、杂志和博客等大众媒体撰稿。

中央银行能独立应对金融危机吗？印度，从2008年到2018年

Jayati Ghosh

新德里贾瓦哈拉尔·尼赫鲁大学

上海金融论坛

2018年10月15-16日

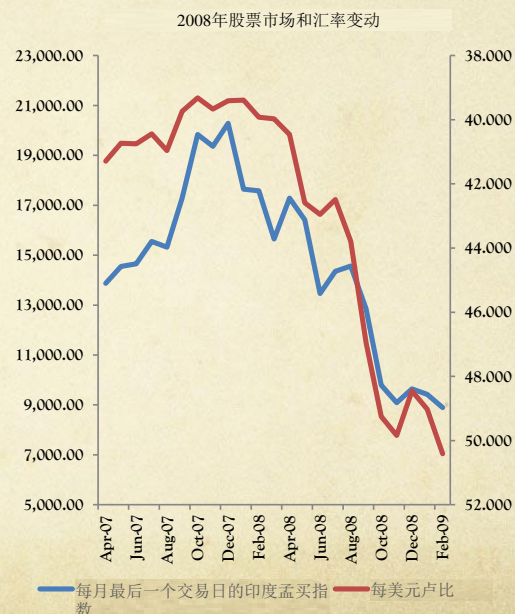
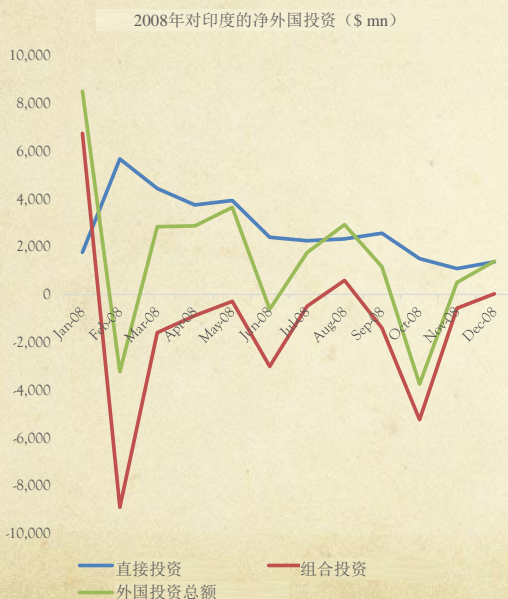
在危机时期，央行应承担什么责任？

- 价格稳定性
- 保持金融稳定，包括作为最后贷款人，以及防止/解决资产泡沫和破裂
- 汇率稳定性
- 输出稳定性
- 超越“稳定”，努力实现持续增长、金融包容性以及创造就业机会

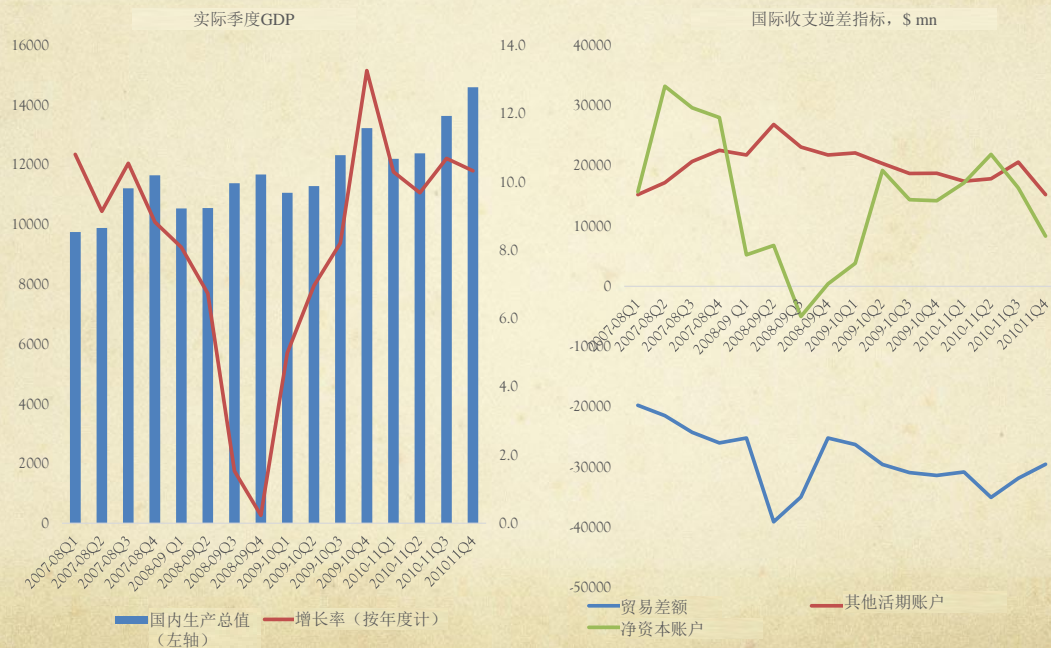
全球不稳定时期的新兴市场央行

- 由于传染效应和羊群效应，央行必须应对那些不一定是国内系统产生的冲击
- 由于实际经济衰退以及货币和金融政策的强化效应，情况更加不容乐观。
- 开放式资本账户助长和加剧了国内金融脆弱性：
 - 影响利率政策
 - 不受欢迎的汇率变动对国内通货膨胀、外部贷款偿还的影响
 - 国内资产市场的泡沫和破裂

印度的问题在雷曼兄弟崩溃之前已初见端倪： 出口下降、资本流动和资产市场的波动



“V”型复苏



促使经济快速恢复的因素有哪些？

- 随着印度成为国际投资者的宠儿，资产流动性的增加推动了早期的繁荣：更高质量的服务出口和更多的短期资本流入刺激了国内信贷消费，并推动了投资繁荣
- 国内需求的增加抵消了这种推动力的丧失，主要是通过财政扩张在选举前增加财政支出。
- 货币/金融政策减轻了危机的不利影响，避免了银行倒闭
- 尽管发达经济体的货币政策非常宽松，但还是要借助全球低价
- 此后，随着投资率下降，开始转向消费拉动型增长。
- 外部环境有所改善，但国际收支依旧疲软，仍需继续依赖短期资本流入。

2008-2009年央行的经验教训

- 货币和价格稳定不需要确保金融的稳定性
- 审慎和宏观审慎监管是必要的，但仍不足以保障金融体系
- 资本流动的管理至关重要—资本流入的质量是一个主要问题
- 即使是在新兴市场，证券化及其衍生产品也可能成为问题
- 特定部门的资产泡沫在破裂前需要受到监控和控制
- 衍生品交易必须受到监管，尤其是场外交易
- 系统且积极地监控和监督银行的债务状况非常有必要，尤其是在没有活跃的公司债务市场的情况下。
- 金融稳定性和金融包容性之间存在着潜在矛盾，特别是在危机后期

中央银行作为监管机构

- 避免过高评估金融体系弹性的倾向，以免出现过度风险承担、松散承销标准和过高资产评估。
- 资本充足率框架必须控制不受监管的风险敞口以及薄弱的流动性风险管理。
- 监控结构性产品的会计准则和评估/财务报告。
- 针对银行跨境业务，管理系统流动性。
- 避免过度依赖外部评级。
- 风险管理框架和实践：必须把资产负债表外实体和结构性产品包含在内，使用更加可靠的压力测试假设，监控银行和金融机构的内部流程。
- 激励结构必须不断进行估值和变更。
- 关注谨慎监管的顺周期效应。
- 存款保险制度必须强大且建立起信心。

在许多情况下，使用利率来确定通货膨胀目标是无益的

- 通货膨胀可能是成本推动而不是需求驱动所致
- 总体措施没有解决特定部门的泡沫（例如房地产或股票市场）
- 加息对投资的影响大于通货膨胀
- 经济中的“实际的”和“名义上的”变动是息息相关的

去货币化的冲击

- 价值500卢比和1000卢比的纸币于2016年11月8日被宣布无效，无需立即置换现金就可以存入银行账户。
- 宣布的目的：最初是为了根除“黑钱”，消除腐败以及减少恐怖分子的资金来源。随后，增加税基并实现经济数字化。
- 然而最终并没有实现任何目标。（99.3%的纸币被返回银行系统，而数字化只是回到了以前的趋势）。
- 糟糕的计划以及更糟糕的实行（包括不适当的货币化）不但造成了死亡和其他不幸事件，还严重损害了经济（特别是对占劳动力85%的非正规活动）。
- 调查显示，数月来，非正规经济和就业的崩溃至今仍未完全恢复过来。

去货币化与央行

- 很显然，RBI没有决定采取何种行动，它在做出决定之前没有得到充分的信息
- 它完全没有做好应对准备，因此没能迅速发行新的纸币，也没能确保有足够的数字基础设施和连通性可以切换到数字交易
- 变动频繁，以及所经常宣布相互矛盾的规则，这些都大大降低了央行的信任度
- 几个月来银行因忙于接收和清点纸币而无法放贷
- 公众对央行和银行系统的信任下降
- 在首次（被迫）增加银行存款后，存款占GDP的比例下降，并一直保持在低水平

汇率管理

卢比贬值



外汇储备增加



印度储备银行的开放市场运作有效吗？

全球金融危机



削减恐慌



目前对印度储备银行的关注

- 高油价/油价上涨加剧了不断增长的活期账户赤字
- 热钱资助的活期账户赤字（证券资本流入和短期商业债务）
- 因此，汇率管理非常复杂，它需要处理活期账户的一揽子方案
- 银行系统高NPAs的负担沉重（这反映了早期迫使国有商业银行向基础设施贷款的趋势，以及所有银行向亲信贷款而无须还款的趋势）
- 已减少对中小企业（服务水平已经不足）的贷款，现在甚至还减少了对大公司的贷款
- 近几年来，投资率连续下降，显然实体经济已经非常脆弱。

因此，新兴市场的央行不能，也不应期望其能独自应对金融危机：相反，它必须结合协调一致的宏观经济战略来应对危机。

感谢您的关注！

“全球流动性不足背景下新兴市场货币危机”

姚余栋

大成基金管理有限公司首席经济学家

姚余栋



大成基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家
(大成基金副总经理兼首席经济学家)

姚余栋，英国剑桥大学经济学博士。清华大学五道口金融学院硕士、博士生导师，中国人民银行金融研究所前所长，现任大成基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家，中小银行发展论坛秘书长、直销银行联盟秘书长、金融街 88 号论坛秘书长，中国养老金融 50 人论坛首席经济学家等。

在《经济研究》和《金融研究》等国内外顶级学术刊物上发表了多篇文章。专著《学习经济》、《重燃中国梦》、合著《通胀预期与货币政策》、参与编著《新供给：经济学理论的中国创新》。2015 年 9 月 8 日，与杨涛博士首次共同提出“共享金融”的理论

曾荣获中国金融学会论文一等奖、2014 年度邓子基财经学术论文奖、2016 年清华五道口金融学院最受欢迎 EMBA 讲师、2016 第一财经年度机构首席经济学家（中资）、2017 第一财经最具创新科技金融奖、2017 网易年度最具创新力经济学家、中关村互联网金融研究院 2017 年度中国金融科技最具影响力人物、2017 年度清华大学五道口金融学院金融 EMBA 高管教育中心“最受欢迎老师”等奖项。

专著：《学习经济》、《重燃中国梦—中国经济公元 1 年至 2049 年》、《梅花与牡丹：中国文化模式》，合著《通胀预期与货币政策》、《梅花与牡丹：中国消费社会的崛起》、编著《新供给：经济理论的中国创新》。

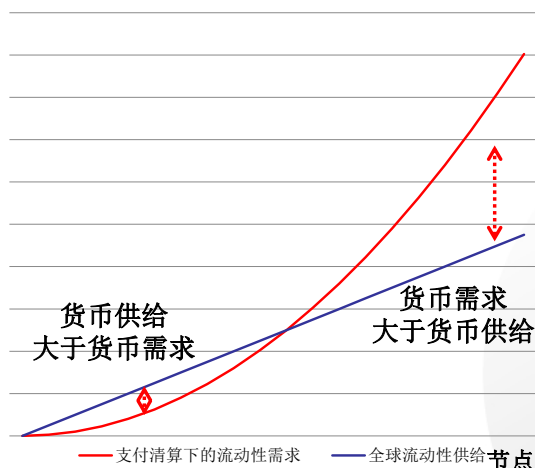
全球流动性不足背景下新兴市场货币危机

姚余栋 博士

大成基金副总经理兼首席经济学家
人行金融研究所前所长
中小银行发展论坛秘书长
直销银行联盟秘书长
金融街88号秘书长
2018年10月15日

理论创新：基于支付清算的新货币需求理论

- 姚余栋、谢怀筑、孔泽宇 以支付清算为切入点，重新审视了交易对货币的需求，构建了基于支付清算微观基础的货币需求方程，通过研究发现，交易中的支付结算网络对于货币的需求是极为巨大的，**不再是个人货币需求的简单线性加总，而是参与支付结算网络的人数的二次方**



在新货币需求理论的模型下，货币需求 $M \sim (n^2 - n) p$

在各大央行宽松货币政策走向紧缩之际，全球流动性紧缩将是未来的常态，**通缩**压力加剧，而绝非通胀

来源：大成基金

对流动性紧缩的理论分析-1

• 流动性的供给（资本市场深度视角）

- 流动性总量等于基础货币 M_B 乘以货币乘数 m

$$M_2 = mM_B$$

- 根据现有各大系统重要性央行基础货币创造的模式，基础货币的创造需要有合格的资产作为“抵押”。而GDP可以近似看做所有资产的最终“抵押”。故上式可以修改为

$$M_2 = m\phi Y$$

- 上式中， ϕ 为资本市场深度， Y 为产出。根据柯布-道格拉斯生产函数模型刻画

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$$

- 易得

$$Y = A(K/L)^\alpha L$$

- 设劳动 L 是人口 n 的线性函数。不难得出 Y 也是人口 n 的线性函数。即 M_2 也是人口 n 的线性函数，即

$$Y = an$$

对流动性紧缩的理论分析-2

• 现有的主流货币需求理论包括：

- 费雪的货币需求理论： $M = PT/V$ ，流动性的需求只与价格 **P** 相关，无法解释流动性紧缩；
- 剑桥学派的货币需求理论： $M_d = Kpy$ ，隐含的**流动性需求是人口 n 的线性函数**，货币创造与货币需求都是 n 的线性函数，无法解释历史中反复出现的流动性紧缩
- 凯恩斯的货币需求理论：货币需求决定于动机：1.交易动机；2.预防动机；3.投机动机。其中，交易动机和预防动机与收入 y 相关，投机动机与利率 r 相关。即货币需求： $M = M_1 + M_2 = L_1(y) + L_2(r) = L(y,r)$ 。隐含的**流动性需求是人口 n 的线性函数**，货币创造与货币需求都是 n 的线性函数，无法解释历史中反复出现的流动性紧缩

对流动性紧缩的理论分析-3

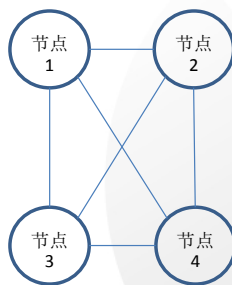
- 托宾的货币需求理论：

$$- M_D = \sqrt{\frac{bT_0}{2i}}$$

- M_D 表示愿意持有的现金额， T_0 表示每期开始时个体收入， b 表示为债券的交易费用， i 表示债券利率；
 - 该式表明货币需求同收入 T_0 和利率 i 的弹性均为1/2。这意味着，收入分布越是平衡，货币总的需求就越大，或收入分布越是不均匀，货币总需求就越低。但依然无法解释流动性紧缩。
- 现有理论都无法解释以上的流通性紧缩及其导致的占优货币升值之谜

对流动性紧缩的理论分析-4

- 凯恩斯提出的货币需求理论中，基于交易动机的流动性需求 L_s 与收入 y 相关，即基于交易动机的流动性需求总量可以写为 $L_s = cf(y)n$
- 但是，交易动机中的支付清算对流动性的需求并非支付节点的线性叠加,如下图所示



对流动性紧缩的理论分析-5

- 支付清算对流动性的需求
 - 现有的支付清算系统大致可以分为三类：实时全额结算系统（RTGS系统），延迟净额结算系统（DNS系统）以及连续净额结算系统（CNS系统）
 - 计算可得出得出三种清算系统下的平均流动性：

$$\mathbb{E}[\bar{L}_{RTGS}] = (n^2 - n)p$$

$$\mathbb{E}[L_{DNS}] = (n^2 - n)p(1 - p)$$

$$\mathbb{E}[L_{n-CNS}] = \sqrt{\frac{1}{2\pi}}(n^2 - n)p(1 - p)$$

- n 为支付清算节点。可见，无论何种清算系统，都不能带来 n 的数量级上的节约

对流动性紧缩的理论分析-6

- 理论推导结论
 - 货币的供给可以写为人口 n 的线性函数的形式，即 $M_2 = m\varphi\beta n$ 。其中 φ 为资本市场的深度。
 - 货币的需求可以写为人口 n 的二次函数的形式。最低流动性需求为

$$\mathbb{E}[L_{n-CNS}] = \sqrt{\frac{1}{2\pi}}(n^2 - n)p(1 - p)$$

- 可见资本市场深度的加深和清算效率的提升都可以在一定程度上缓解流动性紧缩。但随着 n 的增长，这两者不能解决根本问题，流动性荒是最终结局。

基于支付清算的流动性紧缩理论进一步延伸

- 理论推导全球GDP天花板
 - 货币的供给可以写为GDP的线性函数的形式，即 $M_S = m\varphi Y$ 。其中 $Y = an$ 。
 - 货币的需求可以写为人口 n 的二次函数的形式。其中， β 越小，清算效率越高

$$M_D = \sqrt{\frac{1}{2\pi}}(n^2 - n)p(1 - p) \approx \beta n^2 = \frac{\beta}{a^2} Y^2$$

- 令 $M_S = M_D$ ，易得

$$\bar{Y} = \frac{a^2 m \varphi}{\beta}$$

- 即流动性的需求曲线和供给曲线相交时对应的全球GDP，可视作全球GDP的天花板。不难看出，在技术因素确定时，全球GDP的天花板与全球货币乘数 m 与资本市场深度 φ 及清算效率 $\frac{1}{\beta}$ 正相关。清算革命、资本市场革命都在一定程度上提高了全球GDP在给定技术环境下的天花板。但是，在不发生技术突破时，全球流动性紧缩必将造成全球GDP的停滞

支付清算与流动性紧缩

结论：

- 支付清算非常频繁时，流动性的需求是节点 n 的平方
- 全球流动性的供给近似为节点 n 的线性函数
- 当 n 极大时，流动性供给的增长速度将难以满足支付清算流动性需求，触发“全球流动性荒”
- “全球流动性荒”一旦被触发，全球GDP发展也将陷于停滞
- 从支付清算的视角解释流动性紧缩，突破了原有的理论框架，颠覆了现有的对金融史的看法，为理解货币史乃至经济史提供了新的思路

全球流动性现状：全球流动性测度

- 参照麦金农（1982），我们以构成SDR篮子的四种国际货币（美元、欧元、英镑、日元）的总体供应情况反映全球流动性状况。

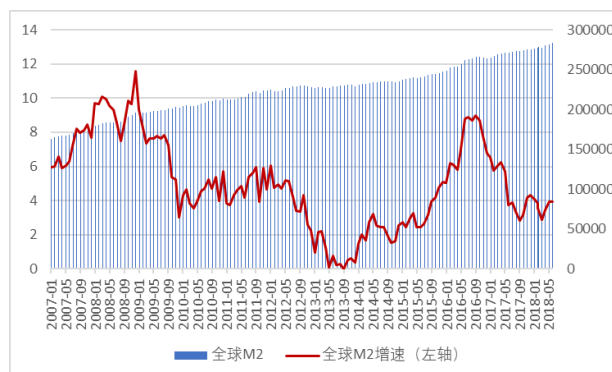
指标	计算方法
全球基础货币	美国、欧元区、日本、英国的基础货币加总 (按IMF公布的汇率换算为SDR)
全球M2	美国、欧元区、日本、英国的基础货币加总 (按IMF公布的汇率换算为SDR)
全球货币乘数	全球M2/全球基础货币

各国际货币发行国对全球流动性的贡献也可相应计算。

流动性增速放缓和结构性错配

- 全球M2增速放缓

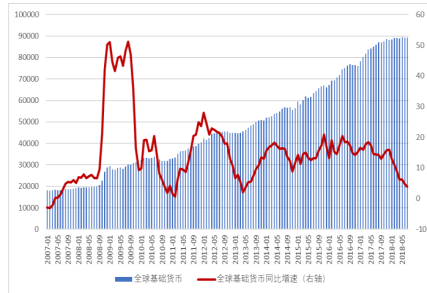
亿SDR



来源:IMF、wind、大成基金

全球测度—基础货币和货币乘数都可能下降

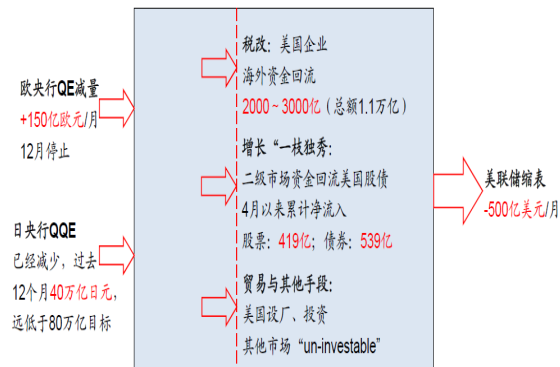
- 官方流动性（基础货币）由充裕转向收缩：四大储备货币发行国央行的资产负债表势必收缩。
- 四个央行均在近期出现了明显的货币乘数大幅下降。
- 双重叠加：全球M2增速放缓。



来源:IMF、wind、大成基金

SDR货币篮子政策变化趋势

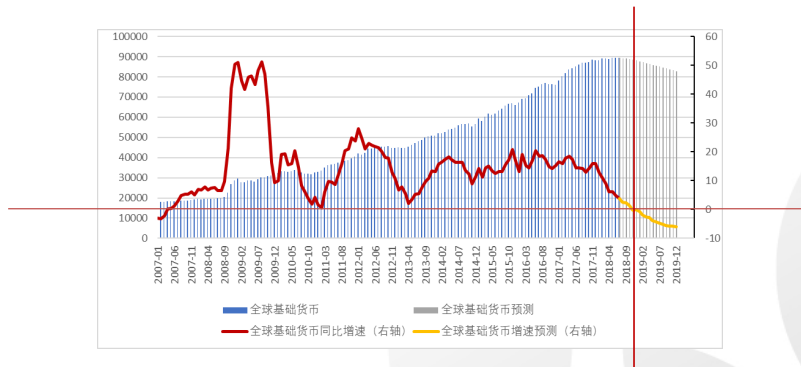
- **美联储：加息、公布缩表计划**
 - 2017年10月，美联储开始实施缩表；市场预计本轮仍有三次加息
- **欧央行：18年底结束QE**
- **日央行：缩量QE**
- **英格兰银行：加息**



来源：中金策略

全球基础货币预测

- 一旦主要经济体都停止QE，那么基础货币的增速将出现一个快速的下滑。而如果开始缩表的话，基础货币减少则必然发生。
- 根据我们的测算，拐点已经临近，今年下半年就是全球流动性总量上的拐点。



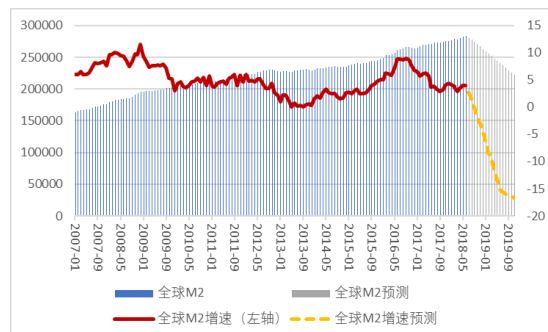
来源:IMF、wind、大成基金

15

大成基金
DACHENG FUND

基于主要经济体货币政策的全球M2预测

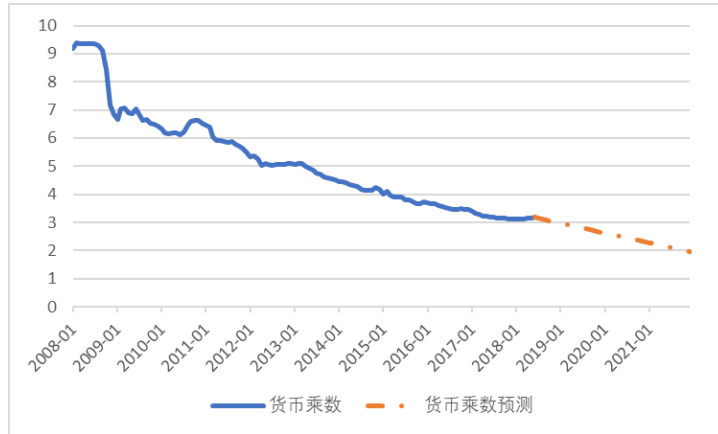
- 从长期看，人类经济的不断增长必然导致流动性不足，而缩表又是一个长期的过程，因此，流动性紧缩可能会是一个持续达一二十年的问题。



来源:IMF、wind、大成基金

大成基金
DACHENG FUND

全球货币乘数预测

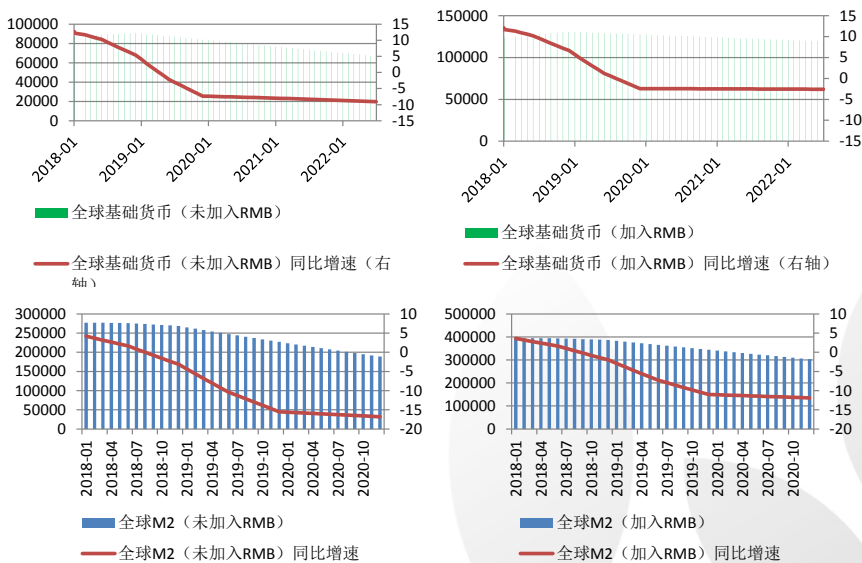


来源:IMF、wind、大成基金

大成基金 DACHENG FUND

人民币对全球流动性的救赎

一旦将人民币计入全球流动性，则全球流动性总量明显提高，增速下滑速度大幅减小

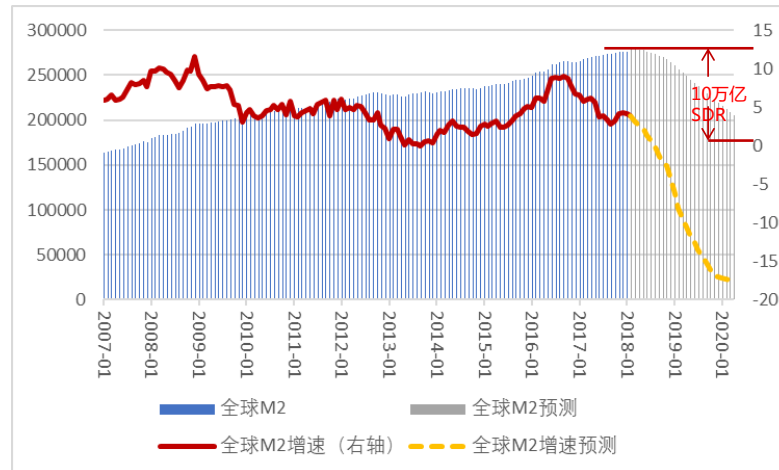


来源:IMF、wind、大成基金

大成基金 DACHENG FUND

一带一路：设立一万亿人民币海外合作基金

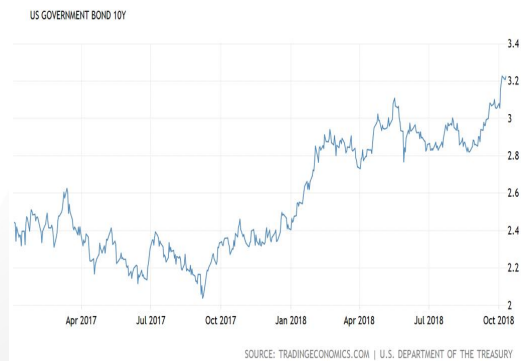
未来五年全球流动性紧缩，M2缺口将达到10万亿SDR，对应人民币流动性缺口将达到100万亿。建立人民币海外合作基金，起步为1万亿人民币，未来可能达到10万亿人民币以上，为一带一路提供流动性。



来源:IMF、wind、大成基金

强势美元与美债

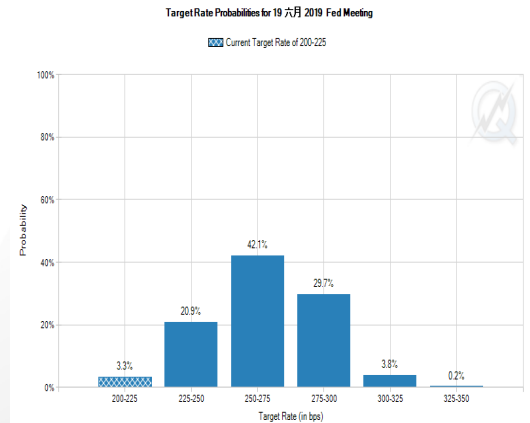
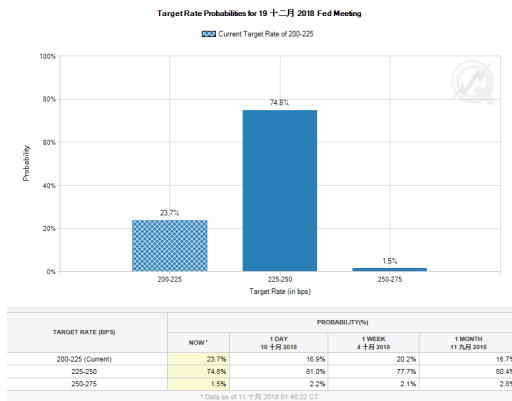
- 强劲的经济增长、就业及通胀数据支持下，美元指数保持高位，目前仍在94~96区间震荡。
- 美国10年期国债出现快速上行，带动全球长端收益率上行，全球股指遭受重挫。



来源：www.tradingeconomics.com

市场预计明年仍要加息两次

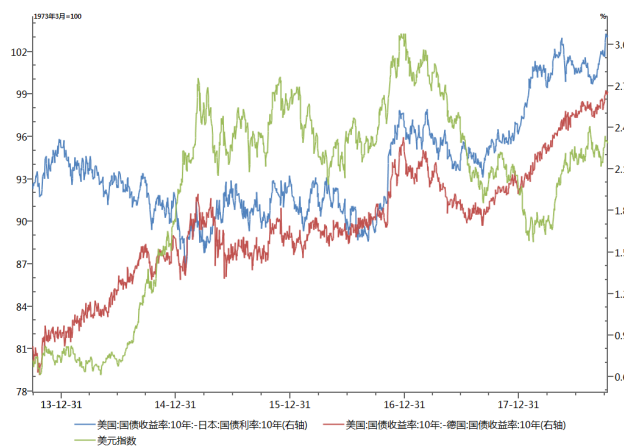
- Fedwatch显示12月加息概率约为75%，市场预计今明两年仍有三次加息
- 明年美联储可能面临经济增速回落，资产价格高位，通胀受原油及贸易冲突等多因素影响等情况的考验。



来源：Fedwatch

美德息差与美日息差

美德息差与美日息差保持高位，美元指数继续保持强势，新兴市场货币将持续承压。



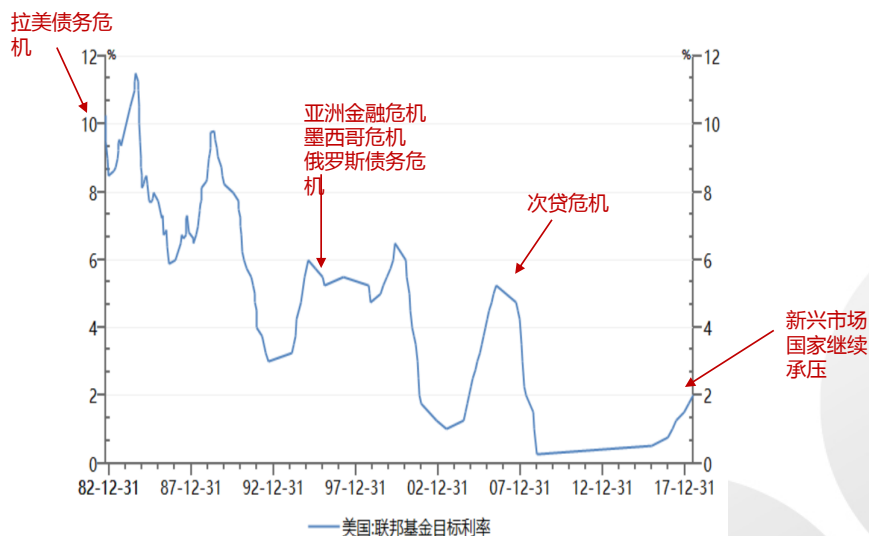
来源：wind

重大事件冲击：11月中期选举

- Brett Kavanaugh宣誓就职美国最高法院大法官。考虑到之前的波折，kavanaugh将会更加偏向保守，美国社会将有望逐步由自由转向保守倾向。
- 美国驻联合国大使Nikki Haley宣布年底辞任，与当前特朗普政府保持若即若离的态度。
- 11月6日，美国将进行中期选举，参议院民主党有半数议员面临重选，两党争夺的重点在众议院的席位。考虑到美国强劲的经济增长以及就业情况，实际上共和党赢得中期选举的可能更大，这意味着后续税改等一系列经济刺激政策将进一步落地，美10年期国债收益率有进一步大幅上行的可能。

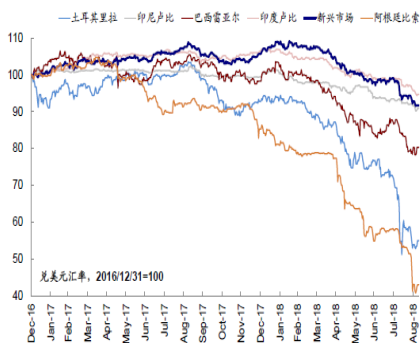


加息周期与新兴市场危机



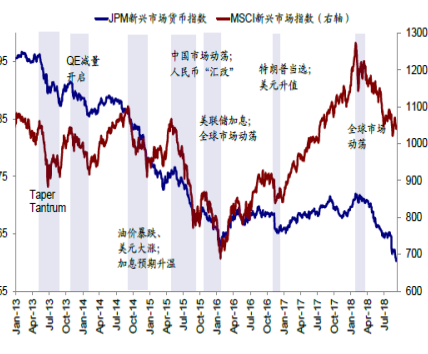
强美元下新兴市场遭受重创

汇率：新兴市场普遍遭受重创，大幅贬值



来源：中金策略

新兴市场汇率和股市都遭受明显冲击



新兴市场国家货币危机：阿根廷

- 2018年以来，阿根廷中央银行已宣布加息5次。目前基准利率已经攀升至72.41%。1美元兑阿根廷比索最高曾上涨至41.28。10年期国债收益率攀升至6%以上。阿根廷面临股债汇三杀。



新兴市场国家货币危机：巴西

- 巴西货币雷亚尔汇率目前回落至3.78，最低达到4.21左右。10年期国债收益率最高曾攀升至12%。当前失业率达12.1%。



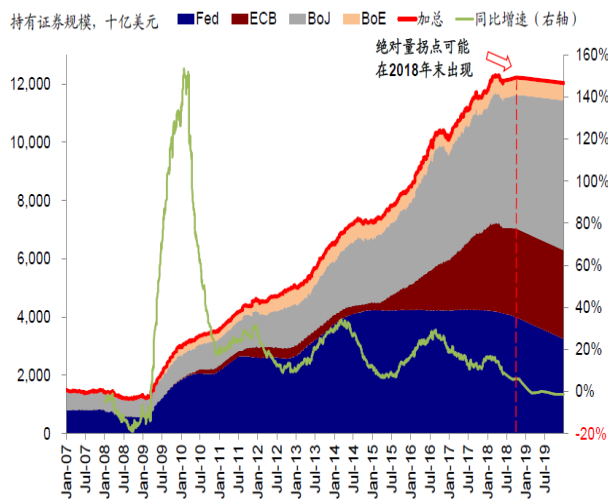
新兴市场国家货币危机：土耳其

- 土耳其本身面临高负债、外贸高赤字、高通胀等经济问题，土耳其却坚持低利率政策。在强美元周期下，与美交恶后，里拉出现大幅贬值。土耳其面临股债汇三杀，失业率与通胀率居高不下的困境。



全球主要央行资产拐点临近

和我们的测算类似，中金用购买资产规模（美元）测算，全球流动性也将在今年下半年迎来拐点



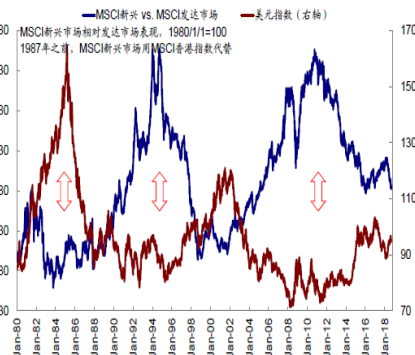
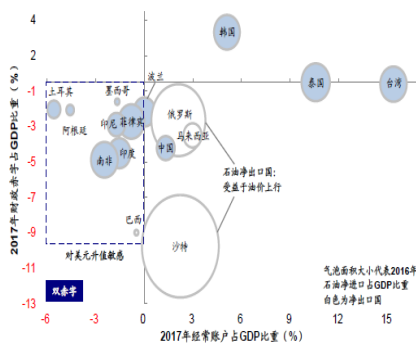
来源：中金策略

新兴市场货币危机或将持续十年

- 按照全球流动性收紧趋势以及对流动性的测算，新兴市场货币危机持续时间将会非常长，或持续十年。印度，印尼，南非都可能成为受到进一步波及。

内部结构性失衡：经常账户与财政“双赤字”国家
在外部风险上升、资金流出的背景下更易受损

新兴市场表现、以及资金流向与美元走势都有较强的负相关性



来源：中金策略

“发达国家货币政策溢出影响机制的变化”

何知仁

上海发展研究基金会研究员

何知仁



何知仁博士现任上海发展研究基金会研究员，曾任兴业研究公司宏观分析师，曾为纽约哥伦比亚大学访问学者。他的研究方向为宏观经济、货币政策、国际金融。他曾在《国际经济评论》等核心期刊发表论文数篇，曾参与撰写《国际货币体系未来变革与人民币国际化》一书，该书获 2014/2015 年度商务部商务发展研究成果奖论著类三等奖。他在上海交通大学安泰经济与管理学院取得金融学博士学位。

发达国家货币政策溢出影响机制的变化

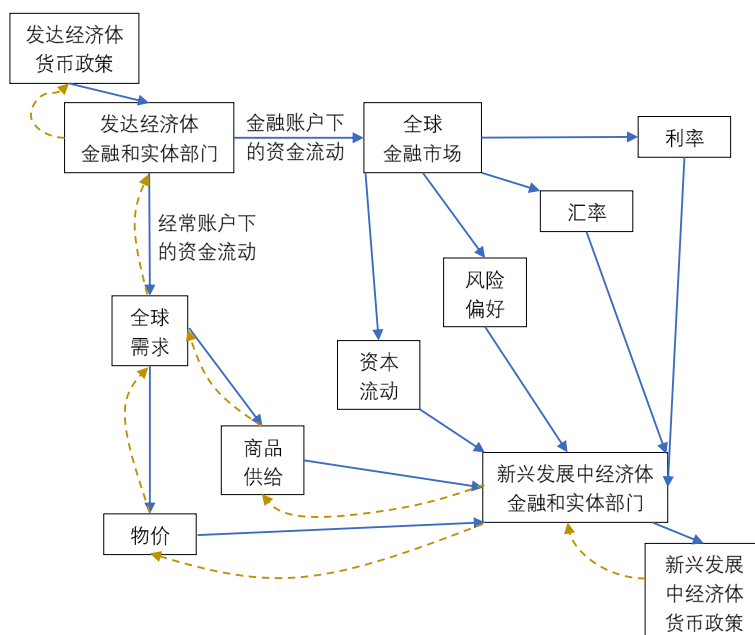
何知仁

上海发展研究基金会

2018.10.15

1

发达国家货币政策溢出影响的渠道



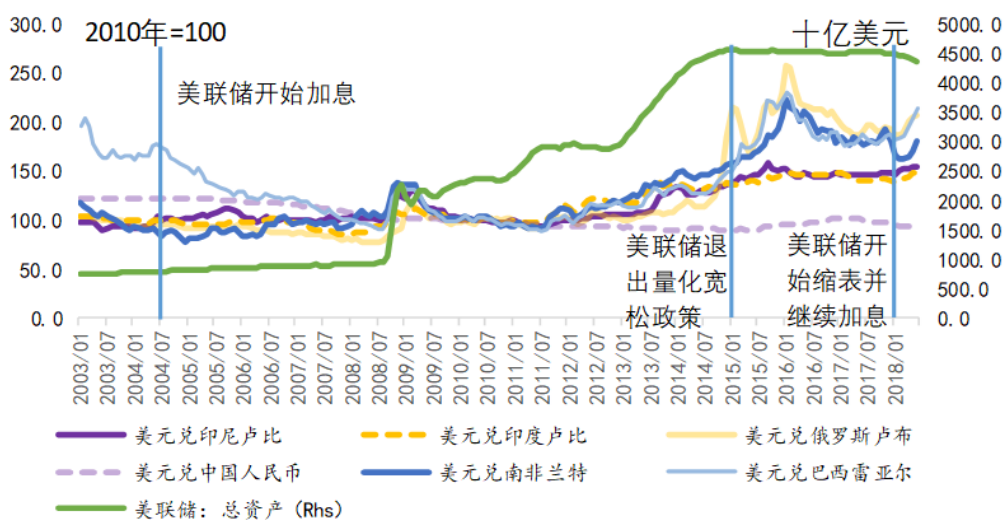
2

危机后发达国家货币政策溢出影响机制变化之一

- 对新兴和发展中国家（EMDE）**金融变量**的影响更加显著
 - 价格变量：汇率、利率……
 - 数量变量：资本流动
- 对新兴和发展中国家（EMDE）**实体经济**的直接影响减弱
 - 发达国家的经济周期逐渐失去对EMDE的领先性

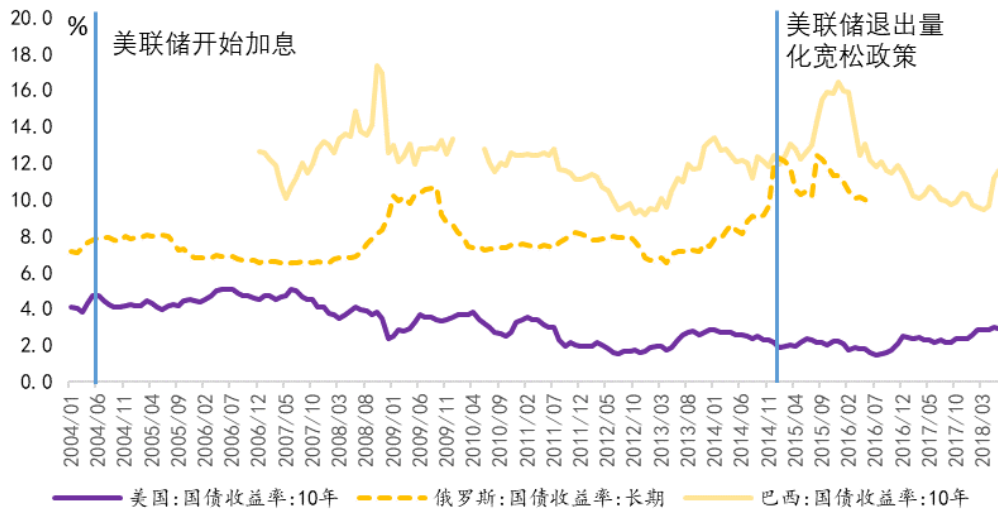
3

美联储政策收紧对主要EMDE汇率的影响较危机前更加显著



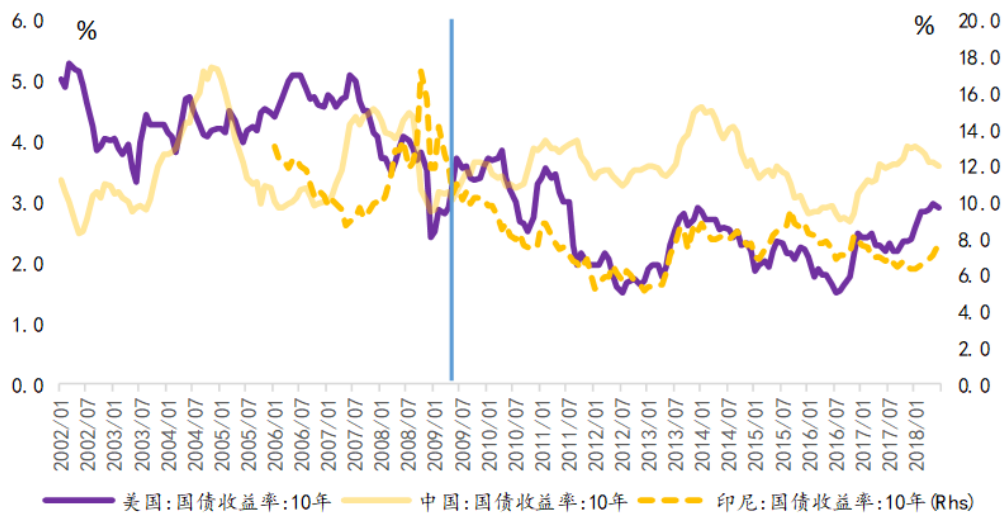
4

美联储退出量化宽松后，部分EMDE利率与美国利率走势背离，利差扩大



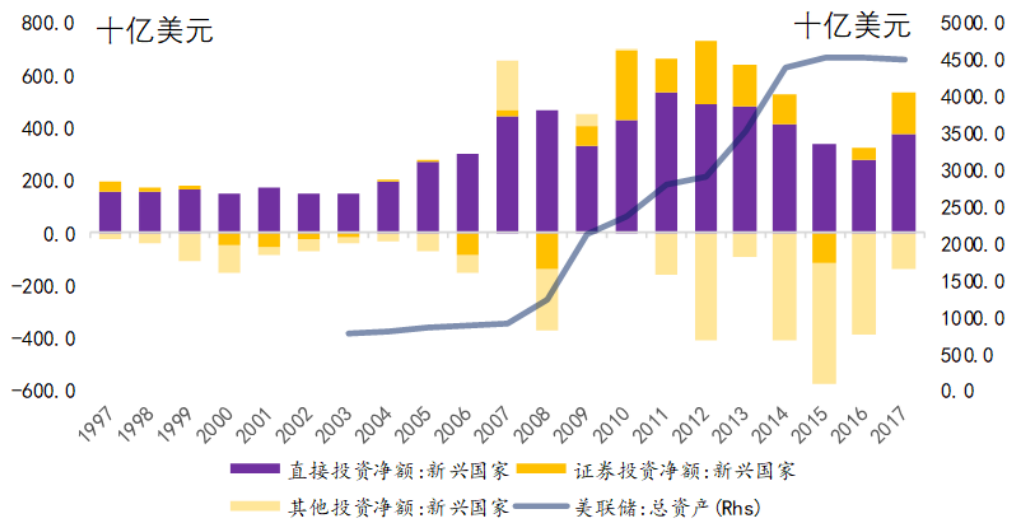
5

危机后部分EMDE利率与美国利率走势协同性上升



6

美联储退出量化宽松后，EMDE从资本净流入转为净流出



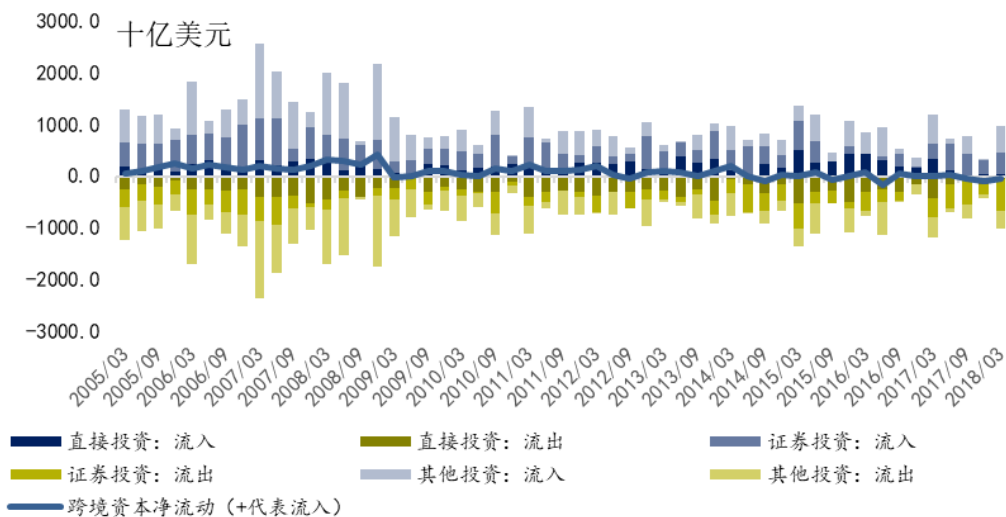
7

危机后发达国家货币政策对EMDE金融变量影响更加显著的原因

- 危机后全球跨境资本流动总量收缩，但结构变化
 - 主要发达国家跨境资本流量收缩
 - 主要新兴发展中国家跨境资本的流量和波动性扩大

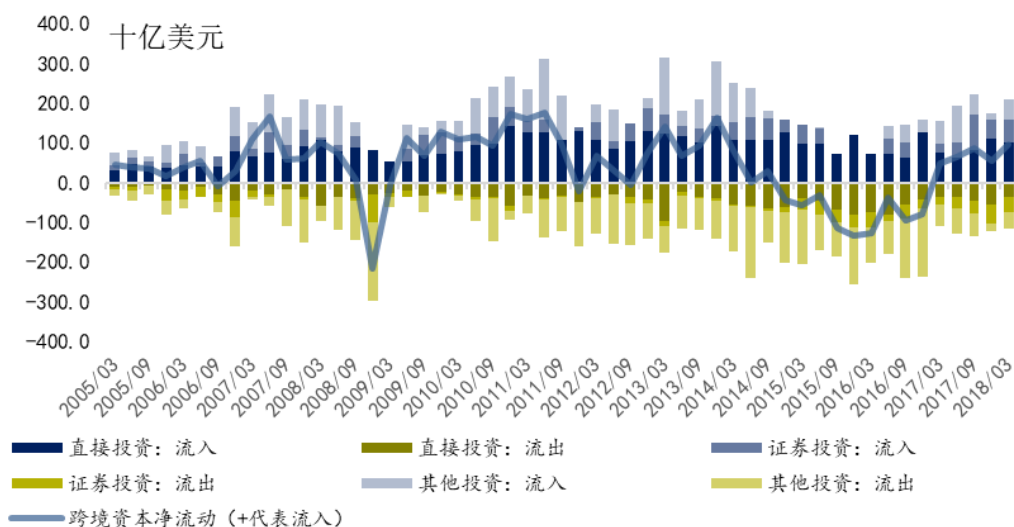
8

危机后主要发达国家跨境资本流量收缩



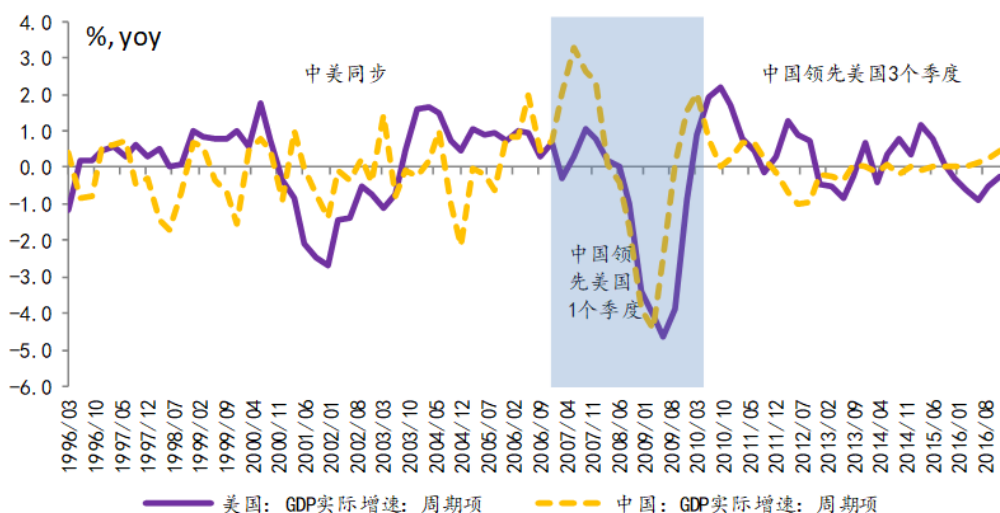
9

危机后主要EMDE跨境资本流量和波动性扩大



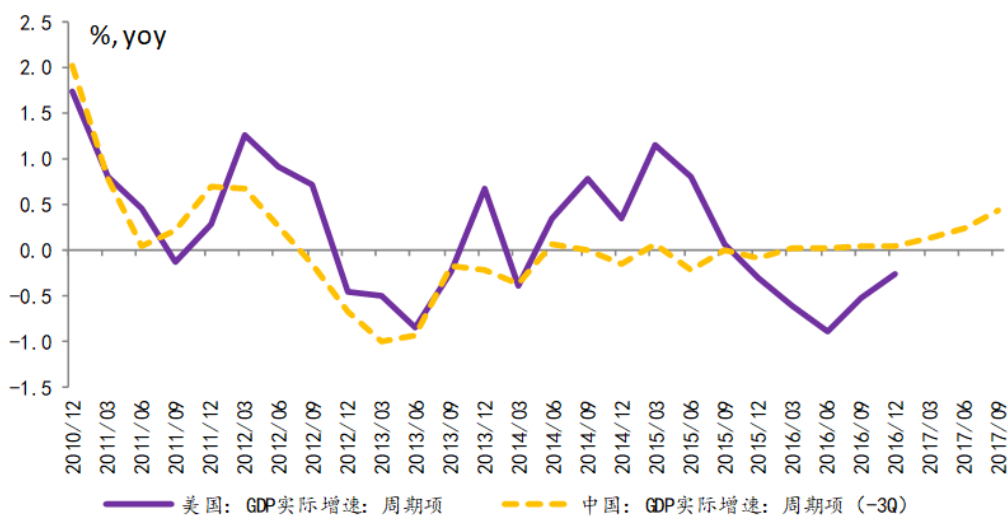
10

危机后发达国家货币政策对EMDE实体经济影响减弱



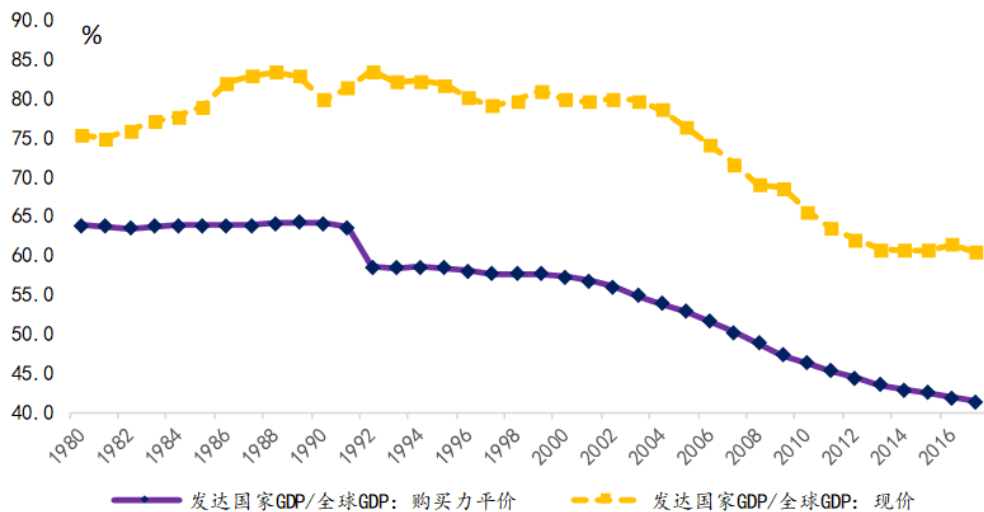
11

危机后美国经济周期大约落后中国经济周期三个季度



12

发达国家货币政策对EMDE实体经济影响减弱的原因：发达国家经济占全球份额持续下降



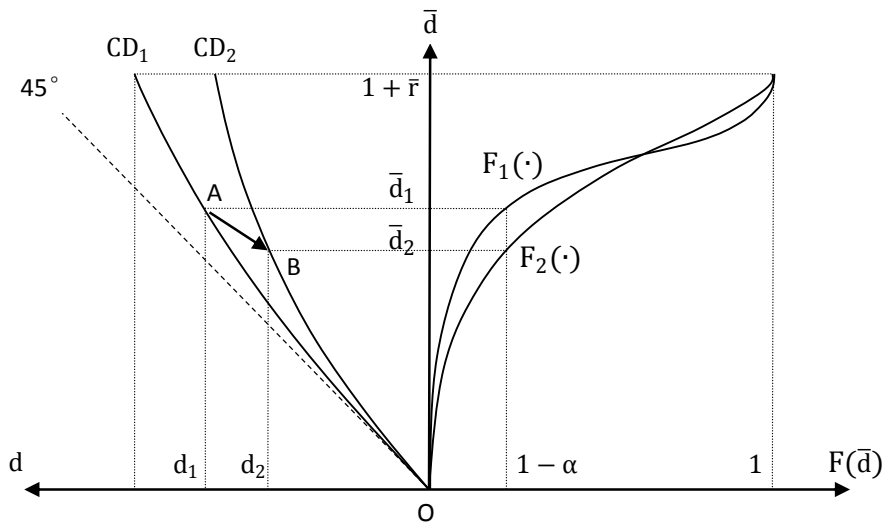
13

危机后发达国家货币政策溢出影响机制变化之二

- 主要的溢出渠道从利率传导转向风险偏好传导
 - 金融危机后联邦基金目标利率在0.25%水平上维持不变长达6年，而长期利率依然波动，金融市场风险偏好的作用大幅提高。
 - 现有文献：Rey (2013)、Adrian和Shin (2013)、Bruno和Shin (2014)、Borio和Zhu (2012)、Rajan (2006)、Angeloni等 (2013)、Altunbas等 (2010) ……

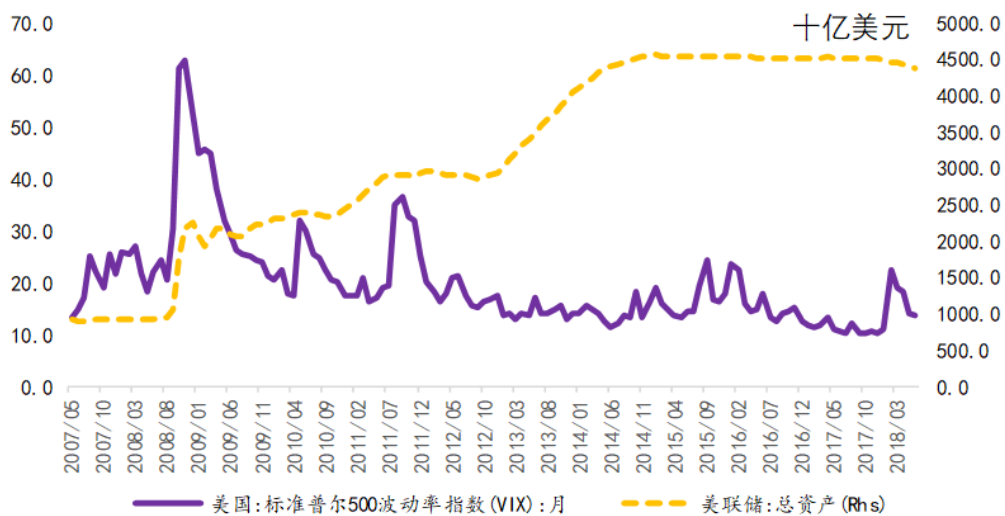
14

利率、杠杆率、风险偏好三者之间具有内生联系 (Adrian, Shin, 2013)



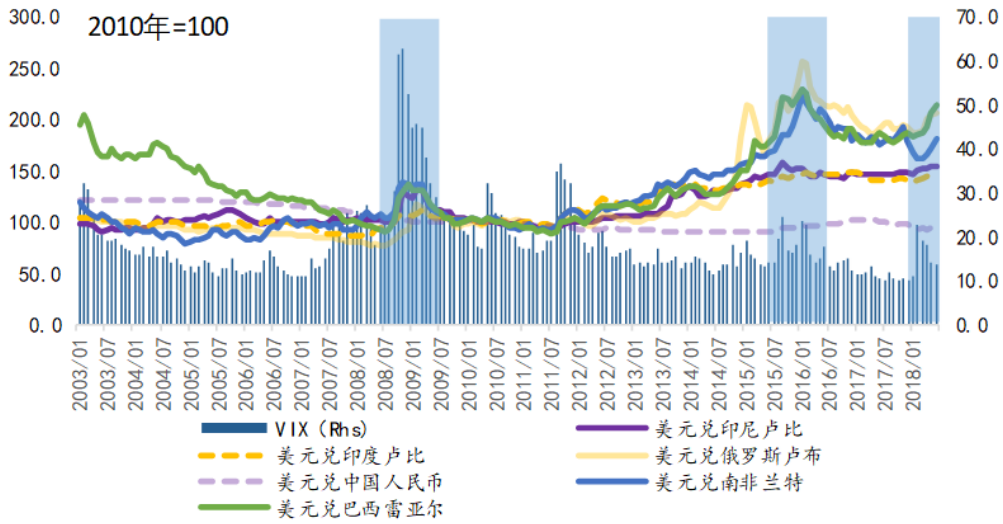
15

美联储资产购买的节奏影响金融市场风险偏好



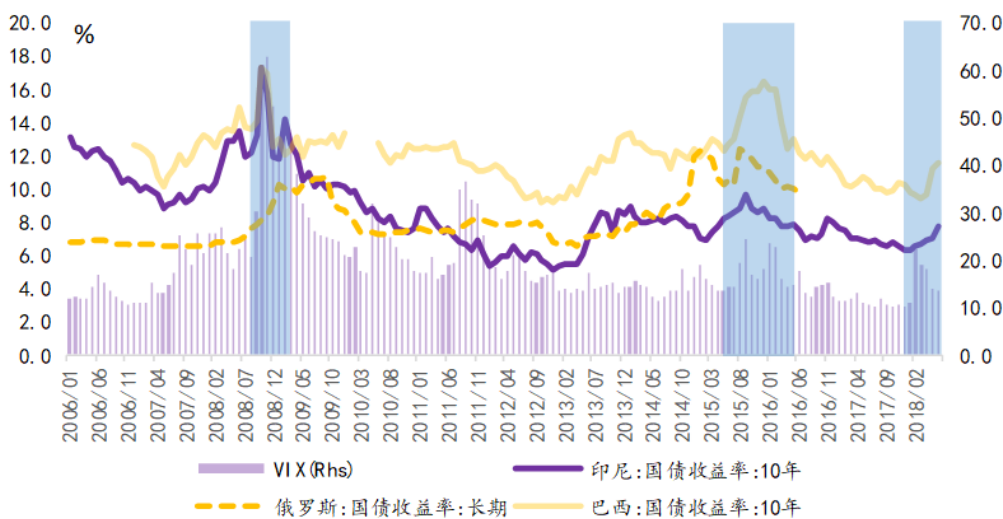
16

危机后主要EMDE汇率对风险偏好变化更加敏感



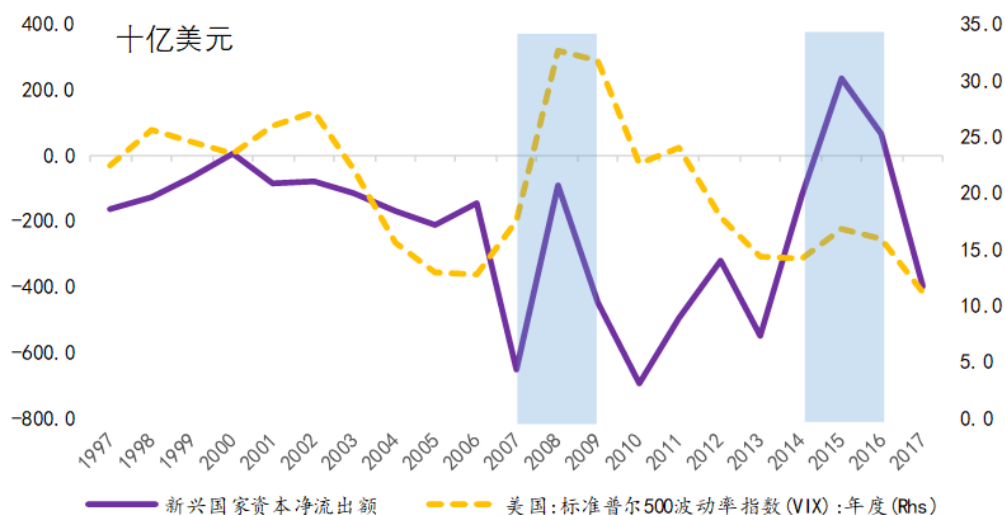
17

危机后主要EMDE利率对风险偏好变化更加敏感



18

危机后主要EMDE跨境资本流动对风险偏好变化更加敏感



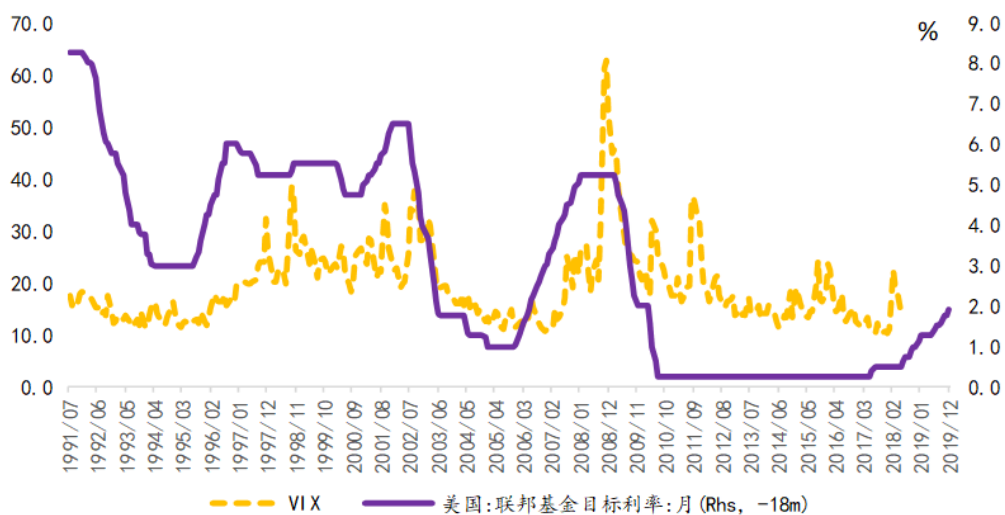
19

在发达国家货币政策正常化的过程中，货币政策的溢出效应仍将非常显著

- 在发达国家货币政策正常化的阶段，货币政策将同时通过利率和风险双重渠道传导
 - 美国联邦基金利率领先金融市场风险偏好大约18个月。
 - 在加息的过程中，风险感知持续上行，双重影响叠加使EMDE面临更加剧烈的资本流出和更大的货币贬值压力。
 - 即便在加息停止或降息的过程中，由于反应滞后，风险感知继续上升，EMDE仍将面临显著的外部冲击。

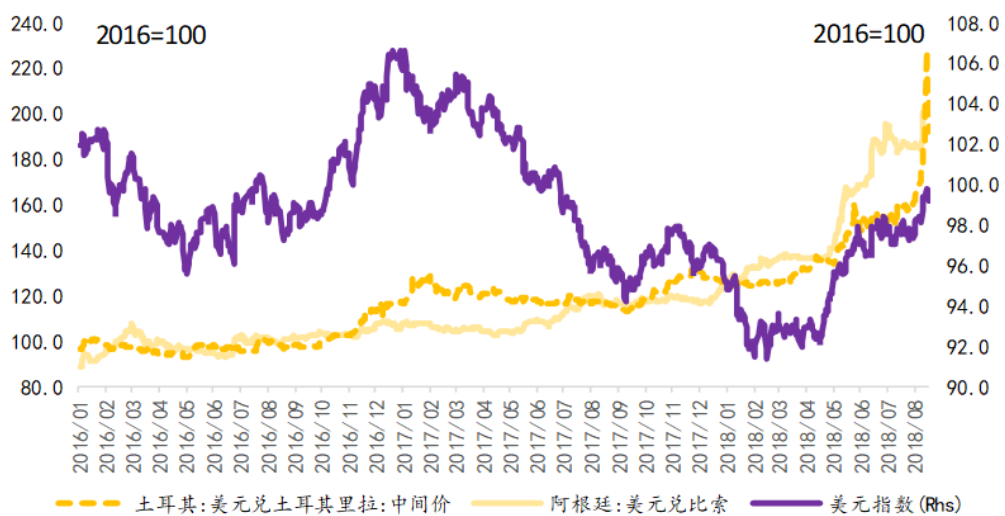
20

金融市场风险感知可能在未来若干年内继续上升



21

2018年阿根廷和土耳其货币大幅贬值



22

在发达国家货币政策正常化的过程中，货币政策的溢出效应可能复杂化

- 美国、欧洲、日本、英国货币政策正常化的进度不一致。各国央行行动的不一致可能影响全球风险偏好，也可能反过来影响各国货币政策正常化的进程。
- 发达国家可能在一定程度上受到货币政策“溢回”的影响。当然，在未来相当长的时间内，EMDE对发达经济体的“溢回”作用可能仅限于实体经济的渠道，对发达经济体货币政策的影响程度有限。

23

为应对货币政策溢出效应显著化和复杂化，亟待建立有效的货币政策国际协调机制

- 建议建立“4+1”系统重要性国家货币政策的国际协调机制（上海发展研究基金会，2016）
 - 参与方：G4（美国、日本、欧洲、英国）、中国、IMF。它们在多边协商机制中享有同等地位和均等权利，但着力点不一样。
 - G4央行应提高政策制定的缜密性和灵活性，尽量减少货币政策的负外溢效应。
 - 中国央行应加强宏观调控和对外沟通的能力。
 - IMF应加强对G4货币政策的督导力度。
- 当然，EMDE本身应尽快着力完善金融监管和宏观审慎政策，尽可能地提高其金融体系的韧性。

24

第三部分：杠杆、实体经济和金融市场

主持人：邵宇

东方证券首席经济学家

“金融市场监管不完善和新一轮 全球衰退风险加大”

Hansjörg Herr

柏林经济大学教授

Hansjörg Herr



汉斯扬格·亨利（Hansjörg Herr）曾获得柏林旅游学院文凭(1973年)、经济学硕士(1980年)和柏林自由大学教育学硕士(1981年)。1981-1986年，他是柏林自由大学宏观经济政策理论研究所的教学和研究助理。1986年，他在柏林自由大学获得经济学博士学位。1986年至1993年，他是柏林社会研究科学中心的研究员。1991年获得博士后讲师资格。

从1994年到2016年，他在德国柏林的柏林经济和法律学院担任“超国家一体化”项目研究的全职教授。他曾担任两个硕士项目的学术主管，即与卡塞尔大学和国际劳工组织(国际劳工组织)合作的“劳工政策与全球化硕士项目”，以及与位于中国成都的西南财经大学合作的“中国与欧洲经济与商业研究硕士项目”。

他是国际货币体系发展、欧洲货币一体化、劳动力市场和最低工资、全球金融体系和发展经济学方面的专家。他的大部分研究和出版物都集中在这里。

他是德国经济发展与合作部、国际劳工组织(简称GIZ)、弗里德里希-埃伯特基金会和其他一些机构的专家，也是德国国际经济发展与合作部的专家。他还与柏林德意志联邦银行开展了合作。九年来，他一直担任由国资委资助的中国人民银行培训项目的学术总监。他是全球劳工大学的创始人之一，该大学与国际劳工组织一起在工会的视角下开展活动。他还为国际劳工组织致力于最低工资领域的研究工作。

他在世界各地的许多大学任教，其中包括越南河内银行学院、巴西坎皮纳斯大学、南非威特沃兰德大学、印度鞑靼社会科学研究所和中国西南财经大学。

金融市场监管不完善，新一轮的全球经济衰退越来越严峻

2018年10月，上海
Dr. Hansjörg Herr教授
柏林经济与法学学院

G-20监管金融市场的策略：不需要大力调控非银行金融市场和全球金融市场

2008年11月华盛顿特区G-20峰会

“我们将加强对经济周期的监管体系，确保监管贯彻落实到位，不会扼杀创新力，鼓励扩大金融产品和服务的交易”(G20 2008:3)。

G20，2008年11月15日华盛顿峰会宣言。

G-20，2009年3月伦敦会议

“金融市场是全球的金融市场，彼此是相互关联的，而金融创新将继续在促进经济效率方面发挥重要作用。”(G20 2009:V)

在同一场会议上决定，从金融稳定论坛（FSF）过渡到金融稳定委员会（FSB），协调全球的金融市场监管。

G20，加强稳健监管和透明度。工作小组1，最终报告，2009年3月25日

2014年底G20金融稳定委员会（FSB）报告称：

“The job of agreeing measures to fix the fault lines that caused the crisis is now substantially complete.”

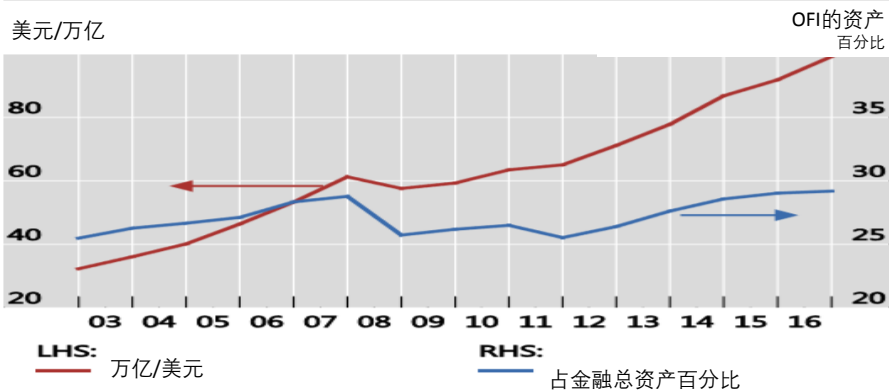
“协定的措施是，基本完成导致当前危机的错误发展线路的调整。”

FSB，致G20领导人：金融改革，完成任务，展望未来，2014年11月7日。

2007年之后金融市场监管的三大不足

- 影子金融体系仍然维持在相当大程度无监管的状态
转移不受监管部门活动的趋势
- 国际金融市场基本不受监管
 - 广泛的货币不匹配完全不受控
 - 超涨超跌循环仍在继续
 - 超出贸易信贷的无用的短期资本流得不到监管
- 巴塞尔协议III仍然不一致
 - 仍然使用股权持有的顺周期性风险模型
 - 反周期资本预备和杠杆比率能降低现有模型的风险，但作用不大的

其他金融中介机构（OFI） 21个管辖区和欧元区



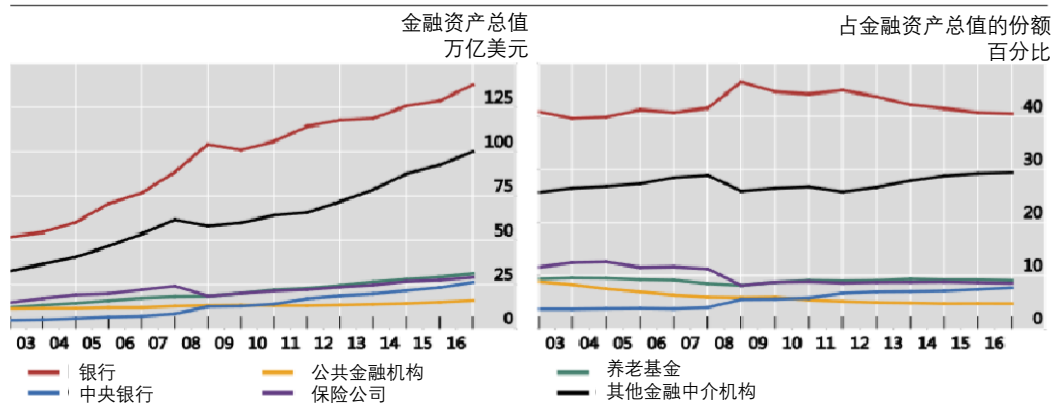
OFIs包括除中央银行、银行、保险公司、养老基金、公共金融机构或金融附属活动以外的全部金融机构。

1. 以2017年多个管辖区提交的历史数据为基础。因为使用恒定汇率，未计算汇率变动的影响（自2016年）。
2. 所有接受存款的公司。

来源：全球金融稳定委员会，全球影子银行监测报告，2018年3月

金融中介机构的资产 21个管辖区和欧元区

附表2-2

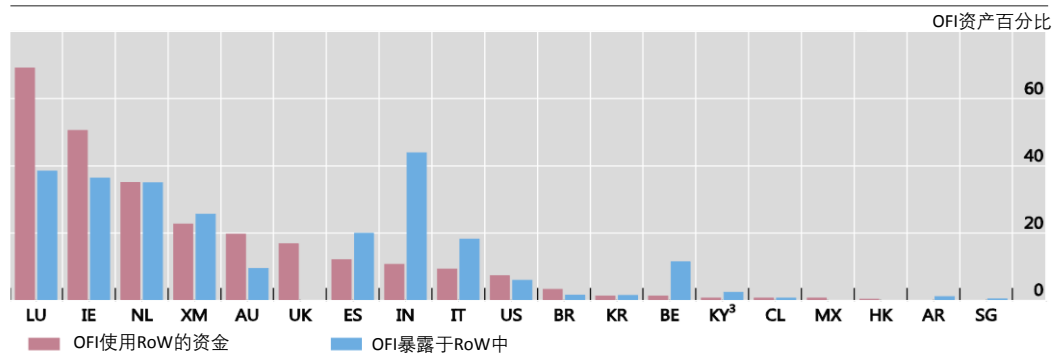


1. 以2017年多个管辖区提交的历史数据为基础。因为使用恒定汇率，未计算汇率变动的影响（自2016年）。2. 所有接受存款的公司。3. 国民金融资产总值的加权平均数。4 也包括垄断的金融机构和放款人，且基于演示之目的，包括金融附属活动。OFI资产增值也反映了管辖区层面一些OFI下属部门的数据的可用性有所改善。
来源：国家部门资产负债表和其他数据，FSB计算。

来源：全球金融稳定委员会，全球影子银行监测报告，2018年3月

OFI与世界的关联 截至2016年底

附表3-12



AU=澳大利亚；BE=比利时；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；ES=西班牙；FR=法国；HK=中国香港；ID=印度尼西亚；IE=爱尔兰；IT=意大利；KR=韩国；KY=开曼群岛；LU=卢森堡；MX=墨西哥；NL=北岛；RU=俄罗斯；SA=沙特阿拉伯；TR=土耳其；UK=英国；US=美国；XM=欧元区；ZA=南非；

1 OFI对全世界的负债占OFI资产的份额；2 OFI向世界提出的索赔占OFI资产的份额；开曼群岛的数据不包括投资资金。

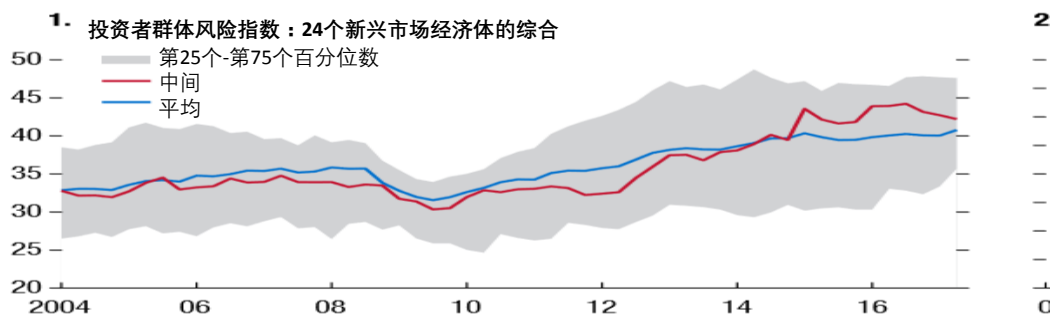
来源：国家部门资产负债表和其他数据，FSB计算。

来源：全球金融稳定委员会，全球影子银行监测报告，2018年3月

新兴国家（EM）的主权债务风险越来越大

图1.16 债权银行和外部融资漏洞

近年来，EM主权债务的投资者群越来越难以捉摸。



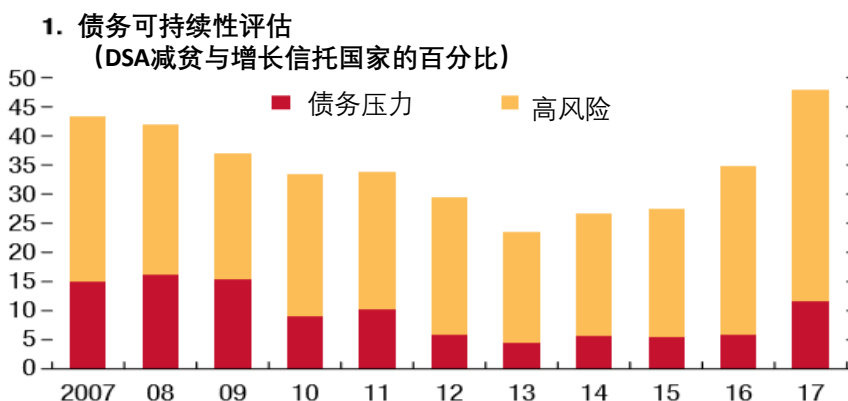
来源：国际货币基金组织，全球金融稳定性报告，2018年4月

投资者群风险指数旨在反映资金突然撤离的可能性，确保不同类型投资者持有主权债务 (Arslanalp and Tsuda : 2012年)。

Arslanalp, Serkan, and Takahiro Tsuda. 2012. “追踪全球新兴市场主权债务的需求。” IMF工作文件, 12/284, 国际货币基金组织, 华盛顿特区。

图1.17 低收入国家（LIC）的潜在风险越来越高

超过45%的低收入国家处于高风险或债务压力



来源：国际货币基金组织，全球金融稳定性报告，2018年4月

关于全球互联性的全球金融稳定性委员会

“数据库不断完善时.....数据库本身仍有不足。但可以进行准备性观察，包括银行和OFI与世界的其他国家不容忽视的潜在互联性，”

“FSB于2017年7月的影子银行活动及风险评估建议，可以加强监督影子银行活动和数据收集框架。”

来源：全球金融稳定性委员会，全球影子银行监测报告，2018年3月，第43f页。

结论

- 新全球金融问及的风险居高不下
- 监管影子金融系统势在必行
- 控制国际资金流
 - 尤其是减少货币不匹配的情况 - 还有政府
 - 大大减少短期资本流

全球化的未来

- 超全球化，自由贸易和自由资本市场并行
 - 有很多输家 (也符合主流模型发展模式)
 - 新型的帝国主义
 - 发展中国家中没有这么多中间环节的产品
 - 负债的发展中国家向发达国家支付利息
 - 外商直接投资的例如转移至发达国家
 - 跨国公司位于全球寻租理论战略的中心 (寡头垄断、买方垄断)
 - 高度不平等的世界
 - 侵蚀民主和国家主权
- 需要监管全球化发展 (见Dani Rodrik示例)

谢谢！

文献：

Sebastian Dullien, Hansjörg Herr 和 Christian Kellermann, 资本主义。经济改革的蓝图，伦敦（普卢托出版社），2011年，并以中文、印度尼西亚语、韩语及波斯语刊发。

Hansjörg Herr, 后金融危机：金融、监管和制度结构的改革及改革方案，经济参考数目，2016年，第3卷，第172页-第202页。



GVCs 的地位越来越重要

80%

的全球贸易的全球价值链以跨国公司形式发生
(UNCTAD (2013))



70%

的全球交易账户为世界500强跨国公司
(Sydor 2011)

40%

的发展中国家参与全球增值贸易
(UNCTAD (2013))

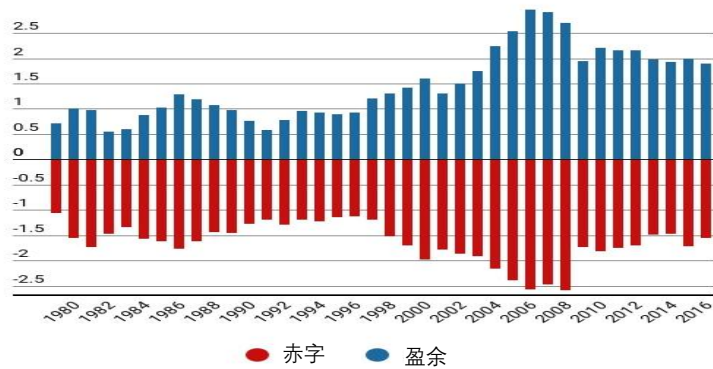


60%

的全球贸易包括中间产品及服务
(UNCTAD (2013))

问题征兆

全球金融危机之前外部经济失衡。IMF年度外部评估希望在不平衡进一步加剧之前明确这些风险因素。
(全球GDP百分比)

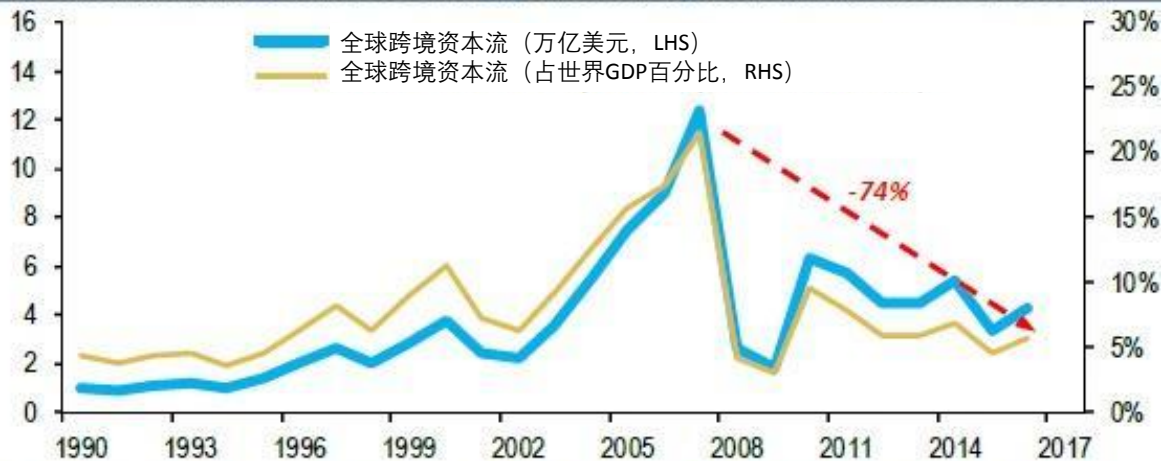


来源：国际货币基金组织，全球经济展望，及IMF计算。
注：因为统计差异，总盈余和赤字可能会稍微不同。



国际货币基金组织

全球化是不是已经名存实亡？全球跨境资本流。自2007年达到峰值后显著下降



来源：麦肯锡全球保险、国际货币基金组织、世界银行，资本流定义为FDI综合，组合投资、组合债务、投资和借款/其他投资

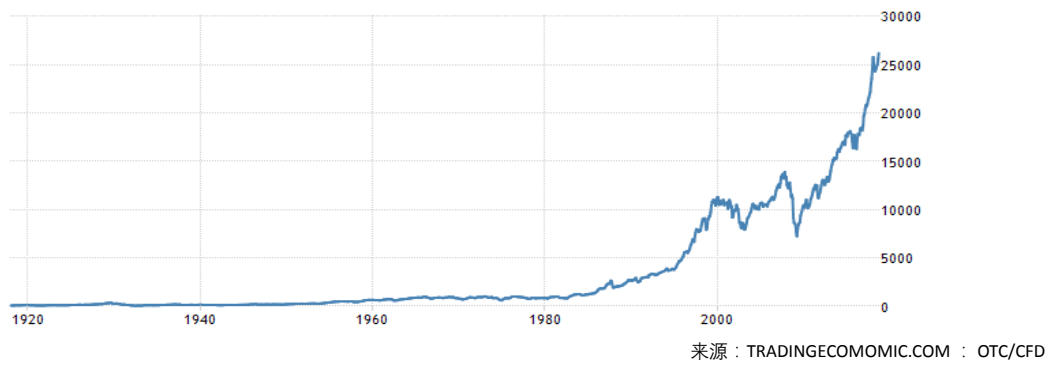
2



<https://www.finanzen.net>

道琼斯股票

道琼斯行业平均值



来源：TRADINGECONOMIC.COM : OTC/CFD

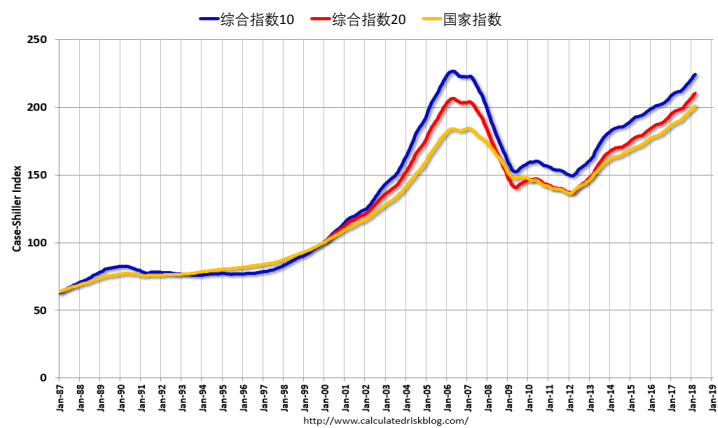
DAX



<https://www.finanzen.net>

美国房地产的价格

凯斯席勒国家和综合指数（名义上的）



“不断上升的公司债务：危险或承诺？”

Diana Goldshtein

麦肯锡金融市场部资深专家

工作经验

金融市场资深专家

麦肯锡全球研究所（华盛顿特区）

2017年2月 – 至今

麦肯锡全球研究所（MGI），负责对全球金融市场的发展进行研究、发表见解和编撰书面报告。建立和管理 MGI 资本市场数据库。

主要业绩

- 合著和管理以下关于全球金融市场的研究
 - [企业债务：是机遇还是挑战？](#) 2018年7月
 - [金融全球化的最新动态](#)，2017年8月
- 领导开发[全球资本流](#)和[全球债务](#)的数据可视化

知识专员，俄罗斯及 CIS 金融机构研究小组主管

2013年9月 – 2017年1月

麦肯锡咨询公司（莫斯科）

领导俄罗斯及 CIS 的金融机构研究小组聚焦零售银行业务专题，监督中欧和东欧的银行研究。推动项目流程和向俄罗斯及 CIS 的银行客户推介项目。为制定当地和全球研究措施出谋划策。

参与的一些项目包括：

- 为俄罗斯消费金融参与者制定策略
- 为俄罗斯其中一家顶级银行的零售业务客户流失管理进行诊断
- 管理乌克兰国家银行的[《乌克兰银行效率研究》](#)
- 为俄罗斯其中一家顶级银行制定优质运行的基准
- 准备和参与俄罗斯零售银行的战略研讨会
- 为 CIS 区域的发展银行制定策略

分析师

毕马威财务咨询公司策略组（莫斯科）

2012年9月 – 2013年8月

主要职责

- 进行涵盖特定主题范围或地理区域的研究
- 准备提案、推销会和项目交付
- 提供分析性复核（市场分析、竞争力分析和公司简介）

工作经验

伦敦政治经济学院比较政治学理科硕士

2011-2012年

乌克兰基辅大学理论经济学学士学位

2007-2011年

Rising corporate debt: Peril or promise?

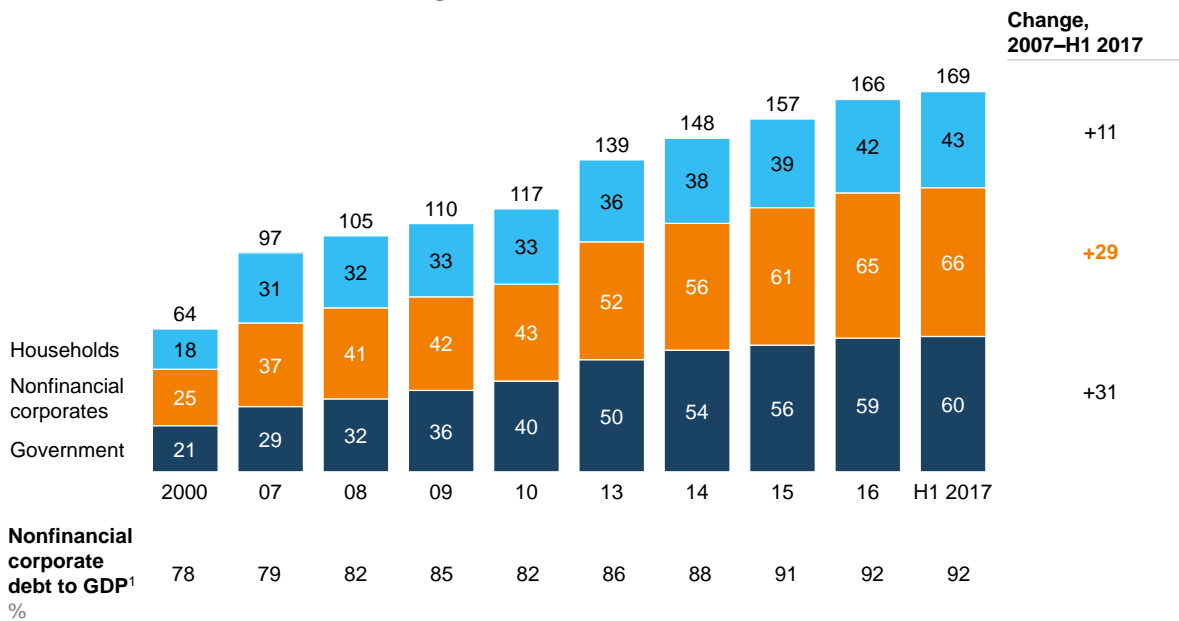
DIANA GOLDSHTEIN

October 15, 2018

CONFIDENTIAL AND PROPRIETARY
Any use of this material without specific permission of
McKinsey & Company is strictly prohibited

Corporate debt has grown by \$29 trillion since 2007 and from 79 to 92 percent as a share of GDP

Total debt outstanding¹
\$ trillion, constant H1 2017 exchange rate



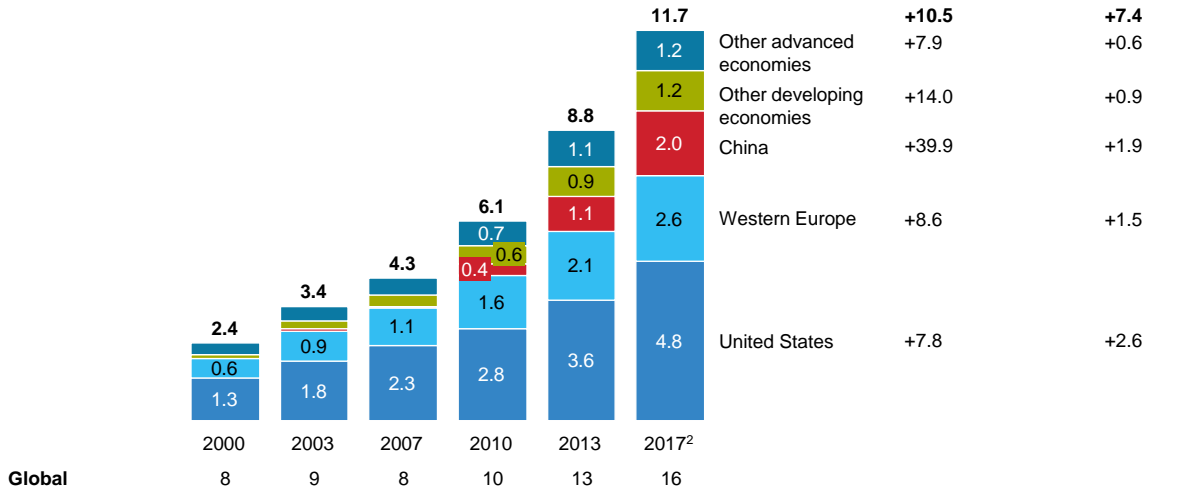
¹ Estimated bottom up using data for 43 countries from Bank for International Settlements (BIS) and data for eight countries from McKinsey's Country Debt Database.
NOTE: Figures may not sum to 100%, because of rounding.

SOURCE: BIS; McKinsey Country Debt Database; McKinsey Global Institute analysis

Nonfinancial corporate bond markets increased 2.7 times over the past decade

Global nonfinancial corporate bonds outstanding by region¹

\$ trillion, nominal exchange rate



Global nonfinancial corporate bonds outstanding/GDP
%

¹ Bond nationality is based on the location of the headquarters of the parent company of the company issuing bonds.
² Data as of December 4, 2017.
NOTE: Figures may not sum to 100%, because of rounding.

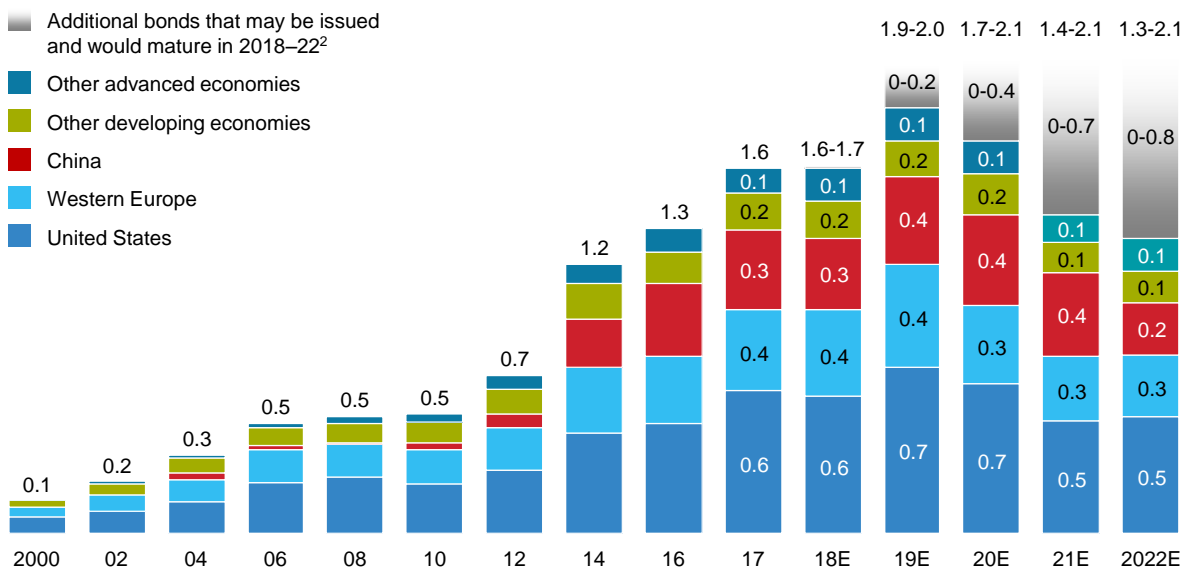
SOURCE: Dealogic; McKinsey Global Institute analysis

McKinsey & Company 3

A record amount of bonds will need to be refinanced over the next 5 years—up to \$2.1 trillion annually

Global nonfinancial corporate bonds maturing annually¹

\$ trillion



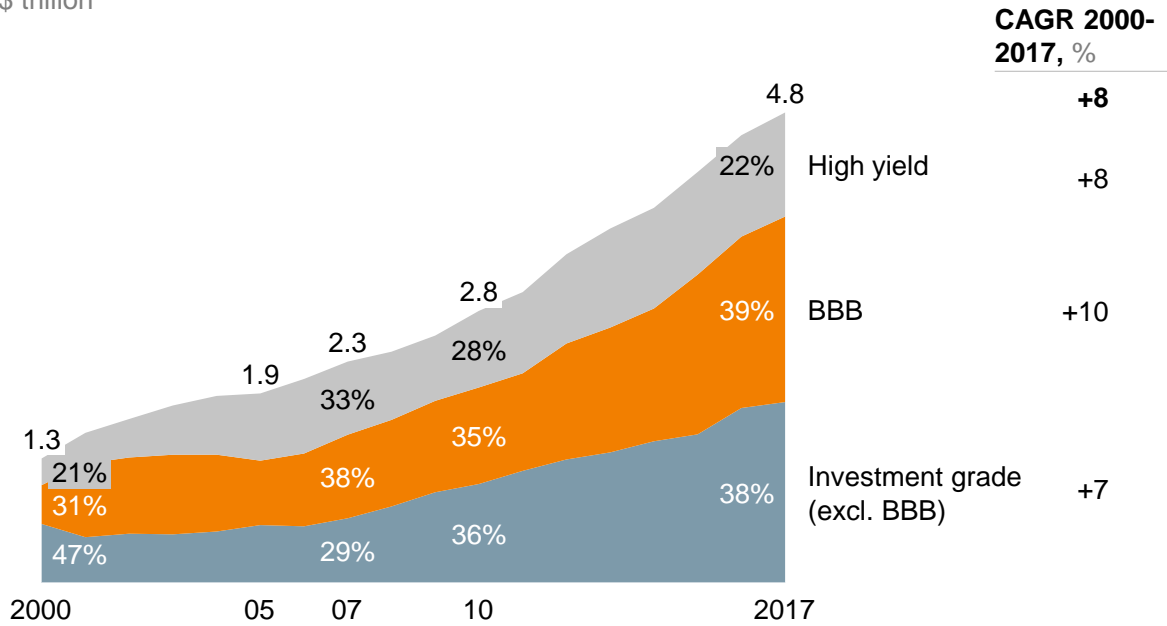
¹ Data as of December 4, 2017.
² Bonds of shorter maturities (less than 5 years) may be issued in coming years and would add to the amount maturing each year. We base our projection of the size of these issuances on the historical trend from 2014 to 2017 for each maturity.
NOTE: Figures may not sum to 100%, because of rounding.

SOURCE: Dealogic; McKinsey Global Institute analysis

McKinsey & Company 4

Credit quality has deteriorated: BBB-rated bonds are almost 40 percent of all US corporate bonds outstanding

US nonfinancial corporate bonds outstanding based on S&P ratings¹, \$ trillion



CAGR 2000-2017, %

+8

+8

+10

+7

¹ Shares from Morgan Stanley applied to Dealogic numbers

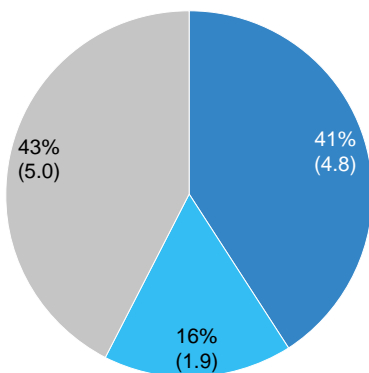
SOURCE: Morgan Stanley, Dealogic, McKinsey Global Institute analysis

McKinsey & Company 5

Noninvestment-grade bonds account for 16 percent of total bonds outstanding

Global nonfinancial corporate bonds outstanding, 2017¹

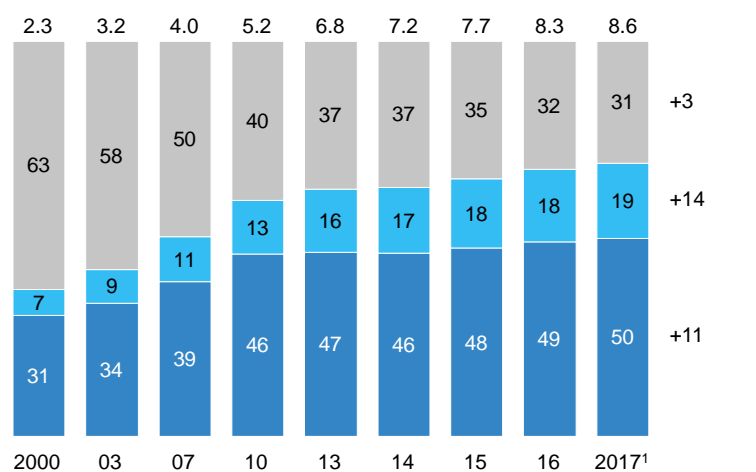
%, (\$ trillion)
100% = \$11.7 trillion



Advanced economies' nonfinancial bonds outstanding

%, \$ trillion

100% =



CAGR, 2007-17 (%)

+3

+14

+11

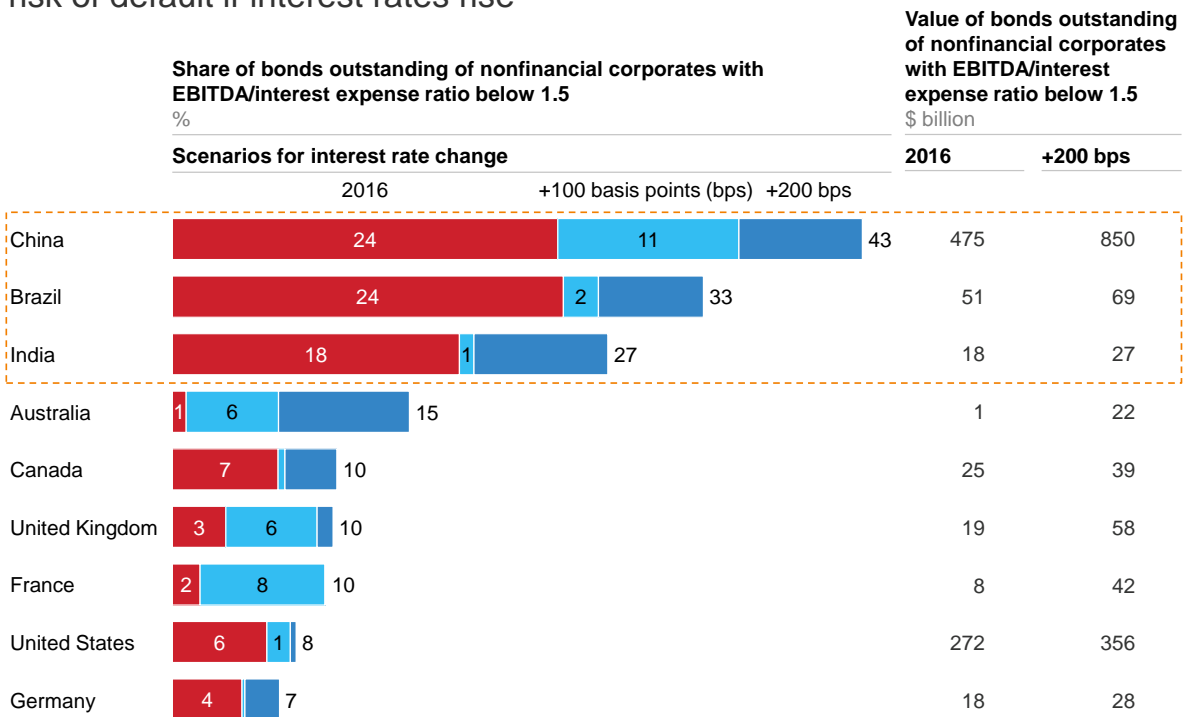
¹ Data as of December 4, 2017.

NOTE: Figures may not sum to 100%, because of rounding.

SOURCE: Dealogic; McKinsey Global Institute analysis

McKinsey & Company 6

In China, Brazil, and India, 30 to 40 percent of corporate bonds may be at risk of default if interest rates rise



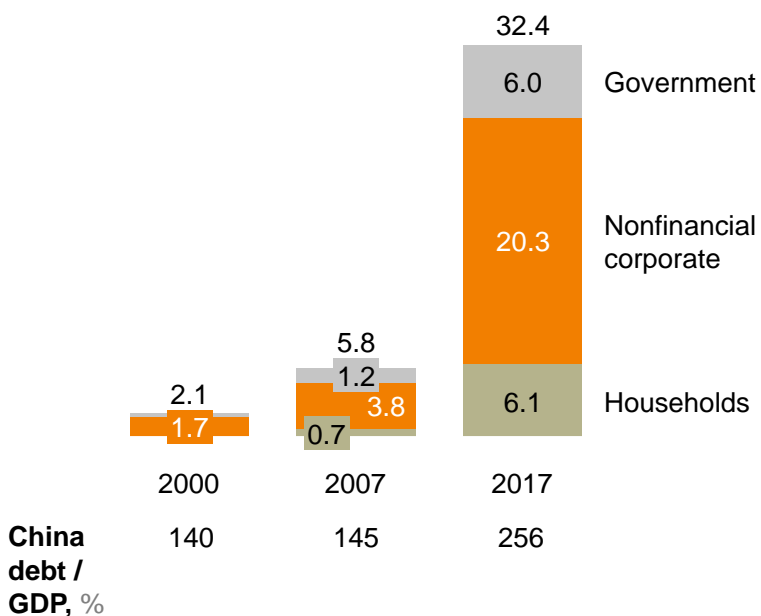
SOURCE: Capital IQ; Dealogic; McKinsey Global Institute analysis

McKinsey & Company 7

China's corporate debt has increased by more than 5 times over the last decade -- \$20 trillion and counting

China debt¹

\$ trillion, constant 2017 exchange rate



Reasons to worry about China's corporate debt

- Large portion linked to real estate, directly or indirectly
- 30% from opaque nonbank lenders
- Trade war could hurt corporate performance – enough to spark a wave of defaults?

¹ Debt includes household, nonfinancial corporate, and government debt; excludes debt of the financial sector.

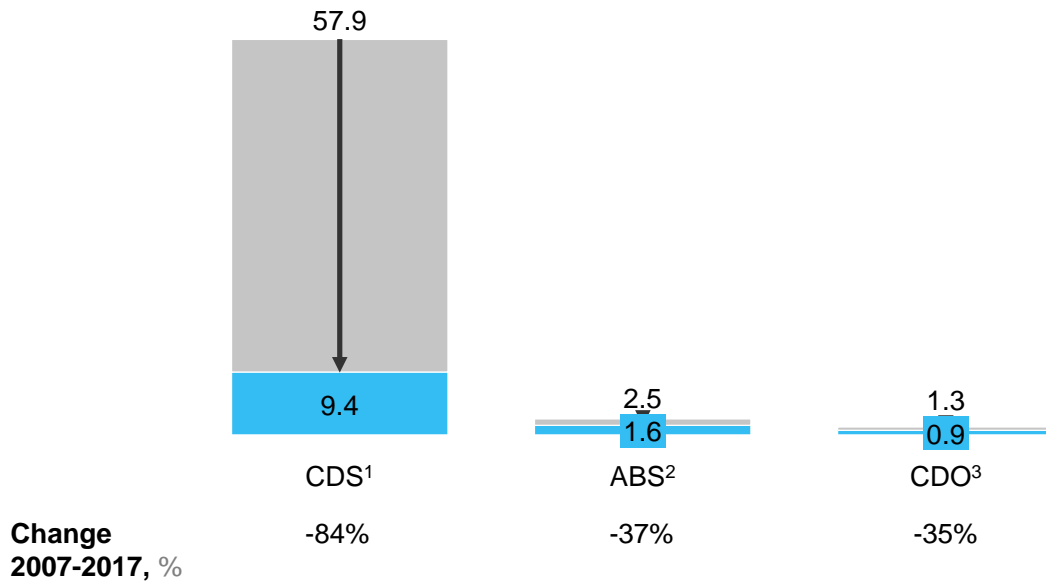
SOURCE: BIS; McKinsey Global Institute analysis

McKinsey & Company 8

But could a corporate debt crisis in one country create a global event? The instruments that created global repercussions in 2008 are mostly gone

CDS, ABS and CDO outstanding
\$ trillion

■ 2007 ■ 2017



1 Global total 2 US and Europe; ABS not including MBS. 3 US and Europe; including CLO, SF and Other CDO, not including CMO
SOURCE: Bank for International Settlements; SIFMA; AFME; McKinsey Global Institute analysis

But if you want reasons to worry....

Liquidity in bond markets has dried up

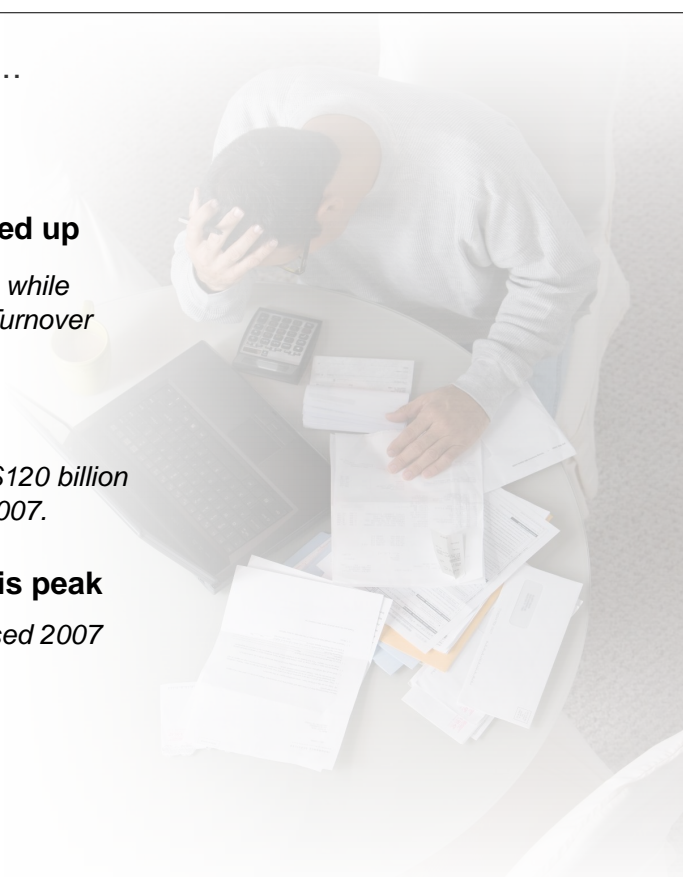
- *Market making capacity has declined, while corporate bonds outstanding tripled. Turnover has fallen.*

CLO market is soaring

- *US CLO issuance is nearing peak of \$120 billion in 2017 – compared to \$90 billion in 2007.*

LBO market has reached pre-crisis peak

- *Private equity fundraising has surpassed 2007 level, at \$750 billion raised in 2017.*

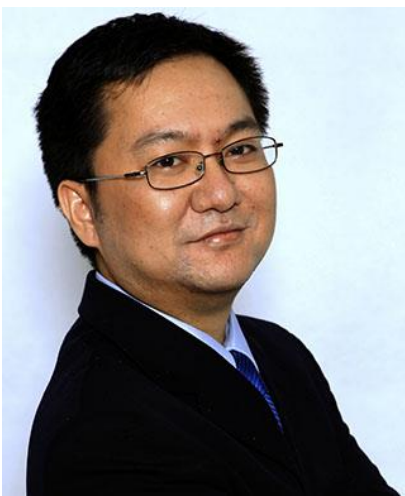


“从结构性角度看中国的债务负担”

王 涵

兴业证券首席宏观分析师

分析师



王涵

兴业证券经济与金融研究院副院长，首席宏观经济分析师
兴证国际金融控股有限公司 首席经济学家

中国科学技术大学理学学士，
美国华盛顿（圣路易）大学理学硕士、博士。

中国金融40人青年论坛会员，中国保险保障基金风险评估专家委员会

2011年加入兴业证券研究所。在此之前曾担任莫尼塔投资发展有限公司宏观经济学家、宏观经济副总监，德国耶拿大学博士后。

所获奖项

《新财富》最佳证券分析师（宏观经济）	2012-2017
《证券市场周刊》水晶球奖最佳分析师（宏观经济）	2012-2017
《中国证券报》金牛奖最佳卖方分析师（宏观经济）	2012-2017
《第一财经》最佳证券分析师（宏观经济）	2012-2017
中国保险资产管理业协会最佳卖方分析师（宏观经济）	2014-2017



从结构性角度看中国的债务负担

2018. 10. 15

兴业证券
XINGYE SECURITIES

王涵
S0190512020001
兴业证券经济与金融研究院

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES ONE THE FINAL PAGE OF THIS DOCUMENT

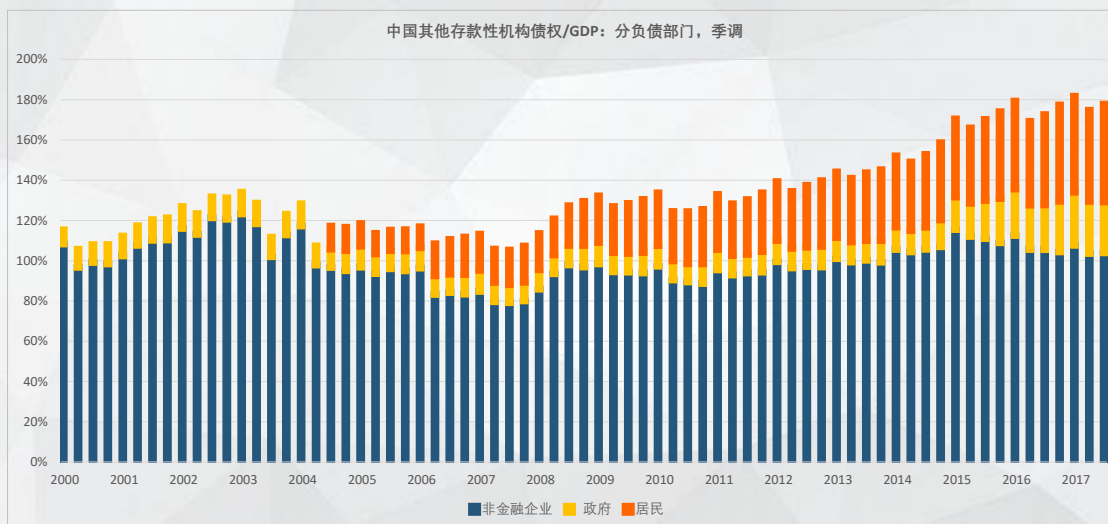
摘要

- 中国整体债务-GDP比率已处于较高水平
- 但与绝对的债务率水平相比，资产收益-负债成本相匹配的问题可能更为关键
- 除需要通过改革释放红利、提升资产收益率外，负债端的结构性问题也亟待解决：
 - 2011年之后，影子银行占比上升过快，额外抬升负债成本
 - 养老金等长期资金的基础性政策建设滞后，加剧期限错配风险
 - 金融产品线有待丰富，导致金融机构过于依赖扩表方式来赚取收益
 - 不同类型企业的融资环境差异较大
 - 股权市场、非银行金融机构发展滞后，导致债务负担易上难下
- 政策建议：
 - 金融机构负债方：进一步深化税收体制改革，尽快从资金源头上解决“长钱”问题
 - 金融中介机构：加快非银行金融体系建设
 - 金融机构资产方：
 - 加快多层次资本市场建设
 - 进一步丰富债权类金融产品

兴业证券
XINGYE SECURITIES

2

中国整体债务%GDP处于高位



数据来源：人民银行

注：居民部门2015Q2之前的数据缺失

兴业证券
XINGYE SECURITIES

3

杠杆是中性的：核心在于资产收益与负债成本要相匹配



数据来源：人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

兴业证券
XINGYE SECURITIES

4

结构性特征1：影子银行占比上升—进一步抬升负债成本

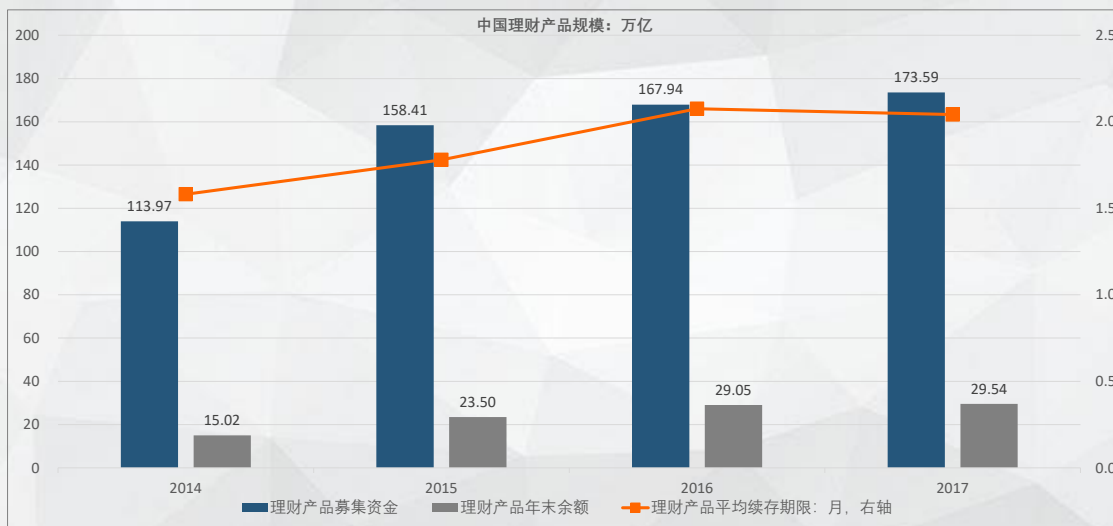


数据来源：人民银行，BIS，兴业证券经济与金融研究院整理



5

结构性特征2：“缺长钱”，推升期限错配风险

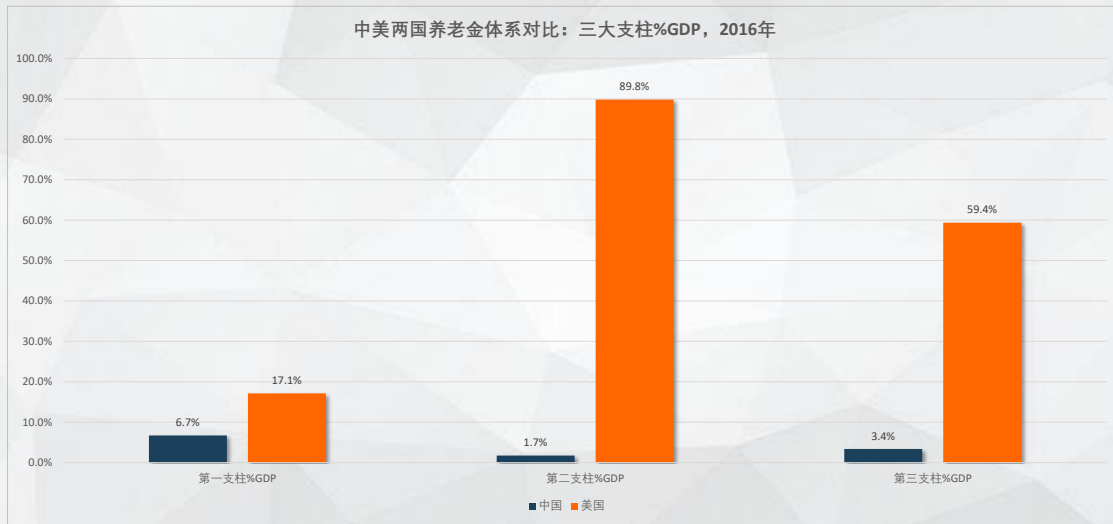


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理



6

养老金体系建设滞后，是这一现象背后的重要原因

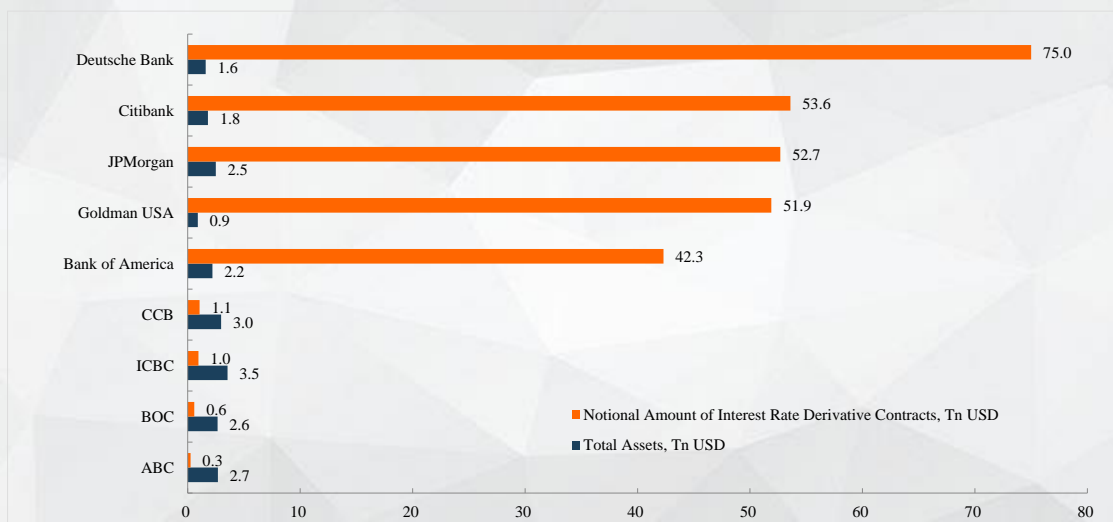


数据来源：人社部，FRED，兴业证券经济与金融研究院整理

兴业证券
XINGYE SECURITIES

7

结构性特征3：过于依赖“扩表”来赚取收益

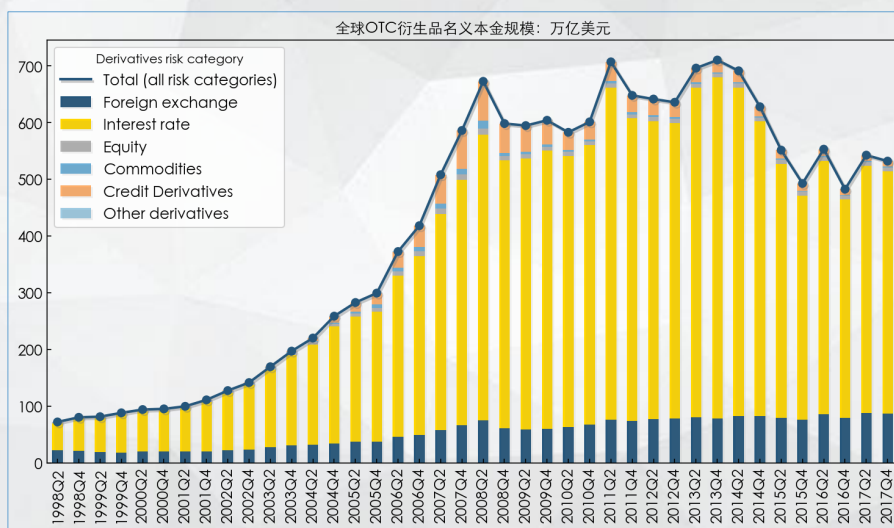


数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

兴业证券
XINGYE SECURITIES

8

金融产品线发展滞后也是这一现象背后的原因之一

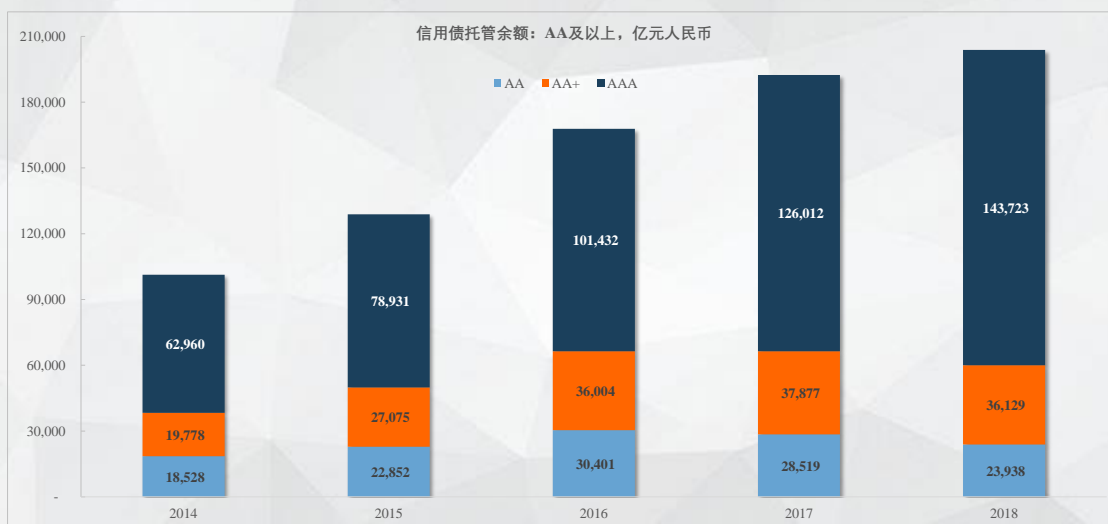


数据来源：Fred，兴业证券经济与金融研究院



9

结构性特征4：去杠杆对不同主体类型的冲击呈现差异化特征



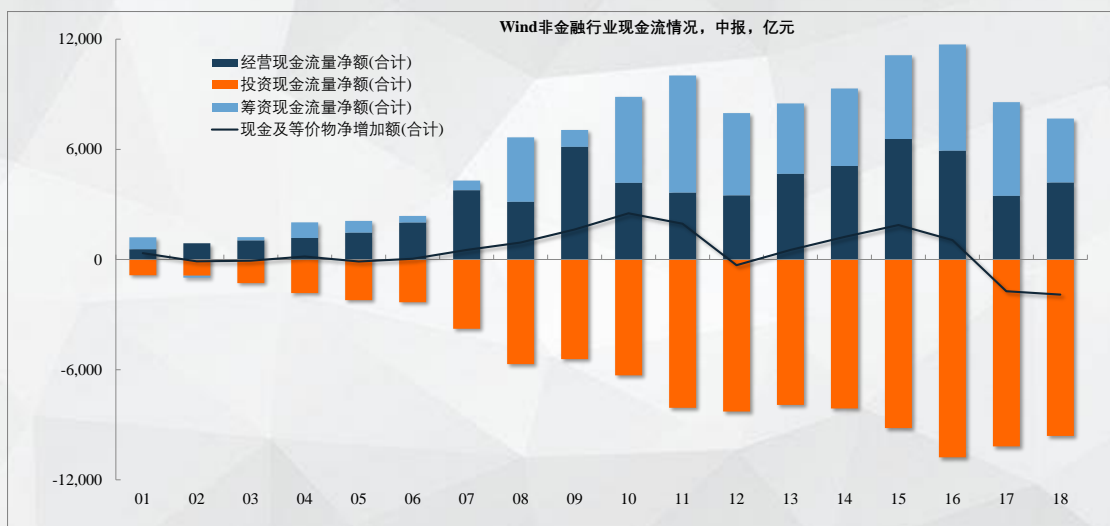
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院

注：2018年数据截至8月30日

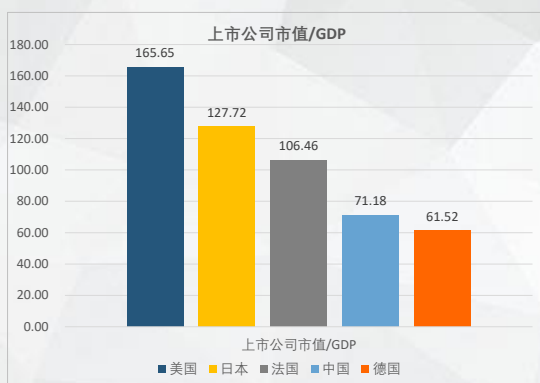


10

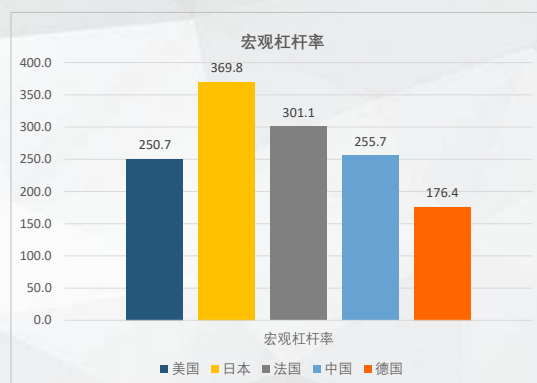
今年企业经营环境恶化：受到去杠杆的影响较为明显



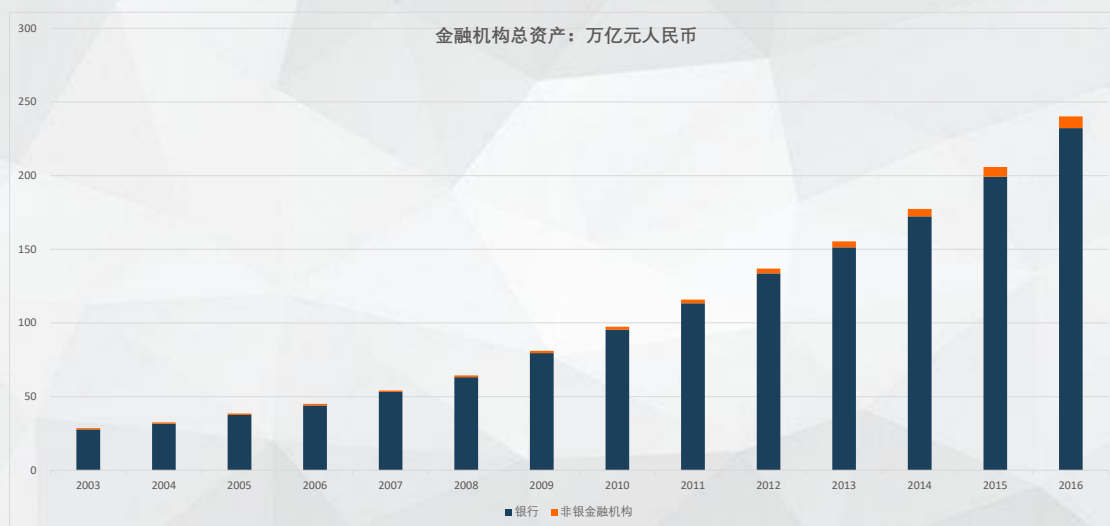
结构性特征5：股权融资发展严重滞后于债权融资



数据来源：BIS



这一现象背后，是非银行金融机构发展的滞后



数据来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院

兴业证券
XINGYE SECURITIES

13

摘要

- 中国整体债务-GDP比率已处于较高水平
- 但与绝对的债务率水平相比，资产收益-负债成本相匹配的问题可能更为关键
- 除需要通过改革释放红利、提升资产收益率外，负债端的结构性问题也亟待解决：
 - 2011年之后，影子银行占比上升过快，额外抬升负债成本
 - 养老金等长期资金的基础性政策建设滞后，加剧期限错配风险
 - 金融产品线有待丰富，导致金融机构过于依赖扩表方式来赚取收益
 - 不同类型企业的融资环境差异较大
 - 股权市场、非银行金融机构发展滞后，导致债务负担易上难下
- 政策建议：
 - 金融机构负债方：进一步深化税收体制改革，尽快从资金源头上解决“长钱”问题
 - 金融中介机构：加快非银行金融体系建设
 - 金融机构资产方：
 - 加快多层次资本市场建设
 - 进一步丰富债权类金融产品

兴业证券
XINGYE SECURITIES

14

免责声明 DISCLAIMER

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

免责声明 DISCLAIMER

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见及建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYB823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给他人的，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明 DISCLAIMER

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn

“中国债务杠杆去化的未来路径”

刘海影

上海发展研究基金会高级研究员

刘海影



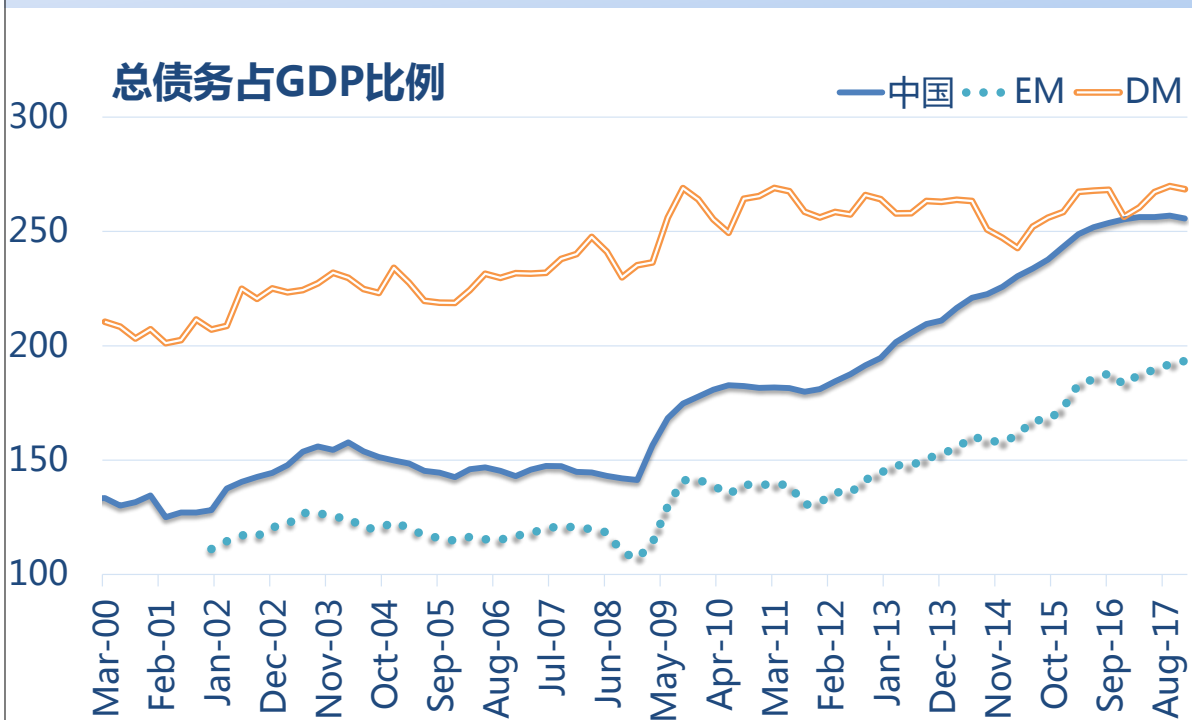
上海发展研究基金会高级研究员，FT 中文网特约撰稿人。曾任对冲基金首席投资官，专长宏观经济预测与全球宏观对冲投资。主要研究兴趣包括货币理论、债务周期与新内生增长理论等，著有《中国经济下一步：繁荣还是陷阱》、《中国巨债：经济奇迹的根源与未来》等书籍，其中《中国巨债》被翻译成法文在全球出版发行。



中国债务杠杆去化的未来路径

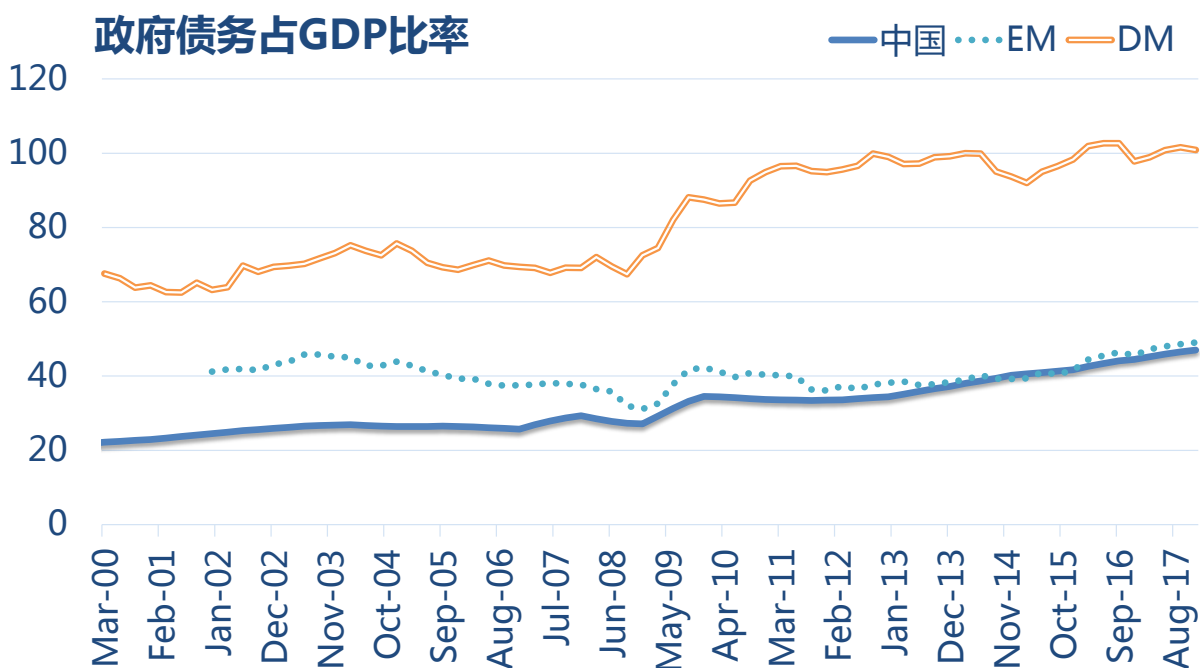
上海发展研究基金会
刘海影
2018.10.15

中国债务的主要分布



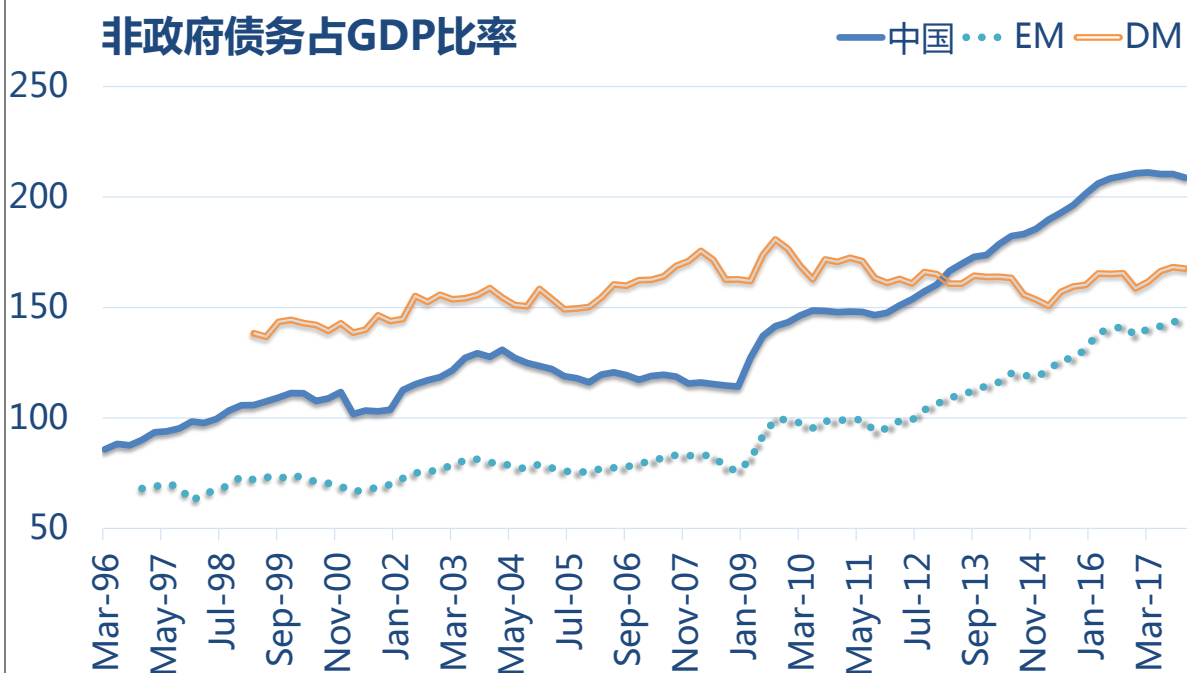
数据来源：BIS

中国政府债务杠杆率不算高



数据来源：BIS

中国非政府债务（尤其是企业债务）很高



数据来源：BIS

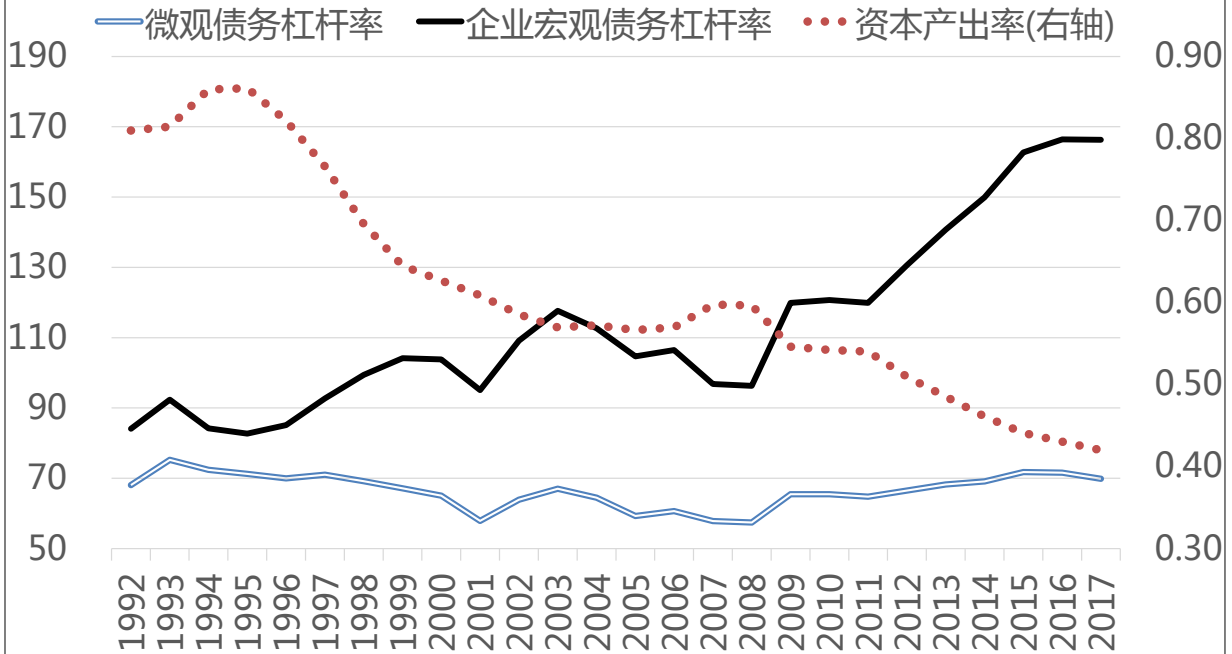
非政府债务问题的本质

- ◆ 微观角度而言，债权与股权只是不同的融资方式，并无高低上下之别（MM定理）
- ◆ 融资所支持的资产质量决定了债务是否有问题
- ◆ 资产质量的定义：ROIC是否高于RCoC（Risk Adjusted Cost of Capital）
- ◆ 如果是好资产，高债务杠杆率不会成为问题，其结果是股东回报率波动率升高
- ◆ 如果是坏资产，要么出清，则债务违约；不出清则必须债务展期，债务杠杆率不断升高

债务杠杆率的拆分

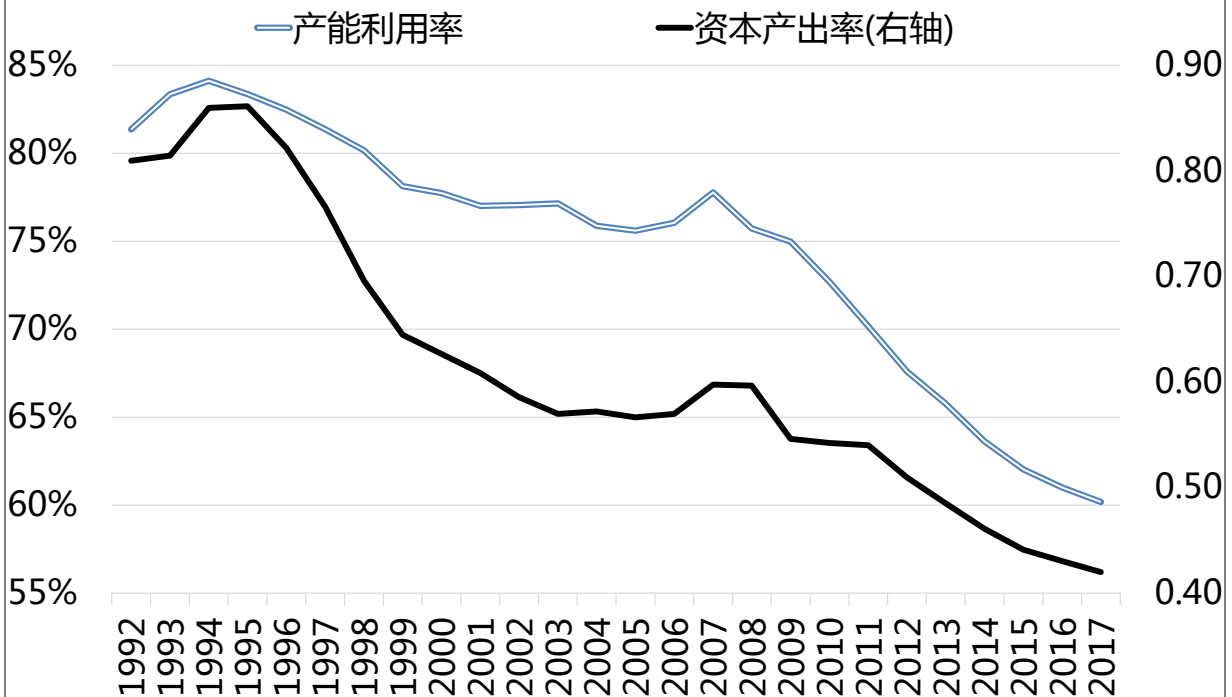
- ◆
$$Leverage = Debt/GDP = \frac{Debt}{Capital} / \frac{GDP}{Capital} = \frac{D/C}{Y/C}$$
- ◆ 企业宏观债务杠杆率=企业微观债务杠杆率/资本产出率

中国宏观杠杆率的拆分



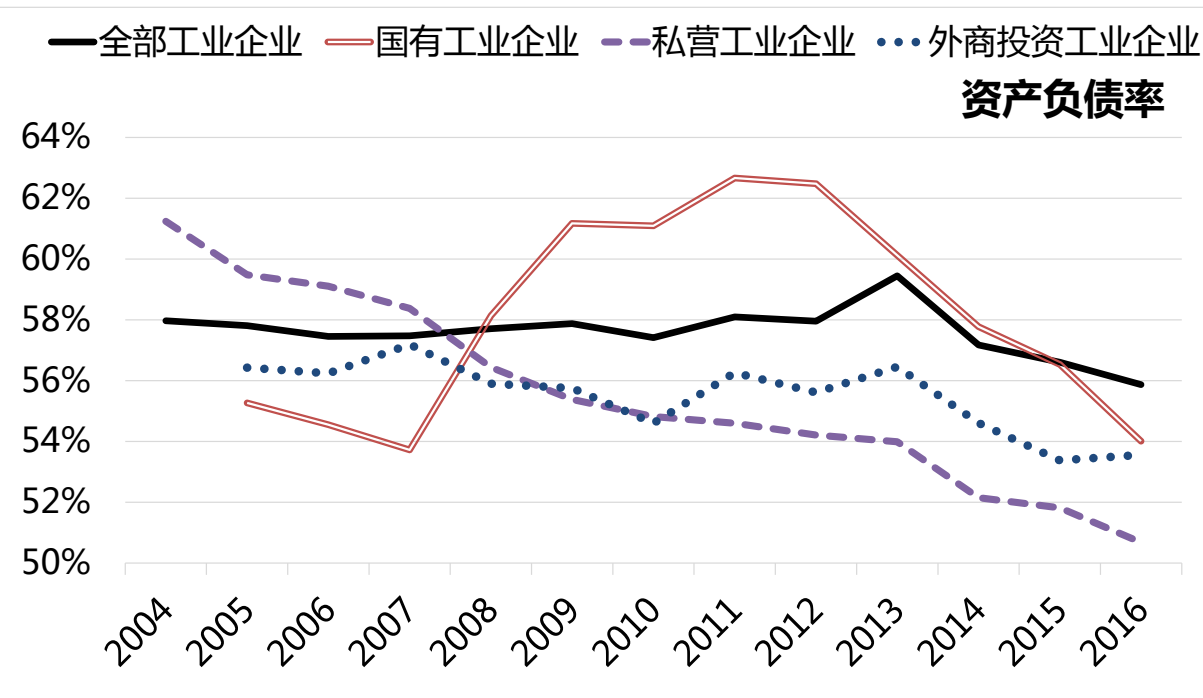
数据来源：企业宏观债务杠杆率：BIS；资本产出率：中国统计局，模型估算；微观债务杠杆率：根据前两个数据计算

资本产出率的降低



数据来源：资本产出率：中国统计局，模型估算；产能利用率：中国统计局，模型估算

微观债务杠杆率的分布

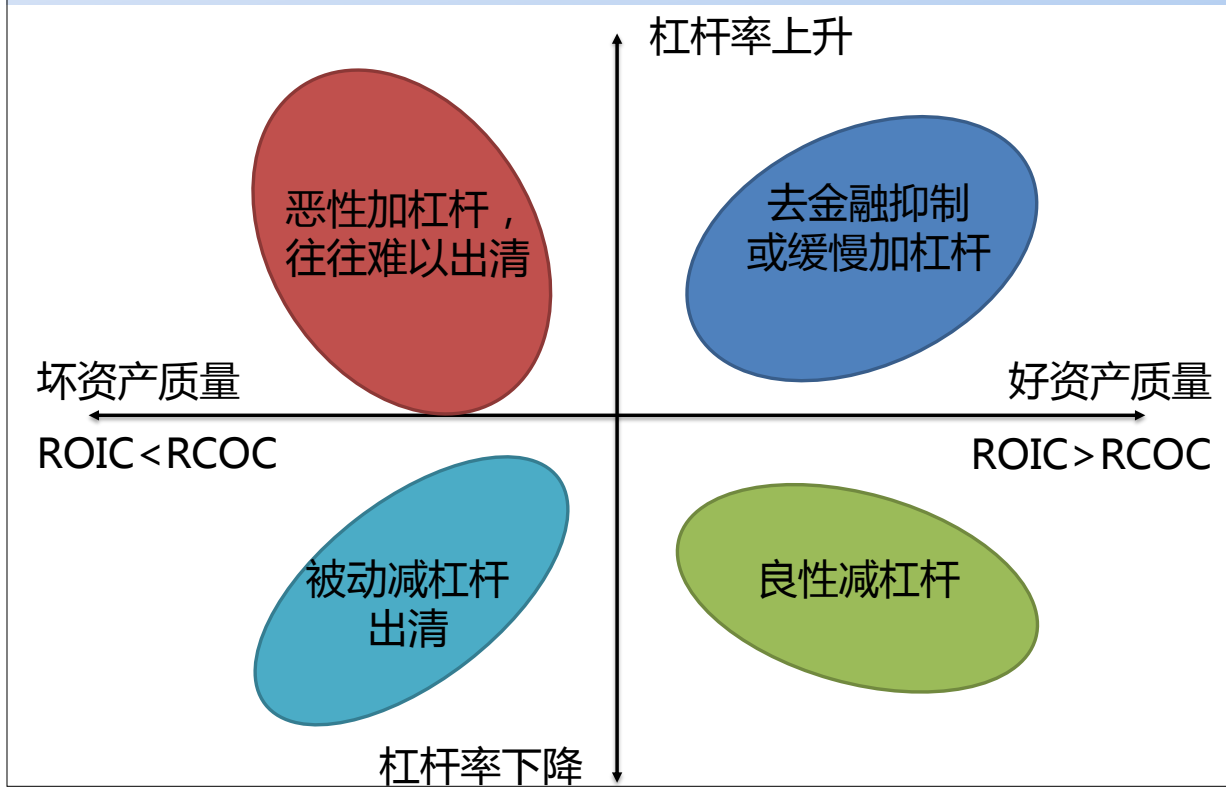


数据来源：中国统计局

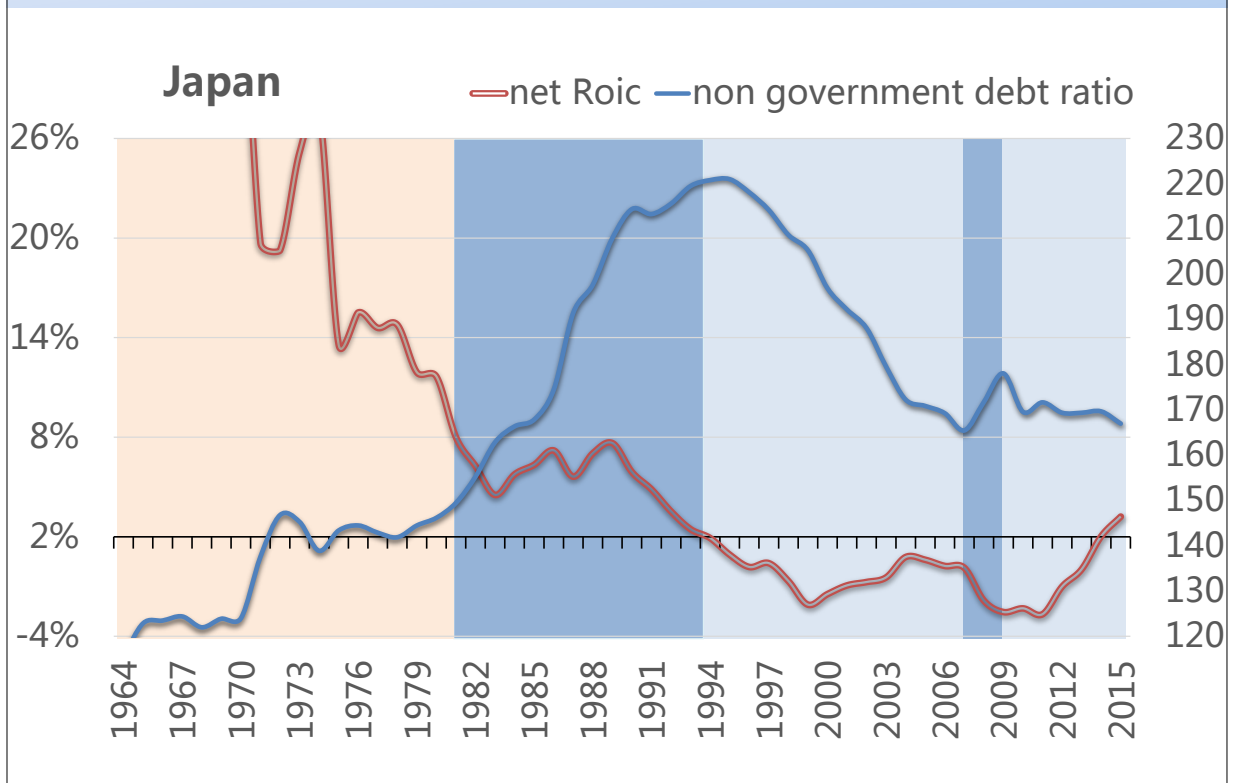
债务杠杆率的驱动因素

- ◆ 资本产出率：与过剩产能率正相关
- ◆ 微观债务杠杆率：与ROIC、出清率有关
 - 正常企业：ROIC \uparrow ，微观债务杠杆率 \uparrow
 - 僵尸企业：微观债务杠杆率持续 \uparrow
- ◆ 破产出清率 \uparrow ：降低僵尸企业占比
- ◆ ROIC \uparrow ：降低僵尸企业占比
- ◆ 结论:ROIC \uparrow 、破产出勤率 \uparrow ，微观债务杠杆率 \downarrow

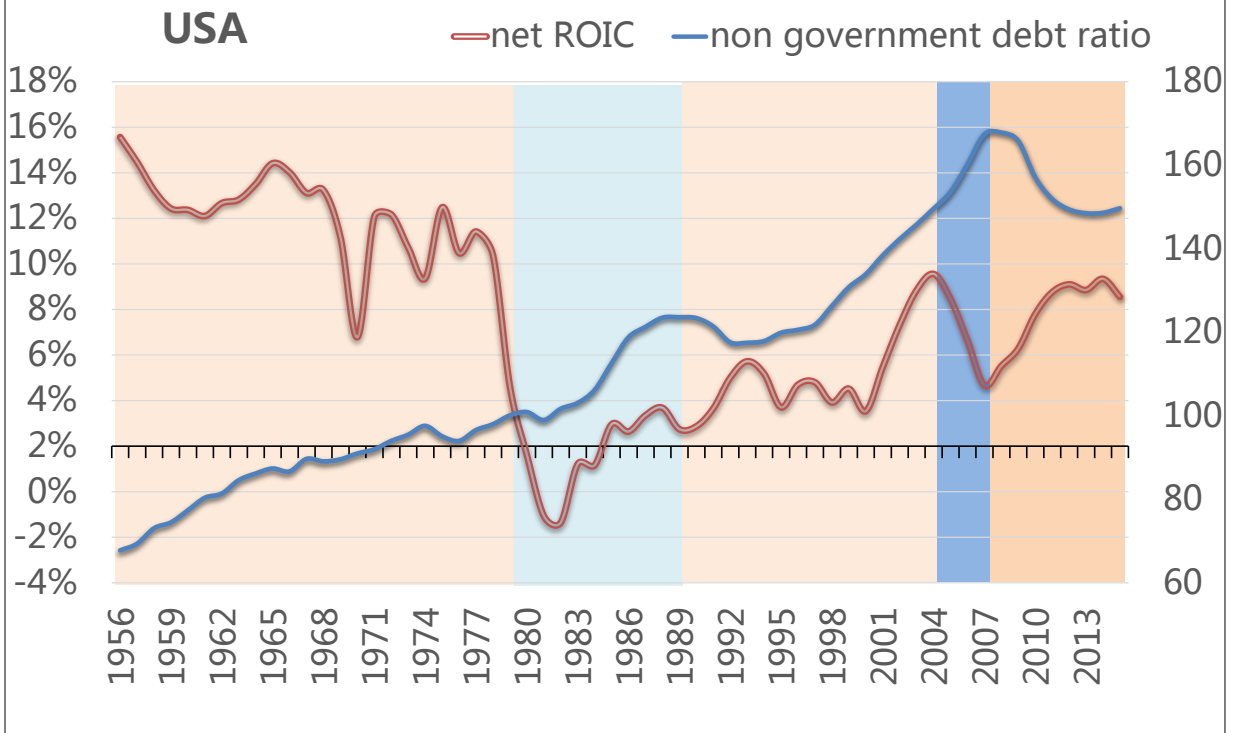
不同资产质量下的债务率运动



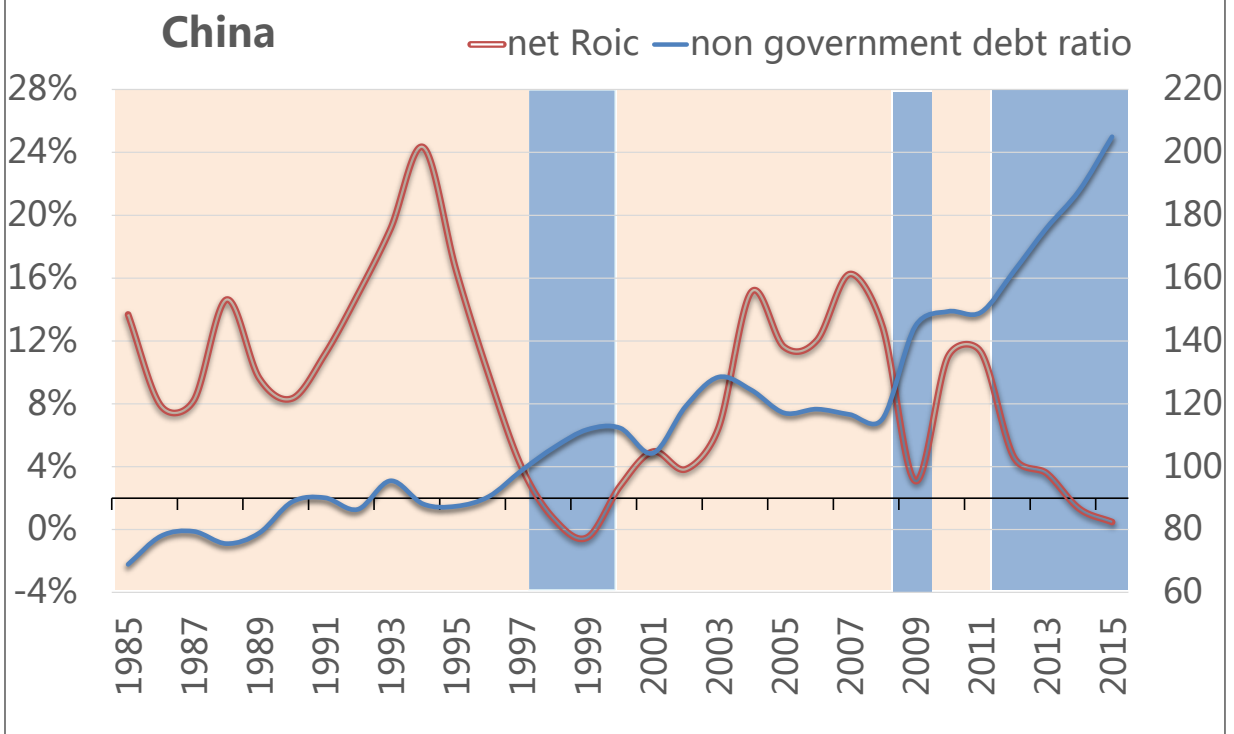
日本宏观杠杆史



美国宏观杠杆史



中国宏观杠杆史



投资与投资回报率

- ◆ 巨额投资之后，产能大增，需要下期以更大的需求（投资+消费）来匹配需求
- ◆ 但有效投资机会有限，强行扩大投资规模不能增加等比例的收入，资本产出率降低，必然导致ROIC降低
- ◆ ROIC降低推升僵尸企业占比，这部分企业拒绝退出，其债务杠杆率上升，抵消了正常企业减杠杆的成效

中国目前的闭路循环



现有路径：选择性出清+有限度刺激

- ◆ 去产能+去杠杆+信用背书不变，导致民企出局
- ◆ 收紧地方政府财力，使得经济刺激力度降低
- ◆ 表外转表内，令非标债务违约率上升，最终也将驱使债券违约率与银行坏账率提升
- ◆ 股价、房价与汇率均受到压力
- ◆ 微观杠杆率缓慢下滑、资本产出率继续降低，令宏观杠杆率继续上升，不过速率降低
- ◆ 投资持续失速，经济持续承压

可能选择一：继续去杠杆+加大刺激

- ◆ 国企信用背书不变，去杠杆导致更多民企出清，ROIC难以有效提升，微观杠杆率缓慢降低
- ◆ 微刺激下有效投资占比较低，资本产出比继续降低，导致宏观杠杆率难以下滑
- ◆ 经济增速有望反弹2个季度，随后下滑

可能选择二：放弃去杠杆+加大刺激

- ◆ 国企信用背书不变，微观杠杆率上升
- ◆ 资本产出比快速走低降低
- ◆ 宏观杠杆率快速走高
- ◆ 经济增速有望反弹4个季度，随后下滑

可能选择三：放弃去杠杆+不刺激

- ◆ 国企信用背书不变，微观杠杆率上升
- ◆ 资本产出比维持稳定
- ◆ 宏观杠杆率缓慢走高
- ◆ 经济增速较快速度下滑

可能选择四：破除国企背书+约束地方政府+宽松宏观政策

- ◆ 国企倒闭或重组，民企得到更多金融资源，债务杠杆率下滑
- ◆ 央行向银行间市场提供充分流动性，部分小银行被接管
- ◆ 投资效率提升，资本产出比提升，宏观杠杆率降低
- ◆ 经济增速快速下滑4~6个季度，随后反弹

Thanks!

edliu2001@qq.com

第四部分：汇率和跨境资本流动

主持人：张 湧

复旦大学上海自贸区综合研究院研究员

“南半球金融一体化的加深及其脆弱性”

Yılmaz Akyüz

南方中心首席经济学家

Yilmaz Akyüz



耶尔马兹·博士曾担任联合国贸易和发展会议（联合国贸发会议，UNCTAD）全球化和发展战略部门主管，并于 2003 年 8 月退休。他是负责编写贸易和发展报告的主要作者和组长，也是联合国贸发会议向 24 国集团提供国际货币和金融问题研究支持和帮助的协调员。阿圭兹博士指导了对贸易、金融、投资和发展各个方面的研究，并代表联合国贸发会议出席了各种国际会议，包括国际货币和金融委员会和布雷顿森林机构发展委员会的会议。他在 1984 年加入贸发会议之前和退休后在欧洲各大学任教，并出版了关于宏观经济学、金融、增长和发展的文章和书籍，包括著作《玩火》（牛津大学出版社 2017 年出版）。他是第二位在马来亚大学担任货币和金融经济学 Tun Ismail Ali 国际讲座主席的人，这是马来西亚中央银行创立的。2009 年 6 月至 2018 年 8 月期间，他担任南方中心的首席经济学家。

DEEPENED FINANCIAL INTEGRATION AND VULNERABILITIES OF THE GLOBAL SOUTH

Yılmaz Akyüz

Former Director, UNCTAD, Former Chief Economist, South Centre, Geneva

FES 2018 Shanghai Symposium on Global Finance

Shanghai, October 15-16, 2018

Gross external assets and liabilities (% of GDP)

	Year 2000			Year 2016		
	Assets	Liabilities	NFA	Assets	Liabilities	NFA
Brazil	18	58	-40	43	83	-40
China	35	32	3	58	43	15
India	12	29	-17	23	49	-26
Russia	88	66	22	93	78	15

Composition of Gross International Assets (% of total)

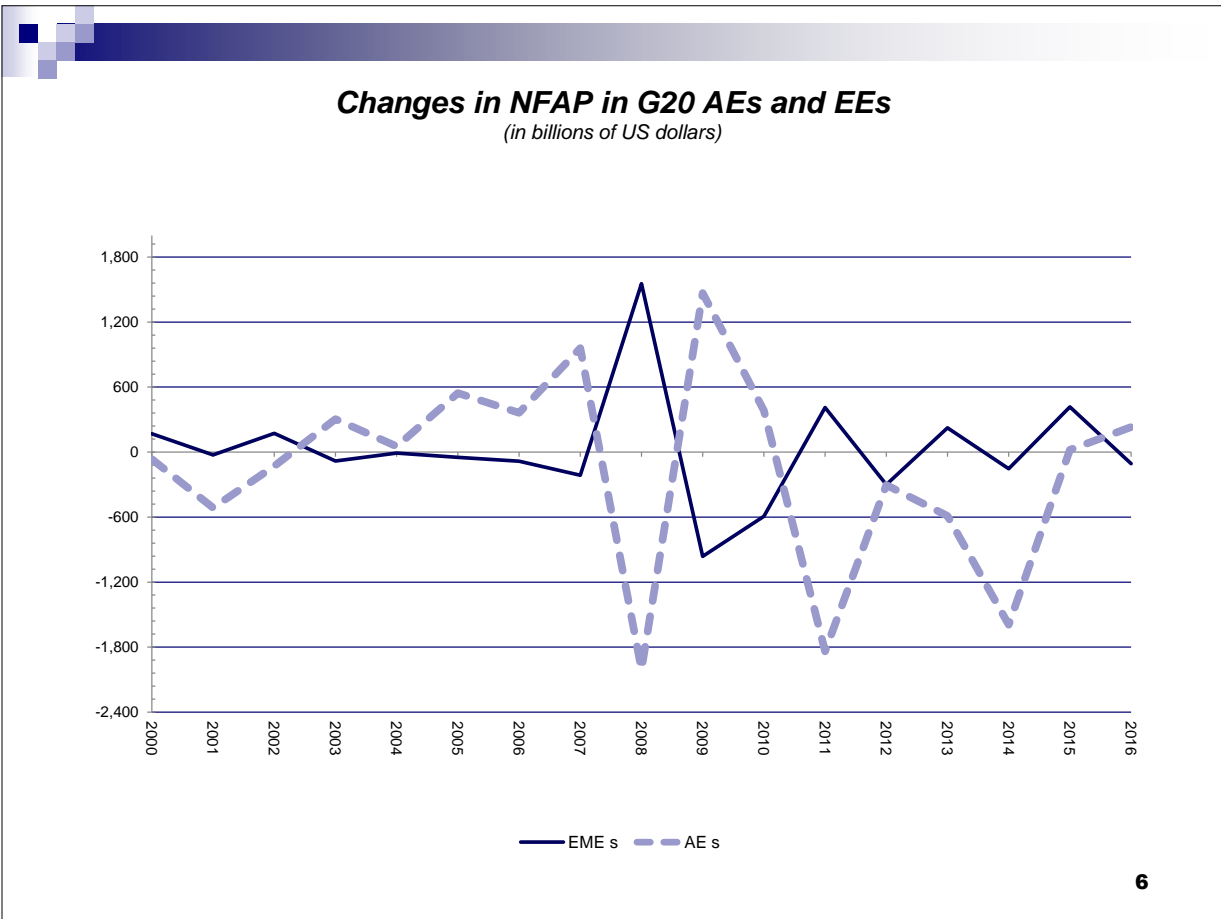
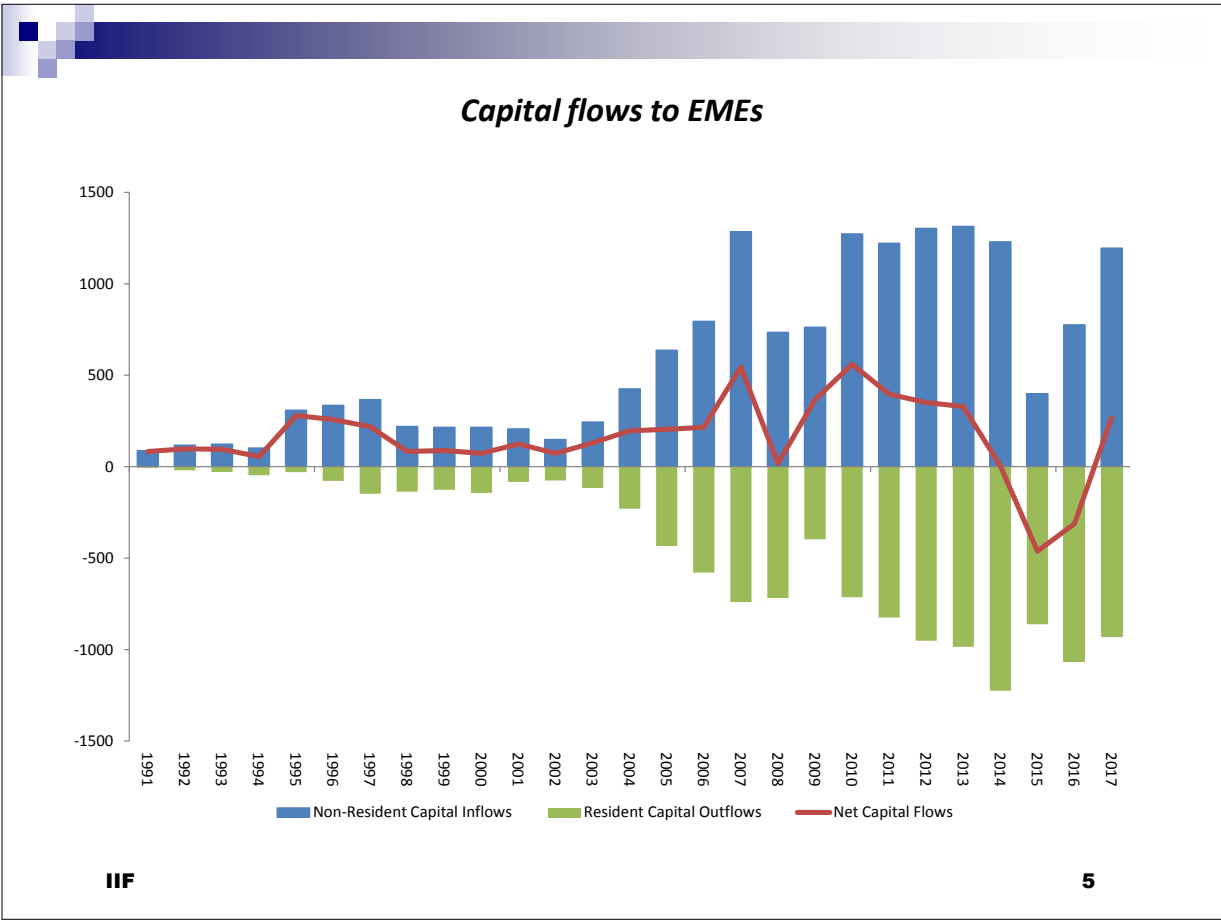
	<i>FDI</i>		<i>Portfolio Equity</i>		<i>Debt</i>		<i>Reserves</i>	
	2000-01	2015-16	2000-01	2015-16	2000-01	2015-16	2000-01	2015-16
China	5.9	19.6	1.4	3.0	50.6	24.5	42.1	50.7
EMEs Av	15.3	26.7	7.3	6.3	43.8	28.4	33.5	36.7

3

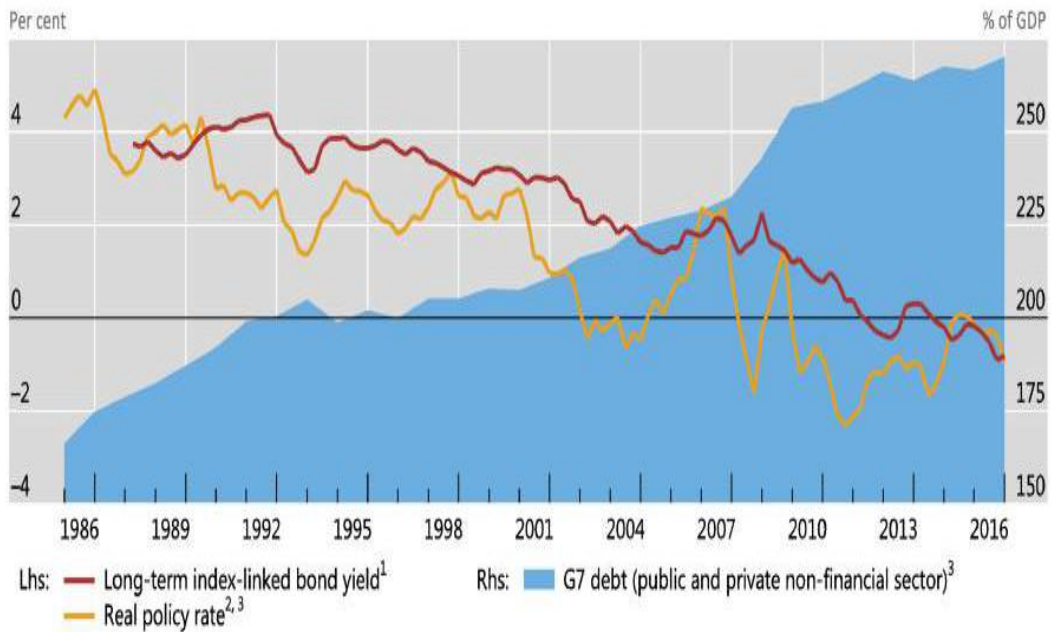
Composition of Gross International Liabilities (% of total)

	<i>FDI</i>		<i>Portfolio Equity</i>		<i>Debt</i>	
	2000-2001	2015-2016	2000-2001	2015-2016	2000-2001	2015-2016
China	57.2	62.2	3.4	12.5	39.4	25.1
EMEs Av	29.7	40.6	9.0	15.9	61.2	43.4

4



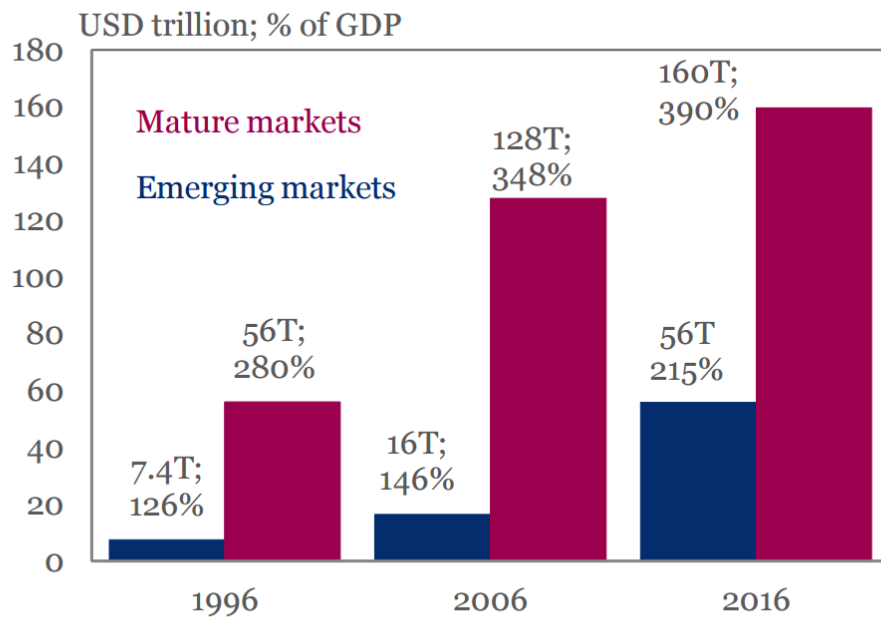
Downward bias in interest rates, upward bias in debt in G7



Source: Hannoun and Dittus

7

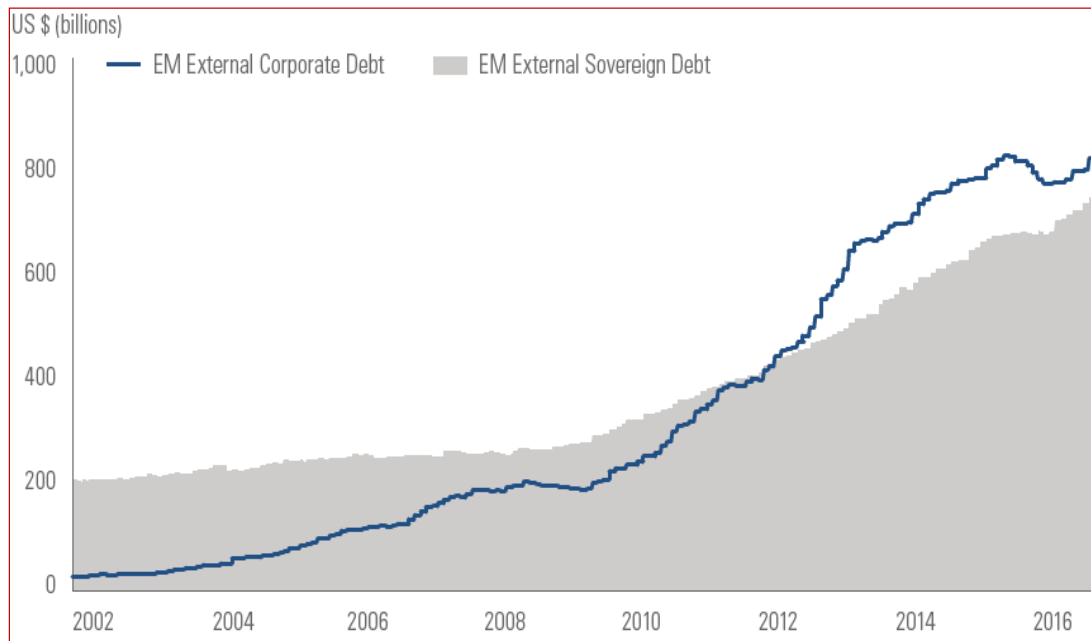
Chart 1: Total Global Debt (all sectors)



Source: IIF, BIS, Haver.

8

External debt in EMEs: NFC and sovereign

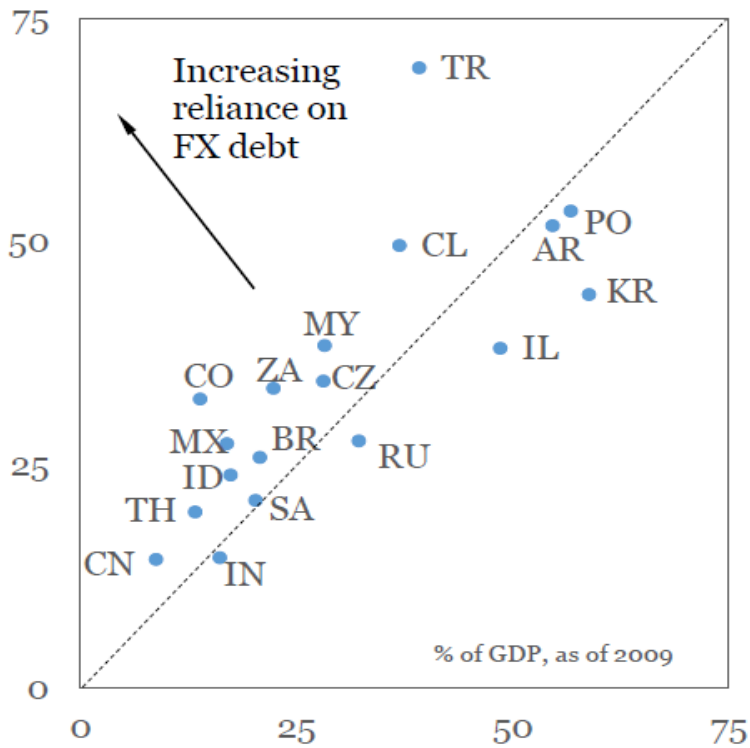


JP Morgan

9

FX-denominated debt-to-GDP

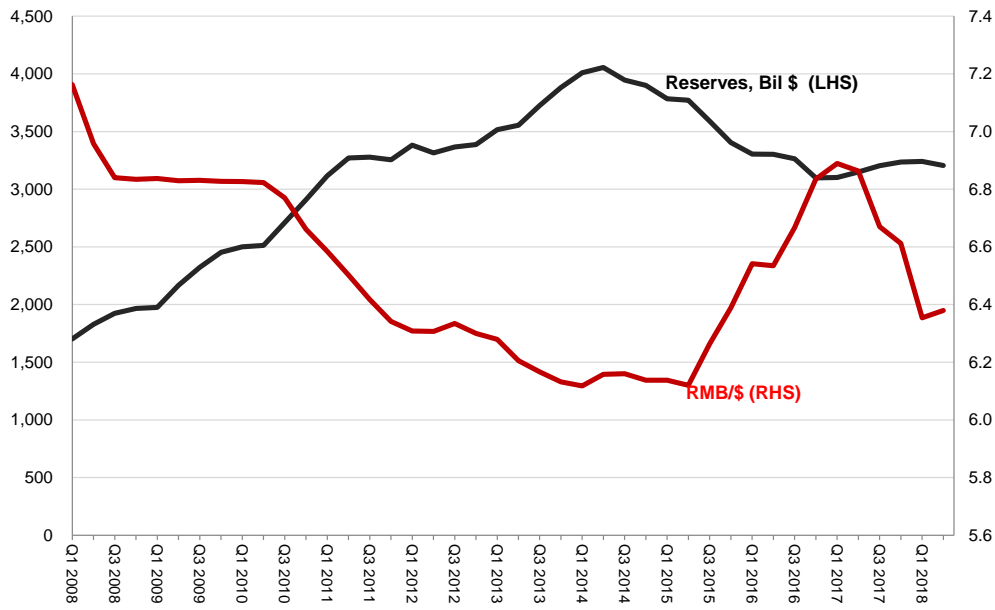
% of GDP, as of 2017



Source: IIF Global Debt Monitor

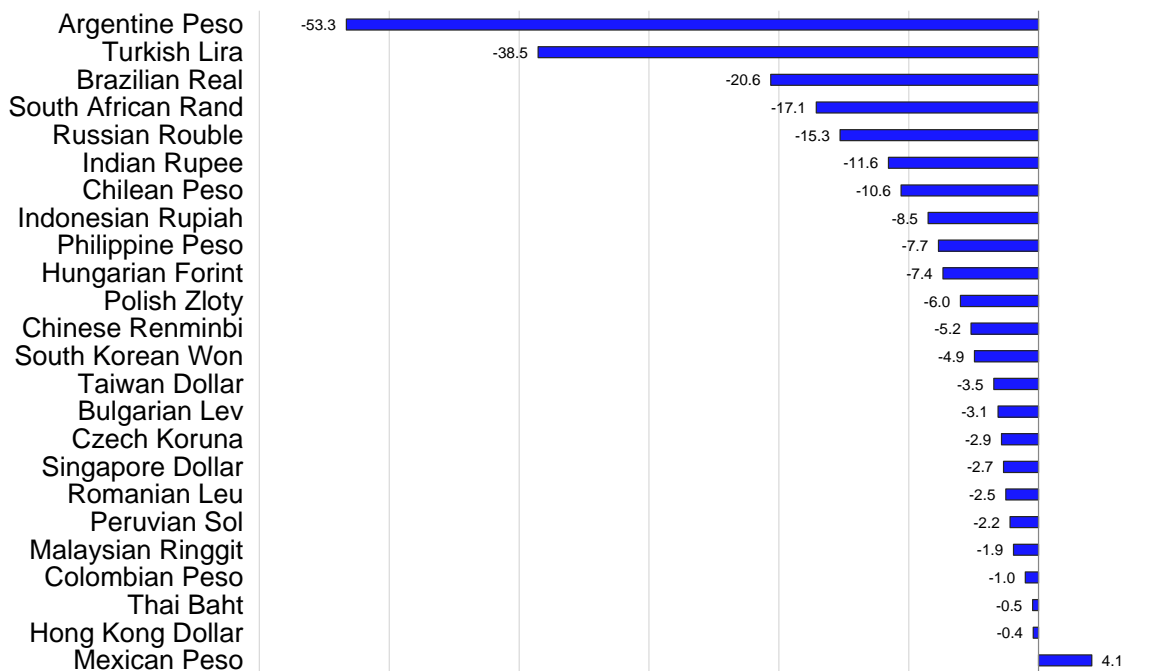
10

Chinese Reserves and RMB

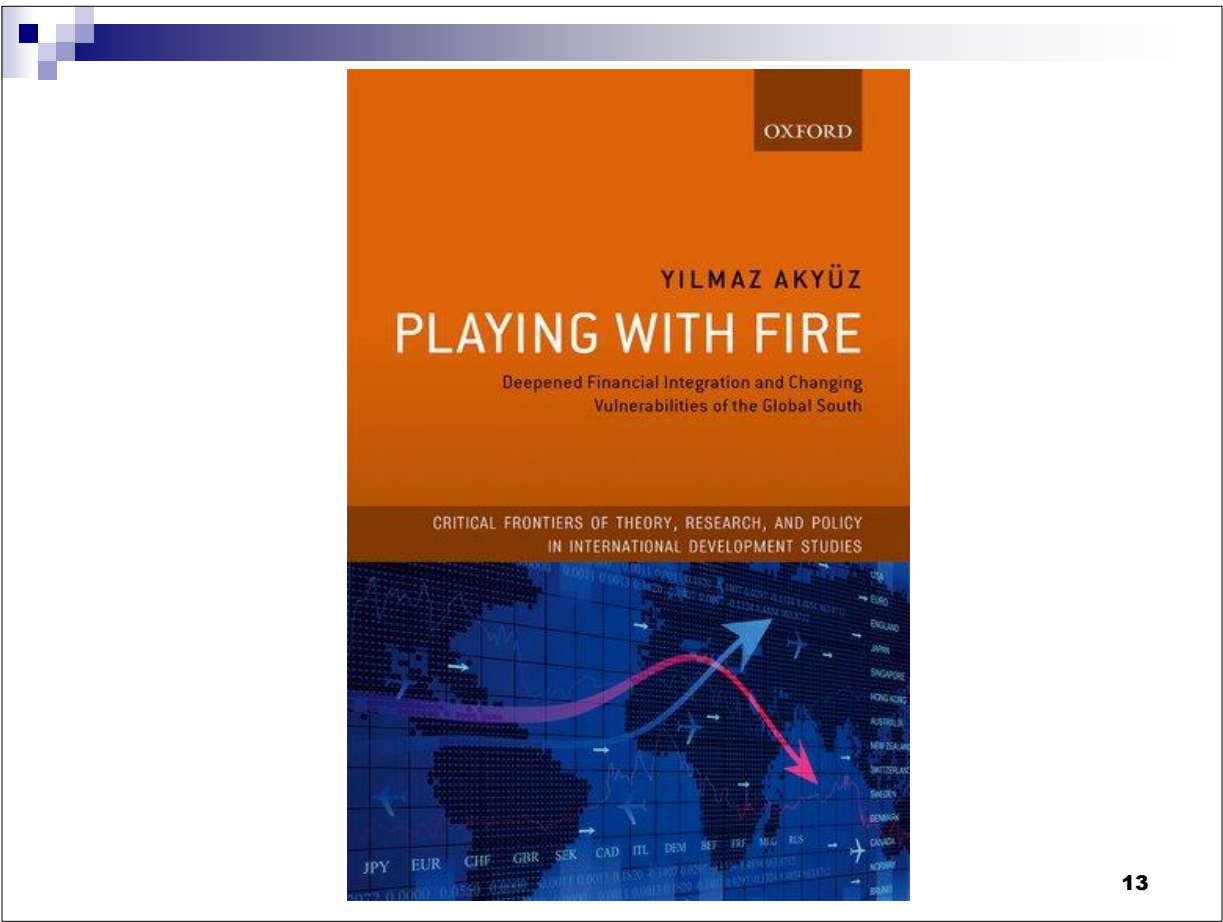


11

EMEs currencies against the US dollar (January 1, 2018 and September 15, 2018)



12



“汇率与跨境资本流动”

Leslie Maasdorp

金砖国家新开发银行副行长

Leslie Maasdorp



Leslie Maasdorp 先生是新开发银行的副总裁兼首席财务官。他主要负责本行的财务，投资组合管理，财务和会计。

过去 25 年，他在私营和公共部门担任高级领导职务。最近，他担任南非美林银行常务董事兼总裁，任期四年。在此之前，他担任巴克莱资本和南非联合资本副总裁的双重角色。2002 年，他是第一位被任命为高盛国际顾问的非洲人。

在担任 13 年的全球投资银行家之前，曾担任南非政府的高级领导职务。1994 年经过民主过渡后，他被任命为劳动部长特别顾问，1999 年担任公共企业部副总监，领导南非政府国有企业的改组和私有化。

他是 Advtech 的前董事长兼首席执行官，Advtech 是南非私人教育的领先提供商。莱斯利·马斯多普是世界经济论坛的全球年轻领导人。他拥有西开普大学经济与心理学学士学位，伦敦大学东方与非洲研究学院经济学硕士学位。

“人民币汇率形成机制改革：市场供需、 篮子货币与逆周期因子”

肖立晟

中国社会科学院国际金融研究室副主任

肖立晟



肖立晟，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室副主任，副研究员，硕士生导师。主要研究领域为中国宏观经济与国际金融，跟踪研究国内外宏观经济形势以及人民币汇率问题。在《经济研究》、《管理世界》、《金融研究》等权威期刊上发表多篇论文。参加国家与部委层面的宏观经济研讨会，并撰写大量决策咨询报告，多次荣获中国社会科学院优秀对策信息奖（对策研究类）。兼任太平洋证券首席宏观研究员，对外经贸大学校外硕士生导师，财政部国际经济关系司顾问，盘古智库研究员，中国金融 40 人青年论坛研究员，国际政治与金融安全智库研究员。



中国社会科学院 世界经济与政治研究所
Institute of World Economics and Politics(IWEP)
Chinese Academy of Social Sciences(CASS)

人民币汇率定价机制：逆周期因子的作用

肖立晟

中国社科院世界经济与政治研究所

2018. 10. 16

IWEP



中国社会科学院 世界经济与政治研究所
Institute of World Economics and Politics(IWEP)
Chinese Academy of Social Sciences(CASS)

主要内容

- 人民币汇率形成机制改革
- 近期人民币汇率走势分析
- 逆周期因子的作用
- 货币当局干预的逻辑

IWEP



一、人民币汇率形成机制改革

- 1978-2018年：人民币汇率形成机制改革主要进程

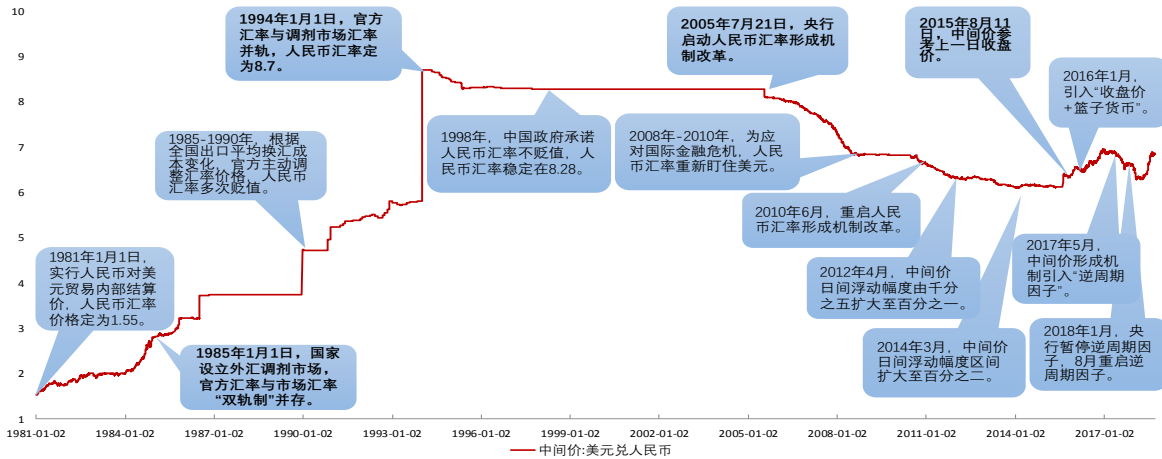


图1 人民币汇率形成机制改革主要进程



二、近期人民币汇率走势分析

- 货币政策分化和中美贸易战冲突是上半年人民币汇率波动的主要原因



图2 人民币汇率走势与境内外冲击



二、近期人民币汇率走势分析

- 观察人民币汇率指标之一：贸易盈余和出口同比增速。2月出口增速达到44.5%，主要是因为春节效应。17年春节在1月28日，18年春节在2月15日。

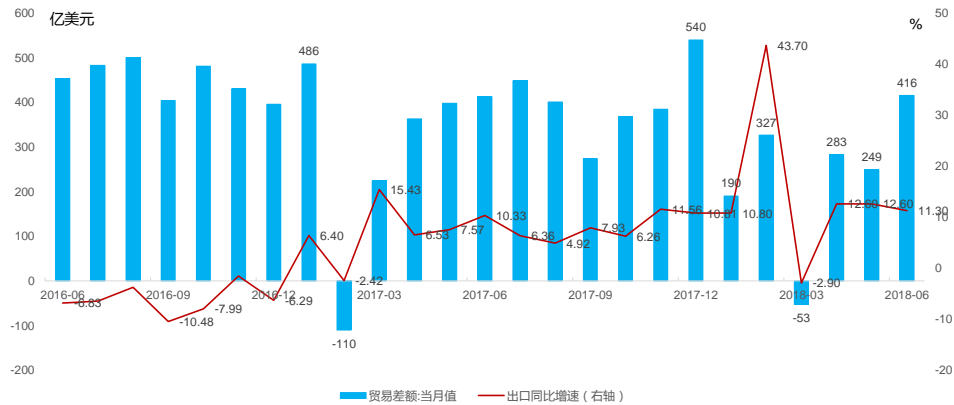


图3 贸易盈余和出口同比增速



二、近期人民币汇率走势分析

- 近年来，中国贸易盈余有较大幅度收窄，但是依然占据全球较大市场份额。

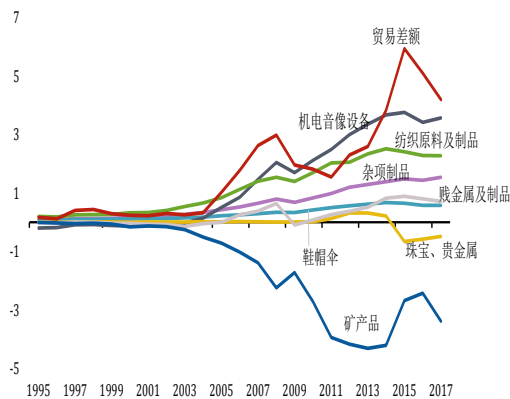


图4 贸易差额的行业分布 (单位: 千亿美元)

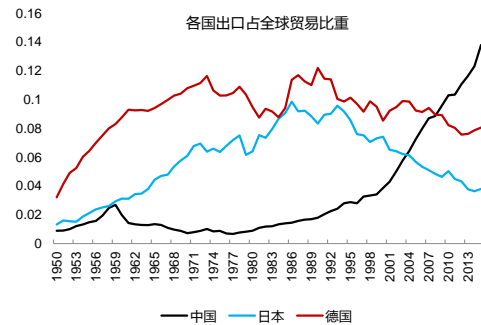


图5 各国出口占全球贸易比重



二、近期人民币汇率走势分析

- 观察人民币汇率指标之二：银行代客结售汇数据，需要剔除远期结售汇数据的影响。
- 蕴含市场信息的银行结售汇=银行自身净结汇+银行代客即期净结汇-远期净结汇履约额+远期净结汇新签约额

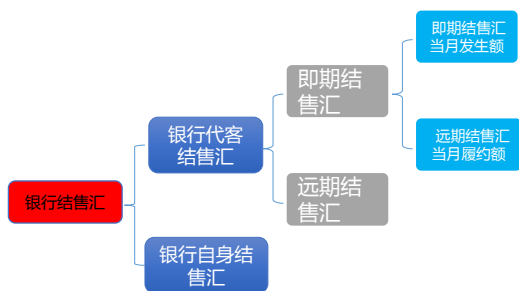


图6 银行代客即期结售汇与远期结售汇

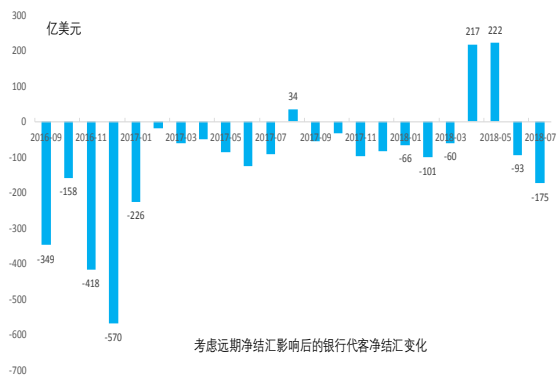


图7 银行代客结售汇数据



二、近期人民币汇率走势分析

- 观察人民币汇率指标之二：银行代客结售汇数据，需要剔除远期结售汇数据的影响。
- 企业结汇意愿=银行代客结汇/银行代客涉外收入美元

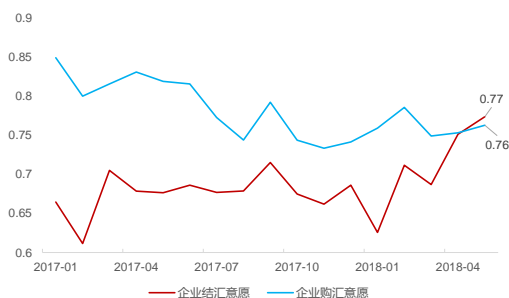


图8 银行代客即期结售汇与远期结售汇

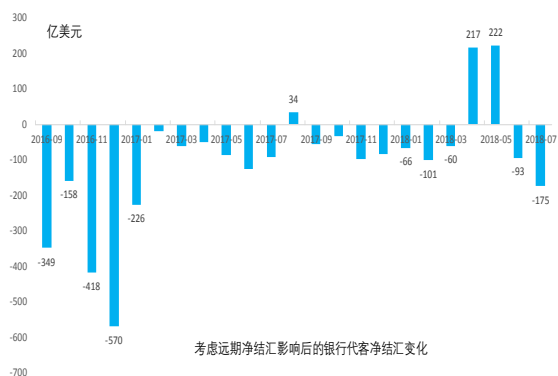


图9 银行代客结售汇数据



二、近期人民币汇率走势分析

- 观察人民币汇率指标之三：人民币一篮子货币指数的变化

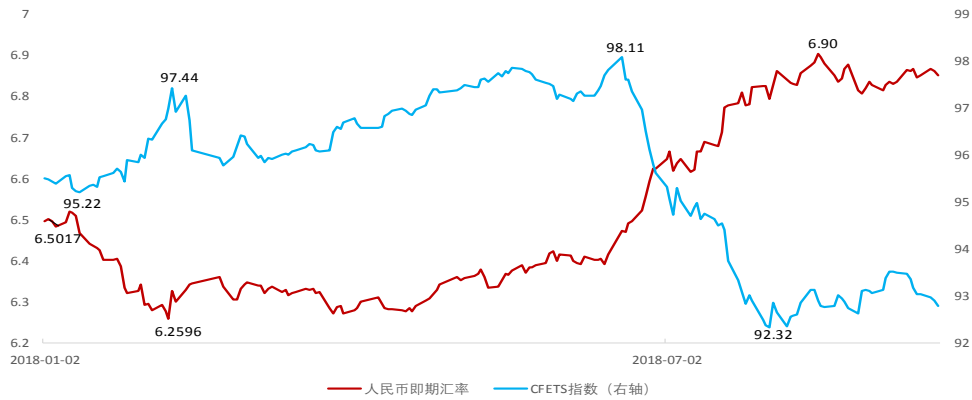


图10 人民币汇率与一篮子货币变化

IWEP



二、近期人民币汇率走势分析

- 观察人民币汇率指标之四：央行是否有数量型干预——外汇占款和外汇储备变化

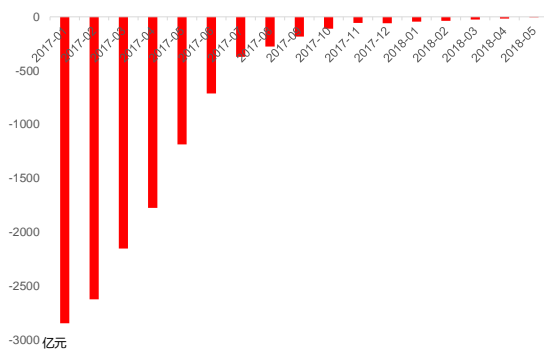


图11 外汇占款变化

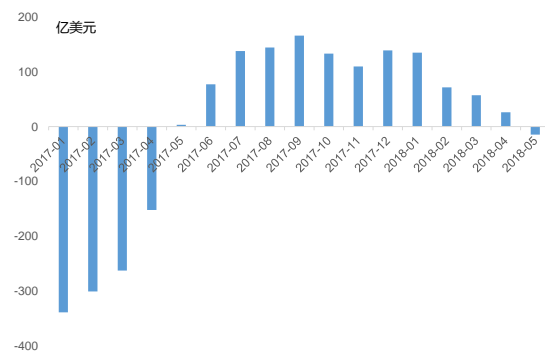


图12 外汇储备变化

IWEP



二、近期人民币汇率走势分析

- 观察人民币汇率指标之五：央行是否有价格型干预——中间价的变化
- 收盘价-中间价可以反映外汇市场供需的变化

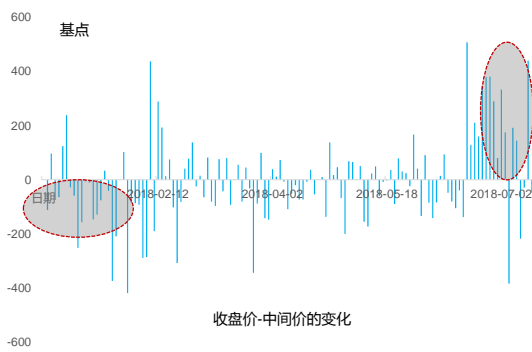


图13 收盘价与中间价的变化2018年1月-7月

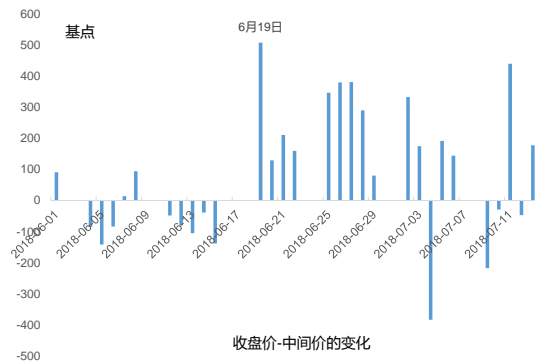


图14 收盘价与中间价的变化2018年6月-7月



二、近期人民币汇率走势分析

- 观察人民币汇率指标之五：央行是否有价格型干预——中间价的变化
- 是否使用逆周期因子向市场释放维稳信号

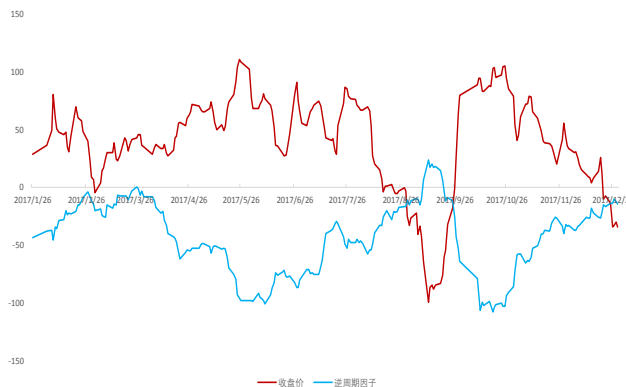


图15 收盘价与逆周期因子的变化2017年1月-12月

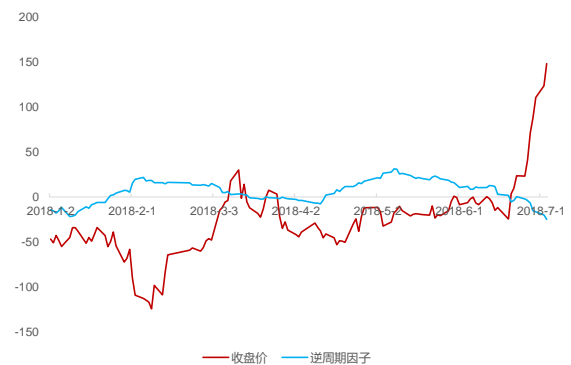


图16 收盘价与逆周期因子的变化2018年1月-7月



二、近期人民币汇率走势分析

- 观察人民币汇率指标之六：是否出现短期资本跨境套利机会
- 两类典型套利方式：CNY和CNH期限套利，CNH市场卖空套利。

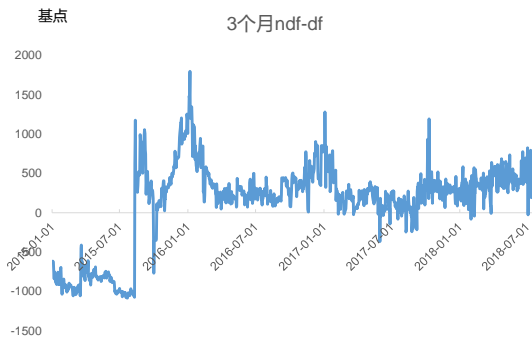


图17 3个月NDF-DF

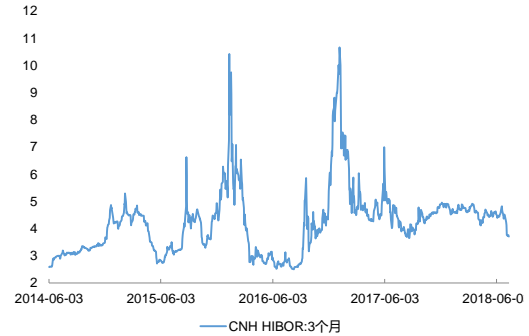


图18 香港离岸人民币3个月同业拆借利率

IWEP



三、逆周期因子的作用

- 理解中国特殊的外汇市场结构
- 中国外汇市场有两个重要特征：第一，**刚需原则**。任何外汇交易必须具备相应的真实贸易业务背景。
- 第二，**交易主体有限**。我国外汇市场是一个封闭的、以银行间市场为中心，进行结售汇头寸平补的市场。市场主体主要是银行等金融机构。
- 在这种特殊的外汇市场结构下，人民币汇率的形成机制非常依赖贸易顺差，只有跟贸易相关的市场主体才能够进入外汇市场交易。
- 中国外汇市场的微观结构在规避金融风险的同时，也抑制了外汇市场的价格发现功能。由于缺乏风险偏好较高的投机者，外汇市场很容易出现单边市场格局。

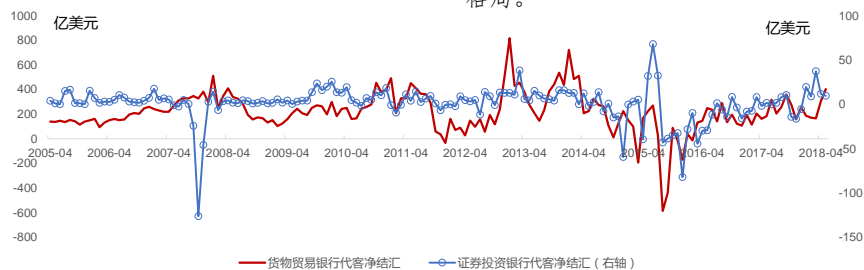


图19 货物贸易与证券投资结售汇

IWEP



三、逆周期因子的作用

- 理解中国特殊的中间价定价机制：市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的人民币汇率

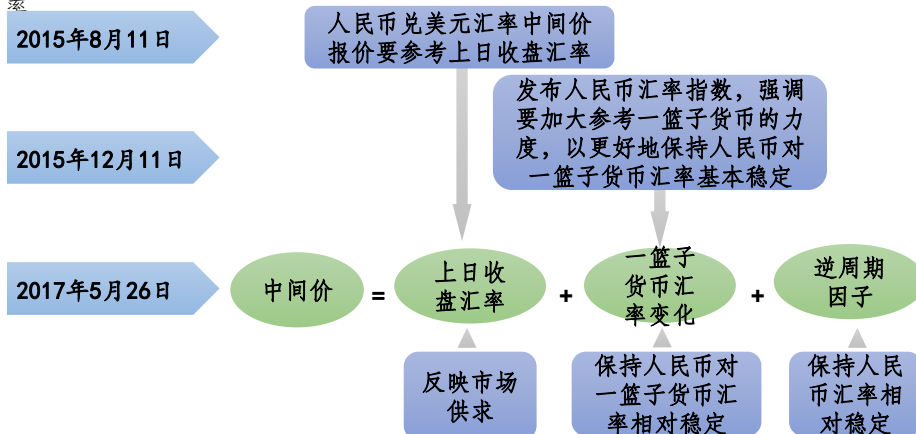


图20 人民币汇率形成机制改革



三、逆周期因子的作用

- 理解中国特殊的中间价定价机制：如何预测中间价和计算逆周期因子
- 中间价_t = 收盘价_{t-1} + 稳定一篮子货币人民币汇率调整幅度_{t-1} + 逆周期因子

其中，“收盘汇率”是指上日16时30分银行间外汇市场的人民币对美元收盘汇率，主要反映外汇市场供求状况。

稳定一篮子货币人民币汇率调整幅度_{t-1}，是指保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度。具体是指：让一篮子货币从昨日16时30分收盘后至早上7点30分基本维持稳定，一共15个小时（2017年2月20日，从过去维持篮子货币24小时基本稳定改为维持15个小时基本稳定）。

在稳定一篮子货币人民币汇率调整幅度_{t-1}的价格变动中，做市商在报价时既会考虑CFETS货币篮子，也会参考BIS和SDR货币篮子，以剔除篮子货币汇率变化中的噪音，在国际市场波动加大时，有一定的过滤器作用。



三、逆周期因子的作用

- 理解中国特殊的中间价定价机制：如何预测中间价和计算逆周期因子
- 中间价_t = 收盘价_{t-1} + 稳定一篮子货币人民币汇率调整幅度_{t-1} + 逆周期因子

计算逆周期因子时，可先从上一日收盘价较中间价的波幅中剔除篮子货币变动的影响，由此得到主要反映市场供求的汇率变化，再通过逆周期系数调整得到“逆周期因子”。

$$\text{逆周期因子} = \alpha (\text{收盘价}_{t-1} - \text{中间价}_{t-1} - \text{稳定9个小时篮子货币人民币汇率调整幅度}_{t-1})$$

稳定9个小时篮子货币人民币汇率调整幅度：让一篮子货币从昨日7时30分至下午16点30分基本保持稳定，一共9个小时，所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度。



三、逆周期因子的作用

- 在这种特殊的中间价形成机制下，收盘价容易受到篮子货币的影响，导致第二天的中间价定价出现超调，一旦出现单边的美元指数走势，中国的外汇市场容易产生羊群效应。

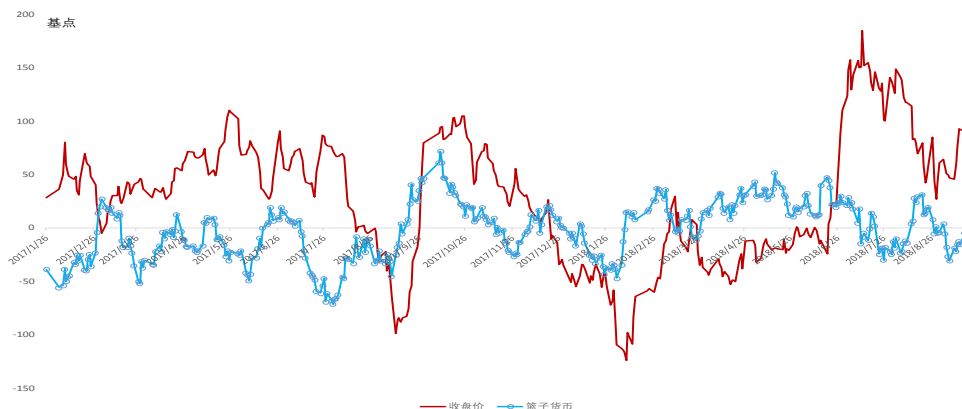


图 21 中间价分解：收盘价+篮子货币（15个工作日平滑处理）



三、逆周期因子的作用

- 逆周期因子主要用于对冲收盘价的影响



图 22 中间价分解：收盘价+逆周期因子（15个工作日平滑处理）



四、货币当局干预的逻辑

- “中国人民银行负责根据国内外经济金融形势，以市场供求为基础，参考篮子货币汇率变动，对人民币汇率进行管理和调节，维护人民币汇率的正常浮动，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，促进国际收支基本平衡，维护宏观经济和金融市场稳定。”
- 三个目标：国际收支平衡、宏观经济稳定、金融市场稳定
- 三个参考指标：均衡汇率、篮子汇率、人民币/美元双边汇率
- 操作当中，三个目标面临冲突，需根据当时情况的轻重缓急决定人民币/美元汇率走势



四、货币当局干预的逻辑

- 为什么2005年以来的大部分时间里持续升值？国际收支失衡矛盾最突出，国际收支失衡不仅意味着资源配置模式难以持续，也严重威胁了国内宏观稳定和金融市场稳定，操作目标看重均衡汇率
- 为什么2008-2010稳定？全球金融危机期间，宏观稳定和金融稳定矛盾更突出，操作目标看重人民币/美元双边汇率
- 为什么2012年上半年稳中小幅贬值？欧债危机期间，资本外流但情况不严重，宏观经济和金融市场相对稳定，顺势小幅贬值可兼顾三个目标



四、货币当局干预的逻辑

- 为什么2018年以来汇率波动加剧？
- 背景：外部不确定性显著上升，货币政策分化加剧，央行需要尽快释放汇率压力，保证货币政策独立性。
- 如何兼顾国际收支平衡、宏观稳定与金融市场稳定？继续单边升值？不可取。再次钉住美元？不可取。持续贬值？不可取。
- 最上乘、也是央行长期以来梦寐以求的办法：不干了！两个证据：收盘价与中间价偏离，央行外汇占款下降。

“美元指数对人民币和离岸人民币的影响： 高频数据告诉我们什么”

丁剑平

上海财经大学上海国际金融中心研究院副院长

丁剑平



丁剑平，现任上海财经大学博士生导师及现代金融研究中心主任、上海国际金融中心研究院副院长、上海财经大学第七届学术委员会委员、日本三井住友银行独立董事、中国世界经济学会常务理事、中国金融学会理事、中国国际金融学会理事、澳大利亚中国经济研究学会会员、上海国际金融中心执行理事，上海世界经济学会副会长、上海金融学会理事、泛亚金融工程院咨询专家、上海国际金融与经济研究院研究员。

主要代表论文如下：

“What Obscures the Skill Content Embodied in China’s Net Export?” *Economics of Planning*, Volume 35, No.4, 2002, pp. 333-348.

“Agglomeration Effects in Manufacturing Location – Are there any country’s preferences?” *Economia Internazionale*, Volume LII, Number 1, Feb. 1999, pp. 59-78

“China’s Exchange Black Market and Exchange Flight – Analysis on exchange policy” *The Developing Economics*, Volume 36, Number 1, Mar. 1998, pp. 24-44.

主攻方向与专业：国际经济学（金融与贸易），计量经济学，中国经济问题

专著

(1) *Empirical Studies on China's Integration into the World Economy*, Hunan University Press 2001 年（《中国经济国际一体化进程的实证研究》）湖南大学出版社

(2) 《人民币汇率与制度问题的实证研究》2003 年，上海财经大学出版社。

编著

(1) 《“走出去”中的人民币国际化》与赵晓菊，2014 年 6 月，中国金融出版社。

(2) 《汇率学》2013 年，上海财经大学出版社。高等院校金融专业“十二五”规划精品教材。

(3) 《影响人民币汇率形成的因素研究—对预期、联动和参照构成的分析》与周建芳，2010 年，中国金融出版社。

(4) 《外汇市场微观结构理论与实证》与曾芳琴，2006 年，中国金融出版社。

CNY和CNH FX市场之间“交叉效应”的微观结构研究

DING Jianping, HU Hao, YE Wei
上海财经大学

高频数据的可用性

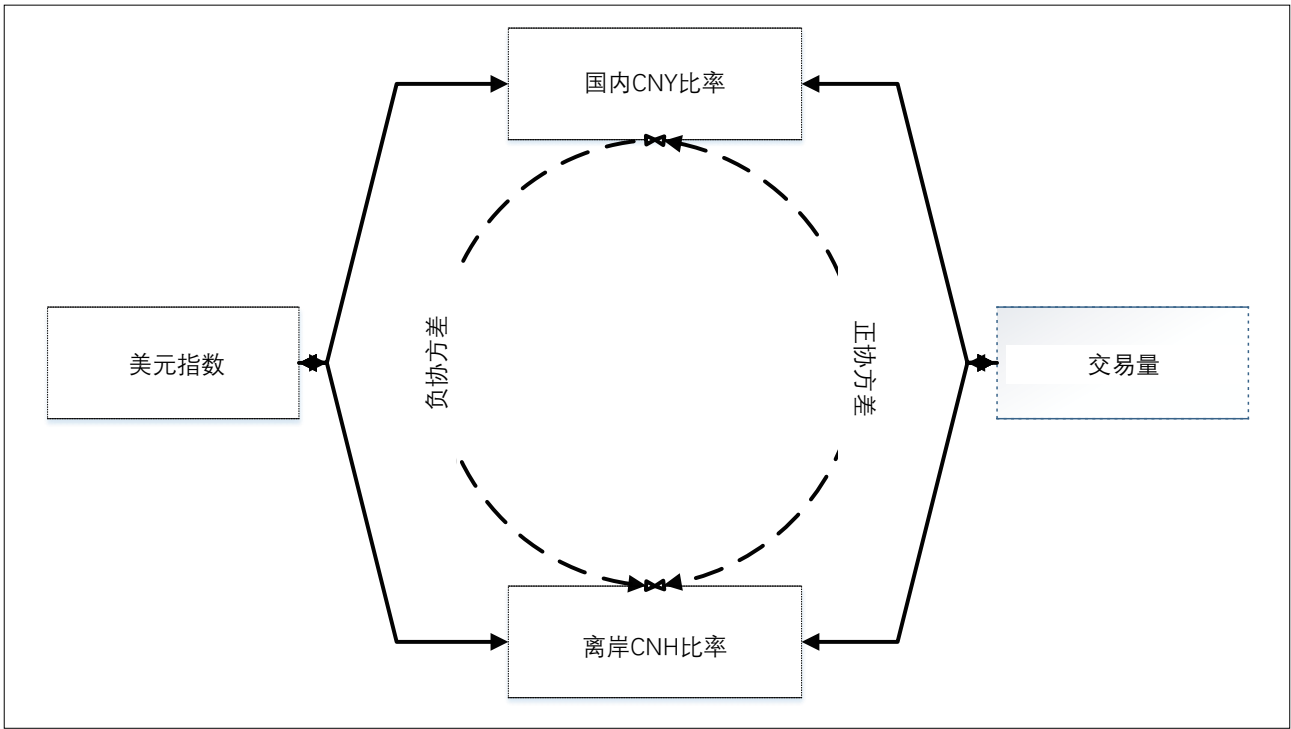
除了两种市场的高频数据外，本研究还包括美元指数、离岸交易量及离岸交易数，并对离岸交易数进行序列等级排序。市场之间的异质性可通过日期内及日期之间的分钟数据判定。

集中在负协方差和正协方差

人民币贬值时，负协方差与日期匹配，但当人民币升值时，正协方差与时间匹配。美元指数对在岸市场的影响还是比较显著，而对离岸交易影响较弱。通过分类对人民币在岸市场的影响等级，*CNH*将略高于美元指数，尤其是人民币贬值期间。

离岸价格优先

负协方差是显示这种关系的最好的指标。美元指数的衰退会加快人民币贬值，尽管*CNH*仍占主导地位，在岸交易量显著，甚至盖过离岸交易量。开市的第一个小时，国内交易最为活跃。总而言之，需要更加关注离岸价格，离岸价格比美元指数级其他因素更为重要。



CNY-CN H负协方差的天数			CNY-CN H正协方差的天数		
日期	协方差	序号	日期	协方差	序号
2016/12/19	-1.61E-06	20	2017/1/5	0.000726	27
2017/2/27	-1.24E-06	59	2017/5/31	0.000167	121
2017/6/8	-9.31E-07	127	2017/1/17	0.000107	35
2017/6/9	-4.75E-07	128	2017/6/27	9.58E-05	140
2016/12/12	-2.96E-07	15	2017/9/7	9.23E-05	192
2016/12/13	-1.11E-07	16	2017/9/8	8.96E-05	193
2016/11/24	-6.74E-08	3	2017/9/29	8.26E-05	208
2016/12/20	-2.68E-08	21	2017/9/28	0.000077	207
2016/11/29	-2.23E-08	6	2017/1/6	5.43E-05	28
2017/2/22	-1.04E-08	56	2017/9/4	4.89E-05	189

简单的交叉效应模型

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \beta_3 * (X_1 * X_2) + \varepsilon$$

$$y_{1t} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{1,t-1} + \alpha_2 y_{2,t-1} + \alpha_3 usdxm_{t-1} + \delta^{11} hvolume_t + \delta^{12} mfr_t + u_{1t}$$

$$y_{2t} = \beta_0 + \beta_1 y_{1,t-1} + \beta_2 y_{2,t-1} + \beta_3 usdxm_{t-1} + \delta^{21} hvolume_t + \delta^{22} mfr_t + u_{2t}$$

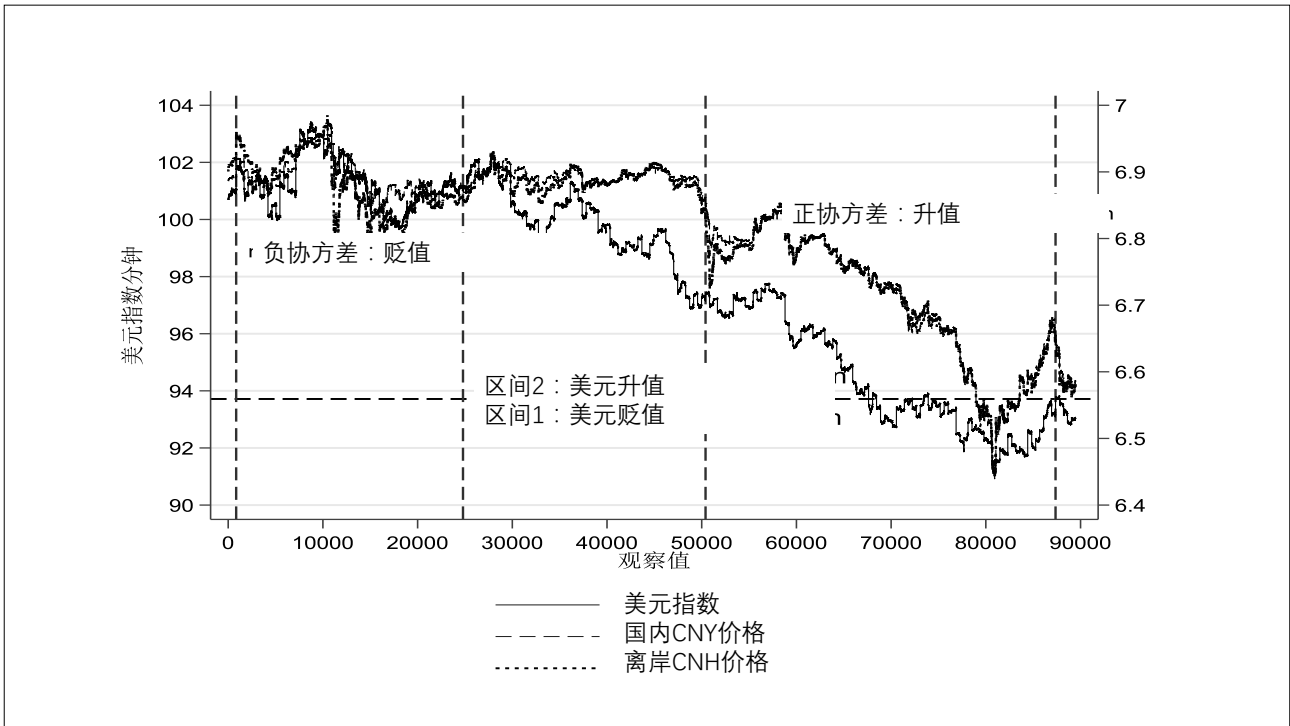
$$y_{1t} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{1,t-1} + \gamma_1 D^* y_{1,t-1} + \alpha_2 y_{2,t-1} + \gamma_2 D^* y_{2,t-1} + \alpha_3 usdxm_{t-1} + \gamma_3 D^* usdxm_{t-1} + \delta^{11} hvolume_t + \delta^{12} mfr_t + u_{1t}$$

$$y_{2t} = \beta_0 + \beta_1 y_{1,t-1} + \eta_1 D^* y_{1,t-1} + \beta_2 y_{2,t-1} + \eta_2 D^* y_{2,t-1} + \beta_3 usdxm_{t-1} + \eta_3 D^* usdxm_{t-1} + \delta^{21} hvolume_t + \delta^{22} mfr_t + u_{2t}$$

变量	无空周期	无空周期	负协方差	负协方差	正协方差	正协方差
	国内CNY (1)	离岸CNH (2)	CNY (3)	CNH (4)	CNY (5)	CNH (6)
L.lmusdcny	0.0536***	0.0172***	0.0692***	0.0209***	0.0241***	0.0213***
CNY lag1	(12.74)	(3.071)	(15.82)	(3.587)	(5.238)	(3.469)
negldmusdcny			-0.184***	-0.0463**		
CNY lag1*Ndummy			(-11.49)	(-2.171)		
L.ldhclose	0.0685***	0.0241***	0.0697***	0.0246***	0.0629***	0.0110**
CNH lag1	(22.61)	(5.994)	(22.50)	(5.968)	(18.88)	(2.466)
negldhclose			-0.0517***	-0.0141		
CNH lag1*Ndummy			(-3.511)	(-0.719)		
L.lusdxm	-0.0138***	-0.00284	-0.0163***	-0.00402*	-0.00412**	-0.00131
USD.lag1	(-8.638)	(-1.337)	(-9.892)	(-1.835)	(-2.491)	(-0.595)
negldusdxm			0.0396***	0.0192**		
USDX*Ndummy			(5.920)	(2.156)		

hvolume	-4.3e-08***	3.55e-09	-4.2e-08***	3.68e-09	-3.7e-08***	5.82e-09
Offshore trading	(-7.073)	(0.440)	(-6.976)	(0.456)	(-6.117)	(0.721)
mfr	-2.5e-07***	-1.5e-07*	-2.5e-07***	-1.4e-07*	-2.5e-07***	-1.4e-07*
Onshore trading	(-4.433)	(-1.913)	(-4.336)	(-1.907)	(-4.478)	(-1.908)
posldmusdcny					0.204***	-0.00800
CNYlag1*Pdummy					(17.97)	(-0.529)
posldhclose					0.0531***	0.0772***
CNHlag1*Pdummy					(6.668)	(7.281)
posldusdxm					-0.110***	-0.00351
USDXlag1*Pdummy					(-15.88)	(-0.379)
Constant	2.50e-06***	-9.06e-08	2.45e-06***	-1.01e-07	2.30e-06***	-1.64e-07
	(5.627)	(-0.153)	(5.520)	(-0.171)	(5.182)	(-0.277)
Observations	89,458	89,458	89,458	89,458	89,458	89,458
R-squared	0.014	0.001	0.016	0.001	0.020	0.002

USD指数是一个阈值



美元指数是一个待测试的阈值

$$y_t = \begin{cases} \alpha_{10} + \alpha_{11}y_{1,t-1} + \alpha_{12}y_{2,t-1} + \alpha_{13}usdxm_{t-1} + \phi^{11}hvolume_t + \phi^{12}mfr_t + \varepsilon_{1t} usdm < TQ \\ \alpha_{20} + \alpha_{21}y_{1,t-1} + \alpha_{22}y_{2,t-1} + \alpha_{23}usdxm_{t-1} + \phi^{21}hvolume_t + \phi^{22}mfr_t + \varepsilon_{2t} usdm \geq TQ \end{cases}$$

因变量	国内 CNY	
阈值变量	阈值	SSR
美元指数	93.7140	0.0006
变量	区间 1	区间 2
L.ldmusdcny	0.140***	0.0100*
国内 CNYlag 指数 1	(18.50)	(1.955)
L.ldhclose	0.0625***	0.0659***
离岸 CNH lag 指数 2	(11.01)	(18.28)
L.ldusdxm	-0.0481***	-0.000392
美元指数 lag 指数 1	(-14.66)	(-0.212)
交易量	-2.02e-08*	-5.62e-08***
CNH 交易	(-1.899)	(-7.431)
mfr	-5.17e-08	-2.67e-07***
CNY 交易	(-0.197)	(-4.553)
常量	4.19e-07	3.15e-06***
	(0.376)	(6.332)
AIC	-1.677e+06	
观察值	89,458	89,458

交易量的影响

$$y_{1t} = \alpha_{10} + \alpha_{11}y_{1t-1} + \alpha_{12}y_{2t-1} + \alpha_{13}usdxm_{t-1} + hvolume_t + \phi_{11} \sum_{i=1}^7 D_1^i hvolume_t +$$

$$mfr_t + \phi_{12} \sum_{i=1}^7 D_1^i mfr_t + \varepsilon_{i1}t \quad D_1^i = \begin{cases} 1 & i = t \setminus 60 \\ 0 & i \neq t \setminus 60 \end{cases}$$

$$y_{2t} = \alpha_{20} + \alpha_{21}y_{1t-1} + \alpha_{22}y_{2t-1} + \alpha_{23}usdxm_{t-1} + hvolume_t + \phi_{21} \sum_{i=1}^7 D_1^i hvolume_t +$$

$$mfr_t + \phi_{22} \sum_{i=1}^7 D_1^i mfr_t + \varepsilon_{i2}t \quad D_1^i = \begin{cases} 1 & i = t \setminus 60 \\ 0 & i \neq t \setminus 60 \end{cases}$$

负协方差天数期间的动态意义

小时	1		2		3		4		5		6		7	
市场	开市	收市	开市	收市	开市	收市	开市	收市	开市	收市	开市	收市	开市	收市
天数	√	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	√

正协方差天数期间的动态意义

小时	1		2		3		4		5		6		7	
市场	开市	收市	开市	收市	开市	收市	开市	收市	开市	收市	开市	收市	开市	收市
交易量	√	×	√	×	√	×	√	×	√	×	√	×	√	×
交易量*天数	×	×	×	√	×	×	×	√	×	×	×	×	×	×
编号	√	×	√	×	√	×	√	×	√	×	√	×	√	×
编号*天数	√	×	×	×	×	×	×	×	√	√	×	×	×	×

结论和未来研究

主要观点：

1. 高频数据重申，CNH对CNY的影响大于CNY对CNH的影响，对比升值期间，CNY贬值期间（负协方差）的影响尤为明显。
2. 对于大多数发展中国家，美元指数对CNY的影响大于CNH对CNY的影响。对CNY施加压力后，美元指数对CNY的影响也仅次于CNH。
3. 美元指数突然下降可能会使得CNY升值，并形成后续升值“自我实现”的动力。

4. “看不见的手”可能出现在在岸市场，尤其是稳健交易订单的开市时间和收市时间。相反，离岸市场的交易量在24小时的时间表现可能不会那么明显。
5. 在岸市场的“交叉效应”大于离岸市场的。
6. “负协方差”期间，离岸“交叉效应”比美元指数更能加快CNY贬值。

第五部分：中国的金融开放 和“双支柱”宏观调控框架

主持人：张立平

上海发展研究基金会副理事，国盛集团原董事长

“危机后央行货币政策工具与监管政策 框架的演变与挑战”

刘建丰

上海交通大学

刘建丰



刘建丰，男，金融学博士、经济学硕士、工科学士，现为上海交通大学安泰经济与管理学院中国发展研究院活动事务主管。研究方向：宏观经济学、货币经济学、国际经济学和金融学。目前在《经济学季刊》、《财经研究》和《国际经济评论》等中文杂志上发表学术论文数篇；撰写数篇决策咨询报告呈交中央和上海并获得相关领导批示；多篇论文投稿国内外重要学术期刊；参著的《国际货币体系未来变革与人民币国际化》一书在 2014/2015 年度获得商务部商务发展研究成果奖论著类三等奖。刘博士也是《China Finance Review International》、《经济学季刊》和《财经研究》等中英文杂志的匿名审稿人。取得博士学位之前，他曾先后在几家内外资企业担任产品设计和制造助理工程师、工程师和高级工程师、高级项目管理工程师及产品市场经理等职务。

危机后央行货币政策工具与监管政策框架的演变与挑战

The Evolution and Challenges of the Monetary Policy Tools and Regulatory Policy Framework of the PBC after the Crisis

报告人：刘建丰
2018年10月16日

2018上海全球金融研讨会
“全球金融格局的变化与中国”
2018 Shanghai Symposium on Global Finance
“Changes of Pattern in Global Finance”

上海交通大学安泰经济与管理学院
Antai College of Economics & Management, SJTU

提纲 OUTLINE

一、危机后中国货币政策
调控工具的变化

二、中国的货币政策调控
框架及其主要特征

三、央行的宏观审慎政策
及双支柱调控框架的形
成和发展

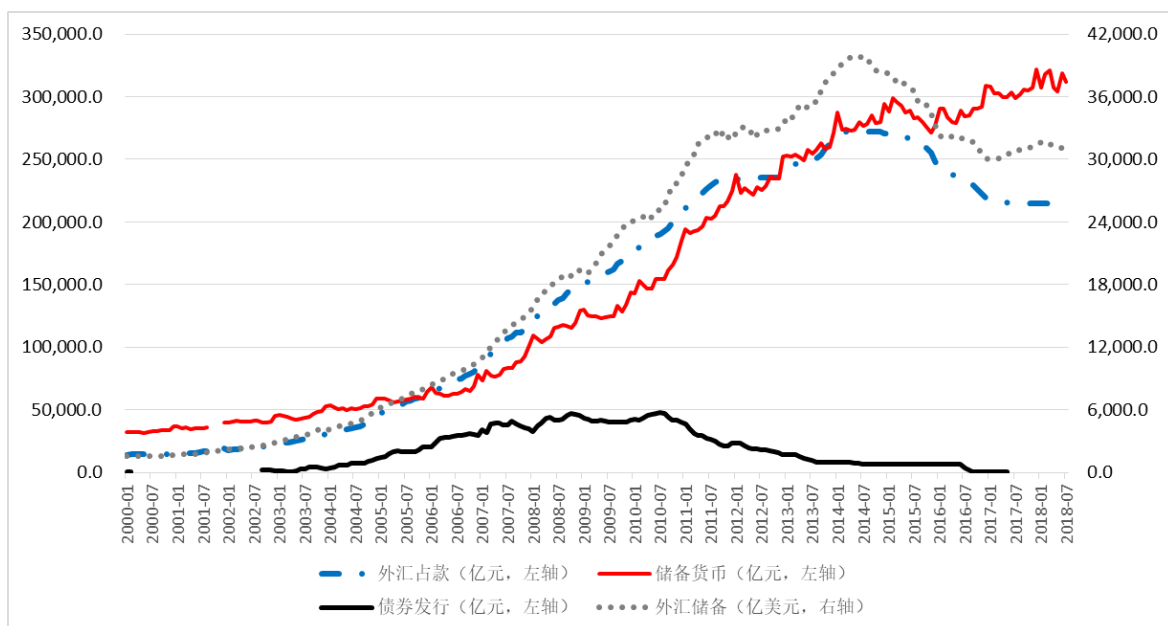
四、外部不确定性加大背
景下央行未来双支柱调
控的重点和难点

一、危机后中国货币政策调控工具的变化：公开市场业务方面

危机前，我国采用出口导向的发展模式，当时又采用了固定汇率，或者说不灵活的汇率制度，造成了大量的贸易顺差。为了保持汇率稳定，央行购汇产生了三个结果是：**外汇储备的增加、以外汇占款形式而进行的人民币大量投放以及通过发行央行票据来冲销多余的外汇占款。**

危机后，全球经济不平衡开始得到一定的纠正，中国国际收支也逐步变得更加平衡，因而外汇储备的增加变少。**外汇储备在2014年6月达到拐点后**，通过外汇占款形式发放的货币数量越来越少，**外汇占款作为人民币投放手段已变得越来越不重要**；再加上为维护金融稳定而产生的对更多流动性的需要，**人民银行已变得越来越没必要通过发行央行票据来冲销外汇占款。**

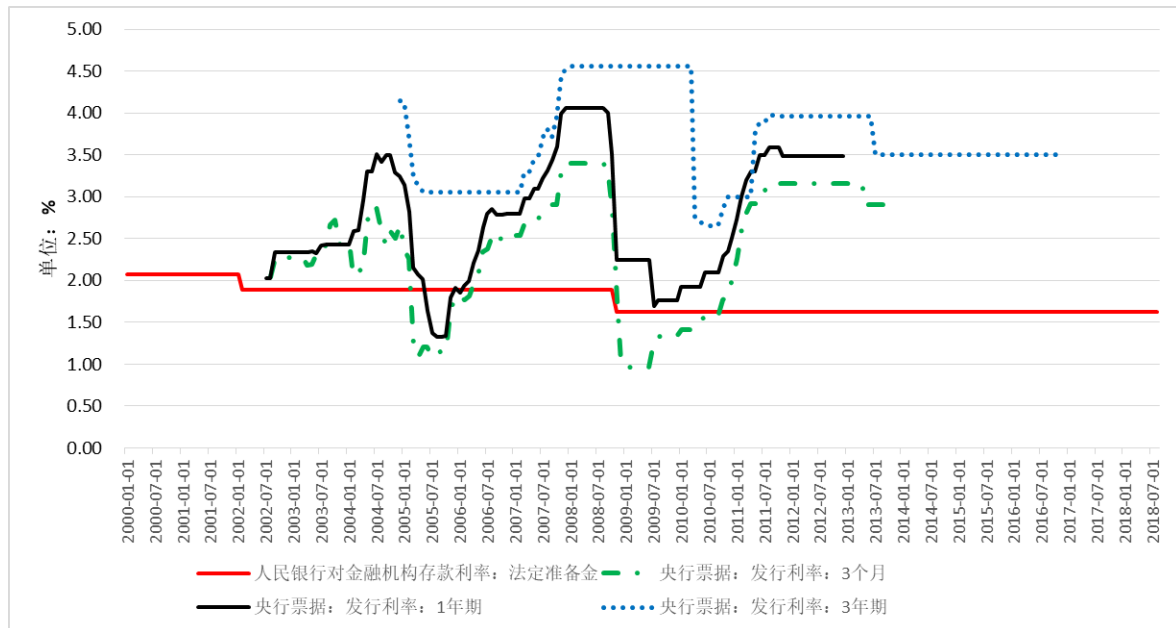
一、危机后中国货币政策调控工具的变化：公开市场业务方面



数据来源：Wind资讯。

图1：本世纪以来人民银行外汇储备、外汇占款、储备货币及债券发行的对比

一、危机后中国货币政策调控工具的变化：公开市场业务方面



数据来源：Wind资讯。

图2：本世纪以来央行法定存款准备金利率和票据发行利率的对比

一、危机后中国货币政策调控工具的变化：为满足人民币投放新增需要，新创设了四种货币政策调控工具

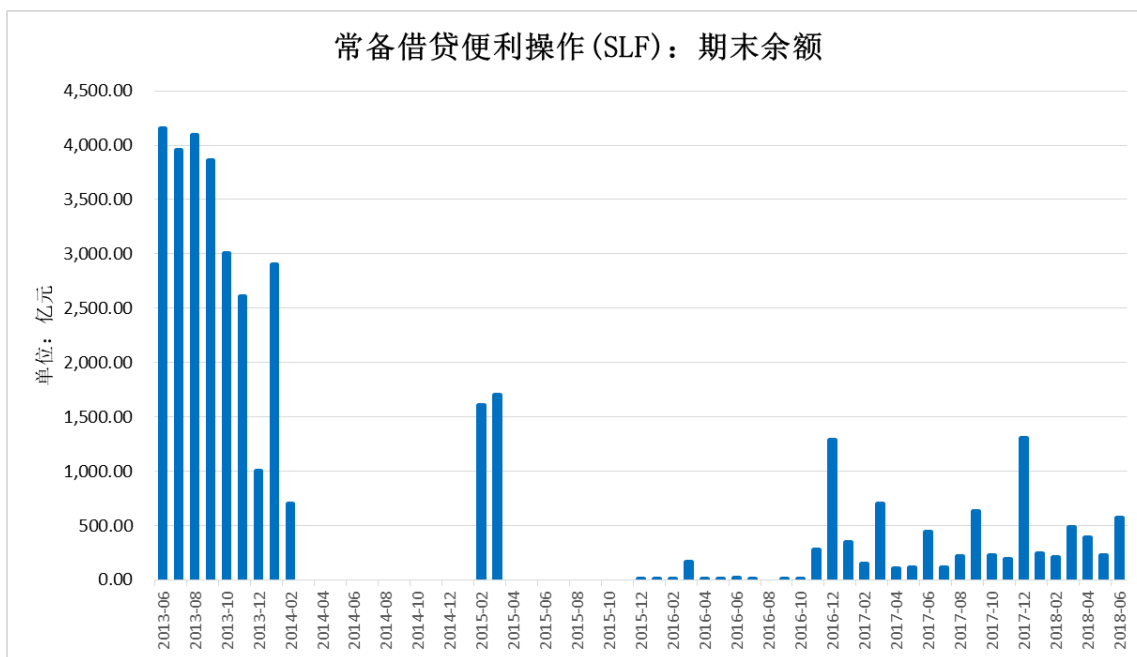
借鉴国际经验，人民银行于2013年1月创设**常备借贷便利 (Standing Lending Facility , SLF)**，从而初步构建了以此新创设的常设借贷便利利率为上限和原存在的超额存款准备金利率为下限的利率走廊机制。

2014年9月，人民银行创设了**中期借贷便利 (Medium-term Lending Facility , MLF)**。

2014年4月，人民银行创设**抵押补充贷款 (Pledged Supplemental Lending , PSL)**为开发性金融支持“棚改”提供长期稳定、成本适当的资金来源。

2017年1月，为保障春节需求，人民银行创设**临时流动性便利 (Temporary Liquidity Facility , TLF)**。

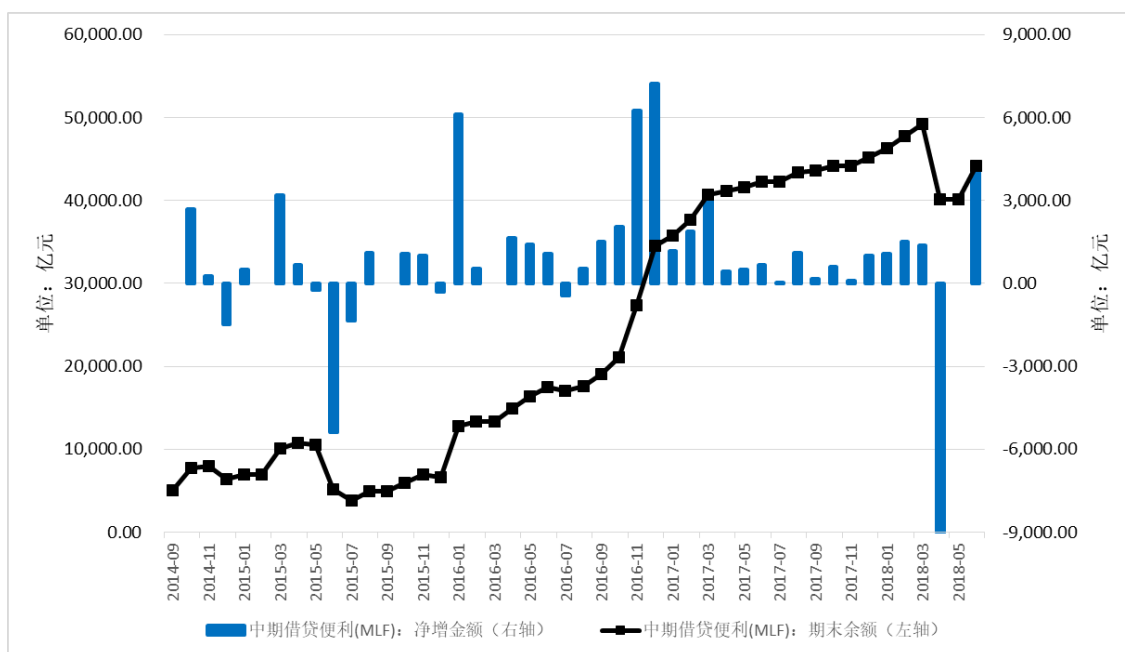
一、危机后中国货币政策调控工具的变化：为满足人民币投放新增需要，新创设了四种货币政策调控工具



数据来源：Wind资讯。

图3：2013年6月以来人民银行对金融机构开展的常备借贷便利操作

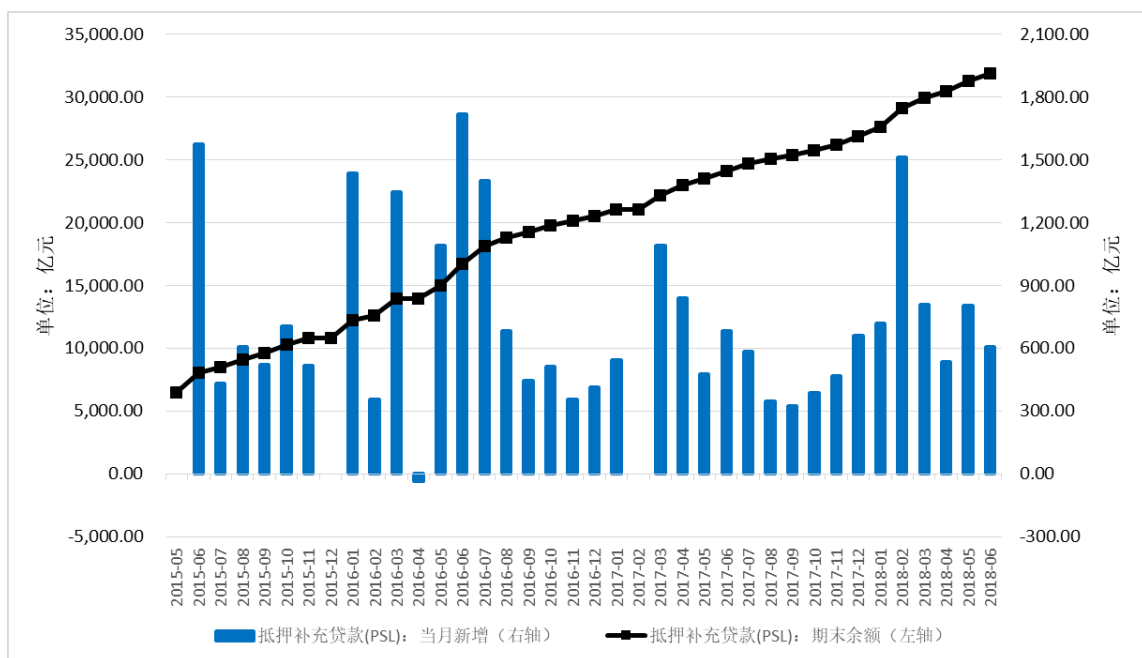
一、危机后中国货币政策调控工具的变化：为满足人民币投放新增需要，新创设了四种货币政策调控工具



数据来源：Wind资讯。

图4：2014年9月以来人民银行对金融机构开展的中期借贷便利操作

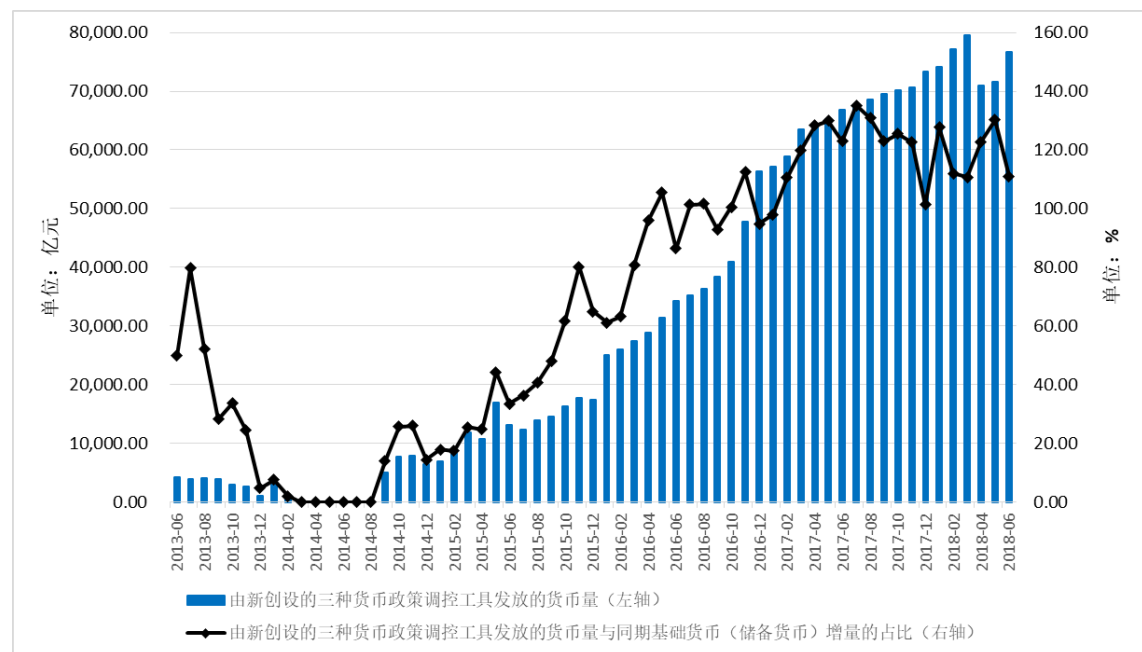
一、危机后中国货币政策调控工具的变化：为满足人民币投放新增需要，新创设了四种货币政策调控工具



数据来源：Wind资讯。

图5：2015年5月以来人民银行发放的抵押补充贷款

新创设的货币政策调控工具完全能满足基础货币的新增需要，外汇占款的减少不影响人民币的正常投放。



数据来源：Wind资讯。

图6：由新创设的三种货币政策调控工具发行的货币量及其与同期基础货币增量的占比

一、危机后中国货币政策调控工具的变化：其他货币政策调控工具

1、对存款准备金制度的进一步完善。（1）自2004年4月25日起，实行**差别存款准备金率制度**；（2）2015年9月，改革存款准备金考核制度，**由时点法改为平均法考核**。（3）从2015年开始，为加大对小微企业和“三农”等的支持力度，启动“**定向降准**”措施。（4）2017年12月29日，建立“**临时准备金动用安排（CRA）**”。

2、对再贷款和再贴现工具在结构性货币政策调控功能方面的进一步改进。于2014年1月30日调整了再贷款分类，将原流动性再贷款进一步细分为流动性再贷款和信贷政策支持再贷款，金融稳定再贷款和专项政策性再贷款分类不变。信贷政策支持再贷款则包括**支农再贷款**和新创设的**支小再贷款**；为支持精准扶贫，2016年又创设了**扶贫再贷款**。

一、危机后中国货币政策调控工具的变化：其他货币政策调控工具

3、在利率政策方面，完成存贷款利率自由化并初步构建利率走廊机制。

（1）2013年7月20日，人民银行决定**全面放开金融机构贷款利率管制**，取消金融机构贷款利率0.7倍的下限；

（2）2015年10月**对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限**，这标志着中国利率管制的基本放开，利率市场化改革取得关键性进展；

（3）2015年5月，人民银行在全国范围内**放开小额外币存款利率上限**；

（4）人民银行于2013年初创设了常设借贷便利，2014年9月创设中期借贷便利，从而其构建了**以常设借贷便利利率为上限和超额存款准备金利率为下限的利率走廊机制**，并通过中期借贷便利实现了对中长期利率水平的引导和调控。

二、中国的货币政策调控框架及其主要特征

表1：不同货币政策调控工具的优点

货币政策调控工具	调控对象	操作目标	直接或间接型	数量或价格型	整体性或结构型
公开市场操作	债券市场和商业银行等	利率和基础货币	间接型	量价混合型	整体性
存款准备金率	商业银行等存款类机构	基础货币	间接型	数量型	兼顾结构的整体性
临时准备金动用安排	商业银行等存款类机构	基础货币	间接型	数量型	兼顾结构的整体性
再贴现	金融机构	利率和基础货币	间接型	量价混合型	偏结构型
再贷款	金融机构	利率和基础货币	间接型	量价混合型	偏结构型
存贷款基准利率	各类存贷款金融机构	存贷款利率	偏直接型	价格型	整体性
信贷配额和窗口指导	商业银行等金融机构	信贷	直接型	数量型	兼顾结构的整体性
常备借贷便利	政策性或商业银行	利率和基础货币	间接型	量价混合型	整体性
中期借贷便利	政策性或商业银行	利率和基础货币	间接型	量价混合型	整体性
抵押补充贷款	政策性银行	利率和基础货币	间接型	量价混合型	兼顾结构的整体性
临时流动性便利	商业银行	基础货币	间接型	数量型	兼顾结构的整体性

二、中国的货币政策调控框架及其主要特征

（一）、向世界主要国家调控方式靠拢的中国货币政策调控框架的主要特征

中国的货币政策调控框架为何要向世界主要国家调控方式靠拢？显然，这主要是由中国建立社会主义市场经济体制这个经济体制改革目标所决定的。在市场经济机制下，世界主要国家货币政策调控方式是**间接型、价格型以及整体性**调控。

- 1、中国已建立起以间接调控为主的货币政策调控体系；
- 2、中国货币政策调控方式正由数量型向价格型调控转变；
- 3、中国的货币政策调控主要是一种全局的整体性调控。

二、中国的货币政策调控框架及其主要特征

(二)、其他两个具有中国特色的货币政策调控框架特征

1、尽管数量工具的调控作用正逐渐下降，但中国货币政策调控的数量型特征依然显著。

在我国，需实施数量型货币政策工具的另一个原因是，由于国有大型企业和地方政府融资平台等具有**软预算约束，对利率调控并不敏感**，这样中国人民银行不得不对货币和信贷进行间接或直接的控制。

2、危机后，特别是“新常态”下，结构性货币政策的调控作用正逐步加强。

2013年以来，央行刻意淡化“全面漫灌”总量型货币政策框架的“路径依赖”，逐渐演变为“**精准滴灌**”结构型货币政策框架，引导金融资源更多向经济社会发展的重点领域和薄弱环节配置。

三、央行的宏观审慎政策及双支柱调控框架的形成和发展

2010年，国际社会强化宏观审慎政策的努力已取得积极进展，初步形成了可操作的政策框架。2010年末G20批准了**巴塞尔协议Ⅲ的基本框架**，在最低监管资本要求之上增加基于宏观审慎的资本要求，包括**逆周期资本缓冲、系统重要性金融机构额外资本要求**等，体现了加强宏观审慎管理、增强逆风向调节的诸多进展。

国际金融管理改革实践呈现出由中央银行主导宏观审慎政策的趋势。美国金融改革法案强化了**美联储**对系统重要性金融机构的监管。**英国政府**授权**英格兰银行**负责宏观审慎管理，并把金融监管权从金融服务局转移到中央银行。新修订的《**韩国银行法**》进一步强化了韩国银行的宏观审慎职能，赋予其维护金融稳定的必要工具和手段。**日本银行**则通过运用房地产贷款首付比例、计提逆周期资本缓冲、限制跨境资本流动、动态调整贷款损失拨备等履行宏观审慎职能。

三、央行的宏观审慎政策及双支柱调控框架的形成和发展

安泰经管学院
ANTAI COLLEGE
Economics Management

国际金融危机促使国际社会更加重视宏观审慎政策，弥补原有调控框架存在的弱点和不足，**全球出现了将货币政策与宏观审慎政策更紧密融合的趋势。不少央行在实质上具备了货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架的内涵，并普遍建立了跨部门委员会来统筹负责宏观审慎管理和金融监管协调。**

例如，**英国**将货币政策、宏观审慎政策和微观审慎监管职能集中于央行，在已有货币政策委员会之外，设立**金融政策委员会负责宏观审慎管理**；

欧元区也成立**欧盟系统性风险委员会**（European Systemic Risk Board, ESRB），逐步建立了以欧央行为核心、欧央行和各成员国审慎管理当局共同负责的宏观审慎政策框架，把宏观审慎政策和货币政策更紧密地结合在一起。

三、央行的宏观审慎政策及双支柱调控框架的形成和发展

安泰经管学院
ANTAI COLLEGE
Economics Management

中国“十二五”规划明确提出，要构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架。党的十九大报告明确提出，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。

（1）2011年正式引入差别准备金动态调整机制，其核心是金融机构的信贷扩张应与经济增长的合理需要及自身的资本水平等相匹配，不能盲目扩张和过度加杠杆。**（2）2016年**，针对金融市场和金融创新的快速发展，**将差别准备金动态调整机制“升级”为宏观审慎评估体系（MPA）**，将更多金融活动和资产扩张行为纳入宏观审慎管理，从资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险、信贷政策执行七大方面对金融机构的行为进行引导，实施逆周期调节。

（3）2017年，将**表外理财**对应的资产纳入MPA 广义信贷指标范围，以引导金融机构加强表外业务的风险管理。

三、央行的宏观审慎政策及双支柱调控框架的形成和发展

安泰经管学院
ANTAI COLLEGE
Economics Management

(4) 2018 年将进一步把**同业存单**纳入MPA 同业负债占比指标考核。

(5) 2015年8月，人民银行将**远期售汇**纳入宏观审慎管理框架，对开展代客远期售汇业务的金融机构收取**外汇风险准备金**。

(6) 2016年4月，人民银行决定自5月3日起在全国范围内实施本外币一体化的**全口径跨境融资宏观审慎管理框架**。

(7) 继续加强房地产市场的宏观审慎管理，**形成以因城施策差别化住房信贷政策为主要内容的住房金融宏观审慎政策框架**。

四、外部不确定性加大背景下央行未来双支柱调控的重点和难点

安泰经管学院
ANTAI COLLEGE
Economics Management

第一，应继续完善货币政策框架，**强化价格型调控和传导**，继续深化利率和汇率市场化改革，**发挥金融价格杠杆在优化资源配置中的决定性作用**。

第二，应继续完善宏观审慎政策框架，**探索将影子银行、互联网金融等纳入宏观审慎政策框架**，进一步完善MPA 指标参数设置。

第三，在外部不确定性加大背景下，货币政策的立场应以稳健为主，确保金融市场流动性合理充裕。**特别是在一些不确定性较大、经济过冷的关键时期，降准或定向降准、信贷政策和窗口指导等数量型或结构性货币政策工具的快速调控作用仍不容忽视**。

四、外部不确定性加大背景下央行未来双支柱调控的重点和难点

第四，应继续加强房地产市场的宏观审慎管理，分一二三四五线城市类别，完善以因城施策差异化住房信贷政策为主要内容，以家庭购房资格、首付比例和房贷利率等为主要抓手的住房金融宏观审慎政策框架。

第五，在外部不确定性加大背景下，应继续完善跨境资本流动和跨境融资的宏观审慎管理框架，及时对冲外部冲击对中国经济和人民币汇率的负面影响。

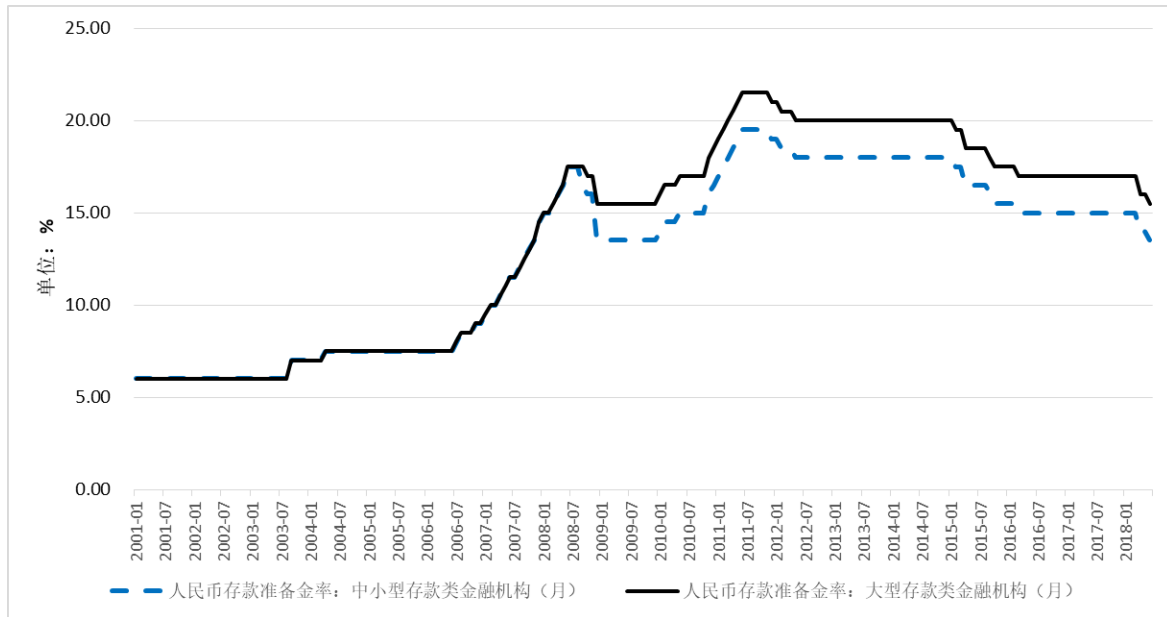
四、外部不确定性加大背景下央行未来双支柱调控的重点和难点

第六，未来人民币投放在短中期还可依靠降准，但在中长期则应主要靠进一步培育国债市场和基于短期国债买卖的公开市场操作。

（1）在短中期通过降低法定存款准备金率释放人民币流动性，以解决业已存在的高存准率问题。

（2）从战略高度来看，在中长期，一个发达的人民币国债市场不仅是人民银行实施公开市场操作之必需，同时其也是确保人民币国际化成功的关键，因为全球的人民币投资者需要一个具有足够深度的人民币国债市场来满足其持有巨量人民币安全资产的需求。

四、外部不确定性加大背景下央行未来双支柱调控的重点和难点



数据来源：Wind资讯。

图7：2001年1月-2018年6月大型与中小型存款类金融机构的法定存款准备金率

危机后央行货币政策工具与监管政策框架的演变与挑战

Question & Answer

“疏通货币政策传导机制”

鲁政委

兴业银行首席经济学家

鲁政委



鲁政委，经济学博士，兴业银行首席经济学家，华福证券首席经济学家，兴业经济研究咨询股份有限公司副总裁。

中国金融四十人论坛（CF40）特邀成员，中国首席经济学家论坛理事，新供给50人论坛成员，中国保险资产管理业协会第二届个人会员理事，西安交通大学兼职教授，武汉理工大学兼职教授，深圳证券交易所绿色金融方向博士后指导专家组成员。

2010年12月被上海市金融工作委员确定为“上海金融领军人才”。2011年7月在新华社上海分社举办的评选活动中荣获“首届沪上十大金融创新人物”称号。2011年和2012年连续两年被香港专业投资者杂志《The Asset（财资）》评为亚洲“人民币债券最佳分析师”。2014年，鲁政委在《证券市场周刊》举办的一年一度的“远见杯”评比中，获得中国宏观数据月度预测第一名。2016年度路透社中国经济指数预测调查第一名。

鲁政委曾在《经济研究》和“The Chinese Economy”等专业学术刊物上发表论文10余篇，著有《预测背后的逻辑》（机械工业出版社，2012年8月）。

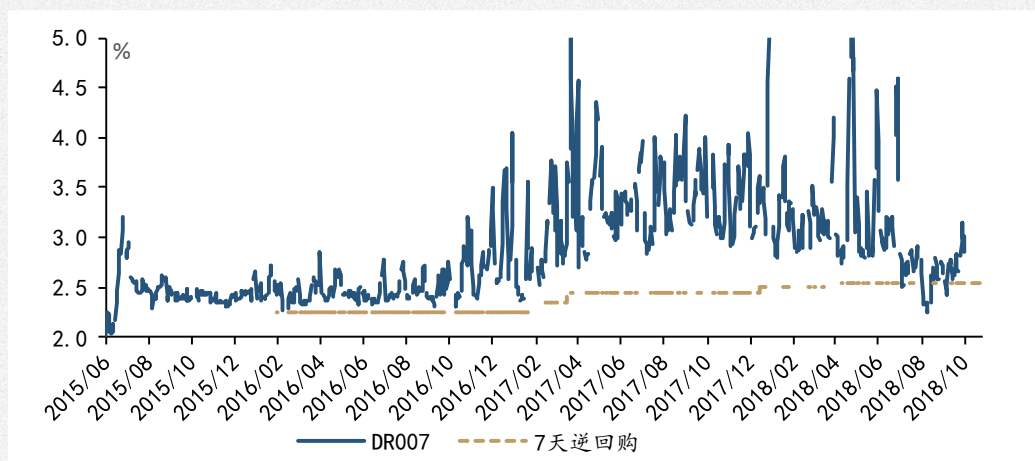
疏通政策传导渠道

兴业银行首席经济学家
华福证券首席经济学家 鲁政委
兴业研究公司 副总裁

2018年10月

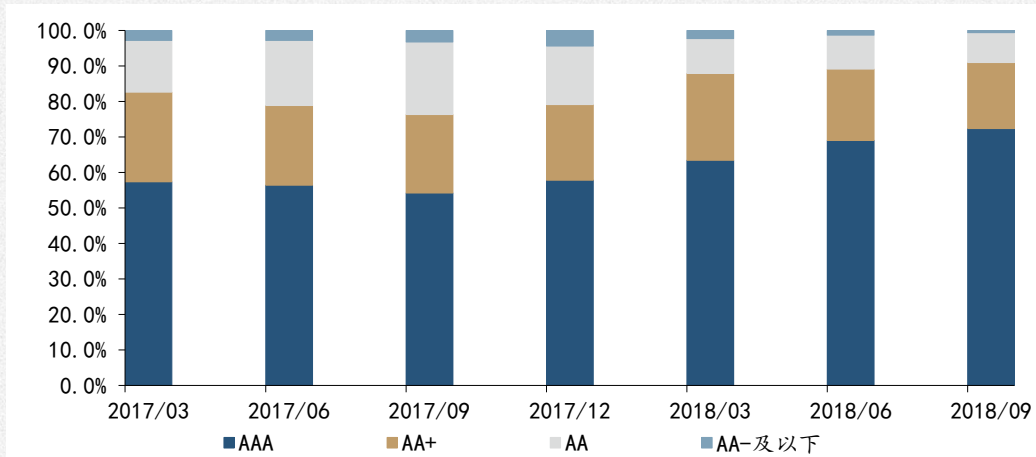
货币政策：流动性投放

货币市场：7天央行逆回购利率与市场利率



货币政策：从流动性投放到信用扩张.....

债券融资渠道向高评级倾斜



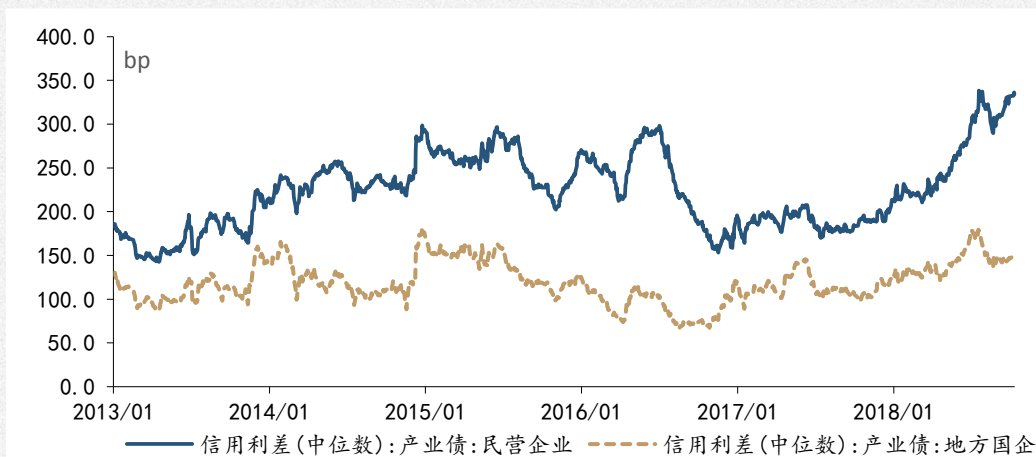
© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

3

货币政策：从流动性投放到信用扩张.....

民企融资贵



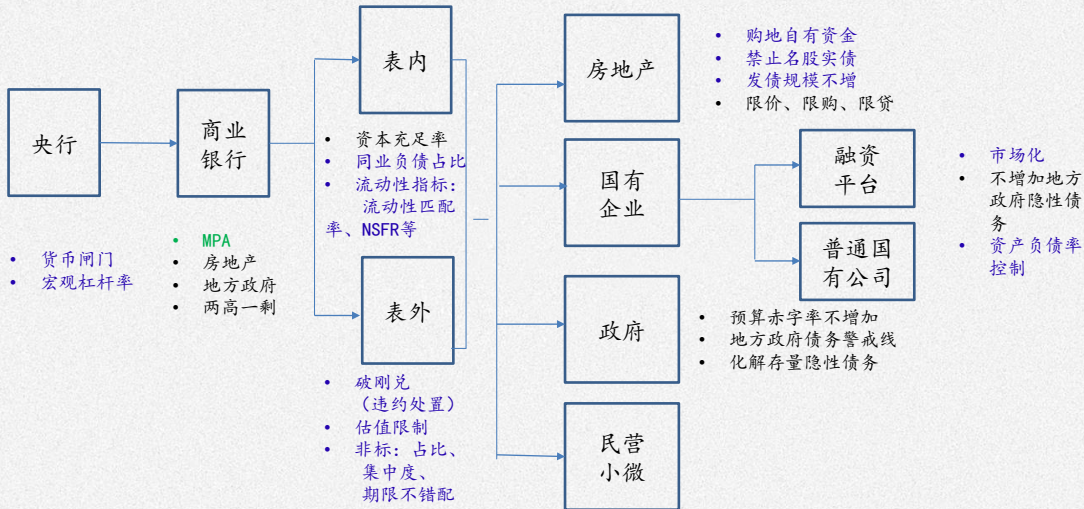
© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

4

信用扩张的道道闸门

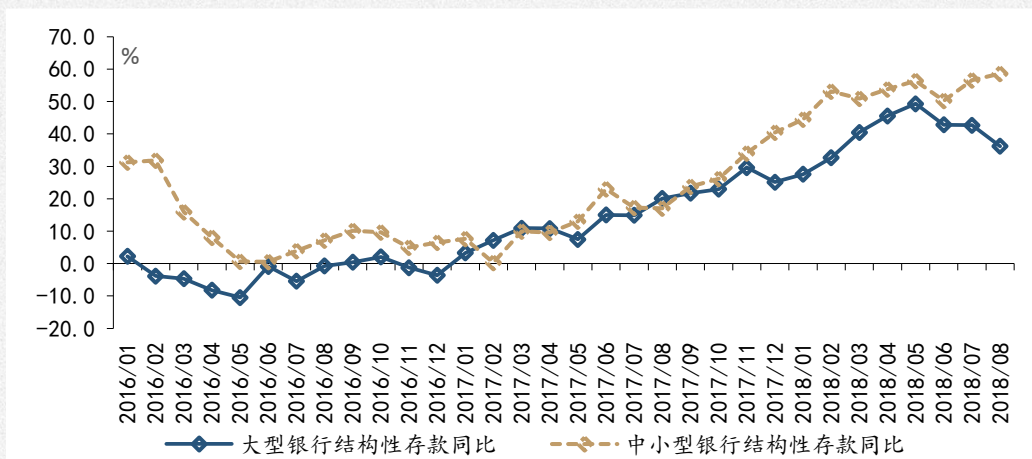
重重约束“几家抬”



© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

梗阻之一：银行表内-负债结构难以支撑合意的信用扩张

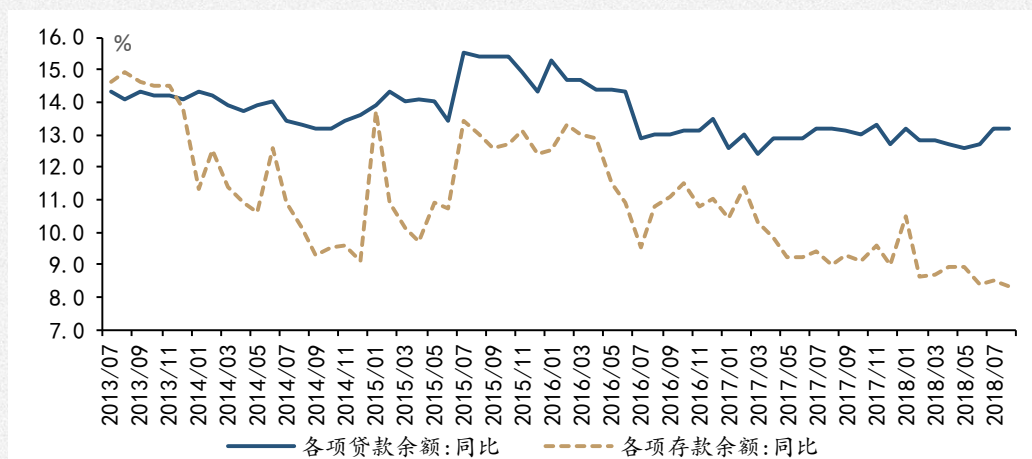
一般性存款不足：银行更加依赖高成本的结构性存款



© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

梗阻之一：银行表内-负债结构难以支撑合意的信用扩张

一般性存款不足



© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

7

梗阻之一：银行表内-负债结构难以支撑合意的信用扩张

流动性监管指标

	流动性覆盖率 (LCR)	净稳定资金比例 (NSFR)	流动性比例	流动性匹配率 (LMR)	优质流动性资产充足率
资产>=2000亿元的银行	√ (2018年底到100%)	√ (2018年7月1日达到100%)	√	√ (2020年1月)	不适用
资产<2000亿元的银行	不适用	不适用	√	√ (2020年1月)	√ (2018年底80%, 2019年6月100%)

© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

8

梗阻之一：银行表内-负债结构难以支撑合意的信用扩张

净稳定资金比例（NSFR）：给定资产，要求拉长负债期限

资本与负债项目（指标分子）	可用稳定资金系数
(1) 监管资本（含监管资本扣除项，但不包括剩余期限小于1年的二级资本工具） (2) 有效剩余期限在1年及以上的其他资本工具，但不包括若行权将会使预期剩余期限降到1年以下的带有明确或嵌入期权的资本工具 (3) 有效剩余期限在1年及以上的所有有担保和无担保借款和负债，包括定期存款，但不包括最终剩余期限1年以上的负债产生的1年以内的现金流	100%
来自零售和小企业客户的稳定存款，包括无确定到期日（活期）存款和剩余期限小于1年的定期存款	95%
来自零售和小企业客户的欠稳定存款，包括无确定到期日（活期）存款和剩余期限小于1年的定期存款	90%
(1) 非金融企业客户提供的剩余期限小于1年的（有担保和无担保）融资 (2) 业务关系存款 (3) 主权、公共部门实体以及多边和国家开发银行提供的剩余期限小于1年的融资 (4) 以上所列之外的剩余期限在6个月到1年的其他有担保和无担保融资（包括中央银行和金融机构提供的剩余期限在6个月到1年的融资）	50%
(1) 以上所列之外的其他负债和权益，包括中央银行和金融机构提供的剩余期限在6个月以内的融资 (2) 无明确到期日的负债，包括空头和无到期日的头寸，但递延税负债和少数股东权益例外 (3) 净稳定资金比例衍生产品负债大于净稳定资金比例衍生产品资产时，净稳定资金比例衍生产品负债与净稳定资金比例衍生产品资产的差额 (4) 由购买金融工具、外汇和大宗商品产生的“交易日”应付款	0%

© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

9

梗阻之一：银行表内-负债结构难以支撑合意的信用扩张

净稳定资金比例中，流动性较高、期限较短的资产有利于指标提升

表内资产（指标分母）	所需稳定资金系数
(1) 现金 (2) 存放于中央银行的准备金（包括法定准备金和超额准备金） (3) 剩余期限小于6个月的对中央银行的债权 (4) 由出售金融工具、外汇和大宗商品产生的“交易日”应收款	0%
无变现障碍的其他一级资产，不包括已纳入0%所需稳定资金系数类别的资产	5%
向金融机构发放的剩余期限小于6个月的无变现障碍贷款（由一级资产担保并且银行能在贷款期限内将担保物自由地再抵（质）押）	10%
(1) 向金融机构发放的其他剩余期限小于6个月的其他无变现障碍贷款，不包括已纳入10%所需稳定资金系数类别的贷款 (2) 无变现障碍的2A资产	15%
(1) 无变现障碍的2B资产 (2) 存在变现障碍的时间在6个月到1年之间的合格优质流动性资产 (3) 向金融机构和中央银行发放的剩余期限为6个月到1年的贷款 (4) 存放在其他金融机构的业务关系存款（且接收存款方对该业务关系存款适用50%的可用稳定资金系数） (5) 其他剩余期限小于1年的非合格优质流动性资产，包括向非金融机构客户、零售和小企业客户、主权、公共部门实体、多边和国家开发银行发放的贷款	50%
(1) 剩余期限在1年及以上、在信用风险标准法下风险权重不高于35%的无变现障碍住房抵押贷款 (2) 剩余期限在1年及以上、在信用风险标准法下风险权重不高于35%的其他无变现障碍贷款，但不包括向金融机构发放的贷款	65%
(1) 作为衍生产品交易初始保证金的现金、证券或其他资产，以及向中央交易对手违约基金提供的现金或其他资产 (2) 剩余期限1年及以上、信用风险标准法下风险权重超过35%的无变现障碍的未逾期或逾期未超过90天的贷款，但不包括向金融机构发放的贷款 (3) 不符合合格优质流动性资产标准、剩余期限1年及以上的未违约的无变现障碍证券和在交易所交易的权益类证券 (4) 实物交易的大宗商品（包括黄金）	85%
(1) 存在变现障碍的期限在1年及以上的全部资产 (2) 净稳定资金比例衍生产品资产大于净稳定资金比例衍生产品负债时，净稳定资金比例衍生产品资产与净稳定资金比例衍生产品负债的差额 (3) 以上所列之外的所有其他资产，包括逾期超过90天的贷款、向金融机构发放的剩余期限1年及以上的贷款、非交易所交易的权益类证券、固定资产、监管资本扣除项、留存利息、保险资产、子公司权益和违约证券等	100%

梗阻之一：银行表内-负债结构难以支撑合意的信用扩张

流动性匹配率（LMR）：限制货币市场资金的使用

项目	折算率（按剩余期限）		
	<3个月	3-12个月	≥1年
加权资金来源			
1. 来自中央银行的资金 (新加入的)	70%	80%	100%
2. 各项存款 (征求意见稿70%)	50%	70%	100%
3. 同业存款	0%	30%	100%
4. 同业拆入及卖出回购	0%	40%	100%
5. 发行债券及发行同业存单	0%	50%	100%
加权资金运用			
1. 各项贷款	30%	50%	80%
2. 存放同业及投资同业存单	40%	60%	100%
3. 拆放同业及买入返售	50%	70%	100%
4. 其他投资	100%		
5. 由银行业监督管理机构视 情形确定的项目	由银行业监督管理机构视情形确定		

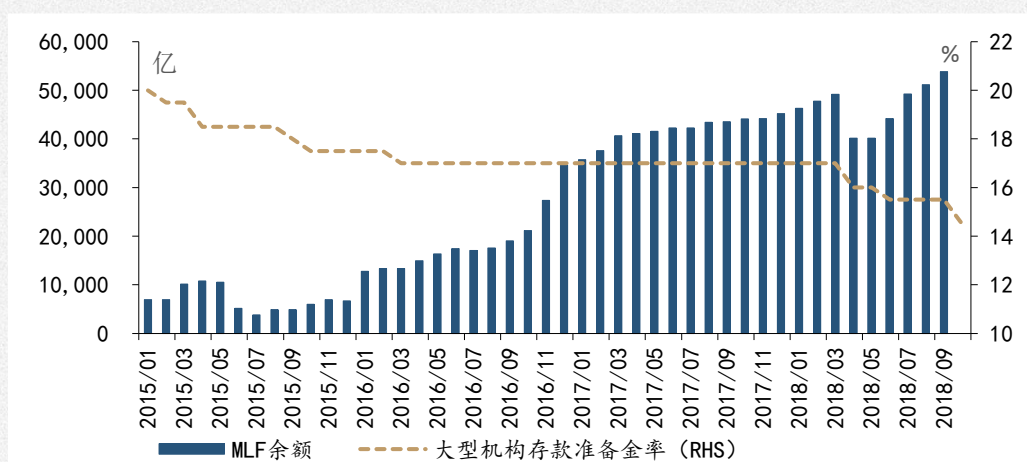
注：1、来自中央银行的资金包括通过公开市场操作、常备借贷便利、中期借贷便利、再贷款等从中央银行融入的资金。

2、卖出回购、买入返售均不含与中央银行的交易。

© 兴业研究版权所有 3页 7天以内的存放同业、拆放同业及买入返售的折算率为0%。

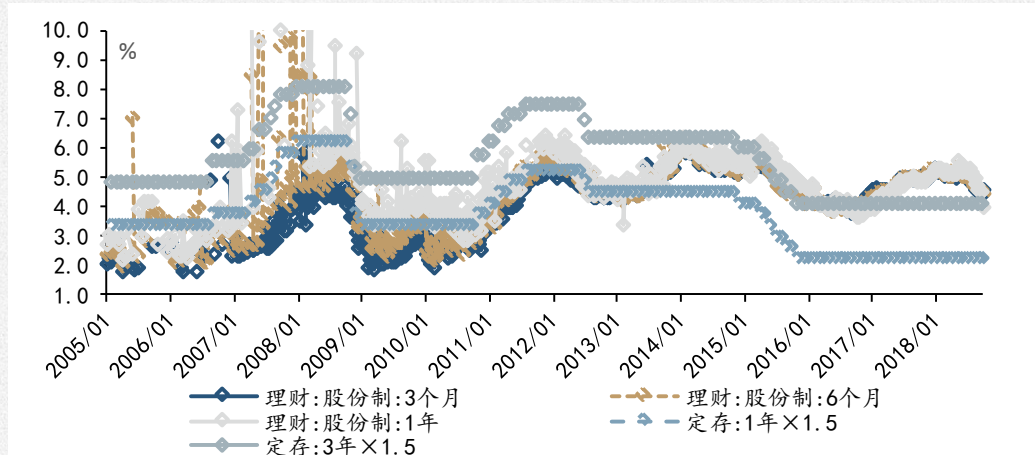
梗阻之一：银行表内-负债结构难以支撑合意的信用扩张

应对：短期限流动性投放量仍大，建议继续降准置换MLF



梗阻之一：银行表内-负债结构难以支撑合意的信用扩张

应对：加快推进利率市场化、放开金融债发行



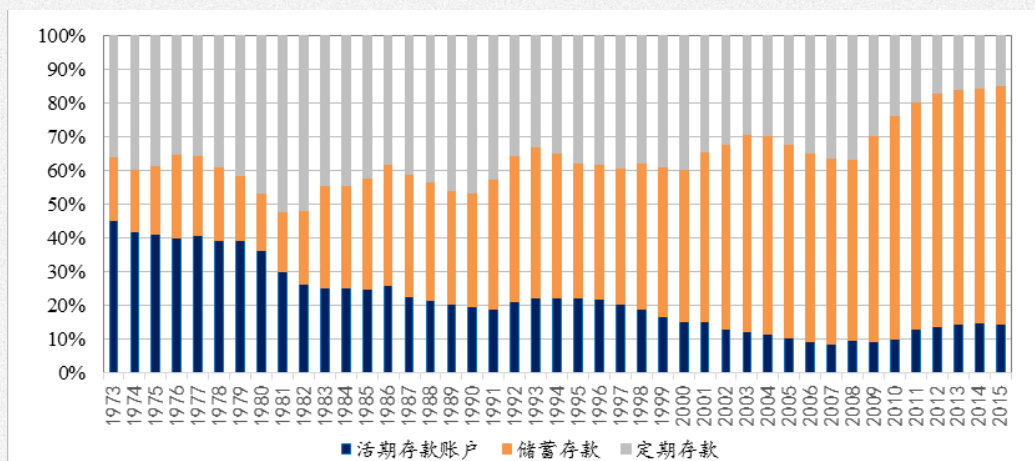
© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

13

梗阻之一：银行表内-负债结构难以支撑合意的信用扩张

应对：加快利率市场化



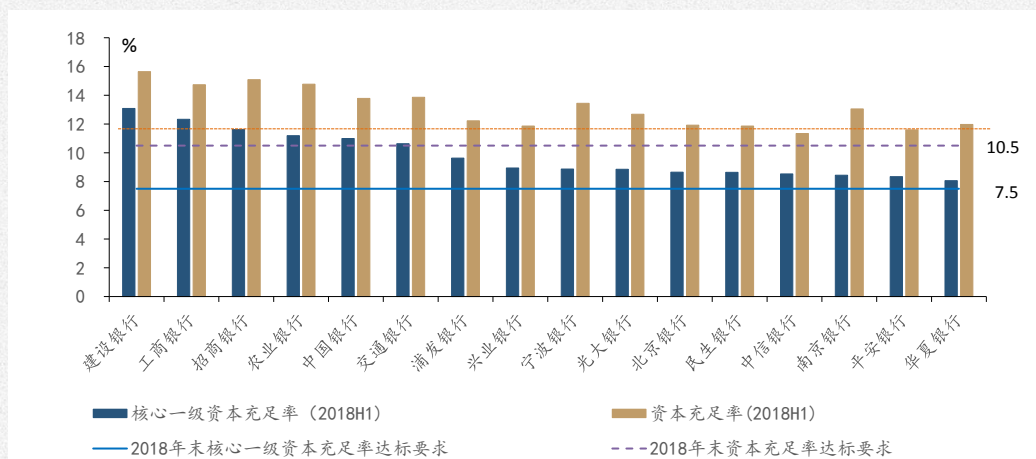
© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

14

梗阻之二：银行表内-资本金压力

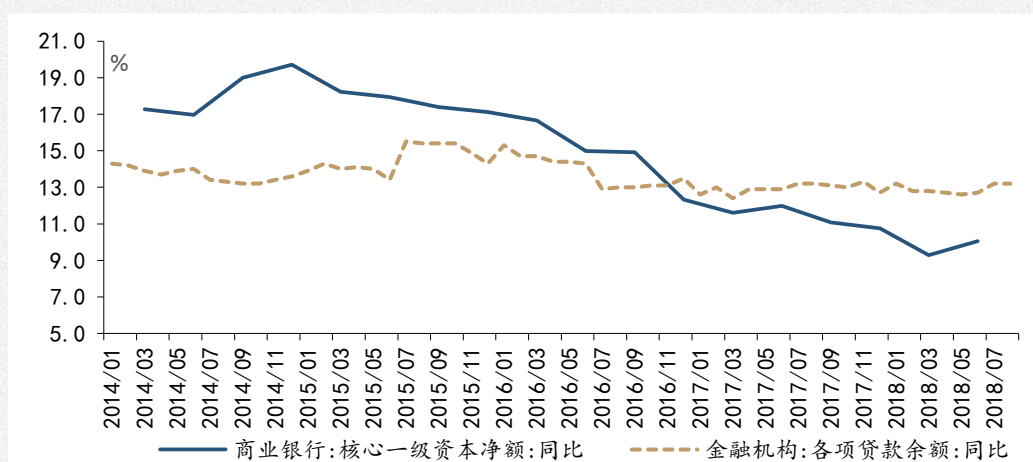
部分上市银行资本充足率水平仅略高于达标要求



注：系统重要性银行的核心一级资本充足率和资本充足率最低要求比其他银行高1%。

梗阻之二：银行表内-资本金压力

核心一级资本增速低于贷款增速



梗阻之二：银行表内-资本金压力

债转股要求

- **人民银行（6月25日）**：“为进一步推进市场化法治化‘债转股’，加大对小微企业的支持力度，中国人民银行决定，从2018年7月5日起，下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点。**鼓励5家国有大型商业银行和12家股份制商业银行运用定向降准和从市场上募集的资金，按照市场化定价原则实施‘债转股’项目。**……同时，邮政储蓄银行和城市商业银行、非县域农商行等中小银行应将降准资金主要用于小微企业贷款，着力缓解小微企业融资难融资贵问题。”

梗阻之二：银行表内-资本金压力

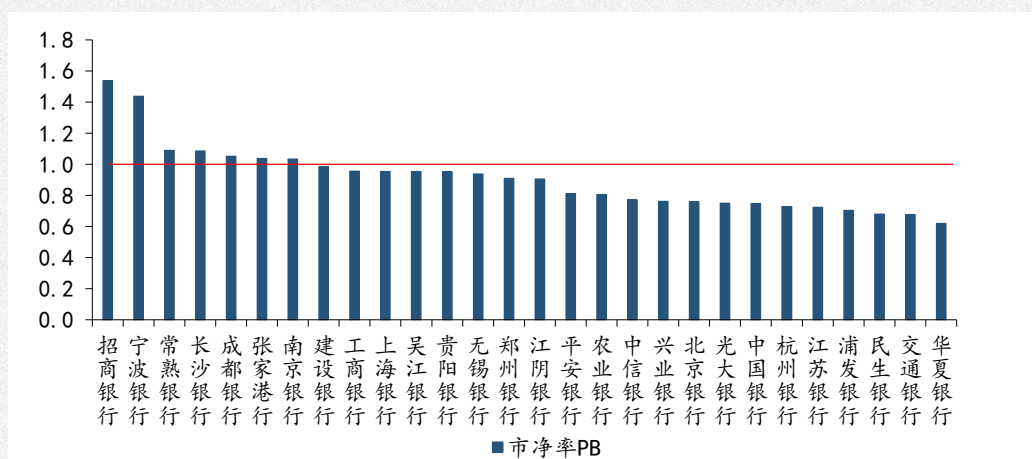
商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）（2018年6月29日）

- 第五十条 金融资产投资公司**资本充足率**、杠杆率和财务杠杆率水平**参照金融资产管理公司**资本管理相关规定执行。

AMG与金融资产投资公司	权重	商业银行	权重
6. 对一般企（事）业单位和个人债权		6. 对一般企业的债权	100%
6.1 收购金融不良资产形成的债权			
6.1.1 批量收购金融不良资产形成的债权	50%		
6.1.2 其他形式收购金融不良资产形成的债权	75%		
6.2 收购非金融不良资产形成的债权	100%		
6.3 其他对一般企（事）业单位和个人的债权	150%		
7. 股权投资		10. 股权	
7.1 对金融机构的股权投资（未扣除部分）	250%	10.1 对金融机构的股权投资（未扣除部分）	250%
		10.2 被动持有的对工商企业的股权投资	400%
7.2 因政策性原因形成的对工商企业的股权投资	100%	10.3 因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业的股权投资	400%
7.3 围绕不良资产开展的追加投资	150%		
7.4 市场化债转股	150%		
7.5 对工商企业的其他股权投资（未扣除部分）	400%	10.4 对工商企业的其他股权投资	1250%
7.6 对有控制权但未并表的工商企业的股权投资	800%		
8. 其他		11. 非自用不动产	
8.1 非自用不动产		11.1 因行使抵押权而持有并在法律规定处分期限内的非自用不动产	100%
8.1.1 因行使抵押权而持有的非自用不动产	100%	11.2 其他非自用不动产	1250%
8.1.2 其他非自用不动产	400%		

梗阻之二：银行表内-资本金压力

主要银行核心资本补充困难



© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

梗阻之二：银行表内-资本金压力

上市银行资本补充受到国有股权定价限制

- 根据《上市公司国有股权监督管理办法》（国资委 财政部 证监会 第36令）的规定：
- “**上市公司国有股权变动**应当根据证券市场公开交易价格、可比公司股票交易价格、**每股净资产值**等因素合理定价。”
- “**国有股东公开征集转让上市公司股份**”和“**国有股东非公开协议转让上市公司股份**”的价格均应当“不得低于下列两者之中的较高者：（一）提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值；（二）**最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值**”。
- 虽然上述规定中未直接规定“国有股东所控股上市公司发行证券”的价格，在商业银行增资扩股的实际执行中，多沿用这两点，由此，在当前大量银行股估值低于净资产的情况下，无法进行增发以完成核心一级资本补充。

© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

梗阻之二：银行表内-资本金压力

对策：充实资本

- **消除补充资本障碍：**修改《上市公司国有股权监督管理办法》（国资委 财政部 证监会 第36令），允许根据市场估值增发新股。
- **大股东注资：**在国家层面，发行特别国债向国有银行注资；在地方层面，发行专项债向地方银行注资。

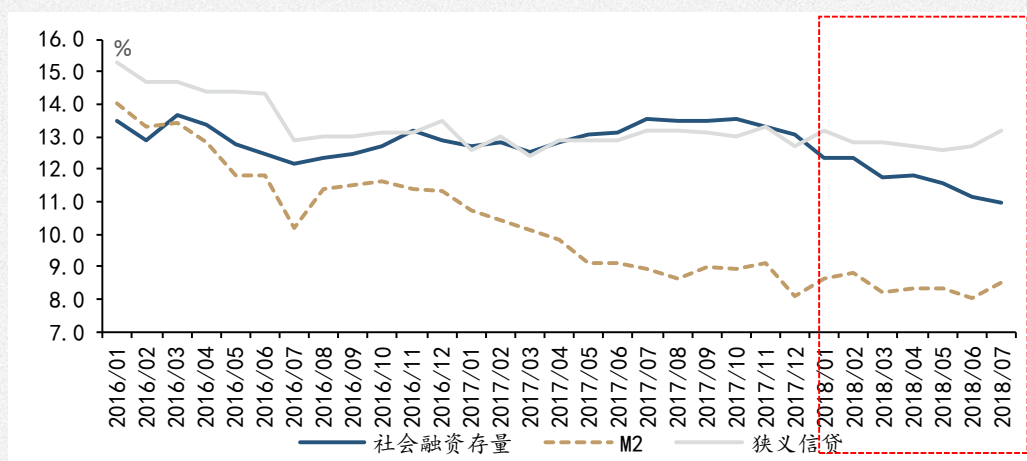
梗阻之三：金融供给与融资需求光谱出现断档

期限错配要求

- 资管新规规定：“资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”；
- “资产管理产品直接或者间接投资于未上市企业股权及其受（收）益权的，应当为封闭式资产管理产品，并明确股权及其受（收）益权的退出安排。未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日”。
- 银行理财的主流开放周期为3个月和6个月，而非标的典型期限在1-3年之间

梗阻之三：金融供给与融资需求光谱出现断档

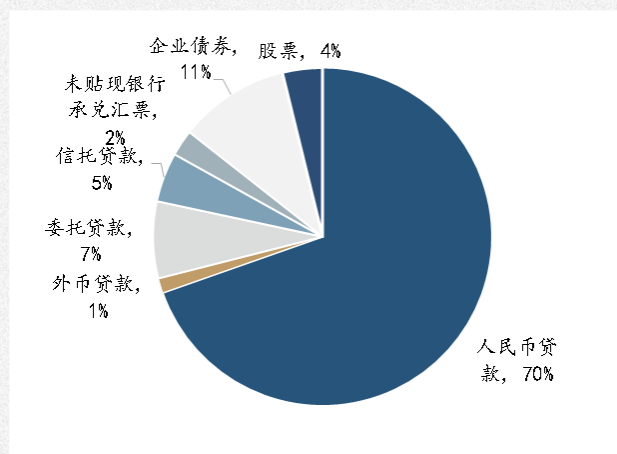
社会融资与信贷的裂口



© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

梗阻之三：金融供给与融资需求光谱出现断档

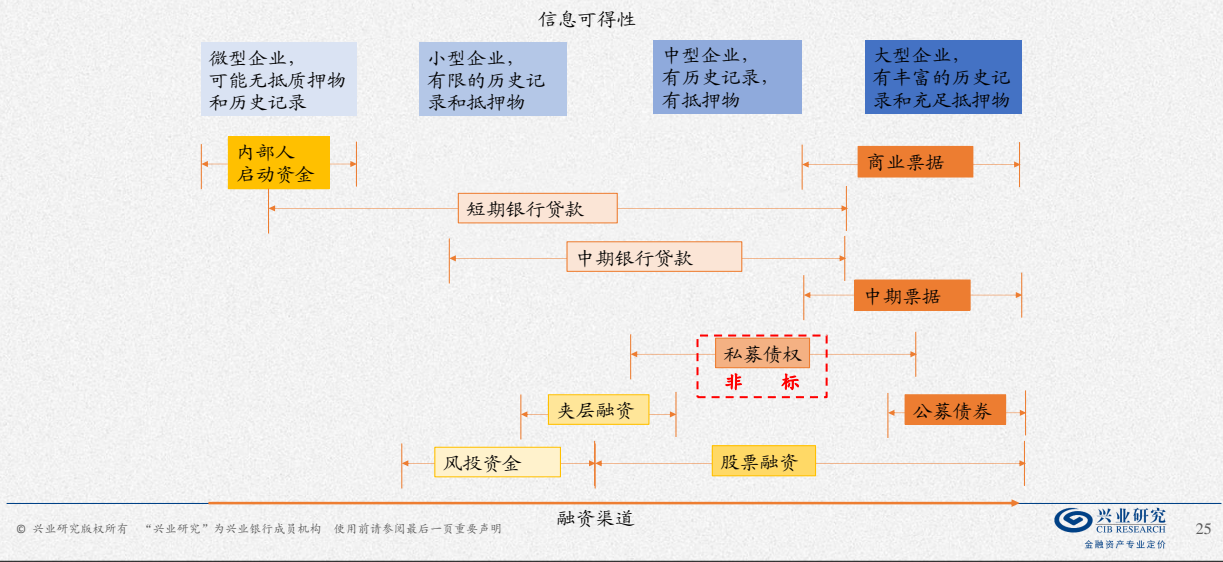
社会融资与信贷的裂口 (以2018年5月为例)



© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

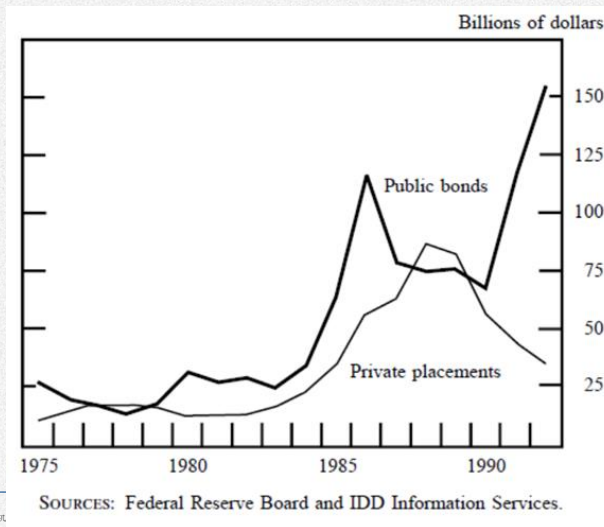
梗阻之三：金融供给与融资需求光谱出现断档

美国的经验
企业规模



梗阻之三：金融供给与融资需求光谱出现断档

20世纪90年代之前，传统私募债权市场（与国内PPN不同，发行无注册、无承销、非公开，对应国内非标）占据美国债市半壁江山



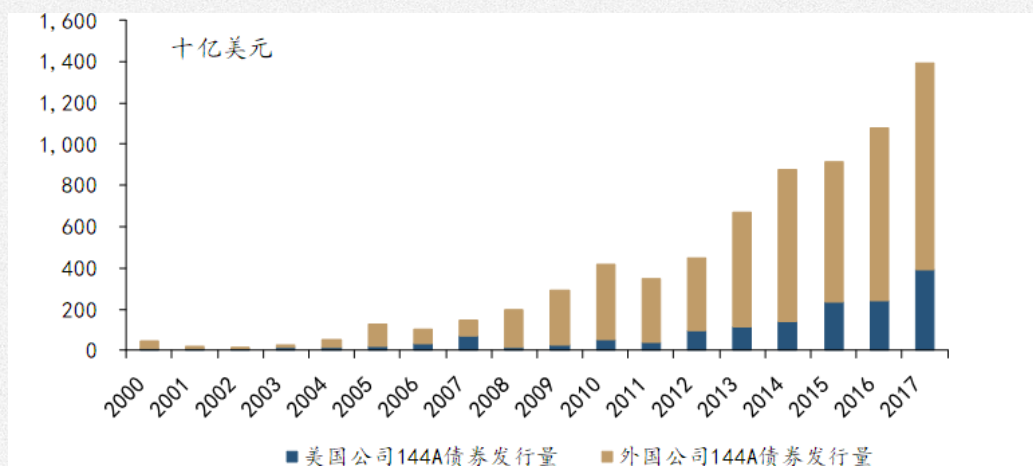
© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

26

梗阻之三：金融供给与融资需求光谱出现断档

SEC推出的144A私募证券市场规模快速扩张



© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

27

梗阻之三：金融供给与融资需求光谱出现断档

对策：融资光谱补短板

- 尽快明确标与非标的划分。
- 允许监管之下的非标继续发展。
- 明确债券违约处置流程，包括理财对客户的流程。

© 兴业研究版权所有 “兴业研究”为兴业银行成员机构 使用前请参阅最后一页重要声明

兴业研究
CIB RESEARCH
金融资产专业定价

28

总结

- **两个背景：**相对于稳增长的需求来说，目前政策传导效率有必要继续提高，这既需要从标准宏观政策逻辑下来思考，也不能忽略我国监管政策转型调整的大背景。
- **四大梗阻：**a) **银行表内负债难以支撑必要的信用扩张**，应对之策是继续降准、放松金融债发行、加快利率存款利率市场化；b) **资本金难以支撑表内融资显著扩张**，应对之策是政府需要考虑发债补充银行资本金、修订国有企业股份增发不得低于净资产的规定、适当提高商业银行利润转增资本比例、严厉打击逃费债务并控制债转股的范围；从整个金融体系支撑经济发展的角度，还需要认真培育一个不受资本约束的巨大资产管理市场；c) **融资供给与需求光谱的断档**，应对之策是尽快明确标与非标的划分，监管对非标回归中立态度；d) **资管新规转型的摩擦**，应对之策是尽快明确标与非标的标准、明确债券违约的处置流程，特别是资管机构的对客流程。

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告读者参考，一切商业决策均将由报告读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是被公开出版物正式刊登，否则，均应该被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

“中国债券市场走向全球”

Alfred Schipke

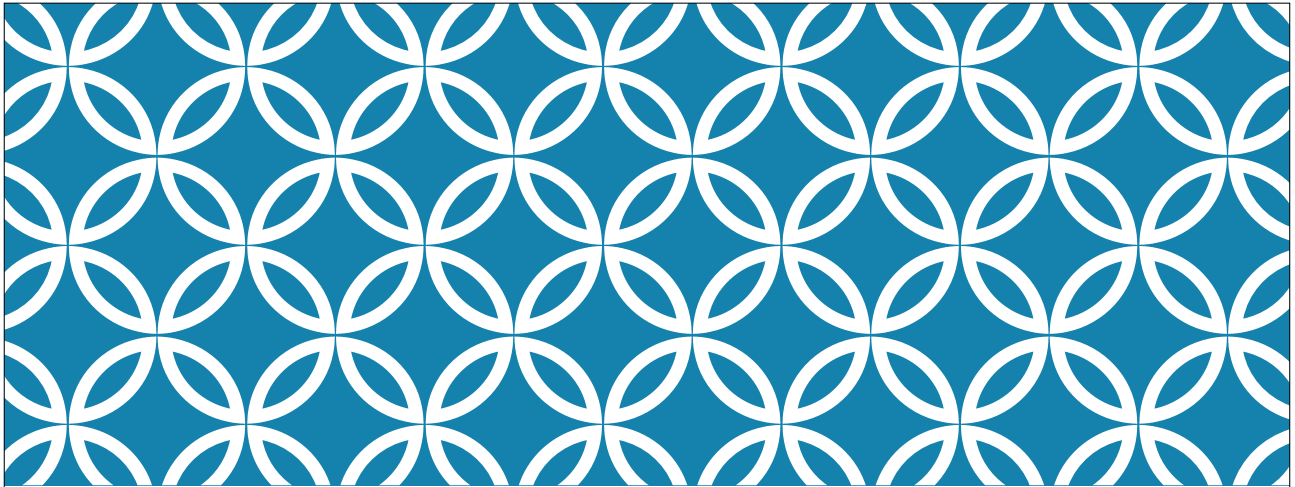
IMF驻华首席代表

Alfred Schipke



国际货币基金组织驻华首席代表

席睿德先生（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。



面向全球的中国债券市场

2018年上海环球金融研讨会
全球金融格局的变化

Alfred Schipke
IMF高级常驻代表

2018年10月16日

资本市场发展和改革开放

改革开放40周年

增长奇迹，2030年之前将成为经济大国

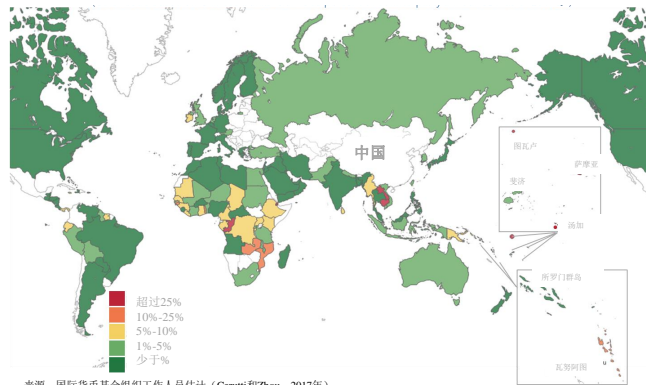
反映在金融业的快速发展中

- 最大的银行
- 第二大的股票市场
- 债券市场已然跻身于全球三强

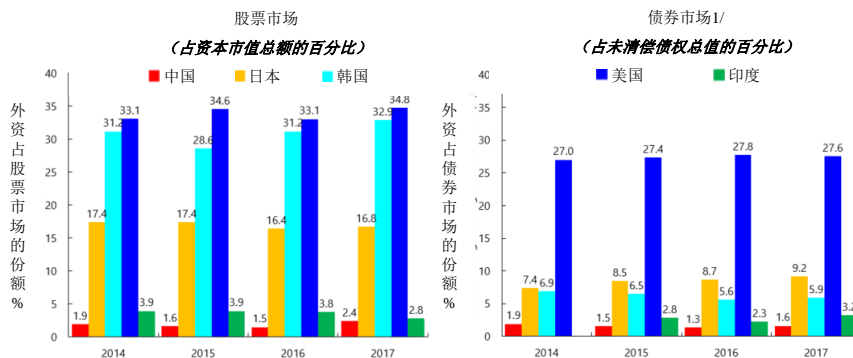
金融业仍然处于相对封闭状态，逐步全球性整合

除了银行金融行业一体化限制

金融联结：高度依赖于一些亚洲和非洲经济体之间的银行借款
(按占截至2017年第四季度中国交易对手GDP的百分比标色)



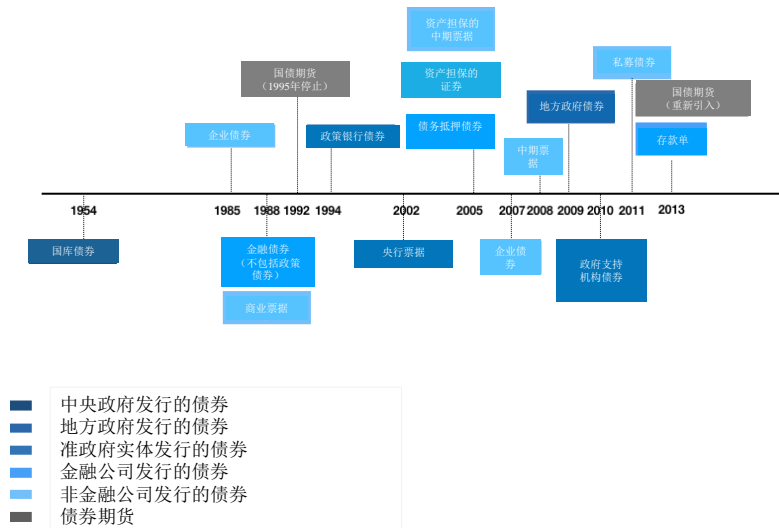
中国的债券市场，外资参与度仍然处于低位



来源：日本银行、香港环亚经济数据有限公司、韩国金融监督院、Haver Analytics、日本财政部、中国人民银行、印度储备银行、美国财政部和IMF员工计算。

1/ 印度的数据仅包括政府证券

债券市场相对较新，但增长迅速



债券市场发展阔步向前

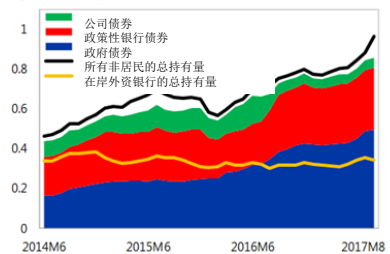
金融业改革开放（习近平主席，2018年4月）

进一步发展债券市场（李克强总理，2018年3月）

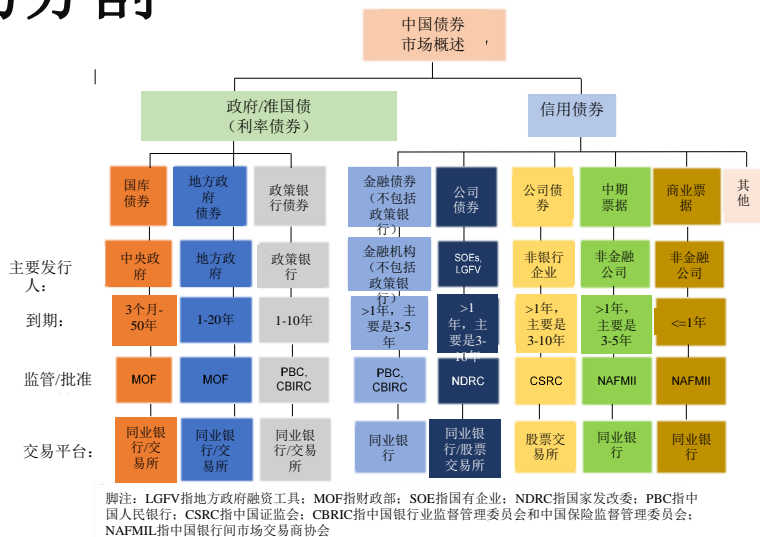
债券市场全球指数

- 彭博巴克莱全球综合指数 (201? 年)

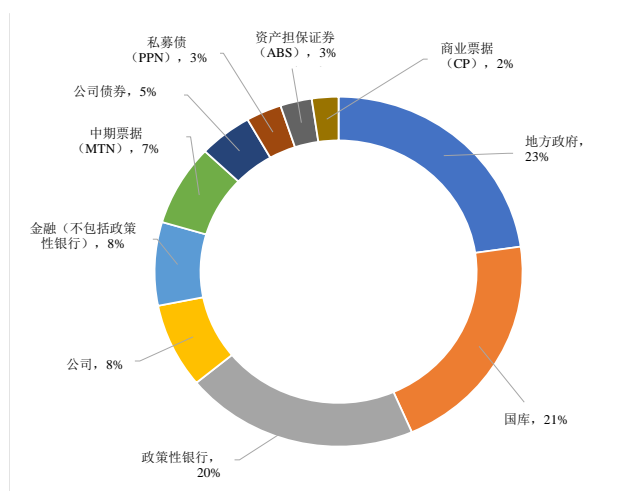
外资持有中国债券
(万亿人民币)



市场分割

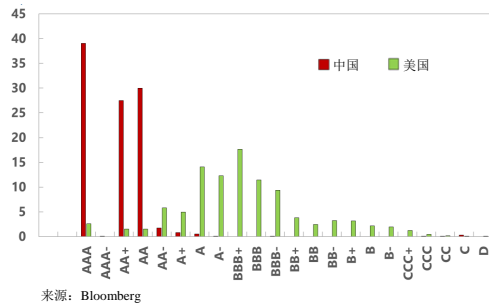


当前的结构



加强信用评级

图4.9 信用债券评级分布：中国 vs 美国（百分比）

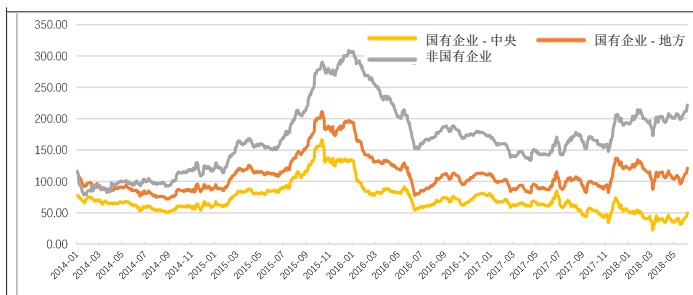


在中国，90%的信用债券评级高于AA级（美国为6%）

最近改革：

- 对外开放 (允许国外评级机构加入)。
- 统一同业银行市场和外汇市场评级机构的行为规范。

隐性担保：国有企业/非国有企业的信用利差(基准点)



数据：Wind Statistics

注：每一种公司类型的债券是未清余额的加权余额总和。

进一步发展债券市场的好处/对外开放

与加强监管双管齐下：

- 更好分配资源
- 多样化资产
- RMB国际化
- “一带一路”倡议

进一步发展债券市场

协调监管机构之间的规则

消除障碍（切实可行的解决方案/与市场参与者建立友好关系）

明确的指导和案例研究（演示应用、投资、资金汇回、对冲的流程）。

消除隐性担保/允许违约

加强公司治理

提高数据信息的完整性

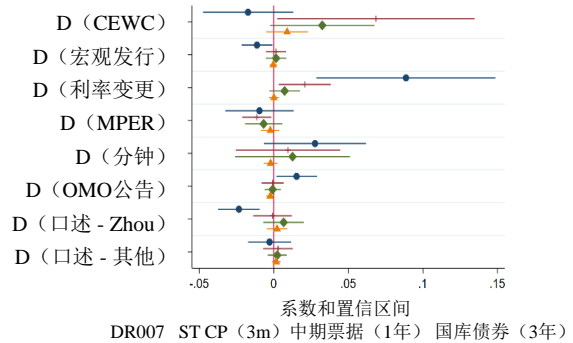
更好的沟通

加强政策框架/和沟通/

更加以市场为主导的利率和汇率（李克强总理）

继续推进现代化货币政策框架（短期利率目标）

精心规划进一步资本账户自由化



思考

债券市场有很大的发展潜力

领导进一步发展和对外开放

全球包容度，推向新的发展阶段

效益显著 (更好地服务实体经济、促进多元化、人民币国际化和一带一路融资)

关键的改革点：协调和明确规则、消除隐性担保、加强企业治理、提高数据信息的完整性、更好的沟通

参考文献

Schipke, A., M. Rodlauer和ZHANG Longmei (即将发表), 中国的债券市场: 特点、前景和改革 (IMF)

“国际评级机构在中国金融市场发展中的作用”

Paul Gruenwald

标普首席经济学家



龚华德
董事总经理
亚太区首席经济学家

龚华德为标普全球评级亚太区首席经济学家。龚先生常驻新加坡，负责对亚太区的经济分析，是标普全球评级对该地区宏观经济的主要发言人。

在加入标普全球评级之前，龚先生在澳新集团亚太区担任首席经济学家近五年，负责帮助制定和指导该集团在亚洲和全球的经济研究，以及建立该集团在亚太区的经济研究活动和声誉。此前，龚先生为国际货币基金组织(IMF)服务近16年，带领团队发布IMF亚洲地区展望报告。同时，他还担任过IMF香港和韩国的常驻代表、中国分部的副主管，以及澳洲事务办公室主管干事。

龚先生拥有哥伦比亚大学经济学博士学位、得克萨斯大学经济学及数学学士学位。

中国债券 市场效率 信用评级的意义

Dr. Paul Groewald
全球首席经济学家
2018年10月

上海发展研究基金会
2018年全球金融研讨会

S&P Global
信用评级

前沿

- 去年，中国的习近平主席与美国的总统特朗普在佛罗里达州的马阿拉歌庄园会晤并达成共识，同意完全向外国信用评级机构开放中国市场。
- 这被认为是一种善意/友好的姿态，有助于提供金融业资源分配的经济效益（当仍然是由国家银行主导，有般随性风险），并且从而改善中国增长的质量。
- 本次演讲主要集中在外国信用评级机构参与中国市场的可能经济效益（而非商业效益）。

S&P Global
信用评级

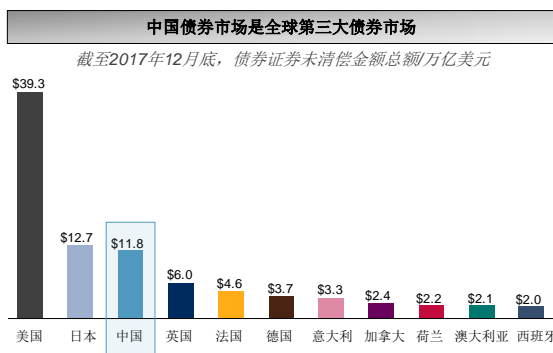
信用评级机构在中国的最新发展

旧的模式：外国信用评级机构（不包括S & P Global Rating）以与当地合作伙伴建立合资关系进入市场。当地信用评级的规模优势仍然保持不变。不过多了很多培训和“知识共享”机会，更多的是关于知识产权转移的不满。

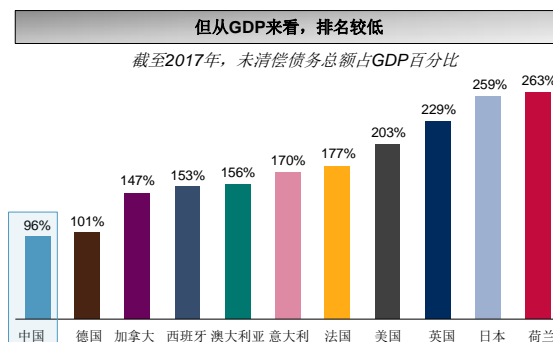
新的模式：中国的政策制定者尝试在自由化资本市场来吸引外国投资和继续控制特定行业来限制市场波动潜在资本逃离中取得平衡。近期的发展包括：

- 12月16日：中国政府解除外国信用评级机构对国内信用评级机构的限制，或建立自己的经营模式。
- 7月17日：中国人民银行颁布草案，允许海外信用评级机构评估中国国内债券的信用风险（佛罗里达州马阿拉歌庄园特朗普-习近平会晤之后）。
- 2月18日：国家发改委宣布公司银行不应将信用风险与地方风险挂钩，支持独立的信用分析和更高的评级透明度。
- 3月18日：全国金融市场机构投资者协会宣布将接受外国信用评级机构的注册申请（7月1日）

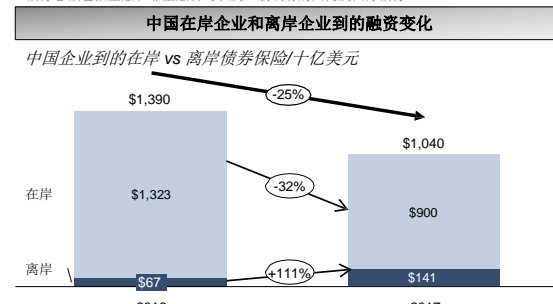
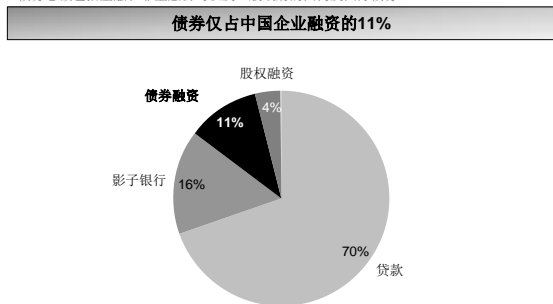
银行贷款仍然主导中国的企业融资市场 - 世界第三大债券市场



来源：国际清算银行
债务总额包括金融和非金融公司以及一般政府的国内及国际债务



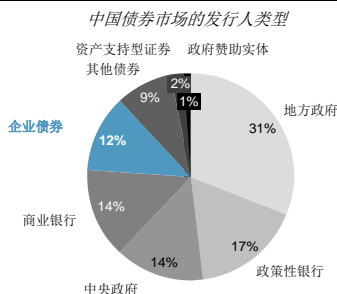
来源：国际清算银行
债务总额包括金融和非金融公司以及一般政府的国内及国际债务



来源：chinanews.com标题为“离岸债券保险继续崛起”的在岸债券保险数量和S&P内部数据库的离岸债券保险数量（APAC D&O）

政府主导保险；商业银行是中国债券的主力军

企业债券占中国保险约12%

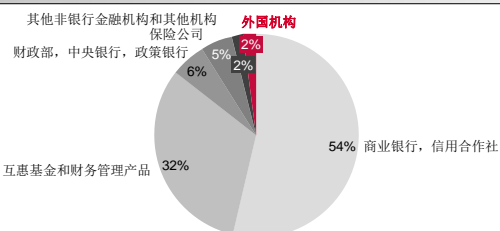


来源：2018年2月Forbes标题为“谁发行了亚洲的债券？”的文章

国内债券市场的发行人

- 政府（地方、中央、政策银行和国有商业银行）是主要的发行人
- 金融和非金融企业占发行人的比例为12%，早些年仅发挥减少居中融资的功能

商业银行买了中国发行的绝大部分的债券



来源：2017年7月FT.com标题为中国同业银行债券市场的五大图表的文章

来源：2017年7月FT.com标题为中国同业银行债券市场的五大图表的文章

S&P Global
信用评级

来源：2017年7月FT.com标题为中国同业银行债券市场的五大图表的文章

来源：2017年7月FT.com标题为中国同业银行债券市场的五大图表的文章；
2018年2月Bloomberg标题为“吸引外国投资者的中国11万亿美元债券市场”的文章

严格保密
仅供内部使用

5

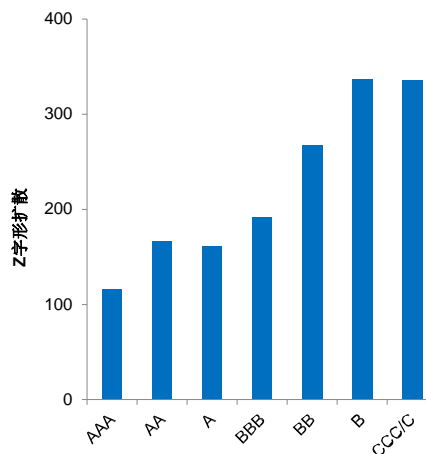
从A级信用评级来看，一个健康的债券市场长什么样？

- 从AAA级到不合格的信用评级的全貌。
- 从更高的评级转向更低的信用评级时，呈Z字型扩散*。
- 信用评级之间的过渡，不论是向上还是向下，都是良态的。

*发行时的息票利率减去等量无风险收益率

注：调整极端的扩散分布，避免包括极松散或季紧凑的信贷条件。

美国企业 S&P 全球评级量表



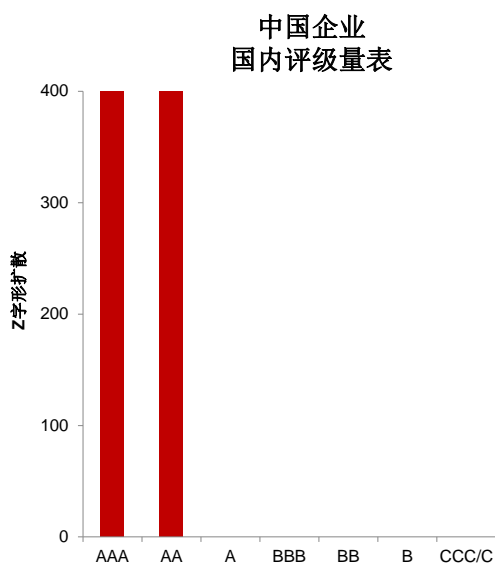
S&P Global
信用评级

To change, turn on or off footer: Inset > Header & Footer > Enter / change text > Click Apply All.

6

从A级信用评级来看，中国债券市场长什么样？

- 评级仅限于AA级或更高（投资者策略使然）
- 每级评级的Z字形扩散对比美国同级别的评级较为明显。
- 从较高评级过渡到较低评级时，Z字形扩散不会增大。



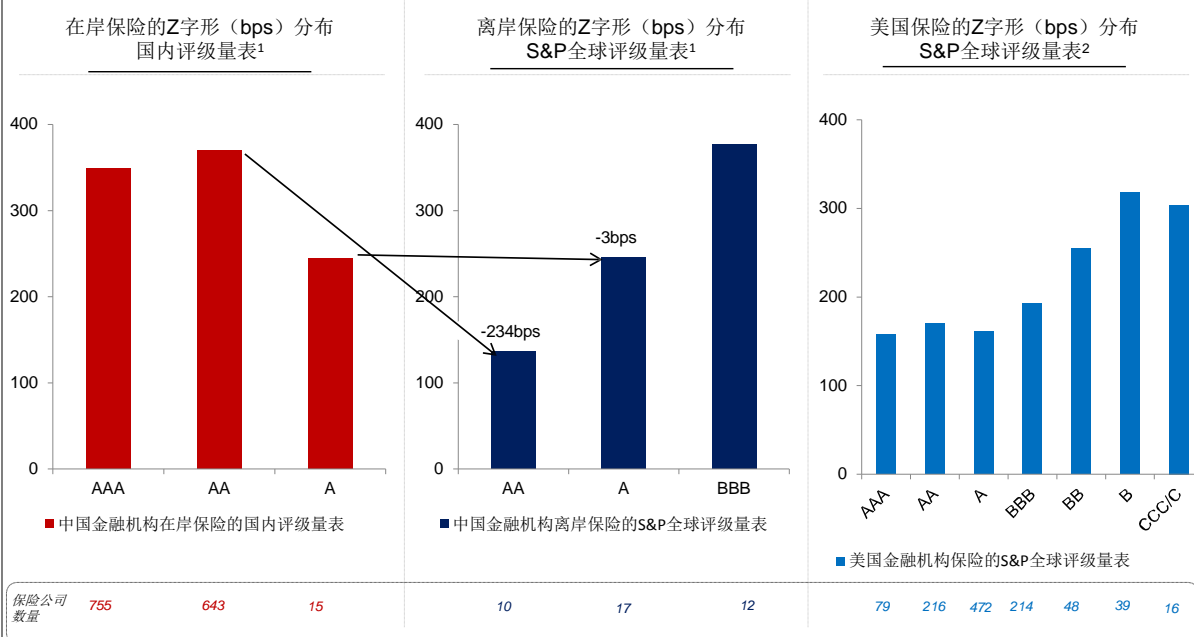
注：调整极端的扩散分布，避免包括极松散或季紧凑的信贷条件。

S&P Global
信用评级

To change, turn on or off footer: Inset > Header & Footer > Enter / change text > Click Apply All.

7

IG中国金融机构的S&P评级离岸保险队列比较紧密，也有评级类别有密切关联



注：调整中国在岸、中国离岸和美国保险公司的极端扩散分布，避免包括极松散或季紧凑的信贷条件。

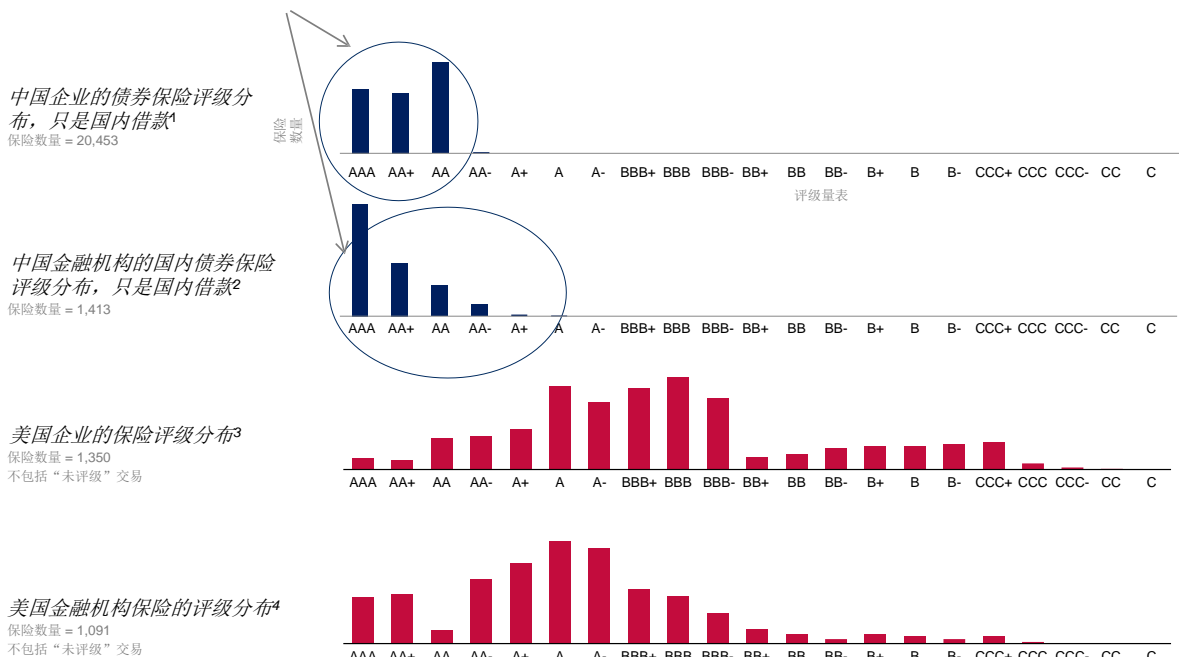
S&P Global
信用评级

1. 中国金融机构在2008年和2018年发行的期限为3-7年的国内保险。信息来源于FINCHINA和Dealogic数据库。
2. 美国金融机构在2008年和2018年发行的期限为3-7年的保险。信息来源于S&P全球固定收益研究团队。

严格保密
仅供内部使用

8

对比美国市场，大多数中国国内保险集中在评级量表的顶端地带



1. 中国企业在2008年和2018年发行的期限为3-7年的国内保险。信息来源于FINCHINA数据库。
2. 中国金融机构在2008年和2018年发行的期限为3-7年的国内保险。信息来源于FINCHINA数据库。
3. 美国企业在2008年和2018年发行的期限为3-7年的保险。信息来源于S&P全球固定收益研究团队。
4. 美国金融机构在2008年和2018年发行的期限为3-7年的保险。信息来源于S&P全球固定收益研究团队。

S&P Global
信用评级

严格保密
仅供内部使用

9

信用评级是需求（投资者）驱动授权的意义

1. 投资者 - 信用评级的消费者 - 在消费之前需要债务发行公司进行信用评级（美国有两家评级机构）
 - 这通常是内部评级/评分模型的补充
 - 评级机构与发行人之间有先天优势。
2. 投资者通常获得授权购买一定质量评级的债券：
 - 在美国，一般指投资级别债券 vs 投机级别或“垃圾”投资
 - 在中国，投资者获得授权购买AA级或更高评级债券。
3. 引入评级机制也为发行人带来不少好处，如可比性、基准、更广的市场准入以及更好的定价环境。
4. 一般来说，发行人需要支付评级机构费用，且在全球金融危机后时代，制定严格的规范要求将商业人员的分析独立开来。

S&P Global
信用评级

To change, turn on or off footer: Inset > Header & Footer > Enter / change text > Click Apply All.

10

蓄势待发

外国信用评级机构在中国市场的发展是循序渐进的，并非一蹴而就。

1. 扩大评级范围（如增加BBB等级？或更低等级？）更好反映违约风险；对于投资者的授权也要调整。
2. 不同信用评级之间更多过渡，更多使用警告反映增加评级可能变更的概率（要么高，要么低）。
3. 更加分散的评级，上调违约评级，与违约风险齐平。
4. 更好定价：收紧每个评级类别的扩散程度。
5. 减少银行投资者占债券市场的份额。
6. 增加外国投资者占债券市场的份额。
7. 听从市场监管者对违约的看法。

- ©2018 Standard & Poor's Financial Service LLC版权所有。
- 未征得Standard & Poor's Financial Service LLC或其附属公司（一起统称为“S&P”）的事先书面同意，不得修改、反向工程、复印或利用任何手段以任何形式发布本文件的全部或部分内容（包括评级、评级相关的分析和数据、估价、模型、软件或其他应用程序或结果），或其存储在数据库或检索系统中。本文件内容不得用于任何非法或非授权用途。S&P及任何第三方提供方，及其各自董事、高管、股东、职员或代理（一起统称为“S&P方”）不会就本文件内容的准确性、完整性、及时性或可用性，或用户任何输入数据的安全或维护作出任何保证。本文件内容是在“按现状”的基础上提供。S&P方拒绝承担任何及所有明示或暗示的保证，包括但不限于对特定使用之可销售性或适合性、不存在任何漏洞、软件错误或缺陷、本文件内容的操作不存在任何干扰或本文件内容能与任何软件或硬件配置兼容作出任何保证。任何情况下，S&P方均无需因本文件内容的任何使用导致或与之相关的任何直接、间接、从属、惩罚性、补偿性、惩戒性、特殊或非直接原因造成的损害、成本、开支、法律费用或损失（包括但不限于因疏忽导致的收入损失或利润损失和机会成本或损失）向任何当事方承担责任，即便已告知该等当事方该等损害的可能性。
- 本文件中的与信用相关和其他分析，包括评级和声明是截至目前为止的意见声明，并非事实声明。S&P的意见、分析和评级认可决策（如下说明）并非购买、持有或销售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不适用于解决任何证券的适宜性问题。S&P不负责在发表时候以任何形式或格式更新本文件的内容。本文件的内容不能作为任何凭证，亦不应构成用户、其管理层、职员、顾问和/或客户作出投资及其他商业决策时的技巧、判断和经验。S&P不会作为任何信托或投资顾问，但其登记注册的除外。尽管S&P是从其认为可靠的信息来源处获得此类数据，S&P并未对其收到的任何信息进行任何审计或开展任何尽职调查或独立验证。
- 若监管当局允许评级机构基于特定监管目的承认其他司法管辖区发布的评级结果，S&P有权自主决定在任何时候转让、撤回或停止该等承认。S&P方概不会就该等承认的转让、撤回或停止负责，也不会承担据此导致或声称导致的任何责任和损害。
- S&P的业务部门会彼此独立开展活动，以保证每个业务单元的独立性和实现其各自活动的目标。因此，S&P的特定业务单元可能掌握有S&P其他业务单元未掌握的信息。S&P已制定相关的政策和流程对收到的与分析流程相关的非公开信息保密。
- S&P可能会就其评级机构和发行人、证券承销商或债务人的特定分析支付费用。S&P有权发布其意见和分析。S&P公开的评级结果及分析可通过其网站 www.standardandpoors.com（免费）和 www.ratingsdirec.com 及 www.globalcreditportal.com（须注册）查看。S&P公开的评级结果及分析也可能通过其他方式发布，包括通过S&P刊物和第三方再发布。关于我们评级费用的更多资料请点击 www.standardandpoors.com/usratingsfees 查阅。
- 澳大利亚
Standard & Poor's (Australia) Pty. Ltd持有《2001年公司法》项下的337565号澳大利亚金融服务许可证。Standard & Poor的信用评级和相关研究不得向除大规模客户（如《公司法》第7章定义）以外的任何澳大利亚人发布。
- Standard & Poor、S&P和RATINGSDIRECT是Standard & Poor's Financial Service LLC的注册商标。

闭幕式

总结发言：

Stefan Pantekoek

艾伯特基金会上海代表处首席代表

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

上海发展研究基金会简介

上海发展研究基金会成立于 1993 年，是利用自然人、法人或者其他组织捐赠的财产，以从事公益事业为目的，按照国家有关规定的公募基金会、非营利性法人。

上海发展研究基金会以促进对发展问题的研究、推进决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

二十多年来，基金会大力支持本市决策咨询研究工作，资助了许多研究项目，并资助开展了上海市决策咨询研究成果奖评奖工作。同时，基金会也组织研究团队，完成了自行设立的或从其他单位承接的一系列研究项目。

近年来，基金会为实现其宗旨而积极探索。基金会每月举办一次“上海发展沙龙”，邀请国内外知名专家、学者就当前的热点或敏感问题作演讲，并与参会者进行互动讨论；每年举办两到三次高层次的研讨会，邀请多位海内外专家与政、商、学界人士共聚一堂，就全球经济和中国经济的形势进行讨论和交流；举办“中国经济未来”系列座谈会，针对中国经济发展中一些深层次问题，进行深入的讨论。基金会还通过资助的方式，与大学和研究机构合作举办了各种形式的研讨活动。基金会把各种研讨活动中的精彩内容，不定期地编撰出版内部资料《研讨实录》和《研究简报》，在更大的范围内推广对发展问题的研究和讨论成果。

自 2008 年开始，基金会与上海市人民政府发展研究中心共同设立了“上海发展研究奖学金”项目，每年资助本市高校的十余位博士或硕士研究生，为决策咨询研究队伍培养后备力量。

上海发展研究基金会现由原上海市副市长、原市人大常委会副主任胡延照先生任会长；原上海市政协副主席王荣华先生、原上海社会科学院院长王战先生以及原国盛集团董事长张立平先生任副会长；由乔依德先生任副会长兼秘书长。

关于弗里德里希·艾伯特基金会

弗里德里希·艾伯特基金会（FES）是一家非营利的德国基金会，由德国联邦政府资助，总部设在波恩和柏林。艾伯特基金会成立于 1925 年，以德国首位民选总统弗里德里希·艾伯特的名字命名，秉承社会民主主义的精神，致力于通过公民教育、研究和国际合作来促进社会政治和经济的发展。艾伯特基金会是德国历史最悠久的政治基金会。

三十多年来，艾伯特基金会上海代表处与中方合作伙伴开展密切合作，目的是加强相互理解与信任，建设性地支持中国的改革开放政策，就各自的发展道路相互介绍经验、彼此学习，以及通过开放性的对话来寻找应对中德两国在 21 世纪面临的最重要的发展挑战的答案。

浦发银行简介

上海浦东发展银行（简称：浦发银行）是 1993 年 1 月 9 日开业、1999 年在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600000）的全国性股份制商业银行，总行设在上海。目前，注册资本金 293.52 亿元。至 2018 年 6 月末，公司总资产规模达 6.09 万亿元。

浦发银行在境内外设有 41 家一级分行，拥有 30 余家投资企业，已发展成为覆盖商业银行、投行、信托、基金、金融租赁、货币经纪、科技银行、村镇银行等八大经营业态的综合化经营集团。

2018 年，浦发银行排名英国《银行家》全球银行品牌 500 强第 13 位（上榜中资银行第 6 位），品牌价值 147.72 亿美元，全球银行 1000 强第 25 位（上榜中资银行第 8 位）。同时，排名《福布斯》全球企业 2000 强第 70 位（上榜中资企业第 13 位、中资银行第 9 位），《财富》世界 500 强第 227 位（上榜中资企业第 48 位、中资银行第 7 位）。浦发银行是国内为数不多同时获得三大国际评级机构投资级以上评级的股份制商业银行之一。

坚持以客户为中心，科技引领，浦发银行致力于打造一流数字生态银行，努力成为新时代金融业高质量发展的排头兵。