



内部资料

国际经济观察

International Economic Observation

2017 年 · 冬

季刊系列 (Quarterly)

气候立法
汇率研究

北京外国语大学二十国集团研究中心

《经济日报》社中国经济网

中国管理科学学会中国企业国际化研究中心

2017 年 12 月

《国际经济观察》编辑委员会

总顾问：彭 龙 丁 士 张国有

顾问：（按姓氏拼音排列）

蔡连侨 蔡芝芳 车 琳 崔 军 戴桂菊 丁红卫 金利民
柯 静 李莉文 李雪涛 李迎菊 李永辉 刘 建 邵建国
史铁强 孙晓萌 陶家俊 万 猛 王建斌 王立弟 王旭东
魏崇新 文秋芳 徐一平 薛庆国 姚晓舟 赵 刚 张 剑
张妮妮 张西平 张晓东 张朝意 章晓英

主编：牛华勇 孙文莉 任康钰

副主编：刘 鹏 马 琳 裴艳丽 钱小沧 邵明星 宋泽宁 吴 浩 詹惠蓉

执行编辑：任康钰 金玉洁

《国际经济观察》编辑部：

地址：北京市海淀区西三环北路 19 号北京外国语大学国际商学院

邮编：100089

电话：010-8881 8121

传真：010-8881 0062

邮箱：g20@bfsu.edu.cn

网站：g20.bfsu.edu.cn

公众微信号



目 录

学术视角

- 二十国集团主要国家气候立法趋势研究 1
- 对亚洲几国货币近年来汇率走势的观察和比较研究 16

学术沙龙

- A 股市场并购的逻辑与实操..... 31

大事记

- 2017 年 G20 大事记..... 38
- 2017 年 G20 研究中心大事记..... 40

二十国集团主要国家气候立法趋势研究

牛华勇

【摘要】本文选取了美国、中国、欧盟、巴西和印度五个具有代表性的 G20 成员国家，首先对这五国气候变化政策的演变分别进行整体观察；然后结合各国的气候变化法案进行分析；最后，对各国在气候变化立法中存在的问题进行说明，同时对几国的气候立法趋势进行比较。

【关键词】气候变化；立法；趋势

一、美国气候变化政策的演变

作为全球温室气体排放量最大的国家之一，美国的气候变化立法进程备受世界瞩目，并影响着气候变化的国际合作进程。自 1989 年以来，美国政府经历了将气候变化置于政策边缘地位到给予其以战略性关注的过程。^①

老布什执政期间，美国政府在气候变化国际合作方面展示出积极姿态。1992 年，联合国环境与发展大会在巴西里约热内卢召开。对于会议接受的联合国气候变化框架公约（UNFCCC），美国政府迅速给予批准，这表明在国际格局剧烈动荡的背景之下，布什政府认识到气候变化问题亟待关注，但并未将其置于战略高度。

克林顿政府转变了布什政府面对气候变化议题相对被动的态度，明确了气候变化与国家安全之间的直接联系。1993 年 10 月，克林顿政府公布了《气候变化行动方案》，表明美国将迎接来自全球变暖和经济增强的双重挑战，并确定了在 2000 年将美国温室气体排放量减少到 1990 年水平的目标。1997-1998 年，克林顿政府积极参与谈判并签署了《京都议定书》，但并未将其递交参议院讨论表决；参议院更是申明不会对《京都议定书》予以批准。因此，尽管克林顿政府就气候变化问题采取了一部分措施，但国会的坚决反对使其在气候变化方面所做的任何国际承诺都难以兑现。

小布什上台后，对气候变化问题基本采取自由放任政策，并于 2001 年宣布美国将不签署《京都议定书》，原因在于其存在根本性的致命错误^②，即：（1）落实《京都议定书》规定的条款会导致工人失业，物价上涨，对经济带来负面影响；（2）关于气候变化多大程度上是由人的

^①李海东：《从边缘到中心：美国气候变化政策的演变》，《美国研究》，2009 年第 2 期。

^②参见“布什关于全球气候变化的演讲”。

活动造成的问题，答案并不明确，而且现在对全球气候变化原因及其解决方法的科学知识不完整，也缺少消除与储藏二氧化碳在商业上可行的技术；（3）处在议定书之外的中、印等温室气体排放大国不受约束对其他国家而言不公平；（4）反对对温室气体的排放采取强制性的限排措施，主张采取自愿性的限排措施。在第二届任期内，小布什在国际与国内的强烈呼吁下对气候变化政策做出了姿态性调整，签署通过了《2005 年能源政策法》和《2007 年能源独立安全保障法》，但并未采取实质性减排措施。

2009 年，奥巴马就任总统后，将能源和气候变化作为其核心施政内容之一，提出明确目标，并开始采取一系列积极的政策措施，成为美国历史上首位提出建立强制性的、范围覆盖整个经济的碳排放上限与交易制度的总统。同时，众议院中应对气候变化的积极力量也有所增强。2009 年，众议院通过了《2009 美国清洁能源与安全法案》。作为美国参议院首次通过的应对气候变化的法案，该法成为美国气候变化立法上的里程碑。随着国际应对气候变化进程的扑朔迷离，加之美国政府忙于应对金融危机，气候变化立法进程有所停滞。2010 年，参议院提出了《2010 年美国电力法案》，标志着美国气候变化立法程序的重启。2015 年，奥巴马总统和美国环保署更是公布了《清洁电力计划》，提出到 2030 年发电厂的碳排放目标是在 2005 年基础上减少 32%。

（一）美国气候变化法案内容分析

1. 减排目标

《2009 年美国清洁能源与安全法案》提出的目标是，纳入碳排放上限的行业，到 2012 年实现碳排在 2005 年水平上减少 3%，到 2020 年减少 17%，到 2030 年减少 42%，到 2050 年减少 83%；而整个经济体的减排目标，是到 2020 年实现碳排在 2005 年水平上减少 20%，到 2050 年实现在 2005 年水平上降低 80%。

《2010 年美国电力法案》提出的减排目标与上述目标基本一致，但将碳排放上限行业的 2012 年减排目标修改为在 2013 年实现碳排在 2005 年水平上减少 4.5%。

2. 监管范围

《2009 年美国清洁能源与安全法案》与《2010 年美国电力法案》均将 7 种温室气体列为监管对象，即二氧化碳、甲烷、一氧化二氮、氢氟碳化物、全氟碳化物、六氟化硫和三氟化氮。

3. 额度分配

排放额度通常有两种分配方式，即免费分配和拍卖分配，而美国现有气候变化法案多二者并用。《2009 年美国清洁能源与安全法案》规定，在碳排放上限和交易制度启动的最初几年，

将拍卖大约 20% 的额度，继而将这一比例逐步提高，到 2030 年达到约 70%。《2010 年美国电力法案》也规定，起始阶段将一部分排放额度用于拍卖，然后逐步向拍卖全部额度过渡。

4. 成本控制

美国政府还伴随气候政策出台了相应的成本控制机制，以降低成本的不确定性，其主要手段是通过价格上下限制度和排放额度的储备制度，增强短期价格的稳定性。

《2010 年美国电力法案》制定了碳排放额度价格的上下限机制。为应对碳价格的意外上涨，该法案储备了大量排放额度，以备投入市场；而针对排放额度价格可能出现的急剧下跌情况，法案规定了最低价格，一旦排放额度价格低于此价格，则撤回停止拍卖，并补充至市场稳定储备中。

5. 抵偿制度

《2009 年美国清洁能源与安全法案》将通过抵偿制度来实现的减排量上限设置为 20 亿吨，其国内减排和国际减排各占二分之一。若国内抵偿减排供应不足，则可提高国际减排至 15 亿吨，但总量不变。《2010 年美国电力法案》的规定与上述基本类似，但其列举了“合格抵偿类型”，以使抵偿制度的运用更加明确。

6. 市场监管

为确保碳市场的公平竞争，美国气候变化法案对市场监管做出了详细规定。《2009 年美国清洁能源与安全法案》要求联邦能源监管委员会对排放额度和抵偿排放量的现金市场进行监管，授权商品期货交易委员会对各种衍生品进行监管，并禁止衍生品的场外交易。《2010 年美国电力法案》则授权商品期货交易委员会制约碳市场中的操纵或欺诈行为。该法案规定，仅纳入碳排放上限的排放源才有资格参与每季度进行的额度拍卖，且其在每次拍卖中可购买的额度也受到限制。该法案同样禁止衍生品的场外交易。

（二）低碳技术

对于低碳或零碳排放技术研发私人投资激励不足的问题，《2010 年美国电力法案》规定了为期 15 年的过渡期，以支持各州的可再生能源和能源效率计划。法案规定，排放额度拍卖所得的一部分用于支付能源研发、帮助制造商提高能源效率和投资于清洁技术。

（三）贸易条款

气候变化法案的实施，一方面可能造成美国各产业生产商或消费者所面临的价格提升，导致美国生产商在与不承担此成本的外国生产商竞争时处于劣势，另一方面国内的监管成本可能导致美国的生产转移至不受规制的外国企业。为避免上述情况发生，美国气候变化法案采取了

一系列措施以保持其产业竞争力。

《2009 年美国清洁能源与安全法案》就针对能源密集、贸易密集型产业做出了两项规定：碳排放额度退款计划和边境调节措施。前者旨在补偿制造产业因遵守碳排放上限与交易制度而产生的成本；后者则规定对没有可比减排政策的国家的进口商品采取单边边境调节措施，即自 2020 年起，若进口商品与国内产品存在竞争关系，则进口商需通过碳市场购买排放额度，实际上相当于对进口商品施加了关税。

（四）美国气候变化立法存在的问题

综观美国气候变化立法，其进程受两大关系的影响：州政府与地方政府之间的监管协调，及民主党与共和党之间的纠纷协调。

1. 联邦政府与州政府的监管协调

受国会中党派之争及利益集团博弈等因素影响，联邦政府在气候变化问题上一度行动迟缓，政策力度不足。相比之下，有些州积极主动担当先行者角色，应对气候变化，控制温室气体排放，启动了地方自主性的碳交易立法路径，形成多个州际碳排放交易体系。此外，各州纷纷设立全州范围内温室气体减排目标，并采用不同行动方案推进目标实现。

表 1 州际减排措施

措施	主要内容
区域温室气体倡议	2009 年 1 月 1 日正式开始实施，到 2018 年截止的限额与交易网络，目标是通过东北部各州的共同努力实现到 2018 年二氧化碳减排 10%。
总量控制和交易方案	继 2005 年签订“区域温室气体协议”后，东北部 10 个州于 2009 年 1 月开始实施总量控制和交易方案。
交通和气候倡议	由美国东北部和中部 11 个州于 2010 年协议形成，目的是扩展安全可靠的交通选择，降低交通成本，减少交通部门造成的温室气体排放，改善空气质量和公众健康。
西部地区气候倡议	2007 年 2 月，5 个西部州州长签署建立以应对气候变化的倡议书。
中西部地区能源安全和气候工作纲要	由 12 个中西部州州长于 2007 年 11 月签署，其目标是改善能源效率，促进实现低碳交通、可再生电力生产等。
中西部温室气体减排协议	提出区域长期减排目标，并开展多部门总量控制和交易体系。于 2010 年 5 月形成最终的实施建议和规则。

联邦政府与州政府气候立法进程的差异，难免会引发纠纷，加利福尼亚州与美国联邦环境保护署（EPA）就加州汽车温室气体排放立法所产生的纠纷即其中一例。

2004 年，加州空气资源局批准发布新法规，规定自 2009 年开始，车辆需满足新的温室气

体排放要求，并在原有受控车辆污染物的基础上增加了 4 种温室气体：二氧化碳、甲烷、一氧化二氮和氢氟烃。然而，美国《清洁空气法》明文规定，在汽车排放方面，由美国联邦政府制定所有技术法规，各州政府无权制定独特法规，除非该州有特殊理由并事先向 EPA 申请并获得批准。加州政府向联邦政府所提出的自行制定车辆温室气体排放法规的申请，于 2007 年被 EPA 驳回，理由是温室气体是全国乃至世界性的环境问题，并非单单给加州造成特别或严重的危害，故加州政府没有充分理由自行制定这方面技术法规。这一决定一经公布，社会上便起了轩然大波，质疑 EPA 是否受到了美国汽车工业方面的政治压力。加州空气资源局对此决议表示不服，并于 2009 年请求 EPA 重审此决议，而 EPA 听取公众意见，最终允许加州通过和执行新机动车排放标准。

为避免类似纠纷，美国近年的气候立法对联邦的统一监管制度和现有各州监管制度的关系做出了规定。《2009 年美国清洁能源与安全法案》规定，除碳排放上限与交易制度外，各州可制定更为严格的气候规定，而各州碳交易制度将在 2012-2017 年间暂停以便联邦的碳交易制度启动。《2010 年美国电力法案》也规定各州将不被允许独自操作碳排放限额交易计划，但已在执行减排政策、处于先锋地位的州将得到收入损失补偿。

2. 川普新政

共和党与民主党素来对减排问题意见不一，川普上台以后，联邦层面的立法进程趋于停滞，在国际上川普宣布退出《巴黎协定》，收到了来自国际社会的普遍批评。但原有的气候立法和州一级的气候市场还在按照原有框架继续运行。美国随时都有回到全球气候谈判轨道的可能性。

二、欧盟

（一）欧盟碳交易市场的实践

欧盟碳排放交易体系（EU-ETS）于 2005 年 1 月 1 日正式启动，这是目前全球最大最成功的碳交易体系，EU-ETS 这一体系现今已经覆盖包括 28 个欧盟成员国在内的 31 个成员国。欧盟碳交易量在整个世界碳交易市场中占主导地位：2010 年，欧盟碳交易量占世界总量的 84%；截止 2014 年底，这一数字约为 75%。同时，交易额自体系成立以来也呈现快速上升的趋势。^①

欧盟碳排放交易体系是用以应对全球变暖的基石性的政策，也是其减少工业温室气体排放的核心手段。^②这一体系是世界上第一个多国参与的排放交易体系，也是欧盟为了实现《京都议定书》确立的二氧化碳减少排放的目标，而于 2005 年建立的气候政策体系。它将《京都议

^①欧盟委员会：http://ec.europa.eu/clima/policies/ets/index_en.htm，2016 年 1 月 20 日。

^②中华人民共和国商务部：<http://www.mofcom.gov.cn/article/i/dxfw/jlyd/201502/20150200888593.shtml>，2015 年 2 月 4 日。

定书》下的减排目标分配给各成员国，参与 EU-ETS 的各国，必须符合欧盟温室气体排放交易指令的规定，并履行京都减量承诺，以减量分担协议作为目标，执行温室气体排放量核配规划工作。各成员国根据国家计划将排放配额分配给各企业，各企业通过技术升级、改造等手段，达到减少二氧化碳排放的要求后，可将用不完的排放权卖给其他未完成减少排放目标的企业，以此减少温室气体排放。整体体系所覆盖范围包括 12000 多座电站、工厂及其他工业设施，几乎占欧盟二氧化碳排放总量的一半。这也是全球最大的碳排放总量控制与交易体系。

为获取经验，保证实施过程的可控性，欧盟排放交易体系的探索与实施是循序渐进的。

第一阶段是试验阶段从 2005 年 1 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日。此阶段主要目的并不在于实现温室气体的大幅减排，而是获得运行总量交易的经验，为后续阶段正式履行《京都议定书》奠定基础。

第二阶段是从 2008 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日，时间跨度与《京都议定书》首次承诺时间保持一致。欧盟借助所设计的排放交易体系，正式履行对《京都议定书》的承诺。

第三阶段是从 2013 年至 2020 年。在此阶段内，排放总量每年以 1.74% 的速度下降，以确保 2020 年温室气体排放比 1990 年低 20% 以上。^①

目前，欧盟正推进其在第三阶段的承诺。同时，也制定了到 2030 年达到比 1990 年排放水平下降 40% 的远期目标。

（二）欧盟相关法律法规的颁布

为了进一步在政府层面上推动碳排放交易系统，目前欧盟层面上已经形成了系统规范绿色公共采购的相关法规及其作为二级立法的制度、条例、指令、通告和案例判决，目的在于引入绿色环保理念以及确保实现可持续公共采购的目标。概括起来，目前欧盟层面涉及绿色采购的重要法规及其制度条例如下^②：

2001 年 7 月，欧盟委员会颁布了《公共采购领域中考虑环保因素与适用欧盟法律的解释性通告》；

2004 年，欧盟颁布了《关于协调水、能源、运输和邮政服务业公共采购程序的指令》（2004/17/EC）、《关于协调公共工程合同、公共供应合同和公共服务合同评标程序的指令》（2004/18/EC）、《欧盟能源之星条例》等制度条例；

2006 年 4 月，欧盟制定了《能源最终使用效率和能源服务指令》；

2008 年 1 月，欧盟制定了《节能产品“能源之星”标志规定》；

^①杨志，陈波：《碳交易市场走势与欧盟碳金融全球化战略研究》，《经济纵横》，2011 年第 1 期。

^②李布：《欧盟碳排放交易体系的特征、绩效与启示》，《重庆理工大学学报：社会科学》，2010 年第 3 期。

2009 年 4 月，欧盟颁布了《公共机构采购符合环保与能效标准清洁、高效机动车辆的指令》；

2010 年，欧洲修改完善了《能源效率和能源相关产品“标签制度”指令》。

三、中国

中国对气候环境问题以及碳排放问题的重视由来已久。1992 年 6 月，中国在参加在巴西里约热内卢召开的联合国环境与发展会议期间签署了《联合国气候变化框架公约》(United Nations Framework Convention on Climate Change)，这成为了中国积极参与全球性环境治理，应对温室气体排放带来的不良影响所迈出的第一步。而在 1998 年，中国成为首批签署《京都议定书》(Kyoto Protocol) 的 84 个国家中的一员，并在 2002 年 8 月核准生效。值得注意的是，《京都议定书》对发达国家和发展中国家有着不同的要求，对包括中国在内的发展中国家并没有规定具体的减排义务。但是中国主动承担起了应对气候变化的职责，制定并颁布了法规或政策，实施了适应气候变化方面的战略规划，做出了 2020 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%~45% 的减排承诺，为全球共同应对气候变化问题贡献出自己的一份力量。

2009 年哥本哈根世界气候大会在丹麦哥本哈根召开。虽然会议的结果并不尽如人意，但是在会议中中国积极参与，并努力发挥着建设性的作用，也为后来巴黎气候大会的成功打下了基础。2015 年巴黎气候大会召开，会议通过了具有里程碑意义的《巴黎协定》。而中国成为了推动协议达成的促成者，以及发达国家与发展中国家之间的协调者。中国是第一批向联合国提交“国家自主贡献”文件的国家之一，提出了排放 2030 年达到峰值的目标，并且愿意给予其他发展中国家经济支持以应对气候问题。

总的来说，虽然并没有协议的强制规定，但从《联合国气候变化框架公约》以来，中国一直积极主动地承担着应对气候变化、减少温室气体对环境影响的责任，树立了一个有责任感和使命感、有危机意识的大国形象。而到了《巴黎协定》签订之时，中国已经开始从气候治理的参与者逐渐向引领者转变。中国正以一个更为积极的态度应对碳排放和气候问题，并且帮助其他国家共同应对。可以看出这不仅仅是为了中国自身，更是为了全人类的福祉，为了维护我们赖以生存的整个环境。

(一) 中国国内对于碳交易市场的立法推动

虽然中国早年间便重视应对气候变化，采取措施减弱碳排放所带来的影响，但是不可否认的是，目前中国的碳交易市场仍处于起步阶段。我国目前还只有清洁发展机制(CDM)一种交

易机制，即发达国家向我国投资碳减排项目，该项目的减排额返还投资国，从而通过碳减排项目的投资来抵消该国承担的减排额度。尽管我国是 CDM 市场的最大卖家，成交量约占世界总量的 60%，但相比欧盟而言，我国碳金融仍处于起步阶段。^①这种探索性也体现在“立法”层面。在碳交易市场领域，目前并没有普遍试用的全国性立法，而是多表现为议程、方案、规划、意见、决定、通知等政策性规定。本文将从“全国人大和国务院通过的纲要和方案”和“国家发展改革委员会颁布的具体规章和政策”两个方面进行介绍。

首先，中国政府一直非常重视气候变化问题的应对与处理。自《联合国气候变化框架公约》签署以来，**全国人大和国务院**通过了一系列的规划与方案来保障应对气候变化和碳排放的体系的建立与运行。

1. 《中国应对气候变化国家方案》（2007）

2007 年，国务院发布了《中国应对气候变化国家方案》。这一历时五年时间、由十七个政府部分参与制定的方案向世界宣告了中国应对气候变化问题的决心。该方案是中国首部应对气候变化的政策性文件，更为可贵的是这也是世界上第一部发展中国家制定的国家方案。在这一方案中，明确提出了中国应对气候变化的具体目标。其内容可以概括为“一个结合”和“两个推进”。“一个结合”就是要把应对气候变化和实施可持续发展战略，加快建立资源节约型社会、环境友好型社会和国家创新型社会紧密结合起来。“两个推进”就是要一手抓减缓温室气体排放，一手抓提高适应气候变化的能力。减缓主要就是控制增量，尽可能少排放一些。适应就是对已经引起的气候变化要提高适应能力，防灾减灾，把它的负面影响控制在最小的范围内。^②

2. 《“十二五”规划纲要》（2011）

继承了《中国应对气候变化国家方案》的主要思想，《“十二五”规划纲要》把积极应对全球气候变化推到了一个更加突出的地位。纲要的第二十一章明确提出了此后五年间中国处理气候变化问题的目标、任务以及政策。该纲要在降低二氧化碳排放和能耗水平的约束性指标、控制温室气体排放的产业发展路径和行政管理手段以及应对气候变化的国际合作等方面做出了具体的规定。该方案还提出了“逐步建立碳排放交易市场”的要求。这是中国首次正式提出相关概念。

从以上两个文件中不难看出，《中国应对气候变化国家方案》和《“十二五”规划纲要》为中国治理气候变化问题定下了基调与方向。虽然这两个文件并没有具体涉及到碳交易市场的问题，但是无疑为中国碳交易市场的形成创造了条件、打下了基础。

^①张盈、匡建超：《中外碳交易市场发展现状分析》，《中外能源》，2014 年第 19 期。

^②孙英兰：《国家方案应对气候变化》，《瞭望》，2007 年第 24 期。

3. 《“十二五”控制温室气体排放工作方案》(2011)

为了保障《“十二五”规划纲要》中提出的控制温室气体排放的目标能够顺利达成,保证应对气候变化的措施得到有效落实,国务院于2011年发布了《“十二五”控制温室气体排放工作方案》。该方案再次强调了《“十二五”规划纲要》所设定的减排目标,并提出明确各级工作责任,将控制温室气体排放的“各项工作任务分解落实到基层”。值得一提的是,该方案提出了“探索建立碳排放交易市场”的要求并给予了具体的说明。建立自愿减排交易机制,制定温室气体自愿减排交易管理办法,确立自愿减排交易机制的基本管理框架、交易流程和监管办法;开展碳排放权交易试点,制定相应法规和管理办法,研究提出温室气体排放权分配方案,逐步形成区域碳排放权交易体系;加强碳排放交易支撑体系建设,制定我国碳排放交易市场建设总体方案;研究制定减排量核算方法,制定相关工作规范和认证规则等等。^①

《“十二五”控制温室气体排放工作方案》“确立了中国温室气体排放交易机制的基本类型,即基于项目的自愿减排交易机制和基于碳排放权配额的强制性履约机制”^②,为碳排放交易体系的建立提供了政策上的支持与参考。

第二,全国人大和国务院通过的纲要和方案起到的是统领全局的作用,真正落到实处则需要国家发改委的参与。国家发展与改革委员会直接负责着应对气候变化等具体工作,并依照人大和国务院通过的法律以及方案制定相关的具体的规章和政策。

1. 《国家应对气候变化规划(2014-2020)》(2014)

发改委2014年9月印发的《国家应对气候变化规划(2014-2020)》是中国首个国家应对气候变化专项规划。该规划全面探讨了2014年至2020年“中国应对气候变化工作的指导思想、目标要求、政策导向、重点任务及保障措施”^③。其中专门提到了“建立碳交易制度”和“建立碳排放认证制度”。该规划要求推动自愿减排交易活动,深化碳排放权交易试点,加快建立全国碳排放交易市场,并学习其他国家的碳排放市场情况,探索与其开展合作的可能性。

《国家应对气候变化规划(2014-2020)》再次强调了建立全国碳排放交易市场对于应对气候变化的重要意义。它加快了碳交易市场形成的步伐,也为后来有关碳交易市场的具体政策埋下了伏笔。

2. 《碳排放权交易管理暂行办法》(2014)

2014年12月,发改委公布了《碳排放权交易管理暂行办法》。这部管理办法立足于《“十

^①国务院办公厅: http://www.gov.cn/jzwgk/2012-01/13/content_2043645.htm, 2012年1月13日。

^②丁金彪、钟青编:《碳市场蓝皮书:中国碳市场报告(2014)》,社会科学文化出版社2014年版,第25页。

^③国家发展改革委员会:《国家应对气候变化规划(2014-2020年)》,2014年。

二五”控制温室气体排放工作方案》，力图为建立碳排放全国交易市场提出思路、指明方向。该办法主要是框架性文件，涉及到了配额管理、排放交易、核查与配额清缴、监督管理等多个方面。

在配额管理方面，该办法规定，由国务院碳交易主管部门统一制定国家配额分配方案，来确定各个省、自治区、直辖市的配额数量。但各省、自治区、直辖市可以因地制宜，制定本行政区的分配方法和标准。这既确保了中央的统一规划，又保证了地方的灵活性。另外《碳排放权交易管理暂行办法》还指出，国务院碳交易主管部门将确定排放权交易机构，并且制定国家标准、公布企业温室气体排放核算与报告指南。这说明未来中国的碳市场交易平台和评估标准将得到统一。

《碳排放权交易管理暂行办法》的实行将逐渐改变目前的 7 个试点市场各自为政的局面，将有力地规范碳交易市场的运行，推动统一的全国碳交易市场的形成与发展。

3. 《全国碳排放权交易管理条例（草案）》（2015 待审议通过）

2015 年由发改委起草的《全国碳排放权交易管理条例》草案已经制定完成，目前仍待审议通过。由于全国碳排放交易市场将于 2016 年正式建成，尽快出台一部合理完善的规章制度以保障其发展也成了当务之急。

《全国碳排放权交易管理条例》正是为了应对这个问题。该条例将涉及排放配额总量、分配制度、交易登记注册系统、市场监管和调节机制等。它的出台将从法律层面为全国碳排放交易市场提供保障，有助于各方碳排放权交易制度的实施、碳排放配额的分配。^①相信该条例的出台和实施将有助于中国碳排放交易市场这一新生产物朝着正确而健康的方向发展。

四、其他国家

（一）巴西

作为 21 世纪新兴国家的主要代表，巴西近年来取得了高速的经济发展，目前位列世界第七大经济体。同时，受益于得天独厚的地理位置，巴西拥有丰富的自然资源，其森林覆盖率更是高达 57%。不过随着全球气候变化的加剧，巴西的自然环境也面临着日益严峻的挑战。据 2013 年《巴西气候变化论坛全国评估报告》预测，随着全国平均气温的不断抬高，在未来的几十年内，北部亚马逊流域的极端干旱天气将频繁发生，致使世界上最大的热带雨林退化为大草原，而南部和东南部地区的降雨将明显增多，洪涝的威胁也随之增大。到 2100 年左右，亚马逊地区的降雨量可能降至现在的 45%，平均气温则上升 6 摄氏度。如果不能有效遏制乱砍滥伐现象，

^①中国新能源网：<http://www.china-nengyuan.com/news/81611.html>，2015 年 8 月 17 日。

“地球之肺”的森林面积将会急剧减少，最终有可能出现多个地点“草原化”现象。这份报告汇总了近百名科研人员长达 7 年的研究成果，并被提交给巴西气候变化论坛，该论坛于 2013 年在圣保罗召开。报告中还指出，气候变化将给巴西的农业、电力、水利等领域造成严重后果。为此，巴西政府必须出台相应的法律和政策，改变当地传统的生产和生活方式，以帮助减缓和适应气候变化。

1. 减排与碳交易

2011 年，里约热内卢市颁布了《气候变化法》，规定各部门与企业须在 2012 年底将二氧化碳排放量在 2005 年的基础上削减 8%，2016 年和 2020 年的二氧化碳排放量分别在 2005 年的基础上削减 16% 和 20%。该法令为里约市的减排治理工作制定了阶段性的目标。2012 年，里约热内卢还与世界银行合作推出一项节能战略计划，这是里约市实现上述低碳目标的进一步落实。计划中提出将建立一套新的碳交易制度，使得当地政府可以将本市的减排成果转换为经济收益，再将得到的收入投资于更多的可持续发展项目。^①

事实上，早在本世纪初巴西政府就意识到减排的重要性，并且付出巨大努力。就全国水平而言，二氧化碳排放量在 2004 年达到峰值（26 亿吨），此后便出现了明显的下降。其中，2005 年下降到 21.92 亿吨，2009 年则下降到 17.75 亿吨。2012 年，巴西政府设立了数字化的森林资源交易平台 BVRio，允许林场主将自己多余的森林砍伐“配额”交易给其他林户，同时也可以出售与其林木资源相对应的碳交易份额，并通过财政补贴来保证原始森林的自然面貌。^②为了规范碳汇交易市场的运转，巴西政府也出台了配套的法规政策，并对其实施严密的监管。

2. 新能源开发

1973 年，过分依赖能源进口的巴西在第一次石油危机中遭遇沉痛打击。为避免悲剧重演，降低国家能源的对外依赖程度，巴西政府根据自身的资源水平，于 1975 年推出了轰动一时的“国家酒精计划”。所谓酒精计划，是指重点发展以乙醇和生物柴油为代表的生物能源技术，充分利用巴西的土地资源和气候条件，大量种植木薯、甘蔗等作物，并从中提取足够的酒精，从而实现以生物燃料作为化石燃料的替代品。巴西政府利用财政补贴、额度分配、强制采购等各种方式推广生物燃料的生产和使用，例如规定人口在 1500 人以上的城镇必须安装乙醇加油泵，并且以立法的形式规定生物燃料在汽油中的比例等。历经数十年的努力，巴西目前跃升为全球第二大乙醇生产国，仅次于美国。具体而言，2013 年巴西的乙醇产量为 237 亿公升，2014 年

^①新华网：http://news.xinhuanet.com/world/2012-05/18/c_111984633.htm，2012 年 5 月 21 日。

^②人民网：<http://env.people.com.cn/n/2012/1226/c1010-20023223.html>，2012 年 12 月 26 日。

达到 277 亿公升；2013 年巴西甘蔗种植面积为 850 万公顷，2014 年增加到 880 万公顷。^①大力研发生物燃料是巴西的一项基本国策，政府通过制定能源、农业、经济等一系列法律来推动落实。近年来，除开发乙醇燃料外，巴西政府还鼓励开发生物柴油技术，利用大豆、玉米等可以大规模生产的农作物制造新型生物能源。生物燃料的发展有效缓解了巴西对石油进口的依赖程度，在各国纷纷开始研发新能源的今天，生物能源作为一种新型清洁能源让巴西站上了世界的前列。

此外，巴西政府也对发展太阳能、风能等其他新能源方面提供财政补助和税收优惠。特别是在发展风能方面，巴西东北部地区是世界上利用风能条件最好的地区之一，其风能发电率远高于世界平均水平。

3. 森林资源保护

亚马逊森林地处巴西北部，是全世界最大的热带森林。在过去的若干年内，工业的无序扩张和无节制的乱砍滥伐致使森林面积急剧下降，并由此产生大量的温室气体，约占全国排放总量的 70%。为保护生态环境，巴西政府通过立法渠道制定了相关法律，包括《亚马逊地区保护法》、《气候变化与环境法》、《巴西 21 世纪议程》等；此外还与国际组织合作实施自然生态保护计划，累计投入上千亿美元，对亚马逊流域进行专项的生态治理。2006 年初，巴西政府大力推行森林监督和管理条例，并制定出具体的调控目标，即 2020 年巴西将在减少 80% 森林砍伐的同时实现新增植树面积翻倍，将温室气体排放量控制在 22 亿吨。据巴西《圣保罗页报》报道，2012 年巴西温室气体的排放量为 20 年来最低值，约 14.8 亿吨。而排放量下降的主要原因是亚马逊森林资源砍伐量的下降。在 1990 年到 2012 年期间，巴西温室气体的排放量上升了 7%，而全世界的温室气体排放量上升了 37%，说明巴西政府保护森林资源的政策措施取得了良好效果。

（二）印度

印度是全球人口第二大国，也是碳排放量仅次于中国的发展中国家。由于处于热带和亚热带地区，随着气候变化的加剧，全球变暖对印度自然资源和人民生活的负面影响日益突显。受困于贫乏的石油资，印度的能源结构仍以煤炭为主，因为当地的煤炭储量十分丰富。20 世纪 90 年代以来，经济发展迫使印度进一步扩张对能源的需求，从而加剧了对煤炭的依赖，并一度达到能源消费的一半以上。为应对日益严峻的气候变化，印度则必须减少对煤炭、石油和天然气等化石能源的依赖程度，选择一条低碳的发展道路。

^①新浪网：<http://finance.sina.com.cn/money/future/20131224/100317732350.shtml>，2013 年 12 月 24 日。

在国际气候谈判中，印度的态度可谓是发展中国家的典型，即强调经济建设在国家发展中的地位，而一切有关减排的活动都应获得相应的补偿。在哥本哈根谈判中，印度承诺至 2020 年实现碳排放在 2005 年基础上降低 25%。与其他国家消极面对气候合作的态度不同，印度政府在国内大力提倡低碳经济，通过提高生产技术、削减温室气体排放的方式满足国内可持续发展的需求。2008 年 6 月，印度颁布《气候变化国家行动计划》，为发展低碳经济制定全面规划，同时表明了对环境治理的态度和决心。行动计划的内容非常宽泛，其重点强调要实施八大全国性计划：绿色印度计划、可持续生活环境计划、气候变化战略研究计划、农业可持续发展计划、提高能源效率计划、太阳能计划、水资源计划和喜马拉雅生态保护计划。

印度发展低碳经济的侧重点十分明确。首先，在整合原有法律的基础上颁布新的《电力法》，实行“可再生能源证书”制度，依照能源效率标准建立国家级（可再生能源匮乏地区除外）碳汇交易市场，以促进相关企业节约能源。其次，政府强调对生态脆弱地区的重点保护，将喜马拉雅山区自然资源的保护纳入国家应对气候变化战略。最后，政府在低碳经济的监管程序上角色明确，政府只进行综合审批与提供利率或财政补贴，具体项目的监控主要由银行进行。^①

印度低碳经济实践的另一个显著特点是司法机构的参与。为维护公众权益，高等法院可直接对污染企业提起诉讼。另外，只要发展低碳经济涉及公共利益，地方法院有权审查项目的合同并对相关纠纷进行裁判。^②

（三）韩国

为实现“低碳绿色增长”的发展战略，建设绿色经济强国，韩国政府在立法上积极推动，目前已形成了一套完备的法律监督体系，涵盖农业、能源、制造等相关领域，并且创造性地推出一系列促进绿色发展的政策。

2008 年 8 月，韩国政府发布《国家能源基本计划》。该计划指出：到 2030 年底，国家要降低能源消费中煤炭和石油的比重，从目前 83% 下降到 61%；大力开发风能、太阳能、地热能等新能源和可再生能源，把其比重从提升至 11%。同时注重提高能源的循环率和自主率，计划到 2012 年，能源循环率提高到 16.9%，而 1995 年时仅为 5.5%；能源自主率要由 2007 年的 3% 提高到 14%。^③

2008 年 9 月，韩国政府发布《绿色能源发展战略》。首次将可再生能源提升至国家战略地位，同时在减少碳排放、提高能源效率方面提出了可实现的目标，其目的是缩小与西方发达国家

^①于欢：《印度出台可再生能源交易制度》，《中国能源报》，2010 年 1 月 28 日。

^②郭冬梅：《印度低碳经济对策及对中国的启示》，《东南亚纵横》，2010 年第 4 期。

^③赵刚：《韩国推出“绿色新政”确立低碳增长战略》，《中国科技财富》，2009 年第 17 期。

家之间绿色产业的差距，为新兴的能源产业从研发到出口提供全程的支持。

2009 年 7 月，韩国政府发布了《绿色增长国家战略及五年计划》。提出应通过发展绿色产业最终实现韩国的能源独立，并积极应对全球变暖的挑战，计划到 2020 年将韩国发展成国际公认的“绿色大国”。此外，政府还发布了《新增长动力规划及发展战略》和《绿色能源技术开发战略路线图》，这几个战略文件共同构筑了韩国绿色增长模式的框架。

2009 年 1 月，政府决定制订《绿色增长基本法》，并于 2010 年 4 月正式颁布了这条法律。该法律综合吸纳《能源基本法》、《气候变化对策基本法》和《可持续发展基本法》的核心框架。其主要内容如下：到 2020 年底，温室气体排放量减少至“温室气体排放预计量”的 30%；构筑绿色低碳增长基本框架，今后将全面依法实施绿色低碳增长计划；制定绿色低碳增长国家战略、气候变化、能源、绿色能源产业等项目及具体的实施计划；实行能源和气候变化目标管理制、设定温室气体中长期的减排目标、构筑温室气体综合信息管理体制以及建立低碳交通体系等有关内容。^①

由上可以看出，韩国政府从制定绿色低碳增长战略到该战略的全面展开实施，采取了立法、政策与规划高度同步并进的方式，这样可以更好地为该战略的顺利实施予以保障。

^①宋彪：《“韩国绿色增长基本法”述评》，《国际商报》，2010 年 2 月 3 日。

参考文献

1. 冯静茹：《论欧美碳交易立法路径的选择及其对我国的启示》，《河北法学》，2013 年第 5 期。
2. 李海东：《从边缘到中心：美国气候变化政策的演变》，《美国研究》，2009 年第 2 期。
3. 高翔、牛晨：《美国气候变化立法进展及启示》，《美国研究》，2010 年第 3 期。
4. 卢璐、邓红兵：《美国温室气体减排努力现状及近期动向》，《环境与可持续发展》，2012 年第 3 期。
5. 苏苗罕：《美国气候变化立法进展及其对我国的启示》，《南京工业大学学报》，2010 年第 4 期。
6. 徐东：《气候变化视域下欧美碳交易立法路径比较探究及对我国的启示》，《中国石油大学胜利学院学报》，2015 年第 2 期。
7. 郑玲丽：《低碳经济下碳交易法律体系的构建》，《华东政法大学学报》，2011 年第 1 期。
8. 杨志，陈波：《碳交易市场走势与欧盟碳金融全球化战略研究》，《经济纵横》，2011 年第 1 期。
9. 陈奕琼：《欧盟碳交易市场实践给我国带来的启示》，《现代商业》，2015 年第 15 期。
10. 刘华，李亚：《欧盟碳交易机制的实践》，《银行家》，2007 年第 9 期。
11. 高莹，郭琨：《全球碳交易市场格局及其价格特征——以欧洲气候交易体系为例》，《国际金融研究》，2012 年第 12 期。
12. 李布：《欧盟碳排放交易体系的特征、绩效与启示》，《重庆理工大学学报：社会科学》，2010 年第 3 期。
13. 张盈、匡建超：《中外碳交易市场发展现状分析》，《中外能源》，2014 年第 19 期。
14. 孙英兰：《国家方案应对气候变化》，《瞭望》，2007 年第 24 期。
15. 丁金彪、钟青编：《碳市场蓝皮书：中国碳市场报告（2014）》，社会科学文化出版社 2014 年版。
16. 王彬辉：《我国碳排放权交易的发展及其立法跟进》，《时代法学》，2015 年第 13 期。
17. 郭冬梅：《印度低碳经济对策及对中国的启示》，《东南亚纵横》，2010 年第 4 期。
18. 于欢：《印度出台可再生能源交易制度》，《中国能源报》，2010 年 1 月 28 日。
19. 宋彪：《“韩国绿色增长基本法”述评》，《国际商报》，2010 年 2 月 3 日。
20. 赵刚：《韩国推出“绿色新政”确立低碳增长战略》，《中国科技财富》，2009 年第 17 期。

对亚洲几国货币近年来汇率走势的观察和比较研究

任康钰 张木泽

【摘要】本文选取了中国、日本、韩国、新加坡和印度五个在亚洲具有代表性的国家，首先对近年来这五国货币的走势与波动进行整体观察；然后结合各国的经济状况与宏观经济政策，以及不同时期国际宏观环境等因素对其汇率走势进行基本面分析；再利用 VECM 模型研究宏观经济变量对各国汇率的影响，同时进行几国的比较研究。实证结果显示，通胀水平相对于货币供给量和利率水平在对各国汇率的影响中占有主要地位；在几国货币的名义汇率中，人民币的长期误差修正机制较为显著；但在名义有效汇率中，新加坡元的长期误差修正机制较为显著。最后，总结全文并为中国在人民币的汇率改革进程中提供可参考的信息和建议。

【关键词】亚洲；汇率走势；宏观经济政策；VECM 模型；比较研究

一、引言

全球金融危机发生后，美联储推出了数轮量化宽松政策，其中的第二轮即 2010 年下半年至 2011 年上半年期间，一定程度上引起亚洲多国货币对美元升值。随后三年中，由于亚洲各国汇率政策、经济开放程度和经济基本面各有不同，使得它们的货币汇率走势有较大差异。2014 年下半年开始，受美联储退出量化宽松政策影响，美元逐渐走强，给亚洲货币带来持续的贬值压力。而 2017 年上半年的美元不断走弱则推动亚洲货币普遍升值。彭博-摩根大通亚洲货币指数^①也显示：在 2010 年年中至 2011 年年中，与 2017 年上半年两段时间里，该指数分别约上涨了 9% 和 7%；2011 年年中至 2014 年中，指数曲线呈平稳加小幅震荡走势；2014 年年中至 2016 年末指数下降了约 14%。可以看出，亚洲国家汇率的变化既受外部因素影响，也受自身经济环境和政策的影响。当外部因素冲击强烈时，各国汇率走势往往表现出较强的一致性；当外部因素影响程度较低时，各国国内经济环境变动又成为主导汇率走势的源动力。因此，观察和比较近年来不同时期各国汇率走势，研究汇率变动背后的共性与差异性因素，有助于我们加深对某些亚洲国家宏观经济政策的认识，深化对汇率这一经济要素的理解。

研究亚洲国家汇率的文献有很多。黄益平（2009）回顾了东亚金融危机以来亚洲国家的外汇政策，并结合全球金融危机探讨了浮动、管制汇率的选择，以及最佳外汇储备规模等问题。

方福前等（2009）比较分析了货币、供给和需求三种冲击在不同时期对人民币、日元和韩元实际汇率波动的影响，发现货币供给冲击对人民币和韩元实际汇率波动的影响大于对日元汇率波动的影响，需求冲击对人民币汇率波动的影响最大。谌卫学（2010）使用结构性向量自回归模型对中国等 6 个亚洲新兴市场国家货币兑美元真实汇率波动的原因进行了探索，结果表明，导致这 6 种货币真实汇率波动的主要因素是供给冲击，且正的供给将导致真实汇率升值，同时他认为弹性汇率制度更有利于这些国家经济的发展。张坤（2011）以东亚十一个经济体为研究对象，以汇率波动为研究视角，对人民币和日元与区域内其他经济体货币的汇率波动之间的比较静态相关性及二者的影响力进行分析。发现当时人民币不具备成为主导区域货币合作的能力；就中日产业结构差异和贸易互补性而言，深度合作是人民币与日元博弈的理想选择。张莉等（2011）利用动态最小二乘法（DOLS）估计中日韩三国汇率对国内物价的影响程度，发现汇率对日本国内价格水平的影响要小于对中国和韩国的影响，同时随着各国宏观经济环境转好，三国的汇率传递效应都有减弱的趋势。许祥云等（2012）使用 GARCH 模型对 2005 年 7 月以后东亚货币对美元名义汇率影响因素进行实证研究，发现在金融危机之前，人民币汇率对林吉特、韩元、新加坡元和新台币四种货币的汇率影响显著，而金融危机后，菲律宾比索对美元汇率也受到了人民币的影响，同时人民币对大部分货币的影响系数在增强。这说明人民币正在成为东亚地区重要的“锚货币”，但人民币作为区域货币锚具有不稳定性。谭小芬等（2014）选取了中国等八个亚洲新兴市场国家，运用 2004—2011 年数据和抵消系数与冲销系数模型，分析外汇流入结构对货币冲销水平的影响。结果发现，货币当局对经常账户差额和非 FDI 带来的外汇流入冲销力度较大。谷家奎等（2016）研究了中日韩货币的波动性与联动机制，并验证了外汇市场受货币政策干预的效果。结果表明三国货币的波动性存在差异，同时中国对外汇市场的干预是有效的，日韩干预效应不显著；且中日和中韩较日韩对外汇市场协同波动的联合干预更为有效。Shu-Fan Hsieh 等（2009）研究了亚洲国家汇率长期依赖行为，发现韩国、台湾、印度、泰国等新兴市场显示出汇率存在长期反馈迹象，而在日本、澳大利亚、香港和新加坡等发达成熟市场中并没有发现汇率反馈持续，表明反馈生成过程和长期记忆的存在取决于市场发展的程度。Atsuyuki Kato（2015）考察了五个东北亚经济体汇率变化对技术密集型出口的影响，发现技术水平较高的出口对中国和台湾的汇率更为敏感，而中等技术水平的出口对中国的汇率变化非常敏感。Ghulam 等（2016）利用 ARDL 模型研究了主要南亚及东南亚经济体的汇率与进出口的关系，发现在长期中汇率与出口的关系存在于一半以上的样本国家，而汇率与进口之间的关系仅存在一个样本国家。Caporale（2017）利用美国与七个亚洲国家（印度、印度尼西亚、巴基斯坦、菲

律宾、韩国、台湾和泰国)的月度双边数据,研究了股票和债券投资组合流入对汇率波动的影响,发现资本管制可以成为稳定流动影响汇率波动的国家的外汇市场的有效工具。

整体来看,过往文献主要研究汇率变动对其他经济变量的影响,但很多都忽略了对汇率自身走势的观察和探究。另外,近年来的新现象还没有太多的研究,尤其是针对我们要选择的人民币、日元、韩元、印度卢比与新加坡元等几种货币汇率的比较研究。之所以选择这几种货币,一方面是因为它们在全球外汇市场上的重要性^②,另一方面则考虑到以我国为中心、其他几种货币对于人民币的参考价值。接下来,本文将首先对目标国汇率走势与波动的总体状况进行观察,然后分析各国汇率变化的基本面原因以及各国在不同汇率走势背后所采取的经济政策,接着再利用 VECM 模型对影响汇率走势的几个经济因素展开实证分析;最后,我们总结全文并重点提出对人民币汇率的思考和建议。

二、目标国近年来汇率走势与波动的总体状况

我们先通过观察五种货币近年来的名义汇率^③走势对它们的情况有一个总体把握。由于五种名义汇率每日的绝对数值相差较大,我们在这里进行月度平均并以 2010 年为基期进行指数化处理^④。

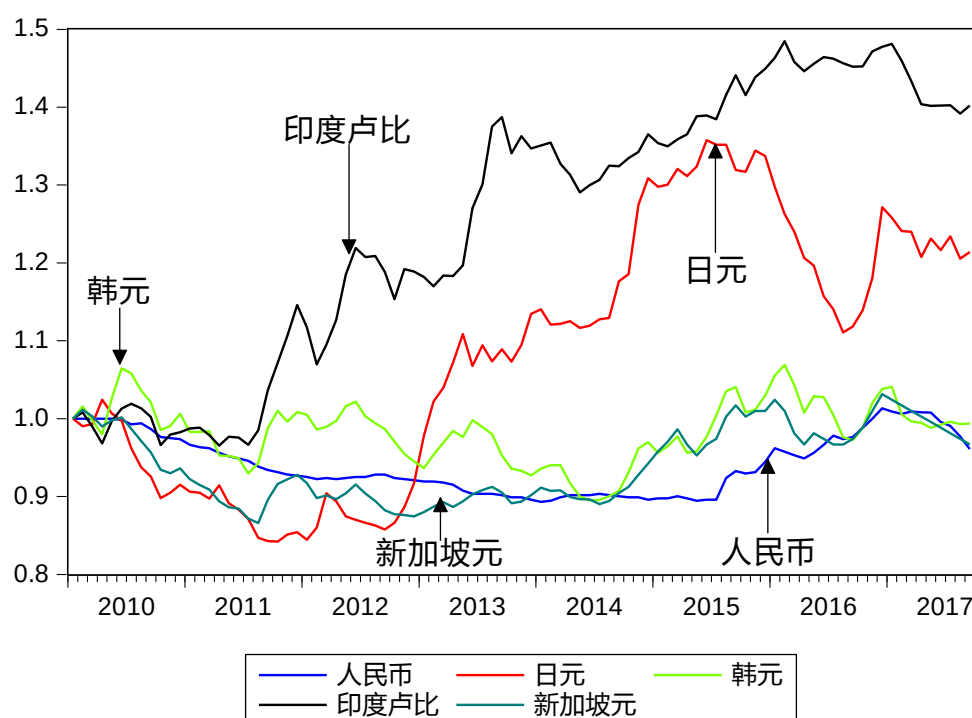


图 1: 各国货币近年名义汇率走势

通过图 1 可以发现,印度卢比和日元的名义汇率在这七年多里有较大幅度的变动。印度卢比在 2011 年中至 2016 年末期间,整体表现为对美元贬值。日元在从 2010 年至 2012 年区间大

体相对美元升值，随后四年则整体相对美元贬值。而人民币、韩元与新加坡元三者相对美元的名义汇率则变化不大。2010 年年初至 2016 年年末期间，只有美元兑人民币名义汇率的年均值始终没有超越 2010 年初的水平，日元、韩元、新加坡元和印度卢比相对 2010 年都出现了整体对美元贬值的行情。2017 年以来五种货币均整体相对美元升值。

接下来，我们再来看一下与对外贸易更为相关的名义有效汇率^⑤。以贸易比重为权数的有效汇率反映一国货币在国际贸易中的总体竞争力和总体波动幅度。当有效汇率升高时，该币种在世界整体范围内的竞争力上升，该国贸易差额降低。

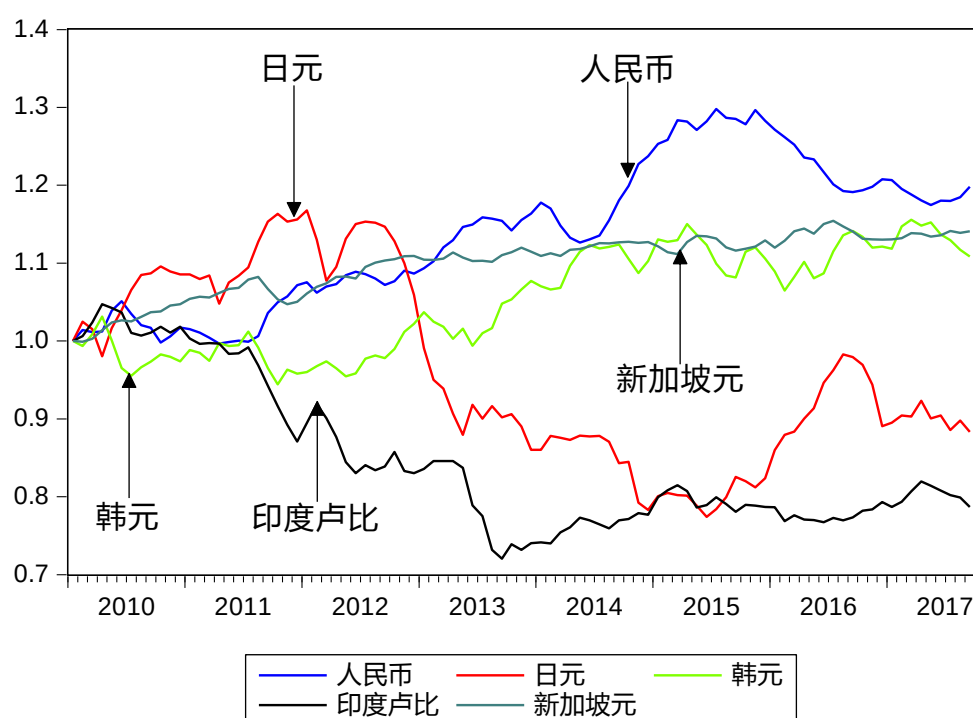


图 2：各国货币近年名义有效汇率走势

通过观察图 2 可以发现，五种货币中人民币、日元和印度卢比的名义有效汇率变化幅度较大。相对 2010 年，后几年里日元与印度卢比的名义有效汇率整体表现为贬值，而人民币、韩元与新加坡元的名义有效汇率都是稳中有升。其中新加坡元走势最为平稳，这是由于新加坡金融管理局始终坚持的宏观调控政策，即通过对名义有效汇率区间的跨度、中点以及斜率的修正来引导其货币政策并出台利率水平决议。

在观察了五国汇率的整体变动情况之后，我们进一步探究一下它们的波动状况。本文先计算了五国货币的名义汇率和名义有效汇率的月均值环比变化率，再求出各国货币汇率月均值环比变化率^⑥的半年平均值，以柱形图方式呈现，见图 3 和 4。

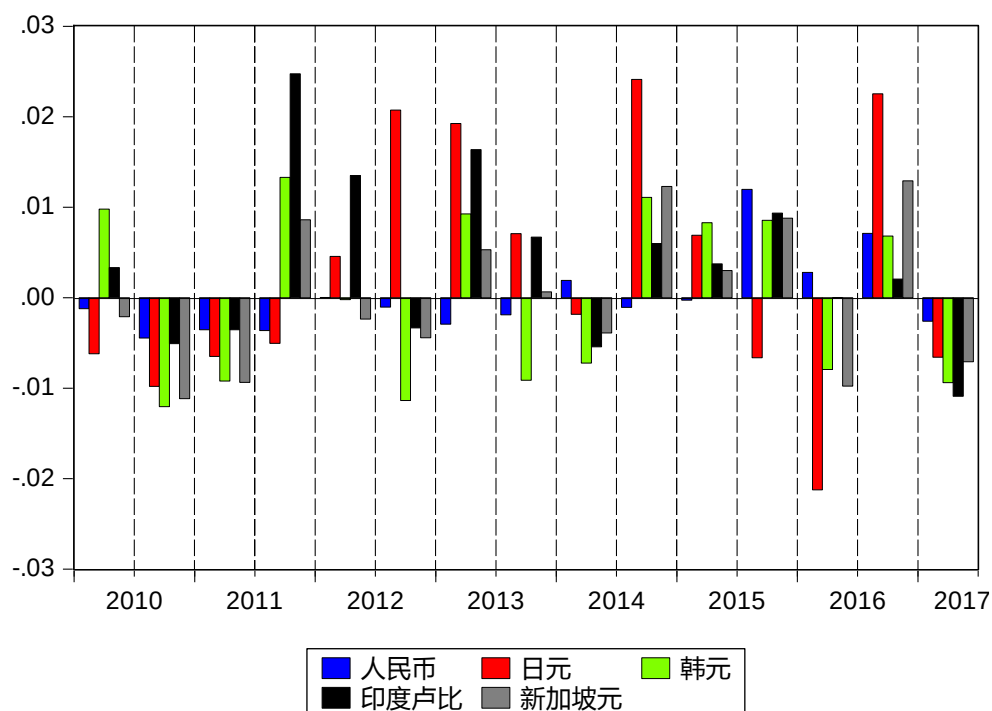


图 3：名义汇率环比变化率

从名义汇率角度看，只有印度卢比与日元的变化率共有过 5 次超过 2% 的历史，其中 4 次为正，1 次为负。五种货币的变化率共有 17 次超过 1%，其中 12 次为正，5 次为负。这说明在这七年多中，当名义汇率历经大幅度调整时，五种货币多以相对美元贬值为主。但在 2010 年下半年、2011 年上半年与 2017 年上半年，五种货币全部出现了兑美元升值。而 2014 年下半年至 2015 年末，五种货币整体呈现出较强的兑美元贬值姿态，这主要与同期美元退出量化宽松事件的逐步升温有关。2016 年末五种货币整体相对美元贬值，这主要与美国国债收益率在 2016 年末大幅度提升有关，且特朗普上任也在一定程度上推动了美元升值。2017 年上半年五种货币整体相对美元升值，这与此期间美元持续走软有关。就各币种来看，人民币名义汇率在 2015 年下半年出现了大幅度变动。日元的大幅变动则比较分散于 2012 年以后。韩元和新加坡元整体平稳。印度卢比的大幅变动集中在 2011 年下半年至 2013 年上半年这一区间。

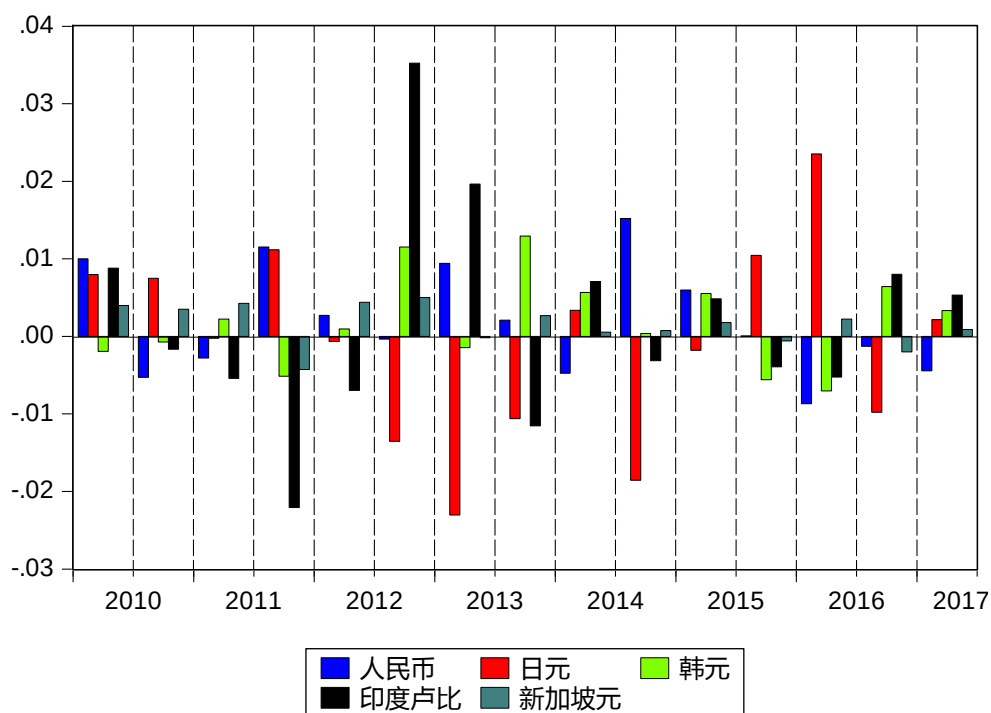


图 4：名义有效汇率环比变化率

从名义有效汇率角度看，同样只有印度卢比与日元的变化率共有过 5 次超过 2% 的历史，其中 2 次为正，3 次为负。五种货币的变化率共有 14 次超过 1%，其中 8 次变化率为正，6 次为负。这说明在这七年多中，当名义有效汇率历经大幅度变化时，五种货币的名义有效汇率有升有降，没有出现名义汇率中多以对美元贬值为主的情况。同时名义有效汇率的大幅变化多集中在 2012 年与 2013 年，而名义汇率的大幅变化年份较分散。就各币种来看，人民币名义有效汇率变动的最大幅度出现在 2014 年下半年。日元的大幅变动则比较分散于 2012 年下半年以后，与名义汇率类似。韩元的大幅变动出现于 2012 与 2013 年两年的下半年。印度卢比名义有效汇率的大福变动集中在 2011 年下半年至 2013 年上半年这一区间，与名义汇率类似。新加坡元的名义有效汇率在五种货币中变动幅度最小，最为平稳。目标国近年来汇率走势的基本面分析

三、目标国近年来汇率走势的基本面分析

汇率变动既是宏观经济状况与政策的结果，也可能是引起一些指标变化的原因。2010 年以来，这五国的经济状况不同，所采取的宏观经济政策也不同。接下来，我们就观察和分析与汇率有关的一些基本面因素。

（一）中国

2010 年 6 月起人民币汇率弹性开始增强，并呈现持续对美元升值的趋势。2012 年 4 月 16 日起，银行间名义外汇市场人民币对美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%，此举进一步增强

了人民币双向浮动的弹性，并在一定程度上使人民币出现了升值放缓的情形。双向浮动弹性的增强，叠加美元 2012 年年初的走强以及同时期中国贸易顺差的急剧减少，是 2012 年中期人民币出现贬值的主要原因。2012 年 12 月，美联储推出第四次量化宽松，使人民币重回对美元升值轨道。2014 年 3 月，中国央行将人民币波动区间扩大为 2%。2015 年 8 月 11 日中国央行决定完善人民币中间价报价机制，人民币汇率中间价下调 1000 点，人民币创纪录地一次性贬值 2%，汇改也引发了全球市场的波动。尽管美元从 2014 年下半年开始便有了大幅升值，但彼时人民币依然保持着对美元走稳的态势，直到“8.11”汇改，人民币汇率才开始有了大幅波动并在后期对美元持续贬值。2017 年 1 月至 5 月中，人民币名义汇率走势渐趋平稳。可能一方面美元自身疲软，人民币有对美元升值的要求；但另一方面国内市场还延续着上年末以来的美元供不应求形势，人民币仍有贬值压力；两方面的力量大致抵消。5 月底中国央行推出逆周期调节因子，来对冲参考前一日收盘价时面临的外汇市场供求不均所带来的贬值压力。此后人民币兑美元一路升值，市场对人民币看多情绪回升，9 月份结汇额也是自“8.11”汇改以来首次超过购汇额。同样在 9 月，央行将购汇风险准备金率调整为 0，并结合美联储当月议息会议放出的缩表和加息消息，人民币停止升值步伐。

（二）日本

2010 年由于美联储推出量化宽松政策的预期以及市场对美国经济下探的担忧，使得具有避险功能的日元更受青睐，带来日元升值压力。为此，日本央行在 2010 年、2011 年和 2012 年多次进行如公开市场操作投放货币、直接干预汇市和降低货币市场利率等举措，以打压日元升值。2013 年初安倍晋三上台以后，决心以更加激进的量化宽松大力推进日元贬值，日元也从 2010 年至 2012 年的稳步升值转为大幅度贬值。2013 年 4 月，日本推出了前所未有的大规模货币刺激政策，即“量化与质化宽松”（QQE）计划。在美元指数没有明显提升的条件下，此举也是带来了日元的大幅度贬值。2014 年 8 月起日元又开始了一轮大幅贬值，这一轮贬值有来自三季度日本 GDP 下滑的宏观压力，有美元指数从 2014 年 8 月开始走强的压力，也有 10 月底扩大 QQE 规模至 80 万亿日元的影响，以及美国退出量化宽松政策的影响。2015 年至 2016 年期间的全球性股灾与英国脱欧公投，导致市场避险情绪升温，一定程度上导致日元出现了一段升值。2016 年下半年，美日国债收益率差加大，随后日本引入“配合收益率曲线控制的 QQE 政策”，将 10 年期债券收益率目标控制在 0% 左右，这些因素对日元持续贬值构成了支撑。日本 2017 年上半年经济增长势头良好，同时日本央行决定推迟实现 2% 通胀目标的时间到 2019 财年，表明货币政策不会立即趋紧，综合使得日元在 2017 年前八个月相对美元呈现稳中有升

的态势，9月初结合美元指数的走强，日元暂缓升值态势。

（三）韩国

2010年时韩国经济向好，出口连续10个月保持顺差，为韩元对美元升值构成支撑；另外由于通胀的压力，韩国央行于2010年至2011年年中五次上调基准利率，一定程度上促进了韩元对美元的升值。2011年7月开始，受欧美、亚洲股市下跌，金价油价疲软和美元升值的影响，韩元相对美元贬值。2013年至2014年这一轮韩元对美元的逆势升值背后的支撑因素考虑为韩国表现良好的贸易顺差，以及韩国GDP的增速在此间表现良好。2014年8月与10月韩国央行两次降息，两次的共同目的均有提振受沉船事件打击的内需，8月的降息尚有限制韩元升值的意味，而10月的降息则助推了韩元的贬值。同时2014年10月日本央行加大了量化宽松力度致使日元贬值导致韩国的一部分出口市场被日本挤占（日韩两国出口方面有较高相似度），一定程度上坚定了韩国央行维持贬值趋势的决心。2015年3月由于通胀较低，同时出口承压，韩国央行再次降息至1.75%，使韩元继续保持着贬值的态势。2016年9月受出口疲软、为韩国企业结构调整降低成本以及美联储彼时暂缓加息的决策，韩国央行决定下调基准利率至1.25%，助推韩元又进入了贬值通道。韩国2017年前三季度经济稳步增长，出口持续向好，1至3月份韩元相对美元呈现快速升值，但4月份后韩元有效汇率有所下滑，名义汇率转为对美元走平。

（四）印度

2011年的印度财政赤字占GDP比例相对2010年提高了0.9%。同时印度自2011年4月开始贸易顺差出现大幅度下滑，外加美元2011年下半年一度走强等因素，造成了印度卢比在2011年下半年的贬值。卢比的贬值和印度不断增高的通胀形成恶性循环：卢比的贬值使得以美元计价的进口品更加昂贵，从而加剧通胀，通胀又导致投资者信心丧失，进而抛售卢比。伴随着美国退出量化宽松预期的不断增强，资金外流导致2012年与2013年美元兑卢比汇率又出现了两次大幅度跃升。其背后也有印度国内GDP增长率在2011年至2013年较2010年大幅下挫，以及2012年至2013年国内通胀大幅增长的国内原因。拉格拉迈·拉詹2013年9月初出任印度央行行长以后，将控制通胀与稳定卢比作为首要任务，并立刻在2013年9月与10月两次大幅度升息，遏制了卢比过快贬值的势头。此后印度央行严格控制通胀目标区间，对市场通胀预期起到了稳定作用，因此2014年以后卢比虽然依旧大体依旧呈贬值状态，但波动率幅度较之前小了很多。从印度邓白氏商业乐观指数来看，2010年初至2011年6月与2013年9月至2014年3月，乐观指数均呈单边上涨，同期印度卢比整体也均保持稳中小幅升值的状态。而2012年3月至2012年6月，2013年3月至2013年9月乐观指数均呈下降趋势，与同期印度卢比贬值

的时间区位相同，显示出印度整体经济景气程度与印度卢比汇率在一定程度上有较强相关性。印度 2017 年上半年经济状况不佳，“废钞令”使得印度流动性阶段性短缺，给企业生产和居民消费造成负面冲击，7 月施行的 GST 税法短期内也对经济产生冲击，印度卢比名义有效汇率也从 4 月份开始持续下滑。

（五）新加坡

从 2010 年年初至 2011 年 8 月新加坡元兑美元的升值幅度较大。首先，2010 年新加坡国内 GDP 增长率处于较高水平，全年 GDP 增长率平均值能够达到 15% 左右之高。其次，美元自身在 2010 年年中至 2011 年年中经历了一段贬值行情。第三，同期的全球大宗商品价格大幅度上涨给新加坡国内带来了输入型通胀，新加坡金融管理局因此在 2010 年 10 月调整了新元名义有效汇率逐步可波动范围的斜度，并扩大可波动的范围上下限以使新加坡元升值来对抗通货膨胀。2011 年下半年，全球经济放缓带来了新加坡的出口疲软，以及新加坡国内经济增速的大幅下滑，为了提振经济，新加坡金融管理局通过放缓新加坡元升值步伐的方式来放松货币政策，此举带来了新加坡兑美元的贬值。2014 年初，受全球石油价格持续下跌、国内通缩以及贸易伙伴欧元与日元走软影响，新加坡金融管理局降低新加坡元汇率政策的斜率。从 2014 年中至 2016 年终新加坡元整体兑美元贬值，除受美元走强直接影响外，全球经济放缓对新加坡造成的出口打击，以及原油等大宗商品价格下跌对新加坡国有石油和天然气行业以及海洋相关产业造成的打击也是新加坡元贬值的原因。

四、影响目标国近年来汇率走势因素的实证检验

通过上文对各国汇率基本面的观察，可以发现宏观经济变量的变化与汇率之间存在联系。那么，这些宏观经济变量与汇率之间是否包含更为确定的数量关系呢？这就需要实证检验。宏观经济变化有“外部”和“内部”两个维度，由于本文旨在利用国别对比来分析汇率走势，因此实证部分将视角集中于“内部”维度，即探讨各国宏观经济政策当局尤其是货币当局如何通过多种宏观经济变量的监测和调控来影响汇率水平。在上文中提到的诸多经济因素中，我们选取了通货膨胀率、货币供给量与利率几个与汇率密切相关的指标作为解释变量，分别以名义汇率和名义有效汇率作为被解释变量，按国别对它们建立模型进行检验。

（一）数据

首先，本文选取的是 2010 年 1 月至 2017 年 6 月各指标的月度数据^⑦。具体地，选取各目标国货币的名义汇率月平均值与广义名义有效汇率月测量值作为汇率测度指标；各国 CPI 月测量值作为通货膨胀测度指标；M2 月平均余额作为货币供应量测度指标；银行间隔夜拆借利率

月平均值作为利率水平测度指标⑧。同时为了降低数据中的异方差，对各个序列取对数⑨。

表 1：目标国各变量

目标国	汇率变量		通货膨胀变量	货币供给变量	利率变量
中国	lnUSDCNY	lnCNEER	lnCCPI	lnCM2	lnCOR
日本	lnUSDJPY	lnJNEER	lnJCPI	lnJM2	JOR
韩国	lnUSDKRW	lnKNEER	lnKCPI	lnKM2	lnKOR
印度	lnUSDINR	lnINEER	lnICPI	lnIM2	lnIOR
新加坡	lnUSDSGD	lnSNEER	lnSCPI	lnSM2	lnSOR

本文应用 ADF 单位根检验⑩方法对各变量的平稳性进行检验。单位根检验结果表明，所有变量的初始序列均为非平稳序列；一阶差分后，所有序列均平稳，均为一阶单整序列。

长期中各变量之间是否存在稳定关系，还需要进行协整检验。根据 Johansen 协整检验的迹统计量检验结果，在 5%的显著性水平下，中国、韩国、印度与新加坡各国名义汇率与名义有效汇率两个维度的变量组分别至少存在一个协整关系。而日本的各变量之间不存在长期协整关系。

（二）VECM 模型

基于 Johansen 协整检验,通过构造向量误差修正模型（VECM），我们可以观察各目标国汇率与该国其它变量的长期均衡关系（见表 2 和表 3），以及汇率变化的长短期动态调整效果（见表 4 和表 5）。

首先，我们以名义汇率为被解释变量来构造向量误差修正模型，得到目标国各变量之间的长期协整关系如下：

表 2：名义汇率误差修正项表达式

中国	ECM(-1)=lnUSDCNY-0.490lnCCPI+0.211lnCM2+0.056lnCOR-2.498 [-3.133]* [6.993] [9.917]		
韩国	ECM(-1)=lnUSDKRW+5.760lnKCPI-1.728lnKM2-0.060lnKOR+3.16 [3.208] [-2.453] [-2.757]		
印度	ECM(-1)=lnUSDINR-3.794lnICPI+3.834lnIM2+1.853lnIOR+36.855 [2.170] [-3.480] [-6.856]		
新加坡	ECM(-1)=lnUSDSGD+2.306lnSCPI-0.634lnSM2-0.020lnSOR-2.858 [5.468] [-3.719] [-1.642]		

注：*：方括号内数字为 t 检验统计量，表 3 同。

从表 2 可以看出，在长期内通胀水平对名义汇率的影响多占有主要地位，货币供给占次要地位，利率水平则再次。对中国而言，CPI 每上升 1%，人民币名义汇率约上升 0.49%。对印度

而言，CPI 每上升 1%，印度卢比名义汇率约上升 3.79%，这与我们之前基本面观察中“卢比的贬值和印度不断增高的通胀形成恶性循环”的判断相同。而韩国与新加坡的 CPI 每上升 1%，韩元与新加坡元名义汇率约下降 5.76%与 2.31%。中印两国通胀对名义汇率的影响方向与韩新两国相反，可能是国际社会对韩新两国通胀提高导致加息预期上升，进而致使国际资金涌向韩元和新加坡元这一传导机制信心较强。而人民币和印度卢比受制于资本管控、外汇市场参与度和经济发展质量等原因，此传导机制不足以抵消一国通胀水平提升会造成本币贬值的传统经济学机理。从货币供给角度来看，中、印两国的系数均为正值，即在长期内一国货币供给的增加会带来本币的升值，这与传统经济学解释有所不同，可能是因为作为经济增长迅速的发展中国家，中、印的货币供给量的提升会对经济增长产生正向推动。经济增长会带来资产收益率的上升以及货币升值的预期，吸引国际资金注入，引发货币升值。而对韩、新两国而言，经济发展已较为成熟，近年来部分实体产业的规模发展增速低于中、印，边际受益相对较低，吸纳流动性的能力较弱，使货币供给的增加可能更容易引发货币贬值预期。从利率水平角度看，在长期内韩、新两国利率水平的提高会带来本币的贬值，而中、印两国利率水平的提高会带来本币的升值。

接下来，我们再以名义有效汇率为被解释变量来构造向量误差修正模型，得到目标国各变量之间的长期协整关系如下：

表 3：名义有效汇率误差修正项表达式

中国	$ECM(-1)=\ln CNEER-16.768\ln CCPI+3.087\ln CM2+0.626\ln COR+30.83$ [-5.329] [5.025] [6.142]		
韩国	$ECM(-1)=\ln KNEER-5.407\ln KCPI+1.569\ln KM2+0.343\ln KOR-13.21$ [-3.727] [2.763] [3.243]		
印度	$ECM(-1)=\ln INEER+2.448\ln ICPI-0.905\ln IM2+0.526\ln IOR-4.146$ [3.101] [-2.823] [4.084]		
新加坡	$ECM(-1)=\ln SNEER-0.548\ln SCPI-0.106\ln SM2+0.007\ln SOR-0.724$ [-5.473] [-2.596] [2.427]		

从表 3 可以看出，表 2 中“通胀水平 CPI 对各国货币汇率的影响占有主要地位，货币供给占次要地位，利率水平则再次”的结论表 3 同样适用。中、韩、新三国通胀水平的提升会使三国货币名义有效汇率升高，而印度相反。中、韩两国货币供给的增加会带来两国货币名义有效汇率降低，而印、新两国相反。新加坡元名义有效汇率的协整方程式，一定程度上反映了新加坡采取的汇率传导机制：当新加坡金融管理局发现国内通胀或流动性水平非理性上升时，会提高名义有效汇率来抑制通胀同时引导其货币政策。另外各国利率水平与名义有效汇率在长期内均成负相关，符合利率平价理论。

在协整关系的基础上，我们可以进一步观察汇率变化的动态调整效果。VECM 中向长期均

衡的调整由误差修正项 ECM 体现，短期波动由差分项体现。

表 4：名义汇率 VECM 估计结果

D(lnUSDCNY)	ECM(-1)	D(lnUSDCNY(-1))	D(lnCCPI(-1))	D(lnCM2(-1))	D(lnCOR(-1))	C
中国	-0.159	0.391	0.054	-0.018	0.004	-0.001
D(lnUSDKRW)	ECM(-1)	D(lnUSDKRW(-1))	D(lnKCPI(-1))	D(lnKM2(-1))	D(lnKOR(-1))	C
韩国	-0.124	0.439	0.522	0.040	-0.117	-0.001
D(lnUSDINR)	ECM(-1)	D(lnUSDINR(-1))	D(lnICPI(-1))	D(lnIM2(-1))	D(lnIOR(-1))	C
印度	0.003	0.277	0.374	-0.060	-0.034	0.001
D(lnUSDSGD)	ECM(-1)	D(lnUSDSGD(-1))	D(lnSCPI(-1))	D(lnSM2(-1))	D(lnSOR(-1))	C
新加坡	-0.015	0.543	-0.070	-0.408	-0.007	0.002

在关于名义汇率的模型中，人民币的长期误差修正机制最为显著，每一期人民币名义汇率变化偏离其长期均衡状态的 15.9%将得到调整。韩元的长期误差修正机制显著性弱于人民币，汇率偏离其长期均衡状态分别将得到 12.4%的调整。而印度卢比与新加坡元的长期误差修正机制并不显著。从差分项角度看，对中国与新加坡而言，短期内两国名义汇率的变化对自身的影响最为显著，影响系数分别达 0.391 与 0.543。对韩国与印度而言，短期内两国通胀水平的变化对名义汇率影响最为显著，影响系数分别达 0.522 与 0.374。

表 5：名义有效汇率 VECM 估计结果

D(lnCNEER)	ECM(-1)	D(lnCNEER(-1))	D(lnCCPI(-1))	D(lnCM2(-1))	D(lnCOR(-1))	C
中国	-0.014	0.420	-0.064	-0.247	0.002	0.005
D(lnKNEER)	ECM(-1)	D(lnKNEER(-1))	D(lnKCPI(-1))	D(lnKM2(-1))	D(lnKOR(-1))	C
韩国	-0.130	0.273	-0.549	0.074	0.086	0.002
D(lnINEER)	ECM(-1)	D(lnINEER(-1))	D(lnICPI(-1))	D(lnIM2(-1))	D(lnIOR(-1))	C
印度	-0.008	0.218	-0.521	0.049	-0.004	0.001
D(lnSNEER)	ECM(-1)	D(lnSNEER(-1))	D(lnSCPI(-1))	D(lnSM2(-1))	D(lnSOR(-1))	C
新加坡	-0.262	0.470	0.052	0.115	-0.003	-0.001

在关于名义有效汇率的模型中，新加坡元的长期误差修正机制最为显著而言，汇率偏离其长期均衡状态分别将得到 26.2%的调整，与本文之前所测算的新加坡元名义有效汇率环比变化率近年五国中最低的结论相呼应。对中国与新加坡而言，短期内两国名义汇率的变化对自身的影响最为显著，影响系数分别达 0.42 与 0.47。对韩国与印度而言，短期内两国通胀水平的变化对名义汇率影响最为显著，影响系数分别达-0.549 与-0.521。

综合表 4 与表 5 来看，在长期内，人民币的名义汇率相较名义有效汇率误差修正能力更强，而新加坡元则相反；表明中国央行针对名义汇率的相关政策和新加坡金融管理局针对名义有效汇率的调控都起到了稳定汇率的效果。在短期内，各国汇率自身与通胀水平的变动对汇率的影响颇为显著，而货币供给与利率水平变动造成的影响并不显著。同时中国与新加坡无论是名义

汇率还是名义有效汇率均受汇率自身变化影响最大,而韩国与印度无论是名义汇率还是名义有效汇率均受通胀变化影响最大。

五、总结及政策建议

本文对五个亚洲国家的货币近年来的汇率走势进行了观察、梳理和比较。可以看到,由于几国面临着不同的宏观经济环境以及选择了不同的汇率制度,其汇率走势与波动的剧烈程度也不尽相同,中国虽然从2015年下半年开始汇率出现了比前期较为严重的大幅波动,但由于长时间内严格的控制汇率中间价和日波动幅度,使得整体上汇率的震荡相对其他四国处于较低水平。类似的还有新加坡,虽然直接调控的是名义有效汇率区间,但这在一定程度上对新加坡元的名义汇率稳定提供了支撑。印度实行有管理的浮动汇率制度,但卢比的名义汇率的月均波动率在这七年间最高曾达到过0.062,仅次于日元月均波动率最高值,表明印度在进行汇率市场化改革的过程中经受了汇率剧烈波动的风险。

在理论分析和现实观察基础上,我们进一步构造了向量误差修正模型。通过实证研究发现,在长期内通胀水平CPI对各国货币汇率的影响占有主要地位,货币供给占次要地位,利率水平则再次;同时各国不同宏观经济变量对汇率影响殊异,例如中、印两国通胀水平提高会使两国币种相对美元贬值,而韩、新两国恰好相反;中、韩两国货币供给的增加会带来两国名义有效汇率降低,而印、新两国恰好相反。此外,美元兑人民币名义汇率的长期误差修正机制较其他国家更为显著,而新加坡元名义有效汇率的长期误差修正机制较其他国家更为显著。短期内中、新两国汇率波动均受汇率自身变化影响最大,而韩印两国汇率均受通胀变化影响最大。

根据上述研究,我们得出以下对中国的建议:(1)由于通货膨胀对汇率影响深远持久,中国应该密切关注价格水平的变动对汇率的影响,防止出现印度的长期通胀给印度卢比带来的持续贬值的压力,防止出现日本的长期通缩使得日本货币政策空间缩小的情况。(2)从几国经验看,宏观经济要素对汇率的影响存在截然相反的方向,因此中国央行要积极了解人民币市场上经济要素变化对汇率变动的预期是怎样的,以此来对症调整宏观政策,改革市场机制。(3)由于短期中人民币汇率波动受汇率自身变化影响较大,因此中国央行应密切留意汇率变化产生的市场情绪自我叠加与羊群效应,避免人民币汇率出现单方向升贬值预期。(4)考虑到近年来美元兑新加坡元名义汇率与新加坡元名义有效汇率走势都较平稳、同时新加坡元名义有效汇率的长期误差修正力度较强,并且长期中通货膨胀、货币供给与利率三因素对新加坡元名义有效汇率的影响程度较其他几国更低,中国可以考虑从新加坡的汇率制度中汲取有借鉴价值的成分。

注释：

①彭博-摩根大通亚洲货币指数：跟踪除日元外的 10 种亚洲新兴货币兑美元的贸易和流动性的加权指数。该指数上涨表明亚洲货币整体对美元升值。

②根据国际清算银行 2016 年发布的全球外汇市场各国货币日均交易量占比显示，人民币、日元、韩元、印度卢比与新加坡元的占比分别达到 4.0%、21.6%、1.6%、1.1%和 1.8%（国际清算银行发布的全球外汇市场各国货币的日均成交量占比加起来的总和是 200%），分列亚洲第二、第一、第五、第三与第六。

③本文的名义汇率都是相对美元的汇率，采用直接标价法，数据来源为万德数据库。

④以人民币为例，先自万德数据库取美元兑人民币即期汇率的月平均值，再将 2010 年 1 月至 2017 年 9 月共 93 个月均值分别除以 2010 年 1 月的月均值，即得首项为 1.0 的指数化序列。该数值越大，该币种相对美元越贬值。

⑤名义有效汇率数据来源为国际清算银行（BIS）测算的广义名义有效汇率，其货币篮子包含 61 种货币，以 2010 年=100。某货币有效汇率数值越大代表该货币整体竞争力越强。与图一相同，图 2 数据亦作指数化处理，数据范围亦为 2010 年 1 月至 2017 年 9 月。

⑥此处汇率环比变化率的计算公式为：汇率环比变化率=（当期汇率平均值-上期汇率平均值）/上期汇率平均值。

⑦由于美元兑人民币名义汇率月均值在 2010 年 1 月至 2010 年 5 月没有变化，引入实证的统计意义不强。因此人民币名义汇率的实证研究起点为 2010 年 6 月起。

⑧各国广义名义有效汇率与 CPI 均来自国际清算银行（BIS），其中 CPI 数据以 2010=100。其余数据均来自万德数据库。

⑨由于日本后期采用负利率政策，JOR 序列没有进行取对数处理。

⑩限于篇幅，完整单位根检验结果、下文的 Johansen 协整检验结果和完整 VECM 模型估计结果可向作者索取。文中表 4 和表 5 只给出 VECM 模型各变量一阶滞后差分项的估计系数。

【参考文献】

1. 方福前, 吴江. 2009. 三类冲击与人民币实际汇率波动——与日元、韩元比较[J]. 财贸经济 (12): 38—44.
2. 谷家奎, 陈守东. 2016. 区域货币联动与政策干预: 中日韩实证分析[J]. 数量经济研究 (1): 87—104.
3. 黄益平. 2009. 亚洲汇率波动及政策挑战[J]. 国际金融研 (5): 39—45.
4. 谌卫学. 2010. 真实汇率波动根源探究[J]. 统计与决策 (5): 140—144.
5. 谭小芬, 江瑶. 2014. 外汇流入结构对货币冲销水平的影响——基于 2004—2011 年八个亚洲新兴市场国家面板数据的分析[J]. 宏观经济研究 (6): 132—143.
6. 许祥云, 贡慧. 2012. 人民币美元汇率走势对东亚货币影响的实证研究[J]. 国际经贸探索 (8): 70—79.
7. 张坤. 2011. 人民币和日元: 竞争还是合作——基于汇率波动视角的分析[J]. 国际经贸探索 (9): 11—16.
8. 张莉, 吴剑飞. 2011. 中日韩汇率传递效应现状及变化比较研究[J]. 宏观经济研究 (1): 73—79.
9. Atsuyuki Kato. 2015. Effects of exchange rate changes on East Asian technology-intensive exports [J]. The Journal of International Trade & Economic Development, 24 (6): 809—821.
10. Guglielmo Maria Caporale , Faek Menla Ali , Fabio Spagnolo , Nicola Spagnolo. 2017. International portfolio flows and exchange rate volatility in emerging Asian markets[J]. Journal of International Money and Finance, 76: 1—15.
11. Ghulam Mujtaba Chaudhary, Shujahat Haider Hashmi, Muhammad Asif Khan. 2016. Exchange Rate and Foreign Trade : A Comparative Study of Major South Asian and South-East Asian Countries[J]. Procedia—Social and Behavioral Sciences, 230: 85—93.
12. Shu-Fan Hsieh , So-De Shyu . 2009 . Long-term Dependence in Asian Foreign Exchange Markets[J]. Journal of Asia Business Studies, 4 (1): 49—55.

A 股市场并购的逻辑与实操

劳志明^①

【摘要】 本文就近年来 A 股市场非常流行的并购活动进行了分析。结合作者多年的实践经验，本文首先从不同的角度探讨了并购的内涵，进而探讨并购背后的逻辑原因，然后结合实际探讨并购方案的设计、误区等，为更好的并购活动提供了有益的参考。

【关键词】 A 股并购；逻辑

近年来关于 A 股并购的话题比较火热，市场案例发生的比较多，各种媒体也比较关注。想要了解 A 股并购，首先要了解一下并购是什么？并购是一种交易，而且是额度比较大的交易，并购是公司正常经营之外的一个活动。从投行的视角来看并购通常都是项目思维和视角；从投资的角度来看更关注的则是投资获利；从监管角度看并购，通常会容易聚焦在政策和行政许可事项层面。若想对并购有全局的认知还是要站在企业的角度，因为企业是并购的主角。从企业角度看并购，并购是为了实现企业的战略手段，所以说并购应该是工具而不是目的。在了解了这些以后，那么，我们就要了解一下在 A 股并购中有什么逻辑？它的实际操作是什么？本文接下来就从这些方面展开。

一、并购市场的驱动因素

A 股并购这几年为什么会得到很大的发展呢？并购对于企业而言不是目的而是手段，是实现战略的手段，企业的最终目的是做大做强，而并购行为是有利于企业做大做强。同时，A 股并购本身也是一种投资行为，一种产业整合行为，还涉及到发股购买资产即证券化的过程，所以 A 股并购对企业的好处应从投资逻辑、产业整合逻辑、证券化逻辑几个层面来探讨。

并购对于一个企业的价值和作用到底是什么？从投资的逻辑来说，并购也是一项投资行为。投资里面的获利逻辑，主要是静态的价值发现和动态的分享成长。对于一单并购交易，从投资的角度来说，要怎样赚钱？你可以基于对行业和产业的认知，在静态的价格博弈中占得优势，也就是说你买的东西足够便宜。或者说，你买的这个企业未来的成长性超过于在交易这一刻起双方能够形成共识的预期。能够达到以上两方面之一，从投资的逻辑来说，这单并购无疑是

^①作者系华泰联合董事总经理、并购业务负责人。本文根据作者在北外二十国集团研究中心的讲座整理修改而成，

成功的。并购也有产业整合的性质,从产业整合方面来说,并购无论是横向扩规模、纵向延伸产业链,还是做相关的多元化,里面其实都是有协同增量的。也就我们所说的1加1大于2的效果,比方说横向扩大规模,滴滴和快的的合并就是一个典型案例。横向扩大规模所带来的是垄断,垄断所带来的是定价权,定价权带来的是商业模式的重构,而重构对于企业核心竞争能力的影响是不言而喻的。所以从产业整合的角度来说,投资以及并购,对企业来说依然是有意义、有价值的。

再来看看A股市场的情况。因为A股的股票相对价格比较高,所以上市公司通常通过发行股份的方式购买资产。这种换股交易方式,可以让非上市的资产变成可以上市流通的股票。而这两种形态的资产估值定价的基础是不一样的。比如说,非上市公司的静态市盈率,一般都在10到15倍。但是A股的股票市盈率一直保持在20倍、30倍、50倍,甚至更高。在证券化的过程中,因为估值会重构,所以就会形成一个巨大的交易共赢空间。这个交易共赢的效果比产业协同的效果更大。产业协同是1加1大于2,而证券化所带来的套利空间,其实可以达到1加1大于5、大于10的效果。因此无论那个市场,对企业而言并购获利模式都逃不出这些,即价值发现、分享成长、产业整合及证券化套利等。价值发现和分享成长本质就是投资逻辑,产业整合是价值创造的逻辑,而证券化套利是金融操作所带来的增量。A股并购很大的成功不是并购之后整合成功,而是基本面带来的改变是经过换股之后瞬间在财富上得到了放大,A股的成功现在大多数是交易的成功而不是交易之后整合的成功。

若想对并购有全局的认知还是要站在企业的角度,因为企业是并购的主角。既然并购是企业实现自我战略的手段,那么要思考到底通过并购要往那个方向走呢?是横向扩大规模还是纵向延伸产业链,或者利用优势做相对多元化拓展,或干脆放弃主业直接通过做转型?战略定完了就要解决交易问题,包括标的公司的寻找,包括交易商务谈判的安排,还有就是交易的达成,即在利益平衡方案下用以法律协议落地。交易达成后就进入并购的执行阶段,并购执行包括内部决策、外部审批还有交易实施。内部决策包括董事会股东大会等,外部审批可能包括国资监管审批、证监会行政许可,涉及外资的还有商务部等。并购实施包括工商变更、登记公司新股登记办理等等。最后并购经过实施进入整合阶段,从产业逻辑或者对基本面的影响角度而言,整合才是并购真正的开始。并购包括方方面面的内容,如战略统一、文化整合、产业链梳理及管理统筹安排等等。从投行的角度,并购最核心的业务是交易,并购业务的主战场在市场里面,我们要解决的是客户在商业层面的需求,解决并购战略方向的梳理和交易的达成,而真正进入到交易整合实施的阶段,程序就相对比较简单。很多投行认为并购项目就是并购材料的申报,

其实不是，并购报材料只是执行环节中外部审批程序中的证监会行政许可程序。

这几年 A 股并购市场为什么会相对比较火爆呢？按道理来讲，并购是一个非经营性活动，应该发生的频率或者是诉求不应该这么具有普遍性。而 A 股不一样，A 股的并购尽管现在达成的交易难度非常大，但是 A 股的交易诉求具有一定的普遍性，A 股小市值的公司都有并购的想法，虽然落地很难，但是他们都在探索各种各样的机会。A 股市场入门制度是什么呢？现行发行体制下，资本市场的入门是行政导向而非市场导向，审核重点在合规监管而非价值评判；在 IPO 环节，监管机构往往要求拟上市企业主营业务明确突出；对于拟上市的创业板公司要求只能是单一主业；而现行的 IPO 审核标准很容易使 A 股上市公司遭遇发展瓶颈。因此，在公司上市后，需要通过产业并购，延伸其业务链，打开业绩增长空间，实现可持续发展。由此可以看出，A 股并购的特点是：一，A 股的并购大多集中在中小板和创业板；二，A 股并购是跟股价有关的，高股价并购活跃，为什么呢？因为套利空间太大，就会形成基于交易巨大的财富共赢，变成造富的游戏。这个就是 A 股所特有的逻辑，也就是股价逻辑；三，中国的股票市场是单边市场，单边市场就意味着做空所形成的平衡机制是不足的，而全市场都在找获利好的消息来炒作。

二、并购的方案设计

并购方案是一个综合的方案，涉及的东西非常复杂，包括价格的高低，支付方式的选择，未来的盈利对赌以及整合，还包括里面节奏的把握、税费的综合处理，还有会计处理的适当性。并购方案的设计一定是在利益的平衡下找到的最有效的解决方案，这个方案对于交易双方是最优的，但是对于任一单方来讲可能都不是最好的。

估值在交易里面要考虑很多因素：首先是考虑可比交易，这是最有效的参照。市场上同类标的的交易价格是多少？如果可比交易价格在 12-17 倍，那么中间的 15 倍是可以接受的价格，但如果这个事对买方特别重要，而且竞争特别激烈，买方愿意出 18 倍也是可能的，这就是一个交易心理的问题。第二，要考虑标的的基本面情况，包括行业以及标的自身的成长性。第三，要从估值的角度判断作价是否有合理性，如果估值偏离作价太多那可能是价格偏离了公允水平，这样的交易可能会受到监管的关注和盘问。第四，要考虑交易双方在博弈上的地位，不同的博弈地位也会带来不同的交易价格。对于 A 股并购的支付方式，当前国内资本市场并购中可以使用现金、股权、以及现金和股权混合的支付手，支付手段的选择通常需考虑交易规模、上市公司状况、交易对方需求、操作的可行性等多方面因素。同时，支付手段的不同，使得并购对上市公司的财务状况、股权结构、未来经营也会产生不同影响。对于业绩对赌，在 PE 投资里面

是很常见的商业行为，对赌使得并购对于财务的影响可以被确定，这就意味着并购对股价的影响是确定的，所以收购完成之后股价涨得就比较顺利。这种保护对买方是有利的，然而任何单方利益的保护对于自由交易都会造成伤害，对于卖方来说，控制权已经转移，而标的被卖出之后由买方控股经营，标的企业经营不好为什么还要让卖方来补差呢？因为有这样的想法，所以有些企业干脆就不要整合，并购就变成一个简单的报表拼凑，各过各的日子，这样并购就没有太大的意义。除了对卖方不公之外，单方面保护买方的对赌导致上市公司变得非常懒，对赌抹杀了上市公司价值判断的能力，有的上市公司从投资的角度是很强的，标的都是千辛万苦找出来的，但另外一些公司随便听一个盈利数就签协议了，这两种投资思路最后获得的股价支撑没有任何区别，这对真正的价值判断极为不利，无法实现价值发现的功能。

三、并购的交易谈判

A 股最活跃的板块是创业板和中小板，创业板的企业家相对而言不是很成熟，因为这个板块企业家的企业规模比较小，这些企业家的基本并购思维方式的想法和格局还存在问题，很多人一想到并购，觉得能给自己带来几十亿的市值就觉得特别的好卖，在整个交易的过程中想到花几百万去顾一位好律师又觉得很心疼，由此可见，这些人的思维是很乱的。因此在并购中会有一些常见的误区：一，很多上市公司做并购并不是真的想做，做的并购缺乏成熟思考，叶公好龙；二，境界，缺乏交易的高度和能力，属于大企业规模但小企业气质；三、诚意，利用交易影响股价，“伪市值管理”。

交易谈判这里面最常见的问题是老板零和博弈的思维太重，导致其太过关注于细节的博弈，一点让步都不肯做。实际上资本市场是合作大于博弈，你出资本平台，我出盈利性资产，是 1+1 等于 10 的蛋糕，至于利益分配都可以商量，但一定要先把这 10 的蛋糕实现才行。在谈判的过程中让步是不可避免，但一定要注意让步的方式，不要为了一个交易在小的细节上无条件的让步，这就涉及到交易预期的管理，在交易里面涉及到让步的时候，要确保每一次让步都能获得交换，如果价格让步就在支付上索求，如果支付让步就谈盈利对赌，交易要具有博弈性才能稳定，这是很重要的一点。在监管沟通方面，基于目前 A 股的环境，打擦边球赚钱的时代已经过去了，A 股阳光赚钱的机会非常多，不要认为信息不对称是绝对的内幕，消息没有那么重要。在和监管的沟通上，要明确监管部门只能做锦上添花，不可能雪中送炭。很多并购是不需要找关系的，不要有惯性思维。

交易的整合，在这两年越来越重要了，因为这两年并购从简单的股价套利问题逐渐回归到了基本面问题，因为效果不太好，价格又很高。在并购的投资、产业整合、证券化套利几个逻

辑，再到证券化套利的时候，利润空间没有那么大了，大家就会关注到投资逻辑，就会对交易价格特别计较、对成长性特别计较、对产业整合特别计较。并购回归基本面的一个重要因素是并购的获利从单纯的股价上涨而转变成对基本面产业的支撑。整合并不是从交易完成开始而是从交易的方案设计过度期间就开始了，比如说交易方案设计也会让对方老板把一部分股权转让给管理层，最后把股权激励跟并购结合起来；在审批的过度期间双方要做一定的业务层面的合作来彼此熟悉对方的人和企业文化，这个可以为整合争取一些时间。整合主要关注两点，一点是激励，如果没有激励你买的企业管理层不好好干活，这个企业的效益就不会好；第二点是约束，一定要有约束，约束可以让掉地的发展战略跟整体的上市公司的发展战略相同，约束还防止因为这个公司的不规范行为把整个上市公司的融资功能给毁掉。

四、结合并购如何把握投资机会

中国的资本市场普遍认为投资是最简单的一件事情，其实投资是一件非常难的事情，因为投资要有钱，而自己没有那么多的钱，这就要去融钱，融到钱了还要取得对方的信任，让对方能够把钱拿过来交给你管；投资还要能够把钱转换为投资的机会，要找到合适的项目以合适的价格投进去；投资是需要最后有结果作为评判的。在赚钱的情况下最牛的投资是能持续赚钱，而且随着规模的增加收益率也不减少。所以能融到钱、能投到项目、能赚钱、能持续赚钱这中间的哪个环节都是很难的。在 A 股这个环境下要能赚钱，一定是在要钱之外还有其他的资源和优势，要么在 A 股有硬资源（上市公司的平台）融资平台实现资源高效率配置，助力上市公司成长，股票 PE 倍数高，发股并购证券化套利空间大；要么对产业有一个真正的认知，基本产业的认识形成价值判断和趋势判断；要么有极强的操盘能力，交易套利机会捕捉、与客户共赢的利益捆绑、战略股东的成长辅佐能力、专业背书效果。

而 A 股并购基金的盈利机遇在于，一、大规模证券化过程中的交易性机会，我国资产证券化率尚低；借壳上市、整体上市、出售于上市公司等过程中存在大量的交易型机会；针对特定交易机会量身定制的交易结构。二、伴随龙头企业成长，与具备产业梦想，想借助资本市场不断外延式扩张的“未来蓝筹”企业形成长期的资本合作伙伴关系。三、参与国有企业混合所有制过程，国有资产的证券化机遇；国有企业不断稀释股权形成一股独大模式过程中的参与机会；解决管理层激励而做资本投入过程中的机遇；产业升级而做的股权调整机遇。四、跨市场套利机遇，A 股市场与境外市场估值差异形成的扩市场套利机会；并购基金打通境内外资本通道，利用境内外市场资金成本不同实现获利。五、个案的 Buy Out 机遇存在的问题，商业模式成熟而管理效率待提升的标的难找；杠杆不好加；成熟的置业经理人难找；长线的 LP 不多。六、

并购中的夹层融资，股权债权融资效率低；LP 与上市公司利益不易分配。

上市公司+PE 并购基金的模式，是 A 股这几年比较火的一种模式，即上市公司和资金方共同成立一个基金，在特殊的领域内去收购标的，最后指定在上市公司退出。这个听起来好像很有吸引力，资金的流入和退出渠道都有了，但是并没有解决并购的根本问题。这种封闭的有效逻辑闭环会有很大的问题：一、并非有钱就能做投资，上市公司+PE 设立的基金把钱拿到后，最大的问题是这些钱投不出去或者是投出去后效果不好，因此要想成功一定是有钱加价值和趋势的识别能力，还有一定的博弈能力；二、即使买到了合适的标的，在往上市公司注册的时候，可以定制它的交易方式和方向，但是没办法定制出条件。由此可以看出，上市公司+PE 在市场上都是一种弱帮弱的一种形式，上市公司本身自己整合资源能力很差，基金本身能力也很差，在这两种形式下大家聚在一起互相帮助；其实真正嫁接能力强的上市公司和真正能力强的基金机构一般情况下是不愿意做这种绑定式交易的。

近年来境外并购增多，主要原因有：相对估值合理，跨市场及证券化套利空间巨大。牛逼品牌和技术与境内消费市场有真协同。境外融资方便，而且成本特别低。境外标的多是并购基金持有，变现意图明确。境内土豪初具国际视野，农村小伙追国际名模丝毫不手软。老外不太忽悠，骗子更少。

五、总结及相关知识点

在新三板中，新三板挂牌条件是：依法设立且存续（存在并持续）满 2 年、股东人数小于等于 200 人（如超过 200 人需要证监会核准）、业务明确，具有持续经营能力、公司治理机制健全，合法规范经营、股权明晰，股票发行和转让行为合法合规、主办券商推荐并持续督导、全国股份转让系统公司要求的其他条件。新三板最大的特点在于市场化，如果说 A 股是 1.0 版的证券市场，那么新三板就是 2.0 版。新三板对企业盈利不做实质性的审核，什么样的企业都可以上去，这里面部分企业就会体现出投资价值。

新三板最大的不确定性来源于两方面：一方面是政策上如果再设立高门槛，新三板最后的玩法会接近于 A 股，这在中国的政策环境下是极有可能的。第二基于中国这种投资属性，很多投机基金进入后进行炒作，最终价格会偏离价值。但总体而言目前的新三板较 A 股来说更具有市场化，尽管流动性稍差，但是估值更加合理，投资时基本面所占权重更高，非常适合机构投资者布局。对比新三板与创业板挂牌/上市条件，核心差异在于财务指标的门槛。新三板公司没有盈利条件，没有对净资产、总股本、收入与现金等的财务要求。如果未来注册制取消盈利指标的门槛，并要求新三板挂牌达到满一年即可转板（新三板挂牌公司的经营年限是依法设立

且持续经营满 2 年)，那么新三板转板公司和创业板 IPO 公司的实质差异仅为 200 人股东人数的门槛。

新三板发展的主要方向是：新三板成为多层次资本市场的重要组成部分，秉承的原则是：注册制、低门槛、高包容，把组织交易的事情交给主办券商，把价值判断的事情交给市场。只是严格的退市制度还有待完善，自律监管还有待加强。新三板目前流动性差，未来亟待解决流动性问题，目前解决该问题最重要的出口就是“注册制”的开启，三板起到这样的作用：聚集大量经过规范的中小企业，多级分化后一小部分转板，一部分成为并购标的，剩余一大部分表现平平。新三板已经分层，最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 2000 万元；最近两年平均净资产收益率不低于 10；最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人；最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 50%，最近两年平均营业收入不低于 4000 万元，股本不少于 2000 万元；最近 3 个月日均市值不少于 6 亿元，最近一年年末股东权益不少于 5000 万元，做市商不少于 6 家。

最后，我们再来看看投行服务的几个不同层次。从最基础的角度上看，财务顾问可以提供通道服务，做材料走流程，这也是财务顾问的牌照价值；然后是做项目协调，并购的项目协调是动态的，内外部都需要进行协调，在协调里面执行经验是很重要的；接下来是撮合交易，财务顾问要能够洞察老板语言后面的东西，基于行业的理解做初步的价值判断，还有提供过桥融资，在交易里面控制节奏、掌握预期，平衡利益，通过基于预期的管理让多方达成共赢，这是最难的，也是最有中介机构的价值所在。当然，最高的境界是同客户一同成长，通过投行的服务使客户成长为伟大的企业。

2017 年 G20 大事记

1 月 16-17 日，二十国集团（G20）绿色金融研究小组会议在德国法兰克福举行了今年第一次会议。本次法兰克福会议是德国接任 G20 主席国后主办的第一次绿色金融研究小组会议。会议研究了如何推进金融业环境风险分析和改善环境数据的可获得性等议题。与会代表对建立环境风险分析的知识共享平台和环境数据指南等选项展开了热烈讨论。

2 月 16-17 日，二十国集团外长会议在德国波恩召开，与会代表讨论了落实 2030 年可持续发展议程、维护和平、加强与非洲合作等议题，重申各国应携手合作共同应对全球性问题和挑战。为今年 7 月二十国集团汉堡峰会作准备。

3 月 17-18 日，二十国集团（G20）财长和央行行长会议德国巴登-巴登召开。会议围绕推进全球经济治理等达成共识，但海外舆论也注意到，这次会议声明中放弃了“反对一切形式的保护主义”的贸易主张表述，给全球贸易前景增加了更多不确定性。

4 月 6-7 日，二十国集团（G 2 0）首次围绕数字经济在德国杜塞尔多夫召开部长会议。会议达成共识，致力实现全球所有人到 2 0 2 5 年都能接入互联网。德国经济和能源部部长布丽吉特·齐普里斯说，数字化是经济增长的重要驱动力，其创造的机遇应当惠及所有人。数字化革命具有全球性，她呼吁人们避免陷入将数字化革命局限在本国的错误思维。更快的网速、更完备的网络基础设施、更好的数字化教育、能应用在工业 4 . 0、网络安全和自动驾驶等领域的数字化国际标准也是 G 2 0 成员国未来期望达成的目标。

4 月 20-21 日，二十国集团（G20）财长和央行行长会议在美国华盛顿举行。会议主要讨论了当前全球经济形势和增长框架、国际金融架构及全球金融治理、促进对非洲投资倡议、金融部门发展和监管等议题。

5 月 19 日-20 日，二十国集团（G 2 0）卫生部长会议在柏林召开。会议关注对抗全球性健康威胁，达成了卫生部长《柏林宣言》。G20 卫生部长在本次会议后发表的《柏林宣言》中承诺，他们将争取在 2018 年底前开始落实各国关于遏制抗生素耐药性的国家行动计划，同时加强抗生素作为处方药的监管、支持相关科研。

7 月 7 日-8 日，二十国集团领导人第十二次峰会在德国汉堡举行。这次峰会的主题：“塑造联动世界”。自由贸易和气候变化是本届峰会最受关注的议题。经过两天会谈，二十国集团

一致支持自由贸易，但由于美国的退出，与会各方未能就应对气候变化的《巴黎协定》达成共识。习近平出席并发表题为《坚持开放包容 推动联动增长》的重要讲话：第一，我们要坚持建设开放型世界经济大方向。我们要坚持走开放发展、互利共赢之路，共同做大世界经济的蛋糕。第二，我们要共同为世界经济增长发掘新动力。这个动力首先来自创新。这个动力也来自更好解决发展问题，落实 2030 年可持续发展议程。第三，我们要携手使世界经济增长更加包容。第四，我们要继续完善全球经济治理。

10 月 12 日—13 日，二十国集团 (G20) 财长和央行行长会议在美国华盛顿举行。此次会议是德国担任 G20 主席国期间最后一次财长和央行行长会议。会议主要讨论了当前全球经济形势和增长框架、国际金融架构、金融部门发展和监管、加强与非洲合作、国际税收合作等议题。全球主要经济体的财长们一致认为，全球经济动力已经增强，应该把握目前全球经济稳健发展的良机，及时采取必要措施，推进在财政以及劳动部门的结构性改革来保持经济增长动力。财长们还同意，在政策协调方面的共同努力对保持经济韧性十分关键。各经济体应抓住经济提速的顺周期机遇推进改革，采取合适的政策组合以提高潜在产出，增强经济韧性。

11 月 15-16 日，G20 全球中小企业金融论坛 (Global SME Finance Forum) 召开，此次论坛聚集了两百余位来自全世界的银行、金融科技公司精英和政府官员。世界银行集团副行长华敬东、德国财政部首席经济学家 LudgerSchuknecht, 世行国际金融公司 (IFC) 首席经济学家褚浩全，以及多国金融领域官员出席。帛施国际中国区代表秦真女士作为成员代表，受邀出席这次全球盛会。会议聚焦于“如何用合作、创新与技术加速中小企业金融发展”。“中小企业融资企业融资难融资贵已成为世界难题，作为国际企业服务公司，帛施国际理应响应全球政府呼吁，结合金融与科技着手落实普惠金融，推进金融服务业脱虚向实，”

2017 年 G20 研究中心大事记

10月16日下午,《区域与全球发展》创刊号暨《二十国集团(G20)发展报告(2016-2017)》发布会在图书馆举行。发布会由《区域与全球发展》编辑部及二十国集团研究中心联合承办。原中共中央委员、中央候补委员、中国社科院原常务副院长王洛林,我校校长、《区域与全球发展》主编、二十国集团研究中心主任彭龙出席发布会,发布会由副校长孙有中主持。

为向国内外学术界推介区域和全球发展研究领域的最新学术成果,实现服务国家“一带一路”战略的目标,经国家新闻出版广电总局批准,我校特推出聚焦区域研究与全球发展的学术性刊物,并已于9月推出创刊号。该刊物由教育部主管、我校主办、外语教学与研究出版社出版,重点栏目包括全球治理、区域问题、国别研究、区域与全球文明、国际组织专题等。首期刊物就聚焦于中国“一带一路”倡议、全球经济治理体系变革、特朗普的中东政策等区域与全球热点议题,兼具理论深度与现实意义。

同期发布的《二十国集团(G20)发展报告(2016-2017)》由我校二十国集团研究中心组织编写,通过整理大量一手资料和数据,系统性地对二十国集团主要成员国过去两年间的经济发展状况进行了梳理及深入研究,并从学术视角探讨了跨境资本流动和后危机时代各国为促进经济转型升级而采取的创新战略等议题,还关注了G20杭州峰会、全球治理、气候变化等热点问题。《二十国集团(G20)发展报告(2016-2017)》是《二十国集团发展报告》系列丛书的第二部作品,自出版以来受到了社会各界的广泛关注。

彭龙指出,《区域与全球发展》创刊号及《二十国集团(G20)发展报告(2016-2017)》的出版是我校教育部国别和区域研究基地建设的新成果。北外将于近期实现与中国建交国家的官方语言和区域研究的全覆盖,该杂志的创建与发布对于此战略的实现意义重大。希望通过《区域与全球发展》这个平台,支持并鼓励各语言专业的教师,加强区域与国别研究。北京外国语大学未来将进一步发挥多语种、多学科的优势,将区域国别研究打造为学校未来发展的重点学科领域,主动服务国家战略,为中国参与全球政治、经济治理提供智力支持。同时也向校内外专家对杂志的支持与帮助表示诚挚地感谢,北京外国语大学一定集全校之力及社会资源的支持将杂志办好。

发布会上,原中共中央委员、中央候补委员、中国社科院原常务副院长王洛林高度肯定了我校在区域研究领域所取得的成果,同时也指出我国在区域与国别研究上还有很长的路要走,将尽自身所能,为杂志的发展壮大而努力。中国社科院经济研究所所长高培勇则为杂志近期的

选题提供了一个可行的方向，认为杂志应以改革开放 40 年、新中国建国 70 周年为契机讲好中国故事，总结中国经验。中国社科院财经战略研究院院长何德旭也提出一个新刊物的创办来之不易，尤其是在国内学术期刊数量繁多、竞争激烈的大背景下，建议杂志编辑部要通过各种形式，吸纳年轻学术力量，实现杂志的长远发展。中国国际经贸法研究会会长沈四宝也希望杂志的创办能为中国更深地介入全球化以及“一带一路”战略服务，在国内学术理论与实践的结合上起到引领作用。我校国际关系学院院长李永辉教授也就杂志的未来发展提出了相关建议，受到与会学者专家的一致认可。来自北京大学、中国社会科学院、对外经贸大学、中国现代国际关系研究院、北京理工大学与我校的五十余位专家学者共同参加了当天下午的发布仪式，并就相关议题进行了深入研讨。

10 月 18 日，北外 G20 研究中心围绕“中韩经贸合作现状及发展方向”举办了一场学术沙龙。特邀嘉宾北京外国语大学客座教授、区域与全球治理高等研究院研究员、韩国统一部教育委员、韩中社会科学学会常务理事、中日韩东北亚经济合作论坛秘书长、韩国今明智库中央执行委员禹辰勋教授从中韩贸易 25 年回顾与现状、贸易结构、萨德争端和发展方向四个方面进行讲解。

关于中韩贸易 25 年回顾与现状，禹辰勋教授指出，造成 2013 年创历史最高后逐渐减少造成这一现象的原因：中国的‘红色供应链’代替进口产品，韩国企业撤出中国，转向东南亚等。2006 年，新建企业数最高达到 2389 家后出现下降的主要原因是中国的劳动成本持续增长，中国政府的环境法更加严格等。

关于中韩贸易结构，禹辰勋教授指出，过去中韩两国贸易以货物贸易为主，近期服务贸易正在扩大，中韩 FTA 服务领域后续谈判结束后，服务贸易将成为中韩贸易的新增长动力。尤其是中国扩大医疗、教育、旅游、文化领域开放，韩国对中国服务贸易出口有望增加。

关于萨德争端方面，禹辰勋教授指出，2017 年上半年，韩国对中国出口同比增加的主要原因是国际油价上涨，全球贸易放缓，中国经济回暖，半导体行业进入景气周期，上年度对华出口骤减带来的基数效应等；受萨德争端影响韩国对中国 FDI 出现下降趋势，外国投资企业的出口在中国全部出口所占的比重也有所下降，其主要原因：国民经济结构调整，引进外资政策发生变化，金融危机后，限制能源消耗过大及对环境有污染的 FDI，有选择推进高科技制造业和先进服务业。

对于中韩贸易未来的发展方向方面，禹辰勋教授指出，过去 25 年，中韩两国通过加工贸易方式度过了贸易互补的黄金时期，随着中国增长方式的转换，韩国对中国出口将以中间产品

为主转为消费产品为主，受两国产业的互补性，中韩 FTA 影响，两国贸易将以 3000 亿美元为目标发展，中国产业结构的提升，两国“竞争的同时又进行合作”不可避免，应追求中韩共创商务模式。为了应对新保护贸易主义抬头，推进东亚 FTA 和经济整合，中韩两国应加强“中日韩 FTA”和“区域全面经济伙伴关系（RCEP）”协商方面的合作，扩大两国之间企业 M&A，技术投资等扩大两国之间人民币贸易结算规模。

禹辰勋教授在最后指出，为了避免因受两国政治关系变化影响而政府之间官方对话关闭的情况，有必要尽快建立“中韩经济对话机制”以适时讨论解决必要的经济议题，韩国应主动扛起东北地区“一带一路”发展的据点国家责任，在中-韩-朝-俄的经济走廊推进过程中起到主导作用，为地区稳定做出贡献，同时实现经济利益，考虑在东北地区一带一路沿线建立“第二开城工团”。

11 月 15 日，北外 G20 研究中心围绕“本轮复苏有什么不同？关注贸易复苏的深层含义”在北京外国语大学图书馆三层会议室举办了一场学术沙龙。特邀嘉宾中银国际证券首席宏观分析师朱启兵先生为大家详细介绍了本轮贸易复苏有什么不同之处以及本轮贸易复苏的深层含义。

朱启兵表示：本轮贸易复苏最大的区别在于净出口贡献回升，进口增速快于出口，经常项目顺差占 GDP 比例下降；在贸易对需求的综合影响这方面从相关的统计数据可以看出前三季度出口对 GDP 的贡献和贡献率远高于统计局公布的贡献和贡献率数值；从相关数据可以看出影响汇率的更多是基本面预期，中国的外汇储备并无风险；不同类别商品的贸易竞争力的变化恰恰显示了中国经济的转型过程，即中国的出口结构正在发生变化，中国逐步走向价值链的中高端。

对于本轮贸易复苏的深层含义，朱启兵从供给端看贸易复苏和顺差收窄、进口结构的变化并通过一个实证研究来分析，他表示：在经济增长达到一定阶段，即人均 GNI 达到 3000—4000 美元，进入上中等收入水平时，出口导致的储蓄过剩效应开始出现，此时，加大进口将有助于国内资本形成并进而再度推动经济增长和人均收入的提升；而随着人均 GNI 增长到 6000—8000 美元时，接近高收入时，出口对国内经济增长的正面效应将再度发挥作用。

朱启兵最后在政策选择这方面从货币、贸易伙伴关系以及海外投资和国内情况进行了讲解。

12 月 13 日，北外 G20 研究中心围绕“A 股市场并购的逻辑与实操”在北京外国语大学图书馆三层会议室举办了一场学术沙龙。特邀嘉宾华泰联合董事总经理、并购业务负责人劳志明先生从驱动、方案、交易和投资等方面为大家详细介绍了 A 股市场上并购的逻辑与实际操作。

劳志明表示，并购作为交易是企业市场战略或者实现商业利益的工具——并购能给企业带

来战略的实现，而战略实践背后是巨大的商业利益。并购对于企业而言有三个维度的意义，第一个是投资维度，第二个是产业整合维度，第三个是证券化估值后获利的维度。成功的企业并购通常需要经历战略、交易、执行和整合几个阶段。

并购方案是一个综合的方案，涉及的东西非常复杂，包括价格的高低，支付方式的选择，未来的盈利对赌以及整合，还包括节奏的把握、税费的综合处理，还有会计处理的适当性。并购方案的设计一定是在利益的平衡下找到的最有效解决方案：这个方案对于交易双方是最优的，但是对于任一单方来讲可能都不是最好的。

基于资本市场的投资获利逻辑，投资要想获利要么有上市公司平台资源，要么对产业有价值判断能力，或者对交易有很强的撮合操盘能力，交易操盘能力也是投资获利的优势之一。接着，他对中国公司海外收购的动因、投行在并购中的段位与服务进行了讲解。