

2017 年第 4 期 总第 12 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2017 年第 4 期·总第 12 期

国际财经

全球经济在下半年会如何演绎？	1
书评：特朗普时代的经济学与政策	2
金融危机 20 年后东亚经济——评 AMRO《2017 年度东亚经济展望报告》	3

国内财经

从上市银行年报看中国银行业未来挑战	6
中国经济周期之辩：从资本市场看“新周期”	8
中国经济周期之辩：民间投资的活力恢复了么？	11
数字普惠金融的机会与风险	13
科技金融、金融科技与财富管理	17
防控金融风险的两难：金融过度还是金融抑制？	21

新闻快讯

美联储如期加息预计年内再加一次公布缩表计划	23
中国批评穆迪调降主权信用评级	25
中国为什么不再忌惮美联储？	26
美国经济恢复强劲增长告别年初疲弱	27
中国这个意外行动折射资本外流正卷土重来	28
欧洲央行外汇储备增添人民币资产	29

责任编辑：谢蓉

编辑：唐永辉

日期：2017 年 6 月 20 日

财经参考

国际财经

全球经济在下半年会如何演绎？

来源：BWCHINESE 中文网 (2017-05-26)

作者：陶冬 (瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问，中国首席经济学家论坛理事)

笔者认为，本轮增长的短周期已经于第一季度见顶。各项领先指标以及出口订单反馈显示，经济活动已经陆续放缓。市场寄以厚望的美国与中国的刺激政策，都可能雷声大雨点小。特朗普改革缩水甚至难产的可能性越来越高。中国面临的不仅是资金成本上升，更是流动性的收缩、监管的收缩，可能会有刺激信用违约的个别事件。

“La République en marche”（前进，共和国），前进党的马克龙力斩极端政客、国民阵线候选人勒庞于马下，成为新一任法国总统，法兰西没有爆出黑天鹅事件。美国总统怒炒 FBI 局长，国会山大哗，白宫在解释原因上前言不对后语，特朗普再次显示出制造负面新闻的天份，一场水门事件式调查可能在所难免。

2017 年上半年临近中场，扰动人心的政治黑天鹅事件没有发生，不过从“科米门”，到英国脱欧的巨额罚款，再到一系列恐怖袭击，世界并不太平。这段时间里，美国劳工市场强势复苏，中国 GDP 增长反弹，不过最有趣的故事来自欧洲。欧洲经济活动开始加速，第一季度 GDP 增长速度甚至超过美国。在确认法国选举不至于出现大差错之后，资金由债市流向股市，由美国流向欧洲，欧元区资产受到追捧，欧元转势。尽管英国面临艰巨的脱欧谈判和外资撤离，英镑也触底反弹。

在货币政策上，除了加息之外，联储开始讨论收缩资产负债表，持续七年有余的 QE 进入了退出程序。中国人民银行政策立场仍为稳健中性，不过中国的市场利率一再上扬，央行的资产负债表率先收缩，在“去风险、强监管”的环境下，货币环境在明显收紧。欧洲央行碍于政局不确定性，政策言论上维持鸽派立场，不过却听任市场利率的上升，市场也在揣测 ECB 明年缩表。日本经济相对疲弱，日本银行在维持 QE 上态度最坚决。

全球经济在下半年会如何演绎？

笔者认为，本轮增长的短周期已经于第一季度见顶。各项领先指标以及出口订单反馈显示，经济活动已经陆续放缓。市场寄以厚望的美国与中国的刺激政策，都可能雷声大雨点小。特朗普与国会关系进一步恶化，他的税制改革和经济刺激措施势必受到建制的挑战，改革缩水甚至难产的可能性越来越高。

中国政府看来已经将政策重点由“保增长”移向“防风险”，表外信用收缩和金融反腐全面展开，中国面临的不仅是资金成本上升，更是流动性的收缩、监管的收缩。这种举动长远来看有利于降低系统性金融风险，不过短期却不利于增长，甚至可能刺激信用违约的个别事件。

全球货币环境正常化，已经进入了第二阶段，美中欧央行会分别收缩资产负债表，这应该是今后数年的一个重要经济看点。不过各国经济的复苏根基并不扎实，增长数据中存在着大量 QE 所带来的货币幻影，市场情绪也不稳定，没有一个国家希望本国汇率大幅升值，所以笔者预期缩表活动在可预见的未来都会比较温和，带有强烈的试探色彩，随时准备“纠错”。

一旦经济出现明显下滑，不排除货币政策重回 QE。尽管如此，必须强调收缩流动性可能给经济和市场带来更直接的威胁。利率尽管有所上升，比起历史水平还是甚低的。经济与市场某些部门却已经习惯于央行源源不断提供的廉价流动性，一旦借贷断流，信用风险可能增加。

特朗普当选，曾经一度带来巨大的贸易保护主义担心，现在看来出现全面贸易战的机会不大。候选人特朗普可以发出任何狂言，但是总统特朗普就受到体制和现有政策的制约。特朗普内阁在执政上，被国会搞得焦头烂额，已经失去了当选时的锐气，他们的当务之急乃是推动税务改革，贸易战被高叫价的双边贸易谈判所取代，不过惩罚性关税个案仍将出现。特朗普政府的执政能力还受到通俄调查的严重干扰。

由于各国货币政策存在很大的不确定性，经济增长也呈此消彼长状态，政治局势复杂多变，2017年的一个突出特点是汇率走势飘忽不定。

笔者看来，美元仍是强势货币，毕竟联储是唯一一家敢于直言加息、缩表的，但是资金流入欧元区和日元的避险功能带来一阵波动，也让今年的汇市有更多的悬念。

石油价格，是今年的另一个悬念。为了阿美上市卖个好价钱，沙特阿拉伯在减产上表现出空前的积极，但是美国新增产能却不断上升，库存居高不下，OPEC 和俄罗斯的遵守协定的意愿将决定油价的方向。

书评：特朗普时代的经济学与政策

来源：英国《金融时报》(2017-06-12)

作者：马丁·桑德布

桑德布：一批杰出的经济学家就特朗普时代美国经济政策的方方面面撰写了一部高度实用的分析文集。该书是一份极好的指南。

并非秘密的是：经济学领域的大部分人都对特朗普政府的经济政策方针感到不安。如今，一批杰出的经济学家就唐纳德·特朗普(Donald Trump)时代美国经济政策的方方面面撰写了一部高度实用的分析文集。彼得森国际经济研究所(PIIE)的查德·鲍恩(Chad Bown)在为 VoxEU 和该书《Economics and policy in the Age of Trump》出版者——经济政策研究中心(Centre for Economic Policy Research)撰写的一篇专栏中，梳理了书中的研究努力。(全书可在此下载，但需要读者先注册免费账号。)

不可避免的是，书中的内容有时是人们熟悉的话题。一些章节涉及特朗普的税收改革提案(最近英国《金融时报》的 Free Lunch 也提到这方面的改革)和金融监管改革。有关医疗、移民和劳动力市场的章节也是对 Free Lunch 读者肯定熟悉的一场辩论的综合提炼。本书第三部分论述的是贸易政策，这是经济学家和政策制定者一段时间以来激烈辩论的话题。

即使在人们熟悉的领域，本书也是一份极好的指南。首先这正是因为它全面：如果你需要快速了

解华盛顿出炉的最新的有争议经济提案，你很可能会在书中找到。（那些已经了解的人，可以在他们需要参考证据的时候在这里找到现成的基本书目。）其次，作者们不同寻常（对于经济学家而言）地努力做到清晰、简洁和易于理解，同时没有降低分析水平。每一章都言简意赅，切中要害，涵盖了一位希望知情的公民需要具备的基本知识。（世界银行(World Bank)首席经济学家保罗·罗默(Paul Romer)在推动该行提高写作技巧的努力中，完全可以把本书用作样本。）

第三，这些言简意赅的章节既让人们了解了不那么为人所知、或比较深奥的政策领域（包括脱贫和社会流动性政策、燃油标准的贸易影响、“边境调整”税收以及贸易规则执行政策），还有助于人们了解：相比有时主导政策辩论的简单化的经济推理（郭庚信(James Kwak)所称的‘经济主义’(economism)），当代经济研究往往带来更为细腻的分析。

这意味着，即使那些追踪这些辩论的人也可能会学到新的东西。例如，阿里卡·莱文森(Arik Levinson)辩称，汽车燃油经济性标准“有着内置的偏向，相当于对每辆汽车征收从80美元到200美元不等的进口关税。放松相关标准将降低那些隐性关税”。

再举一个例子，艾米丽·布兰夏德(Emily Blanchard)很好地总结了“贸易冲击”辩论：“尽管《北美自由贸易协定》(NAFTA)可能不怎么有助于提振或损害北美大陆的整体经济增长和富裕，但它对于重新界定产品如何生产以及在哪里生产产生了强大影响”。她接着详细描述了跨境供应链是如何让损失和收益的分配远比传统贸易更为复杂的，而这就是为什么试图退出该协定（而不是重启谈判）可能带来实质性损害，就像人们批评它已经造成的损害那么严重。

如果说本书遗漏了一个巨大且具有重大经济意义的政策领域的话，那就是气候变化；自特朗普最近决定让美国退出巴黎气候变化协定以来，这个问题就变成热门话题了（有关汽车燃油效率的章节与气候变化勉强有关）。因此要想全面了解，除了这本书，再看一看我在英国《金融时报》的同事们撰写的有关美国退出巴黎协定意味着什么的分析吧。正如他们所指出的，很多气候变化行动是在各州的层面做出的，而不是联邦政府：美国多数州都实行了可再生能源或减排政策。

麻省理工学院(MIT)的研究人员已经首次尝试量化美国各州“单干”可能取得的成果。他们的分析给人们带来了希望。例如，占美国经济近十分之四的多个州誓言将履行巴黎气候变化协定，将继续按照美国坚守该协定所要求的去做出贡献。在可再生能源方面，当前的州政策有望“达到之前在联邦政策之下的可再生能源扩张计划的60%”。麻省理工学院的简报精辟地阐述了气候变化政策的经济逻辑：它会降低私营部门投资于绿色能源相关行业的风 险，这些行业即将成为有利可图的增长型行业。如果全球经济缓慢但确定无疑地走上低碳化道路，那么在那些在监管和金融激励措施上具备确定性的国家，企业界将最受益，因为这种确定性能让它们做好定位，以占领这个新兴的市场，重要的是，这包括制造业。

本书的很多内容不可避免地带有“分析敌情”的意味，因为多数作者反对美国政策制定目前在走的路线。但这是一种有水平的反对，经常接受特朗普政府确定的一些目标（比如让那些被全球化抛在后面的人群受益），同时提出已选择的政策会适得其反，然后着重介绍其他更好的政策。当然，这正是热心公益的经济学的意义所在。

金融危机 20 年后东亚经济

——评 AMRO 《2017 年度东亚经济展望报告》

来源：爱思想网(2017-05-26)

作者：卢锋(北京大学国家发展研究院教授、宏观经济研究中心主任)，李昕(北京大学国家发展研究院兼职研究员、北京师范大学副教授)

20年前爆发的亚洲金融危机，对区域经济发展以至于全球金融治理结构演变，都产生了持久深远的影响。后危机时期东亚国家在防控金融风险与有效应对区域外危机冲击方面做了大量努力，直接成果之一是“东盟与中日韩(10+3)”积极寻求建立新区域性合作机制，推动清迈协议与清迈倡议多边化(CMIM)机制应运而生，并设立东盟与中日韩宏观经济研究办公室(AMRO)。AMRO宏观经济监测团队在与各成员进行广泛双边磋商与调研的基础上，最近推出首份10+3区域经济发展评估与风险监测的年度旗舰报告，引起各方广泛关注。

1、AMRO 旗舰报告的意义

AMRO于2011年4月在新加坡成立，是10+3成员共同设立的区域内经济监测机构，定位于加强东亚区域金融安全网并促进东亚国家整体在全球经济治理中发挥积极作用。作为10+3深化财金合作的一项重要成果，AMRO于2016年2月19日正式升格为国际组织。其主要职责包括对区域宏观经济进行监测、评估并向成员报告其宏观经济和财金领域状况，分析区域内宏观经济与金融风险并协助成员国制定应对风险的政策建议，为多边货币互换协议——“清迈倡议多边化”(CMIM)提供研究支持，被评论人士看作是“亚洲版国际货币基金组织”的对应部门。AMRO现任主任为原财政部国际经济关系司副司长常军红博士。

AMRO日前发布的2017年东亚经济展望(ASEAN+3 Regional Economic Outlook 2017)报告(以下简称《报告》)，是AMRO升格为正式国际组织后推出的首份对东亚区域经济发展评估与风险监测的年度旗舰报告。该报告主要通过AMRO宏观经济监测团队调查研究并与成员进行广泛双边磋商而成。旨在全面评估区域经济发展现状，分析区域经济与全球经济之间联系，并在此基础上对区域经济演变前景进行分析展望。《报告》分为两部分，第一部分主要描述东盟10+3成员国宏观经济展望与挑战。第二部分针对亚洲金融危机20年进行专题研究。

今年正值亚洲金融危机爆发20周年，以过去20年亚洲区域经济结构变化和宏观经济政策框架发展作为AMRO首份旗舰报告的主题正当其时并具有特殊意义。总结应对危机以及20年后危机时期发展的经验教训，有助于各成员实现构建宏观审慎政策框架与推进必要金融市场化改革以实现宏观金融稳定的目标，对加强域内各成员政策协调以及网上有效应对危机机制也具有积极意义。在发达国家保护主义政策倾向给经济全球化带来困扰的环境下，《报告》发布显示东亚区域财金与经济合作活跃推进并释放正能量。

2、《报告》对东亚宏观经济形势分析主要观点

《报告》对当前10+3区域经济乃至全球经济形势进行了系统分析，并在此基础上定量模拟主要经济体对区域经济的溢出影响，提出区域经济面临的结构性困境和挑战。

《报告》认为主要发达经济体政策不确定性虽有所增加，然而美国经济企稳增长与全球经济2017年适度复苏，有望对东亚经济带来正向溢出效应。2016年10+3经济整体有望实现5.3%增速，伴随宏观经济韧性(resilience)有所提高。预计2017与2018年，在控制通胀条件下，区域经济有望维持在5.2%和5.1%的较高增速。其中，中国与日本经济增长平稳，韩国经济应对全球金融市场波动能力有所增强，其他发展中国家经济则继续较快增长。

未来区域经济面临的挑战主要包括全球主要国家政策不确定风险，如美国贸易保护主义政策削弱

本地区出口前景，全球流动性紧缩导致各成员政策空间缩窄，平衡国内经济增长与金融稳定变得愈加困难等。域内各成员应做好充分准备应对快速变化的全球环境，促进各成员政策机构协调。除短期通胀风险及流动性风险外，10+3 都不同程度面临长期结构性矛盾，需加快结构性改革提升经济的长期潜在增长能力。

就中国经济及其对区域其他经济影响而言，《报告》通过构建全球经济模型进行了定量分析。结果显示，中国经济对域内成员经济体影响较日本更加显著，与美国比较对域内成员经济体影响更加持久。目前中国经济呈现平稳增长态势，有助于促进区域总需求并持续推动域内经济增长。展望未来，加快国有企业改革、持续产能调整、遏制债务上涨以及维护金融稳定降低金融市场系统性风险将是中国经济面临的重大挑战。

3、从金融危机经验教训中学习成长

1997 年金融风暴给东亚一些国家以至区域经济带来严重冲击，促使域内成员经济体从危机经历中总结经验教训，通过必要而痛苦的调整过程探索可持续发展道路。过去 20 年基本事实显示，亚洲经济并未像一些评论人士预言得那样会一蹶不振和长期低迷，而是在比总体预期较短时期内走出危机阴影，并在 21 世纪初年中国经济超预期增长带动下迎来新一轮开放景气成长。即便在华尔街金融危机和欧债危机冲击与全球经济大幅减速环境下，亚洲经济仍然表现出较为有力的增长韧性。AMRO《报告》数据显示，2016 年 10+3 整体 GDP 增速为 5.3%，显著高于全球 3.1% 增速；其中六个国家实现 6% 以上较高增速，成为全球经济增长的重要引擎和稳定器。

亚洲金融危机彰显加深区域内国家宏观经济协调与金融合作对持续经济增长与有效化解危机的重要意义，促成了 2000 年清迈计划、2010 年清迈倡议多边化协议（CMIM）生效、2011 年设立 AMRO 并于 2016 年升格为国际组织。危机后域内成员实施多方面经济结构与政策改革调整，如改革汇率制度、整顿企业和金融部门、构建稳健的宏观审慎监管制度等等，显著提升了区域内经济应对宏观经济周期波动与外部危机冲击的能力。目前 10+3 成员已初步组建区域金融安全网，各经济体宏观政策协调和财金合作意愿和能力加强，有助于区域经济持续稳健增长。

4、中国在东亚经济中特殊地位

报告对观察中国在东亚经济中的特殊地位和作用提供了丰富信息。首先，中国是东盟最大贸易伙伴与重要投资国，中国需求在一定程度上成为域内国家应对外部冲击的稳定锚，有助于这些国家经济提升韧性。1997 年亚洲金融危机前，东盟 10 国对美国货物出口占其货物出口总额 19.46%，对中国货物出口占比仅为 2.53%。到 2015 年东盟 10 国对中国出口比重已提升至 12.2%，对美出口占比则降为 11%，中国已连续七年成为东盟最大贸易伙伴国。《报告》提供数据显示，2016 年中国对东盟成员国的旅游人数超过 3200 万人次，占区内外国游客数量的比重从 2009 年的 7.8% 上涨至 2016 年的 20.6%。中国对东盟直接投资也大幅提高：非金融类直接投资（OFDI）流量从 2003 年 1.2 亿美元升至 2015 年 146 亿美元，占中国对亚洲及全球 OFDI 流量比重从 2003 年 7.9% 和 4.2% 分别上升至 2015 年 13.5% 和 10%。

其次，中国是推动 10+3 区域生产链发展的重要动力，在区域乃至全球制造产业转移与发展中起到承上启下作用。随着中国要素成本持续上涨，近年来域内发展中国家根据自身的资源禀赋与比较优势承接来自中国各类制造产业。数据显示，越南、柬埔寨国家主要以承接中国纺织业等低附加值的劳动力密集型产业为主，“Made in Vietnam”、“Made in Cambodia” 近年来开始在北美发达国家市场取代早先 “Made in China” 在成衣市场的地位。泰国、马来西亚凭借其 IT 产业发展历史积累而主要承接中国各类设备制造业。中国既作为一般元零件供应国为马来西亚、越南等国家电子产品与纺织品生产提供中间投入品，又作为韩国、日本等域内发达工业化国家重要元零件进口需求国，组装加工生产机械、专用和通用设备制成品，并最终出口美国、欧洲等发达国家。中国在区域生产链发展中处

于承上启下关键地位,《报告》有关中国和东盟国家区域内中间品贸易数据,对观察上述区域经济合作格局和态势提供了丰富信息。

最后,中国提出“一带一路”倡议以及中国牵头成立的亚洲基础设施银行,为东盟低收入国家基础设施投资建设带来新契机,在一定程度上缓解了这些国家经济可持续发展的资金瓶颈。“坐着高铁去东盟”有望连接中国与泰国、越南、缅甸、老挝、柬埔寨、马来西亚、新加坡等 7 个陆地相连的东盟国家铁路交通网络,推动东盟经济一体化进程。此外,中国还积极与东盟国家开展合作,计划共同打造“中国—东盟信息港”、签署“中国—东盟环境合作战略(2016-2020)”,大力推动教育等文化交流合作,并重点向东盟低收入国家提供经济、技术援助,支持东盟缩小内部发展差距。未来随着亚洲债券市场建立发展以及“一带一路”倡议实施推进,中国与区域成员合作领域将不断拓宽,对区域金融稳定及促进区域经济发展作用将进一步彰显。AMRO 在这一进程有望发挥重要而积极的作用。

国内财经

从上市银行年报看中国银行业未来挑战

来源: FT 中文网(2017-05-27)

作者: 蔡浩(恒丰银行研究院宏观经济研究中心负责人,中国首席经济学家论坛高级研究员,中新社中新经纬专家库成员)

蔡浩:在去杠杆和严监管威慑下,银行业表外驱动的盈利模式及中小银行靠同业存单驱动的负债模式或难以维系,将面临发展模式重塑的挑战。

随着 2016 年上市银行年报发布完成,37 家上市银行作为中国银行业的代表,其年报所反映出来的问题,也是整个中国银行业所面临的现状和挑战。从上市银行各主要业绩指标的变化来看,营业收入增长显著放缓、表外业务面临监管趋严的挑战、中小银行同业类负债占比过高是 2016 年上市银行年报反映出的较为突出的问题。

营业收入增速显著放缓

2016 年,37 家上市银行营业收入合计达 4.12 万亿元人民币,较上年增长 547.79 亿元,但增速下降明显,仅为 1.35%,远低于上年 10.02% 的增速。同期,37 家上市银行净利润总和达到 1.45 万亿,同比增速为 3.65%,高于上年 2.85% 的增速。在净利润增速上升的背景下,营业收入增速却大幅放缓,这是上市银行年报中最为令人瞩目的现象。

从结构上来看,商业银行营业收入可以大体分为三块,分别是利息净收入(通常占比在 7 成以上)、手续费及佣金净收入(近年来占比在 2 成左右)和其他非息收入。其中,造成 2016 年 37 家上市银行营业收入下降的直接原因就是占比最大的利息净收入部分,同比不升反降,在资产规模较上年扩张 13.9% 的背景下,降幅却达到 -4.55%,较 2015 年同比增速大幅滑落 12.17% (2015 年为 7.62%)。这也

导致了利息净收入占营业收入的比例由 2015 年的 75.5%骤然降至 2016 年的 71.11%。

而造成利息净收入下降的主要原因有两个，首先便是营改增的影响。营业税是价内税，而增值税是价外税，营改增会出现价税分离的情况。在增值税体系下，销售收入的计算公式通常为：销售额=含税销售额/（1+增值税率）。对商业银行而言，2016 年的贷款利息收入要按照不含增值税的金额来确认收入，与营业税时代（2015 年及以前）相比，由于流转税税额不再计入，所以贷款利息收入金额会降低。因此，2016 年商业银行利息净收入的计算公式为：含税利息收入（贷款利息收入等）除以 1.06+其他免增值税利息收入（如债券和非保本投资利息收入）-利息支出，所得结果自然要小于营业税时期的算法。

其次是利率市场化和楼市因素。随着利率市场化不断深入，受央行 2015 年连续 5 次下调基准利率的影响，对商业银行的资产端收益产生较大冲击，而负债端由于民众理财意识日益增强，具有一定成本刚性，导致资产负债间的息差收入呈收窄态势。此外，受房地产大热影响，2016 年新增居民贷款（其中绝大部分是房贷）占有新增人民币贷款的比例已经超过 50%，这是有数据以来的最高纪录，而且远超以往水平，在房地产火热的 2007、2010 年和 2013 年，这一比例最高也就是略超三分之一。由于 2016 年住房按揭贷款普遍实行的是在基准利率基础上打折（一季度是 85 折，后以 9 折为主），进一步削弱了生息资产的收益，息差降幅扩大。

营改增影响属于税收制度改革引起的会计记账变化，对银行业并无太大实际影响，而且表面影响仅局限于变革年，而不断深化的利率市场化改革对银行业带来的则是长远挑战。

表外业务受监管趋严挑战

在利息净收入增速同比大幅下降的情况下，37 家上市银行净利润平均增速却不降反增，其主要原因便是在利率市场化和息差收窄的“刺激”下，商业银行的经营模式也逐渐由传统的存贷业务转向多元化业务经营。2016 年，37 家上市银行非息净收入实现 11911.12 亿元，同比增长 19.52%，占营业收入的 28.89%，成为营业收入增长的主要驱动力，也是净利润增速加快的重要原因。

从非息净收入的构成来看，手续费及佣金净收入 8536.76 亿元，同比上涨 9.13%，占营业收入 20.71%，占比较上年提高 1.5 个百分点。其他非息净收入 3374.35 亿元，同比暴涨 57.43%，占营业收入 8.18%，占比较上年大幅提高 2.9 个百分点，是非息收入乃至营业收入增长的最重要因素。其中，大型银行和股份制银行的其他非息净收入同比增速分别为 54.05%和 38.08%，邮储银行更是高达 659.36%。

之所以出现这种情形，是与商业银行盈利模式的变化是分不开的。近年来，由于表内资产受到的监管趋严，商业银行出于收益率和规避监管的考虑，加大了表外理财业务的发展。在利率市场化的影响下，理财负债端收益率有一定刚性，降速始终低于其资产端收益率，倒逼商业银行通过期限错配、加杠杆、委外等方式获取额外收益，加大了金融体系的系统性风险。

根据银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场年度报告（2016）》来看，截至 2016 年底，银行业金融机构理财产品存续余额为 29.05 万亿元，较年初增加 5.55 万亿元。2016 年理财产品日均存续余额为 27.01 万亿元，较去年增长 7.47 万亿元。而根据部分券商的草根调研，理财产品中有近 20%属于委外业务。

表外业务的快速发展引起了监管部门对防风险的重视。中国人民银行于 2016 年四季度开始推出一系列旨在给金融体系去杠杆的措施，为了抑制表外理财产品的过快增长，其于 2016 年四季度宣布将银行理财纳入宏观审慎评估体系（MPA）考核，将其作为广义信贷考核指标的一部分。MPA 要求广义信贷增速与目标 M2 增速偏离不超过 20 个百分点，以 2016 年 M2 目标增速为 13%计，广义信贷增速应不超过 33%。受此影响，2016 年理财产品年末增速出现大幅下降，增幅为 23.63%，较年初大幅滑

落 32.83%。由于 MPA 考核是长期性的指标监控，将会影响银行业未来表外理财业务的增速，也必然会对银行的盈利能力产生冲击。

银监会于 2017 年 4 月前两周内连发 7 条监管文件，内容涵盖提升银行业服务实体经济质效、银行业市场乱象整治、银行业风险防控、弥补监管短板、开展“三违反”、“三套利”、“四不当”专项治理等多方面。“严监管”的蓄势待发，也引发了金融市场的恐慌。商业银行纷纷赎回涉嫌监管套利的各种委外业务，也数次引发了股、债、大宗商品三杀的局面。由于此次严监管的力度空前，且获得了新华社、人民日报等权威媒体的官方渲染，具有一定的长期性，对银行业既有盈利模式产生较大影响。

在去杠杆和严监管的压力下，银行业表外业务发展模式面临重大改变和重塑。

中小银行同业类负债占比过高

2016 年，37 家上市银行负债总额达 143.92 万亿元，较上年同期增长 13.9%。其中，吸收存款占比虽仍为最高，平均达 66.4%，但增速较上一年下降了 2.8 个百分点。同业往来负债占比为 19.3%，较 2015 年末下降 1.3%。而应付债券类占比则较上年提高 2.4 个百分点至 8.9%，主要是近两年来，同业存单发行规模巨增所致。2016 年银行业同业存单总计发行量为 13 万亿，较 2015 年大增 145%；年底存量已超过 6.5 万亿，较上年同期增幅超 100%。

值得注意的是，同业存单已经成为大量中小银行进行负债扩张的主要工具。在同业存单存量的发行结构中，城商行和股份制银行合计占比高达 98%，前者为 50%，后者为 48%。对应的，城商行应付债券类负债占比最高，达到 13.1%，股份制银行次之，为 9.5%。37 家上市银行中贵阳银行负债规模增速最高，达到 56.3%，而主因就是其应付债券的同比增速高达 71.33%。股份制银行中负债增速最快的则是民生银行，同比达 31.7%，其同业存单发行规模同比增速更是高达 274.63%。

由于同业存单是同业存款的线上标准化产品，其本质上应属于同业类负债。只是因为推出时间不长，监管部门出于活跃市场、鼓励同业业务标准化透明化的考虑，所以暂时并未将其纳入同业负债中。但是从本轮加杠杆、去杠杆的过程来看，银行业金融机构对同业存单的持有一定程度上起到了资金空转的作用，因此关于人民银行要将同业存单纳入同业负债考核的传闻一直不断。

人民银行在 127 号文中规定，同业负债占负债总额的比例不能超过三分之一。而从 37 家上市银行的 2016 年年报来看，股份制商业银行和城商行同业往来负债+应付债券的比例分别高达 34%和 34.9%，均已超出监管三分之一。一旦未来同业存单正式纳入同业负债考核，对股份制银行和城商行目前的主动负债驱动模式将形成重大冲击，并连带约束其资产规模的扩张。

综上，银行业营业收入增速大减虽然主要是受制度性因素影响，但利率市场化深化所带来的市场因素影响也不容小觑。而在去杠杆和严监管的双重威慑下，银行业表外驱动的盈利模式以及中小银行靠同业存单驱动的主动负债模式未来或难以维系，将面临发展模式重塑的挑战。

中国经济周期之辩：从资本市场看“新周期”

来源：FT 中文网 (2017-05-23)

作者：胡伟俊 (麦格理集团大中华区首席经济学家)

胡伟俊：如无全世界家喻户晓的伟大公司，巴菲特也黯然失色。中国能否战胜“中等收入陷阱”，

最重要且最难作假的指标，是看出现多少伟大的企业。

编者按：一季度经济数据走好，对于中国经济走势也形成不同看法，这是新周期的开始还是经济尚且在逐步探底过程之中？

过去几个月，不少经济数据都显示，中国经济都处于过去5年以来最好的时候。于是，关于中国经济是否已经进入新周期的争论也甚嚣尘上。一方认为，中国经济已经进入了趋势性的复苏，即所谓“新周期”；而另一方则认为，本轮复苏已经或者即将见顶，并不存在“新周期”，当下只不过是大家见惯的“短周期”而已。

预测是一件见仁见智的事情，没有人可以说自己一定正确。但从近期的市场表现来看，投资者对于“新周期”还是非常谨慎的。

首先，过去一个多月以来，铁矿石和螺纹钢的价格都出现了比较明显的下跌，铁矿石的价格已经从高点下跌了30%左右。不要忘了，在这一轮反弹中，铁矿石的价格率先在2015年12月见底。在整个金融市场仍然弥漫着悲观情绪的时候，商品市场首先看到了黎明的曙光。而现在，商品市场似乎不相信本轮复苏的可持续性。

其次，海外投资者和国内投资者的一大区别，在于他们需要跨地域跨市场配置资金，而各国的宏观情况是重要的考量因素之一。所以相对于A股而言，港股更加受到中国经济的影响。过去两个月，港股市场基本处于横盘整理状态。面对中国漂亮的经济数据，欧美投资者并没有被打动。

第三，一些研究者将本轮复苏同2002年相类比。的确在2002年初的时候，当时不论是投资者还是经济学家，对中国经济看的都比较淡，对当年GDP增长率的预测普遍在6%到7%之间（宋国青，《利率是车，汇率是马》，第95页）。所以2002年一季度7.6%的GDP增长率，大大出乎当时人们的预料。但今年一季度6.9%的增长率并未明显超出市场预期，而各家金融机构的经济学家也普遍谨慎，并没有因此大幅上调全年的增长预测。

笔者也更加倾向于第二种谨慎的看法。宏观分析中，分清趋势和周期是第一步。比如当看到经济数据恶化，就认为经济要硬着陆，就犯了把周期当作趋势的错误。而当看到数据改善和价格上升，就认为经济趋势性上行，可能也是同样的问题。

毕竟，趋势和周期背后的驱动因素是不同的。趋势的背后是经济中结构性的因素发生了改变，从而导致了潜在增长率的变化。比如中国经济自2002年开始，的确进入了一个新的增长趋势，背后是加入WTO后深入参与全球产业链分工，加上国内由房地产带动的城市化浪潮。而周期背后的因素，经济学家在100年前就已经有深刻的认识，主要原因不外乎是企业的库存和资本开支。经济下行的时候，企业削减库存和资本开支，导致总需求下降，并促使更多的企业削减库存和资本开支。而当库存和资本存量低到一定程度，钟摆又会朝另一边摆动。这也就是韦斯利·米切尔在1913年出版的《经济周期》一书所说的，复苏的种子在衰退的时候已经埋下了。

中国经济在过去几年中经历了几轮外部冲击。2008-09年的次贷危机，2010-12年的欧债危机，以及2014-15年的新兴市场危机。后者引发了美元急升和商品价格暴跌，导致中国经济从2014年下半年开始进入严重通缩。价格下跌压迫企业减少库存和资本开支，使总需求下降，而这又导致价格进一步下跌。全球油价在2016年1月的见底，标志着这一阶段的结束，再加上中国自身的供给侧改革，使得中国经济逐步走出通缩。随后企业的库存和资本开支，同价格上升就产生了正向的自我循环。是，上述“再通胀”的过程的正面影响，也不宜过度高估。今年一季度，虽然PPI同比上涨7.4%，但CPI只上涨了1.4%。CPI非常弱，一个原因是食品价格非常弱。中国的食品生产是高度劳动密集的，因此疲软的食品价格也间接反映了工资上升压力有限，显示终端需求并不强，PPI的上升中很大一部分来自供给收缩而非需求扩张。同时，非常弱的CPI也反映了下游企业没有能力将上升的要素成本传导给

消费者，只能选择自己消化。这种情况下，上游价格上涨是很难持续的，而经济回升的力度也是有限的。另一方面，全球经济的复苏和 2002 年也大不相同。2002 年 1 季度美国经济增长 5.8%，而今年 1 季度美国经济仅仅增长了 0.7%。

另外，过去几年中国经济呈现“短周期”的状态，本质上是房地产的“短周期”。当房地产不错的时候，比如 2013 年和 2016 年，中国经济就不错。目前一二线城市的房地产市场由于政策压力，正在明显降温，所以关键在于三四线城市。笔者刚去一些城市调研过当地的楼市。以常州为例，那里的楼市在过去一年里明显复苏，确有其基本面的支持，不论是源自消费升级的置换需求，还是来自周边中心城市的需求外溢，还有当地经济如机器人产业的发展，以及基础设施如地铁的建设等。

但是，当地楼市的可持续性却值得怀疑。一方面，在中央政府调控的压力下，常州也在 4 月 8 日收紧了楼市政策。更重要的是，2016 年常州商品房销售的增速超过 20%，但人口近似零增长，显示购买力透支十分严重。而且当地二手房市场非常小，说明购房还是消费性需求为主。与之相比，一线城市以二手房市场为主，投资性需求占重要地位。对于消费性需求，买家可能需要过 5 年或更久才会考虑换新的住房，所以过去一年的火热销售很难持续。

综上所述，笔者对于目前的经济状况，抱有相对谨慎的看法。但站在一个更高的层面，“新周期”存在与否并不是最重要的问题。最重要的是，中国经济中有没有越来越多伟大公司的涌现。如果说 2002 年的中国经济还处于搭架子的初级阶段，今天的中国经济，已经到了需要并且能够涌现伟大公司的时候。原因很简单。当经济发展水平低的时候，是要素的竞争，比如哪个国家的劳动力成本更低。但当经济发展到比较高的水平，就变成企业的竞争。全世界没有一个发达的大国，背后只有伟大的政府，但没有伟大的企业。

美国经济之所以强大，美股之所以强势，关键在于美国有许多伟大的企业，遍布于消费，医疗，工业制造，信息技术以及金融等各个领域。没有这些企业，美国经济就是无本之木，美股就是无源之水。这些企业不断提高自身的市场占有率，在各自领域内成为龙头，并且扩张到世界的各个角落。多年前在美国生活的时候，笔者就感到那里大多数行业已经处于寡头垄断，几家大企业占据了绝对的市场份额，每一家都投巨资于品牌和研发，着重于差异化竞争。而中国的大多数行业仍处于完全竞争，每家企业的市场份额都很小，着重于成本竞争，经常爆发价格战。当然，过去几年不论是看宏观数据还是微观调研，中国产业的产业集中度都在明显提升。

对于资本市场，真正担心的不是有没有“新周期”，而是有没有足够多的好公司，而这些好公司中，能有多大比例最后变成伟大的公司。笔者在日常工作中，经常听到投资者抱怨说中国可投的好公司太少。这一点确实也是事实。

在看空中国的声浪中，很多人喜欢将中国同 8、90 年代的日本相比，进而推断出中国经济泡沫很大，接下来会出现长时期的衰退。但是如果看人均 GDP，日本在 1987 年就超过了美国，到了 1995 年更比美国要高出 50% 还多。而中国今天的人均 GDP，连美国的 20% 都不到。所以，拿中国和日本 6、70 年代相比，在发展阶段上才比较接近。

但有一点今天的中国和 70 年代的日本是有差距的，就是当时日本已经拥有一批了不起的企业。今天的海尔美的格力，和当年索尼松下东芝相比，或者今天的上汽长安长城，和当年的丰田本田日产相比，中国企业显然还有努力赶超的空间。就算我们的近邻韩国，也拥有像三星和现代这样的具有全球竞争力的公司。中国的人口是韩国的 20 多倍，我们需要涌现多少三星和现代，才能达到日韩今天的发展阶段？

以笔者熟悉的港股市场而言，过去几年在电子，纺织和汽车产业链上出现一些不错的企业，它们的股价表现也非常好。说明海外投资者即使作为一个整体，对中国经济并不乐观，但对好的中国公司

也是认可的。这样的好公司越多，全球投资者对中国市场和中国经济就越看好。但同时也要看到，不论是规模，技术还是品牌，这些好公司距离伟大的公司尚有距离。同时，中国的消费类企业在过去几年遇到了很多困难。原因在于许多企业无法跟随消费者收入的上升，同步提升自身的产品和品牌。于是消费者或转向网购，或转向海外品牌。当然中国企业在像白酒，中药，小家电这样的领域有优势，但这些行业很难出现跨国的大企业。而像美股中的可口可乐，麦当劳，宝洁，强生，迪斯尼这样消费类公司，不仅 60 年代跻身“漂亮 50”的大蓝筹，今天仍然名列道琼斯 30 支成份股。

政策制定者恐怕也看到中国缺少伟大企业的现状，近年来在半导体，新能源汽车和大飞机等一些领域开始大量投资，希望能扶植出一些国家冠军。产业政策最后效果会如何，众说纷纭。但有一点是确定的，那就是未来在中国出现的伟大企业中，大部分将来自民企而非国企。可以看一下财富 500 强中的中国公司。在 2015 年的评选中，有 94 家中国企业，其中 85 家国企，只有 9 家民企。但如果看股本回报率(ROE)，国企只有 5.9%，但民企达到了 17.5%，谁的效率更高一目了然。是的，中国企业为人所熟知的种种痼疾，如债务过高，产能过剩以及僵尸企业，本质上都是国企病。比如说大家都讲中国债务问题严重，但事实上中国三分之二的企业债务都是国企债务，而且过去 10 年民企的负债率在不断下降，是国企在不断的加杠杆。

所以毫不奇怪，相对于“新周期”，资本市场对于国企改革兴趣要大得多，因为国企改革既包括国企本身激励机制和治理结构的改革，也包括给民企以更公平的竞争地位和融资条件。中国这片土壤上能否诞生一批伟大企业的，关键在于 19 大之后国企改革是否能得到实质性推进，这也是未来中国资本市场能否给投资者带来丰厚回报的核心。即使像巴菲特或者彼得·林奇这样出色的投资者，根据投资管理公司 AQR 的研究，他们的投资回报中都有接近 40% 直接由于他们身处美国股市。可以想象，如果没有像可口可乐、美国运通、宝洁、IBM 这样全世界家喻户晓的伟大公司，就连股神巴菲特也难免黯然失色。中国能否战胜“中等收入陷阱”，最重要而且最难作假的指标，不是看 GDP 增长率，而是看出现了多少伟大的企业。

中国经济周期之辩： 民间投资的活力恢复了么？

来源：FT 中文网(2017-05-25)

作者：钟正生(财新智库莫尼塔研究首席经济学家)，张璐(财新智库莫尼塔宏观分析师)

钟正生、张璐：当前不确定性对国企和民企冲击并非对称；防止“国进民退”的趋势加剧，需要宏观经济政策协调。

编者按：一季度经济数据走好，对于中国经济走势也形成不同看法，这是新周期的开始还是经济尚在逐步探底过程之中？

过去十年，民间投资曾是中国经济发展中最具活力的部分。2006 年-2012 年，民间投资增速保持在 30%-50% 的高水平，对中国经济的高速增长发挥了举足轻重的作用。经过十年的高速增长，民间投资在整体固定资产投资中的占比，从 2006 年初的 36% 迅猛上升到 2015 年 12 月的 64%，成为中国经济增长的关键引擎。2016 上半年，民间投资断崖式下滑引起高度关注，民间投资增速十年里首次低于总投资增速，且这一状况目前为止已持续长达 16 个月。

2016年5月，国务院通过决议对促进民间投资政策落实情况开展专项督查工作，随后发改委、银监会、财政部等部门都相继采取措施促进民间投资活力的恢复。2016年底的中央经济工作会议更是强调“稳定民营企业信心”和“保护企业家精神，支持企业家专心创新创业”。在这些政策背景下，2017年初民间投资增速的确出现了明显的企稳回升。

我们曾在2016年5月的文章《民间投资为何告急？》中分析了中国民间投资失速下滑的原因。这些原因包括实体投资回报率下行、政府投资的挤出效应、及金融市场的分流作用。一年过后，上述情况发生了何种变化？民间投资的活力切实恢复了么？本文作为续篇，指出本轮经济沉浮之下“国进民退”的趋势，可能成为压制民间投资活力，削弱增长内生动能的“糖衣陷阱”，尤需引以为重！

一、实体投资回报率，谁主沉浮？

2015年以来，实体投资回报率随国企而“沉”，又因国企而“浮”。2012年以来，我国实体经济的投资回报率逐年走低。按可比口径计算，2012-2014年，上市公司非金融企业平均ROIC从9.9%逐步下移至7.8%，在此过程中，国有企业和民营企业的盈利能力基本同步下滑。然而，2015年到2016年1季度，整体ROIC加速下行至6%的谷底，而这一次，国有企业和民营企业之间出现了明显分化：地方国企由7.6%下滑至5%，而同期民营企业一直保持在7%以上波动。2016年2季度以来，该组数据显示实体经济投资回报率逐步回升。然而分所有制来看，这一回升又主要体现为国有企业盈利的恢复：地方国企由5%回升到7.1%，民营企业依然保持在7%以上波动。

国企盈利能力沉浮的背后，大宗商品价格波动才是主要推动力。2012年以后，国际大宗商品价格疲软不振，中国PPI定基指数持续下滑，并从2014年4季度开始加速下跌。期间，国有企业ROIC的下滑与工业品价格的下跌高度同步；2016年以来，PPI定基指数快速回升，目前已恢复至2012年中的水平。与此同步，地方国企的ROIC也明显复苏。也就是说，2015年以来，国企盈利能力的剧烈变化，并非国企本身经营效率退化或改进的结果，而更多受到工业品价格变化的外生影响。

需要引起重视的是，供给侧去产能导致利润在国有企业和民营企业之间分配不均。首先，2016年以来的工业企业利润改善几乎完全体现为上游行业的利润改善，而这无疑源自上游工业去产能背景下的工业品价格大涨。在下游需求不足的情况下，中游行业的利润持续受到挤压，下游利润改善也是滞后且不甚明显的。其次，一个不争的事实是，上游行业以国企居多。以上市公司数据统计，目前国企在上游行业的资产占比达到83%，企业数量占比为40%，而在中、下游行业资产占比仅为60%，企业数量占比为25%左右。最后，这反映出的问题就是，“去产能”导致的工业品涨价，令上游国企受益更多，也给国企带来了更强的投资扩张冲动；而中游较多的民营企业甚至遭受了持续的利润挤压，其投资收缩的压力不言而喻。

二、政府投资挤出效应，为何逆转？

我们在去年的文章中，指出了政府投资对民间投资产生“挤出效应”的两个方面。一是，财政政策与民间投资难以形成共振，因财政发力多集中在第三产业，而民间投资则主要集中于第二产业；二是，政府在加速进入一些具有垄断性质的高回报领域，特别是，越是在投资回报率高的行业，政府投资相对民间投资的增速越高。

一年过后，上述两方面问题都得到了颇为明显的改善，但国企“与民争利”的隐忧并未消散。一方面，经过PPP模式从初创到超速发展，2016年PPP项目落地量逐步提升，到2017年1季度，进入执行阶段的项目金额达到2.87万亿（2016年1季度仅为0.51万亿）。借由PPP的逐步落地，民间投资对财政政策的参与度得到增强。另一方面，2017年以来，国企在行业选择上“与民争利”的趋势似乎出现了逆转。2016年，政府大举进驻的是那些2015年盈利状况更好的行业；2017年1季度，政府开始进驻到那些2016年盈利状况不那么好的行业。

然而，情况似乎并不是简单的国企转为“与民让利”这般乐观。

2017 年 1 季度，政府投资从去年 1 季度的“隐退”，转为“进军”的行业是：通用设备制造、汽车制造、煤炭、有色和黑色金属冶炼加工业。这些行业的普遍特点是，2016 年盈利状况都出现了大幅改善，这背后是挖掘机、汽车等销量大增，以及供给侧结构性改革的背景。相反，2017 年 1 季度，政府投资从去年 1 季度的“进军”，转为“隐退”的行业是：建筑、水利环境和公共设施管理、卫生和社会工作、文体娱乐、农林牧渔、有色金属矿采选、及电气制造业。其中，建筑、水利环境和公共设施管理、卫生和社会工作、文体娱乐业，都是政府投资长期盘踞的领域，民间投资占比只有 20%-50%；政府转为淡出的有色金属矿采选及电气制造业，又都表现出投资回报率停滞不前的特点。

国企之所以在 2017 年 1 季度不再表现为“与民争利”，更真切的原因或许如下。其一，受益于上游工业价格上涨，国企在传统行业的盈利能力得到明显修复，从而在高回报领域挤出民间投资、“与民争利”的冲动有所下降。其二，以钢铁、煤炭为代表的上游行业盈利大幅好转，国企对这些发生明显边际改善的行业，事实上在从“隐退”转为“进军”，依然具有“与民争利”的冲动。但这些行业 ROE 的绝对值仍然较低，因而看起来国企似乎在加速进入一些低回报的领域。其三，总体来看，国企加速进入的行业，绝大多数是 2016 年盈利状况发生积极变化的行业；而国企减速进入的行业，盈利状况大多出现了消极的变化。一言以蔽之，国企“与民让利”只是一个静态的表象，对国企“与民争利”的冲动仍然不可掉以轻心。

三、金融去杠杆，谁将再受伤？

金融市场的分流作用，曾是加剧民间投资低迷的重要原因。民间投资本身信贷可得性就明显弱于国企，加上前两年股市、期市和债市轮番火爆，而实体投资回报率一如既往地难改颓势，令民间资本演绎出“脱实向虚”的趋势。

第一个变化，货币市场利率震荡走高，显著推高以此为定价依据的票据利率。民营企业对票据融资更为依赖，融资成本随之走升。第二个变化，银监会针对影子银行的监管风暴下，近期信用利差迅速走阔，信用债发行利率高企（不断曝出有超过 7% 的发行利率），4 月就有超过 1400 亿元的债券取消或推迟发行。债券融资受阻，进一步减少了民企的融资渠道。

第三个变化，不同于民营企业，国企债券融资受挫后，可以转而诉诸银行表内和表外信贷，这会推升银行的信贷需求。然而，面对央行对信贷投放额度的管控，银行势必更偏向于满足国有企业的信贷需求，而倾向于压缩对民营企业的信贷投放。今年年初以来，企业中长期贷款与企业票据融资走势的背离，或许就是对银行有偏信贷投放的反映。反过来，银行压缩票据规模，又是导致票据利率高企不下的另一重要原因。

综上，当前宏观经济和金融政策的种种变化和不确定性，对国有企业和民营企业的冲击并非对称；金融市场从轮番火爆转向全面熄火，民间投资所面临的却是从“不愿投”到“没钱投”的无奈转变。防止“国进民退”的趋势加剧，促进经济增长内生活力的回归，需要宏观经济政策之间更加智慧、更为审慎的协调。

数字普惠金融的机会与风险

来源：爱思想网(2017-06-08)

作者：黄益平(北京大学国家发展研究院副院长、教授)

惠金融是 2005 年联合国在推动小额信贷年的时候提出的概念，目的就是希望提供公平的金融服务环境，让那些相对弱势的阶层特别是小微企业和低收入群体获得相对较好的金融服务。发展普惠金融的必要性，跟金融的“二八法则”有关系，一般的规律是最上层的 20% 的客户能够提供 80% 的业务量。所以绝大部分金融机构都会把它们的工作重点放在最上面的 20% 的客户。为剩下的 80% 的客户服务的难度很大，成本高、风险大、规模小。所以说，发展普惠金融是一个世界性的任务。

按市场规则提供的金融服务

发展普惠金融有一个重要的原则是商业可持续，也就是说，它应该是一种按市场规则提供的金融服务。在日常生活中我们观察到容易令人误解的说法和做法，特别是政府提供财政补贴或者行政命令，要求商业金融机构增加对小微企业和低收入群体的金融服务。这样的服务不是商业可持续的，因为不能被看做是普惠金融的做法。

需要指出的是，在中国发展普惠金融的迫切性更加突出，除了一般的“二八法则”可能带来的问题以外，在我国还存在一写政策或制度，进一步妨碍了金融机构为小微企业和低收入群体提供金融服务。

举个例子，我国的存贷款利率还没有完全实现市场化，这是很不利于为弱势群体提供融资服务的。金融还有一个很重要的规则，就是成本必须覆盖风险。风险大本身不是不能做金融交易的原因，比如很多天使基金、创投基金投资的初创企业，风险都很大，但潜在的回报也很高，仍然可以获得融资。同样，金融机构如果要为小微企业和低收入群体提供融资，必须收相对高的利率。如果利率提不上去，它们自然不愿意提供融资。换个角度，我们也可以思考一下，银行不愿意为小微企业提供贷款，但小贷公司、民间借贷却很乐意提供融资，为什么？

在我国的金融业产权歧视现象也很普遍，若一个商业金融机构为一个国有企业提供的贷款变成了坏帐，往往可以用商业决策失误来解释，但如果你贷给民营企业的贷款变成了坏账，发放贷款的银行职员首先会被追查是不是有利益输送的问题。另外，我们的征信系统还不是很发达，对不良率的考核严厉而且僵化。这些都会鼓励银行尽量不提供贷款给风险比较高的小微企业和低收入群体。因此说，我国融资难的问题更加突出，发展普惠金融的任务也就更重。

客观地说，政府推动普惠金融发展的努力一直在做，从上个世纪 50 年代开始建立的农村信用社、城市信用社，就解决了一部分小企业和个人的金融服务问题。在联合国提出小额信贷年之后，我国政府从 2006 年开始采取了一系列的政策举措，比如建立了一万多家小额信贷公司，最近几年还建立了不少村镇银行甚至民营银行等等。

那么，我国发展普惠金融主要应该依靠什么样的金融机构，城乡信用社、村镇银行、小额信贷公司、商业银行还是现在不断涌现的各种新型金融机构？要回答这个问题，首先还是要回到商业可持续的原则，如果尊重市场化的规则，什么机构做其实并不重要。但我国政府在过去几年所推出的一些政策并不是真正按照市场化规则设计的。比如监管部门提出的“三个不低于”的政策，即要求商业银行每年对小微企业贷款的比例都必须高于上一年，这显然是一种行政性的要求。更重要的是，政府同时还采取措施整治银行收费，不许银行提高小微企业的融资成本，政府也不补贴。如果我们看统计数据，过去这几年绝大部分商业银行都做到了，也就是说小微企业的贷款确实增加了。但我们在调研中发现了许多的问题，很难长期持续。

数字金融是推动普惠金融的重要力量

我们认为最近蓬勃发展的数字金融或许为举步维艰的普惠金融事业提供了一种潜在的解决方案。小微企业和低收入群体很难获得融资，归根到底还是因为它们不确定性高、规模小、缺乏硬信息并且没有抵押资产。一句话，就是它们很难达到传统金融机构信用评估的基本门槛。但数字金融有可能部

分突破这个僵局，甚至带来一场革命性的变化。

中国的数字金融在全世界居于领先地位，无论看行业的规模还是看大公司的个数，都是如此。有的学者指出，我国正在数字金融领域弯道超车，赶上发达国家。我更喜欢引用前哈佛大学教授佛农提出的产品生命周期理论，过去我们生产的很多产品都是在其它国家成熟、成型以后才转移过来的，只有在数字金融这个领域，我国的企业已经一步迈到了其生命周期曲线的最前端，正在引领全球行业的发展。

郭峰、孔涛和王靖一等编制的“北京大学互联网金融指数”揭示了我国数字金融发展的三大特征。第一，从2014年年初到现在，基本上是每年翻一番。第二，从区域分布看，沿海地区发达，内陆地区相对滞后。第三，数字金融的发展主要是由80后、90后年轻人在推动。

目前看，数字金融有几个比较有影响的业务。第一是第三方支付，就是利用互联网平台在银行体系之外建立起来的支付系统，支持支付普及的关键技术是智能手机，全国已经有八亿多台，微信支付和支付宝的用户加起来已经超过十亿人。也好，它的用户加起来已经有10亿多人。可以说，第三方支付是数字金融业中普惠性最突出的业务。

第二是网络借贷，包括很多平台提供的信用贷款和被炒得沸沸扬扬的个体网络借贷平台（P2P）。P2P平台问题和风险比较多，但其实也是提供了实实在在的投资与融资的机会。通过网络平台把从来没有见过面的投融资双方对接在一起，普惠的特性也非常明显，因为很多在网络上借钱的客户基本上没有可能从银行获得贷款。当然，网络贷款的问题也很多，包括许多平台变成了问题平台，而且大多数网络借贷的利率奇高，很难用于支持日常的经营与生活融资需求。

第三是网络投资，主要是投资者直接从网上购买各种投资产品，包括货币基金、股票、债券和各种非标产品。最近比较热门的是智能投顾，通过对大数据分析为普通投资者提供个性化的通常只有私人银行客户才能享受的投资顾问服务。不过，智能投顾业务刚刚开始兴起，很多公司甚至都是无证上岗，怎么样开发适合不同投资者的产品，只能说尚在摸索阶段。

第四是数字保险，通过互联网平台和大数据分析向客户提供适合不同群体的保险产品。这其中包很多传统保险公司通过互联网渠道向客户推销传统保险产品，也包括一些公司新开发的适合特殊场景的新产品。

第五类是商业银行业务的互联网化。谢绚丽教授带领的团队编制的“北京大学商业银行互联网转型指数”表明，商业银行在网络存款、网络带宽和电子商务方面正在快速进步，总体而言，大型银行的进展更快一些。

数字金融能不能成为推动普惠金融发展的一个重要力量？我们中心在2016年做了“数字普惠金融的中国实践”的研究课题，我们的基本结论是，数字技术为推动普惠金融发展提供了一个巨大的机会。也就是说，数字技术有可能帮助我们突破过去一直想克服的障碍。发展普惠金融的主要障碍就是那些潜在的客户无法达到传统金融机构信用评估的门槛，因为它们分散、规模小、缺乏硬信息和抵押资产。传统机构跟这样的客户打交道，就存在获客成本高、风险难把握和尽职调查成本高这样一些困难。即便政府花很大的力气去推动普惠金融，最终能达到的效果还是非常有限。

获客与风控：数字金融的解决方案

数字金融怎么解决获客与风控的问题？首先，传统商业银行获客主要通过在全国建立一个又一个的分行，把客户一个、一个地拉进来，所以成本很高，尤其在那些人口密度相对较低的地区。数字金融的办法就是在平台上拉，比如阿里的淘宝和腾讯的微信，已经有几亿的用户，就看你有没有好的产品把他们变成金融客户。我们在调研中也看到一些公司本来没有黏在终端上的客户，它们硬生生地创

造出这样的平台，把客户集中起来，比如杭州的 51 信用卡和深圳的随手记，这样明显降低了获客成本。

其次是怎么做风控。过去做普惠金融，金融机构也是有一些创新的，比如既然缺乏硬信息和抵押资产，就更多地依靠软信息，想长江三角洲的一些银行这种了解企业家的人际关系、家庭关系，作为贷款决策的依据，比较成功。数字金融则又更进了一步，通过大数据分析，判断一个企业或者个人的行为、信用，分析其财务状况、现金流，不需要一家一户去实地考察。蚂蚁金服通过淘宝、天猫等平台上的数据给网店和消费者提供贷款，用的就是这个办法。他们引以为豪的 320 程序，即 3 分钟申请，1 秒钟资金到账，0 见面。现在网商银行准备服务全国 1 千万家小微企业，仍然是这个思路。而微众银行利用社交网络数据分析个人信用状况，也是同样的策略。

一方面是获客，另一方面是风控，数字技术为普惠金融发展提供了一种前所未有的解决方案，数字金融可以作为普惠金融发展的重要的载体。我们大家知道孟加拉国有一个非常有名的穷人银行格莱珉银行，它的创办人尤努斯教授因此获得了诺贝尔和平奖。这家银行所做的就是给贫穷的农村妇女提供小额贷款，为她们提供发展的机会。但格莱珉银行所能服务的客户数量非常有限，必须一家一户、一个村子又一个村子地做过去。而数字金融就摆脱了这样的规模限制，一般的借贷平台的借款客户都很容易达到几十万、上百万，更不要说微众银行和网商银行。

怎么样用数据分析信用和风险，有多重不同的模式，有淘宝、蚂蚁金服的案例，主要用的是网络销售方面的数据。有宜人贷和 51 信用卡的案例，主要利用的是银行卡和其它方面的采取数据。当然还有微众银行的案例，用的就是社交网络的信息，看你早晨、晚上在哪里发微信，在哪些群活跃，交往最密切的微信好友是谁，甚至收发红包的顺差、逆差等等。

郭峰、孔涛和王靖一等编制的“北京大学数字普惠金融指数”比较好地刻画了全国各地数字普惠金融发展的状况，这是一个年度指数，从 2011 年到 2015 年，具体分解到全国各个省、各个市和各个县。这个指数告诉我们三个很重要的结论，第一，数字普惠金融发展非常快，2011 年这个指数的平均值为 40，到 2015 年已经上升到 220。第二，2015 年数字普惠金融发展水平最高的省份和最低的省份的比例是 1.5 倍，同样如果我们看传统金融机构的人均社会融资总量，最高和最低相比是 3.3 倍，也就是说数字普惠金融的普惠性确实要远远超过传统金融机构的普惠性。第三，如果我们把全国各个地级市按照发展水平分成四个梯队画在一张地图上，我们会发现 2015 年各市之间的颜色的差距比 2011 年要小很多，也就是说后进市的数字普惠金融的发展速度更快，这恰恰就是我们想要看到的普惠金融的一个根本含义。

但到目前为止，数字金融的发展还有很多问题，由王靖一利用近 2 千万条媒体文章编制的北京大学数字金融情绪指数，包括关注度指数和正、负两个方面的情绪指数。这个指数表明，在过去三、四年间，关注度指数特别是情绪指数确实在激烈地振荡。这一点，相信大多数关心数字金融的人都会有体会，这个行业确实在高速发展并且提供了巨大的机会，但同时也确实是风险频发。数字金融从本质上来说是一种自发的创新活动的结果，有的显然获得了成功，比如说二维码支付，有的不是那么成功，甚至制造了一些混乱，比如一些网络借贷的做法，还有一些我们现在还不知道能不能真正获得成功，比如智能投顾。

最突出的问题是普惠性还不够好，这主要体现在两个方面，第一是能覆盖的客户群体的规模还不够大，除了支付以外，其他领域的覆盖面还不够广，尤其跟潜在的需求相比。第二是对大多数的潜在的融资客户来说，成本还非常高，高到很难用这样的融资来支撑正常的生活或者经营。另外，数字技术的应用还有待进一步提高。在这个行业里面，大家都认为要用大数据分析解决问题，但是我们看到不少企业要么没有数据，要么有数据但不会分析，其实是挂羊头卖狗肉。所以在这个行业风险频发，一点也不奇怪。这可能是为什么去年 4 月国务院开始整治互联网金融。客观地说，我们过去的监管框架

相对宽松，给数字金融发展创造了条件，但与此同时确实也引发了不少的问题。

新业态下的监管创新

数字金融的发展本身就是一个创新的结果，假如说我们完全用对传统金融机构的管理办法来管制数字金融，今天就不会看到这样一个庞大的行业。但不管，也带来无数的问题，我们已经看到了很多风险点的爆发，甚至有很多欺诈现象。所以监管不能长期缺位，但怎么监管，这里面有很多学问值得细细推敲。

第一，既然是创新的产物，也还是要允许，但又要控制风险，一个有效的做法就是“监管沙盒计划”，发一张有限制的牌照，划定一个区间，让你尝试，做的好在发一张完全的牌照，做不好就取消。即允许创新，也不会导致系统性的风险。

第二，对数字金融和传统金融还是要统一监管框架和监管标准。经常有专家建议对数字金融这样一个创新行业实施适度监管，这个理念有一定的道理，但做起来会很难，容易引发问题。未来数字金融和传统金融的区别会越来越小，互联网金融在做数字金融，传统金融机构也在利用数字技术。不能人为地制造监管套利的空间。

第三，既然要加强监管，监管的力量包括人员编制和经费都需要大大增加。金融行业快速发展，复杂性不断提高，现在数字金融这样一个新的行业平地而起，监管机构的力量完全没有跟上市场的发展。

第四，要加强投资者的教育和消费者的保护，当然在市场当中投资者本身也在不断学习。

第五，要加强各监管部门之间的协调，最终走向混业监管。今天的监管框架是“一行三会”分业监管，在数字金融里面也是如此，比如央行管第三方支付、数字货币，银监会管网络贷款，证监会管众筹、智能投顾，保监会管数字保险，但客观的现象是大部分数字金融平台具有混业经营的特征，这就意味着分业监管的形式可能会很不适应。在实现混业监管之前，监管协调就成为一个非常迫切的任务。

科技金融、金融科技与财富管理

来源：经济观察网(2017-06-11)

作者：孔庆龙(中国民生银行私人银行部总经理)

(本文根据中国民生银行私人银行部总经理孔庆龙在“2017 亚布力青年论坛创新年会”上的交流发言整理而成。)

大家好。亚布力论坛向来是场思想盛宴，今天一下来，更加证明：青年论坛部分也不例外。在这样一个以科技创新企业为主的论坛上，一个商业银行的人出现，大家可能觉得奇怪，银行不是被视为未来社会将要消失的恐龙吗？（最近又有了新的提法，说金融业进入了“柯达时代”）说实话，20年前，我也这么认为，所以我当时就坚持毕业要去资本市场，不想去银行，因为当时我认为能够给金融体系和实体经济带来实质性变化的是投资银行业务，所以我选择去了券商做投行，后来做零售业务、跨境资产管理业务也基本围绕服务实体经济。从券商走到银行，很多人不解、认为好像是走反了。其实银行作为中国金融体系的核心，已经进入了业务深刻变革和综合化经营的阶段，于是我有幸加盟

了民生银行。民生银行是一家以创新基因著称的银行，在各种金融创新领域，向来先行先试走在行业前列。今天的主题非常好——拥抱智能时代！这也是民生银行转型发展的主线之一。正如我们洪崎董事长所说的，未来银行要从传统银行转型，“向科技公司发展”。

一、从科技金融到金融科技化时代——银行会不会消失？

从金融的角度，拥抱智能时代，其实包含两件事，一个叫做科技金融，以金融促进科技产业化，一个叫做金融科技，用科技手段改造金融业自身。先说金融能为科技创新企业的发展做些什么，这要感谢资本市场，中国的资本市场经历了十几年的快速发展和深刻变化，我们亲身经历了，我们一批市场的投行同仁辅导和保荐了一批创新型企业走向资本市场。我亲眼目睹了有这样一批企业家，在经历了商场上几十年的创业、失败、再创业后，坚持创新，最终把自己打造的企业推向资本市场，在人生已经不再年轻的时候，实现了人生梦想和财务自由，他们用智慧和汗水做到了“财富管理的终极版”，着实让人钦佩。这种科技与金融产业的结合，在国内中小板和创业板推出后，应该说进入了一个新的时代，我认为可以称作“科技金融时代”——有了金融创新的支持，科技企业迎来了一场深刻的估值革命和商业模式的聚变。总体上讲，在过去 20 年的中国，金融给科技带来的变化，还是略大于科技对金融业带来的变化。

但最近几年，情况发生了变化，这回创新的冲击轮到了金融行业自身。我本科学 Double E 的，那时互联网概念刚刚进入中国，在充满欣喜的同时，我们也无比惆怅，不知道信息高速公路的基础设施何时能列入中国发展议程，最基本的问题——带宽问题，就制约了我国互联网产业很多年。因此，那时也绝不可能发生互联网金融去冲击银行业的情形。但这两年，随着一系列科技技术的突破，包括高级数据分析、图像识别、语音识别、人工智能、设备连接、应用程序编程接口（API）和区块链、云计算、大数据等等，这些技术正在渗入金融行业，以人工智能技术为代表的金融科技创新，正在将金融行业自身推向一个新的时代——“金融科技化时代”。

叫什么名称不重要，总之，科技金融，是让科技插上金融的翅膀。金融科技化，是让金融业插上科技的翅膀。问题是，风起云涌的科技革命和互联网企业的发展，使得大家开始担心银行会不会消亡？大家不用担心，“雕栏玉砌应犹在，只是朱颜改”，只要科技金融和金融科技这两件事做好了，银行就不会消失；有像民生银行这样一批拥抱创新、在意客户体验的机构，和在座的各位创新创业企业家携手奋斗，银行就不会消失。只不过银行业在尊重和遵守金融业务和风险管理本质的同时，很多表现形态将发生深刻的变化。

二、金融科技化时代的财富管理

1、Fintech 推动银行服务进入“智能金融（Intelligent Finance）”时代，但这将考验银行内部“以客户为中心”的整合与重构能力。

大家到民生银行的厅堂，可能会看到一个能说会道、可以轻松自在地在大厅里行走的“智能厅堂机器人”接待引导客户，通过机器人智能和后台远程支持，可以帮助客户完成业务咨询、业务办理、分流引导、产品推介等功能。在民生的手机银行中，推出了指纹支付服务，可以支持缴费、话费充值、二维码扫码支付、火车票和飞机票以及景点门票和电影票购买等。但是今天这样的创新还是初级的，接下来 Fintech 在银行端要做到的是“以客户为中心”，而不是以过去银行自身习以为常的业务板块和条线划分，在客户服务流程、产品、投研、渠道、风控、授信、决策等进行全面深刻的逻辑重构。其结果是实现客户的智能化和个性化体验革命。这些做到了，银行业将进入一个新的阶段——“私人金融助理”机器人进入寻常百姓家，就像我们现在在苹果手机上和 Siri 交流一样，未来的家庭会通过一个智能化的财富管理机器人根据您的指令、消费行为、日常偏好、财富规划需求等数据信息，实现银行账户管理，进行交易结算、规划资产配置，预约出行度假。随着神经智能遥控技术的突破和引入，甚至可以通过脑电波与机器人进行交互，机器人可以安排处理大部分事务，还可以帮助病

残等特殊人群。到那时，财富管理服务恐怕很难找得到明确的边界，它是与您的消费、健康、时间管理、休闲和聚会交织在一起的。语音、人脸、视网膜、虹膜、掌纹识别技术成为再造银行客户体验流程的基础，“有形的银行”将变得高度数字化，进而“隐”于其后。

2、智能投顾将成为财富管理领域中的基本工具。

在经典投资理论的基础上，随着大数据、云计算、人工智能和互联网金融等技术的发展，智能投顾将成为财富管理领域中的基本工具，日益显现出蓬勃的生命力。通过洞悉用户的需求，以及和人工智能技术的结合，银行机构可以根据用户的行为轨迹洞察到客户的需求和风险偏好，自动在成千上万只产品中利用大数据帮助客户遴选出风险和收益适配的产品，进行资产配置，并帮助用户追踪、监控风险，无论是一般的理财客户还是私人银行客户都可以享受到“智能”级别的资产配置与财富管理服务。不仅如此，通过计算机模型和系统，智能投顾还可以协助投研人员、投资顾问和客户等群体做出决策，并在指定时间窗口内自动化地完成最优交易策略的执行。

智能投顾凭借自动化处理所带来的成本优势，使财富管理服务门槛迅速下降，广大长尾客户得以介入该领域，这为智能投顾的发展提供了坚实的客户基础。目前，我们看到 Kensho、Wealthfront、花旗、汇丰等金融机构对智能投顾的广泛运用，对于服务一般大众的财富管理，部分分析师和投资顾问的工作已经可以被替代。民生私人银行的财富管理系统，也正在提高投顾智能化的比重。

3、在私人银行领域，智能投顾不可能完全取代人工投顾。

智能投顾的迅猛发展无可避免地引起了人工投顾的焦虑，有研究者甚至将智能投顾比作财富管理领域的 Uber，探讨在客户可自主进行投资的条件下，银行等第三方机构投资顾问是否面临被替代的问题。正如我前面讲的，在基金等同类的海量产品的评价与遴选等需要大数据的分析与处理上，智能投顾的确可以战胜人工投顾。

但是，在金融领域，智能投顾不可能完全取代人工投顾。阿尔法狗可以战胜顶级棋手，但放到金融领域就不灵。原因很多，比如市场非有效性、市场不完美，还有很重要的一点，就是围棋的博弈规则是确定的，但金融市场的博弈规则本身因时而变，甚至也会因人而异。就像大家不知道什么时候放松 IPO，什么时候又会突然放慢甚至暂停；不知道什么时候推出熔断，什么时候又中止；什么时候鼓励金融创新和自由化，什么时候又转向收紧和规范；不知道特朗普政府又会出台什么样的政策；等等。机器不可能知道这些，算法不会累死机器，但我相信咱们的政策研究可能真的会把机器人累坏。这就需要专业人士去研究和跟踪，形成投资建议去提醒我们的投资者注意风险控制和资产配置的“再平衡”。

人工投顾在服务高净值客户方面，具备不可匹敌的优势。首先表现在对客户深层需求的定制化把握上。目前国内外智能投顾对客户的 KYC 过程一般通过简单的风险评估问题完成，主要考察客户收入情况、风险偏好、预期收益等因素，而客户背后的深层需求，例如家庭结构状况、财富代际传承、非金融服务偏好等需求无法被机器有效捕捉，需要依靠人工投顾进行深度挖掘，在充分理解、挖掘客户需求与信息的同时，人工投顾还可以保护私人银行客户的私密性。其次，私人银行客户的财富管理事实上是一种兼具金融与非金融属性的服务，客户不仅期待资产在数值上的增长，更看重财富管理过程中的服务。智能投顾虽然可以通过友好的界面简化服务流程，但无法依据客户个性化偏好进行实时响应，也无法实现人际交往中的信任感和亲密度。再次，人工投顾在另类投资产品推荐能力上也更加出色。与智能投顾擅长 ETF 和公募基金等标准化产品配置不同，人工投顾对银行等传统机构当前产品货架上的非标准化产品，比如私募、结构化等，具有更强的理解和推荐能力，可以有效弥补智能投顾在这类产品推荐中的不足。

商业银行应该秉承开放的心态拥抱智能投顾，在确定如何将人机进行结合的机制中，重点关注智

能投顾与财富管理流程的融合。民生私人银行创立的财富管理“UPPER”提升工作法，从理解客户（understand）、建议（propose）、个性化（personalize）、执行（execute）到再平衡（rebalance），其中我们非常看重的是“个性化”，我们要针对每一个高净值客户的特征和需求制定服务方案。所以，智能投顾在建议和再平衡环节应发挥积极作用，但在个性化阶段仍然需要人工投顾持续的、“有温度”的互动沟通与专业介入。

4、金融监管也将积极拥抱人工智能。

金融科技作为创新型生产力，既可以用于改造金融服务，也可以用于优化金融监管。人工智能能够帮助监管者在复杂变幻的金融市场中，快速、智慧地识别市场交易中的内幕交易、违规操作等。例如运用大数据来实时甄别高频交易、量化交易等高速背景下发生的违规行为，解决高频交易引发的金融安全问题。再比如以前需要调查人员花费几年交叉引用历史数据才能完成的内幕交易的甄别，现在靠人工智能瞬间就能搞定。

纳斯达克和伦敦证券交易所在 2016 年年底启用了人工智能投入市场监管，美国金融业监管局在 2017 年开始测试人工智能监控软件。中国人民银行在今年 5 月份成立了金融科技委员会，旨在加强金融科技工作的研究规划和统筹协调。相信未来金融科技在各国监管部门的工具箱中的地位会越来越重要。

三、民生私人银行：深耕企业家级客群服务，“值得托付，共致高远”，打造“企业家首选的银行”。

今天来参加亚布力企业家论坛我感觉就像回到了家，因为民生银行是国内第一家，也是最大的以民营经济入股的股份制银行，我们与民营企业之间有着与生俱来的血脉联系。民营企业天然就是民生银行极为重要的客户，像今天来参加亚布力论坛的理事成员与企业家，郑万春行长指示我们要整合全行资源，成立由总分支行专业团队组成的专项服务小组为大家提供高端授信在内的综合服务，您可以在民生银行享受到“批量受理、单笔单批、绿色通道”的待遇，我们可以批量受理理事成员及会员企业实际控制人的个人高端授信申请，其中理事成员自动准入，会员在得到亚布力秘书处书面确认后准入，帮助您实现高端授信的快速审批、快速出账与优先信贷额度支持。我们即将与亚布力论坛签署的“综合金融服务协议”，就是力求更好地为企业家朋友做好“一站式服务”。

民生私人银行之所以提出“一体三翼”的服务理念，即不仅以财富管理为主体，还要以“投行+”、“互联网+”、国际化为特色，就是因为我们不认为真正的私人银行就是让客户购买一些理财产品而已。我们认为私人银行业务的魅力应该在于与客户一起共创美好未来！财富管理与传承也都是高端人士共创未来、布局未来的一部分。所以，我们在业内率先为客户提供 PE 投资机会，率先发行境外房地产投资基金，为客户提供海外保单等稀缺产品。我们还用投行的思维率先在业内建立了一支“私人投行顾问”团队，来服务企业特色客户在企业投融资、并购等方面的需求。总之，民生私人银行就是要打造业内面向企业家客群的最优秀的服务品牌。

除了量身定制资产配置方案，民生私人银行也提供涵盖高端医疗、子女教育、海外投资、置业、移民等多项精品非金融服务，对于亚布力客户，我们都将给予最优惠的价格，现在通过民生手机银行、民生私人银行微信公众号都可以预约。

如果您追求高品质的休闲商旅，民生银行信用卡中心与美国运通携手推出了国内首款，也是唯一的一款全钛金材质的百夫长黑金卡，每张卡都经过精雕细琢手工打造，外加个性化熨烫持卡人姓名，彰显持卡人的尊贵。主卡与附属卡持有人都能享受到专为民生银行高端客户提供的，无微不至的全球旅行及生活礼宾服务。

今天参加论坛的各位嘉宾都是重量级的成功人士，或许对公务机感兴趣，民生银行集团子公司——民生租赁与众多公务机制造商、运营商和融资租赁公司都建立了合作关系，为超高端客户打造了集

公务机包机、整机购买、融资租赁为一体的一站式服务，帮助您实现私密、尊享的商务之旅。

我们私人银行团队对自己的要求就像我们获得过的奖项所称——做到“值得托付”，我们的理想就是与客户携手“共致高远”。感谢各界朋友长期以来对民生银行的信任和支持！感谢亚布力论坛！感谢扬州市政府！谢谢大家。

防控金融风险的两难： 金融过度还是金融抑制？

来源：FT 中文网(2017-06-05)

作者：刘哲(万博研究院新供给研究中心主任)

刘哲：面临结构性不平衡，过度监管和监管真空并存，如何防范金融风险又不至于监管过度，需认识当前金融风险的本质。

“金融活，经济活；金融稳，经济稳。”当前，防控金融风险是维持经济平稳健康运行的战略性大事。维护金融安全面临着结构性不平衡的问题，过度监管和监管真空的并存。如何防范金融风险，既能未雨绸缪，不忽视风险，又不至于监管过度，需认识当前金融风险的本质。

理性看待去杠杆

去杠杆应理性对待，并非杠杆越低越有利经济增长，也不是去得越快金融风险越小。从总量来看，根据国际清算银行 BIS 统计数据，2016 年以贷款与 GDP 之比来衡量的中国政府部门杠杆率为 46.1%，企业部门杠杆率为 166.2%，高于其他新兴市场国家。杠杆过高对于国家而言会提升债务风险，对于企业而言会增加运营风险，对于一个市场而言，可能会带来价格剧烈波动的风险。年初至今，“一行三会”把保障金融安全放到了更加重要的位置，货币政策从 2016 年的稳健调整为稳健中性，限制同业银行业务的非理性扩张，强化保险监管，回归风险保障本质，打击资本市场金融大鳄，保护中小投资者，维护资本市场健康发展等等。

无论是宏观还是微观，国家还是企业，都需要把杠杆率控制在一个适度的水平，但杠杆率并不是越低越有利于经济的发展。对于金融而言，信用创造方式往往伴随着杠杆，除了央行的基础货币，商业银行的新增信贷、债券产品、商业票据、信托产品、保险产品、银行理财产品、资本市场的波动等都成为金融创造货币的方式。货币创造方式的拓展，金融的供给从单一的以存款准备金率为基础的乘数扩张，开始逐步呈现多元化的以信用和未来预期为基础的“幂”扩张特点，货币创造方式更加多元化，对于经济的影响程度日益加深。

若杠杆因经济的需求而生，则金融能促进财富创造；若杠杆超出了经济发展的需求，则可能引发系统性金融风险。对于微观企业而言，杠杆率高低取决于投资回报率与融资成本之间的差额，如果投资回报率大于融资成本时，企业有动力通过扩大负债来提升利润率，进而提高总产出。对于一个金融市场而言，适当运用杠杆能够用较小的资金博取较大的收益，提高资金的使用效率，但同时也需要承担更高的风险。如果杠杆过度，使得价格大幅度偏离其内在价值时，可能会形成泡沫，但过快去杠杆也可能引发金融危机。比如 2008 年美国次级按揭贷款危机，使得全球金融市场剧烈震荡，金融机构倒闭、股市暴跌、房地产崩盘，之所以演变成全球金融危机，一方面是因为杠杆过度超越了价值创造

本身的需求，另一方面去杠杆导致的资产价值剧烈波动，加剧了金融系统性风险的振幅和蔓延速度。

金融过度是表象，金融抑制是本质

当前非金融企业的杠杆率偏高，M2 增速与 GDP 增速呈现上升趋势，资金在金融体系内部空转，存在“脱实向虚”的问题，但这只是金融过度的表象，其本质原因在于金融抑制。

一是老金融无法对接“新供给”。在进行新旧动能转换、企业转型升级的过程中，当新产业、新技术、新业态、新商业模式等不断涌现时，在金融机构的传统的信贷政策和信贷标准下，金融的创新速度落后于企业的发展和转型速度，“老金融”不能对接新供给，会造成整个金融体系的资金供给效率降低，难以进而减少总产出，抑制经济增长。即使能够最终实现资金流入企业，但不能及时满足企业的资金需求，进而造成资金在金融体系中过度循环或传导摩擦力过大，提升企业的融资成本。

二是监管真空或过度监管都会形成供给约束。当前金融创新呈现出多元化、跨行业的特点，脱离监管范围之外的金融创新，容易造成短期内的野蛮生长，监管真空可能会导致很多监管制度流于形式。既增加金融市场的运行风险，又也不利于金融资源的优化配置。另一方面，如果对新生的金融业态过度监管，也可能形成供给约束，不利于金融服务于实体经济形成。譬如对于互联网支付、众筹股权融资等互联网金融平台进行“一刀切”式监管，会导致合法合规的金融服务路径被切断，进而降低金融服务的可获得性，降低金融服务的效率。

三是金融有效供给不足，结构失衡。国有企业资金“供过于求”，中小企业长期存在融资难、融资贵问题。货币流向具有非均衡的特点，动态来看，广义货币供给增加时，资本市场和资产市场的货币净流入也同时增加，就像“大河有水小河满”；广义货币供给减少时，资本市场和资产市场的货币净流入同时减少，就像“大河无水小河干”。货币供给在不同市场之间的分布是非均衡的，一定程度上表现出此消彼长的态势。

对一些没有市场前景、高耗能、高污染或者产能严重过剩的供给老化企业提供无效支持，会导致对创新型新供给企业产生明显的挤出效应，进而导致对于新供给产业的金融支持力度不足。再比如，金融供给短期化，中长期金融支持较少，也不利于有长期金融需求的新供给形成和扩张。而由于中小企业相对于大型企业，单个企业的平均资金需求量较小，但贷款前资质审查的成本又相对较高，使得银行的金融供给效率与中小企业的资金需求矛盾日益突出。

金融供给侧改革的“放、管、服”

金融制度、金融机构和金融市场存在的价值在于在储蓄者和企业之间用最优的成本架起一座桥梁。当受到金融抑制时，资本的供给量会降低，供给成本就会提高，供给效率也会降低，应从“放、管、服”入手，解除金融抑制，降低资金的供给成本，提高金融的供给效率。

放，是解除金融抑制，鼓励金融创新。金融和资本供给结构需要对接“新供给”。促进金融的流向与新供给扩张方向一致，需要通过制度和产品服务的创新来驱动。应打破过度依赖商业银行的资金供给模式，调动多方资源，建立多层自金融体系，拓宽资本供给渠道。中国的企业融资目前仍然过度依赖商业银行，且国有银行出于绝对垄断地位。在银行体系，资金天然会流向有硬资产抵押的大企业，而很多中小民营企业却面临融资困难。培育适宜中小企业发展的金融环境，不仅需要改革现有银行融资渠道，更需要大力发展资本市场融资渠道。多层次的金融体制和金融市场有利于减少资本供给抑制。

管，是维护金融安全，补齐监管短板。一方面补齐硬性短板，完善金融基础设施建设，提高金融监管的信息化水平，提高监管的响应速度和与时俱进的监管能力。监管过度就会导致创新不足，监管不足就会导致创新过度。无论是监管还是创新都必须适度。另一方面，完善金融规则和制度，加强跨行业的金融控股公司监管，消除监管真空，对一些“伪金融创新”及时识别、评估和控制风险。

服，是服务实体经济，降低融资成本。对于金融支持型新供给而言，前期的融资能力和融资成本是新供给形成并创造新需求的重要基础，其融资成本过高会导致供给成本过高，企业融资能力下降，进而导致新供给无法形成。《新供给主义经济学》一书中提到“对于老化供给，其供给价格弹性较小，供给创造需求的能力较低，当老化供给融资成本降低时，其供给量的增加有限；但对于处于扩张阶段的新供给，其供给的价格弹性较大，供给创造需求的能力较强，这些产业若降低融资成本，会带来有效供给量的大幅提升。”

按照 70 万亿的企业信贷总额来计算，每降低一个点的融资成本，实体经济企业的利润可增加 7000 多亿元——有效降低资金供给成本，不仅从宏观政策上需要降低以存款准备金为代表的货币供给抑制，而且需要从金融机制上深化改革，更好地服务实体经济，降低企业融资成本。

新闻快讯

美联储如期加息预计年内再加一次 公布缩表计划

来源：华尔街见闻网(2017-06-15)

作者：朱一天

虽然通胀近期表现疲软，但美联储依然宣布加息 25 基点，将联邦基金利率从 0.75%~1%调升到 1%~1.25%。这是美联储 2017 年的第二次加息。

此外，美联储还就缩表公布了更多的细节。

美联储表示，其预计通胀今年将低于其 2%的目标。在利率决议后的声明中，美联储称，在家庭支出在近月上升的情况下，通胀依然于近期下滑。声明还指出，未来 12 个月的通胀预计将保持在 2%之下。

美联储加息并设定缩表计划，主要资产价格震荡，金价、美股总体下行，美债收益率延续跌势，但 2 年期国债收益率反弹明显，美债息差进一步收窄。

对通胀感到担忧 仍预计今年再加息一次

对疲软通胀担忧有所加剧，不过依然决定 6 月加息；预计今年将再加息一次、明年加息三次。

美联储宣布，上调贴现利率 25 个基点，至 1.75%。

FOMC 委员们预计，联邦基金利率 2017 年年底预期为 1.4%，这意味着今年还有一次加息。而 CME 的数据显示，投资者预计，美联储今年再加息一次的可能仅为 35%。

点阵图显示，只有一名委员反对本次加息。明尼苏达联储主席 Neel Kashhari 表示，他希望等到通胀上升时再加息。

美联储预计，2017 年年底、2018 年年底、2019 年年底的联邦基金利率分别为 1.4%、2.1%和 2.9%，

与此前的预期一致。

美联储公布缩表计划

除了加息，FOMC 还表示，其将于今年开始缩减资产负债表。5 月的会议纪要显示，官员们已经开始讨论缩表规模等细节。但官员们没有公布缩表的具体时间，也没有表明将缩减资产负债表至什么规模。多名美联储官员此前曾公开表示，预计美联储缩表后，资产负债表规模将缩减至 2 万亿-2.5 万亿美元。目前，美联储资产负债表规模约为 4.5 万亿美元。

美联储预计今年起开始缩表，起初每月缩减 60 亿美元国债、40 亿美元 MBS；缩表规模每季度增加一次，直到达到每月缩减 300 亿美元国债、200 亿美元 MBS 为止。

Charles Schwab 资深固收策略师 Kathy Jones 表示：“这有点令人意外的鹰派。在通胀低于预期的情况下，加息加上缩表等于紧缩的货币政策。这将让利率曲线更为平滑。”



上调 GDP 预期 下调通胀预期

近来，美国经济表现疲软。零售销售数据低迷，而工资增速在过去数月有所放缓。

不过，美联储将 2017 年的 GDP 增长预期从 2.1% 上调至 2.2%，并将失业率预期从此前的 4.5% 下调至 4.3%。

美联储还预计，美联储最青睐的通胀指标——个人消费支出——为 1.6%，较 3 月 1.9% 的预期大幅下调。不包含食品和能源价格的核心通胀预期从 1.9% 下调至 1.7%。

而 2018 年和 2019 年的核心通胀预期均维持在 2% 不变。

FOMC 指出：“近期经济前景的风险看来基本平衡，但是委员会正密切的监控通胀的进展。”

以下为美联储对经济的展望：

12 个月内，通胀将继续处在 2% 之下，但将在中期稳定在 FOMC 2% 的目标左右。

预计长期 PCE 通胀为 2.0%，与此前预期一致。

预计 2017、2018、2019 三年的 PCE 通胀分别为 1.6%、2.0% 和 2.0%，此前的预期为 1.9%、2.0%、2.0%。

预计 2017、2018、2019 三年的核心 PCE 通胀分别为 1.7%、2.0% 和 2.0%，此前的预期为 1.9%、2.0%、2.0%。

预计长期失业率将跌至 4.6%，3 月的预期为 4.7%。

预计 2017、2018、2019 三年的失业率分别为 4.3%、4.2%、4.2%，3 月的预期均为 4.5%。

预计长期实际 GDP 为 1.8%，此前预期为 1.8%。

预计 2017、2018、2019 三年的 GDP 增速分别为 2.2%、2.1%和 1.9%，此前的预期为 2.1%、2.1%、1.9%。

中国批评穆迪调降主权信用评级

来源：英国《金融时报》(2017-05-25)

作者：吴佳柏

中国财政部称，穆迪高估了中国经济面临的困难，低估了中国政府深化改革和扩大需求的能力。

中国财政部昨日批评了穆迪(Moody's)，此前这家美国评级机构调降了北京的主权信用评级，突显投资者担忧中国的债务水平不断上升，而旨在转变中国增长模式的经济改革步伐缓慢。

“（穆迪）高估了中国经济面临的困难，低估了中国政府深化供给侧结构性改革和适度扩大总需求的能力，”中国财政部在回应评级被调降时表示。穆迪此举影响了中国金融市场和人民币汇率。

穆迪将中国的信用评级从 Aa3 降至 A1，这是其第五高的评级。按照惠誉评级(Fitch Ratings)和标准普尔(Standard and Poor's)这两家竞争对手的评级尺度，此举相当于从 AA-降至 A+。标普对中国的评级仍是 AA-，尽管其对中国评级的展望为“负面”，而惠誉对中国的评级已经是 A+。

“此次调降反映了穆迪预期中国的财政实力在未来几年将有所削弱，整个经济体的债务继续上升，而潜在增长放缓，”穆迪主权风险部副董事总经理玛丽·迪龙(Marie Diron)表示。

这一消息最初让中国投资者感到不安。根据中国全国银行间同业拆借中心(National Interbank Funding Center)的数据，基准中国 5 年期国债收益率在降级宣布后的几分钟内从 3.8%升至 3.95%，但到了中午已回落至之前水平。

国内投资者普遍忽视境外对中国债券的评级，而外资对中国债券市场的参与规模仍然很小。根据中央国债登记结算公司(CCDC)的数据，截至 4 月底，外国人拥有大约 4240 亿元人民币（合 615 亿美元）的中国国债，相当于未到期国债总量的 4%。穆迪在去年 3 月将其对中国评级的展望转为“负面”，标普在四周后也效仿此举。总体而言比业内同行对中国看法更为悲观的惠誉，自 2007 年以来一直对中国维持 A+评级，而评级展望为“稳定”。

太平洋投资管理公司(PIMCO)执掌新兴亚洲投资组合的卢克·斯帕吉奇(Luke Spajic)表示，穆迪强调的风险之前已被市场充分注意到。

尽管穆迪对中国推动经济再平衡、减轻依赖债务助燃的刺激措施的努力给予肯定，但该机构认为进展太缓慢，难以遏制财政实力的恶化。

“当局对维持强劲增长的注重将导致持续的政策刺激，”该机构表示，“这类刺激措施将加剧整个经济体的债务不断上升。”穆迪预计，到明年底中国的直接财政债务将达到国内生产总值(GDP)的 40%，到 2020 年将达到 45%。

另外，该机构指出，中国很可能继续通过地方政府拥有的预算外“特殊目的载体”(SPV)进行伪装的财政支出。英国《金融时报》本月曾报道，世界银行(World Bank)的一项评估警告了地方政府融资工具的风险。

“评级下调是对迅速上涨的杠杆所造成的风险的一个严峻警告，这样的杠杆即使没有导致金融危机，也可能被证明是代价高昂的，”康奈尔大学经济学教授埃斯瓦尔·普拉萨德(Eswar Prasad)表示。

中国为什么不再忌惮美联储？

来源：英国《金融时报》(2017-06-14)

作者：米强

中国政府不再惧怕美联储(Federal Reserve)。

2016 年初，中国股市和汇市动荡，令各方对中国经济政策制定者信心下滑。外汇储备以前所未有的速度下降，北京方面担心美国的任何加息行动都将进一步加剧中国的资本外逃。

但美联储并没有按照原来的指引加息，这在一定程度上是为了顾及中国的情况。这给中国人民银行(PBoC)带来喘息空间，使其有时间实施资本管制，减缓了资本外逃，同时 2016 年初的信贷激增稳定了经济增长。正如标准银行(Standard Bank)中国经济学家杰里米·斯蒂芬斯(Jeremy Stevens)所说的：“去年中国央行得到了美联储的协助。”

今年中国央行不需要这样的帮助。预计美国的联邦公开市场委员会(FOMC)将在周三会议上决定上调基准利率——这将是自今年 3 月以来第二次、自去年 12 月以来第三次加息——从而进一步收窄世界两大经济体的利差和债券收益率之差。

多数分析师预计，中国央行以及负责审批中国基准利率调整的中国国务院，将按兵不动。“眼下中国需要保持利率稳定，”中国知名经济学家、中国央行前顾问余永定表示。“没有必要跟随美联储。”

中国人民银行在 2014 年和 2015 年六次下调一年期存款利率，使其从 3%降至 1.5%，但此后未再调整。与此同时，自 2015 年 12 月以来，美国联邦基金利率(Federal Funds Rate)已从 0.25%上调至 1%，预计本周还将上调 25 基点。美联储 3 月加息后，中国 10 年期主权债券与美国 10 年期国债的收益率之差从 2014 年 12 月的 150 个基点降至不到 80 个基点，不过此后又有所扩大。

除了中国资本管制行之有效和国内生产总值(GDP)同比增长强劲——第一季度达到 6.9%——以外，中国人民银行已证明，它可以通过短期公开市场操作来收紧货币状况。

美联储 3 月加息次日，中国人民银行将短期逆回购协议(reverse repos)和中期借贷便利(MLF)的贷款利率提高 10 个基点。

中国央行当时在宣布这些行动的原因时，提到了较低的实际利率、企业盈利能力有所改善和美联储加息。经过多年通缩后在去年 9 月刚转为正值的工业生产者出厂价格显著上升，使企业更容易偿还债务本息。

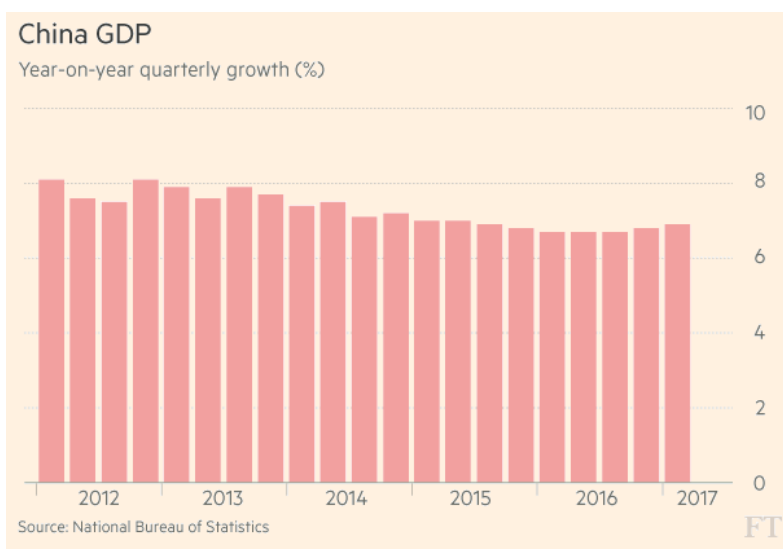
“近一段时间中国已能够使用其他工具，”余永定表示。他补充称，预期的美联储加息早已透露给市场。“此举不会有太大的市场影响。”

在中国央行官员看来，逆回购协议和中期借贷便利的利率比预期更为有效，因为 5 年期和 10 年期中国国债的收益率曲线在 4 月首次反转，而公司债券发行量在 5 月份跌至创纪录低位。上月公司债券净融资额为负 2170 亿元人民币，因为到期债券量远远多于新发行量。

“中国央行官员非常担忧债券发行量下滑将影响经济增长，”熟悉中国人民银行内部考量的一名人士表示。

“中国的短期利率已经上升了不少，而（更严厉的）金融监管意味着金融状况事实上已被收紧，”龙洲经讯 (Gavekal Dragonomics) 中国研究主管白安儒 (Andrew Batson) 在最近一份简报中写道。“中国央行不太可能渴望看到利率进一步上升。”

中国资本管制（收紧对公司和个人购汇或海外汇款的审核）的有效性，使中国央行多了一个不那么担心美国加息的理由。今年以来的大部分时间里，人民币兑美元汇率保持在 1 美元兑 6.9 元人民币左右，但自上月末以来人民币汇率走高 1.4%，这对受到精心管理的人民币而言是不寻常的飙升。



北京咨询公司 Trivium 的安德鲁·波尔克 (Andrew Polk) 表示，其结果是，“中国央行引导外界对人民币预期走高”。去年末，许多分析师预计人民币将至少跌至 1 美元兑 7.3 元人民币。

人民币强势还带来降低中美贸易摩擦的额外好处。美国总统唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 和中国国家主席习近平在 4 月份举行首次峰会，其间双方同意在 100 天内完成一系列贸易和经济谈判。

本来如果人民币走弱的话，必然会加剧双边贸易紧张。特朗普上任几个月以来的动荡，也支撑了人民币强势。对于特朗普政府兑现税收改革和基础设施刺激措施的能力，各方已降低预期，这使美元走弱。自今年 1 月以来，美元兑欧元汇率已下跌近 8%。

美国经济恢复强劲增长告别年初疲弱

来源：英国《金融时报》(2017-05-31)

作者：萨姆·弗莱明, 克莱尔·琼斯

消费支出在 4 月份录得今年最快增长，似乎表明世界最大经济体正在摆脱政治动荡影响，再次准备带动全球复苏。

美国经济的最新迹象表明它正在告别 2017 年的疲弱开局。数据显示，消费支出在 4 月份录得今年最快增长，似乎表明世界最大经济体正在摆脱政治动荡的影响，再次准备带动全球复苏。

消费支出是美国经济的关键驱动因素，而其今年早些时候的放缓使国内生产总值(GDP)第一季度的年化增幅仅为 1.2%。亚特兰大联储(Atlanta Fed)昨日表示，更强劲的数据推动其受到密切关注的 GDP 预测模型显示，第二季度将实现强劲的 3.8% 增长。

“这证实了我们的观点，即美国经济在经历了冬季疲软后将会再度加速，上半年的整体增长将稳稳保持在 2% 的水平，” DS Economics 的黛安·斯旺克(Diane Swonk)在谈到美国经济分析局(Bureau of Economic Analysis)的数据时表示；数据还显示个人收入呈现稳健增长。

根据经济分析局的数据，经季节因素调整后，4 月的家庭支出比 3 月增长 0.4%，是去年 12 月以来的最快增速。根据 Berenberg Capital Markets 的数据，非必需性项目（剔除食品和服装等必需品）上的支出增速是 7 个月以来最快的。

美国出现复苏迹象之际，另外两个大型发达经济体——欧元区和日本——的数据也显示出摆脱危机后低谷的新迹象。

尽管美国的通胀仍然较低，但国内外的经济形势不断向好，很可能让美联储(Federal Reserve)的政策制定者放心，他们正计划自金融危机结束以来第四次上调短期利率。美国央行已发出信号表明，很可能在 6 月会议上决定加息四分之一点。

日本的失业率保持在 2.8%，这是 20 多年来最低的，而 4 月份零售销售额同比增长 3.2%。

在欧元区，经济复苏正蔓延至曾经遭受债务危机最沉重打击的一些地区。尽管欧盟的经济情绪指标(Economic Sentiment Indicator)在 4 月至 5 月间略有下滑，但法国和葡萄牙的读数达到了多年高点。欧元区第二大经济体、曾经是落后者之一的法国的读数达到 107.7，这是六年来最高水平。

美国在过去三个月以每月 17.4 万的平均速度增加就业岗位后，已接近全面就业，但核心通胀率——根据个人消费支出衡量——顽固地低于美联储 2% 的目标。

中国这个意外行动折射资本外流正卷土重来

来源：BWCHINESE 中文网 (2017-06-02)

作者：许琼

中国的资本外流规模在第一季度大幅放缓，这得益于严格的资本管制和经济改善。但有迹象显示，资本外流正卷土重来。

中国央行周四大幅上调人民币兑美元中间价的决定出乎许多投资者的意料，特别是一些西方投资者，后者一直认为，受政策引导的人民币汇率的变动与其说预示着短期走势，不如说更多的反映了中国央行的政策偏好。

在这之前，中国央行近期还采取了一系列行动。上周五，中国央行调整了人民币中间价定价机制，旨在平抑人民币波动。

前美国财政部中国专家、资产管理公司 TCW Group 董事总经理 David Loevinger 称，投资者不愿看到中国资产市场同步下跌和人民币贬值预期同时出现的情景；中国的风险在于资本外流再度回升。

中国的资本外流规模在第一季度大幅放缓，这得益于严格的资本管制和经济改善。但有迹象显示，资本外流正卷土重来。

华尔街日报称，对于周四的最新举动，许多投资者认为，其目的在于巩固外界对中国经济的信心。当前中国经济债务膨胀问题挥之不去，政府也在对某些行业随意放贷现象进行治理，其中蕴藏的风险引发了越来越多的担忧。

这种担忧在 4 月份进一步加剧，当时中国资本外流规模在第一季度放缓后再度回升。此外，上周穆迪投资者服务 (Moody's Investor Service) 下调了中国的主权债务评级，为 1989 年以来首次。

但与此同时，许多投资者依然相信中国能够摆脱债务困扰，不至于发生大的经济失速或金融动荡。

周四，中国央行将人民币中间价定在 1 美元兑 6.8090 元，为去年 11 月 10 日以来最强。在周四大幅上调中间价之前，人民币在前一个交易日显著走高。加上周四的上调，人民币今年兑美元已累计上涨 2%。中国央行在境内市场每日设定人民币兑美元中间价，人民币可在中间价上下 2% 幅度内浮动。

本周，外界还察觉到中国央行通过抬高人民币借入成本干预了离岸市场（主要是香港市场），基本上挤出了押注人民币下跌的交易头寸。

麦格理集团 (Macquarie Group) 中国经济学家胡伟俊 (Larry Hu) 称，中国央行是在告诉投资者，人民币兑美元能够升值。

香港市场人民币借入成本飙升也推动人民币在交易更自由的离岸市场走高。周四人民币隔夜拆借利率从周三的 21.08% 升至 42.82%。周四离岸人民币较周三晚间一度上涨 0.3%，然后回吐涨幅，最终收跌 0.1%，报 1 美元兑人民币 6.7500 元。

中国一直在抑制金融业的过度杠杆，此举已对中国债市、房地产和大宗商品造成极大冲击。

国际金融协会 (Institute of International Finance) 数据显示，中国第一季度 资本流出规模下降至 216 亿美元，2016 年第四季度为 1,613 亿美元。但 4 月份净资本流出呈上升态势，该机构估计当月流出资金达 200 亿美元。

国际金融协会经济学家 Emre Tiftik 说，中国央行的举措表明，应对资本外流仍是中国政府面临的主要挑战。他表示，相对于去年，4 月份资本流出规模较小。

一些投资者表示，中国近期举措的导火索是穆迪的降级行动。

穆迪下调中国评级令人担心其他评级公司可能也这样做，担心中国公司评级也可能被下调。评级下调可能阻碍中国吸引更多全球投资者进入规模 9.7 万亿美元的中国债券市场。中国政府寄希望于外资能从一定程度上抵消中国企业和投资者的资金外流。

欧洲央行外汇储备增添人民币资产

来源：英国《金融时报》(2017-06-14)

作者：克莱尔·琼斯

欧洲央行 (ECB) 开始持有人民币资产作为外汇储备，此举相当于对中国的人民币国际化抱负给予

肯定。

欧洲央行周二表示，今年上半年，其投资了价值 5 亿欧元的人民币计价资产作为储备，这反映出中国作为欧洲最大贸易伙伴之一的重要性。

尽管 5 亿欧元在欧洲央行 680 亿欧元的外汇储备中只是九牛一毛，但是，购买人民币资产折射出欧洲日益接受中国作为一个全球经济超级大国的地位——以及欧洲与世界最大经济体之一建立更紧密联系的愿望。

欧洲央行是迄今投资于人民币的最强大央行。

“欧洲央行的投资规模不大，但具有巨大的象征意义，”康奈尔大学(Cornell University)教授埃斯瓦尔·普拉萨德(Eswar Prasad)说，“对于欧元这一仅次于美元的世界第二重要储备货币背后的央行而言，在自己的外汇储备资产组合中持有人民币资产，充分说明了中国经济以及人民币已走了多远。”

此前，欧洲央行管理委员会在 1 月闭门做出购买人民币资产决定，但直到购买完成后才公布了该消息。

普拉萨德接着说：“每个人都想跟中国交朋友。欧洲央行的做法可以被视为与中国建立更强大贸易与金融关系的首付款。”

欧洲央行也投资于美元、日元和黄金。此次欧洲央行卖出部分美元以买入人民币资产，但其大部分外汇储备仍是美元资产。