人民币加入SDR 有助于国际金融体系均衡发展

□王　宇

提要

为了推动人民币加入SDR，中国做了大量前期工作，如稳步推进人民币国际化，不断拓宽人民币在国际市场的使用和交易，大力推动中国金融市场对外开放。人民币加入SDR意义重大，将大大加快人民币国际化进程，有序实现资本账户可兑换，深化国内金融体制改革，完善全球经济治理。

2016年10月1日，人民币正式加入国际货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）货币篮子，这是人民币国际化的重要里程碑，是中国经济改革开放的重要成果。人民币加入SDR及相关改革对于中国和世界都影响深远、意义重大。对中国来说，为人民币国际化注入了新的动力，有利于促进国内改革开放；对世界来说，反映了国际金融体系正向更加合理、均衡和公平的方向发展，有助于完善全球经济治理。

中国为人民币加入SDR做了许多基础工作

人民币加入SDR不是一日之功。在前期，中国做了许多方面的基础工作。

稳步推进人民币国际化。2008年全球金融危机之后，中国经济率先恢复增长，金融体系相对稳健，世界对使用人民币的需求增加。中国顺应市场需求，稳步推动人民币在跨境贸易和投资中的使用。2009年，中国正式启动跨境贸易人民币结算试点，并逐步扩大试点范围至完全开放境内外贸易结算。2011年，中国启动了境外直接投资人民币结算和外商直接投资人民币结算工作，便利了人民币跨境直接投资的使用。为了便于机构投资者在境内外开展人民币证券投资，中国积极推动资本市场双向开放，不断丰富资本市场的投资工具。

逐步拓宽人民币在国际市场的使用和交易。随着人民币国际化的稳步推进，人民币正逐步成为“广泛使用”和“广泛交易”的货币。根据IMF的最终审查报告，截至2014年，38个国家持有人民币资产约合718亿美元，占总外汇资产的1.1%，位于全球第7位；截至2015年第二季度，人民币国际银行业负债约为4790亿美元，占全球的1.8%，位于全球第5位；截至2015年第二季度，人民币国际债券余额约为760亿美元，占全球的0.4%，位于全球第9位；2015年1—6月人民币新发国际债券约280亿美元，占全球的1%，位于全球第6位；2014年第三季度至2015年第二季度，人民币跨境支付占全球的1.1%，位于全球第8位；2014年第三季度至2015年第二季度，人民币贸易融资占全球的3.4%，位于全球第3位。与此同时，中国香港、新加坡、法兰克福和伦敦等离岸人民币中心快速发展，人民币在主要外汇市场交易量迅速增加。根据截至2015年4月底的地区和国家调查数据，人民币在六个地区交易中心的交易规模已达日均2500亿美元。

推动中国金融市场对外开放。一方面推动银行间债券市场开放，允许境外中央银行或货币当局、国际金融组织、主权财富基金自由进入中国银行间债券市场并自由选择代理，没有投资额度和产品限制，满足了其对冲人民币利率风险的要求。并向上述三类机构开放了银行间外汇市场，允许其自由进入中国银行间外汇市场，自由选择代理人以及进行汇率风险对冲，外汇兑换不受额度限制。另一方面，进一步向境外私人机构投资者开放了银行间债券市场，不设投资额度限制，债券市场的开放程度进一步提高。到目前为止，已有43家境外央行类机构进入银行间债券市场，27家境外央行类机构进入银行间外汇市场，通过直接投资或代理的方式开展交易和投资。

人民币加入SDR的意义

人民币加入SDR货币篮子，对于中国来说意义重大。这既是中国融入全球金融体系的重要里程碑，也是中国金融改革开放的新起点。加入SDR以后，我们要着重在以下几个方面实现更快发展。

加快人民币国际化进程。一是人民币加SDR意味着人民币是IMF认定“可自由使用”货币。根据相关规定，IMF官方交易使用SDR或可自由使用货币来进行，这些交易包括向IMF缴纳份额、IMF向成员国提供贷款和成员国向IMF还款、IMF向成员国支付利息等。在人民币加入SDR之前，中国向IMF缴纳份额只能选择美元、欧元、英镑或日元中的一种，实际认缴是用美元完成的；人民币加入SDR后，中国可以用人民币直接向IMF缴纳份额，其他各成员国想用人民币向IMF缴纳份额也都可选择人民币。二是各国政府使用人民币的动力增强。中国已是许多国家最大的贸易伙伴国和对外投资国，各国对人民币的潜在需求巨大，人民币加入SDR后，各国将人民币纳入外汇储备意愿增强。三是有助于中国企业和个人在跨境贸易和投资中使用人民币。随着人民币加入SDR，国际上对人民币的认知度得到提高，市场对人民币的信心将增强，将减少境外使用人民币的阻力、增强使用人民币的意愿，国外企业和个人对人民币的接受程度也会提高。

有序实现资本账户可兑换。人民币加入SDR，对资本市场开放提出更高要求，将推进我们有序实现人民币资本项目可兑换，提高可兑换、可自由使用程度。人民币加入SDR，也对中国金融监管提出更高要求，人民币储备货币功能的发挥需要中国稳健的金融体系做支撑，这离不开有效的金融监管特别是宏观审慎管理，包括进一步提高监管标准、完善宏观审慎框架下的外债和资本流动管理体系等，从而在开放的宏观经济格局和更趋复杂的金融市场环境下增强中国金融管理的主动性和有效性。

深化国内金融体制改革。人民币加入SDR的过程，是中国以建设性的方式、遵照现有审查程序和审查标准参与SDR审查的过程，也是中国不断深化经济改革、扩大金融开放的过程。人民币加入SDR对中国货币政策框架、利率政策和汇率制度；金融机构体系和金融市场体系；金融基础设施建设和金融风险防范等方面都提出更高的要求。将推进中国货币政策框架、利率政策和汇率制度更加市场化、更具灵活性；推动中国金融机构体系和金融市场体系更有活力、竞争力和包容性；促进中国金融基础设施和金融风险防范机制更有效率。

完善全球经济治理。人民币加入SDR意味着自20世纪80年代以来，第一次有发展中国家的货币进入SDR货币篮子，表明发展中国家和新兴市场经济体在全球经济治理中的发言权和代表性正在提高，有助于改善以往单纯以发达国家货币作为储备货币的格局，增强SDR本身的代表性、稳定性和吸引力。人民币加入SDR是中国国际地位和影响力提升的反映，中国正在走向国际经济舞台中央，将在国际经济规则制定中发挥更加积极的作用。

不过，我们还应当看到，人民币在全球贸易和金融交易及储备中的地位与其他主要国际储备货币还有一定的距离。中国将以人民币正式加入SDR为契机，进一步深化金融体制改革，扩大金融市场开放，提高金融服务实体经济和经济转型的效率。

宏观观察

热点聚焦

如何构建回应性监管格局

□徐　鸣

简政放权、放管结合、优化服务成为本届政府深化政府职能转变的先手棋和关键招。李克强总理在今年5月9日召开的全国推进简政放权放管结合优化服务改革电视电话会议上强调：“深化简政放权、放管结合、优化服务改革是推动经济社会持续健康发展的战略举措”。经过多轮简政放权工作，如何监管政府转移和下放出来的权力，保证转移和下放的政府权力不回位、不移位、不错位，尤其是在我国的食品安全、环境保护、安全生产领域面对严峻挑战时，做到放管结合、放管并重，已成为推进国家治理体系和治理能力现代化的重要保障环节。当前亟需在充分积极借鉴国外成熟做法的同时，转变监管理念，创新监管方式，提升监管效能，为各类市场主体营造公平竞争的发展环境，使市场和社会既充满活力又规范有序。在此宏观背景下，近些年来在英国、澳大利亚及一些斯堪的纳维亚国家的实践领域有较成功运用的回应性监管理论，渐入我国学界和政界的视野。

回应性监管理论最早是由美国和澳大利亚的两位学者伊恩·艾尔斯和约翰·布雷斯维特在1992年首次提出。两位学者分别从博弈论和社会学的角度进行分析并得出结论，即政府唱“独角戏”的监管模式或完全依靠市场调节的监管方式都难以获得最佳的监管质效，提出了混合政府监管和非政府干预手段的第三条道路。该理论的核心内容是强调监管主体和监管手段策略的多样化。党的十八届三中全会提出了加强国家治理体系建设，就是要把以往政府单向、强制的管理模式，改为多元共治模式。回应性监管理论的主旨思想与国家治理的要求高度契合，体现了治理的特点，现阶段我国可通过引进这一监管理论来打破传统模式的束缚，为监管治理体系构建提供理论基础和实践指引。

构建回应性监管格局需要多元的主体参与。回应性监管理论的目标是摒弃一元的“政府监管”范式，树立“大监管”理念，构建政府与其他社会主体合作的监管治理新模式。这种“合作”要求政府把监管权与其他社会主体分享，以此减轻政府监管机构的负担，使政府更好应对简政放权后的新局面。根据监管权在不同主体间的分配情况，监管治理体系总体上可以包括政府监管、行业和企业自我监管以及第三方监管三个方面，就是要把监管权让渡给行业企业自身及第三方非政府组织。在合作型监管治理体系中，政府的主要角色不再是直接监管者，而是建构者，通过建构监管活动的制度平台来激发和培养其他社会主体的公民精神和主体意识、提升自我监管的能力，政府以外的其他社会主体不仅仅是履行“责任”，还要成为“监管主体”。当社会个体自治能力越强时，政府需要做的就越少。如目前在上海自由贸易试验区，政府鼓励社会力量参与市场监管，支持专业性的非政府组织发挥监管作用，与政府分享监管权力，共同形成自贸区事中事后监管的网络。这一做法改变了传统模式下监管权高度集中于政府的弊病，也充分体现了政府放权于市场和社会的思想。

构建回应性监管格局需要多样化分层次的监管手段。受传统“政府监管”范式的禁锢，我国除监管主体单一外，监管手段也有待丰富完善，特别是面对食品安全、安全生产、环境保护等方面的问题，政府的应对措施主要局限于通过行政审批控制市场准入或政府机构调整等方面。但事实证明，在监管活动中对政府强制手段过分依赖会抑制市场的活力，导致监管的效果不佳，而这些方法往往还会沦为部门利益争夺的工具，无法对现实的监管困局进行破题。同时，政府不同的监管手段对具有不同意愿、态度的监管客体的作用也不同，因而根据监管对象的具体情况因地制宜地选择监管手段十分必要。回应性监管理论要求监管权在多主体中进行分配，分配的基本原则是尽可能让其他社会主体发挥作用，当这些社会主体监管无效时，再发挥政府的作用。政府监管的主要作用是提供战略威慑和对其他主体的自我监管行为进行监管，并且政府作用的发挥也是逐级加强的，应先运用说服、协商等非权力性手段，当这些“软”手段无效时，再运用行政处罚和刑事处罚这些强制性“硬”手段，直到监管作用真正发挥效用，要充分体现监管手段的多样性和层次性。当前，监管权通过简政放权下放给社会中的各个主体，让社会各主体享有对社会及市场进行监管的权力，监管方法可以是企业自我监管，可以是公共利益集团参与监管，也可以是政府对市场中企业自我监管的监管，这其中涉及到的监管的顺序以及众多监管主体的协调问题是实现回应性监管的关键。

构建回应性监管格局需要完善相关配套措施。回应性监管理论打破了政府是市场监管唯一主体的惯常思维，而是以政府为核心构建科学的监管治理体系，即政府作为协调的监管部门存在，更多的是进行间接的监管活动，将大部分监管职责交给非政府组织、企业等，促使其建立自我监管制度，政府对其自我监管进行监管或者是应对其他社会主体无法监管的状况。这就要求政府前期需做好监管体系的顶层设计，后期让社会监管主体履行监管责任，政府成为社会监管主体背后的保障力量，角色就从台前变为了幕后。在组织形式上，政府应建立与其他社会主体的对话平台，保证各种监管主体的地位，切实提高他们的监管能力，从而形成共同监管的局面。在监管立法方面，我国当前在监管体系方面的立法还存在着数量不足、与实际脱节、完善相对缓慢的状况，亟待调整立法理念，且法律完善和修订的方向不是单一地提升违法成本来预防其违规，而是侧重鼓励被监管者自身监管能力的培育。

资本市场如何服务国企改革发展

□周小全



资本市场是深化国资国企改革的天然平台，在新的历史时期，资本市场应紧紧围绕国有企业市场化、契约化与资本化的改革方向，不断完善功能，积极探索服务支持国资国企改革的有效途径。

资本市场是促进国有企业“三化”发展的天然平台

首先，资本市场有助于加快国有企业的市场化进程。资本市场是逐利的，更是高度竞争的，企业的经营绩效、竞争优势从根本上决定了其在资本市场的地位及获取资源的能力。国有企业进入资本市场就必须坚持企业价值最大化的基本原则，不断提升企业的潜在及预期获利能力，在企业价值增长中满足各方主体的利益。这将倒逼国有企业不断强化作为财富生产者、创造者的本质属性，使国有企业能够专注于经营绩效的提升和国有资产的保值增值。

其次，资本市场有助于加快国有企业的契约化进程。资本市场具备高效的监管体系与完备的信息披露机制。利用资本市场，国有企业就要接受作为公众公司的既定约束与义务，不断促使国有企业的各股东在科学与民主、激励与约束、责任与监督相结合的基础上，形成董事会、监事会和经理层相互制衡的科学治理结构，依照公司法与公司章程行使权利，倒逼国有监督机构彻底厘清行政与市场两种手段的执行边界。资本市场还为解决两权分离下管理层的激励约束问题提供了可行思路。二级市场的股价表现长期取决于公司经营者的价值创造能力，借助资本市场，通过构建股权激励，将有效绑定经营层与公司发展的利益，促使经营层专注于公司价值最大化，勤勉尽责地为公司长期发展服务。

第三，资本市场有助于加快国有企业的资本化进程。国有资产的资本化将土地、设备、技术等投入要素转化为可等分的股份形式，为资本流动创造了前提条件，而资本市场的高度流动性，能够最大程度削弱生产要素区域与部门间的分割，提升要素的流转效率。借助于资本市场，通过兼并重组、吸收合并、资产注入等现代资本运作方式，国有经济布局得以战略性调整，国有经济的有进有退也将得以施展。借助于资本市场，还有助于重塑与打造国有资产经营主体，促进国资管理体制向“管资本”转变，使集团母公司专注于旗下子公司的资本运营，通过股权运作、价值管理等方式实现国有资本的保值增值。

资本市场服务国资国企改革的有效途径

利用资本市场，可以通过多种途径服务支持国资国企改革。

加快国有企业的混合所有制发展。发展混合所有制经济，是实现国有企业市场化、契约化与资本化的前提与基础。中国多层次资本市场的建设与发展为国有企业的混合所有制改革提供了多个渠道，包括A股上市、挂牌新三板及区域股权交易中心等。伴随中国各地自贸区建设加快，国有企业走出去的路径更加通畅，还可考虑境外上市，分享国际化红利。无论选择哪种方式上市，国有企业应积极考虑引入契合自身发展需求并能有效弥补企业发展瓶颈的战略投资者，促进国有企业的产权多元化，优化股权结构，充分利用战略投资者的资金、技术、人才、市场优势，提升国有企业的核心竞争力与持续发展能力。

优化国有资本的布局结构。兼并重组作为资本运作的常规手段，在促进国有企业资源整合、优化产业结构方面作用显著。国有经济布局的战略性调整要充分依托这一模式，尤其要发挥资本市场的作用，允许符合条件的企业通过发行股票、债券等方式融资，通过发行优先股、可转换债券等作为兼并重组的支付方式，加快重组进程，推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉和国计民生的重要行业和关键领域、重点基础设施集中，向前瞻性战略性产业集中，向具有核心竞争力的优势企业集中。

构建新型国有资产授权经营体制。加快国有企业的整体上市是构建新型国有资产授权经营体制的可行思路。整体上市不仅有助于协调控股股东与上市公司的利益，提升企业内部一体化管理水平，更有助于促进母公司向新型国有资产经营主体转变，使国有股东真正履行出资人职责，不再干预企业具体运营。近年来，我国部分以集团实业型企业为依托的大型国有控股集团，母公司主要从事旗下子公司的兼并重组，已初步具备新型国有资产经营主体的雏形。下一阶段，可考虑通过IPO、吸收合并、资产注入等方式加快集团公司的整体上市，改组组建国有资本投资、运营公司，通过开展投资融资、产业培育、资本整合等，推动产业集聚和转型升级。

构建国有企业的长效激励机制。利用资本市场不仅可以构建起对核心管理层的股权激励模式，还可以构建起对核心员工的长效激励，将公司发展与员工利益密切绑定。国有企业要根据企业具体情况综合考虑激励与约束力度，同时兼顾成本、税务、现金流、管理理念以及外部环境等因素，设计出适合企业自身的股权激励形式。股权激励实施还应注重激励和约束的相配套，通过相关条款安排加强对经营层的监督与制约，提升激励效果。

进一步提升资本市场服务支持国资国企改革的能力

资本市场为深化国资国企改革、提升国有资本的竞争力提供了多种有效途径，在当前我国新一轮以“三化”为核心的国资国企改革中，要充分重视资本市场作用。同时，资本市场也要加快改革发展，进一步提升对国资国企改革的服务支持能力。

下一阶段的资本市场改革，可重点围绕以下几个方面进行。一是要不断完善资本市场的相关法律法规建设，肃清资本市场监管环境，在做好多层次资本市场建设基础上，稳步推进注册制改革，适度加快A股上市节奏，使越来越多的国有企业可以高效利用资本市场平台进行改革深化。二是要以深港通为契机，进一步加快中国资本市场的国际化进程，加强与境外资本市场合作，逐步推进一级融资市场的国际化进程，使境内国有企业可以更好利用境外市场进行融资与资本运作。三是要不断加强资本市场对兼并重组的服务支持水平，积极鼓励企业采用优先股、可转债、定向权证等创新型金融工具提升重组效率，加快国有资本的布局调整。四是积极扶持培育大型投资银行，充分发挥资本中介的作用，在政策导向上鼓励投资银行回归本源，深耕实体经济，提升一揽子综合化金融服务能力，为深化国资国企改革发展贡献更大力量。

经济时评