

2016 年第 1 期 总第 1 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



国际财经

负利率理论与实践：对症下药还是央行崇拜？	2
----------------------------	---

国内财经

论需求管理与供给管理相结合的新方略.....	4
中国金融监管体制沿革：逻辑、绩效与反思.....	13
“一带一路”投资潜在风险及应对措施.....	22

新闻快讯

焦点：中国外汇储备能支撑多久？	25
焦点：美联储料暂时维持利率不变但为 6 月行动保留可能.....	26
人民币走强是中国政策成功的信号.....	27
P2P 将迎最严信披制度.....	28
从中国央行负责人谈话看未来政策尺度.....	29

财经参考

国际财经

负利率理论与实践： 对症下药还是央行崇拜？

来源：FT 中文网（2016-02-25）

作者：冯明（清华大学经济学博士，现供职于中国社会科学院财经战略研究院，中国金融四十人论坛（CF40）青年研究员。曾任哈佛大学经济系访问学者）

随着日本央行于今年 1 月 29 日宣布启动负利率，到目前为止全球已有五个经济体实行负利率，包括欧元区、日本、瑞士、丹麦、瑞典。瑞士、丹麦和瑞典是小型经济体，影响相对有限，而欧元区和日本的负利率则对国际金融市场和全球经济具有不可忽视的影响。一时间，负利率成为舆论关注的热点话题。可以预见的是，有关负利率的话题在未来一段时期将持续成为政策制定者和金融市场投资者讨论的焦点——日本的负利率可能仅仅是一个开始；而根据欧央行行长德拉吉的讲话，欧央行在未来几个月很可能会在当前-0.3%的基础上进一步降低负利率水平。

回顾经济史，负利率受到如此热捧还是第一次——不论在经济学理论研究中，还是在经济实践中，关于负利率的讨论都不多见。那么，究竟什么是负利率？五家央行为什么会实行负利率？负利率政策对经济和金融市场会产生什么影响？这些问题亟需系统性地研判。

1 什么是负利率？

在正式展开本文的分析之前，有必要首先说明一点：本文中所讨论的负利率特指名义利率为负。根据费雪方程，实际利率=名义利率-通货膨胀率。由于通货膨胀率常常会大于名义利率，实际利率为负的情况并不鲜见，兹不赘述。事实上，在通胀较高的时期，中国的一年期存款实际利率就经常为负值。

利息的本质是资金的使用价格。债权人之所以要向债务人收取利息，一方面是因为使用资金具有机会成本，另一方面是因为未来具有不确定性。在正常情况下，资金成本大于零，不确定性也是存在无疑的，因而利率一般情况下都是正数。试想，如果小王今天向小李借出 1000 元，一年后小李只须还回 900 元，那么小王还愿意把钱借出吗？他可能宁愿选择把这 1000 元藏在自家床底，这样至少能够保证一年之后还有 1000 元。同样的道理，一般情况下，小王恐怕也难以同意以负的利率将这 1000 元存放在银行。这就是经济学中所谓的“零利率下限”的逻辑背景——由于人们总可以选择持有现金，所以存在零利率下限。

当然，这并不是绝对的。如果小王生活在一个治安极其混乱的社区、现金的保存非常困难、丢失或被偷抢的概率非常高，而自己又没有其他好的投资机会，那么小王很可能愿意将这 1000 元借给小李或是存在放在银行，即便一年之后只能收回 900 元。少去的那 100 元权当交给小李或银行作为保管费。

换句话说，居民和企业持有现金是有成本的，如储存保管成本、损毁或遗失的风险、大额现金交

易的运输成本等等。对于企业而言尤其如此。在投资机会极度缺乏的情况下，居民或企业与其承担这些成本，还不如接受负利率将现金存放在银行。从另外一个角度也可以理解为居民和企业将保管和运输外包给商业银行，负利率便是为外包服务支付的费用。事实上，这一外包费用始终是存在的，只不过在经济景气、投资机会旺盛的情况下，被正利率抵消了。

上述小王借钱给小李的利率是最简单的利率。在复杂的现代经济中，有成百上千种的利率，例如居民存款利率、企业贷款利率、国债利率、企业债利率、银行间拆借利率、商业银行在中央银行存放存款准备金的利率，等等。尽管名称和交易双方五花八门，但其本质与小王借钱给小李的利率是类似的。例如本文开头日本央行实行的负利率，这里的债权人是商业银行，债务人是日本央行；既然利率为负，商业银行同理也会缺乏激励将钱存在日本央行。

2 实现负利率的四种方法

可见，要实现负利率关键在于突破零利率下限，而突破零利率下限唯一的办法就是增加持有现金的成本。通过对既有文献梳理可以发现，大致有如下四种突破零利率下限的方法：

第一种方法是对持有现金征税。十九世纪的德国经济学家西尔沃·格塞尔较早地提出了通过对现金征税来实现负利率的思想，后来欧文·费雪和凯恩斯等人也研究过类似的方法。由于现金是不记名的、而且经常倒手，因而对现金征税面临的最大的难题在于如何记录和识别某张现金是否交过税、在什么时间交的。格塞尔当年提出的办法是在现金上加盖印章，但这样的做法在商品交易繁杂的现代经济中显然难以行得通。

第二种方法则要巧妙得多，由格里高利·曼昆在 2009 年提出。更准确的说是由哈佛大学的一名研究生在学术研讨会上提出，曼昆教授后来在一篇文章中将此公之于众。基本的原理是：中央银行事先做出声明，将在未来的某一时刻（比如一年后的今天）随机抽取一个数字。比如说抽中了数字“5”，那么所有编号尾号为“5”的现金在那天之后将失去价值。这种做法巧妙地增加了持有现金的成本，使得突破零利率下限成为可能。事实上，如果这样做，那么只要存款利率不低于-10%，储户都是可以接受的。但这种做法在收入分配上会产生不公平，而且在舆论上一定不会受到大众欢迎，甚至听上去有点像儿戏——货币政策、兹事体大，怎么能由抽签来决定？

其实，类似的方法还有很多，例如强制用新货币兑换旧货币。强制货币兑换理论上也能起到突破零利率下限的效果，使得负利率成为可能。

第三种方法是废除现金，而全部采用账户交易。负利率之所以不可行的关键障碍在于现金可以作为其他金融资产的替代，而现金的名义利率为零。如果废除了现金，那么这一障碍就不存在了。在目前现实下，大量的零售交易仍然采用现金支付，完全废除现金会带来较大的社会成本，尚不可行。但随着支付体系的进化，在发达国家以及中国的一线城市，账户交易正已经越来越普及，现金交易的占比已经大幅下降。这是长期趋势。有朝一日，数字货币取代纸币之后，零利率下限也就自然而然地被突破了。事实上，针对银行卡征收的手续费，已经可以理解为变相的负利率了。另外，废除现金还能起到限制腐败、遏制非法地下交易活动的作用。

第四种方法是将货币的计价尺度功能与交易媒介功能脱钩。这种做法最早由罗伯特·艾斯勒在 1932 年提出。设想一个经济中，计价尺度是抽象的货币单位 X，所有的价格、合约均以 X 为单位标记，但流通货币是纸币 Y，交易双方按照 X 与纸币 Y 的汇率折算后支付纸币 Y，那么零利率下限就不复存在了——由于存款或其他金融资产也是以 X 计价的，而居民只能持有纸币 Y。

一个并不严格的例子是明清时期的中国：白银是计价单位，但流通中则广泛使用铜钱。某人今年在钱庄存入 1 两白银相对应的铜钱，比如说 100 枚，尽管明年到期后取出的铜钱一定多于 100 枚，但取出的铜钱对应的白银则可能少于 1 两。换句话说，铜钱的零利率下限仍然存在，但白银的零利率下限则被突破了。当然，这个例子并不严谨，因为在明清时期，白银交易并未被禁止，而且人们可以选择储存白银。更为接近的例子是，在高通胀国家常常出现的以美元标价、而用本币交易的现象。如果该国禁止美元交易且不允许人们持有和存储美元，那么尽管本币仍存在零利率下限，但以美元标价的经济系统中负利率成为可能，人们更有激励及早消费。显然，这种做法在现实中容易引起混乱，可行

性低。

3 当前几国央行的负利率实践

综合起来看,尽管在理论上存在上述四种突破零利率下限的方法,但这些方法当前经济环境中都难以付诸实践。可见,实践负利率是很困难的。可是欧元区、日本等五国央行不是已经实行负利率了吗?这就有必要区分几组概念:几国央行所谓的负利率仅仅指的是商业银行在中央银行存款准备金的利率为负,并不是居民和企业直接面对的利率。

对于中央银行而言,负利率的理论基础颇为坚实——2008年金融危机爆发之后,美联储系统经济学家的测算显示,按照泰勒规则,如果不考虑零利率下限的话,那么美国的名义政策利率应降至-5%甚至-7.5%。结合危机对欧洲和日本经济的冲击程度,泰勒规则下欧元区和日本名义政策利率应比这一测算结果更低。但负利率在实践中的可行性问题仍是问题:中央银行当然可以将存款准备金利率设定为负值,但这并不是逆周期货币政策含义下“负利率”的应有之意。

中央银行之所以降低利率进而实行负利率,想要达到目的是刺激总需求、提振通胀。普遍的负利率当然能起到这些效果,尽管也会产生其他副作用。但问题在于,存款准备金利率为负并不必然降低居民和企业所面对的利率。负利率政策的有效性主要依赖于三个机制:一是鼓励银行放贷和企业投资,二是刺激居民消费,三是减轻负债者的债务负担。目前五家央行所谓的负利率只是商业银行在中央银行存款的利率为负,如果其不能传到至居民和企业,那么上述三个机制就难以发挥作用。所以关键的关键在于负利率政策能否迫使商业银行增加对企业的放贷。答案尚有待观察,但回顾之前欧央行和日本央行量化宽松的效果,似乎不容乐观。

几国央行热衷于负利率还有一个重要但却不便明说的原因,即希望通过汇率贬值来增强贸易部门的国际竞争力。遗憾的是,这一渠道似乎也未能行通——1月29日,日本央行宣布负利率决定之后,但在接下来的两周时间里日元反而持续走强,对美元升值了6.5%。这表明,金融市场对于其他经济体的担忧胜过对日本负利率的担忧,日元在一定程度上仍具有避险货币的性质。“负利率-本币贬值-促进出口”这一机制是否成立不仅取决于日本央行的货币政策,还取决于其他国家的货币政策。在其它条件不变的情况下,汇率战是零和博弈;如果考虑到引发的贸易摩擦和金融市场震荡,往往还会造成“双输”。

况且,即便负利率确实带来日元有效汇率的贬值,其对于出口的促进作用在很大程度上还取决于出口产品的计价货币种类。哈佛大学经济学教授Gita Gopinath的研究表明,欧元区和日本出口产品中都有很大一部分是用美元计价的,因而本币贬值对于出口的促进作用有限。对于欧元区而言,由于大量的贸易发生在成员国之间,贸易渠道的有效性就更弱了。

似乎唯一有效的一个渠道是:日元贬值的确能通过进口渠道提振物价。例如,大宗商品进口多以美元计价,如果日元对美元贬值,那么这些进口产品的本币价格就会提高,从而弱化国际大宗商品价格下跌对日本国内通胀的下行压力。但这只是技术性的,无法从根本上提振总需求。

4 无效但又停不下来

几国央行实行负利率源于一个经济信条,即降低利率能够刺激消费和投资。这一信条是货币政策的理论基础,多数中央银行家们对此深信不疑,于是在危机之后纷纷采取了宽松货币政策。

负利率的宏观背景是过去三十多年以来不断下降的利率水平。1980年以来,全球范围内的利率中枢不断下降。美国联邦基金利率由1980年代初的15%以上下降到2000年前后的2%,十年期无风险实际利率1980年代至今也下降了超过400个基点。在低利率环境下,2008年金融危机之后,几大央行先是降低利率;但很快就触碰到了零利率下限,于是转向量化宽松(QE);当量化宽松空间不大之后,又开始尝试负利率。

事实上,在当前的经济环境下,日本和欧元区继续降低利率对于刺激消费和投资的边际效果极为有限,如果不是完全无效的话。企业部门负债率居高不下,且缺乏投资机会、融资需求不足,继续降低利率难以激励企业增加投资。况且,在经济低迷、投资回报前景不确定的情况下,商业银行真的愿意降低贷款利率、承接风险吗?消费从根本上取决于居民收入,如果劳动力市场未有明显改善,那么

降低利率对于消费的鼓励作用也是微乎其微的。

更严峻的问题在于，如果负利率不能促使商业银行增加对企业部门的放贷，那么商业银行的利润将被挤压，成为负利率政策的牺牲品。

5 克服央行崇拜，耐心对症下药

在很大程度上，对负利率的热衷源于“央行崇拜”——金融市场和舆论对中央银行投入了过高的关注以及部分不切实际的期望。这一现象从“央妈”的戏称中可见一斑。考虑到中央银行在现代经济中的重要地位，受到高度关注无可厚非，但中央银行绝不应因为金融市场的关注崇拜而失去耐心、过度作为。

宏观经济理论特别强调保持中央银行的独立性，极力避免货币政策被选举周期和民选政府的短期激励绑架。同样，货币政策也不应当被金融场所绑架。但“央行崇拜”的蔓延正在让现实走向反面：一方面，德拉吉自己也承认，在当前的全球经济环境下，货币政策可能是无效的；另一方面又声称将“采取一切工具”。

货币政策的效果与经济结构密切相关。以量化宽松为例，危机之后美国、欧元区和日本都采取了大规模的量化宽松操作，但效果却大相径庭。美国实行量化宽松具有明晰的政策逻辑，根据伯南克的表述：通过量化宽松降低长端利率，从而激励投资者从高等级债券市场转向权益和房地产市场，提升后者的资产价格进而增加居民财富和消费、提振经济。从事后来看，伯南克的这一策略是奏效的。在量化宽松政策的作用下，美国的股票价格和房价都出现了较大幅度的上升，居民财富增加，而且通过财富效应刺激了消费，并最终使得失业率降到了5%以下。

然而，类似的逻辑对欧洲央行和日本央行却并不适用——尽管量化宽松也导致了股价上升，但因为人口结构和资产结构的差异，财富效应不显著，无法传导至提高消费、通胀和就业。

欧洲和日本的经济萎靡具有根深蒂固的结构性原因，概言之有三：其一创新活力缺乏，其二要素市场固化低效，其三收入不平等。这些结构性问题是导致需求不足的根源。应当说，宽松货币政策对于防止全球经济陷入严重衰退起到了积极作用，有力地避免了重蹈20世纪“大萧条”的覆辙。但货币政策不是万能药，它能在一定程度上避免金融机构和非金融企业的资产负债表过度恶化、缓解债务-通缩恶性循环，但无法从根本上解决实体经济中存在的结构性问题。

换句话说，宽松货币政策好似为经济打“麻药”，麻药能够避免阵痛、为治病争取时间，但麻药本身不能治病。经济的稳健复苏还得依靠创新与改革，需要耐心地调整，单靠货币政策是不可能根治的。欧洲和日本需要做的是通过改革对症下药，而非一味地求助于边际效果迅速递减的货币政策。

上述都是规范的（Normative）讨论，最后，市场参与者以及中国的政策制定者，更有意义的或许是实证的（Positive）预判：尽管改革创新是治本之策，尽管财政政策更有效，但改革面临重重困难、政治成本过高，日本和欧元区外围经济体的财政政策空间也受限；展望未来，尽管货币政策有效性存疑，但在决策上却是最容易的。负利率政策大概率将持续，甚至加深。

国内财经

论需求管理与供给管理相结合的新方略

来源：共识网(2016-02-24)

作者：常修泽（教授、博导，著名经济学家。国家发展和改革委员会宏观经济研究院教授、博士生导师，清华大学中国经济研究中心研究员）

今天,应北京大学有关方面要求,让我从学术角度讲一下自己的“需求管理与供给管理相结合的新方略”。我讲三个问题:一是我为什么提出需求管理与供给管理相结合的新方略;二是所谓的新方略究竟新在哪里;三是如何实施这一新方略。

1 需求管理与供给管理相结合新方略的提出

1.1 中国经济总供求关系出现的复杂新变化

我为什么提出需求管理与供给管理相结合的新方略?最简单地讲,就是基于中国经济总供求关系出现复杂新变化提出的。

进入新阶段,中国经济面临三个深层次矛盾:一个是结构性矛盾,一个是体制性矛盾,还有一个是经济周期性矛盾。而更严重的问题在于,这三个矛盾是叠加在一起的,相互依存,又相互影响,从而极大地增加了市场配置资源和政府调节的难度。

在以上三个深层次矛盾中,新的经济周期性矛盾是近年产生的,经济结构性矛盾和经济体制性矛盾是根深蒂固而且是“久攻不克”的难题。鉴于体制问题我在专著《包容性改革论》之“经济改革篇”已有论述,我这里着重用“人本”思想探讨中国经济结构转型问题。

如果从全方位的角度来审视中国的经济结构,我认为主要有六个结构。第一个是需求结构:经济运转首先必须有需求,这既是社会再生产的起点,又是社会再生产的终点。第二个是供给结构:供给方是由产业来提供的,可以把它视为产业结构,农业、工业、服务业等都属于供给结构的问题(当然,严格地说,产业结构与供给结构的研究角度和内涵不完全一样,还有制度供给问题)。

除了需求结构和供给结构这两个结构以外,第三个是要素投入结构。就是一个国家经济发展靠什么要素投入得以支撑、得以发展的问题。无论是早期的哈罗德—多马模型,还是之后的新古典经济增长理论中的索洛—斯旺模型,以及再之后的内生增长理论,讨论的都是这个问题。第四个结构是资源环境,从理论上说它也是一种要素投入,就是靠什么资源要素来投入的问题,但鉴于中国这个问题十分严峻,我特意将其独立出来,列为资源环境结构。第五个是城乡结构,第六个是区域结构。

我的治学方法之一是在研究问题时“砸核桃”,砸开以后看看这里面究竟有几个“核桃仁”。把结构这个“核桃”砸开后就会发现,结构里面有六个核桃仁,即六大结构。在上述六大结构中,新阶段需求结构和供给结构是中国经济面临的“两大难题”,既有需求问题:消费需求不足,特别是居民消费率过低;又有供给问题:供给过剩与供给不足严重并存。需求管理与供给管理相结合的新方略,就是基于这两个方面的问题提出的。

1.2 需求问题:消费需求不足,特别是居民消费率过低



图-1 中国投资率、净出口率和消费率变化(%)

资料来源:《中国统计年鉴2013》

需求结构一般讲“三驾马车”。一国的GDP构成按照“三驾马车”分成三个部分:居民消费、政府消费加起来叫消费,资本形成总额就是投资,货物与服务净流出就是出口。研究需求就是研究这“三驾马车”。传统的需求管理理论特别看重“三驾马车”的投资,一直实行“投资驱动型”的路线,导致投资率居高不下,严重挤压消费。从图-1三条曲线的变动情况可以看出需求的突出矛盾。

由于投资率挤压消费率(净出口率也一定程度挤压消费率,特别是“入世”后到全球金融危机发生前的这段时间里),导致消费这驾“马车”在整个国民经济中的占比呈下滑趋势。从纵

向看,改革开放以来最终消费率(政府消费+居民消费)曾长期在 60%~70%的区间内波动,但进入 21 世纪后逐年下降,从 2000 年的 62.3%持续下降到 2010 年的 48.2%,降低了 14.1 个百分点,为改革开放以来的最低点。2011 年虽然上升至 49.1%,之后又继续回升,2014 年上升到 51.4%,但与国际比较,中国的最终消费率比世界平均水平要低 30 个百分点左右。

在最终消费率(政府消费+居民消费)中,最突出的是居民消费率低下。根据世界发展指标数据库相关数据显示,2012 年中国居民消费率与其他国家相比相当低,世界平均水平是 60.4%,中国只有 34.6%。国家统计局的数据显示,2014 年中国居民消费率是 37.9%,比 2012 年有所提高。即使是用 37.9%与 60.4%相比,中国居民消费率还是低于世界平均水平 20 多个百分点。中国居民消费率过低主要由两个原因造成:一是中国投资率过高,压制了消费率;另一个是消费本身的问题,包括消费能力、社会保障、消费安全、消费质量等。这是需求结构存在的突出矛盾。

虽然我把需求结构放在比较重要的位置,但我并不是强调“投资驱动型”,我所强调的是需求结构中的消费,特别是居民消费,这是新需求管理理论与传统需求管理理论不同的地方。

1.3 供给问题:既有供给过剩,更有供给不足问题

现阶段中国供给结构的问题呈现颇为复杂的局面——既有产能过剩、房产积压等供给过剩问题,又有供给不足,特别是创新性供给不足、公共服务性供给不足问题。

提出“供给侧改革”,我认为与 2008 年金融危机以来中国实行的刺激需求政策有关。面对 2008 年国际金融危机,当时决策层提出四万亿投资计划。对此问题,我的基本看法是一分为二。一方面,这是“事出有因”,国际金融危机爆发后,中国经济发展面临巨大压力,推出此举就是要抗击这个风险;另一方面,又要看到四万亿投资的“政府主导型”色彩太浓,而且所投资的一些项目效果不佳,出现一定程度的产能过剩。因此,应该用一分为二的观点看待,有所肯定,也有所否定。

当前,中国的供给环境与 2008 年国际金融危机爆发期间相比已经发生重大变化,这种变化表现为两个方面。一方面,目前中国存在供给不足的问题,特别是公共服务领域供给严重不足。很多地区的教育、医疗、廉租房、社会保障、环境保护、基础设施等公共服务方面还有很多欠账。至于创新性的供给,无论是新产品、新产业,还是新业态,更是严重短缺。因此,不能笼统说现在中国全面供给过剩,还有很多方面是不足的,而且这些不足相当一部分是政府应该做却没有做好的。另一方面,中国也确实有结构性的供给过剩问题。到底中国是供给不足,还是供给过剩,我认为是结构性的,有的方面供给不足,有的方面供给过剩,两者并存。

2015 年 5 月,我在《改革与战略》杂志发表的《中国新阶段经济发展与改革趋势分析——2015 年 2 月在广东所作的学术报告》(以下简称《趋势分析》)一文中,提出了中国新阶段经济发展中的三个突出问题:“第一个大问题,部分行业产能严重过剩问题;第二个大问题,地方债务风险以及杠杆率过高问题;第三个大问题,房地产衰退问题。”^④一年将过去,实践证明这三个判断是正确的:2015 年 12 月中央经济工作会议确定的供给侧结构性改革五大重点任务——“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”,其中前三个“去产能、去库存、去杠杆”与“三个突出问题”基本精神“不谋而合”。当然,现在问题更为复杂,其主要表现为四个突出问题。

第一个突出问题仍然是产能过剩。产能过剩问题是供给问题,是产业层面的问题。近年来,我一直十分关注产能过剩问题。我曾经提出:“在工业内部确实存在不少现实问题,如产能过剩呈现多产业、长时间的突出特点。”在一次国家宏观经济问题讨论会上有学者提出:“产能过剩是一个伪命题,认为中国没有产能过剩。”我指出:“不能用传统计划经济的思维来看待,而应该用市场经济的思维来看待。即使转换思维模式,产能过剩也是个实际问题。不仅传统的钢铁、铁合金、焦炭、电石、化工、造船、水泥、电解铝以及纺织等产业,而且太阳能光伏、手机等新兴产业,都面临不同程度的产能过

剩压力。一些领域产能过剩已超过警戒线,致使企业经营效益大幅度下降。”

要从理论上理解和把握产能过剩问题,需要确定产能过剩的标准线是多少。一种说法是把产能利用率 81%~82%作为判断产能是否过剩的分界点;⑦另外一种看法是参照国家发改委有关司局的标准,它们一般是把产能利用率 78%作为把握产能是否过剩的分界点。我认为,以 80%作为判断产能是否过剩的标准线比较合理,大体上就是八成以上是不过剩,八成以下为过剩;75%以下为严重过剩,用 75%这个标准衡量,虽然我们国家总的工业产能利用率还没有到 75%,但某些行业已经低于 75%,如钢铁、水泥、电解铝等。

中央决策层提出“供给侧结构性改革”很大程度上是受产能过剩的困扰。如果不解决产能过剩这个结构性矛盾,就很可能出现工业品价格持续下降、经济难以持续增长等问题,企业效益也无法提高。鉴于国内大部分产能形成于世界经济增长黄金期面向外需以及国内高速增长阶段,并因应对国际金融危机冲击致使部分产能有所扩大,因此,仅仅依靠刺激国内需求难以完全解决产能过剩问题,必须通过推进结构性改革的方式才能得到根本解决。

第二个突出问题是房地产库存积压严重,即“房地产需要去库存化”问题。我在《趋势分析》一文中曾用三张图——全国商品住宅房价与收入比、土地和商业住宅销售增长率、全国房地产开发投资增速减弱图来反映房地产库存积压问题,特别表明对房地产下一步的发展比较担忧⑧。现在,全国城镇居民“人均住宅面积”(其中有不合理的占有差别因素)已经接近发达国家水平,除去部分年轻人和进城务工人员外,总体上说,供求紧张的时代基本过去。目前房地产正面临中长期拐点,当然,不同城市、不同区域、不同类型的房地产分化加剧,除了北京、上海、广州、深圳这几个大城市以及部分人口支撑因素比较有利的地区之外,相当一部分城市的房地产遇到困难。

自中央提出“商品房需要去库存”的概念之后,首先需要界定什么叫“商品房库存”,“衡量标准”是什么。这里有三个口径:(1)窄口径,指“已竣工”可供销售但尚未销售出去的商品房建筑面积累积

积值;(2)中口径,指前者加“尚未竣工”正在建设并已经“获得预售资格”但尚未销售出去的商品房建筑面积累积值;(3)宽口径,指前两者加已经批准“正待开工”商品房建筑面积累积值(作为潜在的库存)。讨论“商品房需要去库存”,我主张用宽口径,但全面准确的数据一时还拿不到。

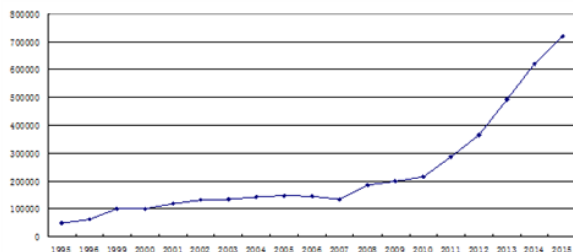


图-2 1995—2015年全国商品房待售(空置)面积年度变化情况(平方千米)

资料来源:CEIC

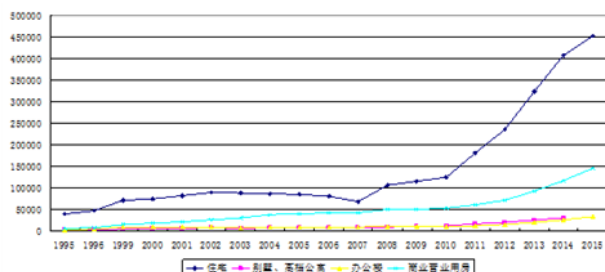


图-3 1995—2015年各类型商品房待售(空置)面积年度变化情况(千平方米)

资料来源:CEIC

类型商品房待售(空置)面积的年度变化情况通过图-3可以得到反映。

就数据可获得性而言,我采用国家统计局发布的商品房待售(空置)面积的有关数据。从该数据的时间趋势看,2007年之前中国房地产库存水平规模有限,且增长颇为缓慢,但之后增幅相当明显,特别是2011年之后增速异常显著,2015年达到顶点(见图-2)。

以上是 1995—2015 年全国商品房待售(空置)面积年度变化情况。按照“砸核桃”的方法看看里边的结构,整个商品房待售(空置)包括四部分:一般住宅、别墅高档公寓、办公楼、商业营业用房。各类

由图-3可见,待售(空置)住宅的增长态势与图-2全部待售(空置)商品房的增长态势大致相同,近年来也是扩张迅速;待售(空置)别墅、高档公寓虽有一定的增长,但幅度较小。而待售(空置)办公楼和商业营业用房则几乎没有增长。由此可以看出,近年来商品房库存水平的急剧攀升并积压,主要归因于商品住宅库存积压,小部分归因于别墅、高档公寓库存积压。

近十年商品住宅库存水平的发展趋势,最值得关注的是2014年和2015年,这两年商品住宅库存积压及去化周期的情况更为严重(见图-4)。



图-4 2014—2015商品住宅库存积压及去化周期情况

资料来源：巴曙松《2016年中国金融政策趋势》，引自金融读书会(bashusongonfinance)资料

当然,各区域情况不同,东部和中部地区的商品房库存面积普遍高于西部地区,特别是东北城市房地产库存水平较高,因为这些城市经济形势普遍比较严峻,缺乏大量且可持续的人口净流入规模,需求相对疲弱。第三个突出问题是企业和产业的成本太高,包括劳动力、资金、资源、税收成本高。随着劳动力资源从无限供给转变为供求趋于平衡再转变为结构性短缺,将导致工资成本相应提升。事实上,近年来中国名义劳动力成本已经呈现出持续上涨的态势。因此,成本上升太快也是供给方面的问题。当然,有些成本是没法压的,如劳动力成本。但政府向企业减税,这个可以由政府来做,国家应该给企业减轻负担。

第四个突出问题是杠杆率过高、债务风险问题。我在《趋势分析》一文中曾用一张图揭示1996—2012年全社会杠杆率的变化趋势,现根据中国社会科学院李扬教授带领的课题组的估算,再补充2013年、2014年的最新情况。据最新数据,2014年末中国经济整体的债务规模为150.03万亿元,全社会杠杆率为235.7%。其中2014年末中国实体部门(不含金融机构)的债务规模为138.33万亿元,实体部门杠杆率为217.3%。

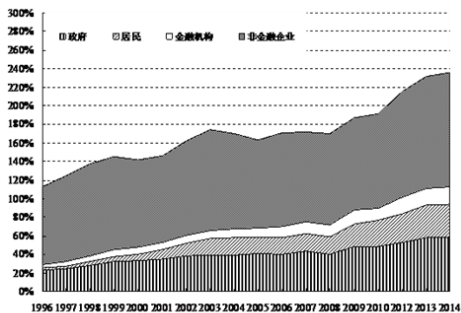


图-5 全社会杠杆率的变化：1996—2014年

资料来源：中国社科院课题组估算

图-5表明,金融危机以来,各部门加总的债务总额占GDP的比重从2008年的170%上升到2014年的235.7%,6年时间里上升了65.7个百分点。如果剔除金融机构部门,仅考虑实体部门的杠杆率变化,则从2008年的157%上升到2014年的217.3%,6年时间里上升了60.3个百分点,这也是较为明显的上升趋势。因此,有关方面很谨慎,担心由于上述这些问题的存在而导致中国产生某些风险、甚至是系统性风险。

由此可见,一个处在社会主义初级阶段的国家,一个十三多亿人口、具有世界特大型市场空间的国家,同时面临消费需求不足、供给相对过剩、创新性供给又严重不足的问题,这是很罕见的,也是很令人纠结的。这就是我说的中国经济出现的供求新问题,解决这些新问题需要新药方——要实行需求管理与供给管理相结合的新方略。

2 需求管理与供给管理相结合新方略新在哪里：“三个为主、三个结合”

2.1 以供给管理为主,供给管理与需求管理相结合

需求管理与供给管理是宏观经济管理的两种方式,因侧重点不同,经济学界划分为强调需求的凯恩斯学派与强调供给的供给学派(也称供应学派)。前者认为,在边际消费倾向递减、资本边际效率递减和流动性偏好三大规律作用下,有效需求往往低于社会总供给水平,主张国家采用扩张性的经济政

策，通过增加需求来促进经济增长。后者坚持萨伊定律的核心思想“供给创造其自身的需求”，认为生产的增长决定于生产要素的供给和有效利用，需求会自动适应供给的变化，主张通过减税刺激储蓄和投资，鼓励劳动供给，促进经济增长。这是纯学术背景分析，至于中国最近提出的“供给侧结构性改革”，是中国自己的东西，可以不必往国外供给学派(也称供应学派)上套。因为，国外的供给学派是主张私有化的，这与中国有明显的区别。

自2015年11月10日中央决策层提出“供给侧结构性改革”以来，“供给侧”“供给侧管理”一时成为一个热词。对此，有学者说过去中国只讲需求管理，没有供给管理。我觉得这种观点是值得商榷的，学术研究必须讲究科学。我认为，中国过去确实有需求管理(如讲“三驾马车”特别强调投资，也在推进收入分配改革，这都是需求的结构或需求的改革)，但同样过去也有供给管理。如多年来一直讲农业现代化建设、发展战略性新兴产业、发展服务业、科教兴国等，这些都属于供给管理。至于说供给结构性改革，也不是没有，安徽小岗村的大包干不就是典型的供给结构性改革吗?总之，需求管理与供给管理作为宏观经济管理的方式都是有的。供给结构性改革是有特定内涵的，它不是实行需求紧缩，而是要实行需求管理和供给管理相结合，实现由低水平供需平衡向高水平供需平衡跃升。

这里的关键是在“需求管理与供给管理相结合”中，哪个为主的问题。我认为，虽然“需求结构转型”是十分重要的问题，但供给(产业)结构转型是更突出的问题，也是矛盾的主要方面，应该以供给管理为主，实行供给管理与需求管理相结合。

2.2 以结构改革为主，改革与调整相结合

其实，结构改革与结构调整很难严格区分，我更强调结构改革，不带限制词的“结构性改革”。它的含义是什么?现在学术界、经济界以及媒体用的结构性改革的含义宽窄不一。我将其归纳为三种不同层次的理解和使用：窄派的理解、中派的理解和比较宽的理解。

第一，窄义的“结构性改革”(“点”状)。它主要从专题(“点”)的角度理解结构性改革，如从劳动力市场的角度看结构性改革。这是专题性的，比较具体和集中。再如用之于行政权力的结构性改革，具体指在行政系统的权力体系里面，决策权、执行权和监督权这三个权力的结构及其改革。

第二，中义的“结构性改革”(“线”状)。中间层次分为两个不同的“线”路。一种思路是在“结构”这两个字上做文章，把结构改革理解为结构调整、结构转型、结构升级或结构改造，这是一条线。还有一条线就是往体制上走，它又分成两个方面的体制：供给的体制改革(如产业改革、企业改革等)，或需求的体制改革(如分配制度改革等)。在我看来这种理解是单线的改革，这是第二个基于中间状态的使用。

第三，比较宽义的“结构性改革”(“面”状)。比较宽义的“全面”的结构性改革包括两个大部分：结构的全面转型和与之相适应的体制改革(或者叫体制支撑)。简单地说，结构性改革就是结构转型加体制改革。

现在社会各界对供给结构性改革存在多种解读，应以包容的态度看待。实际上，无论是“点”状使用，还是“线”状使用，还是“面”状使用，只要论者自己有特定的内涵界定，有自己清晰的思路都是可以的，没有谁对谁错的问题。我倾向于从比较宽义的角度来把握结构性改革。

在这个宽义的“结构性改革”中，既有结构方面体制改革的内容，也有结构调整的内容，我比较倾向于改革这个方面。我认为：“中国经济结构长期失衡且难以得到有效调整的深刻根源，在于现行体制的掣肘和制约。如果没有经济体制乃至政治体制改革的突破，经济结构的改造、升级、转型，都是不可能的。”实际上，无论是产能过剩，还是房地产库存积压、还是杠杆率过高等，这些问题产生的根本原因是体制问题，解决的出路——无论是处置“僵尸企业”、降低企业成本、化解房地产库存、增加有效供给，还是防范和化解金融风险，根本办法都要依靠体制的改革与创新，以结构改革为主，

改革与调整相结合。

2.3 以市场配置为主，市场机制与政府作用相结合

实行需求管理与供给管理相结合，特别是供给结构性改革，究竟采取什么模式?这是国内外颇为关注的问题，人们担心出现政府主导型的供给管理。

可以预见，下一步供给管理，或者说供给改革，或者说供给什么，会越来越多。我们要学会在这个纷繁复杂的文章报告里去思考、去探索，它是一种什么样的供给管理。最近有学者指出，强调供给管理不等于搞“计划经济”。在我看来，即使不会借供给管理搞“计划经济”，但绝不意味着供给管理中没有搞“计划经济”的可能性。因为就一般理论分析，客观上就有两种不同的供给管理：一种是偏于市场决定的供给管理，一种是偏于政府主导的供给管理。

那么，应该从哪个角度、参照什么指标来鉴定这两个不同的供给管理?我认为有三个层面：最高层面是政府，中间层面是市场，底下层面是企业。我先从企业分析，微观基础是什么，再分析市场体系是什么和政府体制是什么，从这三个观察点来分析、鉴别(见表-1)。

	偏于市场决定的供给管理	偏于政府主导的供给管理
微观经济	推进国企改革 发展混合所有制经济 淘汰“僵尸企业”	强调国有经济“一股独大” 作为政府控制的另一种力量 不强调淘汰“僵尸企业”
市场体系	强调“市场决定” 主张能放开的尽量放开	强调“政府作用” 提出政府“驾驭论”
政府体制	简政放权、三张清单、减少管制	政府主导、投资驱动

表-1两种不同的“供给管理”思想

第一个观察点，看微观经济基础。微观经济基础是什么?是继续坚持国有经济“一股独大”，还是推进国有企业改革和发展混合所有制经济。当前，焦点集中在如何对待国有经济中的某些“僵尸企业”上(当然民营中也有“僵尸企业”，但是极少。因为它有自动淘汰机制)。2015年7~8月，我到东北调研发现仅地方政府就有好几百家国有亏损企业，亏损额达460多亿元，其中不少属于“僵尸企业”。我在《“再振兴”东北战略思路探讨》一文指出：“这些‘僵尸企业’是中国经济的‘毒瘤’，已经吞噬并且将继续吞噬着大量的宝贵资源。”有观点认为，国有经济实际上是中国继枪杆子、笔杆子后的“第

三支力量”——台柱子，即使亏损，也要保住这些企业。对这些“僵尸企业”，到底是以壮士断腕的魄力予以切除，还是基于“台柱子”理念不加分析地讲“做大”?这是一个检验。

第二个观察点，看市场体系，主要看是否充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，是否矫正以前过多依靠行政配置资源带来的要素配置扭曲，能放开的尽量放开，以进一步激发市场主体活力。

第三个观察点，看政府体制，是减少政府管制，还是政府主导。三张清单即权力清单、责任清单、负面清单是否落实，权力是否依然任性。

我在2015年10月《关于十三五发展若干“理念”的思考》中曾提出一个概念：“市决政用”，即市场对资源配置起决定性作用，同时政府发挥作用。文章强调：“‘十三五’期间，社会主义市场经济中的市场经济角色定位是一个绕不过的问题，虽然中央已经明确界定，但在理念和实践中并没有解决。按照有关学者提出的政府‘驾驭论’思路，党的十八届三中全会所讲的‘市场决定论’势必大打折扣，‘政府主导型’经济模式将继续惯性运作。对此很难不让人产生忧虑，应秉持‘市决政用’之理念”。我认为，需求管理与供给管理相结合的“新方略”应主张以市场配置为主，市场机制与政府作用相结合，注意防止政府主导的供给管理回潮。

总之，以供给管理为主，供给管理与需求管理相结合;以结构改革为主，结构改革与结构调整相结合;以市场配置为主，市场机制与政府作用相结合——这就是“新方略”的三点要义。

3 如何实施供给管理与需求管理相结合新方略：释放——消解——创造“三线推进”

3.1 第一条线——“释放新需求”：重在扩大居民消费

我认为：中国到了创造消费大国的人本基础的时候了。在“十三五”期间乃至更长的时期内，需求管理方面的重要任务和基本举措就是要“释放新需求”，着力扩大居民消费。

那么，居民消费率提高到多少才合适？基于对“十三五”规划时期投资、出口以及居民收入等因素的综合分析，我认为到2020年总消费率预计为56%左右，其中，居民消费率至少应在43%以上。从2014年的37.7%提高到43%，每年约提高1个百分点。按照2015年经济增长6.9%的预测，全年国民生产总值实际完成约为67.67万亿元。“十三五”规划期间经济增长按6.5%预估，2020年国民生产总值为90万~95万亿元。如果居民消费率按提高到43%计算，2020年中国居民消费总量将达到38万~40万亿元。这个市场空间在全世界是举世无双的。

中国最大的问题是居民消费率比较低，与中国的广阔市场相比，特别是随着劳动力群体负担的加重，从而对公共服务数量及公平性需求明显增加，这里有一个巨大的落差。

现在的问题是，如何把亿万人民的消费潜力变成促进人的发展的强大动力，这就要加快培育消费增长点。建议重点关注如下领域：医疗养老、休闲旅游、教育文体消费、互联网物联网和信息消费、节能产品、住房消费，尤其应引导消费朝着健康、智能、绿色、安全方向发展。

——以健康消费为例。现在中国有2.1亿的60岁以上老年人口，如何促进养老家政健康消费？目前，中国耐用消费品之类的消费增长缓慢，消费结构开始向中老年主导的服务型消费转移，对此，我提出了一个“打造‘人本社会’多维度发展的民生健康服务”的概念，这不仅是个新理念，而且开始在江苏试验。我之所以提出“打造‘人本社会’多维度发展的民生健康服务”，旨在朝着健康方向去“释放新需求”。

——以智能消费为例。截至2015年2月，中国移动电话用户总数达到12.9亿户（且更换周期平均为15个月），移动宽带（3G/4G）用户总数达6.24亿户，估计几年后会达到10亿户。如何继续壮大智能消费大有文章可做。

——以旅游消费为例。2014年全年国内游客达36.1亿人次，如何提升旅游休闲消费的档次，在“十三五”末期把中国打造成世界第一大旅游目的地国。

——此外，如何推动绿色消费、稳定住房消费、扩大教育文化消费等都值得探索。

我认为，根本问题是要建立促进居民消费的长效机制，做到让人民“能消费、敢消费、放心消费”。

“能消费”需要正确处理好“国富”和“民富”的关系。既要“国富”，又要“民富”。中国居民消费率低，除了投资率高以外，与城乡居民收入增长缓慢有关。多年来，中国以GDP为代表的物质财富快速增长，城乡居民收入虽然也在上升，但与GDP相比两者差距很大（甚至形成一个“剪刀状差”），且呈现扩大趋势。这是作为一个人的发展经济学研究者所不愿看到的。基于此，我主张适当向“民富”倾斜，在“十三五”期间，尤其如此。这就要在经济发展的基础上进一步提高城乡居民收入水平，特别是中低收入者的收入水平（使中低收入者的收入水平明显超过居民人均可支配收入的增长速度）。同时，要看到“劳权弱化是导致劳动者收入比重下降的重要因素，必须把收入分配制度改革提升到人权、特别是劳权的高度，要有保证劳权的制度安排”，从而为消费提供制度化的“民富支撑”。

“敢消费”需要完善社会保障制度，重点是养老、医疗、失业等制度，提高保障水平，健全社会救济制度，做好扶贫工作，尽快编织好全社会的安全网，让老百姓吃上定心丸，以解除他们消费的后顾之忧。

“放心消费”需要政府加强对消费环境的监管。要实行严格的责任清单制度，确保食品、药品等

各个领域的消费安全。

此外，如何让老百姓实惠消费也是释放新需求的方面。它涉及两个问题：一是服务商品和服务质量问题；是价格问题。2015年中国人群体到日本买“马桶盖事件”，反映出了中国与日本商品质量和商品价格的差距，这个问题需要研究，应让老百姓能够实惠消费。

3.2 第二条线——“消解旧供给”：该砍掉的坚决砍掉

就供给结构而言，应该是双线作战：“消解旧供给”与“创造新供给”。

首先是“消解旧供给”。“消解旧供给”的重点任务是“三减一降”：减产能、减库存、减杠杆、降成本。

现在流行的提法是“三去”（“去产能、去库存、去杠杆”），就其大的基调来说是对的，态度是坚决的，其精神实质人们也能理解，但不能讲得太过度。严格来说，“三去”是不可能完全“去除”的。“产能”能完全“去除”吗？商品房库存能完全“去除”吗？特别是杠杆能完全“去除”吗？对于这个问题，我认为“‘去杠杆’被人解释过度了，市场经济发展到今天，不可能完全去杠杆化，应该叫做‘少杠杆’，或者‘弱杠杆’，‘去’是去不了的。”

现在，需要扎扎实实做好“三减一降”，解决四个问题。

第一，减产能。不仅要化解传统的钢铁、煤炭、水泥、电解铝等产业，而且还要化解太阳能、光伏等新兴产业的产能过剩，但重点是钢铁、煤炭。这里给大家提供一个美国经济史的经验：美国整个工业化中期的结束，是以钢铁、煤炭、水泥为代表的重化工业经济，向生活品质提高的消费经济转型的过程。从人的发展经济学角度看，这也正是从“物本经济”向“人本经济”转型的过程。

第二，减房地产的库存。有研究报告称，2016年第二季度后中国“房地产价格将出现塌方式的下降”。笼统地这样讲可能有些武断，应该分类对待。2015年11月，海南省政府出台了《促进海南省房地产转型升级的指导意见》，“分类改革，转型升级”的提法较好，可供参考。

第三，减杠杆。从政府、居民、金融机构、非金融机构四部分来看，重点是非金融机构减杠杆。最近我到广东、安徽、广西等地调研，发现一些传统领域企业因资金链断裂倒闭的现象不少。减杠杆也要渐进而行，防止大面积企业倒闭。

第四，降成本。应降多种成本，其中最直接的是减少税收成本，这个可以由政府来做，通过减税（特别是“营改增”）给企业减轻负担。

3.3 第三条线——“创造新供给”：重在创造新产品、新产业、新业态

就中国经济而言，一方面，一些“僵尸企业”“无可奈何花落去”；另一方面，新产业、新业态、新商业模式“柳暗花明又一村”。截至2015年12月，中国网上零售额增长31.6%，高技术产业增加值增长10.2%，工业机器人增长42%。这种态势表明，供给结构改革既要“消解旧供给”，更要“创造新供给”。对于创造新供给，中国在“十三五”时期及未来一段时间要把握三大要点。

其一，产业结构逐步从以工业为主导转向以服务经济为主导。“十三五”及未来一段时期，将是由“工业化中后期”向“工业化后期”转变的时期。与此相适应，建议国家明确提出“逐步从以工业为主导转向以服务经济为主导”的经济战略和行动方案。鉴于中国服务业占GDP比重仅为48.1%（2014年），比世界服务业平均水平70.2%（2012年）差22个百分点的事实，应把发展现代服务业作为优化结构的战略重点。

服务业发展应采取生产性服务业和生活性服务业双线推进的方略，尤其要注意补足生产性服务业

发展滞后的短板。从经济角度分析,生产性服务业具有技术附加值高、技术高度密集、耗能低、经济产值高等特征;而从人本角度分析,生产性服务业具有需求弹性大、有助于提升就业率的特征。目前,生产性服务业是中国整个服务业的重点和短板,应侧重发展以下八个产业:金融服务业、现代物流业、交通运输业、技术服务业、商务服务业、设计咨询服务业、人力资源服务业和节能环保服务业,尤其是要突破金融、物流和人力资源服务业等重点短板。

与此同时,要开拓“大健康产业”等生活性服务业新领域。2020年小康社会全面建成后,人民群众对现代服务业提出新需求。“悠悠万事,唯此为大:健康产业”,“没有全民健康,就没有全面小康”。我认为,应该把医疗健康服务业作为中国生活性服务业之首。美国的健康服务业占GDP的比重为17%~18%,但中国只有5%左右,应把民生健康或“健康中国”作为未来服务业发展的旗舰。

除大力发展“大健康产业”外,还要大力发展商贸服务业(特别是电子商务)、旅游业、居民服务业、文化产业、体育产业、住房产业和市场化培训教育服务业等。从现在起,就应瞄准上述产业,开拓新领域,发展新业态。同时,针对服务业发展中的体制障碍,进一步扩大服务业对外开放,克服该领域开放度低、限制多、国际竞争力弱等问题。

其二,发展战略性新兴产业。战略性新兴产业已成为世界主要国家抢占新一轮经济和科技发展制高点的重大战略。对中国这样一个人口众多、人均资源少、生态环境脆弱,又处在工业化快速发展时期的国家来说,更具有重要战略意义。要在未来国际竞争中屹立于民族之林,必须加快培育和发展战略性新兴产业。

“十三五”期间,中国发展战略性新兴产业应瞄准新一代信息技术产业及“互联网+”、节能环保、生物技术、智能制造、高端装备、新能源等新兴产业。尤其是新一代信息技术产业及“互联网+”,它不仅会改变人们的生产方式、生活方式,而且还会改变人的思维方式,重塑人的自身。

其三,要有“烙新饼”的理念和“烙新饼”的人才。怎样创造新供给?我认为应该有“烙新饼”的思想。托马斯在《乱中取胜——美国管理革命通鉴》中说:“不要老想分享市场,而要考虑创造市场。不是取得一块较大的馅饼,而是要设法烙出一块较大的馅饼,最好是烘烤出一块新的馅饼。”只有具备“烙新饼”的理念,才有可能创造新供给。

中国需要一代“无限制的新人”。所谓“无限制”就是不受各种旧的条条框框和旧的模式限制,最典型是阿里巴巴的马云、腾讯的马化腾、华为的任正非等一批新人。这批新人显著的一个特征就是“心灵放飞”。中国产业创新也好,供给创新也好,它的关键和源泉都是心灵的放飞。心灵的放飞是创意之源,打造创意城市、创意园区,固然需要制度安排,但最重要的是人的因素,应该让人突破常规,放飞想象。新一代的技术力量正在创造出一批新人,新人有新人的历史使命。只有这样一批新人组成创新队伍,创造新供给才有支撑,“需求管理与供给管理相结合的新方略”才会得到实施。

中国金融监管体制沿革: 逻辑、绩效与反思

来源:财新网(2016-03-03)

作者:卜永祥(中国人民银行金融研究所副所长)

摘要:

以1997年亚洲金融危机为转折点,中国金融监管体制经历了两次根本性变革:一是1998年中共中央成立中央金融工作委员会、中国人民银行跨区域设置分行并在人民银行分行成立省级金融监管办事处,中国人民银行相关司局(非银行金融机构司、保险司、稽核监督局、外资金金融机构司)的证券、保险机构和业务监管职能划拨中国证监会和新设中国保监会,由此形成货币政策与金融监管分设的萌芽;二是2003年中国银监会从中国人民银行分设,标志着“一行三会”分业监管格局设计思想的全面落实并沿革至今。

中国金融监管体制的两次变革实际上着力解决三个根本性问题:一是中央银行货币政策与金融监管的关系;二是银行、证券、保险、类金融组织的经营边界和监管的关系;三是中央和地方在金融资源配置权利和责任的关系。

1998年以来的监管体制改革遵循以下基本逻辑:

一是货币政策独立性逻辑。自1984年中国人民银行与中国工商银行分设至1997年亚洲金融危机,中国人民银行货币政策主要依托两大计划:现金计划和信贷计划,金融监管则主要立足于专业银行(国有商业银行的前身)、农村信用社和城市信用社对上述两大计划的执行,由此形成地方政府逼银行贷款、地方和银行共同逼人民银行调整两个计划,最终形成多次恶性通货膨胀的局面(1988年的商品零售价格指数为18.5%、1994年CPI为24.1%)。其本质是预算软约束制度下“投资靠财政—财政向银行透支—银行信贷倒逼货币发行—通货膨胀”的行为模式和宏观后果。以1997年亚洲金融危机为诱因,投资膨胀形成严重的产能过剩最终造成沉重的银行业不良资产。因此,通过改革中央银行体制,确保货币政策独立性以解决通货膨胀和银行业安全性问题是这一阶段金融监管体制改革的主要逻辑。

二是分业经营逻辑。从20世纪80年代至1993年,我国实行的是事实上的金融业综合经营模式。除保险业相对独立外,银行办信托投资公司,银行和信托投资公司办证券公司和证券营业部,信托公司又开办银行业务;形成了银行、信托和证券经营机构业务交叉经营的局面,并由此导致巨额不良资产。为解决上述问题,自1993年《国务院关于金融体制改革的决定》至2003年中国银监会成立,以严格的分业监管限制金融业的综合经营。

三是监管事权集中逻辑。中央和地方金融监管事权划分是当前监管体制最终成型的一个重要立足点。以20世纪80年代各地为解决返城知识青年而兴办集体工商企业开始,城市信用社、地方信托投资公司数量激增;为解决农村集体企业资金问题,农村合作基金会等机构遍布乡镇;农村信用社实际上脱离农业银行接受县政府管理;各地级市都设立了融资中心办拆借。随之而来的问题是各地金融“三乱”(乱办金融机构、乱办金融业务、乱集资)层出不穷,各类型金融组织经营严重亏损,挤兑风潮在一些区域(广东、海南、浙江等地)不断出现,因而催生了1998年中共中央金融工作委员会,并由此最终实行了金融监管事权基本归中央政府、省级政府负责农村信用社行业管理、地市以下政府基本无事权的格局。

四是国际经验权衡比较和与时俱进原则。基于我国金融宏观调控体系、金融监管体系、金融机构体系和金融市场体系发展从属于社会主义市场经济制度建设的大框架内,金融监管体制改革的基本方法论是向具有发达金融体系的成熟市场经济体学习借鉴。因而在过去26年间,两次大的金融监管体制改革均立足于对国际经验的权衡比较,结合中国实际确立监管模式。货币政策独立性、一行三会、分业监管、中央地方事权划分等重大监管原则的确立是在分析美国分业经营、德国全能银行、英国金融服务署、日本主银行制度、欧洲中央银行等一系列体制机制演变、成型的基础上研究实施的。

自2008年全球金融危机以来,国内外金融格局和监管理念进一步演变,综合化经营和新型金融业态不断发展,我国的金融监管体制缺乏有效协调、货币政策传导不畅、存在监管真空和滞后性、抑制金融深化、中央和地方两个积极性无法有效发挥等问题逐步显现,迫切需要推动和实施新一轮金融监管体制改革。

1 1993-1998年金融监管体制改革:人民银行大区行改革与货币信贷政策独立性框架确立

1.1 问题的提出

20世纪80-90年代,我国金融业面临严峻的发展形势:

一是投资膨胀推动恶性通货膨胀。政府为了满足社会固定资产的投资增长要求和解决企业的资金短缺问题，一般采取扩大财政支出、不足部分向银行借贷、倒逼货币发行，最终引发恶性通货膨胀的局面。这一行为逻辑的第一次高峰是1986-1988年。自1984年党的十二届三中全会起，投资膨胀在各地呈现。从1986年开始加大政府财政支出，不断扩大政府财政赤字，特别是1988年实行财政的“包干”体制以后，社会的需求进一步猛增。与此同时，为了解决政府赤字问题，货币连年超经济发行，到1988年第四季度，市场中的货币流通量为2134亿元，比上年同期上涨46.7%，当年通货膨胀率达到18.5%。第二次高峰是1992-1994年。自小平同志南巡讲话后，大量资金集中于沿海地区的房地产市场，银行、金融机构和地方政府为了实现各自不同的利益，逃避央行的规定和监管，为房地产业大量融资，使得货币量超量投放，信贷规模一再突破计划，1994年通货膨胀率达到24.1%。

二是金融机构不良资产比例过高，兑付危机逐步爆发。我国的商业银行、信托投资公司、城市信用社和农村信用社的不良资产（逾期、呆滞和呆账贷款之和）的比例都比较高，大于25%。部分金融机构出现支付危机，部分地区的信托投资公司、城市信用社和农村信用社不能支付到期存款或偿还债务，如广西玉林市（1998年4月）、海口市的城市信用社（1997年10月以后），广东恩平县的农村信用社（1997年初开始），广东国际信托投资公司（1996年）和海南发展银行（1997年）。

三是金融机构合规性问题严重，操作风险较高，金融“三乱”猖獗。金融机构“账外账”等内部违法行为普遍存在，如邮政储蓄部门挪用存款向地方金融机构违规拆借或放贷；证券公司和信托投资公司挪用股民保证金从事股票自营和房地产投资的风险；保险公司存在发行假保单，保费用于贷款、炒股票、炒房地产问题；农村合作基金会违规吸收存款，1997年末全国存款1500亿元，还有互助储金会、供销社增资扩股办等等。

四是金融市场秩序混乱，危及地方金融稳定。1995年以前发的地方企业债券在一些城市出现了企业无力兑付债券的情况。地方信托投资公司和证券公司的证券营业部，以及一些财政部门办的国债服务部以国债代保管单的名义吸收个人存款，而资金并没有买国债，而是用于贷款、炒房地产和股票，到期无法兑付。一些地方的证券交易中心在柜台交易股权类凭证，造成严重的内幕交易和价格操纵。社会乱集资、乱发各种债务凭证造成的兑付风险此起彼伏。

1.2 原因剖析

针对上述问题，其原因归结如下：

第一，总根子是中央银行权威性和独立性问题。这是投资膨胀倒逼信贷计划一再突破、货币发行屡创天量的体制性根源。一方面，中央银行货币政策在地方政府干预中缺乏独立性，按行政区划设置分支行使得中央银行分支机构在执行货币信贷政策和应对地方政府投资饥渴间面临两难境地。另一方面，金融监管在被监管机构行为中缺乏独立性。金融机构的非合规性、不良资产过高和金融市场秩序混乱都与金融监管部门容忍甚至直接参与被监管者行为有关，金融机构往往成为地方政府借以要求中央银行放松银根的筹码或工具。

第二，表象是金融业综合经营。银行、信托、证券、保险和基金会机构在资金来源上都在做高息揽储、账外经营，在资金运用上都在搞基建投资、股票和房地产经营，导致不良资产随政策变化或经济周期而迅速上升。

1.3 改革目标和步骤

针对上述金融业乱象和原因，中央就金融监管体制作出如下决策。

1、改革目标

一是加强金融监管，杜绝省级分行受命于地方政府，跑总行、争规模、要贷款的行为。

二是减少地方政府干预商业银行信贷业务等情况。

三是打破中央银行再贴现、再贷款资金按行政区划配置的格局，扩大了资金调剂范围。

四是实现分行领导及中层干部跨省（区）调配，跨省（区）组织实施金融监管，隔绝人情网、关系网对金融监管的干扰，克服了地方保护主义的弊端。

总体而言，改革力图实现人民银行分支机构从地方利益代言人向国家金融监管部门派出机构的根

本性转变，提高金融监管的独立性和公正性。

2、改革思路实施

第一，1993年11月，党的十四届三中全会决定：“按照货币在全国范围流通和需要集中统一调节的要求，中国人民银行的分支机构作为总行的派出机构，应积极创造条件跨行政区设置。”

第二，1993年12月，《国务院关于金融体制改革的决定》（国发[1993]91号）指出：“人民银行的分支机构作为总行的派出机构，应积极创造条件跨省（区）设置”。

第三，1995年颁布的《中华人民共和国中国人民银行法》以法律形式规定：“中国人民银行在国务院领导下依法独立执行货币政策，履行职责，开展业务，不受地方政府、各级政府部门、社会团体和个人的干涉。”及“中国人民银行根据履行职责的需要设立分支机构”。

第四，1997年11月的全国金融工作会议，把人民银行机构改革列为金融体制改革的重要任务。中共中央《关于深化金融改革，整顿金融秩序，防范金融风险的通知》（中发[1997]19号）决定：“为了有效实施货币政策，切实加强对金融业的监督管理，要尽快改变中国人民银行分支机构按行政区划设置的状况，有计划、有步骤地撤销中国人民银行省级分行，在全国设置若干跨省、自治区、直辖市的一级分行，重点加强对辖区内金融业监督管理。”

第五，1998年10月，中国人民银行管理体制从按行政区划设置分支机构（即省级分行体制）转变为按经济区域设置中央银行分支机构。

第六，1998年10月，国务院以国发[1998]33号文批转了人民银行省级机构改革实施方案。根据“先建后撤”的原则，人民银行9家跨省（区）分行于1998年底全部设立，同时撤销了31家省级分行，精减了地（市）以下分支机构148个、人员6118名。1999年1月1日，新设9家分行正式对外履行职能。

第七，设立金融监管办事处。为了协助分行独立、公正、有效地实施金融监管，在不设分行的省、自治区、直辖市人民政府所在地城市（以下简称：省会城市），设立金融监管办事处（副局级），每个金融监管办事处的编制为30—35人。金融监管办事处是分行的派出机构（以城市地名命名为“中国人民银行××分行××金融监管办事处”），其人事、财务和业务受分行领导。其主要职责是：根据分行的授权，对所在省、自治区、直辖市的金融机构实施现场检查；查处分行交办的金融违法、违规案件；进行纪检监察专项调查；代表分行及时处罚违法、违规的金融机构和有关责任人。

2 1998年中共中央金融工作委员会成立：党管金融原则与中央负责金融监管体制的确立

2.1 背景

自1984年至1997年，除货币政策独立性受地方行政干预问题外，金融机构运行独立性亦受地方党政在组织、干部、人事等领域的严重干预，致使金融风险频发。主要体现为以下三类金融机构：

一是城市合作银行。1995年，国务院发布《关于组建城市合作银行的通知》，第二条“关于加强城市合作银行的组织领导”明确规定：“各市要在市政府的统一领导下，成立城市合作银行筹备小组，负责城市合作银行的组建工作。筹备领导小组组长由分管金融的副市长担任，中国人民银行市分行行长任副组长”。这一制度确认了城市合作银行的人财物由地方政府直接管理的基本格局。此后，城市合作银行（1997年统一改名为城市商业银行）成为地方政府选派干部、指令贷款的主要平台；至1997—1998年，郑州、汕头、威海等地商业银行发生挤兑，1999年，全国90家城市商业银行所有者权益248亿元，亏损行39家，年度亏损额26.13亿元。

二是城乡信用社。城乡信用社党政系统在1997年之前一直归属于地方政府。一方面，城市商业银行是在城市信用社基础上改制而来，但仍存在相当数量城市信用社因地方党政干预而经营不善，在1995—1999年间并未并入城市商业银行。1998年10月，国务院办公厅转发中国人民银行《整顿城市信用合作社工作方案》；至2007年，最后251家城市依法行政关闭的城市信用社得到有效处置，完成全行业市场退出。另一方面，农村信用社是县级政府的钱袋子。至2002年底，全国农村信用社共31000家法人，全行业资不抵债，理念亏损额3300亿元，除上海市联社外，31各省市农信系统无一家盈利。

三是信托投资公司。1979年起,随着财政分成制度实施,地方迅速发展信托投资公司,至1986年全国共有此类机构745家,经历三次整顿至1995年仍有法人机构392家。以1998年广国投事件为例,该机构总资产214.71亿元,负债361.65亿元,资不抵债146.9亿元,成为继中国农村信托投资公司、中国新技术创业投资公司后第三家被关闭的信托机构。

2.2 从党管金融、中央管金融干部到中央负责金融监管

经中共中央批准,中共中央金融工作委员会于1998年6月22日成立,时任中共中央政治局委员、书记处书记、国务院副总理温家宝同志担任中央金融工委书记。在中央金融工委框架下,中央纪委也设立了金融工委,同时成立了大型金融机构监事会。金融工委在金融监管层面上最核心的职能有三:一是协助中央组织部做好金融系统中央管理干部的管理工作;二是监督金融系统各级领导班子和领导干部贯彻中央政策;三是协调各金融机构党委之间以及各金融机构党委与地方党委的关系。

这一机制设计确立了中国金融监管和治理的新模式。

一是纵向管理。各主要金融机构党务、组织和人事任免纵向统一,特别是党管金融以中央管金融干部为平台,则金融机构经营主要地不再受地方政府干预。

二是法人治理趋于复杂。金融工委、监事会、出资人(财政部)、监管部门(当时是人民银行、证监会、保监会)从不同角度参与金融机构监管。

三是金融监管事权统一到中央。金融工委的成立和运行,初步奠定了对银行、证券、保险的全面组织管理,金融监管事权归口中央。

3 1998-2003年金融监管体制改革:“一行三会”分业监管体制的确立

“一行三会”体制的最终确立经历了五年时间,其中最主要的理论主线在于:第一,分业经营与分业监管在当时是大势所趋,故银行、证券、保险监管应该适当分离,关于这一问题的分歧较少,基本上具有一致性认识;第二,中央银行是否应该保留对银行的监管权;如果分离,那么分离方式如何,关于这一问题的分歧意见较多。

3.1 1998年分业监管体制的初步确立

1998年,人民银行将证券机构与市场监管职责移交中国证监会,中国保监会亦相应成立,标志着中国分业监管格局的真正起点。此时,人民银行仍保留银行业监管职能。在证券、保险与银行监管实施分离的理论准备上是相应具有共识的——既然分业经营是大趋势,则分业管理是顺势而为的体制设计。

早在1993年12月,《国务院关于金融体制改革的决定》(国发[1993]91号)针对当时综合经营所引致的金融秩序问题指出:“对保险业、证券业、信托业和银行业实行分业经营”,自此,分业监管体制设计应运而生。

1992年10月国务院决定成立国务院证券委员会(简称证券委)和证券监督管理委员会(简称证监会)。根据证券市场发展的实际情况,国务院对证监会和人民银行在证券经营机构监管方面的职责进行了明确分工,形成了由人民银行和证监会共同对证券市场实施监管的体制——其中,人民银行主要管机构准入、业务审批、现场和非现场检查;证监会主要管证券期货市场运行。

根据1997年11月,中共中央《关于深化金融改革,整顿金融秩序,防范金融风险的通知》(中发[1997]19号)提出建立和健全“集中统一”的证券市场监管体制的要求;人民银行于1998年6月将其对证券市场和机构的监管职责全部移交证监会,真正形成了银行与证券的分业监管。1998年11月中国保险监督委员会的成立,保险监管从人民银行独立出来。

3.2 2003年银行业监管从人民银行的分离

从1998年对人民银行管理体制进行改革后,围绕中央银行管理体制和银行监督管理体制改革的研究和讨论一直没有停止过。2001年初,国务院决定在2001年底或2002年初召开全国金融工作会议。围绕中央银行管理体制和银行监管体制改革的研究,前后分为两个阶段。第一阶段是2002年全国金融工作会议前,对金融监管体制改革方向的研究阶段。第二阶段是2002年全国金融工作会议后,对金融监管体制改革实施方案的研究阶段。2002年2月,全国金融工作会议在北京召开。

由于会前对是否进行金融监管体制改革意见不一,因此,未将金融监管体制改革作为会议的主要内容。会后,根据《中共中央、国务院关于进一步加强金融监管,深化金融企业改革,促进金融业健康发展的若干意见》(中发[2002]5号)和中央领导同志的讲话精神,为进一步加强金融监管,防范金融风险,保持金融稳定,按照温家宝副总理的要求,由人民银行牵头成立加强金融监管专题小组,继续对金融监管体制改革进行研究。主要作如下判断:一是对国外监管模式进行比较,并研究国外监管理论和监管模式的新发展;二是对我国银行监管体制进行综合评价,全面总结1995年以来中国金融监管工作,深入分析存在的问题;三是研究我国银行监管体制的改革模式,根据“管监分离,法人监管,审慎监管”的原则,比较三种改革模式:基本维持现行体制,适当调整机构职能模式、设立国家银行监督管理局(外管局模式)、成立银行业监督管理委员会(证监会模式);四是研究如何加强已有的人民银行、证监会、保监会三个监管部门的协调。

1、争论的核心:货币政策与金融监管是否可以有效分离 两派意见具有代表性。

一种观点认为,货币政策与金融监管是有机整体,两者不能完全分开,甚至唇齿相依。具体而言:有效的金融监管是货币政策顺利实施的重要基础和保障。在一定条件下,货币政策工具的灵活运用也可以化解金融风险特别是局部金融风险。理由如下:第一,商业银行作为存款机构与证券公司、保险公司性质不同,是传导货币政策的主要渠道。商业银行体系流动性不足时需要中央银行支持。中央银行与商业银行有天然的密切联系。由中央银行监管商业银行成本低、效率高,反应快,更加适宜。第二,金融稳定对一国宏观经济的稳定日益重要,当前,许多国家已将金融稳定作为中央银行货币政策目标之一,这与银行监管目标一致。第三,中央银行通过对银行业的现场和非现场检查获得的信息是货币政策决策的重要依据之一。第四,中央银行利率政策、存款准备金政策、再贷款政策直接影响商业银行收益和稳定性。因此,监管需要货币政策的配合。第五,为了促进我国的经济增长和结构调整,中央银行不仅要实行控制总量的货币政策,而且还要间接调控商业银行的贷款投向结构,即信贷政策或称“窗口指导”,这种指导需要银行监管的权威支撑。第六,商业银行都在中央银行开设清算帐户,由此形成的支付系统是保证国民经济正常运转的必要条件。商业银行在中央银行帐户中的资金往来是重要的监管信息。反假币、反洗钱、现金出入境等管理职能,尽管不属于银行风险监管的内容,但对规范商业银行行为有重要影响。第七,据对123个国家的统计,中央银行负责银行监管的国家达72%,几乎所有发展中国家都由中央银行负责银行监管。

另一种观点则赞同货币政策与银行监管分离。如原国务院体改办认为:设立银监会有利于从根本上防止中央银行以再贷款来解决支付危机所引发监管的道德风险;有利于中央银行更加独立地制定和执行货币政策;有利于提高监管的权威性和独立性,监管责任划分更加明确;有利于建立有效的银行监管激励约束机制,增强监管者素质,提高监管的专业化水平。财政部认为:成立银监会有助于加强银行监管,保证银行监管的独立性和权威性,提高监管效率,有利于消除银行监管政策对中央银行货币政策的影响;银行监管职能从人民银行转出后,用人民银行再贷款全额赔付关闭金融机构个人债务的现状将会改变,有必要成立存款保险机构。

3.2 分离操作的争论核心:如何实施银行监管从中央银行分离

模式一:“分而不出”。

该模式是在人民银行内部形成一个垂直的金融监管体系。其优点是:能够加强人民银行总行及分支机构对银行监管的领导力量;总行成立银行监管领导小组和按省设立银行监管局等措施,使监管责任更加明确,有利于进一步落实监管责任制;货币政策与银行监管在人民银行内部即可协调,便于人民银行统一处理货币政策与银行监管之间的关系;机构和人员变动最小,震动最小,有利于人民银行职工队伍的稳定。该方案的缺点是:货币政策、金融监管和金融服务三大职能仍在一起,责任不明确,可能会分散金融监管的精力,不利于监管专业水平迅速提高;机构庞大,人员过多,仍实行公务员体制,工资制度改革难度较大,不利于吸引优秀专业人才。

模式二:设立银行监管局(外管局模式)

该模式的最大特点是在人民银行内部把货币政策（金融服务）职能与金融监管职能彻底分开，同时，又委托人民银行对银监局实行管理。总局局长为人民银行党委委员，总局、分局一级人、财、物独立于人民银行，但地市一级为一个机构三块牌子（人民银行中心支行、外汇局支局、银监局支局），是一个分而不离的方案。

银监局方案的利弊是：银监局局长由人民银行副行长、党委副书记兼任，金融监管的决策者与货币政策的决策者可以很好地沟通，有利于金融监管和货币政策的协调；此外，由于组建过程比较简单，成本相对较小，组建过程较为平稳，对职工、监管对象和社会产生的震动较小。但是，由于人民银行党委要负责货币政策、金融监管和金融服务三个职责，精力不够集中，职责很难分清；在财务、人事、工资制度方面，由于仍沿用公务员制度，会出现同是监管部门（证监会、保监会、银监局），却执行不同的财务、人事、工资制度，影响吸引人才与监管队伍稳定。

模式三：成立银行业监督管理委员会（证监会模式）

该模式与银行监管局的区别在于银行监管局归人民银行管理，而银监会则独立于人民银行。成立银监会的优点：一是由银监会专门独立负责银行业监管，有利于集中力量加强银行监管，也有利于中央银行更加集中精力地、独立地制定和执行货币政策，做好金融服务工作；二是有利于提高监管专业水平，同时银监会作为事业单位不再受公务员限制，可以实行适应现代金融监管形势的人事、工资、财务制度，有利于建立有效的激励约束机制。三是金融监管和货币政策由两个相互独立的部门负责，可以使二者相互制约。缺点是货币政策与金融监管分开，在中国金融业市场化程度不高的情况下不利于中央银行更好地执行货币政策。由于我国货币政策工具中的存款准备金、再贴现、再贷款、信贷政策或窗口指导都需要有监管的支持和配合，金融监管对货币政策的影响较西方发达国家更大，因此二者分开可能会影响货币政策的有效性，也会加大货币政策与金融监管的协调难度。

3.4 “一行三会”金融监管体制的最终确立

根据党的十六届二中全会审议通过的《关于深化行政管理体制和机构改革的意见》和全国人民代表大会于2003年3月审议通过的《国务院机构改革方案》，对银行、资产管理公司、信托投资公司及其他存款类金融机构的市场准入及运行监督管理职能，由人民银行移交给中国银监会。2003年4月25日，中国银监会成立，“一行三会”金融监管格局全面成型。

4 2003-2014 金融运行：金融形势演变对金融监管体制的挑战

自2003年我国最终确立“一行三会”金融监管体系以来，金融业整体运行的安全性、效益性和流动性水平显著提升，成效显著。但也应该看到，以《中国人民银行法》为核心，《商业银行法》、《保险法》、《证券法》、《信托法》等法律为基础的金融监管法律体系和“一行三会”的监管机构设置体现出较为典型的机构型监管模式特征，强调对市场上所有金融机构按行业性质进行划分，每个机构只对应一个监管主体。这种监管模式在金融机构形态简单、业务界限分明的情况下是有效的，总体上可以维护金融行业平稳运行并降低监管成本，但随着金融服务一体化程度的加深，严格的分业监管体系已经不适应2008年以来金融综合化经营的发展趋势。

4.1 金融业态演变

一是影子银行标志着大资管时代来临。我国以银行为主导、非银机构（证券、信托、基金、融资租赁等子行业）为中间层的金融业务合作发展迅猛。以资产管理业务为视角，在近年金融脱媒加速的情况下，商业银行仍占据着相当强势的地位——截至2013年9月，国内全部非银金融基金的总资产和总负债仅占到银行业的29%。由商业银行信贷资产出表冲动下一手扶持起来的影子银行并没有充分突破传统银行体系的禁锢，但由于银行在两者的构成中占据核心地位，而导致了社会投融资体系的不断同质化（客户、资金来源与资产投向，参见附图1、银行主导下的资管体系）。

二是监管竞争。一方面，监管者相互放松其他金融机构进入本市场。如证监会已允许保险业进入股票市场进行直接投资，并由保监会制定并调整保险资金的入市比例；央行和银监会允许符合条件的券商与基金公司进入同业拆借市场进行短期资金融通，自律监管机构的银行间交易商协会向券商开放主承销通道；证监会允许商业银行发行QDII产品代客从事海外股票投资等（参见附图2、主要金融

业态业务融合)。另一方面,监管者允许本部门监管对象从事跨界业务。2012年中国证监会在券商创新大会上下发了《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》,券商进入资管领域限制放宽;保监会、银监会在此之后也对应推出新规(参见附图3、监管导致综合经营)。

三是集团综合和金融控股成为潮流。银监会于2007年发布《非银行金融机构行政许可事项实施办法》,依照《商业银行法》第三条第十四项规定“商业银行可以经营经国务院银行业监督管理机构批准的其他业务”对该法混业经营的限制条款进行突破,即“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务,不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”。同年,银监会正式批准交银国信成立,为银行以出资人的身份控股或全资控制非银金融机构予以放行,通过设立子公司介入信托、融资租赁等广泛金融市场则进一步深化了国内金融混业的层次。不仅商业银行,其他金融业态混业经营的动力也逐步增强,2013年成为国内金融主要行业实质性突破的一年,较为典型的案例如方正证券斥资28.55亿元控股东亚信托、海通证券出资7.15亿美元收购大型独立融资租赁公司恒信金融集团100%股权以及国寿安保基金管理公司成为首家由险资发起设立并控股的基金公司等。

四是互联网金融突破分业经营底线。从互联网金融业的潜在影响来看,阿里巴巴、百度、腾讯等大型互联网企业依托自有电子商务(B2B&B2C)平台,通过电子(第三方)支付系统与各类金融商品供销相联接,从最初单纯的消费支付业务向转账汇款、跨境结算、小额信贷、现金管理、资产管理、供应链金融、基金和保险代销、信用卡还款等传统银行业务领域渗透,这些具体从事金融业务的实体企业已体现出强烈的金融中介化特征,并在集团层面上同时具备间接金融与直接金融的媒介功能——互联网金融事实已越过分业经营的制度框架(参见附图4、互联网跨界金融的多头监管特征)。

五是地方类金融组织处于监管真空地带。由于省级政府缺乏金融监管权限,当前的8000多家小额贷款公司、融资性和非融资性担保公司、具有投融资功能的投资咨询公司中的相当比例处于非法集资和高风险经营状态。浙江、广东、四川的类金融组织负责人“跑路”事件均危及省域金融稳定。

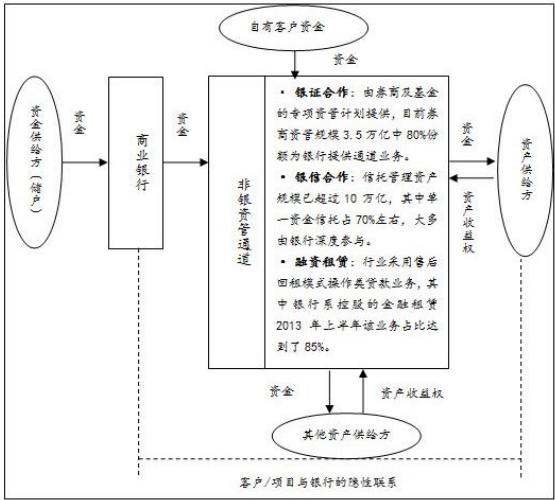
4.2 金融监管体系面临的挑战

一是法律法规有待与时俱进。一方面,分业金融的跨界业务发展与金融控股集团的加速形成,事实突破了现有法律所确定的分业监管边界,金融商品消费者权益保护、混业业务监管准则、金融机构的市场退出等方面法律仍是空白,监管主体对金融风险的判断标准不统一,实施有效监管的难度正在加大。另一方面,由于金融法律修订周期普遍较长,各监管部门在碰到问题时只能从自身的角度应急制定部门规章进行“碎片化管理”。

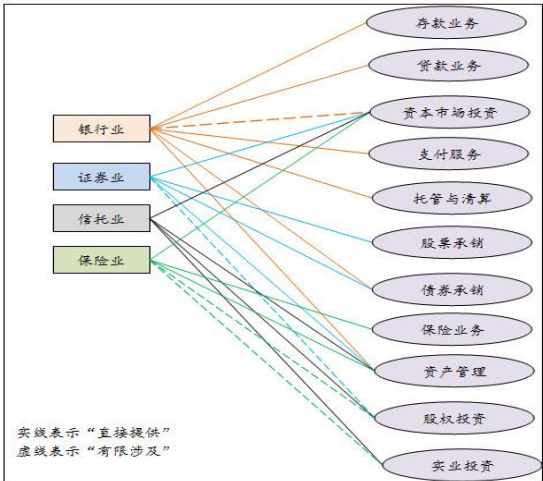
二是部门协调有待与时俱进。“一行三会”监管理念、监管目的、监管方式和监管执行均存在差异,在分业监管框架不做重大调整的前提下,部门间的监管协调机制尤为重要。为改善平级部门的监管有效性,我国已经建立金融监管联席会议制度,并先后进行了三次调整。2013年,国务院建立金融监管协调部际联席会议,但主旨仍是“重点围绕金融监管开展工作,不改变现行金融监管体制,不替代、不削弱有关部门现行职责分工,不替代国务院决策,重大事项按程序报国务院”,该制度没有对各监管部门分工进行重新划分,也不能在协商的基础上制定政策和做出决策,对于当前混业金融发展过程中或有系统性风险的监测和调控作用有限。

三是市场监管有待与时俱进。部门利益过度渗透于市场监管,抑制了市场发育。第一,我国债券市场目前分割为银行间市场和交易所市场,两者在登记、托管和结算上基本独立,发展步调不一;而债券品种上,公司信用债中企业债、公司债和非金融企业债务融资工具的发行则分别由发改委、证监会和银行间市场交易协会监管,缺乏统一的规范。第二,融资租赁市场被割裂为金融租赁、内资租赁和外资租赁,分别由银监会、商务部流通司和外资司进行监管,市场准入门槛与经营范围限制条件不一,监管最为宽松的外资租赁业存在大量“假外资”公司从境外套取低成本资金用于国内类贷款业务,对金融秩序形成了干扰。第三,场外交易所市场被割裂为中央和地方。国务院于2011年下发《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(国发38号文),要求各省级人民政府以属地管理为原则,对本地区各类交易场所进行集中清理整顿,并建立以证监会牵头,有关部门参加的“清理整

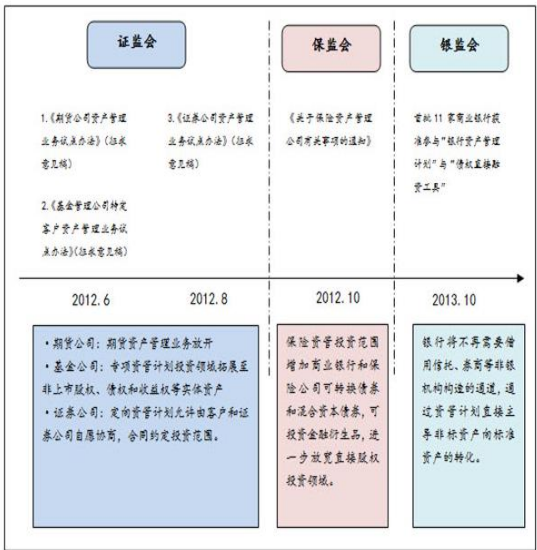
附图1、银行主导下的资管体系



附图2、主要金融业态业务融合



附图3、监管导致的综合经营



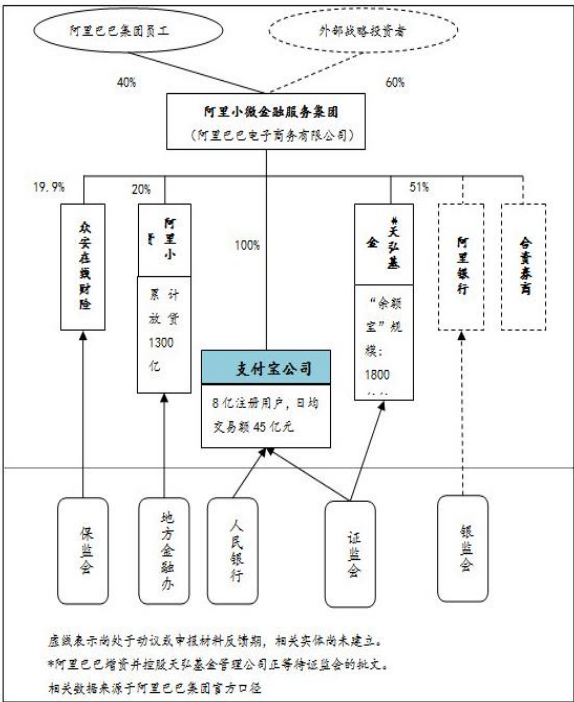
顿各类交易场所部际联席会议”制度，统筹协调有关部门和省级人民政府清理整顿违法证券期货交易工作，但由于证监会在没有获得足够授权的情况下难以对地方交易所实施集中统一监管，整顿的结果并不尽如人意。在各地政府与证监会组成的多边监管体系下，对各类交易所部分已经具有类证券和类期货性质的产品监管存在缺失。

四是货币政策有效性面临挑战。在综合化经营、影子银行和新金融业态不断发育背景下，货币政策数量型和价格型工具同时面临效能下降的压力。一方面，影子银行和表外业务导致合意贷款规模管理针对非信贷融资显得无的放矢；另一方面，理财产品的定价方式往往离基准利率差距甚远。缺乏监管手段配合的货币政策无论在货币总量调控和融资结构优化执行效率明显偏低。

5 2009–2013年全球金融监管体制改革确立的新型监管理念

2008 年全球金融危机爆发以来，主要发达经济体先后实施了金融监管体制改革。在欧洲，2009 年

附图4、互联网跨界金融的多头监管特征



6 月，欧盟理事会通过了《欧盟金融监管体系改革》报告，提出成立欧盟系统风险委员会（ESRB）和欧洲金融监管系统（ESFS），分别负责欧盟的宏观和微观审慎监管。英国根据《2012 年金融服务法案》正式撤销了金融服务局，将只有 16 年历史的 FSA 原先所履行的职能移交给英格兰银行下辖

的三家机构——金融政策委员会（FPC）、审慎监管局（PRA）和金融行为监管局（FCA）。2010 年 7 月 21 日，美国总统奥巴马签署了《多德—弗兰克华尔街改革和金融消费者保护法案》，并成立了金融稳定监督委员会（FSOC）。三大经济体监管改革的共同思路如下：

一是都新设监管机构并协调职能。

二是都提高了金融机构的宏观审慎监管标准。包括基于风险的资本和杠杆要求、流动性要求、压力测试、单一对手方信贷限额和早期修复要求。

三是都加强了金融消费者保护。

四是建立了有序清算安排。如要求大型银行提交生前遗嘱（living will）

五是都加强了对衍生品市场和影子银行监管。

“一带一路”投资潜在风险及应对措施

来源：FT 中文网（2016-03-10）

作者：霍建国（原中国商务部国际贸易经济合作研究院院长，研究员，博士生导师）

2016 年 3 月 4 日，由中国与全球化智库（CCG）和达信（MARSH）联合举办的“2016 海外投资风险与机遇研讨会”在北京举行，并发布了 2016 年全球风险报告。原中国商务部国际贸易经济合作研究院院长霍建国，做了题为《“一带一路”投资潜在风险及应对措施》的主旨演讲。他回顾了“一带一路”倡议提出以来取得的成就，指出目前存在的潜在问题及矛盾主要有五个方面，并提出六项对策。

当前形势下，大家对近期和中长期风险把握的不确定性因素非常多。我重点结合“一带一路”谈一下目前的困难和风险。

1 “一带一路”成就回顾

我们首先回顾一下“一带一路”的整个过程，现在有几个方面的成果比较突出。

一是高层互访频繁，取得众多共识。观察过去两年，中国国家主席习近平、总理李克强先后出访了 14 个国家和 18 个国家，这个数字都是公开的。而且在中国外交部主导下，中国同 30 多个国家签署了“一带一路”的表态协议，目前表态支持的有上百个国家。有人在追问“一带一路”到底是多少个国家，64 个还是 65 个，这并不重要，正规的表态是开放的，谁愿意进就进了。

二是基础设施投资签约进展顺利。原来设定的六大走廊，除了孟中缅印进展慢一些，因为那个通道是等着东南亚通道通了以后自然就拐过去了，其他五个通道的推进比较乐观。其中包括中俄 2014 年油气管道，已经开始启动工作了，中缅的一个油气管道去年也开通了，中俄现在正在洽商西线的一个油气管道，但因为价格问题比较复杂一些。国家电网公司同周边至少签署了 10 个输电协议，特别是从俄罗斯、蒙古、印尼等地进来的都已经签了。铁路方面比较突出的，大家知道最早的欧亚大陆桥是一直到连云港的，现在连云港和哈萨克斯坦重新签署的一个对接的物流中心也已经建成。现在这条线可能是韩国、日本的有些货也从这里发往欧洲，当然这条线打不过北线俄罗斯西伯利亚的欧亚大陆桥，因为他们那边的价钱比较低，我们这方面费用等问题正在讨论。

大家听到比较多的像肯尼亚的蒙巴萨内罗毕铁路也在洽商。匈塞铁路，雅万，就是雅加达到万隆的铁路现在还有点扯皮，包括越南中国进去的这条线也在推动。印尼有一个庞大的海上岛屿连接的高速公路，包括泰国公路。这些铁路外界报道的都比较多，轰轰烈烈的中国又签约了或者又建了哪个铁路，但实际上很多在接洽、商谈过程中，没有最终签字。比如雅万铁路，说是动工但后来又说没有开工证，很麻烦。总体来看，项目推进量还是比较大的，涉及的金额加起来也有几千亿。

三是境外产业园区建设。商务部公布的涉及到“一带一路”的一共77个园区，涉及到“一带”国家35个，“一路”国家42个。最早有商务部推动的境外加工合作园区，埃及的是很早就启动了，包括柬埔寨的西哈努克港的项目很多都是很早启动的，中蒙是刚启动的，中巴的是早就启动了。中巴的是海尔在撑着，西哈努克港的是红豆集团在撑着，埃及的是天津一个企业在撑着，包括迪拜这块也是比较活跃的。现在进展不是很均匀，有的可能已经出来效益了，有的还在磨合，难度比较大，需要企业审慎把握进入和发展的过程。

四是融资平台建设发展迅速。亚投行和丝路基金都已经正式启动，但下一步的发展，恐怕亚投行的融资能力、发行信贷能力和债券能力决定了发展的速度。如果没有能力，靠现在这点钱干不了什么事，应当立稳了以后通过发行债券和扩大融资规模、国际银团合作来发挥作用。

2 目前存在的潜在问题及矛盾

过去大家在探讨过程中都说的是好消息，因为这作为一个倡议和刚刚起步的项目，谈到风险比较多就有点淡化它了，所以要撑下去。但现在我觉得整个面子上的工程进展差不多了，宣传和大家呼应的程度差不多了，项目也在具体推，但现在潜在的风险至少是上升的，而且将来的困难也会不少。所以，这些东西我觉得作为外界看问题不大，关键是身陷其中的很多承担项目的企业，特别是大型国有企业集团要审慎把握这些风险。

一是国际经济形势变化带来了新的不利因素。刚才讲到了国际形势，也是现在影响现在人们预期心理的重要因素。我觉得美国形势变化是一条主线，如果大家要研究世界经济和把握全球风险还是要重点关注美国。美国经济的变化情况现在指标也不是很稳定，但总体还是向好的，刚报出来的四季度调整后是1%的增长，三季度是2%，二季度是3.9%，一季度是0.7还是0.6%，合起来大数可以算2%。有些微妙的指标由于石油价格跌破30美元以后，美国一些页岩油的生产面临一些问题，而且企业债也很严重，美国去杠杆的过程走得比较顺，但美联储在驾驭汇率和引导金融市场上，最典型的要让大家观察美元指数。美元指数上到100的时候，当然这次也突破100了，过了100.03，但很快要回调到94、93，上次石油跌到25的时候，它那个就下来了。年初大家对它的看法就有不确定，下到94点多，现在又回到98点多，这是它的一个循环周期，而且这个周期恐怕在未来一年内至少还要走一轮。因为回头看的话，我们记得在金融危机以后，当时我就分析美元操纵最娴熟、玩得最到位，它当时是从84、85回落到72、73，它在10个指标点位间来回波动，在驾驭这个过程中摆脱了很多问题，包括去杠杆、减少债务、通过资产市场运作缓解了它很大的压力，因为现在美联储压力也是很大的，包括美国国债资产的很多压力集中在它那儿，包括企业债风险压力也很大。所以，我觉得美国经济、美联储政策变化和美元的变化大家多关注一下，可能对把握全球经济风险能够看得更清楚一些。有时候看不懂石油和黄金，但看准了美国，那些也会有一个更加确定的判断。

二是项目选择和施工安排存在多重困难。中国企业走出去进展很顺利，去年1200亿投资，增长14%点多，还是很高的。放眼世界，去年全球FDI流量也比较大，接近增长30%多，这个量也不小。而且全球整个兼并收购增长达到30%多，大幅度上升，中国在这里面也是一个积极的扮演者，通过美欧的兼并收购做的动作也是比较大的。万达的项目就有七八个，所以量还是走得比较快。但现在的国际资本市场发生了微妙的变化，过去国际融资贷款成本比较低，现在虽然没有上去，但也开始往上浮了。如果美元加息，它自然就会上去，上去以后企业债的偿还压力就会比较大。去年资本外流有一块是企业提前还款的一些支出，这也是正常的，它能把握机会提前还款是好事，所以这是一个风险。

从“一带一路”重大项目看，我个人觉得项目排得不少，现在要特别慎重，现在还有一个问题，包括日本，整个基础设施建设如果在中亚推的话难度很大。大家知道当地的地形、地貌不利于高铁和公路，比较困难，成本比较高。中亚相对经济困难，它的配合程度和配套能力比较弱，所以我估计那边本身难度比较大。比较容易的是东南亚，相对的地理环境和气候条件比较好，所以相对而言中越、中老、泰国、雅万铁路进展比较顺利。但现在碰到了一个搅局者——日本，日本派了一千亿美元作为海外援助贷款，其实也是支持企业参与竞标，降低企业经营成本，这对我们的干扰比较大，而且有点不惜血本的感觉。所以在几个项目上，目前我们虽然都是胜出，但是估计成本肯定是要上升的，因为不

降低价格就拿不下来。而且现在有一个很不好的现象，有些合作方在泰国建，泰国趁机敲你，你还得降，要不然没法签，我们为了抢项目有可能会付出更多。更低的报价对企业就是更高的成本，所以，这个难度在上升。这个还好克服，但企业要稍微注意一下前期竞争的铺垫，如果（当地政府）确实要干你就上。如果他都心怀不稳定，就像墨西哥的项目他们都可干可不干，新政府上来要推，后来一看自己搞了两年都没有定下来，第三年再搞上去也要换届，所以他们就没有兴趣了，这些风险也是要把握的。

三是资金缺口仍然较大，需有关国家共同投入。我们不掌握具体的资金缺口，但从亚投行和丝路基金这些钱来看，肯定无法覆盖现在说到的这么多项目。将来需要两个突破，一是项目在哪个国家，哪个国家就要有配套，配套资金、配套政策、提供拆迁、土地的这些，所以一定要取得它的配合。另外将来要在国际金融市场中融资。

四是国际金融市场融资困难，避险情绪上升。融资难度上升，资本波动太快，资本市场的流动和波动、操纵、高频、高额这些东西瞬间变化就很快，所以没有一点金融风险驾驭能力，没有一点操作能力，在这里很容易被人玩掉，至少是亏损的。所以这块对企业来说，不碰是不行的，躲不开，但是要碰，至少要了解很多技术性的变化和波动，这块也是风险比较大的。现在的避险情绪比较重，大家都摸不清楚，石油又回到 35 了，会不会跌回 30 呢？谁也说不准。黄金又突破 1230，是向上还是向下，不确定性太重。不确定的情况下，在信息、各种小道消息的传播下很容易就追过去了。就像我们开车，大家都不知道，他说可能在右边，你就往右边走了，这种不确定的时候很明显，所以怎样提高我们的驾驭能力很关键。

五是地缘政治矛盾日趋复杂，大国竞争激烈。地缘政治现在确实各地都不太安宁，大国竞争、地缘冲突在上升。

3 对策措施

一是不断扩大金融支持的力度。“一带一路”我们要往前走，而且要铺垫好，现在就要继续扩大对“一带一路”金融方面的支持，当然这取决于整个国内经济发展实力。

二是加快普及人民币在沿线国家的使用。现在 30 多个国家签署了互换人民币的协定，但沿线国家没有全覆盖，可以加大一些力度。

三是充分发挥好亚投行及丝路基金的作用。亚投行和丝路基金如何顺利起步，做两个成功的示范项目增强大家的信任，进一步扩大融资，学会和国际大财团和机构的合作。因为国际新的融资太普遍，一个单子肯定是几家合伙做的，分担风险，保险也是一种最普遍的做法。

四是继续探讨国际多渠道融资的可能性。探讨多渠道融资，和国际大金融机构合作。在风险高发期，合作的难度其实是上升的。

五是调动发挥保险公司参与的积极作用。国内也在探讨保险公司怎样介入“一带一路”，不要做常规的保险，要发现一些新的险种，怎样为企业保驾护航。你去投入和签约，最后项目几年完成，中间遇到什么风险，能不能做一些单项担保等等，收一些保费，保险公司也合适，企业也合适，这还是有必要推一下的，现在正在推这些事。

六是稳健地推动重大项目，加大产业园区的投入力度。我个人的观点，本来在“一带一路”建设过程中应该是贸易投资在先，中间遇到什么问题逢山开路、遇水架桥、缺路修路、缺电厂配套电厂，这样就比较顺。现在我们重大项目和基础设施在先，变成投入在先，这样的难度在全球经济稳定发展快速增长的时候比较顺，现在的压力显然比较大。我不是说放弃，但要把控风险，把控重大项目的风险，适当加大投入产业合作力度，缓解目前的压力，要不然推进中万一有一两个项目受阻遇到困难，将会造成很大的压力，不利于推进。

（原注：本文根据由中国与全球化智库（CCG）和达信（MARSH）联合举办的“2016 海外投资风险与机遇研讨会”速记整理，未经本人审阅）

新闻快讯

焦点：中国外汇储备能支撑多久？

来源：路透中文网（2016-02-24）

作者：Jason Lee

路透北京 2 月 24 日 - 中国仍然坐拥全球最庞大的外汇储备，但下降速度之快令人猜测，中国政府可能很快就不得不允许人民币大幅贬值，或者逆转市场自由化进程并加强资本管控。

1 月份中国外汇储备减少 995 亿美元，降至 3.23 万亿(兆)美元。去年 12 月创下纪录最大降幅。2014 年年中以来的累计降幅 7,620 亿美元，超过了瑞士的国内生产总值(GDP)。

但中国外汇储备规模依然巨大，中国人民银行称其绰绰有余。但它没有说明外汇储备最低可以降至什么水平，也没有回复置评请求。

中国人民银行行长周小川一周前接受《财新周刊》采访时表示，资本外流的很大一部分是中国企业因美元升值而偿还美元债务，这种调整会很快见底的；还有一部分是用于对海外投资，这是好事。

多数分析师都同意，中国距离绝境还远得很。但有些分析师认为，中国在数月内就得踩刹车，等不了数年。

面对海外投资者的投机性抛售及国内资本外流局面，中国央行采取措施努力保持人民币稳定，中国外汇储备因此加速减少。鉴于当前中国经济增长速度为 25 年最低，加上去年 8 月份及今年 1 月初中国央行作出引导人民币下跌的决定，要保持人民币稳定越发显得艰难。

虽然中国外汇储备规模庞大，但像中国这种规模的经济体需要这样庞大的外储来满足进口和外债需求，储备流动资产减少会无法及时满足以上需求。

中国外汇储备的构成虽属国家机密，但官员称其所持有的其他货币以美元计算的价值下跌，是其外汇储备规模下降的原因之一。但世界各国经济学家和外汇专家还是想知道，中国的外汇储备究竟要降到多低，才会迫使当局在实施新一轮资本控制措施、抑或放弃为维护人民币而进行美元抛售之间做出抉择。

法国兴业银行称，国际货币基金组织(IMF)对中国最保守水平的建议为 2.8 万亿美元，如果中国的外汇储备按照当前这个速度继续下降，那么这一底限也为期不远。

“如果未来几个月发生这种情形，”法国兴业银行称，“有可能会出现一波投机性抛售，迫使中国央行不得不认输，进而允许市场来决定人民币汇价。”

一位 20 国集团(G20)央行高官则乐观得多。“无论我提出什么数字，都远低于 2.8 万亿美元，”他表示，并称在协力稳定汇率的情况下，年底时外汇储备可能还会减少万亿。

汇丰分析师认为，从理论上来说，2 万亿美元应该足够，但怀疑中国当局是否会甘冒让外储持续减少而令投资者将更多资金转往海外的风险。

Brown Brothers Harriman 旗下全球新兴市场外汇策略主管 Win Thin 称，中国外储能够覆盖 17 个月的进口所需，而且短期外债规模仅相当于外储的 25%，与外界认为的三个月和 55%的新兴市场安全水准相比，情况要好得多。“我要说，从我们使用的任何一个新兴市场标准来看，中国的外储水平都够多了。”

中国国内的分析师均认为，短期内决策者不会面临危机。“我们有 3.3 万亿美元的外储。我们要担心什么？”总部位于北京的一家智库的分析师称，“我们有 1.5 万亿美元的海外净资产，贸易顺差也仍有 6,000 亿美元左右。”即便在 2025 年之前降至 2 万亿美元，他称，“我们仍认为是安全无虞。”

另一位政府智库的经济学家认为底线在 1.62 万亿美元。“他们对储备减少有些担忧，但现在恐慌还为时尚早，”他说道，尽管他承认海外投资者预期人民币会贬值，而中国当局则坚信中国基本面并不支持人民币继续走贬，这二者间相互冲突的看法仍是未解的结。

Brown Brothers Harriman 的 Thin 说道，从根本上来说，安全水准线并不是比率是多少，而是信心。“并没有‘魔力数字’... 我确实认为信心在这整个中占到很大一部分，中国决策者确实在努力重树信心。”

据路透亚洲外汇部位调查显示，随着美元自高点回落，人民币空头部位自 1 月激升后已经开始下降。不过声称看跌人民币的对冲基金 Omni 投资组合经理 Chris Morrison 则认为，临界点要比多数人预期的还要近。

“这场游戏的关键是关乎预期和信心... 一旦市场认为到了底部，他们失去了所有的信任。我认为 3 万亿美元是个关键点。”

焦点：美联储料暂时维持利率不变 但为 6 月行动保留可能

来源：路透中文网（2016-03-16）

作者：Lee Jae-Won

路透旧金山 3 月 15 日 - 美国联邦储备委员会(美联储)在周二开始的两天会议上料维持指标利率不变，但同时将暗示，升息并非遥不可及，只要就业市场和通胀情况继续改善。

美联储发言人在电子邮件中称，会议在 1700GMT 开始。会议声明定于周三 1800GMT 发布，美联储主席叶伦将在 1830GMT 召开记者会。

联储于去年 12 月进行了将近 10 年来的首次升息，但今年年初以来中国和欧洲经济成长放缓对美国的影响存在不确定性，促使联储决策者在此之后未再进一步加息。

近期一系列美国数据转强，包括 2 月就业增长好于预期，已经缓和了过去几周的忧虑，让人不再那么担心海外的不利因素及其在美国国内引起的金融环境趋紧，有可能让经济复苏脱轨。

“年初时金融环境收紧是 1 月最明显的风险，现在这种风险已经消退，”高盛经济学家 Zach Pandl 和 Jan Hatzius 写道，“因此，叶伦主席有可能暗示委员会仍有可能在下个季度升息。”

但通往下次升息的道路依然不太可能一帆风顺。美国周二公布的 2 月零售销售降幅小于预期，但 1 月数据被大幅下修，重燃对国内经济增长前景的担忧，即便日本央行只是对本国经济前景作出更为黯淡的预测，但未立即增加刺激力度。

美联储 17 名官员周三结束会议后发表的最新预估可能暗示今年将升息两或三次，升息速度慢于 12 月发布上次预估时暗示的 2016 年升息四次。

预估下调可能大致上反映出美联储 1 月决定暂时维持政策不变，而非对美国或全球前景有什么新的担忧。的确，自从美联储上次会议以来，美国通胀已经显示出趋稳迹象。达拉斯联邦储备银行发布的一项通胀指标升至 1.9%，为两年半来最接近联储 2% 通胀目标的一次。同时，美国 2 月失业率保持在 4.9%，接近许多联储官员认为的代表充分就业水准。

欧洲央行上周决定进一步放松政策，可能令人更加相信欧洲方面已经采取行动以支持经济增长，帮助阻止全球经济表现拖累美国。

这可能意味着美国将根据经济数据情况在年中前再次升息，此后进一步调升利率。前美国明尼亚波利斯联邦储备银行总裁柯薛拉柯塔上周表示，对于美联储的下次升息来说，“6 月看起来确实有可

能”。柯薛拉柯塔自己的看法倾向于美联储将利率降回至接近于零的水准，为预防经济衰退上“保险”。

不过，柯薛拉柯塔的前同事仍可能会花很多时间来讨论通胀前景。立场较为强硬的委员担心，如果美联储不采取行动预先防范通胀，则可能会落后于形势并丧失信誉。但立场较为温和的委员认为，经济复苏依然脆弱，希望看到确切的通胀压力迹象。

美联储还需要决定在基本预测情景中如何描述“风险情况”，尤其是如果决策者希望保留 4 月或 6 月升息可能性的情况下。

“预计美联储会表示，经济活动和就业市场前景所面临的风险‘接近平衡’，”巴克莱经济学家周一在一份报告中说，并称这一措辞可能暗示在 6 月升息，不过也有可能更早。

与美联储政策利率挂钩的期货的交易员目前认为，6 月升息的可能性约为 50%，而且有可能年底前再升息一次。

人民币走强是中国政策成功的信号

来源：华人街日报中文网络版（2016-03-14）

作者：Shen Hong

中国为消除人民币贬值相关担忧而采取的措施看来初见成效。

人民币在过去两周持续强劲上涨。上周五，境内市场人民币兑美元触及不到一个月来的新高，离岸市场上该汇率更是飙升至去年 12 月初以来的最高水平。

人民币的本轮反弹行情始于 3 月 2 日（即为期两周的年度全国人大会议召开前夕），并在上周五达到了高峰，上周六，中国央行在新闻发布会上努力消除人们对人民币贬值的担忧。

新加坡券商大华继显(UOB Kay Hian Holdings)的经济学家朱超平称，人民币近期上扬的主要原因是，中国政府力图在全国人大会议期间维护金融稳定的形象。

周一亚洲交易时段前市，美元/人民币跌至人民币 6.4943 元，低于上周五收盘价人民币 6.4985 元。上周五盘中，人民币一度触及 1 美元兑人民币 6.4866 元的高点，为 2 月 15 日以来的最高水平。

在交易区间不受限制的离岸市场，周一亚洲交易时段前市，人民币触及 1 美元兑 6.4910 元水平，上周五曾创下 1 美元兑人民币 6.4821 元的去年 12 月 8 日以来新高。

人民币自近期高位小幅回落，中国央行周一将美元兑人民币中间价设在 6.4913 元，高于上周五的 6.4905 元。中间价是中国央行用以引导人民币汇率走向的参考汇率。

上海一家本地中型银行的外汇交易员表示，过去两周，中国央行通过中间价持续引导人民币走高，央行周一稍作休整。

该交易员还称，中国央行每日通过其代理银行在市场上购买人民币，以消除人民币的下行压力。这些代理银行通常是国内大型商业银行。

中国央行行长周小川上周六对记者表示，预计人民币在年初大跌后将逐步回归常态。

周小川表示，近期的人民币贬值压力主要源于中国经济的不确定性、中国金融市场动荡以及全球各国央行的货币政策分化。

周小川表示，他无法预测未来一段时间外汇市场动荡会平息。不过他表示，目前的趋势是回归正常、回归理性。

由于经济增长疲软以及资本迅速外流加剧了围绕人民币的悲观情绪，人民币今年早些时候一度贬值 1.5%。不过得益于最近的涨势，人民币兑美元汇率目前已较年初大致持平。

但鉴于人民币最近的大涨主要受政治因素推动，对人民币近期涨势能维持多久的疑问依旧存在。

大华继显的朱超平称，如果中国政府未能提振经济增长，人民币未来肯定会面临贬值压力，特别是临近今年年底的时候。

伴随人民币的升值，过去一周，泰铢、印尼盾和马来西亚林吉特等东南亚国家联盟 (Association of South-East Asian Nations, 简称：东盟) 成员国货币兑美元也走强，表现好于拉丁美洲和东欧等其他新兴市场国家的货币。

汇丰 (HSBC) 分析师在上周五的研究报告中写道，该行目前更加确信东盟国家货币最糟糕的时候已经过去。

P2P 将迎最严信披制度

来源：IBT 中文网 (2016-03-13)

作者：岳品瑜

P2P 监管又迎来新动向。即将挂牌成立的中国互联网金融协会昨日在北京召开互联网金融信息披露标准研讨会，会上公布的《互联网金融信息披露规范》(初稿) 中要求 P2P 平台执行十分严厉的信息披露制度，包括每天更新违约率、项目逾期率、坏账率、客户投诉情况、借款人经营状况等至少 21 项平台运营信息。在分析人士看来，这算是行业内最严厉的信息披露制度，平台全部执行仍有一定难度。

1 最严信披制度发布

据了解，中国互联网金融协会要求 P2P 网络借贷、互联网非公开股权融资和互联网金融消费金融机构对公司概况、公司治理、公司网站重大事项、企业项目信息真实、完整、准确、及时披露。

针对 P2P 平台，中国互联网金融协会制定了全面严格的信息披露规范，要求每天更新至少 21 项平台运营信息，涉及交易总额、交易总笔数、违约率、项目逾期率、坏账率、客户投诉情况、借款人经营状况等，并要求平台对线上项目就增信措施、项目风险提示、逾期保障措施等进行详细披露。

银监会在去年底颁布的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”) 中曾对 P2P 平台信息披露做过要求，此次出台的互联网金融信息披露规范(初稿) 只是对披露的具体维度和内容进行了一定程度的细化。

目前，多数 P2P 平台存在资金运作不透明、资产端信息披露不完整、平台运营状况不公开等情况。更为重要的是，出现自融、资金池、虚假标等问题的 P2P 平台，大多存在信息披露不透明的情况。据融 360 调查显示，20 家样本 P2P 平台选取的 20 个标的中，只有 2 家披露了以上 4 项全部信息，另有 4 家 1 项都未披露，其余平台只进行了部分披露。这些 P2P 平台对融资方信息披露的不完整率高达 90%。

融 360 理财分析师张建国认为，投融资双方信息不对称，既提高了网贷业务的交易成本，也增加了投资人的投资难度和投资风险。

2 完全执行难度大

分析人士表示，尽管目前 P2P 行业信息披露不透明现象较为严重，但面对最严厉的信息披露制度，要完全做到难度较大。

“这 21 项要求是值得肯定的，虽然个别条款可能有一定的操作难度，比如客户投诉情况，在实际操作的情况下会有一定难度，需要进一步讨论。客户投诉一直是一个难辨真假是非的环节，或将给平台之间借机恶性竞争留下空间，需要对披露细节和操作方式进行进一步研究。另外还有一个问题在于，所披露数据的真实性到底如何检验，如何防止恶意竞争也会是一个争议点。”一位 P2P 平台内部人士向北京商报记者表示。金蛋理财 CEO 邓巍表示，加强信息披露是平台应做的举措。此次会议上的

一些标准，可能与存量客户和平台的约定存在冲突，如个人隐私保护约定等。

因此我们认为，加强信息披露应从增量做起，同时对既有存量给予一定的整改时间进行整理。长期来看，加强信息披露有利于行业和健康平台的发展，但一些数据的标准目前较难统一，各个平台都有自己的算法，如逾期率、坏账率等。同时，一些数据的披露还需要借款人的书面同意，对平台来说，也需要很大的时间成本和沟通成本。网贷 315 首席信息官李子川表示，规范其实也给平台实操留有了余地，部分具体计算方式中，如项目估值仅需披露方法与结果，提供评估服务方及过程未涉及，违约率与之前要求基本类似，隐性处理方式平台依然可为，整体处于一个可接受程度水平。

3 可能限制 P2P 平台入会热情

在中国互联网金融协会筹备信息发布后，各大 P2P 平台开始寻找各路资源希望成为官方版互金协会会员。分析人士指出，如此严厉的信息披露制度可能会降低小型 P2P 平台入会热情。

据悉，中国互联网金融协会由央行条法司牵头筹建，2014 年 4 月正式获得国务院批复，旨在对互联网金融行业进行规范化的自律管理。中国互联网金融协会首批会员单位以银行等传统金融机构为主，P2P 平台的占比并不多。目前首批入选的公司均已签订了《中国互联网金融协会会员自律公约》及《互联网金融行业健康发展倡议书》。

有消息称，在首批会员单位之后，第二批会员单位也将迅速进行对接沟通。而目前未纳入名单的各大 P2P 平台也在想尽办法加入官方的互金协会。

李子川表示，如此严厉的信息披露制度，可能会导致一些平台知难而退。上述一位 P2P 平台内部人士表示，目前高标准的信息披露制度肯定会阻挡一些小平台争取入会的热情，不过对于想合规经营的平台来说，为了长远健康发展，只能去迎合监管要求。

从中国央行负责人谈话看未来政策尺度

来源：FT 中文网（2016-03-14）

作者：中国安邦集团研究总部（ANBOUND）

3 月 12 日（周六），在北京举行的中国第十二届全国人大第四次会议记者会上，中国央行行长周小川以及易纲、潘功胜、范一飞三位副行长，就各界关心的很多热点问题回答了媒体的提问。在众多的谈话中，其中关于中国经济的前景、今后的货币政策和利率政策等内容，尤其值得关注。

在记者会上，几位中国央行负责人首先就中国经济未来前景表达了乐观的看法，强化市场对中国经济的信心。周小川行长表示，未来 5 年 6.5%-7% 的中期增长目标，是参照过去中国经济增长的轨迹和中国经济增长的潜力估计出来的。经济增长在很大程度上和中国的储蓄率有关系，储蓄会用于投资，投资会形成新的生产能力，形成新的生产能力会使得 GDP 有所增长。尽管有旧的生产能力会死掉，但总的来说增长潜力在这里。而易纲则进一步表示，仍在继续的城镇化、仍在增长的劳动生产率和全要素生产力（尽管增速在放缓）以及未来改革和开放释放的红利，都是经济增长的动力源；再配合经济增长模式向内需为主、消费为主的转化，“十三五”期间实现年均 6.5% 的经济增长是可以实现的。

在安邦咨询（ANBOUND）研究团队看来，周小川行长的发言表明，在财政收入特别是土地出让收入大幅减少、靠政府和企业投资拉动经济的增长模式遇到更大困难的情况下，经济决策层更加重视如何发挥居民高储蓄率的作用，希望居民存贮在银行的巨额资金可以动起来、用起来，带动各类投资增长。可以预计，除了继续增加居民在楼市的投资外，国家将进一步推动个人资产证券化的发展，拓宽个人投资渠道（如放宽债券市场入场门槛等），并加大医疗、教育、养老等领域的公共开支，以减少普通居民预防性存款，缓解消费的后顾之忧。

在 12 日记者会召开前夕，欧洲央行刚刚在 10 日宣布再次下调利率。这是欧洲和日本为刺激投资

和消费，轮番采取的量化宽松政策的最新一个举动，也让市场对于全球经济增长和通胀的预期更加不乐观。很多市场人士认为多个发达经济体目前接近于零的利率水平，很可能将维持很长一段时间。在这一背景下，作为全球经济重要动力之一的中国经济，将如何调整自己的利率政策，也受到市场高度关注。

周小川行长对此表示，“未来利率是怎样的走势，在这种场合下我认为不太合适说，我们还有货币政策委员会进行专门的讨论。总体来讲，利率政策要看经济形势，要看下一步的数据出来是什么样的，特别是物价数据如CPI和PPI的数据，可以一起对利率政策进行考虑。利率政策也是非常综合的，除了考虑物价因素还有其他的因素需要考虑。”从安邦咨询（ANBOUND）研究团队看来，中国央行很显然不愿意透露太多利率政策走向的信息，鉴于欧洲和日本的降息效果不佳，中国央行在政策方向上似乎不太愿意跟随欧洲和日本的低利率刺激政策，也避免过低的利率环境让一部分本应出清的“僵尸企业”得以继续生存下去。

对于货币政策会不会转向宽松的问题，周小川再次表示，未来要实施比较稳健的货币政策，强调没有必要采用过度的货币政策刺激的办法来实现经济增长目标。他说，中国将更多依靠内需来带动GDP增长，可以依靠稳健的货币政策和配合其他宏观调控来支持效率的提高、内需的提高和创新的提高，不必采取额外的措施。他在这里特别强调要注意货币政策的灵活适度，要保持流动性的合理充裕。他介绍说，从语言界定的模糊表达来讲，货币政策总共分五个段，一个叫宽松的货币政策，一个叫适度宽松的货币政策，中间是叫稳健的货币政策，再就是适度从紧的货币政策，还有从紧的货币政策。现在比较注重强调经济下行压力，面临的困难和挑战比较多，所以在稳健的货币政策中，国务院的文件正式说法强调灵活适度，也就是在上海G20会议上说的“稳健的货币策略偏宽松”。“适度”的含义，就是强调货币政策需要动态调整，需要根据经济形势的研究判断、根据情况实时动态地进行调整。

对于汇率政策，周小川强调进出口尽管也很重要，但净出口在GDP增长中的贡献率不再像以前那么大，因此用汇率贬值的策略来刺激出口、带动GDP增长的作用有限，未来不会倚重这个。他还强调，目前汇率市场已经出现了回归正常、回归理性，回归基本面分析的趋势，未来对外汇形势会产生比较靠谱、理性的分析。他认为如果没有什么特殊情况，这个趋势会继续下去。但与此同时，他也暗示，倘若未来国际或者国内有什么重大的变故性的事件、大的经济金融风波事件，将保持货币政策的灵活性，根据具体情况采取相应的货币刺激政策，以应对各种冲击和各种事件的产生。因此，安邦咨询（ANBOUND）研究团队预计，未来如果发生全球性的恶性货币竞争，不排除中国央行再次引导人民币适度贬值以应对冲击的可能性。

中国央行负责人强调居民的高储蓄率以及城镇化进程和未来改革红利等，可以保证中国经济仍有较大潜力。短期内，中国央行将维持目前的利率水平并维持比较宽松的货币环境。但在未来经济增长受到较大冲击时，货币宽松力度可能会加大。中国央行判断目前汇率市场出现了回归正常的趋势，但未来如果遇到特殊事态，中国央行也可能引导人民币再度走低。