

【本期推荐】

王兆星：我国普惠金融的今朝与明日

【“资本市场”专题】

周文渊：权益性REITs有望改善中国股市低分红现状

彭俞超：论现代经济中金融资本的逻辑

蔡咏，冯迪昉：资管新规下证券公司资管业务布局与展望

【海外之声】

Danae Kyriakopoulou：欧洲就中国投资产生分歧——对安全和竞争的担忧与投资需求之间的冲突

Herbert Poenisch：中国人民银行的权力，央行新范式？

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列三十九：促进人民币外汇市场创新的政策建议

**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：**叶子瑞

**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



## 我国普惠金融的今朝与明日

王兆星<sup>1</sup>

各位朋友下午好，非常感谢各位媒体朋友对发展普惠金融给予的关心关注。

我认为这确实是一个值得各界给予关心关注的事业，它是一项前景光明、意义重大、可以大有作为的事业。它关系到最普通百姓对金融服务的可获得性，也关系到金融对于脱贫、对于全面建设小康社会的支持和帮助。所以推进金融改革、金融创新、金融开放和金融发展，其实最重要的目标之一就是推进金融服务更加普及，使普通百姓、偏远山村的村民，包括小微企业、“三农”都能获得更加便利、更加快捷、更加实惠和更加安全的金融服务。这也是贯彻以人民为中心，贯彻“五位一体”全面发展的理念，推进解决金融发展不平衡、不协调，同时也是实现经济金融从规模数量转向高质量发展，推进国家现代化的重要组成部分。党中央和国务院对发展普惠金融高度重视，习近平总书记在党的十九大报告和全国金融工作会议上都强调要建设普惠金融体系，加强对小微企业、“三农”和偏远地区的金融服务。李克强总理在 2017 年《政府工作报告》中提出，鼓励大中型商业银行设立普惠金融事业部，国有大型银行要率先做到。2018 年《政府工作报告》再次指出，支持金融机构扩展普惠金融业务，并要求下大力气降低小微企业的融资成本。分管金融的刘鹤副总理也对发展普惠金融做出了很多重要批示和指示。刚刚成立的中国银行保险监督管理委员会党委高度重视这项工作，全面深入学习和领会总书记和总理对金融工作，特别是发展普惠金融工作的要求。认真贯彻国务院部署，以提高金融服务覆盖面、可得性、满意度为目标，以解决小微企业、“三农”、扶贫等重点领域融资难为重点，着力提升人民群众的金融服务获得感。

经过几年的努力，已经取得了初步和阶段性的成效，主要表现在以下几个方面：一是普惠金融的机构体系在加快建设和不断地丰富完善。金融服务覆盖面不

<sup>1</sup> 王兆星，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、中国银行业监督管理委员会副主席

断扩大。尽管现在互联网很发达，但是很多金融服务，特别是一些小微企业、边远山区农民村民的金融服务可能还需要我们银行实体机构的工作人员来面对面现场提供，所以建设更加完善丰富的机构体系，扩大金融机构服务覆盖面，是推进普惠金融非常重要的措施。现在各主要商业银行都已经率先成立了普惠金融事业部，特别是五大国有商业银行在总行层面，都设立了普惠金融事业部，并已挂牌开始运营。在一级分行层面已经完成全部 185 家分部的设立，还有 6 万余家支行及以下网点从事城乡社区金融服务。除五家国有大型商业银行以外，民生银行、兴业银行等 6 家股份制商业银行也设立了普惠金融事业部，还有 1600 多家村镇银行和 17 家民营银行也相继获准设立，主要为“三农”、小微企业服务，也是推动普惠金融的重要力量。

截至 2017 年末，全部银行业金融机构营业网点 22.86 万个，网点的乡镇覆盖率和基础金融服务行政村覆盖率都超过了 90%。农业保险乡村服务网点已达 36 万个，协保员 45 万人，网点乡镇覆盖率达到 95%，村级覆盖率超过 50%。普惠金融机构服务体系已经初步建立，覆盖面在不断地提升。

二是不断建立和完善相应的激励考核机制。普惠金融业务比较分散，额度比较小，从成本盈利的核算来讲不是非常合算，所以必须有相应的激励机制和差别化的考核机制，才能促使银行金融机构加大普惠金融服务力度。这几年我们也在探索，不断建立和完善对普惠金融的激励和差异化的考核机制。在银行内部，要设立专门的部门，要有专门的信贷计划，要有针对性的考核指标，要相应地降低内部资金成本，同时也对基层的工作人员给予特别的激励，做到尽职尽责。监管方面也采取了一系列的差异化政策，包括在每年对银行的监管评价中，专门将普惠金融作为一项重要内容，实行针对性的考核。对小微企业、“三农”贷款的风险权重也实行差别化，对不良贷款率也有一定的容忍度，以促使银行更有积极性地做好普惠金融。另外也有一些外部激励政策。刚才程部长讲到税收，在营业税、所得税、增值税方面，对小微企业、“三农”都给予了特别的优惠支持，央行对致力于推动普惠金融，发放小微企业、三农贷款的银行有针对性地给予再贷款支持，实行差别的存款准备金。

三是金融服务的可获得性也在持续提升。服务机构和服务体系在扩大，激励机制在不断地完善，这也大大调动了商业银行推进普惠金融的积极性，金融服务



的可获得性进一步提升。截至2018年一季度末，全国小微企业贷款余额已经达到31.76万亿，今年一季度新增了0.96万亿，小微企业贷款户数已经达到1545万户，涉农贷款余额也接近32万亿，比年初增长1.1万亿。截至2017年末，农业保险参保农户的数量已经达到2.1亿户次，承保农作物21亿亩，玉米、水稻、小麦三大口粮作物承保覆盖率超过70%。小额人身保险覆盖31个省份的1.1亿人，大病保险已覆盖10.5亿人。

四是金融服务效率明显提高。银行和保险机构积极利用大数据、云计算等新技术提升服务效率。一些银行通过全程系统自动处理的数据化风控实现贷款“3分钟申贷、1秒钟放款、0人工介入”。2017年共有131家保险机构开展了退货运费险、意外险、健康险等险种互联网保险业务，这些是新时期银行保险机构拥抱互联网、助力普惠金融发展的重要趋势。

五是融资成本得到合理控制。我们一方面要求商业银行除了贷款利率以外，尽量减免各种收费项目，以降低融资成本。银行业全年比上年多减费让利达440亿元。针对小微企业贷款，禁止银行收取承诺费、资金管理费，严格限制收取财务顾问费、咨询费。贷款利率总体控制在合理区间，稳中有降。特别是国有大型银行，对小微企业、“三农”的贷款利率大大低于地方金融机构和其他小型金融机构的贷款利率水平，在缓解小微企业和“三农”融资贵方面发挥了重要作用。总而言之，经过改革创新，各方面努力，普惠金融服务能力和水平有了一个新的推进。

我先介绍到这里。谢谢。

### 提问环节

经济日报记者：

银保监会等九部委在2017年出台了大中型商业银行设立普惠金融事业部实施方案，方案出台后，大中型商业银行设立普惠金融事业部采取哪些举措？各部委有出台哪些配套？谢谢。

王兆星：

李克强总理在2017年、2018年《政府工作报告》中都强调要大力发展普惠

金融，普惠金融当中尤其要加大对小微企业、“三农”的支持力度，而且要求要出台一系列的配套的激励措施。首先，要求大中型商业银行要设立专门从事普惠金融的事业部，实行专门的信贷资金统计考核和激励机制。到目前为止，刚才我已经讲到，大型银行以及几家全国股份制商业银行在总行层面都专门设立了普惠金融事业部，在分行、县支行都专门设立专门服务来从事普惠金融、小微企业的专门的金融机构。要求要建立五项专门机制，包括综合服务、统计核算、风险管理、资源配置、考核评价五个方面。同时也要求各商业银行要下沉服务，下放审批权限，更多地给基层机构开展普惠金融的自主权。同时在发展普惠金融和解决小微企业融资难的过程中，最突出的面临的困难和挑战，一个是信息不充分、不对称问题，第二是相应的激励不足的问题。我们围绕这样的挑战和难点来开展相关的政策配套工作。在信息方面，一方面要发挥传统的机构服务人员进行面对面的服务，搜集信息做出判断，提供有针对性的相适应的金融服务，同时也利用更多的现代技术手段，包括互联网、云计算、大数据等等，来收集这些信息，然后进行综合判断，提高对小微企业、“三农”的风险评估和贷款审批效率。同时加强和相关部门的信息的共享，包括各级地方政府、小微企业相关主管部门，包括工商、税务甚至公安、司法等方面的相关信息，还包括人民银行的征信系统这些信息。使信息更加充分，有利于我们作出更好的判断，及时快速地提供相应的金融服务和支持。同时也要解决激励不足的问题，一个是内部激励要进一步增强，包括刚才我讲的专门的信贷资金配置，对内部资金成本的考核，对业绩、利润的考核，对从事这项业务的人员和机构负责人的业绩考核和薪资奖励，都要建立专门的特殊体系。

在银行监管方面也采取了一系列措施，刚才讲到建立了专门的普惠金融统计体系、评价体系，同时在计算资本充足率时，对小微企业贷款给予低于大中型企业贷款的风险权重。另外在对基层信贷人员履职评价方面，在完全尽职做好相应调查评估的情况下，如果贷款发生了违约和不良，也免于追究和问责，给基层信贷人员更多的自主权，更好地开拓和发展这项业务。在监管上对于不良贷款率给予相应的容忍度，这也为商业银行做好小微企业金融服务给予了很大的空间和积极性。

此外，关于外部的配套政策措施，刚才程部长讲到了税收方面的措施，人民



银行也对小微、“三农”等普惠类贷款在贷款规模、差别的存款准备金和再贷款的支持上都给予倾斜。我们也充分发挥政策性银行的作用，政策性银行可以和这些做小微、“三农”的小型金融机构建立伙伴关系，为他们提供稳定的资金，以促使这些小机构有更多的资源来从事小微贷款。

我们下一步要实行“两增两控”的考核。要求商业银行小微企业贷款的同比增速不低于各项贷款的同比增速，对小微企业贷款的客户数要不低于去年同期；同时对小微企业贷款利率要进行专门的考核，以有利于降低小微企业的融资成本，相关考核评价办法正在积极研究细化。同时，要把对银行董事会和银行分支机构负责人的考核与发展普惠，发展推进小微企业金融服务紧密结合，进一步调动银行机构为小微企业和“三农”提供金融服务的积极性。

总而言之，这些政策在不断地强化，各部门之间的配合也在不断加强。我也相信通过这些政策措施的完善，通过配套合力的增强，“三农”、小微以及普惠金融在下一阶段会有一个更大的发展。谢谢！

中国新闻社记者：

请问银保监会，下一步银保监会在缓解小微企业“融资难、融资贵”，尤其是贷款成本这方面有没有具体的举措？谢谢。

王兆星：

为缓解小微企业“融资难、融资贵”，我们努力了许多年，应该说取得了积极进展，但并不是非常理想。大家公认小微企业“融资难、融资贵”是世界性的难题，但正因为是难题，我们更应该下大力气、采取更有效的措施来解决这个难题。也只有解决这个难题，中国经济才有新的发展动力，才能够实现可协调、平衡的发展。所以我们正在积极研究完善已出台的措施，也在探索新的措施来解决小微企业“融资难、融资贵”的问题。

“融资难”需要不断地推出服务小微企业的金融产品，降低小微企业贷款门槛，同时也要有更多的激励，使大型银行、中型银行、小型银行，包括政策性银行有更大的积极性来做小微、做“三农”。这些都需要各方面的政策协力。还要采取相应的措施控制小微企业融资成本，来缓解“融资贵”的问题。

第一方面要努力降低小微企业贷款的资金成本。我们要求商业银行要实行内



部的价格成本核算，把信贷资金更多的向小微企业倾斜，向这个领域发放的贷款要在内部的价格成本核算上也实行相应的倾斜。同时我们鼓励有条件的银行业金融机构在市场上发行专项金融债，扩大为小微企业提供服务的资金来源。也鼓励大型商业银行和政策性银行更多地向中小金融机构提供长期稳定低成本的资金，以推动降低小微企业融资成本。

第二，要尽可能限制和取消其他各种收费，除了贷款利率水平要根据风险定价，以覆盖资金成本外，要最大程度减少和取消所有贷款利率以外的各种收费，包括一些通道的费用，管理咨询的费用，都要尽可能降低或者取消。

第三，在贷款分类、在资本计量方面，我们尽可能降低小微企业贷款的风险权重，这也对降低商业银行资金成本、提高商业银行服务小微企业的积极性起到了一定的作用。另外我们正在研究对小微企业贷款利率水平进行单独的监测考核，初步考虑要以市场利率为基础，考核的资金成本以名义利率扣除通货膨胀率后的实际利率为准。

最近国家又推出了一项新的重大举措，就是成立专门的融资担保基金。财政部和大型金融机构可以作为基金的发起者。基金成立后，为小微企业贷款提供担保，推动降低小微企业融资成本。相比以往很多担保公司，新成立的担保基金覆盖范围和规模将不断扩大，更有利于降低小微企业的融资成本。

刚才讲到人民银行也采取了一些措施，包括定向降准，包括对小微企业、“三农”贷款占一定比例的银行相应地降低存款准备金率，而且对小微企业和“三农”贷款给予了再贷款支持，这些都有利于降低小微企业的融资成本。银保监会为了推进普惠金融，推动解决小微企业“融资难、融资贵”问题，除了发挥各个方面的合力以外，还有专门的普惠金融部。李均锋同志是普惠金融部的主任，看看他有什么补充。

原银监会普惠金融部主任李均峰：

刚才王兆星副主席已经非常全面地介绍了银保监会缓解小微企业“融资难、融资贵”的措施，我想补充两点：第一，十八大以来，特别是近几年来，在缓解小微企业“融资难、融资贵”方面，党中央、国务院包括各个部门已经出台了很多政策措施。下一步要把这些政策措施落地，真正发挥作用，真正使小微企业得到实惠，这方面工作还要加大力度。第二，当前小微企业在银行的贷款利率，应该





说已经得到了合理控制，但还有下降的空间。从社会抽样调查的结果看，小微企业贷款利率基本分为四类，第一类是大型银行小微企业贷款利率，在 5.1% 到 5.5% 左右。第二类是地方性法人银行小微企业贷款利率，大概在 6.5% 到 7%。第三类是小贷公司等机构，贷款利率比较高，大概在 24% 左右。第四类是纯民间借贷利率，在 36% 左右。

下一步要推动银行业降低小微企业的贷款综合成本或者贷款实际利率，我们还要进一步加大力度，主要是四个方面。一是降低商业银行小微企业贷款资金来源成本。通过加大拓宽资金来源渠道，使资金来源成本降低。第二个是通过新技术、新手段降低商业银行小微企业贷款管理成本，管理成本包括两方面，一方面是一般的对客户贷前贷后的管理，另一方面是小微企业贷款损失的风险溢价。第三个是主要推动小微企业贷款续贷政策落地，第一次贷款不难，第二次贷款还要不难。社会上反映小微企业贷款到期续贷的利率比较高，通过“过桥”抬高了周转成本，这方面要进一步加大小微企业贷款创新力度，使续贷的成本也降下来。第四个是要推动降低小微企业贷款利率之外的附加成本。这样经过方方面面的努力，力争年底之前，使小微企业贷款利率在现有基础上再有明显下降，带动整个社会小微企业融资成本的进一步下降。主要补充以上几点。谢谢。

## 权益性 REITs 有望改善中国股市低分红现状

周文渊<sup>1</sup>

作为房地产调控长效机制的配套措施之一，4月25日，住建部、证监会联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，明确开展住房租赁资产证券化的基本条件、优先和重点支持领域、工作程序、监督管理等内容，鼓励专业化、机构化住房租赁企业开展资产证券化，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，且明确指出，“试点发行房地产投资信托基金（REITs）”；这标志着中国版公开发行的 REITs 正式走向前台。

### 中国版 REITs 与国际主流 REITs 的差异

REITs(Real Estate Investment Trusts)是一种以发行证券的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分红给投资者的一种信托基金。REITs 在性质上等同于基金，REITs 既可以封闭运行，也可以上市交易流通，类似于封闭式基金。近二十年来，北美地区的 REITs 收益为 13.2%，欧洲地区为 8.1%，亚洲 REITs 的平均收益为 7.6%。

REITs 的发展已经非常成熟，据全美不动产投资信托基金协会（NAREIT）的统计，目前世界上约有 37 个国家和地区建立了 REITs 制度，覆盖美洲、欧洲、亚洲、大洋洲，既有发达国家也有发展中国家，目前，全球 REITs 的总市值已达 1.7 万亿美元。中国金融市场对 REITs 的研究、论证和实践也有了较长的历史，2007 年人民银行、证监会、和银监会的 REITs 专题研究小组分别成立，各相关监管部门都开始启动中国 REITs 市场建设的推进工作；2016 年 10 月 10 日，国务院发布《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发【2016】54 号），其中第 11 条“支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型。” 目前在国内发行的租赁市场资产证券化产品总规模已超 500 亿元，但

<sup>1</sup> 周文渊，中国人民大学国际货币研究所研究员



这些产品大多为私募 REITs。

近一两年来，中国类 REITs 产品层出不穷，但多为债权性的私募产品，中国至今并没有在公开市场交易的标准化权益型 REITs。从近期披露的制度和中国的实践来看，目前中国版的 REITs 与国际上主流的 REITs 存在一些差异。一是国内 REITs 与国际市场主流品种的底层资产存在差异。标准化 REITs 底层资产一般是发行主体持有的物业，而国内 REITs 底层资产比较多样化，既有物业的 BOT 运营权，如鹏华前海万科 REITs，有通过资产计划嵌套私募基金持有物业，如中信启航专项资产管理计划。其次是投资产品通道（SPV）不同。标准化 REITs 投资者持有的是具有取得房地产投资信托资格的公司的股票或者基金份额，而国内类 REITs 投资者多为持有资管计划的优先级（次级一般原始权益人持有）。三是，也是较为重要的是国内外税收制度不同，取得房地产投资信托资格后标准化 REITs 对于分红部分一般免除公司所得税，而国内暂无相关税收制度安排。

### 权益性 REITs 有望让 A 股真正走向价值投资

REITs 既是一种金融产品更重要的是它也是一项产业政策。自 1998 年启动的房地产牛市周期持续已经接近 30 年，主要城市的房地产价格水平达到较高的位置，特别是经历 2015-2016 年的加速上涨之后，房价收入比脱离了经济基本面；为了应对房地产价格过快上涨，中央推出了租售并举的房地产调控政策，推动租房租赁市场的发展。然而由于房地产租赁市场资金流、信息流的制约，租赁市场流动性较差。推动房地产租赁市场建设既要在土地制度上给予倾斜，更重要的是需要在租赁资产退出机制上形成市场化机制，打通租赁市场产业链。推动住房租赁资产证券化和 REITs 正是建设租赁资产金融交易市场的重要举措，对推动租赁住房市场发展举足轻重。当然，REITs 也是一项非常重要的金融产品，目前中国金融市场交易工具逐步完善，股票、债券、大宗商品、外汇及衍生品等金融产品日趋丰富，将房地产资产纳入到金融市场交易范围，有利于丰富投资者投资品种，有效降低系统性风险。

REITs 政策对房地产企业形成了直接利好。有助于盘活住房租赁存量资产、加快资金回收、提高资金使用效率；降低住房租赁企业的杠杆率，服务行业供给

侧结构性改革，促进形成金融和房地产的良性循环。最大的受益者应是持有一线城市住房公寓的品牌商，《通知》提到鼓励专业化、机构化住房租赁企业开展资产证券化。住房租赁资产证券化将直接解决他们的融资问题，有利于规模的快速扩大。其次是地产开放商，如万科近期推出的 180 万租房 10 年的产品，从个人租房角度看，这种模式很难成功，但一旦解决品牌公寓融资问题，这些品牌公寓可以从地产开放商一次性支付多年租金后自己运营，或者说直接买下运营。之前万科 30 亿元入股链家也是看好这部分存量住房租赁市场。

REITS 市场的发展将对中国金融市场的深化发展产生积极作用。目前 ABS 底层资产多样化，这增加了投资者的识别难度，而住房租赁市场将是一个巨大的市场，此类 ABS 具有同质化，大大降低投资者识别难度，住房类 ABS 未来将是固定收益类金融资产中一个大类。对于权益性 REITs，其高分红特点，也有望改善中国股市低分红的特点，让股市真正走向价值投资。

### REITS 产品或造成租赁市场的类次贷危机风险？

当前中国发展 REITS 市场也面临一定不确定性。一方面是税收问题。从《通知》发布部委来看，一些监管的细则还要等后续方案以及实施过程中完善，其中双重征税问题将是有待制度进一步明确的重点。从国外来看，只有取得房地产投资信托资格的公司或者基金才有税收优惠政策，未来 REITS 产品能否顺利发展，需求解决双重征税问题。

中国发展 REITS 可能面临人才瓶颈。REITs 基本上是权益类产品，而这类产品的收益率并不是固定的，基本上取决于 REITs 的管理团队能力。它的运作复杂，专业性强，需要有一个能既懂房地产专业知识，又掌握投资银行业务和相关法律法规的人才团队，实现 REITs 的专业化管理，制定最优投资策略，降低风险，提高收益。

此外，也有人担心 REITS 产品可能造成租赁市场的类次贷危机风险。不过从中国当前公布的政策来看，租赁资产的证券化对底层资产进行了严格把关。比如《通知》明确了开展的条件和重点领域。规定发行条件：（1）物业已建成、权属清晰，已办理住房租赁登记备案相关手续；（2）物业正常运营，产生持续



稳定的现金流；（3）原始权益人具有持续经营能力，最近 2 年无重大违法违规行为（未明确是否需要连续经营两年以上）。优先的重点领域优先支持大中城市、雄安新区等国家政策重点支持区域、利用集体建设用地建设租赁住房试点城市的住房租赁项目及国家政策鼓励的其他租赁项目开展资产证券化。这些项目都是优质资产，不会形成类似于次贷危机的风险。

## 论现代经济中金融资本的逻辑

彭俞超<sup>1</sup>

近年来，经济发展中金融活动的占比不断上升，金融资本在经济中的地位也不断提高。通过复杂的金融体系，金融资本从不同渠道对产业资本进行干预和控制，对产业布局、经济结构变迁和经济发展都产生了重要的影响。在这一背景下，金融资本收益率呈现出不断提高的趋势，且长期高于产业资本收益率。例如，有研究表明，在美国近 50 年的经济快速发展中，金融部门获利能力大幅上升，而作为金融部门服务对象的实体经济部门的获利能力在不断下降。近 20 年来，我国也呈现出了类似的特征。如图 1 所示，我国金融业的净资产收益率自 2003 年起持续快速增长，2015 年已经达到非金融业净资产收益率的两倍以上。金融资本收益率的不断上升既巩固了金融资本的地位，加速了金融资本的积累，也激励了产业资本向金融资本的转化，进而导致产业资本主导的积累模式逐渐被金融资本主导的积累模式所取代。之所以金融资本能够挤压产业资本的利润，是因为金融资本具有其固有逻辑，即金融资本的系统重要性、金融资本的规模经济特征，以及金融资本的流动性和投机性。

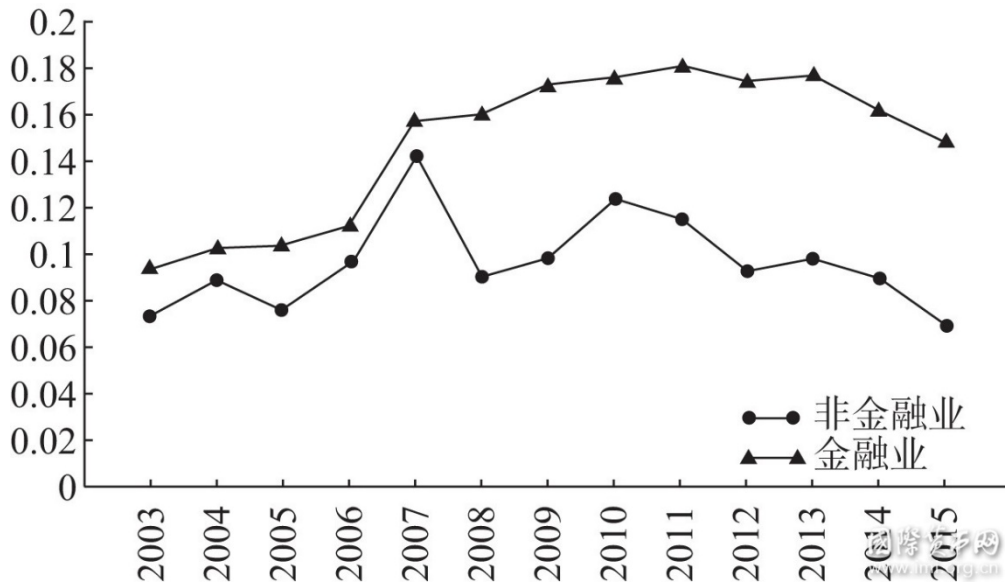


图 1 我国 2003—2015 年金融业和非金融业的净资产收益率对比

<sup>1</sup> 彭俞超，中国人民大学国际货币研究所研究员





数据来源：国泰安上市企业数据库（CSMAR）

## 一、金融资本的系统重要性与金融行业壁垒

经营金融资本的行业往往具有垄断性，存在较强的行业准入壁垒。随着金融资本与货币资本的统一，具有簿记、支付、清算功能的金融业汇集了社会经济中所有金融资本，也掌握了经济中的信息流，关乎金融安全和经济稳定，因而金融资本具有了系统重要性。出于金融安全和经济稳定的考虑，国家为金融行业设置了一定的行业准入壁垒。

### （一）金融资本在商品流通中的作用

经济中的不同主体存在异质性，主要表现在偏好和技术两个方面。不同的时间偏好引起了经济主体的耐心程度差异。更加耐心的人更看重未来的效用，愿意减少当前消费、提高未来消费，因而有更强的储蓄意愿；更加不耐心的人看重当前的效用，因而有更多的消费需求。个体的偏好差异导致了消费需求的差异。技术异质性引起了生产效率的异质性，进而引起要素需求和要素收入的不同。收入、投资和消费的异质性，必然会导致一部分个体有储蓄的意愿，另一部分个体有融资的意愿，则借贷活动必然会产生，信用这一范畴必然出现。在货币产生以前，这些信用活动是以实物借贷来完成的，但是在货币产生以后，货币借贷就成为信用活动的主要形式。货币与信用的结合构成了金融这一范畴，而金融资本就是在货币信用活动中产生的。

金融资本能够促进商品的流通过程。第一，如果没有金融资本，人们将不能借贷。为了确保在未来收入下降或需求上升时仍然能够实现消费的平滑，人们只能进行谨防性储蓄。由于谨防性储蓄的存在，社会总需求规模将会减少一部分，商品必然存在过剩，商品流通受阻。第二，如果没有金融资本及货币信用活动，经济将是无限个“自耕农”。经济主体之间虽然有商品交换，但是没有资金的借贷（投融资过程），每个经济主体只能自我储蓄、独立投资进而独立生产，难以实现社会扩大再生产。无论是商品流通的规模，还是生产规模都受到了限制。第三，如果没有金融资本及货币信用活动，生产过程因为买者和卖者的时间不一致性而受阻，商品流通将被迫延迟或中断。因此，金融资本为融资者提供了购买力，

为储蓄者提供了资本保值增值的途径，极大地促进了商品流通和社会生产。

## （二）从货币经营业到现代银行业

马克思将金融资本参与商品流通的过程表示为 $G-G-W-G'-G'$ ，在这里，出现两次的是，1. 货币作为资本的支出；2. 货币作为已经实现的资本，作为 $G'$ 或 $G+\Delta G$ 的流回。其中，“ $G-G$ ”是金融资本从金融机构流到融资者的过程，而“ $G-W-G'$ ”是资本价值增值的过程，“ $G'-G'$ ”就是融资者向金融机构归还金融资本及其利息的过程。货币资本和金融资本在这里较大程度地统一起来。

随着金融体系的发展，执行贮藏职能的货币逐渐充当了金融资本。金融资本流转企业后，一般立刻就被支付给原材料供应商和工人，执行货币的支付职能。虽然货币并非都是金融资本，但是，作为金融资本的货币却占了社会中货币的绝大部分。而且，在无限信用货币的制度下，货币创造是由“贷款——存款”过程实现的，换言之，“……贷——存……”的金融资本流转过程就是货币创造的过程。派生存款所形成的广义货币都属于金融资本，其占全部货币的比重非常高，且与货币创造乘数正相关。作为金融资本的货币与非金融资本的货币一样，也执行着货币的贮藏、流通和支付职能。

最初，由于货币需要有一部分作为贮藏货币，于是产生了货币经营业的货币保管、记账的职能。随后，“出售时的收入货币，支付中的付款和收款，支付的平衡……都是由货币经营者作为单纯的出纳业者替商人和产业资本家完成的”，于是货币经营业也具有支付清算的职能。最后，由于“借贷的职能和信用贸易同货币经营业的其他职能结合在一起，货币经营业得到了充分的发展”，形成了现代银行业。

由于作为金融资本的货币占有了经济中货币的绝大多数比例，且金融资本执行了货币绝大多数的重要职能，因此，经营货币保管、支付和结算的行业、出纳业者与经营金融资本的行业整合在了一起。在现代市场经济体系中，任何一笔非现金的交易都需要通过银行来完成，无论是转账还是支付，存款还是购买理财产品，无一例外。更为重要的是，在现代市场经济体系中，金银不是货币，贮藏货币的方式是把它存在银行中。除了流通中有限的现金，大部分货币都不会游离于银行体系之外。由于银行业掌握了货币结算的专有权利，因此，它对国民经济的



运行至关重要。

### （三）金融安全与金融行业壁垒

货币结算是银行体系的重要职能。由于银行体系承担了这一职能，金融资本都汇集到了银行体系中。与此同时，整个经济体中的所有交易信息也都被掌握在银行手中，因而银行是经济的制高点。

金融是经济的命脉，是经济稳定发展的重要支撑，也是国家安全的基础。从另一个方面讲，控制银行业就控制了金融资本，进而控制了巨额财富，私人部门也有控制银行业的动机。一旦私人部门掌控了银行，银行就能够为它们提供更便利的金融服务，它们也可以利用银行的金融资本投资获利。因此，银行业是政府和私人部门都非常重视的行业。为了国民经济运行的安全和稳定，防止信息泄露，防止金融资本被他国所控制，各国政府都会提高银行业的准入门槛，并且对银行业实施较严格的监管。

我国银行业长期存在着行业准入门槛，民营资本不得设立银行。改革开放以前，我国实行的是“大一统”的金融体系，中国人民银行身兼中央银行和商业银行的功能，既行使政策职能，又经营货币业务。改革开放以后，央行和商业银行的职能分离，渐渐地形成了以五大国有银行为主的商业银行体系。国家对国有银行有绝对控制权，保证了金融安全。然而，由于缺乏竞争，商业银行的公司治理较为薄弱，银行效率较低。2001年我国加入世界贸易组织（W T O）后，经济对金融的需求越来越高，银行业改革迫在眉睫。鼓励民营资本设立银行，能够改善银行业市场结构，加强银行竞争，提高银行业效率，但无疑会削弱金融安全。面对金融安全和银行效率的矛盾，国家实施了国有银行的股份制改革。一方面，引入民营资本，提高了商业银行的经营效率，另一方面，国有绝对控股，保证了金融安全。2003—2006年，五大国有银行陆续进行了股份制改革。股份制银行是我国银行业改革中的重要战略举措，推动了银行业公司治理的现代化。这也从另一个角度说明了国家对银行业的掌控。

2014年3月，中国银监会正式启动民营银行试点工作，银行业准入机制开始改革。虽然如此，民营银行的业务范围仍然受到较大的限制，监管机构对民营银行的监管也非常严格。事实上，即便是金融体系最为发达、金融市场最为开放

的美国，也颁布了《国际银行法》、《外资银行监管改进法案》等法律制度对银行业准入设置了一定的门槛。由于银行业在国民经济运行中发挥着某些特别的作用，因此，各国政府有关部门都对银行业设置了一定的行业壁垒，从而导致银行业存在着一定的行政垄断。

## 二、金融资本的规模经济特征和自然垄断

资本的边际收益率随着资本的增加而不断下降，即资本边际收益递减规律，是经济学的基本原理之一。然而，现代市场经济中的金融机构常常既保持着高速的资产增长率和资本增长率，又保持着稳定甚至上升的资本收益率，这似乎与经济学原理产生了矛盾。事实上，金融资本具有一般资本的共性，也具有金融资本的特殊性。一方面，受到边际收益递减规律的影响，金融部门资本收益率随着其持有金融资本的增加趋于下降；另一方面，市场结构、风险承受能力等其他因素使金融部门具有规模经济的特征，使资本收益率不断上升。这两种力量的相对大小决定了金融部门资本收益率最终呈现出的变化规律。

存款性债务是金融机构最主要的“原材料”，而存款利息支出就是银行最主要的成本。平均存款利息成本随银行存款的变化是不确定的。一方面，商业银行存款需求上升可能会推高存款利率。在短期中，家庭的收入变动有限，银行只有提高存款利率才能够使家庭进一步减少消费、增加存款储蓄。这就是边际收益递减规律所起的作用。另一方面，银行规模越大则风险越小，往往能够以更低的融资成本获得存款。在存款利率相同的情况下，储户会更倾向将资金存在更大的银行。而小银行必须提供比大银行更高的存款利率，才可能吸纳到存款。从这个角度讲，规模大的银行反而具有较低的融资成本。综合来看，银行长期平均利息成本与存款规模的关系，取决于这两种力量的相对大小。当银行存款规模不同时，这两种力量的相对大小不同。在银行规模较小时，存款的风险溢价成本较高，第二种力量比第一种力量更强；在银行规模较大时，风险溢价成本的边际变化基本可以忽略，则第一种力量就更明显。例如，从风险角度来考虑，若资金的收益率相同，人们不会将钱存入规模较小的苏宁银行，而是存到工、农、中、建等大型商业银行，但是，人们可能并不在意是把钱存到总资产超过 20 万亿的工商银行，

还是存到总资产 20 万亿的中国银行。

进一步分析，从银行业的整体来看，存款的供给并不是有限的。根据存款货币创造理论，银行将所吸收的存款再贷放出去，经过一番流转后，会形成另一家银行的新存款。也就是说，每多吸收的一笔存款都为未来吸收存款奠定了基础。可以认为，存款的长期供给并不是有限的，长期的存款利率并不会因存款的稀缺而上升。那么，上述引起平均利息成本上升的第一种力量在长期中不显著。因此，整体而言，银行的平均利息成本与存款规模之间的关系是负相关的。

图 2 绘制了全球上市银行资产与平均利息成本的关系。从全球来看，资产规模越大的银行，其平均利息成本越小，这与本文的分析是相吻合的。此外，除了存款利息，银行成本还包括银行网点的建设和运维，存取款机器设备的投资。这些成本大多呈现前期投入较高，后期成本较低的特点。因此，在考虑了这些银行网点建设成本后，金融资本规模经济的特征更加显著。

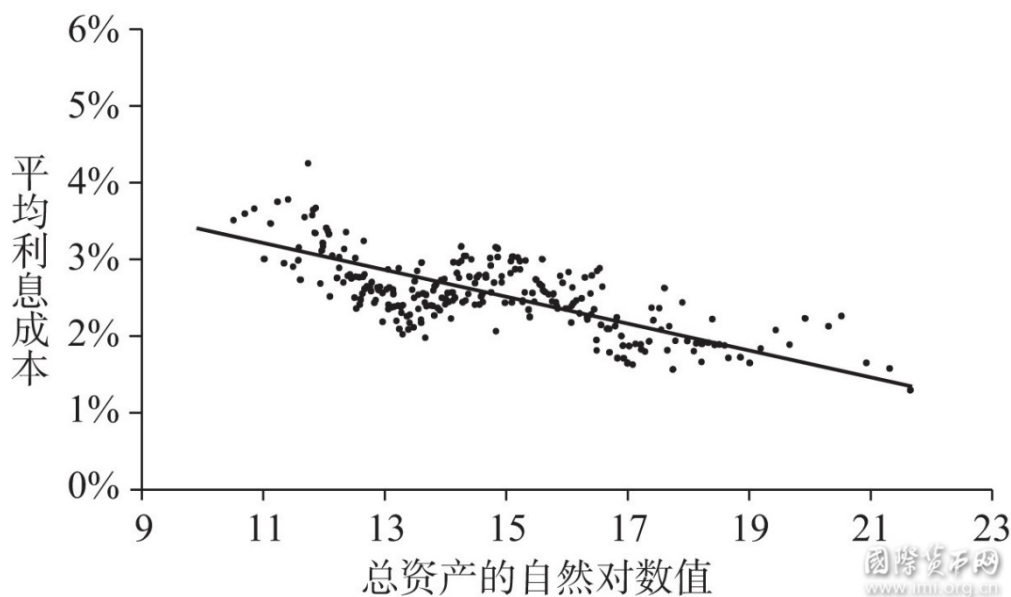


图 2 全球上市银行平均利息成本与总资产的关系（2000—2014 年）

金融资本的规模经济特征造成了金融部门的自然垄断。穆勒最早在《政治经济学原理》就提出了自然垄断的概念，他认为“地主垄断了土地这种要素，而获得了垄断收益——地租”。这一时期的“自然垄断”与对稀缺的自然要素的控制力有关。在某种特殊的社会制度下，掌握某种自然要素的供给，就形成了垄断权利。例如，在中国古代，政府常常会利用“盐铁专营”等手段来对资源密集型行业实施垄断，获得巨大的财政收入，从而实现了“取之于无形，使人不怒”的

富国目标。与穆勒不同，克拉克森和米勒认为，自然垄断是生产函数呈现规模经济的状态，即平均成本随着产量的上升而递减。大型企业较小企业具有更突出的成本优势，从而能够在竞争中处于强势地位，渐渐地形成垄断。如前文所论述，银行存在着规模经济的特性，也就是说，大银行的平均成本比小银行的更低，能够在市场竞争中获得更多的市场份额和收益。从而银行业经过“大鱼吃小鱼”的竞争过程形成了垄断性的市场结构——少数几家大银行控制大部分的银行资产。

自然垄断与规模经济还存在着互为促进的放大效应。一方面，规模经济的银行随着规模的不断上升，必然会有更高的收益率，更高的收益率意味着更高的资本积累速度，而银行资本加速积累就能形成更大的规模。另一方面，当一家银行是规模经济的，随着规模的不断上升，必然占据更大的市场份额，并且获得更强的市场垄断力量。更强的市场垄断力量帮助银行在市场中获得更大的定价权，以及与借款者更强的议价能力，从而通过垄断地位获取更高的收益，形成更大的规模。

值得注意的是，当前主要经济体的银行业市场结构并未形成完全垄断，而主要是以“寡占”的形式存在，反映为较高的集中度。如我国，工、农、中、建四家大型股份制商业银行，占据了中国银行业超过 50% 的资产份额。可是，事实上，中国的四大股份制商业银行皆是由政府绝对控股，其经营管理仍具有一定的行政干预色彩。现有研究认为，银行市场集中度越高，将使银行更容易获得高收益。基于“结构—执行—绩效”框架的观点，市场集中度越高，银行就更容易合谋，进行统一定价，从而获得垄断利润。因此，金融资本的规模经济特征为其不断提高的收益率提供了支撑。

### 三、金融资本的流动性和投机性

由于金融资本具有可交易性，因而它的所有者不必持有至到期，可以通过在市场中交易的方式获得本金和收益。金融资本的可交易性是以它的流动性为保障的。金融资本的流动性和投机性使大量金融资本参与到资本市场交易中，从而形成了活跃的资本市场。在人类“动物精神”的影响下，资本市场可能出现“非理



性繁荣”，也即资产价格泡沫。资产价格泡沫的分配效应使一部分投资者获得了较高的收益率，而使另一部分人遭受较大的损失。

### （一）金融资本的流动性与资产交易收入

绝大多数与直接融资相关的金融资本都具有流动性，如股票、债券、期货等等。它们能够在对应的资本市场或场外市场中交易，从而使金融资本的所有者提前取回金融资本的本金及相应的投资收益。

金融资本的流动性改变了它的获利方式。在市场上交易的金融资本会形成交易价格。价格一方面由市场供需关系所决定，另一方面由其内在投资价值所决定。根据资产的现金流定价模型，我们知道，某金融资产在  $t$  期的理论价格应等于：

$$P_t = E_t \sum_{s=t}^N (\rho^{s-t} M_s) \quad (1)$$

其中， $E_t$  是期望符号， $N_t$  是该金融资产所对应金融合约的总存续期数， $\rho$  是贴现因子， $M_t$  表示  $t$  期的收益或返还的本金。金融资本的内在投资价值，就是预期现金流的贴现值。

假设有两组投资项目 A 和 B。其中，A 项目的持续期数为  $N$ ，每期的收益和最后一期返还的本金均表示为  $M_t$ ；B 项目是由  $N$  个 1 期的子项目构成，分别对应了  $N$  个时期，而且，第  $t$  期的子项目能获得与 A 项目在  $t$  期时一样的收益，每一个子项目完成后，都可以获得本金归还。那么，分别完成这  $N$  个 1 期子项目（项目 B）和直接完成  $N$  期的项目 A 的收益路径是一致的，也就是说，这两组项目是等价的。如果 A 项目所对应的金融资产 A 的价格恰好能够由 (1) 式所决定，那么，在任何时点  $m$  买入和在任何时点  $n$  卖出金融资产 A 所获得的收益，就必然与在  $m$  时点至  $n$  时点期间逐步投资 B 项目所获得的收益相同。这个例子说明，金融资本的可交易性突破了金融资本投资的时间不可分性，交易金融资本所获得收益，与投资时间分割的投资项目是等价的。这就是金融资本的资产交易收入。

### （二）金融资本的投机性、“动物精神”与资产价格泡沫

金融资本的实际价格并不能在每一时点都恰好等于其未来收益的贴现值（即理论价格）。金融资本的价格具有波动性，而这种波动性引起了金融资本的投机性。这种投机性可能会诱发资产价格泡沫。

每一时刻的金融资产价格是由该金融资产的供求所决定的。而金融资产的供给和需求，是取决于供给者和需求者对金融资产价值的预期。如果供给者预期某种金融资产的未来收益是上升的，那么他就会增加该种金融资产的出售价格。同时，如果需求者也有着相同的预期，需求者也会增加对该金融资产的心理价格。只要需求者的心理价格低于出售者所制定的价格，交易就会达成，该金融资产的价格也会由此形成。从供求的角度分析金融资产价格，与分析一般商品的价格决定是类似的。进一步分析，金融资产的交易是否能够达成，金融资产的交易价格是否发生变动，取决于市场参与者的异质性信念。

由于每个投资者掌握的信息不同，投资技术存在差异，以及自身的风险偏好程度不同，因而每个投资者对同一种金融资产的预期价格必定不同。市场参与者信念的异质性程度，影响了价格的波动程度和换手率。价格的波动使金融资本具有了投机性。

仅从异质性信念并不能回答为什么金融资产的价格波动会比一般商品的价格波动大得多。一般商品在价格偏离价值时，就会向价值回归，价格波动幅度较小。而金融资产的价格，往往会先形成较大的泡沫，再以泡沫破灭的方式回归潜在均衡。席勒把资产价格泡沫称作“非理性繁荣”，并且认为，由于人类的“动物精神”，“非理性繁荣”会不可避免地出现。“投机泡沫是这样一种情况：关于价格上涨的新闻刺激了投资者热情，投资者热情通过心理感染在人群中传播，并在此过程中放大可证明价格上涨合理性的故事。”这吸引了“越来越庞大的投资者群体，尽管他们怀疑投资的真实价值，但也被吸引入局，部分是因为他们嫉妒他人的成功，部分则是因为赌徒的兴奋”。由此可见，“动物精神”反映了人们的一种非理性特征，人们会在资产价格泡沫中，失去理性预期，形成对资产价格的过度预期，不断地将资本投入到金融资产的交易中。没有人会关注持有金融资产至到期时的收益，或者金融资产的分红收益，只是会关注金融资产的未来价格走势。

### （三）资产价格泡沫对金融资本的分配效应

资产价格泡沫的形成与破灭，对经济稳定有着重要的影响，与此同时，对金融资本的收益率的上升也起到了重要的作用。2008年，起源于美国的国际金融危机引起了全球经济的大衰退，大量的金融机构和投资者在金融海啸中遭遇了损



失，以雷曼兄弟为首的众多金融机构都遭到了重创。但是资产价格泡沫对于金融资本具有分配效应，部分金融机构和金融资本的实际控制者获得了大量的财富，而大多数的个人投资者承受了资产价格大跌的损失。

资本市场本身不是零和游戏。从整体上看，通过金融资产交易获得的回报也是以金融资本在生产环节增值为最终的来源。但是，在泡沫形成和破灭的这一段相对短暂的时间内，证券市场的分红和发行都是相对有限的，这些变动与股票市值的波动幅度相比显得微不足道。更确切地说，这些能够真正改变股票市场价值的因素，并不能为“非理性繁荣”期间的市值膨胀提供解释。因而，这一短时期内的股票交易可以被看作是“零和”的。对于一个遭受损失的股票交易者而言，他在股价的高位买入，而在低位卖出，则必然有一个或几个对手交易者，在股价的高位卖出，而在低位买入。需要指出的是，股票的二级市场本身并不能“吸金”，股票的买入和卖出，都是同时完成的，资本总是从一个投资者的账户流向另一个投资者的账户。因此，在资本市场价格大涨大跌期间，既然有一部分参与者遭受了巨大的损失，那么就必然有一部分参与者获得了巨大的收益。这就是资产价格泡沫的分配效应：一部分的投资者在泡沫破灭后，获得了较高的资本收益率，而另一部分投资者则遭受了巨大的损失。

2015年上半年，我国股票市场经历了一次泡沫形成和破裂过程。图3展示了上证A股指数的季度涨跌幅与资本市场服务业上市企业的平均投资收益率的对比图。2014年底至2015年上半年，我国股票市场价格迅速攀升，达到5000点高位，随后在2015年6月开始迅速下降，2015年第三季度跌幅超过20%。可是，如图3所示，证券公司等金融机构在股票市场最高位和泡沫刚刚开始破裂的2015年第二季度实现了94%的投资收益率，即便是在股票市场泡沫破裂后，第三季度仍然实现了49%的投资收益率。显然，在这一次股票市场的震荡中，大部分金融投资机构没有遭受损失，反而获得了巨大的收益。遭受损失的是小型金融投资机构和广大个人投资者。

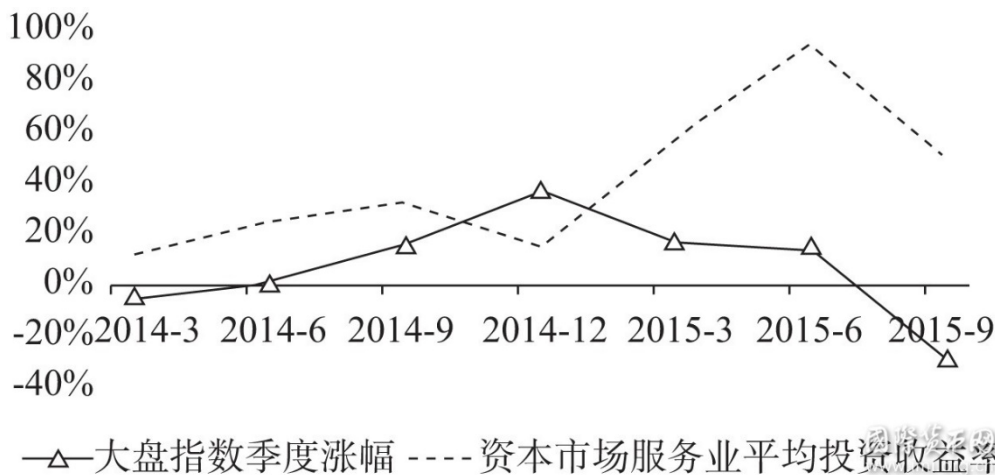


图3 资本市场服务业的平均投资收益和上证A股指数季度涨幅 (%)

数据来源: Wind 数据库

在资产价格泡沫形成与破裂的过程中,规模较大的金融机构所控制的金融资本能够获得极高的收益率,而其他市场参与者却遭受了巨大损失,有以下几方面的原因:第一,规模较大的金融机构具有信息优势。信息对资本市场的交易具有很重要的影响。大金融机构具有更广泛的信息来源和更优秀的信息搜集和甄别能力,从而能够更好地利用信息,在正确的时点买入和卖出金融资产。第二,规模较大的金融机构具有投资技术。金融机构往往具有更专业化的团队,具有更专业的投资技术,不仅能提高决策的正确率,还能够避免“非理性”投资。第三,规模较大的金融机构具有资本优势,能够干预市场价格。尽管在严格的市场制度下操纵市场是违法的,但是,掌握着大量金融资本的大金融机构仍然能够在一定程度上对资本市场价格推波助澜,在达到理想的价格之后,再撤出资金获利,却使后入场的中小投资者遭到损失。资本市场上的资本控制者正是利用了中小投资者的“动物精神”,在资产价格大幅波动中获利。因此,资产价格泡沫具有分配效应,使掌握更多金融资本的投资者获得了更高的投资收益,为金融机构的高收益提供了来源。

总之,金融资本的逻辑为金融资本的高收益率提供了支撑,进而推动了金融资本在经济中的地位。出于国家安全考虑,设置一定的金融业壁垒是合理的。而针对金融业的自然垄断,国家应该积极发展中小银行,形成多层次的银行体系,以提高银行业的竞争程度。针对资产价格泡沫的分配效应,则应该提高股票市场的融资功能,培养理性的长期投资者;征收资产交易税,加强宏观审慎监管,减



少投机活动对资产价格的影响。在利用金融资本发展经济的同时，只有注重金融资本与产业资本的平衡，引导资源回到实体经济生产中，防范经济过度金融化，促进金融和实体经济的有效结合，才能推动经济平稳健康的发展。

## 资管新规下证券公司资管业务布局与展望

蔡咏<sup>1</sup> 冯迪昉<sup>2</sup>

自 2012 年推进金融创新以来，中国各类金融机构资管规模突飞猛进。截至 2017 年末，商业银行理财规模 29.54 万亿元，公募基金 11.60 万亿元，基金管理公司及其子公司专户 13.74 万亿元，证券公司资管 16.88 万亿元，私募基金约 11 万亿元，期货公司资管 0.25 万亿元。如果再加上信托业信托资产 24.4 万亿元，保险公司资金运用 14.7 万亿元，据此推算，2017 年中国整个大资管行业合计管理资产约为 120 万亿元，为同期广义货币 M2 的 71%，国内生产总值（GDP）的 145%。随着各金融挂牌机构的资管业务规模不断攀升，加上产品嵌套和杠杆叠加现象的大量存在，整个资管业务链条的风险也开始积聚，进而影响到整个国内金融市场运行的稳定健康。

按照党的十九大报告精神和中央经济工作会议要求，决胜全面建成小康社会的三大攻坚战之首是防范化解重大风险，重点是防控金融风险。其中打破监管套利又是防控金融风险重要措施之一。而当前中国的资管行业是分业监管下的混业竞争体制，同类业务由于分属不同的监管体系，导致要求标准不同，以致引发频繁的监管套利，致使层层嵌套、结构复杂、底层资产不明的资管产品大量涌现。由于监管套利可能促使风险放大、快速传递，形成监管盲区，因而必须补齐政出多门、监管标准不统一的短板，变分业监管为协同监管。

目前，加强金融市场统一监管已成为市场共识。2017 年 7 月国务院金融稳定发展委员会正式成立。2018 年 3 月 13 日，十三届全国人大一次会议审议通过了国务院机构改革方案，原银监会和保监会合并组成“中国银行保险监督管理委员会”，这标志着金稳委统筹金融改革与发展，人民银行进行宏观审慎管理并落实“三个统筹”（一是统筹金融业发展规划，相关金融监管部门不再编制本部门发展规划，以实现发展与监管职能分离；二是统筹金融业立法，金融立法不再各自为政，避免不同法律之间存在冲突、部分法律立法进程滞后等问题；三是统筹金

<sup>1</sup> 蔡咏，国元证券股份有限公司董事长

<sup>2</sup> 冯迪昉，国元证券分析师





融业并购重组、对外开放的安全审查），银保监会、证监会具体执行的监管组织架构的形成。此后，2018年3月28日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》获得中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过，将成为统一监管标准、消除套利、穿透监管、打破刚兑，防范资管业务风险的指导性文件，其还设置了过渡期，以引导资管行业回归本源、持续发展。

## 新规加速证券公司资管转型：由通道服务转向主动管理

对于证券公司而言，资管业务可以分为通道服务、主动管理两大类。其业务开展可以追溯到1995年，以2004年2月1日施行的《证券公司客户资产管理业务试行办法》为标志，证券公司资管业务正式步入了规范化发展的轨道。早期的资管产品投向较为单一，多投向A股市场。2012年资管新政实施之前，总体规模不及现有规模十分之一，且以集合资管计划为主。2012年，中国证监会修订了有关证券公司资管业务的“一法两则”（指：《证券公司客户资产管理业务管理办法》《证券公司集合资产管理业务实施细则》《证券公司定向资产管理业务实施细则》），放松了对证券公司资管业务的限制与约束，尤其是定向资管业务的投资范围与信托业务基本相近。投资范围的放开使得定向资管计划规模得以快速扩张，成为继银信合作受限之后的新通道，近几年定向资管计划规模占比已接近90%。

本次“资管新规”对证券公司资管业务中提供通道服务、设置分级产品、非标投向等方面予以了限制。其正式实施后，券商通道业务将是受影响最大的业务领域。从行业现状来看，证券公司资管业务已有意由目前提供通道服务为主转型为主动管理为主，未来应更进一步改变资金、资产两头在外的局面。

首先，证券公司提供通道服务已受到多重限制。自2016年下半年以来，多部金融监管法律法规出台，证券公司资管的通道业务已在业务准入、资金来源、产品杠杆、计提风险准备、管理成本等方面受到了多项限制。资管新规更是明确提及禁止不合规的通道业务，要求金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

其次，从证券公司资管行业的近期发展来看，通道业务规模已呈现萎缩趋势。

证券公司通道服务多采取定向资管计划的形式，截至 2017 年底，证券公司资管规模 16.88 万亿元，较当年三季度末 17.37 万亿元减少约 4300 亿元，较当年一季度末 18.77 万亿元缩水约 1.89 万亿元。其中，证券公司定向资管计划规模从 2017 年一季度末的 16.06 万亿元降至年末的 14.39 万亿元，2017 年二、三、四季度环比降幅分别达到 3.86%、4.64%、2.27%。中国基金业协会 2016 年统计显示，证券公司 85% 的定向资管计划为通道业务，定向资管计划规模的下滑说明证券公司通道业务发展速度已进入拐点，开始呈逐渐下降趋势。

最后，证券公司资管业务转向主动管理，有利于优化业务收入结构。相对于主动管理 1%~1.5% 年化管理费收入，通道业务的费率较低，一般在万分之二到万分之五之间，结合 2017 年末 12 万亿元左右的通道业务规模，通道业务的收入约为 40 亿元。对比来看，2017 年整个证券公司资产管理业务净收入为 310.21 亿元，虽然通道业务整体规模占据了整个证券公司资管业务的近 80%，但此项业务收入却仅占 12.8%。可见，通道业务规模下滑乃至归零对证券公司资管业务收入虽然会产生一定影响，但整体负面效应可控。综合来看，证券公司在经历了交易佣金大幅下降的重大考验后，收入结构已得到改善和优化，已经逐步改变了“靠天吃饭”的窘境。

因此，无论是从相关制度规定、行业发展趋势还是业务收入来看，通道业务都面临不利局面，转型主动管理已是大势所趋。

### 证券公司资管发展展望：发挥优势，回归本源

#### 1. 证券公司资管优势：跨业务链对接资金端和资产端

证券公司资管转型主动管理的目的在于回归“受人之托、代人理财”本源。想要回归本源，加强主动管理能力，先要理清证券公司资管与同业竞争者相比较的优劣势。

从与市场占比和关注度较大的银行理财及公募基金比较来看，劣势方面，证券公司开展资管业务与公募基金相比投资门槛高，且无法免除增值税，与银行理财相比在渠道营销的广泛性方面略差。但反向来看，与银行理财相比，证券公司资管在场内标准化资产投资方面拥有实战经验、人才储备，在净值型产品管理方面也有较多的实践经验；与公募基金相比，证券公司资管背靠大量的证券营业部



客户，在销售渠道方面点多面广，细化的客户群较为广泛，营销的专注性及效率也更高，另外在可投资资产方面供选择的范围也比公募基金更广。同时，证券公司又比期货、信托及私募基金等机构在资管方面占有优势。

从上述对比可看出，相较于其他资产管理机构，证券公司资管各方面处于中间位置。但需要特别指出的是，“资金—产品—资产”是资产管理业务中三个重要环节，资管产品是连接资金与资产的“桥梁”，相对于其他资管机构，证券公司经营范围涉及零售经纪、投资银行、信用交易、场外业务、国际业务等多条业务线，拥有较强的投融资信息优势，其资金投向也可跨场内和场外、境内和境外、标准化和非标产品，从而形成标的资产的差异化配置。

因而，发挥业务链优势，完美对接资金端和资产端，是证券公司资管业务的核心竞争力，也是证券公司资管业务可以与其他资管机构展开差异化竞争的突破口。

## 2. 资金端：多渠道挖掘客户、提供个性化服务

第一，资金渠道多源化。有调查显示，自 2014 年以来高净值人群和可投资资产每年以 20% 速度增长。2016 年可投资资产 1000 万元以上的中国高净值人群数量已达 158 万人，共持有 49 万亿元的可投资资产，人均持有可投资资产约 3100 万元。随着高净值人群及其可投资资产的扩张，其财富的传承将被重视，资产配置需求也会快速增强，财富管理的重要性日益提升。同时，随着股票市场投资回报稳定性的走低以及债券市场信用违约事件的增多，个人投资者自主投资的难度也将提升，投资者将会逐渐接受“术业有专攻”的理念，对获取专业财富管理服务的诉求日益增加。从 2016 年数据看，证券公司资管集合计划中机构投资者占比为 57.1%，定向资管计划中占比高达 99.7%。可见过往证券公司资管业务主要是集中于机构客户端。事实上，即便是主动管理业务也是很大部分由承接商业银行的委外资金而来的。由于受到监管趋严、银行系统治理深化影响，银行理财及同业资金开展委外业务受到限制，使得委外业务资金来源受限。同时，在央行“削峰填谷”维持市场流动性紧平衡的环境下，银行负债端成本抬升，进而对委外资金收益率的要求提升。此外，商业银行对受托机构的要求已不仅局限于收益率，还对产品净值稳定、受托机构风控水平、信用评价能力等也提出了更高要求。总之，

商业银行等机构客户对委外资金管理机构的选将会更加严格。综上所述，证券公司资管部门在提升机构客户规模增量方面的难度将有所增加，结合高净值客户获取专业财富管理服务需求的增加，证券公司资管业务后续应更为重视对零售客户的挖掘，从而使获得受托资金的渠道更加多源化。

第二，客户服务个性化。在为客户提供专业化资管服务的方式上，证券公司可将原有的零售经纪业务客户按资产规模、投资偏好等进行市场细分，在满足适当性管理要求的同时，向客户提供差异化、个性化服务。具体来看，对资金规模较小的客户可以通过互联网终端营销方式降低获客成本；对资金规模中等的客户可以营业部为载体，联手银行、保险、信托等金融机构组织各类活动，提供投资顾问服务；针对高净值客户，证券公司资管部门可根据客户的投资目标与风险偏好，提供现金、股票、债券、大宗商品、FICC（固定收益、外汇及大宗商品业务）、金融衍生品等一系列资产配置，设计出定制化的资管计划，以满足客户不同阶段的理财及财务需求，实现财富的保值、增值。至于如何进行客户识别和分类，则可以借助于金融科技，运用大数据、云计算等技术对客户交易行为数据进行深度分析和挖掘，为客户进行精准定位，并在此基础上识别客户的风险承受能力和投资偏好，以提供个性化的财富管理服务。

### 3.资产端：配置多样标的、服务实体经济

一是促进资产配置多样化。目前证券公司资管主动管理产品的投向上比较单一，近六七成投向债券、股票等场内标准化产品。过去，资产管理部门多通过比拼收益率和维持预期收益型产品的刚兑来追求主动管理类产品规模的扩张。随着产品刚兑的打破、增值税的征收、融资主体信用风险的提升，投向固定收益证券为主的保本类产品将难以为继，资管机构需要更加重视对多样化资产的选择和投资管理能力，应在主要选择场内标准化产品的同时，逐步延伸到场外产品，如新三板或四板挂牌股权、场外期权、指数挂钩产品、政府和社会资本合作（PPP）项目等。

二是管理运营协同化。从标的资产的选择能力来看，证券公司资管部门理应具有一定的优势，投行承销能力、股权及固收的投资能力、并购项目的来源等均可为客户带来独特的投资机会。证券公司的海外子公司则可以满足客户全球配置的需求。因而，证券公司可以发挥各业务线的协同效应，以投行思维将受托资金



投向最有配置效率的领域，利用业务链的信息优势选择标的资产。综合运用股权融资、可转债、资产证券化等方式来满足企业的融资需求，运用专业财务会计知识在资产定价方面发挥优势，并妥善协调沟通资金需求方与第三方服务机构及监管部门之间的关系。

三是境内境外一体化。随着各行业相应“一带一路”倡议的践行以及对外开放程度的加深，中国企业到境外投资、发展境外业务的途径大幅增加，相应地对境外金融市场的融资业务也会广泛开展，其运用金融工具应对汇率变化和大宗商品价格变化的需求也将上升，因此，证券公司资管业务需要加快提升对境外资产的配置能力，运用合格境内机构投资者（QDII）和合格境内有限合伙人（QDLP）、金融衍生和跨境金融工具，为跨境经营的企业客户量身定制能对冲外币风险的套期保值产品，做好境内外机构间资管业务的联动发展，帮助客户整合境内外资产，提供统一的资产配置计划。

四是推进资产证券化。这是证券公司资管业务可以重点挖掘的领域，其对融资方在盘活存量资产、降低融资成本、调整财务结构和降低融资门槛等方面有诸多吸引力。资管新规也提升了客户对资产证券化产品发行的意愿和投资需求。一方面，资产证券化产品不受资管新规对产品杠杆、投向、嵌套等方面的限制，因此在产品设计方面可更为灵活。另一方面，目前对非标投资的监管趋严也使客户有动力选择资产支持证券（ABS）进行“非标转标”。

五是服务实体持续化。证券公司资管需要提升服务实体经济的能力，以服务实体经济为己任，助力供给侧结构性改革，推动实体经济转型升级和高质量发展。证券公司资管业务可通过资管产品的设计，将资源配置到实体经济发展的重点领域、区域和薄弱环节，满足实体经济对融资的有效需求。证券公司可利用自身优势推动区域经济协调发展，以满足地方企业多层次的投融资需求，通过专业化融资服务助力企业做大做强。

#### 4. 风控线：全方位覆盖、前瞻化预警

首先，推动风险控制系统化。风控是保证证券公司资管产品平稳设立和业务安全运营的重要环节，应该贯穿产品及业务的整个运营周期，应建立前中后台全员参与，拥有完善授权、反馈和监察机制的风控体系，使风险控制系统化。对投

向为非标准化资产的资管项目来说，风险控制更应该从项目审查环节向前和向后延伸，在尽职调查、产品交易结构设计和中后期管理上进行全方位的风控覆盖，从而保证资金流动安全、资产质量可靠、业务操作合规。

其次，促使风险预警前瞻化。风控不仅是简单的体系完善和风险应对，更应该通过量化手段提升对风险的预判性。具体实施方面可以构建风险评价指标，并建立对指标进行综合评判的预警模型，再依据模型评判结果设置预警区间，提示风险预警。

最后，推进产品类别适配化。证券公司需要在资产端和资金端实现投资者适当性管理，根据资管产品的各方面属性，明确其风险等级、投资期限、投资品种及其适配的客户群体，让“适合的投资者购买恰当的产品或服务”，避免在销售过程中将资管产品提供给风险不匹配的投资群体。

总之，在未来的资管业务竞争中，证券公司应严格遵守资管新规开展业务，以主动管理为战略发展方向，满足客户多样化的需求，紧紧围绕“两端一线”，构建新型资管业务格局，不断提升投资管理水平和运营效率，通过协同化、一体化的持续稳健经营和创新为资金来源各不相同的客户提供个性化、多样化的产品选择和资产配置，严守合规风控底线，夯实投研能力，真正做优、做强证券公司的资管业务。



## 欧洲就中国投资产生分歧 对安全和竞争的担忧与投资需求之间的冲突<sup>1</sup>

Danae Kyriakopoulou<sup>2</sup>

财政和货币政策，尤其关于是否遵循欧盟预算规则和欧洲央行量化宽松等话题，向来都是欧元区核心国和非核心国间产生分歧之处。近来，经济政策领域中又浮现出另一个类似的分歧点，即贸易和投资。争议的话题主要是如何应对中国投资，而希腊成为了聚焦点。

2016-2017 年，中国在希腊投资显著增长，尤其在航运、科技、能源等领域出现快速提升。希腊位于亚、非、欧三大洲交界之处，在“一带一路”倡议中发挥重要的作用。2017 年，希腊是中国在欧盟第四大的投资接受国，尽管它只是欧盟最小的经济体之一。

去年，欧盟委员会主席让·克洛德·容克表示，欧委会打算于 2018 年设立新的欧盟投资审查框架，对其认定为关乎公共秩序和社会安全的资产，特别是基础设施、科学技术等领域，将采取更为严格的投资审查。此框架将补充德国、法国和意大利等欧盟国家现有的外资审查机制，使欧盟与美国和日本的做法接轨。

此举主要出自于对中国的担忧。中国对欧盟投资持续增长。2016 年，中国在欧投资达到 498 亿美元，占其对外投资总额的 30% 左右，相当于其该年在美国和东亚投资的总和。中国通过其两个主权基金，即国家外汇管理局和中国投资有限责任公司，以及其他国有企业，在欧洲收购了许多重要基础设施和科学技术资产的股份。其中包括了德国的一家机器人公司、英国的欣克利角 C 核电站（Hinkley Point C）以及希腊的比雷埃夫斯港口。

<sup>1</sup> 翻译：刘斌；审校：罗添，原文刊发于 OMFIF Commentary（2018 年 4 月 9 日）

<sup>2</sup> Danae Kyriakopoulou，国际货币基金机构官方论坛首席经济学家、研究主管



欧洲许多国家的政府担忧中国对敏感行业的控制在加强，而与此同时欧洲企业也在担心竞争会加剧。法国政府已采取措施，阻止中国投资其认定为“战略资产”的领域，包括从机场到酸奶等产业。德国企业尤其担忧中国通过收购获得知识技术转移，加快由世界工厂过渡成为世界科技的中心。美国总统特朗普对华采取的打击措施，也成为了欧洲限制中国投资的动机，这是因为在地缘政治不确定的今天，欧洲想要与美国维持牢固关系。

而欧洲南部的一些国家，正处危机当中，对华态度明显不同。西班牙、希腊和葡萄牙等国经济尚未完全复苏，国内政府投资仍受财政紧缩的限制。这些国家视中国为其急需的资金来源。希腊尤为迫切。希腊政府希望 8 月份能干净退出第三轮紧急财政援助。紧急财政援助结束后，任何债务减免项目均与希腊国有资产私有化进程密切相关，而这也就需要希腊进一步吸引国外投资。

荷兰以及北欧国家等自由贸易的支持者，也反对欧盟加强对外国投资审查的提议。在一些中欧和东欧国家，欧盟的受欢迎程度逐步下降，它们对此提议也持有类似的反对意见。

然而，即将到来的英国脱欧致使欧盟正在倒向更为谨慎的、具有贸易保护主义倾向的阵营。英国一向是自由贸易的呼吁者，与中国关系密切，同时也是中国在欧投资最青睐的国家。在 2011-17 年间，中国一共在英国投资 78 个项目，高于其他任何欧盟国家，甚至高于德国和法国的总和。中国在英投资总额为 636 亿美元，约占同期在欧投资总额 1955 亿美元的三分之一。

英国脱欧后可能继续吸引大量的中国投资，特别是如果中国在欧盟面临越来越大的障碍。欧洲核心国对中国的贸易保护主义或出自切实担忧，但必将在旧分歧尚未化解的欧洲带来新的隔阂。

## **Chinese investment divides EU**

### **Worries over security and competition clash with investment needs**

**Danae Kyriakopoulou<sup>1</sup>**

Fiscal and monetary policies, particularly questions over compliance with budgetary rules and the European Central Bank's quantitative easing, have traditionally divided core and peripheral euro area countries. Similar divisions are now becoming visible in another area of economic policy, that of trade and investment. A major area of contention is China, with Greece at the forefront.

Chinese investment into Greece accelerated significantly over 2016-17, particularly in the shipping, technology and energy sectors. Located at the junction between Asia, Africa and Europe, Greece plays an important role in China's Belt and Road initiative. In 2017 it was the fourth-largest recipient of Chinese investment into the European Union, despite being one of the bloc's smallest economies.

Last year European Commission President Jean-Claude Juncker indicated the Commission's intention to launch in 2018 a framework for screening foreign investment into assets considered important for public order and security, particularly in infrastructure and technology. This would complement screening rules already in place in several EU countries, notably Germany, France and Italy, and would bring the EU in line with practices in the US and Japan.

The move is motivated by worries about China in particular, whose investment flows into the EU have been steadily growing. These reached \$49.8bn in 2016, corresponding to around 30% of China's total outbound investment and equivalent to that attracted by the US and East Asia combined in that year. Through its two sovereign

---

<sup>1</sup> Danae Kyriakopoulou is Chief Economist and Head of Research at OMFIF

funds, the State Administration for Foreign Exchange and the China Investment Corporation, and other state-owned enterprises, China has acquired stakes in major European infrastructure and technology assets, including a German robotics firm, Britain's Hinkley Point C nuclear power plant and the Greek port of Piraeus.

European governments' concern over China's increased control of sensitive industries is matched by businesses' fear of increased competition. The French government has taken action to block Chinese investment into what it considers to be 'strategic assets', from airports to the yoghurt industry. German firms are especially alarmed by the transfer of know-how through acquisitions and its potential to accelerate China's transition from the world's factory into a technology hub. President Donald Trump's actions against China are another spur to Europe, as it seeks to preserve a strong relationship with the US at a time of geopolitical uncertainty.

In Europe's crisis-hit south, the reality is markedly different. With their economies still not fully recovered and domestic government investment hit by fiscal tightening, Spain, Greece, and Portugal view China as a source of much-needed funds. Nowhere is this felt more acutely than in Athens. The Greek government wants a 'clean exit' from the third bail-out in August and conditionality attached to any post-programme debt relief are linked to progress with the privatization of state assets. This is largely dependent on the country's ability to attract foreign investment.

Free trade proponents such as the Netherlands and other northern European governments also oppose EU proposals for tighter screening rules on foreign investment. The same is true of some central and eastern European countries, where the popularity of the EU has been in gradual decline.

However, Britain's upcoming exit from the bloc is tilting the balance of power in favour of the cautious, more protectionist camp. Traditionally a vocal supporter of free trade and a country close to China, Britain has long been the favourite for Chinese investment. Between 2011-17, it was the destination for 78 Chinese investments, higher than any other EU country and greater than that of Germany and France combined. The



total value of these investments was \$63.6bn, one-third of the \$195.5bn China invested in the EU over that period.

Britain may continue to attract significant Chinese investment after Brexit, especially if China faces growing hurdles in the EU. Core European protectionism over China may be based on valid concerns, but would accentuate new divisions in a continent that is desperately trying to heal existing ones.

## 中国人民银行的权力，央行新范式？<sup>1</sup>

Herbert Poenisch<sup>2</sup>

自从一系列不稳定事件损害了中国领导人作为金融稳定的守护者的形象以来，金融稳定问题一直萦绕在中国领导人的心头。在西方国家，2008年全球金融危机之后的指责游戏引发了类似的相互扯皮。但是，它们的政策应对却极为不同，反映了金融部门作用，与政府以及整体治理的关系。<sup>3</sup>本文将着重谈论中央银行作用的比较。

这篇文章将简要介绍西方和中国金融危机的原因，西方国家政府的反应，中国共产党为金融部门提供的范式，最近全国人大采取的确保金融稳定的措施，以及关于中国的一个结论。中国央行的角色已经发生改变。

### 金融危机的原因

诸多文献对金融危机的原因进行了分析，其中最重要的原因是：在国内，为防止经济衰退而过度信贷扩张。中央政府（特别是在欧元区）、地方政府（在中国通过地方政府融资平台）、企业和家庭获得了充足的贷款，导致偿债率上升。货币政策导致了此次信贷泡沫，利率创下历史新低。以CPI衡量的通胀保持良性，但包括房地产价格，股价以及债券价格在内的资产价格上涨。由于资产抵押品价格出现通胀，信贷得以进一步扩张，这加剧了恶性循环。

因此，2017年中国私人非金融机构的信贷总额占GDP的比例达到260%，而在美国，这一数值占GDP比重为160%，在欧元区为145%。如果去看信贷缺口，即私人非金融机构的债务同其长期趋势的偏差，情况也是一样的。在2017年初，中国和香港特别行政区远高于上述趋势，而美国

---

<sup>1</sup> 翻译：谭笑；审校：罗添

<sup>2</sup> Herbert Poenisch，中国人民大学国际货币研究所国际委员、国际清算银行原高级经济学家

<sup>3</sup> Sheng, Andrew and Xiao, Geng(2018): 评判中国治理的正确方式。刊载在世界报业辛迪加网，3月26日。  
[www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)



和欧元区则低于上述趋势。<sup>1</sup>最近国际清算银行的研究提出了一系列金融危机的指标。<sup>2</sup>其中包括三个主要金融指标：信贷缺口、偿债缺口和资产价格缺口，这三个指标可以由其他指标来补充。货币指标是广义货币 M2 的增长速度。2017 年末，中国 M2 达到 GDP 的 300%，而美国的比重达到 75%，欧元区在采取多年量化宽松政策后，其广义货币 M2 占 GDP 的比重接近 100%。

在中国，对金融机构的协调监管不力引发对于潜在稳定性风险的忧虑。周小川行长着重提到了四个方面：影子银行、资产管理、互联网金融和金融集团。<sup>3</sup>

他还提到，一旦对稳定的信心出现明显崩塌，即所谓的“明斯基时刻”，资产泡沫破裂，金融中介机构的资产负债表出现亏损，地方政府、企业和家庭产生债务偿还问题。这个阶段被则称为金融危机，是很多因素共同作用的结果。

从外部看，相关资产价格是指外汇价格。国内金融过度扩张造成汇率压力，波及经常账户和金融账户，这种压力可以通过调整汇率或加强资本管制进行缓解。

## 西方政府的反应

对 2008 年全球金融危机（GFC）这一主要金融动荡的应对包含两方面。通过多德-弗兰克法案等，银行业监管措施得到了加强，同时各国央行开始实施量化宽松这一非传统的货币政策。这遏制了全面衰退，但没有像预期的那样刺激经济增长。

这扩大了中央银行的资产负债表，增加了经济的流动性，但向实体经济部门的传导仍然不足。银行提高了资产负债表的质量，但并未向实体经济部门放贷，原因是因为变严的监管。各国央行乐于遵循其货币政策，以

<sup>1</sup>信用差距 [www.bis.org/statistics/c\\_gaps.htm](http://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm)

<sup>2</sup>Aldasoro, Inaki, Borio, Claudio and Drehmann, Mathias(2018): 银行业危机的早期警示指标： 刊载在国际清算银行季报，三月 [www.bis.org/publications](http://www.bis.org/publications)

<sup>3</sup>周小川 (2017): 在 2017 年 10 月第三十二届 G30 国际银行业研讨会上就中国经济发展前景发表演讲 [www.bis.org/speeches](http://www.bis.org/speeches)

确保充足的增长，因为通胀指标是良性的。因此，触及零下限的史上最低利率对中央银行提出了新的挑战。<sup>1</sup>

各国央行对金融稳定则采取了不同的政策。它们从全球经济危机中吸取经验，更加关注金融稳定。一些中央银行，主要是新兴市场国家，如中国和马来西亚，扩大了中央银行的权力范围以实现金融稳定。发达国家的中央银行则不愿意采取这样的方式。

有两个主要的理由说明发达国家央行为什么不愿意这么做。首先，金融稳定比货币稳定更难以界定，其次，央行不应该承担过多的责任。瑞士央行行长乔丹甚至警告说，如此高的预期是非常危险的。<sup>2</sup>尽管如此，央行应当在确保金融稳定方面发挥主导作用至少有三个令人信服的理由：金融稳定影响到央行运作的宏观经济环境；央行是最后贷款人，需要评估交易对手的风险；他们对金融市场的运作有更好的了解。<sup>3</sup>

因此，西方国家央行承担了稳定金融的责任，主要是促进金融稳定，而不是像稳定货币一样直接确保金融稳定。这是基于有多个主管部门负责金融市场的监管。市场参与者实行自我监管或受专门监督机构的约束。中央银行直接参与货币市场、债券市场和外汇市场，但不直接参与其他金融市场，通常也不为这些金融市场制定规则。

央行监测各种金融市场的发展情况，并当在一段较长的时间内出现重大发展时使用杠杆。货币市场就是一个例子，一些中央银行不干预以平息利息高峰，另一些则定期干预，还有的每天都会进行干预。同样，在外汇市场上，部分央行并不对日常波动进行干预，而其他央行则积极管理汇率。

西方央行认为金融市场出现一定程度的波动是应对市场参与者反应的必要工具。频繁的干预将会削弱这一手段，增加市场的不确定性。它们只有在市场波动阻碍其中期增长和通胀目标时才作出反应。其货币政策目标，比如通货膨胀目标，的透明度是最重要的。

---

<sup>1</sup>见奥地利央行 200 周年会议：[www.oenb.at](http://www.oenb.at)

<sup>2</sup>乔丹、托马斯 J.(2014):央行的新角色？在苏黎世经济社区发表的演讲。[www.snb.ch](http://www.snb.ch)

<sup>3</sup>BIS (2011):央行治理和金融稳定性。学习小组报告(主席 S Ingves) [www.bis.org/publications](http://www.bis.org/publications)





央行对于金融稳定的界定是很狭隘的。大多数央行仍然奉行微观审慎的做法，只监管单个金融机构。中央银行有能力执行宏观审慎政策，因为它们有能力分析系统性风险。<sup>1</sup>宏观审慎做法，例如抑制资产泡沫，由于缺乏操作上的明确性，尚未被广泛采纳。反对者声称，他们不知道何时进行干预以及干预到什么程度。而利用利率来抑制资产泡沫的做法尚未广泛使用。

## 中国范式

金融部门在社会主义经济中的作用有所不同。中国共产党在 2017 年 7 月 15 日召开的全国金融工作会议后重申了这一点。金融部门应为人民服务，并由中国共产党直接管理。为了实现这一目标，金融稳定发展委员会已于 2017 年秋季成立，目前由副总理马凯先生担任主席。

社会主义国家从未经历过像苏联时期那样的金融动荡。金融资源被分配到实体经济部门，金融从未成为一个独立的部门。苏联人避免了由于金融管理不善而产生的溢出后果，直到苏联解体时，出现恶性通货膨胀，对于以往问题的清算卷走了苏联人的存款。

中国领导人通过关注历史教训，特别是苏联解体的教训，正试图保护中国人民免受金融动荡的影响。它通过为金融部门的所有参与者制定法规来防止金融动荡。银行通过资产管理和互联网金融参与了许多涉及影子银行的业务，互联网金融通过网络货币、电子支付、众筹融资、P2P 贷款以及保险产品向大部分人提供金融服务。非银行控股公司在缺少对整个集团进行适当监督的情况下，通过其一家子公司提供金融服务。

另外，金融市场本身具有动态性，并产生无法调节但需要管理的风险。新任命的中国人民银行行长易纲精通管理固有风险，因为他在美国有丰富的生活、教学经验，并自上世纪 90 年代中期加入中国人民银行以来曾多次参加国际货币基金组织、国际清算银行和其他论坛的国际会议，这些国际会议透彻分析了西方金融危机的原因。

<sup>1</sup>国际货币基金组织(2018)：货币政策和中央银行业务 [www.imf.org](http://www.imf.org)

中国对于金融市场的波动持有不同看法。它是对指导中国历代当局的至高无上的“稳定”这一概念的侵犯。因此，需要防止波动，而不仅仅是管理。<sup>1</sup>任由市场参与者对波动进行日常管理和对冲是一个外国概念。怎样才能让市场如中国领导人所承诺的那样发挥更大的作用，同时又不带来更大的波动，还需要进一步观察。同样需要进一步观察的，还有如何通过减少外汇管制，让强大的全球金融市场在中国发挥更大的影响力。中国对2016年初人民币离岸市场波动的反应就是一个明确的信号。

### 近期中国举措

2017年7月全国金融工作会议，2017年10月中国共产党第十九次全国代表大会和2018年3月举行的全国人大会议都规定了中国共产党在经济和金融领域的领导地位。<sup>2</sup>这对金融业意味着什么？它强调了实体经济的权威和大多数人的福利，而不是自我闭环、只为金融精英服务的金融部门。这样，马克思制定的G-M-G（增长-货币增长）模式已经得到恢复。根据这一模式，货币是中性的，只发挥促进实际增长的作用。在西方，这一模式已被转化为M-G-M'，即货币通过实际增长创造利润（M'）。

中国共产党，特别是副总理刘鹤先生表示，他反对通过地方政府融资平台（LGFV）向地方政府以及通过其他渠道向企业（包括大型私有企业和国有企业）以及近期向家庭部门进行过度放贷。去杠杆化进程已经开始。在这些情况下，偿债能力令人担忧。同时，股票和房地产等市场的资产泡沫也令人担忧。中国人民银行被敦促采取措施为资产市场降温。中国人民银行因此得到采取宏观审慎措施的授权。

此外，中国人民银行也被赋予监管金融部门的最高权力。证监会和保监会已合并为一家，以更好地控制金融集团。证监会也受其管辖，因此中国央行覆盖了所有金融部门。

在中国共产党的指导下，中国人民银行一直是主要的负责机构，比其他大多数中央银行承担更多的职能。以刘鹤副总理、郭树清先生为代表，

<sup>1</sup>关于中国人民银行的法规规定中国人民银行必须防范并消除金融风险，维持金融稳定（第二篇）。

<sup>2</sup>自19大以来，中国共产党发挥更加透明的作用。



中国共产党主要通过副总理刘鹤、金融稳定发展委员会以及中国人民银行内部的中国共产党的代表（郭树清先生），对中国人民银行的工作进行监督。中国人民银行负责促进增长，确保价格稳定，管理汇率，规范整个金融部门以及确保金融稳定。

一家有着如此多任务的机构需要相应的工具、权力和保障。中国人民银行已经被赋予权力，但完善的工具和保障还仰仗于其他政府部门。尽管它可以采取准备金要求、回购利率、中期借贷并且管理日常汇率，关键决策还是由其他政府部门作出。这些部门有权力改变关键利率、制定汇率政策并且为人民银行的决定提供保障。

拥有如此广泛的权力将对中国人民银行构成挑战。央行是否具备金融市场各领域的专业知识？它是否具有对不同金融领域出现的风险的前瞻见解？它监测“黑天鹅”和“灰犀牛”事件的风险吗？它是否了解风险是如何通过相互联系传播的？监管是否能明晰风险控制后谁持有最终风险，并且对此做出了充足的规定？

价格波动以及交易对手管理风险的能力造成了现代金融体系的风险。主要参与方可以使用风险分担或风险转移工具。对雷曼兄弟在 2008 年倒闭的案例研究已经显示了数字时代风险共担的复杂性。耗时数月时间，才弄清在随即引发的损失中，谁受到了何种程度的牵连。

## 结论

鉴于现代经济中金融的复杂性和普遍性，近期中国人民银行增补权力提供了新的维度。虽然这是可行的，但要缩小中国的监管差距、消除金融不稳定性是一项艰巨的任务，几乎是不可能的。

金融波动不可能消除。它可以被控制和管理，但它肯定会发生在一个更加市场化的制度中。如果允许市场参与者发挥更大的作用，他们则会犯错误或对系统造成风险。一旦出现不稳定因素，羊群效应这一市场经济的缺陷将放大最初的冲击。中共还没有确定，损失应由私人承担还是应该由

社会承担？在当局承担监管所有金融部门职责的国家，如中国，存在着对于让社会承担损失的偏见，即道德风险。

虽然最近中国共产党和全国人大会议的决定通过为央行提供一个新的范式已经向前迈出了一大步，但许多重大问题仍然悬而未决。应该由中国人民银行还是市场参与者负责管理各种金融风险？是否有足够的工具来管理各种风险？大大小小的市场参与者是否具有充足的教育背景能够管理风险并承担损失？如何处理“大而不倒”的问题？金融体系需要在私人和社会责任之间划分更加明确的界限。在不确定的时期内，政府对损失者的救助，就像 2015 年股市崩盘之后那样，将成为首选救助机制。

# Power to the Peoples' Bank of China. A new paradigm for central banking?

Herbert Poenisch<sup>1</sup>

Financial stability has been on the mind of Chinese leaders ever since episodes of instability have tarnished their image as custodians of stability. In Western countries the blame game after the GFC in 2008 led to similar recriminations. However, the policy reactions are very different reflecting the role of the financial sector, the relationship with government and governance in general<sup>2</sup>. This article will focus on the comparative role of central banks.

This contribution will briefly cover the reasons for financial crises in the West and in China, the reaction by Western governments, the paradigm given by the CPC to the financial sector, the recent measures to ensure financial stability adopted by the recent NPC and a conclusion for China, where the role of central banking has been redesigned.

## Reasons for financial crises

The literature has ample analysis into their causes, the most important ones of which are: Domestically, an excessive credit expansion to prevent a downturn in economic growth. Ample credit was extended to the government (especially in the Euro Zone), the regional governments (in China through Local Government Financing Vehicles-LGFV), enterprises and households, leading to a rising debt service ratio. The monetary policy contributed to the credit bubble as historically low interest rates facilitated this credit boom. Consumer price inflation stayed benign, but asset prices escalated. These were property prices, share prices as well as bond prices. This

---

<sup>1</sup> Herbert Poenisch, Member of IMI International Committee, Former Senior Economist of BIS

<sup>2</sup> Sheng, Andrew and Xiao, Geng (2018): The Right Way to Judge Chinese Governance. In: Project-Syndicate, 26 March [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)

reinforced the vicious spiral as credit was increasingly extended against inflated asset collateral.

As a result, total credit to private non-financial entities spiralled to 260% of GDP in 2017 in China, compared with 160% of GDP in the US and 145% the EURO area. Looking at the credit gap, which is defined as the deviation of the private non-financial debt over its long term trend the picture is the same. At the beginning of 2017 China and the Hong Kong SAR were well above the trend whereas the US and Eurozone were below<sup>1</sup>. There are a number of indicators of financial crises, as a recent BIS study shows<sup>2</sup>. These are the three leading financial indicators, credit gap, debt service gap and asset price gap, which can be supplemented by others. The monetary indicator would be the expansion of broad money M2. At the end of 2017 China M2 reached 300% of GDP, whereas the US was at 75% of GDP and the EURO zone close to 100% of GDP, after years of quantitative easing.

In China inadequate coordination of regulation of financial intermediation raised concerns of potential stability risks. Governor Zhou mentioned four areas in particular: shadow banking, asset management, internet finance and financial conglomerates<sup>3</sup>.

He also mentioned that once the confidence in apparent stability broke, the so called 'Minsky moment', the asset bubble deflated, with losses on the balance sheets of financial intermediaries, and debt servicing problems by local governments, corporates and households. The phase is called financial crisis, the accumulation of a many factors.

Externally, the relevant asset price is foreign exchange. Domestic financial excesses lead to exchange rate pressures, both on the current as well as the financial account, which can be accommodated by exchange rate adjustments or preventing necessary adjustments by tightening capital controls.

---

<sup>1</sup> Credit-to-GDP-gap [www.bis.org/statistics/c\\_gaps.htm](http://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm)

<sup>2</sup> Aldasoro, Inaki, Borio, Claudio and Drehmann, Mathias (2018): Early warning indicators of banking crises: expanding the family. In: BIS Quarterly Review, March [www.bis.org/publications](http://www.bis.org/publications)

<sup>3</sup> Zhou, Xiaochuan (2017): Prospects of the Chinese economy-broad based growth. Speech at the 32<sup>nd</sup> G30 International Banking Seminar, October [www.bis.org/speeches](http://www.bis.org/speeches)

## Reaction by Western governments

The reaction to the major financial instability, the global financial crises (GFC) in 2008 was twofold. Banking regulation was tightened, such as through the Dodd-Frank Act, and central banks embarked on unconventional monetary policy through quantitative easing programmes (QE). This prevented a full blown recession but did not provide the stimulus to economic growth as expected.

This expanded central banks' balance sheets, increased the liquidity in the economy but the transmission to the real sector was still inadequate. Banks increased the quality of their balance sheets but not lending to the real sector, citing tighter regulation. Central banks willingly followed their monetary mandate, to ensure sufficient growth as inflation indicators were benign. As a result, historically low interest rates, touching the zero lower bound posed new challenges to central banks<sup>1</sup>.

Their responsibilities for financial stability produced a different picture. Learning the lesson from the GFC, central banks paid more attention to financial stability. It was mostly emerging market central banks, such as China and Malaysia which extended the mandate of their central banks to cover financial stability. Advanced countries' central banks were more reluctant to go down this way.

There were two main arguments why they did not. Firstly, financial stability is far more difficult to define than monetary stability, and secondly, central banks should not be over burdened with responsibilities. SNB President Jordan even warned that such high expectations are exceedingly dangerous<sup>2</sup>. Nevertheless, there are at least three compelling reasons for central banks to play a leading role in ensuring financial stability. They are: financial stability affects the macroeconomic environment in which they operate, they act as lender of last resort and need to assess the counterparty risk, and finally they have a better understanding of the functioning of financial markets<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>See 200th Anniversary Conference of the Austrian National Bank: [www.oenb.at](http://www.oenb.at)

<sup>2</sup> Jordan, Thomas J. (2014): A new role for central banks? Speech given at the Zurich Economic Society. [www.snb.ch](http://www.snb.ch)

<sup>3</sup>BIS (2011): Central bank governance and financial stability. A report by a Study Group (Chairman S Ingves) [www.bis.org/publications](http://www.bis.org/publications)



As a result Western central banks have accepted responsibility in the area of financial stability, mostly as contribution to financial stability rather than outright ensuring stability as is the case with monetary stability. This takes into account that there are various authorities in charge of financial market regulation and monitoring. Market participants practice self regulation or are subject to specialised supervisory bodies. Central banks are directly involved in the money market, the bond market and foreign exchange market. They deal with other financial markets at arm's length. They usually do not write the rulebook for these.

Central banks monitor developments in the various financial markets and use their levers if critical developments occur over an extended period of time. The money market is a case in point, where some central banks do not intervene to smooth interest spikes, others intervene regularly and others intervene daily. Similarly, in the foreign exchange markets, daily swings do not prompt some central banks to intervene, whereas other central banks actively manage their exchange rates.

Western central banks consider a certain degree of volatility in financial markets as necessary tool for the reaction of market participants. Frequent intervention would blunt this instrument and add to the uncertainty in the market. They react to volatility only if it counters their mid-term growth and inflation targets. Transparency of their monetary target is of paramount importance, such as inflation targets.

Financial stability in the minds of central banks is narrowly defined, the banking system. Most still pursue the microprudential approach by regulating and supervising individual institutions. Central banks are well placed to conduct macro-prudential policies because they have the capacity to analyse systemic risks<sup>1</sup>. Macroprudential concerns, such as deflating asset bubbles, have not been broadly adopted as they lack the operational clarity. Opponents claim they don't know when to intervene and by how much. Using interest rates to deflate asset bubbles has not been commonly used.

---

<sup>1</sup> IMF Factsheet (2018): Monetary Policy and Central Banking [www.imf.org](http://www.imf.org)

## Chinese paradigm

The role of the financial sector is different in socialist economies. The CPC has restated it following the National Financial Work Conference on 15 July 2017. The financial sector should serve the people and as such is under the direct authority of the CPC. In order to achieve this, the Financial Stability and Development Committee has been set up in autumn 2017, presently under the chairmanship of Vice-Premier, Mr Ma Kai.

Socialist countries never experienced financial instability as during the Soviet Union. Financial resources were allocated to the real sector and finance never took on a life of its own. The population was thus protected from any spill over from financial mismanagement until the end of the Soviet Union when hyperinflation, the reckoning from previous mistakes, wiped out the savings of the population.

The Chinese leadership, by paying attention to the historical lessons, in particular the collapse of the Soviet Union, is attempting to protect its population from financial instability. It is putting the emphasis on preventing financial instability by designing regulations for all participants in the financial sector. These are the banks which are heavily involved in shadow banking such as through asset management, the internet finance which provides financial services to a large part of the population through cyber currencies, e-payments, crowd financing, P-2-P lending and finally through insurance products. Non-bank holding companies provide financial services through one of their subsidiaries without proper supervision of the whole conglomerate.

In addition, financial markets have dynamics of their own and create risks which cannot be regulated but need to be managed. The newly appointed PBOC Governor Yi Gang is well versed in managing the inherent risks as he has ample experience from living and teaching in the US as well as attending international meetings at the IMF, BIS and other forums where financial crises in the West were analysed thoroughly since he joined the PBOC in the mid 1990s.

Volatility in financial markets is viewed differently in China. It is a violation of supreme harmony which has guided Chinese authorities, dynasties before and CPC leadership now. As such, volatility needs to be prevented, rather than just managed<sup>1</sup>. Trusting the market participants to manage and hedge volatility on a daily base is a foreign concept. How should a greater measure of market functioning, as promised by Chinese leaders without more volatility materialise, needs to be seen. In the same vein, allowing the powerful global financial markets more influence in China through less foreign exchange control needs to be seen. The Chinese reaction to volatility in the offshore RMB market in early 2016 sent a clear signal.

### **Recent Chinese measures**

The pre-eminence of the CPC in the economy and finance has been stipulated during the July 2017 Work Conference, during the 19th Party Conference in October 2017 and in the recent NPC meeting in March 2018<sup>2</sup>. What does this mean for the financial sector? It enshrines the authority of the real economy, the welfare of the majority of the population rather than the financial sector leading a life of its own, serving only the financial elite. In this way the Marxist stipulation G-M-G (growth-money-growth) has been restored where money is neutral and only facilitates real growth. In the West, this has been perverted into M-G-M' where money creates profit (M') through real growth.

The CPC, notably Vice Premier Mr Liu He has expressed its disapproval of excessive credit growth to regional governments through special financing vehicles (LGFV), to enterprises (the big private ones as well as the SOE) and most recently to households. The deleveraging process has already started. In all these cases the debt servicing capacity is a cause for concern. It has also expressed concern over asset bubbles, such as shares and property and prompted the PBOC to take measures to cool

---

<sup>1</sup>The Law on the PBOC states that the PBOC shall..guard against and eliminate financial risks, and maintain financial stability (article 2).

<sup>2</sup>The CPC is playing a more transparent role since the 19<sup>th</sup> CPC Congress.

the asset markets. The PBOC is therefore authorised to apply macro-prudential measures.

In addition, the PBOC has been given the supreme power to regulate the financial sector. The two supervisory agencies for banks and insurance have been merged into one to better control financial conglomerates. The Securities Commission is also under its authority, thus covering all finance sectors.

Together, the PBOC has been made the main responsible authority under the guidance of the CPC to carry out more functions than most other central banks. The CPC oversees the work of the PBOC, notably by Vice Premier Liu He, the Committee for Financial Stability and Development and the CPC representatives inside the PBOC, notably Mr Guo Shuqing. The PBOC is responsible for promoting growth, ensure price stability, managing the exchange rate, regulate the whole financial sector as well as ensure financial stability.

An institution with so many tasks needs the tools, authority and safeguards. The PBOC has been given the authority, but complete tools and the safeguards rest with the political authorities. While it operates through reserve requirements, repo rates, medium term lending and manages the daily exchange rates, the key decision rests with political authorities. They have the power to change key interest rates, stipulate the exchange rate policy and provide safeguards for PBOC decisions.

Having such a broad mandate will prove a challenge for the PBOC. Does it have the technical expertise in all aspects of the financial markets? Does it have a superior view of the risks emerging in different segments of finance? Does it monitor Black Swan and Grey Rhino risks? Does it understand how risks are transmitted through interlinkages? Does regulation provide a clear picture of who holds the final risk after risk mitigation and do they have adequate provisions for these?

Risks in a modern financial system are generated through price fluctuations as well as counterparty ability to manage risks. The primary parties have risk sharing or risk transfer instruments at their disposal. The case study of the collapse of Lehmann

Brothers in 2008 has given some idea of the complexity of risk sharing in digital times. It took months to reconstruct who was implicated to what extent in the losses incurred.

### **Conclusion**

Given the complexity and pervasiveness of finance in a modern economy, the recent additional powers of the PBOC take on a new dimension. While it is feasible, but demanding to close regulatory gaps in China, getting on top of financial instability altogether is a tall order, close to impossible.

Financial volatility cannot be ruled out. It can be contained and managed, but it will certainly occur in a more market driven system. If market participants are allowed a greater role, they will make mistakes or game the system. Once instability appears, herding, a deficiency of market economies, will magnify the initial impulse. The CPC has not decided yet, whether losses are basically private or should be socialised? In countries where the authorities take on overarching responsibilities for the financial sector, such as China, there is a bias for socialising losses, called moral hazard.

While the decisions of the recent meetings of the CPC and the NPC have been a great step forward, with a new paradigm for central banking, major issues are still up in the air. Is the PBOC or are market participants responsible for managing various financial risks? Are there ample instruments available for managing various risks? Are market participants, big and small sufficiently educated to be able to manage their risks and bear the costs? How will 'too big to fail' be handled? The financial system needs more clarity on the red demarcation line between private and social responsibilities. In uncertain times, government bailout of loss makers, as after the stock market crash of 2015, will be the preferred rescue mechanism.



## 系列三十九：促进人民币外汇市场创新的政策建议<sup>1</sup>

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》第七章。

构建多层次的人民币外汇市场对人民币国际化有重要的意义。多层次的人民币外汇市场包括市场参与主体的多样化、市场交易规模的持续增加、市场流动性的不断提升以及市场可交易产品的不断丰富等内容，多层次的人民币外汇市场可以支撑人民币发挥国际结算货币、计价货币以及储备货币职能的顺利实现，也可以有效发挥人民币外汇市场本身的价格发现、汇兑计价和保值避险功能，为人民币市场参与者提供便捷高效的交易渠道。

### 一、进一步完善人民币外汇市场化定价机制

2015 年中间价形成机制改革后，2016 年引入了“一篮子”货币作为人民币定价的基准，市场经历了一段时间的摸索，目前已经对新的机制较为适应，同时市场对于人民币外汇市场其他方面的配套改革也更加期许，人民币汇率市场化改革还需要进一步推进。当前的中间价定价制度只是迈向大国金融过程中的过渡性

<sup>1</sup> 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

安排，人民币汇率市场化改革的终极目标是自由浮动，这是作为一个崛起的世界性大国的必然归宿。目前的中间价定价机制延续了监管层要兼顾多重目标的政策框架，此次调整中间价定价逻辑的主要目的有三：一是稳定中国对外贸易条件，即参考一篮子货币的波动；二是减缓外汇储备的下降速度，参考每日下午 4:30 反映市场供求的价格作为次日定价的一部分；三是保持人民币国际化的推进态势，推进以更加市场化的方式对人民币进行定价。一个政策工具要承担如此多的政策目标，在无其他方面配合的条件下，只能是现阶段的权宜之计，有可能最后的结果是即无法稳定汇率也无法有效改善中国的贸易条件，有可能最后的结果是即无法稳定汇率又无法改善中国的贸易条件，有可能最后的结果是即无法稳定汇率又无法改善中国的贸易条件，且容易成为系统性风险的发泄口，而且只有当汇率接近自由浮动之时，人民币汇率才能真正成为经济运行的结果而非目标。

## 二、提高外汇政策组合的灵活性

人民币比外汇市场的发展主要依靠政府政策的放宽和推动，面对当前复杂严峻的国内外形势，我们一方面要保持国内宏观经济环境的稳定，一方面也要相机在不同的政策组合之间进行调整取舍。具体来说，当前主要面临的问题是需要汇率、储备、国际化的政策组合之间进行适时调整。汇改以来的外汇政策主要是在不可能三角的边线进行政策组合调整，取得了很好的效果。我们所处的内外部环境在不断发生变化，2005 年汇改至 2014 年，中国经济发展受人口红利的推动，长期处于经常项目和资本项目双顺差的格局，政策制定也基本上以“先流入后流出、先长期后短期”的基调为主，我们通过外汇占款对冲了绝大部分外汇储备增量，加以准备金政策的调整，基本保持了国内货币政策相对独立、汇率基本稳定、资本项目有序开放的格局。2014 年开始，储备增速放缓并开始下降，而储备恰恰是目前政策制定其中的一个我们无法主动控制的外生变量，外汇储备的底线思维仍然适用。底线也约束了政策边界，在各种可能的政策组合中，也许更加偏向浮动的汇率同人民币国际化的政策组合是比较合适的选项。

## 三、促进人民币离岸和在岸市场的协调发展





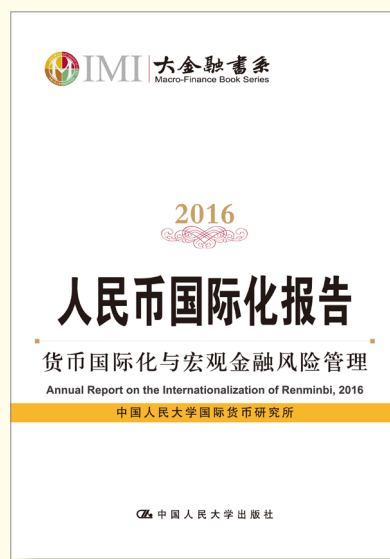
由于离岸人民币外汇市场进入门槛较低,因此离岸人民币外汇市场发展迅速,国内开展人民币外汇业务受“实需原则”的管理,外汇交易市场上长期以进出口实需企业为主,缺少投机资金的介入,导致国内人民币外汇市场交易规模和中国进出口规模不匹配,近年来随着离岸人民币外汇市场的发展,离岸人民币外汇交易量已经大大超过境内成交规模。根据国际清算银行 2016 年统计,全球人民币外汇市场日均成交规模为 2020 亿美元,其中大部分为离岸市场成交,境内市场成交增长速度严重落后离岸市场。保证人民币国际化进程由境内人民币外汇市场主导是维护中国金融安全的重要方面,进一步降低人民币外汇市场的进入门槛是国内人民币外汇发展的重要保证,适度放松对境内人民币外汇交易的政策限制,是未来政策需要考虑的重点。

#### 四、推动人民币外汇交易电子化发展

人民币外汇交易电子化是大势所趋。根据欧洲货币杂志对 2016 年全球外汇市场的调查统计,外汇交易市场份额排名前五家所占市场份额有不断下降的趋势,主要原因就是电子化交易平台的发展,使外汇交易便利化、去中心化、利润率降低化过程加快,未来外汇交易市场将是得平台者得天下的阶段,从现在开始中资银行就应该以人民币外汇交易为依托,大力发展自己的对非银行机构及个人客户电子化交易平台。但是目前中资银行对外汇交易相关设施的投入和大人才储备严重不足。商业银行改革至今,国内银行仍然延续以扩张资产规模为主的发展模式,未来需要转变观念,从外延式增长转入内涵式发展。以资产负债为主的发展模式虽然短期内容易见到效果,快速提升银行在体系内的地位,但是对于金融市场这类资金密集和人才密集型的业务,需要长期的大量投入和人才的培养,国内银行普遍对人民币外汇交易尤其是电子化交易平台投入严重不足,制约了中资银行在交易方面的市场份额提升。

## 《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

