

放矢中国金融 热点问题

关浣非 著

机遇

监管

挑战

开放

专业管理

中国金融

政策

风险

困局

放矢中国金融 热点问题

关浣非 著



图书在版编目(CIP)数据

放矢中国金融热点问题/关浣非著. —上海: 复旦大学出版社, 2020. 3
ISBN 978-7-309-14687-5

I. ①放… II. ①关… III. ①金融事业-研究-中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 232283 号

放矢中国金融热点问题

关浣非 著

责任编辑/岑品杰 张雪枫

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编: 200433

网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售: 86-21-65642857 团体订购: 86-21-65118853

外埠邮购: 86-21-65109143

常熟市华顺印刷有限公司

开本 787 × 1092 1/16 印张 16.25 字数 285 千

2020 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-14687-5/F · 2636

定价: 45.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

综 合 篇

猪年金融“亨”思 / 3

大国应有大国的金融管理能力 / 8

易纲行长面临的八大挑战 / 11

中国经济增长须避免陷入“豹尾效应”困局 / 17

中国金融业如何克服自身脆弱性 / 23

金融业：既不能拔苗助长，也不能野蛮生长 / 28

狗年金融八大“旺”想 / 33

教科书以外的中国经济增长问题刍议 / 38

中国需系统防范美国经济下滑溢出效应 / 44

开 放 篇

深化金融开放 要解决“对标”和“路标”问题 / 53

新一轮金融开放，中国要在哪些方面下功夫？ / 57

须高度重视贸易战纵深战场——金融市场的应战御敌部署 / 63

中国金融业如何来一场供给侧结构性改革 / 68

银行如此赚钱，融资焉能不贵 / 73

以更高层次的开放带动保险供给水平的提升 / 78

政 策 篇

- 中国应在更高层次上管理金融政策 / 85
- 提高政策的协同性是解决当下经济问题的关键 / 88
- 出台金融政策,不应预留试错空间 / 92
- 金融资源配置也要讲“中性” / 95
- 解决融资难、融资贵问题须多管齐下 / 99
- 如何把握好经济整顿的边际 / 104
- 打赢贸易战需多系统协同配合 / 108
- 银行扩充资本新渠道是一举多得的资本制度安排 / 112
- 救助民企须精准:救谁?怎么救? / 115

监 管 篇

- 新时代应有的金融监管境界 / 121
- 中国应力铲“牌照产业”土壤 / 126
- 金融监管部门要小心处理加减杠杆之事 / 130
- 辨析刚性兑付 / 134

专 业 管 理 篇

- 中国资管发展应夯实风险评定及信用约束两大基础 / 141
- 中国金融科技发展之辨 / 146
- 中国的金控集团现状及未来管理 / 152
- 办好中国的金控集团,三点很关键 / 157
- 在资管航标树立之后 / 161
- 要从保险经营各环节培育规模收益的基因 / 164

风 险 篇

- 要警惕“三宽”环境下的经济风险滋生 / 169
- 中国金融业应加强管控顺周期风险 / 173
- 忽视风险是资本市场最大的风险 / 179
- 金融治乱的“道”与“术” / 183
- 控制金融风险,谁来承担主体责任 / 188
- “坑”文化不除,金融业将到处是“坑” / 193
- 中小银行不良贷款飙升与“拆弹”对策 / 197
- 对大规模到来的企业债务违约应有系统应对预案 / 200
- 经济数据造假的病理及后果分析 / 204
- 内地资本热衷并购香港险企,风险有多大? / 208

香 港 深 圳 篇

- 把握内地经济大势及脉动是香港发展的不二法门 / 215
- 香港经济何时能重拾升轨 / 218
- 深圳能否成为地球经济中心? / 227
- 深圳和香港:应致力发展成唇齿相依的世界级双子星大都会 / 232

其 他 篇

- 中资企业如何才能在非洲有所作为? / 239
- 中国矿企在刚果(金)的挑战与机遇 / 243
- 后记 / 251



放矢中国金融热点问题

综合篇

猪年金融“亨”思

2018年春节,笔者曾写了一篇《狗年金融八大“旺”想》,其中一些观点被后来的市场发展所验证。全球经济、金融市场在过去一年已发生较大变化,新年伊始,免不了对未来一年的发展产生新的看法、判断和期许,想想“亨”字有通达、顺利之意,故以《猪年金融“亨”思》为题写下这篇文章。

一、下一次金融危机仍可能起源于美国

首先要看的依然是全球金融市场的变化。2018年,全球金融市场变化起伏不定,大大超出预期,很长一段时间里金融市场随着特朗普的情绪变化而起落。2019年对全球金融市场困扰最大的仍会是美国因素,包括特朗普施政方式、美联储加息的取向、美国的经济增长及美国与世界诸国的贸易战发展情况。

(一) 美国经济增长减速是大概率事件

美国因减税效应消退、政府债务增加、生产要素成本上升、贸易冲突拖累、全要素生产率下降等因素影响,经济增长减速已是大概率事件。美国一些大的金融机构和研究机构纷纷调低对美国2019年的经济增长预测,有的甚至认为美国有爆发经济危机的可能。2018年第四季度以来美国所出现的长短期国债收益倒挂,就已表明这种预期。西方的一些观察家认为,尽管欧洲和亚洲存在着这样或那样的问题,例如,亚洲一些国家的高负债、欧洲经济的长期沉滞不起、核心成员国德国的经济增长乏力,但下一次金融危机发生在这些地方的可能性相对较低。这是因为,危机通常不是由资不抵债(即负债超过资产)引发的,而是由流动性不足(即机构现金耗尽)引发的。从这个角度来看,下一次较大的世界金融危机更有可能起源于美国。

(二) 美国政府、公司债务高企:公司未偿债规模增加了2倍,政府债务总额是英法德意四国总额的10倍

在2008年之前的几年,美国高风险的借款人还是次贷购房者,而这一次成了

美国公司。在过去 10 年的大部分时间里,美国联邦基准利率都接近于零,许多公司借了越来越多的资金,并不是为了投资新工厂等生产性资产,而是为了回购自己的股票,从而推高股价,为高管创造越来越多的奖金。这样做的后果就是,在过去 10 年里,美国公司未偿债券的规模从 2.5 万亿美元增至 7.5 万亿美元,增加了 2 倍。其中,大约 45% 被评为“BBB”级——仅比垃圾级债券高一级。而随着未偿债务的激增及市场交易流动性储备的渐趋枯竭,爆发危机只是迟早的事。

同时,截至 2018 年,全球政府债务已经高达 66 万亿美元,大约是 2007 年的 2 倍。自 2012 年以来,发达国家的债务水平一直相当稳定,约为 50 万亿美元。但美国政府债务总额在此期间却从 15.2 万亿美元跳升至 22 万亿美元,增幅高达 44%。美国政府债务总额已是法国、德国、意大利和英国债务总额的近 10 倍。如果美联储继续加息,美国政府、企业、家庭的债务负担将变得愈发沉重,哪一个方面出现问题都会对金融市场带来扰乱。在未来一段时间的行为选择,依然会在很大程度上牵动市场的神经。同时,伴随着美联储对加息路径选择的犹豫,美元强势周期也已基本走到了尽头,2019 年 1 月以来,美元指数一路下行。美元的下跌可能有两个方面的原因。第一个原因是美国政府关门对美国经济的短期冲击,虽然目前美国政府已经开门了,但美元还要为美国政府关门的后果买单;更主要的原因是目前市场大多认为美联储会提前结束缩表。而对于加息,美联储前主席耶伦不久前公开表示:“我们可能已经经历了本周期的最后一次加息”。

二、中国化解金融风险的“通”字诀

作为一个转型中的大国,2019 年对中国无疑是极为关键的一年。美国经济增长的放缓及特朗普内外政策的逐渐受阻,全球资本流动格局将有所改变,新兴市场,特别是中国对外资的吸引力将有所增强。而中国在经历 2018 年先疾后缓的去杠杆之后,对金融风险的内涵及外延已有新的认识,尤其对化解金融风险的力度与平衡经济增长承受力间的关系已有调整。从年前最高领导人在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班上的讲话来看,中央对金融风险的认识和定义出现了较大变化。

一是将金融风险置于经济风险之内,金融风险仅是经济风险的一部分。之前则视金融风险为经济风险的代名词和主要内容,而且孤立地就消除风险而论风险。而在 2019 年 2 月 22 日的中央政治局会议上,习近平总书记更专门强调了金融业与促进经济健康发展的关系,明确了要在稳经济的基础上防范金融风险的要求。二是将金融风险划分为监管政策引发的金融风险、未被监测到的金融隐患引发的金融风险,对金融风险认识更加全面、更具操作性。之前则是有些片面地将金融风

险分解为影子银行风险、债券市场风险等。未来的金融监管将会更加注重预期引导、事前分析和监测,而非监管政策的急剧调整。

猪年的中国金融活动应围绕着“亨”字展开,活血化瘀,尽求金融领域各方面的通达、顺畅,以求事半功倍之成效。

(一) 金融政策导向要通

金融政策关乎货币政策、监管政策、开放政策、资源配置政策、风险政策等。但政策实施后的效应如何,一取决于政策目标设立的科学程度,二取决于各项政策间的协同性。所以2019年的金融政策要在保证各金融政策作用目标精准及协同上下功夫。困扰当前中国经济发展的问题可能有诸多方面,但对金融业来说主要有三个方面:一是如何支持实体经济发展;二是如何解决民企包括小微企业的发展;三是如何防范在解决前两个问题过程中所形成的风险。欲解决这些问题,关键在金融业内部要建立完善、畅达的政策制定、政策推进、政策执行的体制、机制和模式,否则即使再喊上百遍、千遍,也只能是事倍功半。

(二) 货币传导机制要通

2019年伊始,银保监会和央行已围绕保险机构投资银行永续债和二级资本债下了联手棋,央行在银保监会打开保险机构投资银行永续债和二级资本债大门之时,就围绕增加永续债的流动性创设了央行票据互换工具(Central Bank Bills Swap),这无论是对支持商业银行进一步充实资本、优化其资本结构、扩大信贷投放空间、增强服务实体经济和风险抵御能力,还是对丰富保险资金配置、活跃资本市场以及基础货币创造、增加流动性都是一种积极的资本制度安排。可以说,经过央行的多番努力,中国早已形成了宽货币局面,但因为传导机制的阻滞,在相当的经济层面、经济领域尚未形成宽信用局面,这是央行、监管机构和金融企业在未来一段时间须致力解决的问题。

(三) 风险约束机制要通

习近平总书记在坚持底线思维着力防范和化解重大风险专题研讨班讲话中明确了“三个既要、三个也要”:既要高度警惕“黑天鹅”事件,也要防范“灰犀牛”事件;既要有防范风险的先手,也要有应对和化解风险挑战的高招;既要打好防范和抵御风险的有准备之战,也要打好化险为夷、转危为机的战略主动战。

对外尤其要防范外部的“黑天鹅”事件,对内要防范“灰犀牛”事件。与其说这样的要求是对地方或金融业提的,倒不如说这是对政府部门、监管机构说的。监管的核心功能就是约束监管对象,及时识别、防范及化解风险。就金融系统而言,要有效地控制风险,从监管部门到金融机构内部,首先要有敏锐、畅达的风险识别及管控系统,由外而内、由内而外的风险识别、抑制及化解机制必须要通。金融风险

只是行业未来的一种不确定性,会否发生取决于环境和触发条件,所以要在企业微观、行业或市场中观,以及大的经济活动运行宏观中形成风险控制环境,分门别类地建立行业风险识别体系,建立分工明确的动态监控各类风险累积程度及量质转化区间的机制,设定判定行业经营风险衍化为系统性风险的控制体系,避免监管取向的左右摇摆,避免随意性和任意性。

对任何经济体来说,从来都是加杠杆易、去杠杆难。从当前中国实体经济需求端看,受经济下行压力加大等因素影响,企业有效的融资需求有所下降。从金融机构资金供给端看,银行的风险偏好下降,自身还受到资本、流动性、利率等多重约束。这无疑是行业风险诱发因素增多的时期。故金融业要解除放松去杠杆可解决金融支持实体经济问题的偏见,投放资源首先要考虑的依然是风险程度高低,永远也不能以放松风险管控标准作为支持什么行业的代价,那样必然会埋下金融危机的导火索。金融业尤其要注意宽信用条件下所带来的风险失控。据某证券公司在2019年春节前的测算,28家A股上市银行中有22家可通过发行永续债增加资本金5010亿元。以2018年三季度上市银行杠杆率6.6倍计,新增资本可支持3.3万亿元的信贷投放。而另一金融机构测算,商业银行通过发行永续债补充资本机制启动后,商业银行其他一级资本/商业银行净资本达到5%,至2019年第三季度银行永续债放量有望撬动4.24万亿元信贷增量。这等于2018年全年新增人民币贷款总量26%。这当然是一种乐观的预计,但如何保证在巨量投放信贷资源的同时却不巨量产生信贷风险是对银行业的一项巨大挑战。

(四) 核心投融资渠道要通

可以预期,政策矫正下金融体系的信用创造能力将会逐渐恢复,而在美元汇率趋软的背景下,中国资本外流的压力也会有所减轻,2019年中国信用环境有望改善。

而在经济增长过程中,因为国有金融机构天然地享有国家信用的身份溢价,故在资源配置、风险承担上应担负起应有的义务和责任。要发挥经济增长顶梁柱作用。中国最大的四家国有银行(农行、中行、建行和工行)已经被认定为全球系统重要性银行,至2018年11月底,工、农、中、建、交这5家国有银行的资产总额约占国内银行业总资产的36%,这5家银行对中国经济的融资至关重要,因此也应在支持实体经济发展中发挥应有的作用。国有金融机构在抑制经营行为投机、过度介入投机领域上要致力成为行业的表率。

(五) 市场正、负反馈机制要通

中国金融业未来一段时间的重要任务其实有三个:一是要解决如何支持实体经济发展的的问题;二是要解决如何化解发展中所产生的风险,尤其是系统性风险;

三是如何建设健康有效率的资本市场。必须承认,中国的资本市场在正、负反馈机制上都存在根本性的缺陷,因此必须从弥补这些缺陷入手、从提高对上市发行人信用约束和价值成长约束入手,通过提高资本市场正反馈机制的敏感度,及时惩治害群之马,及时淘汰失败者出局,抑制正反馈形态的出现及放大,以免市场偏离稳态。

股市交易的本质是要把别人兜里的钱变成自己兜里的钱,因此围绕有关交易所订立的规则是否严密、是否公平就变得无比重要,不能允许任何欺诈存在,必须保证想在这个市场上获得资本资源的人都必须切实履行应该履行的责任和义务,监管机构必须全方位维护所有交易在合法、公平的条件下进行。而就中国资本市场健康发展,尤其是维护股票市场的公平交易而言,当前最重要的莫过于习近平在2019年2月22日中央政治局会议上强调的:要解决金融领域特别是资本市场违法违规成本过低问题。负反馈的作用是能够使生态系统保持相对稳态。所以要通过优化资本市场的负反馈机制,持续增加资本市场对国内外投资者的吸引力,致力寻求和保持市场容量与经济增长间、资本增量间的平衡。

(原文刊发于《中国经济周刊》2019年第5期)

大国应有大国的金融管理能力

中国对金融活动的管理一直表现出比较浓厚的行政管理色彩,若长此以往就容易形成一种习惯:口号呼应口号、原则照套原则、空泛代替空泛,以口号代替措施,以目标代替方案。

金融业的管理需要保持活、稳的特点,但在实际监管中却常常表现为要么大水漫灌,要么一刀切、急刹车,由此对社会经济带来的负面影响不难想象。如前一段时间欠缺清晰时间表、路线图的去杠杆就颇有可讨论之处。

近年来围绕金融业的发展、改革、防控风险、提升效率、服务实体经济等可以说有多种多样的目标或要求,抛开其是否可行这一问题,谁去落实这些要求,如何实现这些目标,谁去制定将各类金融目标、要求转化为可操作、可执行、可评价的方案,谁去督导这些方案得到执行落实等问题,主管机构或监管部门从体制或机制上恐怕多年来始终未能很好地解决,或者说是一个并不明晰的问题。

大国应有大国的金融管理能力,金融治理能力不强的国家一定无法深度推进市场开放,也一定是一个无法给投资者长久信心的经济体。

金融是一个内涵深广的复合性概念,在不同领域会有不同的资源管理要求和风险控制要求。从原则上提出一些针对金融业的要求或目标难度并不大,但如何保证一项金融政策从内容到出台时机的精准,保证一个拟实施方案的系统性及操作指向的有的放矢、无懈可击,确保监管体系保持严谨性及到位的监管刚性,却需要国家的相关部门具备敏锐的市场反应能力、深厚的制度建设能力及制度推进能力,要具备把有关政策目标转化为可操作方案的能力。任何不能落实的目标、方案都是一纸空文,劳民伤财。

一、去杠杆、服务中小企业,怎么解决的他山之石

同样是去杠杆,美国和欧盟是怎么做的?

2008年美国次贷危机发生后,可以说全球同步进入加杠杆轨道。但当危机基本消除、经济复苏迹象出现后,美欧则有所默契地开始谋划从之前的加杠杆状态逐步摆脱出来。但处理方式并不是随意或粗暴的,而是先向市场喊话,提前给市场打好预防针,之后才开始推出可进退的收回市场流动性的计划,如美联储的缩表、欧盟减少买债,两大经济体都预先明确表示:若遇到超过预期的经济状况,有关部门将暂缓计划的执行,以免市场失去信心。

2017年9月,时任美联储主席耶伦召开新闻发布会,宣布从2017年10月开始缩减总额高达4.5万亿美元的资产负债表,以逐步收紧货币政策。据美国联邦公开市场委员会(FOMC)当时的声明,从2017年10月13日起,美联储将缩减国债到期再投资,最初上限为每个月60亿美元,并将在12个月内,以3个月为间隔增加60亿美元,直到达到每月300亿美元的偿付额。同时,对于抵押贷款支持证券(MBS),每月缩减到期再投资40亿美元,并将在12个月内以3个月为间隔增加40亿美元,直到达到每月200亿美元。

这实际上是一种慢缩表政策,之所以如此,正如耶伦所言,相比于传统加息,美联储对缩表影响的预测能力大幅落后,而加息作为常用政策工具,有着明确的数量目标(温和通胀率)和完备的前瞻指引,能够将政策信号高效传递至市场。在货币政策正常化的前期,由于金融周期和经济周期的错配,美联储亟须动态平衡呵护复苏、平抑通胀、化解金融风险等多重目标,所以政策工具必须高度精准有效。效率高、不确定小的加息无疑会首先受到美联储倚重。等到政策利率达到温和通胀率后,加息必要性降低,美联储才会转而加快缩表步伐。同时采取这样的政策安排也可获取最大化政策收益。

为刺激欧元区经济复苏,欧洲央行自2015年3月开始实施购买政府和企业债券计划,购债总规模为2.28万亿欧元,该计划于2017年年底到期。欧洲中央银行理事会于2017年10月26日宣布,维持欧元区现行的零利率政策不变,但将延长每月的购债计划,同时从2018年1月开始实施购买政府和企业债券的削减计划,从600亿欧元削减至300亿欧元,期限为9个月,但在必要情况下,欧央行也可能扩大购债规模或延长购债时间。

解决中小企业贷款难、贷款贵问题历时已久,但迄今为止尚未有多大程度的改善。中国香港地区政府为了解决中小企业贷款问题,从2012年5月起通过按揭证券公司的“中小企融资担保计划”推出“特别优惠措施”,该项目是以满足中小企业融资需求为目的的专门安排,以极优惠的担保费,在政府提供1000亿港元保证额的情况下,向合格的中小企贷款提供最高八成担保。换言之,一旦贷款变成坏账,参加该计划的银行或贷款机构只需承担坏账的两成,余下八成则由政府承担。获

得担保的贷款同一时间不得超过 1 200 万港元,最长还款期为 5 年。

截至 2016 年 3 月底的数据显示,已批出超过 1.08 万宗申请,涉及 437 亿港元贷款额及 349 亿港元的信贷保证额,惠及接近 6 800 家来自不同行业的企业及超过 17.5 万名雇员。上述已批出的贷款中,只有不足 3% 的贷款提供实质抵押品,换言之,逾九成贷款中欠缺“砖头”的中小企亦能获得其所需的营运融资。

目前,“特别优惠措施”的申请期已经延长一年至 2019 年 2 月 28 日,以协助企业应付资金周转的需要、把握经济机遇和提升竞争力。

考虑到香港是重要国际贸易枢纽,其实中国香港地区政府在 20 世纪 60 年代就设立了出口信用保险局,专门解决一部分中小企业出口贸易融资需要及担保问题。

二、目标与措施

像美欧国家的金融管理部门那样,在事关全局的重大金融问题上形成严谨的、可预期的、可操作的计划方案,这非常重要。与此同时,对一些苗头性的或趋势性的问题也绝不能应对拖沓、应对失误,不然就会发生像前不久大面积“爆雷”的 P2P 平台这样的金融险情。

中国金融出现问题并不在于目标设计得不漂亮,而在于有些部门常常以传统衙门的方式管理经济,各种文件报告表面上无可挑剔,但很多要求都无明确清晰的内涵,而且提出一段时间就变成可有可无、虎头蛇尾。

经济学的核心问题是生产什么、为谁生产、如何生产。金融活动同样要首先明确干什么、为谁干、如何干。否则,谈多少目标都是镜花水月、竹篮打水。

好的金融目标确立后,一定要在具体行动方案上精雕细刻、下大功夫。

从体制上和机制上确保能有一贯到底、不会被偷工减料、投机取巧的刚性约束,这样才能使所谓的目标达至预期目的、政府的施政才会变得愈发有价值。对事关某一领域发展的金融支撑能力的建设问题,政府必须有所作为,而不是简单地交给市场。如在重要的进出口省市设立专门的供应链银行,以创造规模服务效应;对中小企业数量较多的地区,可考虑设立专门的中小企业融资服务机构。在其他金融活动的引导管理上,政府要分清发展和控制的问题,谈发展就一定要讲清发展路径,讲控制就要讲清控制的目标、措施、方式及标准。

(原文刊发于《中国经济周刊》2018 年第 39 期)

易纲行长面临的八大挑战

2018年3月19日,周小川在此前记者会上关于继任人选的一句“你猜呀”有了答案,1997年加入央行系统工作的易纲成为新一届央行行长。

与以往的央行行长相比,易纲的经历有两点不同,一是有多年在美国深造、执教的经历,二是一直在央行系统工作。虽然易纲没有像戴相龙、周小川那样在其他金融领域工作的经历,但过去20余年他既是中国货币政策制定、中国金融改革工程设计的参与者、谋划者,又是这些政策、工程实施的推进者,加之在央行、外汇管理局主要领导岗位上的多年历练,同时又在中央财经领导小组办公室担任职务,可以说是对中国经济、金融业以及西方经济、金融业有较深系统认识的央行管理者。中国央行行长由一位“海归”担任,也表明中国是全球化的坚定支持者,易纲的国际视野无疑有助于提高中国在全球金融发展和治理中制度建设的话语权。

因此相信易纲就任央行行长后,一方面会延续过去一段时间央行所确定的方针及政策框架,同时又会因应社会经济发展对央行工作提出的种种要求做出新的努力。必须承认,易纲任行长的央行与周小川任行长时的央行无论在职能上,还是在面临的挑战及压力上都有了很大的不同,这些挑战和压力有的来自中国内部,有的则来自国际社会。随着国家机构改革的推进实施,央行将成为集金融改革、发展、开放、监管、调控经济、引导效率等多功能于一身的超级金融管理机构,或者说“超级央行”,也将是世界仅见的具有如此多功能的央行。而外部则伴随着后危机时期全球经济回暖必然带来的货币政策正常化所引发的国际资本流动变化、金融市场结构变化、金融制度变化等挑战。毋庸置疑,在央行职能进一步增加、资本市场开放及人民币国际化挑战与日俱增的背景下,央行行长这一角色也势必面临多方面挑战。