



CMF宏观经济热点问题研讨会（第14期）

疫情冲击下全球资本流动的加速与 人民币资产的发展趋势

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2020年10月

疫情冲击下全球资本流动的加速与 人民币资产的发展趋势 ——CMF 中国宏观经济专题报告（第 14 期）



CMF宏观经济热点问题研讨会 第14期

疫情冲击下全球资本流动的加速 与人民币资产的发展趋势

报告人：何青

2020年10月15日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所

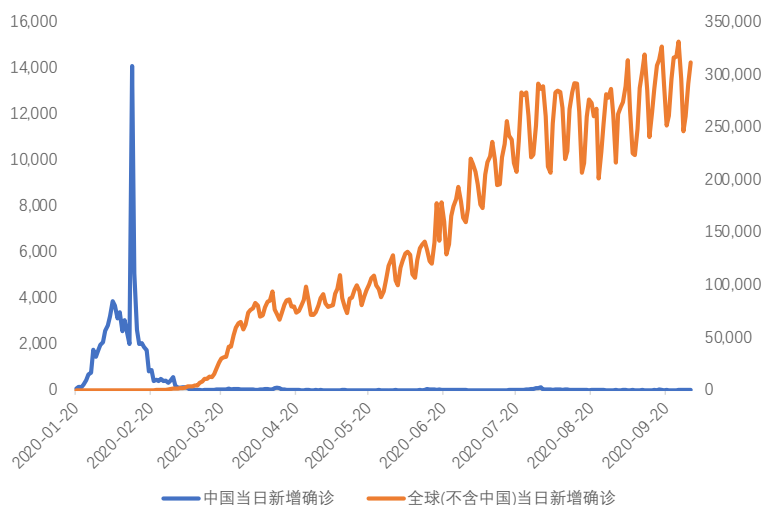
目 录

- 一、全球资本流动加速的背景与特征
- 二、人民币资产的发展趋势
- 三、政策建议

➤ 背景：新冠疫情蔓延，全球经济陷入衰退

- 3月下旬，中国疫情得到基本控制。但全球其他地区疫情开始爆发。目前全球每日新增确诊数仍处于高位
- IMF预计2020 年全球经济将陷入衰退，主要国家均为负增长，但中国例外，仍有1.0%的正增长

全球新冠肺炎每日新增确诊数



IMF全球经济形势预计

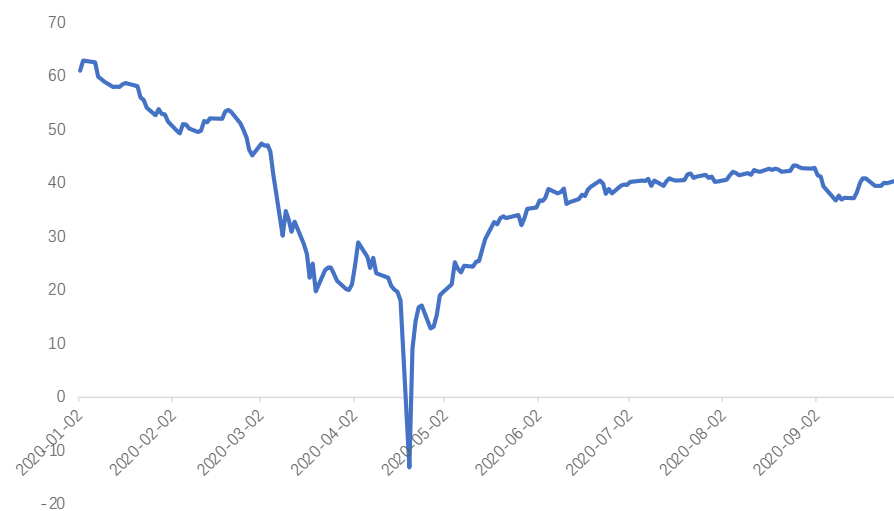
实际GDP（年度同比）	2018	2019	预测	
			2020	2021
世界产出	3.6	2.9	-4.9	5.4
发达经济体	2.2	1.7	-8.0	4.8
美国	2.9	2.3	-8.0	4.5
德国	1.5	0.6	-7.8	5.4
法国	1.8	1.5	-12.5	7.3
意大利	0.8	0.3	-12.8	6.3
西班牙	2.4	2.0	-12.8	6.3
日本	0.3	0.7	-5.8	2.4
英国	1.3	1.4	-10.2	6.3
加拿大	2.0	1.7	-8.4	4.9
新兴市场和发展中经济体	4.5	3.7	-3.0	5.9
中国	6.7	6.1	1.0	8.2
印度	6.1	4.2	-4.5	6.0
东盟五国	5.3	4.9	-2.0	6.2
俄罗斯	2.5	1.3	-6.6	4.1
巴西	1.3	1.1	-9.1	3.6
墨西哥	2.2	-0.3	-10.5	3.3
沙特阿拉伯	2.4	0.3	-6.8	3.1
尼日利亚	1.9	2.2	-5.4	2.6
南非	0.8	0.2	-8.0	3.5

数据来源：Wind, IMF《世界经济展望》

➤ 背景：原油市场暴跌

- 2020年3月6日，OPEC+减产谈判破裂，国际原油价格雪崩式下跌
- 受疫情引发的需求降低、有限库存和交易调仓等因素影响，原油期货出现罕见的负价格。

NYMEX轻质原油连续价格走势



数据来源：Wind

➤ 背景：为应对疫情冲击，各经济体纷纷出台宽松货币政策

● 美国

- 3月3日和15日，美联储两次降低联邦基金利率目标范围，目前为0%-0.25%
- 3月23日，美联储宣布扩大其资产购买规模，无限量购入美国国债及MBS债券

类别	政策	工具	内容
政策调整类	降低利率	联邦基金利率 量化宽松 前瞻性指引	降至0%-0.25% 无限量资产购买 承诺维持低息到就业改善
	充裕市场流动性	存款准备金率 回购	首次降至0% 持续提供隔夜和更长期限回购贷款
紧急贷款类	紧急流动性工具	CPFF	购买票据支持票据发行人，未设限
		MMLF	贷款支持货币市场基金，未设限
		PMCCF/ SMCCF	购买公司债支持企业，7500亿美元上限
		TALF	贷款支持ABS发行人，1000亿美元上限
		MSLP	购买贷款支持非金融企业，6000亿美元上限
		MLF	购买市政债支持地方政府，5000亿美元上限
		PDCF	贷款支持一级交易商，未设限
		PPPLF	贷款支持雇主，未设限
			支持银行
	贴现窗口贷款		降低贴现贷款利率到联邦基金利率上界0.25%

数据来源：作者整理

➤ 背景：为应对疫情冲击，各经济体纷纷出台宽松货币政策

● 欧洲

- 3月12日，欧央行维持三大关键利率不变，额外增加1200亿欧元的资产购买净额直至今年年底
- 3月19日，欧央行启动7500亿欧元的紧急资产购买计划

政策	工具	内容
降低利率	量化宽松	1.35万亿欧元资产购买额度
	欧元三大政策利率	维持历史最低利率
信贷支持	长期再融资操作	额外增加该常备公开市场操作
	定向长期再融资操作	利率低于银行隔夜存款政策利率50基点，大幅放宽抵押品条件
	疫情紧急长期再融资操作	利率低于主再融资操作政策利率25基点，适用宽松抵押品政策
临时监管措施	资本充足率监管	允许资本缓释和使用非核心一级资本，预计免除1200亿欧元核心一级资本，支持1.8万亿欧元贷款
	微观审慎措施	灵活认定银行坏账和计提
	沟通指引	建议银行不分红不回购，继续支持家庭和企业信贷

数据来源：作者整理

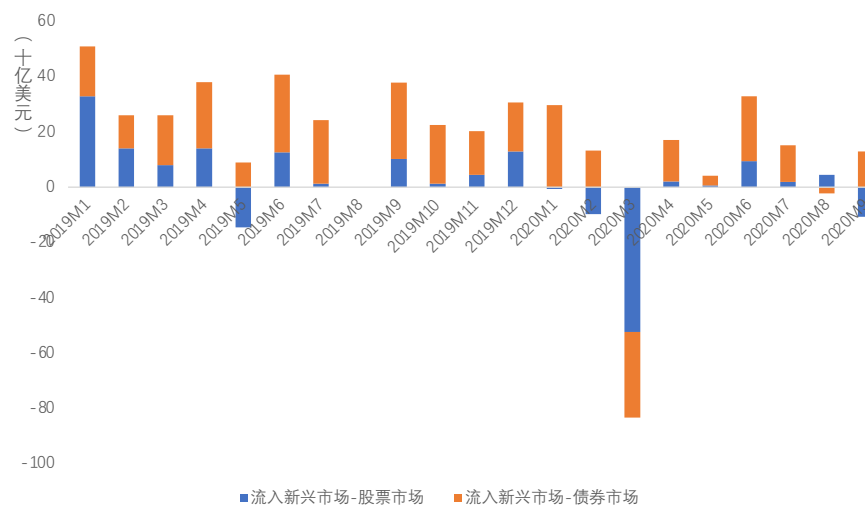
➤ 背景：为应对疫情冲击，各经济体纷纷出台宽松货币政策

- 日本
 - 即便政策利率已经为负，日本央行也很快采取更大规模的宽松措施，宣布购买国债、企业债、商业票据和ETF、J-REIT产品
- 中国
 - 适度宽松、稳健的货币政策
 - 三次下调存款准备金率，累计投放长期资金1.75万亿元

➤ 特征：市场恐慌初现，新兴市场资本流出，后缓慢恢复

- 受疫情、全球风险情绪等因素影响，2020年3月，资金流出新兴经济体股票和债券市场。美元流动性缓解后，资金再次流入新兴市场。

新兴市场资本流入情况



数据来源：Institute of International Finance

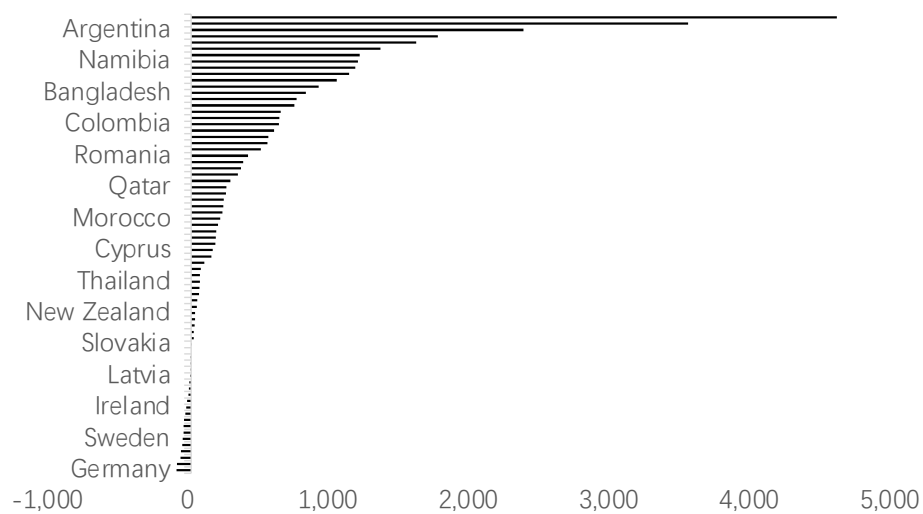
➤ 特征：市场恐慌初现，新兴市场资本流出，后缓慢恢复

- 1月21日至3月底，新兴市场经济体的国际资本流出规模超过1000亿美元，约占GDP的0.4%，远大于2008年全球金融危机时0.2%的规模
- 亚洲（除中国外）新兴市场经济体的资本流出最为严重，占GDP之比为0.93%
- 随着经济回暖，资本陆续回流新兴市场

➤ 特征：市场恐慌初现，新兴市场资本流出，后缓慢恢复

- 国际金融市场震荡，消极情绪中资本纷纷撤离新兴市场国家
- 新兴市场政府债相对于美国国债出现较大利差

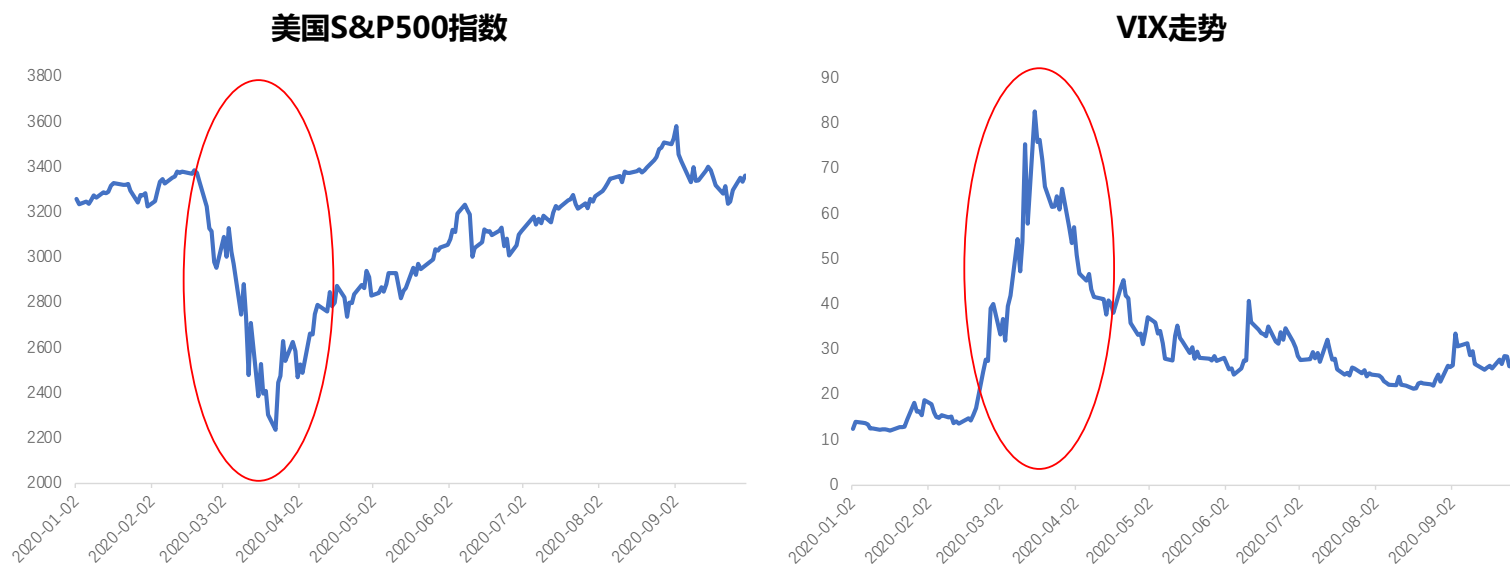
4月23日各国政府债相对于美国国债利差



数据来源：Wind

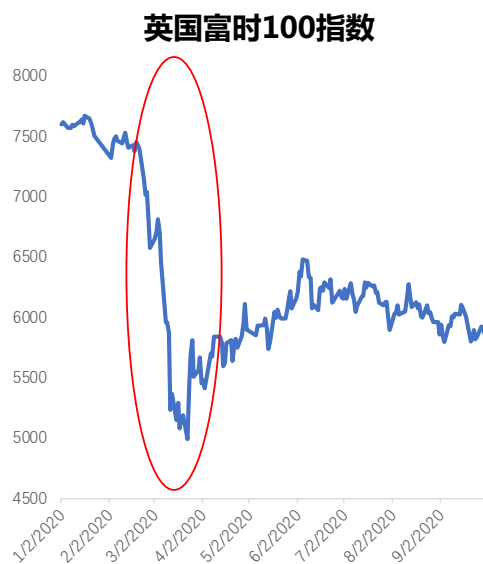
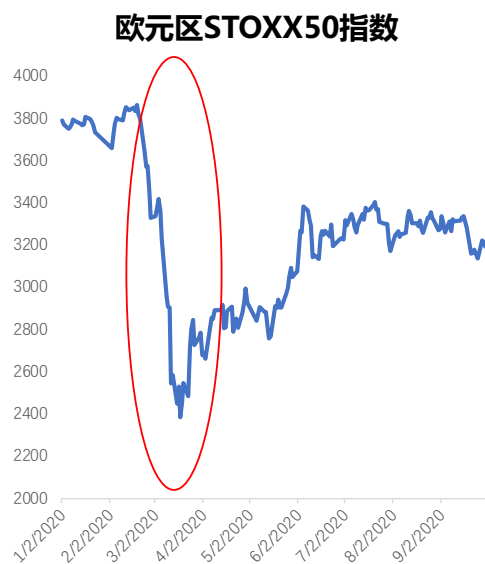
➤ 特征：风险资产剧烈波动，恐慌指数短期上扬后持续下跌

- 3月，经济下行预期和原油市场波动使市场恐慌程度加剧，风险资产被大量抛售，美股10天内触发4次熔断
- 宽松货币政策下，美股快速回升，逼近疫情前水平，市场恐慌程度也显著回落



➤ 特征：风险资产剧烈波动，恐慌指数短期上扬后持续下跌

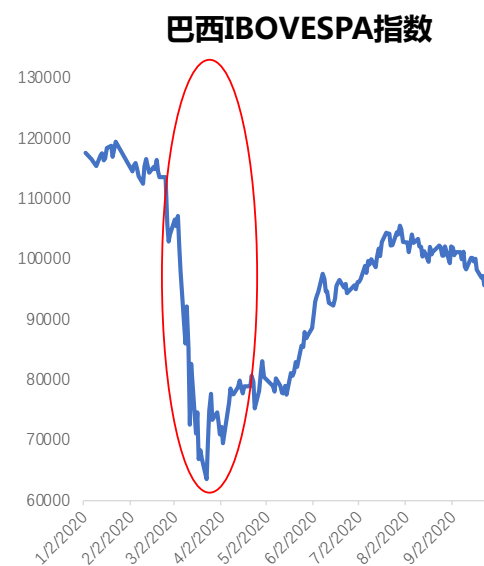
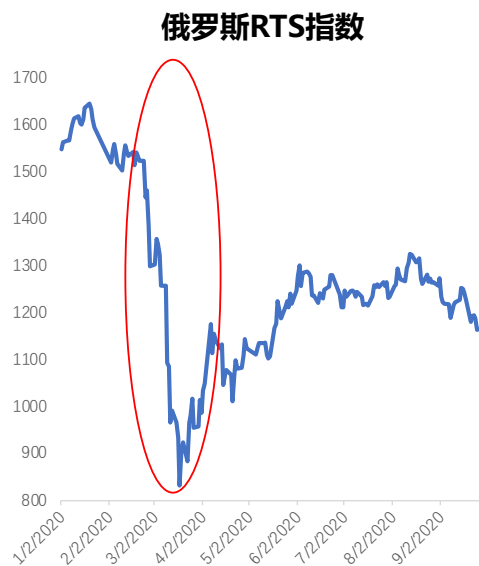
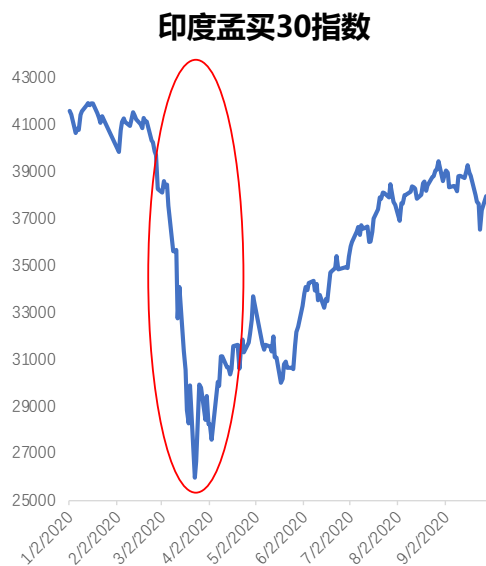
- 受疫情影响，发达资本市场经历了2008年金融危机以来最大的一轮下跌
- 全球宽松货币政策下，发达资本市场开始缓慢恢复，但恢复程度有限



数据来源：Wind

➤ 特征：风险资产剧烈波动，恐慌指数短期上扬后持续下跌

- 新兴资本市场同样遭受下行冲击
- 4月后，新兴资本市场开始缓慢恢复，但尚未恢复至疫情前水平

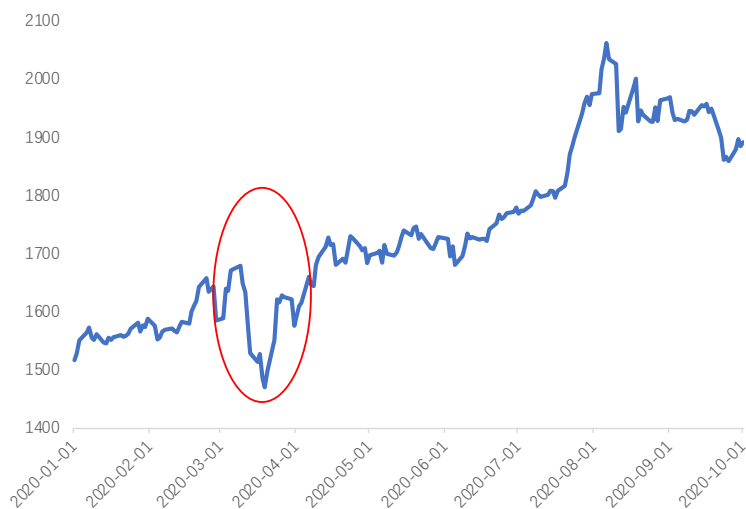


数据来源：Wind

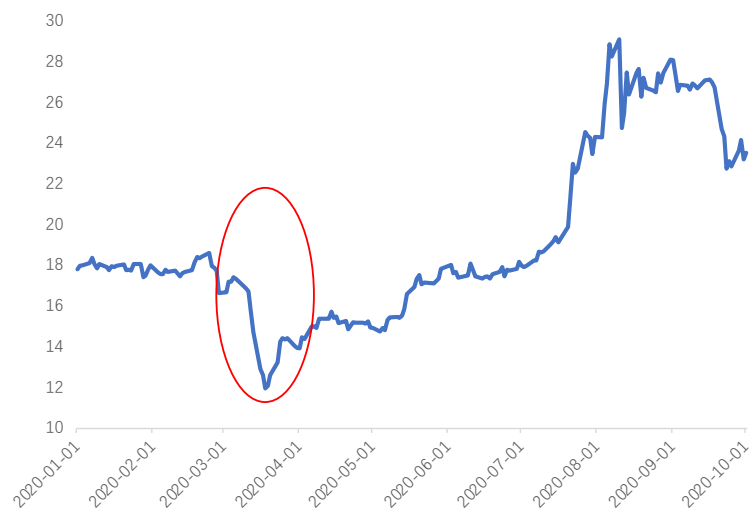
➤ 特征：短期内部分避险资产被抛售，后价格持续上扬

- 由于风险资产的持续下跌，3月期间美元流动性紧张，黄金、白银等避险资产被抛售，价格短期下跌
- 美元流动性缓解后，受宽松货币政策和经济复苏缓慢等因素的影响，避险需求仍强劲，金银价格持续上扬

伦敦金价格走势



伦敦银价格走势



数据来源：Wind

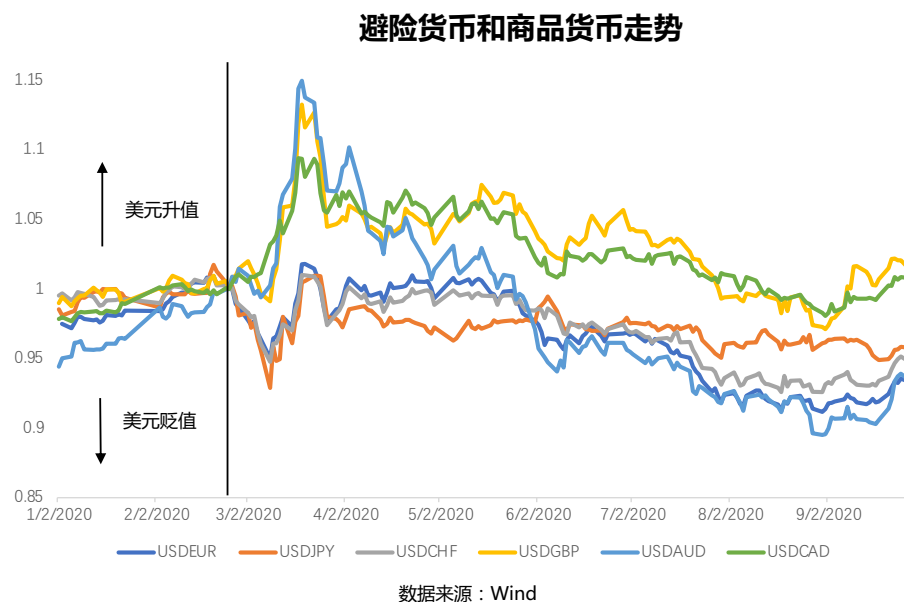
➤ 特征：美元指数一度大幅升值，后持续下跌

- 3月，疫情全面引发金融冲击，全球避险情绪上升，同时受美元流动性影响，美元迅速走高，美元资产依然是全球投资者渡过危机时的首选配置
- 随着美联储大幅注入美元，美元指数持续下跌



➤ 特征：避险货币、商品货币表现分化

- 以2月25日汇率为基点，避险货币（日元、欧元、瑞郎）与商品货币（澳元、加元）表现分化
- 金融危机中，避险货币组表现通常优于商品货币组

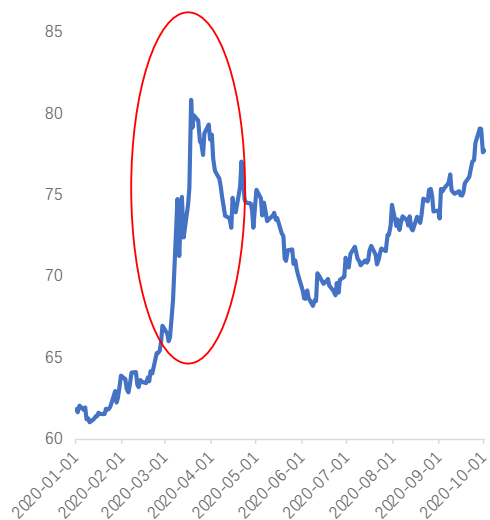


注：黑色实线表示2020年2月25日，即美国收益率曲线反转的日期（用10年期和1年期美国国债收益率之差来衡量）。该图绘制了美元兑主要国际货币汇率的变化情况，汇率相对于该日期进行了归一化。

➤ 特征：短期内新兴市场货币贬值幅度大，后逐渐升值

- 与疫情高峰期美元强势升值对应的，是新兴市场国家货币的普遍贬值，资本流出压力大
- 随着美元流动性的缓解，新兴市场资本流出压力变小，货币开始缓慢升值

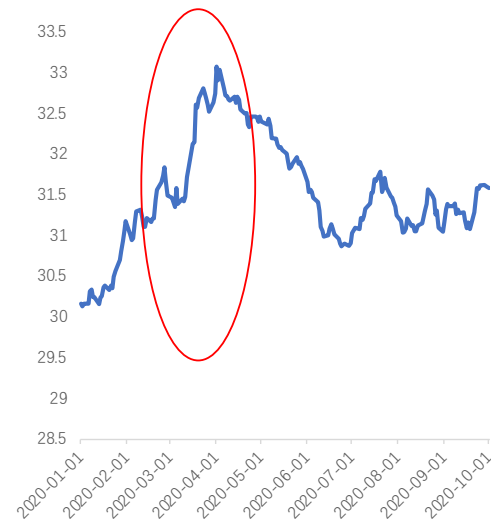
美元兑俄罗斯卢布走势



美元兑印度卢布走势



美元兑泰铢走势



数据来源：Wind

目 录

- 一、全球资本流动加速的背景与特征
- 二、人民币资产的发展趋势
- 三、政策建议

➤ 人民币重要性稳步提升

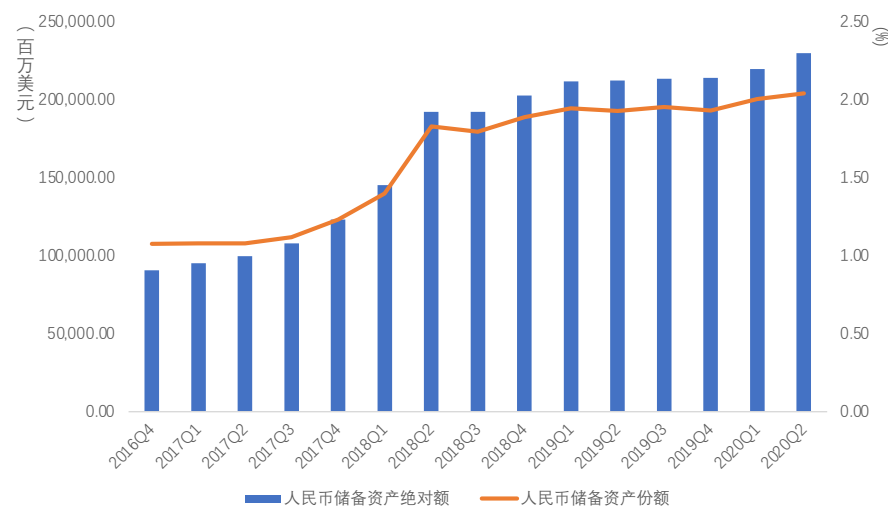
- 2020年8月14日，中国人民银行发布《2020年人民币国际化报告》，报告指出：2019年，人民币国际化再上新台阶，人民币支付货币功能不断增强，投融资货币功能持续深化，储备货币功能逐渐显现，计价货币功能进一步实现突破
- 2019年，人民币**跨境收付**金额19.67万亿元，同比增长24.1%，收付金额创历史新高。2020年上半年，全国收付金额合计12.67万亿元，同比增长36.33%，人民币跨境收付继续保持平衡
- 截至2020年6月末，人民币在主要**国际支付货币**中排第五位，市场份额为1.76%
- 根据BIS 2019年4月发布的数据，人民币在全球**外汇交易**中的市场份额为4.3%，在新兴市场国家货币中排名第一，较2016年提高了0.3个百分点

数据来源：中国人民银行，BIS，IMF

➤ 人民币重要性稳步提升

- 各国央行官方外汇储备资产中人民币比例不断提升。截至2020年第二季度末，人民币在IMF成员国持有**储备资产**的币种构成中排名第五，市场份额为2.05%，较2016年人民币刚加入SDR篮子时提升了0.97个百分点

IMF成员国官方外汇储备资产中的人民币



数据来源：中国人民银行，BIS，IMF

➤ 人民币计价资产吸引力提升

- 中国经济基本面稳中向好、资产估值相对较低、金融市场有序开放等因素提升了人民币计价资产的吸引力。
- 中国股市债市纳入国际主流指数或纳入权重不断提高
 - 2019年4月，彭博公司将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数，并将在20个月内分步完成。完成纳入后，人民币计价的中国债券将成为继美元、欧元、日元之后第四大计价货币债券。
 - 2019年6月，A股顺利纳入富时罗素指数
 - 2019年11月，MSCI顺利完成A股以20%的纳入因子部分纳入MSCI指数。
- 境外机构投资中国资本市场的便利性不断提高
 - 2019年9月取消QFII、RQII额度限制
 - 2019年12月央行、外汇局公布了《境外机构投资者境内证券投资资金管理规定（征求意见稿）》，从本外币一体化管理、简化资金汇出入手续等多个方面进一步便利境外资金入市。

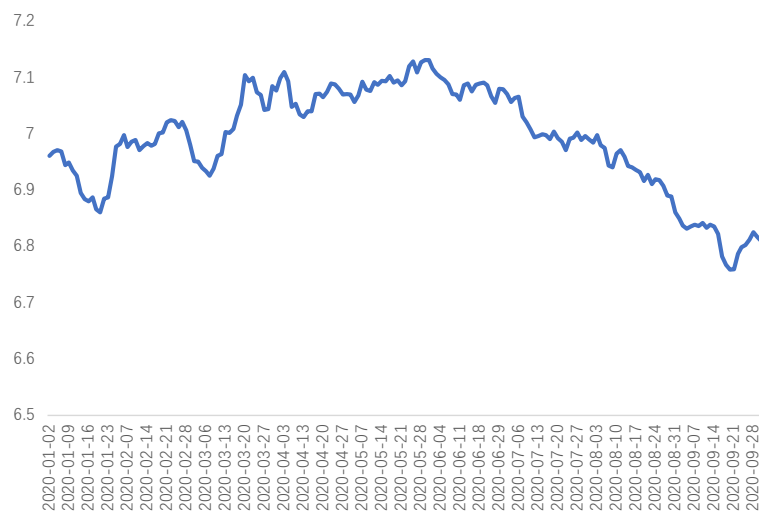
➤ 人民币大宗商品计价

- 美元是国际大宗商品计价中的主导货币，这在其成为世界货币的进程中发挥了重要作用。按交易量来测算，美元在大宗商品定价中的市场份额可能超过90%。
- 人民币在大宗商品计价中的比列。
 - 2012年5月，上海期货交易所上市的白银期货目前已在全球交易量排名中位居第一，基本上实现了白银的人民币定价
 - 2016年4月，“上海金”集中定价合约正式挂牌交易，是全球首个以人民币计价的黄金基准价格
 - 2020年10月，证监会宣布国内第五家期货交易所广州期货交易所筹备组成立，广期所创建工作进入实质阶段
- 2019年11月，全球最大的铁矿石生产商巴西淡水河谷与山东莱钢永锋国贸等中国大型钢铁企业签订了两笔以大连商品交易所铁矿石期货价格为基准的基差贸易合同，是铁矿石贸易尝试以人民币计价的良好开端。

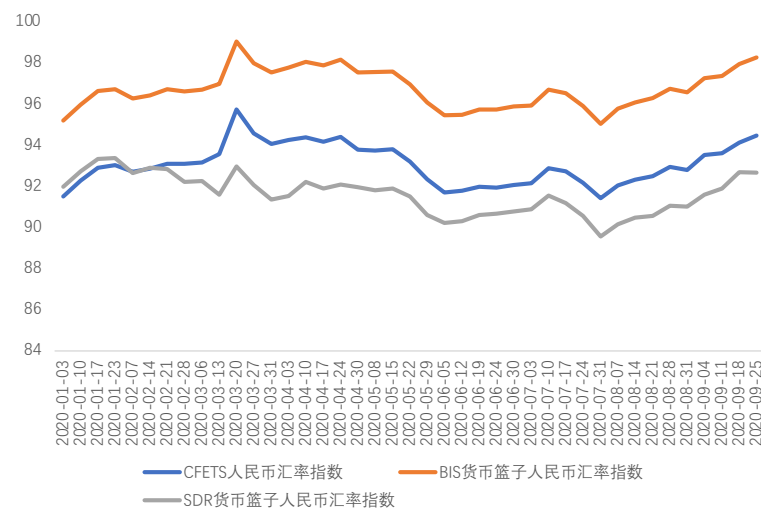
➤ 人民币汇率相对稳定

- 类似于其他国际货币，在美元流动紧张时期，美元兑人民币汇率快速走高。随后受经济复苏预期、国际资本大量流入等因素的影响，人民币进入升值区间。
- 人民币兑一篮子货币汇率指数波幅更小，**相对稳定**

美元兑人民币汇率中间价走势



人民币汇率指数走势

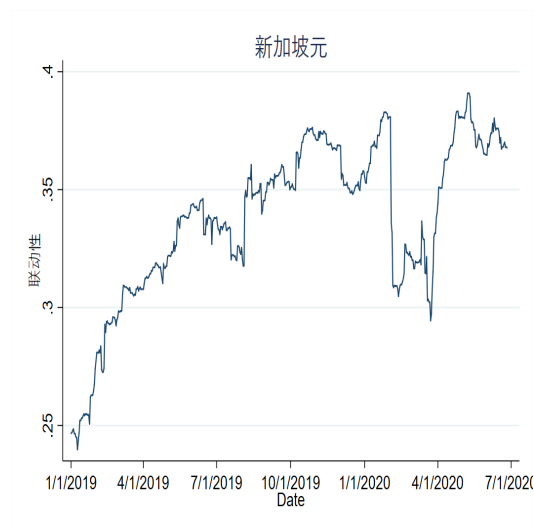
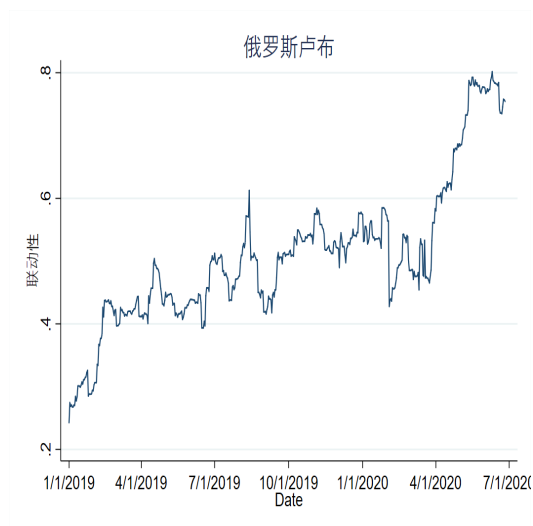
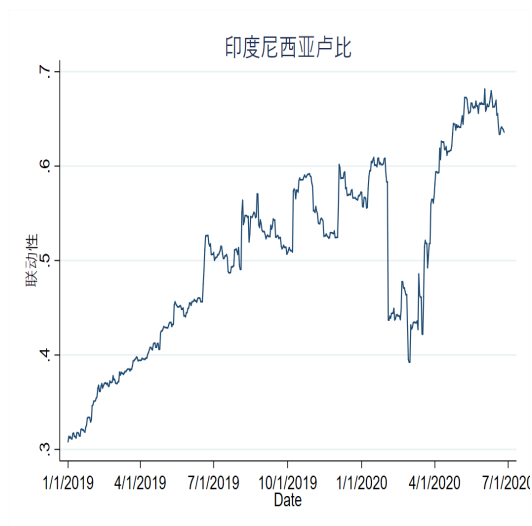


数据来源：中国货币网

➤ 人民币和国际货币联动性增强

- 中国率先从疫情中走出来。疫情常态化的时期，人民币则更为币值坚挺，“锚效应”更为显著
- 印度尼西亚、俄罗斯、新加坡等国的货币与人民币的联动性提升最为明显

人民币和部分国际货币联动性

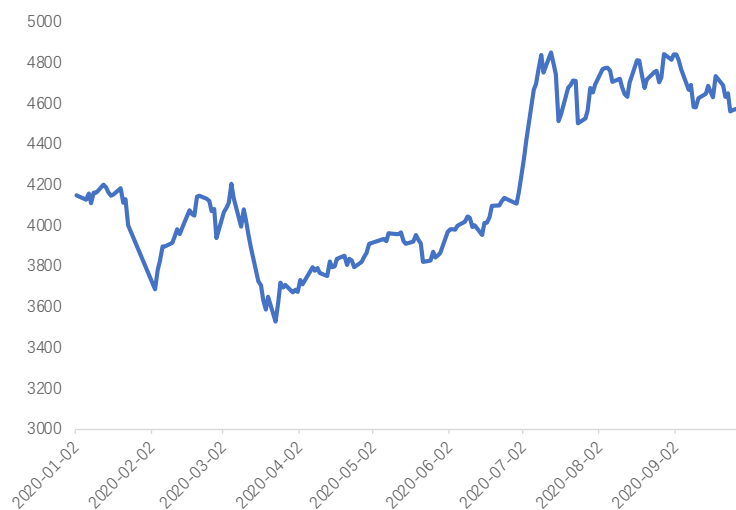


数据来源：作者计算

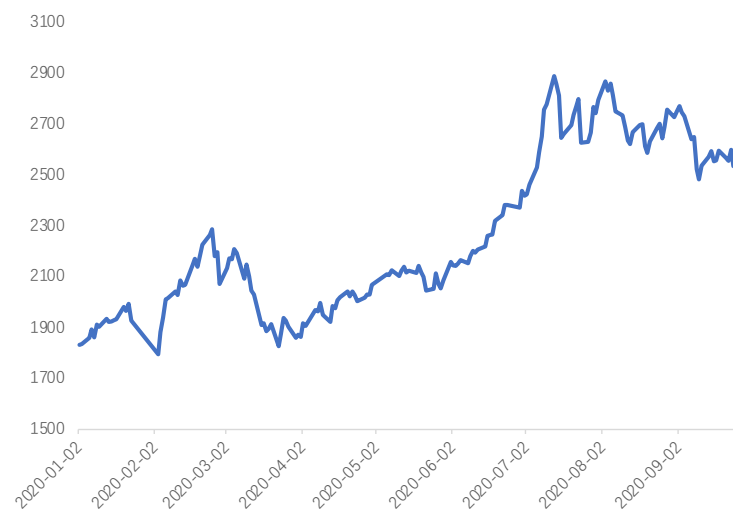
➤ 中国股票市场表现良好

- 2月中国爆发疫情及3月国际金融市场动荡期间，A股同样遭受下行的冲击
- 中国疫情得到控制后，中国股票市场**表现良好**，已经远超疫情前水平

沪深300指数走势



创业板指数走势

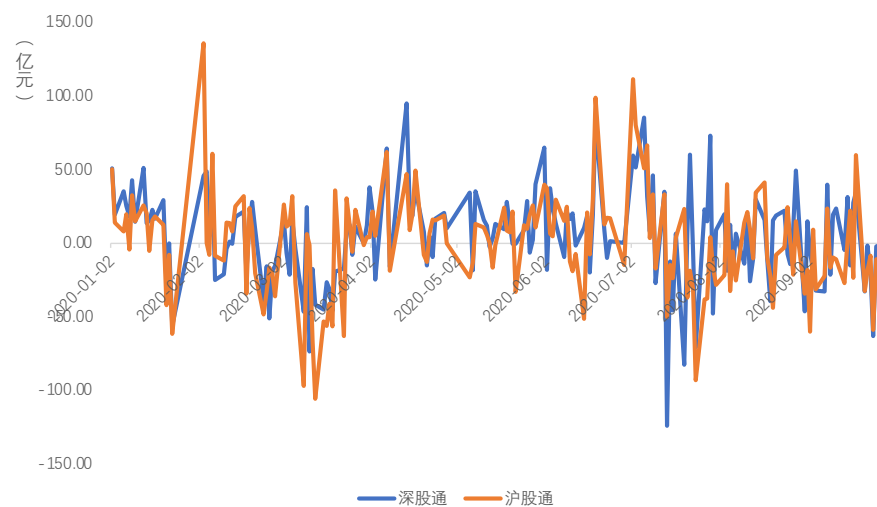


数据来源：Wind

➤ 后疫情时期，国际资本大量流入人民币股票市场

- 疫情期间，中国资本流出压力也显著增大。3月25日，北向资金单日大幅净流出107.74亿元。
- 后疫情时期，国际资本继续大量流入人民币股票市场。

沪股通、深股通单日资金净流入走势

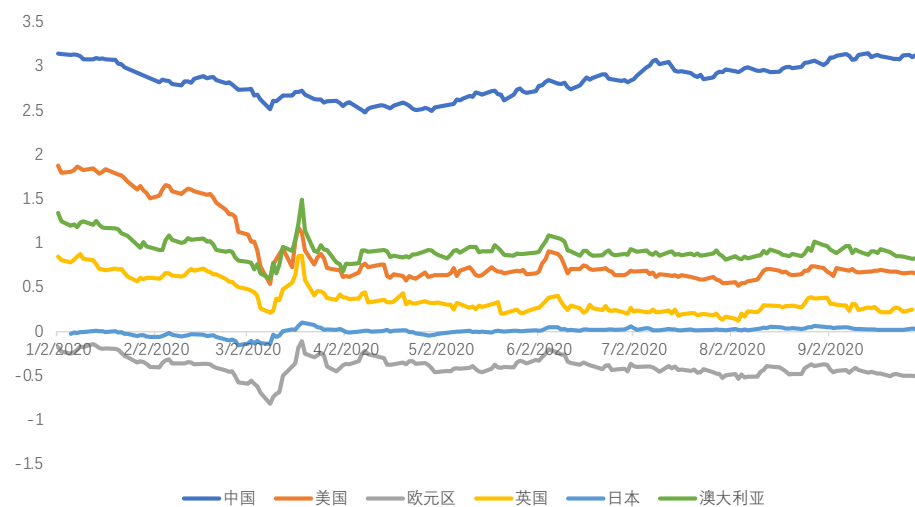


数据来源：Wind

➤ 人民币资产的利差吸引

- 相较于其他主要经济体央行，中国人民银行宽松的货币政策更为稳健。目前我国的10年期国债利率远高于主要发达经济体，形成了人民币资产的**利差吸引**

各经济体10年期国债到期收益率



数据来源：Wind

➤ 人民币国际债券与外资持有人民币债券情况

- 2020 年上半年，新冠疫情严重冲击中国的实体经济。此背景下，中国人民银行采取多种方式向市场投放流动性，降低实际融资成本，**推动了熊猫债券发行量的增长。**
 - 我国债券市场共发行28熊猫债，其中银行间债券市场发行26期，发行总额为387亿元；交易所债券市场发行两期，发行总额为19亿元。相比去年同期，熊猫债合计发行家数、发行期数和发行总额分别增加35.71%、47.37%和47.42%。
 - 其中共有7家外资主体发行11只熊猫债，发行总额为235亿元，分别占新发债总体、新发债期数和新发债总金额的37%、36%和58%。
- 人民币利率的相对坚挺降低了人民币国际债券发行的吸引力，但提升了持有**人民币债券**的吸引力。今年5月外资对中国境内债券市场的投资大幅上升，至6月底，外国机构投资者持有的存量人民币债券金额达到2.5万亿元的历史高点，同比上升28%。

数据来源：Wind

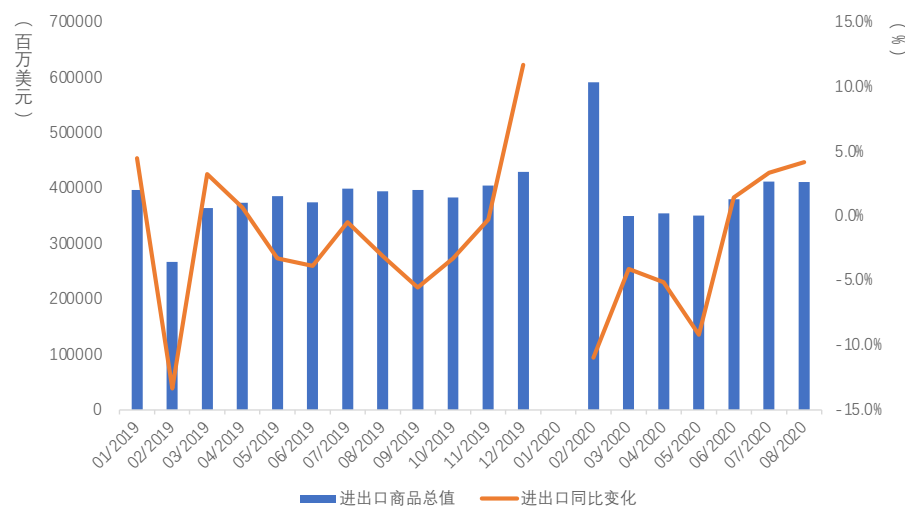
➤ 中国经济的复苏预期

- 今年上半年中国GDP达456614亿元，二季度同比增长3.2%，高于一季度的-6.8%，是世界主要经济体中率先实现经济增长由负转正的国家
- 7月30日，美国公布2季度GDP数据，2季度GDP季调环比折年率下滑至-32.9%，低于一季度的-5.0%
- 8月12日，英国公布2季度GDP数据初值，2季度GDP年率为-21.7%，低于一季度的-1.7%
- 8月14日，欧元区公布2季度GDP数据终值，2季度GDP年率修正值为-15%，低于一季度的-3.1%

➤ 国际贸易和人民币计价结算

- 中国成为后疫情时代**首个出口增速复苏至10%以上**的国家，双边贸易额7月增速回升至6.5%。截至2020年6月末，人民币在主要国际支付货币中排第五位，市场份额为1.76%

中国双边贸易额变化情况



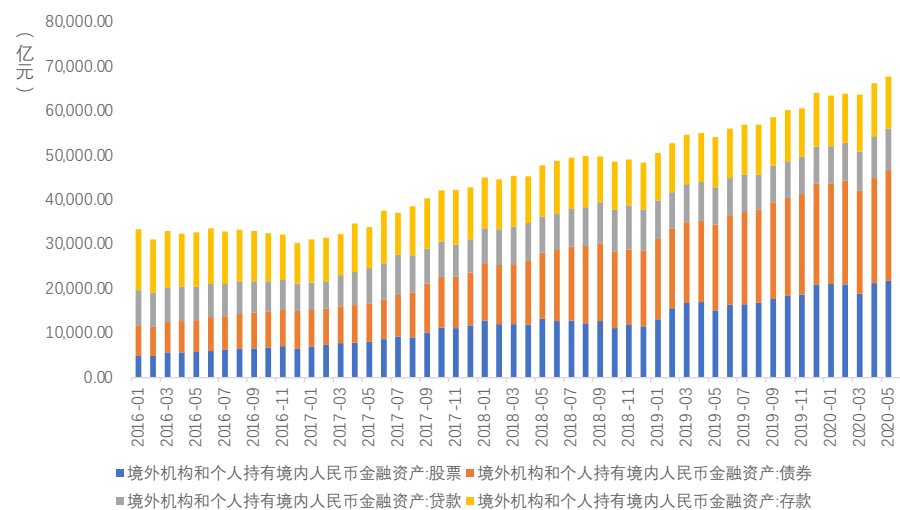
数据来源：海关总署

注：从2020年起，海关总署将1月份和2月份的货物贸易进出口数据合并发布。

➤ 人民币计价资产进一步提升

- 央行数据显示，境外机构和个人持有境内人民币金额资产规模不断扩大，尤其体现在股票和债券资产上。2020年6月，外资持有中国股票、债券规模分别达24567.6亿元、25724.23亿元。

境外机构和个人持有境内人民币金融资产情况



数据来源：中国人民银行

➤ 疫情加剧了原有的逆全球化趋势

- **贸易领域**：中美贸易壁垒依然较高
- **科技领域**：美国对华为发动技术封锁，对TikTok、微信发动业务禁令，中概股集体下跌
- 美国执行单边主义，退出多个国际组织和国际协定，国际对话磋商机制对美国的行为约束越来越小

时间	国际组织/国际协定	宗旨	美国借口
2017-1-23	跨太平洋伙伴关系协定 (TPP)	促进亚太地区的贸易自由化	谋求发掘双边贸易机会
2017-6-1	巴黎协定	应对气候变化的全面协议	损害美国经济，对美国并不公平
2017-10-12	联合国教科文组织	通过教育、科学和文化促进各国合作	反对巴勒斯坦加入
2017-12-2	全球移民协议	加强对移民和难民的权益保护	自主决定移民政策
2018-5-8	伊核协议	长达10年的伊朗制裁将被取消	重新遏制伊朗，对伊朗实施最高级别的经济制裁

数据来源：作者整理

➤ 中美摩擦有蔓延至金融领域的可能

- 限制中资企业赴美融资
 - 美国总统金融市场工作组发布《关于保护美国投资者防范中国公司重大风险的报告》，建议对来自这些辖区的公司提高上市门槛，加强信息披露要求，强化投资风险提示，并要求已在美上市公司最迟于2022年1月1日前满足PCAOB开展检查的相关要求
- 把包括香港在内的中国金融机构排除出SWIFT、CHIPS
 - SWIFT，环球同业银行金融电讯协会，运营着世界级的金融电文网络，银行和其他金融机构通过它与同业交换电文（Message）来完成金融交易，国际最重要的金融基础设施之一
 - CHIPS，纽约清算所银行同业支付系统，全球最大的私营支付清算系统之一，主要进行跨国美元交易的清算
 - SWIFT依赖美元的世界货币地位，CHIPS的除名制裁会直接对SWIFT造成影响
 - 切断中国与SWIFT联系概率小但威胁大，无法全面制裁，可能对中国实体进行“精确制裁”

➤ 美国金融封锁和制裁对人民币资产的影响

- 与中国有关的**国际贸易、跨境投资**受到影响，或将提升国际贸易、跨境投资中人民币的使用比例
- 限制我国美元流动性来源，限制我国外汇储备操作空间，短期内人民币**汇率波动性加大**
- 中资银行无法开展美元交易，或面临国际业务危机；国内企业赴美上市和**国际化业务面临阻碍**
- 人民币资产**风险上升**，加大人民币**贬值压力**
 - 受制裁的中国实体面临收入下滑、业务被迫转型、股价下跌风险
 - 由于主权风险升高，国际金融市场中人民币融资成本进一步上升，人民币国际债券发行的吸引力下降，人民币债券利差吸引力下降
 - 国际出口存在下行压力，经济复苏预期更依赖于国内投资和消费
- 阻碍香港发挥人民币**离岸中心功能**，人民币国际化进程或被阻碍

➤ 企业的汇率风险暴露程度明显上升

- 企业的价值对汇率的变动更加敏感

2015/11/30-2020/09/30					
风险暴露	显著	正	正且显著	负	负且显著
CFETS	16.31%	64.41%	12.51%	35.59%	3.80%
BIS	18.82%	65.57%	14.24%	34.43%	4.57%
SDR	16.00%	63.50%	12.20%	36.50%	3.80%
2015/11/30-2019/12/31					
风险暴露	显著	正	正且显著	负	负且显著
CFETS	14.93%	49.08%	7.63%	50.92%	7.30%
BIS	16.51%	55.04%	9.23%	44.96%	7.27%
SDR	13.52%	55.17%	8.82%	44.83%	4.69%
2019/12/31-2020/09/30					
风险暴露	显著	正	正且显著	负	负且显著
CFETS	22.08%	73.55%	20.22%	26.45%	1.86%
BIS	22.11%	73.52%	19.89%	26.48%	2.22%
SDR	16.55%	67.65%	13.86%	32.35%	2.69%

目 录

- 一、全球资本流动加速的背景与特征
- 二、人民币资产的发展趋势
- 三、政策建议

➤ 经济双循环发展格局促进经济稳步复苏

- 经济复苏是提升人民币资产吸引力的核心
- 改革开放后，外循环和沿海经济发展取得巨大成功，但也面临经济结构失衡、地区性收入差距扩大等问题
- 全球经济下行和贸易保护主义背景下，以内循环为主，解决经济发展中的结构性问题，实现高质量发展
- 以内循环的畅通助力外循环的深化，更好地联通国内外市场，维系国际供应链稳定

➤ 完善金融基础设施建设，促进人民币跨境贸易计价和结算

- 美元霸权下，美国可对特定行业、特定企业实行金融制裁
- 我国必须加快推动金融基础设施，特别是人民币跨境支付系统（CIPS）的建设和使用
- 借助中国人民银行发行的数字货币（DP/EP），完善人民币与其他货币的汇率询价机制
- 通过设立人民币支付基金、鼓励企业使用使用跨境人民币结算等措施提升人民币使用量

➤ 建设上海国际金融中心，为人民币国际化提供坚实基础

- 借鉴纽约、伦敦、东京等金发展经验，特别是重大冲击下的应对措施，稳步推进上海国际金融中心建设
- 加快上海金融业**高水平金融对外开放**，吸引符合条件的外资金融机构进入上海
 - 优化外资金融机构的准入条件
 - 保障企业国内外资金流动的畅通和结售汇的需求
- 加强**金融与科技**的深层次融合
 - 鼓励金融服务运用人工智能、区块链、云计算等科技手段，提升金融服务实体经济的能力
 - 支持金融机构研究制定金融科技的中国标准，争取金融科技领域的话语权
- 支持**金融服务创新**，加快上海保险交易所建设，引进高端金融人才、塑造良好的人才集聚体系
- 防范化解**金融风险**
 - 审慎研判金融风险，健全宏观金融风险预警监测体系。
 - 针对疫情引发的多重金融风险，特别是短期内全球股票、债券、原油市场数次下跌引发的国内金融资产价格震荡，继续完善多层次的金融市场体系，丰富非金融企业融资来源

➤ 坚持有序开放金融市场，增大人民币资产吸引力

- 坚定不移地有序完善和开放金融市场，实现人民币的良性循环，增加人民币资产吸引力
- 进一步明确对外资的开放领域和范围，营造公平竞争的市场环境
- 强化负面清单管理模式和准入前国民待遇管理，提高透明度
- 统一债券市场对外开放的外汇管理政策，提升债券市场的深度和广度

谢谢！



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



杨瑞龙 曹远征 闫衍 刘晓春 管涛 徐奇渊 何青联合解析：疫情冲击下 全球资本流动的加速与人民币资产的发展趋势

昨日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会(第 14 期)于线上举行。百度 APP、新浪财经、网易财经、凤凰网财经、财经杂志、搜狐财经、WIND、中国网等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数逾 180 万人次。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“疫情冲击下全球资本流动的加速与人民币资产的发展趋势”，知名经济学家曹远征、闫衍、刘晓春、管涛、徐奇渊、何青联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学财政金融学院教授何青代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告就以下三个核心展开：

- 一、全球资本加速流动的背景和特征；
- 二、人民币资产的发展趋势；
- 三、金融政策以及人民币资产如何应对上述发展趋势。

首先，报告指出，受疫情影响，除中国维持了正经济增长之外，全球经济均出现了衰退，最典型的例子是原油市场需求大幅下跌。针对这种现象，全球央行开足马力，采取积极宽松货币政策来应对此次疫情冲击。美国和欧洲采取了类似的政策，例如通过降低利率、信贷支持和临时监管措施等提供流动性。

疫情冲击后，美元资产的变动使债券市场、货币市场和外汇市场都产生了剧烈的波动。资金大进大出会进一步拉高债台高筑国家的利率水平，同时风险资产也会受到较大影响。新兴市场国家由于经济韧性弱，难以迅速恢复到之前的水平。此外，在美国采取宽松政策之后，外汇市场走势也发生了不同的变化，避险货币表现更加优异，商品组的货币（澳元加元）贬值更加惨烈。

其次，报告指出，从全球贸易支付结算、金融交易、避险资产等方面来看，人民币资产的重要性在稳步提升。在疫情期间，大部分货币相对美元都处在走弱的情况，而人

人民币恰恰相反，5月份开始有较大的升值趋势。不可否认，人民币升值还是和美元极度宽松的政策有关。人民币稳定性上升增强了人民币和部分新兴市场国家货币之间的联动性，从股票市场和债券市场来看，人民币资产的吸引力在持续增长。

同时，经济发展恢复背后仍存在风险，可能会加剧逆全球化趋势。中美贸易摩擦会给我国国际贸易、国际金融和国际交易等领域带来较大影响，特别是美国对我国的金融制裁会对人民币资产走势产生影响。

最后，报告基于全球资本流动特征以及人民币资产走势，提出了五点建议。一是提高人民币资产吸引力和人民币国际化程度要以实体经济为主导；二是加速人民币支付结算体系建设，完善我国汇率机制；三是建立第二套体系，做好备用方案；四是吸引外资，同时要防控金融风险爆发；五是坚持双循环发展战略，实现人民币的良性循环。

论坛第二单元，与会嘉宾发表了精彩演讲。

首先，与会嘉宾对疫情冲击下国际资本流动及全球资本市场变化产生的影响展开讨论。

中银国际有限公司董事长、原中国银行首席经济学家曹远征认为，疫情内生于经济，这导致抗疫经济政策变成了内生于经济的经济政策，衰退成了抗疫经济政策的基本代价，为了应对衰退进行的宏观安排已经扭曲。此外，人民币资产正逐渐成为锚。寻锚过程中，资金大进大出形成了新的市场风险，进行海外经营的中国企业应该提高警惕。同时，避险一定要坚持内循环，不仅要做好实体经济，而且也应该做相应安排。

中国人民大学经济研究所副所长、中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、总裁闫衍认为，短期来看境外资本流入总体可控，不会导致输入型通胀和人民币过度升值。原因有三点：一是我国货币政策已经实现常态化，二是食品价格因素影响过大，三是国际市场价格持续疲软会传导至国内。此外，从金融部门来看，对外金融负债基本稳定，资本流动对汇率的影响表现较为中性。

上海新金融研究院副院长刘晓春从银行实务角度分析了美国对中国采取金融政策的可能性和路径，他认为，避开 SWIFT 系统的 CIPS 系统并非是 SWIFT 系统的简单替代。美国金融制裁可能体现在对个别银行、个别企业在美元清算上的制裁。同时他还提到，人民币国际化和人民币数字化没有关系，数字化只是人民币的一种表现形式。此外，他认为，金融开放要向金融市场上的各个参与方开放。

中银国际证券全球首席经济学家管涛阐述了疫情冲击给国际资本市场带来的变动，对新兴市场国家的影响，特别是对中国市场的影响。他认为人民币的双向变动是一种常态，企业应该适应这种新常态，加强汇率风险的中性意识。此外，开放的双循环需要高水平的对外开放，是制度性开放。选择汇率市场化的灵活性是大势所趋，要避免使用行政管制的手段干预跨境资本流动。

中国社科院世经政所经济发展研究室主任徐奇渊研究员认为，当前中美贸易摩擦背景下，金融开放的背景不同以往。疫情冲击下，资本市场下跌程度较大，但之后资产价格恢复速度很快，这说明目前来看基础资产没有问题。倘若疫情持续发展，基础资产也会受到冲击，这是值得高度担忧的问题。此外他还指出，人民币国际化的第一个切入点是利用好人民币债券，第二个角度是和其他国家保持良好的合作关系。

其次，与会嘉宾对怎样更好的对外开放，理顺国际循环以促进国内大循环为主的双循环战略展开了讨论。

闫衍认为，随着中美贸易形势的变化以及国内双循环，人民币债券吸引力会进一步增强。人民币汇率的升值也会带动人民币债券的配置。双循环的背景下，人民币债券投资对境外投资人的吸引力会进一步增强，人民币债券持有量和持有比例都会进一步上升。这会从诸多方向对人民币国际化产生重大的影响。

刘晓春认为，要冷静看待逆全球化问题，既不能轻视也不要过度解读。他从四个角度进行了分析，一是国际公司将会从战略角度对产业链进行重新布局，二是我国目前已经建立了较为完善的工业体系，不必恐慌，三是经济之间是互动的，要利用好这个机会，四是如果真的发生逆全球化，反而会增加投入，有利于促进经济发展。

管涛从大循环和双循环的角度分析了加快国内资本市场发展的重要性。首先，新兴市场国家的金融市场不发达是造成货币危机和债务危机的重要原因；其次，加快国内资本市场发展，有助于提高要素资源的配置效率，避免受制于人；最后，双循环是开放的双循环，我们并不排斥国内的公司继续去海外上市。

曹远征认为，实体经济是皮，金融是毛，皮和毛是相互依存的。金融市场进一步开放对双循环战略的实施至关重要。开放要注意以下三点：一是金融市场开放，二是金融中心一定是以本地为中心的，三是人民币国际化的核心含义是人民币利率覆盖整个世界。

徐奇渊认为，在目前国际经济格局发生重大变化的条件下，我国的货币政策面临重

新寻锚的问题。货币政策在双循环背景下需要进行两方面的寻锚，一是汇率寻锚，一是基础利率寻锚。整个货币政策框架在汇率和利率中的寻锚过程，也是宏观调控更加成熟，资本价格和资本市场更加成熟的过程。

曹远征：全球货币重新进入寻锚阶段，避险要靠双循环

曹远征 中银国际研究有限公司董事长，中国银行原首席经济学家

以下观点整理自曹远征在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第14期）上的发言

这次疫情是我们之前没有见过的公共卫生危机，它已深刻地内生于经济。过去劳动力生产和再生产条件是外在于经济活动的，只要支付足够的薪酬，即满足其社会条件劳动力生产和再生产就能自动实现，因为家庭幸福和生儿育女是个人事务。但通过这次新冠疫情，使人们发现劳动力的生产与再生产条件并不是纯粹客观自然的。需要通过抗疫人为地加以维持才能持续。于是，疫情内生于经济，导致抗疫成为了最好的经济政策。

在特效药和疫苗没有出现以前，最切实际的抗疫政策就是物理性的隔断，但经济活动，尤其在经济全球化的今天，是互联互通的。于是抗疫物理的隔断与经济的互联互通形成了悖论。抗疫必然会带来经济衰退，经济衰退成为了抗疫经济政策需要付出的代价。

为了对冲衰退，需要进行相应的宏观经济政策安排，宽松的货币政策和积极的财政政策是题中应有之义。但是，在疫情面前，传统宽松的宏观经济政策已经发生扭曲变形。

疫情不仅仅在需求端冲击经济，更重要的是，也在供给端冲击经济。过去所有的宏观经济政策，无论是货币政策还是财政政策都是影响总需求的政策，但影响总需求的政策没法对冲供给端的衰退。这导致了一个新现象：经济在衰退中需要更宽松的政策，更宽松的政策并没有有效遏制经济衰退，呈现出经济衰退与宽松政策螺旋式喇叭口扩张的趋势。它促使人们对宏观经济政策的反思：宏观经济政策的重点不再是提高总需求，而是纾困，应对疫情对经济社会的过分伤害，保护未来经济增长的基础。其中，最重要的是对弱势群体、对市场主体、对民生行业进行援助。全球无一例外都是这样做的。于是，这使传统的宏观经济政策产生了扭曲变形。在抗疫期间的宏观经济政策某种程度上是为社会经济铺上安全垫，而不是提升经济增长。疫情越严重，经济越下行，政策就要越宽松，但这种宽松并不能促进经济增长，甚至不能遏制经济衰退，但又非常之必要。

从疫情的发展趋势看，上述抗疫经济政策的安排，可能面临两种状态，一种是正常状态，即疫情按预期情况发展，政策相应地分为三段，一是疫情初期，以抗疫为主；二是疫情中间，以纾困为主；三是疫情后期，以经济重启为主。二是非正常状态。如果疫情不能控制，经济政策的系统性就会紊乱，变成了头痛医头，脚痛医脚的情形，进而出

现经济失速、社会失序的可能。目前发达经济体采用零利率，甚至负利率为标志的极度宽松的货币政策，表明目前美国和欧洲传统的经济政策已经用到头了，但疫情并没有控制住，出现第二轮反弹。未来会怎样？是我们最担心的，也构成全球经济最大的风险。

从疫情发展趋势看，为抗疫，财政开支扩大是必须的，赤字扩大也是必然的。但一个棘手的问题是，在经济下行期间，整个经济无论是实体还是金融都在去杠杆，为财政赤字融资的国债的发行遇到严重困难。在国债发行是刚性的条件下，唯一可能的购买者就是中央银行。这就出现了财政赤字货币化的新现象。俗话说就是中央银行开动印刷机支持国债发行，这种饮鸩止渴的现实使支持其的“现代金融理论”（MMT）广为流，期望扭曲央行资产负债表支持功能财政。并被称之为继第一种货币政策（利率）和第二种货币政策（扩表）后的第三种货币政策，即财政对货币政策的融合。这几乎颠覆了我们传统认为的财政应有纪律，央行应有独立性，财政不能透支，至少不能无限透支央行的认知框架。

我们注意到，美国 M2 的增速已经超过 20%。请大家回顾一下历史，美国 M2 增速超过 20% 的时间只有 1941-1942 年，当时是太平洋战争刚刚爆发的时期。现在又涨到这么一个高位，它的机制又是类似的，主要是财政赤字扩大，央行支持财政，财政透支央行来进行的。它带来了两方面的效应，一方面美国居民短期收入上升，也构成了中国对美出口增长的原因。现在在美中航线中，货柜一柜难求。另一方面也带来新问题，这种政策后果是什么？是否会引发严重的通货膨胀，其实当前全球的资产价格变化以及汇率波动已初步反映了这一效应。今后会对世界经济带来怎样的影响？这是一个很严肃的问题，必须认真对待。

我个人理解，如果疫情不能控制或者还在持续，零利率还会继续维持甚至是负利率，财政还要继续扩大开支。在财政赤字融资市场上不能支持的情况下，只有央行继续给予支持，那么这会进入一种新状态，也是过去从来没有见过的状态。传统状态就是用利率升降来作为实行货币政策的主要工具，2008 年后这个状态在发达国家消失了，利率走到零了，这时候更多通过央行资产负债表扩大和缩小来调控经济，在过去十年间大家讨论宏观经济问题的核心要点是讨论美联储的扩表和缩表什么时候进行、规模多大。现在进入第三种状态，就是 MMT，成为财政和货币政策的融合，把银行当财政来使，以支持财政开支。货币供应已经失去过去所说的由中央银行独立决策的那种约束，这会对世界

经济带来更为深远的影响。其实，最近美元指数下跌以及人民币汇率的上升跟这种担心是高度相关的，是对未来的预期不稳定，不知道未来会是什么样。金融市场操作出现了短端化倾向，快进快出。

也正是在这种情况下，出现了一种很有趣的现象：资金流向美国，美元现在是全球最大的储备货币。如果有意外，它是避险资产，资金流向美国，美元在升值。如果预期稳定，因美元零利率，美元资产回报率不高，资金流出美国，美元就在贬值之中。这背后的逻辑是，美元成为国际货币，除了当年它的黄金储备占全球 2/3 之外，更重要美国是当时第一大经济体，而且在全球经济占比非常之高，这构成了美元成为锚的重要基础。目前为止，美元没有黄金储备了，美国经济占世界 GDP 的比重在持续下降，逻辑上可以说，当前国际货币体系进入新的寻锚过程，寻找可以稳定全球经济金融新的锚货币。

在亚洲国家和俄罗斯，他们的货币和人民币同涨同落，某种程度上意味着人民币变成锚货币之一。于是全球出现两种趋势，一种是捍卫美元的趋势，另一种是其他货币取代美元的趋势，其中人民币是最被看好的一种货币。两种相悖的趋势相互交织，使寻锚过程变得扑朔迷离。由于态势不明朗，全球资本流动像无头苍蝇一样，毫无方向感，一会儿进，一会儿出，形成了新的市场风险。特别是新兴经济体在过去十年中，由于美元利率比较低，大量美元融资形成很大债务，加之货币错配，在资金频繁流动的情况下，会不会出现货币危机和债务危机很难说。大家注意到像印度卢比、俄罗斯卢布等汇率的大幅波动与这种担心高度相关，也变成新的风险问题，需要加以关注。换言之，新兴经济体的金融风险应高度关注。

从全球情况看，世界经济正在加剧分化中，一方面，由于中国疫情控制比较好，中国经济率先反弹；世界经济出现了分化，另一方面是其他国家的疫情控制不住，经济还在持续下行。世界经济分化导致各国宏观经济政策的分化。中国仍然是正利率，其他国家都是零利率甚至负利率。相比之下，人民币资产的吸引力在加强，这是构成中国股市上涨的重要原因。与此相关也出现了人民币的升值倾向。人民币升值有两个因素，一是在全球经济下行的同时，中国经济向好，二是人民币资产吸引了国际资本流动，更多的外资追逐更少的人民币引起的人民币升值，短期内升值 6%。但与此同时，更应看到，人民币在今年短短 9 个月中是大幅度波动的，先是到 7.2 元，现在是 6.7 元。

人民币汇率这种急剧的波动说明国际货币体系正在发生急剧调整，从而对中国金融

市场，尤其是对外经济产生重大影响。这时候要避险一定要依赖内循环。中国是一个巨大经济体，决定了其金融市场的骨干是人民币。只有中国经济可持续发展，中国居民收入可持续扩大，中国市场才能可持续扩大。而这个可持续扩大的中国市场通过规则等制度性开放为世界所共享，中国就在拥抱并引领经济全球化，实现内外循环的相互促进。这是以人民币为主的中国金融行稳致远的内在逻辑。也正是在这个意义上，构成人民币进一步国际化坚实基础。

目前看来，如果人民币继续走向国际化，除了实体经济要好，在金融改革方面也要做一些相应的安排。这涉及到上海的国际金融中心建设。只有国际金融中心建设起来，提供更丰富的产品，更多的人民币资产，才能为全球投资者提供更多的选择机会，人民币也因此可以更加国际化。这是因为人民币国际化有两个含义，一是人民币资产广泛进入对方资产负债表，二是人民币利率覆盖整个市场。如果要让上海成为国际金融中心，有两条要做到，一是资本市场要逐步走向开放，这牵扯到资本项下开放的问题，二是金融服务业应该是开放的，因为金融机构是做这个市场的机构。现在，中国金融服务业已经基本开放了，但是国际收支资本项目尚未完全开放。从而资本项目管制的放松和逐步恢复人民币可兑换性，是下一步金融市场改革的重要的任务。

回顾人民币国际化的发展历程，可以看到，目前为止，人民币国际化，基本上是双边使用的国际化。现在人民币双边使用量的增长，在规模上做得很大，体现在贸易融资方面，人民币已经是仅次于美元的第二大贸易融资货币，但使用主要是对华贸易，中国和韩国人和泰国人做生意用人民币，但到泰国人和韩国人做生意用人民币才能够叫做真正的国际化。换言之，人民币只有第三方的多边使用才是严格意义上的国际货币。如果要做到这一点，中国参与国际货币体系的体制重构和机制重塑非常重要。

总之，世界正处于“百年未有之大变局”之中，而疫情冲击下变局更加复杂，这时候一定要保持定力，在睁开眼睛看世界的同时，慎重决策，稳步前行，才能走出一个新的局面。为此，坚持改革开放十分重要，因为它是改善局面的关键一招。其中，进一步将过去要素流动性的政策性开放转变为规则等制度性开放十分关键，这才能让人民币资产成为全球主要的金融资产，才能使人民币成为全球的锚货币之一。

闫衍：境外资本流入整体可控，仍要进一步开放金融市场

闫衍 中国人民大学经济研究所副所长、中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、总裁

以下观点整理自闫衍在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第14期）上的发言

疫情背景下，人民币资产吸引力持续提升，吸引境外资本流入境内市场

随着疫情防控成果不断巩固、国内经济复苏以及人民币国际化的持续推进，人民币资产的吸引力有望进一步提升。2020年以来，新冠疫情的暴发与蔓延给全球经济带来很大的压力。随着国内新冠疫情防控成果不断巩固，中国经济在全球率先实现复苏，经济下行风险得到一定控制，推动人民币资产对全球避险资金吸引力持续上升。与此同时，在全球其他经济体普遍采取货币宽松的政策环境下，我国货币政策坚持“以我为主”，人民币资产的利率优势也进一步凸显。随着资本市场双向开放持续推进，外资机构投资环境持续优化，制度层面的完善进一步增强了境内市场对境外投资者的吸引力。

具体来看：年初以来在防疫逆周期调控政策支持下，中国经济率先修复。一季度中国经济增速出现大幅下滑，但随着疫情控制和巩固，以及稳增长政策继续发力，二季度经济出现比较明显的反弹，GDP增速由负转正，预计三季度经济会进一步修复。根据国际货币基金组织相关预测，2020年中国经济增速大概在1.9%，是全球唯一实现正增长的主要经济体。根据中诚信国际测算，我们认为2020年在中性假设下，中国经济增速或许可达到2.5%左右，2021年会达到6-6.5%的增速水平。

同时，近年来中国采取的一系列防风险政策，取得了一定成效，宏观债务风险整体可控。2017年以来中国采取防风险、去杠杆政策，宏观杠杆率增长趋缓，这为疫情冲击下信用扩张和加大杠杆提供了一定的政策空间。在疫情冲击下，今年上半年宏观杠杆率再度攀升，根据测算，上半年宏观杠杆率较去年底攀升约12.6个百分点，达到285.6%左右。在经济复苏态势下，未来信用宽松政策将边际趋缓，宏观杠杆率增长趋势也有望放缓。从债券市场信用风险表现来看，上半年对冲疫情的政策对缓解债券市场再融资风险起到较大作用，2020年以来中国债券市场违约趋势边际放缓，9月底违约率大体在0.65%，比去年同期有明显放缓回落。由此可见，防风险措施为整个人民币资产的吸引力提供了基础。

从境内外宏观利率环境来看，过去几年全球其他经济体普遍采取宽松的政策，导致

全球流动性过剩，出现了全球负利率或零利率的趋势。今年在疫情冲击下，主要央行进一步大幅扩表，美联储资产负债表扩张了 70% 左右，欧洲央行扩张 33%，相较之下，中国央行在今年上半年总体来看整个资产负债表保持基本稳定的趋势。全球主要央行扩表趋势下，流动性过剩问题进一步加剧，零利率和负利率趋势进一步持续，截至今年 9 月底，全球负利率债券总规模已达到 15-16 万亿美元，预计未来全球负利率资产还会进一步增长。

在全球其他经济体普遍低增长、低通胀和低利率的环境下，投资者风险偏好抬升，相比之下人民币资产相对安全且具有利率优势，逐步成为全球资产的“避风港”。可以看到，今年以来，中国一年期 LPR 下调 30BP，五年期下调 15BP，相比美国、英国、韩国等其他国家基准利率下调幅度非常有限，因此，我们认为人民币资产在全球外汇储备的比例会持续上升。刚才何教授的报告里也提到，这一比例大体可以达到 2% 以上的水平。境外机构和个人持有的人民币金融资产的规模也会进一步上升，今年上半年境外机构和个人持有的人民币股票和债券资产的增长率都超过 10%，说明人民币资产吸引力在进一步上升，未来增长速度还会进一步加快。

最后，资本市场改革开放的持续深化，也会吸引境外资本流入国内市场。过去几年监管机构出台了一系列进一步扩大金融市场改革开放的政策，包括放宽外资准入和投资限制等。近期出台了关于取消证券、银行、基金管理、期货和保险外资持股的比例限制，扩大外资机构的业务范围等一系列的政策，有利于外资的进入。同时，国内加快推进境内外资本市场的互联互通，沪港通、深港通、沪伦通等互通机制进一步完善，配套措施也在持续完善。这些监管政策进一步激发了资本市场的活力，提升了国内资本市场的吸引力。近期监管出台的相关政策，比如全面推动上市公司质量的政策，也会更有助于境外资本的流入。

短期境外资本流入整体可控，中长期仍需防范不确定因素下人民币汇率波动风险

短期来看，境外资本流入总体可控，不会出现境外资本流入导致的输入型通胀和人民币过度升值。随着中国资本市场对外开放和人民币国际化的推进，中国资本市场对境外投资人的吸引力在进一步加大，境外机构和个人持有的人民币资产规模还会进一步扩张。随着中国经济率先复苏，股市和债市北上资金流入活跃。由于境外机构和个人持有资本市场的份额仍然是比较小的，短期资金流入对资本市场的影响相对有限。

短期资金流入对通胀的影响也是有限的，主要有以下几个方面的原因：

一是中国货币政策已经实现了常态化，短期资本流动导致货币政策变化的可能性相对比较小，引发通胀的可能性也是非常小的；

二是国内因素尤其是食品价格因素对通胀影响比较大，前段时间“猪周期”“果蔬价格”对CPI的走势有一定的影响。最近随着猪肉果蔬价格的回落，以及CPI翘尾因素走低，CPI将进一步回落；

三是国际因素对国内通胀水平的传导，主要是通过大宗商品价格对PPI及PPIRM传导的影响，从当前来看全球经济萧条和疫情影响可能还会持续，全球大宗商品价格还会出现持续疲软状态，因此PPI和PPIRM大幅上升的动力不是很大。从这三个角度看，短期资本流入对通胀的影响相对有限。

从近期人民币汇率上升的原因来看，人民币汇率的提升与中国经济复苏企稳和出口快速增长有一定的关系。目前中国经济率先复苏和持续增长企稳的趋势比较明确，同时疫情发生后，中国出口不仅没有下降，反而有快速增长。疫情后防疫物资出口和电子产品的出口，以及复工复产的持续推进，推动供给端和需求端率先复苏、产业链和供应链持续修复，加大了出口增长的趋势。后期随着欧美国家的疫情得到初步的控制，以及经济修复，人民币汇率单向升值不是一个长期的趋势，但是未来人民币汇率波动幅度有可能进一步加大。

从短期资金流入的角度看，对整个资本市场的影响、对通胀的影响、以及对人民币汇率的影响相对还是有限的。未来影响人民币升值和贬值的因素同样存在，但总体看，人民币汇率趋势稳定，当前汇率体系呈现出稳定向好的态势，从实体经济来看，我国经常项目收支处在平衡状态，人民币汇率仍处于合理的水平。

从金融部门来看，对外金融负债仍然保持基本稳定的态势，没有重新加杠杆，也没有去杠杆，因此对外金融资产仍然保持2万亿的规模和水平，短期来看资本流动对汇率的影响仍然比较中性。但未来随着全球疫情的变化，资本流动对汇率的影响仍存在不确定性，这种不确定性可能加大汇率波动，所以要防范未来汇率进一步波动的风险，在外汇风险管理上，尤其企业外汇风险管理上要进一步加强外汇风险管理。总体而言，随着全球资本的流动，人民币资产吸引力会进一步上升，全球资本流动对短期资本市场、通胀和汇率变化的影响相对是可控的。

单边主义逆全球化难改人民币资产对境外资本吸引力，“双循环”下应进一步加大金融对外开放

随着中美贸易形势的变化以及国内“双循环”格局的加快构建，人民币债券吸引力会进一步增强。目前来看，人民币债券已经成为全球第二大债券市场，托管存量超过 110 万亿元，是全球债券重要组成部分。无论外投资人还是境内发行人的角度来看，未来人民币债券吸引力都会进一步增强。从全球来看，中国债券规模占 GDP 规模的比例在 100% 左右，而美国这一比例在 200% 左右，日本在 250% 左右，因此尽管我国债券市场目前已经成为全球第二大债券市场，但未来仍然有很大的发展空间。尤其是在全球负利率趋势下，人民币债券配置的价值会进一步凸显，目前中美利差大致在 250 BP，这种利差的扩大未来也会进一步吸引全球资本的流入。

随着人民币国际化的持续推进，人民币债券市场在全球认可程度进一步提升。根据中国人民银行发布的《2020 年人民币国际化报告》，人民币已经成为全球支付货币里的第五位、外币储备货币第五位以及贸易融资货币第三位。从 2019 年开始到目前为止，全球主要的三大债券指数都已经把人民币债券纳入到投资范围。随着人民币债券纳入全球债券指数，未来在岸、离岸人民币市场的投资规模还会进一步增长。目前境外投资人持有人民币债券大体在 2.5 万亿人民币左右。离岸人民币这两年也有很大的发展，2019 年发行了 2500 亿，今年到目前为止发行了 2000 亿，我们估计今年会达到去年的水平。

人民币汇率的升值也会带动外资加快人民币债券的配置。目前全球投资者配置人民币债券的规模约 2.5 万亿，占人民币债券规模的比重在 2.5% 左右，考虑到后续人民币债券纳入到全球主要债券指数中，债券市场进一步开放，境外投资人对人民币债券持有量还会进一步提升，预计 2025 年左右境外投资人对人民币债券持有比例可能会达到 10% 左右。

在“双循环”的背景下，随着金融市场进一步开放，制度红利进一步显现，人民币债券对境外机构和个人的吸引力会进一步增强。一方面，境外投资便利程度提升将进一步提升对投资人的吸引力，从而从境外投资人角度来看，人民币债券持有量和持有比例都会进一步上升。另一方面，人民币债券市场的双向开放会吸引更多境外投资人进入中国债券市场，还会吸引更多境外发行人进入到中国债券市场。从境外发行人角度来看，目前在熊猫债发行方面已经有很多制度创新和制度完善，包括熊猫债注册制度的实施和

熊猫债发行人分类管理措施的实施,有助于提升境外发行人在境内发行债券的便利性和规范性。在人民币的国际化方面,境外投资人和境外发行人进入中国债券市场、人民币离岸市场的发展等多个方面的推进都会对人民币国际化产生积极影响。因此,我们确信随着“双循环”格局下金融开放力度的进一步加大,人民币资产的热度将继续提升,人民币债券吸引力会进一步增强。

刘晓春：应对美国制裁要继续坚持金融开放、面对逆全球化趋势无需过度解读

刘晓春 上海新金融研究院副院长

以下观点整理自刘晓春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第14期）上的发言

我从做实务的角度主要是银行实务角度谈一些我的看法。

一是关于制裁的问题，大家说得比较多，有几件事情还是要从实务的角度看美元或国际清算体系具体是怎么回事，这样才能看出到底会从哪个方面制裁。因为很难判断美国一定会做什么，且它也不一定按照现有的做法来做。二是通过一年多的中美贸易战，它做了很多制裁，这些制裁到底起到什么作用，对它自身有什么影响，我相信美国也会进行新的盘算。

第二个方面有几个概念，从我的理解解释一下，一是关于 SWIFT。SWIFT 不是美元清算系统，它是国际银行之间的信息传输系统，讲通俗一些就是银行间的电报系统。银行间包括资金往来、业务往来，许多的信息目前都是通过 SWIFT 系统在沟通，但 SWIFT 系统并不是唯一的银行之间的信息传输系统，我们到现在为止还有纸质的信息传输系统，也有银行和银行之间单独的一些信息传输系统，还包括银行自身内部的信息传输系统，所以，SWIFT 很重要、很关键，但它不是唯一的信息传输系统，也不是美元清算系统。二是做外贸的企业并不直接和 SWIFT 系统有关，它不参与 SWIFT 系统，银行在为企业办理国际结算中传输了企业的交易信息。

第二个概念讲到资金清算系统的问题，美国有 CHIPS 系统，中国国内有人民币大额支付系统、人民币小额支付系统，也包括银联支付系统，这些都是资金的清算系统。但资金清算系统需要有信息传递，像国内人民币的大额支付系统、小额支付系统是信息和资金统一在同一个系统里进行传递的。但另外一个系统，人民币跨境结算系统——CIPS 系统是分开的，CIPS 系统同样可以用 SWIFT 系统传输清算信息，所以，有些人建议要把人民币 CIPS（跨境结算系统）建设得更加强大，但它还是用 SWIFT 系统，并不能替代 SWIFT 系统，所以这是两个概念。当我们讲对策的时候必须要把这些概念讲清楚。

作为资金清算系统，特别是国际资金清算系统，牵扯到美元的 CHIPS 系统，这是一方面。另外是银行和银行间的代理行关系也是清算系统的一个方面。所以，我们要避开所谓的 SWIFT 系统和 CHIPS 系统，要考虑怎样通过这些来化解，而不是简单搞一个新系

统来代替 SWIFT 系统。简单谈代替 SWIFT 系统是一个很长的过程，不是一夜之间能成功的，要通过市场的认定才能慢慢做起来。今天因为时间的关系，我不能展开讲，但要从一个银行内部，银行和银行之间，一群银行之间，慢慢地来做一些新的能够替代 SWIFT 结算信息传输体系的系统，这需要慢慢的建立起来。关于制裁问题，这是一点。

我们更多的要考虑美国可能对个别银行、个别企业在美元清算上做出一些制裁，对于这种制裁，我们应该怎么用国家的力量进行反制，这是我们要考虑的。关于制裁我就这么简单介绍一下，不知道这么短的时间有没有讲明白，因为这确实是一个非常细、非常具体的业务。

刚才报告里讲到数字货币的问题，最近人民银行在深圳开始公开测试。数字货币和国际清算没有关系，它只是人民币的一种表现形态而已，也即在纸币、硬币之外又多了一种数字货币形态，人民币能否国际化是人民币国际化的问题，和数字货币本身没有关系。当然人民币国际化以后，数字人民币同样也就国际化了，这是我们要理清的一个思路，千万不要搞混，这两者没有关系，打破不了现在所谓美元清算体系。

第二个问题，我想谈关于金融开放的问题。曹远征老师和闫衍老师也讲了很多，我从实务的角度谈一些看法。

之所以有美元霸权，特别近二十年有一个很奇怪的现象，刚才曹老师也提到了，美国在国际贸易体系当中的量在下降，GDP 也在下降，但美元霸权地位反而是上升的。这种上升的过程和中国有很大关系，这二十年中国在国际贸易当中的占比越来越高，变成第一大贸易国，GDP 也不断地在增长，但中国在国际贸易中大部分或者说绝大部分都是用美元计价的，所以促使了美元在国际贸易中的地位反而上升了，并且我国的外汇储备主要是美元，更加提升了美元的霸权地位。美元的霸权不仅是他们自己造成的，也和中国贸易地位的提升有关。

我们讲金融开放要从另外一个角度考虑。大家都担心一旦开放，特别是资本项目开放，人民币完全可兑换，会对物价、对资本流进流出产生很大的影响。但在考虑这些问题时，隐含了一个基本的前提，也即所有的外资流入都是购买中国国内资产、国内商品，所以，会冲击国内市场。但其实要分开考虑这些问题，比如讲人民币资产的问题，不能单纯地说因为人民币可以升值，所以人民币资产就有吸引力，当然有这个原因，但关于人民币资产还是要分开来看，究竟是以人民币标价的中国资产还是以人民币标价的国际

资产。这样的话，讲开放可能会换一个思路，不再简单的纠缠在资本项目怎么开放的问题上。

作为金融市场，比如上海国际金融中心，实际上牵扯到的不仅仅是金融机构，我们不能把金融对外开放单纯看作是对境外金融机构的开放，金融市场上有融资人，有投资人，有中介机构，也就是金融机构，还有在金融市场上进行交易的人。所以，要对以上四个方面都开放，才叫金融开放。这当中除了前面课题组讲到的熊猫债，上海金融市场还要对融资人开放。在上海、北京，新加坡交易所和香港交易所经常有人动员中国企业到他们那边上市，这就是国际金融中心要做的事。外资进来不仅仅是投在上海，投在中国，而且还应该是投向世界的。如果从这个角度考虑，我们要对融资人和投资人开放，在此基础上才有真正的国际性的人民币资产，而不仅仅是人民币中国资产。如果这样，对所谓的外资进来冲击我们的资产价格和货品价格，可能会有另外一个考虑方式。

上海国际金融中心建设必须要建成人民币国际金融中心，而不是建成美元国际金融中心，我们不排除美元在这里的融资交易，但应该以人民币为主，这样就有更多的融资人来这里融人民币，这样人民币国际化问题可能比单纯在贸易中使用人民币意义还要大。所以，金融对外开放，建设上海国际金融中心，人民币国际化这三件事情要放在一起考虑，可能这对于对抗制裁或者是进一步强化双循环的国际竞争能力来说，是更关键点。

关于在单边主义盛行的情况下，如何更好的对外开放。我们应冷静看待逆全球化的问题，当然我们不能轻视这个问题，但也不要过度解读。首先，从一个国家、国际大公司的角度来讲，通过这次疫情突然发现一些物资的供应有问题，从战略角度，重新对一些产业链进行布局，这是正常的。一些国家希望医疗物资和战略物资能够更多的，或者说主要的，依赖于自己国家生产，这也是正常的国家行为，不用把它太多的解读成一定是针对中国的，包括美国的所谓的再工业化、要和中国脱钩，实际上再工业化的战略更多的还是因为美国国内自身的问题，而不仅仅是因为和中国的竞争问题。我们要看到这方面。所以，不要太过于解读这个问题，包括我们自己也是希望核心技术要掌握在自己手上，粮食要保证安全，这从国家战略角度都是很正常的事情。

二是要看到中国从改革开放到现在四十多年，建立了这样一个比较完整的工业体系，成为第一贸易大国，第二大经济体。反过来讲任何一个国家想要建立一套自给自足的或

者去全球化的体系，本身也是一个长期的过程，不可能一年两年就能够解决的。所以，我们在这上面也不用过度恐慌。

三是经济还是互动的，虽然它有这个策略，但经济互相之间是互动的，还是要提前面的观点，中国建立了这么一个完整的工业体系，并不是完全靠我们自身的资金、人才、技术、能力建立起来的，我们是通过开放才建立了这么一个完整的体系，所以，我想反过来讲，哪怕美国要再工业化，也不可能完全靠美国自身来达到这个水平。去全球化本身需要全球化才能达到目的，也就是说在这几十年的过程中，我们还有很多机会继续全球化。当然这个全球化的格局会不一样，所以我们要利用好这个机会。

四是乐观的看，如果真的各个国家或者那些国际大公司启动这项工作，实际上会对整个世界的投资低迷打一针强心剂，也就是说会增加投入，这对整个经济反而是有好处的。从这个角度来讲，我们应该从战略高度冷静乐观的看待这个问题，反而我们一些企业要帮助那些想要去全球化的企业和国家去建设，在这个过程中我们重新拥抱全球化，构筑新的全球化体系。在这个过程中，就是何青教授报告里讲到的，中国经济自身的强大才是最重要的，国内大循环、国际大循环的双循环要形成一个更有国际竞争力的产业体系，才能够在去全球化过程中实现全球化。

管涛：疫情冲击下要关注人民币汇率的双向变动和国内资本市场发展

管涛 中银国际证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第14期）上的发言

我在这里想讲一讲新冠疫情对新兴市场汇率和跨境资本流动的影响，分三个方面做汇报：首先谈对新兴市场的影响，第二谈对中国的影响，第三重点谈一下对近期人民币汇率走势的看法。

一、对新兴市场的影响

新冠疫情暴发初期引发了全球金融动荡，大规模资本外流，新兴市场在第一季度特别是跨境组合投资出现了剧烈流出。3月底以后，随着主要经济体财政货币政策和疫情防控政策到位，风险资产价格大幅反弹，市场流动性危机得到缓解，美元回落，这对于全球范围内资本流动的恐慌都有一定的改善作用。

但非常有意思的一点，通常大家都认为，美联储放水后，美元贬值，大量流动性会流向新兴市场，让新兴市场货币升值。从美元对新兴市场货币名义有效汇率指数来看，9月底该指数确实较3月23号高点回落了6%，但和去年年底相比，前三个季度该指数仍然上涨了5.9%。到现在为止，今年以来新兴市场货币总体对美元走弱，反映了疫情发生以后新兴市场遭遇的资本流出压力和货币贬值压力没有得到根本缓解。

这主要有一些原因：一是疫情暴发前，有些新兴市场就存在较强的脆弱性，像2018年、2019年，阿根廷、巴西、土耳其、南非、印度这些新兴市场国家都出现了金融动荡、资本外流、汇率贬值的情况。疫情暴发后，这些经济体更加脆弱，在疫情应对过程中政策空间更小。

二是这次新冠肺炎疫情刚开始是局部地区暴发，但从2月底以后开始在全球蔓延演变成全球大流行。最近一段时间，有些地区已经出现了二次传播的风险，这种情况下就存在很多不确定性。总体来说，不确定性就是风险，绝大部分新兴市场的资产都属于风险资产，最怕这种不确定性。

在不确定性较高的情况下，有些新兴市场的脆弱性进一步显现。10月13日，国际货币基金组织发布了最新的《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》，提高了今年全年的世界经济增长预测值，但仍然强调许多发展中国家的情况比预期更糟，特别指出印

度受新冠病毒的影响很大。国际货币基金组织也警告，经济金融的脆弱性在一些新兴市场发展中国家有所上升，有可能使这些国家融资面临挑战，以至陷入债务困境，引发金融不稳定，这时候需要官方提供支持，包括金融支持和财政支持。但很可惜，在这种不确定的情况下，这些国家想进行官方支持的力度也是有限的。

三是这次和 2008 年危机有一个很大的不同，即国际投资者逐渐把新兴市场做了区分，区分成好的和坏的新兴市场。我们讲全球流动性泛滥，流向新兴市场的时候不是一概而论的，一些韧性较强的新兴市场是国际资本热土和重要目的地，但一些脆弱型的新兴市场，大家仍然是避之不及的。

总体来看，到现在为止疫情造成新兴市场货币总体偏弱，资本面临流出压力，未来疫情发展和经济重启的不确定性，加剧了经济金融中已经存在的不确定性，新兴市场未来可能在这种全球流动性盛宴中的表现和 2008 年那次有很大的不同。

二、关于中国

从汇率来看，人民币兑美元汇率先抑后扬，前三个季度对美元累计升 2.4%；人民币多边汇率呈现“W 型”走势，先涨后跌再涨，一波三折，前三个季度 CFETS 口径的人民币汇率指数累计上涨 3.3%。从这个角度看，人民币不论是和美元相比，还是和其他主要经济体货币相比，总体偏强。主要是因为中国疫情防控出色，经济和出口率先复苏，中国坚持正常的财政货币政策，流动性保持合理充裕，中外利差相对比较大，增强了人民币资产的吸引力。

从跨境资本流动角度来看，分为外来投资和对外投资两部分。

在外来投资方面，外资在疫情暴发后随着中国基本面优势显现，外资在逐渐增加人民币资产的配置，特别是债券资产的配置，股票资产不是太明显。我们看到，一季度由于疫情率先在中国暴发，陆股通项下出现了净流出，二季度是净流入，三季度又恢复了净流出。但是，债券投资项下吸引外资还是比较明显的，过去三个季度外资在持续增加境内人民币债券资产配置。外国投资者主要配置的是人民币国债、政策性金融债、银行同业存单，相对于人民币股票来讲安全资产属性更加突出。再加上现在中外利差相对较大，人民币资产吸引力比较明显。在这种情况下，今年前两个季度，全球持有的人民币外汇储备资产，无论是绝对额还是相对额都在上升，创下 2016 年以来的新高。人民币债券资产和避险资产的角色初步显现。

在对外投资方面，中国也在增加海外资产的配置。比如，在股票通项下，前三个季度陆股通项下净流入资金 937 亿人民币，同比减少 50%，港股通项下净流出资金 4244 亿，同比增长了 2 倍。陆股通和港股通轧差以后，跨境股票投资净流出资金 473 亿美元，去年同期净流入 66 亿美元。如果市场总是选择性地关注其想关注的信息，而忽视不想关注的信息，有时候会造成对跨境资本流动的错觉甚至是误判。我们总是讲北上资金的故事，实际上忽略了金融项下是双向开放。从债券投资来看，确确实实境外是在净增持境内人民币债券资产，但是同时我们也增加了海外资产的运用。比如，今年前八个月境外增持境内人民币债券资产约合 484 亿美元，增加了 50%多，同期境内银行增加境外贷款和有色证券投资合计 760 美元，同比增长 1.1 倍，基本上是有进有出的格局。

总体来看，今年前三个季度，国际收支口径经常项目顺差，资本项目（含净误差与遗漏）逆差。但资本外流与外资增加人民币资产配置并不矛盾。因为外资在增加人民币资产配置的同时，国内机构包括银行、企业和居民个人也在增加海外资产的配置。资本是流入还是流出不取决于人民币升值或贬值，而是取决于经常项目是顺差还是逆差。因为在央行基本退出外汇市场常态干预的情况下，经常项目差额和资本项目差额是镜像关系：一个是顺差，另一个必然是逆差；一个是逆差，另一个就必然是顺差。如果是双顺差或双逆差，这个市场就无法自我出清。所以，经常项目收支状况决定了资本是流入还是流出。一季度，国际收支口径经常项目逆差 337 亿美元，资本项目（含净误差与遗漏）顺差 87 亿美元；二季度，经常项目变成了顺差 1102 亿美元，资本项目（含净误差与遗漏）变成了净流出 910 亿美元。预计第三季度由于货物和服务贸易顺差进一步增加，经常项目继续顺差，尽管人民币在三季度走得比较强，但资本项下仍然是净流出。

三、关于近期人民币汇率的看法

大家知道最近一段时间，特别是六月初以来人民币总体呈现震荡升值走势。有人说，人民币汇率进入了升值的新周期。我个人认为要慎重看待这一说法。

现在的汇率走势属于趋于合理水平后的正常宽幅震荡。任何时点影响汇率升值和贬值的因素同时存在，有时候升值因素占上风，有时候贬值因素占上风。如果有先入为主的认定，总可以找出一堆支持升值或贬值的依据。支撑近期人民币升值的因素，比如经济复苏、疫情防控、中外利差等，在 4 月份已经显现了，但 5 月份人民币汇率仍然创下 12 年以来的新低。由这些基本面因素并不能推出人民币升值。在给定均衡汇率没有出

现明显变化的情况下，支持人民币汇率升贬值的因素是此消彼长的关系。

那么，现在均衡汇率是不是出现了升值？一是从实体经济部门来看，我国经常项目收支趋于基本平衡，意味着人民币汇率趋于合理均衡。国际货币基金组织最新评估的结果认为人民币汇率符合中长期经济基本面，人民币既没有高估也没有低估。二是从金融部门来看，目前为止民间对外净负债水平保持基本稳定，企业既没有去杠杆也没有加杠杆，低(升值)买高(贬值)卖的汇率稳定器作用正常发挥。资本流动对汇率的影响是偏中性的，并没有方向性。目前我们看不到人民币汇率均衡水平有大幅度的变化。三是从中央一系列的部署来看，也不认为人民币汇率有明显的方向性变化。一方面受益于国内疫情先进先出，中国经济稳中有进，长期向好。另一方面中央一再强调，经济发展面临的挑战前所未有，特别是外部环境要面临更多的逆风逆水，强调要做好较长时间应对外部环境变化的思想和工作准备，强调现在遇到的很多问题都是中长期的问题，提出要从持久战的角度加快形成以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局。这些判断和部署，通俗地说，就是当市场非常悲观的时候，由于中国经济韧性强、潜力大，实际情况并不像大家想象得那么差；当市场过分乐观的时候，由于还有很多不确定性和不稳定性，未来要争取好的结果还要付出更加艰辛的努力，这对人民币汇率会带来一些阶段性的压力。

在这样一个情况下，总体而言，当人民币汇率趋于均衡合理以后，容易出现大开大合、双向宽幅震荡走势。当前这波人民币反弹累计了一定的升幅，市场需要关注一些短期不利的因素可能触发市场情绪波动和汇率调整。

对于企业来讲，与其谈这个新周期，还不如适应汇率双向波动的新常态。这次人民币升值是一次生动的汇率风险教育，如果我们不去管理汇率波动的风险，出口企业辛辛苦苦赚得的利润全部亏掉了，所以要加强汇率风险的中性意识。

中央也提出，双循环是开放的双循环，需要高水平对外开放，应该是制度型开放。制度型开放的重要内容是汇率市场化。国际共识是，没有一种汇率制度适合所有国家和一个国家的所有时期。但中国是大型开放经济体，不能简单套用小型开放经济体的经验，选择汇率市场化、提高汇率弹性是大势所趋。选择汇率市场化也是对市场做出庄严承诺，我们尽量用价格、市场化方式出清市场，避免使用行政管制手段干预跨境资本流动，这样才能稳定投资者信心，吸引中长期资本流动。当然，汇率市场化需要成熟的市场参与

者，避免出现追涨杀跌顺周期的羊群效应。

另外，从大循环和双循环的角度谈加快国内资本市场发展的重要性，我有三个观点。

一是新兴市场原罪之一就是新兴市场本土金融市场不发达，特别是一些中长期融资要通过海外融资来解决。一方面导致了对海外融资过度依赖，另一方面产生了货币错配和期限错配风险。这是新兴市场在开放过程中经常发生货币危机和债务危机的一个重要原因。

二是从大循环的角度来看，加快国内资本市场发展有助于提高要素资源的配置效率，避免受制于人。我们资本市场基础制度建设不断完善，多层次资本市场发展不断推进，制度和国际进一步接轨，同时市场体量也不断扩大。最近一段时间，我们采取了很多措施欢迎中概股、独角兽公司回归到内地市场二次上市或者 IPO。只有我们把自己的资本市场发展起来，在融资方面才可以避免金融脱钩带来的风险。

三是双循环是开放的双循环，我们并不排斥、拒绝国内的公司继续去海外上市，包括符合条件的公司继续去美国上市，以及在香港或者其他海外市场二次上市或者是 IPO。

徐奇渊：双循环背景下货币政策需重新寻锚

徐奇渊 中国社科院世界经济与政治研究所经济发展研究室主任

以下观点整理自徐奇渊在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第14期）上的发言

刚才听了何青教授的介绍，有两点我印象比较深刻，一个是金融开放的论述，另一个是货币重新寻锚。

在金融开放的背景下，中美之间在贸易领域是脱钩的，直接投资领域的审查也在加强，压力也比较大，科技方面更是如此。只有在为数不多的像金融领域对中国的投资越来越多，甚至金融时报都讲华尔街要搬入中国了，只有在金融领域强化这种联系，我们乐见其成。所以，金融开放的背景和过去的时代有所不同。

二是何教授讲到一个观点，货币重新寻锚，我再提供一个证据支持一下。我们发现一些新兴市场国家特别是东亚国家的货币，确实像何教授展示的，和人民币同步的成分在增加。我们在疫情以来观察贸易数据的过程中发现，如果用贸易数据来观察分工网络的关系，疫情之后东亚国家的内部分工网络被强化了，这一点也是支持在上层建筑，即在货币金融领域的这种关系，包括汇率联系在加强。

下面我回答一下前面杨瑞龙老师抛出的两个问题。

一是疫情冲击下，我们看到国际资本市场的流动，包括国际资产的重新定价。刚才何教授也讲到很多这方面的内容，我发言讲到的问题和前面管涛首席讲的观点是比较接近的，重新再看疫情，在年初的时候，疫情刚刚暴发，大家认为这是一个经济危机，而不是金融危机，这种判断比较正确，至少到目前为止是这样。在疫情之后，市场受到极大的冲击，资本市场下跌的程度非常大。但金融危机很快就过去了，资产价格甚至反弹很多，当时一个重要的理由是基础资产没有问题，主要是信心和疫情的冲击，包括美国的杠杆率，家庭部门和企业部门的杠杆率都比2008年有所改善。但是到现在来看，次贷危机的酝酿已经开始了，应该是2007年初的时候，已经有贝尔斯登和新世纪基金公司倒掉，从2007年初到2008年9月酝酿了一年半的时间，这个时候衍生品慢慢地扩散，扩大了衍生品市场。目前看来，疫情还在持续，日新增病例还处于增加的趋势中，暂时还没有看到往下走，疫苗研发中也出现了很多问题，而且成本高昂。假设疫情要持续一段时间，比如要陪伴我们两年或者更长时间，在中期一到两年的时间里，如果疫情

持续下去，可能会较之前出现较大程度的反弹，甚至超出前一个高峰。在这个疫情不断持续的情况下，再持续一到两年的时候，我们会发现基础资产也会受到一定程度的腐蚀，就像前面曹老师讲到的，如果财政货币政策空间用尽或者它的一些负面效应体现出来的时候，包括一些旧债务到期，疫情对金融市场的基础资产的影响，还有它通过杠杆和通过衍生品影响的冲击，就可能在某一个点爆发或逐步显现出来，这是值得高度担忧的一个中期风险，是紧密和疫情联系在一起的。

按照疫情防控和经济发展水平、货币政策的能力、财政政策空间的角度来看，可能要区分一下。最脆弱的经济体是从非洲到南亚，再到拉美，这些国家比较依赖旅游业，比较依赖人和人接触的服务业或者是传统的一些工作方式，这些地区会首先受到影响，产生外围的一轮冲击；对中国的影响就是债务重组，中国在“一带一路”国家的债券怎样处置和重组，这也涉及到人民币国际化的时间窗口的问题。

下一步欧洲可能会受到影响，虽然欧洲经济发展水平很高，医疗条件很好，但它的货币政策和财政政策的配合程度不如美国。最近美国的经济重启以后，虽然疫情也在反弹，但美国经济恢复的还是比较比预期要好一些，而欧洲这边，央行还有官员都在讲，美联储的独立性在下降，这好像是说虽然我经济不如你，但我在道义上鄙视你，你的独立性下降了。欧洲央行这样表态，为将来对于救助政策的配合埋下了一个矛盾伏笔，当然最后可能会妥协，但在这个过程中会对国际金融市场产生一定的冲击。

再到美国，美国最后政策空间相对是比较大的，但我最近接触一位欧洲经济学家，他就比较认同中国应对疫情的做法，即通过人员流动防控疫情的措施来治理疫情，而欧洲和美国就是靠发货币，靠补贴和发钱应对疫情，这种效果是有问题的，政策没有针对性。

最后像中国、日本、韩国这些疫情防控比较好，经济社会相对稳定的，金融市场或资金流动是对这些国家更加偏好和有利的。这是基于对中期一到两年疫情仍将继续维持在一个比较高的水平的情况下，对国际资本流动和资产价格的大致展望。

刚才提到一个问题，亚非拉、南亚、拉美等地区的疫情以及对应的债务问题，这就涉及到第二个问题了，即在这个过程中人民币国际化的推进和中国的金融开放。

关于人民币国际化的推进，我讲两个小故事。一是在 31 年前对拉美国家大面积债务重组，美国财长提出的布雷迪计划，去年我到非洲时印象特别深，非洲这个国家欠了

各个国家企业和金融机构很多钱，于是提出发国债，用国债来置换这些存量不标准的债务，债权方不愿意，因为这些信用评级很低的非洲国家发出来的国债是没有流动性的，而布雷迪计划就是要解决流动性的问题。通过债务国家，比如阿根廷、墨西哥，用一部分的钱，比如债务是 10 元，用 2 元买美国的国债，用美国国债来给这些新置换的债务增信，提高信用评价。中国可以学习布雷迪计划，2019 年在华盛顿召开了布雷迪计划三十周年的会议，不知道为何没有邀请中国的专家。我们应该学习布雷迪计划，它对于中国处理其他国家的债务处置和风险的问题有所帮助。同时让人民币债券在这个过程中发挥作用，可以推动人民币国际化，这也是非常重要的切入点。但这对国内的基础设施和金融基础设施也有一些要求，于是就回到金融改革自己的问题，这是人民币国际化的第一个视角，和疫情相关的后疫情时代从债务重组角度怎么推进人民币国际化。

第二个角度是从金融制裁的角度来看，也是今天的主题。三年前我去一个国家，这个国家和中国的关系非常友好，至少表面非常友好，但受到美国制裁，这个国家主要银行不能用美元，我就想能不能用人民币呢？我们把人民币给你们拿来融资，他们也不愿意，因为没有对冲工具。他愿意持有美元的借款和融资，我们知道美元的流动性很强，在外汇市场上随时可以做风险对冲，所以，反过来我们问中国的金融机构，能否把那个国家的货币来定价提供融资，中国也不愿意，因为汇率风险同样是一个很严重的问题。

所以，两个国家关系非常好，同时都受到美国的一些负面影响，但两个国家都还是只愿意使用美元来进行融资。反思这个问题便会发现，我们外汇市场的流动性太浅了，这是因为包括衍生品交易分时需求的限制，或者是交易主体本身的限制，过去很长一段时间，我们的汇率缺乏弹性，现在要推动汇率市场化，比较弹性的发展趋势，这都是必要的。否则在过去干预比较多的情况下，要么只有单边贬值预期，要么只有单边升值预期，在衍生品市场上找不到想法不同的人，大家的想法都一样时，交易成本就会很高，或者找不到交易对手。

从国内利率市场来看，无风险收益率基础设施非常不完善，流动性价格发现的功能有问题，包括利率风险的对冲机制，国债利率期货还是需要进一步完善，包括信用评级体系，我们的评级都很高，但是缺少风险的合适定价。所以，国内金融市场改革有很多的事情要做，就像小川行长讲的，我们还需要补课。所以在后疫情时代的债务重组和金融制裁两个背景下，要推动人民币国际化，就需要两手抓，金融改革和金融开放齐头并

进，这是关于人民币国际化。

数字货币这方面，我非常同意刘晓春行长的观点，我们对于数字货币对人民币国际化的含义，不要抱有太高期望，因为人民币国际化过程中面临的问题，数字人民币同样都要面对，比如汇率风险的问题，包括资本金融账户管理的问题，包括清算系统和报文系统的问题，这些问题数字人民币都要面对。我也非常同意前面何教授讲的在这个过程中，最后的基础还是要实体经济强。人民币国际化，在贸易和基础资产中用什么货币计价比结算更加重要，用什么货币来计价这笔贸易，在谈判桌上由企业一个个去谈，由企业说了算，如果企业定价权很弱，它的产品技术含量比较低、附加值比较低、垄断程度比较低的话，企业很难有定价权，就很难在谈判桌上选择计价货币。

所以从计价货币的选择权和定价权的角度来说，实体经济还有很多东西要做，这一点大家是有共识的。企业要有竞争力，现在世界 500 强中我们已经有 100 多家了，但這些企业是不是真正有全球竞争力，是不是和华为这种企业一样有国际竞争力，这样的企业如果有几十家或者一百家，对人民币国际地位是一个非常强的支撑。这是人民币国际化的问题。

第三个问题是国际资本流动的局势对中国经济的影响，尤其是国际资本在一定程度上流入，对中国通胀率包括资产价格的影响。在通胀方面，我们首先需求方面偏弱，尤其消费在三驾马车中是最弱的。出口相对强一些，但这只是相对于别的国家比较强，从今年到现在为止刚刚转正，而且和去年中美贸易战的冲突也有一些关系。所以，绝对水平来看出口还是比较弱的，只是相对于其他国家更糟糕的情况要好一点。

投资方面，制造业投资也是三大投资中最弱的，这也体现出内部需求还没有自我稳定的机制，依旧主要靠基建，包括房地产等这样一些部门在支撑。总体可以看到，需求端偏弱，所以，通胀是没有什么很强的支撑在需求面上的。

从资金角度看，如果资本流入要对通胀产品产生影响，首先要有一个前提，就是央行在外汇市场上进行干预，投放基础货币，积累外汇资产，这会影响到货币数量，再对通胀和资产价格产生影响。

最近这几年，尤其是过去一年，人民币汇率没有看到干预的证据，还是比较有弹性的，甚至在美国指责中国操纵汇率的时候，IMF 都站出来说中国没有操纵汇率。二是也有一些政策调控，但它更多不是数量型，不是用外汇储备或货币投放来进行干预，而是

用外汇风险准备金率等非数量型工具进行干预。三是外汇市场上还有宏观审慎的政策进行调控，考虑到这些因素，在需求面，实体经济的总需求是偏弱的，资金链不会因为汇率牵一发而动全身进行调整，对基础货币汇率产生影响。

另外一个事实是，人民币汇率兑美元虽然在国庆节前后升值的步伐突然加快，但时间拉到疫情以来或者过去一两年的时间，人民币汇率大体和美元指数同步，在同步情况下和中美关系的好坏和紧张程度，有一些偏离的关系可以加进来。但总体看 2020 年 1 月 23 号，武汉封城到现在作为一个基准来看，人民币升值的幅度小于美元指数贬值幅度，总体人民币汇率的升值压力，短期来看在国庆节前后只是补过来的过程，之前升得少了，现在补上去。尤其是一些新数据陆续发布以后，大家发现中国经济还是比较强。总体上，在国际资本流入方面，对中国经济和通胀率产生的影响，还有对汇率产生的影响都是相对可控的，还没有看到异常信号，这方面的干预压力也是比较有限的。

关于双循环背景下货币政策的重新寻锚，不仅是其他国家在寻锚，中国自己的货币政策框架也在寻锚。

在过去国际大循环的背景下大进大出，包括贸易顺差和外资投资的顺差，造成我国的外汇储备非常高，持续上升。以前的货币政策是以汇率为纲，纲举目张，决定了其他的所有政策。

还有一种说法，汇率是真实交易的指标，而通胀率和 GDP 增速不太全面或者不太准确，所以，盯住汇率这个做法，在双循环背景下有其合理性。

双循环在过去多年以来，国际大循环的格局有变化，8 月 24 号习近平总书记会见经济社会领域专家时讲到，2018 年以来一些指标，具体讲一些顺差贸易的指标，讲到国际大循环转向国内循环为主是一个客观现象，也就是说不只现在，之前就已经开始了。2015 年以来货币政策从国际大循环大进大出转向国内循环为主，管司长正好是 2015 年离开的，管司长在的时候，那段时间一直是国际大循环为主，管司长离开时外管局就是国内循环为主了，2015 年以来基础货币的投放机制发生了深刻转型，原来靠外汇占款，靠贸易顺差和 FDI 顺差来投放基础货币，2015 年以后发生了资本反向流动，到现在是基本平衡的格局。

在这一背景下，2015 年以来，MLF、SLF、PSL 一些临时性的政策工具就陆续出来了。但只是感觉到循环方式变了，基础货币的投放方式原来是靠顺差来投放，现在是靠国内

市场的 SLF、MLF 和 PSL 来投放，但它不是一个长期稳定的政策框架。所以，接下来货币政策在双循环背景下需要进行两方面的寻锚，一是汇率寻锚，二是基础利率寻锚。

过去汇率是盯住美元，大致维持对美元的波动，升值和贬值的幅度，相对渐进的方式。现在我们调整到了 CFETS 一揽子汇率，加上美元双边的汇率，再加上逆周期调节因子三个成分，但也没有看到世界上哪个国家成熟的汇率体制是这样的，所以它仍然是过渡性的改革渐进过程中的暂时性安排，我们需要找到一个汇率的锚。现在已经强大到不用盯住美元了，但还要找一个锚。

第二个锚是基础利率，在银行间市场和债券市场的利率都需要找到一个锚，但前面发言时也提到了，金融基础设施的问题还是比较多的，时间比较有限，我就讲到这里，这两个寻锚过程中，整个货币政策框架在汇率和利率的寻锚过程中，也是宏观调控更加成熟，资本价格和资本市场更加成熟的过程。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

