

当前宜加快推进人民币国际化

□摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

在全球化时代，美国引领全球经济增长很大程度上可以说是通过其主导的生产、消费和资源三个环节的分工，以及美元的全球储备货币地位来实现的。我们可以简单把美国以外的全球主要经济体分为：工业国和资源国（生产和资源国的定位是相对于经济结构中的主要驱动因素而言）。从美国和工业国（以中国为代表的中低端工业品，以日韩和德国为代表的中高端工业品）以及资源国（中东/俄罗斯的石油，巴西/澳大利亚的铁矿石等）三者之间的关系，我们就能清楚地看到美国经济和美元对驱动全球经济的重要地位。

简单来说，首先，美国通过发行美元购买亚洲和欧洲主要工业国的工业品，以及中东地区石油为主的资源品。其次，工业国之间以美元为主要媒介进行贸易互通有无，并向资源国购买石油/天然气/铁矿石等；同时资源国因为本国工业基础薄弱，需要向工业国购买工业品。最后，工业国和资源国剩余的美元成为外汇储备，主要以购买美债或者投资其它美国金融资产的形式汇回美国（少量部分投资于美国以外市场），其中最为明显的例子是中国和日本持有的巨额美债以及美国资本市场上的中东石油美元。经过上述以美元为载体的金融和贸易活动，由此完成美元在全球范围内流动的闭环。从中可以看出美国的市场需求和国际化的美元是驱动全球经济增长的重要源动力和载体。

很明显，在美国主导全球分工和经济一体化进程中，中国主要扮演工业生产国的角色。如果把全球经济比作一辆装满货物的平板车，再到2010年作为分水岭的话：在2010年之前，作为全球最大的发达经济体和发展中经济体，美国是在前面扮演“拉车”的角色，中国是扮演“推车”的角色，二者共同驱动全球经济增长。但需要指出的是，虽然“推”与“拉”都是世界经济前行的动力，但两者也有显著不同之处：前面拉的美国在拉动全球经济的同时还主导并决定

◆中国在全球经济中的角色变化，需要通过经济转型和人民币国际化“两条腿”走路：中国经济再平衡战略中重要的一环就是更多转向内需来驱动经济增长，而内需部分则更多是提升居民消费的比重。近年来中国企业跨境投资规模飞速，政府鼓励使用人民币向境外进行贷款和投资，也可以推进人民币国际化。

全球经济发展的方向，而在后面推车的中国更多的是助推全球经济增长。

从某种程度上而言，2010年之前，中美两个全球最大的经济体，你“拉”我“推”引领着全球经济在“全球经济一体化”的大道上前行。在此过程中，全球主要经济体都对全球化带来的好处没有疑问：包括中国在内的部分发展中国家在全球经济一体化下通过出口初中级工业品，创造了大量的就业机会并迅速完成了工业化进程。虽然期间的产业分工和转移导致了发达经济体的中低端就业受到一定程度的冲击，但由于发达经济体的跨国企业居于价值链的高端，也就是通常所说的“微笑曲线”的两端（研发和服务），因此利远大于弊。而发展中国家经济起步导致对服务业需求的提升又推动了发达经济体对发展中国家的服务性贸易出口。

但在2008年美国爆发“次贷危机”之后，特别是从2010年开始，情况发生改变。美国奥巴马政府在2010年开始提出“美国再工业”计划，希望通过振兴美国的制造业来减少对进口依赖；同时贸易保护主义情绪抬头，针对中国的所谓倾销诉讼明显增多。而特朗普政府在贸易保护主义方面的色彩较奥巴马政府更浓。虽然其结果会增加美国本土的就业和大幅降低贸易赤字。但反过来对美国以外的工业国而言，这就意味着来自于美国需求和美元收入的减少；而这些工业国也会间接减少对大宗商品的进口需求，进而会对资源国的经济和收入造成负面影响。

响；而资源国收入的下降反过来会导致其对工业国商品购买力的下降。这一切会最终导致全球贸易层面的经济活动的萎缩。

除了贸易层面，特朗普吸引美国企业回归的政策意味着未来美国对外直接投资会明显下降，这会导致原来那些接受美国直接投资较多的新兴市场工业国经济受到较大冲击。总体而言，特朗普政府的一系列政策有把全球经济拖离“全球经济一体化”这条道路的风险。虽然这对美国经济本身而言，短时间内很难就利弊作出一个明确且有说服力的结论，但对全球经济而言却是负面影响。

根据世界银行测算，中国经济对世界经济的贡献率从2001年开始稳定在两位数，并在2007年首次超越美国成为对全球经济增长贡献率最大的国家。那一年中国对世界经济的贡献率为18.83%，超越美国12.4%和欧元区17.25%的贡献率。之后虽然在2009年受到美国次贷危机的影响出现大幅下滑，但从2010年开始重新成为全球经济增长的最大引擎，贡献率从2010年的18.01%上升至去年的33.2%。根据国家统计局数据，“十二五”期间，按照2010年美元不变价计算，中国经济增长对世界经济增长的年均贡献率达到30.5%，居全球第一。在这一系列的数据基础上把中国定义为过去6年内全球经济增长的最大引擎毫不为过。中国作为世界上最大的工业品制造国，最大的资源进口国，以及最大的单一消费市场的三位一体国家，这是除美国

以外任何一个国家所不具备的优势。这使得中国有足够的实力在全球经济中从一个被动的“推车”角色转向主动的“拉车”角色。这一“推”一“拉”的变化，决定了中国在全球经济中也开始有自己的话语权。

中国在全球经济中的角色变化，需要通过经济转型和人民币国际化“两条腿”走路：中国经济再平衡战略中重要的一环就是更多转向内需来驱动经济增长，而内需部分则更多是提升居民消费的比重。这意味着中国未来有条件增加进口，缩减目前的贸易顺差，甚至转为贸易逆差。以中国人口的规模而言，这不仅会有效增加全球有效需求，更为重要的是可以为全球提供人民币流动性。其实从目前来看，中国对美国、欧洲、日本以外的大部分新兴市场国家都存在贸易逆差，未来如果增加贸易中的人民币结算，则可以实现人民币输出来推动人民币国际化。

此外，近年来中国企业跨境投资规模飞速，政府鼓励使用人民币向境外进行贷款和投资，也可以推进人民币国际化。例如在目前的“一带一路”战略框架下，政府鼓励企业在沿线国家以跨国并购、设立境外产业园区等形式，在转移产能、扩大市场、获取高新技术等领域开展人民币对外直接投资，逐步改变当前对外投资以外币为主的局面。

站在全球经济和长远的角度上来看，考虑到中美两个经济大国的重要地位，政策目标分歧只会造成无谓的消耗，拖累全球经济增长。从物理学角度来看，“拉”和“推”的用力方向如果都在一条直线上，作用力没有损失。因此在美国主导全球经济发展方向的时期，只要方向正确，中美之间的“推”和“拉”的角色关系对全球经济而言形成的合力就是“1+1=2”的效果。但随着中国角色从“推”变为“拉”，如果中美目标不一致，则两者的用力方向不在一条直线上，则作用力会在一定程度上抵消。因此，中美两国有必要在全球化战略上更多协调和对话。

推动全球化发展
提升产业结构竞争力

□中国国际经济交流中心研究员 张茉楠

近年来出现的各种形式的贸易保护主义、分离主义在内的“逆全球化”，甚至是“去全球化”的现象，不仅影响了经济全球化的深入发展与合作，也导致全球贸易增长遇阻。根据全球贸易增长报告，1990—2007年全球国际贸易增长6.9%，2008—2015年平均增长约3.1%，过去一年，全球贸易增长降为1.2%，不到金融危机前10年平均贸易年增长率6.7%水平的一半，2017年WTO也将贸易增长由2.8%下调至1.7%。贸易对GDP的创造效应大大下降。而如此低迷的全球贸易增速在过去50年里仅遇到五次，分别是1975年、1982年、1983年、2001年和2009年，然而这一次却是连续四年低于3%的水平。

这一现象背后凸显的是“全球化”进入深度调整期。特别是全球需求的萎缩和增长低迷导致全球存量市场资源进一步收缩，在经过长期由全球化和全球贸易推动的经济增长之后，各国政府在经济困难时期越来越多地寻求保护本土产业，全球贸易投资保护主义趋势增强。根据Global Trade Alert统计数据显示，2010年以来，发达国家实施贸易保护措施（包括反倾销条例、原产地规则、进口配额制、出口配额制、进口许可证制、进口押金制、外汇管制、最低限价制和更严格的技术、卫生、检验标准等多种形式）数量激增，特别是美国，2015年实施贸易保护措施624项，为2009年的9倍。特别需要指出的是，采取贸易保护主义最多的前十位国家均为G20成员国。2015年由G20国家发起的贸易保护措施数量为599项，占到总量的81%。其中，2015年美国采取了90项贸易歧视措施，位居各国之首。

与此同时，在国际贸易规则层面，目前的国际贸易规则仍以最终产品为对象，对以中间品贸易为特征的价值链贸易形成了较大的不兼容性。据联合国贸易与发展会议（UNCTAD）统计，全球已形成400多个RTA（区域自贸协定），这种类似“意大利面碗”的RTA不仅增加了商品贸易跨国流通的复杂性，其逆全球化的“竞争性区域集团”的形成，也导致大量的贸易转移，割裂了全球价值链的分工与合作。

近30年来，经济全球化的基本趋势表现为全球价值链的展开和深化，全球价值链的形成与发展恰恰是全球化深度整合的重要标志和必然结果。二次世界大战以后，全球范围内制造业出现了三次跨国大转移，制造业跨国投资、技术合作、合同制造等大大推动了生产全球化，特别是随着跨国公司全球一体化和内部生产网络的形成，成为经济全球化在生产、制造、流通领域的突出表现，全球价值链基础也由此形成。

笔者认为，在全球价值链贸易模式下，全球经济体系与其以“发达国家和发展中国家”区分，不如以全球生产者和消费者来划分。在价值链贸易模式下，产品流动尤其是中间产品的跨境流动实质上是参与全球生产的一个过程和流转环节，这意味着与传统意义上的所谓“外需”已经截然不同，在这种新价值链模式下，产品生产已经具有了“世界制造”的意义，“世界制造”正在取代“美国制造”、“德国制造”、“中国制造”成为新的大趋势。

中国“入世”以后，全球价值链处于大规模展开和深化的过程，中国已越来越深度地融入全球价值链之中。自2009年起，中国已连续多年成为全球最大的货物出口国，出口总额已经占世界贸易总额的11%左右。2011年，中国贸易增加值迅速增长到15744.2亿美元，超越德国和美国，成为全球主要经济体贸易增加值最大的经济体。并呈现出新的结构性特征：

一是2005年亚洲（特别是东亚）地区贸易“核心”已由日本转变为中国经济，且中国的核心地位更为明晰、稳固；日本、韩国、印度、新加坡等亚洲主要贸易国，都转而以中国为最大贸易伙伴。中国成为全球最大的中间品进口大国，垂直专业化分工使全球中间品贸易在国际贸易中的比重大大上升。

二是从目前中间品贸易发展来看，东亚各国对中国贸易的依存度均高于欧美国家。UN Comtrade统计数据显示，中国从东亚地区进口中间品的贸易量占中间品总进口比重较高。中国出口贸易总额中亚洲国家（地区）所提供的中间品价值比重大幅提升，亚洲价值链的态势更加明显，2013年区内贸易比重高达67%。

三是自2010年起，以中国为中心，东日本、韩国、西欧盟、南澳利亚，并通过“中国—美国”、“中国—墨西哥”关税将西半球的北美连接起来的制造业全球价值链布局基本形成，中国成为全球价值链的最重要节点与全球中间品贸易的核心与枢纽。

中国需要推动新一轮全球化、以全球价值链重塑为契机全面提升国家的产业结构竞争力，也需要更好地贡献治理理念和治理规则这样的“公共产品”来创造新的全球化净收益；探索更好地设计考虑全球价值链的国际经贸投资规则。特别是应该以FTAAP为平台推动全球价值链经贸规则与治理框架。TPP被搁置，中国积极推动亚太自贸区（FTAAP）作为推进亚太区域贸易整合的重要途径也受到越来越大范围的认同。

以绿色金融创新对冲美联储加息影响

□中山证券首席经济学家 李国旺

在美联储上周宣布加息仅仅数小时，我国央行紧急跟随上调政策利率曲线，香港金管局在美联储加息后也将基准利率从1%上调至1.25%，央行加息幅度小于美联储和香港金管局。如果按媒体报道，美联储2017—2018年将使加息常态化，人民币是否会继续通过金融工具创新而事实加息？央行持续加息是否影响中国经济增长？客观事实是，中国外汇储备以美元为主，对外贸易结算也以美元为主，如果美联储加息而中国央行没有应对措施，则可能加剧人民币贬值预期，影响经济增长。

如何对冲美联储加息对中国经济负面影响？笔者认为，资金或资本是逐利的，只要国内收益高于海外投资收益，资本就会留下来。为此，根据绿色金融发展需要，金融监管机构有必要进行综合金融创新，以实现留住资本、发展经济的目标；金融创新既有金融体制创新，也有金融资源、金融组织、金融技术、金融产品（工具）创新。绿色金融创新是金融资源、金融政策、金融组织与管理、金融工具、金融价值的重大创新。

一是金融资源创新。随着科技发展，金融资源已经从经济领域（宏观经济、产业经济、行业和公司）的边界扩展，文化资源作为精神产物，自然生态作为自然物，由于对经济社会文化发展越来越重要，社会绿色金融、生态绿色金融已经成为绿色金融资源创新的宝库。特别是农业供给侧结构性改革的背景下，原来不进入金融体系的农民土地承包使用权从物权向产权向收益权转化，收益权转化成金融工具，从而为国内资金提高收益创造出新的供给渠道。

四是金融管理与组织创新。金融组织创新是政策创新与市场创新前提下，出现的为提高金融资源配置效率、提高金融服务水平的组织创新或管理创新。比如，国家鼓励成立全国性的

二是金融政策创新。当前国内绿色金融发展的许多问题，大部分需要通过金融政策创新才能解决。金融政策创新是价值创新的重要推动力量，同时也是国内经济改革实施重要的突破口。绿色金融政策创新，不仅包括宏观调控和微观调整的金融政策创新，更主要是绿色金融有关产品或要素的产权、股权、债权、期权及其组合政策创新。2016年以来，央行通过货币政策工具的创新，数量调控与价格调控并重，央行逐步通过政策利率创新，形成政策利率从而迅速灵活地引导资金向更高效率和更高效益的产业汇聚，实现货币政策与产业政策的协同效应。

三是债权融资创新。强化绿色发展理念，开放绿色金融债发行，满足扶持新兴产业对资金的需求，满足资金方资金保值与增值的需要。绿色债券是为中长期绿色项目融资的一个重要金融工具，中国绿色产业年投资需求在3万亿元左右，财政资金只能满足15%左右的投资需求，其余则需要债市募集。据有关媒体报道，截至2017年2月底，上交所共受理约30家发行人的绿色公司债券/绿色资产支持证券（ABS）上市或挂牌申请，已有14只绿色公司债券及3只绿色ABS成功发行，绿色产品已覆盖普通公司债、资产支持证券、可续期公司债、熊猫公司债等多种类型；募投项目已包含节能环保、污染防治、资源节约与循环利用、清洁能源、生态保护和适应气候变化等六大领域。

四是金融管理与组织创新。金融组织创新是政策创新与市场创新前提下，出现的为提高金融资源配置效率、提高金融服务水平的组织创新或管理创新。比如，国家鼓励成立全国性的

绿色金融产品交易所、绿色金融创新基金、绿色金融国际顾问委员会、绿色金融论坛等新金融组织，推动金融产品创新、金融理念创新，加快金融资本与产业资本之间的融合速度，进而提高社会资源配置的效率。

五是金融技术创新。金融技术创新是指伴随着科学技术和管理技术的发展，为了降低金融交易成本、提高金融交易效率而在金融交易手段、交易方法等方面革新。金融技术创新既是金融效率提高的物质保证，同时还是金融创新的内在动力。以互联网和电子商务为平台的现代通信技术、计算机技术的广泛运用，以及新兴的金融分析理论和新兴的信息处理技术的结合，为绿色金融创新的发展提供了坚实的技术基础，大幅降低了金融成本，又大幅提高了金融市场的效率。同时，以智能化、大数据为代表的金融技术创新，更好地进行外汇流动管理，防止恶意套汇，保持外汇市场稳定运行。

六是金融工具创新。绿色金融工具创新可分为主动性金融创新和防御性金融创新。主动性金融创新即进取性金融创新，金融机构为满足客户的现实和潜在需求，主动推出绿色金融衍生工具，扩大产业边界，建立新的金融市场体系。金融创新：风险厌恶型的交易者愿意放弃未来收益机会时，将获得金融资产稳定和安全；风险偏好者愿意接受相应风险时，将有相应的风险收益与之相匹配，因此，主动性金融创新是为了适应潜在的需求而主动推出金融工具创新的行为。防御性金融创新是因政府颁布的有关规定和管制对金融资产的金融机构管理带来麻烦时，金融机构就会创新出回避、超越、突破这些管制而进行的金融创新。当然，央行也可以通过

对应的主动型金融工具创新，吸收、挽留相关资金在国内，从而预防美元加息对中国资金市场的冲击。

七是金融价值创新。央行通过风险转移、品牌信用创造、流动性增加、股权创造等绿色金融创新，都会提高金融风险对冲、效用提高，实现风险收益，提升绿色金融效益，从而稳定资金在国内市场。

风险转移的金融创新，是指通过金融衍生工具创新和创新运用，投资者能规避相关资产价格风险的金融创新。比如，通过远期利率协定、期货、期权和掉期等金融衍生工具创新，对绿色金融资产进行保值，将绿色金融资产的收益固定下来，减少价格波动风险。

品牌信用创造的金融创新，是指通过品牌金融衍生工具的使用可以扩大信用供给，从而达到扩张社会信用的目的。通过品牌信用权评估机构对绿色金融企业或产品进行品牌价值评估，要么直接通过品牌银行获得信贷，要么再通过绿色金融交易平台进行品牌价值交易，形成品牌流通溢价。

流动性增加的金融创新，是指金融衍生工具的应用，可以提高绿色金融的货币、有价证券以及有关产权、期权、债权的市场流动性的金融创新。由于金融衍生工具为原生工具的风险管理提供了方便，实际上提高了原生工具的流动性。

股权创造的金融创新，是指通过使用金融衍生工具能创造股权的绿色金融创新，这种金融创新为投资者提供一个全新金融市场，比如，通过对可转债券的设计，增加股票容量，设计变动利率优先股票、股票合约债券等，都可以实现股权创造，进而提升资金收益。

中美货币政策收紧利于人民币汇率稳定

□国开证券研究部 王鹏

在上周美联储宣布加息后，我国央行紧随其后，主动将OMO利率和再贷款工具利率普遍上调，这使得中美两大经济体的基准利差基本维持稳定，这使得从客观结果上看，人民币汇率在伴随着美元指数的高位回落的同时，强势探至1.89元人民币/美元附近。同样是美联储收紧货币政策，为什么本次美联储加息人民币汇率能够保持稳定，而2014年9月美联储退出量化宽松时则出现人民币汇率贬值且“一路向南”的局面呢？

从本质上讲，美联储收紧货币政策所导致的人民币汇率出现截然不同的反应，关键还在于中美货币政策方向是分化还是收敛的区别。2014年9月，美联储退出量化宽松，其本质是不再对全球注入增量美元，这打破了全球市场对定期注入增量美元的惯性思维，导致利空美元的因素消失，从而引发美元指数的快速上涨，而彼时，非美经济体货币政策为刺激经济仍处于

末的2.25%。可以看出，自2014年9月至2015年，我国货币政策保持一个较为宽松的环境，这使得中美货币政策分化，而这一分化也客观上造成了人民币的持续贬值。

就当前而言，美国新任总统特朗普上台引发的市场对其实行财政政策的乐观预期、失业率数据稳固向好，以美股为代表的股市价格持续上涨，这些因素使得美联储于3月开始适度收紧货币政策。对于我国来说，供给侧改革引致的经济增长内生性动力不断增强，但同时伴随房地产价格“高烧不退”、大宗商品价格持续上涨、同业存单市场收益率倒挂等资产价格泡沫的滋生。对比两国情况可以看出，中美经济体均面临着实体经济向好同时伴随资产价格持续上涨的局面，即使中美实体经济和资产价格泡沫的侧重点略有不同。因此，在美国收紧货币政策的背景下，中国紧随其后，两国货币政策没有出现2014年9月时的分化状态，而是同向而行。

虽然美联储3月加息收紧货币政策，但是，一方面，美元指数上涨力度较2014年刚退出量

化宽松时俨然已弱，另一方面，我国货币政策与美联储货币政策同向，最终表现出人民币汇率趋于稳定，人民币贬值预期大幅弱化。综合考虑中美经济状况，从全年来看，两大经济体货币政策趋同于向同，即使美联储加息速度和幅度超预期提升，由于面临金融“去杠杆”、抑制房价和大宗商品价格泡沫等压力，我国货币政策也将会紧跟美联储收紧货币政策的频率和步伐，而这在客观上又会起到稳定人民币汇率的效果。

笔者认为，无论是2014年9月的情形还是当前状况，我国所出现的与美联储货币政策分化与收敛的局面均是基于国内经济基本面的情况而定，当货币政策目标出现对内与对外目标的矛盾时，对外目标将服从于对内目标，从而保证我国作为经济大国货币政策的独立性。未来由于中美货币政策同向收敛是大概率事件，这样在首先保证我国“金融去杠杆”、抑制资产价格泡沫目标实现的基础上，我国与美联储货币政策收紧客观上也将达成“维持人民币汇率稳定而维护国际收支平衡”的对外目标。