

工作報告
編號 12/06

人民幣國際化： 臺灣準備了甚麼？

經濟分析
香港，2012年4月23日

人民幣國際化：臺灣準備了甚麼？

作者: Alicia Garcia-Herrero, Yingyi Tsai and Le Xia

2012年4月23日

摘要

隨著人民幣國際化的穩定步伐，本報告提出台灣為下一個有潛力的離岸人民幣中心。我們回顧香港成功背後的動力及確立台灣為何能跟隨香港的腳步的因素。首先，台灣跟中國的經濟連結在貿易及海外直接投資方面都是非常龐大的，而他們已越來越受到跨海峽改善的政治形勢的支持。其次，相對較大的台灣金融體系-尤其若我們考慮其在投資及保險公司方面龐大的儲備，及其運作良好的公共建設，這些都是發展一個離岸人民幣中心的必要元素。最後，跟隨香港的經驗，我們在台灣成為下一個離岸人民幣中心方面具可能的先決條件上提出一些建議。

關鍵詞: 人民幣國際化, 離岸人民幣市場.

JEL: F33, F36, F42.

介紹

與其他主要貨幣（如美元和英鎊）的國際化經歷相比，人民幣的國際化方式大不相同，即在離岸市場，而不是在岸市場。中國資本帳戶的不可兌換是這一奇怪戰略背後的原因。

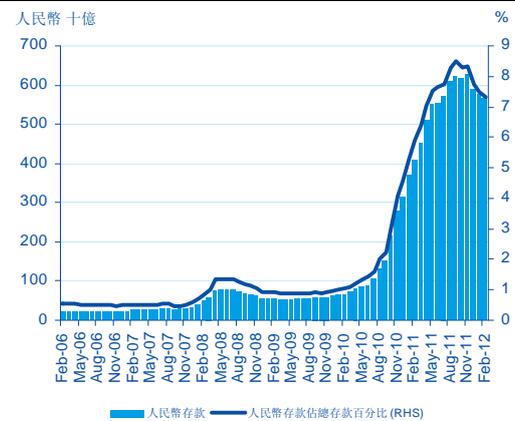
該戰略始於一個試點計畫。正如中國通常情況那樣，北京當局選擇香港來執行，首先精心選擇一些中國出口與進口公司的人民幣貿易結算。試點計畫有效推動了人民幣結算跨境貿易的增長。在 2011 年，中國超過 9% 的出口與進口是用人民幣結算的，與之相比，2009 年下半年這個數字僅為 0.04%（圖 1）。同時，截止 2012 年 2 月，香港的人民幣存款迅速增長，超過 5500 億人民幣，占香港存款總額的 7.5%。

圖 1
RMB 貿易結算迅速增長



來源：CEIC 和 BBVA Research

圖 2
香港 RMB 存款增長迅速



來源：CEIC 和 BBVA Research

香港被賦予此種特權的原因是多方面的。首先是在貿易和FDI方面與中國強大的經濟聯繫。其次，長期以來，香港一直被認為是亞洲地區最重要的離岸金融中心，擁有大量國外儲蓄。第三，在過去幾年內，香港積累了豐富的與中國公司打交道的經驗（IPOs、銀行融資，甚至 HKD 債券發行）。第四，香港與中國有著特殊的關係；實際上，它被認為是“一國兩制”框架下的一個特別行政區。最後也是非常重要的一點是，長期以來，在引入人民幣試點項目前¹，香港積累了大量現金人民幣（來自旅遊和灰色經濟活動）。而這些人民幣現金調回國內成本曾經很高。這顯然為香港居民帶來了人民幣存款需求，特別是在人民幣預計會升值時。

因此，香港形成一個離岸人民幣市場 - “CNH 市場”（H 表示香港），與之相比的是傳統的在岸市場（CNY 市場）。

除香港外，對兩個其他金融中心 - 新加坡和倫敦 - 也討論了其作為人民幣離岸中心的可能性。儘管新加坡和倫敦都是重要的金融中心，但兩者不像香港那樣與中國關係密切，也不如臺灣。

我們認為，臺灣目前尚不可能成為下一個人民幣離岸中心，關於其在人民幣國際化進程中的潛在作用也沒有太多討論。國際觀察員（如果有）對此保持一個相對悲觀的論調（例如，Chatham 即將出版的題為“大中國區的金融中心”的著作稱，“至於臺北，它在近期不太可能成為人民幣離岸中心，或在人民幣國際化進程中發揮任何重要作用”）。除非中國當局非常看重英國的金融專業知識 - 不管是倫敦的還是其前殖民地香港和新加坡的，我們認為，臺灣成為一個離岸人民幣中心也是一個好選擇，甚至更好。更重要的是，臺灣不會成為倫敦或新加坡甚至香港的競爭對手，因為它基本上僅滿足臺灣 - 中國的經濟關係需求。在香港創造性地以 CNH 表示這一市場之後，臺灣的人民幣離岸市場可能將在全球所有彭博終端（Bloomberg terminals）上以 CNT 市場出現。

¹對於趨向人民幣國際化描述，請參見 BBVA 經濟觀察 (2010)。

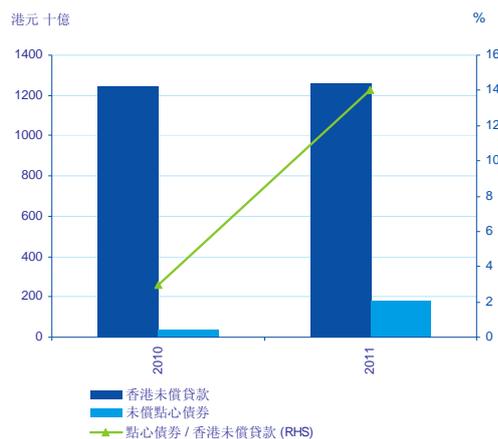
臺灣為什麼會在倫敦和新加坡之前發展 CNT 市場有多個原因。首先也是最重要的是，與英國或甚至新加坡相比，它與中國有著更加強大的經濟聯繫。如果我們認為中國當局在實際匯率的堅實基礎上推進人民幣國際化，臺灣作為一個主要競爭者脫穎而出。其次，儘管臺灣不像香港那樣與中國保持政治親密性（也不想這樣做），但在國民黨於 2008 年上臺並於 2012 年第二次執政以來，它目前享受著比過去更好的形勢。實際上，中國大陸和臺灣政治關係的改善使得 2010 年 9 月通過一項最惠貿易協定，以降低中國大陸和臺灣之間的關稅及商業壁壘，即《海峽兩岸經濟合作框架協定》（ECFA）。第三，像香港那樣，臺灣也積累了大量的人民幣現金。顯而易見，其與大陸的經濟關係比香港更加處於一個灰色區域。最後，臺灣的金融體系規模一點也不小，因為其保險和投資公司彙集了大部分臺灣人的儲蓄。

臺灣從香港的經驗中可以學到什麼？

香港迅速成為人民幣操作的一個重要中心。首先，儘管人民幣存款（CNH）自 2011 年底以來開始停滯，但它在過去兩年內增長非常迅速，這與人民幣對美元升值造成的大幅下滑有關。人民幣結算也增長非常迅速，目前約占中國進口與出口的 9%。另外，CNH 充滿活力的債券發行市場也在開發，即所謂的“點心債”市場。

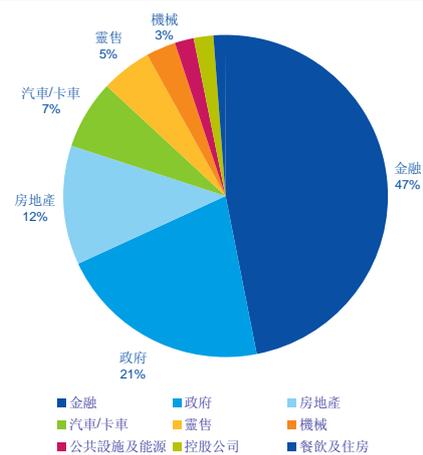
如果沒有來自中國的持續政策支持，如此快速增長將是不可能的，政策支持也為香港人民幣貨幣市場的發展創造了條件。對於確保 CNH 貨幣市場流動性至關重要的措施是中央銀行（中國人民銀行）為 HKMA 提供一個人民幣換匯額度。協議在 2009 年 1 月最初簽訂是規模為 2000 億人民幣啟動，並在 2011 年 11 月增至 4000 億人民幣。其次是指定中國銀行（香港）為香港人民幣清算行，賦予其對 CNH 交易最終清算的職責。中國副總理李克強在 2011 年 8 月對香港的歷史性訪問期間宣佈更多措施支持 CNH 發展，包括允許部分 CNH 重新進入中國²。實際上，對於源自香港離岸人民幣存款進入中國的證券投資都設定了配額（RQFII），並且允許發行“點心”債券的款項以 FDI 的形式進入中國。

圖 3
“點心”債券和港幣債券



來源：CEIC 和 BBVA Research

圖 4
各種“點心”債券發行者（按部門）



來源：HKMA 和 BBVA Research

目前，香港的離岸人民幣市場已經在各個方面取得重大進展。“點心”債券市場在過去兩年內經歷了快速增長。截止 2011 年底，“點心”債券未償還部分已增至 2170 億人民幣，占未償還港幣債券總額的 21.1%（圖 3）。此外，“點心”債券的發行者包括從亞洲開發銀行到中國財政部，從著名跨國企業到香港本地公司（圖 4）。

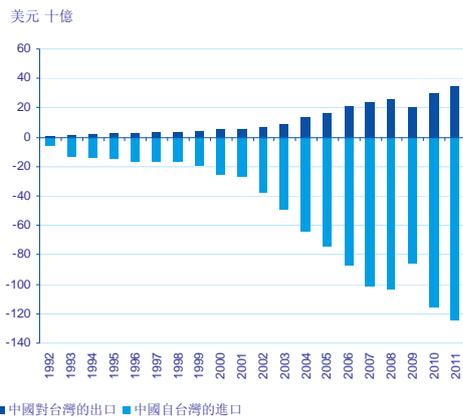
²注意，超越 RQFII，一些海外公司被批准直接在香港借人民幣貸款然後送回內地

臺灣是否對 CNT 感興趣?

臺灣是中國最重要的貿易夥伴之一。在最近 20 年內，臺灣與中國的貿易量穩步增長（圖 5）。此外，在所有貿易夥伴中，中國對臺灣的貿易逆差最大。臺灣還在中國 FDI 中佔據相當大份額。2011 年，中國宣佈在 2011 年從臺灣獲得 67 億美元的直接投資。與美國的 30 億美元甚至整個歐洲的 64 億美元相比，這是有利的（圖 6）

圖 5

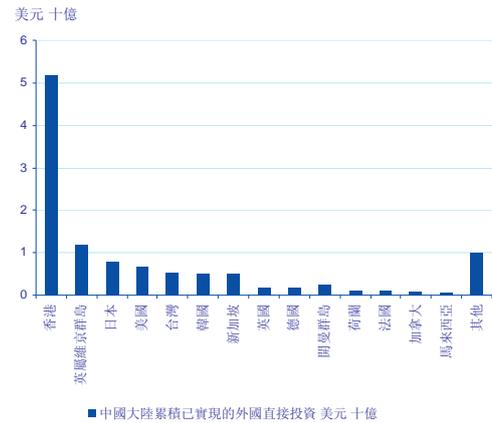
中國大陸與臺灣之間的雙邊貿易



來源：臺灣大陸委員會和 BBVA Research

圖 6

臺灣是中國大陸一個重要的直接投資者 (1979 - 09/2011)



來源：臺灣大陸委員會和 BBVA Research

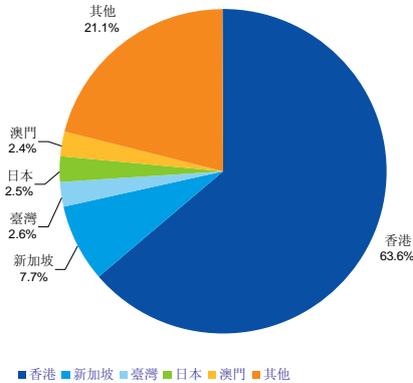
確實，在上述試點計畫開始後，臺灣進口商和出口商一直積極參與通過香港的人民幣與中國進行貿易結算。截止2012年1月，中國和臺灣之間的人民幣結算貿易占2.6%，僅次於香港（63.6%）和新加坡（7.7%）（圖7）。此外，在與中國的雙邊貿易關係方面，臺灣的重要性顯然超過新加坡和英國（圖8）這兩個香港之後成爲下一個離岸人民幣市場的兩個可能競爭對手。

儘管目前沒有關於臺灣人在香港人民幣持有量的資訊，但中國和臺灣之間的長期經濟聯繫表明，該持有量可能占相當大份額。如果考慮長期以來臺灣人一直在通過香港與中國貿易和開展FDI，則情況更是如此。

自2010年中期以來，臺灣中華民國中央銀行行長彭淮南表示有興趣與中國人民銀行就海峽兩岸貨幣結算達成協議，同時他還承認人民幣的國際作用越來越大。對彭淮南言論的可能解釋是缺乏正規管道，以使遷移的臺灣企業可調回其從中國獲得的利潤，並緩解允許進入中國金融市場的臺灣金融機構日益增大的壓力。

图 7

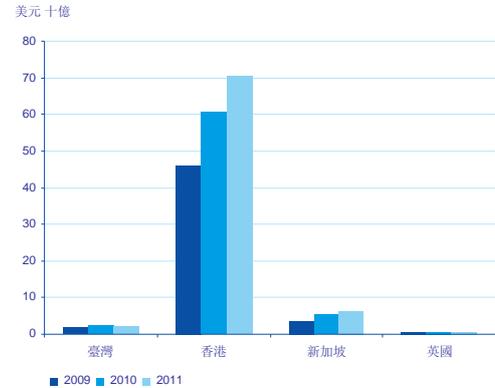
截止 2012 年 1 月，臺灣在人民幣貿易結算中的份額排第三位，僅次於香港和新加坡



來源：臺灣大陸委員會和 BBVA Research

图 8

與新加坡和英國相比，臺灣與中國的貿易關係更加密切



來源：臺灣大陸委員會、CEIC 和 BBVA Research

至於第一個問題，中國對資本流入和流出的嚴格控制為在中國經營的臺灣企業將其利潤調回臺灣製造了巨大難題。人民幣的不可兌換以及相關交易成本使情況更加惡化，例如，貨幣轉移是通過地下管道或主要貨幣如美元的清算制度完成的。至於第二個原因，兩國開放金融部門是臺灣進入 ECFA 談判的主要原因之一，但迄今為止，尚未取得滿意進展。

如果我們考慮人民幣或台幣 (TWD) 在海峽兩岸各自管轄區域內均沒有獲得官方認可，則這種情況更加奇怪。換句話說，兩個有著強大經濟關係的地區沒有承認對方貨幣。這使得建立一個 CNT 離岸中心的收益可能非常巨大。更可能的是，它將使海峽兩岸許多地下經濟活動浮出表面。

實際上，正如 2010 年 7 月正式宣佈那樣，今天人民幣和台幣的兌換、供應與調回仍通過作為代理銀行的香港銀行來完成。在這種安排下，香港的人民幣清算銀行將向符合條件的臺灣商業銀行的香港支行提供人民幣貨幣兌換及相關服務。反過來，這些商業銀行的臺灣總部將向臺灣其他授權金融機構提供人民幣貨幣兌換服務，從而為本地個人客戶提供服務。

目前，有七家臺灣銀行在大陸設立了支行，還有四家銀行設立了代辦處。大多數銀行選擇將其辦公室設在廣東省、江蘇省和上海市的東莞、昆山、深圳和蘇州等地。臺灣銀行似乎很重視金融服務部分，以滿足在 90 年代離開臺灣在大陸經營的遷移企業的需求。

鑒於臺灣與中國的經濟和金融聯繫越來越密切，顯然，允許在臺灣進行兩種貨幣結算，而不是間接通過香港，將極大地推動其經濟關係。

中國會得到什麼？

建立另一個人民幣離岸中心將有助於中國加快人民幣國際化進程，從而從根本上緩解中國人民銀行對沖的龐大資本流入的壓力。臺灣與倫敦或甚至新加坡之間的不同在於，鑒於兩個地區強大的貿易關係，臺灣銀行存入的人民幣大部分在本質上是非投機性的。

香港近期經驗表明，對人民幣升值的投機給駕馭穩定的人民幣國際化進程帶來很多困難。實際上，在岸和離岸人民幣匯率與利率之間長期存在的差異表明了大量單向押注人民幣升值的投機行為，投機行為的轉向造成了 2011 年底造成 CNH 存款突然下降。這些投機部分可能加劇進出中國資本流動的波動性，為中國人民銀行執行貨幣政策製造了額外的難題。

此外，看看中國貿易夥伴的性質，顯然，臺灣和香港有著截然不同的特點，即臺灣以製造業為基礎，而香港相對面向金融。另外，其貿易地位也顯著不同。根據中國關稅統計資料，香港與中國大陸有著相當大的貿易逆差，達到 2525 億美元，而臺灣有著較大貿易順差，達到 898

億美元。建立一個CNT市場將不僅在降低公司匯率風險和交易成本的同時促進人民幣貿易結算，而且還打開了未來人民幣財富管理業務的發展之路。

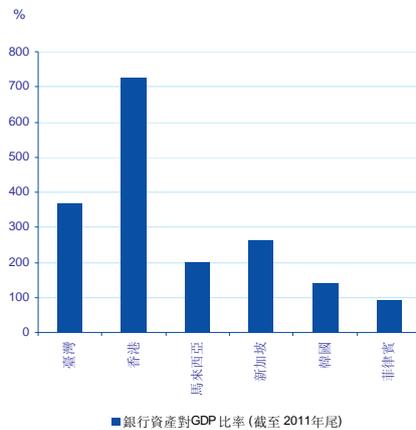
至於金融聯繫，儘管中國統計表明從臺灣獲得大量直接FDI，但人們認為，香港FDI中包含相當大的部分實際來自臺灣的FDI，香港FDI占中國流入FDI總額的72%。總之，臺灣顯然是中國最重要的外國直接投資者之一。

除了從實際部門人民幣流動中受益，台灣還擁有大量的人民幣儲蓄資產。截止2011年12月，臺灣的金融資產達到GDP的367%（圖9）。債券市場的規模實際上比香港或新加坡更大（圖10）。最後，截止2011年底，臺灣股票市場的市場資本總額為6350億美元，僅稍低於新加坡（2011年底為7350億美元）。

中國建立CNT離岸市場的最後且可能是最重要的優點是政治範疇。不用說，這將改善海峽兩岸目前經濟合作的總體框架。

图 9

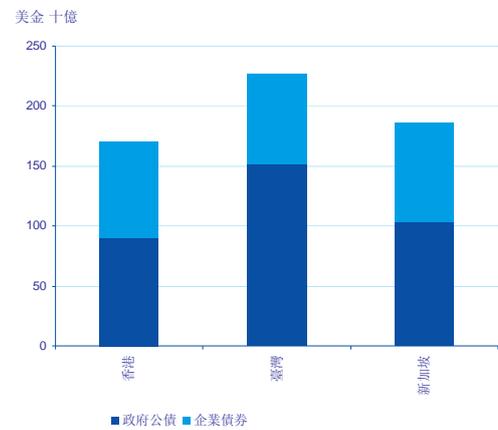
臺灣在亞洲經濟體中具有較高的銀行資產與 GDP 比率



來源：CEIC 和 BBVA Research

图 10

臺灣債券市場在亞洲經濟體中相對較大



來源：CEIC 和 BBVA Research

香港一定會受損嗎？

自2010年6月跨境人民幣結算計畫全面啟動以來，人民幣相關業務的份額迅速增長。目前，人民幣已成為繼美元之後第二大外國貨幣。同時，信貸增長尤其迅速，經濟一直飛速發展，無意造成一些可以想像的結果，如資產和消費者價格通貨膨脹。

然而，令人擔憂的是，CNH業務實際上仍處於早期階段，因為對於中國的金融實力來說，它仍然是弱小的。實際上，CNH資產的份額仍遠不到中國M2的1%。與離岸美元與美國M2的比率相比（2008年底約為三分之一），如此低的數字僅為滄海一粟。與國際貨幣如美元或歐元的跨境持有量相比，CNH存款數額也很微小。

不用說，僅香港不能滿足全球人民幣資產的需求。越早認識到這一點，香港在不斷擴大資產泡沫方面的風險就越小。除了香港服務市場的實際能力外，還存在金融不穩定的風險，因為與香港銀行系統迅速增長的人民幣債務相比，獲得在岸人民幣仍然有限，且最終貸款者（即HKMA授信額度）相對較小。

因此，如果臺灣儲戶將其CNH資產移入CNT，鑒於其留出的空間，讓臺灣持有自己的人民幣資產至少對於更加多樣化的存款者來說似乎是一個不錯的選擇。實際上，在中國經營的臺灣企業需要調回部分利潤。由於迅速增長的人民幣存款，CNT的存在將使香港有效緩解不斷增大的壓力。CNT還將使遷移公司擺脫年度個人定額5萬美元的限制，後者導致在中國現行匯率制度下匯款過程成本高且耗時長。更重要的是，它還有利於台灣形成一個CNT市場，因為它

有助於為跨境貨幣流動反映的大中國經濟活動提供一個更好甚至更準確的指標，同時保持以人民幣結算的大部分臺灣利潤。

最後，應指出的是，建立CNT離岸中心無論如何不會影響其他中心創建，尤其是倫敦和新加坡，因為其目的完全不同。倫敦將有助於吸引不同時區的投資者（特別是歐洲，在紐約也被吸引的情況下，甚至還有美國）。新加坡將成為東盟一個重要的人民幣結算中心。

下一步行動

鑒於目前正處於討論階段，要設想建立CNT市場將採取哪些最合適的步驟是非常困難的。然而，香港的經驗可能為臺北提供一些借鑒。離岸人民幣中心要發展有多個前提條件。其中之一就是來自海峽兩岸的金融機構需要能夠更自由地在對方經營。臺灣ECFA與香港CEPA的對比說明，中國承諾在較大程度上對香港服務行業開放，這有助於為香港服務提供者創造更多人民幣結算需求。在這一方面，兩個主要國有商業銀行中至少有一家要在臺北全面運營，發揮清算銀行的作用，這似乎是必要的。根據香港經驗，該銀行可能是中國銀行。

表1顯示了海峽兩岸金融機構的交叉存在。2010年5月，中國銀行和交通銀行獲得批准在臺北設立代辦處，但這仍不足以發揮最終清算作用。臺灣目前外匯管理體制並沒有將人民幣作為中間清算貨幣，這一事實顯然使中國在臺灣開設支行複雜化。

至於FDI，臺灣對於外流進入中國的投資面臨更嚴格的限制（法規如表2所示）。此外，海峽兩岸投資壁壘不僅存在於金融部門，而且也存在於其他行業。這些投資壁壘的存在將阻礙CNT市場的發展，因為對於FDI，人民幣從官方管道回歸中國將受到此類法規限制。

最後，建立人民幣貨幣市場至關重要，當然，臺灣中華民國中央銀行與中國人民銀行之間人民幣換匯額度的存在也很重要。自2008年底以來，中國已與16個經濟體簽訂了貨幣兌換協議，這些經濟體大多數在亞洲，包括香港（2009年生效 / 2011年延期）和新加坡（2010年生效）。

總之，我們認為，臺灣應成為離岸金融中心之一，中國當局應在人民幣國際化進程中加以考慮。鑒於與倫敦或新加坡幾乎沒有競爭以及香港不可能吸收所有人民幣相關業務的事實，CNT對各方似乎是一個雙贏的局面。

表1
跨境金融合作協定進展

		中國	台灣
業別	時間		
	2009/4		海峽兩岸金融合作協議
銀行	2010/2	1.法規 <香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋> 允許銀行可展開人民幣融資及貸款，企業開設人民幣賬戶限制也得以放寬。	兩岸金融業務往來及投資許可管理辦法
	2010/3		
	2010/5	关于扩大跨境贸易人民币结算地区的通知	
	2011/7	李克強訪港，宣部人民幣貿易結算將擴大至全國	
證券	2010/2	1.法規名稱 <香港人民幣業務的監管原則及操作安排的詮釋> 放寬在港發行人民幣債券限制，允許香港及海外企業、金融機構在香港發行人民幣債券	兩岸證券及期貨業務往來及投資許可管理辦法
	2011/7	李克強訪港，宣佈將落實 RQFII、支持企業使用人民幣進行內地 FDI、擴大境內機構在港發行人民幣債規模等措施	
		2.成效 2010/8 海通資產管理發行首檔人民幣計價基金	
		外資企業(麥當勞)首次在港發行人民幣債券	
		2010 年 RMB 債發行金額達 RMB 36bn, 2011 年上半年發行金額已達 43bn。	核准 2 家投信事業赴大陸申設辦事處 13 家券商赴陸設立 28 處辦事處 核准 1 家投信與大陸證券業者合資申設大陸基金管理公司
保險	2010/3	1.法規 2.成效	兩岸保險業務往來及投資許可管理辦法 核准 9 家國內保險業赴陸參股投資

來源:臺灣金融監督管理委員會及 BBVA Research

表 2
台灣金融機構赴陸投資上限一覽表

業別	投資方式	投資上限
金控及其直接、間接控制之相關企業(不含銀行)	赴陸投資	金控淨值百分之十 ^{*1}
	設立分、子行及參股	銀行淨值百分之十五 ^{*2}
銀行	授信、投資及資金拆存總額度	上年度決算後淨值之一倍 ^{*3}
	設立分、子行及參股	機構淨值百分之四十 ^{*4}
證券期貨機構	設立分、子行及參股	機構淨值百分之四十 ^{*4}
保險業、保險代理人公司、保險經紀人公司及保險公證人公司	設立分、子行及參股	公司業主權益百分之四十 ^{*5}

*1. 法源依據：金融業務往來及投資許可管理辦法 § 7

*2. 法源依據：金融業務往來及投資許可管理辦法 § 7、

*2. 法源依據：金融業務往來及投資許可管理辦法 § 12-1

*3. 法源依據：證券期貨業務往來及投資許可管理辦法 § 5

*4. 法源依據：保險業務往來及投資許可管理辦法 § 6

來源:臺灣金融監督管理委員會及 BBVA Research

參考書目

BBVA Economic Watch, "RMB Cross Border Settlement: Origins, Mechanics and Opportunities", (March 2011).

Chen, Xiangming, "Business over Politics," China Business Review (March/April 1999), pp. 8-13.

Leng, Tse-Kang, "Dynamics of Taiwan-Mainland China Economic Relations," Asian Survey 38:5 (May 1998), pp. 494-509.

"Financial Centres in Greater China", Chatham House Report, forthcoming, (2012).

Tucker, Nancy Bernkopf, "The Taiwan Factor in the Vote on PNTR for China and Its WTO Accession," NBR [National Bureau of Research] Analysis 11:2, Essay 1 (2000), pp. 112.

工作報告

- 09/01 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia.
- 09/02 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?
- 09/03 **Alicia García-Herrero and Santiago Fernández de Lis:** The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools.
- 09/04 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.
- 09/05 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.
- 09/06 **Ángel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.
- 09/07 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.
- 09/08 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.
- 09/09 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabárbara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?
- 09/10 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.
- 09/11 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.
- 09/12 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers.
- 09/13 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta y Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile.
- 09/14 **Máximo Camacho: MICA-BBVA:** A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.
- 09/15 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.
- 09/16 **Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu:** China's Exchange Rate Policy and Asian Trade.
- 09/17 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.
- 09/18 **Alicia García Herrero y Daniel Santabárbara García:** Una valoración de la reforma del sistema bancario de China.
- 09/19 **C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan.
- 09/20 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Un balance de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica.
- 09/21 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica.
- 10/01 **Carlos Herrera:** Rentabilidad de largo plazo y tasas de reemplazo en el Sistema de Pensiones de México.

- 10/02 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** Projections of the Impact of Pension Funds on Investment in Infrastructure and Growth in Latin America.
- 10/03 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** A balance of Pension Fund Infrastructure Investments: The Experience in Latin America.
- 10/04 **Mónica Correa-López y Ana Cristina Mingorance-Arnáiz:** Demografía, Mercado de Trabajo y Tecnología: el Patrón de Crecimiento de Cataluña, 1978-2018.
- 10/05 **Soledad Hormazabal D.:** Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno.
- 10/06 **Soledad Hormazabal D.:** Corporate Governance and Pension Fund Administrators: The Chilean Case.
- 10/07 **Rafael Doménech y Juan Ramón García:** ¿Cómo Conseguir que Crezcan la Productividad y el Empleo, y Disminuya el Desequilibrio Exterior?
- 10/08 **Markus Brückner and Antonio Ciccone:** International Commodity Prices, Growth, and the Outbreak of Civil War in Sub-Saharan Africa.
- 10/09 **Antonio Ciccone and Marek Jarocinski:** Determinants of Economic Growth: Will Data Tell?
- 10/10 **Antonio Ciccone and Markus Brückner:** Rain and the Democratic Window of Opportunity.
- 10/11 **Eduardo Fuentes:** Incentivando la cotización voluntaria de los trabajadores independientes a los fondos de pensiones: una aproximación a partir del caso de Chile.
- 10/12 **Eduardo Fuentes:** Creating incentives for voluntary contributions to pension funds by independent workers: A primer based on the case of Chile.
- 10/13 **J. Andrés, J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both.
- 10/14 **Alicia García-Herrero:** Dynamic Provisioning: Some lessons from existing experiences.
- 10/15 **Arnoldo López Marmolejo and Fabrizio López-Gallo Dey:** Public and Private Liquidity Providers.
- 10/16 **Soledad Zignago:** Determinantes del comercio internacional en tiempos de crisis.
- 10/17 **Angel de la Fuente and José Emilio Boscá:** EU cohesion aid to Spain: a data set Part I: 2000-06 planning period.
- 10/18 **Angel de la Fuente:** Infrastructures and productivity: an updated survey.
- 10/19 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta y Javier Alonso:** Simulaciones de rentabilidades en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/20 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta and Javier Alonso:** Return Simulations in the Private Pensions Industry in Peru.
- 10/21 **Máximo Camacho and Rafael Doménech:** MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting.
- 10/22 **Enestor Dos Santos and Soledad Zignago:** The impact of the emergence of China on Brazilian international trade.
- 10/23 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Elementos que justifican una comisión por saldo administrado en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/24 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Reasons to justify fees on assets in the Peruvian private pension sector.
- 10/25 **Mónica Correa-López, Agustín García Serrador and Cristina Mingorance-Arnáiz:** Product Market Competition and Inflation Dynamics: Evidence from a Panel of OECD Countries.
- 10/26 **Carlos A. Herrera:** Long-term returns and replacement rates in Mexico's pension system.
- 10/27 **Soledad Hormazabal:** Multifondos en el Sistema de Pensiones en Chile.
- 10/28 **Soledad Hormazabal:** Multi-funds in the Chilean Pension System.

- 10/29 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulations of long-term returns and replacement rates in the Colombian pension system.
- 10/30 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulaciones de rentabilidades de largo plazo y tasas de reemplazo en el sistema de pensiones de Colombia.
- 11/01 **Alicia García Herrero:** Hong Kong as international banking center: present and future.
- 11/02 **Arnoldo López-Marmolejo:** Effects of a Free Trade Agreement on the Exchange Rate Pass-Through to Import Prices.
- 11/03 **Angel de la Fuente:** Human capital and productivity
- 11/04 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Los determinantes de la migración y factores de la expulsión de la migración mexicana hacia el exterior, evidencia municipal.
- 11/05 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** La Migración Mexicana hacia los Estados Unidos: Una breve radiografía.
- 11/06 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** El Impacto de las Redes Sociales en los Ingresos de los Mexicanos en EEUU.
- 11/07 **María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo y Arnoldo López Marmolejo:** Impacto de la Regulación Financiera sobre Países Emergentes.
- 11/08 **María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo and Arnoldo López Marmolejo:** Impact of Financial Regulation on Emerging Countries.
- 11/09 **Angel de la Fuente y Rafael Doménech:** El impacto sobre el gasto de la reforma de las pensiones: una primera estimación.
- 11/10 **Juan Yermo:** El papel ineludible de las pensiones privadas en los sistemas de ingresos de jubilación.
- 11/11 **Juan Yermo:** The unavoidable role of private pensions in retirement income systems.
- 11/12 **Angel de la Fuente and Rafael Doménech:** The impact of Spanish pension reform on expenditure: A quick estimate.
- 11/13 **Jaime Martínez-Martín:** General Equilibrium Long-Run Determinants for Spanish FDI: A Spatial Panel Data Approach.
- 11/14 **David Tuesta:** Una revisión de los sistemas de pensiones en Latinoamérica.
- 11/15 **David Tuesta:** A review of the pension systems in Latin America.
- 11/16 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** La Migración en Arizona y los efectos de la Nueva Ley "SB-1070".
- 11/17 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Los efectos económicos de la Migración en el país de destino. Los beneficios de la migración mexicana para Estados Unidos.
- 11/18 **Angel de la Fuente:** A simple model of aggregate pension expenditure.
- 11/19 **Angel de la Fuente y José E. Boscá:** Gasto educativo por regiones y niveles en 2005.
- 11/20 **Máximo Camacho and Agustín García Serrador:** The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain euro area GDP forecasts.
- 11/21 **Eduardo Fuentes Corripio:** Longevity Risk in Latin America.
- 11/22 **Eduardo Fuentes Corripio:** El riesgo de longevidad en Latinoamérica.
- 11/23 **Javier Alonso, Rafael Doménech y David Tuesta:** Sistemas Públicos de Pensiones y la Crisis Fiscal en la Zona Euro. Enseñanzas para América Latina.
- 11/24 **Javier Alonso, Rafael Doménech y David Tuesta:** Public Pension Systems and the Fiscal Crisis in the Euro Zone. Lessons for Latin America.
- 11/25 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migración mexicana altamente calificada en EEUU y Transferencia de México a Estados Unidos a través del gasto en la educación de los migrantes.
- 11/26 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Highly qualified Mexican immigrants in the U.S. and transfer of resources to the U.S. through the education costs of Mexican migrants.

- 11/27 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migración y Cambio Climático. El caso mexicano.
- 11/28 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migration and Climate Change: The Mexican Case.
- 11/29 **Ángel de la Fuente y María Gundín:** Indicadores de desempeño educativo regional: metodología y resultados para los cursos 2005-06 a 2007-08.
- 11/30 **Juan Ramón García:** Desempleo juvenil en España: causas y soluciones.
- 11/31 **Juan Ramón García:** Youth unemployment in Spain: causes and solutions.
- 11/32 **Mónica Correa-López and Beatriz de Blas:** International transmission of medium-term technology cycles: Evidence from Spain as a recipient country.
- 11/33 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Potential outcomes of private pension developments in China.
- 11/34 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Posibles consecuencias de la evolución de las pensiones privadas en China.
- 11/35 **Enestor Dos Santos:** Brazil on the global finance map: an analysis of the development of the Brazilian capital market
- 11/36 **Enestor Dos Santos, Diego Torres y David Tuesta:** Una revisión de los avances en la inversión en infraestructura en Latinoamérica y el papel de los fondos de pensiones privados.
- 11/37 **Enestor Dos Santos, Diego Torres and David Tuesta:** A review of recent infrastructure investment in Latin America and the role of private pension funds.
- 11/ 38 **Zhigang Li and Minqin Wu:** Estimating the Incidences of the Recent Pension Reform in China: Evidence from 100,000 Manufacturers.
- 12/01 **Marcos Dal Bianco, Máximo Camacho and Gabriel Pérez-Quiros:** Short-run forecasting of the euro-dollar exchange rate with economic fundamentals.
- 12/02 **Guoying Deng, Zhigang Li and Guangliang Ye:** Mortgage Rate and the Choice of Mortgage Length: Quasi-experimental Evidence from Chinese Transaction-level Data.
- 12/03 **George Chouliarakis and Mónica Correa-López:** A Fair Wage Model of Unemployment with Inertia in Fairness Perceptions.
- 12/04 **Nathalie Aminian, K.C. Fung, Alicia García-Herrero, Francis NG:** Trade in services: East Asian and Latin American Experiences.
- 12/05 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Potential outcomes of private pension developments in China (Chinese Version).
- 12/06 **Alicia Garcia-Herrero, Yingyi Tsai and Xia Le:** RMB Internationalization: What is in for Taiwan?

本報告的分析, 意見及總結屬於本報告作者的財產, 不一定是 BBVA Group 的財產

BBVA Research's publications can be viewed on the following website: <http://www.bbva-research.com>

聯絡方法

BBVA 研究部

香港中環國際金融中心二期

電話: +852 2582 3111

電郵: research.emergingmarkets@bbva.com.hk