



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2021 年第 8 期总第 857 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：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2209 室

2021 年 01 月 29 日 星期五

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
习近平：中国将继续推进科技创新.....	2
2020 年财政收入降 3.9%.....	2
国家发改委：各地不能“一刀切”阻断人员出行、返乡.....	2
商务部：反对任何针对中国企业的歧视性限制措施.....	2
财政部：今年将持续推进减税降费政策.....	2
联合国：全球经济 2021 年增幅将达 4.7%.....	2
货币市场	3
央行月末开展 1000 亿逆回购操作.....	3
IMF：宽松货币政策或令其回调.....	3
监管动态	3
银保监会：切实加强对互联网平台金融活动监管.....	3
金融行业	4
银保监会：今年要促进科技创新各种金融服务.....	4
2020 年银行业总资产 312.67 万亿.....	4
国企改革	4
国企改革“一个抓手、四个切口”落实三年行动方案.....	4
热门企业	4
京东方跻身全球品牌价值 500 强.....	5
阿里成立阿里云长三角信息科技新公司.....	5
地方创新	5
广东：鼓励发放“留岗红包”稳岗留工.....	5
澳门：立法给予科技创新企业税收优惠.....	6
深度分析	6
人民币升值趋势与政策思考.....	6



宏观经济

习近平：中国将继续推进科技创新

1月25日，国家主席习近平出席世界经济论坛“达沃斯议程”对话会并发表特别致辞强调，中国将加大科技投入，狠抓创新体系建设，加速科技成果向现实生产力转化，加强知识产权保护，推动实现依靠创新驱动的内涵型增长。中国将以更加开放的思维和举措推进国际科技交流合作。

2020 年财政收入降 3.9%

1月28日，财政部召开2020年财政收支情况网上新闻发布会，介绍2020年财政收支情况。数据显示，2020年，全国一般公共预算收入182895亿元，同比下降3.9%。财政部相关负责人介绍，2020年1~4季度，全国一般公共预算收入增幅分别为-14.3%、-7.4%、4.7%、5.5%，呈现一季度收入大幅下降后二季度触底回升、三季度由负转正、四季度持续向好的态势。

国家发改委：各地不能“一刀切”阻断人员出行、返乡

近日，国家发改委秘书长赵辰昕表示，各地方在政策执行时，不能擅自“加码”，更不能“层层加码”，甚至采取“一刀切”方式阻断人员出行、返乡，要给人民群众多些保障、多些便利。

商务部：反对任何针对中国企业的歧视性限制措施

1月28日，商务部召开例行新闻发布会，商务部新闻发言人高峰强调，中方反对任何针对中国企业的歧视性限制措施。中国政府一贯要求中国企业在海外经营过程中遵守国际规则、合法合规经营、尊重当地的公序良俗。中印经贸合作发展的局面来之不易，符合两国人民的共同利益。希望印方与中方相向而行，为包括中国企业在内的各国市场主体在印投资经营提供开放、公平、非歧视的营商环境，使中印双边经贸合作早日重回正轨。

财政部：今年将持续推进减税降费政策

1月28日，财政部召开2020年财政收支情况网上新闻发布会，财政部相关负责人表示，今年将持续推进减税降费政策。保持政策连续性稳定性，持续实施深化增值税改革、个人所得税专项附加扣除等制度性减税降费政策。继续执行小微企业普惠性税收减免政策。保持对经济恢复的必要支持力度，促进企业复工复产和经济平稳运行。

联合国：全球经济 2021 年增幅将达 4.7%



近日, 联合国报告预测, 世界经济“前途未卜”, 仍受到新冠疫情的影响。疫情的影响将持续很多年, 但预计 2021 年将实现 4.7% 的小幅复苏, 勉强抵消 2020 年蒙受的损失。

美联储: 维持 0%-0.25% 的利率不变

近日, 美联储宣布将基本利率保持在 0% 至 0.25% 区间不变, 与市场预期基本一致。将继续每月购买 800 亿美元的国债和 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券, 并且重申继续资产购买步伐, 直到经济进一步大幅增长。

货币市场

央行月末开展 1000 亿逆回购操作

1 月 28 日, 央行官网消息, 28 日人民银行以利率招标方式开展了 1000 亿元逆回购操作。28 日有 2500 亿元逆回购到期, 当日实现净回笼 1500 亿元。央行公告称, 此次逆回购期限 7 天, 中标量 1000 亿, 中标利率 2.2% 与上次持平。针对逆回购原因, 央行解释称, 临近月末财政支出大幅增加, 维护银行体系流动性合理充裕。

IMF: 宽松货币政策或令其回调

1 月 28 日, 路透中文网消息, 国际货币基金组织 (IMF) 警告称, 一种“自满情绪”正弥漫市场, 押注于持续宽松货币政策的投资者正在拉高资产价格, 这可能会导致市场突然回调。IMF 称, 如果正在复苏的西方经济体的央行开始将货币政策正常化, 可能会危及前沿和发展中市场的资本流动, 并提高外部融资成本。

监管动态

银保监会: 切实加强对互联网平台金融活动监管

近日, 银保监会在工作会议强调, 要切实加强对互联网平台金融活动监管。依法将金融活动全面纳入监管, 对同类业务、同类主体一视同仁。加强对银行保险机构与互联网平台合作开展金融活动的监管。坚决遏制垄断和不正当竞争行为, 防止资本在金融领域的无序扩张和野蛮生长。

证监会: 密切关注市场流动性变化 严密监控资金杠杆水平

1 月 28 日, 2021 年证监会系统工作会议在京召开。会议强调, 努力保持复杂环境下资本市场稳健发展势头。贯彻“不干预”的理念, 完善市场内生稳定机制。一方面, 以更大力度推进投资端改革, 加大权益类基金产品供给与服务创新力度, 推动个人养



老金投资公募基金政策尽快落地, 优化中长期资金入市环境。另一方面, 加强宏观形势的跟踪研判, 密切关注市场流动性变化, 严密监控资金杠杆水平, 动态完善应对政策, 严防跨市场跨领域跨境的交叉性、输入性风险, 切实维护市场稳定运行。

金融行业

银保监会: 今年要促进科技创新各种金融服务

近日, 银保监会召开 2021 年度工作会议, 明确要为构建新发展格局提供有力支持, 积极探索促进科技创新的各种金融服务。银保监会明确, 2021 年要进一步提升金融服务整体效能, 保持对经济恢复的必要支持力度。银保监会主席郭树清指出, 要积极探索促进科技创新的各种金融服务, 包括对新兴制造业, 战略性新兴产业和自主可控的产业链、供应链中长期资金支持。加大对数字经济, 制造业设备更新和技术改造投资。

2020 年银行业总资产 312.67 万亿

1 月 28 日, 银保监会公布 2020 年银行业总资产、总负债数据。截至 2020 年 12 月 31 日, 银行业金融机构总资产 312.67 万亿元, 同比增长 10.5%; 总负债 286.25 万亿元, 同比增长 10.7%。其中, 大型商业银行总资产合计 122.6 万亿元、股份制商业银行总资产合计 56.87 万亿元、城市商业银行总资产 41.07 万亿元、农村金融机构总资产 41.5 万亿元、其他类金融机构总资产 50.6 万亿。

国企改革

国企改革“一个抓手、四个切口”落实三年行动方案

1 月 27 日, 中共中央政治局委员、国务院副总理、国务院国有企业改革领导小组组长刘鹤指出, 要按照三年行动方案部署, 紧盯重点问题攻坚克难, 力争到年底完成三年改革任务的 70% 以上, 实现国企改革的突破, 同时要求国资委和各个央企也要通过立下目标责任制, 下军令状来加以落实。刘鹤在会上还指出, 落实三年行动方案, 要把握好“一个抓手、四个切口”。

热门企业

全球智能手机 2020 年数据公开 华为下滑 21.5%

1 月 29 日, 国际知名数据调研机构 IDC 发布了全球智能手机 2020 年的初步数据。苹果、三星、小米、OPPO 和华为位居前五, 其中, 登顶的苹果在 2020Q4 单季度的出货量达到了 9010 万台, 市场份额为 23.4%, 同比增长 22.2%。位居第二的三星, 在 2020Q4 单季度的出货量为 7390 万台, 市场份额为 19.1%, 同比增长 6.2%。逆势增长, 位居全



球第三的小米，在 2020Q4 单季度出货量为 4330 万台，市场份额为 11.2%，同比增长 32%。华为在 2020Q4 单季度出货量 3230 万台，市场份额 8.4%，同比减少了 42.4%。

京东方跻身全球品牌价值 500 强

近日，全球领先的品牌估值与咨询机构 Brand Finance 发布《2021 年全球品牌价值 500 强报告》，京东方集团跻身全球品牌价值 500 强榜单，成为榜上为数不多的中国科技品牌中的一员，代表着中国科技力量在全球进一步加速崛起。

阿里成立阿里云长三角信息科技新公司

1 月 27 日，阿里云长三角（嘉善）信息科技有限公司成立，注册地浙江省嘉兴市，法定代表人为周明，注册资本 10 亿元，经营范围包括计算机系统服务；信息技术咨询服务；信息系统集成服务；信息系统运行维护服务等，该公司由阿里巴巴（中国）有限公司 100% 持股。

支付宝、京东等互联网平台存款产品全部下架

1 月 27 日，支付宝、京东金融等多家第三方互联网平台已经下架了所有银行存款产品。多位通过第三方互联网平台吸储的银行人士表示：“去年 12 月，支付宝、京东金融、滴滴金融等互联网金融平台先后下架对新用户的互联网存款产品。就在这几天，应监管要求，老客户也无法购买互联网平台的存款产品了，产品做了下架处理。”

地方创新

广东：鼓励发放“留岗红包”稳岗留工

广东省人力资源社会保障厅下发通知提出，鼓励企业向春节期间在岗的务工人员发放“留岗红包”、节日补助等。支持有条件的地市向企业或留岗人员发放留岗补贴。

贵阳：外省员工留在贵阳过节的 奖励每人 1000 元

贵阳市政府办公厅日前出台通知明确，春节期间，规模以上企业及在建在库工程项目施工企业的外省员工留在贵阳过节的，按每人 1000 元现金发放新春留岗奖励。

杭州：落户未满 5 年限购 1 套房

杭州市发布通知提出，进一步加强住房限购，规定落户本市未满 5 年的，在本市限购范围内限购 1 套住房。从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强调控。



澳门：立法给予科技创新企业税收优惠

澳门特区立法会通过法案提出，从事创新发明或以创新方式将科学知识、技术或工艺应用在产品制造或服务提供的科技创新业务的企业，可享印花税、房屋税、所得补充税、雇员职业税等税务优惠。

深度分析

人民币升值趋势与政策思考

文/周诚君(中国人民银行金融研究所所长)

文章来源：新浪专栏

摘要：在长期，均衡汇率取决于相对购买力，并可通过经常项目盈余或逆差反映。在短期，汇率由外汇市场供求均衡决定，国际货币汇率由其全球外汇市场交易所决定。当前，人民币国际化取得明显进展，分析国际收支平衡和人民币汇率决定时，需将国际市场主体大量增持人民币资产及相应的人民币跨境资金流动纳入考虑。总体看，人民币汇率仍有升值空间，应对人民币升值趋势，中央银行应顺应产业对外转移和人民币国际化趋势，强调对外投资“本币优先”，鼓励境外市场主体持有人民币资产并广泛进行人民币外汇交易，推动人民币成为周边国家货币锚，对冲人民币汇率升值导致的竞争力损失。同时，对人民币汇率波动提高容忍度，更多交给市场决定，顺势推进资本账户开放和货币政策框架转型，更好支持中国企业继续在全球范围内布局生产、配置资源，更快实现供应链调整、产业结构升级和价值链跃迁。

最近，人民币汇率升值较快、幅度也比较显著，各界关心“人民币是否进入升值通道”并进行相关讨论很正常，也确有必要澄清认识并形成清晰的应对思路。在我看来，当前在分析研究人民币汇率的决定及其波动趋势时，一方面要回归本源，亦即回到汇率决定的基本理论和分析框架，并从短期和长期视角分别进行考察。另一方面，还要充分考虑人民币国际化对国际收支平衡和人民币汇率形成机制的影响。在此基础上，综合考虑当前供应链调整 and 产业结构升级进程，有针对性地采取措施予以有效应对。

一、人民币汇率长期均衡水平取决于相对购买力

长期来看，人民币汇率取决于其相对购买力。汇率是两种货币的相对价格，均衡汇率水平体现在两种货币的相对购买力上。货币购买力怎么表现出来？一种间接衡量标准是类似于“汉堡包指数”这样的参考指标。经常在中国、美欧之间穿梭生活、工作的人，对货币相对购买力会有深刻的体会。比如，在美国纽约和中国上海购买同一品牌、同一型号的某种日用品，住差不多标准的五星级酒店，吃一顿相似规格的晚餐，往往可以明显体会到货币的相对价格及其差异。

第二个间接指标通常可以体现在经常项目盈余上。货币相对价格很大程度上决定了哪类商品在国际市场流通的时候更便宜。当人民币汇率低估时，中国商品在国际市场上肯定更具有竞争力。在 2008 年金融危机之前，国际上一些国家指责人民币汇率低估。在多数发达经济体的超市里，相当比例和数量的商品都来自中国。为什么？因为相对价格便宜，商品有竞争力。也正因为此，从 2001 年中国加入 WTO 到 2014 年，中



国外汇储备从2000亿美元左右快速增长到将近4万亿美元。

从国际收支平衡的角度看,经常项目盈余一定会镜像地反应为资本和金融账户的流出。国际收支表是一个会计平衡表,永远是左右相等的。由经常项目盈余导致的资本和金融账户流出,可由央行购汇并进行对外投资来实现。通过央行大规模购汇和对外投资的形式实现国际收支平衡,一般或多或少要借助资本和外汇管制。其主要目的是为了保持汇率的相对稳定和可控,维护境内企业及其产品的国际竞争力。如果央行不干预、不购汇,则需通过私人部门交易实现国际收支平衡,主要是通过私人部门境外资产增减以及相应的短期资本跨境流动实现国际收支数量上的平衡。同时在价格上,这种调整将体现在汇率变动上,外汇供需数量上的变化会导致汇率水平不断地调整。调整到什么程度呢?理论上,汇率应调整到实现经常项目收支大体平衡的程度。这时,经常项目盈余国家不再通过经常项目对外输出储蓄,这时就形成了长期均衡汇率。

二、短期内汇率均衡水平由外汇市场交易决定

短期来看,汇率是外汇市场供给和需求通过交易达到均衡的结果。异质性的市场主体在外汇市场上进行外汇交易,主要出于以下几种目的。一是从外汇市场上获得该货币,用以国际支付或债务清偿。二是出于投资目的,用以持有该货币计价的金融资产或其他资本品。三是进行流动性管理,确保随时具有一定的支付或清偿能力,并使之保持在合意水平。四是套期保值,当市场主体持有非本币资产后,需要管理好货币错配风险,在外汇市场上进行对冲交易,规避汇率风险。

在外汇市场,市场主体出于上述目的产生了广泛的外汇交易需求,外汇市场主体是异质的,对升值、贬值的预期和风险承担能力不一样。一个成熟、交易活跃、流动性充沛、具有一定广度和深度的外汇市场,能够充分吸收和反映所有不同目的、不同预期、不同体量的市场主体的各种外汇交易需求。这个通过广泛交易形成的汇率,是一个均衡价格,就是短期内某种货币汇率的形成机制。

不妨以大家熟悉的美元汇率为例来分析。关于美元汇率,一个综合性的指标是美元指数。近年来美元总体比较强势,多数情况下美元指数都在95以上,一度曾超过100,但近期美元呈贬值态势,最近跌破了93。美元指数是美元对一篮子货币形成的综合指数,但具体到美元兑换每一种货币的汇率,比如美元兑欧元、日元的汇率是怎么形成的呢?从中长期看,也是取决于美元的国际购买力,以及由此决定的美元兑欧元或日元的相对价格。而从短期看,则取决于美元外汇市场交易。美元外汇市场是怎么构成的?总体看,美元外汇市场是所有分布在全球的、数十亿计的美元资产持有者基于其流动性管理和汇率风险对冲需要进行广泛交易构成的。从数量看,美元的全球日均外汇交易量约6万亿美元,其汇率就是这日均6万亿美元的外汇交易决定的,而且这是一个均衡汇率。大家想一想,有哪个国际对冲基金、国际机构能靠一己之力撼动这日均6万亿美元的交易量呢?所以,美元汇率、美元指数的波动,都反映了所有异质性全球市场主体对美元的预期以及其风险偏好,反映了其对冲风险、管理流动性的需要。这是一个由市场交易所形成的,比较透明、可预期的均衡汇率,具有相对稳定性,一般情况下不太容易受外部冲击的影响而出现非理性大幅波动。

再进一步考察其具体结构分布。在这6万亿美元的全球日均美元外汇交易量中,只有1.2万亿美元左右发生在美国本土,其余约4.8万亿美元都发生在美国境外,属于离岸美元外汇交易。因此从数量上看,离岸美元外汇交易在美元汇率的决定中发挥更主要的作用。不仅如此,这些离岸美元交易脱离了美国司法管辖,美国财政部、美联储并不能直接管理或干预。可见,美国财政部和中央银行并不能决定美元汇率,或者说,美国当局并没有美元汇率的“主导权”或“定价权”。这实际上是任何国际货币的一般规律:对于一个在国际货币体系中居于重要地位的国际货币,由于非居民国际市场主体广泛持有和交易,其汇率由全球投资者的风险偏好、价值判断、预期和流



动性管理等因素共同决定,其货币当局很大程度上是不能管理和决定其汇率的。

三、人民币国际使用对当前国际收支平衡及汇率波动产生了深刻影响

在近期一个讨论会上,中金公司首席经济学家彭文生提出了一个值得研究的命题。他提出,今年第二季度中国国际收支经常项目下有1100多亿美元的流入,而资本和金融项下,证券投资净流入加上FDI约500亿,如果不考虑47亿美元的FDI,则证券投资项下就有420多亿美元的净流入,同时央行外汇储备资产几乎没有变动。按照国际收支平衡原理,经常项下的资金流入一定对应资本和金融项下的资金流出。在经常项目和资本项目都是呈净流入的情况下,国际收支如何平衡?用以平衡国际收支的跨境资金流出的主要渠道是什么?怎么解释最近人民币汇率出现的明显升值?这确实是非常重要的问题。

过去我们判断国际收支及其平衡的时候,更多地考察国际货币,比如重点看美元的流量和存量。但在人民币越来越成为重要的国际偿付和投资手段时,在考察国际收支平衡表时恐怕要转换视角。当前,人民币国际使用程度日益提升,国际化速度明显加快。目前在中国对外经济活动中,用人民币进行跨境结算的比例超过了40%。其中,在证券资本项目下,超过90%的跨境结算是用人民币来实现的;在直接投资项目下超过50%;在经常项目下比例相对低一点,约在15%-18%左右。这组数字的含义是,中国的国际投资贸易活动,尤其是资本和金融项下,已经有相当高的比例是用人民币实现跨境结算的。这种情况下,考察国际收支平衡和人民币汇率决定的时候就不能仅限于分析美元及其结售汇情况。

在国际收支中,在经常项目下实现盈余,必然表现为资本和金融项目下的流出。如果货币当局资产负债表和外汇储备变动不大,这意味货币当局已退出了常态化的外汇市场干预。因此,经常项下1100多亿美元的盈余,理论上完全由私人部门实现净资本流出。问题是,证券投资项下420多亿美元和FDI项下的47亿美元又进一步增加了净资本流入。这意味着私人部门实现的净资本流出应该达一千六七百亿美元。这又是如何实现的呢?我想给出一种可能的解释,不一定准确,尚未仔细验证过。这里,可能要考虑人民币国际化条件下境外市场主体大规模增持人民币资产这个非常重要的因素。今年前8个月境外市场主体增持了差不多1万亿人民币资产,其中仅7月份就增加了5600亿人民币资产。

这里要注意到境外市场主体增持的10000亿元人民币资产(约1500多亿美元)的特殊之处。按现有规则,境外市场主体到中国境内市场投资持有人民币资产,绝大多数都需通过人民币进行跨境结算,因此并非通过美元实现跨境结算,在境内市场不结汇,不体现为外汇头寸的增加或减少。如果考虑这部分非美元资本流入,实际境外资本流入可能远远不止前述420多亿美元的证券投资和47亿美元的FDI流入。这意味着如果要考虑经常项目下的盈余最终必然反映为资本和金融项目下的流出,那么这420多亿美元的证券投资和47亿美元的FDI资本流入,可能是与经常项下盈余对应的资本流出和非居民投资者投资持有人民币资产导致的资本流入相抵消后的结果。这样,非居民投资持有人民币资产导致的1500多亿美元的资本流入扣减掉1100亿美元的经常项下盈余,正好就是400多亿美元的资本流入。

不仅如此,这个过程由于主要由私人部门实现,因此其结果还必然反映在人民币汇率上,这也是为什么近期我们看到人民币汇率明显抬升的一个重要因素。不过需要说明的是,这个解释还需要进一步推敲。从理论上说,国际收支统计应该是本外币一体化统计的,但证券投资项下的本币跨境流动往往通过NRA账户实现,国际收支统计和跨境人民币收支统计口径不尽然一致,可能会导致统计数据出现比较大的漏损。另一方面,上述区别和抵消在国际收支统计上并不直接反映和可辨别,国际收支统计反映的是作为流量的净额,是最终结果,并不反映过程,当作为最终结果的净额不能具



体体现相互抵消的过程时,就只能用“误差和遗漏”项来说明。所以我们可以看到,上半年或前三季度的国际收支平衡表中,都有数额较大的“误差和遗漏”项。可见,在人民币逐步成为国际货币,而且越来越多地具有国际投资和储备货币性质的情况下,对国际收支和人民币汇率形成机制的讨论要更多地考虑这一特征,并且是可以给出一些合理解释的。

四、人民币汇率趋势展望和相关政策建议

如何看下一步人民币汇率的走势?它是否进入了所谓的“上升通道”?综合上述货币相对购买力、经常项目盈余、人民币国际使用,以及资本和金融项目下产生的外汇对冲交易、流动性管理等汇率决定因素的分析,我个人判断,在当前国际国内经济金融形势下,人民币汇率还有进一步升值空间。在中国加大金融双向开放、经济高质量发展和推动形成双循环新发展格局的背景下,应更加重视人民币国际化和人民币汇率形成机制对中国经常项目国际收支,以及相应的供应链调整和产业结构升级的影响,尽早考虑综合应对之策,确保人民币升值过程中仍能较好维护中国的产业竞争力和抗风险能力。

(一) 人民币汇率仍有升值空间

总体看,当前中国应对疫情冲击效果显著,经济率先复苏,出口形势较好,供应链调整和产业结构升级过程加快。同时,人民币资产回报率总体较高,比较恰当地反映了目前中国宏观经济和金融运行态势,越来越多地呈现出安全资产特征,被国际投资者广泛认可和持有。不仅如此,中国目前也是大型经济体中唯一保持常态化货币政策的国家。我们不仅做到了,而且货币政策空间还比较大,甚至还有一些储备中的、尚未动用的工具可资提供。而反观美联储,其资产负债表已从危机前的不到1万亿美元扩张到了如今超过7万亿美元。根据最近美联储关于货币政策新框架的表态,这条道路可能还远未走到尽头。为此,长期来看,对于相对货币购买力,我对人民币是比较乐观的。总体而言,中国改革开放以来,除了若干个别年份有比较明显的通货膨胀,大多数年份中国没有出现显著的、持续的通货膨胀,这一点应该说国际上都是广泛认可的。

最终购买力是决定两种货币比价的根本性因素,也是有一些量化数据可以计算的。如果目前中国经常项目已经大体平衡了,中国经常项目盈余最多的时候超过GDP的10%,但是在比较短的时间内降到了2%以下,甚至降到了1%以下,是不是就意味着人民币汇率真的达到了均衡水平?管涛一直持有这样的观点。他强调,从经常项目盈余的标准看,现在中国经常项目盈余占GDP的比例已经是1%-2%的水平了,所以长期看人民币已经进入了一个均衡区间。

但可能还要从另外一个视角分析问题。在我看来,一方面,要考虑经常项目盈余结构,以及背后的贸易活动是否受到短期的非市场因素影响,从而是否持续、稳定。如果可贸易特征更强的商品和货物贸易有大规模顺差,并通过可贸易程度不那么高、非市场因素影响较大、定价机制更为复杂的服务贸易逆差相抵消,这样的经常项目平衡仍然很难说是已臻于稳定水平。总体而言,在服务贸易及其产品供给领域,不管是从国内角度看,还是从国际视角看,都还有较多限制。

另一方面,还要考察经常账户盈余的镜像,即资本和金融账户的逆差,是由哪个部门、怎么来实现的。具体而言,这个过程是由央行通过结售汇干预来实现,还是由私人部门通过外汇市场交易来实现?这决定了均衡汇率水平的动态演化趋势。在央行干预实现的情况下,汇率变化可能出现跳跃式的波动。而在主要由私人部门交易实现的情况下,短期看,均衡汇率水平更多地取决于外汇市场交易,而且很大程度上受限于跨境资金管理、外汇市场建设及相关制度安排,汇率变化往往会在一个相对稳态水平上遵循随机游走波动特征。因此,短期内人民币汇率可能在7的水平上达到一定程



度的均衡,也可能在6的水平上达到一定程度的均衡,当然也不排除在其他合适的水平上。而从长期看,仍然是相对购买力起决定性作用,还需要有更长的期限来观察经常项目盈余是否已经真正达到了稳定水平。

(二) 汇率升值的成本和竞争力损失分担机制——以日元和德国马克为例

依据上述分析,人民币国际购买力可能会继续提升,人民币汇率还有向上升值空间,为此必然有个如何应对的问题。首先我非常认同,不管是当前中央银行采取的立场也好,还是过去经济学家反复呼吁的也好,可逐步更多地由市场来决定汇率,央行应非常坚定地退出常态化干预。因此,对于近期人民币的持续升值,货币当局应继续秉持坚定立场和淡定态度,把汇率的决定权交给市场,不急着去干预。尽管市场已经有一些反应了,一些出口企业已经有这样或那样的呼声了,但我们要坚定,要赋予汇率自动稳定器的功能,相信市场有这个调节能力。

同时,作为一个开放大国和投资贸易大国,作为一个开放大国的中央银行,对这个问题要有长远规划,要有顶层设计。不妨回顾和对比一下日元和德国马克的升值过程。1985年广场协定后,日元开始了漫长的升值过程,最终升值了差不多4倍。1987年卢浮宫协议后,德国马克也开始对美元持续升值,直到欧元诞生前,马克也升值了差不多4倍。同样汇率升值4倍,但结果截然不同。日元升值4倍,结果是日本产业持续的竞争力衰退和转移,出现了我们看到的日本“失去的十年”、“失去的二十年”。但德国的情形大不一样,马克虽然也升值了4倍,但德国还是欧洲及国际制造业的中心,还处在全球价值链、供应链的高端,德国经常项目盈余仍然占到GDP10%以上。

同样都是升值,幅度也大致相同,为什么会出现截然不同的结果?我的一个分析结论是,取决于汇率升值的成本分担机制。总体而言,日元升值成本主要由日本自己承担,而马克升值的成本,则是由德国带着其欧共体产业链上所有国家一起来承担。回顾历史,当时欧共体各国货币汇率并不是锚定美元,而是锚定德国马克。因此当马克对美元持续大幅升值时,所有欧共体国家的货币都跟着德国马克对美元升值,客观上与德国一道消化汇率上升产生的压力和成本,从而保持了供应链、产业分工的相对稳定。而反观日本,虽然1985年以后日本广泛推进全球布局,在东亚形成了所谓“雁型分工”产业格局,国民经济对外依存度大幅提高,但其“雁型分工”模式中几乎没有哪个国家或地区的货币是盯着日元的。因此日元对美元的长期持续大幅升值从来都是日元自己的事情,其导致的竞争力损失一直都是日本自己在承担,日本产业对外转移恰恰是日元升值、日本竞争力下降的结果。

日元和马克汇率升值的历史显示,虽然本币汇率上升通常会导致本国产业竞争力的损失,但其最终结果还要进一步考察供应链、产业链上其他国家是不是跟着本国一起来分担。如果其他经济体跟着主要锚货币国家一起来承担锚货币汇率上升的成本和损失,以锚货币国家为中心的供应链、产业链整体格局就不会发生根本性变化,产业分工可保持相对稳定。而且,由于价值链中心国家创新能力强、更具有竞争优势,还推动本国产业在这个过程中不断地往供应链、价值链的高端跃迁。我一直认为,理论界和业界都要好好研究日元和德国马克汇率升值的历史。

(三) 继续在全球范围内布局产业链、供应链,推动人民币成为一些国家的货币锚

当前,中国正在推进高质量发展和双循环新发展格局。有一点已经非常清楚了,双循环并不意味着闭关锁国,并不意味着自给自足,我们要实现更高水平开放下新的动态平衡。一方面,高质量发展意味着必须要调整、淘汰一部分不再具有比较优势和竞争优势的企业、行业和产业;另一方面,近年来新的全球化形势和格局也必然要求中国尽早、尽快推进供应链调整 and 产业结构升级。事实上现在已经有相当一部分企业开始考虑进一步在全球范围内调整供应链、产业链,近年来有一大批中国企业、特别



是民营企业开始“抱团出海”，在周边国家、“一带一路”国家，甚至一些非洲、南美、中亚国家兴建产业园、工业园，对外进行产业转移和生产线、供应链布局。这些产业园小的几平方公里，大的十几平方公里、数十平方公里，最大的在白俄罗斯，超过 125 平方公里，是目前中国在境外兴建的最大的产业园。这些产业园大多是承接来自中国的产业转移，助推中国企业在全球范围内布局供应链和生产线，实现更高水准的全球价值链跃迁。

对此，一些地方政府看得比较清楚。比如广东，最早提出“腾笼换鸟”战略。我最近到广东调研比较多，发现广东不管是落实“六稳六保”要求、实现经济复苏，还是推动供应链调整、产业结构升级都走得比较快，效果比较明显。再比如一些东部发达地区省市的政府，对于产业转移持比较开放的态度，强调“不求所在、但求所有”，只要这些产业、企业最终并表到本地，它转移到天涯海角也不用过于担心，而且这恰恰是本地企业有国际视野和国际竞争力的表现。但也还有些地方政府和部门，对这个过程很担心，也采取了一些措施，希望这些企业和产业留在国内、往中国中西部地区转移，以防止“产业空心化”。对此，我觉得还是要基于基本的经济学原理，尊重基本的经济规律，进行科学研究、判断和充分讨论，在此基础上决定采取什么样的措施。

这样，一方面，人民币总体看仍有持续升值的空间；另一方面，供应链调整、产业转移和升级的过程已经在加速开展，实际上很大程度上这是一个问题的两个方面。在此过程中，怎么更好地消化汇率持续升值的压力、更好地推动供应链调整 and 产业结构升级转型、更好地维护本国竞争力和价值链跃迁呢？我想，一个非常重要的战略认识和顶层设计，就是要让处在中国供应链、产业链上的国家和地区跟我们一道，共同承担人民币汇率升值的成本和风险，就是人民币要成为这些国家和地区货币的锚。当人民币成为这些国家和地区的货币锚的时候，这些国家和地区的货币就跟着人民币一起升值、一起波动，一起承担人民币升值所造成的成本和风险。

人民币有没有可能成为这些国家的货币锚呢？我觉得完全有条件、有可能。当前，中国已经成为全球制造业中心，是全球最大的进出口国家，最大的对外投资国家之一，以中国制造业为中心的产业链已广泛延伸到了很多国家，如周边国家、“一带一路”国家，中国几乎是所有这些国家最大的贸易投资伙伴。一方面，在此过程中已经有越来越多的国际市场主体在与中国的投资贸易往来中用人民币结算；另一方面，这些国家也有越来越多的市场主体愿意投资持有人民币资产。因此对于这些国家而言，其货币盯着人民币是有好处的，有利于其控制和降低汇率风险，也有利于获得高额的投资回报，分享中国经济率先复苏、高速增长的好处。应该说，这实际上是人民币国际化的最终意义，也是人民币国际化的终极目标。

从短期内外汇市场交易决定人民币汇率这个维度看，在国际市场主体持有人民币头寸和人民币资产越来越多的情况下，这些遍布全球的市场主体需要围绕着其持有的人民币头寸和资产进行广泛的流动性管理、套期保值和对冲交易，需要在当地外汇市场进行人民币外汇交易。这些，都将有助于在当地外汇市场形成人民币对当地货币的均衡汇率，而且这是一个由交易决定和形成的均衡价格，充分包含了市场主体各种预期和风险偏好，很大程度上是透明的、公允的、可预期的，也是相对稳定的。当然，这些国家和地区的外汇市场能否通过交易形成其货币对人民币的均衡汇率，很大程度上还取决于市场深度，取决于交易的活跃度，取决于满足交易需求的人民币流动性能否得到充分保障。

价格机制是资源配置得以顺利进行并实现优化的最好手段。一旦周边国家、“一带一路”国家和地区的货币，比如韩国韩元、哈萨克斯坦坚戈、越南盾等，在当地或者全球金融中心的外汇市场通过交易形成了与人民币的均衡汇率，将大大有助于实现这些国家和地区与中国之间资本和资源配置的优化，有利于改进双方投资贸易的稳定



性、便利性,有利于提升双方的福利水平。更深层次的意义是,人民币成为这些国家和地区货币锚,这些货币可能就不再盯着美元,而是盯着人民币了。这个结果有没有现实意义呢?有。因为恰恰是中国、而不是美国,是这些国家和地区最大的投资贸易伙伴,其货币盯着人民币能更好地降低其与中国经贸往来的汇率风险,对其国内经济金融稳定运行、对便利双方投资贸易往来都是有好处的。这也是中国改革开放后相当长的时间内,人民币盯住美元的基本原因。这个结论靠不靠谱呢?还是有些靠谱的。最近 IMF 发布了一篇论文,分析认为人民币已经出现了货币锚的特征,特别是在其周边国家,比如很大程度上已成为韩元的货币锚。

(四)宜对人民币汇率波动提高容忍度、更多交给市场决定,顺势推进资本账户开放和货币政策框架转型

在与中国有大量贸易投资往来的国际市场主体持有大量人民币资产情况下,出于流动性管理和汇率风险对冲的需要,这些市场主体需要针对其持有的人民币资产进行广泛的人民币外汇交易。只要这些人民币资产不托管在中国境内,这些相应的人民币外汇交易就也不会发生在中国境内,而须发生在这些境外市场主体所在国家的外汇市场,或者在一些典型的国际金融中心。尤其是,由于外汇交易是全球 7×24 小时的连续交易,境内境外往往有时差,有文字文化差异,有法律制度差异,也有交易结算清算规则的差异,让境外市场主体集中到中国境内来进行人民币外汇交易不现实、不可行。因此,一旦我们下决定要推动实现人民币国际化,就必须认识到,未来人民币资产、人民币外汇市场一定是遍布于全球的,而且离岸市场规模、交易活跃程度最终一定大于在岸市场,其市场格局、汇率形成机制将和美元一样,是货币当局无法直接管理、干预和左右的,我们最终是要放弃人民币汇率“定价权”的。

数据最能说明问题。目前,全球人民币外汇市场日均交易量大概是 2840 亿美元左右,其中大概 1200 亿美元的日均交易发生在中国境内,其他 1600 多亿美元都发生在离岸。须知,当前非居民投资者持有人民币资产的数量虽然增长很快,但比例仍然非常低,在股票市场和债券市场,基本在流通市值或托管量的 3% 左右;在全球储备市场,人民币储备资产占全球总量的比例也仅为 2% 左右。也就是说,即使是现在人民币资产的全球持有比例还非常有限、全球人民币外汇市场发展在处在初期阶段,人民币外汇交易也呈现了离岸市场交易规模大于在岸市场规模的规律。尤其是在个别与中国有密切经贸投资往来、人民币跨境结算和人民币外汇交易更为活跃的国家,更呈现了这一特征和趋势。比如在韩国,首尔外汇市场人民币对韩元的日均交易量是上海外汇市场人民币对韩元日均交易量的 150 多倍。再比如哈萨克斯坦这样的小型经济体,在其外汇市场上,人民币对哈萨克斯坦坚戈的日均外汇交易量是中国新疆人民币对坚戈挂牌日均交易量的 60 倍。

也正是在这个意义上,一直以来我都不太赞同在中国境内发展人民币对周边国家小币种的“直接挂牌”外汇交易市场,因为这些小币种货币及其计价的资产在国内需求和持有量非常小,外汇交易需求太小,不会有活跃度,更谈不上流动性保障,就不会有市场,不会形成均衡价格,没有太多实际意义。所以在境内那些小币种的直接挂牌或交易市场,我们可以看到,其交易量和活跃度都是非常非常有限的。真正的市场需求在哪里呢?一定是在对方国家。这些国家的市场主体愿意接受和持有人民币,需要进行广泛的人民币流动性和汇率风险对冲交易。因此,发展人民币对这些国家的小币种货币的直接挂牌和外汇交易市场,一定要把重点放到对方国家去。

进一步来说,中央银行对于下一步的人民币汇率的形成和走势,一定要秉持开放的态度,对人民币汇率波动提高容忍度,更多放手让外汇市场决定人民币汇率。总体而言,要相信市场和市场规律,人民币汇率中长期要反映其国际购买力,短期则交给外汇市场交易、特别是全球人民币外汇市场交易来决定。具体而言,中央银行还要明



确以下几项相关政策选择。

首先, 顺应产业转移和人民币国际化趋势, 倡导产业转移用本币实现, 推动人民币成为一些国家的货币锚。在新一轮供应链调整和产业转移中强调“本币优先”, 鼓励对外投资用本币实现。这些本币对外投资除了投资对象国用于购买中国的生产线、机器设备和商品货物, 可积极鼓励支持境外市场主体用以投资持有人民币金融资产。同时, 不断推进离岸人民币市场尤其是离岸人民币外汇市场发展, 充分支持境外市场主体在当地投资持有人民币、在当地广泛进行人民币外汇交易, 并提供充分的流动性保障和基础设施支持, 从而形成人民币对其本国货币的均衡汇率, 进一步推动人民币成为这些国家的货币锚。这里需要特别强调, 离岸人民币外汇市场及其交易要有充分的流动性保障, 这一点至关重要。须知, 一个市场如果只有需求, 没有供给, 没有流动性保障, 这个市场就不会有深度, 交易不会活跃, 无法形成公允的均衡价格。

其次, 在此过程中, 要坚定不移、积极稳妥地推动资本账户开放。一方面, 确保境内市场和离岸市场打通, 防止人民币利率和汇率决定过程中, 出现具有显著偏差的境内境外两种机制、两个价格, 造成对国内经济金融运行的典型外部冲击。另一方面, 只有加快推动资本账户开放, 实现跨境资本的自由流动, 才能在真正意义上保障中国企业在全球范围内更好地动员储蓄, 优化配置资源, 实现供应链、产业链的全球优化调整和布局。而且, 也只有对标国际, 真正意义上实现资本账户开放和人民币可自由兑换, 才能最终实现人民币国际化目标。须知, 任何国际货币一定是一个可自由兑换货币。

第三, 加快推动和实现货币政策框架转型。“不可能三角”作为货币政策最基本的理论问题之一, 是指对于一个国家或其货币当局而言, 货币政策的独立性、汇率水平的相对稳定, 以及跨境资本的自由流动这三个目标中, 通常只能选择两个, 而必须放弃一个。过去中国中央银行在转轨过程中, 围绕这三个目标, 做了非常多的探索, 不断寻求某种意义上的平衡, 力求货币政策更好地服务实体经济, 但似乎一直没有十分明确的定论。而现在, 如果我们明确了上述分析框架, 则意味着对“不可能三角”目标的日臻清晰。如果人民币汇率取决于人民币全球外汇市场交易, 人民银行最终要放弃人民币汇率的“定价权”, 那就意味着我们放弃了固定汇率目标。相应地, 剩下的两个目标就非常清晰, 那就是明确选择中央银行货币政策独立性和跨境资本自由流动目标。这样, 央行的货币政策框架也就非常清晰: 当央行不再受制于汇率目标的话, 就可以一方面专注于坚守大国央行货币政策的独立性。在当前, 就表现为中国是唯一保持常态化货币政策的经济大国, 央行基本上不对人民币汇率进行常态化干预。另一方面, 就可以非常清晰地追求跨境资本自由流动目标, 或者用另一种表述来说, 就是推动实现资本账户开放和人民币资本项目可自由兑换。须知, 这是 1993 年以来我们一直追求、一直想宣布的目标。

不仅如此, 双循环新发展格局的一个非常重要的目标是, 要实现中国供应链、产业链乃至价值链在全球范围内的调整、优化和升级, 而中美贸易摩擦和新冠疫情又大大加快了产业链、供应链和价值链的调整进程。这时候, 坚守货币政策的独立性、追求跨境资本自由流动的实体经济含义, 就在于推动支持和鼓励中国企业着眼于新一轮全球化格局和国际分工的调整, 根据全球外汇市场交易形成的、相对比较透明的人民币均衡汇率价格信号, 在全球范围内进一步优化生产布局和资源配置, 稳妥推动产业更有序更健康地对外转移, 有效推进供应链调整、产业结构升级和价值链跃迁, 更好实现双循环新发展格局和高质量发展目标。

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。