

【本期推荐】

IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）

【“资本市场”专题】

李 扬：金融经济周期与实体经济的金融化

管清友：1998-2018：全球金融危机爆发后的十年

王永利：警惕全球性金融危机和风险

向松祚：什么是全球金融资本主义？

【海外之声】

David Marsh：特朗普的“中国优先”政策

Jean-Claude Bastos de Morais：非洲私募股权的机遇

【IMI 研报·人民币国际化报告 2016】

系列四十六：金融交易税的国际实验

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

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

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

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



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

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然

责任编辑：廖佳楠

栏目编辑：刘 欣

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）¹

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观²

1. 经济：特朗普光环继续弱化，市场已经趋于冷静

半年已过，“特朗普光环”随着最主要的税制改革方案的胶着而逐渐暗淡，市场对于新政能否如预期展开已经不抱过高期望。

特朗普政策包括兴基建、减税收、扩军费、贸易保护四大组成部分，整体预计未来十年冲击美国财政赤字 4.8 万亿美元左右。在这其中，税改是重中之重，也是市场交易的主要核心支撑，单减税这一政策就贡献了未来十年 4.5 万亿美元赤字，这项政策的层层遇阻，使得特朗普光环越来越暗淡。

税收政策来看，目前进展：4 月 26 日初步公布税收减免纲要。7 月初医保法案受挫后，特朗普政府预期“新政”发力点集中于税收方面，财长表态今年内完成税制改革。展望：8 月国会夏季休会，三四季度国会重心是修订拨款法案，今年税改完成可能性已经不大。鉴于 2018 年国会两院中期选举，共和党或为维持多数党席助推税改，预计 2018 年特朗普税改有望进展，但最终落地也只可能是个弱减税版。

2. 货币：美元指数、人民币汇率的主动因素在欧元

目前判断人民币兑美元汇率的两个核心因素是美元与逆周期因子。

美元因素：“特朗普失望+紧缩的情绪真空期+欧元英镑修复”共同施压美元，年内恐低位震荡，后续回弹空间不大。

从长周期看美元指数：美元指数可以看成是全球对于美国经济情况的一个综合定价，美元指数与美国 GDP 占全球比例是高度相关的，上两次 130、140 超强美元指数都对应着美国经济相对于全球占比的提升至高位（美国占全球 GDP 比例 30%-40%左右），但是 2015 年以来，这个数据是背离的，美元指数超跑美国

¹ 本文系中国人民大学国际货币研究所研究报告，编号为 IMI Report No.1709

² 张瑜，中国人民大学国际货币研究所研究员

经济占全球比例（目前美国经济占比全球仅有 20%左右），因此无论从本轮加息本质来看（并非以经济过热为基础）还是长期美国相对全球经济占比来看（新兴市场绝对增速依然在高位），美元不存在长期超强的根本基本面，过去半年的下行基本是紧缩预期落地后的回归冷静的交易使然。

短期来分析美元走势，就更聚焦于金融市场，要先穿透市场买美元的逻辑——美国经济走强、美国利率走高、美元需求上升，再穿透一层，美国经济方面其实买的是特朗普效应，美国利率方面买的是加息节奏的进一步趋快，美元需求方面买的是资本回流美国，目前这三条逻辑由于去年年底金融市场定价过于充分，今年落地均是边际弱化的，其中特朗普政策的不及预期与缩表规划落地，大幅缩减了金融市场对美元指数的想象空间。

外围因素来看，欧洲年内大概率要缩减甚至退出 QE，货币政策转向+脱欧修复预期共同推升欧元上涨，作为美元指数中占比近 56%的主要篮子币种，欧元的修复对于美元是较大的被动贬值压力，也是最近美元走弱的主要因素之一；英镑由于脱欧情绪的进一步释放与前期超跌明显，后续仍有较大的修复空间，作为美元指数篮子货币，对于美元也有一定的贬值压力。

逆周期因子：通过逆周期因子，扭转市场交易惯性，央行获得更大的把控力，人民币汇率弹性降低。机制的调整体现在增加了逆周期因子，定价公式从“收盘价+维持一篮子指数稳定的汇率变化”变成“收盘价+维持一篮子指数稳定的汇率变化+逆周期因子”；逆周期因子将参考宏观经济基本面进行动态调整；逆周期因子的定价模型尚未公开，主要参数外生设定。从微观的单纯的机制层面来看，机制调整恐会带来如下一些影响。首先，透明性下滑。逆周期因子公式并不公开，且主要参数是外生确定，相当于原本非常透明的公式中增加了一项“黑箱子”。其次，弹性下滑。“逆”周期的意思，就是跌的多的时候少跌点，涨的多的时候少涨点，汇率弹性未来恐有所下降。再次，市场对于价格的参与边际弱化。报价行参与中间价形成的地位边际有所下滑，央行相对把控力上升。第四，机制稳定性的预期下滑。市场对于机制的稳定性产生一定担忧，还需要后续运行再观察。

美元和逆周期因子有了初步判断后，那么由于现在人民币中间价是机制化的、透明化的、一定程度被动生成的机制，是一定程度上公式联动的，那么人民币兑美元中间价也就有了一个基本判断：年内大概率不会破 7，甚至还有升值空间，

对于境外发债主体的汇兑损益而言，相比去年人民币贬值的背景，今年负债外币化将会更具吸引力。

3. 海外资产热点：中资美元债发行数量同比增十倍

2017 年的中资美元债发行发生了十大变化，不仅整体规模继续高速增长，行业结构与评级结构都发生了较大的改变。

(1) 整体发行放量，平均单笔融资金额下降。

2017 年上半年中资美元债发行 1334 只，规模总计 1682 亿美元。相比 2016 年同期，发债数量翻了近十倍，发债规模大约翻三倍，整体放量，单笔平均融资规模下滑。

(2) 境内融资环境趋紧，主体境外发债意愿增强，一年期以内债发行高涨。

从境外借入一年期以上资金需要得到发改委的批复，一年期以下外债则不需要，因此在境内融资环境趋紧下，为抢时间窗口与简化发行流程，短期海外融资放量。2017 年上半年，发行期限在一年以内的美元债数量和占比明显增多，共 985 只，占总发行量的 73.84%（2015 年此占比为零，2016 年下半年开始增长，占比升至 27.2%）。

(3) 行业分布整体呈现：城投大幅缩量，地产增速放缓，银行发行放量的格局。

从发行数量与规模来看，银行占比高达 84%与 46%（2016 年为 60%与 28%），地产 3.1%与 14.5%（2016 年为 6.4%与 9.5%），城投占比 0.15%与 0.48%（2016 年为 7.3%，8.6%）。

(4) 银行：境外业务扩张+发行有成本优势+补充资本金动机增强共同助推放量。

在中资美元债市场，银行长期以来是最活跃的市场参与者，境外融资成本相对较低，且其资金募集主要用于支持境外业务扩张。今年以来，银行发行美元债有两个增量动力：首先是来自于政策层面的推动，通过简化海外发债程序来鼓励外汇流入。央行、发改委和外汇管理局对企业的跨境融资政策进一步放松，尤其是针对银行类金融机构。其次，资本金要求强化的情况下，银行业资本消耗高的业务可能面临较大的压力，资本的稀缺性将日益凸显，未来银行境外发行 AT1 补

充资本金动机增强。以上因素共同推动 2017 年银行海外发行中资美元债热情高涨。

(5) 地产：境内受限推动海外融资意愿高涨，但二季度政策边际收紧导致发行量不达市场预期。

自 2016 年“930 新政”以来，房地产调控收紧，股权融资、债券融资和信托等房地产融资渠道均受到一定程度的限制，地产企业海外融资意愿上升。但今年二季度以来，发改委收紧给房地产企业海外债发放批文，地产发债增速趋缓。

(6) 城投：2016 年放量趋势逆转，政策收紧使得发行规模大幅下滑，供应压力低于预期。

自 2016 年下半年以来，政府为控制债务风险，强化地方性政府债务管理，出台多种政策以收紧城投公司融资渠道，同时境外发债批文也有所放缓。从城投主体海外发债情况来看，今年城投美元债并没有延续 2016 年下半年放量发行的趋势，2017 年上半年总体发行规模仅 8 亿美元（去年全年 125.8 亿美元），年初市场预期的供给压力没有出现。

(7) 低评级主体、投机级债项发行占比双升。

境内外融资替代效应明显，境外低评级主体发行、投机级债项发行占比双升。中资美元债评级缺失现象依然普遍，缺失占比仍在 8 成左右，从有评级的数据而言，有明显的变化趋势。发行主体来看，与 2016 年相比，2017 年发行中资美元债中低主体评级债券占比相对增加，在国内去杠杆背景下，高评级主体现金流普遍更优，而评级较低的主体境内融资成本上行较快，海外融资意愿更强，与境内各评级取消发行规模占其总规模数据相互印证。有债项的美元债中，与 2016 年相比，2017 年上半年投机级债券发行金额占比上升（从 2016 年 20% 升至 2017 上半年 35.3%）。

(8) 一级市场来看：投资级企业境外发债成本上升，仍具备成本优势。

从 2017 年边际增量来看：银行业中资美元债加权平均发行利率从 2016 年下半年 1.27% 上行至 1.57%，虽然上行 30bp，但相比境内发债和同业存单发行仍有较大的成本优势（目前 3 年期 AAA 商业银行境内普通债发行利率为 3.9%，6 个月期同业存单发行利率为 4.4%）。与境内发债量相比，其他行业内发行个券数量偏少，且发行主体资质差别较大，无法通过平均利率来观测行业境外发债成本

的边际变化。

(9) 二级市场来看：中资美元债上半年总回报率跑输新兴市场美元债。

从上半年回报率来看：iBoxx 中资美元债指数从年初至今的总回报率为 3.25%，整体走势与亚洲美元债指数（3.29%）和新兴市场美元债指数（5.54%）相同，但跑输后两者。其中投机级为 3.63%，投资级为 3.18%。从交易活跃度来看，由于目前中资美元债交易活跃度较低，投资机构多以持有至到期获得的票息收入为主，交易性机会有限，短期估值波动对账户整体收益影响较小。

(10) 汇兑损益来看：美元弱+逆周期因子双背景下，人民币兑美元汇率趋稳，境外发行优势相比去年边际提升。

（二）国内宏观¹

上半年经济数据全部出炉，GDP 增速超预期持平至 6.9%，投资平稳回落（特别是地产投资仍稳），消费保持稳健，贸易趋势好转，总体看经济韧性尤强。换言之，经济那么好，监管放松就别想了。展望下半年，维持此前判断，全年前高后低、稳中缓降，基数效应下三季度考验加大，预计三季度 GDP 下行至 6.7-6.8%，全年 6.6% 以上；监管不确定仍是下半年主要变量，转向宽松尚待时日，货币仍将边际趋紧。结合第五次全国金融工作会议来看，防风险、强监管占据了更加优先的地位，特别是严监管（突出功能监管和行为监管）、去杠杆（把降低国企杠杆率作为重中之重）和控地方债（严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任）等三项举措将经济增长形成硬制约。

1. 经济：上半年增长平稳，三驾马车齐发力

（1）二季度 GDP 超预期

2017 年二季度 GDP 同比增长 6.9%，持平一季度但高于预期（6.8%），续创 2015 年 3 季度以来最高。贡献率看，第一产业持平一季度至 0.2%，第二产业提升 0.1 个百分点至 2.5%，第三产业下降 0.1 个百分点至 4.2%；三大需求看，三驾马车共同发力驱动 GDP 超预期企稳。需要注意的是，二季度名义 GDP 增速已从一季度的 11.8% 下降至 11.1%，二季度 GDP 平减指数也较 1 季度下滑 0.36 个

¹ 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员

百分点至 4.25%，两者从去年 1 季度以来连续 5 个季度回升的态势均“戛然而止”。

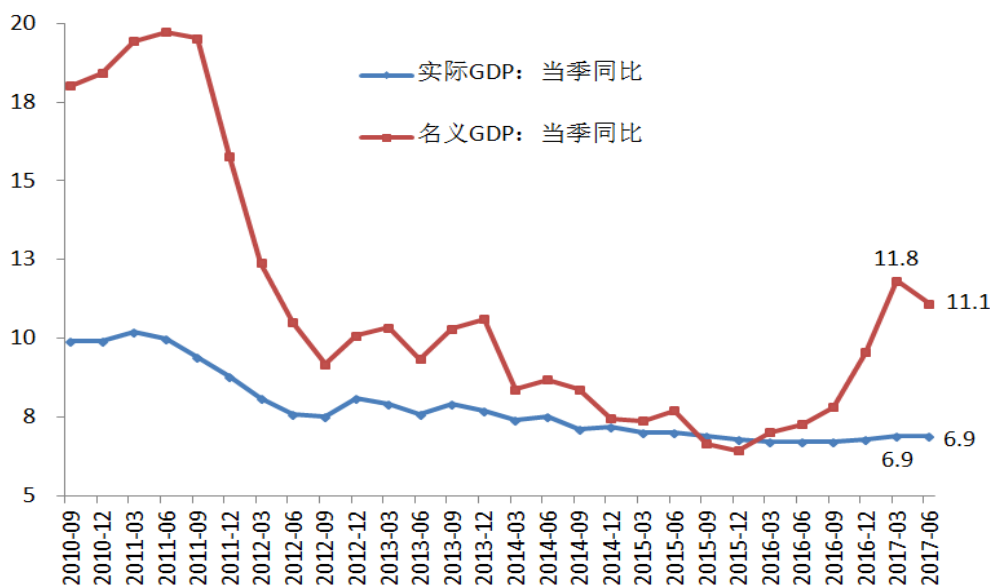


图 1：二季度 GDP 增速实平名降

资料来源：Wind

（2）工业生产强劲

2017 年 6 月，当月工业增加值同比 7.6%，显著高于前值（6.5%）和预期（6.5%），二季度累计实际增长 6.9%，高于前值（6.8%）和上年同期（6%），与 6 月以来 PMI 反弹、发电量走高、PPI 企稳等形成印证。成因看，一方面是高端制造业发展迅猛，另一方面是 5 月中下旬以来钢铁、煤炭等工业品价格反弹走高，支撑黑色系产业利润延续走好。

（3）投资平稳回落

季度看（累计同比），1-6 月固定资产投资增长 8.6%，持平前 5 月但低于 1 季度末（9.2%），其中：房地产投资增速连续两月回落至 8.5%（前 5 月 8.8%，一季度 9.1%），基建投资反弹至 18.9%（前 5 月 16.7%，一季度 18.7%），制造业投资增长 5.5%（前 5 月 5.1%，一季度 5.8%），民间投资增长 7.2%（前 5 月 6.8%，一季度 7.7%）。从 6 月单月同比看，各项投资全线反弹，6 月固定投资增速 8.8%（较 5 月+1%），其中：房地产投资升至 7.9%（+0.6%），主因是房地产销售小幅升温（6 月商品房销售面积单月增速较 5 月大幅提升 11 个百分点至 21.4%），印证了后续地产投资不会失速下滑；积极财

政之下基建高增至 21.5% (+6%)；低基数原因制造业单月投资增速反弹至 6.6% (+0.7%)。

(4) 消费增长反弹

2017 年 6 月当月名义和实际同比增速为 11%、10%，较 5 月分别回升 0.3 个和 0.5 个百分点；累计看，二季度社会消费品零售总额名义和实际累计同比增速分别为 10.4%、9.3%，较 1 季度分别回升 0.4 个和 0.5 个百分点，回升主要源自汽车销售好转叠加地产链相关消费仍强。

(5) 贸易继续走好

2017 年 6 月，以美元计，出口同比增长 11.3%，高于 5 月 (8.7%) 和预期 (8.9%) 主因是全球经济走好带动外需回暖；6 月进口同比增长 17.2%，高于 5 月 (14.8%) 和预期 (14.5%)，主因是内需整体稳定和进口价格指数回升；贸易顺差较 5 月增加 127 亿美元至 2943 亿美元，连续 4 个月环比增加。在全球经济步入复苏、外需改善的大背景下，预计今年贸易趋势性走好。

2. 通胀：CPI 和 PPI 虚弱，全年通胀无忧

(1) 6 月 CPI 同比走平，环比跌幅扩大

2017 年 6 月，CPI 同比 1.5% (翘尾贡献 1 个百分点，新涨价 0.5 个百分点)，持平 5 月但略低于预期 (1.6%)；环比 -0.2%，跌幅较上月 (-0.1%) 走扩。具体看，食品价格同比下降 1.2% (连续 5 个月负增)，其中：猪肉和蛋价格分别大跌 16.7% 和 9.3%，拖累 CPI 下降 0.56 个百分点。往后看，食品价格仍旧走弱，油价下跌也将抑制非食品价格涨幅，考虑到去年低基数，预计 7 月 CPI 温和上行至 1.6% 左右，8 月达 1.8% (可能是下半年的高点)，全年通胀中枢下修至 1.7-1.9%，通胀无忧。

(2) 6 月 PPI 同比暂稳，环比三月连负

2017 年 6 月，PPI 暂止跌势持平 5 月至 5.5% (翘尾因素约为 4.7 个百分点，新涨价因素约为 0.8 个百分点)，符合预期；环比增速 -0.2%，自 4 月以来连续三个月为负；原材料端 PPIRM 同比也连续三个月下滑至 7.3%。总体看，6 月以来钢铁等原材料价格有所回升支撑 6 月 PPI 暂时企稳。往后看，预计 7 月 PPI 温和回落至 5.2%，高基数下三季度末起 PPI 将明显下行，预计年末跌至 1% 左右 (不

排除跌至 1% 下方），全年前高后低，翘尾因素支撑 PPI 中枢在 4%-4.5% 左右。

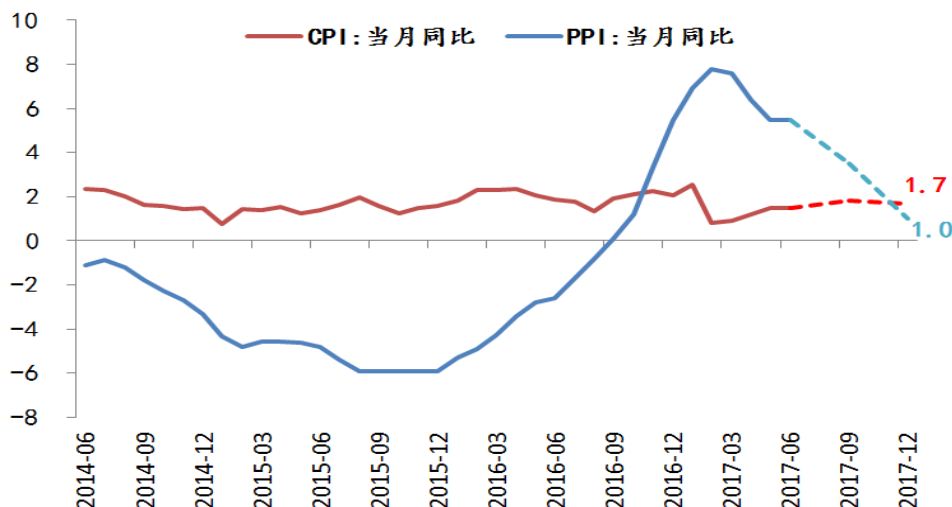


图 2：CPI 低位运行，PPI 前高后低（虚线为预测值）

资料来源：Wind

3. 金融：信贷大超预期，M2 再创新低

（1）信贷仍旺，房贷续降；表外仍缩，社融反弹

2017 年 6 月，新增人民币贷款 1.54 万亿元，大幅高于前值（1.06 万亿，去年同期 1.38 万亿）和市场预期（1.3 万亿），主因是企业中长期贷款增加较多以及居民房贷仍高，其中：居民中长期贷款新增 4833 亿元（环比升 507 亿元，同比降 806 亿元），房贷下滑依旧比较平缓，表明地产调控效应尚未全面体现。

2017 年 6 月，新增社融 1.78 万亿元（环比 5 月多增 7175 亿元；5 月较 4 月环比降 3209 亿元），明显高于预期（1.5 万亿），主因是强监管压缩表外，表内融资高增。不过，6 月单月看，表外融资有回升迹象（6 月表外融资 2227 亿元，5 月为 289 亿元，4 月为 1770 亿元）。

（2）去杠杆继续显威，M2 再创历史新低

继 5 月 M2 跌破 10% 之后，6 月 M2 同比增速再创有统计以来新低至 9.4%。除去基数原因外（央行称，“6 月基数效应拉低了 6 月 M2 增速约 0.15 个百分点”），更多体现的还是监管高压之下金融体系降杠杆，制约银行货币派生（表现为“股权及其他投资”下降和同业资产收缩）。此外，6 月 M1 同比增速为 15%，自 3 月以来连续四个月下降（较去年峰值 25.4% 放缓了

40%)，是 2015 年 11 月以来最低水平。鉴于下半年经济显著下行的可能性较小，货币转向尚待时日，“比过去低一些的 M2 增速可能成为新的常态。”

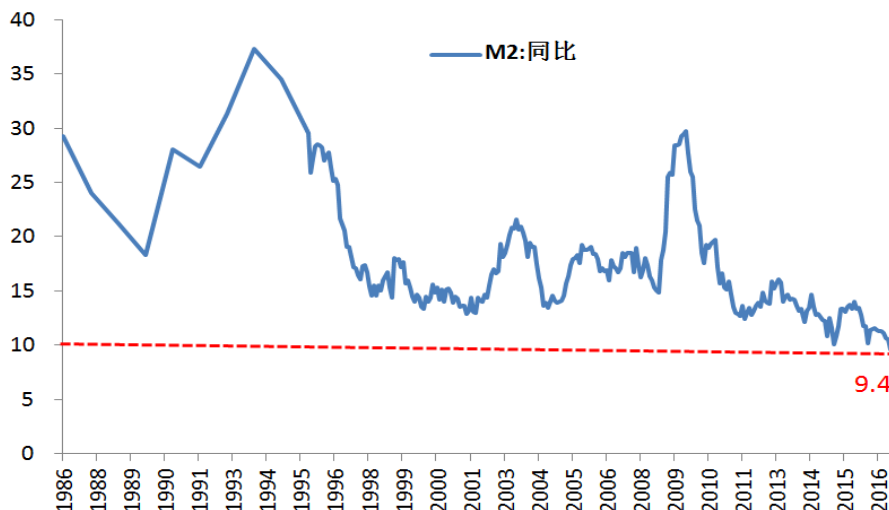


图 3: 2017 年 6 月 M2 增速再创有统计以来新低

资料来源: Wind

(三) 商业银行¹

1. 金融工作会议及监管工作

按照银监会此前系列监管文件的工作安排，目前自查阶段已结束，除部分银行因确有需要而酌情放宽期限外，大部分银行已按时上交监管自查报告。同时，监管部门的现场检查也陆续完成。目前，预计是监管部门汇总、整理检查报告的阶段。而按照原先安排，此后是 4-6 个月的过渡期，为后续的整改做些准备工作。

但是，7 月 14-15 日召开的全国金融工作会议，对监管工作提了新的要求。

金融工作会议每五年召开一次，讨论确定后续五年金融工作重大方针政策，是确定“大事”（而不是讨论明年的具体安排，比如明年的货币政策之类的）。此次会议确定了“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三项任务，政策基调强监管、防风险，是对过去几年监管宽松、“伪创新”层出不穷的修正。各种伪创新的本质，大多是为了突破原有的监管制度，规避、美化某些监管指标，从而实现额外扩张业务、叠加杠杆、追逐盈利的目的。银行业等金融机构借此实现更多盈利，但也承担更多风险，处理不当时风险可能会暴发。

事实上，过去几年也是局部金融风险时有暴发的几年。2011 年，因货币由宽

¹ 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员

转紧，温州爆发中小企业流动性风波，进而导致银行业不良资产显著暴露；2013年，监管部门整治同业业务，银行间市场爆发“钱荒”；2015年，流动性推荐股市牛市，然后因查配资而导致“股灾”；2016年，整治债券投资的杠杆，引发“债灾”。这几次局部金融风险暴发，都遵循“积累风险—整治—爆发风险”的三部曲，当然我们不可能说就不整治，那只会导致未来更灾难性的后果。局部风险频发，说明现有金融监管存有纰漏，不能有效遏制，有必要尽快修正、完善监管体系。这也是此次金融工作会议上的重点内容。

而且，此次会议对监管工作所提的要求，虽然没有陈述具体措施，但用语措辞严于预期。会议要求：“金融管理部门要努力培育恪尽职守、敢于监管、精于监管、严格问责的监管精神，形成有风险没有及时发现就是失职、发现风险没有及时提示和处置就是渎职的严肃监管氛围。”措辞比以往严厉，对监管部门的监管工作提出了更高的要求。预计后续监管工作的严格程度还是会有所加大，对银行业务——尤其是一些创新业务——有较为深远的影响。

2. 货币金融数据分析

6月份，人民币信贷投放量达到15400亿元，超出市场预期。其中，个人中长期贷款（以个人住房贷款为主）4833亿元，近期持续维持在5000亿元左右的高位，主要城市的调控措施未产生影响。对公中长期贷款为5778亿元，而票据贴现净降1648亿元。另外，个人短期、对公短期也有所上升。整体上信贷结构较好，体现了实体融资需求旺盛，信贷额度不足以满足，银行继续腾出票据额度。上半年累计投放信贷已近8万亿元，按年初12-13万亿元的全年额度，若不调增，则下半年仅剩4-5万亿元额度。

6月社融总额为17762亿元，其中人民币贷款（14474亿元）、信托贷款（2481亿元）占据绝大部分，其他成分金额较小，继续体现金融去杠杆效果，实体部门的融资高度依赖信贷。

6月末的广义货币（M2）余额为163.13万亿元，同比增长9.4%，月度增量近3万亿元。从来源上看，信贷、其他（以非银为主）分别派生14500亿元、16700亿元的M2，其他渠道都略微负贡献。其他（以非银为主）正贡献16700亿元，一改前两个月持续下滑的态势，重新增长，且金额较大。4-5月是负增长，主要是金融去杠杆背景下，银行赎回委外所致。从6月的明细数据上看，金融机

构“股权及其他投资”继续下降，因此有可能去杠杆仍在进行。但 6 月末利率降低，有可能使部分非银行金融机构加大拆入，导致这一科目增加。

表 1：2017 年上半年央行资产负债表变化（亿元）

	2017 年 1 月	2017 年 2 月	2017 年 3 月	2017 年 4 月	2017 年 5 月	2017 年 6 月
外占	-2,088	-581	-547	-420	-293	-343
债券	-7,986	-1,788	-1,165	-958	-2,115	-127
贷款	23,100	10,300	11,600	10,800	11,800	14,500
财政	1,960	-11	147	-175	445	-770
其他（非银等）	10,892	-952	6,661	-12,525	-4,808	16,662
合计	25,879	6,967	16,697	-3,278	5,029	29,922

6 月底开始，央行呵护流动性态度日益明显，银行间利率有所下行，以便降低高利率对实体经济的不利影响。但金融去杠杆任务并未最终完成，监管从严，利率维持高位震荡，均将使金融去杠杆持续推进。

（四）资本市场¹

1.A 股：龙马扩散，市场风格切换需等待

7 月第二周

行情：上证综指上涨 0.14%，创业板指数下跌 4.9%，指数之间的分化更为明显。从行业上看，银行、非银金融、建筑、家电分别上涨 6%、3%、2.2%和 1.5%；计算机、传媒、通信跌幅居前，周跌幅分别为 4.2%、3.8%和 3.2%。从主题上看，西藏振兴、北部湾自贸区、一带一路周涨幅分别为 5.3%、1.5%、1.3%；而次新股、动漫、芯片国产化周跌幅分别为 9%、6%和 5.7%。

观点：对于主板市场，建议在沪指在 20 日均线上方运行是可维持偏乐观态度，在市场情绪没有出现明显转发之前建议可以入场。而对于创业板为代表的小盘股，近期因业绩关系而闪崩事件频发也给了市场充分的警示，必须高度重视估值业绩匹配的关系，精选“真成长”个股，不可因股价看似跌了很多而盲目乐观。

¹ 芦哲，中国人民大学国际货币研究所研究员

7 月第一周

行情：市场分化，白马股回调，白马股指数下跌 1.55%，周期股爆发，其中有色金属、煤炭、钢铁、建材、轻工制造分别上涨 7.37%、4.96%、4.7%、3.64%、3.35%。指数方面，上证综指、深证成指、中小板指、创业板指分别上涨 0.8%、0.32%、0.36%、0.96%。

观点：6 月以来周期股及部分超跌成长股表现较好，与此相对，白马股出现一定震荡回调。我们认为周期股的上行是对此前悲观预期的修复，属于修复性上行。近期各项经济数据出现一定扰动，6 月 PMI、5 月工业企业利润及工程机械销量回升，市场对于经济的预期得到一定修正，带来周期股的机会。但考虑 6 大集团发电耗煤量、铁路货运量及近期水泥价格的下滑，我们认为经济短周期下行的趋势没有改变，但受下滑斜率较为和缓，且目前从绝对水平上保持较高的景气状况。在此情况下，周期股仅是修复性机会。

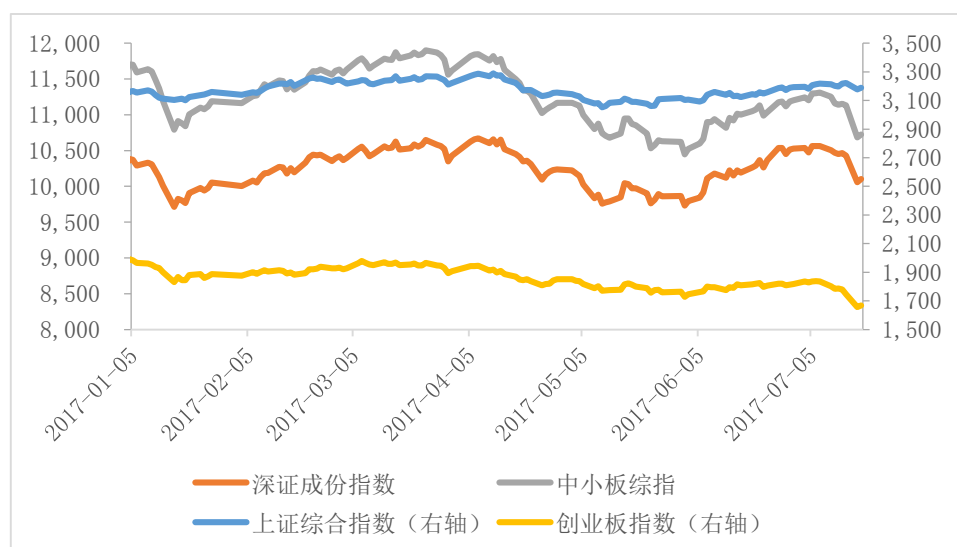


图 4：2017 年 5 月 M2 增速创有统计以来新低

资料来源：Wind

2. 利率债：监管明朗及经济下行利好债市

一级市场：从发行情况看，第二周一级市场的招标情况整体尚可，非国开债需求较好；第一周，一级市场利率债发行规模大幅上升，发行利率普遍下行，并且中标倍数较高。显示市场流动性充裕，债券配置需求好转，市场情绪有所修复。

表 2：2017 年 7 月 10 日-7 月 16 日，周度发行情况汇总（亿元）



	3 个月	6 个月	1 年	2 年	3 年	5 年	7 年	10 年	发行总计
国债	100.6	100.5		281.4		322.6			805.1
国开债			70		70	70	50	140	400
非国开债			50		80	100		80	310
总计	100.6	100.5	120	281.4	150	492.6	50	220	1515.1

表 3：2017 年 7 月 3 日-7 月 9 日，周度发行情况汇总（亿元）

	3 个月	6 个月	1 年	2 年	3 年	5 年	7 年	10 年	发行总计
国债	100		321					321.6	742.6
国开债			90		50	70	50	100	360
非国开债			85		85	90			260
总计	100		496		135	160	50	421.6	1362.6

二级市场：第二周 1 年期国债收益率小幅下行 0.69bp，3 年期、5 年期国债收益率小幅上行 0.03bp、2.69bp，7 年期国债收益率下行 1.12bp，10 年期国债报收 3.5637%，下行 2.6bp。国开债收益率除 1 年期、7 年期分别小幅上升 0.04bp、0.63p 以外，其余期限收益率全线下行，3 年期、5 年期、10 年期分别下行 2.53bp、3.58bp、3.6bp。国债中短票信用利差小幅上升。

第一周 1 年期国债收益率小幅下行 0.25bp，3-7 年期国债利率分别下行 0.93-2.16bp，10 年期国债报收 3.5897%，上行 2.14bp。国开债收益率除 5 年期、10 年期分别小幅上升 0.94bp、0.34bp 以外，其余期限收益率普遍下行，1 年期、3 年期、7 年期分别下行 9.39bp、3.33bp、0.72bp。国债中短票信用利差短期下降，长期上升。

影响因素：第二周，资金面稳定。央行重启逆回购，并超额续作 MLF 对冲到期资金，市场整体资金面较好；6 月 CPI 同比持平，PPI 环比下降，基本面利好债市。

第一周债券通正式开通，但短期影响有限；市场流动性较为充裕，月末财政存款集中下放，银行间流动性较为充裕，金融机构平稳跨越季末 MPA 考核，资金压力减小；监管逐渐明朗化，央行发布《2016 年中国人民银行年报》，指出 2017 年要保持货币政策稳健中性，显示央行较为关注流动性的基本稳定情况。

主要观点：全球货币政策下半年整体趋紧，预计下半年将出现多年未见的英、欧货币政策边际紧缩程度高于美国的局面，而在当前我国国际收支结构持续显著改善、人民币主要反映美元指数变化的背景下，海外货币政策的结构性分化对国内汇市、债市的影响整体偏向利好；金融工作会议召开，7 月监管明朗化对于债市影响整体偏利好；经济数据短期有韧性，或对 3 季度债市形成扰动，但下半年整体来看经济下行趋势未改。

二、宏观经济专题：短期利率波动之谜¹

核心观点

1、去年四季度以来随着银行间市场利率系统性抬升，资金价格呈现大幅波动特征。各界对利率的分析侧重于价格水平，往往忽视其波动性的研究。事实上，作为最基础的金融变量，利率的波动性是影响金融产品投资价值、资本市场情绪甚至宏观经济稳定的重要方面。如何看待上述波动性及未来演进，无疑是市场关注的焦点。

2、流动性的边际趋紧可以较好地解释利率水平的系统性抬升，但难以充分解释其波动性的显著加大。尽管近期金融监管的强化可能也会造成利率方面的扰动，但其趋严的时间点与利率大幅波动的起点并不一致。我们发现，短期利率波动性加大与中长期流动性投放占比提升有着较明显的同步性及因果关系。

3、为了维护人民币汇率的稳定和抑制国内资产价格的高企，过去一年多以来面对资金持续外流的压力央行并没有采取传统的降准措施，取而代之的是通过中长期创新工具提供流动性。这当然有助于缓解当时的“内忧外患”，但该碎片化操作客观上也加剧了短期利率的波动。

4、中长期流动性的提供隐含着央行对中长期利率的定价及调控问题。对中

¹ 伍戈，中国人民大学国际货币研究所特约研究员

长期利率进行调控会放大短期市场利率的波动。更复杂的是，同时调控多个期限的利率将使得其传导效应相互叠加，市场预期容易混乱，短期利率的波动随之显著加大。只要中长期政策工具持续被倚重，短期市场利率的大幅波动便会成为常态。

5、展望未来，央行似已开始简化中长期流动性工具的使用，短期利率的波动性可能会有所降低。随着资产价格和人民币汇率的阶段性企稳，未来央行逐步回归常规货币政策操作。加大短端流动性工具的操作，减少长端操作（MLF 等），择机辅之“小步快跑”式的准备金率调整，有助于货币政策由碎片化操作向系统化框架演进。

（一）引言

去年四季度以来随着银行间市场利率系统性抬升，资金价格呈现大幅波动特征。各界对利率的分析侧重于其价格水平，往往忽视其波动性的研究。事实上，作为最为基础的金融变量，利率的波动性是影响金融产品投资价值、资本市场情绪甚至宏观经济稳定的重要方面。如何看待上述波动性及未来演进，无疑是市场关注的焦点。

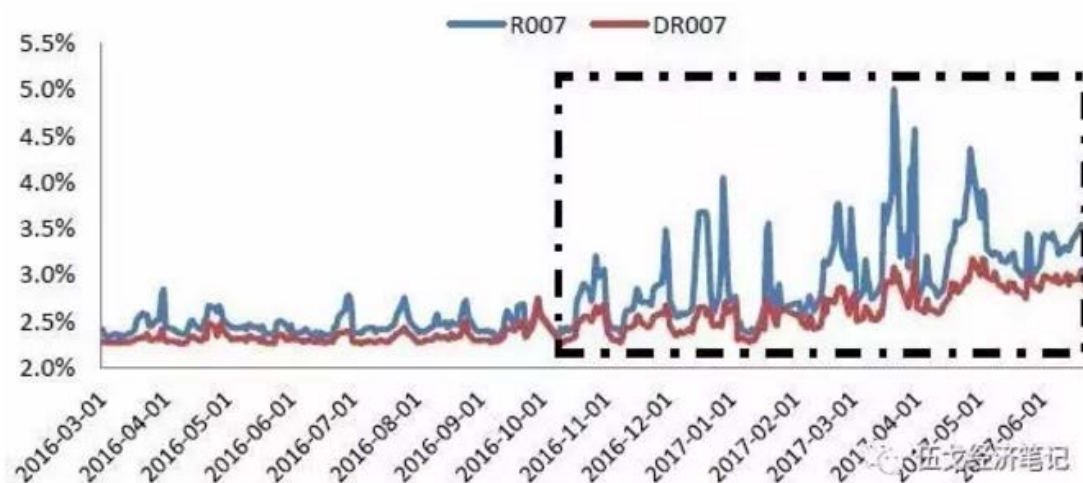


图 5：短期利率的波动性显著加大

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所整理

（二）短期利率的波动性为何加大？

流动性的边际趋紧可以较好地解释短期利率水平的系统性抬升，但难以充分解释其波动性的显著加大。从衡量银行间市场流动性状况的各项数量指标来看

（如超储率、央行净投放等），其与短期利率（R007 和 DR007）的波动性之间并无明显的同步对应关系。

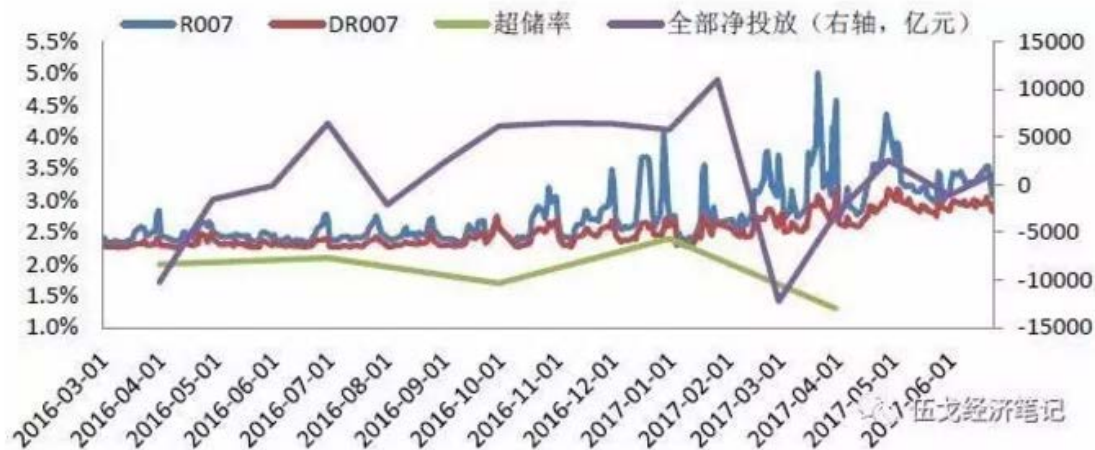


图 6：流动性边际趋紧难以充分解释利率波动性加大

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所整理

尽管近期金融监管的强化可能也会造成利率方面的扰动，但其趋严的时间点与短期利率大幅波动的起点并不一致。严格来说，金融监管的真正强化始于今年 3 月末银、证、保监会发布的多项文件（效果真正显现可能也是 4 月及以后），而短期利率波动性的显著加大已持续了半年多了。

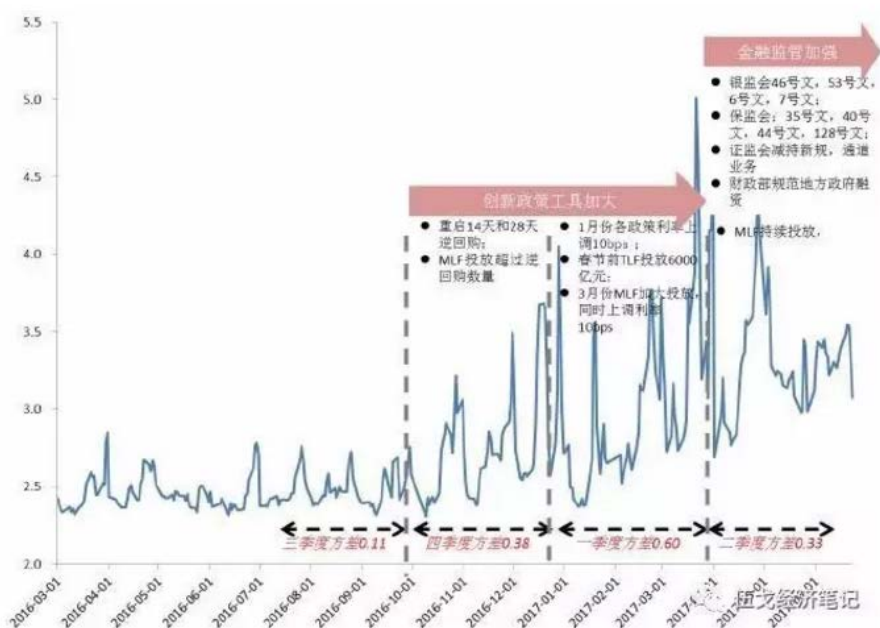


图 7：金融监管趋严与利率波动加剧的时点并不一致

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所整理

短期利率波动性的加大与中长期流动性投放占比的提升有着较明显的同步性。2016 年四季度短期利率波动性加强的时点恰巧对应着央行开始大量使用创新性流动工具投放之时。也就是从那时开始，中长期流动性投放占央行全部投放的比重开始超过 50%。更有趣的是，2017 年 5 月以来，随着中长期流动性投放占比逐步跌落至 50% 以下，DR007 和 R007 两者的波动性均有所缓和。进一步地，通过格兰杰因果检验可以发现，中长期流动性投放占比的提升确实是导致短期利率波动性加大的原因。



图 8：中长期流动性投放占比和短期利率波动性之间存在同步关系

数据来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

事实上，为了维护人民币汇率的稳定和抑制国内资产价格的高企，过去一年多以来面对资金持续外流的压力央行并没有采取传统的降准措施，取而代之的是通过上述中长期创新工具提供流动性。通过多种期限提供流动性当然有助于缓解当时的“内忧外患”，但该碎片化操作客观上也加剧了短期利率的波动。



图 9：2016 年以来外汇占款持续下降但法准率异常稳定

数据来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

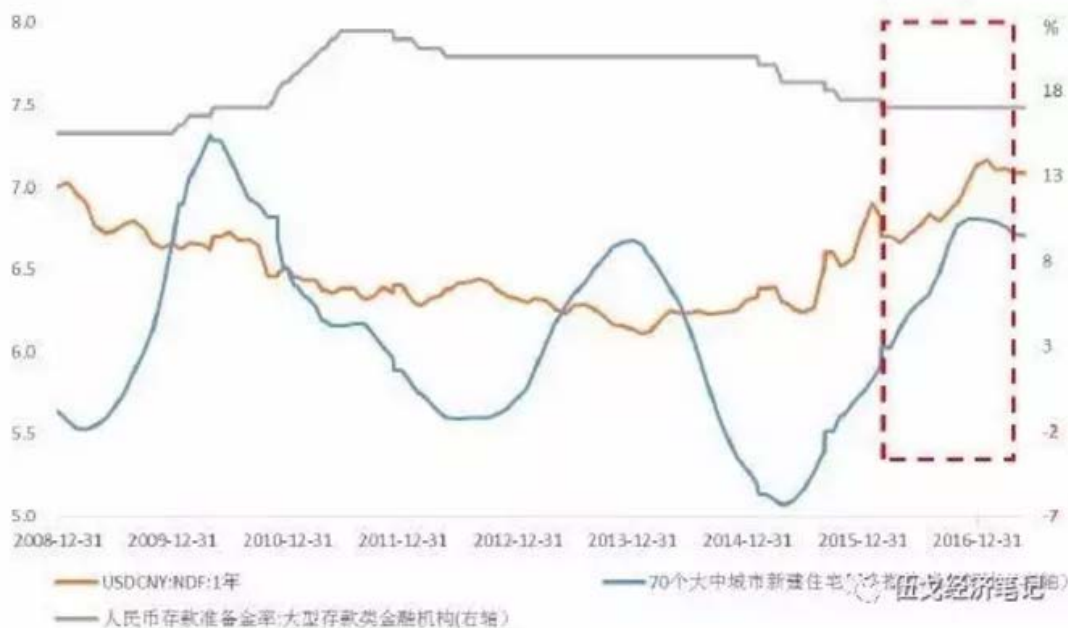


图 10：“内忧外患”制约着准备金率的调整

数据来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

（三）为何调控中长期利率导致短期利率波动加剧？

中长期流动性的提供隐含着央行对中长期利率的定价及调控问题。从国际经验看，成熟的货币政策操作一般都只控制短端，其它所有的利率都是由市场去定价的（特殊时期的 QE 除外）。其背后的核心机理是，对长期利率进行调控会放

大短期市场利率的波动。具体地，长期利率是未来不同时点短期利率预期的加权平均，倘若短期利率及预期不变，则中场期利率也是稳定的；但中长期利率目标一旦小幅调整，则意味着短期利率多倍的变动。简化地，

$$\Delta R_{\text{短期}} = N * \Delta R_{\text{长期}}$$

其中，N 代表期限。该简化公式是从长期利率公式：

$$R_{N,t} + 1 = (\prod_{t=1}^{t+N} (1 + E_t R_{1,t}))^{1/N}$$

进行近似线性化处理之后，差分得出长期利率变动和短期利率变动之间的关系。具体可参考 Mankiw & Miron (1986)。

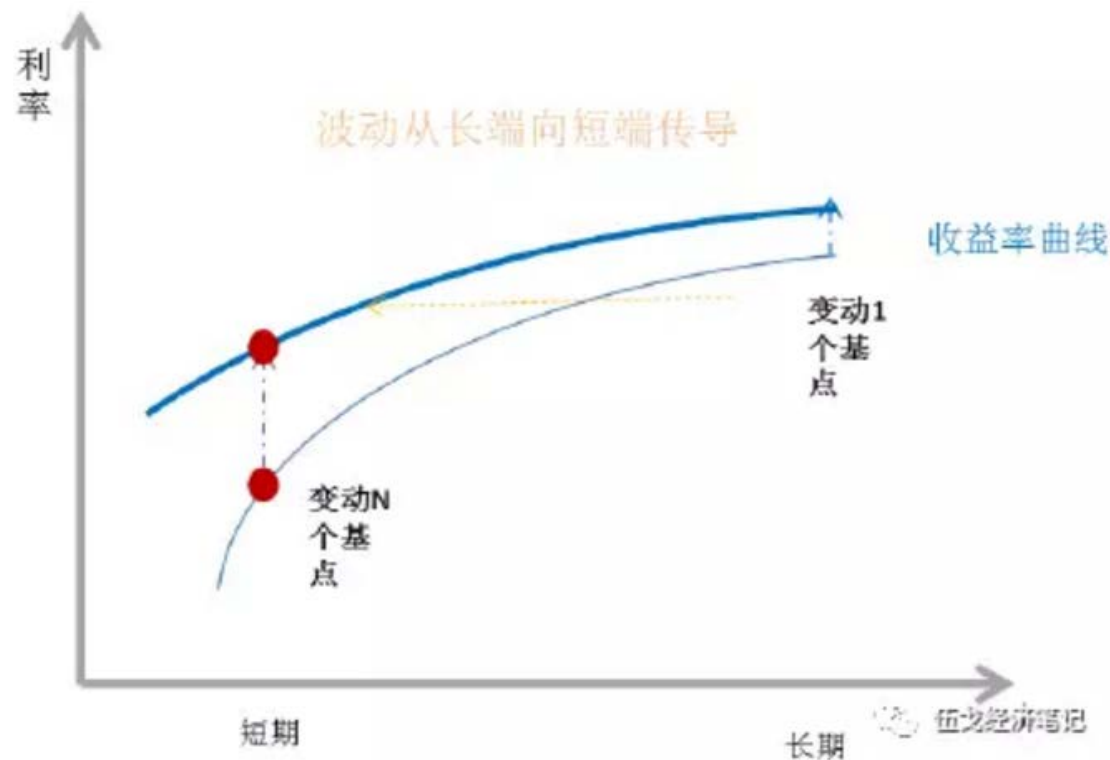


图 11：调控长端利率会加剧短期利率波动

数据来源：笔者自行整理

现实中，对长期利率的调控不仅表现为央行直接调整长期政策利率水平（如 2017 年 1 月和 3 月两次上调 MLF 利率 10 个 BP），也包括在政策利率不变的情形下加大投放数量（如 2016 年 10 月 18 日投放 2345 亿元 6 月期 MLF 和 2275 亿元 1 年期 MLF）。中长期投放数量的变化也会影响市场上中长期利率及其预

期的变化，最终也会传导至短期利率并加剧其波动。

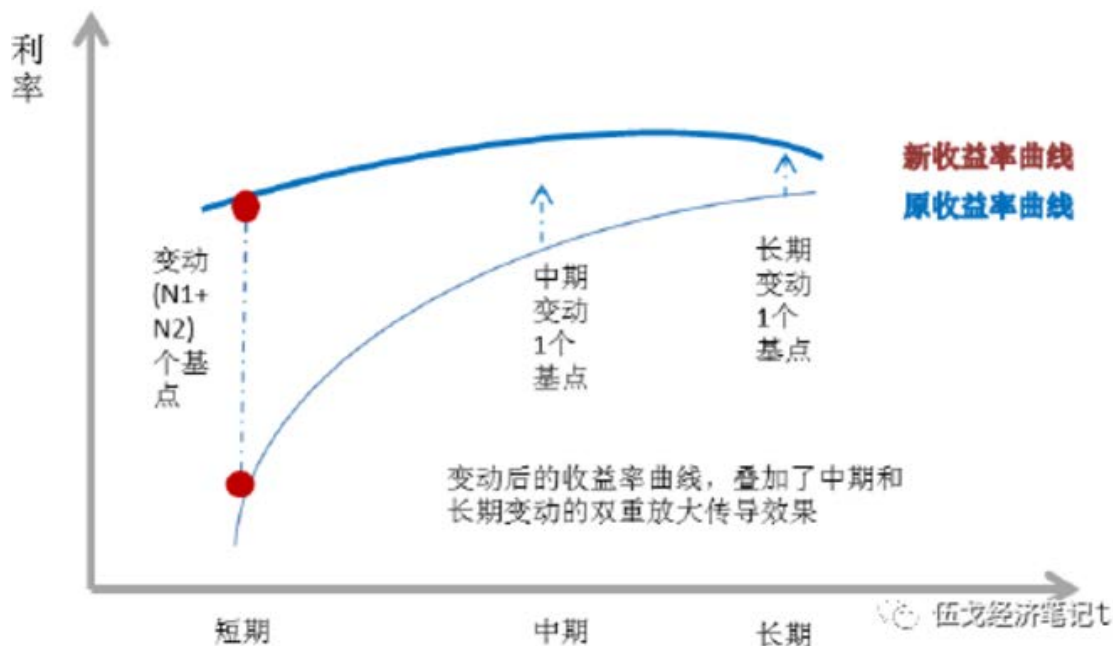


图 12：调控多个期限的利率将使短期利率波动更大

数据来源：笔者自行整理

注：新短期市场利率=原短期利率+长期利率变动传导+中期利率变动传导=原短期利率+N1 个 BP+ N2

个 BP

如果央行通过各种期限的工具提供流动性，意味着在各个期限都可能存在利率控制，这事实上是人为地为市场画了一条利率收益率曲线，不利于市场预期的稳定，加大“削峰填谷”的难度。从这个意义上讲，只要中长期政策工具持续被倚重，短期市场利率的大幅波动便会成为常态。

（四）基本结论与启示

一是流动性的边际趋紧可以较好解释银行间市场利率水平的系统性抬升，但难以充分解释其波动性的显著加大。尽管近期金融监管的强化可能也会造成利率方面的扰动，但其趋严的时间点与利率大幅波动的起点并不一致。我们发现，短期利率波动性的加大与中长期流动性投放占比的提升有着较明显的同步性及因果关系。

二是过去一年多以来面对资金持续外流的压力央行并没有采取传统的降准措施，取而代之的是通过中长期创新工具提供流动性。这当然有助于缓解当时的“内忧外患”，但中长期流动性的提供隐含着央行对中长期利率的定价及调控问

题。

三是央行近期的货币政策执行报告明确指出更关注 7 天期逆回购以及 1 年期 MLF 的操作，这是对前期碎片化操作的简化。展望未来，央行若逐步加大短端流动性工具的操作，减少长端操作，择机辅之以“小步快跑”式的准备金率调整，短期利率的波动性有望逐步降低，这将有助于货币政策由碎片化操作向系统化框架的演进。

三、主要经济数据¹

表 4：经济数据一览

指标名称	类别	17-Jan	17-Feb	17-Mar	17-Apr	17-May	17-Jun
CPI	同比	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5
PPI	同比	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5	5.5
PMI	同比	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7
工业增加值	同比	6.3	6.3	6.8	6.5	6.5	7.6
工业企业利润总额	累计同比	31.5	31.5	28.3	24.4	22.7	22.0
固定资产投资完成额	累计同比	8.9	8.9	9.2	8.9	8.6	8.6
社会消费品零售总额	同比	10.2	10.2	10.9	10.7	10.7	10.9
进出口金额	同比	11.4	15.8	18.2	9.70	11.3	13.8
M2	同比	11.30	11.10	10.60	10.50	9.6	9.4
社会融资规模	当月值（亿元）	37,202	10,876	21,189	13,900	10625	17762
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	20,300	11,700	10,200	11,000	11,000	15400

¹ 黄泽清，中国人民大学国际货币研究所副研究员

金融经济周期与实体经济的金融化

李扬¹

彭文生先生的新书《渐行渐近的金融周期》将要出版。如书名所示，这本书的主线是金融经济周期。然而，熟悉经济与金融理论的研究者都知道，这个主题的要义，是金融与实体经济的关系——金融若不能影响实体经济运行，则金融周期无从产生。于是，一个看似极其理论化的论题，便有了极大的现实意义。

一、金融与实体经济的关系

金融与实体经济的关系，一向就是颇具争议的议题。在 2007 年—2008 年发生的全球金融与经济危机中，高债务和高杠杆的兴风作浪，更使这一论题成为全社会关注的热点。在中国，随着经济增速减缓，以及货币金融政策效率递减，人们也开始关注高债务和高杠杆问题。而且，对于高杠杆率的关注，很快便与中国本土产生的老问题，如 M2 占 GDP 比重过高、信贷增速过快、贷款难、贷款贵等结合起来。一时间，“金融应当服务实体经济”几乎成为所有文件、文章以及各类会议的箴言。近两年来，随着国内“经济发展新常态特征更加明显”，另一个与此相近且彼此应和的命题——制止金融“脱实向虚”，又在朝野不脛而走。

金融与实体经济的关系，涉及相当广泛的领域。在我看来，几乎所有的金融范畴，包括货币、信用，储蓄、投资，债务、杠杆，利率、汇率，原生（债务）、衍生（债务），通胀、通缩等等，都与之有关，或者必须从两者关系中方能获得实在的解释。

二、传统的主流经济学对金融是不重视的

¹ 李扬，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院原副院长



在古典经济学的眼界里，金融（更严格地说是“货币”）与实体经济的关系是一个宏观问题？尽管当时还没有用宏观经济学的概念来指称这种关系。古典经济学认为，货币与实体经济是彼此分离的，因而，货币无非只是罩在实体经济上的“面纱”，它决定的只是物价水平的高低。至于由货币衍生出的金融活动，也没有改变货币与实体经济之间的宏观联系，只是在资源配置这一微观经济运行层面上，加入了一项成本要素（利率），从而对资源配置的效率产生一定影响。尽管如此，在古典经济学的框架里，货币金融对于实体经济而言，本质上是中性的，企图运用货币金融政策来影响实体经济运行，或可产生短期冲击，但长期终归无效。

在理论界，最早企图突破金融与实体经济“两分”框架的是瑞典经济学家维克赛尔。他致力于在“金融世界”和“实体（真实）世界”之间找到一座“由此达彼”的桥梁。在他看来，利率就是这座桥梁：通过货币利率和自然利率对应调整、前者向后者靠近的“累积过程”，导致储蓄和投资、供给（生产）和需求发生方向相反的变化，最终驱使均衡达成，进而决定经济活动的总体水平；而利率结构的变化，则可能影响资源配置的效率，进而影响经济活动的总体水平。

凯恩斯继承了维克赛尔的分析思路，并将之发扬光大。不过，他的主要贡献，是将维克赛尔的天才思想引入了说英语的国家。然而，尽管凯恩斯开了宏观经济学的先河，但是在金融与实体经济的关系上，他并没有比维克赛尔走得更远。在此之后，尽管凯恩斯主义、“新凯恩斯主义”、“凯恩斯主义的反革命”、“货币主义的反革命”等，“你方唱罢我登场”，争论得不可开交，但在实体经济和金融的关系的研究上，能够称得上革命性的理论贡献，大约也只是“托宾 Q”。因此，虽然金融在人们日常生产和生活中显得极为重要，但是在主流经济学的理论体系中，囿于有效市场假说，金融因素始终未被系统性地引入宏观经济学一般均衡模型框架，从而一直委屈地在经济学家族中居于“庶出”地位。

20世纪60年代，金融中介理论的异军突起，开辟了探讨金融与实体经济关系的新路径。这一理论从实体经济运行不可或缺的要素入手，循着交易成本、不对称信息、中介效率、分配效率、风险管理和价值增值等方面入手，层层考察了金融与实体经济的关系，阐述了两者间相互关联和相互影响的关系。如今，金融中介理论已经发展成一个大家族，然而，作为其创始者，格利和肖

的贡献不可忽视，尤其是当我们分析金融与实体经济的关系时，切不可忘记两位学者有关“内在货币”和“外在货币”的分析。在格利和肖看来，货币资产有不同的类型，这些不同类型的资产来源于不同的途径，有的来自政府，大部分则来自实体经济。重要的是，不同类型的货币资产的名义扩张或收缩，对实体经济活动的运行会产生不同的影响。

一般而言，可以充当货币的资产可分为两类：一是政府债务，二是私人金融机构的债务。由政府购买商品、劳务或转移支付而产生的货币资产可称作“外在货币”，因为它们代表政府对私人部门的债务净额。由于存在外在货币，价格水平的变化便会影响财富在私人 and 政府部门之间的转移，此即通货膨胀的再分配效应。与之对应，由私人部门债务组成的货币资产可称作“内在货币”，因为它们代表基于实体经济活动、产生于私人部门的资产和负债（初级证券）。一般来说，金融机构的债务只是在它们购置实体部门产生的初级证券的过程中，因而，由此形成的货币供应以私人部门的内部债务为基础，它们与货币间接证券的总和，恰与企业的初级债务正相平衡。

基于这一分析框架，格利和肖否定了古典经济学和货币理论的“两分法”。他们认为，传统经济学的分析方法只考察了经济中的“外在货币”及其对一般物价水平的影响，而忽视了内在货币的存在及其引起的财富转移，以及进而产生的对劳动力、当期产出和货币的总需求的影响。简而言之，基于内在货币和外在货币的分野，格利和肖完美地揭示了金融与实体经济之间相互关联、彼此渗透的关系，从而对古典主义的“两分法”给予了最致命的否定。

三、现代金融发展

20 世纪 70 年代-80 年代，信息经济学、新增长理论和新金融发展理论兴起，进一步打破了传统金融研究的僵局。从金融功能的角度研究金融发展对经济增长的影响，为现代金融发展理论的形成和发展奠定了基础。2007 年全球金融危机以来，经济学界重构宏观经济理论和金融理论的努力获得了新的刺激，从而有了一些新的进展。努力的基本方向，就是将金融作为内生性体系纳入（刻画实体经济的）动态随机一般均衡模型。在这方面，伯南克和格特勒做出了重要贡献。

入手之处，是在宏观模型中引入企业资产负债表效用。在伯南克和格特勒看来，引起经济波动主要因素的投资水平，高度依赖于企业的资产负债表状况。具体而言，企业现金流的多寡、资产净值的高低，对于投资有直接或间接的正面影响。如果企业资产负债表是健康的，其现金流充裕，资产净值也高。这种状况的直接影响是，增加了企业内源融资的来源，降低了企业的融资成本；间接影响则在于，充裕的现金流和高净值为其进行外源融资提供了更多的抵押品，从而降低了其外源融资的成本。当企业遭受到经济中的正向冲击或负向冲击，其净值随之升高或降低时，经由信贷市场的作用，这种冲击对经济的影响会被放大，出现“金融加速器效应”。

简而言之，存在这样的逻辑链条：企业资产负债状况的改变能够引起投资的变化，投资的变化会进一步引起下一期产量的变化，从而造成经济波动。另外，随着金融创新的不断推进和金融自由化的不断深入，金融市场波动日趋剧烈，而且显示出强烈的顺周期性和“超调”的特征。这种状况与资产负债表效应彼此呼应，相互强化，使得实体经济呈现出“繁荣—萧条”的新的周期特征，即金融经济周期。如此，金融因素及其变化便被纳入主流经济分析模型之中。

四、实体经济的金融化

值得注意的是，当主流经济学的探讨徘徊于从实体经济的立场来解释实体经济与金融之间的关系时，实践却把这一命题引向了另一个方向——实体经济的金融化。

用一般人的眼光观察，可以看到，金融作为一个服务行业，在人类生产和生活中已经无处不在，金融业增加值在各国GDP中所占的比例越来越高，金融从业人员的收入在社会各类人群中名列前茅，金融对宏观经济政策、社会生活、文化乃至意识形态的影响都日益增大。

然而，在理论层面讨论经济的金融化，则须有更为专业的分析视角，经济的证券化率（各类证券总市值/GDP）、金融相关比率（金融资产总量/GDP）不断提高，证券市场年交易量、信贷余额、年保费收入、外汇日交易量等对GDP的比率稳步上升，贸易相关的资本流动与非贸易相关的资本流动的比率的逆转（20世纪末已达1:45），都使得金融上层建筑日益膨胀，并进一步改变了人

们之间的经济关系，使得债权/债务关系、股权/股利关系、风险/保险关系等金融关系占据了统治地位。

在一般人看来，货币金融与实体经济是泾渭分明的。然而，经过专业训练的经济学者都清楚地知晓：货币金融与实体经济之间的界限从来就不是非此即彼的。马克思早就指出：“货币是和其他一切商品相对的一般商品。”这就从起点上揭示了货币和实体经济（商品）的同源性。在人类历史上，货币的确曾固定地由某些商品（如黄金）来充当，但是，自从货币被信用化之后，金融活动日趋多样，货币金融与实体经济的界限更为模糊。尤其是近几十年来，经过层出不穷的金融创新和持续不断的金融自由化，实体经济已不同程度地被“金融化”或“类金融化”了。

在实体经济金融化的过程中，发挥关键作用的是金融的一个基本属性——流动性。在货币金融世界里，一种资产是否是货币，是依据其流动性高低来确定的。所谓流动性，指的是一种资产转换为交易媒介的难易、快慢和受损失程度。一种资产有了流动性，就有了一定程度的“货币性”。货币当局总是将定期存款、储蓄存款和外币存款等合称为“准货币”，根据就是：它们较其他资产具有较高的流动性，因而可称作“货币”；但较之现金和活期存款，其流动性较低，因而只是接近货币（准）而已。

一种资产流动性的高低，由该资产的市场状况决定。一种资产的市场如果具有较高的密度（tightness，即每笔交易价格对市场中间价格的偏离幅度较小）、较大的深度（depth，即较大规模的交易都不会对市场现行价格产生显著影响）和较大的弹性（resiliency，即由交易引起的价格波动向其均衡价格收敛的速度越快），则称该资产具有较高的市场流动性。资产的流动性越高，其货币性越强。根据这一说法，现钞、活期存款等我们常见的货币，无非只是拥有最高流动性的资产而已。

显然，一种资产的金融化，是通过提高该资产市场的流动性而产生的。问题恰恰在于，近几十年来的金融创新，其不懈的动力和客观的结果，就是提高了所有资产的流动性。举例来说，房地产历来是流动性最差的资产，但是经过一级又一级的证券化和信用增级，基于庞大的市场交易规模，与房地产相关联



的金融资产如今获得了很高的流动性。正因如此，在危机之初，美联储才将用于投资的房地产归入金融一类，将之与实体经济相对立。

如今，在普通投资者资产配置选项里，其“实体性”不容置辩的大宗产品，霍然就与其“金融性”毋庸置疑的固定收益产品和汇率产品等量齐观；时下稍具规模的投资机构，都会在旗下专设 FICC 部门，即将固定收益（Fixed Income）、货币（Currency）和商品（Commodity）统一在一个逻辑框架下加以运筹。仅此一端就告诉我们，如今讨论金融和实体经济的关系，根本的难点之一，在于缺乏清晰的概念界定和不含糊的分析前提。要解决这一难题，恐怕需要另辟蹊径，从实体经济的金融化入手，将实体经济和金融经济同炉熔炼。

五、总结

通过以上简单的回顾便可看出，“金融服务实体经济”这一命题并非像一望之下的那么简单明了。事实上，它几乎包含了经济金融活动的所有主要方面，因而，在学术上，它几乎涉及所有重要的经济和金融理论。正因如此，我们在阐释、落实这一命题时，切忌大而化之。

1998-2018：全球金融危机爆发后的十年

管清友¹

明年就是金融危机爆发 10 周年，从次贷危机算起，今年已经是第 10 个年头。在过去十年里头，我们看到发达经济体基本上是在一个去杠杆的过程中，而我们基本上是在加杠杆，从非金融企业部分加杠杆、政府加杠杆到居民加杠杆，虽然这其中某些部门的杠杆去化也取得了一定的成绩，但全社会总体杠杆率依然是很高的，全社会杠杆率（总债务除以 GDP）接近 250%。

摆在我们当前经济领域当中最大的问题，其实就是债务问题、杠杆过高的问题。高杠杆问题并没有解决，解决难度也很大，借的钱肯定是要还的，债务和资产价格泡沫不一样，债务不会凭空消失。

在加杠杆的过程中，金融机构在这几年总体是受益的，虽然利率市场化之后，商业银行的利薄了点，但至少加杠杆伴随着货币创造，金融机构的资产规模越来越大。但加杠杆并不能从实质上解决经济增速结构性换挡的问题，杠杆率比较高的这种压力已经逐一显现出来。资产价格、股权投资、股市、债市的走势，大家可以回想一下，并不用我详述。再看实体经济，制造业企业、零售企业、很多商铺都关门了，很多制造业企业退出市场，从我们的草根调研看，很多企业的微观表现并不如今年初的宏观经济数据那么亮眼，一季度经济增长 6.9 的这个数字其实很好，我也相信数据的真实性，但宏观出现了背离，这其实反映的是结构性问题、行业间、地域间的分化非常严重。

比如说我们今天所在的杭州，长三角这一带，2013 年、2014 年的时候其实是我们压力最大的时候，浙江民营企业较多，很多企业都进行了破产，当时温州一些银行的不良率比今天某些能源大省的银行不良率还要高，民间借贷乱象频出，但现在来看，温州调整过来了，情况已经朝健康的方向发展。2015 年、2016 年温州市的 GDP 增速从 7% 上升至 8%，工业结构中，高新技术产业对规模以上工业增长贡献率为 47.0%；装备制造业增加值占规模以上工业的比

¹ 管清友，中国人民大学国际货币研究所学术委员、民生金融智库首席经济学家



重为44.5%，高新技术、装备制造、战略性新兴产业、信息产业已经远远超过传统的服装皮鞋汽摩配等制造业，成为了温州工业经济的支柱。

当然，长三角现在依然在一个调整的过程当中，但是从全国的情况来看，这两个地区实际上相对较好，产业结构已经悄然转化，珠三角大概也是如此。

但是反观京津冀地区、东北地区、西北地区，这些地区现在这个调整才刚刚开始，某些地方大国企“大而不倒”，中央要求坚决淘汰的僵尸企业“僵而不死”，甚至某些地区，企业想破产都很难。

这就导致我们在研究出台宏观政策的时候，会发现遇到非常大的障碍，地区的分化非常严重，同一个宏观政策对不同的地区，它的影响是不一样，不同地区它的经济调整的阶段、经济发展的阶段是不一样，但货币是可以跨区域流动的，所以造成很多矛盾，造成很多困境和悖论。

所以，我们现在对研究的一些问题，包括企业经营，都做一些本土化的思考。因为这几年越来越多的发现，我们在处理企业的日常经营，包括研究问题、政策出台出发点和教科书上给我们的东西是完全不一样的，今天我试图梳理出几个。

简单总结为“三个软约束、三个扭曲和三个失衡”，希望通过梳理这些具有中国本土化色彩的特点，来帮助大家梳理清楚未来发展的一个思路。

一、 三个软约束：

（一）第一个软约束，是货币发行的软约束

大家平时都说我们货币超发、票子印多了等等，这实际上是一个通俗的说法，实际上你很难衡量说到底什么情况叫货币超发、超发了多少。老百姓在什么情况下会感觉到“货币超发”？钱不值钱了，因为他感觉到资产价格上升，房价涨幅非常大，普通老百姓实际感受到的境况变差了，特别是没有资产的这一个群体。关于货币是否超发，学术上也有很多讨论说是不是合理，大部分从M2/GDP或者杠杆率的角度。我们不讨论货币是否超发，我们看看中国的货币发行机制有什么特点。

请允许我先花一点时间回顾一下从过去到现在的我国货币发行的历史。今天在座的很多企业家，应该都经历过90年代中后期的那一次调整，我们称之为

叫治理整顿，在政治上，我们看到小平同志南方谈话以后，中国开启了一个改革开放的新的局面；但是在经济上，我们看到南巡以后，经济出现严重的过热，通货膨胀率曾经达到过 20% 以上，货币的发行几乎失控，没有基准，因为本来我们的货币发行是目标制，货币投放几乎是失控的，这就是大家一直说的中国人分析经济问题一直要讲所谓政治经济学，南方一谈话，货币闸门一开，投资过热，通货膨胀，之后就是债务问题、三角债问题、银行的不良贷款问题。其实在 98 年开始改革的时候，我们的杠杆高起问题、货币失控问题，已经积累了接近 10 年时间。

随后进入了新千年，现在大家都讲中国货币发行的特点是，外汇占款是我国过去十余年基础货币发行的主要渠道，这背后的原因是中国加入 WTO 之后经常项目和资本项目双顺差，实际上是外汇占款逼着中央银行发钞。这是基础货币发行。

那信用派生呢？如何形成 M2？这里我们把商业银行贷款创造存款的信用货币创造机制向现实情况中进一步延伸一下，即贷款需求从哪里来。有经济学家认为，说我们的货币形成有部分是“地根决定票根”，无论是地方发改委还是国家发改委，只要一批项目，土地一出去，项目审批通过，相应的实际上他创造了贷款需求，信用派生随之产生，地方政府如果按照 GDP 考核，也非常有增加投资的动力，M2 跟随政府的 GDP 目标考核被动增加。这一观点略为极端，我们有待商榷，但不能否认这一机制在过去的十余年里在某些地方是存在的、行得通的，至少在热播剧《人民的名义》中存在；同时也可以看到 4 万亿以后，M2 的余额加速上升。

可以看到不论是基础货币投放还是信用派生，我们的货币供给是被动的、央行的货币供给是受外汇占款和政府投资意愿约束的，这是我们讲的第一个软约束，货币供给软约束的基本特点。

2011 年以后，我们看到外汇占款逐渐的收缩，外汇储备从 4 万亿下降到 3 万亿左右。央行基础货币投放也逐渐从外汇占款倒逼为公开市场操作，转型之后，央行基础货币投放的独立性看起来确实增强了，但还是被动的。但系统性风险底线不能破，这就导致钱荒、股灾、债灾，每次央行都要进行大规模的公开市场操作。目前央行通过公开市场操作（包括 MLF 等）投放的货币余额已经



超过了 7 万亿。不论是哪一种货币发行机制，我们可以看到货币投放机制不是以国家信用为基础的、也不是以国债为基础的，所以它的约束机制相对于美联储、相对于欧央行，实际上它是软的。

我们可以看到，2007 年我们的 M2 余额不到 48 万亿，我们今天 M2 余额已经超过 150 万亿，膨胀了 3 倍。金融行业增加值占 GDP 的比重现在达到了 8.4，已经超过了美国金融危机前的水平。M2 余额加速上升、M2 占 GDP 的比重加速扩大，意味着总需求的剧烈膨胀，意味着你在 4 万亿以后拿到贷款更容易、扩张产能更容易，当然后来陷入产能过剩的困境也更容易，同时也导致了整个金融和实体经济的背离或者失衡。

所以我一直说，货币供给的软约束是我们很多问题的症结所在，当然这里头有非常复杂的一个机制，我们的中央银行是政府组成部门，相对来说独立性是比较差的，政府每年的经济工作目标里，排第一顺位的目标是稳增长，那么在这种机制下，这种软约束的特征是长期存在的。

（二）第二个软约束，风险转移的软约束

什么叫风险转移的软约束？这个大家也都经历过，90 年代中后期，国有企业三角债，国有企业成为包袱，财政上非常吃力，由财政压力引起的制度变迁，这种压力导致政府不得不进行国企改革。我们回顾这场国企改革，看看当时政府如何处理国企的巨额债务。国企的债务，包括社会稳定的费用，其实先从国企甩给了另外一侧的国有金融机构，特别是国有银行，我们的国有银行在 90 年代中后期普遍经历了一个不良率急剧上升的过程，不良率 30%、50% 以上的都有。那么这种风险转移怎么消化的呢？技术操作层面，当时组建四大资产管理公司，承接并处理不良资产，随后国有银行接受央行的资本补充，规范公司治理，普遍走了一条上市的道路。现在看这一过程银行和资管公司获得了双赢。但获得“双赢”是需要条件的，需要什么条件呢？需要经济周期重新步入繁荣，需要不良资产的增值，同时需要配合一个比较宽松的货币环境。2002、2003 年以后，整个货币环境，不仅是中国，应该说 2001 年 9.11 年以后，全球货币环境都很宽松，然后资产增值，不良资产变成了优质资产，解决了这个问题。

我们现在看这个过程，它确实化解了金融风险，解决了不良资产问题，但同时也造成了巨大的资产价格泡沫，造成了巨大的收入差距分化。刘鹤在其获得孙冶方奖的著作两次全球危机对比中提到，美国金融危机前收入差距达到了历史高点。很多拥有众多房产或者投资成功的企业家可能觉得这个过程意味着财富的增加。但在这个过程中，有一部分群体是受损的，没有资产的人只能被动承受通货膨胀、资产增值。所以货币政策、货币环境并不是中性的，它的效果是非中性的，对不同的群体、不同的行业，影响差别是非常大。

这种风险转移机制还隐藏着另一个问题：国有企业和国有金融机构的效率始终无法得到有效提升。我们看到，国有企业改革、国有金融机构改革确实有了很大的改进，但是与纯粹市场化的企业和金融机构相比，效率还是偏低的。

这也促使我对这个问题做了更加本土化的思考，国有企业和国有金融机构的效率并没有得到有效的提高，但在货币环境比较宽松的情况之下，债务风险没有了、资产增值了。这是变好的一方面。但我们很少关注到在这个过程中，有一部分人民的利益是受损的，比如说当年下岗的工人、普通的车间工人、远离城市的农民的利益是受损的，我们土地的城市化大大地快于人口的城市化，这实际造成了新的剪刀差，新的“农业补贴工业、农村补贴城市”。

所以，我们的风险转移，实际上是国有企业和国有金融机构左兜装右兜，通过比较宽松的货币环境、比较快的经济增长转移了风险、消化了风险，实现了资产增值。

那么这一次有没有可能实现这种情况？有没有可能像 90 年代中后期那样，我们再遇上一个经济繁荣周期，货币环境也比较宽松，就像我们今天在处理债务问题上，我们讲地方债务、城投平台，做债务置换；国有企业面临问题，做债转股，这是 90 年代中后期的经验，这些事以前我们都干过，这次我们有没有那么幸运，经济周期再起来？债务又消化于无形当中？资产又实现新一轮的增值？我觉得这一次要打一个问号。

这是第二个软约束，风险转移的软约束，也是中国区别于成熟经济体很重要的一个方面。在美国，企业发生问题没有人给你兜底，只有极个别有系统性影响的这种企业，美联储、财政部才会给你救助，其他的那只有破产这一条路，底特律整个城市都破产了，而我们却可以转移。



（三）第三个软约束，预算的软约束

其实在政府部门工作和在国有企业工作的领导，可能对这个不一定支持，但是从学术研究这个角度来讲，从第三方的角度来看，确实是预算软约束。最典型的情况是，比如说 4 万亿刺激计划出来以后，地方政府、国有企业（特别是中央企业），这个天然的具有“投资饥渴症”特点的这两大主体放开了，我们的巨额债务问题由此产生。在 2008 年以前，总体情况应该说问题还不是这么严重。在 2008 年以后，地方政府城投平台、国有企业大量举债。表现在杠杆率上我们看到，非金融企业部门杠杆率最近 10 年一路上升。很多人说我们主要是内债，风险没有那么大，但是支撑杠杆率很重要的一个基础，是实体部门有持续的盈利，投资要有持续的投资收益，收益率要比较高、比较稳定。但是目前的情况，企业盈利虽然去年以来略有改善，企业盈利的情况总体是恶化的，实体经济的投资回报率总体是恶化的，杠杆率这么高是很难持续的。后来我们做了债转股，做了债务置换，一部分债务风险得到了化解，但债务没有消除，这跟我们的预算软约束是有关系的。这个是我们讲的第三个软约束，预算软约束。

二、三个扭曲

这也是很有中国特色的一个特征，你可以说它支撑了我们过去 40 年高速发展，也可以说它制约了我们过去 40 年高速的发展，实际上就是三大生产要素的扭曲，土地、劳动、资本。

（一）第一个，土地

我们的土地制度 1984 年《宪法》是明确规定的，农村土地集体所有制和城市土地国有化，我国土地产权制度与成熟经济体的私有化的产权制度是不一样的。

城乡之间土地要素的扭曲实际上是扩大了城乡之间的差距，造成了第二次剪刀差，农村的土地在这个工业化进程当中大量的被城市化，而人口的城市化速度是大大地慢于土地的城市化的。

在城镇化的当中，土地逐渐的作为一种重要的生产要素，实现货币化，实现资产增值，我们很多企业其实在具体的投资上都自觉、不自觉地充分地利用

了土地这种生产要素的扭曲，比如同样一块土地，如果你用工业用地的形式拿到，对它进行必要的商业运作，把它变成商业用地，可能坐地增值，就几倍、几十倍。典型的案例就是最近大家看这个《人民的名义》里头，丁义珍副市长、高小琴和祁厅长干的就是这个事，充分地利用了我们生产要素的扭曲，实现了要素的增值，因为我们是个模糊产权，政府是土地最后的支配方。这种情况你可以说推动了发展，也可以说制约了发展。在资产增值这个过程当中，一部分人是受益了，比如说像高小琴这种，像祁厅长这些都受益了；另一部分人在资产增值当中他没有享受到收益，比如大风厂的工人。所以这是第一个扭曲，就是土地这种生产要素的扭曲。

我们过去这些年很多地区的发展，其实靠的就是土地要素。按照传统经济学理论，假设资源固定，在实现了帕累托最优的情景里，是不可能在没有人变差的情况下、任何一个人变好的。我最近也在思考这个问题，我们看到很多地区出现了大批的失地农民，我们也看到土地被城市化以后，很多地区非常快地发展起来了，也有很多农民拿到非常高额的补偿，各地差异很大。北京马连道南边，南二环以内那些地拆迁根本拆不动，太贵了。但是你要到一般的城市周边，可能农民拿到的补偿款就非常少，如果说当地政府又比较能干，把这个地方变成了一个非常好的开发区，变成了一个特色小镇，土地增值非常大，发展非常快。这些农民没学过经济学，不会现金流贴现，不知道原来补偿款拿得太少了，他为城市发展做了可以说最重要的牺牲，失去了土地，却没得到最公允的补偿，于心何忍，你怎么去评估呢？但土地增值是肉眼可见的，农民发现土地补偿款拿少了，没有背景的他们只能做一件事，上访。所以，地方政府接待的最多的上访问题就是拆迁问题。土地要素如何用、怎么用引发一连串问题，可能真的不适合用教科书上教给我们的那种成熟市场经济体评价方式去评价，也没法评估，这是第一个扭曲。

（二）第二，人力资本

人力资本的扭曲的根结在于户籍制度。大家都讲公平，北、上、广、深这些超大城市，特别是北京、上海还在拼命地往外排挤人口。户籍制度的松动在超大城市非常难，难也有难的道理。如果放开北京市的户口，很难想象北京是一个什么状态，户籍牵扯到买房、买车、医疗、教育等很多隐性资源，牵扯到



资源分配的公平性。你觉得它不够合理有待优化，但你从中国的国情出发，似乎觉得它又有一定的道理。当你生活在北京的时候你会发现，好像也有点道理，人太多了。一个是超大城市的户籍制度，另一个是农村户口。一个小伙子从农村考上北京大学，他在村里头分的那块自留地要自动交回给村里了，假设毕业后进了中关村某高科技公司，民营企业不一定能解决北京户口，刚毕业肯定买不起北大周边的学区房。与他在农村有块地、老婆孩子热炕头相比，劳动者素质提高，为全社会做出的贡献是增加的，他的收入水平也提高了，但他自身的福利到底是改善了还是恶化了，客观很难评价。这是对个人而言，不够公平，对全社会的经济发展，也是不够公平的，因为可能造成了更大的城乡差距、更大的地区差距。很简单，你想想，农村考大学考出来的孩子，大部分都特别有志气，相信在城市一无所有的生活终有一天会变好的，有几个人愿意回去？别说农村，很多三四线城市的大学生考到了一线城市，都是不愿意回去的，当地人口老龄化特别严重，怎么发展？这是一种新的剪刀差。我们过去在计划经济时代讲所谓工农业剪刀差，那是很明显的，通过计划价格压低农产品价格，相对抬高工业制成品价格，它就是典型的剪刀差，而我刚才讲到的土地、人，或者我们叫劳动，这是典型的隐性的剪刀差，这是第二个扭曲。

（三）第三，就是资本的扭曲

资本的扭曲大家都会遇到，很简单，国有企业融资就是容易，融资成本就是比你便宜，这里头既有规模的问题，也有信用的问题。我们一直讲融资难、融资贵，其实主要是针对民营企业，但从金融机构角度，也很容易理解，国有企业政治上没有风险、信用上有背书、规模上有保证。但资本的扭曲还不仅仅限于国有企业和民营企业之间在融资上的已经显性化的差别，这种扭曲体现在资本市场上那就更多了，体现在股权投资上，体现在二级市场股票交易上，体现在我们的发行制度上。现在的资本市场平台，扩大了这种扭曲，放大了财富差距。上市公司为什么值钱？融资方便，可以非常方便的融资，再怎么严格的监管，上市公司也比非上市公司融资容易。我们的退市制度一直无法实行，这不是资本扭曲吗？他本来应该退市了，但是退市涉及到多少人多大的利益？A股的估值水平为什么比港股、美股都要高？这种有待改善的制度设计实际是把

财富做了二次分配，资本市场只是一个平台和管道，进一步扭曲了资本这种生产要素。这是第三个扭曲，就是资本的扭曲。

所以我们看到土地、劳动、资本，如果说和一个基准的模型去对比的话，我们确实存在一定的扭曲，只是客观分析中国经济存在的这种基本特征和它造成的基本的影响，不做价值判断。这是三个软约束、三个扭曲。

三、三个失衡

（一）第一个是区域的失衡

前面提到我们的宏观政策很难、很矛盾，浙江的情况和黑龙江的情况是不一样的，整个长三角、珠三角当前面临的经济发展阶段、转型升级的这种阶段，转型升级的程度，和东北地区、和西北地区、和京津冀地区完全不一样，这种失衡已经不是原来我们传统意义上说的东中西部差距，它已经严重制约了我们的经济政策、宏观管理，还有整个国家治理。区域经济状况失衡的背景之下，整个金融体系膨胀起来，而我们知道金融是不分地区的、资金是流动性的，所以我发现在区域失衡的这个状态之下，金融的失衡更为严重，比如说我们讲上海自贸区的开放，如果那个地方做了一个所谓资本项目开放的一个试验的话，很多钱都会通过那个口子流出去，因为金融体系的流动性非常强。又比如说我们在 2014 年以后尝试的定向降准、差别降息，实际上不但达不到效果，而且适得其反。你不可能给黑龙江采取差别的货币政策，今天东北地区这种发展的阶段，我们看到重化工业的比重比较高，国有企业的比重比较高，和整个长三角、珠三角比起来，完全不一样。山东，从经济总量上全国排在前三位，但国有经济比重比较高，民营企业发展和长三角、珠三角还有很大的差距，这一轮它的经济调整转型升级，相对于长三角和珠三角落后于一大截。我国的区域经济发展如果从经济发展阶段和转型升级所处的阶段，我们看到基本上是从北往南，越来越先进，从南往北越来越落后，即便在长三角，浙江和江苏的情况也不一样，浙江想搞经济，政府和市场的关系相对比较融洽，我们也不能说它是个小政府，至少它是个中等政府。比如江苏，江苏政府的权利就非常大，它仍然是一个工业化驱动的一种经济模式，尽管苏南模式已经经历了一个转型，这种地区差距你会发展在这一轮经济的转型升级过程当中差距进一步拉



大。就长三角和珠三角这两个地区与东北、华北、西北地区的差距进一步拉大，但这几年西南地区有亮点，在重庆、四川、湖北等长江中游这一带。这是第一个失衡，就是区域失衡。

（二）第二个失衡，是金融和实体之间的失衡

有很多人讲到过这个问题，也中国当前金融业占 GDP 的比重一直超过地产泡沫破灭前日本和美国的水平。在 G20 国家里头，我国 M2 比 GDP 的比重仅次于日本。同时现在 M2 已经跟不上我国的实际货币供给了，商业票据、同业存单、二级债均不计入 M2，但这几年发展十分迅猛，也形成了银行资产扩张的重要支撑。2012 年以后金融的膨胀主要表现在影子银行，银行和非银行金融机构规模同时膨胀。那么一方面是由于监管缺位，另一方面是由于金融自由化鼓励创新。跟实体经济相比，金融机构特别是非银行金融机构日子非常好过，2012 年到 2016 年是中国金融行业最辉煌的几年，也是中国股权市场投资最繁荣、增长最快、泡沫化程度最高的几年。这个不是政策有意推动的，现在回过头去看，其实当时监管层也好，决策层也好根本没有意识到这个问题，就像我们说在互联网改革的过程当中，互联网监管的过程当中，我们的互联网管理部门并没有意识到电商对实体企业的冲击。阿里发展起来了，金融行业特别是非银行金融机构也是这几年快速的发展起来。

大量的流动性只能在金融体系里头空转。去年以来的强监管主要是针对这种空转，空转的形式多样。最基本链条是这样的，个人投资者用自己的钱买了商业银行的理财产品，商业银行形成了巨大的资金池和资产管理池，那么这个资金池这些钱去干嘛呢？他需要去投资，资产端得有足够的收益率能够弥补负债端的成本，商业银行要把大量的资金要委托给非银行金融机构，特别是投资机构去投资，这里有一级市场，有二级市场，但这些投资机构发现实体企业第一有融资需求，但是它这个钱并不想给实体企业，因为它发现这个企业的风险很高，我们的实体行业在收缩，很多行业在败落，所以大量的机构重新把从商业银行拿到的理财资金又转而去买了一些中小银行发的同业存单，同业存单的利率稍微高一点。为什么中小银行要去发同业存单，因为在过去几年有一个利率市场化的改革，存贷款利差收窄，商业银行的压力非常之大，特别是中小商业银行，这个时候就逼迫着他必须做大规模，做大规模他既要做大负债端也要

做大资产端，他要比大型商业银行以更高的利率去吸引做大负债，同时去做大资产，所以我们看到一般中型的股份制商业银行是同业业务这几年做的最快最猛的，当然也是风险最大的，那么我们看到也就是说资金到了商业银行，商业银行到了非银行金融机构去投资，非银行金融机构又把这个钱拿着去投资了其他银行的同业业务，这个钱有多少流到了实体经济当中去，有一部分，但大部分实际上是在空转，这个空转的进程在整个货币环境比较松的时候是没有问题的，因为中央银行可以给你更便宜的钱，我拿到更便宜的钱把便宜的钱拿出来给其他商业银行，给其他投资机构，我中间赚了一个利差，何乐而不为？只要中央银行可以不断的给我更便宜的钱，理论上这个过程可以永远无限制的复制下去，金融体系可以无限的膨胀下去，但是膨胀的过程也是风险不断积累的过程，也是资产价格不断膨胀的过程。

监管不可能堵住所有的口子让这些流动性不进入金融资产，不去买债券，很多金融机构一定是要去买债的，而债券收益率在货币环境非常宽松的时候是持续下行的，怎么去覆盖负债端的成本呢？怎么提高我资产端的收益率呢？当然是短期+杠杆以小博大，三倍杠杆，五倍杠杆，十倍杠杆，只能用杠杆我才能赚到钱，所以金融机构不停地在加杠杆。这就是在 2015 年股灾以后看到的债券市场金融机构的基本做法，而这个做法也是不可持续的，所以 2016 年年底发生了严重的债灾。金融机构都想卖债的时候发现卖不出去了，而且这个过程还没有结束。

反过头去看，过去这些年的 2012 年以后的资产泡沫无论是房地产、非标、股票、债券，基本的一个要素是什么呢？杠杆。加杠杆就有风险，高杠杆高风险，当货币环境突然发生变化，杠杆出现连环崩塌的可能性这种概率就大为增加，就像我们在 2015 年我们怎么样没有想到最终是因为杠杆，就是场外配资连环爆仓导致整个股灾的，债券市场的风险也来自于杠杆。

简单举个例子，对一个债券基金来讲他要想赚钱只能加杠杆。这里头蕴含的风险在 2016 年年底已经开始爆发了。杠杆是一个直接因素，货币空转、流动性过剩、钱又到不了实体经济里头去，金融和实体出现背离。这种背离，金融体系的快速膨胀在 2016 年 7 月份已经开始出现逆转，出现了一个系统性的逆



转，触发条件就是货币政策出现转向，货币政策从稳健、相对比较宽松转向稳健、中性、边际上收缩。

现在回过头去看，无论是我们投资机构还是上市公司，在 2016 年 7 月份以后就应该有意识的缩减杠杆，不然会死的很难看。我甚至现在担心过去这些年看到的很多上市公司出现的问题，包括一些大企业出现的问题，比如说德隆系出现的问题，在未来几年会轮番上演。去杠杆的过程非常难熬。去杠杆的直接表现就是流动性消失，资产贬值，企业破产清算，企业出现的风险其实跟规模关系没有那么大，关键看你的杠杆率有多高，这是我们说三个失衡里头第二个，金融和实体失衡。

国家层面已经开始在降杠杆了，短期这个过程不会转向，只可能阶段性的缓和，这个进程已经开始了，对于我们企业来讲一定要逐渐的把杠杆降下来。该做市值管理就做市值管理，债务规模比较大的企业，抓紧时间降低债务规模，没有企业可以大而不能倒，特别是民营企业。

我个人对这一轮我们降杠杆的过程中债务风险的问题相对要谨慎一些。这一轮一些大企业的债务规模非常大，有家非常大的地产企业，光南方一家证券公司持有的它的债券就达一千亿，在整个行业环境收紧的过程当中，如果资金链条出现恶化、变动、盈利跟不上，盈利大幅度减少，这就是非常严重的。这还只是一家券商持有的这一家大型地产公司的债券。注册地所在地方政府是帮不了你的，没有这么多钱。

这里特别强调一点，我后面要讲 90 年代中后期我们的经验，我们和 90 年代中后期有一个很大的不同，当时的债务规模相对来讲是小的。今天债务膨胀的速度，债务的规模已经到了连省一级政府都很难救助一家大型企业，这种风险最后会爆发在我们都想象不到的一些领域。我想象不出现在地产紧、基础紧、金融紧的情况下，这家企业盈利怎么改善，怎么维持如此庞大规模的债务，杠杆率比较高的这种企业实际上非常危险，无论多大。今天讲的所谓债务问题、企业面临的经营环境、投资机构面临的投资环境，主要跟金融和实体的失衡有关系。

（三）第三个失衡，是政府和市场的失衡

中国政府和西方政府不一样，西方政府是有限政府，也有人称之为小政府，我们是无限政府，大政府。我们政府和市场的关系其实一直很密切，过去40年改革开放就是市场发挥了很重要的作用，政府发挥了正确的作用。我从来不否定政府的作用，也不认为政府应该无为，也不太同意有些经济学家说政府不应该制定产业政策，东亚国家、非洲国家确实政府的这种所谓有为，包括制定产业政策还是非常重要的，但是今天我们看到政府对于市场的影响不但没有减少，而是增加了，政府对市场的干预愈发严重，甚至我们可以说出现了非标准意义上的“国进民退”。我在前年写过一篇文章，中国在很多行业会出现美国那种情景，就是国企托拉斯，很多行业产业集中度提高，但主要是国企。

而我今天强调的是政府的这种作用越来越多的表现到对经济具体事物的干预上，比如说在供给侧结构性改革的过程看到煤炭行业规定276天的生产天数，这不是去产能，这叫去产量，为什么呢？因为这些国企它没法出清，民营企业没有僵尸企业，因为僵尸企业早已经不在了，僵尸企业主要是国有企业。在处理政府和市场的关系当中，2013年三中全会明确的讲到了要让市场在配制当中起决定性作用，相对于原来我们的提法起基础性作用更进一步，但是2013年以后我们实际的政府和市场的关系，是政府的力量越来越强，市场的力量反而往后退了，甚至于这种情况导致企业家的所谓预期不稳。

政府和市场的关系其实也进入了一个失衡的状态，如果说在2008年危机以前也许政府和市场关系相对比较平衡，中国特色，政府既发挥作用，市场也发挥作用，相对达到了一个平衡。最近几年政府之手干预力量确实是比较强，市场之手其实是在退步，在退缩。

四、三个不协调

（一）第一个不协调是监管不协调

监管不协调其实表现在很多方面，实际上造成了比较大的问题，这也是我们应该说在经济运行当中一个基本特征，我前面提到2012年以后影子银行的膨胀，这就是监管能力没有及时跟上一个很重要的体现。2015年股灾以后大家看到监管不协调的问题凸现出来，如果说再有股灾这样级别的金融风险可能发生



在债券市场，也有可能发生在企业，实体企业因为债务风险出现连锁反应危机到银行。从股灾来看，我们在应对措施上经验不是很丰富。

2017 年以来的监管，所谓监管协同问题大家已经看到了，上面的调子定了，整个监管机构，一行、三会、发改、财政一齐发力，我们这个刹车不是轻踩油门，上面一声号令急刹车一下子就出来了，所以监管不协调确实是比较大的一个问题。

监管不协调还有一个属于中央监管机构和地方监管的不协调问题，“条条块块”问题，因为地方有地方的考虑，地方有地方的诉求，地方上在过去这些年看到很多金融创新的业态，各类交易所乱象与地方金融管理部门的这种鼓励是分不开的。新的金融业态中央还没有发现没有想清楚怎么做的时候，地方上觉得不错，有新的金融机构，有新的税收，再披上“鼓励创新，鼓励双创”的外衣，服务双创，服务地方经济，地方上鼓励的很多交易所、P2P，各种业态都出来了。以云南泛亚贵金属交易所为代表，带来的问题也很大。这里提醒大家一点，目前估计不是在今年下半年就是在明年上半年对于新金融业态的清理估计会有非常猛烈的一波，这对于一些上市公司开展的相关金融业态的业务，对于一批 P2P 企业、小贷公司、互联网金融，我觉得会有摧毁性的打击。2017 年中央把金融风险已经上升到国家金融安全的高度，可想而知，未来对于整个新金融业态的清理估计会非常剧烈，就像秋风扫落叶一样，大型金融机构现在都是资产端收益和负债端成本倒挂，更不用说一些抗风险能力很差融资成本很高的新金融业态。事实证明我们这几年的金融创新现在确实要有值得反思的地方，这些新金融业态的这种发展，可能面临非常大的问题。

（二）第二个不协调是政策的不协调

政策不协调表现在很多方面，在地产和金融上表现的尤为突出。2016 年 9.30 房地产收紧，而且这种收紧是不惜一切代价的收紧。2017 年以来，这种收紧几乎是冻结了房地产市场的流动性，然后金融政策的这种收紧大家也看到了，跟监管有关系，去杠杆同时发力。我国经济下行压力还比较大，我们有点担心多管齐下对于下半年经济运行会产生比较大的冲击。宏观层面上表现的数据可能下滑不大，但到微观层面，我觉得长三角、珠三角一带可能还好一些，在东北地区、京津冀一带，无论是制造业企业还是一般零售业企业，困难还是

比较大的，有些地方我们觉得甚至有点凋敝的这种情况，挣钱非常之难，一方面我们看到资产价格居高不下，另外一方面发现企业越来越难赚钱了。2016年以来实际有一个小的反弹，所谓库存回补周期，2016年煤炭、钢铁、化工、纺织、服装，特别是一些传统制造业企业，确实有一个库存回补，大家开始补库存，企业盈利情况也不错，到今年上半年整体上盈利情况都不错，这跟全球在过去几年去库存是有关系的，我们的钢铁、煤炭行业实际上受益于行政化的供给侧改革，这种反弹实际上它是不持续，因为需求端没有扩张起来，没有明确的需求扩张的迹象。

（三）第三个不协调是治理的不协调

朱镕基时期的改革实际上就是典型的供给侧结构性改革，清理三角债，国有企业改革，另一方面扩张需求，西气东输这些政策，当时应该说压力是很大的，经济下行从1992年两位数以上的增长，一直到1998年7.8%、1999年7.2%，大规模失业、几千万人下岗，通货紧缩，不用具体说，大家都经历过，可能很多人创业跟这一次改革都有关系。我上大学的时候正好是上一轮改革的时候，那时候也有一部流行的电视剧叫《雍正王朝》，讲雍正如何改革，用了很多循例，就能干但是身上不太干净，典型的是河南的田文镜，有一些隐射。我们现在流行的电视剧是《人民的名义》，每一个时代都有一部我觉得挺能说明那个时代背景的典型的文艺作品。

我们看1998年的经验，1998年以后应该说既有经验也有教训，如果跟现在做一个对比，我们看到2015年以后，中央层面正式提出“三去一降一补”供给侧结构性改革，但是政策上实际上有些摇摆，在出清这个政策的制定和执行上，其实我们感觉不太坚决，有点摇摆。

从其他国家的经验来看我们很难有一个“既要又要”的政策，这“既要又要”就是什么都要不了。但是你强调一头，你就要忍受这个后果，比如说强调出清，要能控制住风险，能容忍风险，能兜住风险；要不走这个路子，就是我们过去走的路子。来回摇摆，比较中庸的这种政策，不停地出现杠杆化、泡沫化这种情况，不停地出现去掉的产能又死灰复燃。在这个过程中，最终杠杆问题没有解决，债务风险问题没有解决，外部压力没有解决。



经过这几年的摸索总结现在看，这种“既要、又要”的思路可能真不行、做不到。既要经济增长又要结构调整不可能实现，既要经济高速增长又要环境优化，大部分地区短时期是做不到的。我估计只有浙江这样的地方，经济到了一定阶段，然后环境治理，有足够的钱去做这个事情，才能部分做到，在特定时期里头做不到，环保和经济状态就是矛盾。既要让北京周边没有雾霾，又要让河北省的经济高速增长，怎么可能。

所以，2015年底虽然提出了供给侧结构性改革的思路，提出“三去一降一补”的具体操作方式，但实际上态度是不坚决的，具体的执行是摇摆的，这是我们的观察，可能不够客观。供给侧结构性改革的效果差强人意，有的地区搞得更好一些，比如广东、浙江，2008年金融危机以后就开始调，相对于全国其他地区来讲它确实做得好。深圳是典型的案例，但深圳现在也面临新的问题，高新技术企业确实比较多，但金融业发展太快太大，大大提高了它的商务成本，珠三角一带整体上在2008年以后腾笼换鸟，确实做的还是相对比较到位。浙江和广东的事实也再一次证明让市场发挥决定性作用，自然出清是行得通的。

这种出清的思路有没有，至少我们现在看实质性经济出清并没有出现，金融行业金融去杠杆其实并没有完成，没有看到明显的经济数据指标上拐头向下的迹象，也没有看到金融机构出现风险。

市场出清的过程当中一定会有中小型金融机构、中小型股份制商业银行出现问题，甚至我们担心现在比较大型的商业银行出现问题，因为过去几年同业业务做得太多了，一定会有企业出现信用风险，会沿着同业链条蔓延。

我国大型国企的信用风险问题如何解决也是来回摇摆，输血这个做法对不对，从地方政府角度来讲也是没有办法，稳定第一位，比如龙煤集团。在一些地区规模不大但是对当地有很大影响的企业也是这样，就是这些企业才是僵尸企业，但这一波金融去杠杆，货币政策收紧，还能撑得住吗，一个省的财政厅有多少个几十亿贴给这些企业呢，贴得起吗？还有房地产企业，有些房地产企业杠杆非常高，债务规模非常大，房地产行业收缩，利润下滑，股市又不好，有很大的潜在风险。

也有很多人讲现在是一个比较好的出清的时机。因为海外给了我们一年喘息的机会，海外总体的温和复苏，目前中美关系处于“蜜月期”，特朗普政策总

体上对美元支撑力度没有那么大，美元指数近期在下滑，人民币兑美元汇率走势特别强。特朗普正在从一个特立独行的总统慢慢变成一个普通的总统，他越来越多地受制于美国的官僚体系和它的司法程序，美国经济复苏也没有那么强劲，美元走势也没那么强劲，美联储也没有开始实质性的缩表。中央银行开始收缩它的资产负债表，就意味着整个市场的流动性开始收缩，美国开始收缩流动性，美元可能进入新一轮的走强，但是缩表的问题要到明年才讨论。因为美国经济的复苏还没有那么扎实，所以从现在到明年二季度，是海外特别是美国货币政策对于中国来讲是一个真空期，相对比较友好。习主席这一次访美也给中国创造了一个比较好的中美关系“蜜月期”，这也是中国国内政策调整的一个窗口期。

我们做一个假设，如果我们现在控制不住房价上涨、资产泡沫，金融体系仍然在膨胀，等到美国开始缩表、收缩流动性，资本将面临更加严重的外逃压力，人民币贬值压力难以避免。也就是说我们国内就像一个气球，外边给了非常大的压力，那种资产泡沫的破灭就要比今天要惨烈得多，用一个星期跌完还是用一年跌完非常重要，差别很大。痛苦的周期长，但相对给你一个延缓的时间，期间可以有很多补救措施，一刀子下去对整个金融体系、对资产价格冲击是非常之大的。

所以未来一年是我们的窗口期，这里跟大家交流，就是我们目前金融监管，强监管，总体基调没有发生太大的变化，现在很多政策是中央定调，这个调一定不会轻易发生变化，比如十八大以后反腐，到现在没有一点松动，抓的干部数量级别一点没少，永远在路上。经济政策现在看也是这样，地产政策从去年“930”以后没有松动，越来越严厉，金融监管今年一季度强调把金融风险上升到金融安全的高度上，没有松动，没说过要放松，所以调子一旦定了它持续的周期是很长的，从目前来看这种强监管，紧缩周期至少持续到明年二季度末。

什么东西会引发这种政策基调发生一些微调和变化呢，就是经济出现比较大幅度下滑，比如说今年一季度 6.9%，二季度如果到 6.7%，如果到四季度到 6.5%甚至 6.5%以下，到明年一季度还是在 6.5%以下，可能会出现调整。



还有信用风险集中爆发，而且比较大的信用风险事件，今年有几个省，特别是产业结构比较传统，重化工业比较多、国有经济比较重的东北、山东、陕西出现信用风险事件的可能性都比较大，山东已经连续出现几家，地方政府也在帮助处理。

未来一年里我们会看到很多信用风险事件，也推演过出现比较大的信用风险事件之后怎么救助，特别是金融机构，能不能救，有些能救，有些不能救，有些也救不了，地方政府掏不出那么多钱来，商业银行也不可能再像过去那样承担那么大的风险。金融机构特别是比如说某家中等规模的城市商业银行，出现过去存单发展很多，委外做的很多，规模扩的很大，一旦出现挤兑风险，这个时候只有中央银行能救助。

金融机构出现流动性风险的时候，我们在金融救助的协同上仍然面临问题。股灾以后，有一个很重要的事情没有做成，没有做到很可惜，就是“宏观审慎+职能监管+机构监管”这三结合的监管体系没有形成，以至于股灾以后然后债灾，债灾以后不知道还会有什么灾，总体上现在看看这些风险一个都少不了，未来这一年能不能做成我也不知道。

未来一年我们应对处置一些重大风险仍然会面临监管协同问题，当然可能会略好一点，中央金融工作会议从去年开始就传说要开，要解决监管协同的问题，到现在也没有开。但同时也说明关于房地产调控、金融监管、去杠杆的政策，在十九大前后不会有什么太大变化，中央已经决定了。

只要我们能够保证不发生系统性风险，未来一年无论是金融领域还是实体经济部门都是一个市场出清的过程。

未来一年到 2018 年下半年会是一种什么情况，目前还无法完全说清楚。有两种情景：第一种情景出清相对顺利，风险释放相对有序，2018 年下半年可能还真是经济的一个底部，经济也好，市场也好，可能会有一个同步向上，这是比较美好的愿望。另一种情况就是未来一年出清的进展还是比较缓慢，外需增量不大，内需现在往下走的迹象非常明显，无论投资消费还是政策环境都是趋紧的。如果说 2018 年下半年要达到我们刚才说的第一种情景，就需要在 2018 年二季度政策做重大调整，重新走向相对比较宽松的路。另一种情景就是坚持目前基于房地产收缩金融这种做法，经济下行的容忍度进一步提高。2018 年下

半年我觉得仍然是风险释放的一个过程，而且 2018 年的二季度美联储缩表极有可能会发生，外部环境对汇率、对资本流出的压力可能相对会比较大一些。这是目前我们推演的两种情景，现在说不好用哪一种，因为我政策不可控因素太多。这是我们推演的基本情景。

下面分几个方面来给大家再说一说几个投资领域的情况。

第一个是股票市场。如果说按照出清这个思路，股票市场未来的压力仍然是比较大的。2012 年确实是比较好推出注册制的时候，指数比较低，估值相对比较低，但很可惜，很多时候这个窗口期一过去就没有机会再做了。之后 2012 年一直到 2014 年，股票整体杠杆牛，估值高，指数高，怎么做注册制，没法做注册制。注册制肯定是要搞的，当然不是说为了注册制而注册制，因为你不可能永远维持二级市场高溢价，然后机构用高杠杆去炒股票，不可能维持所谓资产高估的这么一种状态，从这个趋势上来讲，股票市场未来在金融去杠杆的过程一定要经历估值不断下移的过程。我们现在选择推注册制确实不是一个好的时机，当然比 5000 点推注册制肯定要好。

今年以来大家看股票指数的下降，其实跟股票市场的政策不协调有关系，一方面流动性收紧、金融去杠杆；另一方面 IPO 加速，估值肯定往下走，指数肯定往下走。而且这个时候从交易上来讲，越是把所谓的漂亮 50 这些银行股使劲往上打，机构和投资者对其他股票就剁得越坚决，因为他知道你要拉抬指数，就像股灾时候，越拉银行股越卖中小板创业板，因为流动性好估值高，跟着国家队走，所以股票指数我觉得压力仍然是比较大。

我所知道的就是券商自营在过去一个季度基本上都在边打边撤，这里头有很重要的两点原因：第一券商自营，证券公司自己炒股票亏钱，第二今年金融去杠杆对券商的流动性压力是很大的，它需要把自营头寸挪到其他业务去保持流动性头寸。

指数在这种情况下肯定是易跌难涨了，大家都觉得蓝筹跌不动，蓝筹跌不动不代表其他票跌不动，很多个票都回到了指数 1800 多点时的价格低点。而且现在创业板平均估值还在 50 倍，仍然是世界上估值最高的市场。

在从审批制、核准制过渡到注册制的这个过程中，我们也研究过其他的市场，已经搞了注册制的市场，几乎无一例外，它们的周期都更长一些，搞了八



年、十年，指数无一例外的都跌了一半。高估值的股票现在没有投资价值，PE 倍数下不来，货币环境不宽松，不会有钱去的。

今年一部分企业的盈利确实在好转，有些企业包括我们调研和统计的情况，像广东那一带、珠三角一带一批制造业企业确实企业盈利不错的，很多分析师听过很多同行讲过这个，今年是企业盈利和流动性的对抗。企业盈利略微好转或者企业盈利下滑没有那么大，流动性收紧，就看谁收的更快。但这种盈利其实是不可持续的，盈利增速其实已经放缓了。一批我们觉得盈利情况很好龙头企业已经创历史新高了，不大好买，所以今年做二级市场股票真的是特别难做。所谓低估值高成长，写起来容易做起来太难了。

另外，股权质押的风险是不是过去了，我不太清楚。股权质押从目前的统计上看，我们只统计了场内的，就万德数据库里的股权质押的，主要上市公司都披露，还有大量的不披露场外的质押，银行的质押率肯定是比证券公司的质押率要低，银行有的是 3 折，证券公司一般 4 折、4.5 折。我们了解有些信托公司做这种股票的，也不能叫股权质押，其实就是抵押股票，8 折、9 折，这个企业得有多好能做到 8 折、9 折。我就不相信就目前股市情况之下它没有风险，这就像我们股灾的时候统计说，场外配资我们通过恒生系统监测到的规模也没什么问题，但最后发现就是出现了问题，最后发现在恒生系统以外还有大量的场外配资，都不知道从什么渠道进入了股市，然后连环爆仓，到现在我们也不知道多大的规模。股权质押会不会是一个风险，我也不清楚，也说不好。我们能统计银行券商的，场内的凡是上市公司公告的，包括补充质押，这些都能统计，场外有多少，谁知道，我是不知道。这会不会成为一个问题，我相信这也是监管部门关心的问题。

所以股票市场我们总体觉得压力还是挺大的，创业板现在 50 倍估值，如果按照这种趋势，没有从宏观层面、从货币层面、从交易情绪层面这些变化，不但有压力可能还是有风险的。

第二个是债券市场。债券市场现在的分歧在于二季度末到底是不是好的配置机会。一种观点认为二季度末可能就是抄底的机会，经济如果差，债市肯定还有机会。而且债市经过去年年底到今年上半年这一轮调整，调整得比较充

分，所以大家觉得会有机会，但在三季度还是四季度说不太清楚，也是边打边看。

如果频繁爆发信用事件，产业债的风险还是很大，特别是有一批非银行金融机构持有很多企业的高收益债券，什么叫高收益债券？垃圾债。如果这些企业出现信用风险，这些非银行金融机构也会受到连带冲击。

从理论上讲，非银行金融机构之间的风险传染性相对银行是可以隔离的，但是现在和 90 年代中后期有一个很大的不同，我刚才讲非银持有的债券规模太大了，债券市场规模已经膨胀起来了，而非银行金融机构相对于银行的抗风险能力那是没法比的。举一个例子来讲，证券公司注册资本金几十个亿不超过百亿，管理资产规模几千亿，一旦出现问题那就是破产清算。银行的资本金要求是非常严格的。如果非银持有的企业债出现问题，可能就是资产减零，持有债券减值，流动性消失。这些非银行金融机构持有的这些企业债券大部分资金还是来自于银行，也就是说这一轮企业债大规模违约，影响到非银行金融机构，可能马上会影响到银行。

所以我特别提醒大家的是现在的债务无论是比重还是规模和 90 年代中后期已经不可同日而语了，而且像 90 年代中后期那样依靠海外上市、依靠用国际投资人的钱已经不现实了，该上市的基本上都上市了，风险恰恰是发生在我们都觉得没什么问题的时候。这一轮大家都担心银行不良率上升，中小商业银行出现问题，但我觉得重灾区可能在非银行金融机构（信托、证券），保险相对来好一些，保险持有的债券基本上都是信用程度比较高、收益率相对低的高评级债券，持有到期也可以。

现在从城投到海外融资几乎全面收紧，有很多人说这一轮金融监管没有影响到实体企业，我不大赞同，城投公司的海外发展现在全面收紧，这个影响是比较大的，房地产公司的融资全面收紧，2016 年以来经济反弹小高点开始往下走，金融监管全面加强，流动性在收缩，企业的融资闸门在收紧，基本我们现在面临目前这种状态，所以整个下半年到明年这一年，至少未来一年无论从投资机构，上市公司还是企业，我们应该是防风险。防风险应该放在第一位的工作日程当中。



第三是股权投资。当然对很多机构来讲，特别是股权投资机构来讲，如果过去积累了足够的投资收益，在未来一两年我倒觉得还是一个好的时候，资产便宜了，好的项目便宜了，大家不再那么浮躁了，能挑到比较便宜的有价值的项目。

从股权投资这个角度来讲，还是讲技术驱动、消费引领、产业整合这三大类。很多珠三角一带的制造业企业，他们基于日常生活用品，有一个很朴素的理解我觉得特别好，中国人用什么我们就生产什么，中国人买什么我们就生产什么，因为庞大的市场人口规模还在这，中国人喜欢什么我们就生产什么，所以有人总结说健康快乐，有人总结说还是要基于中国庞大的消费群体的衣食住行等等。

今天利用这点时间把中国经济运行的短期的趋势，中长期和过去的一些特征给大家做一个总结，把趋势给大家做一个推演，把风险给大家做一个提示，希望能够对大家有所启示。有些讲的不合适的地方请大家多包含，也请大家批评指正，我就先讲这些。谢谢大家！

警惕全球性金融危机和风险¹

王永利²

大家好，非常高兴来参加首届亚洲信用评级机构 CEO 峰会，也非常高兴借这个机会，跟大家就系统性风险做一个交流。系统性风险，包括全球系统性的风险、系统性金融风险，以及中国对全球系统性风险的影响。这是一个非常值得关注和研究的大课题，今天我主要就这个话题，对全球化、货币脱金、记账清算与金融危机的关系跟大家做一个交流。

一、全球性金融风险 and 危机仍值得高度警惕

2008 年底引发的全球金融危机到今天为止，危机的隐患、危机的影子依然存在。全球经济和金融依然低迷，所以全球性金融风险 and 危机仍然值得高度警惕。我们注意到，到今天为止很多人认为，尤其到今年很多人认为金融危机过去了，或者认为我们一开始对金融危机可能带来的冲击估计过于严重了。但是实际上大家回头看，这次危机和 1929 年到 1933 年的大萧条去比，一个最大的不同就是危机爆发的初期政府干预的能力是不一样的。我们知道在上一次大萧条爆发的初期，政府受制于新资产阶级自由市场经济学的约束，政府是不能轻易去干预市场的，结果市场调节导致的失灵越来越严重，直到后期罗斯福新政才把这个给否定了。然而在此次危机中大家会看到，危机一爆发马上 20 国集团就联合采取了力度空前的救市措施，包括中国也做出了巨大贡献，所以有效的抑制了危机的迅速恶化和金融危机向经济危机蔓延的速度。

但是问题解决了吗？金融危机最根本的根源其实就是流动性过剩，当我们用扩大货币投放的方法来抑制金融危机的时候，虽然可以在一定时期里面抑制住它，让它不是那么快的恶化，但是根源的问题是很难彻底解决的。所以我们会发现原来预计三年会过去，或者五年会过去都是不对的，到今天金融危机是不是离我们

¹ 本文系作者在首届“亚洲信用评级机构 CEO 峰会暨系统性风险国际研讨会”上发表的，主题为“全球化、货币脱金、记账清算与金融危机”的演讲摘要。

² 王永利，中国人民大学国际货币研究所学术委员



而去了还是一个存疑的问题。那么大家就会问了，为什么大大小小的危机不断在爆发呢？其实在这里面，有它深层次的渊源，人类社会发展的很多重大的改革，在推动人类社会发展的同时，也产生了一些负面的影响，积累了金融危机的风险隐患。有一些东西一开始我们没有认识到，有一些东西认识到了，但是人们更多的追求这种重大变革的好处，而忽视了它的负面影响，有些东西是看到了它负面的影响，但是为了追求好处而故意忽视不计，或者是无能为力。

二、全球金融危机需要关注的三大影响因素

今天我们好像走上了一个自觉和不自觉的推动过程，这是风险隐患不断积累的一个路线。其中有三个因素特别值得我们关注，就是全球化、货币脱金和记账清算。

首先我们来看全球化，我们知道当生产力不断提升出现了剩余劳动的时候，它就必然有剩余劳动的交换。交换是人类社会发展非常重大的一个推动力，我们认为当你有剩余劳动的时候，剩余劳动对你来讲它的价值边际效应已经在下降，但是对没有（需要的）的人来讲，它可能有很大的价值（物以稀为贵），所以通过交换可以充分发挥财富的使用价值和价值，而且不仅如此，物的交换就是思想的交流，文化的交流，包括促进人类文明成果的共享，促进人类社会的共同进步。再进一步，我们讲严格意义上的交换，指的是平等互利、等价交换，按约定去履行的一个行为，而不是指那种欺行霸市，或者垄断扭曲的市场。大家会看到，交换带来人类平等、公平、合理等等文明的一系列重要的因素在里面。交换的不断发展，最后必然是全球化，全球化是生产力发展的必然结果，是世界经济发展和文明交流的重大推动力，是人类社会发展不可逆转的大趋势、大潮流。尽管阶段性会有波动，可能某一个时期走过头了，有阶段性的回收，所以今天大家可能遇到比较明显的逆全球化，一些原来极力推崇全球化的国家，在加强贸易保护，但这只能是一个阶段性的小波动，大方向大潮流是不可能逆转的。

在全球化发展过程里面，金融的全球化一定是走在前面的，当全球的资本可以更加自由流动的时候，一旦发现一个重大的市场，或者是一个有待开发的地域，必然会吸引大量的资本和产能转移过去。转移过去的过程里会推动目标所在地的经济快速上涨，价格会快速上升，会出现一片繁荣的景象。但是当走到一定时候，

风险开始暴露的时候，这时资金会急速的回撤，回撤的速度往往更快，因为大家怕被套在里面，这个时候非常容易产生金融危机，乃至经济萧条。我们回头去看，大大小小的危机，很多都是跟全球资本高度的集中进入和快速的撤出密切相关的，包括美国大萧条，也是在一战期间大量的资本和产能往美国聚集，美国经济快速增长，不仅支持本国的需求，而且开始抢占原来欧洲列强所占有那些殖民地的市场。甚至在战争时期，开始反向直接出口给欧洲。但是一战尽管死亡人数很多，对生产力的消耗并不是大家想象的那么严重。所以一战结束之后，欧洲迅速恢复生产，马上导致全球产能过剩，特别是美国高度聚集的资本市场受到严重冲击，所以金融危机爆发，紧接着经济危机，大萧条爆发。

大家再来看看东南亚金融危机，同样如此，大家发现新兴的经济体快速发展的时候，全球资本会大量涌入，造成流动性和产能过剩不断积累，最终引发金融危机。东南亚金融危机爆发之后，大量的资本要重新选择聚集地，但是当时中国的金融市场并没有完全开放，外汇严格管制。而东南亚危机引起了俄罗斯的债务危机，拉美本来就动荡的金融市场又开始剧烈动荡，日本经济看不到希望，欧洲亦没有太大希望，其他地方更不行。所以全球资本大量的涌到北美地区去了，其中除了一小部分进了加拿大以外，绝大部分到了美国去了。涌入美国的资本除了一小部分进入房地产，推动美国房地产价格从 1997、1998 年开始进入一个上升通道之外，绝大部分到了已经很热的网络产业上去了，进而最后在 2000 年 10 月把网络泡沫给挤爆了。网络泡沫破灭，迫使美国大量刺激房地产，另外大规模的降息，把基准利率从 2001 年初的 6.5% 一路降到 2003 年 6 月份的 1%。但是在这个过程里面，2001 年又爆发了 9·11 恐怖袭击，美国的投资环境急速恶化，大量的资本开始重新去寻找新的投资目的地。这个时候大家会看到全球经济已经面临着很大的压力了。从全球的范围来看，急需要寻找新的增长点。这个新的增长点在哪里呢？在中国，所以为什么中国在 2001 年的年底加入了 WTO，那是因为当时全球经济发展急需要这样一个新的增长点，而中国的改革开放和我们争取加入 WTO 多年的积累也具备了这样的条件。所以在中国加入世界贸易组织之后，大量的产能和资本急速向中国流动，中国崛起带动了原材料和矿产主要出口国的增长，所以新兴经济体急速的起来了。这个时候，大量的资本从美国流出来对美国金融的稳定造成了巨大的冲击，进而引发了美国次贷危机，从而引发了全面金融



危机。所以，全球性的大规模资本转移，很容易引发严重的金融危机，即使美国也无法避免，这是我们特别需要关注的一个问题。

当资本大量流向哪个地方时，风险的隐患也可能已经在聚集。所以你不要光看到这个时候经济在向好，金融在繁荣，可能同时已经在聚集风险的隐患。当哪一天忽然大家觉得不好的时候，资本会大规模外撤，像美国这样的国家都扛不住。所以全球化导致的资本和产能快速涌入和撤出是我们可能要关注的第一个问题。

第二个问题是货币脱金。即我们讲的货币放弃了金本位制，或者贵金属本位制。货币一直在演变，长时间里面是以贵金属作为价值和信用支撑的，但是到后来随着经济的发展，或者战争爆发以后，对货币严重扩张的需求使得货币供不应求，很多国家都放弃了金本位制。在二战期间，很多国家，特别是原来作为国际中心货币的英镑放弃金本位制之后，把整个国际货币体系给打乱了，使投资贸易受到严重影响。在这种情况下，二战都还没有结束，1944 年就在美国召开了由 40 多个国家参与的布雷顿森林会议，确立了以美元作为新的国际货币中心的体系。那么为什么呢？当时主要经济体里面只有美国的货币还是跟黄金挂钩的，全球三分之二以上的黄金在美国，美元成为最值得信赖的货币。当美元跟黄金挂钩，并且作为全球中心货币的时候，可以说全球货币体系里面的核心部分依然是金本位制的。但是到了 1971 年，美国也宣布美元放弃跟黄金挂钩，这个时候全球基本上彻底放弃了跟黄金挂钩的关系。

货币脱金，今天完全是一个法定货币，也有人叫它信用货币，实际上就是这个国家法定的必须只能用这个货币。但是法定货币也不是大家说的可以随便乱投放的，为什么今天会有中央银行和商业银行的体系之分，中央银行为什么有专门的立法限制不能直接面向政府和社会去投放信用货币，它投放货币的主要渠道还是购买储备物，包括购买黄金，或者购买外汇硬通货。只有当你遇到极大危机的时候，才可能打破这个束缚，像美国在危机爆发后，和其他国家一样，采取了非传统的量化宽松货币政策，央行直接去购买国债或者其他的一些债务产品如 MBS，直接用信用的方法投放货币，这个是打破传统的。除了央行的货币投放以外，还要有商业银行或者其他金融机构通过信用的方式再来派生货币，所以央行投放的货币叫基础货币，其他的都只能叫派生货币。但是为什么央行不能直接派生呢？因为央行是投放货币的机构，如果它可以派生货币的话，一旦投放不好，

遇到困难可以再去投放，没有风险但有铸币税好处，这样就容易诱发央行滥发货币，会把货币体系打乱。而商业银行和商业金融机构是有财务约束的，投放不好你要清盘倒闭的，不光你的资产受影响，有的人在你这儿的存款都有可能受到影响，这是一个重要约束。

但是尽管有这样的约束，我们进一步会说我们投放货币还有一个中介目标，比如说通常用的通货膨胀的中介目标，不管是 1%，还是 2%、3% 甚至更高，都有一个通货膨胀的目标。这里面大家会看到一个问题，就是货币政策的通胀目标，没有一个国家是零的，大家基本上都在 1% 以上，为什么呢？因为大家认为 1 以上，又是有一个高限，这样使货币有一定的贬值的压力，从而会促进大家投资和消费，甚至扩大债务，这个才是对你有利的。但是又不能让他太猛，所以应该保持适度的通货膨胀。然而尽管有了这样的目标，但在出现危机的时候，大家都往往要去救市，这时候这种目标是没有用的，大家都会拼命的往里投货币。当危机过去经济开始复苏以后，你应该再把超发的部分收回来。然而那有可能实现吗？大家都只愿意做加法，没有人愿意做减法，在好了之后开始让大家长时间过苦日子那是根本不可能的，尤其在今天各国普遍推行民选政府的条件下更不可能，所以都是上了一个台阶稳定一段后再上一个台阶，导致货币往往容易超发，甚至失去控制。大家回头去看，我们这次危机之后，全球货币总量增长了很大一块，这也是给我们今天的货币体系，金融系统性的危机带来隐患的重要因素。

那么脱金使我们今天货币的投放缺乏了一个科学、严格、清晰的标准，原来是有贵金属约束你的，如果你没有足够的贵金属，你过度投放货币很容易被大家看到，都能看到你滥发货币了。然而在今天，这个不是那么清晰，所以很容易造成货币超发，也容易引发金融危机。在这里面有一个课题，就是在这种法定货币体系下，我们的货币总量到底应该怎么控制？大家可以一块来思考，我也一直在思考这个问题。我们说金融的本质是什么呢，金融的本质是把社会闲置的资源，主要是资金，按照约定的条件，把它投放到需要的地方去，创造出更大的价值。那么这个就是金融的本质，所以当有人借贷或者投资的时候，他就把闲置的东西发挥出作用来了。如果我们都是直接融资，它不会派生新的货币出来，这个是非常好的东西。但是大家知道，直接融资的成功率是非常低的，因为信息不对称。也可能以后我们互联网高速发展以后有可能达到这个条件，但在很长时间里面都



很难做到，所以就出现了金融中介来实现间接融资。具体来说，大家把闲置东西交给中介，由中介做投放，需要资金的人则主要去找中介，这样它的成功率就会大大提升。但是间接融资马上就带来一个问题，它会派生货币。这种间接融资派生的货币，比如说贷款派生的存款，还能不能再贷款？如果我们允许它再贷款，就会无限循环下去，就会非常膨胀。所以从一方面要把闲置的资源充分利用，另外一方面又要控制这个货币总量不会超发的情况下，我们有没有可能做出一个控制标准来，比如说就是信用投放或者间接融资投放的总量，要控制在货币总量的 50% 水平。在我们国家，去年底的人民币的贷款 106.6 万亿，我们的货币总量是 155 万亿，这个比重已经达到了 68.7% 了，将近 70%。这样的一个情况，有没有超发，就要去做一个分析了。所以这是我们可能要关注的，今天货币的投放没那么严格的标准，而且大家都愿意去救市了，刺激经济发展了，这个怎么办，怎么控制？这是第二个问题。

第三个是很多人没有关注到的金融货币的问题就是记账清算。到今天为止，很多人脑子里面想象的经济往来的清算还是一个现钞清算的概念，一手钱一手货。有人说，我们招商引资、扩大出口，好不容易获得了美元，却又投放到美国了，在中国缺乏资金，招商引资要付出 22% 到 30% 的高回报的情况下，我们为什么又要去投放到美国去，用 2.2% 到 2.3% 的水平买美国国债或存放美国金融机构那儿呢？类似这些问题都忽略了一个概念，那就是记账清算，就是今天我们资金往来绝大部分清算，已经不是现钞清算，而是记账清算。举个例子，美国一个企业投资到北京一个企业 1000 万美金，他不是把一千万美金的现钞拿过来了，而是通过他开户银行来清算。比如说他的开户银行是 BOA，投资到北京企业开户银行是 BOC，美国的企业会给他的开户银行发一个通知：从我账上扣掉一千万汇到北京这个企业在中国银行的账户。BOA 马上会根据这个通知扣减其存款一千万，同时通知中国银行增加到中国银行的账户。中国银行接到这个通知，马上会通知这个企业，说你的钱收到了，增加了一千万，这个企业增加在中国银行的存款，中国银行增加在 BOA 的存款，这样资金清算就解决了。

相比现钞清算，记账清算的效率非常高，监管也更加严密，成本大大降低。但带来的一个问题是，钱并没有真正过来。当我们讲一个国家的货币流入流出的时候，流入流出的是所有权，钱并没有真正流出来，是用债权债务的变化解决这

种清算的东西。所以这里面就会带来一系列的问题，比如说这种做法第一它有利于把钱第一时间集中到银行，有利于帮助银行去做资金应用，比如说放贷款。但是贷款的发展又会促进货币的增加。第二是跨国货币的流通，是会自动增加外债或者是海外资产的。比如说美元流出，美国人外债必然增加，接受美元的国家的海外资产一定会增加，这是自然就带出来的。再进一步就是有了这个体系以后，会造成国际资本跨境流动的流动性倍增的机理：美国的钱流到中国来，美国清算机构仅仅是把企业的存款变成了海外金融机构在他们那儿的存款，对整个流动性没有变化。到中国来，我们企业取得所有权以后，他可以结汇，银行可以再投放新的人民币出来。从全球整体角度来看，货币总量一下就翻番了。这也是我们今天需要关注的，就是全球流动性增加的一个重要的机理。由于时间关系没办法给大家展开。但是要研究货币，研究金融的时候，一定要清楚记账清算是一个重要的影响因素，今天我们可能很多人没有研究到，也不清楚这样一个重要问题。

三、中国当前特别需要警惕和防范金融风险

当提到系统性金融风险时，一个重要问题就是：中国又是怎么样的？我在这个地方简单说一下。中国改革开放特别是加入 WTO 之后，我们的高速发展，一方面对全球经济金融的发展做出巨大的贡献，同时我们也积累了不少问题。其中特别需要关注的有三大风险，即债务风险、房地产风险、大规模资金外流风险，这三个风险又是相互有关联的。

第一个是债务风险。我前几天专门写了一个东西，强调居民的存款和贷款的快速变化值得关注。我们一方面看到我们本外币的住户存款已经 65 万亿了，但是大家有没有看到，本外币住户贷款有多少，以及他们两个相抵之后是一个什么关系。到 2016 年底，我们住户存款减去贷款是 26.28 万亿，这个数已经比 2015、2014 年两年都少了，这是一个特别值得关注的问题。我们单看存款，或者是住户存款增长还是很快的，但如果两个东西放在一块看呢，连续三年是一个负增长的东西，这值不值得我们高度关注呢？要高度关注。更重要在这里面我们大量的的是间接融资，负债率这么高，货币总量这么大的情况下，依然有结构性的融资难、融资贵的问题，整个社会的利率水平我认为已经偏高了，在全球普遍的低利率零



利率的情况下，我们的无风险收益率年化还会超过4%，我认为太高了。这里面有很多体制机制的问题，值得深刻的反思。

第二个风险就是房地产。房产从1999年房改之后，现在快速的增长，但是遗留了很多问题。首先是居民的财富，在中国有人统计房产在居民的财富里面占到了68%以上。其次，银行贷款现在新增量已经非常高的比例是在房地产上面。此外，如果大家认为形成全社会的共识说房地产是价格只能涨不能降，房地产是所有投资里面最好的投资的话，房地产的供给将永远跟不上，特别是针对160万亿的货币总量，大家说增加土地供给，增加房屋的供给也不够，因为对很多人来讲可以投资放在那儿，即使不住也不租，只要可以有升值的话害怕什么呢。所以房地产聚集了太多的债务和社会风险，一旦它要出现波动的话，将产生重大的风险。

第三个风险就是资金外流风险。中国30年的改革开放，特别是加入世界贸易组织之后的大发展，不完全是靠我们自己，我们基本国策叫改革开放，其中开放里面很大的一块就是招商引资，那么大量的国际资本已经进入到中国，当中国经济向好，或者是在国际上去比较，差别优势明显的时候，这些东西都会是稳定的，甚至还会吸引资金更多的进来。但是还要警惕资金外流的风险。之前我们说到，所有的国家当遇到大规模资本流动的时候，风险就是极其大的，也是我自己一直在关注。以前我们一直关注热钱进来怎么抑制的问题，我在2010年的时候一直提醒要提前防范资本外流到底怎么应对，这个目前来看是一个风险。中国经过十多年高速发展之后现在进入一个非常关键的调整转型时期，必须高度关注积极应对风险。

当然我们讲这些风险的时候，我同时认为中国还是有很多有利条件的，这也是我们信心所在。第一，中国发展的空间和调控的余地依然很大。我们仍然是一个发展中的国家，尽管工业化、城市化、信息化的发展已经到了一个很高的水平，但是依然有很大的上升空间。我们的利率没有到零，我们的外汇储备还很大，商业银行的法定存款准备金也很大等等，这使我们有很大调控的余地。

第二个是互联网时代正在走来，互联网时代给中国提供了一个极其好的换道超车引领世界的历史机遇。互联网的发展，大家会看到在中国异军突起，大有后来居上的趋势，其中不仅是因为我们有庞大的人口、第二大经济体的体量，我们

有工业化、城市化、信息发展的基础，更重要的还在于我们有重大的改革的潜力，就是市场化改革。十八届三中全会已经提出了，我们要发挥市场在资源配置中的决定性作用，这个改革的空间依然很大。大家会看到我们的电商业务为什么搬到中国发展那么猛，除了前面讲的很多因素以外，一个很重要的原因就是传统的商业、物流领域环节多、干预多、成本高、效率差，一旦上了网上以后会大幅度降低成本。类似这种情况，你去延伸，你会看到中国应用互联网的潜力太大了，而且有可能互联网的应用、信息化的发展，会成为我们进一步深化改革的重要推动力，在这个方面我们也还是有巨大潜力的。因此，我觉得尽管中国现在进入一个重大调整期，各种矛盾、各种问题值得我们高度关注，但是我们还是要对中国的稳定和发展充满信心，而且我们也相信中国的发展和稳定会对全球经济金融的发展和稳定做出巨大贡献。谢谢大家！



什么是全球金融资本主义？

向松祚¹

一个真正全球性的货币和金融市场对人类经济各个方面究竟具有怎样的意义和影响，我们至今还知之甚少。毫无疑问，唯有从全球货币金融体系的角度，才能真正理解金融危机爆发和传导的机制，理解各国贸易和国际收支的机构及其宏观政策含义，从而真正理解国际资金流动对各国经济的深刻影响，理解汇率动荡的本质；唯有从全球货币体系和金融体系的角度，才能理解当今世界各国的财政货币政策所面临的外部约束，我们才能制定正确的国际经济和产业战略，制定恰当的经济和金融安全战略。

产业资本主义时代催生的技术创新、全球性产业分工体系和贸易体系为全球金融资本主义体系的崛起提供了基础条件，全球金融资本主义的崛起反过来极大地推动了技术、产业和贸易的全球化，并开始迅速支配和主导全球产业分工、贸易、价格、资源配置和财富分配体系。

全球金融资本主义体系是一个崭新的经济生态系统。这个全新的经济生态系统已经和正在重塑全球产业价值链、价格和资源配置体系、财富和收入分配体系，重塑每个国家的宏观经济战略、货币金融和汇率政策、产业发展策略。今天，世界上没有哪个国家能够忽视国际货币金融体系哪怕是微弱的变化，没有哪个国家能够忽视国际资金流动和汇率动荡，各国货币政策皆深受国际货币金融体系的制约，甚至是决定性的影响。

与此同时，全球金融资本主义的新经济生态体系正在颠覆传统的经济理论和政策思维。我们所熟悉的货币数量理论、凯恩斯 IS—LM 模型、购买力平价和利率平价理论，以至整个经济学，都是基于以各个国家为主体的封闭经济体系。经济学家的基本思维范式是各个封闭国家之间的贸易、货币和金融平衡（均衡），西方经济学的所有宏观模型皆源自这个基本的封闭经济假设。然而，全球金融资本主义体系将所有国家的经济彻底改造成为开放经济体系，没有哪个国家能够封

¹ 向松祚，中国人民大学国际货币研究所理事兼副所长

闭起来，只有全球金融资本主义经济体系本身才是一个封闭的经济体系。基本封闭经济假设的所有经济模型皆在失去解释能力。

全球金融资本主义时代，货币数量论无法解释全球或个别国家的通胀或通缩，购买力平价理论无法解释汇率的波动，利率平价理论无法解释各国利率和汇率变动的关系，汇率波动和生产力增速差异亦无法解释各国利率和汇率变动的关系，汇率波动和生产力增速差异亦无法解释各国的贸易和国际收支变动，IS—LM 模型无法作为国家宏观经济政策的基础和指南，风险分散模型无法阐释国际资金的流动方向，边际生产力学说无法解释全球和各国的收入和财富分配失衡。

最麻烦的是，数百年来西方经济学理论，始终回避或忽视物理学和生物学所揭示的宇宙自然和生命演化的规律和真理，将人类经济体系与宇宙自然和生命演化过程完全隔绝开来，经济学变成基于抽象人性假设的象牙塔学问，甚至成为一种纯粹的数学游戏。很多时候，当我们试图运用所谓主流经济学来解释金融危机、经济衰退、贫富分化、汇率波动、资金流动和其他众多全球性经济现象时，我们发现变量之间的逻辑关系似乎完全颠倒过来了。我们确实需要全新的经济理论来解释全球金融资本主义的运行机制。

地球自然生态系统的演化和突变历史表明，新的自然生态体系突变和崛起并占据支配和主导地位，占据自然生态链的高端，将持续不断地侵略、毁灭、蚕食和改造旧的生态体系。譬如人类崛起之后，逐渐形成以人类为中心的地球生态体系和生态链，从根本上改变了地球生态系统。与此同时，人类生态体系和生态链亦必然深受其他生态体系和生态链的影响和制约。

同样，新经济生态体系的出现，必然重塑整个人类经济体系的价值链和生态链。蒸汽机的发明和煤炭的广泛使用，石油的发现和重化工的兴起，电力的发明和人类生活全方位的电力化，内燃机和汽车的发明，公路网的兴建，电报电话和无线通信的发明，电脑互联网的崛起和人类生活全方位的数字化，皆是新经济生态体系崛起并全面重塑经济生态链和价值链的经典故事。

然而，新生态体系的突变和崛起，并不意味着旧的生态体系消失殆尽。旧的生态体系可以继续存在，与新的生态体系共存共生，只是新生态体系将居于整个自然生态体系的支配地位。



商业资本主义的兴起，并没有完全消灭传统的经济形态和市场交换模式，传统经济形态和市场交换模式长期存在，只是商业资本主义经济形态开始主导资源配置、收入分配和价格体系，商业资本家开始主导各国经济政策；工业资本主义崛起，亦没有消灭商业资本主义，只是工业资本开始主导资源配置、收入分配和价格体系，工业资本家开始左右和支配国家的经济政策；金融资本主义兴起之后，工业资本主义继续存在，然而金融资本开始主导商业资本和产业资本，金融资本家开始成为资源配置、国家经济政策、收入分配和价格体系的主导者和决定者；全球金融资本主义兴起之后，全球金融资本和货币体系开始主导全球产业分工体系、资源配置和价格体系、收入和财富分配体系以及各国的宏观经济政策。全球金融资本与产业资本相融合，形成各个行业的垄断资本，形成财雄势大、富可敌国的跨国公司或全球垄断企业，纵横世界。

某种程度上，商业资本主义和工业资本主义都是全球性的资本主义体系。然而，只有当资本主义演变到全球资本主义阶段，资本主义经济体系才真正成为一个全球性体系。商业资本主义的全球化程度相当有限，产业资本主义的全球化程度大幅提升。金融资本主义兴起之后，不仅彻底改变了金融资本本身，而且彻底改变了产业资本和商业资本。商业资本和产业资本随着金融资本的全球化而彻底全球化。

深入认识全球金融资本主义的兴起及其内在机制，不同经济生态体系的本质区别，主要看哪些产业居于经济生态链的高端和支配地位，哪些市场居于市场体系的高端和支配地位，哪些价格居于价格体系的高端和支配地位。

我们分析产业分工层级结构或产业价值链层级结构的本质。产业分工体系就是产业价值链结构或价值链体系。价值是经济学的基础概念，亦是经济体系赖以运转的枢纽，是人类经济生活的本质。价值容易定义却很难度量。理论上，凡是能够满足人类一切精神物质需求者，皆是价值。如此定义的价值，无法以数值度量。经济学者发明的国民收入核算体系或国内生产总值度量体系，仅仅能够衡量价值的一小部分，即人类劳动本身所创造的那部分物质财富或价值，自然所赋予我们的宝贵价值，譬如美轮美奂的自然、潺潺清澈的流水，清新甜美的空气等，皆无法准确量度。自有历史以来，人类所创造和积累的宝贵精神财富，没有人能够准确量度其价值。然而，如果没有这些宝贵的自然和人文精神价值做最后的基

础，人类一天也无法生存下去。现代国内生产总值崇拜症的根本谬误就在于过度重视人类所创造的那点儿物质财富，忽视乃至无意和蓄意破坏人类赖以生存的自然天赋价值和人文精神价值。

其实，价值链的理念不必局限于物质生产领域。自然天赋价值和人文精神价值同样具有价值链。从宏观经济生态体系角度，我们可以将人类一切活动概括为价值的创造、交换、分配、传播和消费。人类经济生态体系是物质流、能源流、信息流和价值流四者合一的动态体系。所谓价值链，就是经济生态体系中价值流的流动方向，亦即价值创造、交换、分配、传播和消费的方向和结构。一切经济活动的本质，都是能源的转换、交换和耗散，经济价值流的方向和结构必然与能源流的方向和结构相一致。因此，任何经济生态体系里，占据主导和支配地位的能源形态、与该能源形态相关的一切技术和资本，必然居于经济生态体系价值链的高端。人类经济从传统经济演化和突变为商业资本主义、产业资本主义和金融资本主义生态体系，背后的核心动力源泉则是能源形态以及与之相关的技术、产业和金融的演化和突变。

任何自然生态体系都具有核心动力源，并以此为中心形成独特的生态链或生物链，人类经济体系亦具有独特的核心动力源，并以此为中心，形成独特的产业分工生态链和价值链。价值链是一个能源转换和交换体系，一个能源耗散体系，一个热力学体系，一个技术体系，一个管理体系，一个价格和资源配置体系。地球生态体系里，处于生物链或生态链最高端的生物或生命形态之生存和发展，对价值链中其他生物或生命形态具有决定性影响一样。经济生态体系里，处于产业或企业价值链最高端的产业、企业、资本或个人，就决定了整个产业链的资源配置、价格体系、管理模式、财富和收入分配格局，对于整个经济生态体系的生存发展具有决定性作用。

特朗普的“中国优先”政策 美国退出气候协定后的北京多边外交¹

大卫·马什²

特朗普总统对普京总统或真或假的支持一直吸引着外界的关注。而另一个引人注意的算得上“特朗普的朋友”是中国国家主席习近平。自从特朗普就任以来，其行动或直接或间接地加强了北京的国际地位。

特朗普退出巴黎协定的决定是对减少碳排放运动的当头一棒。但美国在气候及其他领域让出领导位置，比如在贸易方面，这实际上加强了中国的软实力发展。尽管特朗普主张“美国优先”，他也促进了中国在世界中的地位。

在应对气候变化领域，中国不会争抢领导位置。相反，中国会通过传统的补助金、信贷和技术的多方外交手段低调前进。正如一位中国官员表示，“世界上有了空位，有位置（是属于中国的），而世界必须向前看。”他补充道，“气候变化的资金和技术问题都很复杂，中国不可能直接全盘接手，中国和美国需要合作，单凭中国的努力无法实现，欧洲、新兴市场都需要参与其中，还需要采取更好的相关措施。”

美国从国际贸易自由化道路上的逆行为中国留出来空间，而中国正努力填补。在今年 1 月 17 号于达沃斯开办的世界经济论坛年会上，习主席表示，“我们必须通过开放，促进贸易、投资和自由主义的发展，对保护主义说不。”与此相比，三天后特朗普表示，“保护主义将会创造繁荣和富强。”同时，特朗普从 12 国组成的跨太平洋伙伴关系中退出，这被认为给中国提供了一个新机遇，去加强中国与周边国家的贸易关系，甚至在太平洋范围内取代美国的位置。

¹ 翻译：李时良；审校：肖柏高

² 大卫·马什，中国人民大学国际货币研究所学术委员、货币金融机构官方论坛（OMFIF）联席主席

特朗普的气候政策，也带给中国更多的手段。对中国来说，一个可能的路径是深化“一带一路”倡议的多方位政策，这个倡议是在亚洲和欧洲发展基础设施建设，同时范围也扩大到澳大利亚和东非，覆盖超过 60 个国家。

这项倡议不仅是一个建立洲际公路、铁路、港口和其他商贸设施的大工程，还包括几十年间在广泛领域 4-8 万亿美金的投资计划。中国官员明确表示，这也是为了鼓励国际金融市场利用人民币进行投资、支付和交易，长期目标是在“一带一路”国家建立起一个有着中国特色的金融监管和银行体系，这表达了三个目的：增强经济和金融系统；保护中国在这些地区的贷款和投资；为中国在金融服务业的扩张提供机会。在气候变化中，中国现在可以采取类似气候变化应对措施，如发行绿色债券和太阳能装置等。欧洲和中国已同意结成“绿色同盟”。对中国而言，推动联合国从 2005 年的基础上减排 26% 也是有可能的。前纽约市市长，迈克尔·布隆伯格（Michael Bloomberg）表示，在与法国总统马克龙会面后，美国各城市、各州以及大学和企业会向联合国表明，他们希望美国履行责任。加州州长杰瑞·布朗（Jerry Brown）最近几天同中国的政界和商界领导会面，商讨中国生产的绿色科技的合作事宜。

中国主权基金——中国投资有限责任公司，一直关注着特朗普宣称的一万亿美金的基础设施投资计划，现在也开始探索在美国退出巴黎协定后，可否有与美国在国家 and 地方层面有建立合作关系的可能性。而现在绕过特朗普治下的美国去加强国际间合作的有效渠道比比皆是。不久，“美国优先”就会变成“中国优先”。

Trump's 'China first' policy

Beijing's multilateral diplomacy after US climate pull-out

David Marsh¹

President Donald Trump's sympathies, real and alleged, with Russian President Vladimir Putin have attracted much attention. Another plausible candidate for a 'friend of Trump' accolade is President Xi Jinping of China. Many of Trump's actions since his inauguration are likely, directly or indirectly, to strengthen Beijing's international position.

Trump's decision to pull out of the Paris climate change accord weakens overall momentum behind lowering carbon emissions. But the US move to retreat from leadership in this and other spheres, such as trade, may reinforce China's ability to move forward with a variety of 'soft power' measures. While advocating 'America first', Trump may become instrumental in promoting China on the world stage.

In anti-climate change efforts, China will not be seeking frontline leadership. Instead, it will be advancing surreptitiously using traditional multilateral diplomacy backed by grants, credits and technological commitments. As one Chinese official put it, 'There is a vacancy, there is a place [for China]. The world has to move forward.' He added: 'Climate change is financially and technically very complex. China cannot simply take over. The US and China have been working together. China alone can't do that. We need Europe, we need emerging markets – we need a set of proper governance measures.'

Washington's step back from a liberal approach to international commerce opens a vacuum that Beijing is trying to fill. On 17 January in Davos at the annual meeting of the World Economic Forum, Xi announced, 'We must promote trade and investment,

¹ David Marsh is Managing Director of OMFIF.

liberalisation and facilitation through opening up – and say No to protectionism.' In contrast, in his inauguration speech three days later, Trump stated, 'Protection will lead to great prosperity and strength.' Likewise, Trump's withdrawal from the 12-nation Trans-Pacific Partnership has been widely interpreted as giving China a new instrument to forge closer trade ties with countries in its region – and even to supplant the US role in the Pacific Rim.

Trump's climate change pronouncement provides China with additional leverage. One possible route for China is analogous to its multidimensional policy over the Belt and Road initiative. The initiative involves developing infrastructure primarily across Asia and Europe, also spreading to Australasia and East Africa, encompassing around 60 countries.

This goes beyond a colossal programme to build continental-scale roads, railways, ports and other trade facilitation structures, involving investment over several decades and from a variety of sources of between \$4tn-\$8tn. As Chinese officials make clear, the initiative is designed, too, to encourage further international use of the renminbi as an investment, payments and transaction currency. The long-term aim is to build a Chinese-style financial regulatory and banking system in countries in the Belt and Road. This meets a threefold objective: to strengthen economic and financial systems; to safeguard Chinese credits and investment across this widespread region; and to provide opportunities for Chinese expansion in financial services.

In climate change, China could take a similar approach, with efforts to harmonise regulatory standards in fields ranging from green bond issuance to solar energy installations. Europe and China have agreed a 'green alliance'. There is room for China to propel the United Nations commitment to cut emissions by 26% from 2005 levels by 2025. Michael Bloomberg, the former New York mayor, said after meeting French President Emmanuel Macron on 2 June that US cities, states, universities and businesses would inform the UN they aimed to honour the US commitment. Jerry Brown, governor of California, has been in China in the last few days to talk to political

and business leaders about coordinating new green technologies being produced by Chinese manufacturers.

China Investment Corporation, the Chinese sovereign fund, which has been examining the vaunted \$1tn Trump infrastructure programme, is exploring whether Trump's disavowal of the Paris agreement is a possible opportunity for building co-operation in the US at a state and municipal level. These are all valuable channels for bypassing Trump's Washington. Over time, 'America first' may turn out as 'China first'.

非洲私募股权的机遇

当地投资者和私人资本大受欢迎¹

Jean-Claude Bastos de Morais²

相比于十年甚至五年前，私人资本在非洲变得越来越重要。由于石油和其他大宗商品价格的冲击，许多国家对预算做出调整，这进一步推动了国家经济的多样化。因此，建立成功的商业创新框架是实现可持续经济增长的关键。这为全球私募股权投资开辟了新的机遇。

世界银行在 2015 年公布的一份报告指出，非洲 50% 以上的中小企业缺少募集资金的渠道。在非洲，有五分之四的正式就业都由中小企业提供，现在他们面临资金缺口，这成为非洲可持续发展的当务之急。创业者建立企业，创造就业和财富，他们确是不可或缺的一环，而同时，支持他们的私募股权投资者也同样重要。

私募股权投资者受到欢迎，因为他们投资于关键工业部门，进而帮助基础设施的发展和长期中经济的多元化。虽然外国投资者也扮演着重要的角色，但非洲本地的私募股权投资者应该被引向创新者和小企业，因为后者为那些非洲大陆的创新者和小企业所面临的问题制定解决方案。

非洲本地的投资者可能比外国同行更适应承担更高的风险。前者可以更好地了解非洲的实际情况，更可能感知到许多外国投资者无法看到的巨大机会。非洲投资者可能会更加留意一些正在涌现的创新形式，特别是在农业经济、医疗保健和扶贫脱困方面。此外，他们可能会更加注意其投资的长期社会影响，包括创造就业，帮助经济多元化和促进社会流动。

私人资本受到很大的追捧，特别是在尼日利亚等快速发展的经济体系中，这些经济体拥有积极主动和鼓励私营企业的经济战略。2016 年 2 月，尼日利亚政

¹ 翻译：周澄瑜；审校：肖柏高

² Jean-Claude Bastos de Morais 是量子全球集团（Quantum Global Group）的创始人兼首席执行官。本文刊载于 OMFIF 第四届全球公共投资年度出版物中。

府资助的 ICT 创新与创业办公室推出了一个名为“StartUP Friday”的新计划，为青年企业、投资者和创业导师举办了一场策展性聚会。年轻的企业家可以为他们的创业理念找到潜在的投资者，这使得尼日利亚能够占据优势地位，培育自己的创新体系。

安哥拉政府已经敞开大门，为跨国公司提供了共同投资的机会，这使得安哥拉能够推进大型基础设施和物流项目的建设，其中就包括了包括卡伊奥港工程，这是安哥拉第一个深水港，也是第一个公私合营（PPP）形式的项目。

商定的公私伙伴关系模式达成让步，在接下来的 30 中，国家将为基础设施提供资金，占总资本支出的 85%，其余的 15% 将由私人投资者承担。30 年后，港口基础设施所有权将转移回国家手中。港口的运营将直接创造 1600 个工作岗位，同时带来潜在的 30 万个间接工作机会。这成为一个极佳案例：私募股权投资者和政府可以精诚合作、结出成果、造福国家，同时为私人投资者创造长期回报。

非洲本土和来自外国的投资者可以利用广泛的机会，支持政府在关键行业的重大投资，包括酒店服务，技术开发，基础设施，伐木业和医疗保健。这些是政府资助的直接受益者，因此也是明确的优先事项。对于希望着眼长远、在非洲的未来扮演更有意义角色的投资者来说，这些项目将带来长期的较高收益。

Opportunities for African private equity

Local investors and private capital heavily courted

Jean-Claude Bastos de Moraes¹

Private capital is more important in Africa than it was 10 or even five years ago. The realignment of national budgets in response to oil and commodity price shocks is propelling further economic diversification in many African countries. The development of a commercially successful innovation framework is therefore key to achieving sustainable economic growth. This is opening new opportunities for private equity investors around the world.

A 2015 report from the World Bank states that more than 50% of small and medium-sized enterprises in Africa lack access to finance. In a market where four out of five formal jobs are with SMEs, the funding gap represents a clear and present danger to Africa's sustainability. Innovators create businesses that generate jobs and wealth. They are an important factor, and so too are the private equity investors who support them.

Private equity investors are welcomed as facilitators of infrastructure development and long-term economic diversification through key industrial sectors. Although foreign investors play a major role as well, African private equity investors should be steered towards innovators and small businesses that are developing solutions for issues confronting those on the continent.

African investors may be better suited to taking higher perceived risks than their foreign counterparts. The former can have a better understanding of how things work in practice in Africa and are more likely to appreciate the enormous scope of opportunity that many foreign investors may not be aware of. African investors may be more mindful of some of the innovations that are emerging, especially in agribusiness, healthcare and poverty alleviation. Furthermore, they may be more attentive to the long-

¹ Jean-Claude Bastos de Moraes is Founder and Chief Executive of Quantum Global Group. This article appears in OMFIF's fourth annual Global Public Investor publication.

term social impact of their investments, including job creation, economic diversification and social mobility.

Private capital is heavily courted, particularly in fast growing economies such as Nigeria, which has a proactive and highly pro-private enterprise economic strategy. In February 2016, the government of Nigeria-funded Office for ICT Innovation and Entrepreneurship launched a new programme called StartUP Friday, a curated meet-up for young businesses, investors and mentors. Young entrepreneurs can pitch their start-up ideas and network among potential investors, placing Nigeria in a unique position to nourish its own innovation system.

The Angolan government has opened its doors to co-investment opportunities with multinationals, enabling it to push ahead with large infrastructure and logistics projects. These include the Porto de Caio project, the nation's first deep-water port and public-private-partnership.

The agreed public-private partnership model provides for a 30-year concession where the state will finance the infrastructure covering 85% of capital expenditure and the remaining 15% will be financed by private investors. After 30 years, the port infrastructure will be transferred back to the state. The port will create up to 1,600 direct jobs for the operation of the port, creating potential for 30,000 indirect jobs. It is a working example of how private equity investors and governments can co-operate and deliver results to the benefit of the nation, while creating long-term returns for private investors.

African and foreign investors can take advantage of widespread opportunities to support significant government investments in priority target industries, including hospitality, technology, infrastructure, timber and healthcare. These are the direct recipients of government funding and as such are a clear priority. They offer premium long-terms gains for investors who wish to take a long-term view and want a more meaningful stake in Africa's future.

系列四十六：金融交易税的国际实验¹

编者按：

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

本文节选自《人民币国际化报告 2016》第十一章。

一、导论

税收是政府筹集收入的方式，也是实现金融稳定和抑制投资行为的重要手段。税收是宏观审慎政策的重要工具之一。金融交易税就是对通常对证券的买卖征收的金融交易征收的一种税。这种可以对买家、卖家或双方征收，一般是从价税，即所交易的证券市值的一定百分比。金融交易税有很多种类：证券交易税（STTs）适用于金融证券的发行和/或交易，并可能包括股票、债券和相关衍生品。货币交易税（也被称为托宾税）适用于涉及外汇及其相关衍生品的交易。银行交易税或银行借记税，拉丁美洲和亚洲国家常见的。适用于从银行账户的存款和取款，常包括支票账户。此外。某些国家对保险金、不动产交易或增加经营资本等征税。

金融交易税有着悠久的历史，英国的印花税在 1694 年颁布的，至今还在生效。美国在 1914 年到 1965 年就征收了股票交易税，而纽约州也在 1905 年到 1981 年就征收股票交易税。证券转让税就是美国证券交易委员会现在的收入来源。金融交易税在欠发达国家也是非常流行的选择，其目的就是从少数相对复杂

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

的金融实体中征收大量的税收收入。

金融交易税在发达国家正在重振雄风。欧盟国家也同样颁布一个统一的金融交易税，按照计划在 2017 年 1 月 1 日生效。法国在 2012 年就开征了金融交易税，如果到时生效，就会融入整个欧洲金融交易税。美国几个近期的国会议案也提出了征收金融交易税。其中就包括了由包括民主党的总统候选人伯尔尼-桑德斯等几位参众议员提出的金融交易税。

金融交易税的支持者认为有以下几个理由：金融交易税可以以低税率获得高收入，这是因为金融交易的价值，也就是税基巨大。金融交易税可以抑制投机性的短期和高频交易，反过来会降低的宝贵的人力资本转向那些没有或至少一点价值的纯粹的寻租活动。他们认为，金融交易税可以降低资产价格波动和泡沫，而这两项会通过创造不必要的风险和扭曲投资决策而伤害一国经济。金融交易税可以鼓励有耐心的资本和长期投资。金融交易税有助于回收金融部分救助的成本和金融危机对国家的其他部分造成的成本。金融交易税，也被某些人鼓吹为劫富济贫税，主要是由富豪承担的，且收入将被用于使得贫困人的福利、为未来的金融救助筹集资金、削减其他的税种或削减公共债务。

二、各国实践

目前，各国对金融交易税全面实施的可行性主要有两种观点：一种是坚定的支持派，如德国、法国等国家，他们认为金融交易税具有两大优势：第一是抑制短期投机，提高投机成本；第二是减少“道德风险”，即金融部门的利润和管理人员的薪酬巨额增长，而出现危机时却由纳税人负担救助成本。这些国家还认为，稳定金融市场是十分紧迫的，国际社会应意识到这一点，并加强合作。金融交易税会提高金融监管的有效性，这样一来，各国就可避免在经济工作上投入大量资金。另一种则是如美国、加拿大的反对派，他们认为开征金融交易税不是现实的选择，会抑制金融市场的发展，另外，金融交易税的税制复杂且难以界定，容易出现逃税现象，还会加重散户投资者的负担。

（一）巴西：金融交易税

巴西 2009 年就宣布开征金融交易税，是“金砖国家”中的第一个。巴西政

府在本世纪和上个世纪 90 年代曾两次运用托宾税对跨境资本流动实施管制，以降低国内通货膨胀水平。因此，金融交易税在巴西的实践可分为两个阶段：第一阶段是 1993 年至 1999 年。90 年代初巴西的通货膨胀水平持续上升，另外，巴西政府的融资需求所引致的差别化利率又吸引境外资本不断流入巴西，对通货膨胀起着推波助澜的作用，1993 年 12 月，巴西开始征收金融交易税，此后，根据国际资本的流动，巴西政府不断调整着税率。除此之外，还引入了如资本征收进入税等其它的资本流入控制措施。导致巴西政府开始逐步下调金融交易税的税率的事件是发生在 1998 年的亚洲金融危机，彼时，资本大量外流，最后巴西政府不得不取消了金融交易税。第二阶段是 2009 年至今。2008 年爆发了国际性的金融危机，美国采取量化宽松政策，这使得巴西金融市场再次面临资本流入的冲击，2009 年，巴西政府又一次宣布开征金融交易税，并在接下来三年内不断扩大征税范围，调整税率。总体上看，巴西的金融交易税起到了正面作用，增强了投机资本的成本，有效地维护了金融市场的稳定，也遏制住了资本流动的冲击。

（二）瑞典：金融交易税

瑞典在上个世纪八九十年代对本国金融市场征收过证券交易税。1984 初，瑞典宣布开征金融交易税，税率为 1%，两年之后，税率又上调至 2%。尽管金融交易税为瑞典带来了税收收入，但是避税现象比较严重，原因不外乎税负过重。同时，交易双方只要不选用在瑞典注册的经纪商进行交易就可以不用交税，这种税制设计上的缺陷使得大量交易人采取措施来避税。1984 年至 1991 年的七年间，瑞典本国的证券交易量不断下滑，大量的交易迁往伦敦市场。除此之外，金融交易税的税基过窄也导致了避税衍生工具的繁盛，并最终体现在税收收入的减少上。此后，瑞典尝试过将金融交易税的税率减半，但效果仍旧不理想。在重重压力之下，瑞典政府不得不在 1991 年取消了金融交易税。从瑞典征收金融交易税的过程中产生的问题来看，金融交易税的制度设计对于这项税收政策能否发挥成效有着至关重要的作用。好的税制设计应既能维持市场的流动性，又抑制过度投机。瑞典金融交易税税负较为繁重，这会使得交易成本增加，减少市场流动性，不利于当地金融业的发展。一些对开征金融交易税持反对态度的专家学者经常引用瑞典金融交易税的失败为例，以佐证其危害。

（三）智利：准托宾税性质的无息存款准备金



从上个世纪七十年代起，智利开始尝试开展经济自由化，为此当局采取了一系列措施，保持一个有竞争力的实际汇率水平。如 1984 年，智利采取了“爬行的钉住汇率制度”，以保持国内利率高于国际市场，以逐步降低通货膨胀。这些措施在 80 年代初成效是显著的。但当智利逐步与国际市场接轨后，资本开始大量涌入，加之其政府自身监管能力较差，大量国际资本迅速涌入智利国内，过热的投资以及快速增长的消费水平引起通货膨胀，国内利率和汇率承压巨大，为了缓解这一严峻的经济金融形势，抑制投机性金融交易，优化投资结构，智利政府在 1991 年采用了一系列政策举措阻止资本流入。其中最重要的一项管理措施是无息准备金制度（URR），要求境外投资按照投资额的一定比例以向中央银行缴纳本币或外币存款，存款的期间没有利息，即以冻结资金的方式来提高资本流入成本，属于对资本流动的间接征税。最初智利针对短期国外借款收取 20% 的无息准备金，后来随着汇率的变化，智利政府也在调整存款比例。1998 年，受亚洲金融危机的影响，智利逐步降低存款准备比例直至取消。除无息存款准备金外，智利政府还实施了如逐步放松外汇管制，统一外汇市场，实行单一的汇率制度以及允许资本流出等措施，综合施策。从智利国内的情况来看，无息准备金制度在遏制资本流入，稳定国内金融市场方面有着积极显著的效果，但长期来看，此项政策实际作用待考量。例如，其对于短期内资本的流入影响较大，但长期上资本流入总额并没有因该项制度的出现而有过多变化，除此之外，长期的实际汇率水平和实际利率水平受无息存款准备金制度的影响也较小。

（四）马来西亚：资本流出税

马来西亚政府在 1990 年代初曾经取消了对资本流入的控制，其本意是想推动经济加速发展。1998 年，亚洲爆发了金融危机，马来西亚的金融市场和汇率市场受到巨大影响，投机冲击严重，随之而来的是货币贬值，大量资本外流。此后，马来西亚政府实行了严格的外汇管制，并在 1999 年实施了托宾税，鼓励正常投资和长期投资，抑制短期投机行为的投资。托宾税实施后，汇率水平相较于征税前上升了 10%，消费水平也在上升恢复中，马来西亚的汇率市场和金融市场很快就重归稳定。可以说，马来西亚政府实施托宾税的举措还是非常及时的，不仅为政府赢得了更多的时间来进行政策调整，而且也增强了市场的信心，增强了投资

者的信心。亚洲金融危机过后，马来西亚经济的恢复要明显好于同样受到金融危机冲击的泰国和印度尼西亚。

（五）欧盟：金融交易税

2008 年金融危机之后，欧盟一些成员国如德法等国就多次提出要在欧盟内建立统一的金融交易税。金融危机以后，金融交易税特别是针对证券交易征税引起全球广泛关注，法、德等 G20 国家等积极支持金融交易税做法，欧洲议会也要求欧盟委员会制定欧洲金融交易税征收计划，大量非官方组织也积极建言推动针对证券交易和外汇交易全面征收金融交易税。2011 年 9 月，欧盟正式提出了金融交易税的提案，并建议从 2014 年 1 月开始实施该提案。这项提议包括为所有类型金融产品的交易制定一个统一的最低税率 0.1%（金融衍生品交易税率为 0.01%）。该提议的目的是促使金融行业对税收收入作出更公平的贡献，同时抑制一些不能提高金融市场效率的金融交易。欧委会表示，金融交易税可能带来 570 亿欧元的收入，其中一部分将用于增加欧盟预算。开征金融交易税是否有助于缓解当前债务危机，是否能遏制金融危机对全球经济增长造成的影响，当时存不少质疑之声。法国和德国对此持强烈支持态度，但欧盟部分成员国仍持反对意见。金融交易税能否在欧盟区内统一推行，仍存在很大的不确定性。

法国在 2012 年对市值超过 10 亿欧元的法国公开交易公司的股票购买征收 0.20% 的税，对取消的高频交易订单征收 0.01% 的税，且对某些主权信用违约互换的名义价值征收 0.01% 的税。这种股权转让税被认为是筹集收入的方式，且高频交易和信用违约税被认为是降低寻租和投机的方式。法国政府对交易外逃到其他欧盟成员国的可能性非常敏感。因此，法国金融交易税豁免了做市商，将公司债券、主权债券和衍生品排除了税收之外。尽管做了这些努力，但证据显示，法国的金融交易显著降低了交易量。

2012 年 10 月 23 日，欧盟委员会正式表示支持法国、德国、奥地利、比利时等 10 个欧元区国家通过“强化合作”机制率先征收金融交易税。欧盟委员会的数据显示，如果 2014 年在欧盟内部征收“金融交易税”，每年将增加 570 亿欧元的财政收入。

2013 年 1 月 22 日，欧盟财长会议授权 11 个欧盟成员国通过“加强合作”准备实施金融交易税，这 11 个成员国包括比利时、德国、爱沙尼亚，希腊，西

班牙, 法国, 意大利, 奥地利, 葡萄牙、斯洛文尼亚和斯洛伐克。2013 年 2 月 14 日, 欧盟委员会正式通过并推出金融交易税 (FTT), 将在上述 11 国范围内对所有金融工具的买卖征税, 每年有望增加 300 亿-350 亿欧元的财政收入。此次 11 国通过欧盟“强化合作”机制实施金融交易税, 是此次金融危机后关于金融交易税改革进程中的重大里程碑。

2014 年 5 月由法国和德国牵头的多个欧盟国家 6 日承诺, 将在 2016 年前开始对股票和部分衍生品交易征税。但目前另有一些国家强烈反对这一做法, 它们对金融交易税的经济影响和法律基础抱有担忧。支持金融交易税的多个国家将其最新政治协议提交给了由欧盟财政部长会议, 协议称金融交易税应当分步骤实施。协议称, 2016 年 1 月之前将开始对股票和部分衍生品征税, 但尚未列明所涉衍生品种类。声明称, 各方将在年底前就金融交易税的最终提案达成一致。此外, 意大利等已存在金融交易税的国家也许能继续征税。

(六) 英国: 金融交易税

英国的金融交易税有悠久的历史。英国的印花税是在 1684 年首次颁布的, 是全球最老的金融交易税之一。这种税是对股票转让征收的, 只有官方的贴花才使得交易合法执行。这种税目前的税率是 0.5%, 且适用于由英国公司发行的证券的转让, 是与当事方是否居住在英国无关的。首次发行作为像做市商那样的中介是免税的。此外, 由于用过不对衍生品征税, 这就使得为用衍生品交易替代其他证券交易提供了动因。

为此, 衍生品交易在英国出现了巨幅的上涨。Matheson 估计, 差价合约。与总收益互换类似的衍生品约占英国证券交易的大约 40%。金融交易税每年筹集大约 30 亿英镑的收入, 相当于英国全部收入的大约 0.6%。按照英国税务当局的估算, 管理成本很低, 不到收入的 0.05%。

(七) 美国: 证券交易税

从 1914 年和 1966 年, 美国联邦金融交易税是对股票的出售和转让征收的, 税率是股票面值的 0.02%(当时股票的面值比当时的市价低)。后来, 在 1932 年, 这种税的税率按照交易的类型增长到 0.04%和 0.06%。在 1959 年, 在企业可以采取这种方式操纵面值避税后, 税基就变回到了市值, 税率也被削减到了 0.04%。

从 1960 年到 1966 年，美国对股票是按照发行价格的 0.10% 征税的，在转让是按照 0.04% 征税的。

有关美国金融交易税的三个历史点是值得注意的：第一，这种税是在 1920 年代生效的；但其生效。并没有有效地降低投机行为而避免 1929 年的股票市场崩盘。但是，金融交易税的税率只有 0.02%，在在阻止投机行为方面可能不是足够高。第二，在凯恩斯在 1930 年代呼吁提高金融交易税的重要性的时候，税率只有 0.04 % 到 0.06% 之间。第三，美国财政部经济学家卡尔-夏普研究了这种金融交易税，并在 1934 年的研究报告中发现这种税并没有筹集太多的税收收入并在制约投机行为方面几乎没有什么作用。因而他认为这种税大概没有开征的依据。

在 1934 年，《美国证券交易法》赋予美国证券交易委员会权威来为对自我管制机构，如纽约股票交易所那等收费来为监管活动筹集资金。目前，美国证券交易委员会对证券销售征收 0.00184% 的税费，并对每笔期货交易征收 0.0042 美元的税费。债务工具豁免这种税。

美国纽约州从 1905 年到 1981 年对股票转让征税。这种税还在征收，但从 1981 年以后可以按照请求退税。这种税是对价格低于 5 美元的股票每股收取 0.0125 美元，对价格在 20 美元或更高的股票逐渐增加到每股 0.05 美元。

（八）其他国家：金融交易税

20 国集团中的许多国家征收了各种金融交易税。最常见的形式是对二级市场的股票出售按照 0.10% 到 0.50% 的税收。中国、印度、印度尼西亚、意大利、法国、南非、韩国和英国都征收了诸如此类的税种。俄罗斯和土耳其对发行债务融资工具征税和（或）资本税。

但近几十年来，几个发达国家已经放弃了金融交易税，主要是因为全球化和技术变动造成的竞争性压力使得金融贸易转向那些低成本的市场了。在过去的 25 年中，德国、意大利、日本、荷兰、葡萄牙和瑞典放弃了证券交易税。

三、结语

随着全球金融一体化发展，金融风险不断累积，采取适当的措施遏制投机行为、维护金融市场的稳定健康发展是大势所趋。通过各国实践以及结合我国国情来看，只要是制度设计得当，金融交易税是可以在我国发挥应有的作用。党的十



十八届五中全会提出了实现国家金融治理体系和治理能力现代化，就包括构建适应现代金融市场发展的金融监管框架，健全符合国家标准的监管规则，以及建立国家金融安全机制，防止发生系统性金融风险。因此，我国应尽快开征金融交易税，并最终建立完整的金融交易税体系，纳入我国金融宏观审慎监管工具体系，保证其充分发挥风险防范功能，保证我国金融体系稳健安全，促进金融市场的和谐稳定发展。

表 1 20 国集团主要经济体的金融交易税

国别	金融交易税类型
阿根廷	对股票、公司债券、政府债券和期货征收，税率为 0.60%
澳大利亚	联邦不征收；但各州可征收交易税
巴西	对外汇交易征 0.38%；对短期外国贷款和债券征 6%（少于 180 天）
加拿大	没有
中国	对股票征收 0.1%
欧盟	对买卖双方的股票和债券征 0.1%（总的为 0.2%）；对衍生品征 0.01%（总的为 0.02%）（即将开征）
法国	对股票征 0.2%；对场外交易和股票衍生品征 0.2%；对高频交易者修改的股票单的金额征 0.02%
德国	没有
日本	没有
墨西哥	没有
印度	对股票征 0.2%；对场外交易和股票衍生品征 0.2%；对出售期权征 0.017-0.025%；对出售期货征收 0.01%
印度尼西亚	股票的 0.1%
俄罗斯	发行的新股票和债券的 0.2%
沙特阿拉伯	没有
南非	股票的 0.25%
韩国	股票和公司债券的 0.3%
土耳其	股票发行费的 0.2%；债券再发行费的 0.6%到 0.75%

英国	股票的 0.5%
美国	股票的 0.00184%和期货交易每笔 0.0042 美元

资料来源：Leonard E. Burman 等，Financial Transaction Taxes in Theory and Practice (2015)。

表 2 现行金融交易税和建议方案的主要特色

	英国 (现行)	法国 (现行)	瑞典 (已取消)	欧洲联盟 方案	Harkin-Defazio 方案	Baker 方案
税款的判定方						
发行者居住地	是	是	否	是	否	是
卖方/买方居住地	否	否	否	是	是	是
交易所在地	否	否	是 (经纪业务)	否	是	是
税率						
股权	0.5%	0.2%	1.0% (1986 年 提高到 0.2%)	0.2%	0.03%	0.5%
债务	不适用	不适用	0.002%-0.3%	0.2%，只适 用于股票 期权	0.03%	每年 0.01%
货币	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	0.01%
衍生品	不适用	不适用	2.0%	0.02%	0.03%	掉期每年 0.1%；期货 为 0.02%；期 权为 0.5%
价值	不适用	不适用	溢价部分	溢价部分	各种款项	掉期每年 0.1%；期货 为 0.02%；期 权为 0.5%
对一级市场征税？	否	否	否	否	否	否
对二级市场征税？	是	是	是	是	是	是
包括做市商？	否	否	不知道	是	是	是

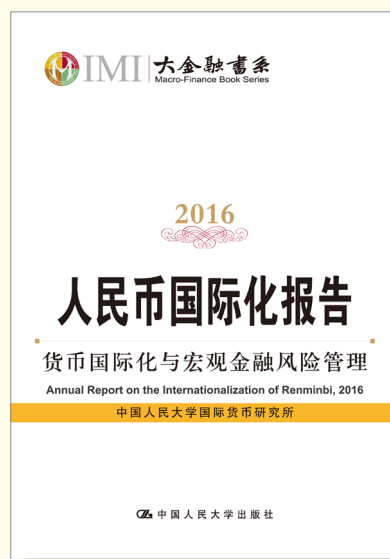


包括政府债券?	否	否	是	是	是	是
有无国际协调?	无	无	无	有	无	无

资料来源：Leonard E. Burman 等，Financial Transaction Taxes in Theory and Practice (2015)。

《人民币国际化报告 2016》

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



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

厦门 国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



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

刊发日期：2017年8月7日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载