

【本期推荐】

赵锡军：中国资本市场改革大势走向何方

【“资本市场”专题】

张 明：不良资产处置与不良资产证券化：国际经验及中国前景

王 剑：银行债转股的痛点

IMI锐评：央行降准“新时代”独家解读：降低社会融资成本，
促进金融生态健康

【海外之声】

大卫·马什，亚当·考特，约翰·亚当斯：中国新领袖该如何作为
给易纲——周小川接任者的五条建议

Steve H. Hanke：公私合作关系的前车之鉴：约翰劳与密西西
比公司

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列三十六：人民币现汇市场的创新

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：李虹含

编委：安 然 魏 唯 朱霜霜

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峒

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

中国资本市场改革大势走向何方

赵锡军¹

国际国内一些新的变化，使我们进入到一个发展的新时代。这个新时代涵盖的内容可能已经超出国内，还有国际的因素也在里头。如果从我们自己的时间轴和国际影响因素空间轴，这两个轴线来定位现在的资本市场，我想有两条要考虑。

第一，我们自己整个金融发展模式是什么样的，金融究竟想为经济建设、国家发展提供什么样的支撑。

第二，从国际角度来讲，金融在国际拓展方面又有哪些交互的东西要建立起来。

前几年，特别是美国次贷危机以后，大家对于金融的整个定位都在进行深入思考。西方国家经济、金融发展经历了很长时间，中间也经过多次的危机和反复。我们国家也出现过一些经济方面的过冷过热，金融方面的震荡，我们花了一些代价才走过来。今后我们会不会碰到西方那样的危机，能否安全渡过去，这就很难说了。

如果我们遇到西方国家碰到的危机或其他金融方面的大风险事件，我们有没有准备？我们应对金融危机 4 万亿投资开始以后，也不断地发现，在整个经济金融领域积累了很多不尽如人意的东西。大家在应对危机时候可能考虑得比较单一，就是想着怎样把下降的投资给托起来，减少的出口能拱起来，把经济增速下滑抬起来。如今中国通过大量投资来刺激经济的后果，我们也开始不断地戳到了或碰到了。现在不得不进入了新的阶段，来化解或消化这些后果。

我们如何避免这种单一思维和模式，是我们要考虑的。讲到这儿，我把背景情况和个人思考引一下。

金融究竟要干什么？

¹ 赵锡军，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国人民大学财政金融学院副院长

金融究竟要干什么？目前，金融有很多说法，资金融通，发挥服务经济、投融资等等。讲到金融的目的，对经济有六个功能等等。无论怎么说，如果我们要用一个简单的语言来描述的话，金融就是用别人的钱来办自己的事情。

既然是用别人的钱办自己的事情，从它的发展角度来讲，就存在着一个考虑，有没有限度，有没有极限，有没有边界。一个国家在某个阶段或某个发展时期，有没有一个比较合理的金融结构和规模，有没有这个合理规模和结构的能够容忍的范围，也就是它的边界。合理性是我们能找到最中间的位置，边界是合理的最大的范围。

无论是资产、负债或其他指标来衡量，什么样的规模是目前我们的经济发展水平、发展阶段比较合适的规模？如果超出以后，会有什么样的结果？会带来什么样的影响？这些都是不得不考虑的。

从理论角度来研讨金融是不是有个合理的规模和结构，还很难找到明确的答案。所以，只能退而求其次，看看现在的理论研究，学术积淀，从学理的角度、规律的角度来讲，哪些规律能够帮助我们判断这个合理的规模。有时候，我们发现的一些金融规律可能帮助我们实现或接近这个目标，比如风险配置机制。这是最基本的风险定价机制。你用别人的钱来干自己事情的时候，什么样的平衡点是最合理的。如果我们从金融活动的回报和付出来看，回报可能是资金的收益，付出是你要承担的可能风险。这两者之间有个对等的关系，你承担什么样的风险，得到什么样的回报。这是最基本的风险和回报之间对等的原则。这一原则可能就是定位金融活动合理与否或是判断风险范围的最基础的东西。

过度的错配就会出现危机

风险和回报之间对等的原则，可以称之为金融活动的基本原则。这个国家和经济体所发生的金融活动超出了活动主体所能承担风险的范围，它可能就会出现错配，过度的错配就会出现危机或者风险过大的问题。

风险和回报之间有相对合理的对应关系，但这个对应关系是什么样的？有没有数量的对应关系？如果能找到数量的对应关系就能解决这个问题。很多风险定价理论实际是讲到了风险和回报率之间的关系，但有各种各样的前提条件。这些

前提条件和我们的现实又有差距。比如基本的资本市场定价理论，有很多的条件。只有在这些条件满足时，这些数量关系才能帮助你。

不管怎么说，有了这个思路，我给它的一个说法是，风险等价关系在同样的稀缺性或期限约束条件之下，投资回报与其所承担的风险之间应该有一个对等的关系，而且它们之间可以转换。也就是说，你用承担比较高的风险去获得比较高的预期回报。反过来也是一样，你要获得比较高的预期回报，也就要去承担这个相应的风险。

确定了这个以后，什么样的风险超过了你所承担的边际条件，就是你用别人的钱用到什么时候是极限。当你用别人的钱，用杠杆来支持你的实体经济或生产经营活动的扩张，就是你借钱或融资来进行实业投资。第一个边际条件，就是边际的融资成本应该等于边际投资收益，这是一个极限。

第二个边际条件，你用别人的钱，融资来支持资产价格的上升，它不是靠生产经营实体经济来创造利润，是你融资来购买资产，导致资产价格上升，然后把它卖掉。这是纯粹的金融活动，投融资活动是服务于实体经济，它是服务于资产升值增值。这个有没有边界呢？理论来讲也有边界，边际融资成本应该和边际投资收益相等，如果超过这个条件，实际就超越了你的极限。

理论上可以这么说，但很难找到明确的边界，因为你只要融资，循环下去，只要资产价格上升，它总能获得回报，所以，很难有一个明确的，最终的极限。这种极限只是资产价格到了某个水平以后，爬不上去了，只有跌下来。但什么时候是极限，谁接最后一棒，什么时候是最后一棒，这不好说。在资产价格上升和最后一棒，最高的价格，你要找到一个点，这个点就是一个极限的点，也是我们风险定价最极限的点。

这些前人的研究和结论，可以帮助我们来考虑这个问题，虽然不能给你明确的结论，但你至少可以有个思考的方向。

我国金融的现实状态

从最近几年情况来看，2009 年我们应对金融危机，这些金融活动我总结出来大概有这么一些特点，首先，金融资产规模增长迅速，无论是银行业、证券业、保险业等其他行业资产规模增加得非常快。

增加非常快的前提是，我们在货币供应方面采取相对比较宽松的政策，2014-2015 年广义货币大概增长速度 13%，有很多年是超过 13%的，那么信贷增长也非常快。如果说信贷是我们货币投放最重要的渠道的话，货币的增长通过信贷扩大，使得我们整体金融资产规模越来越大。那意味着金融资产的规模扩大，背后是你的投融资活动增加了。但是没有人考虑到，风险和收益是不是对等的。也许从他自身角度来讲，会考虑投资一个项目的风险，但没有人从宏观角度来考虑。所以，整个金融领域资产规模膨胀迅速。

如果资金来源是自己的钱，自己干自己的事情没关系，反正风险自己承担。但这么快速的资产规模的扩张，用的都是别人的钱，银行的资本充足率按照目前来讲 13%、14%，百分之八十几的钱都是别人的。其他的领域也类似。从这个角度来讲，资产扩张背后是负债大幅度扩张。在 2013 年出现了所谓的钱荒问题，在那么宽松的条件下，资产负债成本都很低的情况下出现了钱荒，这就是一个预兆。这意味着扩张可能进入到了一个边界。

到了一定程度以后，可能出现第二个边际条件，用融资推高资产的价格到了边际条件以后，融资的成本、边际成本和推高资产价格带来的边际收益，这两者之间正好是相等的，甚至可能出现倒挂的情况。这在现实中间就表现为，我们很多做投融资的金融机构出现了资金成本和项目回报两者之间差距越来越小，变得一致，无利可图。接下来出现倒挂，这个事情在 2014 年、2015 年就出现了，开始出现理财产品不挣钱甚至倒挂的情况。

这样有些项目不挣钱，金融机构资产负债表上就开始出现了一些不良的情况。所以，陆陆续续出现了一些债务违约的情况。首先是城投债最早出现，然后是各种各样的违约，也出现理财产品兑现不了的情况。当资产质量下降，风险上升以后，市场投资者就会有一个新的评价，这个评价就是总体信用状况开始下降变差，意味着信用评级开始下降。

从 2016 年 3 月份开始，美国两家机构标普和穆迪对我们主权信用展望、某些金融机构信用评级开始下调。2017 年又降了一次。一旦信用情况开始下降，就

意味着风险在上升。风险上升就意味着融资成本开始增加，投资要求的回报率会进一步提高。2016 年出现这种情况以后，再加上金融市场的震荡等，开始出现了资金向外流出的情况，最后表现在市场上就是资产价格开始出现震荡，导致股票市场、债券市场不断出现震荡和风险。

2015 年先是股票市场，然后是外汇市场，2016 年债券市场等一系列市场价格开始出现震荡。这个震荡出现后，价格总体上要降下来，通过调节释放风险，回到前面所讲到的风险和收益基本对等的状态。

我们认为，总体上要有约束。如果整体没有约束，就可能出现系统性风险。没有人承担的话，这个问题就真的会变成一个大的危机。

如何防范金融风险

股票市场上，2015 年股票救市，动用了大量资金去支撑这个价格，当然，价格还是下来了。这是动用公共资源做这件事情。假如你有 3 万亿美金的外汇储备，但为了支撑，一年就花掉了 1 万亿美金，再出现类似的事情，你怎么办呢？你不可能无限制去做这个支撑。所以，我们要思考究竟怎么样才能够从宏观上避免这些事情。在新的十字路口，新的时代，新的阶段，传统做法是否要改进，是否能真正从更加宏观角度思考这个问题。所以，我们去年 4 月份召开了全国金融工作会议，对金融提出了新的三个方面要求：

第一，要服务于实体经济。

第二，要控制好或防范系统性风险，不能让它出现。

第三，要进一步改革开放。

这是提出了三个方面的考虑。

服务实体经济就是回归到本原了。我们做的工作，只考虑到第一个边际条件，就是金融活动的热度，扩张的范围，实体经济的增长从宏观来说需要多少金融活动。边际条件就是增加 1 元融资用来投资项目，回报率刚好和融资成本相等。现在对金融机构有流动性的要求，对企业有降低杠杆的要求，但这个企业的杠杆降低到什么程度达到边际，这个现在没有，所以，宏观方面还会出现过度融资后，资本市场投资其他的资产。

股市、房市或其他的市场，不鼓励投机。特别是住房市场，讲到“房子是用来住的，不是用来炒的”。这个情况如果融资，来投资房地产那是不行的，要控制。出现了这方面的要求，但前期很多企业已经把融资用来推高资产，用来购买很多的房子、土地或者别的金融资产，怎么办？就提出要化解风险的要求。这是今后三年最重要的三大攻坚战的第一大攻坚战，就是消化第一个边际条件以后的融资，把它化解掉。

把杠杆降到什么程度算是可以，这也不太好说。所以，每个企业从自身角度来操作，通过流动性的控制，限制它的金融活动等等，而不是约束这些金融机构借钱融资。这个做法会有效果，因为供给约束。但是这只能治标，因为真正融资、投资的主体自己没有约束。作为国有企业可以有降杠杆、降债务的考虑，对地方政府可以要求，但对别人呢？你约束不住的。我们通过司法部门、公安部门来进行介入，对那些所谓金融控股公司进行综合治理。这是严监管，强监管来化解这些过度的杠杆。

化解以后怎么办？到 2020 年以后，不可能控制金融机构不让它做业务。让金融服务实体经济，我们传统的思维就是大的项目和企业。现在大的项目越来越少了，大的企业现在在降杠杆，地方政府也在降杠杆，居民也在降低负债，那么金融服务到什么地方呢？这是我们要考虑的问题。

从资本市场角度来讲也是一样，从最早的放任到二级市场做并购，炒作，价格抬高再卖掉，到后来证监会的主席刘士余说，不能让资本大鳄做这些事情，不能让那些“妖精”、“害人精”做这些事情，开始收紧监管。从 2015 年救市以后，证监会不断地在加强监管，查出了很多案子。银行也是一样。

这还只是化解风险。目前我们也可以看到一些新的考虑，国务院近日同意允许证监会来开放一些新的融资通道，所谓的独角兽企业融资，CDR 试点也开始推出。服务实体经济，支持创新驱动有了一些战略性的考虑。证券领域未来发展，我们拭目以待。但从强监管、严监管，化解这些风险的举措来看，这表明金融资本市场开始迈出了新的一步。

不良资产处置与不良资产证券化：国际经验及中国 前景

张明¹

受经济潜在增速下降、新旧产业转型的影响，生产者经营困难；同时，政府税收减少、债务增加，加之美联储进入加息通道，导致中国国内金融风险大幅上升。主要表现为商业银行不良贷款率和不良贷款余额自 2012 年持续 19 个季度双双上升。不良资产的出现和累积，不仅导致商业银行的经营风险上升，利润水平下降，而且影响银行对实体经济的支持，以及中国金融系统稳定性。

因此，有效处置不良资产问题，无论是对中国金融业的稳定，还是对中国经济的长远发展都具有重要意义。回顾中国经济在 21 世纪初期能取得快速发展、金融业能迎来稳定发展的黄金十年，都与 20 世纪末期中国对银行不良资产及时处置密切相关。2016 年初召开的国务院常务会议明确“支持银行加快不良贷款处置”，但考虑到商业银行不良资产的产生背景、银行经营环境以及中国政府债务负担都与 20 世纪末期完全不同，不良资产处置难以重复历史老路，而如何有效处置不良资产是当前中国政府面临的一大挑战。

对此，人民银行等八部委联合发文，提出审慎“开展不良资产证券化试点”的意见，并首批试点工行、建行、中行、农行、交行和招行。与此同时，银行间市场交易商协会发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》，为进一步推动不良资产证券化业务的高效、有序发展奠定基础。不良资产证券化作为当前金融改革的一项重要举措，在有效化解金融风险的同时，有助于降低杠杆率，盘活存量资产。2017 年不良资产证券化试点范围进一步扩大，但离全面实施仍有一定距离。例如，不良资产证券化的特殊性决定了其可能存在的风险，此外，法规和监管的不健全也将制约不良资产证券化的大力推进。

¹ 张明，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任

一、不良资产处置的国际经验

他山之石可以攻玉。为了找到中国处置不良资产的有效途径，本部分梳理了不良资产处置国际经验，通过分析历史上主要国家如何成功处置不良资产，发现资产证券化在以美、韩为代表的基于市场规则的不良资产处置中作用巨大。

（一）不良资产处置方式的分类

从国际上对商业银行不良资产处置的经验来看，不良资产处置的分类方法有多种。按照处置主体的不同，可以分为银行自主处置模式、托管集中治理模式和坏账直接剥离模式。银行自主处置模式包括两类，一类为商业银行减计资产或增加坏账准备金，对不良资产进行核销，最终所产生的损失由银行自己承担；另一类是在银行内部设立正常信贷部门之外的坏账处理部门，专门负责处理本银行内部的不良资产，即在银行内部区分“好银行和坏银行”。托管集中治理模式，即成立专门的机构托管银行，由此机构对所有银行产生的不良资产进行集中处置，即在银行外部区分“好银行和坏银行”。实践中托管集中治理模式是比较常见的模式，例如“好/坏银行模式”、“资产重组信托公司(RTC)模式”和“共同收购机构(CCPC)模式”，三者的区别主要在于托管机构成立方式的不同。例如“好/坏银行模式”成立的托管机构主要由原来的好银行进行控股，“RTC 模式”主要由政府控股，“CCPC 模式”由所有银行共同控股。坏账直接剥离模式即直接将银行的所有坏账剥离并转移给国家，其中最典型的是智利在解决 1975—1985 年银行危机中的做法。

按照不良资产处置中资金流向的不同，可以分为流量法模式和存量法模式。流量法模式即中央银行对不良资产处置提供流动性支持，例如允许银行通过高利差，由其他借款人或贷款人承担不良资产处置损失，但这种做法只在金融市场压抑，且实行利率管制的国家可行。存量法模式指对银行不良资产存量进行处置，以提高银行资产质量，满足银行资本充足率要求，包括对不良资产剥离并进行处置、由政府或社会资本注资等。一般来说，存量法模式在实践中应用更为广泛。

按照不良资产处置中市场化程度的不同，可以分为依靠市场的处置模式和依靠政府的处置模式。依靠市场处置模式指不良资产处置主要按照市场规则进行，不良资产处置损失由银行自行承担，例如不良资产竞拍、资产证券化等。依靠政



府处置模式指政府在不良资产处置中占据主导地位，不良资产处置损失很大程度上由政府承担，例如中国在 2000 年处置银行政策性不良资产时，政府承担了主要损失。一般来说，依靠市场处置模式适应于市场化程度比较高，且银行商业化程度高的国家；依靠政府处置模式适应于市场化程度比较低，银行商业化程度低，且与政府关系密切的国家，或者在发生重大危机等特殊情况时期。

但在实际不良资产处置时，处置方式并没有进行如上所述的明确划分，往往是不同分类的混合。例如不良资产的银行自主处置模式有些是流量法模式，有些是存量法模式；而存量法模式中有些是依靠市场处置，有些是依靠政府处置。因此，在梳理国际上不良资产主要处置方式后，还需要具体研究较为常用的、有代表性的几种不良资产处置方式。

（二）国际上不良资产处置的主要模式

国际上认为不良资产处置比较成功，且有代表性的国家有美国、韩国和波兰，这三个国家分别采用了不同的处置模式。其中，美国为“RTC 模式”，韩国为“资产管理公司模式”，波兰为“国有企业与银行重组模式”。

美国“RTC 模式”

美国为了解决 1980 年代中后期出现的储贷机构信用危机问题，建立联邦存款保险公司（FDIC）救助面临倒闭的会员银行，之后在 1989 年成立重组信托公司（RTC），初期隶属于 FDIC，1991 年开始独立，在运营 6 年成功完成不良资产处置后，于 1995 年底自行关闭。凭借法律规定的强化、行动的果断和成熟的资本市场运作，美国不良资产很快得到控制。

具体运作过程如下：首先，美国国会于 1989 年向 RTC 注资 500 亿美元，使其接管所有储贷机构的不良资产，即将储贷机构的好资产与坏资产进行分离；其次，RTC 将所有接管的不良资产进行集中处理。为了将不良资产以最高回报进行处置，RTC 采取了包括公开拍卖、暗盘竞标、资产管理合同、证券化和合伙经营等在内的多种资产处理手段。在短短几年时间内，RTC 成功处置了 4026 亿美元资产，为美国 1990 年代的经济的发展奠定了基础。

韩国“资产管理公司模式”

韩国为了处理国有韩国发展银行（KDB）的不良贷款，于 1992 年成立资产管理公司（KAMCO），1996 年将不良贷款处理范围扩大到其他金融机构。亚洲金融危机爆发后，为了处理危机中产生的大量不良贷款，KAMCO 在 1997 年再次进行重组，重组后韩国政府、KDB 和其他金融机构各持股 38%、31% 和 31%，使 KAMCO 成为韩国不良资产处置的重要机构。KAMCO 对有担保的不良贷款按面值的 3/4 购买，无担保的不良贷款按面值的 1/4 购买，沉淀不良贷款按面值的 3% 购买。不良资产处置主要包括两种手段，第一种是进行两次大规模拍卖，并大力鼓励外资进入；第二种是资产证券化，其为韩国不良资产处置的重要手段。据统计，1/3 韩国不良资产是通过资产证券化进行处置的。

3. 波兰“国有企业与银行重组模式”

波兰是转轨国家不良资产处置的代表。受波兰经济体制转轨影响，企业债务问题日益严重，贷款多数转化为银行不良资产；而且由于转轨过程中，约束机制的软化和风险监管体系的缺乏，加剧了银行资产负债表的恶化。为了进一步有力推动波兰银行改革和企业改革，波兰各界对银行不良资产处理达成共识，决定对波兰银行实行“重组计划”。

“重组计划”的具体措施包括：首先，由政府向控股 50% 以上的银行提供财政注资，作为之后债务重组的基础；然后，采取包括调解协议、司法程序以及债转股在内的多种途径处置银行不良资产，实施“重组计划”；同时还组建了工业发展局，专门处理不良贷款。“重组计划”简化了债务人和债权人之间的矛盾，波兰政府在其中发挥了积极的主导作用。

通过比较上述三种不良资产处置模式，可以发现，三种模式既有一定共性，但又有各自特点，不同国家对不良资产处置模式的选择与国家之间经济金融发展水平的差异密切相关。

首先，三种模式均为存量处置模式，核心都是将不良资产进行剥离，并折价销售，同时成立了专门处理不良资产的机构。在处置过程中，政府和市场均发挥了作用，而且在不良资产处置初期，政府发挥作用较大。例如，美国成立重组信托公司，韩国成立资产管理公司，波兰对银行提供财政注资。

其次，美国、韩国和波兰由于市场化程度不同，市场在其中发挥作用不同。其中，美国市场化程度最高，韩国居中，波兰最低，因此市场在其中的作用也依



次减弱。但总体来说，三者不良资产处置的效果都非常显著，为之后国家的经济发展奠定了基础。因此并没有任何一种“放之天下而皆准”的模式，必须根据不同国家的不同情况选择适合的模式。

再次，韩国在不良资产处置中引入外资也是其成功的一个原因。韩国与日本在亚洲金融危机后都产生了大量不良资产，而且也都采用不良资产剥离后集中处理的方式进行处置，但不同的是，韩国由于引入了外资，在不良资产定价和处置中学习先进经验，最终取得了成功；相反，日本在外资引入中较为保守，但自身市场发展水平又无法保证其对不良资产合理定价，而且在不良资产剥离中有所隐瞒，导致其不良资产处置效果比韩国较差。因此，及时、果断且不隐瞒的态度是成功处置不良资产的关键。

最后，美国和韩国在不良资产处置中都进行了金融创新，大量利用证券化对不良资产进行处置。这也是资产证券化之后在这些地方发展比较快速的原因。

（三）不良资产处置中的资产证券化

作为 20 世纪最重要的金融创新之一，资产证券化在以美国 and 韩国为代表的基于市场原则的不良资产处置中发挥了重大作用，是最重要的不良资产处置手段之一。不良资产证券化，顾名思义，即资产所有者通过组合打包，将资产池中流动性较差的部分以证券化的方式使其在金融市场上流动，从而提高资产流动性。

不良资产证券化最早起源于美国 RTC 公司推出的“N”系列计划。这一计划对与房地产相关的不良贷款进行了总计 14 亿美元的证券化，加快了不良资产处置进度，同时也推动了美国住房抵押贷款证券化的发展。目前美国是资产证券化的最大发行国，发行额占全球一半以上。

不良资产证券化在欧洲的发展以意大利为代表。意大利受 1990 年代早期经济衰退和监管不严影响，银行系统积累了大量不良贷款，为解决不良贷款问题，意大利大力推动资产证券化，并通过证券法，于 1997 年发行了第一笔不良资产证券化，之后相继发行了 30 多笔不良资产证券化。

不良资产证券化在亚洲的发展主要在 1997 年亚洲金融危机之后。为了处理金融系统大量不良资产，日本、韩国开始修订或重新制定资产证券化相关法律，资产证券化由此在这两个国家得到快速发展。随后，2002 年印度制定《金融资产

证券化与重组法案》，同年中国台湾发布了《金融资产证券化法》，促使不良资产证券化在印度、中国台湾和马来西亚也出现较快发展。

具体来说，不良资产证券化的作用如下。第一，提高资产处置效率。一般来说，证券化过程需要参与者充分竞争，通过竞争在降低道德风险的同时，可以依赖市场力量实现资产回收价值最大化。第二，降低不良资产处置成本。通过证券化实现不良资产变现与其他不良资产处置方式相比，交易成本较低，同时变现速度较快。第三，促进资产流动性。资产证券化能够彻底改善商业银行不良资产状况，在提高银行经营业绩的同时，降低银行由于资产负债期限结构不匹配带来的各种风险。第四，不良资产证券化将不良债权转化为可流通的有价证券，将潜在风险分担给愿意承担的投资者，在降低银行风险、改善资产负债结构的同时，拓宽了银行融资渠道，丰富了市场投资品种。

资产证券化能够在不良资产处置中发挥作用与政府的支持密切相关。首先，对美国和韩国来说，不良资产处置初期的载体或由政府注资成立，如 RTC，或由政府参股成立，如 KAMCO。但无论哪种方式，政府对不良资产证券化都给予了积极支持。其中韩国政府允许 KAMCO 以政府信用发行债券，并利用发债资金购买银行不良资产，政府在提供信用担保的同时承担部分债券利息。其次，不良资产证券化的大力发展得益于政府对法律环境的保障。例如美国颁布的《金融机构改革、复兴和实施法案》及之后的相关法案，为不良资产证券化在美国的发展铺平了道路，而 RTC 的成立也完全基于此法案。韩国在成立 KAMCO 处理不良资产的同时，快速颁布了《资产证券化法案》，这个法案除了规定证券化的资产、特别载体及发起人外，还特别规范了不良资产证券化行为，为不良资产证券化在韩国的发展提供了有力依据，同时促进了韩国资产证券化的快速发展。第三，对新兴市场国家韩国来说，不良资产证券化的成功与政府鼓励外资进入有关。由于韩国国内机构投资者缺乏足够的资金和技术支持，为了成功处置不良资产，政府放松对外资进入的管制，鼓励其积极参与不良资产证券化，如韩国的大部分不良资产证券化都是针对欧美投资者发行，外资的参与使得韩国不良资产问题得到快速有效处理。总之，政府在不良资产证券化初期发挥了主导作用，之后随着立法和市场环境的改善，基于市场规则的不良资产证券化活动成为市场主体。

二、中国不良资产处置的道路选择

本部分通过对比当前商业银行不良贷款处置与 2000 年前后的不同，认为由于不良资产产生背景、银行经营环境以及政府债务负担的不同，当前不良资产处置难以重复历史老路。相对来说，不良资产证券化将更为可行和有效。

（一）不良资产处置难以重复历史

回顾中国金融发展历程，最主要的一次不良资产处置是在 2000 年前后。考虑到当时中国金融市场发展状况，以及不良贷款产生的原因，处置不良资产的主要做法是国家成立资产管理公司，由其对所剥离不良资产进行处置，处置方式主要为债转股。在此之前，中央政府于 1994 年对国有商业银行政策性业务与商业性业务进行了分离；并在 1998 年发行特别国债 2700 亿元，对国有商业银行进行注资。虽然这些措施并没有实质性减少银行快速增加的不良贷款，但却为之后成立资产管理公司，进行资产剥离奠定了基础。

1999 年信达、东方、长城和华融四家资产管理公司成立，分别接收和处置从工商银行、农业银行、中国银行和建设银行等银行剥离出的不良资产。不良资产剥离和处置可以分为三个阶段：银行政策性剥离，资产管理公司政策性接收，按照“两率”承包经营阶段；银行政策性剥离，资产管理公司商业化接收，自负盈亏阶段；银行商业化剥离，资产管理公司商业化购买，自负盈亏阶段。

其中在第一、二阶段，银行主要进行政策性剥离，针对的是商业银行承担政策性功能所产生的呆坏账。但不同的是，在第一阶段（1999—2000 年），银行按账面值剥离不良资产，资产管理公司按账面值接收，并根据资产回收率和现金回收率等考核指标进行承包经营，最终损失由国家承担。在这一阶段，四家资产管理公司累计从四大国有银行接收 14322 亿政策性不良资产。在第二阶段（2004—2005 年），银行按账面值或账面值的一半剥离不良资产，资产管理公司按市场规则接收，最终损失（或盈利）由资产管理公司承担。在这一阶段，四大国有银行共计剥离 7791 亿元政策性可疑类不良资产。

第三阶段（2005 年之后）的不良资产剥离是考虑国有银行改制、重组和上市需要的主动行为。这一阶段的不良资产剥离主要是商业化剥离，针对的是商业银行自身经营过程中所产生的呆坏账。资产管理公司对银行所剥离的商业性不良资

产按市场规则购买，最终损失由银行自行承担。在这一阶段，四家资产管理公司进行的不良贷款交易累计约 1008 亿元。截至 2009 年，四家资产管理公司累计接收、收购和受托管理的不良资产达 34038 亿元。

此外，为了配合国有银行改制、重组和上市的需要，2004 年中国政府向五家国有银行共计注资 450 亿美元。

由于各种原因，我们无法准确获得政府本次不良资产处置成本的相关数据。但通过初步估算可以得知，在不计算资产管理公司运营成本的前提下，20 世纪末期不良资产处置直接成本约为 34615 亿元。与标普 2003 年对中国不良资产处置 5000 亿美元的成本估算基本相符。

虽然中国在早期不良资产处置中付出了巨额成本，但总体仍然是利大于弊。首先，因为政府审时度势，及时彻底地处置了大量不良资产，中国银行业不良贷款率从 2001 年开始稳步下降，资产质量大为改善，并在成功股改上市后，盈利能力增强，股权增值，为国家贡献了大量税收，促进了国有企业的进一步改革；其次，在不良资产成功剥离后，银行长期保持经营稳定性，即使在 2008 年全球金融危机中，依然保持了强劲的扩张能力和盈利能力，保障了国民经济的平稳增长。事实证明，组建资产管理公司，实施政策性不良资产剥离，并对其进行债转股处置，是符合中国国情和当时实际的正确做法。

在 2000 年初不良资产处置完成后十年，中国银行业再次面临不良贷款上升问题。而正确及时处理不良贷款问题，无论对中国经济的再次快速发展，还是银行业的长期可持续发展都至关重要。目前，中国信贷增速远高于经济增速，但经济增速不升反降，同时信贷成本持续高企。张军认为，这主要是因为 2008 年政府 4 万亿财政刺激计划导致信贷过快增长，信贷质量下降，虽然在中国高储蓄率支撑下，信贷链条依然能够运转，但信贷效率低下，大量资金被用来偿还债务，占用了可以真正用来投资的部分，同时也推高了信贷成本。如果这种隐性不良贷款问题无法得到彻底解决，那么长久下去，即使银行愿意为债务人提供新增贷款，不断增长的债务和利息负担也会越来越压抑企业的投资意愿和创新能力，阻碍中国经济健康可持续发展；而过高的债务本身也不利于银行长期稳定。因此，处理包括隐性不良贷款在内的不良资产对当前中国来说重要且迫切。

那么如何处理当前银行不良资产问题便是摆在中国决策者面前的一道难题，是否可以沿用之前的不良资产处置模式？在得到任何结论前，我们首先对前后两次银行不良资产做一比较。通过比较可以发现，两者在很多方面都大不相同。

首先，债务产生背景不同。之前不良贷款产生于计划经济盛行时期，银行在很大程度上作为政府财政的补充，为企业发展提供了资金，但也产生了大量政策性不良贷款；同时，由于银行本身产权结构不明晰，内控制度形同虚设，诱发银行逆向选择，导致不良贷款产生。相比之下，当前银行市场化运作，银行对企业的贷款与财政基本无关，因此，不存在政策性不良贷款问题，而更多是经济周期和结构性调整的结果。

其次，银行经营环境发生巨大变化。目前，包括交通银行在内的五家主要商业银行已经实现成功上市，完全按照市场规则运营。虽然国家在其中占有大量股份，但银行与政府的关系与之前相比完全不同。而且当前国内一直讨论国有企业的进一步改革问题，因此，在这种大背景下，不可能按照之前的模式处理当前银行不良贷款。

最后，也是最重要的一点，政府债务负担相比之前较高。按照估算，不良资产直接处置成本为 34615 亿元，占到了 2000 年全国财政收入的 25.8%，直接导致各级政府总债务占 GDP 比重从 1997 年开始大幅上升（参见图 1），但考虑到 1990 年至 2007 年中国经济保持了年均 10.2% 的高速增长，且各级政府总债务占 GDP 比重处于相对较低水平，因此高额不良资产处置成本仍可接受。2008 年金融危机后，GDP 增速出现明显下降，与此同时，各级政府总债务占 GDP 比重快速上升，2010 年各级政府总债务占 GDP 比重接近 1997 年的三倍，虽然之后有所下降，但仍然处于较高水平，加之其他一些隐性债务，当前政府债务负担非常沉重。因此，从政府层面来看，不可能采取之前的不良资产处置手段。

（二）不良资产证券化是正确选择

基于对当前形势的分析，我们认为中国未来不良资产处置必定是对存量资产依靠市场规则进行处置，例如，债转股模式和不良资产证券化模式。

对银行来说，以市场为导向的债转股虽然可以作为不良资产处置的一个可选途径，但并没有绝对优势。第一，资本消耗明显。《商业银行资本管理办法》规

定，商业银行被动持有的对工商企业股权投资在法律规定处分期限内（两年）的风险权重为 400%，之后将升至 1250%，对商业银行资本消耗巨大。第二，对商业银行价值提升有限。对中国银行业来说，其核心竞争力在于风险管理，而非产业整合，因此，在现有制度框架下，债转股很难使银行从一般债权人转化为战略投资者。第三，股权退出机制存在挑战。债转股是否可以拯救债务人，对此没有确切答案，而两年后，银行所持股权如何转让，也是未知数。第四，债转股实际操作中有可能产生逆向选择和道德风险。目前，对债转股对象的选择没有明确标准，有可能导致在某些极端情况下出现腐败，或仅选择国有企业。因此，债转股与其他不良资产处置方式相比，并没有绝对优势。

而相对来说，不良资产证券化模式与其他不良资产处置方式相比，优势较为显著。第一，不良资产证券化能高效处置银行不良资产。不良资产作为存量资产的一部分，在消耗银行资本的同时，也不利于银行资产结构的调整。不良资产证券化一次性将不良资产大规模出表，能直观降低银行的不良贷款率，改善银行的资本充足率和拨备覆盖率，腾挪被不良资产占用的准备金和授信空间，显著优化财务数据，降低经营成本。

第二，不良资产证券化处置手段丰富。与资产管理公司处置不良资产相比，银行作为贷款的发放机构，对贷款人及不良资产本身更为了解，因此在制定清收方案时能更好地贴合实际情况。而且由于银行集中掌握着金融资源，具有较强的社会活动能力，能够协调到有利于自身的资源，从而提高资产处置的效率和回收水平。

第三，不良资产证券化能够满足众多投资需求。资产证券化作为标准化的投资工具，拉近了银行信贷市场与资本市场之间的关系，在保障银行信贷流动性的同时，增加投资工具，扩大投资渠道。此外，不良资产证券化的分级功能及高流动性，可以满足多数投资者的不同需求。

第四，不良资产证券化处置成本低，潜在收益高。与其他不良资产处置方式相比，不良资产证券化处置成本固定，当处置金额较大时，处置成本会显著降低。而其超额服务费的设计机制，保留了发起机构对超出预期回收金额之外的剩余价值进行分配的权利，从而增加了发起机构的发行动力和尽职意愿。



第五，不良资产证券化的公开发行业务数据为不良资产处置提供了数据，积累了经验。按照现行规则要求，不良资产证券化不仅需要在发行时进行信息披露，而且在证券存续期内，应持续披露不良贷款的处置状况。这种全面信息披露机制为未来不良资产处置中信用评级和价值评估的准确进行提供了可能。因此，利用资产证券化模式处置不良资产是当下较好选择。

（三）中国推进不良资产证券化的可行性

早在 2000 年前后，已有学者提出利用资产证券化处置商业银行不良资产。如周小川通过分析资产证券化在不良资产处置中的国际经验，提出中国可学习这些经验处置银行不良资产；[13]谢平对如何进行商业银行不良资产证券化进行了具体分析；李小鹏分析了资产证券化在资产管理公司不良资产处置中的作用及具体模式选择。但由于当时中国资本市场发展的不成熟以及银行不良资产的特殊产生根源，不良资产证券化没有实现。

这些分析在当时来看，具有一定合理性和前瞻性，即使在十多年后的今天来看，仍然十分适宜。目前，考虑中国资本市场发展更为成熟、银行实现商业化运营、投资者得到培育以及政府对资产证券化的支持，提出利用资产证券化处置不良资产具有较强可行性。

中国资本市场发展逐渐成熟。经过改革开放后近 20 年的发展，中国多层次资本市场已经初具规模，包括主板市场、中小板和创业板市场、新三板市场和地方股权交易市场，资本市场总市值超过 50 万亿元，与 GDP 规模相当，在全球资本市场中的地位不断提高，甚至产生了一定外溢性。中国资本市场发展日益成熟，为不良资产证券化创造了基本条件。

银行实现商业化运营。伴随资本市场的发展，四大商业银行在经过十多年的改革后，于 2006 年、2007 年成功实现整体上市，完成商业化转制。至此，商业银行的运营完全基于市场规则，不再承担政府提款机职能，而相应地，商业银行的不良贷款完全与经济发展和自身运营相关。因此，本次不良资产处置只能基于市场规则，利用资产证券化实现。

投资者得到培育。伴随着中国资本市场的发展，成长了一批个人和机构投资者，这些投资者经过资本市场多年的历练，已经具有了一定的风险防范意识，以

及成熟的投资理念，因此对不良资产证券化也更为容易接受。未来不良资产证券化的发行将使得投资品种更为丰富，在低利率时期提供高收益产品，而且由于不良资产证券化能够实现分层，从而为不同投资者提供相应的投资选择。

政府对资产证券化发展的支持。2012 年资产证券化在沉寂了五年时间后重新启动，得到了政府的大力支持，例如将资产证券化的发行由审批制改为备案制，不断扩大资产证券化试点规模，使得资产证券化在 2014 年出现爆炸式增长，3310 亿元的发行规模远超 2005 年至 2013 年总和。因此，政府的政策支持是不良资产证券化推行的重要保障。

国际上成熟的不良资产证券化经验。放眼全球，包括美国、意大利、韩国等在内，历史上成功的不良资产处置均离不开资产证券化的身影。而无论是美国的“RTC 模式”，还是韩国的“资产管理公司模式”，资产证券化都是不良资产处置的重要工具。未来，这些成熟的经验必将为我所用，以帮助中国更好地处置即将到来的大量不良资产。

三、中国不良资产证券化的现状及前景

为了遏制商业银行持续不良双升，2016 年初，央行联合各部委重启不良资产证券化，并在 2016 年成功发行 14 单。与此同时，不良资产证券化的发行效果显著，仅半年时间，商业银行不良贷款比例下降了 0.2 个百分点。2017 年不良资产证券化试点范围进一步扩大，但距离全面推进仍然有一段距离，需要解决各种潜在风险和问题。

（一）不良资产证券化的潜在风险及面临问题

通常来说，作为不良资产处置的重要工具，不良资产证券化的目的是为了分散风险，以避免危机的爆发。但实际上，不良资产证券化是将单个银行的风险转化和分散为整个金融市场风险，相应债务工具转变为衍生产品工具，与实体经济的关联性下降。如果在不良资产证券化发行过程中出现监管缺位或过度证券化，反而可能导致资产价格的泡沫和失真，继而引发更大系统性风险的爆发，例如美国 2008 年次贷危机。



此外，除不良资产证券化自身可能带来的潜在风险外，中国不良资产证券化处于初期试点阶段，仍然在各种问题上面临一系列挑战，这些问题如果处理不好，也会导致风险的产生。

第一，机制不完善影响不良资产证券化估值的准确性。准确估值是不良资产证券化成功的前提和关键，但目前，由于相关机制的不完善很难做到对其准确估值。其一，信息披露机制不完善。信息透明是准确定价的基础，在现有信息披露机制下，风险无法被充分揭示，多数投资者因恐惧风险谨慎参与，导致市场参与者较少，定价不准确。其二，缺乏统一交易市场。目前，资产证券化市场被人为割裂，而且交易规模较小，二级市场发展的不完善必定会影响一级市场的准确定价。其三，无外部独立估值机构。不良资产证券化的定价完全基于不良资产可回收现金流的多少，但实际上，不良资产可回收现金流受多重因素影响，需要专业机构估值。其四，利率市场化改革不彻底。收益率数据是对不良资产证券化进行估值的基础，但由于中国利率市场化改革尚未彻底完成，国债发行规模较小，因此尚未建立完整的收益率曲线。

第二，不良资产证券化产品流动性较低。目前，中国不良资产证券化产品重启发行，但规模有限，流动性较低，无法为一级市场的发行提供定价帮助。造成这种局面的原因在于：其一，不良资产证券化产品的持有者单一，多为大金融机构，且产品规模较小，品种较少，因此，投资者多互持产品，且持有到期。其二，不良资产证券化产品主要在银行间市场发行，参与主体受金融市场分业经营分业监管制度限制，只能有有限的投资者购买。其三，不良资产证券化产品投资需要较高专业知识和操作经验，但目前多数金融机构人才积累不足，尤其是中小银行，限制了其深入参与。

第三，投资者群体及市场成熟度有待进一步提高。不良资产证券化产品一般被分为优先级和次级，通常优先级债券由于收益有保障，受到包括银行、基金和券商等金融机构的欢迎，而相对来说，次级债券由于存在高风险，要求投资者能够理性评估风险和收益，对其风险承受能力和投资能力均有较高要求。但目前由于缺乏成熟的投资群体，多数次级债券主要以打包方式转让给各家资产管理公司，限制了不良资产证券化的规模扩张。此外，未来最值得关注的是投资者对风险的

认识程度，如果投资者对不良资产证券化的潜在风险没有充分认识，很可能在风险爆发时向不良资产证券化发行银行进行索赔，导致风险不能真正出表，以及可能存在的刚性兑付问题，反而加剧风险。

第四，法律机制的不完善影响不良资产证券化的大力推进。不良资产证券化过程涉及众多交易主体，交易结构复杂，需要完善的法律法规体系来保证其运作，否则很容易将局部风险演化为系统性风险。其一，特别目标载体（SPV）设立存在法律障碍。目前公司型 SPV 的设立很难满足中国法律对股份公司在注册资本等方面的要求，与不良资产证券化成本低、效益高的特点完全违背，需要从法律制度建设方面彻底改变。其二，信托受益权的法律地位需要进一步明确。不良资产证券化依赖信托制度而存在，但中国目前的法律对信托收益权证是否属于有价证券并没有明确立法，其资金募集方式类似于私募，在购买和营销中都受到限制。其三，不良资产证券化抵押权登记变更问题也导致不良资产证券化存在一定法律风险和瑕疵。

（二）中国推进不良资产证券化的策略及主体选择

未来，不良资产证券化将成为中国不良资产处置的重要工具，但考虑到所面临的各种问题，在不良资产证券化产品设计中应采取相应策略，为不良资产证券化的全面推进奠定基础。

第一，不良资产证券化发展需要以保障金融体系的安全为前提，应将风险隔离（或风险分散）作为基本原则。即保证处置后的银行不良资产与银行正常资产之间风险隔离，贷款人被证券化的资产与其他资产之间的风险隔离，以及不良资产发起人和持有人之间的风险隔离。目前中国普遍采用的通过资管计划或信托计划进行隔离的做法缺乏法律支持，可能将风险留在发起人银行中，但却没有相应资本支持。因此，为了保证风险被真实有效隔离，需要成立独立的 SPV。

第二，为了真正实现发行主体和持有主体的风险隔离，应推动投资者结构多元化。目前，中国现有证券化产品主要为信贷资产证券化，其基础资产均为优质资产，风险较低，加之其主要在银行间市场交易，发行者和投资者均为银行，因此超过一半的证券化产品仍然保留在银行内部，被不同银行交叉持有。未来，如果不良资产证券化产品仍然以这种模式销售，将失去风险隔离（或风险分散）的初衷。因此，随着资产证券化市场的深入发展，以及不良资产证券化的开展，应



允许包括券商、基金、保险等在内的更多投资者进入，实现持有主体多元化，甚至可模仿韩国做法，引入外国投资者持有不良资产。

第三，对不良资产证券化而言，风险分散的关键是合理定价。只有合理的价格才能使得风险在买卖双方间达到平衡，否则或因投资者缺乏购买兴趣，或因银行没有进行资产证券化的动力，最终都无法实现不良资产证券化风险分散的目的。目前，不良资产证券化定价的基本思路是在相同评级、相同期限的银行间中短期票据的利率基础上增加包括流动性补偿和风险补偿在内的利差补偿，体现了高风险高收益原则。定价方式分为银行聘请独立评级机构开展调查、SPV 聘请第三方独立机构开展调查、潜在购买者投标竞价三种，三种定价方式虽各有利弊，但都依赖金融中介服务机构。因此，对不良资产证券化进行合理定价，除了需要培育国内金融中介机构外，还可考虑引入国外相应金融中介结构。

第四，避免不良资产证券化风险传染的最重要举措是信息披露透明。受美国次贷危机影响，国内投资者对不良资产证券化投资较为谨慎，而实际上，次级贷款证券化与不良资产证券化存在较大差异，例如，定价方式和交易结构的不同。但两者最根本的差异在于信息披露程度的不同，其中，次级贷款证券化隐瞒了基础资产的真实情况，没有进行充分的信息披露，使得定价按照一般资产证券化的定价方式进行，明显存在价格高估和风险低估；相反，不良资产证券化明确告诉投资者基础资产为不良资产，定价方式也不同于一般资产证券化，风险与收益相匹配。因此，信息的足够透明，将有助于投资者更好地理解所投标的，消除对不良资产的误解和风险恐惧，避免更大的风险积聚。

最后，关于发行主体，商业银行和资产管理公司均可成为不良资产证券化的发起人。在 2005 年至 2008 年中国首次资产证券化试点期间，发行了四单不良资产证券化产品，其中三单的发起人为资产管理公司，一单的发起人为商业银行。商业银行作为不良贷款的实际持有人，有优先选择是否作为不良资产证券化发起人的权利，但在已发行四单中仅选择了一单作为发起人，说明商业银行和资产管理公司作为发起人各有利弊。

目前来看，商业银行虽然可将不良资产打包处置给资产管理公司，但同时也必须向资产管理公司让渡一部分利益。另一方面，商业银行自己对不良资产进行

证券化,需要具有相关能力和技术的人力投入,而这可能不是所有银行都具备的,尤其对中小银行来说,当不良资产规模没有足够大时,由自己作为发起人的成本会比较高。因此,对大银行来说,可以选择自己作为不良资产证券化的发起人,也可以将不良资产打包处置给资产管理公司;但对中小银行而言,将不良资产打包处置给资产管理公司或者其他大银行将是最优选择。

四、结论与政策建议

本文首先梳理了不良资产处置的国际经验,包括不良资产处置方式分类、不良资产处置模式以及不良资产处置与资产证券化的关系;其次,与 2000 年银行不良资产处置进行比较后,提出本次不良资产处置不可重复历史,应选择不良资产证券化方式;最后,对中国推进不良资产证券化的现状及前景进行分析,认为当前推进不良资产证券化仍面临诸多问题和风险,但可通过合理的策略选择进行应对。

通过上述分析,本文得到以下结论:第一,资产证券化是依靠市场力量处置不良资产的主要工具;第二,经济下行期中国银行业不良资产快速增加,及时处置不良资产对金融稳定 and 经济发展至关重要;第三,当前中国不良资产处置不可重复历史老路,应推行资产证券化方式;第四,中国当前推进不良资产证券化应基于风险分散原则,发行主体可以是商业银行和资产管理公司,持有主体应该多元化。

目前,资产证券化在中国尚处于起步阶段,市场发展潜力巨大,但由于法律、监管等方面的缺陷,发展受到一定制约。不良资产证券化作为一种特殊的资产证券化模式,与一般资产证券化除了基础资产性质和定价方式不同外,其他方面没有区别。因此,制约一般资产证券化的问题对不良资产证券化同样存在,而不良资产证券化的特殊性决定了其在实践过程中将更为复杂。2016 年 5 月 27 日,招商银行和中国银行同时发布不良资产证券化产品的最终发行文件,标志着不良资产证券化在时隔八年后正式重启。未来,为了进一步推进资产证券化在中国银行不良资产处置中发挥重要作用,我们提出以下政策建议。

第一,合理定价是资产证券化市场发展的前提。常言道“没有卖不出去的产品,只有定价不合理的产品”,这句话对资产证券化产品同样适用,只要具有合



理的价格，便可以找到相匹配的投资者，因此合理的定价是资产证券化流通的关键。资产证券化产品合理定价需要拥有充分的披露信息、基准收益率曲线、历史违约数据以及适合本土的定价技术，但这些因素在当前中国均较为欠缺，未来应有针对性地采取相应措施，如加快利率市场化及配套改革，以完善收益率曲线；打破刚性兑付，允许违约出现；建立专业的外部独立估值机构，甚至可吸引外国金融中介机构进入；最后，加强信息披露可借鉴国际债券市场电子化交易平台的经验，为所有投资者提供更多的包括数据信息、交易分析与管理等在内的服务，同时对虚假信息的提供者实行无限期追责的严厉惩罚。

第二，提高产品流动性是资产证券化市场发展的根本。资产证券化产品根据发行主体的不同，分为信贷资产证券化、企业资产证券化和资产支持票据，三种产品被人为分割在银行间市场、深交所和上交所三个市场交易。市场之间无法流动，加之资产证券化产品本身存量较小，导致资产证券化流动性较低。对此，短期可借鉴企业债做法，允许资产证券化产品进行跨市场发行，长期可统一资产证券化交易平台。此外，可从一级市场扩容和多样化投资者结构着手。当前虽然资产证券化市场发展迅速，但与其他产品相比，市场规模仍然较小，对此可从便利化发行程序以及降低发行成本等方面着手，鼓励企业通过发行资产证券化产品融资，尤其对于不良资产问题严重的金融机构，资产证券化更是较好选择。最后，针对投资者多为大金融机构的现状，需要考虑如何降低资产证券化市场进入门槛，引导包括外国投资者在内的更多投资者进入，并通过回购、做市商以及第三方流动性支持等制度安排提高二级市场流动性。

第三，有效监管是资产证券化市场健康发展的保障。不良资产证券化的基本原则是风险分散，但实际上，从美国次贷危机的爆发可以看出，资产证券化市场如果没有强有力的监管护航，甚至可能集聚风险。资产证券化产品将资本市场和货币市场相结合，业务链条较长，涉及到多个监管部门。但目前国内无相匹配的监管模式，多头监管容易造成监管过度或者监管缺失，因此未来短期内需要在一行三会间建立针对资产证券化的有效监管协调机制，长期可选择建立统一监管模式。此外，在资产证券化的监管中，应时刻防范风险，包括加强信息披露，尤其是与基础资产有关的信息，这一点对不良资产证券化更为重要；对投资者进行风

险识别教育，强化行业自律行为；加强对具有系统重要性的金融机构监管，以及避免外部评级机构评级中的利益冲突。

第四，政府出台相关政策是资产证券化发展的关键。美、韩不良资产能够成功处置，与政府适时颁布了资产证券化相关法案密切相关，这些法案除了对资产证券化进行规范外，对不良资产证券化行为更有专门提及，为不良资产证券化的发展提供了依据。而在中国，除了缺乏专门的法律规范外，甚至现行立法中存在一些阻碍证券化发展的规定，例如，房地产质押权的集体转让及证券化产品重复征税等问题。因此，未来除了需要对阻碍证券化发展的规定进行改革外，应对资产证券化行为进行专项立法，包括明确信托受益权的法律地位，规范不良资产证券化行为等。

银行债转股的痛点

王剑¹

一、本轮债转股的关键在银行

在上一轮“债转股”中，企业与银行都有各自的诉求。企业方面，受亚洲金融危机冲击和内需疲软影响，GDP增速快速跌破8%，集中反映为国有企业经营困难。1999年上半年，超过50%的国有企业处于亏损状态，尤其是煤炭、建材、有色等行业亏损严重，很多国企处于破产边缘，已无力偿还银行欠款；银行方面，在90年代的经济过热潮中，企业部门因银行放松银根和自身管理散漫而大肆加杠杆，最终在90年代末成了坏账。1998年底四大国有商业银行不良贷款率达到32.34%，被广泛认为已“技术性破产”。过重的不良资产包袱也成了国有银行股份制改革的拦路石。

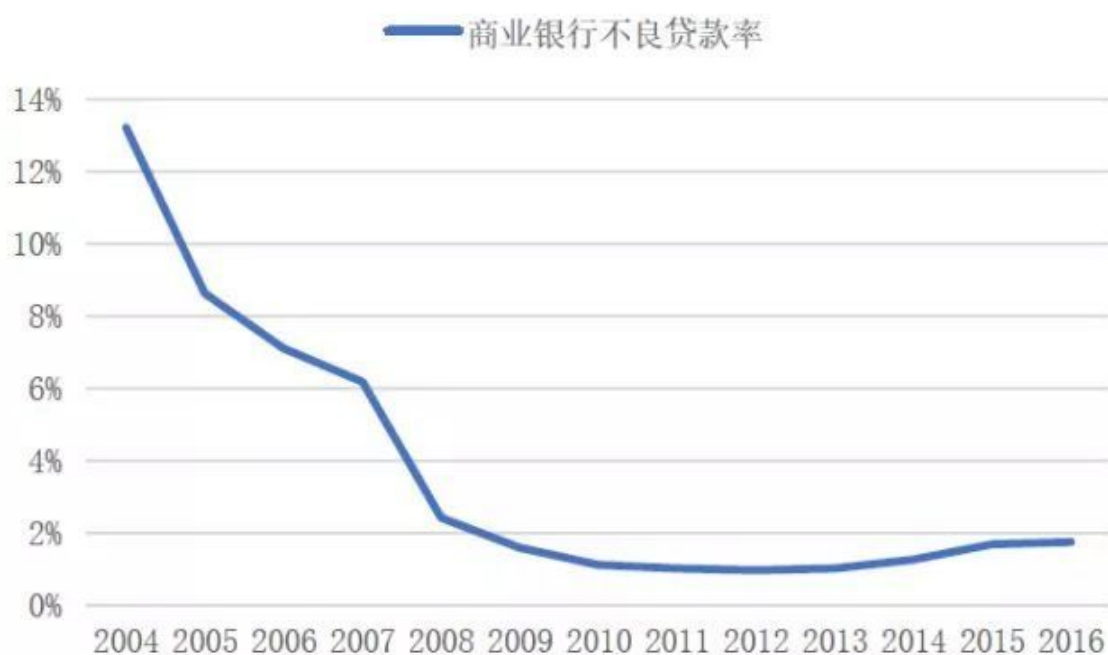
因此，企业有动力摆脱债务负担，银行也有动力剥离不良资产。在前有政府“拉郎配”，后有财政资金兜底买单的情况下，推进“债转股”可谓一拍即合。在上一轮“债转股”完成后，国有银行股份制改革顺利推行，四大国有行如约上市，国有企业也实现了“三年脱困”的目标。

但是，“债转股”核心在于通过改善公司治理结构来提升业绩，从而原债权人可获得股权增值的回报。而由于政策不完善，取得了转股股权的资产管理公司难以深度参与企业经营，部分企业经营业绩并无本质改善，资管公司也难以获利退出。比如，当年负责接收工商银行不良资产的华融资产管理公司，在1999年签订的债转股协议涉及281家企业，但直到今年6月，仍持有190家企业的债转股股权。

因此，本轮“债转股”强调了市场化、法制化，政府不再搞“拉郎配”，全凭双方自愿进行。但这一次情况却大不相同。企业方面的情况比较类似，经济增速下行，实体经济盈利承压，杠杆高企的情况仍然普遍。企业部门杠杆率自1999年的100%上升到2015年的131%；银行方面情况则大有不同，今年三季度不良率仅

¹ 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员

1.74%，而加入了关注类贷款后的“真实不良率”也仅为5.30%，且呈现缓慢下降的趋势。



也就是说，经营不善的企业一心想通过债转股降低债务负担，但银行并没有迅速处置不良贷款的压力，加之本次话语权交回给市场，最终“债转股”能否成功，关键还是在于银行方面的意愿和能力。



二、资本充足要求限制银行积极性

但目前监管部门对于资本充足率的要求，极大限制了银行进行“债转股”的积极性。根据《商业银行资本管理办法（试行）》规定，商业银行被动持有的对工商企业股权投资在法律规定处分期限内的风险权重为400%，目前规定的债转股处分期限为两年，两年后，还未处置的资产权重将上升至1250%。目前，由于银行不能直接将债权转为股权，因此银行通过新设金融资产管理公司代持债转股股份，但根据规定，实施机构（即资管子公司）需纳入并表范围，并表计算资本充足率时仍需遵循上述标准。

我们通过一个简单的测算，来看看债转股对银行资本的占用程度。

首先，是明确本轮债转股的主要对象。与上轮债转股剥离坏账的考量不同，本轮债转股对象是“发展前景良好但遇到暂时困难”的优质企业。实际操作中，所对应的贷款一般为关注类乃至正常类贷款，这就引申出两个假设：其一，债转股后转回的贷款损失准备会影响到资本净额和风险资产的计算，但正常、关注类贷款计提的比例很小，因此计算时忽略这一影响；其二，债转股的价格比例并不确定，如是不良贷款，往往要折价转股。但考虑到本轮转股债权仍有较高质量，我们假设债转股价格按1:1进行。

其次，是估计债转股规模。根据发改委网站新闻，截至2017年9月22日，各类实施机构已与77家企业签署市场化债转股框架协议，总金额超过1.3万亿元。考虑到本轮债转股由五大行主导，但也存在资管公司、股份行等其他参与机构，同时也存在多种转股方案和资金来源。因此，我们假定五大行自身承接的转股规模约在1万亿元。另外，这1万亿中绝大部分只是签约规模，还未落地实施，因此暂时没有多占用银行资本。

最后，我们计算债转股前后的资本充足率，并与监管要求进行比较。银行相关数据均取自9月份或2017年三季报，并静态假设转股2年内资本净额和风险资产规模均不变。

表 1：债转股后五大行资本充足率测算结果

债转股		最新情况（2017 年 9 月）	监管要求（2018 年底）
转股后	转股 2 年后		
13.07%	11.53%	13.72%	11.50%

数据来源：wind、发改委官网、银监会官网

可见，在现有监管要求下，1万亿规模的债转股将使得五大行的资本充足率大幅下降65bp至13.07%，在静态假设下，2年后资本充足率将降至11.53%，几乎触及监管红线。需要注意的是，债转股潜在的第二梯队是股份制商业银行，而他们的资本充足率比五大行少约1.5%，将承受更大的监管压力。除监管因素外，占用资本带来的机会成本也不可小觑。资本充足率预计下降65bp，这部分资本原本可投放的贷款规模约为3万亿，参考今年9月的金融机构人民币贷款加权平均利率为5.86%，则1万亿债转股每年多占用资本的机会成本为1758亿元。如果超出2年的处置期，机会成本还会成倍上升。目前，银行通过利润内生补充资本能力有限，而通过发行债券、定向增发等补充资本，也需要付出真金白银，这是银行需为债转股承担的成本。

当然，债转股后，由于之前对应贷款拨备转回的影响，银行账面利润会有所增加（来年少提拨备），拨备覆盖率、拨贷比等指标有所改善。但一方面，前面已经提到了这部分拨备规模很有限；另一方面，这也仅是账面变动，并非债转股新创造出来的真实利润。

除此之外，银行设立资管公司是今年以来的新潮流，但新老政策口径不一的问题由此出现。根据2018年1月1日起实施的《金融资产管理公司资本管理办法(试行)》（下简称AMC管理办法），对金融资产管理公司的资本要求中，针对债转股形成的股权投资根据具体情况差异对应50%、100%、150%三种权重（详见下表），而商业银行则是400%。因此，商业银行下设的资管子公司独立考核资本充足率时，按不同权重计算，但集团并表后却还得变成400%。

表 2：商业银行与金融资产管理公司在债转股风险权重上的差异

金融资产管理公司		商业银行	
项目	权重	项目	权重
因政策性原因形成的对工商企业的股权投资	100%	债转股形成的对工商企业的股权投资（两年内）	400%
与债转股相关的风险权重要求		债转股形成的对工商企业的股权投资（两年以上）	1250%
市场化债转股	150%		
因实质性重组项目形成的表内资产	50%		

资料来源：《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》、《商业银行资本管理办法（试行）》

可见，目前的监管规定从监管指标和成本两个角度，压制了银行债转股积极性，同时也存在口径不一的问题。在深入推进债转股的背景下，我们判断现行政策存在一定调整空间。

三、政策可能的变化方向

在目前市场化债转股的形势下，现行政策存在以下三种可能的变动方向。

第一，是处置期适当延长。由于两年处置期过后，风险权重将由400%大幅上升至1250%，将消耗大量资本。而对于债转股集中的周期性行业而言，仅仅两年时间很难做到经营业绩的显著改善，银行想取得超过债权的收益非常困难。而不改变起始400%的权重，也是充分考虑了股权风险。事实上，有媒体报道称，已有银行向相关部门提出建议，延长处置期至5年。而最新出台的《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》中也说明，针对短期或阶段性持有的债转股企业，如已制定并上报退出计划且在退出期限内，可以不纳入集团资本监管范围，这其实是针对金融资管公司宽松了处置期。从实际操作层面看，这一改变也相对简单。根据《商业银行法》规定，“借款人到期不归还担保贷款的，商业银行依法享有要求保证人归还贷款本金和利息或者就该担保物优先受偿的权利。商业银行因行使抵押权、质权而取得的不动产或者股权，应当自取得之日起二年内予以处分。”但其实，本轮债转股中，既不是借款人到期拖欠款项，银行方面也未行使质权，严格说来并不适用上述条款。有关部门可补充说明其确实不适用，并出台新文件加以规定。

第二，是直接降低因债转股获得股权的风险权重。据我们的测算，400%的权

重已给银行资本带来不小压力，并且与资管公司的计算口径不一致。同时，银行以成立资管公司的方式推进债转股，本身也是风险隔离的一种举措，风险权重比照资管公司100%的要求似更合理。

但下调权重也存在一些问题。如调至100%，则与一般企业贷款的风险权重相同。但债权的偿还优先级高于股权，对银行而言，前者风险自然更小。如调至100%到400%之间，涉及到商业银行和金融资产管理公司两类主体的相关规定修改，操作上困难更大。

第三，是针对不同类型的债转股主体，实行差别风险权重计量。差别计量已有先例，如针对符合相应标准的小微企业，风险权重可由100%降为75%，《金融资产管理公司资本管理办法(试行)》中也根据不同原因形成的债转股股权区分了不同权重。而在《关于市场化银行债权转股权的指导意见》中明确指出，鼓励向战略性领域的成长型企业、过剩行业的关键性企业和国家安全相关企业开展债转股。因此，虽然本轮债转股以“市场化”为核心，但如能比照“定向降准”一般给予特定企业适当的风险权重折扣，有望使债转股方向与国家产业政策契合。

整体来看，第一种方向看起来最合理，也最有可能落地，但仍未解决债转股时的资本占用问题。我们认为，适当延长处置期乃至取消处置期，并针对特定企业的股权降低风险权重，是下一步政策变动的可行选项。



IMI 锐评：央行降准“新时代”独家解读：降低社会融资成本，促进金融生态健康

4 月 17 日傍晚，中国人民银行（央行）宣布，从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。

年初以来央行在货币政策层面的微妙变化终于落地，这对金融行业犹如两指弹出的万般音，余音重重。2018 年第一季度 GDP 继续下行背景下，央行降准用意何在？与 2014 年降准相比，当下降准有什么鲜明之处？金融市场、金融机构又会受到什么影响，可采取哪些措施加以应对？IMI 研究团队成员对该热点问题进行了解读：

央行结构性降准对降低社会融资成本非常必要

IMI 学术委员、中国银行原副行长王永利认为：此次降准主要是与收回央行借贷便利配套进行的，可以说是央行资金供给侧的结构性举措，是“结构性降准”。

此次降准的几类银行目前存款准备金率的基准档次为相对较高的 17% 或 15%，借用 MLF 的机构也都在这几类银行之中。降准释放的资金略多于需要偿还的 MLF。以 2018 年一季度末数据估算，降准可能释放的资金约 13000 亿元，操作当日偿还 MLF 约 9000 亿元，同时释放增量资金约 4000 亿元，大部分增量资金释放给城商行和非县域农商行。人民银行将要求相关金融机构把新增资金主要用于小微企业贷款投放，并适当降低小微企业融资成本，改善对小微企业的金融服务，上述要求将纳入宏观审慎评估（MPA）考核。余下的小部分资金则与 4 月中下旬的税期形成对冲。因此，此次结构性降准，在优化流动性结构的同时，银行体系流动性的总量基本没有变化，稳健中性的货币政策取向保持不变，但可以适当增加商业银行长期资金供应，减少法定存款准备金利率低于 MLF 年化

利率给商业银行增加的成本压力，进而有利于降低社会融资成本。毫无疑问，央行实施结构性降准非常必要。

从今年3月末的金融数字看，广义货币(M2)同比增长8.2%，增速分别比上月末和上年同期低0.6个和1.9个百分点。社会融资规模存量同比也只增长10.5%。按照全国“两会”审议通过的今年国内生产总值增长6.5%左右，居民消费物价涨幅3%左右的目标，按照以往惯例，广义货币或社融总量增长一般应该在二者之和的基础再增加3%左右的调整系数，即应该保持12.5%左右的增长速度。相比之下，目前货币总量和社融总量的增长速度明显偏低了，社会融资成本已经呈现抬高趋势，且近期股市持续下跌，中美贸易摩擦加剧，亟需调整货币政策，适度扩大货币投放。因此，此时央行实施结构性降准，是非常必要的！

年内仍要保持宏观政策的灵活性，根据需要适时采取结构性降准（2月末央行对存款性金融机构拆出资金超过10.3万亿元，这方面仍有很大调整空间）。同时，考虑到法定存款准备金对商业银行具有很大影响力，为保持公平、透明和便于管理，还是要再次提醒：“法定存款准备金率应该尽可能统一或分类统一，不宜采取过多的定向降准，使得法定存款准备金率适用水平过于分化和复杂化。”

降准有助于治理金融“地上河”，保护金融体系生态

4月12日东方资产《2018年中国金融不良资产市场调查报告》发布会上，IMI学术委员、对外经济贸易大学副校长丁志杰发表演讲。他认为金融犹如江河，河道疏通是河流管理的重要内容，融资成本长期持续高于社会资金平均利润率，就会形成金融“地上河”。地上河的形成跟河床变平坦或转弯有关，也和上游水土流失有关，金融地上河的形成也和上游货币端有关。

现在中国金融体系有170多万亿M2，180多万亿信贷，绝对量不能说不高，而基础货币也超过30万亿，相对而言货币乘数和信贷乘数并不高。30多万亿基础货币中，有22万亿是银行存款准备金。巨额存款准备金是过去对冲外汇储备增加导致基础货币被动投放所形成的，而存款准备金既是商业银行的资产，也是商业银行乃至金融体系的负担，影响了整个金融体系的生态。



治理金融“地上河”，靠在下游疏和堵很难，还必须加强上游的环境水土保持，也就是以下几点建议：第一，有序降低存款准备金率。这是有效减负的手段，去杠杆才能从稳杠杆深化到降杠杆。第二，逐渐引导市场利率下行。目前中国的均衡利率水平还处于高位，把货币市场利率和债券市场利率降下来，这能给去杠杆提供相对宽松的环境。第三，同步降低官方利率。这里官方利率仅指央行对商业银行的利率，包括央行对商业银行信贷的利率，如各种融资便利工具即基础货币信贷投放渠道的利率，也包括存款准备金的利率。

三大因素导致货币需求增加，呼唤相对流动性宽松的货币环境

IMI 副所长、四川省金融工作局局长助理涂永红认为，在发达国家纷纷退出量化宽松政策、加息以及完成供给侧改革去杠杆任务的国内外背景下，我国应该继续保持稳健中性的货币政策。此轮降准释放出增加货币供给的强烈信号，表明当前的经济形势发生了新的变化，货币供给不能满足货币需求，需要调整货币政策，由流动性偏紧变为流动性适中。导致货币需求增加的因素主要有三个：第一，国内经济增长保持 6.8% 的较高速度增长，一些主要国际机构调高今年中国经济增长预期，来自实体经济的货币需求增加。第二，民营投资出现转折，开始大幅度增加，投资需求增加。中小微企业贷款严重供不应求，许多民营企业的实际资金成本达到两位数，金融抑制明显。第三，实施宏观审慎穿透式监管后，地方政府平台融资难凸显，为了完成在建项目，想方设法挤占企业资金，加剧了局部资金紧张。此外，今年国际环境复杂，中美面临贸易战升级的风险，经济不确定性增加，从防范和化解贸易风险角度，需要一个相对流动性宽松的货币环境。

此次大力度降准勿陷入四大误区

IMI 学术委员、如是金融研究院院长兼首席经济学家管清友认为这次降准力度很大。一季度经济虽然表现不错，但高频数据显示，下行迹象明显；资金面偏紧导致中小企业融资更困难，维持流动性适度十分必要；中美贸易摩擦影响可能逐渐显现，降准有助于对冲风险；今年货币政策可能边际略松，监管节奏也可能放缓，资产价格下行压力缓解。

有一个问题需要观察，2014 年的宽松起始会重演吗？现在有点像 2014 年，经济开始下，货币开始松，确实有点拐点的意思，但此次大力度地降准有以下四个误区是要避免的：

不要说量宽价紧一直在搞，量和价早晚会匹配的，量先于价而已；

不要说只是局部的降准，这次降的是西瓜，不降的是芝麻；

不要说大部分用于置换 MLF，置换也是松，把 3%成本的中期 MLF，换成几乎无成本的长期准备金，拉长了久期，降低了成本；

不要说增量流动性有限，这次能释放 4000 亿增量流动性，和 2015-16 年的一次全面降准差不多了。

接下来会不会重走 2015 和 2016 的老路？目前还是不明朗。

不过，历史的确不会重复，但却总是押着同样的韵脚。

降准直接降低银行资金成本，给商业银行提供稳定的长期流动性

随着外汇储备停止增长，意味着央行无法再通过购汇释放流动性，如果不降准的话，人民银行将需要做更多的 MLF 操作。IMI 研究员李虹含认为，美国加息过程，我国对应着降息或降准，才能支持实体经济稳定发展。这次人行采取行动虽滞后，但并不算晚。

与 MLF 投放的流动性相比，降准释放的流动性没有直接的利息成本、没有到期时间，因而直接降低银行资金成本，并给商业银行提供稳定的长期流动性。此外，由于降准实际上是扩大货币乘数，因此有助于提升后期基础货币投放的货币创造能力，对商业银行资产规模增速回升提供进一步的支持。18 年以来，监管政策对信贷投向、非标融资监管显著收紧，部分实体经济融资需求从表外逐步向表内转移。本次降准延续了年初以来普惠金融定向降准、春节期间临时准备金工具等结构性、暂时性降准工具的思路，旨在配合实体经济表外融资需求回表，以银行表内资产规模增速的适度回升对冲表外融资渠道的进一步收紧等。

GDP 增速 6.8%背景下，降准旨在降低银行负债的稳定性与成本，缓解市场对于中期流动性紧张的预期，将利多债市



中国一季度 GDP 同比增长 6.8%，创 2009 年一季度以来的新低，虽然经济增速只有 6.8%，但这样的成绩是在加快经济结构调整的大环境下取得的，与依赖“4 万亿”刺激维持的经济增长在质量上完全不同。IMI 研究员张超认为央行此时宣布降准意在降低银行负债的稳定性与成本，缓解市场对于中期流动性紧张的预期。

具体而言，央行此次降准与春节前宣布定向降准有异曲同工之妙。一是提前释放降准信息，对于市场预期有积极的引导效果。二是用降准替代 MLF 可以增加长期资金供应，置换 MLF 使商业银行付息成本有所减少，将降低银行资金成本。三是释放有限资金，缓冲强烈放松信号。央行此次降准释放的资金大部分用于偿还中期借贷便利，增量资金仅 4000 亿元。降准的目的是用长期资金替代中期资金，期限调节作用大于货币政策信号。因此，降准既起到降成本的作用，又最大限度缓释宽松货币政策信号。

在逊色的经济数据与去全球化加剧的“内外双困”的局面下，央行定向降准对市场有“雨露均沾”的预期，但对于中国债券与股票市场的意义不可同日而语。原因有三：一是债券市场与股票市场不同，市场规模与参与主体迥异，所以在“去杠杆”与利率市场化这大背景下，降准更多“恩泽”债市，是对全社会融资成本上升的一种缓释，而对于权益市场意义则不大。二是宏观经济处于收缩的起始阶段，实体经济需求收缩、地方公共部门负债受限、逆全球化风险上升等多重因素的影响下，配置权益类资产的风险较高。三是银行类金融机构严监管与去杠杆并重，资金流向受到央行和银保监会双重监管，在纵向与横向双重“穿透监管”下，资金流向权益类市场的可能性很小。

央行置换降准进一步确认了边际放松信号

年初以来，我们已经观察到央行在货币政策层面态度的微妙变化，在被动投放增加的情况下，年初仍有主动的定向降准、CRA 等操作。IMI 研究员尹睿哲认为，此次置换降准进一步确认了边际放松信号。

我们从四个方面理解本轮降准的逻辑：1、微观严监管、宏观紧货币，同时经济和市场稳定是难以兼顾的“不可能三角”，2018 年微观监管强度明显抬升，要

维持经济和市场相对稳定，需要宏观货币边际放松对冲。2、中美贸易战导致汇率逻辑发生潜在变化，虽然未必会使用汇率作为反制工具，但维持短端利差稳定汇率的必要性在下降。3、银行系统负债成本上升太快，不利于金融业“回归本源，服从服务经济社会发展”，这次降准可以理解为央行“补贴”金融，从而推动金融“补贴”实体。4、MLF 余额越滚越大，本身导致货币政策操作成本不断抬高，通过降准（准备金本身在高位）冲销 MLF，是中国版货币政策“正常化”的一部分，后面可能还会有类似操作出现。

总体上，此次降准后银行负债成本降低，短期直接利好债券市场，中期可能有助于推动社会融资成本回落。

对降准的长中短期三维考量

IMI 研究员张瑜从长中短期的三维角度考量降准原因：

最宏观最长期的考量——货币政策从数量型向价格型转换的必然需要

货币政策从数量型向价格型调控的转型，关键是货币政策的中介目标从货币供应量（M2）向政策利率的转变，而过高的存款准备金率是政策利率传导到其他市场价格的阻碍之一。目前经济存在一定下行压力的时候是趁机降低准备金率的极佳时机，配合后续去杠杆、债转股工作进一步推进可谓一石二鸟。

中期的考量——为今年后续去杠杆与化解债务问题做政策铺垫

我们认为今年应该是债转股的实质落地年，17 年债转股推进难的 3 个问题在 18 年有所转变：1、供给侧改革影响消退，经济周期性回落；2、五大行成立 AMC 平台疏通了银行开展债转股业务的机制；3、降准为银行提供资金来源。

短期的考量——担忧短期因素集中共振造成资金价格波动过大

这里的短期因素包括：1、4 月中下旬税期冲击流动性；2、整体金融机构超储率处于近五年低位；3、为资管新规细则落地准备，提前缓释银行的负债端压力；4、二季度债券总偿还量达到高峰；5、平抑民营与小微企业借贷成本上行明显的问题。

未来流动性改善将会延续，但资管新规落地带来的不确定性需要关注



央行 2017 年 9 月宣布 2018 年初开展基于普惠金融考核的定向降准之后，昨日再次宣布置换降准。对此，IMI 研究员王彬认为，降准释放无期限流动性，资金价格与公开市场操作相比也大幅改善，这对银行负债端是一定的利好。

本轮经济复苏以来，央行仅在政策利率有所上调，而且幅度不大，都是跟随美联储加息开展的。货币市场利率、社会融资成本上升主要是受到货币投放放缓、金融去杠杆的影响。宏观审慎管理 MPA 考核下，广义信贷增速持续回落，资管新规又推动表外负债回归表内，传统存款竞争加剧推升银行负债成本，间接影响资产端的资金价格，这也推升了实体经济融资成本。

此次降准虽然仍是定向的，但涵盖的金融机构范围是比较广泛的。回顾 2014 年出开始的定向降准是上一轮货币宽松的起点，因此未来货币条件收紧的预期都需要调整，货币条件在边际上正在发生转换。事实上，当前金融风险的治理需要的是金融去杠杆的结构性政策进行推进，货币政策作为总量型的政策无需过度收紧，应当更多地从经济基本面进行调整。年初以来，资金面持续改善，债券市场基准利率从顶部逐渐回落。预计未来流动性改善的局面将会延续，但需要关注资管新规落地带来的不确定影响。

降准有助民间投资企稳回升，债券市场利率仍有下行空间

IMI 副研究员孙超认为当前金融体系广义信贷偏紧，宏观经济依旧处于稳中趋缓的状态，制造业投资继续疲弱，而票据贴现利率依旧处于高位，中小企业融资难的问题未得到改善；并且“货币政策+宏观审慎政策”的双支柱的确认也使得货币政策更多集中于服务实体经济。

同时商业银行自身存在一定负债端压力。目前处于利率市场化的进程之中，随着未来放开存款基准利率的上限，负债端压力将进一步加大，而这次通过降准一方面以低成本资金置换了大行、股份行 3.25% 左右成本的 MLF，同时也给城商行、非县域农商 4,000 亿增量资金，明显改善其负债端压力。

此外，美国限制向中兴销售电子技术或通讯元件，长达七年，引发贸易战疑云升温；中美经贸摩擦是长期的，持续发酵后对经济的负面影响将愈发明显，此次降准或也受外部环境恶化的影响，释放稳定的信号。

本次降准降低了金融机构负债端的压力，改善了商业银行的息差，也引导商业银行将资源向小微企业倾斜，有助于民间投资的企稳回升。对于债券市场而言，降准叠加趋弱的社融数据，确定了年内“宽货币、紧信用”的基调，利率仍有下行的空间。

（观点整理：郝芮琳 罗琳）

中国新领袖该如何作为

给易纲——周小川接任者的五条建议¹

大卫·马什² 亚当·考特³ 约翰·亚当斯⁴

作为新任中国人民银行行长，易纲应完成尚未完成的重要工作，应对眼前的、新的国际挑战。

60 岁的易纲接替了在职 15 年、于 70 岁退休的周小川，此时的中国正加强金融体系风险防控，甚至连高层官员也承认中国金融体系可能随时引爆。

与此同时，鉴于美国单边主义导致的世界政治和经济领域的领导力真空，中国特色的货币国际主义为本国带了前所未有的机会。作为管理中国 3.1 万亿美元外汇储备的国家外汇管理局前局长，易纲自然很关心国际事务。

然而，国内的当务之急正更加突出。习近平主席领导的中国共产党目前紧握政治、经济和金融大权。刘鹤副总理，作为国家最高经济政策制定者被赋予更大权力，在他的管理下，中国对货币及货币政策的管控将进一步加强。

虽然还不能同西方学者一样自成一派，周小川在世界舞台上话语温和却令人信服，一度是中国经济空前扩张和自由化的领军人。

对于曾留学美国，自 2008 年以来担任中国人民银行副行长的易行长来说，现在面临的任务是在继续促进中国经济扩张与自由化的同时，增强投资者和决策者的信心，让他们相信在中国存款和建立企业是安全的。他还将继续努力，向美国、欧洲和其他亚洲国家证明，在美国的决策缺乏连贯性的情况下，北京方面可以承担更多世界经济的决策责任。

以下是给易行长的五点建议：

1. 中国央行最近获得了更大的监管权力，因而可以通过加强监管活动来加强

¹ 翻译：来程颖；审校：陆可凡，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 3 月 20 日）

² 大卫·马什，货币金融机构官方论坛主席

³ 亚当·考特，货币金融机构官方论坛亚洲主管

⁴ 约翰·亚当斯，英中金融服务公司总裁及货币金融机构官方论坛顾问

对不断增加的债务的控制，并推动金融部门改革。周小川行长和其他央行官员经常强调资产泡沫、影子银行活动的危险以及企业 and 家庭的高负债。易行长必须表明，他有能力领导有效的补救行动。

2. 特别提防、遏制公私合作模式（PPP）中的危险。公私合作模式是中国经济快速增长的一个领域，部分是因为地方政府一直试图把债务转移到私人投资者身上。对中国的贷款者、出借人和监管机构来说，公私合作模式都是一个隐藏的危险，而且随着时间推移，危险性会更大。虽然这种通过新工具进行债务和股权融资的方式对支持经济增长有一定的作用，但是易行长也需要表现出警惕：这样的做法可能会一发不可收拾，甚至极其危险。许多公私合作模式的法律文件都被曲解，无法实施。

3. 加大力度推进人民币国际化。自 2016 年 10 月人民币正式加入国际货币基金组织特别提款权货币篮子后，不断推进人民币国际化进程。在中国持续资本管控的限制下，为资本市场流入流出提供监管框架。该举措可用于安全抑制国内投资需求泡沫，同时也为包括中央银行和主权基金在内的国际投资者实现资产多元化提供新的途径。

4. 在现有的基础上加强国际货币合作。与美联储建立货币互换网络的想法似乎不太可能实现。然而，部分出于对美国单边主义的担忧，日本和中国似乎正在试图加强合作和双边证券投资。随着区域贸易和亚洲金融合作的增进，易行长可在亚洲地区作出类似举措，包括一带一路倡议。但一些观察人士称，这个试图扩大亚欧地区基础设施投资的计划本身就可能引发不可控制的风险。

5. 强化举措以提高中国经济数据的透明性和可靠性。在周小川行长任期内，中国取得了显著进步，例如中国政府与国际货币基金组织（IMF）、国际清算银行和其他机构的合作有所加强。可以采取更多措施来提高主流经济数据的可信度。易行长应支持各方努力，以提高民众对央行如何持有更多储备货币（包括人民币和黄金）的理解，这与中国央行过去十年坚持的外汇储备资产多元化理念相一致。

What China's new governor should do

Five tips for Zhou's successor Yi Gang

David Marsh¹ Adam Cotter² John Adams³

Yi Gang, the new governor of the People's Bank of China, must discharge some important unfinished business in his country – and meet additional global challenges only now emerging.

Yi, 60, takes over from Zhou Xiaochuan, retiring aged 70 after 15 years in the job, at a time when Beijing is placing greater emphasis on controlling risk in a Chinese financial system that even leading officials admit contains dangers of implosion.

At the same time, in view of a leadership vacuum in world politics and economics stemming from US unilateralism, opportunities for China from its own brand of targeted monetary internationalism are greater than ever. As a former head of the State Administration of Foreign Exchange, which manages China's \$3.1tn stock of foreign currency reserves, Yi has a natural leaning towards international affairs.

Domestic preoccupations will however loom large. Concentration of political, economic and financial power is now firmly with the Communist party, with President Xi Jinping at its head. The government's control of currency and monetary policy is likely to strengthen further under the stewardship of Vice-Premier Liu He, now given wider powers as the country's supreme economic technocrat.

Although far from enjoying the independence of his western counterparts, Zhou, softly spoken and persuasive on the world stage, had been at the forefront of an unparalleled period of Chinese expansion and liberalisation.

¹ David Marsh is Chairman of OMFIF

² Adam Cotter is Head of Asia at OMFIF

³ John Adams is Chief Executive of China Financial Services and a Member of the OMFIF Advisory Board

The task now for US-educated Yi – a deputy governor since 2008 – is to continue this progress while assuring investors and policy-makers that China is a safe place to deposit assets and build businesses. He will also form part of the effort to show the US, Europe and the rest of Asia that Beijing can be entrusted with a rising share of world economic decision-making, in the absence of coherence in the US.

Here are five recommendations for Yi:

1. Intensify attempts to rein in mounting debt through strengthening watchdog activities – where the PBoC has recently been given enhanced regulatory powers – and promote financial sector reform. Zhou and other officials have often highlighted asset bubbles, dangers from shadow banking activities and high debt among corporates and households. Yi must show he can preside over effective remedial action.

2. Make a special effort over curbing hazards in public private partnerships – a fast-growing area of the Chinese economy that has expanded partly because local authorities have been trying to offload debt towards private investors. PPPs are a hidden danger for Chinese borrowers, lenders and regulators that will grow over time. Although this form of buttressing growth through new vehicles for debt and equity financing has its uses, Yi should show he is aware that it could become addictive and even lethal. Many PPP legal contracts are poorly understood and unenforceable.

3. Enhance efforts at currency internationalisation, continuing the renminbi's advance after becoming part of the International Monetary Fund's special drawing right in October 2016. Providing a framework for capital market inflows and outflows, within the constraints of China's continuing capital controls, could provide a bubble-mitigating safety valve for pent-up domestic investment demand. This would also create a way for international investors, including central banks and sovereign funds, to diversify assets.

4. Build on existing campaigns to reinforce international monetary co-operation. The sometimes-mooted idea of building a currency swap network with the US Federal Reserve seems unlikely to materialise. However, partly because of worries about US unilateralism, Japan and China appear to be trying to improve co-operation as well as

bilateral portfolio investment. In line with an increase in regional trade and Asian financial collaboration, Yi could step up similar efforts elsewhere in Asia, including through the Belt and Road initiative. Some observers say this vaunted plan to expand infrastructure investment throughout Eurasia could itself become an untameable source of risk.

5. Strengthen initiatives on improving transparency and reliability of Chinese economic statistics. Under Zhou's tenure, China has made considerable strides, for example in improving Beijing's co-operation with the IMF, the Bank for International Settlements and other bodies. More could be done to heighten the credibility of mainstream economic data. Yi could support efforts to improve understanding of how central banks are holding a greater number of reserve currencies – including the renminbi – as well as gold, in line with the PBoC's own considerable reserve diversification over the past decade.

公私合作关系的前车之鉴：约翰劳与密西西比公司¹

Steve H. Hanke²

随着如今股票市场的高涨和近期加密货币狂潮，涌现了很多描写泡沫或潜在泡沫的文章。几年前，雷曼兄弟破产之后，人们都在传言所谓的后房地产泡沫，紧缩的弊端以及干预性经济政策的必要性。不过到头来依旧是关于泡沫的传言。

为了让新闻报告显得更有趣，财经新闻记者和专栏作家往往倾向于用匪夷所思的泡沫来为投机事件背锅。事实上，泡沫通常是人们第一个考虑的原因，而非最后一个。正如泡沫领域的著名专家 Peter Garber 在其著作《第一次泡沫潮：早期疯狂的根本》（麻省理工学院出版社，2000 年）中所说：

人们最后要关注的才是“泡沫”现象，因为这些现象不是对事件的解释，而仅仅是对一种我们并没有充分了解的金融现象的命名。如果有从众心理的话——这种心理常常不恰当且盲目——那么就会把我们的解释变成自欺欺人的赘述，把很多东西解释地不明不白。

事实上，对于郁金香狂热的通俗解释已经使人们转移了对涉及市场基础分析的注意力。所谓的密西西比泡沫事件和南海泡沫事件再次引起 Garber 的惋惜：

对泡沫的解释已经将以上这两件更加重要的事件归结为一种从众心理的现象。

这使我想起约翰劳和他的密西西比公司，这家公司成立于 1717 年，并于 1720 年倒闭，多数有关泡沫和庞氏骗局的讨论都会提到这家公司。事实上，密西西比公司与泡沫和庞氏骗局之间唯一明显的联系是，它们的价值先上升然后下降。这个事实本来不值一提。

不过值得注意的是，劳是一位重要的经济学家，也是约翰梅纳德凯恩斯和凯恩斯主义经济学的先驱。事实上，劳关于《土地银行》（1704）和《货币与贸易》（1705）的论文引起了约瑟夫熊彼特等人的高评价，熊彼特在《经济分析史》（1954）

¹ 翻译：袁梦婷；审校：陆可凡，原文于 2018 年 3 月 6 日发表于 Forbes.com

² Steve H. Hanke，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

中写道：

约翰·劳（John Law）（1671-1729）我一直觉得自己从他那里受益匪浅。他的辉煌深刻的经济学研究项目，使他一直处于货币理论家的前列。

约翰·劳与当今经济和金融动荡以及政策辩论的联系正如劳与凯恩斯之间的联系。和凯恩斯一样，劳认为经济可能受大型公共工程和公私合作伙伴关系的刺激。事实上，两位经济学家都支持政府积极干预。也就是说，凯恩斯在《就业，利息和货币通论》（1936 年）中总结前人观点时避免提及劳，这难免古怪。也许凯恩斯并不想和劳的密西西比公司联系在一起——这是一个以失败告终的宏伟计划。

劳得知他的好朋友奥尔良公爵成为法国的摄政王之后，觉得实施自己的想法的机会到了。1710 年，苏格兰人从伦敦移居巴黎。法国陷入财务困境。另外，法国出现部分债券违约。因此，摄政王常常采纳劳的建议。

1716 年 6 月，劳启动了他的第一个大项目。那时通用银行成立。它发行的纸币不能完全得到铸币（黄金或白银）的背书。相反，政府债券被用来为通用银行发行纸币的 50% 背书。这一部分储备金由皇家批准，并且通用银行的纸币被授予了法定货币地位。

这是劳的一个突破，因为他的想法之一是用基于信用的系统取代基于铸币的银行系统。与银行负债（纸币和存款）与黄金或白银资产相抵消的做法不同，信贷系统中的负债将与贷款抵消。下面的丁字帐户强调了这两个系统之间的差异。

Specie-Based and Credit-Based Systems	
Specie-Based System	
Assets	Liabilities
Gold/Silver	Banknotes/Deposits
Credit-Based System	
Assets	Liabilities
Loans to Private and Public Sectors	Banknotes/Deposits

Prepared by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University

有趣的是，今天的国际货币体系类似于劳所设想的基于信用的系统。事实上，在 1971 年，在约翰·劳的诞生后的 300 年，国际货币体系彻底摆脱了金本位制度。

劳的第二个动作是成立密西西比公司。这家公司在法国的路易斯安那州和加拿大地区被授予了贸易和发展的垄断权。通过一系列收购和兼并，它成为了一个巨大的控股公司，控制着法国贸易公司们组成的庞大帝国。简而言之，法国根据劳的计划对其国库进行了私有化。密西西比公司接管了皇室的大部分财务职能。包括唯一的铸币权，收取所有直接和间接税的权利以及管理官方债务的权利。

涉及债务管理时，劳展现了他的创新天赋。密西西比公司的成立部分是为促成债转股交易，从而通过发行公司股票来换取皇室债务。因此，皇室能够卸下其全部高收益债务。英国人没被法国人超越，因为他们遵循劳的先导，并允许南海公司承担英国政府的大部分债务。

由于回报前景乐观，巴黎处处是欧洲各地的投资者。如下图所示，密西西比公司股票价格飙升。劳也赚得盆满钵满。此外，1719年12月，他被任命为财务总监——这一职位让他几乎变成法国的虚拟总理。



理查德·坎蒂隆（1680/90? -1734）是一位伟大的经济理论家（或许也能说是现代经济学之父），金融家和铸币为纸币背书的拥趸者。坎蒂隆成功地从劳的密西西比系统中获得了两笔财富。第一笔财富来自密西西比公司股票上涨。第二笔财富是汇率投机。他发现了劳战略中的一个致命缺陷：由于铸币被固定在发行钞票的问题上，这使得密西西比股票下限为每股 9,000 里弗。因此，Cantillon 得出结论认为，密西西比股票的货币化将导致货币供应量的激增以及里弗对英镑的价值急剧下降。结果，他对法国货币采取了大量投机性行动——这一举动使他获得大量财富，而劳也将坎蒂隆驱逐出法国。



这又将我思绪带回到现在，也让我想到劳和凯恩斯的联系。考虑到更加庞大的公共工程和公私合作伙伴关系，约翰·劳和密西西比系统的命运值得人们反思。今天这些备受关注的公私合作关系充满危险，必须小心处理。

A Cautionary Tale of Public-Private Partnerships: John Law and the Mississippi Company

Steve H. Hanke¹

With today's high stock market multiples and the current crypto currency craze, a great deal of ink is being spilled about bubbles or potential bubbles. Just a few years ago, in the wake of the Lehman Brothers bankruptcy, the wags were all in a flutter about the alleged post-housing bubble, the ills of austerity and the need for interventionist economic policies. Yet another bubble story.

In an attempt to make their reportage more interesting, financial journalists and op-ed writers often tend to put a speculative episode or event in the fundamentally inexplicable bubble pigeon hole. Indeed, bubble explanations are often clutched as a first, not a last, resort. As Peter Garber, the leading expert on bubbles, laments in his classic *Famous First Bubbles: The Fundamental of Early Manias* (The MIT Press, 2000):

“Bubble” characterizations should be a last resort because they are non-explanations of events, merely a name that we attach to a financial phenomenon that we have not invested sufficiently in understanding. Invoking crowd psychology — which is always ill defined and unmeasured — turns our explanation to tautology in a self-deluding attempt to say something more than a confession of confusion.

Indeed, the banal explanations of Tulipmania have diverted all attention from the analysis of the market fundamentals that were involved. And again, another edifying Garber lament on the so-called Mississippi and South Sea Bubbles:

The bubble interpretation has relegated the far more important Mississippi and South Sea episodes to a description of pathologies of group psychology.

¹ This article appeared on Forbes.com on March 6, 2018.

This brings me to John Law and his Mississippi Company, which was established in 1717 and collapsed in 1720 and is a standard reference that accompanies most discussions of bubbles and Ponzi schemes. In fact, the only obvious connection between Law's Mississippi Company and bubbles and Ponzi schemes is that their values have gone up and then down. This fact should fail to merit mention.

What merits attention is that Law was an economist of note and a precursor to John Maynard Keynes and Keynesian economics. Indeed, Law's *Essay on a Land Bank* (1704) and *Money and Trade* (1705) brought high praise from no less than Joseph Schumpeter, who wrote in *A History of Economic Analysis* (1954):

John Law (1671-1729) I have always felt in a class by himself. He worked out the economics of his projects with a brilliance and, yes, profundity, which places him in the front ranks of monetary theorists of all time.

John Law's link to today's economic and financial turmoil and policy debates is a Law-Keynes linkage. Like Keynes, Law thought the economy could be stimulated by grand public works and public-private partnerships. Indeed, both economists supported the idea of an active, interventionist government. That said, Keynes curiously avoided mentioning Law when noting the antecedents to the ideas contained in *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936). Perhaps Keynes didn't want to be associated with Law's Mississippi System — a grand project that ended in failure.

The opportunity for Law to implement his ideas arose after Law learned that the Duke of Orléans, his good friend, had become the regent of France. In 1710, the Scotsman emigrated from London to Paris. France was in financial trouble. Among other things, it was in partial default on its bonds. In consequence, the regent was susceptible to Law's proposals.

In June 1716, Law launched his first big project. It was then that the Banque Générale was established. It issued paper money that was not fully backed by specie (gold or silver). Instead, government bonds were used to back 50% of the paper

money issued by the Banque Générale. This fractional reserve setup was approved by the Crown, and the Banque's paper money was granted legal tender status.

This represented a breakthrough for Law because one of his ideas was to replace specie-based banking systems with credit-based systems. Instead of counterbalancing banks' liabilities (paper money and deposits) with gold or silver assets, the liabilities in a credit-based system would be counterbalanced with loans. The T-accounts below highlight the differences between these two systems.

Specie-Based and Credit-Based Systems	
<u>Specie-Based System</u>	
<u>Assets</u>	<u>Liabilities</u>
Gold/Silver	Banknotes/Deposits
<u>Credit-Based System</u>	
<u>Assets</u>	<u>Liabilities</u>
Loans to Private and Public Sectors	Banknotes/Deposits

Prepared by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University

Interestingly, the international monetary system today looks a great deal like the credit-based system envisioned by Law. Indeed, in 1971 — 300 years after John Law's birth — the international monetary system abandoned the last vestiges of the gold standard.

Law's next venture was the establishment of the Mississippi Company. It was granted monopoly rights for trade and development in France's Louisiana and Canadian territories. And through a series of takeovers and mergers, it became a giant holding company that controlled a vast empire of French trading companies. In short, France privatized its treasury under Law's plan. The Mississippi Company took over most of the financial functions of the Crown. These included the sole right to coin money, to collect all direct and indirect taxes, and to manage the Crown's debt.

When it came to debt management, Law displayed his flair for innovation. The Mississippi Company was created, in part, to facilitate a debt-for-equity swap in which the company's shares were issued in exchange for the Crown's debt. In consequence,

the Crown was able to unload its entire stock of high-yielding debt. The British, not to be outdone by the French, followed Law's lead and allowed the South Sea Company to assume the bulk of the British government's debt.

With the prospect of spectacular returns, Paris became swollen with investors from all parts of Europe. And as the chart below indicates, the price of the Mississippi Company's shares soared. So did Law's fortunes. Among other things, in December 1719, he was appointed controller-general of finances — a position that made him the virtual prime minister of France.



Richard Cantillon (1680/90?-1734), a great economic theorist (arguably the father of modern economics), financier and advocate of specie-backed money, succeeded in making two fortunes from Law's Mississippi System. The first was made on the rising market for Mississippi Company shares. Cantillon's second fortune was made on exchange-rate speculation. He spotted a fatal flaw in Law's strategy: the increase in the issue of banknotes unbacked by specie that were required to put a floor under the Mississippi shares at 9,000 livres per share. Accordingly, Cantillon concluded that the monetization of Mississippi shares would result in a surge in the money supply and a sharp fall in the value of the livre against the pound sterling. In consequence, he took a large speculative position against the French currency — an action that made him a fortune and caused Law to expel Cantillon from France.

This brings me back to the present and the Law-Keynes linkage. As ever-larger public works and public-private partnerships are contemplated, it might be worth reflecting on the fate of John Law's Mississippi System. Today's these much-touted partnership are fraught with danger and must be handled with care.



系列三十六：人民币现汇市场的创新¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第七章。

人民币国际化的发展对人民币外汇市场的发展提供了重要的时间窗口，同时也提出了更高的要求。人民币直接报价币种的拓展可以通过货币双边报价为突破口，促进人民币国际化目标的实现，同时随着计算机网络技术的发展，电子化交易平台在外汇交易中占比逐渐扩大，加大对人民币外汇交易电子平台的研发，对人民币外汇市场创新和国际化有重要意义。

首先，人民币直接报价币种的拓展对人民币国际化有重要意义，也是人民币实现计价货币职能的重要手段。根据国际清算银行对全球外汇交易的统计，2016 年美元在全球外汇交易中的占比为 43.80%，且有逐渐上升的趋势，说明当前美元的地位仍处于国际货币体系的绝对主导。

截至 2016 年末，银行间开展人民币直接报价的币种已经达到 24 个，分别为美元、欧元、日元、港币、英镑、澳大利亚元、新西兰元、新加坡元、瑞士法郎、加拿大元、马来西亚林吉特、俄罗斯卢布、南非兰特、韩元、阿联酋迪拉姆、沙

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

特利亚尔、匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉、墨西哥比索以及泰铢，另外还有人民币对哈萨克斯坦坚戈的区域银行间报价市场，基本涵盖了国际主要交易货币及与中国经济往来较为密切的新兴市场货币，随着中国“一带一路”战略的推动，近年来尤其是 2016 年，人民币直接报价币种的挂牌速度显著加快。

近年来随着人民币国际化的推进，人民币在周边国家和贸易伙伴中的接受程度不断提升，金融危机以来国际上去美元中心化的要求不断增强，中国也不断同周边国家扩大双边本币结算范围，签订双边货币互换协议，推动建立区域性的货币市场，通过减免交易费用等多种方式积极鼓励商业银行参与人民币对当地货币直接报价，未来进一步发展在双方银行间外汇市场挂牌人民币对新兴市场货币的交易，对促进中国与新兴市场经济体间的经贸往来意义重大。

人民币直接报价可以摆脱以美元作为外汇交易中介的作用，简化交易环节，降低交易成本。活跃的人民币直接报价市场可以减少企业外汇兑换次数，进而节省外汇买卖点差成本，节省交易时间，提高交易效率。

人民币直接报价的发展可以促进人民币汇率市场化形成机制的改革。2015 年“8.11”汇改之后，人民币中间价定价机制出现了较大的改变，之后外汇交易中心也开始公布 CFETS 人民币汇率指数，人民币定价机制开始切实参考一篮子货币。目前该指数仍然参考隔夜美元兑其他货币波动，人民币对非美货币直接报价的市场化形成可以为人民币对一篮子货币的走势提供直接的参照，在未来人民币汇率市场化改革中发挥越来越重要的作用。

人民币直接报价将提升国际市场对人民币计价的接受程度，推动人民币国际化进程。人民币直接报价可以看成是人民币作为其他货币的价值尺度，并充当交易媒介的过程，结合现阶段推动的大宗商品和贵金属人民币计价工作，人民币直接报价的发展可以全面提升人民币国际使用的范围和接受程度，推动人民币国际化进程。

虽然近年来人民币直接报价在数量上不断扩充，市场接受程度不断提升，但是仍存在一些发展瓶颈，制约人民币直接报价向纵深发展。

首先，改变客户交易习惯是一个长期过程。国际外汇交易通过美元进行兑换是长期以来形成的交易惯例，一方面便于报价银行进行外汇风险管理，一方面也



便于交易清算，在市场动荡时期，参与者更倾向于通过美元交易，减少风险。从 2016 年国际清算银行的报告中美元外汇交易占比不断上升，也可以看出市场惯性力量的存在，但是我们还是应该看到国际市场发展的大势，虽然目前美元一枝独秀的局面难以撼动，但是欧元、日元、英镑这些传统货币的交易需求正在下降，人民币在全球外汇交易中的占比不断上升，也是市场大势所在。

其次，当前处于人民币国际化的收缩阶段。由于 2015 年以来人民币对美元的贬值，市场参与者对持有人民币资产的风险溢价提升。香港金管局公布的数据显示，2016 年香港人民币存款余额仍持续下降，2016 年末人民币存款余额为 5467.07 亿人民币，较 2015 年年末的余额 8511.06 亿人民币下降了 35.76%。离岸人民币资金池的萎缩导致离岸市场人民币流动性更加脆弱，市场出现极端情况的概率增加。

最后，人民币直接报价市场深度不足。从银行间整体交易量上看，2015 年银行间人民币对非美元直接报价成交 1.57 万亿人民币，占银行间人民币外汇交易比例为 5.11%；2016 年银行间人民币对非美元直接报价成交 1.28 万亿人民币，占银行间人民币外汇交易比例为 3.23%，交易量和交易占比均有所下降。扩大人民币直接挂牌数量是一方面，另一方面也需要通过多种措施扩大已挂牌汇率的交易规模，同时也需要不断鼓励商业银行优先在零售市场上推出有实际客户需求的直盘报价，零售市场和银行间市场同步发展，互相促进。

虽然当前人民币直接报价遇到一些困难，但是随着更多国家同中国贸易合作的不断深化，人民币在国际上的地位提升是历史的必然，我们现在需要打好基础，不断提升商业银行外汇风险管理水平，不断完善外汇风险管理工具，提升市场参与者风险管理意识，人民币直接报价重点服务于真正的客户需求，提升人民币国际化水平。

第二，随着科技的不断发展和互联网技术的不断进步，外汇市场交易模式也发生了重大的变化，交易模式也向着电子化、平台化、网络化的方向不断发展，目前已经普遍通过网络完成外汇交易的报价、询价、撮合、成交、清算和交割等环节，交易效率和交易规模均有了大幅提升，根据国际清算银行的最新报告，2016

年 4 月份全球外汇市场日均成交较量为 5.1 万亿美元，其中大部分交易通过电子化平台完成。

目前境内人民币外汇市场交易模式主要有询价交易和竞价交易模式。询价交易模式下由做市商向系统发送各货币对的买卖报价，系统自动筛选其最优买卖报价并向市场发布，会员自行选择有授信关系的对手方进行询价并达成交易，交易完成后双边自行清算，询价交易模式支持即期、远期、掉期交易。竞价交易模式下，做市商向系统发送各货币对的即期买卖报价，系统自动筛选其最优买卖报价并匿名发布，所有会员匿名交易，交易完成后以交易中心为中央对手方集中清算，该模式支持即期交易，无授信风险，交易便捷，适合对即期市场价格变化极为敏感的用户。

表 1 询价交易模式和竞价交易模式对比

	竞价交易模式	询价交易模式
中央对手集中清算	是	否
交易匿名	是	否
交易对手授信	不需要	需要
支持产品种类	即期	即期、远期、掉期
交易达成速度	较快	较慢
限价委托	可以	不可以
单笔交易规模	较小	较大

境内人民币外汇市场可以分为银行间市场及零售市场。对于银行间市场而言，主要通过外汇交易中心平台成交。零售市场方面，由于境内目前对人民币相关交易仍然实行“实需原则”管理，客户在进行交易之前要经过银行的背景审核，因此目前境内人民币外汇交易零售市场方面仍以各家商业银行各自开发的行内代客交易系统为主，交易流程较为复杂，仅对一些外汇局备案的 A 类企业，可以进行交易额度管理，在额度范围内，企业可以通过银行网银或其它渠道直接进行交易。

一般意义上的国际外汇市场既包括有形的市场，也包括无形的市场。目前国际上几个最大的外汇交易中心，如伦敦、纽约、东京、新加坡、香港等地，并没有实体的外汇交易场所，只是外汇市场参与者通过各种交易平台和清算网络聚集



起来的虚拟市场。对于一些外汇交易产品，也在有形的市场上成交，如芝加哥交易所、新加坡交易所、香港交易所、台北交易所推出的人民币汇率期货，就是通过有形的交易场所成交，但是随着计算机网络技术的进步，无形市场交易占比持续扩大将是大势所趋。

目前国际上主流的外汇交易平台主要可以分为银行间的外汇电子交易平台以及面向其他机构投资者和个人投资者的电子交易平台。银行间外汇电子交易平台方面，做的最早和成交规模较大的是 EBS (Electronic Broker System) 和路透交易系统，另外还有外资银行开发的交易平台，如巴克莱银行的 BARX、德意志银行的 Autobahn、花旗银行的 Velocity，以及专门从事电子交易平台运营的 360T 等平台。境外人民币外汇市场没有“实需原则”的要求，交易前不用进行背景审核，因此境外人民币外汇市场和国际外汇市场交易模式一致，所用交易平台也同国际主流外汇交易平台基本相同。从经验上来看，EBS 和 BARX 是人民币即期外汇交易的主要平台，平台流动性较好、点差较窄，尤其是对于小额交易，交易效率较高。对于金额较大的人民币外汇交易，路透公司的 DEALING 系统仍是交易员的首选，尤其是在市场剧烈动荡时期，DEALING 系统更是不可或缺。对于较为复杂的远期、期权等交易，大部分电子化交易平台都可以实现询价交易功能，对于金额较小的交易，部分交易平台可以实现直接点击成交，有效提升了交易便利化程度。

未来电子化外汇交易平台是行业发展的趋势，因此国际上各大金融机构均投入大量资源进行电子交易平台建设，但是国内银行对这方面的投入和成效明显落后于国际主流银行。尽管从资产规模上，中国四大国有商业银行均已跻身全球十大银行之列，但是在外汇交易方面，至今没有中资银行的身影。2016 年欧洲货币杂志对全球外汇市场参与者进行的年度调查中，外汇交易市场排名前 10 位的银行中有 5 家来自美国，其中花旗银行以 12.9% 的份额排名第一，摩根大通和瑞士银行以 8.8% 的市场份额排名并列第二，德意志银行和美银美林分别以 7.9% 和 6.4% 的市场份额排名市场第四和第五。

最后，人民币即期外汇市场是人民币外汇市场发展的前提，是构建多层次人民币外汇市场的基础，因此发展人民币即期外汇市场需要不断丰富市场参与者类

型，增加外汇市场交易层次，提高新产品研发的效率的质量，并加快推进相关外汇电子交易平台的建设推广。

丰富的市场参与者类型是促进市场价格公开有效的重要方式，目前境内零售市场参与者类型单一，主要是有进出口贸易背景的企业，在中国常年经常账户顺差的情况下，容易形成短期内人民币的过度升值，而在人民币贬值预期较强的阶段，交易方向和预期的集中又容易使人民币过度贬值，增加了市场的波动。引入更多种类的市场参与者，可以充分释放人民币外汇市场的不同预期，使人民币汇率水平可以更全面、更准确的反映市场供需关系，减轻监管当局的压力。

按照外汇市场准入自由程度划分，目前人民币外汇市场的发展可以分为三个层次，一是建立在“实需原则”基础上的零售外汇交易市场；二是在综合头寸等指标限制下的银行间市场，银行在决定交易上有一定的自主权，可以为同业提供人民币外汇产品报价；三是和国际接轨的离岸人民币外汇市场，允许投机者参与，不受“实需原则”的限制。境内人民币外汇市场在第一个层面上已经取得了比较丰富的经验，为企业汇率保值等方面做出了重要贡献，下一步需要持续深化改革推动境内人民币外汇市场在第二个层面继续完善，并向第三个层次发展。这需要监管层适时放松前置交易管理要求，为人民币外汇电子化交易创造更大的发展空间。

交易产品的多样化和各个产品市场之间的联动是外汇体系趋于成熟的标志，目前外资银行通过收购成熟电子交易平台的方式加强自身在外汇交易领域的市场地位，而且随着交易产品标准化程度的提高，除即期外汇交易外，远期和外汇掉期交易在各大电子交易平台上也可以实现标准化点击交易，一些较为复杂的衍生品如外汇期权，在部分电子平台上也可以实现一定金额以内的点击成交。电子化交易平台的发展极大的提升了外汇交易的便利性，也提升了市场价格透明度，便利交易的同时也促进了交易规模的扩大，因此发展国内的人民币外汇市场电子交易平台，也应该纳入人民币外汇市场发展的总体规划，作为一项市场的重要基础性设施建设。

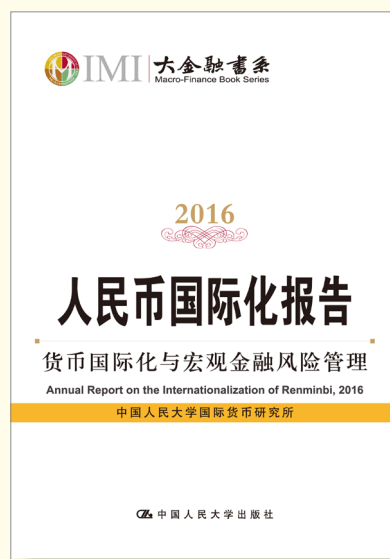
当前由于国际金融危机的冲击，全球化暂时进入了低潮阶段，对现行的国际货币体系进行改革的呼声较高，对于中国来说正是把握历史机遇，大力推进人民币国际化的关键时期。人民币的国际化也要求我们电子交易平台的发展同国际接



轨，为人民币国际化提供良好的市场环境，在电子交易平台等系统的建设方面，应该充分借鉴发达国家外汇市场电子化平台发展的经验和离岸人民币电子化交易平台的经验，结合自身实际情况，打造适用于中国外汇市场的综合性电子交易平台，促进境内外汇市场的交易方式从交易所走向柜台，鼓励各家金融机构开发适合自身实际情况的特色柜台外汇交易系统，广泛融合各类交易主体的需求，形成功能强大，安全高效的交易网络，提高市场交易效率，增强市场价格透明程度，促进境内外人民币外汇交易的发展。

《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：2018年4月23日

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载