

【“债转股”专题】

陈卫东：实施债转股是一项长期的系统工程

夏 乐：印度债转股经验

李少君：债转股：可能需要关注的几个问题

【会议实录】

国际货币基金组织 2016 年 4 月《世界经济展望报告》发布会

【《新资本论》连载】

系列三十九：卷一·第七章 全球金融资本主义的起点及特征

系列四十：卷一·第七章 国际货币体系和现代资本主义的兴起

IMI 顾问委员会

Edmond Alphandery

Yaseen Anwar

Steve H. Hanke

Robert A. Mundell

Li Ruogu 李若谷

Li Yang 李 扬

Pan Gongsheng 潘功胜

Su Ning 苏 宁

Wang Zhaoxing 王兆星

Xia Bin 夏 斌

Joseph C.K. Yam 任志刚

IMI 学术委员会

主席

Chen Yulu 陈雨露
(以姓氏拼音为序)

Ben Shenglin 贲圣林

Cao Tong 曹 彤

Chen Weidong 陈卫东

Ding Zhijie 丁志杰

Robert Elsen

Tomoyuki Fukumoto

Guo Qingwang 郭庆旺

Hu Xuehao 胡学好

Il Houng Lee 李一衡

Ji Zhihong 纪志宏

Jiao Jinpu 焦瑾璞

Jin Yu 金 煜

Jaya Josie

Rainer Klump

Liu Jun 刘 珺

Lu Lei 陆 磊

David Marsh

Juan Carlos Martinez Oliva

Herbert Poenisch

Qu Qiang 瞿 强

Alain Raes

Alfred Schipke

Anoop Singh

Wanda Tseng 曾颂华

Tu Yonghong 涂永红

Wang Yongli 王永利

Wei Benhua 魏本华

Xiang Songzuo 向松祚

Xuan Changneng 宣昌能

Zhang Jie 张 杰

Zhang Xiaopu 张晓朴

Zhang Zhixiang 张之骥

Zhao Haiying 赵海英

Zhao Xijun 赵锡军

Zhou Daoxu 周道许

IMI 管理团队

所长

Zhang Jie 张 杰

Cao Tong 曹 彤

执行所长

Ben Shenglin 贲圣林

副所长

Xiang Songzuo 向松祚

Tu Yonghong 涂永红

Song Ke 宋 科

中国人民大学 国际货币研究所简介

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。

Established on December 20, 2009, International Monetary Institute (IMI) is a non-profit academic institution and think tank focusing on research on monetary finance theory, policy and strategy. Taking the discipline framework and thinking model of “the General Theory of Macro-Finance”, IMI follows the principle of connecting East and West, linking up academic studies, serving government and public, and seeking truth from facts. Aiming to build a world-class think tank focusing on the studies on international financial theory, strategy and policy in an international, professional and featured approach, IMI has been proved very fruitful in promoting academic exchanges, serving society, facilitating practices of financial reform at home and abroad and facilitating cultivation of financial talents “who are able to flexibly move between the East and West cultural platforms.”



IMI

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



实施债转股是一项长期的系统工程

陈卫东¹ 赵 雪²

我国在经济下行压力下不断探索各种方式缓解企业困境,如近期市场热议的债转股等。稳步推进债转股有利于企业、银行、政府等实现多方共赢,并且在稳增长、保就业等方面也将发挥重要的作用。从国际上看,银行持股是通行的做法,并且在支持企业去杠杆的过程中发挥了重要作用。上一轮债转股的实施为顺利推动中国银行业化解不良提供了较好的经验。但是,债转股问题的复杂性不容忽视,应在实施过程中妥善处理转股行业选择、合理的监管约束、企业的公司治理等多方面的问题。

为调结构、促转型创造缓冲空间

经济下行阶段实施债转股有助于企业去杠杆。受前期刺激政策影响,我国能源、材料、工业、公共事业等行业的杠杆率较高,高债务负担严重影响了企业的经营能力,削弱了企业的竞争力。在经济下行阶段,通过债转股的方式对企业的融资规模进行结构性调整,既保证了企业生产经营的资金来源,也创新产融结合方式,为企业应对下行经济周期提供资金支持。在我国直接融资市场发展不畅的情况下,也是打通间接融资和直接融资的一种通道。

债转股有助于银行消化不良,激发经营活力。近年来我国商业银行不良贷款增速较快,2015 年商业银行不良贷款增速超过 50%。短期内不良过快增长不仅影响商业银行的盈利能力,而且不良问题处理不当也会影响金融系统的稳定。以债转股等方式推动不良的有效化解,将进一步缓解商业银行的坏账压力,释放更多的金融资源,为实体经济提供更多的金融支持。此外,目前资本市场处于低位调整,为债转股提供了较为宽松的市场环境。

运用市场化手段实施债转股,促进经济转型升级。银行在进行债转股的过程

¹ 陈卫东,中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国银行国际金融研究所常务副所长

² 赵 雪,中国银行国际金融研究所研究员

中，会对转股行业进行选择，一般遵循市场化原则，将符合国家产业政策、涉及国计民生等相关行业作为转股的首选。为那些经营情况相对较好而暂时出现财务压力的企业及“先进行业”提供金融支持，实际上就是利用市场化手段淘汰落后产能的过程。此外，通过实施债转股，短期内稳增长、保就业等方面的压力将得到有效缓解，为有效推进供给侧结构性改革提供了时间窗口。

国际银行业持有企业股份的六大经验

银行持有企业股份是国际银行业的普遍做法。根据国际银行家协会（IIB）2014年的调查，其38个成员中，除了中国内地以外，其他国家和地区的银行均可在一定程度上持有企业股权，范围包括了美、日、英、欧盟等发达经济体，以及俄罗斯、新加坡、巴西、印度等新兴市场国家。这些国家的银行业在持股比例、股权管理等方面形成了较为成熟的模式，主要有以下几方面经验值得借鉴：

第一，银行持股对企业去杠杆发挥了重要作用。通过持股的方式帮助企业去杠杆已成为国际银行业的普遍做法。例如，20世纪70-80年代，日本银行业曾向马自达公司等经营困难的企业注资；德国银行业也曾增持德国金属股份有限公司等企业的股份。2015年，日本瑞穗金融集团、三菱日联金融集团与夏普公司签署了债转股协议，帮助企业度过难关。

第二，遵循市场化原则，政府有序推动。银行持股一般遵循市场化原则，有业务往来的企业是银行持股的首选。此外，政府在推动银行通过持股的方式帮助企业去杠杆方面的作用不容忽视。例如，日本企业再生支援机构（具有官方背景）着力推动日本航空破产重组，并有序推动日本航空将存量债务转为股权，减少经营负担。

第三，综合考虑市场环境，保持适度持股比例。受经济周期、防范风险等因素影响，各国银行业的持股比例均经历了多次调整，呈现先上升后下降的趋势。日本银行业持有单一企业股权的比例曾达10%的水平，目前降至5%以下。德国长期以来对银行持有单一公司的股权比例没有明确限制，银行资本金是主要约束。近年来，德国银行业持股比例也呈现下降趋势。1995年，德意志银行持有戴姆勒（后与克莱斯勒合并）公司超过20%的股权，2000年时下降至10%左右，2005年以来下降至5%以下。



第四，针对不同国情设立多种股权管理模式。银行持股主要有三种方式：一是以日、德为代表的直接管理模式，主要通过内设部门进行管理；二是以美国为代表的间接管理模式，主要通过控股子公司进行管理；三是成立专营机构进行管理，比如在英国，巴克莱、汇丰、劳埃德、渣打等联合成立“中小企业成长基金”，以私募股权基金的形式管理企业股权。

第五，相机治理，灵活退出。银行一般不参与企业的经营管理，在企业经营恶化、出现重大亏损等情况下，银行可深度参与，甚至派遣管理人员接管企业。例如，日本住友银行和住友信托除了将马自达公司部分债权转为股权外，还派驻高级管理人员担任公司董事或部门高管。在企业经营好转后，一般按照市场化原则，逐步退出对相关企业的持股。

第六，完善相关法律及监管措施，提供制度保障。日、德两国均在制度上规定商业银行可以直接投资企业；美国也不断修改相关法律法规，完善金融机构持股条件。德国《银行法》、日本《关于禁止私营垄断及确保公平交易的法律》、美国《银行控股公司法》、《金融服务现代化法》等均对银行业持股的方式、持股比例等多个方面进行了规定，为银行业持股提供制度保障。

总体来看，在混业经营模式下，银行通常选择直接管理模式；在分业经营模式下，银行通常选择间接管理模式。各国银行业多遵循市场化原则，根据企业经营情况及银行风险承受能力，适度持有企业股权。此外，在银行持股过程中，政府、监管部门多方配合，发挥了重要的作用。

关注债转股推进过程中的四大问题

虽然目前债转股的试点方案和实施细则尚未出台，但部分商业银行已开始探索实施。无论从国际经验来看，还是从上轮债转股的效果来看，债转股的实施都是一个较为长期的过程，转股行业的选择、转股企业公司治理、转股后的退出机制等都是复杂的系统工程，应妥善处理好在债转股推进过程中的相关问题。

第一，转股企业的选择标准需进一步明确。科学选择转股企业是顺利实施债转股的前提。转股企业的选择应遵循市场化的原则，充分尊重债权人和债务人的意愿，将符合国家产业政策、涉及国计民生等相关产业作为首选。建议将战略性

新兴产业、“一带一路”重要节点企业、“中国制造 2025”等相关企业作为首批试点企业。可将企业对稳增长、保就业等方面的贡献程度作为参考指标，但也要避免出现“大而不倒”的问题。

第二，持股方式有待探索。从国际经验来看，银行持股主要包括直接持有和间接持有两种方式。目前银行直接持有企业股份受到《商业银行法》的限制，且《商业银行资本管理办法（试行）》规定，银行直接持股需计提 400%至 1250% 的风险权重，按此要求实施债转股会影响商业银行资本充足率。银行间接持股主要以子公司代持为主，但需注意转股定价和子公司经营风险等问题。此外，转让给资产管理公司或成立资管计划也是可行之选，但要处理好转股的定价和投资回报等问题。

第三，持股比例及退出机制需进一步研究。确定适当的持股比例是实现债转股效果的关键，可参考日本经验将银行持有单一企业股份限制在 5%以内。在综合考虑企业经营管理水平的前提下，应对持股商业银行股东的派驻形式、管理职能等方面加以规定，在完善企业公司治理的基础上，保证企业经营的可持续性。此外，要科学设定持股期限及退出方式。根据财政部 2005 年《银行抵债资产管理办法》，抵债股权应自取得日期 2 年内予以处置。建议根据经济周期的发展阶段、企业经营及资本市场波动情况，适当采取上市、企业回购和向第三方转让等方式逐步退出，其中，采取上市退出的方式可适当延长持股期限，避免造成市场频繁、大幅波动。

第四，监管、相关法律等方面有待突破。目前，银行持股仍受到《商业银行法》的限制，虽然可根据实际情况报国务院逐笔审批，但如何提高效率，实现从逐笔审批到批量作业，仍需监管部门给予支持。可酌情放开综合化经营的限制，并通过适当调整股权资产风险权重、资本充足率等相关监管指标的限制，支持商业银行适当参与债转股。

印度债转股经验

夏乐¹

随着中国经济放缓的持续，企业高负债现象不断扩展恶化，进而拖累银行业不良贷款激增。针对此种状况，中国当局准备重新采用债转股的方式，旨在解决企业负债沉重和银行业不良贷款等问题。

对于债转股项目的具体操作流程，目前决策层尚未出台明确的规定。由于债转股操作本身设计利益相关方较多，在设计机制上需要考虑各方激励相容条件，因此决策层对此不得不谨慎从事。

在我们看来，一个完善的债转股项目流程应当包括以下五个要点，即解答五个方面的问题：1）债转股计划是由单一银行、多个银行联合还是通过商业银行与资产管理公司合作来处置对企业的债权；2）以何种价格进行债转股；3）银行债转股后对企业的持股比例是否需要设定最低标准；4）是否对银行持股设定最长时间限制；5）银行如何对债转股形成的持有股权计提资本。

事实上，债转股形式在海外也不乏先例。例如去年印度也开始尝试用特定的债转股计划来帮助银行解决不良贷款问题。值得注意的是，印度储备银行（央行）已经对银行的债转股操作流程出台管理政策，在某种程度上正可为我国的债转股计划所借鉴。

我们根据前面提出的五个要点介绍印度银行的债转股计划，首先，印度的债转股计划必须是同一债务人的多个银行共同实施的，这些银行需要建立一个债权人联合协调小组（Joint Lenders Forum），并以此为平台讨论、协调并实施债转股计划。这个小组也可以纳入其他非银行金融机构或是其他专业机构。我们认为，这种包括多个债权人的制度设计有助于避免银企串谋、恶意逃废债务现象的出现。当然，其弱点是增加银行之间协调的成本和时间。

第二，印度储备银行规定，债转股实施的价格应当以市场化的“公允价格”

¹ 夏乐，中国人民大学国际货币研究所研究员、西班牙对外银行研究部亚洲首席经济学家

计入，对于上市公司而言，债转股的价格不应超过上市公司股票的市场价格；而对于非上市公司而言，债转股的价格不应超过经调整后的每股净资产价格。这种公允价格的限定旨在避免银行在债转股过程中付出过高的对价而引起损失。

第三，印度储备银行要求，在债转股实施之后，债权人联合协调小组应当取得至少 51% 的股份。这意味着企业的绝对控制权将会落入债权人银行手中，这些银行可全权处置企业资产。特别是，银行可以为企业寻找新的管理层，以帮助企业提高营运效率，摆脱财务困境。这一规定确立银行在资产处置过程中的主导地位。

第四，在债转股实施之后，银行应当在 18 个月之内处置完所持有的股权，即为企业寻找新的投资人。即便银行不能出售所有的 51% 股份，也应当至少出售 26%，并保证新的投资人成为最大股东。此规定避免银行持有股份过长时间，银行持股定位于过渡性安排。

最后，在债转股实施之后的 18 月内，银行需要赋予所持股份 150% 的风险权重以计算资本充足率。而在债转股实施 18 月之后，银行则需要对所持有的股份预留等额的资本。此规定是利用资本充足率约束激励银行早日处置股权资产，避免银行成为长期股东。

经过精心设计印度债转股计划，其最终目的在于实现管理层的更替。银行还可以在寻找新的投资者过程中改善公司的治理结构，最终达到化解银行不良资产的作用。他山之石，可以攻玉。尽管我国的情况与印度有所不同，在设计我国债转股操作流程的过程中，印度的经验仍可以提供重要借鉴。

还有一点需要指出的是，在印度的债转股计划中，并未区分参与企业的所有制性质。这也意味着一些经营不善的国有企业，可能通过债转股的形式转为民营。事实上，在印度实行债转股的银行大多是国有的，债转股既能盘活经营不善的国有资产，又可减少国有银行的损失，至少从机制设计上讲，印度的债转股计划的确是国民两利、公私兼顾。



债转股：可能需要关注的几个问题

李少君¹

2014 年以来，从宽货币到宽信用的阻塞一直是困扰实体经济复苏、放大金融资产价格波动的根源。这一阻塞的核心症结就在于企业债务成本高企、银行不良率上行背景下借贷双方资金供需不匹配。

中国经济两大最重要的间接融资主体，一是地方政府（债务占 GDP40%），二是企业（债务占 GDP150%）。2015 年开始的地方债务置换实际上就是意在降低地方政府债务成本，同时提高银行资产质量、盘活信贷空间。那么企业债务层面，如何解决部分企业存在的债务负担高、不良率高的双高问题呢？

债转股或许是个开始。

4 月 3 日，据财新报道，“我国首批债转股规模为 1 万亿元，预计在 3 年甚至更短时间内，化解 1 万亿元左右规模的银行潜在不良资产；债转股对象为有潜在价值、出现暂时困难的企业，以国企为主；债转股对象的贷款在银行账面上多反映为关注类甚至正常类贷款，而非不良贷款。僵尸企业不得参与，财政不再兜底。”由此看来，此次债转股显得与时俱进，并非完全复制 1999 年债转股的经验。

本报告通过回顾 1999 年的债转股以及对比当前正在推进的债转股，试图回答以下问题：

一、1999 年债转股回顾

- 1、1999 年推出债转股是什么样的背景？
- 2、1999 年债转股是如何推进的？
- 3、1999 年债转股对各参与主体的影响如何？
- 4、1999 年债转股有哪些可优化之处？

二、此次债转股展望

¹ 李少君，中国人民大学国际货币研究所研究员、民生证券首席策略研究员

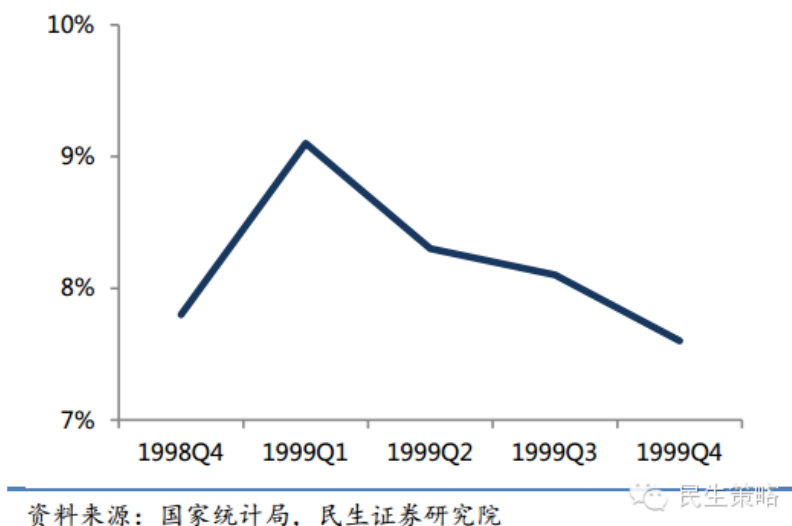
- 1、新一轮债转股即将启动？
- 2、此轮债转股有什么新特征？
- 3、AMC 在债转股过程中将起什么作用？
- 4、债转股实施可能涉及哪些法律问题？
- 5、债转股如何影响商业银行财务状况？
- 6、债转股承接主体的资金来源问题

一、1999 年债转股回顾

（一）1999 年推出债转股是什么样的背景？

经济增速下滑，低效产能过剩。1999 年 4 季度，我国 GDP 增速降至 7.6%，接近亚洲金融危机最严重时期 1998 年 2 季度的 7.2%。造成这种现象的原因主要有两方面：一是经过 90 年代初期经济高速增长，国民经济积累了大量低效产能，产品供给结构与国内外需求不匹配，结构调整和产业升级进展缓慢；二是虽然 1998 年中央实施积极的财政政策和货币政策以应对亚洲金融危机，但由于资本市场和银行体系不健全，中央调控效率不高。

图 1:1999 年 GDP 增速出现下滑



货币政策宽松，政府主导融资制度，银行不良率高企。1998 年，央行实施一系列宽松的货币政策，包括取消对国有商业银行的信贷规模限制、调低银行准备金率、鼓励国有商业银行扩大放款规模等。然而，当时贷款优先顺序和额度均由政府主导，国有企业融资优势明显，商业银行缺乏对贷款项目进行甄别、事中



及事后监督的有效手段，不良贷款率攀升。1999年，国有商业银行不良贷款率高达41%，不良贷款占GDP的比重为29.7%，银行财务负担压力较大，经营效率低下，现代银行制度建立遇阻，因此银行不良贷款有待盘活，增加资产流动性。

国企杠杆居高位，亏损现象严重，管理和经营机制问题凸显。1980年至1993年，国企资产负债率从18.7%飙升至67.5%，1999年，国企平均资产负债率达75.1%以上。1999年，全国国有企业净资产利润率为2.1%，但相比之下，短期贷款利率达5.85%，财务费用成为国有企业沉重的负担，亏损现象严重，实现“三年脱困”成为首要目标。此外，在向社会主义市场经济体制转变的过程中，国企生产经营、人事管理、收入分配和技术创新暴露出越来越多的问题，需要加快改革步伐，建立现代企业制度。

（二）1999年债转股是如何推进的？

1999年，国家先后成立信达、华融、长城、东方四家资产管理公司，财政部为其各提供100亿元资本金，持有其100%股权。四大资产管理公司用8200亿元固息债券和5700亿元现金剥离1.4万亿元相对应银行的不良贷款，其中信达对应建行，华融对应工行，长城对应农行，东方对应中行。此外，国家开发银行可进行债转股，是当时唯一能自行债转股的银行。

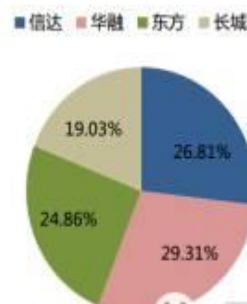
2000年，四大资产管理公司与580家企业签订债转股协议，580家企业债转股总额占待剥离不良贷款总额的29%。根据这些企业的经营状况，我们总结出国家挑选债转股企业的特点：一是属国家重点，地位重要，但困难很大；二是实物资产质量高，有市场潜力；三是亏损的主要原因在于负债过重，对企业债转股减轻负债可实现扭亏为盈。

图 2: 2000 年签订债转股协议企业规模



资料来源：民生证券研究院

图 3: AMC 接受银行不良贷款的比例

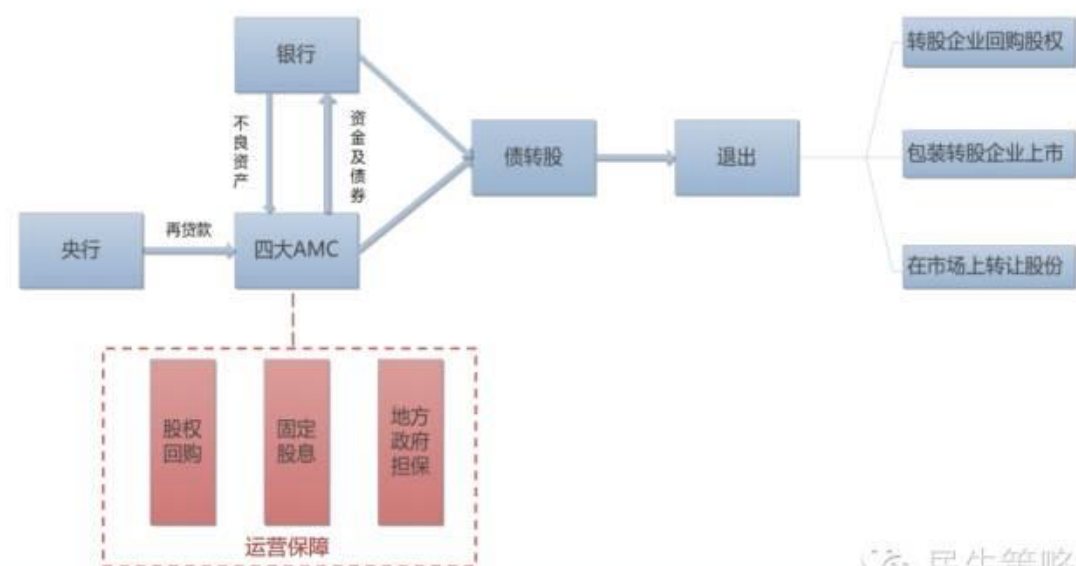


资料来源：民生证券研究院

AMC 拥有完整的不良贷款运作流程，成为债转股主力军。与各商业银行相对应的 AMC 从中央银行获得再贷款，以面值从相应的商业银行收购对企业的债权，并将债权转为 AMC 对企业的股权，AMC 主要通过三种方式从企业退出并偿还再贷款，一是企业回购 AMC 持有的股权，二是 AMC 将转股企业包装上市，三是 AMC 将所持股份通过市场化手段转让给第三方。由于符合上市和具备回购能力的企业占少数，向第三方转让成为主要的退出渠道。

AMC 的运营具备安全保障。实际中，各资产管理公司与转股企业签定的债转股协议一般有三个共同点，第一是普遍有回购条款，即企业承诺在若干年内（最长 10 年内）将 AMC 所持有的股权回购，AMC 顺利实现退出；第二是企业一般都要承诺对 AMC 所持有的股份支付固定的回报率，或以回购溢价的方式来实现这种固定回报率，固定回报率水平一般不能低于 AMC 获得再贷款的利息率；第三是地方政府对股转债公司进行担保，尤其是确保 AMC 的安全退出，如承诺优先考虑转股企业的上市等。

图 4: 债转股流程



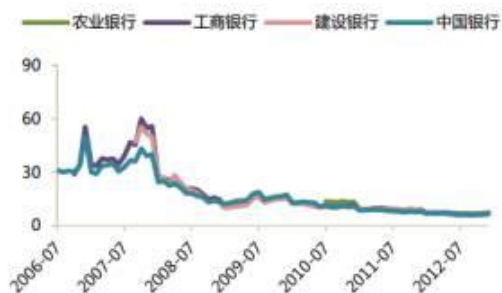
资料来源：民生证券研究院

（三）1999 年债转股对各参与主体的影响如何？

银行摆脱不良资产重负，业绩大幅改善。从 2001 年至 2005 年，国有商业银行不良贷款余额减少了 50.5%，不良贷款率由 31% 降至 10.5%，摆脱不良资产的包袱后，银行业绩大幅改善，银行业迎来大发展时代，四大行先后完成引进战略

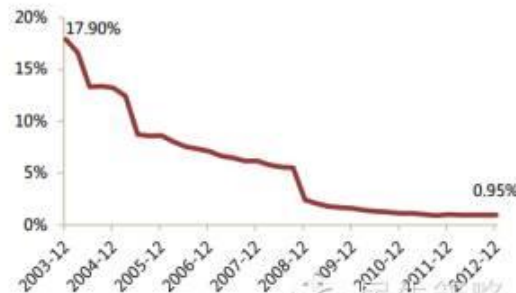
投资者、发行上市等改革任务。国有银行净利润从 2006 年的 1427 亿元，一路飙升至 2011 年的 6236 亿元，五年之内实现翻两番。

图 5: 债转股后银行净利增速快速上升, PE 估值下降



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 6: 商业银行不良贷款率大幅下降

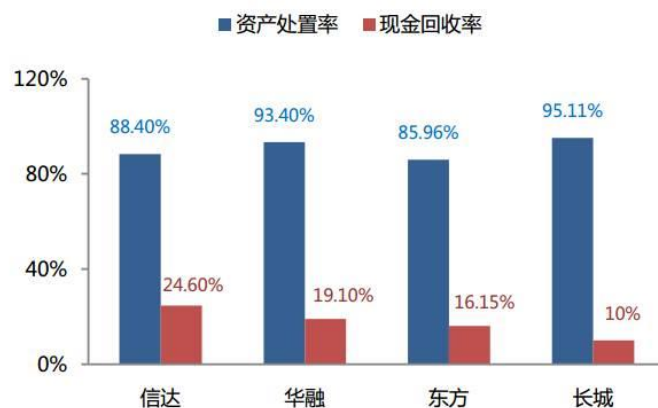


资料来源: WIND, 民生证券研究院

国有企业实现杠杆率下降、扭亏为盈，得到改革和发展的空间。从短期看，实施债转股直接降低企业利息费用，改善盈利状况，2000 年与 AMC 签订转股协议的 580 家公司中，各企业平均资产负债率由 68.68%降为 45.62%，平均每月可减轻的利息负担为 37.23 亿元，预计 2000 年盈利的企业有 439 家，占总数的 87.1%，其中有较大盈利的有 92 家；从中长期看，债转股为改善行业外部环境和企业基本面创造机会，为实施制度性变革、建立有效的公司治理结构争取了时间。

四大 AMC 现金回收率超预期，但政策性目标致短期压力较大。截至 2006 年底，四大 AMC 基本完成政策性不良资产的处置任务，累计接受不良资产 1.42 万亿，已处置 1.14 万亿，其中接收商业化不良资产 8012 亿元，已处置 1656 亿元，回收现金 0.22 万亿元，累计现金回收率 19.2%，超出国家预期。但为完成政策性任务，四大公司成立之初财政拨付的 100 亿资本金中 80%为实物资产，现金流出现困难，处置资产回收的现金不足偿还再贷款及利息，账面政策性业务损失压力较大。

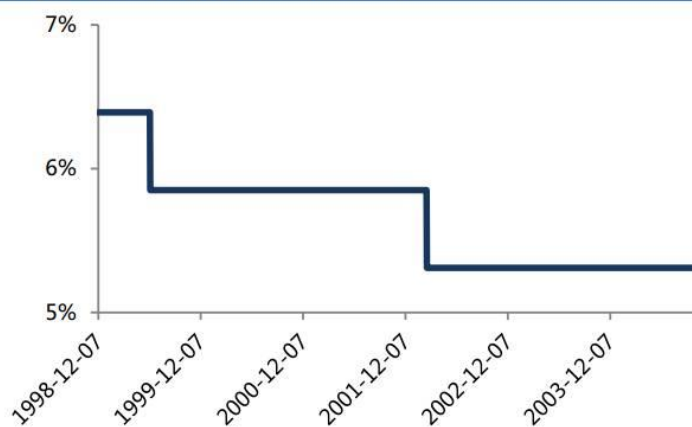
图 7:AMC 主要经营指标（截至 2006 年底）



资料来源：银监会，民生证券研究院

无风险利率下降，股票估值提升。1999 年实施债转股后，商业银行不良贷款率下降，资金盘活，获得释放更多信用的机会，短期贷款利率水平下降，企业的资产负债表也得到修复。企业资产负债表的修复、企业盈利的改善和短期贷款利率水平的下降叠加，股票的估值水平上行。

图 8:短期贷款利率水平呈下降趋势



资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）1999 年债转股有哪些可优化之处？

1999 年债转股基本完成了初始目标，但仍存在一些需要优化之处。

一是由于信息不对称，难以辨识申请债转股的国有企业是否真正符合债转股标准，地方政府为摆脱负担将困难企业推给国家，这种逆向选择的道德风险导致国家实际上为一大批破产企业买单。

二是债转股涉及的多个利益主体目标并不一致，利益冲突下债转股难以达到成立初衷。一方面，债转股的核心应在于管理重组，但实施债转股后，AMC 未成

为实质股东，企业经营层基本未变，经营理念、治理结构未发生变革；另一方面，企业和银行将风险转移给 AMC，风险未得到化解。

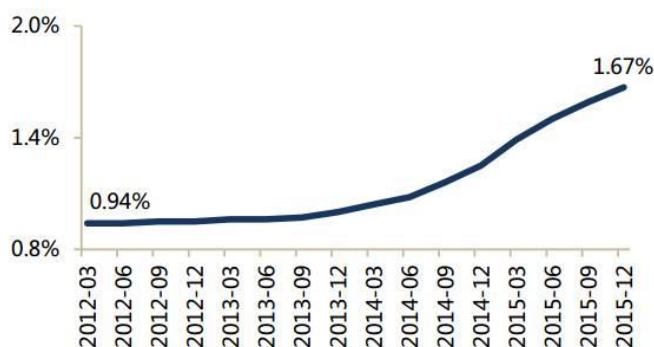
三是 1999 年债转股之后的 10 年中，四家资产管理公司承担了不良资产处置的任务，但回收金额与始负债金额相距甚远。四家资产管理公司因此负担了大量政策性再贷款的本金和利息的偿还责任，产生了大量的挂账亏损。政策性业务资产和负债的处置方案也成为了资产管理公司转型的难点。

二、此次债转股展望

（一）新一轮债转股或将实施

债务杠杆加速攀升，经济下行背景下，实体债务成本高企与利润恶化形成负向反馈，银行业不良资产上升，金融风险加剧。截至 2014 年底，中国经济整体负债总额 150.03 万亿元，占 GDP 的 235.7%，较 2008 年增长 51pcs，其中实体部门债务 138.33 万亿，占 GDP 的 217.3%。2015 年四季度，商业银行不良贷款率达 1.67%，连续 10 个季度上升，不良贷款余额连续 17 个季度上升。根据四大行 2015 年年报，四大行 2015 年净利润增速均不及 1%，不良贷款率连续三年上涨，拨备覆盖率连续三年下跌，逼近 150%。

图 9: 商业银行不良贷款比率再攀升



资料来源：WIND，民生证券研究院

民生策略

新一轮债转股获肯定，具体仍在筹备。外媒报道，中国将出台相关文件，允许商业银行在不良资产处置领域实施债转股；国务院总理李克强两次提及债转股，称可通过市场化债转股，逐步降低企业杠杆率，改善实体经济；4 月 3 日，据财新报道，“首批债转股规模为 1 万亿元，预计在 3 年甚至更短时间内，化解 1

万亿元左右规模的银行潜在不良资产；债转股对象聚焦为有潜在价值、出现暂时困难的企业，以国企为主；这类企业在银行账面上多反映为关注类贷款甚至正常类贷款，而非不良贷款。”债转股将成为供给侧改革的重要辅助工具。

图 10: 相关人士多次提及债转股



我们认为，此次国家实施债转股主要是出于以下考虑：

第一，降低企业部门杠杆，缓解潜力企业债务压力。目前商业银行关注类贷款 2.89 万亿，该类贷款投向的企业，如果能够有效降低企业的债务负担，降低企业的杠杆，也将有利于企业控制成本，在一定程度上提高企业的竞争力。且该类企业往往如果能够在一定程度上降低财务成本，将在边际上显著改善企业的盈亏状态，如果企业未来的确处于前景相对较好的行业，且企业具有一定的竞争优势或特点，则通过债转股往往能够避免企业因债务负担过重或流动性压力，带来的企业财务困境。

第二，抑制银行不良率快速上升，降低系统性金融风险。市场预期此次债转股主要对象是关注类贷款，2015 年商业银行关注类贷款增长较快，若经济无显著改善，关注类贷款向不良转化速度可能会加快，可能会导致银行资产负债表随之恶化。

第三，助力国企改革和产业结构调整。出于历史原因，存量贷款中，尤其是大行贷款往往国企占比较高，结合政策层面产业转型升级的导向，处于战略转型期或有重组并购意图的国企有望凭借债转股改善资产负债表、减轻债务压力，债转股为国企改革争取了时间，压缩了成本。同时，避免对僵尸企业进行债转股是



从企业融资成本和债务成本上对产业结构调整是推动。

（二）此轮债转股有什么新特征？

虽然债转股政策尚未出台，但已有企业和银行试水先行。熔盛重工是最大的民营造船厂，受市场大环境影响，盈利能力下滑，2013 年、2014 年和 2015 年上半年，分别亏损 86.8 亿元、77.5 亿元和 20.3 亿元。3 月 8 日，公司发布公告称，拟向 22 家债权银行发行 141 亿股股票、向 1000 家供应商债权人发行 31 亿股股票抵消 171 亿元债务，其中向中国银行发行 27.5 亿股股票抵消 27.5 亿元债务，中国银行持股比例将达 14%，成为公司最大股东。

根据目前市场公开信息和熔盛重工实施债转股的先例，我们认为新一轮债转股将拥有以下新特征：

1. 主要承接人或由 AMC 扩展至商业银行。1999 年进行债转股时，四大行不良贷款均由 AMC 承接，仅国开行拥有自行转股权，而在此次债转股中，商业银行将得到直接进行债转股的机会。从熔盛重工债转股的案例看，由银行主导的主要原因是：

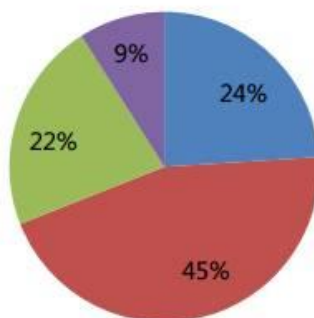
一是涉及的债权人数量多，包括数十家银行及供应商，如果由四大资产管理公司主导债转股操作程序较为复杂，需要与众多债权人分别谈判协调；

二是交易金额较大，对于单家资产管理公司来说，百亿级别的债转股规模过大。四大 AMC 中，规模最大的信达总资产为 6579.57 亿元，类似熔盛重工这样百亿级别的债务规模，一家资产管理公司消化难度较大。

三是银行在不良资产核销和转让中损失较为严重。目前银行大部分的不良资产是通过核销和转让处置的，合计占比 67%。由于呆账核销和资产转让要增提准备金、冲销拨备，对利润、拨备覆盖率、拨贷比会产生负面影响，而且资产转让折扣越来越低，有抵押的资产折扣率目前一般在 60%~80%，弱担保资产外部普遍不愿接受，即使接受，折扣率也多在 10%~30%。因此资产转让和核销损失较大，利润和拨备已经越来越难以承受。因此，银行有动力利用创新手段处理关注类贷款和不良贷款，以减少潜在损失。

图 11:2015 年银行处置不良资产的主要渠道

■ 不良资产证券化 ■ 不良资产转让 ■ 坏账核销 ■ 混改

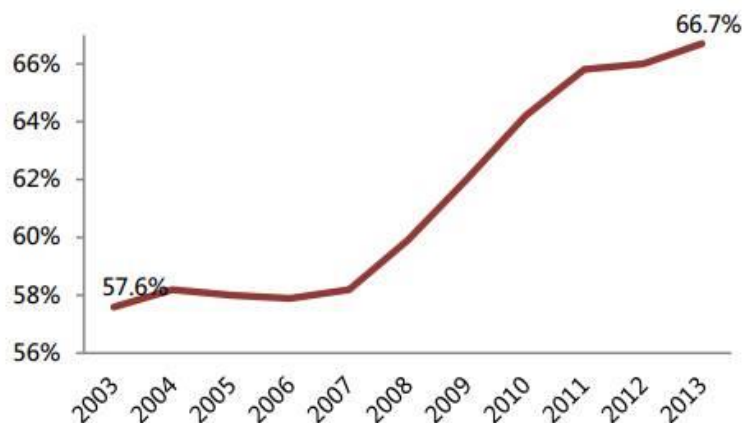


资料来源：《2015 中国金融不良资产调查报告》，民生证券研究院

2. 预计本次债转股企业筛选标准更加严格，首批进行债转股的是关注类和正常类贷款。2015 年，除建行外，其余四大国有银行关注类贷款占比仍在攀升，工行 2015 年末关注贷款 5204.92 亿元，增加 2007.08 亿元，占比 4.36%，2014 年年底占比为 2.9%；交行 2015 年末关注类贷款占比也由 2014 年的 2.68% 上升至 3.17%。关注类贷款规模及占比是判断未来不良贷款走势的一个重要指标。2016 年经济复苏势能可能依然较弱，关注类贷款向不良贷款的转化风险较高。

3. 此次债转股或以降杠杆为目标，坚持供给侧改革，不为僵尸企业买单。1999 年进行债转股时，剥离的不良贷款集中在基础设施建设行业中，主要是煤炭、化工、石化、冶金、机械等。与 1999 年兜底国有企业不良债务不同，本次债转股在供给侧改革大背景下，降杠杆要坚持转型与化解过剩产能的目标。截至 2014 年底，中国经济整体负债总额 150.03 万亿元，占 GDP 的 235.7%，较 2008 年增长 51pcs，其中实体部门债务 138.33 万亿，占 GDP 的 217.3%，非金融企业杠杆率偏高，去杠杆成为供给侧改革大背景下的重要任务。本轮债转股更强调依靠优胜劣汰，加速市场出清，因此扶持的重点仅限于传统中的龙头、新兴中的黑马，这些企业出现暂时困难，长期潜力看好，其贷款在银行报表上多反应为关注类或正常类，而对应银行不良贷款的“僵尸企业”则与债转股无缘。就整个产业结构来看，也应该避免盲目对僵尸企业进行债转股。

图 12: 国有企业资产负债率逐年上升



资料来源: WIND, 民生证券研究院

民生证券

4. 采用市场化定价原则, 商业银行将提升议价能力。1999 年, 出于政策性任务, AMC 剥离 1.4 万亿不良资产采用的是账面价值收购方式。但国务院总理李克强称此次债转股将采用市场化办法, 这意味着贷款收购价格将随行就市。2014 年, 商业银行向 AMC 出售不良资产包的折扣平均低至 2~3 折。截止 2015 年底, 商业银行正常贷款 72 万亿、关注类贷款 2.89 万亿。与上一次债转股相比, 由于历史阶段、机构发展等原因, 此前往往以资产包+批发+统一定价的方式进行, 此次很可能会更加细化, 具体结合更多的企业微观数据及行业发展情况。从这个角度而言, 银行拥有更多的信息优势, AMC 则拥有更多的技术优势和经验。

5. 预计部分额度会采用投贷联动方式进行。投贷联动是指商业银行与专业投资机构联合为企业融资服务。通过投贷联动模式, 商业银行债转股后以股权出资与投资机构成立专门产业基金, 由产业基金代表银行参与公司治理。投贷联动模式下, 企业、银行、投资公司利益一致, 企业未来可以得到贷款便利、投资方发挥前期筛选和投后管理优势, 为企业后续发展提供条件。

6. 承接人退出机制更加完善。1999 年我国产业结构较为单一, 股票市场不发达, AMC 退出途径受限, 短期并未实现盈利。现在资产证券化率大幅提高、另类资产交易机制更加成熟, 多层次资本市场趋于完善。就当前而言, 理论上退出机制包括股权市场直接退出、重组后股权市场退出、重组后再资产证券化退出以及公司回购等方式, 退出的交易对手也更加丰富, 如金融机构、企业、国际投资者、普通投资者等。

（三）AMC 在债转股过程中将起什么作用？

AMC 在不良资产处置领域具备专业优势，或将加入试点名单。AMC 获得不良资产债权后，发展出了丰富的债权处理方式，包括诉讼追偿、资产重组、债转股、多样化出售、资产置换、租赁、破产清偿和证券化等，通过不良资产处置主业收益颇丰，累积了资本，获得了相关人才、专业经验，因此未来将有很大概率加入债转股过程，华融资管董事长赖小民、长城资管总裁张晓松均表示正在争取加入首批试点。

图 13: AMC 拥有多元的不良资产处置方法



资料来源：《互联网理财资产供给》，民生证券研究院

图 15: 中国华融盈利情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14: AMC 不良资产处置方式占比



资料来源：《2015 中国金融不良资产调查报告》，民生证券研究院

图 16: 不良资产业务收入占华融收入比重最大（2015 年）



资料来源：WIND，民生证券研究院

银行实施债转股后，转让 AMC 可能成为银行退出的重要渠道。目前《商业银行资本管理办法（试行）》中第六十八条的规定“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%”。关注类贷款或正常贷款转股后，银行风险资本权重上升，资本充足率下降。因此，除非转股公司未来发展前景非常确定、分红率维持高水平，不然银行并无动力长期持有股权。

（四）债转股实施可能涉及哪些法律问题？

第一，《商业银行法》规定，银行可以将债务人的债权转换为股权，但是资产需要在两年内得到处置。目前银行进行债转股并未违反法律，只是需要发展更



灵活的渠道处置这些股权。

第二,《商业银行法》规定,商业银行在境内不得从事信托投资业务和证券经营业务,不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资,国家另有规定的除外。此规定中存在银行进行债转股的突破点,例如熔盛重工称“公司建议与债权银行或其指定实体订立债权银行认购协议”。为达到合规要求,目前商业银行通过子公司、表外理财和 AMC 进行债转股都可以成为备选方案:

1、子公司:商业银行可通过子公司进行股权认购,减少交易环节和谈判时间,提升不良贷款处置效率,若企业业绩好转,商业银行将获得更多剩余收益。

2、表外理财:以商业银行的理财资金对企业进行股权投资,企业用融资股本偿还银行贷款,完成债转股。

3、AMC:商业银行将不良资产出售给 AMC,由 AMC 完成债转股,可以将贷款从资产负债表中彻底转出,隔离风险。

(五) 债转股如何影响商业银行财务状况?

《企业会计准则第 12 号—债务重组》规定,“将债务转为资本的,债权人应当将享有股份的公允价值确认为对债务人的投资,重组债权的账面余额与股份的公允价值之间的差额,计入当期损益。债权人已对债权计提减值准备的,应当先将该差额冲减减值准备,减值准备不足以冲减的部分,计入当期损益。”

实施债转股过程中,银行对企业的债权转变为股权,由债权产生的利息收入不再产生,主营业务收入减少,因进行债转股的是关注类甚至正常类资产,所以假设股权的公允价值与债权账面价值相等,同时不良资产规模不变,银行对各个风险指标均有最低要求,当期拨备基本不变。那么,商业银行财务状况所受影响如下:

1、利润表。商业银行贷款利息收入下降致使其主营业务收入下降,净利润减少;若从债权类资产调整至股权类,则拨备压力亦随之改变。

2、资产负债表。资产端权益类资产增加、债权类资产减少,且由于债券类计提的资产减值损失与市场化原则下计提的权益类资产折价不必然相等,在非成本法几家核算室,两种科目的转换会产生资产净额差异,负债端不变,所有者权益端受净利润影响减少。

3、拨备覆盖率。关注或正常类贷款债转股,不良贷款规模不变,拨备计提

中的正常类和关注类会发生变化，专项准备随之变化，但由于正常类和关注类计提比率较低（分别为 1%和 2%），对拨备覆盖率影响不大。

4、资本充足率。根据《商业银行资本管理办法（试行）》，“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%”，债转股导致银行加权风险资产增加，资本充足率下降。

由此看来，虽然此轮债转股没能明显改善商业银行账面业绩，但是若正常类或关注类贷款日后转变为不良贷款，银行将计提更多拨备，造成更多净利润损失，所以实施债转股对于优化银行资产质量具有重要意义。

表 1:2015 年各类贷款拨备（单位：百亿元）

分类	规模（四大行）	拨备率	拨备
正常类	3834.81	1%	38.35
关注类	142.70	2%	2.85
次级类	30.38	25%	7.59
可疑类	31.01	50%	15.50
损失类	7.55	100%	7.55
合计	4046.44		71.84

资料来源：民生证券研究院

（六）债转股承接主体的资金来源问题

由于债转股涉及到债务主体（企业）、债权主体（银行）及承接主体（银行、AMC、或其它金融机构），当承接主体与债权主体为同一银行时，由于只涉及会计分录的变化、不涉及现金交易，因此与承接主体不涉及资金来源问题。而当二者不一致时，承接主体的资金来源则值得关注。

可能一：自有资金。例如承接主体为 AMC 或其他金融机构（子公司等）在一定规模内，承接主体可以自有资金为对价来源，与原债权银行进行市场化交易，但由于当前 AMC 或其他金融机构总体总量仍较小，且债转股类资产总体流动性较差，因此该类资金来源支持大规模债转股的力量总体不足（如华融总资产 7500 亿元，长城总资产 4300 亿元）。

可能二：募集资金。承接主体在自有资金规模有限的情况下，往往需要外部资金来源，可探讨的方式包括通过债权类金融工具（如基金份额、固定收益类产品等）公开或定向募集资金。从可能的具体形式而言，如银行理财、专项处置基



金等。

可能三：其他资金来源。除上述方式外，资金还可以源于划拨资金、划转资产等作为对价。

世界经济形势与新兴市场资本流动

魏本华¹

编者按：

2016年4月15日，国际货币基金组织(IMF) 2016年《世界经济展望报告》发布会在中国人民大学成功举行。本次会议由中国人民大学国际货币研究所(IMI)、国际货币基金组织驻华代表处、欧美同学会中国留学人员联谊会金融委员会、中央财经大学全球经济大数据精准洞察实验室联合举办。IMF驻中国首席代表 Alfred Schipke，副代表 Raphael Lam，IMF经济学家 Lian Weicheng，IMI学术委员、国家外汇管理局原副局长魏本华出席会议并发表演讲。发布会由IMI学术委员、中国人民银行国际司原司长张之骥主持。

魏本华局长首先介绍了世界经济形势以及他对中国经济和新兴市场资本流入与流出的看法。他认为，世界经济展望对国际社会和全球经济发挥着重要的作用。世界经济复苏仍在持续，但速度较为缓慢。中国的经济正处于转型阶段，在新常态下强调环保、绿色、包容性增长，改善社会福利，因此经济增长趋势也有所放缓。他呼吁国际社会提升信心，加强国际合作，采取持续有效的政策行动推动世界经济发展。

以下为演讲摘要：

一、当前的世界经济形势

总体来看，当前的世界经济仍在持续复苏的过程中，但是速度缓慢，低于预期水平。国际货币基金组织本期世界经济展望公布的全球GDP预期增速为3.2%，与年初一月份的预测下调了0.2个百分点。

从全球范围来看，当前美国经济复苏稳定，相比之下，欧元区国家预期增速1.5%，日本预期增速仅有0.5%，从GDP预期增速可以明显感觉到，欧洲、日本等其他全球主要发达经济体面临着巨大压力，经济增长依然乏力。同时，受到美联储加息和美元升值预期等因素的影响，新兴市场国家普遍出现了货币贬值，它们的金融市场也出现了巨大的下行压力。就目前的全球各个国家的经济政策来看，虽然大部分国家都采取了多种政策并用的办法来提振经济，但是受到政府高赤字和高负债等因素的制约，这些政策最终的实施力度尚有待观察。同时，世界各国

¹ 魏本华，中国人民大学国际货币研究所学术委员、国家外汇管理局原副局长、中国驻国际货币基金组织原执行董事

也应总结在应对金融危机过程中正反两方面的经验，充分意识到随着全球经济一体化进程的日益加深，加强世界各国之间的政策协调的重要性。

二、中国经济的发展

从中国经济发展本身来看，目前中国经济发展进入“新常态”。当下的中国正处在转型升级的关键时期，强调实现在改善社会福利的同时，追求环保绿色可持续的高质量增长。在这种背景下，经济增长的速度势必会有所放缓，但是支撑中国经济快速发展的基本面并没有改变。由此，我们有充分的理由相信中国能够实现既定的经济增长目标。

但同时，我们也应该清楚的认识到当前中国所面临的各类风险隐患，包括如何应对坏账、如何解决和安置下岗工人、如何创造新的就业等问题。目前，中国政府已经采取了有效的方法来应对这些不确定因素。同时，“一带一路”战略的逐步落实，将为中国和沿途国家提供大量的机会和发展动力。综合来看，可以肯定的是中国经济绝不会出现所谓的“硬着陆”。

三、新兴市场资本流动

近期，受到美联储加息、欧洲央行和日本央行相继采取更大范围的宽松政策等多方面的影响，新兴市场资本流动明显加大，新兴市场的资本流动问题再次成为世界关注的焦点。当前我们所关注的焦点主要是新兴市场资本流出所引起的风险问题，但是在讨论这个问题之前，一个更加根本的问题是我们必须首先梳理清楚导致新兴市场资本流出的主要原因是什么。

对于流向新兴市场国家的资本放缓问题，应该综合各个方面的因素来考虑。一方面，流入新兴市场国家的资本放缓是受到美国进入加息周期等国际因素的影响；另一方面，也应该考虑到新兴市场国家所采取的更加谨慎的货币、金融、外汇等政策对资本流入的影响。所以，单凭某一国家的力量是无法解决当前所面临的问题的，只有世界各国相互协调，才能有效应对当前新兴市场资本外流所带来的风险问题，进一步，也只有通过世界各国的携手合作，共同努力，才能找到提振世界经济的有效途径和方法。

国际经济展望—too slow for too long

Alfred Schipke¹

编者按：

Alfred Schipke 先生在致辞中指出，世界经济正在缓慢增长，国与国之前存在较大差距。但是，新兴市场下行压力逐渐减少，对世界经济增长做出的贡献也将越来越大。他通过一系列数据展示了几个经济体的经济增长率，分析了中国经济增长率预测变化的原因。他认为，中国经济增长放缓是因为中国正在过渡到一种更加绿色平衡增长模式。他建议发达经济体进一步推动结构性改革，发挥财政政策的重要作用，同时建议发展中国家采取更加灵活的货币政策和汇率政策，清除各种障碍，提高对金融部门监管力度。

以下为演讲摘要：

一、全球经济增长仍然缓慢且存在下行风险

从全球范围来看，当前世界经济总体正处在一个缓慢增长的时期，但是不同国家和地区之间的经济增长仍然存在着较大差异。一方面，发达经济体增长依然乏力。国际货币基金组织认为其 2016 年的预期增长与 2015 年基本持平，2017 可能略微有所改善。同时，一些发达国家经济下行的风险仍然很高；另一方面，从国际货币基金组织的角度，我们对新兴市场的经济增长持相对乐观的态度。我们认为新兴市场经济下行压力正在逐渐减少，对拉动世界经济增长做出的贡献也将越来越大。我们预计 2017 年，新兴市场经济体的经济将会有更强的提升，同时不同国家之间仍然会表现出很大的多样性。

二、全球经济增长过程中所面临的不稳定因素

同时，我们也必须看到，当前全球经济仍然面临着诸多不稳定因素。我们认为不稳定因素主要来自于以下几个方面：

（一）受到美联储加息和美元升值等因素的影响，新兴市场的资本流入普遍下降，流入某些新兴市场的资本甚至出现无序撤回。一方面，受到美元升值的影响

¹ Alfred Schipke，中国人民大学国际货币研究所学术委员、国际货币基金组织驻华首席代表

响,新兴市场国家货币出现普遍的贬值,资本的加剧流出和货币贬值形成负反馈,这无疑会加剧新兴市场国家经济的不稳定性,另一方面,资本从新兴市场撤出之后,会出现大量的“热钱”,这将极大地加大全球范围内的金融稳定风险。

(二)中国经济增速放缓和再平衡。目前,中国经济发展进入“新常态”,中国经济正处在转型升级和寻找再平衡的重要历史时期。从近期的数据来看,中国经济增速开始放缓,工业产值和投资在 GDP 中所占的比重出现了不同程度收缩。这在一定程度上加大了中国实现既定经济增长目标的压力。但是,我们同时也注意到,中国经济转型升级的一系列改革正在逐步落实,一些改革措施开始初显成效。从总体上看,我们对中国经济的长期发展持积极态度,中国经济增长虽然有所放缓,但是中国正在过渡到一种更加绿色平衡的增长模式,这将有利于中国经济的长期发展。当前中国经济正处在转型升级的重要历史时期,考虑到中国经济在世界经济总量当中的地位,中国经济能否成功实现再平衡将对世界经济复苏产生重要的影响;

(三)受到美元进入升值周期等因素的影响,近年来,世界主要大宗商品(石油、铁矿石等)的价格逐年走低,石油价格甚至在近几年出现了急剧下降。这无疑会对依赖商品出口的低收入国家以及一些新兴市场国家的经济增长造成巨大冲击;

(四)目前,包括欧盟和日本在内的一些经济体仍然处在增长的困境当中,其经济陷入衰退的时间如果进一步延长将会对世界经济复苏造成巨大的负面影响;

(五)同时,我们也必须警惕地缘政治等一些非经济问题可能给全球经济带来的冲击。

三、政策建议

(一)发达经济体

前文已经提到,当前发达经济体的经济增长依旧乏力,对于世界主要发达经济体,我们从以下三个方面提出政策建议:(1)继续货币宽松和资产负债表修复;(2)进行有正对性的结构性改革;(3)加强财政政策对实体经济的支持。

（二）新兴市场和发展中国家

对于新兴市场和发展中国家，我们从以下四个方面提出政策建议：（1）管控风险，继续使用汇率吸收冲击；（2）在实施宽松的货币政策或者财政政策之前应该进行充分的权衡和评估；（3）进行有序安排的结构性改革；（4）加强金融监管和宏观审慎体系建设。

此外，在当前世界经济一体化程度不断加深的背景下，世界各个经济体之间的联系日益紧密，各国需要采取协调性的政策行动来避免同步放缓，同时，各国要进一步的加强现有的安全网，包括全球的安全网和地区层面的安全网，同时提升金融监管力度。

Global growth remains moderate and uneven, with downside risks

Key messages (baseline projections)

- For **advanced economies**, growth in 2016 projected to be very similar to that in 2015
- Slight improvement projected for 2017
- For **emerging markets**, slight improvement projected for 2016
- Stronger pick-up in 2017, as conditions begin to **normalize in stressed economies**
- Much heterogeneity in economic performance

Risks

- Disorderly pull-back of capital flows to **emerging markets**, financial stability risks
- China rebalancing and its cross-border implications
- Impact of weaker commodity prices on exporters (EM & LICs)
- More protracted recessions in economies experiencing distress
- Shocks of non-economic origin

1

Global growth remains moderate and uneven, with downside risks
全球增长仍然缓慢和不平衡，且有下行风险

关键信息（基准预测）

- 对于**发达经济体**，2016年的增长预测非常类似于2015年
- 2017年的预测略有改善
- 对于**新兴市场**，2016年预测略有改善
- 2017年会有更强的上升，因为**承压经济体开始正常化**
- 经济表现有很大的多样性

风险

- 流入**新兴市场**的资本无序撤回，金融稳定风险
- 中国的再平衡及其跨境影响
- 更低的商品价格对出口国的影响（新兴市场或低收入国家）
- 困难中的经济体衰退时间延长
- 非经济问题源带来的冲击

2

Growth projections: Advanced economies

(percent change from a year earlier)

增长预测：发达经济体（相对上年的变化）

	World	Advanced Economies	U.S.	U.K.	Japan	Euro Area	Germany	Canada	Other Advanced Asia
2015	3.1	1.9	2.4	2.2	0.5	1.6	1.5	1.2	2.1
2016	3.2	1.9	2.4	1.9	0.5	1.5	1.5	1.5	2.2
Revision from Jan. 2016	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
2017	3.5	2.0	2.5	2.2	-0.1	1.6	1.6	1.9	2.6
Revision from Jan. 2016	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4

Sources: IMF, World Economic Outlook January 2016 Update; and IMF, World Economic Outlook April 2016.

3

Growth projections: Emerging markets and LICs

(percent change from a year earlier)

增长预测：新兴市场 and 低收入发展中国家（相对上年的变化）

	World	Emerging Market and Developing Economies	China	India	Brazil	Russia	Commodity Exporting Economies	Low Income Developing Countries
2015	3.1	4.0	6.9	7.3	-3.8	-3.7	0.7	4.5
2016	3.2	4.1	6.5	7.5	-3.8	-1.8	1.0	4.7
Revision from Jan. 2016	-0.2	-0.2	0.2	0.0	-0.3	-0.8	-0.5	-0.9
2017	3.5	4.6	6.2	7.5	0.0	0.8	2.6	5.5
Revision from Jan. 2016	-0.1	-0.1	0.2	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.4

Sources: IMF, World Economic Outlook January 2016 Update; and IMF, World Economic Outlook April 2016.

4

What do we assume for our baseline projection?

我们对基准预测做了哪些假设？

- A gradual normalization of conditions in several economies currently under stress
目前处于困难中的一些经济体情况逐步正常化。
- A successful rebalancing of China's economy, with trend growth rates lower but still high
中国经济成功实现再平衡，趋势增长率相对较低但绝对值仍高。
- A pickup in activity in commodity exporters as oil prices recover gradually
因油价逐渐复苏，大宗商品出口国经济活动上升。
- Resilient growth in other emerging market and developing economies
其他新兴市场和发展中国家有活力的增长。

5

Major global realignments shaping the outlook

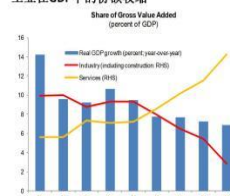
主要的全球变化形成经济展望

- Slowdown and rebalancing in China
中国经济放缓和再平衡
- Further decline in commodity prices, especially oil
商品价格的进一步下降，特别是石油
- Declining capital flows to emerging market economies
新兴市场经济资本流入的下降

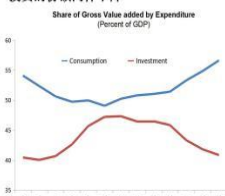
6

1. Slowdown and rebalancing in China 中国经济放缓和再平衡

The share of industry in GDP is shrinking...
工业在GDP中的份额收缩



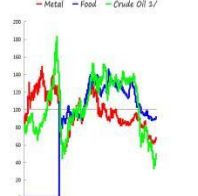
...as is the share of investment
投资的份额同样下降



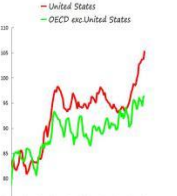
7

2. Sharp reductions in commodity prices, especially for oil... 商品价格急剧下降，特别是石油

Commodity price indices 商品价格指数
(Jan. 1, 2010 = 100, 2010年1月1日=100)



Oil inventories 石油库存
(days of forward demand 远期需求的天数)

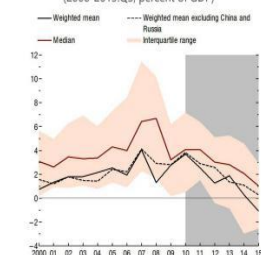


Sources: IMF, World Economic Outlook; IMF, Primary Commodity Price System; and International Energy Agency (IEA).
3/4 APSP (Average Petroleum Spot Price): average of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate, equally weighted.

8

3. A broad-based slowdown in capital flows to Ems 新兴市场的资本流入普遍下降

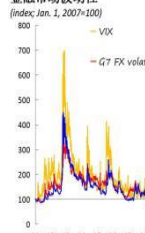
Net Capital Inflows to Emerging Market Economies
(2000-2015:Q3, percent of GDP)



9

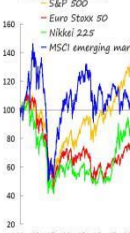
Volatile and tighter financial conditions 不稳定且趋紧的金融条件

Financial market volatility
金融市场波动性
(Index Jan. 1, 2007=100)

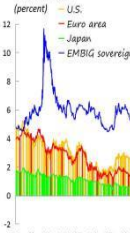


Sources: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Equity prices 股票价格
(Index Jan. 1, 2007=100)



Government bond yields
国债收益率
(percent)



11

Policy Recommendations

Advanced economies

- Continue with monetary accommodation and balance sheet repair
- Tailored structural reforms
- Fiscal support (easing via infrastructure investment where space is available, growth-friendly adjustment where needed)

Emerging Market and Developing Economies

- Continue to use exchange rate as shock absorber (monitor risks)
- Evaluate trade-offs before easing monetary and/or fiscal policies
- Well sequenced structural reforms
- Strengthen financial supervision and macro-prudential frameworks

All countries

- Coordinated policy action might be needed to avoid a synchronized slowdown; make contingency plans now.
- Extend global safety net and financial reform agenda
- Need to cooperatively address other global public good problems, including refugees and epidemics

12

Growth projections beyond 2017 2017年以后的增长预测

AEs: Real GDP Growth 发达经济体：实际GDP增长
(percent; various WEO forecast vintages, 百分比, 多种WEO预测)



Sources: IMF Staff estimates.

EMs: Real GDP Growth 新兴市场：实际GDP增长
(percent; various WEO forecast vintages, 百分比, 多种WEO预测)



10

政策建议

发达经济体

- 继续货币宽松和资产负债表修复
- 有针对性的结构性改革
- 财政支持（仍具财政空间的经济体通过基础设施投资进行宽松，有必要的经济体进行有利于增长的调整）

新兴市场和发展中经济体

- 继续使用汇率吸收冲击（管控风险）
- 在放宽货币和/或财政政策前进行权衡评估
- 进行有序安排的结构性改革
- 加强金融监管和宏观审慎体系

所有国家

- 需要采取协调性政策行动来避免同步放缓，现在需制定触发性计划
- 拓展全球安全网和金融改革日程
- 需要合作解决其他全球公共性问题，包括难民和流行病



WORLD ECONOMIC OUTLOOK

OPENING REMARKS

谢谢！
Thank you!

中国：近期发展和展望

Raphael Lam¹

编者按：

Raphael Lam 先生分析了中国 GDP 增速统计数据、过剩产能调整情况、经济增长分化的情况，认为目前中国货币政策宽松，信贷增速仍在加快，但公司基本面疲软；财政赤字、预算赤字适度，但增扩概念赤字仍很大；消费增长，但增速缓慢；汇率基本保持稳定，但外部长期趋势变化中。他指出，十三五规划中政府政策旨在实现更为环保，更具包容性和持续发展的增长。我们需要在经济增速变缓和推行改革中寻找平衡点，确定合适的增长目标，解决企业杠杆的漏洞，推进综合改革进程，继续加强沟通交流，建设更为有效的沟通宏观经济政策。

以下为演讲摘要：

总体来看，当前中国经济的发展正处在一个深度调整的阶段，中国的 GDP 增速已经从 2010 年之前的年均 10% 以上，下降到 2015 年的 7% 左右。中国经济在中长期的发展将是一个持续再平衡的过程。

一、产能过剩和增长分化

当前，中国所面临的一个突出问题是过剩产能结构的调整。同时，我们看到，从 2011 年开始，支撑中国经济增长的动力开始分化，传统工业对 GDP 的贡献正在逐步下降，而服务业占 GDP 的比重逐渐上升。近年来，中国的个人消费占 GDP 的比重逐年上升，消费逐渐成为拉动中国经济增长的一个重要引擎。从中长期来看，未来中国不同行业增长分化的趋势还会加剧，服务业占 GDP 的比重将会进一步增强，这也将进一步带动消费。

二、政策支持

从货币政策的角度来看，目前中国的货币政策整体上比较宽松，整个实体

¹ Raphael Lam， 国际货币基金组织驻华副代表

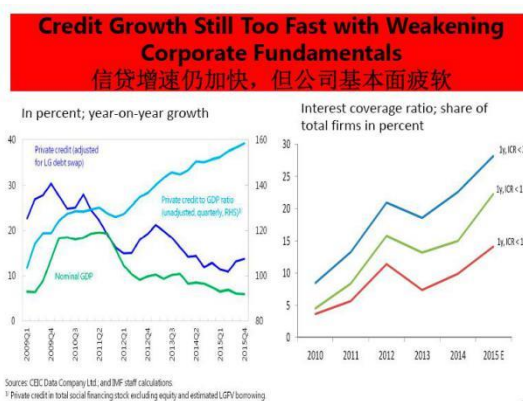
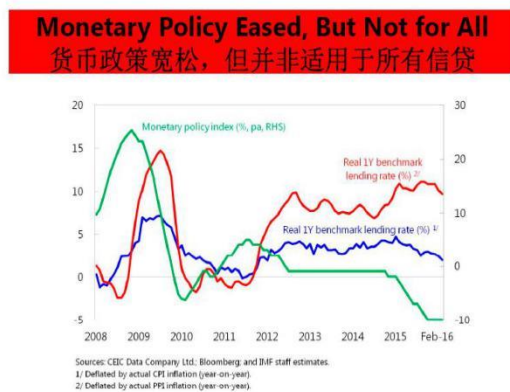
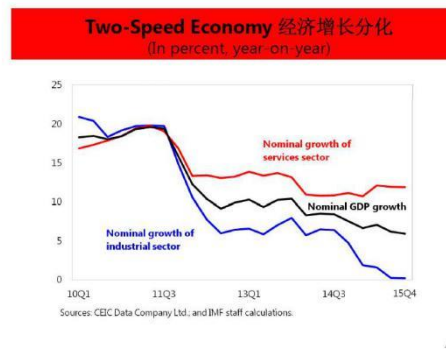
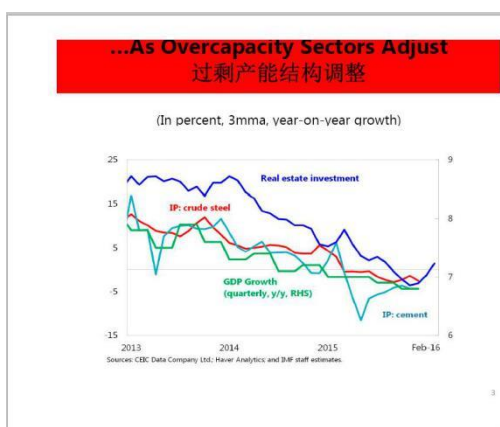
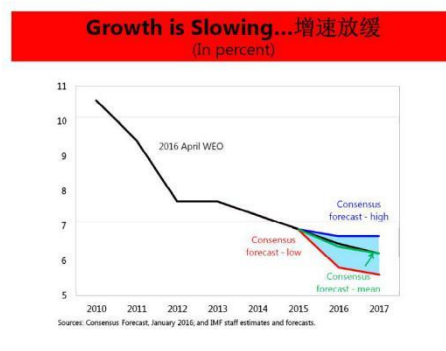
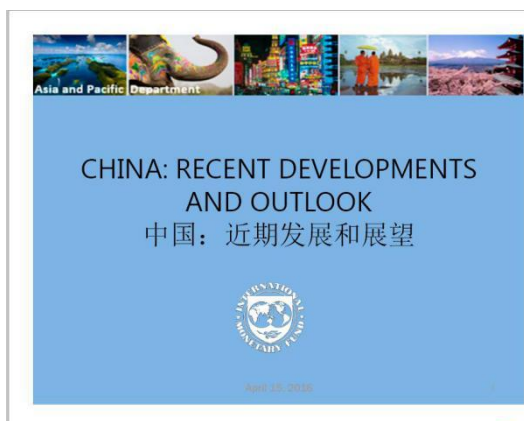
经济当中的流动性也相对比较充裕。我们看到，过去一段时间，中国的信贷增速一直保持了一个较快的增长速度。这也显示出央行对于实体经济的支持态度。但是，由于受到来自国际国内多重因素的综合影响，中国公司的基本面并没有因为信贷的大力支持而出现明显改善，部分公司的基本面依旧十分疲软。同时，杠杆率的快速提高也构成了一个无法忽视的风险点，必须高度重视。

从财政政策的角度来看，在货币政策受到制约的条件下，财政政策在经济结构转型升级中的重要作用正在日益凸显。中国政府日前一再提到要加强财政政策在经济调节当中的作用。整体来看，当前中国的财政预算赤字水平处在一个相对比较适度的水平下，但是增扩概念财政赤字仍大。

从汇率的角度来看，收到美联储加息、美元升值等因素的影响，人民币汇率从去年开始一直承受着较大的贬值压力。目前来看，人民币汇率已经开始趋于在一定区间内保持稳定。同时，也必须看到，人民币依然面临着来自外部长期趋势变化的巨大压力，如何有效应对来自包括资本流出等因素的挑战，是目前中国面临的重要议题。

三、绿色可持续增长

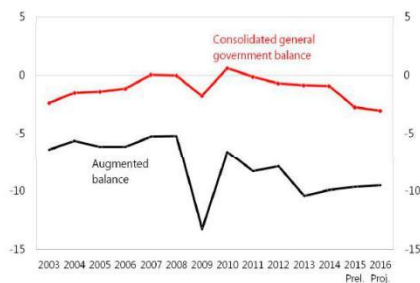
今年是中国提出的“十三五规划”实施的第一年，“十三五规划”提出了加强对外开放、缩小收入差距提高人民生活水平、创新驱动发展以及生态文明建设等多个方面的发展规划。其中，我们认为关注可持续发展，提出绿色发展的经济增长之路是其中非常重要的一点。当前中国正处在转型升级的重要历史时期，未来向什么转型的问题至关重要。向绿色发展的经济增长转型，这就要继续淘汰过剩产能、鼓励创新和新兴产业发展。同时，也要建立健全审慎有效的宏观经济调控体系，并加强与世界其他经济体的政策沟通和协调。



Fiscal Deficit: Modest On Budget, Large Off Budget

(Fiscal balance, in percent of GDP)

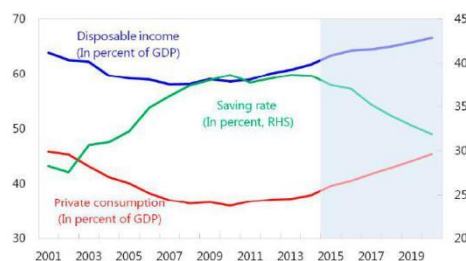
财政赤字：预算赤字适度，但增扩概念财政赤字仍大



Sources: CEIC Data Company Ltd.; Authorities; and IMF staff estimates.

Consumption Growing, But Slowly

消费增长，但增速缓慢

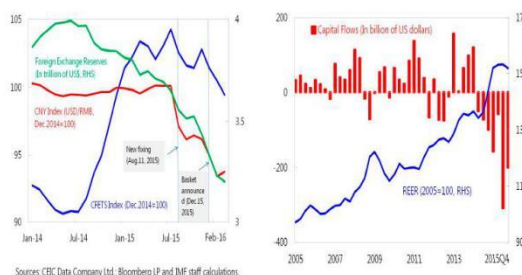


Source: IMF staff estimates and projections.

Note: Saving rate is defined as household saving in percent of disposable income.

Exchange Rate Broadly Stable but Under Pressure, while external sector long-term trend changing...

汇率基本保持稳定，但外部长期趋势变化中



Sources: CEIC Data Company Ltd.; Bloomberg LP and IMF staff calculations.

Key Policies under the 13th Five-Year Plan and 2016 Government Work Plan

十三五规划和2016年政府工作报告的核心政策

**Government policies aimed at fostering greener, more inclusive and sustainable growth**

政府政策旨在更环保，更具包容性和持续发展的增长

Key Areas	Measures
Focusing on sustainable growth	- 2016 growth target set at a range (6.5-7.0 percent) - Quality growth with green development
Addressing rising vulnerabilities	- Resolving overcapacity coal and steel sectors - Exiting of nonviable SOEs - Unwinding excess real estate inventory
Improving living standards	- Reducing poverty and expanding public services - Abolishing "one-child policy" - Implementing VAT reforms
Strengthening communication	- Holding of press conferences to explain policy measures and challenges by all key ministries/agencies

核心领域	措施
关注可持续发展	- 2016 年经济增长预期目标在 6.5 和 7.0 之间 - 绿色发展的经济增长
解决出现的难题	- 化解煤炭企业过剩产能 - 劣势国有企业退出市场 - 化解房地产库存
提高生活水平	- 精准扶贫，扩大公共服务 - 废除“独生子女政策” - 推行营改增
加强联系	- 展开新闻发布会，解释主要部位和机构的政策措施及挑战

Finding the right balance in managing growth slowdown while advancing reforms

Challenges	
Ambitious growth targets	- Growth target in 2016 higher than staff recommendation - Ambitious medium-term targets could lead to unsustainable stimulus
Vulnerabilities from corporate leverage	- Credit level too high and rising rapidly - Need for a bolder debt restructuring plan with potential bank recapitalization
Mixed reform progress	- SOE reforms lag; need to address vested interests (steady progress in financial and external sector reforms); - Foster fiscal, hukou, and pricing reforms
Continued efforts to improve communications	- Building on recent efforts, further strengthen communication - Need to communicate effectively consistent macro policies

在经济增速变缓和推行改革中寻找平衡点

挑战	
过于进取的增长目标	- 2016年的增长目标高于员工建议 - 雄心勃勃的中期目标会导致不可持续的经济刺激
企业杠杆的漏洞	- 信贷水平过高并且增速过快 - 需要一个更大胆的债务重组计划及潜在的银行资本重组
综合改革进程	- 国有企业改革滞后;需要解决既得利益(稳步推进金融和对外部门的改革); - 促进财政、户口和定价改革
继续加强沟通交流	- 在近期努力的基础上继续加强沟通 - 需要有效的沟通宏观经济政策



Asia and Pacific Department

THANK YOU

发展中国家资本流动放缓分析

Liang weicheng¹

编者按：

Lian Weicheng 先生解析了新兴市场净资本流入的下降原因，与历史原因进行比较，并深入阐释了资本市场流入的驱动力。他分析道，本次净资本流入的减速普遍发生在各个国家，净资本流入的下降在流入的下降和流出的上升都有体现；新兴市场货币相对美元在贬值；融资成本低于之前的峰值，但最近有所上升。他认为，新兴市场相对发达国家的增速逐渐放缓是资本流动下降的主要因素；更加灵活的汇率减弱了全球性因素对资本流动的影响。他强调，应该采取更加灵活的汇率政策和更为审慎的财政政策，有效限制货币的错配。

以下为演讲摘要：

一、本次新兴市场净资本流入下降的原因

近期，受到多种因素的综合影响，流入新兴市场的净资本出现了显著的下降。此次净资本流入的减速在新兴市场不同国家之间虽然在程度上有所差异，但是具有普遍性，影响范围较大。同时，本次新兴市场净资本流入下降在资本流入的下降和资本流出的上升两个方面都有所体现。

对于本次新兴市场净资本流入下降的原因，我们认为主要来自以下两个方面：（1）受到美联储加息、美元进入升值周期的影响，新兴市场国家货币普遍相对贬值，或者承受着巨大的贬值压力。（2）受到国内经济发展等因素的影响，新兴市场国家融资成本升高，虽然目前融资成本依然低于前期峰值，但是最近一段时间出现了明显的上升。

二、本次新兴市场净资本流入下降的特点

1980-2015 年间，总共发生过三次净资本流入的下降。第一次是 1980 年前后，导致了发展中国家的经济危机；第二次是 1997-1998 年间，正值亚洲金融危

¹ Liang weicheng，国际货币基金组织研究部经济学家

机期间。前两次出现类似的情况，往往都伴随着资本流出国家的债务重组甚至债务危机。

与前两次净资本流入下降时的情况相比较，本次新兴市场净资本流入下降与前两次净资本流入下降有着类似的深度和广度。但是截至目前本次新兴市场净资本流入下降并没有伴随着之前两次资本净流入下降过程中所发生债务重组或者债务危机。这主要是由于，相比于上两次净资本流入下降的情形，本次新兴市场净资本流入下降存在以下几个显著的特点：（1）由于新兴市场经济体的汇率机制在过去二十年的发展过程中，变得更加灵活，新兴市场国家货币汇率在2010-2015年间的调整比1995-2000年间更加有序。这在一定程度上增强了新兴市场国家对净资本流入下降的应对能力；（2）近年来，由于新兴市场国家能够利用本币发行债券以及新兴市场国家净外部债务的减少，曾在新兴市场国家普遍存在的货币错配现象的程度已经降低；（3）在2015年以前，新兴市场国家一直在增加外汇储备，在2014-2015年以前，经常账户余额一直在扩大。外汇储备的扩张极大地增强了新兴市场国家对冲资本流出和应对国际资本冲击的能力。

三、本次新兴市场净资金流入下降的驱动力

为了更好的理解和应对本次新兴市场净资本流入下降所可能带来的影响，还必须理清本次新兴市场净资本流入下降的主要驱动力是什么。

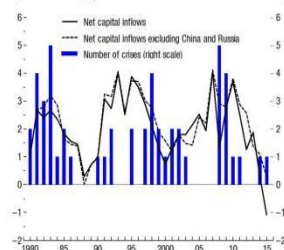
具体来说，我们认为本次新兴市场净资本流入下降的主要驱动力主要来自以下几个方面：（1）新兴市场相对发达国家经济增速的普遍放缓，是造成本次新兴市场净资本流入下降的最主要原因；（2）受到本国经济发展需要等方面因素的影响，新兴市场国家与发达国家之间的资金利差逐渐收窄，这很大程度上降低了新兴市场国家对于资本的吸引力；（3）全球性的风险因素是造成本次新兴市场净资本流入下降的另一原因。但是综合来看，新兴市场相对发达国家经济增速的普遍放缓所造成的资金对于其未来经济增长预期的下降，是造成新兴市场相对发达国家经济增速的普遍放缓的主要驱动因素。

针对本次新兴市场净资本流入下降过程中所体现出的一些特点，同时结合之前两次类似时期的经验教训，我们对新兴市场国家提出以下政策建议：（1）采取更加灵活的汇率机制；（2）采取审慎的财政政策；（3）采取积极的宏观审慎

政策。

Slowdown in net capital inflows to EMs. Past slowdowns associated with crises. 新兴市场资本流入下降，在过去总伴随着债务危机。

Net Capital Flows to Emerging Market Economies and Number of Debt Crises
(1980-2015:Q3, percent of GDP unless noted otherwise)



2

Outline

大纲

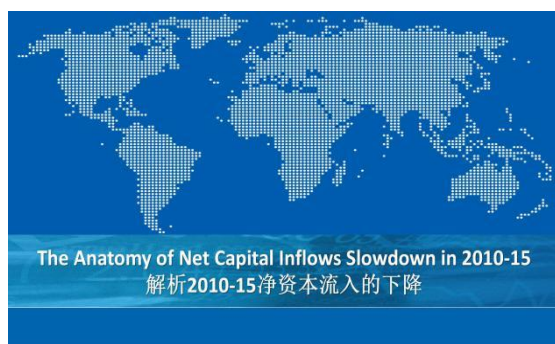
- The anatomy of the recent net capital inflows slowdown in emerging markets

解析最近新兴市场净资本流入的下降

- Historical comparisons: what is different this time?
与过去比较，这次的净资本流入的下降有何不同特征？

- What is driving the recent net capital inflows slowdown in emerging markets?

最近新兴市场净资本流入下降的主要驱动力是什么？



The Anatomy of Net Capital Inflows Slowdown in 2010-15
解析2010-15净资本流入的下降

The slowdown is broad based.
这次净资本流入的减速普遍发生在各个国家

Net Capital Inflows to Emerging Market Economies
(2000-2015:Q3, percent of GDP)



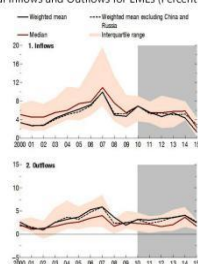
- The slowdown is broad-based across asset types and regions (See appendix of the slides)

- 净资本流入的下降不局限于特定的资产种类或地区（见演讲附录）。

5

Both inflows and outflows contribute to the slowdown.
净资本流入的下降在流入的下降和流出的上升都有体现

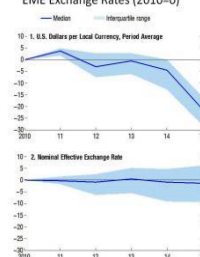
Capital Inflows and Outflows for EMEs (Percent of GDP)



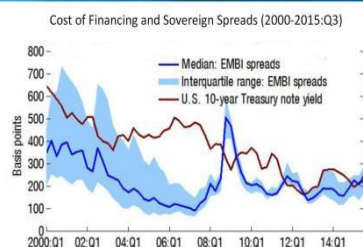
6

EME exchange rates depreciated against the dollar during the slowdown. 新兴市场货币相对美元在贬值。

EME Exchange Rates (2010=0)



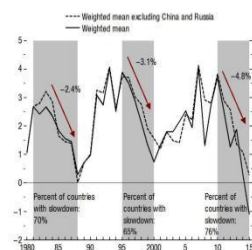
Cost of financing below previous peaks, but increased recently.
融资成本低于之前的峰值，但最近有所上升



Historical comparisons: what is different this time?
与过去比较，这次的净资本流入下降有何不同特征？

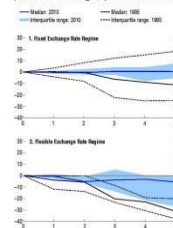
Three episodes have similar magnitude and breadth of the slowdown. 三次净资本流入的下降有类似的幅度和广度。

Three Major Net Capital Inflow Slowdown Episodes (Percent of GDP)



Exchange rate adjustment were more orderly during the 2010-15 slowdown than in 1995-2000. 汇率在2010-15的调整比1995-2000更加有序。

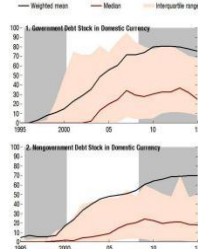
EMEs' Exchange Rate Adjustments in 1995-2000 and 2010-2015
(Percent change, year on x-axis)



- Emerging market economies have been moving toward more flexible exchange rate regimes over the past two decades.
- 新兴市场经济体的汇率机制在过去二十年变得更加灵活。

Domestic currency debt issuance contributed to the reduction in currency mismatches. 货币错配程度因为新兴市场能够发行本币债券而降低

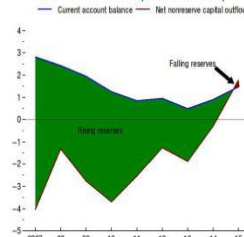
Outstanding Debt of EMEs Denominated in Domestic Currency (Percent of Total Debt)



- Reduction in currency mismatch is also reflected as decline in net external debt.
- 货币错配下降还体现在净外部债务的减少。

EMEs continued to accumulate reserves until 2015. CA increased in 2014-15 after a prolonged decline. 在2015年以前，新兴市场国家一直在增加外汇储备。在2014-15年以前，经常账户盈余一直在扩大

Net Capital Outflows and Current Account During the 2010-15 Slowdown (Percent of GDP)



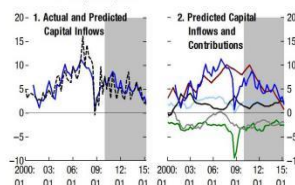


The decline in inflows strongly associated with shrinking EM-AE growth differential.
新兴市场相对发达国家的增速逐渐放缓，成为资本流动下降的主要因素。

The Role of Global Factors in the Recent Decline in Capital Inflows

(2000-15:Q3, percent of GDP)

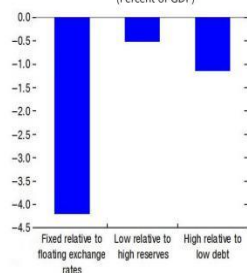
— Predicted capital inflows — Actual capital inflows
— Growth differential — Interest rate differential
— Global risk aversion — U.S. yield gap
— U.S. corporate spread



15

Policy-controlled variables can explain some of the cross-country diversity in experiences during 2010-15. 政策差异可以解释2010-15时期资本流动的部分跨国差异

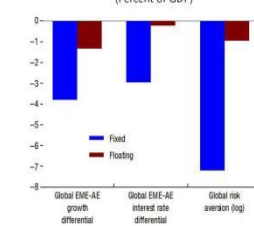
Differences in the 2010-15 Capital Inflow Slowdown by Country-Specific Characteristics
(Percent of GDP)



16

Exchange rate flexibility also dampened the effects of key global factors. 更加灵活的汇率减弱了全球性因素对资本流动的影响

Differences in the Contribution of Global Factors Between More and Less Flexible Exchange Rate Regimes
(Percent of GDP)



17

Policy implications 政策建议

- EME policy frameworks have improved, vulnerabilities reduced
- But persistent narrowing of growth differentials calls for continued policy upgrade
 - Exchange rate flexibility (to cushion shocks)
 - Prudent fiscal policies (to counter higher borrowing costs)
 - Proactive macro-prudential policies (to limit currency mismatches)

18

《新资本论》连载系列三十九：卷一·第七章 全球金融资本主义的起点及特征¹

编者按：

《新资本论》是由中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家向松祚出版的新著。该书全面分析了全球金融资本主义的起源和历史，论述了如何解决国家主权与宏观经济政策独立的矛盾，并探讨了全球金融资本主义未来的救赎之策以及中国战略。全书分为“全球金融资本主义的兴起、危机、救赎”三卷，视野宏观，气势磅礴，是一部既具有学术价值，又有现实指导意义的重磅经济学作品。《IMI 研究动态》将连续刊登《新资本论》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《新资本论》卷一。

古往今来，研究资本主义起源、演化、运行机制和运行规律的文献汗牛充栋。然而，就我知识所及，还没有多少学者将资本主义的兴起，尤其是全球金融资本主义的兴起与国际货币体系的演变明确联系起来并进行系统深入研究。系统深入研究国际货币体系与全球金融资本主义之间的逻辑、历史和理论联系，则是本书的一项基本任务。

全球金融资本主义兴起的关键原因之一，是国际货币体系从有锚货币和固定汇率转向无锚信用货币和浮动汇率。如果说全球金融资本主义的兴起有其必然性，那么正是因为国际货币体系的崩溃或演化有其必然性，所以，深入理解国际货币体系演变的历史趋势和规律，就成为理解全球金融资本主义兴起的核心环节。

全球金融资本主义的起点

本书将 1971 年确定为全球金融资本主义新时代的起点（具体说就是 1971 年 8 月 15 日布雷顿森林体系崩溃之日），绝非武断随意。布雷顿森林固定汇率体系的崩溃，将人类货币体系与物质商品的最后一点儿联系连根拔起，彻底摧毁，人类第一次真正进入完全信用货币（fiat money）时代和无锚货币

¹ 整理人：中国人民大学国际货币研究所副研究员许钊颖



(unanchored monetary) 时代。完全信用货币和无锚货币是人类历史的新尝试。

从古至今，人类总是渴望找到货币的最后价值、终极价值或绝对价值，总是渴望为货币寻找一个“价值之锚”或“稳定之锚”。商品货币时代，金本位制、银本位制、复本位制时代，商业银行或中央银行发行的钞票至少原则上可以与某种商品、黄金或白银兑换，任何钞票都有一个最后的价值基础或价值之锚。

完全信用货币或无锚货币将价值之锚完全消灭。那么，货币的价值基础究竟是什么？我们以什么作为货币发行的基准或准则呢？我们以什么作为货币政策的基准或原则呢？说到最后，究竟什么是货币？我们为什么需要货币？人类是否有能力管理好“自己发明”的信用货币？这些问题正是当代货币理论和货币政策哲学辩论的焦点。

无锚货币或信用货币正在深刻改变人类经济体系。信用货币赋予主权国家货币当局操纵货币的巨大权力，赋予主权国家赤字融资、债务融资、以通货膨胀征税的巨大空间，赋予主权国家调节货币供应量、调节利率、调控流动性的无限可能性。1990 年前后，当苏联解体、东欧剧变、数十个新国家创立之时，每个新生国家的第一要务就是创立自己的中央银行和发行自己的钞票，它不仅是国家主权的象征，而且关乎具体实在的经济利益。

与此同时，布雷顿森林体系的崩溃，将固定汇率体系的基础彻底摧毁，浮动汇率成为各国货币关系的主流趋势。汇率灵活性不断增强，货币竞争日趋激烈，主权货币、区域货币、国际货币共生共存，国际资金流动和货币套利交易急剧增长，国际货币体系波涛起伏、危机频频。

最重要的是，布雷顿森林体系的崩溃，终于为全球金融资本主义的降临铺平道路。无锚货币或信用货币为金融资本主义取代产业资本主义提供了取之不尽的资源，货币竞争和浮动汇率则成为全球金融资产和金融市场急速扩张的最强大引擎。

诚然，资本、资本家、资本市场和资本主义经济制度的演变有漫长的历史。商业资本、工业资本、金融资本（还可以包括农业资本、垄断资本等多种资本形态）从来都是交相辉映，长期共存。我们不能说任何时期只有一种资本形态，

只能说某个时期里，某种资本形态占据支配和主导地位。占据支配和主导地位的资本形态决定了那个时期经济体系运行的主要机制和规律。据此，我们大体可以说，商业资本是 16~19 世纪早期占据主导和支配地位的资本形态，工业资本则是 19 世纪后期到 20 世纪占据支配和主导地位的资本形态。到了 20 世纪后期，金融资本则逐渐取代工业资本，成为占据支配和主导地位的资本形态。

自然界和人类事物的演变往往是一个量变到质变的动态过程。在相当长的历史时期里，金融资本（有时又被称为食利资本或虚拟资本）一直存在，某些时期在某些地方，金融资本甚至支配和主导着其他资本形态。斯密在《国富论》中就讨论过如何尽可能将全部社会资本转化为生产性资本，斯密认为食利者是非生产性阶级，食利资本是一种非生产性资本。李嘉图和马克思对食利者阶级的谴责尽人皆知，认为那是财富分配不公的主要原因。马克思还讨论过虚拟资本或食利者阶级如何参与资本家剩余价值的分配。1920 年，奥地利经济学派杰出的经济学者希法亭出版《帝国主义论》，非常明确地认为金融资本已经取代商业资本和工业资本，成为资本主义经济体系占据支配和主导地位的资本。

然而，本书认为，只有到了 20 世纪 70 年代之后，尤其是《布雷顿森林协议》确定的固定汇率体系崩溃之后，资本主义经济体系才真正开始进入全球金融资本主义新时代。

首先从经济现象看，金融资本主义所必然具有的一切典型的经济现象和特征事实，只有 20 世纪 70 年代之后，才开始最直接和最鲜明地呈现出来。这些特征事实和独特现象包括：

1. 金融业对经济增长或国内生产总值的贡献度逐渐和快速上升。
2. 金融资产占全部资产或财富的比例快速上升。
3. 金融工具的数量和交易量快速上升。
4. 越来越多的社会精英进入金融业。
5. 金融从业人员的平均收入及其增长幅度大大超过其他行业的平均收入，金融行业精英阶级的收入跃居所有收入阶层的金字塔顶，成为所谓 1% 最高收入阶层中的最高收入者，即成为那个众矢之的的 0.01% 群体。
6. 关键经济指标（利率和汇率）日益脱离经济基本面，转而由金融市场的预期和投机行为来决定。

7. 金融业日益演化为一个自我循环的虚拟经济体系。
8. 全球外汇交易量迅速脱离全球贸易结算需求和避险需求,成为与真实贸易无关的完全的套利交易。
9. 大宗商品日益成为金融炒作或投机的标的物,成为金融产品,其价格日益脱离实体经济的供求关系。
10. 金融业和金融家对国家和国际经济政策的影响力与日俱增,“大而不能倒”甚至“小而不能倒”成为金融业新的救命符咒。
11. 中央银行的货币信贷政策跃居为最重要的宏观经济政策,财政政策退居其次。
12. 货币危机、汇率危机、银行危机和金融危机的频率快速增加,金融体系的不稳定性迅速上升。

其实我们还可以列举出许多特征事实。首先,这些新的现象以往时代从来没有出现过,至少从来没有如此集中和如此显著地出现过。资本主义数百年历史里,金融资本多次兴起、壮大和持续存在,但从来没有像 20 世纪 70 年代之后如此快速膨胀,规模如此庞大,种类如此繁多,对实体经济的影响如此巨大和深远。无论从哪个角度衡量,我们都不得不承认它们是史无前例的新现象。

其次,20 世纪 70 年代固定汇率体系崩溃、完全无锚货币时代降临之后,金融资本的形成和增长(积累)机制发生划时代的变化。根据资本积累的一般规律,一般均衡状态下,金融资产的总量与实物资产的总量应该均等,因为任何一项金融资产必然要对应一项实物投资或资产。二者价值出现背离或差异的原因主要有两个,一是金融资产的价值脱离实物资产而自我变动,譬如一家公司的股票市值可以远远超过或低于公司全部资产总和(有形资产和无形资产);二是实物资产或投资的价值也可以大大超过或低于金融资产的价值,譬如从银行贷款 100 万购置房产,价值很快上涨到 500 万。

因此,根据正常的资本积累规律,从长期历史趋势来看,一个国家的金融资产价值总和(市值总和)应该与实物资产价值总和协调增长(理想情形下应该完全相等),金融资产市值不应该长期持续偏离实物资产价值。一个近似的衡量指标是一国金融资产价值(市值或现值)与该国内生产总值之比。根据

该指标，20 世纪 70 年代之后，全球发达经济体确实进入了一个真正的金融资本主义时代，主要发达经济体的金融资产与国内生产总值之比始终保持高速增长。以美国为例，从 1980 年的 500%（5 倍）急剧上升到 2007 年的 1 100%（11 倍）。如此庞大的金融资产肯定不是实体经济所创造的储蓄（个人家庭储蓄、政府储蓄和企业储蓄）的结果或表现。相反，自 20 世纪 70 年代尤其是 20 世纪 80 年代以来，美国、英国等国家的储蓄率都出现持续下降。

国民总储蓄率持续下降，金融资产却反而以极高的速度增长，这如何可能呢？唯一的途径就是货币创造和大规模的债务融资或债务累积（家庭、企业和政府皆大规模举债）。单纯依靠货币创造来实现过度投资和过度消费，必然诱发金融资产恶性膨胀和金融资产价格泡沫及泡沫破灭的金融危机。

《新资本论》连载系列四十：卷一·第七章 国际货币体系和现代资本主义的兴起¹

编者按：

《新资本论》是由中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家向松祚出版的新著。该书全面分析了全球金融资本主义的起源和历史，论述了如何解决国家主权与宏观经济政策独立的矛盾，并探讨了全球金融资本主义未来的救赎之策以及中国战略。全书分为“全球金融资本主义的兴起、危机、救赎”三卷，视野宏观，气势磅礴，是一部既具有学术价值，又有现实指导意义的重磅经济学作品。《IMI 研究动态》将连续刊登《新资本论》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《新资本论》卷一。

1968 年，后来成为法国总统和欧元战略家的吉斯卡尔·德斯坦，就国际货币体系改革发表了一篇重要演讲。他说：“简而言之，国际货币体系改革对世界整体经济和各国经济，都有异常深刻的影响。国际货币体系对世界各国经济的影响程度，远远超过所有国内经济政策，美国也不例外。”

德斯坦并非夸大其词。1999 年，当代国际宏观经济学的奠基人、“欧元之父”蒙代尔荣获诺贝尔奖，他为自己的诺贝尔演说选择了一个雄心勃勃的题目“20 世纪回望”，试图简要总结 20 世纪国际货币体系的演变历史与整个世界政治经济之间的复杂关系。蒙代尔说：“我试图阐明：货币因素在许多政治事件中发挥了决定性的作用。特别是，我将指出，国际货币体系的动荡不安触发了 20 世纪无数次政治上的风云变幻。我们至今对国际货币体系的动荡还知之甚少。美国的崛起和美联储的错误政策正是国际货币体系不稳定的直接原因。”

放宽历史的视野，为了深入理解全球金融资本主义的兴起、危机和救赎，我们必须深刻认识国际货币体系演变的内在规律。国际货币体系的演变对于资本主义尤其是全球金融资本主义经济体系的兴起具有特殊重要性，甚至是关键环节。

¹ 整理人：中国人民大学国际货币研究所副研究员许钊颖

关于人类资本主义经济制度的起源，数百年来，思想者曾经提出无数解释和学说，譬如马克思的原始积累学说，韦伯的《新教伦理与资本主义精神》，宋巴特的资本主义发展理论，亚当·斯密的自然演化学说和资本积累导致劳动分工学说，熊彼特的创造性毁灭理论，诺斯等人的私有产权和交易费用理论，彭慕兰的“大分流”理论，白银资本理论，卡尔·波兰尼的《大转型》对资本主义和市场经济起源的分析。

仔细考察这些学说，我们会发现一个共同的基点，那就是这些思想家直接或间接地认为，货币信用和金融制度的创新和演化，是资本主义制度兴起最重要和不可或缺的条件。令人兴奋同时令人深思的是，资本主义的货币信用和金融制度一开始就是一个国际性的货币信用和金融制度，国际货币体系或国际金融体系从一开始就对资本主义制度的演变具有决定性作用。

马克思关于资本主义起源的著名学说是“资本的原始积累学说”。《资本论》第一卷第24章“所谓原始积累”开篇就写道：“我们已经说明货币如何转化为资本，资本如何创造剩余价值，剩余价值如何再转化为更多资本。然而，资本积累以剩余价值为前提，剩余价值以资本主义生产方式为前提，资本主义生产方式则以商品生产者手中拥有相当数量和规模的资本和劳动力为前提。因此，资本主义生产和积累过程似乎就陷入了一个永无止境的循环之中，唯有假定在资本主义积累过程出现之前，有一个原始积累过程（亚当·斯密称之为‘前期积累’），我们才能跳出这个永无止境的循环。这个原始积累过程不是资本主义生产方式的结果，而是它的起点。”

那么，原始积累的主要源泉和动力又来自何处呢？那就是国家信用和国债、国际信用和国际债券。马克思说得很清楚：“公债成了原始积累最强有力的手段之一。它像挥动魔杖一样，使不生产的货币具有了生殖力，这样就使它转化为资本，而又用不着承担投资于工业的风险，甚至都用不着承担投资于高利贷时所不可避免的劳苦和风险……撇开这些不说，国债还使股份公司、各种有价证券的交易、证券投机，总之，使交易所投机和现代的银行投机兴盛起来。”

马克思认为国际信用制度正是许多国家资本主义制度兴起的秘密所在，国际借贷关系将资本主义经济制度从一个地方输送到另一个地方，从一个国家输送到另一个国家。“随着国债同时产生的，有国际信用制度，国际信用制度常

常隐藏着这个或那个国家原始积累的源泉之一。威尼斯以巨额货币贷给荷兰，威尼斯的劫掠制度的卑鄙行径就成为荷兰资本财富的这种隐蔽的基础。荷兰和英国的关系也是这样。荷兰在 1701~1776 年的主要营业之一就是贷放巨额资本，特别是贷放给它的强大竞争者英国。现在英国和美国之间也在发生类似的情形。”

马克思上述生动和深刻的描述，事实上完全适用于今天的全球金融资本主义，甚至可以说是今天全球金融资本主义的国际信用关系的直接写照。国际借贷、国际资本流动、跨国投资，始终是全球金融资本主义的最强大动力。

法国年鉴学派史学家布罗代尔的巨著《15 至 18 世纪的物质文明、经济和资本主义》，旨在总结西欧资本主义经济制度的兴起。他的核心主题和结论就是金融资本主义。

第一，地理大发现以及西欧列强随后对海外殖民地的掠夺尤其是对贵金属的掠夺，开启了现代资本主义的大门，白银资本发挥了至关重要的作用。“欧洲人从美洲所取得的白银，成了打开贸易大门的咒语。”“在经过了天翻地覆的变化的远东，白银仍是解决所有问题的钥匙。”

第二，世界经济中心的转移首先表现为金融中心的转移，从热那亚、佛罗伦萨、威尼斯、安特卫普、汉堡到荷兰阿姆斯特丹，从阿姆斯特丹到伦敦，从伦敦再到纽约。经济中心和金融中心转移的背后，则是资本形态的演变和跃进。只有与时俱进，不断创新资本形态、不断创新金融市场和金融工具的地方，才有望永保金融中心和经济中心的地位。“到 18 世纪末，阿姆斯特丹的地位无疑已被伦敦所取代，正如威尼斯曾经被安特卫普所取代、伦敦将被纽约所取代一样。”阿姆斯特丹国际金融中心地位的衰落的核心原因，乃是阿姆斯特丹没能将商业资本有效转化为工业资本，而是过度沉迷于金融投机。“阿姆斯特丹的资本已从承担经济活动的基本任务（有益的任务）转而从事最精巧的金融活动”。“阿姆斯特丹竟然重蹈覆辙，抛开仓储贸易的实际利益，追逐食息取利的空幻希望，甚至以其资金推动伦敦的繁荣，使伦敦在竞争中稳操胜券。不管是正常演变还是畸形发展，金融业的蓬勃高涨似乎预示着成熟阶段的到来，这是秋季即将来临的信号。”

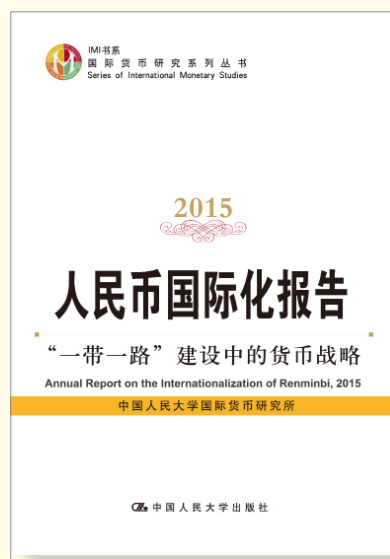
第三，布罗代尔认为资本主义是一个不断演化的历史过程，并非人类历史某个阶段突然冒出来的怪物。然而，在多种多样的资本主义形态里，金融资本主义最终取代控制、支配和压倒一切的地位。布罗代尔将资本分为农业资本、商业资本、工业资本和金融资本。“在 19 世纪初期的英国，资本以其惯有的、依旧活跃的形式而出现。直到 1830 年农业资本仍占英国物质财富的一半。工业资本最初逐渐增加，随后突然膨胀。商业资本历史悠久，虽然相对地位并不十分重要，但它却在世界范围内迅速扩散，并创造了殖民主义。最后是金融资本（银行和财政合在一起），在伦敦称霸世界之前已经出现。”

布罗代尔对希法亭关于金融资本主义的论述表示赞同。希法亭认为，正是在 20 世纪，随着股份有限公司的大批出现，以及资金以各种形式的大规模集中，金融资本主义才与工业资本主义和商业资本主义形成三位一体：工业资本主义为圣父；商业资本主义为圣子，地位较低；金融资本主义则是贯穿一切的圣灵，地位最高。布罗代尔对此评论道：“撇开这个有争议的形象，我们不如记住，希法亭反对单一的工业资本主义的观点，在他看来，资本世界具有多种形态，其中的金融资本——他心目中的最高形态——趋于向其他形态渗透，进而控制和压倒其他形态。对于这种见解，我完全可以赞同。”

金融资本形态能够向其他形态渗透，进而控制和压倒其他形态，实际上正是资本本身积累的必然结果。布罗代尔认为：“金融资本主义不是 20 世纪的新生儿，早在过去，仅以热那亚和阿姆斯特丹为例，由于商业资本主义的急剧增长，正常投资机会已不足以为积累的资本提供出路，金融资本已经将商埠置于自己的控制之下，并进一步征服整个商业世界。”金融资本的规模和能量日益壮大，一方面是工业革命刺激经济较快增长，经济快速增长必然大幅度提高储蓄和资本积累，另一方面则是伴随工业革命的金融革命刺激金融工具数量和金融交易规模快速膨胀。现代商业银行、投资银行、中央银行、股份有限公司、股票交易所、外汇交易所、大宗商品交易、衍生金融交易、期权期货交易等，皆发端于 16 世纪初期，那正是全球商业资本主义初露曙光之时。

《人民币国际化报告 2015》

“一带一路”战略和人民币国际化战略，是中国在 21 世纪作为新兴大国而提出的两个举世瞩目的重要规划。本报告认为，“一带一路”建设的“五通”目标表达了中国提供全球公共物品的良好意愿和历史担当。课题组从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度出发，系统梳理了“一带一路”与人民币国际化这两大国家发展战略之间相互促进的逻辑，强调“一带一路”建设中的货币战略应当从大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等四个方面寻求有效突破。



具体而言，一是利用沿线国家对华大宗商品贸易的重要地位，以及中国在经济和金融方面的区域内领先优势，积极推动沿线大宗商品实现人民币计价结算。二是利用中国在基础设施建设方面的经验和资金动员上的能力，大力促成人民币成为沿线基础设施融资的关键货币。三是在沿线产业园区规划和建设中积极引导人民币的使用，促进人民币离岸市场合理布局，形成全球人民币交易网络。四是大力支持沿线跨境电子商务的人民币计价和跨境支付，积极争取根植于民间的对人民币的广泛认同与接受。



刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主 编：曹 彤

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

北京市海淀区中关村大街 59 号
文化大厦 605 室，100872

电 话：86-10-62516755

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

设计承印：翰风广告

IMI RESEARCH INFORMATION

Weekly

CAO Tong

International Monetary Institute of RUC

Department of IMI research information

Address: Room 605, Culture Square, Renmin University of
China, No. 59 Zhongguancun Street, Haidian District,
Beijing 100872, P.R. China

Tel: 86-10-62516755

E-mail: imi@ruc.edu.cn

Hanfeng Advertisement

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载

本期责编：宋科 安然 张宇琦 祖鸿

刊发日期：2016 年 5 月 23 日



微博·Weibo



微信·WeChat