

【本期推荐】

孙鲁军：“保储备”是一个悖论

【“资本市场”专题】

夏斌：资管业务终将回归真正的信托

王永利：房产税的核心是促进房产资源合理配置

洪灏：2017年中国股市展望

何青、张策：摆脱依赖，防范企业债务风险

王剑：从监管逻辑深度解析理财业务

【IMI研报】

扬帆起航——走向国际的中资保险公司

【海外之声】

David Mann：亚洲将贡献全球60%的经济增长

Shaokai Fan：亚洲的黄金新形势

【IMI研报·人民币国际化报告2016】

系列二十八：复杂国际环境下实体经济受到的外部冲击

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：刘 欣

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街59号文化大厦605室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn



“保储备”是一个悖论

孙鲁军¹

近日，人民银行公布的最新外汇储备规模数据显示，截至 2017 年 1 月 31 日，我国外汇储备规模为 29982 亿美元，较 2016 年末下降 123 亿美元，已略低于 3 万亿美元。上述数据公布后，再次引起社会的广泛关注。从 2016 年下半年开始，对外汇储备是否会跌破 3 万亿美元的“心理关口”、何时跌破这一“心理关口”，以及对跌破这一“心理关口”的担忧等问题引起社会的广泛关注和议论。跌破 3 万亿美元的“心理关口”后，“保储备”似乎显得更为紧迫，但是，笔者认为，实际上，“保储备”是一个悖论！

一、外汇储备不是“保出来的”

一国外汇储备的增减是该国经济发展尤其是对外经济金融运行的结果，反映的是一个国家的国际收支平衡状况。具体地说，在国际收支平衡表中，外汇储备的增加主要来自于经常项目顺差（即货物贸易和服务贸易进出口盈余）、资本和金融项目顺差（即资本流入、流出盈余）。我国自 1994 年外汇管理体制改革以来，连续多年保持国际收支经常项目和资本项目双顺差，这是外汇储备持续快速增长的根源。

1993 年末，我国外汇储备仅为 211.9 亿美元。1994 年外汇管理体制改革当年，即 1994 年末增加到 516.2 亿美元，1996 年末首次突破 1000 亿美元。除了 1998 年受亚洲金融危机影响，资本项目出现了 63.1 亿美元的逆差外，2014 年二季度前，我国国际收支均出现经常项目和资本项目持续双顺差局面，致使外汇储备持续快速增长，2014 年 6 月达到峰值，为 3.99 万亿美元。正当人们期待外汇储备会突破 4 万亿美元的时候，外汇储备则掉头下行。2014 年二季度起，国际收支中的资本项目连续出现 11 个季度的逆差，2016 年三季度资本项目逆差 712

¹ 孙鲁军，中国人民大学国际货币研究所学术委员、国新国际投资有限公司董事

亿美元，占当年前三季度资本项目逆差（856 亿美元）的 83.18%。2017 年 1 月末，外汇储备跌破了 3 万亿美元的“心理关口”（见图 1、2）。

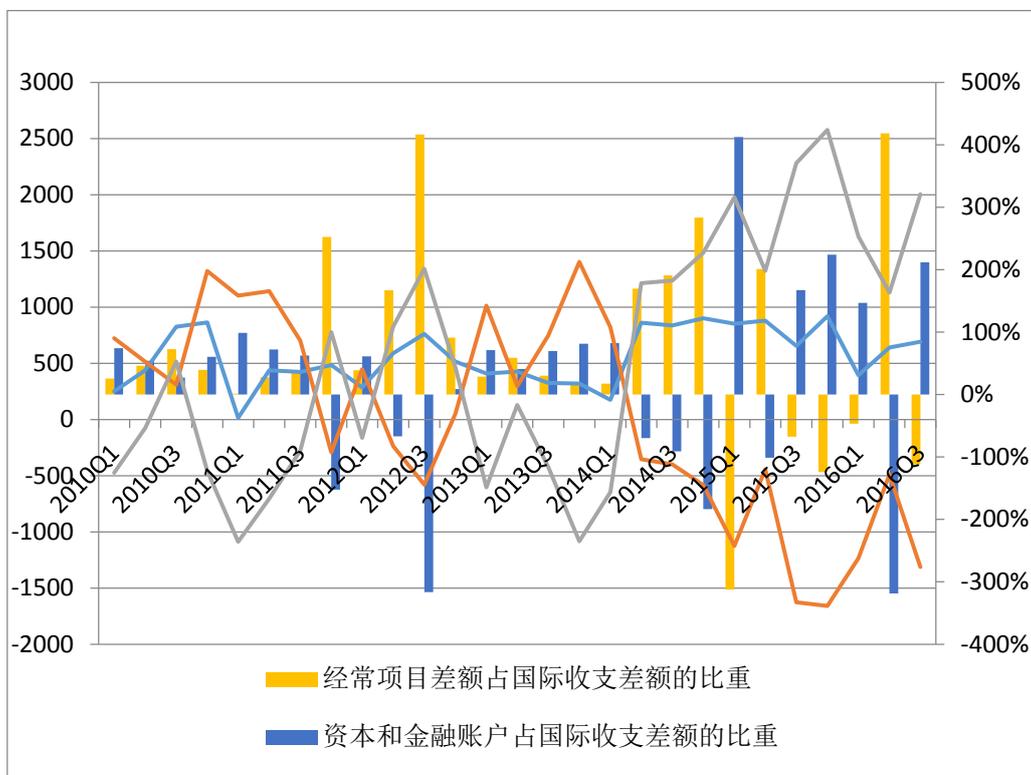


图 1. 我国经常项目和资本项目差额（2010.3-2016.9）

资料来源：国家外汇管理局

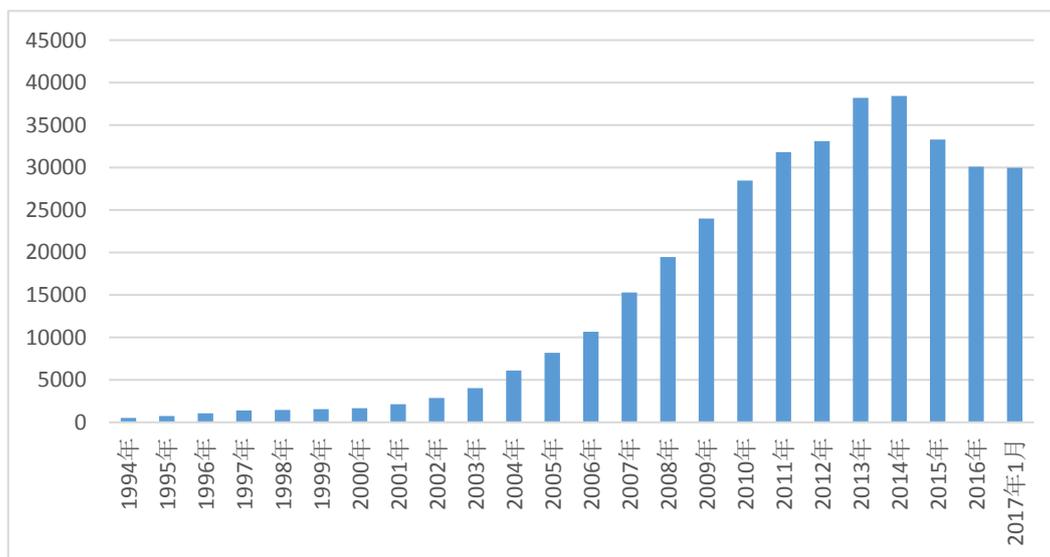


图 2. 我国外汇储备规模变化（1994-2017.01）

资料来源：国家外汇管理局

从我国外汇储备增长变化情况看，外汇储备并不是“保出来的”，而是我国对外经济金融运行结果和反映。既然外汇储备不是“保出来的”，那么，外汇



储备也必然是“保不住的”。从国际经验看，一国在发生国际收支严重失衡时，一般会采取行政性资本管理措施和手段，强化对资本流出的管制，以抑制资本流出势头，减缓外汇储备下降，以增强市场对该国经济金融恢复的信心。

尽管资本管制措施，短期内可能会“粉饰”资本流出的数据，使得国际收支显得更加“平衡”，一定程度上也可以起到支撑市场信心的作用，但行政性的资本管制，尤其是非对称性资本管制效应会随着时间的推移而逐步递减。长期看，行政性的资本管制不仅不能从根本上扭转或改变资本流动的状况，而且，强制性的资本管制措施，还会引发市场对资本管制的反感，强化市场的不安情绪，甚至可能引发市场的恐慌心理，加剧资本外逃的压力。因此，试图单纯通过资本管制手段扭转资本流出的势头，最终是无效的。外汇储备增长变化主要还是要取决于国内经济发展的基本面，取决于国内经济的良性运行和发展，尤其是对外经济发展的国际竞争力。

二、“保储备”缘何产生？

既然外汇储备“保不住”，怎么会产生“保储备”的说法呢？从“保储备”的议论看，主要还是在 8.11 汇改后人民币出现持续贬值，资本外流加剧的情况下出现的，是在“保汇率”和“保储备”之间权衡利弊后的选择结果。“保储备”主要是担忧在人民币汇率贬值情况下，动用过多的外汇储备来“保汇率”，将使外汇储备快速下降。“保汇率”导致的外汇储备的下降，不仅没有增加经济的福利，而且，还可能加剧市场对汇率贬值和资本外流的恐慌心理，最终使得市场信心丧失。“保储备”说法看似有一定的道理，实际上仍受到长期外汇短缺造成的“外汇储备只能增不能减”思想延续的影响。实际上，“保储备”和“保汇率”并不是一个非此即彼的选择问题。

8.11 汇改以来人民币贬值是内、外部因素作用的结果。外部看，主要是受美国经济快速复苏，美元指数持续上涨的影响；内部看，国内经济仍在合理的区间内运行，2016 年 GDP 仍保持 6.7%，但经济运行过程中的一些问题并没有得到根本解决，还出现了一些新的问题：如，经济下行压力较大，结构调整和改革压力依然较大；国企改革进展缓慢；去产能、去杠杆问题；金融体系的系统性风险

问题；民间投资大幅下降；流通中的货币量问题、资金“脱实向虚”问题等。人民币汇率贬值，尤其是出现几轮较大的持续贬值，在一定程度上反映了国内经济金融“发生状况的信号”，“人无贬基”并不能准确地解释和说明人民币汇率贬值的原因。另外，市场贬值心里预期也是加大人民币贬值压力的主要因素。对于市场预期而言，“唯一的恐惧就是恐惧本身”。

在当前的经济金融环境下，对人民币汇率进行一次性的贬值或实行浮动汇率制度是不可行的，也是不现实的。“一旦简单的汇率调整原则被接受，不论调整幅度多小，市场上的投机压力，将使得遏制更大幅度的汇率调整变得极为困难，且可能迅速引发汇率的大幅变化。”¹因此，较“保汇率”更为重要的是汇率形成机制的进一步完善和健全，如适度扩大汇率波动区间，增加汇率弹性和灵活性；完善银行间外汇市场，增加市场交易主体，增加多元化的汇率风险的工具，如外汇掉期和期权交易等；中央银行逐步退出“常态式”的外汇干预，强化市场预期管理，引导市场机制对调整汇率水平发挥更大的作用，使名义汇率更趋于其均衡汇率水平；市场主体要克服“害怕浮动”观念等。此外，还应保持相关政策措施的延续性，以确保人民币汇率的公信力。

三、回归外汇储备本质看外汇储备

外汇储备增加和持有要付出一定成本，不是越多越好。外汇储备是一国货币当局持有并可以随时兑换成外国货币的资产，是国家国际清偿力的重要组成部分，其根本作用是保证国家的国际清偿能力，同时，对于平衡一国的国际收支、稳定汇率也有着重要影响。但一国外汇储备增加和持有是要付出一定成本的，并不是越多越好。2014年6月份前，我国外汇储备连续多年大幅增长，增强国家对外偿付能力的同时，也带来了较多的负面影响。如外汇储备规模过大，加大了持有的机会成本，降低了资金使用效率；影响了货币政策的自主性和有效性，加大了国内通货膨胀压力。2014年二季度前，外汇储备持续大幅增加，加大了通过外汇占款渠道投放的基础货币。尽管人民银行采取了提高存款准备金等方式，“中和”外汇储备增加造成的基础货币投放、货币流动性过大的影响，但仍对国

¹保罗·沃尔克、行天丰雄《时运变迁》，中信出版社

内通货膨胀造成一定影响。同时，也增加了人民银行资产负债风险。随着外汇储备快速增长，人民银行资产负债表发生了较大变化（我国外汇储备是由人民银行通过投放基础货币在外汇市场购汇形成的。购汇所使用的本币资金直接来源于货币发行，即中央银行负债的增加，因此，外汇储备直接体现在中央银行资产负债表的资产方，与相应的央行负债对应）。从人民银行资产负债表看，外汇储备大幅增长期间，外汇资产占人民银行总资产的比例高达80%左右（见图3），人民银行资产负债货币结构不匹配，带来较大的汇率风险和成本对冲压力。此外，规模庞大的外汇储备使得外汇储备经营管理面临着巨大的汇率风险，增加了外汇储备经营管理的难度和风险。

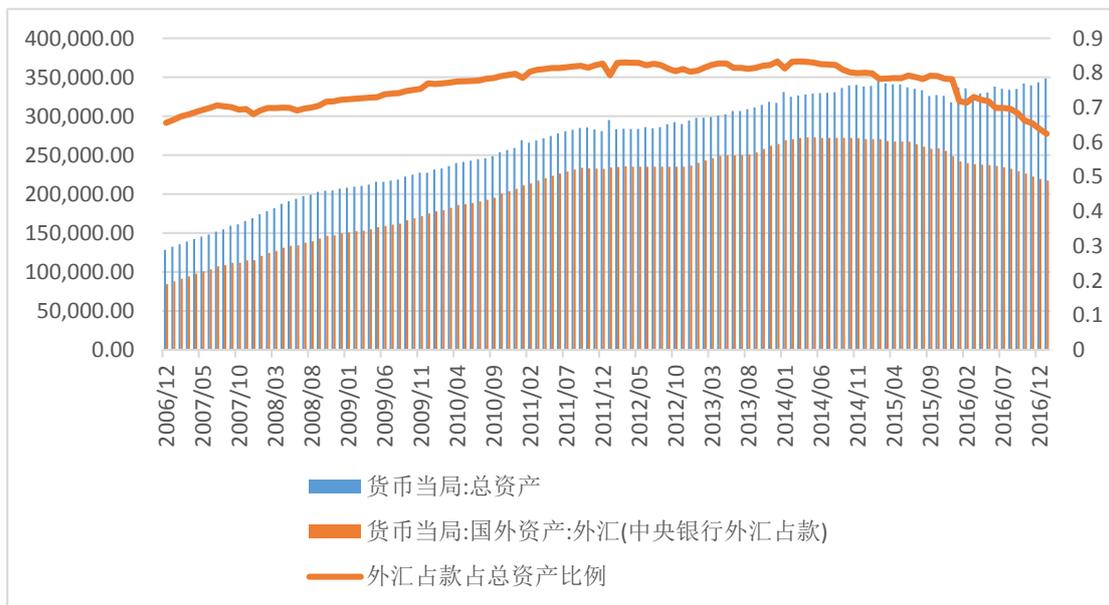


图3. 外汇占款占人民银行总资产的比例 (2006.12-2017.01)

资料来源: Wind资讯金融终端

理论上讲，一国外汇储备应有一个合适的规模。关于外汇储备合适规模有不同说法。传统上，衡量一国外汇储备水平是否合适，主要是采用3至6个月进口额和短期外债规模进行判断。根据IMF评估一个经济体外汇储备合适水平的最新框架和方法，主要采用了出口规模、短期外债、其他负债，以及广义货币四个参数，同时，根据该经济体是实行固定汇率还是浮动汇率，是否存在资本管制等再赋予上述四个参数以不同的权重，计算出一个经济体合适的外汇储备水平。根据上述方法，计算出我国合适的外汇储备规模应为2.6万亿美元左右。当然，这一评估结果仅仅是根据上述四个参数及其权重进行测算出来的，并不意味着我国外汇储

备一定要保持在2.6万亿美元以上。

外汇储备的合适规模是动态的，与一国经济基本面及其发展运行趋势是密切关联的。也就是说，当一国经济发展基本面良好，且这一良好的发展运行趋势是持续健康的，就可以适度“主动”降低外汇储备规模。

要发挥外汇储备最大的经济效益。与外汇储备合适规模相比较，做好现有外汇储备的经营管理问题就更具有现实意义。对于我国而言，可以将外汇储备区分为战略性储备和策略性储备两部分，战略性储备主要作为国家对外清偿工具和手段，保障国家经济金融安全，这部分外汇储备的经营和管理应注重安全性和流动性，收益性则可以放在最后考虑；而对于策略性储备部分则应侧重于收益性，对其流动性和安全性可放在次要的位置进行考量。

近年来，我国外汇储备经营管理也出现了较大的变化，多元化的投资和运作已成为主要的特点：一是在外汇储备的币种结构上更 多元化，美元占比下降，形成了以美元、欧元、日元等主要货币为主体，适度分散化、较为稳定的多元化货币结构；二是在投资产品组合上，采取多元化投资，投资于主要发达经济体和新兴市场经济体的政府类、机构类、公司类等多种金融资产；三是通过委托贷款等方式对一些政策性银行和商业银行，以及大型企业集团提供外汇资金支持，缓解其外汇资金压力；四是加大对国家开发银行、进出口银行、农业发展银行以及中投公司注资的同时，也出资设立或参股设立了丝路基金、中非产能合作基金、中拉产能合作基金以及欧亚基金等投资性机构，开展股权投资，以实现外汇储备的保值和增值。

三、跨境资本流动要注重流出、入均衡管理

跨境资本流动的风险主要在于引发一国国际收支失衡、进而引起国内宏观经济波动和金融系统性风险。

在资本管制方面，我们有过深刻的教训。改革开放后，我国资本流动管理一个显著的特征就是对跨境资本流入和流出实行非对称性管理，即对资本流出和流入采取“宽进严出”的政策措施。这其中的原因主要有：一是外汇储备“只能增不能减”的保守思想直接反映在资本流出、入管理的政策导向上；二是国内金融市场不健全，多层次的资本市场尚未形成；三是作为调节资本流动的重要工具，



利率和汇率市场化程度不高，不仅造成资金价格信号失真和扭曲，导致资金的无效配置，制约货币政策的传导，影响货币政策的有效性，而且，如果不能及时对利率和汇率及其预期进行相应的调整，还会导致频繁大规模的资本流出、入，增大了跨境资本流动的风险；四是没有建立起比较完善的市场预期管控机制，以至于一旦市场预期发生变化，就会加剧跨境资本流动的波动。

1999年至2014年6月期间，我国国际收支持续出现了经常项目和资本项目“双顺差”的失衡状态，非对称资本流动管理更是加剧了上述国际收支失衡状况。

当前人民币汇率贬值、境内资本外流仍存在较大的压力，在这一新形势下，跨境资本流动的管理更要注重资本流出、入的均衡管理，跨境资本流出、入均衡管理不仅要求“上游”的行业主管部门与“下游”的外汇主管部门要协同一致，形成合力，而且，也要得到地方政府的大力支持和配合。具体地说：

一是进一步利用外资要有所“取舍”。近日，国务院《关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》[国发（2017）5号]明确指出“利用外资是我国对外开放基本国策和开放型经济体制的重要组成部分。”明确提出放宽服务业、制造业、采矿业等领域外资准入限制，并明确了上述行业重点放宽利用外资的领域。其中，服务业重点放宽银行类金融机构、证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、保险机构、保险中介机构外资准入限制，放开会计审计、建筑设计、评级服务等领域外资准入限制，推进电信、互联网、文化、教育、交通运输等领域有序开放；鼓励外商投资高端制造、智能制造、绿色制造等，以及工业设计和创意、工程咨询、现代物流、检验检测认证等生产性服务业，改造提升传统产业。

当前全球跨国投资和产业转移出现新趋势，我国经济深度融入世界经济，经济发展进入新常态。在这一新形势下，以开放发展理念为指导，推动新一轮高水平对外开放就成为一种必然的选择。

在进一步利用外资的过程中，要关注以下几个问题：首先，要认真吸收以往利用外资的教训，从体制和机制上消除“引资冲动”。地方政府在法定权限范围内制定出台招商引资优惠政策时，要严格贯彻执行国家利用外资的政策法规，确保政策法规执行的一致性。在不擅自增加对外商投资企业的限制的同时，也不能

随意降低利用外资的“门槛”；

其次，利用外资要有所“甄别”，有所取舍，应轻“量”重“质”，切实提高利用外资水平和质量，着力推动新一轮高水平对外开放，以开放促改革、促发展；

再次，自贸区功能定位要清晰。自2013年上海自贸区设立后，2015年又先后设立了广东、天津、福建自贸区，2016年又决定设立辽宁、浙江、河南、湖北、重庆、四川、陕西等7个自贸区，自贸区形成了梯度发展的新格局。自贸区的功能要根据各地不同的区位条件和进出口贸易流量进行确定，并根据经济发展情况进行动态的调整。自贸区的建设主要在于进行制度创新和探索，并将成功经验推广、复制到自贸区外。自贸区建设过程中，要认真吸收以往各地争相建立经济开发区的教训，不能以政府向企业，尤其是外资企业让利作为基本模式，使市场出现不公平的问题。

最后，要加大对地方利用外资的督查力度，严厉杜绝“假外资”行为。建立全面综合的考核机制，科学全面地考核利用外资工作实绩，从体制和机制上消除“引资冲动”。

二是要注重跨境资本流出、入均衡管理。目前，相关主管部门强化了资本流出管理时，放松了对资本流入的管理，先后出台了一系列的政策措施，如，进一步开放境内银行间债券市场、取消外商投资企业资本金结汇的限制、允许境内机构外债资金结汇、允许内保外贷资金调回境内结汇等。同时，加强了境外投资项目审核和资金购、付汇审核，加强对个人购付、汇审核等。上述政策措施的实施一定程度上抑制了资本流出的势头，也减缓了外汇储备下降。

面对当前人民币贬值和资本流出压力，实施适当的资本流出管理是必要的，但一定要把握好资本流出管理的“度”。同时，由于非对称性资本流动管理会进一步刺激资本流入的偏好，使得资本流动问题进一步累积和恶化。因此，妥善处理好跨境资本流出、注入的均衡管理尤为重要，具体地说：一方面强化对跨境资本流出管理，主要应针对没有真实交易背景的资本流出，对于正常、合理的资本流出，仍应“开绿灯”，不能强制性地采取“一刀切”的做法。对于非正常的、违规的资本流出要进行限制，并加大查处力度，抑制非法资本流出；另一方面，在“扩大流入，增加外汇供给”时，也应有所甄别，重点是鼓励长期性资本流入，



对短期资本流入仍应采取有效的措施加以严格限制，并强化对跨境资本流入交易真实性的审核，以及事后的跟踪核查，以创建一个良好有序的跨境资本流出、入的外汇生态环境，维护国际收支基本平衡，促进宏观经济和国内金融持续健康发展。

资管业务终将回归真正的信托¹

夏斌²

我谈四个观点：第一、当前资管必要性。第二、出台关于规范金融机构管理业务指导意见的想法。第三、资管业务的实质是什么？第四未来的方向应该是回归真正的信托。

关于资管的必要性问题，在座都是高学历的人，都有这方面的基础，我认为很简单，我就点一下，第一是中国经济这么快发展，人均收入不停的加速增长，传统的银行，传统的资本市场的业务已经不能适应我们储蓄者，或者说投资者的投资需求。

第二方面，因为金融市场在不停的深化，产品的多样性、专业性、复杂性，需要有更多的专业人士来帮助投资者经营。

第三方面，本世纪以来在市场业务上的各类创新，绝大多数是围绕资管产品，但是这方面恰恰监管没有跟上，如果跟上的话，最近微信上就不会传由人民银行牵头，一行三会在征求意见，准备对这么庞大的资管市场进行统一规范监管的指导意见，就不会出这个文件，这里面的教训太多了。这也是为什么现在讲加强资管，发展资管业务很有必要，加强资管业务同样很有必要。

第二点，出台指导意见意味着什么？

最近央行在征求意见，关于规范金融机构资产管理业务的指导意见的出。意味着要规范统一中国的资管市场，已经到了刻不容缓的地步。当前的问题是，多年来我们的金融监管决策层，对资管市场的实质是信托行为，对这样一个认识不足造成的，各个监管部门多年以来监管不协调造成的。在这方面，我帮大家回顾一下。其实资管业务不是今天你们搞中国决策者或者说业界才有反应的，其实在2000年左右，对资管业务就已经有人提出来一些想法，面对当时证券公司在国债回购上的惨痛教训。2001年初在上海陆家嘴开会，我说针对当时中国受托理

¹ 本文是作者在“第四届（2017）中国资管精英大会”上发表的主题演讲

² 夏斌，中国人民大学国际货币研究所顾问委员，国务院发展研究中心金融研究所名誉所长、国务院参事



财市场上监管制度安排的欠缺不统一，以及正在暴露的严重问题和隐患，本人曾经呼吁要尽快构建中国统一的财产管理制度，或者说代客理财制度。大家可以看一下当时的财经杂志 2001 年第 5 号财经杂志，等了我的观点。过了两年到了 2002 年左右，银监会承认了这个问题不仅没有解决，反而愈演愈烈，市场纠纷不停的出现，投资风险不断的暴露，监管部门叫停声一片，在座的对于历史稍微有所了解的，可以回忆一下，首先是银监会在 2003 年 3 月叫停民生银行委托贷款业务，后来同年 2003 年 5 月 22 日，中国证监会叫停银证理财计划等等。为此本人在 5 月份又进一步呼吁，必须结束委托理财政策多门的混乱局面，要统一协调理财市场的制度，而且宜早不宜迟，因为我们以前在国债回购的时候已经有惨痛的代价，这个报告当时送给了国务院有关领导，也转批了一行三会的主要负责人，而且在财经时报 2003 年 5 月 24 日，在报纸上也对有关监管部门监管制度的不协调，不严肃性，以及已经发生的严重风险，提出了批评意见，这个白纸黑字都可以查。

2005 年 9 月份，又进一步向国务院明确建议，由一行三会共同出台金融机构开展资产管理业务管理方式，监管方式。明确建议一行三会赶紧出台这个文件，统一规则，防范金融风险。同时建立监管协调平台，包括危机处理的协调机制，金融业务和产品创新的协调机制，信息的共享机制。但是这一切到了今天，还在呼吁。前不久人民银行刚刚才出台一行三会的征求意见稿，但是多年过去了。

我们今天看所有这一切已经是刻不容缓的，不能再拖延不办了。但是即使现在办我认为决策已经晚了，是 40 多年来中国金融改革史上的又一次惨痛的教训，又一次亡羊补牢，是付出了沉重代价以后的决策，这是我想的第二个板块，关于这个问题的看法。

第三点，我想向在座各位讲一下我对于资管的认识；

资管业务的实质是什么？怎么把握资管业务？从监管层也好，从市场进一步要开发新产品也好，从防范风险也好，从中国资管未来的方向，可能会是什么？我们先搞清楚资管业务的实质是什么？

目前现状据有人统计，总规模 88 万亿，扣除重复计算 60 万亿左右。资管业务的业务类型包括私募在内，有 8 种。银行理财、信托计划、基金专户、券商资

管、保险资管、期货资管、公募基金、私募资金，也可能还有遗漏，这个是你们业界归纳的，因为平时我不搞这方面研究。

其实可以说中国目前的积累金融机构，都在做，都可以做资管业务，从这八种类型可以知道，其实各种金融机构都在做。资管业务的实质到底是什么？我认为它不是需要通过银行中介的传统的存贷款业务，也不是投资者自己决策，进行投资的股票投资，债券业务投资业务。而是典型的受人之托，代人理财业务。大家想一想，你们做的一切，我再声明一下，我今天说的可能在座有的人听起来不太高兴，但是我坚持我自己作为一个独立学者，对中国市场的一些观点。

讲一下我们做的实质是什么？都是人家托来做投资业务，受人之托，代人理财业务。之所以市场上现在对这方面认识比较混乱，主要的原因是，金融监管部门的认识不统一，政策文件不一致造成的。这一次央行出台的，关于统一资管业务的指导文件，涉及了很多方面，我如果帮大家解读一下，可以归纳为 6 项内容。

第一项内容需要统一规范信托业务行为的本身的监管业务。本身是信托业务，应该怎么管？这个内容是一方面。叫资管，它的基本依据是什么？是信托法，是中华人民共和国信托法。比如金融机构的勤勉尽责义务，穿透式监管等等。这都是信托法所要求的。

第二方面，有些指导意见中提出的有些内容，应该是从宏观审慎管理的角度进行思考的问题，可能在座对这方面不太熟悉，除了微观审慎监管，监管机构对微观金融机构怎么监管？风险怎么控制。从国家角度，怎么列周期，保持经济稳定发展，保持资产泡沫的产生。从宏观审慎角度进行思考，比如说杠杆的问题，这是很典型的，而且很在乎的。但是我认为，严格说这个问题本来不应该是信托业务中间考虑的问题。但是现实中间又大量存在，杠杆率是 1 倍，还是 1.5 倍，还是 2 倍，我们从市场到监管者都要认识到，实际上这个问题，是宏观审慎管理中间应该考虑的。实际上我提醒监管部门，这个事情是重要，但是从本质上来说，这个问题什么情况下才会产生？到今天怎么办？我们今天是在收拾这个摊子，一下子杠杆全下来了会是什么情况？信托本来要讲什么？应该讲什么？这是我要解决的第二方面。



第三方面新老划断问题，这个在座能理解，对中国国情能了解。这是基于现实存在的问题，不能一下解决，亡羊补牢不能一下到位，这个是过渡时期采取的无奈的，不得已的措施，新老划断。

第四方面打破刚需兑付，这是属于进一步需要强调、确认、坚守的市场原则。这本来就是搞市场经济应该的其中之一。不存在什么需要讨论的，但是中国这个问题现在不能不考虑，不能不强调，相应的商业银行在座已经了解，我们已经出台了破产条例。资产管理中间受托人按照委托人的授意进行管理，损失自然是委托人应该承担的。但是这个问题从现在文件中强调很多。

第五方面，对于非金融机构，也就是工商企业，开展资产管理业务的要求，本不应该写在金融监管机构的监管条例中间。那是针对现实社会中间，P2P 等等，已经存在各类的违规行为，非法集资行为，这是金融机构，向全社会，各企业主体的一种监管思想的造势、宣告。我是监管金融机构，但是你不是金融机构，你不能干这个事。

第六方面，建立资管业务信息综合统一制度建设问题，这是从市场，从被监管者角度，不存在的问题，这是上面监管部的问题，不协调的问题。但是长期以来，由于银监会保监会对此有不同意见，不同意人民银行直接掌握市场信息的综合统一，我开玩笑的建议，不同意可以，谁不同意可以统一到不同意的部门，比如说银监会、保监会，你来承担这个责任，统一监管信息。但是，你要统一监管信息，你就要承担监管责任，你需要向国务院及时的报送，定期的报送信息综合分析报告，以及监管建议，承担部门责任，这段我开玩笑。

第四点，我们的资管业务到底怎么发展？也就是说未来的方向是什么？

未来的方向是回归真正的信托，我说的以下观点你可以不信，但是我很自信，我们的市场到现在这么多教训，7 搞、8 搞，最后必须回归到信托。什么叫信托？

2001 年，全国人大通过了中华人民共和国信托法，定义了什么叫信托，大家想一想？什么叫信托？信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按照委托人的意愿，以自己的名义，以受托人的名义，为受益人的利益或者特定目的进行管理，或者进行处分的行为、处理的行为。从这个角度大家可以看到，什么叫信托？就是我把钱委托给你授业，简单说是首任支托

代人理财。因此我想说，一切符合上述定义要素的各类金融机构，开展的各种资产管理业务，都应该属于信托行为。在座我相信有很多是学法律出身的，严格按照中华人民共和国信托法定义的信托要素，你看看我们 8 类业务中间，大多数是不是都在做这个业务，你说你不是，那你是按照什么？按照银行法？商业银行法？还是按照投资基金法？投资基金法你仔细看一下，有关条款是怎么规定的？和信托有些是不矛盾的。

都属于信托行为，都应该受信托法的约束。信托法从制定公布的第一天起，不仅仅是规范信托投资公司的，是规范信托行为的。因为信托法第四条有约定，基于 2001 年现状，又规定了，认识又不一样，因此全国人大通过的信托法也规定，受托人采取信托机构形式，从事信托活动，其组织和管理，由国务院制定具体办法。根据这个条款，国务院办公厅在 2001 年 12 月国办 101 号文件又明确，中国人民银行，中国证监会，分别负责对信托投资公司证券投资基金管理公司等机构，从事营业性信托活动的进行管理，那个时候没有发展这么丰富，那个时候发展的产品就是面对了人民银行和证监会，因此国务院要求这两个机构，被你管辖的金融机构你拿出监管办法，这个是他们从事信托行为的信托机构。

未经人民银行、证监会批准的，任何法人机构一律不得以任何形式从事营业性信托活动，不准赚受人之托，代人理财，资产管理的钱。现在成立了银监会，从事信托业务的机构多了，信托法的要领没变，我们需要的是国务院应该根据法律和现实，做出新的解释，对 2001 年国办的文件做出新的解释。这么多机构都在从事信托行为，根据什么国务院条例在做？各类资产管理业务，不允许出现各个机构违背法律和国务院条例做出自行解释，这是我个人认为，各监管部门必须符合法律，必须符合国务院条例。部门定的是部门规章，小的必须服从大的，下面必须服从上面，下位法必须服从上位法。

我的理解，要整顿目前混乱的市场管理，核心就是要把资产管理业务回归真正的信托，如何理解真正的信托？我前面讲了，规范的指导文件从 6 个方面，从现实出发不得以定了这个方面，实际上就信托行为，在座的我们要掌握的，可能没有到位。未来可能往那个方向发展，就那么几条，我认为核心要素有四条：

1、规范受托委托行为；银行主要赚取利差为主要的金融机构，各类资管机构主要以赚取手续费为主要特征的金融机构，因此一切以赚取资产管理手续费为



主的业务，都必须受到信托法的制约。因此，各种形式的资管业务，要贯彻信托独立的原则。信托文件要具体、明确，受托人要恪守职责，履责要诚实信用、审慎有效。

2、既然是信托行为，为了保护委托人的利益，其资产应该得到最大的保护。防止受托人不诚实，不尽责。怎么办？监管者对受托者的资金、资产，可以实行第三方托管制度。不准受托人建立任何形式的资金池，不准受托人自作主张挪作他用。

3、既然是信托行为，不是银行行为，因此资产管理合同中，一般不允许出现确保固定回报率之类的最低投资收益保障条款即要打破刚性兑付。你是接受人家委托做事，人家教你怎么办，按照合同双方签署合同。除非你拿到钱搞界定性产品，市场收益率假设短期内银行同意拆解 3%、4%，你可以说我固定汇报 2% 以上，2% 绝对是没有问题的。当然货币市场利率，银行同类拆借利率还在变，无非是短期内根据一定的经营数据，做一个完全可能接受的，和你资本金规模相衔接的可以做，关紧是监管部门脑子要清醒，无论做到多少，但是要输输你的资本金，绝对不要影响社会稳定。一般不允许出现确保固定回报。

4、要有充分的信息披露，在市场欠发达，投资者风险意识差，和全社会现在普遍存在道德风险的情况。什么叫全社会普遍存在？现在发了好多产品，在座都知道，这些产品都有风险，银行做渠道拿 1%，信托做计划拿 1.5%，或者你们某些机构再拿几个点都不担心，只要你政府敢法，信托敢做，信托敢做，银行敢给渠道。最后还的了，还不了，如果完全按照市场原则，老百姓认为你应该还我，你说依法办事，我就说谁也不管。全社会存在社会道德风险的情况之下，政府监管者有义务充分掌握市场上各类监管业务活动的信息，加强尽管，以确保金融市场和社会的稳定，这是我想讲的第 4 条。

我认为以上的 4 条，是当前我国资管业务整顿的核心内容，必须坚守的底线，这是第一性的。至于资管市场中的杠杆率问题，投资内容和方式问题，监管中的穿透式尽管问题及其他非法集资问题，都是资管市场监管中派生的，是第二性问题，是基础性的。我认为只要坚守资管市场就是信托市场的核心要素，其他问题的解决，都好办，解决了方向，自然也就明确了。这是我做了认真准备，想在

中国资管精英大会上，就中国资管市场现状，多年来发展的教训，以及接下来怎么理解一行三会问准备出台的文件，和未来发展方向主要是什么，作为学者谈一点我的观点，说错的请大家批评，谢谢大家！



房产税的核心是促进房产资源合理配置

王永利¹

房产税问题早在本世纪初就已经提出，但关于是否应该开征房产税、如何征收房产税的争论也非常激烈，莫衷一是，使得这项税收政策迟迟难以出台。纵观各种观点，之所以发生严重分歧，核心问题是对房产税的目标定位没有达成一致，有人认为是用于调控房地产价格，有人认为是为了增加财政收入等等，由此也引出很多不同的观点。实际上，开征房产税的核心目标是合理配置房产这一国计民生至关重要的社会资源，促进房地产行业健康发展和经济金融与社会稳定。

居者有其屋，是人们生活生存及经济社会稳定至关重要的因素，特别是由于房产在很大程度上是与土地这一重要的不可再生资源紧密相连的，因此，房地产并不是普通的消费品或商品，并不能完全交由市场价格调节，有钱就可以随意购买和持有，而要作为事关社会公平和经济社会稳定的重要资源，形成必要的管理规则进行全社会范围的调控，以达到房产资源的合理配置。这其中特别是要防止房地产的闲置和浪费，防止由房地产的不合理配置激化社会贫富差距和矛盾。因此，对房地产实施管制，包括征收房产税，在国际上早有先例，并非罕见。

在中国，当房产不再由企业或单位分配，而是推行市场化买卖之后，房地产业快速发展，成为推动经济社会发展的重要力量，其中，房地产价格一直是政府关心的重点：房地产价格上涨过快，容易引发社会不满，政府可能采取措施，特别是限购限贷等进行抑制。但是，由于政府是土地的主要乃至唯一提供者，土地出让费以及房地产交易税等，又成为政府最容易获得并成为越来越重要的收入来源，各级地方政府最根本的期望并不是房地产价格稳定，更不是下降，而是希望上涨。其结果是政府虽然关心房价，但却容易鼓励人们多买房、买大房、买高档房，而没有充分考虑房产深刻的社会影响力和合理配置的标准设计与管控。这样，房地产在刚性需求的拉动下，价格不断上涨。房地产价格的上涨，又带动需求，包括投资需求的上涨，进而推动住房信贷、货币投放的扩大以及房地产价格的更

¹ 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员、乐视金融 CEO

大上涨，带动房地产需求和价格的螺旋式上升，形成房地产价格总体上升的社会预期，带动更多资金，包括银行贷款投入房地产，并造成大量房产闲置和浪费（这种状况放在世界范围内看都是非常突出的！）。而房价的高涨和投资的扩张，已经给经济金融和民生社会带来日益深刻的影响，深层次负面影响已经开始显现。

有人反对政府限贷限购，认为这属于行政干预，应该扩大土地和房产供应，以缓解供需矛盾，抑制房地产价格上涨。这似乎很有道理，但却忽视了一个现实：如果人们普遍认为房价总体上只涨不落，而且没有保有环节的成本抑制，投资房地产成为最好的保值升值选择，哪怕买完后空置着都能通过升值获利，那么中国房地产的需求可能根本无法满足。同时，中国是世界上人均可利用土地非常少的国家，大规模工业化、城镇化又占用了许多好的农田，威胁粮食品质和安全，依靠扩大土地和房产供应来抑制房地产价格，可能难以实现预期目标。在这种情况下，政府实施限贷限购，可能还是现有条件下比较容易和较好的次优选择。

但限贷限购又主要是以家庭为单位，而不是以人均多少平米的面积为标准，结果会存在很大漏洞，造成严重不公：一口人是一个家庭，3口人、5口人甚至更多人也是一个家庭；30平米可能是一套住房，130平米也是一套住房，300平米甚至1300平米也是一套住房，这样按家庭和套数控制，显然存在不合理之处，甚至引发独特的假离婚潮。前期上海、重庆的房产税试点，同样存在问题，难以发挥有效功能，甚至成为一些人反对开征房产税的证据。

所以，现在亟需做的是，首先要统一对房产税核心功能定位的认识，它应该是着重解决房产资源合理配置、防止在这一领域出现严重分化和资源闲置浪费。

为此，要尽快明确人均需要保障的基本住房面积标准。尽可能保证居者有其屋（购买的或租用的）的基本需求，推动实现“房子首先是用来住的，不是用来炒的”目标定位和房产资源合理配置，促进安居乐业和社会稳定。在此基础上，实施居住面积累进税率，按照房产最近一次实际交易价格（包括房改价格）乘以超出免税线之上的面积征收房产税（不需要价值评估，以保证征税基数的客观性，并降低房产税征收难度，也使购房人能够按照交易价格预期未来房产税税负。同时，交易时还有交易环节的所得税进行其他方面的调节）。这样做，最重要的就是增大持有超额面积住房的成本，推动人们合理购买面积适中的住房，将多余房产拿出来出售或出租，减少房产闲置和浪费。而这必将扩大房产供应，抑制房产



需求（特别是投资需求），因而应该会造成房地产价格的阶段性回落，甚至会造成政府房产税的增加弥补不了土地出让收入减少，出现阶段性减收的现象。但这却将为房产资源的合理配置，促进房地产行业健康发展，促进安居乐业和社会稳定创造重要条件！

当然，征收房产税，需要配套推进房产实名制和人口配套核对以及在城市、地区乃至全国范围的信息联网。但这也是加强社会管理的必要投入，也不是很难做到的。

作为房产资源配置的调节工具，房产税的征收可以不受土地所有权和土地税费等因素影响，只要对所有人是统一的标准，能发挥合理配置房产资源的核心功能就行（有人认为中国的房产没有土地所有权，但房价中已经包含了土地价格，而且房产所有权也不是永久的，再征收房产税存在重复，不合理，这是对房产税核心功能的误解）。

因此，房产税不是要不要、能不能的问题，而应该下定决心积极争取早日推出！

2017 年中国股市展望

洪灏¹

美国十年期国债收益率走势是全球危机和复苏的写照，也是一部劳动者剩余价值被剥削的历史。历史性的底部构筑可能已经形成，通胀正在回归，股债轮动即将开启，其影响力也将波及中国。走过了黑天鹅频出的 2016，2017 年将充满更多变数。

在过去的 35 年里，美国十年期国债收益率（之后简称“十债收益率”）一直处在一个长期下降通道。十债收益率的上升往往暗示宏观流动性紧缩，反之亦然（图表 1）。十债收益率的每一次飙升，世界上的某个市场的危机便同时发生。例如，87 年的“黑色星期五”，90 年代初拉美危机，而一些拉美国家至今没能从中恢复，97 年亚洲金融危机，千禧年的互联网泡沫以及 08 年的次贷危机。宏观流动性的收缩通常是历史上导致全球市场危机的诱因。未来也将如此。这是一个交易员眼中十债收益率的历史。

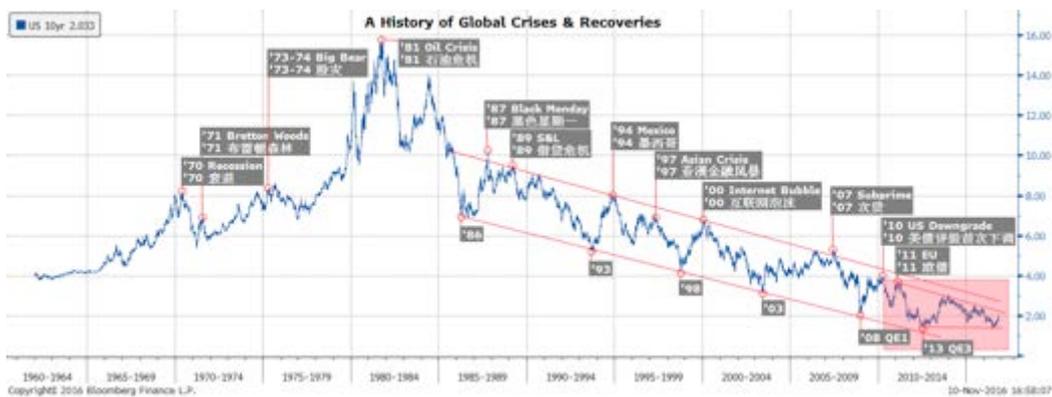


图 1：十债收益率记录着全球危机和复苏（它很可能已构建了历史性的底部）

在宏观经济学家眼中，在图表 1 里叠加另外一个变量之后，十债收益率勾勒出了一副不同的画面。在图表 2 中，我们发现，劳动者薪酬的增长和劳动生产率改善之间的缺口也是通胀压力的阀门。一个变窄的缺口，如图表 2 所示，意味着劳动产出的增速大于投入，即劳动者并没有得到与其生产率改善相匹配的、合

¹ 洪灏，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、交银国际董事总经理、首席策略分析师

意的劳动补偿。简单的说，这个变窄的缺口记录了在过去三十多年间劳动者的剩余价值被剥削的历史，是三十多年来持续低通胀的根本原因。

由于长期得不到合意的劳动补偿，劳动者开始要求从经济增长中分得其应得的一杯羹，民粹主义的崛起体现着劳动者阶层集体对公平分配经济果实的诉求。

“占领华尔街”运动，中国重新强调的“实现全民社会福利”政策，以及对默克尔移民政策的敌意和反对，突然之间都有了一个清晰的背景。而英国脱欧、特朗普的当选和意大利修宪公投失败更加突显了这个问题。实际上，劳动者薪酬和劳动生产率之间的缺口从去年开始扩大，且与十年收益率运行的方向也出现了前所未有的背离。当劳动者薪酬增长加速，并开始赶超劳动生产率改善的速度时，通胀压力就会上升。

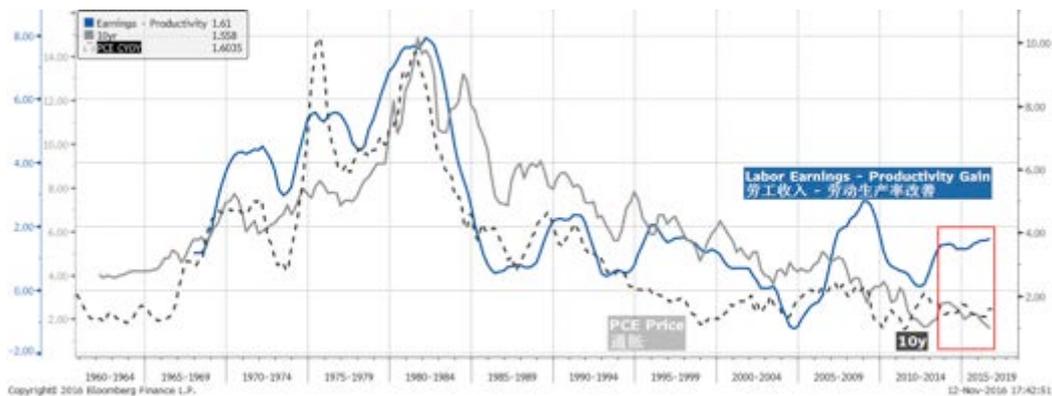


图 2: 劳动者剩余价值长期被剥削，是持续低通胀的根本原因

虽然常规的通胀衡量指标，比如美国核心 CPI 和个人消费支出价格指数，描述出一幅温和通胀的画面。但是市场价格在告诉我们，对通胀的预期发生了极端的变化。美国经济周期研究所 (ECRI) 的未来通胀预期指数 (FIG) 显示通胀压力已经达到了 2009 年经济复苏以来的新高点 (图表 3)，即使传统的通胀指标仍处于低位，但均已从低点大幅回升，尤其是核心 CPI。

在金本位被废除后，储蓄已失去了抵御通胀的避风港。特朗普提倡的财政赤字开支，以格林斯潘的原话来说，就是“隐形的财富抢劫”。而谎报实际通胀压力，其实就是隐形贬值，是将私人财富充公的最有效的方法之一。事实上，各国政府一直都在调整他们官方的 CPI 计算方式，以编织出一个低通胀的假象。

例如在里根时期，租金支出取代了 1982 年一篮子商品中的买房支出，以便计算出更低的通胀和更高的经济增长。布什时期推出了享乐质量调整法 (Hedonic

Adjustment)。而在中国的 2011 年早期，国家统计局减少了食品在 CPI 计算中的权重。巧合的是，食物通胀，尤其是猪肉价格，占据了 2011 年 6 月 CPI 增长的 70%。若没有前期的调整，中国的 CPI 可能远远高于当时公布的 6.4%。



图 3：通胀预期快速升温；核心 CPI 低估了通胀的压力

随着持续了三十多年来的生产关系开始反转，通胀持续攀升，全球资产配置模式即将转换，债市长牛也将终结。而随着这种资产轮动的进行，史诗级的市场波动也将发生。

此外，历经多年 QE 后，各国央行已显倦怠，资产负债表亦停止扩张。如果央行的购债计划是压制长端利率的推手之一，那么现在这股压制力正逐步减弱。在长达七年的 QE 后，美联储已进入了加息周期，加息速度或将快于市场预期；欧央行资产负债表的规模已超越其在 2012 年初次展开担保债权购买计划时创下的高点记录；日本央行 QE 已经十几年了，QQE 三年，以及目前的 QQEYFC 之后，将愈发黔驴技穷。中国央行的资产负债表规模曾一度领先于全球主要央行，但现在已经开始缩表（图表 4）。

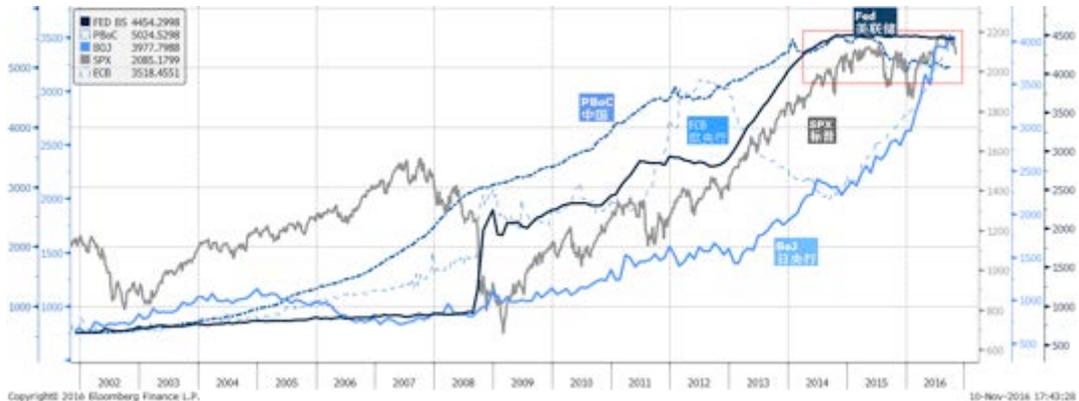


图 4：央行资产负债表已触瓶颈；货币政策效用边际递减。

中美经济和金融市场的相互传导越来越畅顺，使得两个市场关键的经济指标趋于同向变化。2013年，美联储宣布缩小QE，5月份中国市场出现了“钱荒”，6月20日到达“钱荒”高点，隔夜利率是40%~50%。特朗普当选后，美国长端收益率飙升，中国再次面临资金紧张的局面，国债收益率亦突然上涨，美元走强，人民币加速贬值。虽然即将入主白宫的特朗普的对华政策尚不明朗，但从现有的市场变化可以推断，2017年中国也将面临充满着史诗级变化和波动的一年，其中，来自外围的力量不容小觑。

中国央行提供市场流动性的资金基准成本以7天回购利率为代表。自2015年6月中国股市泡沫破灭之后，这个利率一直被人为地抑制，以平抑股票市场系统性去杠杆期间的波动。由于融资成本稳定，交易者开始加杠杆买债券以赚取更大的利差。随着越来越多的资金漫漶了债市，债券收益率不断下降，交易员不得不延长其投资组合存续期，并越来越多地利用短期融资来挤出正利差——一直到利差消失。曾经一度，超过90%的银行间拆借是隔夜的。这种历史性的低利率鼓励了不负责任、不计风险的交易，也导致了住房，债券和商品泡沫。加息，或是房地产调控加码，甚至是双管齐下，看来是必要的了。

市场共识认为若房地产调控加码，将“迫使”原本投资在房地产市场的资金流入股市。我们不能苟同。历史经验表明，在房地产调控措施开始之后，股票回报率都不尽人意，严重时甚至导致市场暴跌。这些从2007年9月，2010年1月，2010年4月，2011年1月和2013年2月房地产调控实施之后中国股票市场的表现可以观察出来（图表5）。市场共识未能认识到房地产市场的成交其实有着货币乘数的效应，还可以加快货币流通的速度。因此，任何遏制房地产价格和交易增速的政策都将导致流动性紧缩，进而拖累股票市场表现。



图 5：房地产调控往往导致房屋销售、价格、新开工、投资和股市的下行

在外围市场面临通胀和股债轮动的同时，中国的通胀、大宗商品价格和房价也在飙涨，尤其是 PPI 在通缩区间徘徊四年多后，已迅速攀升至通胀区间。而中国的十年债收益率两次未能收低于历史低点，形成了双底的技术态势，并开始升穿了其长期移动平均线。对于交易员来说，这是做空债券的积极信号。历史上，只要 10 年债收益率升穿其长期的移动平均线，随后它往往至少持续上升几个月。



图 6：在经历了历史上最长的一段下行时间之后，中国十年债收益率开始升穿其长期移动平均。

因此，即使中国央行在资产泡沫和通胀压力加剧的情况下拒绝加息加准，市场利率已经开始不断地攀升，以补偿明显缺失的货币政策调控，并开始影响资产价格。随着融资的紧张，债券市场的波动性将会上升，并最终将外溢，影响其他市场。

特朗普当选后，美国长端利率飙升，中美利差进一步扩大，如果中国央行选择利率稳定以熨平去杠杆期间的市场波动，那么人民币汇率将不得不承受更加沉重的贬值压力。美国大选后，人民币迅速贬值至 7 附近，1 个多月间贬值幅度达 2.4%。由于资本账户改革仍在进行中，利差扩大与通货膨胀压力上升使汇率贬值难以避免。央行多次强调人民币无贬值基础，似乎只是出于无计可施的无奈。如果贬值的压力加剧，我们很可能将看到对跨境资本流动更严格的控制，以减缓由人民币贬值引发的资本流出。

然而，离岸人民币 CNH 市场仍然是一个挑战。如果在岸人民币贬值的节奏被调控，那么离岸人民币 CNH 将面临着反映经济基本面的压力，这将导致离岸、在岸汇率开始分歧。如果央行通过减少离岸人民币供应，并在离岸市场上提高短期人民币借贷利率进行干预，又将会导致在岸/离岸市场利率的背离。当这种背



离超过一定程度时，最终还是会触发其他资产类别价格的波动，例如股票市场。这微妙的平衡将是一大难题。

外汇储备的积累曾是中国最重要的货币创造渠道。如果央行没有其他形式的流动性补充，如 SLF 和 MLF 等，外汇储备的消耗意味着宏观流动性紧缩。2014 年以来，中国的外汇储备从 4 万亿美元下降到目前约 3 万亿美元，造成人民币贬值和资本流出的压力。汇率改革最终是要让市场决定人民币汇率的水平。从最近的情况看来，这个目标正在被快速地实现。只要市场保持平稳，中国央行或许将继续默许人民币逐步贬值。美元的投机性多头头寸的建立也预示着美元将进一步走强。由此对应的应该是人民币弱势。

全球范围内的通胀很可能已接近我们目前所处周期的拐点，而中国的情况略有不同，此次中国面临的可能是结构性的通胀。现今中国的巨额储蓄自身就是未来长期通胀的重要推手之一。从交易的角度出发，通胀上升的可能性是确定的，但是增长的可能性不确定，因此经济增长可能出现滞胀。但当滞胀时，外汇储备下降，货币条件紧缩以及房价下跌将更常见。在流动性条件收紧和债券收益率的背景下，股票估值的倍数可能不能够足够快地扩张，以抵消债券收益率上升的影响。也就是说，中国股市的前景将远逊于许多市场根据流动性扩大的假设条件而做的强烈看多的预测。

我们的股债收益率 EYBY 模型估算 2017 年（今后十二个月）上证综指可能的合理交易范围为 3300 +/- 500，虽然好于 12 个月前估计的 2016 年的 2900 +/- 400 区间，但 2017 年波动幅度将更大——反映资产重新配置中市场波动性的上升。此外，在我们模型估算的可能的情景里，有 2/3 的结果低于目前的指数约 3300 点的水平。因此，我们还是不能盲目乐观。

2017 年将注定是一个充满着史诗级变化和波动的一年。美国将迎来特朗普时代，给全球市场凭添更多不确定性；欧洲经济正在复苏，但银行业危机依然严峻，民粹主义大行其道，或将再次释放黑天鹅；日本经济可能再现负增长，不排除寻求连任的安倍推出惊人举措。波动之年，我们应该关注那些具有类期权收益的、非对称性回报的交易，并考虑不同情景出现的概率，而不是沉湎于那些永恒而又徒劳的多空之辩。上半年，金融、材料、能源、工业、技术和可选消费板块可期。

买新兴市场国家的货币贬值和债务危机，也是有效对抗通胀的措施。



摆脱依赖，防范企业债务风险

何青¹ 张策²

国际金融协会近期发布的一份报告指出，全球企业债的发债规模已经远超雷曼兄弟破产前那段时期的水平，而雷曼兄弟的破产也宣告了金融泡沫的破裂。数据显示，过去10年中，新兴市场国家的企业债务规模增长了5倍，达到25万亿美元，全球经济正面临债务违约蔓延的风险。

新兴市场国家作为后发经济体，对外贸易依存度高、企业核心竞争力弱。受2008年国际金融危机的冲击，企业盈利能力出现恶化。在后金融危机时代，市场上出现可持续、罕见的全球货币宽松，新兴市场国家的企业在自身盈利能力没有得到改善的情况下，依靠宽松的融资环境获得了大量的债务融资，在困难的环境下依旧可以维持自身的现金流并投资一些低收益项目。这种盲目扩张资产负债表的行为，使得企业债务规模迅速上升。据国际清算银行统计，2015年底新兴市场国家非金融企业的债务与国内生产总值之比已经达到100.9%。

债务规模不断扩大，债务风险不断积聚。2016年底，美国联邦储备委员会（美联储）再度加息，新兴市场国家货币应声贬值，企业的美元计价负债上涨，资产负债表进一步恶化。2015年，匈牙利、印度尼西亚、墨西哥等国超过40%的企业债务用外币计价。在债务风险和外汇风险上升时，“黑天鹅”事件频发引爆全球避险情绪，国际投资者对新兴市场国家的企业债务投资热情不再，企业面临严重的再融资风险。多重困境下，很多新兴市场国家的企业已经达到偿债能力的极限，超过50%的企业利息覆盖率小于3%，20%以上的企业利息覆盖率不到1%，濒临破产的边缘。如何应对债务风险，防范新的金融风险，已经成为一个世界性问题。

具体而言，应从三个方面加以防范：

¹ 何青，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中国人民大学财政金融学院教授

² 张策，中国人民大学财政金融学院博士生

首先，政策应该“掷地有声”，合理引导市场预期，增强市场对本国经济的信心。发达国家的总体债务水平和企业债务水平均远高于新兴市场国家，由于其经济稳定性以及在国际舞台上的话语权，市场赋予了它们更高的债务容忍度。因此，新兴市场国家在政策制定和实施过程中，应减少政策反复性，加强同市场的沟通。

其次，发展本国金融市场，培育理性的市场主体，充分发挥市场的资源配置功能。健全的本国金融市场有利于降低本国企业对境外融资市场、离岸金融市场的依赖，降低货币错配风险。

最后，应拓展区域贸易，增强区域金融合作。美国进入加息周期，欧元区、日本和英国还在继续货币宽松，全球主要经济体货币政策日益分化，导致国际货币政策外溢效果具有更大的不确定性。新兴市场国家货币的国际支付能力较弱，持有外币面临较大的外汇风险。通过积极参与区域经济合作，一方面可提高自身在国际上的话语权，增强市场对本国经济的信心；另一方面，可减少单一国家、单一货币的依赖，增强本国经济的稳定性。



从监管逻辑深度解析理财业务

王剑¹

一、理财业务野史

银行原本的主业是存贷款业务。储户们把钱存在银行，大家有存有取，但终归会沉淀下一笔相对稳定的金额，银行就将其用于放贷，并以此赚取贷款利率、存款利率之间的息差。这一模式已延续几百年，老少兼知。

后来，我国银行业于2004年开始出现了理财业务。

关于理财业务的定义，银监会2005年颁布的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》（银监会令2005年第2号，以下简称《暂行办法》）第二条指出：

本办法所称个人理财业务，是指商业银行为个人客户提供的财务分析、投资顾问等专业化服务，以及商业银行以特定目标客户或客户群为对象，推介销售投资产品、理财计划，并代理客户进行投资操作或资产管理的业务活动。

也就是，理财业务大致包括两大类：（1）理财顾问服务，就是咨询，银行只仅出主意，卖点子；（2）综合理财服务，即理财产品的设计与销售，暂行办法定义为（第八条）：

个人理财综合委托投资服务（以下简称综合理财服务），是指商业银行在向客户提供顾问服务的基础上，接受客户的委托和相关授权，按照与客户事先约定的投资计划和方式，由银行选择、决定投资工具的买卖并代理客户进行资产管理等的业务活动。

在综合理财服务活动中，客户授权银行代表客户按照合同约定的投资方向和方式，进行投资和资产管理，投资收益与风险由客户或客户与银行按照约定方式承担。

后一类是我们研究的重点。

具体实践中，大致就是银行设立一个理财产品（含具体合同），向投资者（一

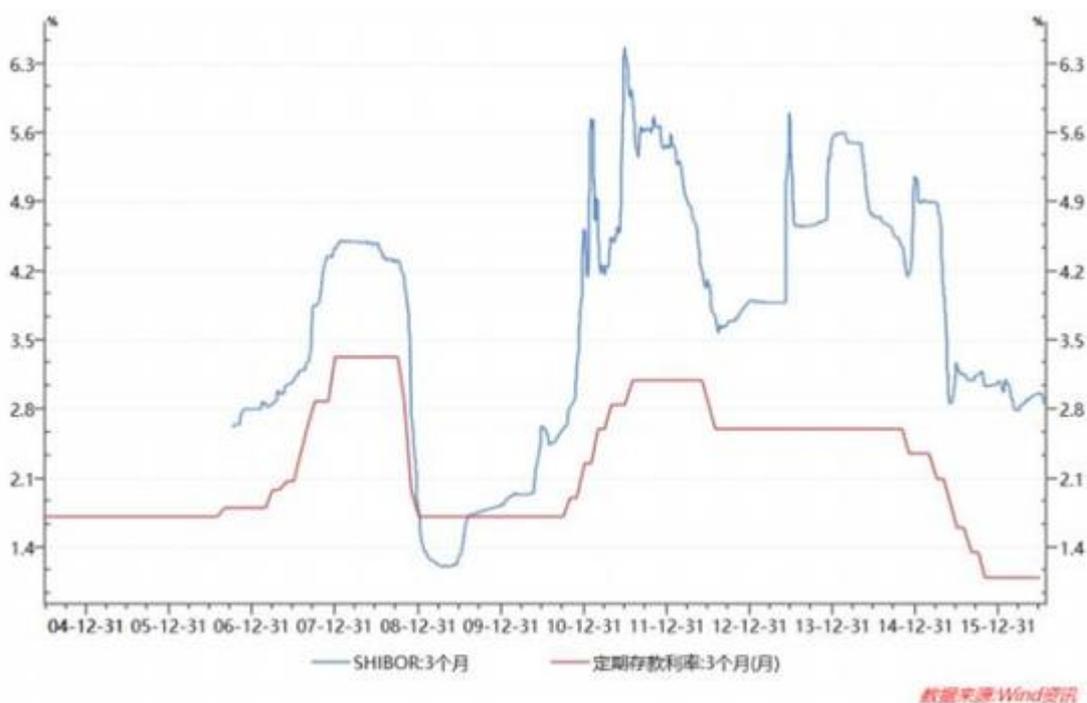
¹王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员、国泰君安证券股份有限公司研究所银行业高级分析师

般就是银行原有的存款、贷款客户)出售,以此募集了资金。然后银行作为受托管理人,把这些资金按约定进行投资,取得的收益按约定分配给投资人,自己则收取管理费。听起来,这应该是资产管理业务,不属于存贷款业务。

(一) 早期投向债券为主

起初,理财资金投向就是银行间市场的各种高等级债券,所以我们觉得它和货币基金、债券基金非常类似

其背景,是银行间市场早年就实现了利率市场化,利率较高,但个人不能直接参与。个人的存款利率则受管制,较低。两者间存在明显利差(仅极少数时期倒挂),而货币基金、债券基金实则可充当两个市场的套利工具,个人购买基金,基金再投向银行间市场的债券。既然这事基金公司能做,银行还不如自己做……于是他们就开始做了。



但理财产品和公募基金又有很大区别,公募基金的管理人只收取固定管理费(但这又太过死板了,对基金管理人激励不足),套利空间的其余部分都归属投资者。

而理财业务,则可双方自行约定。通行的做法,是给客户一个固定的收益率,剩下的都归银行管理人,被称为“超额留存”(这和公募基金刚好相反,投资者拿了固定部分,银行拿走了套利空间的其余部分)。虽然这并不违反规定(《暂



行办法》允许双方自行约定），但这约定的收益率却给后来的刚性兑付埋下了伏笔，有点偏离资产管理业了。再者，由于银行获取的是“超额留存”，他们就存在拉大套利空间的动机，而其中一个简单的方法就是期限错配，为管理期限错配，又对资金池产生需求，进一步偏离资产管理业。

（二）非标纳入投资范围

但是，“非标准债权（非标）”纳入了理财资金和投资范围，我们就猛然发现理财业务加速变味了。

所谓非标，本质就是向企业的贷款，贷款条件由双方议定，不是证券那样的标准化合约，所以称为非标。由于早期规定，银行理财资金用途有限，且没有投资人主体，所以作为规避，有银行发明了“银信合作”，先由信托公司设立一只信托计划，向借款人发放贷款，然后银行理财资金去购买信托计划。简单粗暴，只需要一个信托计划作为通道，理财资金就实现了向借款人放款。同时也可以以信托计划出面，投资其他领域，包括股票一级市场（打新）、二级市场、另类投资等。

另一头，银行又继续向理财产品投资人支付稳定的收益率，刚性兑付正式确立，已和高息揽储类似。

由此，银行理财业务本质上已经是存贷款业务，只不过利差薄一点而已（因为理财的收益率高过存款利率）。这种表外的存贷款业务，是一种典型的影子银行。

因为银行存贷款业务是赚取息差的，那么在息差率稳定的情况下，规模越大越赚钱。所以，银行一般来说都会有强大的动机去做大做强。然后，风险越高的贷款客户，其贷款利率也越高，有些银行会为了盈利，去拓展这些客户（贷款业务的风险偏好上升）。这些行为都会加大银行风险，但由于银行“大而不倒”，出事时国家会救，所以银行行长们并不担心这一点，拼命做大做强，放大风险。这是银行业务本质决定的。所以，各国均对银行施以严格监管，设置资产充足率、不良率、流动性等监管指标，遏制其无度扩张，不让其风险失控。

但是，理财资金投向非标（本质是贷款），实质上已经成为了存贷款业务，且不受资本充足率、不良率、流动性等监管指标制约，风险有可能失控。

监管层很快发现了这种做法，于是发文叫停。但是，银行又有了新的发明，理财资金不再去直接购买信托计划，而是购买了信托计划的受益权……意思是说，我没购买该信托计划本身，只是买了其受益权。

这几乎是中世纪信托问世的翻版。有钱人的财产继承要课重税，所以就不继承了，而是把它委托给受托人，受托人管理财产，财产收益则支付给受益人（比如子女）。子女拥有受益权，这种受益权可转让。

银行就像欧洲中世纪的大财主一样，找到了信托计划这一利器，理财资金几乎实现了所有的投向。尤其是在 2010 年开始的宏观调控中，监管层不允许银行信贷投向房地产、地方融资平台、两高一剩等领域，而银信合作则绕开这一监管。于是，银监开始着手遏制，2008-2011 年竟然连发十文干预此事，狂刷存在感，比某些证券分析师发深度报告还勤快。

2008 年 9 月《关于印发〈银行与信托公司业务合作指引〉的通知》（银监发[2008]83 号）

2009 年 7 月《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》（银监发[2009]65 号）

2009 年 12 月《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》（银监发[2009]111 号）

2009 年 12 月《关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知》（银监发[2009]113 号）

2010 年 8 月《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》（银监发[2010]72 号）

2010 年 12 月《关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》（银监发[2010]102 号）

2011 年 1 月《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》（银监发[2011]7 号）

2011 年 5 月《（办公室）关于规范银信理财合作业务转表范围及方式的通知》（银监办发[2011]148 号）

2011 年 6 月《（非银部）关于做好信托公司净资本监管、银信合作业务转表及信托产品营销等有关事项的通知》（非银发[2011]14 号）



2011 年 7 月《关于进一步落实各银行法人机构银信理财合作业务转表计划有关情况的函》（银监办便函[2011]353 号）

如果这些文件被严格执行，这些表外资产全部回表，估计好多银行的监管指标会“爆表”。但是，就在银监与银行进行猫和老鼠的游戏时，2012 年证监会突然间来给银行提供了神助攻。当年的券商创新大会后，券商资管、基金子公司、期货公司资管都被允许充当通道，流程和信托一样。

银监会发现自己当初刷屏用的十道令牌全成了废纸，于是一改监管方式，干脆直接规定非标资产的总量上限。2013 年，银监会颁布《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8 号），规定理财资金投向非标资产，不得超过理财总额的 35%，亦不得超过银行总资产的 4%。

该文件于 3 月 27 日公告，次日，银行股行业指数大幅低开，全天暴跌超 6%，足可见威力之强大。

但是，监管层这相当于承认自己无法杜绝影子银行，只能退而求其次，限制其规模。该规定取得较好效果，此后非标总量得到控制。但仍然有部分银行，将非标资产通过种种手段包装成标准化债券（所谓“非标转标”），从而规避了监管。

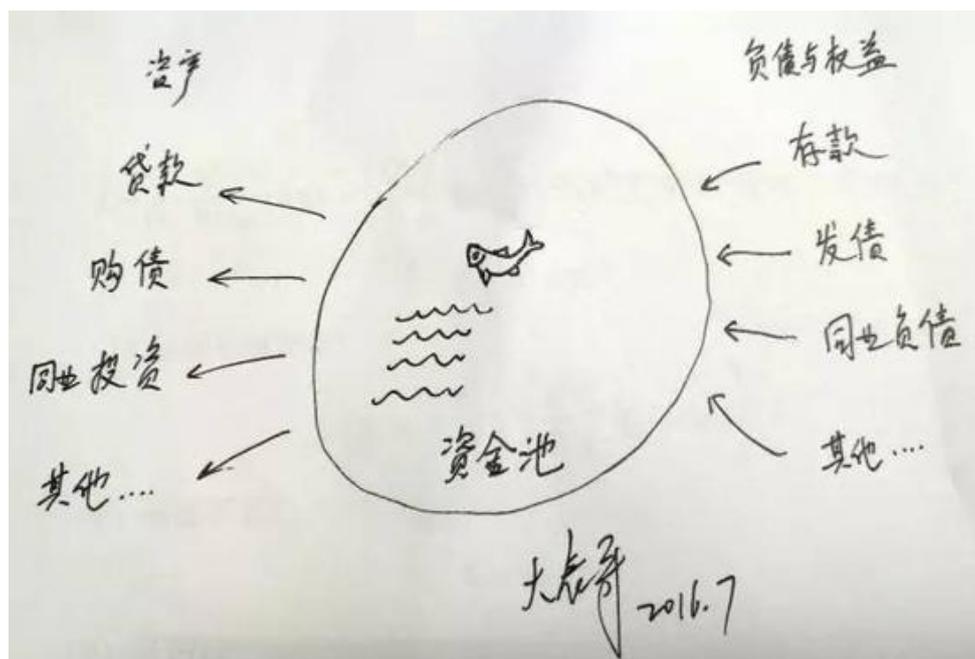
二、理财业务本应是资产管理业

把市场搅得鸡飞狗跳的理财业务及其监管，到底问题出在哪呢？我们认为，这还是要从业务的根本商业逻辑上去找到关键点。

存贷款业务和理财业务（资产管理业务），虽然表面上都把客户把钱交给银行，银行再去投放，但其实本应有是截然不同的商业逻辑。

存贷款业务，即通称的银行表内业务，是两层债权-债务关系。首先是存款，储户把钱借给银行（第一层债权-债务关系），银行以自身信誉为保障，只要银行不倒闭，这钱就可随时还给你（或按约定时间还给你）。此时，储户不用在意银行把这钱拿去做了什么，反正不管做什么，只要银行不倒闭，存款就能还你。然后，银行留一部分存款资金用来应付储户的取款，其余的大部分沉淀资金则拿去放贷款（第二层债权-债务关系）。而且，银行所有来源（包括存款）的资金

会汇总在一起使用，即俗称的“资金池”，存款和贷款间没有科目对应关系，某笔存款和某笔贷款间更不存在一一对应关系。资金池是银行表内业务的终极神器，有了它，银行可实现资产与负债之间规模（积少成多）、期限（续短为长）、信用风险（用低风险资金为相对高风险业务融资）的错配，从而能够动员社会闲散资金，集中形成资本，用于生产。

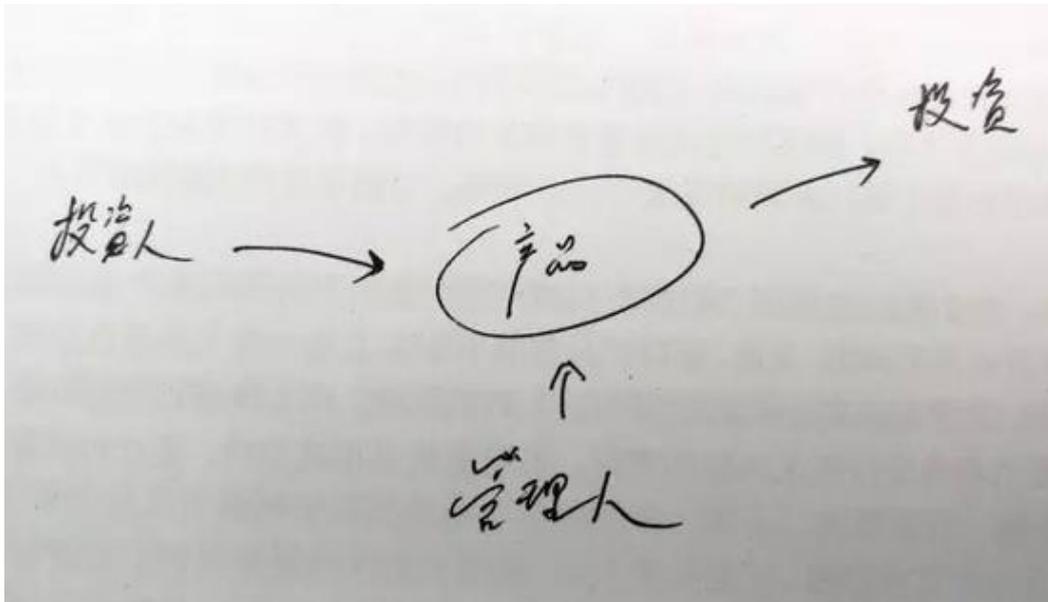


然后，银行开始工作。他们要履行筛选、审查、监督借款人的工作（为克服信息不对称而进行的信息生产工作），这也理解为是一种专业的债权投资管理服务；此外，如果借款人万一还不了钱，银行则自己承担损失（信用风险由银行吸收，银行用利差收入覆盖坏账，不转嫁给存款人）；而如果突然间来取款的储户特别多，银行自己留存的资金不够，那么它还得向金融市场或央行紧急借款（不能以贷款还没到期收回为由拒绝储户取款），并为此承担成本（流动性风险也由银行吸收）。因此，银行是基于：（1）信息生产工作；（2）承担信用风险；（3）承担流动性风险等，获取其相应回报。这是银行存贷款业务的商业逻辑。

而资产管理业的逻辑则完全不一样。资产管理业，是投资人将资金托付给资产管理人，请其为自己从事投资（《暂行办法》称是委托关系，但也接近信托关系）。资产管理人按照事先约定的方式收取管理费（可以是管理资产的固定比例，也可以是投资收益的分成），然后把扣除管理费后的投资收益交还给投资人。资产管理人以自己的专业能力，勤勉地为投资人提供资产管理服务，但投资结果由



投资人自行承担，不保证收益。而且，资产管理业务不应该有“资金池”，每项资产管理产品（可以有多个投资人）的资金来源与运用是清晰的，不会和别的产品的钱混在一起使用，这样才能算得清投资人的收益。



比如典型的资产管理业是公募基金业，基金公司是基金管理人。比起投资人自行投资，这样做的好处，一是基金公司的基金经理在投资方面更为专业，二是公募基金汇集了众多投资人的资金，能够更好地实现分散化投资或履行股东权利，实现规模优势。资产管理人的回报仅来自专业的投资管理服务，管理人不为投资人承担流动性风险（有些资产管理产品可随时赎回或转让，流动性较好，但这种流动性并不是管理人提供的，所以不属于“管理人承担流动性风险”）、信用风险等。

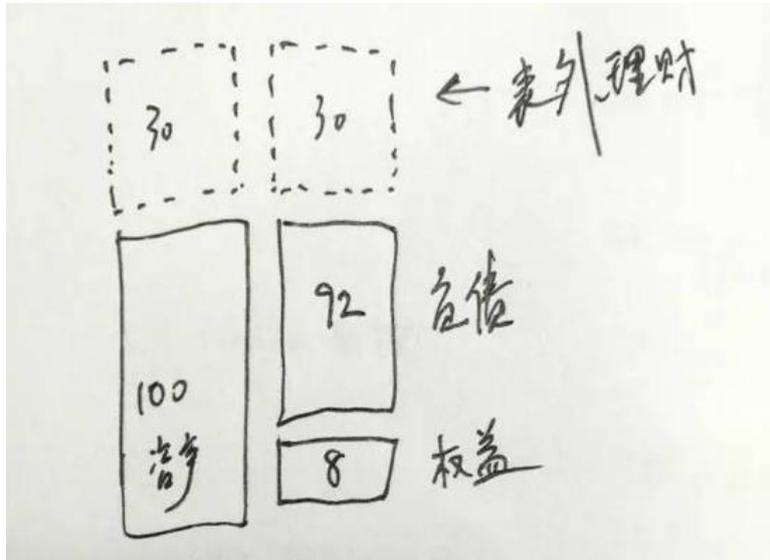
所以，这本该就是两门生意，有着截然不同的商业逻辑。我们将两者作个简单对比：

服务类别	存贷款业务	资产管理业务
投资管理服务	有（即信息生产工作）	有
承担信用风险	有	无
承担流动性风险	有	无

银行存贷款业务，是用资金池来吸收流动性风险，用资金池的错配来赚取利差，利差又是用来覆盖坏账。而资产管理业务，不用承担这两种风险，所以理论上不必设立资金池。而且，理财业务设了资金池，还为利益输送创造了空间（多只理财产品的资产混在一起运用，边界不清，管理人可随意调节某只理财产品的

收益)。

而银行的理财业务，理应是资产管理业务。它肯定不能是存贷款业务，否则就应该一并纳入表内，统一实施资本充足率、不良率、流动性等监管。



但是，我国银行理财业务，却因有意无意的混淆，也不像是真正的资产管理业务。比如，我国银行理财业务一直存在资金池操作，屡禁不止。还有，银行发行理财产品，很多情况下竟然是向投资人约定收益率的，而不是约定管理费。以及其他问题。最后，就形成如今这种现状，即理财业务既不是存贷款业务，也不是真正的资产管理业务……那它到底是什么呢？

三、逻辑扭曲带来的影响

在法律人士、从业人士继续探讨理财业务终究是什么的过程中，这一现状所带来的影响却纷纷显现。其中也有好的影响，但更多是负面的影响。

(一) **倒逼利率市场化**：这一点是积极影响。我国利率市场化进程接近尾声，这几年进展较快，而理财业务对起到积极的推动作用。况且，从其他国家经验上看，利率市场化其实是经济发展到一定阶段后的内生要求，即使监管没放松，市场也会自发地用其他方式突破。理财业务就是一例。理财业务使更多投资者获得投资性收入，使更多借款人拿到融资，有其积极意义。

(二) **整体风险不明**：部分理财业务本质上接近存贷款业务，或者说是把部分表内放款业务转移到表外（但风险依然由银行承担），从而规避了监管，使部



分监管指标失真。比如，理财资金投放的非标，不用计提拨备和资本占用，也不计算不良率，也不用回避高风险领域（比如监管层叫停向地方政府融资平台、房地产开发商等领域投放信贷，但理财资金投放可规避此监管），最终导致监管层对整个银行体系的风险评估不准确，可能引发严重后果。

（三）抬高无风险收益率：由于银行在我国仍然拥有极高信誉，他们发行的理财产品又因为刚性兑付，被很多投资者默认为无风险，从而，理财产品收益率实际上是一种无风险收益率。当然，结合第（一）点来看，如果原来的无风险收益率是人为低估的，那么抬高它也算好事。但问题是，刚好有时货币当局希望压低无风险利率时，实施宽松货币政策时，宽松的效果却被抵消了。因此，这造成了对货币政策传导效果的干扰。

四、监管取向及其影响

监管的意思一直是明确的、坚定的，但执行却是稀里糊涂的。

其实，早在2014年银监会曾颁布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），里面对理财业务多方面做出详尽规定，使其成为真正的资产管理业。其中包括：

非标资产回表，非标资产不允许错配，穿透管理（解包还原）和限制通道层级，分组产品的监管，细化托管制度，不允许资金池，建立风险准备制度等……

通篇看下来，若严格执行，那么银行理财业务就回归资产管理了。但是，因为种种原因，该征求意见稿征求了两年多意见，依然没有下文。而这两年，理财业务规模疯狂增长到23万亿元（2015年底），占银行业表内资产比例高达20%多，已经到了不得不收拾的时候了。

首先，规模失控：2015年底总规模达到23万亿元，2016年上半年仍在增长。

其次，投向失控：经过层层通道，理财资金已经实现多种投资，甚至包括风险极高的为恶意并购融资。虽然真正意义的资产管理业，理论上可以为合格投资提供所有种类的投资管理服务，当然也包括高风险投资。但是，这是建立在信托关系基础上。但目前理财业务仍有表外存贷款业务的嫌疑，

还有，杠杆失控：经过多层通道，层层叠加杠杆，最终会使杠杆奇高，加大

整个金融体系的潜在风险。

理财业务的三失控，可能加大金融体系脆弱性，或对整个金融体系带来了较大的风险，且不能被监管部门有效监测。可时至今日，理财业务的系统法规依然没有出台，一个《暂行办法》暂行了十多年，后面只有几个补丁式的规章，无法从系统上管控理财业务风险。因此，我们预计正式文件出台时已不远，其基本要义与《征求意见稿》相近。

在看到正式文件前，我们尚不能准确评估其带来的影响。但根据监管精神，至少可以肯定以下几点影响：

（一）**理财业务量价齐跌**。总量控制，甚至有所收缩。因不能错配、信用风险加大、业务成本加大等原因，理财的收益率会下降。

（二）**非标业务得到遏制**。资金可能回流债券市场，或者干脆就离开理财业务。这对借款企业的流动性并不利，但利好债券市场。

（三）**信贷（非标）资产获取能力较强的银行形成差异化优势**。

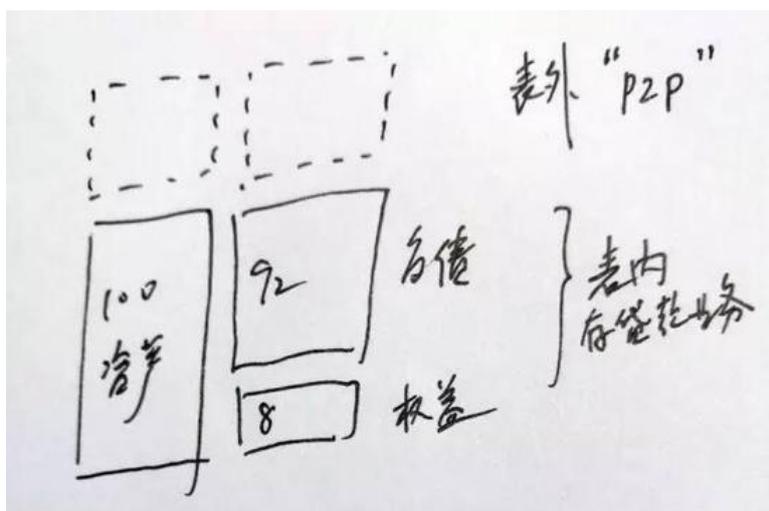
五、未来的展望

对于未来，我们觉得有三个问题可考虑，而且这三个问题是层层相关的。

（一）**监管的意图**。我们认为监管层决意要求理财业务回归资产管理本质，这一点向来明确。

（二）**落实该监管精神对理财业务本身的影响**。那么，要落实这一精神，却仍有一定困难，并且对银行理财资金投向有较大影响。这主要是因为：银行有其专业优势，比如信贷业务（发放非标准化债权），债券方面也有优势，但在其他资产方面，尤其是股票、股权投资方面，并无优势。所以，如果真正做资产管理，银行合乎现实的投向，依然是非标、债券为主。

而如果投向非标（本质是贷款），并要求期限不得错配、投资人风险自担，那么相当于就是银行利用其专业优势，自行寻找、审查借款人，然后发行一个理财产品，向投资人募集资金，并投向那个借款人。那银行理财岂不是成了一个大型 P2P？



是的，没错，此时的银行，就是表内的存贷款业务，和表外的 P2P 业务……不瞒你说，已经有银行在这么做了。如前文所述，存贷款业务，银行赚取的是：1、信息生产工作报酬；2、承担信用风险的补偿；3、承担流动性风险的补偿。而在表外业务上，银行不再承担后两项风险，但依然要赚取信息生产工作的报酬，因为他们依然为投资人选借款人。虽然银行不再向投资人保证收益，但万一借款人违约，投资人遭受损失，那么大家就会质疑这家银行的专业能力，觉得他们挑选、审查借款人的专业能力不行，从而不再来这家银行买非标类理财产品。

可见，这一点和存贷款业务完全不一样。在存贷款业务上，即使银行不良率已经很高，但只要离破产还远，存款人觉得自己存款还是安全的，那么他们也不会立即把存款转移。换言之，非标理财业务对信誉更为敏感、脆弱。那么，可以预见，银行会非常谨慎地挑选借款人。现有实践中，银行还会引进第三方保险、担保等措施，千方百计保障投资人资金安全（管理信用风险）。此外，今后还会设立转让平台等，使理财产品可以转让（管理流动性风险）。

（三）理财回归资产管理后，与自营的关系。银行自己发放贷款，是自营业，而资产管理业务如果也聚焦于贷款（非标），那么存在利益冲突。就好比证券公司的自营部门、资管部门、研究部门之间设有严格防火墙一样，银行也要引进防火墙制度（《征求意见稿》称“栅栏”原则）。更为彻底的做法，是设立资产管理子公司，就像银行旗下的公募基金一样，专职从事特定领域的资产管理业务，与银行自己的自营业务充分独立。

扬帆起航——走向国际的中资保险公司¹

贲圣林²、俞洁芳³、景麟德⁴

改革开放至今已近 40 年，中国金融市场在引进大量外资的同时，也在积极融入国际市场，以实现自身的国际化发展。各类中资金融机构都在为拓展海外市场而不断努力。

“保险是现代经济的重要产业和风险管理的的基本手段，是社会文明水平、经济发达程度、社会治理能力的重要标志。”⁵2014 年，中国国务院发布了《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，以纲领性文件的形式明确了现代保险服务业在经济社会发展全局中的重要地位。当前，中国经济正处在转型升级的重要时期，继续扩大对外开放，加快中资保险公司“走出去”成为推动中国保险市场深化发展，实现由保险大国向保险强国转变的重要手段。

在国际经济呈现分化新格局、国内经济步入运行新常态的背景下，在人民币跨境使用规模和范围齐升、国内资本市场逐步开放的趋势下，在走出去战略、一带一路战略、人民币国际化战略积极推行的历史契机下，本书综合运用定性分析和定量分析方法，集中回答了以下几个方面的问题：

一、在中国保险业国际化的历程中，“里程碑”式的事件有哪些？

通过系统性地梳理改革开放之后中国保险业国际化的历程，在综合考虑社会影响力等多种因素的基础上，我们从中筛选出改革开放之后，中国保险业国际化过程中的十大标志性事件。这些事件的背后，是中国保险业一步步从国内走向世界的发展历史，见证着中国保险市场的成长壮大。

¹ 本文是中国人民大学国际货币研究所的研究报告，报告编号为 IMI Report No.1702

² 贲圣林，中国人民大学国际货币研究所执行院长、互联网金融研究院院长、浙江大学管理学院教授

³ 俞洁芳，中国人民大学国际货币研究所研究员、浙江大学互联网金融研究院研究员、浙江大学经济学院金融系副主任、副教授

⁴ 景麟德，中国人民大学国际货币研究所副研究员、中国人民大学财政金融学院博士研究生

⁵ 《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》

表 1 中国保险业国际化十大标志性事件¹

事件主体	国际化事件	时间	国际化方式	标志性意义
中国人民保险集团股份有限公司	中国人保驻伦敦联络处成立	1980 年 1 月	设立境外分支机构	改革开放之后中资保险公司首次走出国门
中国太平保险集团股份有限公司	在香港联交所挂牌上市	2000 年 6 月	境外上市	国内首家在境外上市的中资保险公司
中国保险市场	2001 年 12 月，中国加入 WTO。三年后，2004 年 12 月 11 日，中国保险业率先全面实现对外开放	2001-2004 年	环境支持	保险业成为中国最早开放的金融行业
中国出口信用保险公司	中国出口信用保险公司成立	2001 年 12 月		为国内贸易企业的出口业务提供收汇等方面的风险保障；促进对外经贸发展
保监会	保监会出台《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》	2012 年 10 月	政策支持	进一步拓展保险资金境外投资范围，正式放开险资境外投资渠道
中国平安保险集团股份有限公司	以 2.6 亿英镑的价格收购伦敦地标建筑劳埃德 (Lloyds) 大厦	2013 年 7 月	海外投资	放宽保险资金海外投资渠道后，保险资金投资海外不动产的首例
中国人民保险集团股份有限公司	在香港联合交易所完成整体上市	2013 年 7 月	境外上市	国内首家中管保险集团海外整体上市
复星集团	收购葡萄牙最大保险集团旗下 Fidelidade、Multicare 及 Cares 各 80% 股本及投票权	2014 年 5 月	海外并购	中国企业收购和控股境外保险公司的第一个项目
中国保险市场	国务院发布《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（“新国十条”）	2014 年 8 月	政策支持	鼓励保险公司多形式、多渠道走出去，拓展保险资金境外投资范围
安邦保险集团	两年内先后完成七起海外收购，收购对象包含美国纽约华尔道夫酒店、比利时 FIDEA 保险公司等	2014-2015 年	海外投资	安邦在全球化战略等方面的出色表现，为新时期中资保险公司的国际化起到了良好的引领作用

二、 中资保险公司在国际化过程中表现出哪些趋势性特征？

¹依时间顺序排列，排名不分先后

(一) 国际化步伐明显加快

从国际化事件的数量上来看，1980年-2011年，三十年的时间里，迈出实质性国际化步伐的中资保险机构共12家，国际化事件共计35件。而进入2012年之后，这一趋势明显加快，4年时间里，共发生国际化事件31件，而且这一趋势在最近三年表现得愈发显著，中资保险公司国际化步伐呈现出明显的加速态势。

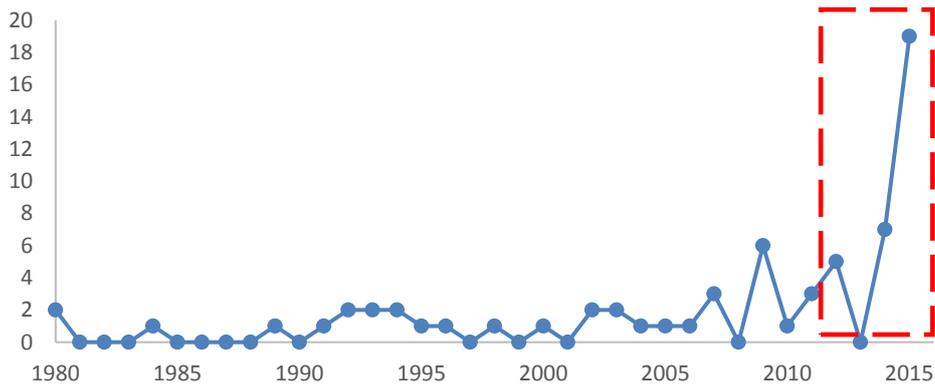


图1 1980-2015年中资保险机构主要国际化事件数量变动趋势

数据来源：浙大CIFI

(二) 国际化区位选择日趋多元化

2012年之前，港澳地区、新加坡等地是中资保险机构尝试“走出去”的主要目标市场。随着国际金融危机的爆发，欧美等发达国家的金融机构普遍受到冲击，而中资保险机构在这一时期受到的冲击相对较小。这一相对优势，促进了中资保险机构向欧美日等发达国家和地区的延伸。中资保险在国际化的区位选择上呈现出多元化趋势。

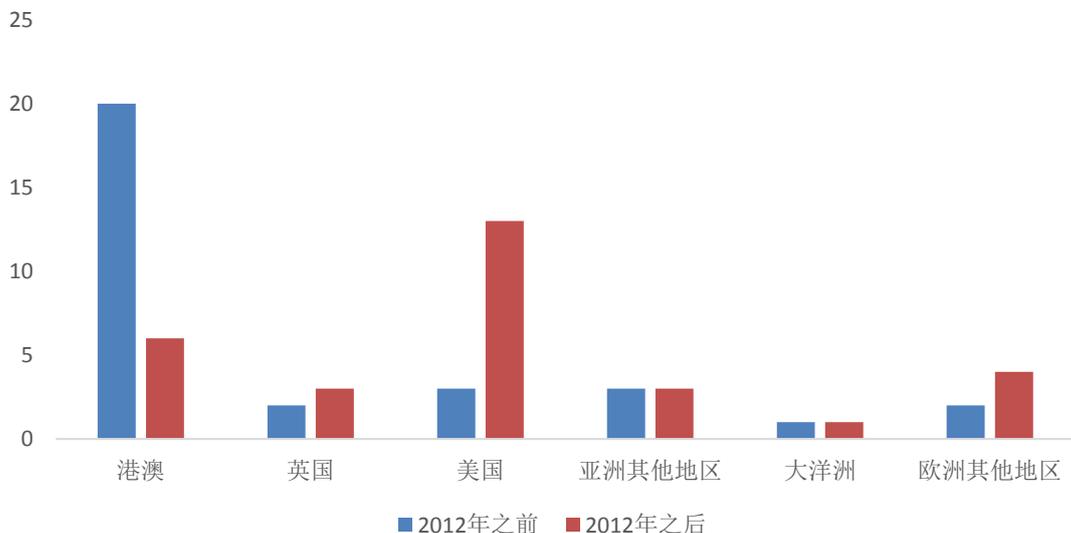


图 2 2012 年之后中资保险机构国际化区位选择多元化

数据来源：浙大 CIFI

（三）国际化形式日趋多样化

从海外投资结构来看，保险资产海外投资品种的多元化也是近年来中资保险出境的一个突出特征。传统上中资保险机构海外投资主要以港股为主，而 2012 年以来，中资保险机构的境外投资逐步扩大至股权、股权投资基金和不动产等领域，投资品种多样化伴随着投资地域的逐步扩大。

从中资保险机构并购标的和并购主体来看，中资保险公司的国际化发展也呈现出多元化的特点。2012 年之前，中资保险机构主要以海外知名酒店、写字楼等作为收购标的。2012 年之后，并购或者参股地区性的保险机构成为中资保险机构开拓海外市场的最主要途径。于此同时，安邦、平安等保险集团已经开始关注银行、证券、租赁等非传统保险业务牌照的优质海外机构，从多方面入手，进一步提高其跨国综合化服务经营的能力，进一步打造优势突出，业务全面的全球性、综合型金融集团。

三、如何定量地衡量中资保险公司的国际化程度？

现有的研究，大多是从某个角度定性地描述中资保险公司的国际化程度，这种情况下，我们只能片面地对某些保险公司的国际化程度有个笼统地了解，而不能进行准确的比较。为了实现定量地衡量和比较中资保险公司国际化的现有水平，我们选取国际化导向、国际化治理、国际化经营等三类指标，本着科学和客观的原则，编制了中资保险公司国际化指数（Insurance Internationalization Index，以下统称 III）。

III 的编制运用层次分析法（Analytic Hierarchy Process, AHP），在专家评分的基础上确定指标权重，并构建指数体系。根据指数的定义及编制原则，我们通过企业是否有明确的国际化导向，海外分支机构数量，海外投资并购事件数量等方面体现中资保险公司国际化程度。如下表所示，指数包含 3 类，共 5 项指标。

表 2 保险公司国际化指数（III）指标体系

指标名称	评判标准
------	------

第一类：国际化导向	国际化发展目标	企业愿景或者发展规划当中是否提出明确的国际化发展导向
	海外上市	是否海外上市
第二类：国际化治理	境外战略投资者	是否引入境外战略投资者
	境外分支机构数量相对数	海外（包含港澳地区）分支机构数量
第三类：国际化经营	境外投资、并购事件数量	海外投资、并购等事件的数量

如上表所示，III 指标体系包括定性指标及定量指标，比值类指标及分值类指标，其中，第一、第二类指标为定性指标，第三类指标为定量指标；同时，第三类第一项指标为比值类指标，其余为分值类指标。指数测算模型如下：

$$III_t = \sum_{j=1}^n X_{jt} \omega_j \times 100$$

其中， III_t 表示第 t 期中资保险公司国际化指数

X_{jt} 表示第 j 个变量在第 t 期的数值

ω_j 表示第 j 个变量的权重

根据指标体系的设计，保险公司国际化指数与该公司的国际化程度呈正相关，即公司国际化程度越高，公司的国际化指数越高。一家公司的国际化指数越高，意味着该公司通过海外上市，引入战略投资者，设立海外分支机构，进行海外并购等方式积极进行海外扩张，在全球范围内进行布局。

从指数的取值范围上看，一家公司的国际化指数应大于等于 0，公司的国际化指数等于 0 意味着公司不但完全在国内市场经营，而且没有开展国际化经营的意愿和打算，因为此时公司没有国际化发展目标，没有海外上市，没有引入境外战略投资者，也没有设立海外分支机构或是进行海外并购。同时，一家保险公司的国际化指数不超过 100，公司国际化指数等于 100 意味着公司有明确的国际化战略，有在海外上市，引入了国外战略投资者，完全在国际市场上经营，即其海外分支机构占全部分支机构的比例为 100%。然而，在现实情况中，一家公司不

可能完全在国际市场上运营，也不可能在母国没有分支机构，因此，指数的取值范围应该介于 0 与 100 之间。

III 实现了定量地衡量中资保险公司的国际化发展程度的目的，使各中资保险公司正确认识自己目前的发展水平及市场地位，帮助其更好地制定下一步的国际化发展战略。同时，III 也为评估其他金融机构的境外发展水平提供了可借鉴的方法与思路。

四、中资保险公司中谁最国际化？

根据 III 编制方法，本书计算出了 15 家商业性保险机构的国际化指数，并对其进行了排名，具体排名如下：

表 3 中资保险公司国际化排行榜

公司名称	上市与否	III 得分
中国太平保险集团有限责任公司	是	29.56
中国平安保险股份有限公司	是	20.63
复星集团下属保险业务	是	18.80
安邦保险（集团）股份有限公司	否	17.66
中国人寿保险股份有限公司	是	13.59
中国再保险股份有限公司	是	13.32
中国人民保险集团股份有限公司	是	10.77
泰康人寿保险股份有限公司	否	7.80
中国太平洋保险股份有限公司	是	7.78
中国人民财产保险股份有限公司	是	7.00
新华人寿保险股份有限公司	是	6.00
阳光保险股份有限公司	否	5.80

英大泰和人寿保险股份有限公司	否	5.00
安诚财产保险股份有限公司	否	5.00
渤海财产保险股份有限公司	否	3.00

数据来源：浙大 CIFI

需要说明的是，由于本书所设计的指数结构涉及国际化治理、国际化经营等方面，整个指数体系用于衡量一般商业性保险公司的国际化程度更为合理，故而在这一部分当中未将中国出口信用保险公司纳入指数排名当中。但是必须指出的是，作为中国专门用于支持对外贸易发展的国有政策性保险公司，中国出口信用保险公司也具有一定的国际化特征。不同于一般的商业保险公司，在国际化方面，中国出口信用保险公司主要是为中国企业“走出去”而服务。该公司在英国伦敦设立了办事处，向俄罗斯、巴西、迪拜、南非派驻了工作组；并先后与巴西银行、墨西哥对外贸易银行、俄罗斯联邦储蓄银行等外国机构签署了框架合作协议，旨在推动对中资企业出口、承包当地工程的融资保险服务。同时，中国出口信用保险公司先后与工商银行、建设银行等签署了专项合作协议，共同开拓海外市场，创新银保综合化金融产品与服务，在 PPP 项目融资、当地币出口信贷、信保项下债券融资等诸多创新领域都取得了一定的成效。

五、中资保险公司的国际化具有哪些特点？

通过对各家中资保险公司的 III 进行分析比较，我们得出关于中资保险公司国际化的几个重要结论：

（一）国际化进程稳步推进，但整体国际化水平较低

除了计算 15 家中资保险公司 2015 年的国际化指数外，我们收集了中国太平保险、中国平安保险、复星集团、中国再保险、中国人寿保险等 5 家具有代表性的中资保险公司，利用他们从 2010 年到 2014 年的数据计算了近几年各家保险公司的 III 得分，以反映中资保险公司国际化进程的发展。

表 4 中资保险公司国际化指数得分 2011-2015

公司名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015
------	------	------	------	------	------	------

中国太平保险集团 有限责任公司	29.35	28.91	28.91	27.00	27.00	29.56
中国平安保险股份 有限公司	14.28	13.55	13.55	13.40	13.40	20.63
复星集团下属保险 业务	4.00	4.00	9.13	15.34	19.40	18.80
中国再保险股份有 限公司	8.17	8.86	8.26	7.76	8.55	13.32
中国人寿保险股份 有限公司	8.88	8.57	8.40	8.25	8.06	13.59
平均值	13.00	12.78	13.65	14.35	15.28	19.18

数据来源：浙大 CIFI

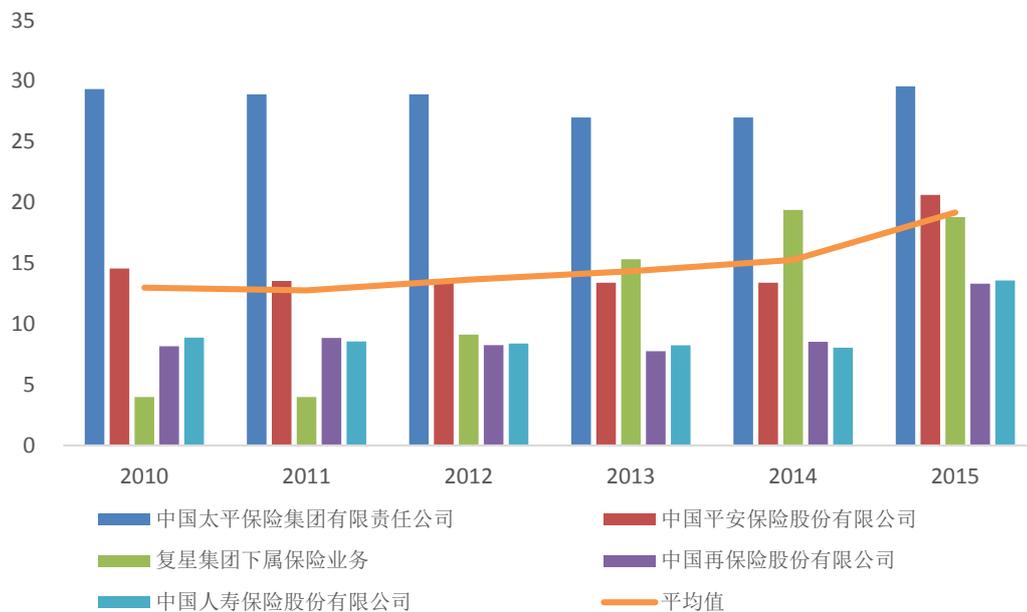


图 3 中资保险公司国际化指数得分 2011-2015

数据来源：浙大 CIFI

从图 3 中可以清晰地看出，近年来，中资保险公司的国际化进程正稳步推进，并于 2013 年之后有所加快。其中，中国太平的保险国际化水平一直较高，且与其他中资保险公司保持着较大的差距。另外，复星集团由 2011 年起开始大力发展保险业并致力于向以保险为核心的集团转型，其后，其国际化推进速度亦开始领先于其他中资保险公司。

但是，III 指数的计算结果同时显示，中资保险公司的国际化水平整体较低，为了更好地进行比较，我们收集相关数据并估算了三家国外保险公司的国际化指

数，结果如下表所示：

表 5 三家国外保险公司国际化指数得分

公司名称	所在国家	上市与否	III 得分
法国安盛集团 (AXA)	法国	是	79.42
英国保诚集团	英国	是	78.93
日本生命保险公司	日本	否	36.66

数据来源：浙大 CIFI

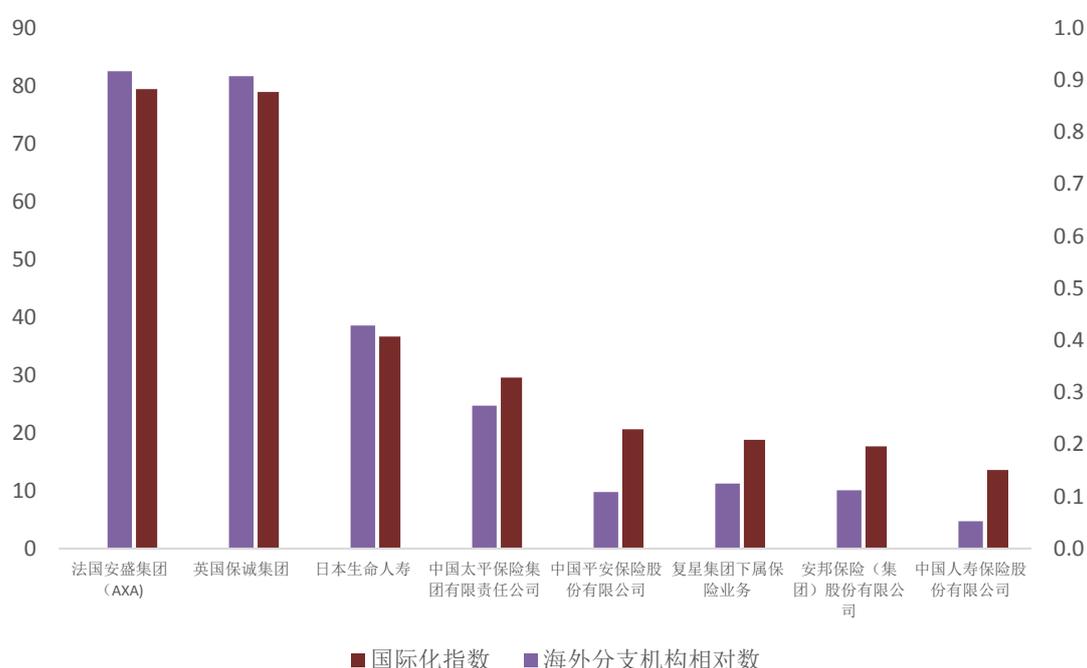


图 4 中资保险公司与三家国外保险公司 III 得分对比

数据来源：浙大 CIFI

三家国外保险公司中，国际化指数得分最高的是法国安盛集团，紧随其后的是英国保诚集团；而日本生命人寿虽然较安盛和保诚而言得分较低，但其得分仍比中资保险公司中国际化水平最高的中国太平保险集团有限公司（下简称中国太平）的得分高出 7.09。上述结果显示，法国安盛集团及英国保诚集团在国际化方面已高度成熟，而中资保险公司的国际化还处于起步阶段，整体国际化水平与国外大型保险公司相比，还存在很大的差距。

（二）内部差异较大，中国太平“一枝独秀”

通过计算 15 家中资保险公司的 III，我们发现中资保险公司的国际化发展水平呈现出较为明显的不均衡的现象。15 家中资保险公司中，国际化水平最高的



前三位分别是中国太平，中国平安保险股份有限公司（下简称中国平安）及复星集团下属保险业务（下简称复星集团），最低的是渤海财产保险股份有限公司（下简称渤海财险），最高和最低的指数得分之间相差 26.56。由上图可知，中资保险公司的国际化扩张呈现中国太平“一枝独秀”的态势，中国太平的国际化指数与第二名中国平安的国际化指数之间相差 8.94，超出中国平安 43.33%。

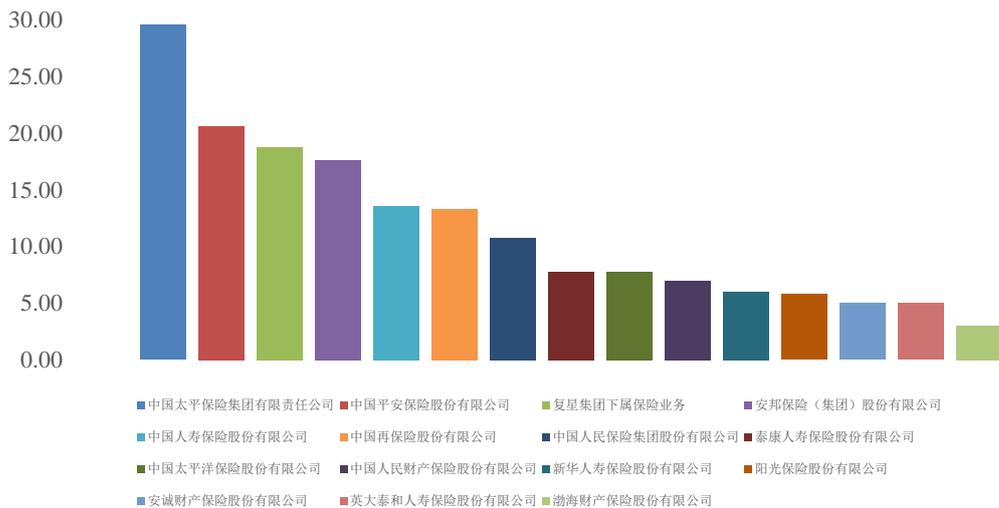


图 5 中资保险公司国际化指数得分

数据来源：浙大 CIFI

（三）已上市中资保险公司国际化水平整体较高

15 家保险公司中，9 家属于上市保险公司，6 家属于未上市的保险公司，且 9 家上市的保险公司均有在海外上市。其中，中国人寿是唯一一家同时在上交所、港交所及纽交所上市的中资保险公司；中国平安、中国太保及新华人寿 3 家为上交所及港交所两地上市的保险公司；中国太平、人保财险、中国人保及中再集团 4 家为港交所上市公司。

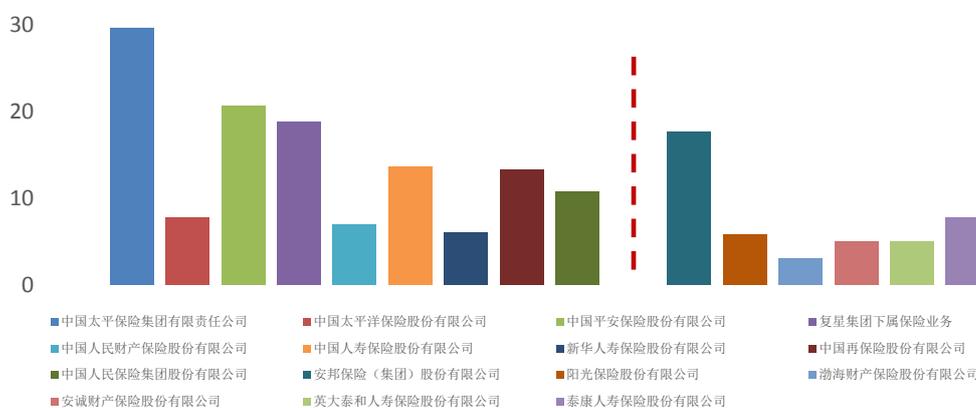


图 6 已上市中资保险公司国际化水平整体较高

数据来源：浙大 CIFI

通过对各家公司的 III 得分的分析发现，已上市的保险公司国际化水平普遍高于未上市的保险公司。其中，已上市的保险公司国际化指数平均得分约为 14.16，未上市保险公司国际化指数的平均得分约为 7.38。图 6 清晰地反映了上市与未上市保险公司国际化水平之间的显著差异，上市保险公司占据了国际化水平最高的前五位中的四位。

（四）综合性保险公司国际化水平整体较高

我们比较了经营多种保险产品的保险公司（如：中国太平、中国平安等）与经营单一类型保险的保险公司（如：中国人寿、人保财险）的国际化水平，如下图所示。结果显示，综合性保险公司的国际化水平整体较高（6 家综合性保险公司的国际化指数平均得分为 16.70），经营单一类型保险的保险公司国际化水平整体较低（7 家经营单一类型保险的保险公司国际化指数平均得分为 6.77）。在经营单一类型保险的保险公司中，寿险公司相比财险公司而言，其国际化水平也相对较高；4 家寿险公司国际化指数平均得分为 8.10，3 家财险公司国际化指数平均得分则仅为 5.00。一般而言，综合性保险公司较经营单一类型保险的保险公司规模较大，实力较强；同时，由于业务性质的原因，财产保险业务往往赔付期限短，从而使得财险公司相对于寿险企业资金沉淀较少。相较之下，综合性保险公司和寿险公司能够更好地开展国际化经营。从这个层面来看，国际化程度与保险公司自身的规模和资金量充足程度呈现较强的相关性。

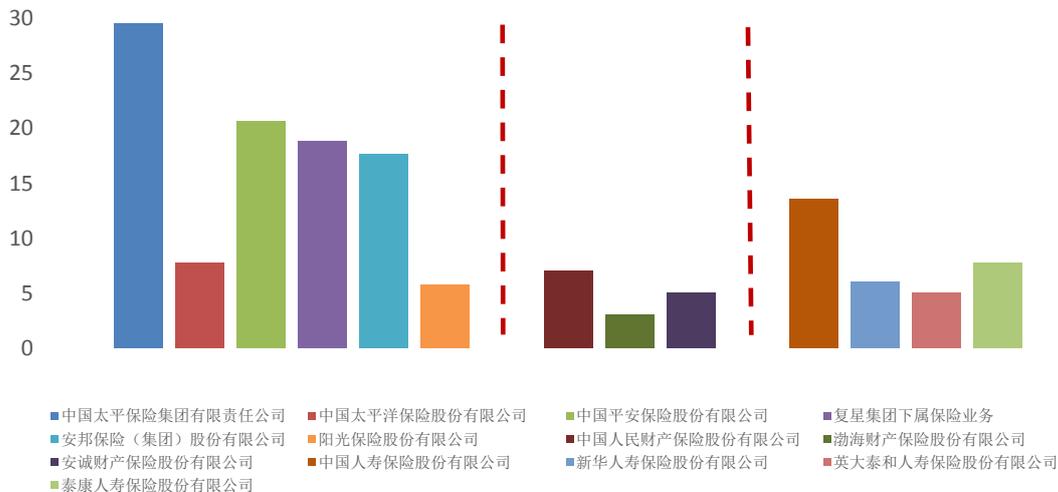


图 7 综合性保险公司国际化水平整体较高

数据来源：浙大 CIFI

六、未来中资保险公司应如何继续推进国际化？

在充分了解目前中资保险公司的国际化发展阶段和现状的基础上，本书总结了国外代表性金融机构的海外发展经验，提出下列战略建议：

首先，应把握“一带一路”等国家战略机遇，积极推进中资保险公司“走出去”。第一，中资保险公司可以依托其风险管理功能为“走出去”的中国企业保驾护航；第二，中资保险企业可以充分发挥融资功能，直接投资支持“一带一路”沿线基础设施等规模大且具有强融资需求的项目；第三，中资保险公司可在“一带一路”沿线项目工程集中的国家或地区设立分支机构。

其次，应吸收国外保险公司国际化发展经验，完善自身风险防控机制。中资保险公司在进行海外扩张时，要充分吸收海外保险公司发展经验，充分了解东道国的制度及监管环境，充分调研东道国的经济环境和市场，深入了解东道国的文化，因地制宜，切忌脱离实际，避免盲目扩张。

第三，应理性拓展海外资产。目前中国保险资产境外投资占比只有 2% 左右，保险资金的境外配置依然具有较大的发展空间。但必须注意的是，保险资金的特殊性决定了保险资金配置与一般资金配置的差异性。中资保险公司在拓展海外资产的过程中，不应急于求成，应该结合自身实际情况，总结和学习国际同业机构先进的投资经验量力而为，因需而行。同时，应特别注意引进和培养具有国际视野和国际投资并购经验的专业人才，逐渐实现跨国投资团队的国际化、属地化，为未来跨国投资并购的扩展打下坚实基础。

第四，积极与其他金融机构合作，创新“走出去”模式。一直以来，中资金融机构在“走出去”的过程中，缺乏有效地沟通协作，使得金融机构之间在信息共享、沟通效率、产品服务衔接等方面常有不足。在金融创新高速发展的今天，面对陌生的环境，不同金融机构之间可以利用自身业务特点，与其他金融机构之间形成优势互补，积极开展“银保合作”、“证保合作”等新型“走出去”模式。在更好地服务和支撑中国企业走出去的同时，促进自身业务的深层国际化。

最后，应充分利用“互联网”技术优势。中资保险公司应把握中国在互联网金融（Fintech）领域的突出优势，在国内市场上，着手解决中国保险市场渗透率等难题，实现加速发展；而在国际市场上，则应充分利用国内市场的经验，利用

互联网金融优势，从“新”布局国际化发展。

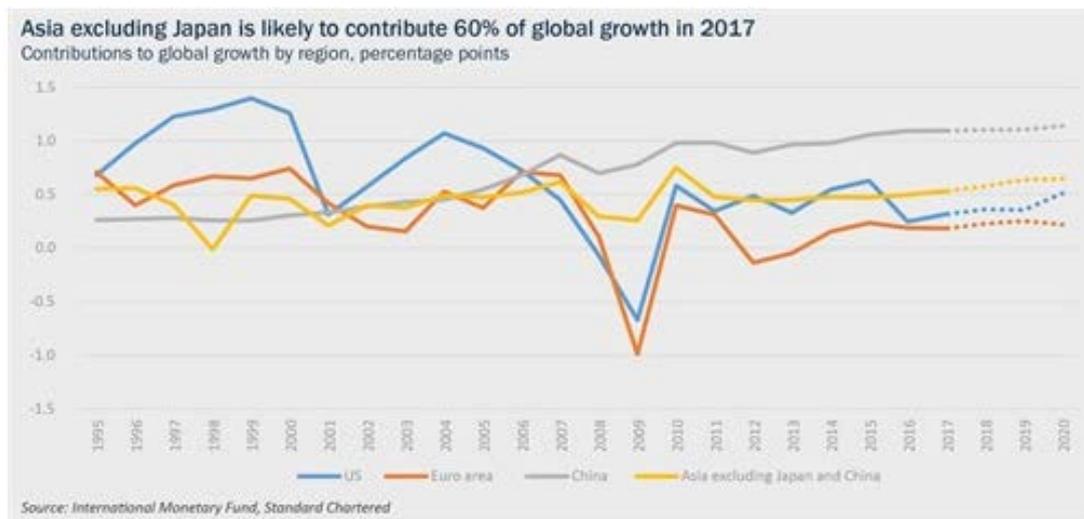
总而言之，中资保险公司的国际化道路方才“扬帆起航”，未来任重而道远。对于中资保险公司来说，认清自身差距是进一步发展的前提，借鉴经验则可以少走弯路，在把握现有战略机遇、充分发挥新兴技术优势的同时，也必须时刻保持理性，明确公司自身发展需要，制定适合自身发展要求的国际化战略，稳健推动中资保险公司国际化进程。

亚洲将贡献全球 60% 的经济增长¹

David Mann²

亚洲已经减少了与西方的经济交流，但依然存在金融上的联系。自 2008 年至 2009 年金融危机以来，与美欧经济增长的疲软状态相反，亚洲的增长相当强劲。

由消费和投资产生的国内需求让亚洲经济更具韧性，缓冲了亚洲易受外部贸易影响的风险。根据渣打银行的计算，2017 年这一情况还将继续，使亚洲经济增长占到全球增长总量的 60% 左右。



一、经济展望

在唐纳德·特朗普当选总统的情况下，私人部门投资和贸易上的前景并不明朗。亚洲与美国的经济往来远不如十年前密切，但密切的经济联系在短期内可能阻碍亚洲央行采取宽松的货币政策，因为采取与美国相左的货币政策并不容易，若汇率仍然和 11 月 8 日大选以来一样不稳定，就更是如此。

¹ 译者：王逸如；审校：肖柏高。本文原载于 OMFIF Bulletin（2017 年 1 月）。国际货币基金机构官方论坛（OMFIF）是一家总部位于伦敦的全球金融智库。

² David Mann 是渣打银行亚洲首席经济学家。

在对外贸易方面，由于受出口基数和价格效应的影响，亚洲 2017 年的出口可能迎来惊喜。去年基数之低将使 2017 年出口的同比增长更显可观。此外，出口价格的部分回升可能提高名义出口额。即使价格停止上涨，出口额也可能在 2017 年恢复增长。这些因素预计将在第二季度之前开始显现。因美国要恢复通胀，第二季度也将是亚洲新兴经济体的货币跌至最低的时候，这将进一步推动出口。

在全国人大召开前期，中国经济将在 2017 年继续保持稳定增长。许多长期性的挑战依然存在，包括杠杆率过高、产能过剩以及人口老龄化（在 20 年后将变得更加棘手）。然而，在全国人大这一重要政治会议之前，这些问题预计不会拉低当前百分之六点多的增长速度，但可能在未来会变得更加严重。

二、货币宽松政策的时代宣告终结

因为高通胀以及为避免与美国产生分歧带来的压力，宽松的货币政策的时代在亚洲已经结束。据渣打银行预计，2017 年外部需求依旧疲软，而且由于美元融资成本上升及美元走强，财政状况将更为紧张。虽然通胀率可能上升，但预计仍将低于长期平均水平。调整汇率通常是亚洲针对美国利率上涨的主要对策，预计在 2017 年也会采用这一手段。因此，货币状况的改善更可能是因为汇率，而非政策降息。

印度是一个特例。去年 11 月初印度宣布了一令人震惊的举措：它将废止 85% 的流通货币，以打击非正规经济，但这导致现金紧缺，并阻碍经济活动，因此未来两年印度的政策利率和 GDP 增长的预期也随之下调。

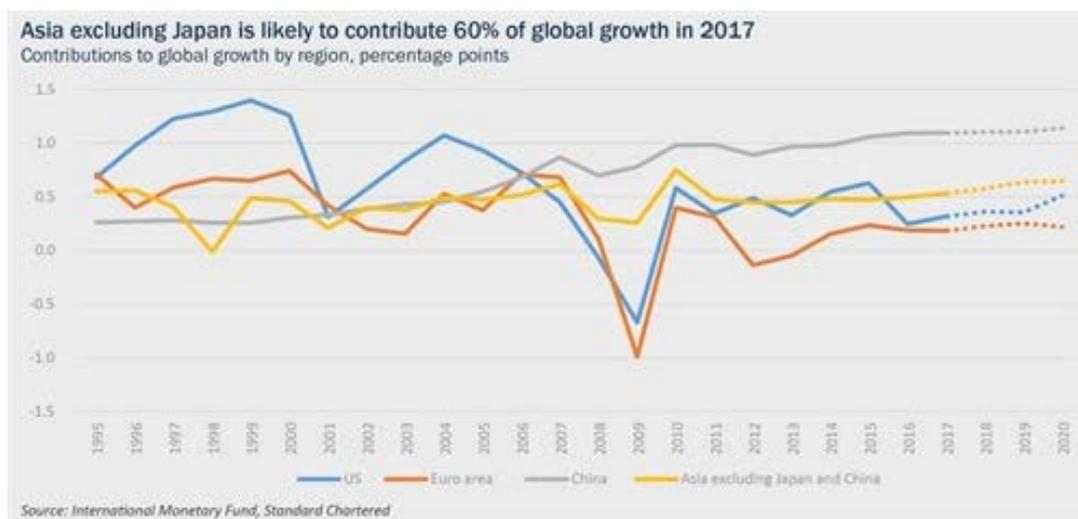
试想，若占 GDP 总量 2%-3% 的未纳税经济中大部分现金消失，这将给印度经济带来巨大冲击。在这种情况下，最近公共部门的工资上涨和良好的季风降雨难以像之前预期的那样推动经济增长。市场正在等着更多意料之外的政策出现。

Asia to contribute 60% of global growth

David Mann¹

Asia has reduced its economic exposure to the West, but financial linkages remain. The region has achieved relatively strong growth since the 2008-09 financial crisis, in contrast to persistently weak growth in the US and Europe.

Domestic demand from both consumers and investment is supporting the resilience, cushioning the region against its high exposure to external trade. All this should continue in 2017, helping Asia account for around 60% of global growth, according to Standard Chartered calculations.



1.Economic outlook

Markets are wary of the uncertain outlook for private sector investment and trade in the light of Donald Trump's election. Asia's economic linkages to the US are much weaker compared with a decade ago, yet remaining linkages may prevent Asian central banks from easing policy in the short term. It will be difficult to diverge from

¹David Mann is Chief Economist for Asia at Standard Chartered. This article appeared in OMFIF Bulletin (January 2017). The Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) is a global financial think-tank, headquartered in London.

US monetary policy, especially if exchange rates remain as vulnerable as they have been since the 8 November election.

On external trade, there is room for positive surprises in Asia's 2017 export data because of base and price effects. Last year's low base should flatter year-on-year export growth in 2017. In addition, a partial recovery in export prices is likely to boost exports in nominal terms. Even with no further price rises, export values are likely to return to growth in 2017. These factors should start to materialise by the second quarter. This is also when emerging market Asian currencies are expected to be at their weakest in response to US reflation, further boosting exports.

China's growth will remain steady in the run-up to the National Party Congress in late 2017. Many longer-term challenges remain, including excess leverage, overcapacity and the demographic drag that will become more problematic in the 2020s. However, these issues are not expected to reduce growth below the current rate of above 6% ahead of such a politically important event for the Chinese Communist party. This, however, may mean more pain later

2. Monetary easing has run its course

Monetary easing is over across Asia, mainly because of higher inflation and pressure to avoid divergence with the US. Standard Chartered forecasts project still-sluggish external demand in 2017, and tighter financial conditions due to upward pressure on dollar funding costs and dollar strength. While inflation is likely to rise, it is expected to remain below longer-term averages.

Exchange rates have typically been Asia's main mechanism of adjustment to higher US rates, and this is expected to be repeated in 2017. The loosening of monetary conditions may therefore happen via the exchange rate channel, rather than policy rate cuts.

India is a significant exception. The shock announcement in early November that it will eliminate 85% of currency in circulation to crack down on the informal economy is causing a cash crunch and hindering economic activity. Expectations for



India's policy rate and GDP growth over the next two years have been adjusted down to reflect the consequences.

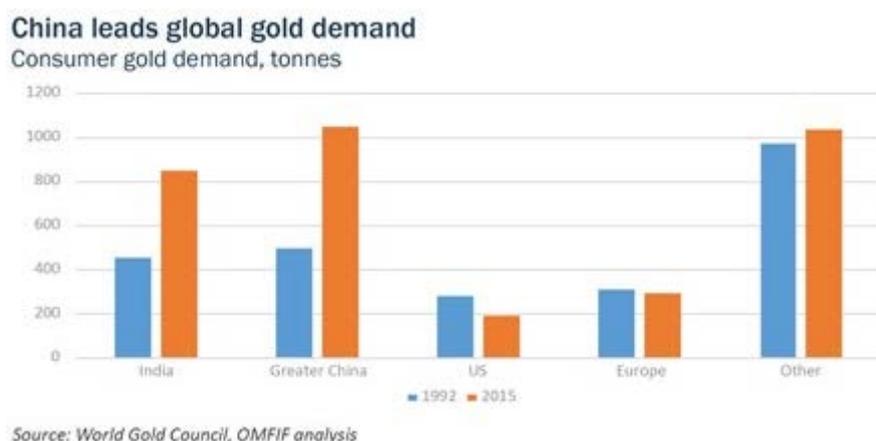
Assuming a large portion of the cash in the untaxed economy simply vanishes, this could be worth as much as 2-3% of GDP – a major shock to the system. In this context, the recent public sector salary rise and good monsoon rains are unlikely to be as supportive of growth as originally anticipated. Markets are on the lookout for more surprise announcements.

亚洲的黄金新形势¹

Shaokai Fan²

随着世界经济重心东移，亚洲在世界黄金市场的重要作用与日俱增。1970年，东亚和印度的黄金需求加起来占全球的35%；2015年，仅中国的市场需求就占到了全球的29%，印度占25%。

亚洲消费者腰包渐鼓，对珠宝和黄金的投资需求也随之增加。此外，官方部门对黄金的需求也大多来自亚洲，因为亚洲地区的央行正增加其储备并实现储备多样化。亚洲已经改变了全球的黄金需求格局，一旦有新的机遇出现，亚洲的作用会进一步强化。



1. 伊斯兰投资者

受非常规货币政策、政治不确定性和市场波动的影响，黄金得到全球投资者的青睐。然而，由于种种原因，一些投资者群体难以接触到作为金融投资品的黄金，伊斯兰投资者就是其中之一。由于黄金受制于伊斯兰特殊教规，而现有的投资指导也相对有限、不完善，他们几乎从未投资过黄金。

¹ 译者：张晴；审校：肖柏高。本文原载于 OMFIF Bulletin (2016 年 11 月)。货币金融机构官方论坛 (OMFIF) 是一家总部位于伦敦的全球金融智库。

² Shaokai Fan 是世界黄金协会中央银行及公共政策部主管。



为解决这一问题，世界黄金协会和伊斯兰金融机构会计和审计组织（伊斯兰金融业全球标准制定者）正在制定伊斯兰教法的黄金投资标准，并在 2016 年底之前正式发布。该标准将为与黄金投资和单个投资产品合规性相关的伊斯兰教规提供明确的指导。

这对亚洲的黄金需求大有裨益。在伊斯兰金融业，马来西亚已经走在前列，富裕的中产阶级在寻求更好的投资选择。作为世界上最大的穆斯林国家，印度尼西亚也正着手推动伊斯兰金融业走向成熟，以便抓住新的投资机会。对寻求符合伊斯兰教法的投资产品和资产的亚洲投资者而言，通过实现黄金交易标准化，投资黄金会更容易。

主权基金试图在低利率环境下丰富其投资选择，而投资黄金就是一个重要的解决办法。金属的长期储备价值满足了主权基金对维持代际财富的强制要求。此外，由于主权基金在投资时更多地采取内部决策的方式，投资黄金的好处可以通过直接参与来体现。

亚洲的主权基金的资金来源主要是外汇储备或财政盈余，与资源型基金的投资方式不同。主权基金受石油价格下跌的影响较小，因而能更灵活地确定投资组合。而黄金的收益多样化，可成为有效投资组合中的一员。

不断变化的宏观趋势使中央银行越来越倾向于持有黄金。正在深化中央银行黄金持有的情况。由于实施非常规货币政策，近 40% 的发达国家主权债务呈现零收益或负收益，限制了中央银行的投资选择。亚洲的储备管理人员发现，要为该地区找到合适的储备资产比较困难。

2. 储备多样化

除去负利率政策的影响，中央银行黄金购买与摆脱单一美元、实现储备多样化息息相关。这一点在亚洲尤为重要，因为人民币国际化对亚洲的贸易和储备有着显著影响。

世界黄金协会的研究表明，人民币储备每增加一个百分点，中央银行应将黄金持有量增加 0.5 个百分点，以对冲其货币配置结构变动所引起的不确定性风险。随着亚洲央行接纳人民币，官方黄金持有量可能会上涨。

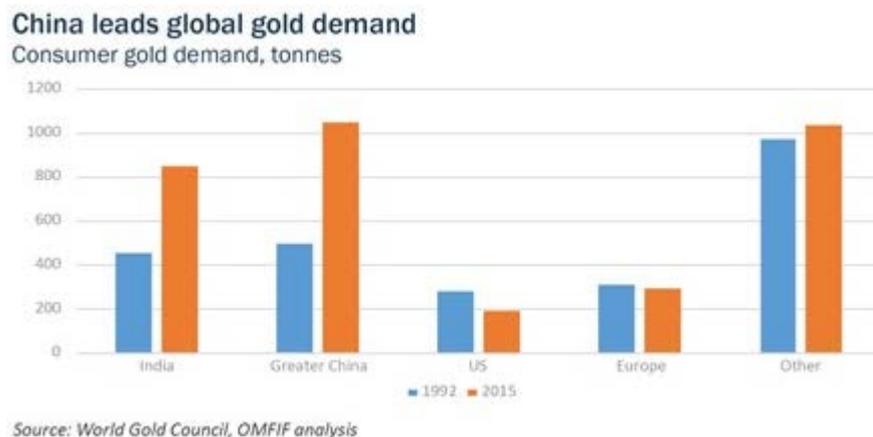
亚洲的繁荣发展可能会使黄金需求继续上涨。然而，随着投资者艰难应对持续的全球政治和金融不确定性，对黄金的看法也在转变。黄金的独特属性为包括伊斯兰投资者和主权基金等新兴亚洲投资者群体提供了避风港，亚洲中央银行有望继续转向黄金。

Gold's new frontiers in Asia

Shaokai Fan¹

As the world's centre of economic gravity shifts eastward, Asia's importance to the world gold market continues to grow. While east Asia and India combined accounted for 35% of global demand in 1970, China alone accounted for 29% in 2015, and India 25%.

Asian consumers' rising prosperity has increased demand for both jewellery and gold as an investment. Moreover, much official sector demand for gold is originating in Asia as regional central banks build and diversify their reserve holdings. Asia has transformed global gold demand, and new opportunities could strengthen the continent's role further.



1. Islamic investors

Gold remains popular with global investors as a result of unconventional monetary policies, political uncertainty and market volatility. However, several investor groups, for differing reasons, have had limited contact with gold as an asset class. Islamic investors, who historically have had little exposure to gold investment,

¹ Shaokai Fan is Director, Central Banks and Public Policy, at the World Gold Council. Disclaimer: This article is for information only and does not constitute investment advice. The World Gold Council is not responsible for any losses. This article appeared in OMFIF Bulletin (November 2016). The Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) is a global financial think-tank, headquartered in London.

represent one such group. Gold is subject to special Islamic rules, while existing guidance is limited and fragmented.

To address this, the World Gold Council and the Accounting and Auditing Organisation of Islamic Financial Institutions, the global standard setter in Islamic finance, are developing a new Sharia (Islamic law) standard for gold, to be launched before the end of 2016. The standard will provide definitive guidance on Islamic rules pertaining to gold investment and the permissibility of individual products.

Asian gold demand could benefit significantly. Malaysia, already a vanguard in Islamic finance, has a prosperous middle class seeking greater investment options. Indonesia, the world's largest Muslim country, is beginning to promote Islamic finance, making it ripe for new investment opportunities. Standardising gold transactions will bolster gold's accessibility to Asian investors seeking Sharia-compliant products and asset classes.

Gold can offer sovereign funds an important solution as they seek to diversify their investments in a low rate environment. The metal's role as a long-term store of value complements sovereign funds' mandate to sustain intergenerational wealth. There is also an opportunity to present gold's benefits through direct engagement, as sovereign funds are increasingly making their investment decisions internally.

Asia's sovereign funds are largely funded through foreign exchange reserves or fiscal surpluses, and require a different investment approach to resource-based funds. They have been less affected by the decline in oil prices, giving them more flexibility to determine their investment mix. Gold can be a useful portfolio component because of its diversification benefits.

Changing macro trends are deepening the case for gold holdings by central banks. Unconventional monetary policies have rendered almost 40% of developed country sovereign debt either zero- or negative-yielding, limiting central bank investment options. Asia's reserve managers are finding it difficult to find suitable assets for the region's reserve stockpiles.

2. Reserve diversification

Aside from the impact of negative interest rate policies, central bank gold-buying goes hand-in-hand with reserve diversification away from the dollar. This is



particularly relevant in Asia, where the renminbi's internationalisation has had a pronounced impact on trade and reserves.

Research by the World Gold Council indicates that, for every one percentage point increase in renminbi reserve holdings, central banks should increase their gold holdings by 0.5 percentage points, to hedge their portfolios against uncertainty stemming from structural changes in currency allocations. As Asian central banks embrace the renminbi, official gold holdings are likely to increase.

Demand for gold is likely to continue to rise as Asia becomes more prosperous. However, the narrative for gold is shifting too, as investors contend with continuing global political and financial uncertainty. Gold's unique qualities offer a safe haven for new Asian investor groups such as Islamic investors and sovereign funds, while Asian central banks can be expected to continue to turn to gold.

系列二十八：复杂国际环境下实体经济受到的 外部冲击¹

编者按：

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

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第八章。

一、外部需求低迷导致出口驱动失效

美国、欧盟、日本等发达国家和地区的经济仍处于金融危机后的温和复苏阶段，经济增长乏力。据国际货币基金组织估计，2015 年发达经济体的经济增长率为 1.9%，虽相较于 2014 年提升了 0.1 个百分点，但仍远低于全球 3.1% 的经济增长的平均值。发展中国家的经济增长率为 4.0%，较 2014 年下降了 0.6 个百分点。（见图 1）尽管 IMF 预测 2016、2017 年世界经济增长率为 3.4% 和 3.6%，但是增长动力微弱。发达国家未能恢复到 2007 年的增长水平，发展中国家也只有同期增长率的一半。低迷的世界经济环境，意味着外部需求难以增长，中国的出口有可能继续负增长，出口不再发挥经济增长驱动力的作用。

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

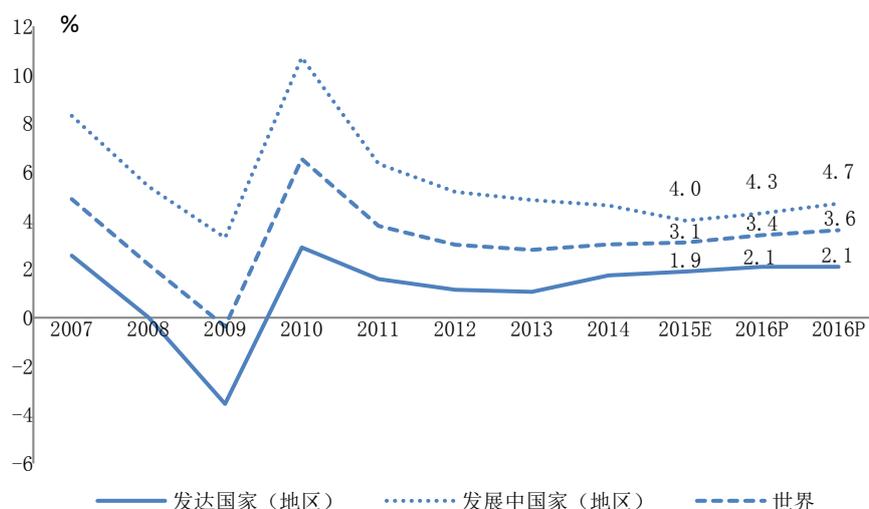


图 1 世界主要国家 GDP 增长率及预期

数据来源：IMF，《世界经济展望》

备注：2015 年为估计值，2016、2017 年为预测值

在我国的主要贸易伙伴中，美国保持了经济复苏的良好势头，欧元区和日本经济依旧疲弱。根据江恩十年经济循环周期规律¹，虽然美国金融危机已走过八年历程，已经接近下调的尾声，有望在 2017 年开始一个长达十年的上升周期，但是 2011 年爆发的欧洲主权债务危机才经历五年，加上难民危机的困扰，离彻底走出阴霾至少还有 4-5 年的时间。2015 年，我国货物贸易进出口总值 24.59 万亿元人民币，比 2014 年下降 7%。其中，出口 14.14 万亿元，下降 1.8%；进口 10.45 万亿元，下降 13.2%。实际上，自 2010 年以来，我国对主要发达国家（地区）的出口增长大幅度下降，而且非常不稳定（见图 1）。例如，中国对美国的出口增长率从 2010 年的 28.1% 一路下滑，跌至 2015 年的 3.4%；同期，中国对日本的出口增长率从 22.7% 跌至 -9.1%，对欧元区的出口增长率从 33.6% 跌至 -6.1%，对英国的出口增长率从 24% 跌至 4.4%。由于发达国家占据我国对外贸易大约一半的份额，如果发达国家和地区的经济增长或复苏乏力，并继续保持对华进口需求下降的趋势，我国的出口企业处境将变得十分困难。

¹ 10 年循环周期是江恩分析的重要基础，江恩认为，十年周期可以再现市场的循环。一个新的历史低点与一个新的历史高点之间相距十年。任何一个长期的升势或跌势都不可能持续三年以上，其间必然有 3-6 个月的调整。因此，十年循环的升势过程实际上是前六年中，每三年出现一个顶部，最后四年出现最后的顶部。（见百度百科）

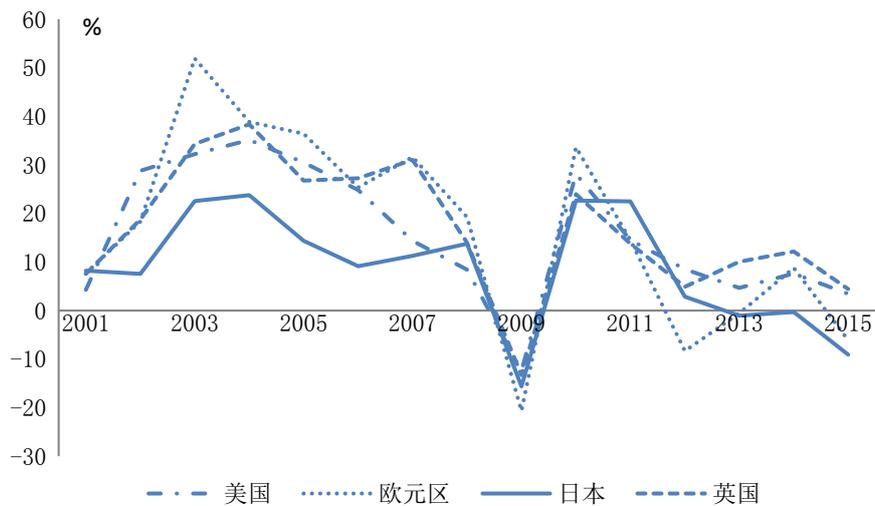


图2 中国对主要发达国家（地区）的出口增长率

数据来源：世界银行

新兴市场国家的经济增速虽然快于发达国家，但因其结构性矛盾日益突出、技术创新能力较弱，经济的对外依赖性较强，低于外部冲击的风险管理能力较差，在发达国家经济复苏缓慢、大宗商品价格大幅下降、资本外流加剧的情况下，经济增长普遍放缓。目前，新兴市场国家在中国的对外经济中所占比重越来越高，中国一半以上的对外贸易来自新兴市场国家和发展中国家，特别是一带一路倡议提出后，中国与沿线国家的经济和贸易日益紧密，投资和贸易也更多地转向了这些国家。由于地缘关系紧密，中国与韩国、印度、东盟国家的贸易增长迅速，2001年以来，对这些国家和地区的年均出口增长率超过20%。（见图3）2015年，新兴市场国家经济表现欠佳，它们的进口需求下降，导致中国对新兴市场的出口大幅下滑。例如，对韩国的出口增长率从2010年的28.3%下降到2015年的1%，同期，对印度的出口增长率从37.7%下降到7.4%，对马来西亚的出口增长率从21.3%下降到-4.5%。

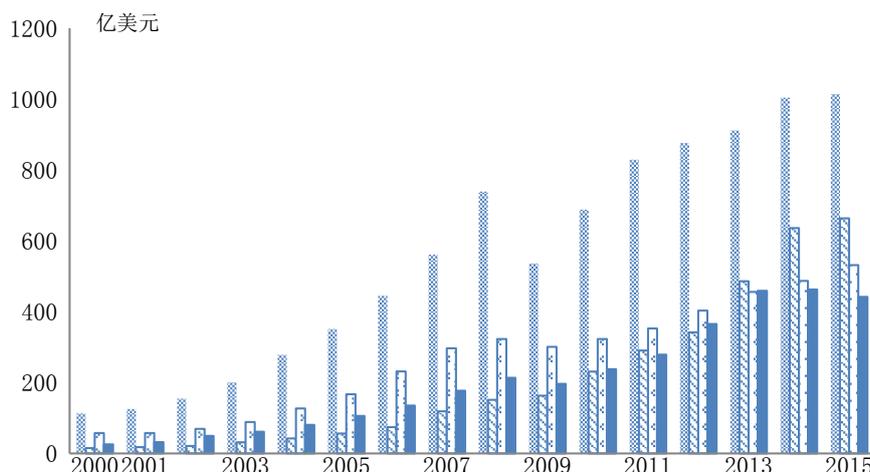


图 3 2000-2015 年中国对东南亚主要国家出口情况变动

数据来源：IMF, IFS

在当前世界经济低迷、主要贸易伙伴的外部需求减少的背景下，如果不能采取有效措施来提高我国的出口竞争力，我国就有可能失去出口驱动力，给经济增长和就业造成前所未有的压力。

二、中国制造的竞争压力加大

在全球金融危机之后，发达国家着手进行产业结构的调整，反思金融“脱实就虚”现象，大力加强监管，要求金融机构去杠杆，更多地为实体经济服务。与此同时，为了保持其经济和技术的领先地位，他们纷纷回归实体经济、寻求产业转型、大力促进高端制造业的发展，提升本国制造业在全球的竞争力。美国、日本和以德国、法国为代表的部分欧洲国家纷纷制定并出台了“再制造业化”战略：美国的“重振制造业计划”、“高端制造计划”着眼于通过创新发展新能源、新材料、生物技术等新兴产业，日本除了在以机械设备制造、汽车及关键零部件制造为代表的工业竞争力上保持全球地以外，大力发展机器人、新能源汽车、3D 打印和 IT 的作用，德国推出高科技的“工业 4.0”计划，提升制造业的智能化水平，建立具有适应性、资源效率及人因工程学的智慧工厂，法国提出“工业真行新计划”，重点发展知识与技术密集的七大战略产业。主要工业国家这些提振制造业的计划提高了中国进入高端制造市场的门槛，有可能进一步拉大我国与他们在高端制造方面的差距，对于我国发展创新技术和产业升级形成了强有力的挑战。

一方面由于劳动力成本较快上升，我国在劳动密集型的低端制造品方面正在丧失优势，另一方面发达国家在高端制造品方面加大投入，形成较高的技术壁垒，使得我国在国际贸易中的比较优势一路下滑，得自贸易的收入大幅度下降。贸易顺差占 GDP 的比例从 2007 年的顶峰 10.02% 下降到 2013 年的谷底 1.56%。最近两年，由于大宗商品价格大幅下跌，进口支出比出口收入减少得更多，尽管出口出现负增长，贸易顺差却有所扩大，经常账户差额占 GDP 的比例提高。

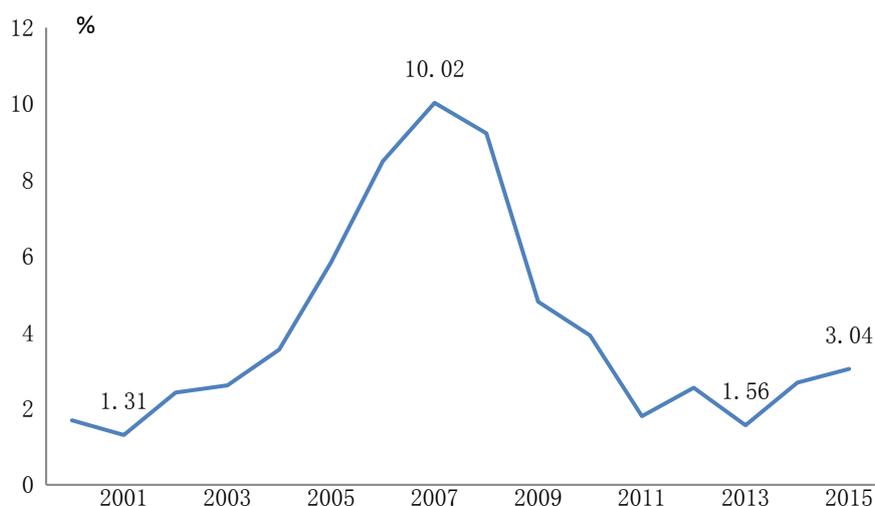


图 4 中国经常账户差额占 GDP 的比例

三、国际产能合作面临更大的竞争压力

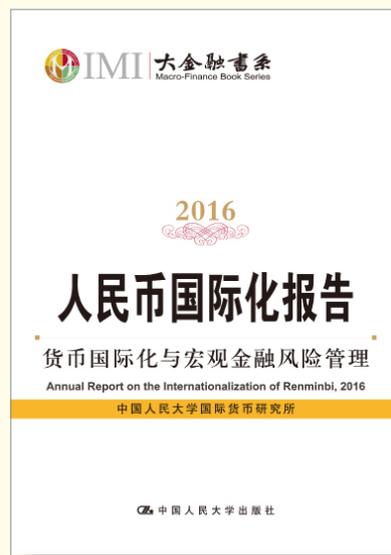
加强国际产能合作，获得新的市场，延伸我国一些制造业的生命周期，这是更有效地实现我国产业转型升级的一个必然选择。新兴市场国家是我国国际产能合作的主要对象。自 2008 年金融危机爆发以来，贸易保护主义抬头，新兴经济体的制造业首当其冲，大多数贸易壁垒是发展中国家树起的。新兴经济体发展主要依靠低价格、低附加值的劳动密集型、资本密集型产业，产品技术壁垒低、同质性高，相互之间竞争激烈，引起贸易摩擦的可能性相对较高。而发达国家的高新技术产品正是新兴经济体所缺少的，产品替代性较弱，对新兴经济体市场进入贸易壁垒影响小。同时我国充裕的廉价劳动力在新兴市场国家并不具备明显优势，要想重新占领新兴市场必须要提高产品技术含量。如上所述，主要工业国家加大了研发投入，更加重视维持本国的制造业优势和国际竞争力，受美日重返亚太战略和新一波全球产业整合浪潮的影响，发达国家开始逐渐加强对东南亚地区、非



洲以及一带一路沿线国家的产业转移和直接投资的力度，与中国相比，欧美日发达国家在技术上具有明显优势，对中国在这些地区的直接投资和国际产能合作产生了巨大冲击。

《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

深圳市福田区高新区滨海大道
2968号怡化金融大厦20楼

