

【本期推荐】

纪志宏：建立长效监管体系需从互金行业的特殊性出发

【“资本市场”专题】

管清友：解析庞氏金融的崩塌

陆 磊：资管乱象在于两个层面，需打破刚性兑付

李文红：金融科技的发展与监管

向松祚：IPO 常态化和强化监管相辅相成

【海外之声】

Shaun Kingsbury：为可持续发展的世界融资

Nout Wellink：处在十字路口的欧洲

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列二：人民币国际化指数发展概况

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

建立长效监管体系需从互金行业的特殊性出发

纪志宏¹

一、监管是互联网金融的终极挑战

有人认为互联网金融就是线上的民间金融。民间金融起初是一种熟人之间的金融，中小企业当中有一种放款方式就是关系型借贷，主要依靠圈子。很多民间借贷没有抵押，而是依靠种族、家族或者小范围内的一种其他力量来维护，可能并不需要传统意义上的监管。民间金融到了互联网上，这个圈子急剧扩大，互联网金融通过大数据、云计算等现代信息技术，扩展了传统的商业可行边界和交易可能性边界，实现了质的飞跃，与民间借贷已大不相同。随之而来的监管问题和挑战跟民间金融所面临的监管和挑战已经非常不同，如 P2P 平台资金挪用和跑路的风险、通过技术手段将平台拆分或变形以规避监管所衍生的风险等。

可以预见，互联网金融带来的最终挑战，仍将对监管的需求与挑战。从与风险的关系来看，互联网金融有跨界经营的特点，既有不同金融领域之间的跨界，也有非金融向金融的跨界。很多互联网企业直接从事金融活动，金融似乎变得没有门槛，这被视作“金融的民主化”，但事实上并不是所有企业都掌握了互联网金融的风险管理规律，或具备相应的风险承受能力。

从监管的角度看，传统金融都是机构监管，分业监管本来有功能监管的内容，但在演化成机构监管之后，合规金融与不合规金融、合法金融与不合法金融的边界就变得难以识别，有效打击非法金融的能力大大减弱，而互联网金融跨界经营的特征非常显著，因此做好功能监管更是一项艰巨的任务。现在我们仍然是从分业监管的角度对银行业、证券业、保险业等进行监管。但实际上，P2P、众筹、互联网保险等金融产品之间相互交叉，需要监管层作出适应性调整，进行边界上的改进。此外还有行为监管，即区分以互联网形式从事金融活动的相关行为特征，对非法金融采取相应的措施，加强对金融消费的保护。

¹ 纪志宏，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国人民银行金融市场司司长

二、不断探索创新监管理念及方式

要实现充分而适当监管，需要在监管理念和方式上不断探索和创新。一方面，要按照监管一致性原则，对传统金融和互联网金融采取相同的监管标准和规范，防止监管套利。在这个过程中，要以服务实体经济需求为导向，探索动态适应性的监管机制，加强与市场的沟通，提高监管能力。既要注重发挥互联网金融的优势，也要调整传统金融监管中一些要求过高的指标和规范，或者理念上的偏差与误区，以适应经济与金融发展的实际，逐步做到两者的融合。特别是对传统金融监管中存在的法律规则空白、父爱倾向特征等问题，要进行不断修正完善，提升监管理念和监管水平。

另一方面，互联网金融的发展是自下而上的，所以自律性的监管很可能更有生命力。当然，监管也需要行政规章、司法监管进行配合，提供法律层面、执法层面上的支持。这些监管形式相互配合，才能维护互联网金融的秩序，建立符合经济社会进步需求的监管体系。由于互联网金融仍处于演变的过程中，所以有人特别强调动态灵活的社会监督。我们强调社会监督和网络监测，核心是动用社会的力量、技术的力量进行监督。监管制度的演变对监管对象和治理的形态都有很重要的影响。

此外，要加大对违法违规行为的处罚力度，发挥法律的威慑作用。互联网上也无法外之地。2016 年底，全国各地按照国务院要求开展了互联网金融风险专项整治活动，根据达成共识的业态进行了分领域的专项整治以及跨界监管。从整治的情况来看，从业的机构、人数、业态都比较复杂、多元，动态特征明显，形态也不是十分稳定。在中央和地方明确了 P2P 监管办法之后，很多企业改头换面，向消费金融、供应链金融转化，强化金融的内生供给特征。当然，也有的企业转为服务于金融业的科技公司。P2P 领域存在大量的自我融资、虚标假标现象，资产管理领域也有类似的问题。这些领域只要被纳入监管，其形态就可能发生变化，所以监管面临的挑战依然非常大。为此，一方面，要认真总结互联网金融领域真正具有创新性的元素在什么地方，使之发生正向作用；另一方面，要防止利用互联网金融的概念从事非法金融活动。整治不是最终目的，建立一个长效的监管体系才是关键。



三、互联网金融到底为金融体系及监管带来了什么？

在中国金融市场及监管转型深化的背景下，监管面临的挑战更为艰巨。

首先，需要研究互联网金融的复杂性如何给金融体系带来新的挑战，金融风险的状态会不会变化。在资本市场直接融资领域有一个基础性的制度——投资者适当性制度，这是对投资者而言一个最为有利的保护制度；在间接融资体系下则是依靠法定存款保险机制、资本充足机制、风险报备制度等来保护投资者利益。我国的情况则更加特殊，国家信用被隐性担保在其中，对存款人而言具有充分的保护。虽然互联网金融通过技术可以在一定程度上对资产和投资组合的风险进行分层，但大部分投资人可能对风险的认识和承受能力有限，或者风险偏好比较趋同，并不一定能实现风险的有效分配。互联网金融对金融市场，特别是对后发的、尚不成熟的新兴市场经济体正在产生深刻而重要的影响。但是这些影响在宏观上的总结才刚刚开始，比如第三方支付究竟对货币体系、货币供应、货币政策产生了什么样的影响，还缺少系统和深入的研究。典型的例子如余额宝，其创造流动性的内生驱动能力很强，在其规模快速上升阶段已对金融体系的流动性造成了一定的影响。现在金融创新十分发达，包括理财、基金、国债、资管计划等都可能创造流动性，甚至房地产、大宗商品也可能金融化，金融产品创造流动性的同时也具有了货币属性，这对货币政策将产生什么影响、是否需要审慎监管应认真探讨。

其次，需要研究互联网金融通过信息技术的发展能在多大程度上降低传统金融的风险，同时它又会带来哪些新的风险。互联网金融和风险接触的界面非常多，与个人关系比较密切的包括信息安全、账户安全、隐私泄露等风险；宏观层面包括洗钱、恐怖融资、逃税等方面的风险。互联网金融不仅具有传统金融的风险，其中还交织着一些新的风险。这些新的风险很可能会和传统金融的风险相叠加，产生不同于传统金融的风险，这些风险的传播速度非常快，传染性也很强。过去几年，中国已经发生了一系列性质恶劣的案件，通过互联网从事非法集资、投资诈骗等风险事件比比皆是，代表性案件包括 e 租宝、泛亚有色金属交易所、中晋系事件等。整治的意义，是让真正有创新精神、有创新元素的互联网金融企业得到成长，改变“劣币驱逐良币”的现象。

建立长效监管体系暗含的一个前提是承认互联网金融是具有一定特殊含义的金融业务或活动。那么互联网金融的特殊性究竟体现在什么地方？互联网金融和金融本身的活动有很多相似之处，互联网金融监管的长效机制需要依据或者针对互联网金融特殊的状态、特殊的风险因素、特定的组织模式。其理论基础与行为金融学、信息经济学、网络经济学等理论都密切关系，但从技术推动创新的趋势来看，到目前为止，互联网金融仍然是一个非常开放的问题，对它的总结、认识才刚刚开始。



解析庞氏金融的崩塌¹

管清友²

大家晚上好，非常荣幸能够结合中央金融工作会议，基于会议的一些主要精神以及今后金融形势的发展、金融对经济的影响等问题与大家交流。

今天的讲座分为以下七个部分：第一部分是解读金融工作会议；第二部分是梳理当前金融形势现状；第三部分是分析不同主体在这种金融环境中的行为；第四部分是对理论实践制度和以上行为的辩证思考；第五部分是机构和个人在这种形势下的对策；第六部分是一级市场、二级市场、固定收益、另类海外资产配置等方面的基本投资策略；第七部分是对未来风险的预判。

一、解读

（一）定调。从个人角度来讲，两个最重要的定调为“服务实体经济”以及“防控金融风险”，这两个定调实际上决定了今后若干年金融的监管政策、金融行业的发展以及金融机构、微观主体的选择。

李克强总理在讲话时提到，“金融是国之重器”，要把金融工作放在非常突出的位置上。本次会议与上次会议相比在定调上发生了明显的变化，2012年年初召开的中央金融工作会议的基本定调是“鼓励创新”“提升信心”，而本次会议着重强调的是“服务”和“风险”，这两个关键词不同以往，把金融行业位放在服务的位置，同时也注意到了这些年来积累的风险。

而“成立国务院金融稳定发展委员会”，“扩大金融改革开放”，“坚持党对金融工作的集中统一领导”，这些都在预期之内。

（二）调整。至于为什么这样定调，实际上还是着眼于过去几年整个金融行业的发展以及金融体系的快速扩张而产生的一些问题、出现的新现象，是对过去几年金融工作的调整和纠偏。

¹ 本文系作者在中央金融工作会议上，发表关于“金融服务实体经济”、“防控金融风险”等主题的内部演讲

² 管清友，中国人民大学国际货币研究所学术委员、民生金融智库首席经济学家

（三）影响。本次金融工作会议的影响分为两方面：一是整个金融行业高速扩张、金融体系膨胀的阶段可能告一段落；二是从宏观层面来看，以金融来牵引实体经济发展的模式基本结束了。这两种影响体现在金融机构的具体业务上，对金融机构的投融资以及个人的投资策略都会产生一系列的影响。

（四）意义。金融体系膨胀阶段的结意味着套利时代的结束，同时开启了具有中国特色的金融宏观管理政策、金融行业发展政策的新阶段。

二、现状

从宏观角度来看，我们面临的问题是“高杠杆”，无论是M2/GDP比例、还是非金融企业的债务等都是比较高的。而且近几年，债务问题虽然通过债务置换、债转股等方式去化解。但债务并没有消失，只是债务的期限拉长，还本付息对微观主体来讲依然是存在。

按照我们目前维持经济增长的情况，无论是从债务弹性还是M2/GDP比例来看，我们维持一个单位的GDP增长所需要的债务越来越多，居高不下。经济学家测算过，按照目前还本付息的压力以及目前维持6.5底线以上增长的基本做法，中国的债务问题可能愈演愈烈，甚至发生债务危机的可能性越来越大。

从微观角度来看，企业或者个人面临着所谓的高债务问题。三大主体里（政府、企业和居民），政府债务在过去几年从“四万亿”之后到地方投融资平台、城投公司、后来面临巨大的债务压力，我们通过财政部第十三号文件来规范这个事情，同时要求地方政府剥离与城投公司的关系，实际上一定程度上延缓了地方政府的债务压力。

但地方政府仍然有融资需求，后来用PPP等手段其实是给地方政府新的融资手段，尽管我们讲PPP这种模式可以改善公共产品供给方式，确立新的政府与社会制度的关系，但在地方政府那里PPP基本上就是融资手段，而且现在PPP的高速发展也带来了新的债务问题。

从企业的角度来讲，企业的高杠杆率居高不下，最近几年一些中小型企业开始出现问题甚至一些大型企业出现比较严重的债务问题，而且债务规模很大，这与九十年代中后期时企业的高杠杆高债务问题不可同日而语，现在动辄几千亿，多则上万亿。而相对政府和企业来讲，居民的财务状况是比较健康的。



三、行为

（一）国家。2008年以后，全世界都进行了量化宽松，普遍采取QE政策。各国政府在这个问题上，未必是达成共识，但行为却出奇的一致，因为政府和市场的关系、政府和经济的基本关系，政治家们也需要有所作为，而且也不知道是不是可以不作为，这是很有趣的一个现象。

所以欧洲、美国、日本、中国在2008年以后都分别采取比较强力的措施，我们最基本的经济理论依据还是来源于凯恩斯——让经济逆周期操作，这也是教科书里教给我们的。现在看来，2008年以后各国采取的政策不能算得上成功，各国的经济学家其实已经开始注意到这种政策造成的问题可能比解决的问题多。

（二）政府。这里着重说明中国政府在2008年以后采取的政策，个人总结为：十八大以后，我们的基本思路是希望“以时间换空间”慢慢消化我们面临的问题，即拉长时间周期，采取各种办法呢，保证不出现比较大风险问题，但实际来看，面临的问题没有得到很好的解决。同时这个问题也会引发我们的反思，我们是不是哪一点做错了，或者说理论上也没有提供这样的支撑聚合，因此同原来的表现完全不一样。

2012年以后，经济呈现L型增长，也就是一路下滑，而且资产价格出现剧烈波动，也就是说美林投资时钟原来的基本判断是失效的。2012年，先是房地产价格上涨，然后是信托业务的蓬勃兴起，特别是非标业务，以至于引发了2013年非标业务的强监管——打击虚假贸易，规范非标业务，此外2013年6月还出现了“钱荒”事件。

随后，在宽松货币环境的基本背景之下，股票市场开始走牛，中小板、创业板代表了新兴产业，所以从2013年到2014年大家觉得中国改革前景很好，对此都很有信心。2014年开始，整个股票市场开始走牛，现在看来最大的推动力还是来自于杠杆以及场外配资。而2014年下半年—2015年先半年是股票市场整体泡沫的产生、发展、膨胀到破灭的过程；2015年的那场股市暴跌，被称之为“股灾”，股票市场异常波动，也宣告了股票市场泡沫的破灭；同时2015年六七月份以后，房地产的泡沫、债券的泡沫纷纷而至。债券市场的真正牛市实际是在2015年下半年—2016年下半年期间。

所以现在回头去看，近几年所谓的资产牛市大多数跟杠杆有关。当然，大家为什么敢用杠杆，因为大家的风险偏好比较高；为什么风险偏好比较高，因为货币环境比较宽松；为什么货币环境比较宽松，因为我们总体采取的是QE政策。

如果从比较大的方面来看，以上问题主要是由于供给侧结构性改革和宏观管理不匹配所造成的，实际上也无法做到完全匹配，所以问题比较棘手。而且现在看来，金融体系的膨胀和实体经济的下滑是一个硬币的两面。

从2016年下半年开始，政府已经意识到以上问题：金融体系过度膨胀，实体经济表现并不乐观，而改革并没有追赶上金融体系膨胀的速度。因此政府试图收缩整个金融体系的膨胀，抑制资产价格的泡沫，同时也进一步强调改革的重要性。

我曾经跟一位军事专家交流，他提到过去我们解决问题主要依靠人口红利和寻租，当然这两点概念目前已经消失，但我觉得很有趣，同时大家可以借鉴一下。

（三）企业。2008年以后，以央企为代表的部分企业“大干快上”跟随国家政策迅速扩张，导致已经存在的产能过剩进一步加剧，使企业陷入困局。2012年开始，企业对宏观政策持有比较谨慎的态度啊，我们称之为“企业行为的钝化”，“企业行为的钝化也导致了整个经济周期波动的钝化。

在量化宽松的大的货币环境之下，金融周期发挥着比较强作用，资产价格波动代替了传统意义上的经济周期波动，再加上企业预期钝化所导致经济周期的钝化，我们可以看到经济呈现一个小幅下滑、走平的趋势，而金融周期却非常明显的独特现象。

在过去十年中，凡是跟金融地产相关的企业，只要通过加杠杆的形式，基本上都出现了比较大的资产膨胀。相反，金融地产以外的大部分传统实体企业都陷入了比较严重的困难期。金融行业开始成为很多企业的选择，似乎只要与金融相关都能赚钱，甚至一度出现了很多主业可能是建筑、能源、电力等企业投身金融行业，这确实与影子银行体系的膨胀有关。

（四）金融机构。金融机构包括银行、证券、信托、保险等。而银行在最近五年里由于利率市场化改革，压力较大，而且存在差缩小后银行必须通过扩大自己的规模以维持与原来差不多的收入。所以最近五年中，银行都在强化规模管理，从而做大做强。

实体经济的投资回报率持续处于低位并一路下滑，实体经济投资回报率的下降给予金融机构非常大的压力，金融机构迫切需要提高收益。以银行为例，对于金融机构来讲，其资产端的收益率在下降，而负债端成本却很难降下去。这样的话，对商业银行来讲，一方面存在差减少，另一方面面临着负债端成本的压力，而其资产端迫切需要提高投资收益率，因此银行越来越多的开展委外业务，即把自己资金池里的资金的委托给专业的机构去投资，以提高投资回报率。

保险公司方面同样如此，原来保险公司绝大部分都是固定收益业务，而最近几年也开始提高权益类投资的比例，以期提高整体的投资回报率。

而实体经济投资回报率很低，即便是受托的专业投资机构也会面临很大的压力，银行把钱给到专业的基金公司，基金公司会在在二级市场上投资股票，另外还有很多涉及到非标项目。这些专业机构无论去投资股票还是投资债券，在整体收益率下降的情况之下，都只能通过加杠杆的方式来提高回报率，以满足委托方的要求。

对很多中小银行来讲，最近很多城商行、农商行纷纷都改制，改为普通的商业银行，并且开始从其他同业银行之间，特别是大行、央企财务公司中拿到比较便宜的资金。中小型的金融机构开始做同业业务，也就说发利率较高的同业存单，然后从大行或者同业之间拿到钱，再将资金委托出去，从而提高投资收益率。理论上这个链条只要不断有便宜的钱进来就能一直维持下去，但实际上我们知道这是不可能的。

因此2016年底爆发了债券市场的波动，总的一个问题还是在于在投资回报率较低的情况之下，无法维持负债端如此之高的成本。以上就是所谓的金融空转，是同业业务形成的背景和最后的归宿。另外，基金子公司与券商子公司实质上大同小异，基本的循环均是如此，从资产端和负债端两端来看中间机构的这种行为实际上是比较清楚的。当货币政策监管趋严，特别是打击所谓监管套利、制度套利等一系列政策出来的时候，这个链条戛然而止，这种变化的趋势对金融机构的冲击还是比较大的。

（五）个人。最近五年，个人的行为其实也发生了较大的变化，居民个人逐渐认识到所谓的资产荒、配置荒，普遍认为持有资产是最合算的，故此开始购买房地产、权益类资产、固定收益类资产。

四、反思

（一）理论。凯恩斯主义理论的困境：凯恩斯主义理论的短期储蓄管理在最近十年被彻底的长期化了，凯恩斯主义以及后来的发展基本上没有考虑金融体系中货币和金融的作用。在过去的理论中，货币和金融只是作为外生变量；而现在看来，金融是反作用实体的。如今金融学界也在反思这个问题，即如何将货币和金融的因素内生化的。

（二）实践。经济全球化和金融全球化的关系不匹配，可能是我们面临的一个非常重要的背景。如果从2001年算起的话，格林斯潘开启了主要用以应对911事件、美国互联网经济泡沫的破灭以及东亚金融危机的量化宽松方案，以此来刺激经济。我们可以看出，2001年—2008年主要是一个经济全球化和金融全球化相匹配的阶段。

2004—2005年期间，欧洲中央银行提出流动性过剩问题：流动性过剩到通货膨胀只有一步之遥啊，流动性过剩会引发通货膨胀。但总的来说，虽然金融体系膨胀，但整个全球经济以及中国经济其实还是处于一个相对的繁荣期，所以实际上经济全球化和金融全球化实际上是比较匹配的。

2008年是一个重要的时间节点——金融危机发生以后，经济全球化开始逆转，而金融全球化还在延续并不断深化，并且变得更为迫切。各国采取虽然采取贸易保护主义，但资本的流动、跨境投资显得更为重要，因为资本总在寻找具有高收益的投资标的。

总体来说，经济全球化和金融全球化横不匹配的状况持续了近十年时间，它所带来的问题如今反映在很多方面。

（三）制度。以美国华尔街为代表的金融体系涉及到交易制度、金融市场结构，是由一系列的基础设施组成的。而这套制度是不是适用于任何国家，特别是是否适合中国，值得我们去反思。

个人认为中国如果完全照搬欧洲和美国的金融市场制度是不行的，虽然中国这几年的金融快速发展与学习西方有关，但实体经济的发展，特别是一系列管理实体经济的基本手段，即金融监管的基本手段实际上是没有跟上的，这就出现了金融制度与实体经济发展不匹配的问题。而华尔街这套被许多经济学家称之为



“金融牵引实体经济发展”的办法，现在看来也面临很大的问题。所以我觉得不仅是中国需要反思金融与实体经济的问题，其实全球、特别是美国也需要反思这个问题。

（四）行为。2008年以后，这种利用传统凯恩斯主义基本逻辑进行量化宽松的办法基本不可取，并且2008年以后产生的众多经济学并没有解决全球和中国面临的问题。

五、小结

从宏观方面来讲，庞氏金融这种基本方式是结果，货币金融与实体经济的脱节是根本原因。货币金融与实体经济脱节表现在金融体系的膨胀，而金融体系的膨胀有赖于适应宽松的货币环境，这种超宽松的货币环境必然带来庞氏金融特征的产生。

在这种超宽松货币环境的背景下，无论是机构、个人还是政府可能都会倾向于以上行为。所以根本原因还是一国货币政策以及全球货币政策的协调，或者说国际货币体系领域的治理问题。

而微观意义上的庞氏骗局，与宏观背景也有关系——宏观背景决定论庞氏金融特征的出现。而货币金融与实体经济的脱节，一方面与金融体系的过度膨胀有关，另一方面与实体经济的发展滞后有关。

六、对策

首先，机构要搞清楚金融宏观管理思路的变化，“金融王气黯然收”这句话基本可以表达我的观点。从行业的发展角度来讲，我觉得黄金时期可能已经过去了。机构和个人都会面临所谓流动性环境逐渐回归常态、边际收紧的周期。无论对机构还是个人来讲，无论是金融机构的融出方还是融入方都要慢慢的降低杠杆，这也是必须要做的事情。降低风险偏好，防范风险，降杠杆，这也是大势所趋。

七、策略

这里重点说一下资本市场，在整个流动性环境的管理思路发生变化，而且今年上半年一度出现竞争性监管的情况下，对于未来的货币环境，大家不要抱太大

的再度宽松的希望。在这种情况下，中国资本市场仍面临着艰巨的改革任务，特别是发行制度的改革。

这次的中央金融工作会议也特别提到了“发展直接融资”，对于资本市场改革的决心可见一斑。在这个问题上不同利益方不同角度，大家的看法不太一样，如何积极稳妥的推进资本市场的改革确实是比较大的难题，在这个过程中也很难避免这种大的市场波动。我们过去的发行制度之下，存在估值溢价的问题。在整个流动性环境出现变化之后，一定会出现价值重估的过程。

在一级市场投资方面，有两个方面值得注意：一是消费引领、科技驱动、产业整合这三个大方向。无论是VC和PE，大家过去习惯的是二级市场退出的方式，而二级市场现在面临着估值重构的变化，意味着我们过去的退出方式确实发生率了比较大的变化。这就要求我们一方面实行价值投资，另一方面要求我们使用并购、重组等形式实现退出。

八、风险

这次中央金融工作会议重点强调了“风险”，而且军队、武警等方面的领导同志都参加了会议。中央将对金融的宏观管理上升到了金融安全层面，而金融安全是国家安全的重要组成部分。

目前大家所关心的问题，是中国会不会发生债务危机或者银行体系的危机。理论上讲，中国不存在西方国家传统意义上的银行业危机以及个人信贷危机。当然也有人说，其实我们已经处在危机之中，我认为这是不同的角度的不同的说法。但是，针对目前企业的债务情况来看，我觉得中国发生一定程度的金融风险的可能性还是存在的。所以，在此次金融工作会议上，中央高层对“防范和化解金融风险”问题的认知是非常清楚的。

从过去三十年的历史来看，金融危机的基本周期是七八年左右，例如八十年代的美国、日本股灾，1998年亚洲金融危机，2007年的全球金融危机。所以降杠杆以及防范金融风险等做法依然是非常必要的，解决金融体系过度膨胀以及它所蕴含的风险，主要还得从解决实体经济的发展入手，也就是提高实体经济中的投资回报率，实现实体经济全要素生产率的提高。



从美国的情况来看，金融体系的过度膨胀挤压了实体经济，它不光造成了社会的贫富分化以及财富占有的这种差距，还阻碍了生产力的发展，甚至阻碍了创新。

上一次金融危机距今已有十年之久，当下对于未来风险的识别、预警、管控，是特别重要的。对于企业家和于个人来讲，防范风险也是非常重要的。

再拉长周期来看，对于中国的发展前景的预期还是非常乐观的，中国经济的回旋余地也是比较大的，相关产业的发展也是毋庸置疑的。在并购以及不良资产处置方面，对风险控制较好的金融机构或者个人来讲，仍存在较多机会。

九、结论

（一）货币金融与实体经济的脱节是“庞氏金融”问题出现的根本原因。

（二）中国实际上是需要一次比较彻底的出清，“以时间换空间”这种方式现在看来不能根本解决问题，我们还是要尊重经济规律和市场规律。出清以后，对于手握先机的投资者来说可能是一次比较好的机会。

而目前则是大家防范风险，寻找合意资产的好时机。但这次与九十年代末期可能有些不同，我们这次的周期可能会更长，经济低迷的状态持续的时间会比较久。在这个问题上，大家要适应这种新常态，控制好风险，寻找好合意资产，实现可持续发展。

以上是我的个人观点，仅供大家参考，有些不成熟之处，还请大家批评指正。

资管乱象在于两个层面，需打破刚性兑付¹

陆磊²

今天我讲的主题很简单，更多的是侧重在监管层面，我的标题叫“统一标准规制，规范资产管理业务的发展”。请大家注意，我这儿谈的定义是标准规制而不是统一监管，因为监管在各自的监管领域都是有明晰的划分的，所以我这儿是谈一个标准规制问题。

今天我所讲的逻辑是按照是什么、为什么、怎么看、怎么办这样四个问题跟大家展开。

首先刚才主持人张弘老师已经说了，我们今天的主题是大资管，所以我们首先要看什么是资管，什么是大资管。

在我看来今天的资管问题是非常简单的，只是因为在中国非常复杂的经济运行环境当中它变成了一个复杂问题。资管就是八个字，受人之托，代人理财。这个人可能是一个自然人，也可以是法人，也可以是政府。

为什么它变成了大资管？刚才张弘老师谈到了很多关于大的定义，从金融的管理者出发，所谓大是因为它是跨行业、跨市场的，已经超越了原本我们看到的银行存贷款、券商相应的自营业务以及保险公司的传统保险业务。所以所谓大，跨越行业、跨越市场，之为大。

当然有相关的数据，截至到 2016 年年末，我们所了解到的银行理财、基金信托计划、公募基金、私募基金、证券公司的资产管理计划、基金及其子公司的资产管理计划、保险资产管理计划等各类资产管理产品的总规模已经达到 60 到 70 万亿。所以这是大资管的定义。

从是什么的角度出发，我们自然而然就进入到了为什么的问题。也就是说我今天站在这里，为什么要跟大家谈统一、标准、规制这样的问题？究其原因，是因为资产管理市场上还是存在一定的乱象，而这个乱象无非就在两个层面。

¹ 本文系作者于 2017 清华大学五道口全球金融论坛，发表以“统一标准规制，规范资产管理业务的发展”为主题的演讲

² 陆磊，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国人民银行金融稳定局局长

第一个层面，互联网企业各类投资管理公司等非经营企业开展资产管理业务十分活跃。也就是说非持牌的在做资产管理业务，仅在工商管理部门注册，不持有经营牌照的投资管理公司、投资咨询公司、担保公司、理财公司等向公众提供的投资产品或理财咨询形式多样、名目繁多，以货币市场基金为主的互联网理财产品发展迅速，具有门槛低、期限短、收益高、融资快等特点。这个对于监管部门或者是规则制定部门是一个巨大的挑战，因为它不在你规制的范围内。所以我们很难准确地判断风险点在哪里，风险有多大，在什么时间点，在什么状态下，会在全社会、公众层面下扩散，因为它往往是涉众的。

我们可以说，大家可以看得到，现在中国的金融风险还存在，但是传统的存款、贷款，过去的金融三乱恐怕已经不在二十一世纪的今天还在重复上演，但是新的风险的的确确在刚才我所说的领域是存在的，我想这是个客观事实。

第二个层面，大家可以看得到，各个监管部门在促进本行业发展理念下，对于资管业务按照所在行业制定了不同的监管规则，各类资管业务的投资范围、门槛、杠杆水平等监管规制都不相同，规则的不一致，一定会导致水往低处流的效应，就是哪儿管理最松，哪儿最容易进入，我就从事哪种业务，这就是刚才忠民理事长所说的套利行为。

所以所谓的乱象在我看来无非就是刚才的非持牌和持牌两种行为的叠加而已。从这个意义上来说，就已经有一个国家的管理部门会同其他各监管部门制定一部统一资管规制的规则。

怎么看这个问题随之而来，也就是说你在制定这样一个统一的标准规制的过程中，你是应该如何找到切入点并进而解决哪些问题？

统一标准规制目的是为了推动资管有的规范发展，为什么这么说？究其原因，刚才两位嘉宾已经说得很清楚了，随着中国的经济发展，资产管理的内在需求或者是需求是庞大的，而且未来还将进一步发展，如何兴利除弊就成为统一规制的一个指导或者是出发点。

大家也注意到了，防控金融风险既是服务实体经济的重要保障，也是深化金融改革的重要条件。总书记多次强调，要把防控金融风险放在更加重要的位置，增强同风险赛跑的意识，努力跑在风险前面，下决心处置一批风险点。

具体到资管业务的健康发展层面上，如何做？我想应该坚持以下几条。

第一，坚持严控风险的底线思维，把防范和化解风险放在更加重要的位置，重点针对资管业务的多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等重点问题，分类统一、标准规制，减少存量风险，控制增量风险。

第二，坚持以服务实体经济为根本目标，既充分发挥资产管理业务的功能，切实服务实体经济的投融资需求，又要防止产品过于复杂，避免资金脱实向虚，在经营体系内部自我循环。

第三，坚持宏观审慎管理与微观审慎监管相结合，机构监管与功能监管相结合的监管理念，建立健全资产管理业务的政策框架，完善政策工具，根据资管业务产品的实质属性，按照穿透原则实行公平、统一的市场准入和监管。

在这儿我多加一个例子，大家可以发现，在资产管理业务当中做得最为成功的，几乎不存在刚性兑付的就是过去若干年发展得非常好的公募基金，也就是在市场上的公募基金。我们可以发现没有哪个投资者因为今天的市值跌了去找公募基金索赔，但是在其他的很多领域，刚性兑付仍然是一个大问题。

第四，坚持有的放矢的问题导向，针对突出风险提出统一、明确、可行的规则，堵塞制度漏洞，不一刀切，为创新留出空间。

第五，坚持按照积极、稳妥、审慎推进的原则来做好统一规制工作，一方面要处置一些迫在眉睫的风险点，防范新增风险。另一方面要充分考虑市场的承受能力，把握好工作的节奏、力度和次序，避免在处置风险当中发生风险。

最后是重点解决怎么办的问题。也就是说我们在统一规制当中，重点要做哪些事，我想以下几个要点供各位参考。

第一，坚持功能监管和机构监管相结合，分类统一制定标准规制。

这里指的功能监管就是十几种形式的原则，也就是说我们注重的不是你是银行、证券还是保险、还是基金，我重视你不管是哪类机构，在做什么业务，只要做资管业务，必须接受统一的资管规制的管辖。对资管业务进行分类该怎么做？什么是资管业务？在负债端我们要根据募集方式的不同，分为公募和私募两大类。由于公募和私募受众的特点，所以在杠杆率和信息披露等方面，都有不同的要求。

从资产端要根据资产性质的不同，可以分为固定收益类、混合类和权益类三大类，三类产品也在我刚才所说的要件上有所不同。



第二，加强宏观审慎管理，建立宏观审慎建设框架。为什么要做宏观审慎管理？究其原因是大资管，是跨市场、跨行业、联动的，并不是单个监管机构可以单独来解决问题的。至于什么是宏观审慎管理，我在这儿不做更多的阐述。

第三，实施穿透式监管，对资管业务的监管实施全覆盖，按照实质重于形式的原则，确定适用规则，实施涵盖资金来源、中间环节、最终投向的全流程监管。

第四，严格行为监管，强化金融机构的勤勉尽责义务。行为监管目标是为了保护投资者和经营消费者权益，经营机构应该从委托人利益出发，切实履行勤勉、负责、尽职管理的受托人义务。金融机构要建立相应的风险管理、内控、人员资格认定及问责机制，确保业务人员有相关的资产管理的能力。

第五，回归资产管理的业务本质，打破刚性兑付。资管的业务本质上是经营机构的表外业务，收益和风险均由投资者享有和承担，应该明确要求经营机构不得承诺保本、保收益，并加强对投资者的教育，强化卖者尽责、买者自负的投资理念，推动预期收益型产品向净值型产品转型，使资产价格的公允变化，及时反应基础资产的风险，让投资者在明晰风险的基础上自担风险。改变投资收益超额留存的做法，金融机构应该只收管理费，管理费之外的投资收益应该全部交给投资者，让投资者在尽享收益的基础上自担风险。

同时，要严格惩戒措施，加大对保本、保收益、刚性兑付等违规行为的处罚力度，鼓励投资者投诉举报，并发挥会计、审计等中介机构的作用。

金融科技的发展与监管

李文红¹

近年来，金融科技（FinTech）概念在全球范围内迅速兴起，引起了国际组织和各国监管机构的广泛关注。如何通过金融与科技的有机结合，探索完善金融服务和监管模式，更好地实现安全与效率的平衡，是市场机构和监管部门共同面临的重要课题。

一、金融科技的概念与分类

（一）基本概念

金融科技（FinTech）一词为英文 Financial Technology 合并后的缩写。由于金融科技仍处于发展初期，涉及的业务模式尚不稳定，各类业务形态存在不同程度的差异，目前全球尚无统一定义。2016年3月，全球金融治理的牵头机构——金融稳定理事会发布了《金融科技的描述与分析框架报告》，第一次在国际组织层面对金融科技做出了初步定义，即金融科技是指通过技术手段推动金融创新，形成对金融市场、机构及金融服务产生重大影响的业务模式、技术应用以及流程和产品（FSB，2016）。

在实践中，“金融科技”的具体含义在不同背景下也存在差异。有时是指对现行金融业务的数字化或电子化，如网上银行、手机银行等；有时是指可以应用于金融领域的各类新技术，如分布式账户、云计算、大数据等；有时则指希望涉足金融领域、与现有金融机构形成合作或竞争关系的科技企业或电信运营商。随着理论和实践的进一步发展，相信金融科技的概念还将不断调整、充实和完善。

（二）“金融科技”与“互联网金融”概念的联系与区别

“金融科技”与国内的“互联网金融”概念既有联系，又有区别。从相似性看，二者均体现了金融与科技的融合，都是对运用各种新技术手段提供、优

¹ 李文红，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国银行业监督管理委员会业务创新监管协作部主任

化、创新金融服务等行为的概括。从差异性看，“金融科技”更强调新技术对金融业务的辅助、支持和优化作用，其运用仍需遵循金融业务的内在规律、遵守现行法律和监管要求。国内的“互联网金融”概念既涵盖金融机构的“金融+互联网”模式，也涵盖互联网企业的“互联网+金融”模式。在实践中，一些“互联网+金融”模式注重运用互联网技术促进业务发展，推动产品创新，提高运营效率和改进客户体验，但也存在忽视金融本质、风险属性和必要监管约束的现象，出现了业务运作不规范、风险管理不到位、监管适用不恰当或不充分等问题。一些非持牌机构未经批准从事金融业务，一些持牌机构超范围经营或违反监管规定开展业务，甚至引发了风险事件。从中长期看，国内的“互联网金融”概念可能逐步趋近并融入“金融科技”的概念体系，最终与国际通行概念保持一致。

（三）主要分类

目前，巴塞尔银行监管委员会对将金融科技分为支付结算、存贷款与资本筹集、投资管理、市场设施四类（见表1）。这四类业务在发展规模、市场成熟度等方面存在差异，对现有金融体系的影响程度也有所不同。

1. 支付结算类

主要包括面向个人客户的小额零售类支付服务（如Paypal、支付宝等）和针对机构客户的大额批发类支付服务（如跨境支付、外汇兑换等）。目前，互联网第三方支付业务发展迅速并趋于成熟，但由于其对银行支付系统仍有一定程度的依赖，并未从根本上替代银行的支付功能或对银行体系造成重大冲击，二者更多是实现分工协作，优势互补。金融机构的支付服务主要针对客户在大额、低频次，以及对效率和费用不敏感的支付需求；互联网第三方支付则主要满足客户在互联网环境下对小额、高频、实时、非面对面、低费用的非现金支付需求，更多是发挥对传统金融支付领域的补充作用。从各国实践看，此类业务的监管框架已较为明确，监管机构普遍关注客户备付金管理，以及反洗钱、反恐融资、防范网络欺诈、网络安全、客户信息保密和消费者保护等问题。

2. 存贷款与资本筹集类

主要包括 P2P 网络借贷和股权众筹，即融资方通过互联网平台，以债权或股权形式向一定范围内的合格投资者募集小额资金。此类业务主要定位于传统金融服务覆盖不足的个人和小微企业等融资需求，虽然发展较快，参与机构数量众多，但与传统融资业务相比，所占比重仍然较低，更多是对现有金融体系的补充。从各国实践看，此类业务与传统债务或股权融资的风险特征没有本质区别，现行的风险管理、审慎监管和市场监管要求基本适用。监管上普遍关注信用风险管理、信息披露、投资者适当性管理和网络安全等问题。

3. 投资管理类

主要包括智能投资顾问和电子交易服务，前者是运用智能化、自动化系统提供投资理财建议，后者是提供各类线上证券、货币交易的电子交易服务。目前，智能投资顾问模式主要出现在少数交易标准化程度较高的发达国家金融市场，应用范围还比较有限，其发展前景也有赖于计算机程序能否提升自我学习分析能力，最终能否提供比人工顾问更优的投资建议，以及市场和投资者能否逐步适应和接受。针对此类业务，各国监管机构主要沿用现行对资产管理业务的监管标准，重点关注合规推介、信息披露和投资者保护等。

4. 市场设施类

既包括客户身份认证、多维数据归集处理等可以跨行业通用的基础技术支持，也包括分布式账户、大数据、云计算等技术基础设施。此类业务的科技属性较为明显，大多属于金融机构的业务外包范畴。因此，监管机构普遍将其纳入金融机构外包风险的监管范畴，适用相应的监管规则，在监管上除关注操作风险、信息安全之外，还关注金融机构外包流程是否科学合规、外包服务商道德风险和操作风险的防控等。

在上述四类业务中，前三类业务具有较明显的金融属性，一般属于金融业务并纳入金融监管；第四类并不是金融行业特有的业务或技术应用，通常被界定为针对金融机构提供的第三方服务。但随着科技与金融的深度融合，其对持牌金融机构的稳健运行将会产生越来越重要的影响，需要监管机构给予更多关注。

（四）关于分布式账户与区块链

在金融科技的概念范畴中，分布式账户（distributed ledgers）被广泛认为是最具发展潜力的代表性技术，也最有可能对现有金融业务模式产生重大甚至可能是颠覆性的影响。这也是其受到国际组织、各国监管当局和金融机构广泛关注的重要原因。分布式账户的技术原理是：一个网络中的所有用户同步记录某一交易信息，互相验证该信息真实性（而不是向证券交易所、银行等传统权威中介机构验证），通过用户之间的共同验证，减小一项信息被少数用户伪造、篡改、冒用的可能性，增强交易双方的直接信任，从而大大降低中介成本。

其中，区块链是分布式账户最主要也最有代表性的技术。其流程为：当一笔交易发生后，交易参与者可以向网络提交该笔交易信息，交易信息经过加密后变得不可篡改，并以命名为区块（Block）的数据包形式存在。每一个区块都需要同时发送给网络中的其他参与者，与这些参与者分布式账户中记载的历史信息同步比对验证，只有网络中绝大多数参与者均认可其真实性和有效性，该区块才能存入网络中各参与者的分布式账户，并与账户中以前存档的区块相链接（Chain），形成区块链（Blockchain）。该技术最早应用于“比特币”等虚拟数字货币的生成、存储和交易，目前正探索向支付清算、会计、审计、证券交易、风险管理等领域扩展。

目前，国际上对区块链、分布式账户技术的主要看法为：一是尚处于初步发展阶段，应用效果还有待实践检验。这类技术的大规模应用对系统资源和硬件投入要求很高，在运营成本上还不经济，对隐私保护的有效性也不确定，目前只在限定区域或机构内部小范围研发和应用，最终要做到在金融体系中广泛运用，还需要解决很多技术和风险管控方面的障碍。二是若在金融领域广泛采用，将对现行金融业务模式和支付清算体系等金融基础设施产生根本性的影响。其中，支付行业可能会成为首先应用该类技术的领域。三是对金融稳定的影响尚不明确，未来可能对监管形成重大挑战。例如，此项技术的“多边互信”、“去中心化”等特征，有可能降低用户对银行等传统金融中介和交易所的依赖，影响现有金融机构的市场地位和竞争力；更多场外交易会增加金融监管的难度；另外，一些科技企业还可能在未受监管的情况下涉足金融业务，影响公平竞争和金融稳定。

由于区块链、分布式账户技术仍处于发展初期，其运用也处于试验阶段，目前国际上的初步共识是：监管当局应当密切关注、分析该类技术的发展应用情况，与业界保持充分沟通，但现阶段暂不需要制定专门的法规制度。同时，各国监管当局均在积极进行观察研究，分析这些新技术是否有助于金融业的发展和风险管控，以及可能对金融体系稳定产生的影响。

二、金融科技的发展背景和潜在影响

（一）历史回顾

与当前的金融科技现象相比，金融业（特别是银行业）长期以来已经历过多次技术创新，一些代表性案例包括：一是自动柜员机的推广应用。上世纪 60 年代的通信技术和自动化技术创新，推动了银行自动柜员机（ATM）的出现和普及，形成了新的银行服务渠道。但实践表明，自动柜员机并没有替代银行物理网点的主体地位，仅成为了银行柜面支付业务的补充。二是电视可视图文技术的弃用。上世纪 70 年代问世的电视可视图文技术，可实现用户通过家用电视机远程使用银行服务，曾被认为将对传统银行网点和人工服务模式产生冲击。但由于客户信任和使用习惯等问题，该项技术的市场接受程度远低于预期，最终被弃用，对银行业几乎未产生影响。三是网上银行的稳步发展。依托互联网技术的网上银行最早出现于上世纪 90 年代，但因客户安全顾虑和操作不习惯等原因，早期发展较为缓慢，对物理网点和银行运营管理的影响不及预期，直至互联网用户群体普遍成熟后才实现了较快发展，但其优势主要体现在标准化、高频率、低成本的基础服务方面，也不能完全替代银行物理渠道。

迄今为止，新技术的应用和普及虽然加速了金融业新型服务模式的诞生，在一定阶段对传统银行体系产生影响，但并未从根本上改变银行业务模式、金融法律关系和监管体制，也没有对金融体系稳定产生大的冲击。

与历史相比，金融业当前面临的技术环境呈现一些新的特点，此次金融科技是否会从根本上改变现有业务模式和监管框架，还有待观察。一是技术创新和更迭速度显著加快，技术转化为金融产品的周期大大缩短；二是随着互联网人群持续增加，消费者接受新技术的能力和意愿大大增强，新产品及其包含的风险向普通公众的渗透扩散速度大大加快；三是金融科技增加了机构之间的关

联性，一些对金融稳定具有重要影响的科技企业也未纳入现有监管体系，进一步增加了风险传导速度、隐蔽性和影响面。这就要求金融机构和监管当局密切关注金融科技的发展变化、潜在风险和可能产生的影响，增强应变能力，适时采取必要的应对措施。

（二）金融科技的积极作用、潜在风险及其监管挑战

从积极作用看，在金融业务中更广泛和深入地运用互联网和信息技术，对于加强金融服务供给，提升服务效率，降低服务成本，具有重要作用。一是互联网技术具有全天候、跨地域的属性，可以不受时间和地域限制，有利于弥补传统金融服务空白，扩大金融服务覆盖面；二是互联网技术具有标准化操作、业务处理成本低、服务海量客户等特征，有助于简化交易流程，降低小额、高频、标准化金融服务的成本；三是互联网企业具有发展快速、创新活跃、注重效率和客户体验的特点，有利于增强金融业的竞争和创新活力，提升金融服务效率。

从风险方面看，在机构层面，一是影响传统金融机构盈利能力。金融科技可能分流部分银行业务，对现有银行的盈利模式和盈利能力形成挑战。二是增加信息科技风险等操作风险。金融机构更多地运用新技术并外包部分金融业务，增加了风险管理难度。目前已有部分第三方合作机构因系统缺陷导致金融交易数据泄漏的案例。三是有可能提高整体风险水平。金融科技企业在增加金融服务可获得性的同时，有可能降低客户门槛，引入更多高风险客户。由于金融科技尚未经过经济周期性检验，缺乏历史数据，可能造成风险低估和错误定价。四是对突发事件管理能力提出了更高要求。全天候金融服务可能会增加金融机构受到外部冲击的时间和概率，对实时监测和突发事件管理能力形成挑战。

在系统层面，一是增加机构之间的关联性和金融体系的复杂性。金融科技将加深金融业、科技企业和市场基础设施运营企业的融合，增加金融行业的复杂性。部分科技公司在信息科技风险管理方面的局限性，有可能导致相关风险在三类企业之间传递，增加系统性风险。二是可能强化“羊群效应”和市场共振，增强风险波动和顺周期性。在金融服务效率提升的同时，风险传导速度可能加快，金融市场参与者的行为更易趋同，从而放大金融市场波动。以智能投

资顾问为例，金融机构在运用智能化系统为客户提供程序化的资产管理建议时，如果采用相似的风险指标和交易策略，可能在市场中导致更多的“同买同卖、同涨同跌”现象，加剧市场的波动和共振。

在监管层面，一是对监管专业能力形成挑战。监管者可能难以快速配备相应的专业资源，及时更新知识结构，识别潜在风险，从而影响监管有效性。二是增加风险监测和管控难度。去中心化和金融脱媒使得更多未受严格监管、资本水平较低的科技企业进入金融行业；同时，许多交易活动可能脱离中央清算机制，增加交易各方之间的风险敞口，也增大风险监测和管控难度。三是容易产生监管套利和监管空白。某些科技创新可能游离至监管体系之外，变相规避监管，造成监管套利。

三、国际监管动态与趋势

（一）国际监管组织的关注视角

近年来，金融稳定理事会、巴塞尔银行监管委员会、国际证监会组织和国际保险监督协会等国际监管组织均成立了专门工作组，从不同角度研究金融科技的发展演进、风险变化、对金融体系的影响和监管应对等问题，探索如何相应完善监管规则，改进监管方式。

1. 金融稳定理事会

主要关注金融科技发展对金融稳定的潜在影响，近期重点关注区块链、分布式账户技术的发展趋势和对金融稳定的影响。金融稳定理事会专门成立了金融创新网络工作组，负责金融科技相关研究工作。

2. 巴塞尔银行监管委员会

巴塞尔委员会专门成立了金融科技工作组，主要关注金融科技对银行经营模式、市场地位和银行业系统性风险的影响，以及对银行监管提出的挑战。相关调查显示，多数国家认为金融科技将对现有银行体系产生影响，但也一致认为，无论是科技企业从事银行业务，还是商业银行与科技企业开展合作，均应适用现行的银行监管法律法规。此外，大多数国家均较为关注为银行提供第三方技术服务的科技企业（非持牌机构），重点分析这些机构在银行体系中的角色和地位，以及可能对银行产生的外部风险。下一步，金融科技工作组将重点

对网上银行、网络支付、网络借贷融资、分布式账户、云计算等领域开展案例研究，并从创新业务的合规问题、业务模式风险、操作风险、监管机制建设等方面进行评估。

3. 支付与市场基础设施委员会

该委员会设立在国际清算银行，成员来自各国中央银行，主要职责是制定和推动实施支付清算领域的国际标准，促进提升全球与各国支付清算体系的效率 and 安全性。该委员会主要关注金融科技对传统支付方式和支付体系等金融基础设施的影响，评估金融科技对支付清算领域可能带来的潜在风险，包括对中央银行功能的影响（CPMI，2016）。同时，还关注非持牌机构在支付领域的作用，以及各国可采取的监管措施（CPMI，2014）。近期，按照金融稳定理事会的要求，正在重点研究区块链、分布式账户技术在支付清算领域的潜在运用与风险。

4. 国际证监会组织

主要关注金融科技对资本市场的影响，以及众筹融资业务风险、网络信息安全等问题，在2014年和2016年分别发布了众筹行业发展报告（IOSCO，2014和2016）。下一步，将全面评估区块链、分布式账户、云计算、智能投资顾问等金融科技在资本市场的应用及影响。

5. 国际保险监管协会

主要关注金融科技发展对保险业和保险监管的影响，重点研究保险行业信息科技风险、金融科技促进普惠保险发展等问题（IAIS，2015）。

（二）各国的监管实践与最新进展

1. 按照金融业务属性，根据业务实质适用相应的监管规则。

以网络平台为例，各国监管机构均根据其业务实质为信息中介还是信用中介、从事债务融资还是股权融资，决定适用的具体监管规则。例如，在美国，对直接利用自有资金发放网络贷款（类似于网络小额贷款公司）或提供信贷信息撮合服务的网络平台，统一界定为“放贷机构”，要求其事先获得注册地所在州发放的贷款业务许可证，并接受金融消费者保护局（CFPB）的监管；对将已发放贷款作为基础资产、通过互联网平台向投资者发行证券的网络平台业务

（如 lending club）认定为“证券发行或销售行为”，适用《证券法》，并纳入证监会监管范畴（美国财政部，2016）。

在法国和德国，网络平台在业务流程中涉及贷款发放，则被认定属于信贷业务范畴，须向监管部门申领信贷机构牌照并遵守现行监管规则。其中，许多在德国运营的网络平台通过与之合作的持牌机构（如银行）发放贷款，再将相关债权向投资者推介销售。该模式被认定为证券经纪业务，须向监管部门申请证券经纪牌照（纯信息中介且全流程不涉及客户资产和资金的模式除外）

（IOSCO，2017）。在英国，网络平台主要通过拆分融资项目份额，以债权或股权形式向投资者发售，因此被认定为网络众筹。英国金融行为监管局在现行监管框架下进一步细化了监管要求，于 2014 年发布了《关于网络众筹和通过其他方式推介不易变现证券的监管规则》，规定借贷型众筹（网络借贷）平台需经监管机构批准设立，并在最低资本、信息披露义务、消费者保护等方面提出了相关监管要求（FCA，2014）。

此外，各国普遍将股权众筹纳入公开发行动股票的证券监管框架。一方面，根据网络平台股权众筹单笔金额小的特点，适当简化监管程序，如美国允许符合条件的众筹中介机构不需获得证券经纪牌照；另一方面，则进一步强化其他方面的监管约束和限制，如规定严格的合格投资者标准，对融资和投资规模实施限额控制，要求进行持续的风险揭示、信息披露和投资者教育等（SEC，2015）。

2. 建立内部机制，加强跟踪研究和风险评估。

根据相关调查统计，目前超过 30% 的参与调研的国家或地区已发布了金融科技创新发展报告，进行风险分析、研判发展趋势并提出政策建议；超过 40% 的国家或地区正在组织评估金融科技对银行业的潜在影响；接近 70% 的国家或地区成立了金融科技协调工作组，主要负责风险监测分析和政策完善等工作。同时，不少国家和地区指定相关金融监管机构承担金融科技的监管协调职能，加强对金融科技发展与风险的研究和监管协作，如英国的金融行为监管局、澳大利亚的证券投资监管委员会、瑞士金融市场监管局、韩国金融监督院、日本金融厅、新加坡金管局、香港金管局和香港证监会等。

3. 探索完善监管方式。

虽然大多数国家或地区尚未考虑（也认为暂不需要）针对金融科技建立专门的监管安排，但已有部分国家或地区开始探索在现行法律框架下，根据金融科技的特点，适度调整完善监管方式，如建立监管沙盒、创新指导窗口和创新加速器，主要目的是加强监管当局与金融科技企业的沟通交流，提早介入了解金融科技业务模式并进行政策辅导。

1) 监管沙盒（Regulatory Sandbox）。指针对现有监管框架内尚需观察的金融创新产品或服务，由监管部门在法律授权内，根据业务风险程度和影响面，按照适度简化的准入标准和流程，允许金融科技企业在有限业务牌照下，利用真实或模拟的市场环境开展业务测试，经测试表明适合全面推广后，则可依照现行法律法规，进一步获得全牌照，并纳入正常监管范围，其性质与我国的试点机制具有相似性。如英国金融行为监管局于2015年推出监管沙盒机制，允许先向金融科技企业发放有限牌照，并在限定条件和场景中（如业务规模不超过5万英镑）测试开展相关创新业务。监管部门根据测试结果确定是否进一步授予全牌照（FCA，2015）。在实践中，也有不少金融科技企业在尝试监管沙盒机制后，因更加了解金融监管标准的严格性和相关合规成本，而决定放弃进一步获取金融牌照。

2) 创新指导窗口（Innovation Hub）。指针对持牌或非持牌机构的创新产品或服务，监管部门就政策规定、监管程序和相关监管关注点，提前进行提示和指导，使市场主体尽早了解监管要求，确保创新产品和业务的合规性。

3) 创新加速器（Innovation Accelerator）。指金融科技企业、金融机构与政府部门共同协作，及时评估、验证新产品方案的合理性与可操作性，促进其更好地向实际应用转化。这一方式类似我国科技企业“孵化器”的制度安排，更符合政府部门而非监管机构的职能定位。

需要强调的是，上述这些机制并没有突破现行监管规定，而是需要在现行法律法规框架下运用，并遵循对监管机构的法定授权。其更多定位于提早在监管者和市场主体之间搭建沟通渠道，帮助市场主体全面、准确了解监管规定，避免在合规问题上“走弯路”。

（三）国际监管导向

从国际上来看，大多数国家/地区对金融科技监管体现了以下导向：

一是关注金融业务本质，根据其业务属性，纳入现行金融监管框架，进行归口监管。新技术在产品设计和业务模式上的应用（如互联网支付、P2P网络借贷、股权众筹等），迄今并未改变支付清算、债务融资、股权融资等金融业务的基本属性，也没有改变金融体系的基本结构。从监管角度看，不论是金融机构还是科技企业，只要是从事同类金融业务，就应取得法定金融牌照，遵循相同的业务规则和风险管理要求，以维护公平竞争的市场环境。

二是重点关注是否存在募集公众资金、公开发行证券、从事资产管理和债权拆分转让等行为。在各国的金融监管框架下，吸收公众存款、公开发行证券募集资金、从事资产管理和债权拆分转让等业务均设有严格的准入标准和监管要求。各国监管机构一致认为，市场主体不论采用何种技术形式和渠道开展业务，都需要重点关注其是否实质上向不特定人群筹集资金或吸收存款，是否实质上在从事证券发行、资产管理和金融资产交易等业务，进而判断其是否应当申领金融牌照并接受相应监管。

三是根据匹配性监管原则，按照法律授权对小额、有限范围募资活动适度简化监管程序。由于金融科技服务对象以个人或小微企业为主，交易金额通常较小，复杂程度较低，系统重要性较小。在融资金额、投资者范围有限的情况下，一些国家或地区根据金融科技具体业务模式的风险水平和系统重要性程度，适度简化监管程序，避免其承担不恰当的合规成本。但这不是对金融科技的“特定优惠”，而是基于匹配性监管（proportionality）原则的既定监管做法。

四是针对互联网特点，更加注重信息披露和投资者保护。金融科技的服务对象集中于小微企业、低收入人群等。这类群体的金融业务经验较少，金融专业知识不足，风险认知水平和承受能力相对较低，同时金融科技的“非面对面”交易形式较多，容易导致信息不对称问题。因此，各国在金融科技的监管上均更加注重信息披露和投资者权益保护。

四、对金融科技发展与监管的几点思考

（一）金融科技是金融业发展进程中的正常现象，既不应“神化”，也不应“轻视”



一方面，金融业在历史上已经历过多次技术创新，但迄今尚未受到根本性、颠覆性的影响。此次金融科技浪潮尚处于初期阶段，与传统金融体系相比，规模仍然较小。另一方面，此次金融科技创新具有一些新的特点，是否会对现有金融体系产生不同以往的影响，甚至从根本上改变金融业务模式，还有待观察。监管机构应密切关注和分析金融科技的潜在影响，为完善监管方式、防范金融风险奠定基础，做好准备。

（二）遵循“技术中立”原则，坚持按照金融业务本质实施监管

技术创新有助于扩大金融服务渠道、提高经营效率，但代替不了金融的基本功能，也没有改变金融风险的隐蔽性、传染性和突发性。究其本质，金融科技有“三个不变”：即金融的本质功能不变、风险的本质特征不变、监管的本质要求不变。因此，无论是科技企业还是金融机构，只要从事同类金融业务，都应在现行法律法规框架下，接受相应的市场准入和持续监管，遵循同等的业务规则和风险管理要求。

当前，在金融科技监管方面需要重点关注：一是是否依法获得了相应的金融牌照，或者是否超越牌照范围开展金融业务，是否遵循了相应的监管规则；二是是否实施了与所承担风险性质和水平相匹配的风险管控措施；三是新技术应用是否带来了新的金融风险和问题，如互联网企业的金融业务与非金融业务之间的“交叉补贴”、滥用客户信息、变相非法集资、从事非法证券活动、技术风险转化为流动性风险等问题。

（三）监管机构应加强对新兴技术的关注、监测和研究，做好监管准备

考虑到金融业务对现代科技的应用呈加速趋势，监管机构应密切跟踪研究区块链、分布式账户等金融科技发展对银行业务模式、风险特征和银行监管的影响，加强与金融科技企业的沟通交流和政策辅导，强化专业资源配置和工作机制建设，做好监管准备。同时，积极参与金融稳定理事会、巴塞尔委员会等国际组织关于金融科技的发展演进、对金融稳定的影响和监管应对等问题研究，共同探索如何完善监管规则，改进监管方式，确保监管有效性。

IPO 常态化和强化监管相辅相成

向松祚¹

一、意在服务实体经济

这次监管工作座谈会旨在深入贯彻全国金融工作会议精神，对下一步监管工作和资本市场发展做出部署。会议明确要求：“切实加大发行质量审核力度，保持首次公开发行的常态化。”习近平总书记在全国金融工作会议上的重要讲话里指出：“要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能齐备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。”总书记的重要讲话给我国资本市场改革和发展指明了方向。这次监管工作座谈会对于下一步的工作部署，就是切实贯彻落实总书记重要讲话精神的具体体现。

为什么要保持 IPO 的常态化？首先要认识到常态化的 IPO 和再融资是资本市场最基本的功能，是发展资本市场的基本目的，是资本市场服务实体经济的重要或主要渠道。资本市场最基本的功能就是给合格的企业提供上市融资和再融资的渠道，以此服务实体经济。资本市场服务实体经济最核心的渠道就是不断地为符合条件的企业提供上市融资的渠道。正是基于这个基本认识，从资本市场长远发展的角度考虑，应该保持 IPO 常态化。

二、与强化监管不矛盾

保持 IPO 常态化和强化市场监管不仅不矛盾，而且正是相辅相成、相得益彰、缺一不可。保持 IPO 常态化，首先必须要不断提高上市公司质量。所以这次座谈会特别强调要切实加大发行质量审核力度。只有持续加大发行质量审核力度、强化市场监管、坚决打击财务造假、信息披露不真实、不及时、内部交易等各种违规违法行为，才能够真正促进常态化的 IPO，不断地给市场增加优质上市公司。刘士余主席曾经形象地将资本市场比做珍珠项链，美丽的珍珠项链首先是珍珠质

¹ 向松祚，中国人民大学国际货币研究所副所长



量要好。优质上市公司就是资本市场的珍珠，不断完善的各项制度尤其是严格的市场监管就是将珍珠串起来的那根线。事实上，这些年来，监管部门对资本市场各种违规违法行为的打击力度不断在加强，退市制度也在不断加强和完善。

不能把 IPO 常态化和加强监管对立起来，更不能简单地认为保持 IPO 常态化就会弱化监管，就会降低上市质量标准。这里我们需要具体问题具体分析。市场上确实有些声音，否定 IPO 常态化、呼吁暂停 IPO，甚至不加区别地、简单地将 IPO 一概看作是上市公司的“圈钱”行为。对此我们需要做客观、理性、具体的分析。不能不加区别的、简单的将所有 IPO 都看作是“圈钱”行为。这些年来，确实有一些上市公司成功上市之后，业绩马上变脸。还有一些上市公司长期没有给股民提供满意的投资回报。更有少数上市公司存在违法违规上市的行为。投资者渴望上市公司给他们提供持续的较好的投资回报，每年能够得到较高的分红，股价能够稳定或持续上涨。股民的愿望是完全正当的、合理的。资本市场持续稳定健康发展的基石就是股民对上市公司和资本市场的信心。如果上市公司不能给股民提供持续的投资回报，股民当然会非常失望和愤怒，当然会谴责上市公司“圈钱”，这是完全可以理解的。

但是，不能说所有公司上市都是为了“圈钱”。对目前的上市公司整体状况的一个基本的判断是大部分或绝大部分上市公司都是优质公司。我国大小数千万家企业，上市公司才 3000 多家。能够上市的公司都是各行业的龙头企业或优秀企业，也是各个地方的龙头企业或优秀企业，首先应该肯定这个基本事实。无论如何，能够上市的企业都是千挑万选、经过极其严格的审核。不能因为有少数企业违法违规、或者一些企业没有给投资者提供满意的回报，就将所有企业上市都谴责为“圈钱”行为。

此外，上市为企业建立现代企业制度、完善企业治理机制有巨大促进作用。这些年来，我国风险投资、私募股权基金等等创业基金飞速发展的重要原因之一就是创业基金投资的公司能够成功上市，创业资本能够成功退出。所以，判断资本市场对实体经济的贡献要从多方面来综合衡量。公司给投资者的回报当然是最重要的衡量指标之一，其他方面的贡献也非常重要，不可忽视。

三、造成股市萎靡说法站不住脚

有些市场人士反对 IPO 常态化，认为 IPO 常态化造成股票指数下降或股市萎靡不振。这也是需要客观理性分析的。目前还没有看到实证研究数据能够肯定股票指数的波动或下降主要是 IPO 的常态化所引起的。

影响股市走势的因素很多，包括对经济增速预期的改变、货币和金融政策的变化、金融风险的显现、金融业和非金融业加快去杠杆步伐等。简单地让 IPO 常态化为股市萎靡或股指下降“背黑锅”是不客观的。IPO 抽走了二级市场的资金，造成二级市场萎靡不振的说法也不符合实际情况。IPO 一年融资就数千亿元，而且是小几千亿，不是大几千亿。之前 IPO 曾经暂停过，但是 IPO 暂停并没有创造出股民希望的牛市。我们都希望牛市或稳定增长的市场，但停止 IPO 并不是一个有效的办法。牛市的出现需要多种因素共同起作用。

总之，我们要把对资本市场的认识统一到全国金融工作会议的精神上来，客观分析资本市场存在的各种问题，为资本市场的发展提供理性、建设性的意见。中国资本市场依然年轻，需要解决和完善的事情很多，很多问题都需要逐步完善，无法一蹴而就，更不能操之过急。

为可持续发展的世界融资 政策性银行推动低碳经济¹

肖恩·金斯博利²

自第二次世界大战结束以来，全球、区域性和国家开发银行已经帮助公共和私人融资向基础设施和重点行业以及工业部门转移。亚洲基础设施投资银行和印度国家基础设施投资基金的创建表明，该模式仍然受到决策者和政府的青睐。

较新的开发银行明确关注低碳投资。一些被称为绿色银行的开发银行将其作为独家职权。此类机构在世界各地不断增长，而英国绿色投资银行则处于前列。

英国国内对于建立由政府支持的政策性银行以推动低碳投资的讨论始于 2008 年底。四年内，绿色投资银行成立了，这比预期要早一年。

在银行规划期间，有人怀疑银行能否实现其加速英国向更绿色经济转型的目标。人们尤其因为其任务上受到的限制而产生怀疑。绿色投资银行的所有投资必须明确是绿色的、能获取利润并为市场增值。这些投资领域包括能源效率、废物能源、陆地可再生能源和海上风电。私人资本必须涌入此领域，而非被挤出。

然而，在五年之内，该行已承诺向 100 个英国绿色基建项目提供近 35 亿英镑的资助，并为低碳经济筹集 120 亿英镑。此外，英国政府于 2017 年 4 月宣布，其已同意向全球最大基础设施投资者麦格理集团出售绿色投资银行，价格为 23 亿英镑。

其成功依赖于一些因素：专注于从事绿色基础设施的能力；对工业和金融专家的聘用；针对市场需求的灵活性投资；与其股东（英国政府）的业务独立工作；以及建立系统和流程，在投资创业文化的同时，为业务提供纪律。

通过开创灵活和有竞争力的债务产品，该银行帮助一些英国地方政府投资节能 LED 路灯，立即节省了收入。此模式可运用于公共部门的其他部分和不同技术中。商业和工业部门还有更多的空间。

¹ 翻译：李响；审校：陆可凡

² 肖恩·金斯博利，英国绿色投资银行行政总裁。原文载于 OMFIF 全球公共投资年度期刊中。

废物能源市场在银行建立之后的期间内有明显的变化。绿色投资银行首先投资于英国公私合作项目，以防范地方当局的废物合同。最近，银行重点是商业和工业废物流以及想从其热销中获得额外收入的新兴气化技术和项目。银行预计转废为能将成为可再生能源采用的第一种无补贴业务模式，陆上风能和太阳能也有望沿袭这一模式。

银行已经适应了加速成熟的海上风电市场。首先，银行向运营风电的农场提供贷款，然后逐步提高其资本构成，直到最后涉及投资决策环节。

同时，该银行通过由金融市场行为监管局监管的子公司管理的基金向英国海上风电筹集并投资了超过十亿英镑。该基金现在拥有许多不同的私人投资者，并拥有 6 个项目的股份，其中包括 Lynn 和 Inner Dowsing 的股份，成为首个 100% 控制一家英国海上风电场的非营利性投资者。

投资绿色基建资产是一回事，但证明这些项目真的是绿色的另外一回事了。刚建立绿色投资银行时，人们没有任何有意义的方式衡量其项目的绿色影响。

因此，绿色投资银行制定了自己的路线，塑造和完善了绿色政策、实践和具有法律约束力的条约，使其能够评估、监测和报告其投资的环境影响。这种方法已简化为一份《绿色投资手册》，以英文、西班牙文和中文出版，也是银行为包括摩洛哥中央人民银行在内的第三方组织制定的绿色影响报告的基础。广泛采用更强大和一致的绿色影响报告，如由绿色投资银行倡导的绿色影响报告，对于保护快速成长的绿色债券市场的完整性至关重要。

因此，近五年来，绿色投资银行已经证明自己可以适应变化，并将变化作为组织增长和发展的机会。变化的下一个阶段将是其从公有转变为私有的所有权的转变。这将为组织提供资本，以使其持续发挥在绿色基础设施市场的领导作用。

进入私营部门的主流将充分说明英国政府对绿色投资银行的初衷，即市场能够对气候变化发挥作用。建立一个绿色又盈利，且能增加真正的市场价值的组织也是可能的。

Financing a sustainable world

Policy bank promoting low-carbon economy

Shaun Kingsbury¹

Global, regional and national development banks have helped to channel public and private finance towards infrastructure and key business and industrial sectors since the end of the second world war. The creation of the Asian Infrastructure Investment Bank and India's National Infrastructure Investment Fund suggests the model remains in favour with policy-makers and governments.

Newer development banks have an explicit focus on low carbon investment. Some, known as green banks, have this as their exclusive remit. There is a growing network of such institutions across the world with the UK Green Investment Bank at the forefront.

Discussions about establishing a government-backed policy bank to support low-carbon investment in the UK began in late 2008. Within four years – a year earlier than anticipated – the GIB was launched.

During the planning period for the bank, doubts were expressed about its ability to meet its aim of accelerating the UK's transition to a greener economy, not least because of the restrictions that were placed on its mandate. All of the GIB's investments - in energy efficiency, energy from waste, onshore renewables and offshore wind – had to be demonstrably green, profitable and add value to the market. Private capital had to be crowded in, not crowded out.

Yet, in a little under five years, the bank has committed almost £3.5bn to 100 UK green infrastructure projects, mobilising a further £12bn into the low-carbon economy. What's more, the UK government announced in April 2017 that it had agreed to sell GIB to Macquarie Group, the world's largest infrastructure investor, for £2.3bn.

¹ Shaun Kingsbury is Chief Executive of the UK Green Investment Bank. This article appears in OMFIF's fourth annual Global Public Investor publication.

Its success has relied on a number of ingredients: the ability to specialise in green infrastructure; the hiring of industrial and financial experts; having the flexibility to invest where market needs lie; working with operational independence from its shareholder (the UK government); and building systems and processes to bring discipline to the business while investing in an entrepreneurial culture.

By pioneering a flexible and competitive debt product the bank helped a number of UK local authorities invest in energy-efficient LED streetlights that deliver immediate revenue savings. It is a model that can be replicated in other parts of the public sector and for different technologies. There is scope for more in the commercial and industrial sector.

The energy-from-waste market has changed markedly in the bank's lifetime. GIB began by investing in UK public-private partnership projects secured against local authority waste contracts. More recently its focus has been on commercial and industrial waste streams, emerging gasification technology and projects that are seeking additional revenue from heat sales. It expects energy-from-waste to be the first of the renewables to adopt a subsidy-free business model and is optimistic that onshore wind and solar will follow this path.

In offshore wind the bank has adapted to respond to a rapidly maturing market. It started off by lending to operating wind farms and moved progressively up the capital structure until it became involved at the point of the investment decision.

In parallel, the bank raised and invested more than £1bn in UK offshore wind via a fund managed by its Financial Conduct Authority-regulated subsidiary. The fund now has a range of different private investors and owns stakes in six projects, including those at Lynn and Inner Dowsing, where it became the first nonutility investor to assume 100% control of a UK operating offshore wind farm.

Investing in green infrastructure assets is one thing, but proving those projects really are green is something else. When the GIB was launched there was no way of measuring the green impact of its projects in any meaningful way.

So, it charted its own course, moulding and refining the green policies, practices

and legally binding covenants that enable it to assess, monitor and report on the environmental impact of its investments. This methodology has been condensed into a Green Investment Handbook that has been published in English, Spanish and Mandarin, and underpins the green impact reports the bank has produced for third-party organisations including Morocco's Banque Centrale Populaire. The widespread adoption of more robust and consistent green impact reporting, like that pioneered by GIB, is vital in protecting the integrity of the fast growing green bond market.

So, almost five years on, the GIB has proven itself to be adaptable to change, using it as an opportunity for growth and the development of the organisation. The next phase of that change will be in the ownership of the bank as it moves from public to private ownership. This will provide the organisation with the capital it needs to continue playing a leadership role in the green infrastructure market.

Moving into the mainstream of the private sector will provide a powerful vindication of the idea that lay behind the UK government's initial intention for GIB – that the market can be put to work in tackling climate change. And that it is possible to build an organisation that is green and profitable, and which adds real market value.

处在十字路口的欧洲——全球景象¹

努特·韦林克²

一、引言

世界在飞速变化，我们目睹经济和政治关系正发生历史性变革。这些变化将使 500 年来西方国家统治世界的局面宣告终结。不言而喻，美国作为全球最强大的国家不会一夜之间消失。但是，摆在我们面前的，是一个复杂、痛苦、可能多发事故的国际关系调整过程³。在这一背景下，特朗普现象和英国脱欧应该得到关注。要如何应对这一调整过程？这一问题给主要国家的决策者带来了许多复杂挑战。应对这一过程不仅需要充足的智慧，也需要对未来完全一体化的世界相互依存关系的充分了解。在这样一个相互依存的世界里，即使是强国也将丧失强权。

经济学家会告诉你，中国和其他国家融入世界经济促进了繁荣，对所有人都有利。从理论上讲，他们所言无误，但我想对这个观点稍作补充。中国（更宽泛地说，是全球化）对世界其它地区的影响如此之大，来得如此之快，至少从短期来看，似乎已经超过了西方国家的吸收能力。当然我们明白，要应对日益全球化的世界，劳动力市场和产品市场结构性改革必不可少⁴，但在社会和政治层面上，事实证明要在民主社会实施这些改革极其艰难。

一些研究显示，美中贸易逆差使美国流失了数百万个工作岗位⁵。据称在英国和其他国家也存在同样的工作流失现象。另外，还有人抱怨，全球化带来的收入增益并没有平均分配。近来的研究将欧洲民粹运动的兴起与全球化进程联系在一起⁶，还将其联系到其它因素，例如社会中的大规模文化变迁，自觉受到

¹ 翻译：蔡越；审校：陆可凡

² 努特·韦林克，中国人民大学国际货币研究所国际顾问委员、荷兰央行原行长

³ 扬·范德普特，2017 年“对立的超级大国（Botsende Supermachten）”，用荷兰语写就，但标明了很多参考的国际文献。

⁴ 这一点已连续强调多年，例如欧洲中央银行在其管理委员会会议后的新闻公报中就曾强调过。

⁵ 罗伯特·斯科特，2017。“2001 年至 2015 年间美中贸易增长导致 340 万人口失业”，经济政策研究所。许多探讨这个问题的文章已经出版。

⁶ 伊塔洛·科兰托内与皮耶罗·斯塔尼格。2016 年 7 月 8 日。“民族保护主义的贸易起源：西欧的进口竞争

这一事件威胁的人们因而发起了文化抵制¹。无论这些（诸多）研究有何价值，我认为工业化世界严重低估了全球化冲击的规模、速度和影响。中国加入世贸组织是一个巨大飞跃。虽然如此，助长了工业化国家的失业和收入不平等问题的不仅是全球化，还有技术发展，且后者的影响日益增强。国际清算银行在近日发表的 2017 年年度报告中²得出结论：“全球化不是国内不平等加剧的主因；技术才是”。因此，只关注全球化无异于刻舟求剑，但美国当局似乎就在这么做。

（一）保护主义抬头的风险

这一届美国政府声称，他们不反对全球化和自由贸易，但这种贸易应该是“智慧贸易（smart trade）”。目前，唯一的解读或许是：通过关税、特殊税收和道义劝告等手段保护本国产业免受外国竞争（“买美国货，雇美国人”）。不过，现在就对美国未来几年的贸易政策作出判断还为时过早，但是征兆不甚乐观。与中国的对话已首先开启，与加拿大、墨西哥的对话也已展开。至少目前，在特朗普总统的关注范围内，中国不再是汇率操纵国。我们且拭目以待，看未来会发生什么，以及美国政府是否会把钱花在刀刃上。

特朗普提出的“智慧贸易”（这个词蒂勒森也用过）是他对他所认为的不正当竞争做出的回应，特别是来自墨西哥、中国，也包括来自德国的竞争。如果否认不正当竞争时有发生，则属无知之谈，但如果中国和/或墨西哥和/或其他国家违反贸易规则，也应该在世贸组织框架下处理这些违规行为，而非开启有破坏性的贸易战。我们这些工业化国家应该做的是增强我所称的“吸收能力”。换言之，我们应该加快结构性改革，采取更多措施（如完善学校教育），以更好地应对和充分发挥全球化的成果。全球化“在过去半个世纪以来对人们的生活产生了深远的积极影响”³，这一点不容否认。

中国领导层回应特朗普贸易理念的方式很有意思。习近平总统立即（2016 年 11 月 19 日）表示，中国“将继续全面参与经济全球化”。随后，在达沃斯

与投票行为”。为在布鲁塞尔举办的欧洲政治科学协会 2016 年会准备的演讲稿。

¹ 罗纳德·F·英格尔哈特与皮帕·诺利斯. 2016 年 8 月。“特朗普、英国脱欧和民粹主义的兴起：经济穷困和文化反抗”。哈佛肯尼迪学院，肯尼迪政府学院。

² 国际清算银行. 2017 年年度报告，第 6 章（“认识全球化”）

³ 同引用，国际清算银行. 2017 年年度报告，第 6 章

世界经济论坛上，习近平强调，“各国应该在更广泛的背景下看待自己的利益，不能以牺牲他人的利益为代价”以及“不能一遇到风浪就退回到港湾中去”。2017年6月27日，李克强总理在大连夏季达沃斯会议开幕式上做主旨演讲时重复了同样的讯息。

在某种程度上，中国已经对美国的保护主义威胁作出了回应。中国大力推动“区域全面伙伴关系”和在亚洲建立更广泛的自由贸易区，从而建立自己的庞大经济区。在我看来，建立自己的腹地也是中国希望借“一带一路”计划达成的目标。我认为“一带一路”似乎不仅是经济计划，也是一个政治计划。

美国的“智慧贸易”理念主张贸易要符合“美国优先”原则，这使欧洲意识到他们不应像过去那样过分依赖其传统盟友美国。加强与中国及其它远东国家的贸易关系在欧盟议程上占据了更重要的位置。有趣的是，特朗普就北约和环境保护等其它领域发布的政策和声明也使欧洲国家更加团结¹，并引导他们探索未来的新联盟。的确，挑战往往会带来新的机遇。

（二）汇率问题

美国已连续多年出现了与中国的贸易逆差，差额约3千亿美元。这是由于美对中出口约1千亿美元、进口约4千亿美元造成的。特朗普曾指责中国操纵汇率，但这种声音已逐渐消失。至少目前是如此，因为我相信未来这一论调还会卷土重来。上世纪六、七十年代，美国对日本人也是如此，迫使日本当局让日元大幅走强。在我看来，中国对国际调整过程所做的贡献被严重低估了。2007年金融危机初期，中国的经常项目赤字占GDP的比例为10.1%；到了2016年第三季度，这个国家已成功将该比率下降至2.3%。在这中间很长一段时期，人民币大幅升值。

2016年期间，人民币加入特别提款权货币篮子，当局开始明确将更多的注意力放在稳定篮子而不是稳定美元上。同时，他们给了人民币发展以稍多灵活性。因此，人民币进一步走弱。考虑到美国的货币政策逐渐收紧，西方世界对中国经济的实力有些怀疑，这一现象毫不奇怪。中国人民银行，也即中国央行，为了缓解人民币下行压力已经损失近1万亿美元。此外，中国央行去年还

¹ 安格拉·默克尔和其他欧洲政治家新近发表的声明

采取了措施限制资本外流。我认为中国当局已尽了最大努力和应尽职责使这一过程尽可能有序进行。但这不是我想说的。我想说的是，如果你要求中国政府放开经济，包括其国际收支资本帐户，那么人们就应该同意汇率要进一步由市场决定。这将增强国际清算银行所说的国际货币金融体系的“过度弹性

（excess elasticity）”，也即该体系“放大金融繁荣和萧条的影响继而导致严重的宏观经济损失的能力”¹。

我认为，这些发展表明人民币的快速、全面开放应该受到谨慎对待，因为这可能导致大量资本的不必要流动，同时也给其他国家带来严重问题。

（三）小结

在具体谈欧洲之前，请允许我试着总结这一部分讲话的内容。在经济史上，我们从未见过中国（其他国家紧随其后）这么大体量的国家在如此短的时间内就融入世界经济。显然，我们正在进入一个新时代，在这个过程中经济和政治上的小麻烦不可避免。我们应该密切合作，尽可能尝试解决和控制这些小麻烦。总体来说，西方经济体还没做足准备应对全球化的冲击。他们的经济过于僵化，不够灵活，无法适应新情况和充分从全球化中受益。对欧洲来说尤为如此。因此，欧洲显然正处于十字路口。如果不加快改革，反全球化的力量就会进一步增强。其次，如果美国要抛弃一直以来对国际贸易的开放态度，欧洲就必须重新评估自身在全球化世界中的位置。但即使美国不打算走回头路，美国和欧洲也应该意识到，一个不同于以往的世界正在出现，新的参与者会加入进来，相互依赖关系也会增强²。我的感觉是，我们还没为这个世界做好准备。在这一世界中，资本可以自由流动，汇率主要由市场决定。我们仍缺少应对这样一个世界的制度和分析框架。就这一点来说，我们现在都处于十字路口，而不仅是欧洲、中国或美国。

二、具体到欧洲

（一）经济发展

¹ 引用国际清算银行. 2017 年年度报告，第 6 章

² 韦恩·M·莫里森，2015 年 10 月 2 日，“中国经济崛起：历史、趋势、挑战和对美国的影响”。国会研究服务部 7-5700（www.crs.gov）

彭博社针对来年发布的“悲观主义者指南”读来总是很有趣。2016年12月，彭博社在网上发布了2017年潜在灾难清单，其中包括特朗普先生当选美国总统会引发的各种难以预料的后果（特别是与中国有关的后果）、欧洲大陆上民粹运动的兴起（法国、荷兰、德国、意大利的大选），当然还有英国脱欧。因此，2017年可能要出很多事。但就欧洲经济来说，我倾向于说：“目前为止还不错”。话虽如此，我们这一年才过了一半！在荷兰和法国，民粹主义反欧盟党派遭遇溃败，尤其在法国，可说一败涂地。尽管特朗普当选了新任美国总统，英国脱欧谈判也已开启，但近来的经济数据（GDP、失业率）令人鼓舞。若以年化计算，欧元区第一季度经济增速高达2.3%，远高于同期美国的1.2%。还有一个好消息是，货币联盟成员之间的增速差异处在1999年联盟成立以来的最低水平¹，六月份的消费者信心指数也达到了16年来的最高点。

（二）长期发展

如果看稍长期的发展，情况就不那么乐观。在金融危机这一低谷期（2009年），实际人均GDP水平已经相差悬殊。例如，葡萄牙人均实际GDP在2009年只有德国的54%。然而，在2009—2016年期间，欧元区成员之间的差距进一步拉大。在此期间，德国人均实际GDP累计增长12%（美国为9.8%），比英国高出3.3%，比法国高9.4%，比西班牙高10.3%，比意大利高14.3%，比希腊高32.5%²。这不是非常良好的状况。从系统的角度看，我特别担心欧元区国家之间的收入差距和竞争力差距（持续存在）。让我担心甚至害怕的还有失业率。尽管现在总体失业率为9.4%，处于2009年以来的最低水平，但这个数字仍然很高。南欧的青年失业率尤为如此。欧元区的平均青年失业率为19.4%，而在意大利、西班牙和希腊，这一比例分别高达35.2%、41.5%和45.2%³。因此，欧洲有产生迷惘一代的风险。

（三）一些观察结果

从上述可以得出一些有趣的观察结果/结论。首先，在脱欧谈判的背景下，英国人经常将欧洲形容为世界上的薄弱环节，而生气勃勃、了不起的英国经济

¹ 资料来源：经济合作与发展组织。

² 韦恩·M·莫里森，2015年10月2日，“中国经济崛起：历史、趋势、挑战和对美国的影响”。国会研究服务部 7-5700（www.crs.gov）

³ 资料来源：欧盟统计局

应该从中脱离出来。然而，实际情况是，在人均数据上（2009-2016 年累计实际增长 8.7%），英国虽然确实比法国（4.6%）强，但明显落后于德国（12%）。我的第二个观察结果是欧洲最强大的几个国家和其他一些较弱的欧元区国家之间的人均实际增长率与失业率差距令人害怕，且差距仍在扩大。这十分令人担忧，不管从经济还是政治角度看都是如此。欧洲国家应该解决这个问题，否则这将在未来某个时间点危及欧盟项目，而且不言自明的是，欧洲货币联盟也会受到威胁。

许多观察家和国际货币基金组织认为，德国和荷兰的经常账户盈余过大，他们应该通过减税和基础设施投资来刺激经济¹。从国际收支角度看，这种说法没错（虽然在货币联盟中，重要的只是整个联盟的国际收支平衡）。这样的政策也将有助于提高核心国家的通货膨胀率，并提高整个欧元区的通货膨胀率。德国和荷兰的扩张性预算政策可能会给欧洲的其他经济体带来一些刺激，但是最终，这样的政策会使德国/荷兰的经济进一步强过欧洲较弱国家。最根本也更为基础的问题是，欧元对德国来说太弱了，对其他一些国家来说则太强势。要解决这个根本问题只能靠提振弱国经济。现行方法是欧洲央行发挥桥梁作用，为政府争取时间以寻求正确的政策。但这一做法不能永远持续。各国政府特别是弱国政府，应该利用当前的复苏完成未竟的改革事业。

（四）英国脱欧

在评估欧洲的现况和前景时，不可避免要花些笔墨谈谈正在脱欧的英国。

一年多前，我就英国脱欧发表了演讲。当时，我说英国留在欧盟已经不再是必然事件。遗憾的是，我补充说：“英国脱欧的可能性真实存在，但是直觉告诉我——虽然我在希望与恐惧之间徘徊——如果选民不确定脱欧会对自己造成什么后果，他们会倾向于保持现状”。我的直觉明显使我上了当。它给我的教训是，在预测英国脱欧的“未来”时，我们应该非常谨慎。另外，由于最近发生了很多完全不可预见的事件，我们更要如此。

非常有用的办法是把脱欧决定的短期影响和几年后可能/会出现的后果区分开来。可以预见，短期影响之一是英镑贬值，这实际上已经发生了。这又影响

¹ 国际货币基金组织. 2017 年 6 月 15 日. “欧元区：2017 年第四次任务的工作人员总结发言”

了且还在影响物价、实际可支配收入和消费。更有趣的是未来几年会发生什么，而这完全取决于很多未知因素。目前，未知因素的数量比我在 2016 年 6 月份预想的还要多，原因之一是 6 月 8 日英国的提前大选上出现了戏剧性的结果。保守党在特蕾莎·梅女士的领导下没有获胜，反而失去了议会多数席位。梅女士曾声称“英国现在比以往任何时候都需要一个强大政府，来为我们的国家和人民争取最佳的脱欧协议。”¹，以此来“推销”提前大选。在糟糕的选举结果出炉后，为了在议会中获得多数席位，梅女士可能需要得到民主统一党（DUP），即北爱尔兰最大党派的支持。我们难以评估这种支持会有多稳定。民主统一党似乎准备视情况支持保守党的少数政府。依靠民主统一党不仅对梅女士而言是一种羞辱，而且在政治上也十分危险。英国政府一直远离爱尔兰内部问题。一方面，民主统一党是反欧盟的；另一方面，它希望与爱尔兰共和国（即欧盟）划定软边界。这意味着民主统一党反对“硬性脱欧”，而“硬性脱欧”则是梅女士所推崇的。她曾多次表示没有协议总比坏协议好（工党称这是“鲁莽的做法”；这一点我刚好赞同）。另外还有“大废除法案”（Great Repeal bill），这一法案旨在将欧盟法律写入英国法律。如果苏格兰的立法委员能就该法案进行一次单独投票并否决了它，那么情况可能会愈发复杂。

此刻，英国在谈判过程中的政策/立场如何完全不明朗。我们也不清楚梅女士能否继续担任首相或能在任多久。由于伦敦高层公寓火灾事件处理不当，她遭到了幸存者和媒体的猛烈抨击，不得不发声道歉，她的位子因此更加不稳固。英国方面不确定因素的重要性不应被低估，因为时不我待。随着英国于 2017 年 3 月 29 日宣布脱离欧元区的意向，《里斯本条约》第 50 条所规定的两年期限已经开始。欧洲理事会一致决定——真的是一致决定——延长该期限。但从宣布脱欧开始，达摩克勒斯之剑就高悬在英国人头上。

到目前为止，其余欧盟国家一直团结一致。去年三月，他们为欧盟首席谈判代表米歇尔·巴尼耶（Michel Barnier）制定了具有法律约束力的指导原则。其中明确了四个方面的谈判原则：英国应该支付退欧账单（履行早先的承诺）；欧盟公民在英国的权利应得到充分保护；应该找到办法解决爱尔兰两个

¹ 《携手前进：我们为英国更强大和未来繁荣制定的计划》. 2017 年保守党和民主统一党宣言

“部分”之间的边界问题；应该达成一个过渡协议，其中包括保证过渡期内仍能自由流动，欧洲法院仍享有管辖权。

有趣的是，英国脱欧的威胁——就像特朗普在国防、贸易和气候方面的观点一样——似乎让欧盟委员会和其他欧盟国家的决策者把思绪集中在如何进一步加强欧盟上面¹。在这一背景下，法国大选的结果（马克龙取得压倒性胜利）及德国总理默克尔获得更多支持这两件事可以说令人鼓舞。如果英国确实决定脱欧（概率很高但谁都不能确定，英国方面的想法似乎有所改变），谈判将非常艰难。英国人不接受继续留在内部市场这一模式，因为这意味着他们必须接受所谓的 4 种自由（货物、人员、服务和资本的自由流动）；关税同盟也没什么吸引力，因为届时贸易谈判仍然是由欧盟负责。加入欧洲经济区（冰岛、列支敦士登和挪威）也很难接受。虽然它不涉及加入欧盟关税同盟，但它对自由流动的要求与欧盟相差无几。

我认为最终各方将表现出一定灵活性，成功找到妥协办法，但很显然，“谁想离开这个大家庭，就不能指望摆脱一切责任，同时保留特权”（安格拉·默克尔）。同样显而易见的是，英国脱离欧盟的过程——这不包括在两年谈判期内——将需要很多很多年。对于未来几年将遭受的损失，英国可能要过很长一段时间才能通过增强的自主性补回，如果可以补回的话。这些损失包括失去设在伦敦的欧盟机构（欧洲银行管理局、欧洲药物管理局）、导致本国金融部门的衰弱，更宽泛地说，对其 GDP 的增长构成压力。也许最大的损失将是英国对欧盟地区决策的影响力的减弱。这是进一步独立带来的负面产物。

而欧洲经济比较庞大，似乎足以承受英国脱欧这一挫折。英国脱欧甚至可能对欧洲一体化进程产生积极的推动作用。不要忘记：多年来，英国一直在阻挠进一步加强欧盟的所有举措。话虽如此，人们不应理所当然地认为英国脱欧会顺利有序进行。英国央行首席经济学家安迪·哈尔丹最近表示这个假设很难成立²。我倾向于同意他的观点。脱离欧盟实际上是一个冒险过程，且相较于欧盟，对英国来说风险更大。

（五）小结

¹ 欧盟委员会，2017 年 5 月 31 日。《深化经济与货币联盟的回顾文件》

² 见 2017 年 6 月 20 日的一次演讲

英国脱欧并没有使欧盟过得更舒坦。失去了英国令人遗憾，但带来的影响似乎可以克服。但是，这并不是欧盟其他成员国所面临的唯一问题。许多强国（主要是北欧国家）和相对较弱国/弱国之间仍存在巨大差距，对此我们应该有所作为。如果不考虑建立“拨款联盟”（transfer union）——肯定也没有足够多的国家会支持组建这样一个联盟——弱国应该主要依靠自己解决问题，当然欧盟和较强成员国也要提供一定帮助。强制对成员国进行大规模财政转移的政治联盟暂时不会出现。

这并不是要否定过去二十年里我们取得的诸多进展（例如建立货币联盟、欧洲中央银行、欧洲监管机构和银行联盟；此外，我们大幅加强了预算规则和实践，总赤字水平从2010年的6%下降到2017年的1.4%）。但是无可否认，欧洲一体化项目要完全稳固下来还需要更多进展。未来几年，我们应该完善银行联盟、资本市场联盟，进一步加强内部市场。改变针对主权债券的监管措施、从而解开“银行-主权债券的死循环”也是明智之举。法国人提出，可以设立欧盟财政部、委任一名欧盟财政部长。很容易就能看出这些人不怎么了解现实，因为最终一切都取决于你最初想要赋予这样一个机构/人多大权力。我认为很多领域都有待取得新的进展。

此刻对欧洲来说，真正的“十字路口”关头是：如何应对英国脱欧、如何解决欧洲较弱国国内的问题、如何在欧洲一体化项目上取得进一步进展，以及更宽泛地说，如何进一步加强该项目的公信力。

三、欧洲中央银行及其政策

（一）非常规货币政策

在金融危机的头几年中，我认为各大央行都做了出色的工作。他们为银行体系提供了大规模流动性，并实施非常宽松的货币政策，从而防止了全球经济崩溃。那可说是完美无缺，但一段时间后，他们开始了所谓的非常规货币政策。央行启动这些政策（前瞻性指导和广泛大规模的量化宽松政策）的主要论据是受到通货紧缩威胁，而当时政策利率接近于零底线。在这种情况下，很多人选择参考日本的情况。日本曾经长期通货紧缩，导致其实体经济停滞不前。至少很多人都是这么想的。

要探讨日本的经济运行情况，有必要把人口统计数据考虑在内。“鉴于日本的人口变化情况比较独特，人均 GDP 同样重要，如果不是更重要的话。以此为依据，在 90 年代日本经济明显放缓。但 2000-2013 年间，日本人均 GDP 累计增长 10%，相较于美国的 12%，这一增长相当可观”¹。日本在 2014 年底的消费价格水平与上个世纪九十年代初期大致相同（比那时高 2%）。在此期间，通胀率窄幅起落，且往往是负的多、正的少，但并没有真正的通货紧缩。如果通货紧缩，即负的通货膨胀率，是物价和工资螺旋下降的（潜在）开始，正如我们在大萧条中看到的那样，那通缩确实很危险，我们需要快速果断采取行动。但我们的经济和社会不同于上个世纪 30 年代的。一个有趣的例子是希腊。2008 年以来，其国内生产总值下降 25% 后通胀率才变为负数（2013 年为 -1.7%，2014 年为 -2.6%）。2014 年是通货紧缩最严重的一年，但这一年，实际 GDP 已勉强开始恢复增长。

必须承认，现在的低通胀（欧洲的核心通胀率一段时间以来在 1% 上下浮动）应该被置于需求长期低迷的背景下，其他因素似乎也扮演了重要角色，如人口老龄化（影响储蓄行为和工资）、全球化进程（给进口价格造成压力）和技术发展（例如互联网竞争加剧、出现了更便宜的生产方法等）。技术发展或许也削弱了劳工的议价能力。在某些地区，我们看到价格下降惊人。很可能我们正在面临——全球范围的——长期（更长期）的低通胀。如果通过时刻让通胀率保持在固定目标值（接近 2%）来战胜这种低通胀环境，只能靠比以往更宽松的货币政策，并且最终将——通过某些经济部门的泡沫——演变为新一轮金融危机或通货膨胀。请让我引用时任国际清算银行副总经理的赫维·汉努恩所说的一段话（2014）：“在这个意义上说，持续的非常规货币政策在眼前可以换得更高的稳定性，但代价是平均增长会降低——通过破坏经济的供给侧——在未来还会导致金融更不稳定”。在这方面，我还要引用国际清算银行总经理卡拉昂在一年前的演讲中所说的话：“如果一种药物没有如预期那样起作用，不一定是因为用量不够，也许应该重新考虑整体治疗方案和药物在其中发挥的功效。很可能需要的是别种药物。”

¹ 约翰·普伦德，2016 年 9 月 21 日。“在震荡边缘——日本捉摸不定的货币前景”

（二）似乎需要更多的灵活性

因此，为了避免陷入长期使用过度宽松货币政策的陷阱，对各国央行来说，明智的做法是不要过分致力于实现某个具体的通胀率目标。他们不应该把通货紧缩形容成一个怪物（马丁·费尔德斯坦）。在这里，我特别想到的是日本央行和欧洲央行。（德拉吉：“在可持续发展的大路上，通胀率应该接近2%”；“这是一项法律义务”）。在我看来，更好的办法是为各国央行的通货膨胀目标设置弹性幅度，从而来引入更多灵活性。增加灵活性，特别是给予下行更多灵活性，将更加合理，因为我们不完全了解价格变化过程中发生了什么¹，并且我们可能在相对较长时期内面临低通胀甚至负通胀，却并没有进入通货紧缩下行循环的风险。欧洲央行自己对价格稳定做出了说明，但与之相反，美联储表现出了更高的灵活性，因为它肩负双重使命。但日本央行却坚决要实现具体的通货膨胀目标。

由于超宽松货币政策的效果有限，我认为使通胀目标更灵活些似乎更为明智。目前所有我知道的研究都表明，你需要投入巨额资金才只能对通胀和增长产生有限影响，当然这也取决于相关国家和这种政策开始时的情况。欧洲的复苏在2013年第二季度已经开始，两年之后量化宽松政策才实施。不合适的货币政策操作可能会带来严重副作用。副作用之一就是金融市场脱离经济实体。与此相关的是，各国央行受控于金融市场，就像央行也可能受控于无法承受更高利率的财政当局。央行采取了史无前例的政策，目的是让利率保持在尽可能低的水平，甚至为负。这些政策正在推高资产价格，包括债券、股票、名画和房地产的价格。花旗研究部门的分析师因此叹息：“请别买这么多债券，央行先生”²。今天的金融市场存在许多扭曲现象，包括掉期利差扭曲、收益率曲线不能再用作预测未来经济发展的指标、传统的波动性指标已毫无用处等等，要评估风险规模几无可能。我们正处在指标失灵的时期，这非常危险。

在欧洲，正是欧洲央行在帮那些极弱国家吊着一口气。它成功地进一步降息，缩小了强国与弱国的差距。这对弱国的生存至关重要。但考虑到副作用和

¹ 克劳迪奥·博里奥，2017年6月25日。“我们对通货膨胀真正了解多少？”，第87届股东年度大会上的演讲

² 汉斯·洛伦岑，花旗研究所，2016年9月（hans.lorenzen@citi.com）

越来越多的退出问题，这样的政策难以为继。在 6 月的会议上，欧洲央行关上了继续降息的大门，自明年起或在明年期间，它很可能会逐渐停止非常规政策。因此，欧洲央行处于十字路口，但对欧洲来说更是如此，因为如果没有欧洲央行的支持，其他当局最终还是要解决仍然存在甚至不断增长的差距。

四、结论

世界在飞速变化。新兴大国（中国、印度）融入世界经济对所有参与者都有巨大影响。这是因为这些新加入者的规模巨大，发展速度很快。不是所有人都充分认识到它们的加入会带来哪些结果，而我们是否为此这个美丽新世界做好了准备也有待观察。某种程度上，这个欧洲项目就是对新情况的回应。各国逐步放弃部分主权，以更好地应对未来世界，这可算是独一无二的尝试。这个进程中会出现很多小麻烦。英国脱欧就是其中一例。我们会看到更多危及这一进程的事情发生。即便如此，我们也在很多方面取得了巨大进步。在脱欧过程中，英国人将会体会到他们融入欧盟的程度有多深，以及他们将要失去多少。欧洲取得的进展一部分体现为货币联盟的创立。有了新建的欧洲央行援助，欧洲得以安然度过金融危机。在我看来，这一点毫无疑问。同时，国家之间的差距仍然存在甚至已经拉大。各国当局应该解决这些差距，不要让欧洲央行负担过重。但各个央行自己——无论是欧洲还是其他地方的央行——都应该意识到，从风险管理的角度看，他们也负有责任，换言之：“该结束了，现在潜在副作用变得太大了”。

EUROPE AT A CROSSROADS

GLOBAL PICTURE

Nout Wellink

1.INTRODUCTION

The world is changing rapidly. We are witnessing historic changes in economic and political relations. These changes will put to an end a period of 500 years in which the Western countries have ruled the world. Self-evidently the US will not disappear overnight as the world's most powerful country. But what we have in front of us is a complex, painful, potentially accident-prone adjustment process in international relations (1). The Trump phenomenon but also Brexit should be seen in this context. Policymakers of the major countries face a number of complex challenges as to how to deal with this adjustment process. It requires a lot of wisdom and also a full understanding of the interdependencies in tomorrow's fully integrated world. In such an interdependent world even the powerful loose power.

Economists will tell you that the integration of China and other countries into the world economy is improving prosperity and to the benefit of all. In theory they are right, but I want to qualify this view a bit. The impact of China (and more broadly speaking globalisation) on other parts of the world has been so big and has come so fast, that it seems to have exceeded, at least in the short term, the absorption capacity of Western countries. We knew, of course, that structural reforms, in labour markets and product markets were necessary to cope with a globalising world (2), but socially and politically these reforms proved extremely difficult to implement in democratic societies.

According to certain studies the trade deficit with China has cost the US millions of jobs (3). The same job-losses stories have been told about the UK and other countries. In addition, there is the complaint that the income gains from globalisation

have not been evenly spread. Recent studies link the rise of populist movements in Europe to the globalisation process (4), but also to other factors such as massive cultural changes in our societies, resulting in a cultural backlash among people who feel threatened by this development (5). Whatever the merits of these (numerous) studies, I think that the industrialized world seriously underestimated the scale, speed and the impact of the globalisation shock. China's membership of WTO was a quantum leap. That said it is not only globalisation that plays a role in the job losses and the income inequality problems in industrialized countries, but also - and increasingly - technological developments. The B.I.S. came in its recently published Annual Report 2017 (6) to the conclusion that "*globalisation is not the main cause of increased within-country inequality; technology is*". Therefore, focussing only on globalisation, as the US Administration seems to do, is fighting the last war.

1) Risk of rising protectionism

The present US Administration argues that it is not against globalisation and free trade, but it should be "*smart trade*". For the time being the only interpretation can be: protecting your own industry from foreign competition by tariffs, special taxes, moral suasion, etc. ("*Buy American, Hire American*"). Nevertheless, it is still too early to pass judgment as to the trade policy of the US in the coming years, but the omens are not entirely good. Kind of dialogue has started with China, but also with Canada and Mexico, and China is, at least for the time being, not anymore as a currency manipulator on President Trump's radar screen. Let's wait and see what the future will bring and whether the US Administration will put its money where its mouth is.

Trump's "*smart trade*" (these words have also been used by Tillerson) is his reaction to what he sees as unfair competition from especially Mexico, China but also Germany. It would be naive to deny that sometimes there is unfair competition, but if China and/or Mexico and/or other countries violate trade rules, one should cope with these violations in the context of WTO and not start a damaging trade war. What we should do in the industrialized part of the world, is increasing what I called our

absorption capacity, that is to say we should speed up structural reforms and take additional measures (e.g. better schooling), so as to cope better with and fully reap the fruits of globalisation. It is undeniable that globalisation “*has had a profoundly positive impact on people’s lives over the past half century*” (6).

It is interesting to see how the Chinese leadership has reacted to Trump's trade ideas. Immediately (on November 19th, 2016) President Xi Jinping stated that China “*will remain fully involved in economic globalisation*”. And later, at the Davos' World Economic Forum, Mr Xi stressed that “*Countries should view their own interests in the broader context and refrain from pursuing their own interests at the expense of others*”. And: “*ships should not scurry back to harbour at first sign of a storm*”. Premier Li Keqiang repeated these messages in his keynote speech at the opening ceremony of the so-called Summer Davos meeting in Dalian on 27 June 2017.

To some extent China already has developed an answer to the protectionist threats coming from the US. China strongly promotes a “*Regional Comprehensive Partnership*” and a broader free trade zone for Asia, thereby creating its own, vast economic zone. Creating its own hinterland is also what, to my mind, China is aiming at with its “*One Belt, One Road*”-project. This project seems as much a political as an economic project to me.

The US ideas about “*smart trade*”, trade that fits in an “America first”-philosophy, have made the Europeans aware that they should not overly rely, as they did in the past, on its traditional ally America. Strengthening trade relations with China and other countries in the Far East has clearly come higher on EU’s agenda. The interesting thing is that Trump's policies and statements, also in other areas such as NATO and environmental protection, have brought European countries closer together (7) and has led them to explore new alliances for the future. It’s true, challenges often create new opportunities.

2) Exchange rate issues

The US has a trade deficit with China, for years in a row now, of around \$300 bln. This is the result of exports amounting to some \$100 bln and imports of around \$ 400 bln. Trump blamed China for being a currency manipulator. That song has faded away. For the time being at least, because I am convinced that this music will get a replay in the future. The US did the same with the Japanese in the sixties and seventies of the last century and forced the Japanese authorities to strengthen the yen dramatically. To my mind China has contributed to the international adjustment process at a scale that is highly underappreciated. The country succeeded in reducing its current account deficit from 10,1% of GDP at the beginning of the financial crisis in 2007 to 2,3% in Q3 2016. During a major part of that period the rmb experienced a very strong appreciation.

In the course of 2016 the rmb became part of the SDR basket and the authorities started, self-evidently, to focus more on stability vis-a-vis a basket instead of vis-a-vis the US dollar. At the same time they allowed for a bit more flexibility in the development of the rmb. As a consequence the rmb weakened further, not surprisingly so taking into account the gradual tightening of monetary policy in the US and some doubt in the Western world as to the strength of the Chinese economy. The PBoC, the Chinese central bank, lost almost 1 trillion dollar to mitigate the downward pressure on the rmb. In addition, last year measures were taken to restrict capital outflows. I think the Chinese authorities did what they could and should do to keep the process as orderly as possible. But this is not the point I want to make. The point I want to make is that, if you ask from the Chinese authorities to liberalize their economy, including the capital account of the balance of payments, one should accept that market forces determine more than in the past the exchange rate. It will increase what is called by the B.I.S. *“the “excess elasticity” of the international monetary and financial system-its ability to amplify financial booms and busts and thereby cause serious macro-economic costs”* (6).

For me these developments show that one should be very careful with a quick, complete liberalization of the rmb, because the result could be substantial, unwelcome capital flows, bringing also other countries in serious problems.

3) In summary

Let me - before turning more specifically to Europe - try to summarize the message of this part of my lecture. Never in economic history we have seen a country of the size of China (and others are following) integrating in the world economy in such a short period. We are clearly entering a new era, with inevitably economic and political hick ups during this process. We should try and control as much as possible these hick ups, in close cooperation. Speaking in very general terms, the Western economies were not sufficiently prepared for the globalisation shock. Their economies were too rigid, not flexible enough to adjust to the new circumstances and to fully reap the benefits of globalisation. This especially holds for Europe. Europe, therefore, is clearly at a crossroads. If it does not speed up its reform program the forces against globalisation will further increase. Secondly, Europe has to re-assess its position in a globalising world if the US is moving away from its traditionally open attitude towards international trade. But even if the US is not taking steps back, the US as well as Europe should realise that a world different from the past is emerging, with new players and increased interdependencies (8). My feeling is that we are not sufficiently prepared for this world in which capital flows can freely move around and in which exchange rates are mainly determined by market forces. The institutional and analytical framework to cope with such a world is still missing. In this respect we are all at a crossroads now, not only Europe or China or the US.

2. EUROPE MORE IN PARTICULAR

1) Economic developments

It is always fun to read the Bloomberg's "*Pessimist's Guide*" to the coming year. In December 2016 Bloomberg published on the internet a list of potential disasters in

2017, ranging from the unpredictable consequences of the election of Mr Trump as President of the United States (especially in relation to China), to the rise of populist movements on the European continent (elections in France, the Netherlands, Germany, Italy), and, of course, Brexit. So, a lot could have gone wrong in 2017, but as far as the European economy is concerned I am inclined to say: “*So far, so good*”. That being said we are only on the half of the year! In the Netherlands and France populist anti-Europe parties were defeated, in France by a landslide, and in spite of the new US President and the Brexit-discussions recent economic figures (gdp, unemployment) are very encouraging. On an annualized basis the euro zone economy was expanding in the first quarter of 2017 at a rate of 2.3%, clearly outstripping the 1.2% growth rate of the US in that quarter. Positive news is also that the dispersion of growth rates between the members of the monetary union is at its lowest level since the start of the union in 1999 (9) and that consumer confidence in June stroke a 16-year high.

2) Longer-term developments

Looking at some more long-term developments, the picture becomes less rosy. Real per capita gdp levels were already widely diverging at the trough of the financial crisis (2009). Portugal’s per capita real gdp, for example, amounted in 2009 to only 54% of Germany’s. However, in the period 2009-2016 the divergences between euro area members have further widened. During those years real per capita per capita in Germany increased, cumulatively, with 12% (US 9.8%), 3.3% more than in the UK, 7.4% more than in France, 10.3% more than in Spain, 14.3% more than in Italy, and 32.5% more than in Greece (8). This is not a very healthy situation. From a system’s perspective I am especially worried about (the persistency of) the income and competitiveness gaps between the countries in the euro area. What also worries and even frightens me is the level of unemployment. Although total unemployment is at its lowest level - 9.4% - since 2009, it is still extremely high. This especially holds for youth unemployment in Southern Europe. On average youth unemployment amounts

to 19.4% in the euro area, but in Italy, Spain and Greece this rate has reached levels of 35,2 %, 41,5% and 45,2% respectively (10). Europe, therefore, is faced with the risk of a lost generation.

3) Some observations

Some interesting observations/ conclusions can be drawn from the above. First of all, the British - in the context of the Brexit discussion - often portray Europe as the world's weak link from which the wonderful, dynamic UK economy should decouple itself. However, the reality is that on a per capita basis (cumulative real growth of 8.7% in 2009-2016) the UK is, indeed, doing better than France (4.6%) but clearly lagging behind Germany (12%). My second observation concerns the frightening, still growing gap between the real per capita growth and the unemployment levels in the strongest European countries, and a number of other, weaker euro area countries. This is very worrisome, not only from an economic, but also from a political perspective. It is a problem European countries should address, otherwise it will endanger at some point in time the EU-project and, self-evidently, the European Monetary Union.

Many observers, also the IMF, are of the view that Germany and the Netherlands run much too large a surplus on their current account and that they should stimulate their economies via tax cuts and infrastructural investments (11). They are right from a balance of payments point of view (although in a monetary union only the balance of payments of the union as a whole matters). Such a policy would also contribute to a higher inflation in core countries and lift the inflation rate in the euro area as a whole. An expansionary German and Dutch budgetary policy might furthermore give some stimulus to other economies in Europe, but at the end of the day such a policy will, *ceteris paribus*, even further strengthen the German/Dutch economy vis-a-vis the weaker European countries. The underlying, more fundamental problem is that the euro is too weak for Germany, but too strong for some other countries. Strengthening the economy of weaker countries can only solve this very fundamental problem. The present approach, in which the ECB, the European Central Bank, plays kind of a

bridging role, is buying time for governments to pursue the right policies, but cannot be continued forever. The authorities, especially in the weak countries, should use the present recovery to complete unfinished reform businesses.

4) Brexit

In assessing the situation in and the perspectives for Europe it is inevitable to spend some words on the British leaving the European Union

In a speech I delivered more than a year ago on Brexit I said that the UK remaining a EU member was no longer a racing certainty. Unfortunately I added: *"The prospect of the UK leaving the EU is real but my instincts tell me - although I hover between hope and fear - that voters tend to swingback to status quo if the become uncertain about the consequences for themselves"*. My instinct clearly throwed me off. The lesson is that we should be very careful in forecasting the “future” of Brexit. The more so because many completely unforeseen developments have taken place recently.

It is useful to make a distinction between the short-term effects of the decision to leave the EU and what could/would happen after a few years. A predictable short-term effect was the depreciation of the pound, which actually took place. This had an impact/is having its impact on prices, real disposable income and consumption. More interesting is what will happen in the years ahead. That totally depends on a great number of unknowns. At present that number is even bigger than I thought in June 2016, one of the reasons being the dramatic outcome of the snap elections in the UK on June 8th. Instead of a victory the conservative party, under the leadership of Mrs May, lost its majority in the parliament. Mrs May had "sold" the snap election with the argument that *"Now, more than ever, Britain needs a strong government to get the best Brexit deal for our country and its people."* (12). After the disastrous outcome of the elections Mrs May needs, for a majority in parliament, the support of DUP, the Democratic Unionist Party, the largest party in Northern Ireland. It is difficult to assess how stable this support will be. DUP seems prepared to back up a Conservative

minority government on a case-by-case basis. Relying on DUP is not only humiliating for Mrs May, but also politically dangerous. The UK government has always stayed far away from the internal Irish problems. On the one hand DUP is Eurosceptic, on the other hand it wants soft borders with the Irish Republic, i.e. the EU. The implication is that DUP is against a hard Brexit as favoured by Mrs May, who has said time and again that no deal is better than a bad deal, (“a *reckless approach*”, according to the Labour Party; I happen to agree with that). If lawmakers in Scotland would be given a separate vote on the Great Repeal Bill, which puts EU-law into British law, the situation might become even more complex if they would decide to vote down this Bill.

At this very moment it is completely unclear what the UK policy/position during the negotiations will be. It is also unclear whether or how long Mrs May will survive. Her position has been eroded further by her handling of the London Tower Fire, which was slammed by the surviving victims and the media and for which she had to apologize. The seriousness of the uncertainties on the British side should not be underestimated, because time and tide wait for no man. The 2-year period of art.50 of the Lisbon Treaty has started with the notification of the intention to leave the euro area on 29 March 2017. The European Council can decide unanimously -it's true - to extend this period, but the sword of Damocles is hanging above the heads of the British as of the notification to leave the EU.

Until now the remaining EU countries have stucked together. Last March they have formulated legally binding instructions for EU's chief negotiator, Michel Barnier. In four area's clear cut principles for the negotiations have been formulated: the UK should pay an exit bill (meet earlier commitments), the rights of EU citizens in the UK should be sufficiently protected, a solution should be found for the border problems between the two “parts” of Ireland, and a transition deal should be reached, which includes continued free movement and the jurisdiction of the European Court of Justice during the transition period).

Interesting is that the Brexit threat - just like Trump's views on defence, trade and climate - seems to have focussed the minds of the European Commission and policy makers in the remaining EU countries on how to further strengthen the EU (13). Helpful in this context is the outcome of the French elections (the overwhelming victory of Macron) and the increased support for Mrs Merkel in Germany. If there is to be a Brexit (the probability is high but one never knows and the mood seems changing a bit in the UK) the negotiations will be extremely difficult. The model of remaining a member of the internal market is not acceptable for the British, because then they have to accept the so-called 4 freedoms (freedom of movement of goods, people, services and capital); the customs union option is not attractive, because then it is still the EU that is responsible for trade negotiations. Becoming a member of the European Economic Area (Iceland, Liechtenstein, Norway) will also be difficult to swallow. Although it does not involve membership of EU's customs union, it implies freedom of movement to almost the same extent as holds for EU-members.

I think that at the end of the day parties will show some flexibility and succeed in finding compromises, but it is quite clear that *"Whoever wants to leave this family can not expect to shed allof its responsibilities but keep the privileges"* (Angela Merkel). It is also evident that the process of disentangling the UK from the EU - this is something else than the 2 years negotiation period - will take many, many years. It might take a very long time, if ever, before the British, via increased autonomy, have made up for the losses they will suffer in the coming years, losses that range from loosing London based EU agencies (European Banking Authority, European Medicines Agency), to a weakening of its financial sector, and more generally speaking, the pressure on its gdp growth. Perhaps the biggest loss will be the UK's weakened impact on the decision-making in the EU-area. This is the flipside of becoming more independent.

The European economy seems large enough to absorb the setback of Brexit. Brexit might even give a positive impulse to the European integration process.

Don't forget: the British have been blocking for years in a row almost all initiatives to further strengthen the EU. That being said, an orderly and smooth Brexit should not been taken for granted. Andy Haldane, BoE's Chief economist, recently qualified this as a strong assumption (14). I tend to agree with him. The disentanglement from the European Union indeed is a risky process, more for the UK than for the EU.

5) In summary

Brexit has not made life easier for the EU. Brexit is regrettable, but seems surmountable. However, it is not the only problem the remaining EU members are confronted with. Something should be done on the still existing, big divergences between a number of strong (mainly Northern) countries and the weaker/weak countries. If a transfer union is to be excluded - there is absolutely not enough support for such a union - the weak countries should address their problems mainly themselves, of course with some help of the EU and the stronger member states. A political union to force upon member states substantial transfers is, for the time being, not in the offing.

That is not to say that we have not made a lot of progress during the last two decades (e.g. with the creation of a monetary union, a European Central Bank, a European supervisor and a banking union; furthermore we substantially strengthened budgetary rules and practices, showing up in a fall of the aggregate deficit from 6% in 2010 to 1.4% in 2017). But, admittedly, more progress is needed for the solid anchoring of the European integration project. In the coming years we should complete the banking union, the capital market union and further strengthen the internal market. It would also be wise to change the regulatory treatment of sovereign bonds so as to loosen the bank-sovereign loop. The French have floated the idea of creating a EU Ministry of Finance with a EU Finance Minister. It is too easy to say that they are showing little sense of reality; because at the end of the day it all depends on how much power you, initially, want to give to such an institution/person. I think in many areas further progress can be made.

The real “at a crossroads” moments for Europe at this very moment are: how to deal with Brexit, how to address the problems in the weaker European countries, how to make further progress with the European project and how to further strengthen, more generally speaking, the credibility of this project.

3.THE EUROPEAN CENTRAL BANK AND ITS POLICIES

1) Unconventional monetary policies

During the first years of the financial crisis the major central banks did, to my mind, a marvellous job. They have prevented a collapse of the global economy, by providing on massive scale liquidity to the banking system and by a very loose monetary policy. That was fine and dandy, but after a certain moment they started with so-called unconventional monetary policies. The main argument for central banks to start with these policies (forward guidance and broadly-based, large scale Quantitative Easing) was the danger of deflation, at a moment the policy rate approached the zero bound. In this context it is quite popular to refer to Japan. The long period of deflation in that country resulted in stagnation in the real economy. That is at least what many people think.

With respect to the performance of the Japanese economy it is necessary to take into account demographics. *“Given Japan’s unique demographics per capita gdp is equally, if not more relevant. On that basis Japan’s economy slowed markedly in the 1990’s. But between 2000 and 2013 cumulative per capita gdp growth was a respectable 10% compared with 12% for the US”* (15). The Japanese consumption price level end 2014 was roughly the same (2% higher) as in the beginning of the nineties of the last century. During that period, inflation had its ups and downs, within a narrow band, and was more often negative than positive, but there was never real deflation. Deflation, negative inflation can indeed be dangerous if it is the (potential) beginning of a downward price-wage spiral as we have seen in the Great Depression. Then quick, decisive action is required. But our economies and societies are different

from those in the 30s of last century. An interesting case is Greece. It took a 25% fall in GDP since 2008 before inflation entered negative territory (-1,7% in 2013 and -2,6% in 2014). In 2014, the year with the greatest negative inflation, real gdp growth hesitantly started to recover.

Without denying that the present low inflation (core inflation in Europe fluctuates for some time already around 1%) should also be seen in the context of low demand for a very long period, other factors seem to play an important role such as the aging of our populations (affecting the savings behaviour, but also wages), the globalisation process (resulting in pressure on import prices), and technological developments (e.g. increased competition via the internet, cheaper production methods, etc.etc.). Technological developments might also have weakened the bargaining power of labour. In some areas we have seen spectacular drops in prices. It may well be that we are facing - worldwide - a long (er) period of low inflation. Fighting this low inflation environment by sticking under all circumstances to a fixed (close-to-2%) target can only through an ever looser monetary policy and will eventually - via bubbles in certain sectors of the economy - turn into a new financial crisis or inflation. Let me quote a statement of Herve Hanoun (2014), the then Deputy General Manager of the BIS: *"In this sense, continued unconventional monetary policy, can buy more stability now, but at a price of lower average growth - by damaging the supply side of the economy - and greater financial instability in the future"*. And let me in this context also refer to a remark made in a speech a year earlier by Caruana, the General manager of the BIS: *"If a medicine does not work as expected, it is not necessarily because the dosage was too low. Maybe instead the overall treatment, and the role of the medicine within it, should be reconsidered. Most likely something else is needed"*.

2) More flexibility seems needed

Therefore, in order not to swim into the trap of too loose a monetary policy for too long a period, central banks would be wise not to commit themselves too strongly

to a specific inflation target. They should not make deflation kind of a bogeyman (Marty Feldstein). Here I have especially in mind the Bank of Japan and the European Central Bank. (Draghi: "*Inflation should be at a sustainable path close to 2%*"; "*This is a legal obligation*"). To my mind a better approach would be to introduce more flexibility by the introduction of a bandwidth for the inflation target of the central bank. More flexibility, especially downwards, would do more justice to the fact that we do not fully understand what is happening with respect to price developments (16) and might be confronted, for a relatively long period, with low or even negative inflation rates without any danger for a downwards deflationary spiral. Contrary to the ECB' s self-imposed interpretation of price stability, the FED has more flexibility due to its dual mandate. The Japanese Central Bank, however, feels very strong about a specific inflation target.

Introducing some flexibility with respect to the inflation target seems to me the more sensible because of the limited effectiveness of ultra loose monetary policies. All studies known to me illustrate that, depending of course on the country involved and the conditions at the moment of the start of such a policy, you need enormous amounts to get only a limited impact on inflation and growth. In Europe the recovery started already in the 2nd quarter of 2013, 2 years before QE, The implication of out-of-scale monetary policy operations is the danger of serious side effects. One of them is that financial markets become detached from economic reality. Linked to that is that central banks become the prisoner of financial markets, as they might become also the prisoner of fiscal authorities that can't afford higher interest rates. Unprecedented central bank policies, aimed at keeping interest rates as, low as possible, even negative, are driving up asset prices: bonds, stocks, paintings, real estate. It brought an analyst of Citi's research department to the sigh: "Please don't buy so many bonds, Mr Central Banker" (17). There are so many distortions nowadays in financial markets, that it has become almost impossible to assess the size of the risks: swap spreads are distorted, the yield curve can't be used anymore as an

indicator of future economic developments, traditional volatility indicators have become useless, etc. We are living in a period of broken indicators, which is risky.

In Europe it is the ECB that has kept alive the very weak countries. It succeeded in pushing interest rates further downwards and in reducing spreads between strong and weak countries. This was crucial for the survival of the weak countries. But such a policy cannot go on forever, taking into account the side effects and growing exit-problems. At its June meeting the ECB closed the door for further rate reductions and it will, highly likely, run down its unconventional policies as of/ in the course of next year. Therefore, the ECB is at a crossroads, but even more so Europe, because without the support of the ECB the other authorities should finally deal with the still existing and even growing divergences.

4、 CONCLUSION

The world is changing rapidly. The integration of new, big countries (China, India) in the world economy has an enormous impact on all players. This is because of the size of these new entrants and the speed of the process. Not everybody is enough aware of the consequences and it remains to be seen whether we are sufficiently prepared for this brave new world. The European project is, to some extent, an answer to the new circumstances. It is a unique experiment of countries giving up, step-by-step, part of their sovereignty to better cope with tomorrow's world. It is a process with many hick ups. Brexit is such a hick up and we will see more developments endangering the process. That said enormous progress has been made, in many areas. The British will experience, during the disentanglement process, how much integrated they already were and how much they are going to loose. Part of the progress made in Europe shows up in the creation of the monetary union. Europe survived the financial crisis with the help of its newly created central bank. There is no doubt in my mind as to that. Meanwhile the divergences between the countries remained or became even larger. The authorities should address these divergences and

not overburden the ECB. But the central banks themselves - in Europe and elsewhere - should realize that, from a risk management point of view, they also have a responsibility and that is to say: "*This is where it stops. Now the potential side-effects become too large*".

REFERENCES

1. Jan van der Putten, 2017. "*Botsende Supermachten*". In Dutch, but with many references to the international literature.
2. For years in a row this has been stressed, for example, by the European Central Bank in its press communiqués after meetings of the Governing Council.
3. Robert Scott, 2017. "*Growth in US-China trade deficit between 2001 and 2015 cost 3.4 million jobs*". Economic Policy Institute. Numerous articles have been published on this issue.
4. Italo Colantone and Piero Stanig. July 8, 2016. "*The Trade Origins of Nationalist Protectionism: Import Competition and Voting Behavior in Western Europe*". Prepared for presentation at the EPSA 2016 meeting in Brussels.
5. Ronald F. Inglehart and Pippa Norris. August 2016. "*Trump, Brexit, and the Rise of Populism: Economic Have-Nots and Cultural Backlash*". Harvard Kennedy School, John F. Kennedy School of Government.
6. B.I.S. Annual Report 2017, Chapter 6 ("*Understanding globalisation*").
7. Judging by recent statements of Mrs Angela Merkel and other European politicians.
8. Wayne M. Morrison, 2 October 2015. "*China's Economic Rise: History, Trends, Challenges, and Implications for the United States*". Congressional Research Service 7-5700 (www.crs.gov)
9. Source: OECD.
10. Source: Eurostat.
11. International Monetary Fund. June 15, 2017. "*Euro Area: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission*".
12. *Forward Together. Our Plan for a Stronger Britain and a Prosperous Future*. The Conservative and Unionist Party Manifesto 2017.
13. European Commission, 31 May 2017. *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*.
14. In a speech on 20 June 2017.
15. John Plender, 21 September 2016. "*At the Edge of the Shock. Japan's Problematic Monetary Future*".
16. Claudio Borio, 25 June 2017. "*How much do we really know about inflation*"? Presentation at the 87th Annual General Meeting.
17. Hans Lorenzen, Citi Research, September 2016 (hans.lorenzen@citi.com).

系列二：人民币国际化指数发展概况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，已经连续四年编写并发布《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 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第一章。

2016 年，国际经济形势依然低迷，贸易与投资陷入萎缩阶段，地缘政治风险积聚，黑天鹅事件频发，逆全球化、民粹主义抬头，全球格局正处于重大变迁过程中。中国供给侧改革持续推进，但经济下行风险依然存在，汇率贬值与资本外流双重施压，致使人民币国际化短期内受到一定冲击。然而，人民币国际化有进有退，贸易结算、离岸资金池、点心债等领域人民币使用有所弱化，但在直接投资、熊猫债、国际信贷、外汇交易、储备职能等环节则频现亮点。10 月，人民币正式加入 SDR 货币篮子，人民币相关基础设施、市场机制与规则标准逐步与国际接轨，成为人民币国际化的重大里程碑。总体来看，2016 年，人民币国际化从高歌猛进阶段迈入调整巩固期，政策与市场各领域有进有退，基础建设日趋成熟完善。如图 1 所示，截至 2016 年四季度，人民币国际化指数（RII）为 2.26，同比下降 29.8%，出现短期波动，但总体处于稳定区间内。

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

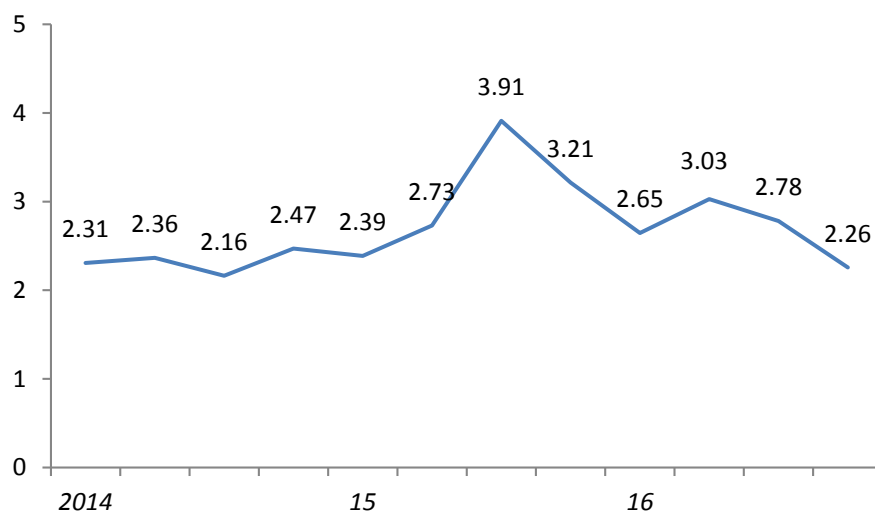


图 1 人民币国际化指数

注：随着市场发展与统计完善，RII 指标做出以下调整，一是 RII 国际贸易指标不仅包含原有的货物贸易数据，也将服务贸易数据纳入统计；二是 RII 国际信贷指标部分不仅包含原有的内地与中国香港数据，也将中国澳门、中国台湾、新加坡、韩国、英国等市场存贷规模纳入统计；三是由于国际清算银行统计调整，RII 国际债券指标由原有的发行额与余额合成指标，调整为单一的余额占比数据；四是人民币国际储备指标采纳 IMF 统计标准。

2016 年四个季度，RII 分别为 2.65、3.03、2.78 和 2.26。人民币国际化进入调整巩固阶段：2010 年至 2013 年，RII 迅猛攀升；2014 年至 2015 年，RII 增速回归理性平稳水平；2016 年，在国内外双重压力下，RII 首次出现负增长，但总体势头平稳。

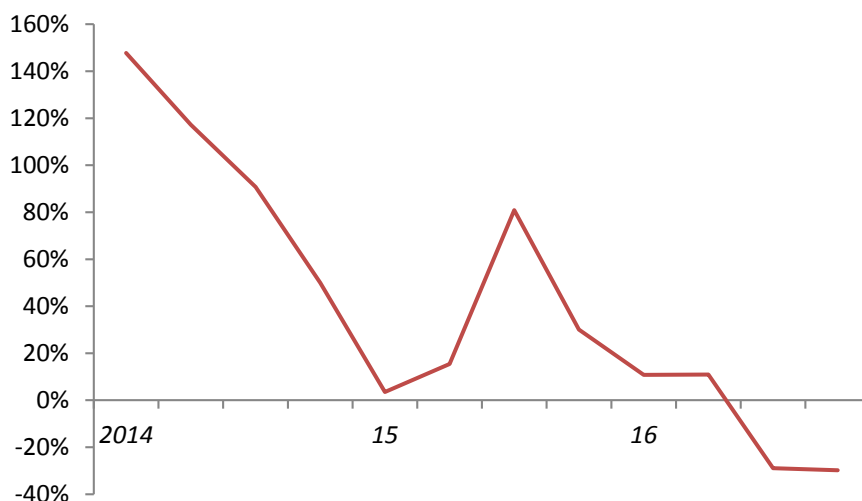
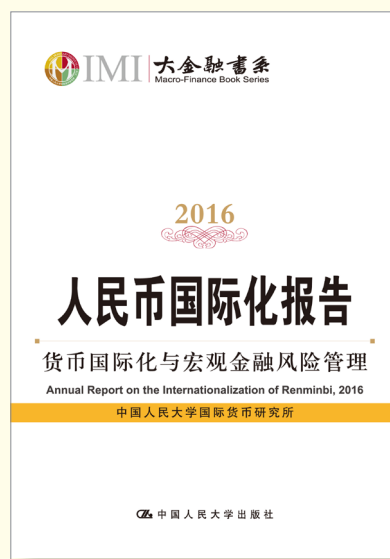


图 2 RII 季度同比变动情况

《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8月21日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载