

【本期推荐】

曹 彤：以 ABS 重构金融与实体经济的新链接

【“资本市场”专题】

黄金老：消费升级大时代下的资本市场投资机会

伍 戈：决定房地产投资的“短边”

王 卫：债券通的机遇与挑战

谢亚轩：从 MSCI 纳入 A 股看“债券通”的政策效应

【海外之声】

Steve H. Hanke：不尽人意的艺术市场财务回报

Juan Carlos Martinez Oliva：

“一带一路”倡议下的货币与金融合作

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

系列四十五：后危机时代金融监管改革的国际经验

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

以 ABS 重构金融与实体经济的新链接

曹彤¹

一直以来，我国金融体系都面临着两难命题，并始终希望通过多层级资本市场的构建加以解决，但二十余年来并不如意。在当前金融总量已经如此巨大、并希望通过金融去杠杆来为供给侧改革创造平稳环境的大背景下，迫切需要理清思路、找准方向，在降低金融风险的同时又能够解决实体经济融资难的问题。回顾金融史，美国也曾遇到类似的挑战，并因此诞生了 20 世纪最伟大的金融创新——资产证券化（ABS）。笔者近年来始终在进行着资产证券化的实践，并创建了“国金 ABS 云”，对其深有体会。我们认为，资产证券化是化解金融两难命题的钥匙，应该以 ABS 为纽带，重构金融与实体经济的新链接。

一、现有金融体系的两难命题

我国现有金融体系发端于 90 年代，定型于 2000 年代，但进入 2010 年后伴随着金融体量的迅速膨胀，内生性问题日益突出，已再无法回避，表现为两难命题：一方面实体经济需要大量的资金支持，而多层级资本市场仍是配角，只能依赖银行信贷投放；另一方面银行信贷投放进一步创造海量货币供给，长期埋下恶性通胀隐患，短期直接冲击金融市场，导致各种金融要素失调，积累金融危机势能。

今年以来金融去杠杆开始加力，使得这一两难命题突出显现：一是金融机构去杠杆虽然作用于金融秩序和几种套利，但市场最终传导至风险缓释较弱的中小企业，实体经济融资难与贵的问题重启，有悖于政策初衷；二是金融去杠杆仿佛是试金石，几个文件就导致金融市场各种波动率（volatility）明显加大，短期市场风险

反而上升，表明金融市场积累的不协调已经很大、很复杂。

¹ 曹彤，中国人民大学国际货币研究所联席所长、厦门国际金融技术有限公司董事长

问题的根源在哪里？从大的方面看，原因在于金融体系三大支柱均已不适应时代，即基于银行为主的间接融资体系、基于以少量优质企业（AA 以上）为服务对象的资本市场、基于 1929 年大萧条后形成的分业监管体系，已经难以搭建起符合中国现实需求的金融与实体经济之间的链条，尽管各方面都很努力，但在实现“脱虚向实”方面仍很吃力，很难平衡既满足实体经济的融资需求、又不大幅增加货币供给、累积金融危机风险隐患的政策目标。

从小的方面看，则是如何找准多层次资本市场建设的突破口与着力点，在最短时间内构建起符合实体经济、符合中小企业融资需要的直接融资市场体系，快速缓解金融去杠杆可能带来的对中小企业的溢出效应。

显然，在新一届金融工作会议召开、十九大后新一届金融班底产生之际，我们需要从长期和短期两个维度来思考金融体系与监管机制的重构命题。在此，我们从短期和快速见效的视角提出一个政策建议：以资产证券化（ABS）的工具、方法、理念，重构金融与实体经济的新链接。

二、我国现有多层级资本市场的主要问题

我们早已经认识到以银行为主体的间接融资体系的弊端，并进行了二十余年多层次资本市场的建设，虽取得了很大进展，但仍然无法满足实体经济的需要，主要问题在于：我们的股票市场与债券市场都是基于“严控风险”的考虑，最后都异化为“贵族企业”的资本市场。股票市场审批严格，至今沪深主板仅有 3200 多家上市公司，场内债券市场（银行间市场、沪深交易所）起点更高，基本都是 AA 以上的企业。据 wind 资讯统计，国内 AA 以上的发债企业不到 4000 家，但是我们有贷款记录需要转换为直接融资的企业在 600 万家以上，这一市场定位的严重错位，是我们当前大部分金融体系问题的根源所在。

那么什么样的资本市场是我们当前急需建设的呢？我们认为，债权市场建设优于股权市场，场外债权市场建设优于场内市场。“两个优于”的原因如下：

一是纵观全球股票市场，基本上都是仅服务于数以几千计的企业，这一点是源于股票融资不用偿还，风险最高，因而公募市场只能严格限制企业质量。但是我们期望构建的是一个能解决大量企业直接融资需求的资本市场，显然，股票市场难以承受之重。

二是在我国现有金融监管环境下，防风险、防投诉、防上访成为主要政策诉求，场内债权市场几乎演化为刚性兑付市场，把场内发债企业的评级扩展到 AA 以下，目前看不可能。三是场外债权市场可以有效缓解上述两个问题。从国际经验看，美国垃圾债市场（junk bond，低评级市场，并无贬义）即是样板。

因此，我们的政策建议是，大力发展场外债权市场，是解决问题的钥匙。然而，场外债权市场建设同样有若干问题，从哪里切入呢？答案在于资产证券化。

三、资产证券化是当前最适用的金融机制选择

资产证券化（ABS，Asset Backed Securities）是美国 70 年代末期逐步成熟的金融工具，当时美国正面对着经济滞胀的挑战，一方面经济停滞需要增加金融杠杆，另一方面通胀高企又无法承受金融杠杆的进一步增加，与我国现今有很多相近之处。如何化解这一两难，资产证券化逐渐成为共同认可的选项。

资产证券化能解决的主要问题是，在企业主体信用较低或主体信用下降的情况下，如何以企业的债项信用进行融资。

解决的方法是将企业的特定资产组合或特定现金流剥离出来，并以此作为支持（而不是以企业主体信用为支持）发行可交易的证券，进而实现企业的融资需要。显然，它有三个特征：一是因为以债项信用为切入点，就使得这一技术可以适用于大量的低评级的企业，可以直接服务于多种类型的中小企业发债融资；二是资产被证券化后直接销售给投资人，因此是典型的直接融资，不创造货币供给，从全社会角度看，不增加社会金融杠杆；三是以企业的资产或现金流为抵押，风险相对可控。

微观层面，资产证券化的操作有几个步骤：1、企业将其所持有的资产转让给一个“特殊目的载体（SPV）”，资产未来稳定可预期的现金流进入 SPV 账户，保证债务的偿还；2、通过法律上的破产隔离、会计上的真实销售和税务上的税收中性等一系列措施，保障 SPV 能够向合格投资者发行债券并募集资金，从而实现企业的直接融资；3、以资产现金流回款周期进行产品的分层和结构化

设计，将资产未来的风险和收益进行重新组合，将风险匹配给劣后或夹层部分的专业投资者，从而结构化降低大部分优先级投资者的风险。

可见，资产证券化以其独特的产品和业务结构，将企业的主体信用与债项信用分离，并将融资的抵押物由资产扩展为未来的现金流，这两项质的变化将发债融资的企业范围大大扩展，也大大提升了企业发债融资的数量级，并使得风险与资产更相匹配。在 40 余年的发展进程中，ABS 也在逐步由一种工具演变成为一种方法、一种理念。当今国内外市场上常见的一些以未来现金流为融资基础的产品，严格意义上可能并不属于纯粹的 ABS，但却属于 ABS 理念范畴。在我国法律环境并不完善的情况下，以 ABS 的理念来审视和化解低评级企业的融资命题，更具有独特的金融价值和现实意义。可以说，在各种直接融资的制度安排中，ABS 无疑是最适用于我国当下的金融机制选择。

四、我国资产证券化市场发展的现状及痛点

资产证券化在我国的发展始于 2005 年的试点，期间经历全球金融危机的暂缓后，于 2011 年重启，2015 年进入快速发展期。截至 2017 年 6 月底，场内公开发行的资产证券化产品共 1204 单，总发行规模约 2.42 万亿。

我国资产证券化市场有两个突出问题：一是规模明显偏小。参照成熟的资本市场结构，比如美国，其债权类市场的规模约为股权类市场的两倍，而债权类市场中三分之一由资产证券化市场构成。由此推算，我国资产证券化市场的合理空间至少是 30 至 40 万亿级的规模。表明我国企业债权类融资仍以主体信用债券为主，以债项信用来融资的占比过低；二是场外市场建设几乎停滞不前。ABS 可以支持低评级企业发债，而低评级企业发债没有得到社会各方面的认同，目前属于“非标”范畴，处于边缘化状态，场外适合低评级企业融资的市场机制建设明显滞后于实体经济和中小企业发展的需要。

此外，在 ABS 所要求的破产隔离、真实出表、税收中性等基本制度建设方面，我国也还有一些问题需要面对，尤其两个问题需要尽快解决：

1、SPV 法律主体地位问题

ABS 的首要前提是破产隔离和真实出表，通常把资产隔离至一个 SPV 当中，但目前普遍采用的通过资管计划或者信托计划进行隔离的做法均缺

少有效的上位法支持，发行产品的载体是否能够有效地实现法律上的破产隔离存疑。

2、多重征税的问题

ABS 业务涉及资产的转让、证券的发行、收益的分配、机构服务费用的支付以及证券交易等多环节的操作，涉及的税费种类繁多。资产证券化交易结构中的 SPV 仅是法律意义上的载体，并没有实际的经营业务或人员，在成熟市场，SPV 均有“税收中性”的特性，美国《1986 年税收改革法》及相应的税收优惠政策就是例证，资产证券化业务也因此在美国得以大规模开展。但目前我国对于 ABS 重复计税的法规和具体税收申报等操作事宜并没有相应规范，相关法条也较为粗略，再加上不同属地之间税务机关的沟通问题，使得 ABS 实务中税收的重复计征，直接提高了 ABS 的业务成本，并最终转嫁为企业融资成本的增加。

五、以 ABS 重构金融与实体经济新链接的政策建议

建议一：把“债三板”和 ABS 作为多层次资本市场建设的主要抓手

按照前文逻辑，多层次资本市场建设应把握“两个优于”，即债权优于股权，场外优于场内。通常我们把银行间市场定义为“债一板”，把两个交易所市场定义为“债二板”，把场外市场定义为“债三板”。因此，“债三板”是我们当前市场建设的主战场，而主打产品应该是 ABS。如果把这一主导思想明确，就可以联合各方面力量，迅速缓解直接融资市场与实体经济脱节的矛盾，迅速降低金融去杠杆可能对实体经济的误伤。

建议二：各监管部门应在“债三板”和 ABS 问题上尽快形成共识和联合方案

分业经营、分业监管的监管体系已经与当前金融业的实际格局脱节，但解决这一问题需要时间。“债三板”和 ABS 能快速缓解当前主要矛盾，可以从应急视角先在监管部门之间达成共识。ABS 的业务链条很长，涉及到一行三会多个部门，事实上本次去杠杆过程中监管之间步调的差异已经导致 ABS 业务流程的阻碍。更为重要的是，“债三板”和场外 ABS 长期以来被归为“非标”领域，基

本上是限制和控制，这就更需要监管部门在此问题上达成共识，并形成配套的联合行动方案。

建议三：把流动性建设放在市场建设的首位

场外“债三板”能否激活，核心在于流动性机制的建设。一方面允许持牌金融机构参与是流动性的源泉。目前金融机构投资场外 ABS 受限于投资比例和额外资本成本计量，场外 ABS 市场的流动性极度匮乏；另一方面适当的做市商机制和杠杆机制也是促成交易活跃的必要保障。以往资本市场建设的重心都放在一级市场发行机制上，事实上二级市场的活跃与否会直接作用于一级市场的发育程度，并最终影响整体市场的效率与质量。股票的三板市场是个例证，场内 ABS 市场也是个例证。

建议四：运用最新一代信息技术解决低评级企业的风险与信息不对称性问题

低评级企业相对风险高、信息不对称是个始终存在的问题，不去面对就永远解决不了。我们运用 ABS 技术要解决的也正是这一问题。随着互联网、大数据、区块链等技术的日益成熟，在风险发现与控制、解决信息不对称方面已经有了更好的实践，我们做的“国金 ABS 云”也是目前市场上最有力的实践者之一。通过

第三方云化的方法不断迭代风险模型、评级模型、现金流模型，其质量和适应性远远超过金融机构自身的模型建设和升级，运用系统连接、大数据合成、区块链

记录的方法进行 ABS 产品的存续期管理，可以减少人为的操作风险和效率低下的问题，更可以大大提高存续期信息交互的频次与质量。

建议五：法律层面尽快推进 SPV 法律主体地位和税收中性问题的解决

SPV 法律地位关乎破产隔离与真实出表，税收中性关乎 ABS 的微观运行和企业的融资成本，是微观市场机制中非常重要的组成部分，监管部门应尽快协调有关部委加快推进力度，或先行出台一些司法解释或临时性制度安排，以支持“债三板”和 ABS 的市场建设。

六、以 ABS 重构金融与实体经济新链接的实践探索



近期笔者创建的“国金 ABS 云”及团队已经着手在做一些探索，开始将“以 ABS 重构金融与实体经济新链接”的理念传播并落地推广。

由 CAF100 中国资产证券化百人会和厦门资产证券化协会发起，并联合中国中小企业协会、中国证券投资基金业协会、中国保险资产管理业协会、新华社中国经济信息社、中国房地产业协会、上海国家会计学院等顶级机构主办，厦门国际金融技术有限公司、厦门国际金融资产交易中心和《当代金融家》杂志承办的，目前国内规模最大、最专业、最实效的服务实体企业系列活动“新形势下，以 ABS 重构金融与实体经济的新链接——国金 ABS 云携手专业机构团免费服务百城万企行（以下简称：百城万企行）”首站活动将于 7 月 29 日在厦门启幕。随后，该系列活动将在其他百余个城市举行，意在化解实体经济发展存在的融资痛点，重点服务拥有供应链金融、消费金融、收费收益权和持有型物业等四类资产的企业客户。

我们希望通过这种系列活动，最终实现传递新理念、启迪新思维、提供新服务、创造新成效，推动市场通过 ABS 真正构建起金融和实体企业的有效链接，推动金融服务脱虚向实，在经济新常态下解决实体企业的现实痛点。也希望社会各方面能够加入进来，共同推动这一社会实践。

消费升级大时代下的资本市场投资机会

黄金老¹

一、消费金融助推居民消费升级大时代

最近三五年，得益于人们消费观念和生活方式的显著变化，居民消费升级快速推进，主要表现为人们对生活品质、休闲娱乐和身心健康的愈发看重。种种迹象表明，我国正迎来居民消费升级的大时代。

从政策环境来看，2016 年政府工作报告 18 次提及消费，2017 年政府工作报告提出要进一步释放国内需求潜力。与此同时，促进消费升级产业政策持续出台，方方面面的居民消费升级得到空前鼓励。

从经济环境来看，2016 年我国人均 GDP 为 5.4 万元，约合 8800 美元，超过 8000 美元这一国际上公认的消费结构变化拐点。与此同时，我国中产阶层人口达 5000 多万，超过西欧的中产数量。

从社会环境看，居民生活方式和消费观念显著变化，同时，80 后、90 后成长为消费市场主流人群，超前消费、信用消费、追求个性与品质成为潮流。

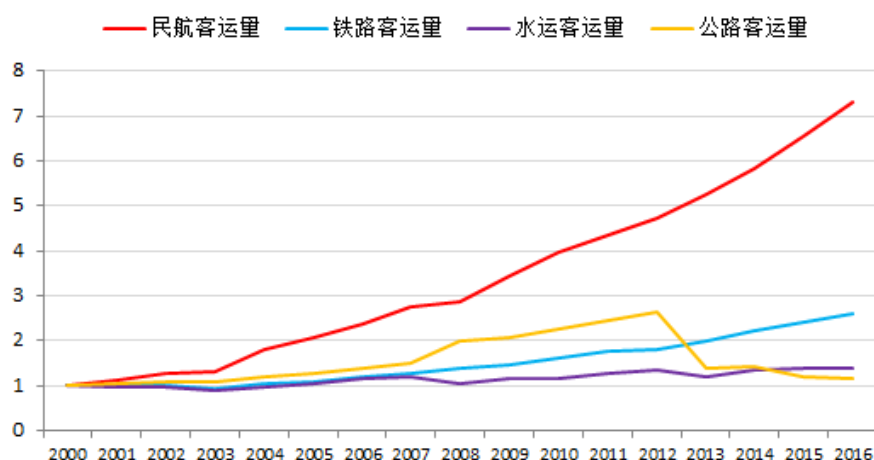
从技术环境看，互联网的便捷性和无边界性，让网购、海淘成为潮流，使得国内外高品质产品触手可及。线上线下 O2O 加速融合，全新体验购物方式推动消费潜力的不断释放。

以上种种，为居民消费升级提供了扎实的政策、经济、社会和技术基础。

从出行方式看，飞机、高铁渐渐成为大众出行的首选。官方披露的数据显示，2016 年民航客流量较 2000 年的 6700 万增长了 7.3 倍，客座率达到 82.7%，上座率非常高。在主要的交通方式中，民航的增长率是最快的，呈 45 度角上升（参见图 1）。除了飞机出行，高铁出行也显示出同样的变化，成为了最受欢迎的地面交通工具。

¹ 黄金老，中国人民大学国际货币研究所学术委员、江苏苏宁银行股份有限公司董事长

图 1 2000-2016 年我国主要交通方式客运量定基增长图（倍数）



数据来源：Wind 资讯，苏宁金融研究院

从家庭客厅看，最突出的变化是智能家居的快速发展。以互联网电视发展为例，销售量快速放大，2016 年销量已超过 3400 万台。电视的消费升级，使得传统电视被全面替代，加速走下历史舞台。

从厨卫领域看，升级变化反映得更为明显。以前的厨房，里边可能就三样电器，煤气灶、抽油烟机、电饭煲，置办齐全的花费，合计不会超过 1 万元。但现在的家庭厨房除了前面三样，还有净水器、烤箱、蒸箱、微波炉等电器，置办齐一套要花费八万元左右。从一万到八万，反映出厨卫电器较为明显的消费升级进程。

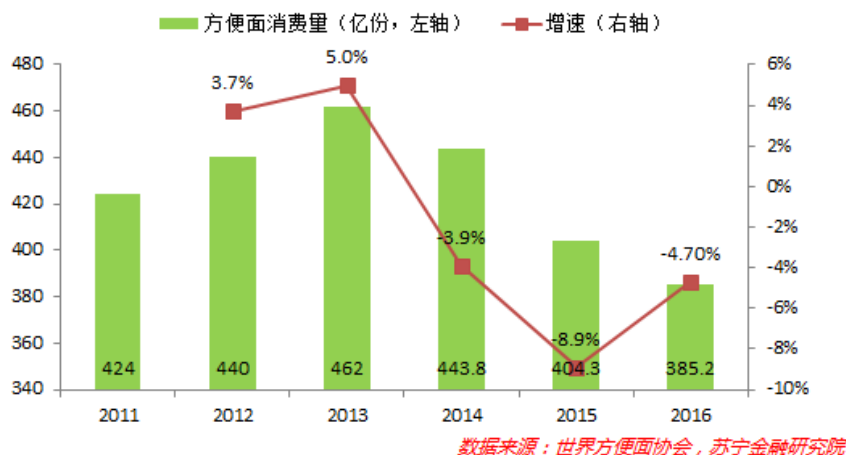
从采暖市场看，消费升级也很明显。以前冬天采暖是北方人的专利，但现在南方各地普遍安装上了采暖设备，这个趋势从苏宁门店布局就可看出，苏宁采暖专厅已经开到厦门、重庆、杭州、温州、武汉等南方城市。

从美妆与服饰看，海外购、海淘的崛起，使女性对个人护理品和化妆品越来越挑剔，大众化妆品如宝洁、联合利华等大品牌正失去优势，取而代之的是备受追捧的西欧小众领域的高端产品。同时，女性“爱美”天性正逐步释放，服装消费呈现品牌化、个性化、社交化发展趋势，品牌服装、潮服、网红服饰等越来越受消费者青睐。

从饮食与休闲零食看，方便面消费量拐点的出现是消费升级的典型象征。2013 年我国方便面消费量触顶（参见图 2），而后逐年回落，至今连续三年负增长，体现出居民对食物品质（健康、安全）的要求越来越高。与此同时，一批注

重体验、注重社交与分享的消费新品牌，如三只松鼠、喜茶等，快速崛起，引发消费者追捧。这种变化的实质其实就是消费升级。

图 2 中国方便面消费量及增速（2011-2016）



综合来看，无论是出行、客厅、厨卫、采暖、服饰美妆还是餐饮零食，方方面面都体现出我国的居民消费正提档升级。

然而，在居民收入并没有飞速增长的前提下，为什么消费升级在前几年悄然无声，最近两年突然加速了呢？我想，这主要在于消费信贷的支持。

从中国实际来看，近两年互联网消费金融大发展，已成为居民消费升级的重要推动力。当下国内数千家互金公司在消费金融这一蓝海进行博弈，形成了 22 家持牌消费金融公司、近 200 家专业分期公司、2500 家左右 P2P 公司的市场格局，涌现出苏宁金融、蚂蚁金服等一大批典型代表，使用苏宁任性付、任性贷及蚂蚁花呗等成为了很多人购物首选付款方式。

借用马克思的一句话，“假如必须等待积累去使单个资本增长到能够修铁路的程度，那恐怕直到今天这个世界上还没有铁路，但是通过股份公司，转瞬之间就把这件事办成了。”相信在互联网消费金融的有力支撑下，中国居民的消费升级进程将继续加速迈进，中国居民品质生活大时代将全面开启。

二、资本市场因消费升级发生结构裂变

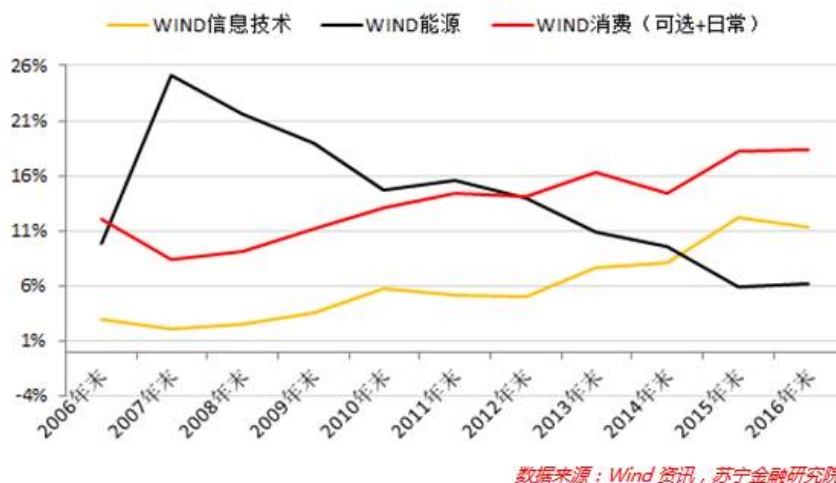
居民消费升级的快速崛起，使得我国经济发展动力发生了明显转换，正逐步由投资驱动向消费驱动转变，消费成为经济平稳增长“新引擎”。国家统计局公布的数据显示，2016 年消费对 GDP 增长贡献率为 64.6%，2017 年一季度则达到

77.2%，拉动经济增长 5.3 个百分点。

股市是经济的“晴雨表”，经济增长动力的转变，资本市场已有较好的反应——股市结构正发生明显的变迁。突出的表现是，传统行业如能源、化工、煤炭等逐渐走弱，行业市值占 A 股总市值的比重快速下降，而消费升级产业、信息科技产业成为发展新趋势，行业市值占 A 股总市值的比重显著提升。

Wind 数据显示，2007 年末至 2016 年末，能源板块股占 A 股总市值的比例由 25% 骤降至 6%，而消费类概念股市值占比由 8.5% 上升到 18%（参见图 3）。一升一降，正反映出经济动力转变在资本市场的反应趋势。

图 3 不同行业市值占 A 股总市值的比例变化图

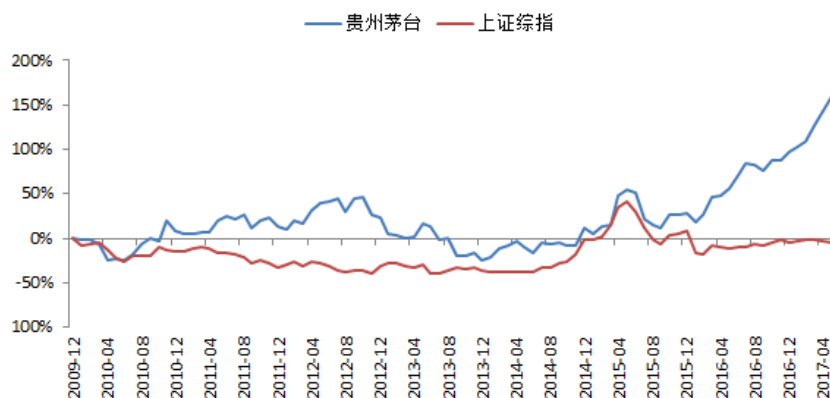


具体到消费升级概念板块，众多细分领域股价走势优异。Wind 数据显示，2016 年初至今，食品饮料板块跑赢申万 A 指约 23 个百分点，遥遥领先其他行业，除此之外，汽车、家用电器也表现不俗。

食品饮料行业最为明显的代表莫过于白酒。白酒销售量持续稳步增长，2016 全年销量已经达到 1302 万吨，同比增长 2.3%。受益于销量的增长，国酒贵州茅台股价强劲增长。数据显示，2001 年 8 月贵州茅台上市发行价为 31.39 元，若以“后复权”计算，如今最新价为 3183.55 元，增幅高达 101.42 倍。而同期上证综指累计涨幅仅为 70%（参见图 4）。即便八项规定出台对茅台销量影响较大，53 度飞天茅台市场售价一度由最高 2100 元跌至 800 多元，但去年底以来，茅台又强势回归，今年春节的时候售价又回升到 1600 多元。销量和售价的回归，源于普通中产对茅台酒的消费快速增加，源于居民对高端白酒、对品质白酒的

偏好增强，而这正是居民消费升级的突出表现。

图 4 贵州茅台股价走势远超大盘，股价已达 440 元

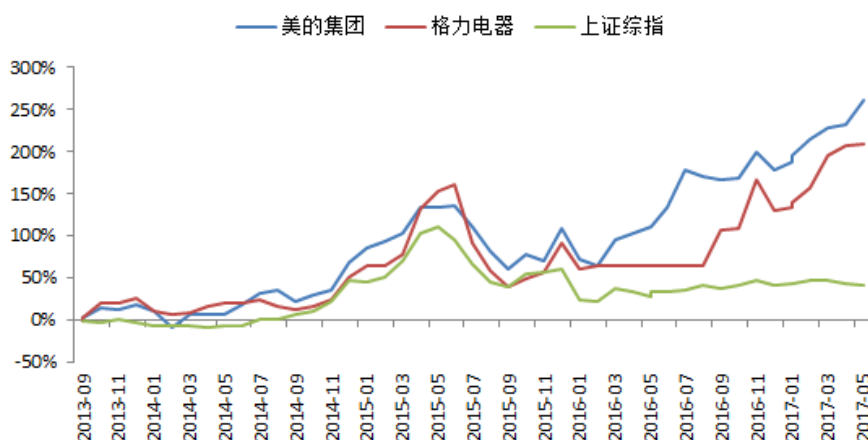


数据来源：Wind 资讯，苏宁金融研究院

家用电器行业，是周期性很强的一个行业，也是消费升级表现比较突出的行业。1990 年代，受益于经济增长和居民收入增长，彩电、冰箱、洗衣机等步入黄金发展期，销量节节攀升，但 2000 年之后，市场快速步入萧条，很多家用电器生产商纷纷陷入亏损泥潭。但最近几年，家用电器行业又表现强势起来，2016 年家用电器竟成为盈利能力最强行业。这种变化也给零售企业带来了发展机遇，过去一年，苏宁易购线上线下手机、厨电、小家电等销量激增，交易最为活跃，在众多品类板块中表现最为良好。

这是为什么呢？显然这也是居民消费升级的结果——家用电器正从满足生活需要向提升生活品质转变，消费者不仅追求好用，更追求美观、健康、节能、艺术性强的家用电器。这种偏好的改变，使得厨房电器、小家电销量迅速放大，并由此诞生出如美的、格力这样的优质家用电器生产商。数据显示，2016 年初至今，格力、美的股价增幅分别高达 91.59%、77.19%，成为 A 股中名副其实的“白马股”，而同期上证综指涨幅却为-6.24%（参见图 5）。

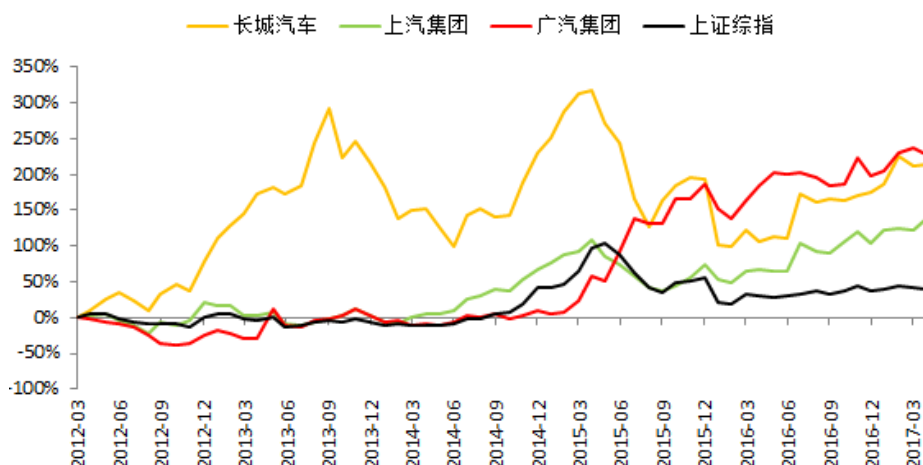
图5 美的、格力近一年来股价走势远超大盘



数据来源：Wind 资讯，苏宁金融研究院

汽车行业的消费升级，一是表现为从无到有的升级（三四线城市及农村地区），使得千人平均汽车保有量由 2006 年的 38 辆提升到 125 辆；二是表现为从低端到高端、到高性价比的二次购买升级（一二线城市）。汽车行业的这种消费升级变化，给国内核心汽车厂商带来了市场机遇，长城汽车，上汽、广汽等公司的股价趋势性走高。数据显示，自 2012 年 3 月末至今，长城汽车、上汽集团、广汽集团股价涨幅分别高达 202%、149%、247%，而同期上证综指涨幅仅为 37%（参见图 6）。

图6 上汽、广汽、长城汽车股价集体趋势性走高

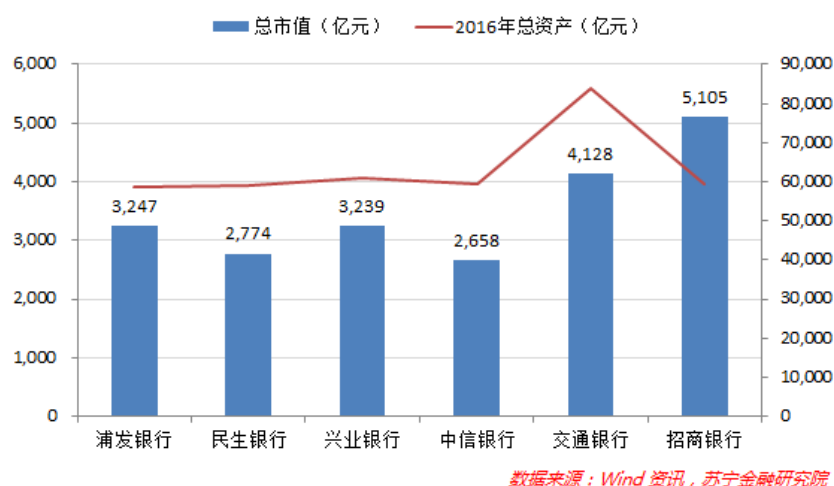


数据来源：Wind 资讯，苏宁金融研究院

商业银行业也是服务居民消费的一个重要行业。从资本市场的实际反映来看，注重民生业务的银行股价走势更好，更被资本场所青睐。综合比较浦发、民生、

招商、兴业、中信 5 家总资产规模相近的商业银行，主打服务个人消费者、服务居民消费升级的招行，股价走势最为良好，市值一枝独秀。截至 2017 年 5 月 19 日，招行总市值已高达 5105 亿元，而其余 4 家市值均在 3000 亿元左右徘徊。即便是总资产规模高于招行 2000 多亿的交行，其市值也仅有 4100 多亿，远远低于招行（参见图 7）。总资产规模相同，利润也相差不大，但是市值差异巨大，这背后反映出的是结构和商业模式上的差异，一个是代表未来的模式，一个是代表过去的模式。毫无疑问，投资者以及资本市场更加看好代表未来模式的银行。

图 7 精准服务民生的商业银行更为资本市场所看好



旅游行业也是消费升级的重点。随着收入的提升，居民更加倾向于进行休闲娱乐，使得旅游逐渐成为必需品。数据显示，2016 年，我国境内旅游人数达 46 亿，且最近十年人数增速均维持在 10% 以上；出境游人数 1.22 亿，蝉联全球出境旅游人次的“世界冠军”。受益于旅游的消费升级，资本市场旅游概念股长期投资价值凸显。数据显示，2009 年 10 月末至今，中国国旅股价增幅高达 262%，而同期上证综指涨幅仅为 3%（参见图 8）。

图 8 行业龙头中国国旅走势长期大幅跑赢大盘指数



数据来源：Wind 资讯，苏宁金融研究院

综上，居民消费升级所带来的种种变化，资本市场已作出了初步反应，未来这种反应趋势还会持续下去，带来更多的结构性投资机会。资本市场的这种结构性变化，反映出我国经济结构的变化，旧经济逐渐衰落，新经济艰难崛起，新经济新产业正逐步成为国家主导产业。正如市值高达 3000 亿美元的阿里、腾讯，以往其更多的是代表一种未来的互联网概念，但如今，这些公司已经有实实在在的利润支撑，这正是新经济逐步展现出的威力。

决定房地产投资的“短边”

伍戈¹

随着去年下半年以来调控趋严，我国房地产的销售与房价同比增速先后回落，但其投资却呈现“逆势上扬”。尽管今年5月份投资数据开始回落，但与历史规律相比，其调整已明显滞后。通过全国房地产销售及价格同比增速来预判房地产投资走势的传统做法，似乎越来越不精准。值得一提的是，我国房地产市场发展及其调控具有鲜明的中国特色。从过去几轮调控来看，供给和需求经常同时发力调控，且有时政策方向甚至是矛盾的，这使得房地产投资走势变得更加扑朔迷离。

在此背景下，我们难以完全按照市场化出清的思维来研判中国房地产市场的均衡。当供给和需求同时受到调控或抑制时，往往是两者的“短边”最终决定房地产市场的均衡演进。即在有管制条件下，我们有必要探寻谁是影响房地产市场及其投资的主要矛盾或矛盾的主要方面，从而更加科学地研判宏观大势和市场方向。

图1：房地产投资与销售、价格之间的关系变得不稳定



数据来源：Wind, 华融证券

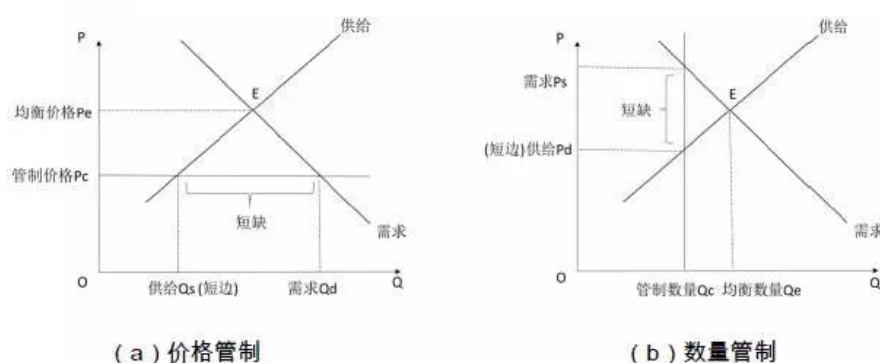
伍戈经济笔记

一、谁是影响房地产市场的短边：供给还是需求？

¹ 伍戈，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，华融证券首席经济学家

在过去的三轮调控中，限贷限购已成为了房地产政策的常态，决策者们同时运用价格和数量等多种管制手段进行调控。但从实际效果来看，房价似乎都在短期抑制后呈现报复性反弹。从经济学规律来看，行政性的调控措施难以彻底熨平市场的供需矛盾。当供给和需求同时受到调控时，两者的“短边”将决定房地产市场的均衡演进。

图 2：量价管制下供给成为“短边”



伍戈经济笔记

资料来源：华融证券整理

在目前的量价管制下，如何判断谁是影响房地产市场的“短边”呢？由于房地产库存是供需均衡的外化表现，所以可借助其来判断市场供需的相对强弱的动态变化。关于库存的测算，通常可采用新开工面积减销售面积的典型方法，即新开工面积代表房地产商的供给，销售代表购房者的需求。如果库存走低，可近似说明供给相对弱于需求的变化。随着我国“三去一降一补”的推进，房地产库存从去年年初开始无论是从绝对数量还是相对增速来看，都呈现整体下降趋势。我们判断，相对需求而言，供给是决定目前我国房地产市场及其投资变化的“短边”因素。

图3：库存走低显示供给相对弱于需求的变化：供给是“短边”

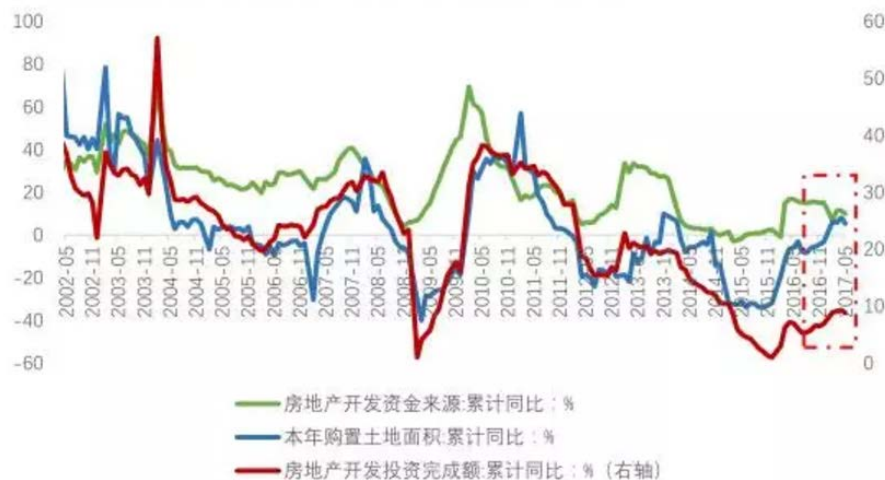


二、谁是影响房地产商供给的“短边”：地根还是银根？

在供给方面，土地与资金往往是影响房地产商供给行为的两大因素（俗称“地根”与“银根”），过去研究房地产投资大家容易忽略地根的因素。我们发现，自从2002年5月土地市场开展“招拍挂”制度以来，地根与房地产投资的相关性越来越强。下文我们选用土地购置面积增速来度量地根，其反映的是房地产商通过各种方式获得土地使用权的土地面积，且其购置费用直接以近乎1/5的比例反映在房地产投资中（值得一提的是，除了土地购置面积外，还有土地供应面积、土地成交面积两个指标与土地供应有关，但它们与投资的相关关系较弱）。此外，我们用房地产开发资金来源的累计同比增速衡量房地产商资金的充裕度，即银根的松紧。

观察历史数据可见，尽管过去房地产投资走势与地根、银根大致同步，但在调控实践中也经常出现背离的情形。房地产投资时而与银根更同步，时而又与地根更同步，地根与银根的“一扬一抑”往往使得房地产投资走势更加扑朔迷离。例如，本轮房地产调控以来，政府一方面严控资金流入房地产市场，另一方面却又增加了部分土地供应，这两者对房地产投资的影响显然是方向相反的。从2016年以来的走势来看，房地产投资与地根更为同步，可见地根是影响房地产投资变化的“短边”。

图4：2016年调控以来房地产投资与地根更同步：地根是“短边”



数据来源：Wind, 华融证券

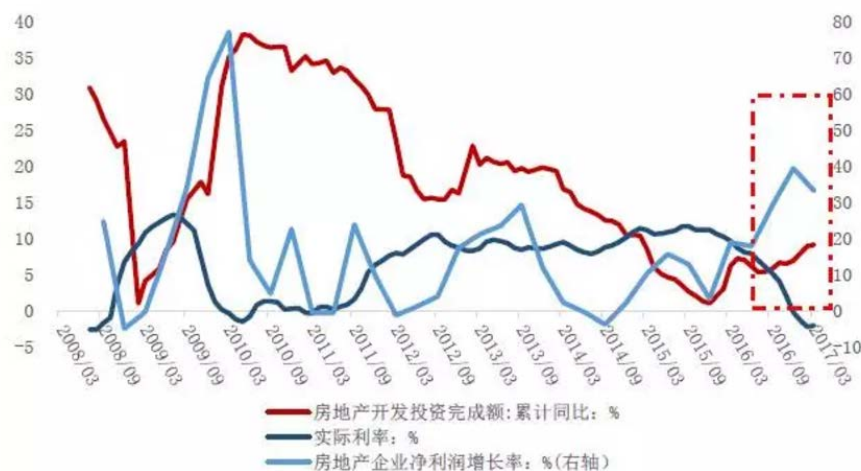
伍戈经济笔记

三、决定未来房地产投资的“短边”：地根与银根的演进

展望未来，影响房地产投资的上述两大因素中，地根依然是“短边”吗？这取决于未来地根与银根的相对变化：若银根收缩较缓，那么地根可能继续成为“短边”；若银根收缩剧烈，那么银根将取代地根而成为决定投资下行的“短边”。值得一提的是，我们排除了棚改因素的影响。事实上，今年的棚改任务由去年的606万套变成600万套，规模变化不大。尽管其货币化安置比率有望上升，但对今年的地根、银根走势并不会造成太大的直接扰动。

未来银根收缩对房地产投资的影响相对有限。从当前的宏观货币环境来看，实际利率（人民币加权平均贷款利率经过PPI调整）处于历史低位，今年1-3月份甚至为负；从微观企业盈利能力来看，今年房企净利润增长率处于历史偏高位，这无疑对房地产投资形成了有利的支撑。

图 5：较低的利率与较高的利润增长率对房地产投资形成支撑

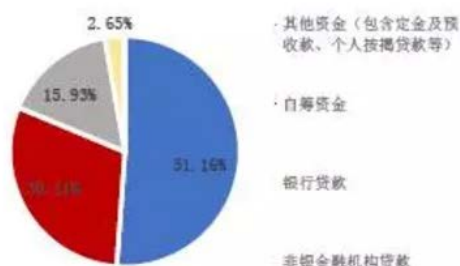


数据来源：Wind, 华融证券

伍戈经济笔记

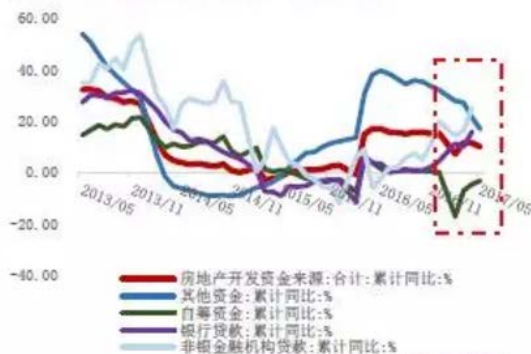
更具体地，从房地产开发资金来源来看，与上轮调控不同的是，此次自筹资金、银行贷款有效对冲了其他资金的下滑。具体地，自筹资金方面，由于今年 1 季度上市房企仍有 33% 的净利润增长（远高于上轮调控时期），自筹资金较为充裕的状况仍将持续一段时间；银行贷款方面，目前房地产信贷政策因城施策，相对其它融资方式，其受监管影响较小，贷款仍较充裕；当前金融去杠杆对房企的影响主要集中于非银金融机构贷款部分，但其在房地产整体资金来源中占比不到 3%；利用外资方面，尽管发改委已基本停止给房企海外发债发放批文，但其占比不到 0.2%。综上我们预计，房地产开发资金增速年内将逐步降至 2%-6% 左右。

图 6：房地产开发资金来源构成（2017 年 4 月）



数据来源：Wind, 华融证券

图 7：银根对投资影响或较上轮调控有限



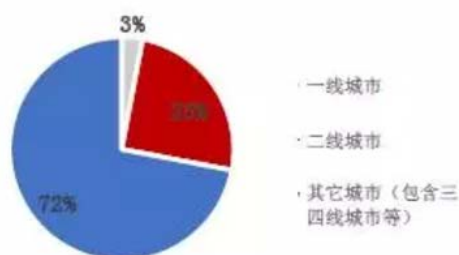
数据来源：Wind, 华融证券

伍戈经济笔记

未来地根收缩对房地产投资有较大负面影响。从土地购置面积来看，三四线城市占比高达 72%，因此对三四线城市的判断就变得十分关键。从土地供应来看，今年年初中央政府首次用库存去化周期指标调控供地节奏，要求“对消化周期在

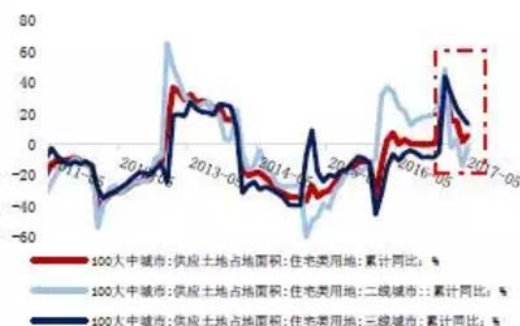
36个月以上的，应停止供地；36-18个月的，要减少供地”。在此背景下，三线城市土地供应面积增速已呈现快速下滑趋势（四线城市数据不可得），未来市场土地购置活跃度也并不乐观。综上我们预计，全国土地购置面积增速年内或下降至-2%到-10%。

图8：三四线城市主导全国土地购置面积（2017年4月）



数据来源：Wind, 华融证券

图9：三线城市土地供应面积增速快速下滑

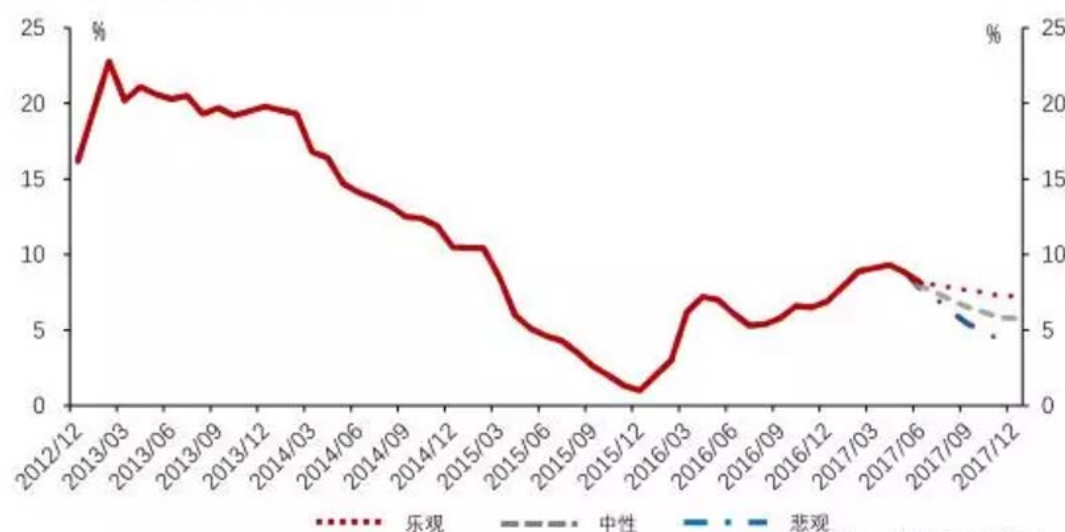


数据来源：Wind，华融证券

伍戈经济笔记

整体上，未来银根收缩对房地产投资的影响相对缓和些，地根依然是“短边”。据此，我们对于未来房地产投资趋势做出不同情境下悲观、中性和乐观的模拟预测，预计全年房地产投资增速为4%-7%的区间。需要强调的是，上述判断是基于当前的市场环境和信息。如果未来金融监管等超预期将对资金面造成更大冲击，届时银根可能取代地根而成为制约房地产投资变化的“短边”因素。

图10：未来房地产投资的趋势预测



数据来源：Wind, 华融证券

伍戈经济笔记

四、基本总结

一是我国房地产市场发展及其调控具有鲜明的中国特色，供给和需求经常同时发力调控，且有时政策调控的方向甚至是矛盾的。在此背景下，我们难以完全按照市场化出清的思维框架来研判房地产市场的均衡演进，借助管制条件下的“短边原则”或能更好地分析和预判房地产投资的趋势。

二是鉴于房地产库存趋势性下滑，我们判断，相对需求而言，供给因素是决定房地产市场及投资变化的“短边”。进一步地，在供给方面，土地与资金是影响房地产商供给行为的两大因素，但实践中两者经常出现背离。本轮房地产调控以来，房地产投资与地根更为同步，地根是影响房地产投资变化的“短边”。

三是展望未来，基于房企资金仍相对充裕且实际利率处于低位，未来银根收缩对其投资影响有限。在政府调控供地节奏的情形下，土地供应增速仍将显著下滑，地根将继续成为影响房地产投资变化的“短边”。预计年内房地产投资及宏观经济动能将延续回落态势，但趋势较为平缓。在此背景下，金融去杠杆、货币市场紧平衡或仍将持续一段时间。

债券通的机遇与挑战

王卫¹

中国人民银行和香港金管局近日正式公布了市场翘首以待的内地-香港“债券通”计划，成为中国最新的资本市场对外开放举措以及内地与香港资本市场互联互通的新机制。

笔者认为，虽然公告中还没有确认“债券通”的具体启动日期，市场普遍预期该计划将于 2017 年 7 月 1 日开始实施。公告文件在技术和执行方面的细节仍是寥寥可数，但是对未来潜在的参与者来说，文件还是揭示了此计划的关键点和面。

总体来看，“债券通”实施的第一阶段将是以部分开放作为内地和香港积极努力的先期成果。“债券通”的发展顺序将是先北向后南向、先场外后场内、先机构后个人。

一、先北后南

“债券通”将首先为“北向”（投资内地债券）的投资者开放，之后再为“南向”（投资境外债券）的中国内地投资者开放。这种初始以单向开放为基础的联通设计将使得跨境连接的过程更容易，更简单以及能更方便监管，同时也能满足内地短期内应对资本外流风险的需要和促进资本流入的考虑。这种设计也符合内地政策制定者一贯的认可度、有序和渐进的方式来开放中国资本市场的做法，以期避免对金融市场造成大的冲击。这也表明内地中央政府和香港特区政府决心以有限但迅速的方式来启动这项计划。

二、先场外后场内

“债券通”将首先联通占中国债券市场交易总量 90% 以上的银行间（场外）债券市场（CIBM）。文件中没有提及对中国的交易所（场内）债券市场的联通计划。这意味着在计划实施的初期，在交易所交易的债券可能暂不会被纳入进“债

¹ 王卫，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中银国际（香港）固定收益研究部主管

券通”。虽然笔者曾预期在交易所的跨境“股票通”已经全面建成运行的背景下，将交易所债券市场对外开放较为容易和简单。“债券通”的初始阶段给予银行间债券优先考虑应该是经过深思熟虑的，目的是为了在有限的联通开放程度下，以最大限度让国际投资者进入中国债券市场。这也与目前国际投资者主要关注中国的国债、政策银行债、金融债、短融券和回购市场等高质量债券的情况是一致且协同的。银行间债券市场的高流动性以及市场深度也是能较好满足目前市场上的主要国际投资者，这包括外汇储备基金，主权财富基金和国际机构等，它们对流动性、安全性和稳定性有较高要求的特点。

三、先机构后零售

由于银行间债券市场仅向机构投资者开放，与同时向机构投资者和个人投资者开放的交易所债券市场形成鲜明对比。这意味着“债券通”初期仅能向机构投资者开放。这种安排有利于让债券跨境联通的操作和管理更为简易，这是由于机构投资者的专业水准、对中国市场的知悉度和市场集中度均较高，使监督得以高效实行。这些安排无疑对“债券通”的顺利启航能带来更多的保障。

四、多个长期课题待解决

内地和香港选择复杂程度更大的银行间市场作为“债券通”的首选准入目标难能可贵，这显现了双方政策制定者们改革开放的决心和努力。由于“债券通”略过交易所债券市场而直接连接以场外形式交易的银行间债券市场，对基础设施对接的设置提出了更高的要求。当然，一旦此方案得以成功实施，在之后将交易所交易的债券再叠加进来“债券通”将会是易如反掌。

当然，由于初期“债券通”开放的范围有限从而使得计划的实施将会相对容易和便利。但仍有一些长期课题需要面对，如中国分割的债券市场，证券交易从场外模式向场内模式的全球发展趋势，以及如何发展壮大中国的信用债券市场。

以往的经验表明，在交易所交易的债券的信息均较全面且较容易获取，诸如债券基本资料、价格、法律文件和发行人相关公告等等。

证券交易逐渐从场外交易模式向场内交易模式发展以及结算/清算中央集中化一直是金融市场的长期发展目标。中国在这些领域上实际取得不错的成果，这



主要是由于中国证券市场较年轻，发展过程吸收了许多发达市场的经验教训。在此基础上，笔者期望“债券通”的建立和发展也能帮助中国继续朝着这个方向努力和进步，即能促进中国多平台债券市场的进一步整合、提升市场集中性和强化场内交易机制。

另一个长远问题涉及中国信用债券市场未来的发展。银行间债券市场以国债和其他高评级债券主导，市场参与者均视它们为利率债产品。相比之下，交易所债券市场主要由信用债券产品构成，包括公司/企业债、高收益债和可转换债。政府一直致力扩大直接融资在经济活动中的比重，以减少中国经济发展对传统银行信贷的高度依赖。这意味着中国需要大力拓展企业和其他信用债券市场。换句话说，中国需要减少银行和其他金融机构在银行间市场的垄断性，为企业和其他机构在银行间市场以及交易所债券市场上的扩容腾出更多发展空间。

笔者认为，金融科技快速发展或许可以为“债券通”下一阶段的发展所面对的传统模式挑战提供新的解决途径，助其迈向未来。

随着金融科技的快速发展，这包括涉及大数据、云技术、共享科技、人工智能和移动设备技术等，全球金融市场的传统商业模式和运营方式上正面临着变革性的挑战。债券市场是证券市场中最多样、最具复杂性、结构性和分散性的市场，将有很高的机会出现一些破旧立新的发展和进步。中国债券市场，尤其内地-香港“债券通”的下一阶段发展，均具有很高的起点和较大的空间让金融科技发光放热。只有打破旧传统，才能建立新未来。政策制定者和市场参与者要使“债券通”能取得长远的成功，能打造世人瞩目的国际影响力将任重道远。

从 MSCI 纳入 A 股看“债券通”的政策效应

谢亚轩¹

6月20日，周小川行长在陆家嘴论坛上发表演讲，从我国制造业、服务业开放的历史经验出发，进一步强调了我国金融业对外开放的重要性与必要性。而周行长也在讲话中也提及：“金融市场的发展和健康化已经受到股票指数的关注。……金融服务业是竞争性服务业，……今后还要进一步扩大对外开放。”

21日凌晨，MSCI宣布正式将A股纳入MSCI新兴市场指数以及MSCI ACWI全球指数，此前A股已3次闯关“失败”。本次A股成功“入摩”，证监会对此亦表示赞赏，方星海副主席认为MSCI未来会纳入更多A股，而对于沪港通、深港通的额度限制问题，未来可能通过改革QFII制度等方式加以解决。

21日下午，央行发布《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》（中国人民银行令〔2017〕第1号），“北向通”正式开通在即。相较此前公开征求意见稿，本次暂行办法的主要改变在于两点：一是删除了“‘北向通’没有投资额度限制”的表述，但也并未说明是否将设置额度限制；二是取消了相关资金结算可通过人民币大额支付系统（CNAPS）实现的渠道，使得人民币跨境支付系统（CIPS）成为“债券通”唯一的结算通道。

一日之内，对我国证券市场而言可谓双喜临门，从沪港通、深港通的实践经验来看，“债券通”的开通将助力在岸人民币债券纳入国际主流债券指数，而这将为我国债券市场带来可观的被动配置需求，根据我们的测算，在假设其它条件不变的情况下，该部分被动配置需求将使我国长端利率中枢在中长期内显著降低30bp左右。

一、《债券通暂行办法》正式发布

¹ 谢亚轩，中国人民大学国际货币研究所研究员、招商证券研究发展中心宏观经济研究主管、董事



央行于 21 日下午对外发布《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》（中国人民银行令〔2017〕第 1 号），在 5 月末发布公开征求意见稿之后不到 1 个月的时间内，央行即完成了《债券通暂行办法》的正式发布。

从最终定稿的情况来看，暂行办法主要有两点修改：

一是删除了“‘北向通’没有投资额度限制”的表述，但也并未说明是否将设置额度限制；

二是取消了相关资金结算可通过人民币大额支付系统（CNAPS）实现的渠道，使得人民币跨境支付系统（CIPS）成为“债券通”唯一结算通道。

与此同时，正式版本也对托管以及相关投资者权益保障制定了更加详细的规则，还额外加入了“反恐怖融资”的表述，积极防范利用“北向通”进行违法违规套利套汇等活动。诸如境外投资者准入范围不变、投资标的包含所有券种、可运用自由人民币以及外汇进行投资、多级托管等其它内容，基本与公开征求意见稿保持一致，但具体开通时间仍待定。

我们认为，对“没有投资额度限制”相关表述的省略以及将 CIPS 作为唯一结算通道这两处修改，并未对境外投资者投资在岸人民币债券形成实质性影响。

如我们在前面的相关报告中所言，考虑到人民币汇率贬值预期以及仍未纳入国际主流债券指数等因素，“北向通”在开通初期可能并无法吸引国际资本大量涌入，且目前符合央行要求的境外机构可能已通过 QFII、RQFII、银行间开户等方式进入在岸人民币债券市场，暂且不论央行并未对是否设定投资额度限制明确表态，即便“北向通”正式开通时央行明确设定一定的投资额度限制，预计境外机构仍很可能用不完相应额度。

图 1: 沪股通&深股通每日投资额度余额



资料来源: Wind, 招商证券

而对于结算通道仅限 CIPS 的规定,可能更多是考虑到 CIPS 二期落户上海之后能够满足“债券通”跨境结算的需求,以及将“债券通”所涉及的跨境结算与境内结算系统分离之后,能够更好对相关跨境资金流动进行监测。

随着《债券通暂行办法》的正式发布,“北向通”的正式开通也指日可待。那么“北向通”开通之后究竟将带来什么影响?我们将在后面的部分加以回答。

二、从沪港通、深港通到“债券通”

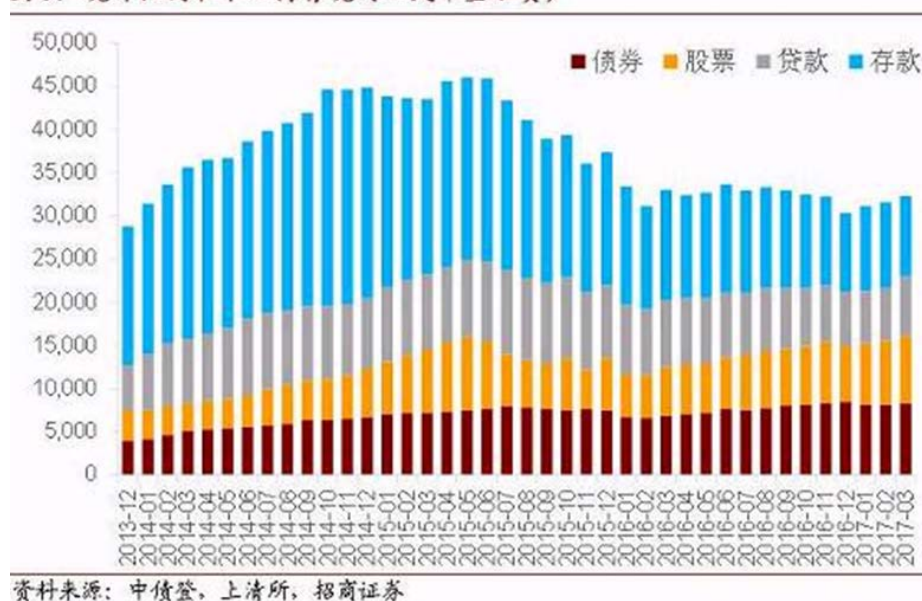
我国资本市场的对外开放由来已久,自 2002 年 11 月正式推出 QFII 制度以来,至今已走过 15 个年头,在股票、债券市场的对外开放方面均取得了不小的进展。

图2：我国资本市场对外开放历程



境外投资者持有的境内人民币金融资产规模“811 汇改”之后有所下降, 但主要缩减的部分在于人民币存款, 截至今年3月份, 债券与股票部分的持有规模已回至前期高点。

图3：境外机构和個人持有境内人民币金融资产



“债券通”与沪港通、深港通等作为联通我国境内外资本市场的通道, 都代表着我国资本市场对外开放的积极实践。虽然“债券通”与沪港通、深港通对应着不同类型的市场, 股票与债券市场在交易场所等方面存在着明显差异,

但从实现市场互联互通的角度来看，“债券通”与沪港通、深港通具备一定的可比性。

从本次 MSCI 正式将 A 股纳入相关指数的情况来看，沪港通、深港通对境外投资者投资便利性的提升无疑起到重要的推动作用，互联互通机制得到了多方肯定。目前三大国际主流债券指数仍未纳入在岸人民币债券的两大阻碍主要在于市场准入以及资本管制方面，“北向通”开通之后，境外机构投资在岸人民币债券的便利性将得到显著提高，自然我们也可以期待，“债券通”将显著提高国际主流债券指数纳入在岸人民币债券的概率。

表 2：三大国际主流债券指数比较

	BBGA	Citi WGBI	JPM GBI-EM Div
覆盖资产类型	投资级的国债、公债、公司债以及证券化固定债	国债，投资级并以其本币计价的主权债	新兴市场本币主权债
债券品种数量	18,015	1,015	197
跟踪指数的被管理资产规模	2万亿美元	2万亿美元	2,500亿美元
已包含的国家	23个以上：韩国、马来西亚、泰国、新加坡、香港、墨西哥、智利、捷克、以色列、波兰、俄罗斯、南非、美国、加拿大、丹麦、英国、欧盟成员国、挪威、瑞士、瑞典、澳大利亚、日本、新西兰	23个：马来西亚、新加坡、加拿大、墨西哥、美国、澳大利亚、比利时、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、荷兰、西班牙、丹麦、挪威、波兰、瑞典、瑞士、英国、南非、澳大利亚、日本	16个：马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾、土耳其、南非、波兰、墨西哥、巴西、哥伦比亚、匈牙利、俄罗斯、罗马尼亚、秘鲁、尼日利亚、智利
准入条件：			
一、标的资产条件			
发行期限	≥ 12个月	≥ 12个月	≥ 13个月
发行规模	≥ 3亿美元（除去MBS）/340万欧元/3500亿日元*	每个市场要求不同	≥ 10亿美元
债券流动性	-	-	需从第三方提取每日报价
信用评级	标普评级BBB-以上 穆迪评级Baa3以上 惠誉(Fitch)评级BBB-以上	标普(S&P)评级A-以上 穆迪(Moody)评级A3以上	-
二、市场条件			
市场容量	-	≥ 500亿美元/400亿欧元/5万亿日元	-
准入壁垒	纳入品种对海外投资者必须可投资、可交易、可转换、可对冲	不允许资本管制 要求市场鼓励海外投资者加入	不允许资本管制 允许税收
三、其他条件			
特殊规定	每年的ICA(Index Advisory Council)会议会就市场准入性、流动性等问题对指数成分展开讨论	一旦市场容量连续三个月低于最低标准的二分之一，将被排除，移入替代市场指数	人均国民总收入（GNI）连续三年不超过收入指数上限（Index Income Ceiling）

根据我们前期重要报告《热议“债券通”，债市开放再提速》的估算，在岸人民币债券一旦成功被纳入三大国际主流债券指数，将可为我国债券市场带来 2500 亿美元的被动配置需求。

表3：纳入国际三大主流债券指数将带来被动配置需求

指数	AUM	在岸人民币债券占比	流入规模
GBI-EM Global Diversified	2500 亿美元	10%	250 亿美元
Citi WGBI	20000 亿美元	4.7%-6.4%	940-1280 亿美元
Bloomberg Barclays Global Aggregate	20000 亿美元	5.9%	1180 亿美元
合计			2500 亿美元左右

资料来源：Bloomberg，招商证券

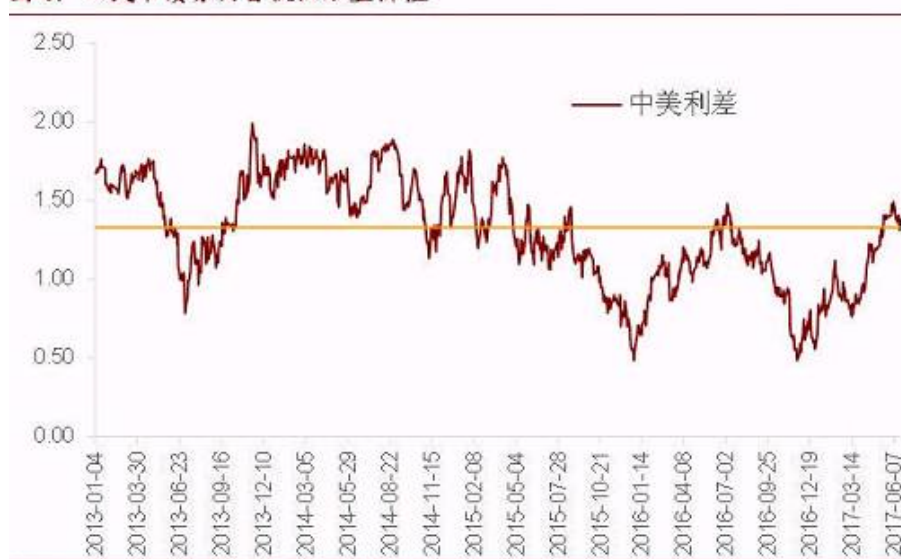
三、境外投资者买不买人民币债券？

可能有投资者会问：“即便‘债券通’开通，境外投资者为何会积极配置人民币债券？”

我们认为支撑境外投资者购入人民币债券的逻辑至少有四：

首先，当下人民币债券（特别是人民币国债）具备明显配置价值。从中美利差的角度来看，目前中美利差水平已处在历史中枢附近，且中国国债收益率水平相较日本、欧洲优势明显，人民币国债的配置价值凸显。

图4：人民币债券具备较强配置价值

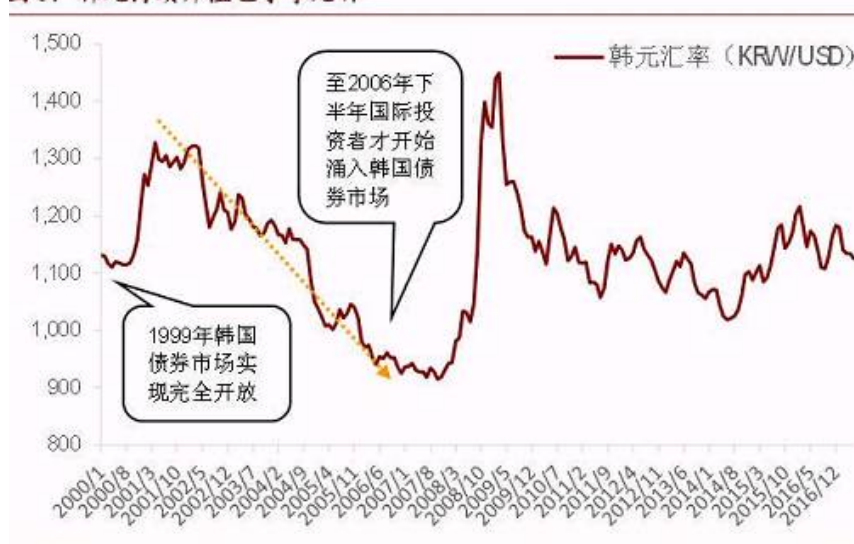


资料来源：Wind，招商证券

其次，本币升值或贬值预期并不一定是决定境外投资者买与不买的核心要素。这可能与我们的直观感受不太一致，但我们想在这里提两个实例：

一个是韩国债券市场开放的实践经验：韩国债券市场自 1999 年实现完全开放之后，境外投资者参与程度连续 7 年未取得实质性进展，即便韩元自 2001 年至 2006 年期间大幅升值 30% 以上，境外机构依然对韩国国债无动于衷，虽然这一现象与当时韩国国内“刚兑”神话破灭以及对非居民征收利息税等因素有关，但这也从一个侧面反映出，汇率因素并不是决定境外投资者（至少是对境外央行等配置型机构而言）买不买债的决定性因素。更加详尽的内容，可以参考我们的前期报告《韩国债券市场开放的历程及影响-亚洲新兴经济体债券市场开放国别经验系列报告之一》

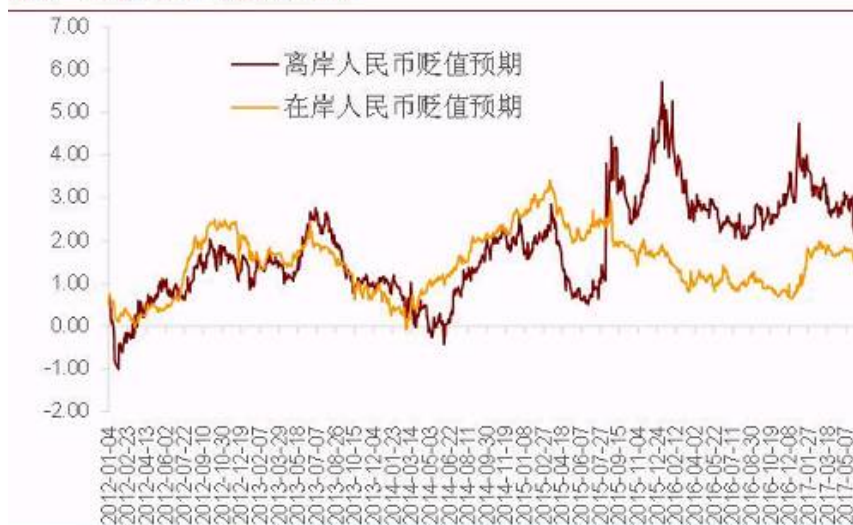
图 5：韩元持续升值也于事无补



资料来源：Wind，招商证券

另一个案例，则是近期欧洲央行宣布减持一部分美元储备购入 5 亿欧元人民币资产，人民币国债理所应当成为这部分资金的配置重点，而客观情况是目前人民币汇率贬值预期仍未消除，这同样印证了我们之前的判断。

图 6：人民币汇率贬值预期未消



资料来源：Wind，招商证券

再次，我国稳步推进债券市场对外开放以及人民币国际化的决心彰显。目前境外投资者仍未大举进入在岸人民币债券市场的重要原因之一，便是担忧我国债券市场对外开放政策可能生变。而不管是从有关人士的讲话以及央行等机构的实际行动来看，我国债券市场对外开放政策仍将继续稳步推进，特别是近两年来所积极推动的“流入侧”改革，我国对吸引境外投资者参与我国债券市场相当积极，而三大国际主流债券指数此前也对纳入在岸人民币债券多次释放出积极信号，这也从侧面说明对相关政策风险的担忧正不断减弱。

最后不得不再次提到，包括“债券通”在内的制度安排打通了境内外债券市场连接的技术阻碍。境内外基础设施的互联互通，使得境外投资者投资在岸人民币债券的便利性得到显著提高，近日外汇交易中心与港交所更是合资成立债券通公司，承担起支持债券通相关交易服务职能。

四、从中长期看境外因素对长端利率的影响

在我们前期的多篇报告之中，我们从多个角度对我国债券市场开放所可能带来的国际资本流入规模进行了测算，估计未来五年内可能为我国债券市场带来年均千亿美元的资金供给。

由于利率是债券市场资金供求的均衡结果，我们不禁要问：“我国债券市场对外开放所吸引的增量资金，在中长期内将对我国（长端）利率造成何等影

响？”在本报告的最后一部分，我们尝试从实证的角度探究境外因素对我国长端利率的影响效果，这一效应也被称为“格林斯潘之谜”。



由于我国目前并未完全实现债券市场开放，且有关数据时长较短，故考虑运用其它国家的有关数据构建固定效应面板回归模型，具体模型设定如下：

$$\text{yield}_{i,t} = \alpha + \beta_1 * \text{foreign}_{i,t} + \beta_2 * \text{gdp}_{i,t} + \beta_3 * \text{inflation}_{i,t} + \beta_4 * \text{policy}_{i,t} + \beta_5 * \text{reserve}_{i,t} + \beta_6 * \text{vix}_{i,t} + \sum_t \theta_i * \text{country}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，因变量 yield 是该国长端利率水平， foreign 代表该国国债市场中境外投资者的占比水平，其它为控制变量。随着国债市场中境外占比水平的提高，长端利率可能将被压低，而无论从我们的回归结果来看，还是从 IMF 多篇工作论文的研究结果来看，境外占比对长端利率的压低作用，均得到了证实。

表 5：境外占比提高将显著压低长端利率

	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)
变量	yield	yield	yield
foreign	-0.0632*** (-9.27)	-0.0617*** (-6.25)	-0.0676*** (-6.90)
gdp	0.0164 (1.03)	0.0505** (2.29)	-0.0433* (-1.85)
inflation	0.1016*** (4.29)	0.1062*** (2.99)	0.1379*** (3.89)
policy	0.3614*** (15.25)	0.2434*** (4.73)	0.3971*** (14.76)
reserve	-0.0089*** (-3.25)	-0.0077** (-2.30)	-0.0224*** (-3.42)
vix	0.0148*** (3.23)	0.0165** (2.29)	0.0072 (1.20)
截距	4.1818*** (16.05)	5.0292*** (10.57)	3.9748*** (11.84)
国家固定效应	是	是	是
样本数	375	171	204
国家数	12	7	5
R ²	0.6628	0.4985	0.7794
备注	全样本	新兴经济体	发达经济体

资料来源：招商证券

从我们的回归结果来看，国债市场境外占比每提高 10 个百分点，将显著压低长端利率水平 63bp 左右，并且在区分新兴经济体与发达经济体进行研究的情况下，境外因素的影响效果并没有太大的差异（新兴经济体 62bp，发达经济体 68bp），当然，这与 IMF 现有的研究结果略有出入，境外占比每提高 10 个百分点，对新兴经济体而言将压低 65-90bp，而对发达经济体而言这一幅度显著较低，仅为 25-40bp，相关回归结果差异可能来源于样本国家以及样本区间的差异。

按照以上的估算结果，我们如果仅仅考虑在岸人民币债券顺利被纳入三大国际主流债券指数之后所带来的 2500 亿美元被动配置需求，我国国债市场中境外占比水平大约将上升至 8.6%，即国债市场中境外占比水平相较目前上升 4.7 个百分点（8.6-3.9=4.7%），这将压低我国长端利率中枢 30bp 左右

（63*0.47=29.6bp）。如果我们假设届时国债市场中境外占比水平上升 6.1 个百分点至 10%（参照日本目前的情况），则长端利率中枢将下降 38bp 左右（63*0.61=38.4bp）。

不尽人意的艺术市场财务回报¹

史蒂夫·汉克²

除非过去的几个月里你在平壤，不然你一定知道，5月苏富比拍卖出了尚·米榭·巴斯比亚（Jean-Michel Basquiat）在1982年创作的一幅类似骷髅的画。当木槌最后一次落下，日本亿万富翁前泽友作（Yusaku Maezawa）挥掷 1.105 亿美元拍下了这幅作品，显然这位先生怀揣的钱比慎重要多。该交易额在艺术品拍卖史中排名第六。

围绕此次拍卖的炒作再次促使人们相信，收藏品的回报率非常之高。但是如果单纯从财务角度来看，艺术作品——即使是杰作——会是一项好的投资吗？

经济学理论认为，两类资产之间的总收益在经过风险调整后，在长期内应该趋于均衡。持有艺术品的总回报包括货币回报，以及拥有和观赏艺术品所带来的消费（或精神）效益。相比之下，金融资产的总收益只限于货币回报。由于艺术品和金融资产的平均总收益应该相等，艺术品的货币回报应小于金融资产回报，两者之差即是隐性的审美收益。

数据是否支持这一理论呢？瑞士杰出经济学家布鲁诺·弗雷（Bruno Frey）和沃纳·波默林（Werner Pommerehne）在其1989年出版的经典著作《缪斯与市场》（Muses and Markets）中给出了答案。为了计算艺术品的实际回报率，他们分析了从1635到1987年共353年间，世界上305位著名画家的杰作的拍卖价格以及净交易成本。为了专注于收藏家青睐的作品，他们只统计了被持有20年及以上的1198幅画作。

他们发现，在这350年期间，绘画作品的平均实际年收益是1.5%。以每幅画的报酬率相对于平均报酬率的波动来衡量，画作的价格风险很高，甚至和最具投机性的股票不相上下。值得注意的是，这种价格风险并不能

¹ 翻译：陈佳鑫；审校：陆可凡

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

通过建立多样化的投资组合来实现部分抵消，因为不同作品的价格变动趋于类似。可见，这一市场风险很高。

除了与未来价格不确定性有关的金融风险外，画作还具有其他风险。例如，画作评价下调、赝品和仿造品风险，或者仅仅是物理上损坏的风险。而弗雷和波默林的分析中并没有体现这些实际上将影响画作价值的风险因素。同样未被考虑在内的还有维护、恢复和保险的费用。总之，计算出的低实际回报率已经是被高估的数字，而持有名画的风险也被低估了。

对追求经济利益的投资者而言，画作的资产回报率比金融资产的实际回报率要低。353 年期间政府债券的实际年收益为 3%，是画作的两倍。而且政府债券的价格风险远远低于画作的价格风险。

因此，正如经济学理论所言，从纯粹的财务角度来看，长期以来艺术作品并不是一项理想的投资，投资于此的很大一部分原因是人们拥有杰作可以获得审美愉悦或名声。

许多艺术品交易商和收藏家认为，自第二次世界大战以来，艺术作品的收益向好。弗雷和波默林认为这一点在一定程度上说得通。1635 至 1949 年期间的画作实际年收益为 1.4%；政府债券的实际年收益为 3.3%。投资于画作而非债券所损失的年收益为 1.9%。

而在 1950 至 1987 年期间，画作的实际年收益增加到 1.7%，债券的实际年收益下降到 2.4%。因此，根据弗雷和波默林的研究，战后时期两种投资收益的差额缩小至每年 0.7%。

2013 年，斯坦福大学商学院发布了一项最新研究，涵盖了 1972 至 2010 年之间的艺术市场。作者亚瑟·科特韦格（Arthur Korteweg）、罗马·克劳斯（Roman Kräussl）和帕特里克·沃维莫伦（Patrick Verwijmeren）得到的最终结论与弗雷和波默林 1989 年的经典著作中的结论基本相同。

我对投资者和收藏家的建议与巴黎伟大的艺术拍卖商和鉴赏家莫里斯·兰斯的建议不谋而合。在 1980 年出版的《光荣的痴迷》（*The Glorious Obsession*）中，兰斯写道，“我们建议金融家们应当在适和他们的领域行事，劝告艺术爱好者除非能从中获得直接的审美满足，否则不要去拥有任何东西。如果没有真正信仰，最好的做法就是放手。”

The Art Markets' Less Than Stellar Financial Returns

Steve H. Hanke¹

Unless you've been in Pyongyang, North Korea for the past several months, you know that in May Sotheby's auctioned Jean-Michel Basquiat's 1982 painting of a skull. When the last gavel fell, Yusaku Maezawa, a Japanese billionaire armed with more cash than prudence, had agreed to part with a cool \$110.5 million for the sixth most expensive work ever sold at auction.

The hype surrounding the auction has once again promoted the belief that the rate of return on collectibles is very high. But are works of art — even masterpieces — a good investment from a purely financial point of view?

Economic theory suggests that the total returns between two classes of assets, adjusted for risk, should tend to equalize over long periods of time. The total returns from holding art objects consists of a monetary return, plus the consumption (or psychic) benefit that comes from owning and viewing the art objects. By contrast, the total returns on financial assets are limited to monetary returns. Since the total returns on art objects and financial assets should, on average, be equal, it follows that the monetary returns on art should be less than those for financial assets, the difference being the implied esthetic return.

Do the data support the theory? The answer to this question is provided by two distinguished Swiss economists, Bruno Frey and Werner Pommerehne, in their classic 1989 book *Muses and Markets*. To calculate real rates of return on works of art, they analyzed the auction prices, net of transaction costs, of quality paintings by 305 of the world's best-known painters over a period of 353 years, from 1635 through 1987. To

¹ Steve Hanke is a professor of applied economics at The Johns Hopkins University and a senior fellow at the Cato Institute. This article appeared on Forbes.com on June 30, 2017.

focus on works sought by collectors, the authors considered only 1,198 paintings held for 20 years or more.

Their findings: The average real rate of return on paintings over the 3.5 centuries was 1.5% per year. The price risk of an individual painting, measured by the fluctuations of the rate of return of individual paintings around the average, was very high, making an individual painting as risky as some of the most speculative stocks. And note that this price risk cannot be reduced by creating a broadly diversified portfolio of paintings, because different paintings tend to show similar price movements. Hence, the market risk is high.

Beyond the financial risks associated with the uncertainty about future prices, paintings are subject to other risks: for example, a downward revision of a painting's attribution, outright fakes and forgeries, as well as the purely material risk of destruction. The paintings whose values were actually affected by these risks were not included in the transactions analyzed by Frey and Pommerehne. Also excluded were the costs of maintenance, restoration, and insurance. In short, the low real rates of return calculated were overstated and the risks of holding paintings understated.

Compared with the real returns for financial assets, the returns on quality paintings, those relevant for financially-oriented investors, were low. The real return on government bonds over the 353-year period was 3% per year, double the financial return on paintings. And the price risk associated with government bonds was much lower than for paintings.

So, as economic theory suggests, over the very long pull art has been a relatively poor investment from a purely financial point of view. The esthetic pleasure or prestige gained by owning high-quality paintings has played a significant role.

Many art dealers and collectors argue that art has become financially more attractive since World War II. Frey and Pommerehne find that there is some truth to this argument. The real return for paintings during the 1635-1949 period was 1.4%

per year; the real return on government bonds was 3.3% per year. The financial opportunity lost by investing in paintings rather than bonds was 1.9% per year.

During the 1950-87 period the real rate of return on paintings increased to 1.7% per year, and the real return on bonds fell to 2.4% per year. Thus, the opportunity lost narrowed to 0.7% per year in the postwar period studied by Frey and Pommerehne.

A more recent study published by Stanford's Graduate School of Business in 2013 covers the art markets between 1972 and 2010. The authors — Arthur Korteweg, Roman Kräussl, and Patrick Verwijmeren — reach broadly the same conclusions as did Frey and Pommerehne in their 1989 classic.

My advice to investors and collectors is the same as that of Maurice Rheims, the great Parisian art auctioneer and connoisseur. In *The Glorious Obsession*, which was published in 1980, Rheims wrote, "One would like to tell the financiers to confine themselves to their proper sphere, and advise art lovers not to acquire anything unless they derive a direct esthetic satisfaction from it. Those without the true faith had better give up."

“一带一路”倡议下的货币与金融合作¹

胡安·卡洛斯·马丁内斯·奥利瓦²

2013 年，习近平主席正式提出新丝绸之路，又称一带一路倡议。对中西方分析师与学者来说，这仍是热议话题。从大的发达经济体到小的发展中经济体，越来越多的国家对于加入倡议兴趣浓厚，而一带一路可谓是文明史上最具雄心的倡议之一。

一带一路倡议致力于复兴横跨欧亚非的古代陆上和海上丝绸之路。古代丝绸之路在 2100 多年前的东汉时期开始兴旺。而新丝绸之路将会建设更多的道路（包括铁路、港口、管线）和互联互通所需的基础设施。

通过古丝绸之路，中国的产品源源不断地销往阿富汗、印度、波斯乃至罗马帝国。丝绸之路也产生了重大的文化和社会影响，对佛教、印度文化和希腊艺术的传播做出了重大贡献，增强了当时已知地区之间的相互理解与和平共处。

当今的一带一路沿线国家有 65 个（包括中国），总人口占全球总量的 60%，经济总产出占全球的 30%。一带一路的资金来源于中国设立的 400 亿人民币的新丝绸之路基金。基金由中国外汇储备、官方投资和信贷机构支持。此外，去年 5 月，习主席承诺大幅加强对新丝绸之路的资金支持，包括：对丝绸之路基金增加 1000 亿人民币投资；国家开发银行提供 2500 亿元贷款；中国进出口银行提供 1300 亿元贷款；对新丝绸之路沿线的发展中国家与国际机构提供 600 亿元援助。金融机构会将其海外人民币基金业务扩展至共计 3000 亿人民币。一带一路属于综合经济战略的一部分，其它要素还包括亚洲基础设施投资银行的创立与人民币的国际化。

¹ 翻译：郑泽，北京外国语大学高级翻译学院研究生；审校：陆可凡。本文为 7 月 15-16 日作者在“2017 年国际货币论坛”的讲话稿

² 胡安·卡洛斯·马丁内斯·奥利瓦：中国人民大学国际货币研究所国际委员会成员，意大利银行经济、数据与研究部高级主管

亚投行的发展需要获得私人投资，这就意味着亚投行将会利用金融市场工具来获取私有资源用于基础设施建设。此举将会使全亚洲的私人储蓄流动起来，实现市场秩序，从而改善项目质量。

亚投行的初始资金主要来源于中国大量的美元储备。故可以预测亚投行未来的融资活动将会日益依赖人民币。尽管项目的推动和审核在北京总部进行，但通过市场动用民间资源显然将在亚洲主要金融中心——香港和新加坡进行。这将会进一步增强人民币的声望。

与世界银行国际融资公司相似，世界银行的私营部门通过发行地方币种的债券，帮助发展国内资本市场。亚投行可能成为强有力的工具，推动人民币未来在国际市场中的流通。相应地，人民币在国际金融市场中的地位提升也将增强亚投行的作用，有利于其开展行动。而一带一路为了帮助基础设施需求可观的国家，也在很大程度上依赖于用人民币计价的贷款，因而将与人民币的国际化相辅相成。

人民币作为国际货币的迅速崛起及加入特别提款权币种，展现了全球经济关系变化之快。一带一路、亚投行与人民币在国际市场中的迅速崛起相结合，为人民币成为东亚地区主要区域性货币和贸易投资的有力载体提供了良机。从地区层面来看，这个结果是有利而理想的，有利于国际货币体系的整体稳定。

分析师与媒体越来越关注一带一路的政治与安全含义，尤其在西方，有时将其视为中国增强在本地区地缘政治影响的工具。

然而，不能就此得出结论说，中国正在试图单边地创立泛亚洲经济与体制秩序，以实现其雄心。

回顾过去 20 年间地区主义在亚洲的发展，就可以看到：1997-1998 年的亚洲金融危机过后，亚洲国家致力于团结，寻找共同解决方案以来应对问题。毋庸置疑，1997-1998 年的亚洲金融危机让人们更加意识到：国际社会并不重视东南亚的经济问题，从而增强了亚洲国家之间的区域联系。

整个东亚地区面临的严重经济问题导致各国开始寻求区域性解决方案，也是泛亚洲观点发展的主要因素。美国的坚定盟友日本有着明确的太平洋国家身份，长期以来却一直在酝酿“各种各样的泛亚洲思想与意识形态”，特别是在实现货币一体化方面（2015，费根鲍姆）。事实上，正是日本已中止的建立亚洲货币基金的倡议促成了《清迈协议》，在东南亚与东北亚国家之间建立了双边贸易关系。

一带一路在经济与地缘政治层面的潜在影响向许多人表明，中国的计划与 70 年前美国的马歇尔计划可能有巨大的相似之处。有些观察者认为，中国的丝绸之路倡议类似马歇尔计划，不仅覆盖的地域广泛，而且综合了经济政治与国家安全方面的考量”。

事实上，雄心勃勃、目光长远的计划通常基于复杂的结构，包含覆盖各个领域的目标，融合短期战略与深谋远虑。这些计划有时逐渐变化，以适应不断变化的环境。

马歇尔计划的构想最初是为了在二战后恢复欧洲经济，但同时也是为了阻止欧洲饥民受到苏联的影响。因此，可将其视为美国加强在西欧地缘政治影响的工具。

尽管一带一路与马歇尔计划有明显的共同之处，但仍需指出，一带一路倡议显然更迎合 21 世纪全球经济的需要，而非冷战时代的两极世界。

的确，在中国的决策者看来，一带一路计划基于著名的“和平共处五项原则”，即互相尊重领土主权，互不侵犯，互不干涉内政，平等互利，和平共处。一带一路从根本上说是合作性倡议，以和谐与包容原则为基础，倡导文明间的互相包容，尊重各国不同的发展道路与发展模式，寻求互利互惠与合作的“最大公约数”，充分发挥各方智慧、创造性、力量和潜力。

毋庸置疑，以上的种种原则在实现的过程中可能障碍重重。例如，一些国家面临着政治不稳定、腐败以及恐怖主义的威胁。

然而，如果看向积极的一面，则一带一路雄心勃勃的建设计划无论是对中国还是对全世界而言，可能都意味着良机。一带一路是现代化的载体，向世界许多落后地区传达市场经济原则，有助于促进这些地区的繁荣从而实现政治稳定。针对潜在的安全隐患，一带一路的目标可能为整个国际社会带来实质性益处。

面对经济萧条和各种性质的安全威胁，世界正在苦苦挣扎。一带一路致力于改善基础设施和贸易网络，从而有利于整体繁荣。如果得以成功实施，一带一路可促进对话与和平共处，造福整个国际社会。

Currency and Financial Cooperation under Belt and Road Initiative

Juan Carlos Martinez Oliva¹

The Belt and Road Initiative (BRI), officially announced by President Xi Jinping in 2013 is a top subject among both Chinese and Western analysts and scholars. A growing number of countries - ranging from large developed to small developing economies - have displayed deep interest in joining a project which might be listed among the most ambitious in the history of civilization.

BRI aims at reviving the ancient trade maritime and overland routes, “the Silk Road”, that connected Asia, Africa and Europe, whose control and broader use started in later Han period twenty-one centuries ago. The New Silk Road will create roads – and railways, ports, pipelines, and the other necessities that make up an inter-connected region.

Traded goods from China found their way to Afghanistan, India, Persia, and eventually Rome. It is not rhetorical to say that there was also an outstanding cultural and social impact, since the Silk Road contributed to the spreading of Buddhism, Indian literature and Hellenistic art, and favored mutual understanding and pacific coexistence among countries from different parts of the then-known world.

As of today BRI comprehends 65 nations, including China, which account for 60% of the world’s population and 30% of its output. It will be financially supported by a New Silk Road Fund of \$40 billion, backed by China’s foreign exchange reserves and by Chinese official investment and lending agencies. Moreover, last May President Xi pledged a massive funding boost to BRI which includes an extra 100 billion yuan into the existing BRI’s Fund; 250 billion yuan in loans from China Development Bank; 130

¹ Juan Carlos Martinez Oliva, Member of IMI International Committee, Senior Director for Economics, Statistics, and Research, Bank of Italy. This article is based on a speech by Juan Carlos Martinez Oliva on the 2017 International Monetary Forum on 15-16 July in Beijing.

billion yuan in loans from Export-Import Bank of China; 60 billion yuan in aid to developing countries and international institutions in new Silk Road countries. Financial institutions have been encouraged to expand their overseas yuan fund businesses to the tune of 300 billion.

BIS can be viewed within a comprehensive economic strategy, where the other elements are the establishment of the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) and the internationalization of renminbi.

The AIIB's expanding activity will require access to private funding; this means that the AIIB will tap private resources via financial market instruments to collect infrastructure funding. Such a move would allow the mobilization of private savings across Asia and impose market discipline, thus improving the quality of the project financed.

While the initial endowment is largely based on China's huge stock of US dollar reserves, one may easily foresee that the financing activity of the AIIB will increasingly be based on RMB operations. The mobilization of private resources via the private market, while being promoted and scrutinized from headquarters in Beijing, will obviously be handled in the main Asian financial centers of Hong Kong and Singapore. This will have relevant implications for the prestige of the RMB.

In the same fashion as the International Financing Corporation, the private sector arm of the World Bank Group, which helps developing domestic capital markets by issuing local currency debt, the AIIB might prove a powerful tool in developing the use of the Chinese currency in international markets in the future. Conversely, a growing presence of RMB on the international financial market would enhance and facilitate AIIB activity and presence across the world. BIS, on its side, by largely relying on yuan-denominated loans in favor of countries with sizeable infrastructural needs, will positively interact with the process of renminbi internationalization.

The rapid rise of the RMB as an international currency, up to the status of a currency in the SDR basket, shows how fast global economic relations may change in

the global economy. The combination of BIS, AIIB, and of a fast spreading RMB in the international markets provide good chances for the RMB to become the major regional currency in East Asia, and a powerful vehicle for trade and investment across the area. Such an outcome should be viewed as helpful and desirable at the regional level, and a source of stability for the overall international monetary system.

A growing attention is devoted by analysts and media, particularly in the West, on the political and security perspective of OBOR, which is sometimes viewed as a Chinese tool to enhance its geopolitical influence in the region.

It would be nonetheless wrong to conclude that China is unilaterally trying to create a pan-Asian economic and institutional order as a response to its hegemonic ambitions.

If we look at how Asian regionalism has developed in the last two decades, one finds that in the aftermath of the Asian financial crisis of 1997-1998, countries in the region have acted under the common driver of achieving cohesion and finding collective solutions to common problems. There is little doubt that the 1997-1998 financial crisis contributed to fueling the impression that the international community was giving little attention to Southeast Asia's economic problems, thus reinforcing regional connections among Asian countries.

The severe economic troubles that the whole region experienced may be seen as a main cause for East Asia's quest for a local solution, and for the development of pan-Asian views in the region. Even Japan, a close US ally with a strong trans-Pacific identity, look favorably at pan-Asian ideas and ideologies particularly on the issue of monetary integration. As a matter of fact, it was the aborted Japan's initiative to create an Asian monetary fund that gave origin to the Chiang Mai Initiative, which established bilateral swaps among Southeast and Northeast Asian countries.

The potential impact of OBOR, on both economic and geopolitical grounds, has suggested to many that the Chinese vision might have profound similarities with the US Marshall plan for Europe seventy years ago. Many have pointed out that, not

differently than Marshall plan, China's BIS goes far beyond the simple geographic range, to include economic, political and national security considerations.

As a matter of fact, ambitious and visionary plans are often based on a complex architecture, encompass different targets covering a broad range of fields, and are grounded on both a short term strategy and a long term vision. They sometimes experience a gradual evolution, following their ability to adapt to changing circumstances.

The Marshall plan was initially conceived as a means to rebuild the European economy after the Second World War. But it was also meant to prevent the risk that Europe's starving populations might fall under the influence of Soviet Union. It therefore might be seen as a tool to reinforce the geopolitical influence of the United States in Western Europe.

In spite of the apparent similarities between the concepts of OBOR and the Marshall plan, it is worth stressing also the differences which make OBOR a vision clearly more consistent with the needs of the global economy of 21st century than with the bipolar world of the past Cold War era.

Indeed, according to the Chinese planners, OBOR is based on the well-known Five Principles of Peaceful Coexistence: mutual respect for each other's sovereignty and territorial integrity, mutual non-aggression, mutual non-interference in each other's internal affairs, equality and mutual benefit, and peaceful coexistence. A fundamentally cooperative initiative, OBOR is meant to be based on principles of harmony and inclusiveness. It advocated tolerance among civilizations, and is meant to respects the paths and modes of development chosen by different countries. It seeks mutual benefit and the "biggest common denominator" for cooperation so as to give full play to the wisdom and creativity, strengths and potentials of all parties.

Needless to say, the above principles might find practical obstacles in their implementation. For example, a number of the countries encompassed by the initiative are affected by political instability, corruption and the threat of terrorism.

If one looks at the positive side, however, OBOR's ambitious construction may represent a great opportunity not only for China but for the world at large. By representing a vehicle of modernization conveying market economy principles in several backward areas of the world, OBOR can be viewed as a means to introduce prosperity and therefore political stability in such areas. For its potential security implications OBOR goals should be viewed as bringing tangible benefits to the whole international community.

In a world struggling against economic stagnation, and security threats of various nature, a project aimed at boosting infrastructures and trade networks, and therefore overall prosperity; a project endeavoring the enhancement of mutual dialogue and peaceful coexistence may prove, if successfully implemented, as potentially beneficial for the overall international community.

系列四十五：后危机时代金融监管改革的国际经验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》第十一章。

一、美国

2010 年 7 月，美国颁布《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》，全面推动金融监管改革。一是设立金融稳定监督委员会（FSOC），识别和防范系统性风险。全面监测系统性风险，识别并监管系统重要性机构、工具和市场，协调部门争端并促进信息共享和监管协调。二是明确美联储为系统重要性金融机构的监管主体。扩大监管范围。美联储负责对资产超过 500 亿美元的银行业金融机构，所有具有系统重要性的证券、保险等非银行金融机构，以及系统重要性支付、清算、结算活动和市场基础设施进行监管，同时保留对小银行的监管权。美联储还具有对非银行金融机构的后备检查权，判断其是否威胁金融稳定，进而纳入监管范围。提高审慎监管标准。针对系统重要性机构，美联储从资本、杠杆率、流动性、风险管理等方面牵头制定严格的监管标准。严控银行高风险业务。限制银行业实体开展证券、衍生品、商品期货等高风险自营业务，商业银行投资对冲基

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

金和私募股权基金的规模不得超过银行一级资本的 3%。强化金融控股公司监管。美联储有权对金融控股公司及其任何一个子公司（包含非存款类子公司）进行直接检查，直接从金融控股公司获取信息以及获取金融控股公司交易对手的详细信息。三是建立全面覆盖的风险处置和清算安排，保障问题机构有序退出。明确由美联储与联邦存款保险公司共同负责美国系统性风险处置。四是扩大监管范围，填补监管漏洞。要求对冲基金和私募基金投资顾问到证券交易委员会注册，并向证券交易委员会报告交易情况和资产组合等方面的信息，资产规模超过 1.5 亿美元的公司必须接受证券交易委员会的监管和定期检查。如果对冲基金和私募基金被认为规模过大或风险过大，将被置于美联储的监管之下。保留证券交易委员会对信用评级公司的监管权，降低评级公司与被评级机构和承销商之间的利益关联度，长时间评级质量低劣的机构可能被摘牌，允许投资者控告信用评级公司的失职行为。在财政部下设联邦保险办公室，履行向金融稳定监督委员会提交系统重要性保险公司名单等职责。此外，撤销储贷监理署，将其大部分职能并入货币监理署。五是成立消费者金融保护机构，加强消费者金融保护。在美联储内部设立相对独立的消费者金融保护局（CFPB），统一行使原分散在 7 家金融监管机构的消费者权益保护职责。

二、欧盟

2010 年欧盟通过《泛欧金融监管改革法案》，全面改革监管体系。一是成立欧洲系统性风险委员会（ESRB），强化宏观审慎管理。该委员会主要负责宏观审慎管理，收集和分析数据信息，识别和评估系统性风险，向银行业监管局（EBA）、证券和市场监管局（ESMA）、保险和职业养老金监管局（EIOPA）以及各成员国监管当局等提出警告或建议，并成立专门检查小组追踪评估各监管机构建议采纳情况。要求成员国以法律形式明确负责宏观审慎管理的机构，提出中央银行应在宏观审慎政策中发挥主导作用。对各成员国实施宏观审慎政策进行指导和建议，公开发布各国宏观审慎政策实践经验，促进各国政策沟通和协调。二是欧央行的职责从维护币值稳定向维护金融稳定延伸。国际金融危机和欧洲债务危机爆发后，面对银行资金拆借困难、市场流动性收紧、部分国家国债收益率急剧上升等情况，为缓解危机对经济的冲击，维护金融体系稳定，欧央行不再局限于传统的货币政



策，在降低基准利率等常规手段之外开始实施一系列非常规救助措施，充分发挥最后贷款人职能，向金融市场注入流动性，改善欧元区融资条件与流动性状况，恢复市场信心，保证支付清算等金融基础设施功能完备，发挥了不可替代的作用。三是建立单一监管机制（SSM），赋予欧央行金融监管职能。欧央行直接监管加入 SSM 机制的成员国有系统重要性的信贷机构、金融控股公司、混合型金融控股公司，以及信贷机构在非 SSM 机制成员国设立的分支机构。同时，各国监管当局将在欧央行指导下对本国非系统重要性的中小银行实施监管，并在消费者保护、反洗钱、支付服务等领域继续发挥重要作用。欧央行在必要时可接管任何一家并采取早期干预措施。单一监管机制涵盖欧元区所有银行，非欧元区欧盟成员国监管当局可自愿加入。四是构建欧洲银行业联盟，统一银行业监管、处置和存款保险机制。欧洲银行业联盟包括三大监管支柱：单一监管机制、单一处置机制（SRM）、统一的存款保险机制。五是强化欧盟监管机构之间的协调与合作。欧洲系统性风险委员会与银行业监管局、证券和市场监管局、保险和职业养老金监管局等三家微观审慎监管机构建立信息沟通和共享机制，三家微观审慎监管机构通过联合委员会（JCOE）加强跨行业、跨部门的监管协调与合作。欧盟各成员国的监管当局、中央银行以及财政部于 2008 年联合签订了危机管理和处置合作备忘录，强调成员国之间的金融监管合作，成立跨国稳定小组（CBSG），建立跨国合作机制，强调公共资源的分配应以平等和平衡为原则，按照危机对各国经济冲击的程度以及母国和东道国监管权力的分配来决定相应的公共资源支出额度。

三、英国

危机以来，英国先后两次调整金融监管框架。2013 年 4 月 1 日，新《金融服务法》生效，新的金融监管体制正式运行，确立了英格兰银行负责货币政策、宏观审慎管理与微观审慎监管的核心地位，其内部成立金融政策委员会（FPC），负责宏观审慎管理，并下设审慎监管局（PRA），与独立机构金融行为局（FCA）一同负责微观审慎监管，取代原来的金融服务局（FSA）。2015 年 7 月，英国发布《英格兰银行议案：技术咨询稿》（以下简称《议案》），拟进一步深化金融

监管体制改革，调整金融监管架构。一是设立审慎监管委员会（PRC），强化央行审慎监管职能。《议案》拟将审慎监管局完全整合进英格兰银行内部，不再作为英格兰银行的附属机构，同时设立新的审慎监管委员会。审慎监管局的名称、法定目标和监管方式保持不变，英格兰银行履行审慎监管职责仍继续以审慎监管局的监管收费为资金来源，审慎监管委员会负责决定收费标准。同时，《议案》拟将金融政策委员会从董事会下设的子委员会升级为与货币政策委员会和审慎监管委员会并列的英格兰银行直属委员会。由此，形成了英格兰银行直属的货币政策委员会、审慎监管委员会、金融政策委员会三个委员会分别负责货币政策、微观审慎监管和宏观审慎管理职能的框架。二是改善治理结构，提高监管效率。精简并强化英格兰银行董事会。将非执行董事数量由 9 名减至 7 名，相应地，董事会成员人数变为 12 人。取消英格兰银行董事会下属的子委员会——法律监督委员会，将其职能纳入董事会，由董事会直接监督英格兰银行运作。改革现有副行长任免机制。拟通过二级立法调整副行长职位，便于英格兰银行根据需要调整其高管层的规模和构成。三是加强信息共享，完善金融危机处置机制。《议案》拟在处置策略、处置政策和应急计划的制定等方面进一步强化危机管理和处置机制。四是增强透明度，明确责任义务。通过公布英格兰银行货币政策决定、讨论会会议记录和通货膨胀报告；将决策会会议书面记录的保密期延长至 8 年等方式提高透明度。拟首次将英格兰银行纳入国家审计办公室（NAO）审查范围，同时，其政策制定职能将被排除在审查范围之外，以保证英格兰银行决策的独立性。

四、德国

危机后，德国根据本国金融业发展情况，借鉴国际金融监管改革经验，对本国金融监管体制进行了改革。一是强化德央行的金融监管权，突出其在维护金融稳定方面的作用。德央行在金融监管中继续扮演重要角色，利用网点优势负责对金融机构的日常监管，监测和评估金融机构的风险并对其进行审计；派代表参加金融监管局管理委员会，监督其管理层，决定其预算并对专项监管任务提出建议；与金融监管局联合开展压力测试、现场检查等重大监管行动；建立金融市场监管论坛，构筑高层人员定期磋商机制，讨论有关监管政策，制定监管措施。同时，金融监管局发布监管法规应事先与德央行协商，在与货币政策密切相关的领域，



必须与德央行达成一致。此外，根据德国《银行法》的规定，德央行享有金融统计信息专属权，金融监管局无权单独向金融机构征集任何形式的统计信息。二是强化宏观审慎管理。2013 年，德国通过《金融稳定法》，将宏观审慎管理职责授予单独成立的金融稳定委员会（FSC）。金融稳定委员会的代表来自财政部、德央行、金融监管局和联邦金融市场稳定局（FMSA），工作机制与欧洲系统性风险委员会类似。德央行在宏观审慎管理中发挥重要作用，负责识别和评估金融稳定风险，评估宏观审慎政策的实施效果，为金融稳定委员会会议提交讨论报告和初步政策建议，同时，拥有对金融稳定委员会发布警告或建议决策的否决权。三是构建更加有效的金融机构处置机制。设立联邦金融市场稳定局，管理稳定基金，提供市场流动性，监管新成立的不良资产管理公司，并计划于 2016 年将其升级为监管机构，专门从事金融机构重组事务。推出总规模为 5000 亿欧元的金融救市计划，设立了“稳定金融市场特别基金”（SoFFin），对危机中受到冲击的金融机构提供援助。成立 FMS-WM 和 EAA 两家资产管理公司，剥离银行风险资产，减轻银行资产负债表压力，确保银行继续为实体经济提供信贷支持。

五、法国

危机后，法国于 2008 年和 2010 年分别颁布《经济现代化法》和《银行金融监管法》，再次进行金融监管体制改革，形成以中央银行为核心，审慎监管局（ACP）和金融市场监管局并行的监管框架。一是中央银行在金融监管中发挥重要作用。除指定一名副行长担任审慎监管局主席外，央行还对审慎监管局提供资源、员工、信息、金融和经济分析等各种履职支持，同时代表审慎监管局签署各类法律文件。此外，央行还利用网点优势帮助审慎监管局和金融市场监管局对消费者保护情况进行检查。二是成立金融监管与系统性风险委员会，监测与识别系统性金融风险，并预测其未来发展趋势，协调法国在欧洲和国际不同层面上的监管行动，促进国内相关部门的合作和信息交流。三是合并银行业和保险业监管机构，设立审慎监管局，负责银行业和保险业监管，维护金融市场稳定和保护金融消费者权益。审慎监管局可以对被监管机构进行现场和非现场检查，成立制裁委员会对违法金融机构进行处罚。四是强化金融市场监管局职责，除保护投资者利益及金融产品安

全，监管金融市场安全运作及信息发布、保障市场交易公正规范，确保市场良性竞争等传统的证券市场监管职责之外，赋予金融市场监管局监督管理信用评级机构、与欧盟和其他成员国监管部门建立合作、进行信息交流的职责。

六、俄罗斯

2013 年 7 月，俄罗斯颁布《修订关于将金融市场的监督、管理职能转移至俄罗斯联邦中央银行的俄罗斯联邦法案》（第 251-FZ 号），对多头金融监管体制进行重大变革。一是将金融监管权统一划归中央银行。撤销联邦金融市场服务局（联邦保险监管局于 2011 年并入了联邦金融市场服务局），将资本市场监管和保险监管职能转移至俄央行，由俄央行对银行以及证券公司、保险公司、小型金融组织、交易所和养老基金等非银行金融机构实行统一监管。俄央行需向国家杜马提交有关金融市场重点领域发展和稳定运行的报告。由于俄央行职权扩大，原“银行监督管理委员会”更名为“国家金融委员会”，俄央行行长任主席，成员在俄央行各部门负责人中产生，职责包括评估系统性风险、监测系统重要性金融基础设施以及大型非金融机构的财务稳健性、审议金融稳定报告等。同时，俄央行行长和董事的任期由 4 年延长至 5 年，董事会成员由 13 人增加到 15 人。此外，为进一步优化对各类非银行金融机构的监管，加强相应的市场自律组织建设，促进风险管理、公司治理、内部控制、金融消费者权益保护等方面的标准统一。二是统一金融政策的制定和监督执行职责。由俄央行接管财政部等政府部门有关金融市场监管标准制定的部分权力，参与起草相关法律和监管规定。俄央行负责批准信贷机构和非信贷金融机构的会计标准，管理证券发行登记，监督证券法规执行，打击内幕交易、市场操纵和洗钱活动。非信贷金融机构具体包括：经纪商、承销商等专业的证券市场参与者（银行也可开展证券业务），投资基金管理公司、互助基金、私人养老基金及其存管机构，保险和精算机构，小额信贷机构，信贷消费者合作社、住房储蓄合作社、农业信贷消费者合作社，信用评级机构等。俄央行的新职能还包括对股份制公司进行监管，规范股份制公司的业务关联。

七、韩国

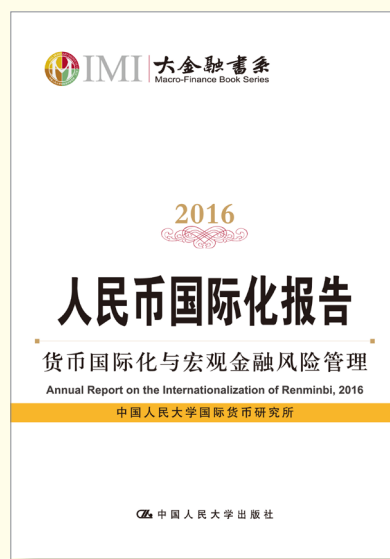
韩国于 2009 年末再次启动了《韩国银行法》的修订工作，强化中央银行权



力。新的《韩国银行法》于 2011 年 9 月正式颁布，通过扩大监管职权及增加宏观审慎工具，进一步强化了韩国银行维护金融稳定的职能。一是赋予中央银行维护金融稳定的功能。除“维持物价稳定”外，明确赋予韩国银行“维护金融稳定”职能。二是扩大央行监管职能。将信息获取范围从全国性商业银行扩展至《金融业结构优化法》涵盖的所有金融机构，通过限定期限提高韩国银行与金融监督院联合检查的效率，进一步强化现场检查权。三是改进紧急流动性支持工具，放宽支持条件。对于因融资和资金使用失衡而出现流动性紧张的金融机构，不论是否持有合格抵押品，韩国银行都可提供紧急流动性支持。将证券拆借纳入公开市场操作工具。为韩国银行清算系统成员发生的清算资金短缺提供短期融资。四是扩大了货币政策委员会对法定准备金的裁量权。其有权决定法定准备金的形式；将法定准备金率单纯由负债类型决定调整为由负债类型和负债规模共同决定。（资料来源：卜永祥，2016）

《人民币国际化报告 2016》

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



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

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2017年7月31日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载