

2020 年第 7 期总第 39 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2020 年第 6 期·总第 38 期

国际财经

全球数字贸易政策：国别特征、立场分野与发展趋势.....	1
2020 诺贝尔经济学奖：大疫之世的半副药方.....	9
美财政刺激谈判搁浅对经济与大选的影响.....	11
新冠疫情中的金融市场：交易与情绪的博弈.....	12
IMF：新冠疫情将对生活水平造成“持久损害”	14

国内财经

经济内外循环形成的历史、现状和政策转向.....	16
这是我国“十四五”期间及以后的重要任务.....	27
中国“双循环”的六大支柱.....	30

新闻快讯

2020 诺贝尔经济学奖被授予“拍卖理论”经济学家.....	32
9 月财新中国服务业 PMI 升至 54.8.....	34
IMF 预测：中国将是主要经济体中今年唯一正增长国家.....	35
各方利好点亮黄金周中国消费潜力加速释放.....	35

财经参考

国际财经

迟到二十年的诺奖 ——2020 年诺贝尔经济学奖得主思想评介

来源：经济观察网(2020-10-15)

作者：陈永伟(《比较》研究部主管，北京大学市场与网络经济研究中心的研究员和主任助理，经济学博士、博士后)

美国西部时间 10 月 12 日凌晨 2 点多，加州帕罗阿托市(Palo Alto)的一位身穿睡衣的老人匆匆穿过街道，敲响了自己邻居的门铃。一边按，一边喊：“保罗，快开开门，你拿诺贝尔奖了！他们想联系你，但打不通你的电话！”

邻居几乎不敢相信敲门老人的话，小心翼翼地问了一句：“真的吗？我拿了诺奖？”

“是的，保罗，恭喜你！你拿了！”敲门老人肯定地回答。

听到老人的确认，这位邻居顿时欣喜若狂。片刻之后，他突然想起来问了一句老人：“只有我吗？没有您？”

听罢此言，敲门老人嘿嘿一笑，因为他确实也刚刚被授予了诺奖，和他的这位邻居一道。

那位敲门的老人是斯坦福大学的荣休教授，罗伯特·威尔逊(Robert Wilson)，而那位被他的敲门声吵醒的邻居则是他曾经的学生和同事，斯坦福大学的教授保罗·米尔格罗姆(Paul Milgrom)。就在上述这一幕发生前不久，他们刚刚被瑞典皇家科学院宣布为了 2020 年诺贝尔经济学奖的得主，获奖理由是“发展了拍卖理论、发明了新的拍卖方法”。

有意思的是，虽然现年 83 岁的威尔逊教授不断地数落自己的好学生米尔格罗姆竟然在诺奖开奖这样重要的时刻关手机睡觉，但其实在诺奖评委会把电话打到他家中的时候，他也将其误认为骚扰电话而顺手挂掉了。要不是威尔逊的夫人及时确认了这个消息，那么这对师徒知道自己获奖的时间恐怕还要推迟几个小时。

所谓“文无第一，武无第二”，经济学发展至今，已经说得上是分支林立、派系纵横了。对于每一个细分领域的经济学者来说，他们心中都有属于自己的英雄，因此关于谁才是最有实力、最有资格拿诺奖的人，是很难达成广泛共识的。正是因为这个原因，每年诺奖颁布之后，都会产生一些争议。这种现象在近几年尤为突出，例如去年的诺奖颁给巴纳吉和迪芙洛后，就有很多经济学家直接说他们配不上诺奖。和前几年不同，今年的诺奖开出后，几乎没什么人表示异议，大家都认为今年的两位得主是实至名归。

著名的经济学家大卫·克瑞普斯(David Kreps)以脾气火爆、不喜欢恭维人闻名，但在今年的

诺奖颁布后，却立刻给得主之一的威尔逊发去贺信。在贺信中，他盛赞了两人的成就，并将威尔逊称为“作为工程的经济学派”的开创者，认为其贡献足以比肩保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）以及肯尼斯·阿罗（Kenneth Arrow）等经济巨匠，而米尔格罗姆的成就则应该可以“因其在任何一个研究领域的成就而获得诺奖”。在克瑞普斯看来，如果说今年的诺奖有什么不妥之处的话，那就是它迟到了二十年。

虽然作为威尔逊的学生、米尔格罗姆的同门，克瑞普斯的上述评论难免夹杂着些许个人好恶，但总体来说，他对两位获奖者的评价依然算得上是十分准确。

威尔逊：商学院里的数学家

威尔逊于 1937 年 5 月 16 日出生于位于美国中西部的内布拉斯加州。从童年开始，威尔逊在学习上就十分努力。凭借着优异的成绩，他在高中毕业后顺利地被哈佛大学录取，并获得了全额奖学金。1959 年，他本科毕业，获得了学士学位，但他并没有就此离开哈佛，而是进入了哈佛商学院，继续研究生学习。此后，他于 1961 年和 1963 年相继获得了工商管理硕士（MBA）和工商管理博士（DBA）的学位。

在威尔逊的研究生时期，其指导老师是著名的应用数学家霍华德·雷法（Howard Raiffa）。对于现在的人来说，雷法这个名字可能有些陌生，但在当时，这却是一个响当当的人物。他不仅是决策科学领域的奠基人之一，还和著名的数理心理学家邓肯·卢斯（Duncan Luce）一起编写了《博弈与决策》（Games and Decisions）一书。在我的知识范围内，这部出版于上世纪 50 年代的著作应该是最早的一本博弈论教科书。当然，这部书中介绍的内容主要是基于冯·诺伊曼传统的，和我们现在熟悉的博弈论有很大差别。

在雷法的指导之下，威尔逊在研究生期间获得了十分严格的数学训练。他的博士论文探讨的是一个十分“硬核”的问题——通过重复使用二次规划来求解非线性约束下的凸规划。虽然威尔逊本人在毕业之后并没有继续从事相关的研究，但他在博士论文中的思想却被人们继承了下来，经过一些改进，形成了“序贯二次规划法”（Sequential Quadratic Programming Methods），也就是运筹学中经常提到的 SQP。到目前为止，SQP 仍然是处理凸规划问题时最为通用的一种方法。

获得博士学位之后，威尔逊在加州大学洛杉矶分校（UCLA）工作了很短的一段时间。1964 年，他加盟了斯坦福大学商学院，担任助理教授。1971 年，他晋升为教授，此后又于 1976 年获得“亚速尔·麦考比恩讲席教授”（Atholl McBean Professor of Economics）的头衔，2000 年成为“亚当斯杰出管理学教授”（Adams Distinguished Professor of Management）。直到 2004 年退休，除了几次短暂的访学之外，他的研究生涯基本上都是在斯坦福度过的。有意思的是，从学习到工作，威尔逊几十年时间都是在商学院度过的。在很多人印象里，商学院教授从事的研究都比较“软”，但威尔逊教授却偏偏选择了一种十分“硬核”的研究风格，并十分完美地把理论工具的力量和商学院的实用需求结合了起来。这种结合，用克瑞普斯所说的“工程师视角的经济学派”来形容，恐怕是最为贴切不过的了。

要完整概括威尔逊在经济学方面的成就是十分困难的。事实上，他在博弈理论、拍卖，以及竞争策略方面都作出了很大的贡献。在这里，我们只能挑选其中的一些进行介绍：

（1）关于“辛迪加”的研究

威尔逊的第一个重大理论贡献来自其 1968 年发表于《计量经济学》（Econometrica）杂志上的论文《辛迪加的理论》（The Theory of Syndicates）——尽管在很多阐述威尔逊的介绍中，并没有将这个贡献专门列出来，但在威尔逊本人的一些自述，以及其学生对其的介绍中却专门提到了它。由此可见，对威尔逊本人来说，这个研究具有十分重要的意义。

大家在中学的政治经济学教科书中都看到过“辛迪加”这个词，指的是一种同行企业之间通过合约来共同实现垄断的垄断形式。在威尔逊的语境中，“辛迪加”一词的含义则不同，指的是在不确定性条件下进行共同决策，获取共同成果，并进行分享的一群人。

在《辛迪加的理论》中，威尔逊试图回答如下问题，在什么样的情况下，一个辛迪加会作出像一个独立的人那样的决策？当这样的情况发生时，这个辛迪加的效用函数会是怎样的？和辛迪加中每一个人的效用函数又有怎样的关系？威尔逊想要问的问题是十分理论化的，但这些问题对于经济学来讲却十分重要。我们知道，经济学的很多分析都是以组织为单位展开的，比如在分析一个企业、一个国家时，我们都用一种拟人化的思路来看待它们，这种观点引发了很多人的诟病，尤其是奥地利学派的学者对于这种分析思路就极为反对。在这种背景下，威尔逊的问题就变得十分重要，因为它可以让我们明白在什么样的情况下，这种分析思路是适用的，而在什么样的情况下，这种分析思路具有局限。通过分析，威尔逊指出，让辛迪加成立的一个条件是，辛迪加当中的成员对风险发生的概率必须判断一致，或者说，每个成员必须对风险具有“一致的警觉性”（identical cautiousness）。一旦辛迪加成立，则其中每一个成员分得的支付将与其分担的风险一致。

尽管《辛迪加的理论》一文看似十分理论，但后来的发展证明，其中的重要结论具有十分重要的现实价值。事实上，在这篇文章发表后不久，金融工程这门学科就开始蓬勃兴起了。在对金融产品的设计过程中，人们经常会遭遇到由不同投资人组成的辛迪加的问题。当金融工程师为这些问题冥思苦想时，他们惊讶地发现威尔逊早已为自己指明了解决问题的方向。在后来威尔逊的几个学生为他写的一篇纪念文章中，称《辛迪加的理论》一文“影响经济学、金融学和会计学界的一整代人”。

《辛迪加的理论》一文对于威尔逊整个研究思路的形成也是极为重要的。在这个论文中，他重点讨论了有不同判断的人之间的协调和表现问题，而他后来从事的博弈理论研究，以及理论的相关应用，从某种程度上讲也是在继续对类似问题进行思考。

（2）博弈论理论方面的贡献

从上世纪 70 年代开始，威尔逊同其合作者一起，在博弈论方面作了很多开创性的贡献。限于篇幅，这里仅介绍两个：

一是关于序贯均衡的研究。

我们知道，约翰·纳什（John Nash）是现代非合作博弈的创始人，其提出的纳什均衡（Nash Equilibrium）是整个博弈分析的基础。所谓纳什均衡，简而言之，就是博弈中的每一个参与人对其其他参与人的所有策略都定下一个最优应对之策，然后由这些“最优反应策略”形成的均衡。比如说，两个朋友要下馆子，但究竟是去吃川菜还是去吃粤菜，两人却难以决定。假设对于两个人来说，重要的是和朋友在一起，吃什么都不重要。换言之，对于每一个人来说，如果朋友吃川菜，他的最优选择就是吃川菜，如果朋友吃粤菜，他的最优选择就是吃粤菜。在这种情况下，这个博弈就会有两个（纯策略）纳什均衡，就是都去吃川菜，或者都去吃粤菜。

从以上的分析我们可以看到，对于一个博弈来讲，它的纳什均衡有可能不是单一的。这对于分析博弈、预测博弈结果的人来说，就是一个巨大的麻烦——事实上，在纳什提出纳什均衡的概念时，冯·诺伊曼就表现得十分不以为然，其原因可能就在于此。需要指出的是，以上我们考虑的还只是一个非常简单直观的问题。在现实中，博弈要远比这个例子复杂得多。它会涉及动态、不对称信息，在这种情况下，如果简单利用纳什均衡来分析博弈，那么其结论不仅可能是误导性的，甚至可能是十分荒谬的。为了应对这个问题，博弈论的研究者给出了很多方法来“精炼”博弈，把那些不符合实际的均衡去掉，剩下有用的均衡。例如，所谓的“子博弈完美纳什均衡”、“颤抖手均衡”等，都是精炼博弈的方法。

1982 年，威尔逊和克瑞普斯合作的一篇论文中提出了“序贯均衡”（Sequential Equilibria）

的概念。从技术上讲，这个概念是十分复杂的，但大致上讲，它表达了这样一个意思：在一个博弈中，大家都对于自己的对手是什么人，会采用什么样的策略，有一个预先的“信念”。每个人在博弈当中选择什么样的策略，本质上是由这个信念决定的。但是，随着博弈的深入，这些信念会逐渐改变，因而人们在后续博弈中的相应策略也会随之变化。在这样的一个场景中，如果博弈的均衡是合理的，那么它必须满足“序贯理性”，也就是行动要和信念一致。例如，我们一开始和某个朋友打交道，认为他是一个诚实的人，那么我们就要选择以诚待人，而如果随着交往的深入，我们发现他其实是个大忽悠，那么就不要再理会他。在这个过程中，我们的信念首先要随着他行为的改变而改变，这是信念对行动的一致，反过来，我们后续的行动也要根据信念的变化作出调整，这是行动对信念的一致。如果一个纳什均衡是满足序贯理性的，那么它就是序贯均衡。

尽管序贯均衡是一个理论的概念，但它在实践当中是十分有价值的。后来，威尔逊和他的合作者们一起将这个理论应用到了对具体问题的分析中，成功地解开了“连锁店悖论”、“科斯猜想”等一系列困扰经济学界的难题。限于篇幅，这里就不展开了。

二是所谓的“KMRW”定理。

在经济学界，有一个著名的“四人帮”，它的成员就是：威尔逊、米尔格罗姆、克瑞普斯和罗伯茨（John Roberts）。之所以把这四个人并称，是由于他们经常在一起“拉帮结派”做研究、写论文。而以四人名字首字母命名的 KMRW 定理，就是这四人一起“团伙作案”的成果。

KMRW 定理讲的是什么呢？通俗说，它解释的是合作为什么会出现。我们知道，人在与别人合作时，其实并不是那么愉快的。为了保持合作，他们通常需要花费不少的成本。但为什么人还会甘愿合作呢？人们通常是用重复博弈来解释——由于害怕自己的不合作行为会在以后遭到报复，所以就老老实实合作。不过，博弈论的知识告诉我们，这个论断是很难成立的。由于博弈总有终结的一天，那么在终局的那一刻，每个人都会发现自利而不合作的行为对自己是更有利的。现在，让时间倒回去一点。在这个时刻，如果所有博弈的参与人都预期到在下一刻博弈就会结束，没人会由于自己的不合作而来惩罚自己，那么他就会立刻选择不合作。如果我们用这种“逆向归纳”的思路把时间继续往前推，那么就会发现，在博弈开始的第一秒，所有人都不会合作。

那么，怎么破解这个合作形成的难题呢？博弈“四人帮”给出的解释是，人是可以伪装的。人们为了让别人和自己合作，就要伪装出一种不理性，一旦发现对手有问题，就要予以惩罚。这样，所有的人都会搞不清楚自己身边的对手究竟是一个会根据成本收益调整自己策略的“理性人”，还是一个只认死理，不讲利益的“非理性人”。这样，在博弈的一开始，即使最为“理性”的人为了不被人惩罚，获取更高的收益，也会保持一种合作的形象。

（3）非线性定价方面的贡献

所谓非线性定价，就是商家在价格和销量之间不采用一一对应的线性关系。在现实中，我们最常见的非线性定价就是所谓的“第二类价格歧视”。比如，在超市里，我们如果只买一件商品，价格往往会高一些；而如果一次性买上好几件，就可以享受打折。为什么商家要这样定价呢？原因是他们并不知道消费者真实的偏好，所以就对更多消费打折，通过出让“信息租”的方式，让高需求的消费者自己暴露出来。现在很多人对“价格歧视”谈之色变，尤其是反垄断的人士，对价格歧视更是深恶痛绝，但事实上它们在商业实践中是十分常见的，并且可以有效提升市场运作效率。

从上世纪 80 年代开始，威尔逊对非线性定价问题进行了很长时间的 research，并在 1993 年出版了一本名为《非线性定价》的专著，系统介绍了这个领域的很多内容。篇幅原因，我只想重点介绍其中的一个应用，即他对于产能定价的研究。在现实中，很多产业都具有高固定投资，低边际成本的特点。比如信息产业，基础设施的搭建需要耗费巨大的投入，而一旦建好了，后续的投入就要低得多。运营

这些产业的人需要把投入的巨额固定成本分摊到消费者身上，但怎么分摊，就是一个问题。在 1985 年的论文《产能定价》(Capacity Pricing)中，威尔逊和奥伦(Shmuel Oren)、史密斯(Stephen Smith)一起分析了这个问题。他们认为，可以通过区分“产能要价”和“服务要价”来解决这个困难，其中产能要价由最大的产能决定，而服务要价部分则可以按照消费者对于商品质量的不同要求来提供可选方案，对他们进行价格歧视。这个方案提出之后，就被产业界广泛利用，成了解决产能定价问题的一个通行方案。

(4) 拍卖领域的贡献

早在上世纪 60 年代，威尔逊就开始了对拍卖的研究。他发表的第一篇论文是 1967 年《管理科学》(Management Science)上的《不对称信息下的竞争性投标》(Competitive Bidding with Asymmetric Information)。尽管这篇论文在理论上的贡献远不如其后续的研究，但它本身却对海撒尼关于不完全信息博弈的基本设定进行了更新，从而为博弈论的基础理论作出了贡献。

进入 70 年代之后，威尔逊对于拍卖问题进行了系统性的研究。从贡献上看，他在拍卖领域的成就体现为几个方面：第一个方面是对共同价值拍卖的研究。所谓共同价值拍卖，是相对于私人价值拍卖而言的。顾名思义，私人价值指的是每个竞拍人对于被拍商品的估价是不同的，而共同价值拍卖指的则是每个竞拍人对于拍品都有相同估价，只不过在开拍前，受信息所限，他们并不了解拍品的真实价值而已。在威尔逊之前，人们通常只关心私人价值拍卖，而他则第一个分析了共同价值拍卖问题，并比较了信息对称和信息不对称环境下拍卖的结果。第二个方面是关于竞争性拍卖的研究。他发现，随着竞拍者的增加，最终拍卖的价格会收敛到商品真实的价格。这个发现不仅对于拍卖理论有指引，而且对于我们理解市场竞争都有很强的指导意义。第三个方面是对具体拍卖形式的分析。威尔逊分析了很多拍卖的具体形式，例如他分析了双重拍卖，即买卖双方都有大批竞价者，通过报价挂牌交易的拍卖(股票市场、期货市场采用的就是这种拍卖)；此外，他还比较过整体拍卖(Unit Auction)和分成拍卖(Share Auction)的收益，关于这点，我们将在后面继续阐明。

米尔格罗姆：经济理论的全能选手

保罗·米尔格罗姆 1948 年出生于美国密歇根州的底特律市。从小，他就对数学十分感兴趣。1970 年，他以优异的成绩毕业于密歇根大学并获得数学学士学位。1978 年，他获得了斯坦福大学统计学专业硕士学位。1979 年，他完成了自己的博士论文《竞争性投标的信息结构》，获得了博士学位。他的这篇博士论文后来获得了萨维奇奖(Leonard Savage Prize)。

博士毕业后，米尔格罗姆执教于美国西北大学凯洛格管理学院管理经济学与决策科学系，从助理教授一路升迁到了教授。在这个阶段，他和同事罗杰·迈尔森(Roger Myerson)、本特·霍姆斯特朗(Bengt Holmstrom)一起研究了很多博弈理论以及产业组织方面的问题，而迈尔森和霍姆斯特朗也已经于 2007 年和 2016 年先后获得了诺奖。1983 年，米尔格罗姆跳槽到了耶鲁大学。在那儿工作了四年后，他于 1987 年回到了自己的母校一直至今。

相比于威尔逊，米尔格罗姆的研究范围更为宽广，并且在每一个领域都有突出的贡献。正如克瑞普斯所说的，他在这些领域中的任何一个贡献都值一个诺奖。事实上，几乎每一个经济学圈内人都认为，他至少应该比迈尔森、霍姆斯特朗更有资格先斩获诺奖。但为什么他的诺奖来得这么迟呢？恐怕只能由他的魅力来解释了。因为圈中一直流传着一个八卦，说他横刀夺爱，抢走了一个诺奖评委的女友，才会被雪藏这么久。

在这里，我只能择要介绍一些他的贡献：

(1) 在博弈论领域的贡献

米尔格罗姆对博弈理论的贡献是巨大的。

首先是关于重复博弈的研究。米尔格罗姆对重复博弈进行了很多研究，其中的一个成就就是前面我们所提到的，他和威尔逊等人一起完成的 KMRW 模型，这个模型解释了建立声誉，假装成强硬的“非理性人”对于达成合作的重要性。除了和威尔逊等人的共同研究外，米尔格罗姆还和阿布鲁（Dilip Abreu）、皮尔斯（David Pearce）等人进行过不少合作。在 1991 年的一篇论文中，他们指出了让人们可以在合作中保持持久合作的几个因素，这不仅从理论上是重要的，对于指导实践也非常有价值。

其次是博弈学习理论。在传统的博弈理论中，人们重视的是对既有策略的分析，而事实上，人们在博弈的过程中，是可以根据对手的行为，以及外界的信息不断学习，并以此来调整自己的策略的。因此，在较近的一段时间里，博弈学习理论成为了一门显学。在米尔格罗姆之前，博弈学习模型仅关注重复进行的相同博弈，而忽略了一个问题：前一阶段博弈的得益会对后一阶段博弈的得益的启示作用。基于这点考虑，米尔格罗姆和“四人帮”之一的罗伯茨一起考察了一个两阶段学习模型，并发现在这个博弈中，序贯均衡和学习的适应性均衡达成了一致的结果。

再次是超模博弈（Supermodular Game）。这是米尔格罗姆所有贡献中，我最感兴趣的一个问题。在超模博弈中，参与人之间都是“策略互补”的。换言之，每个参与者增加其策略所引起的边际效用随着对手策略的递增而增加。比如，我们现在经常讲平台生态，在一个生态下会有很多 App，每一个 App 究竟多有用，取决于其他 App 的质量，它们是一种共生关系。在这种博弈当中，就会出现一个现象，那就是要么大家都发展，生态十分繁荣，要么大家都不发展，生态凋落。其实在这种现象背后，显示的是不同的均衡，好的均衡和坏的均衡。那么这些均衡之间是怎样变动的呢？传统的经济学工具无法解释，因为传统的经济学用的是边际分析法，它依赖于决策的连续性，而博弈均衡的变动恰恰是非连续的。为了分析这种问题，米尔格罗姆和罗伯茨一起发展了数学家托比克斯（Topkis）于 1978 年的工作，创建了一整套分析超模博弈的方法。后来，这套方法被青木昌彦等人引入了制度分析，并广泛的被用来解释不同国家、地区之间的制度差别。

（2）在激励理论和组织理论方面的贡献

说到激励和组织理论，米尔格罗姆也是一位不能不提及的人物。他在这方面的贡献大致有以下几个方面：

一是和霍姆斯特朗一起进行的激励理论研究。霍姆斯特朗也是威尔逊的学生，事实上在威尔逊关于辛迪加的分析中，已经考虑到了所谓的“委托-代理”（Principal-agent problem），但他没有太多展开。而霍姆斯特朗在他的博士论文中，就对这个问题进行了深入探讨，研究了很多委托人激励代理人的方法。总体上来说，后来人们对委托代理问题的处理，就是在霍姆斯特朗的框架下展开的。不过，霍姆斯特朗博士论文中的分析是比较粗糙的，在他的框架中，委托人只有一个目标，这显然不符合现实。在现实当中，一个领导对手下的期许经常是多方面的。例如，校领导希望老师既能够讲课，又能够发文章。在这种“多任务”条件下，应该如何提供激励呢？米尔格罗姆和霍姆斯特朗在一篇合作的论文中对此进行了回答。他们认为，在多任务条件下，为了激励代理人更好的工作，应该对那些可以明确度量的工作采用强激励，而对难以明确度量的工作则采用弱激励。这个理论对于现实是十分有指导价值的。这告诉老板们，对于体力活，可以采用 KPI 的方式进行监控，但对于一些创意性的活动，应该给员工更好的发挥。除此之外，米尔格罗姆还和霍姆斯特朗在其他研究中考察了很多激励问题，例如采用选择权或期权方式的激励等，限于篇幅，这里就不再赘述了。

二是和罗伯茨一起的关于组织设计的研究。从某种意义上看，米尔格罗姆和罗伯茨关于组织设计问题的最重要贡献其实可以被视为是对超模博弈理论的一个应用。在组织设计的过程中，很多因素之间是互相依赖、互为因果的，因此米尔格罗姆等人指出，在设计组织时一定要考虑这些因素之间的互补性，从而让它们的积极因素更好地发挥出来。这个结论似乎很直观，但在现实中却经常被人忽视。

例如，很多企业家经常喜欢去别的企业学习经验，然后回来对标。这种拿来主义看起来好像很聪明，但所谓“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳”，企业的每一个经验都是在具体的环境中发展起来的，如果忽视了它产生的条件，盲目拿来，往往会适得其反。当然，除了上述贡献外，米尔格罗姆还和罗伯茨在组织理论方面进行了很多研究。他们一起写了教科书《经济学、组织与管理》，在我看来，无论是经济学者还是管理学者，都有必要读一读这部深入浅出的教科书。

（3）在拍卖理论和实践方面的贡献

尽管米尔格罗姆在经济理论的众多领域都贡献卓著，但真正让他名声大噪的却是其在拍卖方面的贡献。这也是这次他获得诺奖的主要原因。不过，要全面了解他在拍卖方面的成就，我们还需要对拍卖及其理论发展有一个比较初步的了解，因此我就把相关内容放到了后面。

当然，除了以上贡献外，米尔格罗姆还在很多其他领域作出了贡献，例如他和南希·斯托基（Nancy Stokey）一起，提出了金融经济学中的“不交易定理”（no-trade theorem）；与罗伯特·霍尔（Robert Hall）一起对劳动力市场进行的研究；还和诺斯（Douglas North）、温加斯特（Barry Weingast）一起对经济史进行了考察。限于篇幅，这里就不赘诉了。

拍卖的前世今生

从词源上说，拍卖（auction）源自于希腊语 *augere*，其本意为“增加”。顾名思义，它就是让竞价者不断增加价格，并根据最后的报价来决定物品配置的一种资源配置方式。

作为资源配置方式，拍卖出现得很早。根据希罗多德的《历史》记载，早在公元前700年左右，巴比伦人就开始运用拍卖了。不过，他们拍卖的一些“商品”在今天看来很违和。例如，他们会拍卖新娘，把适龄女性集中在一起，让男性来出价。到了古罗马时期，拍卖已经十分常见了，这种常见不仅体现在日常生活中，甚至也出现在了一些重大问题的决策过程中。公元193年，罗马帝国的禁军哗变并弑杀了当时的皇帝佩尔提纳克斯（Pertinax）。但国不可一日无君，究竟谁来当皇帝就成了一个问题。当时的禁军竟然想到了通过拍卖来决定帝位的归属。最终，一位名叫狄第乌斯·尤利安努斯（Didius Julianus）出高价赢得了帝位。但好景不长，不久之后，禁军再次哗变并杀死了尤利安努斯。后来有人打趣说，这可能是历史上最早的“赢者的诅咒”（Winner's Curse）。

公元十七世纪之后，欧洲的财富开始出现快速增长，对于艺术品、船只等高价物品的配置就成了一个需要解决的问题。在这种背景下，拍卖就从一种单纯的资源配置方式逐步发展成了一个专门的产业，很多拍卖行应运而生。现在我们所熟知的一些拍卖行就诞生在那个时代。例如，苏富比拍卖行成立于1744年，而佳士得拍卖行则成立于1766年。

需要指出的是，在中国古代，拍卖也曾经被广泛应用。著名的历史学家、哈佛大学教授杨联陞就曾经考察过从唐代到元代时的“唱衣”，即拍卖圆寂僧人遗物的活动。从杨先生的记录中，我们不难看出，古人在设计这些拍卖时着实花费了不少的心思。举例来说，在宋代时，在“唱衣”之前，需要提前进行预展。拍卖主持人需要事先了解拍品的正常价格，当拍卖中的报价严重偏离正常价格时，他就要负责提醒。从现代的拍卖理论观点看，这些做法其实可以理解是为了要消除信息不对称，同时防止“赢者的诅咒”等问题的发生。

除了在私人领域之外，我国也在很早的时候就将拍卖应用到了公共领域。例如，在宋朝时，就十分流行一种“买扑”制度，通过拍卖向私人发包酒坊、税场、河渡、盐井等的所有权或经营权。我曾经和学生考察过这个制度，我们惊讶地发现，宋朝人在“买扑”的过程中其实已经使用了双向拍卖。

到了现代，拍卖就发展得更为繁盛了。很多人认为，拍卖只能发生在拍卖行里，涉及的商品主要是艺术品和文物。这种认识显然是不对的。事实上，现在的拍卖既可以在拍卖场内，也可以在拍卖场

外，甚至可以在线上进行。例如，在 ebay 上我们可以买到很多商品，而在阿里巴巴的拍卖平台上，你甚至可以通过拍卖购买住房。需要指出的是，除了这些显性的拍卖之外，很多看似和拍卖无关的场景其实也用到了拍卖。例如，在电力市场上，供电企业会通过拍卖的方法来决定电力的调配。在股票市场上，股票的交易从本质上讲就是一种高频率的拍卖。而在互联网领域，拍卖则应用得更多。无论是购物网站决定展位的配置，还是搜索引擎出售关键字，都会运用到拍卖这种配置方法。

我想，用诺奖评委会的一句话来评价拍卖在现在的应用，应该是最为合适不过的了：如今，拍卖已经无所不在了。

拍卖理论：一段极简的历史

虽然拍卖的实践已经延续了数千年之久，但是真正用经济学理论来对拍卖进行研究，却是 20 世纪 60 年代的事情。1961 年，维克里（William Vicroy）在一篇经典的论文中，讨论了在单物品拍卖中应用最为广泛的四种拍卖形式。

英式拍卖：竞拍者由低到高竞价，价高者得。

荷式拍卖：拍品由高到低叫价，直到有竞拍者表示接受为止。

一阶密封价格拍卖：竞标人分别在信封中写下自己的报价，报价最高者得，并且支付其所报价格。

二阶密封价格拍卖：竞标人分别在信封中写下自己的报价，报价最高者得，但只支付报价第二高者所报的价格。

在这篇不足 30 页的论文中，维克里得到了一个对现代拍卖具有里程碑意义的结论——“收益等价定理”，即在单物品的拍卖中，如果所有竞拍者对于拍品的评级都是各自独立给出的，那么无论采用什么样的拍卖形式，拍卖人都可以获得同样的期望收益。此外，维克里还得到一个重要的结论：在二阶密封价格拍卖中，所有的竞拍者都会诚实报价，即对于拍品评价多高，就会报多高的价；而在一阶密封价格拍卖中，竞拍者的报价则可能远远低于自己对于物品的真实评价水平。这一结论的直觉是很简单的，在采用一阶密封价格拍卖时，如果竞拍人按照自己对物品的真实评价报价，那么即使赢得拍卖，也无利可图。为了获得可能的利益，竞拍人就有激励报出远低于自身真实评价的价格，而这一问题在二阶密封价格拍卖中则可以很好地被克服。维克里的这一成果为他得到了诺奖，但遗憾的是，在领奖之前他就意外去世了。

在维克里之后，大批学者开始对拍卖理论加以关注。其中尤其值得一提的罗杰·迈尔森，他利用新发展起来的机制设计理论对威尔逊提出的共同价值拍卖进行了研究。通过严格的数学推导，得出结论：在满足竞拍人对于物品的评价相互独立、竞拍人只关心自身的期望收益等一系列的假定下，所有可能的拍卖机制都会给拍卖者带来相同的期望收益。显然，这一结论超越了之前维克里等学者比较具体拍卖形式的收益的研究思路，而能够研究所有可能的拍卖，这使拍卖理论大大向前推进了一步。除此之外，迈尔森还对“赢者的诅咒”问题进行了分析。由于在拍卖过程中，信息是不断披露的，因此当有人最终赢得拍卖时，他就知道了自己拍得的物品可能不值自己当初的估价，由此，“诅咒”就产生了。

不过，迈尔森的研究依然存在着问题。事实上，“收益等价定理”的成立依赖于众多的假设，其中最关键的一点就是所有竞拍人对于拍品的评价都是独立给出的。但在现实中，这一假设很难成立。竞拍人对于拍品的评价不仅仅取决于他自身，而且和其他竞拍人的评价有着重大的关系。当存在“关联评价”时，迈尔森的理论就不再适用，而拍卖人就可能通过交易机制的设计来提高自身的期望收益。

率先对存在“关联评价”的拍卖机制进行研究的，就是米尔格罗姆教授。在 1982 年和韦伯（Robert Weber）合写的论文《拍卖和竞争性竞价理论》（A Theory of Auctions and Competitive Bidding）

中，米尔格罗姆教授构建了一个存在“关联评价”时处理信息、价格和拍卖者收益的分析框架。他们根据对拍卖实践的观察提出投标者的估价可能是关联的，一个竞拍人对拍品的较高评价也容易提高其他参与人的评价。于是，拍卖可以理解为一个显示博弈（Revelation Game），任何买者的报价不仅会显示出他自己关于物品评价的信息，还会部分地揭露出其他买者的私人信息。这样，竞拍人利益的多少主要取决于其信息私人性的程度。一旦拍卖中有信息被揭露出来，竞拍人就可能被其他竞拍人的信息所误导。因此，对拍卖人而言，能为他带来最高期望收益的拍卖必定是那些能最有效地削弱竞拍人信息的私人性拍卖。

在拍卖理论的文献中，米尔格罗姆的这一发现被称为“联系原理”。应用“联系原理”，米尔格罗姆对各种流行的拍卖形式进行了分析。在英式拍卖中，较早退出拍卖的竞拍人的报价显示了他们关于物品价值的信息，拍卖价格被连接到所有未获胜竞拍人的估价上，因而能产生较高的收益。在二阶密封价格拍卖中，拍卖价格仅仅被联系到对拍品估价第二高的竞拍人上，因此其产生的收益就较低。而在荷式拍卖和一阶密封价格拍卖中，由于价格没有任何联系，因此它们都将为拍卖人带来最小的期望收益。米尔格罗姆的这一发现，对于现实中英式拍卖的流行给出了很好的解释。针对迈尔森发现的“赢者的诅咒”等问题，米尔格罗姆也给出了一些处理方法，例如通过多轮的叫价来披露信息，由此减少这些问题的发生。这些思想，都被应用到了后来他对拍卖的设计当中。

学以致用：用理论设计出的拍卖

需要指出的是，尽管威尔逊和米尔格罗姆关于拍卖的理论十分精彩，但拍卖毕竟是致用之学，真正体现这些理论价值的，还是他们对于现实拍卖的设计。在现实中，他们都是拍卖设计的高手。

威尔逊曾经帮助美国政府和很多企业设计过拍卖。他最有名的设计是帮助美国内政部设计了大陆架石油和天然气地块开发权的拍卖。当时，内政部曾经考虑过两个方案：整体拍卖和分成拍卖。整体拍卖很好理解，就是直接把一个地块拍给报价最高的人，而分成拍卖呢，则是把一个地块分成几个部分，然后让人们出价。这时，每个竞拍人可以给出不同价格下自己愿意购买的份额，例如如果 100 万就全买下，110 万就买 90%。最终，拍卖方可以根据所有竞拍人的报价把拍品化整为零地卖给他们。内政部倾向的方法是分成拍卖，原因很简单，这样似乎更能够让这些地块卖出去。但威尔逊研究了之后，却告诉内政部，这个方法可能得到的价格或许要比整体拍卖来得低得多。威尔逊给出的理论是很复杂的，但我们这样比较直观地理解：从本质上看，分成拍卖就相当于给了每个竞拍人更多的选择，让他们对每一个边际上的需求分别指定意愿出价。这样，他们就回避了拍卖方对于额外份额的“搭售”，从而可以获得更高的消费者剩余。相比之下，在整体拍卖中，他们会以自己希望的价格获得一定份额，而其他部分则属于是“搭售”的，因此其消费者剩余就少了。反过来，当竞拍者的收益更多时，拍卖者的收益就少，因此对于同一件商品，分成拍卖的收入就会更少。

米尔格罗姆在拍卖的实践上表现则更为活跃，甚至还开办过一家名为 Auctionomics 的拍卖网站（不过疑似倒闭了）。不过，最让他名垂史册的应该还是他帮助联邦电信委员会（FCC）设计的美国无线电频谱牌照拍卖。1993 年，克林顿总统签署法令，授权 FCC 对频谱许可证进行拍卖，并要求在一年之内进行第一次公开拍卖会，而米尔格罗姆则作为顾问参与了拍卖的设计。米尔格罗姆为 FCC 给出的方案是一种“同时向上叫价拍卖”的机制：在每轮拍卖中，竞拍人为自己想要购买的一个或多个频谱分别报价，报价是不公开的。每轮报价结束时，只公布每个频谱的最高报价，并基于此确定下轮拍卖中每个频谱的起始价（比如在上轮最高价的基础上按事先确定的增幅，如 5% 或 10% 增加）。下一轮拍卖开始后，上轮拍卖的最高报价仍然保留着，直到被更新的最高报价所取代。如果没有新的更高的报价出现，拍卖结束。这种新的拍卖机制非常适合于被拍卖的许可证是相互替代的。在拍卖过程中，随着价格的上升，对某个频谱的出价已被别人超过的买家可能转向对其他一些当前价格较低的许可证进行投标，这时将发生互替许可证之间的有效套利。替代作用越显著，这些许可证的拍卖价格就越接近。这些，都是传统的拍卖机制不能实现的。

在 1994 年的拍卖中，经过 5 天 47 轮竞价，10 张牌照最终拍出了 6.17 亿美元的天价，远远超过了美国政府的预期。正因为这个原因，《纽约时报》把这次拍卖称为了“历史上最大的拍卖”。

写在最后

行文至此，这篇介绍文字的篇幅已经远远超出了我之前的预期。尽管如此，我还是觉得这一万多字完全不足以概括今年两位诺奖得主的贡献。尽管在学术发表水涨船高的今天，这两位得主的发表未必比得上一些后起之秀，但真正论及对理论和现实的影响，在世的经济学家恐怕很少有能出其右者。

最后再说几句：这几天，一直有人问我，你觉得今年诺奖得主最大的贡献是什么。我想了很久，现在才终于找到了答案。相比于他们自己的理论，其实他们更大的贡献是培养出了众多优秀的学生。在威尔逊门下，就有霍姆斯特朗、米尔格罗姆、罗斯（Alvin Roth）等人分别开宗立派，并且斩获了诺奖，而在米尔格罗姆的教导之下，则出现了苏珊·阿西（Susan Athey）、约书亚·甘斯（Joshua Gans）等杰出的新一代经济学家。我想，这种生生不息的传承恐怕要比任何理论都更为重要。

拜登的“大政府”支出 10 年将增 10 万亿

来源： 日经中文网 (2020-11-09)
作者： 河浪武史

在美国总统大选中，11 月 7 日拜登(77 岁)表示自己赢得了胜利。如果拜登成为美国总统，拜登体制寻求借助 4 年 2 万亿美元这一巨额投资计划来提振经济，另一方面，有可能启动对巨大 IT 企业和金融机构的限制强化。

在下一任总统任期，提振因新型冠状病毒疫情而大幅恶化的美国经济成为最大课题。与积极推进大规模减税和限制放宽的特朗普政权不同，拜登体制将明确力争打造“大政府”，即对富裕阶层和企业增税，同时通过基础设施投资等政策增加就业。

拜登的主要经济政策	
IT(信息技术)	并未支持激进左派主张的对巨大IT企业的分拆
税制	对低收入阶层减税，同时对高收入者和大企业增税
就业	投资7000亿美元支援制造业，提出“新增就业500万人”
贸易	对环太平洋经济合作协定（TPP）等新贸易协定持慎重态度。或调整特朗普总统对中国产品征收的制裁性关税
环保	4年里向环保和基础设施部门投资创出历史最大规模的2万亿美元。立即重返《巴黎协定》。对石油行业构成逆风
新冠疫情	自就任总统之日起，最优先控制疫情在全美要求佩戴口罩。表示“控制疫情之前无法重振经济”

拜登的投资计划规模巨大，承诺推进 4 年里向可再生能源和公共基础设施投入 2 万亿美元这一史无前例的巨额投资。有估算认为，如果加上社会保障给付的增加等，财政支出增加额在 10 年里达到 10 万亿美元规模。能否实行取决于众参两院的合作体制，但“Bidenomics(拜登经济学)”的财政支出增加相当于国内生产总值(GDP)的约 5%，有可能将 2022 年的经济增长率提高近 3%。

规划如此巨大的财政支出增加，除了战时之外，将是大萧条时的 1930 年代的“罗斯福新政”以来首次。新冠病毒危机导致美国失业率 4 月上升至 14%左右。据称美国经济面临大萧条以来最大危机，拜登阵营与此前作为竞争对手的参议院议员桑德斯的政策制定人员一起，不断以罗斯福新政作为模型进行研究。

拜登还承诺改变战后最严重的收入差距。新型冠状病毒对低收入阶层造成直接打击，仅 3 月份，年收入 4 万美

元以下的家庭就有 4 成失去工作。为了在中低收入阶层的医疗费和教育费方面提供支援，要求对企业和富裕阶层增税。据称拜登的增税方案在 10 年里达超过 4 万亿美元，接近在税制改革的规模上仅为 1.5 万亿美元的“特朗普减税”的 3 倍。税制是众参两院的专权事项，拜登方案难以完全实现，但根据对股票交易征税强化等制度设计，对市场交易难免产生影响。

在选战最后阶段，美国国会出现了加强对巨大 IT 企业监管的言论。民主党甚至考虑分拆 Facebook 和谷歌等的业务。拜登没有提及巨大 IT 企业的分拆，但立场是支持通过《反托拉斯法》（反垄断法）加强监管。而共和党反对 IT 企业的分拆言论，监管强化的走向将取决于众参两院的势力格局。

拜登在选举中占据有利地位。不仅是要求消除贫富差距的中低收入阶层，连华尔街也支持拜登。来自证券和投资行业的捐款额达到 7400 万美元，是特朗普的 4 倍以上。特朗普一直通过大规模减税等推高股价，但经济界不喜欢特朗普的难以预测的政策运作，而且青睐经验丰富的拜登带来的稳定体制。

虽然奥巴马前政府在跨太平洋伙伴关系协定（TPP）中发挥了主导作用，但在拜登体制下重新加入协定并非易事。民主党在 8 月通过的政策纲领中明确提出，“在为提高美国的竞争力进行投资之前，不会为新的贸易协定展开谈判”。拜登提倡政府采购时优先购买美国产品的“买美国货”（Buy American）。当前将致力于美国国内产业的振兴。

拜登对动摇国际经济的特朗普政府的惩罚性关税政策持否定态度，称其“手段老套”，可能会对部分政策进行调整。但关于特朗普政府针对中国采取的强硬措施，议会民主党也支持这种做法，拜登很难作出让步。拜登与特朗普一样，指责中国的外汇政策和产业补助措施不公平，可能不会立即无条件下调惩罚性关税。

不过，拜登所处的立场需要其重视国际合作。他承诺美国将重新加入应对全球变暖的国际框架《巴黎协定》，气候变化措施将对美国致力于加强全球性合作起到积极作用。围绕国际社会之间的经济政策，在征收数字税和竞争政策上，美国明显处于孤立状态，因此拜登能把国际舆论引导到什么方向，这方面的实力将受到考验。

分析：特朗普改变了美国贸易格局， 尽管有些方面事与愿违

来源：路透中文网 (2020-11-03)

作者：Reuters Staff

美国总统特朗普的“美国优先”贸易政策将 70 年的贸易自由化共识付之一炬，对中国由政府驱动的经济模式采取了更强硬的立场，并对进口钢铝征收新关税，导致美国与盟友的关系疏远。

特朗普吹嘘自己保护美国工人的努力，以及与中国签署的第一阶段贸易协议，并将此作为周二总统大选的终结辩论。第一阶段贸易协议承诺增加美国的出口。

迄今为止的经济数据显示，这一努力的结果喜忧参半：一些行业获得了好处，但代价是其他行业遭受了损失，而美国商品和服务的整体贸易逆差几乎没有变化。

自 2018 年以来，特朗普对进口的洗衣机、太阳能电池板、钢、铝以及从中国和欧盟进口的商品征收惩罚性关税，迄今已征收的近 800 亿美元关税中，中国商品占了大部分。

针对中国的关税战始于 2017 年围绕美国长期以来对华意见的调查。美国指责中国政府主导的经济政策，包括窃取知识产权、强制技术转让和对国有企业的大量补贴，导致美国贸易逆差扩大。

企业界大多支持“301 条款”调查的目标，但警告关税将提高输入成本，损害美国的竞争力。

报复措施及其不断升级最终导致美国对 3,700 亿美元中国商品征收关税，随后双方在 1 月签署了第一阶段经贸协议。中方在协议中承诺，将在两年内增加 2,000 亿美元的美国农产品和制成品、能源和服务进口。

迄今为止，关税已经导致从中国进口的商品减少，但尚未明显改变美国的商品和服务贸易逆差。

企业的回应是使供应链多样化，将一些生产移出中国，但大部分转移到其他低工资国家，像是越南和墨西哥，而不是转移到美国。

特朗普的目标之一是增加美国人的制造业工作岗位。自特朗普 2017 年就任以来，制造业就业已有增长，部分是因为大规模企业减税。但在他 2018 年推出关税后，制造业就业增长放缓，在新冠疫情 2020 年初爆发前，增速更加缓慢。

美联储衡量美国制造业产出的指标亦在 2018 年触顶。

****钢铁下滑****

特朗普在 2018 年以国家安全为由，对钢材和铝材分别实施 25% 和 10% 的关税税率，惹怒了欧洲、亚洲和美洲的美国盟国。

这些关税在行业内引发新投资，一些闲置工厂也重新运转，其中包括美国钢铁公司 X.N 位于伊利诺州的 Granite City Works。但由于价格下滑导致一些关厂，这波聘雇复兴运动仅昙花一现，连曾在 2018 年 7 月被特朗普誉为行业复兴先驱的 Granite City，也关闭了两座高炉中的一座。

钢铁业高管坚称，由于全球生产集中在中国，若是没有关税保护，美国国内的钢铁制造商情况将更糟糕。关税已使得进口份额减少，国内钢铁制造商得以利用其更多产能。

****“无灾无难”****

支持特朗普贸易策略的人辩称，该策略并未导致行业预言的重大资源错置，同时赢得中国退让的程度是历任美国总统之最。

美国贸易代表办公室的前总顾问 Stephen Vaughn 表示，该策略推动美国企业分散至中国之外，同时将一些重要的供应链移到美国。

“对方阵营所预言的所有灾难实际上从未发生，” Vaughn 表示，他目前是 King and Spalding 律师事务所贸易事务合伙人。“就算假设这些关税都是由消费者支付，加税 800 亿美元不会导致 22 万亿美元的经济体垮台。”

虽然特朗普的第一阶段贸易协议目前开始提升美国对中国的农产品出口，但它未能解决许多对美国公司来说真正重要的问题，其中包括中国的技术转让政策、产业补贴和数字服务准入障碍。

Holland and Knight 的贸易律师 Nasim Fussell 表示，“将面临来自各利益相关方要求向第二阶

段推进的压力“，以解决更加实质性的问题。他曾在美国参议院财务委员会担任共和党贸易顾问，直至8月份。

但彼得森国际经济研究所资深研究员 Chad Bown 的计算结果显示，在爆发新冠疫情之际，中国仅略超过第一阶段贸易协议所规定的第一年采购目标的一半，尤其是制成品。

Bown 表示，大宗商品价格、中国关税、航空旅行需求疲弱以及中国发生猪流感，诸如此类的经济因素也严重影响了美国对华出口。

“仅凭一句‘你需要购买更多’，不一定奏效。”

对数字金融、金融科技与金融稳定关系的几点思考

来源：财新网(2020-11-10)

作者：孙天琦(西安交通大学博士后，博士生导师，央行金融稳定局局长)

2020年，新冠疫情的发展进一步催生了“非接触经济”的兴起，倒逼很多国家大力发展金融科技，金融机构的数字化转型也在明显加快。二十国集团(G20)在2016年中国任主席国时，开始关注数字金融发展，2020年也在密切关注疫情背景下数字金融、普惠金融的发展趋势。今天我向大家请教、给大家汇报的是数字金融/金融科技与金融稳定关系。

一、金融稳定的基本定义

研究数字金融/金融科技和金融稳定的关系，首先要明确金融稳定的定义。金融稳定理事会(FSB)将金融稳定界定为全球金融体系抵御冲击并防范金融中介和其他金融体系功能中断的能力，这些功能一旦中断将对实体经济产生严重负面影响。

欧央行(ECB)提出，金融稳定是由金融中介、金融市场和市场基础设施构成的金融体系的一种运行状态，在这种状态下，金融体系可以承受冲击，解决金融失衡，从而降低金融中介过程中断的可能性，确保储蓄向具有盈利性的投资机会分配。

人民银行在《金融稳定报告(2005)》中指出，金融稳定是金融体系处于能够有效发挥其关键功能的状态。在这种状态下，宏观经济健康运行，货币和财政政策稳健有效，金融生态环境不断改善，金融机构、金融市场和金融基础设施能够发挥资源配置、风险管理、支付结算等关键功能，而且在受到内外部因素冲击时，金融体系整体上仍然能够平稳运行。



从金融稳定的基本定义看，数字金融/金融科技极大地改变着金融服务的提供方式，改变着金融产业格局，这些新型金融服务提供商必然对金融稳定产生影响，其影响可以从金融安全网——微观审慎监管、行为监管、宏观审慎管理、存款保险、最后贷款人五个维度来分析。

二、长期看，金融科技进步能够促进金融稳定

(一) 增强金融体系透明度

一是降低信息不对称，提高风险评估和定价能力。例如，大数据技术可用于提取、分析海量数据，开发出针对特定风险类型的金融工具，有助于提高风险评估和定价的准确性，进而提高各市场参与方的风险管理能力。二是提高社会信用体系透明度。例如，金融机构引入交易追踪等技术，使尽职调查流程更加便捷，降低合规成本，也有利于落实反洗钱和反恐怖融资要求。

（二）提高金融体系效率

金融科技快速发展可以促进金融体系接受新技术、改善服务、改进商业模式、降低运营成本，并提高金融市场资源配置效率。例如，FSB 研究报告指出，分布式记账技术可以缩短结算时间，提升交易执行效率和速度，从而减少交易对手的风险暴露，释放抵押品和资金，进而有助于提高整个金融体系效率。

（三）促进市场竞争

一是降低市场准入壁垒和集中度。例如，大数据分析和贷款发放自动化，有助于降低信贷服务准入壁垒，智能投顾可以降低投资门槛。同时，一些合法新型数字金融服务提供商也在一定程度上扮演了类似银行体系“备胎”的角色，不仅能够降低信贷在银行体系的集中度，还可以在银行体系发生危机时提供信贷支持。二是降低金融业务流程的集中度，如分布式记账技术。

（四）武装金融监管者

金融科技的快速发展推动了金融市场的数字化变革，同时也为金融监管提供了更多工具。例如，在股东准入管理、关联交易识别、流动性管理方面，利用大数据智能算法，围绕财务、股权、关联关系等信息对企业风险进行扫描，实现风险的实时分析与处理。欧央行（ECB）开发了一种基于网络分析与图形可视化的工具，帮助监管部门深入了解监管对象持有的私募股权基金情况，以及重要机构股东之间的关联性。

（五）提升金融普惠程度

金融科技的发展可以使金融体系、金融服务渗透得更深、更广，有助于提高居民、中小企业金融服务的可得性和便利程度，从而促进经济的可持续增长和投资风险分散化。例如，基于大数据的借贷，为中小企业提供了更多无抵押贷款。

三、数字金融发展对金融监管提出新课题、新挑战，风险呈现新特点

（一）金融科技发展可能引发的微观金融风险

一是流动性风险。如数字金融服务资金运用的期限错配、货币错配等问题。随着近几年金融数字化程度提高，一些地方小银行甚至村镇银行通过第三方线上平台从全网吸收个人储蓄存款，从过去依靠当地储蓄，扩展到依靠区域外的全国性储蓄存款，有的银行通过线上平台吸收的存款在银行负债中占比高达 70%，异地存款占绝大部分，单就储蓄这一点而言已成为全国性银行。营销中，有意突出存款保险保障的宣传，暗示“零风险、高收益”，便于用较高利率吸引储户。个别高风险机构近一年也通过互联网平台吸收异地存款。

这类互联网平台存款具有开放性、利率敏感性高、异地客户为主、客户粘性低、随时支取等特征，存款稳定性远低于线下，增加了中小银行的流动性管理难度。同时，平台存款全额计入个人存款，导致流动性匹配率、优质流动性资产充足率和核心负债比例高估。

1. 高估流动性匹配率。流动性匹配率=加权资金来源（负债端）/加权资金运用（资产端），该指标旨在衡量银行主要资产与负债的期限配置结构，监管要求不得低于 100%。该指标根据资产负债的不同期限（3 个月内、3 个月-1 年、1 年及以上）设置了不同系数，存款期限越长，系数越高，1 年

及以上的系数为1。互联网平台存款虽然期限较长，但其更具灵活性，按照较长期限计算可能导致该指标高估。

2. 高估优质流动性资产充足率。优质流动性资产充足率=优质流动性资产/短期现金净流出，监管要求该指标不得低于100%。分母项短期现金净流出，是指压力情况下，可能的现金流出减去现金流入。可能的现金流出中，储蓄存款折算率仅为8%，同业存款折算率最高为100%。将互联网平台存款全部计入储蓄存款中，导致优质流动性资产充足率的分母较低，该指标被高估。

3. 高估核心负债比例。核心负债比例=核心负债/总负债，监管要求该指标不得低于60%。分子即核心负债包括活期存款中稳定沉淀的部分、剩余期限90天以上的定期存款等。5年期互联网平台居民储蓄存款，属于核心负债，但是其稳定性要低于当地传统的5年期居民储蓄存款，会高估该系数。

这类储蓄的不稳定性要高于当地储蓄。近些年国际上发生的挤兑事件中，有几起已经由线下的网点挤兑为主发展为线上挤兑为主。过去处理挤兑的时候，是现钞拉到现场，在银行网点柜台堆成山让储户看，“你放心，现钞多得是”，1-3天挤兑事件就过去了，守住柜台就控住了风险。但现在从几个国际案例来看，守住柜台仅仅守住了10%、30%，70%在线上快速流出。如何应对线上挤兑是个新课题。

二是基于大数据信贷业务的信用风险。包括：1. 长尾客户风险。联合国普惠性发展融资特别倡议（UNSGSA）在一份报告中指出，一些国家网络借贷发展过快，导致相对贫困的借款人过度借贷和违约率上升。这种情况前几年有所显现，2020年在疫情的影响下，在部分国家更加明显，包括美国。2. 信用风险评估模型不健全导致的信用风险。主要体现在模型尚未经过完整的信贷周期检验，数据质量和完整性可能不如传统借贷。部分模型过度依赖硬数据而忽视软指标，在风险存在很强异质性的情况下会削弱模型评估质量。

三是数字化业务模式可能加重操作风险。包括：1. 网络事故风险，如数据泄露、欺诈、业务中断和网络攻击等。近年来，诸如Wannacry事件、NotPetya事件等网络风险事件导致金融部门遭受严重损失。2. 内部治理和流程管控风险。例如，很多新型数字金融服务商缺乏数据收集、存储和处理的标准流程，导致数据被滥用。还有一些加密资产采用去中心化和“公有链”设计，治理框架和流程管控不健全，难以确保操作安全和系统稳定，也增加了反洗钱和反恐怖融资风险。有调查发现，全球120家最受欢迎的加密资产交易所中，约三分之二的交易所未能落实反洗钱、反恐怖融资和客户识别要求。3. 关键第三方服务提供商依赖风险。据美国科技媒体TechCrunch报道，2019年初，美国多家大型银行泄露2400多万份银行资料，涉及大量贷款和抵押物信息，造成泄露的原因是第三方公司OpticsML所提供的服务器出现漏洞。

以上因素，加上新型金融服务提供商与商业银行的联合贷款放大杠杆率等等可能导致对这些新型金融服务提供商的资本要求不足，甚至严重不足。

（二）金融科技发展可能引发的系统性金融风险

一是部分新兴的数字金融服务容易引发声誉风险的传染，并增加新的传染路径。一方面，零售业务易引发声誉风险传染，在加密资产领域尤为突出。如果一种加密资产出现大面积挤兑，很可能出现市场恐慌，导致用户不加区分地挤兑其他同类资产。另一方面，金融科技带来新的系统性风险传染渠道。金融科技应用越广，越容易产生复杂的网络效应和传染性。例如，复杂的算法交易，可能导致整个金融市场出现不可预知的系统性风险。2010年，美国道琼斯指数在半小时暴跌700点，之后又戏剧性地反弹600点。这次“闪电崩盘”让美国股市暂时性蒸发了1万亿美元，其中一个重要原因是自动化交易的算法缺陷。

二是数字金融服务很多情况下呈现更明显的顺周期性和波动性。比如，网络借贷平台业务可能增大信贷业务的顺周期性。网络借贷平台业务受散户投资者风险偏好影响较大，再加上信用风险模型未

经检验,可能导致风险定价过低或过高、信贷质量评估和借贷标准不如传统机构精确等问题,易加大信贷业务的顺周期性。智能投顾业务的羊群效应也很明显。在市场平稳运行时,智能投顾会通过高频数据捕捉价格波动,更加活跃地撮合交易。这种顺周期性同样出现在市场流动性紧张时期,智能投顾会以更快的速度退出市场,加剧市场价格的大幅下跌。

三是新型数字金融服务提供商的系统重要性上升,可能增大关键服务中断的风险,并可能因垄断导致市场失灵。2020年10月6日,美国众议院针对大型科技公司可能的反竞争和反垄断行为发布一份长达449页的报告,指出科技巨头借助垄断地位开展不公平市场竞争,并建议对其进行更严格的监管,甚至拆分。随后,美国司法部正式起诉,指控一家科技公司利用不合法手段垄断搜索领域。

四是加密资产和数字货币的广泛使用,可能助长跨境套利,加剧跨境资本流动。一方面,加密资产不受地理边界的约束,如果没有国际监管协作,一国的监管规定在另一国境内难以发挥作用。由于各国市场成熟度、司法、监管、货币可兑换程度等方面存在的差异,在一个国家属于非法的事情,在其他国家可能就是合法的,跨境监管和司法合作沟通成本大。另一方面,高通胀率和汇率波幅较大国家的居民使用主要储备货币发行国发行的数字货币,可能削弱这些国家本币的主权地位,绕过资本管制,加剧其资本流动和央行资产负债表波动。2019年在外滩金融峰会上,我就天秤币(Libra)提出三点看法:1.必须严格明确中国的法定货币就是人民币,所有的境内交易计价结算必须使用人民币。2.必须把Libra看作外币。如果其在我境内落地,必须要严格遵守中国目前的外汇管理框架。3.技术上给我们提出的课题是在数字环境下要能区分哪些交易是境内主体之间的交易,哪些交易是境内主体和境外主体在数字环境下的交易等。如果做不到,就禁止使用。

(三) 对部分金融科技的监管存在空白

一是不少机构“无照驾驶”开展金融业务,属于非法金融活动。主要包括两类:一类是打着科技创新旗号,开展金融活动。前几年野蛮生长的网络借贷行业从事各类小额贷款、担保等金融业务,却没有正规金融牌照,一度处于无人监管状态。另一类是未经国内准入要求,开展跨境金融服务。部分境外机构或中国境内的市场主体利用“国外宽准入,国内宽监管”的特点,迂回海外拿到金融牌照、再通过数字平台给境内提供金融服务,进行监管套利,扰乱国内金融秩序。类似的,还有在国内一个省拿到小额贷款公司牌照,然后通过互联网全国展业,严格讲,在其他省属于“无照驾驶”,属于非法金融活动。

对于支付、银行、证券、保险等境内、跨境金融业务,很多新型金融服务提供商在境外有实体企业、在境外获得不少金融牌照,但是根本不敢在美国、澳大利亚、英国、日本等国家做,然而就敢在中国做,就是挑战中国监管,挑战中国司法,这必须改变。

二是非金融部门提供的很多关键第三方服务,仍游离于金融监管之外。向金融机构提供外包服务的第三方服务商本身可能不属于传统金融机构。这些第三方机构所受的监管可能弱于受监管的金融机构,随着其为金融机构提供服务的规模不断增大,可能成为潜在风险来源。

三是金融科技更新速度和智能化程度带来监管滞后风险,体现在监管能力滞后和监管数据缺口、甚至基本的数据真实性难以保证等方面。金融监管部门通常并非技术领域专家,叠加监管资源有限等问题,在理解和评估金融科技领域的创新和模式上存在困难。比如,一些大数据分析模型较为复杂,缺乏可解释性,监管部门难以评估其技术稳健性,也难以预见其对市场行为的影响;一些采用“黑盒”设计的算法缺乏透明度,难以有效审计其安全性。

(四) 金融数字化程度提高对行为监管带来新挑战。

一是零售端,消费者保护复杂度、难度上升。随着金融业数字化转型,指纹支付、刷脸支付、远程开户等新技术不断涌现,个人身份特征信息和财务信息被过度收集,超出个人授权进行商业性开发

和集团内使用,对消费者的侵权主体、侵权方式、损害形态呈现多样性。典型的如消费者的手机失窃,就可能导致各种信息泄露,信用卡被盗刷,身份被盗用以申请新的贷款,引发消费者财产损失、精神损害,甚至危及生命安全。而且,数字环境下交易、证据呈现电子化趋势,电子证据的产生、固定、调取等,大多为经营者所掌握,消费者处于明显的技术劣势。最基本的,还有很多消费者,既缺乏金融知识,也缺乏科技知识。

二是批发端,不时发生操纵市场、内幕交易、资源互换、交叉补贴、利益冲突等问题。

三是披着科技外衣的不当行为更加难以监测。例如,拉脱维亚人黑客 Nagaicevs 侵入美国大部分券商的在线经纪账户,大约实施了 159 次操纵活动,操纵了 104 只纽交所、纳斯达克的证券,获利超过 87 万美元。由于其手段隐蔽性强,直到 14 个月后才被美国证券交易委员会发现并查处。

(五) 金融科技可能削弱现有金融安全网的有效性

一是金融科技的发展可能加剧“去中心化”趋势,超出最后贷款人覆盖范围。金融安全网核心的一点,就是央行的最后贷款人机制,目前最后贷款人机制主要覆盖中心化的金融机构,在中国主要覆盖的是商业银行。在去中心化技术广泛运用背景下,这一干预措施的覆盖范围发生变化。

二是私人部门数字货币可能降低货币政策和最后贷款人机制的有效性。私人部门数字货币若广泛使用,势必对一国以主权货币计价的经济活动造成割裂,导致类似“美元化”的问题,影响央行货币政策传导与最后贷款人机制的有效性。

四、完善监管体系,严肃市场纪律,发挥金融科技支持实体经济、维护金融稳定的积极作用

(一) 制定审慎监管要求,确保对金融科技业务的全面覆盖

一是严格落实持牌经营,严厉打击“无照驾驶”。按照国内现行法律规定,“无照驾驶”就是非法金融活动。金融业实行严格的持牌准入和业务监管要求,若大型科技公司从事金融业务,也应遵守同样的准入和监管要求。新加坡、中国香港金融管理部门还引入了新的牌照类型,比如数字银行、虚拟银行牌照。另外,单从准入来看,一些新型金融服务提供商的国内、跨境金融业务“无照驾驶”的持续活跃,是否反映了存在金融抑制?或者,长时期打而不绝,长时期持续活跃,乱象丛生,是否也反映了监管有效性、及时性需要提高?需要我们反思,在防范风险的前提下,哪些方面可以降低市场准入门槛,提升金融业的竞争性,哪些方面必须严格及时执法,严厉打击违法违规、“无照驾驶”,严肃监管和司法,维护市场秩序。

二是对于新型数字金融服务提供商,建立符合其特点的审慎监管框架。包括最低资本要求、流动性风险监管要求、市场风险监管要求、信贷集中度要求、关联交易管理要求、杠杆率要求、操作风险管理要求等。例如,针对数字钱包业务可能产生的期限错配风险,部分经济体监管部门要求数字钱包从客户银行账户或信用卡账户中直接扣款,即便允许使用客户资金投资,也应投资于高流动性资产;中国则要求第三方支付机构将客户备付金 100%存放于央行。对于网络放贷业务,也应设立严格的资本、杠杆率、单户借款额度等监管要求,避免滥用杠杆、随意放大杠杆、过度授信,导致风险外溢至银行体系。

三是对于传统金融机构开展或者合作开展的新型数字金融业务,应加强监测、及时规范,根据其风险特征,及时优化或者增设审慎监管指标。例如,前文所述一些商业银行特别是中小银行借助互联网金融平台吸收存款,突破了传统渠道的空间限制,从资金来源看,已成为全国性银行。互联网平台存款具有开放性、利率敏感性强、粘性低、随意支取等特征,稳定性远低于线下。这些都增加了中小银行的风险隐患。需要监管部门审慎研判互联网平台存款潜在风险,明确平台存款业务准入条件、风险管理等要求。研究一定评级以上的商业银行才有资格开办互联网平台存款业务,根据资本金及风险

状况等设定平台存款上限，明确哪些中小银行不能开展此项业务。同时，现行的监管规则对个人存款给予了优惠处理，如较低的现金流失率、较高的稳定资金系数等，而互联网平台存款全额计入个人存款，导致流动性监管指标高估，不能充分揭示银行的实际流动性风险。应修订流动性监管规则，完善相关监测指标，加强对互联网存款的审慎监管。研究滥用存款保险 50 万法定偿付标准、搞资金价格竞争（高息揽存）的应对之策。

四是对于同时提供多种类金融产品和服务的新型数字金融服务提供商建立风险隔离要求。金融产品和服务在传统框架下边界较为清晰，相互之间设有“防火墙”，监管要求也相对明确，但随着金融科技的发展，一些金融产品和服务的边界逐渐模糊。例如，一些互联网机构整合其“场景+数据+支付”资源优势和银行贷款资金支持，形成了“支付+小额贷款+银行+资产证券化”业务模式。单独拆分每一项业务均为持牌经营，但业务嵌套后各服务主体责任划分不清晰，业务环节穿透难，削弱了现行监管政策的约束力。还有的互联网机构开办“金融超市”，同时经营存贷款、保险、基金、理财等多类业务。不管是多层业务嵌套还是一站式金融服务，监管部门都应确保其遵守相应的风险隔离要求。

五是监管范围扩展至第三方科技供应商，尤其是具有系统重要性影响的机构。IMF 在 2018 年发布的《巴厘岛金融科技议程》中指出，从金融稳定角度看，对于系统重要性机构的认定应扩大至非银行金融机构，以及提供关键金融科技服务的基础设施，并对其实施强化监管。实践中，除了具有系统影响的金融科技服务商，还应对各类中小科技供应商施加不同程度的监管要求。例如，对于参与信用创造过程的助贷机构，监管应及时介入，避免其通过人为调整风控模型参数来提高信贷可得性，酿成另一轮“次贷危机”。

以前我举过一个例子，对于运输危险货物的卡车，由于其发生事故后风险外溢性远大于普通运输车辆，各国都对其实施了严格的要求。如相应的企业必须向工商部门登记、获得运输管理机构的行政许可、在运输过程中严格遵守有关部门关于危险货物运输线路、时间、速度方面的规定等。如果另外有一类卡车，自己不运输危险品，但是天天“贴”在运输危险货物的卡车屁股后面跑，相关管理部门是否也应对其施加一定约束，例如行驶速度、防爆措施等？如果不施加约束，那么这些车辆很可能对运输危险货物的卡车造成冲击，间接导致极高的风险外溢。

也就是说，该纳入监管的，必须纳入监管。

（二）建立行为监管体系，维护市场秩序

2007 年美国次贷危机之后很多国家通过加强行为监管补金融监管短板。行为监管的零售端主要是保护消费者、投资者，如对欺诈、误导、垄断、不正当竞争、不正当追债等行为实施监管；批发端是打击操纵市场、内幕交易等行为。客观上看，与国际情况一样，中国对传统金融机构的行为监管的重视程度远远不及审慎监管，对新型数字金融服务提供商的行为监管更为滞后，这是金融乱象周而复始的根本原因之一。监管部门主要的精力集中于改革、开放、创新、发展以及爆雷后的风险处置，对事中监管、过程监管不够重视，长时间议而不决，措施不落地。

在建立行为监管体系方面，应强调以下几点：一是重视行为监管，处理好其与审慎监管的关系，明晰中央金融监管部门间、央地金融部门间职责分工。功能监管要落地（一直没有落地），重点要加强对非金融企业违法违规开展金融业务的治理，监管部门间不能相互推诿。二是强化行为监管能力，提高法律背景人员的比重。三是建立分级监管模式，重点加强对高市场占有率机构、高风险机构的监管。四是监管部门建立全国性呼叫中心，便利消费者咨询和纠纷解决。重视投诉数据库建设和数据分析，发挥投诉作为金融监管政策执行情况的温度计和传感器的积极作用。重视投诉、重视纠纷解决工作，是衡量监管部门是否重视行为监管、是否“以人民为中心”的一个基本衡量指标。五是平衡好个人信息的利用与保护。尽快出台《个人信息保护法》，系统保护金融消费者权利，并通过适当安排，承认并保护经营者在遵循最小化、必要性原则基础上合法获取、利用个人信息过程中产生的“数据权

利”，促进个人信息合法利用。六是给予金融消费者适度倾斜保护，调节技术应用中的失衡。明确电子证据的使用范围、效力等规范，增强经营者的证据留存、提供义务。明确举证责任倒置，强化经营者的举证责任。七是借鉴国外做法，建立对举报揭发（whistle blower）的重奖机制，充分发挥人民群众和网络的力量。八是加大对违法违规行为的处罚力度。

（三）落实功能监管要求，消除监管空白、监管盲区

一是按照实质重于形式原则，对于具有跨行业、跨市场特征的金融科技产品和服务，按照其业务属性和风险实质实施归口管理。以美国对网络借贷行业的监管为例，利用自有资金直接向客户发放贷款需获得州贷款业务许可并接受监管；向公众出售或发行票据需接受证券交易委员会监管；消费者保护事宜须接受消费者金融保护局监管。再以全球稳定币（GSC）为例，其涉及电子货币发行、集合投资计划、吸收存款、证券交易、支付等业务领域的，应分别满足相应领域监管规则。

二是技术中立，不以技术手段不同而放松监管要求。机构无论采用何种技术手段和渠道开展业务，都需要重点关注其是否存在募集公众资金、公开发行政券、从事资产管理等行为，按照业务实质实施准入标准和监管要求。例如，对于智能投顾等投资管理类金融业务，应要求其无论采用传统模型还是网络平台模型，均适用登记注册、投资者适当性和行为准则等现有证券业监管规则。又如，依托互联网技术的贷款、保险、基金、信托、理财等业务，均应遵循实质相同业务执行相同监管要求的原则。

（四）研究新型数字金融服务相关的风险处置机制

一是建立业务恢复和风险处置框架。包括：1. 持续升级网络风险应对框架，开展网络风险定量评估，监测识别并修复关键漏洞，建立金融部门应急计划。2. 建立对关键业务的恢复和处置计划，确保关键数字金融服务提供商能够在相应的法律（或破产）框架下进行有序清算或处置，确保关键功能不中断。

二是重新审视“去中心化”背景下金融安全网的有效性。部分金融业务在数字金融、金融科技发展的背景下，已经转移至传统银行体系外，金融管理部门需要重新审视金融安全网要素的作用，如央行如何发挥最后贷款人角色、存款保险的覆盖范围、系统性金融科技公司的界定、危机管理和处置机制等。

应该给市场、给投资者消费者明确信号，一些企业根本不在金融安全网保护措施覆盖范围之内。

（五）发展金融监管科技，提高监管效率

金融科技的不断发展使得金融业生态日趋复杂，也对监管部门的能力提出更高要求。监管部门需要充分利用科技手段，提高监管的时效性、精准性和前瞻性。金融科技可以更好地武装金融监管，大数据、机器学习、自然语言处理、网络分析等技术的兴起为监管部门提供了新工具。FSB 在 2020 年 10 月发布的一份报告中指出，根据对成员的调查，超过三分之一的监管机构已经开始应用监管科技（SupTech），其余机构也处于开发或实验阶段。借助监管科技，未来的金融监管可实现以下转变：

一是升级监管数据获取方式。传统的监管数据收集方式依赖于被监管机构的报送，一定程度上存在数据滞后、报送不实等问题。借助金融科技，监管数据获取方式可以从“报送式”转变为“提取式”。在“提取式”模式下，金融机构通过应用程序接口（API）等方式使其数据库与监管部门对接，监管部门可以随时从中提取所需的数据，从而提高监管数据时效性和处理效率。对金融机构而言，可以简化报送流程，减少重复报送，减轻报送负担。

同时，改变目前热衷大量汇集数据，但是分析挖掘跟不上的问题，导致数据“睡大觉”，出大事、大风险后才发现自己系统里的数据早已经能反映该风险。

二是重视非标准化、非结构化数据。除标准的结构化数据以外，监管部门往往还掌握大量非结构化数据，如文字报告、图表、网络信息等。以往监管部门只能通过人工方式从中提取有用信息，工作效率较低，对这部分数据难以做到全面利用和监测。随着自然语言处理等技术的发展，非结构化数据的提取和利用效率将大幅提高，有助于进一步充实监管部门的数据来源。例如，当前监管部门主要利用标准化数据识别坏股东和关联交易（如要求金融机构报送前十大股东的名称、类型、持股比例、实际控制人等情况），未来可以增加非标准化数据（司法判决、新闻、年度报告等）的运用，强化穿透式监管。

三是金融风险监测应更具前瞻性。传统的金融风险监测往往依赖于银行等金融机构报送的数据，不可避免地具有一定的滞后性，监管科技的应用可以一定程度上弥补这一不足。例如，欧央行运用机器学习技术，在单个银行层面的季度数据基础上，辅以银行业总体数据和宏观经济指标，前瞻性地识别在未来可能面临压力的银行机构。此外，该系统还能识别出模型中的关键变量和指标，帮助监管部门前瞻性地研判风险情景，给监管干预留下充足的时间窗口。

四是市场监督应尽可能实现实时监督。违规交易和可疑交易往往涉及多个金融机构的大量账户，利用网络分析、机器学习等技术，可以对海量数字金融交易的合规性进行快速智能判断，实时监督金融市场操纵、内幕交易等违法违规行为，有效识别市场欺诈和违规销售，及时发现洗钱、恐怖融资等可疑交易主体和相关金融机构的聚类（cluster）情况。

（六）加强跨部门和跨境合作

一是加强金融管理部门和其他政府部门之间的合作。金融科技的发展涉及竞争、安全、金融稳定、消费者保护等政策目标，应加强金融管理部门和数据保护、市场竞争、消费者保护等其他管理部门之间的协调和合作。

2016 年杭州 G20 峰会通过的《G20 数字普惠金融高级原则》指出，“数字金融发展中，要建立公共部门和私人部门的良好沟通机制和渠道”。从国际经验看，行业规则形成中，头部企业要发挥更大的建设性作用。若行业秩序出问题，不光是管理部门有责任，头部企业同样也有责任。

二是加强各国监管当局的跨境合作。数字世界无国界，金融科技创新大多具有跨境性质，各国对金融科技监管规则不一容易导致监管套利和空白，需要加强跨境监管合作、司法合作，加大对违法违规跨境金融科技活动的打击力度，维护各国金融秩序和金融稳定。

国内财经

关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明

来源：求是网(2020-11-03)

作者：习近平

受中央政治局委托，我就《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》起草的有关情况向全会作说明。

一、建议稿起草过程

“十四五”时期是我国在全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年。

今年3月，中央政治局决定，党的十九届五中全会审议“十四五”规划建议，成立文件起草组，由我担任组长，李克强同志、王沪宁同志、韩正同志担任副组长，有关部门和地方负责同志参加，在中央政治局常委会领导下承担建议稿起草工作。

3月30日，党中央发出《关于对党的十九届五中全会研究“十四五”规划建议征求意见的通知》，在党内外一定范围征求意见。4月13日，文件起草组召开第一次全体会议，建议稿起草工作正式启动。

从各方面反馈的意见看，大家一致认为，在“两个一百年”历史交汇点上，党的十九届五中全会重点研究“十四五”规划问题并提出建议，将“十四五”规划与2035年远景目标统筹考虑，对动员和激励全党全国各族人民，战胜前进道路上各种风险挑战，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步，具有十分重要的意义。

大家认为，我国发展仍然处于重要战略机遇期，但面临的国内外环境正在发生深刻复杂变化。我国有独特的政治优势、制度优势、发展优势和机遇优势，经济社会发展依然有诸多有利条件，我们完全有信心、有底气、有能力谱写“两大奇迹”新篇章。大家普遍希望，通过制定建议，明确“十四五”时期经济社会发展的基本思路、主要目标以及2035年远景目标，突出新发展理念的引领作用，提出一批具有标志性的重大战略，实施富有前瞻性、全局性、基础性、针对性的重大举措，统筹谋划好重要领域的接续改革，为实现第二个百年奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

这次建议稿起草的一个重要特点是坚持发扬民主、开门问策、集思广益。我就“十四五”规划编制明确提出一系列要求，强调要把加强顶层设计和坚持问计于民统一起来，鼓励广大人民群众和社会各界以各种方式为“十四五”规划建言献策。从7月下旬到9月下旬，我先后主持召开企业家座谈会、扎实推进长三角一体化发展座谈会、经济社会领域专家座谈会、科学家座谈会、基层代表座谈会、教育文化卫生体育领域专家代表座谈会，当面听取各方面对制定“十四五”规划的意见和建议。8月16日至29日，“十四五”规划编制工作开展网上征求意见。广大人民群众踊跃参与，留言100多万条，有关方面从中整理出1000余条建议。

文件起草组广泛听取各方面意见和建议，反复进行讨论修改，认真做好建议稿起草工作。

根据中央政治局会议决定，8月10日，建议稿下发党内一定范围征求意见，包括征求党内部分老同志意见，还专门听取了各民主党派中央、全国工商联负责人和无党派人士代表意见。

从征求意见情况看，各地区各部门对建议稿给予充分肯定。大家一致认为，建议稿形势判断科学清醒，目标要求高远务实，指导方针旗帜鲜明，任务部署指向明确，为编制“十四五”规划《纲要》指明了前进方向、提供了重要遵循。建议稿坚持立足国内和全球视野相统筹，坚持问题导向和目标导向相统一，坚持中长期目标和短期目标相贯通，坚持全面规划和突出重点相协调，聚焦突出问题和明显短板，回应人民群众诉求和期盼，有利于把“十四五”规划编制好、实施好。

在征求意见过程中，各方面提出了许多好的意见和建议，主要有以下几个方面。一是充分总结经验，补充全面从严治党、农业发展、文化建设、国家安全等方面内容。二是深化形势环境分析，补充

改革任务仍然艰巨、办好自己的事、树立底线思维等方面内容。三是丰富指导思想和原则，强化以人民为中心、扩大对外开放、全面依法治国、统筹发展和安全等方面内容。四是完善“十四五”发展目标和2035年远景目标，补充缩小发展差距、促进共同富裕等方面内容。五是强化推进创新驱动发展的重大举措，充实有关完善国家创新体系、强化国家战略科技力量、健全创新激励机制和改革科技体制等方面内容。六是更加突出实体经济在国民经济中的重要地位，充实加快建设现代化经济体系、加快构建新发展格局等方面内容。七是更好坚持和完善社会主义基本经济制度，充实促进各类所有制经济共同发展、完善重要财税金融制度等方面内容。八是完善新型城镇化战略，充实城市规划建设管理等方面内容。九是更加重视促进人的全面发展和社会全面进步，强化建设高质量教育体系、健全社会保障体系、全面推进健康中国建设等方面内容。十是把维护国家安全放在更加突出的位置，筑牢国家安全屏障，充实保障国家经济安全、维护社会稳定和安全等方面内容。

文件起草组逐条分析各方面意见和建议，做到了能吸收的尽量吸收，对建议稿增写、改写、精简文字共计366处，覆盖各方面意见和建议546条。这是我国党内民主和社会主义民主的生动实践。

建议稿起草期间，中央政治局常委会召开3次会议、中央政治局召开2次会议分别进行审议，形成了提交这次全会审议的建议稿。

二、建议稿的主要考虑和基本框架

建议稿起草的总体考虑是，按照党的十九大对实现第二个百年奋斗目标作出的分两个阶段推进的战略安排，综合考虑未来一个时期国内外发展趋势和我国发展条件，紧紧抓住我国社会主要矛盾，深入贯彻新发展理念，对“十四五”时期我国发展作出系统谋划和战略部署。

在建议稿起草过程中，注意把握了以下原则。一是处理好继承和创新的关系，做好“两个一百年”奋斗目标有机衔接。二是处理好政府和市场的关系，更好发挥我国制度优势。三是处理好开放和自主的关系，更好统筹国内国际两个大局。四是处理好发展和安全的关系，有效防范和应对可能影响现代化进程的系统性风险。五是处理好战略和战术的关系，制定出一个高瞻远瞩、务实管用的规划建议。

建议稿由15个部分构成，分为三大板块。第一板块为总论，包括第一、第二两个部分，主要阐述决胜全面建成小康社会取得决定性成就、我国发展环境面临深刻复杂变化、到2035年基本实现社会主义现代化远景目标、“十四五”时期经济社会发展指导思想、必须遵循的原则和主要目标。第二板块为分论，总体上按照新发展理念的内涵来组织，分领域阐述“十四五”时期经济社会发展和改革开放的重点任务，安排了12个部分，明确了从科技创新、产业发展、国内市场、深化改革、乡村振兴、区域发展，到文化建设、绿色发展、对外开放、社会建设、安全发展、国防建设等重点领域的思路和重点工作，作出工作部署。第三板块为结尾，包括第十五部分和结束语，主要阐述加强党中央集中统一领导、推进社会主义政治建设、健全规划制定和落实机制等内容。

三、需要说明的几个重点问题

建议稿提出了一些重要观点和论述。这里，就其中几点作个简要说明。

第一，关于以推动高质量发展为主题。建议稿提出，“十四五”时期经济社会发展要以推动高质量发展为主题，这是根据我国发展阶段、发展环境、发展条件变化作出的科学判断。我国仍处于并将长期处于社会主义初级阶段，我国仍然是世界上最大的发展中国家，发展仍然是我们党执政兴国的第一要务。必须强调的是，新时代新阶段的发展必须贯彻新发展理念，必须是高质量发展。当前，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，发展中的矛盾和问题集中体现在发展质量上。这就要求我们必须把发展质量问题摆在更为突出的位置，着力提升发展质量和效益。

当今世界正经历百年未有之大变局，我国发展的外部环境日趋复杂。防范化解各类风险隐患，积极应对外部环境变化带来的冲击挑战，关键在于办好自己的事，提高发展质量，提高国际竞争力，增强国家综合实力和抵御风险能力，有效维护国家安全，实现经济行稳致远、社会和谐安定。经济、社会、文化、生态等各领域都要体现高质量发展的要求。

以推动高质量发展为主题，必须坚定不移贯彻新发展理念，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持质量第一、效益优先，切实转变发展方式，推动质量变革、效率变革、动力变革，使发展成果更好惠及全体人民，不断实现人民对美好生活的向往。

第二，关于构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。构建新发展格局，是与时俱进提升我国经济发展水平的战略抉择，也是塑造我国国际经济合作和竞争新优势的战略抉择。改革开放以来特别是加入世贸组织后，我国加入国际大循环，市场和资源“两头在外”，形成“世界工厂”发展模式，对我国快速提升经济实力、改善人民生活发挥了重要作用。近几年，随着全球政治经济环境变化，逆全球化趋势加剧，有的国家大搞单边主义、保护主义，传统国际循环明显弱化。在这种情况下，必须把发展立足点放在国内，更多依靠国内市场实现经济发展。我国有14亿人口，人均国内生产总值已经突破1万美元，是全球最大和最有潜力的消费市场，具有巨大增长空间。改革开放以来，我们遭遇过很多外部风险冲击，最终都能化险为夷，靠的就是办好自己的事、把发展立足点放在国内。

构建新发展格局，要坚持扩大内需这个战略基点，使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，形成国民经济良性循环。要坚持供给侧结构性改革的战略方向，提升供给体系对国内需求的适配性，打通经济循环堵点，提升产业链、供应链的完整性，使国内市场成为最终需求的主要来源，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡。新发展格局决不是封闭的国内循环，而是开放的国内国际双循环。推动形成宏大顺畅的国内经济循环，就能更好吸引全球资源要素，既满足国内需求，又提升我国产业技术发展水平，形成参与国际经济合作和竞争新优势。

第三，关于“十四五”和到2035年经济发展目标。在征求意见过程中，一些地方和部门建议，明确提出“十四五”经济增长速度目标，明确提出到2035年实现经济总量或人均收入翻一番目标。文件起草组经过认真研究和测算，认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。同时，考虑到未来一个时期外部环境不稳定不确定因素较多，存在不少可能冲击国内经济发展的风险隐患，新冠肺炎疫情全球大流行影响深远，世界经济可能持续低迷，中长期规划目标要更加注重经济结构优化，引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。

党中央的建议主要是管大方向、定大战略的。综合考虑各方面因素，建议稿对“十四五”和到2035年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式。编制规划《纲要》时可以在认真测算基础上提出相应的量化目标。

第四，关于促进全体人民共同富裕。共同富裕是社会主义的本质要求，是人民群众的共同期盼。我们推动经济社会发展，归根结底是要实现全体人民共同富裕。新中国成立以来特别是改革开放以来，我们党团结带领人民向着实现共同富裕的目标不懈努力，人民生活水平不断提高。党的十八大以来，我们把脱贫攻坚作为重中之重，使现行标准下农村贫困人口全部脱贫，就是促进全体人民共同富裕的一项重大举措。当前，我国发展不平衡不充分问题仍然突出，城乡区域发展和收入分配差距较大，促进全体人民共同富裕是一项长期任务，但随着我国全面建成小康社会、开启全面建设社会主义现代化国家新征程，我们必须把促进全体人民共同富裕摆在更加重要的位置，脚踏实地，久久为功，向着这个目标更加积极有为地进行努力。为此，建议稿在到2035年基本实现社会主义现代化远景目标中提出“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”，在改善人民生活品质部分突出强调了“扎实推

动共同富裕”，提出了一些重要要求和重大举措。这样表述，在党的全会文件中还是第一次，既指明了前进方向和奋斗目标，也是实事求是、符合发展规律的，兼顾了需要和可能，有利于在工作中积极稳妥把握，在促进全体人民共同富裕的道路上不断向前迈进。

第五，关于统筹发展和安全。我们越来越深刻地认识到，安全是发展的前提，发展是安全的保障。当前和今后一个时期是我国各类矛盾和风险易发期，各种可以预见和难以预见的风险因素明显增多。我们必须坚持统筹发展和安全，增强机遇意识和风险意识，树立底线思维，把困难估计得更充分一些，把风险思考得更深入一些，注重堵漏洞、强弱项，下好先手棋、打好主动仗，有效防范化解各类风险挑战，确保社会主义现代化事业顺利推进。

基于上述认识，建议稿设置专章对统筹发展和安全、加快国防和军队现代化等作出战略部署，强调要坚持总体国家安全观，加强国家安全体系和能力建设，筑牢国家安全屏障。

第六，关于坚持系统观念。建议稿提出，“十四五”时期经济社会发展必须遵循坚持系统观念的原则。党的十八大以来，党中央坚持系统谋划、统筹推进党和国家各项事业，根据新的实践需要，形成一系列新布局和新方略，带领全党全国各族人民取得了历史性成就。在这个过程中，系统观念是具有基础性的思想和工作方法。

全面建成小康社会后，我们将开启全面建设社会主义现代化国家新征程，我国发展环境面临深刻复杂变化，发展不平衡不充分问题仍然突出，经济社会发展中矛盾错综复杂，必须从系统观念出发加以谋划和解决，全面协调推动各领域工作和社会主义现代化建设。

第七，关于全面建成小康社会的完成情况和宣布时机。到建党100周年时，全面建成惠及十几亿人口的更高水平的小康社会，是我们党进入新世纪后，在基本建成小康社会基础上提出的奋斗目标，是对人民的庄严承诺。自改革开放之初党中央提出小康社会的战略构想以来，我们把人民对美好生活的向往作为奋斗目标，几代人一以贯之、接续奋斗。“十三五”时期是全面建成小康社会决胜阶段，我们突出抓重点、补短板、强弱项，坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，取得一系列新的重大成就。突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来了很大不利影响。在党中央坚强领导下，经过全国人民共同努力，新冠肺炎疫情防控取得重大战略成果，我国经济社会恢复走在全球前列，主要经济指标趋好，社会民生得到有效保障。预计今年我国国内生产总值超过100万亿元人民币，人民生活水平显著提高，现行标准下农村贫困人口全面脱贫，“十三五”规划确定的发展目标可以如期完成，全面建成小康社会目标可以如期实现。

考虑到目前仍是全面建成小康社会进行时，建议稿表述为“决胜全面建成小康社会取得决定性成就”。明年上半年党中央将对全面建成小康社会进行系统评估和总结，然后正式宣布我国全面建成小康社会。

同志们！审议通过“十四五”规划和2035年远景目标建议，是这次全会的主要任务。大家要认真思考、深入讨论，提出建设性意见和建议，制定出一份高水平的规划建议。让我们同心协力、集思广益，共同把这次全会开好！

防范金融风险三大要素

来源：爱思想网(2020-11-10)

作者：黄奇帆

金融防风险，持牌经营是前提，严格监管是关键，负面清单是基石，三者是有机整体，不可割裂，要在理念上、行动上贯穿到金融机构和金融活动生命周期的全过程。

持牌经营就是企业出生时就既要有工商登记，更要有金融业务许可；严格监管就是对金融企业在事中事后经营中的行为做到心中有数；心中有数的基础就是要有负面清单，负面清单之内的绝不准做，负面清单之外的行为即使在持牌经营条件下也要受到严格监管，并且还要适应金融创新和监管形势的需要，及时更新、深化负面清单。

具体工作中，应该抓好以下几个方面。

对持牌金融机构要有负面清单“约法三章”

这些年，负面清单管理一般是在放宽准入的语境中使用的，它的内在含义是除了负面清单规定的不许可事项外，什么都可以干。工商企业在负面清单管理下，法无禁止即许可、放开搞活、放开准入、先照后证。但是，由于金融企业存在专业性、杠杆性、信用性、风险性，必须有专业监管机构予以持牌许可，才能持牌经营，无牌经营就是非法经营，就可能产生信用风险、流动性风险、交叉金融业务风险、理财和代销业务风险、互联网金融与信息科技风险等诸多风险。

目前，我国有银行、证券、保险、第三方理财、信托、保理、小贷、消费金融公司等牌照。有了这些牌照，就确定了这些持牌经营机构的正面清单，它的功能、市场定位、业务领域，就都清楚了。在具体运行过程中，还要对这些持牌金融机构设立负面清单，让金融机构的经营活动按正面清单发挥功能，按负面清单约束自己。

在发展各类金融机构过程中，按照防风险的底线要求，设定必要的边界条件，规范各种业务要求，有的放矢发挥牌照功能，各类金融机构发展才能总体比较健康。

比如，对小贷公司发展，至少有“六个不准”：一是不准非法集资和吸收公众存款，主要是用自己的资本金最多在1:2的杠杆比范围内去放贷；二是不准发放利率超过司法部门规定上限的贷款；三是不准抽逃注册资金；四是不准违规跨经营区域发放贷款；五是不准超范围超比例投资；六是不准突破单户贷款比例。

再如，对融资担保机构要求，至少也有“五个不得”：一是不得为产能过剩和国家调控行业的企业提供担保；二是不得为资质较差，不具备相应资金实力或有不良经营记录的房地产企业提供担保；三是不得为非合规从事互联网金融业务的企业提供担保；四是不得为高利息贷款提供担保；五是单个被担保人及其关联方提供的融资担保责任余额不得超过监管规定上限。

又如，发展私募基金，应该要求其资金来源遵循不搞高息揽储、不搞乱集资、不搞明股实债、不搞信托融资等通道业务“四个不搞”；在资金投向上，遵循不炒二手房、不炒外汇、不炒股票、不放高利贷“四个不投”。

金融创新中严密防范多种金融产品和工具叠加产生风险

一般来说，金融创新可以分为三类。

一是因经济发展需要、围绕实体经济的问题导向而出现的业务模式创新，比如近几年因互联网发展而出现并纳入监管部门牌照管理的第三方支付、网信银行、消费金融等业务模式。这些创新在中国被称为创新，但在世界上仍是传统常规业务。

二是因技术进步、金融科技发展而形成的服务方式创新，比如手机上大量使用的支付宝、微信支付等支付方式创新。这类创新会提高效率，基本上与杠杆无关，是可以管住的。

三是为追求利润、提高杠杆而进行的金融产品创新。在金融监管中，最需要防范的就是金融产品创新这一方面，因为金融产品创新往往是通过多种金融产品和工具叠加，抬高杠杆，以获取丰厚利润的代名词。金融创新中真正要防范的是信用失真风险，防范杠杆率过高。

什么叫金融产品创新？

与中国古代有刀枪剑戟、斧钺钩叉等十八般兵器类似，我国形成了银行、债券、保险、小贷、保理、担保，以及私募股权基金、货币市场基金、债券保险基金等十七八个金融品种、业务、牌照。这一类有国家正规牌照、常规性业务牌照的公司，包括银、证、保主流金融系统和非银行金融系统的共有十七八种，都有常规的信用、杠杆、风险管控的制度安排。但是金融创新并不仅是常规运用金融企业、金融通道业务，而是要把信托的资金、保险的资金跟银行的资金、私募基金的资金、资本市场的资金等各种通道连接组合起来。这种组合的载体是银行理财业务、表外业务或者是资管业务。资管业务通过各种各样的金融工具形成了各种各样的组合，有的是两三种金融牌照的业务组合在一起，有的是五六种组合在一起。

大体上有六种工具能够将这些组合连接起来。

第一种是高息揽存，即提供较高的利息、回报，来吸收各种短期资金。没有高息揽存，没有较高回报，金融机构之间互相拆借资金等各方面的融资都不会存在，P2P 也是利用高息手段来吸纳社会资金。

第二种是刚性兑付。较高的利息加上虚拟的刚性信用，就可以让散户和中小企业放宽心地拿出资金，资金就会源源不断地注入。刚性兑付也可能通过协议实现，比如承诺将获得的利润首先分给投资者等优先劣后的概念。

第三种是资金池。资金池的好处是，可以让长长短短、前前后后各种路数的钱都流入池中，但实际上就像一个庞氏骗局，通过混同运作、募短投长、借新还旧来不断滚动。

第四种是资金错配。因为资金可能都是半年、一年、两年的短期理财资金，而资金的出口可能是三年、五年甚至十年期限的长期化投资，即使这些投资都有收回也有利润，时间一长也必然导致资金流错配。

第五种是多通道叠加。银行、证券、保险、信托、租赁、小贷等拥有金融牌照的金融机构，可作为通道。所谓“金融创新”，是把银、证、保等金融资金通过信托作为一个通道，转到了某个企业，这个企业得到的资金来自某家金融机构，但资金的真正来源可能是其他金融机构，这种通道能够多个叠加，导致资金的来源性质完全改变。通道可能把债权变成股权，就可能产生底数不清的资金流。这种资金往外走的时候，每过一个通道，就可以叠加一部分杠杆。

第六种是嵌套。一般而言，嵌套也是合理的，也是一种智慧，但是如果把三五个金融产品嵌套在一起、导致底数不清，将会产生巨大的金融风险。此外，通道叠加以后还可以嵌套。各种类型的资金混在一起嵌套使用时，会形成抽屉协议，表述为优先级和劣后级两种资金。如果三四个抽屉相互叠加导致底数不清，必将导致金融乱象的出现。但这个乱象是千千万万的金融机构里面的一些人昏头昏脑做起来的，哪个单位里的人都可能通过这样的业务形成杠杆和业务。这些人“雁过拔毛”，获得了利润、税收、收入，但金融乱象也就此产生。

为了取得高额效益，“金融产品创新”往往采用上述六种工具加大杠杆。比如把各种各样通过高息揽储、刚性兑付过来的钱，通过私募基金的通道加杠杆。以 20 亿元资金为例进行计算：给私募基金 1% 的过道费之后，私募基金就会用这 20 亿元跟银行进行组合，银行一看私募基金拿了 20 亿元，往往会再贷出 40 亿元，这就变成了 1:3 的杠杆；如果原来的 20 亿资金本身就有 90% 的杠杆，这就

形成了 27 倍的杠杆，在此基础上如果再用银行贷款投资股市或融资融券，60 亿元就可能变成 90 亿元。最终形成的 90 亿元规模与原始资金的 2 亿元相比，放大了数十倍。

归纳近年来中国金融乱象中所谓金融创新的工具可知，上述六种工具可以组合成万花筒。也就是说，将十八种兵器视为横坐标，上述六种工具视为纵坐标，可以形成中国金融乱象中各种可测的或不可测的、被大家发现的和没被发现的风险。

总之，孤立地看金融产品创新，每个环节都在考虑一种信用底数，没有信用底数则无法实现合作。包括抽屉协议，也是由于某一环节信用不足而制造了一个强制信用，优先级的钱先还，劣后级的钱后还，这都是为了保底信用而进行的防风险措施。每个环节一定又会把风险、信用和杠杆扯在一起，但是一旦三五个环节中都涉及三五种信用、三五种杠杆和三五种风险相互拉扯，就一定会造成信用底数不清、杠杆级数猛增、风险系数几何放大的严重后果，进而形成金融乱象。

两个典型案例：万能险与阿里小贷

第一个案例，宝能收购万科 25% 股权这件事，吸引了大家的眼球，也是中国资本市场这几年最大的事件之一。如果分析宝能整个案子，可以看到几个现象。

宝能举牌万科，其中大部分资金来源于“万能险”，而不是通过宝能自身保险公司提供的正常保费。万能险提供的理财资金，是半年、一年或者一年半的保险资金，其实就是高息揽储，并且通过银行柜台销售给各种各样到银行储蓄的人。通俗地说，老百姓到银行办储蓄，银行服务人员就会向他们推销这一保险产品，声称这个保险的利息比银行利息要高 2~3 个百分点，万一遇到风险还有保费托底。老百姓往往会选择购买，因为他们很信任银行，并且认为这种产品都是刚性兑付的。

万能险有 3 个问题：第一，高息揽储；第二，通过银行发放，让老百姓把保险公司信用和商业银行信用混在一起，产生刚性兑付错觉；第三，资金池高比例错配。

万能险不是中国人发明的，在美国、欧洲早就出现了，但是国外保险公司有一个规定：一个保险公司一年的保费余额中，万能险的保费余额不能超过公司总保费余额的 15%。相当于保费是资金池，短期资金作为保费出去，就是长期投资，如果其占比不超过 15%，那么即使错配，风险也不至于很大。但我国此前并未控制万能险保费比例，至少在过去几年，我国六七家民营保险公司的万能险保费余额占整个保险公司保费余额的 70%~80%。

在宝能收购万科股权的事件中，收购资金的最底层原始资产有 70 亿元万能险，这些钱宝能只能买几亿股万科股票，杠杆不够。于是，它们就和两个私募基金合作，通过几个通道形成嵌套，将 70 亿元放入银行，利用银行“存一贷二”业务从银行获得贷款 200 多亿元，再加上万能险的 70 亿元，就得到了约 280 亿元资金。宝能购买了万科十七八亿股，占 18%，变成万科第一大股东，然后通过股权质押、融资融券等融资杠杆工具，将收购资金增至 450 多亿元，占万科 2000 多亿元市值的 25%。随后，宝能登堂入室，向万科提出董事会改组。

逻辑上讲，这件事把刚才说的六种杠杆工具——高息揽储、刚性兑付、资金池、资金错配、多通道叠加、多抽屉协议嵌套，统统都用上了。法理上讲，该事件违反了几个法规：一是保险公司万能险占比 70% 以上，是有问题的；二是多通道叠加嵌套形成高杠杆融资，是穿透式违规行为；三是短期资金可以购买股票进行理财，但将万能险作为股权资本购买长期法人股权试图改组董事会，违反了国际资本市场规则。

总之，这个案例从更深层次警示我们：要加强监管，特别是跨领域的综合性监管；要加强法制建设，特别是金融产品创新中负面清单、法律制度的建设要加快、加大、加强。

第二个例子是阿里小贷。

一方面，我从2013年以后对互联网贷款P2P是十分警觉、坚决制止的。所以在2013年就有过批示，在重庆市绝不允许注册一家P2P公司，也绝不允许外地批准的P2P机构跑到重庆来开公司。

当时各地都把P2P作为新生事物，予以支持甚至站台，而我当时就禁止。2014年6月，我向时任银监会主席尚福林汇报，建议银监会要把这件事管起来，之后银监会就开始布置这方面的管控措施。

总的来说，这方面重庆管得是可以的，没有出现体制性的问题。2015年全国2000多个P2P机构有几千亿元的坏账，重庆没有进入这个名单。但是重庆当地网民有损失，因为重庆居民在网上投了外地的P2P。

另一方面，我认为符合国家规章的互联网小贷，应该得到支持。

2013年，我遇到马云，他在我办公室跟我说，他想成立一个网上小贷公司，但是由于当时浙江省小贷公司在民间贷款中坏账很多，全省正在清理整顿小贷公司，他的网络贷款商牌照批不下来。我跟他谈，互联网贷款公司只要不做P2P业务，而是利用互联网产业链的场景，获取企业信用信息，以自有资本金和规范的融资资金对客户小额提供小额贷款，重庆市就能批准。

具体来讲，要符合四条要求。第一，互联网小贷公司穿透力强，往往辐射全国，必须有较大规模的资本金，资本金的来源必须是母公司集团注入网贷公司的资本金，不跟网民发生关系。第二，任何融资机构、贷款公司都会放大杠杆，放大杠杆不能通过高息揽储向网民借款，必须从合法机构获得，包括银行贷款，到银行间市场发中票、证券市场发ABS（资产证券化）债券。第三，这个钱是贷给客户链，贷给淘宝、支付宝业务链上有场景使用的客户，而不是向毫无关联的网民放贷款。第四，充分利用互联网公司大数据智能挖掘分析的基础条件，控制贷款风险。在整个发展过程中业务可以辐射到全国去，但是总部注册在重庆，在其他城市不再设立子公司。

后来，马云就按照这个要求注册了。阿里小贷在重庆注册以后，百度等中国前十家互联网公司的小贷公司也相继在重庆注册。目前中国互联网小贷（不包括P2P）贷款余额有1万多亿元，重庆注册的这一批公司形成的余额近5000亿元，约占全国互联网小贷余额总量的50%。

2017年9月、10月，由于业务发展过快，资本金没有及时跟上，阿里小贷遇到了金融资管整顿。花呗、借呗资本金贷款的杠杆比达到了近百倍，被叫停运行。

我了解到，他们遵守了上述四条要求，与重庆的金融监管要求、国家银监会的监管要求基本吻合。问题出在ABS发行上，证监会没有规定ABS的贷款资产可以循环多少次，蚂蚁金服把30多亿元资本金通过2.3倍的拆借融资形成了90多亿元网上小额贷款，又利用一个金融工具ABS，凡是一个贷款余额拿到证券市场交易所发的ABS债券，就可以循环发放贷款，几年里这样循环了40次，造成了30多亿元资本金发放3000多亿元网上小贷，形成上百倍的高杠杆。这件事如果因其高杠杆一刀切停摆了，对于企业发展是严重冲击，而且证交所在此之前并没有设定ABS循环的次数，企业也没有违规。

基于此，我提了三个建议。一是网贷公司的ABS不应无限循环，可以约定周转次数不超过四次。因为在传统金融公司的放贷过程中，ABS两到三次循环可能已是两三年，早已经把底层资产收回了，不会发生两三年时间几十次循环的问题。而在互联网贷款的运行中，因其运行速度快、效率高，一年可以循环10次、20次。两三年时间，可能ABS已经循环30次以上了。这是原来合理的老规矩遇上了互联网金融的新问题。二是贷款资本金放大2.3倍不变，两个环节叠加杠杆比在10倍左右，30亿元资本金也就能放300多亿元贷款。三是蚂蚁金服在重庆的贷款公司资本金，分三年从30多亿元增加到300亿元。2018年底，蚂蚁金服的花呗、借呗两个小贷公司的资本金已注入充实到了300多亿元。贷款余额也达到了1600多亿元，年利润达到40多亿元。

这件事的结局是皆大欢喜的，监管部门健全了体制机制，解决了高杠杆风险，重庆地区增加了几

百亿元金融企业的资本金，蚂蚁金服贷款公司得以恢复运转。这个例子说明，即使有些事情在发展过程中出了岔子，也不要一刀切的方式去处理，不要“泼脏水的时候把小孩也泼掉”。

要素市场也要防高杠杆、防无照经营

要素市场具有特殊的金融属性和风险属性，直接关系到经济金融安全和社会稳定。一段时期以来，国内要素市场过多过滥，往往一个城市的交易所就超过整个美国。交易所不是杂货铺，泛滥发展，就会自掉身价。必须把好入口关，严格市场准入。

对要素交易市场的金融风险防范，也必须明确“负面清单”，划定底线和红线，概括起来至少应该包括“5个严格、16个不得”。

一是严格展业规范管理，不得未经批准擅自设立分支机构或违规设立经营网点；不得违规发展会员、经纪商、代理商、居间商等展业机构；不得违反投资者适当性管理要求，违规发展投资者（客户）。

二是严格资本金审慎管理，不得未经批准擅自转让或变更股权，不得抽逃挪用资本金或违规从事高风险投资，不得以交易所名义违规对外（包括股东）提供担保、股权质押等。

三是严格业务范围管理，不得未经批准擅自新增或变更交易品种和业务种类，不得开设网络借贷中介公司（P2P）或开展相关业务，不得高息揽储、无固定对象乱集资或违规建立资金池，不得开展期货交易等高杠杆业务。

四是严格交易秩序管理，不得代客交易、代客理财或违规使用他人账户进行交易；不得进行虚假宣传或诱骗投资者（客户）参与交易；不得操纵市场价格，妨碍市场公正；不得虚设交易账户或虚拟资金进行虚假交易；不得侵占、挪用投资者和客户资金或其他资产。

五是严格信息报送管理，不得向监管部门报送虚假报表、资料或故意隐瞒重大风险事件。这些规定，也是全国众多交易场所清理整顿的基本要求。

坚决遏制社会性非法集资

目前，隐匿于民间的各种非法金融活动并未绝迹，既有传统的、原始的庞氏骗局那一套，也有结合互联网搞违规乱集资活动。这些无牌无照、小杂散的非法金融组织，其活动方式隐蔽性强、传染性强、突发性猛、危害性大，事后的处置过程往往又极其复杂。尽管政府部门采取严格管制、露头就打、打早打小的措施，但潜在风险和隐患仍在积累，主要包括：一是高息揽储、乱集资，二是民间“老鼠会”、传销组织，三是民间典当行、地下钱庄、高利贷公司。

2015年，全国非法集资案件风险加速暴露，新发案数量、涉案金额、参与集资人数同比分别上升71%、57%、120%，为历年最高峰值。民间投融资中介机构、P2P网络借贷、农民专业合作社、房地产、私募基金等仍是非法集资重灾区，民办教育、地方交易所、保险等领域涉嫌非法集资问题逐步显现。据不完全统计，投资理财类非法集资案件占全部新发案件总数的30%以上。

非法金融活动，上当受骗的是广大人民群众，打击的关键依靠力量也应该是人民群众。要实现打早、打小、打苗头，关键是建立非法集资举报奖励制度，发动群众力量，强化正面激励，加大奖励力度，鼓励广大群众自动自发、广泛参与，只要是举报查实的，要一次性地给予合适奖励，“花小钱办难事”，能避免事后治乱动辄几千万元甚至几亿元的损失。

蚂蚁 IPO 停摆涟漪， 金融科技创新监管机制在途

来源：经济观察网(2020-11-07)

作者：郑一真，胡艳明

11 月 5 日拟挂牌上市日之前的第三天，即 11 月 2 日，一份《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“网络小贷新规”）由央行和银保监会联合出台；同在当日，证监会发布消息，四监管部门联合约谈蚂蚁集团实控人马云等人。次日，蚂蚁“巨兽”骤然停下上市脚步。

新规剑指包括蚂蚁在内的头部互联网金融科技企业。其中拟要求网络小贷公司未来的联合贷款出资比例达到 30%，同时通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的 1 倍，通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的 4 倍。

蚂蚁集团备受关注的联合贷款模式的杠杆，将因此发生变化。“相当于通过资本约束，限制了蚂蚁未来的几何级数增长。”一位和蚂蚁集团谈过合作的银行人士表示。

中国人民大学中国普惠金融研究院研究员顾雷表示，一般情况下，在联合贷模式下，蚂蚁小贷的出资比例大概在 5%-10%，其余 90%以上都是有商业银行承担资金的。蚂蚁集团在短短的几年里，通过 360 亿表内资产撬动 1.8 万亿联合贷款，成为信用扩张的最重要工具，发展速度太快。如果万亿联合贷款一旦发生还贷风险，蚂蚁集团最多承担表内 360 亿元的损失，但巨额损失要由国有银行和社会储户承担。这是不公平的，也是不被允许的。新规有效约束小贷公司通过联合贷款过快信贷扩张，降低引发金融风险的可能。

对头部互联网金融科技而言，蚂蚁、京东未来的上市估值或更向金融企业靠拢，像蚂蚁此次百倍市盈率的定价已不太可能。而提高网络小贷公司的门槛到 10 亿（区域性）和 50 亿（全国性），将直接清退一批网络小贷公司，目前我国大多数网络小贷公司注册资金都是在 1000 万-5000 万元不等。

监管层一直都想把第三方公司纳入金融体系的监管之下。一位接近央行的人士表示，金融科技的创新能够降低信息不对称，提高金融体系效率，也促进了竞争，同时也出现一些新的风险。在数字金融科技发展的背景之下，很多风险已经转移到银行之外，已经不在传统金融安全网覆盖范围之内。监管也需要研究央行如何发挥最后贷款人角色、存款保险覆盖范围、以及系统性金融科技公司的危机管理和处理机制。

如今，监管的思路越发清晰，11 月 6 日，监管明确对金融科技“将金融活动全面纳入监管”、“对同类业务、同类主体一视同仁”。同日，央行发布《中国金融稳定报告 2020》表示，对于金融科技的监管，要打造包容审慎的创新监管机制。监管照进这一飞速壮大的领域，金融科技行业势必迈入一个新的发展历程。“原来蚂蚁是一家科技公司，规模做大了变成了一家金融公司，现在监管想让它再变回科技公司。”一位曾与蚂蚁谈过合作的银行业人士如此表示。

蚂蚁失速

转折来得太快。

11 月 2 日，证监会发布消息，中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局对蚂蚁集团实际控制人马云、董事长井贤栋、总裁胡晓明进行了监管约谈，当天网络小贷新规出台；11

月 3 日，上交所、港交所相继宣布蚂蚁 IPO 暂缓；4 日早间，蚂蚁集团公告，香港公开发售的申请股款将不计利息分两批退回；5 日晚间，蚂蚁公告拟于 11 月 6 日启动退回 A 股新股认购资金等款项。而对于 A 股参与配售的 5 只战略基金仍未有定数。

蚂蚁的定价已经完成，在这个时点上，北京投行人士王鑫（化名）原本认为，监管新规对其发行可能不会有太大的影响。但 IPO 搁浅令他颇感意外。“蚂蚁要上市可能没那么快了。”他对记者说。

接到上交所要求暂缓 IPO 通知的当天，蚂蚁给所有员工发了一封信，其中提到，“大家心里或多或少都有一些困惑，有一些不理解，我们不回避这些，这些是我们需要共同面对的。但要成为一家 102 年的好公司，我们必须更高的要求，提升自己。16 年来我们每天的工作都是如此，今天，也不会例外。”

蚂蚁表示，会对信任蚂蚁的众多海内外投资者负责到底，充分保障他们权益不受影响。同时，有关发行上市的下一步进展将与上海证券交易所及监管部门保持密切沟通，并及时披露相关情况。

对于蚂蚁集团后续的上市安排，资深投行人士王骥跃表示，首先要拿出初步合规方案，其次要等征求意见稿落地看是否还要调整，再次需要方案获得监管认可并调整业务到合规，最后还要重新申请交易所证监会同意发行，不排除重新上会。当然，中间还可能需要更新年报和招股书。

对于暂缓蚂蚁 IPO 的理由，上交所公告称，原因在于金融科技监管环境发生了变化。相关事项可能会使得发行人不符合上交所科创板相关发行上市条件或者信息披露要求。

小贷新规可能直接限制了蚂蚁未来的想象空间，令蚂蚁集团上市和未来的业务增长蒙上阴影，矛头直指蚂蚁集团的联合贷款。

招股书显示，信贷业务是蚂蚁最大的收入来源。蚂蚁微贷业务迅速发展，占营收比重从 2017 年的 25% 上升到 2020 年上半年的 40%，营收金额从 160 亿增长到 286 亿元。蚂蚁微贷科技平台业务的收入在 2018 年和 2019 年分别实现同比增长 39% 和 87%，并在 2020 年上半年实现同比增长 59%。

微贷平台下的两大产品——花呗、借呗，一大部分资金来源都是和银行的联合贷款。蚂蚁自营微贷利息净收入今年上半年 14 亿元。招股书数据显示，截至 2020 年上半年，蚂蚁直接提供信贷服务的表内贷款占比仅为 2%。其余 98% 的资金均通过银行、ABS 等表外资金。

据记者了解，一部分联合贷蚂蚁出资的比例在 5% 左右，甚至有的比例会更低。

上述银行人士表示，“资金来源的杠杆控制在 4 倍，融出又要求出资 30%，相当于把杠杆控制在 12 倍左右。”

蚂蚁集团面临重新估值，此前高达百倍的市盈率，普遍高于中美的互联网公司、支付公司和传统金融企业。一名外资行分析师对记者表示，蚂蚁集团所属的金融行业监管有相当的不确定性。在投资者看来，监管的风险可能不小，经常会有变化，当下最担心的是对业务有多少影响。现在也要看蚂蚁有多少钱，能做多少业务，最后怎么处理。

科技？金融！

监管亮剑，关于以蚂蚁集团为代表的金融科技公司究竟是金融还是科技的争议也告一段落。

在 11 月 6 日举行的国务院政策例行吹风会上，中国银行保险监督管理委员会首席律师刘福寿表示，金融科技方面，银保监会一方面支持金融业在风险可控的前提下进行合理创新，同时坚持创新是为实体经济服务，要为实体经济做贡献。按照金融科技的金融属性，把所有的金融活动纳入到统一的监管范围。银保监会将完善风险全覆盖的监管框架。增强监管的穿透性、统一性和权威性，依法将金

融活动全面纳入监管，对同类业务、同类主体一视同仁。

“蚂蚁的科技属性很强，它的获客方式、业务模式、风控管理、贷后管理和交叉销售都是一个科技公司的形式，只不过它的产品是一个金融产品，所以要受到金融方面的监管。它的方式是科技的，但是不管什么形式做金融，就要接受金融的监管。”上述外资行分析师表示。

虽然蚂蚁在 IPO 筹备过程中，蚂蚁方面希望外资行科技行业人士覆盖蚂蚁的研究，但是一部分外资行还是让科技研究员和银行业研究员一起解读。

金融科技独角兽的光环或不再。头部的金融科技公司中，陆金所在小贷新规出台之前登陆纽交所，当天股价较发行价下跌 4.81%，当前市盈率 18 倍，总市值 338 亿美元；京东数科仍在上市进程中，计划募资 200 亿元，目标上市估值 2000 亿元，目前已经提交上交所的第一轮问询函回复意见。

小贷新规提高网络小贷门槛至 50 亿元之后，腾讯旗下的深圳市财付通网络金融小额贷款有限公司于 11 月 4 日发生工商变更，注册资本由 10 亿元增至 25 亿元，但目前实缴仍为 3 亿元。

过往互联网小贷公司规模迅速扩张的模式也行将失效。蚂蚁招股书数据显示，蚂蚁净资产 2149 亿元。微贷促成的消费信贷余额为 1.7 万亿，小微经营者信贷余额 0.4 万亿，总计 2.1 万亿。

目前和蚂蚁微贷合作的银行超过 100 家，除了银行，微贷也与信托、券商等金融机构合作。蚂蚁旗下的网商银行主要做小微和三农方面的信贷。与网商银行合作的银行主要是普惠银行、城商行、农商行，包括一部分小贷公司。

网商银行一名高管对记者表示，网商大部分是 20 万以下的客群，而国有四大行对小微的定位是 500 万到 1500 万，城商行的定位在 50 万-500 万之间不等，蚂蚁服务的是微型客群。

上述高管和记者介绍网商银行与传统银行之间的合作机制，“我们掌握一个线上的经营数据，可能只给 5 万、8 万的贷款，但是可能开新店要 20 万贷款，我们不敢给这么多，会把客户推送给线下的合作经营机构，再给他 10 万，或者我给 10 万、他给 10 万。联合贷款的风险也是按比例来承担。蚂蚁金服网商银行优先考虑广泛的覆盖群，把商业利益放在比较后面。”

其透露，蚂蚁给网商银行的考核指标，没有具体的利润要求，但要求贷款客户过千万，第二，要控制不良率，保证收益覆盖资源成本和运营成本。

虽然传统金融机构会认为互联网金融科技公司的利率普遍偏高，但是上述高管分享，小微客户最主要是小而频的。之前和杭州的一家小微企业沟通，问说利率贵不贵，这家小微企业说没怎么考虑这个事情，比如进一批货一万块钱着急，可能取个钱付了，循环几天就回来了，几天利率基本上感觉不到，一万块钱 3 块钱，就借 5 天就是 15 块钱，还是觉得很便宜。

据了解，网商银行平均一个客户的一单贷款时长是 107 天，一年平均贷款 9 次，所以每一次的额度并不一定是全用满，可能就需要 2 万，随借随还；千万级的客户平均的贷款时长可能是一年。

一位到蚂蚁集团做过调研的外资机构表示，早在七八年前，阿里就非常重视蚂蚁集团的业务，在业绩考核的时候，不是看利润达成了多少，而是看推广了多少产品，发展了多少条业务线，所以其业务扩张非常快。“但是，我们也非常关注监管方面的风险，在新规之下，未来恐怕难有这么快地扩张了。”

行业洗牌

蚂蚁集团 IPO 暂缓，200 多家网络小贷公司也面临洗牌。小贷新规从控股股东、注册资本金、地域范围、平台资质等对网络小贷提出了较高的准入门槛要求。

经营网络小贷业务的小额贷款公司的注册资本不低于 10 亿元，且为一次性实缴货币资本。如果是跨省级行政区域经营网络小贷业务的小额贷款公司的注册资本不低于 50 亿元，且是一次性实缴货币资本。

顾雷对经济观察报表示，这些新规条款是对网络小贷准入门槛的大幅抬升。目前我国大多数网络小贷公司注册资金都是在 1000 万-5000 万元不等。因此，这一新规定使得当前市场很多网络小贷公司难以达标。

顾雷表示，小规模的网络小贷公司不断分化、清退和重新调整已经是必然的趋势，将直接导致未来出现两种局面：一是那些小规模的网络小贷公司将会面临重新洗牌，清退出不少规模达不到标准的网络小贷公司，网络小贷公司数量将大幅减少。二是有些小规模网络小贷公司通过其他途径，诸如增资扩股、引进新股东等方式，努力达到《办法》新规要求，由此也将对现有网络小贷格局产生重大的变化，重塑了我国网络小贷公司的格局。

同时，网络小贷新规还规定，作为主要股东参股跨省经营网络小贷业务的小贷公司不得超过 2 家，或控股跨省经营网络小贷业务的小贷公司的数量不得超过 1 家。

顾雷表示，这也就意味着，蚂蚁集团旗下的两家小贷公司，即使银保监会批准其跨省经营，但也只能保留 1 家。显然，蚂蚁集团必须进行适当的经营性调整，收缩机构。

此次征求意见稿中，互联网小贷牌照（即“网络小额贷款业务经营许可证”）权限“实质”从各地金融局上收至银保监会等中央金融监管部门，顾雷表示，长远看，上收至中央金融监管部门，对保护投资者及资本市场长远健康发展更为有利。可以想象，网络小贷的经营许可权越分越细，越审越低，全国各地金融管理局面临的情况各不相同，最后审理标准也会五花八门，在地方保护主义抬头的省份区域，很难说没有越权审理或者违规审批的问题。

创新与监管

10 月 25 日，马云在上海外滩峰会的一席讲话将矛头指向金融领域，引发热议。

据记者了解，监管层从几年前就开始研究对金融科技机构的监管。数字金融的发展，对金融监管和金融稳定也提出了一些新的课题，风险也出现新的特点。

上述接近央行的人士举例称，比如在微观金融风险方面，过去挤兑是在线下的网点发生，过去防挤兑，就把现钞拉到柜台堆成山，让储户放心，守住柜台就守住了风险，现在不行了，守住柜台可能仅仅守住了 20%，剩下的可能都在线上。又比如，基于大数据的信贷业务风险，一些国家网络借贷发展过快，导致相对贫困的借款人过度借贷和违约率上升。另外，金融科技公司的信用风险评估模型过度依靠硬数据，但不是所有的信息都能数据化。“数字金融对金融稳定的风险要高度关注。蚂蚁用户超过 10 亿，足以产生系统性影响。”上述银行业人士表示。

今年 7 月，银保监会发布了《商业银行互联网贷款管理暂行办法》并正式实施，其中对于日益壮大的银行机构互联网贷款业务情况予以规范，要求建立互联网贷款的核心风控能力。此次发布的网络小贷新规征求意见稿，也是早在准备当中。

这次，小贷新规的落地，事实上落实央行和银保监会“相同业务、相同风险都适用相同的监管规则”的要求，要求第三方科技公司实施与业务风险相适用的审慎监管要求，包括资本监管要求、流动性监管要求、市场风险的要求、贷款集中度的要求、杠杆率的要求、关联交易的要求、操作风险的要求、风险隔离的要求等。

中国社会科学院金融研究所法与金融研究室副主任尹振涛对记者表示，从 10 月 31 号金融委的会

议中谈及，要把金融科技也纳入到监管框架当中，之后网络小贷管理办法等一系列动作来看，监管趋严的趋势已经是非常明确的。

尹振涛称，很多金融科技公司都有持牌机构。新规要求，同样的监管框架下，只能有一个牌照去开展相应的业务。尹振涛表示，金融科技集团旗下有网络小贷公司、消费金融公司以及互联网银行等，到底用哪个平台开展业务这要明确。下一步，监管方面可能也将根据《金融控股公司监督管理试行办法》对大型金融科技进行监管，这些趋势或态度都是比较明显的，还有一些不是特别清晰的业务，例如“相互宝”等，预计监管也会出台相应的办法进行进一步的约束。

如是金融研究院院长管清友表示，针对蚂蚁这件事，监管当局处理的是及时的。亡羊补牢，犹未晚也。监管这类企业，是个新课题，也是个世界难题。蚂蚁上市大大推进了对此类企业的监管进程，也让监管层下定决心出手。从监管层来说，需要反思监管方式的改善提升和超前，避免过多事后监管。从蚂蚁角度看，需要认清自己企业的本质，深入了解金融业的特殊性和本质特征，真心拥抱监管。从投资者角度看，如果一个金融企业被定义为科技企业，那么普通投资者在资本市场上将遭遇高估值和高杠杆两重镰刀收割。监管层及时叫停，算是保护了投资者利益。

另一方面，监管也非常肯定金融科技的正面影响。上述接近央行的人士表示，金融科技的进步同样能促进金融稳定，降低信息不对称，提高金融体系效率，也促进了竞争。金融科技企业降低市场准入壁垒和集中度，通过大数据分析自动发放贷款有助于降低信贷服务准入，一些合法的新型金融服务器提供商，能很好地和银行互补；基于大数据的借贷，为中小企业提供更多无抵押信用贷款。

一名农商银行高管在今年参加上海一个金融科技峰会活动的时候，对网商银行的分论坛印象深刻——从中国东西南北各省来的淘宝商户讲述自己从网上银行获批小额贷款做生意的故事，还有网商贷的海报也非常有烟火气，让农户和小微很有认同感，还会给他们几期免息之类，这些传统银行都做不到。银行的系统要求比较精确，都是按揭的算法，从来不会想说还能几期免息这么操作。

在诸多传统金融机构人士看来，蚂蚁的创新和服务都值得学习。蚂蚁就像一条鲶鱼，逼着这些传统银行去下功夫。现在发力双循环，加上很多金融产品都不足，场景化打造也不够深入，未来消费金融市场还是会有发展空间。不过，随着，未来银行发力数字化转型，头部互联网金融科技公司的市场份额有可能会被压缩。

尹振涛认为，对于金融科技行业来说，蚂蚁和腾讯等头部企业应对监管的能力是比较强的。所以强监管会净化行业，引导行业向更健康的发展方向。但是对于一些初创型的企业，或者还没有做成规模的企业而言，可能会比较难，从被纳入监管这个角度来讲，它的合规成本都会很高。

对此，监管已形成思路。央行11月6日发布《中国金融稳定报告2020》表示，对于金融科技的监管，要打造包容审慎的创新监管机制。一是划定刚性底线。以现有法律法规、部门规章、基础性标准规则等为准绳，明确创新红线。二是设置柔性边界。平衡好安全与效率的关系，为金融科技创新营造良好的发展环境。三是预留创新空间。在固守安全底线基础上包容合理创新，使持牌金融机构享有平等参与创新的机会。

其中还提到，将加快完善金融科技监管框架。完善风险监控体系，尽早推出创新监管工具；及时出台针对性的监管规则，解决因规则滞后带来的监管空白和监管套利等问题；加快数字监管能力建设，提升监管穿透性和专业性。

中国银行首席研究员宗良对记者表示，增强金融科技的运用，提高金融科技的全球竞争力仍然是我们国家重要的发展方向。未来的趋势按照业务的性质或功能进行监管，即行为监管，而不只是机构监管。另外一方面，成为控股公司的规模后，同时也要接受央行对金融控股公司的监管。并不需要担心未来金融科技发展的前景，金融科技仍然中国市场未来发展的重要方向，短期加强监管并不是为了

堵死路径，而是未来以后更好的发展。预计未来各类机构的竞争会更加公平，监管套利的现象也会相应减少。

新闻快讯

全球最大自贸区形成， 中国自贸“朋友圈”将稳步扩大

来源：和讯网(2020-11-16)

作者：江聘

11月15日，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）在东亚合作领导人系列会议期间正式签署。随后发布的 RCEP 领导人联合声明称，RCEP 协定作为一个现代、全面、高水平 and 互惠的协定，由 20 个章节组成，涵盖此前东盟与 RCEP 非东盟国家之间自贸协定所未涉及的领域和纪律。除涉及货物贸易、服务贸易以及投资的具体条款外，RCEP 还包括知识产权、电子商务、竞争、中小企业、经济与技术合作和政府采购等章节。

RCEP 领导人联合声明还明确，协定将在至少 6 个东盟成员国和 3 个非东盟签署国将其核准书、接受书或批准书交存协定保存人后生效。

工银国际首席经济学家程实认为，未来新一轮全球化并不是上一轮的简单重复，而将呈现截然不同的新结构。世界不再是平的，而是转向“多峰结构”，由多个区域化共同体构成，形成一个产业内贸易区域化、产业间贸易全球化的嵌套体系。

参与人口最多，占全球 GDP 近三成

RCEP 谈判于 2012 年由东盟 10 个国家发起，邀请澳大利亚、中国、印度、日本、韩国、新西兰 6 个国家参加。谈判从 2013 年正式开始。领导人联合声明称，RCEP 协定是一项前所未有的、由域内发达国家、发展中国家和最不发达国家参与的大型区域贸易安排。基于 2019 年数据，该协定涵盖的人口规模、GDP 总量和贸易额等指标均占全球总量的 30% 左右。

商务部国际贸易经济合作研究院学术委员会副主任张建平对证券时报记者表示，RCEP 与传统自贸协定的不同体现在三个方面。一是从规模看，RCEP 不仅是亚洲最大的区域自贸协定，也是世界规模最大，超过了北美和欧洲。二是从内容看，除涉及货物贸易、服务贸易及投资的具体条款外，RCEP 还包括知识产权、电子商务、竞争政策等新议题。三是贸易自由化便利化条件也实现了最高水平，比如货物贸易降关税覆盖的货物范围达到了 90% 以上。

领导人联合声明表示，RCEP 协定作为一个现代、全面、高水平 and 互惠的协定，由 20 个章节组成，涵盖此前东盟与 RCEP 非东盟国家之间自贸协定所未涉及的领域和纪律。

商务部副部长兼国际贸易谈判副代表王受文接受媒体采访时表示，接下来 RCEP 各成员将各自履行国内法律审批程序，努力推动协定早日生效实施。领导人已责成各位部长加快国内批准程序。中方也将与各方共同努力，争取让该协定尽早惠及本地区企业和人民。

重申对印度保持开放

印度是 RCEP 的 16 个创始成员国之一。虽然由于多方面原因，印度无法与 RCEP 签署方在 2020 年共同签署 RCEP，但领导人联合声明表示，“我们高度重视印度在 RCEP 中的作用，重申 RCEP 对印度保持开放”。

根据《关于印度参与〈区域全面经济伙伴关系〉（RCEP）的部长声明》，协定自生效之日起即对印度加入保持开放。在 RCEP 协定签署后的任何时间，当印度向 RCEP 协定保管方提交希望加入 RCEP 协定的书面申请，RCEP 签署方将启动与印度的谈判，并将考虑印度参与 RCEP 谈判的最新状态和此后的任何新发展。在印度加入协定前的任何时间，根据 RCEP 签署方达成一致的条款和条件，印度可以观察员身份参加 RCEP 会议和 RCEP 签署方举行的经济合作活动。

为表达对印度重新加入 RCEP 协定的强烈意愿，RCEP 部长确认上述安排将于 RCEP 协定签署日起有效，直至印度加入 RCEP 协定。

对日贸易影响最受市场关注

市场方面认为，RCEP 对于整个亚太地区都意味着巨大商机。RCEP 其他 14 个成员国中，中国与东盟、韩国、澳大利亚、新西兰签署了自由贸易协定，整体自由化水平较高。

近年来，东盟历史性地成为中国第一大贸易伙伴，双方贸易投资在世界经济低迷背景下逆势增长，今年前 9 月中国与东盟双边贸易额接近去年全年，中国对东盟全行业直接投资同比增长 76.6%。韩国是中国第五大贸易伙伴、第三大进口来源地，同时也是中国第二大贸易逆差来源国。澳大利亚是中国第八大贸易伙伴、第十四大出口目的地、第七大进口来源地，同时也是中国第三大贸易逆差来源国。中国已连续多年成为东盟、韩国、澳大利亚和新西兰的第一大贸易伙伴。

不过，中国与它们的经贸合作仍有较大空间。以东盟为例，程实认为，随着中国迈向全球价值链上游，中国与东盟在产业内分工的关系有望加速由竞争转向合作。中国向东盟提供关键技术、零件、设备以及市场需求，由此东盟将得以充分发挥其资源、劳动力等要素禀赋，在下游环节形成规模生产优势。

不少市场人士更关注中日贸易受益情况。方正证券(601901, 股吧)首席经济学家颜色对证券时报记者表示，RCEP 主要内容是关税逐步降为零，从关税角度考虑，此次重要关注点在于对日韩的关税安排。具体影响最大的是农产品(000061, 股吧)、化肥等关税配额商品。另外，RCEP 会加速亚洲产业整合，例如日韩对华出口电子零部件，中国生产以后出口澳、新、东盟，关税会显著降低。

民生证券首席宏观分析师解运亮也称，考虑到中日之前没有自由贸易协定，RCEP 生效后，可以关注的边际改进主要来自于中日之间。

顺应区域经济一体化的历史趋势

新冠肺炎疫情背景下，中国对外开放的力度不降反增。商务部副部长钱克明此前表示，中国将力争完成中欧投资协定谈判，落实好中欧地理标志协定，推进制度型开放，加快形成与国际投资、贸易规则相衔接的基本制度体系和监管模式。

中国（海南）改革发展研究院院长迟福林认为，我国应显著提升区域自贸协定对贸易的实际带动作用，提升区域自贸协定自由化、便利化水平，争取到 2025 年，我国与已签署区域自贸协定对象国间的贸易额占贸易总额的比重，由 2019 年的 35.2% 提升至 50% 以上。

程实认为，未来新一轮全球化并不是上一轮的简单重复，而将呈现截然不同的新结构。世界不再是平的，而是转向“多峰结构”，由多个区域化共同体构成，形成一个产业内贸易区域化、产业间贸

易全球化的嵌套体系。区域经济一体化的发展将领先全球化，进而成为全球化体系的支柱。顺应这一历史趋势，目前北美、欧洲已经加快了区域化建设。作为未来全球化体系的三大支柱之一，亚洲区域化面临着挑战。中国的选择不仅关系到自身的开放，更关系到区域化与全球化的未来。

进博会登场凸显中国强势复苏

来源： 参考消息网(2020-11-04)

责编： 卫嘉

据香港《南华早报》网站 11 月 3 日报道，在全球新冠病毒疫情没有减缓迹象之际，第三届中国国际进口博览会将于本周开幕。

报道称，将于 11 月 5 日至 10 日举行的进博会于 2018 年启动，目的是增加进口，减少中国对伙伴国的贸易顺差，并在激烈的中美贸易战打响之际展示中国对开放型经济的承诺。

报道指出，进博会将现场举行，这凸显出中国在疫情中的强势复苏。

上海社会科学院研究员孙立行说：“进博会的举办标志着中国及其城市上海在控制疫情方面的胜利。今年年初没人能想到它会如期举行。”

上海市政府 10 月 30 日称，注册采购商已经达到 40 万人。

报道指出，前两届进博会都受到了广泛关注，特别是在有外国领导人出席的情况下。来自国外的参会者在抵达上海后必须接受 14 天的隔离和核酸检测。

报道称，中国将医疗产业作为今年进博会的一个重点。

10 月金融数据出炉， M2 增速比上月末低 0.4 个百分点！专家： 数据显示本轮信贷扩张拐点已现

来源： 每日经济新闻(2020-11-11)

作者： 宋戈，肖世清，易启江

11 月 11 日，人民银行公布 2020 年 10 月金融统计数据、社会融资规模存量及增量数据。

数据显示，10 月末，广义货币(M2)余额 214.97 万亿元，同比增长 10.5%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点；狭义货币(M1)余额 60.92 万亿元，同比增长 9.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1 个和 5.8 个百分点。

社会融资规模方面，10 月末，社会融资规模存量为 281.28 万亿元，同比增长 13.7%；社会融资规模增量为 1.42 万亿元，比上年同期多 5493 亿元。

此外，10月份人民币贷款增加6898亿元，同比多增285亿元。值得注意的是，同期，人民币存款减少3971亿元，同比多减6343亿元。

财政存款上升意味着货币供应量相应下降

从货币供应量增速看，《每日经济新闻》记者注意到，2020年前半年，M2增速保持着连续上升态势，7月迎来M2增速环比首次回落，而10月是年内M2增速环比第二次下滑。

数据显示，10月末，广义货币(M2)余额214.97万亿元，同比增长10.5%，增速比上月末低0.4个百分点，比上年同期高2.1个百分点。此外，狭义货币(M1)余额60.92万亿元，同比增长9.1%，增速分别比上月末和上年同期高1个和5.8个百分点；流通中货币(M0)余额8.1万亿元，同比增长10.4%。当月净回笼现金1334亿元。

东方金诚首席宏观分析师王青认为：“10月末M2同比增速较上月回落0.4个百分点至10.5%，明显低于市场预期，同样显示本轮货币扩张过程进入收敛阶段。不过，本月M2增速下滑较快，也与财政存款同比多增约3500亿直接相关——财政存款上升意味着货币供应量相应下降，会拖累M2增速。总体上看，伴随下半年信贷增速走低，存款派生增速相应下降，是10月M2增速触顶回落的根本原因。”

王青预计，11月新增信贷、社融规模将季节性反弹，同比也将保持多增势头，但信贷增速大幅回升难度较大，年底前将保持在13%左右。

《每日经济新闻》记者注意到，由于住户存款和非金融机构存款减少，导致10月份人民币存款也减少。数据显示，10月份人民币存款减少3971亿元，同比多减6343亿元。其中，住户存款减少9569亿元，非金融企业存款减少8642亿元，财政性存款增加9050亿元，非银行业金融机构存款增加2918亿元。

对此，中信证券首席固收分析师明明指出：“10月居民、企业存款分别同比多减3557亿元、多减1649亿元，非银存款环比增加2918亿元，同比少增5947亿元，预计与季初月居民企业存款集中购置理财产品相关以及与“十一”假期居民增大消费相关。”

本轮信贷扩张拐点已现

在社会融资规模方面，10月社会融资规模存量为281.28万亿元，同比增长13.7%。此外，10月社会融资规模增量为1.42万亿元，比上年同期多5493亿元。

值得注意的是，10月份人民币贷款增加6898亿元，环比少增12102亿，同比多增285亿元。分部门看，住户部门贷款增加4331亿元，其中，短期贷款增加272亿元，中长期贷款增加4059亿元；企（事）业单位贷款增加2335亿元，其中，短期贷款减少837亿元，中长期贷款增加4113亿元，票据融资减少1124亿元；非银行业金融机构贷款增加382亿元。

从增速来看，10月末，人民币贷款余额170.06万亿元，同比增长12.9%，增速比上月末低0.1个百分点，比上年同期高0.5个百分点。

明明分析指出，观察中长期贷款，10月房地产销售呈现温和转好态势，居民部门商品房购置需求依旧较为稳定；同时从高频数据看，近期房企力推各类降价手段加速周转，居民中长贷需求犹存。企业中长贷增量增长也并不明显：一是信贷条件相对宽松，企业资本性开支维持自然增长；二是因10月是财政支出的相对低点，基建相关融资需求或有减少；三是房地产融资监管趋严，地产相关融资需求可能降低。

观察短期信贷，企业短贷10月减837亿元，同比少减341亿元。企业短贷变动不大，同时“十一”期间居民消费增加可能也助推企业短期存款走升，或说明当前企业流动性需求维持低位。居民部

门短贷 10 月增 272 亿元，同比少增 351 亿元：目前居民消费倾向整体仍偏保守，“双 11”活动期延展至 11 月 1 日也可能转移部分消费贷需求。企业票据融资 10 月降 1124 亿元，同比多减 1338 亿元：票据融资少增明显，或与结构性存款持续压降打压票据贴入套利空间相关。明明表示，10 月信贷增速降至 12.8%，但信贷“增量缺口”相对不大，预计全年信贷增速中枢维持 13%。

在王青看来：“10 月新增人民币贷款环比季节性少增，同比小幅多增主要受中长期贷款拉动，短贷和票据融资则呈现负增状态。当月企业中长期贷款维持着较强的同比扩张势头，显示企业信贷需求依然旺盛；居民中长期贷款同比多增规模则明显收缩，与当月商品房销售增速回落态势相一致。整体看，10 月末贷款余额增速小幅放缓，显示本轮信贷扩张拐点已现。”

展望未来，王青认为，11 月新增信贷、社融规模将季节性上行，M2 增速也有望小幅反弹，但在货币政策回归常态化带动下，年底前金融总量扩张过程将整体进入收尾阶段，压降房地产相关融资、支持资金流向实体经济的结构特征则会愈发显现。