

Financial and Economic Review

金融与经济评论

中文特刊

2018年2月刊

第17期

过去15年,匈牙利财政与货币政策的相互作用

毛托尔奇·捷尔吉 - 保洛陶伊·达尼尔

主权信用风险评级的方法问题——主权信用评级的步骤能否追溯演算

利盖蒂·伊姆列 - 舍尔斐·若特

市场导向的货币政策之路与中国“新常态”新货币政策体系

科姆洛希·劳拉 - 克尔门迪·哲恩吉 - 洛达尼·山多尔

中国债券市场的主要特征

司徒·绍奈特 - 托特·道玛什

亚欧金融合作的新篇章——匈牙利在建立合作关系上的核心作用

米莱尔·亚诺什 - 科瓦奇·莱文泰

金融与经济评论

由匈牙利国家银行出版的科学通报

编辑委员会主任

PALOTAI DÁNIEL

编辑委员会成员

BÁNFI TAMÁS, BOD PÉTER ÁKOS, CSILLIK PÉTER, HEGEDÜS ÉVA, DAVID R. HENDERSON,
KOCZISKY GYÖRGY, KOVÁCS LEVENTE, LENTNER CSABA, MEYER DIETMAR,
NAGY KOPPÁNY, P. KISS GÁBOR, PANDURICS ANETT, PATAI MIHÁLY, SZEGEDI RÓBERT,
VÉGH RICHÁRD, EYAL WINTER

主编: VIRÁG BARNABÁS

责任编辑: MORVAY ENDRE

校对员: NIU CORAL (牛珊), TANG YONGSEN (唐永森)

翻译: IPOLYI ÉVA (爱娃), SIMON ADRIENN (高宝石)

编辑人员: DRAPCSIK BERTA, TÁLAS ADRIENN, TÓTH GÁBOR

出版发行: Magyar Nemzeti Bank

出版人: HERGÁR ESZTER

1054 布达佩斯, 自由广场 9号

www.hitelintezetiszemle.hu

装帧设计: IZSÓNÉ BIGAI MARIANNA

© Copyright: Magyar Nemzeti Bank

本刊号登载文章仅代表作者观点 不代表匈牙利国家银行的观点或意见。

Financial and Economic Review

金融与经济评论

中文特刊

2018年2月刊

第17期

金融与经济评论

地址: 匈牙利, **1054** 布达佩斯, 自由广场 **9**号

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

电话: **+36-1-428-2600**

传真: **+36-1-429-8000**

网站: **www.hitelintezetiszemle.hu**

邮箱: **szemle@hitelintezetiszemle.hu**

联系方式:

主编: **Barnabás VIRÁG** 邮箱: viragb@mnbb.hu

责任编辑: **Endre MORVAY** 邮箱: morvaye@mnbb.hu

年刊

印刷

Pauker – Prospektus – SPL consortium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

目录

第17期 中文特刊, 2018年2月刊

序言..... 5

毛托尔奇·捷尔吉 - 保洛陶伊·达尼尔
过去15年,匈牙利财政与货币政策的相互作用..... 7

利盖蒂·伊姆列 - 舍尔斐·若特
主权信用风险评级的方法问题——主权信用评级的步骤能否追溯演算 31

科姆洛希·劳拉 - 克尔门迪·哲恩吉 - 洛达尼·山多尔
市场导向的货币政策之路与中国“新常态”新货币政策体系..... 54

司徒·绍奈特 - 托特·道玛什
中国债券市场的主要特征..... 74

米莱尔·亚诺什 - 科瓦奇·莱文泰
亚欧金融合作的新篇章——匈牙利在建立合作关系上的核心作用 97

CONTENTS

Vol. 17. Chinese issue of selected studies, February 2018

Preface	5
György Matolcsy – Dániel Palotai:	
The interaction between fiscal and monetary policy in Hungary over the past decade and a half	7
Imre Ligeti – Zsolt Szőrfi:	
Methodological issues of credit rating – Are sovereign credit rating actions reconstructible?	31
Laura Komlóssy – Gyöngyi Körmendi – Sándor Ladányi:	
The Road to a Market-Oriented Monetary Policy and the “New Normal” Monetary Policy Regime in China	54
Zsanett Sütő – Tamás Tóth:	
Key features of the Chinese bond market	74
János Müller – Levente Kovács:	
New Chapter in the Financial Cooperation of Asia and Europe – Hungary’s Central Role in Building These Relations.	97

序言

《金融与经济评论》作为匈牙利历史悠久的财经评论类期刊之一，深受广大业界人士的好评和一致肯定，也是颇具高度认可的科教类期刊杂志之一。

除了支持学术发表和广泛的科普金融类知识以外，本期刊还作为出版性平台，特别提供了金融机构的发展趋势与现状，此平台致力于提倡主要货币和宏观经济理论的观点和意见。

在本期刊所发表的作者中，大多来自于匈牙利的企业界、投资界、保险界等各大专业银行业和高等经济教育行业的专家们。

该期刊的主要目的是有效地发表和报告国际社会上关于东欧的发展现状和研究成果。因此，期刊拥有匈牙利语和英语两种语言版本，纸质和电子两种出版形式。

“中文特刊”专栏涵盖了自 2016 年至 2017 年间所出版的重点论文（中文译文）。所涉及的主要题目有：“关于匈牙利近年来的改革研究”、“主权信用评级问题”、“匈牙利专家对中国货币政策及债券市场的看法”和“亚洲金融合作协会的研究”等。

编辑委员会希望此专栏将作为具有重要成果的战略项目，不仅能带来更广泛的受众读者，而且从经济外交的角度来看，也将是一个非常有价值的战略项目。

时至今日，随着“一带一路”的推广，在中匈两国紧密合作的背景下，2017 年匈牙利国家银行在已出版的《金融与经济评论》中，发表了关于中国的金融与经济研究类文章。即将译文中文，出版于“中文特刊”的板块之中，以飨读者。

Preface

The Financial and Economic Review is a widely known, acknowledged, high-quality scientific-educational periodical; together with its legal predecessors, it is one of the oldest financial, economic journals in Hungary. In addition to supporting scientific activity and enhancing financial literacy, this journal is a rare means for professional studies and articles to be published which express opinions and positions on facts and trends affecting credit institutions, on the main monetary and macroeconomic developments, as well as on scientific and practical conclusions intended for further consideration. The journal is also one filling a gap in the sense that most of the authors are experts of the banking profession or work in economic higher education in Hungary, although related areas like the corporate sector, the investment market or insurance are also given an opportunity.

The key objective of the journal is to provide reports on the developments and research findings concerning the region at a global level. Therefore, in addition to Hungarian, this quarterly publication is also available in the English language, both in printed and electronic formats.

Now you are holding a special issue in your hands, which contains, in one volume, the Chinese translation of a selection of outstanding papers of high interest published in the journal in 2016 and 2017. These studies are about reforms in Hungary in recent years, issues concerning sovereign credit ratings, the Chinese monetary policy and bond market developments as seen by Hungarian experts as well as the Asian Financial Cooperation Association.

The Editorial Board hopes that the Chinese language scientific-educational periodical is an initiative that remedies deficiencies and will yield considerable results, not only conveying this special issue to a wider audience, but also launching an initiative that is valuable in terms of economic diplomacy.

Implied by the close cooperation between China and Hungary, a special issue of the Financial and Economic Review dealing with China was already published in 2017. Further down this road, the next stop is the Chinese language issue of selected studies.

We wish you a joyful reading on behalf of the Editorial Board.

过去15年,匈牙利财政与货币政策的相互作用*

毛托尔奇·捷尔吉 (Matolcsy György) -
保洛陶伊·达尼尔 (Palotai Dániel)

在2001年实行通货膨胀目标制定政策后的12年里,匈牙利的财政政策和货币政策之间紧密关联、相互影响,但是两者缺乏协调性,导致匈牙利经济蒙受了严重的损失。在匈牙利历经2-3年的时间里,于2013年完成了对财政政策的改革,后又对货币政策进行了改革。自此,创造了这两类政策之间的协同配合,帮助这两类政策实现了各自的目标(如达到价格稳定、财政稳定和创造可持续预算政策),也以此奠定了长期增长的基础。

该论文研究的课题是:过去15年当中预算政策和货币政策之间的主要搭配方式是什么,以及在不同的时间段里处于不同活跃度和不同主导程度的财政、货币政策通过何种途径产生相互作用,怎样评价它们(共同)运用的成果。我们采用了埃里克·利珀(Eric Leeper)的模型作为框架,运用了过去15年的经济历史作为实际数据和经验。其中,本文详细介绍了从2010年到2013年间实施的财政政策改革和2013年之后实施的货币政策改革的原因、目的、主要内容和效果¹。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: E52、E63、O23

关键词: 货币政策, 财政政策, 经济政策的协调配合, 财政主导理论, 匈牙利经济历史

1. 前言

经济政策的两大主要支柱,财政政策和货币政策之间的关系对经济政策的成效起了决定性作用。利珀(Leeper 1991)发表的财政主导理论为研究两类政策之间的关系提供了耐人寻味的理论框架²。简而论之,利珀(Leeper)

* 本刊刊登文章仅代表作者观点 不代表匈牙利国家银行的观点或意见。

毛托尔奇·捷尔吉 (Matolcsy György) 匈牙利国家银行行长。

保洛陶伊·达尼尔 (Palotai Dániel) 匈牙利国家银行负责经济学和重大事务的总经理

电子邮箱: palotaid@mnbb.hu

该论文发表于《金融与经济评论》2016年第2期 <http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/gyorgy-matolcsy-daniel-palotai-en.pdf>

¹ 作者们感谢绍洛伊·阿科什 (Szalai Ákos)、卡萨伯·罗兰特 (Kaszab Lóránt)、瑞夫·亚当 (Reiff Ádám)、鲍科绍伊·葛尔盖伊 (Baksay Gergely)、梅泽尔·贾博 (Meizer Gábor) 为编写本篇论文提供的帮助。

² 最新的《宏观经济学手册》(Handbook of Macroeconomics) 为财政主导理论用了一个章节的篇幅,这是显示该问题重要性的良好佐证。(见 Leeper and Leith 2015)。

研究的课题是：紧缩和宽松的财政政策需要搭配何种货币政策；反而亦然，如果两者进行不兼容的战略又会有何影响。

下面我们根据利珀（Leeper）的理论和概念来解析匈牙利过去15年里的经济政策。我们将会看到，利珀（Leeper）的方法非常适合指出：在这两大经济政策的决策力量之间，何时不可能出现协调配合，何时可实现协调配合的机会但尚有不足，何时实现了真正的协调配合。显然，经济政策的成功与否取决于这两大因素之间的配合情况。匈牙利经济最成功的时期：正是财政和货币政策互为协调、互为合作时期，而当其中一类政策强行制约另一类政策时，后者只能给出越来越坏的回应。

第一部分是利珀（Leeper）理论的简单介绍；第二部分是关于被错误的财政政策主导的时期（2002-2009）；第三部分写的是财政政策已为协同合作创造了机会，而货币政策尚未利用这一机会的三年（2010-2012）；第四部分是关于两类政策的协同合作以及至今得到的成果（2013-2015）。最后一章是我们做出的结论。

1.1 财政主导理论

利珀（Leeper）理论讲到，财政政策和货币政策可以分为主动型和被动型，这取决于每一类政策有多么遵守它们的自我目标。此外，根据政策的决策者是主动型还是被动型，可区分出财政主导和货币主导这两个概念，让我们更准确地描述以上所提到的目标和行为。

货币政策在模型中的目标，是让通货膨胀在预测时期内达到设定的目标。如果货币政策严格遵照该目标实施其决策，那么它就是主动型（严格的）；如果允许通胀率偏离目标，那么它就是被动型（宽松的）³。利珀（Leeper）对财政政策采取了与货币政策反向的定义。主动型（或者扩张性的，宽松的）财政政策允许预算赤字超出可维持的水平，被动型（紧缩的）财政政策注重于确保其长期的稳定性⁴。两类政策扮演主动型还是被动型的角色，决定了经济政策是财政主导（主动的——扩张性的财政政策和被动的——宽松的货币政策）还是货币主导（主动的货币政策和被动的财政政策）。除此之外当然也有主动—主动和被动—被动的经济政策搭配。

货币主导是根据利珀（Leeper）理论：货币政策是主动型，财政政策是被动型。央行严格遵照通胀率目标实施政策，这样一来，财政政策别无选择，只能保持被动状态（也就是紧缩的财政政策），不然就会威胁到国家预算的

³ 按照利珀（Leeper）的思想我们也可以解释为：货币政策规则（或者是泰勒规则）认为当通货膨胀率比通货膨胀目标高出1个百分点的时候，那么名义利率的增长幅度高于1%（与和通胀目标匹配的名义利率相比），因为要使名义利率减去通胀率所得到的有效利率得到增长。

⁴ 依照利珀（Leeper）观点，根据财政规则规定，当债务的实际价值超过一个界限值的时候，预算盈余就要增长。

长期稳定。利珀 (Leeper) 将这个经济政策的搭配方式看作为基本状态, 该状态可保障经济政策的两大支柱间稳定的合作模式。

财政主导指的是由主动型 (扩张性) 财政政策和被动型 (宽松性) 货币政策组成的经济政策组合。也就是说, 财政政策允许过高、超过长期可持续的赤字水平。为了维持国家预算的整体平衡, 根据利珀 (Leeper) 模型推论, 需要央行放弃其通货膨胀目标, 让通胀率增高。换句话说, 是要实施宽松的货币政策。这样央行就会创造铸币税收入, 并可将其转为预算收入, 用另一种方法描述, 就是通过通货膨胀使债务贬值。当然, 在现实当中这个问题要复杂得多, 除了经济学障碍之外, 还有众多法律和信誉上的障碍, 而在利珀 (Leeper) 模型中, 该问题已被按照上述方式所看待。在财政主导环境下, 国家预算的整体平衡可以得到维持, 维持方法主要不是通过保持预算平衡, 而是通过制造高于合理水平的通货膨胀。也就是说, 央行需要局部或完全放弃其设定的通胀目标, 这样便成为了被动型 (宽松的)。⁵

很多国家都曾经历过财政主导的时期。比如布兰查德 (Blanchard, 2004) 指出, 财政主导理论可较好地描述巴西2003年之前的经济环境, 当时该国因为主动的财政政策制造了高额赤字, 而该国的央行完全没有通过提升利率来应对2002年出现的通胀压力。梵、明福德和欧 (Fan, Minford and Ou, 2014) 的论述表示, 70年代的英国可以被描述成一个以财政主导为基础的政权模式。戴维格和利珀 (Davig, Leeper, 2008) 研究了美国时间排序, 并发现了80年代前曾出现过符合财政主导政策特征的时期。要知道, 美国于80年代初发生了货币政权改革: 原来的被动货币政策 (用以维持主动的财政政策) 被更换为主动货币政策【在保罗·沃尔克 (Paul Volcker) 于1979年当选美联储主席之后】。

接下来出现的问题是, 如果与之前所介绍的情况相反, 在货币政策和财政政策同时主动或同时被动的情况下会发生什么。通过原来的模型 (利珀 Leeper, 1991) 可以看到, 在货币政策和财政政策同时主动或被动的情况下, 无法实现平衡状态。⁶因此, 央行在平衡经济系统上扮演者重要作用: 它要时刻掌握财政政策动向, 并采取相应的策略来应对。

值得关注的是, 在财政政策为主动的 (扩张性的) 情况下, 对于匈牙利国家银行来说没有好的选择, 它只能选择是局部放弃还是完全放弃自身目标, 或者严格维持目标 (保持主动)。在它选择前者的情况下, 通货膨胀会

⁵ 在财政主导的情况下, 除了扩张性的财政政策之外, 所谓的“资产效应”也会提升通货膨胀。因此, 居民的 (名义) 资产会因为更多的交易和/或更低的税务而增加 (或者简单点说: “人们口袋里的钱变多了”), 而这看起来变得更多的资产会鼓励居民额外消费, 并进一步增长通货膨胀。

⁶ 如果两类政策均为主动的, 那么国家财政的整体长期平衡无法实现。财政政策允许大额赤字, 央行却维持低通胀率, 这样下去最终会导致预算崩溃, 引发危机。如果两类政策均为被动的, 那么预算赤字低, 但央行仍然允许高通胀率。这是不太切合实际的一种搭配。

持续上升，超过预先设定的目标；而在选择后者的情况下则会破坏国家财政预算的整体平衡，极端的情况下甚至会引发破产或危机。

戴维格和利珀 (Davig, Leeper, 2008) 对分析论述进行了进一步的调研，研究了一开始不可持续的经济政策搭配在一定几率下转变成可持续状态的情况。研究结果表明，如果现有制度不稳定（比如因为货币政策和财政政策均为主动的），那么系统恢复稳定的条件，就是财政政策在将来至少有少量转为被动的可能性。换句话说，如果投资者预计将来会发生有益的转变，就会包容此阶段这看起来不可持续的经济政策的搭配状况。

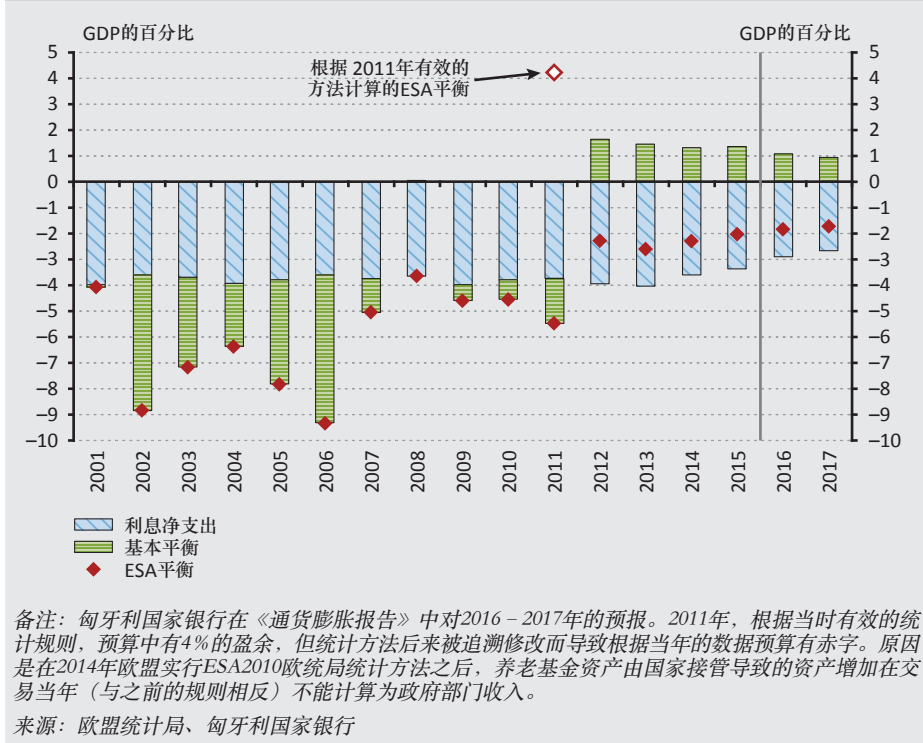
我们将按照以上的框架系统介绍匈牙利在过去15年的经济政策。我们要提前申明，从经济政策决策者的观点出发，我们认为利珀 (Leeper) 的用词并不适用于所有情况下。一方面，从审慎角度来看，他的模型里对于主动和被动政策的含义在财政政策和货币政策上是不同的。货币主动代表不惜一切代价维持通胀目标，而财政主动则代表不可持续的，高开支的政策。若以此推论，财政主导所指的却是以财政政策为主来决定的经济政策搭配，其中最大的重点，是财政政策本身的不可持续性，需要货币政策做出相关的配合。与此同时在货币主导的环境下，提出的货币政策并不能起到主导和决定性作用，而是匈牙利国家银行运用自己可以运用的手段，专注于达成自身设定的通胀目标。综上所述，在财政主导的情况下，两类政策之间没有切实合作的可能，因为匈牙利国家银行只有放任通胀或实施过于紧缩的货币政策这两种选择，但采用主动的货币政策（用利珀 Leeper 的话说是货币主导）尚有存在合作的可能性。最后值得我们重视的是，利珀 (Leeper) 的模型中提到的主导含义代表的不是“重要性”，而只是代表一种经济政策搭配而已。

2. 极具缺乏协调性的财政主导和无力的货币政策 (2002–2009)

介绍完财政主导理论之后，将其框架运用在此理论中，从而研究匈牙利自2001年实施的通胀目标制到2010年之间经济政策的发展情况以及在此形成的主要宏观变量。可以说在没确定具体结果前，主要原因是由于不负责任的货币政策所导致，所以2002年至2010年期间是匈牙利经济史上的浪费时期（Leeper 的模式中委婉措辞为“积极的”）。这既不适合采用通货膨胀来抵消债务的宽松型货币政策，又不适合采用为了稳定物价而取消过于增长的紧缩型货币政策。由于2002年起这不负责任的财政政策举措，导致在所研究的大部分时间里，政府的财政政策和中央银行的政策之间在原则上也没有和谐的余地。当然这并不能免除货币政策在这一时期的错误举动所导致的外币贷款扩张等问题现象的出现所要承担的责任。

观察实际经济增长和财政预算平衡的关系可以看到,这两个对国家经济的可持续发展和赶超来说或许是最重要的两大因素,却从未在2002-2010年期间的任何一年中同时出现过。因为二十一世纪初全球经济繁荣的推动(从2002年开始)以及持久的过度宽松型财政政策,从而导致了实体经济的增长(到2006年为止),但并没有负责地达到财政预算的收支平衡(见图1)。

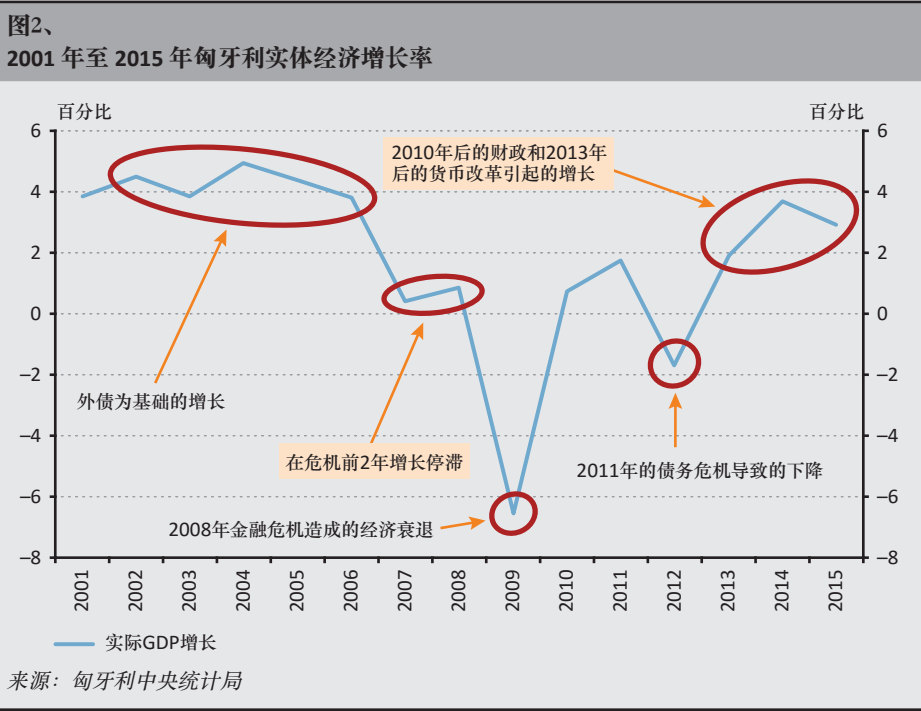
图1、
2001 年以来预算收支平衡以及主要组成部分的走势



2006年之前,约为4%的经济增长速度未能持续,因为2010年前历任政府的财政政策造成了持久的结构性失衡。在财政主导下,历任政府主要试图通过高幅度预算赤字(2002年至2006年间平均为7.9%,2002年至2010年间为6.4%)促成增长并且隐瞒经济框架中日益严重的结构性问题。由于劳动收入中(按照国际标准来算)过高的税务负担以及无理宽松的社会福利制度,到二十一世纪中旬匈牙利已然成为欧洲就业率和经济活动比率最低的国家之一。⁷家庭和企业部门较低的负债净额,加上高额的财政赤字,从而导致了庞

⁷ 毛托尔奇·捷尔吉 (Matolcsy György) - 保洛陶伊·达尼尔 (Palotai Dániel) (2014)

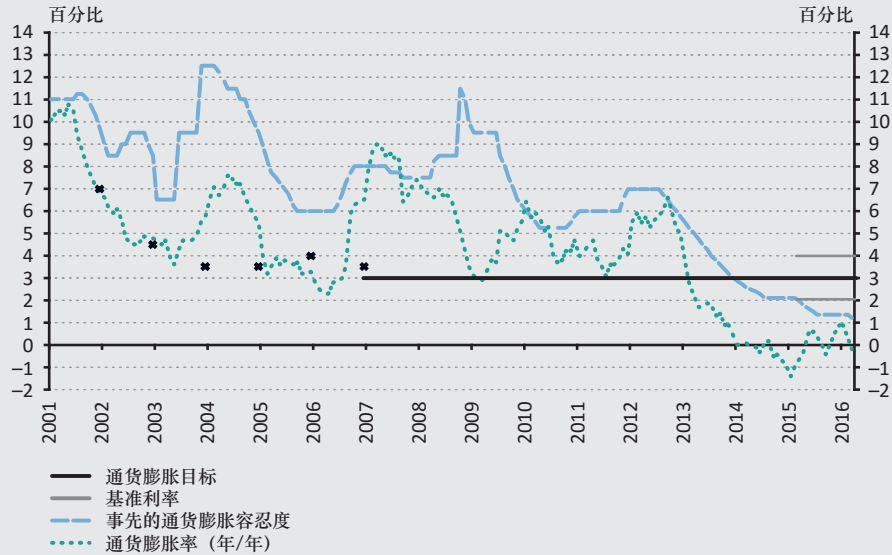
大的双重赤字。国民经济外部融资需求净值的快速上涨导致越来越大的外部脆弱性风险，而在2003年后外汇贷款迅速普及且进一步加剧和扩张（图10）。缺乏稳定的宏观经济基础（如广泛的就业以及内外宏观金融平衡）的增长于2006年失去了蒸蒸日上的势头，而且在2008年秋季爆发的全球货币和资本市场危机的前两年内已然停滞不前（见图2）。



这种错误的基于高额外债、缺乏针对强化国内产能的结构性改革、无理维持高额财政赤字和过高主导财政政策的举措，直接导致了较高的通货膨胀，而中央银行仅关注其主要法定任务（即价格稳定）试图以维持高基准利率来平衡以上的问题，但是没有成功。国内的消费物价指数多半高于央行自2001年以来在通货膨胀目标制度框架内所规定的通货膨胀目标（图3），也就是说，尽管央行的指导利率很高，也未能如愿实现其首要目标。

从2001至2010年期间，匈牙利平均通货膨胀率对比波兰、捷克和斯洛伐克经济体（V3）所高出2.5个百分点的事实上充分说明匈牙利通货膨胀率持续高涨（图4）。这是一个重大的通货膨胀差距，但是财政和货币政策自2013年初开始协调后，这种重大的通货膨胀差距基本上得以消除。2013年后，原先平均2.5个百分点的差距缩小至0.3个百分点。

图3、
自 2001 年, 央行基准利率和通货膨胀的发展情况



来源: 匈牙利国家银行, 匈牙利统计局

图4、
匈牙利和维谢格拉德集团三国自 2001 年起的平均通货膨胀率状况



来源: 欧盟统计局

持续远高于目标的通货膨胀有害于匈牙利经济。不仅在不必要的程度上侵蚀了资产和投资工具的实际价值，而且还侵蚀了家庭实际的工资和公司实现的利润，因而对国内总需求产生了负面影响。通过财政政策促进通货膨胀以及将其无理地维持在高水平的目的：是在没有结构性改革和降低初级预算赤字的情况下，削减国债的实际价值。

这种错误政策最有害的后果之一就是：通过勉强维持高于经济体需要的名义基准利率和收益率曲线，推动了匈牙利私营界去选择远低于国内利率的外币借贷，主要币种为瑞士法郎的贷款居多，但也有少量欧元贷款。除了巨大利率差距之外，到2008年金融危机爆发为止持续坚挺的福林也是外币债务高筑的原因之一，与之同时，经济界人士并未意识到汇率的实际风险。在上述过程中以及在不利经济政策组合的形成中，可能在2001年到2008年之间施行的“区间钉住”汇率制度也起到了作用。⁸经济界人士用外汇借贷造成了巨大损害并且严重侵蚀了央行货币传导机制的效率，因为大部分贷款失去了其直接的利率敏感性。在全球范围内外汇债务已在私企部门和国家部门之间造成了极大的外汇波动风险。此外，高福林利率以大量的利息支出增加了国家财政预算的负担，因而进一步增加了财政赤字和政府债务。

由于2002年以来经济政策的管理不善，2008年爆发的全球金融和资本市场危机，对匈牙利来讲已经成为经济基本面大大削弱、无法维持增长、经济活动率极低、双赤字和负债累累的全欧盟最脆弱的经济体之一。这一巨大的外部负面冲击迅速席卷了匈牙利，可惜匈牙利经济政策无法充分应对。

由于这种高度的脆弱性（因国外机构投资者突然退出），国内政府证券市场几乎立即冻结。为了解决这个问题并且为了稳定国内商业银行的资本状况和中央银行的（原来不足的）外汇储备提高至适当水平，当时匈牙利政府和中央银行管理层不得不寻求国际货币基金和欧盟的帮助，并且大幅度提高了基准利率。被迫跟国际债权人借了一系列贷款，进一步扩大了国家债务（其还款任务落在了2010年之后担任的政府的肩上），也进一步束缚了政府经济政策的手脚。

国家总负债与国民生产总值（即GDP）的比值是衡量经济政策效率的一个标准，因为这个宏观经济指标包含主要预算平衡、政府利息支出、通货膨胀率、汇率和实际增长变化的影响。证明2002年至2010年期间经济政策的根本缺陷是：即使拥有良好的外部经济环境、宽松的财政政策、较高的通货膨胀率，也未能充分推动实体经济的发展从而降低（或至少维持最低水平的）国债率。与此相反，国家债务对GDP比率从2001年底的52%，至金融危机之前

⁸ 乔伊博克·奥迪拉（Csajbók Attila） - 湖戴茨·安德拉什（Hudecz András） - 道马什·巴林特（Tamási Bálint）（2010）

已达到66%，2010年底超过80%（图5）。同时，按照人均GDP我们日益落后于其他本地区国家的发展。⁹在这一方面可以肯定的是，截止2010年进行的财政主导政策是失败的，2006年宏观经济失衡之后几乎未能创造经济增长。

3. 财政政策的转变和预算的整顿（2010–2013年）

二十一世纪开始的第一个十年期间，以高预算赤字和不断上升的国债比率为特征的 财政政策在2010年后发生了剧烈转变。当时上任的政府宣布的目标是，减少以地区和国际标准均突出的国家债务到可持续的水平以及下调预算赤字至马斯特里赫规定的国内生产总值3%的限制以下。除了这些主要目标外，通过扩大就业促进实体经济，打击“黑色经济”和减轻经济的外部脆弱性，其中淘汰外币贷款成为了经济政策的当务之急。在扭转2010年前的负面宏观经济趋势之后，所有重大领域均取得了实质性的进展。因此，“与往期的基于过高负债的增长模式相反，将创建更加依靠国内融资、更加可持续性收敛渠道的机会”。¹⁰

就财政与货币政策之间的关系而言，财政政策成果中最重要的结果：是结束了早期有害的财政主导制并且彼此尊重对方的独立，为同一终极目标的两领域之间创造了适当的合作机遇。然而，货币政策在这个时期并没有试图和政府各项政策达到协调，也未能抓住财政整顿对其提供的机遇。既没有价格稳定又没有金融稳定，而且当时的匈牙利央行的管理层也没有支持匈牙利政府的经济政策。

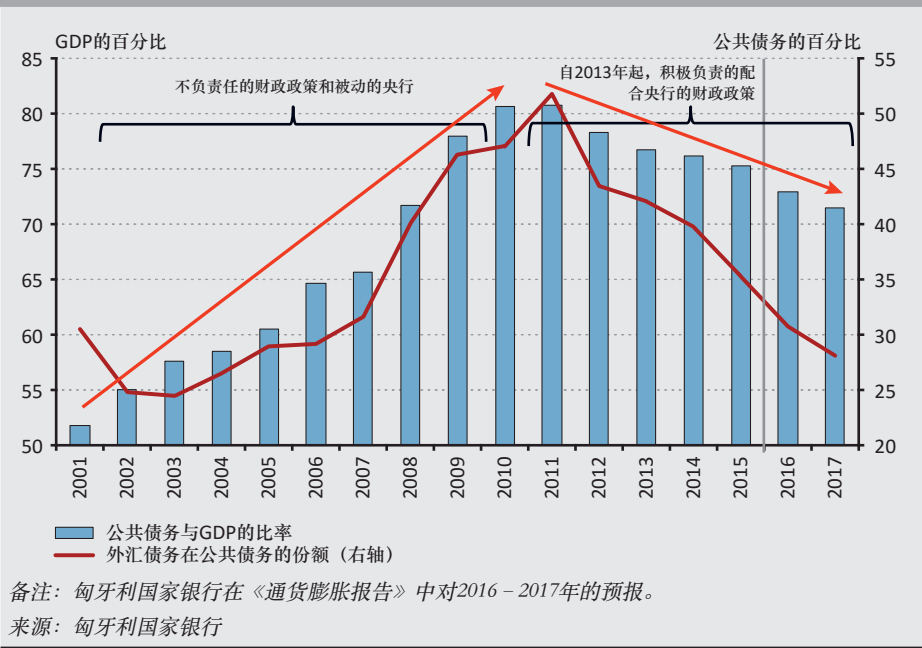
2010年后财政扭转的主要目标是打破2002年后总负债与GDP比率剧增的负面趋势以及调整到下降趋势（图5），与此同时不阻碍，反而尽可能的支持这多年衰落的经济复苏起来。高额的国债（包括过高的外币和外债比率）存在着高度的宏观经济脆弱性和重大的实体经济风险。政府强调了减少国债的重要性，并制定了相关的债务法规，于2011年通过《基本法》将其提升到宪法层面。

减少负债比率的第一个也是最重要的工具是将预算赤字占 GDP 的比重限制在较低水平。不仅因为二十一世纪初不负责任的财政政策导致2010年的重大负债，从而需要财政收支的迅速改善，也因为这也是欧盟的财政预算义务。也许匈牙利是唯一的自从加入欧盟那年（2004年）起就被列入过度赤字程序（EDP）的国家，因为匈牙利每年都违反了马斯特里赫特标准里所规定的——财政预算赤字占国内生产总值的3%。持续违反这一标准的行为有

⁹ 毛托尔奇·捷尔吉 (Matolcsy György) (2008)

¹⁰ 毛托尔奇·捷尔吉 (Matolcsy György) – 保洛陶伊·达尼尔 (Palotai Dániel) (2014)

图5、
国债发展情况和 2001 年度外债比例

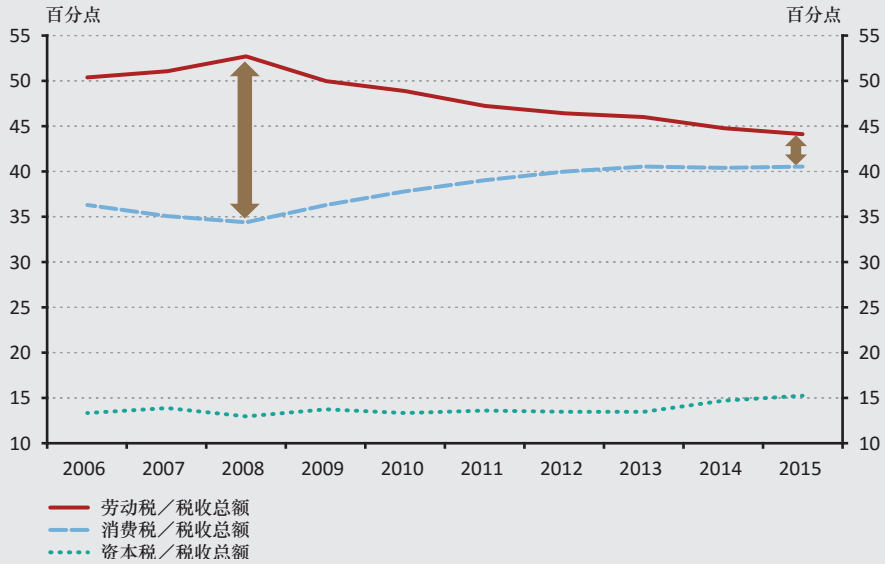


可能导致欧盟凝聚力资金暂停，特别是布鲁塞尔试图比过去更加严格地强制执行欧盟规则的（在2008年全球金融资本市场危机和2011年欧洲债务危机爆发以后的）几年中。政府不能再冒着失去欧盟资源的经济风险，所以不得不以实质性的和可持续的方式来整顿财政预算。

政府整顿财政预算时试图给家庭的可支配收入尽量不起到负面影响，同时（包括跨国公司的参与），要创造基于大税收基础的公平的税收政策。创造这种财政空间的一个关键因素是使用所谓非正统财政工具（比如金融部门、零售部门、通讯部门和能源部门的特殊税务负担）。

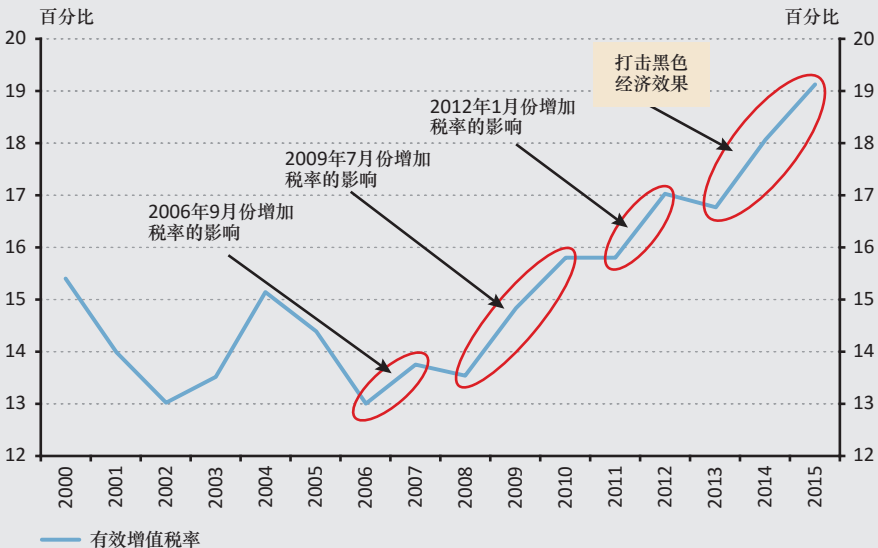
此外为了记录零售业的交易，将在线收银机连接到税务局和海关税控网络上的电子收款机注册制，大幅度提高了消费税的比例。随着零售销售量的增长，根据2014-2015年估计的有效增值税增长率的提高（2个百分点）表明，在打击“黑色经济”方面这个举措发挥了重要作用。（图7）这就说明，在没有提高增值税的条件下，却能够成功增加与消费有关的税收，同时也缓解了合法纳税企业的竞争优势。

图6、
匈牙利税收结构的变化



来源：欧盟统计局, 匈牙利国家银行

图7、
匈牙利有效增值税率的变化以及变化的原因



2010年后财政政策（同1998 - 2002年周期一样）优先支持地社会经济目标群体又是家庭和中小企业。为了提高家庭收入状况，政府制定了统一的固定比例的个人所得税制度，引入并不断扩大了让孩子的家庭享受重要支持的家庭税基优惠制度。不仅通过推出统一个人所得税税率减轻了劳动收入的税务负担，而且通过把边际税率降至地区标准，促进劳动参与率以及降低隐藏收入。除了个人所得税制度之外，还出台了“就业保障行动计划”。在其范围内，政府专门通过大幅度减少雇主的捐税而保障劳动力市场中的弱势群体（25岁以下或55岁以上失业人员、产假后回到工作的母亲、无技能和长期失业者）就业。

政府以大幅度提高优惠（10%）企业税率（将上限提高至5亿福林），引进优惠小企业税收形式【KATA（小规模纳税人逐项纳税制度）、KIVA（小型企业纳税制度）】来支持和提高中小企业的盈利能力和竞争力。

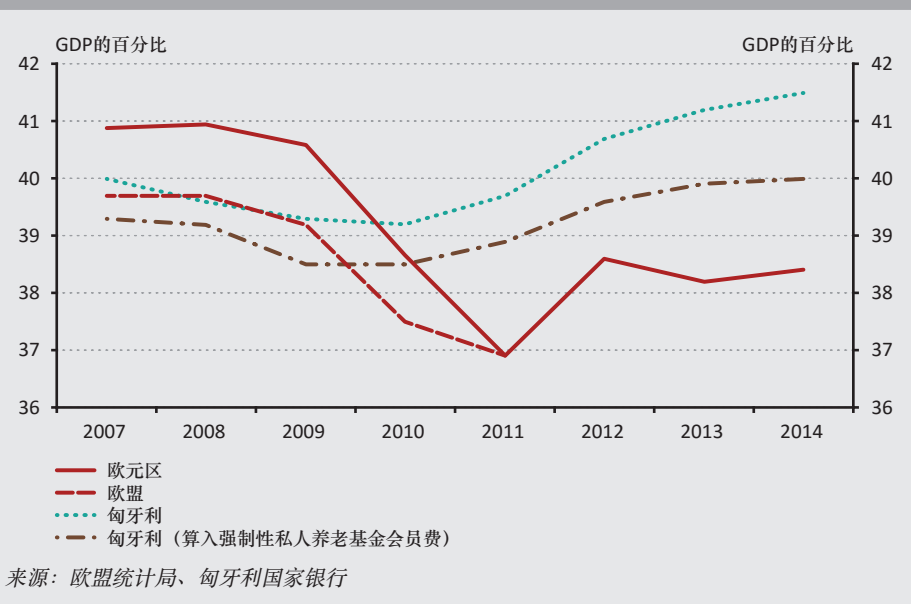
财政预算平衡收入方的增长是依靠由新型政策支持的税收和养老金改革以及（尽管全球实际经济衰退持续）仍日益消退的匈牙利“黑色经济”，而预算开支方面的结构重组和调整是通过实施《塞尔·卡尔曼计划》（Széll Kálmán Tervék）而确保了基础。这些计划的主要目标之一是收紧在2010年之前过度宽松的社会福利制度，并且将有能力工作的劳动力从非经济活动人口中转移到在劳动力市场活动的人群当中，因为在2010年之前，匈牙利的就业率是欧洲最低的。“公共工作计划”的扩大，由国家促进以及以教育项目的扩大也是“以工作取代援助”的经济政策的一个关键因素。

在重大调整预算收支两个方面之后，2012年，基本平衡占国内生产总值的百分比在12年来首次出现盈余，预算赤字与国民生产总值的比例远低于3%，降低至2.3%，而在随后的几年内也稳定在相同水平。（图1）一个特别的成就就是在实现预算的重组和整合的同时，欧盟统计局的数据显示税收负担总额相对于国内生产总值的比例下降了1.5个百分点，如果一并算入强制性私人养老基金会员费的情况下，相对于国内生产总值的税收负担总额与2010年政府变更前相比，下降了约2.5个百分点，以此下降到了欧盟平均水平以下（图8）。

财政周转后，2013年针对匈牙利的欧盟过度赤字程序于九年后终于取消了。这是一个显著的成就，不仅是因为消除了欧盟资源暂停对经济政策的不断威胁，也是由于匈牙利政府的财政政策（尽管受批评）终于在国际上得到认可。

中央银行（预期）的利润成就也在过度赤字程序的消除中发挥了作用。在2012年底，匈牙利国家银行预测了下一年央行亏损2030亿福林，而欧盟委员会根据这个预测认为需要进一步的调整预算，这个事件很好地表明当时的中央银行和财政政策的矛盾。然而，2013年3月份央行的新任领导层表明可以避免这种情况并且在2013年年底的财政报表中显示出富有盈余。

图8、
2007 年至 2014 年期间匈牙利和欧盟税收集权变化

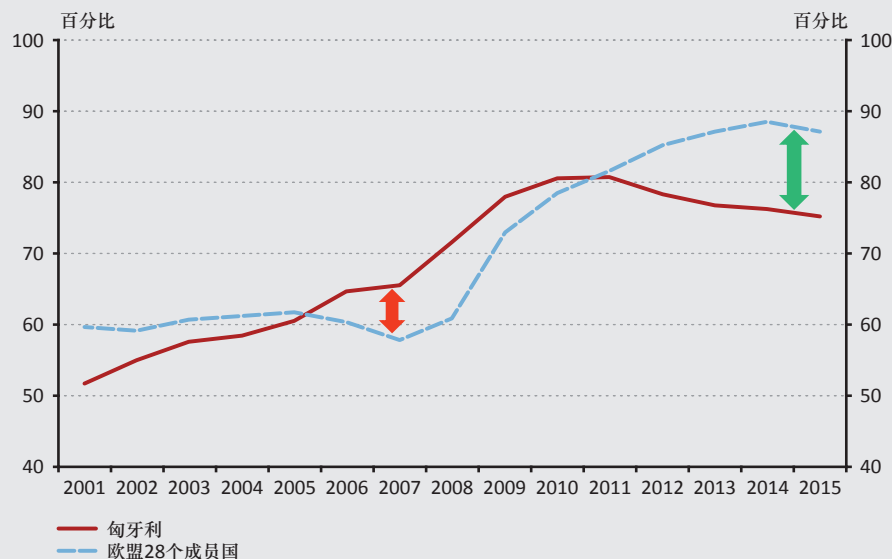


通过政府为可持续性整顿预算赤字以及启动和推动经济增长采取的措施，到2010-2011年国家债务得到了稳定，而且尽管欧洲因为金融和经济危机衰退，2012年后逐步下降。¹¹2011年创下历史高点的80%负债比率下降到2015年年底的5.5%。（图5）与此同时，国债的外币比例也连续大幅下降：2011年达到了历史新低（52%），而到2015年下半年缩减至35%。据我们评估，到2016年第二季度，在偿还最后一期欧盟国际货币基金组织贷款后可能已达到32%。

值得指出的是，2008年，欧盟28个成员国的平均负债比率比匈牙利债务比率低11个百分点，但是与匈牙利相比之下，欧盟平均债务与GDP的比率一直在上升，接近90%。到2014年年底的时候，欧盟的平均债务比率比匈牙利的高12个百分点以上，而尽管欧盟的平均负债比率预计会下降，这个差距可能在2015年仍然存在。（图9）2002年和2010年之间上升的匈牙利债务趋势显示，匈牙利未能利用二十一世纪初全球稳健经济状况提供的机会，而且依靠外债融资的实际经济增长（平均4%左右）以及高于目标的通胀率也没能抵消当时长期财政赤字（平均6-7%）提高负债的作用。

¹¹ 鲍科绍伊·葛尔盖伊 (Baksay Gergely) – 绍洛伊·阿科什 (Szalay Ákos) (2015)

图9、
匈牙利和欧盟成员国总负债与 GDP 比重变化



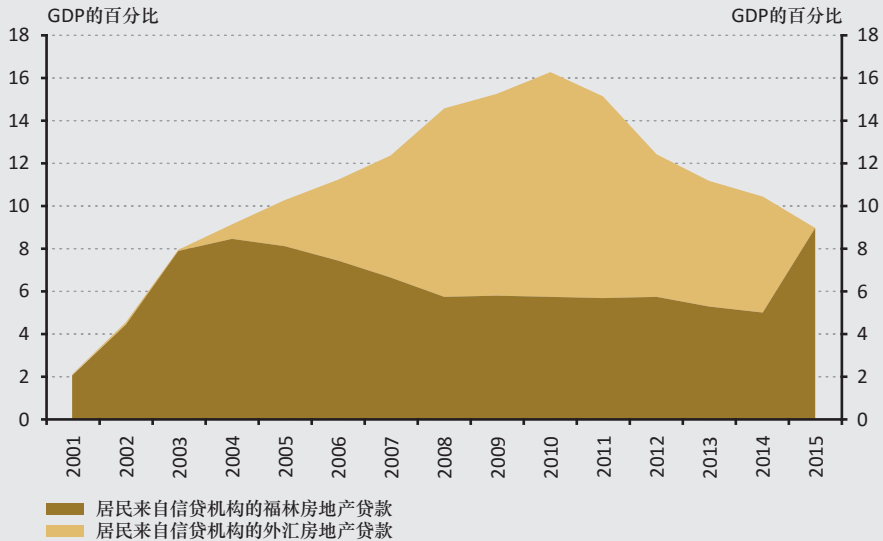
备注：由于当时还没有掌握欧盟时间序列的2015年实际数据，所以我们使用了欧盟委员会最新的2015年的估计。

来源：欧盟委员会、匈牙利国家银行

除了全面财政整合、救济外币债务人之外，逐步淘汰外币贷款又是经济政策的重中之重。其理由是到2010年，大部分私营部门贷款是用外币计值的，这使得整个匈牙利经济变得对汇率高度敏感。外币贷款的普及程度除了大大削弱了匈牙利货币政策转导机制的效率外，同时还造成了超常的宏观财政的（在世界范围内都脱颖而出的）脆弱性。经济的汇率敏感性变得很显著：除了汇率可能贬值之外，外币债务人负担不断上升，也显著地加重了家庭和企业的收入状况和盈利能力，同时也给财政制度带来了重大的系统性风险。在2008年全球危机爆发后，不良贷款迅速崛起也反映了这个现象。最大问题出在零售外币抵押贷款上，因为2003年这些贷款的比重大幅度攀升（图10），而且相关偿债负担的增加使得成千上万的人面临失去家园的风险。

2010年为了解决这一道迫在眉睫的问题，政府做出的第一步就是禁止了向居民提供外汇抵押贷款，并且推出一系列有助于防止社会灾难的举措。政府宣布暂停驱逐违约家庭，通过提前还款计划减少家庭外汇风险，推行汇率上限机制，并且为社会最脆弱的居民设立了匈牙利资产管理公司。2012年政府的援助还并不是全面的解决方案，不过广泛地、大大地改善了债务人的情况。政府这时候还无法实现一个彻底的解决方案，为了将外汇贷款转换成

图10、
居民向信贷机构借房贷的变化（按 GDP 的百分比）



来源：匈牙利国家银行

福林以及为了保持财政稳定，需要中央银行的外汇储备确保转换所需要的外汇。然而当时政府还不能指望中央银行的帮助。

因财政赤字和国债占国内生产总值的比重日渐好转以及外债的大幅度下降，匈牙利风险评估2012年就开始显著改善。匈牙利日益改善的市场不仅体现在风险溢价【包括信用违约互换（例如CDS）】下降，还体现在国债利率的大幅度下降（图11）。

既创建内部宏观经济平衡又创造了实质性的活动余地，（在这方面政府措施发挥了重要作用）2012年良好的通货膨胀前景要求放松货币政策。当时7%的基准利率的下调，国家货币委员会一开始不是很愿意此操作，通过召开外部成员反对内部成员的会议上，于2012年8月才得以实现。因此随之持续三年的减息周期之所以有余地，是因为（在降低的通货膨胀率和越来越固定的通胀预期条件下）得到了在2010年后的整顿逐渐巩固的预算财政政策信誉的保障，和全球各地的国际投资者风险承担意愿涨势的支持。

4. 财政政策和货币政策间良好的协同作用以及从中获得的成果 (自 2013 年起)

2013年3月，随着央行新领导上任，货币政策迎来了全新时期，同时，这对财政政策和货币政策的协同合作也是全新的开始。此后，匈牙利国家银行（匈央行）在其常规政策之外，开始引入新颖、创新的工具和体制来达成其首要目标（实现并维持价格稳定）。另外，根据其法定义务的要求，在不危及到其达成首要目标的情况下，尽力支持“维持金融中介体系的稳定”并用其所掌握的工具支持政府的经济政策”（2013年第一百三十九法令第3条第2款）。与审慎的财政政策搭配后形成的经济政策搭配，在利珀（Leeper）模型中也得出了良好的平衡结果，引导两类经济政策分支达成目标（可持续的预算、稳定的价格）。

自2013年以来，央行政策多方面的应对预算政策起到了良好作用。我们将在下面部分通过这些主要政策和体系来介绍货币政策转变的主要步骤和成果：(i) 减息周期，(ii) 增长信贷计划（NHP），(iii) 自我融资计划，(iv) 积极配合个人外币贷款福利化工作，以此改善了货币传导机制，并在最近启动了(v) 增长支持计划（NTP）。

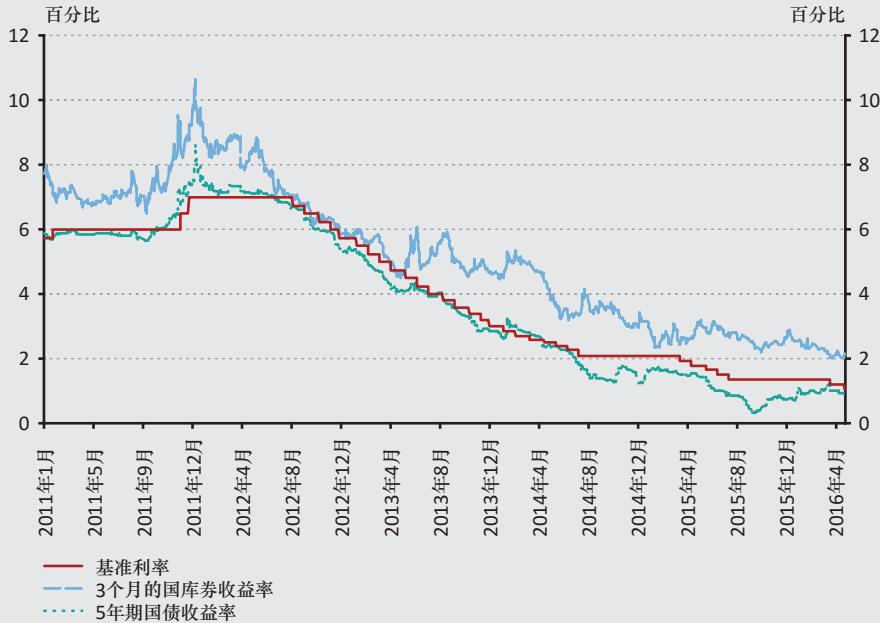
4.1 以积极创新的货币政策工具来实施货币政策的改革

(i) 减息周期。2013年之前，匈牙利通胀率持续高出目标值，而2013年以来，匈牙利（和全球）通胀率持续下降，一来因为内外需求低迷；二来因为负面开支冲击，该冲击在其他地方甚至造成了通胀收缩的威胁。在匈牙利，通胀收缩风险仅以负消费者价格指数的形式象征性地在2014-2015年间体现，其主要原因是匈牙利政府实施了多阶梯式机构服务价格下降政策，该政策以“月费减价”而闻名（图3）。2013年年初，匈牙利年消费者指数跌破了3%的通胀率指标，并于当年年底实际归零，如此，通胀率比货币政策所期望的水平要低了许多。除此理由外，匈牙利国内实体经济成绩不理想也是放宽货币政策的原因。

为了及时应对这些问题，央行新领导决定继续之前由外部人员于2012年开始实施的审慎又连贯的减息周期计划。为了同时达成通胀指标，又刺激实体经济增长，基准利率从2012年8月份的7%降低到了2016年4月底的1.05%（图11）。如此，基准利率通过多个减息周期被降到了历史新低。

(ii) 增长信贷计划。由于匈牙利实体经济增长明显低于预期值、商业银行实施杠杆（Deleveraging）措施，导致银行信贷行为大幅缩减，因此，匈牙利国家银行决定实施新式政策。2013年6月，匈牙利央行启动了名为“增长信贷计划”（NHP）的政策，该计划类似于英格兰银行实施的“融资还贷款”计划，与其之间个别条款中有所出入。该计划在其框架内为商业银行提供零利率的

图11、
自 2011 年以来，匈牙利基准利率和国债在二级市场收益的变化



来源：匈牙利国家银行，匈牙利国债处理中心股份有限公司

再融资信贷，由商业银行以最高2.5%的利率差价转贷给中小企业，用途可以为投资、流动资金、欧盟补贴的先融资和外币贷款转换。在该计划实施的两个阶段里，一共有 31000 家企业获得了总额2万1千亿福林的贷款。这样，作为过度期手段的NHP成功达到了由匈牙利国家银行设立的目标，顺利巩固了市场，刺激了增长。同时，NHP在各银行的常规产品中开始扮演越来越大的角色，长期如此可能阻碍市场化信贷的恢复过程。因此，央行自2016年起启动了增长支持计划，通过该计划逐步取消增长信贷计划，并同步实施一个拥有正面促进作用的新信贷计划，帮助各银行重新回到市场化信贷。

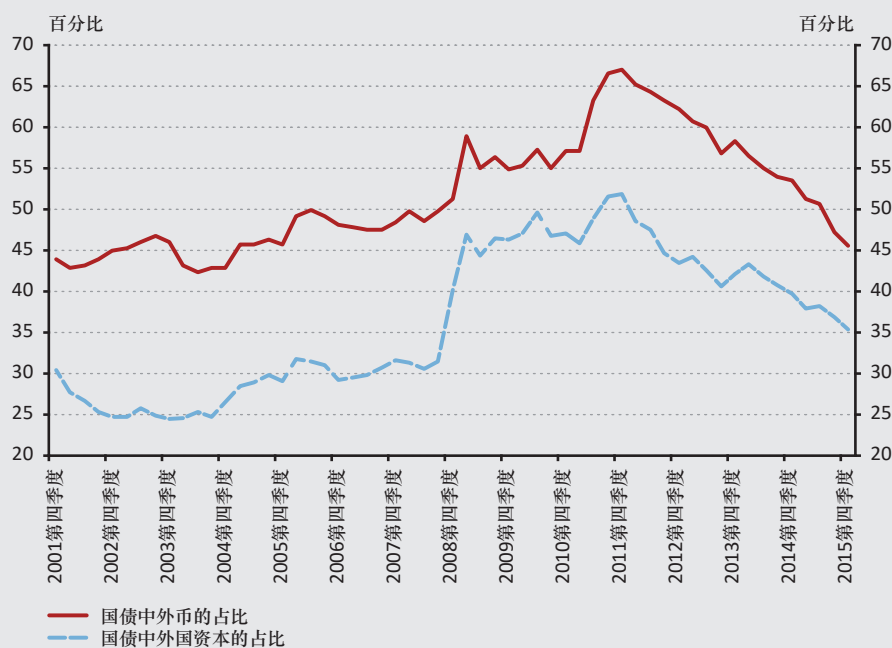
(iii) 自我融资计划。为了降低匈牙利经济的外部脆弱性，匈牙利国家银行于2014年实施了更多的非常规化政策手段。匈牙利央行于2014年将“自我融资计划”投入实施，并于2015-2016年通过几个步骤扩张了该计划的范围，该计划是为了减低直到2011年年底为止持续增长的对外债务和外币债务的水平。

在该计划框架中，央行的主导政策方针与政策的具体内容均有所变化。匈牙利国家银行希望以此达到的目的，不是让国内银行将流动资产投入央行的货币冲销产品，而是更多的选择将流动资产投入具备国债特征的金融产品。

此类产品流动性强、有可靠的担保，并属于匈牙利金融市场的非央行产品。作为自我融资计划的第一步，央行将其期限为两周的基准债券改变成为了存款，并推出央行条件利率互换产品（IRS），通过对利率风险的处理鼓励国内银行多考虑投资更长期的非央行证券，特别是国债。该计划于2015年实施了第二个步骤，匈牙利国家银行以此继续贯彻其货币政策工具的改造，鼓励各银行减少在央行基准产品上的资本投入。其主要手段是将基准产品原来为两周的期限提升为三个月，此外，央行还实施了一系列辅助政策。¹²

自我融资计划对匈牙利经济，尤其是对国债融资结构做出了改善，加强了对国内资本的依赖，大幅降低了匈牙利宏观财政的脆弱性。除了鼓励国内融资市场之外，自我融资计划还为大量到期的外币债务通过福林资源还款创造了条件，以此大幅减少了国债中的外币占比，同时也降低了债务对汇率的依赖性（图12）。

图12、
2001年以来匈牙利国债中国外资本和外币的占比



来源：匈牙利国家银行，匈牙利国债处理中心股份有限公司

¹² 自我融资计划框架中实施的金融产品更改还包括不断限制2周期的存款，并最终于2016年4月底正式取消了该产品和央行的利率掉期产品。

(iv) 个人外币贷款福林化。经济政策的两大主要支柱之间除了建立建设性的直接合作通道和相互合作机制之外,在其他领域建立合作关系也是至关重要的。比如个人外币贷款的福林化,就是财政政策和货币政策共同影响到的领域之一。匈牙利政府在设计救济外币贷款者的政策,同时削弱外币贷款市场的占有率时,央行起到了非常重要的角色。外币贷款市场中存在着系统级别的风险,主要威胁到货币传导机制、金融稳定性和经济增长。作为匈牙利国内银行体系的最高机构,匈牙利国家银行在银行界与国家政府之间的会谈上扮演了积极的、甚至是创始人的角色,从而为解决个人外币贷款问题从专业角度上指明了方向,并保障了所需的外币流通(通过保障大约96亿欧元)。

能够成功淘汰个人外币贷款,归功于良好的时机、充分的专业准备和各方之间的建设性谈判。¹³匈牙利最高法院于2014年6月16日的司法决议中为之后一系列的清算、福林化的准备和保障工作奠定了法律基础。在执行之前,各方进行了多轮专业辩论和商讨,因为淘汰外币贷款有多种途径和节奏。考虑到对于国家外汇储备量的要求,匈牙利国家银行选择支持一步到底的兑换方式。因为福林化流程的特点,需要提前设定固定兑换汇率,为此需要三方(政府、各银行、匈牙利国家银行)紧密合作。该计划在实施过程中,不能让外界得知外币福林化的方式、时机和汇率,否则整个福林化的工作可能获得消息的市场投机者破坏而以失败告终。¹⁴

与淘汰个人抵押贷款计划相关的央行外币招标工作于2014年秋季和2015年初实施,个人和汽车外币贷款的福林化招标工作于2015年8月和9月实施,如此,到2015年年终时,匈牙利居民的账目上已基本没有外币贷款余额。

(v) 增长支持计划。名为增长支持政策的新计划从2016年1月1日起启动,该计划一来通过逐渐停止增长信贷计划,二来通过启动具备良好刺激作用的市场化信贷计划(PHP),从而促进各银行回归市场化信贷。该计划的目的是:同步无障碍地停止增长信贷计划和恢复市场化银行信贷;此外,在2016年提升目标中小企业界贷款余额2500-4000亿福林,相当于5-10%的年贷款增长率。在停止增长信贷计划的第三个步骤中,匈牙利国家银行为国内中小企业界提供两波3000亿福林的贷款额度(其中一半为外币),并同步实施市场信贷计划(PHP),试图促进各银行于信贷市场活跃度的增长。作为该计划的一部分,央行提供的产品中增加了一款带有信贷条件的利率掉期互换业务(HIRS),和一款支持银行流动资金管理的特惠存款方案。央行通过条件式的针对性金融产品来促进信贷市场的增长,即参加该计划的银行,须承诺至少提升相当于其享用HIRS额度的四分之一的贷款余额。匈牙利国家

¹³ 科洛日·帕尔·佩泰尔 (Kolozsi Pál Péter) – 鲍瑙伊·亚当 (Banai Ádám) – 沃纳克·鲍拉日 (Vonnák Balázs) (2015)

¹⁴ 纳吉·麦顿 (Nagy Márton 2015)

银行正在研究开发一套企业信贷信息管理系统，用来帮助各银行提升信贷风险评估的准确度。

4.2 货币政策转折的良好增长与财政作用

通过贯彻实施基准利率的减息周期、低费率的基准金融工具、增长信贷计划和市场信贷计划，不仅达成了价格稳定这一首要目标，还达到了刺激实体经济、通过增加投资和提高就业增长潜能的目的。

在此情况下，通过货币政策手段刺激经济而实现的不仅是央行的目标，也是预算政策的目标，两大系统的运作相辅相成。由于实体经济的增长，就业率也会随之增长，另外，工资增速调整、内需和投资支出增加将为预算增加增值税、所得税的收入，同时减少劳动市场补贴开支。综上所述，预算平衡无论在收入面还是在支出面上都将得到改善。

随着预算赤字占国民生产总值比例的减少，国家的债务比率能得到进一步改善，并以此改善国家的风险评级。随着投资市场渐渐看好匈牙利，可减低风险溢价并降低收益率曲线。如此，预算不仅能依赖首要的收支项，也能因为减少利息开支而得到改善。由于信用提升而得来的受益减少，在其他因素不变的情况下，能提供更多的减息空间，并以此持续良性循环，直到通胀率和实体经济增长达到国家经济的结构性要素所期望的理想水平，为此，央行的基准利率将做出相应的配合。

以上所述效果可量化估算。根据匈牙利国家银行业专家的预估，2013年以来，央行通过其货币政策做出的贡献相当于经济增长的一半左右，而且通过提高投资量增长，实际提升了国家的GDP潜在增长率。在过去3年里，央行通过减低基准利率为匈牙利经济带来了显著增长，并使通胀率往目标值上靠近了1.5个百分点。¹⁵该过程得到了增长信贷计划所创造的增长效果的支持。根据估算，该计划在2013-2015年间对经济增长的实际贡献量相当于减息周期的贡献量。¹⁶

国家财政的利息支出也因央行的政策得到明显好转。匈牙利的债务风险评级由于严谨的预算政策而得以改善，央行的减息周期（共减595基点）和自我融资计划使得过去3年里的匈牙利国债收益大幅减少（图11）。与2012年8月预测的收益曲线相比，2015年和2016年通过降低收益曲线而得到的利息支出分别为3000亿福林以上和4100亿福林以上。前者GDP占比为1%，后者为1.2%，该比例长期可能上升到1.7%。¹⁷通过减低利息支出而获得的收益给预算开支腾出了更多额度，使得进一步改善国家经济竞争力的政策措施

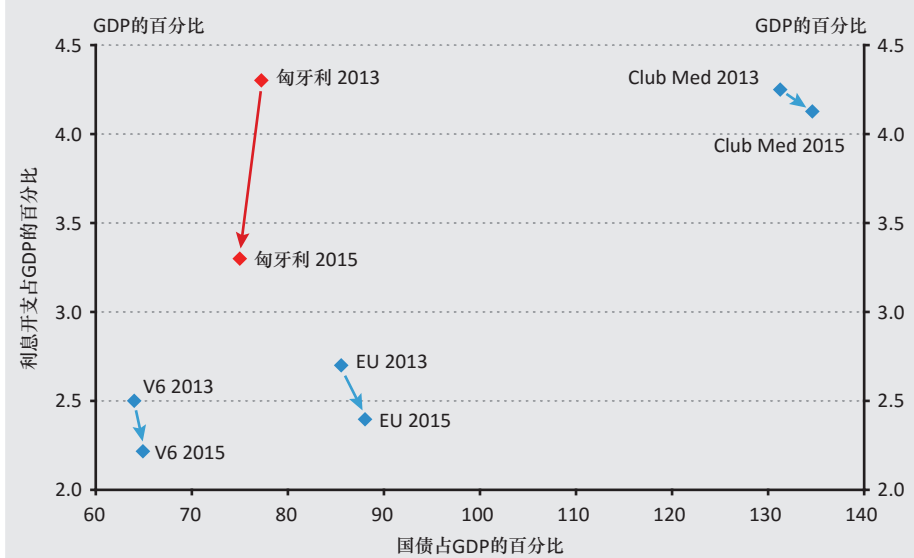
¹⁵ 费切尔·丹尼尔 (Felcser Dániel) - 肖什·加博尔·达尼尔 (Soós Gábor Dániel) - 瓦劳迪·鲍拉日 (Váradi Balázs 2015)

¹⁶ 匈牙利国家银行 (Magyar Nemzeti Bank 2016)

¹⁷ 基查克·格尔盖伊 (Kicsák Gergely 2015)

可以在不影响预算的严谨性和赤字指标的情况下被实施。欧盟委员会2015年的预测指出,2013-2015 年之间匈牙利预算的利息开支削减的程度在地区和整个欧盟都有突出的成果,而国家负债率因受益于它而降低的程度是独一无二的成果。(图13)。¹⁸

图13、
2013-2015 年间利息开支和国债的变化 (按 GDP 的百分比计算)



来源：基查克·格尔盖伊 (Kicsák Gergely 2015)

降低收益率曲线和央行基准工具费率除了能改善预算收支的状态外，还能改善央行的成绩。因为央行财政债务面上的大部分债务都是通过符合基准利率的货币冲销工具来支付利息的，所以减低基准利率等于改善了匈牙利国家银行的财政。

2012 年 8 月开启的减息政策，其良性的副作用是帮助避免央行赤字以及这一赤字在财政预算里的报销。于 2013 年继续实施的减息政策、比预期更为疲软的货币汇率以及高牌价的兑换（比如在提前偿还IMF贷款时）创造了额外的汇率利润。以此，不仅抵消了 2013 年央行的亏损，还创造了 300 亿的盈余，该盈余在 2014 和 2015 年仍顺利地维持着，使央行免于增添国家预算的负担。¹⁹

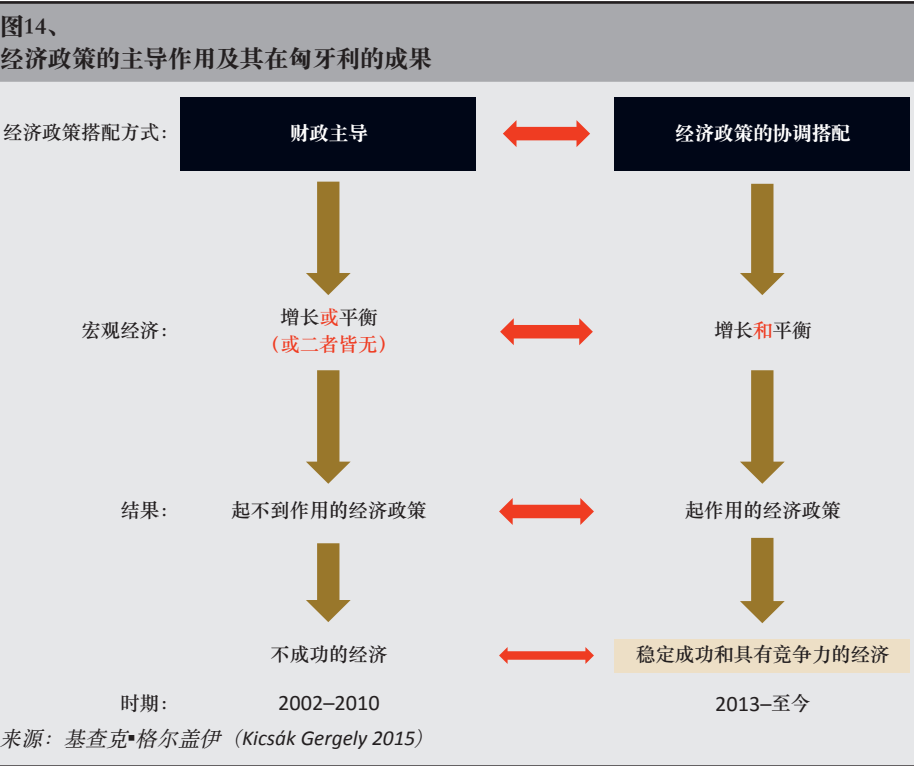
¹⁸ 基查克·格尔盖伊 (Kicsák Gergely 2015)

¹⁹ 毛托尔奇·捷尔吉 (Matolcsy György 2015)

5. 结论：

财政和货币政策之间的关系。二者之间的联系和相互之间的影响不仅在理论层面上，又在有效地货币政策和宏观经济趋势的积极塑造方面发挥着关键作用。过度的财政主导导致在 2002 年和 2010 之间匈牙利经济未能同时实现财政政策平衡和实际经济增长，甚至在 2007 年和 2010 年期间匈牙利既没有实现平衡又没有出现增长。然而，在2010年之后，发生了分两步的财政和货币转变。前者塑造了财政平衡，而后者在财政预算稳定的基础上采取了实现价格稳定和金融稳定的必要措施。两个经济政策之间在2013年后实现了独立而又建设性的和谐，反映在匈牙利宏观经济发展（实际增长、通货膨胀、就业率、预算赤字、国内外国债、脆弱性和风险感知等）的持续改善之上。

总之，两种经济政策领域的和谐而富有成效的合作是同时实现宏观财政平衡和蓬勃发展的不可缺少的基础（图14）。



参考文献:

- Baksay, G. – Szalai, Á. (2015): *A magyar államadósság jelenlegi trendje és idei első fél éves alakulása*. Magyar Nemzeti Bank. <http://www.mnb.hu/letoltes/baksay-gergely-szalai-akos-a-magyar-allamadossag-jelenlegi-trendjei-es-idei-első-feleves-alakulasa.pdf>
- 鲍科绍伊·葛尔盖伊·绍洛伊·阿科什 (2015) 《匈牙利国债发展趋势和国债今年上半年的变化》。
- Blanchard, O. (2004): *Fiscal Dominance and Inflation Targeting – Lessons from Brazil*. NBER working paper No. 10389. 布兰查德 (2004) 《财政主导和通货膨胀目标法 - 巴西的教训》。
- Csajbók, A. – Hudecz, A. – Tamási, B. (2010): *Foreign currency borrowing of households in new EU member states*. MNB Occasional Papers 87. 乔伊博克·奥迪拉 - 湖戴茨·安德拉什 - 道马什·巴林特 (2010) 《欧盟成员国向居民提供的外汇抵押贷款》。
- Davig, T. – Leeper, E. (2008): *Endogenous Monetary Policy Regime Change*. NBER International Seminar on Macroeconomics. 戴维格 - 利珀 (2008) 《内生的货币政策变化》。
- Fan, J. – Minford, P. – Ou, Z. (2014): *The Role of Fiscal Policy in Britain's Great Inflation*. Cardiff Business School Working Paper. 梵 - 明福德 - 欧 (2014) 《英国大通货膨胀中财政政策的作用》。
- Felcser, D. – Soós, D.G. – Váradi, B. (2015): *The impact of the easing cycle on the Hungarian macroeconomy and financial markets*. Financial and Economic Review, 14(3):39–59. 切尔·丹尼尔 - 肖什·加博尔·达尼尔 - 瓦劳迪·鲍拉日 (2015) 《减息周期对匈牙利宏观经济和金融市场的影响》。
- Kicsák, G. (2015): *Az állami kamatmegtakarítások jelentősen megnövelik a költségvetés mozgásterét*. Magyar Nemzeti Bank. <http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-az-allami-kamatmegtakaritasok-jelentosen-megnovelik-a-koltsegetes-mozgasteret.pdf>
- 基查克·格尔盖伊 (2015) 《国家节省的利息会大大增加预算的活动空间》。
- Kolozsi, P.P. – Banai, Á. – Vonnák, B. (2015): *Phasing Out Household Foreign Currency Loans: Schedule and Framework*. Financial and Economic Review, 14(3):60–87. 科洛日·帕尔·佩泰尔 - 鲍瑙伊·亚当 - 沃纳克·鲍拉日 (2015) 《淘汰个人外汇抵押贷款: 时间安排和框架》。
- Leeper, E. (1991): *Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies*. Journal of Monetary Economics. 27:129–147. 埃利克·利珀 (1991) 《“主动”和“被动”货币和财政政策下的平衡》。
- Leeper, E. – Leith, C. (2015): *Inflation Through the Lens of Fiscal Theory*. The Handbook of Macroeconomics. 埃利克·利珀 (2015) 《通过财政理论透视通货膨胀》。
- Magyar Nemzeti Bank (2016): *Félidej jelentés 2013–2016*. <http://www.mnb.hu/letoltes/felidos-jelentes-2013-2016-hun-0303.pdf> 匈牙利国家银行 (2016) 《中期报告2013–2016》。

Matolcsy, Gy. (2008): *Éllovasból sereghajtó – Elveszett évek krónikája*. Éghajlat Könyvkiadó Kft., Budapest. 毛托尔奇·捷尔吉 (2008) 《从领先者变成落后者 - 失落的岁月纪事》。

Matolcsy, Gy. (2015): *Egyensúly és növekedés*. Kairosz Kiadó, Budapest. 毛托尔奇·捷尔吉 (2015) 《平衡与增长》。

Matolcsy, Gy. – Palotai, D. (2014): *Növekedés egyensúlytalanságok nélkül*. Polgári Szemle, 10(1-2). 毛托尔奇·捷尔吉 - 保洛陶伊·达尼尔 (2014) 《无失衡的增长》。

Nagy, M. (2015): *Forintosítás – hogy is volt ez?* Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/15-01-28-nagy-marton-istvan-forintositas-hogy-is-volt-ez.pdf> 纳吉·麦顿 (2015) 《福林化 - 这是怎么发生的? 》。

主权信用风险评级的方法问题

——主权信用评级的步骤能否追溯演算*

利盖蒂·伊姆列 (Ligeti Imre) - 舍尔斐·若特 (Szórfi Zsolt)

信用评级机构对借款方的还债能力和还债意愿发表公开的意见,以此减轻贷款方和借款方之间的信息不对称问题。由于立法方在过去几年里的推动,各大信用评级机构开始逐渐将评级程序变得透明化,具体方式是发表评级方法论,并公开计算时应用的关键变量参数值。本篇研究论文研究的课题是,根据目前所公开的评级方法信息进行测算,能够对评级机构的实际评级决定做出什么程度的说明。作者进行的横跨三大领域的演算结果表明,标准普尔大部分评级结果都能够用其公布的计算方法追溯演算,而穆迪和惠誉公布的评级方法却不太适合用来追溯演算。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: G14、G24

关键词: 信用评级机构 信用评级 案例研究

1. 信用评级机构在主权信用风险评估领域扮演的角色

1.1. 信用评级机构在金融市场上的基本功能

信用评级机构的基本业务是调查目标实体的还债能力和还债意愿,并公开发表意见报告。具体操作方式是将所有可得到的公开和非公开信息压缩成市场参与者们容易理解的数据。信用评级机构在金融市场的主要角色,是力图减轻信贷交易双方之间的信息不对称问题,这同时对贷款方和借款方都有好处。借款人可以依靠拥有市场信誉的独立评级向广大金融市场说明其承债能力,投资商也可以通过支付最低的价格得到同样的信息。由于信用评级机构的作用,借款方可以减低从资本市场引入资源的难度和成本,贷款方可以在了解准确的信用风险信息的情况下投资(法内尔·梅德韦杰夫, 2011)。

除了信息服务的角色之外,信用评级机构还扮演投资商的代理监管机构的角色。通过提出可能降低评级的警告(负面展望,“观察清单”)督促借款方采取更正措施。评级机构第三个主要功能是颁发认证(Certificate),

* 本刊号登载文章仅代表作者观点 不代表匈牙利国家银行的观点或意见。

利盖蒂·伊姆列是匈牙利国家银行的经济分析师。电子邮箱: ligetii@mn.b.hu

舍尔斐·若特是匈牙利国家银行的初级分析师。电子邮箱: szorfizs@mn.b.hu

该论文发表于金融与经济评论的2016年第一期 <http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/1-ligeti-szorfi-1.pdf>

作者感谢巴罗格·乔保(Balogh Csaba)和库提·若特(Kuti Zsolt)提出的宝贵意见。

因为在过去的数十年里，评级制度已经成为了无数个正规的和金融合约的重要组成部分。只要我们想到以下几点也可看出其重要性：信用评级所规定的资本金额、央行所要求和建立的储备金制度以及各种信用评级制度所使用的基准测算方法。

在过去几年里，立法者的其中一个发展方向是减轻金融合约和各种规章制度过度依赖评级机构决策的问题，以此缓解评级决定造成的一系列负面影响（基夫和其他人，2012）。

信用评级的首要用户是不具备独立判断借款人承债能力的市场参与者。另外，如果评估某个实体的承债能力需要凭借大量非公开信息，信用评级也会得到更多依赖。除了上述之外，银行因为资本要求相关规定，也经常依赖信用评级。一般来说，即使是自有的内部信用风险管理系统的大型机构也会将评级机构的评级方式视为辅助信息或基准予以参考（马塔洛奇，2014）。

1.2. 信用评级机构的商业模式和市场结构

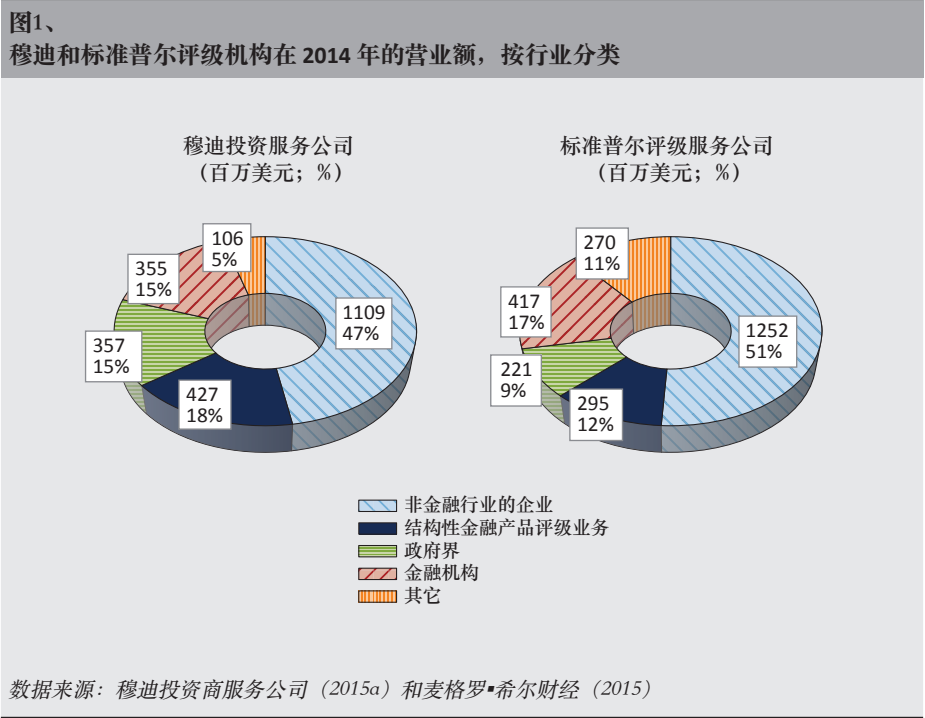
信用评级市场起源于19世纪后期和20世纪初期，当时在美国经营的公司除了在银行融资方面外，在资本市场上也越来越活跃。然而，与美国政府作为主权发债人相反，于投资者而言，变相地承担起不可忽视的风险，所以对专业可靠的信用风险分析产生了需求。起初，信用评级市场增长缓慢。真正爆炸性的增长是因为美国证券交易委员会（SEC）于1975年出台的政策中，规定了经纪人和交易员所持有的以所需的资本额度为计算基础的金融产品，作为其信用评级。此后，越来越多的法规开始引用评级机构的评级方式，这对市场增长提供了新的动力（马塔洛奇，2014）。

当时的市场结构是高度集中的，主要由三大评级机构（惠誉、穆迪、标准普尔）作为主导。所有可查询的信用评级中，大约有60%来自于以上三家机构，有大约73%的证券发行机构带有三大评级机构中至少一家的认证。虽然在近几十年里，一些小规模的评级机构成立并获取了市场，以此减少了市场的集中程度¹，但三大评级机构的主导地位仍然是毋庸置疑的。其主要原因是新评级机构进入市场必须花费大量时间建立声誉，这将造成巨大的固定开支。因此，有着百年历史的机构在该领域拥有显著的优势。虽然高度集中并不意味着市场的竞争性，但是维护声誉的愿望会激励现有各大机构时刻将服务质量维持在高水平上（马塔洛奇，2014）。

信用评级机构的主要收入来自于其主营业务，也就是来自于对证券发布机构和证券本身的评级。此外，与其主营业务相关的其他业务，如提供分析服

¹ 在地方市场上出现了小规模的评级机构，这些机构在全球市场上的意义较小。值得提及的机构在欧洲有 European Rating Agency（欧洲评级机构），在日本有 Japan Credit Rating Agency（日本信用评级机构），在中国有大公资信。

务、风险管理模型、信息解决方案等形式也会增加收入。这些辅助服务一般在机构的结构中是由被独立出来的部门来完成，比如在穆迪，信用评级由穆迪投资者服务公司（Moody’s Investors Service）负责，而辅助业务由穆迪分析（Moody’s Analytics）完成。后者在 2014 年的营业额约为 10 亿美元，而信用评级的营业额则超过 23 亿美元。被评级的证券发行机构和证券行业分布情况表明，大概一半的收入来自于非金融行业的企业。收入的剩余部分来源则平均分布在金融机构、结构性金融产品评级业务和政府界。（穆迪投资者服务公司 2015a）政府界当中包括主权政府评级和由其发行证券的评级，还包括地方自治政府和其他公共机构发行证券的评级业务。其他两大信用评级机构的收入结构也基本上与穆迪相符（麦格罗·希尔财经，2015；法国 Fimalac 公司，2015）。



在定价政策方面可以分为两大基本类。“用户费用”模式下，评级机构的收入来自于用户；“发行者费用”模式下，为信用评级服务付款的是发行证券的一方。鉴于信用评级为公开信息，因此难以防止不付款的市场参与者使用该信息的情况，这样评级机构的商业模式基本建立于“发行者费用”模式上（法内尔-梅德韦杰夫，2011）。

为了解决信用评级的客观性和客户对最佳评级需求之间的利益冲突，评级机构（根据相关法律规定和评级机构的自发行为）在自己的机构当中设立了内部信息防火墙，并出台了道德准则。以此，一方面将评级审查前分析调研的部门与信用评级决策委员会（rating committee）隔离开来，另一方面也将包括服务定价在内的营销部门与具体实施评级工作的部门隔离开来（马塔洛奇，2014）。

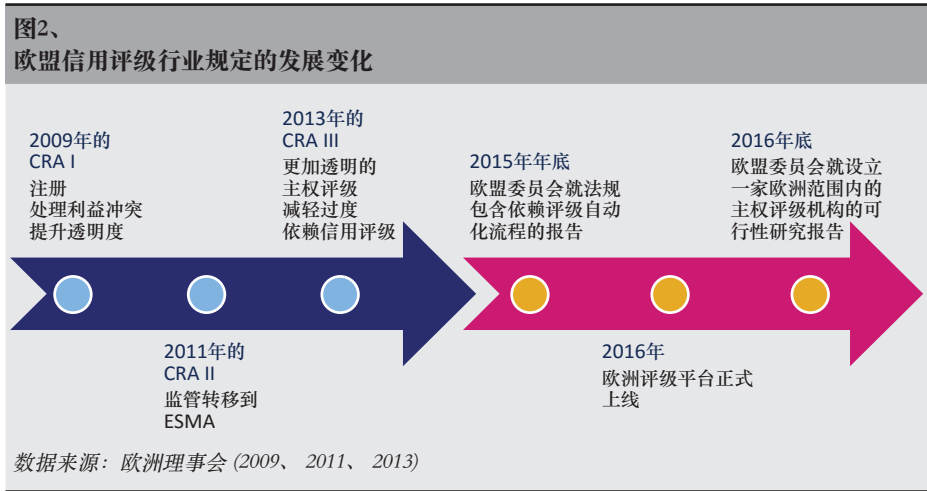
1.3. 行业规范

规范评级行业的需求源于金融危机之前的时期：美国众议院 2006 年通过了旨在改革评级机构的法规。²该法规通过提升当责、透明度和增加市场竞争来提高信用评级的质量。法律规定对美国证券交易委员会（SEC）注册登记的信用评级机构的准入条件做出了规定，另外还授权SEC处理内部审查流程和利益冲突的相关问题。为了提高透明度，该法规还要求信用评级机构披露其信用评级方法和业绩测量统计。2010年通过的《多德-弗兰克法案》³加强了SEC监管权利，并且对信用评级机构施加进一步的规定（国际货币基金组织，2010）。除了提升方法的透明度，并加严内部审查流程之外，该法案还规定所有联邦机构审查其信用风险系统，并在可能的情况下，替代信用评级机构的信用评级（彼得曼-奥洛斯 2015）。

扩展金融市场和金融产品规则的提议在2008年的G20峰会上已提出，以此在欧盟境内启动了对评级机构的规范程序。实际上，2009年通过的法律和拥有该行业监管权利的欧洲证券及市场管理局（ESMA）在正式成立后推出的修正案（CRA I-II法规）是效仿美国制定的，该修正案涵盖了ESMA认可的信用评级机构注册条件，并对在评级行为中产生的利益冲突问题做了规定（欧洲理事会，2009、2011）。法规在2013年的第三次（CRA III）修改中，对已经规范的事项做了更加深入和准确的规定，并且作为一般指导原则致力于减轻过度依赖信用评级。根据修改的法规，鼓励欧盟级别的监管机构和金融市场参与者转向自己内部的信用评级系统（巴博西科，2014），并且禁止欧洲系统性风险理事会直接引用信用评级机构的评级。以上一系列举措的目的，是避免出现金融合同上评估一家实体的承债能力时仅使用一家第三方机构的评级作为唯一标准参数的情况。

² 2006年《信用评级机构改革法案》

³ 《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》



然而，在主权信用评级方面，修正案中的新要素主要影响透明性。根据 CRA III，评级机构必须每半年审查一次主权评级，并按照事先公布的时间安排公告，而且评级决定的公布必须是周五股市收盘后1小时起到欧盟股市开盘前1小时为止的这段时间里。信用评级机构必须证明任何偏离这一程序的理由。半年评级重审后不一定要进行评级，这个规定只涉及机构内部的重审。除此之外，为了便于理解，必须对影响评级决策的主要因素和重要假设作出说明（欧洲理事会，2013）。

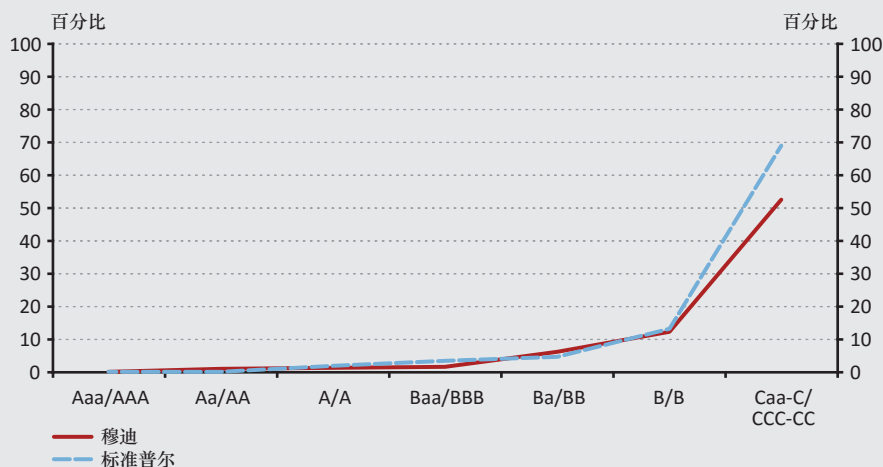
新法规对将来会发生的步骤也提供了指导方针。随着欧洲评级平台（European Rating Platform）2016 年正式上线，所有注册信用评级机构的最新评级信息都被归纳在一处并且可以在有关评级机构商业模式下查询。除此之外，欧盟委员会2016年年底前将制订一份可行性研究报告，在其中将研究设立一家欧洲范围内的主权信用评级机构的可能性。为了减轻过度依赖信用评级的问题，欧洲委员会截至2015年年底将根据欧盟层面的法规做出依赖评级的自动化流程的有关研究，并确定可能的替代方案。该研究工作的一部分内容与设立欧洲评级机构的工作也有关联，而且如果自动化流程可以被替代，那么该法规的总体目标是到2020年为止将完全淘汰信用评级机构的引用（欧洲理事会，2013）。自动化流程的最小化将不代表评级市场的萎缩。一来是因为最小化过程缓慢，二来是因为市场参与者仍然需要信用评级机构的服务，因为市场上仍然会有无法自力评估借款人偿债能力的参与者，而必须依赖评级机构的专业力量。

2. 主权信用评级的方法论

2.1. 评级方法的一般特征

评级机构将主权实体作为证券发行单位进行调查分析时，主要观察该主权实体是否有能力、有意愿履行在将来到期的对个人的债务职责。该调查分析的对象不涉及主权实体对官方机构（国际货币基金组织、巴黎俱乐部、世界银行等）的债务。与此同时，如果拒绝偿还对官方机构的债务，那将导致该主权实体的偿债意愿评价下降，并降低其整体评级。信用评级机构将违约的相对风险⁴排放在一个21-22级的顺序量表上⁵，将信用风险几乎相同的主权实体放在同一个档次。因为是顺序量表，所以要根据临近级别当中的信用风险进行比较，而两个级别之间的信用风险差别并不固定。根据历史经验，拥有较低评级的国家的信用风险程度比拥有更高级别的国家要高。

图3、
穆迪（1983–2013）和标准普尔（1975–2013）5年内平均破产率总和，按照不同评级出发点分类



数据来源：穆迪投资者服务公司（2014）；标准普尔评级服务（2014b）

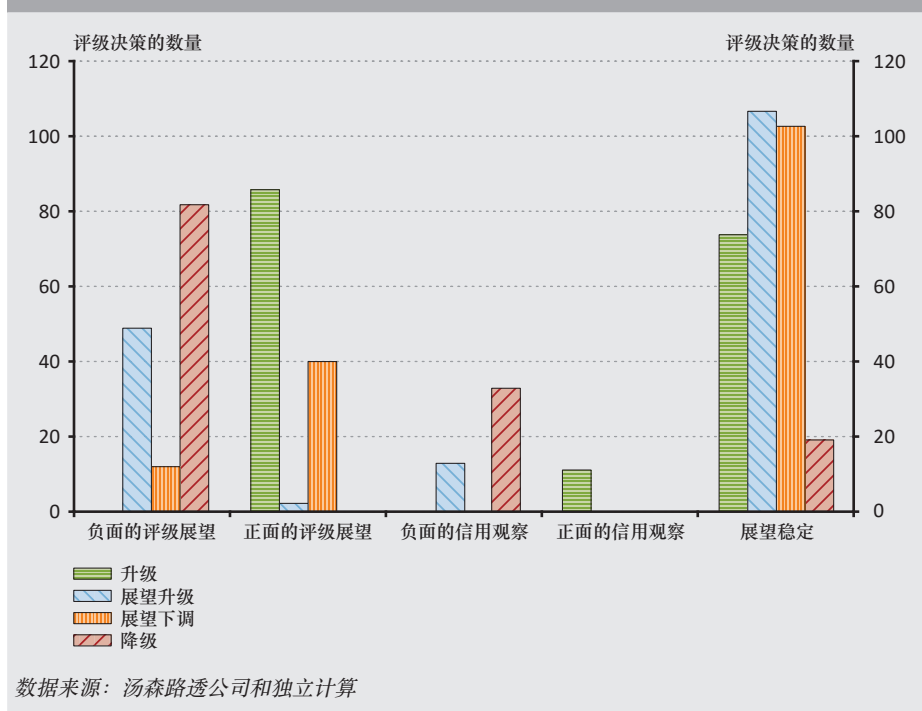
评级机构通过展望（负面、稳定、正面）和观察名单（watchlist、review）表明现有评级变化的可能性，也通过此方法对国家的评级做出更细致的分级。比如展望稳定的意思是指，在中期，一般在半年到2年之内，该主权实体的评级将不会改变。被穆迪定为展望稳定的评级在之后1年里有90%的几率

⁴ 因为商业周期的波动，如果测量绝对风险，就要经常对评级做出变动。

⁵ 21-22级的顺序量表上显示的是发行方长期外币债务的评级。短期外币债务的评级由另外一个级别数量更少的系统上进行评测。

不会改变（穆迪投资者服务公司，2015b）。历史经验表明，在最初公布正面或负面展望后，评级机构在三分之二的情况下对评级做出了相应的调整。两者相比较下，正面展望兑现成评级上调的几率比负面展望兑现成评级下调的几率高，这佐证了评级机构的监督作用。也就是说，在得到负面展望消息后，主权实体通常会尽力避免评级被下调。

图4、
惠誉信用评级决策与评级决策前的展望



信用评级机构除了对主权实体作为证券发行者进行评估之外，还对其发行的证券另外进行评级。鉴于这些证券一般是优先无担保债券，它们得到的评级通常等同于主权实体的评级。此外，根据证券币种是本国货币还是他国货币，评级也会有所不同。由于主权实体更容易偿还本国货币债务，这些债券的评级可能会比本国货币证券高出一些（比如标准普尔2014年年底在128个主权实体中有17个结果如此）（标准普尔评级服务，2015）。此外，还可以根据短期和长期证券来区分评级，当然其中本国和外国货币领域的区别仍然有效。一般情况下，如果我们提到一个发展中市场的主权信用评级，通常是指该国家发出的长期外币债券的信用风险评级。发达国家的债券以本国币种居多，而这些国家的本币和外币债务风险评级也基本一致。

评估主权实体和评估公司信用风险方式之间的区别，是评级机构会考虑到主权实体的债务偿还意愿。因为主权实体与公司不同之处在于债权人无法通过国际法院迫使主权实体偿还债务。这样一来，有的国家就可能为了避免过高的政治成本而选择破产，即使该国尚有能力偿还债务。评级机构正是因此在评估方法中加入了定性要素，主要根据政治机构的实力来判断。

对评级的期待一般有以下三大类：准确表明信用风险的大小、及时公布评级、尽量维持评级的稳定。在评级稳定和评级时效之间存在者相对关系，因为两者不能同时达成。如果评级稳定原则被违反，评级变化过于频繁会对金融市场参与者造成额外的交易成本，因为依赖于评级机构评级的自动化流程将被迫过于频繁地重新分配资产结构（基夫，2013）。

为了维持评级稳定性，评级机构遵循“TTC”（跨周期评级法）的评分方式，也就是说在评估一个主权实体的债务偿还能力和意愿指标的时候，努力从整个商业周期的视角来做出判断。换言之，一些特定的指标中取得是几年来的平均值，其中包括历史数据、独立估算值和预测值。以上做法的目的，是为了让评级体现出在基础流程上出现的变化，而不受商业周期变化的影响（国际货币基金组织，2010）。该调整手段的力度当然在不同的评级机构有着不同的大小。评级机构之间的评级差异其来源之一，是每个机构都根据不同的假设、时间周期和方法论来进行预测分析的。

基于以上方法中的情况，也基于市场参与者对于市场周期要素的考虑更大一些，因此信用评级机构实际体现的波动要低于其他评估信用风险的金融指数（比如 CDS 溢价）。金融市场指标的高波动频率当然也受到其他因素的影响。一来流动 CDS 市场上有多个参与者同时处理信息，这样比起信用评级，CDS 指数能更快速地对相关证券发行经济体的最新信息做出反应；二来根据现行欧盟法律规定，与主权实体相关的评级决策只能在事先设定的日子里公布。最后，CDS 指数和所有其他金融市场工具一样可能收到一些扭曲因素的影响，而这些因素与主权信用评级无关（市场流动性、产品规则变更）。因此反应市场情绪的 CDS 指数和信用评级之间甚至可能出现持久的差别，同样因为以上提及的原因，两者之间的差异和将来的走向并不明确。

潘耐兹和斯诺埃（2012）根据以上所述三个质量标准对三大信用评级机构评级的稳定、时效性和准确性进行了分析。对于评级准确性的分析他们用文献中最常用的方法，即“累计准确曲线”（cumulative accuracy profiles）。该方式是通过破产事件预测来判断各个评级机构的准确性，这是一个切实可行的方法，因为破产事件是唯一能以完美的精度理解风险事件的水平。论文的作者用两个因素通过破产事件对时效性也进行了分析。一来是看哪一个评级机构最先开始对最终宣布破产的主权实体降级；二来是看哪一个评级机构最先将该主权实体的评级降低到风险最高的级别。在对稳定性的分析上，作者

调查的是评级变动的频率、连续将评级调整至少三级（notch）的次数以及评级方向转变的次数。

实证分析结果表明，在破产事件前1年内最精确的评级机构是标准普尔，而超过一年时间最准确的是穆迪。标准普尔在时效方面的成绩最好，原因是在研究的时间段里，该机构对评级的调整最多，这同时降低了该机构在稳定性方面的评价。换句话说，标准普尔是最早发现发行人短期内信用风险恶化的机构，又是第一个下调发行人评级的机构。然而，这导致最终成功避免破产的主权实体情况下被迫多次调整评级，因而总体上破坏了评级的稳定性。在评级稳定方面做得最好的是穆迪，该机构做出超过2个等级的调整次数和调整方向变化次数最少，总的来说，一年内评级变化频率小于惠誉和标准普尔。

表格1、 每个质量领域上表现最好的评级机构		
质量领域		表现最好的评级机构
准确性	短期	标准普尔
	长期	穆迪
时效性		标准普尔
稳定性		穆迪
数据来源：潘耐兹和斯诺埃（2012：18）		

2.2. 在方法模型中参数的概要

鉴于立法机构在过去几年里的推动，评级机构开始逐渐将其评级决策的流程变得更加透明化。分析框架（方法论）被公开，还有每年在公布评级决定时一并发表的含有更多信息的公告，让外界能够更清晰地看到评级决定背后考虑的观点和完成的预算。虽然这个透明度由于显而易见的理由并未达到百分之百的程度，但评级方法论的现有信息可以让我们对决策过程进行重新推演，以此提高公众对评级的认知。

评级的方法可以描述为记分牌，对各种变量参数（根据评级机构披露的内容）打分，并对这些分值进行系统性的归纳，形成一个概括三大分类的评级预示区间。根据官方的方法说明，实际评级决定一般是从该评级区间中选出。同时，注意事项中说道，该评分牌方式得出的评级区间并不能够保证最终评级会在其中选出，甚至实际经验表明，个别国家的信用评级实际上是从该区间之外的评级中选出的。之所以会需要这样的灵活性，是因为评级时用到的常规模型并不适合对个别国家的特殊情况做出分析，所以在这些领域必须要依赖专家的评论（穆迪投资者服务公司，2013；标准普尔评级服务，2013）。

根据公开的评级方法资料可以推论，三大信用评级机构采用4-5类角度对主权实体进行评估。每一类角度的分析依赖于一些重点变量参数之上，并通过加入更多的参数进行细微的调整。每一类问题得到的分数根据特定顺序和比重，或按照记分牌的方式确定评级预示区间。当然，三大评级机构所考虑的变量参数，参数计算的方法、比重、个别指标的归类和被评估的时间段都有所不同，但被评估的因素基本相同。

惠誉			
宏观经济	国家财政	结构性因素	外部平衡
实体经济增长	预算赤字	现金供应	原料依赖程度
实体经济波动	国债	人均GDP	国际收支差额+FDI
通货膨胀	利息支出	政府执政效率	国家财政外债
	外币债务占国债比率	外汇储备状态	对外利息支出
		自最后一次破产后经过的年数	外汇储备
穆迪			
宏观经济	国家财政	机构效率	事件冲击
实体经济增长	国债	政府执政效率	内政风险
实体经济波动	利息支出	通货膨胀	地缘政治风险
WEF 竞争力指数	国债发展趋势	通胀波动率	总借款需求
名义GDP	外币债务占国债比率	破产历史	非居民持有国债余额
人均GDP			市场隐含评级
经济多元化	公共机构负债		基础信用评级
贷款市场兴旺值	国家财政的金融工具		(BCA)
			银行业总资产与GDP 的比例
			贷款/存款指数
			国际收支差额+FDI
			外部脆弱性指标
		净国际投资头寸	

表格2、 三大评级机构关注的指标				
标准普尔				
宏观经济	国家财政	机构效率	外部平衡	货币政策
人均GDP	国债变化	政治机构和经济	外汇储备状态	汇率政策
人均GDP增长	净国债额	政策效率、稳	本地外汇市场流	货币政策的信誉
趋势	利息支出	定、透明度	通情况	和效率
经济多元化	政府流动资金，	地缘政治和外部	国际收支差额	通货膨胀
贷款市场兴旺值	财政收入波动	安全风险	净国际投资头寸	实际汇率稳定
	国债中外币债务	还债意愿	国际市场交换	金融中介市场和
	占比，剩余还		比率	贷款市场的发展
	款期			程度
	非居民持有国债			
	余额			
	税法制度的灵			
	活度			
	联合国发达指数			
	人口			
	公共机构的债务			
	银行业的主权贷			
	款风险敞口			
信息来源：惠誉评级（2014）；穆迪投资者服务（2013）；标准普尔评级服务（2013）				
注：一般字体显示主要变量数据，斜体字体显示附加变量数据。				

最一致和最清晰的领域为经济结构和增长前景相关的因素。主要参数当中包括已经实现的和可预期的实际 GDP 增长、波动，经济的绝对值与与居民界相比的相对值。我们可以注意到一个强有力的关联，该关联说明经济增长前景越好的国家的承债能力就越强，并可以依靠增长更快来解决现有的债务问题。在评级的微调环节，评级机构研究的重点，一般是某个特定的经济结构的多元化程度有多高，换言之是看支持增长的根基有多广泛。如果只有几个以出口为目的的生产行业作为经济增长的主要动力，那么在该领域的微调阶段就会减分。同样，如果增长的背后是一个从信贷角度来讲过热的经济结构，那也要减分。

第二个可以明确区分出来的领域是财政和国债相关的变量数据（国家财政领域）。其中的主要变量数据包括预算赤字的预期变化，国家债务与 GDP 之间的毛比例和净比例，利息负担与国家财政收入或与 GDP 之间的比例。评级机构的微调工作是围绕着债务结构进行的，一般主要研究以下内容：国债中外币债务的占比、还款剩余平均时间，非居民占有银行业资产比例和银行业持有的国债大小。

第三大主要领域中评估的是国家机构的效率。该领域中的一些问题可能很少在经济专业媒体中被提到，更多被提到的是国家的外部脆弱性、财政负担和增长前景等问题。在评分过程中该领域所占的份量与其他几个领域相同，在评级机构对评级决策做出解释的时候，也会重点描述该领域的内容。该领域中内容受到媒体报道较少的原因，是因为该领域的内容通常为质量性的描述，很难数字化。根据穆迪和标准普尔的评级方法可见，这两大机构对此领域较为重视，惠誉对该领域重视度较低。穆迪和惠誉通过明确的步骤公布了在评级时考虑到的变量参数，这两大机构主要依赖于⁶世界银行的指数。标准普尔评估的内容相同，与其他两家不同的是该机构使用的是内部算出的指数。

最后，第四个领域研究的是外部平衡问题。主要参数中有净外债额，国际收支平衡和外商直接投资额与 GDP 之间的比例，以及外部融资需求额。标准普尔在该领域还关注被评级国家货币在全球市场上的地位。如果一个主权实体的货币在全球市场上作为储备货币或流通量大的话，就会加分。

标准普尔的评级方式与其他两家机构不同的地方，是它将研究政治的效率、灵活度和国家机构特征，划分为一个单独的领域进行评估，该领域在总评级中占有的比重与其他几个领域相同。在汇率政策问题上，标准普尔给灵活性较高的和/或流通量较大的货币打高分。在货币政策信誉和效率的影响下，同时考虑到多个要素（机构独立性、明确的货币政策目标、工具库、价格稳定、扮演最后贷款人角色）。与此同时也注意到金融中专市场和信贷市场的发展程度，传输系统的效率，是否存在资本限制，美元化的程度。

根据三大信用评级机构网站上可查询的方法论介绍，以及随附于信用评级审查的公告中包含的其他信息，我们发现标准普尔和穆迪在透明度方面的表现⁷优于惠誉。惠誉在现有的方法论介绍中只是列出了考虑到的参数，没有介绍每个参数的比重和评估方式。在缺乏以上信息的情况下，无法演算出评级的预示区间，故在以下篇幅当中我们介绍穆迪和标准普尔方法论的特点和实用性。

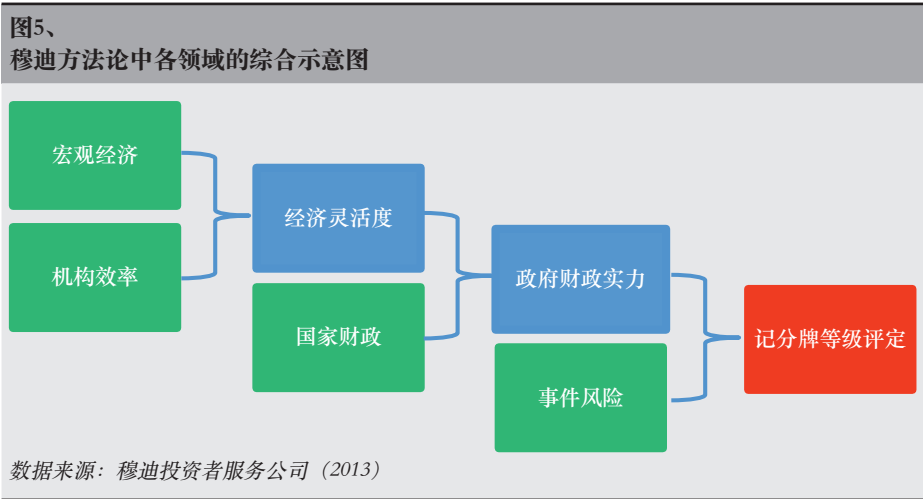
⁶ 世界银行政府有效性指数、世界银行法制指数、世界银行贪腐控制指数、世界银行发言权与课责指数

⁷ 我们根据以下观点对透明度进行了研究：评级考虑到的参数的相关说明多么深入，每个参数评分相关的评分表是否公布，每个领域的比重是否已知，与每个参数相关的计算数值的公开程度，对于每个评级领域的整体评估方式是否有相关提示。

2.3. 穆迪方法论的特点

除了确定每个领域的基本分数的指标之外，穆迪还提供了作为评估基础的绝对量表和各领域的各个指标的比重。同时，微调每个领域的基本分数的一些因素或者没有相应的评估量表，又或者要反映的因素没有以一个具体的指标明确表明。这预示，根据记分牌计算的评级预示区间只能在一定程度的不确定性下追溯演算。

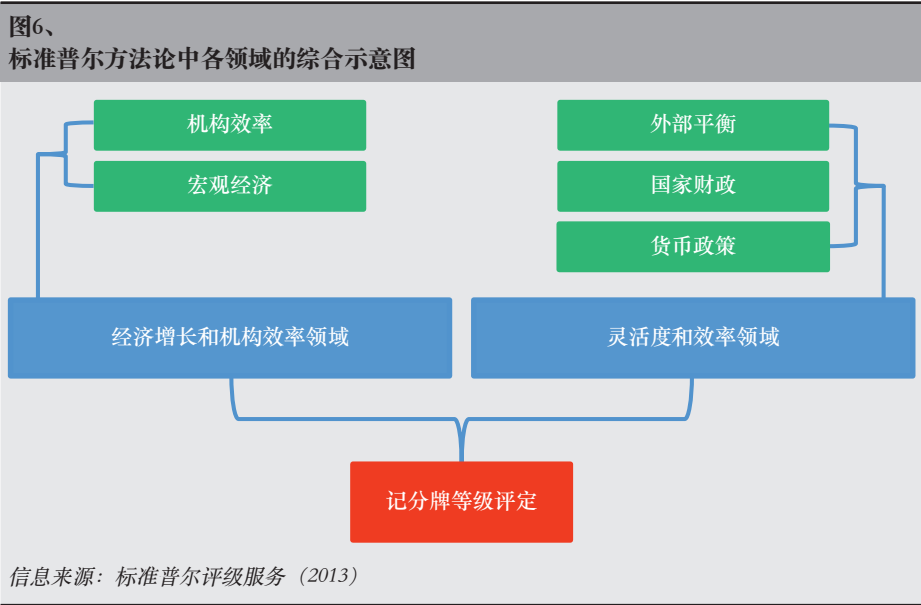
在第一轮中，穆迪首先将宏观经济领域和机构效率领域的维度与对称的权重加在一起。。唯一例外的情况是主权实体在某一个领域获得最低或最高的分数。在这种情况下，穆迪按2/3的权重计算。随后，按方法论，将以上两个领域综合权重的评分与国家财政领域进行比较，并且用特殊的矩阵模型来形成权重。从宏观经济和机构效率的组合中（即经济灵活度）得出的权重在高分的情况下权重较高，在表现中等的情况下权重为中等，而在低分的情况下权重又很高。也就说，如果主权实体具有很强的或者很弱的宏观经济和机构效率（经济灵活性），那么国家财政领域的分数不太重要。最后，在另一个权重模型的基础上将这样取得的分数与“事件风险”领域进行比较。在其内，前三个领域（政府财政实力）占主导地位。然而，这一主导地位的實力按政府财政实力得分而降低（穆迪投资者服务公司，2013）。



穆迪与其他两个机构相比，外部均衡过程是不同的。穆迪在最后一个层面探讨对个别冲击的敏感性，这只是外部脆弱性和政治风险的一部分，公共财政的流动性状况以及银行体系的脆弱性。除了这个维度之外，权重与通常的权重也不同，因为这里的维度得分是最危险的区域。

2.4. 标准普尔方法论的特点

标准普尔的权重过程稍微简单一些。作为第一步，首先按标准普尔的方法分别为宏观经济和机构效率领域以及国家财政表现、外部平衡流程和货币政策的组合计算出简单的算术平均值，然后基于一种特殊权重矩阵模型，从二者的平均值再计算一个评级预示区间。但这里要补充说明的是，这个评级预示区间可以根据与其他因素，如与参考国家的比较进行调整，调整的幅度甚至可达两级（标准普尔评级服务，2013）。



标准普尔公布的方法中研究所覆盖领域的近一半包含了明确的指标和相应的量表，而在其余内容里，对考虑到的领域进行了文字描述并介绍了评估标准。上文提到的机构效率领域的分析完全依赖于内部生成的指标和专家评估。

3. 该方法论的实用性问题

接下来，我们通过使用穆迪和标准普尔各自的方法论来研究，可以在多大程度上推演出实际信用评级。在这里值得一提的是，实际评分与我们模拟演算得出的评分之间的差异可以追溯到两个因素。一来是正如方法论说明中提到的，实际评级也有可能超出信用评级机构算出的范围，我们无法根据可免费获得的信息检查这个情况；另一个不确定性因素来自信用评级机构计算的评级预示区间的追溯演算。这主要取决于方法论的透明度和可用数据（也就说，信用评级机构和我们使用的统计数据在多大程度上一致）。我们能在

多大程度上根据模型解释实际评级，取决于两个不确定性因素的共存。在当前的框架内，这两个因素是不可能分开的。

在两家信用评级机构的情况下，我们都使用其方法说明中所介绍的数据来源，而在采集数据的过程中我们试图尽可能依靠两个机构公布的数据。穆迪研究的国家仅限于欧盟成员国，而标准普尔所检查的样本在地理上则更加多样化。我们用模型对2014年年底进行了演算，因为这是穆迪和标准普尔同时公布足以用于构建模型的方法论信息的第一年。由于穆迪在公布评级决定时一并发表的公告中提供了有关个别变量的相当有限的信息，所以在包含预测指标的情况下，我们所依靠的是国际货币基金组织的估计。相比之下，由于标准普尔公布了用来计算每个定量类（五个当中三个）领域基本评分的关键变量的计算方式，所以在相关计算中，我们依赖于标准普尔提供的数值。在这两种情况下，不同的国家样本可以通过标准普尔公开的更广泛的数据来解释。

除了发表方法论说明之外，标准普尔和穆迪都提供了如何在信用评级行为中对每个领域进行评估的指导方针。总体来看，在透明度方面，标准普尔表现最好。因为该机构除了为关键变量计算的数值之外，还公布了将五个被检查的领域的分数归类于总分为六分的数字量表的哪个三分之一部分。穆迪公布的是，从前两个领域组合构建的领域放在量表的哪个五分之一部分。因此，我们以两种不同的方式进行了我们自己的模型计算：一是不使用信用评级机构的领域评估信息；二是使用这些信息。根据结果看来，第二种方法降低了由信用评级机构计算的区间追溯演算的不确定性。

3.1. 穆迪模型的实用性

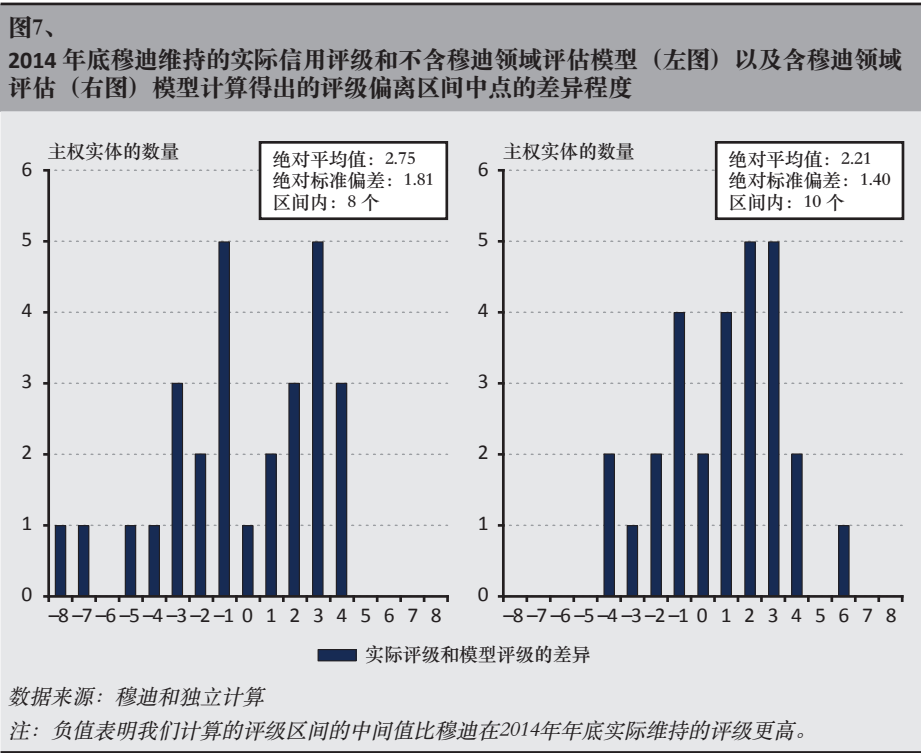
就穆迪而言（由于没有掌握该评级机构计算的数值），我们第一种方法中只使用公开提供的数据。由模型计算的评级预示区间的中点和信用评级机构维持的评级之间的差异表明，对实际评级的推算中存在着很大的不确定性。在欧盟28个成员国当中只有八个国家的实际评级落入我们计算的区间。在第二种模式中，我们还使用了该机构合并个别目标国家的前两个领域而形成的新评分领域。描述统计数据如预期的那样得到了改善，而且得出的结果在实际评级周围的分布变得更加对称。但是模型的解释力仍然很弱。尽管在这种情况下，28个成员国当中有10个国家的实际评级落入该范围的中心，但值得注意的是，这并不意味着我们重新构建了穆迪计算的区间，因为区间的中点甚至可能会出现两级差距（我们假设穆迪将实际评级维持在自己计算的区间内）。我们认为，这个模型解释力较弱的原因可以归结为以下几点：

- 如上所述，穆迪公司目前公开的方法论并不包含有关如何调整各领域基本分数因素的权重和比例的信息。在我们的计算中，这可能会使欧元区核心国家的评级追溯演算中出现问题，因为根据公告我们可以推断，涉及经济实体多样化程度的变量可正面调整评估的区间。证实这个观点的另一点，

是我们计算的中点评级一直比“Aaa”级别的国家实际评级低3到4个档。

- 校准方法论量表和权重与调整因素的问题导致该模型表现欧元区外围国家评级的能力降低。我们计算的区间中点一直表明这些国家的信用评级明显偏高。在这种情况下,我们不能排除穆迪本身也计算更高的区间,也就是说,在受欧元区债务危机影响最严重的国家的信用评级中导致偏离这一区间的国别因素可能会起到作用。
- 最后,不可忽视的是,国际货币基金组织和穆迪采用稍微不同的路径来计算预测分值。 鉴于相关指标数量不多,这个因素可能起的作用不大。

根据模型追溯演算的结果我们得出结论,在目前的透明度水平下,穆迪方法论的解释力可以说是较弱的。虽然可以帮助我们在事后理解信用评级决定,但它似乎不太适合用来确定信用评级。然而,我们不能排除这个模型更适合体现信用评级的变化,但是由于缺乏相关的时间观察,这是无法检查的。这个事项可能成为后续研究的主题。

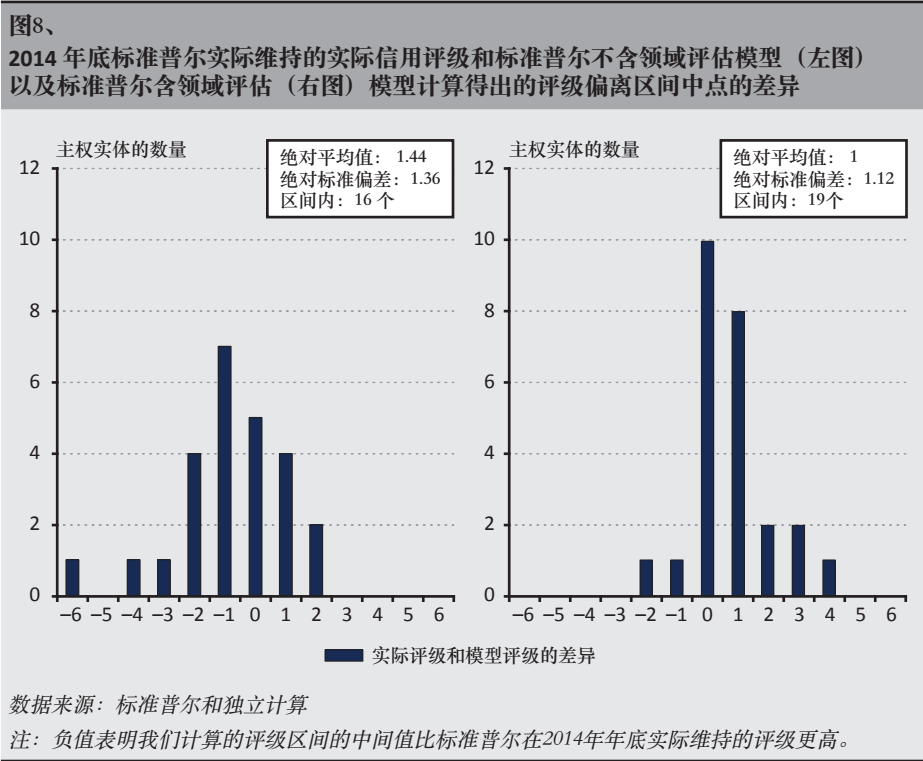


3.2. 标准普尔模型的实用性

我们研究标准普尔模型的第一种方法，是应用信用评级机构公布的最新指标，并用第三方的公开数据补充，对各个领域进行了评估。例如，定性的机构领域和政治效率领域（类似于穆迪的方法论）是通过使用世界银行公布的“全球治理指标”和透明国际的“腐败指数”来确定的。在计算货币政策领域时，我们主要使用了通货膨胀和实际汇率数据以及国际货币基金组织的汇率分类法。

在第二种研究方法中，我们也使用了标准普尔领域评估的相关信息。在货币领域的调研上，我们采用了标准普尔提供的两点区间的平均值，同时为了维持模型的一致性，在机构和政治效率领域的调研上始终使用了区间较差的数值。另外，我们在宏观经济，外部平衡和财政灵活性领域方面还进行了一个变化。如果标准普尔的两点区间不包括第一种方法中计算的分数，我们将相关领域分数调整到了最接近标准普尔计算的区间数值。

即使是第一种方法，该方法的解释力似乎也是有利的。在所调查的 25 个主权国家中，有 16 个国家的结果可以证实到2014年底标准普尔的实际信用评级为三个级别。这表明，即使在标准普尔尺寸的测量中，我们也可以通过使用关键变量的值和使用定性的领域来达到实际的评分并获得良好的结果。



案例研究、

根据方法论追溯演算标准普尔对匈牙利的最后三个评级调整步骤

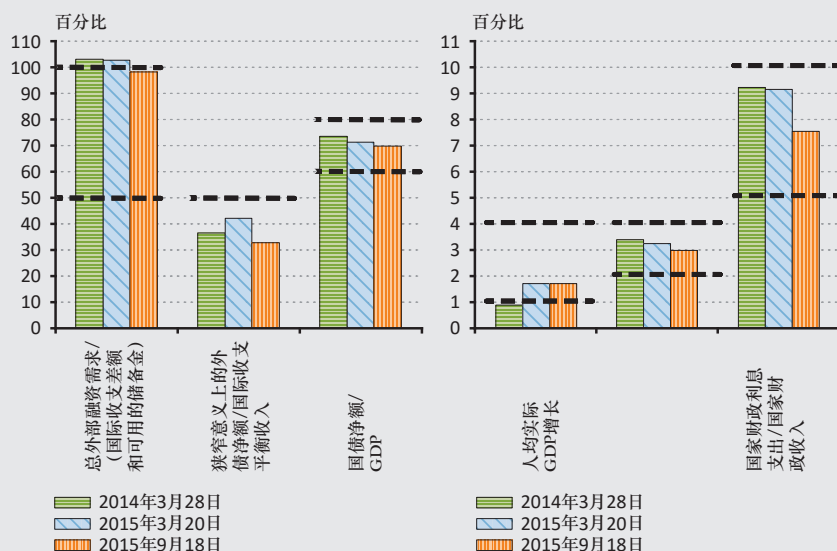
接下来,我们要通过案例研究揭示,在透明度当前的程度上标准普尔就主权实体评级流程和具体行动背景有关分享的信息可以如何使用。根据标准普尔的方法论,并根据公告中提供的数字和领域评估:

1. 根据标准普尔的演算介绍,在过去的一年半中匈牙利主要变量的变化;
2. 根据 5 个领域追溯演算匈牙利的评级和在模型基础上得出的评级区间;
3. 最后,评估在 2016 年根据模型得出的信用评级将可能改变的方向。

所呈现的关键变量表现五个领域当中最易于量化的三个领域(宏观经济、国家财政、外部平衡),机构效率和财政政策的评估我们通过结果网格介绍。我们按照以下顺序对三个日期进行了计算:匈牙利对“BB”评级的负面展望调整为稳定(2014年3月28日);匈牙利的信用评级升至“BB+”,展望稳定(2015年3月20日)以及2015年9月18日评级机构确认后者评级。

图9、

近一年半,标准普尔方法论中对匈牙利计算的主要变量数据



数据来源:标准普尔和独立计算

注:虚线显示一旦超过该分数线可能会改变相关领域的分数。就信用评级而言,人均实际GDP越高越好,而其他变量则越低越好。除财政赤字外,名义国债与GDP比的变化也受其它因素,如汇率的影响。

- 关于指标的第一个最突出的结论是,根据标准普尔,匈牙利的每个指标都有显著的改善,这不仅反映了实际数据的改善,而且还反映了信用评级机构改善的预期。

- 同样清楚的是，不仅在流量类指标（如财政赤字）上发生了改善，而且在相对于基准国家依然高的存量类指标（如净国债额）上也发生了改善。
- 标准普尔在 2015 年 3 月 20 日决定将匈牙利的信用评级从“BB”稳定展望升级至“BB+”的水平时已反映了其中部分成绩。与此同时，过去一年半的有利趋势，大部分都可与被研究的最后半年联系在一起。
- 六个关键变量中其中有两个的改进超过了关键分数线。实际GDP平均增长率在1%以上，这使得在2015年3月份的升级中起到了决定性的作用。反映外部脆弱性的指标降至100%以下的具有长远的意义。

对于各个评级行为的追溯演算，除了对定性领域（机关效率和货币政策）进行评估外，还需要对整个模型进行重新计算。我们知道，标准普尔评估机构有效性使匈牙利在过去的一年半中处于三等分的中间部分。经评估我们认为，这个领域过去和至今为止都得到了4分。根据人均GDP数据，宏观经济领域的初始评分在2014年3月份决定时为4分。之后因经济危机后的复苏缓慢，以及由于经济增长前景不佳，平均人均GDP增长率低于1%又降低1分，使该领域的评分成为5分。如此，机构领域和宏观经济领域，即4分和5分的平均值为4.5分。在我们的评估中，另外三个领域（外部平衡、财政和货币政策）的评估的平均值可能是3.6分。根据评测成绩矩阵，两个领域达“BB”区间中点，这是与2014年3月份的信用评级相同。

得益于经济增长展望的显著改善，2015年3月份计算的平均人均实际GDP的增长率可能达1.7%左右。这个数值已恢复到在名义人均GDP基础上计算和分配给我们这个分类的1-4%的增长幅度；也就是说，负面的调整因素失去了其重要性。正好是因为这个原因，机构和宏观经济领域从原来的4.5改进到了4分。据我们估计，另一个领域

图10、
根据标准普尔方法论和预测，匈牙利过去一年半的知识性评级的变化及其进一步变化的可能的趋势

外部平衡、 财政和货币 政策领域	机构和宏观经济领域											
	分类	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
	1-1,7	aaa	aaa	aaa	+ aa	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
	1,8-2,2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
	2,3-2,7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb+	b+
	2,8-3,2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb+	bb+	bb	bb-	b+
	3,3-3,7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
	3,8-4,2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
	4,3-4,7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
	4,8-5,2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
	5,3-6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	<=b-	<=b-

数据来源：标准普尔评级服务（2014a）和独立计算

的评估被调整到3.37,这主要是得益于货币政策领域的改善(根据公告我们认为,这是由于根据标准普尔的观点,因家庭外汇贷款转换成福林而货币传导渠道得到了加强)。这个结果网格标志着2015年3月份的“BB +”的区间中点,而且标准普尔使匈牙利升级到这个水平了。

为了评估未来展望,要从2015年9月份公布维持匈牙利评级时披露的数字出发。如上所述,就关键变量而言,反映外部脆弱性的指标下降到了从评估角度关键的100%以下。这个改善将外部平衡领域的得分可改善到2(从原来的3分),而据我们的估计,这将会跟另外两个领域合算出来的分数降低至3.03。根据结果网格,这意味着指示性评分中点将提高到“BBB-”。我们认为,这个过程并没有在2015年9月的审查中进行,因为根据这种方法,标准普尔可选择在外部脆弱性指标的情况下衡量应用哪个分数。该指标很有可能在2016年低于100%,这将再次确认上涨趋势。因此标准普尔可能更愿意选择更好的分数,所以就如上述(其它条件不变的情况下)这可能会导致“BBB-”的指示性区间,以及最终的升级。

如果使用领域评估有关的信息,则在我们计算范围内的国家数量就增加到19个,因此解释能力会得到进一步提高。第二种方法的平均偏差以及扩散度也如预期的那样有所改善。在第一种方法中观察到的差异分布表明建模是一个稍微好一点的分类。在使用相关领域评估的信息时,这种偏差就会消失。这表明,用方法学难以掌握的国家特定因素可能会导致信用评级的下降。这在“欧猪四国”的测算结果中就有所体现。

总体而言,以标准普尔方法论为基础构建的模型具有较好的解释力,这就除了追溯演算信用评级各步骤之外,还适合于提供将来评级的估值。

4. 结论

鉴于立法机构在过去几年里的推动,评级机构开始逐渐将其评级决策的流程变得更加透明。分析框架(方法论)被公开,在公布评级决定时一并发表的公告每年都提供更多的信息,让外界能够更清晰地看到评级决定背后考虑的观点和完成的计算。该方法论通常让用户在以文字和数据的框架中进行解释。根据我们的研究结果,在目前的透明度条件下,方法论和公告所包含的信息使我们对标准普尔指示性评级区间进行估计,并且最终对每个步骤进行追溯演算。对于穆迪而言,只能在高度的不确定性条件下才能推断指示评级区间。至于惠誉方面,由于缺乏权重和量表信息,在方法论的基础上暂时无法进行估算。

尽管穆迪的实际信用评级和演算出的评级区间不一致,但我们不能否认,目前公开的方法论信息让我们更加了解了评级的变化。然而,由于缺乏足够的时间观察,所以这个事项可能成为后续研究的主题。同样,还可以检查标准普尔的信用评级变化,甚至可以对区间内的调整提供估计值。

但是，对于这个还需要改进分析框架，使用展望数据和公告的文本分析可能是这方面的未来方向。

参考文献：

- Bábosik Mária (2014): *Tovább szigorodik a hitelminősítők szabályozása*. MNB, 2014. július 7., <http://www.mnb.hu/letoltes/babosik-maria-hitelminositok.pdf>. Downloaded: 1 October 2015. 巴博西科·玛丽亚（2014年）《信用评级机构的监管进一步收紧》
- Biedermann Zsuzsánna – Orosz Ágnes (2015): *Eltérő irányú pénzügyi szabályozások a válság után? Az EU és az Egyesült Államok válaszainak összevetése*. Hitelintézeti Szemle, 14(1): 30–56. 彼得曼·茹让娜·奥洛斯·阿格奈什（2015年）《危机之后不同的财政规定？》
- European Council (2009): *Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies*. Official Journal of the European Union, 52(November): 1–31., http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2009.302.01.0001.01.ENG. Downloaded: 1 October 2015. 欧洲理事会（2009）：欧洲议会和欧洲理事会2009年9月16日关于信用评级机构的第（EC）No 1060/2009号法规
- European Council (2011): *Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*. Official Journal of the European Union, 54(May): 30–56., <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=OJ:L:2011:145:FULL&from=HU>. Downloaded: 1 October 2015. 欧洲理事会（2011）：欧洲议会和欧盟理事会2011年5月11日关于修订信用评级机构的第（EC）No 1060/2009号法规的第513/2011号法规（EC）号条例
- European Council (2013): *Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*. Official Journal of the European Union, 56(May): 1–33., http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2013.146.01.0001.01.ENG. Downloaded: 1 October 2015. 欧洲理事会（2013年）：欧洲议会和理事会2013年5月21日第（EU）No 462/2013号法规修订关于信用评级机构的（EC）第1060/2009号条例。
- Fennel D. – Medvedev A. (2011): *An economic analysis of credit rating agency business models and ratings accuracy*. Financial Services Authority Occasional Paper Series, No. 41. <http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/op41.pdf>. Downloaded: 1 October 2015. 法内尔D. - 梅德韦杰夫A.（2011）《信用评级机构商业模式和评级准确性的经济分析》
- Fimalac (2015): *Presentation September 10, 2015*. http://www.fimalac.com/items/files/95c24c53a536cdc3035191bb745f2e25_SLIDE-FIMALAC-presentation-10-septembre-2015-VA.pdf. Downloaded: 5 October 2015. 法国Fimalac公司（2015年）《2015年9月10日的演讲》

- FitchRatings (2014): *Sovereign Rating Criteria. Master Criteria*. https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame_render.cfm?rpt_id=754428. Downloaded: 1 October 2015. 惠誉评级 (2014年) 《主权评级标准。主标准》
- IMF (2010): *Global Financial Stability Report. Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/text.pdf>. Downloaded: 1 October 2015. 国际货币基金组织 (2010年) 《球金融稳定报告。主权实体、融资和系统性流动性》
- Kiff, J. – Nowak, S. – Schumacher, L. (2012): *Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings*. IMF Working Paper, No. 12/23. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1223.pdf>. Downloaded: 1 October 2015. 基夫 J. – 诺瓦克 S. – 舒马赫 L. (2012年) 《评级机构强大吗? 主权评级的影响和准确性研究》
- Kiff, J. (2013): *Sovereign credit ratings: help or hindrance?* BIS Papers, No. 72., July, pp. 34–38. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap72h.pdf>. Downloaded: 1 October 2015. 基夫 J. (2013年) 《主权信用评级: 帮助还是障碍?》
- Mattarocci, G. (2014): *The Independence of Credit Rating Agencies. How Business Models and Regulators Interact*. Elsevier Inc., Oxford. 马塔洛奇 G. (2014年) 《信用评级机构的独立性。商业模式与监管机构如何互动》
- McGraw Hill Financial (2015): *2015 Investor Fact Book*. <http://investor.mhfi.com/phoenix.zhtml?c=96562&p=irol-investorfactbook> Downloaded: 2 October 2015. 麦格罗·希尔财经《2015年投资者概况》
- Moody's Investor Service (2013): *Rating Methodology. Sovereign Bond Ratings*. https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_157547. Downloaded: 1 October 2015. 穆迪投资者服务公司 (2013) 《评级方法论。主权债券评级》
- Moody's Investor Service (2014): *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2013*. https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_166650. Downloaded: 5 October 2015. 穆迪投资者服务公司 (2014) 《主权实体违约和回收率, 1983 - 2013年》
- Moody's Investor Service (2015a): *2014 Annual Report*. <http://ir.moody's.com/Ca- che/1500069041.PDF?Y=&O=PDF&D=&fid=1500069041&T=&iid=108462>. Downloaded: 2 October 2015. 穆迪投资者服务公司 (2015a) 《2014年年度报告》
- Moody's Investor Service (2015b): *Rating Symbols and Definitions*. <https://www.moody's.com/sites/products/AboutMoody'sRatingsAttachments/Moody'sRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>. Downloaded: 5 October 2015. 穆迪投资者服务公司 (2015b) 《评级符号和定义》

- Pennartz, J. – Snoeij, P. J. (2012): *Sovereign credit ratings. An assessment of sovereign ratings provided by Moody's, S&P and Fitch*. Rabobank Working Paper Series, No. 12/2, July, pp. 1–38. https://economics.rabobank.com/PageFiles/536/WP1202JSN_Assessment_of_sovereign_credit_ratings.pdf. Downloaded: 1 October 2015. 潘耐兹J. – 斯诺埃 P. J. (2012年) 《主权信用评级。评定穆迪, 标准普尔和惠誉的主权评级》
- Standard & Poor's Rating Services (2013): *Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions*. https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1150958&SctArtId=164326&from=CM&nsI_code=LIME&sourceObjectId=8043981&sourceRevId=1&fee_ind=N&exp_date=20230625-15:42:28. Downloaded: 5 October 2015. 标准普尔评级服务 (2013) 《主权政府评级方法与假设》
- Standard & Poor's Rating Services (2014a): *Sovereign Rating Methodology*. https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1377165&SctArtId=288448&from=CM&nsI_code=LIME&sourceObjectId=8950072&sourceRevId=2&fee_ind=N&exp_date=20241223-20:52:02. Downloaded: 5 October 2015. 标准普尔评级服务 (2014a) 《主权评级方法论》
- Standard & Poor's Rating Services (2014b): *Sovereign Defaults And Rating Transition Data, 2013 Update*. https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1299434&SctArtId=230465&from=CM&nsI_code=LIME&sourceObjectId=8567722&sourceRevId=1&fee_ind=N&exp_date=20240420-22:51:32. Downloaded: 5 October 2015. 标准普尔评级服务 (2014b) 《主权实体违约和评级转换数据, 2013年更新》
- Standard & Poor's Rating Services (2015): *2014 Annual Sovereign Default Study And Rating Transitions*. https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1399177&SctArtId=316469&from=CM&nsI_code=LIME&sourceObjectId=9160087&sourceRevId=2&fee_ind=N&exp_date=20250518-21:01:28. Downloaded: 5 October 2015. 标准普尔评级服务 (2015) 《2014年度主权实体违约研究和评级转换》

市场导向的货币政策之路与中国“新常态”新货币政策体系*

科姆洛希·劳拉 (Komlóssy Laura) -

克尔门迪·哲恩吉 (Körmendi Gyöngyi) -

洛达尼·山多尔 (Ladányi Sándor)

近几十年来,中国实行了一系列的经济改革,因此逐步从中央计划经济体制向市场经济体制转型。作为这个过程的一部分,货币政策的框架和工具组合都随着当时的经济体系而改变。本文章从两级银行体制的形成描述了这一演变过程,特别是2008年后的改革进程,以及在其过程中建立的现行“新常态”范围内运行的框架。这个新的框架复制了发达市场经济货币政策中普遍存在的一些要素,同时也具有反映国家特有的特征。一方面,这些要素是昔日货币政策制度的痕迹;另一方面,也可以理解为适应新挑战的手段:在2007-2008年危机之后,将以前纯属货币政策性质的一些工具作为新出现的一个领域,即宏观审慎政策的工具在中国新经济体系中得到了新意义。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: E42、N15

关键词: 货币政策工具箱 宏观审慎政策 中国“新常态” 中国人民银行

1. 2007-2008 年, 货币政策体制从计划经济到经济危机的演变

在计划经济体制下,货币政策是由信贷计划和现金计划组成的。信贷计划规定了各家企业实现生产计划所需的信贷额度,而现金计划被用来量化交易所需的现金量。现金计划中设定的实现目标和现金流量本身是由中国人民银行(以下称:PBC)监督的。由于大多数产品的价格是中央设定的,所以货币供应增加并没有影响价格,反而导致货物短缺和强制储蓄(布雷哈尔和其他人,1991)。

1978年,中国领导层决定,通过宽松的制度结构,逐步引入市场要素从而改革计划经济体制层面的问题。最紧迫的问题是为人民提供粮食,所以这个改革从农业改革开始。新制度实行了双价制:一部分产品由国家设定的价格

* 本刊号登载文章仅代表作者观点 不代表匈牙利国家银行的观点或意见。

科姆洛希·劳拉是匈牙利国家银行的初级分析师。电子邮箱: komlossyl@mn.b.hu

克尔门迪·哲恩吉是匈牙利国家银行的首席经济分析师。电子邮箱: kormendigy@mn.b.hu

洛达尼·山多尔是匈牙利国家银行的风险分析师。电子邮箱: ladanyis@mn.b.hu

该论文发表于《金融与经济评论》2017年第中国特刊 <http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/laura-komlossy-gyongyi-kormendi-sandor-ladanyi.pdf>

购买，而剩余部分由新建的家庭农场按市场价格出售。为了配合农业改革，农村地区还允许个体户和一些小型合伙公司的建立，因而不仅促进了小型工业的发展，还促进了农业从业人数的优化。上个世纪 80 年代，伴随着货币框架的重塑，国有企业的改革也开始了。

随着 1984 年专业银行重新建立，两级银行体系正式形成，从此，中央计划所需的信贷额度就通过这类机构向国有企业发放开来。信贷计划作为最重要的货币工具，在区域基础上设定了信贷上限。在此基础上除了中央计划的信贷外，银行还可以给企业提供贷款。地方政府管理层在分配贷款压力方面发挥了重要作用。信贷上限的引入和调整是货币政策即使在区域基础上也可以影响信贷支付额的有效手段。然而，这个工具对企业界的各参与者有着不同的影响，因为在紧缩的情况下，小型和私营企业被迫退出贷款，而这种措施的影响对大型国有企业较小（布雷哈尔和其他人，1991）。

在建立两级银行体系的同时，除了信贷最高限额的直接工具，还出现了存款准备金率、央行信贷、存贷款利率等间接货币政策工具。一方面，中央银行信贷使银行贷款增长，促进了负债方在信贷计划中实现较高目标，同时也起到了流动性管理的作用。因此，就出现了从一天到几个月甚至到一两年的多种典型的到期期限。在存/贷款利率中，由于硬预算约束，居民存款利息率对敏感人群影响较大。相比之下，大型国有企业的利率敏感度相对较低，在计划经济框架下，如果公司产生利润或亏损则是次要的（曾等其他，1994:14-16）。

上个世纪 80 年代后半期，实体经济的表现对货币政策措施反应比较敏感（布雷哈尔和其他人，1991:15）：在紧缩期间，工业生产增长大幅减速。尽管当时价格的大部分仍然是中央设定的，通货膨胀也较好地跟上了货币政策的变化。影响机制主要通过企业可获得的信贷额度来发挥作用，因此，信贷量和货币量在 1986 年至 1993 年间作为中间货币政策目标来使用。在此期间，货币政策有着双重目标：支持货币稳定¹和经济增长都同样重要（劳伦斯、迈诺，2007）。

1978 年开始的改革也使中国经济的对外关系发生了根本性的变化。原先的封闭被谨慎的开放所取代——激励了出口业务，并且允许国外贷款和外国直接投资。官方汇率是根据国际收支差额的变化，成本水平的变化以及主要贸易伙伴的汇率变化确定的，但是官方汇率并没有普遍适用于所有的结算。为了促进出口和减少进口，在 1981 年和 1984 年期间，将国内外贸结算的汇率同官方汇率进行了核算。为了首先通过市场机制来确定汇率，在 1981 年引入了相对狭窄范围的交易系统。在其范围内，参与企业可以使用被允许的外汇量进行贸易，随后在 1986 年建立了第一批外汇调剂中心，并且允许外国

¹ 根据国家领导层和中国人民银行随后的通讯，货币稳定可能指的是汇率和价格的稳定。

企业参与。1988年，这个制度在地域上和在中国企业范围上都得到了扩展。同年，外汇交易配额制度部分开放（麦哈兰和其他人，1996）。

借鉴改革的经验，1992年中国共产党将建设社会主义市场经济设为发展目标。因此，1993年至1997年期间启动了一些新的方案，而且将继续贯彻以前实行的改革措施。在此期间，完成了八十年代银行体系的转型，并且将此过程的新秩序列入了法律（Okazaki, 2007）。虽然1983年就决定中国人民银行自1984年开始作为中央银行，但其法律框架却在1995年才制定的。在这两个日期之间的十多年里，该机构的运作机制得到巩固，对一些关键问题也产生了决定。虽然在上个世纪80年代地方政府力图影响中央银行地方分支机构运作和货币政策的实施，但是最后集权化的努力战胜了分权化的尝试。因此，在“中央银行法”中规定，中国人民银行只隶属于国务院，地方政府机构不得干预货币政策的决策（麦哈兰和其他人，1996:18-20）。同年，“商业银行法”也通过了这一规定，这使经济政策性信贷业务与商业性信贷业务在1994年互相分离开来。这样看来，在80年代重建的专业银行可以成为商业银行，而经济政策性贷款业务由新成立的银行所接管（Okazaki, 2007）。

货币政策也跟着经济体系发生了变化。1993年，国务院设立了首要确保货币稳定，从而支持经济增长的货币政策，并以此调整了原先的双重目标制度（劳伦斯、迈诺，2007）。1995年，中国共产党中央委员会确认了这个方向，把遏制通货膨胀列入了1996-2000年间经济政策最重要的任务之一（戴根有，2001）。这段时间，还确定了一些新的中期目标。中国人民银行在1994年定义了三种不同的货币供应量指标，而在1996年货币供应量被定为中期目标（劳伦斯、迈诺，2007）。

货币政策工具箱也变得更为宽泛：1993年，公开市场操作（OMO）首次用来影响银行的流动性。然而，由于银行间市场不发达和利率受监管，该工具的效率较差，所以到1997年，中央银行使用这种工具的情况很少，而且使用量也有限（盖格，2008）。早在1993年就利率自由化问题通过了一个原则性的决定，但是这个过程进展很缓慢。首先在批发市场上允许启用自由利率的定义：作为启用市场利率的第一步，1996年6月份取消了对银行间市场的限制，然后到1999年中国中央银行将有关货币和债券市场利率的所有规定解除，银行间拆借利率和政府债券、金融机构发行债券的价格完全由市场决定。此外，外币计价资产的情况下，利率水平的定义被废除（劳伦斯、迈诺，2007）。未来还将采取进一步的宽松利率自由化措施，因此未来二十年里，企业和家庭的人民币存/贷款利率仍处于中央监督之下。

在二十世纪90年代中期，汇率政策也发生了很大变化。1994年初，以前按地区划分的外汇调剂中心所确定的汇率和国家设定的官方汇率一并被纳入一个新的综合汇率制度，而这是由一个统一的电脑交易系统支持的。与之前的官方汇率相比，一体化导致了显著的贬值。随后，对美元实行下滑的固定汇率

制，导致在接下来的一年半内这个制度带来了适度的升值（盖格，2008:3）。新制度实施后，中国企业可以使用中央系统按前一天设定的平均汇率与授权的金融机构进行交易并且当天结算。相比之下，外商投资企业直接进入该交易系统，按当前汇率进行交易，次日结算。交易的管理也变得更加简单：国内企业的交易是由执行交易的银行而不是由中央授权的，而外商投资企业只需要提交年度计划就可以自由进行交易（麦哈兰和其他人，1996）。

中国早在开放之初曾打算加入“关税与贸易总协定”（GATT），但是由于天安门广场事件，谈判被中断了。谈判在1995年左右才继续，然而已经建立的世界贸易组织（WTO）机构设立了非常严格的加入条件，比如要开放金融市场等要求。由于中国金融体系的结构性的，当时还很弱，要加入世贸组织就需要进行重大改革。1997年亚洲金融危机的教训也加强了政治领导层对这方面的决心。虽然该危机事件并没有在中国造成严重的问题，但它提升了金融体系状态得到的关注，其脆弱性引起了严重的忧虑（Okazaki，2007:17-18）。

虽然从1994年起，经济政策性贷款是由专门机构负责的，但是商业银行对大型国有企业的资金方面实际上仍然没有真正的决策权。由于它们并不能拒绝为这些企业提供融资，所以银行对自己的盈利也没有负责任。银行体系中积累的（大多是与大型国有企业有关）不良贷款使银行资不抵债，该制度的生存能力完全靠对股东国家的信任所维持着。但是要解决这个问题，不仅要改革资本结构和管理不良贷款，还要纠正坏账累积导致的系统性问题。为此，需要授权让银行独立决定批准或拒绝贷款申请，并且对其决策负责。本着这种精神，银行监管得到加强：2003年，中国银行业监督管理委员会（银监会，即CBRC）与中央银行分家并且开始单独运作（科姆洛希和其他人，2015）。

授予银行的贷款自主决策权也需要货币政策工具箱的改革。之前信贷计划占主导地位，但是自1998年以来，在货币政策的执行中还有多种工具也获得了重要的地位。信贷计划和信贷上限被取消，并且其角色被中央指导，即被所谓的“窗口指导”所取代。新的工具继续使中央银行能够对贷款量提供指导，并指定贷款方面的优先领域。由于各家银行努力遵守这方面的指导，所以这个工具相对有效。此外，1998年5月份重新推出的公开市场业务比以往更为主导（盖格，2008）。

存款和贷款利率的管理也发生了变化，从而在货币政策的利率渠道方面也发生了变化：自2004年，贷款利率上限和存款利率下限被取消，给银行在这方面的决策留出了更多余地（劳伦斯、迈诺，2007）。中国央行通过放宽管制，让银行在确定贷款利率的同时，能够考虑到每个客户的信用风险，而且还能确保利率保持稳定。在利率自由化的过程中，放宽贷款利率管制优先于取消存款利率的限制，这种方法有助于保护银行利率差，同时也防止了随后几年中国银行业竞争的加剧（旧金山联邦储备银行，2014:1）。除了利率管制的逐步放宽之外，中国当局也对银行间市场进行了改革。为推动中

国货币市场参考利率体系，有效地影响货币市场产品价格以及完善货币传导机制，2007年1月份出台了新的同业拆借利率，即SHIBOR（上海银行同业拆借利率）（Si，2015:7）。

亚洲金融危机也迫使汇率政策发生变化。官方持续的浮动汇率制度是由汇率固定机构发起的，在定盘水平附近形成一个非常紧缩的交易带（盖格，2008:3）。在交易带进一步收紧的条件下，这一制度一直维持到2005年。

2. 走向“新常态”之路：新改革和进一步自由化

虽然2007-2008年全球经济危机对中国的影响比世界发达国家少，但已经很显然，原先的两位数增长率是不可持续的。一方面，由于危机对中国产品的外部需求下降了。另一方面，在经济许多领域出现了日益加剧的不平衡现象，而通过经济政策措施进一步加剧不平衡是不合适的。因此，中国领导层试图实现可持续发展的道路，这需要经济转型和市场经济机制的进一步加强。然而，除了外部条件引起的放缓之外，转型导致受害者进一步增长，因此中国领导层已经设定了截止到2020年要将2010年的GDP翻一倍的目标（彭博新闻社，2012）。这个平均7.2%的年增长率相对于以前的增长率是微不足道的，但是为了实现更稳定的经济结构，这是一个政治上可以接受的水平。这是要在稳定的，3%左右的通货膨胀率的条件下达到的目标。对中国而言，这意味着实现物价稳定。2014年，中国国家主席习近平首次将上述所说的新秩序和增长之路称之为“新常态”（彭博新闻社，2014）。

为了实现可持续增长之路，出台了一系列改革措施：先前开始和中断的利率自由化成功完成，修订了汇率制度，而且配合新制度更新了货币政策工具箱的许多要素。

2.1. 完成利率自由化和建立利率走廊

在全球经济危机爆发之后，随着中国领导层努力平衡减缓增长，利率自由化进程被中断。因此，央行直到2012年才恢复利率自由化措施。在此背景下，进一步放宽了对贷款利率下限和存款利率上限的规定，最终于2013年7月取消了所有贷款利率限制（中国人民银行，2013c）。

作为实行市场化利率体系的进一步基石，10月份除了基准一年期贷款和存款利率之外，还推出了一种新的参考利率，即LPR指数（贷款基础利率）。这目前是得出9家商业银行²给最佳客户提供的贷款平均额并且提供给其它银行作为参考从而确定它们的贷款利率（中国人民银行，2013b）。在开始实行

² 报价LPR银行团现由中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中信银行、浦发银行、兴业银行和招商银行组成。

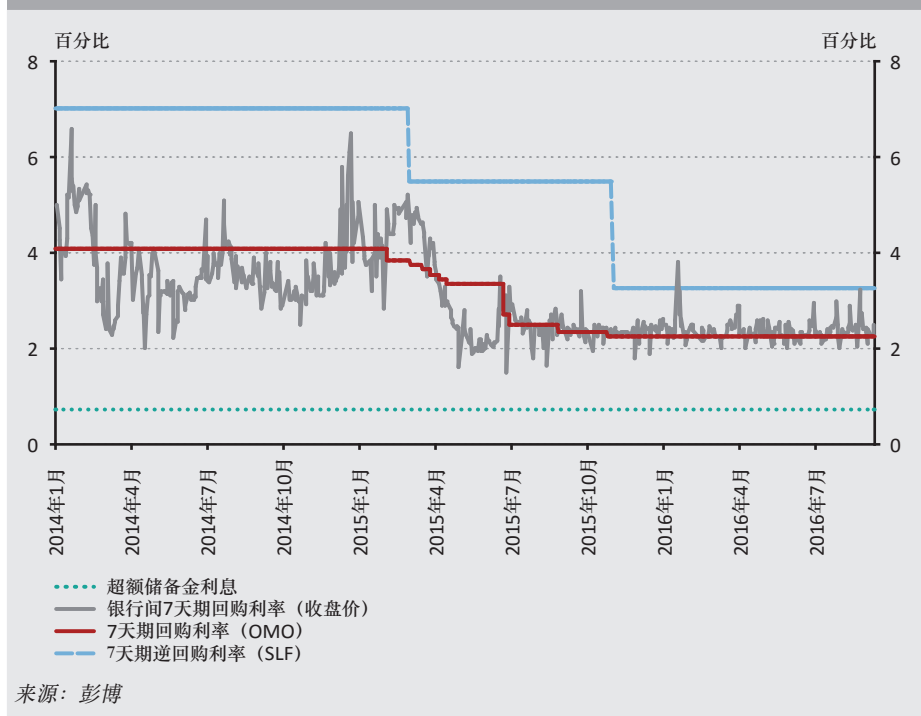
新参考利率之后，中国央行12月份允许金融机构发行存款证书（CD），并在银行间市场上进行交易，这是全面放开利率的又一个重大举措（Si，2015）。

经过多年的准备工作，2015年5月份开始引入了覆盖所有从事存款业务机构的存款保险制度，这被视为是银行体系稳定和自由化进程的里程碑（中国人民银行，2015b）。存款保险在多方面具有突出意义：一方面是因为非国有银行进入市场的需要；另一方面有助于明确具体投资方式的风险，而这是利率自由化和遏制影子银行系统的先决条件。

作为近20年前开始的利率自由化的最后一步，在2015年10月份，中国人民银行公布了取消存款利率上限，从而银行在确定存款和贷款利率方面有了充分自主决定权（中国人民银行，2015c）。尽管全面的利率自由化是一个缓慢的过程，但当局对自由化的时机和步骤采取谨慎的态度，力求保持金融体系的稳定（旧金山联邦储备银行，2014:1）。同时，自由化持续近20年，在国际比较下也是独一无二的，已有不少专家研究这个过程缓慢的原因。胡（2014）在一篇论文中确定，在二十一世纪初期，自由化被拖延的理由是国家为解决贷款损失问题而采取措施：将存款利率保持较低水平（金融抑制 - financial repression）。宋（2001）认为，利率自由化也受到金融市场分割、缺乏竞争、国有银行不良贷款比例过高、宏观经济考虑以及缺乏金融市场基础设施等因素的阻碍。中国大型国有企业和国有银行并没有支持放松利率管制，因为这会大大增加它们的融资成本并且削弱由不灵活的利率制度所保证的利润。另外，中国领导层也因担心放松管制会增加预算赤字的资金成本而有所退缩（Si，2015）。

但是取消对存贷款利率的限制并没有标志着利率自由化进程的结束，因为新制度会给金融机构和货币政策带来新挑战。利率自由化可能会加剧利率波动，而中国央行在改革过程中经常呼吁市场参与者注意这个问题。此外，由于银行的基准利率不再保护利率差，所以随着银行间的竞争加剧，利润率赢利能力将下降。货币政策工具箱也在发生实质性的变化：一方面，基准利率的重要性将下降，因为只对金融体系的一些国有参与者才有约束力（谭和其他人，2016）；另一方面，央行不使用量化调整，反而倾向于影响利率，从而提高货币政策传导的效率（中国人民银行，2014a:50）。因此为了进一步推动市场化的利率体系，不少分析师认为，在未来一段时间里，中国央行可能会转向广泛接受的市场利率，如7天期逆回购利率或7天期回购利率，或可能适用的SHIBOR（谭和其他人，2016:12）。货币政策框架改革还包括建立正式利率走廊（中国人民银行，2014a）。目前中国的金融体系是在非官方利率走廊条件下运行的，其中利率走廊的顶部是央行常备借贷便利（Standing Lending Facility）7天回购利率（详情见第2.3节），而利息走廊的底部是额外储备利息（谭和其他人，2016）。随着利率限制逐步取消和利率走廊的狭窄变化，同业拆放利率波动明显减小，而且近期的货币传导也有所改善（图1）。

图1、
央行的利率走廊和银行间利率的演变

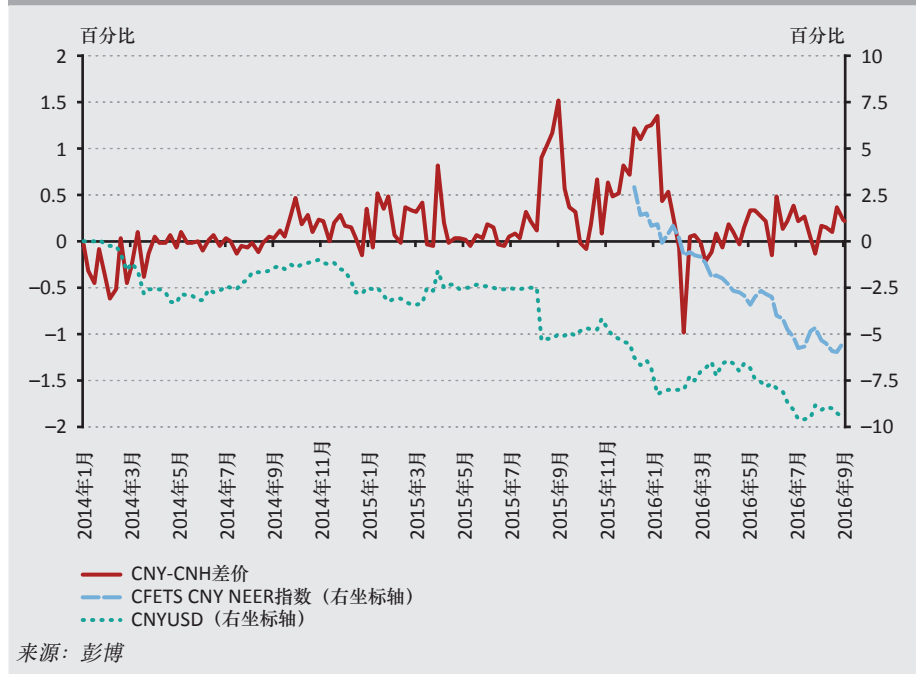


2.2. 汇率制度的进一步改革

中国的汇率制度正如第一节所述，计划经济体制从转变到21世纪为止，只有在一定的时间内、一定的程度上允许供需关系发挥作用。对于当局而言，与出口导向的工业发展战略相一致，汇率稳定始终是重中之重。这是通过重大的限制因素和严格的汇率政策确保的。相比之下，汇率制度最近的改革追求的是实现完全可兑换性的最终目标和允许市场力量形成汇率。虽然这是一个遥远的目标，但是近十年为实现这一目标已经实施了一些改革措施，大大改变了二十一世纪初典型的体制。原来的官方对美元的浮动汇率制度在2005年7月份由一篮子货币的定向浮动所取代，这个汇率决定了当前的汇率，同时也考虑到市场的供求。。中央银行采取银行间市场上形成的收盘汇率作为下一个交易日的中间价，在此基础上定义了一个交易区间，以确保汇率的稳定性和与均衡价值的一致性（中国人民银行，2005:15-19）。按照循序渐进的方式，交易区间从最初的 $\pm 0.3\%$ ，至2007年扩大到 $\pm 0.5\%$ ，而在2012年又扩大到 $\pm 1\%$ ，最后在2014年扩大为 $\pm 2\%$ （中国人民银行，2014c）。新系统得到了贸易相关的开发和更广泛的接入范围的支持（劳伦斯、迈诺，2007）。尽管美元在货币篮子中可能占有相当大的份额，但新的制度使中央银行能比以前更灵活地管理汇率。

从 21 世纪开始，作为开放中国经济的一部分，人民币在国际贸易和金融结算领域开始发挥越来越大的作用，但是中国想建立一个既开放国家资本账户，又可以进行人民币交易的制度，而香港成立离岸人民币市场正提供了解决这个问题的办法（香港金融管理局，2010）。从那以后，在两个市场就可以进行不同的报价和汇率机制的人民币交易。在岸，即大陆（CNY）市场，中国当局继续大量影响汇率的同时，在香港离岸市场（CNH）的汇率正日益受到市场力量的影响。在后者的情况下，为了避免在岸人民币（CNY）- 离岸人民币（CNH）差价的持续增加，央行通常会根据市场情况进行干预。在岸人民币和离岸人民币汇率的相互关系同时反映两个市场的互通性，而且由于相关性不完善，互通性具有有限性。紧密的联系原因是在岸和离岸汇率之间的较大差价有为资格进行兑换的参与者提供套利机会。利用这个机会将会产生缩小差价的效果（对价格偏低的货币需求增加将推动其价格上涨）。与此同时，在离岸和在岸利率之间可观察到高达 100 个基点的点差（图2），而这个点差远远大于可完全兑换货币的几个基点点差。

图2、
在岸人民币和离岸人民币的点差、在岸人民币兑美元汇率以及中国外汇交易中心在岸人民币名义有效汇率指数的演变（百分比）



由于货币市场和资本市场的逐步开放，中国央行面临了经典的政策三难问题，即不可能同时实现固定汇率制度、独立的货币政策和自由资本流动。

此前，中国在封闭的资本账户的背景下采取严格汇率政策来实施其货币政策，而最近由于自由化，已走向了独立的货币政策、开放的资本账户和自由浮动汇率制。然而，这个过程引起了以前中央管理的货币市场变量（汇率和货币市场利率）的波动增加，央行多次提醒了货币市场参与者注意到这个问题，并且中国央行通过外汇市场干预和进一步的汇率制度改革平衡了资本账户开放所引发的资金外流。为提高在岸汇率制度的灵活度，突出供求因素的影响，央行在 2015 年 8 月份完善了人民币定值的计算方法。根据新计算方法，中国人民银行在前一天的收盘汇率和主要国际货币的变动基础上来确定中间价（中国人民银行，2015b）。与改变人民币定值计算方法同时，中国央行相对于前一天的收盘汇率将人民币贬值近 2%，这是自 1994 年取消双重汇率制度以来最大的盘中汇率调整³。在公布其决定的时候，中国央行强调，人民币贬值是一次性的举措，不要预期持续的贬值（中国人民银行，2015d）。此举引起了市场的不良反应：很多投资者和分析师都以中国出口表现不佳来解释了中国当局的这个决定。同时也有些人担心，2014 年以来大量的资本外流可能会由于汇率贬值而加剧。分析人士迄今尚未就资本外流的原因达成共识。有人认为，这是中国资产全球调整的自然后果，而又有人认为这个过程可以偿还中国企业的美元债务（国际清算银行，2016）。迄今为止，这些担心被证明是有部分理由的：在各种规模的货币贬值之后，人民币兑美元在过去的一年中贬值近 7%。市场忧虑的影响在在岸人民币和离岸人民币利率差距扩大方面也可以观察到。一些市场参与者因为预期人民币会逐步贬值而开设了大量的投机空头头寸。为了稳定市场进程，中国央行被迫以持续干预和公开市场操作的方式来反应。这些措施表现于外汇储备迅速和大幅减少（图3）。

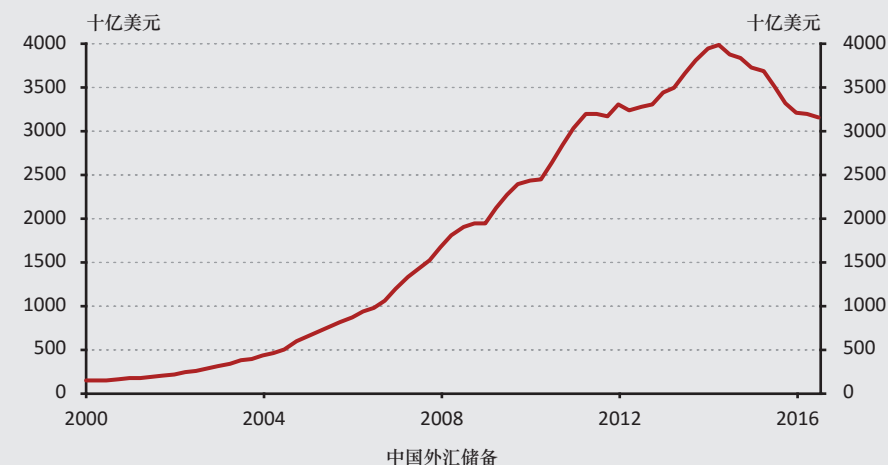
而二十一世纪初，中国的外汇储备勉强达到 2000 亿美元，但是从 2003 年起开始大量积累，结果在 2014 年中期外汇储备已达近 4 万亿美元。像许多其它出口驱动的新兴市场经济体一样，中国外汇储备的增长主要是国际收支平衡的顺差和固定汇率制度的结果，因为中国当局通过购买外汇来平衡对人民币的过度需求。这样积累的外汇储备盈余大幅度提高了银行体系的结构化流动性，而中央银行主要通过强制准备金制度对其进行兑换。

然而，随着国际收支差额降低和创造人民币可兑换性，上述关联体制在 2012 年至 2014 年间变得较弱，而在 2015 年的货币市场动荡过程中，中国央行被迫以前所未有的规模进行外汇市场干预，以便规避资本外逃和保持人民币汇率稳定。

在 2015 年 11 月份对 SDR 货币篮子进行审查时，国际货币基金组织因意识到人民币在全球经济中的作用越来越大，并且认可改革进程，因而决定将人民币纳入到篮子中。据国际货币基金组织的立场，除了出口要求外，人民

³ Lingling Wei: China Moves to Devalue Yuan. The Wall Street Journal, Aug. 11, 2015. 魏玲玲《中国走向人民币贬值》<http://www.wsj.com/articles/china-moves-to-devalue-the-yuan-1439258401>. 下载日期：2016.09.05.

图3、
中国外汇储备的演变



来源：彭博

币还满足其他必要的条件，即自由的可用性（国际货币基金组织，2015）。这也导致在 2016 年 10 月 1 日推出的新特别提款权篮子后，中国将那些具有足够高评级的投资作为官方外汇储备的一部分。在新的特别提款权篮子中，人民币被赋予近 11% 的权重（主要是以欧元和英镑为代价），这相当于第三大份额。出于这些原因，确保人民币兑美元的汇率能够更加灵活尤为重要，因为与美元紧密结合的汇率会导致 SDR 篮子中美元的份额增加。

中国当局主要是通过于 2015 年 12 月份推出的中国外汇交易中心在岸人民币名义有效汇率（NEER）指数⁴来试图避免这种不利的效果。该指数跟着人民币对 13 个货币组成的一篮子货币的汇率。货币及其权重是根据商业和投资活动而确定的（图 2）。通过突出新指数，中国央行支持人民币兑美元汇率制更加自由地变化，并且通过这个方法试图在维护中央银行信誉的同时，争取更多汇率政策操纵空间⁵。

2.3. 货币政策工具箱的更新

从更广的意义上讲，近几十年来中国货币政策的转变归功于中国政府的现代化进程，即经济改革的成功使其机构更接近西方国家普遍的经济标准。

⁴ 中国外汇交易中心（CFETS）是中国银行间外汇交易系统的运营和监管机构，是中央银行直属事业单位。

⁵ 有趣的是，最初韩元和台币并没有纳入，即使这些国家是中国最重要的贸易伙伴之一。它们的作用很清楚的表明，在国际清算银行制定的 NEER 指数中，韩元（KRW）是第四，台币（TWD）是第五个权重最高的货币（Gomi 2016）。这个决定是以两国的资本限制为基础的，但是韩国货币的这个障碍很快就会解除的。在二月份的 G20 封会上，中国和韩国领导人决定设立一个 CNY-KRW 交易平台（费尔南德斯和其他人，2016）。

为了实现目标，中国中央银行采用了基于定量监控的直接工具和间接市场化工具的混合。工具箱的混合成分是经济转型的结果，除了以市场为基础的工具之外，以监管为基础的货币政策也继续发挥作用（格林盖尔，2015:4）。中国央行标准工具箱的要素包括法定准备金率、基准利率、公开市场操作和中央银行贷款等。由于改革进程和全球经济危机，近十年来，一些具体工具的重要性不断改变，由此逐渐从使用基于量化监控的工具过渡到使用以市场为导向的工具（谭和其他人，2016）。

法定准备金制度是中国央行工具箱中最重要的工具之一。对西方央行来讲，这个工具的作用目前主要局限于简化银行日常流动性管理，而在中国则是影响中间政策目标（货币数量）的基本工具。从2007年起，在中国货币政策的执行上加大了调控法定储备金的力度，其中严格汇率政策也起到了重要的作用，因为中国人民银行主要通过法定准备金制度处理增加的外汇储备。从央行的角度来看，相比于其它工具，法定存款准备金率的使用有几个论点支持。不像往往是短期的公开市场操作工具（回购和中央银行票据），中央银行可以通过调整法定存款准备金率持续减少银行体系的流动性。这项工具的另一个优势是中国央行支付储备利息率要比中央银行贴现票据低得多。另外，虽然准备金制度的调整对银行体系流动性产生明显的影响，但是并不直接地、大量地影响借款人的融资成本。此外，除了在货币政策的传统作用外，法定储备利息率在宏观审慎政策的形成和实施中也起着越来越重要的作用（马和其他人，2011）。由于中国金融体系中银行体系的主导地位以及可兑换性的限制，这一工具已被证明在货币供给管理方面非常有效（格林盖尔，2015:6）。在2015年9月份，对该比率的计算方法作出了重大调整：放弃了以前每日符合标准的制度，取而代之的规定是银行应当满足特定报告期间的平均每日收盘价的要求。这个调整为银行的流动性管理提供了更多的活动空间，而中央银行也期望会加强货币传导（中国人民银行，2015b）。

在危机前期，中央银行的贷款在银行体系的流动性管理上占主导地位，而在过去的十年中，中央银行使用这个工具较少，其原因有两个。一方面，2006-2008年间为了抑制通货膨胀，抑制资本流动，货币政策收紧而没有必要扩大流动性：由于经济过热和资本流入，银行体系中产生显著的流动性过剩。另一方面，流动性条件的微调突出了央行货币政策的公开市场操作（汇丰银行，2016）。最初，公开市场操作在实施中国人民银行货币政策方面起到的作用不大，但随着金融市场的发展，这些工具在中央银行的工具箱中也越来越重要，现在已经成为了在标准工具（如“窗口指导”等）和法定存款准备金率之后最重要的货币政策工具之一。为了有效微调流动性条件，央行在2016年1月份决定每日进行公开市场操作⁶。

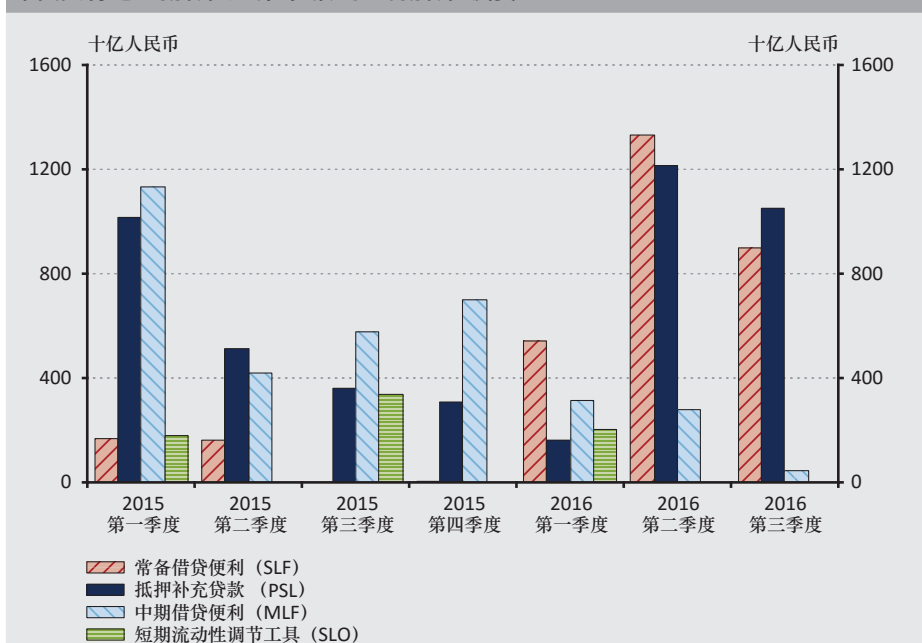
⁶ China PBOC to Conduct Open-Market Operations Daily. The Wall Street Journal, Feb. 18, 2016. <http://www.wsj.com/articles/china-pboc-to-conduct-open-market-operations-daily-1455792726> Downloaded: 8 September 2016. 《华尔街日报》中国人民银行每日进行公开市场业务

在中央调节利率期间，基准利率决定了金融体系给予的一年期贷款存入的储备价格，因此与现代中央银行工具箱的基本利率相比之下这是不同类型的，也是更为严格的约束。随着利率自由化的实现，基准利率的重要性自然下降，因为它们只约束了金融体系中的一些国有企业而已（谭和其他人，2016）。

尽管拥有现代化的工具箱，但中国央行仍然大量依赖非市场化，不以公开协议为基础手段从而影响经济的贷款过程，在实践中这是通过“窗口指导”来实施的。据官方的立场，指导只不过是中央银行向金融机构提出的建议，以确保其贷款满足实体经济特定部门的需求。在实践中，由于各家银行认为受到中国央行的指导具有约束力，所以采取相应的行动，因此对贷款的监控仍然存在（格林盖尔，2015）。

由于近年来经济的放缓，各界期望中央银行尽其所能来推动经济发展而使其受到越来越大的压力。由于在通货膨胀稳定低迷的环境下经济增长放缓，工作重点正逐步转向中央银行的次要任务，也就是在继续维护货币稳定的同时支持经济增长。为了激励贷款因而刺激经济增长以及处理流动性问题，中国央行从2013年1月份开始推出了一系列创新工具（图4和表格1）。除了促进银行体系在动荡时期处理流动性外，中央银行推出的计划也支持其它经济政策目标。

图4、
中国央行通过流动性延伸计划提供的流动性演变



信息来源：中国人民银行

中国央行于2013年1月份启动了短期流动性操作（*Short-term Liquidity Operation 即 SLO*）计划，以便在未进行公开市场操作的日子里也能降低货币市场的波动。参与公开市场操作的主要发行银行可以使用 SLO，这些银行具有系统性的重要性，持有高质量的资产，在货币政策传导中也是至关重要的（中国人民银行，2013a）。由于公开市场操作频率日益提高，去年 SLO 的重要性也有所下降。中央银行的常备借贷便利（*Standing Lending Facility 即 SLF*）方案也于2013年1月启动了。中央银行利用这个机制向金融机构提供最长为 3 个月的流动性（中国人民银行即 PBC，2013a）。SLF 方案旨在完善中央银行对中小型金融机构的流动性支持渠道，处理季节性流动性波动和支持金融市场稳定发挥其功能。该方案于2015年2月份延伸到全国，因此城乡商业银行、农村合作社和信用社都可以获得此资源(PBC，2015a)。

表格1、 中国央行的主要流动性提供工具			
短期			
流动性提供工具	持续时间	频次	功能
公开市场操作 (OMO)	较普遍的：7天期和14天期的 回购和逆回购 其它：21、28天期和91天期的 回购和逆回购 中央银行票据：3个月、 1年、3年	从2014年 1月29日 起每天， 在此之前 每周两次	减少货币市场波动
短期流动性调节 工具（SLO）	从隔夜到7天期的回购和逆 回购	不定期	在未进行公开市场业务时 期减少货币市场波动
常备借贷便利 (SLF)	从隔夜到7天期的逆回购 1-3个月的信贷	根据需求	完善金融机构的流动性支 持渠道、处理季节性流动 性波动和支持金融市场稳 定发挥功能
长期			
中期借贷便利 (MLF)	长达3个月、6个月和1年信贷	根据需求	该方案鼓励参与银行对中 小企业和农业投放贷款
抵押补充贷款 (PSL)	3-5年的信贷	不定期	支持中国国家城市化项目
信息来源：中国人民银行			

中央银行于 2014 年 9 月创设中期借贷便利 (*Medium-term Lending Facility* 即 *MLF*) 方案。这个方案与上述其它工具的不同之处在于中央银行利用这个方案长期为银行体系提供流动性, 而且从贷款的角度看, 还确定资源的优先利用领域。最初, 银行通过 *MLF* 方案获得了最长为 3 个月的流动性。随后在 2015 年 6 月份出现了长达 6 个月期限的贷款, 在 2016 年 2 月份还出现了第一个一年期贷款。*MLF* 方案鼓励银行对中小企业和农业提供贷款业务 (中国人民银行, 2014b)。

为了支持中国国家城市化项目, 中央银行通过 2014 年 4 月份启用的抵押补充贷款 (*Pledged Supplementary Lending Facility* 即 *PSL*) 方案向信贷机构提供长期稳定和低成本的资金。然而获得资源的单位数量有限, 迄今为止, 通过 *PSL* 收到贷款的机构仅限于中国国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行, 其中合格的抵押品包括债券和高评级银行信贷等。

3. 从宏观审慎政策角度看货币政策工具

鉴于中国人民银行的货币与宏观审慎工具箱之间有着显著的重叠, 所以加入对宏观审慎方法的内容, 才能确保对货币政策工具的充分描述。再说, 在这个领域也可以观察到一些该国特有的现象, 因为工具箱的几个要素是从计划经济体制残余部分开发的, 因此与发达国家在 2007 - 2008 年的危机之后开发的工具完全不同。因为这种发展差异, 也使中国中央银行在危机前期已具备了运作宏观审慎工具箱的经验, 而发达国家宏观审慎机关的权利范围和工具是在危机之后才形成的。除此之外, 还值得一提的是, 在中国宏观审慎政策并不仅仅是中央银行的任务, 中国人民银行与中国银行业监督管理委员会也合作使用个别工具, 而且该合作机构也有自己的、独立于中央银行的工具箱⁷。

在国际惯例中, 防范信贷过度流出是危机以来宏观审慎政策的一个突出目标, 因为系统性的银行在危机来临之前往往出现大量的信贷流出, 从而导致风险显著增加。然而在中国, 贷款组合增长的控制主要依靠货币政策: 为了遏制通货膨胀, 早在上世纪 90 年代, 监控货币量和信贷量就特别受到关注。虽然在这个基础上我们可以认为货币政策和宏观审慎政策的目标是一致的, 但实际经验并不支持这类看法。在危机之后, 为了使经济增长保持在较佳的水平上而出现了大量的信贷流出, 导致私营部门债务大幅度增加。这个现象从宏观审慎角度看是不利的, 但从货币政策角度来看, 目前并没有产生任何问题, 因为与此同时通货膨胀保持稳定且较低水平, 因此给中央银行提供了支持经济增长的活动空间。然而, 这不能说明货币政策考虑和以增长为导向的中央政府已经完全压制了宏观审慎政策的要素。虽然信贷流出多年来一直强劲, 但央行一直努力运用其它宏观审慎工具来缓解因此可能增长的风险。

⁷ 由于本报告涉及货币政策及其工具箱的发展, 所以不在此讨论独立于中央银行的宏观审慎政策工具。

信贷快速流出带来的风险水平与信贷质量密切相关。一开始，央行通过信贷计划直接对其产生影响，取消信贷计划以后通过“窗口指导”实施间接影响。该指导分别指定优先领域和需避免领域。在确定这些领域时，不仅要考虑到经济发展目标，还要考虑系统风险的缓解。例如：中央银行指导禁止向产能过剩的行业投放贷款；信贷质量受到房地产市场出现的系统性风险的强烈影响；中央银行和银行业监管机构通过规范抵押贷款条件，比如说通过规定最低首付规模或在购买第二套房子的情况下要求更严格的利率水平来缓解这种风险。然而，当相当一部分借贷出现在不受有关规定约束的渠道时，宏观审慎政策的效率就会受到严重影响。这也是中国存在的一个较大问题，因为过去的十年中，由于人为压低利率和银行体系的严格监管，银行体系以外的贷款（所谓的影子贷款）现象已经达到了很大的比重。虽然这种形式的贷款是建立在规避正规法律规范的基础之上的，但是中国当局因为定价本身的信息含量而不愿封杀这一现象。然而，影子银行近年来迅速发展，到现在已经达到了很大的规模。从本质上讲，与通过银行体系贷款相比，它还是具有相当大的额外风险。一方面，这个解决方案通常用于资助企业和项目，由于其风险或监管原因，银行不希望或者不能以传统方式提供资金。另一方面，主要通过私人银行和理财产品提供资金的投资者往往认为这些产品隐含国家担保，因此实际上没有在每个融资决定中适当考虑风险。由于影子银行规模在系统性风险方面已达到很大程度，所以当局已采取措施遏制银行体系之外的贷款增长。此外，还特别重视对已经建立的、法律上很复杂的系统以及现有风险评估最全面的理解。

宏观审慎政策与信贷组合有关的部分主要是为了防止或减缓风险的积聚，同时，另一组工具旨在通过调控资本和流动性来提高金融机构的抵御能力。除了在国际上也广泛使用的工具，如各种资本缓冲和流动性指标的设立之外，在中国，法定准备金在这方面也起着重要的作用。这种货币政策工具起初是与银行的流动性相关的。与发达国家的实践相比，在中国用得更频繁，部分原因在于其它间接工具过于繁琐。原来统一的要求系统，自2004年以来根据各机构的指标开始区分（中国人民银行，2004）。所考虑到的变量包括有关银行的资本充足率，贷款当中的不良贷款率，以及有关机构运作符合法规和风险程度的广泛信息。风险程度越高，要求机构遵守的条件就越严格。通过这种措施同时要弥补当前的系统性风险和鼓励减少这种风险。考虑到各家机构规模不同的区分首次在2008年进行，当时逐步放宽了要求，但是这只适用于最大的从事存款业务的机构（中国人民银行，2008a、2008b）。除了系统性的风险考虑之外，机构也根据经济政策目标被区分，即资助农村地区的机构或当时遭受地震灾害的地区其满足条件会降低一些。

在2007 - 2008年的危机之后，准备金比率制度的制定中越来越多地考虑了宏观审慎政策。2011年，区分法定准备金制度中加入了一个动态调整机制，因而能够根据宏观经济环境、各机构的资本充足率、企业管理质量和放

贷政策中实现的经济政策目标而不断地调整标准（PBC，2011）。从2016年开始，该系统被宏观审慎评估体系（MPA）所取代。MPA为计算要求提供更加全面和灵活的框架。目前除了资本充足率和杠杆率之外，还根据流动性、定价行为、投资组合质量以及跨境融资风险和信贷政策实施确定各家金融机构的法定准备金要求（中国人民银行，2016:28）。

4. 总结

由于几十年来的改革进程，中国从严格的计划经济体制发展成为一个由市场机制形成经济体系决定性部分的体制。在这个时期，中国成为国际经济和贸易的组成部分，甚至通过加强其地位，在推动全球经济的主要进程上，致力于达到与其经济规模大致成比例的影响力。虽然中国的经济体制越来越接近发达的西方国家，但改革的进程还没有结束，因此中国还继续面临一系列经济和金融的挑战。

作为经济改革的组成部分，货币政策在过去几十年中也不断地改变。过去直接的货币政策工具现已逐渐被间接工具的运作所取代，而且在货币传导中市场流程变得越来越重要。虽然当前的工具箱已与西方发达经济体的货币政策的传统要素显示出相当大的相似性，但是中国仍然保留了一些特殊因素，这些因素在货币政策和宏观审慎政策中都起到一定的作用。中国当局的主动态度，在货币政策中也可以看到。中央银行往往会自己引起一些经济过程而不是简单地跟随它们。当然，这么大规模的经济改革和结构调整肯定是不够稳定的。鉴于改革步骤，我们看到的解决方案运作不佳，但是中国当局已经在努力的予以补救。利率自由化和汇率制度的改革为市场力量发挥作用而提供更大的空间。在实践中，这也意味着放弃已熟悉和控制的稳定。这有时似乎是一种不利的结果，但是实际上是市场经济体制的自然现象。展望未来，市场参与者和经济政策决策者应该预期一些金融产品的定价和人民币汇率的变化所造成的波动。为了应对经济结构转型带来的挑战，经济政策可以得到越来越广泛的货币政策工具箱和不断发展的宏观审慎政策的支持。

参考文献：

- Bank for International Settlements (2016): *Quarterly Review*. March 2016. Downloaded: 11 October 2016. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603.htm 国际清算银行季报（2016年）
- Bléjer, M. – Burton, D. – Dunaway, S. – Szapary, Gy. (1991): *China: Economic Reform and Macroeconomic Management*. International Monetary Fund Occasional Paper 76. 布雷哈尔M. – 伯顿D. – 达纳韦S. – 萨帕利Gy. (1991年) 《中国：经济改革和宏观经济管理》

- Bloomberg News (2012): *Hu's Goal for China: Double Incomes by 2020*. Downloaded: 11 September 2016. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-11-08/hu-s-goal-for-china-double-incomes-by-2020>
- Bloomberg News (2014): *Xi Says China Must Adapt to 'New Normal' of Slower Growth*. Downloaded: 29 August 2016. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-05-11/xi-says-china-must-adapt-to-new-normal-of-slower-growth> 彭博新闻 (2014年) 《习近平表示, 中国必须适应“新常态”或放缓的经济增长》
- Federal Reserve Bank of San Francisco (2014): *China's Interest Rate Liberalization Reform*. Asia Focus, May. Downloaded: 24 August 2016. <http://www.frbsf.org/banking/files/Asia-Focus-China-Interest-Rate-Liberalization.pdf> 旧金山联邦储备银行 (2014年) 《中国利率市场化改革》
- Fernandez, D. – Kotecha, M. – Tan, D. – Arora, R. – Lee, J. (2016): *CNY FX basket may get a significant refresh soon*. Barclays Emerging Market Research. 费尔南德斯 D. – 克特查 M. – 谭 D. – 阿洛拉 R. – 李 J. (2016年) 《人民币外汇篮子可能会很快刷新》
- Gehring, A. (2015): *Monetary policy made in China*. Economic Policy Note 1/7/2015, Flossbach von Storch Research Institute. 格林盖尔 A. (2015年) 《中国制造的货币政策》
- Geiger, M. (2008): *Instruments of Monetary Policy in China and their Effectiveness: 1994-2006*. United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers 2008/2. 盖格 M. 《中国货币政策的工具及其有效性》
- Genyou, D. (2001): *China's Monetary Policy: Retrospect and Prospect*. China and World Economy 2001/3. 戴根有 (2008年) 《中国的货币政策: 回顾与展望》
- Gomi, Y. (2016): *A New Renminbi Index: The CFETS RMB Index*. Eyes of IIMA, No. 3., Institute for International Monetary Affairs. Gomi, Y. (2014年) 《新人民币指数: 中国外汇交易中心人民币指数》
- Hong Kong Monetary Authority (2010): *Renminbi Business in Hong Kong*. <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2010/20100719e1.pdf> Downloaded: 13 September 2016. 香港金融管理局 (2010年) 《香港人民币业务》
- HSBC (2016): *Why China's money market matters II. The essential guide to liquidity operations*. HSBC Global Research 汇丰银行 (2016年) 《中国的货币市场为什么要紧二、流动性业务的基本指南》
- Hu, B. (2014): *Financial Repression and Interest Rate Liberalization in China*. Indiana University. 胡博 (2014年) 《中国的金融压制与利率自由化》
- International Monetary Fund (2015): *Review of the method of valuation of the SDR*. IMF Policy Paper.

- Komlóssy Laura – Kovalszky Zsolt – Körmendi Gyöngyi – Lang Péter – Stancsics Martin (2015): *Kína: a tervgazdaságtól a modern bankrendszerig*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf., Különszám, november, pp. 133–144. 科姆洛希·劳拉 – 科瓦尔斯基·若尔特 – 科尔门迪·真吉 – 隆·彼得 – 什通齐奇·马丁 《中国：从计划经济到现代银行体系》
- Laurens, B. J. – Maino, R. (2007): *China: Strengthening Monetary Policy Implementation*. IMF Working Paper 2007/14. 白纳德·劳伦斯 - 罗多夫·迈诺 《中国：加强货币政策的执行》
- Ma, G. – Xiandong, Y. – Xi, L. (2011): *China's evolving reserve requirements*. BIS Working Papers No. 360. 马国难 – 闫先动 – 刘西 (2011年) 《中国不断变化的法定存款准备金政策》
- Mehran, H. – Quintyn, M. – Nordman, T. – Laurens, B. (1996): *Monetary and Exchange System Reforms in China. An Experiment in Gradualism*. International Monetary Fund Occasional Paper 141. 麦哈兰 H. – 马克·克维廷 – 诺德曼 T. – 白纳德·劳伦斯 B. (1996年)：《中国货币和汇率制度改革。渐进主义的实验。》
- Okazaki, K. (2007): *Banking System Reform in China. The Challenges of Moving Toward a Market-Oriented Economy*. RAND Occasional Paper 194. Okazaki, K. (2007年) 《中国银行体系的改革。走向市场经济的挑战》
- People's Bank of China (2004): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2004*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/130937/2895698/index.html> Downloaded: 1 September 2016. 中国人民银行 《2004年第一季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2005): *China Monetary Policy Report Quarter Two, 2005*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_19506_1.pdf Downloaded: 9 September 2016. 中国人民银行 《2005年第二季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2008a): *Highlights of China's Monetary Policy in 2008*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_20485_2.pdf Downloaded: 1 September 2016. 中国人民银行 《中国两点：2008年货币政策》
- People's Bank of China (2008b): *China Monetary Policy Report Quarter Four, 2008*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_20485_1.pdf Downloaded: 1 September 2016. 中国人民银行 《2008年第四季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2011): *China Monetary Policy Report Quarter Four, 2011*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2011Q4.pdf Downloaded: 1 September 2016. 中国人民银行 《2011年第四季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2013a): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2013*. [http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/13Q1M-PR_EN_\[afterNancy\]1.pdf](http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/13Q1M-PR_EN_[afterNancy]1.pdf) Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行 《2013年第一季度中国货币政策执行报告》

- People's Bank of China (2013b): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2013*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130437/index.html> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2013年第三季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2013c): *Notice on Furthering Market-based Interest Rate Reform*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2868681/index.html> Downloaded: 8 September 2016. 中国人民银行关于进一步推进利率市场化改革的通知
- People's Bank of China (2014a): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2014*. [http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2014Q1_MPR_Nancy_\(1\).pdf](http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2014Q1_MPR_Nancy_(1).pdf) Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2014年第四季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2014b): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2014*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2014Q3%20MPR_EN_nancy.pdf Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2014年第三季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2014c): *Deepen Reform and Further Open Up to Facilitate the Internationalization of RMB*. Deputy Governor Hu Xiaolian http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/hu-RMB%20business%20seminar.pdf Downloaded: 8 September 2016.
- People's Bank of China (2015a): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2015*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/2941536/3011555/index.html> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2015年第一季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2015b): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2015*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/2941536/3066734/index.html> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2015年第三季度中国货币政策执行报告》
- People's Bank of China (2015c): *On Removal of the Deposit Interest Rate Ceiling*. Dr. Yi Gang, Deputy Governor. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2969789/index.html> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行（2015c）：《放开存款利率上限》易纲博士
- People's Bank of China (2015d): *The PBC Spokesman Answered More Press Questions on the RMB Exchange Rate*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2941618/index.html> Downloaded: 8 September 2016. 中国人民银行（2015d）：《中国人民银行发言人就人民币汇率有关问题进一步答记者问》
- People's Bank of China (2016): *Annual Report 2015*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130739/3105326/3105334/2016072210452220636.pdf> Downloaded: 24 August 2016. 中国人民银行《2016年度报告》

- Si, W. (2015): *Interest Rate Liberalization in China*. Institute of World Economy, Shanghai Academy of Social Science, Shanghai. 上海社会科学院世界经济研究所, Wen Si 《中国汇率自由化》
- Song, L. (2001): *Interest Rate Liberalization in China and the Implications for Non-state Banking*. Presented at the Conference on Financial Sector Reform in China, Harvard University Asia Center. 宋立刚在哈佛大学亚洲研究中心中国金融部门改革研讨会上的讲座《中国汇率自由化和对非银行业产生的影响》
- Tan, Y. – Ji, Y. – Haung, Y. (2016): *Completing China's Interest Rate Liberalization*. China & World Economy, Vol. 24., No. 2., pp. 1 – 22. 谭语嫣-纪洋-黄益平 (2016年) 《完成中国的汇率自由化》《中国和世界经济》
- Tseng, W. – Khor, H.E. – Kochhar, L. – Mihaljek, D. – Burton, D. (1994): *Economic Reform in China. A New Phase*. International Monetary Fund Occasional Paper 114. 曾 W. – 克 H.E. – 科克哈尔 L. – 米海耶克 D. – 伯顿 D. (1994年): 《中国的经济改革, 改革的新阶段》

中国债券市场的主要特征*

司徒·绍奈特 (Sütő Zsanett) - 托特·道玛什 (Tóth Tamás)

本文从发行者和投资者角度叙述中国债券市场的主要特征。作者探索了中国债券市场在岸和离岸的细分市场,详细分析了需求和供求方面、可用工具的种类、其主要特征、债券市场的监管以及市场的基本特征。在中国政策优先考虑人民币国际化的背景下叙述了债券市场并且指出,这种政治目标可以促使外国投资者在中国债券市场上加大投资力度。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: F65、G15、O16

关键词: 中国、债券市场、点心债券、在岸市场、人民币

1. 序言

在二十一世纪,无论从实体经济,还是金融角度来看,在数量因素的基础上中国已跻身全球领导者之列。它既是世界最大的出口国,又是最大的经济体之一。外国参与者可以按中国监管机构规划的节奏和规模,逐步进入了实体经济和金融意义上巨大的中国市场。近年来加速开放的在岸债券市场和已有近 10 年历史的离岸债券市场可能仍然是各大金融机构的新领域,了解市场的特征有助于进入市场。在过去的 15 年里,中国债券市场几乎从无到有,成为世界第三大市场。尽管如此,国债与国内生产总值比率仍然相对较低,实质的债务增长可在个人负债情况上看到,中国出于多种理由有意识地争取建立和不断改进债券市场。一方面,由于大多数中国企业还是通过发行股票和取得银行贷款来获取资金,引导企业进入债券市场有助于分散银行体系积累的信贷风险;在另一方面,需要额外的资源来为基础设施建设提供资金,这是经济增长的推动力量(迄今为止)(高盛, 2015)。

在过去的 5 年里,中国的人民币在世界市场交易中的作用大幅上升。中国货币已成为贸易融资中排名第二的货币,而在交易支付货币方面也排名

* 本刊号登载文章仅代表作者观点 不代表匈牙利国家银行的观点或意见。

金融风险管理师(FRM)司徒·绍奈特(Sütő Zsanett)是匈牙利国家银行员工。

电子邮箱: zsanett.suto@mnbb.hu

特许注册金融分析师(CFA)托特·道玛什(Tóth Tamás)是匈牙利国家银行货币与外汇市场部投资公司的投资组合经理。

电子邮箱: tothtam@mnbb.hu

该论文发表于《金融与经济评论》2016 年第 2 期 <http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/zsanett-suto-tamas-toth-en.pdf>

前五位（霍尔瓦特 - 泰赖米，2015），人民币在各家央行外汇储备中的比例不断增加。国际货币基金组织（IMF）2015年11月的决定，即从2016年10月份将人民币列入SDR篮子¹，将可能会进一步推动这一趋势。匈牙利于2015年6月获得了500亿元人民币的RQFII（人民币合格境外机构投资者）额度，因而创造了匈牙利金融机构进入中国在岸市场的机会（匈牙利国家银行新闻稿，2015年6月27日）。

由于中国货币尚未达到完全可兑换性，也由于中国资本管制，出现了两种债券市场：在岸市场和离岸市场。在境内债券市场上，由外国人以在岸人民币（CNY）发行的债券作为熊猫债券，而在香港由外国人以离岸人民币（CNH）所发行的计价债券被称为点心债券。尽管进入前者市场受到诸多限制，但中国当局也在试图放宽其限制从而促使后者对于投资者来说是容易进入的。

2. 点心债券市场

离岸人民币（CNH）债券市场，又叫“点心债券市场”（以下称“点心债市场”），是于2007年下半年成立的，但其发行量到2010年底才突然增加。市场的建立和发展主要得益于人民币在对外贸易中的作用增强、香港人民币存款累积、金融和非金融机构对人民币融资需求的增加以及中国政府在人民币普及上的努力。投资者普遍认为，人民币将会有维持增长的趋势，所以境外投资者对人民币投资的兴趣也越来越大。（见图1）由于受到中国资本管制（尽管这些限制措施后来开始放松），境内债券市场受到了严格地准入限制，所以外国投资者在最初时可用的选择是离岸人民币市场。从发行人和投资者的角度来看，点心市场的受欢迎程度也因相当宽松的监管而有所提高。在香港，基本上任何发行人都可以自由发行以离岸人民币计价的债券，而只有当这样取得的资金用于在岸市场时，才需要获得中国监管机构的许可。

由此可见，到2014年离岸市场的收益率远低于在岸市场的收益率，因此当时在离岸市场获得的资金成本更低，中国和国际发行机构都是为了降低利息支出而使用了这个手段。收益率的重大差异主要是由于进入在岸市场受到限制而产生的——无法进入在岸市场的投资者尽管收益率较低，也愿意购买离岸债券为了从预期的中国货币走强中获利。

2015年，离岸市场发行的势头看起来已停滞，这可能是多种因素造成的。中国人民银行出台了重大的货币宽松政策，这可能是导致在岸利率下降的原因之一，因此早先的有利于离岸市场的收益率差异就消失了，自2015

¹ 特别提款权（Special Drawing Rights）是IMF使用的结算和储备货币。SDR的价值是根据SDR篮子包含中的外币价值决定的。SDR篮子是由美元、欧元、日元、和英镑组成的。根据IMF 2015年11月30日的决定，从2016年10月1日起加入了人民币。

图1、
离岸人民币产品的发行（存款证书和债券）

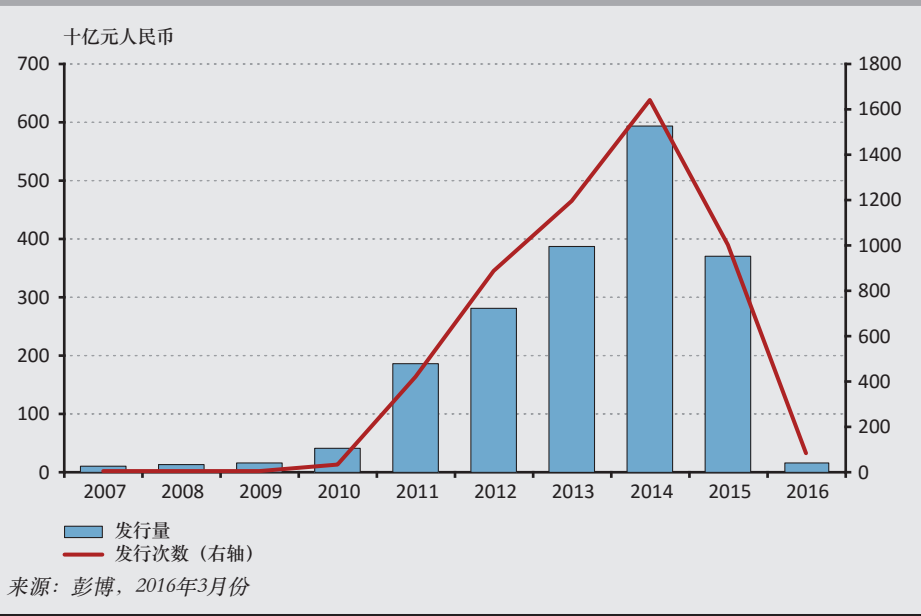
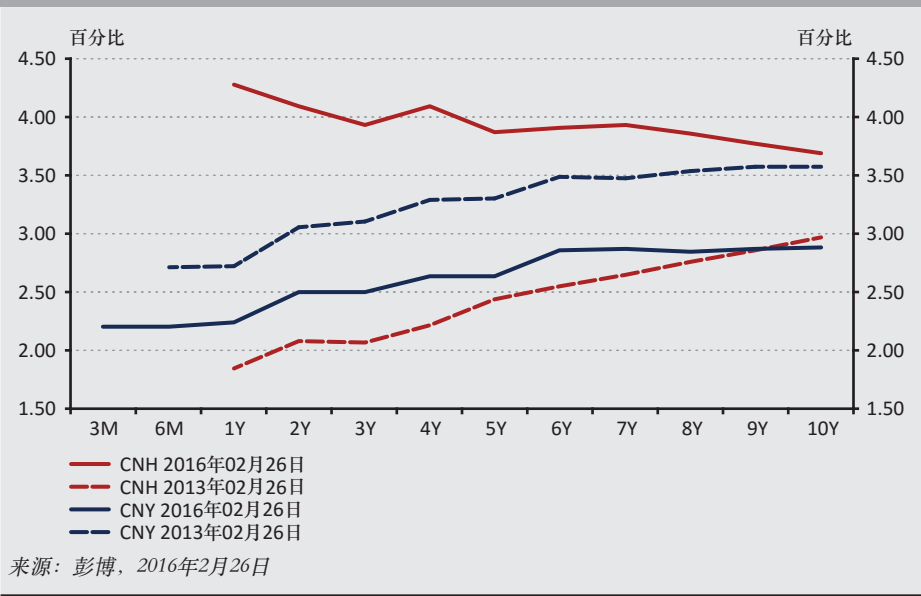


图2、
CNY 和 CNH 计价的政府证券的收益曲线



年下半年以来，在岸市场收益率较低。这一变化的另一个可能原因是由于美联储的货币政策和对美国利率轨迹的预期，包括中国在内的新兴市场出现了资本外流的迹象。中国资本外流主要是在离岸市场上可感觉到的，这可能是通过增长的收益率来减少离岸发行。收益率在发行方面上涨，而人民币汇率变化的预期可能是在中国岸债券市场的投资者方面造成了负面影响，市场预期人民币将会逐渐开始贬值。2015年8月，在岸人民币突然贬值（这也可以看作是根据市场变化走向确定汇率的一步）可能加剧了投资者对离岸市场汇率走弱的忧虑。此外，其他监管措施可能也加剧了离岸市场发行量的下降。中国有关机构在2015年和2016年初采取了多项措施，提高了在岸债券市场向外国参与者的开放程度。在岸市场增长的机会也可能影响了离岸市场发行的力度。

2.1. 市场的特点

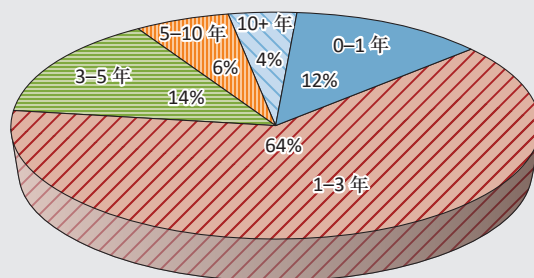
在2016年3月份，境外人民币债券市场规模为7850亿元人民币（约合1200亿美元）。在全球范围内，并不算个特别大的市场，其规模相当于匈牙利债券市场。在过去的8年中，从35个国家的500多个不同发行人以CD（存款证书）或传统债券的形式在点心市场上获得了资金，这反映了该市场的真正价值²。在市场的成熟初期，CD是金融机构最频繁发行的工具，而现在越来越多地转向债券。自2007年以来，所有发行的证券中约一半是CD，另一半是债券，而目前市场上75%左右的产品是债券，25%左右的才是CD。

自2007年成立以来，在市场上已发生了总价值达1.9万亿元人民币（约合2900亿美元）的5000多笔发行业务。平均发行规模低于发达债券市场，约为3.6亿元人民币。CD和债券的发行人中约80%持有三大信用评级机构（标准普尔、穆迪、惠誉）中的至少一个评级。发行的产品绝大多数是投资级别的，但也有被评为投机类的发行人（主要是中国房地产开发公司）。

离岸人民币债券市场主要是以到期日较短的产品为主。发行时绝大多数的债券到期是3年或少于三年，而存款证发行期限通常为1年或1年以下。最常见的而且是最受欢迎的债券年期（即所谓的“甜蜜点”）为3年期，这主要是适应需求而形成的。

² CD（存款证书）通常是由银行和其它金融机构为短期借款而发行的债务工具。而债券是由公共部门发行人，金融和非金融机构以及公司发行的一年以上期限的债务工具。

图3、
离岸债券发行时的期限



来源：据彭博（2016）数据

2.2. 发行者

随着市场的成熟，点心债券发行者类型和地区位置变得越来越多样化。从金融机构到企业、政府机构、省份等，什么样的发行人都会出现。甚至在2014年，连主权债券发行人（如英国和蒙古）也进入了市场。进入离岸人民币债券市场的发行者可能有多种动机，这取决于他们是中国还是其他地方的发行人（Fung 以及其他，2014年）。

其中一个动机可以称为政治目标：中国政府在2009年出台了人民币国际化政策。点心市场上最大的发行商之一就是中国本身，它定期出现在离岸市场上，以便为市场的建设发展作出贡献，从而满足那些以离岸人民币计价作为安全工具的投资者的需求。最大的国有经济政策性银行（政策银行）例如国家开发银行（China Development Bank）或农业发展银行（Agricultural Development Bank）作为发行人也以类似的意向出现在市场上。

在中国有某种业务的跨国公司可以通过发行债券来对冲人民币的风险。离岸债券市场主要吸引那些在在岸市场上获取资源较为困难的人。外国银行在点心债市场上发行债券的动力也可能是满足客户需求，所获得的资金主要用于在中国境内经营但不自行发行债券的公司客户。

尽管越来越多的发行人不是以中国为基地，而是来自国际或超国家的发行人，但中国和香港的发行人却依然占据市场的主导地位，合计份额近80%。此外，德国、法国、韩国和澳大利亚的发行人和超国家机构在市场上的代表权重相对较高。即使分析中忽略掉CD，金融机构也以55%的份额占据市场的主导地位。

表1、按行业划分的离岸人民币债券（除 CD 外），十亿元人民币，2016 年 3 月

国家	公共部门	金融部门	非金融机构	共
中国	103	167	72	342
香港	0	43	15	58
韩国	10	9	2	21
德国	0	17	6	23
法国	3	11	6	20
澳大利亚	0	17	0	17
超国家机构	15	0	0	15
合计	141	312	115	568

来源：据彭博（2016）数据

2.3. 投资者

由于数据有限而难以分析点心债市场的需求方面，与发行人一样，投资者也出于多种原因出现在市场上（王等人，2013 年）。一方面，投资在岸人民币的选择机会并不多。股票市场实际上不存在，绝大部分储蓄在银行存款里，所以追求略高收益率的投资者依然只能转向债券市场。另一方面，等待中国外汇走强的外国投资者们也能在这个市场上最容易地获得人民币投资。一些中央银行和其它国家机构将点心债市场视为在岸市场的“门厅”，且比在岸市场相对更便利和快捷。虽然他们已经可以无限制地进入在岸市场，但是所需要的文件和要准备的操作程序可能需要很长时间。

短期 CD 的投资者主要由持有证券至到期日为止的私人银行和零售客户们组成。长期的绝大部分投资为固定利率债券的投资者，当中除了私人银行还有保险公司、商业银行、基金管理人和外国公共机构（王等人，2013 年）。可以说，所谓的最终投资者，即机构投资者（全额资金），更倾向于至少有一家国际评级机构评级的，而不是资本市场新成立的发行人的债券。没有评级而相对较新的发行人所发行的债券很有可能最终由私人 and 商业银行收购。

就投资者的地域分布而言，可能并不奇怪，在亚洲主要是香港投资者最多，约占百分之七十到八十的份额。然而在将来，随着国际人民币结算中心或“枢纽”的扩散，投资者的地域多样化程度也会增加。国际投资者因为 2015 年前所未有的（外汇和收益率）波动而提高了警惕，因此有些人退出了市场。

2.4. 流动性

考虑到市场规模相对较小，离岸人民币债券市场的流动性直到 2015 年中期可评为特别良好。政府债券和在投资级别中的公司或银行债券的买卖收益差额约为 5-10 个基点，而投机类债券的受益差额则为 20-40 个基点。交易平均规

模为 500 万到 1000 万元人民币，略低于其它货币平均水平。然而，2015 年上升的收益率和波动的加剧，削弱了市场的流动性并扩大了收益差价。

3. 点心债和熊猫债市场上的主权、代理、省级和超国家的发行

在点心债市场上最大的主权发行者是中国。中国政府为了推广人民币、推动人民币国际化以及建立由流动性债券组成的基准收益率曲线而不定期出现在离岸市场上。

自 2007 年建立点心债市场以来，除中国以外只有三家主权债券发行商利用离岸人民币融资的机会。2014 年 10 月份，英国率先与中国银行、汇丰银行和渣打银行合作发行了 3 年期，收益率为 2.7%，总额达 30 亿元人民币的债券。对这个债券发行的兴趣比预期的更强烈：来自 85 家（主要是私人银行）投资者的要约总额达 58 亿元人民币，使得此次发债总额能从原来的 20 亿人民币提升到 30 亿，而且资金来源成本也比预期降低了 20 个基点（泰莎，2014 年）。英国将把这次债券发行所收到的金额均投入到外汇储备当中，借此向中国表明视人民币为储备货币的姿态。

2015 年 6 月份，蒙古发行了 3 年期价值达 10 亿元的离岸人民币债券，收益率为 7.5%（博尔苏克，2015 年）。高收益率的理由是该国相对较低的投机级别评级（B2/B+/B+），投资者对高信用风险期待高溢价作为回报。虽然这次发行不如英国那么成功，但这样也拥有 44 位投资商提出了总价值为 15 亿元人民币的要约。而亚洲投资者，主要是基金管理公司和银行购买了 90% 以上的债券。蒙古的主要目标是通过发行债券从而达到投资者基础多元化的目的。

世界银行集团成员国际金融公司（IFC）是熊猫债市场的开拓者，虽然只进行了两次债券发行，但是早在 2005 年就以 10 年期的债券出现在在岸市场，随后在 2006 年又发行了 7 年期债券（国际金融组织，2005 年）。然而，在离岸人民币市场上，该公司算是定息债券和短期贴现债券的常规发行商。这家公司主要资助应对气候变化和支持乡村发展的投资。此外，国际金融公司还致力于支持和发展中国金融界和本地资本市场。

韩国是在岸人民币，即熊猫债市场的第一个主权发行国。2015 年 12 月中旬发行了价值达 30 亿元人民币的债券，收益率为 3%。市场对这个债券的需求量非常大，所以在五倍超额认购的条件下落实了这个交易（休斯，2015 年）。这次发行不仅在熊猫债市场上，而且在韩国债券发行史上都是一个重要的里程碑：主权发行的主要目的是测量投资者的胃口，而由于此发行意味着巨大的成功，所以为其它（以前曾在点心债市场上获得人民币资源的）韩国发行商铺平了道路。

不列颠哥伦比亚省于2016年1月21日进入熊猫债券市场。这时候，加拿大西部的省份发行了 30 亿元人民币的，收益率为 2.95% 的 3 年期债券。加拿大的这个省份在在岸债券发行之前，先后在2013年和2014年于离岸市场发行了人民币债券（因此在离岸市场上不列颠哥伦比亚省是第一个主权债券发行省）。不列颠哥伦比亚省发行的第一批离岸债券期限为1年，价值为 25 亿元人民币，收益率为 2.25%。2014 年，以 2.85% 的收益率实现了离岸人民币债券发行，价值达 30 亿元，到期为 2 年。2014 年 11 月，中国将加拿大列为首个北美人民币中心后，该省从离岸市场债券发行转向了在岸市场发行。³

匈牙利于2016年4月14日通过发行面值为10亿元人民币的3年期债券正式进入了人民币离岸债券市场。投资者对匈牙利的债券发行表现出了浓厚的兴趣，这被2.5倍的超额认购所证实，这促使比原收益指标低25个基点，最终以 6.25% 的息票利率认购了该债券。债券发行的主要组织者是中国人民银行（匈牙利国债处理中心股份有限公司，2016年）。债券的发行量可视为是象征性的，同时也标志着向新投资者，特别是向亚洲投资者的开放。

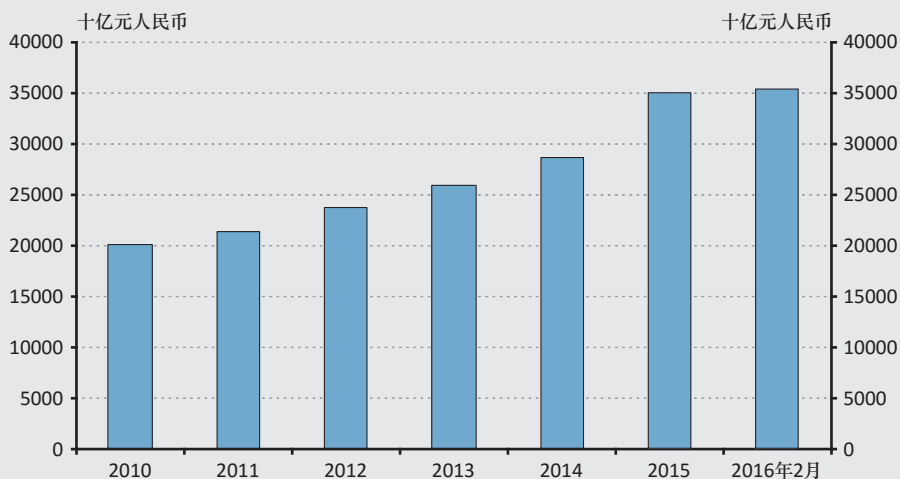
4. 在岸债券市场

境内债券市场长期受到国际投资者的阻碍。第一个政府债券是在 1950 年发行的，之后的 1958 年到 1981 年间没有发行债券。债券市场于 1981 年复苏，当时的市场处于初级状态。政府债券是通过行政手段分配的，而且不可用债券进行交易。1988 年，债券交易在一些城市被批准，随后在 1990 年，在沪深两市证券交易所允许进行证券交易时，全国重新启动二级市场交易。也就是说，二级市场首先是在证券交易所开始的，然后在 1997 年建立了银行间的债券市场。做市商制度于 2001 年推出，银行间债券市场开始迅速发展并且接替了主导债券市场的角色（白等人，2013 年）。

从 2002 年开始，外国参与者经过适当的审批程序之后，首先可以在交易所进行证券交易，这时候开始扩大债券市场工具的范围：首先是央行债券，然后是金融和非金融公司发行的债券上市，又在 2005 年迎来了第一笔熊猫债券的发行。2010 年，本着逐步开放的精神，各国中央银行，超国家机构和主权财富基金（sovereign wealth fund）获准进入银行间债券市场。香港和澳门的人民币清算行以及从事与交易活动相关的离岸人民币结算银行也在同一时间获准进入市场。自 2011 年开始，允许一定范围内的部分外国机构投资者（以定量配额制方式）使用人民币资源进入在岸债券市场。

³ 不列颠哥伦比亚省债券发行有关的信息来自不列颠哥伦比亚省政府的网站。

图4、
境内人民币债券组合的市值（十亿人民币）2010-2015 年



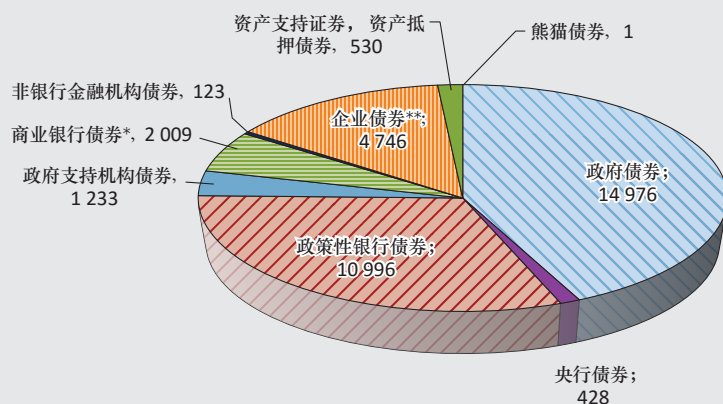
来源：据中国中央结算公司（2016）数据

4.1. 债券发行者和交易工具

中国在岸市场上有各式各样的工具，大部分债券组合是由政府债券组成的，地方政府发行的债券也属于这类债券。此外，债券市场的一大部分是由三家国有开发性银行（所谓的政策性银行）发行的债券组成。截至2013年，中国央行发行的债券占当时债券组合和二级市场交易的很大部分，但现在已经下降，其原因可能是自2013年以来再也没有发行过（国际货币基金，2015年）。商业银行债券由各种各样的工具组成，又包括混合债券。除了政府和金融部门的发行之外，在岸市场还可以获得非金融部门的债券，国有企业和私营企业都可以发行债券。目前，资产担保债券和外国机构发行的熊猫债券只占市场的一小部分。熊猫债券占较小份额应主要归咎于监管因素。从2015年起，外国金融机构也可以发行熊猫债券。除了将人民币纳入特别提款权篮子之外，还可以给市场带来新动力。

对债券市场发展极为关键的是，要在所有投资期上提供足够的证券供应量，并为市场保证尽可能多种类的到期类的金融工具。从这个角度来看在岸市场，可以说：在1-10年的期限内发行量比较平稳；在10年以上的期限内，大部分发行人是主权债务人；而在短于一年的期限内，一级市场的供应量也较低。

图5、
在岸债券市场工具组合（十亿人民币），2015年12月的余额

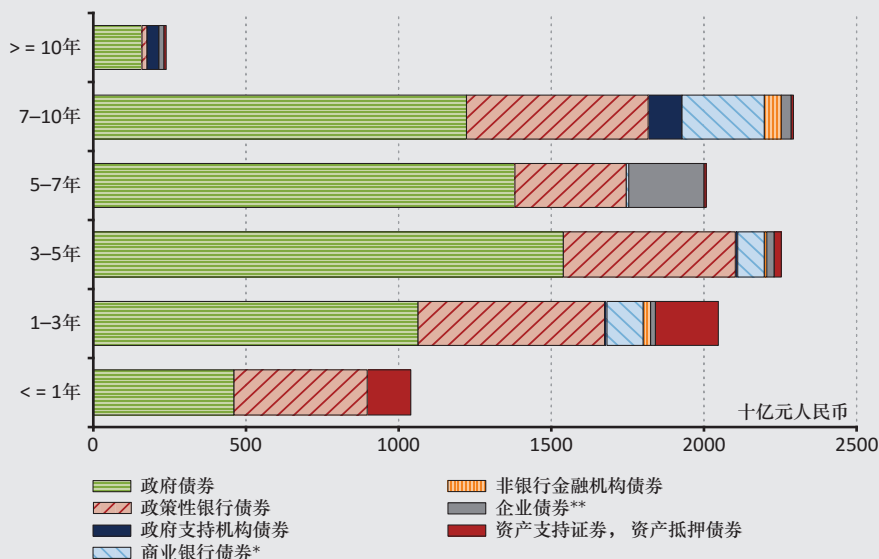


来源：据中国中央结算公司（2016）数据

* 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中被标示为第二梯队金融工具的债券

** 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中所述中期票据和中小企业债券

图6、
按到期划分在岸市场债券发行（十亿元人民币），2015年



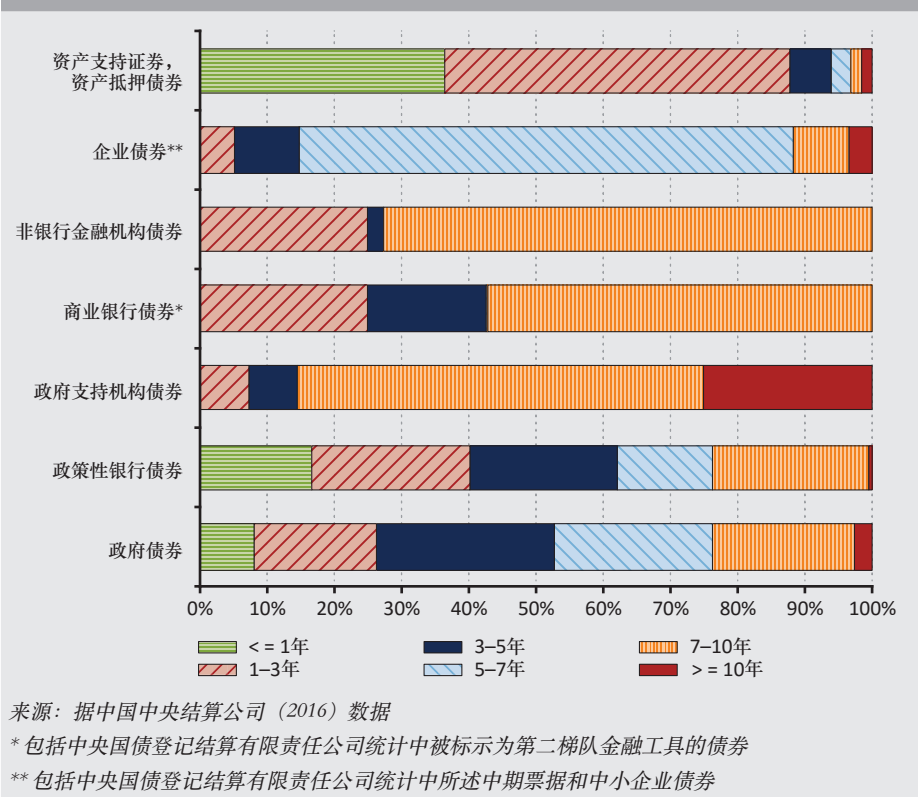
来源：据中国中央结算公司（2016）数据

* 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中被标示为第二梯队金融工具的债券

** 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中所述中期票据和中小企业债券

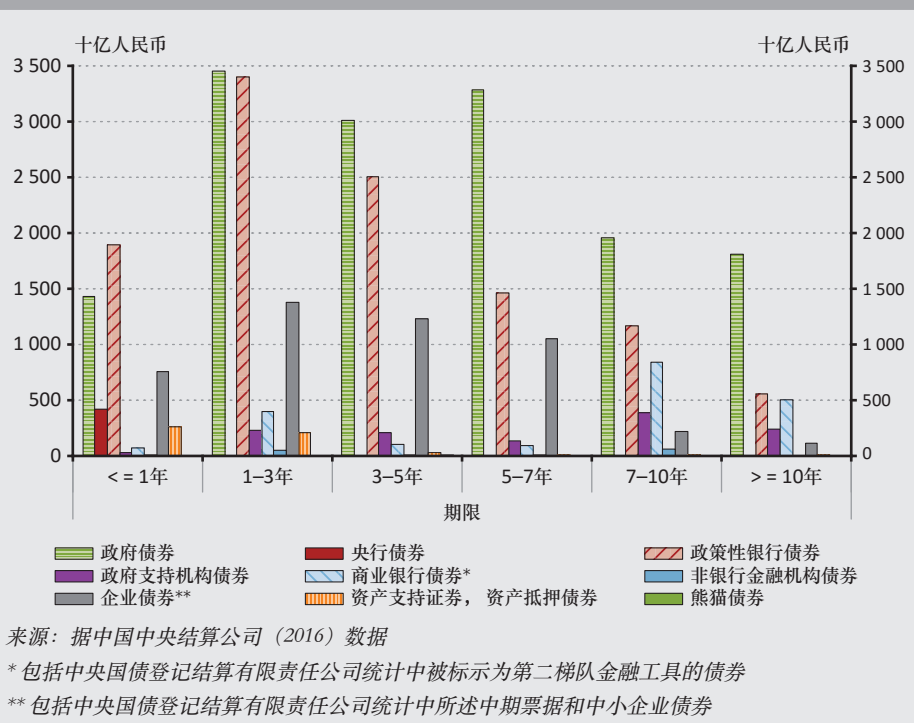
中国政府和各大开发性银行在发展债券市场上起到了重要作用，这些发行人都相当多的发行所有到期债券。根据各债券市场工具的常规到期时间，可以做出如下结论：资产支持证券（ABS）和资产抵押债券（MBS）通常是短期债券（主要是期限最长为3年的）。大多数公司债券提供中期投资（期限为5到7年），而商业银行和其它金融机构通常发行长期债券（期限超过7年）。

图7、
不同债券类的典型期限，2015年在岸债券发行



我们通过研究二级市场上的机会可以看到：1-3 年的债券市场板块是决定性的，而 5-7 年和 3-5 年的债券也很多。这些到期期限的债券当中政府债券和各大国有开发性银行的债券规模最大。就私营部门而言，1-3 年的到期债券最多。对于寻求长期投资的投资者需要指出的是，在 7 年以上期限的类别中，在公共部门之外，商业银行发行的债券可能是最佳投资选择。寻求短期投资（如货币市场基金）的投资者应该注意的是，在二级市场短于 1 年的市场板块中，国有开发性银行发行的债券最多。

图8、
各个到期类债券组合（十亿人民币），2015 年 12 月



4.1.1. 公司债券市场

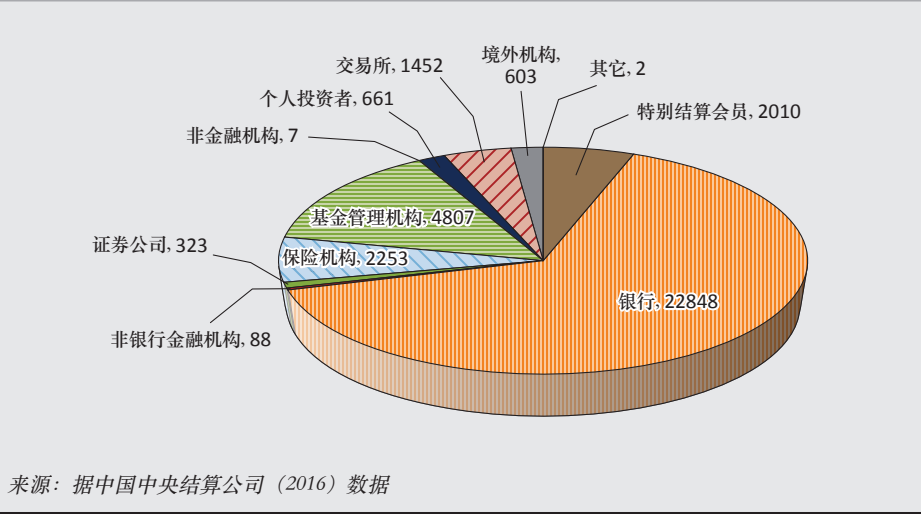
发展中国企业债券市场是中国当局的首要目标之一。目前，在企业融资中银行融资发挥着决定性的作用，但是从债券市场获取资金可能会在银行体系出现问题时（如全系统贷款风险增加，不良贷款率增加）提供一定的保障。

公司债券市场的两大板块是国有企业发行的债券和非国有企业发行的中期票据（MTN）。大部分公司债券是在离岸市场上发行的，而且是以美元计价的（BIS, 2014）。近期，公司债券发行获得了新的增长动力，这可能是因在岸利率下降，与离岸融资相比这意味着公司融资成本更低。在岸企业发行的一个显著特征是发行商必须由中国信用评级机构评级。这些机构的评级惯例较为独特，其设定中的最高评级（AAA+）高于其他市场惯例中的最高 AAA 评级。这个评级授予少数中国大型企业。值得强调的是，当地评级机构对公司债券市场 77% 的发行商给予了 AAA 评级（BNP, 2015a）。

4.2. 投资者

目前在岸债券市场对非中国居民设有准入限制，债券市场的投资者方面也反映了这个情况。目前外商投资比例依然微不足道，只有 1.5-2% 左右，中国在岸债券大部分是商业银行持有的，现有债券投资组合的主要持有者包括中国基金经理公司和保险公司。前者中，货币市场基金在过去 10 年里的作用有所增加，截至 2015 年，投资基金管理的资产中有 35% 被投入了货币市场基金。人民币国际化预计也会引起国际基金管理机构的兴趣，对他们来说，开发性银行发行的债券可能是最具吸引力的，这点与中国同行相似（BNPb，2015）。

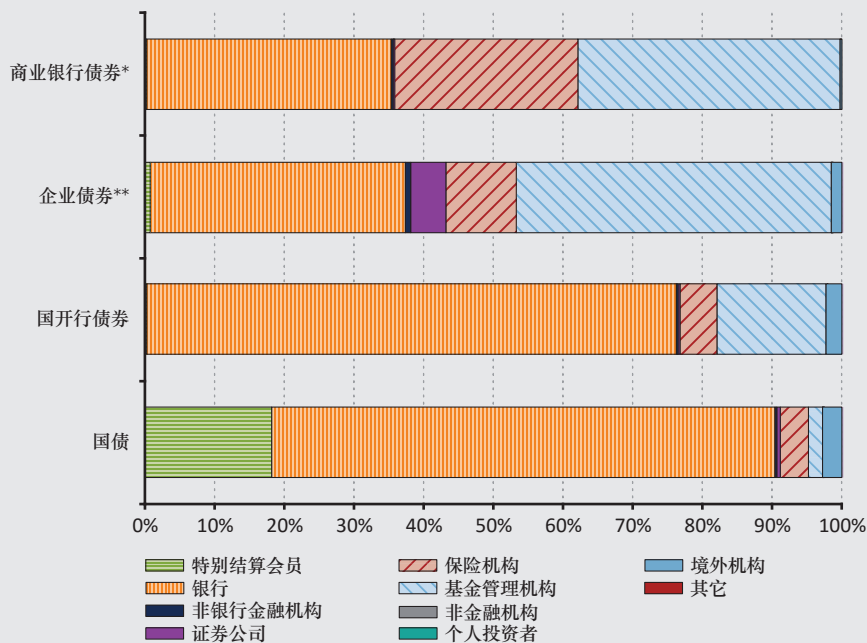
图9、
在岸债券市场投资者的市场份额分析图（十一元人民币），2015 年 12 月



针对在岸债券市场的市场板块研究表明，银行虽然是所有工具的主要持有者，但它主要持有政府证券和国家开发性银行发行 50% 以上的大部分债券。商业银行在市场上所对政府证券的持有量非常大，几乎挤掉全球第七大政府债券市场的其他参与者。

然而，就私营部门而言，最大的投资者是中国的基金管理机构，他们持有大部分公司债券。此外，他们在商业银行债券市场上的份额与商业银行差不多。经纪商主要是作为较大的投资者出现在公司债券市场上。外国投资者在政府证券市场上的份额是最大的，但相对于市场规模来说，仍然是微不足道。

图10、
主要在岸债券类的投资者，2015 年 12 月



来源：据中国中央结算公司（2016）数据

* 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中被标示为第二梯队金融工具的债券

** 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中所述中期票据和中小企业债券

4.3. 流动性

由于规模较大，债券发行较多，所以在岸市场比离岸市场更具流动性。尽管如此，不同类型的债券市场有不同的流动性，而且在某些债券类型的情况下，二级市场流动性的增加可能是市场发展的下一步。

二级债券市场上近四分之三的交易量可以与商业银行挂钩。除了这些机构之外，基金管理机构和经纪商的交易也可以看作为主要的活动。

对交易工具的研究表明，开发性银行发行的债券是最具流动性的。这些证券交易量占债券市场交易的 50 % 多。除此之外，政府债券和公司债券是最流动的工具之一。

马和姚（2016 年）的论文指出，开发性银行债券在二级市场上比政府债券拥有较高的流动性主要来源于多种因素。开发性银行债券是准主权债券，而发行人在发行过程中更加重视资本市场的需求。开发性银行发行债券比较频繁，这就会延长通常流动性较高的新券（on-the-run）的购买时效。此外，开发性银行的大部分发行集中在收益率曲线的短线，这也意味着更大的流动性。另外，开发性银行发行的债券比政府债券种类多。最后，作者还以税收因素解释政府债券流动性较低的问题：政府债券的利息收入是免税的，但汇兑收益是要交税的，这会鼓励债券持有国债直至到期日为止。纽约联邦储备银行经济学家（白潔等人，2013 年）在发表的论文中研究了政府债券的二级市场流动性，报告认为：虽然政府债券是每日交易，但交易活动的频率还不是很大，价格发展反映的是最新的市场信息。作者研究对比了债券的某些特征与二级市场流动性之间的关系，发现票面利率越高、债券发行规模越大、期限越长、到期日越短的票据才越有二级市场流动性较高的特点。

政府债券和开发性银行债券在市场上典型的交易规模在一千万到一亿元之间，而典型的买卖差价在1到10个基点之间。一年内的国家债券市场上，平均每日二级市场交易量为100-200亿元人民币，而国债和开发性银行债券市场平均交易量为200-300亿元人民币（刘－皮尔曼，2015 年）。

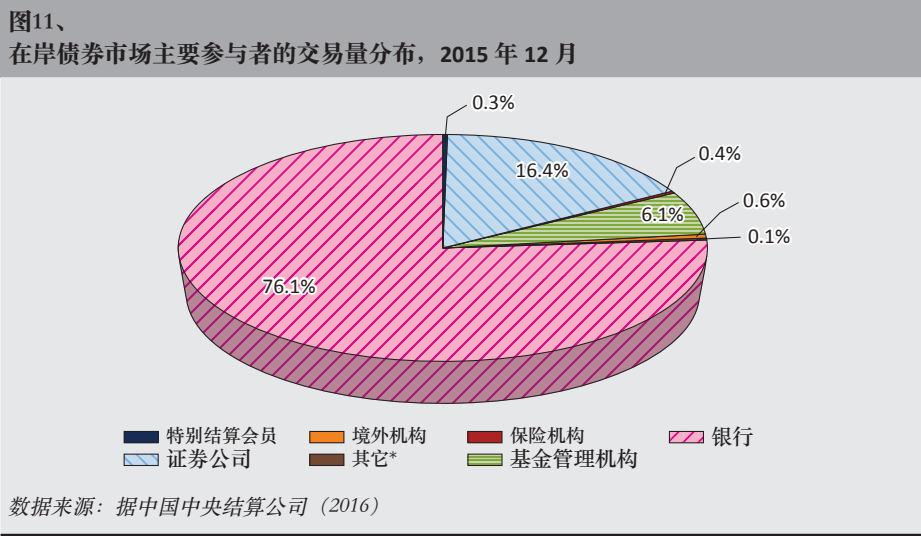
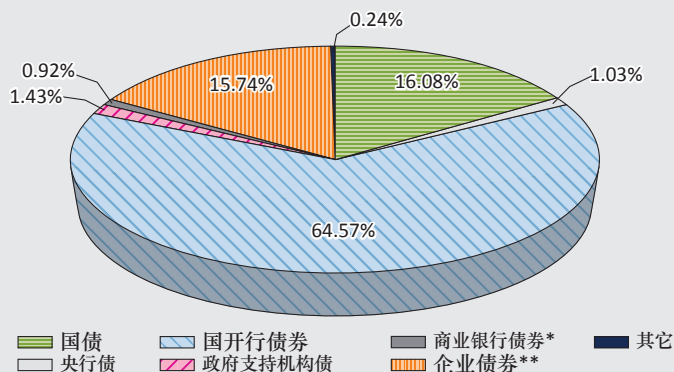


图12、
在岸债券市场交易按债券种类的分布，2015 年 12 月



数据来源：据中国中央结算公司（2016）

* 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中被标示为第二梯队金融工具的债券

** 包括中央国债登记结算有限责任公司统计中所述中期票据和中小企业债券

就中国在岸国家证券市场而言，应该指出的是，虽然其规模是全球第七大市场，然而在某些方面落后于全球主要债券市场。一方面，二级市场活动相当低，可能是因为“买入并持有类”投资者在市场上占主导地位（丰收投资管理公司，2014年）。其次，国际投资者比例偏低。人民币国际化的努力有望带来这方面的变化。外国机构投资者在中国境内市场的出现，也可能得益于2016年初中国当局大幅放宽了外国机构投资者进入市场的规定，这可能为匈牙利机构投资者提供更多的机会。

4.4. 市场基础设施和监管

中国居民在岸市场交易不受限制，而外国投资者当中只有中央银行、主权财富基金和超国家机构可在在岸债券市场进行交易。其他希望进入在岸债券市场的参与者面临着各种数量上的限制。因此，外国投资者在在岸市场里相对较新，而且尽管逐步取消限制，但仍然存在一些管理上的要求，所以跟境内机构合作进入市场往往更容易。

在一级市场上，中国债券是在拍卖或簿记建档的框架内出售的。政府债券、中央银行债券和开发性银行债券是在拍卖上发行的，而其余的债券情况下则进行簿记建档（廖，2011）。

中国债券二级市场交易发生在证券交易所和场外市场，后者可以分为两个部分：银行间和场外交易（OTC）市场。“场外交易市场”这一单词有时被用作“银行间市场”的同义词，但是在中国债券市场术语中，“场外交易市场”是

指交易市场中非金融机构参与的部分（二级场外交易市场），而银行间市场是指只能由银行（一级场外交易市场）进入的场外市场。在岸市场的交易在上海和深圳的证券交易所进行。

中国债券交易的绝大部分（90%以上）发生在银行间市场，这个市场很长一段时间只有中国的银行才可以进入。因此，只能进入证券交易市场的金融机构较那些又能进入银行间市场的金融机构相比处于不利条件。准入银行间市场事实表明了债券市场监管的松懈以及债券市场（也就因此是资本账户）的部分开放，这也推动支持人民币国际化工作，因为可以让更广泛的投资者获得更多种人民币债券。

一开始，除了中国投资者之外，中央银行、主权财富基金和超国家机构获准进入银行间市场，其它外国金融机构可以通过获得 QFII（Qualified Foreign Institutional Investor，即合格的境外机构投资者）或 RQFII（人民币合格境外机构投资者）的资格和相关配额进入中国债券市场。（有关 QFII 和 RQFII 资格的更多信息，请参阅第 4.6.2 节）。

1990 年债券市场在上海证券交易所开始交易。1997 年通过禁止商业银行在证券交易所进行债券交易而建立了银行间债券市场。具有 QFII 资格的外国参与者最初也被允许在证券交易所进行债券交易，然后在 2012 年允许他们投资银行间市场。拥有 RQFII 资格的投资者在 2013 年获准进入银行间债券市场（FTSE，2015 年）。

在银行间市场上，允许银行和机构投资者进行交易（包括中央银行、具有 QFII 和 RQFII 配额的机构、主权财富基金和超国家机构），而且除债券之外，还可以进行回购和远期交易。在场外银行同业市场，由商业银行为个人和非金融机构（公司）定政府债券的价格。在证券交易所，银行和私人可进行交易，而除政府和公司债券外，还有回购和债券期货交易（李，2015）。

在岸银行同业分市场的监管由中国人民银行担任。（PBOC）债券交易是通过中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（CFETS）系统，而债券交易的结算是由中央结算公司（CCDC）或上海结算所（SCH）进行的（李，2015）。证券交易所债券交易由中国证券监督管理委员会监管（CSRC）。这四个监管机构都参与对熊猫债券市场的监管，而熊猫债券只能在银行间市场上获得。

4.5. 中国在岸债券市场在人民币国际化中的作用

人民币作为国际贸易关系中的结算货币，以及被列入特别提款权篮子推动了其国际化工作进展。中国货币的国际化要求尽可能广泛地使用人民币。如果尽可能多的国际参与者持有包括以人民币计价的债券在内的人民币工具，就可以实现这一目标。这可以通过使用离岸或在岸工具做到。因此，2007 年离岸债券市场的建立是向人民币国际化迈出的一步。向更多的非中国投资者

开放在岸债券市场更大部分也可能加强人民币全球性的作用。尽管已采取了这方面的措施，但并非所有细分市场都可由非中国投资者进入。此外，还有数量限制控制非中国投资者的债券市场份额，逐步取消限制和逐步开放市场可能会有助于人民币成为全球货币。

马和姚（2016 年）指出，除了监管之外，货币政策也可以促进中国债券市场支持人民币的国际化。目前，60% 以上的在岸市场债券由商业银行持有。存款准备金率（RRR）能解释银行的债券市场份额和债券需求。为了满足准备金要求，中资银行对中国在岸债券创造着长期的和大量的需求。随着存款准备金（RRR）⁴规定比率的下调，债券市场供应很大部分将会被开放，因为在较低的 RRR 率下，商业银行的债券市场需求也会减弱，这将允许非中国投资者获得活动空间。

中国债券市场能不能支持人民币国际化的进程，不仅取决于中国的监管规定，还取决于影响国际投资者需求的其它因素。这方面（陆、陈，2015）提到了三个主要的，可能会提高外国投资者对中国境内债券市场的需求：近年来，中国的信贷评级显著改善（根据标普，目前为 AA-），中国债券的收益率高于其它大型成熟的债券市场，而且人民币工具与发达国家债券市场的相关性较低。这些都为国际投资组合经理人提供多元化的优势。根据摩根大通分析，2005 年至 2015 年间，基于美国、日本和德国债券市场 10 年期国债收益率计算的相关系数极高，均在 80% 以上。相比之下，中国和美国的长期债券收益率仅为 12%，而中国和德国的 10 年期政府债券收益率为 8%，与日本市场的相关性呈负值（-9%）。

芬兰中央银行研究报告（马、姚，2016）对中国债券市场（主要是政府债券市场）国际化的条件做了研究，并指出了汇率的作用。作者对目前世界第七大政府证券市场在何种条件下会成为全球第三大市场的问题做了分析。这项研究的作者确定，直到 2020 年，赶上美国政府证券市场的规模是不现实的。不过，赶上日本、英国或欧盟的债券市场是一个可实现的目标。假设（中国除外的）10 个最大的政府债券市场的年均增长率为 5%，而中国政府证券市场的年增长率为 10%，以及人民币兑美元每年升值 1.5%，2020 年中国政府证券市场的规模可能比 2015 年翻一番。这可使得政府证券市场位居世界第三，但是根据预测，现有的债券组合将占日本市场的三分之一，而占美国市场的 16%。进一步考虑这项研究报告的主张，问题是人民币走弱的情况下，这些数字会如何变化。自 2015 年底以来，人民币兑美元汇率已经出现大幅度波动，虽然与新引进的 CFETS 指数⁵相比仍然较为稳定，但兑美元大幅减

⁴ RRR 是指存款准备金率，即央行要求的商业银行准备金率。中央银行通过调整存款准备金率的大小，可以调整银行体系中可用的流动性和其他指数。

⁵ 中国政府于 2015 年 12 月份引进的一项指数。在岸人民币的汇率是中国 13 个最大的外贸伙伴的贸易数字上计算的。该指数由中国外汇交易中心（CFETS）以预先未确定的间隔公布。

弱。汇率可能是影响国际投资者对中国债券市场兴趣的一部分风险因素，也可能影响中国货币在国际金融交易中的作用。

然而，这项研究对于中国债券市场的机会并不悲观。作者从国际角度分析债券市场的交易量发现，开发性银行债券在二级市场上的交易量是政府证券交易量的两倍，这可能有助于提高人民币国际作用。同时，作者还指出，政府债券二级市场的发展和流动性的增加应该是一个重要的目标，因为需要一个流动的二级政府证券市场才可以形成可靠的债券市场基准，以支持其它工具的适当定价，从而提高对它们的需求。

4.6. 外国投资者在在岸市场的机会

4.6.1. 各国中央银行

各国中央银行在中国当局享有特殊地位，并且被认为是在岸市场的重要投资者。这是因为政府要推广人民币的一个目标就是使人民币成为各国中央银行储备的全球储备货币。

如果外国央行想要投资在岸市场，有两个选择。一方面它们可以在中国央行填写登记表后直接进入市场；而另一方面可通过国际清算银行（BIS）间接获得中国在岸债券投资资格，这大多对应于为中央银行设立开放式投资基金的形式。截至2015年7月，外国中央银行想进入在岸市场时，需要持有预先批准的配额，但是中国央行取消了这个配额，因而简化了投资程序。外国中央银行可以选择要让中国央行还是要让在中国银行间债券市场上有业务的商业银行担任交易和结算代理人。交易代理人的任务是在交易系统（CFETS）中以委托人名义完成登记交易，然后转移到结算系统（CCDC / SCH）。结算代理人的任务是对所完成交易的细节与交易系统中的数据进行比较，将其登记在清算系统中，并进行货币和证券转移。中央银行在国际清算行投资基金的投资本质上是投资于中国在岸市场上分配给国际清算行的配额。该基金按事先规定的方针用募集的资金进行投资，并且收取服务费用。主要是刚开始熟悉中国债券市场的，但希望能在筹备中有一定投资比率的中央银行采用这个选择。

4.6.2. 国外机构投资者

金融机构可以通过两个不同的计划进入中国境内债券市场。两种计划都可以保障进入证券交易所和银行同业证券市场的途径（包括债券和股票交易）。

进入市场方式是获得QFII或RQFII资格。两种方式的基本区别在于，外国银行或机构投资者（保险公司、经纪公司、基金经理商）可以申请QFII资格，但只有离岸人民币中心（通常是国家）才能获得中国中央银行RQFII计划的框架内配额。希望以投资者身份进入市场的机构可以在这个配额范围内表明投资意愿。从2011年开始，可以通过RQFII配额进入在岸债券市场。鉴于

匈牙利目前拥有RQFII配额，所以 RQFII 资格可为匈牙利金融机构提供进入中国证券市场的新机会。

QFII 配额以美元为主，而RQFII配额以人民币为单位。拥有 QFII 资格的投资者用美元汇入在岸市场，在那里将美元兑换成人民币进行投资。具有R QFII 资格的投资者将其掌握的离岸人民币投资在在岸市场上。后一方案的目标实际上是把离岸市场上积累的人民币重新投入在岸市场，而前者的目的也是创造资本流入，只不过是外汇要在境内市场转换成人民币。在 2015-2016 年年关，由于中国监管机构对于外资撤离的担忧加剧，也为了提高中国债券市场进入国际基准指标以及其后的大型国际基金经理的意愿，导致其当局在 2016 年初，分几个阶段放松了进入在岸债券市场的规则。作为第一步，QFII 资格投资者的最高投资额从 10 亿美元提高到50亿美元，随后中国人民银行让更多的金融机构投资者通过中国商业银行进入银行间债券市场。这时，不仅扩大了投资者的范围，也缓解了行政条件（中国人民银行，2016）。

进入中国在岸证券市场可以通过（在债券市场进行投资时也有清算资质）托管银行进行。这家银行为境外机构投资者办理必要的许可证，并且向中国监管机构完成必要的登记手续。机构投资者进入在岸债券市场之前，需要满足多种条件，比如在在岸市场投资之前三年内，没有因为违反有关债券市场活动或其它规定而被监管当局惩罚过等（中国人民银行，2016）。中央银行对于那些已达标的且申请 QFII 或 RQFII 资格和配额的投资者设定了一个固定的配额。但自 2016 年初以来，基金管理公司不是基于固定的配额，而是给予该公司管理资金一定比例的配额进入中国市场。为此不仅需要中央银行的批准，又需要国家外汇管理局（SAFE）的批准。此外，为了进入股票市场进行交易还必须办理中国证券监督管理委员会（CSRC）许可。当获得必要的许可证后，办理开设账户手续，随后可以通过在债券市场上有权进行交易的商业银行，或通过证券交易所的经纪商开始交易。虽然这个过程起初可能看起来很复杂，但是投资者实际上是通过正确完成的手续范围内，通过适当的商业银行可以进入市场。

5. 总结

本文介绍了中国债券市场在岸和离岸市场板块，详细分析了供求两面、可获得的工具范围、其主要特征、债券市场的监管以及市场的基本特征。我们在优先考虑人民币国际化的中国政策的背景下研究债券市场后的判断，这种政治追求可以促使外国投资者在中国债券市场上占有更高的比例。

参考文献:

- ÁKK (2016): 1,0 milliárd CNY összegű devizakötvény-kibocsátás. ÁKK sajtóközlemény, április 14. <http://www.akk.hu/hu/hirek/1-0-milliard-cny-osszegu-devizakotveny-kibocsatas>, Downloaded: 14 April 2016. 匈牙利国债处理中心股份有限公司 (2016年): 《发行价值达10亿元人民币的外币债券, 匈牙利国债处理中心股份有限公司4月14日新闻稿》
- Bai, J. – Fleming, M. – Horan, C. (2013): *The Microstructure of China's Government Bond Market*. Staff Report No. 622, Federal Reserve Bank of New York. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr622.pdf, Downloaded: 23 March 2016. 白潔 - 迈克尔·弗莱明 - 卡西迪·霍兰 (2013年) 《中国国债市场的微观结构》
- BIS (2014): BIS Quarterly Review: *International banking and financial market development*. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.htm. Downloaded: 23 March 2016. 国际清算银行季度回顾 (2014) 《国际银行业和金融市场发展》
- BNP Paribas (2015a): *All About RMB*. Bank and Investor Handbook v2.0 . <http://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/quintessence/files/Hot%20topics%20-%20marketing/Files/RMB-Investor-brochure-ASIA.pdf>, Downloaded: 15 June 2015. 法国巴黎银行 (2015a): 《一切关于人民币。银行和投资者手册第2.0版》
- BNP Paribas (2015b): *Expert Eye on China*. 2015 Q4. 法国巴黎银行 (2015b): 《专家关注中国, 2015年第4季度》
- Brit-Kolumbia tartományi kormányzat hírei: 不列颠哥伦比亚省政府新闻:
<https://news.gov.bc.ca/releases/2016FIN0002-000065>
<https://news.gov.bc.ca/releases/2015FIN0075-002009>
<https://news.gov.bc.ca/stories/bc-welcomes-establishment-of-canadian-rmb-hub>
<https://news.gov.bc.ca/stories/successful-second-renminbi-bond-reinforces-bcs-commitment-to-china>
<https://news.gov.bc.ca/stories/successful-renminbi-bond-signals-new-level-of-china-canada-relations>
Downloaded: 16 February 2016.
- CCDC (2016) statistics: <http://www.chinabond.cn/>. Downloaded: 10 February 2016. 中国中央结算公司 (2016年) 统计
- Fung, H.-G. – Ko, G. – Yau, Jot (2014): *Dim Sum Bonds: The Offshore Renminbi (RMB) Denominated Bonds*. Fung, Hung-Gay – Ko, Glenn – Yau, Jot (2014年) 《点心债券: 离岸人民币计价的债券》
- Goldman Sachs Asset Management: FAQ: China's Bond Market, 2015BIS (2015) 高盛资产管理公司: 问题集: 中国债券市场
- FTSE (2015): FTSE Russel Research Index Series: *The FTSE China Onshore Bond*. Május. <http://www.ftse.com/products/downloads/China-Onshore-Bond-Paper.pdf>. Downloaded: 2 February 2016. 富时罗素研究指数系列: 《富时中国在岸债券》5月

- Horváth, D. – Teremi, M. (2015): *Így nevelde a sárkányodat*. <https://www.mnb.hu/letoltes/horvath-daniel-teremi-marton-igy-neveld-a-sarkanyodat.pdf>, Downloaded: 22 February 2016. 霍尔瓦特·达尼尔-泰赖米·玛尔通 (2015年): 《如何训练你的龙》
- IFC (2005): IFC Panda Bond Launch Opens Renminbi Bond Market to International Institutions, 10 October 2005 <http://ifcext.ifc.org/IFCExt/pressroom/IFCPressRoom.nsf/0/91457994C64BE729852570960051DCF3>. 国际金融公司 (2005年) 《国际金融公司熊猫债券于2005年10月10日向国际机构开设人民币债券市场》
- IMF (2015): *Review of the method of valuation of the SDR*. IMF Policy Paper, november. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/111315.pdf>, Downloaded: 18 January 2016. 国际货币基金组织 《评论特别提款权的估值方法》
- Income Partners (2014): *China's Onshore and Offshore RMB Markets*. http://www.incomepartners.com/sites/default/files/China's_Onshore_and_Offshore_Markets_0.pdf, Downloaded: 8 January 2016. 丰收投资管理(香港)有限公司 (2014年) 《中国在岸和离岸人民币市场》
- Hughes, J. (2015): South Korea „panda” bond five times subscribed, Financial Times, 15 December 2015. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9d97a2a6-a31a-11e5-bc70-7ff6d4fd203a.html#axzz43pPfxoH>. Downloaded: 8 January 2016. 詹妮弗·休斯 (2015年): 《韩国“熊猫”债券五次认购》
- Liao, D. (2011): *China Onshore and Offshore RMB Bond Market – A Foreign Bank Perspective*. Szeptember, HSBC. www.sifma.org. Downloaded: 5 February 2016. 廖宜建 (2011年): 《中国在岸和离岸人民币债券市场 - 外资银行视角》
- Li, B. (2015): *Bond Market Evolution*. Budapest Renminbi Initiative Plenary Session, március 26. <http://www.rmbbudapest.hu/letoltes/issuers-and-investor-motivations-to-participate-in-rmb-business-boc-1.pdf>. Downloaded: 23 March 2016. 李冰: 《债券市场的演变》
- Liu, B. – Pihlman, J. (2015) *RMB in SDR – A Practical Guide*. Standard Chartered. 刘洁 - 皮尔曼·尤卡 (2015年) 《人民币在SDR - 实用指南》
- Luk, B. – Chen, P. (2015): *China onshore bond market: Kill two birds with one stone*. Market Bulletin, 13 August. https://www.jpmorganmf.com/GTMA/MI-MB_ChinaOnshore-Bond_20150813.pdf. Downloaded: 23 March 2016. 陆庭伟 – Peggy陈 (2015年) 《中国在岸债券市场: 一箭双雕》
- MNB press release, 27 June 2015: *Renminbi kötvénybefektetésekről és elszámolási mechanizmus létrehozásáról szóló megállapodásokat írt alá a Magyar Nemzeti Bank és a Kínai Népköztársaság jegybankja Bázisban*. <http://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajto-kozlomenyek/2015-evi-sajtokozlomenyek/renminbi-kotvenybefektetesekrol-es-elszamolasi-mechanizmus-letrehozasarol-szolo-megallapodasokat-irt-ala-a-magyar-nemzeti-bank-es-a-kinali-nepkoztarsasag-jegybankja-bazisban>. Downloaded: 27 June 2015.

匈牙利国家银行新闻稿，2015年6月27日：《匈牙利国家银行和中华人民共和国中央银行在巴塞尔签署了关于人民币债券投资和建立解决机制的协议》

People's Bank of China (2016): Public Notice No. 3. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3037272/index.html>. Download: 23 March 2016. 中国人民银行公告 [2016年] 第3号

Borsuk, R. (2015): CNHTracker – Mongolian government makes its debut in dim sum market, Reuters, 25 June 2015 <http://www.reuters.com/article/markets-offshore-yuan-idUSL3N0Z92C220150625>. Downloaded: 25 June 2015. 理查德·勃尔苏克（2015年）：《CNH信息追踪－蒙古政府在点心市场上首次亮相》

Ma, Guonan – Yao, Wang (2016): *Can the Chinese bond market facilitate a globalizing renminbi?* BOFIT Discussion Papers Nr. 1. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. http://www.suomenpankki.fi/bofit_en/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/2016/dp0116.pdf. Downloaded: 23 March 2016. 马国南－姚望（2016年）：《中国债券市场能否促成人民币全球化？》

Wang, M. – Yen, J. – Keung Lai, K (2013): *China's Financial Markets*. RoutledgeTaylor&Francis Group, UK. 王明－颜至宏－黎建强（2013年）《中国的金融市场》

Wilkie, T. (2014): UK's RMB debut sets scene for further sovereign RMB issuance, Global Capital, 16 October 2014 <https://www.globalcapital.com/article/nkvvmzx625mz/uk-debut-boosts-prospects-of-international-rmb-bonds>. Downloaded: 16 October 2014. 特莎·威尔基（2014年）《英国的首次人民币亮相为进一步主权人民币发行奠定了基础》

亚欧金融合作的新篇章 ——匈牙利在建立合作关系上的核心作用*

米莱尔·亚诺什 (Müller János) -

科瓦奇·莱文泰 (Kovács Levente)

长期以来,我们从生活的各个方面中可以体会到,中国的作用正在日益加强。这是因为中国的经济增长水平正明显高于世界的平均增长水平。中国的金融市场逐步开放,而全球经济一体化也需要更快地金融合作。在意识到这一压力后,亚洲金融合作协会(AFCA)的创立及其运营条件的定制工作在中国总理公布的方针下开展起来,这个全球最大的金融业联合组织经过近三年的准备,于2017年7月24日正式开始运作。匈牙利银行协会作为受邀参与者也积极参与了亚洲金融合作协会的筹备及成立工作。在被批准的章程中明确了组织运作的框架,并任命了执行官员。由于匈牙利银行协会在组织创建工作中和中匈两国关系的快速发展中都起到了积极作用,匈牙利银行协会被任命为协会的董事会成员,其秘书长作为唯一的欧洲人被任命为执行董事会成员。下面我们介绍AFCA的成立背景、运作目的以及通过参与其中、成为会员和其人脉网络,从而为匈牙利带来的机遇。

经济文献杂志 (JEL) 代码: F53、F55

关键词: 亚洲金融合作协会 (AFCA), 银行业协会, 中国, 经济政策

1. 中国的经济政策走到了分叉口

中国的经济政策在几年前采取了模式转变。由于1984年推行的经济改革的持续性贯彻落实,为国家经济带来了维持多年的两位数高速增长、大量的外国流动资本和现代技术的涌入。但是该广泛经济增长的来源已耗尽,2008年的全球危机进一步加强此情况,由此经济增长相对缓慢。与此同时,加强中国国际政治及经济地位,解决诸如人口加速老龄化等一系列重要性的内部问题便浮出了水面。

因此,所产生的课题是如何在确保可持续性经济增长的同时解决其他问题。中国政府宣布对外部市场的大力开放,众所周知的“一带一路”政策,其两

* 本刊号登载文章仅代表作者观点 不代表匈牙利国家银行的观点或意见。

米莱尔·亚诺什 (Müller János) 为中国银行匈牙利有限公司董事会成员。电子邮箱: mullerj1@t-online.hu
科瓦奇·莱文泰 (Kovács Levente) 为匈牙利银行协会秘书长。电子邮箱: kovacs.levente@bankszovetseg.hu
该论文发表于《金融与经济评论》2017年第中国特刊 <http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/janos-muller-levente-kovacs.pdf>

大支柱为“丝绸之路经济带”和“海上丝绸之路”，即陆地和海上路线。后一个决策的基石之一是通过大量财政资源（优惠贷款）推动中国商品出口与对外流动资本投资的增长，间接强化经济，创造新的就业机会，并且在中期内为海外投资收益汇往国内提供良好的条件。

综上所述，国际金融及经济关系也日益加强。其中一个主要结果是国际货币基金组织于 2016 年 10 月将中国的支付货币，人民币加入特别提款权（SDR）货币篮子（美元，英镑，欧元）中。当时中国也关注到，欧盟和美国之间开始进行“跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定”（TTIP）的谈判。可能因考虑到这一点，2014 年，中国组织了亚太经济合作组织政治联盟（APEC）。

2. 中国与欧盟的关系

对欧盟而言促进经济增长并使之持续发展至关重要,为达到该目标必须列出一系列适当的举措。在金融方面，欧盟最重要的决策之一是在未来的时期内实现经济与货币联盟、资本市场联盟以及银行联盟的一体化。委员会去年 10 月份宣布了加强货币联盟的规划方案。因其特殊意义和外部金融关系的重要性我们特别提到，欧元区外部代表性的加强也是该行动计划的组成部分。欧盟委员会认为，欧元区外部代表的发展力度并没有跟上货币区经济和金融的增长速度。美元在金融界的代表则是一个强大的国家，与此同时欧元区成员国之间连语言都尚未统一。根据委员会的建议，欧元区在国际领域和在货币基金组织上需要统一的代表，因此建议今后由欧洲集团主席担任欧元区代表。完善货币联盟的另一个重要因素是完成银行联盟的建设。

在国际金融关系和资本投资方面，欧盟下一步的计划是引进和实施资本市场联盟的设立。

将这些欧盟进程与中国政府的战略目标相对比后我们可以确认，目前实际存在着真正有利于双方利益并且需要及时抓住的合作机会，与此同时也不断产生着新的机会。

从中国的角度来看，简而言之可以总结为以下几种合作机遇。近年来，中国政府出台了多项改革（价格改革，农业改革，农村工业发展改革等），但目前依然继续实施。根据政府公布的计划，过度的经济增长并不健康，应当维持一定水平（目前定位在 6%）的增长率。为此已做出了若干的决定，其中包括强化内需与消费、控制人口老龄化问题，但令我们更加好奇的是在国际上如何处理该等问题的运作方式。

解决方案中需要解决的第一个问题，或许也是最重要的任务，是怎样将数十年以来的外来流动资金投资所积累的大量剩余产能、资本储备转向国外

市场，并加以利用。为了实现这个概念，必要的经济、商业和金融条件已形成：“一带一路”提倡为此创造了合约条件和基础设施条件，使中国的货物能够通过中亚向西流向欧洲和欧盟市场（所谓的绿色之路），或在海上通过东南亚和南亚到达非洲和欧洲（蓝色之路）。

欧洲国际政治经济研究中心（ECIPE¹）著名的分析家用即形象又明确的话如此描述欧美关系：“亨利·基辛格（Henry Kissinger）的经典提问：‘如果我想与欧洲（的统一代表）通话该拨打什么号码？’”北京找到了答案，区号为 +4930，即柏林。去年秋季习近平主席在其笔记本上增加了两个新电话号码——英国总理及财务部长的，两人获悉此消息后欣喜不已，对此表示欢迎，并宣称英国是中国在西方的最好合作伙伴。

如果中国总理给柏林或伦敦打电话，热情的接待是毋庸置疑的，特别是谈话内容涉及到中国资金内容的时候。不过北京并不保证会以同样的态度来回应 [...] ²，在此情况下可能会收到冷淡的回复，或根本没有回复。

所有这些均表明中国与欧洲各国之间的关系并不对等，若我们一定要深究的话，可以发现天秤的杠杆稍稍倾斜于中国一方。下面的推理就在试图证明，该不对等关系的小部分原因是中国的自身实力，该部分原因经常被夸大渲染，而此关系中的大部分原因是欧洲国家因自身的弱点所造成的。

而北京方面完全知道想从欧洲那里得到些什么。首先，想要以下三点：自由进入到其一体化的市场、确保其投资的安全环境，特别是提供给快速增长的企业并购、可用在与日渐脆弱的中美关系中的外交筹码 [...] 欧洲对中国的兴趣主要是商业性质的。欧洲各国政府主要将中国看作为巨大的及有前途的市场，该看法在最近演变为短缺资金的补给来源。他们更把中国视为一个新兴的全球大国，并希望在未来得到政治及经济回报。这在欧盟成员国间导致了不体面的竞争，并不惜以损害互相的利益为代价来寻求加强与中国的关系。在狭隘的国家框架下，这种策略是有意义的，因为良好的中国关系可以带来出口市场和外来投资。对欧洲来说这意味着就业机会，创造就业机会可以帮助那些为自己歌功颂德的政治家们带来投票。但侵犯中国的利益显然会危及到寻宝过程中已经取得的功德。至少，欧洲政治家是这样想的。³

在中国政府的新经济政策中，在“一带一路”倡议的战略中国际合作的有关关键词均可以被找到：在商业关系中的开放，增加海外直接投资，重新评估全球经济关系。尽管如此，在欧盟和中国的对外经济战略中还有一个没有被提及的重要领域——加强国际金融和银行关系以及建立必要的相关体制框

¹ 欧洲国际政治经济研究中心

² 在提到某些，从欧洲角度来看较敏感的问题时（作者的备注）

³ 居伊·德·容凯尔（Guy de Jonquières）：欧盟与中国：纠正：一种不平衡的关系，2016年01月 <http://ecipe.org/publications/the-eu-and-china-redressing-an-unbalanced-relationship/>

架。虽然根据长达 10 来年的经验可以看出，国际投资者的舒适感会因为目标国家找到可靠的、运作良好的银行业务关系而得到大幅提高。在当前的经济中，证券交易所和金融机构的运作类似于指南针，给企业家指明方向，提高信心并暗示可靠性。在国际金融危机之后，在一个充满挑战的全球化世界中，国家银行联盟的作用是不容忽视的。

在金融和银行方面，亚洲金融合作协会不断寻找解决这些难题的适当答案。AFCA 可成为指南针的一部分，为资本和出口指引方向。

3. 中国经济金融关系对匈牙利的重要性

在上文中我们试图勾勒出，在金融危机后，中国和亚洲地区以及美国和欧盟是如何想到解决问题的管理规划方案、手段和及时调整的。在开始的时候，似乎这些经济实力强大的国家和地区出发在两条平行的道路上。这两条路线的里程碑基本相似，有很多明显的时间上的巧合。如今，在明确了解到各个大型经济体的利益后，在合作伙伴利益的驱动下，这两条道路间产生了交汇点。

两条道路的交汇点之一（不仅在地理意义上）即为匈牙利。在瞄准欧盟市场当中我国和中欧地区作为亚洲及中国出口的主要大门。以支持基础设施的发展和引入外来投资，在此情况下具体对中国的流动资本投资产生了显著的需求。作为最近的例子，我们可以提到贝尔格莱德 - 布达佩斯铁路线的翻新计划，该项目计划由中国参与相关工作，计划成为“绿色通道”的重要组成部分。

中匈经济和金融在传统上是良好的合作关系。在 1978 年的中国经济改革的筹备阶段里两国的关系变得更加紧密。也许很少有人记得，历史上匈牙利于 1980 年加入国际货币基金组织以及备用信贷可用性问题的关键时刻，会员费以及入会所需支付的配额 5 亿美元是由中国中央银行（中国人民银行）提供给我国的。

匈牙利在金融及融资领域也藏有可观的机会。中国中央银行和匈牙利国家银行于 2015 年 10 月 02 日正式授权中国银行在匈开设人民币清算中心。由于匈牙利中国银行为中东欧地区中心，这意味着布达佩斯清算中心可以在整个中东欧地区发挥作用。这是重要的一步，继香港、台湾、巴黎、法兰克福、悉尼和吉隆坡之后，匈牙利作为中东欧地区第一个国家获得了这一特权，匈牙利中国银行率先发行“一带一路”债券。

在此框架下应当指出，多年来中国及匈牙利银行协会之间产生了持续发展、互惠互利的专业关系。其结果是，在中东欧地区于 2014 年两家银行协会首次签订了谅解备忘录。基于近年来合作的积极经验及成果，2017 年年底两家银行协会为加强合作内容签署了一份补充协议。

4. 亚洲金融合作协会以及其对匈牙利的重要性

从上述内容可作出两点推论：(1) 很明显，中国如果拥有一个政治、经济和财政方面既具重要性又具代表性，并加强国际金融实力的组织，有助于中国的对外直接投资出口。(2) 匈中两国传统友好关系、两国银行协会及中国银行领导者的专业与个人关系的不断深化是匈牙利银行协会被邀请成为亚洲金融合作协会的创始机构的理由。

中国国务院总理李克强于2016年3月份在海南岛举办的博鳌亚洲论坛上⁴（参与者中有受邀的以及发起成立协会的机构，其中包括匈牙利银行协会）宣布，将“减少或消除世界经济的发展风险”加快经济金融对话。另外，还提出了有关设立亚洲金融合作协会的建议，其目标是为了避免市场与金融风波。⁵

在成立大会上制定了将要设立的协会的目标以及运营准则：(1) 新成立的非政治性的、非盈利的金融专业组织的首要目标是为了加强金融合作，建立相互理解和信任；(2) 创建金融高峰论坛⁶；(3) 建立金融合作平台；(4) AFCA 是以亚洲为中心的开放性组织，其基本原则为开放性和包容性。

AFCA 的发起人于2016年03月25日在海南岛举办的博鳌论坛上签署了有关成立该组织的谅解备忘录。匈牙利银行协会是这一发起文件唯一来自欧洲的签署方。谅解备忘录强化了上述原则，并表示愿意积极参与联盟组织的建立和创办，准备接纳有影响力和利益相关的金融联盟、开发机构、商业和投资银行、投资基金、证券交易所、支付和结算中心。意向书对AFCA可能产生的国际影响力做出了预测，并明确指出，亚洲为世界经济的重要组成部分，世界发展最快的区域之一，其全球战略影响力稳步增长，而该趋势是金融业最重要的支柱之一。考虑到这一点，因为全球化趋势的关系，有必要在地区范围内设立组织，实施整合，并以此加深、加宽金融合作。⁷

在筹备工作中，制定了组织章程以及其运营条件和框架。2017年5月在北京召开了第一届创始大会筹备会议。届时，AFCA 已有107名注册会员，其中包括银行、保险公司和金融联合会。在此次筹备会议上参与者讨论并通过了组织章程、成员的权利和义务、AFCA 的组织结构。后者遵循传统的组织原则：代表大会，董事会（包括范围较小的执行委员会）以及组织—秘书处。考虑到筹备委员会的建议，出席现场的成员接受了最高决策机构成员的提名。匈牙利银行协会代表科瓦奇·莱文泰博士（Kovács Levente）被任命为董事会以及在其内运营的执行董事会成员，相当于副主席的职务。2017年7月24日，首届大会通过的决议宣布，AFCA正式成立。

⁴ 博鳌亚洲论坛（BFA）

⁵ “李呼吁金融合作”，中国日报，2016年3月25日

⁶ 高端金融论坛

⁷ 发起机构会议，亚洲金融合作协会（AFCA），会议文件，海口（中国），2016年3月25日

如此，我们成为了一家享有声望的和在未来定会具备影响力的国际金融机构的创始人，因为该联盟目前已被注册的或已签署加入意向书的成员们均来自亚洲地区，其中包括中国、新加坡、香港等各国家最大的金融机构、银行、证券交易所和投资基金。匈牙利被认为是对 AFCA，其中主要对中国而言具有重要意义的区域和地缘政治中心。匈牙利银行协会被赋予的期待，是在欧洲有效地协助并向其传达地区利益的重要角色。

考虑到该经济及金融框架，匈牙利银行协会当时建议AFCA在布达佩斯举办了第一个在欧洲举行的区域性地域性的会议，得到了积极支持与一致赞同。据此，AFCA中东欧金融高峰论坛将于 2018 年 11 月 28 - 29 日在布达佩斯举行，其主题为“亚欧金融合作新篇章”。在此活动上准备介绍AFCA和匈牙利银行协会之间的意向声明，旨在通过布达佩斯加强AFCA在欧洲中的地位。

投稿须知

- 稿件的平均长度为4万英文字符, 含空格。文章字符有50%的浮动。需英文同匈牙利文两种文本书写。
- 每篇文章的摘要需800–1000英文字符, 摘要的内容要包括主要的假设和论点。
- 摘要之后脚注里显示作者的职业 (包括职位), 联系方式, 电子邮箱、有关编写文章的信息以及致谢。需英文与匈牙利文两种文本书写。
- 请将JEL分类号写于文章摘要之后 (不少于三个)。
- 要求作者使用简明标题, 各章标题需加粗字体。
- 文章末尾应包括参考文献列表, 注明作者的全名 (如有外国作者, 姓在前, 名在后)、出版年份、出版物的确切名称/标题、出版社名称及出版地。如参考文献属于期刊, 则应标注期刊年份、卷号/刊号、出版月份、以及页码。在本文中只要引用姓氏、年份和页码。在引用原文的情况下, 页码是必不可少的。
- 在整篇文章中, 表格和图表必须使用连续编号 (编号不可在新小节或子小节内被重新编号)。每个表格和图表都必须有一个标题, 并且必须指出所含值的度量单位。标题应该放在表格或图表的上方, 表格必须在 Word 或 Excel 中应用英文与匈牙利文两种文本编辑。注释和数据源应直接插入表格或图表下方设置为斜体字体。
- 数学公式应使用连续编号 (即编号不可在子部分另起), 数学公式应置于右侧括号中。
- 所投稿文章不可在其他报纸或期刊等公开发表过或被通知即将公开发表。每篇文章将被两位匿名独立的专家评估。
- 应用Word格式以电子方式 (通过电子邮件) 向编辑提交稿件。还应附上一个包含所有图表和表格的单独Excel文件。需英文同匈牙利文两种文本书写。
- 进一步编辑规则请参考以下页面: <http://english.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/authors-guide-en-1.pdf>.

鸣谢

金融与经济评论编辑部

匈牙利, 1054 布达佩斯, 自由广场9. · 电话.: 06-1-428-2600 ·

邮件: szemle@hitelintezetiszemle.hu



Financial and Economic Review
金融与经济评论