



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2018年第93 总第667期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2206室

2018年12月18日 星期二

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
前11个月对外投资逾千亿美元	2
11月新增贷款环比涨幅近八成	2
美国房价下跌 西雅图半年跌11%	2
德国、日本分别下调今明两年经济增长预期	2
货币市场	3
央行净投放1600亿元 结束36日逆回购空窗	3
市场预计美联储12月加息“板上钉钉”	3
监管动态	3
央行：管好货币供给总闸门 引导信贷、社融规模合理增长	3
央行连发三文规范黄金理财	4
贵州银监局一日开出9张罚单	4
金融行业	4
央行行长易纲：影子银行是金融市场必要补充	4
2018年互联网理财指数降幅高达23.45%	4
银行设立理财子公司增至22家 首现农商行“入局”	5
11月新三板挂牌公司完成94次股票发行	5
国内首只知识产权证券化产品出炉	5
国企改革	5
山西国企混改提速 340亿元优质资产面向海内外开放股权	5
热门企业	6
建行成立“建行大学” 设住房金融等九个专业研修院	6
京东支持泰国4.0计划	6
地方创新	6
西安出台《西安市加快促进科技成果转移转化20条措施》	6
天津出台工业用地管理新规	6
安徽省建设“1+16+X”中小企业公共服务平台网络	7
深度分析	7
从金融视角回顾中国的开放之路	7



宏观经济

前 11 个月对外投资逾千亿美元

今年 1 月份至 11 月份,我国境内投资者共对全球 157 个国家和地区的 5213 家境外企业进行了非金融类直接投资,累计实现投资 1044.8 亿美元,与去年同期基本持平。

11 月新增贷款环比涨幅近八成

近日央行发布数据显示,11 月新增人民币贷款 1.25 万亿元,环比增加近八成。一方面因为 10 月份的对比基数比较低,才出现环比近八成的涨幅,10 月份存在国庆长假的原因,单月新增贷款规模只有 6970 亿元。另一个原因就是 11 月份迎来了中国的消费高潮双 11,消费节的高潮促进了消费,贷款也显著增长。具体数据方面,居民短期新增贷款金额高达 2000 亿元,而中长期贷款方面则高达 4000 多亿元,相当于居民方面的新增贷款金额占了一半的比例。主要反映出居民的消费意愿非常强劲,对于消费类行业的未来发展前景值得乐观期待。

美国房价下跌 西雅图半年跌 11%

过去六个月里,西雅图所在的金县房屋库存大幅上升、销售量大幅下降、房屋价格跌幅达到 11.3%,下跌速度比全美任何地方都快。纽约的房价虽然还未现负增长,但其增速已经开始大幅放缓,地铁区尤其如此。

德国、日本分别下调明年经济增长预期

受海外经济前景不明朗以及英国“脱欧”协议悬而未决等不利因素影响,德国、日本两国日前分别下调或准备下调明年两年的经济增长预期。德国央行将 2019 年经济增长率由原先预计的 1.9% 下调为 1.6%,日本政府准备将 2019 年国内生产总值增长预期从之前的 1.5% 下调至 1.3% 左右。



货币市场

央行净投放 1600 亿元 结束 36 日逆回购空窗

在暂停了 36 个交易日的逆回购操作后, 12 月 17 日中国人民银行宣布开展 1600 亿元 7 天逆回购操作, 结束最长连停纪录! 加之周一没有无逆回购到期, 所以公开市场将实现净投放 1600 亿元。对于下一步的货币政策, 央行行长易纲表示, 坚持稳健中性的货币政策, “当前需要略微宽松的货币条件, 但也不能太宽松。”

市场预计美联储 12 月加息 “板上钉钉”

美国时间 12 月 18 日-19 日, 美国 FOMC(联邦公开市场委员会)将举行 12 月份的议息会议。从近期公布的数据来看, 目前美国经济依然处于较好复苏周期, 经济基本面和就业通胀数据支撑美联储继续加息, 因此市场普遍预期此次加息几乎是“板上钉钉”。9 月份加息之后, 联邦基金利率目标区间为 2.00%-2.25%。若此次决定加息, 将成为美联储年内的第四次加息, 也是 2015 年 12 月美联储开启本轮加息周期以来的第九次加息。

监管动态

央行：管好货币供给总闸门 引导货贷、社融规模合理增长

央行网站 12 月 17 日发布文章称, 要坚定“四个自信”, 坚定不移地走中国特色社会主义金融改革发展道路。文章称, 健全货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架, 管好货币供给总闸门, 引导货币信贷和社会融资规模合理增长, 进一步疏通货币政策传导渠道, 让中央银行货币供给切实服务实体经济需要。切实履行防范系统性金融风险的牵头管总责任, 充分发挥国务院金融稳定发展委员会办公室统筹协调作用, 从宏观经济全局和金融市场整体的角度考虑问题, 努力形成全国一盘棋的金融风险防控格局。进一步增强自我革命、敢于创新的勇气, 稳妥推进重要领域和关键环节金融改革, 主动有序扩大金融对外开放。严格落实“放管服”要求, 进一步做好“简政放权”的减法、加强监管的“加法”和优化服务的“乘法”。



央行连发三文规范黄金理财

12 月 14 日, 人民银行办公厅连发《金融机构互联网黄金业务管理暂行办法》(下称“221 号文”)等三份文件, 以防范黄金市场风险, 保护投资者权益。新规指出, 除金融机构和黄金交易所, 任何个人和机构不得提供黄金产品, 并明确了互联网公司的代销角色, 大大提高了准入门槛, 要求实缴注册资本金达到 3000 万元, 不得向风险承受能力不足的投资者销售黄金产品。

贵州银监局一日开出 9 张罚单

贵州银监局 12 月 14 日一天内开了 9 张罚单, 除了 2 张分别开给华夏银行和贵阳农商行, 剩下的 7 张全部飞向了中西部第一家 A 股上市城商行——贵阳银行。贵阳银行此次被监管处罚正包含对其业绩有功的非标领域。

金融行业

央行行长易纲：影子银行是金融市场必要补充

中国人民银行行长易纲日前表示, 影子银行实际上是金融市场必要补充, “影子银行”不是完全负面的词语。只要依法合规经营, 便能成为金融市场的有效部分。易纲同时强调, 影子银行如果管理不好, 就会产生风险。目前, 影子银行和同业业务治理已经取得了一定成效, 影子银行规模收缩, 金融机构的业务运营也更加规范。数据显示, 截至 9 月末, 各类金融资管产品的总规模已经达到 104.5 亿元。

2018 年互联网理财指数降幅高达 23.45%

国家金融与发展实验室等协同发布的《2018 年互联网理财指数报告》显示, 2018 年互联网理财指数下降到了 563 点, 相比 2017 年的 695 点, 降幅高达 23.45%。分析指出, 在强监管及行业洗牌的态势下, 中国互联网理财指数自 2013 年创建以来首次出现下滑, 从长远看, 监管趋严有利于互联网理财健康规范发展, 推动互联网理财回归本源。



银行设立理财子公司增至 22 家 首现农商行“入局”

随着邮储银行、青岛银行的相继加入，目前，有意设立理财子公司的银行数量进一步扩军至 22 家。这些银行中，工农中建交五大国有银行已全部聚齐，且出手力度最大，注册资本金分别为 160 亿元、120 亿元、100 亿元、150 亿元和 80 亿元。而 12 家股份制银行中，招商银行、华夏银行、光大银行、平安银行、民生银行、浦发银行、兴业银行、中信银行和广发银行等 9 家股份制银行也已拟设立理财子公司。注册资本在 20 亿元至 100 亿元之间。值得注意的是，在设立理财子公司的热潮下，地方银行显然不愿缺席，一些有实力的银行也在积极行动起来。目前，北京银行、宁波银行、南京银行、江苏银行、杭州银行和徽商银行均已打算设立理财子公司，而青岛银行以及顺德农商行加盟其中。

11 月新三板挂牌公司完成 94 次股票发行

根据全国中小企业股份转让系统披露数据，11 月，新三板挂牌公司共完成 94 次股票发行，融资金额合计 59.82 亿元，环比增加 46.59%。

国内首只知识产权证券化产品出炉

日前，国内首支知识产权证券化标准化产品“第一创业-文科租赁一期资产支持专项计划”(以下简称“文科一期 ABS”)获得深交所无异议函。据悉，该产品的获批实现了我国知识产权证券化“零”的突破，大大加快了知识产权的资本价值转化速度。据悉，“文科一期 ABS”总规模达 7.33 亿元。

国企改革

山西国企混改提速 340 亿元优质资产面向海内外开放股权

12 月 17 日，山西国企 340 亿元优质资产项目面向海内外开放股权。这一开放举措吸引大批金融机构、外企、民企等前来洽谈、对接。此举意味着，国企体量占据绝对优势的山西加速混改。在当天举行的山西省国有企业混改项目与投资对接会上，受山西省国资委委托，山西省产权交易中心对省属国企 108 个混改项目进行推介招商，



与意向投资人和服务机构进行实质性对接。其间，国内知名 PE、VC、券商投行等金融机构，外企、民企、上市公司，国家电网、中化集团、中国电子科技集团等央企悉数到场。

热门企业

建行成立“建行大学” 设住房金融等九个专业研修院

12 月 17 日，中国建设银行在北京宣布“建行大学”正式成立，这所旨在培养新金融人才、实现产教融合的新型企业大学诞生。建行大学校长由建设银行行长王祖继担任，大学初期下设九个专业研修院，包括普惠与零售、住房金融、金融科技大数据、客户关系、资管业务财富管理、国际金融、风险管理、领导力、员工成长等，作为教学研究实施的主体机构。另外还有总行直管的华北、东北、华东、华中、华南、西南、西北 7 个国内区域校区和中国香港、伦敦、纽约 3 个境外校区，若干专业校区以及各分行分校区等。

京东支持泰国 4.0 计划

京东与泰国政府在曼谷签署一系列合作备忘录。京东将支持泰国 4.0 计划，未来双方将在电子商务、智能物流及人才培养等多个领域展开合作。

地方创新

西安出台《西安市加快促进科技成果转移转化 20 条措施》

西安日前正式出台《西安市加快促进科技成果转移转化 20 条措施》，加快形成总规模不低于 100 亿元的科技成果转化基金群，对创业投资种子期、初创期硬科技企业，按投资额的 70% 抵扣应纳税所得额，并给予 10%-30% 的投资损失风险补偿。

天津出台工业用地管理新规

天津出台工业用地管理新规，在继续实行招标拍卖挂牌出让、出让年期 50 年供应方式基础上，企业可选择以长期租赁、租让结合、先租后让、弹性年期等公开方式取



得工业用地使用权,出让年期缩短到一般不超过20年,充分扩大企业用地方式选择权,降低实体经济初期用地成本。

安徽省建设“1+16+X”中小企业公共服务平台网络

安徽省“1+16+X”中小企业公共服务平台网络正在加快建设,2019年1月起正式运营。据悉,到2020年建成覆盖全省、体系完善、资源共享、运作顺畅、服务规范、绩效突出的“1+16+X”中小企业公共服务平台网络,成为安徽省整合社会服务资源的平台、帮扶企业发展的平台和政府传导落实政策的平台。其中,“1”是指省综合服务平台,“16”是指16个市级综合服务平台,“X”是指入驻平台网络的省级以上中小企业公共服务示范平台和以“互联网+”为特征的新业态、新模式服务机构。

深度分析

从金融视角回顾中国的开放之路

文/余永定(中国社科院学部委员)

文章来源:节选自《中国金融四十人看四十年》2018年12月16日

我自1979年进入中国社会科学院世界经济所(现名世界经济与政治研究所)以来,一直从事西方经济学和世界经济的研究工作(其中有六年时间在英国牛津大学学习)。1994年8月从牛津大学回国之后,开始关注中国的国际收支平衡、汇率、资本管制、宏观调控和全球宏观经济稳定等问题。我希望能通过这篇纪念中国改革开放40周年的文章,同读者分享自己在过去20多年中逐渐形成的对这些问题的一些看法和研究心得。

亚洲金融危机与资本管制

在亚洲金融危机爆发之前,我对资本管制的关注并不多,也没有很强的倾向性。亚洲金融危机爆发后,为了搞清危机的原因与演进细节,我陪同中国社科院副院长王洛林教授到中国香港特区、泰国、马来西亚、日本等地进行了数周的实地考察,会见了众多当地中央银行(或“金管局”)、财政部、证交所、重要银行和非银行金融机构负责人,同当地学者和财经媒体记者进行了广泛交流,取得了大量第一手资料。调研过程中,我深切感到,在受到国际投机资本冲击的情况下,一国出现金融危机的重



要条件是固定汇率制度、资本自由流动和国际收支逆差（或经常项目逆差）。与此同时，我还看到，在发生金融危机的发展中经济体内，几乎没有例外，资本外逃都是压倒骆驼的最后一根稻草。对亚洲金融危机的研究深刻影响了我以后在资本项目自由化问题上的立场和观点。

在东亚国家货币纷纷贬值的情况下，中国坚持人民币兑美元汇率不变，通过严厉的资本管制并以充足的外汇储备作为一种应付投机性攻击的威慑力量，为稳定东亚经济乃至全球经济做出了重大贡献，得到了全世界的一致赞誉。

亚洲金融危机时期，中国金融体系的脆弱程度与危机国家相比有过之而无不及，为什么中国能成功抗御亚洲金融危机冲击？大部分中国学者可能直到现在还都认为这是因为：其一，中国坚持人民币不贬值的政策；其二，中国当时已积累了大量外汇储备，从而使不贬值政策成为可信的政策。尽管上述两个因素功不可没，但我以为关键因素还是资本管制。虽然这种看法现在还无法直接验证，但有一点应该很清楚：在危机期间，没人知道有多少外汇储备才算是足够。1997 年，中国的外汇储备是 1400 亿美元。履行外汇储备的一般职能，这个量级是足够的。但是，如果人民币遭到国际投机资本的系统性大规模攻击，或者出现严重的资本外逃，为防止货币危机和国际收支危机的发生，这个量级的外汇储备不过是杯水车薪。2015—2016 年，为了维持人民币稳定，我国一次性用掉 1 万亿美元外汇储备。即便如此，如果没有资本管制的强化以及国内外经济、金融形势的变化，人民币是否可以稳得住也还很难说。

人民币汇率制度的演进：与美元脱钩

1994 年，中国成功进行汇改，建立了单一汇率下有管理的浮动汇率制度。金融危机爆发后，为稳定国际投资者信心，中国政府执行了事实上钉住美元的汇率政策。在亚洲金融危机期间，我是人民币钉住美元的“不贬值政策”的坚定拥护者。在 1997 年 9 月 1 日新加坡《联合早报》的采访中，我非常明确地表示“人民币不会有事”。另外，由于人民币不贬值政策，中国出口企业受到极大压力，中国经济增长速度明显下降。我当时的强烈感觉是，一旦条件允许，人民币应该尽快同美元脱钩。

2002 年，中国经济强劲回升。2003 年，中国继续保持“双顺差”，外汇储备逐月增加，人民币开始出现升值压力。这一年，时任国务院总理温家宝召集经济学家座谈 a，讨论中国宏观经济形势，其间谈到汇率问题。吴敬琏老师和我主张让人民币同美元脱钩，小幅升值。



吴敬琏老师刚刚在浙江做过调研。他强调,浙江民营企业赞成让人民币升值。由于人民币被低估,进入外贸市场的门槛很低,低效率企业进入市场也有盈利。这样,出口产品的竞争十分激烈,企业竞相杀价,使中国的贸易条件大大恶化。反对人民币升值的主要论点是,中国外贸企业的盈利水平都很低,平均利润率大致只有 2% 左右,如果让人民币小幅升值,大批外贸企业就会破产。这种说法显然是错误的。如果人民币小幅升值,一批低效率企业可能会破产,但高效率的企业将会因低效率企业的退出而得到加强。其结果是:尽管出口量可能会减少,贸易条件却会明显改善,中国的出口额反而可能会增加。然而,当时政府担心一旦允许人民币升值,出口增速下降,2002 年开始中国经济复苏可能夭折。因而,人民币同美元脱钩、升值问题被暂时搁置。

在东亚金融危机前,人民币一直在小幅升值,没有人认为不妥,甚至没人予以注意。危机中,人民币钉住美元,大家都同意这是不得已而为之。一旦危机过后,应该尽快恢复有管理的浮动。但为什么大家却一下子变得如此害怕升值呢?除了害怕升值对中国经济产生负面影响外,对美国施压的“同仇敌忾”和错误地理解“日本广场协议教训”也产生了重要影响。2003 年 9 月时任美国财政部部长斯诺来华访问,呼吁中国让人民币升值。美国政府的态度却使中国产生“你让我升值,我偏不升值”的心理。此外,许多中国学者认为日本之所以会在 20 世纪 80 年代后期出现泡沫破灭之后的长期萧条,就是因为日本向美国压力低头,根据广场协议让日元大幅升值。但事实上,日本经济学界的共识是,日本之所以出现经济泡沫是因为日本银行担心日元升值对日本经济造成严重冲击,而采取了过于宽松的货币政策。我同日本经济学界有相当广泛的联系,很少遇见哪位日本学者把日本泡沫经济及其崩溃归结于广场协议后的日元升值。正如日本央行行长黑田东彦和许多日本官员所认为的,1985 年日本经济正在走出衰退,本应该是点刹车的时候,日本政府却狠踩了一脚油门。

自 2003 年以来,国内经济学界的一个流行口号是“坚决打掉人民币升值的不合理预期”。回想起来,这个口号着实可笑。当一个国家因“双顺差”,外汇储备每三年增长 1 万亿美元的时候,世界上难道还有理性人不预期人民币会升值吗?

由于当时中国政府不愿意让人民币升值,一种“严进、宽出”的主张应运而生,甚至加速资本项目自由化的呼声也再次浮出水面。“严进”自然是完全正确的,但在人民币升值预期强烈的条件下,放宽管制资本就会自行流出吗?那些放弃坐等升值的好处而一定要流出的资本又会是一些什么性质的资本呢?对这类资本的流出难道不正



好要从严核查吗？维持汇率稳定的目的就是坚持“出口导向型创汇经济”，维持“双顺差”。而这种发展模式的另一面就是，从美国借钱再把钱借给美国。

2005 年 7 月 21 日，中央银行宣布实行钉住一篮子货币的汇率制度。与此同时，人民币兑美元小幅升值。中国政府为何终于同意让人民币升值？可能的原因包括美国的压力，国内经济过热，对冲政策的有效性下降使成本上升。但调整国际收支结构，改变增长模式似乎不在原因之列。

在此之前，许多人就担心人民币会与美元脱钩、小幅升值，甚至讨论这种可能性都会鼓励“非理性”升值预期，进而引起投机资本的大举流入，从而使人民币的升值失去控制。出于这种考虑，他们坚持人民币不能升值，哪怕是小幅升值。2005 年 8 月，我在文章中写道，人民币小幅升值所带来的问题是通过资本管制等办法加以解决的。既然政府认为人民币大幅升值的风险过大，我们就只能在不升值和小幅升值之间两害相权取其轻，让人民币小幅升值。

事实上，人民币的渐进式升值并未如有些人担心的那样对中国贸易造成巨大冲击。即便事到今天，人民币汇率已经升值 48%，中国仍然维持贸易顺差。可以看出，2003 年以来从贸易角度出发反对人民币升值的观点是完全站不住脚的。总的来说，尽管人民币与美元脱钩、升值的时间晚了一些，步伐小了一些，在维持货币政策独立性的同时，中国未能有效抑制热钱流入，但 2005 年 7 月 21 日人民币同美元脱钩毕竟是在正确方向上迈出了具有历史意义的一步。

从蒙代尔模型的角度来看，在中国，汇率政策的讨论不仅同贸易平衡、国际收支平衡问题有关，而且同宏观经济稳定，特别是货币政策的有效性有关。2003 年下半年，中国经济的过热征兆越来越明显。2003 年 10 月，中国政府开始实行适度从紧的货币政策。尽管如此，2004 年中国经济仍进一步趋热。由于资产价格的急剧上升以及人民币的升值预期，大量热钱开始涌入中国，人民币的升值压力进一步增加。2005 年下半年，在经常项目和资本项目顺差继续增加的同时，年初得到一定抑制的经济过热势头又再度升温。换言之，在资本管制存在许多漏洞的情况下，固定或准固定汇率制度将使中央银行难以维持独立的货币政策。

麦金农认为，人民币与美元脱钩后，为了使人民币每年的升值幅度被限制在 3% 左右的同时稳定升值预期，央行维持了中美之间 3% 左右的正利差，使人民币可能每年升值 3% 左右。该说法实际上也暗示：如果有汇率目标，中国货币政策就会受制于



美联储的货币政策。由于确信人民币将以大致每年 2%~3% 的幅度升值,大量热钱通过形形色色的管道流入国内从事套利和套汇活动。面对热钱的大量流入,央行不得不大规模销售央票,对冲过多的流动性。但即便如此,中国的物价水平和资产价格依然迅速攀升。2008 年 2 月,中国 CPI 攀升到 8.2%。不难看出,由于中国政府选择了缺乏弹性的汇率制度而资本管制又存在大量漏洞,中国货币政策的独立性受到很大限制。对冲政策使中国在宏观稳定、资源配置、国民福利上付出了很高的代价。我一向认为,为维持汇率稳定付出如此高昂的代价是完全不值得的。

2003 年以来的经验表明:缺乏灵活的汇率是造成中国经济增长不稳定、不平衡、不协调、不可持续最重要的原因之一。不放弃汇率维稳政策,中国经济就不可能实现稳定、平衡、协调、可持续增长,而汇率浮动本身带来的不确定性,却可以通过发展各种衍生金融工具加以锁定。

金融危机与国际货币体系改革

2007 年 8 月,随着美国次贷危机的逐步深化,中国外汇储备的安全越来越成为值得我们严重关切的问题。由于美元的贬值和次贷危机导致的证券违约,凝结着国人血汗的外汇储备的价值可能正在迅速挥发。而通过贬值和违约,美国则可以轻松地摆脱它的外债。中国获得越来越大的贸易顺差,难道就是为了换取那些越来越不值钱的“绿纸片”吗?2008 年 9 月 15 日,美国雷曼兄弟公司突然倒闭,美国金融、经济危机急剧恶化。2009 年 3 月 13 日,时任国务院总理温家宝在回答美国记者提问时指出,“我们把巨额资金借给美国,当然关心资产的安全。说句老实话,我确实有些担心。因而我想通过你再次重申要求美国保持信用,信守承诺,保证中国资产的安全”。

事实上,2002 年 2 月前后,美元出现了所谓“战略贬值”,美元指数一路下跌。2009 年初,美国经济学家克鲁格曼在《纽约时报》上撰文指出,中国得到了 2 万亿美元外汇储备,变成了财政部券(T-bills)共和国,中国领导人好像一觉醒来突然发现他们有麻烦了。虽然他们现在对财政部券的低收益似乎仍不太在乎,但他们显然担心美元贬值将给中国带来巨大资本损失,因为中国外储的 70% 是美元资产。减持美元资产势在必行,但中国持有的美元太多,如果抛售美元就必然导致美元贬值,进而造成资本损失。这种进退两难的局面,就是所谓的“中国的美元陷阱”。2008 年爆发的全球金融危机也是对美元的一场严重考验。如果美元像人们最初所担心的那样大幅贬值,中国将遭受惨重损失。



2009 年 3 月 23 日, 时任中国人民银行行长周小川指出, 此次金融危机的爆发并在全球范围内迅速蔓延, 反映出当前国际货币体系的内在缺陷和系统性风险。他提出, 将成员国以现有储备货币积累的储备集中管理, 设定以 SDR 计值的基金单位, 允许各投资者使用现有储备货币自由认购, 需要时再赎回所需的储备货币。事实上, 在 2008 年 8 月举行的国际经济学年会上, 格林沃德和斯蒂格利茨也提出了改革当前国际货币体系的类似设想。周小川的设想是使中国避免美元陷阱的一个理想办法, 其建议还可能会启动对国际货币体系的改革。虽然遭到美国的抵制, 但周小川的建议在全球金融界仍然得到广泛支持。联合国专门成立了以斯蒂格利茨为首的国际金融体系改革委员会, 讨论周小川的主张。令人遗憾的是, 出于各种考虑, 有观点主张, 如果法国和俄罗斯要推动国际货币体系改革, 中国可以在背后支持, 但我们自己不出头。同时, 由于几个关键国家的态度不十分积极, 特别是美元并未像人们所担心的那样进一步暴跌, 国际货币体系改革的倡议遂被束之高阁。

从“8·11”汇改到结束对汇率的常态化干预

2014 年是人民币汇率走势的转折点。2014 年之前, 由于中国经济的持续高速增长、经常账户和资本账户长期的“双顺差”, 人民币汇率在绝大多数时间内处于巨大的升值压力之下。2014 年第三季度之后, 由于国内外基本面的变化, 中国出现国际收支逆差和人民币贬值压力。为了增强人民币汇率形成机制中市场供求的作用, 2015 年 8 月 11 日, 中国人民银行宣布对人民币中间价报价机制进行改革。做市商在每日银行间外汇市场开盘前, 参考上日银行间外汇市场收盘汇率, 综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化, 向中国外汇交易中心提供中间价报价。汇改以前, 人民币汇率变化很有规律, 每年大约保持 2% 的升值或者贬值幅度。“8·11”汇改颠覆了这种简单的适应性预期框架。

汇改之前, 多数人预期年内人民币汇率可能贬值 2% 或 3%。但出乎预料的是, 汇改本身刺激了贬值预期, 市场对人民币贬值预期普遍飙升至 7%~8%, 个别甚至高达 10%、20%。贬值预期导致资本外流急剧增加, 反过来又加大贬值压力。8 月 11 日, 人民币汇率开盘后迅速贬值, 很快逼近 2% 的日下限。8 月 12 日开盘再度大跌, 但临近收盘时, 人民币忽然大幅度升值。显然, 这是央行干预的结果。此后连续出现的外汇市场干预意味着, 从 8 月 11 日开始仅三天的汇改就已经名存实亡。



“8·11”汇改的大方向是完全正确的，但启动的时间没有选择好。经过 2015 年 5 月股票市场的暴跌，投资者犹如惊弓之鸟。人民币汇率下跌导致大批投资者抛弃人民币资产逃向美元资产，进而导致人民币汇率超跌的这种可能性应该是可以预料的。遗憾的是，不仅时机选择失当，央行在面对汇率大幅下调时，也没有沉住气。其实，再坚持一两个礼拜，汇率就有可能稳定下来。根据韩国、阿根廷、巴西等国的经验，从中国当时的强大基本面来看，人民币汇率出现持续暴跌是难以想象的。

8 月 13 日以后，央行基本上执行了类似“爬行钉住”的汇率政策。通过大力干预外汇市场，力图把汇率贬值预期按回“潘多拉的盒子”。央行并不想无休止地干预外汇市场，但一旦停止或减少干预，汇率就会迅速下跌。为了扭转这种局面，2015 年 12 月央行公布了确定汇率中间价时所参考的三个货币篮子：中国外汇交易中心(CFETS)指数、BIS 和 SDR。2016 年 2 月，央行进一步明确，做市商的报价要参考前日的收盘价加上 24 小时篮子汇率的变化。“收盘价+篮子货币”定价机制，得到了市场的好评。人民币汇率预期相对稳定，人民币贬值压力降低，外汇储备急剧下降势头得到遏制。

但我不认为人民币在 2016 年底、2017 年初实现稳定应该归结于“收盘价+篮子货币”定价机制的推出。2015—2016 年，人民币贬值压力来自资本外流。而外流资本可以分为不同类型，对给定汇率制度的反应是不同的。在汇率定价规则中加入“篮子货币”成分，使处于干预之下的汇率变动变得更难预测，有助于抑制对人民币的投机活动。但是，使人民币汇率得以稳定的真正原因无疑是强化资本管制和中国经济基本面在 2016 年后的逐步改善。

此后，央行引入“逆周期因子”，其实质是把比较透明的汇率定价规则变回不透明，以给央行更多的自由裁量权。这似乎是多此一举，中国早就具备了实现浮动汇率制度的条件。如果不想一步到位，则可以通过降低篮子货币权重，回到“8·11 汇改”的起点上。

长期以来中国患上了严重的汇率浮动恐惧症。在世界上，中国是最不应该害怕汇率浮动的国家。按照国际货币基金组织的分类，中国目前的汇率制度是“软钉住”类中的“类爬行钉住”。到 2015 年，实行这种汇率制度的国家，除中国外，还有牙买加、克罗地亚、伊朗、利比亚、白俄罗斯、埃塞俄比亚、乌兹别克斯坦、卢旺达、塔吉克斯坦、亚美尼亚、多米尼哥、危地马拉、安哥拉、海地、老挝、巴布亚新几内亚和突尼斯。而几乎所有 OECD（经济合作与发展组织）国家和重要发展中经济体实行的都



是浮动或自由浮动的汇率制度。中国经济的基本面并不支持人民币大幅贬值，即便汇率出现暂时超调，最终还是回到由基本面决定的水平上，更何况中国还有资本管制这最后一道防线。中国的许多政策，包括资本项目自由化进程都被汇率政策“绑架”了。

进入 2018 年后，央行停用“逆周期因子”。事实上，在最近一年多以来，央行逐渐停止了对外汇市场的常态化干预，中国的汇率制度已经具有越来越明显的浮动汇率的特征。当然，真正的考验还未到来。希望央行在今后人民币出现大幅波动时，依然能够沉得住气：一方面不放弃对跨境资本流动的管理，另一方面对外汇市场不做直接干预。同时，中国金融管理当局应该大力促进中国衍生金融市场的发展，为企业提供防范汇率风险的保值工具。应该使企业认识到，在过去，汇率风险是由中央银行承担的；现在，这些风险轮到企业自己承担了。在今后一段时间内，人民币再次出现贬值压力应该是个大概率事件。央行似乎有必要尽快昭示世界：中国已经转向浮动汇率制度。这样做不仅在经济上而且在政治上对中国都有重要意义：今后人民币兑美元汇率无论是升还是贬，美国都将无法再给中国扣上“操纵汇率”的大帽子。

中国必须加速调整对外经济模式

“出口导向型创汇经济”的主要问题是导致了一个畸形的海外资产负债结构的出现。由于长期维持“双顺差”，尽管中国拥有近 2 万亿美元的海外净资产，但因负债（主要是 FDI）回报率较高，资产（主要是以美国国债为主的外汇储备）回报率较低，中国在近十年来投资收入都为逆差。以 2008 年为例，根据世界银行驻华代表处的研究，发达跨国公司在华投资的回报率为 22%，而当年美国国库券的回报率不超过 3%。使“出口导向型创汇经济”战略得以实施，并妨碍这一战略得以转型的必要条件是人民币汇率的长期低估。而汇率缺乏弹性又为投机资本的套利、套汇和资本外逃创造了便利条件。

除海外资产负债结构畸形之外，令人扼腕的是，尽管中国持续输出资本，中国的海外净资产却不见增长。在 2008 年全球金融危机爆发之前，中国的海外净资产接近 2 万亿美元，但到 2016 年底中国的海外净资产却大约只有 1.75 万亿美元。造成这种只见向海外输出资源（资本），却不见海外资产增长的主要原因是资本外逃。此外，中国的海外资产主要是美元资产，以美元计价，其安全性完全取决于美国政府的财政、货币政策以及中美之间的政治关系。



如果不能及时调整中国的海外资产负债结构,中国将继续维持投资收入逆差。由于老龄化等问题,储蓄率将会逐步下降,贸易顺差将会逐步减少,中国就有可能出现经常项目逆差。进入老龄化阶段的中国一旦陷入这种状况,中国的对外经济部门就有可能变成中国经济增长的沉重包袱而不是重要推动力。

海外资产负债结构的调整将是一个复杂的系统工程,汇率制度的改革在这个复杂工程中占有特殊地位。纲举目张,希望中国政府及早下定决心,在做好预案的前提下,尽早让人民币汇率实现双向自由浮动。。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。