

NEW
FINANCE PATTERN

巴曙松◎著

新金融 新格局

中国经济改革新思路

活跃于金融市场一线的金融学家巴曙松教授的新观察

全面分析新经济形势，聚焦结构性改革热点
深层解读新金融改革，锻造未来核心竞争力



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

NEW
FINANCE PATTERN



巴曙松◎著

新金融 新格局

中国经济改革新思路

图书在版编目 (CIP) 数据

新金融、新格局：中国经济改革新思路 / 巴曙松著；

— 杭州：浙江大学出版社，2019.3

ISBN 978-7-308-18904-0

I . ① 新… II . ① 巴… III . ① 中国经济—经济改革—
研究 IV . ① F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 301515 号

新金融、新格局：中国经济改革新思路

巴曙松 著

责任编辑 卢 川

责任校对 汪 潇 杨利军

封面设计 仙 境

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州中大图文设计有限公司

印 刷 浙江新华数码印务有限公司

开 本 880mm×1230mm 1/32

印 张 10.375

字 数 268 千

版 次 2019 年 3 月第 1 版 2019 年 3 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-18904-0

定 价 58.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社市场运营中心联系方式: 0571-88925591; <http://zjdxcs.tmall.com>

目录

金融改革：确立激励相容监管理念

当前的新形势及金融监管改革 · 003

负利率政策如何影响经济 · 025

借鉴纽约联储经验推进金融改革 · 028

美国金融核心竞争力的形成与影响 · 030

国际评级机构的评级框架与“中国因素” · 044

对国际评级机构的评级结果的再评价 · 053

资本市场：打造互联互通共同市场

香港股市估值的高与低 · 061

中国金融大格局下的沪深港共同市场 · 068

中国股市异常波动的原因及救市评估 · 085

从金融功能角度看股票期权的发展与市场影响 · 096

股市波动和金融监管体制 · 100

期货及衍生品发展对市场经济的影响 · 109

债券市场开放与人民币汇率 · 114

从境外投资者持债动机看中国债市开放 · 121

从国际视角看中国境内债券市场 · 134

债券通的大框架 · 143

汇率改革：稳步推进人民币国际化进程

人民币资本项目开放的现状评估及趋势展望 · 165

从人民币汇率预期管理看在岸与离岸汇差调控 · 197

香港离岸人民币市场发展的新动力 · 205

人民币国际化的新趋势与香港的定位 · 214

多层次国债市场为境外投资者提供重要支持 · 231

稳步推动人民币国际化 · 235

在人民币国际化进程中的金融开放：逻辑、进展与趋势 · 244

金融科技：发展大数据、区块链与人工智能

大数据风控的现状、问题及优化路径 · 258

金融科技的发展历程与核心技术 · 267

金融科技：改变中国的金融业 · 275

中国金融科技应用的场景与路径 · 280

金融科技助力中小银行转型 · 286

多管理人基金投资模式与金融科技应用展望 · 293

人工智能时代的机遇和挑战 · 301

“区块链”——颠覆生活的下一个风口 · 303

区块链加速金融行业变革 · 305

房地产电商的未来发展 · 316

“人工智能 + 金融”促进中国智能金融的新突破 · 321

金融改革：确立激励相容监管理念

当前的新形势及金融监管改革

当前的宏观金融形势及经济基本面

当前的宏观金融形势

当前正处金融强监管、市场去杠杆周期，监管政策成为至关重要的市场影响因素。央行加强宏观审慎政策，中国银监会对“三套利”“四不当”进行专项检查，中国保监会整治险资运用风险，中国证监会对证券市场乱象加大打击力度，四个方面政策叠加。当前对宏观金融的担心主要集中在三点：第一，稳健中性的货币政策和监管政策叠加，对实体经济的融资收紧累及宏观经济；第二，金融市场整体流动性偏紧，债市风险加大，小型流动性危机发生的风险上升；第三，来自于银行理财中委外和保险资金中万能险等投资于股票市场的资金离开市场，引发股市下行，如何看待当前金融去杠杆的节奏、力度和叠加？

首先，货币及监管“双紧”对实体经济的冲击将滞后显现。2017年一季度经济超预期表现以及后续地产投资保持高位，出口回暖为去杠杆提供了有利的时间窗口。由于中国商业银行资产负债表的二元分割特性，金融市场利率向信贷利率的传导具有明显的时滞。

其次，边缘企业和边缘机构的流动性风险会加速暴露。2017年一季度表内^[1]，票据融资合计减少1.08万亿元，创2008年以来一季度新低，

[1] 指资产负债表中，资产和负债栏目可以揭示的业务。

票据利率的快速回升以及规模萎缩会给一些流动性风险偏高的企业及金融机构带来压力。票据融资与民间融资关系密切，也是民营企业流动资金的重要来源。2016年9月以来PPI（Producer Price Index，生产价格指数，简称PPI）的快速转正极大改善了部分上游企业的盈利水平，但一些相对边缘的企业并未从中受益，流动性风险不容忽视。

最后，认为资金离开市场并不准确，监管政策影响的主要是增量资金，对存量影响不大。例如，中国银监会发布的几份规范文件都是基于2016年年底银行的台账进行风险摸底和排查的，实际上是一个新老划断的安排。

当前的经济基本面

上市公司2017年一季度报告已全部披露完毕，A股近两个报告期营收增速和利润增速均大幅提升。同时，也有机构提出，2017年3月工业企业利润数据显示，利润增速已经开始下滑。这是拐点的出现，是周期下行的开始。这一轮工业企业盈利回升的驱动力来自于库存周期的回暖，以及结束了长达四年半的通缩并快速攀升的批发物价指数，因而推动了PPI与PPIRM（Purchasing Price Index of Raw Material, Fuel and Power，工业企业原料、燃料、动力购进价格指数，简称PPIRM）之间差值的回升。进一步分析PPI的高位运行可以看出，更多的原因来自供给层面的变化，而非需求端的强劲回暖。A股非金融企业和规模以上工业企业的盈利走势基本一致，过去三个报告期盈利回升，价格是最主要的影响因素，一季度工业企业盈利改善的90%来自PPI的回升，上市公司净资产收益率的回升也集中在钢铁、煤炭和建材等上游行业上。从PMI（Purchasing Managers' Index，采购经理指数，简称PMI）来看，2016年大企业加速扩张，小企业则在收缩区间徘徊，直至2017年年初景气度才明显回升。

由于PPI同比在2017年一季度已经见顶回落，不论A股非金融企业还是工业企业，利润增速都将趋于下行，拐点已经到来。考虑到过去一年PPI的回升有很多是价格修复的因素，PPI环比不会持续陷入负增长，

工业走出通缩对盈利中枢有一定的支撑。

关于经济基本面，2017 年随着 PPI 的下行和企业主动补库暂时告一段落，短期内经济扩张动能正在边际放缓。在监管货币双紧的环境下，由债务驱动的地产和基建投资会受到约束，财务费用的回升也会直接侵蚀企业盈利。

当前，全球小周期共振为中国“挤泡沫”和“去杠杆”创造了适宜的时间窗口。2016 年年中以来，全球迎来小周期共振，此前持续疲软的美国企业投资增速回升，欧日扩张动能更高于美国，巴西等大宗出口国经济也从低谷企稳回升。小周期共振对中国的积极意义至少有两点：一是外需复苏带动出口回升，2017 年一季度净出口对 GDP 的拉动较 2016 年同期回升了 1.1 个百分点，在一定程度上缓解了稳增长的压力；二是汇率压力阶段性的减轻，当前欧日和新兴经济体复苏动能都强于美国，这使得虽然美联储在 2017 年 3 月已加息一次，但美元走势已经阶段性偏弱。当然，美元加息预计还会持续一段时间，但是短期内上述积极因素使中国可以将政策重心转到去杠杆及化解金融风险上。

美联储趋势性的加息和缩表对人民币汇率构成一定的潜在压力。美国正迎来历史上持续时间最长的一次经济复苏，就业市场充分，产出缺口正在收敛，接下来预计美联储的加息和缩表的确定性是比较高的。当前中国市场上的货币监管双紧和资本管制阶段性的趋严对人民币短期汇率有一定的支撑作用，但从中长期来看，未来根本出路还应当在于：一方面改革汇率的市场化形成机制，增强对美元的双向波动的灵活性，同时积极发展人民币汇率风险管理产品；另一方面应加快深化关键领域改革，提升全要素生产率，提高对境内外实业资本的吸引力。

2017 年 4 月下旬，美国已公布减税计划，英国、法国和印度等其他主要经济体也正积极推动减税政策，各国掀起的减税潮都旨在提升本国制造业的竞争力。此外，在美国经济战略收缩的大背景下，由减税可能

引发的资本回流也会形成一定程度的人民币的汇率压力。全球减税潮会进一步强化中国的税制改革。

金融去杠杆的目的是推动资金脱虚向实，抑制资产泡沫，引导金融资源更多服务于实体经济。金融杠杆的去化必然要求实体杠杆率随之同步降低。目前谈论比较多的金融“空转”，更多的是基于资管产品交易的某一个环节孤立来看的，例如多层嵌套等问题。如果追踪这些交易背后的最终资金流向，大致可以估算，目前的社会融资总量规模实际是低估了资金进入实体的部分，被低估的这部分主要投向融资平台、地产和过剩产能行业等灰色地带，也就是游走在预算法和信贷投向指导之外的行业。例如，银行业理财登记托管中心的数据显示，理财底层信贷基建占比 38%、房地产占比 16%、钢铁煤炭占比 6%。对于这类高风险但又并未真正打破刚兑的资产，金融机构采用分级嵌套实现风险增信、分担和缓释。这也是为什么金融机构要采用 SPV（Special Purpose Vehicle，特殊目的载体，简称 SPV）、优先劣后等多层嵌套来“过度包装”这类非标资产。因此，金融去杠杆的指向是如何有效去化僵尸企业和政府隐形债务的杠杆。否则，如果仅仅强调金融去杠杆的效果，而实体低效资产的出清仍然较为缓慢的话，那么利率水平的抬升和融资可得度下降的成本将会转嫁给民营和中小企业。在以国企改革、财税改革来推动低效资产从资产负债表上剥离的同时，应该加大直接融资的比例，这也是降低实体债务率的有效手段。

巴塞尔协议Ⅲ与金融监管

金融体系是一个复杂的系统，包括市场的内在运行机制、风险的发生和传播途径，包括监管者在内的参与者行为等因素，这些因素持续变化且相互作用。监管活动不是在真空中进行的，而是必须跟踪金融体系的变化，特别是风险的变化。

今天，在金融全球化、市场金融创新的推动下，不同金融子市场之间的联系更紧密，但是风险的传播也更迅速，这是一个摆在金融体系面前的现实。而纵观人类的金融创新史，则呈现一个非常清晰的“钟摆效应”，那就是：金融创新—市场波动—强化监管—放松监管—鼓励金融创新，这可以说是一种螺旋式推动金融体系发展的方式。超出金融体系风险管理能力的金融创新往往导致金融体系的风险累积，甚至导致金融危机的发生，于是促使更为严格的金融监管的实施，严格的金融监管必然会提高金融体系运行的成本，也可能使经济金融体系逐步丧失活力。此时如果要寻找新的增长点，必然会促使金融体系专项金融创新，然后放松管制，鼓励创新，才能迎来金融创新的活跃期。我们在全球金融体系的变化中可以看到这种钟摆式的监管周期，其实在巴塞尔资本协议的演变中也有类似的轨迹。

在反思金融危机的教训后，为适应全球金融行业和金融市场的发展，实现金融监管的目标，防范未来危机的发生，危机后的全球金融监管规则发生了重大改变，并仍在持续完善和修订中。虽然当前一些发达经济体有推动“逆全球化”的趋势，但是总体上看，全球化的趋势依然还在继续，全球金融市场的传染性以及相关性特征逐渐凸显，使得风险传导路径更加扑朔迷离，也给国际金融监管规则的制定者带来新的挑战。

巴塞尔协议Ⅲ作为国际银行业监管规范的倡导者和指引者，其政策的制定及在全球的实施都满载了国际社会的希冀。从政策制定方面来看，巴塞尔委员会旨在从银行个体和金融系统两方面加强全球金融风险监管。在微观层面上，对原有资本监管的要求进行完善、建立流动性监管标准、强化风险的覆盖范围及敏感性关注，提高银行及其他金融机构在市场波动时期的恢复能力，使银行能够更好地抵挡经济金融风险所带来的压力；在宏观审慎层面上，增加对系统性风险的关注与防范，以形成促进全球长期金融稳定的拉动力量。除了对现有风险和潜在风险的全方位识别和

覆盖，金融监管规则在全球的实施也是保证国际监管效果和国际公平机制正常运行的关键。从这几个方面看，巴塞尔协议Ⅲ是在朝着正确的方向前进的。当然，监管体系的完善是渐进的，同时也需要金融机构等的配合推进，不可能一蹴而就。

危机后的金融监管改革、金融监管的“六大缺陷”和改进逻辑

危机后的金融监管改革

金融监管的目标是维护金融体系的稳定，金融危机则往往成为推动金融监管改革的动力。2008年金融危机的爆发给全球金融体系，特别是国际银行业带来了前所未有的冲击与挑战，暴露了金融体系内部矛盾、金融与经济体系矛盾，更对当时金融监管的有效性提出了疑问。危机后的金融监管改革，是对原来的金融监管理念和规则的重大革新。

第一，认识到市场过度扩张的缺陷。放松监管的政策基调事实上鼓励了许多不适当的金融创新，造成金融市场外部约束和监控不足，高风险金融衍生产品充斥市场，却不在监管范围之内。金融危机爆发后，监管理念明显趋严。

第二，为消费者提供更多保护。金融监管应重视保护金融机构和金融市场的发展，但更重要的在于保护消费者以及其他纳税人的公共利益。此次危机中，包括资产证券化和结构化金融工具在内的复杂产品的透明度不高，造成众多普通投资者无法准确了解其资产的风险暴露情况和内在价值，而受到市场波动的冲击；同时，这种情况也容易引发投资者快速压缩投资行为，放大去杠杆化过程，导致恐慌蔓延和扩散。另外，在危机救助中，道德风险问题也使公众利益遭受很大侵害。从某种程度上说，危机的发生在一定程度上源于缺少对消费者的保护，而危机爆发后消费者信心的缺失又推动金融危机走向深渊，并进一步损害消费者利

益。因此，在危机后的金融监管改革中，加强投资者和消费者利益保护则成为重点之一。

第三，质疑分散的监管体系。格林斯潘曾信奉“几个监管者比一个好”，但事实证明，多头监管模式下并存的监管重叠和监管空白一定程度上为危机的形成和蔓延提供了温床。纵观众多发达国家的金融监管体系，均存在不同程度的多个监管机构并存的现象，其中以美国的情况最为严重，在联邦一级，就有货币监理署、联邦储备委员会、联邦存款保险公司、商品期货交易委员会和联邦住房企业监督办公室等部门。即使在实现了金融市场统一监管的英国，依然存在实施金融市场监管职责的金融服务局、承担金融稳定职能的财政部和英格兰银行等多个监管部门。而欧盟除存在三大监管机构外，监管权力更是分散在各成员国。因此，通过设立法制化的监管协调机构以加强监管体系的合作，是去除监管重叠和监管空白、解决多头监管弊端的重要选择。传统的多头监管向双峰监管甚至是一元的综合监管方式发展。

第四，加强宏观审慎监管。宏观审慎监管的核心是保障金融系统的安全，微观审慎监管的主旨是确保个体稳健性。然而，由于微观审慎监管的局限性，个体稳健并不代表集体安全，所以宏观审慎监管及其监管工具成为危机后金融监管改革的热点。在后危机时代的英国、美国、欧盟金融监管体制变革中，宏观审慎监管均赋权于央行，宏观审慎分析与政策以央行为主；微观监管体制取决于各自的金融结构和路径依赖，但从属于宏观审慎监管，需要遵守宏观审慎政策。需成立专门的机构——金融稳定监督委员会、金融稳定理事会、欧洲系统风险委员会，监控系统性风险，并对具有系统重要性的机构加强监管。

第五，实施覆盖市场空白的全面监管。此次金融危机暴露出许多监管漏洞，有的是源于监管理念和监管法律，有的是由于机构交叉却又覆盖市场不足形成的，但更多的是源于监管相对于创新的滞后性带来的监

管空白，主要表现在对影子银行和资产证券化等金融创新的监管上。因此，强调全面监管，成为英国、美国、欧盟国家几个主要监管改革方案中的一致目标。在机构方面，美国提出要对包括对冲基金、私募股权公司和风险投资基金等在内的私营投资基金进行一定程度的监管。英国指出对冲基金应实行更严格的信息披露要求以及关于融资、杠杆率、投资战略、特定的投资头寸方面的信息报送要求等。欧盟委员会也提出建立全面监管框架的计划。在产品方面，对包括场外金融衍生品在内的全部产品进行监管，也成为共识。

第六，全面实施巴塞尔协议Ⅲ。金融危机爆发之后，巴塞尔委员会针对危机中暴露出的金融监管问题对巴塞尔协议进行了修订和完善，形成了巴塞尔协议Ⅲ。较之全球范围内实施进度不一的巴塞尔协议Ⅰ和巴塞尔协议Ⅱ，巴塞尔协议Ⅲ的全球实施在2010年韩国首尔的G20峰会上被成员国元首共同认可，并形成了基本一致的实施时间安排、明确的适用范围和一定的约束效力。巴塞尔委员会的27个成员国或地区都已经公布并开始实施巴塞尔协议Ⅲ，在非巴塞尔委员会和非欧盟成员国的大部分国家的实施也取得很大进展。

第七，加强国际监管合作。此次金融危机的快速蔓延充分说明，金融创新活动的国际化与金融监管本地化之间的矛盾日益加剧，面对全球系统性金融风险，任何一个国家无力单独防范和处置，扩大国际监管合作是抗击下一次全球金融危机的必然选择。美国的改革方案就提出，如果不能让国际监管标准同时提高，那么无论在国内采取什么监管行动，都将收效甚微，而且国内外标准的不一致会影响本国金融市场的竞争力，因此建议各国与其一同提升监管标准。欧盟改革方案将成员国相互分离的监管格局统一在泛欧监管体系框架内，这无疑有助于整个欧盟层面的监管合作。英国的改革方案认为，应通过推动制定国际标准和措施，充分发挥国际货币基金组织和金融稳定委员会的职能，来促进相互合作，

加强国际监管架构的稳定性。

从全球的一些金融监管在危机前后的改进来看，大致的逻辑就是：从微观开始变成宏观和微观的结合，从事后开始到事前预防性和前瞻性，从定量到定量和定性的结合，比较重视监管和经济周期波动性的协调以及金融监管的国际协调。

随着中国经济金融规模的扩大，中国金融界越来越注重参与国际经济金融治理，提升国际影响力。但是，这一影响力不是靠空喊就能形成的，而是靠了解规则，熟练地利用国际平台去谈判、修订这些规则，使它在符合国际惯例的同时也更有利于中国金融业的发展，更适应中国金融机构的市场环境。可以说，在金融市场中，最关键、最有影响力的竞争就是规则的竞争。

在国际金融界，围绕巴塞尔协议展开的各种修订与讨论、争议，可以说就是典型的规则之争。这背后反映了不同经济体、不同金融机构的不同利益，不同的市场环境，不同的金融体制和谈判的影响能力、执行能力。

六大缺陷

每次金融危机，实际上都是从特定的角度暴露了当时的金融体系缺陷。只有明确把握了其中的缺陷，才能在规则的修订与改进中更有针对性。

从 2008 年美国次贷危机到现在，以巴塞尔协议为代表的国际金融监管体系，暴露出哪些不足与缺陷呢？大致来说，主要体现在如下几个方面：

第一，监管指标单一，过分看重资本充足率。1988 年的巴塞尔协议 I 非常简单，当时协议的核心内容之一就是关于资本充足率的约束规定。从历史上来看，它可以说是全球范围内第一次主要经济体共同遵守的一个关于银行监管的准则。

如果比较不同银行之间经营水平的高低，往往就能看到不同银行对资本充足率的经营策略。对比不同银行的资产负债表，可以发现，银行