




► 人民幣匯率逐漸具備抵禦外部各類金融風險和挑戰的內在能力，未來在政策預期引導和宏觀審慎管理背景下，匯率彈性將持續增強。

人民幣匯率一方面表現較為穩定，經受住了各類金融危機的衝擊，相較其他新興市場國家的貨幣更具韌勁，另一方面通過持續穩健的匯率市場化改革和比較完善的匯率調控機制，人民幣匯率成為宏觀經濟重要穩定器。從未來趨勢看，人民幣匯率市場化改革與預期管理仍應不斷深入推進，以適應境內外經濟金融形勢變化和內外部挑戰，更好地發揮匯率在穩定經濟和市場預期方面的作用，不斷增強人民幣匯率彈性，保持均衡穩定走勢。

# 經濟堅韌 支持人幣穩定均衡



交銀觀察 鄧宇

交通銀行金融研究中心高級研究員

近兩年，人民幣對美元匯率始終保持在相對穩定均衡的波動區間，波動幅度較其他新興市場國家並不大，外部市場變化和宏觀經濟波動也並未造成人民幣匯率過大的波動，反而是在預期引導和多種調控政策下，人民幣匯率雙向波動特徵在持續增強。主要從三個層面看：

## 一、人幣匯率均衡穩定具有堅實基礎

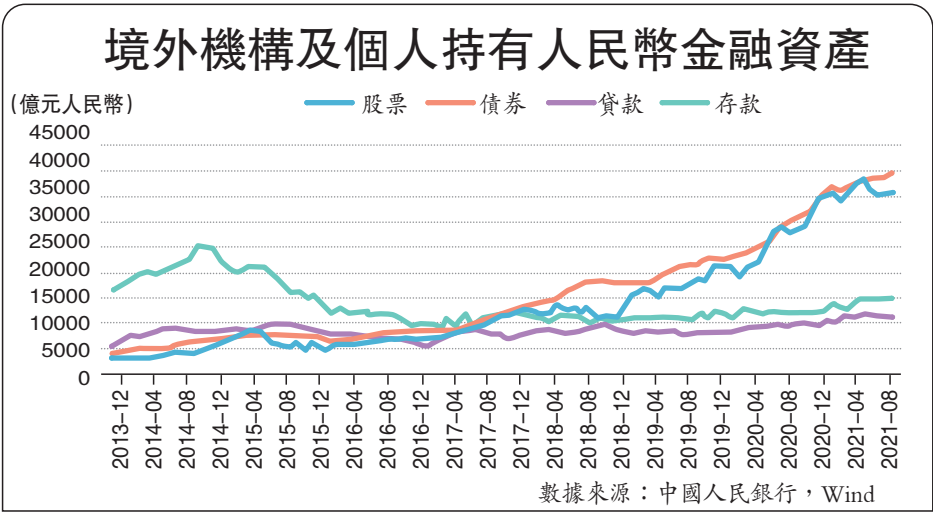
一是中國仍是引領全球經濟增長的重要引擎，是主要大型經濟體中保持較高經濟增速的少數幾個經濟體。根據世界銀行公布的數據，中國國內生產總值（GDP）全球佔比從2000年的3.6%增至2020年的16.28%，預計2021年中國經濟全球佔比可能超過18%。中國對世界經濟增長的貢獻率（按匯率法計算）從2000年的8.24%增至2020年的33.36%。根據國家統計局公布的數據，2021年全年中國經濟增速達8.1%，仍是全球經濟增長水平最高的大型經濟體之一。從未來趨勢看，中國經濟仍將保持穩定可持續增長的水平，並加快構建「雙循環」新發展格局，這就為人民幣匯率內外均衡發展奠定了堅實基礎。

二是中國的出口份額和貿易順差始終保持着較大的優勢，成為全球化和國際貿易穩定可持續發展的重要力量。根據中國商務部公布的數據，中國的出口額絕對值從2000年的2492億美元增至2020年的2.6萬億美元，貿易順差則從2000年的241億美元增至2020年的5239億美元，2021年的貿易順差更是高達6764億美元。出口份額不斷提升，貿易順差穩定增長，為人民幣匯率穩定提供了良好預期。根據海關統計數據顯示，2020、2021年中國出口貿易額分別達2.6萬億美元、3.36萬億美元，連續兩年出口規模創下歷史新高，2021年首次突破3萬億美元大關，同比增速高達兩位數。根據世界貿易組織（WTO）數據，2020年中國商品出口貿易全球份額佔比達14.7%，出口份額達到了新的高度。

三是中國經濟保持較穩定可持續的增長勢頭吸引了更多海外投資者，連續數年成為全球最重要的海外投資目的地之一。根據中國商務部公布的數據，中國外商直接投資額從2003年的535億美元增至2020年的1443.7億美元，而聯合國貿易和發展會議《全球投資趨勢監測報告》顯示，2021年流入中國的外國直接投資預計達創紀錄的1790億美元，同比增長20%，增速水平遠高於其他主要發達經濟體。根據國家外匯管理局公布的數據，2021年中國經常賬戶順差3157億美元，資本和金融賬戶中直接投資的順差規模達2048億美元，儲備資產增加1886億美元。以此看，人民幣資產的競爭力仍將持續增強。

## 二、高水平開放提升人幣資產吸引力

近幾年，在全球經濟形勢不穩定和國際市場波動較大的背景下，境外機構投資者及個人持有人民幣金融資產的規模持續上升。根據國家外匯管理局的數據，境外機構投資者及個人持有「人民



幣股票 + 債券」的規模分別從2013年12月的7438.24億元增至2021年9月的7.5萬億元，八年間增幅達10倍，凸顯了國際投資者對人民幣的持續看好。從未來預期看，全球經濟復甦增長動能將減弱，全球通脹壓力較大，未來大國貨幣政策調整也將加快，而中國經濟將保持「穩字當頭、穩中求進」的總體態勢，在財政與貨幣政策結構性優化布局支撐下，中國經濟走勢將延續穩定復甦格局，預計2022年全年經濟增速將保持在5%以上。

與此同時，人民幣在國際儲備貨幣、國際支付結算等跨境使用方面也取得了較大進展。根據國際貨幣基金組織公布的數據，人民幣全球儲備貨幣份額自2016年12月的1.08%升至2021年9月的2.66%。央行人民幣貨幣互換規模從2008年12月的1800億元增至2021年12月的約4.16萬億元，增幅達23倍。而且，隨着中國跨境貿易規模持續擴大，人民幣在跨境貿易與對外投資中的使用規模隨之大幅增長。根據中國人民銀行的數據，跨境貿易人民幣業務結算金額從2012年12月的3529億元增至2021年11月的7417億元，人民幣直接投資結算業務金額2012年12月的634億元增至2021年11月的5219億元。根據環球銀行金融電信協會（SWIFT）報告，2021年12月人民幣國際支付份額升至2.70%，創2015年9月後最高水平，全球排名首次超越日圓升至第四位。

歸納起來，主要原因有三方面：首先，2008年經濟危機後全球經濟復甦之路遭遇多種挑戰，以歐美日為代表的發達國家普遍實施寬鬆貨幣政策，各類資產價格波動加劇，並採取低利率甚至零利率政策，導致資產吸引力不斷下降，而新興市場國家存在金融市場不穩定、匯率波動過大等問題，國際投資者對這些國家的資產持有信心不足，穩定、安全的資產標的更加稀缺；其次，近幾年中國加快推動經濟優化布局，促進經濟轉型，在保持經濟穩定增長的同時，經濟發展質量也在大幅提升，出口競爭力持續提升，新興產業投資機遇擴大，人民幣資產表現更優，未來成長的空間也更大，吸引到越來越多的國際投資者加大對中國市場的投資布局；最後，中國穩步推進高水平開放的步伐正在加快，依託上海臨港新片區、粵港澳大灣區、海南自貿港等區域，圍繞資本市場、金融市場以及跨境投融资等領域陸續推出一批高水平開放的政策試點項目，人民幣資產投資更加便利，為高水平制度性開放奠定了比較好的政策基礎。

## 三、人民幣匯率彈性增強並逐漸適應國際市場形勢變化

從未來的趨勢看，人民幣將逐步具備資產價格發現、避險、資產配置等多

元化功能，使得人民幣在國際金融市場和境內外投資中的應用範疇更加廣泛。有三方面的因素考量：

一是中國GDP佔比和出口貿易份額大幅提升，融入全球化的程度越來越深，對全球經濟和貿易的影響越來越大，國際市場對人民幣資產配置、人民幣國際支付結算與應用等需求不斷走強。此外，中國也將進一步推動服務貿易開放和穩步擴大進口，將推動跨國企業和投資者更好地運用人民幣支付結算渠道，增強人民幣供求平衡，預計中國將持續優化推進跨境人民幣支付系統建設，為人民幣國際化使用提供更加便捷、高效的系統支持。

二是中國的海外投資與世界各國跨國企業對華投資等規模日益增加，使得人民幣在國際業務發展、項目投資中的應用也更加廣泛，無疑需要加快推進高水平開放步伐，為人民幣應用提供更好的政策保障，暢通跨境投融资便利化通道，服務好境內外投資者和跨國企業經營，而中國也將依託海南自貿港、粵港澳大灣區、上海臨港新片區等人民幣跨境業務試點推廣規模擴大等政策開放優勢，為人民幣在區域和國際經貿、金融領域的使用提供有力保障。

三是隨着全球範圍內數字經濟和數字貿易崛起，人民幣的供求關係、支付結算模式以及發展路徑也將發生新的變化，探索新貿易業態下跨境人民幣應用創新更具有前瞻性，既要研究其中的機遇，並健全相應的風險應對舉措。隨着《區域全面經濟夥伴關係協定》（RCEP）落地推進，未來亞太區域經貿領域高水平開放加快，有利於推動區域內金融機構加強合作交流，不僅將通過深化多邊貿易、金融開放等帶動區域跨境人民幣使用範圍擴大，而且有利於推動區域內離岸人民幣市場建設。

四、小結

總體而言，人民幣匯率自身已經逐漸具備了抵禦外部各類金融風險和挑戰的內在能力，未來在政策預期引導和宏觀審慎管理背景下，人民幣匯率彈性將持續增強。長期看，人民幣未來將具備更廣闊的發展空間，這取決於中國經濟發展走勢和高水平開放政策的持續演進。既要看到人民幣匯率在雙向波動與內外均衡中保持韌勁與彈性的優勢，也應抓住後疫情時代全球經濟與中國經濟復甦的重要時間窗口，深化研究推動人民幣匯率市場化改革，適應人民幣匯率在更具彈性空間和升貶波幅擴大的趨勢，並結合跨境貿易投資高水平開放試點等，促進跨境投融资便利化，推動人民幣匯率保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定。

（本文僅代表個人觀點，不代表所在機構意見）

# 科技創新關鍵在人力資本



廟堂江湖 沈凌

德國波恩大學經濟學博士

谷愛凌火了，華人移民第二代，中國媽媽美國爸爸。這種孩子現在越來越多，但是筆者老了，不太舉得出別的新鮮例子；腦海裏面印象更加深刻的是中國運動員變外籍的，最揮之不去的是小山智麗。如果抽掉一個個具體的名字，從經濟學的意義上去探討運動員的歸化問題，既不會得罪人，又可以用來聊一下自己擅長的經濟長期增長問題，也是一件合算的事情。

現在的競技體育，已經差不多是和電影電視手機汽車一樣的商品。運動員不過是一條完整生產鏈上面的一個環節，當然是一個重要的環節。最終，運動員需要把成績變現成為市場份額和資本回報。中國近幾十年來的經濟增長，已經差不多是全球最大的消費品市場。

雖然不少人認為從名義消費總額角度看，中國市場還不如美國，但是如果除去一些難以跨國交易的本土化產品，比如中國的理髮價格遠遠低於美國，而紐約人不可能跑到上海剃個頭，剩下來的那些可以國際比較的可貿易消費品，中國市場或許就是全球第一了。

須注意的是，中國的消費者兩極分化很厲害，一線城市和廣大中西部農村市場相差巨大，因此不少的國際奢侈品的品牌，都在中國市場獲得最大利潤份額。比如德國汽車ABB（A：AUDI奧迪汽車、B：BENZ平治汽車、B：BMW寶馬汽車），其利潤的絕大部分就來自於中國。關於這一點，筆者十年前就寫過一篇文章《為什麼奢侈品在國內賣得比國外貴》。十年後的今天，中國GDP增加了一倍多，這個現象就更加普遍了。

競技體育的金牌也是一種奢侈品，一位優秀運動員相當於高科技公司裏面那個最厲害的工程師，是決定產品質量的靈魂人物。所以，產品銷售需要靠近市場，而市場也吸引着資

本向其靠攏，但不一定意味着資本會坦然地接受「技術換市場」的邀約。因為資本明白，一旦失去那個決定產品質量的關鍵技術，利潤也會隨之而去，所以谷愛凌為代表的一大批年輕人歸化中國，既是中國巨大市場的吸引力的結果，也是中國產品得以崛起的機會所在。我們的市場給予高科技高質量產品以豐厚的回報，如果不能換來自身產品的更新換代，一旦被卡脖子，把谷愛凌或者沈愛凌拉入實體黑名單，我們的市場換不來技術，最後還是「人為刀俎我為魚肉」的老故事。


## 培育比歸化策略持久

過去，我們認為可以通過市場交易換來高科技，因此很早之前就實踐了人才引進計劃。比如不少中國大學就高薪聘請了很多兼職的華裔美籍教授，然後以他們署名的學術文章數量就蹭蹭往上漲。導致美國患了紅眼病，開始阻止中美科技交流計劃。

其實上述基於比較優勢的經濟理論並沒有錯，無非是有一個適用範圍：那就是市場競爭者都在一個法律規範之內。很不幸，世界市場缺乏這樣的統一法律規範。所以，在國際經濟競爭中，既存在經濟學的互利共贏，也不乏零和博弈的國際政治遊戲，脫掉層層外衣，最終露出來的弱肉強食的叢林法則。一旦技術領先的經濟體意識到這樣的交易會影響其領先地位，就會簡單直接地使用暴力手段，卡住落後者的脖子，管你是死是活。

所以決定經濟增長長期動力的，是技術創新；而技術创新的核心影響因素既不是自然資源，也不是實物資本，而是人力資本。更加確切的講是激勵人才發揮潛能的產權保護機制，以及培育人才、變潛在能力為現實能力的教育體制。短期來看，中國可以用巨大的市場歸化天才，為我所用；只不過這是「以利相交，利盡則散」的短期政策。最終，需要我們需要從十四億人自身，去遴選和培育出天才。這樣的核心制度優勢，才能和人「以心相交，方能成其久遠。」

# 商業銀行進入3.0時代



鏈能講堂 付競

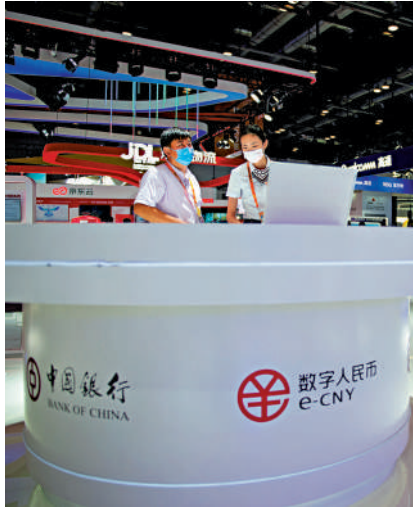
國際新經濟研究院高級研究員

如果說新基建是路，產業互聯網就是車，數據就是油，金融就是潤滑劑。過去幾十年間，中國的經濟發展主要是靠包括人口、資本在內的多種紅利及資源的推動，那麼未來的發展可能更多要依靠生產力的提升。產業互聯網是數字經濟發展的高級階段，互聯網下半場屬於產業互聯網。產業互聯網將是金融科技的主戰場。金融科技的核心基礎是產業互聯網，核心服務對象是小微企業，主體是產業互聯網金融，成功的產業互聯網金融平台，必然是產業互聯網平台和金融服務兩個優勢的有機結合。過去五年是銀行金融科技的全面覺醒，未來五年將是銀行邁入產業金融生態競爭的關鍵。

銀行的發展階段，在1.0時代是規模取勝，盈利模式簡單，存款決定資產，資產決定規模，規模決定收入和利潤，銀行競爭同質化；2.0階段是結構和質量取勝，規模與收入利潤不再畫等號，也不再和市值畫等號，規模依然很重要，但結構和質量起了更重要的作用；3.0階段則是模式取勝，重視客戶和科技，尋找新的經營模式，通過數字化轉型尋找經營模式的突破。

輕型銀行以輕資產、輕經營、輕管理、輕文化脫穎而出。構建資本消耗少、風險權重低、風險可控的業務體系。刪繁就簡、注重實效，按照扁平化、集約化、專業化的思想，借助科技手段，打造高效的組織架構和管理流程。在批量獲客、高效服務以及深度經營等方面，探索構建集約化、內涵式、成本節約型業務發展模式。輕文化體現在大道至簡，體現在創新求變，關鍵是消除「大企業病」。

產業數字金融將成為金融服務爭奪的制高點。產業將進一步向數字化、網絡化、生態化方向發展，其結



▲ 產業數字金融將成為金融服務爭奪的制高點。

果就是產業互聯網。相應地，產業金融服務也必將隨之加快向場景化、生態化、在線化和數字化轉型，即產業互聯網金融或產業數字金融，目前該領域還是一片藍海。金融服務獲客核心模式將向產業賦能、平台生態轉型。產業互聯網的發展帶來很強的B端網絡生態效應，客戶一旦被其他平台捕獲，後期轉換成本非常高，產業和金融供給側都有動力推動產業賦能、平台共建、生態共榮。因此有必要提前布局，探索產融合作新模式，打造產融生態建設能力，金融科技將成為金融服務升級最重要推手。

此外，數據治理應該在權益保護與數據效率之間取得平衡：必須制止過去肆意收集、分析數據的行為，保護個人權益、維持數據安全。行業同時要意識到，過度保護要麼容易流於形式、要麼會遏制創新。積極打破數據孤島、實現數據共享，但也要具體情況具體分析，各地建立的金融信息綜合服務平台提供了一個非常好的案例。但並不是所有的數據都適合共享，共享大數據做信用風險評估，門檻就非常。高。大數據分析可能需要考慮雙向的透明度，大數據支持信用風險管理的前提是降低了借款入信息不對稱程度，但在保險、投資等領域，投資者可能也需要對算法規則、定價機制有所了解。