

【本期推荐】

向松祚：中国经济的近忧和远虑

“2017 中国资产证券化行业年会” 观点集锦

【“宏观经济发展” 专题】

范希文：改善投资环境——应对资本外流的第三种选择

管清友：在撕裂与矛盾的世界里回归常识 | 2017《投资家亲笔信》

沈联涛、肖 耿：应让亚洲储蓄为亚洲做贡献

【海外之声】

Steve Hanke：夸夸其谈的公共设施

David Marsh：主权基金考虑建设“安全网”

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

系列三十一：金融发展需要立足实体经济

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

Edmond Alphandery	Yaseen Anwar	陈雨露	陈云贤	Steve H. Hanke
李 扬	李若谷	马德伦	Robert A. Mundell	任志刚
潘功胜	苏 宁	王兆星	吴 清	夏 斌

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

贲圣林	曹 彤	陈卫东	鄂志寰	冯 博	郭庆旺
纪志宏	焦瑾璞	刘 珺	刘青松	陆 磊	涂永红
王 毅	王永利	魏本华	向松祚	曾颂华	张 杰
张晓朴	张之骥	赵锡军	周阿定	周道许	周广文
庄毓敏					



中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于 2009 年 12 月 20 日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：刘 欣

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

中国经济的近忧和远虑

向松祚¹

作为一个独立的研究人员，我这些年对中国经济的建议和意见比较多，所以外界认为我对中国的经济很悲观。甚至一些朋友认为我是在唱衰中国经济，我想借此机会做一点声明。同在座的每一位朋友一样，对像我这样出生在六十年代中期，差不多有十多年吃不饱饭的经历的人而言，是没有任何理由唱衰中国经济的，也没有任何理由来否定中国经济在过去三十多年取得的伟大成就。

之所以要提出今天中国经济面临的重大的困难和风险，是因为我对中国的期望非常之高。中国是一个拥有五千年优秀文化财富的文明古国，我们先祖是非常骄傲的，任何事情，我们是不会和我们同水平，或者比我们水平低的国家相比的，我们现在的标的只有一个——就是美国。

让中国成为世界上最强大的国家，最富有的国家，我想这是我们真正的中国梦。正因为我们有这样的中国梦，有这样的自豪心态，骄傲心态，我们才在深刻的研究，深刻的分析，或者研判中国经济正面临的困难和风险。

我们希望能找到解决的途径，找到方法去克服这种困难和风险。

一、对中国经济现状的四个判断

“L 型”守得住吗？对今天中国经济现状，我总共有四个基本的判断。

第一个，是关于增长速度。

增长速度和经济下行的压力，仍在持续加大，我想这是一个基本的判断。现在大家都认为中国经济会走出一个“L 型”，人民日报的权威人士也讲中国的经济将是“L 型”，但是我认为，从目前的各个数据来看，从微观企业的投资情况来看，前面发言的领导也提到，今年上半年，民营投资的增速只有 2.8%，而且我们消费的增速也回落到了个位数，我们的出口是负增长，全球经济整体非常低

¹ 向松祚，中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长、中国农业银行原首席经济学家

迷，在这种对比下，我的基本判断是没有“L型”！“L型”守不住！中国经济的整体是一个持续的下行，不是“L型”！

我们现在所能作到的最好的结果是，希望不要急剧的，快速的下行，这是第一个判断。

第二个基本的判断是，宏观的经济政策——货币政策、信贷政策、财政政策效果越来越差。

我想这现在已经形成了一个基本共识，上半年货币信贷政策出来以后，人民银行调查统计司司长盛松成，这也是一位非常严谨的学院型官员，特别引用了一些货币信用方面的数据，比如说 M1 增速超过 25%；M2 增速超过 13%，说明我们的各路资金，趴在账上，根本就没有流入实体经济。中国经济“脱实向虚”的情况，有愈演愈烈的态势。

这说明我们的货币政策、信贷政策、财政政策所造成的效果，在大幅度地下降。

上个礼拜在杭州的 G20 财长和央行行长会议上，我国财政部长楼继伟先生非常明确地讲到，现在全世界的财政货币政策效果，都是非常不理想的，我想这个判断，也是我今天下面要用数据和大家谈到的重要话题。

我们今天必须要从依靠短期的宏观政策，要转向基本面的，长期的政策。

第三个判断，就是我们的资产价格，包括股票，包括房地产，也包括其他的金融投机资产的价格。现在大家看起来，资产价格有一个基本的判断和共识，并非是因为所有刚性需求，或是实际的需求，而主要是因为庞大的货币信用投放所推动起来的。所以去年开始，中国部分城市开始房价疯狂上涨，展示了正在转型的中国经济不健康的一面。

我们所在的南京，在座的各位都非常开心，因为最近的几个月，南京的房价已经上涨了一倍。从长远的，实质性的经济层面观察，这种现象并不值得高兴。原因很简单，在股灾以后，大量的资金就从股市跑到了房地产，现在据说房地产又要开始回调，有人于是预测，下半年股市又要开始火爆。

庞大的资金和信贷，不在实体经济投资，一会跑到股市，一会又跑到房地产，一会跑到文化古董市场，炒来炒去，这是今天经济面临的重大风险之一。

第四个判断，是改革，这也是最重要的一个判断。

作为一个独立研究人员，我最担心的是，我认为我们今天的改革在很多方面是非常令人失望的。尤其是国有企业的改革，我从不隐瞒我自己的观点，我认为现在的国有企业改革，不是改革，而是倒退。

要想解决今天中国经济的问题，我们需要的是真改革而不是假改革。我们今天的改革是文件多，口号多，会议多，论坛多，说法多，但是真正的落实很少。

为什么民间投资增速只有 2.8%，为什么如此剧烈地下滑？我想原因不是因为货币紧缩，不是因为财政政策不宽松，不是因为没有投资机会，而是因为人们对政策的前景，充满了不确定性。甚至有所怀疑，彷徨和观望。第四个基本判断是最值得引起我们高度重视的。今天中国经济的一系列问题能不能解决，直接取决于我们能不能真心推动改革。

二、短期：信贷扩张正积累巨大风险

我下面将具体谈一下中国经济面临的最大困难，或者说最大的风险。我们分短期、中期和长期三个来进行简要的分析：

短期来看，中国经济最大的困难和风险就是我前面讲的几个判断和具体的数据，已经告诉了我们，那就是我们高杠杆和高负债，所引起各种风险。

我们来看一下具体的数据，我们过去这么多年，中国的经济增长靠的是什么？是靠庞大的经济投入吗？是靠我们全要素的生产力的提高吗？当然，这些会起一部分的作用，但最重要的是靠我们庞大的债务扩张和信贷扩张。

我们可以看到，到今年的 6 月底，总债务和 GDP 的比率，已经从 2008 年的 155% 上升到了目前的 260%，总额从 49 万亿上升到 182 万亿。其中最主要的是银行贷款，那么这里面谁把钱拿去了？主要是非金融的公司，他们现在的负债总额已经达到了 114 万亿，所以为什么中央提出了“去杠杆、去库存、去产能。”这三个问题是我们今天中国经济面临的最紧迫的问题之一。

现在我们有一个说法，不一定很准确很科学。2009 年以来，我国信贷增长推动经济增长的弹性系数在显著的下降，从大约 1 上升 4。创造 1 元的 GDP 至少需要 4 元信用来推动。这个比例在今年上半年已经扩大了 5 甚至 6，为什么货币信贷的效果越来越低？

我们看到企业的高负债带来的银行系统的风险，这个数据已经引起了广泛的关注，也是非常令人担心的。根据官方的数据，2016 年第一季度末，全国商业银行的不良贷款额达到 1.4 万亿，不良贷款率也达到了 1.75%，两年内翻番。如果加上关注类贷款，不良贷款比率已经达到了 5.5%。一些地方股份制商业银行的不良率实际已经达到了 8%-10%。

钢铁行业，总共负债余额达到 4 万个亿，86 个钢铁企业的负债总额就超过了 3.3 万亿，煤炭同样如此，有很多钢铁集团、煤炭集团动辄贷款数百亿，上千亿，乃至数千亿，怎么去还本息，这是一个巨大问题。如果我们这个状况持续下去，有一个压力测试，如果全国银行不良率达到 7.62%，则全部资本金都会被坏账吃掉，全国银行体系“技术上”破产。

当然，在座各位说，我们的银行都是中央政府的银行，都是地方政府的银行，不会破产，所以我们可以躺在这个结论上睡大觉。中国的银行确实不会出现破产，但这不等于中国不会出现金融危机。金融危机有各种各样表现形式，最终都将让国家付出代价，只是付出代价的方式和形式有所不同。

银行要补充资本金，财政的钱是天上掉下来的吗？最终金融危机的重担，只有全国人民来共担！所以从短期来看，我们今天面临的下行压力，我们前面讲的四个判断，正是因为我们前面的七八年时间，我们的宏观政策，或者我们的思维模式，仍然停留在传统的增长方式上面，所带来的巨大的负面的后果，我们必须反思这一点。

有人会说，过去我们的经济发展很快，我们成长成为世界第二大经济体，对不起，我要告诉各位，我们应该仔细反思一下，GDP 到底代表什么？GDP 能代表我们的真实财富么？我们更要深刻的反思，我们 GDP 的含金量，究竟有多少。我想我们的含金量，客观讲，不是很高。今年夏季，一场洪水，让我们看清很多事。

所以我们不能沉醉于 GDP 世界第二带来的沾沾自喜，甚至洋洋自得。正是这种洋洋自得的心态，让我们没有反思过去这么多年，是不是有些政策确实是错的。我们今天正在为这些错误的政策付出沉重的代价。

现在，高杠杆和高负债让很多的企业，已经没有能力进行再投资。根据统计，自 2013 年以来，差不多 40% 的新增信贷被完全用于偿还利息。（今天在场有很

多银行的专家，各位可以对我的这些数据提供批评），这也解释了为什么我们的新增信贷如此庞大，但是为什么我们上半年 GDP 增速只有 6.7%，而且在持续下降，因为这些新增信贷的 40%没有流入到真实投资，而是拿去还本付息。

毫不讳言，现在很多的企业，特别钢铁、煤炭、制造行业的国有大企业，就是靠银行贷款来维持生计。如果银行一旦抽贷，这些企业很可能马上就要濒临破产。各位都知道，很多地方省政府、市政府都出台了相关政策，要求银行不能随便抽贷，这说明了什么问题呢？而且我们看到，中国由于高负债高杠杆，让社会财富和利润，绝大部分都集中到了几大银行手上。2800 多家上市公司，总共利润也不到 2.5 万亿，十几家银行就拿到了全部利润的 60%。

最近美国一家知名的咨询机构麦肯锡，发布了报告，结论是中国整个经济体系的经济利润（与企业利润不同，但能更高地反映资本利用效率）的 80%，被银行和金融机构拿走了。全国企业才拿到 20%，可见我们的资本利用效率是多低下。

中央政治局从 2013 年就开始，就反复强调，要提升有效投资、降低无效投资，消除浪费投资，这个教训是非常深刻的。

这个短期的问题是如何造成的？数据表明，我们的国有企业拿走了银行贷款和社会融资的 50%，而国有企业只不过贡献了 GDP 的 40%、财政收入的 30%、就业的 20%，总之其拿到的资源与其做出的贡献极不相匹配。社会融资总额的大约 41%进入了房地产行业，房地产老板天天在鼓吹房地产是中国的支柱产业，中国经济离不开房地产，房地产行业拿走了那么多的资源，而其对 GDP 的广义贡献度只不过 20%。中国这么庞大的经济难道能永远靠房地产吗？

这个高负债根源是我们知识产权结构的畸形，经济增长战略的畸形，导致的投资结构畸形、信贷结构的畸形，社会成本结构的畸形。

所以说为什么银行贷款和社会融资总额越来越大，社会融资评价成本却长期居高不下，尤其是中小企业融资难融资贵的问题长期得不到有效解决，为什么？

不是因为货币放的不多，不是因为贷款放的不多，是因为结构的畸形！这个问题看起来是一个短期的问题，但是今天实际上已经成为一个长期的问题。

大量金融资产在不断地快速增长，实际上这些庞大的资产创造的收益呢？金融资产的规模越来越大，而实体经济的规模却在萎缩，这是非常危险的。

三、中期：警惕全要素劳动生产力持续暴涨

前面我们说的的问题，还只是一个表面现象，从中期的角度来看，中国经济遇到的最大的风险是全要素劳动生产力的持续暴涨。

当然，有些朋友，甚至我的一些同行，经济学者，认为全要素生产力这个概念无法直接测算，这个概念不可用，这个观点是错误的。全要素生产力可以综合地衡量一个国家的资源的利用效率。而有很多间接指标可以表明社会资源的利用效率。

这里我提供三大类的指标：

1、工业增加值

工业增加值增速快速下降。我们可以看到，前几年我们的工业增加值增速持续下滑，我们今年上半年工业增加值的增速已经下滑到了 6%，前些年我们工业增加值的增速仍然超过 10%、15%，甚至 20%。但现在这一数据出现了直线下行的态势。

2、工业企业利润增速大幅下降。

1-6 月份，规模以上工业企业利润增长只有 6.2%，与工业增加值增幅大体相当，而且增长率主要来自一些短期因素，譬如石油行业和炼焦行业的利润出现大幅度增长。实际上绝大多数行业的利润并没有出现大规模的增长。私营企业利润增长 8.8%，国有企业利润连续 19 个月负增长，1-6 月，国有控股企业利润下降 8%。这不是全要素生产力下降是什么呢？这是最令人担忧的，这表明中国整体资源的利用效率在快速地下降。从长期的经济增长来看，这是最值得引起我们高度重视的深层次的问题。

3、劳动者工资受到遏制甚至受到地方政府强力干预，担心劳动者工资增速超过全要素生产力的增速。

我们大家都知道，发展经济最终的目的是改善广大的普通劳动者的生活水平。提升他们的工资。前段时间普通劳动者的工资在快速提升，大家都很高兴，但是最近包括一些经济研究者都在讲，现在劳动者工资的增速，超过了生产力的增速。有些地方已经出台了正式的文件，要求在 2-5 年内，不再上调职工的最低工

资，甚至降低。这说明什么，当然是说明全要素生产力的增长正在出现混乱。如果要素生产力在持续上升，那我们劳动人民的工资水平当然是持续上升。

我不知道大家是否相信我们官方发布的我们居民可支配收入的年增长数据，但是毫无疑问，过去 30 多年以来，我们劳动者可支配收入的增长速度，既低于 GDP 的增长速度，也低于财政收入的增长速度。那么今天，全要素生产力的下降，劳动者的收入会不会出现快速的的增长，我们怎么才能摆脱中等收入陷阱，这是一个根源性的难题。而这些难题，靠什么财政政策、货币政策，都是难以解决的。

四、长期：原创性科技创新不足，才是中国经济最大困境

那么，为什么中国经济出现了这么多困难？我们说的短期、中期、长期是一个不断深化的深层次的认识。我认为中国真正面临的长期根本性困难，是原创性科技创新严重不足。

这里我也列举了三组数据：

第一：我国制造业整体仍处于全球产业的低端，产业竞争力和盈利能力都很差。这有太多例子。苹果手机 90% 在中国加工，批发价 500 美元的苹果手机，苹果公司拿走 161 元，全球经销商拿走 160 元，零配件供应商拿走 17.25 元，中国加工企业仅拿走 6.5 元加工费。

整个中国汽车制造业号称全球第一，但是“货是中国货，芯却是外国芯”。所有的高科技差不多都是同样的故事。

今天我们谈什么虚拟现实，谈什么人工智能，说好听点，我们是在积极追赶世界，说不好听一点，我们仍在亦步亦趋模仿别人。我这里有一组数据：中国 260 家最大的制造企业 2014 年利润总和只有 4623 亿元，平均一家企业利润 17.7 亿元。美国苹果公司 2014 年最后一个季度的利润超过 200 亿美元（1260 亿人民币）。意味着我国最大的 260 家制造企业的利润总和实际上还比不上一个苹果公司。而这样的公司在美国可以说比比皆是。中国能相比的，只有一家，就是华为，这样的公司在中国太少。

我们再看今年中国大陆 103 家(如算上台湾 7 家, 共 110 家) 企业跻身世界 500 强企业, 但这些企业并不是代表我们真正的科技实力, 我们大多数进入世界 500 强的企业都是依靠国企的垄断经营。这样的世界 500 强不能说没有意义, 但其中隐藏的问题值得我们反思。

中国大量的国企, 甚至上市公司, 都是依靠庞大的各种补贴来生存, 这是另人匪夷所思也是令人震惊事实。说明我们即使是最好的企业, 盈利能力也是非常令人担心的。我们的百度、腾讯、阿里巴巴, 即使是中国最优秀的互联网企业, 与美国互联网企业的差距也是巨大的。

所以我们说 GDP 增长 6.7% 这样的数据毫无意义, 为什么我们这么关心 GDP, GDP 究竟代表什么, 经济学一直在试图改进这些指标, 但是很多我们今天是无法衡量的, 像如果我们从上到下, 不再谈 GDP, 撤销统计 GDP 的部门, 我想中国经济会更好。但地方政府, 为了乌纱帽, 为了升官, 还在谈 GDP 增长, 甚至有很多造假的成分。这不是我说的, 是中央巡视组说统计部门, 有数字腐败的问题, 这不就是数字造假吗?

我们应该关心真正的核心问题: 我们很多企业依然依靠廉价劳动力, 环境污染、资源消耗、来给发达国家打工。我们今天根据权威部门的数据, 我国核心和关键技术的对外依存度依然高达 50%-60% (先进国家一般低于 30%), 新产品开发 70% 依靠外来技术。

我们几乎没有引领全球产业发展的核心关键技术, 缺乏世界知名品牌和跨国企业, 大多数替外国企业做贴牌生产。

第二: 工信部长苗圩很客观地讲过, 从全球产业链上, 我们仍然处于第三梯队, 即低端制造领域, 第一梯队是指三个国家——美国、英国、以色列。在许许多多领域里, 美国仍然遥遥领先于世界。而英国在新材料、新能源、大数据、汽车发动机、飞机发动机金融科技等领域领先世界; 以色列领先的技术包括, 信息安全或数字安全、高科技农业、航天航空、生物制药、污水处理、海水淡化、高端医疗仪器等。

第二梯队是欧盟和日本主导的高端制造业。

如果你了解历史，就知道现在流行的大数据、人工智能等技术，其实在 60 年甚至 70 年以前，就开始在国外生根发芽。我们什么时候才能想到，我们要做真正原创的东西。

今天，越来越多的企业去以色列投资，我认为这是非常正确的选择。以色列在很多领域里都处在世界最领先的水平，以色列人口相当于南京市，810 万，面积和北京市差不多，而且有 4/5 是沙漠和半沙漠地带，就是这样一个国家，跻身到全球前列，靠的是原创的科学创新、原创的科学思想和技术创新。

今天中国经济走到这个门槛上，我想，我们应该平下心来，应该冷静下来，我们在思考中国经济真正的核心难题，这个难题，一年两年，三年五年解决不了。但如果我们现在不去解决我们要等到什么时候去解决呢？中国贫富差距、教育匮乏等许多问题，都将影响中国未来经济增长。如果我们企业和个人，现在还只想炒炒房地产，收购企业，搞点理财，那中国经济堪忧。

以色列有一个 30 万人的小城市海法，有一个非常著名的海法高科技园，世界上最重要的科技公司，有 340 多家在这里成立了最大的研发中心。为什么微软、苹果、英特尔包括华为，都跑到这样的地方去呢？

靠的就是人才，这个小城市有三所大学，其中一所——以色列理工学院被称为中东的麻省理工学院。

所以我这里要说的第三点就是，中国依然严重缺乏真正引领世界和人类未来的原创性思想和科学发明。从长远来看，原创性科学思想是最重要的竞争力。真正原创的东西必须要靠自己。

我想提醒大家，中国，获得诺贝尔奖、图灵奖、菲尔兹奖的人数，与大国地位完全不相称。我们到现在为止，中国本土培养的诺贝尔科学奖得主，似乎只有屠呦呦。我们看数据统计，为什么二战以前的德国，是世界最具创新精神的国家，因为当时诺贝尔科学奖超过 70%，被来自于德国的科学奖获得。二战后，美国成为诺贝尔科学奖绝对的垄断国家。我们再看图灵奖，基本被美国人全部垄断。我们再看看犹太人，占全球人口千分之二，拿走全部诺奖的 27%。

所以，我真诚地奉劝各位，我们不要再谈 GDP、货币政策、降息、降准等表面数据数据，让我们把眼光放长远一点，让我们看看什么是真正的竞争力！

真正的竞争力是伟大的科学思想、原创性学术思想。这些必须来自于大学和研究机构，大学的根本是学术，学术的根本是自由、自由的根本是独立，自由的根本又来自社会的宽容和包容。我们这个民族和国家，能不能做到这一点，是检验我们长线竞争力的试金石。我们能不能允许不同的学术流派、学术思想，百家齐放，百家争鸣，我们能不能允许不同的思想流派都能够登堂入室？

我每年都在呼吁，但我有时候也非常失望。如果学术不能自由不能独立，是不能产生科学思想的，不要以为我们拿点钱就能产生原创性的科学思想。几百年以来人类的科学发展规律表明：独立之精神，自由之思想，才能产生真正原创性的科学贡献。我想这是我们下一步面临的最重大改革。

我还有一个梦想，我们今天的企业，特别是手中握有大量资金的企业，能不能不要拿你的资金去控股什么银行，去收购很多的企业，去炒房地产、期货、股票，能不能拿你数亿、数十亿、数百亿资金去建立独立的研究机构，不是研究你公司的产品和服务，不是研究你公司怎么赚钱，而是研究人类的未来和人类的下一步！

为什么我说这是一个梦想，我和很多朋友讲过一个故事，美国有一个贝尔实验室，大家可以看看他们 100 多年以来取得的科技突破和重大创新，超过世界上很多国家！这或许是美国 100 多年能在科技领域独领风骚的秘密。它的资源配置里，科研是非常重要的方向，鼓励原创的科技创新，鼓励大家自由发挥，我想这是中国经济面临的最核心的难题，也是我们最大的风险。因为今天世界科技的进步日新月异，如果我们从思想方式上，从体制精神上，从资源搭配上，做出重大的调整，即使我们解决短期的所谓三去一降一补的问题，从长远来看，我们中国的 GDP 还是难以得到大幅度提升。

我们不要把希望寄托到短期的货币扩张和信贷资本上去，唯一的希望就是原创和科技创新。

“2017 中国资产证券化行业年会” 观点集锦

编者按：

由中国资产证券化百人会论坛、中国人民大学国际货币研究所（IMI）主办，厦门国际金融技术有限公司、《当代金融家》杂志承办的“2017 中国资产证券化行业年会”于 2017 年 4 月 8-9 日在京隆重召开，大会邀请了海内外行业的专业人士对资产证券化实践和创新进行探讨，共同助力中国资产证券化市场高效、健康发展！

以下是部分嘉宾的主要观点：

马德伦¹：资产证券化获得新助力

一、在供给侧结构改革的发展战略下，人们更看重资产的质量和效益，这一类的资产具有稳定的现金流，就会获得投资者的青睐，就可以通过证券化方式融资。同时，去杠杆的要求也使社会资本通过资产证券化参与到 PPP 项目中来。

二、在金融市场化的改革进程中，市场中的产品愈加丰富和多元。

三、随着金融的市场化、金融主体日益多元化，在竞争的压力下，这些不同的金融主体要在市场中确立自己的地位，就需要展示自己的优势。对资产证券化来说，从基础资产到资产池，从定价到销售，从原始权益到投资者，一个完整的产业链条的形成和周到的服务，无疑会让资产证券化市场更成熟、更完善，因而也更富有效率。

四、银行业利用资产证券化处置不良资产，也开辟了盘活资产的新途径。市场的空间和广度在逐渐扩展之中。

五、央行提出今年实行稳健中性的货币政策，并也在货币政策操作中针对新形势、市场运作的新特点，更多地采取了市场化的操作手段。央行的这些变化，说明央行在货币政策操作上，表现为主动供给和调节银行体系流动性，保持流动性的合理建设；央行的调控正在从数量型向价格型转变，从而向市场传递政策信息，进一步培育市场定价机制，金融市场中不同产品的性价比更趋合理，不同的

¹ 马德伦，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、中国金融会计学会会长、中国人民银行原副行长

投资者、运营商就有不同的选择。

六、与此同时，央行把宏观审慎政策作为货币政策的重要支撑。这说明，央行的宏观调控，关注的范围从过去单纯的信贷而扩展到所有金融机构与市场、与资产负债、与资本管理、与定价行为、与资产质量、与资本与杠杆等多个方面。

七，在人民币国际化之后，人民币加入 SDR，并被定义为可自由使用货币，管理人民币的责任更重了。

沈炳熙¹：资产证券化初心不变

把信贷资产证券化引到中国来，就是要把我们中国的金融市场、资本市场做大，也就是说要改变我们国家传统的金融结构，而资产证券化能够把已经存在的信贷市场和资本市场结合起来，使资金在两个市场进行融通。另外，当时首先进行资产证券化试点是信贷资产，而不是企业资产。主要考虑的是商业银行转型问题，以及信贷资产更加或者比较容易在现有状况下实现证券化对真实出售和破产隔离的要求；第二个目的是能够探索一条有效解决商业银行资产负债错配的合理途径，这是建设银行搞试点的重要出发点；第三个目的就是要在不增加新资本的情况下，提高资本充足率的要求，信贷资产证券化减少了风险资产，相应地，资本充足率也得到了提高。

2009 年-2010 年证券化行业中断，主要是因为 2008 年美国发生次贷危机，并引发全球危机，而次贷危机的导火索是以世界房贷作为基础资产的证券化产品出了问题。究竟是资产证券化金融工具本身的问题，还是这个工具没用好或者滥用的问题，需要有一个认真的讨论和思考。基于这样的认识，后来央行、银监会包括财政部等部门，推出了一些新的办法，包括风险控制基础资产选择，主要是优良信贷资产。实践证明后来这些重新修订的制度在证券化进一步试点过程中的风险防范起到了作用。

曹彤²：资产证券化还需要市场建设、政策和社会环境的支持

资产证券化对于金融体系结构性转型具有重大意义，实际到现在国内金融体

¹ 沈炳熙，北京浙江大学校友会常务副会长、原央行金融市场司巡视员、中国工商银行外部监事

² 曹彤，中国人民大学国际货币研究所联席所长、厦门国际金融技术有限公司董事长

量很大、增速很快，五年翻一倍，这些只能通过金融市场结构性转型才能完成、才能改变，只能通过直接融资市场金融体系替代以间接融资为主的市场体系才能实现，而在直接融资市场构建当中，毫无疑问债权市场是主体，而不是股权市场，股权市场只能解决几千个、上万个企业融资，无法面对几百万个企业融资需求。而在债权市场构建当中，ABS 的理念、技术、工具是非常重要的支撑；

第二个意义是资产证券化对于经济下行周期具有重大意义，在下行周期主体信用普遍下降，如果仍然抱着主体信用唯一评价视角的话，对于很多企业来说很难度过下行周期，怎么样把债项评级作为对融资的补充非常有意义；

第三是资产证券化对中小企业融资具有重大意义，我们经常会讲中小企业的主体信用不好，其实它是现金流非常稳定的一个主体，它是远离经济周期的一群主体，这些稳定的现金流其实就是资产证券化非常好的底层基础资产，只要我们在理念、技术上、工具上实现突破，是能够解决中小企业融资问题的。

实现上述意义的路径有：

第一个路径是市场建设，这个市场建设指多层级的市场建设，目前场内只能发出 AA 以上的企业债，这个市场是不符合前面讲的若干意义的，无法承载整个金融市场的转型，无法承载对万亿中小企业融资的能力，无法承载不同经济周期的压力。因此这必须是个多层级的市场，既可以让 AA 以上的企业发债，也可以让 AA、A、BBB 的企业发债，通过其它结构性的方法，通过投资组合回避整体性风险，所以多层次市场建设是题中之义。

第二个路径是政策支持。毫无疑问二级市场是一级市场发展良好的前提条件。因此，怎么样引入更多买方进入、更长期的资金进入、构建流动性的二级市场，是多层级债券市场发展的根本。毫无疑问实现这些基础需要政策支持，我们甚至需要在标和非标这样机械的划分上，在不同时空下赋予不同含义。

第三个路径是社会环境的支持。我们看到场内发债主体信用不断提高，与社会各方对违约事件包容度不够是有关系的。目前 30 万亿市场对应 100 单不到的违约事件就风声鹤唳。这显然涉及社会环境如何看待、如何包容债券市场的问题。因此，只有社会各方给予它更多的包容、更多的支持，这个市场才走的更远，才能承载起金融体系结构性转型的期待。

马贱阳¹：资产证券化的创新和创新的底线

我国资产证券化市场自 2005 年以来取得了较快的发展，其中市场的自主创新起到了很大的推动作用，体现在政策创新、产品创新、制度创新等多个方面。简单提几点，比如在政策创新方面，2015 年人民银行发布第 7 号公告，鼓励一次注册、自主分期发行，提升了市场的发行效率；在产品创新方面，基础资产类型不断拓展，标准化程度高的零售类贷款证券化产品已逐渐成为主流；在制度创新方面，资产证券化配套制度体系基本建立，信息披露、信用评级等市场化约束机制也在逐步完善。这些创新，与在座各位市场专家的支持和共同努力是分不开的。

今天，我想重点讲的是，市场发展还是有一些创新的底线，与在座的各位共勉，也算是为市场更加稳健的发展提一个比较好的方向。

我觉得有三个底线。

第一，资产证券化一定要符合宏观大局。目前我国的宏观大局有几个，第一个是服务实体经济，我们做资产证券化创新一定要服务实体经济，创新更要服务实体经济。第二个很重要的是去杠杆，其实资产证券化很容易成为加杠杆而不是去杠杆的工具，所以在创新的时候需要把握方向。第三个大局是防风险，我们要把防风险作为第一要点，希望大家在创新的时候把防风险作为底线，不要去踩雷。

第二个创新的底线就是坚持市场化原则。我们做监管创新时，这些年一直坚持一条，怎么样符合市场化要求就怎么去做，包括在培育成熟发行人等方面。市场的进一步创新，一定要牢牢把握市场化的原则，按照市场的规律办事，不要为了把资产证券化产品卖出去而做违反市场规律的事情。市场发展到现在这个阶段，如果还有不符合市场发展规律的创新，我觉得没有必要强行推动，发行量下来一点，市场规模下来一点，不是什么特别大的问题，核心是一定要坚持市场化的原则。

第三个底线是一定要坚持资产证券化的本意。现在我们的市场非常乱，各种资产证券化层出不穷。国际上对资产证券化的认定实际上就是八个字，“真实出售、破产隔离”。根据这八个字，第一类就是严格实现“真实出售、破产隔离”

¹ 马贱阳，中国人民银行金融市场司副司长

的产品，就是我们的信贷资产证券化，在市场发展初期，CLO 的占比一度达到 90%多，市场发展过程中我们一直坚持市场化的原则，推动标准化、规范化产品发展，2016 年我们标准化、规范化程度较高的零售类贷款产品的发行占比已经超过 50%。第二类是“真实出售、破产隔离”不严格，但还是以资产信用为主的产品，勉强还可以叫做资产证券化。第三类则是无法实现资产信用隔离和出售，主要依赖主体信用的产品，这类产品就不能叫做资产证券化了。因此，希望在座的各位能够按照这个标准对我国资产证券化的市场进行细分，不要一出问题就说都是资产证券化。同时，多层次资本市场的建立，也不是简单等同于建设多个市场。目前，一些部门、地方成立了一大批所谓的交易平台和资产证券化交易场所，也是值得关注的问题。

总的来说，有一些方向、有一些创新是需要鼓励的，但希望在座的各位坚持创新的底线，更好的促进我们资产证券化市场的发展，将现在市场繁荣发展的格局继续发扬、继续光大！

陈春艳¹：证监会监管下的企业资产证券化取得了突破性发展

第一、目前产品备案的情况。证监会监管的企业资产证券化，从 2014 年开始得到了突破性的发展。截至 2017 年一季度，共有 107 家机构向协会报送 720 支资产证券化产品，规模达 8905 亿元，可见企业资产证券化发展速度之快。目前资产支持证券化产品的发行规模在 5 到 15 亿之间，平均规模在 12 亿左右，期限大概在 4 年，最长达 32 年，发行利率在 4%到 6%之间。

第二、参与机构的情况。在证监会监管下能够做资产证券化的机构有两类：一类是证券公司，一类是基金子公司。基金子公司发行规模比例占比为 24%，证券公司占比为 76%。在不同的监管体系下，证监会体系资产证券化的基础资产更丰富，不仅有信贷，还有收益权，其他金融债权类。原始权益人涵盖融资租赁公司、小额贷款公司、基础设施和公用事业单位、航空公司、证券公司、住房公积金中心、电商、房地产企业、信托公司、保理公司和银行等。

第三，基础资产的情况。企业资产证券化的产品比较丰富。信贷资产证券化

¹ 陈春艳，中国证券投资基金业协会资管产品部主任

在 2016 年发展最快，主要因为底层资产中银行委贷、商业汇票等出表需求增加。公共事业收费权类产品是发行期限比较长、单只发行规模比较大的一类产品，发行规模是 9.91 亿元。融资租赁类产品发行比较快，而且非常适合资产证券化的一类基础资产。应收账款是继信托受益权、融资租赁、小额贷款、公共事业收费权后形成的又一大类型资产。

毕明强¹：资产证券化的市场非常大

从投资者角度讲，投资不良资产关注的是风险和收益，最重要是风险。我认为不良资产证券化产品不管过去、今天还是未来，其风险并不比银行一般的信贷资产证券化产品高，甚至有可能低。这一点可以从不良资产组包过程、估值过程看出来。通常银行不良资产处置有几个渠道，打包转让、清收、诉讼、证券化，我们可以比较一下打包转让和证券化两种情况下基础资产的折扣率。打包处置，现在在市场上转让价格大概是资产包本息欠息总额五折至六折，高的甚至超过七折。而对于资产证券化产品来说，基础资产估值之后还要打折，大概相当于基础资产账面价值三折左右才作为证券化的价值发售，这意味着巨大的风险缓冲空间。入池资产的估值环节是非常保守的，通常是在第三方估值的最保守估值的基础上再打折去定价，这又是一轮缓冲。具体折扣大小各家银行不同，但是总的特征是相当保守的。

从银行角度讲，除了回收风险，还需要考虑其他风险，比如声誉风险，发行产品需要安全回收，安全还本付息，以免影响银行声誉，所以在产品设计上折扣大、缓冲垫厚。在此之外，大家还可以看一下银行在证券化过程中扮演的角色，通常这些基础资产反向委托给银行处置，即银行同时扮演了服务商的角色，并通过提供清收服务分享超额收益，也就是基础资产回收后，依次偿还优先级、夹层、次级本息之后，银行可以参与分享超额收益，以弥补证券化产品结构中的超额折扣。这种定价本身也暗示了不良资产证券化产品存在的超强风险缓冲，银行对基础资产回收是有足够信心的。

郝惊涛¹：资产证券化有利于商业银行的发展

¹ 毕明强，工银标准银行公众有限公司董事长

商业银行开展资产证券化有一些内生的需求。随着银行面临发展的转型、竞争更加激烈，对银行风险识别、定价、流动性管理能力、以及管理模式都有一种挑战。过去拼规模、以量补价等策略可能随着国家的宏观政策调整都会成为过去，商业银行都在积极向轻资产转型。在我看来证券化对商业银行有以下几点帮助：

1、改善资产的周转率，提高净资产收益率。ABS 资产出表使银行提高资产周转率、从而提高股东回报有效方式，银行通过资产证券化将分散的资产进行现金流重构、期限重构和信用重构，实现真实的出售，释放出相应的规模、释放出相应的风险资本，通过加速周转，有效提高资产周转率，所以资产证券化可以帮助银行实现由增速向转速转型。

2、资产证券化能够节约成本，无论购买方还是出表方，资产证券化实现风险和收益重新分配，创造出基于收益的新资产，也能够根据资金行需求，定制满足不同风险和收益层级的产品，特别是评级比较高的品种。

3、分散银行体系的风险，能够通过风险的分散，使商业银行完成从资产持有型到资产管理型的转变。

4、在 2017 年，人民银行进一步调整 MPA 考核，对广义信贷要求更严、要求更细。因此较多商业银行迫于 MPA 考核，也会产生资产出表的需求。

段卫平²：利用科技手段为资产证券化服务

第一，金融从来就没有离开过科技，科技一直都在推动金融的发展，让金融更安全，更便利，更普惠。对于小微企业来讲，融资需求是随时随地，而且金额都不大，如果用现有模式的话，就会面临非常高的信贷成本，是不可持续的。但是有了科技的手段，就可以在一定程度上解决小微企业融资难、融资贵的问题。

第二，关于科技和资产证券化。科技带给资产证券化更多的是机遇，挑战则是对人的挑战，对传统模式和理念的挑战。创新运用科技的手段，帮助我们解决这实践中的问题，资产证券化的创新帮助我们提升了为更多小微企业提供融资服务的能力，让金融更加普惠。

第三，我们再看未来资产证券化的发展，从我们实践过程中遇到的一些问题，

¹ 郝惊涛，中原银行总行常务副行长

² 段卫平，浙江网商银行金融同业部总经理

希望能用科技的手段去解决，充分利用好资产证券化这个工具，为实体经济服务。

一是评级方式的创新。在整个资产证券化过程，参与各方遇到的最大痛点是评级。所以在评级上，我们需要有所创新，要运用大数据，创新评级模式，帮助那些中小金融机构，也能很快的运用资产证券化这个工具。

二是不同资产组合的资产证券化。在现有的模式下，对于发行人来讲，单体融资成本非常高，对于各中介结构来讲，成本也不划算。我们可以利用科技的手段，让具有同质现金流的原始权益人，通过类似于小微企业集合债的方式，发行集合 ABS，降低单体的融资成本，这个过程中，为了避免逆向选择，解决搭便车的问题，区块链技术就会有应用的场景。

三是资产证券化的主动管理。现在的资产证券化更多的是静态池，没有循环转让，对管理的要求没有那么高。但是对于未来消费金融的 ABS，更多的将会应用循环购买的动态池技术，它对资产池全生命周期的管理要求非常高。在整个资产池生命周期，都需要运用科技的手段，包括金融工程、建模、算法、计算、人工智能能力的支持。

林文杰¹：互联网金融在资产证券化中更需警惕风险

互联网金融是金融科技的一个重要表现形式，互联网金融对 ABS 的影响，有利的方面是，互联网金融企业可以采用信息中介平台的形式，或者采用信用中介的形式进入到 ABS 交易链条中。一是丰富了参与主体，特别是互联网金融企业做资产服务机构等，可以发挥科技优势。二是也进一步丰富了基础资产的类型。不利的方面是，互联网金融带有自身的一些特征，这些特征从评级公司的角度来讲，可能也会带来独特的风险。

互联网金融做资产证券化，以下几个方面需要注意：

第一个问题，从原始权益人的角度来看，一是行业风险，这个行业还面临着未来监管不确定的问题，二是一些互联网金融企业成立的时间不太长，存在历史数据缺失的问题。

第二个问题，从基础资产的角度来看，除了借款人信用风险外，互联网金融平台往往带有自己的消费情景模式，还会带来合作机构的信用风险等问题。

¹ 林文杰，宁波银行总行风险管理部总经理

第三个问题，在交易结构方面。可能因为监管方面或其他方面的问题，互联网金融企业在做资产证券化的时候，有时会增加额外的交易环节，增加了风险识别和计量的难度。

第四个问题，互联网金融企业对借款人的贷款申请、放款都是通过互联网平台或手机 APP 的形式。我们发现一定程度上存在还款账户无法独立、资金混同的风险。还有就是，实地尽调时，比如在借款人资料的获取方面，对互联网金融企业的调研和传统企业相比存在较大差别，如何能够保证尽调的有效性？这些方面都对我们的工作提出了一定的挑战。

田丰¹：资产证券化需要看清基础资产

在我看来，资产证券化是一个生态圈，首先资产证券化发起人要对这个市场负责任。因为不管是双评级、还是通过监管手段控制节奏，只是外部评价，只有发起人最清楚实际资产的真实状况。信托需要履行起码的职责，对维护市场公众利益、维护银行间市场起到很重要的作用。监管方希望这个市场能够平稳有序地发展，不要出现大幅度的波动，甚至出现系统性、区域性金融风险。

按照现在的监管力度，空转套利的风险越来越大，希望大家购买资产证券化产品时要穿透看底层资产的情况，有些资产风险很大，有些行业不良率很高，我认为不管投资人还是中介机构，应该本着对资产证券化行业负责的态度看清基础资产，这是我个人的建议。

现在我们认为中国的资产证券化市场实际很大，特别是国家在基础设施建设方面，国家高度重视，蕴含的潜力很大。在规范地方举债时，PPP 本身会给整个市场带来巨大的供给。但实际投资时，就需要大家具备一双慧眼，取舍风险和收益。认购商业银行资产证券化产品时要评估这家银行管理水平和信用评级是否一致，是否有一些是有毒资产，我认为市场上失败的绝对不是商品本身，而是商品的生产者或者销售者造成的。

管清友²：合理利用 PPP，推动 PPP 资产证券化

¹ 田丰，中国农业发展银行投资部总经理

² 管清友，中国人民大学国际货币研究所学术委员、民生证券副总裁、研究院院长

从融资的角度，就 PPP 的初心而言，它不应该是地方政府融资的主要渠道，而只应该是一个补充。但是 PPP 这种模式现在成为很多利益方，特别是部分地方政府建设新区融资的主要手段，这与原来设计的初衷背道而驰。

从政策方面看，中国式 PPP 推广模式，一开始就是不统一的，而且我甚至将此类具有竞争特征的公共政策的制定，视为我们快速推广 PPP 模式的一个动力。最终政策层面体现出如下特征，由国务院明确政策，发改委负责硬件类项目（如交通基础设施类项目），财政部主要负责软件类项目（如公共服务类项目）。但是实际上硬件设施与公共服务紧密相连，所以这值得深思。

目前资产证券化这一领域呈现出各个部门分割管理的特征，央行、银监会监管信贷资产证券化，证监会监管企业资产证券化，保监会监管资产支持计划。我觉得这种监管政策的制定，很大程度上会加快推动 PPP 的资产证券化。

肖光睿¹：PPP 与 ABS 良性互动可实现共赢

针对 PPP 项目的特点，ABS 并不会使社会资本能够完全全身而退。PPP 并不是单纯解决融资，更重要的是解决建设、运营整个长周期的效率问题，我们也需要这类的资产良好的运营和管理，一方面是 PPP 模式本身存在的一个意义，另外 ABS 资产支持的本质也需要这类稳定良好的资产长期来支持我们的收益。

在谈论 PPP 这类资产时，就一定不能一概而论，不同类型的 PPP 项目风险不同。在我们做 ABS 产品的时候，如何去评估风险和现金流，这些都是需要仔细研究的 PPP 项目的特性和交易结构特征。

我个人对目前 PPP 资产证券化实践的看法，推出的第一批试点项目，有很多的亮点可寻。可能在这之前有很多项目很好，可能按照现在 PPP 的一些规则设定就不合规。另外我一直非常赞同的是，提前考虑 PPP 项目后期的退出方式，这能够倒逼我们 PPP 项目本身质量的提升。这其实对整个 PPP 市场规范的发展是有非常重要的积极意义。原来 PPP 与 ABS 是两条平行线，如果现在能紧密地互动，形成一个良性的促进和循环，对 PPP 和 ABS，都是业内最大的利好。

王芳¹：模型和征信体系的统一有利于提升 ABS 二级市场流动性

¹ 肖光睿，亚洲开发银行高级项目官员

目前，资产证券化市场存在两个错配现象，利率错配和期限错配。利率错配具体表现为，相比于银行贷款以及同期限同评级其的其他债权，ABS 产品的发行利率偏高，产品发行利差很小，资产端收益率勉强覆盖资金端融资成本。期限错配的具体表现为，目前 ABS 产品的资产端期限可以做到 30 年左右，但从资金端来看，通常只有一到三年，ABS 产品的发行不得不依靠回购条款和滚动发行，来与资产端匹配。

定价不准、发行价值流失，投资人对底层资产看不清楚，对未来二级市场走势把握不清的情况下，通常会对证券要求一个比较高的违约风险溢价；配置性需求高于交易性需求，一级市场发行火爆，二级市场交投清淡，证券换手率非常低。在这样缺乏流动性的市场上，投资人通常会选择较短的投资期限、将产品持有至到期，并且要求一个较高的流动性溢价。

提升 ABS 二级市场流动性的关键，在于产品的标准化。产品标准化取决于信息标准化，信息标准化的基础是数据标准化。数据标准化的关键，是模型和征信体系的统一。发达先进的信息系统，是 ABS 市场标准化的保障。产品的标准化建设，决定了 ABS 市场的未来。

李欣²：ABS 和信用衍生品可以实现协同发展

其实信用衍生工具和 ABS 是有非常紧密的联系，它们有很强的同质性，本质上都是去分散信用风险，实现资本的缓释，实现融资的目的，资产证券化也是包含在信用衍生品里。从中国市场来看，这两者目前发展不是很均衡，ABS 蓬勃发展，规模已经过万亿，而中国的 CRM 的市场还刚刚起步。在这个背景下两者怎么样做到互相的协同发展？我想抛出两个路径。

第一个路径，两者并肩，各自发挥所长，独立发展。

第二条路径是两者产品的结合融合。ABS 在蓬勃发展的过程里面，其实也产生了信用风险缓释的需求。几个方面：第一，投资人对于不良资产证券化这类新产品的风险识别和控制，可能有一定的难度，所以产生了信用风险缓释的需求。第二，对于 RMBS 这类整体风险期限很长、二级市场不是很活跃、流动性不是

¹ 王芳，北京国家会计学院教研中心金融学副教授

² 李欣，中债资信评估有限责任公司结构与金融业务评级总监

很好的产品，投资人也一样有信用风险的缓释需求。第三，在市场发展的过程中蕴藏着一些基础资产相对信用品质差带来的风险。所以这些都给两者之间的协同发展和融合提供了一些现实的基础。

对于信用衍生品，不少人都觉得它是次贷危机的罪魁祸首。其实信用衍生品只是信用风险和流动风险的传导者，劣质的基础资产和杠杆的滥用才是根源。ABS现在已经有了包括风险自留、信息披露等机制，信用衍生品工具在机制的建设上还有很大的空间，尤其是对基础资产资质的控制和杠杆的限制上。

范希文¹：CDS 在中国应用还存在很多问题

2008 年出了什么问题？说到底，CDS 仅仅是分离了流动性和信用风险，分离本身不创造危机，危机来自基础资产，那就是次级贷款。尤其是在次级贷款通过结构性的信用产品，比如说变成 CDO，这就放大资金的杠杆，放大了次级贷款的风险，然后 CDS 不幸地参与其中。如果要问我在 CDS 的管理上、监管上出现了什么问题，我的回答是 08 年那场危机不是做空者太多了，而是做多者太多，因为做多太容易。这一取向导致了在 08 年经济下行、危机潜伏的情况下，信用溢价是被压抑的。这种超级压抑的环境，实际上扭曲了整个市场对信用风险的认知，所以 08 年金融危机才有了爆发的基础。

CDS 在中国的运用其实涉及市场结构、法律体系、做市商等多方面的问题。中国目前尚不具备完全的市场结构，再深层一点，CDS 直接反映的是基础资产风险，比如企业、债券发行人的风险。如果没有一个健全的法律界定清晰的债权人和债务人的权利义务关系，界定各种复杂的企业资本结构的边界，CDS 就无从谈起。现在国内的资本结构日趋复杂，几年前还没有优先、次级，现在结构化的情况很普遍，并且品种也在不断增加。在这样一种日趋复杂的资本结构的情况下，如果没有市场法律机制，就无法交易 CDS。

许均华²：警惕过度证券化

第一，客观认识资产证券化。资产证券化仅仅是一种金融工具而已，仅仅是

¹ 范希文，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中拉合作基金首席风险官

² 许均华，鸿儒金融教育基金会理事长、中关村发展集团首席金融战略专家

众多融资工具中的一种而已，不能神化。神化就会异化，异化后的资产证券化就会变成妖精，就会变成害人精，就会变成吸血鬼。

第二，严格基础资产的标准，这是资产证券化风险管理的重中之重。要严格规定发起人必须持有基础资产足够的时间；要严格控制银行不良资产、互联网金融资产的证券化；严格控制实业企业、类金融机构没有流动性、没有现金流的资产或根本达不到证券化最低要求的资产的证券化；严格禁止证券化产品的再证券化；严格控制 PPP 的证券化。

第三，加强资产证券化产品的交易结构风险管理。资产证券化的核心就是基础资产的破产隔离。从实质来看，各种融资工具尤其是债务融资工具的底层技术就是证券化技术，而证券化的底层制度是信托制度。

第四，严格对评级机构的监管。既要防止评级机构在对资产证券化产品评级时的弄虚作假，也要防止评级时的走过场；既要依赖评级机构的职业操守，更要依赖监管机构的严格监管。

第五，国家对资产证券化必须实行统一监管，统一监管标准，坚决扭转各监管机构各自为政的倾向。尽快完善和明确资产证券化基础资产和资产证券化产品的登记制度，尽快完善和明确与资产证券化有关的会计制度和税收制度。

第六，严防通过资产证券化将政府、企业和银行的债务负担或不良债务转嫁给普通老百姓，斩断不良资产证券化产品通向普通老百姓的渠道。

改善投资环境——应对资本外流的第三种选择

范希文¹

美联储升息节奏加快、力度加大似已成定局。2017 年 3 月，美联储首次加息落地，市场对今年三次加息的隐含概率自去年底已全面上升。与此同时，联邦基金利率远期曲线持续走高，预示到 2018 年底，此次升息周期，美联储总共至少可能有六次加息。

美联储在此时加息对内旨在应对渐热的经济，恢复利率水平正常化；对外则会推动美元持续升值和导致全球资本进一步流向美国。其中，新兴国家资本外流似难避免，从而延缓新兴国家经济复苏。一般而言，应对这种局面，传统政策不外乎以下几种：一次性货币贬值到位，税收和商业政策调整如征收或提高资本流出税，提升基准利率和收紧资本管制。如果前两项政策负面影响过大不可取，所剩政策选择就只有后两种。而究竟哪种选择更为有效可行，还要看一国资本流动的机制以及政策间成本效益的比较。

一、利率调整和汇率预期

市场惯性的升息反应，实际在隐含地假设，我国境内资本流动有足够的对海外利率调整的敏感度，从而资产配置会导致相应的资本外流。就是说，这部分投资会因本国与外国的利差变动而流进流出。如果央行不以加息应对，则资本将因追逐收益而离去。但仔细分析，情况或许并非这样。据国际货币基金组织之前的估计，我国的热钱规模大约占全球热钱的三分之一，约 1.4 万亿美元。实际上，从 2015 第一季度以来，通过国际收支项下的“证券投资”“衍生品”“其他投资”以及“净错误与遗漏”（按 50% 计算）流出的总额就将近 1 万亿美元。换句话说，真正对升息敏感的所谓热钱已所剩不多。何况，来自各方面的观察似乎显示，海外主流投资主体，如退休基金、相互基金、资产管理公司甚至对冲基金尚没有大规模进入中国资本市场或短期进入的准备。而国内如保险公司、资管等针对二

¹ 范希文，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中拉合作基金首席风险官



级市场产品的海外配资在资本管制收紧的情况下，也不大会针对现有利差变动有大的资产配置变化，即便利差进一步加大。

再有，根据资本流动的一般规则，利差只是决定资本流向的一个因素，另一个因素是投资者对货币升贬值的预期。近几年，在全球量化宽松的背景下，我国与世界主要国家的名义利率水平一直保持着一定的正利差，如过去三年中，10 年国库券的平均收益率高出美国国库券收益率约 50% 即 100 个基点左右，但国际收支“证券投资”净流入在 2012 至 2014 年大幅增长之后，连续两年出现了较大幅度的净流出，总净流出额达前三年总净流入的 60%。对人民币的贬值预期无疑是导致“证券投资”逆转的主要因素，而目前的名义利差优势并没有阻止这一趋势。

另一方面，除 2013 年外，国际收支金融账户项下的“其他投资”自 2012 年以来，一直处于大幅净流出状态。结合“证券投资”和“其他投资”的动态变化，这似乎反映了市场对人民币利率和汇率的综合预期以及由此预期产生的经济行为。2012 至 2014 年，对人民币的升值预期导致大规模的套利行为。一种做法是，套利者在境外市场借入超低息的外币短期债务，流入国内换回人民币后投入到国内的金融资产，在人民币升值或至少基本不贬值的情况下，“无风险”地赚取国内金融资产和国外债务间的利差。而在 2014 年以后的两年，对人民币的升值预期逐渐被贬值预期所代替，“证券投资”也由净流入转成净流出。自 2012 年第一季度到 2014 年第四季度，“证券投资”净流入累计增加 1830 亿美元，而自 2015 年第一季度起到 2016 年第四季度，该项累计净流出则达 1100 亿美元。与此同时，“其他投资”项下的对外债务也开始有所减少。

在货币贬值预期下，利差只有足够大，才能抵消贬值带来的损失，从而吸引资本流入(或防止资本流出)，并逐渐扭转贬值预期的程度。比如拉美国家一些经济体如巴西，这几年其所谓“无风险”利率一直在百分之十几的高位，是美国同样期限无风险利率的十倍以上。在如此高的利率之下，巴西近一年才渐渐逆转了这两年因经济衰退带来的资本外逃和货币贬值局面。显然，在市场普遍贬值预期的情况下，试图以小幅升息来抑制资本外流或吸引外资，可能是杯水车薪。

一个有趣的现象是，有证据显示，我国资本流动的主体似乎主要是来自本国居民而不是外国的非居民。比如，目前国外投资人进入中国证券市场，主要还是

通过 QFII 和 RQFII 的渠道，投资规模尚还有限。虽然去年对外国投资人进一步开放了银行间市场，主流外国投资人仍为数不多。再比如，直接投资项下，来自香港、开曼群岛、维京群岛等地的投资，多年来一直占外国直接投资的 70% 左右，个别月份甚至高达 80% 以上。假如目前的资本管制收紧已作用于国内主体，而国外主体又不占资本投资的主导地位，依靠升息来缓解资本外流，是否会是无用之功？何况，主动调息势必要以现存市场利率为基础。自去年第四季度以来，在央行逆回购和 MLF 操作下，目前我国短端中标利率水平一直处于上浮趋势，反映了市场主导的利率动态的总趋势。最后，央行的升息更主要的是要考虑国内经济现状。在目前国内经济逐步走出低谷之际，贸然因资本外流而大幅升息恐怕是不明智的。

二、收紧的资本管制

抑制资本外流的另一个手段，也是最直接的手段，当然是资本管制。在一国资本市场尚未充分发育的情况下，资本管制是必要的。近年来，我国大约 50%~70% 的对外投资是由外储减少而生成的。适当的资本管制有利于限制不符合国家产业政策的投资流出，防止非法所得的财富流失，阻止以欺诈手段而实现的资本外逃。然而，这种行政手段固然有效，但其代价也不容忽视，甚至其有效性有时也不免引发争议。

一种代价在于，如果资本管制不能区别对待，很可能会造成一刀切的局面；而过严管制则可能会波及正常贸易，增加进口障碍，增大对外债务违约风险，导致原本资本账户项下的问题演变成经常账户项下的问题，进而影响经常账户原有的相对自由进出的现状，到头来影响投资者的信心。

也有人质疑资本管制在我国这类高度开放经济下的有效性。据美国里海大学甘特教授的研究，1998 年以后的五年里，虽然我国依靠金融交易造成的资本外流减少了 1050 亿美元，但利用虚假进口发票，通过贸易项下的资本外逃则增加了 950 亿美元。通过高开进口发票实为资本外逃的虚假进口，以海外购并为目的的虚假投资，以香港为目的地的各类隐蔽式资本外流的手段都是近年常见的资本外逃方式。今年二月，在资本流出大幅减少的情况下，我国以人民币计算的进口额同比增长 44.7%，创 2011 年二月以来新高，人们纷纷猜测可能与资本外流有



关。事实上，这类资本外流的形式早已不足为奇。2015 年 12 月，我国内地从香港进口额同比猛增 60%，市场普遍猜测也和资本外流不无关系。

三、第三种选择

有研究显示，近年来我国资本外流的动态并不能完全用利率和汇率变动等加以解释。据估计，2005 至 2014 年，虽然人民币累计升值约 25%，但资本外流却从 2005 年的 1250 亿美元加速到 2014 年的 4840 亿美元。

就是说，至少部分资本外流是无法依靠提高利率，改变贬值预期，乃至资本管制能根本改变的。在各种资本外流的原因中，去海外寻求新投资成长点，恐怕是当前最值得关注的部分。诚然，中国企业走出去是扩大销售、创立品牌、增加市场份额和转移过剩产能的重要举措，但我国投资环境中房地产居高不下，劳工成本上升，能源相对昂贵以及税费负担沉重等也是导致资本寻求海外出路的重要原因。如果现实是这样，那么改善投资环境，增加投资渠道恐怕不失为升息和收紧资本管制之外的又一项政策选择。而开放竞争、国企改革、允许民企等不同形式的企业进入更多领域施展，似乎是所有措施中最应优先考虑的步骤。

改善投资环境还包括改善我国资本市场的投资环境，循序渐进地创造海外证券投资的条件。仅仅的正利差本身是不足以吸引海外证券投资的。这意味着市场的风险定价功能必须逐步建立，相关的债权人法律保护有必要逐步完善，债务发行人层面的资本结构须得到清晰的界定，另外，还应允许对冲各类风险的金融工具的创立和使用。创造有效证券投资环境当然要防止热钱的冲击。然而，没有容纳国际大规模证券投资的资本市场终将难以实现资本账户下的自由流动，人民币国际化的目标也难于实现，资本管理也就无法做到未雨绸缪。

在撕裂与矛盾的世界里回归常识 ——2017《投资家亲笔信》

管清友¹

一、2016 年是“撕裂与矛盾的一年”

按照惯例，每一年都应该有一句话来总结，我当时对 2015 年的概括是“傲慢跌倒的一年”，现在对于 2016 年，我认为是“撕裂与矛盾的一年”。

（一）何为撕裂？

逆全球化愈发显著，全球贸易总额持续下滑，各类国家商品贸易占 GDP 比重几乎回到 2009 年金融危机水平，此谓贸易的撕裂；民粹主义抬头，英国脱欧公投成功、特朗普意外当选、意大利总理辞职等，所有政治倾向与底层诉求都指向一个越发不合作的环境，此谓合作的撕裂；极端宗教主义势力猖獗，暴恐频发，其范围已从中东非洲扩散到美国、法国本土，死亡人数超过 100 人的恐怖袭击事件数目从过去三十年均值仅为 4.2 次的水平陡升到 20 余次，此谓安全的撕裂；黑天鹅事件频发，不确定因素过多，市场对于未来全球利率、经济增长、货币政策的分歧比起以往都要大，此谓定价的撕裂。

（二）何为矛盾？

以传统的理论框架、传统的思维角度去看待今天的问题会遇到很大的挑战，在最近两三年和在未来很长的一段时间里会存在两个明显的矛盾。第一个矛盾是实体经济的逆全球化和金融投资的更全球化；第二个矛盾是经济周期是平的，没有心跳，而资产轮动却非常快，甚至心惊肉跳。

二、2017 年，投资者如何更好的活下去？

展望 2017 年，不确定性事件依然密集，若想举重若轻，跳出短期以中长期视角重新审视这一切将会变得格外重要，在撕裂与矛盾中尊重常识是未来资本市

¹ 管清友，中国人民大学国际货币研究所学术委员，民生证券副总裁、研究院院长



场生存的重要法则。

首先，我们不妨回过头来，从全球这个角度先梳理一下。长期来看，全球需求能否实现趋势逆转需要观察四个重要因素，人口（有一个足够经济、人口体量的国家释放人口红利），技术（足够颠覆式的技术革命），战争（短期内爆发较大规模的战争），合作（比较优势的互补共同提升全球整体福利），结合这些因素的分析，有如下两个判断：第一，需求的长期弱化没有发生逆转，我们看到的货币转财政造成的需求反弹只是中期拐点。第二，经济基础的动能弱化会明显反作用于上层社会和意识形态，这是一个长期存在的趋势。

其实到这里，一切就有了个明朗的逻辑线条，以上那些撕裂的特征与矛盾的现象其实反应的是全球进入了新的政治经济周期：经济下行持续的时间比较长，从经济下行的矛盾扩展到上层社会、政治意识形态的变化，进而使得世界板块发生了碰撞，世界格局发生了改变，全球更加保守。无论是欧洲、美国还是中国，都在发起经济下行带来的政治社会形态转变的讨论，而这种价值观念和思想意识的讨论由于信息技术的发展快速传播，促进了集体一致行动的形成，权利意识觉醒与利益诉求强化在这样的一致行动下真真切切的开始改变了世界。

总而言之，流动性泛滥只能推迟问题不能解决问题，停止流动性的加码转向财政政策的实施，虽然大有刮骨疗伤之意，但在当前复杂的全球经济体系下，一旦有闪失也将会是一场灾难；寄希望于单个政治人物推动的政策改革，也考验着全球政治框架的牢固程度。这都是全球面临的共同问题，遗憾的是，眼下没有理论可以参考来解决这些问题。

过去这些年，很多资产昙花一现但转瞬就被金融市场遗忘，我们眼看它起朱楼，眼看它生泡沫，眼看它楼塌了，最终凄凄然的固化为研究报告中的一张走势图表，但我们不要忘记，每一波泡沫破裂的都伴随着千千万万投资者的财富蒸发甚至是鲜血的迸溅。

对于投资者而言，如何在不确定的世界里，更好地活下去？回归常识是必然。什么是常识？无论什么资产价格涨多了是会跌的、投资股票要看企业盈利的、一致性预期往往是错的、投资决策是需要独立的、盲目跟风是会付出成本的，此谓常识。

不要迷信成功者，成功者的经验大多不可复制，其核心也多不可为外人道也；

不要嘲笑别人，无论预测错误还是投资失败，都要从别人那里吸取教训。这既是写给投资者的话，也是写给我自己的话，应如是住，如是降服其心。



应让亚洲储蓄为亚洲做贡献

沈联涛¹ 肖耿²

三十多年来，亚洲比其他地区经济增长更快。亚洲在发展成长的过程中，一方面通过对美国的贸易盈余输出其储蓄；另一方面又借助纽约和伦敦以直接投资与股票组合投资等形式重新将资本输回亚洲。这一跨境迂回投资过程制造了严重但基本被忽视的地缘金融紧张局面。

2015 年年底，中国、香港、日本、韩国、新加坡和台湾的净对外资产头寸之和达到了 7.3 万亿美元——几乎正好等于美国的净国际投资负债。这一失衡不可能在短期内消失。事实上，美国的净对外投资负债最近又有所增长——到 2016 年 9 月底达到了 7.8 万亿美元，主要原因是美国持续的经常项目赤字和汇率效应导致的净负债扩大。

亚洲国家为什么不把自己的储蓄投资于本地区？一个显而易见的原因是美国主导着全球金融，特别是在股权投资和货币市场。在一篇 2005 年的论文中，皮埃尔-奥利佛·古林查斯（Pierre-Olivier Gourinchas）和伊莲·雷（Hélène Rey）指出，曾经是世界的银行家的美国，已经变成了世界的风险资本家，展开国际股权及债券投资，特别是在亚洲，而不只是银行借贷。

但这并不意味着亚洲国家投资西方的回报变得更好了，其中一个问题是 2008 年金融危机后兴起的套息交易。申铉松（Hyun Shin）和国际清算银行的其他经济学家指出，在纽约和伦敦的金融枢纽引领下，发达国家的低利率和弱势美元驱动着全球金融市场的套息游戏：借入低息货币，投资于高息货币（通常是新兴市场国家货币）。

这个金融游戏产生了深远的影响。尽管传统观念认为贸易失衡驱动了汇率波动和资本跨境流动，但日本的金融账户状况表明实际情况并非如此。

¹ 沈联涛，香港大学亚洲全球研究院高级研究员、香港证监会前主席

² 肖耿，中国人民大学国际货币研究所学术委员、香港大学金融与公共政策教授、香港国际金融学会会长

从2010年到2015年，累计经常项盈余只占日本对外投资头寸净变化的44%。金融账户交易贡献了这一变化的32%，变化的其他部分则可以用与汇率和利率有关的估值变化解释。

日本的持续性经常项目盈余理应增加其净对外资产头寸。但是，由于日元升值导致海外投资者持有的日本股票升值，日本的净对外资产头寸实际上有所恶化，从2012年底3.8万亿美元的最高值下降到2015年底的2.8万亿美元。日本央行经济学家指出，日本投资者持仓的海外资产回报远不如海外投资者持仓的日本资产。

日本应该做什么？应该更多地投资于高增长的亚洲。2015年年底，其574.8万亿日元的总对外投资中只有10.1%留在了亚洲，而有70%流向了北美、欧洲和大洋洲。

2015年底，日本股权组合投资占其总对外投资达到73.6%，其组成更不平衡，只有3.5%投资于亚洲，而有72.4%流向了北美、欧洲和大洋洲。就连中美洲和拉丁美洲，获得的日本股权组合投资量也要比亚洲多三分之一。

偏好投资于亚洲以外地区是亚洲主要高储蓄国家和地区，包括中国、香港、韩国、台湾所共有的特征，虽然亚洲的回报总体而言要高于其他地区。后果是亚洲地区经济极易受到资本流动及汇率和利率波动的影响。

问题在于，亚洲金融危机已经过去了二十年，但将储蓄引向本地区内高回报项目的亚洲金融中介的制度化改革进程几乎没有进展。比如，印度的最大十家投资银行都来自美国和欧洲。香港和新加坡的情况也差不多。即使是本地投资机构成长迅速的中国，引导资金流向高回报实体部门的能力仍然十分有限。

如今，随着资本充足率和监管约束的加强，以及美国加息和美元升值的概率上升，美国和欧洲银行开始退出亚洲，导致亚洲国家亡羊补牢的压力与日俱增。但是，亚洲金融监管者并没有大力培育亚洲金融机构将本地储蓄配置到本地实体项目中去的能力，而是将精力集中在实施由美国和欧洲监管者推行的新全球金融监管标准上，而美国和欧洲的政客却在威胁要废除这些标准。

美国总统特朗普打出“美国第一”的口号后，亚洲决策监管层改变目前方针的紧迫性更加强大了。“美国第一”几乎肯定将转化为保护主义政策，这些政



策将让亚洲投资进一步陷入美元陷阱，因为亚洲储蓄将被用于追逐地区之外的投机性的美元计价资产，而不是满足亚洲自身实体经济发展的需要。

在长期，中国的“一带一路”计划，再加上人民币的国际化，将有助于削弱美元对亚洲的掣肘。但这仍然是一个遥远的前景。

与此同时，亚洲主要盈余经济体（特别是中国和日本）的央行需要与世界其他主要央行（特别是欧洲央行和英格兰银行）合作改变高增长地区的过剩储蓄的使用方式。目标应该定在确保盈余国——包括德国，它的经常项目盈余比中国和日本还要大——的储蓄得到明智的使用，能够帮助保持全球经济的增长动力。

特朗普的“美国第一”计划听上去可能非常直接。但它没有认识到，如果新兴经济体式微，所有人都会遭殃。特朗普似乎不准备反思他的方针，因此亚洲及其国际伙伴必须做好准备，保护自己及其整个全球经济。

夸夸其谈的公共设施¹

史蒂夫·汉克²

经济政策总受社会风潮影响，最新趋势是公共设施（public infrastructure）。这一趋势的支持者包括政界左派的进步派（progressives），比如巴拉克·奥巴马（Barack Obama），希拉里·克林顿（Hillary Clinton）和伯尼·桑德斯（Bernie Sanders）；还包括右派的民粹主义者（populists），如新当选总统唐纳德·特朗普（Donald Trump）。这些人告诉我们要打碎财政纪律的桎梏，花钱建造公共设施——这剂万能药会医好所有经济弊病。

从全球来看，经济增长依然没有起色，美国是一个重要的例子。自 2009 年经济衰退以来已有 8 年多，美国始终未能反弹。经济可能在增长，但扩张速度低于其趋势增长率。美国总需求（国内最终销售额最能体现），名义增长率为 2.8%，远低于 4.7% 的趋势增长率。

一、关于“长期增长停滞”（secular stagnation）的争论

许多人认为，财政紧缩是增长乏力的重要原因，他们主张通过增加公共基础设施建设的这种财政刺激方式来提振经济。另一用以支持增加公共设施支出的论据基于“长期增长停滞”。其主要倡导者是哈佛经济学家和前美国财长拉里·萨默斯（Larry Summers）。他认为民营企业投资不足时，政府必须干预，投资于公共设施建设。

萨默斯指出，国内私有资本支出疲软是他的论点依据。图表显示，国内私营企业净投资相对较弱，数十年来一直处于下降趋势。

¹ 译者：罗霄；校对：肖柏高。本文原文选自货币金融机构官方论坛（OMFIF）出版的《The Bulletin》2017 年 1 月刊

² 史蒂夫·汉克，中国人民大学国际货币研究所国际委员、约翰·霍普金斯大学应用经济学教授

Private capital expenditure in US continues downward trend
Net private business investment, % of GDP



Source: US Bureau of Economic Analysis, author's calculations

图 1, 美国私有资金支出持续下降, 私营企业净投资占 GDP 比重 (%)

来源: 美国经济分析局

因为投资促进生产力, 所以投资一旦减少, 美国生产力下降就在预料之中了。生产力增长乏力, 一直趋于下降。自上世纪 70 年代末以来, 美国就一直处于生产力下降的漩涡中难以脱身。长期增长停滞理论的支持者认为, 私人投资净额的不足以及由此产生的生产率下滑可以由公共设施支出来弥补。

二、避免财政紧缩

公共设施建设的想法在过去多次被提及, 但似乎逐渐成为防止财政紧缩的手段。如果公共设施建设按预计进行, 政府的融资幅度将非常惊人。麦肯锡全球研究院估计, 2013 - 30 年间, 全球每年支出 3.7 万亿美元是“必需”的。

特朗普也紧跟上了这波基建的潮流, 提出了一项 1 万亿美元的公共设施建设计划。但是基建的这些所谓好处经常被夸大, 而基建的成本却被低估或扭曲。

关于公共设施支出的经济乘数的分析——一部分研究估计为 1.6, 因为错误的假设而经常出现缺陷, 而且基建支出的乘数效应也会因为人为通胀的存在而被夸大。

一旦公共设施建成, 人们就会对所谓的利益夸夸其谈。这些项目没有得到很好的维护, 用户没有为所使用设施缴纳费用, 或者收取的费用远低于相关成本。

水是一个典型的例子——输送到供水系统的有平均 34% 的水被偷走或泄漏。当现有输水系统中的水大量白白流走时，花大把钱来对系统扩容无疑是荒谬的。当把被偷走的或泄露的水考虑在内时，用“乘数”吹起来的基建的所谓好处实际上寥寥无几。

三、基础设施资金的现实

基础设施项目经常面临成本超支的情况。虽然这些项目纸面上看起来不错，但现实完全不同。详细研究表明，美国公共设施项目的实际成本与估计成本的平均比例通常在 1.25 至 2 以上。

除了成本超支外，基础设施融资还需征收税款，而征收的税额超出了收入金额。过度的税收负担包括“不必要”（dead-weight）的经济扭曲、执行成本和税运行成本。简言之，要融资一美元，政府的花费要花比一美元多。平均而言，这个花费在 1.50 美元到 1.60 美元之间。

考虑到成本超支和收税的成本，人们想知道是否有任何公共设施项目可以证明政府融资的合理性，更不用说融资到 1 万亿美元。这是个浪费、欺诈和滥用基础设施的奇妙世界。

Public Infrastructure Full of Hot Air

Steve Hanke¹

Economic policy is subject to fads and fashions, and the latest trend is public infrastructure. Its advocates include progressives on the left of the political spectrum, like Barack Obama, Hillary Clinton and Bernie Sanders, and populists on the right, including President-elect Donald Trump. They tell us to remove the chains of fiscal austerity and spend on public works, and that this elixir will cure all economic ills.

Globally, economic growth remains muted, and the US provides an important example. It has been over eight years since the 2009 recession, and the US has failed to bounce back. The economy may be growing, but the pace of expansion is below its trend rate. US aggregate demand, which is best represented by final domestic sales, is growing at a nominal rate of 2.8%, well below the trend rate of 4.7%.

1. The secular stagnation argument

Many argue that fiscal austerity has been responsible for keeping growth down. They advocate fiscal stimulus instead, through spending on public works. Another line of argument used to support increased spending on public works is based on ‘secular stagnation’. Its leading advocate is Larry Summers, Harvard economist and former US Treasury secretary. He argues that private enterprise is failing to invest and that the government must step in and spend on public works.

Summers points to anaemic private domestic capital expenditure as evidence for his thesis. The Chart shows that net private domestic business investment is relatively weak and has been on a downward course for decades.

¹ Steve Hanke is Professor of Applied Economics at The Johns Hopkins University, Baltimore. This article appeared on OMFIF Bulletin (January 2017).

Private capital expenditure in US continues downward trend Net private business investment, % of GDP



Source: US Bureau of Economic Analysis, author's calculations

Investment fuels productivity. So, with little fuel, one should expect weak US productivity numbers. Productivity growth is indeed weak and has been trending downward. The US is in the grips of the longest slide in productivity growth since the late 1970s. Advocates of the secular stagnation theory assert that the deficiency in net private investment and the resulting productivity slump can be made up by public works spending.

2. Escaping fiscal austerity

This argument has been put forward many times in the past, but seems to be gaining ground as a means of escaping fiscal austerity. If proposed public works proceed as projected, the government financing magnitudes would be stunning. The McKinsey Global Institute estimated that annual spending of \$3.7tn per year between 2013-30 was 'required' worldwide.

Trump has jumped on this infrastructure bandwagon by proposing a \$1tn public works programme. But the alleged benefits of infrastructure spending are often wildly inflated, with cost estimates downplayed or distorted.

Analysis of the economic multiplier of infrastructure spending – around 1.6 by some estimates – is often flawed due to incorrect assumptions, and can be subject to misuse in the artificial inflation of benefits.

Once public works are installed, the hot air comes out of their alleged benefits. These projects are poorly maintained, and users are often not charged for what they use, or they are charged prices set well below the relevant costs incurred. Water is a classic case – on average 34% of the water delivered to water systems is either stolen or leaks out of distribution systems. It is hard to take seriously claims that billions of dollars are required to develop more water resource capacity when much of the water produced in existing systems leaks away. Adjusting for leaks and thefts, the alleged benefits for many new projects, which have been inflated by ‘multipliers’, wither away to almost nothing.

3.The reality of infrastructure funding

Infrastructure projects are always subject to cost overruns. While the projects might look good on paper, the reality is very different. Detailed studies show that the average ratios of actual costs to estimated costs for public works projects in the US typically range from 1.25 to over 2.

In addition to cost overruns, the financing of infrastructure requires the imposition of taxes, and taxes impose costs beyond the amount of revenue raised. The excess burdens of taxation include ‘deadweight’ distortions, enforcement and compliance costs. In short, it costs more than a dollar to finance a dollar in government spending. The best estimates indicate that, on average, it costs between \$1.50 to \$1.60 to raise a dollar in tax revenue.

Taking proper account of cost overruns and the costs of collecting taxes, one wonders if there are any public works projects that could justify federal financing, let alone financing to the tune of \$1tn. This is the wonderful world of infrastructure waste, fraud, and abuse.

主权基金考虑建设“安全网”

跨境通道缓解金融震荡¹

大卫·马什²

主权基金正在仔细衡量与国际机构进行更广泛合作的好处，如国际货币基金组织（IMF）和世界银行（World Bank）等，以鼓励跨境资本流动，促进可持续增长，尤其是在新兴市场。

提高跨境融资来源的可靠性和增加国际和区域“安全网”（safety net）的建议可能会鼓励新兴市场经济体加快构建并保持相对开放的资本流动体系。通过开放的资本市场和提高投资回报率，这些建议符合主权基金的利益——面对全球政治不确定性，也有助于恢复市场活力。

有观点认为，新兴市场经济体长期资金供应者间应扩大合作。这种观点在亚洲已经被接受，认为合作能够克服国际金融“突然中断”（sudden stops）的威胁，比如 1997-98 年亚洲金融危机以及欧元区债务危机。唐纳德·特朗普总统“美国优先”（America first）的态度可能进一步加深了这种忧虑。

一个主要主权基金称，如果对“外国投资者见好就来，见不好就跑”的担忧少一些，新兴经济体面对危机将不会那么脆弱。

这些主题形成了新兴市场经济体规则的一部分，特别是在亚洲地区，较少依赖于同美国的纯双边关系和布雷顿森林体系中的机构，更多的向多边流动开放。3 月 22 日，亚洲开发银行（the Asian Development Bank）和国际货币基金机构官方论坛（OMFIF）共同组织了东京研讨会，旨在发展资本市场，以支持新兴经济的金融稳定和增长，上述的一些观点在此次会议的一个研讨会上受到了广泛关注。

此举可以扩大亚洲和中东地区大型投资机构的国际投资范围。这些都是外国市场上（包括邻国）的重要机构投资者。

¹ 译者:周珂; 校对: 肖柏高。本文原文选自 OMFIF Commentary。

² 大卫·马什, 中国人民大学国际货币研究所国际委员、货币金融机构官方论坛（OMFIF）执行董事

亚洲“自力更生”运动发生的部分原因是，亚洲地区对于 20 多年前应对亚洲金融危机所采取的高压措施耿耿于怀。对于增加亚洲经济体量的愿景也反映了过去西方危机十年来亚洲经济增长的相对稳定性，以及亚洲各国中央银行和主权基金持有的官方资产的迅速增长。

1997-98 年亚洲的动荡伴随着东南亚各国一连串的货币贬值。IMF 和美国政府协同采用的救援措施引发了激烈的批评——一方面因为加剧了危机，另一方面，美国和欧洲在十年后那场横扫大西洋的金融危机中面临同样的问题时，西方社会并没有采取这些措施。

IMF 对东南亚采取的强硬手段包括坚持自由市场原则，如汇率完全自由浮动、禁止资本管制、大规模预算削减和允许银行倒闭。印度尼西亚、泰国、韩国（腹诽或多或少）还有马来西亚等国对此积怨颇深但马来西亚成功抵制了 IMF 的限制，还因为引进资本管制，引起了华盛顿方面愤怒。

这一事件在亚洲的残留影响包括当地不愿意在需要的时候从 IMF 筹集资金、积累外汇储备以提高自身对抗危机的能力以及在面临新兴市场的挑战时，更多寄望于地区而非全球的解决方式。

后者包括名为“清迈地区储备资金汇集和危机抵御倡议”，尽管该倡议在实践中从未使用过。措施清单延伸到了中国主导的亚洲基础设施投资银行和新开发银行的设立，挑战了 IMF 和世行在全球舞台上的主要地位。

Sovereign funds weigh safety nets

Cross-border links help mitigate financial shocks

David Marsh¹

Sovereign funds are weighing the benefits of co-operating more widely with multinational institutions such as the International Monetary Fund and World Bank to encourage cross-border capital flows and foster sustainable growth, particularly in emerging markets.

These suggestions for increasing the reliability of cross-border sources of finance and adding to international and regional ‘safety nets’ could encourage emerging market economies to speed up and maintain relatively open systems for capital flows. They would be in the interest of sovereign funds by contributing to open capital markets and raising investment returns – and would be beneficial by reinforcing market resilience in the face of worldwide political uncertainties.

Ideas for greater concertation between long-term suppliers of funds to emerging market economies are gaining ground in Asia to overcome the threat of ‘sudden stops’ in international finance which marked the 1997-98 Asian financial crisis as well as upsets in the euro area. President Donald Trump’s ‘America first’ attitude is likely to promote further such considerations.

The perceived vulnerability of emerging economies to crises would fall if concerns abated that ‘foreign investors come in good times and go in bad times’ – as one major sovereign fund put it.

These themes form part of the precepts for making emerging market economies, especially in Asia, less dependent on purely bilateral ties to the US and the Bretton Woods institutions, and more open to multilateral flows. Some of these tenets were circulating at a seminar in Tokyo on 22 March organised by the Asian Development

¹ David Marsh, Member of IMI Academic Committee, Managing Director of OMFIF

Bank and OMFIF on developing capital markets to support financial stability and growth in emerging economies.

Such moves could widen the international scope of large investment institutions in Asia and the Middle East. These are highly important institutional investors in foreign markets, including among their neighbours.

A campaign of Asian ‘self-reliance’ has been driven partly by lingering resentment over what the region considers to be heavy-handed solutions to the Asia crisis 20 years ago. Desire for increased Asian weight reflects, too, the relative resilience of Asian economic growth during the past decade of problems for the West, as well as the rapid build-up of official assets held in the continent’s central banks and sovereign funds.

The 1997-98 Asian upheavals accompanied a series of currency devaluations in southeast Asia. Rescue measures orchestrated by the IMF and US government led to intense criticism – both for exacerbating the crisis and for not being followed by the West when the US and Europe faced comparable problems during the transatlantic financial upsets 10 years later.

The hard-line IMF treatment of southeast Asia included an insistence on free market principles such as complete exchange rate flexibility, prohibition of capital controls, large-scale budgetary cuts and acquiescence in bank failures. Rancour came from countries such as Indonesia, Thailand and South Korea, which more or less acquiesced, and Malaysia, which successfully resisted IMF strictures and incurred Washington’s wrath by, for example, introducing capital controls.

The lingering effects in Asia include both local reluctance to raise funds from the IMF at times of need, a move to accumulate foreign exchange reserves to boost self-insurance against crises, and desire for regional rather than global solutions to emerging-market challenges.

The latter includes the so-called Chiang Mai initiative for regional reserve pooling and crisis mitigation, though it has never been used in practice. The list of

measures extends to the China-led creation of the Asian Infrastructure Investment Bank and the New Development Bank that challenge the primary position of the IMF and World Bank on the global stage.



系列三十一：金融发展需要立足实体经济¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2016》主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融风险管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要基于国家战略视角构建宏观审慎政策框架，防范系统性金融危机，为实现人民币国际化最终目标提供根本保障。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2016》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第八章。

一、防范产业资源错配与经济泡沫化风险

金融是高效的资源配置手段，发达的金融市场、丰富的金融工具对实体经济的发展起着重要的推动作用。人民币加入 SDR 后，中国的金融市场更加开放，人民币同时涵盖离岸和在岸市场，参与主体、产品创新和丰富程度将会出现跨越式发展，金融业自身也具备了脱离实体经济进而自我膨胀、自我服务的更大可能性，因此，尤其需要强调长期以来中国明确的金融业定位，摆正金融与实体经济的关系，金融服务实体经济的理念不应该有任何的动摇。

在资金要素的分配方面，中国应发挥本国社会制度的优势，综合运用财政税收政策，平衡国内金融运作的超额收益与实体产业的平均利润，抑制金融“脱实就虚”的自我膨胀、自我循环倾向，防止在股票市场、黄金市场、房地产市场、外汇市场和部分衍生品市场滋生资产泡沫，挤占实体经济的投资，确保金融机构运用资金来服务实体经济。

¹ 整理人，中国人民大学财政金融学院博士生李胜男、中国人民大学国际货币研究所研究合作部副主任安然

应该加强对外资的引导，培育更加便捷和合法合规的营商环境，鼓励外资投资于商品市场、服务提供等实体经济，带动中国相关产业提高技术和经营管理水平。

加强产融合作，在风险可控的情况下加快国际产能合作的力度，更好地实现国内库库存、压产能的产业转型升级目标。依靠国内科技水平的提高，提升海外投资的技术含量，提高中国对外 FDI 的技术溢出效应，以保持中国海外投资的竞争优势。同时鼓励海外投资收益回归国内，投资于科技研发与产业升级，投资于对传统实体产业的科技革新，提升国内工业水平。中国应该充分吸取日本经济在日元大幅升值、日元国际化进程中的教训，防止产业过快转移到国外，避免出现产业空心化以及去工业化，否则，经济很可能失去增长基础和发展动力，难免出现“失去的二十年”。

二、多种手段保障金融服务实体经济

加快国内金融市场建设。既要形成与我国实体产业规模相适应的资本市场规模，又要发展与经济转型升级要求相匹配的金融主体和市场，使得各类企业的投资生产需求、个人升级的消费需求都能够得到充足的金融支持，让国内外资本能在国内金融市场上发现令人满意的金融产品。与此同时，高度重视金融的虚拟化程度，适当约束纯粹金融体系内运转、以金融体系内赢利乃至以规避金融监管为目的的金融衍生品的发展，在国内形成实体产业发展及国际产能合作可以依托的相对安全的资本市场。

审慎、渐进、可控地开放资本账户与金融市场，加强大数据技术的应用，整合银行、证券和保险业的监管力量，对资本流动加强监控。在资本账户与金融市场开放过程中，设计引入各种资本流动检测和管理工具，比如开征有利于遏制短期资本流动的托宾税等，通过提高成本、约束流动速度等方式减缓短期资本流动的冲击。

加强宏观审慎政策的实施力度。通过对金融机构净外币头寸征税、在发生短期资本异常流动时，提高或降低金融机构的资本充足率和拨备要求，抑制金融机构资产负债表的期限与币种错配，缓解资本短期波动对金融系统造成的冲击。我们应该认真吸取日本在这方面提供的反面教训。广场协议之后日元升值，日本政

府未能及时调整国内金融市场，积极化解货币升值带来的冲击和风险，不健全的金融体制反而放大这种冲击和风险，酿成巨大的房地产泡沫和产业空心化，并为此付出了沉重的代价。

三、加大对中小微企业的金融支持力度

中小微企业在推动市场竞争、提升市场活力、促进技术创新等方面作用巨大，已成为国民经济和市场发展的重要力量。然而中小微企业的规模小、盈利能力弱、财务制度不完善、信用理念不足、财务报表信息缺少和不实等因素，导致银行对企业进行信贷前调查有一定的阻碍，中小企业信贷难问题成为制约其发展的重要原因。

为了切实解决中小企业融资难问题，2015 年 6 月，中国人民银行定向下调存款准备金率，决定从 2014 年 6 月 16 日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行，下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，引导信贷资源支持“三农”和小微企业。中国银监会对银行服务中小微企业进行引导和监督，从增速、户数、申贷获得率三个维度全面考查小微企业贷款增长情况，建立了“三个不低于”的监管标准。“三个不低于”是指在有效提高贷款增量的基础上，努力实现小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速，小微企业贷款户数不低于上年同期户数，小微企业申贷获得率不低于上年同期水平。

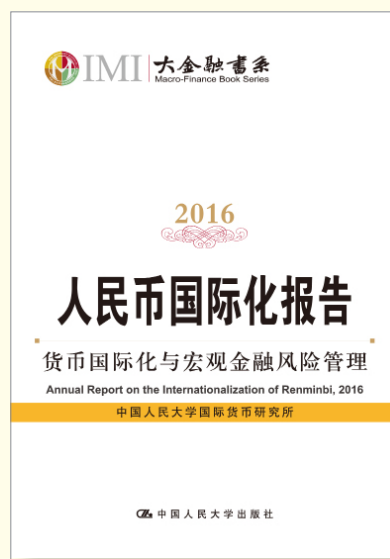
除了增加贷款可获得性外，资本市场也努力拓宽中小微企业直接融资的渠道。中国证监会提出了资本市场扶持小微企业的十条意见，通过大力培育私募市场和扩大公司债券范围，建设和完善中国的多层次资本市场，让优质的小微企业早日进入资本市场进行融资。新三板的设立为非上市股份有限公司的股份公开转让、融资、并购等相关业务提供服务，为中小型企业的发展做出极为重要的贡献。对于民营中小企业来说，新三板不仅为企业提供新的融资渠道，还可以引入战略投资者，在带来资金的同时，引入规范的公司治理，为企业做大做强奠定资本与治理的基础。

2015 年，财政部、税务局、国家税务总局联合发布《关于小型微利企业所得税优惠政策有关问题的通知》。自 2015 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对

年应纳税所得额低于 20 万元（含 20 万元）的小型微利企业，其所得减按 50% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。金融机构与小型、微型企业签订的借款合同免征印花税。另外还制定了一系列政策措施，给予中小企业一定的增值税、营业税优惠，降低中小微企业的税负，增强他们的盈利能力，改善他们的财务状况和信用，进而提高他们的融资能力。

《人民币国际化报告 2016》

《人民币国际化报告 2016》的主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要加强宏观审慎管理，抓住重点，推进供给侧改革，防范系统性金融风险，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。



具体而言，一是应当进一步推动汇率市场化改革，完善人民币汇率制度，从管理浮动逐渐过渡到自由浮动。二是资本账户开放要与汇率制度改革相互配合，坚持“渐进、可控、协调”的原则，适应中国经济金融发展和国际经济形势变化的需要。三是应充分借鉴国际经验，明确当前我国金融监管改革的原则，构建符合中国实际的宏观审慎政策框架，为加强系统性风险管理提供制度保障。

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

刊发日期：2017年4月24日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载