

彭鹏 著

De-leveraging

Path Selection for Promoting Asset Securitization in China

based on New Supply-side Economics



去杠杆

资产证券化的新供给路径

非外借

上海远东出版社

彭鹏 著

去杠杆 资产证券化的新供给路径



图书在版编目(CIP)数据

去杠杆：资产证券化的新供给路径/彭鹏著. —上海：上海
远东出版社，2017

ISBN 978-7-5476-1325-2

I. ①去… II. ①彭… III. ①资产证券化—研究—中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 292243 号

去杠杆

资产证券化的新供给路径

彭鹏 著

责任编辑/程云琦 装帧设计/李 廉

出版：上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址：中国上海市钦州南路 81 号

邮编：200235

网址：www.ydbook.com

发行：新华书店 上海远东出版社

上海世纪出版股份有限公司发行中心

制版：南京前锦排版服务有限公司

印刷：昆山亭林印刷有限责任公司

装订：昆山亭林印刷有限责任公司

开本：710×1000 1/16 印张：9.75 字数：144 千字

2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5476-1325-2/F·615

定价：38.00 元

版权所有 盗版必究（举报电话：62347733）

如发生质量问题，读者可向工厂调换。

零售、邮购电话：021-62347733-8538

目 录

1	为什么要研究资产证券化的新供给路径	1
1.1	问题提出	1
1.2	研究框架与技术路线	2
2	相关理论回顾与研究框架	5
2.1	新供给经济学理论及金融供给侧思想框架	5
2.1.1	新供给理论的提出、主要思想及政策主张	5
2.1.2	新供给理论的金融观点	7
2.1.3	供给侧的金融理论框架	9
2.1.4	以新供给理论理解资产证券化	11
2.2	资产证券化相关研究述评	12
2.2.1	资产证券化基本概念及国外经验	12
2.2.2	中国资产证券化的现状与发展研究	18
2.2.3	中国资产证券化主要标的研究	22
2.2.4	中国资产证券化中的法律问题	40
2.3	中国资产证券化基本理论框架	42
2.3.1	中国资产证券化的关键问题	43
2.3.2	推进资产证券化的可能方向	45
2.4	新供给框架下的资产证券化推进思路	46
2.4.1	资产证券化的供给侧政策意义	46
2.4.2	资产证券化切入供给侧政策思路	49

2.4.3	地方债务处置与资产证券化	49
2.4.4	政策性金融机构与资产证券化	50
3	中国资产证券化业务的推进路径	52
3.1	资产证券化的国际发展经验和中国的推广历程	52
3.1.1	资产证券化国际发展经验小结	52
3.1.2	中国资产证券化推广历程简述	53
3.2	中国资产证券化业务的推进难点	57
3.2.1	资产证券化业务的基础难点	57
3.2.2	中国资产证券化的对象分类及难点	62
3.2.3	中国资产证券化业务的定价解决思路	69
3.2.4	中国资产证券化业务的法律、会计解决思路	72
3.3	中国资产证券化的路径选择	73
3.3.1	总体推进路径	73
3.3.2	法律、会计推进路径	75
3.3.3	重点标的	76
3.4	中国资产证券化业务推进重点	85
3.4.1	备案与负面清单制度	85
3.4.2	资产登记与转让平台建设	85
3.4.3	破除刚性兑付	86
3.5	中国资产证券化路径设计下监管发展思路	87
3.5.1	资产证券化监管发展小结	87
3.5.2	监管发展思路	89
4	资产证券化与公私合作(PPP)模式	91
4.1	资产证券化与公私合作模式的契合点	91
4.1.1	PPP 模式中的关键问题	95
4.1.2	PPP 模式中可证券化标的	97

4.1.3	PPP 模式与资产证券化的法律问题	98
4.2	PPP 模式中资产证券化业务的业务模式方向	108
4.2.1	PPP 资产证券化案例看业务模式	108
4.2.2	PPP 项目资产证券化的方向	110
4.3	资产证券化与混合所有制改革	113
4.3.1	混合所有制改革概况	113
4.3.2	资产证券化对混合所有制改革的意义	114
4.3.3	资产证券化实现混合所有制改革的路径	115
4.4	资产证券化与 PPP 模式下的国企改革	116
4.4.1	PPP 模式与地方国企改革	116
4.4.2	以资产证券化促进国企改革	117
5	资产证券化与利率市场化	119
5.1	中国利率市场化进程	119
5.1.1	利率市场化背景	119
5.1.2	利率市场化步骤、过程	120
5.1.3	利率市场化基本完成	122
5.2	资产证券化与利率市场化的关系	124
5.2.1	资产证券化对利率市场化的促进作用	124
5.2.2	利率市场化为资产证券化业务提供条件	125
5.2.3	资产证券化可促进利率市场化真正完成	126
5.3	资产证券化与互联网金融的契合点	127
5.3.1	目前互联网金融实施资产证券化的情况	127
5.3.2	资产证券化业务与互联网金融发展的契合点	128
6	资产证券化与人民币国际化	131
6.1	人民币国际化的路径与进程	131
6.1.1	人民币国际化的路线图	131

6.1.2	人民币国际化时间表安排	133
6.2	资产证券化与人民币国际化的协调关系	135
6.2.1	资产证券化对人民币国际化的促进作用	135
6.2.2	资产证券化自贸区试点及人民币国际化	136
6.2.3	资产证券化、利率市场化及人民币国际化	137
7	结语：以制度供给促推资产证券化	139
	参考文献	141
	后记	148

为什么要研究资产证券化的新供给路径

尽管中国早在 2008 年以前就启动了关于资产证券化业务的探索,但由于 2008 年美国次贷危机引发的全球性金融危机,导致相关的探索步伐一度停滞;2012 年以来,中国人民银行和中国证监会都颁布了一系列关于资产证券化业务的法规和指引文件,但迄今为止该项业务的推广进展并不尽如人意。

而资产证券化业务对于当前中国的现状而言,可能是一条化解地方债务高企、银行信贷资产风险累积和提高资本运作效率、盘活存量的可行渠道。但过去的经验表明,看似已经在西方成熟的相关业务模式,事实上在中国并不能快速有效推行。这就需要我们研究在中国切实推进相关业务的特色化路径。

1.1 问题提出

现阶段中国进入了“新常态”,在世界金融危机冲击后的经济学反思中,认识到以往的需求侧管理为主的政策措施有其局限性,需要注重从供给侧提出新的措施和谋划。在这一背景下,以贾康等学者为代表的新供给经济学派,提出了要探索新供给经济理论的主张。那么,在新供给理论框架下,对金融领域(特别是资产证券化)供给侧战略规划是怎样的,理论思路线索是什么,就是需要解决的第一个理论框架问题。

在这一框架下,本书将试图去讨论和理解参考西方成熟的资产证券化业务模式,在中国进行推广时却屡屡受挫的原因。譬如,未形成成熟的业务配套发展产业链和相关法律法规不完善,可能就是两个重要的需要解决的问题。那么,分析发展难点和如何解决这些问题,就是需要从操作层面解决的第二个大的方面。

资产证券化业务和目前的公私合作(PPP)模式,利率市场化,乃至人民币国际化(金融对外开放和走出去)问题存在一定的重叠,需要配合和组合发力才能够形成系统而全面的战略。因此,如何在推进中国资产证券化发展的同时,与其他战略目标达成有机统一,就是需要全局考虑的第三个方面的问题。

1.2 研究框架与技术路线

本书的总体研究思路是,在回顾新供给理论相关研究和对中国资产证券化近年来发展的文献进行述评的基础上,对未来发展资产证券化业务的难点进行分析,以新供给理论视角对解决这些难点提出建议。针对未来中国地方融资管理中重点发展的公私合作模式与资产证券化的契合点进行阐述,并对资产证券化、利率市场化和人民币国际化这三大金融领域改革的关系与协调提出政策主张。

本书技术路线图见图 1-1。本书的章节结构也按照图 1-1 中的技术线路予以安排。

新供给理论是本书的理论观察视角,尤其是其以制度供给与创新为切入点的理论主张,结合本书对当前中国资产证券化市场发育程度和基础设施发展情况的判断,从而推演出当前发展该业务的难点和可行路径。此外,本书试图将资产证券化发展放到更宏观的战略层面,因此需要与 PPP、利率市场化和人民币国际化等政府管理融资模式、金融供给层面的战略协同问题相结合,并给出相应的政策建议。

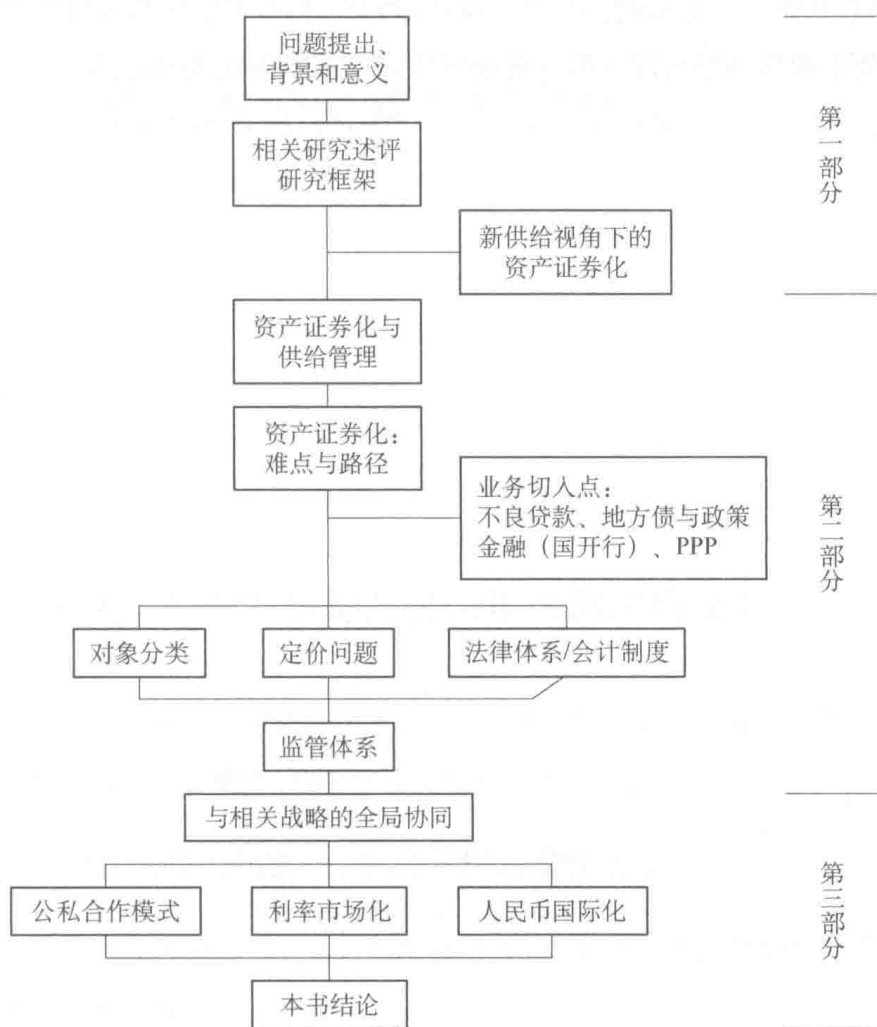


图 1-1 本书技术线路图

对应上述技术路线图的思路,本书主要章节安排为:

第一章为引言。第二章主要针对新供给经济学和资产证券化相关理论进行文献综述,重点阐述资产证券化与供给管理的关系,以及新供给理论与供给侧结构性改革及其他理论的关系,从而提出中国资产证券化的基本理论框架和总体推进思路。第三章则针对中国如何实施资产证券化路径进行讨论,重点从业务难点和几个业务切入点进行阐述,讨论了对象、定价和制度(法律、会计)三类基础设施,并从监管体系角度进行综合延伸。在此基础

上,第四到第六章分别就公私合作模式(PPP)、利率市场化和人民币国际化这三类重要的与结构性改革全局战略协同的三个方面进行论述。第七章为结论。

相关理论回顾与研究框架

2.1 新供给经济学理论及金融供给侧思想框架

本节首先介绍中国新供给经济学的理论思想,重点介绍其中制度方面和金融领域的相关思想脉络、理论框架和政策主张。

2.1.1 新供给理论的提出、主要思想及政策主张

本节将通过对相关文献进行归纳和梳理,试图总结中国新供给经济理论的主要思想和政策主张。

中国经济在经受 2008 年美国次贷危机导致的全球金融危机冲击后,已经走到了一个自身“潜在增长率”下台阶,同时内在矛盾凸显,发展遇到瓶颈制约的严峻的新阶段。在此背景下,国内学界提出了新供给经济学理论。如何破解中国经济未来中长期增长和结构调整所面临的制约,从而真正认识、适应和引领“新常态”,成为摆在人们面前无法回避的问题。

中国“新供给经济学”研究群体(以贾康等人为代表)所提出的供给侧发力应对现实挑战和破解发展瓶颈制约的认识与建议,就是作为研究者在反思目前主流经济理论框架的基础上,对现有理论成果有“破”有“立”,同时尝试对实践做出指导的尝试。

新供给理论对主流经济理论的“破”体现在三个方面：首先是指出主流经济理论认知框架中对供给和需求两侧认知的不对称性；其次是指出主流经济学教科书与西方代表性实践方面的不一致或相互脱离，尤其是次贷危机以来美国的应对政策实践方面；第三则是指出现有经济学研究中政府产业政策等供给侧方面存在的相对薄弱与滞后问题。而“破”的基础上之“立”，则体现在四个方面：第一是要强化经济学基本框架中对于供给侧的分析与认知；第二是要正视现实且加强经济基本理论支点的有效性和针对性，譬如以垄断竞争等非完全竞争市场作为分析前提，以及相关的非完全自然演变过程（不同于以往的一般均衡或反周期调控等简单化处理）等；第三在于提出市场、政府及非营利组织的各自有所作为及通力合作；第四是特别强调引入制度供给，从而形成有机联系的认知体系。但以上四个方面并不意味着一味地强调供给侧而忽视需求侧，而是由于已有的理论成果中，尤其是以“三驾马车”为代表的、指导实践的相关框架中，关于需求侧的认识已经相对充分，而在当前中国所面临的结构性矛盾中，供给侧是主要方面，同时也需要需求侧为以供给侧为主的结构性改革做好准备与铺垫。

基于以上认识，新供给理论的主要政策主张可归纳为“八双”与“五并重”。“八双”的主要内容有：双创（创新与创业）、双化（城镇化与产业优化）、双减（结构性减税与减少行政审批）、双扩（扩大对亚非拉的开放融合与扩大有效投资）、双转（人口政策转变和国有资产向社保与公共服务领域转置）、双进（国有与非国有经济共同进步）、双到位（政府与市场及非政府、非营利组织各自发挥作用与良性互动）和双配套（“价、财、税”与金融的配套改革）。而“五并重”的基本内容是：五年规划与四十年规划并重；法治经济与文化经济并重；海上丝绸之路与陆上丝绸之路并重；柔性参与 TPP 与独立开展经济合作区谈判并重；高调推动国际货币体系改革与低调推进人民币国际化并重。

总体而言，新供给理论的总纲是国家治理现代化和全面法治化，同时在经济理论方面试图超越原仅有重视“物”之间的关系，而更多考虑“人”与“物”，以及“人”与“人”之间的关系，即制度供给的引入，而这正是不同于经典经济理论可通约、可数量化分析框架的重要要素。新供给理论也注重以“胡

焕庸线”等全新视角审视中国目前发展中的实际环境制约,力求在中国突破“中等收入陷阱”“福利陷阱”和“塔西佗陷阱”的进程中能够发挥理论烛照的作用。

2.1.2 新供给理论的金融观点

本节将针对新供给理论中关于金融领域的观点,包括去杠杆、股权众筹等进行述评,并归纳新供给理论对金融领域的主要政策主张。

1. 新供给理论中的金融观点

在新供给理论的基本框架中,基本投入要素除传统经济理论生产函数中的劳动力、资本、土地(及自然资源)外,也包括制度和创新这两种新要素。而新供给金融观点的理论基础,就不仅局限于资本投入要素,也包含资本与创新、资本与制度等要素之间全新的关系与组合。

新供给理论对金融的认识在于,金融是取代以往人类历史上通过战争、掠夺等暴力形式来实现资源全球重新分配的非暴力方式。因此,新供给的金融相关理论观点中,制度供给和创新供给的重要性被特别强调;新供给的金融观点不再局限于通常的宏观货币政策,以及资本要素的供需,而是更多地结合了前述“物”与“人”,以及“人”与“人”的关系——制度、创新与资本要素的关系。

2. 新供给理论关于去杠杆的观点

新供给理论形成与讨论的背景之一,是中国经济近几年运行中出现的杠杆率居高不下的现状。高杠杆率不仅体现在中国的企业,同时也体现在地方政府的债务方面。尽管基于国际上通常认为的“明斯基时刻”“250 魔咒”来看,中国的杠杆率尚处于安全水平,但需要对此提高警惕。

新供给理论研究团队的姚余栋、周健男、金海年就中国经济如何去杠杆的问题,提出了“空中加油”的对策。简而言之,该对策的核心是将企业债务置换为优先股,通过这样的债转股操作为企业减轻债务负担、降低社会融资杠杆率。同时,新供给理论研究团队不提倡以债(贷款)转普通股的“债转股”方式来解决目前的高杠杆和银行不良贷款问题。他们认为,日本在 20 世纪八

九十年代的政策教训说明,如果采取债转普通股的方式,很可能导致以银行为主的间接融资体系风险扩大、银行被拖垮,并不能从根本上解决高杠杆带来的经济风险问题。

3. 新供给理论关于股权众筹等创新金融领域的观点

互联网金融在中国的蓬勃发展,体现了创新要素与资本要素结合的金融供给侧改革的潜力,而制度供给同步跟上就显得尤为重要。在发展中规范,在规范中发展推进互联网金融,是新供给理论对金融领域的相关创新尝试及制度改革的基本出发点。

股权众筹是中国互联网金融创新中,除去消费端、理财产品类业务之外,直接影响生产端、供给侧的重要业务模式。新供给理论认为,股权众筹的发展有助于当前“双创”政策的实施,但需要以底线思维来保障发展稳定,而其底线至少在于道德风险防范,以及不做隐形担保或刚性兑付承诺。

新供给理论基于美国次贷危机的经验教训,对资产证券化业务的创新持谨慎态度,尤其是资产证券化业务相关的信用评级和对风险定价的准确性,以及相关市场在冲击下的脆弱性,都是值得中国借鉴与克服的教训。

4. 新供给金融政策主张

新供给理论的“八双五并重”政策主张中,提出了金融配套改革等相关政策主张。而具体来看,新供给理论在金融相关制度与创新层面也有一些特定主张。

新供给理论主要对接的是影响社会经济活动中供给一侧的相关要素及要素间关系,因此其金融政策方面的主张,首先强调的是对企业的支持,因为企业是供给侧的最重要主体。同时由于新供给理论对制度与创新的重视,新供给的金融政策主张实际上可分为以下三个角度:

其一,放宽金融准入,扩大金融供给。这其中包含了放宽民营银行准入,向中小微企业融资倾斜等一系列政策取向。从制度上放松管制,扩大金融的供给面,是新供给理论的最基本出发点。

其二,底线监管思维,维护金融稳定。放宽准入、制度松绑,并不意味着放手不管;以往中国发展过程中常见的“一管就死,一死就放,一放就乱,一乱

又管”的恶性循环,是新供给理论所摒弃的。放宽管制和加强监管不应成为一对矛盾的概念与实践。以维护金融稳定为根本,守住不发生系统性金融风险的底线不放松,是新供给理论的深层次政策主张。

其三,要从发展角度切入,鼓励创新,从制度上规范金融的发展。以前述的互联网金融发展为例,鼓励金融创新,创造宽松但有底线的政策制度环境,是新供给理论的重要主张。创新金融供给,是提升供给侧活力的重要推动力,因此对待以互联网金融为代表的新生事物,需要用发展的眼光去看待,同时通过制度加以规范化。

5. 新供给理论与供给侧结构性改革

新供给理论与当前中国正在进行中的供给侧结构性改革,从总体思路来看没有冲突或矛盾之处。二者的方向也应当是一致的。

在新供给理论来看,目前正在实施的“三去一降一补”为当前任务的供给侧结构性改革,尽管五大任务都是从供给侧起作用,但其中“三去”可以看做是为改革作铺垫的准备性工作和短期着力措施,而“一降一补”则是真正从供给侧发力进行结构性改革的具有中长期意味的举措。

新供给理论并不试图创造一门全新的、推翻经典的学说,而更多是从“集大成”而打通政策与实践的视角进行尝试,同时对理论发展落后于政策实践的部分缺陷加以弥补。目前正在进行的供给侧结构性改革,也是突破经典凯恩斯理论及其他西方经典理论框架的创新政策实践。因此,新供给理论也将试图与政策实践同步、与时俱进,紧跟中国改革创新潮流与大势。

同时需要注意的是,新供给理论相对更加着眼于中长期,因此其政策主张也更多面向“两个一百年”时期的规划领域,以及人口等影响中长期发展要素的政策方面。

2.1.3 供给侧的金融理论框架

综合以上,本书试图给出一个新供给理论下关于供给侧金融领域观点的述评,并简要勾勒其金融理论的框架。

新供给理论的基本前提是非完全竞争,而目前其规范化分析中主要倾向

于使用垄断竞争的微观基础模型,譬如引入 Dixit-Stieglitz 模型的规范化尝试。此外,通过引入人口变化因素对经济增长进行预测的模型也是新供给理论已经做出尝试的另一个方向。但不论是经典的规范化经济模型,还是新供给理论目前所采取的相关尝试,金融都尚未真正成为其分析中的内生变量。

前文已经阐述过,金融在新供给理论的思想体系中,不应仅仅局限于资本,而更需包括制度、创新要素与资本要素的关联和互动。尽管创新要素在以往的研究中已经有了一些规范化和数量化分析的研究成果积累,但制度方面的研究,由于其自身的不可通约性质,就难以通过量化、规范化方式将其纳入统一的、可通约的分析框架之中。

但总体而言,在新供给理论下,从供给侧着手分析金融理论,从制度的角度和创新的角度结合中国经济实践,可以给出一些基本的脉络或分析思路。

从制度的角度来看,对待金融领域,放宽准入、简政放权、监管从事前转向事中与事后是基本的思路;而这样的制度环境实际上有利于金融领域的创新,譬如互联网金融近几年的蓬勃发展,也在呼唤制度角度的变化来扶持。但同时创新伴生的风险,也需要通过相关的制度来加以稳定和避免。同时,行为经济学所启发的人类行为、心理因素导致的市场、群体性模式,也是新供给理论框架下金融理论分析的重要视角之一。

从金融背后的资本要素自身的供需来看,重要的外生变量之一即为货币政策。目前全球金融监管体系思路在次贷危机引发的全球金融危机后,从微观审慎视角转向了宏观审慎视角,从而使得相关的制度安排也从原本的微观视角转向了宏观层面,从狭义的单个金融机构的管理制度转向了宏观整体的结构性政策环境层面。因此,供给侧视角下的金融理论框架,需要考虑到不同于以往的要素制度,而是更为宏观和全局层面的、对经济内在结构影响深远的相关制度层面。

因此,新供给理论下,重点从供给侧出发的金融理论研究框架,首先需要考虑金融的制度环境,尤其是宏观、整体层面,影响经济内生结构的层面;然后需要考虑在对应前提环境下,创新要素如何与资本要素互动并从供给侧产生效果;再往下才是以往可通约的规范化分析框架下资本要素的供需关系,