

【本期推荐】

刘 珺：资本、劳动与价值创造

【“金融监管”专题】

管清友：互联网金融监管全梳理

焦瑾璞：中国普惠金融体系的治理结构及其风险监管

宋 科：当下中国如何严控金融风险

伍 聪：如何在有效监管下推进金融创新

【海外之声】

Herbert Poenisch：人民币对冲外汇风险

Paul Tucker：放缓金融改革的危害

——现在向说客妥协还为时尚早

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

系列二十七：传统经济模式给实体经济发展带来的结构性障碍

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：刘 欣

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

资本、劳动与价值创造

刘珺¹

恩格斯评价《资本论》时说，“自从世界上有资本家和工人以来，没有一本书像我们面前这本书那样，对于工人阶级有如此重要的意义。资本和劳动的关系，是我们全部现代社会体系所围绕旋转的轴心，这种关系在这里第一次得到了科学的说明。”马克思认为，资本主义生产的本质是剩余价值的生产，这一生产过程的具体形式表现为资本与劳动的交换。政治经济学表述如此，若置于人类发展的历史长卷中，资本与劳动的关系以及二者如何创造价值会呈现出更加复杂幻化的动感画面。

一、理论演进

原始社会阶段，生存需要使劳动成为第一性的人类活动，财富及资本的概念尚未真正形成，更谈不上与劳动的主辅强弱关系，劳动是价值创造的核心且几乎是相对唯一的要素。在其后人类社会活动中，甚至涵盖 21 世纪前的广袤时空，劳动特别是体力劳动的作用逐渐式微，从生产力核心要素到关键要素再到要素之一，而资本的作用却逐渐势强，从附属到主导再到“统治”，二者的此消彼长对应着人类进步过程中生产力和生产方式的转轨变化，是经济表现出的社会，是社会形塑出的经济。

那么，资本与劳动的关系形态如何理论化呢？

古希腊历史学家色诺芬最早使用“经济”一词，其《经济论》针对自然经济状态下奴隶主的家政管理，突出农业的根本作用，反对雅典的商业和货币，虽涉及到商品与价值的关系，但简单劳动本身显然是价值所在。

到 17 世纪中期，威廉·配第在《赋税论》中第一次提出“商品价值由劳动时间决定。商品的价值与这个商品的劳动生产率成反比例关系”，同时又矛盾地认为“价值由劳动和土地共同创造”，土地作为生产要素进入

¹ 刘珺，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国投资有限责任公司副总经理

价值创造的方程式中，劳动是劳动生产率的决定因素之一，资本的概念尚未显性化，但资本载体货币已经以“反面教材”的形式出现。

亚当·斯密在《国民财富的性质和原因的研究》中，将使用价值定义为“特定物品的效用”，而交换价值定义为“由于占有某物而取得的对于其他货物的购买力”，“货物的价值，等于能购买或能支配的劳动量”，“劳动是衡量一切商品交换价值的真实尺度”。劳动作为价值标准是排他的，劳动以及劳动生产力的改进是为了增加财富，而财富与资本概念上开始接近。

大卫·李嘉图坚持商品价值由劳动决定，“商品的价值只能由生产中耗费的劳动决定，价值量的大小是与这种劳动量成正比的”，“这里所谓的劳动不仅指投在商品直接生产过程中的劳动（直接劳动），而且也包括投在实现该种劳动所需要的一切器具或机器上的劳动（间接劳动）”，劳动中的相对劳动量是决定商品价值的主因。李嘉图认为任何社会都存在资本，甚至原始社会也是一种资本主义，但资本介入后，等量劳动生产等量价值和等量资本要获得等量利润出现矛盾，价值与劳动时间的强对应关系出现松动。

马克思有选择地继承李嘉图“商品价值是社会规定劳动体现”的劳动价值论，在《资本论》中通过分析商品及价值形式，对价值表述精炼为“凝结在商品中的无差别人类劳动”。马克思认为商品经济社会中财富表现为具有使用价值和价值的商品，而劳动包括具体劳动和抽象劳动（李嘉图区分了简单劳动和复杂劳动），社会必要劳动时间决定商品的价值量，以劳动和剩余价值为主线政治经济学实现了对古典经济学的批判和总结，资本和劳动的关系从平行的生产要素嬗变为有阶级特征的对立概念。之后的理论发展循着劳动价值和资本价值两大分野，大致对应政治经济学和非政治经济学两大阵营。

二、实践变迁

在实践中资本与劳动的关系一直变化，抑或加速度抑或平滑“怠速”，稳态始终是相对的，特别是人类进入后工业革命时代。二者的关系形态在三次工业革命中完成了代际变迁，其概念本身也在潜移默化地丰富与延展。

工业革命前，传统生产方式以手工劳动为主，劳动是生产力三要素中最为活跃的，劳动“力”的作用强，劳动更多地指向具体劳动。

随着社会发展和进步，手工生产已经无法满足日益增长的市场需求，亟待技术改革。于是哈格里夫斯发明珍妮纺纱机，瓦特改良蒸汽机，第一次工业革命大幕徐开，机器代替手工劳动的“启动键”被按下，生产力的提升进入质变阶段。发电机问世后，电能取代蒸汽机成为新的动力，“电气时代”成为第二次工业革命的标签。电话和电报等的成功发明缩短了时空差距，深刻地改变了人类的生活方式。劳动之“力”在弱化，非力劳动的作用愈来愈显著，而“钱”的作用亦与日俱增。原来由劳动决定的价值愈来愈资本化，投资驱动增长，增长带动投资。资本从与劳动同侧的投入产出方程式左边变成兼跨两侧，既与劳动在投入侧融合，又在产出侧衡量价值。资本成为经济的主动动力。

其后，社会化大生产继续高速发展，生产力持续高速提升，科技创新源源不断，原子能、电子计算机、空间技术和生物工程等的发明和应用潜移默化却又颠覆性地把人类生活换挡推入到第三次工业革命。简单劳动的作用继续在下降，几近被忽略，劳动的内涵发生着根本变化，思想生产亦是有效劳动。劳动的形式从以体力劳动为主和体力劳动、脑力劳动并重转向以脑力劳动为主，劳动的复杂程度和科技含量成为决定性力量。资本作用更加强大，与之对应的资本市场更是发挥了生产力倍增效应，使得资本以“光速”在全球范围内流动和配置，为劳动力和产品市场注入“加速度”。

而现在，第四次工业革命或产业革命已然发端，IOT（internet of things 一切皆互联）、AI（人工智能）等新科技重塑人类生产方式的同时重构人类的生活方式，甚至意识形态和思维模式。今日之劳动已非昔日之劳动，其内容由重到轻，其方式由物理到虚拟，其驱动因素由人“手”到人“脑”，

人“口”的作用也由初始状态下物质产品的主要消耗者变成现在消费需求的重要创造者，由减项变成加项。古典经济学“供给自动创造需求”的萨伊定律向共享经济的“小众、分享、多元”的有效需求理论迁徙，劳动者的手、口、脑三位一体，中和位育。

在工业革命的进程中，劳动的形态明显趋于轻盈，明显趋于智能，清晰勾勒出“唯物”到“唯心”“唯智”的轨迹，资本与劳动的对位从相对分离到相对独立到相互融合，平行运动后归至科技创新的驱动引擎中。与此对应，国民经济中第三产业的比重不断上升，超越第一和第二产业，企业组织亦呈现劳动密集型、资本密集型、技术密集型、人才密集型的由低到高、由简单到复杂的梯度进阶。在新经济中，即便是劳动含量高的制造业，也必须+互联网或被互联网+，工业生产向智能生产升级，工业化和信息化的两化融合指向智能制造和智能经济，其中的劳动与资本无论表观还是实质、无论是量还是质均难以分明泾渭，两大生产要素不断聚合共同作用于生产力的进步。

三、概念互融

与此同时，资本与劳动的概念和范畴随着生产力的发展和人类的进步而发展进步。原始状态下，劳动特指与人对应的体力劳动和简单劳动，而严格定义的资本尚不存在；自然经济状态下，劳动增加了与劳动工具对应的机械化的成分，而资本主要指代财富；工业经济状态下，劳动更多地是与机器对应的复杂劳动和自动化劳动，而资本与货币形成强关系；信息经济状态下，劳动的主干是与高科技对应的复杂劳动和抽象劳动，而资本与货币之上叠加了人力资本的强关系；新经济状态下，劳动的虚拟化和智能化与资本的人性化和智慧化趋于合流，生产要素的后端产出集合变成前端投入集合。

历史上看，资本概念的衍进对劳动、资本与价值创造的互动关联解释力更强。最初，资本是劳动的附属，是劳动成果的体现，资本的作用是劳动成果的衡量标准。商品和货币的出现不仅是人类发展的里程碑，而且是资本开启统治模式的肇始，资本化路径自此在多向度铺陈开来。

首先是资本乘数效应和杠杆作用的强化，从资本对应劳动实际配置的低配、等额配置到倍数配置，资本的杠杆作用从无到有、从不突出到不可须臾离开，“金融是现代经济的核心”的真经被过度加杠杆念成“歪经”。

其次是虚拟经济反客为主增速远超实体经济，仅最近 35 年其增幅超过十倍，与实体经济从原来的相差无几到超过数倍。

再次是资本的工具意义被无限放大，资本不仅是生产要素，而且是衡量尺度，甚至是经济外交和国家角力的“武器”。

最为突出的是 2008 年全球金融危机以来主要央行“炫技”的非常规货币政策：量化宽松，货币漫灌加上央行扩表，使货币供应量增速持续居于高位，而利率水平处于历史低位，甚至欧日等采取负利率政策，经济等式的资本变量成为全能工具。

再次是资本的作用机制发生变化，从生产要素的线性运动逐渐变为立体运动，不仅参与生产力的生产，而且参与其他要素的生产，比如劳动力的生产与再生产，土地的生产和再生产，更为革命性的是参与科技创新的生产和再生产，资本俨然成为现代经济的空气和水；最后是资本与全球化的交互加速，使经济发展的益处和坏处均超比例扩大，一边是财富总量的增长和整体福祉的改善，一边是劳动力的两极分化和贫富悬殊的加剧，资本的作用力场基本覆盖全域空间。

与全球化背景下资本的崛起相比较，劳动的作用仿佛一直在走下坡路，事实并非如此。

狭义的以“力”为中心的劳动确实符合以上描述，而广义的劳动继续发挥不可替代的作用，并且呈现出因时而变的多元复杂性。从量上看，与劳动对应的人口仍在增长，虽然主要经济体或早或晚地已跨过“刘易斯拐点”而迈向老龄化社会，但一定量的劳动力绝对供给仍然是发展中国家跨越“中等收入陷阱”的先决条件，劳动力的比例不能过低，数量上必须达标；从结构上看，低端制造要向高端制造和智能制造转型，体力型劳动力与知识型劳动力的构成比例明显向后者倾斜；从性质上看，劳动除了生产

资料输入后的生产之外，生活资料的消费成为另一种生产，生产和消费高度重合，更有创造性脑力劳动的全过程深度参与。

知识创造是劳动的核心，科技创新是劳动的根本。据相关研究，过去50年，3.8%的年均经济增长率，一半来自生产率提升，一半来自新的劳动力；未来50年，只有0.3%来自新的劳动力，其他都来自科技。第四次工业革命启动，劳动愈发知识化，科技的主导力毋庸置疑并不断强化。劳动的内涵发生深刻变化，“众人拾柴火焰高”到“机器代替人”再到“创造性劳动”的“三段论”是这种变化的“历史三峡”，劳动成为才智资本的母体，劳动与资本在人这里实现了融合。

资本与劳动合力创造价值，在价值创造中，资本与劳动的关系蕴含历史性和现实性的相互作用和再平衡，主要体现在：

第一，资本与劳动的边界已趋于模糊。劳动不仅仅是体力劳动或物理性劳动，而且愈来愈多地转向脑力劳动或虚拟性劳动，资本也不仅仅是货币资本，也愈来愈多地转向人力资本或由脑力劳动创造的“才智智本”。资本与劳动二者你中有我，我中有你。资本充足率这一微观指标新的注解理应有两个有机组成部分，财务资本充足率和才智资本充足率，而后者的学术延伸和实践应用更为重要。

第二，随着传统工业生产与现代信息技术深入结合，进而实现生产智能化，劳动要素的内在结构正从机械和劳动力向信息和技术转变，衡量它们的指标从力学上的焦耳、大卡等向信息技术的云计算、大数据转化。劳动的产品也从机器设备变成了知识，甚至点子，而驱动这一宏大趋势的不可替代的力量是资本。

第三，在资本投入边际效益趋缓的情况下，传统的经济发展方式难以为继，经济发展向创新驱动转变。新时代全要素生产力的“牛鼻子”是科技创新，是经济的知识化，是软实力促升硬实力，而非硬实力推动软实力，而此时的资本已经隐身于人的身心手脑中，成为劳动的组成部分。

科技是第一生产力，而人是科技的创造者和实践者，资本与劳动的关系是“才”与“财”的交互循环和相互融合，一切价值均统一到人，“人是生产力的第一要素”，特别是在全球化时代。诚然，全球化上半场资本



是主角，客观上出现财富分野、阶层分化等现象，但经济增长和科技创新的速度前所未有；全球化下半场绝不是逆全球化或反全球化，而是反思基础上升华版的全球化，公平和劳动者权益必须予以强调和重视，劳动（指重新定义的手口心一体的劳动）是否归位舞台中央也未可知，但概率很大。

互联网金融监管全梳理

管清友¹

2013 年是互联网金融呈现井喷式发展的一年，被称作“中国互联网金融元年”——6 月，支付宝与天弘基金首度合作，余额宝诞生；8 月，微信更新 5.0 版本，推出了微信支付功能；10 月，百度金融理财平台上线；11 月，“三马”——马云、马明哲、马化腾联手打造的首家互联网保险公司——众安在线财产保险公司成立；12 月，京东“京保贝”快速融资业务上线。P2P 网络贷款是目前互联网金融领域发展最成熟、规模最大的业务模式，由 2011 年的 50 家发展到 2017 年 2 月的 5882 家。由于国家对互联网金融监管趋紧，预计网贷平台发展数量在未来几年增速放缓。

互联网金融对实体经济的发展有着不可或缺的作用，其支付、信息处理和资源配置三大支柱功能决定着自身的重要地位。互联网金融的第一大支柱是支付。支付是金融的基础设施，影响金融活动的形态。互联网金融中的支付，一方面，依靠移动支付和第三方支付，显著降低了交易成本；另一方面，支付与金融产品进行对接，创新了现有的互联网金融中介业务模式。第二支柱是信息处理。信息是金融的核心，构成金融配置的重要部分。互联网金融时代，大数据的广泛运用，不仅大大提高了风险定价效率和风险管理效率，还有助于解决了信息不对称问题。第三支柱是资源配置。互联网金融使金融产品和实体经济联系更为紧密，交易边界大大拓展，银行、证券公司或交易所等传统金融中介和市场不再是金融交易的必须，资金供求的期限和数量匹配可以由交易双方自行解决。

一、互联网金融的生态链

目前，互联网金融整体格局已经初现，其发展主要有三支重要力量。第一支力量是产融结合类企业，如甜橙金融、京东金融、蚂蚁金服等金融平台。这些企业的优势在于本身拥有一定的根基和用户群体，背靠集团的支持，进军互联网金

¹ 管清友，中国人民大学国际货币研究所学术委员、民生证券副总裁、研究院院长



融行业。这些企业的业务大多围绕上下游产业以及内部商户链开展，向个人和企业用户提供各种金融服务。第二支力量是银行类金融转型类企业，这些企业进军互联网金融的优势在于拥有高层次的金融人才，较低的资金成本以及专业的金融产品设计能力和风险控制能力。第三支力量是资本驱动类企业，典型的例子有汇付天下、易宝支付、人人贷等，这些企业的优势在于背靠广阔的资本市场以及创新能力较强，可以快速的扩大用户群体和规模，但缺陷在于其脆弱性。

随着“互联网金融”概念热度的提高，“互联网金融生态链”的概念逐渐被提出与关注，尤其是对第一类互联网金融企业（产融结合类企业）来说，布局互联网生态链是综合类平台发展的趋势。所谓互联网金融生态链，即在底层架构趋于完善的基础上发展“大金融+大理财”的概念，集基础设施、平台、渠道、场景四个互联网金融制高点于一体。

信息和资本两个基本要素流动的闭环构成了完整的互联网金融生态系统，因此信息和资本是发展互联网生态链的重要元素，各个环节的建设也围绕这两点开展。信息流的切入主要是依靠各类金融机构，如租赁公司、小贷公司以及消费金融、汽车金融等，然后在进行风控平台分析和征信评估分析等技术分析，层层筛选，从而在此基础上，最终为用户提供安全优质的产品。各类传统、新兴媒体，线上、线下渠道的宣传是资金流的切入的主要方式，资金供应方通过这些渠道与平台建立和保持准确、长久的关系。

不可否认，信息、资本、平台、渠道等都是打造互联网金融生态链的核心，十分重要，但是若究其本质，互联网金融生态链是指在大数据时代，互联网金融企业基于共同价值的理论基础，以支付（核心）业务为驱动力，其他衍生业务（理财、贷款、征信等）协同运行的互联网金融生态体系。在这里，共同价值理论变得尤为重要，它的核心是价值不再仅仅由用户单向驱动，而是由用户需求和平台业务双向驱动，即最初用户的需求可以推动核心业务发展创造价值，然后核心业务发展创新又产生反向作用力吸引更多的新用户或新需求，培育新的用户需求创造价值。

二、互联网金融监管政策汇总

从 2013 年互联网金融爆发以来，各个监管单位及机构开始出台各项政策对互联网金融进行监管，内容囊括理财业务的资格准入、投资方向、风险管理、操作规范等各个方面，监管要求和规范也根据实际业务需要不断进行更新调整。随着互联网金融整治方案、网贷监管细则、资金存管指引等系列法规相继出台，互联网金融合规走上快速发展的合规之路。

经过一年的发展，整个网贷行业监管效应已经凸显。从 3 月 1 日零壹研究院发布《中国网贷行业 2 月简报》数据来看，2017 年 2 月份整个 P2P 网贷新增平台近六年来首次出现了零增长。网贷平台出现零增长以及正常运营平台数量减少的情况，既有因为市场竞争加剧，传统网贷业务模式难以找到业务增长点，也有监管愈加严格的因素，充分体现了互联网金融行业从野蛮生长到规范发展的全新变化。

我们现在对互联网金融监管文件的演变做了一个系统性梳理，在回顾互联网金融监管规则变化的同时，可以见证中国互联网金融发展的脉络，同时也可对其对债券市场的影响进行思考

（一）2013-2014：互联网金融监管起步

1、2013 监管内容

十八届三中全会颁布了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，该决定提出了要发展普惠金融，鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品；在监督方面，提出健全民主监督、法律监督、舆论监督机制，运用和规范互联网监督，标志着互联网金融首次进入决策范畴。

2、2014 监管内容

1 月份国务院办公厅颁布了《关于加强影子银行监管有关问题的通知》(国办 107 号文)，该文将互联网金融企业纳入影子银行行列，将中国的影子银行主要分为三类：一是不持有金融牌照，完全无监管的信用中介机构，包括新型网络金融公司、第三方理财机构等；二是不持有金融牌照，存在监管不足的信用中介机构，包括融资性担保公司、小额贷款公司等；三是机构持有金融牌照，但存在监管不足或规避监管的业务，包括货币市场基金、资产证券化、部分理财业务等。



3 月份互联网金融首次被写入政府工作报告。报告提出，要促进互联网金融健康发展，完善金融监管协调机制，密切监测跨境资本流通，严守系统性和区域性金融风险。

4 月份银监会与人民银行联合发布《关于加强商业银行与第三方支付机构合作业务管理的通知》，对商业银行与第三方支付机构合作业务进行规范，同时保障客户资金和银行账户安全。

8 月，上海市政府颁布《关于促进本市互联网金融产业健康发展的若干意见》，这是全国首个省级地方政府促进互联网金融发展意见。鼓励有条件的企业在上上海市发起设立以互联网为主要业务载体或以互联网业务为主要服务领域的各类持牌金融机构，支持电子商务平台等大型互联网企业在本市设立小额贷款、融资担保、融资租赁、商业保理等新型金融企业，支持持牌金融机构向互联网金融领域拓展转型。

12 月保监会和银监会分别发布了《互联网保险业务监管暂行办法(征求意见稿)》和《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》。前者规定保险机构应保证互联网保险消费者享有不低于其他业务渠道的投保和理赔等保险服务，保障保险交易信息和消费者信息安全。后者规定股权众筹平台为通过互联网平台（互联网网站或其他类似电子媒介）为股权众筹投融资双方提供信息发布、需求对接、协助资金划转等相关服务的中介机构。主要服务中小微企业，项目不限定投融资额度。股权众筹应当采取非公开发行方式，投资者必须为特定对象，即经股权众筹平台核实的符合办法中规定条件的实名注册用户，投资者累计不得超过 200 人。股权众筹平台只能向实名注册用户推荐项目信息，不得兼营个人网络借贷（即 P2P 网络借贷）或网络小额贷款业务。

（二）2015-2016：互联网金融及监管爆发

2015 年 1 月中国银监会宣布进行机构调整，新成立普惠金融局并将 P2P 网贷纳入普惠金融，意味着 P2P 行业“普惠金融”的性质已经被监管层认可。之后在全国两会中两次提到了互联网金融，对其重视程度日益凸显。

1、2015 监管内容

1 月，中国人民银行印发《关于做好个人征信业务准备工作的通知》，要求芝麻信用管理有限公司、腾讯征信有限公司、深圳前海征信中心股份有限公司、鹏元征信有限公司、中诚信征信有限公司、中智诚征信有限公司、拉卡拉信用管理有限公司、北京华道征信有限公司等 8 家机构做好个人征信业务的准备工作，准备时间为 6 个月。

7 月，国务院颁布了《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》。意见将“互联网+”普惠金融列为 11 项重点行动之一，指明了互联网金融的三大发展方向：探索推进互联网金融云服务平台建设；鼓励金融机构利用互联网拓宽服务覆盖面；积极拓展互联网金融服务创新的深度和广度。

同月，中国人民银行等十部门联合印发《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，为互联网金融不同领域的业务指明了发展方向，同时也预示着互联网金融公司或将开启新一轮洗牌。《指导意见》首次明确了互联网金融的概念，并划分各个互联网金融形态的监管职能部门。《指导意见》明确的分工和要求，按照“谁审批、谁监管，谁主管、谁监管，根据业务实质实行‘穿透式’监管”的要求，根据业务实质明确责任。按照“依法监管、适度监管、分类监管、协同监管、创新监管”的原则，确立了互联网支付、网络借贷、股权众筹融资、互联网基金销售、互联网保险、互联网信托和互联网消费金融等互联网金融主要业态的监管职责分工，落实了监管责任，明确了业务边界。

之后中国人民银行颁布《非银行支付机构网络支付业务管理办法(征求意见稿)》，在其中提出，支付机构为客户开立支付账户的，应当对客户实行实名制管理。除了综合类支付账户余额付款交易年累计不超过 20 万元，消费类支付账户这一数字不超过 10 万元之外，征求意见稿还提出了更多的额度限制。

8 月，最高人民法院向社会通报了《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》，其中第二十二条规定，借贷双方通过网络贷款平台形成借贷关系，网络贷款平台的提供者仅提供媒介服务，当事人请求其承担担保责任的，人民法院不予支持。第二十九条规定，借贷双方对逾期利率有约定的，从其约定，但以不超过年利率 24% 为限。这被视为 P2P 行业未来去担保化的重要开端，此规定公布后，自 2015 年 9 月 1 日起施行。



11 月份在十三五规划中互联网金融首次被纳入中央五年规划，指出要规范发展互联网金融，加快金融体制改革，提高金融服务实体经济效率。之后国务院印发《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》，提出全面改善优化消费环境，支持发展消费信贷，鼓励符合条件的市场主体积极筹建消费金融公司，推动消费金融公司试点范围扩充至全国。

12 月份由银监会会同工业和信息化部、公安部、国家互联网信息办公室等部门研究起草《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法(征求意见稿)》，明确网贷监管体制机制及各相关主体责任，提出不得吸收公众存款、不得归集资金设立资金池、不得自身为出借人提供任何形式的担保等 12 项禁止性行为。同月央行正式发布《非银行支付机构网络支付业务管理办法》，并将于 2016 年 7 月 1 日正式实施，《管理办法》对账户进行三类分类监管，在原有基础上新增了 I 类账户；针对网络支付的额度限制仅限于账户余额，银行卡网银支付与快捷支付不受新规的影响。

2、2016 监管内容

3 月由央行条法司、科技司组织，中国互联网金融协会逾 40 多家成员单位、行业研究机构及部分银行参与制定《互联网金融信息披露规范(初稿)》，针对个体的网络贷款、互联网非公开股权融资及互联网消费金融从业机构的信息披露标准进行了单独要求，特别是对于 P2P 平台，该《规范》要求详细披露公司信息、交易总额、交易总笔数等 21 项平台运营信息，同时还要对借款项目、借款人、借款机构的信息进行披露。同月，由央行、银监会联合印发《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》，要求大力发展消费金融市场，积极构建消费金融组织体系、不断推进消费信贷管理的模式和产品创新。

4 月，国务院联合 14 个部委召开电视会议，会议决定将展开为期一年的互联网金融领域专项整治。当天由央行牵头联合各金融监管部门成立了专项整治小组，并且出台了《互联网金融风险专项整治工作实施方案》，要求有关部门配合开展互联网金融领域专项整治，推动对民间融资借贷活动的规范和监管，最大限度减少对社会稳定的影响。

针对校园不良网络贷款问题，同月教育部办公厅和中国银监会办公厅联合发布《关于加强校园不良网络借贷风险防范和教育引导工作的通知》，要求加强校园不良网络借贷平台的监管和整治，防止学生陷入校园贷款陷阱，教育学生要梳理正确的消费观念，教育和引导学生树立正确的消费观念。

6月，央行征信管理局向各大征信机构下发了《征信业务管理办法(草稿)》，对征信机构的信息采集、整理、保存、加工、对外提供、征信产品、异议和投诉以及信息安全等征信业务的各个环节做出了规范。

7月，国家工商总局审议通过《互联网广告管理暂行办法》。主要从立法目的、互联网广告定性、行业自律、特殊类广告发布规则、广告可识别性、广告合同、互联网广告各个主体的法定责任、程序化购买、互联网广告活动中的禁止性条款、管辖、工商部门行政职权及法定义务等方面对互联网广告的性质、主体、行为、罚则等作出科学全面规定，是对新《广告法》的细化，也是对我国互联网广告行业发展的诸多创新的积极回应，体现了促进产业健康发展和消费者权益保护的平衡，是首部全面规范互联网广告行为的部门规章，对互联网金融行业有深刻意义。

8月，中国银监会公布了《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》，打消了网贷行业合法性的质疑，肯定了网贷业务的合法地位，确定了网贷业务的基本规范。网贷暂行管理办法的出台，意味着在中国发展近十年的网贷行业迎来监管时期。

2016年10月是出台互联网金融监管最为密集的月份，中国人民银行、保监会、证监会和银监会联合其他部门各自印发有关互联网金融监管的方案，标志着对互联网金融的监管一跃加强。

（三）2017：互联网金融监管新起点

2017年国家对于金融业监管进一步加强，在各个方向都明确要求要防控风险，金融行业普遍面临去杠杆压力。在2月23日，银监会发布《网络借贷资金存管业务指引》，对网络借贷资金存管业务的各方职责义务、业务操作规则等做出了明确的规定，体现了“规范网络借贷资金存管业务操作细则，鼓励商业银行开展网络借贷资金存管业务，引导网贷行业逐步进入合规经营、规范有序发展新阶段”的核心。《网络借贷资金存管业务指引》是继《暂行办法》和《备案指引》发布



后，又一项对行业有重大意义的明文规定，全文共计五章二十九条，这标志着平台投资人资金流向透明化、明确化将会得到重大的提高。

1、核心点一：明确委托人资质，不再设先决条件

征求意见稿规定满足完成备案、申请获得相应的增值电信业务经营许可证后方可开展网络借贷资金存管业务。《指引》只是要求委托人开展资金存管业务需要满足《办法》和《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》的有关规定，配合《指引》第二十七条 6 个月整改期的论述，可以理解为《指引》不再强制要求委托人备案及拿到相应的增值电信业务经营许可证后才能开展网络借贷资金存管业务，即可以存管与备案同步推进。

2、核心点二：明确存管人资质，鼓励商业银行开展资金存管业务

由征求意见稿专门“设置”一级部门，变更为“明确”负责的一级部门，降低商业银行开展网络借贷资金存管业务的门槛，在组织架构上无需专设一级部门。对资金存管系统的要求由征求意见稿的自主开发、自主运营变更为自主管理、自主运营。商业银行将银行系统外包给厂商开发是常见的模式，只要满足《银行业金融机构信息科技外包风险监管指引》即可。本条的修改可理解为银监会支持商业银行就资金存管系统开展技术外包工作，但明确资金存管系统应由银行自主管理和运营，不应将资金存管业务责任外包。

3、核心点三：明确资金存管账户体系，二类账户或不合规

《指引》第十二条第二款明确了网络借贷资金存管业务的账户体系，出借人、借款人及其他网贷业务参与方等在资金存管专用账户下开立子账户，不再使用意见稿中交易结算资金账户的描述。银监会就《指引》答记者问关于账户体系的论述表明，资金存管业务账户体系借鉴吸收了证券资金第三方存管的经验和现行做法，是指银行母实子虚的账户体系。目前某些银行为推广本行银行账户使用二类账户或电子账户的模式开展资金存管业务，但二类账户、电子账户是独立账户体系无法下挂在资金存管专用账户下，不满足《指引》要求。无论是从银监会对存管业务母子账户的规定，还是从 II 类账户开立、属性、限额上来说，II 类账户都不适合作为资金存管业务的底层账户体系。

4、核心点四：明确官方自律管理机构，促进存管制度落地

明确官方自律管理机构为“中国互联网金融协会”。中国互金协会的职责是制订经营管理规则和行业标准，申请加入协会要接受严格考察和审核，能加入中国互金协会，一定程度上体现了网络借贷中介机构的实力和经营规范性。相信中国互金协会的专业性配合监管机构的政策落地，能带领网贷行业步入合规经营、规范有序发展的新阶段。

三、互联网金融仍存在的问题

中国互联网金融迅速发展的同时，由于监管模式和手段还比较落后，由此产生了一系列问题。主要体现在以下几个方面：

（一）互联网金融风险逐步加大

在互联网金融迅速发展的同时，互联网金融领域中法律风险、信用风险、营运风险等开始逐渐浮出水面，2014年10月被称为中国P2P网贷行业的“黑色十月”，据网贷之家数据显示（图3），2014年10月全国共有31家P2P网贷平台暴露跑路风险，平均每天就有一家P2P网贷平台跑路。仅浙江地区就有浙江传奇、融益财富、如通金融、朝助创投、温州万通财富及银坊金融等6家P2P网贷平台出现跑路风险或提现困难，随时可能出发多米诺骨牌效应。网贷中全部停业及问题平台从2011年的10家一跃增长到2016年的1850家，2017年正以较大幅度上涨，主要出现的问题是提现困难、停业和跑路。

（二）监管模式和手段亟待改进

中国互联网监管模式和监管手段比较滞后。中国互联网金融创新速度太快，加速度发展的同时，互联网监管模式和监管手段却难以与之匹配。由于互联网金融发展迅速，互联网公司、通信运营商等非金融类企业纷纷进入金融领域搅局，传统金融产品加快了创新步伐，互联网金融领域的新产品、新业态与新模式不断涌现，而我国对互联网金融的监管还相当滞后，传统金融监管缺乏对互联网环境下的金融监管，跨部门的监管协调机制尚未形成，部门间职能不清等导致互联网金融行业还存在很多不规范的地方。

（三）网络与信息安全问题突出

信息安全是保障互联网金融创新发展的基础。一是互联网金融虚拟化的服务方式、跨领域的业务开展、开放与透明的市场经营环境，使其具备了互联网所包



含的信息安全的动态性、综合性等特点，当前互联网金融支撑保障体系的发展速度远远落后于互联网金融业务运营的发展，与传统金融相比，互联网金融的特点决定了其引发的风险具有特殊性。二是互联网金融存在多方面的风险。除了具有传统金融业经营过程中存在的流动性风险、市场风险和利率风险外，还存在基于信息技术导致的平台风险、技术风险、系统安全风险和基于虚拟金融服务的业务风险，且风险诱因更加复杂、风险扩散传播速度快。三是除传统互联网风险，还面临新形势、新技术、新业态的安全风险挑战。支撑互联网金融的大数据、云计算等新技术发展还不成熟，安全机制尚不完善；同时，第三方支付、P2P等互联网金融新业态还处于起步阶段，安全管理水平较低。因此，在互联网金融业务快速发展的同时，凸显出来的网络与信息安全问题成为阻碍互联网金融健康稳定发展的阻力。

四、从两会看互联网金融发展方向

2017年3月5日，十二届全国人大五次会议在京开幕。在李克强总理所做的政府工作报告中，互联网金融再度被提及，表示当前系统性风险总体可控，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等领域的累积风险要高度警惕。

（一）互联网金融控风险成主基调

十二届全国人大五次会议是“互联网金融”连续第四年被写进政府工作报告，今年政府工作报告提出，对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕，要“整顿规范金融秩序”。从“促进”到“异军突起”再到“规范”，直至2017年的“高度警惕风险”，政府工作报告中关于互联网金融的表示，从鼓励、规范发展到严格监管，风向的转变是渐进的。

近几年互联网金融行业发展很快，所演变出的活动类型也越来越多，参与人员也随之增加。目前，随着对互联网金融监管的不断加强，互联网金融整体进入行业洗牌，大量互联网金融公司面临倒闭的风险，比如e租宝事件，几百亿资金卷入，涉及几十万投资者。风控成为互联网金融发展最为重要的因素。

放眼到整个金融行业，李克强总理在政府工作报告中表示，2017年，要稳妥推进金融监管体制改革，有序化解处置突出风险点，整顿规范金融秩序，筑牢

金融风险“防火墙”。这意味着日后金融监管方向趋紧，有助于规范行业秩序，使金融更好的服务于实体经济。

（二）互联网金融未来发展

互联网金融仍处于起步阶段，从业人员鱼龙混杂，规范运用的基础薄弱。中国人民银行在 2016 年领头对互联网金融监管进行制度设计，保监会、银监会和证监会各自提出相应的监管要求，但是若要形成比较好的市场秩序，还需对参与者分门别类，针对不同业务建立规则、准入门槛等，从市场角度营造比较好的环境。

目前对互联网金融的整治已经进行了第一个阶段，把基础框架、规则确认起来。之后从短期来看，要延续整治，在前期掌握情况的基础上更好的对症下药，对待违法违规行为及时处理；从中长期来看，要对互联网金融各种领域模式实现可持续发展，在长期内有效实现风险可控，如逐步推进信用体系完善、促进未来多层次的监管协调。互联网金融今后随着监管的不断推进，其规模和业务发展将愈发困难；就长期而言，合理的规范将有效促进互联网金融行业的可持续发展，推动整个金融体系乃至中国经济的进步。



中国普惠金融体系的治理结构及其风险监管

焦瑾璞¹

普惠金融体系是联合国在“2005 国际小额信贷年”推出的一个新的概念。在联合国起草的《普惠金融体系蓝皮书》上对普惠金融体系的前景描绘为：每个发展中国家应该通过政策、立法和规章制度的支持，建立一个持续的、可以为人们提供合适产品和服务的金融体系。普惠金融关乎我国亿万基层百姓的民生经济，通过法律保障其金融权利，符合国家发展目标和百姓现实需求。而在中国经济增速放缓，极易对金融风险抵抗力减弱的背景下，完善普惠金融的治理结构，审慎监管金融风险不容忽视。

一、普惠金融体系的约束框架分析

（一）普惠金融的服务对象约束

普惠性金融体系框架认同的是将包括穷人在内的金融服务有机地融入微观、中观和宏观三个层面的金融体系，过去被排斥于金融服务之外的大规模客户群体才能获益。最终，这种包容性的体系能够对发展中国家的绝对大多数人，包括过去难以达到的更贫困和更偏远地区的客户开放金融市场。我们可以将金融排除的对象定义为弱势领域。概括地讲，弱势领域是指势力处于相对薄弱地位的领域。从经济角度看，是在资源配置上处于弱势地位的领域；用社会角度看，是由于存在某些障碍或缺乏机会而不能充分享受社会经济发展成果的领域。这些弱势领域的形成，在内因方面是由于其自身的脆弱性、缺乏市场竞争力所致；在外因方面则与权利、发展机遇等方面的不平等有关。弱势领域不仅限于弱势群体，还可以指其他具有弱势特征的事物。本文主要关注弱势地区、弱势产业、弱势企业和弱势群体四类弱势领域。

1. 弱势地区

¹ 焦瑾璞，中国人民大学国际货币研究所学术委员、上海黄金交易所理事长

弱势地区是指总体上处于欠发达状态的地区，如农村、县城、西部等“老少边穷”地区。弱势地区的基本特征是经济发展水平低下，且搬家随着社会、政治、文化等方面的发展滞后。具体表现为地区生产总值及其增速指标落后，基础设施落后、教育水平落后、社会及医疗保障体系落后等。弱势地区的存在是我国二元经济结构造成的，反映了区域发展的不平衡。弱势地区通常会存在地理性的金融排除问题。

2. 弱势产业

弱势产业是指处于导入期的高风险新兴产业或处于产业链低端的脆弱产业等。习性产业通常处于产业的导入期，需要投入大量资金用于科研及市场开发，面临着巨大的不确定新，因而往往为传统金融部门所排斥；而处于产业链低端的产业通常附加值低，极易受到外部冲击的影响，必须通过自主研发及产业升级来解决低附加值等问题，维持产业的可持续发展。但这样一来，它们也通常会遭遇融资难题。

3. 弱势企业

弱势企业是指规模小、资产少、产值低且对外部环境高度依赖的企业，包括小微企业、部分民营企业和乡镇企业等。通产以劳动密集型为特征，或以传统的作坊或家庭模式经营，或依附于大企业的上下游产业链生存。由于经营环境竞争激烈、利润低、资金实力薄弱，橙肉外部冲击能力有限，且组织结构不规范、财务信息不完全，常常被排除在正规金融体系之外。但是，这类企业在解决低收入人口就业等方面发挥着巨大的作用，是弱势群体脱贫致富的有效途径。

4. 弱势群体

弱势群体是指社会性弱势或生理性弱势成员，包括农民、农民工、城市低收入家庭、下岗职工、老弱孤残人士等。生活贫困、文化程度低、就业机会少、社会保障少、受法律保护程度低等通常是造成社会性弱势的原因；而生理性弱势主要是由于年老、身残等造成的。本文更多关注的是社会性弱势群体。因为这类群体一般不缺乏劳动能力，一部分人还有专业技能和管理能力，但由于缺乏经济、政治和社会机会，在市场竞争中处于不利地位，很难从正规金融渠道获得融资。

(二) 普惠金融体系的整体约束框架

1. 客户层面

贫困和低收入客户是这一金融体系的中心，他们对金融服务的需求决定着金融体系各个层面的行动。从目标客户来看，主要针对的是社会弱势群体，而且这些群体有对金融服务的需求，并能够实现一定程度上的自主就业，这种需求直接推动了普惠金融体系的构建，这体现了普惠金融体系的平等性。

2. 微观层面

金融体系的脊梁仍然为零售服务的提供者，它直接向穷人和低收入者提供服务。这些微观层面的服务提供者应包括从民间借贷到商业银行及位于其间的各种类型。从其组成部分来看，普惠金融体系必须要建立多层次的金融机构，即适应不同客户需求的金融机构，这个金融体系应该是将开发性、政策性、合作性和商业性金融机构以及小额信贷机构、担保公司、租赁公司多元性金融机构合理有序搭配而成的，这样的金融体系就是分工合理、有序竞争的完整的金融体系。其提供的金融服务也应该是多元的，这种多元性体现在金融服务的内容不仅仅局限于存贷款业务，还包括保险、债券及基金等多元性金融服务。同时金融机构在发展过程中必须注意自身的可持续发展，社会责任和商业营利性兼顾。

3. 中观层面

这一层面包括基础性的金融设施和一系列能使金融服务提供者实现降低交易成本、扩大服务规模和深度、提高技能、促进透明的要求。这涵盖了很多金融服务相关者和活动，例如，审计师、评级机构、专业业务网络、行业协会、征信机构、结算支付系统、信息技术、技术咨询服务、培训等。这些服务实体是可以跨国界的，也可以是地区性的或全球性的。

4. 宏观层面

如果使可持续性的小额信贷蓬勃繁荣发展，就必须有适宜的法规和政策框架。中央银行（金融监管当局）、财政部和其他相关政府机构是主要的宏观层面的参与者。

普惠金融理念的实质是将现行的三元金融体系与规模各异的企业、收入差距较大的人群对资金的需求进行公平与合理的匹配。搭建我国普惠金融的框架应从客户层面、微观层面、中观层面和宏观层面同时入手，具体见图 1。



相关的法律法规制度

（三）普惠金融体系现有框架的不足

普惠金融包括小额信贷及微型金融，但有超越了这种以零散金融服务机构为主的模式，强调建立一个完整得金融体系，以小额信贷为核心，并提供存款、理财、保险、养老金等全功能金融服务。构建一个人人平等享受金融服务的普惠金融体系具有重大意义，但充满了困难和挑战。经过较长时间的探索，我国要建立完善得分多层次普惠金融体系，要面临着从宏观、中观到微观各个层面的挑战。

1.宏观层面：法律法规和政策环境不健全

我国有关非政府小额信贷的法律法规和监管措施不健全，小额信贷机构法律定位不明确。尽管针对小额贷款机构，国家出台了一系列政策和文件，但这些文件均未提升到法律层面；为了避免系统性金融风险，中央银行规定小额贷款公司不能吸收公众存款，缺乏制度性融资渠道，由于法律地位有无法享受相关金融优

惠政策，后续资金匮乏；而监管方面，国家对小额贷款机构，尤其是非政府的小额贷款机构试行非审慎监管，大部分地区将监管任务交给人民银行县级支行，缺乏相应的专业人才和完善的监管措施，出现监管盲区。在印度安得拉邦小额信贷危机中，小额信贷机构过度商业化，有关法律法规对消费者的保护不健全，政府监管不到位，时候地方政府处理不当，最终使弱势群体的金融服务受到严重伤害。

2.中观层面：金融基础设施和相关服务不完善

普惠金融体系的中观层面包括金融基础设施信用管理服务技术、支持服务网络、支持组织等。虽然经过不断的努力和探索，我国农村金融基础设施建设及相关服务的发展取得了很大进步，但与国外的基础设施和服务相比，与农业、农村和农民的发展需要相比，与建设社会主义新农村和农村城镇化的要求相比，仍然存在很多不完善的地方。首先，我国农村金融结算体系存在支付手段落后、结算网点少、结算手段单一和清算滞后等；其次信用体系建设缓慢，由于存量信息不完全、技术水平落后等原因，我国尚未建立起完善的农村个人和中小企业征信体系，金融机构难以全面掌握农户和企业的信用状况，并且农民金融知识匮乏、信用意识较差，金融机构缺乏有效的控制信用风险的手段，导致了大量不良贷款；最后，一个相对成熟的金融体系需要大量金融服务支持其发展，我国技术支持服务系统和网络支持系统等在农村金融中的应用相对较少，一般用来满足稍高端客户的金融需求，审计技术、咨询服务评级机构、专业业务网络等中介服务缺位。

3.微观层面：供给主体有待多元化，公益性小额信贷被忽视

普惠金融的需求主体有贫困人群、农民、中小企业、城市中低收入者和创业者，需求主体多样化决定了供给主体也将呈现多样化。我国小额信贷的供给主体有政策性银行、农村信用社、村镇银行、小额贷款公司等，形成了小额信贷的供给结构多元化、供给渠道多样化的局面，但像抵押担保、外资银行等参与较少，农村地区和城镇地区的低收入群体金融供给仍然不足，无法满足不同层次金融市场的需求。小额信贷对弱势群体的优惠扶持非常清晰，但这种模式以政府财政资金和扶贫贴息等资金来源为主，由于政府支出成本高，效率低，易引发寻租行为等问题，这一模式不具有可持续发展能力。因此，小额信贷的主流已逐渐过渡到制度主义小额信贷。近几年，我国商业性制度小额信贷获得快速发展，而公益性

制度主义小额信贷的发展在一定程度上被忽视了。小额信贷应该是一个带有社会发展目标和商业可持续双重价值观的社会产业,过于商业化的发展有忽略其承担的社会责任和社会发展目标的倾向,容易导致人们对小额信贷的误解和健康发展势头的逆转,不可避免地影响我国普惠金融体系的有效构建。

(四) 弥补现有框架不足的措施

1. 了解各类客户多样性的融资需求

在普惠金融体系构建中,应将重点放在小微企业及低收入人群的融资需求方面。一方面,充分掌握小微企业在发展扩大过程中不同阶段对资金的多样化需求;另一方面,也应了解收入层次较低群众在生活、居住以及教育等方面对资金的需求。

2. 拓展商业银行金融服务的覆盖面

目前,我国的商业银行包括大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行以及村镇银行。后三类商业银行在组建时带有一定的地域性限制,在此不加赘述。大型商业银行和股份制商业银行随着市场经济的深化改革、信息技术和征信系统的发展与完善,自身也在经营战略和营销模式方面不断地进行市场化调整,开始将目光转向小微金融领域,方式主要分为以下几种:

(1) 直接经营小额信贷业务。商业银行可以在银行内部成立专门的微型金融服务部门或者在现有的业务模式中引入新的微贷产品。

(2) 加大网点投入力度,提高金融服务覆盖面。主要形式是在我国二线乃至三线城市普开网点,加强自身竞争力。

(3) 利用高科技手段开展金融服务。目前,各大商业银行已经通过电话银行、手机银行、网络银行等办法来扩大服务覆盖面。

(4) 与其他金融机构合作为小微企业提供金融服务。商业银行可以利用小额贷款公司合作专业营销技术、地域优势和信息优势向其提供批发贷款业务。

3. 完善多层次资本市场

我国的资本市场到目前为止已初具规模,一个成熟的多层次资本市场,功能上应有所区别,同时为规模各异的企业提供直接融资平台和股份交易服务。目前我国资本市场虽已基本建成了多板市场,但相对于不同市场需求的企业特别是小微企业而言,其结构仍较为单一,层次不清,也没有体现出应有的“金字塔形”



结构，继续深化对资本市场的改革仍是解决小微企业直接融资、建立普惠金融体系的渠道之一。

（1）提高主板与中小板上市条件的差异性

目前，中小板在上市的股本条件与财务条件方面与主板市场基本等同。从建立中小板的原本意图上讲，主板市场应面对的企业类型为成熟型企业，具有较大的资本规模以及稳定的盈利能力。中小板市场相对于主板市场而言，在企业成熟度和上市条件上应与主板市场有所区别。

（2）尝试建立五板乃至六板市场，打通小微企业直接融资的高速通道

主板市场与中小板的上市条件趋同、创业板的高门槛仍将大部分小微企业拒之门外，2013年成立的新三板市场（代办股份转让系统）在行业上目前仍偏重于高新技术企业，四板市场（区域性股权交易市场）属于场外市场其股份并非向社会公开发行。五板市场（券商柜台市场）由券商设立，经过评估后的中小企业可通过发行企业债或私募股权的形式招募投资者，并没有通用的上市门槛，可以帮助小企业解决融资难问题。在此基础上，甚至可以酝酿六板市场，主要针对那些发展前景广阔、科技含量高，但未达到三板市场上市条件、市场成熟度不高、企业规模较小以及盈利能力目前较低的小微企业，使其获得资本市场的外部资金，为促进我国经济结构进一步转型创造良好的条件。五板、六板市场的设立可以将更多有发展前景的小微企业纳入其中，促进其主营业务的扩张。

（3）通过纵横有序的转板措施完善企业的市场进出机制

具体而言，主板市场间的横向转板对管理主体更有效地进行管理有促进作用；多板市场的纵向转板一方面可以对不同发展阶段的企业提供特定的融资场所，另一方面可以优化企业的逐步退市机制。

二、普惠金融体系的治理结构建议

（一）立法保障普惠金融有效运行

普惠金融促进制度的构建，是从一个观念性的政府倾斜到试图建立一种有效的完整的法律制度的过程，我们可以尝试着在宪法中建立关于发展权的宪法性规定。这种发展权可界定为：国家有义务通过法律的构建满足贫困主体获得平等金

融服务并谋求发展的权利。我国目前虽然对新式的金融组织进行了一定的规范，如在村镇银行、小额贷款公司、农村资金互助社等都有相应的暂行规定或指导意见加以规范，但按照法律远远地效力层级来看，位阶都很低，有一些规定基本没有法律效力（如对小额贷款公司的指导意见），法律层次低，导致其法律强制执行能力很弱，权威性差。所以，当务之急，应该理清现有行政规章和政策规定，并进一步予以完善，提升其立法层次。对于以前制定的规章不适应现实需要的及时修订。

（二）建立激励性税收制度

在经济发展不均衡、资源有限的情况下，因为市场机制不健全，其配置资源的作用有限，这是政府政策，尤其是鼓励国家期望某些领域和产业以及群体优先发展的优惠政策，就应该是首选。这里的优惠政策主要包括税收政策。要实行一视同仁的税收政策优惠，目前我国同样是从事小额信贷项目的金融机构，因为其身份和地位的不同，可以享受的税收优惠是不同的，比如我国目前对商业银行从事农村的小额信贷项目可以享受到营业税的减免。但是对于同样从事小额信贷项目的小额贷款信贷机构却缺乏这方面的优惠政策，这无疑本身受制于资金瓶颈的小额信贷机构特别是小额贷款公司因为税收成本的增加而更加步履维艰。因此应该摒弃身份差异，只要相关机构从事了小额信贷项目，就应该对其实行鼓励性的税收优惠政策，以此降低经营成本。

（三）合理运用多样化的金融工具进行管理

优化商业银行对小微企业贷款的管理，通过提前进行续贷审批、设立循环贷款、实行年度审核制度等措施减少企业高息“过桥”融资。鼓励商业银行开展基于风险评估的续贷业务，对达到标准的企业直接进行滚动融资，优化审贷程序，缩短审贷时间。对小微企业贷款实施差别化监管。大力发展相关保险产品，支持小微企业、个体工商户、城乡居民等主体获得短期小额贷款。积极探索农业保险保单质押贷款，开展“保险+信贷”合作。促进更多保险资金直接投向实体经济。进一步完善小微企业融资担保政策，加大财政支持力度。大力发展政府支持的担保机构，引导其提高小微企业担保业务规模，合理确定担保费用。

进一步完善金融机构公司治理，通过提高内部资金转移定价能力、优化资金配置等措施，遏制变相高息揽储等非理性竞争行为，规范市场定价竞争秩序。进



一步丰富银行业融资渠道，加强银行同业批发性融资管理，提高银行融资多元化程度和资金来源稳定性。大力推进信贷资产证券化，盘活存量，加快资金周转速度。尽快出台发展互联网金融的配套管理办法，促进公平竞争。进一步打击非法集资活动，维护良好的金融市场秩序。

（四）营造普惠金融创新的配套政策环境

综合运用多中国货币政策工具，拓宽涉农信贷资金来源。鼓励有条件的地方安排一定的再贷款额度，专门用于支持银行业金融机构开展普惠金融产品和服务方式创新业务；适当调剂再贴现规模，专门用于支持开展普惠金融产品和服务创新的银行业金融机构办理涉农企业商业汇票再贴现。

做好农村地区支付结算工作，提高农村支付结算服务水平。充分发挥农村信用社在农村支付结算服务中的主导作用。加快推进农村地区支付服务基础设施建设，逐步扩展和延伸支付清算网络在农村地区的辐射范围。大力推广非现金工具支付，减少农村地区现金使用。继续加强和完善支付结算业务代理制，促进城乡支付结算服务的互补发展。

发挥财政性资金对金融资源的杠杆拉动作用。在有条件的试点地区，鼓励地方政府通过增加财政贴息资金、增加担保公司和再担保公司资本金注资或设立风险补偿基金等多种方式，建立涉农贷款等先补偿制度。建立和完善考核制度及奖励机制，鼓励县域内各金融机构法人和各金融机构的分支机构将新增存款主要留在当地使用。

（五）建立金融企业社会责任评价制度

金融企业社会责任评估报告的目的在于为全体企业树立一种行业典范，构建金融企业在市场经济背景下的新型商业伦理，打造公众心目中符合和谐社会理想的企业形象。企业的社会责任，最基本的是要遵守法律、依法纳税并保障员工合法权益等，在高层次上是要在社区建设、环境保护、慈善事业、社会公益、弱者保护等方面做出贡献。

三、普惠金融审慎监管体系

2014年1月，银监会宣布进行机构调整，这是银监会自2003年成立以来的首次架构大调整。此次监管架构改革的核心是监管转型：向依法监管转，加强现场检查 and 事中事后监管，法有授权必尽责；向分类监管转，提高监管有效性和针对性；向为民监管转，提升薄弱环节金融服务的合力；进一步加强风险监管，守住不发生系统性、区域性风险的底线。在普惠金融方面，新设立银行业普惠金融工作部，内容包括小微企业金融服务监管、“三农”金融服务监管、小贷公司监管、互联网金融监管、融资性担保业务监管。从机构角度看，银行业普惠金融工作部包含了原监管二部的小企业办、合作部的农村金融服务监管处、融资性担保部以及新成立的小贷公司协会、网贷监管等。

（一）普惠金融审慎监管体系

1. 监管框架

普惠金融监管的结构直接影响着监管质量。普惠金融监管框架分为政府部门的监管、行业自律、金融机构的内部控制和市场纪律四个层次。政府部门的监管主要是指专门的金融监管部门和中央银行的监管。专门的金融监管部门在我国主要是银监会、证监会和保监会。普惠金融的综合性和个性化要求三个金融监管部门加强监管协调，保障监管的一致性和协同性。中央银行在普惠金融的发展中起到了重要作用。改善金融基础设施、降低金融服务的成本成为中央银行的主要职责之一。行业自律在普惠金融的发展中也发挥着不可或缺的作用。行业自律组织在制定行业标准、加强市场纪律教育等方面也是政府部门监管和金融机构内部控制的重要补充和支持。金融机构内部控制是政府监管的基础。如果金融机构消极被动地接受监管只会增加监管的成本。金融机构积极主动地优化内部控制和风险管理使其健康运行的基础。市场纪律有利于金融机构在社会舆论和社会公众的约束下自觉地为弱势群体、弱势产业和弱势地区提供金融服务，这也是企业社会责任的内在要求之一。

2. 分类监管

农村金融机构的可持续发展离不开有效的金融监管支持，特别是针对不同层次的金融机构采取不同的监管措施。分类监管针对不同类型的农村金融机构、不同品种的金融服务以及不同的农村金融服务市场和人口采取不同的监管措施。在监管费征收、注册资本金、股东人数、股东资格、股权机构规定、资本充足率、



核心资本充足率、存款准备金率、存款利率、贷款利率和经营地域范围上采取与商业银行不同的监管要求，并且农村商业银行、农村合作银行、农村信用社、村镇银行、贷款公司、农村资金互助社和小额贷款公司等农村金融机构采取的监管要求也是不完全相同的，体现了分类监管的要求。

3. 风险监管

风险为本的监管着重于被监管金融机构识别、控制和管理风险能力，而非金融风险本身。监管方法转变的原因在于金融机构提供金融产品和服务的创新的复杂程度和速度加剧，从而外部以服务和产品为基础的合规监管的可信度越来越低。在风险为本的监管方式下，农村金融机构应当建立有效的公司治理结构和内部控制程序，满足一系列风险管理程序标准，特别是独立的风险控制和审计机构，以及有效的风险报告系统。菲律宾已经成功地对微型金融机构采取了风险为本的监管方法，提供了经验借鉴。

4. 科学监管

考虑微型金融行业区别于商业银行的业务和风险特征，注意微型金融行业的发展阶段，防范金融风险，引导机构发展、扩大金融服务。建立强化金融机构内部稽核，社会审计部门共同监督为补充的金融风险监控社会网络系统，并建立一个有效的政策协调机制和信息共享机制，共同协调和防范金融风险。改进监管手段和方法，用科学监管为主替代行政管理监督为主的模式，运用互联网等技术手段，建立远程监管平台；建立普惠金融经营风险分析体系，出现问题及时发布预警信号。

（二）普惠金融体系保障机制的构建

1. 建立有效的监管原则

对普惠金融的监管应该和对商业银行的监管不同，综观全球，凡是普惠金融得到较好发展的国家，其共同点都是具备清晰地法律监管框架和完善的法律制度。总体而言，普惠金融的监管框架要符合以下几个基本原则：

第一，社会性目标原则。现代社会金融行业不仅要注意经济效益，还要注意社会效益，目前我国《银行业监督管理办法》把维护金融稳定、保障社会公众利益特别是存款人利益放在首位，而没有将普惠金融即金融服务的可获得性放到监

管原则这个高度，因此建议在金融监管领域明确这一点。将金融服务可获得性以及消除贫困作为金融监管的目标之一。

第二，灵活性原则。即监管框架的设计要符合微型金融机构本身的特点，因其服务对象多是弱势群体，文化层次一般也较低，应该将贷款合约文件尽量简化，而且对于其监管手段不能采取和正规金融机构一样刚性的强硬的监管手段。

第三，激励兼容的原则。即监管框架的设计必须有利于调动机构、投资者、捐赠人各方面主体的积极性，通过制度的设计激励它们能够投入到这个为穷人服务的领域中去，而不是通过法律框架遏制这种投入，兼顾当局必须保证在运行良好的金融机构的可持续发展和规避系统性风险之间做一个平衡。可以参考相关的国外立法，如美国的《社区再投资法》明确规定，各社区的存款机构有义务为吸收存款的本社区提供金融服务，为顺利实施该法律，《社区再投资法》建立了两项重要措施，一是有效的公示制度，监管机构有权定期将各金融机构在本地区的满足社区金融服务的记录公之于众；二是监管机构将各金融机构对本地区金融汇报的比例和成绩作为其开办分行、收购以及办理存款保险等事宜时的一个批准与否的重要考核指标。

第四，监管成本的收益衡量原则。监管者在设计监管制度是一定要注意成本和收益衡量，监管者也存在监管失效的问题，特别是对于微型金融而言，往往占据的监管资源会达到 25%~50%，但获得的监管收益却往往不成正比。因此，对于规模较小的微型金融而言，特别是不吸收公众存款的小额贷款公司而言，监管就不适宜过分和过细，而是应该适度。监管框架过于繁琐，对于监管主体而言超越了其监管能力，就会出现监管不到位以及不力的情况，对于被监管主体而言，监管如果过于繁琐和苛刻，就会直接导致其干脆漠视监管，使得监管形同虚设或者最终归于失败。

第五，适应性原则。这个原则是指，因为机构的多样化，监管也不能正题划一，监管应该根据各金融机构主体的实际情况，做区别性管理，只有这样才能因地制宜，又得放矢。

第六，基于风险的自我监管原则。该原则是指应该激励微型金融机构努力完成自我监管，应要求其在努力规避自身风险的基础上完成风险管理，自律性管理永远比外在监管更贴近其真实情况，也会更富有效率。

2.明确监管主体，完善差异化监管政策

依照我国《银行业监督管理法》第二条的规定，银监会主要负责对银行业金融机构实施监管，包括商业银行、农村信用合作社等，非银行金融机构包括财务公司、金融租赁公司等也受到银监会的监管。根据相关规定，银监会的主要职能有两条，一是维护金融秩序稳定，二是保护存款人利益。但同时银监会应该对小额贷款机构的发展给予关注并积极促进，而不能袖手旁观。要积极引导民间金融浮出水面并合法化和阳光化。在此基础上，银监会应被确认为我国小额贷款公司的唯一法定监管主体。主要理由如下：第一，目前非银行金融机构的唯一和法定监管机关为银监会。根据《银行业监督管理法》第二条规定，银行业金融机构及其业务活动的监督管理由银监会负责。而且该法第十九条进一步明确要求，任何单位和个人从事银行业金融机构的业务活动或设立相关组织都必须经过银监会的批准。因此，由银监会作为小额贷款公司的法定监管机关并无法律的障碍，应该是顺理成章之事。第二，法律赋予了银监会多项监管手段和措施。比如有权对监管对象进行检查、询问、查询、复制等多项权利，特别是目前金融监管职责不仅是一种合规监管，更强调一种风险管理，基于此，将银监会明确为监管机构，能够从根本上推动小额贷款公司这种新型的金融机构在我国更好、更快地发展。

充分借鉴国际监管标准，紧密结合贫困地区实际，不断完善农村金融监管制度，改进监管手段和方法，促进农村金融市场稳健发展。适当放宽贫困地区现行存贷比监管标准，对于符合条件的贫困地区的金融机构发行金融债券募集资金发放的涉农、小微企业贷款，以及运用再贷款在贴现资金发放贷款，不纳入存款比考核。根据贫困地区金融机构贷款的风险、成本和核销等具体情况，对不良贷款比率实行差异化考核，适当提高贫困地区金融机构不良贷款率的容忍度，提高破产法的执行效率，在有效保护股东利益的前提下，提高金融机构不良贷款的核销效率。在计算资本充足率时，按照《商业银行资本管理办法（试行）》（中国银行各监督管理委员会 2012 年第 1 号发布）的规定，对于符合规定的涉农贷款和小微企业贷款使用 75% 的风险权重。使用内部评级法的银行，对于符合规定的涉农贷款和小微企业贷款可以划入零售贷款风险暴露计算其风险加权资产。

3.加大各类政策支持力度，引导信贷定向倾斜

进一步加大对贫困地区支农再贷款支持力度,合理确定支农再贷款的期限促进贫困地区金融机构扩大涉农贷款投放,力争贫困地区支农再贷款额度占所在省(自治区、直辖市)的比重高于上年同期水平。对于贫困地区县内一定比例存款用于当地贷款考核达标的、贷款投向主要用于“三农”等符合一定条件的金融机构,其新增支农再贷款额度,可在现行优惠支农再贷款利率上再降1个百分点。合理设置差别准备金动态调整公式相关参数,支持贫困地区农村企业尤其是农村中小企业获得融资。

加强金融政策与财政政策协调配合,有效整合各类财政资金,促进形成多元化、多层次、多渠道的投融资体系,充分发挥财政政策对金融业务的支持和引导作用。推动落实农户贷款税收优惠、涉农贷款增量奖励、农村金融机构布点展业的积极性。支持有条件的地方多渠道筹集资金,设立扶贫贷款风险补偿基金和担保基金,建立健全风险分散和补偿机制,有效分担贫困地区金融风险。鼓励和引导有实力的融资性担保机构通过再担保、联合担保以及担保与保险相加和等多种形式,积极提供扶贫开发融资担保。

积极引导小额担保贷款、扶贫贴息贷款、国家助学贷款等向贫困地区倾斜。进一步完善民族贸易和民族特许商品贷款管理制度,继续对民族贸易和民族特需商品贷款实行优惠利率。各金融机构要在坚持商业可持续和风险可控的原则下,根据贫困地区需求适时调整信贷结构和投放节奏,全国性银行机构要加大面对贫困地区给予优先支持,将信贷资源向贫困地区适当倾斜。贫困地区当地地方法人金融机构要多渠道筹集资本,增加信贷投放能力,在满足宏观审慎要求和确保稳健经营的前提下加大对贫困地区企业和农户的信贷支持力度。

4.强化交叉性金融产品监管,加强金融信息共享

互联网金融监管已被纳入银监会银行业普惠金融工作部监管,而近年来交叉性金融业务迅速增长,针对部分新兴金融业态和新型金融工具,需要协调监管政策和措施,建立风险研判的评估制度,以促进其健康发展。比如,随着互联网、电子商务、电子交易等技术飞速发展,互联网与金融业的相互融合和渗透日益深化。互联网金融作为一种新的金融模式,横跨多个行业和市场,交易对象广泛。拍拍贷等P2P网贷平台、天弘基金与支付宝合作推出的“余额宝”、阿里巴巴等电商企业设立的小而贷款公司等都是典型例子。这对金融监管、金融消费者保护和



宏观调控提出了新的要求，需要协调相关部门统一认识、明确政策导向、监管规则和监管责任。

加强信息共享机制建设是发挥普惠金融监管作用的重要抓手。要明确信息采集范围，统一采集标准，实现数据信息共享的规范化和常态化，建立覆盖全国、标准统一、信息共享的金融业综合统计体系。这一体系的建立，将极大地增强对整个金融体系的监测、分析能力，为预测、判断、评估和防控金融风险，维护金融体系稳定提供“顺风耳”、“千里眼”。

当下中国如何严控金融风险

宋科¹

China should strengthen communication about its policies and takes steps to stabilize its exchange rate.

According to the latest Central Economic Work Conference of China, preventing and controlling risks is a very important part of its policies. While the global market is in a period of flux, preventing and controlling financial risks in China is more meaningful than ever.

Developed countries, such as European countries and the US, have seen the effects of globalization and are taking steps to encourage overseas capital and manufacturing industries to come back to the developed economies.

Meanwhile, many countries, including China, no longer have the advantage of cheaper labor costs. These factors could result in some changes in the global industrial chain's specialization and then influence international capital flow. To the emerging markets, including China, this can mean capital outflow and more challenges in export. The differentiation of global monetary policies and the expected rise of interest rates would help drive capital to flow from emerging markets to the developed countries.

China should prevent the risks brought by both the real estate industry and RMB exchange rate at the same time. In the past few years, a large amount of global capital entered the emerging markets in different ways and gathered at the real estate industry and stock market, where the profit rates were relatively high. As China's own currency was not the international reserve currency, there are problems with currency and maturity mismatch.

¹ 宋科，中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长、研究员



Once policies change, the previously in-flowed capital will be evacuated rapidly, which could cause the collapse of assets value, depreciation of the RMB, the slump of the stock market and other systematic risks. At present, the US dollar is becoming stronger, and the RMB is under great pressure of depreciation. Meanwhile, the domestic real estate market is under stricter control and capital outflow is growing stronger.

If the real estate market is over-cooled or causing individuals to sell their properties and invest overseas, this will aggravate the depreciation of the RMB. Under these circumstances, the control policies over real estate should be tailored for different cities, rather than being the same throughout all of China.

A certain degree of capital control needs to be maintained, especially the supervision of capital outflow of companies that are following China's "going out" strategies. For example, some companies are disregarding cost when doing overseas acquisitions, paying high prices for no reason. China should strengthen communication about its policies and take steps to stabilize its exchange rate.

China should also be cautious of unexpected, rapid inflation. Since last year, the producer price index (PPI) of industrial products has been much higher due to supply-side reform and exchange rate fluctuation. The consistent rise of the PPI will affect the consumer price index (CPI).

If we take international factors into account, Donald Trump's policies to help with the US' inflation and economic recovery could also lead to global expectation of inflation, which would indirectly influence China's domestic bonds, stock market and commodities prices.

Moreover, if the inflation exceeds expectation, it would restrict what China's monetary policies could do, making it difficult to prevent and control future financial risks.

It is also crucial to prevent global sources from spreading financial risks to China in the current global political and economic environment.

In Europe, political turbulence has affected the financial market in the Eurozone. Several important elections will be held this year, including those of the French president and German chancellor, and Brexit is to be carried out soon. The banking system in the eurozone also faces challenges, especially the fragile banking system in Italy, which could affect other banks in the eurozone. These factors will affect the eurozone, even global trade and monetary policies, and have a huge impact on the global financial market.

In the US, new President Donald Trump's policies could raise uncertainties and influence global expectations for inflation and the global financial market. Trump might make big changes to the US' current macro policies. Trump's stated policies on trade are a form of de-globalization, which may, in a short time, affect China's exports and apply more pressure to the RMB.

At present, it seems China has underestimated the changes that might take place in the China-US relationship after Trump takes office. As many low-income people in developed countries didn't benefit much from globalization, Trump's policies will cater to their desires.

China should negotiate on that, should the free trade process be blocked. If Trump's fiscal policy is carried out, it will encourage the rising expectation of inflation, likely causing the Federal Reserve to increase interest rates to deal with inflation, further pressuring China's RMB depreciation.



如何在有效监管下推进金融创新 ——兼谈侨兴私募债逾期事件

伍聪¹

从长期的视角来看待金融和经济发展之间的关系，可以发现，大国的金融创新几乎总是与其经济崛起相辅相成、相互促进。17 世纪末，英国建立全球最早的中央银行和商业银行体系，为实体经济提供资本、燃料和动力，成功实现了第一次工业革命，成为 19 世纪头号强国。19 世纪末 20 世纪初，美国创新建立全球最为成熟的投资银行体系，通过资本市场为新技术、新经济融资，推动完成了第二次工业革命，成为 20 世纪头号强国。对于处于弯道超车、崛起进程中的中国，如何鼓励金融创新，培育经济增长新动力，这是中国发展中亟需解答的“真问题”。

令人鼓舞的是，中国政府和市场在金融创新上又迈出了新步伐。今年 9 月 23 日，中国银行间市场交易商协会发布《信用违约互换业务指引》、《信用风险缓释凭证业务指引》等的公告，意味着市场关注已久的中国版 CDS 将面世。中国版 CDS 有助于进一步发挥金融对实体经济支持作用，丰富市场参与者风险管理手段，完善市场信用风险分散、分担机制，是助力中国经济金融转型的重要工具。

一、国际上的 CDS：本质是金融创新

信用违约互换（CreditDefaultSwap，CDS）又称为信贷违约掉期，是目前全球交易最为广泛的场外信用衍生品。信贷违约掉期是一种价格浮动的可交易的保单，该保单对贷款风险予以担保。举例而言，市场上有申请贷款者（A），放贷者（银行或其他金融机构，B），保险提供者（C）。A 向 B 申请贷款，B 为了利息而放贷给 A，放贷出去的钱总有风险（如 A 破产，无法偿还利息和本金），那么这时候 C 出场，由 C 对 B 的这个风险予以保险承诺，条件是 B 每年向 C 支

¹ 伍聪，中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学国家发展与战略研究院副院长

付一定的保险费用。如万一 A 破产的情况发生，那么由 C 补偿 B 所遭受的损失。

显然，CDS 是一种金融创新，它通过让违约风险透明化和标准化，推动融资市场的发展。这种创新对融资的促进作用在 JP 摩根于 1994 年推出该产品时就体现出来。JP 摩根银行当时打算向埃克森石油公司提供 48 亿美元的贷款，但埃克森石油公司面临因石油泄漏而受到 50 亿美元罚款的可能，所以 JP 摩根银行为防止埃克森因支付罚款而无法偿还贷款，便把这个信用风险卖给欧洲复兴开发银行，一旦埃克森无力还贷，欧洲复兴开发银行帮助偿还 JP 摩根银行。这个模式的成功，促进了 CDS 市场的飞速发展。于是，各种形式的 CDS 越来越多，价值越大。到 2007 年底，CDS 市场价值达 62.2 万亿美元，甚至超过美国房市的总值。而且，即使在 2008 年金融危机爆发后，CDS 市场规模仍达近 40 万亿美元。

二、国际上的 CDS：用不好会带来风险

CDS 用得不好，也会带来风险。这是因为，买卖协议只是基于违约事件，不需要和违约资产直接挂钩。也就是说，卖家可能基于较小的违约金额收取较少保费用的同时，却可能承担赔付全部资产损失的责任。再加上，占 CDS 市场大部分的、与资产毫无关系的投机者（即“裸”CDS）的介入，使得同一份资产理论上可以支持无限份买卖协议，从而放大卖方的赔偿风险。因此，如果 CDS 的卖家不能甄别初始信贷的风险大小，就可能出问题。例如，2008 年金融危机期间，AIG 就因为之前卖出大量 CDS 给雷曼兄弟公司等，而差点倒闭；再如，持有几十万亿欧元 CDS 风险敞口也是德意志银行近年陷入困境的重要原因之一；2010 年德国政府推出禁止裸卖空主权 CDS 的法案，也说明国家层面也高度关注 CDS 的风险。

实际上，与所有的金融创新一样，CDS 是个收益和风险的平衡体。既不能说 CDS 完美无缺，也不能简单地把 CDS 等同于风险。用得好，CDS 可以促进融资市场的发展；用得不好，CDS 可能成为风险放大器。因此，为发挥好 CDS 的长处和控制好 CDS 的风险，提供贷款的金融机构要有效识别和防范信用风险，并有相应的机制来防止信用风险的传染和放大，尤其是在关键环节有化解这个信用风险的能力。

三、侨兴私募债逾期事件：与 CDS 无关

日前，招财宝的侨兴私募债逾期事件，引发了关于招财宝与 CDS 的关系广泛关注与讨论。笔者对招财宝的业务模式进行了深入思考，并与美国金融危机中的 CDS 进行比较，以期在管控金融风险的同时，不会误伤金融创新。

有人曾认为 CDS 是美国次贷危机的罪魁祸首。笔者认为，正如“好瓶装烂酒”，CDS 仅仅是工具而已，是金融创新的好酒瓶，只不过装了劣质资产，我们不能因噎废食。美国次贷危机最主要的几个原因：第一，金融机构在房价上涨的趋势下忽略风险甄别职能，甚至在没有首付的情况下给没有工作、没有收入的人群购房提供全额贷款，滋生巨大的风险敞口，在房价下跌时暴露。第二，金融机构从 1 次到 N 次，把次贷反复分拆成“高级债”和“低级债”，即所谓的 CDO，把次贷风险杠杆放大。第三，评级机构忽视风险甄别功能，盲目给层层包装后的理论上的“高级债”高质量评级，误导投资者。第四，很多金融资产短融长投，埋下流动性风险。第五，保险公司（如 AIG）出售基于违约事件的保险（CDS），因为 CDS 和风险资产不直接挂钩，一份资产可以支持无限量的 CDS 合约，把保险公司的风险敞口急剧放大。因此，次贷危机爆发的导火索是房价下跌，但劣质金融资产+风险甄别缺失+期限错配+杠杆放大的诸多因素的结合是造成危机的根本原因。

那么，招财宝的业务模式是否会导致系统性风险？笔者认为不会。这是因为：

第一，招财宝变现贷的风险敞口是锁定的，而不是类似于 CDS 的风险敞口是没有上限的。“变现贷”是借款用户以自己在招财宝平台持有的指定理财产品（类似资产收益权质押），发布借款申请，由保险公司提供还款保障措施。决定风险敞口的是一级变现产品，这部分变现金额的损失是保险公司需要赔付的最大上限，不存在类似于 CDS 放大卖方赔偿风险的情况。换言之，保险公司赔偿了这部分损失，就化解了风险。此外，“变现贷”不是加杠杆，只不过是既定固定收益在后续投资者之间的再分配过程。

第二，招财宝平台的增信机构提前介入借贷交易来识别和化解风险，这与 CDS 只是在事后分散和转移风险是不同的。招财宝的借款人和投资人在达成借贷协议之前必须有担保。也就是说，没有增信机构的介入和担保，就不会有招财

宝产品。招财宝引入增信机构就是识别风险，并做好消化化解风险（由增信机构兜底和化解风险）的准备。而 CDS 则主要是在事后介入分散风险，而不是一开始就识别风险和准备化解风险。

第三，招财宝平台上收取的保费是锁定的，而不是类似于 CDS 支付的保费可能会大幅上升。增信机构收取的保险手续费率基本是固定的。而 CDS 支付的保费会因为市场对被保机构的风险判断变化而出现大幅上升，从而大幅增加参保机构（继续购买 CDS 的机构）的购买成本，引发连锁损失。

第四，招财宝平台上的参加者都是中小投资者，而不是类似于 CDS 的大机构投资者。招财宝的投资者中没有机构投资者介入，没有大规模集中撤资风险，这与 CDS 的大量机构投资者同时成为买家和卖家有着很大不同，不会对金融市场产生大的影响。

由此可见，上述招财宝的产品与 CDS 的重大差别，决定了招财宝的产品不是 CDS，也不会引发系统性风险。把招财宝的产品简单类比于 CDS，某种程度上既可能高估了中国金融业的发展程度，又可能高估了这个业务的风险。实际上，我们在强调管控风险的同时，应该更多地鼓励中国的新型金融机构以点带面、从点入手开展新的金融业务。任何创新都如襁褓中的婴儿，应该给予呵护，切莫无意中误伤，切莫忽视其背后的巨大动能。

四、中国版 CDS 的未来之路：有效监管下推进创新

随着中国信用债违约风险暴露的增加，“打破刚兑”是必然的，市场上非常需要一个信用风险分散的工具。将来发展中国版 CDS 任重而道远。

一是丰富国内债券市场的层级性，为将来发展中国版的 CDS 提供扎实基础。多元化、完善的债券市场是推动 CDS 发展的必要前提，而我国国内信用债券市场处于发展初期。同时，引入更多的债券投资主体。当前投资主体单一，主要是商业银行，不利于信用衍生品的发展。因此，在完善信用类债券发行的同时，应当提升债券市场的层次性，并鼓励多元化投资者的参与，有助于分担市场风险。

二是强化金融衍生品的监管，防止将来中国版的 CDS 过度交易和投机。将来的中国版 CDS 作为一种金融衍生品，目的是推动市场更有效率，将风险转移到能够承受该风险的市场参与者。但是以 CDS 为基础的复杂衍生品市场，将使



得市场的债务关联更加错综复杂，增加了金融风险的传导性。应当加强对 CDS 衍生产品的监管、透明度与信息披露要求，防范市场通过衍生品复杂化而掩盖风险。

三是完善将来的中国版 CDS 的市场环境和相关制度配套。比如，完善信用环境和评级制度，推动 CDS 的合理定价；完善会计、资产评估和拍卖制度，为 CSD 簿记和转让提供保障；完善 CDS 的信息披露和透明度，保障投资者权益等。

人民币对冲外汇风险¹

赫伯特·伯尼什²,

中国外汇管理局近期决定允许外国机构投资者获取衍生品,以对冲在岸人民币银行间债券市场的投资³。

人民币国际化的弱点在于货币的第三职能——贮藏手段。尽管中央银行和主权财富基金可以进入人民币银行间债券市场,允许以符合 QFII 协定的机构投资者为主的境外非政府投资者参与其中却是首次。照此逻辑,下一步就会允许这些境外机构投资者对冲在岸人民币投资。

本文首先讨论全球机构投资者的规模,这些机构投资者在全球寻求收益和可投的债务证券。接着探讨外管局最近的决定对这些全球投资者意味着什么,最后谈谈其中涉及的风险。

1. 机构投资者和中国银行间债券市场的规模

经合组织多年来一直收集成员国机构投资者的数据,但直到最近这一举措才得到充分赞赏。2014 年,机构投资者可用基金总量接近 100 万亿美元,而官方外汇储备仅为 12 万亿美元,全球 GDP 仅为 700 亿美元。

这些基金就算发生小幅变动也会导致主要外汇和资产市场的震荡。大多数基金受到严格的投资准则限制,只能产生小幅变动。

如图 1 所示,2011 年,投资基金、保险公司和养老基金占有总资产的最大份额,达到 75%,主要投资合格的公开上市股票和债务证券。各机构投资者在不同时间点和时间段的投资和持有期限均有不同。投资基金和养老基金主要投资股票,保险公司偏向于投资债务证券。

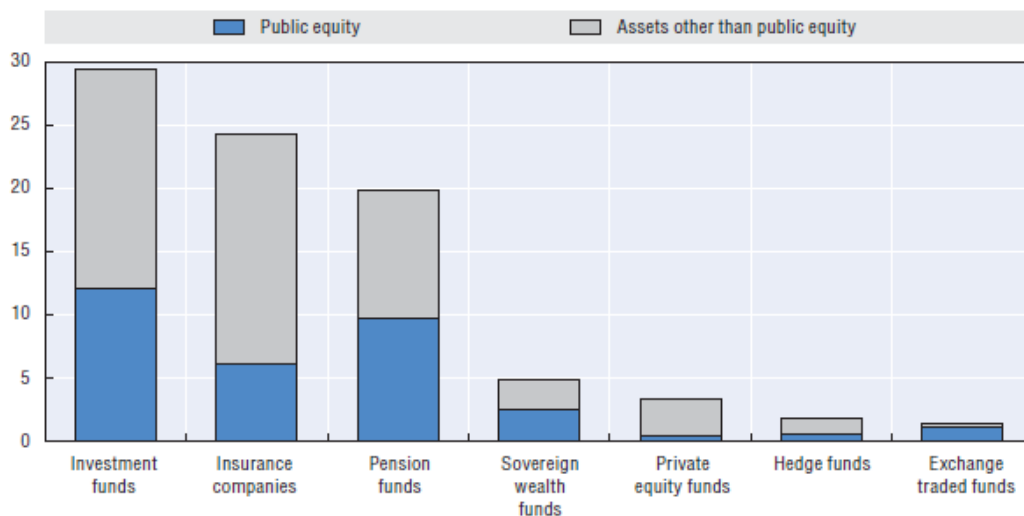
¹ 翻译:李雪菲

² 赫伯特·伯尼什,中国人民大学国际货币研究所学术委员,BIS 原高级经济学家

³ 2017 年 2 月 27 日的决定(中文):国家外汇管理局关于银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知书(汇发表 17 年 5 号) www.safe.com.cn

Figure 1. Total assets under management and allocation to public equity
by different types of institutional investors

In trillion USD, 2011



Note: Investment funds, insurance companies and pension funds data do not cover non-OECD economies. Since institutional investors also invest in other institutional investors, for instance pension funds' investments in mutual funds and private equity, the comparability of different data cannot be verified.

Source: OECD Institutional Investors Database, SWF Institute, IMF, Preqin, BlackRock, McKinsey Global Institute.

相比之下，2016 年年中，全球债务市场规模是 93 万亿美元，包括 72 万亿美元是国内债券和 21 万亿美元的国际债券¹。中国在岸人民币银行间债券市场规模达到 56.3 万亿人民币，约合 8 万亿美元，仅次于美国和日本，位列第三（见下表）。

其中境外投资者持有的在岸人民币银行间债券价值仅为 8526 亿人民币，占总市场的 1.5%。这一份额远远小于日本证券的 9% 和美国已发行证券的 38%²。中国银行间债券市场的供求端均有提高外资持有的比例的巨大空间。

目前，中国当局正在努力阻止资本外流，因此十分欢迎各方推动资本流入中国。

表 1：2016 年第二季度末清偿的债务证券概况（单位：十亿美元）

国别	债务证券总量	国内债务证券	国际债务证券
美国	37,614	35,272	2,342
日本	13,849	13,582	290
中国	8,073	7,874	112

来源：国际清算银行债券数据表 C1

¹ 国际清算银行（2017）：2016 年第二季度国内外优秀证券概述 www.bis.org/statistics/securities

² 德意志银行（2016）：投资中国债券市场：全球投资者概述，7 月 www.db.com

2. 中国外汇管理局近期关于银行间债券市场对冲行为的决定¹

中国外汇管理局近期决定允许境外投资者在中国购买在岸债券以对冲其货币风险，这极大促进了中国蓬勃发展的债券市场对国际投资的吸引力²。境外投资者可与中国居民（最重要的就是银行）达成这些对冲交易，包括远期合约、掉期交易和期权交易。

这些措施针对的是非中央银行和境外机构投资者，包括养老基金、慈善机构和通过合格境外机构投资者（QFII）协定投资中国债券市场的其他机构投资者。境外投资者必须通过合格的在岸金融机构来交易衍生品，必须根据风险对冲的“真实需要”进行此类交易³，因此需要验证，以避免投机性对冲。

许多境外投资者直到现在都在使用人民币离岸市场提供的衍生产品，既耗钱、又耗时。未来中国可能会放宽行政管制，比如优惠税收政策、延长交易时间、缩短结算周期。这对中国国际支付系统将会是一个挑战，它需要建立一个中央证券存管机构（CSD）来纳入债券和衍生产品结算

3. 境外投资者面临的风险

考虑到人们普遍预期人民币贬值，境外投资者现在可以以一定成本对冲外汇风险。此外，不可忽视境外投资者仍然承担的利率风险，尤其是在目前全球利率普遍上扬、中国也无法置身事外的这一大背景下。在大多数成熟的债券市场，利率掉期率仍充当着基准利率的作用，所以能对冲掉外汇风险这一步也很重要⁴。

“我们还需努力设计和运营中国政府债券市场，使其能提供有效的收益率曲线，从而找出一年到十五年的最优利率。”⁵目前该市场仍属于垄断市场，因为中国的银行大量持有中央政府债券。此外，缺乏机构投资者削弱了创建收益率曲线的紧迫性，也削弱了中国人民银行利用该曲线作为市场操作基础的紧迫性。

最近通过引入利率走廊改善了货币政策操作程序，使用利率衍生品会变得更加便利⁶。中国人民银行应当成为形成中央政府债券收益率曲线“最优”结构的

¹ 银行间债券市场的表述不当，因为它涵盖了 90% 以上的交易债券。

² 金融时报（2017）：中国向境外债券投资者开放货币对冲，2 月 27 日 www.ft.com

³ 财新英文版（2017）：中国允许境外债券投资者为对冲交易衍生产品 2 月 28 日 www.caixinglobal.com

⁴ 劳伦斯·克莱尔，罗伯特·麦考利和菲利普·伍德里奇（2017）：债券基准继续向掉期倾斜。《国际清算银行评论》，3 月 www.bis.org/publications

⁵ 约瑟尔·戈麦兹和贾圣林（2016）：中国人民银行应当简化中央银行体系，促进人民币国际化。《中国经济学刊》，第 4 卷，第 2 期，第 41 页。 www.journals.sfu.ca

⁶ 夏乐（2017）：新工具制定更加精明的中国货币政策。《国际货币研究所评论》2017 年 4 月



主导机构。央行为履行这一社会责任，应当设计、研发、实行有效且高效的货币政策来管理作为国际货币的人民币。”¹

因此，当中国面临大量资本外流时，这些措施能帮助吸引多少外资仍有待观察。向境外投资者出售更多国内债务证券是一把双刃剑，资本内流会受到欢迎，但资本流动逆转可能会给货币政策带来压力。实行严格的资本管制又回归到行政管理的老路，这是人民币国际化暂时遇到的挫折。外界期望市场能够更多地决定汇率和利率。

¹约克瑟尔·戈麦兹和贾圣林（2016），同上，第 45 页。

RMB hedging forex risk

Herbert Poenisch

In the January issue of the IMI Review I described the financial use of RMB overtaking the use for international trade.

In this issue I take the recent decision by SAFE¹ to allow foreigner institutional investors access to derivatives products for hedging their investment in the onshore interbank RMB bond market.

The weak side of internationalization of RMB was always the third function of money, the storage of value. While central banks and sovereign wealth funds have been allowed into the RMB interbank bond market, allowing non-government foreigners, mostly in form of institutional investors under the QFII scheme to participate is relatively new. The next logical step is to allow these foreign institutional investors to hedge their investments in onshore RMB.

This short article first looks at the size of the global institutional investors, who are searching for yields around the globe and the availability of debt securities. Secondly, what does the recent decision by SAFE mean for these global investors and thirdly what are the risks involved.

1. Size of Institutional Investors and China Interbank Bond Market

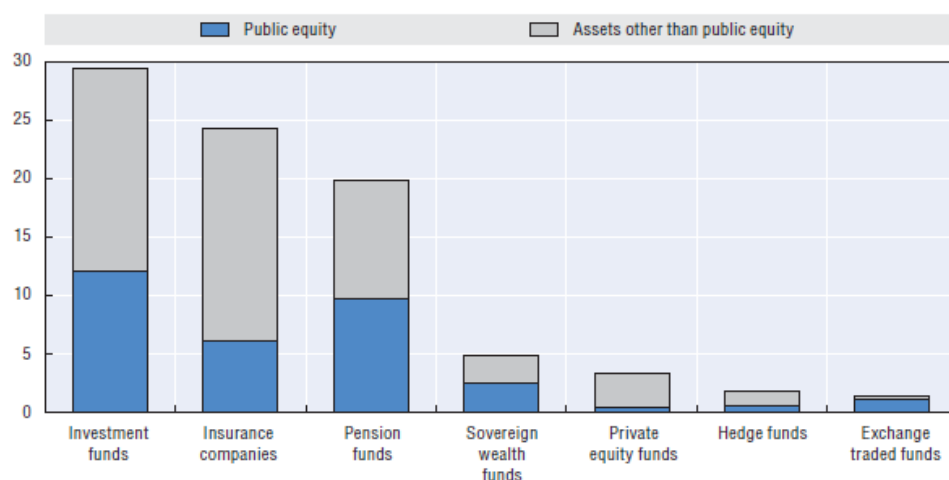
The OECD has been collecting data on institutional investors in member countries for many years. It is only recently that this exercise has been fully appreciated as the total funds available to these institutional investors in 2014 were close to USD 100tr, compared with USD 12 tr in official foreign exchange reserves and a global GDP of USD 70bn.

¹ Decision of 27 February 2017 (in Chinese): 国家外汇管理局关于银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知书(汇发表 17 年 5 号) www.safe.com.cn

Even a small shift in these funds causes major forex and asset market reverberations. Most of these funds are constrained by strict investment guidelines which allow them to move only marginally.

As shown in figure 1, investments funds, insurance companies and pension funds make up the lion share of the total, some 75% of the total in 2011. They invested mainly in eligible publicly quoted equities and debt securities. The investment and holding periods of different institutional investors vary at any point of time and over time. Investment Funds and Pension Funds allocate a larger share into equity whereas insurance companies have a preference for debt securities.

Figure 1. Total assets under management and allocation to public equity by different types of institutional investors
In trillion USD, 2011



Note: Investment funds, insurance companies and pension funds data do not cover non-OECD economies. Since institutional investors also invest in other institutional investors, for instance pension funds' investments in mutual funds and private equity, the comparability of different data cannot be verified.
Source: OECD Institutional Investors Database, SWF Institute, IMF, Preqin, BlackRock, McKinsey Global Institute.

For comparison, the size of global debt markets in mid-2016 is USD 93 tr, mainly made up USD 72tr of domestic bonds and USD 21 tr of international bonds¹. The China onshore interbank bond markets amounted to RMB 56.3 tr or USD 8 tr, third in size after the USA and Japan (see table below).

Of this total only RMB 852.6 bn or 1.5% of the onshore interbank bond market are held by overseas investors. This share is much smaller than 9% of Japanese

¹ Bank for International Settlements (2017): Summary of outstanding domestic and international securities 2 Quarter 2016 www.bis.org/statistics/securities

securities and 38% of US issued securities¹. There is a huge potential from both sides, supply and demand to increase the share of foreign holdings in China's interbank bond market.

A boost of capital inflows is welcome at present when Chinese authorities are struggling to stem capital outflows.

Table 1: Summary of debt securities outstanding 2Q2016 in bn USD

Country	Total debt securities	Domestic debt sec	International debt sec
USA	37,614	35,272	2,342
Japan	13,849	13,582	290
China	8,073	7,874	112

Source: BIS Securities statistics Table C 1

2、Recent SAFE decision on hedging in the interbank bond market²

The recent decision to allow foreigners buying onshore bonds in China to hedge their currency risk is a major step forward to attracting international investment in its booming debt markets³. These hedging transactions can be concluded with Chinese residents (banks foremost) and include forward contracts, swaps and options.

These measures are targeted at non-central banks, foreign institutional investors, including pension funds, charities and other investors who invest in China's bond market through the Qualified Institutional Investor (QFII) programme. Foreign investors must trade the derivatives through a qualified onshore financial institution and conduct such trading based on 'real needs' for risk hedging⁴. This requires verification to avoid speculative hedging.

Until now many foreign investors have been using derivatives available in the RMB offshore market, which is a costly and time consuming practice. In future China might be easing administrative measures, such as favourable tax policies, extended trading hours and shorter settlement periods. This will prove a challenge for the China

¹ Deutsche Bank (2016): Investing in China's Bondmarket: an overview for global investors, July www.db.com

² Interbank bond market is a misnomer as it covers more than 90% of all traded bonds.

³ Financial Times (2017): China opens up currency hedging for foreign bond investors, 27 February www.ft.com

⁴ Caixin English (2017): China allows foreign bond investors to trade derivatives for hedging 28 Feb www.caixinglobal.com

International Payment System which will have to include settlement of bonds and derivatives with a central securities depository (CSD) set up.

3、Risks for foreign investors

Foreigners can now hedge their foreign exchange risk at a cost, bearing in mind the widely expected depreciation of RMB. Furthermore foreign investors still carry the interest risk, which in an environment of expected globally rising interest rates from which China cannot exclude itself, is not negligible. This step is also important as in most advanced bond markets the interest rate swap serves as a benchmark¹.

“Much remains to do with designing and operating a Chinese Government Bond market that will provide an efficient yield curve to find out the optimal interest rates from one year to fifty years”². At present this is a captive market as Chinese banks hold the bulk of CGBs. Furthermore, the absence of institutional investors diminishes the urgency to create a yield curve and for the PBOC to use this as basis for its operations.

Recent improvement in monetary operating procedures by introducing an interest corridor should facilitate the use of interest rate derivatives³. The PBOC should be the leading institution to shape an ‘optimal’ structure for the CGBs yield curve. “In order to fulfill this societal responsibility, PBOC should design, develop and operate an effective and efficient monetary policy to manage RMB as an international currency”⁴.

It therefore remains to be seen how much these measures help to attract foreign capital at a time when China is facing massive capital outflows. Selling more domestic debt securities to foreigners is a double edged sword, the inflows are welcome but reversals can cause stress for monetary policy. Enforcing strict capital

¹ Kreicher, Lawrence L, McCauley, Robert N and Wooldridge, Philip (2017): The bond benchmark continues to tip to swaps. In: BIS Review, March www.bis.org/publications

² Gormez, Yuksel and Ben, Shenglin (2016): PBOC should practice simple central banking to help RMB Internationalisation. In: Journal of Chinese Economics, Vol 4, No2 p 41 www.journals.sfu.ca

³ Xia Le (2017): New tools allow for shrewder Chinese monetary policy. In IMI Review April 2017

⁴ Gormez, Yuksel and Ben, Shenglin (2016), *ibid*, p 45.

controls is a return to administrative measures which is a temporary setback for the internationalisation of RMB. The outside world expected more market determined exchange rates and interest rat.

放缓金融改革的危害 ——现在向说客妥协还为时尚早¹

保罗·塔克²

八年前，也就是 2008 年底发生系统性崩溃的几个个月后，各国已着手增强世界银行业和金融系统抵御危机的能力。在 20 国集团的共同国际计划之下，各国纷纷改革，推出相应的国家计划。

在共同基本点上达成协议反映出各国已认同，鉴于跨境银行、资本市场和保险业相互关联，在某些领域应用国际最低标准和政策符合共同利益。

在世界经济的敏感时刻，美国和欧洲有一些人呼吁撤销部分改革方案。但立法和监管机构应该注意，放缓、暂停或走回头路可能带来危害。

系统风险委员会（Systemic Risk Council）一直在跟踪美国关于“多德—弗兰克监管改革”的讨论。我们担心的是，巴塞尔银行监管委员会、甚至央行官员和负责监管审慎准则制定者的监管负责人，在严峻的行业压力下，也在讨论降低计划中的资本标准。

这些趋势十分危险。危机迟早都会卷土重来，那时有实力的银行有钱借贷，其他的小银行却没有。那些最早采取坚定行动改善金融系统的地区会从稳健的宏观经济复苏中获益良多，而改革更渐进或不坚定的地区则不会。

根据系统风险委员会的共同改革计划“五大支柱”，G20 需要更为稳健的金融系统，降低失败的可能性，避免中介机构出现危机时需要财政救援。这五大支柱和以往一样重要。

企业需要拥有更多权益资本，应和他们发生危机时造成的社会和经济后果成比例。要求银行类的中介机构大幅减少流动风险敞口。监管机构有权全面监管整个系统，以确保所有中介机构以及与系统稳健高度相关的所有市场活动能够抵御

¹ 翻译：陈佳鑫

² 保罗·塔克是系统风险委员会主席。本文原文选自货币金融机构官方论坛（OMFIF）评论，OMFIF 是一家总部位于伦敦的全球金融智库。

风险。G20 规定在可能的情况下，衍生品交易需要通过风险抵御能力更强的中央交易对手进行集中清算，以便简化中介机构的风险敞口网络。

最关键的是，制度已得到强化，可以处理所有类型、规模或国籍的金融中介机构。这样即使危机到来，这些机构也可以继续为家庭和企业提供基本业务，而不需要纳税人提供偿付支持。

在五大支柱方面的监管改革以外，审慎监管也取得了巨大进展，尤其是会针对关键中介机构和服务提供商进行定期压力测试。

而在全球债务规模持续膨胀的同时，仍有声音要求放缓改革，这些进展可能因此前功尽弃。现在不仅不应放松任一支柱的改革，更审慎的做法应是采取更强硬的措施，并且主要经济体应该补足其在危机来临时可使用的弹药，努力降低债务水平。

目前，生产力增长前景不明，债务负担持续增加，宏观经济刺激能力减弱，而改革计划并没有根据这些变化进行调整。这种情况下，监管政策制定者应该考虑是否要求银行（可能也包括其他机构）比 2008 年—2009 年之后强调“维持稳定”时期持有更多的权益资本。

当下一次衰退到来，央行和财政当局将无法像 2009 年一样火力全开并维持至今。政府和立法机构不应该松懈下来、阻碍金融系统风险抵御能力进一步提高，而应确保金融机构无论何时都能为家庭和企业提供服务，而这正是维持社会活力和繁荣的先决条件。

现在有声音要求降低大型复杂公司的股本标准、放松流动性要求、放弃中央交易对手或新决策制度，政府应该无视这些鼓噪，坚决不妥协。

以上这些做法会损害民众福利，导致纳税人为受人诟病的救援计划买单。这样做还会使更多处于经济边缘化的行业和地区受到威胁，比实体经济波动带来的风险更大。

距这场危机开始已有十年，现在还不是向金融行业说客或短期的诱惑妥协的时候。过去 10 年工作以“稳定作为首要任务”，如今政策制定者在回顾时需要仔细鉴别、有所取舍。

Hazards of relaxing financial reform

Now is not the time to bow to lobbyists

Paul Tucker¹

Eight years ago efforts began, only a few months after the systemic collapse of late 2008, to make the global banking and financial system more resilient. Reforms around the world have brought together national initiatives under a shared international programme from the Group of 20 leading economies.

Agreement on shared elements has reflected acceptance that, in certain areas, international minimum standards and policies are in the common interest, in view of the interconnectedness of cross-border banking, capital markets and insurance.

At a sensitive time for the world economy, there are calls in the US and Europe to undo parts of the reform programme. But legislators and regulators should beware of the hazards of relaxing, suspending or back-tracking on past advances.

The Systemic Risk Council has been tracking the debates about the Dodd Frank regulatory reforms in the US. We are concerned by reports that the Basel Committee on Banking Supervision, and even central bank governors and heads of supervision who oversee the prudential standard-setters, have been debating softening their plans for capital standards in the face of intense industry pressure.

That would be a perilous course. When bad times come, as sooner or later they will again, strong banks lend, weak banks do not. The jurisdictions that took the earliest, most determined actions to build financial system resilience have benefited from more solid macroeconomic recovery than those of their peers adopting a more gradual or less committed reform strategy.

¹ Sir Paul Tucker is chair of the Systemic Risk Council, a non-partisan body of former government officials and experts which exists to promote measures to preserve financial stability. This article appeared in OMFIF Commentary. The Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) is a global financial think-tank, headquartered in London.

Under what the SRC calls the ‘five pillars’ of the shared reform programme, the G20 has required a more resilient financial system, so as to reduce the probability of failure and to avoid fiscal bailouts when intermediaries do fail. These five pillars remain as vital as ever.

Individual firms are required to carry more equity capital, in proportion to the social and economic consequences of their failing. Banking-type intermediaries have been required to reduce materially their exposure to liquidity risks. Regulators have been empowered to adopt a system-wide view to ensure the resilience of all intermediaries and market activities materially relevant to the resilience of the system. The G20 has simplified the network of exposures among intermediaries by mandating that, wherever possible, derivatives transactions be centrally cleared by resilient central counterparties.

Crucially, enhanced regimes have been established for resolving financial intermediaries of any kind, size, or nationality so that, even in a crisis, essential services can be maintained to households and businesses without taxpayer solvency support.

These five elements of regulatory reform have been accompanied by some major developments in prudential supervision, notably regular stress testing of key intermediaries and service-providers.

These advances are put at risk by voices calling for dilution at a time when world debt has continued to increase. Far from being a moment to relax any of the five pillars of reform, it may be prudent to adopt tougher policies while leading countries replenish their macroeconomic arsenal and try to lower debt levels.

The reform programme was not calibrated for a world where productivity growth has proven elusive, the debt overhang has increased, and macroeconomic stimulus capacity is stretched. In these circumstances, regulatory policy-makers should consider whether to require banks (and possibly some others) to carry more equity than prescribed for the ‘steady state’ in the years immediately following 2008-09.

When the next recession comes, central banks and fiscal authorities will not have nearly as much firepower as they could deploy in 2009 and maintain until now. Governments and legislators should not impede further efforts to build a resilient financial system that can serve households and businesses through thick and thin – a precondition for sustaining dynamism and prosperity.

The authorities should resist siren voices urging lower equity standards for big and complex firms, slacker liquidity requirements, retreat on central counterparties, or dismantling of the new resolution regimes.

Such action would endanger the welfare of citizens and lead to additional, uniformly unpopular, taxpayer-funded bailouts. It would expose economically marginalised industries and regions to even greater risks than those caused by changes in the real economy.

Almost a decade after the start of the crisis, now is not the time to bow to financial industry lobbyists or to short-term temptations. Policy-makers must be discriminating as they review the work of the past decade – leaving stability as a priority.

系列二十七：传统经济模式给实体经济发展带来的结构性障碍¹

编者按：

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

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第八章。

国际金融危机爆发以来，世界经济进入了漫长的衰退期，对外依赖度较高的中国经济受到沉重打击，国内产业结构不合理问题凸显。尤其是在 G20 国家实施的反危机经济刺激计划下，中国经历了一轮粗放式经济扩张，导致了严重的负债经营和产能过剩，经济背上了沉重的包袱，企业倒闭潮涌现，投资意愿下降，增长动力不足。2015 年中国 GDP 同比增长 6.9%，连续 5 年下降。工业增加值增长 5.9%，比上年下降 1%；固定资产投资增长 10%，比上年下降 5.7%。工业企业利润同比下降 2.3%，仅 11 月亏损企业数就达到 54459 个，同比增加 17.4%。过去相当长一段时期作为中国经济增长重要引擎的出口贸易持续低迷，2015 年中国进出口贸易总额为 39586.4 亿美元，同比下降 8.0%，其中进口总额为 16820.7 亿美元，同比下跌 14.1%；出口总额为 22765.7 亿美元，同比下降 2.8%。种种迹象表明，传统经济模式已造成经济增长的结构性障碍，难以为继，集中体现在以下四个方面：

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

一、创新能力薄弱

改革开放以来，由于技术水平整体落后，缺乏核心技术，大多数中国企业只能从事“三来一补”和技术含量不高、劳动密集的产品生产，产品的附加值较低。相应地，企业的创新意识薄弱，研发投入较低，2000 年中国的研发支出占 GDP 的比重只有 0.9%，不到日本的 1/3，科技对 GDP 增长的贡献度不足 20%。国际金融危机爆发后，中国开始强调经济转型升级，加大了研发投入力度，2010 年研发投入超过德国，2013 年进而超过日本，2015 年研发支出 1.4 万亿，是仅次于美国的世界第二大研发经费投入国家。目前中国的研发支出占 GDP 的比重达到 2.10%，已超过英国，达到欧元区水平，但是与日本、美国相比，仍有不小的差距。（见图 1）由于中国还有一半的农村人口，全民教育水平不高，高素质人才尤其是科技人才缺乏是制约中国创新能力的关键。根据世界银行的统计，2000 年中国每百万人口中 R&D 研究人员仅为 547 人，而同期日本为 5151 人，美国为 3476 人，中国研发人员的数量约为日本的 1/10 和美国的 1/6。经过不懈的努力，中国的科技人才培养取得了很大的成绩，与发达国家的差距迅速缩小。2013 年中国每百万人口中 R&D 研究人员翻了一番，达到 1089 人，大约是日本的 1/5、美国的 1/4、欧元区的 1/3。（见图 2）尽管 2014 年中国申请专利的数量为 127042 件，与 2000 年的 26560 件专利相比增加了近 5 倍，是世界上仅次于美国的专利大国，（见图 3）但是受到机制体制的制约，科技成果向产业的转化乏力，许多专利停留在实验室水平，致使科学技术对经济发展的贡献度相对较低。美国经济增长中科技的贡献度超过 70%，而我国却不到 30%。科技对经济增长贡献率低，已成为制约我国经济发展的“阿喀琉斯之踵”。

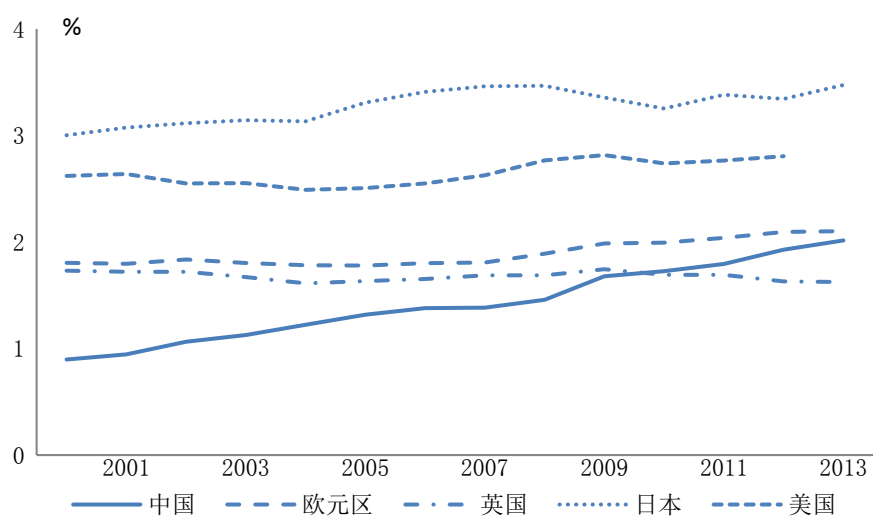


图 1 研发支出占 GDP 的比重变动情况

数据来源: 世界银行

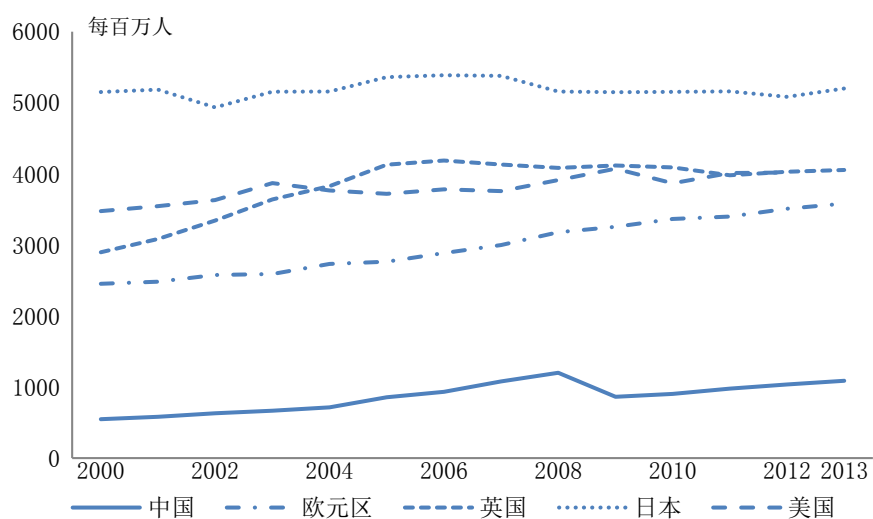


图 2 R&D 研究人员数量变动

数据来源: 世界银行

备注: R&D 研究人员是指参与新知识、新产品、新流程、新方法或新系统的概念成形或创造, 以及相关项目管理的专业人员, 包括参与 R&D 的博士研究生 (ISCED97 第 6 级)

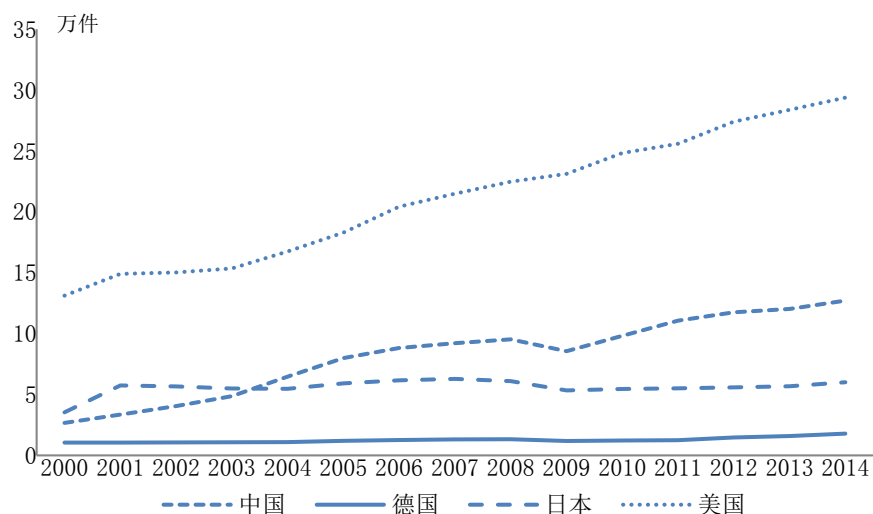


图 3 专利申请数量变化

二、经济结构失衡

中国经济结构性失衡的一个主要表现是消费率的逐年下降和储蓄率的持续攀升。2000 年-2008 年八年时间，由于住房、医疗、教育、养老压力加大，社会保障体系不健全，居民储蓄意愿陡增，储蓄率从 36.2% 迅速上升到 51.8%，消费率从 63.1% 下滑到 49.7%。储蓄和消费结构的变化，使得中国的内需市场萎缩，对外部需求的依赖大大增加，促使中国经济增长转向投资拉动和出口带动。2008 年的国际金融危机以及后续的国际市场疲软，减少了国际市场需求，供过于求的结构性失衡、部分行业产能过剩的问题很快暴露无遗。为了保持一定速度的经济增长，政府被迫采用大力度的扩张性财政和货币政策，增大投资拉动经济砝码。

（如图 4 所示）大规模投资使生产能力急剧扩张，而消费增长速度远远赶不上资本投入和生产能力的扩张速度，恶化了内需不足和生产能力过剩之间的失衡状况。

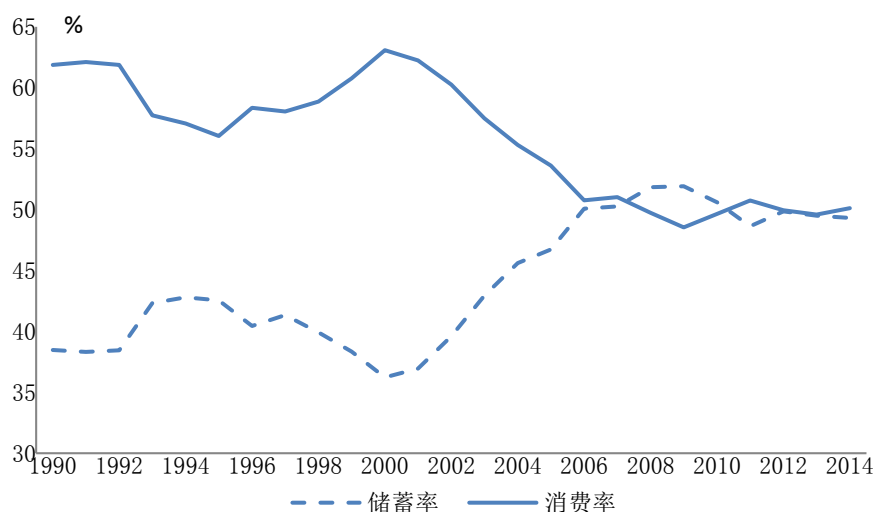


图 4 1990-2014 年中国储蓄和消费变化曲线

数据来源：世界银行

中国经济结构性失衡的另一个表现是部分行业产能严重过剩，而居民的生活需求得不到有效供给的满足。在经济转型升级过程中，钢铁、煤炭、化工、建材、电解铝等五大类行业出现了严重的产能过剩。例如，按 2015 年煤炭消费量 35 亿吨估算，中国煤炭产能过剩 22 亿吨，产能利用率不足 70%。2012 年以来，我国粗钢产能利用率持续在合理水平线以下，2015 年产能利用率不足 67%，钢铁行业亏损严重。2015 年钢铁工业协会会员企业亏损 645 亿元，亏损面为 50.5%，企业经营十分困难。氮肥、氯碱等出现行业性亏损；无机盐、甲醇、轮胎制造等行业利润连续两年或三年下降。水泥行业利润 330 亿元，同比下降 58%，水泥产量出现了 25 年来的首次负增长。铝冶炼行业连年全行业巨额亏损，债务负担沉重。

不少沿海企业仍从事传统加工工业，沿用低效的生产技术和方式，导致市场空间被大量廉价易淘汰的产品占据，造成实质性供给不良。改革开放以来，我国长期实行“需求引导供给，供给改善需求”的发展策略，在物资短缺、购买力较弱时期，过多注重“量”上的满足，而对产品质量和品牌的强调远远不足。一旦收入水平提升，需求档次提高，或者来自国外的低端需求数量减少，使得国内不可避免地出现很多行业产能过剩，居民还想方设法到国外或通过代购方式购买奶粉、马桶盖、高压锅等高质量消费品的奇怪现象。中国能否兼顾供求两侧，稳步调整经济结构，减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给，对未来中国经济发展至关重要。

三、民间投资下降

在过去相当长的时期中，投资一直是我国经济增长的主要动力。尽管最近两年消费超过投资和出口成为经济增长的第一动力，但是在出口负增长的情况下，投资仍然是我国经济增长特别倚重的动力。企业是民间投资的主力军，其中小企业最具活力。中小企业作为我国国民经济的重要组成部分和基本发展动力，在激活市场竞争、创造就业机会等方面做出了重要贡献。国家统计局数据显示，中小企业占企业法人总数超过 95%，其最终产品和服务价值占全国 GDP 总量的 50% 以上。由于思想观念以及体制机制存在问题，政府与市场之间的关系失衡，市场在配置资源方面居于一个次要的地位，种种规定和软条件约束，让中小企业无法进入一些盈利较高的、新兴的行业，导致中小企业在经济转型升级过程中投资意愿下降。此外，银行主导的金融体系存在“身份歧视”，在中小企业金融支持方面鲜有作为，中小企业即使有投资意愿，但是它们面临的资金紧张、融资困难问题至今没有得到解决。图 5 反映了民间固定资产投资增速的变化情况。2015 年底民间固定投资增长率为 10.1%，与 2013 年初的 24.1% 相比，下降了 58%。民间投资的大幅萎缩反应了中小企业的发展环境更加恶劣，使其规模扩张、技术研发和资金需求得不到满足。中小企业缺乏足够的生机与活力，这就给新型城镇化中解决就业问题、保持经济的柔韧性和弹性带来巨大压力。

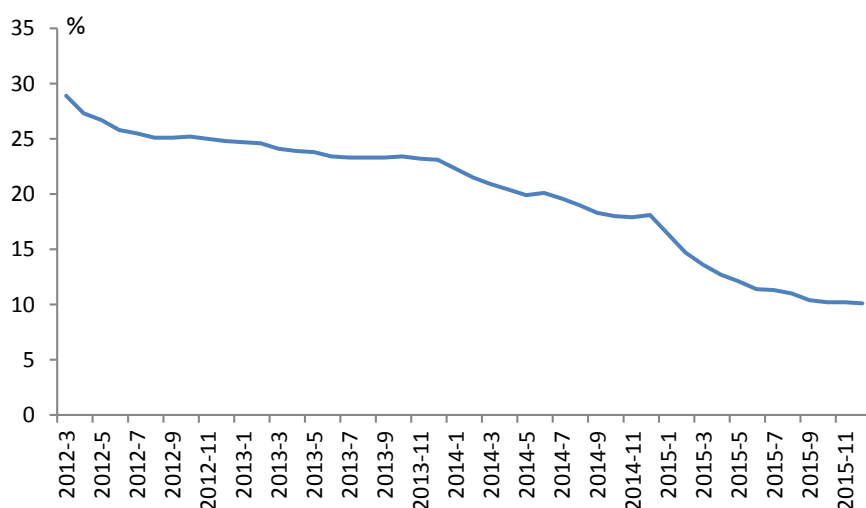


图 5 民间投资增长率变化曲线

数据来源：国家统计局

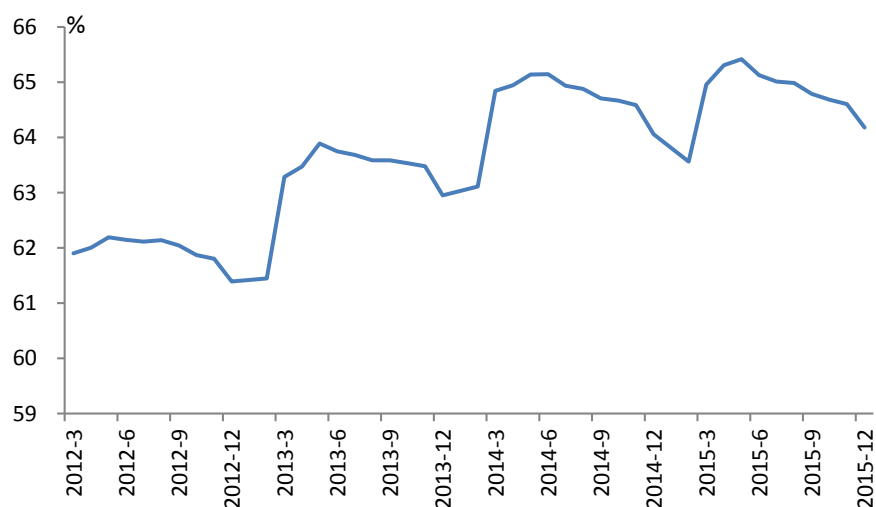


图6 民间固定资产投资占比

备注：民间固定资产投资占比=民间固定资产投资额/全国固定资产投资额（不含农户）

四、中国贸易大而不强

2015年，我国货物贸易进出口总值24.59万亿元人民币，继续保持全球第一的地位，较上一年继续提升。从贸易“量”上看，我国是世界最大的贸易国，是100多个国家的最大贸易伙伴，进出口贸易额超过世界总额的八分之一。从贸易“质”上看，在出口产品附加值、贸易竞争力和定价权等方面看，中国距离成为贸易强国的目标仍然是任重而道远。一方面，我国出口产品多为低附加值产品，可替代性强，出口商品贸易额对价格变化非常敏感；传统的依靠廉价劳动力的中国制造产品正在失去往日的荣耀。2015年纺织品、服装、箱包、鞋类、玩具、家具、塑料制品等7大类劳动密集型产品出口总值2.93万亿元，出现了罕见的下降，同比降幅为1.7%。根据世界银行的统计，在世界其他主要国家（地区）高科技出口占比下降的大环境下，中国的高科技出口占制成品的比重保持上升趋势，从2000年的19.0%稳步上升到2014年的25.4%，陆续超过欧元区、日本、英国和美国。（见图7）尽管中国的高科技出口在制造产品中占比较高，但这些产品的关键技术和元器件多来自国外，不仅生产受制于人，而且利润率相对较低，缺乏贸易谈判定价能力。此外，我国拥有知名品牌的制造企业数量不多，制造业的国际竞争力不强。2015年7月22日《财富》世界500强排行榜公布，中国上榜公司数量达到了106家，仅次于美国，接近日本的两倍，但这些公司主要集中在资源、能源、矿业、钢铁、运输、电信、金融等行业，制造企业只有2、3家。

(见表 1)

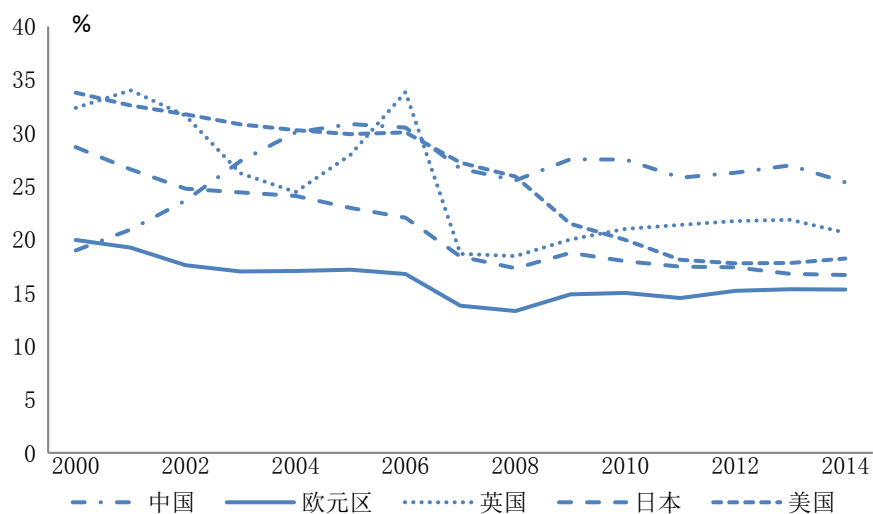


图 7 高科技出口（占制成品）比重变动情况

数据来源：世界银行

备注：高科技出口产品是指具有高研发强度的产品，例如航空航天、计算机、医药、科学仪器、电气机械。

表 1 世界 500 强中的中国企业及排名

国际排名	公司	国际排名	公司
2	中国石油化工集团公司	274	江苏沙钢集团
4	中国石油天然气集团公司	276	中国医药集团
7	国家电网公司	281	中国民生银行
18	中国工商银行	282	怡和集团
29	中国建设银行	288	中国机械工业集团有限公司
31	鸿海精密工业股份有限公司	296	上海浦东发展银行股份有限公司
36	中国农业银行	304	渤海钢铁集团
37	中国建筑股份有限公司	315	冀中能源集团
45	中国银行	316	台湾中油股份有限公司
55	中国移动通信集团公司	321	中国航空油料集团公司
60	上海汽车集团股份有限公司	326	中国冶金科工集团有限公司
71	中国铁路工程总公司		中国太平洋保险（集团）股份有
72	中国海洋石油总公司	328	限公司
		336	和记黄埔有限公司

77	来宝集团	339	浙江物产集团
79	中国铁道建筑总公司	341	大同煤矿集团有限责任公司
87	国家开发银行	342	中国华信能源有限公司
94	中国人寿保险（集团）公司	343	中国国电集团公司
	中国平安保险（集团）股份有限		
96	公司	344	新兴际华集团
105	中国中化集团公司	345	中国华电集团公司
107	中国第一汽车集团公司	354	江西铜业集团公司
109	东风汽车集团	355	和硕
113	中国南方电网有限责任公司	358	潞安集团
115	中国华润总公司	362	广州汽车工业集团
143	中国邮政集团公司	364	河南能源化工集团
144	中国兵器工业集团公司	366	中国电子信息产业集团有限公司
146	天津市物资集团总公司	371	中国船舶重工集团公司
156	太平洋建设集团	373	山东能源集团有限公司
			山西晋城无烟煤矿业集团有限责
159	中国航空工业集团公司	379	任公司
			陕西延长石油（集团）有限责任
160	中国电信集团公司	380	公司
165	中国交通建设集团有限公司	382	晋能集团
174	中国人民保险集团股份有限公司	389	广达电脑
186	中国中信集团有限公司	390	中国有色矿业集团有限公司
190	交通银行	391	中国能源建设集团有限公司
196	神华集团	392	中国大唐集团公司
198	中国五矿集团公司	393	台塑石化股份有限公司
207	北京汽车集团	400	开滦集团
218	宝钢集团有限公司	402	首钢集团
224	中国华能集团公司	403	中国电力投资集团公司

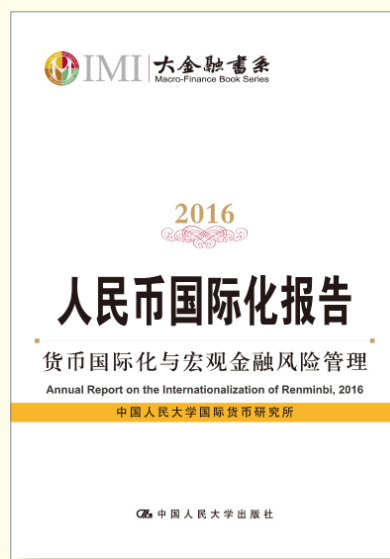


			山西阳泉煤业(集团)有限责任公
227	中国联合网络通信股份有限公司	409	司
228	华为投资控股有限公司	416	陕西煤业化工集团
231	联想集团	420	中国光大集团
234	山东魏桥创业集团有限公司	423	仁宝电脑
			中国通用技术(集团)控股有限责
235	招商银行	426	任公司
239	河北钢铁集团	432	中国远洋运输(集团)总公司
240	中国铝业公司	437	中国航天科技集团公司
247	正威国际集团	451	鞍钢集团公司
253	中国电力建设集团有限公司	457	中国保利集团
258	绿地控股集团有限公司	464	海航集团
264	山西焦煤集团有限责任公司	467	友邦保险
265	中国化工集团公司	471	国泰人寿保险股份有限公司
270	中国建筑材料集团有限公司	472	台积电
271	兴业银行	477	浙江吉利控股集团
272	中粮集团有限公司	500	武汉钢铁(集团)公司

数据来源：财富中文网

《人民币国际化报告 2016》

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



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

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市南山区高新科技园南天路
2968号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2017年3月27日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载