

**FRONTIER ISSUES ON
INTERNATIONAL FINANCE**

国际金融 前沿问题研究

(2015—2016) 主编 冯润祥

 **中国金融出版社**

国际金融前沿问题研究 (2015—2016)

主 编 冯润祥

责任编辑：任 娟
责任校对：张志文
责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融前沿问题研究 (2015—2016) (Guoji Jinrong Qianyan Wenti Yanjiu. 2015—2016) /冯润祥主编. —北京：中国金融出版社，2017. 5
ISBN 978 - 7 - 5049 - 8996 - 3

I. ①国… II. ①冯… III. ①国际金融—研究 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 085512 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米×260 毫米

印张 28

字数 601 千

版次 2017 年 5 月第 1 版

印次 2017 年 5 月第 1 次印刷

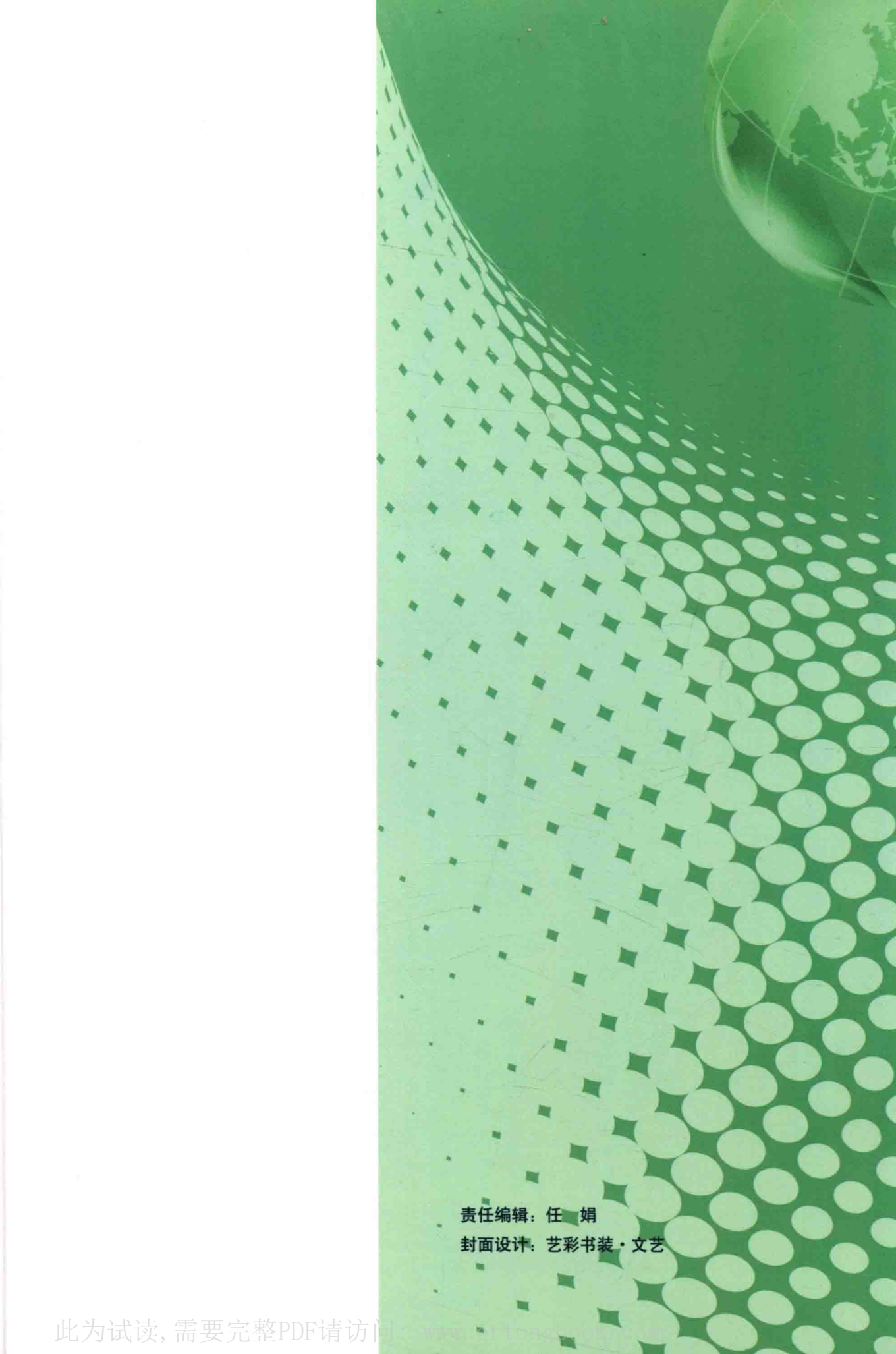
定价 68.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8996 - 3

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

国际金融
前沿问题研究
(2015—2016)





责任编辑：任娟

封面设计：艺彩书装·文艺

本书编委会

主 编：冯润祥

副主编：孟 捷 潘琼琦 王世俊

席 莹 刘孜群 陆 屹

编 委：蔡 筠 程 勇 陈 华

陈 松 陈苏燕 邓 欣

李良松 刘 薇 卢蕾蕾

邵勉也 吴色那 张 勤

章 曦 郑朝亮 钟晓清

周 萍 上田达史

FOREWORD

前言

2015—2016年，国际经济金融形势复杂多变，国内改革发展面临诸多挑战。中国人民银行上海总部国际部针对当年的重点和热点议题，撰写了大量研究报告。基于沟通交流并汇总研究成果的需要，我们将相关资料进行了筛选并编辑成书。

本书内容涵盖全球宏观经济与金融监管、日本经济金融研究、中国经济金融研究、上海国际金融中心建设等。本书还收编了本部门承担的部分重点研究课题、出国培训报告，以及本部门主编的、旨在为中国企业“走出去”提供有效信息的《投资机会与风险》系列专刊。

中国人民银行上海总部和各部门领导对相关工作给予了积极支持和关心，在此一并感谢。由于研究人员知识有限，错误和纰漏在所难免，敬请指正。

中国人民银行
上海总部国际部

2016年12月31日

CONTENTS

目录

第一部分 全球宏观经济与金融监管/1

- 有关经济结构性改革的争议及思考/3
- 关于美国、欧元区及日本经济长期增长停滞的原因分析/8
- 房地产金融宏观审慎管理的国际经验/26
- 房地产金融监测框架的国际经验/32
- 金融风险教育应纳入金融监管职责/35
- 金融监管体制改革：历史逻辑和国际经验/38
- 法国资本账户开放的经验与启示/51

第二部分 日本经济金融研究/57

- 对日本央行公开市场操作的研读/59
- 负利率政策前后日本商业银行利润水平的演化/62
- 日本银行的负利率政策/66
- 日本投资亚洲基础设施新动向的影响及应对措施/71
- 就日本银行最新货币政策的问答/78

第三部分 中国经济金融研究/79

- G20 国家呼吁中国进一步开放服务业市场/81
- 中国私营部门崛起/83
- 上海自贸区金融监管可借鉴印度相关做法/88
- 中国经济可持续发展的体制性障碍：基于生产率的视角/90

第四部分 课题研究/99

- 人民币加入 SDR 背景下的中国资本账户开放评估/101
- 金融支持“一带一路”战略：基于上海国际金融中心建设的视角/117

第五部分 会议选编/143

金融稳定与压力测试/145

“银行公司治理——巴塞尔委员会指引回顾”会议汇报/153

关于参加“信用风险标准法修订建议”亚太地区研讨会的汇报/157

关于参加第四届全球中央银行官方服务提供者圆桌会议情况的报告/159

2015年东新澳中央银行组织顾问会会议汇报/168

关于国际清算银行“普惠金融与中央银行”研讨会情况的报告/170

金融消费者权益保护局关于全球普惠金融合作伙伴（GPF）土耳其会议情况的报告/172

“央行治理网络会议”会议汇报/175

赴斐济参加普惠金融联盟全球政策论坛有关情况的报告/178

关于参加“FSI-SEANA：宏观审慎政策应用研讨会”的会议汇报/183

金融教育国际网络（INFE）年会参会报告/185

第六部分 培训报告/189

宏观经济管理与金融部门问题综述与分析/191

宏观审慎监管框架及实践/195

关于赴美参加“美国金融服务业市场准入机制的发展及经验”培训班情况的报告/201

参加第十四届瑞穗金融研修班的汇报/218

参加上海清算所赴新澳营销团组情况汇报/222

关于赴日本银行培训交流情况的报告/224

赴韩参加“收益率曲线模型与预测”培训报告/242

国际货币基金组织培训总结与思考：数字货币与普惠金融发展/244

英国“个人主体外汇资金跨境流动监管”培训班学习汇报/252

英格兰银行“政策利率和利率传导机制”培训班学习汇报/256

第30届SEANZA央行培训班学习汇报/260

欧央行利率走廊机制建设及启示/262

关于赴德国央行参加“行为监管和普惠金融”培训的报告/266

关于“会计簿记系统的框架设计和功能”培训班的培训报告/272

中澳经贸发展与人民币跨境使用的现状与思考/276

新西兰出国考察报告/287

第七部分 《投资机会与风险》专栏/293

2015 年第 1 期 (总第 19 期)	/295
2015 年第 2 期 (总第 20 期)	/307
2015 年第 3 期 (总第 21 期)	/312
2015 年第 4 期 (总第 22 期)	/317
2015 年第 5 期 (总第 23 期)	/323
2015 年第 6 期 (总第 24 期)	/328
2015 年第 7 期 (总第 25 期)	/333
2015 年第 8 期 (总第 26 期)	/348
2015 年第 9 期 (总第 27 期)	/352
2015 年第 10 期 (总第 28 期)	/356
2016 年第 1 期 (总第 29 期)	/361
2016 年第 2 期 (总第 30 期)	/366
2016 年第 3 期 (总第 31 期)	/371
2016 年第 4 期 (总第 32 期)	/376
2016 年第 5 期 (总第 33 期)	/384
2016 年第 6 期 (总第 34 期)	/388
2016 年第 7 期 (总第 35 期)	/394
2016 年第 8 期 (总第 36 期)	/400
2016 年第 9 期 (总第 37 期)	/407
2016 年第 10 期 (总第 38 期)	/413
2016 年第 11 期 (总第 39 期)	/420
2016 年第 12 期 (总第 40 期)	/428

Frontier Issues on International Finance

国际金融前沿问题研究

第一部分

全球宏观经济与金融监管

有关经济结构性改革的争议及思考

编者按：2008 年国际金融危机以来，经济结构性改革是全球经济治理的主要议题。在此背景下，二十国集团（G20）、国际货币基金组织（IMF）、世界银行等积极推动成员经济体开展经济结构性改革。然而，目前各方对于结构性改革的认识仍然比较模糊，这可能会影响结构性改革的成效，也会影响其与其他宏观经济政策，甚至是社会政策之间的配合。

一、结构性改革的内涵比较模糊

（一）主要国际组织关于结构性改革的定义

结构性改革是当前国际经济领域最热门的词汇之一，但是有关结构性改革的具体内涵却不清晰。结构性改革就像一个“黑箱”，似乎任何改革举措，都可称为结构性改革。不同国际组织对结构性改革的定义也存在差别。IMF 认为，一国在经济发展过程中可能面临一些长期的、深层次的问题，阻碍了产品和服务的公平、有效生产，影响了产品和服务的有效供给。这些问题涉及经济的核心结构，只有通过结构性政策才能解决。结构性政策主要包括价格政策、财政可持续性、国有企业、金融监管、劳动力市场规则与监管、商品市场、贸易部门、社会安全网以及相关机制建设等政策。结构性改革既包括使市场有效发挥作用的措施，也包括纠正市场失灵的措施。经济合作与发展组织（OECD）认为，结构性改革是指旨在提高经济运行中资源配置效率的各类结构性政策。亚太经合组织（APEC）认为，结构性改革主要是指消除影响市场有效运作和推动国际商业企业进入本国市场有效运作的相关国内政策。

（二）结构性改革的理论背景

经济结构性改革源于主流经济学理论的发展，二战以后，以美国为首的西方资本主义国家在凯恩斯理论指导下建立了政府普遍干预的市场经济体系，而以苏联为首的社会主义国家在马克思主义指导下建立了中央高度集中统一的计划经济体系，两大经济体系封闭运作，都取得了巨大的成功。然而，到 20 世纪 70 年代，苏东国家和西方资本主义国家经济同时遇到困难：苏东国家高度集中的计划经济体制积重难返，生产效率大幅降低，经济日渐困难，社会矛盾逐渐激化。美国、英国实行不同程度的凯恩斯主义政策，英国先后把矿山、银行、铁路、邮政等重要经济部门国有化，建立国家福利制度。到 20 世纪 70 年代，凯恩斯主义的弊端暴露无遗，发达资本主义国家经济普遍出现滞胀局面，迫切需要寻找新的经济理论，以哈耶克等为代表的新自由主义理论开始受到青睐，并成为英国撒切尔政府、美国里根政府的经济哲学。因此，结构性改革最早可以从 20 世纪七八十年代西方国

家放松管制、苏东国家实施经济转轨，并建立市场经济制度算起。20 世纪 70 年代以来，英美等发达资本主义国家普遍实施的减少国有经济比重、放松金融监管、实现利率市场化、推进全球化等，都属于结构性改革内容；中国实行改革开放、建立和完善社会主义市场经济体制，也属于结构性改革。2008 年国际金融危机以前，发达资本主义国家一直倡导放松金融管制，但最终却引发了仅次于 1929 年的世界经济大危机。很多学者认为，新自由主义理论过于强调自由化是导致危机的重要因素。当前有必要思考如何推动全球经济恢复强劲增长动力。

（三）结构性改革与宏观经济政策的关系

一般来说，为熨平短期经济波动所采取的财政政策和货币政策是需求管理政策。例如，若需求增长过快，会采取提高税率、减少财政支出、提高利率并降低货币供应量等紧缩性措施；若需求不足，则采取降税、增加财政支出、降低利率等宽松性经济政策。这些政策是典型的凯恩斯需求管理政策，主要调节需求端；而结构性政策则主要是调节供给端的政策，二者之间存在明显差别。人们普遍认为，结构性政策主要针对一部分经济主体和市场进行改革，涉及利益调整，遭遇的阻力往往很大，改革的阵痛也比较明显，宏观经济政策可以为结构性改革赢得一定的时间和空间，但无法取代结构性改革本身。

二、有关结构性改革效果、次序及范围的讨论

（一）结构性改革能否及如何促进经济增长

1. 结构性改革长期内能够促进经济增长。目前，主流观点认为，结构性改革可以促进经济增长。如 IMF（2008）研究了过去 30 年 91 个经济体的结构性改革的效果。结果表明，实体经济部门改革和金融改革都能有效推动人均收入增长，尤其是金融、贸易和农业部门自由化的作用更加明显。结构性改革有助于减少不必要的监管，这有利于企业利用不同行业的相对比较优势，从而有助于提高资源配置效率。然而，结构性改革能否在短期内迅速推动经济增长，却存在不确定性。

从欧元区情况看，Eggertsson 等（2014）认为，在金融危机导致名义利率接近零利率甚至负利率的情况下，短期内，结构性改革并不能刺激经济活动，还会增强通货紧缩的预期，从而提高实际利率，对总需求产生抑制作用。Anderson 等（2014）指出，欧元区结构性改革总体上可以对冲财政整顿导致的短期产出下降，但对欧元区外国（财政可持续问题较大）来说，结构性改革需要更长时间才能够对冲财政整顿导致的经济紧缩，除非这些国家推进结构性改革的力度很大，否则在 2018 年以前很难对产出产生正面的累积效应。

2. 结构性改革通过不同渠道推动经济增长。从生产要素和劳动生产率角度来看，以麦金农（1973）和肖（1973）的金融深化理论认为，金融自由化有助于改善资本资源配置，使资本流向劳动生产率高的部门，从而促进经济增长。然而，Chinn 和 Ito（2006）等认为，放松金融管制能否促进金融深化，取决于是否建立了完善的体制机制；Kose 等（2009）则认为，金融深化乃至金融一体化可能主要是通过提高全要素生产率（TFP）而

非增加资本来推动经济增长的。Yusuf (2014) 将经济增长源泉分解为投资 (资本积累)、劳动力、人力资本以及全要素生产率, 尽管在多数国家资本依然是经济增长的主要动力, 但在一些发达国家, 全要素生产率对经济增长的贡献已经超过了资本的作用。因此, 从长期来看, 提高生产率才是经济增长的主要动力。当一国经济处于赶超阶段时, 人力资本素质提升和研发投入增加带动科技转化, 将有助于提升全要素生产率的贡献, 而结构性改革则有助于提高劳动生产率。

从总需求角度来看, Sachs 和 Warner (1995) 等认为, 减少贸易壁垒、推动贸易自由化也能推动经济增长。另外, 金融改革改善资本资源配置, 也有利于扩大投资。

(二) 结构性改革不一定能改善收入不平等

2015 年 10 月 IMF 年会期间, IMF 组织了有关结构性改革、收入不平等和经济增长之间关系的研讨会。据 IMF 副总裁朱民介绍, 从 IMF 对很多国家的研究结果来看, 结构性改革措施只要设计得当、执行有力, 就能够起到既能促进经济增长, 又能降低收入不平等的作用。

斯蒂格利茨表示, 结构性改革有“好”“坏”之分, “好”的结构性改革能够促进经济增长并能改善收入不平等, 而“坏”的结构性改革则会起到相反的作用。斯蒂格利茨指出, 2008 年以来, 希腊、西班牙收入不平等程度上升, 有些结构性改革措施不适当, 如改革劳动力市场的一些措施造成大量失业, 导致总需求下降, 进入恶性循环; 另外, 要求希腊在 2018 年政府基本财政余额 (primary balance) 与 GDP 比例达到 3.5%, 将会造成更严重的衰退。

欧元集团主席迪塞尔布洛姆 (Jeroen Dijsselbloem) 认为结构性改革并不是导致希腊困境的一个原因。他表示, 财政整顿不是欧元区结构性改革的唯一内容, 不同国家可以有不同的财政整顿路径, 希腊除财政赤字高企外, 劳动力市场问题重重, 税收系统存在漏洞, 法律体系也几乎失效, 必须要采取全面的结构性改革措施。IMF 也认为, 希腊结构性改革不完全, 只进行了劳动力市场改革, 而在商品市场和养老金体系方面改革停滞不前, 是造成希腊困境的重要原因。

国际慈善机构乐施会 (Oxfam) 执行总干事温妮·比扬依玛 (Winnie Byanyima) 指出, 虽然有些结构性政策能同时实现上述两个目标, 但有些政策显然存在冲突。如政府实施财政整顿, 增加税收并削减支出, 会减少对低收入群体的支出, 可能会加剧收入不平等。因此, 结构性改革的政治决定非常重要, 对一个国家来说, 肯定有多方面的结构性改革措施需要推出, 但具体推行哪些改革、采取什么样的权衡标准, 涉及广泛的政治利益, 需要政府决策, 一定要防止“政治俘获”。

从诸多国家的实践来看, 收入不平等的程度越低, 越有利于经济持续增长。因此, 政府在推动结构性改革过程中, 必须要补贴低收入群体, 降低收入不平等的程度。

(三) 结构性改革次序存在争议

涉及对外开放的贸易和金融领域改革的次序不同也会影响经济增长。麦金农 (1993)

认为,贸易自由化和国内金融改革应先于资本项目开放;如果资本项目开放在先,可能会放大贸易扭曲或金融市场波动。Braun 和 Raddatz (2007) 认为,在贸易部门和资本项目比较开放的国家,国内金融改革对经济增长的作用不明显。Hauner 和 Prati (2008) 认为贸易部门应该最先开放,但国内金融改革和资本项目开放孰先孰后并没有严格区分。IMF (2008) 认为,先贸易自由化后资本项目自由化的改革策略效果更好。如果一国经济开放,则同时推动金融和资本项目自由化也能有效推动经济增长。国内金融改革要先于资本项目开放,在改革初期,虽然国内金融改革对经济增长的作用不会显著大于资本项目开放,但前者更有利于维护宏观经济稳定,因为加强国内金融改革有助于实体经济部门应对贸易条件恶化和利率冲击对产出的影响;同时,金融改革,尤其是信贷资源配置效率的提升有助于增强实体经济应对危机的能力。此外,贸易自由化要先于国内金融改革,因为金融改革阻力更大,通过贸易自由化增加商品市场竞争有助于削弱反对金融改革的力量。

(四) 结构性改革的范围并非固定的

从结构性改革的早期实践来看,对于苏东国家的经济转轨,英美等发达国家和国际组织开的“处方”普遍是“私有化、市场化和民主化”,这造成了苏东国家社会动乱,经济严重衰退,有些国家的经济甚至至今都没有恢复。

英美等发达国家则按照“私有化、市场化和全球化”的路径推进结构性改革,并以全球化将原苏东国家和发展中国家连接到全球生产和商品的价值链当中,极大地促进了本国经济的发展,但也隐藏着巨大的问题,并在 2008 年以国际金融危机的极端形式爆发出来。这说明,在新自由主义理论指导下的结构性改革在过去曾经帮助一些国家走出过困境,但要说取得圆满成功,还为时尚早。

中国的结构性改革主要围绕“市场化”“全球化”开展,在非公经济方面也取得了巨大进步。“市场化”“全球化”的成绩有目共睹,毋庸置疑。中国的“私有化”并不是机械地将公有制经济私有化,而是采取措施大力促进非公经济发展,增强经济活力,即采取“增量改革”的办法;同时,在许多领域,取消国有企业特权,实现公平竞争,极大地提高了劳动生产率。为适应经济体制改革需要和市场机制的“民主化”需求,中国在政治领域也进行了一系列改革,尤其是党的十八届三中全会更加明确地界定了政府和市场的作用边界,并决定推进国家治理体系和治理能力现代化,既强调市场的决定性作用,也强调完善政府职能。对于市场机制的“民主化”需求,不能片面地理解为建立西方式的民主政治制度。实际上,西方国家的政治制度能否最大限度地发挥市场机制配置资源的作用并及时、有效弥补市场缺陷,也存在巨大疑问。改革开放至今,中国成功实现经济转轨且国际经济地位大幅提升证明了中国政治体制的优越性。中国结构性改革的决策及执行非常高效,能够从国家长远利益的角度加以推进,较少受政治利益集团影响。在改革过程中,政府也注重缩小收入差距,从而最大限度地调动了各类经济主体的改革动力。这说明,中国的民主化也取得了显著成效。

三、有关结构性改革的思考

当前全球经济仍然没有摆脱 2008 年国际金融危机的影响，复苏依然疲软且不均衡，而 IMF 等国际组织提出的对策依然是以“私有化、市场化”为核心的结构性改革措施，能否促进全球经济走向强劲增长存在较大的不确定性。首先，结构性改革的内涵比较模糊，各国对不同结构性改革措施作用的认识存在巨大差异，造成的结果是各国虽然在推进各自的结构性改革，但并没有统一的评估标准，最后只能是哪些措施效果好就被认为是有效的；但从长期来看，这些改革是否真正有效、其他措施是否更加有效则不得而知。其次，对结构性改革内涵的模糊自然会引起对改革次序判断的差异。最后，一些需要国际协调的结构性改革措施，也可能因为各国认识存在差异，而被搁置。

当前，各国有必要在主要国际经济治理框架下进一步深化对结构性改革的认识并加强政策协调，就结构性改革的理论基础、具体内涵、主要内容和政策协调等方面加强讨论，凝聚共识，务实高效地推进结构性改革，以促进全球经济强劲、可持续、平衡增长。

中国作为 2016 年 G20 峰会的主席国和 2017 年 G20 “三驾马车”的成员国，完全有能力主导 G20 增长框架下结构性改革相关议题讨论，并分享中国经验。可以考虑将“十三五”规划中提出的创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念及重大发展战略蕴含在相关议题讨论和行动计划中，推动 G20 成员国进一步加大结构性改革的执行力度，加强政策协调，更好地利用国内、国际两个市场、两种资源，推动互利共赢、共同发展，既推动 G20 成员国整体 GDP 到 2018 年达到额外增长 2% 的目标，又顺利实现中国“十三五”的良好开局。

(李良松)