

【本期推荐】

IMI锐评 | 央行定向降准的全方位再认识

【“金融监管”专题】

陈卫东 熊启跃：中国银行业十年发展与监管

李文红：金融监管要把握金融创新和监管稳定的平衡

刘青松：更好的监管

王 剑：金融大监管强化银行特许价值

【海外之声】

Nahm Sihoon：实现包容性全球化的政策组合

John Glaser：美国不必要与中国进行很可能适得其反的

海上军备竞赛

——需要明晰与规范

**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	张之骧	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：**李虹含

**编委：**安 然 朱霜霜 魏 唯

**责任编辑：**陈艺博

**栏目编辑：**杨章轶

**美术编辑：**张耘峒

**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

## IMI 锐评 | 央行定向降准的全方位再认识——IMI 研究团队带你解读

编者按：

2018年6月24日，央行宣布为进一步推进市场化法治化“债转股”，加大对小微企业的支持力度，中国人民银行决定，从2018年7月5日起，下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点。鼓励5家国有大型商业银行和12家股份制商业银行运用定向降准和从市场上募集的资金，按照市场化定价原则实施“债转股”项目。

本次央行定向降准有何深层次背景与原因？本次定向降准如何支持“债转股”项目和小微企业融资？未来时期内将对我国股票市场、房地产市场产生如何影响？以及对我国宏观经济有何影响？IMI 研究团队成员和外部专家全方位多角度对本次央行定向降准进行深入分析和解读。

### “应准确认知和有效运用降准——央行定向降准的重新认识”

央行本轮定向降准旨在支持“债转股”实施主体真正行使股东权利，参与公司治理，并推动混合所有制改革。同时，邮政储蓄银行和城市商业银行、非县域农商行等中小银行应将降准资金主要用于小微企业贷款，着力缓解小微企业融资难融资贵问题。在此背景下，正确认知和有效运用降准则尤为重要。

IMI 学术委员、中国银行原副行长、中国国际期货有限公司副董事长王永利提出要准确认知和有效运用降准手段，根据市场流动性变化情况，适时调整存准率，体现货币政策的灵活性，是非常必要的。在央行外汇占款，即基础货币投放持续扩张的情况下，为防止货币总量同比例扩张造成严重超发，央行采取了一种最简单有效的方法——提高法定存款准备金率，抑制商业银行贷款派生货币的能力。可以说，随着央行外汇占款的增加，法存率就可以随之提高，没有上限。但这种做法显然也增加了商业银行的经营成本。

同样道理，在央行外汇占款，即基础货币收缩的情况下，为防止货币总量的

大幅度收缩造成流动性短缺，央行需要采取措施补充流动性。2014年下半年开始，伴随央行外汇占款减少，央行也开始下调存准率。但从2016年3月普遍降准后，降准一度成为“央行放水”、“大水漫灌”的代名词，被看成是资金大量体内循环的根源，因此降准基本上被叫停，似乎成为货币政策的“禁区”。之后陆续针对不同金融机构或不同支持对象实施小幅度的差别式定向降准。但是，在央行外汇占款下降或不升，基础货币投放跟不上市场需求的情况下，为缓解流动性紧张问题，央行又不得不大量拆出资金，这有效维持了市场流动性的基本平稳，但也带来新的问题，进一步加大了商业银行经营成本，商业银行又将对外转移，进而抬高整个社会的融资成本。

现在，定向降准似乎成为一种创新选择。但必须看到，法定准备金制度对商业银行的影响是非常深刻的，类似于税法，理应保持统一性、公平性，而不应推动越来越复杂的定向降准，造成不同的存款机构存准率千差万别，在实际执行中恐怕难以准确把握。央行在货币政策上，包括资金供给、拆借利率、存准率等方面过多的实施差别式定向安排，实际上就承担了很多财政职责，货币政策目标容易分散，最后可能产生和积累更大问题，对此必须高度关注！从当前的情况看，理应从货币投放、资金供应源头上加大供给侧结构性改革，重点或首选就是压缩存准率，相应回收央行拆出资金，控制定向降准的应用。再次强调，降准并不必然是大水漫灌，降准不能成为货币政策禁区！

IMI研究员李虹含也指出，顶层设计提出：通过市场化债转股方式来逐步降低企业的杠杆率。由于银行自有资金有限，大多数来自于存款和借款，具有流动性要求。因此对于银行来说，流动性管理是重中之重。“法治化债转股”实质上对于银行来说是一种“短债长投”，如果债转股之后不能顺利退出，将极大地影响银行的流动性，严重的话甚至会造成系统性风险，危及金融安全和经济稳定。所以，此次定向降准对于合理控制债转股的规模，解决债转股的退出问题非常重要。

### **“债券违约主体流动性的有效补充——央行定向降准的主要背景原因”**

2018年6月24日起央行宣布自7月5日起定向降准，下调十五大国有银行



和十二家股份制商业银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，根据测算可释放 7000 亿元流动性。央行要求定向支持法治化“债转股”项目，同时调动社会资金的参与度。对于本次央行定向降准的背景与目的，李虹含认为定向降准是对债券违约主体流动性的有效补充。定向降准将有利于缓解市场债券违约问题的发生。此次定向降准中支持的小微企业也是债券违约的最大群体，着力缓解小微企业融资难融资贵问题已成为顶层设计的共识。

目前，我国非金融企业杠杆率高达 131%，大量债务给企业带来十分沉重的财务负担，再加上近期的企业利润不断下滑，债务违约风险不断上升，对银行的资产状况也造成较大压力。银行的不良贷款率已经上升到近十几年来的最高水平，引起政府、金融机构和相关学者的高度重视。在这样的大背景下，为了降低企业杠杆率，处理银行坏账，债转股成为现实选择。债转股是一种常见的不良资产处置方式，作为债权人的银行参与经营困难企业的重组，通过重组协议将拥有的债权转换成企业的股权，成为企业股东；企业因此降低了负债率，得以持续经营，银行在企业经营业绩改善之后可择机退出并收回资金。

IMI 特约研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任张明同时认为，从央行与高层近期的表态来看，这次降准的目标还是定向宽松，试图使得资金流向合法合规的市场化债转股与小微企业。然而从历次降准的结果来看，“定向”只能做到央行到商业银行这一步，而最终的资金流向，是央行与监管部门难以控制的。因此，本次降准引发了市场对于货币政策转向的预期，这也是在所难免的。本次定向降准，与上周的股市大跌直接相关。本次降准至少有三个主要目的，一是央行强调的支持债转股与小微企业，二是给动荡的金融市场提供流动性支持，三是试图对正在减速的宏观经济提供一定支持。

财新智库莫尼塔研究董事长兼首席经济学家钟正生指出，在周三国常会提及定向降准后，周日降准如期而至效率可嘉。本次降准与债转股、小微信贷等操作结合，降准操作的中性含义正在增强，并隐含了更加明显的调结构、促改革意图。其中，债转股是结构性去杠杆的重要路径，本次降准支持债转股的同时，也要求社会资金同比例参与；促进小微信贷投放则是经济转型与金融监管的必然要求。

**“缓解‘信用投放’的结构性扭曲——央行定向降准的主要作用”**

货币金融是支持供给侧结构性改革的重要力量，央行本轮定向降准有利于实施好稳健中性的货币政策，把握好结构性去杠杆的力度和节奏，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

李虹含认为人民银行坚持了稳健中性的货币政策取向；随着外汇储备停止增长，意味着央行无法再通过购汇释放流动性，如果不降准的话，人民银行将需要做更多的 MLF 操作。美国加息落地，同时仍有多次加息预期，我国对应着降息或降准，才能有效应对美国货币政策实施的外溢性作用。但央行货币政策仍然存在两难境地：既要维护金融去杠杆的成果，防止跟风美国货币政策操作，造成大水漫灌，还需挤出多余金融风险；同时还要支持实体经济发展。因此，定向降准是此次央行的最优选择，支持实体经济稳定发展。与 MLF 投放的流动性相比，定向降准释放的流动性没有直接的利息成本、没有到期时间，因而直接降低银行资金成本，并给商业银行提供稳定的长期流动性。此外，由于降准实际上是扩大货币乘数，因此有助于提升后期基础货币投放的货币创造能力，对商业银行资产规模增速回升提供进一步的支持。

中国银行投资银行与资产管理部蔡喜洋认为“结构降准”或旨在对冲“信用收缩”的结构性扭曲。在经济运行富有韧性的情况下，全面的“定向降准”有其深层次的作用和意义：第一，降准与宽松不能划等号，外汇占款、OMO 创新工具和降准都是基础货币的投放方式，是否宽松还要看货币创造速度以及信用派生情况。在没有看到明显的经济生产指标的全面转冷，也没有看到物价指标的全面回落的条件下，货币政策仍将维持总量均衡，根据市场实际运行，更加注重货币政策的结构性调节作用。第二，民企违约潮、中小微企业融资难，客观上是我国金融体系“二元信用定价”造成的，特别是在金融乱象治理的当下，银行风险偏好下降，低信用主体的融资需求首当其冲。结构性降准，有利于缓解金融信用分配严重不均难题，也有利于降低局部风险加快暴露和蔓延的可能性。第三，尽管是结构性政策，实际上也可能为银行提供了腾挪空间。对中大小银行均降准 0.5%，此举有助于迅速补充银行资金来源，缓解因负债紧张对信用派生能力的抑制。

中泰证券固定收益首席分析师齐晟认为，本次在银行端和企业端有双重作用。对银行端，降准有助于缓解银行负债压力，助力信贷结构优化和信贷利率磨顶。一季度，在紧信用局面的带动下，信贷利率中枢明显上移，此前央行已经 2 次降



准，并将 MLF 抵押品范围扩大，此次降准范围整体超预期，将进一步扩充银行负债来源，在继续优化信贷结构、支持小微贷款的的同时，缓和信贷利率的上行压力。

对企业端，降准有助于降低企业杠杆率，但判断去杠杆方向将不会发生变化。国有大型商业银行和股份制商业银行是市场化法治化“债转股”的主力军，而“债转股”签约金额和资金到位进展比较缓慢，通过定向降准释放一定数量成本适当的长期资金，提高其实施“债转股”的积极性和能动性，对已签约“债转股”项目落地和潜在项目推进存在一定正面激励，有助于企业资产负债结构深入调整，并不违背结构性去杠杆的方向。

国金宏观首席分析师边泉水认为，本次央行定向降准作用之一为支持市场化债转股项目。对于大型国有银行和股份制银行，预计释放流动性 5000 亿元，其目的是用于支持市场化债转股项目。目的在于通过推动市场化债转股，一方面控制宏观杠杆率，另一方面服务实体经济融资。作用其二时支持小微企业融资。对于邮储银行、城商行以及其他中小银行，预计释放流动性 2000 亿元，其目的是支持小微企业融资，与 20 日国务院常务会议要求相一致。今年以来，信用风险上升，中低等级企业融资难度有所上升，中小企业融资难、融资贵的问题依然存在。通过对这些银行的定向降准，有利于缓解小微企业在融资中遇到的部分问题。

### “刚兑不破，小微不兴——央行定向降准支持小微企业的逻辑内涵”

本轮央行降准的主要内容之一是邮政储蓄银行和城市商业银行、非县域农商行等中小银行应将降准资金主要用于小微企业贷款，着力缓解小微企业融资难融资贵问题。

IMI 研究员王剑从小微金融原理入手，分析打破刚兑对于定向降准背景下，缓解小微企业融资难问题的重要作用。所有支持小微的措施里面，关于货币政策的部分（再贷款、再贴现、定向降准、纳入 MLF 抵押品等），可能恰恰是最指望不上效果的。因为，支持小微，货币政策的作用，远远小于另一些措施，这是由小微金融的原理决定的。

信贷业务有其自身的客观规律，小微金融也不例外。从风险定价原理上看，



一个合理的信贷利率，至少要覆盖放款人（比如银行）的资金成本、业务成本和合理利润，此外还需要覆盖可能的风险损失，即合理的风险溢价或风险补偿。这就是所谓的风险定价原理。

信贷利率 = 无风险利率 + 业务成本 + 合理利润 + 风险溢价

因此，放款利率由上述四大成本构成，想降低融资成本，也需要从四大成本入手。

资金成本主要由央行货币政策决定。如果用银行业的平均负债成本，那么在 2% 左右（大型银行低于 2%，中小银行超过 2%），它在整个小微信贷利率中的占比不算高。但是，还可以用另外一种视角，即机会成本，即银行投资于其他无风险（或几乎无风险）的资产的收益率。说得再直接点，即投资于刚兑资产的收益率，这个就不止 2% 了。

合理利润则由行业正常水平决定（比如商业银行 ROA 在 1% 左右，因此可以假设体现在信贷利率中的合理利润也在 1% 左右），相对外生，一般也不太大变化。这东西不能节省，若省掉了，那么这项业务就变得无利可图，商业上不可持续，变成慈善或政策性业务，商业银行积极性不高，最终影响小微信贷可得性。

业务成本，缺乏准确数字，经验上看，“业务及管理费用/总资产”约在 0.5-2% 间（大型银行不到 1%，小微业务占比高的银行则超过 1%），估计短期内也不会大幅变化。我们暂且使用 1.5%。

剩下的重要指标就是风险溢价，按上述公式倒算，风险溢价在 4.5% 左右，甚至更高。4.5% 能否覆盖小微信贷的违约损失？好像还是有点勉强。

如果信贷利率能够提高到 12%，其他成本不变的情况，风险溢价就有 7.5%，此时银行做起业务来，心里就踏实多了。这就出现了一个和直觉相反的事实：越加息，越能缓解小微信贷融资难。

可惜很多人并不明白这一原理，自以为是地指责银行放给小微的信贷利率太高。如果此时人为管制小微信贷利率，比如强制要求利率不得超过 7%，那么在无风险利润、业务成本、合理利润不变的情况下，剩下的风险溢价就只有 2.5% 了，银行觉得覆盖不了风险，就不敢做这业务了。

按照前面小微信贷利率 9% 的例子，风险溢价是小微信贷利率中占比最大的成分，占比一半；其次是资金成本，合理利率和业务成本均占比相对低，这三者





压缩空间不大。所以，要想降低小微信贷利率，不是简单粗暴地规定小微信贷利率水平，而要想方设法降低占比最大的风险溢价。

风险溢价是银行对放贷风险所要求的补偿。风险越大，或风险越难估计，银行就会要求越高的风险溢价，从而导致小微融资成本上升。所以，想降低小微信贷利率，最关键的是从风险溢价上做文章，措施包括国家融资担保基金、小微坏账税前计提等。说白了，就是不要让风险损失全部由银行自己买单，只能这样，银行才能在风险溢价更低的情况下愿意承做小微信贷。

还有一个办法，就是通过业务手段与技术的进步，让银行可以以更低成本挑出风险相对低的客户，也能降低风险溢价。比如原来一大群客户，预期损失率是 5%，那么风险溢价至少要 5% 以上，后来，随着征信技术发展，信息不对称程度降低，银行从这群客户中挑出了质量相对好的一小群，预期损失率是 3%，那么给这一小群客户放贷的风险溢价就只需要 3% 了。当然，征信的成本也不能太高，否则又会增加业务成本。在过去，没有太好的小微企业征信技术，只能靠人工，成本有点高。

这些旨在降低风险溢价、业务成本的措施，是最为有效的，国内外也有不少先进经验可供借鉴，难是不难，就是需要精耕细作，也比较辛苦，有做得很出色的银行，当然也有些银行懒得去学。

央行放松货币，当然也能降低资金成本，从而降低小微信贷利率。或者，反过来，小微信贷利率不降（还是 9%），资金成本降了（比如降到 1%），那么利率中的风险溢价就多了 1 个百分点，银行就能够更好覆盖客户风险，承做小微信贷的积极性就提高了。但是，货币政策的作用空间其实比较有限，你总不能把资金成本降到 0 吧？

然而，上面这些都只是理论上的，现实中，真正的无风险利率还得考虑机会成本，也就是银行能投的刚兑资产的收益率。不用我说，你肯定知道什么是最主要的刚兑资产——比如地方政府融资平台的债权，再比如房地产相关债权。

显然，小微融资难融资贵，刚兑资产是有一份功劳的。

眼下，在政府隐性或显性的背书下，平台债权依然在一定程度上刚兑，银行将其视为接近无风险资产，从而投入大量的融资资源，哪怕监管当局三令五申，

依然屡禁不止。这并不怪银行，毕竟这是经济人的理性决策。

后续的任务，是尽快打破刚兑，确保各级政府不再为平台债权兜底。可以允许发生几单违约，以此向市场宣告政府不兜底，平台资产的风险溢价就不会那么低了。哪个政府敢兜底，则直接按违规举债处置。同时，加强审计，对违规投向平台的金融机构进行处罚，额外增加一大笔法律成本。这时，平台资产不再是刚兑的，它的收益率也就不能作为无风险利率的参考了。

完成这些工作后，刚兑资产收益率不再是资金成本的参考，资金成本回落至正常水平，银行投放小微信贷时，其风险溢价就能提升，从而更好地覆盖风险。同时，再配合以其他措施（政府基金担保、坏账税前计提、贴息、定向货币政策等），进一步降低成本。这才是促进小微信贷的正道。

### **“货币政策和财政政策将继续边际宽松——央行定向降准的政策预期”**

对于本次定向降准的政策取向与未来预期，IMI 研究员熊园携其研究团队研究分析认为：我国政策取向事实上已发生了微调，货币和财政继续边际宽松，预计至少会再降准一次。眼下市场关心的是，外忧（贸易摩擦）内患（去杠杆）之下，会倒逼我国政策怎么放松，会重回大搞基建地产的老路子么？显然，考虑到本次降准叠加 4 月降准、6 月 MLF 担保品扩容，以及央行流动性目标由“基本稳定”到“合理稳定”再到“合理充裕”，我国决策层的思路已经悄然转变。维持此前判断，我国货币和财政均已放松，但不会重走大搞房地产基建的老路子：货币边际趋松，预计央行下半年还会降准 1-2 次，最快可能是三季度（8-9 月）；财政正变相放松，最有可能在专项债端和 PPP 项目端；下半年基建投资有望止跌企稳，可能会由东部转向中西部以及由城市转向农村。房地产政策的边际放松，更多的类似“吸引高端人才落户”等差异化政策，还是很难看到下调房贷利率和放松限购限售等全面性政策。

同时，张明基本持相同观点：本次定向降准，给市场上带来政策放松的预期，要强于 4 月份的降准。因为上述降准之后马上就推出了资管新规。可以说上次降准是给严监管做铺垫。而本次降准之后，短期内加强金融监管（例如出台资管新规细则）的概率较低。今年 4、5、6 三个月，中国央行已经连续三次放松货币政



策，包括两次降准以及扩大 MLF 的抵押品范围。市场关于货币政策放松的预期已经打得很满，目前关于下半年继续降准的预期高涨。为避免货币政策放松预期进一步推高资产价格，建议除非未来的宏观数据出现显著恶化，或者金融市场出现剧烈震荡，中国央行应该避免继续连续放松货币政策。否则，容易让控风险与控房产的调控努力功亏一篑。

IMI 研究员张瑜对过度宽松的货币政策期待并不乐观，其认为央行将依然维持流动性宽松保底线+信用出清释放风险的思路。信用风险的释放根据主体的刚兑意愿、能力及风险波及面有如下顺序，体现一定的中国国情，必然是“民营企业-民营上市公司-国企非标-国企标准化-地方城投”这个释放路径，目前刚刚走到中段到达国企非标层面，如果此时货币政策摇摆等于再一次逆向强化了国企和城投的“刚兑”性质，将会使得国内信用分配不均（血统论）的格局进一步恶化。目前占工业体量大头的国有企业和大企业在供给侧改革后竞争格局被动改善，利润分配占比更高，其整体企业经营状况稳定，去杠杆痛苦度较低，意味着经济底线并不需过度担忧。

钟正生认为，考虑不同类型银行之间法准率的相对位置，年内针对大行继续定向降准 50bp，是相对稳妥且能有效缓解货币派生压力的一个选项。更大幅度的降准操作很接近于全面降准形式，央行需要特别注意操作时点与幅度，以防范过强信号意义。本次降准并未与置换 MLF 余额操作配套，从而释放资金体量较大、流动性利好更为显著，能够有效缓解信用风险担忧、提振金融市场信心。从 7 月 5 日降准执行与 7 月 6 日中美可能首轮互加关税的时间点安排来看，本次降准可能包含了对外部贸易风险放大、挫伤经济金融稳定性的考量，防患未然的意图仍然明确。

IMI 研究员尹睿哲指出，部分投资者担心国内外政策背离的约束问题，这种分化能走多远？问题的关键在人民币汇率。如果稳定汇率重新成为必要，那么货币政策就需要被动趋同。首先我们提示一个现象。中间价“理论值”与实际公布值的轧差一定程度上可以反映政策倾向，在过去几年，中间价往往存在“调升”的倾向，而近期这一倾向“消失”了，甚至开始出现“调贬”的操作。

背后的逻辑其实不难理解，汇率政策考虑的是“商品贸易项”与“资本项”

的权衡，过去几年政策重心几乎全部在后者，一方面因为商品贸易项较为健康，另一方面也由于资本流出压力大。不过贸易战的出现使得原本健康的商品贸易项开始承受压力，同时，经过一段时间的政策控制，资本流动与汇率之间的相关性开始降低，如果政策重心转向商品贸易项，有序贬值或许会成为更加合意的政策方向。

### “汇、利率市场和资产市场值得关注——央行定向降准的市场影响”

关于本次降准对汇、利率市场和资产市场的影响。熊园认为，预计美元短涨长跌，欧元短跌长涨，人民币贬中趋稳。4月以来美元强势升值，欧元和人民币则双双大贬。简单看，美元这波上涨主要是3月以来美国经济向好、通胀高企、加息预期强化，以及欧元区经济走弱叠加意大利政局动荡。维持此前判断，美联储已处于加息后半场，美元强势周期已过半，鉴于其他主要央行货币政策开始收紧，美元将继续承压，美元趋弱格局正式确立。其中，欧央行预计年底会全面退出QE，启动加息预计在2019年年中，但加息预期有望在今年三季度全面发酵，这也是中长期看涨欧元、看跌美元的最主要因素。对于人民币，短期看有可能会继续贬至6.6-6.7之间，但三季度末开始有望走稳。

关于十年期国债收益率，熊园认为短期内仍有上行可能，下半年大概率趋于震荡。展望下半年，短期通胀有望继续走高（PPI）但三季度后开始回落，名义GDP增速二季度全年高点后也将趋于下行，监管短期仍然趋严（破刚兑的标志性事件尚未发生）但后续有望弱化，货币端下半年大概率是持续边际宽松，同时美债收益率也将压制我国利率下行空间（美国通胀高企、美联储加息预期强化有可能带动美债收益率走高）。综合研判，短期看，我国十年期国债收益率不排除仍会上行，继续往后看大概率趋于震荡。

利率方面，张瑜则认为十年期国债利率进入明确的下行通道。一方面，从资金供需看，“社融同比-m2 同比缺口”领先十年期国债两个季度，该缺口于2018年年初开始明显下滑，领先两个季度正是当下利率进入拐点的时点。一方面，经济信用出清+外需拖累增长+投资需求回落+财政扩张更倾向于质量，需求端慢下行也是利率进入下行通道的基本面原因。两方面因素可相互佐证，其实是一个硬



币的两面。

尹睿哲认为现阶段各项经济指标均处于历史区间的较低水平，工业增加值月处在 1/4 分位数处，名义 GDP 低于 1/2 分位数，固定资产投资则是几乎处在历史最低位。再看利率水平，10Y 国债的绝对水平却位于历史均值以上，明显高于各项经济指标。2017 年，监管冲击使得利率水平阶段性偏离了基本面，但从目前的情况看，监管冲击对利率的影响已经退潮，利率水平需要向基本面回归，即使不考虑基本面进一步下行，仍有 30bp 修复需求。

当然，利率下行会以“牛陡”的形式继续。期限利差所处的分位数水平与工业增加值等较为接近，说明目前曲线的陡峭程度与增长水平较为匹配，但 10Y 国债利率定价偏高，意味着短端利率定价过高，这基本上和央行操作的逻辑一致。随着降准操作的进一步落地，短端利率仍有下行空间。

张明谈及定向降准对房地产市场的影响，认为其影响值得关注。今年以来，部分准一线城市房地产市场火爆，下半年房地产上涨行情有从准一线城市转移到一线城市的可能。5 月份的数据已经反映北京房地产市场明显反弹。由于预期未来还有连续降准，部分房产投机者已经蠢蠢欲动。

（观点整理：陈晨、乔涵）

## 中国银行业十年发展与监管

陈卫东 熊启跃<sup>1</sup>

2008 年国际金融危机对全球经济、金融发展产生了重大的冲击。与此同时，我国银行业维持快速发展，我国监管制度也有了长足进步。总结过去十年的发展经验，可以更好地推进我国金融业发展迈上新台阶。

### 我国银行业的实力明显提升

国际金融危机发生已历经 10 年。10 年间，国际银行业的格局发生了重大变化，变化之一是中国银行业的较快发展，在全球实力的显著提升。

规模跻身首位。2007 年底，中国银行业资产规模为 7.2 万亿美元，低于美国银行业的 13.05 万亿美元、德国银行业的 11.26 万亿美元、法国银行业的 10.48 万亿美元，略高于日本银行业的 6.75 万亿美元。2016 年底，中国银行业资产规模攀升至 33.42 万亿美元，美国、德国、法国和日本银行业规模分别为 16.78 万亿美元、8.26 万亿美元、8.78 万亿美元和 9.16 万亿美元，分别仅为中国银行业规模总量的 50.2%、24.7%、26.3% 和 27.4%。2007~2016 年，中国银行业资产规模增速为 364.2%，美国、德国、法国和日本银行业分别仅为 28.6%、-26.6%、-16.2% 和 35.7%。2017 年末，我国银行业金融机构资产规模达 252 万亿元（约 38.6 万亿美元），为全球最大银行体系。四大国有银行均位列全球资产排名前五名。

盈利保持领先。国际金融危机以来，全球银行业盈利水平明显下滑。而中国银行业则保持了较好的盈利态势。2010~2016 年，美国、欧元区和日本银行业的平均 ROA 分别为 0.96%、不足 0.4% 和 0.33%。同期，我国银行业平均 ROA 在 1.2% 以上。中国银行业的盈利结构不断优化，非息收入占比持续提升。2017 年，中国银行业的非息收入占比为 24.5%，较 2010 年提升 4.3 个百分点。

---

<sup>1</sup> 陈卫东，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国银行国际金融研究所所长；熊启跃，中国银行国际金融研究所研究员





风险防控能力不断提高。过去10年，中国银行业管理和处置风险的能力显著提升。特别是2013年以来，国内经济增速趋缓、信用风险压力不断加大，银行业成功应对了资产质量持续下滑压力。2017年末，我国银行业不良贷款率为1.74%，2012年以来不良率持续升高的趋势已得以扭转，且当前的不良贷款率在提升风险管理和处置能力的过程中，我国银行业不断夯实拨备和资本基础，损失吸收能力得到了显著提升。2017年末，中国银行业拨备覆盖率为181.42%，在全球范围内处于较高水平；核心一级资本充足率和资本充足率分别为10.75%和13.65%，显著高于中国版巴塞尔III的要求，核心一级资本在总资本的比例达78.8%，高层级资本占比显著提升；我国的全球系统重要性银行（下称“G-SIBs”）也建立并不断完善恢复与处置计划机制，为应对不利金融风险冲击制定了详细预案。

全球影响力不断提升。中国银行业在全球影响力的提升，一方面，体现在大型机构在全球系统重要性银行机构中的地位变化。2011年，金融稳定委员会（FSB）首次公布的28家G-SIBs名单中，我国仅1家银行入选；而在2017年的30家银行中，我国已有4家机构上榜，其中工商银行、建设银行和中国银行跻身第二组银行，在系统重要性得分30~50位的银行中，我国还有6家银行上榜，部分银行的系统重要性得分已经非常接近入围标准。另一方面，中国银行业的国际化程度显著提升，2016年末，共有22家中资银行在海外63个国家和地区设立1353家分支机构。五家大型商业银行海外资产规模达10.59万亿元，占同期五大行资产规模的11.6%，较2009年提升了近7个百分点。

## 我国银行业监管制度建设取得长足进步

中国银行业实力的提升，离不开监管改革所创造的良好环境。2008年以来的10年，中国银行业监管制度建设取得显著成效。

一是深入参与国际监管改革。为弥补原有监管政策存在的缺陷和不足，危机以来国际监管组织出台了一系列新措施和新要求。我国深入参与国际银行业监管制度改革，推进落实各项国际规则，并在多个领域采用较国际规则更为审慎的监管标准，包括实施更高的核心一级资本充足率和杠杆率要求、更严格的合格优质

流动性资产定义（HQLA）、更高的拨备监管要求以及风险加权资产内评法计算出下限要求（Output Floor）等。这些政策对促进银行业平稳发展产生了积极作用。在积极推进国际监管规则落地的同时，根据我国实际情况，推迟部分不利于我国银行业发展的监管措施的落地，如将中资 G-SIBs 的 TLAC 要求实施时间延后 6 年。

二是及时治理各类金融风险。2013 年以来，伴随着经济增速趋缓和利率市场化改革提速，国内金融业态发生了深刻变化。银行体系呈现出资金脱实向虚、资产质量下滑、金融乱象频发等突出问题，金融风险快速累积。我国监管机构审时度势，及时采取了一系列措施，治理各类风险，取得了良好效果。2010 年以来，我国银行业同业业务、理财业务和表外业务快速增长，导致资金“脱实向虚”问题突出，为此，我国相继出台《关于规范金融机构同业业务的通知》《关于规范商业银行同业业务治理的通知》《关于规范银信类业务的通知》《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，将表外理财纳入 MPA 广义信贷规模考核，强化了同业负债的监管，并开展了“三违反、三套利、四不当”专项治理和综合治理。为应对不良资产压力，我国先后发布了推进债转股、成立债权人委员会、重启不良资产证券化、降低拨备覆盖率监管要求等政策。为规范互联网金融健康发展，我国推出《关于促进互联网金融健康发展指导意见》《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》《P2P 网络借贷风险专项整治工作实施方案》等政策，行业自律组织互联网金融协会也宣告成立。这些政策措施，对防控金融风险产生了重要作用。

三是不断完善金融监管体系。首先，我国在夯实微观审慎监管的基础上，构建和完善宏观审慎监管体系。一方面，四家大型银行相继成为 G-SIBs，接受资本、杠杆率、TLAC 和恢复与处置计划等额外监管要求，《大型银行监管强化标准》出台，从资本、拨备、流动性等方面对大型银行实施额外监管要求，大型金融机构稳定基础进一步夯实。另一方面，宏观审慎评估体系（MPA）面世，跨境投融资宏观审慎得到强化，动态准备金和动态贷款损失准备制度付诸实践，逆周期资本缓冲政策也在酝酿推出中，治理顺周期问题的监管体系正不断完善。其次，监管协调机制得到明显加强。2013 年 8 月，国务院批复同意建立金融监管协调部际联席会议制度。2017 年 7 月，国务院设立金融稳定发展委员会，强化了人民



银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。2018年，我国将继续深化监管机构改革，机构间协同监管能力将得到显著增强。最后，机构监管与功能监管得到强化。针对机构不同性质，调整市场准入条件，优化银行业市场结构；夯实现场和非现场检查，提升对风险案件的处罚力度。针对同业、理财、表外等跨界业务，联合多部委集中进行整治；对互联网金融、金融创新、IT系统、消费者保护等重点领域建立专门机构，推动监管向集约化和专业化发展。

我国还完善了银行业市场退出机制，2015年，正式推出《存款保险条例》，建立了对经营困难金融机构存款进行限额偿付的制度，为市场竞争机制的落实创造了重要条件。

四是国际监管合作取得显著成果。随着中国经济实力的不断增强，我国监管机构的国际话语权得到显著提升。作为金融稳定理事会和巴塞尔银行监管委员会成员，我国通过参与国际金融监管改革议程设置、标准制定和评估实施，积极履行国际职责。除此之外，我国积极参与双边监管合作，截至2017年底，按照巴塞尔银行监管委员会确定的跨境银行监管原则，我国已与全球70个国家和地区签订双边监管合作谅解备忘录及合作协议。监管国际合作的加强，为中资机构拓展境外业务创造了有利的监管环境。

## 国际金融危机对我国银行业发展的启示

历次银行业危机都推动了银行业管理制度的完善和改进。国际金融危机的爆发以及近十年我国银行业发展积累了一些重要经验教训。以史为鉴，进一步推动我国银行业改革及监管政策的完善，更有利于推进我国银行业服务于我国现代经济体系的建立，为此，要处理好以下几方面关系。

处理好经济发展和金融发展的关系。实体经济是金融的基础，脱离实体经济的金融是无源之水、无本之木。金融是经济的血脉，在经济发展过程中，金融业发挥着优化资源配置效率的作用。各国金融制度的设计和市场发展，并没有很好地解决两者之间的偏离问题，因此，评估两者之间的协调关系是一国宏观经济发展需要高度关注的问题。银行业的发展必须根植于实体经济健康发展的基础上，过去十年，我国银行业的发展壮大，正是立足于这一基石之上。同样，我国银行

业未来能不能实现从“规模”向“强大”的突破，同样取决于是不是与我国转型经济更好地融合发展。历史上，经济危机是催生银行业危机的重要诱因，而银行危机又会对经济衰退产生“加速器”效应。当前，我国积极推进供给侧结构性改革，经济增速保持在合理运行区间，为银行业平稳发展创造了有利环境。金融政策安排和监管制度调整，要更好地引导金融业支持实体经济发展，提高金融资源的运作效率，防止资金脱实向虚。形成经济与金融发展良性互动的有利局面。

要处理好创新与监管的关系。金融创新是一把双刃剑，有些创新有助于提升金融服务效率，而有些创新则为了监管套利，助力资金脱离实体经济，造成较大的风险隐患。2008年国际金融危机很大程度上可归因于美国房地产贷款衍生品业务的过度创新。要处理好创新与监管的关系，首先要厘清创新本质，辨别“好创新”和“坏创新”，支持有利于实体经济的“好创新”，控制存在监管套利性质的“坏创新”。其次，对合理的创新行为和产品要有特定制度安排，通过风险测试、实验区等机制，提高对金融创新影响机理和潜在效果的分析、预测能力，及时制定监管原则和监管框架，稳妥地复制推广。

要处理好竞争与稳定的关系。物竞天择是自然界演化的法则。对金融业而言，充分发挥竞争机制作用有利于降低融资成本，提升金融业服务效率。然而，竞争加剧也会带来负面影响。历史上，机构过度竞争造成的危机案例屡见不鲜。上世纪80年代，美国银行业机构数量一度高达13000家以上，美国储贷协会危机爆发后，通过竞争、并购和机构的破产，银行机构数量不断减少，目前为5000多家。2008年以来，全球主要经济体银行业大多呈现机构数量下降、集中度显著上升的特征，银行业市场结构整体趋稳。而我国则呈现出集中度下降，机构数快速上升态势。治理脱实向虚问题，一项重要内容是要处理好银行业机构准入和市场竞争的关系。要根据经济发展需要鼓励新型机构设立和新的资本进入；同时，要根据市场结构的变化，优化准入标准，避免市场的无序发展，避免市场过度竞争，防止金融体系不稳定性风险。此外，要强化各类银行特许权价值，大型银行在业务范围、规模上具有优势，也有较大的外在溢出效应，因此会有一些更为严格的监管要求。而中小银行的监管标准可适当调低，但须坚持以传统银行业务为主，经营范围要聚焦于特定市场。



要处理好借鉴国际经验与解决中国实际问题的关系。危机以来，国际组织不断推出的新政策、新制度都是在充分汲取危机教训基础上形成的有益成果。借鉴这些成果，对于完善我国金融监管规则，促进金融体系健康平稳发展意义重大。然而，应当注意到，国际上很多监管政策都是基于欧美国家市场环境的产物，与我国国情以及经济金融发展状况未必完全“兼容”。因此，需要根据对我国金融发展环境、市场运作机理的深入分析，“取其精华，去其糟粕”，使金融政策更好地适应我国金融发展及经济发展需要。

## 金融监管要把握金融创新和监管稳定的平衡

李文红<sup>1</sup>

各位来宾，女士们，先生们，大家晚上好！今天很高兴参加 2018 年金融街论坛，今天我主要从银行业发展和监管的角度谈三个方面的问题。一是当前中国银行业运行的总体情况；二是近期银行业监管的工作重点；三是关于如何把握金融创新与监管平衡的思考。

当前，我国银行业保持平稳运行，一些市场乱象和资金脱实向虚的势头得到了初步的遏制。首先银行业的主要经营和监管指标比较稳定。截止 2018 年 3 月末，银行业资产总额为 256 万亿元，商业银行不良贷款率为 1.75%，与上年末基本持平。关注类贷款率为 3.42%，比上年末下降了 0.07 个百分点。资本充足率为 13.64%，拨备覆盖率为 191.3%，风险抵补能力较为充足。

其次，以同业、理财、表外业务为重点的银行业市场乱象整治取得了初步成效。比如说 2017 年商业银行同业资产和负债自 2010 年以来首次开始收缩，银行非保本理财产品余额为 22.2 万亿元，比上年同期减少了 9475 亿元，同业理财余额减少了 3.4 万亿元。同时，表外业务增速也在逐月回落，总体呈现出收缩的态势。

与此同时，我国银行业发展也面临着一些挑战，包括银行业金融机构的公司治理和风险管控机制还不够健全，不良资产还面临着反弹的压力，流动性风险管理难度不断增加，一些交叉性产品增大了金融机构、金融市场之间的关联性，增加了风险跨市场传染的可能性。此外，通过互联网和其他渠道开展的类金融业务对金融秩序产生的一些影响，需要进一步采取应对措施。

第二个方面，我就介绍一下当前银行业监管的工作重点。首先是防范化解金融风险，为此，我们将针对重点领域强化监管。

1、推动结构化去杠杆，促进企业结构调整和兼并重组，严格控制对高负债

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





企业的融资，强化企业债务硬约束，减少过度借贷和多头借贷，促进降低企业的负债率。同时还要防止居民杠杆率的过快增长，严查挪用消费贷款资金，违规透支信用卡等行为。

2、规范影子银行，严格规范交叉金融产品，继续压缩同业投资，推动银行尽早开始理财业务的转型，逐步压缩银信内通道业务，严格执行今年年初发布的《委托贷款管理办法》。

3、加强风险管控，包括加快处置不良贷款，通过现金清收，批量转让、核销、资产证券化等多种方式进行处置，促进规范房地产和地方政府隐形债务融资行为等等。

4、继续深化整治银行业市场乱象，引导银行合规经营，稳健发展。同时，严厉打击非法金融活动，整治各种不规范的股权、股东行为，利益输送和不正当的关联交易。

二是弥补监管制度短板。2017年以来，我们借鉴巴塞尔委员会的有效银行监管核心原则和国际标准，结合中国银行业的实际情况，按照问题导向，标本兼治，有序推进的原则，制定或者是修订了股权管理、资本补充、流动性风险、压品管理、大额风险暴露、表外业务等一系列监管法规。下一步，我们还将结合2017年12月发布的《巴塞尔协议3》最终标准，针对银行业出现的新变化、新情况、新问题，继续推进监管制度的建设工作。

前期，中国银保监会与人民银行等相关部门密切配合，共同制定和发布了关于规范金融机构资产管理业务的指导意见。目前我们正在根据资管新规的总体要求，抓紧推进《银行理财业务监管办法》的制定工作，准备作为配套细则适时发布实施。理财新规将会与资管新规的监管要求保持一致，同时还会延续银行理财业务监管的良好做法，目的是推动银行理财业务回归本源，规范转型。

三是进一步深化银行业的改革开放。在深化改革方面，重点是健全公司治理机制，加强股东穿透监管，规范董事会、监事会的运作，严格董事、监事的选聘，强化履职评价，完善风险管理和内控机制，强化银行业金融机构防控风险的主体责任，培育风险为本、合规优先的文化，构建风险防控的长效机制。

在对外开放方面，2018年正值中国改革开放40周年，我们正在推出一系列

进一步扩大开放的举措，支持外资更广泛的参与我国金融市场的发展，成为促进市场竞争，提升服务质量的重要推动力量。

1、推动外资投资的便利化。包括放宽对中资银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，实施内外一致的股权投资比例规则，对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司，不设置外资持股比例限制等等。

2、放宽外资设立的条件。包括允许外国银行在中国境内同时设有子行和分行等。

3、扩大外资银行的业务范围。取消开展人民币业务的等待期，支持外国银行分行从事政府债券相关的业务，放宽外国银行分行吸收人民币零售存款的要求，支持外资银行参与金融市场业务。

4、优化监管规则，调整外国银行分行营运资金管理要求和监管考核方式，引导其发挥经营优势，提升竞争力。

为了加快推出相关的措施，我们将会按照立法程序启动对相关法规的修改，同时，也将完善配套监管制度和风险防控机制，确保监管能力与对外开放水平相适应。

另外，我们还会同步受理各项开放措施的准入申请，目前已经有来自英国、日本、新加坡的商业银行表达了在我国新设机构，或者是增持股权的意向。

实际上在 2017 年，随着外部市场环境和政策环境的改善，在华外资银行的市场份额已经有所提升，通过深化改革开放，也将会促进银行业更好的服务实体经济。

最后我也想谈一下关于更好的把握金融创新与监管平衡的一些思考。随着我国银行业的不断发展，金融创新更加活跃，金融产品更加丰富，但是与此同时，金融业务的复杂性和关联性也在不断的上升，这就需要监管机构把握好金融创新、金融效率和金融稳定的平衡，持续完善监管规则，不断的提高监管有效性。

1、要加强对金融创新的分析、评估和监管。应当密切的跟踪分析金融创新的发展趋势、影响程度和风险水平，适时采取监管措施，尤其要顺应危机后国际监管的新趋势，加强对银行业务模式的分析研究，厘清各类新业务的产品结构、法律关系和风险特征，及时发现风险隐患，不断完善法规制度和监管方式。

2、促进公平竞争，维护良好的市场秩序。监管者应当按照穿透原则，某项



业务无论采用何种名称和形式，我们都能够透过现象看本质，深入分析业务实质和风险特征，明确其是否需要纳入监管，以及所需要申请的牌照类型和所应该适用的监管规则，确保对同类的金融业务实施统一的监管标准，维护公平竞争，防止监管套利，避免出现劣币驱逐良币。要杜绝以金融创新或者是技术创新的名义，在没有获得金融业务资质的情况下进行非法集资或者是开展非法金融业务，这一点对于当前的互联网金融，或者说是金融科技的监管工作尤为重要。

3、要强化宏观审慎视角，关注金融创新的系统性影响。对于金融创新，不能仅从单体机构的视角看待其风险特征，当前许多创新产品都具有跨市场、跨行业的特征，需要关注金融创新的风险传染链条，加强监管，协调合作，做好系统性风险的分析、监测和预警，及时采取必要的监管措施，化解系统性风险隐患。同时，还应当加强与国际监管同行的沟通交流，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。

近期,组建中国银行保险监督管理委员会是完善我国金融监管体制改革的重要举措，将有利于增强监管协同性，提高监管有效性。对于解决金融监管交叉和空白，逐步建立现代金融监管框架，打好防范化解金融风险攻坚战，将会具有重大的意义和深远的影响。

谢谢大家！

## 更好的监管

刘青松<sup>1</sup>

加强监管和放松管制是一对长期存在而且争论不休的矛盾。深层次的争论在于如何认识和处理政府与市场的关系，在资源配置中起决定性作用的是市场机制还是行政权力，如何更好地发挥政府的作用。这是我们搞资本市场绕不开的话题，尤其是近些年，一系列市场失灵事件引发的风险和付出的沉重代价让人们对市场机制产生了恐惧，有一种倾向否定市场机制在资源配置中的决定性作用。主要表现在，发挥资本市场服务实体经济的作用，表现为资本市场成为行政性配置资源的实现手段和载体；防范金融风险守住不发生系统性金融风险的底线，表现为对金融风险的“零容忍”，试图全面控制市场活动；微观审慎监管则表现为对行业机构及其微观经营活动的强势介入和干预，等等。这些做法存在制度化和常规化的危险和趋势。我们不是“监管越少越好”的拥趸，但是也能够清晰地认识到“监管越位”和“监管失灵”的现实性和严峻性。

党的十九大再一次清楚地回答了这个问题，重申坚持社会主义市场经济改革方向，要求清理废除妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法，激发各类市场主体活力，要求打破行政性垄断，加快要素价格市场化改革，着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制。深化监管改革，就是要深入贯彻落实十九大精神，深化对新时代强监管的认识，坚持市场机制在资本市场资源配置中的基础性决定性作用，更好地发挥监管功能，在充分有效的竞争环境中着力培育和构建资本市场的核心竞争力。

坚持市场化法治化监管。深刻认识金融市场和监管的内在复杂性，敬畏市场，审慎监管，规范监管行为，小心翼翼地行使监管权力；扩大开放，提高资本市场的市场化程度，打破证券行业对外行政性垄断对内行政性管制的监管格局；完善法治，信仰法治，依循法治的精神和原则，依法治市，建设法治市场；完善市场机制，扩大市场竞争，扩大行业机构的经营自主权。当前的重点，一是反对监管

---

<sup>1</sup> 刘青松，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国证券监督管理委员会河南监管局原局长，现任职于中国证监会研究中心



上的随意性。一段时间以来，监管政策和规则变化大、变化快、不透明，缺乏稳定性，市场参与者无法形成稳定预期和良性互动，行业机构普遍表达了强烈的“无所适从”和“动辄得咎”的挫败感，加大了市场运行和监管工作的难度和成本；要慎用“窗口指导”、“内部掌握”等非常规手段，加强监管工作的制度化、程序化和透明度建设；加强政策形成和立法、执行过程与市场主体的沟通，真心听取市场意见，提高政策法规的合理性、合法性，提高监管预期的稳定性，严惩恶意博弈行为，有利于提高监管效率；二是反对监管上的“母爱主义”。减少对市场运行微观层面“直接、广泛、深入和具体的干预”，减少业务审批限制，杜绝“代替投资银行进行商业判断”、“以合规代替风控”，确实清理监管中非市场化、非法治化的“各种规定和做法”，坚决给市场松绑，给行业机构松绑，扩大市场竞争，扩大机构经营自主权，只有在充分有效的竞争环境中才能培育和发展市场的竞争力，才能建成有竞争力的投资银行队伍；三是反对监管上的“父爱主义”。面对风险事件不遮掩、不护短、不怕丑，绝不姑且违法违规事件；监管要“长牙齿”，加快修法，提高资本市场违法违规成本；勇于暴露个体风险，以微观风险出清实现宏观金融安全，守住不发生系统性风险的底线。

坚持差异化监管。防控风险是金融监管的永恒主题。当前，金融体系还很脆弱，维护市场稳定的任务还很艰巨，合规风控水平总体不高，违法违规经营问题仍然严重，各类风险状况层出不穷。坚持差异化监管，就是要全面客观冷静地认识并充分尊重我国投资银行业机构发展不成熟和不均衡的现状，综合施策、分类施策，处理好防控总体风险和支持差异化发展之间的平衡。既要牢记底线思维、“一盘棋”思维，又要反对“一刀切”的简单化做法。坚持差异化分类监管，进一步扩大和完善差异化政策体系，让一部分优秀的行业机构先行先试一些市场化程度比较高的监管理念和做法，如差异化市场准入、差异化合规风控要求、差异化扶持政策、差异化组织管理等，在差异化竞争中优选培育出具有强大核心竞争力的世界一流投资银行队伍。

更好地发挥监管的作用。资本市场的功能是通过市场机制优化资源配置，监管，一般来讲，并不直接具有配置资源的功能，而是维护资本市场秩序，以便于资本市场功能得以有效发挥。国际证监会组织（IOSCO）设定的证券监管的三大

目标是保护投资者利益、确保市场公平、有效和透明以及减少系统性风险，为此还设定了八大类 30 项具体原则。因此，我们理解，“更好的监管”还应当具备以下一些特点：有限监管，就是要认清并严守监管的边界，尊重市场机制运行和作用的独立空间，不受人干预；理性监管，就是要认识市场规律，遵循市场规律，纠正市场失灵，实现监管和市场参与者的良性互动，尽可能地减少市场参与者和政策之间的非理性博弈；依法监管，就是要监管者和被监管者共同依循法治的原则，严格按照法律的规定和精神监管执法，审慎行使法律赋予的自由裁量权；全球视野，就是要把中国资本市场及其监管的运行、发展放在全球资本市场发展的历史空间中来确定其历史方位和发展方向，学习借鉴国际资本市场发展的经验和智慧；中国特色的资本市场理论和实践离不开全球金融市场的发展，只有融入全球金融市场，才能够更好的影响国际市场，从而引领国际市场的未来。





## 金融大监管强化银行特许价值

王剑<sup>1</sup>

本报告回答一个大家关心的问题：加强监管归根结底是利好银行还是利空银行？表面上，肯定有些业务会被监管新规管控，对盈利有负面影响。但如果从银行业本质出发，深刻剖析银行的实质，那么可能会有不一样的答案。

我们首先剖析银行的本质，刻画出银行的商业逻辑，尤其是抓住银行从事相关金融的服务的核心要害点，即维持存款稳定，并由此带来特许价值。然后指出，在过去几年的金融行业演变中，随着各种创新业务的兴起，银行的特许价值是受到侵蚀的。因此，当监管从严之后，银行的特许价值反而逐步被强化。

### 一、银行秘密：一个极简模型

#### 1、银行的本质

在大部分人观念中，银行是吸收存款，然后将资金投放给借款人，从而实现投融资双方对接，动员了社会闲置资金投入扩大再生产，从而支持实体，扩大产出，提高社会福利。

结合银行的报表来看，对于单家银行而言，上述这一观点大致能够成立，但又不完全准确。比如新设一间银行之后（忽略股东权益），假设先吸收存款 100 元，于是银行得到 100 元现金（先忽略法定存款准备金）。

资产	负债
现金 100 元	存款 100 元

然后，一家企业来申请贷款 100 元，用于扩大生产，因为它生产的产品现在受到市场追捧。银行审核后认为这企业经营不错，其产品前景也很好，于是同意了贷款，并给予放款。注意，放款的行为，并不是直接把现金交给企业，而是在企业账户上计入 100 元存款。银行的资产负债表就变成：

资产	负债
----	----

<sup>1</sup> 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员

现金 100 元	存款 100 元
贷款 100 元	存款 100 元（企业）

然后，企业要动用贷款得到的资金去进货，于是它可能要取现，或者把存款汇给它的供货商（对方账户不开在本银行）。当它的 100 元存款取走或汇走之后，银行现金没了，资产负债表就变成：

资产	负债
贷款 100 元	存款 100 元

这时的报表，与最初状态相比，就会给人一种错觉：仿佛是存款人存入 100 元，然后银行把这 100 元借给了借款企业。尤其是我国银监会要求执行“代付”规定后，贷款银行通常是没有“在借款企业账户上计入 100 元存款”这一动作的，贷款资金是由银行直接打给该企业的贷款用途方（比如，企业借款进原材料，那么银行是把钱直接打给原材料供应商的）。这相当于把上例中银行向借款企业放贷、企业取款这两个动作合二为一了。这个合并动作的前后，银行的资产负债表分别是：

资产	负债
现金 100 元	存款 100 元

资产	负债
贷款 100 元	存款 100 元

这就加深了“银行是拿存款人的现金去投放贷款”这一印象。

但如果扩展到整个银行业（或者假设整个经济体只有一间银行），我们却会有截然不同的发现。关键的不同点在于，此时就不会有“企业取现金或汇走存款”这一动作。因为，企业与企业之间的结算，依然都是本银行的存款，没有“汇走存款”这一动作。至于取现，放眼全国的话，取现的比例永远只有 5% 左右（而且还在下降），因此也可忽略取现。这时，模型就会发生改变。我们还是从这一间全国惟一的银行开设之日开始。假设在这间银行开办之前，全国人民都是使用央行发行的现钞的。然后，一个人被允许拿着 100 元开了一间银行。银行开设后，假设先有 100 元存进来。这时，银行有 200 元现金。

资产	负债
现金 200 元	存款 100 元
	股东 100 元

发放了 100 元贷款之后，银行在借款企业账户上记入 100 元存款：



资产	负债
现金 200 元	存款 100 元
贷款 100 元	存款 100 元（企业）
	股东 100 元

由于企业之间的结算都通过汇款，所以这笔存款一直留在银行账户上（只不过存款人姓名不停变换），不存在取现动作，自然也不存在“银行是拿存款人的现金去投放贷款”这种事。于是，银行的资产负债表将长期稳定为：

资产	负债
现金 200 元	存款 200 元
贷款 100 元	股东 100 元

随着银行放贷规模的逐渐扩大，其资产负债表规模也将持续扩大。假设，银行最后投放了 1000 元的贷款。

资产	负债
现金 200 元	存款 1100 元
贷款 1000 元	股东 100 元

这时，银行通过贷款，向借款人收取了较高的利息，同时又支付给存款人相对低的利息，赚取了息差，成为其主要收入来源。同时，银行还会提供一些其他收费服务，比如汇款等，因此会有一些非利息收入。息差收入和非利息收入等，共同构成了银行的总收入。在我国，息差收入占比仍高达 80% 左右，仍然是银行业最为主要的收入。

然后，银行要支付日常业务和管理的费用（其中近半是人力资源费用），最后还要扣除坏账损失和各种税收，最后形成银行股东的利润。

因此，我们用一个极简模型刻画银行的商业模式：

利润 = 规模 × 利差 - 各种费用支出（业务及管理费用、各种税收、坏账损失）

根据此模型，银行要扩大利润，其选项无非是：扩大规模、扩大利差、控制各种费用。

## 2、要害是存款安全

再回到前文银行的资产负债表，我们首先要理解，资产负债表中各种科目中，最为要害的其实是存款。所有企业在经营中都会形成种种负债科目，银行也不例外。

外，存款就是银行的负债之一。但它的意义并不仅限于此，对于一个国家当局说，存款是一个国家的货币。这才是理解银行秘密的要害。

比如前文中，企业向供货商支付货款，是用汇款的方式。它的存款变成了供货商的存款，从而完成了一次支付。存款就是货币，履行了交易的功能，这非常明显。此外存款还能履行货币的价值储藏等其他功能。

所以，借款企业向银行申请贷款时，银行并没有给这家企业真的现金（现金是法定货币），而是签发了一张现金的凭证，叫存款，让这企业拿这张凭证去购货。供应商也愿意接收这张凭证，因为它也相信凭这张凭证，可以随时向银行换回现金。只要所有人都相信拿这张凭证可以随时向银行换回现金，就不会有人真的去换回现金。于是，银行的资产负债表就会一直稳定为：

资产	负债
现金 200 元	存款 1100 元
贷款 1000 元	股东 100 元

换言之，银行的秘密，是为社会提供交易流通的介质，或者说得更专业点，为社会经济活动注入流动性。所用的具体方式，就是发行存款，让民众拿去当钱花。

但存款履行货币职能得有一个前提，就是取得民众的信任，大家都深信可以从银行换回现金。只要达到这一点，存款就成为“信息不敏感证券”，一般情况下的各种事件信息不会动摇民众对存款、对银行的信心，从而使存款能够持续履行货币职能，整个社会货币总量稳定，然后才能进一步保持社会经济生活的稳定。

这种货币的稳定，是国家当局希望看到的局面。所以说，金融是“国之重器”，其实讲的是货币是“国之重器”。而银行正是经营这种重器的核心机构，在任何条件下保证存款的绝对安全，是国家和银行的终极目标。

### 3、大棒与胡萝卜

但人类几百年的经验表明，要让银行存款成为信息不敏感证券，持续地完美履行社会流动性功能，并不容易，需要得配合一系列配套工作。这一系列配套工作，我们总结为“大棒与胡萝卜”。大棒主要是指监管，胡萝卜就是特许价值，它主要靠行业管制实现。因此，就是监管与管制。我们将就这两点分开讨论。

（1）监管。监管是指对银行的经营扩张进行某些制约，不让它承担过度风险，从而保障稳健经营，最终保证公众对存款的信心。最为典型的监管思路是控



制银行业务扩张，通过一些指标限制，遏制银行扩张。

从上例中，从全经济体视角，我们已发现，银行不是拿存款人的钱去投放给借款人，而是直接签发一张凭证（存款）给借款人，以此向社会注入流动性，同时也实现了自己业务规模的扩张。因此，它扩张的幅度几乎是无限的，只要它愿意，它可签发无尽的新凭证。

资产	负债
现金 200 元	存款 100 元
贷款 $\infty$ 元	存款 $\infty$ 元（企业）
	股东 100 元

但这种情况下，由于银行实质上只有 200 元真金白银，而存款金额巨大，如果里面有超过 200 元的存款来提取，那么这间银行就瞬间资不抵债了。因此，这个庞然大物其实是很脆弱的，一旦提现金额超过储备现金，就倒闭了。于是，监管当局规定，银行必须将“现金/存款”维持在一个合理比例之上，称为法定存款准备金率，从而对银行业务扩张给予了遏制。再后来，还有一些其他措施，比如建立同业拆借市场（A 银行没现金时，可先向 B 银行借）、央行最后的流动性支持（大家都没现金时，向央行借）、对银行的流动性错配给予限制等。种种措施都是为了控制流动性风险，从而让公众相信，你们的存款随时可以来换取现金。

然后，银行放贷还会面临信用风险，部分企业由于经营不善，无法足额偿付贷款本息，使银行承担损失。损失先从银行股东权益中扣除，股东权益亏光了，才会影响存款安全。因此，股东权益是存款之前的安全垫，这一安全垫要足够厚，才能保障存款人信心。于是，监管当局规定“股东权益/资产”的最低要求比例，用以把握当资产产生一定风险损失时，股东权益能够覆盖，从而保障存款安全。这就是现在的资本充足率监管。其根本目的同样是为了保障存款人信心。其他类似的措施还包括不良率监管、资产投向的监管（风险过高的领域不得投放）等，根本目标是一样的。

总之，一切的监管，是为了控制银行为了追逐盈利而过度承担风险（流动性风险、信用风险等），根本上是为了让公众相信，你们的存款是安全的，随时可以来换取现金。让存款保持“信息不敏感”特征，从而继续履行货币职能，保持社会经济稳定。

(2) 管制。管制主要是指价、量这两方面，当局给予限制或官定，不完全由市场自由竞争，其根本目的仍然是为了保障整个体系的稳定。比如，长期以来，很多国家或地区对银行存贷款利率给予一定的管制，对银行准入门槛给予一定的管制，这分别构成价、量两方面的管制。甚至一些更为具体的细节，比如直接对银行的信贷规模、网点数量、经营地域给予行政管制。

如果准入或利率不予管制，彻底放开，有可能会出现问题银行数量过多，竞争过度的局面。存款利率可能显著上升，贷款利率下降，压缩银行利差。这是不是银行“还利于民”呢？最后实则未必。部分银行为保持盈利水平，在激烈的竞争中，就会开始放松信贷标准，将贷款投放给高风险领域，博取更高贷款收益率，最后它可能会面临资产质量恶化的后果。几个发达国家或经济体的利率市场化经验表明，银行都不是死于息差过小，而是死于息差过小倒逼的贷款乱投放。所有的经营不善都可能会导致动摇公众对存款的信心，于是也就侵蚀了银行业存在的根本逻辑。因此，银行业一般不允许彻底的自由竞争。

其实，对价、量不予管制，彻底放开，在很多行业其实是非常正常的市场化现象，自由竞争提升资源配置效率，但代价是部分竞争失败的企业会被淘汰。但银行业的要害在于存款的安全性，一旦银行破产，存款化为废纸，意味着社会部分流通的货币突然消失，外部影响较大。而且，哪怕极少数银行破产还可能导致公众对全行业信心动摇，转而去挤兑其他健康的银行，导致风险传染和扩大。因此，银行不能通过自由竞争来“还利于民”。人们也探索过既允许自由竞争，又能保护存款的两全方案，比如存款保险制度，但截止目前仍然未成为完美解决方案。

当然，过度管制也影响市场效率。最为典型的例子，是过去贷款利率人为设得过低时，无法覆盖相对高的中小企业风险，导致银行无法对中小企业实现风险定价，最终陷入“利率越低越无法支持中小企业”的怪圈，是一种效率的损失。因此，各国都先后推进利率市场化，提高市场效率，但没有一个国家能实现银行业的彻底自由化，依然不同程度实施准入、利率等方面的管制。

管制还带来了一个副产品：管制利润，或叫特许利润、特许价值、特许权价值。完全自由竞争可以使行业参与者的经济利润最终趋于零，那么反过来，行业管制必然导致经济利润长期为正，是为特许利润。表现在具体财务数据上，即银





行业 ROE 水平普遍高于实业，比如我国银行业 ROE 近年保持在 15% 左右，显著高过实业。这就是当局管制带来的胡萝卜。

### （3）小结：监管与管制

人类银行业经历过没有监管和管制的蛮荒时代，史称自由银行制度，没有监管部门，也没有同业市场可以江湖救急，更没有央行作为最后救助者，所有银行签发五花八门的凭证（银行券，亦即存款），信用水平高低不一。银行倒闭时有发生，存款变废纸，导致社会经济动荡。一次次银行危机代价惨重，货币的消失导致社会经济生活紊乱，产出快速收缩。

政策当局一直在竭力避免银行危机。几百年的惨痛教训，慢慢形成了现有的这一整套监管与管制体系，对银行经营各方面形成紧箍咒，防止银行为追逐盈利而过度扩张，过度承担风险，最后陷入系统性银行危机。但这些监管与管制最后也形成了特许价值，由银行享受。这仿佛是一次交换：银行经营货币，为社会经济注入流动性，并为此享受国家授予的特许价值。

## 二、影子传说：被偷走的胡萝卜

但监管与管制带来的特许价值，是一块丰厚的利润，对很多资本来说是难以抗拒的诱惑。而且，行业管制使这一群享受特许价值的参与者，共同形成一种类似卡特儿的市场结构：参与者维持一种供给、价格的联盟，保障了整个行业的特许价值，但行业内部仍然会有激烈的竞争，所以我们看到银行业一边被批评垄断，一边又是银行业务员们为拼抢客户而惨烈竞争。为了增加自己的市场份额，随时会有联盟成员试图突破监管或管制规定，谋取更多业务。换言之，这种联盟内部本身有天然的不稳定性。

此外，在联盟外部的垂涎者，也有很大的动机想参与进来。虽然他们被管制政策阻挡在门外，但依然不甘心，不断尝试通过各种手法突破管制，以便在这个诱人的卡特儿中分一杯羹。

一旦监管与管制的力量有所放松，联盟内部、外部的突破行为就开始冒头，这便是过去几年中我国金融体系出现的现象，也是美国等发达国家早年经历过。我们分别将联盟内部、外部的扩张行为，称为银行影子和影子银行。虽然这些业

务令人眼花缭乱，但万变不离其宗，其本质都是上一章所介绍的，银行的秘密。

分析的起点，是一张传统的银行资产负债表，它来自我们上一章的例子：

资产	负债
现金 200 元	存款 1100 元
贷款 1000 元	股东 100 元

### 1、银行影子：表内部分

各类监管与管制措施，制约了银行投放信贷。比如，为控制流动性风险，过去有存贷比监管，还有资本充足率、不良率、信贷额度等监管或管制。这些措施均对银行放贷构成制约，不可能无度放贷。但在我国过去几年经济发展中，对信贷的需求非常旺盛。除正常的实体企业融资外，僵尸企业、政府背景项目等利率不敏感的预算软约束部门也大量融资，使我国信贷需求常年处于不正常的高位。而由于这些预算软约束部门往往带有政府隐性担保（或者银行认为它们有政府隐性担保），因此虽然监管严禁信贷投入，但银行还是乐于给予放款。

为突破监管限制，实现进一步信贷扩张，“非标准化债权”应运而生。早期最典型的非标做法，就是银行先通过买入返售资产、应收款项投资等科目，把资金投放给一个 SPV（信托计划为主，后来还会有券商、基金子公司的资管产品），然后 SPV 再把资金投放给借款企业。



其间，SPV 仅承担通道功能，协助实现资金投放。所以，非标本质，穿透来看，是银行投放资金给借款企业，跟贷款无异。但是，监管指标却差别巨大：非标表面上不是贷款，不用参与存贷比、不良率等监管指标的计算，也不占用信贷额度，还不受信贷投向政策制约，风险权重起初也按同业资产来计，不用像信贷那样计 100%，也节省了资本占用。因此，通过把贷款包装成非标，可以美化一系列贷款相关的监管指标，对于银行而言真是皆大欢喜。

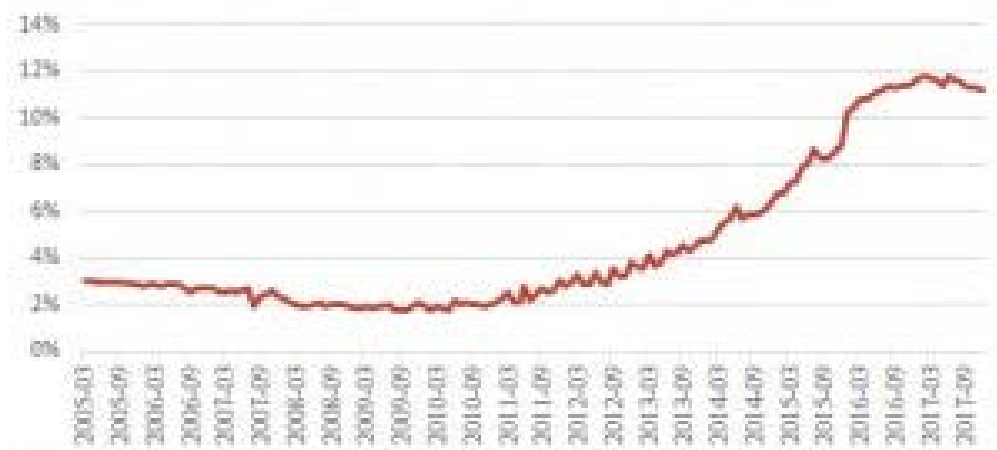
资产	负债
现金 200 元	存款 1100 元
贷款 800 元	股东 100 元

非标 200 元

通过把部分贷款包装成非标，很多监管指标才有了空间，就可以继续扩张业务。所以说，任何基于表面会计科目的监管都是不严肃的。通过变换科目名称就绕开了，“实质重于形式”的会计原则没有被贯彻。监管部门发现问题后，及时跟进，规范了银信合作。但是，2012 年开始，能够充当通道功能的 SPV 日益增多，券商资管、基金子公司等通道不归银监部门管辖，几乎不可能实现穿透，也就不可能实现“实质重于形式”。于是，非标继续大行其道。直至 2014 年初，监管部门加强了同业业务的监管，非标投资激增的势头得到遏制，但仍在上升。

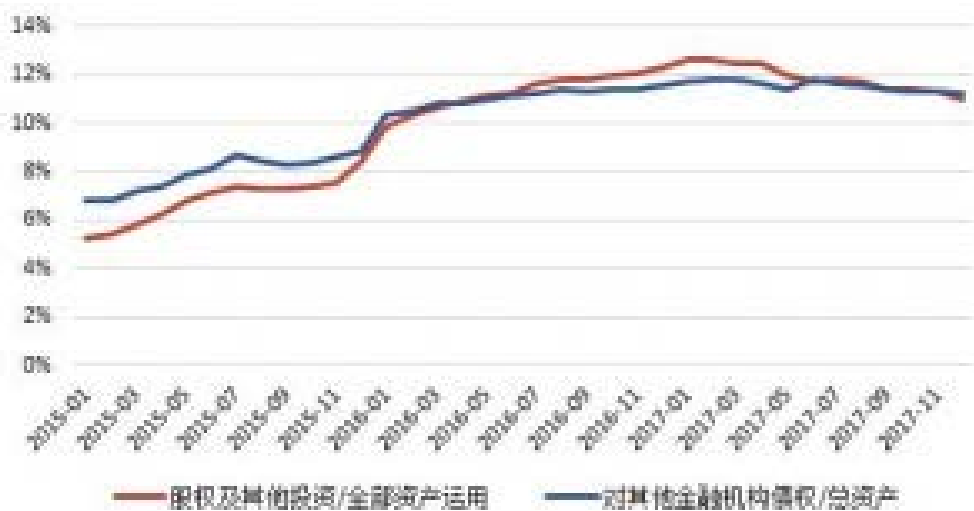
我们再看看上例中的资产负债表，在现实中是什么样子。可惜，在全行业的资产负债表中，无法单独析出同业投资或非标投资，而是全部笼统地归入“对其他金融机构债权”之中。该科目还包括了其他对非银金融的传统同业业务，比如银行对非银金融机构的直接投放、放贷等，因此不完全准确，但这些传统业务相对有限，因此该科目的大致趋势更大程度上是由同业投资决定的。从数据上看，该科目占总资产的占比在 2012 年开始快速上升，2015 年开始加速激增（主要是表内的委外投资所致，以及同业理财等，也包括于本科目中）。2016 年开始，该科目占比缓慢回落，但目前仍处高位。

对其他金融机构债权/总资产



（数据来源：WIND）

在存款类金融机构的信贷收支表中，有一个更为接近同业投资、同业非标的科目，即“股权及其他投资”，该科目占全部资产运用的比例，也显示出几乎一致的趋势。



(数据来源: WIND)

因此, 银行在前几年通过表内同业投资等方式, 绕开信贷的监管约束, 额外扩张了资产业务, 其规模达到全行业总资产的 10% 左右。截止 2017 年末, 表内影子体现在资产负债表上为:

科目	金额	占比	科目	金额	占比
准备金和现金	25.61	10%	企业个人存款	153.20	61%
对政府债权	21.82	9%	对央行负债	10.55	4%
对银行债权	29.60	12%	对银行负债	12.61	5%
对非银金融债权	28.06	11%	对非银金融负债	16.84	7%
对企业个人债权	128.87	52%	债券发行	22.59	9%
其他资产	15.75	6%	其他负债	28.76	12%
			实收资本	5.18	2%
<b>总资产</b>	<b>249.72</b>	<b>100%</b>	<b>总负债与资本</b>	<b>249.72</b>	<b>100%</b>

(数据来源: WIND; 单位: 万亿元)

## 2、银行影子: 表外部分

上述非标投资等科目, 好歹还是体现在资产负债表内的。若做得更绝一点, 干脆把资产出表, 放到表外的资产管理业务中去。

资产出表, 这并不是什么非分的要求。有些贷款投放之后, 因故不方便或不希望持有到到期 (比如有更好的客户可以投放), 希望变卖转让, 这其实是合情合理的需求, 最规范的做法是资产证券化, 打包成 ABS 转让给外部投资者, 从而资产真实卖断。但我国资产证券化市场一直没有成为主流, 业务流程繁琐, 其原因非常多样, 本报告无法展开。而变相的资产证券化——即资产出表——却非常发达, 最为典型的就是将表内资产转移至表外理财。



如果一间银行信贷和表内非标均达到监管上限，还想进一步扩张业务，则利用表外。有些不便或不允许表内投放的资产，也可放到表外。典型的做法，是发行一只理财产品，接走表内资产（或资产新增就直接放到表外）。比如有一位存款人拿 100 元来购买，从而募集资金 100 元。起初，这 100 元是以理财产品的名义存在银行中（或者说，理财产品投向为银行存款）。

表内

资产

现金 200 元

贷款 800 元

非标 200 元

表外

投向

存款 100 元

负债

存款 1000 元

存款 100 元（理财）

股东 100 元

产品

投资人 100 元

然后，有企业来申请借款，银行说我们表内信贷没额度了，可以用理财资金投放给你，利率几何。企业咬咬牙表示同意。于是，理财资金以一个非标的形式，投放给了该企业。企业拿到资金，依然要存在银行，银行存款总额不变（存款人变了）。这整个过程中，理财只是转移存款，没有改变存款总额。

表内

资产

现金 200 元

贷款 800 元

非标 200 元

表外

投向

非标 100 元

负债

存款 1000 元

存款 100 元（企业）

股东 100 元

产品

投资人 100 元

这时，由于银行声称这是一只 100 元的理财产品，并不是存款，其投向也不由银行承担风险，而是由投资人承担，因此不用参与表内大部分监管指标的计算（只需计提一些操作风险、申购赎回时的流动性风险等）。因此，银行不给自己的监管指标造成明显压力，却实现了突破监管指标，额外扩张业务。

但现实中，众所周知的是，大部分银行理财产品由银行实施刚性兑付，投资人都相信自己购买这产品是无风险的（理财产品成为了类似存款的信息不敏感证

券)，理财的投资风险实质上由银行承担，实质上是表内业务，理应纳入各类监管指标的计算。

我们大致掌握这部分表外业务的规模。根据最新公布的《中国银行业理财市场报告（2017年）》，截止2017年末，银行业理财余额是29.54万亿元，但不能全部统计为表外。首先，保本理财（7.37万亿元）应剔除，因已纳入表内；其次，银行同业理财（全部同业理财为3.25万亿元，大部分为银行同业理财）也已经统计在投资方银行的资产科目中，体现为同业投资。但两个分类维度（保本与非保本、同业与非同业）是交叉的，但缺乏具体的明细分类数据，只能假设分布是平均的。亦即，非保本、非银行同业的理财，约20万亿元。

这20万亿元的表外理财，很遗憾我们缺乏更详细的投向数据，只能假设与全部理财的经验相当，约70%的资金通过债券、非标、权益等方式，投向了实体经济，有力地支持了经济发展。也就是说，大概有14万亿元左右是投向实体的。我们把这块业务也体现到资产负债表上。

表内

科目	金额	占比	科目	金额	占比
准备金和现金	25.61	10%	企业个人存款	153.20	61%
对政府债权	21.82	9%	对央行负债	10.55	4%
对银行债权	29.60	12%	对银行负债	12.61	5%
对非银金融债权	28.06	11%	对非银金融负债	16.84	7%
对企业个人债权	128.87	52%	债券发行	22.59	9%
其他资产	15.75	6%	其他负债	28.76	12%
			实收资本	5.18	2%
<b>总资产</b>	<b>249.72</b>	<b>100%</b>	<b>总负债与资本</b>	<b>249.72</b>	<b>100%</b>

表外

投向	金额	产品	金额
实体	14.00	投资人	20.00
其他	6.00		
<b>总计</b>	<b>20.00</b>	<b>总计</b>	<b>20.00</b>

（数据来源：WIND；单位：万亿元）

### 3、影子银行：非银金融部分

前文已述，银行具有签发信息不敏感证券的特许权，从而赚取特许利差，利润丰厚。其他非银金融机构（证券公司、基金公司、信托公司等）没有这项业务，没有经营存款（货币）的特许权，他们发行的产品或证券是信息敏感的，收益率



高于存款，故而它们的盈利水平普遍不如银行。在盈利的诱惑下，部分非银金融机构偷偷也开起了银行。

方法同样令人眼花缭乱，但本质不难理解，与银行利用表外理财扩张业务类似。首先会发行一个资管产品，然后投向各类资产。所发行的资管产品原本应投资者风险自担，是信息敏感的，但有意无意地，发行人使投资者形成刚性兑付的印象，风险实质上由非银金融机构承担，存在刚性兑付。这样，这些产品就类似于一张信息不敏感证券，像银行业务一样。所以，它们被称为影子银行。

最为典型的影子银行是货币市场基金。虽然从来没有人声称它是无风险的，但由于它风险确实低，发生风险的情形并不多见，因此也被市场共认为是几乎无风险的，是一张信息不敏感证券。尤其是在使用摊余成本法后，连市价波动都被消除了，更加符合信息不敏感证券特征。本质上，货币市场基金是套取管制存款利率与市场化的同业利率之间的利差，抬高银行负债成本，最为直接地侵蚀银行特许价值。尤其是在货币市场基金份额的流动性提高、支付功能出现后，对活期存款的替代进一步加剧。

#### 4、影子银行：金融之外部分

在特许利润的诱惑下，除了非银金融机构之外，甚至金融业之外的机构，也有开银行的想法。于是，街边的种种财富管理公司开了起来，发行各种产品，募集资金，投向各种项目。他们有意无意给予投资人一种暗示：资金投入到的项目，给你们丰厚的收益率，保本保息。换言之，它们也尝试签发出了一张信息不敏感证券。

虽然我们相信这些开办者不全是骗子，有些只不过是理解银行业务的非专业人士。孰不知，这种市场，本质上就是一个无监管、无管制、无最后贷款人的自由银行制度，出事只是时间和程度的问题。

当然，不是所有的非银金融业务和非金融财富管理业务都是影子银行，有些是真正意义的投资业务，风险归属明白无误（比如大部分公募基金产品）。但真假投资业务混淆一起。所以，各类影子银行总额较难统计，因此我们暂时先用前文的例子来体现。下表即可囊括了银行表内业务、银行影子、影子银行等全部金融业务。



银行表内

资产	负债
现金 200 元	存款 1000 元
贷款 800 元	存款 100 元（企业）
非标 200 元	股东 100 元

银行表外

投向	产品
非标 100 元	投资人 100 元

影子银行

资产	负债
资产	产品

### 5、影子对特许价值的侵蚀

上述银行影子、影子银行扩大的过程，本质上是在侵蚀银行的特许经营权。

前文已述，银行的利润模型是：

利润 = 规模 × 利差 - 各种费用支出（业务及管理费用、各种税收、坏账损失）

其中，最为核心的变量是规模、利差、坏账（其他变量相对稳定）。我们来看下过去这几年，银行影子、影子银行如何威胁上述三个变量。

一方面，银行影子、影子银行发行的信息不敏感证券，收益率普遍高于存款，对存款形成分流（是分流存款，不是消灭存款，因为这些产品或其投放标的，最终还是会把钱存入银行，只是利率更高），这会影响到规模、利差两个变量。如果此间还伴随点通货膨胀，那么存款人搬走存款的动机还要更强，毕竟其他投资品更能保值增值。同样，借款企业也发现融资方式较多，开始发行债券等。因此，银行为此承受了更高的负债利率，导致利差收缩，同时存贷款客户还在“脱媒”，规模也在收缩。

另一方面，银行影子、影子银行相当于突破既有的管制，额外扩张了资产。毫无疑问，传统银行业务肯定已占据最优质的客户群体，银行影子、影子银行的扩张自然是相对低等级的客户（虽然有时也不能一概而论）。尤其是银行影子，风险仍然处于银行体内，它规模的增加，虽然可能弥补优质客户脱媒的规模下降，但对于银行而言自然是风险的增加，潜在坏账增加，动摇了经营的稳健。

所以，银行影子、影子银行的滋生，一方面分流银行存款和客户，另一方面



导致银行业务扩张并积累风险，对银行的规模、利差、坏账三大关键变量都有负面影响，最后会逐步侵蚀银行特许价值。令人吹嘘的是，银行影子是银行卡特尔联盟内部自身的原因，自己侵蚀自己的特许价值，是联盟内部竞争博弈的后果。

### 三、回归本源：特许价值的重新强化

当然，我们也认识到，大部分银行影子、影子银行确实起到了支持实体的作用，弥补了呆板的银行传统业务的不足，使很多被传统业务放弃的客户获取了金融服务。因此，彻底剿灭影子业务也是不利的。但任由影子业务泛滥，又会动摇银行业整体稳健，从而滋生系统性风险。所以，这里是一个度的把握的问题，必须认清现阶段的主要矛盾，是防范风险还是支持实体。

银行影子、影子银行的日益盛行，美化了大部分金融监管指标，监管部门拿到的报表是扭曲的，监管官员无法准确掌握整个金融体系的风险程度，低估风险水平，也使他们无法进行决策，或者导致错误决策。考虑最极端的情形，即银行经过影子扩张，真实资本充足率已极低，实际资产质量已较差，而监管部门难以掌握，未能及时干预，从而最终陷入系统性银行危机。

因此，净化金融机构报表，还原真实风险水平，成为监管部门的当务之急。这项艰巨的大监管任务，大致可以分为三步走：

（1）彻查真相；（2）还原业务；（3）补提欠账（后两步同步进行）。

#### 1、彻查真相

我们把前文梳理的银行、银行影子、影子银行汇总至一张表中。第一项任务，是对各类业务进行彻查，查清其业务本质：哪些实质是银行表内业务，哪些是真正的表外业务。尤其是佯装成表外业务的理财、资管等，要还原为表内业务。

银行表内

资产

现金 200 元

贷款 800 元

非标 200 元

银行表外

投向

非标 100 元

负债

存款 1000 元

存款 100 元（企业）

股东 100 元

产品

投资人 100 元

影子银行

资产	负债
资产	产品

因此，开启于 2017 年 3 月的银监部门“三三四十”大检查，本质上便是为了彻查银行的真实风险，还原各种影子业务的实质。经过近一年多时间努力，已经取得了初步成果。

完成彻查后，监管部门便可以得到一张所谓的真实的财务报表。比如接上例，如果银行表外的 100 元产品是银行刚性兑付的，按要求要回表，实质监管报表将变为：

资产	负债
现金 200 元	存款 1000 元
贷款 800 元	存款 100 元（企业）
非标 200 元	股东 100 元
非标 100 元（回表）	理财 100 元（回表）

## 2、还原业务

但上表是监管部门重述的、反映真实情况的报表，但实际业务还没调整，表外非标还在理财产品里，投资人手里还持有理财产品。因此，业务要实际调整回来，使报表与实质相一致。

比如，上例中的 100 元理财产品到期后不再续做，表外非标真实回表。这其实就是发行理财产品的逆过程，理论上，借款企业先把 100 元退给理财产品（企业存款下降 100 元），理财产品再把钱退回投资人。投资人把钱存在银行，银行整个存款总额不变。

资产	负债
现金 200 元	存款 1000 元
贷款 800 元	存款 100 元（个人）
非标 200 元	股东 100 元

然后，可能这间企业还得继续用钱，银行给这个企业投放一笔贷款（或表内非标），企业仍将钱存于银行，因此新派生 100 元存款。

资产	负债
现金 200 元	存款 1000 元
贷款 800 元	存款 100 元（个人）
非标 200 元	存款 100 元（企业）
贷款 100 元（企业）	股东 100 元

当然，实践中，可能并不存在上述企业先还钱再重新借钱的两个动作，上述



两个环节是同步完成的（除非企业不再续借）。那么就表现为：理财回归为存款，表外非标回归为表内非标或贷款。

完成这一系列业务调整后，银行的报表将实现实质与形式的统一，反映真实业务情况。

### 3、补提欠账

然后，再按真实报表重新计算资本充足率、不良率、法定存款准备金率、拨备覆盖率、流动性指标等监管指标时，监管部门可能会发现，实际情况比原来上报的美化数字要糟糕得多。

比如，部分银行的资本充足率便可能已跌破最低监管红线。我们可以拿实际行业数据做一个粗略的测算。假设理财产品全部由银行刚性兑付，因此需要回表，其投向实体的部分计入风险加权资产，假设权重是100%。同时，假设表内非标投资也有一半未按要求计提100%的风险权重，而是仅计提了25%（包装成同业资产）。我们以2017年三季度末的全行业资本充足率数据为基础（由于年末数据未披露），在分母上补计上述漏计的风险加权资产。最后，试算得到的核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足分别为8.91%、9.30%、11.07%，分别较原值下降1.81、1.89、2.25个百分点，游走于监管红线附近（但部分银行可能已跌破红线），有一定的资本补充压力。

因此第三项任务即相应调整业务，使监管指标达标。方法无非两个方向：

一是整固，即补提资本、拨备、准备金、抵押物等，使监管指标真实巩固。

二是处置，即削减问题资产余额，削减影子业务，同样使监管指标回归达标。

显然，两类方法必将是双管齐下的。因此，在未来一段时期内，我们将看到部分银行将进行再融资、补提拨备等活动。另一方面，部分资产还将处于逐步削减的阶段，需注意市场风险。

## 四、总结：大监管将强化银行特许价值

目前，我国金融大监管还在强力推进，效果还在持续显现，风险将得到进一步控制。在监管压力下，银行影子、影子银行逐步收缩，其间会有资本补充、资产调整等业务行为，市场可能会有一定扰动。但从更根本上而言，对于银行业来

说，这意味着一股侵蚀其特许价值的势力得到遏制。金融业务回归银行体内，又以存贷款业务为主，强化了银行的特许价值。这不能简单理解为银行垄断地位的强化。因为，这更是维持银行体系稳定的必由之路，防范风险是眼下的重中之重。

当然，真正能够服务实体的金融创新依然要鼓励，但要坚持实质重于形式的原则，不能披着创新的外衣，行银行业之实，成为银行影子、影子银行，从而动摇金融体系稳健。

而具体到银行业内部，传统存贷款业务基础较为扎实的银行将明显受益于这一进程。所谓基础扎实，主要是指客户基础，具体的又主要是指客户基本户的基础。客户基本户是留存低成本存款的主要抓手，也是开拓贷款业务的主要基础。部分大型银行、地方性银行在基本户方面有天然优势，将明显受益于存贷款业务回归带来的特许价值。

## 实现包容性全球化的政策组合<sup>1</sup>

Nahm Sihoon<sup>2</sup>

去年，美国贸易政策在唐纳德·特朗普（Donald Trump）担任总统后改变了方向。新政策旨在打破不公平的贸易壁垒，并关注双边谈判。美国开始讨论修订贸易协定，并明确表示，在某些情况下，美国不会遵守世贸组织的决定。这一政策变化源于美国选民对全球化的不满。其他总统候选人，前国务卿希拉里·克林顿（Hillary Clinton）和伯尼·桑德斯（Bernie Sanders），也承诺会或多或少地以贸易保护主义为基础改变贸易政策。全球越来越多的国家开始抵制全球化。其中一些国家已经经历了政权更替和贸易政策变化，其他没有经历政权更替的国家也面临反全球化运动的压力。

长期以来，贸易自由化被大多数经济学家尊为最佳政策。尽管全球化会导致某些人遭受重大损失，但整体而言，总收益大于损失，因此贸易开放被视为有利于国家整体经济的良好政策。然而，因国际贸易造成的不平等加剧和对遭受损失者的重新分配不足，激起了民众的不满情绪，并升级了政治压力。这一现象说明了“包容性”全球化的重要性。即使贸易自由化政策带来的收益高于损失，在全球化进程中，为了减少阻力，使经济增长得以持续，必须制定和实施重新分配贸易收益、减少不平等和最小化贸易调整成本的政策。

最近的研究文章正试图正确衡量贸易（特别是与中国的贸易）损失，结果发现，这种贸易使失业增加。其他文章也阐明了全球化与遭受损失者之间的其他联系。国内企业因与国外商品竞争而失去其国内市场份额。竞争虽然使研发投入增加、提高了生产力，但当技术工人需求增加时，工资不平等现象也更加突出。采用先进技术的公司更严格地筛选员工，以达到全球标准，这导致不同公司员工之间也存在不平等现象。

<sup>1</sup> 翻译：林莉；审校：陆可凡，原文选自 KIEP Opinions（2018 年 4 月 18 日）

<sup>2</sup> Nahm Sihoon，韩国对外经济政策研究院贸易协定组副研究员

要使全球化具有包容性，实施广泛的政策组合至关重要。全球化对经济的影响与技术发展对经济的影响相似。他们使整体经济更好，但也存在赢家和输家。长期的结构转型出现，技术较差的工人更容易受到这种影响。结果，反对全球化政策的政治压力更加强烈。因此，为弥补应对全球化所带来的损失的劳动政策必须伴随着其他政策。最大的相关成本就是失业，而提高劳动力流动性对解决失业问题至关重要。仅仅靠贸易相关政策无法实现这种劳动力流动性。

积极劳动力市场计划（ALMPs）的目的是帮助失业员工在同一行业或其他行业找到新工作。这项计划包括早期的频繁介入、用以填补技术缺口的技能培训项目、来自有用人需求的私营企业的帮助、求职信息搜索帮助等等。同时，被动政策为失业者提供保护，并支持他们接受就业培训，或寻找新的就业机会。这和积极劳动力市场计划互为补充。此外，就业保护或最低工资法也应被当作一项重要的社会保障措施，以针对为了适应全球化而付出的成本。

提高地区间劳动力流动性对于缓解冲击也很重要，对制造业来说尤为如此。每个工厂都与其所依托的城市密切相连。若工厂因全球化所带来的变化而关闭，这会对该工厂所依托的城市带来巨大冲击。这个问题有两种解决办法：将劳动力移出该城市，或在该城市新增就业机会。前者可以通过提供更多的住房和交通基础设施来实现。后者意味着要提供能够吸引私营企业的政策好处或转移公共机构以创造就业机会。这类政策涉及劳动力市场、城市规划和区域间的冲突控制。这些政策可能看起来与贸易和全球化不甚相关，但对于实现包容性全球化却越来越重要。

传统贸易相关政策也有帮助。许多国家实行贸易专门支持计划以帮助因贸易而失业的工人。美国贸易调整援助计划（TAA, Trade Adjustment Assistance）和欧盟全球化调整基金（EGAF, European Globalization Adjustment Fund）就是人们熟知的例子。这些失业工人需要大量职业培训，因其失业是结构转型的结果，这与技术发展的结果相类似。有针对性的计划理论上可以更有效地降低调整成本，但对这些计划的实证评估却有不同的结果。贸易的影响可以是直接或间接的，所以很难辨别人们到底是更多地因贸易而失业还是因那些有针对性的计划而受益。因此，贸易专门支持计划必须伴随上述一般劳动力市场政策，以提高其效力。





精心设计的产业政策可以减少企业间的不平等并减轻结构转型带来的直接冲击。国际贸易对大型企业有积极影响，但对小公司有负面影响。这加剧了公司之间的不平等。此外，大公司创造新的就业机会速度缓慢。这种贸易的负面影响可以通过中小企业的出口得到弥补。促进小企业的出口能更平等地分配全球化的收益，并在制造业内创造更多稳定的工作岗位。这两种结果都有助于促进包容性全球化。

最后，应该为更深入的研究和其他政策决策准备更多准确和详细的数据。最近许多关于不平等的文章都采用了税务当局的新数据。这些新数据与以前的家庭调查数据有很大不同，特别是更有利于分析前 1% 的贸易。税务当局的数据应该更加开放，向研究人员匿名提供，家庭调查数据和行业信息也应更加详细地公开。此外，每个公司或工厂的详细数据也会有助于决策制定。

## Policy Combinations for Inclusive Globalization

Nahm Sihoon<sup>1</sup>

Last year U.S. trade policy changed direction after Mr. Donald Trump took presidential office. The new policy aimed at breaking down unfair trade barriers and focusing on bilateral negotiation. The U.S. started talks for revision of trade agreements and made it clear that it would not follow WTO decisions in certain cases. This policy change is based on U.S. voters' discontent regarding globalization. The other presidential candidates, former Secretary Hillary Clinton and Bernie Sanders, also promised more or less changes in trade policy based on protectionism. Resistance against globalization has become prevalent in an increasing number of countries. Some of these have undergone political regime change and trade policy change, and other countries without regime change have also come under the pressure of anti-globalization movements.

For a long time, freer trade was respected as the best policy among the majority of economists. Globalization leads to substantial losses for certain people, but the overall gains outweigh this loss and thus opening trade was perceived as a good policy for the domestic economy as a whole. However, the increase in inequality due to international trade and insufficient redistribution for losers has escalated discontent and political pressure. This phenomenon illustrates the importance of "inclusive" globalization. Even if trade liberalization policy brings more gain than loss, policies for redistributing trade gains, reducing inequality, and minimizing trade adjustment costs must accompany the globalization process to alleviate resistance and make economic growth sustainable.

Recent papers have worked to correctly measure the loss from trade (especially in the case of trade with China), and found an increase in unemployment caused by such trade. Other papers pointed to other routes that connect globalization and its losers.

---

<sup>1</sup> NAHMSihoon, Ph.D., Associate Research Fellow, Trade Agreement Team Korea Institute for International Economic Policy (KIEP)

Domestic firms lose their portion of the domestic market due to competition with foreign goods. Competition leads to more R&D investment and increase in productivity but it also increases wage inequality when the demand for skilled workers increases. Firms with advanced technology screen their workers more stringently to meet the global standard and this results in inequality between workers in different firms.

To make globalization inclusive, it is critical to implement a wide combination of policies. The effect of globalization on the economy is similar to the effect that technology development has on the economy. They make the overall economy better, but there are winners and losers. Long-lasting structural transformation occurs and less skilled workers are more vulnerable to this. As a result, the political pressure against globalization policies increases. There-fore, labor policy that compensates for the cost of coping with globalization must be accompanied with other policies. The biggest associated cost is unemployment, and enhancing labor mobility is crucial to resolve this problem. Such job mobility cannot be achieved only with trade-related policies.

Active labor market programs (ALMPs) are targeted to displaced workers and help them find new jobs easily in the same or other industries. ALMPs include early and frequent engagement, training program to fill the skills gap, help from private firms to meet their job needs, job search assistance, and so on. Passive policies complement ALMPs through bringing protection to the unemployed and support for their job training or job search. Employment protection or minimum wage legislation also should be considered as critical social protection against the costs of adapting to globalization.

Enhancing labor mobility between regions is also important to relieve shocks, especially for the manufacturing industry. Each plant is deeply connected to the city where it based on. When a plant is closed due to changes created by globalization, the shock caused to the host city is massive. There are two solutions for this problem: moving laborers out of the city, or creating new jobs in the city. The former can be achieved through the supply of more housing and transportation infrastructure. The latter refers to offering benefits to attract private firms or moving public institutions to

create jobs. This category of policies include the labor market, urban planning, and conflict control between regions. These may seem remotely separated from trade and globalization, but become more and more important to make globalization inclusive.

Conventional trade-related policy is also helpful. Many countries have trade-specific support programs targeted to workers displaced by trade. The U.S.TAA (Trade Adjustment Assistance) and EGAF (European Globalization Adjustment Fund) are well-known examples. These workers need more job training because their unemployment is the result of structural transformation, as in the case of technology development. Targeted programs can be more effective to relieve adjustment costs in theory, but empirical evaluations of these programs have yielded mixed results. The effect of trade can be direct or indirect, making it difficult to identify those who are laid off due to trade and those who benefit from targeted programs. Therefore, trade-specific support programs must be accompanied with the general labor market policies above to enhance their effectiveness.

A well-designed industrial policy reduces inequality between firms and alleviates the direct shock resulting from structural transformation. International trade has a positive effect on big businesses but a negative effect on small firms. This process deepens inequality between firms. Moreover, big firms are slow to create new jobs. This negative effect of trade can be compensated for through export from middle-sized or small businesses. Boosting exports of small businesses distributes the gains of globalization more equally and creates more stable jobs within the manufacturing industry. Both results are effective toward the promotion of inclusive globalization.

Finally, more correct and detailed data should be prepared for deeper research and other policymaking decisions. Many recent papers about inequality begin with new data from tax authorities. These are much different with previous household survey data and particularly better for analysis of the top 1 percentile. This tax authority data should be offered on a more open basis with anonymity to researchers, and household survey data should be provided in more in detail together with industry information. In addition, more detailed data on each firm or plant would also be helpful.



# 美国不必要与中国进行很可能适得其反的海上军备竞赛<sup>1</sup>

John Glaser<sup>2</sup>

美国高级官员越来越感受到，中国在亚洲地区海军实力日益壮大，严重威胁到美国利益。他们认为美国海军应在太平洋地区激增实力，做出回应。

但是，我们无从判断地球另一边几艘中国护卫舰究竟会对美国国家安全利益构成什么样的威胁。而美国海军在该地区加强实力的最终目的仍是一个谜。

鹰派认为，中国在南海宣示主权，开展军事活动，表明中国越来越有能力削弱航行自由。但有能力不等于有意图。事实上，太平洋上任何商业航运的中断都会破坏中国自身的经济利益和安全利益。

中国是世界上最大的贸易国，近 40% 的贸易额依赖于南海，约为每年 1.5 万亿美元。中国应采取更强硬的姿态，表明中国不关闭重要海道、维持这些海道开放的决心。

另外值得注意的是，美国认为中国海军扩张是一个严重的威胁，而中国的各邻国看起来却不这么认为。

过去 30 年来，中国周边 11 个东亚国家的国防开支占 GDP 的比例平均下降近半。而且，这些国家，即使是得到了美国的鼓励，也都没有进行自由航行行动以直接挑战中国。

虽然菲律宾与中国在领海和领土方面有过重大争议，海军多次对峙，但现在马尼拉似乎正在与北京交好，而不是与之抗衡。如果中国周边的竞争对手都不认为自己受到了巨大威胁，我们为什么要感到这种威胁呢？

即使认定了中国的海军实力会带来问题，人们还是不清楚，美国扩充太平洋舰队会对中国的决策造成什么样的影响。

<sup>1</sup> 译者：高致宇；审校：熊若洁，2018 年 6 月 14 日刊登于《萨克拉门托蜜蜂报》

<sup>2</sup> 约翰·格拉泽，华盛顿知名智囊团卡托研究所外交政策研究主任

我们是不是认为，美国在中国周边扩充舰队，中国就会削减海军预算、退役数十艘舰船、迫切地放下区域野心？

他们把中国描绘成一个新兴竞争对手，会顽固地试图用任何必要手段取代美国成为全球的主宰者，但却期待他们在美国在太平洋海域逐步加强海军实力后突然屈服，这在逻辑上漏洞明显。

促成中美海军竞赛很有可能引起中国更大的恐惧和怀疑。

加上特朗普总统威胁对中国发起贸易战，以及他强硬的外交政策言论，中美海军竞赛将诱使中国采取更激进的态度应对，把这两个大国推向一场 21 世纪新冷战。

事实是，中国的海上扩张并不会威胁美国的安全，倒是会威胁美国的威望。中国的崛起是对美国作为世界唯一超级大国、唯一不可或缺的地方的地位的象征性威胁。建议我们遏制这种倾向的人会非常多。

中国最感兴趣的是持续的经济增长，获得国际地位、尊重和认可。美国应该适应中国的这些温和目标，而不是鼓吹中国威胁，点燃两国都无法赢得的、痛苦的大国竞争。

# **A Naval Race with China Is Unnecessary and Will Likely Backfire**

**John Glaser<sup>1</sup>**

Policymakers increasingly perceive China's growing naval strength in Asia as an acute threat to American interests that must be met with a corresponding surge in U.S. naval power in the Pacific.

However, precisely what tangible threat a few more Chinese frigates on the other side of the planet poses to U.S. national security interests is rather difficult to identify. And exactly what objective is supposed to be achieved by boosting the U.S. Navy's presence in the region is something of a mystery.

Hawks point to Chinese territorial claims and naval activity in the South China Sea as a signal of Beijing's growing ability to undermine freedom of navigation. But capability does not equal intent. Indeed, any interruption in commercial shipping in the Pacific would be devastating for China's own economic and security interests.

China is the largest trading nation in the world and relies on the South China Sea for almost 40 percent of all its trade, valued at roughly \$1.5 trillion per year. If anything, Beijing's more assertive posture suggests a determination not to close off vital sea lanes, but to keep them open.

It is notable, in addition, that the United States perceives a grave threat from China's naval expansion that China's own neighbors seem to miss.

Average defense spending as a percentage of GDP among the 11 East Asian states along China's periphery has declined by almost half over the past 30 years. Moreover, none of them have engaged in their own freedom of navigation operations to directly challenge China, despite encouragement to do so from Washington.

---

<sup>1</sup> John Glaser is director of foreign policy studies at the Cato Institute, a leading Washington think-tank



The Philippines had a major dispute with China over maritime and territorial claims, which led to multiple naval standoffs, but now Manila appears to be buddying up to Beijing, not balancing against it. If China's own proximate rivals don't see a major threat, why should we?

Even stipulating that Chinese naval power is a problem, one is still left to wonder what effect beefing up the U.S. Pacific Fleet is expected to have on Beijing's calculations.

Are we to believe Beijing will respond to a proliferation of U.S. warships off its shore by slashing its naval budget, decommissioning scores of ships, and eagerly forfeiting its regional ambitions?

There is a glaring logical contradiction in depicting China as a nascent peer competitor doggedly seeking to supplant America as the global juggernaut by whatever means necessary, but which will abruptly cower in response to a mild U.S. naval buildup in the Pacific Ocean.

More likely, cranking up a Sino-American naval competition will generate heightened fear and suspicion in Beijing.

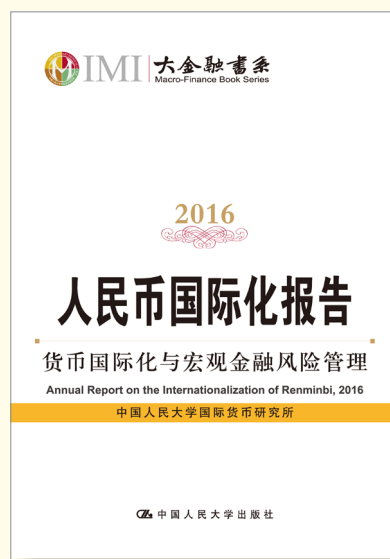
Combined with President Trump's threat of a trade war and his pugnacious foreign policy rhetoric, that is a recipe for inducing a more aggressive Chinese posture and locking the 21st century's two major powers into a new cold war.

The truth is that China's naval expansion threatens not so much America's security, but its prestige. China's rise is a symbolic threat to America's status as the world's sole superpower, the indispensable nation. We would be well advised to curb such pretensions.

China is most interested in continued economic growth and in gaining international status, respect, and recognition. It is far better to accommodate such benign objectives than to inflate the threat from China and ignite a bitter great power rivalry that neither country can win.

## 《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

厦门市南山区高新科技园软件园二期  
2468号怡化金融科技大厦2015

