内部报告
请勿外传

金融交流系列专题

第一部

"连线华尔街"

总 155 辑

- 打造中美金融交流的内部专业高端平台 -

PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

内部报告
请勿外传

“连线华尔街”（总三部）金融交流系列专题是金融领域持续时间最长的专业交流活动之一，旨在打造金融交流的内部专业高端平台，由巴曙松教授主持。

【免责声明】：

本文为内部交流纪要，未经主讲嘉宾本人审阅，所载信息均为个人观点，不代表任何机构的意见，仅供“连线华尔街”活动参会人员使用。纪要根据参会者发言整理，不保证相关信息的准确性和完整性。纪要中所述内容和意见仅供参考，不构成对所述资产的投资建议。

本文版权为会议秘书处所有，本团队对本纪要保留一切权利，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本纪要的任何部分。

“连线华尔街”金融交流系列专题（第一部）

目录

第 1 辑　2014 年全球经济与大类资产走势 | 李山泉（P1）

第 2 辑　美联储 Tapering 背景下的全球资本流向与大类资产走势 | 陈凯丰（P10）

第 3 辑　美联储 Tapering 开始后的美国市场及对中国银行不良率隐患的观察等 | 张克（P24）

第 4 辑　资产证券化：来自美国的经验及中美比较 | 李叶（P37）

第 5 辑　普惠金融及财富管理的发展与创新 | 唐宁（P49）

第 6 辑　金融机构风险管理面临的挑战：美国的经验及其借鉴 | 丁大庆（P60）

第 7 辑　对冲基金的发展与地位及 2014 年全球宏观分析与市场机会 | L 先生（P72）

第 8 辑　资产证券化：中美市场对比 | 蒋丹芃（P80）

第 9 辑　优先股、个股期权在美国发展的经验与路径 | 严鸣（P91）

第 10 辑　2014 年全球经济走势与美国企业年金投资模式 | 陈力君（P98）

第 11 辑　2014 年港股投资策略 | 龚卿礼 唐志刚（P108）

第 12 辑　未来产业发展趋势与变局 | 梁信军（P117）

第 13 辑　美国信用衍生品及其市场发展 | 程沅（P135）

第 14 辑　美联储 Tapering 背景下的全球资本流动与新兴市场的潜在危机 | 王健（P146）

第 15 辑　美国房产抵押贷款证券化发展、政府作用及其对中国的启示 | 郭杰群（P158）

第 16 辑　美国及全球主要国家房地产市场近期走势及未来趋势 | 谢翔（P169）

第 17 辑　中国在美教育培训上市公司比较以及互联网教育的前景 | 钱永强（P178）

第 18 辑　中国上海自由贸易区法律问题的研究和思考 | 夏善晨（P189）

第 19 辑　跨资产类别投资分析框架、全球宏观经济要点及结构性成长行业讨论 | 董申（P201）

第 20 辑　美国 CLO 市场发展及对中国的借鉴 | 颜勇（P216）

第 21 辑　美国医药行业最新趋势与投资策略 | 谢懿立（P227）

第 22 辑　美国的 P2P 个人金融现状、监管模式以及和资产证券化的关联 | 万颖玲（P235）

第 23 辑　众筹：互联网思维下中小微企业融资的创新模式 | 李祎（P248）

第 24 辑　美国利率衍生工具及基本量化估值与对冲框架 | 孙东宁（P262）

第 25 辑　中国房地产市场的现状、风险及政策走向 | 秦虹（P279）

第 26 辑　美国抵押型房地产投资信托市场发展、特点及风险管理 | 陈挺（P289）
第 27 辑　中资银行国际化的动机、方式、成效及挑战 | 毕明强（P294）
第 28 辑　中国 PE/VC 市场的发展概况及未来趋势 | 倪正东（P305）
第 29 辑　美国结构化金融发展现状 | Ann Elaine Rutledge（P316）
第 30 辑　金融 IT 在交易与风险控制领域的应用 | 张朝晖（P326）
第 31 辑　金融机构综合风险管理框架 | 李国泽（P341）
第 32 辑　美国住建行业及危机前后两房的变迁 | 朱江（P350）
第 33 辑　美国小微企业金融服务经验介绍 | 萧兵（P367）
第 34 辑　美国储贷危机及对中国的启示 | 蒋皓（P381）
第 35 辑　海外中国股票投资策略与理念 | 项阳（P393）
第 36 辑　跨国资产管理业务发展策略与 FoF 并购 | 刘武（P402）
第 37 辑　美国大型金融机构全面资产负债管理的现状与趋势 | 吴荣文（P412）
第 38 辑　近期房地产市场走势与互联网房地产 | 丁祖昱（P429）
第 39 辑　世联行的转型与房地产在线服务的未来 | 袁鸿昌 杨现领（P442）
第 40 辑　中国外汇时代来临 | 刘欣诺（P455）
第 41 辑　互联网如何改变中国房地产流通行业 | 赵宏强（P466）
第 42 辑　债券发行和资产负债管理策略、并购中的市场风险及避险策略 | 杨啸（P474）
第 43 辑　中国经济增长与股票市场的有效性 | 郑鹏（P483）
第 44 辑　第三代投资策略：风险平价投资策略及其运用 | 朱宁（P494）
第 45 辑　美国资产管理行业新趋势：ETF 资产组合策略的最新发展 | 马祥海（P509）
第 46 辑　海外融资上市的中国法律问题 | 李朝应（P523）
第 47 辑　中国保险资金运用的创新与发展 | 段国圣（P540）
第 48 辑　巴塞尔 III 最新实施进展及影响评估 | 范荣（P564）
第 49 辑　中国公司跨境并购业务介绍 | 黄国滨（P576）
第 50 辑　MIT 捐赠基金及其投资简介 | 田永春（P595）
第 51 辑　大数据如何影响金融风险管理：现状、问题与趋势 | 胡本立（P612）
第 52 辑　中央对手方及其风险管理制度简介 | 金为民（P626）
第 53 辑　美国经济复苏、联储政策及对全球经济影响 | 莫恒勇 朱宁（P638）
第 54 辑　资产负债管理与流动性风险模型 | 秦佶（P666）
第 55 辑　中资企业境外融资并购近况及走势 | 邱若扉（P677）

第 56 辑　美国上市中概股公司私有化交易简介 | 黄小霈（P694）
第 57 辑　新一代移动支付的技术变革趋势 | 谢涛令（P708）
第 58 辑　苏格兰公投对金融市场的影响以及边缘国家债务交易问题解析 | 史向军（P723）
第 59 辑　中国资产证券化的技术、市场与环境 | 林华（P734）
第 60 辑　北美能源资产并购、现状、风险与投资要点 | 丁家麟（P750）
第 61 辑　在美投资的税收成本和税收筹划 | 张晓青（P764）
第 62 辑　投资移动医疗若干问题的思考 | 王涌（P776）
第 63 辑　金融危机后各国经济复苏中的经验和教训及全球经济展望 | 浦永灏（P791）
第 64 辑　诺亚财富的财富管理与资产管理实践 | 汪静波（P805）
第 65 辑　全球经济展望与大类资产配置策略 | 沈建光（P817）
第 66 辑　美联储银行压力测试：过去、现在和未来 | 杨一民（P826）
第 67 辑　移动医疗投资机会 | 范思宇（P844）
第 68 辑　对冲基金风险管理 | 符茂锋（P860）
第 69 辑　保险并购与资产负债管理 | 邱明（P870）
第 70 辑　从 PMI 看中国经济走势 | 于颖（P891）
第 71 辑　独特的强势美元和新型的投资格局 | 郭胜北（P907）
第 72 辑　北美能源交易 | 潘琰（P927）
第 73 辑　财政收入滑坡及其影响 | 张智威（P936）
第 74 辑　零售基金风险管理 | 江平（P949）
第 75 辑　互联网再思考 | 余晨（P961）
第 76 辑　西方银行业压力测试的巴塞尔原则 | 李靖弘（P988）
第 77 辑　对当前资本市场的一些思考 | 蒋锦志（P999）
第 78 辑　PPP 与资产证券化：基于 Green Field Project PPP 全流程融资、证券化与风险转移的分析 | 林华（P1007）
第 79 辑　美国互联网金融，超越 P2P | 刘亦婷（P1017）
第 80 辑　中国私人银行业务的发展趋势 | 王菁（P1030）
第 81 辑　行为经济学在零售银行产品和定价策略上的应用 | 柯崴（P1045）
第 82 辑　美国基金产品的开发和销售 | 马祥海（P1071）
第 83 辑　美国的科网泡沫与中国的中小创牛市 | 朱灿（P1081）
第 84 辑　美国固收市场收益何处可寻？——美国合成市场的最新发展 | 范希文（P1100）

第 85 辑　中国企业在美并购方法及并购后的整合问题 | 修洁（P1123）
第 86 辑　大型银行量化模型开发工作简介 | 李宏晖（P1145）
第 87 辑　听华尔街谈“救市”下一步 | 李山泉 朱宁 范希文（P1154）
第 88 辑　海外投资中的外汇考量 | 范华（P1168）
第 89 辑　海外投资盘点及趋势展望 | 朱江（P1183）
第 90 辑　中美跨境直接投资现状及趋势 | 毛学军（P1209）
第 91 辑　人民币汇率何去何从 | 王健 陈凯丰 等（P1220）
第 92 辑　美联储加息前的美国信用市场展望 | 王晶（P1238）
第 93 辑　未来一段时间全球金融市场风险在哪里 | 岑鸣（P1261）
第 94 辑　亚洲及中国财富管理市场的现状及展望 | 林国洋（P1274）
第 95 辑　TPP——中国的应对策略 | 张燕生（P1291）
第 96 辑　简要评估 TPP 对华冲击 | 梅新育（P1308）
第 97 辑　展望 2016 年世界经济 | 洪平凡（P1317）
第 98 辑　TPP 对现行国际贸易规则的创新与拓展 | 周密（P1335）
第 99 辑　美国可转债投资 | 李秀萍（P1350）
第 100 辑　投资银行风控和信息技术 | 杨竞霜（P1362）
第 101 辑　保险公司偿付能力监管的最新变化及趋势 | 黄静（P1369）
第 102 辑　2016 年美国利率前景及策略 | 朱宁（P1378）
第 103 辑　关于中国资产管理的思考 | 万放（P1394）
第 104 辑　海外对冲基金的现状与发展 | 刘新禹（P1404）
第 105 辑　海外高收益债的发展及对中国市场的启示：风险管理的视角 | 常新功（P1419）
第 106 辑　中国经济“L”型的影响和挑战 | 沈建光（P1439）
第 107 辑　黄金投资的精彩世界 | 李山泉（P1458）
第 108 辑　中国房地产和人民币汇率预测 | 张智威（P1468）
第 109 辑　中国的农业投资与转型机会 | 刘守英（P1477）
第 110 辑　特朗普上台对美国通货膨胀的影响 | 胡刚（P1488）
第 111 辑　FinTech：信息社会的金融革命 | 肖风（P1503）
第 112 辑　在混沌中演进：特朗普新政对中国跨境投资的挑战与机遇 | 初放（P1520）
第 113 辑　新一代的资产管理与财富管理技术：机器学习的应用与基于风险因子的框架 | 林常乐（P1540）

第 114 辑　当前美国和欧洲的经济走势与中国的对外投资 | 初放（P1554）
第 115 辑　机器学习和大数据预测公司财务质量及股票投资 | 罗崟（P1573）
第 116 辑　中国养老金投资政策与制度改革 | 郑秉文（P1584）
第 117 辑　量化投资与当前市场 | 孙东宁（P1594）
第 118 辑　全球经济的确定性与不确定性 | 莫恒勇（P1616）
第 119 辑　如何理解美联储的政策 | 陈凯丰（P1632）
第 120 辑　区块链保险的应用 | 邱明（P1650）
第 121 辑　中美金融科技竞合 | 唐宁（P1675）
第 122 辑　2018 年全球经济展望 | 李山泉 陈凯丰 袁骏（P1684）
第 123 辑　2018 年全球经济展望之二 | 朱宁 胡刚（P1697）
第 124 辑　从全球产业链看中国经济增长潜力 | 王健（P1715）
第 125 辑　2018 年全球经济展望之三：全球汇率展望 | 叶翔（P1730）
第 126 辑　2018 年全球经济展望之四：港股投资策略 | 应玉明（P1739）
第 127 辑　贸易战，没有赢家 | 周密（P1753）
第 128 辑　美国机构投资者眼中的中美贸易战 | 李山泉（P1762）
第 129 辑　地方交易所的现状与发展 | 熊焰（P1773）
第 130 辑　美中贸易路在何方 | 庞晓东（P1789）
第 131 辑　2018 年第四季度海外市场配置策略 | 李婷（P1801）
第 132 辑　颠覆性技术助推中国占据全球未来产业制高点 | 过大江（P1812）
第 133 辑　2019 年股票市场投资策略 | 矫健（P1824）
第 134 辑　中国债券市场加快开放趋势下的观察与思考 | 袁骏（P1839）
第 135 辑　人口增长的经济含义 | 丁安华（P1858）
第 136 辑　经济是技术的表达兼谈数字资产的技术背景 | 肖风（P1872）
第 137 辑　中美贸易摩擦下的股权投资挑战和策略分析 | 蔡洪平（P1882）
第 138 辑　2019 年上半年经济运行态势与政策展望 | 李迅雷（P1896）
第 139 辑　科技公司与金融机构共筑数字金融生态 | 邱明（P1908）
第 140 辑　美国金融机构在金融危机中不良资产处置的经验与教训 | 陈剑（P1933）
第 141 辑　对话美国前财政部长顾问 Craig Phillips | Craig Phillips 蒋丹芃（P1959）
第 142 辑　与病毒共存：2020 年中国经济预测 | 丁安华（P1984）
第 143 辑　病毒与环球资本市场 | 李山泉（P1996）

第 144 辑　利用量化方法预测全球重点国家疫情演化 | 陈剑（P2017）
第 145 辑　开放金融：DeFi 与金融业的演化 | 于佳宁（P2034）
第 146 辑　全球大流行病下的中国经济 | 陆挺（P2056）
第 147 辑　为什么特斯拉可能成为物联网超级平台 | 王川（P2071）
第 148 辑　疫情之下的中美关系和投资风险 | 初放（P2092）
第 149 辑　TiKToK 对赴美投资的启示 | 张劲松（P2117）
第 150 辑　疫苗竞争与 K 型复苏 | 陶冬（P2134）
第 151 辑　关于建立金融系统重要性风险和压力测试中心的建议 | 李祥林（P2148）
第 152 辑　2021 年中国宏观政策走向：财政与货币政策的配合 | 丁爽（P2160）
第 153 辑　全面解析 SPAC | 过大江 张劲松 赵颖（P2173）
第 154 辑　2021 年财政工具、货币工具和金融市场的配合、矛盾与博弈 | 郭胜北（P2198）
第 155 辑　美国通胀率前景及其对资本市场影响之展望 | 胡刚（P2217）

第 1 辑

(2013.12.13)

2014 年全球经济走势与大类资产走势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李山泉先生，现任美国奥本海默基金公司董事总经理、投资经理。李先生于 1978 年考入中国人民大学国民经济计划专业学习，1982 年进入国务院经济研究中心工作，1987 年 9 月进入布兰德斯大学攻读国际金融和经济学，2 年后获得硕士学位。李先生就学期间被阿凯典投资管理公司雇用，开始了投资管理的研究和实践。1991 年 3 月到纽约华尔街，被著名的老牌华尔街投资银行、布朗兄弟公司聘任，在投资战略部任高级分析师，从事投资战略的分析研究。他创立的"动态投资分析法"，创造了高回报，引起了美国主流社会的重视。1995 年 11 月他应聘到奥本海默（Oppenheimer Funds）基金公司，任副总裁、基金经理，负责该公司环球股票投资的管理工作。李先生还当选为中国旅美金融协会首任主席，人称"新一代华尔街战略家"。

一、投资的方法论：动态博弈与剔除偏见

经济是博弈的结果，多数时候影响经济的力量相对均衡，因此难以准确预测。每年末各金融机构都会对未来做出经济和市场预测，但

难有出现连续的准确预测。上升到理论层面来解释，经济学本身是门社会科学，或者说不是科学，而是一门艺术，面对的是太多的不确定性。从博弈论角度而言，几组力量共同影响经济，除非存在显著的实力差异，否则方向很难确定。比如预测中国的经济增长，全年是 7%还是 8%的意义并不大，因为经济增速实际是博弈的结果，要看经济发展和政府政策两方的博弈，是一个动态的过程。

在投资决策中，方法论上主要是战胜自己的偏见。除了大量收集资料外，剔除自己的偏见，才能提高判断的准确度。行为金融学对这方面有较为充分的解释，结论是既不能过分听信别人的意见，亦不能把别人的意见当作耳旁风，而是要剔除偏见，客观的从别人的意见中提炼出有价值的信息，纳入自己的决策框架。

二、美联储 Tapering：长久的渐进式过程，并与财政政策互动

近半年市场对美联储 Tapering 有过度炒作的嫌疑。只要是一出 Tapering 的信号，黄金、大宗商品就会遭受抛售，而实际上，联储还尚未开始 Tapering，即便开始，联储的政策转向也是一个长久的过程。

Fed Tapering 是影响经济的长期因素，初期的市场影响巨大，之后逐渐变弱。Fed 维持低息过长，再加之巨额的 QE 刺激，已经使债券市场成为了惊弓之鸟。因此，在 Fed 释放货币政策转向的初期，会产生巨大的影响。然而，如果紧缩真正开始，联储通过与市场频繁的沟通，市场反而会变得平和。再者，Fed 货币转向是一个长久的渐进式过程，其影响也是长期的，在预测 2014 年的经济时，Tapering 需要作为长期因素考虑。

目前美国的货币刺激政策基本已经走到尽头。除了 QE 之外，已经没有其他可行政策，因此也就造成了市场一边倒的预期，即只能是量的紧缩，或利率价格的提高。而不论是紧缩也好，加息也好，力

度和速度都取决于经济本身所能够承受的程度。

美联储 Tapering 要综合考虑与财政政策的互动。不难发现，美国政府的财政政策对货币政策有很大影响。预算问题此前曾引发了激烈的争论，造成美国政府一度关门，现在看似达成了临时协议。但即便预算问题可以过关，对美国经济的影也响尚不明朗。目前，对美国经济进行过于乐观的估计为时过早，财政问题也并没有根本的解决。联储与财政政策的互动将会影响 Tapering、加息的力度、幅度和时间。

三、美经济复苏：漫长的结构调整

美国当前的经济状况大体上是温和复苏，这是市场普遍的共识。从 2008 年的危机到现在，美国经济一直仅是微弱复苏，各种数据此起彼伏的呈现拉据状态，预计 2014 年的状况可能会稍见起色，但难有大的改观，因为美国的实际问题还存在。美国政府政策的执行力度较弱，两党斗争还在继续。预算达到共识并未使两党关系缓和，马上面临的中期选举也涉及各种政策的碰撞。此外，民主党一直没有太多拿的出手的政策，而共和党的威信也不太高。在政府执行力上，民主社会讨论的过程比想象的更长。

分析美国的经济增长要关注经济结构的调整和企业家的行为。在大多数经济学家谈论增长、就业等总量性经济指标是否恢复的时候，却很少有人谈论经济结构的问题，事实上，经济结构的调整过程要比想象的更长。另一个需要关注的是企业家的行为，在市场经济为主体的国家中，企业才是经济运行的主体，企业是否愿意投资才是增长的关键。如果企业愿意投资、雇人、扩大再生产生，经济的增长速度才可能就比较高。同时，从结构上来看，还要关注这些投资投向了哪些领域，这些都将有利于预测美国经济未来的增长。

从金融危机之后美国企业的行为来看，扩张态势并不明显。多数

企业倾向于维持现状、求生存，主因是外部状况不明朗，而宏观政策也不利于投资，因此，企业投资对经济复苏的拉动影响就比较微弱。

危机后，美国的经济结构已经发生了调整变化，在漫长的经济结构调整过程中，损失的就业岗位难以恢复，因此，目前联储将政策和就业联系在一起是个败笔，未来很容易形成骑虎难下的局面。尽管目前美国的失业率一直下降，而劳工参与率也在同步下降，因此，实际失业率要高的多。这是由于危机后美国的经济结构在真实的发生调整，曾经吸纳大量劳动力的经济结构已经不复存在，解决就业问题就会困难的多。即使制造业回归美国，也不再是原来的制造业，因为新的制造业需要的用工更少，技能也不尽相同。

四、欧洲：风险稳定，根本问题没有解决

欧洲目前基本稳定，但问题并没有解决：统一的货币和汇率与地区间发展不平衡的矛盾无法解决。南欧债务问题在目前的政策环境下得到了缓解，但矛盾在日后某一个时点还会展现出来。由于欧洲的企业层面有一定的基础，欧洲的股票表现靓丽。有研究者担心欧洲的通货膨胀马上会显现出来，可能比美国的通货膨胀来的快的多。

五、中国瞬间好转或崩溃均不可能，正能量逐渐累积

我们对新兴市场相对乐观，但投资收益可能不如此前几年。新兴市场中，中国的影响重大，中国的改革是一个博弈的过程，不会立竿见影，但积蓄了很多正能量。概括讲，中国的问题不可能突然大幅好转，更不可能瞬间崩溃，虽然存在很多问题，但也有很多解决方法。中国动用行政力量解决问题的能力比任何国家都强，

对经济的影响相当有效，且有一套比较成熟的作法。中国的经济在向好的方向努力，若不出现大的危机，改革逐渐到位，中国脚踏实地的经济增长完全有可能。其他新兴市场，巴西、印度、俄罗斯等反

映出来的情况大体上都不如中国，在 2014 年可能稍有改善，但不会出现大的改观。

六、对主要投资品的看法

个人认为 2014 年股票表现可能与 2013 年相仿，优于债券。目前债券市场资金在不断流出，长期的低利率导致大量资金集中在债券上，一旦 Fed 提高利率,资金必然大量流出，流向最大的可能性还是股市。如果债市资金外逃，尽管上市公司盈利不好，只要有流动性推动，股票估值就会推高。

货币方面，2013 年日元贬值美元升势，2014 年如果美国经济复苏较快，预计美元资产将会继续被追逐，推动美元将升值。而热钱追逐利差等因素可能继续造成人民币的升值，目前的套利交易基本上有5%左右的收益。

大宗商品价格与经济紧密联动，且波动剧烈。经济向好趋势确定时，投资于大宗商品可获超额收益；但如果经济复苏不如预期般顺利，则大宗商品还需等待机会。

七、2014 年可能出现的黑天鹅事件

政治、军事层面的冲击事件近期危险可控。在敏感区域的局势中，日、中、韩关系，特别是中日的关系近期广受关注，但开战的可能性不大。伊朗问题基本平息，但问题并未解决。在外部，以色列有很高的戒备心；在国内的矛盾比较大，伊朗新政府想和美国谈放弃核武器，但遭到国内激进势力抵制，仍在角力中。叙利亚爆发大规模的战争可能性比较小。此外，埃及问题也是热点。总体看，中东一直是值得关注的区域，即使是局部的战争也可能影响石油通道，直接影响油价，导致世界经济局势发生大的变化。

美国货币政策紧缩过程中可能引起企业支付问题。从宽松到紧缩，

在实体经济运行上通常是痛苦的过程，企业在货币宽松时隐藏的问题，在紧缩时就会暴露出来，出现支付困难、债务问题等。尤其是市场上有影响力的企业，例如金融企业、银行等一旦出现问题，对市场会产生震撼性影响，而且可能会产生连锁反应。这种情况无法完全杜绝，如果企业影响力小，政府的处理方法得当，则风险可控。但如果企业影响力大，政府处理不当，则后果堪忧。需要关注 2014 年是否会有些影响力较大的企业发生问题。

八、问答环节

Q1：QE 带来的财富效应在社会中分配高度不平衡，这对美国经济的复苏有何影响？

A1：美国的财富分配问题确实需要调整。美国前 1%的富有人群获取的财富增速过快，同时财政补贴中的老人受到过多的照顾，老人平均财富的占有数量远超年轻人。一种观点是，要使美国经济健康发展，就需要重新塑造中产阶级，对 1%的富人的加税，给中产阶级减税，补贴给穷人，穷人和中产阶级会去消费。这就是民主党为什么总希望转移支付多一些，来刺激消费。而同时又存在另一种对立的观点，由于经济的繁荣需要投资，如果富人不投资了，就也解决不了就业问题。这两种发展的理念之争也是两党之争，每个观点都有很多追随者，发展趋势依然是个博弈的动态过程。如何确定一个合理的分配的度，是所有国家都需要解决的问题，分配的不合理会影响经济结构，影响经济复苏。

Q2：面对未来新兴市场的不确定性，美国的基金经理如何配置？

A2：目前来看，大幅度削减新兴市场配置的不多，新兴市场股市在 2013 年表现较差，但 2014 年正面的信息要比 2013 年多。

Q3：美国企业的股票分红率在提高，投资角度看好哪些细分行

业？

A3：2013 年美国股市的特点是分红上升，这是由于企业觉得投资机会不足，与其扩张，还不如把利润返还给投资人，同时市场也追逐这些企业。但随着经济向好，如果股市很好，投资者不重视分红，企业就会加速搞扩张，开始新一轮增长，但个人认为 2014 年这种增长的力度不会太大。从行业来看，对人们生活息息相关的东西是比较稳妥的投资领域，投资 free cash flow 好的企业，回报会比较稳妥。

Q4：QE 退出对中国资本市场的影响？看好中国哪些行业？

A4：QE 退出的影响主要是间接的，如果外部投资于中国的资本撤出，会产生影响。但由于中国的股市结构，外部资金除 QFII 外大部分通过 H 股等才能参与，因此直接影响不大。

个人看好技术领域中有创新、有高技术含量的企业。看好民营企业和新兴行业，资源类企业一般。中国是一个受政策影响比较严重的市场，例如雾霾严重，则需要扶持再生能源、清洁能源企业，相关行业会迅速受益。

长期投资者来说，食品、网络等与 13 亿人息息相关的领域会有较好的表现，因为竞争力较高，具备一个好的股票的基本条件。

Q5：对 2014 年美国通胀的预期及对黄金走势的看法？

A5：目前市场上对金价的预测多是属于 adaptive regression，金价上升时向上预测，金价下跌时向下预测，而没有了转折点，不了解黄金投资的具体情况。

现在预测金价应注意供给收缩因素的影响。数据显示，全世界目前有 582 个准备建设、探明或已经投产的金矿项目。其中 200 多个项目在生产，品位平均每吨 1.0 几克黄金，其他在建和探明金矿的平均品位降至 0.8 克，全球黄金基本开发尽了。未来黄金可能有一波行情令人们吃惊，这是因为目前大家过度偏重货币等宏观因素，却忽

略了黄金的供给收缩，事实上我们了解到，在供给端很多黄金公司都在砍项目。

近期黄金的卖压主要是来自于热钱，战略投资者并没有走，黄金在其资产配置中稳定占有 2-3%的配置，长期不动，剩下的炒作的人越来越少。黄金跌到 800 每盎司的可能性微乎其微。

Q6：如何看待中国房价？

A6：房价上涨的可能性还是很大，中国总体房地产的价格过高。然而，房价超过了基本的使用属性之后，投资属性过多，市场失真，会造成资源的大量浪费。价格信号错误造成资源配置错误，而资源配置错误的调整周期很长，地产行业过剩资源的调整周期尤其长。社会总财富的相当一部分集中在不动产后，调整过程非常长也很痛苦，各国都发生过这种情况。政府控制价格上涨是不得已而为之。但如果不控制错误的价格信号，投资人还会向房地产行业投资。一旦房价过高，资源的错配过于严重，危机就必然爆发了。要有步骤的将投资属性减小，增加使用价值，这与宏观政策管理问题也紧密相关。

Q7：QE 退出，资金回流美国过程中可能出现的问题？

A7：大规模的资产配置变动是一个长期的过程。美国债券的利息率从高点回落用了 10 年，回升也会是很长的过程。资金从新兴市场撤回，这种大规模资产的配置变动花费的时间也往往很长。

Fed tapering 力度很大的可能性极小，因为经济很难承担货币政策的突然转向的冲击。联储从债券购买减少一点点，再到基准利息率涨一点点，过程会非常漫长。在这个过程中还有市场和政策的交流互动。如果政策调整（例如此前伯南克的讲话）引发市场剧烈反映，利息率走在政策之前，Fed 会很被动，因为利率迅速提高会扼制经济增长。正常的货币政策变动要考虑市场反应、经济的复苏程度等等，因此转向是一个很长的过程，不会出现危机时期的 panic sale。短期的

炒作虽不可避免，但长期投资者和资金量比较大的投资者则不会有很快的资金流动。

FED 退出的力度会根据经济状况和市场反应调整。FED 可以通过影响人们的预期来影响人们的行为。局部问题有可能出现，但是总体上出现问题的可能性不大。

第 2 辑

(2013.12.19)

美联储 Tapering 背景下的全球资本流向与大类资产走势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陈凯丰先生，Marketbridge / ACM 宏观对冲基金的合伙人和首席投资经理。在加入 ACM 之前，陈先生是 Amundi 高级投资组合经理，在 2008 年至 2011 年管理了数十亿美元的投资组合，包括对美国国债期货、公司债券、股票期货、大宗商品和房地产投资信托基金等工具的投资。1998 年至 2000 年陈先生就职于国家开发银行总行国际金融局；2004 年到 2008 年在摩根斯坦利担任基金经理。

陈先生持有瑞士洛桑大学金融资产管理工程研究中心博士学位，荷兰蒂尔堡大学经济研究中心财务和金融硕士学位，以及中国人民大学的经济学学位。目前他在纽约大学担任兼职教授。他是瑞士沃德科学学会会员，荷兰经济研究中心会员，美国风险管理协会会员。他多次接受华尔街时报、道琼斯、彭博采访，在哥伦比亚大学、纽约大学等学术会议上发表演讲。在国内参与第一财经“机构投资人圆桌论坛”并担任纽约地区召集人，接受中央电视台、中国证券报、21 世纪经济报道等的采访，参与中国绝对收益投资协会的创建，并担任理事。

一、陈凯丰先生对 Tapering 的看法

QE 退出是经济重新进入正常轨道的标志。联储决定开始减少 QE 量，显示联储对经济恢复的信心进一步提高。QE 是救市的临时措施，确实产生了积极效果。但 5 年来美国经济已恢复到正常增长水平，失业率不断下降，政府发债规模也在降低，QE 作为临时性措施逐渐退出符合常理。若 QE 时间长反而会产生金融压抑的负面影响，低利率会导致储蓄率较高的退休人口利息收入降低至 0，影响消费。

技术性限制使 QE 退出成为必然选择。从技术角度看，联储在每一笔国债的持有量不能超过 30%，而近来美国政府国债发行量降低，目前购买量可能已接近限制的边缘，并且可能影响国债市场流动性，因此 QE 退出是必然的，也是有益的。

Tapering 对部分新兴市场造成负面影响，但利好美国股市。在 QE 结束后，会导致部分新兴市场出现美元荒，对其他国家尤其是新兴市场国家造成负面影响，大宗商品价格亦会受到影响。货币政策转向引发资金流回流美国，将利好美国股市。（注：美元荒是指美国贸易逆差下降，而美国货币发行量有限，美国为世界提供的可以在美国境外交易的美元数量减少，体现为美元荒，新兴市场可能出现相关的支付问题）

美国货币政策转向将给新兴市场面带来压力，特别是大宗商品出口导向性新兴经济体将面临较大挑战。个人建议回避新兴市场，新兴市场基本分为两类：一类以出口商品为主，如巴西、俄罗斯等，在美元升值周期开始后，以美元定价的商品实际面临下跌过程，对此类新兴市场国家的经济、股市、货币都是巨大挑战；另一类是靠服务业和

进口能源为主，如印度，也同样存在问题。

从市场研究角度来说，美国市场很多方面与新兴市场是竞争关系而非供求关系。以前美国进口能源、商品，出口制成品，而现在美国开始出口商品，供给、需求很多方面与新兴市场国家形成竞争关系。近期数据显示美国经济在复苏，但贸易赤字在下降，这与前几个经济周期差异巨大。此前美国经济复苏加快时伴随贸易赤字增加，体现从全球进口更多产品，促进全球经济发展。本轮美国经济复苏伴随着贸易赤字下降的过程，未来可能引发新兴市场国家美元荒。

商品价格面临下行压力。大宗商品及贵金属面临美元升值趋势和供大于求的双重影响，商品价格难有上升空间。铜、油等商品 2013 年需求未变，但供给迅速上升，价格易跌难涨。

二、特邀点评专家李山泉先生对 Tapering 的看法

简单来说，联储清楚市场震撼过大不是好事情，所以采取了“小步快跑”的方法。先缩减 100 亿，下一步操作则需要看实际情况，类似于“温水煮青蛙”。从股市大规模的反应可以看出来，市场长期低利率，大量资金压在债券市场或货币基金等，这些投资者犹如惊弓之鸟，利率稍有上涨甚至稍有风吹草动都会造成资金大规模外逃。FED 很清楚这种情况，不愿让市场过分振动，因而采取了“小步快跑”的策略。预计未来仍将继续，但幅度不会太大，这也将成为趋势。

Tapering 是长期过程，如果一次缩减 100 亿，全部 850 亿也需要至少 8 个月。因此仅仅是停止量化宽松就可能会持续至少一年，更何况还未调整利息率。从投资角度来看，开始阶段震撼性比较大，以后会越来越小，市场将慢慢习惯 Tapering，逐渐回归基本面，大规模的炒作越来越少。因此个人认为 Tapering 来了要比不来好，对经济情况是个好事情。

三、美经济复苏：漫长的结构调整

量化宽松导致美股走高是对美国经济理解的误区。S&P 指数 19 日创 2013 年第 48 次新高，很多人误解为量化宽松的结果，但日本等国也曾量化宽松多年，其股市并未屡创新高。

盈利上升是驱动美股上涨的主要原因。简化来看，股价 P 取决于 PE 和 Earning。PE 目前基本属于正常估值，S&P500 目前 PE 预期仅达 16-17，仍低于历史均值的 20，而泡沫时期曾超 30；S&P500 指数近 5 年翻了一倍，上市公司盈利也翻了一番，估值 5 年来变化不大或略微上升，可见股价上涨主要由盈利上升驱动。

上市公司大规模回购导致股市大幅上涨。从资金流动角度看，过去 5 年美国股市新进入资金不多，反而前几年是资金外流，2013 年虽有新增资金，但其中 80% 为公司回购，仅有 20%为新进入资金。因此，美股上涨并非由于量化宽松导致新增资金进入，而是在估值稳定的情况下由公司的大规模回购所致。反观新兴市场如巴西、俄罗斯等，股市表现则不好，本质区别在于新兴市场上市公司大量发行新股稀释了盈利。

个人看好 2014 年美股。S&P500 目前 PE 为 16-17,如果 2014 年盈利正常上升 5-10%，PE 不变情况下美股可能上升 5-10%；如果 PE 上升，则 S&P500 指数向上的空间巨大。2013 年美股呈现“小跌大涨”现象，每次小幅下跌后都出现大幅上涨，本周表现非常明显。2014 年会有很多此类交易机会，买入看涨期权可能获得丰厚回报。

四、美国财政情况远好于预期

目前美国财政情况实际非常好。2013 年预估美国政府收入增长约 5%，支出预估降 10%，赤字规模预估降低 30%，财政状况将得到巨大改善。美国政府 2013 年有几个月实现了财政盈余，导致每月

国债发行量出现下降。

联邦和地方财政情况普遍良好。分地区来看，最大的纽约州、加州等十几年来首次出现财政盈余，而中部、南部多个州如德州等财政一直有盈余。2013 年虽曾发生政府关门，但实际上在政府不断的协商过程中，今后财政情况会不断得到改善，支出下降，收入上升，赤字迅速下降。

五、能源成本优势引发美国制造业回流

美国近年出现的能源革命影响深远，目前美国石油、天然气、煤等的能源产量是全球第一，美国开始出口大量石油炼化产品。美国本土制造业所使用的能源的价格是日本、中国等的 1/3,能源成本有优势，使制造业回流美国。同时，美国制造业产出额仍然是全球第一，且未来有继续向上趋势。

六、美国企业对生产效率的追求抑制就业改善

美国目前就业数据不好，主要是由于企业 2013 年注重提高生产效益，企业收入上升，但不愿意增加雇佣人员，导致就业不好，进而导致人员成本可控。结果表现为企业盈利不断上升，但就业数据一般。

七、医疗改革提升美国经济效率

医改对美经济增长有巨大贡献。在美国没有医保的人医疗成本比有医保的人要高 60%，强制进入医保后可以降低这部分成本。医疗改革提高了社会效率，有助于降低医疗行业的过度利润，降低社会在医疗方面的成本支出，最终促进消费。个人认为医疗改革已大功告成，即便初期可能存在瑕疵，但仍是具有划时代意义的改革。

八、移民改革将是 2014 年美国宏观经济重大影响因素之一

2014 年美政府真正的目标是移民改革，虽未大规模讨论，但实

际上已在奥巴马这一任期作为重点。2014 年开始移民改革后将释放巨大生产力，美国目前存在上千万非法移民，上千万人从非法转为合法身份后对经济增长、劳动力成本等方面都会有重大推进。

九、欧洲股市表现分化

西班牙股市机会最多。西班牙公司国际化程度高，很多盈利来自其他国家，例如，西班牙最大的电信公司控股了德国的电信公司，西班牙建筑公司拥有伦敦最大的机场，西班牙银行业在拉丁美洲和欧洲各国都占有很大市场份额。西班牙股市股指在危机前高点约为 16000，最低曾跌至 6000，目前 9000 左右，仍有上升空间。

法国股市需回避。法国上市公司存在成本问题，并且其国际化程度不如西班牙。

十、问答环节

Q1：19 日除资源型新兴市场国家外，其他新兴市场股市都随美股上涨，其原因何在？

A1：不同国家的情况需要具体分析。韩国已经彻底转型，其最大的公司如三星等完全以发达国家消费品为主，因此其股市走势向美国靠拢。日本是由于在本身在实施内部经济刺激。其他新兴市场国家长期将体现出负面影响。

美元回流是大趋势，但不会短期完全体现在股市中。QE 此次仅仅减 100 亿，并且从 2014 年 1 月才开始，2014 年的情况还需要视市场发展而定。

Q2：市场对新兴市场的问题看得比较清楚，Tapering 后新兴市场会不会有 Relief？现在的情况很像 2012 年欧洲的情况，尾部风险

去掉后，整个欧洲在 2013 年的表现都是超预期的，会不会出现这种情况？对信用周期和信用市场的看法？

A2：短期来说，我同意美国股市不断上升，对新兴市场股市是正面效果，不光是 Relief，同时有可能拉高。但是从中期来看还是要回到基本面，新兴市场也要分国家，依赖商品出口的国家可能受打击比较大，商品消费驱动的国家可能受影响较小，而且很有可能有正面的影响。

历史上美国经济复苏或高速增长，对新兴市场都是正面拉动作用。但这次不一样，新兴市场不能指望靠大量出口到美国来实现经济增长。缺少这一因素，很难看到其它新兴市场持续上升的条件。与前段时间相比好一些，但牛市很难说。

实际上欧洲国家也有好和不好的。传统上投新兴市场的原因是追求增长潜力，而欧洲的情况则是一种受压资产，并不是价值资产。价值资产超跌之后，由于欧洲 2013 年极低的 PE 和极高的现金流、极高的分红，导致了上涨。即使现在西班牙股市还有很多公司分红股利能达到 6-8%。新兴市场很少能看到这样的公司，分红普遍很低。在分红很低的情况下，就不是做价值驱动而是成长驱动，需要有成长，但新兴市场的公司（如巴西的矿业公司或者俄罗斯的天然气石油公司）很难看到增长的潜力。这与欧洲的情况还不一样，新兴市场股市的估值较欧洲股市高出很多，很难看到安全边际在什么地方。

整体来看，各个经济体还是在去杠杆过程中，不是银行不想贷或贷得少，而是公司和个人借的少，美国信用卡付款率一直在提高。说

明还没有回到原来信用增长的阶段，现在还在去杠杆过程之中。公司杠杆也没有起来，虽然有一定提高，但仍有巨额现金。

Q3：如何理解"美元荒"？

A3："美元荒"实际上是美元支付问题，发生在美国之外，也是新兴市场受到冲击的原因。

在历史上曾发生过类似情况，例如墨西哥金融危机，就是因为93-94 年美联储开始提高利率，导致美元资产在美国本土获得的收益率相对提高，这样不论是美国还是国际的投资者，其他国家对其资金的吸引力下降，所以资金有回流美国的趋势，实际上还是追求利益。如果美国股市或是货币市场的收益很高，就没有必要去承担额外的风险。

另外一方面，美国的贸易逆差在下降，而美元总体数量有限，实际上表明可在美国境外交易的美元量在降低，就导致别国美元存量降低，这也是一种美元荒的体现。历史上也发生过几次，最终还是要靠中央银行间的协调。

美元荒整体上不会马上就有大的体现，但会是下一阶段的一个长期趋势。

Q4：QE 退出中潜在的通缩风险有多大？对市场有何影响？

A4：通缩的风险确实存在。通缩风险也是联储最担心的问题，伯南克 19 日在记者招待会中反复提到"要防止通胀预期上升，但也要防止通胀降的太快。"从影响通胀的因素来看，目前货币发行量高，货币流动速度低，需求不足，导致通胀偏低。

通货膨胀最终归结于劳工成本问题。现在美国很多大公司的生产效率已经提升到极致，未来将必须增加雇佣员工才能满足需求，劳动力市场不断改善后，通货紧缩的风险不会过大。如果就业市场改善，劳动力议价权提高，工资将出现上涨趋势，通胀随之上升。实际上美国近 5-10 年工资水平基本停滞，没有上涨。

在通货膨胀和通货紧缩间掌握平衡至关重要。既不能使通货膨胀失控，也不能进入通缩，联储出于这方面担心也需要在政策执行中持续观察数据，例如 19 日将购买量从 850 亿降到 750 亿美元，未来将逐步下降而不会一步到位。新任命的联储副主席曾表示"联储不应该对将来的情况作太多的承诺，而应该靠数据说话"，相信这代表了 2014 年的情况。

Q5：此次 Tapering 分别每月削减 50 亿美元的美债和 MBS 购买量，如何看待对 Mortgage 市场的冲击？以及对美国房地产市场的看法？

A5：分边各放 50 亿完全是技术性措施，在利率回复正常化过程中，不论是短期还是长期利率水平我认为都会往上走，这样就对于 Mortgage 和房地产都有久期风险。一般来说，美国长期利率每上涨 1%，房地产价格将下跌 10%，或者说居民的房产购买力水平下降 10%。因此 2014 年将会是一个各种因素互相博弈的结果：从需求角度，随着市场利率上升，美国居民对于买房的需求和购买力水平在下降；但另外一方面，从经济本身角度来看，美国经济不断复苏，高端

购买力非常高，个别城市（如纽约、加州）房价可能会进入泡沫期继续上涨，但是相对平民较多的地区房价可能不会上涨太多，甚至下跌。

这样就要看两种因素互相均衡的过程，即利率上升导致购买力下降与经济复苏增长之间的均衡。如果看房地产指数，整体上比较稳定，但是有的地区可能过热，有的地区就可能没有什么影响，甚至有可能下跌。

此外还有一个因素，利率提高，大量美元回流美国，也可能对美国房地产市场起到推动作用。美国现在高端的地区（如迈阿密）很明显，完全是海外购买力的驱动。

Q6：海外投资者对三中全会改革措施及改革前景的看法？

A6：机构投资者在中国长期投资的基数低，2014 年会增加，但量还是有限。一方面海外投资者（包括美国投资者）投资于中国股市的投资配置非常低，很多机构是零，起点很低。另一方面，机构投资者认为三中全会是个利好，有可能会增加对中国股市的投资，但我认为这是一个长期渐进的过程。对于短期炒作的快钱，主要是通过香港的股市，快进快出，量也有限。总体上，机构对于三中全会还保持了较为正面的看法，但仍有很多争论，在于各类措施推行的速度能否达到市场的预期。

Q7：人民币汇率是否过度升值？中国市场有没有系统性风险？

A7-1：陈凯丰先生：首先大趋势和小趋势要区分开来。从大趋势来讲，中国经济在高速增长，而经济体在增长过程中货币升值也符合

预期，例如原来日元、德国马克、瑞士法郎在经济增长的背景下的升值都可以理解。

从短期技术性角度来说，人民币确实升值过快，特别是在这一轮，人民币升值是针对美元而言，而美元兑全球主要货币（包括新兴市场货币、日元等）都在升值，实际上造成了人民币对全球货币升值加倍的效果。最终还是要权衡对美元及主要货币的币值关系。

从二战之后到现在，美国政府也不希望美元升值过快，因此个人认为下一步美元不会过快升值，相对来说对人民的压力也会减小。

人民币快速升值还有一个原因，就是市场预期。人民币多年缓慢升值已经对市场造成了升值预期，这样就有很多热钱赌升值，包括我见过一些海外的基金，他们唯一的目的就是将钱放在中国等待升值，这就导致不健康的外汇流动。如果用市场的方式来解决，放宽上下浮动限制，在人民升值的同时也有贬值的机会，消灭单向赌升值的预期，对于人民币汇率稳定及长期市场化有重要帮助。

A7-2：李山泉先生：人民币问题很难说，因为汇率不是市场化的行为，无法明确人民币对美元或其它主要货币汇率在什么水平最合适。按照西方的观点，可自由兑换的时候，能够在市场上寻找到合适的位置，货币本身就是符号和资本供需关系。

国内有些看法认为升值空间也不大，因为中国也面临一系列问题，如果币值过高则对经济打击过大，结构调整需要时间，依赖出口的状况短期内转变不了。如果人民币继续升值，出口产品的竞争力将持续

下降，特别是在没有垄断性特殊商品的状况下，将受到别国替代品的竞争。

应对办法上，长期缓慢升值可以接受，同时研究如何实现人民币可自由兑换。这就存在一个问题，有大量外资希望进入中国，同时中国对国际的投资需求也很大，很多企业想走出去。如果将这些因素都考虑在内，个人认为即便实现人民币全面放开，汇率也不会大幅升高或下降。

未来要逐步让市场起作用，对央行和外汇管机构提出了较高的要求，在动态、市场的条件下，还能够干预汇市，不至于让人民币汇率不可控。这是央行最大的担忧，也是在汇改方面进展缓慢的原因。未来的方向还是要建立市场，真正实现兑换，而不是国有大银行之间的买卖，只有在交易中才能发现市场的需求，才能控制好。

目前的升值一定程度上是由于利息差过大，人民币基本上是全球利息率最高的货币之一。如果能在美国借到资金运作到中国去，利息差加上人民币升值，回报率能达到 6%，如果这方面没有改变，人民币升值的状况难以改变。

Q8：美国制造业回流的情况如何？对中国等以制造业为主的国家有何影响？

A8：美国制造业回流对中国不会构成太多直接竞争。美国制造业回流、复苏很快，但以中、高端制造业为主，而且回流也有分工的过程。实际上墨西哥与中国的竞争相对更高，从产业链来看，美国能源革命导致高端制造业留在美国，但很多低端制造业流向墨西哥，由

于美国和墨西哥间有自由贸易区，墨西哥可能替代一部分中国的制造业。

制造业面临的情况具有不可比性。大部分制造业仍要靠能源为主，美国能源价格低廉，能源消耗较高的石油、炼油等制造业回流是不可避免的大趋势。

内生性需求拉动美国制造业回流。外贸并不是美国经济中特别重要的部分，美国恢复经济增长后消费需求提高，而制造业回流增加供给。

美国制造业回流是大趋势，目前增长非常快，尤其是在南部几州。

Q9：如果细看美国的就业数据，改善来自于低端职业，说明了什么？是不是美国经济结构已改变？

A9：现在就业是个结构性问题，高端职业就业相对较少，增加的主要在低端行业。美国的企业特别是制造业还是注重提高生产率，而不是提高就业人数或就业率，以后也很难得到大的改善。经济体的复苏对就业还是会有一定帮助，但并不代表会解决结构性问题。短期比较难解决，但并不影响投资，并且实际上对于投资美国股市是利好，因为企业利润率在上升。

Q10：对日本股市的看法？

A10：对日本股市非常不看好。短期以炒作为主可以做多，但长期是非常不看好。整体上还是因为日本这个经济体存在很多问题，例如人口就是最大的问题，人口导致了日本政府财政问题，未来一定会有大危机；其次是缺少竞争力，日本公司近几年整体上竞争力都在下

降，包括在日本的调研也是这样的结论。此外如果日元汇率不断下跌，存在失控的可能性，对于经济的打击将非常大。同时日本能源进口量很高，核电站关停之后，需要进口天然气等能源，其能源成本比美国高 5-6 倍，作为一个经济体不能够有效参与国际市场的竞争。

第 3 辑

(2013.12.27)

美联储 Tapering 开始后的美国市场及对中国银行不良率隐患的观察等

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

张克先生，现任美国亚洲金融协会总会(Asian Financial Society)董事会主席。该会1984年成立于纽约，目前全球4000多会员，其22个专业分会覆盖了现代金融业的22个主要业务和监管职能领域。

张克先生拥有近20年金融领域的国际化工作经验，曾先后任职于若干全球知名金融机构进行资产管理与投资交易，工作经验兼具机构自营交易，私募股权投资，房地产融资，短期资金调拨等领域。

张克先生目前就职于美国德意志银行，在资产与私人银行财富管理部门从事资管与服务工作，为德银客户在美国的潜在投资与并购行为提供指导建议，包括投资并购项目分析，风险评估，安排私行资金配置及优化资金方案等。同时，对总计近100亿美元的私行客户存款和总计150亿美元的私行客户贷款进行资金总体调拨与预期配置，利率风险和流动性风险的总量控制，以确保德银美洲分行资产与私人银

行财富管理部门的资产负之前，张克先生曾先后工作于美国JP摩根大通银行资本市场部及日本大和资本自营交易部。2008年金融危机时因曾预见了美国房贷债券潜在危机，为大和资本及时成功规避了28亿美元MBS交易损失，直接贡献当年大和资本公司业绩峰值，获提升为副总监。在9/11事件之前，张克先生曾在新加坡泛太平洋集团从事私募股权投资业务近8 年，在大中华区和北美地区，曾对多个领域(房地产，消费电子，电信和工业产品等)150多家企业和项目进行过投放评审，累积成功完成了15个项目投放，总投放金额1.75亿美元。截至2009年实现全部退出，收益良好。张克曾兼任加拿大魁省经济开发署经济发展顾问。

张克获有美国纽约大学工商管理硕士MBA及中国对外经济贸易大学经济学学士学位，并曾于新加坡国立大学兼任研究学者(ResearchScholar)，研究“全要素技术与管理投入对经济持续增长与繁荣的贡献之香港案例分析”。1996年11月，荣誉获邀加入新加坡公民籍。

张克先生现与家人居于美国新泽西州普林斯顿区。张克先生，现任美国亚洲金融协会总会(Asian Financial Society)董事会主席。该会1984年成立于纽约，目前全球4000多会员，其22个专业分会覆盖了现代金融业的22个主要业务和监管职能领域。

张克先生拥有近20年金融领域的国际化工作经验，曾先后任职于若干全球知名金融机构进行资产管理与投资交易，工作经验兼具机构自营交易，私募股权投资，房地产融资，短期资金调拨等领域。

张克先生目前就职于美国德意志银行，在资产与私人银行财富管理部门从事资管与服务工作，为德银客户在美国的潜在投资与并购行为提供指导建议，包括投资并购项目分析，风险评估，安排私行资金配置及优化资金方案等。同时，对总计近100亿美元的私行客户存款和总计150亿美元的私行客户贷款进行资金总体调拨与预期配置，利率风险和流动性风险的总量控制，以确保德银美洲分行资产与私人银行财富管理部门的资产负债匹配。

之前，张克先生曾先后工作于美国JP摩根大通银行资本市场部及日本大和资本自营交易部。2008年金融危机时因曾预见了美国房贷债券潜在危机，为大和资本及时成功规避了28亿美元MBS交易损失，直接贡献当年大和资本公司业绩峰值，获提升为副总监。

在9/11事件之前，张克先生曾在新加坡泛太平洋集团从事私募股权投资业务近8 年，在大中华区和北美地区，曾对多个领域(房地产，消费电子，电信和工业产品等)150多家企业和项目进行过投放评审，累积成功完成了15个项目投放，总投放金额1.75亿美元。截至2009年实现全部退出，收益良好。张克曾兼任加拿大魁省经济开发署经济发展顾问。

张克获有美国纽约大学工商管理硕士MBA及中国对外经济贸易大学经济学学士学位，并曾于新加坡国立大学兼任研究学者(ResearchScholar)，研究“全要素技术与管理投入对经济持续增长与繁荣的贡献之香港案例分析”。1996年11月，荣誉获邀加入新加坡公民籍。

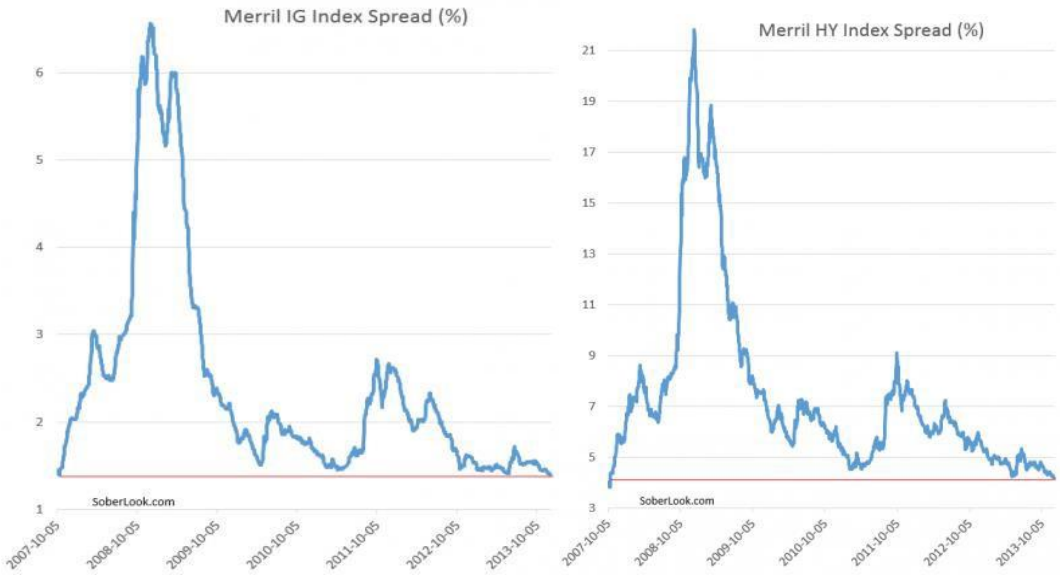
张克先生现与家人居于美国新泽西州普林斯顿区。

一、联储Tapering伊始，美国股债市场平静

美国市场的投资者们对于退出量化宽松已经有足够多的预期，缩减QE采购量后，市场表现相对平静。一个因素大概是由于这一周有圣诞节，加上整个十二月份以来，大的经济数据如GDP增幅、新增非农就业机会/失业率、零售额，以及小一些的数据像消费者信心指数、续请失业金人数、个人消费支出等都显示出一个好的市场层面和状况。如果仔细看一下美国债券市场，波动上扬基本有限，债市的成交量小，除收益率曲线有所陡化(Steepening)，并没有出现利率全面大规模骤然升高的现象。另外一方面，除了最近股市急转直上，股市屡创新高，标准普尔每个行业都在上涨外，总体来说金融市场反应非常平静，更表明市场对Taper已有过了足够的心理预期。

风险偏好上升，美国公司债进入强势阶段，但可能是泡沫状态。美国市场当前基准利率低，美国的公司债与国债间的利差是六年来最低，公司债包括了垃圾债券和投资级别的债券。参考美林高收益债券的数据，公司债券利差为IG（可投资级别）1.4%左右，HY（垃圾债券）4.0%左右。企业债券应该有足够的风险溢价，但现在公司债与美国国债利差如此之小，显示出市场投资者对于风险偏好的强度越来越强。从交易的角度来讲，公司债券投资进入了一个强势的阶段，但颇有可能是一个泡沫性的状态。针对这一点，可以考虑做

一些Spread交易策略，比如说Long债券利差的交易。



继续看好美国股市。股市虽然屡创新高，但是标准普尔的市盈率仍然只有 18 倍左右，估值还远算不太高。而且美国公司现金流充裕，盈利能力不错。如果中国国内的资金投到美国，要把行业投资和近来风潮迭起的中资跨境并购联系起来。至于中国和美国跨境的市场，有一个有趣的现象。债市方面，美国的十年期国债收益率为 3%,而中国的十年期国债收益率为 4.5%+，有 150 基点的利差。虽然涉及外资进入不方便的问题，但对于中国四万亿美元债市仍然是值得观察的问题。

二、基于一级市场经验对国内问题的思考

首先是中国公司来美国的上市包装问题。众所周知，中国股票最近一段时间在美国市场遭到强烈阻击。很多中国公司在国家开发银行资金的帮助下在美国下市，这种行为对美国投资人来说是很难理解的现象，因为投资人会认为这是国家资本在出面干扰，但是这类事件已确实发生。

1. 以当年“人人网”在美国上市招股材料为例的思考

2011 年人人网在美国上市，当时我在大和资本自营交易台工作，曾针对这这只股票要不要建仓做过激烈的讨论，我的立场是坚持不予建仓，事后证明结论正确，该股从头破发，确实不能建。当时我认为“人人”不能建仓观点有四，其一：定价没道理，当时的定价最多为营收额（Revenue）,而不是净利润（Earning）的 67 倍。技术型公司波动性就很大，而 67 倍的 Top Line(而非 Bottom Line)估值太高，投资人无法接受。其二，现金流是负的。负的现金流使得公司的盈利一片血红。其三，人人声称自己是中国的 Facebook，可是 Facebook 在中国是被禁止的，中国的 Facebook 真的那么值得青睐吗？其四，美国的很多投资人无法意识到的一点，人人的报告书里面显示，活跃用户数量为一亿两千五百万。这个数字从政治层面上说不符合维持稳定的要求；如果这个数字是真的，就意味着公司的上升空间由于政治的原因不会再继续追高了—因为中共党员也不过 7500 万。第三和第四点很典型的不是二级市场的一些思路，而是在一级市场上经常要考察推敲的细节东西。供大家参考。

2. 对中国债券市场的担忧

中国银监会公布的银行不良贷款率小于 1%，2011,2012,2013 年银监会公布的中国商业银行不良贷款率分别是 0.96%，0.95%，0.97%，远远优于同期国外大型商业银行的不良贷款率，国外的不良贷款率在 4-5%左右。对于公布的这个中国不良率这个说法，我持怀疑态度。我提供了如下三组数据：第一组，近年来，市场都在强调社会融资规模、社会融资结构、减少信贷比例、提高债券在总量中的比重。所以

过去几年中国的债券市场在不断发展，最近在朝着四万亿美元的总量发展。第二组，从增速上来看，过去十年中国社会融资规模年均增长是22%，2012年的年度增幅为20%，2013年的年度增幅为14%。第三组数据是银行贷款在社会总融资所占的比重，在2000年时比重接近90%，现在的比重为50%左右。

从这三组数据来看，一方面，非银行贷款的融资方式大规模涌现，另外一方面，银行贷款的比重直线下降，但是，比起国外的不良贷款率，中国银行业是一片大 好。但是从另一组数据可以发现，每当债券激增的时候，银行的债券持有数量同 步增长。历史数据显示2008年以来，银行持有债券的年均增幅达到了27%，这种同步性令人怀疑。另一方面，中国储蓄的绝大部分掌握在五大国有银行手里，而随着中国债市逐步启动，五大国有银行的持债比例也随之稳步升高。持有储蓄的比 率三分之二左右，持有债券比重也为三分之二，剩下三分之一的债券由国企持有，而国企是拥有大量很优惠便宜的银行贷款资源的。这组数据暗示着造成银行信贷比降低的另外一个原因是以前银行的贷款资产今天客观上被置换成了债券资产？这会不会是改头换面的另外一种形态，也就是说国有银行是债券市场上最大的买家。如果属实，那么一级市场和二级市场之间的置换和衔接的环节就随之出现了。

债券流动性差，定价机制不完善。进一步追踪，中国的银行在建仓持有债券以后，往往不在二级市场积极地交易，而是一直持有到到期日。如果这个观察是正确的话，将造成两个后果，其一，债券的流

动性客观上非常之低，其二，由于低流动性，使得债券持有价值的定价难以按市价调整。如果债券数量不大则罢了，但是正相反，截止到目前为止，银行持有债券已经达到银行总资产的三分之一。

这将衍生出一系列问题，银行之资产负债表上停留的债券的价值盈亏很有可能未被市场充分体现。例如，有的政策性金融机构在过去几年里，找国有银行发长债融资，然后把地方政府的短期银行贷款买下，然后把它重新分账，编入到自己的长期贷款中。这种大手笔看上去是人人高兴，皆大欢喜。但是长期以来，这些银行贷款转变成的债券的价值很可能无法按市价 Mark-to-Market 调整，而是按模型理论 Mark-to-Model 计价，那么所导致的盈亏损益又是如何体现如何解决的呢？

因此，如果上述观察推测属实，那么银监会公布的银行不良贷款比率小于 1%的数据很可能是被债券置换“遮幅”以后的数据，换句话说，债市虽无意中却客观上反倒起了吸收和掩盖不良贷款问题的一个作用。这个问题很值得讨论，因为一级市场和二级市场之间的转换和纠缠可能会带来一系列潜在的问题的延时爆发。其一，银行一方面持有太多债券导致拨备不足。其二，既然存在拨备不足的问题，一旦出现大面积违约，则存在系统风险。其三，客观导致银行资产质量下降却被掩盖的问题。而一旦被发现时，必是冰冻三尺之后，届时银行股价一定会遭重创。而中国的银行股历来都是中国股市的领头羊、重仓股，重创后果令人堪忧。所以从各方面来说，这都值得深思。

三、对海外私人银行业务的认识及中国企业跨境并购的建议

海外私人银行不只是个人银行，可处理个人银行业务和企业业务。国内企业业主对海外私人银行（此处私人银行不是指是否上市）的认识通常是个人银行，以为海外私人银行仅处理个人银行的业务。其实不然，私人银行实质上是一个巨大的、针对高端企业客户的入口，在这里可以处理业主的私人银行业务，例如个人的理财；也可以处理这些私人业主的企业业务，例如企业的净资产投资、在二级市场简单的资金投放、艺术品拍卖等的短期的资金调拨、买私人飞机的资金调拨，还包括企业资本在海外资金的私募配售和资金调拨组织。海外的私人银行可处理上述很多业务拥有丰富的资源，中国企业业主在不清楚的状况下，在美国往往只使用最普通的银行业务或低端的柜台服务，是资源的巨大的浪费。

国内的并购分为“硬资产并购”和“软资产并购”，受主观期望因素影响，“软资产”评估浮动更大。“硬资产”指的是房地产等，这类资产通常更易于相对独立和客观地预测收益率。根据市场的规律，经过相对标准化的银行流程获得财务杠杆，可提高收益率。“软资产”则往往依托原有公司业务模块进行品牌、技术、渠道的并购，“软资产”在跨境并购时，常常是对原有的业务进行配套和延伸，评估时通常会因为掺杂了一些主观期望因素会导致“软资产”评估的浮动大于“硬资产”。

美国信贷条例简明，私人银行资源丰富，相比国内更具有竞争力，并购时应有意识寻找这类资源。建议在国外，不要仅想着使用国内中、农、商、建、交五大行及进出口行、国开行的信贷资源，还可充分利

用美国的银行资源。因为相对来说，美国的信贷条例简单明了，银行商业导向，更加注重于在商言商，不用担心美国政府的“外国投资监管委员会”等状况。而且美国银行对中国的境外并购大多从业务上持欢迎的态度，这种态度直接体现在他们所提供的服务上。另外，海外私人银行所提供的服务包括对个人和企业业务的支持和服务，在境外并购时应有意识寻找这方面的资源，这类资源比国内的资源更有竞争力、成本更易于控制，也是尽快建立本地的信用积累的渠道。

四、问答环节

Q1：从长期来看，美元的走势如何？同时在美国的制造业复苏此背景下，对新兴市场国家有何影响？

A1：其一，从长期来看，美元走势看好。因为美元背后的支持和经济实体的恢复情况较好，纵观全球，美国、欧洲、日本，美国起到了主导作用。从中长期来看，未来两三年美元走势看好。

其二，中美经济相互交叉融合，人民币和美元的汇率不会大幅度波动。美元长期的走势看多看好是相对于欧元、日元这类可自由兑换货币，但人民币尚不属于此类。美元和人民币由于两国的经济相互交叉的关系，汇率若大幅波动，必会对其中一方造成损失和伤害。过去几年人民币升值主要是政治因素的作用，而从经典的利率掉期或购买力平价理论来看，人民币不一定会升值，相反还有可能贬值，再缓慢升值和波动。当两国的经济交叉到达一定的均衡点时，双方都是处于不断进行博弈的过程之中，所以不应允许出现太大的波动。假若出现

巨大的波动，双方之中必有一方会受到严重伤害，因而是不愿承受的。这与进出口、外汇储备存放评估状况等是密切相关的。

Q2：债券市场是否有回流的迹象？

A2：这种状况实质上是大量的人民币流向国外，流动方式在是国内无从监管和监测的。例如新加坡银行在中国的分行就可以进行此类内存外贷业务，客户在国内存人民币，在国外贷出美元。中资银行进行内存外贷信贷比很低，而新加坡等外资银行缺人民币，对人民币的渴求高，内存外贷比很高可达到 90%，这时资金并没有过境，国内无从监管和监测。但从客户的角度来看，人民币已经转换后实质上是流向了国外。

Q3：国际范围内，债市回流表现不明显，股市回流表现明显的趋势有何新的变化？

A3：股市回流大于债市回流，这种回流趋势没有发生重要的改变，是符合常理的。当前利率上涨，除非特定的原因，资金进入债市越来越少；然而进股市的资金要求相对为灵活，所以股市资金的流动性会强很多，更多资金进出股市。

Q4：在利率市场化的背景下，对中国债市收益率变化及债市股市的看法？

A4：利率方面短期内个人认为还是会升高，中长期才可能回落。利率市场化进程和程度涉及时间长短快慢的问题，而在美国也不是实现利率市场化，利率就一定降低，也存在上升的情况，更多是市场作用。因此在当前国内资金相对紧张的情况下，利率不见得会降低，反

而有可能升高，从而挤压银行的净利息收入。那么预计未来可能会有一批资金量不大、存款不多的小机构（例如城商行、农业信用社、小型券商）将面临一轮经营压力甚至可能会出现个别的危机，之后便是大型银行并购这些小机构，即形成由利率市场化引发的金融机构大对小、中对小的并购狂潮。希望并购狂潮之后能够形成规模上相对稳定的市场。

在美国 Taper 之后其他市场均有所反应，但中国股市仍处在低点。如果因为利率市场化，资金价格能够降下来，那么对股市可能是个利好；但如果资金价格升高，那么对股市无疑是不利的。

此外，海外的资金不是不想进入中国债务市场，而目前主要是存在监管部门的限制。如果随着利率市场化的推动和深化，利率进一步升高，那么想进入中国债券市场的资金或许将会再作考虑。

Q5：银行活期储蓄开始转向理财和货币市场，这对银行业有什么影响？

A5：当前活期储蓄有部分被金融脱媒，信托、理财产品等吸走，当前只是起到活跃市场的作用，但我相信将来一行三会一定会对此进行协调、监管、整顿、乃至管制。举个例子，6 月在国内做配售时，有人说他们收到的类似产品收益能达到承诺 16%，我当时就询问：如果这是承诺收益，那几乎相当于定期存款 CD。而如果借资成本就达到 16%，加上 5%的预期收益、5%的经营费用、5%的误差空间，那么经营收益至少要达到 30%，这样的项目存不存在，我表示怀疑。表

外信托、影子银行过去一段时间对国内产生了很大影响，因此未来一行三会一定会进行整顿。

Q6：当非标的无风险收益率持续走高，会不会引发金融动荡，导致金融体系的崩塌？会不会出现地方融资平台、企业融资等信托风险导致的刚性支付的危机？

A6：首先，中国地方债存在无法承兑偿付的隐患。前段时间，国开银行买下了地方政府欠商业银行的短期贷款，然后记入自己的长期贷款，这种做法本身其实是以时间换空间，延时了问题，但并没有解决问题。风险敞口并没有因此而消失，只是利用时间和空间的交错来化解一些地方政府的眼前的债务问题。也就是把短痛化为长痛，之所以说是痛，主要是从偿贷支付能力角度来说的。

此外，另外一个观点则认为中国地方债不是问题。其逻辑有两条，一是政府的资产足够的大，瞬间可以卖掉一些流动性好的资产来消化掉到期的债务问题；二是政府的行政能力具有强大的协调统一整合和指挥调动能力。西方经济学的政府概念不可与其同日而语。这个观点也说明西方经济学无法完全搞定中国的经济，这就是中国特色之一。

第 4 辑

(2014.1.4)

资产证券化：来自美国的经验及中美比较

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李叶先生，博士，注册金融分析师，现任 CANTORFITZGERALD 的董事总经理/合伙人，从事证券交易和市场开发（2012 年 1 月起）。CANTOR FITZGERALD 是全球机构权益和固定收益市场领先的金融服务提供商，也是美国政府债券最大的承销商。之前，李叶先生曾任 MF GLOBAL 的策略师（2011 年 7 月至 11 月），黑岩（BLACKROCK，2008 年 1 月至 2011 年 7 月）和汇丰（HSBC，2005 年6 月至 2008 年 11 月）的房贷和房市的资深研究员。在进入金融行业之前，李叶是资深的信息技术工程师，曾担任过美联社的多媒体技术总监，于 1998 年率领美联社的技术团队，获得 SMITHSONIA 新技术革新奖。李叶于 1986 年获得李政道博士的 CUSPEA（中美物理联合招生）奖学金，并因此来美求学，获得了罗格斯大学的物理博士学位。

一、资产证券化市场的推动力：利益驱动为市场众多参与主体带来好处，是资产证券化市场持续发展的动力。

对监管机构来说，资产证券化一方面能够实现风险转移，降低系统性风险；另一方面将不可交易的资产转为可交易资产，提高资本市场的流动性。

对融资方来说，资产证券可降低融资成本。一方面，风险转移带来风险资产监管成本的优惠；另一方面，证券化提供了更廉价的融资途径。

对投资者来说，资产证券化创造了高收益资产，同时也提供了多样化、个性化的产品以满足特殊的投资需求。

对发行人而言，可以提供套利机会。

二、资产证券市场的横向比较：中美两国市场对比

美国资产证券化产品占债券市场的四分之一左右，中国资产证券化产品仅占债券市场的七分之一左右。资产证券化产品是一个重要的债券品种，中国市场刚刚起步，还有很大上升空间。

美国债券市场存量约 40 万亿，占 GDP 的 240%左右。国债、房贷、企业债是前三大品种，占总量的四分之三以上。资产证券化产品（包括房贷）占总额四分之一以上，年发行量约 7 万亿，平均期限 5-7 年。从基础资产分类看，美国资产证券化产品的基础资产几乎都是个人债务：房贷占 88%、汽车贷款占 1.6%、信用卡占 1.3%。

中国市场总债务占 GDP 的比重有不同的解读，目前可以得到

的数据在 220%左右。其中政府约占 GDP 的 60%，企业债约占 GDP 的 130%，居民债务约占 GDP 的 30%。资产证券余额在 500 亿以下，占 GDP 不到千分之一。

相对 GDP 而言，中美两国债务总规模相差不多，但中国的企业债是美国的两倍左右，居民债务则相对低很多。中国居民的高储蓄偏好是其中的重要原因。中国的资产证券化处于起步阶段，目前规模占比几乎可以忽略不计。可以预计，未来，中国资产证券化市场的基础资产或由银行贷款转向个人资产或债券。

三、资产证券市场的纵向比较：美国市场危机前后对比

从市场波动的趋势看，资产证券化市场有自己的大周期和小周期。大周期，如2001-2005 年的疯狂膨胀、2007-2009 年的金融危机至今仍在底部徘徊。

小周期，如 2010-2012 年的小高潮、以及2013年的人为出清。在金融危机期间，美国有数百家银行因资产证券化产品倒闭，当时市场一片悲戚，可以说至今犹在眼前。

1、资产证券市场的几个第一次：1968 年，第一单 MBS 由吉利美发行。1985 年，第一单汽车贷款 CLO 出现。1987 年，第一单信用卡贷款 CLO 问世。总体而言，美国资产证券化历史较长，目前较成熟。

2、资产证券化市场较为成熟、健康。从 1968 年吉利美发行第一单住房抵押贷款证券化产品以来，资产证券发行量有过扩张期也有收缩期。近 20 年的发行量平均增速为每年 4-5%，基本上与

GDP 增长同步，总体看市场成熟、健康。

3、危机有更深层次原因。2007-2008 年金融危机至今经济还未完全恢复，人们往往将危机归罪于资产证券化产品，尤其是以次级贷款为基础资产的。但实际上资产证券化（特别是次贷）的扩张只是将危机提前了、加深了。当时整个经济存在大量泡沫，疯狂扩张不仅仅体现在次贷上，也表现在其他资产上，表现在储蓄率大幅降低等显著的经济失衡上。危机有更深层次的原因之一，可以说是新兴国家与世界贸易的接轨引起了产业的转移，从而改变了世界格局，最终引起美国经济结构的改变。高杠杆只是危机的导火索，这也是为什么美国经济在去杠杆之后并没有迅速恢复。当前美国经济的问题对于企业部门来说其实可以说不是杠杆过高，而是过低。

4、金融危机所引发证券化市场的变化：2009 年的发行量极度紧缩。其次，观察子类变化，“非机构担保住房抵押贷款证券逐步消失，相应的市场份额大部分被吉利美等发行的机构担住房抵押贷款证券所取代（其目标对象和非机构担保房贷的目标对象相近），同时减少的还包括信用卡和学生贷款”。对比 2012 年和 2007 年发现，居民消费处于低杠杆期。

5、07-08 年金融危机暴露了资产证券化市场的两点弊病：1）评级公司和证券发行商。由于评级公司和投资者利益不一致，在证券发行商的压力下，评级公司可能会偏向发行方评级，损害投资者利益。2）危机后发现基础资产的服务商与债券持有者之间的利益冲突。低级债的价值取决于其期限，期限越长价值越高；而高级债

价格一般低于面值，期限越短价值越高。服务商往往是发行商的分支（子公司或母公司本身），多持有低级的资产证券，为了自身的利益，会通过亏损时间来增加低级证券的价值，从而损害高级债券的价值。这种现象在居民住房抵押债券 RMBS 市场较多，在商业房贷证券市场 CMBS 较少。

四、资产证券可持续发展的几大要素

资产证券可持续发展最根本的需求是健全的债务市场，包括三个方面：风险可以量化，市场完整高效，足够大的投资群体。具体来看：

1、可靠的违约处理过程。牵涉到立法和执法，海外投资者对中国债务市场缺乏信心的一个重要原因是，没有看到企业债务违约、破产、清算的完整流程，信用风险无法量化，从而投资者对产品没有足够的信心，风险溢价和融资成本升高，产品得不到市场的欢迎。

2、透明、统一标准的信息披露。可以减少投资者分析负担，降低交易成本，也与风险量化有关。

3、活跃的二级市场。为产品提供流动性，提供真实市场价格，有利于评估、对冲风险，提高市场效率。此外，美国跌停板制度的经验表明，跌停板时完全失去流动性，实际上提高了市场风险。

4、足够的衍生品。没有衍生品的市场是不完整的，尽管对冲基金往往将衍生品作为加杠杆的途径，但实际上衍生品的设计是为了对冲风险。衍生品的存在也能丰富非衍生品的种类，例如 IO 产品可以增加非衍生债券的票面组合。

5、高度发达的资产管理。对于资产证券化发展、特别是个人资产管理，非常重要。如果没有足够大的投资方，也就没有足够大的市场需求。在发达国家，有近四分之一的家庭收入来自于资产收益，而在中国这一比例非常小。中国养老金在税收制度方面的变化对资产管理是利好消息，能够刺激民众、机构对长期限产品的需求。

五、金融机构及个人在资产证券市场的投资机会

不同的金融机构有不同的投资需求。金融机构从参与资产证券化市场角度可以分为：银行，保险公司（包括养老金），基金管理公司，对冲基金，中介机构。在金融领域不是所有的机构都是从总回报的角度看投资，而是更为看重资产负债的匹配以及利差。不同种类的机构有不同的投资需求，银行喜欢短期债券，保险和养老金喜欢购买中长期债券，对冲基金喜欢衍生品，基金管理公司更看重总回报率。资产证券一般都是结构性产品，可以满足个性化需求，提供了利差，因而对机构有很大的吸引力。

个人投资者虽然无法直接投资资产证券，但可以间接通过基金管理公司实现总回报的需求。

在美国，房利美和房利美在 2013 年发行了风险共享的票据，有 150B 以上的获利空间，而一般的资产证券产品仅有几十个基点，所以获利空间相当大。目前，美国没有证券化过的房贷、非机构担保的房贷证券相对比较便宜。此外，考虑到美国目前房价较低，发行房地产收益权也有很大的发展前途，例如机构能够收购大量房地产，并进行出租，将租金权益证券化，将存在较大获利空间。

六、要把握住资产证券化的机遇

2006 年，美国市场的研究员都认为房地产市场泡沫随时可能破裂，房贷证券会崩溃，但没有人采取行动，反而怀疑也许走入的不是泡沫而是新时代。而现在也几乎存在一个共识，即中国即将进入资产证券化的黄金时代，如果同 06 年一样只是说说而不采取行动，是无法成为英雄的，把握这个大趋势，同时积极启动金融创新，具体从产品和商业模式角度把握这个机会，十分重要。

七、问答环节

Q1：中国的个人住房抵押资产证券发展缓慢，只在 2005 年和 2007 年发行了相关的住房抵押贷款，此后基本处在停滞状态，对此有什么评价？

A1：没有足够的需求。资产管理的发展，需要建立在足够的需求之上。只有充足的购买，才能有好的发展。

市场上的很多资产证券化并没有真正做到风险的转移。通过对去年的交易分析，风险并未从银行系统转移到非银行系统。以上两点很可能就是为什么监管机构在审批时会有所保留的原因。

Q2:美国资产证券化的结构中，MBS 产品主流，以企业应收款等为基础资产的较少。为什么企业通过资产证券化融资的形式在美国这么少？

A2:多元化的融资方式是为了降低融资成本。公司通过发行公司债券的形式融资已经可以满足需求，资产证券化增加了一道手续，增加了融资成本。一些不能发行债券的小公司，如果通过银行贷款

融资，融资成本高，此时可用 CLO 降低融资成本。

Q3：国内资产证券化市场是扭曲的市场，没有实现资产的出表，以减少投资者的风险负担。这也间接影响了市场发展，导致民间市场的旺盛需求无法被激发出来。如何真正实现规范的标准的市场？

A3：许多证券化没有实现风险的转移，导致监管的困难，被监管机构叫停的几率高。

民众对此类产品的需求小。我国私人贷款市场相比其他国家的民间市场还是相对较小。美国的个人贷款市场占比为 25%，而中国只有 3%-4%。

中国债务市场不是很完备，影响了投资者的信心。

只有解决了上述三个方面，才能实现规范化的资产证券化市场。

Q4：在金融危机前后，资产证券化市场投资者结构有没有变化？

A4：大致没有什么改变。投资者结构可以分为银行、保险机构、养老基金、基金管理者和对冲基金。其中，对冲基金占比很少。中介机构有时也会买走一部分卖不掉的债券。

如果权重有改变，则意味着有些产品的消失。比如说非机构担保的 MBS 产品，投资者的（penalty)很大，所以新的产品就少，没有足够多的盈利空间。而房地美和房利美发行的风险共享票据被认为风险更小，大机构像银行保险公司会被认为风险低，这也是为什么主要的债券是由吉利美、房地美和房利美发行的。想改变这种现状比较难，因为机构可以通过其他途径获得钱。

Q5：国内发行的 MBS 属于银行发起的，MBS 要想有好发展是否需要 agency MBS 是出现？

A5：Agency MBS 出现会有很大帮助。一个好的方法是政府帮助机构发行债券，民众对政府有很大的信心，这样会降低民众房贷的成本，从而会促进房市的发展，增长对房市的信心，与此同时可以让投资者慢慢熟悉资产证券。

Q6:中国住房贷款、信用卡等常规证券化发育的不好，贸然开始做更加复杂的资产证券化产品风险更大。如何看待这个问题？

A6：我国市场发育不好最大的原因还是没有活跃的二级市场。没有二级市场就没有流动性，没有流动性会影响产品受欢迎程度。银行，保险公司的积极性无法被调动，没有主动去发掘产品。市场的完整和高效是重要原因，二级市场必须非常活跃。

银行、基金交易系统与券商的交易系统没有合并在一起，信息交流不容易。银行信用卡收益率很高，银行把高收益资产拿出来的动机不强。而信用卡的坏账率没有违约数据可循，使得打包测算时心理没底，这些原因导致信用卡证券化做的比较少。

Q7：预测下资产证券化的路径，机构投资人机会在哪里？

A7：资产证券化要好好发展，需要健全的市场机制。

银行贷款是投资人主要的机会。从产品角度讲，资产来源主要是银行贷款、公共设施。中国有很大的压力要盘活存量，所以近几年资产来源还是银行贷款之类。信用卡、信用贷款具有较小的份额。因为基础资产的来源比较大，可以提供高收益的债券，当然也需要

很多定量分析。而定量分析想做的好，需要好的违约处理过程。这有可能成为资产证券化的瓶颈。

Q8：什么数据支持“资产证券化的黄金时代”的论点？

A8：由于需求大导致现在是资产证券化的好时代。中国有很多存量需要盘活，中国 GDP 大约 50 万亿元左右，而金钱供给约 100 万亿元，比值为 1:2，而美国这个比值是 60%。中国需要有这样一个市场来盘活存量。有需求，政府就会放松些监管来盘活存量，从而稳定市场的发展。

Q9：为何中国的房贷和信用卡贷款的证券化比例很小？

A9：光大银行总行资产管理部副总潘东点评：基础资产收益率低导致 MBS 发行较少。

中国房贷大量出现在 2006-2009 年，当时政府要求支持房贷，所以房贷价格是 75 折。到了最近，很多银行也想把房贷做成资产证券化产品，通过银行理财投资。可这时候房贷大多是固定利率的。按照房贷本身的价格算下来只有五点多的价格，如果加上证券化中间的成本，没有一家银行的理财或者投资者愿意去买。所以中国的 MBS 做的不好，很大程度上和因为基础资产的收益率太低有关系。

信用卡证券化存在两个问题：一是每家银行信用卡的收益率都很高，在 10%以上，因此银行将这一部分高收益资产拿出来的动机不强。二是信用卡的坏账率没有公开数据，所以在产品形成中进行测算时心里没底。

汇丰银行 Gary Ge:国内住房抵押贷款的信用风险与美国不同。国内首付高，对银行来讲，按揭抵押贷款，是比较安全的资产，银行如果需要把风险转移到表外，会先转移高风险的资产，而非风险较低的按揭贷款。

李叶先生：此外，个人贷款少导致 MBS比例小。如果比较两国债券市场结构，中国公司债相对 GDP的比值是美国的两倍，但是私人债非常小，导致了 MBS 少。

Q10：中美两国的资产证券化，基础资产不一样，美国以个人贷款为主，中国以企业贷款和政府平台贷款为主。下一步基础资产的聚焦点、增长点和爆发点在哪？

A10：银行贷款仍然是焦点。从供方和需求方两看基础资产。作为供方，中国很多公司的融资通过贷款和公司债券而来，而公司债券做的不完善，定价不合理。

在很长一段时间内，基础资产还是银行贷款。从需求方面看，这里涉及了投资者试水的问题。投资者需要对基础债券有足够大的信心。个人认为在中国解决违约处理过程问题之前，很难发展成主流基础资产。很可能在交易过程中有利益交换。

Q11：美国资产证券发行和监管时需要报备、报批吗？或者需要某些法律文件支持吗？

A11：美国大部分资产证券化产品不需要监管。美国基础资产大部分放在了机构的资产池中。很大部分是 CMO，CMO 没有信用风险，所以报备都非常简单，几秒钟生成一个文件提交即可。如果是

CLO 或 MBS 的话，往往会雇佣外部机构服务。雇佣海外公司或者海外服务的财会，也会雇佣金融公司的会计组做报表和法律方面的文件。

Q12：美国的银行是投资主体，此处的银行是指自营业务还是代客业务？

A12：这里指的是自营业务。在自营业务中，银行为存款付一定利息，然后买来一些债券，以获得更高的收益。此外，个人很关注 MBS 扭曲的问题。MBS 很大的一个特点是寿命不可预测。上次经历的金融危机是因为信用风险产生的，如果有下一轮经济危机的话，很有可能是因为久期错配产生的，存款所付利息和资产所获收益之间出现差异。

第 5 辑

(2014.1.6)

普惠金融及财富管理的发展与创新

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

唐宁先生，宜信公司创始人、CEO。唐宁曾就读于北京大学数学系，后赴美学习经济学，学成后在华尔街 DLJ 投资银行从事金融、电信、媒体及高科技类企业的上市、发债和并购业务。2000 年回国，加入亚信集团并任战略投资和兼并收购总监。

2006 年，唐宁创立中国领先的普惠金融与财富管理服务机构——宜信，将国外先进的理念和模式引进中国，通过助农、助学、助工、助商，帮助高成长群体实现信用的价值，助力建设中国的社会诚信体系。七年多以来，宜信已经在全国 100 多个城市和 20 多个中西部农村地区建立起强大的全国协同服务网络，并通过互联网和信贷技术创新，致力于为客户提供多产品、多服务、多渠道的普惠金融与财富管理服务。2010 年，国际顶级创业投资机构 KPCB 对宜信进行了千万美元级的战略投资。2011 年，IDG 资本和摩根士丹利亚洲投资基金（MSPEA）与宜信公司达成战略合作。这两家机构携手 KPCB 联合向宜信注资数千万美元，并将它们在过去多年投资金融与高科技等行业、帮助不同阶段企业成长的成功经验带进宜信，助力普惠金融和财富管理在中国的发展。

唐宁还担任工信部中小企业政策咨询团专家、清华大学 MBA 企业家导师、北京大学 MBA 校友导师、上海财经大学商学院客座教授等。

2011 年 7 月，唐宁荣获年度全球微型金融领军人物提名奖。2012 年 6 月，唐宁被北京市委评为“北京市创先争优优秀共产党员”。2013 年，唐宁荣获新浪网“互联网金融年度人物”。

一、普惠金融：宜信的实践与创新

十八届三中全会将发展普惠金融作为金融领域一项重要的举措写进决议。普惠金融和小微企业都是金融领域比较新的词。在十多年前，市场关注的焦点还在中小企业融资难问题上，而当时小微企业和个人融资则更是难上加难。经过政府和金融机构十几年的共同努力，中小企业，特别是中型企业融资难的问题得到了一定程度的缓解，很多商业银行用抵押担保的方式为中型企业和一部分小企业提供融资解决方案，解决一百万到几百万的资金需求，取得了不小的进展。目前，小微企业则成了关注的焦点。

1、普惠金融的受众群体

近年，小微企业融资难，个体户融资难和农户融资难的问题进入了我们的视野，而发展普惠金融的重点便在于这几类人群。有数据统计，小微企业群体约有 6000 多万，而在实践中，我们还发现了更为庞大的小微企业群。这其实是一个具有中国特色的群体：其中很多人都有固定的工作，同时参与到创业之中，创业过程中缺少几千元到几万元的资金，帮助这些人融资也属于普惠金融的范畴。国外小额资金的需求主要和消费相关，此外是救急；中国也有消费和救急的需求，不过小额微额资金需求主要还是来自全民创业。这可能和经济的发展阶段和民族特点有关，全国各地都存在小额创业的需求，不是个别区

域的问题。所以我们有几千万的全职的小微企业主和上亿的兼职小微企业主。

我们有一亿多经济上活跃的农户，这类群体不属于贫困群体。有别于尤努斯教授在孟加拉从事的扶贫、助农、小额信贷的实践，中国从发展阶段来讲，与孟加拉相比有很大不同。在中国农村，存在数以亿计的仍处于贫困线以下、迫切需要几千元小额信贷支持的农民，他们应该在普惠金融的服务范围。与此同时，还有更多经济上活跃的农户，或者从事种植养殖项目，或者城乡结合部的个体户等等。这类的人群也是普惠金融覆盖的对象。

这三类人群最为活跃，能够解决大量就业，同时在创新方面具有巨大推动力。

2、建立信用获取资金

上述三类人群的特点是社会资源匮乏，实物资产相对较少，因此传统金融体系中以抵押担保为主的融资手段不可行，其小额融资需求很难得到满足。实践的经验是帮助他们建立信用，能够无抵押无担保地获得资金，从而解决融资难问题。

中国的征信体系以政府监管部门主导，市场化的征信机构、征信模式少且原始。在我当年创业的时候，建立信用的理念并不被人看好，很多人认为中国没有信用文化，做个人信用相关事情不靠谱。诚然，中国的诚信体系、信用环境相比美国仍有很大的距离。美国除了有三大著名的征信局外，还有许多的征信局提供额外的个人信用数据分析、评估等服务。而在中国几乎都是不存在的，中国公民也没有信用评级和评分，仅在央行旗下有一家征信数据收集整理的机构，每个公民都有一个信用报告。在实践中我们发现市场需要这样的信用报告，报告将银行类金融机构中的房贷、信用卡、借款等信息，鉴于守信的情况，记录在案。这是属于政府监管部门主导的征信的体系，除此之外，市

场化的征信机构、征信模式少而且原始。另外，最近通过的《征信管理条例》允许面向个人的征信机构申请牌照、获取资质，这是一个很好的机会，中国需要建立类似美国的市场化的多家信用机构。

3、信贷技术方面的创新

给小微人群建立信用工作，怎样帮助他们获取无抵押、无担保信用资金，需要在信贷技术方面有所创新。在过去的实践之中，我们也尝试了不少做法。

针对农村妇女的格莱珉（Grameen）模式。贷款人如五个人的小组，使她们将彼此的社交信任转化为商业价值，将大家互相帮助、出事情互相负责的储户联保机制引进到农村，面向最贫困的农村妇女人群，帮助她们解决信用问题。

来自欧洲的信贷员模式。信贷员对小微企业进行两三个小时全方面的沟通交流，还可去查看电表水表、查看销售情况。信贷员走到小微企业的经营场所之中，和小微企业组加以交流。这样的方式可以帮助小微企业推演出财务报表，而不是像帮助大企业那样由大企业提供审计后的报表做信贷。我们的口号是"弯下腰来做小微、趴在地上做小微、把手弄脏做小微"。这和传统金融体系中做几亿甚至十几亿的大项目是不一样的。信贷员需要交叉盘问，一个问题从不同角度以不同方式多问几次，从而一方面考察了企业领导层对企业的熟悉度，另一方面查看是否有诚信问题。根本上讲，通过我们的体系，帮助小微企业生成报表，帮助他们计算现金流，而不是生硬地让他们提供。过去有过生硬的尝试，要么小微企业主就不来了，因为企业也不太懂该怎么做；要么小微企业就骗你，财务报表不可靠。所以传统的方式不可行，我们要用创新的方式解决这些问题。

帮助中小微电商的电商平台合作。平台自身有企业交易数据、相关信息，对我们了解小微企业起到相当大的作用。通过与电商的合作，

我们基于企业在电商平台上的表现，做出合适的模型，给企业评分评级，使得企业更好的获取资金。阿里巴巴的创新在于金融创新，基于对电商客户的了解，为客户提供适时的、便捷的资金。慧聪、马可波罗（注：均为 B2B 电商平台）在资源战略方面做法不同，所以我们采取了合作的方式。与电商平台合作，把他们的客户服务好。基于生成的数据，进行信用评级创新。基于我们过去服务过的近百万的客户的违约、践约实际情况做评分模型。最开始时由于没有客户，我们几乎是零数据，只能创新的调查是否是党员，学校期间是否是学生干部，是否有献血举措等情况作为数据。现在有了近百万客户群，基于过往违约践约情况建模，做评分卡。这种信贷工厂模式越来越可行，自动化更高。早期人为干预比较多，而现在随着体系的自学习，越来越强大，人为干预减少，形成以体系为主的判断。

上述提到的各种模式，都是信贷技术的创新，目的便是为小微企业主建立他们的信用。

4、征信措施的创新

在农村，非常贫困的农户资金需求为一千到几千，主要用途是养殖或者做一些很小的事情。农村经济活跃的农户资金需求在几万元的水平，城市里小微企业主、工薪阶层资金需求在一万美金上下的水平，有一些则更高。

人人有信用，信用有价值，但是中国信用体系落后，无法一时间都用信用方式解决资金获取的问题。

运用以物易物的融资方式，我们大力尝试了小微租赁的方式，取得了很好的成果。过去提到租赁都是大物件，但是小微人群来讲，过去没有适合他们的租赁行当。所以在我们创新推出小微租赁后，大家很不解，不明白租赁和小微如何搭上关系。业务开展一段时间后增长非常快，农村柴油化、煤油化经营过程中，发掘了大量的农村农机具

租赁的需求；城市中诸多特许加盟商，例如洗车房、美容店有获取资金租赁器材的需求。这种租赁的融资创新模式，切实帮助了小微企业主降低创业门槛。

5、资金的筹措

P2P 是最早的资金筹措方式。在 05 年，一个参加职业培训的毕业生群体有融资需求，这些参加职业培训的毕业生信用靠谱，他们从意愿上更想做好自己，学完后找到更好的工作，所以还款能力更好。更好的意愿加上更好的能力说明了更好的信用。当时他们找从事创新业务的机构，没有机构觉得靠谱。于是我个人成了一百多个大学毕业生的出借人，每个人借了大概一万出头的培训费。我们把风险控制、信用管理、信用教育的工作做好，最终受益后还要支付利息。结果 100 多个人都还了款，都很守信，这个现象鼓励了周围更多的人加入到我所做的事情之中。帮助别人的同时有较高的回报，是很好的事情，这是中国 P2P 的缘起事件之一。可以说，P2P 的发展推动离不开当时机构的不合作。P2P 的模式使得小额资金筹措成为可能，如果等机构来做，可能需要几年的时间。

创新机构的加入。由于 P2P 模式走出了一条路，有创新性进取心的机构看好小微人群，开始进入这个领域。现在小微企业资金来源有个人的和机构的，比如 T2P（信托对个人）、B2P（银行对个人）、P2P 等等，资金来源多样化，只要合法，多多益善，对发展普惠金融有很大推动作用。过去几年在信贷创新方面，在资金来源的创新方面，虽然时间不长，但是我们走了相当长的一条路。

对于发展普惠金融的来源来讲，小微是重点，信用是基础，突破靠创新。庞大的小微群体和活跃农户是发展普惠金融的重点。在资金获取问题上，关键是帮助他们获取信用，帮助他们获得多种资金获取渠道。从微观层面，大力进行创新，从宏观层面上，希望信贷体系诚

信建设取得进步。

二、财富管理：从投资到资产规划

1、财富管理的受众人群

我们的财富管理业务面向大众富裕阶层，定义为可投资资产在 10 万-100 万美元的人群。中国正在崛起的中产阶层，对财富管理有巨大需求。这类人群和私人银行面对的人群不一样。私人银行面向的人群有很好的产品服务渠道，相对来说对于理财的理解更深。大众富裕阶层，一方面在崛起，另一方面对理财认识还处于初期，如不能区分资产类别、不关注回报背后的风险。我们面对这样的投资者群体开展业务，以这类群体个人家庭的近期远期需求和风险偏好为核心进行资产配置，通过了解家庭发展阶段来决定固定收益、股权、保险等投资方式所占的比例。基于资产配置，还有相应的服务，例如如何进行税务规划、资产传承等。开展财富管理业务是以客户需求驱动的创新路径。

2、投资渠道

P2P 理财是理财者新的投资渠道。理财者觉得这是风险平摊，且相对收益较高的固定收益类的理财模式，理财者非常喜欢，这得益于我们了解客户群的需求。客户觉得 P2P 模式非常的受用，同时，他们还在寻找其他的资产管理模式。

客户真正需要的是基于个人和家庭近期远期的财务目标和风险偏好的资产配置方案。我们通过深刻的了解客户，能够感受到他们各方面财富管理和规划的需求，从方向上讲是非常明确的。目前，我们推荐给客户的固定收益类、股权类、PEVC、保险等不同的产品绝大部分是从市场获取的。现在中国市场上好产品很匮乏，平庸化的产品相对多。所以一方面我们要找到好产品，把投资者引进到财富管理体

系中，推荐给理财客户；另一方面，我们试图在能够有所作为的熟悉的领域做产品开发、自行的研发，能够有细分的类别、特色的产品推荐给我们的客户群。

多产品有雏形后，从多产品向多服务再迈进一步，做出一站式的家庭医生式的财富管理，财产规划的模式。在中国财富管理发展的现阶段是多产品的阶段，我们一方面希望通过财富教育活动，改变投资者理念，把先进科学正确的资产配置的理念传授给理财者，与此同时真正能够用多种方式，开发、寻找到适合客户的好的产品，从而让客户收益。

三、金融领域创业心得

监管环境越来越好，创业创新的环境随着市场化程度加深逐渐变好。金融领域要秉承合法合规、利国利民的大方向；合法合规是指不去触碰既有的法律法规的框架，与此同时，创新的突破在于在既有框架中没有描述不可为的行为，且此行为利国利民。利国利民的创新方向和法律法规不断完善的方向是吻合的，随着法律法规的不断完善，创新者收益是巨大的。

资金上讲，风险投资、创业投资对金融创新十分感兴趣。国内外比较知名的机构如 IDG 资本、红杉资本对金融领域投资在近年是可圈可点的。宜信有战略投资、早期投资部门，帮助金融创新企业和企业家，并取得一定的成绩。从资金的角度讲，金融领域资金比十几年前是越来越多。资金充裕使得创业可行性高。

市场化程度越来越高，不必依赖特殊关系。关系毕竟不是坏事，市场诚信体系还在建立之中，而关系可以增加信任。但是市场化成度高，有相当多的金融细分领域，凭借市场化运作，是能够有一片天空的，不必依赖特殊的关系。用市场配置资源的导向还是可以成功的。

四、问答环节

Q1：普惠金融的产品有没有可能和资本市场对接，例如从个人贷款转化成小额贷款？

A1：与资本市场对接是可行的。小贷公司面向个人或者小企业生成了资产，可以通过资产证券化的方式去处置。信托架构之下可以分层级，我们现在只有两个层级，一个是劣后一个是优先，个人认为不同的结构化做法都是可行的，而且随着创新力度升高，可行度也提高。我所关注的是底层资产的质量，如果质量好，可以通过各种结构化创新帮助做大资产，如果基础资产质量不好，结构化的创新做法会放大问题。所以在有放大机会的时候，要更加重视基础资产的质量。

Q2：在财富管理时可以基于互联网上的行为做个性化推荐，能否介绍下宜信在这方面的想法？

A2：现阶段宜信的大数据的能力在不断加强，在优先级上主要针对普惠金融上，而且聚焦于风控方面。一方面是精准营销，一方面是风控，我们认为风控在发展节奏上是第一位的。很多互联网上的信息，经过抓取，可以和申请人提供的信息以及其他的合作数据源的信息结合起来，生成更为准确的客户信用情况。我们的分析起到了征信的作用。实体体系中有互动交流和了解，基于虚拟体系中的信息，对它的了解更丰富，有助于我们最终完成风控决策。

财富管理业务上，除了面向高净值群体和富裕阶层外，还有像余额宝、百度百发这种面向平民的理财创新。我们认为这些和传统互联网用户相结合的互联网金融理财，更多是基于标准化的相对比较容易的产品开展起来的，比如说货币市场基金。这是这是较为容易和海量互联网用户对接的，而很难想象寿险产品或者风险较高的股票基金通过这种方式去对接。所以说，如何做好 KYC（知道你的客户），如

何基于大数据的客户风险偏好和产品服务的对接等问题是很好的方向。

Q3：2014 年 P2P 发展趋势做判断和展望？

A3：总体有很好发展，不过也会有更多的不同的问题产生。从互联网金融模式上讲，P2P 未来会有很好的发展，特别是不久前监管层面上讲，在中国支付清算协会下面的互联网金融专业委员会的成立对整个 P2P 模式及相关企业都是有益的，巴曙松研究员也是这个委员会专家委员之一。委员会可以把企业有效的组织起来，以行业自律的方式加以监管，对监管环境上有好的推动，使行业处理好监管与规范的关系。当然 2014 年绝对数量上讲会出现更多问题，毕竟 P2P 企业绝对数量在增多，所以新兴模式的问题数量会越来越多，对于投资者理财者群体，如何做好他们的教育很关键。

Q4：现在的业务和美国的 lending club 的共同性和差异性是什么？作为中间人，风险是不是很高？

A4：中美两国的模式上有相同，也有更多的不同。

中国在信用建立上比美国复杂很多。美国的业务大多以互联网为主要的方式去做的。客户的获取、客户的服务、交易的达成、风险控制来讲，都可以通过互联网的方式去做。国内由于数据缺失，并且存在严重的欺诈问题，使得信用建立比美国难很多。在美国只用参照三大征信局近期数据和评分，在此基础上做不太多的相对自动化的工作。而在中国要做很多信用建立、风险防控方面的工作。

中国 P2P 的覆盖面相较美国更广。美国的金融体系发展更久，lending club 所带来的机会主要是面向比较好的信用评分人群，以低于信用卡的成本获取资金，用这些资金还信用卡的欠款。虽然是利基的市场，但是人数众多，所以绝对数字不小。中国金融体系对中小微个人群体覆盖不够，P2P 覆盖面要更广。

模式上的清晰导致中间人的风险不高。具体到模式方面，有线下一对一对接的模式，有债权转让的模式，有互联网上一对一的模式等。多种模式以市场化的方式提供给客户。在债权转让时，既有出借人会把全部资产转让给新的出借人，并不对新的出借人就资金安全或回报上的承诺，没有所谓的保本保息，也不会把债权资产做切割错配。不存在既有出借人仍然承担风险的问题。所以模式上非常清晰的，一方面创新，一方面很干净。

Q5：国家现有或计划出台的政策或税收上对普惠金融的支持吗？

A5：预期后续会有一系列的措施出台，但措施会更为细分。普惠金融是很大的范畴，包括建立多层级的金融体系。有商业性的，有非营利性的；有的服务是由银行类金融机构开展的，有的是创新服务类的非金融机构开展的，百花齐放，各有不同目前也有一些贴息政策等，但未必是对所有的细分领域都有明显的支持，例如对贫困农户可能有政府形式的援助，而对第一次创业的人群则可能难有银行类机构去支持，应寻求其他形式的支持。所以要把资源花在刀刃上。

第 6 辑

(2014.1.10)

金融机构风险管理面临的挑战：美国的经验及其借鉴

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

丁大庆博士，SolarWind Capital & Risk Advisors, LLC 创始人。拥有超过 17 年的美国华尔街金融企业风险管理的丰富经验,其金融领域的知识和风险管理的经历涉及众多的资产类别,金融工具,以及广泛的传统资本市场交易手段和另类资产管理的投资策略。

丁大庆曾在数家著名金融机构担任风险管理的高级职位，历任美国公司 KPMG Peat Marwick LP 全球金融风险管理咨询经理，德国银行 Bayerische HypoVereinsbank 董事和风控副总监，法国证券公司 CDC IXIS Capital Markets North America 董事和风控总监,加拿大保险公司 Manulife Global Investments 资深风险官，以及大型对冲基金 D. B. Zwirn & Co LP 和 Woodbine Capital Advisors LP 的首席风险官。

丁大庆先生曾先后担任国际风险管理师协会(PRMIA)大波士顿地区共同董事，大纽约地区指导委员会和顾问委员会委员，并促成和陪同 PRMIA 主席 David R. Koenig 先生首次访华，为 PRMIA 与国内金融机构及风险管理人员进行进一步的交流与合作打下了良好基础。

丁大庆获北京大学空间物理学士学位，中国科学院空间物理硕士学位,美国阿拉斯加费尔班克斯大学空间物理博士学位，以及美国芝加哥大学商学院工商硕士学位,主修金融。并曾在八大常青藤学校之

一达特茅斯学院的物理和天文学系从事理论和计算空间物理的研究工作。

一、金融市场环境变化导致流动性风险因素越发重要

在过去几年里，中国的金融市场发生了巨大的变化。随着金融改革的不断深化，金融市场的开放，利率汇率市场化步伐也随之加快。2013 年机构贷款利率放开，2014 年存款利率也可能会放开，并且随着人民币的国际化，汇率开放步伐也会加快。今后人民币还会有很大升值空间，波动区间也会变宽。

在这样的环境下，金融产品创新层出不穷。交易市场上，股指期货、国债期货也相继推出，很快也会推出个股期权等衍生品。柜台交易产品、结构性理财产品也在变多。与此同时，传统机构为了促进竞争需要，不断探索业务创新，有的寻求商业模式转变，有的不断探索国际化道路。一些非金融机构如阿里巴巴，利用互联网平台优势，开展网上金融业务，逐步蚕食、冲击传统金融机构业务。

随着金融市场竞争环境的变化，一些原来不重要的风险因素变的越来越重要，例如利率风险、汇率波动性。以前不经常发生的事情也出现了，例如 2013 年 6 月份的钱荒，导致短期利率暴涨的流动性风险事件。

今天通过重温几个外国机构在类似市场情况下的经验和教训，来思考中国当今金融风险管理。

二、流动性风险案例

首先，我们对风险的定义是，特定的风险因素造成相关的意外资产损失，这种风险因素可以与金融有关，如市场风险、金融风险、流动性风险、杠杆风险等； 也可以和金融不直接相关：法律合规风险、

税收风险等等。主要讨论的是市场流动性风险及融资风险。

1、利率市场化的过程中，美国储蓄贷款协会的行业危机

美国储蓄贷款协会历史有近 200 年。第一家机构于 1816 年在费城成立，业务简单，在当地吸收储蓄存款，发放房屋、汽车贷款。到 1970 年，储蓄贷款协会发放的房屋贷款占整个市场的 50%左右。快速发展的原因是 1932 年美国通过房屋贷款银行法案，法案内容是银行可以向储蓄协会提供低息贷款。此外，二战以后，美国有很多退伍军人回国，对房屋的需求增加，同时美联储允许储蓄贷款协会可以以高于银行利率 0.5%吸收存款。

在 1933 年，美国通过法案限制银行存款利率。50 年代美国市场利率上升，市场上出现货币市场基金、货币市场账户等金融产品试图绕过存款利率上限的障碍，希望吸收更多存款。到 70 年代末美国经济低迷，石油危机爆发造成严重的通货膨胀，通货膨胀年率高达 13.5%，而美国基准利率上升至 11%，导致储蓄贷款协会的商业模式受影响。

协会的存款以短期为主，随着利率上升成本增加；而贷款都是固定利率的，并且期限长，导致资产负债期限错配。当美联储为了和通货膨胀抗争，于 1981 年将短期利率提升到 20%，导致储蓄贷款协会业务陷入困难。储蓄贷款协会等机构吸收贷款时由于利率上涨而出现庞氏骗局式的问题，同时投资也从风险低的地区性房屋贷款进入到高风险商业贷款、房地产贷款等。

由于管理人员经验不足，承担了很多不良资产，而监管方对贷款业务监管不严，使得小问题慢慢积攒起来。到了 80 年代初，储蓄贷款协会出现多次投资失败，造成将近 750 家储蓄贷款协会倒闭，占整个行业的四分之一，当时损失 1600 亿美元。美国政府不得不出手相救，派遣 RTC 资产管理机构处理危机，最终损失约 3700 亿美元，

其中纳税人偿付了绝大部分。

这个例子可以看出，利率市场化过程中，商业模式和流动性风险管理出现问题，将使得整个行业受损失，同时还可看到利率风险和资产负债错配风险是联系在一起的。

2、1998 年俄罗斯债务危机引发的流动性风险导致 LTCM 崩盘

LTCM 于 1994 年 2 月成立，基金创始人 John Meriwether 原是索罗门国债交易部的主管，团队中有两位诺贝尔奖获得者。成立之初便集资 10 亿美元，数额巨大。一开始连年盈利，94 年回报率为 21%，95 年回报率 41%，96 年为 43%，在这种情况下，交易策略不再是秘密，许多对冲基金、投资银行做类似交易策略。

具体交易有国债固定收益的利差交易。由于国债套利利益微薄，所以需要高杠杆。此外交易策略还包括金融市场债务套利，兼并套利，同一公司异地上市套利，S&P100 波动性套利等。LTCM 的著名交易有在伦敦做多壳牌石油公司，在阿姆斯特丹做空荷兰皇家公司。当时金融衍生品的面额是公司资本的 250 倍，这也是收益高的原因之一。

但是在资本市场交易时需要保证金维持杠杆，盈利时杠杆对公司有利，但头寸开始输钱时，会被迫追交保证金，如果出现流动性问题只能强制平仓，接受损失。在 1997 年亚洲金融危机和 1998 年俄罗斯国债违约时，LTCM 损失近 46 亿美元，金融衍生品套利损失 16 亿，做空波动性交易损失 13 亿。最后联邦储备银行不得不组织华尔街其他公司接盘。由于 LTCM 的对冲基金属性，美联储不能直接救助，但同时许多对冲基金金融机构做类似交易，有类似问题，所以如果 LTCM 直接破产会引发系统风险。最终美联储组织 14 家证券公司接盘，慢慢化解危机。

从这个例子可以看到，市场流动性不好时，非常大的基金公司也可能陷入危机。

3、金融脱媒后的商业模式可能发生流动性风险

美国金融脱媒始于 1967 年，起因是想绕过 Q 条例的监管。借款贷款人都不用经过银行，传统银行的金融媒介作用被减弱。

英国的北岩银行（Northern Rock），1965 年成立，由两家英国建屋协会合并建立，业务以收民间储蓄存款，发放房屋贷款。到 90 年代末成为英国房贷发放最多前五家公司之一，1997 年在伦敦股票交易所上市。

2000 年北岩银行管理层做出激进决定，改变商业模式，改为在国内外货币市场进行短期融资，利用短期融资发放房屋贷款，房屋贷款打包后进行资产证券化，证券化后卖出去，获得的资金偿还货币市场的短期融资并获利。这样的商业模式与传统商业模式相比非常不一样。当 75%融资来自货币市场后，商业模式变成高速运转的金融工程作坊。获利的前提是货币市场要正常运转，资产证券化市场同样正常运转。

在次贷危机前，这种商业模式非常成功，但是次贷危机发生时，货币市场和资产证券化市场相继被冻结，北岩银行陷入流动性危机。由于无力偿还到期的融资，只好向中央银行请求援助，得到 30 亿英镑融资。本来流动性问题得到缓解，但是问题被媒体报道，导致存款人挤兑，北岩银行网站垮掉，次日北岩银行门市部排起长队，10 亿英镑存款被提取，第二天又有 10 亿英镑被挤兑，导致北岩银行股票两天分别跌 32%、40%，流动性危机变成银行挤兑危机。

此后，央行宣布为存款提供担保，稍微稳定局势，但英国央行找不到买家愿意接盘，北岩银行只得被国有化。银行 2007 年损失 1 亿 7 千万英镑，2008 年损失 5 亿 9 千万；而英国政府债务增加 1000-1100 亿，使得国债占 GDP 比例从 37%升至 45%。

这个例子可以看到，与传统不一样的商业模式很有可能发生流动

性风险，处理不好还会发生银行挤兑事件。

4、汇率市场化情况下流动性风险管理

二战后，发达国家大多为固定汇率，1944 年成立布雷顿森林体系，美元与黄金挂钩，其他货币与美元挂钩，成立金本位的汇率模式。尼克松任期时，美国单方面宣布美元脱离与黄金的挂钩，发达国家汇率与美元汇率变成了浮动汇率。此后，许多新兴国家外汇选择盯住美元，从 1985-1996 年见，泰国选择盯住美元汇率，一美元换 25 泰铢。

当时泰国 GDP 增长 9%左右，通货膨胀 3.4%-5.7%。由于经济好，热钱流入多，大量借外债。1997 年 5 月，外汇市场开始做空泰铢，尽管泰国政府坚持不贬值，但是 6 月份泰国政府外汇储备用完，泰铢被迫贬值，变成浮动汇率。从固定汇率到浮动汇率的过程中，由于资产是国内货币，负债是外债，导致债务平添一倍。连泰国最大金融机构金融一号公司也破产了。IMF 组织 209 亿美元营救计划，稳定泰国经济，直到 4 年后泰国才复苏。

三、法律授权的复杂性，授权对象、范围及实现

1、法律授权的复杂性

首先，立法授权不是一般意义上的授权（给地方人大及常委会立法的权利），而是授权地方停止适用国家现行有效的法律。在改革开放初期，国家法律尚不完善，法律制度本身也不完善，在无法可依、无章可循的情况下，国家授权地方在和国家法律不相抵制的情况下可以先行先试制定法律。而现在三十年过去，国家法律体系已形成，现行法律法规对自由贸易区 98 项试点内容都有规定，在这种情况下，授权地方停止适用现行法律有些危言耸听。实际上，现在自由贸易区是否有违公平改革的问题，将形成法律管辖区上的挑战，因此国务院

和全国人大较为谨慎，原本是“停止适用”，后改为“暂停适用”，最后全国人大提出“暂时调整”，是不断斟酌推敲所形成的结果，实质上就是暂停。

第二，自由贸易试验区主要涉及行政许可问题，制度创新要打破行政审批。开始时上海市与中央部委的协商非常艰难，后来汪洋副总理对自贸区非常重视，将名称改为“中国上海自由贸易试验区”。最后李克强总理提到，利益的调整要涉及灵活性，行政审批事项不能固化，中央要简政放权进一步突破利益固化。但在涉及到具体部门的权利和利益时，仍存在阻力。自贸区要形成可复制、可推广的经验，发挥示范带动、服务全国的作用，这样要求较高，客观上存在一定难度。

第三，《立法法》颁布之后，人大常委如何授权地方立法没有先例。此前全国人大召开《立法法》修改座谈会，按照中央批准全国人大的五年立法规划，其中第一项就包含《立法法》。未来五年将《立法法》修改放在第一项，并不是首先要马上修改，而是按照法律分类，宪法相关法为第一类。

第四，98 项试点内容涉及范围广泛，因此需要调整的法律法规“面广量大”。此前提到的十八部国务院行政规章以及十部法律，由于国家层面立法授权的难度较大，因此自贸区法制保障相关问题需要尽早起步，去年年中就在讨论授权问题。要将 98 项内容落实到实处，法律上应扫清哪些障碍、提供哪些支撑，实际上非常难。

第五，法律授权有宪法依据。2013 年 8 月 30 日，十二届全国人大第四次会议审议通过关于授权国务院在中国（上海）自由贸易试验区暂时调整有关法律规定的行政审批的决定，这是重大立法事件。在 8 月中旬，国务院提出“授权决定”在全国人大常委会反响非常大，李克强总理认为 98 项事项提出后，而全国人大常委会没有针对相关法律提出说明，开会讨论这些方案将引起问题，在法律没有改动的情

况下，国务院作出的任何决定都将与法律不一致，因此提出人大首先要停止相关法律实施。从依法行政的角度来说，这是正确的。因此，首先要看授权依据，当前《立法法》第九条规定，“本法第八条规定的事项（中央专属立法事项）尚未制定法律的，全国人民代表大会及其常务委员会有权作出决定，授权国务院可以根据实际需要，对其中的部分事项先制定行政法规”，也即授权对象只能是国务院而非地方，授权内容也非常明确：尚未制定法律的中央专属立法事项。因此制定法规和停止相关法律法规是完全不同的。停止某些法律在某地区适用，是否有立法依据，中国立法史上并无先例。如果停止适用国家现行法律，是否会破坏国家法制统一？上海这样会不会对其他地区产生不良影响？实际上《立法法》第九条并不能成为立法授权的唯一依据，至少从宪法角度看来，授权有依据，《宪法》第 89 条列举了国务院职权，其中第十八款提到了“全国人民代表大会和全国人民代表大会常务委员会授予的其他职权”，这是开放式条款，据此，只要人大及人大常委授权后便可获得相应权利，因此授权本身是有法律依据的。按照《宪法》的规定，存在一些先例：1985 年全国人大通过关于授权国务院在经济体制改革和对外开放方面可以制定暂行的规定或者条例的决定；1984 年人大常委通过关于授权国务院改革工商税制发布有关税收条例草案试行的决定；2012 年十一届全国人大第三次会议上通过关于授权国务院在广东省暂时调整部分法律规定的行政审批的决定。上海授权采取的是广东模式。

2、授权对象为国务院

《宪法》和《立法法》规定的是全国人大及常委会对国务院的授权，没有授权地方立法的规定，这就决定了授权对象是国务院，并且由国务院提请全国人大及常委会作出授权的决定。

3、授权范围明确化

国务院提请全国人大审议决定草案的适用范围指出，除上海自由贸易试验区外，国务院考虑，将根据进一步深化改革、扩大开放的需要，按照从严从紧的原则，确定少数具备条件的区域进行类似试验。目前有很多省市地方都想成为试点，从立法的角度来看，是一揽子的决定。而一揽子的授权与《立法法》规定存在差异，根据《立法法》第十条规定："授权决定应当明确授权的目的、范围。被授权机关应当严格按照授权目的和范围行使该项权力。"而决定草案中提出的适用范围不确定，因此在表决稿中提出了国务院在上海外高桥保税区、上海外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区基础上设立了中国（上海）自由贸易试验区。并不一定局限于现有的28.78 平方公里，可以通过行政区划的调整来改变，也即上海自贸区还存在扩盘的可能，尚未并入自贸区并不意味着不可能并入到自贸区之内。

4、授权实现

《立法法》第十一条规定："授权立法事项，经过实践检验，制定法律的条件成熟时，由全国人民代表大会及其常务委员会及时制定法律。法律制定后，相应立法事项的授权终止。"目前是三年有效期。

四、发展上海自贸区的五大任务和措施

1、发展上海自贸区的五大任务

(1)加快政府职能转变，简政放权。(2)扩大投资领域开放，逐步实行前国民待遇的市场准入，遏制权利寻租的空间。(3)推进贸易方式的转变，从货物贸易到服务贸易的转变或两者并重，我国服务贸易还需进一步提高，上海自贸区主要是对服务贸易主体和领域的开放。(4)深化金融领域的开放创新，针对服务贸易的金融服务量要扩大，针对市场的金融服务要有竞争力，打破垄断，推动利率市场化。对于

自贸区金融领域开放既不能过于悲观也不能过分乐观，风险可控是前提，在监管体系模型形成后，开放力度将非常快。(5)完善法制领域的制度（制度法为优先引领）保障。

2、发展上海自贸区的措施

人民币资本项目可兑换进行先行先试。最近有消息称台湾在大量储备人民币，多达 2000 多亿，表明对金融的看好。2014 年 2 月 15 日中国公布了外汇储备数据，达 3.82 万亿美元，国内通胀压力增加，也是开放的动力。未来企业法人可在自贸区内完成人民币自由兑换，个人则暂不施行。要求国内企业走出去开展国际投资融资理财，国家将提供制度性便利。要求自贸区建成亚太运营中心，面向亚太中心，而国家亦将提供制度性条件。

允许符合条件的外资金融机构设立外资银行，以及民营资本与外资金融机构共同设立中外合资银行。其中还涉及到国家审批的内容。外资银行可在保税区开展试点的人民币业务，但不享受国民待遇，可从事各类零售及批发银行业务，包括接受存款、企业融资、贸易融资、财务活动、贵金属买卖及证券交易等。在条件具备时，适时在试验区内试点设立有限牌照银行，可能是持有特定人民币业务牌照的银行机构。

允许设立外商投资资信调查公司。

允许部分中资银行从事离岸业务，离岸业务包含了研究中资银行试点离岸金融业务的操作规范。这包括，银行如何建立一套离岸金融业务合规操作准则，满足国际市场反洗钱，国与国之间双重税收宽免协议、与银行客户税务信息交换等相关规定等。

上海自贸区的金融的创新试点。融资租赁公司在试验区内设立的单机、单船子公司不设最低注册资本限制，建议允许融资租赁公司兼营与主营业务有关的商业保理业务。但融资租赁业是否纳入出口退税

试点，尚存在不同意见。融资租赁业在上海有较好的发展基础，各类融资租赁企业有较强的政策诉求，推出优惠政策，将推动该行业的发展。

逐步允许境外企业参与商品期货交易。在上海自贸区内将允许境外期货交易所指定或设立商品期货的交割仓库。试验区的交割仓库若建成，将替代韩国釜山和新加坡 LME 仓库的部分作用，形成新的结算体系，降低国内企业的交易成本。

从事境外股权投资项目的公司，高新技术行业和服务业仅按照15%的税率收取企业所得税。同时自贸区内从事离岸业务符合条件的企业，也可能得到税收上的优惠。

自贸区的功能将进一步引领中国新的改革开放。设立内外资金两个账户，与进入自贸区的海外对冲基金合作成立资产管理公司，共同开发针对企业的 OTC 产品，代理国内客户进行海外衍生品交易。

五、回答环节

Q1：上海自贸区去年暂停实施了三部法律，同时之前也提到文物法方面没有突破，对此有什么看法？

A1：关于文物法存在沟通不足、担心有余的问题。文物拍卖市场准入在文物法中有规定，而有人希望能够取消，使得文物拍卖公司能够进入自贸区。但中国对于文物有严格的法律定义，担心国内文物流转出去，或者非法变合法，因此给予了法律保障。由于沟通不足、担心有余，文物法方面没有取得突破，但这也说明人大可以对政府提出的问题进行否定，并不是坏事。

Q2：今年在相关法律上会有那些突破？

A2：上海自贸区存在立法权限的问题。如果将上海自贸区看做地域名，就不是国家层面的问题；但如果上海自贸区立法在国家之上，

则存在法律技术问题。如果上海自贸区能够得到地方人大立法，将会是重要的法制保障。

Q3：影子银行市场份额大，它的流动性脆弱性更大。2008 年金融危机后，系统性风险被放大，巴塞尔资本协议三只侧重单一银行，是否对银行系统的管理应该更完善？

A3：如果考虑系统性风险，职责在于监管机构。巴塞尔资本协议三作为监管手段，是就具体银行而言的，而不是系统性的描述。美联储有银行数据，如果做压力测试，则可以对系统系统性风险有很好的理解。

对单个银行来讲，做流动性风险压力测试时需要考虑极端情况。如果北岩银行有压力测试，假设货币市场无法融资，资产证券化市场无法打包卖出，则银行便会了解系统性风险对它的影响。单个银行，做压力测试除了满足监管机构的要求，还要根据自己对市场、经济的分析做更极端的适用的测试。

第 7 辑

(2014.1.14)

对冲基金的发展与地位

及 2014 年全球宏观分析与市场机会

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

L 先生（应主讲嘉宾要求隐去其身份）

个人一般把市场分为三段，短期、中期和长期。短期是几个星期到一个月，长期是一年以上的时间段，中期是一个月以上到一年的时间段。之所以这样分割，是因为长期趋势有宏观理论的帮助，并且数据清晰，相对好判断。短期也容易判断，虽然市场上各方力量都很强，但是在短期内有一种突出的力量主导市场，这个力量可以是政治因素、经济因素、市场的需求供给的不平衡，或者是货币政策方面的因素。中期判断比较难，需要借助专业分析员的分析。关于 2014 年的市场走向属于中期分析，相对较难，在此只提供个人观点，对与错不重要，重要的是逻辑正确。

一、对冲基金业的发展和地位

第一代对冲基金形式上是对投资界的补充，和真正投资界关系不

紧密。第一代对冲基金产生于 40 年代末 50 年代初，一直作为边缘产业直至 80 年代，很少人听说。这时的对冲基金主体形式是宏观对冲，以判断宏观形式为基准，在市场上建立头寸；另一种形式是挑选好的股票做多，挑选差的股票做空，把中间风险对冲掉，第三种形式是 CTA，商品交易顾问，是期货行业中的一种基金管理方式。国内第一代对冲基金形式已然发展，国内股市中可以买股票卖股指期货对冲，宏观对冲也有几家基金，国内做期货的投资者研究也很深入。

第二代对冲基金发展于 80 至 90 年代，以套利与相对价值为主体的交易方式。典型策略包括固定收益的套利、信用债的套利、可转债的套利、并购的套利，长期资本管理公司是第二代对冲基金的里程碑式公司。第二代对冲基金的衍生发展源于 80 年代美国投资银行业从间接金融转向直接金融、银行从信贷业务走向中间业务过程中，发现市场脱节，有获利机会。银行不但负责承销，而且自营购买产品，但此时却面临风险资本短缺的问题。如所罗门兄弟公司有很多抵押贷款证券自营业务，其效果是利润率提高，同时波动率提高，面临风险资本不足，于是这部分策略从银行中剥离，寻找私人资本，这便涌现了第二代对冲基金。私人资本形成的公司与原始投资银行分离后，把原始投资银行的高风险业务剥离出来，这一代的对冲基金不再是原生态的对冲，而是银行与基金职能分配的过程。第二代对冲基金在长期资本管理公司被接盘后，不但没有受到限制，反而变快，出现了第三代对冲基金。

第三代对冲基金发展于 2000 年左右，主要特点是资本结构套利，结构性信贷产品的套利。这类基金的特点是和银行紧密合作，原因是银行在证券化过程中发现机会，却面临风险资本不足，银行被迫寻求私有资本。基金提供私有资本，承受风险，提高自身收益率。

对冲基金不再是脱离金融范畴的一代，而是与金融密切结合的投

资方式。2008 年后，西方银行界发生变化，风险资本需要更加充足，各层面监管严格复杂，银行以前很多功能开始分化，作为直接金融的功能被保留，提供风险资本、平抑市场价格、提供市场流动性的职能慢慢淡化。私有资本吸收了这部分职能，导致对冲基金快速发展。私有资本在金融市场上的功能，有正面有负面，已经是资本市场不可或缺的一部分，其获利是在完成金融市场社会功能后的合理回报。

有些对冲基金开始转向更加封闭的家庭办公室的投资方式。原始对冲基金投资者来自富有家庭，法律要求对冲基金不能吸收普通投资者的投资，过去 20、30 年内，家庭投资大幅度下降，只占到整个对冲基金业 25%左右。现在大部分对冲基金资金来自大学、养老金、企业退休金，资金来源机构化，产业更加成熟化。一个有趣的现象是，有些资本想进入这个市场，另一些资本如索罗斯基金则想退出，退出原因是因为监管越来越严，对风险的控制与投资风格不再相符，于是开始转向家庭办公室的投资方式。这类基金不对外吸收投资者，业绩不用公开，这类对冲基金更像第一代对冲基金的结构方式。而现在的对冲基金业更像银行自营部门、交易部门的运作方式。

二、2014 年全球宏观经济

总体来说，2014 年是一个没有太多宏观机会，却有很多结构性风险的市场。四大经济引擎共同面临转型问题。

美国在美联储宣布退出 QE 后，面临货币政策从 QE 走向前瞻性利率引导的转型。前瞻性利率引导是指美联储定期发布经济增长率，对失业率的判断，基于此判断美国基准利率。其目的是希望增加市场透明度，让市场了解美联储的想法，平息市场的焦虑，让市场相信目前对经济的判断保守，在未来的几年内会保持现有状况，没有加息的愿望。然而政策风险较大，因为一切的模型投入是基于美联储对未来

经济的判断。而判断中期经济走势很难，容易出错，风险在于如果判断失误，经济过强或者过弱，市场会怀疑前瞻性引导会不会执行下去。新任主席耶伦是美联储经济学家中经济判断技术最好的经济学家，希望她能在 2014 年保持下去。

日本面临结构性改革的转型。日本从 2012 年底开始进行 QQE 大型货币政策试验，货币政策相对好做，2013年数据显示日本在通缩往通胀的正确轨迹上。日本政府改革有三支箭，货币政策为首，相对成功，第二支箭是财政政策，财政政策相对复杂，基于安倍政府稳固性，问题不大；第三支箭也是重中之重便是结构性改革，个人经验认为，结构性改革难，阻力大，财富资源仍然掌握在老人手里，而老人的边际消费率低，年轻人消费高，但是收入低，导致市场畸形、经济畸形。经济的结构设置也是以政治换金钱的方式制定下来，对于经济未来成长有阻碍，转型能否成功个人疑虑较大欧洲面临从货币联盟向银行联盟的转型。

所谓银行联盟，是指有最终贷款人，如果银行系统还是分割的话，容易造成货币联盟的分化。资金会从一个国家迅速流到另一个国家，因为欧洲银行业没有全面保障，造成经济恐慌。转型能否完成是当前最大问题。欧洲计划2014底让欧洲中央银行成为银行系统的最后监督者。2013年底欧洲央行对银行系统做风险判断，收集数据，以判断需要补充资本金的银行、需要资产分化的银行等等。

中国处于以杠杆驱动增长走向自身增长的过程。2008年以来，银行系统资产负债表增长 80 多万亿人民币，期间名义 GDP 增长只有 22 万亿人民币，而银行资产负债表与GDP有稳定关系，如何把杠杆有次序的消耗下去是 2014 年最大的挑战。

三、2014 年对市场的判断

市场将处于波动性区间中，波动性的市场有好有坏。

买股票指数不现实，结构性变化在四个市场上同时进行，有悲观时候、乐观时候，复杂程度大。以美国股市为例，股市成长不外乎两个因素，经济本身自然增长率带动的利润率和利率水平。利率水平处于上升阶段，十年期美国国债收益率持续升高，导致资本成本变高；利润四季度报表马上发布，基于现状来看，利润增长率不是以收入增长来引导的，而是以缩减成本引导的。所以这种增长持续性存疑，成长性不大，预期低于去年。

如果市场在一个区间振动的话会有很多机会。只要不站在错的一面，波段多会使得赚钱的机会多。

2014 年主要风险有中国去杠杆化背景下，经济能否有机地而非人为的维持在 7.5%增长附近；美国经济是复苏的，然而美国非农数据有大量的不确定因素。风险本身重要与否与头寸相关，当市场都堵在一个头寸上时，很小的波动都会巨大的风险。市场上最大的几个头寸是买美元卖日元、买日本股票，卖空美国债券，三个头寸都十分拥挤。尤其在 2014 年初时如果市场走向与头寸相反，对后期风险承受力有影响。市场永远是路径依赖，去年年初很多大的头寸与走势一样，投资者赚钱，愿意在其他地方放头寸；今年年初很多人赔钱，后面会谨慎，波动性增大，很多东西成为惊弓之鸟。

另外两个相对拥挤的头寸是欧洲股票和人民币，从大机构投资者到我们的工厂企业，到海外零售投资者，以各种投资间接方式买人民币，如果头寸拥挤的话也会难堪。对于投资机会，个人并不担忧，只要不贪婪有很多波段可以做。相反对风险很担忧，昨天在市场比较平稳时美国股票很快下降，说明有头寸退出。个人对短期市场很关注，有很多信息，对长期市场也关注，是个人兴趣加上相对好把握。

四、问答环节

Q1：沃尔克法则剥离商业银行自营部门，这是否会更加促进对冲基金的发展？

A1：会的，对冲基金从后台走向前台，是因为需要把银行不该做的事情吸收过去。银行名义上虽然是私人机构，有股东有持有人，但是风险是全社会化，这样的产业需要更加严格的规范。比如像电、水这种服务，可以是私人经营，但是影响是全社会的，在这种情况下，不仅是对冲基金，其他机构也会慢慢把银行业务吸收过来，这是分工的过程。同时，压缩银行获利空间的还有巴塞尔法则，规范银行行为，特别是巴塞尔三银行资产充足率的规定。在这些法则和规定下，银行的发展会很受限制。

Q2：对人民币汇率的看法，对中国债市的看法？

A2：经济上讲有贬值压力，又被迫升值，使得人民币汇率处在矛盾的状态。中国通货膨胀率高过美国，名义汇率也在升值，人民币实际升值很高，所以对出口企业有很大冲击。官方数据有假出口的存在，如果纯粹以吨位来看出口，去年下降 20%，显示出实际公布数据里有水分，体现了人民币价值影响上的问题；同时，人民银行想保持 M2 增长率，同时保持稍微紧缩的货币政策，需要外汇流入，提供外汇占款，增加市场流动性，这个过程中不得不升值。年初的升值有技术原因，海外银行像台湾、香港、日本的个体投资人发结构性产品，这些产品赌人民币升值，导致中间汇率被牵制下行，使得人民银行被市场牵制。

中国债券市场信用利差应该放大。具体情况要看经济成长和今年的货币政策，可预测性不高，可预见的是信用差在逐步扩大。

Q3：黄金是否是今年投资机会？美国和英国的对比，美国联储是在出现实质性复苏之前退出，英国是出现实质性复苏后退出，这种理解是否正确？

A3：个人对黄金投资不熟悉，不认为黄金有升值机会。今年相对价值有机会，波段性会有机会，黄金在恐慌时是保险，不恐慌时没价值。现阶段利率升高导致持有成本升高，加上黄金已失去保险功能，不认为未来会有上涨空间。例外情况是当中央银行出于某些原因强行增加黄金储量。

英国和美国二者有不同，英国更加难以预测。美国国家大，经济变化的频率相对低，美联储能够更好的对经济进行判断。预测英国的经济数据，如果预测英国的天气一样难，因为有六种气候影响气候，无法预测。因为英国的开放程度较高，导致任何因素都可以影响英国政策，英国很希望经济恢复后退出，但是现在的问题是伦敦发展不错，得益于伦敦是全球金融中心之一，而其他地方恢复的差强人意，令英格兰银行很难办。此外，英国提出的失业率指标被破，使得大家笃定汇率会跌，然后最后汇率上升，更加说明了英国的不确定性。

Q4：中国 2014 年经济增长的挑战是如果消化累计的杠杆，然而中国的地方企业还在加杠杆的过程中，未来如何触发去杠杆的过程？在去杠杆化的过程时，利率的走势会是怎样？

A4：只有当现金流无法维持正时，无法用新债务弥补时，去杠杆化才会被动的出现。历史提供了两个观测点，日本用了二十五年去杠杆，过去五年在找经济的增长源。美国花了两三年去杠杆。个人认为中国的去杠杆过程会基于二者之间，中央决策层对经济判断准，认识很深刻，很难做是因为国家太大太复杂。但不管怎样，去杠杆永远是被动的，如果宏观政策反应快的话，会减轻痛苦，如果政策反应慢的话，情况会比较麻烦。无论企业还是政府，只有现金流为负时，去杠杆过程才开始。

利率走势会经历三个阶段，我国现在还处在第一个阶段。借鉴 2007 年 2008 年的过程，第一步所有利率上升，人们希望经济维持

杠杆，并逐步消化，资金会变的紧张，不管是基础利率还是信用利率都上升；第二步在一定事情触发后，中央银行干预，基础利率下行，隔夜利率低，长期利率高，利差放大；第三步在崩盘后，被迫去杠杆的情况下资产被变卖，资金需求下降，基础利率迅速下降，信用差缓慢缩小。

第 8 辑
(2014.1.15)
资产证券化：中美市场对比

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

蒋丹芃（Maggie），现任瑞信（Credit Suisse）纽约资深董事，在美国从事资产证券化十五年。是瑞信全球资产融资部主要核心成员，主管瑞信资产融资部门大中国地区业务开发与跨境业务。曾多次应中央国债、信托公司和银行邀请回国开授资产证券化讲座及培训。多年来担当主承销商和主结构设计行责任，为上百至千亿资产证券化打包上市，为机构投资者提供跟踪分析。在买方和卖方之间达成风险共识。2011 年加入瑞信，2005 加入巴克莱斯，之前在花旗、德意志等担任重要前台职位。具有 MBA 学位，是 CFA 注册金融师。也是 TCFA 全美华人金融协会纽约总部联席主席。

一、中美资产证券化现状

资产证券化进程中里程碑式的标志性事件。

70 年代，第一笔资产证券化出炉，是吉利美地产按揭 MBS 产品；吉利美、房地美、房利美政府机构已建立。

80 年代 ABCP（资产支持商业票据）出现，85 年出现第一笔汽车贷款 ABS；87 年出现第一笔信用卡 ABS。

90 年代实施了发行框架注册制，同时会计准则也规定了资产证

券化的会计处理，尤其是如何处理资产出表和记帐出售盈余（Gain-On-Sale）的问题。在此期间，非美国市场 ABS 和跨境交易也逐渐产生。1992 年第一笔学车贷款 ABS 出炉；CDO 也出现了，此时的 CDO 以企业贷款为主，实为 CLO。

2000 年，次级房地产按揭 MBS 产生，同时一些高杠杆的产品如 SIV（商业票据套利载体）产生，CDO 与 CDO 平方资金急剧增加，CDO 从 2000 年的 690 亿美元到 2001 年的 5 万亿美元，市场膨胀。信用衍生产品也随之出现。2007-2008 蕴量多年的经济危机终于爆发，美国资产证券化市场关闭。2008 年美国政府开始干预资产证券化市场，希望可以重新让资金移动起来。美国金融危机后，资产证券化成为社会公敌，十多年都没有投资人受损的 ABS 都无法在市场上融资，直接严重影响到企业资金来源和人民正常生活，贷款困难。

因为危机的出现，美国政府和监管者开始反思出现问题的原因。问题被归结为以下方面：发行人没有与投资者风险共享、杠杠率过高、信用评级失实、尽职调整不够彻底、衍生产品放大杠杆率、ABS 结构过于复杂等等。这些问题导致监管措施的改变。

2008 年资产证券化重新启动。2008 年三月份出台久期资产证券化贷款协议(Term Asset-Backed-Securities Loan Facility，简称 TALF)。为了重新启动资金流动，美国财政部出资一万亿元美金（开始为 2000 亿美元），为投资者提供杠杆。政府会对信用、结构、杠杆进行严格审核，目的是为新发行的 AAA 级的 ABS 提供杠杆，杠杆后的回报率超过 20%。在这样的背景下，很多基金公司发行基金，把投资者的钱重新吸收到资产证券化的市场中。资产证券化市场才被激活过来。相比之下，欧洲没有达到和美国类似的规模，原因是欧洲没有和美国一样发达的资本市场。欧洲大多贷款还处在银行体系中，而资产证券

化的买方均是机构投资者，资金从市场中来，属于直接融资。

此外，2008 年 10 月份出台了商业票据融资协议（Commercial Paper Funding Facility, 简称 CPFF），通过这个协议，政府向合格的商业票据发行人购买三个月的短期 ABCP（资产抵押商业票据），为短期市场购注入流动性。

2009 年后市场复苏，逐渐赢回投资者信任。短期汽车 ABS 和设备仪器 ABS 首当其冲，这些 ABS 业绩表现相对平稳，虽然违期、违约比率有所攀升，但仍在评级公司预计的压力测试范围内。有一些 ABS 被降级，有一些被负面关注。但随着经济的逐步复苏，不少这些违期、违约货款等于修复。与此同时，发行人收紧贷款额度，放弃次级贷款顾客以提高资产质量。2009 年至 2010 年发行的 ABS 都是精心挑选后的优秀资产，同时评级公司由于看到了违期、违约高于从前，但因不知道危机持续时间，所以在评析风险时会加上压力测试。通过压力测试的 ABS 产品的信用增级水平比危机之前同类 ABS 产品的信用增级提高了一倍。由于资产质量的增强、信用增级大幅升高、加上政府提供的杠杆，资产证券化回报高，资产稳定，最终市场被激活。随后，信用卡 ABS、非常规 ABS 也回到市场中来。

2010 年后，利率增长接近零，投放到资产证券化上的资本比以前多，投资者目光转向非常规产品。投资人愿意购买收益高风险大的产品，危机时投资者愿意购买 AAA 级产品，2010 年后投资者把目光转向 AA 级，A 级甚至 BBB 级产品，市场循序渐进的把优级与次级的市场利差降下来，此时的利差与危机前相似。

巴塞尔协议三出台后，对资产证券将产生影响。资金消耗大的项目受的影响大，如商业房地产按揭，期限长、级别低、占用了大量资金，从盈利变成不盈利的业务。不同公司对此做法不同，有的公司选择转向赚钱的业务。

去年上半年，资产证券化市场非常活跃，但是当联储宣布 taper 决议之后，资产证券化市场产生了动荡，去年夏天的发行量很低，9 月份后的发行量恢复常态，2013 发行量 1，800 亿和 2012 年的 1，850 已差不多。2014 有更多 ABS 发行，包括信贷信用困难的产品有可能会出现并受追捧。

二、中美市场对比以及参与资产证券化的各方的分工和职责

美国通过 40 年才发展到今天，中国不需要重复过去凝重的旅程。原因之一是中国可以借鉴美国的经验，发展出带有国情特色的创新产品。中国资产证券化市场分散，中国从 2005 年推出资产证券化后，共有三轮资产证券化。第一期 6670 亿，第二期 500 亿，第三期 3000 亿，份额的三分之一是国有四大银行发行，三分之一为国家开发银行发行，另外部分为区域性银行发行。资产分配结构上，大部分为企业贷款，只有极个别的个人贷款，个人认为未来产品会更加多样化。

中国资产证券化有四大部分。第一为必须经过银监会批准的正规资产证券化业务，第二是在证监会有执照的公司发行的资产证券，第三为银行信托理财，第四为基 金，包括类信托产品。

- **银监会批准的业务发行成本最低，二级市场流动性强。**发行人本身的信用评级高，公司规模大，在市场上有比较强的竞争优势。这种业务类似美国市场上的公募（Public Issuance)。通用资本、大众、福特等公司大都采取公募来发行的资产证券化产品。
- **证监会发行的资产证券化与美国的公募相似。**发行人规模相对小，不属于银监会管理，发行成本相对高。
- **银行信托理财、基金理财类似于美国一对一，一对多的私模式。**第三类与第四类资产证券化是根据国情开发出来的创新

产品，表面上看以信托集团个人名义融资，但是信托公司不能都能做到破产隔离。比较美国市场，有的私募采用破产隔离，有的没有。可以把中国信托产品看作更激进的抵押贷款。

中美资产证券化分工与职责的不同主要是由于中国和美国法律和会计准则的不同而造成的。美国发行制度为注册制，经过三个月时间上报证监会，大部分公司可以得到证监会的批准。美国有信息披露的要求，目的是保证投资者的利益。这些要求在危机过后更为加强，对发行人来讲相当繁琐，具体来说，很多小公司不愿意通过资产证券化融资，为了达到信息披露要求，发行人需要投入大量人力、物力、财力，要建立复杂的 IT 系统，产生各种报表，报表做到债券付清为止。曾有一提议要求发行公司 CEO 需要签署保证函，这提意遭到业者反对，正拟改为资金部总管鉴署保证函。

虽然资产证券化手续繁琐，但流动性强，所以不少大公司积极做资产证券化，进行融资。危机过后各大投行合规部门职能重要，部门的目的是保证公司在承销过程中，完成客户性质调查、内部审核、确保销售披露信息真实准确。美国资产证券化中很重要的一个部分是现金流收录黑匣子，很多公司不愿意把资金放入黑匣子，会导致运作资金减少。通过这些要求，可以把发行人过滤，只有想长期发展的人才会出现在公募市场上。

资产证券化参与方的比较

- **信托公司：**美国信托公司是托管人、基金保管方，同时可以兼任付款代理人、付款计算人等，功能有限，不能当发起人，且信托公司信用评级必须达到 BBB－以上，否则必须设立单独对应账号。中国的信托公司功能强大，身兼数职，发行有很多结构化理财产品，相当于券商的职能。
- **发起人：**美国发起人为贷款出资人及其附属机构，中国的发

起人为信托公司。

- **评级公司：**美国评级公司有标准普尔、穆迪、惠誉。金融改革后，评级公司需要自动信息化，政府规定，所有评级公司的内容需要公布在网站上，避免发行人或券商有选择性地挑选评级公司。中国的评级公司需要执照，比较受限制，只有大公国际、中诚信、联合资信三家主流公司。中国中债资信评级公司采用投资者付费商业模式，这种创新方式比美国超前，并且值得肯定。
- **机构投资者：**美国机构投资者包括保险公司、基金公司、对冲基金，大银行企业的财务部，理财公司，等。不同风险类别的投资者在投资分布上不同。资产证券化结构复杂，只限机构投资者。危机后，机构投资者增加了内部信用审批的部门。机构投资者规模大，属于长期投资者，所以在市场定价上有发言权。市场出现不合理性时，需要市场参与方之间的博弈。相比较，如果零售投资者多，定位制衡不可能出现，市场定价不合理时只能通过其他办法解决。美国投资者有定价发言权的原因，还在于每笔投资需要投资委员会的审批，导致机构不光关注表面利润，还注意风险。散户则不一定能看到所有风险。散户的销售渠道是通过银行卖，短期投资的心态重，对风险看的不够长期，不够审慎。

三、危机后监管部门的政策以及政府对资产证券化市场的调整

1、危机后中美资产证券监管制度对比

监管制度：美国主要监管者是证监会，其他机构不直接干预，但可通过资本充足率，流动性的要求影响市场。中国为银监会、证监会、保监会管理发行审核，比较复杂。

融资比例：每个公司融资计划中会考虑资产证券化的融资比例和直接发行无抵押贷款的融资比例。有亿条未成文规定，如果想达到投资级的公司评级，抵押贷款比例不能超过 70%，而且资产到期日要错开，减少再融资风险。

破产隔离：中美之间很重要的区别之一是破产隔离。美国在危机中经受了考验，法律上可以执行，现实中也经历过。中国在文件上规定需要执行破产保护，但现实中真出现违约，很难执行，有不同的博弈因素需要考虑。

风险转移和外部信用增值：危机时保险公司无法提供足额保险赔偿，危机之后，投资者不相信保险公司。个别小公司选择保险公司进行信用增级，并非因为外部增值的原因，而是因为公司规模小，不被投资人认可，所以投资人希望信用更高的保险公司可以介入，进入到日常资产证券化的后台操作中，起到监视作用。**美国担保公司在危机之后信用几乎为零，中国则相对信任担保公司。**

期限匹配：资产证券化优势是把资产结合在一起打包卖出债券，债券的利息由资产池产生出来的现金流。国内很多信托产品为短期、刚性兑付产品，导致一年到三年后面临再融资风险。**如果面临利率高的情况，再融资存在巨大风险。这正是目前很多信托理财产品所面临的问提。资产证券化优势的地方没有在中国充分地被利用起来。**

2、资产证券化的驱动因素

巴塞尔协议三对去杠杆提供驱动作用。由于公司需要提高财务比例，通过减少银行系统资产负债规模，以及把资产更加匹配的利用起来。**另外一个原因是地方政府和企业负债高。**如果政府控制信贷规模，融资需要不同渠道，会导致信贷更加隐蔽，更加难以监管。总体看，中国有 70 万亿元资产可以适合资产证券化，远高于目前的 350 亿元，杯水车薪。

信托转型也是驱动资产证券化的一个原因。信托产品规模很大，且不在监管范围之内，对金融系统有巨大风险。个人认为一部分信托产品可以转移到监管体系中，一部分风险过高的产品找不到出路，另一部分通过市政债券替代。

3、危机后美国的政策

2010 年开始，美国出台新的规章制度，如多德佛兰克法案，通过投资人与发行人的风险共享，以保证资产证券化的安全。还对资产发行人提出规定，除了上面提过的保证书外，还规定发行人什么情况下购回资产的规定，从不同角度来减轻资产证券化的风险。

四、资产证券化在美国市政和中国地方政府平台中起到的作用

美国地方政府融资较少用资产证券化市场，大部分用市政债券，原因是可以通过免税降低融资成本。市政债券评级与发行主体挂钩，可以及时跟踪项目、跟踪发行实体业绩，保证投资者的安全性。美国市政债与资产证券兼容性较低。

市政债券 19 世纪便开始，起因是当时联邦政府不允许各地政府印钞票，所以通过市政债券融资。市政债券有大约六万个发行单位，发行数量多，在柜台交易，因此流动性有限。市政债券的发行人包括地方政府、州政府，还有学校、道路、桥梁、电力、医院。

美国市政中的资产证券化。美国高速公路的建设运用过资产证券化，另一个资产证券化与市政交融的例子是电力公司的既往投资 ABS（Stranded Cost）。电力公司想收回已经投资的资本，因为某种原因这些资本不能没有收益，电力公司遂选择资产证券化。首先要上报指定的电力行业委员会审批额度，然后经过几轮听证会考证后，在原有的电力价格上加价，通过电力价格的上升所获得的收益来收回既往投资和付清资产证券化的费用。一般每度电加价几厘到几分。这种

资产证券化是长期的，有的 3-7 年，有的甚至 12-15 年期限。从投资者角度看，这类产品风险低，利差与信用卡相似，而信用卡的流动性是最强的。

地方政府是租赁人时，预算需要经过投票表决通过，如果需要削减预算，会影响到还款付息、付设备租赁费，这种风险使得评级公司提高压力测试。所以一般 ABS 单子中，与市政部门有关的资产比例大多在 5%-10%，比例越高招来问题越多。

中国地方平台，可以借鉴资产证券化，但需要经过消化。对国家有重要意义的项目可以用国家信用担保。美国市政的财务收入大部分来自于地方税，房地产税收入很大部分会被用到学校建设和政府运作。增收房地产税，能帮助地方政府解决问题，为地方平台债务还款付息，中国可以稍微借鉴。但增加房地产税要避免崩盘。

有人提问，国开行就是美国的 Agency，因此中国不需要发 Agency MBS。

美国的两房在危机前目的是提高房屋的拥有率，提高房地产贷款的流动性，降低贷款利率。在危机后要缩小自己的垄断地位，防范房屋回收的行动。国开行相比两房的策略更具宏观战略，需要支持政府的宏观策略。

国开行的评级与中国政府是一样的，那么国开行只需要发行公司债而不需要发行其他债务，更不需要发行资产证券化吗？我认为不是。目前银监会把三分之一的资产证券化的资产配额给了国开行，国开行也积极的运用资产证券化拓宽自己的投资渠道是很明智的，通过资产证券化把资产负债期限相配，减少债务同时到期的压力。美国通过危机才切身体会到融资渠道多样性的重要性。对任何一个公司、实体或者政府，能够有不同的融资渠道是有良好财务状况的重要指标之一。

五、问答环节

Q1：中国地方财税系统没有清晰的资产负债表，以美国的经验看中国地方政府如何建立财政约束机制？

A1：中央政府提出的地方考核不以 GDP 为主是约束的一个方面。另一方面让每个政府算出资金缺口、薄弱环节以便今后入手解决。虽然说中国地方政府没有单独的资产负债表，但是从各个方面看财税系统都有一笔账。把这笔账公开披露，大家监督能起到很大作用。每一个政府都有一笔账，通过这笔账能够罗列出资产与负债，缺口有多大，中国地方政府与美国不一样的地方是贷款系统，美国需要通过市场定价，很少有美国政府找银行融资的。

Q2：国务院下发布了对影子银行监管的 107 号文，这对资产证券化有何影响？

A2：让市场机制与行政机制结合起来，让机构学到教训。107 号文除了说控制影子银行产生，让影子银行更加阳光化外，还重点提到了如何消化影子的坏账。中国现在的影子银行系统不处于政府监管状态，影子银行坏账较多，很难通过市场解决问题，坏账通过归口管理是直接有效的办法。但是这种地方政府出面处理的方式还是行政方法，可以考虑在不引起市场恐慌的情况下，大胆让不好的项目破产，吸取教训，但是不要变成系统性问题。很多项目私有权、国有权不清楚，大的项目出现问题，想通过市场机制计算清偿价值，所产生的折扣对于公司是巨大损失。如果公司杠杆高的话，市场机制处理时有可能把很多人的自有资金洗清，导致系统风险，中国应该有中国特色的处理方法。完全市场性不适合，应该让市场机制与行政机制结合起来，让机构学到教训，更重要的是投资者要清醒，买这些产品时不能光考虑表面利润，还要想到未来的情况。

Q3：国内不存在严格意义上的破产隔离，资产表面出表，但银行还是承担着背书的责任。在完善中国破产隔离制度上有何建议？

A3：破产隔离是中美资产证券化中最重要的区别之一。从美国操作上看，每笔单子经过律师出具破产隔离观点，观点很重要，是结盘的条件。美国法律文件很重要，书面上的必须做到，如果做不到会被机构投资者和政府部门控告。此外，当公司资产转移到某一个 SPV 里面，必须防范其他交易对资产的侵害，保证了转移的资产绝对属于信托计划 SPV 所有。破产法也是受到法律保护的，如果不受保护会严重影响到单子在市场上销售的情况。在美国，每个公司的破产分析是资产证券化中很重要的分析之一。以设备资产证券化为例，发行人把设备的所有权转让给 SPV，一旦发行人法律出现问题，因为有破产隔离，设备不属于公司资产，银行如果清偿，则设备不属于清偿资产之列，所以真正起到了隔离的作用。破产计划相对重要，起到了保护 SPV 投资者的利益。

中国的券商、律师等同业者要互相配合才能完善破产隔离。而且在设计产品给构时，长期资产短期融资刚性兑付与破产隔离的目的背道而辞。要做到清产后的现金应先还投资者，剩下部分还发行人，发行人再去偿还其他非抵押债务。中国的破产隔离在实际操作上是很难能达到，还是存在法律程序上和执行上不匹配的问题。

第 9 辑

(2014.1.21)

优先股、个股期权在美国发展的经验与路径

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

严鸣博士拥有近十七年投资经验。在与投资伙伴一起建立 Karya 之前，他是野村证券投资管理(美国）公司的执行董事及风险管理负责人。在加入野村之前他在 Proxima Alfa (原 VegaPlus)对冲基金公司任风险经理。在二 OO 四年加入 Proxima Alfa 以前，他是 Alliance Bernstein 固定收益投资部副总裁 。在 Alliance Bernstein, 他主要从事固定收益对冲基金的风险分析模型和报告，他所带领的团队还设计并建立了公司的固定收益投资的回报定量分析系统。在加入 Alliance Bernstein 以前，严鸣博士在 BlackRock 公司担任投资组合分析部副总裁，负责全公司固定收益投资风险参数的质量控制，他同时还是公司的市场风险委员会的成员，并负责 BlackRock 首个固定收益投资组合 VaR/TE 系统的建立。严鸣博士获复旦大学管理科学学士并毕业于研究生班，在美国犹他州立大学获得经济学博士。

一、从不同融资方式的特点看优先股

公司融资的方法主要通过债券融资和股票融资。融资目的无非是

需要资金进行投资。公司刚成立时更多是需要短期融资，银行短期贷款是公司的第一个资金来源。数据表明，亚洲国家银行短期贷款，甚至长期贷款，作为融资渠道被运用的较多，而美国银行贷款最终会被证券化，进而进入债券市场或者股票市场。从资金组合角度说，人们对什么是最好的融资方法已有共识，即融资的途径应和公司目前的成长状态、公司未来收益、公司类型息息相关。例如，金融公司属于投资型公司，融资用来投资，所以要考虑未来公司业绩回报，算出对融资者来说最优化的融资结构。中国目前的融资渠道，股票融资集中在有分红、有投票权的普通股；债券市场融资，债主对所有权不感兴趣，但要确保收益，确定在到期日可以收回本金，债券融资影响公司的资产负债表。

融资方式不同，融资资金在资产负债表上的项目也会随之不同。债券融资增加了债务，属于负债，额度要适当。在股票分析中，通过资产负债比，权益负债比等各种算法比例，分析公司负债是否过多以及公司的成长情况。公司为了信用，务必还本付息，当负债过多且业绩不好时，如果再遇到困难，将会无法偿还利息，导致公司违约。违约后，公司只能申请破产保护，重组回到市场或者进行破产程序。

股票融资相当于出让股权，通过几次融资，创始人的股份会被稀释，控制权减少。从公司角度看，如果公司前景广阔，当下却面临流动性问题时，公司是不愿意进行股权融资的。例如当公司处于转型期时，缺少资金，公司处于低迷状态，发行普通股价格会被压低，且会被稀释股权；而进入债券市场，公司业绩不好会导致利息会很高，融资成本过大。债市不友好，又不想稀释公司控制权时，可以考虑发行优先股融资。

优先股对发行人的优势：优先股只在分红时有优先，只有在满足优先股的红利支付之后才可向普通股支付红利。多数发行的优先股的

红利是固定的，投资者与发行方双方事先约定。因为优先股没有投票权，投资者对公司没有决策权。此外，红利通过董事会按月或者季度发布，如果公司处于困难状态，资金流动有问题时，可以选择不分红。一般来说，持有优先股的投资者被欠的红利会在下次分红时补发。相比之下，债券是务必偿还，不付利息就是违约，这便是优先股的好处。

二、优先股特点

优先股一般会附加 5-10 年的长期担保（Warrant）。例如 2008 年次贷危机时，雷曼倒闭、AIG 陷入危机，美国财政部出资 850 亿美元将 AIG 国有化，随后危机传导至高盛，巴菲特斥资 50 亿美元购买高盛 10%股息率的优先股，另有 50 亿美元的担保，担保在 5 年之内可以以 119 元的价格买入高盛股票。巴菲特的投资属于非公开市场出售的优先股，最后会由高盛买回。此外，担保还可以跟随债券一起发行，成长型公司风险大，借钱困难，在债券上加上担保，增加了融资的吸引力。当然，担保可以与债券分开买卖。

如果公司跳过分红，将来业绩好时可以分股，或者有权把优先股变成普通股。2007 年中投投资摩根斯坦利。当时次贷危机已经影响到摩根的盈利能力，股票下跌，资金出现问题，急需添加资本，而优先股可以算成一级资本，使得美国银行喜爱这种投资方法。中投斥资 50 亿美元购买 9%股息率的优先股。优先股协议中规定，三年以后优先股必须转成普通股，事后证明此条款对中投相当不利。三年之后，虽然每年四亿五千万的收益很高，但是需要按 2007 年商议好的价格进行股本转换，由于 2007 年摩根斯坦利的股价远远高于 2010 年时的价格，导致中投损失不小。此外，2008 年美国规定，外国机构在美国投资不能超过公司总股份的 10%，而中投的投资超过 10%，为了降低所持有的股份只能卖掉超出的部分，市场先于中投甩卖摩根股

票，股票价格大跌，中投再次遭受损失。

银行业对优先股情有独钟。银行发行债券多，但在监管之下，需要保持一级资本的比例，所以不能持续发债，于是引进优先股。美国标准普尔优先股指数显示，组成部分最多的是银行，占比 83%。美国的银行均为私有，可以注册建立信托，信托买入公司债券，卖出 Bank Trust Prefer 这种优先股，通过这种方法既可以增加资本充足率，还可以减税。美国的税法机制是，债券所付利率记为成本，在计算净收入时可以冲掉利率成本，减少公司税款。但是这种做法在 2015 年后将不被允许。此外，市场上发行的优先股，多半没有投票权，但会影响普通股的股权份额。

近几年美国公司优先股的表现很好。从投资者角度看，优先股在某种程度上像债券，有相对固定的股息收益。虽然分红按法律讲不能保证，但稳定的公司一般都会分红，回报率也很高。优先股的收益很好计算，由于优先股是永久性的或者至少 30 年期限，本金的折现值很小，主要以分红的比例决定收益率。当然前几年好的表现并不代表永久好的表现。优先股的收益率受利率影响大，利率低时优先股受追捧，优先股价格升高，投资收益下跌。去年优先股表现很差，原因是美国 10 年期国债收益率从 1.7%上升至 3.0%，优先股没有到期日，长期利率上升导致价格下跌，所以投资优先股需谨慎。

优先股的投资者以机构投资者为主。优先股的散户投资者不少，原因是优先股的税收与债券不同，债券收入需要交个人所得税，如果收入很高，交税最多可达 34.6%。公司优先股分红以资本收益交税，最多 15%，相比之下，同样的情况下优先股的交税要低的多。优先股的大部分投资者还是机构，如果是公司投资另外一家公司优先股，优先股红利的 70%可以不算在收入里。公司税为 37.5%，扣除 70%后只剩 10%，给了公司购买优先股的强烈意愿。所以很多机构，像

退休基金、保险公司这些喜欢比较稳定的现金流的机构，是优先股的最大投资人。标准普尔的优先股指数总市值有 1000 多亿美元，其中最大的投资者是汇丰银行，占 2%。除了投资指数，投资者还可以投资 ETF，ISHARE ETF 市值 80 亿美元，也是有趣的优先股投资渠道之一。

三、个股期权

股票期权有两大类，第一类是公司发行的股票期权。这种股票期权服务于债券投资人、管理层、员工。这些期权对股本有影响，到期后行使期权会稀释公司现有的股份。这种股票期权由公司发行，有些期权到期后必须行使，使得股票总量增加。作为公司的投资者，需要关注公司发行的这种期权。

第二类是市场上交易的股票期权，这与公司无关，是做市商发行的期权，分为看涨期权和看跌期权。如果不看好公司，认为公司股票会下跌，则可购买看跌期权。这种期权在美国股票市场上是相当活跃的衍生品。股票价格很有可能受到期权的影响，在公布公司利润率等重要指标公布之前，个股期权的波动性很大。波动性通过期权定价模型影响着期权价格，从而影响股票价格。期权的买卖是零和游戏，公司没有发行这些期权，而是市场交易的人看涨和看跌两种不同的意见而衍生出的产品。

中国市场的个股期权发行要格外小心，个股期权的监管很难。美国出现的很多内幕交易都与期权有关。个股的内幕消息很多，对于单一股票的监管已经十分困难，再加上期权导致监管更为复杂。例如，高盛有一名投资银行家，并不是高管，但是他可以接触兼并并购的文件。通过这样的信息，他用他姑姑的账号买入上万口合约，兼并并购成功时获得暴利。这种行为只有在非常强的监管下才能避免发生。个

人认为，在没有很完善的市场前，不应该发行个股期权。如果发行期权，可以发行指数期权，指数期权有看涨看空两种力量角力，参与人数众多，不易通过内幕消息获利。买看涨期权的人通常会做空标的股票作为对冲，当然这其中涉及大量计算。

期权的基础标的非常广，可以是股票、指数等任意标的。期权有很大的市场，日经指数就有指数期权。债券利率也有期权交易，很多对冲基金、银行在债券利率期权交易上非常活跃。期权有时候不以盈利为目的，而是以对冲风险为目的。假如有不允许卖掉的资产，必须持有该资产直到到期日，此时如果利率上涨，资产价值会贬值，所以用期权对冲，可以规避风险。

四、问答环节

Q1：从美国市场发展的情况看，对中国发展优先股有何建议？

A1：从融资者角度考虑，发行优先股没有具体要求规定，要看公司内部资金结构。首先要明白公司的优先级，减少债务，还是尽量不减少股权。成长型的公司在短期会面临资金流转的问题，而中国资本市场流动性很差，债券市场不友好，要求利率回报太高。如果又不想稀释现有的股权，则可以试发行优先股。优先股的好处是红利不一定要付，不会导致违约。对于一个公司，融资最主要的问题明白公司发展业绩、认清当下问题，以决定何种融资手段对公司发展更有利。优先股发行不是无止境的，通常不能超过公司所有股权的 50%，有些国家还规定，购买优先股需要得到普通股股东的同意，优先股转成普通股时也需要股东同意。优先股属于两栖证券，又受利率影响，又受公司业绩影响。

Q2：与普通股和债券相比，优先股的股息水平如何？

A2：优先股股息由市场机制制定。首先需要知道公司债券收益

水平，但不管怎样，优先股毕竟不是债务，所以同一公司对优先股和债券的评级应该不在同一等级上，所以优先股股息水平在债券之上。优先股没有股权，所以股息收益会高于普通股。对于成长型公司而言，公司可能发展之初不分红。普通股股价可以体现公司的未来资本收益，但优先股股价则无法反应未来收益，所以优先股的股息收益理应高于普通股。此外，股息水平与税收有关，美国投资者投资长期债券，债券利息需要付个人所得税，收入高的人买债券，实际回报低很多。如果投资优先股股息，机构投资者有 70%的减税措施，个人投资者最高只收 15%的资本收益税率，所以在同样的到期日和收益率时，投资人会选择优先股。如果税法改了，优先股的欢迎度也会随之改变。

第 10 辑

(2014.1.22)

2014 年全球经济走势与美国企业年金投资模式

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陈力君，现任美国教师年金基金会（TIAA CREF）资产管理部董事主管，固定收益类基金经理，并领导开展量化投资策略分析及实施，参与制定生命周期系列基金资产战术配比，以及企业年金效益评估体系的制定。任基金经理之前，他曾任风险控制部门董事，负责信用风险和市场风险控制等重要方面。陈先生拥有约 20 年从业经历。其工作经历还包括曾任联合国开发计划署（UNDP）财务部外汇投资管理顾问；曾参与金融平台工具开发；并曾独立跨国创业。同时担任美国亚洲金融协会（AFS）董事、美国亚洲金融协会研究院主任。陈力君 1990 年毕业于上海复旦大学获学士学位；1992 年获美国天普大学硕士学位；2003 年获得美国纽约大学工商管理硕士（MBA）学位。他持有特许金融分析师（CFA）等资质，活跃于国内外金融领域。陈力君先生是美国教师年金基金会（TIAA-CREF）高管团队成员，长期参与投资过程中的资产配置、决策制定、风险控制、效益评估等工作。

一、当前经济形势与国际市场投资判断

1、当前经济形势

目前经济处于 2008-2009 年金融风暴的后危机时代，主要经济板块在逐渐复苏趋好。2013 年美国经济增长提速，主要板块的回报率明显上升。比较典型的板块是股票投资类，美国去年全年主要指数有近 30%的回报。投资者对固定收益类产品的投资兴趣变淡，但整体收益率表现满意。房地产类投资处于复苏阶段，细分市场包括住房与商业房地产，相比之下，商用房地产中的写字楼、厂房、仓储恢复更快。商品期货板块恢复相对缓慢，商品期货的弱势与新兴市场经济低迷直接相关。总体来说，经济正在逐渐走出金融危机的低谷，开始恢复到较为中性的水平。

虽然短期内经济处于盘整阶段，但中长期增长趋势明显。经济复苏速度与华尔街同仁们所预期的速度有差距，但是客观来讲，经济有其自身的运行规律，危机后需要四五年的时间才能步入下一个高峰。主要板块都有各自的投资价值，均是值得考虑的投资目标，需要投资者通过大类资产调配，把主要板块组合成合适的长短期投资的配比。此外，投资人需要耐心期待经济的快速复苏。美国 2014 年初的三个星期股票市场一直处在盘整状态，与 2013 年底连续创新高有鲜明反差。

作为投资人，应该期待合理的周期性盘整震荡。现在没有看到 2014 年的二-四季度会发生影响经济增长的危机，故而投资人可以期待中长期的增长趋势。

全球主要经济主体利好消息多于利空消息，希望多于危机。美国作为国际经济的主体，拉动国际金融市场趋好。国际经济的回升步调上应与美国同步，不能操之过急，需要耐心度过盘整阶段。北美经济形势向好，增速在 3%左右。欧洲经济也在恢复，欧元区经过长期低迷后，逐渐回到正增长阶段，投资人与管理者信心在恢复。欧元区所

存在的问题已经完全暴露，且问题找到了解决方法和出路，期待未来没有新的问题出现。日本经济处于孤注一掷的状况。这种模式此前从未尝试过，日本希望通过提高通胀率来提振经济，通货膨胀与经济发展两者经常结伴出现，但是两者之间是否有因果关系尚不清楚。值得高兴的是，日本过去一年经济增长 1%，虽然相对中国的高速增长而言微不足道，但是这已经是日本从 80 年代来最快的增长速度，是值得关注的新现象。除日本外的其他亚洲经济体处于高速增长阶段，中国经济增长虽然有明显回落，但无论如何还是很明显的正增长。除日本外的其他亚洲国家经济平均增长率 6.8%，可以满足经济增长需要和世界投资水平。拉丁美洲不是经济高速增长的区域，但现在也处在经济较快扩张的阶段。

2、对全球投资市场的总体判断

美国上市公司的盈利能力尚不稳定，使得股票市场目前处于盘整状态。美国股票市场需要经过盘整，但长远趋势很好，目前需要耐心等待盘整的结束。从具体指标看，公司市盈率处于历史偏高阶段。此外，有些公司即使市盈率处在合理区间，但公司盈利来源令人担忧。例如，金融公司盈利方法是通过财务重组，即公司金融体制框架的调整，来实现盈利。这些方法只能在短期内有效，很难在长期过程中把公司盈利保持在投资人需要的区间内，未来必须实现真正盈利。

固定收益类产品利率会上升，投资回报率也会上升，会继续吸引大众投资。美国国债海外最大债权国由日本易位于中国。当然最大的债务持有人仍然是美联储。由于美联储的长期量化宽松政策，导致美国国债价格达到历史最高水平。目前市场对于 Taper 反应平稳，1 月份基本会按计划继续缩减购债数量，2014 年年底前完成先前计划的投放收缩目标。美联储现在的政策比较中规中矩，但并不意味着利率上涨导致投资固定收益类产品没有回报。固定收益是投资的重要板块，

对于保险公司、年金退休金、中长期投资人以及风险承受能力较弱的投资人来说，固定收益是好的选择，美国每年平均流入债券市场的资金达 4300 亿左右。

随着经济复苏，房地产市场在迅速增长，但要结合项目区别投资。房地产类产品差异大，有时同一城市只隔一条街的两处地产就会有很多差异。这种特点使得房地产市场选择性强，造成其特有的专业性。

中国经济增长减缓，其他金砖国家的经济也会与中国同步减缓。从经济结构上不难发现，有明显拉动性增长的经济体只有中国。俄罗斯相对独立，但经济增长主要来源于能源出口，出口方向是中国。巴西原材料出口是经济增长的主要部分，出口方向也是中国。印度经济结构和货币政策存在问题，最近印度因为黄金储备不足导致货币贬值，政府不得不向民间征收黄金，个人对印度经济非常担忧。最近高盛提出“薄荷四国（MINT）”，包括墨西哥、印度尼西亚、尼日利亚和土耳其，认为这未来四国是新兴市场发展增长的核心，也是未来投资的方向所在。但是目前这种观点有很大争议，土耳其已经出现了明显经济问题，薄荷四国的概念是否能站得住脚还需拭目以待。

日元相对美元持续贬值，其他货币较美元相对稳定，加元有升值空间。以美元为基准，日元在贬值通道里，一方面是政府行为，另一方面也反应了对日本经济风险的预估。值得考虑的是加元，加元兑美元可能会升值。尽管有人指出加拿大经常账户从原来的贸易盈余（Surplus）转变成现在的贸易赤字（Deficit），另人担忧。但加拿大与美国经济一直关系密切，美国的经济增长应对加拿大产生带动作用，并且加拿大的能源输出已经成为经济发展的动力，因此看好加元。

二、美国年金投资策略及特点

1、年金发展概况

年金投资对于中国是新的概念，在美国历史也不悠久。但在 2000 年前古罗马时代就有为战士进行养老金投资的先例，对古罗马版图扩张起到很大作用，而军队年金的崩溃也导致了罗马帝国的崩溃。当代的年金自 19 世纪末发展起来，1875 年美国运通开始给员工发放退休金；1900 年美国全国只有 12 个年金账号，主要为公共事业退休金和铁路工人退休金。现今年金在很多国家都较为普遍。

2、年金投资情况

各个国家的社会福利不同、规划方式及管理方式也不同。相对统一的算法是，年金健康状况可以用年金总量与年金需求量的比例来衡量，比例越大意味着越健康。不幸的是，世界人口大国的年金健康状态相对靠后。年金健康指数最高的是澳大利亚，原因是资源丰富，人口相对少。美国居中。日本倒数第二，原因是人口结构老化，经济增长长期停滞，导致年金健康指数低。中国位列最后，原因主要是人口数量世界第一，且年金制度与养老金融安全的概念发展较晚。

养老金融安全只需考虑两方面，需要养老的人数和能够支持养老的财富量，即人口和积累的财富。美国人口在迅速增长，从二战结束时 1 亿五千万人增长到现在 3 亿五千万，预计 2050 年将接近 4 亿 5 千万。在人口基数迅速增长的阶段，年金储备要求高，如果储备不高的话，则对投资回报率的要求会越来越高。同时人口基数有自身结构，二战后生育潮时出生的人现在开始养老，导致美国人口老化速率增加，中国在这方面的问题有过之而无不及。

国内市场目前情况与养老金的投资要求有相当大的距离。养老金融风险的突出，导致投入资源总量高，投资产生回报越来越高。美国投资退休金市场总量 19.5 万亿美元，而正在工作的人群、年轻员工参与养老金投资的比例在增加，说明人们的养老意识在上升。国内养老投资意识也在上升，不过由于中国金融市场的不成熟性，投资人可

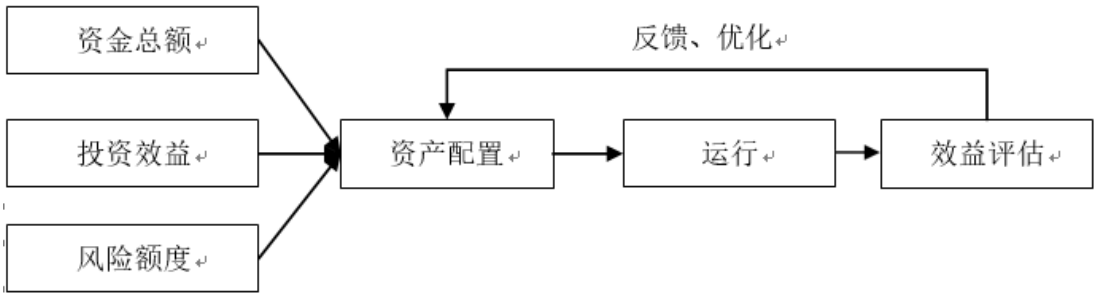
选择的投资方式不多。而且投资人没有长期投资概念，很多养老金投资公司仍在追求短期回报，甚至每天计价的回报。一些普遍金融市场投资管理存在的问题同样反应在养老金投资的过程中，例如投资的基金换手率高、基金经理本人换位情况高，均不利于长期投资，而企业年金、养老金最主要的要求就是追求合理风险条件下的稳定回报。

美国政府政策鼓励导致年金在美国渗透率较高。美国民众对养老投资参与率高，企业提供养老储蓄的渠道多。此外，美国另一明显优势是，在一定形式下，养老投资可以免税，增值收益所造成的税赋在领取养老金时按当年的税率补交。对于年轻人，免税所带来的增值有 30 年或者更长的增值过程。此外，美国税收制度与收入正相关，退休时收入整体下降，交税比例也随之下降。相较之下，这些政策在中国是缺失的。

3、年金投资特点

年金投资作为长期投资，投资的主要概念之一是买入持有（Buy and Hold）。例如，买入 30 年国库券，年利率 6.5%，意图是准备持有 30 年，30 年后取回本金。买入持有和按市值计价（Mark to Market）是对立的概念，传统的年金在历史上是以买入持有为主导投资方式。做买入持有投资时需要计算虚拟负债。例如，年金投资人目前 40 岁，预计 65 岁退休，所以有 25 年投资过程，确定 25 年后资产达到的水平，从而估算回报率，然后按照此回报率进行长期投资。投资过程中严格控制风险，资产配置中要考虑长期、中期和短期效益。效益评估是反馈机制，通过评估效益进行资产配置和投资对象的选择，明确效益是否符合预期，能否优化。

投资流程框架如下图：



总的来说，投资周期较长，在资产配置的调整中，长期为 10 年以上，中期为几年，短期最短为一个季度。投资过程中，由于是长期投资，不担心客户撤离，也不担心短期市场波动，但会担心长期系统性风险。系统性风险会导致债券违约，优先股拖欠分红，普通股市场价格的下跌。所以长期投资需要风险评估框架，从年金投资的角度看，起到的作用不光是风险控制和管理，还有资产配置的参数。只有在这样的框架下才能比较合理的进行资产配置。

投资板块和方向覆盖所有投资工具。按规模排列是固定收益类、权益类、房地产类。养老金投资适合长期、安全、流动性高、美元币种、固定收益类资产。退休金投资是长期过程，受益人退休后自取。退休金账户的责任是保证养老安全。流动性高就是买卖成本低，当有大量流动性高的资产时，即使换手，转移资产的成本较低。这些特点的结合产品便是政府债、信用等级高的企业债、结构化债。虽然某些结构化债过速扩张导致了金融危机的发生，但是其本质还是在市场上起到重要作用，所以结构性债也是必不可少的投资工具。房地产类投资以商业房地产为主，商业房地产专业投资机会多，也需要逐个分析。其他板块也有参与，如信用等级低的次级债、欠发达国家的主权债、贵金属和能源期货等等。TIAA CREF 中的 5300 亿总资产每个板块多多少少都需要参与，只是比例不同。

投资交易反馈与风险评估反馈很重要。风险评估的反馈确保我们承担合理的风险，如果出了问题可以及时发现问题、修正问题或止损。

投资交易评估机制不仅用来优化资产配置，同时也是团队奖励的机制。

投资人选择越来越简单，专业化程度也在不断增加。交易所交易基金（ETF）增长很快，此外，基金的基金发展也很快，请专业人士做资产配置，虽然管理费用高，但是可以做到专业化投资，长远效果好。

三、问答环节

Q1：长期年金投资者如何管理利率风险？2008 年金融危机后，年金资产配置比例有没有变化？

A1：利率风险的控制需要分类讨论，如果是买入持有的投资形式，持有期间利率风险几乎可以忽略。假如买入美国国债，买入之后每年有固定票息，到期后收回本金，中间利率变化不影响回报。之所以说“几乎”可以忽略，是因为之后每年的票息会随着利率的变化有再投资的风险，不过此处可以忽略不计。

如果是每日定价的投资形式，则影响较大。固定收益类投资无法避免利率风险，固定收益最大的风险是破产风险，其次就是利率风险，利率上升，市场价格下降。所以这种投资形式下的固定收益类占有比例小，以应对利率风险。

资产的战略配置没有太大影响，战术配置每个季度都有调整。战术配置上的讲，利率处于逐渐上升的通道，资产调配时需下调固定收益类比重，同时上调其他类别资产比重。战略上的配置讲，资产配置相对不变。假如 25 岁投资人 40 年后退休，风险承受能力强，所以固定收益类占比 5%以下，这样的政策不会按年份变化。

另类投资（Alternative Investment）越来越受到大家的重视。但是另类投资做的好的大型基金不多，收益率高的多数为中小型基金。耶鲁捐赠基金(Yale Endowment Fund）由 David Swenson 领导，他坚

持认为长期投资资产配置不应局限在传统的投资类别里，所以他把资金投向期货等另类投资资产。但在金融风暴这几年中，投资效果较差，随后放弃这种投资方式。

Q2：国内养老金投资缺少长期资产，美国养老金投资的长期资产工具有什么？

A2：买入持有的投资方式下，主要投资长期信用较高的固定收益资产。其中包括主权债和信用等级较高的结构债。相对来说，国内市场发展需要时间，目前国内的债券市场内部结构不够多样化。

Q3：国内保险资金投资范围有所拓展，提高房地产、金融产品投资比例。美国年金养老金有没有投资类似创新型金融产品？

A3:美国市场多样性高，可供投资的市场选择多，投资规范和模式清楚。长期投资的选项丰富，除了提到的主要板块，还包括农产品和自然资源的期货、其他类别的房地产和类似对冲基金的基金。美国政府通过指标迫使公司将风险承受能力控制在在合理范围内。投资过程不是由政府规定投资项目，而是通过风险准备金比例（Risk Reserve Capital Ratio）这一指标管理。根据年金公司管理资产的总量、资产配置以及想达到的信用评级设定不同额度的风险准备金。例如，如果公司全部持有美国国债，则风险准备金为零；如果公司全部持有英国主权债，风险准备金比例为 0.05%。整体比例的计算方法是把所有投资类别根据资产板块、投资目标、信用等级和货币种类进行分类，然后把所有板块的风险准备金加权，得出的是风险准备金比例。公司必须存入与风险准备金总量相等的现金。如果风险准备金比例没有达到规定，便被视为违规，下调信用等级。

Q4：年金公司对于跨境资金的管理有没有限制？

A4：目前还没有接触实例，但个人认为跨境年金投资是大趋势。全球一体化把各国拉的更紧密。金融风暴后，美国公司认真审慎投资

战略和投资对象选择，开始积极的在各国投资，虽然目前比例小，但随着时间推移，市场复苏，交易成本降低，这种趋势会越来越明显，同时也意味着中国流出的资金也会更多。投资方向选择上讲，国际化投资是诱人的机遇。美元币种虽然是公司现在的选择，但不是必须的选择，如果其他币种有投资机会，同样会参与。毕竟，金融理论也认为当选项越多时，抵抗风险的能力也越高，获利的机遇也越大。作为基金管理人，希望找到新的投资机会。

第 11 辑

(2014.1.24)

2014 年港股投资策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

龚卿礼，朗瑞资本创始合伙人、投资总监。筹建朗瑞资本之前，龚先生曾任职于香港中型上市公司财务董事 5 年，之前于审计师事务所任职 14 年以上。

唐志刚在香港的金融行业有 14 年的经验，在与龚先生合作朗瑞资本之前，他先后任职高盛，摩根大通的中小企业研究主管，和瑞士银行的中国投资策略师，在各项亚洲最佳分析师评比中曾屡获中小盘研究的第一第二名。唐志刚毕业于上海交通大学，01 年取得哈佛商学院 MBA 学位。

朗瑞资本为对冲基金，筹建于 2011 年 2 月并从 2013 年开始运营，目前只针对香港证券市场，朗瑞资本的投资策略为价值投资+趋势操作，2013 年收益率跑赢恒生国企指数 24.1 个百分点。

一、2013 年市场新特点

朗瑞资本投资涉及港股、部分 A 股以及在美国交易的中国概念股。2013 年的市场很独特。

美国股市的 downward protection。美国由于就业差导致量化宽松政策得以持续，量宽政策注入的流动性使得股市上涨。同时，美国经济的复苏使得企业业绩向好，回购踊跃最终也造成了股市的上涨。

中国股市的板块表现差异显著增大。如果在 2013 年初买入港股指数并持有至年尾，基本会以盈亏平衡或者小额亏损结束，原因之一是当经济不好但美国企业业绩好时，资金会流向发达国家股市，导致新兴市场资金总量不足。如果投资指数，并且表现优异，可能只有2%-3%的收益。但是如果抛开指数股，关注指数股之外的投资标的的话，往往可以跑赢指数 20%-30%。这个现象不光出现在香港，国内的创业板和美国的中概股也都显现出某个行业一枝独秀的情况。这其实是经济转型加快的必然现象：投资人抛弃传统产业，转向新兴产业和未来有发展前途的产业。

中国处于转型期，政策风险逐步加大。政策预期在去年成为很多行业表现的主导因素，这些行业包括房地产、基建投资、高端设备和银行。政策预期取代了基本面分析成为行业主导因素，有些行业盈利很多，但是市盈率却越来越低；另外一些行业因为政策原因，虽然公司盈利前景不明了，但公司股票价格却已经大涨。此外，国内流动性难以捉摸。去年 6 月份的流动性紧张是因为国家对山东地下钱庄、中小银行进行缩紧流动性的尝试，虽然最后因为引发全国流动性偏紧而放弃尝试，但逐渐压缩流动性的政策取向没变，导致今年的流动新整体而言很难捉摸。

二、2014 年宏观观察

经济周期包括复苏、过热、滞涨和下滑，目前中国宏观经济处于弱势复苏阶段。复苏阶段开始于 2012 年 4 季度，复苏缓慢且复苏周期长，原因是过去在产能、杠杆、环境等方面积累的问题太多，需

要慢慢解决消化。同时金融危机后海外市场复苏对中国经济影响有不确定性。所以我们对 2014 年的定位是处于缓慢复苏阶段。

2014 年可以称为改革元年。2013 年新的政治体制落实，制度的预期和顶层设计完成，2014 年随着两会的召开，各项制度和改革的具体措施会不断的落实。但改革力度越大，震荡也越大、风险也会随之变大。作为价值投资者，我们以企业利润增长预期做投资，在改革过程中，去杠杆、去库存、去行政化手段对整个经济发展形成冲击。

各地政府有保底思维。保底思维的核心关注点是失业率，如果中国 2014 年失业率没问题，改革进程会变快；如果失业率或潜在失业率严重，则改革会有反复性。

未来经济的发展应该不会延续原来的发展模式，而转型的过程中未来经济发展的特点和新的周期还未形成。如果把中国经济当作股票的话，过去 30 年的改革开放说明中国是强周期的股票。但目前我们已处于探索新发展模式的过程，简单用 GDP 衡量经济周期的说法目前已经过时，我们应更关注行业和国民经济发展的其他特点，而这些特点需要不断摸索和寻找。

高利率损害实体经济发展，2014 年刚性兑付会很快受到挑战。利率决定了宏观经济发展的方向，例如美国和欧洲股市核心的估值体系就是以利率为基准。中国目前的情况是，无风险利率基本等同于理财产品利率，利率非常高。利率高损害了实体经济的发展，如果实体经济无法承担如此高的融资成本，则实体经济会萎缩。同时中国通胀率处于良好水平，不支持高无风险利率。高无风险利率是由刚性兑付造成的，2014 年刚性兑付可能受到挑战。今天工行行长表示，对信托产品不负有刚性兑付责任，言论让市场预期无风险利率会下降。如果无风险利率不下调，则改革面临很大问题，我们对大盘、指数的判断不会有太好的期望。

整体判断，2014 处于震荡期，审慎乐观，指数以区间交易为主。我们不认为 2014 年是向好的市场，同时由于市场熊市多年，整体估值低，市场下行风险小，所以不用悲观。

同时，2014 年我们需要关注以下重大的风险事项。

1、港股直通车的开通对港股的利好。市场对开通直通车传言很多，是否会发生还不清楚。

2、人民币贬值对股票市场的影响。人民币汇率由人民银行控制，如果允许人民币贬值，对股票市场有大影响。

3、改革失控对市场造成恐慌。过去一年，中央政府改革有序。保底思维、逐渐反腐、顶层设计可以看出改革者很有智慧。但我们还是需要担心刚性兑付、利率的问题给市场带来恐慌。能否避免恐慌取决于政府的管理能力以及预防措施是否到位。

4、北美欧洲经济波动对国内市场的影响。虽然目前对北美欧洲经济复苏的判断一致，但假如回到原来的经济衰退的状态，将给国内市场造成巨大风险。

5、钓鱼岛、南海的政治风险。政治风险一旦失控，对经济、国力发展和股市均是重大风险事件。

三、2014 港股股指分析：缺乏大涨大跌的机会，但震荡剧烈

悲观者会认为 2014 年波动剧烈，黑天鹅事件多，好的板块已然很贵，不贵的板块存在着问题，市场与 2003-2007 年相比难做很多。乐观者认为通过去年对于热点的炒作，对冲基金积累了大量资金和人气，人气和资金对于对冲基金而言很难得。从港股看，新兴行业的炒作呈现跨年的连续性，所以今年投资热点板块的资金不用担心。传统产业经过两年半的下跌后，基本已经垫底，例如房地产板块，万科一年前市盈率 7 倍，现在 4-5 倍，估值已经很低。

四、2014 港股投资建议

今年港股简单的投资建议是在指数股中去掉中石油、中石化、中海油、银行业、保险业和电信公司，只投资剩下的 40%的股票，就可以跑赢指数。更复杂的投资建议是：

追踪 2013 热点行业，期待热点会持续。热点行业包括高科技、支付、互联网、物流、新能源、节能环保、赌业和高端设备。赌业现在略有担心，赌台价格过高； 高端设备方面，投资铁路类股票有机会，尤其是铁路设备估值合理。结构性转型引发的结构性机不会在一两年内结束，所以这些热点在 2014 年会持续。有人会认为热点行业估值过高，但是我们认为一个行业利润增长是 10%、30%、还是 50%会导致持有期的区别，一个行业如果 2-3 年利润有 50%增长的话，任何回调都是购买机会。此外，我们发现了两个估值不太高的新方向，一是高估值的子行业和较低估值的新兴热点行业的子行业，包括移动互联、手机支付、手机游戏板块。二是从一线股向二三线股票挖掘。一线股的成功导致越来越多的二三线股票产生，大部分二三线股无法成型，但是有一小部分股票很有潜力，如果能挖掘出有潜力的这一小部分股票，投资回报率很高。

关注扭亏和见底行业。去年 4 季度，鞋业、航运、造船业经历了一波非常好的反弹，反弹背后的逻辑是，起初大家认定行业衰落，但后来发现情况比想象中的好。今年很多行业也面临相同情况，只要投资者认定这些行业今年的处境好于去年，就会投入足够多的资金量抬升该板块。我们关注的板块有有色金属、高端设备零部件领域，相信在这些行业里会有机会。

关注国企改革与股权激励。国企改革是今年的主题，作为投资人，我们只关注改革中的股权激励。在对地方性国企评估时，股权激励是

重要标的，股权激励会引导管理层与股东利益协同，管理层认真工作所爆发出的潜力很大。通过与改革的上市企业的交流，我们清楚的感觉到股权激励下的制度改革与人事改革对企业促进很大。我们坚信焕发出新面貌的企业会让资本市场惊讶。

五、未来 5-10 年投资大方向

满足中产阶级需求的行业。行业包括旅游、文化娱乐、个性化产品，个人金融服务、体验式服务等，这些方面的标的物是未来 5-10 年的大方向。在股票市场上，这些标的物一旦出现后，估值很高。比如智美公司，主营马拉松的举办，上市后在几个月时间内翻倍，现在市盈率 40-50 倍水平。所以以后在国内 IPO 的标的中，如果有在这类行业中数一数二的公司能够解决未来中产阶级需要的话，我们应该看好这些公司。由于市场对这类公司认可度大而产生溢价，相信直接认购 IPO 的股票有很大的盈利机会。

互联网冲击下的行业。线上行业包括移动互联、互联金融，线下行业包括仓储、快递和物流。我们对互联网金融的前景相对保守，目前情况是各式互联网金融公司百舸争流，且互联网金融出现问题几率大，无法预知哪家公司将最后存活。但一旦公司形成好的业务模型，未来会成为有 10 倍收益的大牛股。

人口老龄化趋势下的行业。行业包括医院、医药、医疗设备等。香港去年下半年上市的一家企业叫凤凰医疗，在北京做医院整合，现在估值市盈率 70-80 倍，而且还在不断上涨。这个例子说明很多版块受到投资人认可，但苦于没有好的标的，一旦发现好标的，投资人十分愿意购买。

我们重点关注的行业有券商、移动互联（设备/服务）、电子商务、科技服务（如： 软件）、传媒、节能环保、医疗、清洁能源、

品牌消费品和高端机械设备制造。另一方面，有些行业出现大跌后我们也会购买，包括出口/制造业、铁矿石/有色矿产、房地产、航空、水泥、基建工程、石化、银行和保险。从行业选择以及仓位布局角度讲，今年需要仔细寻找机会。作为对冲基金，关键是要勤奋，花时间了解公司。去年之所以有优异的表现，可以跑赢大盘 20%之多，是因为我们在新的方向、新的领域中花费了巨大功夫。

六、问答环节

Q1：贵公司关注行业有券商板块，如何看待证券行业未来前景？

A1： 金融板块占指数比例大，为了相对靠近指数表现，需要选择金融领域板块，证券板块相对较好。未来，监管机构迟早要放开 IPO 进程，券商可以从中受益。开通港股直通车和金融方面的拓展也会使券商受益。其它受益机会包括融资融券的开放、行新的金融产品等等。证券行业是新资产，没有包袱的行业，利润有向上的杠杆。

相比较互联网金融，券商有自己的团队和风控，核心实力和能力很强。即使在未来互联网金融打垮了实体金融，互联网也需要券商支持才能走向职业化。银行或许对互联网金融有敌对情绪，但券商却不存在这个问题。

券商现在估值不贵。券商的标的中有不同的品种，中信、海通和银河的品种重点不同。银河交易规模第一，网点覆盖好，导致在与交易相关的新业务中有天然优势，比如银河在融资融券业务中已然成为行业第二，很快会成为行业第一。像这样一家以交易为主的券商，业务量波动不大。但是银河证券的市盈率只有 12-13 倍，每年增长却 30%，如果有新的改革的话，很可能有 50%的增长，未来股票升值空间很大。

Q2：如何看待 SEC 暂停中概股审计事件？问题最终会怎么解

决？

A2：此次事件并起源于两年前，双方和解是最有可能的解决方式。事件的核心发生在两年前，当时美国证券交易委员会要求审查四大会计师事务所的工作底稿，但是中国政府不允许。中概股中大部分是在美国上市的大型国有企业，中国证监会不会允许会计师事务所将工作底稿交给美国证监会审阅。争执持续两年，其中有一定博弈。现在美国证券交易委员会突然间提出申诉，个人认为是因为问题急需解决。把工作底稿交给美国证监会不是解决方案；SEC 放弃申诉是有可能的；但最有可能的解决方式是双方和解。现在最大的问题是如果双方无法和解，公司 2014 年年报无法披露。但我们认为问题不会发展到这一步，一定是能够解决的。

Q3：产能过剩行业属于扭亏和见底行业，是否代表产能过剩行业将出现转机？判断的依据是什么？

A3：历史上出现的扭亏见底后反弹有三类情况。

产能过剩行业。严重的产能过剩导致价格战，价格下降导致企业被迫停产。停产之后，因为设备再启动花费成本大，设备老化率高，企业会经历一年半至两年的低谷，但两年后随着供给的减少或者需求的增加使得这些企业随后会反弹。历史上玻璃行业就经历了见底反弹，高炉停产后锅炉壁需要换掉，换一次的成本相当于投资一条玻璃生产线的 30%，导致的结果是行业供给收缩约一年半之后的反弹。

政府负责整合行业。钢铁行业便是由政府负责整合，政府规定不能扩大产能。如果要建新钢厂，必须关掉老钢厂；但是当新钢厂建好后，老钢厂却无法关停，导致产能过剩无法根本解决，所以像这样的行业机会较少，反弹后会迅速回落。除了政府指导外，还要看行业有没有进入壁垒，去年熔盛重工这样的即将倒闭的企业在短短两个月时间内反弹 50%，原因便是进入壁垒。由于造船需要海岸线，导致产

能不能随意扩大，所以当订单增多后，即将倒闭的造船厂也可以接到其他造船厂无法消化的剩余订单，见底反弹，这样的行业往往反弹力度大。

经历失败后痛定思痛重组的行业。Esprit 在被 ZARA 和 H&M 彻底击败后，痛定思痛，强势挖角 ZARA 核心员工，利用核心员工完全复制 ZARA 的产品。产品得到市场认可，股价上升。另一个例子是彩星玩具，彩星以做玩具出家，但随后走向轻资产、重品牌、重管理的道路，转型成功后股价被拉升 5 倍。

Q4：香港小型上市公司在供股、拆息时股价波动巨大的原因是什么？

A4：小型公司供股或拆息会让投资人认为公司不想与小股东分享利益，导致投资人卖空股票。香港股市与 A 股在理念上有很大不同，投资人需要判断在香港上市的公司老板的目的。有些公司的老板上市就为圈钱，由于香港的监管没有 A 股严格，即使公司出事公司主席逃亡内地即可逃避制裁，犯罪成本低，使得香港很多这类公司存在。多年下来，投资人养成了保护自己的习惯。只要公司有任何不想和小股东分享利益的表现，投资人会卖空股票，终身不再理会这支股票。香港有专门的黑名单记录有问题的公司，没有上黑名单的公司很少，如果这些没有上黑名单的公司业绩出色，股票价格会被追捧到很高。近年来投资港股市场的有很多内地散户，希望投资人谨慎小心。香港股市没有跌停板，投资人要警惕波动带给自己的损失。

第 12 辑
(2014.1.28)
未来产业发展趋势与变局

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

梁信军先生，复星集团创始人之一，现任公司副董事长兼首席执行官。此外，梁信军还担任上海市政协第十一届委员会委员、中国青年企业家协会副会长、上海台州商会会长及上海复旦大学校友会执行会长。先后荣获“上海科技企业家创新奖”“中国优秀民营科技企业家”“中国青年企业家管理创新奖”“上海市十大杰出青年”等称号。梁信军先生 1991 年从复旦大学取得遗传工程学学士学位，并于 2007 年从长江商学院取得工商管理硕士学位。

一、2014 年是全球转折之年

种种迹象表明美国在坚强的复苏中，欧洲在止跌回暖的交接过程中。

美国有很多坚强复苏的迹象。从 2010 年 4 季度开始，美国 GDP 波动趋势逐渐稳定。2013 年美国 GDP 四季度增长 4%，对于美国如此大的经济体量而言，这样一个增长幅度是让人满意的。从 2012 年 4 月份开始，美国失业率处于持续下降态势，下降趋势十分明显。但新房销售波动性很大，还未建立起稳固向上走的趋势。

欧洲各国通过紧缩开支的办法降低存量债务占 GDP 的比重。各

国都在希望向债务与 GDP 比重 60%的红线去靠近，但目前与目标还有距离。此外，欧洲增量债务逐渐收窄，更多的国家财政赤字占 GDP 比重低于 3%，可以看出欧盟的复苏之路的艰辛。欧洲前几年 GDP 增长为负，2013 年 4 季度开始，GDP 开始了正增长，证明了欧洲确实处于止跌过程中。欧猪五国的国债收益率与美国、德国和法国国债收益率逐渐趋近，一方面说明市场认可这些国家的恢复，但另外一方面，这些国家经济发展质量与美德等好国家比有显著差距，所以投资这些国家国债依然有风险。

上述变化对投资的意义在于：

第一，美欧经济的恢复对中国出口增速的拉动尚弱，预计未来的拉动力度将会有所加强。美国经济虽然处于复苏阶段，但中美贸易变化还未体现。个人认为，2014 年中国对美国出口增长应该有所恢复，出口行业应该向好。中国对欧盟出口更是乏善可陈，2012 年增长为-6.2%，2013 年小有增长，1.1%，总体来说出口恢复还未体现。2014、2015 年欧美向好总体对出口有利。

第二，中外投资者的资产价格信息不对称。中国投资者习惯房地产租售率 1.8%-3.5%左右，但因为欧美经济恢复的原因，租售率较高。最近复星集团在美国曼哈顿购买的新楼，22 万平方米花费 7.25 亿美金,租售比 14%；另外复星在伦敦金融区购买 AON 总部大楼，3 万元/平方米，租售比 11%，体现了中外投资者资产价格信息严重不对称，其间蕴含大量投资机会。

第三，中外的消费市场信息不对称。中国消费市场增长快，一些优秀的全球企业把中国看做必备市场，而非新兴市场。但同时还有很多龙头企业没有意识中国市场的重要性。数据显示，全球性企业中，中国市场占其市场总比例高的全球化的公司业绩更好，而没有认识到中国市场重要性的企业业绩相对较差。如果全球企业在中国市场占比

不到 7%的话，那这些企业将成为复星等希望进行全球布局的中国公司的购买的潜在对象。

第四，中外资本市场信息不对称。2009 年 1 季度后，中美利差分化严重，中国基准利率 4-5%，美国则稳定在 0.25%。银行隔夜拆借利率中国明显高于美国，10 年期国债收益率也存在分化。由于互联网金融的原因，中国存款利率上升快，很多金融企业负债端成本快速上升，例如国开行的融资压力就很大。越多越多的银行金融机构开始意识到这个问题，中国金融机构、实业机构开始探索海外发债等方式来降低成本。中国的保险业也面临着负债端成本上升的问题，故而海内外资本的信息是不对称的。

第五，美国 QE 退出导致大宗商品和新兴市场资产价格下降厉害。近日的美国的回调可能只是获利回吐的概念，总的来讲，QE 退出对新兴市场造成很大压力。QE 至今净资金投放量为 3.5 万亿至 4 万亿美元，美国国债存量是 17 万亿美元。第一，这么多钱到哪儿去了，第二，需要关注美国所欠的债未来如何偿还的问题。个人认为，QE 退出仅仅是权宜之计，将来压缩预算、减少开支来还债，对美国选民压力很大，最可行的方法是利用铸币税，利用其储备货币的地位大量印发钞票。从长期看，美国印发钞票是大概率事件。与此同时，欧盟债务量 11.2 万亿欧元，巨额债务同样无法通过财政政策解决。所以长期来看，全球通胀的战略性压力是没有变化，个人认为现在大宗商品价格走低是难得机遇，值得投资。

二、2014 年是中国的变革之年

2014 年对中国而言，是一连串拐点性事件的向上之年，有几个因素：

第一拐点是政策的变革。十八界三中全会后，据不完全统计，中

央至少宣布了 30 多条与经济关联度大的政策。

在人口和城市化方面，延迟养老政策可以增加 1000-5000 万就业人口。中国未来就业问题是双向矛盾，年轻人就业机会少与全社会劳动力供应不足同时存在。如果女性从 52-55 岁延迟至 60 岁退休，则可以一次性供应 5000-6000 万劳动力，缓解劳动力供应压力。同时由于退休后的消费力会降到原来的 40%，所以增加的劳动人口可以增加消费能力，刺激年轻人的就业。当然目前延迟退休还没有明确的方向。此外，地方政府就农民落户问题跟进很快。在北京，只要缴纳十年社保就可以在北京退休。

在国有资产改制问题上，个人认为低效率的国有资产会拖累中国经济的看法值得商榷。各地方政府在国有资产改革问题上落实力度大，争先恐后推出调整国企的方案，如资产的出售、资本化的管理、允许鼓励经营者持股等等。这些问题快速的跟进，对国企效率提升有帮助，特别是国企分红比率的变化，可以增加对公共财政的补贴，对缓解地方政府资金压力有帮助。在金融改革问题上。第一，利率市场化速度极快，一是导致存款端利率快速上升，但贷款端利率上升更快，有的银行净息差可能反而在扩大；二是银行利润提升有限，但储户明显受益，对消费能力有帮助，具有财富效应。三是负债率高且过往借债成本低的国有企业未来会面临严重问题，例如，国家开发银行是主要以发债筹措资金的企业，如果不及时进行调整，未来可能会有较大压力。第二，直接金融发展速度快，虽然影子银行让人担心，但不可否认直接金融是未来的大趋势。

利率市场化的改革导致有专业资产运用能力的金融机构是好的有竞争力的金融机构，能够设计好的金融产品来匹配存款端的需求；有直接金融牌照的机构是好机构；与人民币国际化相关的金融机构是好机构。此外，中央预计下一步应该会推进人民币的国际化进程。对

内人民币国际化可以战略性的缓解通胀压力，为未来中央刺激经济解除后顾之忧。估计中央决策者可能会乐于看到 110 万亿的 M2 中有 10 万至 20 万亿流出中国。对外在日元主动贬值、欧元自顾不暇、美元对外替代货币压力也不大时，人民币的国际化可以快速成长为第二、第三大结算货币，对国家战略性竞争力的提升有作用。现在不少金融机构已经跌破净值，有一定的机会。在房地产方面，2014 年 6 月预期可能会联网，个人认为 2015 年 3 月后才会推出房产税。房产税的推出应当是会和限购取消、交易环节税调整联动的。如果在 2015 年 3 月退出限购政策，则受到该政策所抑制，已经积累了五年的刚性需求将会释放，预计刚需的释放会推高房地产价格 20%-30%，量价齐升。买房子的人很满意，地方政府高价卖了地满意，中央政府为平抑地价增加用地指标，开发商也很高兴。即使推出房地产税，交税的人也很高兴，因为房价上涨了。我做过一个测算，如果城镇人口第二套房征税 1%，有 4000 亿的收入，对土地出让收益有替代效果。2013 年土地出让收入是 4 万多亿，接近 50-60%是成本，净收入只有 1.8 千亿左右。

第二个拐点可能是由中国消费动力改变所致。中国的消费对经济的驱动力开始升级为中产阶级生活方式的驱动。2012 年中国 GDP 占全球 11.9%，同期中国消费占全球 7.2%。中国中产阶级人数占全球中产阶级的 9%，中国中产阶级消费占全球中产阶级消费的 7.2%，但消费增速十分惊人，是 21.4%，人数的增长 15.1%（全球 4.9%）。2012 年，中产阶级消费在中国的消费占比为 31%，增速尤为明显，2020 年中产阶级消费可以占全部人口消费的 81%。很明显，中国的消费驱动逐渐演化成中产阶级的消费驱动。

中国的家庭储蓄可以支持消费。中国家庭总储蓄占收入 19.3%，其中 55%的家庭几乎没有储蓄，而最富的 10%的家庭储蓄率达到

60.6%，最富的 10%家庭可支配收入占比达到 57%，可见富人也储蓄，且储蓄可支持消费。最富 5%家庭有 2000 万户，年收入超过 100 万的家庭就有 204 万户。最近由于公款消费限制原因，很多本土品牌销售利润下跌，比如白酒 2013 年前三个季度上市公司利润跌 3-6%，与以往 40-60%的增速不可同日而语，奢侈品 2012 年降到 7%，13 年 2.5%，餐饮业干脆就下降。但这些品牌与中产阶级关联度不高。与中产阶级关联度高的行业有个人金融、体验式消费和中高端消费。例如，酒店销售额下降但旅游的销售额上升，说明了体验式消费的强驱动力。所以消费问题的重心是升级为中产阶级生活方式驱动。另外，中国 50%的土地出让收入集中在 22 个城市，如果土地收入与农民分享，这 22 个城市郊区的农民会变成富翁，要注意重视这个人群的消费及其金融资产增加。

第三个拐点是金融需求大爆发、行业大变局、政策大开放所带来的金融行业的大洗牌。

金融需求爆发性增长。中国人金融资产仅占家庭总资产的 5.2%，说明金融资产增幅空间巨大。其中，57%的金融资产是银行存款，2013 年个人存款 45 万亿，定存 28 万亿，活期 17 万亿，平均利息收入仅为 2%。近几年，理财产品特别是货币基金的快速发展，给予客户更多的选择空间。越来越多围绕存款端创新的金融产品会快速爆发，其结果是存款利率被稳定在 4%-5%。金融资产结构单一的问题会有很大的变化。中国最富的 10%的家庭金融资产就占到 61%，未来拥有个人金融服务能力的金融机构是好机构。

利差管制放松，货币基金占个人存款的比例快速上升。虽然现在货币基金占比仅为 2%，但每年增长 60%，存款搬家速度会大大增快。很多人认为放宽利率管制后银行的收益率快速下降，这个观点个人存疑。目前看 2013 年 3 季度净息差反而比 2 季度上升了。利率

管制放开之后，中国民营经济的贷款需求得到满足，可以实现差异化定价，短期贷款利率上升带来的净息差上升是完全有可能的。个人认为这个概率在 50%以上。如果净息差不上升，对银行是灾难性打击。2013 年前三个季度，银行总资产利率 0.8%，如果存款端利率上升 1%，而贷款端利率无法同步上升，则银行面临亏损。保险业 2013 年有所进步，总收益率 5.04%，保险成本 4.2-5%，盈利能力不错。金融大变局会导致金融资产越来越向有投资能力的金融机构集中。金融机构的资产运用能力强，可以设计出满足存款用户需求的产品，金融资产就会快送向其集中。一个典型的例子是互联网金融中的余额宝，余额宝仅用 40 天就发展到 100 亿元资产，同等资产华夏基金用时 3 年；余额宝用 6 个月从 100 亿元发展到 2500 亿，同等资产华夏基金用时 8 年。华泰基金每年增长 50%，而余额宝每个月增长 70%。充分说明金融资源会向具有投资能力的金融机构集中。一开始货币基金会蚕食活期存款，之后会继续蚕食其他。另外，金融大开放还包括向民间资本开放银行业，说明对创新的容忍度在上升。

人民币国际化进程预期可能会加快。目前，人民币作为贸易货币排名第二，作为支付货币排名第八，这些成绩是在没有主管部门刻意推动的情况下取得的。2013 年 11 月份三中全会中央明确提出，加快人民币国际化进程，如果再加上决策者的积极推动，完全可以预期人民币在未来成为第二第三大的支付货币。对于投资者来说，人民币对海外市场的投资中 78%去往亚洲，其中 64%集中在中国香港。如果个人或企业人民币投资管制放宽的话，对香港的风险资产会有很大刺激。除了中国香港之外，新加波和中国台湾，一些中国人主要聚集的欧美城市如伦敦、纽约、洛杉矶都有可能成为人民币国际化过程中的接收地，并带动该地区风险资产价格的上升。人民币放松管制后，由于资产配置等原因，资产会快速外流。同时，由于人民币利率升高，

大量海外货币会内流，达到平衡状态，所以不用担心汇率的巨幅波动。

第四个拐点变化是移动互联网的兴起。移动互联网从特定角度来说有可能摧毁金融机构基于信息不对称不透明的盈利模式。过去百姓存款只有 2%的利率，完全不知道银行可以买到高于 4%利率的银行间活期产品，即货币基金。互联网改变了信息不对称，靠信息垄断盈利的商业模式会消失。移动互联网的规模可能是 PC 互联网数倍之大。2013 年，移动互联网的用户规模超过 5 亿，PC 互联网的用户仅 2.5 亿。PC 互联网用户及电视机的用户使用网络时间过去两三年没有变化，且时长没有增加，移动互联网使用时间则高速增长，所以可以预见移动互联网的新应用如金融，大数据，医疗、教育会有大数量级的增长，最近也出现了反向 O2O 的现象，线上寻求与线下结合的情况。所以作为投资者，不仅仅可以投资线上业务，也可以投资线下需要与线上结合的业务。现在全球互联网市值前 10 的公司中有 4 家是中国公司，如果考虑到移动互联网未来会更多。2013 年全年，中国网上购物占社会商品零售总额比重的 8.85%，过去三年，网络购物年均同比增长 40%-70%。2013 年、14 年是个分野，与美国持平，即在 GDP 为美国的三分之一的情况下，网络购物量也为美国的三分之一，但未来 4-5 年中国有可能在绝对数值上追平美国。种种数据表明，未来中国互联网还会保持高速的发展，关注互联网金融非常重要。

第五个拐点是人口老龄化问题。老龄化既带来了机遇也带来了挑战。中国家庭结构不断变化，城市人口每个家庭只有 2.9 人，农村人口家庭平均 3.9 人，平均年龄 36.8 岁。家庭人口少导致这一代人的养老方式与上一代比发生了变化。以前可以通过多子女居家养老，但以后趋势看来只能主要通过个人养老。2012 年开始，中国 60 岁以上人数陡峭增长，中国未来养老压力颇大。中国的财政支出中只有 27.2%用于社会保障，美国该数据为 46%，财政支持不足如果不及时

改变可能会使得老龄化演化成家庭与社会的危机。但同时，对于投资者而言未必不是好消息。中国大健康产业占总产出规模的 5.1%，美国为 17.7%，个人认为中国 2020 年左右这一数据会超过 9%。美国统计，50 岁以上人所用医保费用为全部医保费用的 64%以上。这些数据说明老龄化给市场带来了机遇，健康产业即是战略型新兴产业。大健康的整个产业链——医疗、金融、配套耗材等，每个领域都有可能涌现出世界级的企业。未来大健康公司全球前十名中，有 4-5 家中国公司是非常正常的。个人会去探索现在大健康的龙头企业，这些企业相当于 10 年前的腾讯。

第六个拐点是地方政府的去杠杆。中国城市化的发展增量可观，未来 10 年房地产增量与过去 10 年持平是完全可能的。此外，中国存量需求大，城市化率 52.6%，但户籍城市化率不到 37%，其中有 2 亿人虽然居住在城市，但并非是城市居民，2 亿人中 1.4 亿为农民工，完全没有享受真正的市民权利。如果其他城市政策与北京相似，那么交 10 年社保就允许在城市退休。退休意味着医保、教育等保障，一次性投资的话，每个农民工需要被投资 8-10 万，总体被投资 10-14 万亿人民币才能满足农民工的城市需求。中国 50 个大城市集中了外来人口的 80%，10 个大城市集中了 43%。这些城市之所以可以集聚这么多人是因为就业机会。存量城市化就是这 50 个城市与这些存量城市化关联的行业是好行业。

政府出台政策严格控制大型城市人口，个人认为要区分对待。住建部定义 500 万人口以上的城市是大型城市，500 万以上人口的城市有 88 个，这 88 个城市并不都需要控制人口。大部分城市都有高负债率，负债以未来土地收益来偿还，如果真的严格控制了用地而没有其他的新的资金来源渠道，会带来局部的违约风险。2014、015 两年是地方政府还债高峰，待偿债务占债务总额的 38%，如果控制城

市人口对债权人不利。作为投资者，要看清哪些政策是表姿态，哪些政策才是真正可行的。面临偿还高负债的压力，房和地量价均会提升，地方政府乐于看到多卖地还债，中央政府从市场出发，乐于投放土地指标来平抑房价，所以地方政府债务短期不是问题。但长期来说债务确实是问题，需要去杠杆，即减少增量债务，偿还存量债务。减少增量债务的方法是把新的城市化功能需求交给社会资本，减少存量债务的方法可以是卖国有资产和土地。

未来就地城市化很有可能是通过蜂巢社区来实现。蜂巢社区与北京同心圆式的城市有本质不同，蜂巢城市是多元充足就业机会的提供者，能够成为城市功能的载体且能辐射周边，且产成一体，移居移业，不同蜂巢之间应该是无缝链接，共享城市基础设施，社区可以自我生长，具有普惠功能。未来一个个蜂巢社区的圆点，再加上城市网络化加以连接，可能是中国城市化一个可行的方向。

房地产税对存量房比较多的城市会导致挤出效应。存量房比较多的就是大城市。从长期来看，对平抑房价是有好处的。短期来说也不会有太大矛盾，有二套房的人口仅占到城镇人口的 10%，其拥有的房产占 20%。

第七个拐点是国企改制。2014 年会掀起国企改制的小高潮。2013 年国有企业总资产 91.1 万亿，负债 59.3 万亿人民币，净资产 32 万亿人民币。国有企业 ROA 很低，税前利润只有 2.4 万亿人民币。最近上海政府出台政策，除宣传类国企外，其余国企统一监管、统一分类，绝大部分地方国企都属于竞争类，是可以出售的。由于地方国企改制可以引导国企提高效益，2014 年很可能会掀起中国经济的发展高潮。

第八个拐点是 A 股和中概股。中国股市的市值中 50%-60%为金融板块，如果除去金融股，中国股市价格并不便宜，市盈率可以达

到 20-30 倍。中国经济的下滑不需要担心。作为投资者，应该乐于看到中概股和 A 股现在的低迷，渴望低迷可以持续下去，直到投资者完成建仓。过去的 8 年来，复星集团在这个领域投入 25 亿美金，每年复合回报率 39%左右。投资者应该把握机遇，早些建仓。

三、2014 年是复星集团的转型之年

在复星集团购买葡萄牙保险之前，保险资产占复星总资产的 31%，购买后保险资产占总资产 39%，复星以保险为核心的投资转型预计在 2014 年可以完成。10 亿欧元购买葡萄牙保险虽然会增加公司负债，但获得了 130 亿欧元市值公司的 80%股份，有绝对决策权。目前，葡萄牙保险公司收益率仅为 2.2%，未来可以用保险公司资本购买 PIPE、固定收益资产或者稳定长期收益资产。对于复星而言，购买葡萄牙保险公司后，可以节约其他方面的资本支出，总负债率压力更轻。

复星过往把投资能力与保险嫁接取得了良好的效果，2013 年国内两家保险公司资产收益率超过 6%，大陆行业第二；香港公司资产收益率 26%，香港行业第一、第二。我们非常有信心可以把投资能力与葡萄牙保险公司嫁接。我们还投资了一个过去 7、8 年来表现很好的欧洲私人银行，正在等待欧盟批准。

四、问答环节

Q1：您刚才讲房产税推出且限购房政策取消时会推高房价 20%-30%，那么您预计一线、二线和三线城市的增长情况是怎样的？

A1：个人预计一线城市增长率最高。2013 年，一线城市房价增长 23%，前 100 大城市房价增长 11.5%，二线城市房价只增长 10%，三线城市房价只增长 5.12%，未来房价的升高也应该是相似比例。一线城市增长率高的原因是限购的取消，限购限制了外地人购房，而外

地人购房主要集中在十个或五十个大城市中，所以房价的增长会主要集中在这些城市中。

Q2：中国中上游重化工业是否有投资机会？

A2：重化工行业最大的机会在于整合。对于有整合能力、整合计划、产业能力强还有投资能力的企业而言，可以通过 M&A 获取额外增长。此外，现在几乎可以以净资产价格或更低的价格购买资产，所以是企业奠定行业龙头地位的扩张成本最低的时候。个人建议投资有整合投资能力的龙头企业。

Q3:复星集团的投资线索之一是中产阶级的崛起，从目前中国现阶段中产阶级生活方式的特点来看，哪些行业会受益？

A3：个人金融需求与体验式消费是两个特别值得关注的行业。过去银行区分中间业务和利差业务，中间业务强的银行是好银行。将来银行对公业务有小幅增长，对私业务有高增长的银行是好银行。2013 年复星投资旅游，私有化全球最大度假村 club med、投资中国国旅，在三亚兴建了全球第三大海洋馆，与全球最大的养老机构合作，各投资 98 亿在中国大规模发展养老。此外，复星控股医疗现有 2700 张床位，未来要成为高端医疗控股股东，大规模发展医疗床位，目标 3-5 年内拥有 15000 张床位，同时发展居家养老。这些事情均是与中产阶级生活方式高度关联的。事实上，什么东西美国人在玩而中国人还没有玩透的就是未来的方向。

Q4: 复星集团有没有收购国内银行的意愿？

A4： 国内上市银行价格便宜，有很好投资价值。好银行的标准是资产端能力较强，直接金融规模大且有发展直接金融规划和牌照、有对私能力、有海外通道的、有互联网和创新能力的银行。个人会按照这五条标准排名，率先投资五条标准全具备的银行。非上市银行价格很高，P/B 2 左右，而上市银行 P/B 在 1 左右，所以为节约谈判

时间，应主要投资具备上述几个特性的上市银行。目前复星集团对银行的投资有 130-140 亿，还准备继续扩大。

Q5：对美国金融公司的并购有何策略；投资旅游业的项目时有没有对更倾向于的区域，例如南美？

A5：国有企业改革有两个区域值得重视，除了中国外还有"欧猪五国"，建议大家多看看。欧洲和 IMF 对五个国家的援助时间已经很长，现在到了还债的时段，很多好的国有资产会被迫出售。

金融机构的投资不分国界，个人对日本欧洲美国均感兴趣。主要关心的是金融机构有巨大资产管理潜力，能否放大复星的资产管理规模。如果投资 10 亿管理后只是 11 亿的回报则意义不大。如果通过管理，资产可以放大 5-10 倍，则会很有吸引力。我们对保险、再保险等感兴趣，也就是说投资与否取决于附加价值能力，如果复星的投资能力可以为其附加收益率，则这种机构很受欢迎。未来估计可能还会有 1-2 个 deal 会宣布，都是围绕着复星打造的以保险为核心的投资模式。巴菲特浮存金的投资占到每年投资额的 70%，我们还远远不到这个水平。

关于体验式消费，只要在中国市场有高增长的体验式消费都有兴趣。项目可以是来自于中国区域内，也可以是消费者来自中国，没有地域的局限，标准就是受益于中国游客和中国的消费增长。

Q6：就二级市场而言，哪个国家市场投资机会更好。

A6：个人认为一是欧美中概股很便宜。二是中国市场已经成为全球必备市场，而很多欧美龙头企业并没有意识到这一点。所以我会投资中国市场占全球销售比不足 7%的行业龙头企业，这些企业在未来会有很大增长空间。三是大宗商品受到 QE 退出的误导而下跌，未来有投资机会。美国政府负债多，未来节约开支和增税都无法解决美国的财政欠款问题，未来还会继续量化宽松印钞票，所以大宗商品

价格未来会上涨。全球贫困人口数量很大，生活所需远远没有得到满足，未来如果非洲、印度、东南亚等国也可以有像中国般的高速增长的话，则重化工业，钢铁、轮船、水泥的需求持续存在。四是国内市场金融股被低估，其他一些产能过剩的龙头企业股票也存在被低估的现象。产能过剩行业的龙头企业可以以很低的成本实现兼并和并购，兼并并购的增长空间很大，也可以投资。

Q7：互联网金融产品红火，但在行业快速发展的同时，风险管理方面是否匹配？

A7：目前互联网金融规模小，无法构成系统性风险，监管层学习能力也强，监管会随着互联网金融的发展过程而发展，投资者不必担心。投资者在做投资决策时应该考虑风险调整后的收益。高增长的企业要增加风险调整系数。互联网金融对传统金融的颠覆是，过去金融机构靠信息的不透明、信息垄断获利的方式现在无法持续。在互联网金融的冲击下，存款端利率的上升，未来社会融资端的成本会趋于平衡。融资端定价能力会降低，投资端的定价能力会上升。

个人不认为互联网金融的风险比传统金融风险大。复星投资了阿里巴巴的小额贷款，对于判断放贷对象问题上，起初模仿传统金融模式，例如建立财务报表等等，但效果不好，四五个月后开始基于大数据做判断。平均每年发放 28 万笔贷款，每笔贷款估计不足 7 万元，按照人民银行公布的坏账率标准，坏账率仅为 0.6%，按照内部高标准的坏账率 0.93%，可见风险不见得比传统金融更大。其实，金融的本质就是数据，互联网和金融是天然结合在一起的，当前传统金融对于互联网有害怕和蔑视的情绪，这种情绪必须改变。不管愿意与否，互联网金融会快速成长，监管压力随之也会很大。

Q8：从全球范围来看，地产投资机会更好的城市有哪些？

A8：中国很多地产投资者有思维误区。投资者喜欢自己的国家，

觉得自己国家的风险最小。如果占在全球的角度看，这个想法很荒唐。所以走出地区性投资误区十分重要。另外一个误区是短期记忆印象深刻。中国投资者记住了 2000-2012 年的房地产牛市，却忘记 1996-2000 年的熊市，所以会认为只要买房子就能挣钱，且收益率在 10%以上。所以保持长期记忆也很重要。石油现在已经牛市十年仍没人认为石油价格会跌，这不符合规律。所以房地产的海外布局很重要。

中国热钱从过去的历史看差不多 64%去往中国香港，中国香港与大陆同文同种都是中国同时文化传统还很近，所以投资香港房产是比较安全的选择。同样的道理，新加坡，中国台湾也会受中国人青睐。投资欧美国家，如果考虑中国人喜好，要选择中国人熟悉的城市，如纽约、洛杉矶、旧金山，伦敦、温哥华。复星投资的城市有纽约、伦敦等。复星投资的纽约地产 21700 元人民币/平米，伦敦地产 30000/平米，租售率很高，可以偿还贷款，downside 保护足够高，还可以与上海的 IFC 形成协同效应。作为个人投资者，可以选择分散投资，选择合理的比例为全球资产的安全性布局；对于机构投资者，除了分散投资，还要考虑与当前产业的协同。

Q9：复星收购金融机构后，如何做事后管理和投资？

A9：复星是一家投资集团，而非产业运营集团，一般投资的是价格合理、行业合适且团队有竞争力的公司。团队被复星视为增量，复星投资后并没有出现开除团队的情况，恰恰相反会帮助被投资企业的成员，使其成为公司股东，把成员个人利益和企业的长期发展联系起来。复星投资保险公司是有先例的，中国香港的保险公司都证明了复星的研究能力、投资方式和对个股的研究方法是完全可以转移到保险公司的。并且保险公司都取得了良好的回报。保险公司的资本均可以被动用，可以买现金产品、流动性产品、固定收益等。

我们对所投资保险公司的改变主要是投资的标准和文化，要注入

复星的想法，要按照复星的逻辑来投资。复星在固定收方面表现非常好。过去的保险公司在购债时很多决策很荒唐，首先是区域配置，其次做行业分析，最后是完全追随评级公司的评判。但其实评级公司对一个企业的评级十分草率，往往两三个人，四五天就可以完成评级。复星则会派遣 10-20 个人，工作两个月以上，访谈公司上下游企业，访谈公司内部 20 多个管理层成员，还要对行业进行系统性的研究，才能做出是否购买该公司债券的决策。平均一个中国公司的研究费用为 100-200 万，在欧洲则是 100-200 万欧元，研究 10 个公司可能只投资 1-2 个，平均的研究费用就是 1000 万的当地货币。因此我们是基于充分的研究后重仓持有，而不是没有研究的情况下通过分散投资达到所谓的“对冲风险”。评级公司往往是在公司倒闭前的 1-2 天才给出预警，这个时候资产已经没有流动性，很难出售。如果投资人只跟随评级公司的评级，则只能赚到平均利润，如果想赚到超额利润，需要做精确的研究。我们要求投资的保险公司要严格按照复星的投资逻辑，可能会错失一些阶段性的波段机会，但会避免重大失误。投资者应该在其他人都看空时更加耐心的分析潜在投资机会，这样得来的投资机会对自己来说会更放心。

骑士集团张鸿飞：非常赞同关于评级机构的评价。评级机构一般有 6 个月至 1 年的滞后反应期，且是按照一整套系统做评级，对各个公司的理解全是市场平均化的理解，很多价值无法体现。

Q10: 以投资房地产为例，战略上曼哈顿值得投资，但内部发展不平均。也即如果 top down analysis 和 bottom up analysis 不一致时，该如何做？

A10: 房价高估的趋势不会一直持续。美国地产投资给予中国地产投资很大警醒，人们轻易的会认为香港、北京、上海每平方米十万二十万的房价是正常的。但是，纽约伦敦这些世界性的城市的房产价

格为何只有几万人民币？其中最重要的差别是没有增量市场需求，当没有增量需求时，价格就回归到合理水平。这对当前中国喜欢持有型的物业投资者是个警钟。个人认为投资房产增值理念是对的，但投资房产养老是荒唐的。投资养老的潜台词是现在以每平米十万元的价格买房子，三十年后价格应该是十五万或者二十万。这显然是荒谬的。虽然目前中国增量需求存在，但供求关系总有一天会平衡，接下来房价必然会跌。

从增量市场的角度说，投资 Middletown 更好，复星选择 Downtown 是考虑到了下行风险的保护。Middletown 的价格已经上涨，当前租金和房价体现了受欢迎的程度。复星却投资了 Downtown 是权衡风险后的结果。我们投资的地产，房产价格低于土地的价格，更低于盖楼用的建筑材料，所以保护充足。投资是两方面，下行风险保护得当后，开始考虑增长点在哪里。如果只看到市场已经发现的，则赚到的一定是平均利润，只有提供附加价值，看到市场没看到的，并且做到市场没做到的，则可以获取大额利润。我们买了 Downtown 的楼，很多中国金融机构都在和我们接触购买，我们还在考虑整个的业态结构。

Q11：您刚才谈到长期看 QE 对大宗商品有支撑，但是随着页岩气技术的发展，能源供给增加，这两个因素哪个起主导作用？

A11：不认为石油价格会长期保持高位，我所指的大宗商品要剔除能源。2013 年前年各花了一个月个人实地考察美国能源产业，美国石油 EBITDA 可以达到 45-55 美元/桶，即便油价下跌幅度跌 25 美元/桶，美国石油公司还是有可观利润。页岩气技术如果得到推广，石油价格没有理由不下跌。页岩气技术的核心是改变了原油开采的理论基础，以前在 1 万平方英里的范围内钻储油罐，钻成功的概率为 1%；现在理论基础改变，认为之所以存在油罐，是因为周围 1 千平

方英里的范围是含油层，所以只需要在一万平方英里的范围内找到一千平方英里的含油层即可，概率大大提高。这个模式如果在全世界推广，油气储量会大幅上升。

技术的进步不仅仅停留在理论上，而是彻底改变了生产方式。美国页岩气技术发明之前，油气只有联合石油公司可以开采，链条上掌握了所有知识的人才可以做。技术发明之后，形成了大工业协作的模式。公司不需要了解每项技术，可以通过投标的形式分开进行。储量发生根本革命性的改变，生产过程会大大节约成本，同样也会导致石油价格的下降。

Q12：在中国投资滑雪度假村的培育期时间多久？

A12：在投资中产阶级生活方式时，需要考虑中国人的接受度，公司投资滑雪度假村时需要谨慎。2010 年 club med 投资了两个滑雪场，投资前门可罗雀，原因是中国人不懂滑雪，不习惯滑雪，不觉得滑雪是享受。所以滑雪在国内市场培育很慢。虽然投资后生意启动，但主要原因是带来了大量西方的游客，游客中 85% 是外国人，中国受众人群依然少。中产阶级的生活方式还是要做一个区分，要考虑中国人的接受度，比如沙滩中国人很快就接受了。

第 13 辑

(2014.2.7)

美国信用衍生品及其市场发展

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

程沅先生先后任职于多家华尔街金融机构，直接参与了多种金融产品的开发和交 易管理，有从卖方到自营再到对冲基金的经验。过去两年，程沅在纽约野村资产管理公司旗下的对冲基金任执行董事，负责对发达国家固定收益产品的投资策略，定量分析和风险管理。加入野村之前的四年多，他在美林证券信用衍生品自营交易组从事信用衍生品的投资管理和量化分析。加入美林之前，他在摩根士丹利的固定收益部门，从事利率掉期以及信用衍生品的开发和量化分析。程沅本科毕业于北京大学计算机系，在美国匹兹堡大学获计算机硕士。他持有特许金融分析师(CFA)称号，是纽约证券分析师协会会员，也是亚洲金融协会(AFS)的前会长和现任董事会成员。

一、信用衍生品的基本概念

以一个例子来介绍信用衍生品。投资人 A 购买了公司 B 一千万元五年期债券，公司 B 评级 BBB，年利率 10%。如果第二年由于种种原因公司 B 破产违约，资产被清算，一元钱的债券现在价值

三角，如果不计第一年的利息收入，投资人 A 亏损 700 万元。所以如果投资人 A 愿意持有公司 B 五年期债券，但又担心公司 B 未来违约或评级下降的风险，可以用以下几种方法对冲风险：做空公司 B 股票、购买公司 B 的看跌期权、从担保人处购买公司 B 的保险。

在成熟的金融市场中，有一种起到类似作用的金融工具叫做信用违约互换(Credit Default Swap)，它具有类似保险的功能。投资人 A 可以从第三方处购买五年期信用违约互换保护（CDS Protection），购买时需要对参照实体、参照义务、信用事件、保护费期限、保费价格和如何清算有明确定义。如果事先定义好的违约事件发生，第三方需要赔偿投资人 A 本金和清算价格的差额，即 700 万元；如果违约事件没有发生，投资人 A 需要定期缴纳保费，直到保期结束为止。此处，公司 B 是参照实体，公司 B 的五年期债券是参照义务。

信用违约互换（CDS）是一种金融互换工具，交易双方按照事先定义好的协议，买方定期付保费给卖方，如果在合同期限内事先定义的违约事件发生，则卖方赔偿买方损失。信用违约互换是最基本的信用衍生产品。债权人可以通过信用衍生品分离、转移系统风险。信用衍生品的定价是由债券的信用风险和第三方担保人的信用决定的。CDS 参照物可以是公司债、主权债、市政债券或者银行贷款等等。

信用违约互换（CDS）与保险有很大区别。最主要的区别是购买保险需要拥有被 保险财产，意外事件发生后按实际损失理赔。购买信用违约互换保护不一定拥有资产，信用事件发生后按照市场价格得到一定比例的赔偿。其他区别还包括：保险业监管严，信用违约互换保护的监管则不一定；购买保险需要预留赔款准备金，购买信用违约互换保护则不一定。另外还可以以 CDS 为基础，灵活的生成很多金融投资工具。下面会有详细介绍。

国际互换与衍生品协会（International Swap and Derivatives

Association）针对参加柜台交易的衍生品参与者，负责制定互换与衍生品的交易规则。国际互换与衍生品协会（简称 ISDA）总部在纽约，有 800 多会员，遍布 57 个国家。在 ISDA2003 版本中，信用事件的定义分为六类，分别是破产、到期不付、债务加速偿还、参照义务违约、主权债务的否认和债务重组。北美和欧洲的信用事件定义不同。在北美，破产和到期不付是主要信用事件；在欧洲，六类事件均适用。

成熟市场中的信用衍生品参与者很多，包括银行、对冲基金、券商、投资公司、养老金、企业、政府机构和评级机构。每个参与者在不同时期，因为各自经济利益和监管要求的不同，对信用衍生品的操作要求也随之不同。信用衍生品可以通过对冲风险敞口降低信用风险。此外，根据巴塞尔协议的监管条例，信用衍生品可以降低监管成本。例如，银行投资高风险企业债券，风险资产可能达到 100%，但是如果这家银行从评级高的金融机构处购买了这家企业的信用违约互换，则风险资产可以从 100%降低至 20%甚至更低。信用衍生品还可以提供多种投资工具，投资人如果对金融市场看多或者看空，可以通过信用衍生品进行操作，通过信用期权(credit options)可以做多或做空信用溢价的波动性(volatility)。最后，信用衍生品可以用来合成多种投资产品来满足投资人不同的风险喜好。例如，一个公司在市场中只发行了 5 年期债券，但投资人只想承担 3 年的风险，投资人则可以和交易对手订制 3 年期 CDS。

二、信用衍生品的产品介绍和市场发展

信用衍生品在 CDS 的基础上发展出很多新的产品。CDS 的参照物可以是公司债（CDS），主权债(CDS)，可以是市政债券(MCDS)，银行贷款(LCDS)，资产证券化产品(ABCDS)等等、还可以把 CDS 组合起来，建立定制的组合（bespoke portfolio），或者是建立标准化的

CDS 指数 (CDX)。北美 CDX IG 21 是最新的投资级的 CDS 指数之一，它包含了 125 个流动性强且有行业代表性的 CDS，此序列开始交易时间是 2013 年 9 月 20 日，五年期指数振动区间为 62-85 基点。CDS 组合后可以再分级，CDS 指数可以分四级进行交易，四级分别为 0-3%，3%-7%，7%-15%，15%-100%。这种分级交易的方式叫做相关性交易（correlation trading），概念上和国内现在流行的债券分级基金较像，国内的债券分为两至三级（优先、夹层和劣后）。但是分级 CDS 与债券分级背后的定量分析不同。

信用衍生品市场始于 1994 年，由 JP 摩根首先开发。当年，Exxon 石油公司因为石油泄漏被罚款 50 亿美元，JP 摩根为其提供 48 亿美元的信贷额度，但是 JP 摩根不想为此付出太多监管准备金，于是摩根与欧洲重建与发展银行（ European Bank of Reconstruction and Development）做交易，把风险卖给这家银行，从而大大降低了应对违约风险所需的准备金。

1994-2008 年，信用衍生品市场经历了爆炸式的发展。据不完全统计，信用衍生品 1996 年总存量（Gross Notional）400 亿美元，1998 年 3 月涨至 3000 亿美元，2002 年涨至 2 万亿美元，2003 年涨至 3.7 万亿美元，2008 年涨至 62 万亿美元，2012 年下降至 25 万亿美元。从 2002 年至 2006 年，信用衍生品经历了野蛮式生长，做市商和投资者什么风险都可以买卖，多大的杠杆都敢加，曾经接触过杠杆可以达到 100 倍以上的产品。

信用衍生品爆炸性发展的原因有四个：

一是市场需求大大增加。起初市场主导者是银行，银行有大量贷款，为了降低这些贷款的监管资本，银行有意愿购买信用衍生品。到了 2000 年后对冲基金和资产管理公司纷纷加入，2003 年后银行便不再是主要参与者。此外，1997 年亚洲金融风暴激发了大家针对新

兴市场主权债务 CDS 的需求。2003 年后，美国处于相对宽松的利率环境中，迫使投资人想方设法寻找高收益投资。许多保守的机构也纷纷进入衍生品市场，例如 AIG 的伦敦金融组便大量出售 CDS 保护。此时，高杠杆信用衍生品如 CDO^2 也随之出现。

二是产品标准化。ISDA1999 与 ISDA2003 标准化了信用衍生产品的各种属性和操作细节。ISDA2003 更是针对过去违约事件的市场操作做了修改。

三是标准化的产品的出现。2004 年后 CDS 指数产品出现，其中包括针对北美亚洲欧洲的不同版本 CDS 指数，2005-2007 年相继出现银行抵押贷款指数（LCDX）和商业抵押贷款指数（CMBX）。

四是监管环境宽松。2007 年前，大多数信用衍生品不受证监会（SEC）和商品期货委员会（CFTC）的监管，美国商品期货现代化法案 2000 也指出，信用违约产品既不是证券也不是期货，所以不在美国 SEC 与 CFTC 的监管之内。此外，美联储前主席格林斯潘也曾说过，信用衍生工具使得美国金融系统更灵活、更有效，更有韧性，可以帮助大银行分摊风险。联储的肯定使得监管更加宽松。

我是 2002 开始做信用衍生产品开发的，当时公司的信用产品组只有不到 10 个人做系统开发，2 个 quant,几个交易员。2003 年的时候，我们开发了早期版本的 CDS 指数。有意思的是有两个阵营做了两套不同的版本，一个是大摩和小摩，另一边是高盛和德意志银行等，两个阵营都想主导制定指数的规则。几个月后，两边妥协，达成共识。从 2004 年到现在，北美投资级的 CDS 指数每半年更新一次，到现在是第 21 个系列。各大行，对就衍生品这一块投入非常大，到 2007 年，无论是开发人员，quant, 交易员都翻几番了，公司有几百台机器昼夜计算交易报告和风控参数。信用衍生品交易员的收入在当时各资产类别的交易员里面，算是非常高的，**信用衍生品在 2008 年**

金融危机时起到了推波助澜的作用。信用衍生品没有交易所和统一的结算机构，柜台交易使得市场不透明，不容易被监管。当雷曼兄弟破产时，市场就是因为不知道破产对金融市场影响有多大而产生恐慌。事后统计，雷曼兄弟的信用衍生品保护总量达 4000 亿美元，但买卖合并后的净值仅为 72 亿美元。

金融危机后因为市场自身的反省以及监管机构的介入，衍生品市场操作更规范更透明。ICE、CME 等几家机构开始扮演清算银行的角色，为市场提供统一的结算服务。2013 年 CDS 指数交易要求通过这几家机构进行结算，大大降低了对手风险（Counter-Party Risk）。现在信用衍生品的交易量小很多，野蛮生长时定制的结构化产品消失很多。2006 时做市商对于 CDS 的交易心态像是在买看涨期权，赌业绩向上，潜在收益很大，风险不大；现在交易心态像是在卖看跌期权，向上空间不大，向下风险很大。所以现在交易商们谨慎很多。

三、信用衍生品的交易策略

信用衍生品的交易策略比债券交易策略丰富很多，且取决于投资人在市场中的地位。如果投资人是做市商，则可以赚取中间差价；如果投资人是买方，则可以做多或者做空信用市场，交易成本低于直接购买债券。例如，如果投资人看空信用市场，用债券操作的话需要融券后再卖出，通过信用衍生品的操作的话直接买 CDS 保护即可，占用的保证金不高。此外，买方投资人还可以进行信用曲线交易（Credit Curve），赌曲线变陡或者变平。还可以对分级产品做相关性交易（Correlation Trading），通过赌指数中各投资级 CDS 相关性变大或者变小获利。

另外一种常见的交易策略是指数套利交易（Index Arbitrage）。例如，CDX IG 21 中有 125 个 CDS，理论上讲 125 个 CDS 的加权

平均值应该与 IG21 指数值一致，当不一样时可以做多数值低的一方做空数值高的一方，从而达到套利。

还有一种套利交易是基差套利（NegativeBasisArbitrage）。投资人投资利息 10%的五年期公司债券，同时购买利息 8%的 CDS，组合净收益 2%，理论上这种套利是成立的，但实际则不然。由于基差套利是在债券市场和衍生品市场之间进行套利，2008 年时公司债券融资成本高，利差（spread）扩大，而衍生品市场利差不太受融资成本影响，导致赌基差变小的投资者严重亏损导致破产。

另外一种套利交易为资本结构套利（CapitalStructureArbitrage）。理论上认为公司股票价格与债券价格有相关性，公司债券价格可以用 CDS 替代，如果公司股票价格上升说明公司违约风险在降低，则 CDS 利差应该下降，所以股票与 CDS 应该呈现负相关性。当利空事件发生时，可能出现 CDS 上升但股票价格未下跌的情况，出现这种情况的原因可能是因为购买 CDS 的为机构投资人而购买股票的大多为散户，散户对信息反映不敏感。这时可以卖股票买 CDS，期待未来 CDS 与股票关系趋于一致从而套利。

四、美国信用衍生品的发展对国内市场的借鉴意义

信用衍生品是很有用的金融工具，可以分离转移信用风险，而信用风险是最基本的风险，无处不在。对一般公司债而言，涉及的风险有利率风险、流动性风险和信用风险。如果不区分这些风险则会导致劣币驱逐良币的后果，好坏企业融资成本整体都很高，不利于资源的有效配臵。如果信用衍生品市场非常发达，就可以把信用风险单独量化，这样好坏企业的融资成本会有区分，投资人也可以运用信用衍生品工具来准确处理信用风险。

信用衍生品市场发展取决于金融环境、政策制定者和监管者。

信用衍生品市场的发展和成熟需要一个很长的周期。周期很可能 10 年以上，例如美国，从 1994 年开始到现在整整 20 年，经历了初创、发展、辉煌、泡沫破裂到现在趋于平淡。前期的发展由市场推动，2008 年后的发展是由规范化监管推动。

信用衍生品市场的系统开发、量化分析、产品设计和交易等对其它类型金融产品有很强借鉴意义。以产品开发为例，信用衍生品与信用风险相关，信用风险由信用事件定义，所以信用事件决定了信用衍生品。如果能够定义其他协议来取代信用事件，就可以创造其他产品。在股市中，可以人为定义一家上市公司股票跌 70%以上就触发一个违约事件，担保人可以依据协议要求承保人赔偿，这样我们就创造了新的产品：股权违约互换（Equity Default Swap）。如果把参照物换成大宗商品，则又创造出商品违约互换（Commodity Default Swap）。

过去十几年中在美国等成熟市场中发生了大量的违约事件，这对信用衍生品发展是一个很好的考验。违约事件促使 ISDA 协议逐步完善，还可以调整投资者的心态。这些年中最著名的违约案例是 2008 年雷曼兄弟的破产。当时统计的雷曼兄弟持有的信用衍生品共计 4000 亿，实际债务有 1000 亿，按照 ISDA 协议，雷曼兄弟 CDS 通过拍卖被路换，清算后价值 1 元的债券投资人只能拿到 0.09 元，亏损 0.91 元。此外，2008 年 9 月，房地美违约，1 元债券投资人拿回 0.91 元，违约的还有 Washington Mutual、美国航空公司、西北航空公司、日本航空公司等。从 2000 年以来，破产公司大多出自金融业、出版业、航空业、汽车制造业、通讯业等。成熟市场中，美国大企业破产重组远远多于欧洲和日本，这大概与各国金融生态环境、人文环境与企业文化有很大关系。2009 年，法国 Thomson 电器电力公司违约，是少数欧洲日本破产清算重组的大公司之一。

五、问答环节

Q1：中国五年期 CDS 多少？目前欧洲金融业处于动荡中，作为投资人，如果不看好欧洲前景，怎样操作可以盈利？

A1：中国五年期 CDS 为 94 bps。如果看空欧洲金融市场，可以通过交易针对欧洲金融业的指数 CDS 操作。欧洲金融业有两个指数，高级债务保护（Senior Financial）指数和次级债务保护（Sub Financial）指数。今日收盘时高级债务 CDS 指数 95.25 bps，次级债务 CDS 指数 145 bps。这个例子说明信用衍生品已经很成熟，很多指数可以兼顾各个市场和行业。

Q2：在 2008 年金融危机爆发后国内对 CDS 市场发展有误解，未来 CDS 发展趋势是怎样？

A2：2008 年前属于野蛮生长，市场需求大，没有监管，投资人对市场认识不足。由于没有统一的清算系统，市场不知道存量多少，不知道对手风险多大。信用衍生品的本意是用来转嫁风险，当投资者购买了足够的 CDS 后，账面风险原则上已经被屏蔽，准备金也满足了巴塞尔协议二的要求，理论上已经把风险全部转嫁。但是，这里存在的误区是，虽然对于单个金融机构而言风险已经转嫁，但是风险没有消失而是留在了金融系统中，并从最薄弱的环节中爆发出来。2008 年最薄弱的环节是卖信用衍生品保险的金融机构例如 AIG，AIG 当时卖出上万亿美元高评级（评级机构认为是 AAA 的）保险，并认为这些公司没有可能同时违约。结果在 2008 年 9 月危机爆发时，AIG 账面亏空 1000 亿以上，导致风险链条断开，其他金融机构瞬间变成了风险敞口。2008 年后清算机构成立，大大降低了交易对手风险。清算机构理论上讲比单一的金融机构信用高，所以风险链条中最弱的环节被加强。清算机构每周公布上周仓位，让投资者明白市场中的变化。此外，CDS 本身操作程序简化，可操作性变强。从产品层面讲，评级公司对产品的要求变严格，以前市场中出现的复杂结构化产品，

如 CDPC、CPDO 现在都已经消失。从风险角度讲，各大银行由于巴塞尔三的出台在逐渐降低风险，市场还在走下坡路。此外，多德佛兰克法案要求做市商不可以进行自营交易，导致美林等多家做市商的自营交易部解散。现在市场中产品单一，很难评价好坏。

Q3：现在银行 CDS 有资本金的要求吗？中国现在是否有 CDS？

A3：从做交易的角度讲，买卖 CDS 需要保证金（Margin）。保证金由投资人信用、产品波动性计算得出。中国在 2010 年 11 月做了中国版本的 CDS，称为 CRM (credit risk mitigation)。

Q4：CDS 买方卖方都是什么机构？2008 年危机前后持有比例有没有变化？

A4：CDS 交易方可以是银行、保险公司、券商、投资公司、对冲基金和政府机构。银行主要为买方，保险公司主要为卖方，对冲基金既是买方也是卖方，投资公司可以卖低风险的优先级(super senior tranche)和夹层(mezzanine tranche) 的保护，因为这类 CDS 风险小，可以获得额外收益。举个例子，一家投行的自营组在 2007 年时意识到金融危机的临近，于是通过对分级 CDS 的操作进行套利。自营组卖出低风险的优先级(Super Senior Tranche) 的保护，买入高风险的股权级(equity tranche) 的保护，购买成本由销售所得支付。但后来危机恶化程度远远超过预期，大面积的违约导致大量低风险的优先级需要赔偿，结果是该家投行自营组最后亏损 90 万亿美元。

Q5：未来中国 CDS 发展的主要空间在哪里，供给方和需求方会是谁？

A5：信用衍生品广泛发展需要具备各种要素，中国目前状况不好推断发展空间。中国对于 CDS 的需求肯定有。在中诚信托事件上，如果有一种方式可以转嫁风险的话，对投资人会有帮助。但信用衍生

品的发展取决于金融生态环境、监管者和政策制定者。发展信用衍生品的有些要素中国还不具备，要想建立健全的金融衍生品市场需要有做市商、评级机构，需要公司本身财务清晰、国内有长期的准确的债务方面的数据支持、有健全的破产法等。美国经过 20 年的周期，违约和评级的数据逐渐健全，金融生态环境相比 10 年前有显著提高。在美国做产品设计时法律顾问就守在一边，咨询产品可以卖往哪些国家，如何清算。有些产品无法卖到中国的原因是中国的破产法无法真正的实施。

第 14 辑

(2014.2.10)

美联储 Tapering 背景下的全球资本流动与新兴市场的潜在危机

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

王健博士，美国达拉斯联邦储备银行高级经济学家，威斯康星大学经济学博士，《还原真实的美联储》一书作者。主要研究方向包括国际金融和货币政策；研究成果被《华尔街日报》、《金融时报》、道琼斯通讯社、VoxEU、RGE Monitor 和 Econbrowser 等全球著名媒体报道和引用。

一、美联储货币政策对新兴市场经济的影响

过去几周新兴市场经济情况跌宕起伏、扣人心弦。2014 年 1 月 22 日-1 月 23 日两天时间内，阿根廷货币贬值 15%，土耳其、南非、委内瑞拉、巴西等主要新兴市场国家的金融资产也都遭受国际投资者的抛售。在此背景下，上述国家股票市场和债券市场大幅缩水。土耳其、阿根廷等国中央银行被迫进行政策变化，土耳其央行大幅提高本国利率，希望可以稳定市场；阿根廷央行及政府出手干预市场，

期望可以稳定本国货币汇率。

美国经济复苏和美联储量化宽松政策退出使得金融市场上美元资金趋于紧张，或会引发新一轮新兴市场挤兑。新兴市场的波动及随后的央行干预超出了市场参与者的预期，引起投资者担心新兴市场中的金融波动是否会成为新一轮危机的导火索。此外，美联储在 FOMC 会议上并没有过多考虑新兴市场的这些负面因素对全球经济的影响，仍然遵循既定退出路线和退出速度，让投资者担忧加剧。如果把目前的经济形势和目前美联储货币政策走势放在更长期的历史背景下，这种担忧并不多余。美国经济强势复苏、美联储加息等现象往往伴随着新兴市场国家的经济危机。在 80-90 年代，美国从衰退周期进入繁荣周期，新兴市场先后出现了拉美金融危机、东南亚金融危机和俄罗斯金融危机。美国经济复苏与发展中国家金融危机的高相关性给阴谋论提供了很好的素材。然而，作为金融市场从业者，我们需要明白高相关性并不代表因果关系；相反，相关性有其自身的经济金融学逻辑，现在已有成熟的经济理论可以解释此相关性，并相关采取措施。

美联储货币政策是随着美国经济基本面的变化而变化。有人认为货币政策具有外生性，并且认为货币政策的改变影响了金融市场，这种观点是舍本逐末的。在美联储公开市场会议纪要中，强调美国未来货币政策走势依赖于未来美国经济基本面的变化。例如，通常来说，如果美国经济进入下行周期，美联储会通过降低联邦基金利率对经济起到支撑作用。联邦基金利率为短期利率，利率的降低会传导至中期和长期利率（如汽车消费贷款、房地产抵押贷款、工商业等中长期贷款），导致家庭和企业的消费和投资成本下降，刺激家庭和企业的投资和消费，通过这种方式稳定美国的宏观经济。

在美元降息周期中，新兴市场国家为稳定本国币值，跟随联储降息，这通常可能会为日后的金融危机埋下了伏笔。美元目前是最重要

的全球货币，美国金融市场也是最重要的金融市场之一，所以美联储的货币政策走势必然会影响到其他国家的经济情况，其中美元汇率对新兴国家的影响最为显著。利率的降低伴随着美元的贬值，新兴市场国家为了维持出口，往往也选择降低利率，不拉大利差，从而稳定本国货币和美元之间的汇率。然而，在许多情况下，新兴市场国家货币政策往往不应随着汇率变化而改变。其中一个理论逻辑是，如果本国经济基本面并没有差到需要降低利率来刺激经济的情况下，这种为稳定汇率、鼓励出口而制定的货币政策会起到更多的负面效果。这些国家如果不顾本国国情来进行跟随调整，往往就可能会出现高通货膨胀，高资产泡沫的情况，为今后的金融危机埋下了伏笔。

在美国经济复苏时期，联储进入升息周期，新兴市场国家为抑制资本外流，跟随联储升息，这可能会引发新兴市场泡沫破灭。伴随着美国经济复苏，市场中需求增长速度高于生产增长速度，通货膨胀率相应上升，美联储提高利率，美元升值，美国股市由于基本面的好转而上升。在这种情况下，新兴市场中的资金有冲动从新兴市场回流至美国，尤其是有的新兴市场如果已经存在资产泡沫，一旦出现资金的逆向流动，泡沫破裂，就会造成挤兑风险，引发金融危机。

所以，美国经济强势复苏和发展中国家金融危机的相关性是存在上述经济的内在规律，而非有意而为之，决策者需要在认识到这种逻辑的基础上采取相应的政策措施。美国之所以经济强大，并非仅仅是拥有强大的金融市场这一原因，而是因为美国在农业、工业、运输交通等方面有良好的经济基础，加上完善的法律制度和金融市场，获得国际投资者的认可，美元才有了国际货币的地位。所以在解读美国经济时不要脱离本质，舍本逐末。

QE 传导机制与正常货币政策传导机制不同。传统货币政策的缺点是一旦利率降为零而经济继续衰落，货币政策则失效。在美联储无

法通过降低短期利率来刺激经济时，美联储可以选择跳过短期利率，直接影响中长期利率，即在危机中采取的措施 QE。非传统货币政策的经济学逻辑与传统货币政策一致，但力度更大。传统政策很少能把短期利率调整为零，QE 政策则类似于把短期利率调整为负值。由于 QE 的力度更大，QE 退出时的相应冲击预期可能也会更大，基于这种观点，QE 退出时对新兴经济体造成的冲击、特别是部分经济脆弱的新兴经济体的冲击可能也会更大。

二、新兴市场如何制定政策以应对美联储货币政策变化的负面影响

依靠提高本国利率试图稳定国际资本流动是错误的政策，负面效果大于正面效果。目前很多国家遭受金融动荡后采取的政策与以往一致，比如土耳其依靠提高本国利率试图稳定本国金融市场，稳定投资者信心。IMF 在处理上世纪 90 年代拉美金融危机和东南亚金融危机时也提出过类似的政策建议。建议包括提高本国利率、削减政府开支、减少对外贸易逆差等。提高利率反映了 80 年代以来，政策理念长期受到静态国际宏观金融模型的影响，该模型的假设是国际资本流动和汇率变化受利率的影响，即利率升高后，回报率升高，国际资本进入该国，稳定国内汇率。

国际经验表明，提高利率政策实际效果往往不理想。不理想的原因主要是投资者看重未来经济情况，受未来预期的影响，所以未来预期是真正影响资本流动和汇率变动的动力而非目前利率。最新的国际金融观点是，汇率具有资产价格属性，用升息稳定资本流动是舍本逐末的货币政策。提高利息后会导致未来经济收缩衰退，恶化投资者对未来经济预期，引发新一轮资本流出，造成汇率进一步下跌。以往数据表明，一国发生金融挤兑后，通过加息稳定资本流动只在短期内暂

时有效，中长期由于实体经济受到高利率的影响出现经济下滑，恶化投资者预期，央行只得再一步提高利率稳定信心，进入恶性循环。

一旦发生金融挤兑，正确有效的政策目前看来是资本管制。目前国际金融研究热点是设计最优资本管制幅度，使国际资金流动对金融有促进作用的同时避免过度流动造成潜在的金融危机风险。这表明政策界和学术界对于资本流动态度的根本转变。90 年代前，多数经济学家和机构均认为自由经济利于国家发展，所以对新兴国家的政策建议是开放国际资本项目，允许国际资金进出本国。但在连续经历拉美亚洲金融危机和东南亚金融危机后，政策界和学术界开始反思这种观点的正确性。90 年代以后，学术界的一致结论是国际资本流动是否对本国经济增长有促进作用取决于很多先决条件。最重要的先决条件是本国金融机构的质量。如果本国金融机构有高效的金融部门，国际资本流入后可以被分配到生产效率高的地方，促进本国经济增长，则放开国际资本流动起到了促进作用。相反，如果国内金融机构质量不高，国际资本进入引发资产泡沫，产生经济过热现象，一旦国际资本退潮，便会引发金融危机，对经济增长起负面作用。基于这些原因，90 年代后资本管制重新成为 IMF 的政策建议之一。2008 年金融危机后，IMF 对一些国家提出的建议就包括通过资本管制稳定本国经济。

为预防金融危机，更重要的是控制国内基本面，避免为应对美联储政策时而改变本国货币政策。目前金融市场中出现金融波动大的国家的统一表现为实体经济下滑、金融泡沫显现、贸易赤字和财政赤字扩大。这些因素造成投资者对未来预期恶化，引起金融挤兑。例如东南亚某些国家在过去 3-5 年内股票市场出现 300% 增长，国内房地产市场也出现了 100%-200%的增长，都是危险的信号。此外，巴西国家资本项目对外开放，资本管制少，所以当基本面出现负面迹象时，

最容易受到国际资本撤离的冲击。但总体来看，以中国为首的主要新兴市场国家前景并不恶劣。目前中国并不存在贸易赤字，同时中国积累了较多外汇储备，如果出现新兴经济体的金融挤兑，中国的应对能力是比较强的。更重要的是，中国仍在采用严格的国际资本控制政策，为中国应对美联储退出量化宽松政策创造了很好条件。中国目前最大的问题源自国内市场，中国需要控制房地产和地方债务问题。东南亚、印度、印尼等国不仅存在政府赤字和贸易赤字，同时对国际资本管制更松，所以这些国家受到美联储 QE 退出的影响会更大。

美国和新兴市场你盛我衰的关系反映了当前国际经济金融制度安排上的缺陷。任何国家货币一旦成为国际货币，其他国家必将陷入被动接受的局面。巴西、墨西哥等国家对外债务以美元计价，资产以本国货币计价，资产债务处于错配状况。错配达到一定程度时，即使本国经济基本面没有问题，但是由于市场恐慌引发的挤兑也会引发金融危机。这与国内银行等金融机构受挤兑问题类似，如果长期投资有效，但短期投资人信心丧失造成短期挤兑也会引发金融危机。解决这类金融危机最有效的办法是创建最终贷款人。美联储在金融危机时直接向金融机构注资，平抑市场恐慌，稳定金融市场。但新兴市场国家债务以外币计价，而央行无法直接注入美元，继而无法平息恐慌。为解决这个问题，IMF 在危机中为新兴市场贷款，一定程度上缓解金融挤兑的问题。但这种安排存在局限性，IMF 作为最终贷款人的同时需要对该国金融市场有监管能力，否则存在道德风险，投资者在知道有最终贷款人后会更愿意进入高风险领域。然而 IMF 对会员国金融市场没有监管权力，所以在贷款时会附加苛刻条件。这种情况下，IMF 无法有效解决新兴市场发生挤兑的情况，在东南亚金融危机期间，以韩国为首的挤兑现象明显是由市场恐慌引发，而不是因为本国经济基本面受到破坏。但是由于 IMF 制度所限，无法改变相应的政

策，使得很多国家对 IMF 政策意见颇大。

现在成熟的解决方案之一是通过国际货币互换协议获取美元。2008 年国际金融市场出现严重的美元挤兑时，美国与很多发达国家和一部分发展中国家达成货币互换协议，通过这种方式向这些国家短期内注入美元，稳定金融市场。从事后评估来看效果明显，这与美联储作为最后贷款人的方式来稳定美国金融市场的逻辑与效果一致。2013 年美联储与其他发达国家央行达成了长期货币互换协议以稳定国际货币市场。央行直接进行货币互换，避免了金融机构的违约风险，使得政策容易获得国会通过。长期货币互换协议可以避免美国 QE 退出间隔对发达国家金融市场的影响，但由于发展中国家被排除在了协议之外，所以 QE 退出的负面影响会更多的集中在发展中国家。

三、问答环节

Q1：2013 年 6 月新兴市场受到第一轮冲击时，东南亚国家反应强烈，2013 年 12 月到 2014 年年初的第二轮冲击时，南美及东欧国家反应强烈。未来哪些新兴市场国家更脆弱？中国在新兴市场国家中受到的冲击属于哪种程度？

A1：决定国家是否脆弱需要关注国家基本面，关注贸易赤字、财政赤字和经济增速。2013 年 6 月由于伯南克在 FOMC 记者招待会上提出 Tapering，引发市场预期改变。当时受到冲击的国家主要有印度、巴西和东南亚国家。之所以这些国家受到冲击较大，是因为 2008 年新兴市场国家为了应对美国经济衰退，启动了宽松的财政政策和货币政策。现在刺激政策的负面作用表现明显，巴西在经历了 2009 年的 GDP9%增长反弹后急速下滑，印度 GDP 一度超过 10%的增长，但随后单季度增速甚至下滑至 1%-2%，导致市场对未来的

增长预期产生了变化。此外，2013 年 6 月中国经济增长显露出放缓迹象，使得与中国联系紧密的东南亚国家雪上加霜。在伯南克提出 QE 退出时，这些经济基本面发生最显著恶化现象的国家受到了很大冲击。在东南亚、印度、巴西等国家遭受第一轮挤兑后，市场开始寻找第二轮目标，南美国家开始被投资者关注。尤其有些国家过去通过提高利率试图稳定国际投资者信心，这些国家非常有可能引发第二轮冲击，因为错误的利率政策会导致本国 GDP 进一步走软。

Q2：90 年代末东南亚放松资本管制伴随着东南亚金融危机，是否意味着中国现在不是放宽资本管制的时间？

A2：个人建议中国不应急于短期内迅速开放金融市场，汇率逐步扩大灵活性之后再放开的条件更好。开放金融市场对该国经济增长的作用取决于国内金融市场质量，而金融市场中最重要的资产价格利率尚未市场化，所以很难有理由相信中国的金融市场质量已经达到可以开放开国际账户的地步。此外，不可能三角理论指出一个国家不可能同时拥有固定汇率、国际资本流动和独立的货币政策。美国采用自由资本流动和独立的货币政策，放弃了固定汇率。中国采用资本项目管制很大程度上是因为已然选择固定汇率，如果无视固定汇率而一味的提出国际资本流动的话风险很大。另一种观点认为国内金融市场很难改革，希望能够通过开放国际金融市场，让企业倒闭的方式提高金融市场效率。从以往经验看，这种改革伴随的风险非常大，个人不建议这种开放。

Q3：货币互换协议是怎样的形式？签订协议所需具备的条件是什么？为何新兴市场国家被拒绝在协议之外？

A3：货币互换协议是两个国家央行之间相互贷款的协议。例如，2013 年欧债危机严重时，欧洲金融机构遭到美元挤兑。由于美联储不是世界央行，无法为遭受挤兑的机构提供贷款，所以美联储与欧央行签订货币互换协议，欧央行为美联储提供欧元，美联储为欧央行提供等值美元，欧央行把借到的美元贷给遭受挤兑的机构直至挤兑风波平息。货币互换协议的好处在于央行间的货币互换遵循事先协定的汇率，可以避免因汇率变动引发的风险。其次，央行间的贷款可以避免违约风险，间接稳定了金融市场。

新兴市场国家最需要货币互换协议，因为新兴市场受到挤兑的风险最大，且一旦发生挤兑，产生的影响也是最严重的。美国没有和新兴国家签订货币互换协议，因为美联储需要对国会负责。由于新兴市场国家央行并不独立，有超发货币的历史，使得新兴市场被排除在货币互换协议框架之外。目前，中国人民银行和美联储没有类似的磋商。个人认为如果双方签订货币互换协议将对稳定世界金融市场，鼓励中国逐渐放开汇率，放开金融投资有非常好的促进作用，希望在未来可以达成类似协议。

Q4：现在中国这种汇率制度下，一方面保持顺差，一方面资金价格高企，造成了货币政策和财政政策的米德冲突，对于这种情况有什么解决办法？

A4：国内资金价格高企一定程度上是政策意向。中国希望主动通过提高利率的方式实现自我去泡沫化的过程，个人认为这是正确健康的过程。美联储退出 QE 的过程中全球利率势必上升，存在严重资产泡沫的国家会因为突然的利率上涨，导致短期泡沫挤出，从而引发金融危机。中国目前政策充分利用美联储处于缓慢退出阶段，期望在国际利率价格快速上升之前达到自我去泡沫化的目的。从中长期来讲对中国经济是有利因素。

通过利率调整去泡沫化的不利因素是会伤及无辜。历史经验表明，出现泡沫的往往是个别部门，美国 2000 年时泡沫来自于互联网，2005 年-2008 年间泡沫来自于房地产。通过整体的利率上调来解决个别部门去泡沫化的问题，会造成所有行业利率均在上升，从而伤及实体经济。利率主要作用是调节失业率或通货膨胀率等宏观经济环境，去泡沫化应该通过金融监管手段达成，例如提高机构资本充足率。所以，高利率政策一方面可以防范于未然，中长期利好；另一方面对实体经济有冲击作用。

中国目前贸易财政双顺差是危险信号。2008 年以前中国外汇储备主要来源是贸易顺差，当时 3 万亿外汇储备中有 2 万亿由贸易顺差积累产生，1 万亿由金融账户产生。此时多数外汇储备为中国企业出口创汇所得。少数外汇储备来自信用账户，是海外资金流入所得。而现在金融顺差占外汇储备的 60%，意味着更多的储备来源于套利套汇的资金，这为以后金融市场可能阶段性出现动荡埋下伏笔，值得警惕。

Q5：中国国内金融体系最大的问题是什么？通过什么方法和路径来解决？

A5：影子银行是急需解决的问题。对价格的硬性限制会诱发影子银行，影子银行规模大到一定程度后，挤兑会触发金融市场的崩溃。中国影子银行的产生与美国 80 年代情况类似。美国次贷危机时次贷坏账仅占 GDP 的 3%，但是次贷危机引发的金融衰退造成的损失达到 GDP 的 80%以上。如此小的坏账率造成如此严重后果是因为美国货币市场、中介商等影子银行遭到了挤兑。大萧条后，美国通过法案禁止美国银行对短期资金支付利息。法案产生的原因是因为大萧条期间，金融机构应对挤兑的方式是提高利率，从而吸收更多的资金。但吸收的大多资金来自其他银行，为了防止被挤兑倒闭，银行间相互竞争，利率持续升高。为避免银行间的恶性竞争，国会出台法律，禁止银行为短期资金支付利率。但资金有自身的价格，加上 70 年代美国通货膨胀高涨，资金机会成本高，促使资金绕过法律，产生了短期资金市场。银行的短期资金全部被吸纳进短期资金市场，这些市场采用的运营模式和传统的金融系统模式一样，均为吸收短期作为中长期房贷。2008 年金融危机前，影子银行融资比例很高，一旦短期资金市场遭到挤兑，整个金融市场崩溃。

中国影子银行的产生是因为利率的限制。利率限制使得很多银行业务从表内移向表外，尤其是房地产市场繁荣导致资金成本价格高，进一步催生了影子银行。经济上行周期时，影子模式受到监管少，成本低，回报率高，并且自身是对市场价格扭曲的纠正。但经济进入下

行周期时，影子银行会诱发金融市场的动荡。未来如果房地产价格下行，很可能导致影子银行遭遇挤兑，对经济产生很大影响。

解决影子银行的根本办法是实行利率市场化。以往的国有企业可以以低利率贷款，如果利率市场化，国有企业会受到冲击。利率市场化不仅是金融市场改革，更是经济运营模式的改变。影子银行要从“地下”转入“地上”，让影子银行和正常金融机构接受同等的待遇，同等的监管和同等的价格。这样才能真正解决金融市场中的风险。中国目前需要一方面稳定金融市场，避免挤兑现象发生，同时推动结构性的改革。

第 15 辑

(2014.2.12)

美国房产抵押贷款证券化发展、政府作用及其对中国的启示

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

郭杰群先生，2013 年 4 月回中国，任美国对冲基金 Zais 亚太区总经理，全球投资委员会委员。现任上海联和金融董事总经理。2013 年上海千人计划特聘专家。他现还任上海期货交易所博士后站指导专家；纽约城市大学巴鲁克商学院和上海财经大学兼职教授；华尔街华人协会理事，世界华人不动产学会理事，中国绝对收益投资管理协会副秘书长，上海基础建设优化研究会常务理事，全美华人金融协会上海分会副会长，和北师大谢宇教育基金会的董事。此前，他就职于美国 IDC 集团全球固定收益量化和策略部，结构金融证券评估部全球总监；赛尔对冲基金总监；瑞信投资银行全球金融信用产品对冲基金总监,资产证券化策略研究部门总监，副总裁。他在瑞信资产证券化策略研究部门的四年间均列为《机构投资者》投票选举的全美国资产证券化和资产量化研究最佳团队的成员之一。在加盟瑞信之前，他曾任美国最大的房产信贷金融公司房利美信用政策和金融部的经济分析师。他曾在学术刊物上发表过十多篇学术论文，这些刊物包括：牛津

经济学和统计学通报；期货市场学报；金融结构学报等。他对宏观经济、房产市场及监管的分析和研究结果曾见诸华尔街时报、芝加哥论坛报等。郭杰群获有美国印第安那大学经济学博士学位。

一、住房抵押贷款债券证券化简述

资产证券化的本质是将卖方低流动性的、可以产生独立现金流的存量资本转化为可交易的标准化证券的金融活动。资产证券化始于 20 世纪 60 年代，虽然表现为资产管理业务，但其本质是融资行为，可以说是目前最为复杂的融资工具之一，也是 20 世纪最伟大的金融创新之一。资产证券化与传统债务融资的主要区别在于，资产证券化是对资产本身的评估，具有破产隔离的功能，融资信用取决于资产的信用，而不是发起人的信用。

美国资产证券化可以分为两类，住房抵押贷款支持债券和其它资产支持债券。截止 2013 年第四季度，住房抵押贷款债券占全美资产证券化总量的 87%，高于其他所有资产证券化产品的总和。目前美国资产证券化存量已经达到 8.7 万亿美元，虽然略低于金融危机前的存量，但仍然在美国所有债券种类中排名第三，仅次于国债的 11.6 万亿美元和公司债的 9.5 万亿美元，远高于地方债的 3.7 万亿美元。

美国住房房产有四种形式，分别为独栋房、连栋房、多栋房和公寓房。独栋房即所谓的别墅，独门独户，在美国较为普遍。连栋房是几户连在一起的住房。多栋房是很多家庭在一起的住房类型。公寓房在美国纽约、华盛顿等大城市较为流行。美国公寓房分为产权公寓和合作公寓，纽约市合作公寓占公寓房总量的 85%。合作公寓与产权公寓不同之处在于合作公寓住户以股东的形式购买整套房的部分股权，个人无法决定房屋的买卖和出租，需要得到股东委员会的同意才可买卖出租，所以流动性比产权公寓房低，价格也相对便宜。

二、房产抵押贷款证券化兴起的背景：美国政府促进住房市场的发展

1929 年经济大萧条促使美国政府加大对房地产市场的重视与关注。美国 1929 年经历了经济大萧条，房产按揭违约率一度高达 50%。在美国联邦政府还未介入住房融资时，融资途径来自私有保险公司，以短期按揭贷款为主，到期之前需要支付利息，贷款到期后一次性偿还本金。1929 年美国的经济大萧条对美国冲击严重。当时四分之一劳动力失去工作，由于当时妇女不工作，这意味着每四个家庭就有一个家庭没有工作。道琼斯工业指数从 1929 年的 380 点下滑到 1932 年的 42 点，跌幅达 90%。房产按揭违约率高达 50%，曼哈顿房价下跌 60%，直到 30 年后才恢复大萧条前水平。

1932 年美国通过了《联邦房贷银行法案》，法案主要内容是建立联邦房贷银行，通过联邦银行为私有银行提供长期、可分期偿还的固定利率按揭贷款。长期与固定利率的按揭模式非常重要，如果消费者以浮动利率贷款，利率上调后消费者需要承担利率风险，而个人消费者对利率风险理解不足，也没有适当的对冲风险方法。美国政府采取的长期固定利率将利率风险从消费者转嫁到机构投资者，而机构投资者有对冲利率风险的工具和手段，从而减少了利率对市场的冲击。

美国 1934 批准成立联邦住房管理局（FHA）。罗斯福新政对美国经济发展起到重要作用。从美国政府对 1929 年大萧条的研究发现，绝大部分家庭的主要资产为房产，保证房产价值的稳定是保持国家经济稳定的重要方式。因此美国 1934 批准成立联邦住房管理局（FHA），主要为中低收入家庭提供房产按揭支持。联邦住房管理局为住房贷款的发放机构融入联邦政府资金，把政府资金通过私有机构注入到市场之中，增加资金流动性，降低贷款成本，提高住房拥有率。

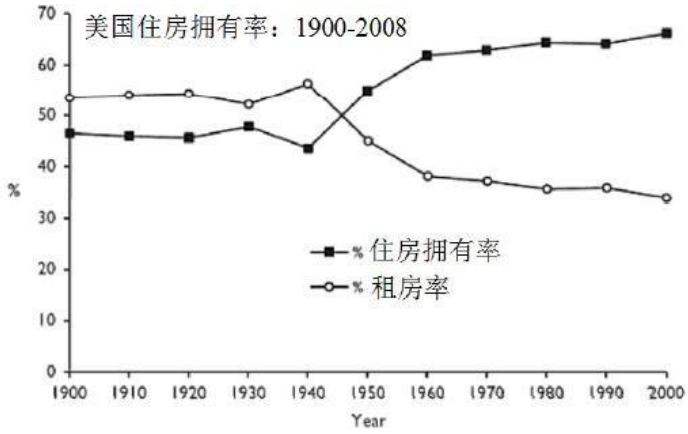
美国 1938 年批准成立房利美。房利美的产生为二级市场产生流动性，为了增加房利美的功能，1954 年美国国会特许房利美提供以联邦政府为担保的按揭产品进行二级市场的运营。为达到此目的，国会允许房利美在需要时可以向美国财政部融资 22.5 亿美元。22.5 亿美元在当时是一笔巨额贷款，且房利美是唯一一家可以从财政部融资的企业，这增加了市场对房利美发放的债券的信心。

美国 1968 年拆分房利美。1968 年美国深陷越南战争泥潭，从市场中大量融资。房利美当时属于美国政府机构，发行的债务显示在美国政府资产负债表中，而政府的债台高筑使得房利美融资产生困难。在这种情况下，美国政府对房利美进行改革，将其中一部分私有化，成为了现在的房利美，债务不再列入联邦财政资产负债表中。为保证房地产二级市场的流动性，美国政府将未私有化部分成立了吉利美，吉利美的所有债务由美国联邦政府信用作完全担保。

美国 1971 年成立房地美。房地美的产生并不完全是为了阻挠房利美在二级市场上的垄断地位。房利美发放的是美国联邦住房管理局所担保的按揭贷款，而联邦住房管理局的目标人群为中低收入居民。当时市场上 85%的公司发行的按揭贷款都是中低收入按揭贷款，但这部分按揭只占按揭总量的 25%。很多中等收入家庭没有得到政府的资助，造成了市场的不均衡。在这种情况下，美国成立了房地美，希望对非联邦住房管理局担保的按揭贷款提供二级市场支持。但随着时间的发展，房地美和房利美功能趋于同质化，导致人们误解了成立房地美的初始原因是为了破除垄断。

房利美和房地美的产生对美国房地产市场有极大促进作用。1940 年，美国住房拥有率约 45%，此比例从 1900 年开始就没有太大变化。房利美和房地美产生后，住房拥有率持续上升，从 1940 年的 45%增长至 2006 年的 69%。

图表：美国住房拥有率



Source: US Bureau of the Census historic housing data – ownership; US Bureau of the Census homeownership rates for the US and Regions: 1965 to present

美国为低收入者提供公共出租房。美国 1937 年提出住房法案，为地方公共住房机构提供补助和支持。目前中国的保障房政策不够合理，保障房地点一般处于偏远地区，造成了社会的贫富分割，且房屋质量不高，甚至低收入者都不愿意入住。相反，美国政府十分注重保障房的位置。如果房地产公司获得了政府保障房政策的支持，房地产公司便务必保证一定比率的房屋为保障房。即便房屋处于闹市区或高端地区，也要确保中低收入家庭有能力购买，避免了社会分隔，增加了社会的和谐。此外，美国 1960 年颁布《房地产投资信托法案》，吸引社会私有资金对房地产投资。

美国 1984 年通过《二级市场按揭增强法案》。1968 年，吉利美发行了第一支住房抵押债券 MBS，随后房地美以 CMO 形式发行了按揭抵押债券，掀起了机构投资者对抵押债券的投资热情。为了在抵押债券市场中分一杯羹，1983 年美国银行推出了第一支私有机构的房地产抵押债券。但是私有机构房产按揭债吸引力不大，原因是美国联邦政府监管的金融机构只能购买美国联邦机构发行的债券，无法购买私有银行发行的债券。由于此规则不适于按揭贷款市场的发展，于是在 1984 年，美国通过了《二级市场按揭增强法案》，规定联邦

监管的金融机构可以购买评级达到 AA 及以上的私有机构的债券。法案对私有机构房产按揭债券的发展起到了极大作用。虽然房地美和房利美为政府赚取很多利润，但政府并不独吞利润，而是愿意将利润向私有机构推广，为整个美国经济的好转和平衡做出贡献。

为进一步推动房地产的发展，里根总统于 1986 年推动税法改革。税法改革力度大，消费税和个人所得税均有极大程度的削减，美国个人所得累进税率从 70% 下降到 28%。其背后的理念是，只有足够的收入支配消费时，经济才能提高。对于里根任期内的政策，学者们评价褒贬不一。有人认为政策保护了富人，却损害了低收入家庭利益。但诺贝尔得主弗里德曼和曼德尔认为，美国 80 年代经济腾飞的主要原因是里根总统推动的税法改革，改革对削减政府规模，降低政府财政赤字有极大作用。

三、房产抵押贷款证券化与金融危机

次级抵押债券于 2004 年迅速发展。美国房产按揭债分为抵押支持债券（MBS），抵押担保债券（CMO）和私有机构房产按揭债券。私有机构房产按揭债券中包括了次级债券。2004 年前，次级债券占美国债券发行量的 4.5%-8%；2004 年，次级债券市场占有率接近 20%。究其原因，2004 年以前次级按揭债首付比例大于 20%，且多数为固定利率贷款以便规避个人消费者利率风险。2004 年后 90% 的次级按揭贷款转变为浮动利率，且首付比例为零。此外，次级贷款中夹杂着大量金融创新，如负摊销贷款。在负摊销贷款模式下，贷款者不需要支付浮动利率，只需支付基准利率，利差被计入本金中，导致本金持续膨胀。由于不用付首付，且初始支付利息少，所以负摊销贷款深受消费者喜爱。产生这种金融创新的原因是房地产市场不断膨胀，投资者大量购买房产然后转让，寄希望于房产价格持续升高从而

获取收益。

现在看来，美国的减税法案与监管放松为金融危机埋下隐患。1997 年克林顿任期内美国通过了《纳税者减免法案》，法案规定如果一户家庭五年中在一处房产住满两年，则房产 50 万以内的增值不用交税。该法案是唯一的投资免税法案，法案的出台促进了美国个人对住房的购买意愿。1999 年，美国通过了 GLB 法案，放松了投资银行与商业银行混业经营的规定。2004 年，高盛、贝尔斯登等华尔街投资银行游说美国证券交易委员会（SEC）放松净资本金限制。考虑到美国已经经历了 60 年的经济平稳期，美国证券交易委员会同意放松资本金的限制，对银行防范金融危机造成了影响。现在看来，美国政府在稳定的经济发展中忘掉了大萧条时的警觉度。

美联储急速上调利率是促发 2008 年金融危机的原因之一。2004 年 1 月，美国基准利率为 1%，此后美联储在通货膨胀的压力下开始上调利率，截止 2006 年 1 月，基准利率上升至 5.25%，上调速度极快。美国次级贷款的特点是零首付、浮动利率和负摊销。利率的急剧上涨使得贷款者承担着高额利率风险，贷款者没有能力偿还利息的支付，违约产生。当时，次级贷款的发行量已经占到了整个债券发行量的 25%，次级贷款的违约给银行造成压力。

银行面对压力开始回收住房进行拍卖，导致大量房屋进入房屋市场，供给大于需求导致房价下跌，使得更多房屋贷款违约。由于美国证券交易委员会放松了对银行准备金的限制，银行面临着信用风险，不得不大幅减计，收缩市场信用，减少对实体经济放债，实体经济无法扩大再生产，很多实体经济开始裁员。员工失业导致无法偿还房贷，房屋贷款违约率进一步提高，房价进一步下滑，造成了恶性循环。

仅仅把 2008 年金融危机归咎于华尔街投资银行的贪婪未免过于片面。混业银行规则的放松，美国证券交易委员会放松对投资银行

准备金的限制都在一定程度上造成了金融危机。2011 年美国政府对金融危机的总结报告中承认，金融监管存在广泛弱化现象，金融监管沉醉于美国 60 年经济平稳发展和金融创新之中。此外，美国政府对住房拥有率过度重视，放松了信用要求。1995 年美国政府发布了全国住房拥有率，其中特别强调房地美和房利美要增加中低收入人群的房屋贷款。而很多中低收入家庭确实不具有购买房屋地产的能力，但是国会于 1992 年明确立法，规定房地美和房利美对低收入者贷款比例需要从 1992 年的 40%增加到 2008 年的 56%。显然，要求低收入人群的贷款占比如此之高的政策不够合理。

为达到这一目标，房地美和房利美不得不开始进入高风险贷款市场。2006 年，房地美和房利美的非机构按揭债务达到了 2400 亿。此外，美联储维持低利率时间过长，从 2001 年年初持续至 2004 年 6 月，极大程度上鼓励了次级贷款市场的发展。可见，美国政府和监管机构对金融危机的发生也有不可推卸的责任。

金融危机后，政府与联邦住房贷款抵押公司共同稳定金融市场。危机后政府加大了华尔街的监管，先后推出了《沃克尔规则》和《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》。除此之外，在其他机构缩减按揭产品的购买时，美联储推出资产购买式的量化宽松政策，成为按揭贷款债券的主要购买者，其根本目的也是为了拯救房地产市场，推动资产价格的回升，达到稳定金融市场的作用。

金融危机发生使得政府机构和政客大肆抨击房地美、房利美和吉利美垄断市场。但实际上金融危机之后，承担房地产恢复的中间力量正是这三家企业，而所有私有机构发行的按揭债券基本消失。虽然房利美遭受了很多抨击，但 1929 年成立后，房利美对美国房地产和金融的稳定起到了巨大的推动作用，并且在 2008 年后对恢复房地产市

场起到了中坚作用。中国需要对房地美的经营模式进行思考，以解决中国房地产市场合理发展的问题。

四、问答环节

Q1：美国利率市场化对美国住房抵押贷款有何影响？

A1：利率市场化与按揭市场是相辅相成的关系，利率市场化对扩大美国按揭债券在二级市场上的流通有极大的推动作用。美国利率市场化始于二十世纪 70 年代，在此之前美国按揭贷款利率与美国 10 年期国债利率挂钩。

房地美和房利美为促进按揭贷款债券二级市场的流动性，需要在市场中发行债券融资，这其中涉及对债券定价的问题。固定收益债券有利率风险，投资者需要对利率走势做出判断。特别是对于对冲基金而言，除了对冲利率风险外还可以进行套利操作。

利率市场化极大促进了对收益率曲线的完善，扩大了对按揭产品的分析。例如，抵押支持债券产品中就有对提前还款的风险分析，而提前还款风险很大程度上依赖对利率走势的判断。

Q2：利率市场化一般伴随着贷款利率中枢抬升，是否会减弱金融机构发放按揭贷款意愿？

A2：美国的银行与中国的银行有本质不同。美国的银行主要为私有银行，融资成本高；中国的银行融资成本相对较低，五大国有银行利息收入占总收入达到 75%-85%，说明利差占比高，相比之下，美国银行利息收入占比很小。美国银行为了扩大流动性，增加资本周

转量，即便利差很低也愿意发放按揭贷款，并通过增加的资本周转量赚取利润。

中国国内银行对发放按揭抵押产品本身热情不高，市场对产品接受度也不高。中国目前原始按揭利率约 7%，经过打包，扣除各种费用后的收益率只有 4%左右，而基本的理财产品收益率已经达到 5%，在目前的市场环境下相对的低收益率导致按揭抵押产品并不受欢迎。在利率还未市场化时，银行融资成本与实际市场真正的融资成本差距大，造成金融市场中与利率挂钩的金融产品的价格背离，使得市场对这些金融产品的接受度减弱，银行推出这些产品的动力不足。利率市场化是必然的进程，今后会逐渐看到证券化的按揭产品。同时中国政府和监管者应该在政策上引导资产证券化产品的发展，促进按揭资产证券化进一步的增长。

Q3：国内推进资产证券化的过程中政府如何发挥作用？

A3：政府可以从资金来源方面、地域选择方面、政策方面进行一系列改革。

中国国内住建部保障房与美国保障房融资模式不同。房地美和房利美是上市公司，接受了国会监管的情况下，融资成本得到政府保证，融资成本低，但资金来源取决于私有市场。中国国内保障房资金主要来源于政府财政资金，地方政府处于被动地位，被迫配合中央政府的政策需要而融资。

此外，与美国保障房建在闹市区不同，中国保障房建在偏远地区，地理位置不合理，造成人为隔阂。中国可以采取两房的模式，能够在政策上而非资金上给予机构支持，推动机构在市场中融资。

与此同时，在住房配套建设上吸纳美国的经验，扩大市场对保障房的吸引力。

第 16 辑

(2014.2.17)

美国及全球主要国家房地产市场近期走势及未来趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

谢翔先生，纽约花旗银行固定收益产品部执行总监。他主要负责房屋贷款抵押债券的信用分析，建立模型和房价的预测。他的分析成果主要用于支持花旗的房屋贷款抵押债券的市场交易，指导花旗零售部门的房屋贷款的信用评估，以及支持资产管理客户的风险管理系统。在加入花旗之前谢先生任纽约野村证券房贷信用的首席分析师，副总裁和执行董事，在历年由买方资产管理和对冲基金投票评选的华尔街房屋贷款信用分析师评比中一直名列前 3 位。在野村之前他还任欧本奥本海默和房地美的资产管理经理。谢先生是康奈尔大学的计算机工程硕士毕业生。

一、美国房产市场现状

美国的房产市场从 2012 年初走出低谷，2 年来房地产价格涨幅超 20%。2012 年全国平均房价增幅 7%左右，2013 年增幅

13%-14%。在此之前，美国 2012 年房价较 2006 年房产高位时下跌 40%，所以美国房地产市场虽然走出了低谷，但房产价格依然低于 2006 年 20%左右。美国房产市场复苏的过程中，全国房价上涨幅度参差不一。中西部地区房价走势一直较为平稳，房价下跌过程中跌幅不及平均值，房价上涨过程中涨幅同样低于平均涨幅。西部地区如亚利桑那州，有些地区房价上升超过 40%。一些比较热门的城市如旧金山、洛杉矶，房价已经超过了 2006 年的高位。

二、美国房地产市场泡沫的形成

低利率引发房价大幅上扬。美国房地产泡沫的形成要追溯到 2000 年初的互联网泡沫破裂，美国经济走入衰退，加上 2001 年发生了 911 恐怖袭击，美联储决定大幅削减贷款利息。2000 年时，美国房地产平均房贷利息 8%-9%，在此之前，八十年代至九十年代，美国三十年固定利息贷款平均利息 13%-15%。随着通胀压力的解除，房屋贷款利率随之下降。由于 2000 年的经济危机，美联储大幅削减基准利率，美国十年期国债利率降至 4%-5%。从 2000-2004 年，房屋贷款利率一直下降，最低时触及 5%。美国房屋贷款的特点是提前偿付无罚金，且可以无限重复再贷款，低利率导致大量投资者开始重复再贷款。房屋贷款利率的下降导致房屋月供降低，如果贷款利率 8%-9%时的月供为 2000 美元的话，那么贷款利率降至 5%后的月供仅为 1500 美元。月供的减少让大量投资者涌入，对房屋价格起到很好的支撑作用。房价的升值推升了投资需求，而房屋的供给没有投资需求上升的快，导致房价大幅上扬。房屋价格大幅上扬使得投资者在重新贷款过程中把房屋价值增长部分套现，同时价格的上扬也带动了经济的复苏，造成了经济繁荣的假象。

银行对房屋贷款审批放松。由于房价不断上升，房贷市场很少出

现违约情况，银行却没有察觉到房价与贷款违约之间的因果关系，对房屋贷款的审批放松，一些信用不好、没有工作的人也申请到了贷款。此外，银行在争夺房屋贷款客户时互相竞争，导致有些房屋贷款未按照固有程序办理，出现了零首付贷款情况。零首付对于贷款者而言相当于购买了免费期权，在房价上涨时可以获利，在房价下跌时只需把房屋还给银行即可。在房价过高时还出现了负摊销（Negative amortization）的金融创新产品，贷款者每月可以支付少量利息，利息差额被计入本金之中，导致房屋贷款数额越来越高。除此之外，银行贷款审批过程中对收入的审查不规范，很多贷款者在法律文件不齐全的情况下依然可以得到贷款，造成贷款质量大幅下降。更糟糕的是，美国破产法律相对宽松，大多数州规定，由于房屋贷款已经以房屋作为抵押，所以贷款违约后银行不具有追诉功能，不可以追诉贷款人的其他财产，造成房价下跌后房屋购买者倾向于违约，这也是房价下跌时大面积违约的原因之一。

美联储大幅生息后出现违约，房价下跌。美联储在 2004 年大幅度调高利率，几乎每次议息会议都会调高 25bp，2006 年时联储利率达到 5%，而房屋贷款利率也随之上升至 6.5%-7%。在房价上涨过程中，由于房屋可承担性能降低，购买者不再申请较高利率的 30 年期固定利率贷款，而是倾向于先以较低的两年期固定利率贷款，等到两年之后再根据市场利率重新贷款。但由于此后的两年中基础利率持续上升，使得投资者两年后月供增加 30%甚至翻倍，骤然的月供增长导致投资者违约。另外，在房价冲到顶部走稳后，很多投机者看不到房价增长的前景时，主动违约，把房子还给银行。需要强调的是，美国房贷属不可追诉型的贷款是造成美国房贷大幅度违约的一个原因，也间接的造成了美国的房价下跌过程快而且幅度深。这个问题是其他国家没有的。美国外的房贷是可以对个人财产追述的贷款，所以就算

房价下跌，房贷的违约率都很低。大量的投机行为造成了房价一旦下跌就会猛烈下跌的现象。2007 年-2012 年，美国累计房价下跌 40%，2011 年底美国房价跌至 2003 年底的水平，如果记入通胀，整体房价回落至 2000 年初水平。

三、造成房屋市场泡沫原因

放贷过于宽松。宽松的房贷使得信用记录不合格的人获得了房贷，埋下了未来大规模违约的伏笔。

零首付产品的产生。房屋市场上零首付的产品给了借款人买入免费期权的机会。

美联储政策失策。2004 年前联邦利息调低的速度过快，利率在低水平徘徊的时间过长，造成房屋贷款利息大幅下跌，推动了房屋市场的泡沫。2004 年后，利息调高的速度过快，实体经济受到影响，造成了大规模的失业，经济萧条更加推动了房价的下跌。

从房产的价格角度考虑，美国房屋市场泡沫并不大。房产价格在 2006 年高峰时，房屋总开工量增长并没有明显高于人口的增长。并且如果以当时利率计算，房贷占收入的比例只比过去三十年的平均值提高了 20%。

四、美国未来房价走势

2012 年初经济回暖、失业率下降、房屋贷款利率触底致使房价回升。三十年期房屋贷款利率最低时达到 3.5%，并且在房价大幅下跌后，房屋的可承受性增强，月供大幅下降。此时投资者注意到如果以 3.5%利息借房贷，同时付 20%首付，则房屋市场的净收益率可以超过 10%。所以在经济回暖、就业恢复好的城市中出现了大量投资者。投资者起初以中小型私人投资者为主，在市场中买入二套房、投资房；后来机构投资者也纷纷入市。机构投资者可以直接从法院购

买法裁屋后出租，在去除手续费和管理费后第一年可以有 7%的回报，如果计入通胀因素的话，长远投资回报率更高，高收益率造成大量市场需求。

美国法裁屋分为不需要法官裁决和需要法官裁决两类，不需要法官裁决的州的房产市场房价上升相对更快。东北部的大部分州需要法官裁决，即房屋贷款人违约后，产权从借款人转入银行的过程需要法院法官审阅后裁决。由于法官数量有限，造成大量案件积压。以新泽西为例，现在法院处理的案例是 2009 年和 2010 年银行上交的。由于法裁屋并没有大规模涌入市场，在金融危机时房价并未下跌过多，同样在市场触底回暖过程中有大量法裁屋上市，房价上升幅度也不高。西部各州法律大多规定不需要法官裁决，房屋产权起初归于购买者，购买者通过抵押房产获得贷款，贷款违约后，房屋产权从贷款人转入银行过程中只需要将资料送至法院备份，三至四个月后产权自动归于银行，银行获得产权后就可以在市场中租赁出售房屋，过程中无需涉及法官。最典型的例子是亚利桑那州，次级贷款危机时大量法裁屋上市，房价下跌严重。该地区房价从 2006 年至 2012 年下跌 60%。2012 年房价回升时，该地区已经没有太多法裁屋上市，造成需求大于供给的情况，致使房价上升的也同样很快。过去两年间，亚利桑那州的房价上升 30%-40%。

个别美国一线城市房屋承受率已经达到高位，未来价格上升空间有限。现在的房产市场中，现金交易占 30%。现金交易群体以投资者为主，说明市场中很大程度的买方为投资者。在一线城市中，很大部分的投资者来自海外，特别是西海岸的加州。这些市场的房价已经超过了 2006 年的高位，本地人已经无法承担如此高额的房价，而租金价格也有走软的趋势。联邦房屋贷款计划强调贷款的可负担性，所以未来上涨空间有限。但是对于全国来讲，现在的房价在现有的利率

下是很容易承担的，所以如果利率不大幅度上涨的话，全国房价在未来 3-5 年上涨 20%是很可能的。

市场利率开始走强，银行信用开始放宽。房价健康上涨需要大量初次购房者，即新毕业人口或新成立的家庭购房。这类群体只占美国房屋市场买方的 10%~20% 左右，正常情况下该比率为 30-50%。初次购房者比例较低的原因是银行信用管理非常严格。在过去两年间，因为之前类似的房屋贷款信用违约事件，银行在房屋贷款审批过程中对过去三年的收入、税费缴纳等都有所要求。对新毕业的大学生或者年轻人来说，这些要求较为苛刻，因此他们较难获得贷款。过去两三年中，由于联邦利率一直下跌，银行不断在做再贷款业务（refinance mortgage），以前的购房者不断再贷款，银行在此中获得较高发起人费，因此没有必要照顾初次购房者的需求。鉴于现在利率上行，银行无法获得重新贷款的利润，为维持原有利润水平，需要重新考虑初次购房者需求，放宽信用审批条件。随着信用审批放宽，初次购房者可能会逐渐占据房屋买方市场较大比例，导致远期的房价上涨。

预计美国房价在未来三到四年中的涨幅约 15%~20%，甚至可能在五年内上涨 25%。2013 年美国人将税前收入的 25%花费在房屋贷款上。2012 年房价很低，利率也很低，美国人将税前收入的 18%花费在房屋贷款上。从历史长期平均水平看，该比例为 30%左右。由此，未来几年美国房价还有 10%—20%的涨幅空间。从地域上看，这轮房价上涨不限于目前房价已经很高的地区，也包括就业状况比较好的地区，如美国南部，或者中西部及一些二线城市。最典型的例子就是德克萨斯州的房价。德州有很多闲落空地可用来建造房屋，导致历史上德州房价并未上涨很多。但由于过去几年房价下跌，房产开发商很难在银行获得贷款，过去六七年新建房屋数量很少。这种情况导致目前暂时性的供给小于需求，德州房价快速上涨。美国其他地方也

有相应的情况，很多二线城市最近房价也开始逐步上涨。此外，预计2014 年美国房价平均上涨 8%左右，低于 2013 年 13%的涨幅。究其原因，是房屋贷款利率上涨。目前贷款利率是 4.5%左右，比 13 年3.75%高接近 1 个百分点。

房产市场对美国未来经济的影响更多体现在对股市的影响。美国房屋市场自住率在 65%左右，房产市场价格上升，65%的家庭资产因此上升，相应带动消费和借贷增加。最近房屋市场走强使市场信心得以提升，许多美国人开始重新装修房屋，很多跟房屋装修业有关的股票表现出色。房屋装修业带动了电器和其他相关行业的成长。此外，新屋开工也加快上涨，带来就业市场回暖。未来几年美国页岩气的发展将会使美国国内能源价格比国际能源价格低很多，有利于美国经济良性复苏。相比其他西方国家，未来三五年美国经济发展较为强势，很大程度上得益于房地产市场走强。

五、全球其他国家房产市场情况

以“房地产价格/平均收入”作为评价指标，澳大利亚、加拿大、香港房地产市场存在泡沫。美国的房地产价格是美国人平均收入的 3 倍左右，加拿大该比值为 5~6，香港该比值为 10 以上。当然，由于各国税率以及政府运营方式不同，仅用“房地产价格/平均收入”判断房地产泡沫并不理想。例如，美国房产税很高，新泽西、德克萨斯州的房产税占房屋价值的 2%，即每年要将房价 2%上缴给州政府。美国的联邦税相对较低，地方学校、消防公司等都需要房产税来支撑。其他国家不存在此类情况，很多国家房产税相当低，占房屋价值的0.5%左右，上缴给市政府并由政府用于支付水、气、垃圾回收等费用。综上，美国人将税前收入的 25%花费在房屋贷款上，加之需要支付的房产税等，实际上在房屋贷款上的花费占收入的 30%左右。而其

他国家则没有税费等相应的支付，房价自然会高很多，中国大陆的情况也是如此。

以净房屋收租率作为指标，上述国家房价虽然偏高，但并未产生很多泡沫。对全球各地房地产市场走势的分析主要考虑去除税费后的净房屋收租率，相较之下，香港和新加坡的净房屋收租率大概在1%~2%左右，处于较低水平，日本房租回报率大概在 5%左右，而加拿大、澳大利亚房屋收租率大概在 3%~5%之间。美国净房屋收租率大概是 5%，跟其他国家比处于较高水平。

对利率走势的判断对房地产而言至关重要。因为房产在经济中的举足轻重的地位，未来的利率上涨将会很缓慢。这个不但是美国的问题，也是其他发达工业体的问题。在经历了 04 年大幅度升息带来的金融危机后，央行在这一轮升息会比通胀慢一步，在加拿大，澳洲，英国等国的房价大幅度上涨后，消费者已经背负历史最高的贷款，只有通过比通胀慢的升息才能缓慢去杠杆。所以对于美国的房价来说，有低利率的条件，还会涨。对于加拿大澳洲等，房价即使下跌也会是有限的。

六、问答环节

Q1：从中长期角度来看，您对国内房地产市场的看法？

A1：从资金收益率和收入与房价的比值两方面看，国内市场的泡沫很大。房屋价格由房屋的资金回报率和供求关系两部分决定。因为城市化进程还在进行，国内优势在于供求关系，尤其一线城市房屋市场仍然供不应求。最大问题在于房价已经涨到与收入不成比例的程度，无论以任何方式很多人都不能承担现在的房价。一旦城市化进行趋缓或到达人口拐点，就可能像九十年代至今房价下跌达 50~60%的

日本一样房价下降。短期内一线城市房价可得到支撑，但长期看只有房价在未来二十年内保持不变，房价才能达到合理水平。

Q2：美国房产税比较高，这与欧洲其他发达国家有何区别？如果中国未来也征收房产税，会对中国房地产市场有何影响？

A2：美国的房产税比较特别，比较之下，欧洲国家房产税较低。实际上买房缴税有两种方式，一是每年不断上缴房产税，另一种是购买时一次性缴足以后所有房产税。由于美国土地为私人所有，美国地方政府通过每年征收地产税获得收入。其他国家则是在购房初期承担较高的房价，以后需缴纳的房产税很低。中国政府运作方式是通过卖地，地价很高故一次性可获得很高收入。事实上，中国可以借鉴房产税的方式。地方政府不需要通过卖地获得收入，而是通过地产税征收，以此减少对于房价的依赖程度。

欧洲很多国家房产税征收方式与美国有所不同，不能直接简单将美国房价与其他国家对比。例如，伦敦的房屋管理税费是由住在房屋里的人缴纳，而非房屋所有者，因此虽然伦敦房价很贵，但是由于很多费用由租房者承担，出租房屋的净收益率并不比加拿大、澳大利亚等国低。

第 17 辑

(2014.2.18)

中国在美教育培训上市公司比较

以及互联网教育的前景

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

钱永强先生，新东方教育科技集团创始人之一(NYSE EDU) 1993 年加入新东方，2000 年创建新东方在线。目前担任世纪佳缘 (NASDAQ DATE) 董事长。多次被评为中国十大天使投资人。

一、比起口碑，资本在教育行业的作用较为有限

资本无法大幅加速教育培训公司的发展。中国在美国的教育培训上市公司有新东方、学而思、学大和正保远程教育四家。教育行业在 2010-2011 年经历了一系列教育公司的上市，其中包括学而思、学大和安博教育。然而这些公司上市后并没有达到预期的表现。理论上讲，资本的确可以加速公司的发展，这也是公司上市的目的。但中国的很多公司，不仅仅是教育培训机构，上市的目的在于个人价值的实现和对财富的追求。有些公司并不缺钱，所以未必需要上市。如果公司盈利能力高，则公司上市只会让利润被分摊。但中国最近几年流行上市风潮，企业老板为获得认可盲目上市，有些企业融资后资金没有很好的用途，资本利用率低，这在教育行业体现的更加明显。

资本对教育行业发展起到拔苗助长式的作用。安博教育培训公司

是靠资本起家的典型代表，这些资本用来收购中国中小型教育培训公司。这些教育公司利润不错，但规模达不到上市标准，于是安博收购这些公司，并用对赌条款绑定，从而达到打包上市的目的。这种收购方式在资本市场中屡见不鲜，但公司持续时间均不长，安博也不例外。安博上市之初股价一度达到 20 美元，但最终很快跌至 1 美元以下，2013 年初退市。上市不成功很大的原因在于对以对赌协议约束收购公司，这些中小型培训公司乐于以高市盈率的价值被收购，既可以壮大队伍又可以赚钱，但是当对赌条款到期失去效应后，这些公司很可能兑现股权离开安博。

资本支持的教育培训机构扩张开始放缓步伐。2011 年-2013 年上半年，教育培训机构融资成功。在问及融资的目的时，官方的说法千遍一律，无非是要投资、拓展至新城市，事实上很多公司也这样做了。很多上市的教育公司融到钱后大规模扩张，新东方也被带入这种资本扩张的洪流中，开设了大量教育中心，但在过去的一年中，新东方关闭了近 10%的教育中心，裁员上千人。另一家教育机构学而思也在反思，现在基本停止了过度扩张的步伐，回归到自己的发展节奏中。

相比资本，教育行业需要时间的积累和口碑的传递。就好像 1000 亿美金也无法在三年内重建一个哈佛，教育行业也需要时间的积淀。即使品牌非常有名的企业也有口碑达不到的地区。新东方毫无疑问是教育培训领域的第一品牌，但却在一年之中关闭了 10%的教育中心，停止了分校的扩张，说明在三四线城市中新东方也有品牌传递不到的地方。教育是有特色的产品，人们不会因为价格降低而上学，更重要的是在乎教育品牌，在乎口碑的传递。而新东方即便是英语培训在很多地方市场中也不是第一选择，有些地方上长期形成的品牌从全国范围看并不被人熟知，但是这些品牌在特定地区稳扎稳打，长期经营，建立了很强的口碑，导致新东方在这些地区并非龙头企业。在品牌不

被人认可时，想通过注入强大资本靠广告营销赚取生源是不成立的。新东方 2013 年年收入 9.6 亿美元，营销费用只占 15%，纯粹的广告投入不到 5%，说明新东方用很少的广告就可以带来很大的招生量，同时也说明了广告对教育行业起到的作用有限，更多靠口碑传递。

二、在美上市教育培训公司特质的多维度比较

1. 品牌

新东方无疑是品牌最强企业，品牌经营有其独到之处。“从绝望中寻找希望，人生终将辉煌”等品牌语句振奋人心，让人们对新东方印象深刻，造就了口碑。新东方在美国股市中表现好的原因之一是中国出国的学生即使没有上过新东方，但也都听说过新东方，了解新东方的好口碑。这些留学生中的一部分人在这二十年来陆续进入华尔街工作，并担任要职。当讨论起中国公司时，对新东方有最起码的好印象，所以使得新东方在资本市场上有很强的活力。2012 年浑水攻击新东方财务报表造假，但是大多数投资者都相信新东方的品牌，坚定的站在多头，股价很快回升。

学而思在数学教育领域口碑非常好。很多人可能没有听说过学而思或者学大教育，但这并不代表这些企业没有品牌，只是因为受众市场不同。每个人对品牌都有自己的理解，但是从自己的角度讨论品牌是错误的，而是应该针对受众市场判断。学而思的目标群体为 5-18 岁，导致很多人对其不了解，但经过仔细研究，公司在特定年龄段的学生群体品牌认可度很高，使得公司每年市场营销费用也相当低。

一个企业品牌强大后具有扩展性。新东方这个品牌远远超过了所在市场中的影响力，俞敏洪的演讲能力以及个人魅力使他成为中国旗帜性人物（Icon），他所影响的人群是远远超过了有培训需求的人。同样具有品牌影响力的中国企业还有联想。联想从个人计算机市场拓

展至手机市场，而后进入农业、房地产、金融等领域。新东方在这方面有很大潜力，前新东方老师罗永浩也有同样的认识，当他的社会影响力超过了行业范畴后，为了充分利用个人的影响力，罗永浩进入了自己喜爱的手机行业，并且最近发展的也非常不错。在这方面，学而思和学大影响力有限。

2. 基因

新东方是典型的文科基因。俞敏洪本身是英语系毕业，基因中充满了激情，上过新东方课的人对新东方老师的表现印象深刻。这种基因导致新东方的口碑传递快。新东方企业文化描述非常大气，其使命是为提升学生的终身竞争力，塑造学生公民素质而努力。发展的四大原则是文化主导、业务紧跟、人才为重、系统支持。这些口号让人感觉志向高大、振奋人心。

学而思是标准理科基因。创始人张邦鑫是标准的理科生，学而思的使命是让学习更有效，让学习更加轻松有趣。价值观包括成就客户、合作创新、积极尽责。在其价值观中有“与客户交流过程中即使不是自己的责任也不推诿”，“做任何事情从实际存在的具体问题出发并充分调研”，“能清楚地阐述所做的个人工作与部门、公司目标之间的联系，以实现目标为导向，而不仅仅是完成工作”等内容。这些口号用词清楚，具体的说明了如何去做，规定如此细致是理科生的典型特点。

基因不分好坏，新东方与学而思两家企业通过不同的基因都达到了自己的成功。新东方强大的品牌毫无疑问与基因有联系。新东方老师典型特点是不愿意跟随，新东方也鼓励老师个性发展。有个性的老师在新东方受到尊重，趋同于大众的老师往往得不到重视。这种基因有好处但也有其坏处。当新东方体量庞大后出现了问题。目前新东方拥有几千老师，一个公司要想管理这么多老师需要标准化，而基因不

鼓励标准化，老师的水平参差不齐，导致管理难度加大。学而思作为理科基因，在各方面会规定的非常细致。学而思投巨资创建了一套上课系统，每个老师上课必须使用，所学内容包括寓教于乐的内容均在系统中体现，学生在老师讲解的同时跟随系统，非常欢乐的学到了知识。这套系统的出现实现了标准化，学而思对老师的依赖降低，老师即使水平参差不齐，但因为系统的存在，老师的教学效果差距不大，保证了老师的标准化。老师素质和水平的标准化是企业大规模复制和推广的关键。新东方的好处是品牌传播力强，老师的故事有趣自然而然形成了口碑。学而思则通过严谨的方式使得教师水平对教学效果的影响力降低，使学生的培训效果得到保证。

3. 人才

教育培训企业对管理人才的需求超乎常人想象。成功的校长可以在新分校成立后迅速打入当地市场，很快使其盈利。在新东方，俞敏洪的个人影响力在教育行业内无疑是最大的。但执行总裁陈向东的离开让人难以理解，陈向东对于新东方的发展贡献不可磨灭，陈向东能力全面，是各机构渴求人才。陈向东在新东方独立开办了武汉分校，此后武汉分校一直排名全国前三，仅次于北京分校和上海分校。他既有底层打拼经验又有管理经验，他的离开个人认为是一个损失。当然新东方人才济济，离职事件需要几年后才知道影响具体多大。关于其他几个公司的管理层，个人了解不是很多，更多关注其创始人和CEO，新东方也有两位优秀人才离开后分别到学而思和正保远程教育担任CFO，这些人都非常出色。新东方的 CFO 有长期的资本市场经验，同时拥有 MBA 和 JD 学位，使新东方与资本市场的沟通非常有效，是新东方近年来股价表现不错的主要原因之一。

4. 培训模式

新东方的培训模式是从上而下。新东方最早以教授托福、GRE

课程为主，以培训出国学生闻名，最初这些培训对象往往是高端人士，讲话更有影响力，低端人士比如五岁的孩子推荐的东西可能未必有人相信，而一个二十几岁的人所做的推荐、所说的话往往更能赢得大众信任。此外，新东方的这种“高端”在市场上也很有号召力，新东方所培训出的学生可以获得美国顶级名校的橄榄枝，那么其老师培训少儿英语、高中英语自然不在话下。

学而思的培训模式是自下而上。学而思通过奥数培训起家，因此其学生多为小学生，年龄集中于 6~10 岁，学而思在该市场十分占优势。受限于其培训对象，学而思无法形成较强的社会影响力，不像新东方在早期托福、GRE 培训过程中可以在一个较大的圈子形成影响力。新东方虽然品牌影响力足够大，但是一个学生考完托福、GRE，出国之后很难再对新东方的培训产生需求。而在学而思接受培训的 5~10 岁的孩子，如果认可学而思的培训，该群体的持续需求巨大，这正是学而思这类企业的优势。学大教育也是如此，如果其培训服务令人满意，将会培养受众的品牌忠诚度。对于一年级学生来说，理论上未来 12 年都会需要一个效果理想、口碑好的培训机构。新东方也迅速加大对 K12 市场的投入，并且在少儿英语等方面取得了非常不错的成绩。

近年来新东方在两个领域增长强劲，一是传统的出国考试培训，托福、雅思培训的需求仍然强劲，二是其中学培训，新东方的中学培训领域增长最为强劲，从某种角度而言，新东方在这一市场可以与学而思正面交战。总体看来，新东方的培训对象涵盖“高”“低”两个目标群体，集合了两个群体的优势。

5. 企业扩展性

新东方目前的 57 所分校在未来几年也很难在地域上进行大规模的扩张。2001 年新东方开办了上海分校和广州分校，两年后，在积

累了一定经验后武汉分校成立，迄今为止，新东方在全国范围内已有57 所分校，这意味着新东方在一些二三线城市基本布局完成，再往其它城市扩展新东方的品牌影响力就有限了。比如我回安徽老家时，说起在新东方工作，老乡们往往以为是新东方厨师培训学校。在三四城市，人们可能对新东方厨师培训学校的印象更加深刻一些。这解释了发展到三线城市后，为什么新东方在过去两三年中发现过度扩招问题，关闭很多教学中心，因为其品牌力并未辐射到这些城市。虽然新东方扩展到了 57 个分校，但各分校的潜力并未完全发挥出来，因此未来几年新东方的主要增长来自于分校的有机增长。学而思地域扩展性高。目前学而思在全国范围内基本上只有 15 个城市设有分校，且很多学校的发展水平、盈利能力较低，可扩展性非常强。

2007 年，新东方有 35 个分校。2008 年分校数目上升为 41 个，增长 17%，总净收入比 2007 年同期增长 51.6% 。2009 年增开分校 7 所，总净收入比 2008 年同期增长 41.6%。2010 年总净收入增长率下降为 32%，虽然有部分教学中心的扩展但并未设立新的分校。2011 年，48 所分校增加至 54 所，总净收入增长率上升至 44.4%。2012 年只增设 1 家分校，增长率为 38%。此外，新东方近年来的招生人数情况同样不容乐观。2013 财年，新东方的招生人数只增长了 7%左右，学费却增长 17.67%。其 2008 年~2013 年的平均学费单价增长率依次为 13%、18.3%、9.4%、20.3%、14.7%、17.67%，这对新东方总体收入的增长做了很大贡献。当然这也并不意味着新东方一直在涨价，传统上新东方采用大班教学方式，最初每个班有 1000 人，现在也有许多两三百人的大班，但基于经济发展、家长对于学生学习环境的要求提高，近年来新东方的发展逐渐向小班化转型。实际上，新东方的大班价格一直没有太多增长，但是学生逐渐倾向于选择价格更贵的小班教学方式，导致新东方的平均学费上升。2013 财年新东方的平均学

费是 2324 元左右，采用小班教学方式的学而思平均学费一改前几年高于新东方的形势，为 1900 元左右，两家企业平均每个人学费已经趋同。在学费趋同的情况下，学而思 2013 财年第三财务季度的总营业收入同比增长为 50.4%，招生人数同比增长 46.2%，体现出学而思的强劲增长。并且学而思的特点是学员一旦加入，持续参与培训的可能性也非常高，未来看好学而思保持强劲增速。

综合来说，新东方在品牌方面有极大优势，两家公司“基因”各有特色，管理层也各有千秋。在培训对象方面，新东方从高端向下辐射，学而思从低端向上拓展；新东方在英语方面具有强大的品牌，虽然其在中、小学的培训中已经拓展到其他各科，但在英语上的强势体现出其他学科品牌方面的相对弱势，学而思虽然从数学培训起家，但学科方面的品牌优势并不明显，并且该公司很早就拓展进入物理、化学等理科方面的培训，现在又进入英语方面的培训，所以学而思在扩展性方面更占优势。目前学而思扩展较慢，并非主动放慢扩展速度，而是因为品牌建立尚未完全，这正是其未来发展的潜力所在。过去学而思也曾高速扩展，在遭受亏损后终于意识到有机的发展才是最重要的。

三、互联网教育的发展前景

正保远程教育是中国唯一一家专注于互联网教育的上市公司。令人惊讶的是，正保远程教育是中国在美上市教育公司当中招收学生最多的公司。2013 年新东方在招收学员人数中名列第二 ，招生人数共计 250 万人次，而正保远程教育课程报名总人数为 270 万 ，新东方年收入接近 10 亿美元，正保远程教育年收入只有七千万美元。因为相较于新东方平均每人学费 2324 元，后者只有 147 元左右。学大教育的总收入为两亿九千万美元，总人数只有 13 万，平均每人花费 1

万 3 千元，这体现了学大教育与新东方和学而思的不同之处，学大教育走的是高端培训路线，以销售为导向，销售人员有提成。另外，在正保远程教育 147 元的学费中，还包括线下课程，而线下课程价格远高于线上课程。

如果盗版问题不解决，中国互联网教育行业没有发展前途。将名师的课程放到网站上，可以随时随地听讲就意味着可以随时随地盗版，即便可通过技术手段防止用户下载课程，也不能防止有人用摄像机对播放课程进行拍摄。如果有人在网上贩卖盗版视频、书籍时还能够进行相应制裁的话，那对于不以盈利为目的在网站上传相关资料的“雷锋”行为则无从打击。在中国，何时盗版光碟销声匿迹，何时才能继续讨论网络教育的知识产权。

正保远程教育在中国如此大环境下仍能盈利且股价表现良好。究其原因，一是据 yahoo finance 中的资料查到其近 80%的股份集中在英国的一个基金里，市场上流通的股票相对数量较少，二是中华会计网是正保远程教育最早的业务，旗下后来又增加了建设工程教育网、职业培训教育网等一系列品牌，中国很多专业人士每年的再教育过程是与正保远程教育合作开展的，这增加了其用户数量。其低廉的学费易被人接受，用户懒得去网上搜寻盗版课程。三是许多课程只有在网站上完成才能获得再教育证书。如果没有证书的限制，则这些网络课程只有在市场不足够大、人群足够分散，以至于盗版商没有兴趣去盗版的情况下才能打开市场。当人群足够集中时，就像当年各个教室距离很近的新东方，门口就会拥挤很多贩卖盗版光碟的商贩。

互联网教育企业生存的另外一个途径是生产交互能力强的互联网产品。近来阿里巴巴和启明创投联手投资的“VIPABC”就是一种交互性非常强的产品，它集合了很多外教口语老师的资源，通过互联网帮助学生练习口语，这样的产品交互性非常强，可能有巨大的发展前

景。在其他方面，互联网教育的交互性可以以电视或软件代替。互联网教育类似于电视大学，好处在于互联网教育可以随时随地观看。此外，互联网教育存在交互性，但交互性的魅力无法过分夸大，因为现阶段很多软件也能达到同样的交互性效果，例如英语学习软件可以提供跟读功能、纠正发音、出题和打分。

学校具有互联网无法替代的教育属性。人们之所以愿意花很多钱上学，是因为学校有良好的学习氛围，老师能够真正的进行指导、监督学生，这在互联网上是很难实现的。现在网络上有哈佛、耶鲁等知名大学的公开课视频，但上过这些课程不代表上过这些大学。教育不光是课程本身，大学的氛围、同学的环境、课堂的气氛是教育培训中间很重要的因素，所以个人认为互联网教育最大的前途是与线下教育有机的结合，单纯的互联网教育无法颠覆整个教育培训行业。

四、问答环节

Q1：美国上市的 YY，香港上市的网龙前景如何？

A1：这些企业发展互联网教育还处于概念阶段，很难达到盈利效果。所以尽管很多企业提出进入互联网教育行业，但我们真正需要关注的是通过怎样的方法、何种的课程获得了多少盈利。只有这样才能分清企业的概念阶段和实干阶段。

Q2：新东方和学而思未来发展空间怎样？

A2：新东方的主要增长在于各个分校做深、做透，或者利用其强大的品牌影响力在其他领域内发展。学而思因为分校开的相对还较少，在这方面的增长潜力巨大。

Q3：对于教育移动终端化的想法？

A3：移动终端化可以实现寓教于乐的效果，但是无法形成巨大的产业。虽然手机兼具视、听、说多方面的功能，但本质上学习是需要静下心来做的事情。以前的录音机、广播就如同现在的手机，虽然是学习的方式之一，但是从本质上无法颠覆我们的学习习惯。

第 18 辑

(2014.2.21)

中国上海自由贸易区法律问题的研究和思考

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

夏善晨，法学教授、高级律师。获法学硕士和工商管理博士学位。商务部中国国际经济合作学会副会长；上海市太平洋区域经济发展研究会副会长；上海市欧美同学•上海市留学人员联合会会副会长，中国民主建国会中央法制委员会副主任。曾为第八届、第九届、第十届中国人民政治协商会议上海市委员会委员。现任第十一届上海市政协特聘专家。上海政法学院国际商务与法律研究中心主任、教授； 上海政法学院应用社会科学研究院研究员、上海信用经济和法治研究所所长；北京大成（上海）律师事务所高级顾问/高级合伙人，美国著名智库兰德公司的访问学者，美国纽约戴上律师事务所中国法律咨询专家。

相较于二十多年前的上海浦东开发，国内和美国的投资者对于上海自贸区都更加兴趣盎然，并且仁者见仁智者见智。当年参与浦东开发的朋友们，很多也随着浦东的开发和中国经济崛起闷声发大财。去年成立的中国（上海）自由贸易试验区和迪斯尼乐园，能否给人们带来美好的明天？大家想法不尽相同。

关注上海自贸区可以从三个角度：（1）从国际经济与合作角度，研究区域经济一体化或者说区域竞争中自贸区的发展战略；（2）从金融角度出发探索自贸区的服务贸易；以及（3）上海自贸区涉及的法律问题。下面将从第三个角度出发讨论上海自贸区。

上海自贸区的简称最早源于“上海自由贸易园区”（Shanghai Free Trade Zone 或相对于多边的 Shanghai Free Trade Area，更体现一个国家自为的行为）。中国（上海）自由贸易试验区的建立和发展是一项国家战略，因此国务院将上海自由贸易园区更名为上海自由贸易试验区，目的是建立具有国际水准的投资贸易便利、监管高效便捷、法制环境规范的自由贸易试验区,使之成为推进改革和提高开放型水平的试验田，形成一批可复制可推广的新制度，发挥示范作用，带动全国发展和开放。这是对上海自贸区的总体要求，真正能促进上海建成“四个中心”的建立。

上海自贸区实际上由并不连接但毗邻的上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区四个区域构成，总面积为 28.78 平方公里。上海自贸区提出 98 项改革措施，涉及领域广泛，包括贸易、投资、金融、航运等，迄今为止还未全部公开。

一、上海自由贸易区的法律模式、特征及功能

自由贸易区出现 400 多年来，形成不同的监管模式。在国际经济法中，自由贸易区有两种法定模式：

单边自由贸易区：在划定的一国关境内,免于实施惯常的操作、，以贸易为主的多功能经济性特区。通常单边自由贸易区具有两个特点：其一是单向性，由国家或者地区政府单独决定设立、只解决进出口商品的关税减免税的优惠问题、并不解决所有进出口产品享有自由贸易

区同等的关税优惠政策。第二个特点是不特定性，向不特定国家或地区的商品开放。

双边/多边自由贸易区：两个或者两个以上的国家通过协定规定地区性的贸易安排，实现贸易自由化。具有两个特点：一是双向/多向性，在关税领土间建立。二是特定性，两个或两个以上特定成员国之间互相取消关税或其他贸易限制。多边自由贸易区影响较大，如中国主导的 RCEPCEPT 等。中国也一直在促进地区性的贸易安排，中国-东盟自由贸易区目前已形成 6 万亿美元的大市场，涵盖人口最多，在发展中国家影响较大。

上海自贸区在 WTO 框架下实现单向对外开放，打造中国自己的对外开放平台，是单边自由贸易区，其法律特征为“隔离封闭、境内关外、充分自由、政策优惠、港区结合”。人们通常持有异议的是“境内关外”，外高桥保税区在此之前实行 O 型体制，而现在作为上海自贸区中一部分，实行 U 型体制，在不突破关界范围内货物、资金可进行自由流动。通常而言，“充分自由”体现在运输、投资、金融等方面。“贸易自由”体现在对进出口商品、转口贸易没有限定，一般禁止经营零售业。“运输自由”体现在减免半关税，非强制性的导航中船员可以自由登陆，卫生检疫、出入境手续很简便。“投资自由”指投资通常没有行业界限。“金融自由”指结算货币可以自由选择，外币可以自由兑换，资金可以自由进出。

“政策优惠”指自贸区政府通常会给区域内企业一些政策优惠，如减免所得税、放宽信贷政策、提供投资匹配、保障投资安全、可以以优惠价格提供土地使用权或者水电使用权，但因“僧多粥少”，目前上海自贸区可能并未完全获得这些真正实优惠。“港区结合”，指自贸区在有地理优势的地方建立吞吐量较大海港，如德国汉堡、美国纽约港、荷兰鹿特丹历史上都是世界知名的自由贸易区。有些内河港、

航空港也具有上述特征。

二、关于上海自贸区的四个问题

第一，98 项改革措施涉及投资管理、贸易监管、金融以及综合监管四个方面，其中 54 项与自主创新有关。上海自贸区的核心是按照先行先试、风险可控、分步推进、逐步完善的方式，尽快形成与国际投资、贸易通行规则相衔接的基本制度体系，主要建立以准入前国民待遇和负面清单为核心的投资管理新体制、建立以货物状态分类监管 2 为核心的贸易监管新体制、建立以资本项目可兑换和金融服务业全面开放为标志的金融监管新体制、建立以事中、事后监管为重点的综合监管新体制。以上新体制中有些规定已经开始对全国产生影响，如 2014 年 2 月国务院下达《国务院关于印发注册资本登记制度改革方案的通知》，部署在全国范围内实施注册资本登记制度改革。

第二，何为准入前国民待遇？准入前国民待遇适用于外商投资领域，根据联合国贸易和发展会议，国民待遇是基本原则，国民待遇基本原则可分为外资准入前（pre-establish）和外资准入后(post-establish)。目前国内针对外商投资采用准入后国民待遇，上海自贸区采取准入前国民待遇，即将国民待遇延伸到外资进入前。目前我国对外商投资采用核准制，核准后适用准入后国民待遇，这区别于内资投资。此外，采用公司法中的注册制，登记手续简便。对于外商投资而言，以往的外商投资企业批准制度已取消。按照《国务院关于投资体制改革的决定》（国发[2004]20 号），对于内资企业的核准在企业设立以后，外资项目的核准在企业设立之前，即前置性审批。根据现行的《三资企业法》，设置三资企业需要在工商登记前由商务部或者当地商务机构进行审批。还有一个重要环节是发改委的核准。发改委对项目的核审环节存在问题。存在这样一种情形，外商经过磋商拿到商务部批文之

后，或者股价、合资股比等都确定后需要办理股权变更登记手续时，发改委进行核准对股比等提出更改要求。这种案件究竟归属行政案件还是民事案件有待商榷。发改委要对项目进行核准但并不审批其合同，存在法律缺陷，其对项目进行核准的载体如何解释，是否具有类似商务部批准的证书效应需要讨论。如果发改委不具备商务部的行政许可效力，核审和审批从法律角度出发区别是什么，国内学者提出很多见解。假设有一个海外大项目，在整个过程中在国家不同部门、按照不同法律规范进行审批、核准，一系列程序使代表国家行使批准权的部门是哪个部门十分模糊。若最终行使审批权的部门批准后其他部门仍旧提出异议，能否否定最终结果同样需要思考。这也说明我国对外资实行严格的审批制度。而上海自贸区对外资实行准入前国民待遇，内外资一视同仁，必须采用备案制，外资、内资企业同样进行工商登记。近日，国务院正式印发《国务院关于印发注册资本登记制度改革方案的通知》，五项重大改革举措优化营商环境，这项试验便是从上海自贸区开始，实施没有多久之后便推动改革在全国范围内开展。

第三，负面清单问题。2013 年的负面清单基本上是将我国以前的相关规定归纳整理而成，没有太多创新之处。法律工作者普遍认为负面清单（negative list） 并不是法律概念，与正面清单（positive list）相对。顾名思义，正面清单列举了外商可以进入领域，负面清单列举的是外商不可进入的领域。一言以蔽之，正面清单是法无明文授权不可为，负面清单是法无明文禁止尽可为，负面清单对外资投入的要求进一步放宽，这也是中美双边投资保护协定(BIT)谈判中美国一直以来希望中国做出的决定。负面清单称谓的确定也费尽周折，后来中央领导习近平、李克强等采用负面清单的表述，全国人大常委会在草案审理过程中将负面清单表述为“对国家规定实施准入特别管理措施（负面管理之外的外商投资）”，使法律概念更为明晰。负面清单涉

及投资领域，其他领域也可以引进负面清单。上海正在对负面清单进行研究和梳理工作，预计 6 月份推出新的负面清单，不断扩大改革开放的范围，推进上海的改革进程。试验区在外资准入上采用与国民待遇不符的负面清单管理模式，凡是涉及负面清单的领域，不仅仅是限制外资，同时却又不限制内资，实际上负面清单造成了海外投资低于国民待遇，负面清单以外的海外投资适用国民待遇。上海市人大关于自贸区管理的相关条例在今年 6 月份推出，是为了使自贸区管理有法可依，能够更好的管理中国（上海）自由贸易试验区。

第四，98 项先行先试内容涉及了四大内容，主要涉及税收、海关、贸易、金融、投资等国家职权，涉及国家民间资本问题。根据《立法法》第八条相关规定，中央具有专属立法权限，我国现行的法律、行政法规对以上事项都有相关规定。上海自贸区先行先试，就是要突破国家现行法律的规定，需要国家有关部门在上海自贸区内停止现行的法律、行政法规，涉及到国家层面的法律诉权问题。秉承依法行政的原则，国家层面的法律诉权问题非常严格，必须获得国务院、全国人大常委会的双授权，才能做出国家现行相关法律、行政法规在上海自贸区内停止适用的决定。98 项试点项目有一些由国家法律规定，有一些由国家行政法规规定，有 15 个行政法规和 3 个国务院文件共计 18 个国务院层面的规范性文件，并且国家有 4 部法律，必须要两个主体授权，因此称之为“双授权”。此外，全国人大要考虑授权问题，不能授权上海。2000 年《立法法》公布以后，全国人大以及常务委员会不再向省、自治区、直辖市的人大及其商务委员会直接授权。从先行先试角度，《立法法》第九条规定全国人大及其常务委员会只能授权给国务院，不能授权给地方，即使授权停止法律也必须授权给国务院，再由国务院授权给地方，即双授权。

三、法律授权的复杂性，授权对象、范围及实现

1、法律授权的复杂性

首先，立法授权不是一般意义上的授权（给地方人大及常委会立法的权利），而是授权地方停止适用国家现行有效的法律。在改革开放初期，国家法律尚不完善，法律制度本身也不完善，在无法可依、无章可循的情况下，国家授权地方在和国家法律不相抵制的情况下可以先行先试制定法律。而现在三十年过去，国家法律体系已形成，现行法律法规对自由贸易区 98 项试点内容都有规定，在这种情况下，授权地方停止适用现行法律有些危言耸听。实际上，现在自由贸易区是否有违公平改革的问题，将形成法律管辖区上的挑战，因此国务院和全国人大较为谨慎，原本是“停止适用”，后改为“暂停适用”，最后全国人大提出“暂时调整”，是不断斟酌推敲所形成的结果，实质上就是暂停。

第二，自由贸易试验区主要涉及行政许可问题，制度创新要打破行政审批。开始时上海市与中央部委的协商非常艰难，后来汪洋副总理对自贸区非常重视，将名称改为“中国上海自由贸易试验区”。最后李克强总理提到，利益的调整要涉及灵活性，行政审批事项不能固化，中央要简政放权进一步突破利益固化。但在涉及到具体部门的权利和利益时，仍存在阻力。自贸区要形成可复制、可推广的经验，发挥示范带动、服务全国的作用，这样要求较高，客观上存在一定难度。

第三，《立法法》颁布之后，人大常委如何授权地方立法没有先例。此前全国人大召开《立法法》修改座谈会，按照中央批准全国人大的五年立法规划，其中第一项就包含《立法法》。未来五年将《立法法》修改放在第一项，并不是首先要马上修改，而是按照法律分类，宪法相关法为第一类。

第四，98 项试点内容涉及范围广泛，因此需要调整的法律法规“面广量大”。此前提到的十八部国务院行政规章以及十部法律，由于

国家层面立法授权的难度较大，因此自贸区法制保障相关问题需要尽早起步，去年年中就在讨论授权问题。要将 98 项内容落实到实处，法律上应扫清哪些障碍、提供哪些支撑，实际上非常难。

第五，法律授权有宪法依据。2013 年 8 月 30 日，十二届全国人大第四次会议审议通过关于授权国务院在中国（上海）自由贸易试验区暂时调整有关法律规定的行政审批的决定，这是重大立法事件。在 8 月中旬，国务院提出"授权决定"在全国人大常委会反响非常大，李克强总理认为 98 项事项提出后，而全国人大常委会没有针对相关法律提出说明，开会讨论这些方案将引起问题，在法律没有改动的情况下，国务院作出的任何决定都将与法律不一致，因此提出人大首先要停止相关法律实施。从依法行政的角度来说，这是正确的。因此，首先要看授权依据，当前《立法法》第九条规定，"本法第八条规定的事项（中央专属立法事项）尚未制定法律的，全国人民代表大会及其常务委员会有权作出决定，授权国务院可以根据实际需要，对其中的部分事项先制定行政法规"，也即授权对象只能是国务院而非地方，授权内容也非常明确：尚未制定法律的中央专属立法事项。因此制定法规和停止相关法律法规是完全不同的。停止某些法律在某地区适用，是否有立法依据，中国立法史上并无先例。如果停止适用国家现行法律，是否会破坏国家法制统一？上海这样会不会对其他地区产生不良影响？实际上《立法法》第九条并不能成为立法授权的唯一依据，至少从宪法角度看来，授权有依据，《宪法》第 89 条列举了国务院职权，其中第十八款提到了"全国人民代表大会和全国人民代表大会常务委员会授予的其他职权"，这是开放式条款，据此，只要人大及人大常委授权后便可获得相应权利，因此授权本身是有法律依据的。按照《宪法》的规定，存在一些先例：1985 年全国人大通过关于授权国务院在经济体制改革和对外开放方面可以制定暂行的规定或者条

例的决定；1984 年人大常委通过关于授权国务院改革工商税制发布有关税收条例草案试行的决定；2012 年十一届全国人大第三次会议上通过关于授权国务院在广东省暂时调整部分法律规定的行政审批的决定。上海授权采取的是广东模式。

2、授权对象为国务院

《宪法》和《立法法》规定的是全国人大及常委会对国务院的授权，没有授权地方立法的规定，这就决定了授权对象是国务院，并且由国务院提请全国人大及常委会作出授权的决定。

3、授权范围明确化

国务院提请全国人大审议决定草案的适用范围指出，除上海自由贸易试验区外，国务院考虑，将根据进一步深化改革、扩大开放的需要，按照从严从紧的原则，确定少数具备条件的区域进行类似试验。目前有很多省市地方都想成为试点，从立法的角度来看，是一揽子的决定。而一揽子的授权与《立法法》规定存在差异，根据《立法法》第十条规定："授权决定应当明确授权的目的、范围。被授权机关应当严格按照授权目的和范围行使该项权力。"而决定草案中提出的适用范围不确定，因此在表决稿中提出了国务院在上海外高桥保税区、上海外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区基础上设立了中国（上海）自由贸易试验区。并不一定局限于现有的 28.78 平方公里，可以通过行政区划的调整来改变，也即上海自贸区还存在扩盘的可能，尚未并入自贸区并不意味着不可能并入到自贸区之内。

4、授权实现

《立法法》第十一条规定："授权立法事项，经过实践检验，制定法律的条件成熟时，由全国人民代表大会及其常务委员会及时制定法律。法律制定后，相应立法事项的授权终止。"目前是三年有效期。

四、发展上海自贸区的五大任务和措施

1、发展上海自贸区的五大任务

(1)加快政府职能转变，简政放权。(2)扩大投资领域开放，逐步实行前国民待遇的市场准入，遏制权利寻租的空间。(3)推进贸易方式的转变，从货物贸易到服务贸易的转变或两者并重，我国服务贸易还需进一步提高，上海自贸区主要是对服务贸易主体和领域的开放。(4)深化金融领域的开放创新，针对服务贸易的金融服务量要扩大，针对市场的金融服务要有竞争力，打破垄断，推动利率市场化。对于自贸区金融领域开放既不能过于悲观也不能过分乐观，风险可控是前提，在监管体系模型形成后，开放力度将非常快。(5)完善法制领域的制度（制度法为优先引领）保障。

2、发展上海自贸区的措施

人民币资本项目可兑换进行先行先试。最近有消息称台湾在大量储备人民币，多达 2000 多亿，表明对金融的看好。2014 年 2 月 15 日中国公布了外汇储备数据，达 3.82 万亿美元，国内通胀压力增加，也是开放的动力。未来企业法人可在自贸区内完成人民币自由兑换，个人则暂不施行。要求国内企业走出去开展国际投资融资理财，国家将提供制度性便利。要求自贸区建成亚太运营中心，面向亚太中心，而国家亦将提供制度性条件。

允许符合条件的外资金融机构设立外资银行，以及民营资本与外资金融机构共同设立中外合资银行。其中还涉及到国家审批的内容。外资银行可在保税区开展试点的人民币业务，但不享受国民待遇，可从事各类零售及批发银行业务，包括接受存款、企业融资、贸易融资、财务活动、贵金属买卖及证券交易等。在条件具备时，适时在试验区内试点设立有限牌照银行，可能是持有特定人民币业务牌照的银行机

构。

允许设立外商投资资信调查公司。

允许部分中资银行从事离岸业务，离岸业务包含了研究中资银行试点离岸金融业务的操作规范。这包括，银行如何建立一套离岸金融业务合规操作准则，满足国际市场反洗钱，国与国之间双重税收宽免协议、与银行客户税务信息交换等相关规定等。

上海自贸区的金融的创新试点。融资租赁公司在试验区内设立的单机、单船子公司不设最低注册资本限制，建议允许融资租赁公司兼营与主营业务有关的商业保理业务。但融资租赁业是否纳入出口退税试点，尚存在不同意见。融资租赁业在

上海有较好的发展基础，各类融资租赁企业有较强的政策诉求，推出优惠政策，将推动该行业的发展。

逐步允许境外企业参与商品期货交易。在上海自贸区内将允许境外期货交易所指定或设立商品期货的交割仓库。试验区的交割仓库若建成，将替代韩国釜山和新加坡 LME 仓库的部分作用，形成新的结算体系，降低国内企业的交易成本。

从事境外股权投资项目的公司，高新技术行业和服务业仅按照15%的税率收取企业所得税。同时自贸区内从事离岸业务符合条件的企业，也可能得到税收上的优惠。

自贸区的功能将进一步引领中国新的改革开放。设立内外资金两个账户，与进入自贸区的海外对冲基金合作成立资产管理公司，共同开发针对企业的 OTC 产品，代理国内客户进行海外衍生品交易。

五、回答环节

Q1：上海自贸区去年暂停实施了三部法律，同时之前也提到文物法方面没有突破，对此有什么看法？

A1：关于文物法存在沟通不足、担心有余的问题。文物拍卖市场准入在文物法中有规定，而有人希望能够取消，使得文物拍卖公司能够进入自贸区。但中国对于文物有严格的法律定义，担心国内文物流转出去，或者非法变合法，因此给予了法律保障。由于沟通不足、担心有余，文物法方面没有取得突破，但这也说明人大可以对政府提出的问题进行否定，并不是坏事。

Q2：今年在相关法律上会有那些突破？

A2：上海自贸区存在立法权限的问题。如果将上海自贸区看做地域名，就不是国家层面的问题；但如果上海自贸区立法在国家之上，则存在法律技术问题。如果上海自贸区能够得到地方人大立法，将会是重要的法制保障。

第 19 辑

(2014.2.25)

跨资产类别投资分析框架、美国宏观经济要点及结构性成长行业讨论

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

董申先生就职于高盛资产管理部，在其下属的全球跨资产类别投资组任基金经理、策略师及副总裁。他参与管理 200 亿美元的客户资金。作为投资决策小组成员之一，他对主动管理部分资金的业绩贡献排在前两位，参与管理的客户资产过去几年表现也在客户所投资的全球著名的对冲基金及共同基金中名列前茅。加入高盛前，董申曾在瑞士信贷和彭博从事股票衍生品和公司债券方面的工作。董申毕业于华南师大附中，并以广东省理科总分第一名考入北京大学，此后获得伊利诺伊大学香槟分校的博士学位。在校期间，他获邀加入 Tau Beta Pi（全美历史最悠久的工程学荣誉社团）。目前董申还担任清华大学社会科学学院兼职研究员。

一、投资分析框架

投资框架由基本面、价格、技术面及投资工具选择三个方面构成。基本面评判的是投资标的的质量好坏，价格评判的是投资标的的估值

高低，技术面及工具选择决定了何时买卖以及以何种方式买卖。而在基本面里，宏观基本面情况反映了投资对象所处的大环境，需要与金融资产本身的基本面相结合来判断其价值。

1. 宏观基本面（好不好）

（1）生产与经济周期(GDP): 工业生产是边际生产贡献者，周期性较强。而经济周期较大程度上又决定了资产价格的变动，所以工业生产通常比较受到关注。从行业上看，离最终消费越远的行业周期性越强。比如资本品的功能是生产其它产品，离最终消费较远，所以周期性较强。此外，可选择性强的产品周期性较强，越依赖信贷的行业周期性越强。经济周期本质上是投资周期和信贷周期，而这两个周期紧密相连。现代经济周期是工业革命后出现的。工业革命前农业和小手工业占据主导地位，产业链很短，投资与信贷在经济活动中占比很低，所以没有投资和信贷周期的现象。

（2）价格：价格通过通货膨胀率体现。通货膨胀也是现代经济现象，在金本位时代，长期平均通货膨胀率接近于 0。在进入法定货币的年代后，由于货币供应缓慢增加，通货膨胀出现。美联储量化宽松后，担心通货膨胀失控的声音不绝于耳，但事实上货币供应本身的增加并不一定会带来通货膨胀，只有货币被使用或者开始流转时才会发生通胀。在目前的环境下，虽然央行大幅度采取量化宽松政策，但全球通货膨胀率依然很低，原因之一是劳动力市场有大量剩余劳动力，工资上涨很慢。第二，实际产出低于潜在产出，在需求不高时有过剩的产能，导致产品价格不会上升。第三，原油等生产过程投入品价格平稳。第四，经济体去杠杆过程具有通缩特性。这些原因导致了全球通胀较低的局面。

在考虑价格稳定时，除了考虑消费品价格，还要考虑资产价格。金融危机发生前，美国核心通胀率最高时只有 3%，属于可控范围内。

同样，1990 年日本资产泡沫到达顶端时核心通胀率最高也只有 3%左右。这说明了经济不平衡未必会在消费物价中体现出来。所以，在衡量价格平稳时，除了考察消费物价，还要考察资产价格。

（3）金融体系：金融体系对经济的运行起到枢纽作用。对金融体系依赖度高的有房地产市场，工业品和耐用消费品市场等。此外，几乎所有企业都需要借助债券市场或者银行贷款进行中长期融资，而且需要借助商业票据市场获得营运资金。正因为金融市场所处的中心地位，历史上几乎所有重大的经济危机都包含了金融危机，并且当金融市场受损较小时，经济的恢复速度也会较快。金融市场可以作为经济危机的早期预警。例如 2007 年第三季度时，资产抵押商业票据市场的冻结是经济本身存在的重大问题所显露出的冰山一角。另外，美联储在 2008 年前低估了金融危机的严重程度，这其中重要的原因是对日益复杂的金融体系，尤其是快速发展的衍生品市场中间存在的巨大杠杆没有足够的认识，同时也低估了影子银行快速发展导致的金融机构间短期融资市场可能出现的挤兑风险。由于有存款保险制度的存在，银行的个人存款挤兑已经少有发生。但金融机构间的短期融资市场快速发展，而且缺乏有效监管和保护机制，所以当危机出现时，挤兑带来的的冲击很大。

（4）长期基本面：长期基本面决定了经济体可持续发展的能力，对长期战略性投资决策很重要。影响长期基本面的因素常常和生产要素相关，包括劳动力、资本积累、机构设置、产品和金融市场等等。以中国和巴西两个最大的发展中国家为例，两国在过去 10 年间都经历了快速的经济增长（巴西这两年增速放缓比较明显），又都有大量外汇储备（巴西外汇储备 3600 亿美金，全球排名第七）和接近的人均 GDP 水平（巴西名义人均 GDP 为中国的 1.5 倍以上，但购买力平价人均 GDP 相差不远）。但两个国家的发展模式不同。巴西经

济的增长主要依靠大宗商品出口价格的上涨和信贷驱动下的消费增长，而劳动生产率提升很少；相反，城市化过程中劳动生产率的增长是中国 GDP 增长的主要驱动力，一个劳动者从农村转移到城市后生产率是原来的 5-6 倍。巴西投资占 GDP 比例很低，平均不到 20%，而中国投资占 GDP 比例非常高。今天中国经济结构的不平衡固然需要调整，但早年中国资本存量起点非常低，高投资对生产资料的积累和生产力提升带来了巨大贡献。教育普及程度上，中国中学入学率 81%，低于巴西的 100%左右，大学入学率两个国家持平，都在 26%左右。但中国在教育质量，尤其是数理科学教育质量方面明显领先于巴西，在科研投入和创新能力上也高于巴西。巴西在行政效率、监管效率、产业政策、税收负担和商业争端的解决效率上均落后于中国，同时中国拥有更灵活的劳动力市场和薪酬机制，便于劳动力向需要的地方转移。在公司治理、证券市场监管和投资者权益保护方面，巴西好于中国。同时，巴西的宽带和互联网普及率好于中国。从人口结构上看，巴西的赡养率更为有利，将比中国晚 10 年左右到达低点，但如果有需要的话中国的劳动年龄人口可以通过调整退休政策等发掘潜力。加上城镇化的继续，未来相当一段时间劳动力应该不会成为中国发展的制约因素。综合来看，中国长期发展潜力明显好于巴西。在过去 50 年间，跨越中等收入陷阱的国家大多数为类似中国的东亚模式，而没有一个是南美模式，这也一方面说明了两种发展道路的差别。

2. 金融资产本身的基本面

（1）股票板块基本面

板块有几个不同的周期属性。一是经济周期属性：在周期的不同阶段，表现最好的往往是不同板块的股票。但这一经济周期属性需要与板块更长期的产业周期属性相结合。比如 2013 年全球经济开始复苏时，周期性板块表现本应好于市场，但是其中的材料板块和能源板

块反而落后于市场。这一现象不仅发生在美国，而且在全球主要股市中均有体现。其中材料板块不振是因为中国对大宗商品需求的结构性放缓，而能源板块疲软则是因为原油开采的新技术对中长期油价的压抑。所以这两个板块经济周期的正面因素一定程度上被产业周期的负面因素所抵消。而与之相对，平常所谓的“穿越周期”，指的就是一个行业产业周期的正面因素使其免受经济周期的干扰。产业周期的形成可能来自于产业结构的升级（互联网和生物工程等新兴产业就处于结构性上升的态势），也可能来自于经济结构的转变（中国从投资向消费的转型，导致消费相关产业将长期处于上升阶段）或者人口结构的转变（老龄化现象使得全球养老产业均处于上升周期）。

（2）个股基本面

市场空间的大小对股票，尤其是成长股非常重要。成长股有时难以用盈利来估值，而需要通过预计市场规模以及竞争态势和市场份额来判断其价值。除了市场空间外，一个企业的壁垒很重要。不同行业的龙头企业地位的牢固程度是不一样的。比如奢侈品行业中的龙头企业可以在较长时间内保持优势，但是商品化行业中的龙头企业优势则不太明显。此外，有些资源天生具有垄断特性，比如网络资源。像 Facebook 到达一定规模后，对新用户会产生聚集效应，即使 Google+ 有更好的功能，也难以复制 Facebook 的人际网络资源，因此难以动摇其垄断地位。但是，即使是网络也会受到产业变迁等结构性因素的影响。比如沃尔玛的零售网络虽然强大，却会受到电子商务业态如亚马逊等公司的冲击。同样，Facebook 的人际网络也并非高枕无忧，目前二十岁以下的年轻人对 Facebook 的使用频率比其他年龄段用户明显减少，原因是年轻人不愿意与上一代人共用一个网络。这也是 Facebook 花费 190 亿美金购买 WhatsApp 的原因，除了获得拥有 4.5 亿用户的手机聊天平台外，WhatsApp 还可以帮助 Facebook 发

展年轻客户群。此外，一个企业的核心竞争力也很重要。核心竞争力常常与人的因素有关，包括优秀的管理层、高素质的员工队伍、有活力的企业文化等等。拥有了这些资源，公司就可以研发出最优秀的技术和产品，创造出持久的盈利。

（3）大宗商品基本面

大宗商品基本面最重要的是供给和需求。但在考虑供需时，除了经济驱动的因素外，投资者还应该考虑非经济因素。以石油为例，过去几年水力压裂技术的发展使得美国原油产量快速上升，因而美国本土的 WTI 原油期货价格显著低于反映国际供需的布伦特原油价格。但如此之大的价差却包含了重要的非经济因素。首先，1973 年的石油危机后美国就制定了法律禁止原油出口。虽然今天情况跟当年大不一样，但法律的修改不是一朝一夕的事情。非但没有出口原油，美国今天还在大量进口原油，因为原油进口大多为长期协议，不会因为短期油价波动而变更。而且因为进口油价大多与美国本土期货价格挂钩，对美国进口商而言没有什么损失，所以估计进口商也没有动力改变现状。其次，美国本土开采出的大都为轻质原油，而大部分本土炼油厂是为重质原油设计的，这也影响到了进口替代。此外，在今年年初 Keystone 输油管道建成之前，很多美国内陆开采的原油无法到达墨西哥湾沿岸的炼油厂进行提炼，也加剧了美国和全球油价的脱节。所以我们看到，非经济因素有时会对价格产生重要影响。

3. 价格

（1）股票价格（估值）

股票市盈率受无风险利率影响大，无风险利率上升，市场对股票的盈利收益率要求通常也会相应上升。所以把无风险利率考虑在内的“风险溢价”长期来看比市盈率的时间可比性更强。风险溢价的计算可以近似理解为股票的盈利收益率(1/市盈率)，减去实际无风险利率(除

去通胀后的无风险利率)。我们以标普 500 为例，从市盈率来看感觉挺贵，因为过去 40 年中有 2/3 的时间里市盈率比今天更低。但如果把今天较低的实际利率考虑在内以后，从风险溢价这个指标来看估值就不显得很贵，过去 40 年中只有 1/3 的时间里比今天更便宜。

在比较全球不同国家的股票估值时，要注意股票指数的板块构成。不同板块的估值常常会有结构性的差异。有的板块像金融、公用事业、能源等估值一般低于市场，而像医药、消费、科技等一般高于市场。所以如果一个国家，比如美国，他的股市中高估值板块权重比较大，那市场总体的估值自然应该偏高。而低估值板块权重较大的国家，像英国、西班牙等的估值则自然应该偏低。所以在比较的时候要么板块对板块比较，要么经过权重调整以后再比较。同样的，中国股市里低估值板块权重很大，估值也很低，所以指数估值显得很低；但长期成长性好的板块估值要显著高于指数。但这并不意味着中国股市不值得投资。相反，长期来说中国股市包含很好的投资机会，但是需要精挑细选而不能简单地按指数投资。

（2）外汇价格

影响汇率价格的长期因素主要是通货膨胀。如果一国通胀 10%，意味着货币购买力下降 10%，汇率也应下降 10%（暂不考虑对方通胀）。我们以现代经济史上两大储备货币--英镑和美元之间的汇率变化为例。在过去两百年间发生了美国内战和两次世界大战，而战争对一国货币往往会带来巨大打击。同时，这两百年中还经历了金本位、布雷顿森林体系和索罗斯对英镑的狙击等重大事件。期间英镑兑美元的名义汇率最高超过 13，最低接近 1。但是，如果计算通胀调整后的实际汇率，我们会发现 200 年里英镑兑美元一直在平均值的正负 40%之内波动，可见长期来说通胀对汇率变动的重要性。

影响汇率的长期因素还有出口部门的劳动生产率。如果一国在工

业化阶段，出口部门的生产力增速显著高于贸易伙伴，那其货币价值就会出现结构性的上升。19 世纪瑞典从农业主导的经济体转型为出口占重要地位的工业经济体，100 年间货币兑英镑升值一倍以上。当今的人民币也在经历同样的进程，只是速度更快。

影响汇率的中短期因素有经常账户状况，热钱流动等等。

4. 技术面和投资工具选择

技术面可以帮助我们了解目前市场的状态和投资者的行为，有助于优化投资的入场和出场时机。技术面又可以分为短期技术面和长期技术面。短期技术面包括价格信号、资金流动、持仓及交易量、季节性因素等等。长期技术面主要指市场结构。投资者通过分析市场中的参与者及其入市驱动力来达到知己知彼的目的。

有的参与者的动力来自获取收益，另外一些参与者的动力来自于达到监管的要求，还有一些参与者如国家的央行等动力来自于政策实施。后两类参与者未必会把经济因素放在首位。不同的金融市场效率不同，效率不高或者供求不平衡的市场往往蕴含更多机会，这是因为投资者的参与有助于改善这种不平衡，所以能够获得更多回报。

一个投资目标可以通过不同金融产品实现，要综合权衡利弊。就像一辆汽车，引擎强大的马力需要通过四个轮子传递到路面，而投资工具就是这四个轮子。比如对冲市场风险常用的工具是标普 500 的看跌期权，但看跌期权的价格通常比它的损益要高。此外，期限偏长的期权在市场先涨 10%后跌 10%的情况下无法给予投资者任何保护。出于这些原因，投资者可以考虑转用波动率指数（VIX）期货作为对冲工具。因为在市场上行时，VIX 下降幅度较小；市场下行时，VIX 上行幅度较大，所以可以一定程度上避免市场先涨后跌时的对冲失效问题。但是 VIX 期货同样存在价格系统性偏高的问题，而且远期合约价格常常高于近期合约，因而持有成本往往为负。所以 VIX

期货依然不见得是很好的对冲选择。投资者如果能够扩大投资工具的选择范围，就可能根据当时的市场情况，寻找到既能提供风险对冲又能实现盈利的工具，达到一箭双雕的结果。

有人说风险分散化是金融市场中唯一的免费午餐，可见其重要性。在分散风险时，单个投资间的相关性越低越好。例如假设投资者持有 20 支股票，其两两相关性为 0.7，预期回报和波动性相同，则投资组合的波动率是单个股票波动率的 0.7 倍，因此投资组合承担单位风险获得的收益为单个股票的 1.4 倍。但如果能够找到 20 个两两相关性为 0 的投资标的，假设它们的预期回报和波动率一样，则组合波动率理论上是单个投资的 1/4，因而单位风险的收益率是单个投资的 4 倍。实际操作虽然比这要更复杂，但这个例子表明了降低相关性的重要。有效降低相关性的途径包括扩大投资范围，从股票到债券、大宗商品、货币，从单一国家到全球市场等。而且不同年份的投资机会往往在不同市场中出现，所以扩大投资范围也有利于帮助投资者获得更高收益。降低相关性的途径还包括增加投资手法，从单纯做多到多空结合、从线性标的到衍生品等。这也是近年来跨资产类别投资越来越受到重视的原因之一，其他优点还包括让投资者得以从投资组合的全盘高度,而非单一投资项目进行优化。今天中国金融市场中新的投资工具的引入也为增加投资手法提供了可能性。

二、全球经济及市场专题选讲

1. 美国房地产市场

未来几年新建房屋数量会呈现升势。正常情况下，美国每年新增 110 万户家庭，住房拆除 30 万套左右，加上度假用房等少量其他需求，每年新屋需求 150 万套左右。而在 2013 年，美国新建房屋只有不到 100 万套，过去五年平均新建更是不到 70 万套。究其原因，

除了仍在消化泡沫期间过量的库存外，一个重要原因是危机过后新增家庭数量大大减少。与人口增长相对应的家庭数相比，危机以来美国家庭数量累计缺失估计达 300 万户左右，占美国家庭总数的近 3%。这主要是因为 18-34 岁的年轻人因为就业等经济原因选择和父母居住的比例大大增加。

随着就业情况的好转，年轻人与父母同住的比例在 2013 年已经开始下降，未来 3-5 年内，除非移民政策有重大改变，否则每年新建房屋可能需要超过 150 万套的供需均衡水平，以补偿过去五年累计缺失的 300 万户家庭。由房地产投资加快，房地产增值的财富效应以及建筑业就业改善带来的 2014 年 GDP 拉动估计约为 0.75%左右。

目前美国房价已经达到长期均衡点附近，预计由于供应增加、困厄销售减少、投资者需求减少等因素，2014 年美国房价不会出现类似 2013 年的双位数增长。预计未来两年美国房价年均增长 5%左右。由于利率较低，房价依然处于可以负担的水平。如果参考房贷月供和收入的比值，要回到危机前 20 年的平均水平的话，要么房价可以增长 30%，要么房贷利率可以上升 3%，表明房价仍有一定增长空间。但是，信贷收紧是可能阻碍房地产市场复苏的重大风险。

2. 美国就业市场

在预期通膨率不高于 2.5%的情况下，美国劳动力市场状况将是美联储制定货币政策的首要依据，因而也将是影响全球资产价格的最重要因素之一。失业率在不久的将来就会降至 6.5%的参考水平，但是在美联储眼中，就业市场的全面健康状况比失业率本身更重要。除了失业率和每月新增非农就业人数外，其他重要指标还包括工资的涨幅、劳动参与率、由于经济原因只能从事兼职工作的人数、长期失业人数、因为丧失信心而放弃寻找工作人数、辞职及新雇佣人数等。例

如工资水平可以很好的反应劳动力市场的供需关系，辞职和新雇佣员工人数则体现了劳动力市场的流动性，目前就业市场流动性并不算好。过去两年，除了劳动参与率数据不理想外，其他指标恢复略好于预期。2014 年随着建筑业的回暖，就业状况可能进一步改善。美国的失业大部分是周期性的，是因为总需求不足导致的，需求改善后就业也会改善。但是假如结构性失业的成分高于预期，那么部分失业者可能无法再被雇佣，工资的上涨可能会在失业率偏高的时候出现，联储可能不得不提早加息。虽然目前还没有看到这种迹象，但是投资者需要留意美国工资水平的变化，以应对将来加息提早发生的可能性。

在考虑结构性失业的时候，过去二十多年劳动力市场的两极化趋势值得关注-- 中等收入工作占比不断下降，收入也停滞不前；实际工资增长的只有高收入岗位；低收入岗位虽然人数增加，但工资停滞不前。这一现象其实与过去二十多年经常提到的＂无就业复苏＂相关。80 年代前，很多中等收入工作在经济衰退时丢失，经济复苏后工作就回来了。90 年代后，很多中等收入工作在衰退中消失后就再也没有回来，因此在较大程度上导致了＂无就业复苏＂，同时也导致了就业的两极化。而这两个现象背后是两大趋势。第一是计算机和自动化的发展，逐渐取代了重复性、规律性的工作，例如文秘、出纳等。重复性职业占就业人数的一半左右，多半属于中等收入，而过去二十多年就业人数一直在下降。比如美国汽车产量和 20 年前基本持平，但就业人数比二十年前少了 1/3，原因之一是机器人的大量应用。相反餐饮、护理、清洁等低收入工作反而难以被计算机取代。第二个趋势是全球化带来的工作从高工资国家向低工资国家转移。这也压制了工资上涨，降低了通货膨胀。在不利于劳动者的同时，全球化带来的更低廉的生产成本和更广阔的市场均有利于企业所有者，而他们往往属于高收入人群。这一收入两极化趋势不仅发生在美国，也发生在欧洲。

3. 生物工程产业

未来美国结构性成长的新兴产业主要有互联网产业和基因科技主导的生物工程产业。互联网产业成长点包括云计算、社交网络、移动网络，其共同特点是互联。生物科技在过去十年突飞猛进，其中一个体现是基因测序技术。十年前人类基因组计划花费了十多年时间和30 多亿美元；到 2007 年，基因测序花费已经降低到两百万美元；一个月前 Illumina 公司最新的基因测序系统已经将全基因测序花费降至 1000 美元以下。十年间测序能力的发展超过了摩尔定律！而当测序价格下降至一般民众可以接受的程度时，使用者的数量会快速上升,给每个人疾病的诊断带来很大的帮助。

生物技术的快速发展也在股票市场上体现出来。生物科技是医药板块里过去几年增长最快的行业，标普 500 的生物科技行业市值占整个医药板块的比例也从十年前 2003 年的 9%翻了一倍到 2013 年的 19%；而制药行业的市值占比则从十年前的 62%下降到今天的45%。传统上，制药行业和生物科技行业都生产药物。但制药行业更侧重小分子、人工合成生产的结构较简单的化学药的生产，大多通过口服； 而生物科技行业更侧重于大分子、由活体细胞通过基因工程生产的复杂生物药，大多面向专科医生，通过注射作用于人体。但未来这两个行业有趋同的态势，预计五年后大型制药公司的生物药收入占比可能从今天的不到 10%上升到 30%左右，而同时大型生物科技公司的生物药收入占比可能从今天的 50%左右下降到五年后的 40%左右。两者差别已经不大。所以在考虑生物科技领域投资的时候有必要将制药行业包含在内。

过去几年生物科技的重大突破之一是癌症的免疫疗法。他们通过激活人体自身免疫系统中的 T 型淋巴细胞来识别并攻击癌细胞。免疫疗法比化疗等传统疗法的针对性更强，副作用更少，在过去几十年

几乎没有实质性突破的的白血病、皮肤癌以及肺癌、肾癌等疾病的临床试验中取得了令人瞩目的进展。癌症的免疫疗法也被科学杂志（Science）评为 2013 年年度科技突破。

虽然离攻克癌症还有不少距离，但和过去几十年黑暗中的摸索相比，医学界已经很大程度上统一了研究的方向，未来继续获得突破的可能性明显增加。攻克癌症对人类的巨大意义不言而喻。同时，癌症也是美国、欧洲、中国占据死亡率前二位的疾病。治疗的突破可能带来若干种年销售峰值在 100-150 亿美金的重磅新药或者市场前景广阔的治疗方案。作为对比，历史上年销售峰值超过 100 亿美金的只有降胆固醇药物 Lipitor 一只。在癌症治疗领域，传统大型制药公司有一定的技术储备。

4. 欧日股票市场

未来欧洲股市回报可能略高于美国，但风险也略大。由于欧洲公司运营杠杆较高，盈利波动性相对更大。加上劳动力市场流动性、货币财政体系等的结构性差异，欧洲股市估值相比美国有系统性折价。目前标普 500 每股盈利比 2007 年的高点高出 23%左右，而 Stoxx Europe 600 的每股盈利比 2007 年的高点仍低 17%左右。假如欧洲的缓慢复苏能够持续的话，欧洲公司的盈利可能会有追赶效应。目前欧洲股市相对美国估值处在历史平均水平，如果欧洲公司盈利增长更快，在相对估值基本不变的情况下可能获得比美股略高的回报。

预计日本股市回报可能显著低于 2013 年，但仍有上升空间。日本今年 4 月份消费税将从 5%上升到 8%，预计 6 月份央行开会前消费税上升的影响将会体现出来。如果日本央行决定在 6 月份出台进一步的刺激政策，有可能采取加大 ETF 等风险资产购买额度的形式，有利于股市。虽然 2013 年日本股市涨幅很大，但由于盈利本身

也上涨了 40%左右，因此目前估值不算过高，关键是看日本经济未来发展态势。日本通胀可能会有一定程度的恢复，除了日元贬值带动的进口物价上升外，日本劳动力市场中的岗位空缺和工作申请人比例已经高于 1，因而基本工资有可能在超过 15 年连续下滑后出现上涨，从而带动通胀。而这有可能引发日本家庭进行少量的资产重新配置进入股市。但安倍经济学的"第三支箭"实施情况仍有待观察，尤其是目前有迹象显示经济改革未必是他施政的第一目标，因此他是否原因耗费政治资本推行艰难的结构性改革仍存在不确定性。

三、问答环节

Q1：美国制造业回归战略的发展趋势怎样？对全球制造业产业分工格局有何改变？

A1：美国制造业的回归对美国经济整体影响不大。美国制造业回归的趋势已经持续了几年，原因主要是以中国为代表的发展中国家工资收入水平不断上升，以及油价较高导致运输成本高。这两个因素都使得墨西哥这一美国的邻国得益。另外企业决定岗位回流也是更接近美国终端市场，缩短从设计到生产到运输的周期以灵活应对客户需求变动。但应该说回流的规模和美国经济体量相比依然非常小，而且目前来看还不能解读为美国的"制造业复兴"。

Q2：中国创业板、中小板跟随美国市场变化而变化，估值普遍偏高，对此有何评价？

A2：需要根据情况区别对待。目前中国处在经济转型期，不少产业确实有很大成长空间。但由于很多公司目前体量小，未来不确定性大，特别容易成为炒作的对象，尤其是中国股市个人投资者占比非常高的情况下。因此必须通过深入研究去伪存真，找到真正前景广阔的行业和公司。从行业来说，普遍被看好的计算机和医药行业有实际

需求支撑，可以从中挑选到未来可能大有作为的企业，有的甚至相当的价廉物美。但有的像 3D 打印这样的概念近来很火，在美国和中国市场中相关企业估值也很高。可是这一技术还没有明确证据显示出强劲的需求，也无法确定中国公司有强大的核心竞争力，所以目前对他们并不看好。

Q3：如果美国高新技术产业的高估值出现调整，是否也应该随之看空中国 A 股？

A3：估值的高低是相对于未来的市场前景而言的。投资者首先要选对公司。在十多年前众多的互联网公司中，只有包括亚马逊在内的少数几家脱颖而出，最终成为赢家，所以投资者首先要面对的是选错公司的风险。如果公司能够选对，那即使在泡沫最高点买入亚马逊，持有到今天的话也有年化 9%的收益。可是即便选择了正确的公司，高估值也意味着风险更大。在科技泡沫破灭时，亚马逊股价最大跌幅超过 90%，说明即使最成功的企业,在高估值下也可能经历痛苦的大跌。因此假如估值很高的话则需要权衡，是否愿意为了可能的高收益承受高风险，尤其是如果其他行业存在性价比更高的公司的时候。

第 20 辑

(2014.2.26)

美国 CLO 市场发展及对中国的借鉴

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

颜勇，金融博士，美国注册金融分析师，本科毕业于上海复旦大学世界经济系，博士毕业于美国阿拉巴马大学。二零一三年十一月离开瑞士信贷前曾担任该银行董事，主管瑞信全球信贷抵押债务结构性产品的研发业务。颜博士有十五年华尔街工作经验，涉足在资产证券化，金融衍生品，房地产，商业地产，公司债等多个领域，为遍布全球的大机构投资者及私人银行等提供投资策略和支持。在二零零四年加入瑞信之前，颜博士还在美林证券等三家投行或银行工作。颜博士现正筹建自己的投资基金，主要投资于信贷抵押证券化产品及美国房地产等另类投资。颜博士经常作为演讲嘉宾出席业界峰会，并多次受美国内外金融媒体采访。颜博士的研究报告受到全球金融机构及投资者欢迎，是华尔街在该领域历时最久的系列报告。颜博士还屡次在金融学术刊物发表有关结构性产品，信用衍生品，及利率模型方面的论文。颜博士同时还担任全球华人金融协会主席，该组织有近三千名会员遍布全球十多个城市。另外，颜博士还是美国华侨公会纽约威郡分会的董事会成员，致力于为在美华人争取应有的利益和权力。

一、美国 CLO 市场的发展

1. CLO 市场概况

资产证券化有不同的分类方法。国内习惯把被证券化的资产分为信贷资产和企业资产。信贷资产包括地产、公司债等，企业资产包括门票收入、公路收费等。美国习惯于按照资产池中的资产把资产证券化分为抵押支持债券（MBS）、资产支持债券（ABS）、商业房地产抵押支持证券（CMBS）和贷款抵押债券（CLO），CLO 中的贷款特指公司贷款。

资产证券化的目的是缓解资本压力，降低融资成本。对于一些评级不高的机构，通过发行公司债融资成本会很高，但是资产证券化融资无需考虑公司评级，只需考虑资产评级，可能使得融资成本降低。此外，一些商业地产投资人专门购买 CMBS 中的劣后级资产，希望通过资产证券化达到加杠杆的目的。另外，套利也是投资资产证券化的主要目的之一。投资人通过资产池中资产的现金流和融资成本之间的差别达到盈利目的。CLO 产品中的股权投资人主要目的即为套利。

CLO 在美国可以分为两种。一种叫做 Balance Sheet (Static) CLO，这种 CLO 形式简单，但在过去十几年中发行量已经逐渐减少。这种 CLO 中的贷款原本就在银行的资产负债表上，银行通过证券化的方式把贷款移出资产负债表。另外一种 CLO 叫做 managed CLO，这种 CLO 在过去十年间在 CLO 市场中处于主导地位，投资者通过成立 CLO 资产管理公司来负责投资组合的买卖与管理，银行则从传统的贷款方转变成提供通道的角色，机构投资者及其他金融机构成为了真正的资金提供方。

2. 美国优先级公司抵押贷款的特点

CLO 中的优先级担保贷款（Senior Secured Loan）是指，虽然资

产池中的公司评级均在投资级以下，但借款人可以享受优先支付的待遇，即使公司违约破产，清偿后的资产也需优先支付给借款人。历史数据显示，破产违约后，借款人平均可以收回 70%的投资。此外，贷款大都为浮动利率，以 LIBOR 为基础加上风险溢价，所以从利率风险角度讲，投资这些贷款无需担忧利率风险，对投资者有吸引力。相反，对于投资于固定收益类产品的投资人，现在需要担忧利率上升的风险。另外，与公司债相比，CLO 贷款提前偿付的风险较高，公司在贷款后，只需要付一点点罚款就可以开始提前偿付，所以在构建 CLO 时必须要考虑到提前偿付风险。

CLO 资产池中的公司贷款有非常成熟的二级市场。成熟的二级市场非常有利于 CLO 产品的发展。二级市场的出现可以为投资者提供明确清晰的公司贷款定价，美国有专门提供贷款报价的公司，据统计每天可以提供 1600 家公司的报价和 3100 个贷款的报价，每年公司贷款的交易量为 4000 亿美元，总存量 6500 亿美元，表明二级市场非常活跃。这些贷款可以被提前偿付，即再贷款（Refinance）。再贷款有利于公司的发展。公司为了节省成本，不愿意融资期限太长的公司债，再贷款可以帮助公司用新债换旧债。只要公司有真实的收益和经济效益作为支持，这种新债换旧债的机制是健康成熟的信用市场的表现。

美国优先级公司抵押贷款违约率与经济状况密切相关。从 1998 年至今，美国优先级公司抵押贷款经历了两个违约高峰，分别为 2000 年左右和 2008 年左右，而美国在这两段时间经济正处于萧条状态。尽管时有违约事件发生，公司贷款和 CLO 仍然广受投资人的喜爱，原因是这些贷款的风险溢价收益远远超出了所需要承担的风险损失。通过与无风险的国债收益对比，贷款的风险溢价应该包括税收、流动性风险和违约风险等等。但是即便把这些风险计算在内的话，贷款的

风险溢价仍然很高。2008 年底时扣除税和实际违约风险后的溢价仍然有 1200bp 之多。即使考虑上流动性溢价，也只能多解释 35%左右。通过研究发现，剩余的高额风险溢价很大程度上是因为宏观经济的不确定性造成的。如果投资者不担心流动性风险，或者认为宏观经济的不确定性在未来会消失的话，那么投资者可以从投资公司贷款和 CLO 中取得不错的回报。

美国优先级公司抵押贷款投资人的组成结构从 90 年代开始发生了质的变化。传统意义上的银行扮演出资方角色的比重越来越小，机构投资者所占份额越来越高，2013 年底时 90%的份额被机构投资者所购买。机构投资者完全替代了银行。在机构投资人中，一半以上份额为又为 CLO 所占，剩下的投资人还包括对冲基金和高收益基金。2010 年前，对冲基金和高收益基金的份额逐年增大，这是因为次贷危机后，市场上存在高收益的 distressed 贷款。但随着经济的好转，可以投资的高收益贷款逐渐减少，所以对冲基金和高收益基金的份额也越来越小。在 CLO 市场产生之前，机构投资者如果想投资公司抵押贷款的话，只能投资相应基金或者直接参与到公司贷款市场中，投资人将承受第一违约风险和提前偿付风险。有了 CLO 市场后，投资人可以选择风险暴露程度，大大扩大了投资人的基数。

3. 信贷资产证券化产品（CLO）基本原理

和大部分资产证券化产品一样，CLO 产品首先要实现破产隔离。CLO 投资人可以建立有限责任公司，以此为基础建立信托，并以信托的名义发债，实现破产隔离。这里的信托与国内的信托不同，国内的信托是一种特殊的金融牌照，CLO 下的信托非常简单单一，信托唯一的职责就是持有资产，使得违约破产的风险降到最低。美国 CLO 资产池中有 200-300 个公司贷款，每一个公司所占资产池的比重不超过 2%，公司贷款横跨所有产业，尽可能分散风险。对比美国，中

国国家开发银行在 2005 年时也发行了 CLO 产品，其中一个产品里只有 29 个债务人，50 多笔贷款，涉及的行业只有十几个，风险分散性很弱。

CLO 股权投资可以取得高额套利回报。假设 CLO 资产平均利息为 LIBOR+4.25%，CLO 的融资成本为 LIBOR+2%，管理费 0.5%，运营费 0.5%，则股权剩余溢价为 1.7%。如果不考虑违约，10 倍杠杆下的股权回报为 17%。从这个例子可以看出，Managed CLO 与对冲基金在结构上有类似的地方。评级机构在发行 CLO 债券的过程中扮演了重要的角色。次贷危机后，所有评级机构均大幅提高违约风险假设，使得新的 CLO 结构极其保守。AAA 级的名义增信就有 40%，AA 级有 28%左右。在这种保守的结构下，CLO 产品非常稳健。事实上，根据我们估算，只有在美国的失业率至少达到 25%时，AA 级 CLO 才会受到一分钱的本金损失，所以违约是非常小概率事件。从历史的角度讲，尽管发生了次贷危机，但是当时 CLO 产品的评级表现仍然很好，90%的 AAA 级现在仍然维持在 AAA 评级。

CLO 产业链的主要参与者有投资银行、受托人和管理人。投资银行作为 CLO 产业链上的一员主要负责 CLO 的销售、交易和产品设计。近年来，投资银行在产品设计上收费逐年降低，主要收入来源于靠销售和交易。最近国内新出台的政策显示希望把资产证券化产品放在交易所交易，这在某种程度上将会影响到投行的盈利。受托人（Trustee）的职责是提供报表。管理人（Manager）担任了重要角色，决定了哪些公司贷款被放入 CLO 的资产池，在满足一定条件下还可以交易池中资产，及在破产时提供清偿处理等。

如何达到破产隔离是国内发展 CLO 市场所面临的问题。国内以前通过信托渠道达到破产隔离，但严格意义上讲，国内信托很多只能称之为“类信托”，无法完全达到破产隔离的效果。从券商、基金公司

角度看，通过专项理财项目推出资产证券化产品，前景并不明朗。证监会出台了新文件，对于一些问题有了更明确的规定。券商通过专项理财项目推出资产证券化产品，可以规定专项计划资产独立于原始权益人、托管人、管理人以达到破产隔离目的，操作上可行，但如牵扯到公司贷款，仍需考虑很多问题。比如 5%的风险留存应当由券商承担还是银行承担？如果贷款公司违约或者破产，应当由谁处理？理论上，如果资产已经完全隔离于原始权益人，那么券商应当承担责任。此外，费用等问题也需考虑。

次贷危机时期 CLO 市场曾经销声匿迹，这两年已经完全恢复。当时 CLO 市场消失并非是 CLO 本身的问题，而是因为受到了次贷危机冲击。银行在 CLO 中扮演通道功能，提供“仓库”（warehouse），当仓库中贷款数量累积到一定程度后将其放入 CLO 的“池子”中。在次贷危机前，很多投行的“仓库”中有许多贷款等待被放入资产池中。危机来临后，“仓库”出口被封，银行不能积压过多的贷款，于是大量贷款被卖掉，引起市场恐慌，即使质量很好的公司贷款价格也被压低，整个美国信用市场陷入瘫痪。

4. CLO 的投资人结构

AAA 级的投资者主要是银行，包括美国商业银行譬如摩根大通和富国银行等，以及外国银行，日本银行在其中扮演了重要角色。AAA 级的 CLO 回报率现在通常为 1.5%+LIBOR，总回报也就 2%左右。虽然收益率很低，但鉴于日本银行本身的低融资成本，加之 AAA 级 CLO 的低风险性，日本银行愿意持有该级别的 CLO 产品。2013 年第四季度，1/3 左右的 AAA 级 CLO 卖给了日本银行。日本农业银行近几年共买入 150 亿美元 AAA 级 CLO。除此之外，保险公司也是很大的买家，2013 年第四季度，30%左右的 AAA 级 CLO 由保险公司买入。从近几年数据来看，通常 AAA 级 CLO 中

有 20%卖给外国银行，10%卖给保险公司，美国本土银行仍是最大买家。2013 年下半年情况有所不同，主要因为美国联邦存款保险公司（FDIC）新出台一项法规，降低了美国银行购买 CLO 的好处，影响了美国银行购买 AAA 级 CLO 的动力。此外，养老金、基金公司如加州养老金（Calpers）也会购买 AAA 级 CLO。

保险公司更多购买 AA 级以及劣后级 CLO，因为其风险承受能力较高。台湾以及韩国的保险公司也会购买劣后级 CLO，由于内部规定只能购买投资级产品，台湾保险公司最低只能购买 BBB 级 CLO，韩国保险公司风险承受能力更高，能够购买 BB 级 CLO。劣后级 CLO 也会卖给共同基金，比如黑石。

保险公司和资产管理公司会购买股权级的 CLO。根据美国《多德—弗兰克法案》（Dodd-Frank Act），证券化产品发行人必须将至少 5%的风险资产保留在其资产负债表上。从监管角度讲，由于管理方决定将哪些贷款放入资产池中并且收取管理费用，所以管理方应当对 CLO 产品承担 5%的风险留存。事实上，很多 CLO 的管理方也会购买一定的股权级产品。一些投资人更愿意购买一半以上股权级产品，因为 CLO 中有一项看涨期权（call option），如果股权投资人持有大多数股权级产品，可以在一段时间后（通常是两到三年后）将资产池中的资产全部卖掉，还清所有债权并将剩余资金归为己有。如果资产池中资产价格上涨，可能会获得很高的收益。许多私人银行（private banking）的高端客户也会购买股权级产品，这类产品对其很有吸引力。至于国内想要推行的美国高收益债产品，基本上沿袭了国外的模式，CLO 与高收益债都是高收益产品，但 CLO 产品利率风险更低、资产稳定性更高、与其他很多资产（如股票）总体回报率相关性低，因此个人认为不如直接投资美国 CLO 产品。

资产管理公司在 CLO 产品中十分重要。资产管理公司可以分为

四类。第一、大型资产管理公司，隶属于私募基金，典型代表有 KKR、黑石（Blackstone）、凯雷（Carlyle）等。过去三年这些私募基金收购了很多中小型 CLO 的资产管理公司，许多小资产管理公司没有新生意时往往选择由这类大公司收购。对私募基金，同时管理贷款基金、CLO 等，存在规模经济效益，例如杠杆收购中的举债可以直接放入所管理的 CLO 产品资产池。

第二、独立的大中型资产管理公司，不隶属于私募基金，如全球最大的基金管理公司黑岩（Blackrock）。

第三、证券公司或者投行旗下的资产管理公司，譬如瑞士信贷资产管理公司（CSAM），是业界历史表现最好的 CLO 管理公司之一。

第四、小型资产管理公司，如果能够不断管理新的 CLO，其盈利模式十分具有吸引力。小资产管理公司的管理费通常为 40~50 个基点，此外还可以享受满足股权投资人一定回报之外的剩余利润。以 12%作为界限，股权投资人赚取 12%利润后，资产管理公司还可以享受剩余利润的分成，类似于对冲基金盈利模式。

投资 CLO 股权十分具有吸引力。首先 CLO 的风险得到有效分散，此外，由经验丰富的资产管理公司进行管理。从股权投资人角度这也是一种融资，而且这种融资最大特点是没有追加责任，不会被强制平仓。考虑到现金流，新的 CLO 股权投资人在满足某些特定条件下可以收到较高的（一般高于 20%的年利率）现金流（相当于股息）。最后资产池中总归会出现一些违约现象，扣除这些损失，现在的 CLO 目标回报率在 12%~15%之间。在现行利率下是一种不错的投资方式。

二、美国 CLO 市场对中国的启示

美国次贷危机的教训。一、过度杠杆、过度证券化不可取。CLO 实际上只有一级证券化，只是将资产池中的贷款进行证券化，次贷危

机其他产品如 ABSCDO 则不只涉及一级证券化，而是先进行住房抵押贷款证券化（MBS），再将其中 BBB、BB 级产品放入 CDO 的资产池中再进行证券化，杠杠作用非常大。二、期限错配。次贷危机中受损十分严重的还有 SIV（special investment vehicle）。

简言之，SIV 是用短期融资支撑长期资产，尽管这种长期资产理论上是非常好的资产，但在次贷危机中，市场风险很高，可能会被要求增加保证金，体现出期限错配的劣势。三、基础资产的风险控制：即使破产情况下，CLO 的回收率也比较高，而且在次贷危机前，贷款和 CLO 的杠杆也没有被无限放大，这也是 CLO 能够重新兴起的一个重要原因。

建立透明健全的 CLO 二级市场。中国还有很长的路要走，中国现在也有一些新的做法，比如将质量高的产品放到交易所交易，增加透明度。由于投行很大一部分盈利来自于买卖价差（bid-ask spread），如果在交易所公开交易其盈利空间将被挤压，所以这种做法被华尔街投行百般阻挠。在美国，交易所交易虽有被提及但是没有开展起来。资产证券化产品相对较为复杂，标准化较差，在交易所交易时这些问题需要考虑。

培养成熟的机构投资者群体。美国 CLO 市场有非常成熟的机构投资者群体。中国也应当培养成熟的机构投资者群体，包括养老金、保险公司等。这牵扯到投资者教育问题。

人民币国际化。如果人民币国际化，国内的资产证券化产品可以吸引海外投资者。国内 AAA 级 CLO 产品的回报率高于国外，问题主要在于国外投资者对国内情况不了解，且人民币没有国际化。

建立健全的 CLO 市场对于促进经济发展意义重大。从美国的 CLO 市场来看，公司信贷资产跟债券市场紧密相连，其开放性、交易性对整个市场的完善非常重要。此外，美国投资级别以下的企业创

造了大部分就业，对美国经济作用至关重要。目前国内推动资产证券化，主要为了盘活存量，使资本流向更加有效，我们可以从美国的 CLO 市场中借鉴很多经验。

三、问答环节

Q1：中国目前推进 CLO 的政策、市场和制度障碍有哪些？

A1：如何进行破产隔离，政策等各个方面都不太明确。最近证监会成立新的部门，专门针对证券公司的专项理财、资产证券化，许多规定得以明确。如果能够通过信托、ABM 实现破产隔离，则对 CLO 的发展起到至关重要作用。从市场竞争角度寻找资产进行证券化。银行在这一步处于优势地位，券商和基金公司在这各方面还有许多工作要做。通过交易所交易的二级市场未来发展不明确。但是目前监管部门已经有意向发展该市场，随着时间推动其他技术性问题都是可以解决的。

Q2：美国的 CLO 投资者中有很多保险机构以及养老基金，但从目前国内情况来看，保险机构的整体资产相对占比较低。如果未来保险机构是重要的 CLO 投资者,国内这种局面是否不利于 CLO 市场的发展？

A2：国内保险公司在整个资产证券化的参与度都远远不够，这其中也有监管、政策方面的原因。很多保险公司现在也非常关注这个市场，未来参与度会越来越高。美国保险公司能够投资较低级别的 CLO 产品，这与其风险承担能力、资产负债结构和期限等有关系。以美国养老基金为例，美国养老基金必须达到 8%的回报率才能够偿付负债，其投资选择因此受到限制，这解释了为什么美国养老基金的另类投资（如 PE）有所增加，主要是为了在低利率环境下达到一定收益。

至于养老基金同时会购买 AAA 级产品，是基于安全性角度出发，最终还是要达到比较高的收益。中国的保险公司还是会从比较高的优先级产品投资，对市场有所熟悉后步子可以跨得更大。

第 21 辑

(2014.2.27)

美国医药行业最新趋势与投资策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

谢懿立先生，杰出的全球医疗保健领域投资家。2002 年加入特拉华投资公司（Delaware Investments）任高级分析师，由此开始了其投资生涯。2005 年加入 Great Point Partners 任董事总经理兼投资组合经理，在他任职期间，该基金连年被评为美国最佳医疗保健类对冲基金。2009-2010 年任市场中性对冲基金 Scopia Capital 的医疗保健领域投资总监。2010 年他合伙创建了专注于医疗保健行业的对冲基金 Locust Walk Capital，并于 2010-2012 年担任该基金的基金经理。谢懿立获天津大学工学学士学位，纽约市立大学化学博士学位，及沃顿商学院 MBA。谢博士曾担任多家医疗保健公司的董事，现任远山资本董事，并从事个人投资。

一、美国医疗保健行业概述

美国医疗行业产出占美国 GDP 的 18%，高于全球平均水平。欧洲国家和日本医疗行业产出仅占 GDP 的 8%-12%，中国医疗行业产出占 GDP 的 4%-5%。虽然美国是一个相对富裕的国家，人们在医疗保健上的消费理应多一些，但与同是发达国家的欧洲各国及日本

相比，仍高出两倍之多，原因有以下两点。一、美国是唯一的医疗药品和服务由市场定价的国家。欧洲大多数国家的政府都会参与到本国医疗药品的定价中，譬如，如果新研制出的药在美国卖 100 美元，则在欧洲只会卖 50 美元，可以说全世界医药的研发都是由美国人买单的。二、美国医疗保险制度中的第三方支付系统（Third-party Payment System）使得大多数人看病不需要花钱。由于不用自己买单埋单，所以患者倾向于买最贵的药，认为药越贵越好。这种怪现象也导致了医药行业在 GDP 中占比越来越高，而作为付款人的美国政府目前压力很大。目前的大趋势是政府尝试在消费与成本之间找到平衡，医药厂商随意定价的局面未来可能会受到抑制。

奥巴马医疗改革改善行业现状。美国目前大约三亿人口，其中一半人拥有商业保险，9000 万人享用国家医保，其中包括针对退休人群的 Medicare，国家负担 67 岁以上人群医疗消费的 80%，还包括针对贫民未成年人的 Medicaid。此外，还有 5000 万-6000 万人没有保险。美国的医疗制度是先看病后交钱，如果病人去了医院的急诊室，医院有义务先治病。对于医疗保险都买不起的病人，显然付不起看病的费用，这将造成医院开销增加，也间接导致了商业保险的保费逐年增加，即美国民众摊销了医院的损失。奥巴马医疗改革的目的就是尽可能让这些没有保险的人享受国家医疗保险，初步计划通过国家补贴和强制手段让 2500 万人获得国家医保。

二、医疗保健行业投资策略

在投资美国医疗行业时，投资人需要关注医药/生物公司、医疗器械、医疗保健服务三个板块。其中医疗服务业涉及范围较广，包括医院、门诊、养老地产、保险、药店等。每个板块大概有 250 支股票，三个板块合计 750 支股票。

1. 医药/生物公司

投资者需要了解疾病的治疗和公司竞争格局。医药公司制药流程很长，从开始研发到最后上市可能需要 10 年时间，花费数亿美元，其中临床试验包括三个阶段，阶段一只有几十个病人、阶段二有两百个病人、阶段三有几千个病人。由于阶段很多，新药从研发到最后上市的成功率很低，只有不超过 5% 。好在美国医药价格由市场定价，所以只要有一例新药研发成功上市，企业就可收回成本。目前的情况是美国的医药公司很多，上市的医药公司也不少，但真正成功研制出新药的公司很少。尽管如此，医药公司的股票价格却在上涨，在研发过程中，公司会实时发布研发数据，股价上涨体现的是投资人对数据的炒作。投资人要想在医药板块获利，关键是要对行业十分熟悉，判断出哪些才是新的机遇。这也是美国很多大型对冲基金中医药板块的研究员多为生化博士、医学博士的原因。

目前美国医药市场专注于有明显临床效果的药物。不同于 90 年代，当时辉瑞等大型医药公司靠市场营销赚钱。公司开发常见又不致命疾病的治疗药物，如降血脂药，希望达到病人对药物的依赖效果。辉瑞制药营销团队实力强，光是推销立普妥（Lipitor）就使其销量达到 100 亿美金。但是目前，美国政府医药花费过高，政府将目光聚焦在如何控制成本上。保险公司现在为每一种病情只提供少数几种治疗药物，如果想服用其他药物，保险人需自掏腰包。由于保险人一般不愿意自掏腰包，所以不在保险公司提供药物名单上的药物销量会很差。而保险公司提供药物的依据是药物的临床效果如何，这就导致医药市场现在十分关注药物的临床效果。

美国的专利法严格。一般服用的胶囊或片剂等小分子药研发后只有十七年的专利期，而其中还要花费大量时间做临床试验，所以上市后只有十年挣钱的时间。一旦专利期结束，医药公司的股价跌幅会很

大。虽然小分子药物的专利期无法改变，但大型制药公司会雇佣大量律师，在片剂胶囊的厚薄程度、降解程度等小专利上为自己争取利益，希望可以拖延解除专利权的期限。多一天专利期限就意味着多一天对市场的垄断，以立普妥为例，立普妥每天销售额达三千万美元，专利期限的拖延对公司而言利润巨大。对于股票市场上的投资人，应多和知识产权律师接触，以确定专利到期的具体日期。大分子药则不存在专利期限的困扰。大分子药的特点是分子链大，药厂对分子只有定性的描述却无法百分之百清楚分子的具体结构，使得仿制药厂很难模仿出类似药物。仿制药厂需要花费 2-3 年的时间做临床试验才能仿制出大分子药，但大多数药厂没有财力去仿制，导致虽然大分子药也有专利期限，但期限过后依然很少有仿制药出现。

2. 医疗器材

医疗器材行业增速放缓。医疗器材行业在 90 年代快速发展原因有二。一、90 年代出现了很多创新技术，如血管支架技术；二、医疗器械的研发过程和规定比医药研发门槛低，医疗器械最短六个月就可以研发成功，一年内就可上市，周期短投资少，受到热捧。目前医疗器材行业发展减速，原因是现在没有太多的革新技术，二是研发门槛被迫提高，以前研发只需六个月，而现在需要三四年的试验。投资人不太看好医疗器材行业，因为医疗器材行业毛利率很高但没有营业增长，行业很容易进入价格比拼的恶性竞争中。国内医疗发展最快的板块是医疗器材行业，除了因为研发周期短外，还因为医疗器材专利很难划定，其他公司只需要研制出类似但不完全一样的器材就可以不受专利的限制。以前，血管支架器材全部由强生及跨国医药公司提供，现在则基本上由国产公司提供。国内企业生产的支架价格是强生的一半，强生为保持其全球价格的协同性，无法与国内企业打价格战，导致市场份额流失。

近年来电子病历的发展突飞猛进。奥巴马的医改政策推动了电子病历的普及，政府每年为每位医生报销 5 万美金以鼓励医生使用电子病历。电子病历记录了病人的一切过往病史和治疗信息，未来治疗时这些信息很有用。此外，电子病历还可以减少因重复检查而产生的浪费。

3. 医疗保健服务

私营专科医院是未来中国市场的机遇。美国医院分为住院病人医院（In Patient Hospital）和门诊病人医院（Out Patient Hospital）。美国人生病后需要先看自己的家庭医生，若家庭医生无能为力，则会把病人推荐给专科医生（Specialist），专科医生与医院有合作关系，会带病人去合作的医院进行手术。美国 90%的医院是非盈利的，很多人愿意捐钱给医院。这使得私营医院压力很大，私营医院很难与非盈利医院竞争。私营医院被迫将发展路线转移到没有太多公立医院的二三线城市。未来中国的私营医院可能也需要效仿这种模式，很难想象中国的私营综合医院可以和协和医院竞争。美国前几年出现了一批专科医院，最有代表性的是做心脏手术的专科医院。由于患者需要专科医生推荐去特定的医院治疗，于是医生们决定索性自己开立专科医院，而心脏手术又是医院中最赚钱的部门，所以医生们开立的心脏手术专科医院非常赚钱。医生会把有医疗保险的患者送到自己医院，没医疗保险的送至公立医院，几年下来对公立医院冲击很大。现在，美国法律已经禁止这种专科医院的开立，但是投资者需要关注未来中国市场是否有类似机遇。

医疗保险公司很受投资人喜爱。美国医疗保险被四五家大医疗保险公司控制着，竞争相对较小。此外，医疗保险与车险类似，如果今年保费过低的话，明年保费会马上涨价。而中国人习惯买一份保险后全家一起用，中国的保险公司需要将这种风险考虑在内。

美国药店是整合过的行业，市场基本上被三四家药店瓜分。国内药店竞争太激烈，以拼价格为竞争手段，行业需要慢慢整合才有利可图。

美国的养老院根据需要的医疗服务多少分为三种，养老社区（Independent Living）、陪助型公寓（Assistance Living）、老人公寓（Senior Housing）。养老社区与旅馆相似，每天 100 美元，社区可以帮助老人打理生活；陪助型公寓有固定的检查身体时间，每个月会有医生来巡诊；老人公寓针对卧床不起的老人，医疗成分高。美国小孩不赡养父母，而父母又比较独立，不愿意去养老院，只有等到生活不能自理后才不得不去。养老院中老人平均年龄 85 岁，一般生活 2-4 年后去世。

奥巴马医改对行业是正面利好消息。奥巴马的医改使得 2500 万人有了医疗保险，减轻了医院对病人没钱支付治疗的担心，医院类股票去年涨幅很大。同样，医疗改革对仿制药行业也有利好影响，医改前没有保险的人一旦罹患严重疾病依然需要吃药，而仿制药公司只得自掏腰包。

三、问答环节

Q1：2012 年美国食品药品管理局（FDA）批准了 39 种新药，创近年来历史新高，2013 年数量有所下降，FDA 批准了 27 种新药。美国药厂研发产品线的发展趋势如何？会持续更好还是目前只是短暂的趋势？

A1：未来需要从公司层面关注是否有新药研制成功，整个板块的 P/E、P/B 等价格乘数在今后很难有很大增加。90 年代时里根总统在政策上大力促进制药公司的商业发展，这一时期也是制药厂发展最快的阶段。进入 2000 年后，制药产业从泡沫中回归理性，现在每

年美国制药厂增长很低，辉瑞（Pfizer）每年销售量增长率为 3%-4%，利润率增长也较低。但是事实上，这几年辉瑞股价的增长主要依靠价格乘数的扩大（Multiple Expansion），市盈率由原来的 6 倍增加到现在的 15 倍。前一段时间百时美施贵宝（Bristol-Myers Squibb）被热炒，但是个人认为不要猛烈补仓，大型制药公司股价的向上空间已经不大。

Q2：怎样看待中国未来医药行业的发展，及其中蕴含的投资机会？

A2：国内现在医药行业存在“水涨船高”现象。在中国的整个医药行业下，八九十年代时看病是政府买单，如今是个人买单。政府正在大力完善社保制度。现在社会贫富悬殊较大，政府必须出面，如果病人因为没钱而不能进行治疗，会引发社会不安定因素。几年前我曾关注过中国的几家制药厂，个人认为普遍质量不高。由于缺少知识产权保护，开展研发工作没有太大意义，所以厂家对研发投入也很少。虽然个人不看好制药厂，但就算质量一般的制药厂每年的增长也在20%-30%，归根结底还是因为“水涨船高”的现象。

医疗器械与医疗保健服务的发展比较有前途，近年来发展势头超乎预料，未来在中国前景广大。现在无论大病小病都去医院，实际上是很不高效的行为，未来迟早要在中国建立门诊病人（Out Patient）的模式。目前中国也成立了一些专科医院如牙科医院，未来专科医院会更普及，但这需要循序渐进的过程。现在有些综合医院也在开展私有化，过程十分艰难，正因如此，谁能成功谁就将获得十分可观的利润。

Q3：美国有没有将电子病历和医疗保险相结合，利用电子病历的大数据开展云计算从而对医疗保险定价产生影响？

A3：总体来说，存在电子病历大数据和医疗保险相结合的趋向，

但是在大公司体现不明显，可能在一些刚成立的（Start Up）小公司中会有机会。美国 United health Insurance 旗下有专门做数据收集与分析的附属公司（Subsidiary），但是具体效益还未体现出来。目前数据收集工作已经成熟，但是不知道如何对数据进行整理和修改，使其具有商业价值。实际上保险公司使用的模型十分原始，比如若去年医疗消费增长为 4%，今年可能只会根据是否有新药推出而决定今年的增长幅度是 5%还是 3%。

Q4：在美国这轮新的技术革命中，医药技术方面的突破可能有哪些？特别是在生物制药方面有哪些比较前沿或是颠覆性的技术改变？

A4：没有。美国生物制药研发的失败率很大，没有明确的指标暗示我们在哪个方面可能会有突破。投资者在生物制药领域投资方向分散，各有偏好。未来有可能成为整个行业颠覆性革新技术的大概是癌症的治疗，但是短期内不可能实现。

第 22 辑

(2014.3.4)

美国的 P2P 个人金融现状、监管模式以及和资产证券化的关联

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

万颖玲现任全球三大债券评级公司之一的惠誉评级公司(Fitch Ratings)资产证券部的资深总监(Senior Director)，主抓消费贷款的资产政券化产品的评级，指导分析员的工作，分析和监控所评资产的质量。作为业务主管人，她负责和发行团队的沟通，向投资者提供问讯服务，发表发行报告和评级前后的新闻发布。在加入惠誉评级之前，万颖玲在美国花旗集团所属信用卡公司的风险管理部门工作数年，侧重于风险预测跟踪,市场细分,模型和政策的评估修订工作。万颖玲获得北京对外经济贸易大学的经济学学士学位和美国耶鲁大学商学院的工商管理硕士学位。她是美国注册金融分析师(CFA)。同时，万颖玲曾担任亚洲金融协会的前会长，现是其董事会成员。

一、美国 P2P 个人金融现状

美国个人金融业相当发达。2013 年第四季度美国个人金融金额 11.5 万亿美元，比 2008 年第三季度 12.7 万亿美元的高峰少 10%，

金额减少主要原因是消费者本身去杠杆化和房屋贷款的坏账。美国70%的经济增长由消费贡献，美国 GDP 总额 15.56 万亿美元，个人金融资产规模占 GDP 总额的 70%强，资产规模相当可观。个人金融中最大的消费是房屋贷款，占个人金融的 70%，此外还有 1.1 万亿美元的学生贷款，0.8 万亿美元的汽车贷款和 0.7 万亿美元的信用卡贷款。当前是中国的互联网金融元年，互联网金融可以分为支付（支付宝、PayPal）、财富管理（余额宝）、融资（P2P、小微金融）三种功能，其中融资产生了资产，与证券化关联度高。

图表 1：美国个人金融业务规模和结构

Outstanding Debt (trillion)	2013Q4	
Mortgage	8.049	70%
Student Loan	1.080	9%
Auto Loan	0.863	7%
Credit Card	0.683	6%
HE Revolving	0.529	5%
Other	0.317	3%
Total	11.521	

美国 P2P 公司放贷总量多于中国，中国 P2P 公司放贷增量惊人。美国 P2P 开始时间并不长，现在为止较大的 P2P 公司有 Lending Club、Prosper 两家，其他 P2P 公司还有 Social Finance、Common Bond、Funding Circle。2007 年拍拍贷将 P2P 引入国内，截止至 2013 年，中国 P2P 公司 800-2000 家，放贷金额据说超过 1000 亿，规模大于美国。2010 年成立的人人贷累计放贷规模 23 亿元，而最早成立的 lending club 累计放贷 37 亿美元，Prosper 累计放贷 7 亿美元，虽然比中国公司放贷总额多，但中国公司的增量惊人。

P2P 公司有自己的定位，针对的客户群体不同。Lending Club 更注重中小企业和个人贷款，Funding Circle 更加针对小企业和加盟店。

Lending Club 贷款平均余额 1 万美元，与人人贷人均 5 万人民币的贷款额相近。Funding Circle 贷款平均余额 2.5 万-50 万美金，与国内点融网 10 万-200 万的规模相近。

Lending Club 是美国最大的 P2P 公司，在行业中最具代表性。Lending Club 成立于 2006 年，总部在旧金山，每天放款金额 7800 万美元，每月放款额 2.5 亿美元。Lending Club 的投资人中有光环闪耀的名人，包括美国前财政部部长，哈佛校长劳伦斯•萨默斯，前摩根斯坦利的 CEO 和著名互联网分析师。去年 5 月份 Google 参股 Lending Club，对其估值 15.5 亿，预计今年可以上市。Lending Club 是个人金融行业领头羊，具有行业指向标的意义。Lending Club 主营业务为无抵押个人贷款，金额从 1000 美元-35000 美元不等，可以为美国 43 个州提供居民贷款，贷款期限 3-5 年，借款人提前偿还没有罚金，利率由消费者风险水平决定，一般情况下 6%-25%不等。投资者在网上看到借款列表后，可以决定投资金额，最低金额 25 美元。借款人信用评分普遍较高。借款人平均信用分数 706，按照信用卡行业来说，660 以上就是良好贷款，所以信用分数不低。此外，借款人平均债务比例只有 16%，并且有平均 14 年的信用历史。借款人平均收入 14 万美元，平均借款金额 12000 美元，可以说借款人资质不错，属于优良贷款。

信用卡市场客户是 Lending Club 的目标客户群。美国使用该平台的客户中 80% 是用来偿还信用卡债务。美国信用卡非常普及，每个人都有 4-5 张信用卡，以花旗银行为例消费信贷业务占总业务的 40%-50%，而信用卡业务又是消费信贷业务中利润最高的部门，信用卡利率一般是从 14%到 25%，平均利率达到 18%。美国信用卡市场非常发达，人均数量多，市场接受度也很高，任何商店都可以接受信用卡，是一个覆盖面非常广的市场。国内因为个人金融不发达给予了

P2P 发展的空间，而美国市场不同，但是其信用卡市场因为高利率而特别赚钱，所以银行不会为了抢夺客户而降低利率。美国银行有余额转账业务，但只做短期（争取其他银行的客户，提供较低的利率），不会长期给予客户低利率，因为这会蚕食自己的利润。信用卡公司的不作为给了 Lending Club 机会，Lending Club 为这些客户提供低利率融资，这是 Lending Club 在美国的商业模式。

高等级学生贷款市场是 Social Finance 的目标客户群。Social Finance 是斯坦福商学院毕业生们成立的公司，目前员工只有 65 人。该公司的目标客户是顶级的、已经毕业的、并且找到很好工作的 MBA 学生，针对这些客户该公司为他们的学生贷款提供较低利率的重新融资。美国学生贷款市场余额已经达到 1 万亿美元，其中大部分通过联邦政府以福利形式发放，联邦政府不管学生信用水平如何，每名学生的贷款利率无区别，导致了学生贷款市场的失效。Social Finance 利用了市场失效下的漏洞，为学生重新融资。其运作方式是在网上成立不同校友社区，通过校友给校友融资。

Lending Club 的 P2P 模式与 Social Finance 的商业模式有区别。Lending Club 借款人向平台申请借款，平台进行信用审核，平台把借款人列表放在网站上供投资者选择。一旦投资者确认购买，第三方银行将转移资金，发放给借款人，借款人定时还款。Social Finance 作为贷款公司发放贷款，校友作为投资人只负责将资金投入资金池，投资人收益按照投资比例发放，校友和学生之间没有一对一的关系。本质上，Social Finance 不是狭义上的 P2P 概念。

二、美国个人金融市场的监管模式

在投资美国医疗行业时，投资人需要关注医药/生物公司、医疗器械、医疗保健服务三个板块。其中医疗服务业涉及范围较广，包括

医院、门诊、养老地产、保险、药店等。每个板块大概有 250 支股票，三个板块合计 750 支股票。

1.贷款的性质

以 Lending Club 的发展为例，美国 P2P 贷款分为三个阶段。第一个阶段是 2007 年 5-12 月，P2P 贷款被视作民间借贷形式，与国内接近。2007 年时公司允许投资人买断贷款本票（promissory note），本票是美国证明贷款成立的法律文件。

一旦消费者贷款需求被成功认购后，借款人会向平台签发贷款本票，Lending Club 向会员发放贷款的同时将本票转让给投资的会员。这种模式下，会员直接拥有对应的债权，平台只承担服务者的角色，所以此时是个人对个人贷款的形式。

Lending Club 在 2008 年初改变了贷款模式，通过租借银行渠道，解决贷款执照问题，并规避利率上限问题。由于 Lending Club 先要取得贷款本票后再转让，所以在短时间内成为贷款方，美国法律规定贷款方需要有贷款执照。美国每个州的法律不同，公司需要在每个州申请执照，成本很高。由于银行有贷款执照，为了降低成本，所以 Lending Club 租借了 WebBank，通过该银行发放贷款，发放后银行把贷款本票转让给 Lending Club，成功解决了申请贷款执照的问题。此外，美国银行规定，利率上限取决于本州利率上限或者银行注册州利率上限。由于 WebBank 是一家成立在犹他州的银行，而犹他州没有利率上限，所以可以规避利率上限问题。

第三阶段，Lending club 向 SEC 登记，在 2008 年 10 月发行了以公司为发行主体的会员偿付支持债券。债券不是以借款人为主体，而是以公司为主体发行的无抵押债券。投资收益依然取决于贷款表现，但不再是投资人和借款人直接的债权关系。在会员偿付支持债券中，债券利率与借款人所付利率一样，债权人收益取决于借款人的

还款和逾期费减去 1%的 Lending Club 的服务费。一旦贷款发生了违约，债权人收益也会相应减少。Lending Club 产品期限 3 年至 5 年，因为债券是公司的无抵押债券，只有有限的追索权，所以借款人风险有两层，借款人违约或者 P2P 平台破产都会使其遭受损失。

美国证监会将 P2P 视为证券发行并要求平台在证监会注册的依据有四点：投资人有投资回报预期；P2P 平台向公众销售，基本没有资质限制；通常投资者会将 P2P 视为投资；现有的管理框架中没有其他方式可以减少投资人的风险。基于这四点，证监会认定 P2P 交易为债券发行。由于是债券发行，P2P 需要遵守联邦证券法，需要在 SEC 注册。注册耗时长，信息披露多。信息披露包括具体公司介绍、公司财务状况、最近运用状况、风险因素、公司高管、内部交易等等。Lending Club 的披露发行书有 120 多页，需要花费人力物力的准备。当然，证监会允许发行框架协议，公司可以建立大框架，未来只要在此框架中发行就不用每次都登记。发行债券还需要在各州登记，每个州对于投资是否合规还有特殊的规定。如果发行人对披露有不符不实的情况，发行人需要承担民事责任，真实性的高要求对很多 P2P 公司来说是一个很大的门槛。

P2P 发行债券不是资产抵押债券。美国资产抵押债券受到 Retention Rules 和 Regulation A&D 等特殊规定的制约，Regulation A&D 要求必须严格披露资产池详情。Retention Rules 是危机后的新法律规定，要求发行人留存 5%收益以保证与投资者有相同的风险敞口。危机中债券发行后，发行人没有留存收益，导致债券的好坏与发行人没有了关系。为了防止风险与利益的不协调，有了 Retention Rules 的规定。虽然 P2P 发行债券有资产抵押的性质，但是在以下几个特点上与资产抵押债券不符。资产抵押债券是一组应收账款的现金流，而非一个借款人的现金流；资产抵押债券发行人是被动主体，

是有破产隔离效果的特殊目的载体（SPV），P2P 形式下则没有 SPV；会员偿付债券没有债权转移，根据美国证券交易法中定义，不属于资产抵押债券。

2. 公司的性质

P2P 公司不是贷款公司。贷款公司需要在各州有牌照，P2P 公司没有牌照。每个州的利率不同，有存款保险的州银行在不超过利率上限的情况下有利率输出能力，所以 P2P 公司租用了有牌照的银行。因此 P2P 公司本身不是贷款公司，银行是贷款公司。银行受到很多法律法规的限制，包括利率、消费者保护、爱国法、反洗钱法方面的规定。

P2P 公司不是投资公司。Lending Club 平台可以直接放款，享有和其他投资人一样的权利。尽管如此，P2P 公司不是投资公司。投资公司有详细的规定，公司债券和贷款超过公司资产的 40%就有可能被定义为投资公司。投资公司在交易和负债水平上有相应的限制，对 P2P 公司不利。所以 P2P 公司通过条款细则尽量避免将自己登记为投资公司，常用的免责条款有：持有贷款不是为了获取利息收入，而是通过平台把贷款人和借款人配对，收入来源于收取服务费；公司业务是发放个人小额贷款。此外，如果投资者家庭资产在 100 万美元以上，家庭收入 30 万美元以上或个人收入 20 万美元以上，则视为私募，P2P 公司不用登记为投资公司。

P2P 公司不是券商。P2P 公司很多工作与券商有相似的地方，例如 P2P 公司通过网站发行债券，公司设计证券，为债券定价等。但是在美国一般情况下不把 P2P 公司划分为券商，主要原因是 P2P 公司的这些活动基本上是免费的。

P2P 公司不是投资顾问。P2P 公司提供了贷款的评级服务并且把信用评级公布在网上。尽管如此，P2P 公司并没有为这种服务收取费

用，所以在美国 P2P 公司不被认定为投资顾问。Lending Club 旗下子公司 LC Advisors LLC 专门从事投资顾问工作。美国 P2P 公司中相当一部分借款人来自于机构投资者，机构投资者成立专门的基金购买 P2P 公司产生的贷款。LC Advisor 就是给这类基金充当投资顾问的角色。投资顾问的出发点是保护投资者，这与 P2P 公司纯粹的中介角色有利益冲突。在此情况下，监管机构对投资基金有严格的规定。基金需要提前设定策略，策略不可影响散户投资者的利益。策略制定后不可随便更改，只有按照策略规定买卖才不被认为侵犯了其他人的收益。这对中国目前 P2P 产业有很强的借鉴意义，中国很多 P2P 设置了理财计划业务(有自动投资的选项)，在设计自动投资的过程中，不应该损害到其他散户投资者的利益。

3. 需要接受的监管

P2P 公司通过银行或其他金融机构发放贷款时，机构需要严格遵守消费者保护方面的法律。美国这方面的法律非常之多，例如要用消费者可以理解的方式来提供贷款的标准信息，保证信息披露的方式合乎规范；禁止交易中的不公平和欺诈行为。对于贷款条款的具体披露要求有：不得对提前付款有过度的惩罚；特定情况下需要补偿借款人损失；禁止贷款公司基于种族、人种、性别、年龄、宗教、国籍、婚姻状态做出信贷决定。在催收账款方面的规定有不能过度扰民；如果借款者申请了破产，公司不可以继续催收。此外，法律还对催收通知和应收账款的确认以及和第三方分享信息方面有具体要求。

P2P 公司最主要的监管者是美国证监会(SEC)。由于确认了 P2P 公司发行性质为债券，所以需要遵守交易法、证券法。消费者金融保护局（CFPB）是贷款机构的监管者，这两个机构监管重点不一样。SEC 考虑的更多的是投资人的保护，消费者金融保护局更多考虑的是借款人。美国 P2P 公司未来是否也会转到侧重消费者的保护下也

在讨论之中。消费者金融保护局在美联储之内，但不受美联储管辖，或国会的预算制约。危机后，多德-佛兰克法案给予了消费者金融保护局很大的权利，包括授权州律师在 CFPB 同意的前提下按照联邦消费者保护法提请诉讼。

P2P 债券为公司无抵押债券，存在借款人不能还款和 P2P 公司破产两层风险。如果 P2P 公司破产，借款人的还款作为公司资产，需要偿还其他债权人的义务，或者需要与其他还款糅合在一起承担整个贷款池的风险。美国对于破产情况有保护措施，基本上所有的 P2P 公司在第三方银行进行资金托管，例如 Lending Club 将资金托管至富国银行。托管后投资者的钱存在集合投资账户中，平台无权占有，账户与平台资金不混合，受到美国联邦存款保险公司（FDIC）的保护。但是在借款人还款时，还款还是会先转入 P2P 公司账户上，在一段时间内还是会和公司资金混在一起。Lending Club 承诺在收到还款四天后将钱打入投资者账户，所以有四天风险敞口。另外，如果在此期间公司破产，服务商平台无法运转，将影响收款和支付。为减少此风险，Lending Club 与 Portfolio Financial Service Company 签订了后续服务协议，如果 Lending Club 破产，这家公司可以在五天内继续服务现有借款，减轻了投资者的风险。此外，破产法中的自动滞留条款使投资者不能采取合法方式获得还款。所有资金将全部被冻结，投资者无法按时收到还款。

三、P2P 与资产证券化的关联

资产证券化可以减少公司破产风险。有些资产证券化的方法已经被运用到 P2P 平台。P2P 平台买方中有相当一部分机构投资者，为了防止平台破产，机构投资者成立特殊目的载体(SPV)-信托公司（trust），用投资者的钱购买信托公司的有价债券，信托再从平台购

买资产池。信托委托平台做服务商，而有价证券则代表对资产池本金和利息的收益权。在这个过程中，P2P 平台可以通过对不同投资者设计不同策略做不同的产品设计。成立信托的目的是为了破产隔离，信托不太可能破产，所以可以把平台公司破产风险相对隔离开。

资产证券化有以下四个特点。一、真实出售，即贷款已经完全转移至投资者这一方。二、破产隔离，发行公司本身信用评级不高时，资产证券化的隔离处理可以避免公司破产导致的资产的流失。三、个人金融遵循大数原则，资产多元化有利于投资者。四、资产证券化的负债端有分层设计，根据投资者的需求设计不同期限和利率的产品。美国 P2P 公司中机构投资者设计的投资基金购买的贷款满足了前三个特点，但是多数情况下没有分层设计，投资者按照投资比例获取收益。

个人金融对资产证券化有天然的需求。P2P 公司本身无法吸收存款，有融资需要，公司信用级别不高时发债成本较高。个人金融体现大数原则，风险很分散。与公司债相比，资产证券化的好处是有自然的匹配。现金流不存在错配的问题，从资产所得直接给予投资者。

资本市场对 P2P 市场有所顾虑。P2P 市场成立时间短，长期资产没有足够的周期观察到完整的表现，特别是现在处于经济上行期，市场可能一直表现良好，但如果在经济下行期，市场表现怎样不得而知。评级公司对于没有历史数据的资产的评级也有顾虑。另外，公司信用级别不高时，破产时是否有能力继续服务也是比较大的担忧。此外，公司本身是否有留存收益，可以与投资者共担风险也是考虑的因素之一。

资产证券化在 P2P 市场中的应用空间广泛。P2P 公司如果只是中介的话没有证券化的要求，但是有些 P2P 公司同时也做自营投资，还有很多机构投资者也参与促进了资产证券化的应用。美国最近资产

证券化的项目包括运用 Lending Club 的应收账款打包发行债券；Blackrock 利用花旗银行的融资累计 4-5 亿美元的 P2P 资产，并将收购后的贷款打包做成资产证券化产品。用应收账款做资产证券化是最通常的做法，但还有些特殊的做法。比如服务商可以把服务费或佣金资产证券化。真正的资产证券化需要在 SEC 注册，对信息披露的要求较高，同时对 IT 的硬件要求、报表要求高，前期投入大，比较适合频繁的发债人。发债人建立框架后可循环发债。短期资产可采用循环结构，例如阿里小贷在国内的资产证券化就有循环结构。

中美 P2P 公司存在区别。中美 P2P 公司都是通过个人审批费和管理费盈利。有些国内公司还有月息收入。从公司的定义上看，如果收入来自于月息，则 P2P 公司更接近于金融机构。美国公司的发行书中披露的大部分是风险，没有人承诺回报。国内很多公司有本金保障，这在美国几乎不存在。中国的本金保障方式有第三方担保和风险保证金两种，国内的风险保证金有一定额度的限制，如果坏账比例高于保证金比例，则意味着本金失去了保障，可这些信息在信息披露中根本没有说明，另外在资金的归属上国内也需要有更多的明示。此外，纯中介的 P2P 平台不应该承担信用风险和流动性风险，如果提供了担保或承担了风险，从监管的角度讲更像是金融机构。有些理财计划虽然是投资和借款的一一对应，但是理财计划有时限限制，使得平台承担了流动性风险，这种情况下如何监管应有明确的方向。

另外，国内对信用风险和流动性风险的披露不够，提到的更多的是收益。

四、问答环节

Q1：国内 P2P 公司有合作的小额贷款公司，借款人申请贷款时往往需要面对面审核。美国 P2P 公司获取顾客的主要渠道是什么？

获取客户本身的行为是否需要牌照？

A1：美国可以从线上模式获取顾客也可以购买征信局的客户信用信息。由于美国征信系统发达，公司完全可以通过信用局渠道获取信息，给借款人很好的评估 所以不需要线下的审核。客户只要提供收入证明和工作证明即可。这样可以把信用评估成本降到很低，一个人的审核成本只需要几美元。国内的征信系统不发达，要想完全评估一个人的信用等级需要更多的尽职调查，成本较高，这也是为什么中国 P2P 公司平均余额比较高的原因，平均余额较低的话利润无法覆盖成本。

由于是借款人主动提出申请，获取客户本身无需牌照，但发放贷款需要牌照。美国与线下公司合作越来越多，不过合作方式与国内不同。美国更多是与机构投资者的合作，机构投资者购买网上产生的贷款。美国地区性银行没有足够多的客户，做个人金融无法盈利。但是如果 P2P 平台产生了足够多的客户，银行愿意管理这些资产。对于银行而言，只要客户规模足够大就有利可图。

Q2：银行作为发行人需要保留 5%的收益，其中 5%的计算基础是什么？

A2：发行人保留 5%的收益的法案还在讨论之中，现在基本上是以 5%的资产来计算。5%的收益可以是横向的也可以是竖向的。横向是指发行人和投资者拥有风险相当的收益权；纵向的是指发行人获取风险敞口最大部分的收益权。房屋贷款如果要求保留 5% 的话，发行成本太高。美国政策规定符合条件的房屋贷款（Qualified Mortgage）发行时没有 5%的限制，不符合条件的房屋贷款有 5%的限制。当然，这个条款还在研究与变化之中。

Q3：P2P 和既有的银行有哪些合作？对现有银行个人业务有哪些冲击？

A3：P2P 与银行的合作主要有：P2P 公司租用银行牌照来逃避成本。银行作为投资者购买 P2P 公司的贷款。银行可以作为机构投资者资产证券化的发行人。

P2P 公司客户人群占银行个人业务的比例较小，对银行冲击不大。P2P 只针对基数不大的银行部分人群，这些人群在现有银行的框架下没有获得最好的贷款利率。数据表明，个人金融市场的投资需求高于贷款需求，机构投资者对于购买贷款的需求非常旺盛，而借款人没有这么多，所以现在处于扩大借款用户的阶段。

国外个人金融非常发达，P2P 公司只能见缝插针的寻找客户。中国个人金融不发达，给了小额贷款公司更多的空间，这是两国发展阶段不同造成的。中国需要对 P2P 公司到底是中介公司还是贷款公司有明确的界定，公司的责任和权力有明确的确认。此外，中国还需解决的问题有：平台破产以后的清偿顺序怎样；监管资金如何与平台隔离；如何确保充足的风险披露以避免误导投资者。中国在监管和投资的角度上可以像美国学习，不过也需要根据国情有所改变。例如，考虑到登记成本太高，所以 P2P 公司不一定非要在证监会登记。

第 23 辑

(2014.3.5)

众筹：互联网思维下中小微企业融资的创新模式

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李祎，美国特许另类投资分析师。2013 年 11 月开始互联网金融创业前在纽约摩根士丹利投资管理部负责 1300 亿美元基本面分析驱动的主动型股票基金投资风险和估值，并作为定价委员会成员对推特(Twitter)等高科技成长型股票进行从私募期到上市期的定价。2013 年大摩成长型股票基金回报率 48%，5 年年化收益率 27%，被权威评级机构晨星评为年度股票基金之星。此前李祎曾就职于美国保德信投资部(Prudential Financial)、福特基金投资部(The Ford Foundation)、以及联博(Alliance Bernstein)，主要负责股市预测、资产配置及风险管理。赴美前李祎曾在清华大学、中国科学院及 NEC 研究院进行模式识别方向创新研究工作。李祎热心于公益事业，金融危机期间策划了针对中国 16 所高校在美留学生的就业指导，曾受邀在哥伦比亚大学中国发展论坛、纽约大学中美投资峰会进行演讲，并在获得美国总统奥巴马赞誉的非盈利组织涨潮资本(Rising Tide Capital)指导创业者完善商业计划书和融资策略。李祎从天津市南开中学理科实验班进入清华大学自动化系本科就读，并先后获得中国科学院计算所和美国哥伦比亚大学运筹学硕士学位，现任大纽约地区清华校友会副会长、大纽约地

区南开校友会副会长。李祎是众方俱乐部，去中心化的基于分享、互助、共赢的创业者私董会的发起人。

一、什么是众筹

众筹翻译自英文 Crowd Funding，广义的众筹是指利用互联网和社交网络传播的特性，让中小微企业家、艺术家和个人对公众展示他们的公司、创意或项目，争取公众的关注与支持，进而获得所需要的资金完成融资目标。这个概念是结合了维基百科、互动百科以及美国、英国和中国成功融资项目后进行的定义。众筹与化缘（佛教认为，能布施斋僧的人，即与佛门有缘，僧人以募化乞食广结善缘，故称化缘）在本质上和具体形式上有相似之处，但在这个时代背景下又有鲜明的具有开创性的实用意义。

首先列举三个令世人瞩目的，在众筹平台上进行的融资项目。智能手表 Pebble 属于可穿戴设备。项目在著名众筹平台 KickStarter 上进行预购式融资，发布期间成功募集到了 1000 万美元的启动资金。最近，Terrafugia 在另一个众筹平台 Wefunder 上融资，Terrafugia 是一种可变成飞机的空陆两用交通工具。这种交通工具可以从车库中驶出，在遇到交通堵塞和应急情况时变形成飞机，将路上交通工具转换成空中交通工具。该项目目前只针对合规投资人（Accredited Investor），合规投资人是指年收入在 20 万美元以上或家庭收入 30 万美元以上或不包括房产的净资产在 100 万美元以上的投资人。这个项目可投资最低金额是 1000 美元，现在募集了 1100 万美元。现在，SEC 正在审核关于投资人的法案，如果通过未来该项目将会面对更加广阔的投资者。众筹中筹资成功率较高的是游戏类项目。Star Citizen 在自家公司网站和众筹平台上同时筹资，通过众筹平台 Kickstarter 预设

200 万美金的目标，另外把其他余额项目放在自筹平台上。该项目在募集期间已经超过了预设目标值，并且在自筹网站上募集了超过3900万美元（截至 2014 年 2 月 21 日）的额度。项目在自筹平台上募集的资金与在众筹平台上募集的资金有很大差距，这是因为众筹平台的主要商业模式是收取佣金，所以当项目需要募集很大资金时，可以将目标分配放一部分资金在众筹平台上，利用众筹的优势和自身的宣传效果，达到筹资的最终目的，同时还能减少平台的佣金收取。这也是众筹和自筹两种形式的结合。

二、历史背景

从创业者角度分析，项目的融资可以通过家人、朋友和渴望参与投资但不懂投资的所谓的傻瓜（Triple F）。家人和朋友与创业者关系较近，创业开始时容易接触到，但是这一类非专业投资者往往可以同甘，但是不能共苦，在项目开展进程中遇到麻烦时无法用专业的语言进行沟通，Triple F 很有可能撤出资金或者进行非理性的干预，导致创业者面对很大的风险。另外一个渠道是银行或小型企业贷款。但是银行审核过程繁琐，批复时间长。2008-2010 年间，由于金融危机后的信贷紧缩，美国有超过 17 万家小型企业倒闭，另外一大批企业从来没有获批过贷款。目前抵押和非抵押贷款规模已经缩水不少，所以对于小型企业而言，这种贷款不再有优势。第三个渠道是在企业发展初期的天使投资和风险投资。天使投资和风险投资都会追求早期投资的高回报，有高回报特征的行业一般为高成长型行业或者带有连锁模式的传统行业，例如高科技、生物科技、TMT、硬件、连锁餐饮类。而艺术家、社区类公益项目不具备高成长性，不受风险投资和天使投资青睐。此外，天使投资人进行背景调查和尽职调查时在地域上有限制，通常天使投资人会寻求离家 100 英里之内的项目，导致有些创

业者不易得到投资人的关注。在这样的背景下，众筹平台在美国发展起来。

从投资人角度分析，非合规投资人在美国现行法律规定下无法进行公开投资。非合规投资人只能通过线下私募的方式参与初创企业的融资，而合规投资人只占美国 2%的人口。天使投资人进行尽职调查的时间开销大。如果对某个项目感兴趣，首先需要看商业计划书，进而进行项目展示（Demo Show），然后还需要开展对团队特质、团队主要成员的背景、项目背景、以往信用、商业计划书的真实程度等方面的尽职调查，直到最后做决定。该过程需要很长时间，而且最终还有可能选择放弃。计算这一年中可以投资的项目再乘以投资项目成功的比例可以发现，这实际上相对而言并不是一种高效的投资方式。此外，在地理条件的限制下，在没有互联网的引导下，在没有信息共享的情况下并缺乏内部资源时，境外投资人投资美国本土初创企业的机会微乎其微，并且代价和成本较高，包括时间成本和机会成本，而且企业的信用风险和成功的概率难以估计。目前中国有大量的企业在美国进行收购并购，当然收购并购的标的比较成熟。未来可以尝试和关注成长中的公司，并通过互联网进行战略布局。

三、JOBS 法案

（一）推出背景和时间轴

JOBS 法案一共有五项（有另外两项由于不具广泛性在此略过），其中第二项（TitleII）和第三项（TitleIII）与众筹平台相关。金融危机爆发后，小型公司融资渠道收窄，而且在通过上市获得资金较为困难的情况下，美国为了促进就业和增强创新能力，在 2011 年 1 月宣布了名为创业美国（Startup America）的计划，鼓励帮助小型公司的成长，创造更多的就业机会和创新能力。整个法案的推动过程是，

2012 年 3 月 8 日众议院通过法案，2012 年 3 月 22 日参议院提出修改意见并在 3 月 27 日提交美国总统奥巴马。2012 年 4 月 5 日，美国总统奥巴马签署了法案。

（二）TitleII——针对合规投资人

以前针对于合规投资人的项目宣传只能私下进行，而现在法案规定允许对合规投资人进行一般劝诱和广告宣传活动。法案的规定默认了合规投资人有风险意识，或者说合规投资人在投资高风险项目时，即使有资产的损失也不会过于影响生活状态。TitleII已经获准通过并处于执行期。

（三）TitleIII——针对非合规投资人

TitleIII中比较重要的规则有交易金额、公司披露和众筹平台三点。TitleIII属于拟定规则（Proposed Rule），在 2013 年的 10 月 23 日提出。从提出后到 2014 年二月初，已有一个大概三个月左右的审核期，由美国证券交易委员会（SEC）进行审核，同时收集受众反馈意见。受众人群包括投资人、创业者等中小微企业家、律师、教授、经济学家和该法案的关注者。目前来看通过时间还会延后，预计 2014 年的夏季才能修改完善并通过。

交易金额。一个公司在 12 个月内通过众筹最高只能筹资 100 万美元。如果公司的风险较高，该项规定可以避免更大的损失，起到保护投资者的目的，同时也促进了投资风险的分散效应。法案规定投资者在 12 个月内将获准的最高投资额分两种情况。如果年收入或净资产少于 10 万美元，可投资 2000 美元或者 5%的年收入和净资产中的较高者。如果年收入或净资产等于或超过 10 万美元，则可投资 10%的年收入或净资产，同样以较高者为准。法案还规定 12 个月内投资者无法通过众筹购买 10 万美元以上的证券。这项规定的合理性可以参照财富管理的资产配置方案来理解，它将高风险投资比例限制

在可承受范围之内。

公司披露。构成人员方面，核心成员、董事和占公司 20%以上股份的股东的信息均要披露。公司业务和发行募集资金的使用计划需要披露。公司需要披露证券价格、发行目标量、截止到期目标发行量以及公司是否会接受超过目标的发行量。其它需要披露的信息包括关联方交易、公司财务状况描述、第三方审核过的 12 个月内公司的财务报表。最后美国证券交易委员会还需要对整个募集状况有所了解，筹款的进度和年报都需要提供给 SEC 和投资者。

众筹平台。众筹平台的产品只能网上操作，通过由注册经纪人（registered broker-dealer）或资金门户（registered funding portal）控制的平台进行注册。众筹平台需要为投资者提供指导材料。此外，由于投资人的非专业性，平台需要进行尽职调查、信用审核，采取措施以减少欺诈风险。众筹平台还需要提供有关产品和发行人的信息，并提供沟通渠道，允许用户对产品进行讨论。平台还需要促进众筹证券的发售和销售。在提出的法案中，法案禁止众筹平台提出投资意见或建议；禁止拉客购买，出售或承销证券；禁止在募集补偿方面施加一定的限制；禁止持有、控制、处理投资者的资金或证券。

四、众筹的四种模式

奖励式：奖励式众筹平台回馈产品或服务。项目没有完全开始的情况下先筹资，在资金的驱动下产品成功的生产出来，并回馈给投资者。创业者起初只有一个想法，想法与消费者之间还有一条很长的资金链。奖励式的众筹可以让创业者的资金来自于购买产品的人，相当于投资人在产品和服务还没有被生产出来前直接预订这些产品和服务，缩短了资金链。比较著名的奖励式众筹平台有 Kickstarter、Indiegogo 和 Fundable。

捐赠式：捐赠式众筹基于公益和慈善筹资，投资人不期待任何回报。这一类平台在美国、英国、日本等国家有一定的发展，美国发展尤其成熟。这与美国税收政策和公益性的文化背景相关。比较著名的捐赠式众筹平台有 Gofundme 和 crowdtilt。

债权式：互联网上的 P2P 公司属于债权式的众筹平台，平台返还本金和利息，例如 Lending Club 和 Prosper。

股权式：股权式众筹平台给予投资人股份。投资后公司成长空间、收入、花费和退出机制都将影响股权式众筹平台的发展。著名的股权式众筹平台有 CircleUp、AngelList、wefunder 和 Fundable（Fundable 既是奖励式又是股权式平台）。

目前奖励式和股权式发展比较迅猛，未来平台如 Indiegogo 等有可能从现在的奖励式发展成奖励式加股权式的混合商业模式，该平台最近获得 4000 万美元风投。而 Kickstarter 上的初创公司（项目）已经通过众筹募集了 10 亿美元的资金，其创始人称会继续坚持奖励式的商业模式。

五、众筹的喜

众筹降低了创业者的门槛，草根创业者可以更加容易地融到资金并且推出具有创新力的产品或服务。其次，众筹提供了从客户端到商务端的信息反馈。创业者还可以从项目受投资人的关注程度以及投资者的反馈判断项目定价是否合理。例如，投资者在一个激励式项目中可以投资 49 美元、99 美元和 199 美元，每一类投资所获得的回馈不同，在众筹平台入口能够较好反映真实客户分布的前提下，通过观察哪一类产品的投资人数较多可以在一定程度上说明受众市场对哪一类产品比较青睐。由于投资者是直接投资现金，所以偏好的真实性和参考价值比调研要高。此外，众筹还提供优秀的广告平台。在众筹

融资成功可以拉动消费群，投资失败也可以吸引潜在投资人，所以众筹具有广告特质。很多具有影响力的网站会关注众筹平台，所以在此平台融资很容易获得爆发式的媒体传播效应，只要项目本身有一定的创新性、吸引力或者能解决用户某方面的市场需求，则可以得到比风险投资和天使投资更高的关注度，更强的传播效应。现在美国一些项目如果选择众筹式融资，策略上会通过公共关系（PR）在媒体上进行一轮预热，然后再在平台上筹资。

众筹帮助投资人降低了投资门槛，普通投资者可以参与到伟大产品的诞生中。其次，众筹还可以分散投资者风险，尤其是对于专注某个行业的天使投资人。天使投资人可以在某个项目上与同行分摊股权池，以达到风险分散的目的。此外，众筹还可帮助投资人进行高效地尽职调查。帮助投资者筛选信息，同时实现信息的数据化、数据的透明化，并且规范简化流程。同时，投资者可以通过互联网挖掘全球优质项目，通过众筹平台实现跨地域投资和产业布局。

六、众筹的忧

创业者面临订单压力，尤其是预购式众筹。创业者需要在规定时间内完成产品或服务的设计、制作和发放，实现对支持者的承诺，否则信用将蒙损。其次，创业者通过非合规投资者股权类众筹融资时，可能存在缺乏投资者具体的创业指导，难以获得天使投资人的行业人脉和经验积累。股东过多会影响决策，同时不能保证后续资金链的完整。传统意义上融资有天使轮、A 轮、B 轮、C 轮，D 轮，PE 轮和上市，而创业者无法一站式地在众筹平台上完成所有融资。创业者还需面对羊群效应。明星立项人或者项目会获得更多的资金，但是没有影响力的立项人或者项目会被排挤和忽略。

投资人首先面临是项目风险，即公司信用及非专业投资人的判断。

第二是平台风险，包括尽职调查的合理性、信息披露的真实性和全面性、平台的安全性。三是估值风险，初创企业估值很难，其科学性、合理性是技术加艺术的问题。四是退出风险。初期回报周期很长，目前缺乏二级市场流动性，股份如何转让是个问题。

七、众筹的发展

2013 年 10 月，世界银行最新发布的《发展中国家众筹发展潜力报告》显示，目前众筹模式已经在全球 45 个国家成为数十亿美元的产业。预计到 2025 年，中国众筹规模将达到 460 亿美元—500 亿美元，全球发展中国家众筹规模将达到 960 亿美元，中国众筹规模将占到发展中国家众筹规模的一半左右。众筹平台盈利模式主要为佣金和月费。通常融资成功后收取 5%左右佣金，融资失败后各个众筹平台规则不同。有的平台如 Kickstarter 会退还预订费用并免收佣金，有的众筹平台如 Indiegogo 还可以选择保留所筹部分款项但是会收取 9%的佣金，如果成功会退还 5%，即只收取 4%，比 Kickstarter 低 1%，以此激发创业者的积极性，促进成功率。月费为融资企业每月缴纳的固定费用，如 Fundable 的月费为 179 美金。

全球通过众筹的筹资量呈逐年上升趋势。2010 年为 8 千 9 百万美元，2011 年为 15 亿美元，2012 年为 27 亿美元，其中 16 亿美元来自北美，且但是预计 2013 年将达到 51 亿美元，该数字还需要核实。

世界领先众筹平台的数量比较集中。美国有 344 家，位列第一，英国有 87 家，位列第二，法国有 53 家，位列第三。

2009 年至 2012 年期间，众筹平台的年复合增长率为 63%。发展最快的是奖励式的平台，因约束较小，增长率为 524%。股权平台排名第二，为 114%，债券平台为 78%，捐赠平台增长率为 43%。

八、众筹在中国

众筹在中国发展存在一些不利条件。首先，国内相关法律并不完善，因此存在非法集资的风险。其次国内缺乏信用体系，美国每个人都有一个社会安全号（SSN），通过社会安全号可以查询个人信用行为。公司的行为也有一套完善的系统进行记录、评价和约束。国内的P2P 互联网金融模式下，每个 P2P 平台都建立自己的信用评价体系，但都是在线下进行，这带来了成本的增加和人员管理复杂程度的提高。第三、国内大多数投资者存在保本意识，除非是非理性投资的暴富心理，否则高风险股权式的投资方式不具普遍接受性。第四、对于捐赠性平台，我国的公益文化缺失，这些都是不太有利于各类众筹的大背景。

中国监管部门对于包括众筹在内的基于互联网的新生事物往往持有接纳态度。美微传媒在淘宝上进行股权式融资，最低门槛为人民币 100 元，最终筹集了 225 万人民币，之后受到证监会的关注和指导，向投资者返还了 38 万。目前美微传媒发展不错，进行了很多信息披露，跟腾讯还有一定合作，是一家专注于财经的传媒公司。第二个例子是 3W 咖啡，该项目在微博上号召，进而在圈内进行股权融资，每股 6000 元，每人约购买 10 股，吸引了约 180 投资人，包括许多比较知名的天使投资人、风险投资人、TMT 领军人物，目前除发源地北京外已经在深圳等创业氛围浓重的地区进行了连锁经营。因为事后有返回资金的行为，近来比较火的微信红包、AA 收款等现象严格意义上不属于众筹，实际上先进行资金的筹备，再组织活动，才具有众筹特质。从众筹的移动发展路线来看，微信是可以大有作为的。另一个具有励志意义的项目叫“大鱼·海棠”，是在文化（现阶段是硬件）方面的一个垂直化众筹平台“点名时间”上进行融资，融到一

百五十八万，该项目整个制作成本应该至少要三千万，因此还在不断地寻找投资商。这个项目是一个清华的学生发起的，制作比较精美，这是国内文化方面众筹的例子。另一个例子是钱科铭等人在微信上，通过捐赠式、回报式方式在进行上学款项的筹集，以进入中欧商学院的中欧创业营。

在中国发展比较好的或者已经有一段时间的众筹网站，其中股权式的有天使会、大家投，综合式的包括众筹网、梦想汇、中国梦网，以硬件为主的有点名时间，以文化为主的追梦网，以手艺为主的觉JUE.SO，以微电影为主的陶梦网，以音乐为主的乐童音乐，以大学生为主的酷望网。前两种股权式的众筹主要针对天使投资人和风投。法律方面通过代持的方式可以把股权投资者的数量控制在 200 人以内。

九、众筹的未来

未来如果众筹可以提供线下交流互动，融资效果可能会更好。这包括信息披露、融资方面进展的披露、产品版本的完善、线下面对面的接触，以及线下的众筹等，现在已经有一些这方面的尝试。对于众筹来说，线上是一种传播信息的渠道，包括互联网、移动终端、交互设计、云、大数据等工具可以把信息比较清楚完善、而且有交互性地传递给信息接收方，信息接收方可以是专业投资人，可以是普通投资人，也可以是用户。而线下主要是建立信任。首先，品牌公信力一定要有，这样才能够得到投资者的信任和关注；其次可以建立弱关系中的强关系，例如投资者有可能会更关注校友的项目、或者前同事的项目；第三，人和人之间关系需要被投资，这来自共享的时间、共同参与的事件和活动，以及面对面的接触、感知等。希望未来众筹平台可以提供这种交流互动来弥补线上的不足。

众筹的未来可能会有本地化、移动化、两极化、垂直化等发展趋势。如咖啡馆、园区、老年活动中心等带有公益性质、被公众所使用的项目，可以进行本地化的众筹。而移动端目前开发的还不够多，过去认为重决策主要在 PC 端，而轻决策主要在移动端。但随着移动端不断地完善，未来趋势将逐渐向移动端靠拢，尤其是金额较小的投资，未来可能通过移动端完成。两极化包括两个引申含义，一个含义是优秀的项目有可能会被疯狂地投资，相对弱的项目就无人关注；另一个含义就是部分众筹平台纯做中间人的角色，而另一些众筹平台则由风险投资人主导，带有半私募半公众性质，其中有许多活跃的天使投资人。

目前众筹还出现了许多新的概念。众筹最初的目的是让中小型企业和好的创新企业能够进行融资和生存，但现在来看，还需要解决相关的市场、税务、人才配备、法律、还有整个公司建设过程中遇到的问题，这就提出了众建（Crowdbuilding） 的概念。另外一个概念是领投+跟投（Leading Investor+Following Investor）。通常投资者分为普通投资人和合规投资人，合规投资人中还分为对某个领域非常了解的专业投资人，以及相对而言专业方面差些、但是对风险控制方面有丰富经验的投资人。领投就是由专业投资者进行尽职调查，决定投资，其他人跟着投入资金，以私募基金、特殊目的实体（SPV）有限合伙公司等方式（根据不同国家法律尽量简化规避）共同完成资金募集。该种模式信息披露在网上进行，而资金的周转部分在线上，但大部分还是以线下为主。在一条龙服务中，如果相应的其他网络没有建立起来，将会存在信息不透明、中心化的现象，在地域、人才、法律、税务、市场等方面都可能存在套利机会（Arbitrage）。

十、问答环节

Q1：众筹平台有两个核心，一是筹资项目的来源，一是出资人的参与，美国众筹平台如何处理这两个核心？

A1：项目筹资的两极化现象比较严重。项目来源方面，比如 Kickstarter 在筛选项目时拒绝率很高。有些被 Kickstarter 拒绝的项目在 Indiegogo 上被采用，但最后未能成功融资。Kickstarter 目前成功融资的项目约占项目总数的 44%，而 Indiegogo 则是 30%左右。如果平台很有名，项目筛选时可以拒绝掉一部分项目。如果平台一开始不出名，比如早期的 Kickstarter 第一天上线的项目很少，就可以通过明星项目引发公众的关注。Anglelist 股权式的投资方式有天使投资和风投参与，会配置一部分股权池，因此需要一定项目源。至于其他像文化类的非高增长性项目，或者没有被天使投资、风投关注的，是众筹平台的天然项目源。

发展最迅猛的众筹平台是回馈式平台，因为监管力度较小。对出资人参与力度影响较大的因素为法律是否允许对合规投资人和非合规投资人进行广告宣传。目前可以对合规投资人进行广告宣传，但需要验证是否可以向非合规投资人输出广告。在 Fundable 或者 Anglelist 上决定投资时需要进行验证，税务会计师都有清晰的年收入记录，可以提供这些资料。对于非合规投资人的法案还在勘订期，已经通过了众议院、参议院和奥巴马的审定，但是需要等待 90 天的反馈期结束后由 SEC 做最后定夺。

Q2：国内一些众筹项目除了从公众方面筹资外，众筹项目本身也会跟投项目，美国是否也有这种操作？

A2：这与众筹平台商业模式和各国法律有关。在美国的众筹平台商业模式目前只有两种，一种是佣金式的，另一种收取月费。在中国有些众筹项目会收取股权，即不收钱但是如果成功可能收取股权的一定比例，而在美国这种做法则被禁止。如果众筹平台代表天使投资

方或者风险投资方的话，仅仅利用互联网模式起到广告作用，并不具备公众投资特质，操作时仍然需要沿袭私募的模式。

Q3：对国内众筹行业的监管有什么建议？

A3：中国可以借鉴美国制定法律的相关方式。中国对于互联网金融和新生事物的宽容度很高。互联网与时代同步，对于金融的冲击很大，一种可能的方式是在互联网金融中，众筹行业的前沿实践者会被邀请到证监会等相关机构商讨措施、及法律的制定。

从之前美微传媒的例子来看，美微传媒先进行众筹然后受到证监会关注，可以看出证监会对于监管和对中小型投资者的保护都有相应的措施。各个互联网背景的平台构建者、各个很早涉足众筹的风险投资人和天使投资人对于相关法律、措施的制定应该有很高见地。

第 24 辑

(2014.3.13)

美国利率衍生工具及基本量化估值与对冲框架

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

孙东宁博士(Danny Sun, Ph.D.)先后任职于瑞士再保险自营交易部、花旗集团投资银行、瑞士银行投资银行，现担任德意志银行战略科技部美国(执行)总监，负责团队建设与管理，为利率/信贷/按揭/股票衍生品提供量化策略与系统解决方案。进入金融领域之前，孙东宁先生在美国哥伦比亚大学研究关节软骨本构关系，获得生物力学/生物医学工程博士学位；获得美国约翰•霍普金斯大学生物医学工程优秀博士后奖,从事椎间盘生物力学与生物材料研究；发表逾 60 篇国际期刊论文/国际会议论文/专业书章节，并为 5 个生物工程国际期刊和 2 个国际基金担任评审。现受聘担任清华大学(深圳研究生院)客座教授、全美华人金融协会(TCFA) 董事会董事和互联网金融委员会共同主席、美国亚洲金融协会(AFS)资深会员，并在金融杂志发表专业论文。

一、了解美国利率衍生工具的重要意义

当前美国利率政策发生了重要变化。众所周知，自 2007 和 2008 年以来，美国和欧洲经历了金融危机。以美国为例，常规货币政策在

危机中失效，美联储在降低短期利率的同时，非常规地通过购买中长期的债券（美国国库券和 GSE 按揭债券）来影响中长期的利率以提供流动性，这就是所谓的量化宽松。当前随着美国经济的逐步复苏，在温和通胀、失业率下降和经济系统稳定性增强的情况下，量化宽松政策从 2013 年中后期开始渐进性退出。可以预期在今后一段时间里美元利率会逐渐升高，美元会升值，美元回流美国，美元资产升值。

中国推进利率和汇率市场化将同时带来机遇和挑战。近期中国的“十二五”规划和十八大基本确立了金融改革的主题，中国下一步将大力推进利率和汇率的市场化，进行投融资结构的改革，大力发展资产证券化。这对中国金融机构而言既是机遇又是挑战。机遇方面：利率市场化会导致利率市场规模的扩大和利率风险的扩容，从而导致监管发生相应的调整。这将促进金融机构发展以市场为导向的金融服务和产品创新，从而扩大利润的来源。而挑战方面是金融机构将面对更加激烈的市场竞争，促使金融机构必须建立更加专业化的核心竞争力，实施差异化的竞争，在各自的优势领域建立有效的前台交易和销售、以及包括风控在内的中后台支持体系。

美元利率水平预期和波动预期对中国金融市场有重大影响。在系统层面，中国作为全球第二大经济体，拥有大量的美元资产。美元的利率水平预期和波动预期将直接决定中国外汇储备中美元资产的价值。美元利率曲线的涨跌将直接决定美元对人民币的双向流动。所以在中国逐渐开放利率和外汇市场的背景下，会增加人民币货币政策的难度和复杂度，这要求中国的政策制定者准确而深入地解读美元利率的走势和不确定性。而美元利率衍生品市场上所交易的各种衍生品的价格，则是了解美元利率预期和波动预期的一个非常重要的渠道。而了解美元利率衍生品的交易、定价、风险评估与控制，将为下一步人民币利率市场化和化解银行信贷风险提供有益的实例借鉴。

二、利率衍生品的市场规模

下图是截至 2013 年 6 月国际清算银行（BIS）所公布的台外交易（OTC）金融衍生品市场的数据图表。国际清算银行每半年向所有

Table 19: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives
By risk category and instrument
In billions of US dollars

	Notional amounts outstanding					Gross market values				
Risk Category / Instrument	Jun 2011	Dec 2011	Jun 2012	Dec 2012	Jun 2013	Jun 2011	Dec 2011	Jun 2012	Dec 2012	Jun 2013
Total contracts	**706,884**	**647,811**	**639,396**	**632,579**	**692,908**	**19,518**	**27,307**	**25,417**	**24,740**	**20,158**
Foreign exchange contracts	**64,698**	**63,381**	**66,672**	**67,358**	**73,121**	**2,336**	**2,582**	**2,240**	**2,304**	**2,424**
Forwards and forex swaps	31,113	30,526	31,395	31,718	34,421	777	919	771	803	953
Currency swaps	22,228	22,791	24,156	25,420	24,654	1,227	1,318	1,184	1,247	1,131
Options	11,358	10,065	11,122	10,220	14,046	332	345	285	254	339
Interest rate contracts	**553,240**	**504,117**	**494,427**	**489,703**	**561,299**	**13,244**	**20,001**	**19,113**	**18,833**	**15,155**
Forward rate agreements	55,747	50,596	64,711	71,353	86,334	59	67	51	47	168
Interest rate swaps	441,201	402,611	379,401	369,999	425,569	11,861	18,046	17,214	17,080	13,663
Options	56,291	50,911	50,314	48,351	49,396	1,324	1,888	1,848	1,706	1,325
Equity-linked contracts	**6,841**	**5,982**	**6,313**	**6,251**	**6,821**	**708**	**679**	**645**	**605**	**693**
Forwards and swaps	2,029	1,738	1,880	2,045	2,321	176	156	147	157	206
Options	4,813	4,244	4,434	4,207	4,501	532	523	497	448	487
Commodity contracts	**3,197**	**3,091**	**2,994**	**2,587**	**2,458**	**471**	**481**	**390**	**358**	**386**
Gold	468	521	523	486	461	50	75	61	53	80
Other commodities	2,729	2,570	2,471	2,101	1,997	421	405	328	306	306
Forwards and swaps	1,846	1,745	1,659	1,363	1,327					
Options	883	824	812	739	670					
Credit default swaps	**32,409**	**28,626**	**26,931**	**25,069**	**24,349**	**1,345**	**1,586**	**1,187**	**848**	**725**
Single-name instruments	18,105	16,865	15,566	14,309	13,135	854	958	715	527	430
Multi-name instruments	14,305	11,761	11,364	10,760	11,214	490	628	472	321	295
of which index products	12,473	10,514	9,731	9,663	10,170					
Unallocated	**46,498**	**42,613**	**42,059**	**41,611**	**24,860**	**1,414**	**1,978**	**1,842**	**1,792**	**775**
Memorandum Item:										
Gross Credit Exposure						2,971	3,939	3,691	3,609	3,900

成员国的中央银行收集各种衍生品的数据，这些成员国的央行既包括发达经济体的央行，如美联储、欧洲央行、日本央行，还包括发展中经济体的央行，如中国人民银行、巴西银行和印度储备银行等。衍生品市场包括外汇衍生品市场、利率衍生品市场、股票衍生品市场、商品衍生品市场和信贷衍生品市场。在每个市场的数据包括远期（Forward）、掉期（Swap）和期权（Option）。下图的左边一栏表示所有台外衍生品的面值，即本金，是发行总量的表征。右边一栏表示所有台外衍生品的市值。

（一）利率衍生品与股票衍生品的总面值对比

截至 2012 年 6 月，股票类产品总面值约 6.3 万亿美金，利率类产品总面值约 494 万亿美金，约 79.4 倍的差别。再看 2013 年中期，股票类产品总面值约 6.8 万亿美金，利率类产品总面值约 561

万亿，约 82.5 倍的差别，比 2012 年同期均有所扩大，反映了经济逐渐复苏、金融市场变得更加活跃的现实。

（二）利率衍生品占所有台外衍生品的比重

截至 2012 年 6 月，所有台外衍生品总市值是 25.4 万亿。其中股票类产品市值约 0.65 万亿，占台外交易市场总市值的 2.6%；利率类产品市值约 19.1 万亿，占市场总市值的 75.2%；利率类产品市值是股票类的 29 倍多。截至 2013 年 6 月，所有台外衍生品的总市值达到了 20.1 万亿，其中股票类衍生品有 0.6 万亿，利率类衍生品有 15.1 万亿。可以看出 2013 年股票类衍生品的市场比 2012 年更加活跃，总市值有所扩大。利率类衍生品 2013 年的总面值有所上升，但总市值下降。利率变化和可抵押范围的扩大对市值折现率的影响，估计是造成利率衍生品总市值下降的原因。但截至 2013 年 6 月，利率类衍生品仍占所有衍生品总市值的 75.1%，与 2012 年中期的 75.2%相比没有大的变化。

从以上数据看出，利率类衍生品在整个衍生品市场中的重要地位。

三、利率衍生工具介绍

那么，在一个市场化的金融体系中，为什么要发展利率衍生品市场？换句话说，利率衍生品作为投融资的工具，在投融资的经济活动中究竟有什么功能？

从功能上看，利率衍生品市场分为两个子市场，一个是利率曲线市场，是定价、分离、对冲、转移利率水平风险的市场；另一个是利率波动市场，即它的期权市场，是定价、分离、对冲、转移利率波动性的市场。

（一）利率曲线市场

主要产品：

1. 存款利率、利率远期、利率期货和回购约定。

2. 债券：国库券、市政债券、按揭债券、公司债券。

在美国，债券产品丰富，以发行者分类：有美国财政部发行的的Treasury Bond（美国政府所保障的、不会违约的债券）；有地方政府的 Municipal Bond(以地方收入如税收和过路费等来偿付,可能违约)；有基于美国政府政策性扶持房屋市场的政府支持机构（GSE）所发行的 Agency Bond（隐性的美国政府背书）；非 GSE 所发行的以按揭为抵押的按揭债券；以及公司债券（可能违约）。

这些债券可以在一级和二级市场上进行交易。

3. 利率掉期：

在美国，掉期类产品在机构之间进行直接交易。因其台外交易性质,与标准化的交易所交易的利率期货类产品不同,掉期产品结构(例如掉期期限）可以根据交易双方的要求比较灵活地进行设定，因而广受市场青睐，通常具有很好的流动性，从而成为市场有效表达利率水平期望和利率风险对冲的工具。

（二）利率波动市场

主要产品：与利率曲线市场对应的各种产品的期权。

1. 债券期权。

2. 利率掉期期权。

3. Libor 的看涨和看跌期权 Cap/Floor。

（三）利率期权如何嵌入产品

从嵌入方式区分，市场上有两类利率期权，一类本身就是期权，包括 Libor 的看涨和看跌期权 Cap/Floor、利率掉期期权和各种债券期权。

另一类是嵌入式期权，本身不独立存在，要嵌入其他产品中：

按揭债券：为了扶植房地产市场，美国的几个主要政府支持机构

如房地美、房利美等大量从市场上购买按揭，将按揭放在一起作为一个按揭池（抵押集合），在抵押集合现金流的基础上开发出多种按揭债券投放市场，投资者可通过投资按揭债券来投资房地产市场，而这些持有按揭的政府支持机构可以把资金及时地回收和流通。按揭的收入来自定期的利息收入，受到按揭人还款速率的影响。如果按揭人选择提前还款，则利息收入会减少。例如，在前几年利率处于低位时，很多按揭人选择提前还款，采用新的低利率按揭。实际上按揭人隐含持有了提前还款的期权（Long prepayment option），而按揭的拥有者（如政府的支持机构 GSE）则是空提前还款的期权。所以说按揭债券中隐含地做空提前还款的期权。

嵌入机构或市政府发行的债券中。在债券中嵌入一个允许债券的发行者提前或部分归还本金的期权；或嵌入一个债券持有者提前或部分收回本金的期权。

两个大投行或投行和对冲基金之间进行的结构化掉期交易。在普通掉期的基础上加入一些条件，如前期付款或增量化杠杆。尤其是为了防止利率过高，掉期一方经常加入浮动利息的上下限，并在一定的锁定期限后有权取消这种利率掉期，典型的这种掉期称为可赎回的掉期（Callable swap）。

（四）简单期权与结构化期权

Vanillas 期权：简单的期权产品，只依赖单个利率水平的风险。流动性好。

Exotics 期权：复杂的结构化期权产品，依赖多个利率水平的风险，通常含有杠杆和可赎回掉期。参与的门槛高，流动性有限。风险控制和市场报价涉及多个利率水平、波动性和相关性，对量化模型的依赖性高。近几年来由于监管影响，业务收缩较严重。

（五）两种常见的高流动性利率衍生产品

利率掉期：最常见的是固定利率和浮动利率的掉期，交易双方定期交换固定利率和浮动利率的现金流。如下图所示，A 银行和 B 银行做利率掉期，A 银行在一定时间（如五年内）定期（通常以六个月为一个周期）支付给 B 银行基于固定利率的现金流。若以本金 100 万美金，年化利率 0.9%计算，A 银行每六个月支付给 B 银行 4500 美金，B 银行则按照浮动利率每 3 个月（周期开始时）确定利率水平，在周期结束时，按照同样的本金和浮动利率支付给 A 银行三个月的利息。在这里五年的期限称为 Tenor，年化利率 0.9%称为掉期利率。掉期利率一般在掉期交易产生时根据当时的市场情况由交易双方协议决定，是对期限内利率的市场期望。

A 银行利用利率掉期将自己固定利率的现金流转化为浮动利率的现金流，以满足特定现金流的需要和风险控制的需要，也可以表达对未来利率上涨的市场观点。

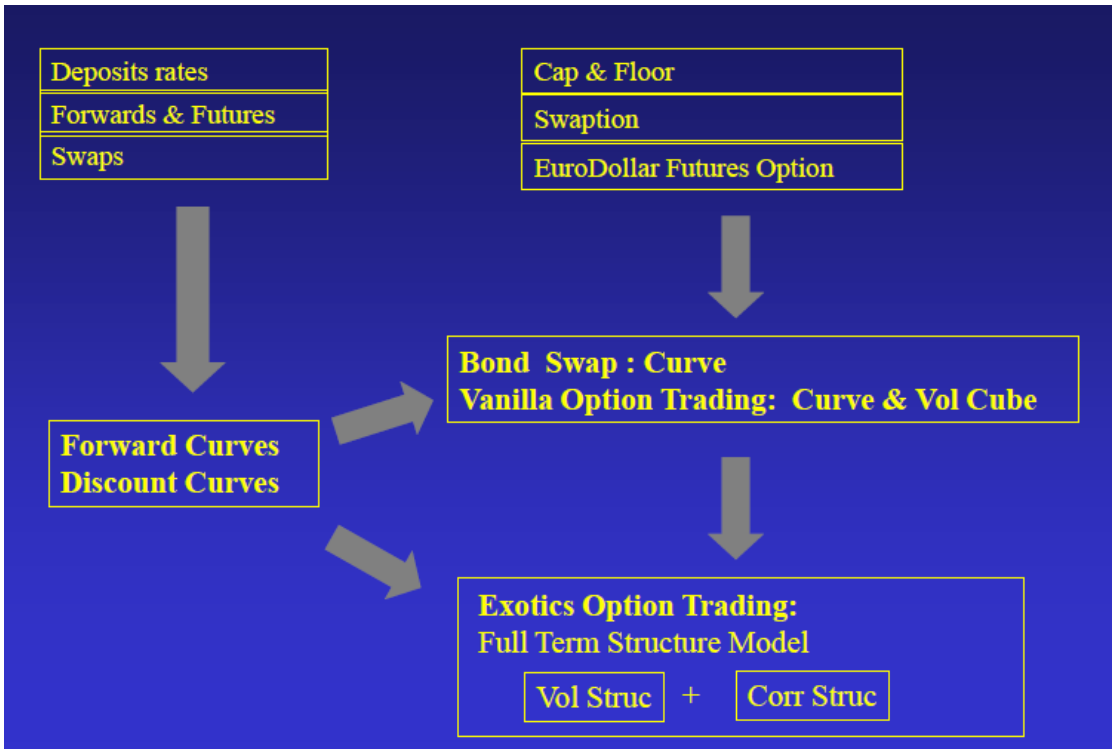
B 银行将浮动利率的现金流转化为固定利率的现金流，表达对未来浮动利率下降的市场观点。与债券不同，利率掉期没有开始时的先期付款，没有结束时的本金支付，所有的现金流都是周期性的利息支付。与债券相比，利率掉期对双方有较小的资本压力。

掉期期权：基于利率掉期的欧式期权，在未来的某一天（如在六个月之内），有权进入一个固定掉期利率及特定期限（如五年）的利率掉期。六个月为 Expiry，五年为 Tenor，该掉期利率成为该期权的 Strike。以支付固定利率还是接受固定利率分为 Payer Swaption 还是 Receiver Swaption，相当于看涨和看跌期权。

利率掉期期权的市场报价为隐含波动率，基于 Black Formula。在 Expiry，Tenor 和 Strike 都确定的情况下，随着隐含波动率的上升，该期权的当前价值单调上升。一个固定的隐含波动率对应一个期权的当前值。

利率掉期期权的隐含波动率和期权的执行日（Expiry）、期限（Tenor）以及进入期权的掉期利率（Strike）有关系，因此利率掉期期权市场报价集称为隐含波动率立方（Vol Cube）。在期权执行日（Expiry）和期限（Tenor）确定的情况下，随着 Strike 增大，隐含波动率先单调下降，称为 Skew；当 Strike 上升到比较大的情况时，隐含波动率有时会反向上升，称为 Smile。特别指出的是，Skew 和 Smile 是非常重要的市场现象，反映了对同一（Expiry，Tenor）不同 Strike 的利率掉期期权的不同的市场需求，例如当市场对利率下行风险担忧加剧时，OTM put（看跌期权）由于市场需求旺盛而隐含波动率加大。因此无论是进行市场交易、风险控制还是建立利率掉期期权的数学模型，准确把握 Skew 和 Smile 有着重要的意义。

四、利率衍生品估值和风险控制的基本量化构架



1、基本出发点：利率衍生品的当前值是在考虑融资成本的前提下，将未来的预期现金流折现到当前的一个统计平均值。

步骤 1：首先要知道该产品将来会产生什么样具体的现金流。这需要构建 Forward Curve（远期利率曲线）来预估未来各利息周期的公平的利率期望水平从而计算出各利息周期所接受或付出的利息数量和 Payoff（即现金流数量）。

步骤 2：知道预估现金流数量后，要对每一笔现金流折现到当前。这就需要建立折现曲线。

在经典的估值模型构架中，远期利率和折现利率是统一的，中间只需做一个小的息差调整。利率曲线的建立是基于市场上流动性良好的反映利率市场利率水平的基本产品和工具。比如在短期可以用存款利率，中期可以用利率远期和利率期货，长期可以用利率掉期。而重合的阶段可以依据交易者对具体流动性和风险控制的倾向性来进行取舍。

2、基本构架

对于有些现金流仅仅依赖于利率水平的产品，如债券和利率掉期，未来的收益就是利率的线性函数，所以可以直接根据利率水平折现估算出产品现价。由这个估值还可以算出产品对于利率曲线上各个构建工具的敏感度，或称为对冲比率，作为市场风险的衡量尺度和风险分离和对冲的依据。

然而，在利率市场上，利率期权和许多结构化产品，其未来的 Payoff 并非利率的简单线性函数。其未来的 Payoff 不再是仅仅依赖于未来 Payoff 相关时刻一个合理的利率平均期望水平，而是依赖于该时刻利率的分布情况。

对于具有依赖于单一利率单一时刻（Expiry，执行日）的欧式期权（Vanilla 期权，例如 Caplet 和 Swaption）而言，这个分布就是此单一利率（例如 LIBOR Rate 或 Swap Rate）在该单一时刻期权执行日的边界分布，而这个分布的范围和权重则由波动率来表征。

而许多复杂的结构化的产品（例如可赎回掉期），其 Payoff 不只依赖于单一的利率而是依赖于多个利率（整个利率曲线的多点），抑或不只依赖于未来单一时刻而是依赖于未来多个时刻（百慕大式期权）或未来每一时刻（美式期权）。因而，这些结构化的产品的估值取决于相应的利率在相关时刻的共同分布，即不仅依赖于每一利率的波动性，而且依赖于利率之间的相关性（Correlation）。

基于此，对于 Vanilla 期权产品，我们应当构建合理的数学模型来表达单一利率在期权执行时刻的边界分布，有效地与流动性较强的 Vanilla 期权市场报价相吻合，较好地描述隐含波动率的笑脸现象，对于同一期权执行时刻下市场流动性和透明性较差的 Vanilla 期权交易提供无套利报价插值，并给出期权的市场风险指标。

而对于流动性和市场透明度都相对较差的结构化产品，其定价和风险控制数学模型则要以基本的高市场流动性的利率曲线产品和 Vanilla 期权产品报价为基准，首先有效地校准到这些基本产品报价上去，无套利外推出结构产品的报价。基于这种校准和外推的报价模型，将结构化产品的价格与基本产品的价格波动直接挂钩，提供结构化产品的价格对于基本产品的价格波动的敏感度和对于基本产品的对冲比率，从而为结构化产品的报价估值以及市场风险的量化评估，风险分离和对冲提供依据。

这里需要特别强调的一点是在整个的利率衍生品的估值和风险管理框架中，市场风险的分离和对冲是通过量化模型最终归结到对基本利率曲线工具和基本利率期权产品的对冲比率，通过这些流动性良好的基本市场产品来实现的。

五、市场上的常见模型

1、Black 模型

Black 模型基于一个基本假设，即在期权执行日，掉期利率满足对数正态分布。Black 模型的主要贡献是可以对期权估值，可揭示了期权对利率水平的对冲比率 Delta risk，和隐含波动率的敏感度 Vega risk。这个模型现在通常只用于做市场报价，很少用作市场风险对冲工具。基本原因：该模型在每一个 Strike 上都假设了一个独立的隐含波动率，即独立的对数正态分布，也即假设同一利率在同一时刻不同 Strike 上采用不同模型估值和对冲，从而不能刻划同一利率同一执行日但不同 Strike 的期权的相互关联，不能在统一模型构架下描述前面讲到的隐含波动率的 Skew/Smile 市场现象。用这样的模型进行对冲会存在基本的模型风险残留！

2、局部波动模型和随机波动模型

市场上采用局部波动模型或随机波动模型（例如 SABR 模型）来将不同的 Strike 统一在一个框架下。这两种模型都可以抓住利率期权的 Smile 现象，是很有效的报价模型，但在风险对冲上二者对冲比率结果会有所不同。在考虑了市场上 Skew 和 Smile 现象的基础上，两类模型对冲比率结果中包含了除传统的 Black 对冲比率外的一个修正项，这个修正项与隐含波动率对标的利率的跟随运动有关。如果模型可以较好把握这个跟随运动，那么这个修正会改进对冲，反之则会导致差于 Black 模型的对冲结果。业界许多人认为对跟随运动的把握上随机波动模型效果优于局部波动模型。

3、复杂结构化产品的模型

结构化产品通常是一个多时刻、多基本标的利率和含有利率期权的产品（如可赎回掉期）。对这样的复杂产品建模以实现估值和对冲，则必须同时对多标的利率同时进行描述，把握这些利率的利率水平、波动率和相关性，也即所谓建立整个利率曲线的随机发展模型。市场上常见的有即时短期利率模型、市场利率模型和马尔科夫泛函模型等

等。模型的选择在于是否适应于所针对的结构化产品，能否能够较好地对相关的基本产品进行校准，是否便于实现，估值和对冲中出现问题是否便于检测，以及作为终极试金石的估值和对冲的效果如何。

六、2008 年危机之后的变化

1、市场层面：不同期限之间利率的息差发生很大变化。

危机前，银行同业拆借利率在 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月之间的差别维持在一个很稳定的水平。之间的差别很小。12 月和 1 月的 Libor 息差危机前在正负 25 个基点。2007 年后息差向上上探到 175 个基点，向下到-75 个基点。危机过后在 50 到 100 个基点的水平，远远高于危机之前的水平。

这反映了银行和券商为主体的金融系统中各机构参与者在危机高峰时和危机高峰之后对相互间的信用风险和资金流动性风险的重新认识和严重的关注。

2、政策层面

第一个是美联储量化宽松的实施和渐进性的退出。开头提到过，不再赘述。

第二个是美国政府与国会的 Volcker Rule 和 Dodd-Frank 法案和实施 Basel III。Volcker Rule 和 Dodd-Frank 法案通过禁止主要的“大而不倒”银行从事的自营交易和规范海量台外衍生品交易以减低金融系统的系统风险，Basel III 对资产 500+亿美金的机构的资本充盈率、流动性风险、同一对手的信贷违约风险、压力测试和早期自我纠正机制提出了更高的要求。许多过去两方的机构交易由各自估值转为由清算机构集中清算，交易双方在清算机构开立保证金帐户，在每个交易日结束时，依据交易产品的当前值，由当前值为负值的一方向保证金帐户提供全值抵押。集中清算和抵押交易大大降低对手违约风险，同时银

行和券商的融 资成本由以前银行间同业拆借利率（LIBOR）降低为美联储引导的 Fed Fund 利率区间。

七、应用利率/信贷衍生品进行投融资和风险转移的策略举例

1、投融资和风险转移的策略

为了满足资金需要，由于相对股票融资成本低廉，资金需求方（如实体企业或地方政府）经常会采取发行债券的形式进行直接融资，例如发行固定利率的债券。

投资机构（例如投资银行）可以购买债券来获取利息收益。对于资金占用问题，投资机构可以把固定利率的债券放在信托里面，然后以这个信托的名义发放浮动利率的债券给下游投资者，从而收回前期资本。这些下游投资者可以直接购买原始固定利率债券，也可以出于对违约风险和税务以及固定利率/浮动利率收益的倾向性等考虑，而选择投资机构发放的浮动利率债券。对于违约风险，信托可以向第二种投资人购买信贷风险掉期（CDS），或者采用完全回报掉期（TRS）交易，即信托把固定利率债券定期的利率收益、债券价钱的变化等所有的收益转给第二种投资人，同时第二种投资人支付浮动利率且承担原始债券违约风险。如果市场有利并操作得当，使得来自第二种投资者的浮动利率大于付给第一种投资者的浮动利率，那么投资机构及其信托将获得正的投资收益。

对于第二种投资者（多为大的对冲基金），如果直接购买债券的话前期要占用大量资金。现在，第二种投资者不购买原始固定利率债券，债券仍在信托手上，信托按期把原始固定利率债券的利息现金流支付给第二种投资者。第二种投资者本身不掌握债券，无需占用资本先期购买债券，但是债券产生的全部收益为其所有。它只需定期地把浮动利率的现金流支付给信托，从而减轻了自己的资本压力。

在这个图景中，参与的各方都通过衍生品的运用满足了自己投融资的需求。

2、利率衍生品和信贷衍生品相对值套利策略

市场通过对公司债券的价格和信贷违约掉期的息差（CDS Spread）对公司的信贷违约风险进行定价。公司债券的 YTM 包含了无风险利率和信贷风险溢价，而信贷违约掉期的息差则是直接的信贷风险溢价，二者对同一公司信贷违约风险溢价的市场定价差异可以进行相对值套利。一种策略是当公司债券信贷违约风险溢价低于信贷违约掉期的风险溢价时，同时成比例地买入公司债券和通过 CDS 买入信贷违约保护而建仓。这种策略希望市场发生下列 5 种情况而清仓获利：1）公司债券价格上升；2）CDS 息差加大从而信贷违约保护可以在更高价位卖出；3）上述两种情况同时发生；4）公司债券价格上升而 CDS 息差减小，但前者获利超过后者损失；5）CDS 息差增大而公司债券价格下降，但前者获利超过后者损失。这个策略的实现依赖于采用有效的量化估值模型建立信贷违约掉期所隐含的合理的公司债券价格，并与公司债券价格的实际市场价格相比较，从而判断相对价格高低，导出合理的建仓清仓依据（交易信号）

需要提示的是量化投资策略的运用应当与市场的宏观走势和市场的驱动力与运行机制相结合。一个获利的量化投资策略在市场条件和市场的驱动力发生改变时，可能会转为亏损。

八、对中国衍生品市场发展的建议

1、利率产品的可获得性和定价角度

中国实行利率/汇率市场化和投融资结构改革之后，从过去基本以银行贷款为主的间接融资，变为银行贷款的间接融资和股权/债务等直接融资并重的模式，股权和债务的一级和二级市场将会扩大。在

这个过程中，应当积极完善利率产品市场，全面地发展高流动性的基本利率产品：建立流动性良好的短、中、长期利率产品市场，并且尽可能简单化和标准化和透明化，以利于交易；建立流动性良好的利率期权市场，从而实现对利率波动性的定价；建立流动性良好的信贷衍生品如 CDS 市场，从而对信贷违约进行市场定价。

2、风险角度

债务市场的大幅扩容将直接导致利率风险的扩大：直接地，对基本利率水平的线性风险敞口将加大，OTC 市场包括利率掉期市场将扩大；证券化会大幅扩容城投债、市政债、企业债，这些是脱离了中央政府显性或隐性保险的债务，大大扩容信贷违约风险；下一步可以想见，随着房地产金融市场的发展，MBS 将逐步推出，MBS 蕴含着提前偿付期权,从而蕴含了利率波动性风险，即所谓 Gamma 和 Vega Risk。

流动性良好的利率衍生品市场和信贷衍生品市场的建立可以实现主动的市场风险控制。这些产品的交易价位提供了对应风险的市场风险定价。我们可以利用合适的量化模型：例如前面讲过的衍生品定价模型，风控的 VaR，风险资本模型等等，刻划、分离和监控风险，并提供量化的指标，通过适当的交易方式，主动转移和对冲的相应的风险。

当然，量化市场风险控制手段应与其它风控的手段（流动性风控，操作性风险，对手风险风控等）相结合。整体上配合相应的法律法规建设（例如法规上保障对冲的风险在会计上能够移出资产负债表；信贷违约后及时的清算）。

提到风险控制，国内许多朋友就谈征信。需要指出的是，征信的建设非常重要，但市场风险控制，光有征信系统是不够的，征信系统的建设是一个基础设施的建设，及时有效的主动的市场风险控制是通

过高流动性产品实现的，所以一定要重视基本产品的市场建设。

3、倡议及早建立衍生品市场集中清算

吸取美国此次金融危机的经验，在产品市场建立的同时，建议及早建立集中清算，并定期(每天和每周)发布产品和机构的仓位。这样，市场上及时监控衍生品总量及其与相关标的产品总量的相互比例，降低机构对手风险的同时，从市场总体上控制适度比例和杠杆，控制留存在整个金融系统中的风险。

九、问答环节

Q1：美国市场上不同的机构投资者（养老基金、保险、券商、银行等）在利 率衍生品市场上投资活动有什么区别？

A1：利率衍生品可以作为投融资（investment and funding）、套利（arbitrage）、投机（speculation）和对冲(hedging)的工具。不同机构所进行的投资活动不同，因此对利率衍生品使用方法也有所不同，所受的规范和监管也不同。投资银行通常为利率衍生品做市商，并采用利率衍生品进行利率风险对冲；共同基金可以持有债券，但不允许做空，对持有各种复杂的衍生品和复杂结构化的产品有较严格的限制；对冲基金，监管比较宽松，既可以利用衍生产品投融资，也可以利用不同的衍生工具采用多空手段进行投机和套利。

Q2：2008 年以后的估值和对冲构架有什么变化？

A2：2008 年以后很多掉期交易要通过抵押来完成，融资成本从 Libor 变为美联储引导的 Fed fund rate。从曲线的构建来说，2008 年以前远期利率曲线和折现率曲线同样基于 Libor，二者是统一的。现在折现曲线变成 Fed fund rate，由 Overnight index swap（OIS）和 Libor-OIS basis swap 构建，而远期曲线仍是根据 Libor 工具构建，两条曲线发生了分离。另外，由于不同期的 LIBOR 的息差显著增大，

在建立 Libor 远期曲线的时候，由原来建立一条 3 月期 LIBOR 远期曲线而后对其它期 LIBOR 进行简单息差调整转变为利用 Term Basis Swap 对 1 个月期、3 个月期、6 个月期、12 个月期 LIBOR 分别构建相应的远期利率曲线。有没有抵押对衍生品估值折现因子有影响，因而涉及到一个估值调整。业界和监管者对在交易后清仓之前不同日期是否允许不同货币的抵押品抵押存有争议。如果允许的话，在操作上和模型估值上会更加复杂：折现率变得与多个货币利率曲线相关联，产品将有多个货币利率曲线的风险敞口，对冲的操作也会更复杂。

第 25 辑

(2014.3.18)

中国房地产市场的现状、风险及政策走向

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

秦虹，国家住房和城乡建设部政策研究中心主任、研究员，兼任中国社会科学院研究生院城乡建设经济系副主任、教授；享受政府特殊津贴专家。秦虹主任长期从事城市建设和房地产经济领域的政策研究工作。曾于 2008 年赴美，在世界银行做访问学者。并于 2013 年 10 月 29 日为中共中央政治局首次关于住房领域情况的集体学习授课。

一、中国房地产市场现状

住房市场刚需强劲，结构性问题愈加明显。今年 1、2 月份商品住房成交面积同比略有下降，主要是因为去年同期成交基数较高，但 1、2 月份的商品住房成交面积总量仍然很高，仅比 13 年同期略低，是 06 年同期的 1 倍多，因此不担心今年需求陷入负增长格局。今年商品住房成交面积增长速度可能会下降，但仍将保持正增长。

需求方面刚需房占比最大。刚需房成交火热，对刚需房的需求占住房总需求的 60%-70%，改善性住房需求占 10%-20%，投资性需求由过去的 50%多降到现在的 10%多一点，80%以上的住房市场需求

都是自住型的。

刚需和改善性需求房占主体，与人口结构有关。一方面，年龄24-28 岁，对婚房需求较强的人群有 1.2 亿，其中 8000 万人居住在城镇，5000 万人在城市，无论是租房或买房，这一人群的住房需求都是真实而客观的；另一方面，尽管预计十二五或十三五中国城镇化进程可能放缓，但现在来看城镇化进程仍然较快。例如 2013 年城镇新增常住人口超过 1900 百万，城镇化率仍达到 1.16 个百分点，无明显下降。此外已经在城镇居住的常住人口也有改善住房的需求。所以此次政府工作报告，克强总理提“三个一亿”，均涉及城镇住房需求问题。

不同城市的住房市场差异明显。上海房价在上涨，同时北京、南京均出现了日光盘。而尽管杭州房价下降，但需求却并不疲软，房价在打折后需求马上就起来，即可售出，并不是打折之后没有需求。对于中小城市，有人士担心三四线城市需求量不大，但数字显示，去年三四线城市商品住房成交量同比增长 17%，增速实际略大于一线城市，并不是所有三四线城市都不行，但确实有少部分三四线城市存在供应过剩问题，整体上三四线城市住房市场差异也较大。

杭州代表目前全国房产市场普遍现象。当前杭州房产市场的特点是价格经调整回归合理，需求量大。数字显示，13 年杭州市区新建商品房销量 7 万套，仅次于 2009 年，而销售额则创历史新高；二手住房成交突破 3 万套，为三年来最高成交量。相比过去投资性需求推高价格的情况，当前价格有所调整且效果明显。但杭州自身也存在问题，下半年可住房源突然增加，导致市场恐慌。杭州情况代表全国房产普遍现象：一方面，销售情况好。去年新建商品房售出 13 亿平米，二手住房销售同比增长 60%；另一方面，住房市场主要矛盾发生变化，由过去的总量不足问题转变为结构性问题。由于市场上存

在一些恐慌情绪，因而多数企业选择了快增长模式，不愿囤货也不愿提高价格，倾向于加快销售流量，减少销售周期。今年 2 月底数字显示，全国商品房待售面积 5 亿平米，其中住宅 3.4 亿平米，增速由去年底的 37%降到 23%。快增长策略成为现下房产商的主要策略，而不是采取过去通过待售推高价格的方式。

总体上看，当前房地产市场自住需求仍然较强，这与人口结构有关系，需求结构导致房地产市场的真实需求较为明显，不至于过分担心。但结构性问题在未来几年会愈加明显。

二、中国房地产市场风险

总体上看，短期内（今明两年）房地产市场全面出现问题的可能性不大，但目前中国房地产市场最大的风险在于中小城市的部分中小企业。问题环节往往不在开发项目本身，而是其他方面的问题连累住房销售，以点带面引发风险。此外零首付贷款问题已出现，需警惕。

从杠杆率角度看，当前中国房地产市场不存在崩盘风险。因为目前我国住房杠杆率偏低，新增购房贷款余额占商品房销售额比重的 20%。房产开发贷款和个人贷款总量占商业银行贷款比例比去年提高 1 个百分点。商业银行有关数据显示，住房首付平均是 5 成，贷款期限平均为 7 年左右，从这两个数字看购房金融风险不大。

从供应量看，近几年供应量总量比较大，不平衡问题突出。2010 年每千人城镇住房竣工量同比 12.3%，11 年为 14.4%，这一数字偏高，说明总体供应量较大。但住房需求旺盛的大城市如北京、南京等地却供应不足，这说明供应不平衡，部分中小城市存在供应量过大的问题。但由于我国中小城市数量众多，总体看问题城市占比较小，不构成主流。大量新生代农民工去大城市挣钱后会回家买房，构成对中小城市的房产需求，所以供应量大不表示中小城市就有崩盘风险。

城镇住宅投资占 GDP 比重上升较快。2000 年城镇住宅总投资占 GDP5.5%，现在达到 11%-12%的水平。这很大程度是土地成本上升造成的，不能说明住宅供应量过剩。现在城镇住宅拥有量和城镇常住家庭数大致为 1:1。

从总量上看，全国供应并不过剩，主要是结构性问题，即部分城市供给过剩而部分城市不足。因为不同城市房地产市场差别较大，所以两会上李克强总理特别强调，下一步房地产特别是住宅政策要分层施策、分类施策，不再搞一刀切政策。

中小城市风险点不在居民本身，而在中小开发企业，这些中小企业长期拿不到银行贷款，资金来源复杂，且资金成本相对较高。过去市场繁荣时，靠垫资和快速销售可实现持续性开发；但现在市场不景气，中小企业垫资难、销售难，存在一定风险。问题可能不在开发项目本身，而在于其他方面，例如很多企业的投资人构成复杂，资金来源复杂，并且企业本身可能不单纯是房地产产业，其他发面出现的问题可能会对房地产业务产生影响。此外，商业地产风险大于住宅，这些问题都可能会连累住房销售。

另一个风险点是因为销售困难，中小企业为促进销售而实行的零首付贷款。表面上看，短时间内会在一定程度上提高销售速度，但风险巨大。现在市场比较脆弱，市场预期混乱，一点问题都可能引发恐慌情绪，对市场造成影响。所以中国房地产市场要严格风险控制，同时购房贷款杠杆底线很重要，要严格审核购房人资格，严格放贷手续。

三、对于房地产政策的认识

总体来说，政策层面下一步走向还是比较简单清晰。过去市场比较简单，而政策较为复杂，出台了很多微观政策；相对地，今后可能转为市场更加复杂，而政策相对简单。主要原因是这一届政府在房地

产问题的认识上较为实事求是，比较了解市场的真实情况，也更愿意发挥市场机制来解决市场上（特别是需求方面）的问题，发挥市场能动作用。

1、下一步房地产政策将更强调分类调控

分类调控将会是今年房地产调控的基调，包含几个含义：首先是中央政府不会再出台房地产调控一刀切政策。过去一刀切政策较多，而今后针对不同的城市、不同的人群，要实事求是地解决其需求。其次，政府不会再具体地管理房价。与 2013 年不同，今年两会关于房地产方面的调控政策，以及建设部的全国建设工作会议，均没有提出要对地方政府控制房价进行考核、问责，从而减少政府行政性手段对房地产市场的干预，发挥市场作用。13 年四季度时，由于年初提到要对地方政府房价控制目标进行考核，因而有十几个城市出台了新的调控政策，例如限购升级、限贷升级、销售不备案等，均是为了强化行政手段。这些手段使得市场运行规律难以把握，因此分类调控下一步不会再用新的行政手段，也不会再提中央政府对地方政府房价调控目标的考核。此外，未来各个地方有希望自主决定政府的微调。发挥地方政府政策的作用。

2、双向调节

双向调节的新意在于政府对房地产市场由过去侧重需求端调控转向供给端调控。过去的调控政策基本都在需求端做文章，导致调控越严厉的地方供给越难以提高。而分类调控的核心内容就在于完善供应体系，在供给端调结构，针对不同的需求和人群，采取不同的供应。这在双向调节上也有所反应，过去抑制投资需求的措施不再大力调整，而重点调整供给端政策。具体来看，双向调节中供给端调整包括三个方面。

首先，住宅供应体系由过去的两分法转为未来的三分法（特别是

在大城市）。过去认为“保障归保障，市场归市场”的方式很好，政府不需要对房产市场进行过多干预，但经过几年的实践发现，实际效果并不好。其原因一方面由于政府希望通过扩大公租房的方式来解决部分需求问题而造成财政负担过重，到 2014 年公租房已无法持续增加，地方政府财力不堪重负；另一方面即使筹资建立公租房，实际上对于真正需要住房的“夹心层”（包括婚房需求）也并不满意，由于供给仅是租房，他们最终还是要设法买房。中国的文化传统和社会现实决定了，人们将住房改善的需求与家庭财富的累积合二为一，这就导致依靠保障住房满足住房需求的效果不理想，并且政府负担过重。在这样的情况下，今年住房政策在供给端调整的一个重要变化是在大城市，特别是房价压力较大、年轻人增长较快、新增需求较大的城市增加住房品种，也即两会工作报告中提到的共有产权房。共有产权房不是保障房，其被定义为市场房，但不同于市场上的商品房，较商品房价格便宜。例如北京的自住型商品房，自住型商品房主要出售给第一次买房的刚需购房者。所以，从今年开始中国住房供应从过去的两分法变为三分法。对经济特别困难的人群，建保障性住房。对阶段性困难的刚需人群，建共有产权房，使年轻人在父母支持下，有机会买共有产权房。共有产权房一开始就定位为商品房，将来用于市场交换。称其为共有,是因为将来出售房屋获得的增值部分收益由政府和个人共享。如北京 30%的房屋增值收益交给政府，其余归个人所有。第三是纯商品住房，满足以小换大、以旧换新、以次换好的改善性需求和高收入 人群的购房需求。对于这类纯商品住房，政府可以彻底放开房价、资格、限购等限制，完全交由市场调节。

其次，大城市增加住宅用地供给，中小城市减少住宅用地供给。国土资源部已要求照此进行调整。

此外，供给端调控还体现在房产税上。房产税的制定已明确进入

立法程序，导致推出房产税的周期会变长，在短时间内不会出台。

3、保障性住房政策

保障性住房政策总的原则是力度不减，管理优化，结构调整。

保障性住房力度不减指的是今年新开工 700 万套，力度和过去几年基本持平。例如去年计划新开工 650 万套，实际新开工也接近 700 万套。

保障性住房管理优化，结构有所调整。一是两房并轨，即公租房、廉租房并轨，并轨之后不再有廉租房都是公租房，同时不再推经济适用房，主推共有产权房。第二，今年会出台保障性住房条例。条例出台后，要求地方政府依法保障，建设管理更加规范。第三，保障性住房结构调整，增加棚户区改造住房的比例。今年保障性住房在结构上实际上已作出调整。由于整个供应体系的调整，使得“夹心层”需求由靠公租房解决转为靠共有产权房解决，所以在整个保障性住房总量不变的情况下，大大增加了棚户区改造住房比例。在过去几年每年新开工的保障性住房中有 40%左右是棚户区，今年新开工的棚户区占到整个保障性住房的 60%以上。原来计划要棚户区改造 1000 万套，现在看十二五期间至少会改造 1500 万套。今年棚户区改造投资总量将超过 1 万亿。

4、人口政策和土地政策

城镇化中的人口政策和土地政策对房地产市场也会产生一些影响。

短期内人口流动格局不会改变。对于不同人口规模的城市（50 万-100 万，100 万-300 万，300 万-500 万，500 万以上）采取了不同的人口管理政策，尽管政策明确，但因政策出台而导致人口流动出现巨大变化需要一个过程，短时间内不会出现人口政策导致人口倒流的情况，中小城市向高铁沿线、产业结构调整快、发展快、就业机会多

的城市流动的格局不会改变。

相比人口政策，城镇化中的土地政策对房地产市场的影响可能会比较明显。所谓的“明显”不在于农村基础建设用地流转对城镇用地的影响，房地产开发制度也不会有大的改变，主要是结构政策会发生调整。正如国土资源部在年终工作会议上指出的：锁定 500 万以上人口大城市用地，不再新增建设用地。这意味着未来大城市土地稀缺性仍然非常明显，土地成本降不下来，这一政策对房产开发影响会比较大。

四、问答环节

Q1：新闻报道提到国家机关开始登记公务员房产，很多地方不同程度出现房产转让情况，这对市场价格、交易量会有什么影响？

A1: 登记房产已经开始好今年了。二手房市场规模越来越大，去年 40 个中小城市二手房销售面积同比增长 60%，从这 40 城成交总量看，二手房和新房交易比例是 4 比 6，这一比例增长很快。一线城市二手房交易已经超过新房。下一步二手房比例会继续提高。价格上，去年二手房价格走势与新房基本一致。

Q2：有说法认为现在二三线城市住房空置率普遍较高，泡沫风险较大，怎么看这一问题？

A2：一部分城市特别是新区空置率确实比较高。空置房一是已经卖出，二是不牵涉负债问题。所以有空置现象，但由此引发的风险尚不明显。

Q3：关于共有产权房，除北京外是否有别的城市在开发？资金方面地方政府财政收入承担多少？

A3：北京今年要做 5 万套共有产权房。深圳的安居性商品房也有此含义，只是没有实行公用产权而已。下一步主要在房价上涨压力

大的城市推出。共有产权房定位为商品房，政府不出资，只是在出让土地时做些让利。

Q4：小产权房处理思路是怎样的？

A4：关于小产权房的治理，第一，对新增交易坚决制止。第二，对已有的既成事实的小产权房要实事求是分类处置。占耕地、违规、不符合规划、安全性有问题的要坚决处理掉；对于那些符合规划、无安全隐患、长期和市政配套衔接、各方面合理的，怎么处置还没有明确的方案，但肯定不会简单承认其合法性也不会拆除。总之，分类处置是大原则，具体处置方案还不确定，尚在研究中。

Q5：怎么看“北京房价只涨不跌，会越来越高”这一说法？

A5：未来房价，不同城市差别大。即使有些城市上涨也涨得不快。过去的房价上涨是不太理性的，根本原因是收入分配差距大。过去十年经济高速增长，收入分配不平衡，两极分化格局明显。高收入家庭一次性付款买房，且买多套房，对房价上涨起支撑作用。但未来住房的投资性需求不会上升，改善性需求还是存在的。很多城市可能会出现二手房卖不出理想价格的情况。房价迅速上涨时期已经过去。

Q6：有消息称今年 6 月份之前完成房地产联网，这一消息可靠吗？

A6：今年要做统一登记，具体含义是不动产包括土地、房屋、林业、草原等统一到一个部门去登记。大概有两三百个城市已实现联网。联网首先是行政管理层级的简化，对房地产影响没有想象中那么大。

Q7：大城市对商品房有很多限购政策，抑制了部分刚需和投资性需求。限购政策有无退出时间表？什么时候退出时机比较成熟？

A7：供应体系完善了，就可以退出。供应体系搭建起来后，让低收入家庭能住进保障性住房，无房的能买一套房，其他就可以交给

市场。

Q8：年轻人中“逃离北上广”的新潮流对未来二三线城市住房发展情况有何影响？

A8：数据不支持“逃离北上广”说法。例如北京每年新增就业人口都稳定在 40 万人以上。人口流动短时间不会完全逆转。

Q9：对国家的文化地产政策有何前瞻估计？

A9：文化地产属于产业地产。关于产业地产，主要是地方政府在以产业名义吸引投资时，在土地上会有政策，各地不同。

Q10：从过去几年的宏观经济形势看，房产投资下滑往往伴随宏观经济形势的大幅波动。今年房产投资是否有失速风险？

A10：今年政策层面要求房产投资保持稳定。有信心实现今年房产增速与去年大体持平，因为需求以自主性需求为主，不会在一年内发生急剧变化。另外，今年供应量会上来，对保持投资稳定有积极作用。

第 26 辑

(2014.3.25)

美国抵押型房地产投资信托市场发展、特点及风险管理

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陈挺先生，富国证券交易风险和分析部董事。在 CMBS、RMBS（商业地产和住宅地产抵押贷款支持债券）、以及 Insurance Derivatives（保险衍生类产品）的发行和交易的定量分析（定价，交易策略，风险和对冲等）方面有 11 年的工作经验。本科毕业于中国科技大学空间物理专业，博士毕业于哥伦比亚大学大气和行星科学专业，进入业界之前在美国国家宇航局(NASA) Goddard 空间研究所从事卫星遥感和全球气候变化数值模拟方面的科研工作。

一、美国投资房地产的渠道

在美国有多种投资房地产的渠道，例如直接购买房产、投资房地产相关证券等。而房地产投资信托（Real Estate Investment Trusts，Reits）是一种比较容易吸引投资者的证券产品。美国有两种类型的房地产投资信托。

第一种是股权型的房地产投资信托（Equity Reits）。主要是投资和运营商业房地产，如商场、公寓楼、写字楼、厂房以及医院和酒店等，收入主要来自商业房地产产生的租金。

第二种比较流行的 Reits 是抵押房地产投资信托（Mortgage Reits）。mReits 并不直接拥有房地产，而是投资房地产的相关债务，例如房屋抵押贷款、抵押贷款担保证券（MBS），其优势在于投资时可以运用杠杆，而回购是最常见的加杠杆方法。mReits 最初出现在 1985 年，当时并不直接购买 MBS，而是购买或发放房地产贷款，购买的贷款资产通常都不是两房等发放的机构贷款。由于存在贷款金额过大超出了 Reits 资金限制等问题，机构便将一组贷款现金流打包组合成抵押担保债券（CMO），即早期 MBS 产品。mReits 运用短期资金为长期房地产抵押贷款融资，收益来自贷款利息收入。

二、mReits 的基本特点

1、mReits 的三种基本类型

第一种是投资于固定利率或者是可调整利率的住房贷款。

第二种是混合型（Hybrid Mortgage Reits），投资于 Agency MBS 或 Non-agency MBS。其中 Agency mReits 的特点是它投资的抵押物资质比较好，但是息差比较小。Hybrid mReits 的息差比较大，杠杆比较小。Agency mReits 的杠杆率比 Hybrid mReits 要大得多。

第三种是投资商业地产贷款，即 Commercial Mortgage Reits。

mReits 同一般的 Reits 类似，具有三个特点：第一，要投资到 MBS。第二，每月收益的 90%要用于再投资，以避免对公司层面和投资收益层面的双重缴税问题。第三，mReits 可以运用杠杆。一般的 Mutual Fund 基本上是不能使用杠杆的，而 mReits 可以。这是因为历史上通过了法案允许 mReits 运用杠杆。此外，mReits 为房地

产市场提供了流动性，尤其是杠杆的运用，放大了 mReits 的投资额度。

2、mReits 的发展进程

mReits 从 1985 年出现到 2002 年发展都比较缓慢，直到 2002 年 mReits 管理的资产才包括 500 亿 MBS。从 2002 年到 2006 年增长加快发展，规模由 500 亿扩张到 2000 亿。2006 年到 2009 年，金融危机期间规模几乎缩减一半。不过 2009 年之后增长非常快。

3、mReits 吸引投资者的原因

mReits 的长期表现很好，优于标普指数，长期年化收益率约 10%左右。对于注重收益、需要丰厚回报的投资者而言，mReits 是很好的投资标的。近期市场担心利率上升，mReits 的表现不是很好，落后于标普指数。

4、mReits 杠杆率的特点

办理回购质押业务时，为防止抵押物市场价值下降，需设置回购质押折扣系数。若折扣系数 5%，理论杠杆率最多 20 倍。但 mReits 通常不会使用这么高的杠杆率，一般是 7 倍-8 倍的杠杆率。

mReits 投资的 MBS 通常是 9 年左右，但短期融资的期限很短，回购期限一般小于 30 天，也有些稍微长一些的，但平均期限不足 50 天，存在久期不匹配，给 mReits 带来较大风险。

三、mReits 的风险

流动性和滚动风险（Liquidity & Roll Risk）：如果依赖回购资金购买 Mortgage，当回购市场出现问题时，回购将无法续期，为此必须将原有的部分资产快速折现，从而影响资产组合的账面价值。利率风险（Interest Rate Risk）：由于采用了回购策略，将对 mReits 的收益率曲线产生额外的影响。提前偿付风险（Prepayment Risk），机构

MBS 对应的抵押贷款普遍允许贷款人提前还款，使得利率变动时 mReits 投资收益受到影响。机构 MBS 产品发行人按照一定的长期利率评估所购贷款资产，当利率下降时，贷款提前偿付增加，贷款持有人只能获得低利率环境下的现金流收益，投资收益减小。保证金追加风险（Margin Call Rick），mReits 管理人需要额外准备一部分头寸用于应对保证金不足。信用风险（Credit Risk），部分 mReits 投资于 Non-agency MBS，其发行人存在信用风险。最重要的是监管风险，例如 2010 年 mReits 价格大跌，其背后的原因就是国会提交议案限制 mReits 投资，其中包括禁止 mReits 使用杠杆等条款。市场担心若相关议案获得通过，则会对 mReits 走势产生很大影响。

四、mReits 的风险管理

对于滚动风险，在签订债券回购协议时，管理人会设计不同的到期时间，避免所有的回购协议都是集中到期，以减小风险。对于利率风险，可运用掉期交易进行管理。对提前偿付风险，则会通过购买期权来减小风险。目前 mReits 资产负债的期限错配基本控制在一年以内，但仍未完全消除。在利率变化时，由于错配的存在，投资组合的凸性会受到影响，从而影响投资收益。

总体而言，mReits 是比较好的长期投资标的，可提供较高收益，但风险也相对较大。mReits 的投资占 MBS 市场的 6%左右，如果几个大的 mReits 倒闭，是否会影响整个 Mortgage 市场，是否存在系统性风险，美联储曾就此展开讨论，结论是影响有限。未来监管政策方面，是否会加强对 mReits 的监管，目前尚不明朗。

五、问答环节

Q1：mReits 和 Equity Reits 各自的投资者结构是怎样的？

A1：这两类 Reits 都面向个人投资者，相当于一般的资本投资。

因为 mReits 的市场并不是很大，资产只有 5000 亿美元，如果杠杆率为 8 倍，则净资本只有 600 亿。mReits 是 MBS 回购市场最重要的参与者之一，基本上美国 50%以上的 MBS 回购协议是由 mReits 提供的，大机构投资者购买 MBS 后，会通过回购协议销售出去。此外，由于 mReits 没有被划分为 UBTI，所以不用交税。

Q2：对国内 Reits 市场未来的发展有什么看法？

A2：国内 Reits 的发展不如 MBS 发展容易。对于 mReits 而言，国内 MBS、抵押贷款等产品目前都缺少流动性，mReits 的发展还有很长一段路要走。在美国，银行发放住房贷款后，会将贷款打包出售到二级市场，但在国内目前没有很好的贷款资产二级市场。国内还是要首先发展 MBS。Equity Reits 是可以发展的。

第 27 辑

(2014.3.26)

中资银行国际化的动机、方式、成效及挑战

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

毕明强先生，现任工商银行美国区域管理委员会主席，兼任纽约分行总经理,工商银行金融服务有限责任公司董事长，工银美国董事长，之前曾任工商银行(加拿大)有限公司 CEO，工银美国 CEO 等。毕明强先生于 1997 年加入工商银行，2001 至 2008 年，曾先后担任工商银行总行公司业务部副处长、处长。2008 年 10 月至 2010 年 1 月，毕明强先生任工商银行纽约分行副总经理。毕明强先生获清华大学管理信息系统专业学士、自动化专业学士、数量经济学硕士学位，以及中国人民大学经济学博士学位。

一、中资银行国际化的推动力

1、通过服务国际化满足客户业务国际化的需求

中资银行走出去，到海外建立分支机构实际上滞后于中资企业。中资银行大规模走出去在 06 年以后，在此之前，中资企业已经在向境外发展，起先通过贸易的方式，而后是绿地投资、收购兼并。银行意识到，如果这些企业在海外找不到中资银行作为合作伙伴，就会转

向外资银行。长此以往中资银行将失去这些客户，而客户是银行赖以生存发展的基础，并且能够走出去的企业往往是国内优秀的基础客户，银行并不愿意失去，因此客户的国际化反过来成就了银行的国际化。

2、通过业务国际化分散单一地区经济波动风险

改革开放以来，中国经历了一个经济增长的长周期。长期的经济增长成就了中国银行，使得中国的银行摆脱了不良资产的包袱，并实现普遍盈利。但对于接下来的 30 年，中国经济能否继续保持高速增长，目前看来情况并不乐观。中资银行到目前为止 90%以上的业务和利润都集中在中国境内，这样高度集中于一个国家，实际上风险很大。一旦进入经济衰退周期，即使没有爆发金融危机、或者中国没有出现系统风险，而仅仅是某些关键行业出现问题，都可能会给银行带来灾难性影响。

解决这些问题最好的办法之一就是分散化、多元化、全球化，把部分资产和业务配置到境外。汇丰银行是一个典型的高度国际化的银行。全球配置使得汇丰银行在金融危机期间也可以非常好地管理其主流业务，即便在欧洲市场遭遇沉重损失，但亚洲市场表现却相对较好。

3、通过国际化学习发达市场先进银行的经营经验

中资银行传统业务单一，主要是存贷汇业务，这些业务在银行业界属于较为基础、低端的业务。大致上，国际银行业务可分为三大板块：第一大板块是零售业务，针对个人客户。在该版块中资银行有超强竞争力，客户基础非常庞大。实际上大部分中资银行特别是四大国有银行和交行，都是以零售业务立行的，其零售业务在国际市场上很有竞争力。第二大版块是批发业务或对公业务。例如公司金融业务，是针对机构客户、公司客户的。中资银行在批发业务方面的竞争力较为一般，仅在贷款、银团贷款、融资、结算、清算、托管等传统的批发业务方面相对较好。第三大板块是资本市场业务。资本市场业务几

乎是所有中资银行的短板，例如结构化产品、以收费为基础的诸如债券承销、交易等中间业务。

中资银行走出去，在国际中心设立机构，一个重要动机就是到国际市场上学习如何设立新的产品线。例如工商银行收购工银金融，工银金融的前身是富通银行。金融危机时，富通证券北美有限公司倒闭，工商银行收购了其中证券清算、托管证券融资的业务单元，成为现在的工银金融。工银金融运转得非常好，实际上为工商银行增加了一个证券清算的业务单元，在中资银行中尚属首例。现在工商银行是纳斯达克、纽交所等主流清算机构的一级清算会员。

除了业务单元的增加，还有管理方面的学习借鉴。银行的本质就是对风险的识别和管理。在这方面，显然中资银行离国际顶级同业还有相当大的距离。

4. 危机下全球银行格局变化为中资银行国际化需求提供了可能

前三方面的动机在 2006 年以前也存在，中资银行之所以在最近几年才加快国际化进程，主要是由于客观条件的成熟。

金融危机改变了全球金融市场格局。由于中资银行主要业务和资产都集中在中国境内，在这次危机中受到的冲击并不大，中资银行实力得以保持。而西方发达金融市场上很多主流金融机构都遭受很大损失。此消彼长，相对来说中方实力在增强。中资银行在诸如流动性、资本充足率等方面也都没有问题。所以中资银行有信心和实力走出去。

境外监管门槛有所放松。由于危机影响，一些国家要提振市场信心，希望引进一些跨国投资者。例如，2008 年 10 月 15 日，在工商银行纽约分行的成立仪式上，美国监管机构代表发言就提到“这是最近市场上唯一的亮点”。当时正值雷曼兄弟倒闭一个月，市场上风声鹤唳，中资银行的到来能够为市场注入活力。

此外也有中资银行自身原因。中资银行在经历 05、06 年（工行、

建行、中行都在此期间上市）的债务重组、不良资产剥离处置，财务重组上市后，完成了内部公司治理的完善以及管理架构的重构，基本上能够满足国际主流金融市场对一个健康跨国银行的要求。

二、中资银行国际化布局的实现方式

中资银行走出去的方式主要有两种：自主新设和兼并收购。自主新设指的是在选定目标国家，提交申请，经批准后，银行组织团队从零做起。

多数银行在开拓海外市场时基本是两种方式并用，有的是新设为主，有的是收购为主。据统计，绝大多数中资银行采用自主新设方式在境外开设机构。典型代表是中国银行。中国银行境外资产占总资产比例超过 20%，是目前所有中资银行中境外资产占比最高的。2006 年至今，中资银行在海外并购至少有 15 例，其中工行 11 例，涉及香港、美洲、欧洲在内的 9 个国家和地区，此外还有去年年底宣布的工行收购标银伦敦项目。

两种方式各有利弊。新设机构的弊端在于时间长，难度大。新设机构经历漫长，要培训人员，制定制度办法，摸索当地监管要求，建立客户基础等，打开市场局面难度大；好处在于由于所有业务都是从零建起，只要开始不犯大的错误，就不会在监管上面临太大困难。而收购的好处在于可以很快占领市场，有一定的客户基础和产品基础，大部分机构在收购完成时即可赢利；挑战在于整合。

三、中资银行国际化的成效

从统计数字看，效果比较明显。截至 12 年末，16 家中资银行在海外设立 1050 家机构，涉及 49 个国家和地区，其中五大行的海外机构占 90%以上；中资银行境外总资产规模达 1 万亿美元，占中资银行总资产的 4%左右；从境外资产占本行总资产的比例来看，国

际化最高的是中行，这一比例超 20%，其他中资银行均不超过 5%。所以中资银行国际化效果明显，但与真正的国际化银行相比仍有很大差距。

统计数字以外的国际化成效主要体现在三个方面：

一是服务网络全球服务网络基本建成。几家中资银行已具备全球服务能力，搭建了基本成型的全球服务网络。其中，中行和工行最具代表性。两家银行的全球网络布局相近，都是在全球 40 多个国家和地区设有分支机构，网点覆盖除南极洲外的几大洲。其他银行如建行、农行、交行、招行也都紧随其后向海外扩展。

二是国际化人才网络开始布建。中资银行海外机构的人员组成为部分外派员工，部分当地员工。以工行为例，海外机构员工有 1 万人左右，其中 90%都是当地员工。不论是当地员工还是外派员工，都属于工行雇员，其在海外不同金融市场上的工作经验，对银行进一步国际化发展很有帮助。工行境外机构主管有机会在不同国家间轮岗，类似国际经理人团队，其经验和知识可以保证每次收购兼并能够在管理方面实现无缝链接。此外，工行还有国际化人才项目，每年从全行 40 万员工中选派 200 人左右到境外机构和大学学习，包括到金融机构实习，短则 2-3 月，长则近 10 个月。目标是培养适应国际化发展的人才，必要时能派到海外机构工作。几年来，工行已培养出大量人才。

三是全球化客户基础持续扩张。对于走出去的中资银行而言，除了要服务走出去的中资客户，还要和当地企业建立联系，为其提供服务，特别是跨国公司客户。以美国为例，世界 500 强企业中有一半以上总部在美国，如果能先在美国和跨国公司总部建立联系，就能为针对其国内分支机构的营销提供帮助。

四、中资银行国际化的挑战

1、人才问题

虽然目前中资银行初步形成了人才网络，但远不能满足实际需求。主要原因是内生人才不足，即历史沉淀不足。过去中资银行都集中在中国境内，对人才要求精通传统业务即可，不存在语言、跨文化交流等问题。但走出去的中资银行面临国别风险和体制、文化、客户需求等诸多差异，甚至货币、结算方式、会计准则都有所不同，这就对人才要求形成挑战。例如阿根廷要求当地企业 CEO 必须具有阿根廷国籍，秘鲁要求企业主管会讲西班牙语或葡萄牙语。诸如此类问题只能在发展过程中慢慢解决。当地招聘是思路，但不能 100%的人才当地化，因为这容易导致代理人问题，影响总行战略的实施，所以任何海外机构都有外派管理层。

2、文化差异

前文提到收购的好处在于迅速建立资产业务，但挑战在于整合。其中最具挑战 的是文化整合，即让收购对象理解、认同本行文化，有主人翁意识。文化差异 体现在方方面面。小的方面，例如有海外收购机构的员工认为飞机上的时间应算做加班，同时在国外有些员工即使面临重要的工作，也会以诸如私人日常活动为由拒绝加班，但加班在中国再自然不过。大的方面，如去年工行收购东亚银行遭遇示威游行，发起者有菲律宾、越南背景。这些游行示威和工行本身无关，只是为当时南中国海的国家纠纷寻找发泄口，借此制造舆论。此外还有美国的“长臂管辖”，只要问题人在中国的银行开有账户，而中资银行又在美国设有分支机构，那该银行的美国分支机构就可能收到传票或惹上司法官司。

3、监管挑战

不同国家的银行监管体系差异很大。虽然监管核心理念大同小异，但具体机构设置实施却有差异。例如加拿大只有一家金融监管机构，

隶属财政部，负责管理所有银行；而美国则大概有 6、7 家相对独立的监管机构，如美联储、货币监理署、存款保险公司、州银行局等，负责监管不同类型银行。特别是在金融危机后，全球主流国家监管者达成共识，要加强对金融机构的监管，中国也出台了一系列办法强化监管。美国典型的代表是多德弗兰克法案，该法案非常复杂，法案之下又有一系列子法案，如刚宣布的外国银行强化监管法案等。所有这些监管强化反过来都会构成银行成本，一方面银行需付出更多代价，如雇佣更多员工满足客户要求，或注入更多资本金满足流动性要求等。而另一方面也会加大风险，监管要求更多，则意味着一旦有疏忽，银行面临的不仅有财务损失还有声誉损失，而对银行而言，声誉是生命线。

4、本地化挑战

判断本地化是否成功的最直观标准是能否进入当地的主流市场。银行要进入当地的主流市场、参与当地的主流业务需要有高端人才，对目标市场、目标客户和目标业务有深刻了解，对选定的目标市场和业务有很高的渗透度。中资银行在资本市场业务方面有所欠缺。例如，国内真正意义的银团贷款或银团贷款二级市场还没有发展成熟，而这些业务在美国、加拿大等银行市场却是很平常的业务，这方面是中资银行的短板也是努力方向。目前中资银行在项目融资、结构化融资方面已建立起专门团队，和大行联手合作。例如去年有两个项目融资案例，工行是主要参与者，还获得北美业务奖。不过总体上，中资银行要实现真正本地化仍任重道远。

五、问答环节

Q1：今年中资金融机构特别是中行、工行在工作部署中提到负债端业务从海外发力，利用目前海外相对低的融资成本支持国内业务

发展。您对未来这个方面的机会有什么看法？

A1：该问题的大背景是之前中资银行走出去的融资渠道主要是靠总行支持，也即由国内的外币存款（主要是美元存款）来支持境外机构，这种境外放款总行“输血”的模式说明银行尚未完成本地化。从负债端发力，简单来说是要实现本地融资。本地融资渠道各有不同，包括吸收客户存款、发行债务工具等。目前为止中资银行在这方面的尝试不多，资金来源主要还是总行。中行本地筹资自给率略高。工行近几年也做了很多积极尝试，效果不错。例如工行的美国机构已全部实现资金自给自足，完全实现本地化，不仅不向总行拆借，而且还有富裕资金支持其他海外兄弟机构或其他银行。筹资渠道包括客户存款、大额定期存单、同业拆借、正准备发行的中期票据和商业票据、结构化筹资工具等。总体来看，这些产品的筹资成本远低于国内。从长远看融资本地化是中资银行国际化战略可持续发展的必由之路。

除银行外，中国的主流企业也存在这一问题。这些企业本可以在国际金融市场发债筹资，但目前看来他们更热衷于海外上市，在海外市场发债筹资的很少。很少有中资企业能够在国际债券市场上清晰地画出自己的收益率曲线或者企业发行的债券能被频繁交易。如此一来，中国企业在主流金融市场就缺少一种融资工具，是一大缺憾，也是下一步中资银行和企业努力的方向。

总结来说，中资银行下一步在这方面会有更多动作，海外筹资自给率会不断提高。

Q2：中资银行的国际化投入在当前阶段对银行盈利和估值有什么影响？

A2：目前中资银行海外部分对集团贡献率普遍偏低，大致小于5%，所以国际化投入对银行估值影响不大。若有也是正面的，如多元化业务、分散区域过度集中风险、拓展融资渠道、学习国际先进经

验等都有正面意义。以工行为例，工行过去专注于存贷汇传统业务，在交易账户涉猎不多，此次收购标银伦敦，对工行资本市场业务有正面推动。

总之目前来看整体影响不大，更多是战略性投入，即多年以后才能体现该布局对银行整体的影响。

Q3：交易账户资本市场业务风险相对较高，中资银行欠缺这方面业务的风险管理经验，对此应如何应对？

A3：这确实是中资银行面临的一大挑战。在起始阶段，中资银行要介入海外的资本市场业务，很大程度上需借力于当地员工的业务管理能力，聘用熟悉市场风险管理的中高级管理人员，实现充分本地化。另外，国内利率市场化箭在弦上，今年可能就会完全放开存款利率，汇率改革步伐也越来越快。所以银行必须学会更好地管理市场风险。从这个角度讲，介入国际资本市场业务可以对国内市场提供借鉴，中资银行不得不为之。

Q4：走出去的中资银行在海外零售市场做得成功吗？

A4：走出去的中资银行覆盖全球 50 多个国家和地区，以批发业务为主。零售业务做得比较好的是香港、澳门市场。其中中行在香港做最好，零售网点发达，工行其次；工行和中行是澳门当地最大的两家零售银行。此外，工行收购阿根廷的标准银行，现在是阿根廷第 11 大零售银行，大概有 100 多家网点；工银泰国的规模也比较大。

但总体来看，中资银行的零售业务在海外市场实力较弱，也不是银行走出去的战略重心，中资银行在海外更倾向于批发业务。资本市场业务会在风险可控的前提下，先从特定产品线开始，不会全面铺开。

Q5：在零售吸储方面，工行在美国市场的竞争力较弱，这是什么原因导造成的？是美联储监管方面原因还是行业本身竞争激烈？

A5：工行在美国有零售、批发、投行三块牌照。零售方面，工

行可以无上限地吸收当地存款，但根据监管规定，零售银行吸收的存款不能用于关联方资产业务。由于资本金限制，零售行的单笔贷款或单笔资产业务规模有限，而有能力做到主流资产业务的纽约分行，参与了联邦资产保险，涉及关联交易问题，所以零售行没有动力吸收太多存款。作为批发业务的主要平台，分行只能自行筹资而无法获取零售行的资金支持。

Q6：国内企业要在美国开展业务，比如想从工行美国分行获取资金支持，通常牵涉到抵押问题。对于刚走出去在海外还没有资产的中资企业，从银行角度讲，可以用企业的国内资产做抵押或采用无担保方式吗？

A6：可以。在针对这些企业的解决方案中，使用最多效果最好的是内保外贷产品。该产品专门针对在国内银行有授信或资产抵押，但刚走出来很难在海外当地银行拿到授信的国内企业。通过使用内保外贷产品，这些企业可以利用国内授信或国内抵押资产在境外融资。流程是由境内合作银行在有授信或抵押物的情况下开具备用信用证或担保函，然后直接向境外中资银行贴现即可。在内保外贷结构下的美元境外融资成本和人民币定期存款利率大致相当，所以说产品的融资成本较低，很有吸引力。去年单仅纽约分行一家内保外贷产品的业务额就高达 30 多亿美元。

Q7：工行的海外业务占总体业务比例较低，工行是否有意向扩大海外业务的比重？

A7：工行的战略很明确，计划在未来 3-4 年内将境外资产占集团总资产的比重由现在的不足 5%提高到 10%左右，资产增长除来自现有机构的增量部分外，还包括新设机构和收购兼并。考虑到工行总资产高达 3 万亿美元，所以这是个庞大计划。

Q8：中资银行在海外招聘高级人才的奖金制度能够与当地市场

价格竞争吗？

A8：境外招聘当地员工完全市场化，这一点毋庸置疑。

Q9：工行海外经营能力如何，利润率有多少？

A9：目前为止工行的所有海外机构，包括新设的和收购兼并的都在盈利，且盈利增速远超国内机构，过去几年利润都以两位数增长，势头不错。

第 28 辑

(2014.3.27)

中国 PE/VC 市场的发展概况及未来趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

倪正东先生，清科集创始人、董事长兼 CEO。他领导清科集团发展成为中国最有影响力的创业投资和私募股权投资服务机构，被誉为“中国创投界青年一代的代表人物之一”，并被评为“2010 年度中国十大杰出 CEO”。目前参与投资和帮助融资的企业超过 100 家，直接投资的企业包括奇虎 360、博纳影视和麦考林等。

倪先生是中华全国工商联合会经济委员会委员、国家科学技术部火炬创业导师、国家开发银行专家委员会成员，目前还担任中华有限合伙人协会（LPACN）的联合创始人和秘书长、清华企业家协会（TEEC）副主席。作为股权投资行业的权威人士之一，他还经常被邀请在国内外重要会议发表演讲。倪先生是湖南大学工学学士、清华大学工学硕士以及清华大学经济管理学院工商管理博士。

一、中国 PE/VC 行业的发展概况

最早进入中国 PE/VC 行业，现在还运营得很好的公司有 IDG 资本，IDG 资本自 1993 年进入中国，到现在有二十年的时间，但其

真正的发展期是 2000 年，特别是 2005 年之后。1999 年时国内的 PE/VC 市场只有 50 到 100 家机构，到 2005 时，已发展到 500 家，而在 2012 年市场最高点的时候，有大约 1 万家机构。

1999 年、2000 年的发展浪潮主要依靠互联网热，并且当时国内传闻要推出创业板，但最终因为互联网泡沫破裂，且创业板也未能推出，所以 2001 年的市场比较低迷。在 2004 年和 2005 年，市场处于边缘，很多 PE 和 VC 倒闭，特别是人民币基金。当时达晨创投在广州大概管着 7500 万人民币，IDG 资本 2005 年之前管着 1 亿美元左右的资金。2005 年前后中小企业版推出，以深创投和达晨创投为代表的一批人民币基金得以存活。到 2009 年推出创业板时，人民币基金就火了起来，整个市场开始快速发展，在此期间出现了很多基金，如九鼎投资等。特别值得一提的是，在 2005 年、2006 年，有一批美国的基金开始进入中国，包括 KPCB、经纬等。在 2012 年市场达到顶点，大约有一万多家基金，新投的资金超过 400 亿元。之后就开始下滑，2013 年上半年还在延续，直到 YY、唯品会等中概股飘红时，市场才有所回暖。在十八届三中全会以后政策明朗，所以市场逐渐向好。在今年春节之前，IPO 开闸，整个市场继续好转。这就是 PE/VC 的整体发展趋势。

二、PE/VC 募资市场的发展趋势

募资金额和项目数量总体上升。2011 年 PE/VC 总体募集资金 670 亿元，2012 年下滑至 340 亿元，到 2013 年时又回升至 400 亿元。从投资的项目来看，2011 年投资了 2200 个项目，2012 年投资了 1750 个项目，2013 年投资了 1800 个项目。但是在 IPO 市场，13 年 PE/VC 规模较 12 年下降了 74.5%，主要受 IPO 关闸的影响较大。中国的 PE/VC 在过去十几年中，总共投了约两万多家公司，

现在通过 IPO、并购或者管理层回购而退出的公司有四千到五千家，还有一万五千家仍是 PE/VC 持有。从 PE/VC 募资规模上看，自 2002 年以来一路上升。而 2012 年 VC 创投市场可投的资金是 500 亿元，2013 年也是 500 亿元，基本持平，表明上升的速度在下降，但现在整个市场上还有上千亿人民币可用来投资。

人民币基金占主导，美元基金日趋集中。现在人民币是市场的主导者，去年在 VC 方面，人民币募资约 63 亿元，美元仅有 5 亿多。美元的 PE/VC 现在比较饱和，很少有新的成立，也很少有人民币基金去做美元。很多老牌的美元基金已不募新的资金，还有一些欧洲、日本的基金，在中国的业务也逐渐减少。所以美元的 VC 就越来越集中，都集中于红杉、IDG、赛富、经纬这些基金。

三、VC 投资的发展状况

投资进入增长放缓的调整阶段。从投资方面看，去年 VC 还是投资了六十多亿美元，而 2003 年 VC 投资了近 10 亿美元，2013 年是 2003 年投资规模的六到七倍，是 2001、2002 年的十倍。VC 投资的最高点是 2011 年，共 130 亿美元。因此 2000 年到 2011 年是整个 PE/VC 的高速发展时期，例如鼎晖投资在 2001 年管理的基金规模为 1 亿美元，而现在大概管理着 100 亿美元，管理的资产增长了 100 倍。IDG 也增长了约 60 倍，达晨也增长了近 100 倍，整个 VC/PE 行业都是一个高增长行业。从 2011、2012 年的最高点，现在进入到增长放缓的阶段，或是调整阶段。PE/VC 已从一个年轻的行业发展为相对成熟稳健的行业。

人民币基金规模上逐渐占据主导，但美元基金投资能力强。在 2008 年之前，美元基金是市场的主导者，占投资的 70%以上，有时甚至占到 90%。到 2013 年，人民币基金数量上占市场的 75%，金

额上占约 70%。人民币基金已经成为创投市场的主要力量，但做得好的创投还是美元基金居多。在现在的市场上，红杉资本是综合实力最强的 VC，IDG 实力也很强。

投资的行业：主要是移动互联网、生命科技、医疗健康等领域。信息技术也有一些投资。做得好的 VC 都倾向于投资 TMT，一些人民币基金，包括达晨、深创投、同创伟业，都在投入大量的人力做 TMT。现在最热门的五大行业，互联网、移动电信、医疗健康、IT 和清洁技术都是投资集中的领域。

投资的地域：北京的投资规模和项目遥遥领先。2013 年北京投了 372 个 VC 项目，排名第二的是上海，189 个项目。投资规模上，北京投了 22 亿美元，上海只有 7 亿多美元，深圳也是 7 亿多美元。北京 VC 投资规模是上海、深圳的 3 倍。北京是整个中国 VC 行业最重要的中心，是创业项目最多的地方，其中在中关村创业的人最多，各方面环境也是最好的。

投资的阶段：VC 回归早期投资。曾经 VC 有 PE 化趋势，VC 做了 PE 该做的事情。但现在的 VC 已回归常态。以过去一年为例，VC 投在早期的项目 560 个，投在成长期的项目 357 个，投在后期的项目 206 个，而此前 VC 投在中后期的项目比早期的项目更多，所以现在 VC 已回到正常的状态。但从投资金额看，还是投资在后期的较多，2013 年 VC 在早期项目的投资 16 亿元，在成长期的投资 21 亿元，在后期的投资 25 亿元。VC 回归常态是好的现象，但目前市场上的估值比较贵。

投资的估值：天使投资非常活跃，各轮投资估值处于高位。过去几年有很多互联网公司创业成功，赚钱之后开始做天使投资。去年有很多的手游公司被卖掉，其创始人和投资人都有大量资金可用来投资。现在中国天使投资的项目，类似于过去 A 轮的项目，而现在 A 轮

的项目类似于过去 B 轮的项目。目前天使投资项目的估值在 300 万美元左右，A 轮的项目估值在 1000 万美元左右。而在五六年前，A

轮的项目估值仅有 300 到 500 万美元，B 轮的项目估值 1000 万美元。现在天使投资项目价格像 VC 的价格，而 VC 的 A 轮价格像 VC 的 B 轮价格，VC 的 B 轮价格像 VC 的 C 轮价格，VC 的 C 轮价格像上市的价格。估值均处在高位，表明 VC 行业的竞争激烈，价格也在上升。尽管业务越来越难做，但行业内差别较大，资源向好的公司集中。做得好的公司拥有更多的资金，可以投资大量的早期的公司。

比如去年早期投资做得最多的不是红杉也不是经纬，而是上海的中路资本，它投资了 50 个移动互联网公司，每个项目两三百万，投资非常积极。

投资的退出：数量有所下降。从退出来看，2010 年退出最多，有 388 个，而 2013 年只有 230 个，与 2012 年相比有小幅下降。退出方面做得最好的在互联网，第二是移动互联网，第三是 IT。过去几年，如果 VC 有 TMT 项目，它的业绩排名就会好很多。如果没有这样的项目，业绩就会差一些。2013 年美元基金的排名比人民币基金的排名好，就是因为他们占的 TMT 项目较多。

四、PE 投资的发展状况

资金供给相对充足。现在 PE 在中国可投资的资金是 1270 亿美元，加上 VC 的 500 多亿美元和天使投资，可投资资金近 2000 亿美元，资金的供给较为充足。从 PE 募资的角度，最好的年份是 2011 年末。而房地产基金在 2012-2013 年增长非常快，据统计 2012-2013 年新增了 1000 多家房地产基金，这是新的变化。房地产基金与传统的 PE 还是有些区别，如果把房地产基金剔除，则 PE 的

资金在下降。

并购基金占比小。在美国的同事比较关心并购基金（Buyout Fund），但在中国并购基金说得很多，而做的很少。新增并购基金数量的占比仅 5%，新增金额的占比仅 7%。市场占比最高的是成长基金，占 55%，房地产基金占 31%。

投资项目人民币基金占多数。PE 在 2013 年投了 660 个项目，共 2500 亿元。其中 80%的项目是人民币基金投资的，70%的金额是人民币基金投资的。外资占的比重只有 30%左右。美国大的 PE 在中国的排名并没有那么高，原因在于中国市场只是他们的一部分，其竞争能力远不如本土基金。而像鼎晖资本、弘毅资本、复星资本等，既有美元基金也有人民币基金，还有本地的决策，并且机制也很好，比较接地气，既有国际化、专业化，也有本土化，因而更具有竞争力。

从投资的领域看，若将房地产基金剔除，投资项目最多、最受关注的还是 TMT、医疗和清洁技术。很多美元基金，像华平基金等都开始投互联网，因为在中国如果不投资互联网，盈利会少很多，这是客观事实。

从投资的地域来说，北京也是遥遥领先的。北京 PE 投资规模为 77 亿美元。上海为 270 亿元，江苏是 240 亿元。其中占比最多的是成长资本（Growth Capital），占 51%；第二是房地产基金，占 26%。PIPE 排第三，占 3%，并购基金仅占 2.8%。

从退出方面，PE 比 VC 要好一些，目前以管理层回购、并购、股权转让的方式较多。几年以前 PE 退出的主要方式是 IPO，占 90%，到 2013 年 IPO 只占到 18%，说明 IPO 的环境较差。此外，PE 迫于自身 LP 的压力，导致在退出方面，管理层回购、股权转让比较多。在 PE 的投资中有很多条款，如果这些条款实现不了，投资人和创始人之间产生分歧，就让管理层回购，或者转让给第三方。这种情况

在过去两三年很常见。

五、PE/VC 退出情况

并购市场：前所未有的活跃。并购市场在 2013 年创造了历史最高记录，国内相关的并购 1232 个公司，并购金额近 1000 亿美元。并购金额与 2012 年相比增加 84%，并购客户增加 2.4%，国内上市公司、海外公司也参与了并购。这是一个好的现象，PE/VC 都有一个好的渠道退出，实现业务增长。从客户来看，国内并购占到 89%，海外并购占到 11%。从金额上看，海外并购金额超 500 亿美元，占到 55%，国内并购超 400 亿美元，占到 45%。从行业来看，主要集中在能源、矿产、房地产、制造、医疗等行业。其中 PE/VC 支持的并购也是创造了历史记录，2013 年 PE/VC 支持的并购是过去十年 PE/VC 并购的总和。2007 年 VC/PE 的并购项目 30 个，2011 年 194 个，2012 年 208 个，2013 年 446 个，并且 2013 年并购金额超过 340 亿元。目前并购市场仍很活跃，尤其在医疗健康和 TMT 领域。

IPO 市场：发行规模有所下降，集中在香港主板、纽交所和纳斯达克。2013 年有 66 家中国公司在国内或海外上市，共募资 190 亿美元，与 2012 年相比下降了 67%。历史最好的年份是 2010 年，当时有 476 家中国公司全球上市，募资 1000 亿美元，因此 2013 年 IPO 市场仍不是很好。美元市场要好一些。海外上市的项目中，有 85% 的项目是在香港主板，6%在纽交所，6%在纳斯达克。从募资金额来看，香港主板占 96%，纽交所和纳斯达克分别占 2%。目前来看，香港主板、纽交所和纳斯达克是中国企业海外上市的主要渠道。IPO 中 PE/VC 支持的公司有 27 家，募集资金 97 亿美元。其中美元基金支持的 IPO 回报在上升，2009 年美元基金支持的 IPO 回报率是

2.55 倍，2010 年是 6.6 倍，2012 年是 5.4 倍，2013 年是 8 倍。目前美元基金回报率在上升，国内如红杉资本、DCM 这样的美元基金得益于近年去哪儿网、58 同城以及之前 YY 和唯品会的上市，获得了很丰厚的收益。以美国的 DCM 为例，它在中国只有五个人的投资团队，在唯品会的项目上赚了近十亿元，在 58 同城的项目上又赚了近十亿元，这可能是国内人均投入产出效率最高的基金。

六、PE/VC 行业未来趋势

市场回暖，早期投资活跃。整个 PE/VC 行业投了两万多家公司，其中有一万五千多还没退出。现在整个行业也面临一个清库存的过程。未来几年涉及到股权转让、并购、管理层回购的业务还会很多。目前市场处于回暖期，今年春节之后感受到整个市场都很活跃。活跃首先体现在投资的阶段方面，都在做早期投资，以前做成长资本的基金，现在都在做早期投资，美元基金和人民币基金也都在做早期投资。

未来投资趋势：互联网与其他大产业的结合。投资的行业方面，将继续向 TMT 和医疗方面集中。在过去的三个季度，最火的行业是互联网金融，其次是移动互联网，尤其是 O2O。现在互联网的第三波和第四波浪潮正在袭来，第一波是门户网站冲击传统媒体，第二波是电商冲击实体商场，还有就是网络游戏。这一波就是互联网和大的行业结合，带来更多的机会。目前仅是互联网金融，之后可能会有互联网教育和互联网医疗。而最可能有爆炸性增长的就是移动互联网，一家小的公司可能会变成一家很大的公司，比如赛富从 58 同城赚了大概 150 倍的回报，DCM 也差不多。当然这种项目需要等待的时间也比较长，58 同城从 2005 年创建到上市花了八年时间，去哪儿网也用了近八年时间。其实在中国和在美国差不多，一个项目从早期的 VC 投资到退出通常要七八年的时间。当然中间也可能有比较快

的公司三四年就能够上市，但大多数项目都需要五到八年的时间。而最稳健的行业是医疗健康行业，不太受经济周期的影响，所以 PE/VC 做的医疗项目都业绩很好。现在爱康国宾也马上要在美国上市。

市场高度集中，洗牌很快。尽管在国内 PE/VC 市场上有一万多家基金，但真正做得好的屈指可数。做得好的 VC 约有二三十家，做得好的 PE 也只有二三十家，市场上真正能够主导的基金仅有五十到一百家。这些主导的基金能占到 PE/VC 的 IPO 退出的 90%，市场高度集中。这个行业洗牌也很快，2001 年排名里面的机构到现在还在榜单上的不超过十家。策略失误或者人员调动，都会带来很大挑战。比如同期进中国红杉和 KPCB 在美国都做得很好，但是红杉在中国逐渐成为了行业领导者，而 KPCB 在行业的影响力却非常有限，因此这个市场还是高度依赖于团队和机制。

七、问答环节

Q1：我们看到最近保险基金和其他机构的资金被允许可以投资 PE 和 VC。是不是说明目前募资领域出现了机构化的倾向？这会对整个募资市场产生怎样的影响？

A1：募资的机构化是众望所归的，但需要一定时间。前几年社保基金投得比较多，但现在派了社保基金的理事长后，基本上社保基金的投资停滞。保险机构现在要活跃一些也是好事，也开始投了红杉、九鼎等一些基金。但是国内的机构占的比重有限，还是以上市公司和高技能的个人比如上市公司的总经理为主。在国外母基金（Fund of Funds）比较多。在国内母基金占的比重非常小，可能连 2%都不到。在国内 PE/VC 的机构化，LP 的机构化是一个很大的问题。我们在探讨中展望未来可能允许更多央企、大国企的资金投进 PE 里，这可能是一个很重要的源泉。仅仅靠社保基金和保险机构的钱还不够。

如果允许央企和大国企的资金向 PE 开闸，则募资的机构化将更好。国内和美国不同，美国有很多家族基金、捐赠基金。国内捐赠基金没有，母基金极少。未来十年是中国 PE/VC 的 LP 机构化非常重要的时间。

Q2：您提到现在国内的 VC 正在向真正的 VC 回归，更多地投 A 轮的项目。美国的 VC 在帮助创业公司成长中发挥了很大的作用，包括提供咨询和人员招募。现在国内的 VC 虽然更向前端地做投资，但在对企业的帮助和服务上有没有更好的进展？

A2：国内做得好的 VC 在对企业的帮助和服务方面也做得很好。他们会和企业的董事会一起讨论公司的战略，包括业务和管理方面。另一方面，他们也会帮团队招募人才，比如运营总监、财务总监、产品总监、技术总监等等。做得好的 VC 还会帮企业去做一轮新的融资，包括引入战略投资者，比如阿里巴巴、百度、腾讯这些战略投资者。这方面 VC 还是做得较为积极。

Q3：最近九鼎投资向新三板提交了挂牌申请，有人说这有利于对 PE 公司的估值，便于以后的再融资和合伙人的退出。也有人认为会带来公司股东和 PE 基金投资人之间的利益冲突。您如何评价 PE 挂牌新三板，这会成为未来的趋势吗？

A3：个人认为九鼎挂牌新三板是公司自己的选择，结果如何有待观察。在国内国际市场上真正做成上市公司的 PE 和 VC 还是比较少，除非是管理的市场多元化。管理费的收入是一方面，此外靠利润分成的收入，使得 PE 值较低。国内也有一些机构在向这方面发展，但我觉得这还是属于个别现象，不是趋势。PE/VC 还是作为合伙制的公司好一些。九鼎这样做有自己的原因，至于结果怎么样还是等市场给出答案。

Q4：国内并购基金比例比较小的原因是什么？他们在市场上碰

到了什么困难？从二级市场看的话，很多行业都进入了相对成熟、集中度提高的阶段，照理应该并购基金逐步活跃，但现在占比仍较小是什么原因？

A4：并购基金要做并购的事情，但在中国并购是比较复杂的。对国企来说，并购涉及的关联方多，包括国企本身的董事会和管理层、国企的主管单位和当地政府，此外还有国企的职工问题，各方面都比较难处理。做国企的并购可能花费九牛二虎之力，但回报不一定好。民企的规模有限，大部分还属于第一代管理，不太愿意去卖，不像欧洲有的是第三代、第四代管理，不太愿意管理公司。所以中国的并购市场的项目还是有限。大概还要等十年，等民企建成第二代或第三代管理的时候，才会有更多并购整合的机会。实际上这种兼并收购还是很多的，但由并购基金来做的仍较少。

Q5：红杉不仅在美国本土非常成功，在中国也做得很好。您提到团队和机制对好的 PE/VC 非常重要。从您的经验来看，有哪些团队和机制的核心是成功的必备要素？

A5：首先团队要有很强的募资能力，保证有足够的子弹，当机会来的时候可以抓住。其次团队要好的判断力，有好的项目来源和好的业内口碑。还有就是要有好的机制，留住团队。以红杉为例，红杉的待遇是 VC 里面最好的，没有从红杉跳槽到别家的，只有从别家跳到红杉的。红杉的成功要素：第一是募资不愁，有美国红杉的牌子，募资很短时间就能完成，不担心没钱。第二是团队在业内有很多成功案例，经验丰富，人脉很广。他们的项目来源没问题，判断没问题，决策机制也比较简单。几个合伙人商量好了就投了。很多基金或者募资出问题，或者机制不行，做得好就跳到其他机构。团队的国际化、本土化、专业化是成功的要素。

第 29 辑

(2014.4.2)

美国结构化金融发展现状

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

Ann Elaine Rutledge，结构化金融咨询公司 R&R 的创始人，是证券产品结构化、信用分析和估价以及交易和清算系统等领域的专家。Rutledge 女士曾被邀请在美国参议院“证券化市场状态”听证会上担任专家证人，她关于结构化评级失败的评论被《金融危机调查报告》引用，并于 2011 年被美国金融危机调查委员会发表。她曾作为美国司法部咨询专家为证券化风险和信用评级做出论证。她代表中国香港政府开发出第一部针对信用评级机构分析师执照手册及考试。先后在香港期货交易所、摩根大通、穆迪等机构担任高管。她与先生 Sylvain Raynes 开创了第一个结构化金融导论研究生课程。他们还分别于 2010 年和 2003 年合著了《结构化金融的元素》和《结构化证券产品分析》，并由牛津大学出版社出版。她也是香港科技大学的兼职教授，并曾为 FDIC, OCC（美国期权清算公司）,FFIEC（美国联邦金融机构检查委员会）、世界银行等机构授课。Rutledge 女士是芝加哥大学商学院 MBA。

“我们是一对夫妇，也是资产证券化革命家。”--- Ann Elaine Rutledge

我们讨论资产证券化，是因为从历史上比较，这种金融方式非常新颖，没有固定标准，也没有完善的分析方式。在分析资产证券化时可以从三个角度出发，而这三个角度可以归结为一条思路。首先是实习生的角度，需要掌握判断价值的几个标准；其次是 R&R 的角度，信用评级不应该是静态的评级，而应该是动态的评级；最后是中国的角度，如何实现资产证券化在中国的本土化；我们希望中国的资产证券化可以汲取美国的经验教训、特别是一些教训，走得更为健康和多赢。

一、实习生的角度：标准的效用

前不久有一位中国实习生来到我们公司，他在学习资产证券化相关内容的时候，遇到了一些困难。下面我们来了解一下他遇到了什么样的问题以及应当如何解决这些问题，特别是如何解决标准问题。从实习生的角度，他不仅想要得到知识，还想掌握学得快的捷径和秘诀。我们便从资产证券化的两个模式开始教他。

第一个模式是“信封背模式－Cej(0)/EL(T)”

学习“信封背模式”需要掌握一些专业术语的定义，比如说，静态资产池：分析资产的时候不能用动态的，而要用静态资产池；预算损失（Expected Loss），为什么不说预期损失，因为这不是计划中期望实现的损失，而是统计学里的概念，是计算出来的；平均期限：资产池或者债务的平均期限；使信用增强的资本，比如现金流量的余额、储备账款、超额抵押、次级债；债务的价值衡量等。

第二个模式是现金流量模式 － IRRj;Dj;Lj

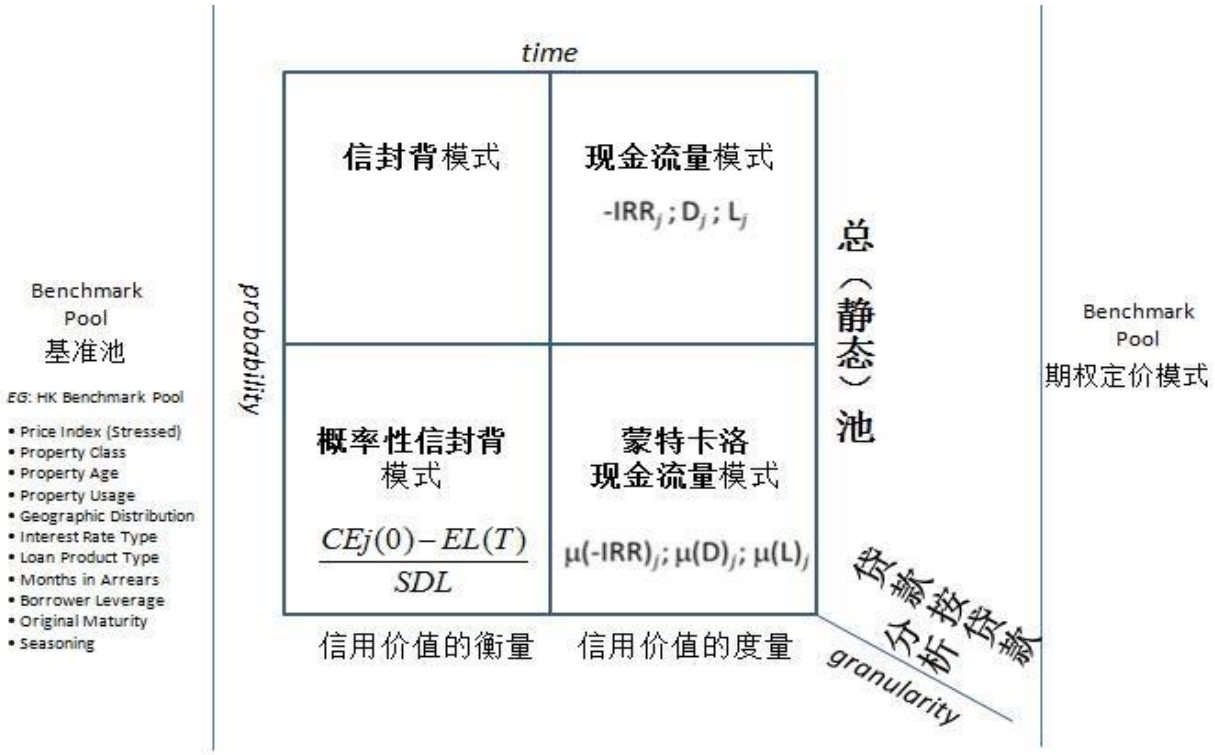
这位实习生阅读完相关材料后就学会运用“信封背模式”的知识

对实际案例进行独立分析了。之后他还希望学习更复杂更高端的分析方式，我们就教他现金流量模式。在资料里面有很多方程，至少有25 个关于资产现金流的方程和 35 个关于债务现金流的方程。他看完之后就觉得太多太复杂，问可不可以通过案例来一个一个学习。我说不可以，这是一个模型，模型是由这些方程组成的，不能分成一个个小部分来学。于是他花了大半天的时间研究这些方程。

之后我让他分析一个真实的交易案例，判断这些项目值不值得投资。但他不知道如何判断这些项目的价值。我给他解释了案例材料的段落大意，发现有些词用法不对，容易引起误解。对这些词进行重新诠释之后，我鼓励他运用之前提到的“信封背模式”和现金流量模式这两个标准来判断。因为如果我们知道标准的含义，就可以用标准判断价值，但我们不能仅从一个交易来得出“标准”。一位著名的棒球运动员在回答“什么是理论和实践之间的区别”的时候这样回答：“在理论上，理论和实际没有区别。”

其实资产证券化不只有两个标准，至少有五六个标准，其中一个基本的标准就是“信封背模式”。这是一个比率。如果要比较两笔交易，就把它的信用增强和它的预算损失作比较。如果信用增强比预期损失大一倍，那它的信用价值就很低。如果大两倍，评级就是 BBB；大三倍，评级就是 A；大四倍，评级就是 AA；大五倍，评级就是 AAA。这就将资产证券化完全公式化，是一个很基本的、很笨的方式，不考虑时间也不考虑概率。但从另一个角度来说，这也是一种很方便实用的方法，所有资产证券化的证券都可以用这个标准来进行评级，具有普遍适用性。

其他模式：考虑概率和时间因素



概率性信封背模式：信封背模式的概率化

原来方程中的 CE 减去预算损失再和方差比较。但是“信封背模式”和“概率性信封背模式”都只可以衡量信用价值，而不能度量信用价值，因为得出来的尺度没有实际的金融含义。

现金流量模式：考虑时间因素

如果要用具有金融含义的尺度来度量信用价值，就必须考虑时间因素。现金流量模式考虑的是不同的场景，没有概率的概念。

同时考虑时间和概率因素：蒙特卡洛现金流量模式

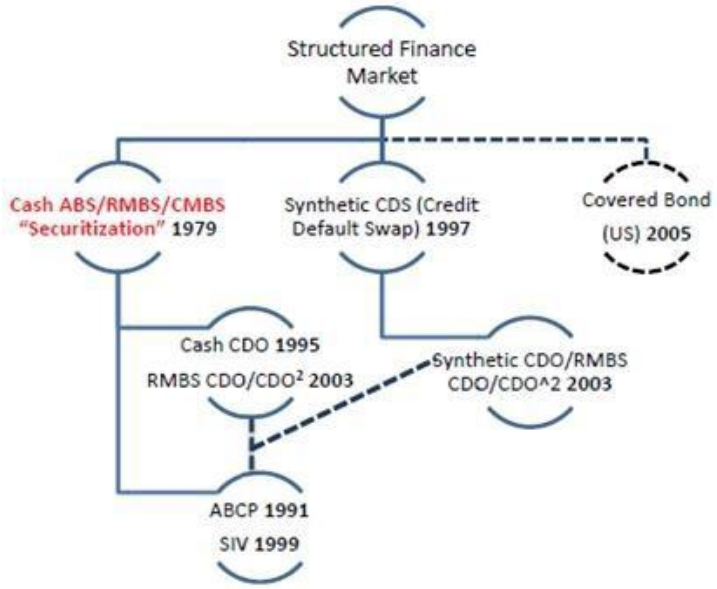
有很多不同的标准，每一个标准都有各自的优势。当然，标准越严格，得出的结论就会越准确。如果没有相关方面的资料和数据，就用不了该标准。

除了以上的四种模式，还有其他的模式，比如说信用公司会使用的“基准池”标准。它不是一个分析方式，只会判别出是否符合资产

池的标准。还有一种标准叫做期权定价模式。1997 年以后有很多人用这一模式来分析 ADS，CDO。它的优势在于动态分析，但不完全适合其他资产证券化的分析。所以说资产证券化有着不同资讯模范是合理的，但有着不同价值模范是不合理的。

二、R&R 的角度：再评价的效用

1、信用敏感的结构融资市场



资产证券化包括基于资产、住宅房贷、商用房贷的证券。通过之前所说的静态资产池的累积、预算损失、信用增强和资本结构等标准可以得出它的评级。

但 CDO（债务抵押证券）和前面几种证券不同，市场一开始的时候是用公司债作抵押，从 2004 年开始用 ABS、RMBS 作抵押，在形式上没有很大的区别。ABCP 是商业担保票据，它也没有什么担保，就是短期的票据，但是在形式上与 ABS、RMBS 和 CMBS 没有什么区别，此外还有 CDS、Corporate Bond。为什么在一个市场上

有这么多不同的领域呢？这是否合理？个人认为不合理。

现在用我们的经验来解释一下为什么出现了那么多的市场领域。

先介绍一下金融市场的历史和 R&R 的历史。1973 年 Black 和 Sholes 发表了一个期权和公司债务的定价。这个报告的影响很大。同时 FASB（美国财务会计准则委员会）也成立了。这是资产证券化发生十年前的事情。1975 年美国成立了一个全国认定的评级组织 NRSRO，可以做银行和经纪自营净资本规则的制定者。1977 年，Lew Ranieri 命名了“资产证券化”，第一例 RMBS（住房抵押贷款支持证券）进入市场，但它没有评级。第二例 RMBS 才有评级。这个 RMBS 的革命性功能是它能够创造应收账款的流动性帮助借款人。但是在这个过程中，资产证券化就违反了会计第一准则，资产和债务股东平等的准则。1983 年，NRSRO 内部的结构金融评级组织成立。1985 年就有第一例 ABS（资产支持证券）交易，1986 年就有第二笔交易。1988 年巴塞尔协议开始实施，在资产证券化市场有一个很大的影响。1989 年到 1994 年，逐渐推出了 CDO 和 CDS 这些小市场。很明显是受到了巴塞尔协议的影响。

1996 年我和我先生 Sylvain 加入了穆迪公司的结构融资部门。他开发了八个新的评级方法论，我劝说公司改变了三个阻碍其在亚洲发展的政策。帮助穆迪获得了 IFR（International Financing Review）亚洲最佳评级大奖。1997 到 1999 年，我们发现了资产证券化的二级市场有问题，二级市场的评级应该有变化，但是评级公司不公布不理会这种变化，没有做出相应的调整。所以我们想改变静态评级制度，让它动态化。但是市场的想法不一样。JP Morgan 发明了第一单合成信用交易 BISTRO，它基于 CDO（信用违约掉期），这种 CDO 不是按照现金流来做的，而是衍生品交易。在 2000 年到 2001 年，S&P 发布了一个结构化金融债券违约研究报告，证明了我们的设想，无论

是评级是 BB, BBB, A, AA 还是 AAA，它的违约率很低，而且 BBB 的违约率并不高于 AAA 的违约率，这是很好的现象，但也是不正常的现象。2004 年起，CDO 可以用抵押债券来做，对我们来说是一个不好的现象。

2、可持续的结构债券

无论用什么模式，发行的时候评级都会有变化。下图左边是可持续的结构债券，按照信封背模式进行分析。左边第一列是还债付款的时间，按月计到两年为止。第二列是预算损失，从 0 开始累积到 2%。资产证券分为 A 和 B 两档，一开始 B 档的信用增强是 3%，其中储备账款 1%，余额量 2%；A 档的信用增强是 10%，余额和储备账款和 B 的资本相加。一个月之后，预算损失增加 7 个基点（一个基点为 0.01%）。这是一个连续的还款计划，A 档的还完以后，B 档的信用增强是 1.24%。累积的预期损失原来是 2%，负债还清以后，剩下大概 30 个基点，现在的信用增强比预期损失大四倍，按照标准符合 AA 的评级。原来它是 BBB，现在变成 AA，很快就变成 AAA。这是所谓的动态评级。但如果它的结构不好，那么情况是刚好相反的。如果它是一个好的资产证券化，那么很多的资本就会在里面没办法释放。如果没有设计好的资产证券化的灵感，那还不如做一个不好的资产证券化，因为评级公司的反应很慢，可以先发行，等两年以后评级公司才会发现这个资产证券化不好。

3、评级的发展趋势

之前我问过为什么有 CDO，ABCP 和 CDS 的出现，因为只有 RMBS、CMBS 按照实际的情况来度量资产值损失。市场就按照它的评级，但评级不反应它的真实情况，而且评级的过程很慢。有些人发行不好的债务，等债务出现问题的时候，评级还没有纠正，就可以按照原来的评级包装处理。现在中国不允许这样，这是一个很聪明的、

我认为也是正确的规定。1996、1997 年开始，市场的标准开始走下坡路。根据下图 S&P 的报告，1985 年到 2001 年，Ba2 非常少,B2 也较少，ABS 较多，CDO 没有违约率。但是只多了一年，由 15 年到 16 年,就可以看出表现差了很多。这是数据上的证明。总结来说，ABS 外种种市场领域的存在都可以归结为隐瞒信息。这是不好的现象。

4、金融海啸前后

有人认为金融海啸是因为发债发的太多，有的人认为是房地产价格膨胀。除非有某种方法能够将这些不良贷款处理，才不会产生海啸。从 1996 年到 2005 年，可以看出很多的变化，一些投资者、一些知道这个漏洞的交易者想利用它进行套利。因为这个市场没有流动性，特别是不可以卖空，所以就有人发明了很多工具来应对。虽然说资讯标准不一，但要准确地衡量资本和债务，就需要很严格的模型，在第一张图中，越是往左上就越不会很有效，越是往下往右就越有效。

三、中国市场的角度：内化资产证券化的资讯模范的效用

目前中国的市场结构在某种程度上反映出美国的市场结构。中国有单一信托和集合信托，发行方式很接近美国的方式。集合信托和 ABCP 相似，SIV 有短期也有长期。希望在中国内的资产证券化市场，吸收美国的资产证券化经验教训，平稳化解影子银行风险，另外提供运营资金以滋养中国的中小企业。想要达到这个目标的话，就要遵循严格的模式来进行资产证券化证券的评级。

四、问答环节

Q1：之前提到资讯技术使得信用资讯体制上有所突破，信用评级制度该随之改革。目前随着互联网的发展，信息不对称的问题得到一定程度的缓解，互联网、移动互联网这种新技术的发展会使得信用

评级制度出现哪些变化？

A1：尽管信息技术发展得很快，中国和美国的机构应当是都有能力不让评级和内在价值脱离。但美国评级公司不愿意改变评级制度。理由就是他们不了解市场的微结构，不知道大银行有什么心理不接受变化。大银行是大顾客。如果公司债的评级没有变化，那么结构金融也不需要变化。

对中国而言，如果觉得改革信用制度对经济好的话就改革，可以不用学美国。中国目前有一流的信息技术，我认为有能力将信用评级进行本土化的动态改革。但美国的评级不是动态的，就看中国愿不愿意推动内外市场上并不一样的评级制度。

Q2：在新兴市场上做资产证券化的评级的时候，不一定有 10 年、20 年这样充足的历史违约数据。那怎么看待评级结果和评级结果反映出来的风险状况呢？投资者看新兴市场的评级结果的时候，应该做一个什么样的保守性解释？

A2：在穆迪的时候，评级的最后一步是做蒙特卡洛分析，得到一个数字。这个数字就是平均合同利率和到期收益率之间的区别，是一个度量，我们把这个度量放入穆迪制定的标准来评级。在头 15 年，市场表现很好。尺度只是一个参考，评级还是要按照标准。评级公司并不能控制市场，它们的角色就是给一个激励，想要获得 AAA 评级就要资产质量好，相应的成本高一点。这与公司债评级不同，公司债发出来的时候公司就存在很久了，就有评级和信用度量。资产证券化又不一样，没有交易就没有评级。

我们被穆迪的股东雇用，对公司内部的政策进行改革。和律师一起工作很长时间之后深刻了解到，公司的本身的实质价值是相对稳定的，但评级是很主观的。结构化金融评级既是简单的又是复杂的，简单在它本身是一个投资组合，如果你刚开始把风险猜对了的话，风险

直到最后才会出现。即使是降了几个评级，保险制度还是会帮你减少损失。只要最开始的时候估计的评级不要相差太远，还是可以接受的。如果你认为评级是动态的，你在交易中有大量的资本投资，预算损失还能接受，那么相应的回报可能有点过高。新兴市场时间还是比较短，如果了解评级的规则，是可以赚到钱的。

第 30 辑

(2014.4.3)

金融 IT 在交易与风险控制领域的应用

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

张朝晖先生（Nathan Zhang），“先锋”交易系统创建者，是华尔街八大投行仅有的三位在 IT 领域的华人董事总经理之一。他在多家国际银行创建和推广的全球性电子交易平台多次在欧美获奖，是国际金融跨产品高频率电子交易科技的领军人物，拥有美国专利局高科技电子交易专利。2005-2013 年任职美国银行科技部董事总经理期间，张先生从无到有，组建了一支优秀的国际高科技团队，成功设计、创建及全面推广了“先锋”交易系统。“先锋”系统是一个高频率、低延时、开放、可扩展的分布式全球实时交易平台，为上千全球交易员提供 24 小时利率债券掉期及衍生品交易、公司债券交易、房屋贷款衍生品交易及管理的可靠服务。同时，张先生负责投资银行全球市场的战略性跨产品实时定价、实时电子交易及实时风险管理平台。张先生亦是负责国际政府债券交易、美政府机构债券交易、国际掉期交易、固定收益财富管理交易、全球回购协议、全球衍生品交易及国际油气电及金属商品交易的高级科技主管。在 2005 年初加盟美国银行之前，张先生任职瑞士信贷第一波士顿总经理，负责管理多样化金融产品固定收益电子交易系统。该系统的期货交易服务覆盖全球电子交易所及

数千用户，是第一个拥有中文、英文及日文界面的国际衍生品电子交易平台。

Q1：请介绍一下您所在的 IT 部门的职能？

A1：过去的二十多年中，我在华尔街六七个不同的银行工作过。在美国银行工作时，我在 IT 部门的主要职能是负责战略性的跨产品定价、电子交易和风险管理平台，管理国际性的交易系统和全球回购系统。

Q2：美国银行的 IT 部门如何同其他业务部门协作？

A2：IT 部门与其他部门的合作很多。首先交易部门是我们的主要客户，我们为交易部门提供交易系统和产品。同时我们也跟负责风险监督和输入控制的中台部门（Middle Office）合作。还有和负责流程、清算的后台部门合作。还有定量分析部门，它们负责计算、估价和分析。

根据部门的职能不同，合作的项目也不一样。对交易部门来说，我们提供快速交易产品和交易系统，让它们能够有效地进行交易；对中台部门来说，IT 部门连接中台部门的风险系统，提供系统让他们输入数据和交易清单，帮助它们控制工作流程，起到监督作用；同时我们保证交易完成后顺利到达后台平台，以便后台部门进行清算等后续工作；此外还有定量分析部门为我们提供基础模型，我们将这些方程编入计算机系统，以便他们使用 IT 系统进行实时估价分析。

Q3：作为先锋交易系统的创始人，能否介绍一下先锋交易系统？您用哪些指标来衡量一个优质、稳定的电子交易平台？

A3：很多大型的银行都有这样的问题：银行分成很多营业部门，每个营业部门都有自己的交易系统、风险管理系统，在大多数情况下，

系统之间没有太大的关联，也没有提到实时的交易和风险管理。我来银行的主要目的就是为整个银行的固定资产、固定收益和证券交易提供全面的平台。如此一来，不论做任何产品的交易和估价，都可以使用一个稳定、统一的系统。目前的发展趋势是 24 小时全球的跨产品交易，这就需要一个强大的系统连接全球各类产品，以 24 小时的经营方式进行交易。根据交易的状况不同，有的时候是 B2B（公司对公司，供应商对供应商）；或者是 B2C（供应商对客户）。这些单一交易商或者是多经销商市场需要能够提供这方面服务的系统，同时交易量大了之后对系统的要求也不一样。作为一个系统的设计开发者，这些都是很重要的考量。此外还有一些高端的算法交易、实时定价、风险管理，这些都是我们能做到的。这也是我们创建先锋交易系统的原因。过去八年，我们确实做到这一点，建立了一整套全球交易系统。在和美林证券合并之后，我们将美林证券的系统都代替了，用先锋系统统一执行。

关于用哪些指标来衡量一个电子交易平台是不是适合。90 年代时我在摩根斯坦利做股票电子交易平台，过去十几年做的是固定收益交易的电子平台。从个人角度来说，要创建一个优质、稳定的电子交易平台，有以下几个考量标准：

最重要的标准：优异的架构。优异的架构对电子交易平台而言就像架构对楼房的重要性一样。也许可以设计出某一种很好的产品交易，但是要想跨产品并将世界各地连在一起，没有很好的架构和设计，是无法达到的。单一建立一些东西很容易，但是要达到全面的话就相当困难。优异的架构需要在产品创建初期就花费很多精力。

稳定性。现在的交易系统速度快、交易量大，所以必须有相当高的稳定性。系统的稳定性以 Downtime 来衡量，就是系统在一年之中有多少分钟、多少秒没有正常运作，或者说某一功能没有正常运作。

一个系统不仅要有好的功能，还要保证很强的稳定性，这一点对交易员来说尤为重要。根据产品的不同，需要不断地对系统进行更新和改革。

速度。系统不仅要稳定地进行交易，还要以最快的速度达到客户的要求。有各种各样的方法来提升速度和反应。速度包括执行速度等等，有时候也不按平均值来算。有时候用 Standard Deviation 来衡量，平均 10 秒钟处理的东西，是在 90% 的情况下 10 秒钟，还是在 60% 的情况下 10 秒钟，意义的不同的。这是测量速度的重要标准。

多方面的电子交易功能。电子交易功能包括从简单的直通市场交易，到算法交易，这些各种各样的功能必须都能提供。如果只提供某一方面的功能，从交易的业务来讲，可能达不到要求。尤其是市场的变化日新月异，很多过去认为很复杂的功能现在都是理所当然的。

跨产品支持。现在的电子交易和过去的单产品交易不同。要想在单产品上盈利已经很困难。大家都盯着同样的产品，买卖差价越来越窄。很多高端的电子交易平台都以跨产品为主打项目。在买卖的时候是几个产品同时买卖。通过它们之间的联系，能够达到套利，这也不是一般的系统能够提供的。所以这也是电子交易平台重要的一个方面。

全球分布模式。像美国银行这种全球性银行都有全球市场。全球市场要求系统能在全球分布、运行，有相关的运行模式能够支持它在 24 小时做全球的交易。

优良的可扩展性。能够处理大量的数据，在交易量十倍、百倍增长的情况下，系统不用改变就能够平行性扩展来支持大的交易量。

全方面的直通服务。电子交易系统处理的交易量相当大。如果以过去的需要有人介入才能处理流程、风险的话，已经赶不上时代了，所以要有相当强有力的直通服务。

开放性。开放性是指可以与其他系统迅速连接，是不是有自己的

API，程序的编程接口。要想达到全能优质的全球性电子交易系统，不仅要有好的程序员和架构师，还要对产品各方面都有相当好的了解，对全球性的交易有所了解。全方位的定价、交易、风险、流程的一条龙服务，都是相当重要的。

Q4：请进一步地谈一谈金融产品的演进和电子交易技术发展两者的互动和关联关系。金融产品的发展如何推动电子交易的技术进步，同时电子交易技术的进步又如何反过来推动金融产品的创新？

A4：无论是电子交易还是人为交易，都有卖方、买方、中间人。从以前的电话交易或者交易所公开叫价到电子交易经历了一个很长的成长过程。最初的阶段是用交易语言让很多公司和交易所连上线，通过这种语言拿到市场交易的数据。通过这些数据来做交易。后来发展到不止要做交易，还要透明化，将别人的交易数据和交易量在一定时间内公开。接着发展到十进位。以前手动交易的时候，是八分之一、十六分之一和三十二分之一的进位制，这个进位制的好处在于保证交易方有很大的活动空间可以赚钱，但对买家来说不是一件好的事情。后来通过美国监管部门的规定，改成了买方得益的十进位制，卖方赚的差价减少。后来通过市场的调整，变成了分散性市场。纽交所和纳斯达克市场这些大的垄断性交易系统都分散到外面的市场，就形成了一个新的问题，就是有这么多市场，怎样去进行交易，一个假设的市场可以接触到各种小的市场，这是一个很长的成长过程，现在还在发展过程中。

根据产品的类型和复杂性，产生了各种各样的交易方式，有大家熟知的交易所，可以交易股票、期货。还有 B2B，即交易方之间彼此交易，一般都是大的交易，能够迅速将交易完成。另外一种是 B2C，是和散户打交道。根据产品的不同也有不同的方式。比如说买美国的债券，如果你是交易方的话，可以通过 B2B。如果是一个普通客户，

则可以通过 B2C。它们的交易方法不一样。现在大多数高流动性产品已经完全电子化，只有一些低流动性的产品，比如说结构化产品还未完全电子化。因为它们的量小，而且是定制的，所以没那么容易电子化。

成熟的交易市场需要具备以下因素：

匿名交易。不管谁在这个市场做交易，要避免别人知道谁在做交易，你在做什么交易，为什么做交易。这样彼此不知道，只是在一个共同的市场，就能保证市场流通性。

商品统一化。不能说在某一个市场做一个商品，在另一个市场做不同的商品。这些商品如果没有完全统一，就没有办法达到这种流通性，也没有办法降低佣金。

市场的深度。用来测量流动性的高低，买卖双方的多少。市场很成功的话，就会有很多人来进行买卖交易，这样流通性也比较好，就会有更多人到这个市场做交易。

交易的趋势：脱媒化。市场上参与交易的有交易所、经纪人、卖方和买方。除了买方之外，交易所、经纪人和卖方彼此是合作的关系，也是竞争的关系。交易所通过直接连线，绕过经纪人直接和买方交易。而经纪人不想让交易所做大，建立了所谓的 Internal Market（内部市场）。大的经纪人可以看到很大的流量，在这种情况下，这种流量可以内部消化。这样不用经过交易所就可以拿到这笔佣金。从卖方的角度来说，比如一个银行要卖产品给客户，他们内部建立了所谓的 Dark Pool，和内部市场很像，如果买方要买一些产品，他们可以内部消化。

公平性。现在的市场以价格和时间优先。法律规定，不管在哪个市场交易，价钱必须达到一致才能交易。

分散的市场。市场的分散性是一个很突出的特征，尤其在欧美。同一个产品，可以在不同的市场进行交易，不管是大型的、中型的、

还是小型的市场都可以同时交易。在这么分散的市场，作为一个交易平台，要考虑的是如何与这些分散的市场同时打交道，为客户和自己谋取最高的收益。

前面提到的内部交易、低延时交易和降低费用、降低出错率，还有提高价格的透明度都是一个成熟的电子交易市场必须考虑的因素。总而言之，一个成熟的交易市场必须平衡买方、卖方等各方利益和各种监管制度。这些因素和要求增加了电子交易系统的难度，给它的设计和管理增加了新的挑战。

Q5：未来电子交易平台的发展趋势是什么，会呈现出怎样的新的特征？

A5：未来的发展趋势首先是全球化、跨产品，接着是对电子交易系统的要求提高，高频交易和风险控制这些方面都必须结合在一起。对技术的挑战是要如何设计开发一套系统，能够全方面地满足这些需要。未来一定会出现的特征是交易数量的增长。过去要买卖大量的股票，就要找经纪商，在不影响市场的情况下完成交易。现在和以后的发展趋势是，即使有这样一个大的订单，也会分成几个很小的订单。每个订单的交易量减少了，但订单的数量会增加。所以从市场的发展角度来说，如果画一个曲线，会发现交易的订单量会比过去有一个百倍、千倍的增长。这对交易系统就提出了更大的挑战：第一是速度的挑战；第二是稳定性的挑战；第三是量化、可扩展性的挑战。还有风险管理，满足监管系统的实时定价的挑战。全球性和跨产品性也是要特别考虑的因素。

Q6：高频交易是当前金融市场上炙手可热的词汇。您能否简单介绍下什么是高频交易？

A6：高频交易是华尔街交易中最保密的一个内容。高频交易公司是靠这个吃饭的，它们具体的设计方法是严格保密的，如果要加入

高频交易公司，还要签一些要求很高的保证书。这不像其他一些交易那么透明化。高频交易虽然是一个炙手可热的词汇，但是真正了解的人不多。

高频交易的基本特征包括：可以快速进出市场，快速处理大量市场数据。通过量化模型快速做决定和交易，达到薄利多销来套利。以前的交易可能一笔要赚五块钱才会去做，但高频交易只要赚一分钱就会去做。以高频率的方法，在几秒内就处理很多交易，这样下来一天之内的收入也是可观的。大宗式的高频交易是不存仓的，不会有过夜的仓位。有很多数学的优化计算，一般是学物理、数学的博士生来做这方面的设计。高频交易以前适合的是股票，现在高频交易公司大都从股票市场撤出，进入其他产品市场。因为适合高频交易的产品要满足交易量大，波动性高的特点，像外汇、期货、固定收益等产品。我个人做的高频交易是做固定收益的产品，交易量是相当可观的，不是一般系统能够承担的。

我们做的有算法交易。最初的高频交易叫做交易执行，比如说需要一个大的订单，因为市场已经分散化，不想让别人知道自己的交易，就要在别人不能察觉的时候完成交易。以前是打电话到各个地方去问价钱，现在通过在全球市场寻找好的价钱，就会出现很多专业性的交易方法。还有一种交易叫做股指平衡交易，欧美的股指经常变动，股指期货和股指基金经常跟着市场走，负责高频交易的公司就有利可图，通过技术能够盈利。其他的高频交易有造市，通过差价来做高频交易。还有就是做市场数据分析和交易的预测，这是根据不同的专家、不同的市场做预测。如果预测成功的话就可以抢先交易套利。还有一些高频交易通过一些事件，比如说美国每月第一个星期五公布 Nonfarm Payroll（非农数据），是过去一个月美国公司的招聘就业数据，根据这个数据看出经济发展情况，很多人就可以做决定是买卖股票、期货，

还是固定收益的产品。只要有波动，就有高频交易的机会。还有一个是统计套利，数学性非常强。通过理解和观察各个产品彼此的关系，在短时间内迅速通过系统做出决定，在不同市场同时做对冲、套利和风险管理。这也是我设计的平台一个很强的地方。还有通过光纤、微波的技术，希望自己的系统比别人快几毫秒受到信息，通过信息在几毫秒之内做决定来迅速套利。大多数的算法交易可以这样归类。

Q7：高频交易近年来备受争议，欧洲很多国家对高频交易进行监管，近期美国 SEC 正进行涉及市场公平和结构问题的多项调查，其中包括高频交易商和自动交易商等。美国著名金融作家迈克尔•刘易斯（Michael Lewis）在接受 CBS 电视节目的采访时说美国股市其实被高频交易者控制着，他们用非常先进的电脑设备“玩弄投资者于鼓掌之中”。请问应当如何看待高频交易在金融市场中的作用？

A7：高频交易通过对市场的了解迅速作出决定，让市场完全透明化，这样在任何时候没有套利的机会，看到的价格基本上都是均衡价格。高频交易系统的设计为市场的公平性和竞争性起到了很重要的作用。大的投资公司和证券公司在高频交易上花了很多精力，它们希望有所得益。

我们认为既然市场有些时候不是完美的，有一些机会，为什么不让可以充分利用市场的人得益，让市场进入到一个公平竞争的环境。有些人可能认为这不太公平，因为我们比一般的投资者速度快。但实际上高频交易的公司不会和普通交易者有竞争关系。首先他们做的产品不一样，其次他们交易的量不一样。一般个人手动操作的话，无法在速度上和高频交易做竞争。如果普通交易者在市场上买或卖一个产品，实际上是最大的受益者，因为买和卖的价格是市场上的均衡价格。就是因为高频交易起了一个润滑剂的作用，才不让市场出现各种偏差。

如果高频交易公司和大的卖家去竞争，有一定的优势。作为大的银行，如果你认为高频交易把生意抢走了，你也可以做相似的高频交易。美国银行实际不是专门的高频交易公司，但有自己的高频交易平台，因为有很大的客源，很大的流动性。可以通过尖端的技术直接在市场上套利，这对市场是有帮助的。现在对高频交易的争议就像一个人抱怨自己的车没有别人的车快，就是因为没有别人的车好。实际上和 F1 赛车比速度是没有意义的，只要你的车可以从起点走到终点完成任务就可以了。如果你觉得高频交易可以提供更好的收益，你也可以投资这方面，进入这个市场，是没有人阻止的。

Q8：目前国内以套利交易和对冲交易的策略性交易正在萌芽发展，策略性交易日益高频化是主要的发展方向。您认为在中国市场发展高频交易还要做哪些技术性的准备？国内一些监管者曾经表态说中国不适合发展高频交易，您对这个评价怎么看？

A8：之前我提到的用来衡量一个优质稳定的电子交易平台的指标，架构性、速度性、稳定性、分布性、可扩展性和全方位的直通服务，这些都是必须注意的因素。只有这些因素具备之后，才能充分具备一个适合高频交易的环境。

高频交易是很难禁止的，首先必须要定义什么是高频交易。现在有大量的交易发生大家就称之为高频交易。如果说监管部门规定证券公司一秒之内不能下超过一千个订单，超过一千个订单就认为是高频交易。这是不合理的，如果这个公司有一千个操作员，每个操作员都是独立交易的，每个人下一个订单就是一千个订单。高频交易是通过快速分析市场来做决定，下订单，可以通过系统也可以通过人为。如果要禁止高频交易，在管理和监督方面是一个很大的难题。美国也考虑过这方面的问题，但还没有结论。管理是可以管理，但禁止的可能性不大。一个证券公司，一个银行要想提高竞争力，在市场上独占鳌

头，必须在技术上做好准备。

Q9：2013 年 8 月 16 日国内股市发生了“光大乌龙指事件”，引发了国内对电子交易系统的思考。事件的触发原因可能是操作失误及系统缺陷，但深入挖掘会发现该策略系统完全独立于公司其他系统，甚至未置于风控系统之下。交易员级对开盘限额、止损限额的风险控制、部门级当日操作 8000 万限额及公司级的头寸控制机制也都没能发挥作用。在电子交易系统的设计和操作过程中，有哪些常见缺陷和风险？应该通过什么方式来避免？

A9：光大乌龙指事件其实和 2012 年美国的 Knight Capital 在交易中损失了 4.5 亿美元是很相像的。Knight Capital 是因为软件安装问题和一些风险控制缺陷。

电子交易系统的风险和缺陷包括以下几点：

独立的单线系统。这在欧美十年前都是一个比较普遍的问题。这也是为什么美国银行希望这个系统不仅可以对某一个产品做交易，而是所有的产品都经过这个平台做交易，进行统一管理和监督。很多系统设计的时候就是为某一个产品服务，好处就是可以迅速地做出来，坏处就是和其他的东西是独立的。在之后的监管和跨产品交易都会有更严重的问题。

低稳定性。一个系统设计出来，进行测试之后在一般情况下是稳定的。但是在市场大波动的时候，意外事件发生的时候稳定性比较低。这也是电子交易系统常见的一些问题。我个人是做程序员出身，在设计程序的时候面临很多挑战，第一要具备很多功能，第二要具备稳定性。要想达到稳定性是很困难的。我们做过一个统计，当然随着系统成熟度不同而会有不同结果。发现在一个程序里面，有 25% 的编码是处理正常情况的，有 75%的编码是应对各种突发因素的。这说明我们的系统是比较成熟的。低稳定性是产品初期一个比较明显的问题，

在系统成熟之后才会慢慢改进。如果有经验的话，在设计程序初期就会将稳定性考虑进去，就可以减少很多工作量。

缺乏平行扩展性。这是很多系统的通病。正常情况下 10 万笔交易没问题，但如果突然有 100 万交易，这个系统就完全垮掉了。要掌握一些方法来保证系统可以进行平行的扩张。

速度慢。没办法抢在别人前面做交易，有时候看到一个机会，等到你下手的时候这个机会已经没有了。

不稳定的直通服务。一些交易完成后没有进入后台系统、风险管理系统。这也会造成电子交易系统巨大的问题和大量的损失。

不完善的风险和危机控制。有些交易权限会有一些紧急关闭，例如粗手指（一个手指头同时按几个键报、纸放在键盘上按一下送出了很多订单），在紧急情况下能够迅速关闭。系统的管理和流程的实时监督，在事情出现的时候能够迅速提供信息、迅速控制。这些风险控制的功能的缺乏也是常见的问题。

不仅在设计系统上能够避免以上问题，交易所也要制定一些例如在五分钟内指数波动上下 10%要停牌 5 分钟这样一些规定。交易系统也要增加风险控制的功能。才能够尽量降低风险发生的频率。

Q10：能否详细介绍一下银行里面 IT 部门和交易部门、风险控制部门之间是如何协作控制风险的？

A10:IT 部门主要负责设计和运行系统。交易部门分成交易主管、交易员，交易主管给交易员设限制，比如说开盘的限额，止损的限额，风险的限额。然后把这些限额直接加入我们的系统，系统必须提供这些限额的控制。IT 部门还提供运行部门，帮交易部门做这方面的管理和实时的控制。风险管理的主管和交易部门主管相互联系，同时他们提供风险控制的模型，在情况发生时能够迅速通知 IT 系统停止做某方面交易，降低某方面的曝光率，减少某方面产品的积累。这几个

部门彼此相关很大，几乎每天都要相互打交道。正常的运作的话，高级主管是不需要介入的。只需要通过中台、后台和风险管理来商议，确定管理的措施。当出现新情况的时候，比如说遇到以前没有碰过的风险的时候，会互相联系，把这个空缺补上。IT 部门就是平衡各方面对系统功能、速度的要求。

Q11：您作为最资深的华尔街科技主管，曾多次与中国商务部和中国投资促进协会合作，就金融 IT 外包发表主题演讲。能否简单介绍下全球金融 IT 外包产业的概况？

A11：IT 外包的几个原因：第一是降低成本，通过外包可以获得理想的价格。第二，对于银行和证券公司，主要精力要花在有竞争优势的地方，比如说有效地交易上，而不是基础设施方面。第三是不仅充分利用银行的内部人员，还希望接触到各方面的人才，充分利用国外人才库的优势。第四是希望保持竞争力，很多银行都把 IT 外包了，如果不这样做的话成本就会比较高，从而竞争力就会下降。概括而言，各个银行的外包情况不一样，有的公司只有 5%的外包，有的公司有 25%甚至 30%的外包。

金融 IT 外包的挑战：第一是交流问题，因为很多人才不在面前，如何有效跨地域交流是一个挑战。第二是对技术要求相当高，电子交易需要一批优秀的专业人才花费时间精力研究如何从 5 毫秒降到 4 毫秒。这些高端的技术人才还是比较难找的。第三，银行和证券公司是分秒必争的，每分每秒都是金钱。不像一些大众银行一年才开发两次产品，我们有时候要求一周就必须开发出新的版本上市。还有对金融产品的了解也提出了很高的要求，准确率和稳定性都是很重要的。

Q12：印度是金融服务离岸外包的最大受益者。印度的独特优势在哪里？对中国来讲，有什么借鉴意义？

A12：现在全球金融 IT 外包，印度还是主要的出口国，他们做

了很多年，有各种优势。我对中国 IT 外包的公司也做了一定的研究，发现中国和印度的差距还是很大的。未来几年要迅速赶上差距。

印度的独特优势：第一是受教育的印度人能够掌握流利的英语，这是很多中国留学生都很难比得上的。当然近年来中国的英语水平也在不断提升，这个差距在缩小。第二是对金融产品熟悉程度。很多印度人在美国工作多年后再回到印度发展，把在美国学到的东西发挥在印度的相关领域。海归在印度的待遇非常高，回到印度可以住很好的房子，还有很多管家，这对他们来说有很大的吸引力，所以造成了大规模的人才回流。第三是对流程管理重视，容易满足国际银行和证券公司的要求，通过对流程的管理增加信息。第四是外包行业是印度的一个主要行业，优秀的人才都进入 IT 外包行业。但在中国最优秀的 IT 人才不是进入外包行业，而是进入 IT 公司，像阿里巴巴、雅虎、小米这种能够让他们迅速成长、赚钱的公司。剩下的人才进入金融公司、银行，再差一点的去产业公司。所以即使假设中国和印度的教育水平一样，但中国外包行业的优秀人才还是非常缺乏。第五，因为他们有多年的经营，所以有好的供货业绩记录。欧美银行一般要看之前项目的数字证明，包括成交量、供货率等记录。此外，还有一点是规模。印度有最大的全方位的外包公司，能够拿到一些很大的订单。中国最大的外包公司才两万人，印度最大的有近二十万人，在规模上中国是远远落后于印度的。

Q13：对促进中美的技术交流有什么建议？

A13：像连线华尔街这样一个平台就是很好的方法，可以介绍欧美先进的技术和管理方法。同时可以在国外引进高端的技术人才，像印度一样，让优秀人才回流。很多时候一个人和几个人的力量可能比一个人花很长时间想出来的想法要好。经验可以避免我们再走一次弯路。当然国内的市场和欧美的市场不同，需要本土化。像百度、腾讯

这些公司实际上都是借鉴了欧美的成功模式，在中国本土化之后甚至比西方的产品更加尖端，提供更好的功能。引进人才会对以后的发展起到很大的作用。

最后我想用高频交易的创始人，我的好朋友的一句话来结束今天的交流。“电子交易的崛起减少了贸易信息的泄露，提高了交易速度和效率，减少了错误，降低了业内人士不公平的优势。最终的结果是它不再具有上世纪交易大厅丰富多彩和疯狂的大叫，但它是一个更快、更便宜、更清洁的市场。”

第 31 辑

(2014.4.11)

金融机构综合风险管理框架

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李国泽先生现任 ARAMA LLC 创始人及总裁。自 2003-2014 年曾担任美国教师年金基金会（TIAA-CREF）高级董事总经理。TIAA-CREF 是一家提供养老金计划、教育储蓄、共同基金投资、个人财务管理等服务的金融公司，管理资产达 5,640 亿美元。在担任量化风险负责人期间，李先生领导了风险管理部门和各监管委员会的成立，是市场风险与信用风险计量与分析系统的设计者。同时作为资产负债管理最早的发起人之一，他推动 TIAA 将投资延伸至房地产和自然资源领域，开发和扩展资产配置模型以满足定期投资规划需要，引入回报与风险相关的概念及度量，使用风险调整回报率作为绩效考量，评估 TIAA 风险资本状况。他带领部门用最前沿的定量模型为公司的风险管理和业务战略服务。在加入 TIAA-CREF 之前，李先生在雷曼兄弟工作 11 年，担任高级副总裁，主管量化风险模型的设计及金融工具的数学模型验证。在此之前，李先生任职于美林证券量化风险部门。在加入美林证券之前，李先生任职于花旗集团在香港的零售银行，担任财务总监。李先生在宾夕法尼亚大学沃顿商学院取得经济学硕士、工商管理硕士、及金融博士学位；在伦敦政治经济学院取得统计学硕

士学位；在香港大学取得数学学士学位。

在金融行业，风险是一个使用频率非常高的词，但是经常被错误解读。在投资银行及其他金融机构中，常用风险价值 VaR（Value at Risk）来度量所有的风险。还有一些人认为风险这一概念应当包含所有种类的风险，不论是大风险还是小风险。实际上，我们应站在整个公司目标的角度来定义风险。

一、战略及财务规划

在讨论风险本身之前，首先要关注应该采取怎样的策略来分析风险。地缘政治风险评估和长期趋势预测对一个公司来说是非常基本且重要的考量因素。然而,它们也很难建模和预测。比如说长期趋势预测包括了环境趋势（气候变化）、社会趋势（家庭变化）、技术趋势等等，这些世界性的趋势变化是高管们所必须重视的。其次,需要对宏观经济的趋势进行建模，包括对价格趋势、通胀趋势和 GDP 增长趋势的建模来帮助预测。之后再考虑产品、市场、定价和竞争，还有政府监管、环境等。

在考虑上述这些因素后，才能进行财务预测，包括短期（一年）和中长期的（五年甚至十年）预测。在做财务预测的过程中，一个很重要的方面就是进行压力分析，即考虑经济运行中可能出现的极端情况，比如说政府政策的重大转变、金融体系的崩溃或者经济环境的严重恶化，来分析诸如此类的极端情况对财务计划的影响。如果没有考虑这些因素，定义风险是没有意义的。

二、资产负债管理

在建立了金融模型之后，就可以缩小讨论的范围。而制定了财务规划之后，就可以探讨公司资产负债表方面的问题。资产负债表包含

两部分，一方面是资产，一方面是负债。银行的负债端一般有存款、从其他银行的借款等。对其他金融机构来说，负债还包括出售给客户的理财产品等。银行的资产端，一般是贷款（个人贷款、企业贷款、银行间贷款）和投资。风险管理者通常认为风险只来自资产端，实际上负债端也会带来很多风险。更重要的是，资产和负债两者的结合会带来不同组合的其他风险。所以资产负债管理分为负债管理、资产和负债的共同管理以及资产管理。在典型的金融机构中，负债管理通常是由产品销售人员、存款管理人员这些出售零售产品的人来执行。资产管理是由投资经理、基金经理、贷款经理来执行。在高层还有一个资产负债管理委员会来进行资产和负债的共同管理。这个资产负债管理委员会是由公司的最高管理层人员组成。

1、负债管理

从风险管理的角度看，关于负债管理包括五个重要方面：

一是存款客户、保单持有人的行为分析。如何对他们的行为进行建模分析，这是负债管理中最核心的方面。比如若提高存款利率，客户会做出怎样的反应，是否会存放更多资金？如果市场面临危机，客户会选择另一种产品还是选择竞争对手的产品？这些信息都是非常重要的。

二是负债和产品的收益及风险分析，要了解负债产品的定价和利润情况。风险来源于提前赎回，或者是无论如何定价，都无法吸引客户。还有一种风险是选错了客户（如投机者），比如作为一家保险公司，却鼓励有钱且有疾病的人来参保。这都需要进行精算建模。

三是久期及凸性。久期是负债对利率变化的敏感度（对利率变化的一阶导数），凸性是敏感度的高阶（对利率变化的二阶导数）。最糟糕的状况是负凸性，即无论利率上升或者下降，都会遭受损失。久期和凸性是负债的两个重要特征，这两者取决于负债产品的特点。

四是定价模型，包括对嵌入式期权的估值。例如有的银行保证利率不会低于 1% 或 2%，就属于嵌入式期权。在很多理财产品中，银行甚至保证客户永远不会亏损，在这样的产品中就有很多嵌入式期权，这些产品的久期和凸性有很多优良的特征。

五是流动性及现金流分析。一方面是负债的价值，另一方面是负债的流动性。

2、资产-负债的共同管理

资产-负债的共同管理包括五项主要功能：

一是资产和负债久期及凸性缺口分析。只分析资产或者负债两者中一端的久期和缺口都不能得出正确的结论。如果同时考虑资产和负债的久期，有时它们会相互抵消，可能会与只考虑某一端的结果相反，所以必须同时考虑。很多金融机构的风险管理者只考虑了其中一端的风险。在会计中，资产等于负债加资本。所以资产减去负债的值是很重要的，意味着资本的变化。

二是流动性管理，也即是否有足够的现金来清偿债务。大多数金融机构倒闭的原因并不是没有足够的资本，而是没有足够的现金。如果没有足够的资本，还可以支撑几天、几个月甚至几年；但若没有足够的现金，就会立即倒闭。流动性风险是风险管理者最看重的方面。

三是资本充足率的管理。

四是风险承受能力。完成财务计划之后，需要对公司将来面临的财务压力有所了解，就知道能多大限度地减少可能遭受的损失。这就可以衡量出公司的风险承受能力，帮助我们稍后定义风险临界点。

五是最高风险承受限制的设定。基于对久期、凸性、流动性的了解，可以得出一个理想的资产风险结构和收益情况。在资产负债管理委员会上将讨论其最优的规模，供风险管理者参考。

3、资产管理：包括策略层面和基金经理两个层面

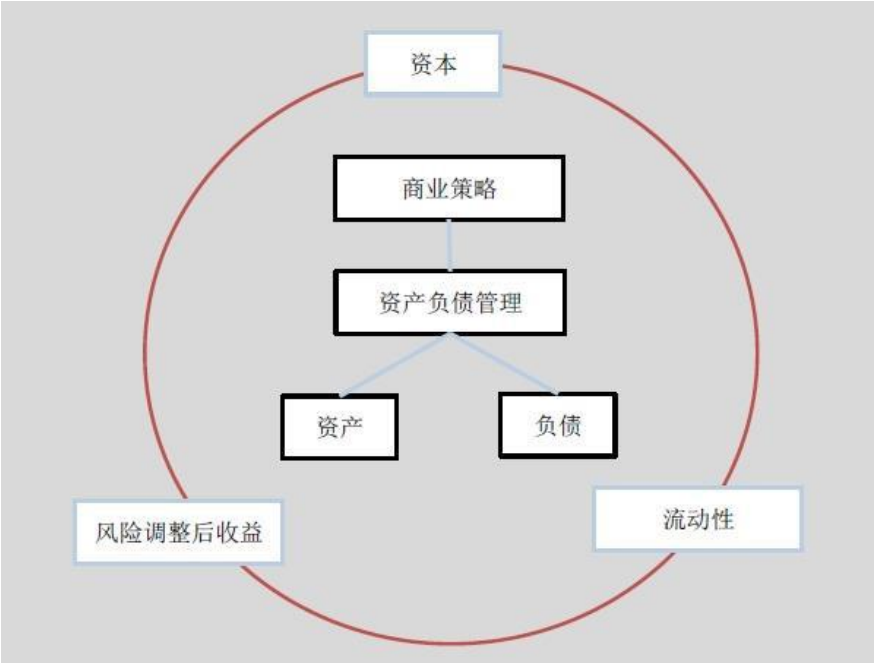
策略层面：由首席投资官管理，需要考虑五个方面：

第一是怎样设定投资策略，使之与资产负债管理委员会设定的目标相符。比如说我们要投资什么类别的资产，贷款、债券、股票、房地产还是基金。首席投资官需要决定投资哪类资产才能达成资产负债共同管理的长期目标。第二是资产配置比例。投资到各个资产类别中，要如何才能达到最优的资产配置。第三是怎样衡量绩效。绩效不只是衡量价值增加的多少，而要同时考虑收益和风险。第四是衡量基准的设定。首席投资官要设定一个基准，要用投资组合来衡量，问题就在于要用什么样的市场投资组合来衡量。第五是设定微观的风险限制。比如在股票市场上可以接受多大的风险，在外汇市场上可以接受多大的风险，在债券市场上可以接受多大的风险，这些都是首席投资官必须决定的。

基金经理层面：典型的基金经理定期（每周或者每天）要完成的任务。

首先是每日市场、信用和流动性风险评估、报告及合规分析。其次是每日或及时对交易、投资和对冲策略的风险分析。第三是定期的风险调整后收益报告。很多金融机构只对投资的回报或损失进行度量，不考虑投资的成本和风险。这种不考虑投资成本和风险的机制会鼓励基金经理在投资上非常冒进甚至疯狂。第四是绩效归因分析，要找出为什么表现好或表现不好的原因。

总的来说，风险管理的框架可用下图表示。在最外圈的资本、风险调整后收益和流动性是对任何一家公司都非常重要的三个因素，风险均涉及这三个方面。而公司的所有活动都可以总结为圆圈内的商业策略和资产负债管理。



三、影子银行风险评估

1、负债端

影子银行负债端的很多产品业务都是具有高风险性的，典型的代表包括：银行间拆借、其他货币市场借款、客户准存款、理财产品等。银行间拆借期限短，利率不固定，多受到市场波动以及银行间限制和要求的影响。其他货币市场借款提供的资金期限也较短。客户准存款则受到隐含利率保证、预期产生的嵌入式期权、客户的提前提款、银行经营风险以及监管规则变动的影响。此外还包括理财产品，由于理财产品过于复杂，投资者对产品缺乏透彻了解，以至于存在不合格的、以投机为目的的投资者。理财产品除了受隐含利率保证和预期所产生的嵌入式期权的影响外，同样还面临客户提款、银行经营风险、监管规则变动、潜在的法律责任和诉讼等风险因素。

2、资产端

影子银行为赚取高额回报，倾向于发放高风险、高收益贷款。这些资金多流入产能过剩、低利润行业或房地产行业。此外，影子银行

还会对高风险、高收益企业或高杠杆企业进行私募股权投资。

这类贷款和投资往往面临高度相关的违约风险、系统性风险和情绪传染风险。违约相关性指的是一家公司违约可能引发相关联公司的违约，特别是在集中度较高的行业。系统性风险或市场风险会影响金融市场上包括投资者、金融机构在内的所有参与者，并引发这些参与者的同向反应。情绪传染风险则易由银行挤兑引发。

此外，这类贷款和投资还受到交叉担保风险的影响。例如：影子银行之所以贷款给 A 公司，是因为 B 公司给 A 公司提供了担保。但同时，A 公司为 C 公司提供贷款担保，C 公司反过来又为 B 公司担保。因此 B 公司实际上是在以 A 公司的自有资产为 A 公司提供担保，这种担保是毫无意义的。这种情况下就产生了交叉担保贷款。

最后是尾部风险。尾部风险指不太可能发生但一旦发生则代价相当高的风险。过去风险管理者只关注日常风险，而忽视了极端风险。这类风险一旦发生其影响范围和程度可能是常规风险的百倍、千倍。例如 2008 年以前没有人认为雷曼兄弟破产会触发金融危机，但它确实发生了，雷曼兄弟破产导致其他很多金融机构也接近破产边缘。这就是风险管理人需要关注尾部风险的原因所在。尾部风险的另一个特征是尾部依赖。例如日本特大地震是尾部风险事件，引发的海啸是第二层尾部风险事件，而海啸又造成第三层尾部事件——核泄漏。一件极端事件可能会造成接二连三事件的发生，因此在风险管理领域尾部风险的管理和测量非常重要。

3、资产负债的联合管理

将资产和负债结合来看，影子银行存在很多风险点，例如：(1)短期负债和长期资产造成的久期缺口、(2)嵌入式期权造成的凸性风险、(3)资产组合中的高信用风险和股权价值缩水风险、(4)由短期负债和长期资产到期时间差造成的流动性风险等。

四、房地产投资组合风险评估

房地产投资组合风险评估过程中需要建立如下模型：

宏观建模。很多风险管理人员和发地产开发商缺乏行业的宏观视角。一些投机者只关注房地产投资项目过去的业绩表现，并由此预测未来。但实际上房地产市场容易受到宏观经济形势的影响，房地产的长周期性需要进行宏观建模以评估风险。以美国为例，利率、通胀率、经济周期、市场情绪等对房地产市场均有影响，因此需要将这些因素纳入宏观模型进行考量。

地方市场建模。该模型需要考量的因素有当地宏观市场因素、人口统计特征、当地经济增长率、地方开发计划、供给和需求、房屋空置率等，这些因素因地方而异。

房产类型建模。不同类型的房产，如办公楼、住宅、酒店、仓库等，其影响因素有所不同。可能的因素包括：宏观市场因素、地方及区域因素、周期、地方开发计划、供给和需求、房屋空置率等。

在了解宏观经济、地方市场、房产类型等情况后，再结合单个房产的价值、现金流的长期路径、贷款价值比率、房产股权价值的概率分布等信息后，即可测算出房地产投资组合价值的概率分布。

五、问答环节

Q1：请简要介绍一下美国养老金 401k 计划？对推动中国养老金改革有何建议？

A1：401k 是由美国政府发起的养老金计划，存入 401k 的资金可以延期赋税。例如：将 1000 美元收入中的 100 美元存入 401k 后，在当期只有 900 美元收入需要缴纳个人所得税，存入 401k 的 100 美元在退休取出时征税。401k 的本质是延期赋税以鼓励储蓄。政府对 401k 养老金计划有很多限定，例如：政府允许的投资范围、取出

养老金的年龄、金额等。对 401k 计划，美国有一个术语，叫做固定分缴，实际上这并非真正意义上的养老金计划。

过去美国有固定福利退休金计划，即雇员和雇主各支付一定比例资金。雇员退休后，基于离休前最后一份工资水平的一定比例获得养老金。一方面，由于通胀、员工薪水上涨等原因，固定福利计划造成雇主财务负担过重，甚至引发破产风险，导致雇员退休后一无所获；另一方面，固定福利计划要求雇员在某一公司任职 5-10 年，使得频繁更换工作的年轻人不易从中获利。由于这些弊端，很多公司不再提供固定福利计划，公司破产后需政府接管的养老金财务负担规模高达 3 万亿，养老基金保障公司濒临破产，最终固定福利计划被证明是失败的。

个人认为很多国家也提供 401k，中国可能也在考虑类似的计划，但中国在进行养老金改革时要考虑国情，不能完全效仿美国。

第 32 辑

(2014.4.15)

美国住建行业及危机前后两房的变迁

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

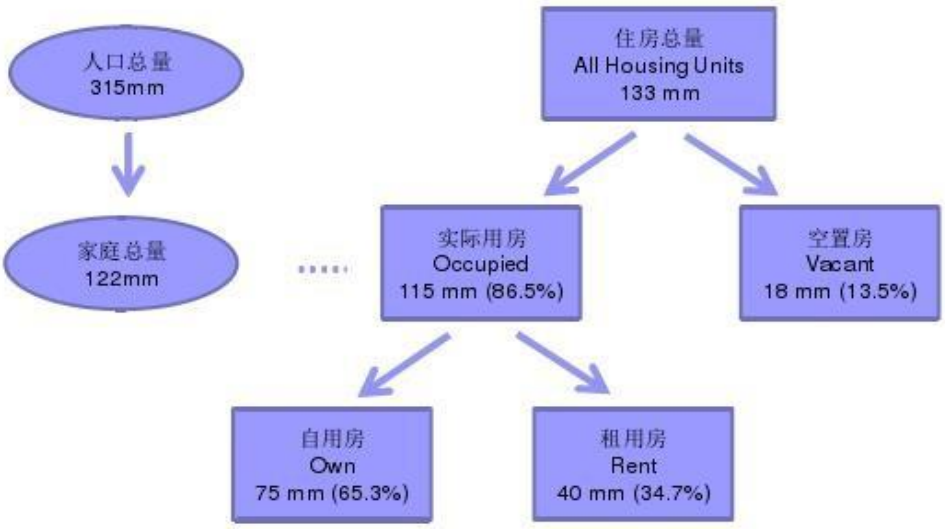
朱江博士，2012 年加盟 Capra Ibex Advisors，作为基金经理，负责公司各类抵押贷款证券产品的投资交易业务（包括 Agency MBS，CMBS 及 CLO）。同年与友人联合创办 FinBow Advisors（弘博投资咨询），致力于为中资企业与机构投资者在美拓展一、二级业务提供深度市场咨询服务。在此之前朱江博士任职于瑞士信贷（Credit Suisse）固定收益交易部，参与发起或负责过如下交易业务：06 年参与创建 Structured Product Derivative Group，共同管理 150 亿美元的衍生品 book；08 年初接管 60 亿美元 CDO legacy book，至 09 年底去风险后移交； 10 年起加入瑞信自营交易部，负责有关 MBS 及 CLO 的自营交易业务，在瑞信的六年期间保持每年盈利。朱江博士 1999 年北大数学本科毕业，2005 年获加州大学伯克利分校应用数学博士学位。

一、大浪淘沙始见金:美国住建行业简析

（一）宏观基本面

1、美国住房市场横切图

住房市场最核心的一点是人。要把握住房市场的整体变化，首先要看的就是人口和家庭的发展趋势。人口和家庭的形成，对一个成熟的市场来说，基本上会线性影响住房总量。要了解美国的总住房数量，首先要看总人口数有多少。如下图所示，目前美国的人口总量有 3.15 亿人，每个家庭的人口大概是 2.6-2.7 人，家庭总数是 1.22 亿户。住房总量比家庭总量稍多一点，所以美国的住房总量到 2013 年底是 1.33 亿套。在所有的住房中可以细分为已经在住的实际用房，有 1.15 亿套，占整个住房总量的 87%左右，同时有相当一部分的空置房，有 1800 万套左右。这里的空置房有一些是度假房，比如说一些居民在佛罗里达有房，平时住在纽约。在实际用房中又可以根据金融属性分为两类，自用房和租用房，自用房有 7500 万套，占 65%，另外 35%是租用房，有 4000 万套。这是美国住房市场的整体状况。

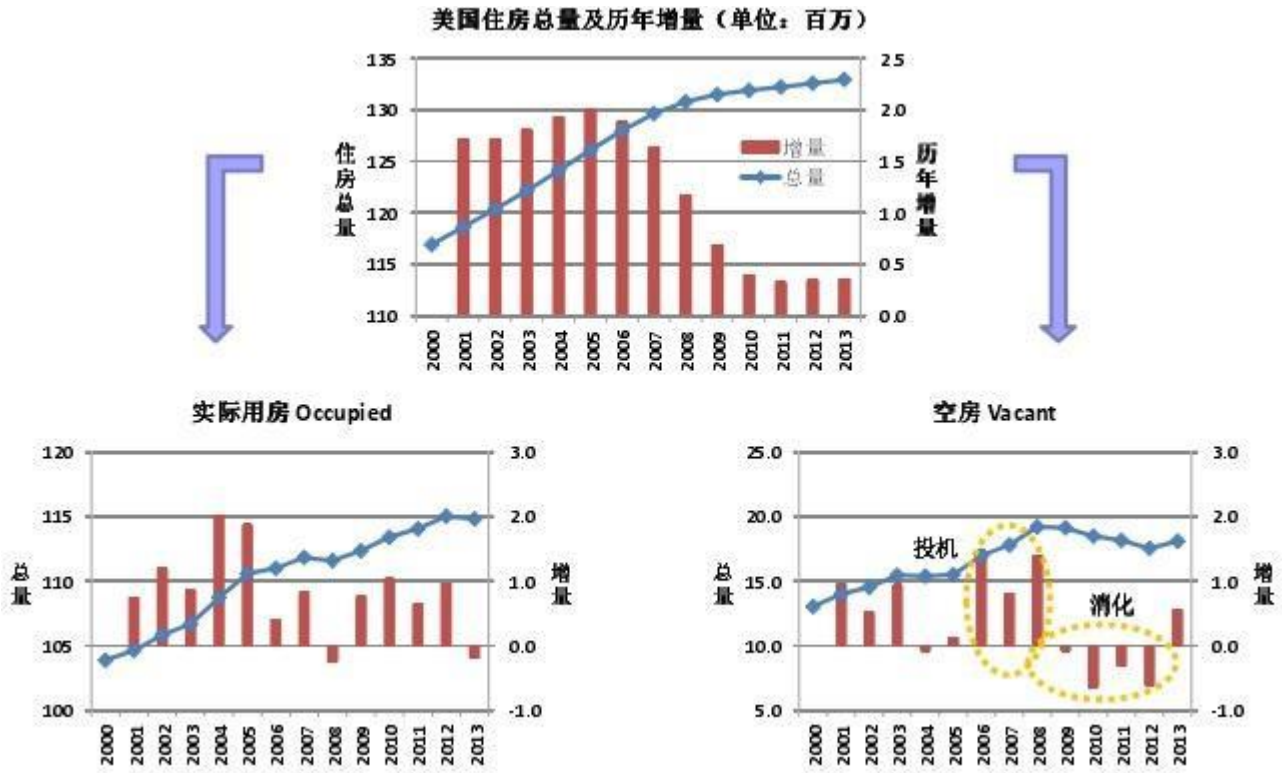


2、危机的影响

实际用房 VS 空房

下图是过去十几年美国住房总量和历年增量的变迁。住房总量与

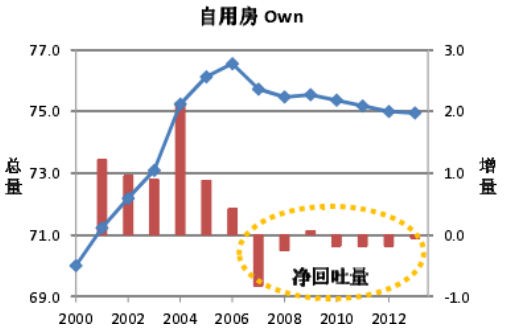
人口呈线性关系，而住房增量中则体现了经济和金融的周期性。美国住房总量从 2000 年的 11000 余万套到目前的 13000 余万套，2000 年到 2007 年间，每年增加的住房在 150 万到 180 万套之间，金融危机后年增量迅速减少，2010 年开始每年增加 40 万套左右。从实际用房和空房两个部分来看，2006 年至 2008 年，空房年增量达到 100 万套以上，这时候正是美国住房投机盛行的时候。但从 2008 年开始，空房量开始净减，这是因为实际的新建房减少，大量空房回吐出来。2010 年到 2012 年，每年空房减少 50 万套左右。

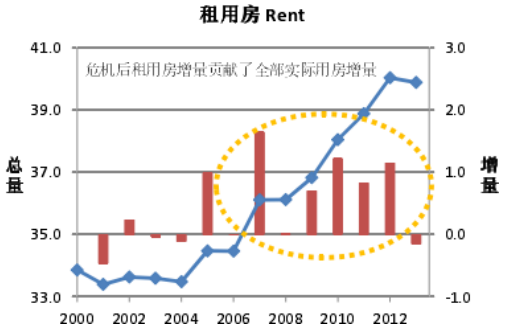


自用 VS 租用

消费者面临的选择首先是买房还是租房，如果决定买房，是买新房还是买旧房。从下图我们可以看出过去十几年自用房和租用房是怎么变化的。租用房自 2004 年开始，从全美的 3300 万套直线上升到现在的 3900 万套。从每年的增量看，从 2007 年开始，租用房以每

年 100 万套的速度增长。这侧面反映在投机盛行时期以次贷贷款买房的人中有很多人将房子回吐出来，之后就租房。从租房的年增量可以看出经济周期的影响。从房屋自有率来看，在 90 年代以前一直处于稳定状态，大概 65%左右。在克林顿与小布什总统时代，房屋自有率迅速提高，2004 年提高到 69%，金融危机之后迅速回吐，租房的人越来越多。现在房屋自有率是 65%左右，回到历史平均水平。





新房销售 VS 旧房交易

消费者在买房还是租房中选择了买房后，开始考虑买新房还是买旧房。我们做一个简单的预估，新房的增量和人口或家庭的增量呈线性比例关系，再加上一些拆旧的情况，美国年均人口增长是 250 到 300 万人。意味着年均增长 100 万家庭，新房增长在 100 万到 140 万左右。新房销售反映人口变化，房子是一个从无到有的过程，而旧房交易则反映人口流动。一般而言二手房交易量占住房总量的 4%-6%，

美国目前住房总量是 1.3 亿套左右，所以旧房交易正常情况下是 500 万到 600 万套左右。下图将过去十多年的新房销售和旧房交易的价格和数量都列出来了。可以看出美国新房销售量在 2005 年的时候是高点，达到 120 万套左右； 金融危机之后是低点，2010 年新房销售只有 30 多万套；2013 年有所增长，有 44 万套左右，但远远不及 2005 年时的最高水平，还差 64%。但是 2013 年新房售价却超过了 2005 年，平均 32 万美元一套，比 2005 年增长了 9%。美国新房的价格实际上是在 2006 年、2007 年才见顶的，但在价格见顶之前，销售量就已经提前在 2005 年的夏天见顶了。这说明了销量先行于价格变动。

		新房			二手房			二手房：新房 ratio		
	年份	销售量(K)	均价($K)	价值($Bn)	交易量(K)	均价($K)	价值($Bn)	量比	价格比	价值比
高点:	2005	1,239	297	368	6,840	269	1,837	5.5	90%	5.0
低谷:	2010	326	273	89	4,270	218	930	13.1	80%	10.5
当前:	2013	441	323	142	4,870	247	1,201	11.0	76%	8.4
	05~10 变化	-74%	-8%	-76%	-38%	-19%	-49%			
	10~13 变化	35%	18%	60%	14%	13%	29%			
	05~13 变化	-64%	9%	-61%	-29%	-8%	-35%			

（二）竞争格局

1、住建业务简介

全国性的住建商至少包含两个主要部门，一个是住建本业，是和建造房屋有关的，占业务量的 90%到 95%；另外一个是金融服务业，主要涉及到买房的时候房贷的服务，是配合卖房来进行的。房贷完成之后，住建商一般将它们转手卖给房贷证券化商，现在通常是卖给“两房”---房地美和房利美，然后由两房打包发行到房贷证券市场。将房

贷卖给两房的时候，这些住建商就实现了房贷的回笼。

而住建本业有以下几个环节，第一个环节也是最重要的环节是土地，通常有评估、规划、申请政府许可、购买这些步骤，是一个很漫长的过程。土地在不同的阶段购买，价格也不同。在前期买，如果后面规划许可不通过的话，风险就会更大。如果通过政府许可再买的话，价格会更高。美国与中国不同的一点在于，土地不仅可以全额购买，相当一部分也可选择以期权的方式购买，期权购买的成本往往是全额购买的 5%到 10%。在这种情况下，住建商在未来的三五年之内可以择机全额付款拿下土地，但如果决定未来不再需要这个土地，住建商只损失当初的订金。土地期权交易方式使得住建商在规划土地储备的时候可以比较机动灵 活。第二个环节是设计，包括房屋的设计和社区的设计，这是住建商的核心竞争力之一。第三个环节是外包，美国前几大住建商平均每间的雇员就在 3000 人到 5000 人左右，大部分将具体房屋建造以约定的价格外包给当地的施工队。这就要求住建商提高经营效率。例如美国住建商建造的主要住宅类别为独栋住宅，他们开发社区时一般不会将所有独栋房做好再卖，因为资金成本太高、周转太慢，而且风险也很大。所以一般的做法是先建好样板房，吸引了顾客，交了定金以后，再去和原材料供应商进行采购、组装、调度，这就要求住建商有一个非常高效的信息集中过程，尽量减少从购房意愿到原材料订购、制造这个过程中的时间差。行业内也有投机性提前建房的做法，这会带来很大的风险。从某种程度上就像原材料加工商，一方面又进价，一方面又出价，是选择囤积原材料等价格高了再卖，还是稳妥地赚差价，这是行业内不同的选择。在金融危机过程中，资本市场对过度投机行为实际上有严厉惩罚。住建商中大起大落的根源是资产负债管理是否得当，这关系到土地储备、库存管理、金融杠杆等各方面的问题。

2、全美六大住建商一览

按售房量、营销收入综合排名的话，2013 年全美前六大住建商分别是 DR Horton, Lennar, Pulte, NVR, KB Home, Toll Brothers.从下表可以看出这个市场是非常分散的，很难做到一家独大。即便是过去十二年位居全美售房量第一的霍顿（DR Horton），它的售房量占全美比例也不过 5.5%左右。从表中可以看到全美售房均价是 32 万美元，但是各个住建商的售房价格却相差很大，这是因为它们的房型和地理位置的不同。比如说 NVR，美国东部华盛顿、马里兰、弗吉尼亚这些区域是其传统强区，均价较高。此外托尔兄弟 Toll Brothers，是一个定位高端奢侈住宅的住建商，均价在 64 万左右，远远超过其他住建商。

全美六大上市住建商2013年售房情况、当前财务情况速览

	售房量 (K)	占全美比例	均价 ($K)	营销收入 ($Bn)	占全美比例	当前市值 ($Bn)	市销率 P/S	市净率 P/B	市盈率 P/E	负债率 D/A
全美	441.0		$ 323	$ 142		（•市值按2014年4月11日收盘价计算）				
DR Horton 霍顿	24.2	5.5%	$ 249	$ 6.3	4.4%	$ 7.0	1.05	1.67	13.8	37%
Lennar 莱纳	18.3	4.1%	$ 290	$ 5.9	4.2%	$ 7.7	1.19	1.86	18.3	42%
Pulte 帕尔迪	17.8	4.0%	$ 305	$ 5.7	4.0%	$ 7.1	1.26	1.53	13.7	24%
NVR	11.8	2.7%	$ 349	$ 4.2	3.0%	$ 5.1	1.28	4.03	20.5	24%
KB Home	7.1	1.6%	$ 292	$ 2.1	1.5%	$ 1.5	0.65	2.53	15.1	67%
Toll Brothers 托尔兄弟	4.2	0.9%	$ 639	$ 2.7	1.9%	$ 6.2	2.04	1.70	24.0	37%
以上六家小计/平均：	83.4	18.9%	$ 307	$ 26.9	18.9%	$ 34.7	1.24	2.22	17.6	38%

均价差异反映出各住建商主打住房级别(如TOL)、或区域分步(如NVR)侧重不同

NVR的高市净，低负债体现NVR相对同行更保守的土地储备政策

KBH自危机以来负债率已由06年30%提升至近70%

（三）解读住建商股市中的宏微观信息

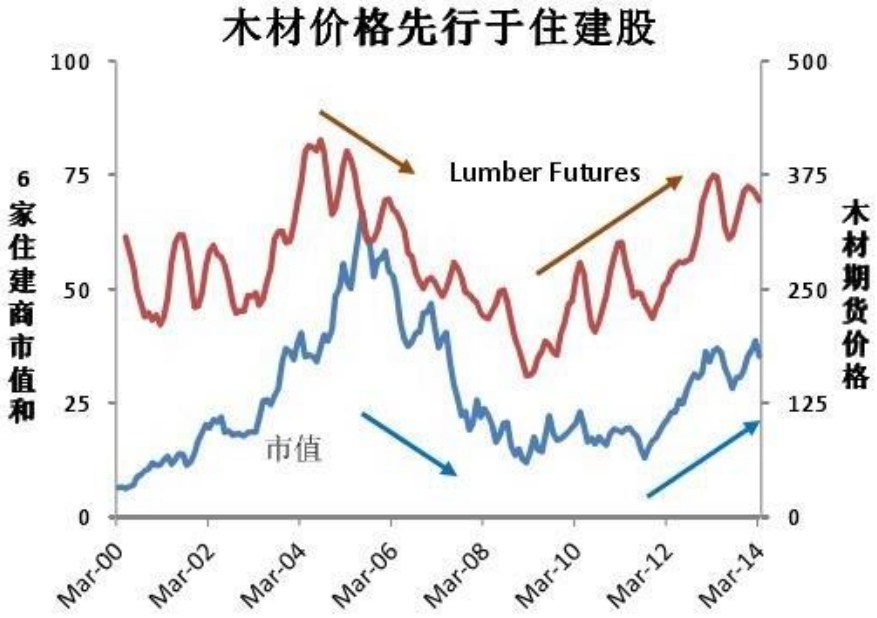
1、住建业与大盘不同步

上图说明了住建业有自己的周期，和大盘不同步。图中两个黄色的区域显示了住建业与大盘逆向而动的时间段。2000 年 8 月到 2002 年 9 月，由于互联网泡沫的破裂和 911 事件的影响，标普 500 指数下跌了 46%，而六大住建商的市值之和却逆市上涨了 103%。此外，2005 年 7 月的时候住建股已经见顶了，到 2007 年 10 月的时候，标普 500 指数涨了 26%，住建股跌了 65%，两者逆向趋势明显。

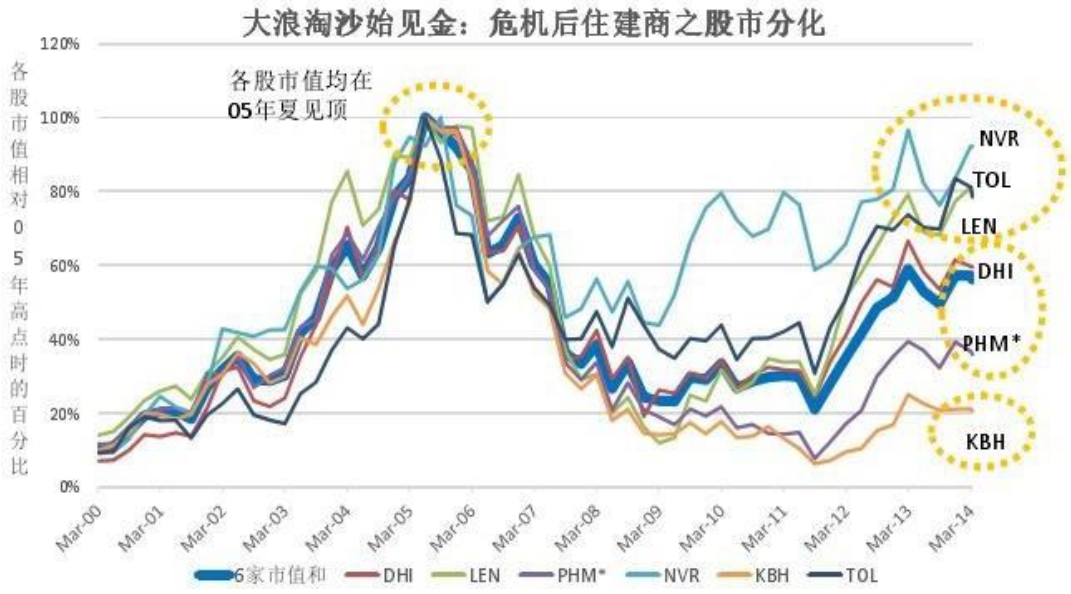
2、行业自有周期

上图展示了住建股市值和新房销售量的变化趋势，可以观察到住

建股市值和新房销售量在 2005 年的夏天同时见顶。实际上，销售量的变化领先于价格的变化，销售价格在其后的一年半还在上升，而市值和销售量已经见顶。另一方面，原材料的价格是先行于住建股而变化的。美国独栋住宅最重要的原材料是木材。如下图，Lumber Futures (木材期货)在 2004 年到 2005 年是先于住建股下跌。2010 年到 2012 年，当住建股还在低位徘徊时，木材期货价格已经开始上涨了。



3、横向对比几大住建商的走势分化



上图是住建商内部的横向对比图，将六家住建商的市值图以它们2005 年的高点进行标准化得出上图。六家公司都在 2005 年夏天见顶，之后一直下跌。但是在金融危机之后开始复苏的阶段，六家公司的表现出现了明显的分化。可以分为以下三个梯队：

第一梯队	NVR	主打美东区域（尤其是DC, Maryland, Virginia为其传统强区），奉行保守土地储备政策（不预建房），低负债
	Toll Brothers 托尔兄弟	房型定位高端，集中在都市圈辐射范围。近年开始涉足：（1）房地产一、二级市场的投资与资产管理；（2）公寓出租房业务。
	Lennar 莱纳	布局开始多元化，近年涉足（1）房地产一、二级市场的投资与资产管理；（2）公寓出租房业务。
第二梯队	D.R.Horton 霍顿	连续12年全美新房销售量第一，定位低中端。近年开始并购中小型区域住建商：2012年$106mm收购 Breland Homes，2013年$35mm收购Regent Homes
	Pulte 帕尔迪	2009年并购Centex（之前美国四大住建商之一，主打低端入门房型）。虽然一定程度与Pulte原有定位互补，但并购时机并非最佳，经历了诸多调整阵痛。
第三梯队	KB Homes	危机前激进扩张，之后痛苦的去库存过程。为应对危机时现金流紧张和进行2012年后的选择性局部扩张，杠杆持续加大（负债率已从2006年30%提升到现在70%）

其中在 2010 年到 2011 年，当其他几个住建商的股票市值依然惨淡的时候，NVR 的市值大幅回升，这和 NVR 的地理位置和运营模式有很大关系。它的市场集中在美东区域，而且奉行保守的盈利模式，没有投机性预建房，土地储备政策非常严谨。托尔兄弟和莱纳在 2011 年到 2013 年是反弹最为强劲的。托尔兄弟的房型定位高端，集中在都市圈辐射范围。在过去三年托尔兄弟和莱纳都在推进业务的多元化，涉足房地产的一级和二级市场，无论是自有资金投资还是帮人进行管理。此外，托尔兄弟和莱纳在公寓出租这个业务上走在了其他住建商前面。公寓出租的运营模式是前期投入非常大，投入自有资金或融资，但不卖出去，是以出租的方式通过租金来收回成本。在第二梯队中，霍顿的表现要比帕尔迪要抢眼。霍顿的定位偏中低端房型，近年来开始收购区域性中小型住建商。帕尔迪 2009 年收购了当时全

美前四大住建商之一 Centex（主打低端入门房型），力图将自己在中端房(Pulte 品牌)、养老地产（Del Webb 品牌）方面的优势和 Centex 的低端房进行互补。但并购时机不佳，因为美国房市到 2011~12 年才见底，所以帕尔迪在整合 Centex 过程中经历了诸多阵痛。KB Homes 曾经的售房量非常大，但在危机之后表现很差。因为在危机期间扩张非常激进，库存量很大，资金链拉得很长，大幅推高了融资成本。

4、住建行业趋势前瞻

危机之后，美国的贫富差距越来越大。这首先是由于危机之后的普遍规律，通常社会中资源原本就匮乏的人群在危机过程中最易被清空(wipe-out)，导致他们在经济复苏阶段无法共享利益，其次美联储降低利率以及 QE 政策起到了一个劫贫济富的效果。没钱的人把钱放在银行只能忍受低利率。有钱的人把钱放在股市、房市，享受到了市场复苏的红利。贫富分化对未来住房市场发展趋势有深刻影响，集中反映在两方面：都市圈住房和公寓出租房。

都市圈住房：

1）都市新房土地供应紧张，或开发得差不多了或开发成本越来越高，以曼哈顿为例，因新房开发减少，过去 12 个季度待售库存一直在下降。2）国际资金近年大量流入美国：以美国的 EB-5 投资移民 Visa Program 为例，美国每年 EB-5 限额是一万个 Visa，一个 Visa 要求投资 50 万美元以上，2012 年发了 6500 到 7000 个此类的 Visa，共计 35 亿美元，大量 EB-5 资金流入地方房地产开发项目。2013 年全美新房销售量只有 1400 亿美元，35 亿是它的 2-3%，且许多集中在大城市。这些资金的流动对都市房起了强有力的支撑作用。此外，现在都市房全付现金的比例在曼哈顿已高达 50%。3）区域经济强力复苏，例如在旧金山湾区和硅谷因近年以 Facebook、

Linkin 为代表的大批互联网企业上市造就了一大批富豪，导致硅谷的房价早就超过了 2006 年的高点。综上原因，都市的超高房价已经在挤压中产阶级在城市的生活空间，预计高房价将逐渐辐射到周边郊区、城市圈。

公寓出租房：

目前针对中低产阶级的贷款条件还是很严苛的，包括高首付要求、高信用记录要求等。而未来的房贷利率（取决于美联储的 QE unwinding 步调和利率政策调整） 还有可能继续上涨；毕业学生普遍有贷款重压（目前全美的学生贷款是一万亿美元，是一个很严重的问题）；实际失业率（尤其是年轻一代）居高不下等等因素，使许多人别无选择要继续租房。

另一方面，有资源的机构(以 Blackstone 为代表的私募基金)、个人投资者则大举购房置业用以出租。目前租房率已从危机前的历史低点 31%回升至历史平均水平 35%，但预计贫富差距的拉大会使租房率上升的趋势持续。

二、红顶商人的困局：看危机前后的两房变迁

（一）先算政治账

1. 红顶的渊源

红顶：GSE（Government Sponsored Enterprise），特指由美国国会创立的金融服务公司，其用意为提升经济目标领域的信用流动，使相应的资本市场更高效透明。

两房:"Privately Owned but Publicly Chartered"。美国国会于 1938 年设立房利美(Fannie Mae)，后因越战财政问题，美国政府于 1968 年将 Fannie Mae 上市；为避免 Fannie 垄断，国会于 1970 年又设立房地美(Freddie Mac)，其后 Freddie Mac 于 1989 年也成为上市公司。

类似的 GSE 还有 1932 年设立("chartered")的 12 家 FHLB(Federal Home Loan Banks);1972 年设立("chartered")的针对教育贷款的 Sallie Mae,但 1995 年国会通过立法允许 Sallie Mae 放弃了“GSE”身份，转变成纯私营、私有的机构。

2. 非常时期的非常安排

2007 至 2008 年次贷危机愈演愈烈，两房市值从 2007 年夏 $100 Billion 跌到 2008 年 8 月中下旬$7 Billion（见上图）,市场一片恐慌。作为应对美国政府出台了一系列措施：

2008 年 7 月底布什总统签署法案，成立 FHFA(Federal Housing Finance Agency)，替代两房的原监管者 OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight); 2008 年 9 月 6 日，FHFA 宣布托管两房“(under the conservatorship of the FHFA"); 次日，FHFA 即与财政部达成“高级优先股购买协议”，规定“一是财政部向两房开放$200 billion credit line，后增至$400 billion，两房向财政部的提款将作为高级优先股，带 10%年息(后于 2012 年 8 月“Third Amendment”修改)；二是财政部以象征价格取得两房增发后 79.9%的股权”。

两房事件发展过程中核心的、最具争议的变更为 2012 年 8 月 17 日 FHFA 和 Treasury 达成的"Third Amendment"，新修改协议不再要求两房支付 10%的优先股年息，而是要求两房按季度将基本所有的利润全部上交财政部("Net Worth Sweep")。

（二）再算经济账

两房有两个业务，一个是担保业务，一个是投资业务。在危机前担保业务数额大概是 55000 亿美元左右，到依旧目前维持在这个水平。投资业务，两房一起危机前超过 15000 亿美元，现在削减到 10000 亿美元左右。这两个业务的模式不一样，担保业务收担保费，投资业务则是两房通过债市融资转而投资房债证券赚取利差，两者性质不一样。美国政府接管之后要求两房削减投资组合。另一方面危机之后国会和 FHFA 逐年上浮两房收取的担保费率，已从危机前每年 20 个基点（20bps）左右，涨到目前超过 50 个基点(50bps)。一个简单的计算：5.5 万亿美元的担保数额收费 0.5%年担保费用意味着近 300 亿美元的年现金流。随着美国房市在 2011-12 年触底反弹，加之担保费率猛增，两房自 2008 年 9 月被托管后迄今上交给财政部的红利累计已达$203 Billion，已经超过了当时它们从财政部的提款总数（$189 Billion）。2013 年后两房的普通股市值强力反弹。

（三）从投资者角度解读当前围绕两房的博弈

目前以基金为代表的多个机构投资者(包括 Perry Capital, Berkowitz's Fairholme)正在起诉美国政府。焦点在于 2012 年 8 月 FHFA 与财政部所签订的"Third Amendment"(即以"Net Worth Sweep"方式替代 10%优先股利息)是否有违托管 (Conservatorship fiduciary)法理。

此外，白宫和美国国会对如何定位两房也有不同的看法，集中体现在白宫财政预算办公室和国会预算办公室对两房的区别对待。白宫

所持观点为两房目前为政府暂时托管的私有实体（considered "separate private entities under temporary federal conservatorship"），故认为政府是两房股权持有者，债务不算入政府预算；而国会预算办公室则认为目前的安排相当于两房事实上为政府信用的延伸（"federal conservatorship … makes them effectively part of the government and imply that their operations should be reflected in the federal budget"），故认为政府的财政预算中在计入从两房进账的现金流同时还应计入两房潜在的担保风险。

综上，牵涉两房的博弈，尤其是与政府在财政上的权责定位问题决定了未来两房的改革方向，需密切关注。

三、问答环节

Q1：虽然美国的 QE 政策已经实行了很长时间，美股也恢复元气，但是为什么美国的住房贷款审批还是很严格呢？

A1：美国的住房贷款审批还是比较严格，但是相对于最严苛的时候还算有舒缓迹象。另一个重要原因是危机过后贫富分化比较严重，没有资源的人并没有享受到股市上涨的好处。危机之后，公司作为一个整体比个人的条件要好得多。上市公司的现金量非常之高，它们才是量化宽松的最大受益者。它们不停发行新的债券来代替危机前高利率成本的贷款。公司和有资源的个人才是受益者，而没有资源的人并没有受益。

Q2：美国 QE 逐步退出的背景下，预期未来利率上涨的情况下，您认为现在是不是投资房地产投资信托 Reits (Real Estate Investment Trusts)的好时机呢？

A2：房地产投资信托基金有两种，一种是抵押房地产投资信托 Mortgage Real Estate Investment Trusts (Mortgage Reits)，另一种是股权型的房地产投资信托 Equity Real Estate Investment Trusts (Equity

Reits)。这两种对利率的反应不一样。

Equity Reits 的经营模式一方面是融钱，另一方面是直接投资房地产包括商场、公寓楼、写字楼等等。它对利息的敏感度不是很严重。它们的现金流和杠杆是相对可控的。比如说公寓房是典型的以 Reits 来操作的模式，按照我的判断公寓房的价格未来几年应该还是比较坚挺，无论是从房租收入还是资本利得收益都比较客观。

Mortgage Reits 是活跃于美国投资市场的基金，尤其是 Agency Backed Mortgage Securities。杠杆率在 7:1 到 8:1 左右。利率对它的冲击可以非常大，比对 Equity Reits 的冲击大得多。美国最大的两支 mortgage Reits(NLY and AGNC)在去年夏天损失了非常多的市值，就是因为当时美国国债十年期从 2013 年 5 月 1.6%迅速上升到 2013 年 9 月的近 3%左右。利率的快速上升对于 Mortgage Reits 的影响非常大。

Q3：目前国内准备以开发银行为主设立一个住房保障机构，您认为可以从两房的经验中提出什么建议呢？

A3：国开行提出要办住宅金融事业部，扶持棚户区改造和保障性安居住房的业务。目前似乎还只是一个具体项目的试水阶段，还没有到类似两房的顶层设计阶段。由谁来推动这个业务（国开行还是其他机构）固然很重要，但我认为成功与否最终还要取决于这个项目本身的前景。保障房这个业务产生的现金流是否足以覆盖成本是关键。如果保障房面对的是中低收入家庭，租房的收入就有相当的限制，怎样才能让融资来的钱能够进行改造之后可以收回成本，这是一个重要的考量。另外，国开行在过去一年，因为国内信托危机和地方政府融资问题的关注，现在的融资成本越来越高，五年期的融资成本 5.5%。如果国开行来做这个住宅金融事业部，国开行是作为中介促成融资，以保障房的收入作为抵押，还是融资直接进国开行负债表？如果保障

房资不抵债或者现金流不能偿还本息，那终极风险由谁来承担？这里推荐国开行的相关部门研究、借鉴两房的公寓房融资业务(Multifamily Business)的做法。公寓楼的开发商向银行借钱，如果银行希望该笔资金能得到两房的部分担保、并借由两房的债券发行机器在市场出售实现较低的融资成本，两房通常要求 1）开放商须向项目注入自有资金垫资（20+% equity），2）银行亦要承担部分发行风险（承担坏账的 1/3,“share in 1/3 of the credit loss”）。这个 multifamily “skin-in-the-game”的模式经过这次金融危机洗礼被证明是一个很成功的模式。可以作为国开行金融事业部的参考。

第 33 辑

(2014.4.16)

美国小微企业金融服务经验介绍

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

萧兵博士，美国富国银行高级副总裁，主管小微企业金融产品开发和商业战略。曾担任富国银行个人信贷部副总裁，负责产品设计和销售管理。在 1997 年加入富国银行前，先后在加州大学及哈佛大学从事数学和统计研究，并曾任柯腾咨询公司高级统计学家和泛美房贷公司计量分析部副总裁，主管金融数据开发和应用。萧兵博士本科毕业于复旦大学数学系，后获得美国加州大学数学博士学位。

在美国，银行主要是以零售、交叉销售著称，富国银行的经营模式也是比较典型的商行模式，关于小微业务有很多战略上的考虑，但一些细微的地方也不容易把握，因此，“小微”在世界范围来讲也是一个比较困难的话题。

一、美国企业的划分及结构

美国关于小微企业的数据收集历史较长，数据较全，虽然市场存在差异，对中国小微企业仍具有一定的借鉴作用。

据统计，美国总共有 2800 多万家企业，并没有统一的大、微、小这种定义，而通常分为“小企业”或“不小的企业”。从理念上，

美国将小企业定义为在行业中处于弱势地位的企业。但具体的划分非常复杂，根据行业、雇员人数、销售额、资本资金等方面的不同，每个行业分得非常仔细。例如，对于航空企业，拥有 2000 人可能才不算小企业，因为航空领域企业规模通常较大；而对于批发业，拥有 200-300 人可能就不算小企业，因为在美国批发业是比较分散的行业。

关于小企业的定义非常繁杂，若按照雇佣人数划分，美国政府或私营企业约定俗成地将 500 个雇员作为一个限制，500 人以下为小企业，500 人以上则不是小企业。按照此定义，美国的小企业差不多贡献 40%的国民总产值，雇佣半数以上的私营劳动力，创造了差不多四分之三的新就业机会。促进就业这一点也是各国政府扶持小微企业的重要原因，小微企业往往属于劳动密集型行业，雇佣劳动力较多，并且由于小微企业通常不是很有效，所以新生雇员相对较多，是社会雇佣私营劳动力的主力军。按照此划分，2800 万家企业绝大部分都非常之小。其中，2200 多万家小企业甚至没有雇员，只有老板一人（在美国老板不算作雇员），真正拥有雇员的企业只有 600 多万家。超过 500 名雇员的企业非常少，只有 2 万多家。因而这种定义对于银行和大部分私营企业意义不大，99%的企业都属于 500 人以下的小企业，导致业务开展存在困难。

由于按雇佣人数划分存在一定弊端，因此在很多地方通常利用销售额来划分大、中、小、微企业。富国银行将销售额在 20 万以下的划为小企业，由富国银行专门的分支提供服务；销售额在 200-2000 万也算作小企业，但是由客户经理提供服务。

若在销售额的基础上结合雇佣人数来定义，在美国每个雇员能创造约 20 万的销售额，因此可按照如下划分：500 人以上为大型企业，100-500 人为中型企业，10-100 人为小型企业，低于 10 人（包括没有雇员）为微型企业，这种定义与按销售额进行定义非常接近。根

据此划分方法，美国 99%的企业属于小微企业，占大约 30%的销售额和 40%的雇员；而尽管大型企业数量非常少，占比仅不到 0.1%，却占了 60%的销售额和 45%的雇员，因此大型企业在美国的国民经济中仍然非常重要；中型企业约占 12-13%的销售额和雇员。此处提到的小微企业定义与美国政府的定义有所区别，而同中国的定义较相近。

美国小微企业也存在贷款难问题。十几年前，国内银行更多提及的是中小企业； 而近几年，提的较多的是小微企业，因为大家意识到中型企业和小微企业其实存在很多不同。在美国情况类似，真正贷款难的是雇员人数在 100 人以下的小微企业，雇员人数在 100 人以上的中型企业中超过 90%有贷款关系（尽管这并不表示贷款能得到满足），而小微企业中有贷款关系的不足 20%。在美国，企业越小，得到贷款的可能性越小，尤其是从储蓄机构或商行；企业的人越多，或规模越大，得到贷款的可能性就越大。

另外一种方式观察美国小微企业分布是按照所有制形式。美国企业中，72-73% 为个人独资企业，所有者和企业是不分的，法人是同一实体，这种企业一般非常小。真正是独立法人的机构占 18%左右，合伙经营企业占 10%。销售额在 100 万以上的企业中，73%为法人企业，即越大的企业，法人企业越多，而越小的企业，个人独资越多。个人独资企业和国内的工商个体户非常相似。2800 万家企业中，仅有不到一半的企业在银行以企业的形式拥有账户，由于历史原因，部分小微企业通常以个人账户或个人信用卡的方式办理业务。不论对于银行或企业来讲，使用商业账户都是更为合适的方式，因此银行希望将一些大的个人独资企业吸引到银行里作为商业账户，而非个人账户。

从行业分布角度，美国的服务业占据半壁江山，金融服务需求大。47%左右为服务业，10%左右为零售业，25%为金融地产业（房地产

中介人、建筑业），批发业、制造业、农业占比非常少，占比在 3-4%左右。而服务业贷款时，往往没有太多的抵押物（其房屋通过租借，没有太多应收账款或厂房机械），因此，银行做信用贷款的要求较高。传统的小微贷款通常以抵押为主，因为过去农业、制造业包括建筑业占比较高，但现在这种行业越来越少，服务业占比近几十年持续上升，个人消费占 GDP 的 70%左右。

从贷款分布角度，最通常的产品是通过商业信用卡的方式，包括投资账户、流动循环贷款，占比约 40-50%。真正用厂房、设备抵押的贷款占比不到 20%，政府贷款、家庭信用贷款各占 10%左右。在美国，民间贷款不如中国普遍，美国人和人之间的关系较为疏远，类似于温州的借贷方式在美国不太普遍。美国政府也有政府资助贷款，在所有小微贷款中占 10%左右。公司客户是一个法人，有其资产负债表、公司结构、董事会，实体本身是存在的，分析其信贷往往以公司为主。而分析个人客户也很简单，根据其收入、家庭、房子等，也十分清晰。

二、美国小微企业特征

小微企业有一个非常明显的特征，即企业是两维或三维的。一方面小微客户是一个企业，拥有企业的所有特征，有其营销额、行业、运行周期等；另一方面小微企业与业主是分不开的，与雇员也有关系（雇员可能是业主亲友）。所以小微企业至少是两维的（企业、业主），甚至是三维的（包括雇员），都应该考虑到金融服务、信贷的质量中。而这些方面在大公司里就不是特别重要，对于中型公司或 100-200 人的公司，老板不在了，还有别人继承；而小微企业的老板不在了，企业就不在了。因此在分析小微企业时应注意其两维甚至三维的特点，小微企业虽然小，但是非常复杂。

小微企业另外一个特征，业主同时也是个人客户。银行吸引小微企业业主做业务，是因为小微业主比较富裕，美国最富裕的 10%的群体中，有 45%为小微业主，而在最贫困的 25%的群体中，小微业主只占到 1-2%。美国很多银行的高端客户和小微业主是紧密相连的，大约三分之一的高端客户是小微业主，银行服务这些高端客户，也应该服务其企业，因而小微企业受到重视。另外，小微企业业主的个人贷款比一般的工薪阶层高很多，例如，住房贷款高出 2.5 倍，信用卡余额多出 2 倍以上。一方面，小微业主家庭一般比较富裕，财产较多。另一方面，其贷款也比较积极，一般个人家庭 3 年房贷，7-8 年还清，而小微业主有很多用钱的地方，比如周转需要、发展需要，不急着还个人信用贷款，因而小微业主作为个人客户对银行的贡献很可观。

小微业主还有一个特点是流动性较高，其工资波动幅度比一般工薪阶层高很多。此外，其生命周期也较短，10 年后只有三分之一仍在开业，部分是因为搬迁、主动关闭，并不一定都是因为破产。

一般认为小微企业一定是要做大做强，实际上，大多数小微企业并不是出于这种动机。成功发展型即完全注重发展，希望有朝一日成为微软、谷歌的小微企业非常少，还不到 5%。20%的小微企业是为了追求自由，希望工作和生活达到一种平衡，对于这种企业，盈利重于扩张，希望银行提供服务，使其有时间去享受生活。成功发展型的企业对银行的要求非常高，对于银行帮助谷歌上市的消息非常高兴，因为其希望有一天能成为同样的公司。

大部分小微企业属于熟练工匠型，占比在 70%左右。例如，律师开办律师事务所，医生开办诊所，手艺好的人开店帮人打家具，会照相的人开办婚纱照相馆。这种企业是最普遍的企业，往往并不注重扩张，很多时候，工作和生活难以分离，且追求技术上的完美。这种

小微企业希望银行节省自己的时间，去做自己喜欢做的事情，并不需要借很多钱发展企业，而是讲究保守稳健，比较喜欢保险型、保值型的产品。因此，了解小微企业本身对于设计产品、制定服务都是非常重要的。

三、小微企业存贷比管理

国内银行的困境是存贷比要求较高，而美国银行流动性非常强，没有太多存贷比限制，甚至历史上存在很多美国银行贷多于存的情况。富国银行出现过贷款是存款的 1.2 倍，现在该比例大多为 60-70%，这并非出于自愿或金融监管，而是流动性比较充裕。国内对存贷比的管理较为严格，小微业务只贷不存，银行需要用其他存款支持其业务，因而很难做。也许是由于发展阶段和国情的不同，或是看法的不同，美国的大客户贷多于存（如大中企业），而中国个人家庭存多于贷。原因在于房贷是个人家庭最大的贷款，而房贷恰恰是在银行的资产负债表上；但与中国情况不同，美国的房贷被市场化，放在了二级市场上，比如两房或是其他债权方式。

在美国，银行若想吸收存款，一定要做好其结算和流动账户。美国整个银行系统里，小微企业存贷比差不多是 1 比 1，但各个银行完全不同。小微企业的结算账户和流动账户往往是存款余额中最大的部分，占到 60%。对于大中企业，30%的存款余额放在结算账户里；而个人家庭该比重不到 10%，更多存放在储蓄账户里，因为个人家庭没有太多流动性，大多数钱属于存款，用来赚取利息。小微企业大多数资金往往存放在业主的个人账户，变为分红，企业账户以结算为主。美国大的银行中存款远远多于贷款，摩根大通公布的数据显示其小微存款是小微贷款的 2 倍以上，就是因为其结算做得好。真正在银行储蓄的小微企业，其沉淀资金较少，所以想吸收小微企业的存款，

一定要做好结算。

此外，小微企业存贷比的管理还与企业所处行业相关。有很多行业主要结算和存款为主，没有太多贷款需求，例如咨询公司、会计所、诊所、国际贸易等企业； 而有些行业以贷款为主，余额或存款很少，例如建筑、农业、交通、地产业等；有些行业存贷两者皆有，例如饮餐业、批发业、旅店业等。所以银行想要把存款或贷款结构调到最佳，可以通过不同的客户的组合来达到目的。此外还要考虑行业风险，一些行业是周期性的，一些是反周期性的，一些行业则是较为平稳，需要足够的分析，才能把小微信贷业务做好。

四、富国银行三大类客户管理模式

这里探讨的是小微金融，而非小微信贷，因为只有将信贷放到整体的金融服务上来讲才有意义。不能把小微信贷当作小微金融服务的全部，因为小微金融是一个整体，信贷只是金融服务中间一个很重要的部分。

富国银行把公司客户分为三大类：一是大中企业，销售额在 2000 万美元以上或雇员在 100 人以上，一般由批发银行部管理，由客户经理甚至是经理团队负责。二是小型企业，销售额销售额为 200-2000 万或雇员为 10-100 人，配备专职客户经理来管理，1 个客户经理对应一定数量的客户。三是微型企业，雇员少于 10 人，由网店客户经理管理，提供类似于个人客户的简便、快速的服务。其中小型企业和微型企业均由零售银行管理。大约 95%的企业都是微型的，这类企业的业主是企业贷款的主要依据，业主往往是企业债务的担保。微型客户首先是个人客户，然后吸引过来，提升为小微客户。当然也有把业主从小微客户逐渐变为个人客户的情况。

微型企业经营模式上一般强调产品的规范、集中和效率。按照大

数定律，无抵押贷款一般低于 10 万美元。个人信贷依赖于很多数据，包括个人业主的数据，广泛使用的评分卡等。富国银行现在有 250 万微型客户，平均贷款额度是 3.6 万美元，非常小，所以整个运作非常强调规范化。在英文中，Business 对应小客户，Commercial 对应中型客户，Cooperate 对应大型客户，这是银行界约定俗成的，体现的是客户在规模、模式上都有所不同。

小型企业由零售银行管理，配备专职客户经理，类似于传统的模式，一个经理有多个客户，采用面对面的方式，一般贷款为 40 万美元，高则 100 万甚至 1000 万美元。此外，客户经理还包括远程客户经理，在规模不够大，或是位于边远区域，即密度达不到一定要求时，远程客户经理通过电话、线上的方式提供服务，而非传统面对面的形式，此种方式能够节省时间，且更方便客户与客户经理联系。城镇、农村等由于具体情况不同，客户经理的服务方式也会随之不同。

对于小微客户服务不仅仅是贷款服务，还包括结算、储蓄、资金管理、企业的各种信贷产品（信用卡、借记卡）、商户收单、企业资薪、国际业务（外汇、商务保险、网银、报表、企业投资理财）等等，涵盖了所有小微企业需要的服务，只是侧重有所不同。

五、美国小微企业金融服务的战略模式

纵观美国，银行提供的小微服务可分为四种不同的战略模式。

第一种是全能零售型，其产品齐全，网点较多。如富国银行，是美国所有银行中网点最多的银行，以零售著称。有些银行网点较富国少，但在一定区域内较为密集，属于区域性的银行。其特点是客户、市场、产品、营销渠道多元化，以满足小微客户多种金融需要为目的，是一种大零售的模式，目标客户是小微企业兼顾，运作规模较大。

第二种模式是社区关系型。往往是在一个较小的区域内，以客户

经理为中心的运作模式，产品往往较为简单灵活，比较强调服务和客户关系，投资较小。传统商行在较小的区域提供服务的技术含量比较低，一般规模不大，以小型企业为主，但服务微型客户的成本较高。美国有 7000 多家银行，绝大多数属于此类型。

第三种模式是规模产品型。利用单一的产品优势，如信贷产品或其他产品，形成规范化、集中化、系统化的运作，领先同行，在全国范围，至少是区域内，以微型企业为主，通过某一产品领先的方式形成一定的规模。美国运通公司的小微信用卡就是此种模式，富国银行的信贷历史也是以这种模式开始的。这种模式与全能零售型并不冲突。

第四种模式是特殊客户型。对待特殊的客户在产品上具有丰富的经验，比如专门面对农业省、农业州客户的 G2B 服务，专营保理、收单服务等，相对来说比较专业性，规模一般不大，常常具有非常独特的运行模式。比如，美国有一家银行没有网点，专注做兽医、牙医的业务，以协会的形式做联合销售，做得相当成功。

四种不同的定位中，小微贷款在金融服务中尤为突出，美国各类银行可谓扬长避短，各有侧重。根据美国整个银行界的总资产的分布，四家大银行（摩根大通、美国银行、花旗银行和富国银行）资产总额占全美国银行业资产总额的 44%。特殊银行占 4%，包括运通公司等，这种银行一般都没有网点，很多是直销银行。另外，既不是四大也不是特殊银行，资产在 100 亿美元以上，在区域运作的社区银行，如 US Bank、PNC，资产总额占 33%。美国 7000 多家银行中，6000 多家属于社区银行，而社区银行资产仅占 19%，其拥有的小微贷款（100 万美元以下的贷款）占 50%左右，小微商业按揭占 60%的份额，而四大银行的商业按揭贷款不到 10%。

国内有人认为“只有社区银行才能做小微业务”，有一定道理，但并不全对。单纯从占比来讲，小银行多一点，但是从产品来讲，大

银行具有其优势。社区银行做的较多的是一家一户的商业按揭贷款，其技术含量较低。社区银行对当地市场更为了解，具有大银行没有的特殊优势，所以大银行市场份额相对较低。而大银行和特殊银行的小微企业信用贷款加起来不到 50%，其竞争主要在吸引小微企业信用贷款方面，运作方式非常像信用卡的运作方式，可以运用大规模的数据优势、建模能力在全国范围大规模集中授信，技术含量较高。因此，银行应通过对自己能力的认识，尽量的扬长避短，各有侧重。例如大银行中，富国银行小微企业金融服务做的是最大的，而花旗银行总资产更大，但其网点并不多，主要是高端的、个人、大企业客户，小微企业的占额非常少。所以每个银行的侧重不一样，经营模式有所区别。

六、富国银行小微信贷发展案例

小微信贷的特点是风险和业主密不可分；波动性和流动性高；小微企业报表不规范，缺乏可靠信息；同比性差，难以形成规模。

富国银行在 90 年代之前只是加州的州际银行，在小微信贷方面并无建树。小微贷款由于在数量上达不到规模化和规范化要求，导致成本过高，盈利性欠佳。但同时小微业主个人信用良好，企业经营稳定，却得不到银行贷款，所以存在市场需求和银行盈利不匹配的情况。

对此，富国银行开始尝试通过使用信用评分卡来减少费用、降低成本。在这一过程中，不再需要面对面搜集数据，很多数据通过远程数据库即可完成搜索。在 1995 年，富国银行就开创了在全美发放小微信贷的先河，主要是面向销售额低于 200 万美元的企业，发放最高额度不超过 10 万美元的无抵押循环贷款和小微信用卡贷款。10 年之后富国银行成为美国最大的小微企业贷款银行，这一优势地位一直保持至今。现如今富国银行在美国和加拿大有 70 多万信贷客户，这一数量已达到了规模性要求，进而形成了高效的小微企业运作模式。

一方面，在全国范围内发放贷款是达到规模化规范化运作的一个前提，只在加州地区放贷很难实现规模性和规范性；另一方面，这也得益于互联网大数据的发展使信件、电话等远程授信方式成为可能。

在这一发展过程中，小微信贷的运作模式相对传统模式有了许多改进。例如： 传统方式上小微贷款需要向分析机构或贷款官员当面申请，现在既可以当面申请也可以通过信函和电话的方式申请。传统方式上需要有纳税单、财务申述，费时费力却又不是很准确，现在则大大简化了报表，甚至除个别存疑处需要查看报表外，基本不需要财务报表。传统方式需要对信贷人做详尽的评估，耗费大量人力物力，现在大多数放款由评分卡批注生成。传统方式中，流动循环贷款每年都要做复审，即重新授信，现在则改为由后台每个月做评估，所以实际上在评审更为频繁改进信贷质量的同时，节省了人力成本。传统方式中，小微贷款的抵押物很重要，现在绝大多数不需要抵押物，虽然也有商房、设备抵押贷款产品，但占比很小。传统方式上，小微信贷登记在商务信贷系统中，但是商业系统非常复杂，一般需要 40-50 分钟才能把一个贷款数据全部录入，即使在简化之后仍然达不到银行的效率要求；相比之下，现在采用的个人消费系统比银行内部的商务系统更为有效。传统信贷强调极低的损失，倾向于设路诸如 1%或 2%的损失红线，而富国银行现在的做法是通过风险定价优化回报，而非强调绝对的红线。这在操作层面上涉及很多方面，如：市场分析和产品开发、风险评估和授信的贷后管理，客户业务管理、后台交叉销售等等。

富国银行的小微信贷是小额分散贷款，即规模总量大，单笔贷款规模小。这样做旨在利用当时相对成熟的消费贷款评分卡来开展小微贷款业务，这一策略经过 20 多年的发展已相当成熟。这里包含三个方面：如何避免逆向选择、合理定价以及优化组合。

避免逆向选择：一项贷款可能因为手续复杂、额度过低、利率过高等原因对优质客户缺乏吸引力。为使产品对客户更有吸引力，富国银行在额度、取款方式、费用、简化报表和手续等方面做了很多考虑。例如很多小微业主对贷款价格敏感度不是很高，对贷款产品是否节约时间、贷款额度等要求很高。设计产品时就需要将这些因素考虑在内，以免将优质客户拒之门外。因为坏账往往是由于分母太小，而非分子太大。所以在将优质客户吸纳进来，盘子做大以后，就可以很好得控制损失和坏账。

合理定价：一方面，定价要高到能覆盖风险，包括突发性风险，富国银行从来不是市场上定价最低的银行。另一方面，定价也不能太高，定价太高的贷款缺乏吸引力，容易造成逆向选择问题，影响贷款质量。合理定价是利率市场化后银行核心竞争力的体现。富国银行的利差是同业银行中最高的一家，其定价区域很广：

对优质客户的定价和市场价格基本持平，劣质客户定价则相对高很多。这样差异化定价一方面拉高了平均价格，另一方面又吸引了优质客户。对优质客户，虽然富国银行的定价不是最低的，但优质的产品和服务、良好的名声和信誉依然对客户有很大吸引力；对高风险客户，富国的定价恰能合理覆盖其风险。相比之下，对手银行的定价区域窄，平均价偏低，没有通过定价合理区分客户风险。

优化组合：为避免风险的过度集中，小微企业信贷的发放要面向不同客户群，在不同行业和不同地区间实现总量平衡，以分散风险。另外在后台也可以通过行为评分、个人信用调查、数据分析等方法，不断调整小微信贷的利率、额度、催收行为等，使小微信贷整体上达到最佳组合水平。

从世界范围看，小微企业雇佣人数和总雇员比例与国家经济发达程度成反比，即国家越发达，小微占比越低。原因是发达国家人力成

本高，竞争导致企业规模变大，小微企业逐渐被吞并。从发展程度上讲，这些国家的小微企业应该比现如今密度更大。所以中国在未来发展过程中，小微企业可能会越来越密集，特别是在未来二三十年间的城镇化、服务化过程中会是小微企业的蓬勃发展时期，相应的小微金融机会也会非常大。

七、问答环节

Q1：从美国数据看，小微企业是否对经济波动更加敏感？

A1：小微企业的经济周期敏感度略高于大中企业，但面对不同经济周期表现有所不同。例如 2001 年美国的互联网泡沫破裂，主要是股票市场和个人家庭受到冲击，对小微市场冲击不大。但在次贷危机中，有些行业中的小微企业受冲击比较大。例如美国的高敏感行业——房地产业，年销售额平均下降超过 20%。从过去 60 年的数字看，总体上小微企业对经济波动敏感性要比大中企业高一些。

Q2：在小微业务方面，互联网金融与传统金融相比有什么突出优势？

A2：互联网在未来会是小微金融服务的重要手段，但在小微贷款上还没有成为主要渠道。因为网上的逆向选择问题还没有完全被印证，对在网上申请贷款的小企业，信息搜集和风险评估上还有难度，这主要是时间问题，银行对风险的认识了解需要一个过程。所以互联网是小微金融服务的重要发展方向，但在信贷方面仍处在试验过程，不是主流渠道。

Q3：富国银行在互联网小微金融服务的新渠道上有何探索？

A3：不同新兴贷款平台，特征有所不同。例如 P2P，在美国主要以个人消费贷款为主，也有小微企业贷款。这种贷款模式还没有形成很大规模。由于美国的 P2P 平台数据信息来自征信局，贷款生成后

数据要返回征信局，所以数据本身保密性差，银行可以获取同样数据。在数据来源方面，P2P 并不比银行有更多优势。加之美国存款流动性高，资金成本低，从长远看除非转变方式，银行完全可复制这一模式。所以 P2P 贷款短期内不会对美国银行构成大的威胁。还有一种是 Amazon 或中国的阿里巴巴贷模式。这一模式下有很多的客户交易数据，不仅获取成本低，而且是银行所没有的数据，所以这一模式有一定优越性。但这种平台只能服务部分零售业的客户。例如在美国，零售业客户只占 10%，所以 Amazon 能服务的客户规模有限，对银行来说可能是合作大过竞争。

Q4：富国银行的小微信贷产品定价不是最低的，主要依靠什么吸引客户？

A4：小微客户的价格敏感度不高，通常对服务有一定要求，如：手续简单、网点密集等。这些恰好是富国银行的优势，所以富国银行不靠定价吸引客户，而是利用这些优势增加服务价值和产品整体价值，为客户提供全方位金融服务体验。

Q5：有人认为小微贷款从系统上看，对信贷员的管理是其最大风险点而非信贷产品本身，因为小微信贷员工流动性强，道德风险高。这一问题在实践中怎么解决？

A5：富国银行的小、微贷款分开管理。小型企业贷款采取相对传统的方式，既有客户经理也有后台信贷评审。客户经理主要是管理销售职能，没有独立信贷审批权，真正信贷评审是集中中心负责。如果对中心评审结果有异议，前台可以要求复审，甚至推翻结果，但这需要备案交由上级批准，这是风险管理中的一个制衡措施。微型企业贷款采取评分卡方式，系统本身会生成放贷决定，信贷员要改变这一决定需要审批和手续，如此一来可以减少信贷员的道德风险。

第 34 辑

(2014.4.22)

美国储贷危机及对中国的启示

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

蒋皓先生现在于 Cantor Fitzgerald 公司主管 CLO 发行业务，负责包括产品结构设计、与客户洽谈签订各类服务条约、CLO 产品买卖、银行贷款、风险对冲等一系列相关责任。从 1995 年到 2009 年，蒋先生在瑞士信贷公司(Credit Suisse) 以及 DLJ 公司从事了一系列资产证券化业务，设计并负责成交了 50 多起 CLO 交易,主管的证券发行面值超过 200 亿美元。同时，蒋先生也为 CLO 产品有关的银行贷款和库存产品风险设计各种市场对冲策略，降低整个业务的市场风险。在从事 CLO 业务之前，蒋先生在 DLJ 公司杠杆融资部（High Yield Capital Markets) 工作，主要负责为汽车金融及房地产金融公司融资。蒋皓先生 1994 年毕业于 Ohio Wesleyan University。

讨论中所使用的数据及材料都来自于 FDIC 及 Federal Reserve 网站，是得到官方认可的，但评论者由自身的政治角度出发，会从不同角度来理解这些数据，对于金融危机形成的原因也会有不同的看法。

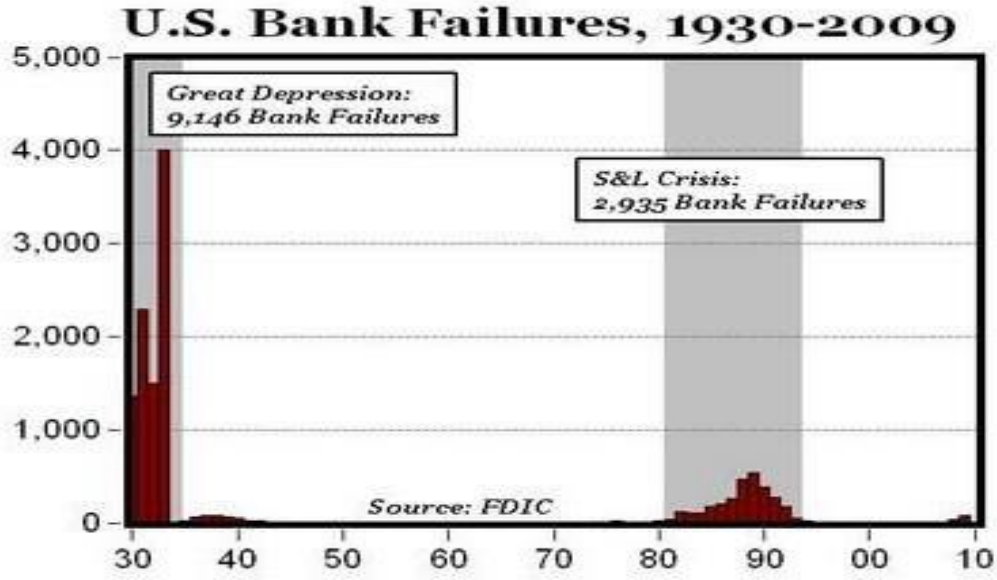
一、美国八十年代危机爆发的背景及原因

大体来讲，上世纪八十年代末期美国金融危机爆发的原因主要包

括两点：一是利率市场化对金融行业的冲击；二是不良资产的形成。

1、储贷协会在危机中受到冲击最大

首先回顾一下美国银行倒闭的历史，在上世纪八十年代储贷危机中，储蓄协会受到的冲击最大。从美国倒闭银行占所有银行数量的百分比来看，上世纪八十年代金融危机对美国银行业格局的影响更大，但若从倒闭银行个数上来看，大萧条时期倒闭的银行数量多于八十年代。1986-1989 年，Saving & Loan Association（即储蓄协会）受到的冲击最大，FSLIC（储蓄协会的监管保险机构）在此期间关闭了 296 所储蓄协会；而在 1989-1995 年间，RTC 又关闭了 747 所储蓄协会，总共关闭的 S&L 超过八十年代初期所有 S&L 的三分之一。除 S&L 之外，FDIC 也在 1984-1994 期间关闭了 1600 余家非 S&L 银行。



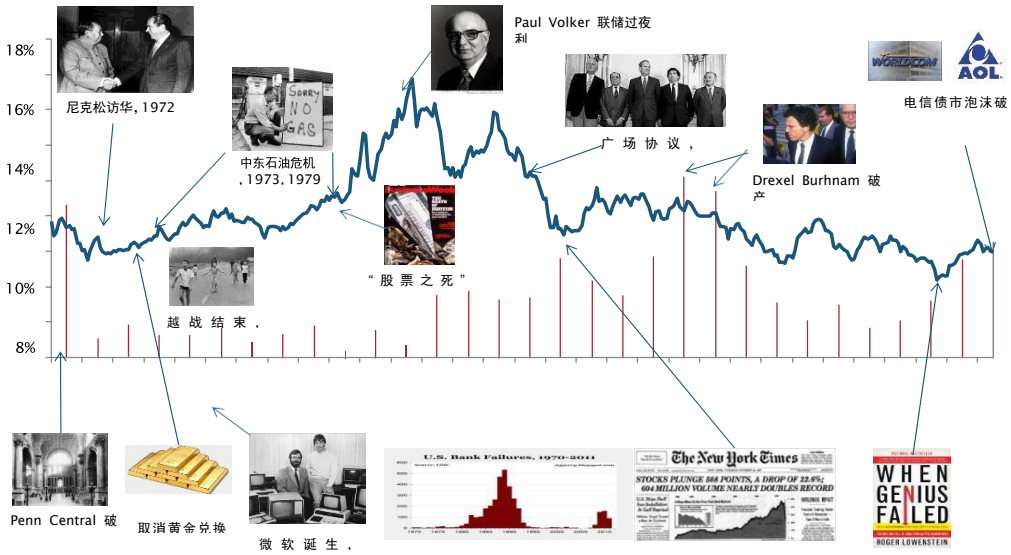
储蓄协会不论在美国或英国金融历史上都是很早就出现的，并在大萧条后迅速发展。1932 年美国通过了联邦住房贷款银行法，建立了联邦住房贷款银行（Federal Home Loan Bank），当时银行业格局分散，银行规模普遍较小，贷款意愿不强，而建立联邦住房贷款银行的目的就在于帮助中小银行为社会提供长期的房地产抵押贷款。从存款与贷款期限配置上看，长期房地产贷款融资对接的并不是储蓄存款，而是相对长期的形式，因此从金融机构的角度，融资对接的方向主要是保险公司，而不是小银行。而在通过联邦住房贷款银行法之后，小银行变得更为积极地参与房地产贷款。许多储蓄协会由此得到很大的扩张，到 1980 年，在储蓄协会资产中有 6 千亿美元的房产贷款，为 S&L 总资产的 80%，也占到美国所有房产抵押贷款的 50%。此外，为了帮助这些机构，政府还为这些银行存款利率的上限提供了0.5%的优势。

2、危机的成因：利率市场化对金融行业冲击

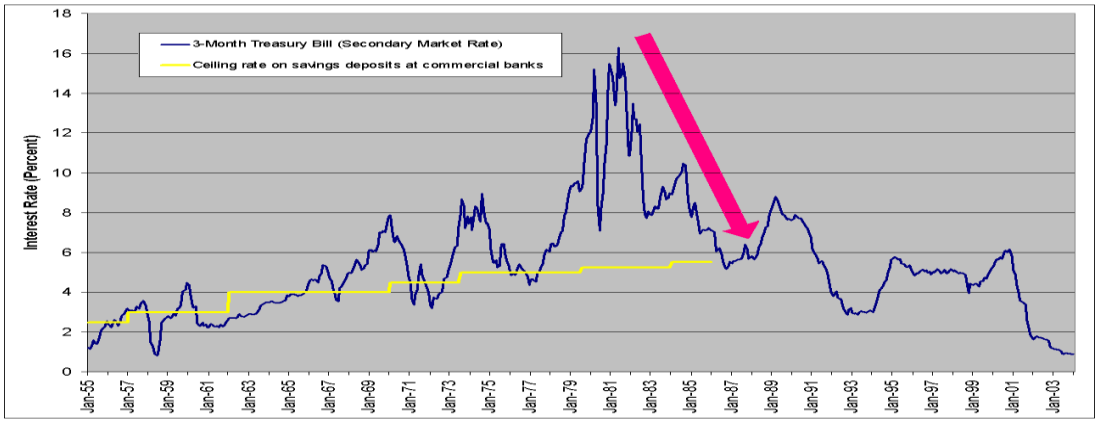
1981 年前后，美国利率曲线倒挂现象显著。由下图可以看到，从 1970s 到 1981 年前后，美国十年期国债利率由 6-8%上升至 15%左右。1981 年美联储主席 Paul Volker 将隔夜利率提升至 20%，因

而可观察到在 1981 年前后，美国的利率曲线是倒挂的，即短期利率远高于长期利率。其中 1970s 的政治事件（如越战结束、中东石油危机等）对于通货膨胀率及国债利率都有很大冲击。

从美国企业债的角度来看，红色柱状图表示垃圾债的违约率，1970 年 Penn Central（美国历史上老牌铁路公司）破产，可视为开端，之后经历种种坎坷，1991-1992 年，Drexel Burhnam（当时最大的垃圾债发行公司）由于内幕交易而破产，造成垃圾债市场暴跌；到 2000 年电信债市泡沫的破灭。

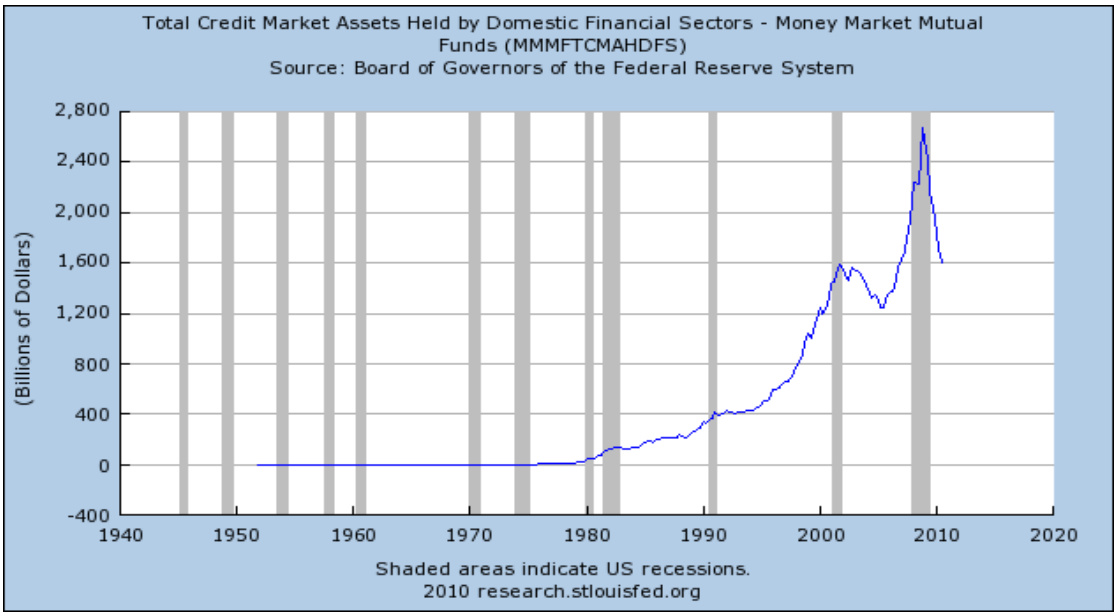


1970s 银行存款利率与市场利率产生较大分歧。1933 年及 1935 年通过的银行法，授权美联储为银行的各种存款利率设置上限（即所谓的 Q 条例）。当时设置利率上限的目的在于鼓励分散的中小银行积极地将他们所吸收的存款贷向社会，而不是将这些存款再存到纽约的大银行中去，设置上限后，就能够限制纽约大银行能够拨发的利率。而另一个动机是通过增加银行的盈利而预防银行倒闭（1930s 大萧条中有超过 9000 家小银行倒闭），以及帮助中小银行支付法律新制定的联邦储蓄保险费（FDIC Insurance Premium）。由下图，蓝色线条表示美国三个月国债利率，代表市场化的利率；黄色表示美联储为美国的银行设置的存款利率上限，上世纪 70 年代下半期开始，市场利率要远远高于存款利率上限。这同当前中国国内的情况非常相近，银行存款利率存在上限，同时各种金融产品（如信托、理财）大规模爆发，一个重要原因便在于存款利率与市场利率的差异。



在上述背景之下，1971 年诞生了美国第一只货币基金 Reserve Fund。下图中的蓝色线条代表了美国货币基金总量，若从增长率来看，上世纪 70-80 年代货币基金从无到有的阶段增长率最高。同时，由于二战之后美国的米歇尔计划向海外投资了大量资金，以及随后的石油贸易赤字及贸易赤字，导致大规模的美元在海外流通，若这些资金在美国本土的银行，将受到管制，因此这些资金本身不愿在美国在岸

市场流通，从而形成了如今的 LIBOR 市场。对美国利率市场影响力相对最大的利率却在伦敦产生，表明美国本土银行受管制的利率同市场利率存在较大分歧，特别是在上世纪七十年代。而大规模银行系统外的金融资本市场的形成对美国整个金融系统的营业模式都产生了很大影响。



长时间利率曲线倒挂，以及大规模非银行金融资本的形成对整个银行业，尤其是储蓄协会的盈利模式产生巨大的影响。储蓄协会在上世纪八十年代整体盈利并不理想，甚至净收入在八十年代末期转为负值。按照现在银行监管的标准，其净资本及净资本率均太低，是不合格的。下图中最后一列是 S&L 监管机构的资本状况，可以看到到八十年代末期，监管机构本身亦是资不抵债，到 1989 年，监管机构自身也破产了。

Table 4.1
Selected Statistics, FSLIC-Insured Savings and Loans, 1980–1989
($Billions)

Year	Number of S&Ls	Total Assets	Net Income	Tangible Capital	Tangible Capital/ Total Assets	No. Insolvent S&Ls*	Assets in Insolvent S&Ls*	FSLIC Reserves
1980	3,993	$ 604	$ 0.8	$32	5.3%	43	$ 0.4	$ 6.5
1981	3,751	640	–4.6	25	4.0	112	28.5	6.2
1982	3,287	686	–4.1	4	0.5	415	220.0	6.3
1983	3,146	814	1.9	4	0.4	515	284.6	6.4
1984	3,136	976	1.0	3	0.3	695	360.2	5.6
1985	3,246	1,068	3.7	8	0.8	705	358.3	4.6
1986	3,220	1,162	0.1	14	1.2	672	343.1	–6.3
1987	3,147	1,249	–7.8	9	0.7	672	353.8	–13.7
1988	2,949	1,349	–13.4	22	1.6	508	297.3	–75.0
1989	2,878	1,252	–17.6	10	0.8	516	290.8	NA

* Based on tangible-capital-to-assets ratio.

3、危机的成因：不良资本的形成

在 70-80 年代利率倒挂的大背景下，美国国会也意识到这种情况对银行业的冲击，因而通过了一系列法律。在八十年代初，美国取消了 Q 条例，即取消存款利率上限，实现利率市场化；此外，之前 S&L 对商业房产及商业机构的贷款受到很多限制，因此还扩大了 S&L 贷款权限，降低资本充足率要求，变更了会计标准，希望通过令 S&L 盈利快速增长来解决困境。但结果与其目的恰恰相反，这就涉及到另一个危机发生的原因，即不良资产的形成。在 1980s 的储贷危机中，最大的不良资产是商业房地产，这又与美国 1981 年及 1986 年通过的税收改革息息相关。

1981 年的税收改革通过不同的条例（如对商业房地产折旧年份的调整等），使得商业地产的税后回报率较之前有显著提升，但 1986 年之后，又撤回了对商业地产贷款的优惠政策，这两次政策变动造成了商业地产投资周期的大起大落，在该周期中形成了很多不良资产。

Table 3-A.1
Major Tax Law Provisions Affecting Returns on Commercial Real Estate Investment

	Pre–Economic Recovery Tax Act of 1981	Post–Economic Recovery Tax Act of 1981	Post–Tax Reform Act of 1986
Allowable depreciation life, commercial real estate	40 years	15 years	31.5 years
Allowable depreciation method	Straight-line	175% Declining balance	Straight-line
Passive losses deductible?	Yes	Yes	No
Max. ordinary income tax rate	70%	50%	38.5%
Capital gains tax rate	28%	20%	28%

1980s 初美国商业房地产的大规模投资造成了空置率普遍上升。从八十年代初开始，写字楼及其他商业地产（如购物中心）投资急剧增长，1986 年之后完全停止，再到 1990 年之后开始逐渐回落，反映了 1981 年及 1986 年美国税收政策的变动对商业地产投资行为的影响。大规模的投资所造成的结果便是商业房产空置率非常高，当时德克萨斯州写字楼的空置率甚至达到了 20-30%；而购物商场（Retail Market）商业房产的空置率自八十年代初开始持续上升，到九十年代后才开始下降；此外，工业房产空置率情况较写字楼略好。较高的空置率对美国银行的商业房地产贷款产生了较大影响。

商业房地产贷款对于不良资产形成影响较大。居民自用房贷款占总资产的比重在 1980 年为 10.2%，1990 年为 13.9%，尽管仅有 3 个百分点的增幅，但若考虑到储蓄银行的资产率（占总资产）仅为 0.4%，3 个百分点的增幅相对还是较为显著的。此外，可以观察到若在八十年代银行商业房地产贷款的比例较高，那么最终倒闭的可能性也较高。从房地产不良资产占银行所有不良资产的比例来看，最终破产银行的比例要高于那些未破产的银行，表明商业房地产贷款对于不良资产的形成具有很大影响。

二、危机的最终处理及后果

1987 年 1 月，联邦政府会计办公室（GAO）声明 S&L 的保险

机构（FSLIC）资不抵债。1989 年,建立了 Resolution Trust Corporation（RTC）作为保险机构的后继者，帮助处理储蓄银行的不良资产。此外，还将储蓄协会的保险机构并入 FDIC。从八十年代末到九十年代初，RTC 及 FSLIC 共关闭了近 1000 家小型 S&L。商业银行中的商业贷款能够迅速调整为市场利率，但长期固定利率的房地产贷款无法快速调整为市场利率，而小型储蓄银行资产中存款与贷款的期限错配最为严重，因而受到冲击最大。

在 RTC 清算处理不良商业房产贷款的过程中，建立了 CMBS 市场，促进了 REITs 市场的诞生，从此开发了，从此开发了私有资产证券化的市场。从 1980 年到 1994 年，FDIC 也关闭或强行变卖了一千六百多家非 S&L 的小银行。到 1999 年止，所有银行还款、资产证券化所得款最终结算，美国政府共损失了一千二百到一千三百亿美元（$124-$132 billion）。对比 2008-2009 年的危机，美国政府在帮助银行的过程中非但没有损失，反而是盈利的，两次危机存在根本性的不同：2008 年流动性带来的危机要大于不良资产带来的影响。

经过八十年代危机之后形成的新趋势是美国银行业的并购运动。中小银行都逐渐意识到，若规模太小，则无法通过分散资产的手段来分散风险，即银行需要更大的资本来运作。目前美国的四大银行中，除花旗银行外，美国银行、摩根大通银行、富国银行都是在八十年代之后通过兼并而产生的。

三、八十年代储贷危机对中国的借鉴意义

上世纪八十年代是美国金融市场在利率市场化之后经历的一次洗礼，而在当前的中国市场，存款利率受到限制，资本会寻求其他渠道以得到市场化的利率，如信托产品等。中国互联网金融的产生与美国货币基金的产生具有相似之处，中国互联网金融产品吸收了大量银

行储蓄存款，这与美国货币基金及 LIBOR 市场的发展对美国在岸银行的影响存在很多相似之处。此外，目前国内还在讨论是否允许地方政府直接举债，这与美国 S&L 扩大贷款权限也存在相似之处。因此中国若想从美国市场寻求可借鉴的经验，应参考八十年代的金融危机，而非 2008-2009 年的危机。当然中国金融市场同美国金融市场存在根本性差异，因而得到的经验不可直接套用。其中一个问题便是，美国的银行在整个金融体系中的作用。当前在美国，若大规模的公司需要融资，可直接与资本市场联系，而不一定要通过银行，例如通过 CLO 的方式向保险公司融资。因此美国受银行法限制的在岸银行，在吸储贷款过程中对美国大型企业融资的影响已降低，更多在于帮助大型企业同资本市场打交道，如股票市场融资等。

经过 S&L 危机的洗礼，在冷战结束，苏联解体，中国融入世界贸易组织的实体经济大环境下，90 年代后半期到 2006 年，美国金融行业经历了辉煌的十余年，当然也为 2007-2009 年的金融危机埋下了种子。在这一过程中，美国银行业在金融体系中的地位、货币基金产生的影响、海外美元市场对于中国均具有一定借鉴意义。

四、问答环节

Q1：在美国利率市场化进程中，美元离岸市场发挥了重要作用，目前人民币离岸业务发展非常迅猛，但人民币离岸市场利率水平要低于在岸市场市场化的利率水平（如互联网金融产品利率水平），如何看待这一现象？

A1：这两种都属于市场利率，区别在于市场不同。在岸融资受到种种金融监管及法规的限制，因此融资成本要高于离岸市场。例如在岸融资银行需满足一定的资本金比率，从而使得对在岸资金的回报率要求更高。而控制离岸资金的机构不受国内法规的监管，因此离岸

市场利率有可能低于在岸市场。但二者仍有很强的联系，因为最终控制利率水平的机构是中央银行。若中央银行调整利率水平，离岸市场利率水平也会相应变动。

美国也存在类似的情况，很多大型企业都直接在 LIBOR 市场融资，就是因为 LIBOR 市场贷款较在岸市场贷款成本相对较低。

Q2：您提到美国市场利率更多是根据离岸市场决定的，是指美国本土利率会参照离岸市场利率吗？离岸市场利率与本土市场利率之间是怎样的影响关系？两个市场间的资金流动机制如何？

A2：两种利率都是市场利率，但是在岸市场利率一般要高于离岸市场利率。离岸及在岸资本都更愿意逃避在岸银行的管理，即 LIBOR 市场相对更为市场化。以在岸银行为例，在吸储过程中需要开设分行等，从而推高了融资成本，贷款利率也随之上升；而对于离岸市场，资金不接受在岸银行的管理，因而资金可以完全市场化运作。

在此次金融危机后，LIBOR 市场受到很大冲击，美联储意识到海外市场对美国本土融资成本的影响很大，因而美联储要建立对离岸市场的管理机制，包括将离岸银行在美国本土设立的分行纳入监管范围。未来两个市场利率将如何变化，还需要继续等待。

Q3：若假设上世纪八十年代的危机中美联储就启动 QE，会产生怎样的效果？

A3：QE 政策实际上是一个非常有争议性的政策，并且此次金融危机同上世纪八十年代的危机存在很大差异。八十年代危机的一个大背景是美元国际货币的属性受到撼动，日元及德国马克均在升值，叠加利率市场化的背景，若美联储实行 QE 政策，对美元的冲击要大于此次危机中的 QE 政策。

QE 政策在美国历史及其他国家都曾有过先例。从二战结束到朝鲜战争爆发，美联储购买了每年新发行国债的 90%以上。因此 QE

政策并不是史无前例的，但其会对经济及金融行业产生怎样的影响，需要结合当时的经济环境及金融机构特点来分析。

Q4：美国为了应对储贷危机中，对储贷协会采取了较为宽松的监管要求，例如降低资本充足率，到目前为止，储贷协会是否还适用于这种较宽松的监管要求？

A4：直到 2008 年的金融危机，对于储贷协会的监管都是较商业银行更为宽松。其实这次危机中 AIG 倒闭之前，AIG 都可以选择是接受美国债券的商业银行监管机构还是属于美国储蓄银行协会监管机构的监管，而 AIG 选择了储蓄协会监管机构。而在此次金融危机之后，美国将储蓄协会监管机构并入了商业银行监管机构。

Q5：美国为何给储贷协会较为宽松的监管要求，是否主要为了促进美国房地产市场的发展？

A5：上世纪三十年代之后，美国政府就一直存在促进居民住房贷款的意愿，因而不论在税收政策还是其他政策上，都是倾向于住房贷款。而储贷协会贷款的主要目的是住房贷款，因而对于其提供的政策就相对宽松，但是宽松最终也带来了问题。

Q6：在美国储贷协会成立之前，大量房地产抵押贷款是由保险公司发放的，保险公司如何评判个人信用？是将资金委托给银行来运作，还是由自身直接发放住房抵押贷款？

A6：保险公司贷款的对象主要是商业地产贷款。居民房地产贷款在三十年代之前规模都较小，而商业地产贷款的信用要好于个人房地产贷款。保险公司也包含部分私人贷款，但主要针对富裕阶层，而非普通居民。

第 35 辑

(2014.4.23)

海外中国股票投资策略与理念

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

项阳先生是美国证监委注册的平原全球基金创办人。旗下的平原中国基金（交易代码 PCHFX) 是 2011 年成立的专注投资中国股票的共同基金。平原中国基金在 2013 年晨星中国基金中排名第二。2000 年至 2008 年期间项阳先生就职于 Harding Loevner Management，先后任分析师和全球基金经理，其共同管理的基金在 2008 年 Lipper 评比的全球大型成长股三年表现中获奖。

1997 年至 2000 年项阳先生在 Phillipe Investment Management 任美股分析师。项阳在复旦大学获得本科学位，在南加州大学（University of Southern California）获得工商管理硕士。

一、为什么要投资中国?

通过美国和香港市场投资中国是个很好的方式。中国经过 30 年的改革开放，引入市场机制，释放惊人的生产力，成就有目共睹。但据世界银行统计中国人均 GDP（国民生产总值）仍仅在 6000 美元左右，离东欧（波兰$13000），拉美（墨西哥$10000）这些发展中国家还有不少差距，同台湾($20000)，韩国($22000)，香港（$35000）

或新加坡($46000)等发达国家和地区的差距更大。中国未来仍然潜力巨大，期间会有不少好的投资机会。现在股票市场估值不高，唱空的机构也不少，投资中国远远未形成主流。这些因素都构成了比较好的投资机会。

投资中国和投资美国一样，很重要的一个因素是投资人本身。高进低出是大多数人的通病。美国在上个世纪，经过世界大战、大萧条、七十年代初的股市崩盘和近年的金融危机，道琼斯指数从 70 点左右涨到现在的 14000 点左右。期间又有多少人赢利呢？对此，国内 A 股市场的股民应该心有戚戚焉。

二、投资中国股票的时机

回顾以往，中国股票投资时机大致分三种情况：

其一，股市高涨期。例如 2007 年中国 A 股频创新高，很多职业投资者在这一时机入市。但是对一般投资者来说，当周围人都在谈股票时更应该小心。反之，无人谈论时则可能意味着买入时机已到。正如巴菲特所言：别人恐惧的时候要贪婪，别人贪婪的时候要恐惧。此外，投资人也可按照巴菲特所建议的，找一些自己能理解其业务、有竞争力又有好的管理人的公司，在价钱合理的情况下购入，长期持有而无需在意股市短期的波动。当然，期间若有更好的机会也可果断出手。

其二，股市低迷期。例如 2008 年年末，中国股市哀鸿遍野，市场上不乏便宜又优质的股票，非常值得投资。这种情况在历史上不太多见，是很好的投资机会，但需要投资人有足够的现金和勇气。

其三，股市介于高涨和低迷两者之间。股市尚不达高位，但报道中时常出现负面消息，有投资人士对股市流露出担忧情绪。这种情况比较多见。此时与其去做不易的宏观预测，还要判断是否已反映在股

价里，不如听从巴菲特的建议，找一些不错的公司，在价钱合理的情况下购入，并长期持有。

此外，“股价多低才算最低”是持币者最大的问题。由于市场受情绪左右，有可能到达非理性的低点。所以想抄底的投资人不少，但很容易等不到抄底机会反而错过反弹。这个难题从不同的角度来看就比较容易解决：投资的目的不是抄底，而是为了增值。

如果投资人对该价位能产生的预期回报感到满意，就买入；反之就不买。这样事情会简单很多，也不至于错过好机会。

三、中国股票中的会计造假问题

投资中国股票风险与机会并存。中国股票中的会计造假问题让不少著名的投资人都折戟沉沙、铩羽而归，成为投资美国和香港市场上中国股票的首要问题。但实际上会计造假是有迹可寻的，其要点就是造假的动机。

会计造假行为多出现在民企。在上市时造假以吹大业绩，首先将手中持股卖个好价钱。然后不停造假，以维持高股价，经常发股再圈钱。其特点是账面业绩良好，但实际现金流很少。相比之下，国企很少有造假的消息爆出，因为造假对于国企一般弊大于利。

大约 10 年前有一家香港上市的民企，主营业务为有机蔬菜种植，被壹周刊揭露“蔬菜不有机，种植面积也夸大”，股价狂跌至只有 3 倍 P/E。此前该公司账面上的业绩非常好，每年利润成长 30-40%，但利润几乎全用来投资“扩大再生产”，并没有剩下多少现金。

当年我在调研时只问了该公司的高管一个问题，鉴于年回报超过30%以上的生意非常少见，公司是否会买自己的股票。但该高管并未正面回答我的问题。因而其实有些事情其实并不复杂，利用常识就足够判断。

银行喜欢借钱给不需要借钱的客户，我也更喜欢投资给不需要投资的公司。

四、中国股票的投资方法

投资成长性的企业牵涉到对未来的预测，预测往往是很难的。但在投资中国股票时有一个方法较有帮助，那就是全球视野。

由于发展有先后及行业的共通性，在欧美发达国家同行业的发展途径往往对中国企业具有很强的借鉴作用。这个方法在别的发展中国家也很有帮助。简而言之就是打个时间差。这个方法现在在互联网行业和很多其他行业被实体投资人（跨国大公司或风投）广为采用。但由于具体的差异，也要警惕“桔逾淮为枳”。

十多年前我投资了骏威。这是一家广东省政府控股的公司，拥有与本田合资企业的一半股份。首先假账的可能较小：政府控股，资金充裕，派股息也较多，又有日本人监管。其次其股价很便宜，P/E 仅为 8 倍。

但投资界中不买其股票的有两种理由：一种认为其估值与母公司本田差不多，所以还不如买本田股票。另一个原因来自于一个著名投资人，他认为其 20%以上利润率相较于本田的 10%无法维持，竞争会削减利润率。事实上，骏威的前景比本田广阔得多：骏威在中国当时才卖了一万多辆雅阁（Accord），而本田在美国就已经卖了 25 万辆。

尽管关于利润率的预测是对的（结果正是这样），但他忽视了销量从 1 万多辆成长到接近美国销量水平对总利润的巨大影响会远远超过利润率减半的影响。最终的结果是利润增长了 4 倍多，股价也增长了 4 倍多。

由于中国现在还是一个发展中国家，仍有很多的行业具有很大的

利润增长空间和相当的可预见性，而欧美国家却可以预见很多以前成长的行业都已饱和或接近饱和。

五、中国股票的市场前景

从大势来看，美国一家大型基金公司认为当前主要经济体正处在经济周期的不同阶段。美国处在周期的中间阶段，看不到很快紧缩的可能性；欧盟市场需要信用宽松，对金融资产是利好消息；中国市场则处在信用紧缩阶段。从中国政府行为看，4 万亿后不会有大计划出台，慢慢出台的刺激计划容易出现滞后现象，引起恐慌情绪。个人认为短中期市场形势会忽好忽坏，这和刺激周期相关，投资者需小心为上。

在未来几年，4 万亿和长期遗留问题（如房地产问题）在一定程度上会制约经济发展，出口的快速增长时代也已经过去。但由于中国政府欠债不多，有能力力挽狂澜，所以市场全盘崩溃的可能性也不大。

六、问答环节

Q1：一般来说，不被关注的中概股在海外资本市场的换手率或成交量偏低，不到国内 A 股上市股票的 1/5。对于机构投资者，成交量如此低，如何确保其流动性，如何防止股票在成交过程中较大幅度的波动？

A1：对于大的机构投资者而言，中概股中很多股票流动性太小，无法投资。例如，一份为 10 亿，1 个头寸是 1%，即 1000 万，买进并不造成大幅波动，可能需要买 1 个月甚至几个月，操作比较麻烦，并且万一买错了，不容易退出。所以，大的机构投资者不会投资流动性小的股票。

但是也有例外，例如，在香港上市的白马户外的交易量相当小，08 年有时交易量为 0。一个资深投资人投资了相当大的量，可能是

做大宗股票交易，从其他大投资者买进。买入此类股票风险很大，一是要相信自己的判断，二是需要持有较长时间。一般来说，大的机构投资者都会避免进入流动性小的股票。

Q2：中概股股价长期被严重低估，从 2011 年起，不少海外上市的中资公司选择私有化，中概股的私有化是否有投资机会？

A2：中概股股价被严重低估的情况肯定存在，但现在这个时机已经过了，可能有些成交量较小的股票被低估，但严重低估的情况并不多。私有化有风险，主要是时间差。私有化需要支付高价，再到 A 股或港股上市，如果市场很好，则是很好的套利机会。反之，则可能要多等一段时间，这完全取决于公司自身的素质。正如巴菲特所说的，私有化后一直拥有，那没有问题，否则风险就较大。此外，市场具有自我调节的功能，目前中概股已经反弹很多了，比如新东方、百度等公司。所以其实不需要私有化，股价也会在市场的力量下有所上升。

Q3：很多人认为新浪微博上市首日的表现是中概股的风向标，对后续多家赴美上市公司的价格具有指示作用，如何看待新浪微博上市首日交出的成绩单？如何评价后续几家上市公司的股票？

A3：对于很多人而言，新浪微博上市首日的成绩单肯定是出乎意料的，因为上市前，大家对其看法负面的居多，看空的人多了，股票的表现反而比较好。

阿里巴巴的很多业务都很厉害，但关键问题是其价钱肯定不便宜，其估值在 1500 亿甚至 1800 亿美元。

而对京东的看法则一直存在争议，京东有个非常奇特的现象。一般来说，没有资本市场，没有投资者大量注血，生意没法做起来。因此，个人认为京东的形势较难，能否盈利都成问题：①京东主营电器，毛利率非常低。②从平台的角度看，Amazon 和 eBay 的差距比京东和淘宝的差距小得多。对此还有很多不同的看法，也有很多不错的投

资人投资京东。

对金山网络这块不太熟悉，正如 360 董事长周鸿祎总结的看不见、看不懂、看不起、来不及”几个阶段，现在还属于看不懂的阶段，但其管理层比较厉害。

对于聚美优品，大家比较担心的是假货的问题，以及对其竞争优势的疑问：①人气，尽管聚美优品品牌知名度较高，重复购买力较高，流量成本相对低，但阿里、淘宝、天猫等也有同样的优势；②采购量较大，能以较低的价格获取优质的产品，但国际品牌议价能力很强，因此获利并不容易。当然，电商行业不断变化，或许能够找到新的盈利途径。

Q4：4 月份，美国科技股下跌是由于短期内市场的修正行为，还是 2000 年互联网泡沫的重现？如何看待其走势？

A4：与美国科技股相比，中国科技股更具吸引力。美国分析员衡量科技股的标准不是市盈，而是市值比销售额，因为很多公司没有利润。而中国科技股的销售成本、利润都很好。美国科技股下跌有可能是由于估值太高，而美国科技股下跌，中国科技股不可避免的也要跟着下跌。但即使中国科技股下跌，就现在的估值水平来看，相当一部分中国科技股还是有吸引力的。

Q5：中美科技股板块存在较强的联动性，中国创业板的一些股票如同美国一些科技股的影子，往往美国的某些板块先涨，中国相关的概念板块也会跟着上涨，有人将此比喻成踩影子游戏，也有人认为是同一拨投资者的炒作时差。如何看待这种联动效应，这种联动效应是否可持续？

A5：这种观察很有道理。从向证监会报备的材料看，中国一些科技股的大股东都是美国公司，当然不排除在报备当天发生了变化。作为投资人，从长期来看，其影响并不一定太大，因为重点还是要看

股票值不值，关心的是公司的前景，及未来几年的盈利情况。在美国，中概股的波动相当大，一天波动百分之十几都是有的，因此，所谓的炒作可能创造了机会。

Q6：从全球的视角，您认为中国的情况比较乐观，即中国是个发展中国家，很多行业还存在较大的利润空间和相当的可预见性，而欧美的很多行业可能趋于饱和或接近饱和。中国的哪些行业具有较大的利润增长空间和较长时期内的可预见性？

A6：人均 GDP 同发达国家相比有很大的差距，几乎所有的行业都具有很大的利润增长的空间。但是从投资的角度看，最关心的并不是行业的增长空间有多大，而是投资该公司能有多少盈利。

很多行业可能增长很多，比如航空业，但未必能带来很多利润，即股价增长未必太多。竞争是关键，比如啤酒行业，利润尚未迅速增长，跟美国或其他发达国家啤酒业领头的公司相比，利润率尚有很大差距，增长空间相当大。

Q7：过去几年，在 A 股及海外的中概股有很多教育相关的产业上市，比如好未来、新东方，表现也都不错。近期，一些互联网企业比如欢聚时代，也在推出其教育平台，很多人担心会对传统的教育板块构成威胁，估值可能会有所下降。面临相关的新兴成长股的冲击，如何看待传统的成长股估值的问题？

A7：这个问题需要投资人边看边判断，现在判断可能太早了点。

第一，要观察互联网教育平台的可行性。中小学生自制力较差，不一定具有使用互联网平台学习的能力，效果不一定好；成年人自制力较强，动力较大，使用互联网平台学习有可能是可行的。

第二，“大饼有多大，能分掉多少”也是一个问题。对托福或 GRE 影响可能大一点，中小学教育没有整合，相对比较分散，影响相对小一点，具体情况还要进一步观察。YY 教育创始人李学凌做事很踏实，

声誉很好，不能低估。

提问者补充：在准入壁垒较高的，比如做培训需要证照，或是市场中品牌形象的作用较大的情况下，比较看好传统教育。然而，对于更广泛的大众教育，且准入门槛较低，如果互联网平台能提供更好的课程或教师，且更新很快，传统教育行业则较为堪忧。

第 36 辑

(2014.4.29)

跨国资产管理业务发展策略与 FoF 并购

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

刘武博士先后作为金融工程师，高级分析师，金融顾问，副总裁，高级副总裁，公司风险主管，董事总经理，投资委员会成员以及公司业务主管负责人，服务于华尔街金融银行和对冲基金资产管理公司 15 年，包括 Credit Suisse First Boston，Bank of New York，Lyra Capital (复合基金管理帐户平台，管理资产 19 亿美元)，Provident Group Asset Management(固定收益复合基金，多策略复合基金)，Ivy Asset Management(复合基金，管理资产 140 亿美元)，GBS & Co.(复合基金解决方案，多策略投资风控),和金融投资方案咨询公司。在 CSFB 和 BoNY,刘博士从事固定收益交易策略和市场研究,直接参与管理和风控 24 亿美元债务抵押证券组合。在随后十年，刘博士一直从事基金投资和管理,开发客户订制的财富投资产品和对冲基金解决方案，管理公司风控政策的制定和实施，新基金产品和多交易策略组合开发，多经理人基金平台管理，基金公司并购调查咨询和战术资产配臵等。近三年,刘博士专注发展基金投资解决方案和复合基金投资平台,为顾客提供包括资产配臵，基金投资组合，绩效评估和风险管理在内的全方位服务。

近几年，各种报道都显示复合基金（Fund of Fund）压力很大，业务并不像之前一样蓬勃，但实际上复合基金的兼并业务非常活跃（特别是在纽约）。

一、对冲基金行业及复合基金

对冲基金起源于 50 年代初的美国，当时的操作宗旨在于利用期货、期权等金融衍生品对相对关联的不同股票进行买空卖空、风险对冲的操作技巧，在一定程度上可规避和化解投资风险。一般认为对冲基金包含四个特点：（1）投资活动的复杂性；（2）投资效应的高杠杆性；（3）筹资方式的私募性；（4）操作的隐蔽性和灵活性。但从个人经验来说，更强调对冲基金的透明性、流动性、以及信息公众化较好。对冲基金的风险与回报不仅适合富有的人投资(机构投资者)，也适合普通投资者。

在观察对冲基金行业时需要关注两块内容，对冲基金的资产管理规模（AUM）和资产咨管规模（AUA）。对冲策略的产品包括传统基金（traditional HFs and Fund of HFs），另类共同基金（alternative mutual funds or liquid alternative funds），单独管理账户（separately managed accounts），交易所买卖策略基金（strategy ETFs），对冲策略复制产品（strategy replication products）以及家族财团和信托管理下的对冲策略产品。因此对冲基金行业规模远不止于几个基金经理对期权、期货的操作，而是应当包含上述五类，从而我们估计对冲基金行业规模的估计要更大，在 4 万亿美元以上，远超过一般估计的 2 万亿美元，并且预计 2015 年对冲基金规模将增长到五万亿至六万亿美元。对冲基金很快将从另类（alternative）转为主流，多数对冲基金产品将不可避免地成为公众可投资的产品。对机构投资者而言，对冲基金已不是另类投资，而是在其投资组合中所必须的。

目前在美国大型的另类资产管理公司更为成熟和机构化，公司依靠内部有机成长和通过并购来需求企业扩大，提供更多的另类基金产品。目前的趋势是大型、大牌资产管理公司开始收购另类资产管理公司少量普通合伙人的股份来进入另类资产管理行业；另一种方式是，更大更多元的公司使用越来越多的另类资产配臵。尽管表面上独立的复合基金在承受发展压力，但实际上复合基金行业的活动异常活跃。复合基金是财富管理和资产管理比较可行的产品或平台，在过去 2-3 年中，复合对冲基金并购交易越来越活跃。一般来说，买卖基金管理业务的动机（从买方角度）包括：一是拥有自己的基金业务；二是构建完整的业务平台；三是职业性的通过买进卖出基金业务，作为投资来赚取利润。

二、对冲基金资产管理业务并购的动机及当前状况

一般来说，公司兼并同对冲基金资产管理业务并购有相似之处，但具体内容上存在较大差异。对冲基金的并购目标（targets）主要包括：大机构的资产管理部门，独立基金资产管理公司，大机构的私人银行部，个别或一组高管。而并购的标的资产（underlying assets）包括：现金，管理的资本，专业人士，产品和品牌，管理平台，软件及算法等。

复合基金并购中，卖家追求出售的动机和兴趣：

- FoF 以独立形式生存的压力越来越大：不断增加的业务生存挑战（特别是难以获得资金），由于监管、合规性要求的成本上升，公司利润压力。
- 生意套现：通过买进卖出基金业务，作为投资来赚取利润。
- 对于小的复合基金来说，较大的母公司更为稳定：增强公司业务的稳定性，扩大资金来源和渠道。

- 品牌：实现规模化，提升业界内的品牌名声和地位。
- 扩大销售渠道：并购后，能够利用买家现有的分销渠道，扩大客户基础。
- 定位零售通道：定位于潜力巨大的零售另类投资产品市场。
- 规范化剥离：金融公司业务规范化后，另类投资业务剥离母公司。复合基金并购中，不同买家的动机和权益关注点：
- 传统的独立资产管理人：一般来说需求某种程度的整合，或战略互补协调，寻求 100%的所有权，并要求高级管理层的长期承诺。
- 金融服务公司：一般由资产管理战略和结构来决定并购交易结构，即多精品策略发展或者业务全方位整合。
- 私募股权基金或对冲基金平台：重点在根据业务价值来规范化，整合大跨度的文化异同和不同的方式方法。
- 具有业务互补性的大型复合基金：关键是业务互补与重叠的程度，重点在于协同合作来提升整体价值。
- 外国金融公司：重点在拓展市场和基金业务，分散市场风险，注重精品发展策略。
- 多产品资产管理平台：并购结构设计为高层次独立或高自住性，关注点在有意义的日常管理权益及长期持续的承诺，从被动财务业主到真正的战略业主。
- 私募股权（证券投资）：专注于并购业务独立的竞争定位及后续收购策略，需要下阶段的后续机会，也血药管理团队的连续性。

近期复合对冲基金并购交易状况，可分为几类：

- 另类资产管理公司希望通过收购现存的另类资产管理公司来扩展公司业务平台。（如 Gottex 并购 EIM，KKR 并购 Prisma，Apollo 并购 Lighthouse 等。）
- 传统的资产管理公司通过收购复合对冲基金，增强其自身的另类基金能力，通过现有渠道来发售另类基金产品。（如 Franklin 并购 K2 advisors，富国并购 Rock Creek，Alliance Bemstein 并购 Sun America 等。）
- 另类资产管理公司希望通过整合来扩大规模或扩大产品种类或地理覆盖范围。（如 Permal 并购 Fauchier，Man Group 并购 FRM，Arden 并购 Robeco Sage 等。）
- 多产品公司寻找增持复合对冲基金，增加自身另类投资的能力。（如纽约人寿并购 Private Advisors，Principal 并购 Liongate 等。）
- 私募股权基金和金融买家。（如 TA 并购 Evanston。）情会简单很多，也不至于错过好机会。

三、基金公司并购业务案例

1、法国农业信贷银行并购大熊座资产管理集团

法国农业信贷银行（Credit Agricole）的 CASAM 集团在 2003 年所管理的资产超过四百亿欧元，其中二十一亿欧元投资于另类资产管理账户。为开拓美国投资市场，并购了 Ursa 大熊座资产管理集团，一个复合基金公司，专门从事研究，并未企业、对冲基金、衍生工具和指数的客户提供独特的投资渠道和架构。

在 2006 年，该交易价值 5700 万美元。此次收购使得 CASAM 通过整合 44 个替代管理账户及其与道琼斯对冲基金指数许可关系的大熊座集团的十七亿美元另类投资组合，以加速其产品的发展。此

次收购还包含超过 4000 个对冲基金和对冲基金的基金数据库。通过这一交易，CASAM 拥有一个在美国完全独立运作的综合型公司。共有 64 个管理账户和 10 个另类投资策略，CASAM 支出其平台提供了独特的投资渠道给机构投资者和基金经理，并有一系列多元化的解决方案，可以适应其需求。

作为整合的一部分，大熊座资产管理公司的首席执行官被人名 CASAM 美洲首席执行官，CASAM 任命美洲营运总监和 CASAM 美洲的副行政总裁管理公司营运。

2、GOTTEX 并购 EIM（合并）

今年年初，GOTTEX 基金管理公司同意购买瑞士的同行 EIM。自 2013 年年初以来，迫于基金融资的压力，EIM 一直在寻求买家，该公司管理的资产约三十亿美元，合并后的公司管理约百亿资产。

该交易没有使用现金，而是百分之百的全股份交易。瑞士洛桑的 GOTTEX 支付 EIM 约 3150 万瑞士法郎，但不是用现金，而是通过增发股份。瑞士洛桑的公司在一份声明中提到，全股份交易是基于 EIM 的股东将获得高达 1400 万新发型 GOTTEX 交换股份。在新成立的公司中，GOTTEX 拥有约 70%的股份，EIM 股东约占 30%。EIM 首席执行官成为了 GOTTEX 主席。

3、凯雷投资集团收购环球投资管理公司

环球投资管理公司为一家复合基金管理公司，成立于 2004 年，总部位于多伦多，管理资产约 60-70 亿美元。而私募股权投资巨头凯雷投资集团收购环球投资管理公司花费高达 1.03 亿美元。环球投资管理公司成为凯雷的基金资金平台，他仍由环球投资管理公司创始人管理。凯雷前期支付 3300 万美元给环球投资管理公司，并在未来七年内，以绩效为基础核算，支付剩余的 7000 万美元。

4、富国银行增持岩溪集团多数股权

富国银行作为商业银行，也在积极发展其资产管理业务，但他没有另类资产管理业务，对其而言是个很大的缺陷。而岩溪集团的复合基金管理的资产约 70 亿美元。富国银行在 2012 年底买了岩溪集团35%的股份，并在合同中标明了“未来可选择以增加持有的控股权”，富国银行在 4 月初行使了这一权利，增持岩溪集团股份至 50%。此项交易将帮助富国银行在未来七年内所管理资产翻一倍。

富国银行的持续承诺和投资在岩溪集团，但绝不会影响到岩溪集团的管理，保留了其独立的企业文化、投资过程以及企业的品牌标识。

图表 1 部分复合基金并购交易表

Date	Buyer / Target	Deal Size ($mm)	AUM ($bn)	Acquired (%)	Buyer Type
Oct-13	RCS Capital Corp / Hatteras Funds Group	NA	$ 2.0	100.0 %	Fin'l Inst / AM
Aug-13	Grosvenor Capital / Customized Fund Investment Group (Credit Suisse)	NA	18.0	100.0	Alt AM (GP)
Mar-13	Aquiline & Genstar / Altegris	$412.5	2.7	100.0	PE Buyer (LP)
Mar-13	Principal Global Investors / Liongate Capital	NA	2.1	55.0	Fin'l Inst / AM
Dec-12	Wells Fargo / Rock Creek	NA	7.0	35.0	Fin'l Inst / AM
Dec-12	Legg Mason (Permal) / Fauchier Partners	NA	4.5	100.0	FoHF Buyer
Sep-12	Franklin Templeton / K2 Advisors	183.0	9.3	> 50.0	Fin'l Inst / AM
Jun-12	KKR / Prisma Capital Partners	NA	7.8	100.0	Alt AM (GP)
Nov-11	Evercore Partners / ABS Investments	44.5	3.5	45.0	Fin'l Inst / AM
Jun-11	Arden / Robeco - Sage	NA	1.3	100.0	FoHF Buyer
Dec-10	TA Associates / Evanston Capital	NA	4.2	49.0	PE Buyer (LP)
Dec-10	Apollo / Lighthouse	75.0	4.5	40.0	Alt AM (GP)
Dec-10	New York Life / Private Advisors	NA	3.9	60.0	Fin'l Inst / AM
Oct-10	AllianceBernstein / SunAmerica Alternative Investments Group	49.0	8.0	100.0	Fin'l Inst / AM
Sep-10	Nexar / Allianz Alternative Asset Management	NA	1.9	100.0	FoHF Buyer
Jan-10	Aberdeen / RBS Asset Management	135.4	21.6	100.0	Fin'l Inst / AM
Oct-09	Crestline / Northwater Capital Management FoHF Business	NA	0.7	100.0	FoHF Buyer
Jun-09	Arden / JPMPropPartners	NA	1.1	NA	FoHF Buyer
Jul-08	UniCredit / NewSmith	NA	NA	5.0	Fin'l Inst / AM
Oct-07	Hellman & Friedman / Grosvenor	NA	25.4	NA	PE Buyer (LP)
Jul-07	HFA / Lighthouse	625.0	8.0	100.0	Fin'l Inst / AM
Jun-07	BlackRock / Quellos	750.0	20.0	100.0	Fin'l Inst / AM
Jun-05	Legg Mason / Permal Group	800.0	20.4	80.0	Fin'l Inst / AM
Aug-00	Man Group / Glenwood Capital Investments	110.0	1.4	100.0	FoHF Buyer
Jul-00	Bank of New York / Ivy Asset Management	NA	2.4	100.0	Fin'l Inst / AM
Feb-98	Value Asset Management / Grosvenor Capital Mgmt	152.1	3.0	70.0	PE Buyer (LP)

Buyer Type: Alternative Asset Manager (GP) Private Equity Buyer (LP) Financial Institution Fund of Hedge Fund Buyer

四、基金业务买卖估值和尽职调查策略要点

复合基金管理公司并购时估值可根据 EBITDA，价格/盈利（P/E），现金流量折现，管理资产（AUM）等，但个人认为尽职调查更重要。尽职调查策略要点包括：

- 基金业务发展成长轨迹和前景：以前的管理资产规模和增长

模式，未来的增长来源，投资策略能力。

- 投资业绩表现：相对和绝对的业绩表现，业绩前后一致性，风险管理能力。
- 关键人物风险（Key Man Risk）：关键人员风险管理，管理层的“承诺锁定”，管理层对管理公司的承诺。
- 企业经营价值观：企业管理制度化，企业组织逻辑的一致性，基础设施有效发展，企业的稳定性和可持续性。
- 企业报酬管理制度：合情合理，投资员工业绩激励制度，盈亏调整用以反映当前的股权持有人总收入多少。
- 业界声誉和企业文化：客户第一诚信，合规。
- 客户端：客户群的多样性，分散而不集中，客户群改变水平。
- 收益盈余质量：以前的业务模增长模式和波动，可预见的未来收益，基金管理费与业绩费用的相对比。

五、目前复合基金 M&A 市场动向

目前，美国复合基金业整合并购十分活跃，大型大牌资产管理公司和中型金融证券公司都在寻找复合基金收购目标，更多资产会并入大基金经理手里。

由于复合基金结构降低了关键人物风险，并且更侧重于过程程序化，加之复合基金较低的绩效费用，因而相对于对冲基金，复合基金并购可以吸引较高的估值倍数。

目前的一个趋势是并购交易对于另类投资产品零售（ Retail alternatives called “liquid alternatives”）的长期增长更感兴趣，在这一过程中，复合基金结构被认为最适合来推动此类产品的发展。

Top 20 Independent Fund of Hedge Funds ($bn)[2]

Rank	Manager	Assets
1	Grosvenor Capital Management	$23.0
2	Pacific Alternative Asset Management	15.3
3	Mesirow Advanced Strategies	13.1
4	Aetos Capital	10.5
5	Sky Bridge Captial	8.3
6	Entrust Capital	8.1
7	Pictet & Cie	8.0
8	BlueCrest Capital Management	7.8
9	Crestline Investors	7.6
10	LGT Capital Partners	6.0
11	Gottex Fund Management	5.8
12	Silver Creek Management	5.6
13	Hall Capital Partners	4.8
14	Evanston Capital Management	4.6
15	The Archstone Partnerships	3.9
16	Corbin Capital Partners	3.6
17	Titan Advisors	3.6
18	Sciens Captial Management	3.6
19	Abbey Captial	3.5
20	Magnitude Capital	3.2

六、问答环节

Q1：您提到复合基金的并购非常活跃，目前是不是很多机构（特别是大型 PE）在向另类投资发展？发展另类投资是基于什么考虑，是业务多元化需求还是客户需求？

A1：很多大型 PE 都在向复合基金并购拓展，目的在于建立更好的另类投资平台。由于 PE 的退出期较长，尽管其回报较高，但流动性较差，因而需要将对冲基金、复合基金加入到他们的平台中，可以缓解其流动性问题。此外，在加入对冲基金后，可选择的投资方向也更多。

Q2：为什么 PE、证券公司等机构在收购时要采用复合基金的形式，而不是直接去收购对冲基金？

A2：美国券商传统业务由于信息技术发展而受到挤压，因而需

要发展资产管理的业务。如果仅仅收购对冲基金，盈利主要通过收取佣金；但若收购复合基金，不仅能收取交易过程的佣金，还能收取基金管理费。因此美国的中小型券商对于收购复合基金非常活跃。

对于 PE 来说复合基金能够增加其产品的流动性，以及增加投资者对其产品的选择。

Q3：美国的多德弗兰克法案对大型金融机构投资交易类业务设立了一道“防火墙”，一些大型金融机构也在出售包括对冲基金在内的交易类业务，目前的情况如何？

A3：由于监管的改变，对于外来投资者来美国收购相关业务是一个很好的机会。但是目前美国大银行的相关业务基本已完成剥离，收购的机会在于在美国的外国银行。此外，美国的私人银行中还存在相关机会，因为私人银行不在必须剥离的范围之内。这些银行是否继续保留相关业务一方面在于其自身需要，另一方面在于效益。

第 37 辑

(2014.4.30)

美国大型金融机构全面资产负债管理的现状与趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

吴荣文博士拥有 15 年丰富的美国最大金融机构的综合资产负债管理和风险管理经验，对众多复杂金融产品和衍生物的估值及风险都有深刻和独到的研究。现于美国最大银行集团之一担任全球资产负债管理（Treasury and Balance Sheet Management）高级总监。在此之前，他在美国房地美公司任职 12 年，在“投资和资本市场部”和“风险管理部”先后担任高级研究分析师，高级经济学家，总监和高级总监。他主管房地美所有投资组合的经济资本配臵策略，包括 8500 亿美元按揭证券的市场风险和 1.7 万亿美元房贷证券化的信用风险。与此同时，他还负责利率风险对冲和资产负债管理的量化策略。他从量化角度系统地提出了房地美利率风险管理限额架构，领导创建了公司第一个投资组合盈利归因系统，和第一个以风险为本的交易对手信用限额架构，开发研制了众多利率风险对冲方案和以模拟为主的经济资本模型。他在国际一流学术杂志上发表了多篇金融专业论文，经常受邀为金融同行国际会议作讲座。吴荣文博士本科毕业于中国南开大学计算数学专业，并获美国马里兰大学金融数学博士学位，师从国际著名金融数学家 Dilip Madan 教授，应邀为 Sigma Xi 科学研究荣誉协会

和 Phi Kappa Phi 荣誉协会会员。

一、引言

过去十年，世界金融市场风云变换，特别是 2008 年以来，雷曼兄弟破产，房利美、房地美受挫、冰岛破产，这些危机都凸显了债务问题。随着金融生态圈的日趋复杂，大型金融机构如何通过综合管理，优化资产负债结构，成为当前银行业需要深度探讨的问题。

对大型金融机构而言，资产负债综合管理就是要把公司各个业务链整合起来统筹管理，大量前车之鉴表明管理好资产负债表对于一个金融公司的健康存续和营运利润至关重要。2008 年的金融危机更加凸显了资产负债管理的重要性。过去十余年来，从公司组织运营的角度来看，人们已不仅从法律实体上，而更多从业务线的角度来衡量公司的盈利能力。金融公司和国家监管机构都因这种改变带来的重重压力而陷入挣扎。由于大型金融机构的各个部门测量风险的角度各异，风险自测（特别是流动性风险），并且利润来源不同，使得衡量整个公司盈利能力与风险困难重重。在每个部门看似可以接受的风险，但如果从整个公司的角度去衡量有可能就是不能接受的，一些从各个角度看不会有太大风险的金融产品（如 CDO），实际上给是致命的。因此对大型金融机构而言，如何综合全面地管理资产负债表是一个很大的挑战。

在这里主要讲资产负债表综合管理的三大组成部分：资产负债管理，内部资金转移定价和资本管理，以及他们之间的有效整合。

二、整合资产负债表管理的必要性

1、从传统资产负债管理的角度看

资产负债管理的传统角色就是要监管资产负债对于利率或外汇

变化的影响，并根据所预测的变化，重新定位公司的风险收益和风险值。

绩效评定的传统角色是用内部资金转移定价和资本重组分配来衡量每个业务部门的业绩。尽管看上去他们是分开的个体，但实际上是不可分割的整体，在建模和报告方面也分享着相似的假设和衡量标准。如果将他们分开来看，就会造成错误的结果，进而导致对公司错误的决定。

2、从传统奖励机制的角度看

对于业务部门，业绩评定的标准取决于与年度预算的差别，其典型流程为：在每年年末，银行各个部门会做下一年的预算；然后每个月业务部门都会根据实际结果与预算做差异分析，而业务部门主管的降级通常与二者之间的差异相关。

对于财务部门，业绩评定是根据该部门对于整个资产负债表市场风险的管理能力，并且在市场风险限额架构内，将收益最大化。其最基本的程序包括：至少每个月衡量市场利率风险及流动性风险，对于资产负债不匹配的地方进行差异分析，并对财务部门的风险对冲行为作出解释。

这就导致业务线与财务部门奖励机制不一致，从而带来种种问题，需要一个有效整合的机制来解决。

三、当简繁交织时

一个简单的公式里很多要素需要通过复杂的模型来估计。例如：RAROC（风险调整资产收益）=净收益/经济资本。尽管是个简单的公式，但分子分母都需要很多假设并且必须经过一些复杂的计算过程。其中，净收益应根据资金成本、预知信用风险成、运营成本进行调整；而所需资本也应覆盖信用风险，市场风险，运营风险和商业风险。

绩效评估是个复杂和重要的过程，因而需要精确的模型来估计其中每个要素。一般来说，回报仅仅是客户收入/成本的一部分，但因为杠杆作用，一个小小的回报计算错误，会导致整个风险调整收益率极大偏差。鉴于绩效评估的复杂性和重要性，需要有一个一致有效的资产负债管理架构，来精确估计上述 RAROC 公式中的各个组成要素。

四、全面资产负债表管理的关键要素

1、资产负债管理（ALM）

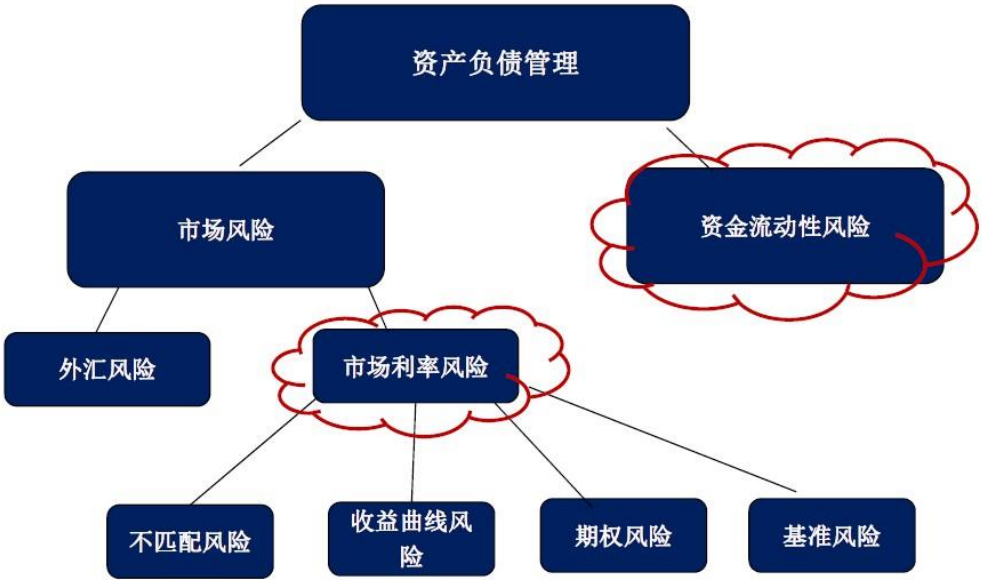
自 08 年金融危机以来，即使是大型跨国金融机构也面临着严重的流动资金的危险，只有在政府干预下才得以幸存。但在实际操作中，ALM 及流动资金管理的重要性往往被低估。事实表明，任何公司都无法摆脱流动性危机，这就导致监管机构的高度重视，需要出台新的措施以确保每个公司 ALM 及流动风险管理体系的完备性。

金融机构提供的各种业务和金融产品最终都集中于一个共同点，那就是财务部，财务部负责管理所有现金流动。从经济的角度上看，在整个金融系统中，金融机构就是创造并吸收这种流动性的关键的中介。金融资源在通过银行进出的过程形成一个成熟的转型。在转型过程中，受市场需求和供应、政策、及金融机构的导向所影响，这一成熟转型不可避免地导致金融机构承担一些期限错配风险，利率风险，外汇风险和信贷风险。ALM 部门的核心职能就是帮助金融机构将风险控制在可接受水平内。ALM 职能一般由资产负债委员会制定框架，委员会列出 ALM 管辖的范围、风险类型，及其职权范围内可接受的风险水平。

资产负债管理一般是针对的流动性风险和市场风险。流动性风险指由于不能有效满足预期或非预期的现金流需求（包括即时现金流及

未来现金流），进而影响日常运营或财务的风险。市场风险主要包括利率风险和外汇风险。

资产负债管理(ALM)的要素



这里重点讨论利率风险和资金流动性风险：

a、利率风险

利率风险指市场利率变动的不确定性给银行带来损失的可能性。基本风险类型包括错配风险、收益曲线风险、期权风险和基准风险。错配风险，也称为重新定价风险，是由于银行资产、负债和表外项目头寸重新定价时间（对浮动利率）和不同到期日（对固定利率而言）的不匹配而产生的利率风险。收益曲线风险指当银行的存贷款利率都以国库券收益率为基准来制定时，由于收益曲线的意外位移或斜率的突然变化而对银行净利差收入和资产内在价值造成的不利影响。期权风险，指在客户提前归还贷款本息和提前支取存款的潜在选择中产生的利率风险。基准风险，也称为利率定价基础风险，在利息收入和利息支出所依据的基准利率变动不一致的情况下，虽然资产、负债和表

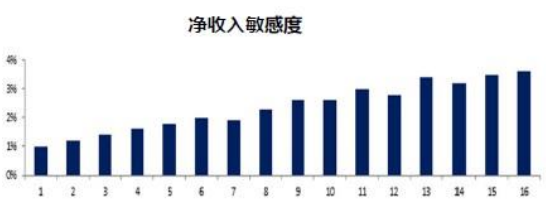
外业务的重新定价特征相似，但因其现金流和收益的利差发生了变化，也会对银行的收益或内在经济价值产生不利影响。

市场利率对资产负债表的影响

利率风险的衡量需通过多种分析技术，不存在人格单个工具或风险评估模型能够捕获全部风险。测量市场利率风险的常用指标有缺口分析报告、净收入敏感度和股权久期的估计（EVE）。缺口分析报告将银行各个生息资产和有息负债按照他们重新定价的日期分成不同的时间段，以此确定银行在每一个时间段中有较多的资产还是较多的负债需要重新设定利率，通过缺口分析报告，可以通过反映银行的资产和负债不匹配的规模而确定银行对市场利率变动的敏感程度，但没有体现期权或基准风险。净收入敏感度用来估计银行未来的净利息收入对利率变动的敏感度，关注短期分析，一般未考虑长期到期的期权。股权久期的估计则通过估算现存的资产负债表的经济价值，显示不同利率变化对银行总资本的影响。

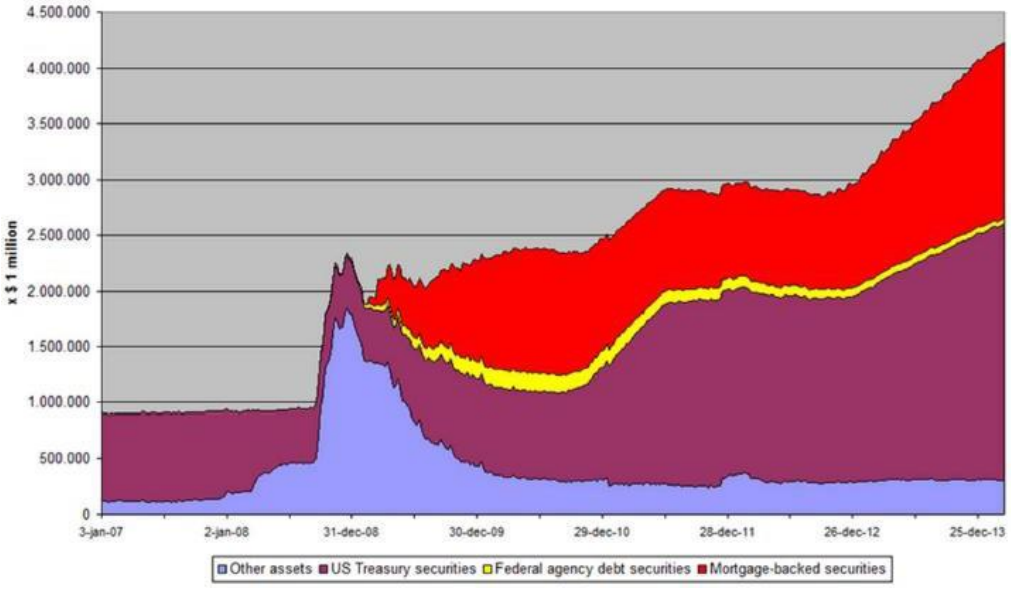
为了准确地确定错配的具体位珞，对于每份资产负债表金融产品，必须重新定价现金流量。其中没有固定存款期限的存款最难建模，原因在于没有固定的合同现金流。但由于他们通常是银行最大的资金来

源，因而可能是产生股权错配的最关键因素。此外，净收入敏感度和股权久期估计同样需要对存款行为进行准确评估。



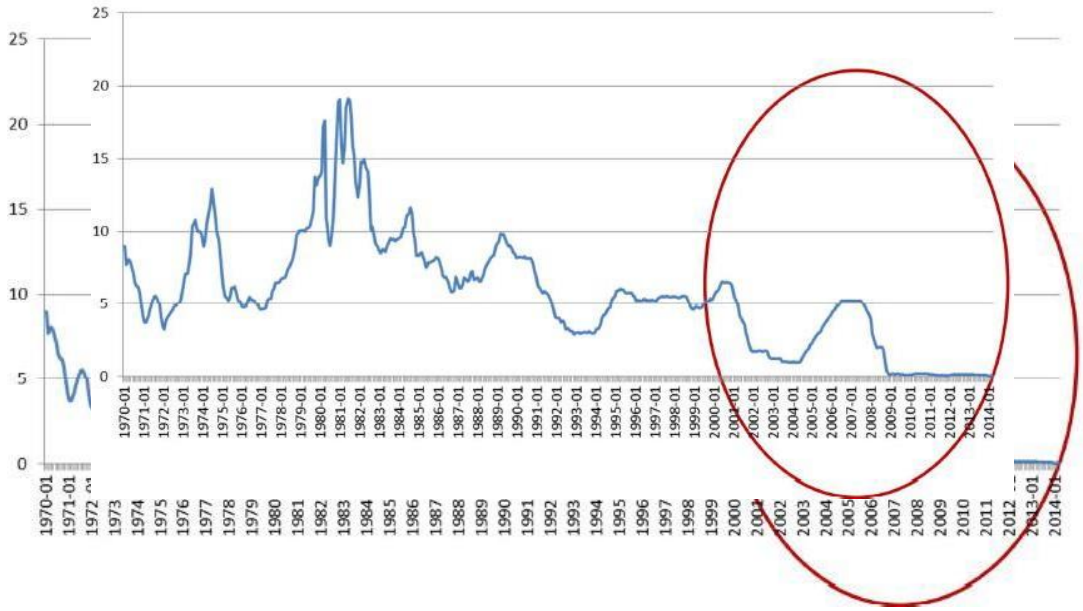
通货膨胀问题是管理市场利率风险面临的主要问题。金融危机以来，财政赤字居高不下，鉴于美联储对市场的刺激，国家债券利息持续低迷。同业拆借利率从 2007 年的 5%降至最低时小于 2%，前几个月有所回升，目前在 3%上下。美联储资产负债表现在拥有 4 兆的证券，绝大多数都是长期国债和机构按揭证券。此外，大多银行往往具有短期记忆，利率最多上升 3-4%，过去十年的数据掩饰了可能面临高利率的风险。综合来看，通货膨胀问题是管理市场利率风险面临的主要问题，通货膨胀导致利率上升，使企业资产负债管理面临高利率风险。

U.S. Federal Reserve balance sheet total



10 Year Treasury Rate

Fed Effective Rate



上次利率大幅度变化的影响。1981 年-1986 年美联储放松了对存款利率的限制，市场利率开始不断升高。利率飚升 15%后，导致企业净利润降低，同时随着利率增加,出现信用危机。在 80 年代大约 25%的 S&L 破产。1600 个被 FDIC 保险的银行被迫关闭，或从 FDIC 得到帮助。

此外，未来市场利率风险中还存在如下行为假设的问题：由于预计 QE 将很快结束，市场利率将从低点开始向上浮动；由于之前没有过高利率环境，存款行为一定会不同于预期；政府监管人员将重点放在市场利率较高时银行的风险，但由于对存款行为的了解不够，可能导致风险估计并不正确。

b、资金流动性风险

出现危机时，由于没有足够的现金，银行不可能履行所有的债务要求，就会出现资金流动性风险。虽然不同类型的风险都有可能造成金融危机，但流动资金缺乏极大地导致了金融机构的关闭。而美联储承担了最终贷款人的角色，以保证临时性的流动资金危机不会摧毁整个金融系统。

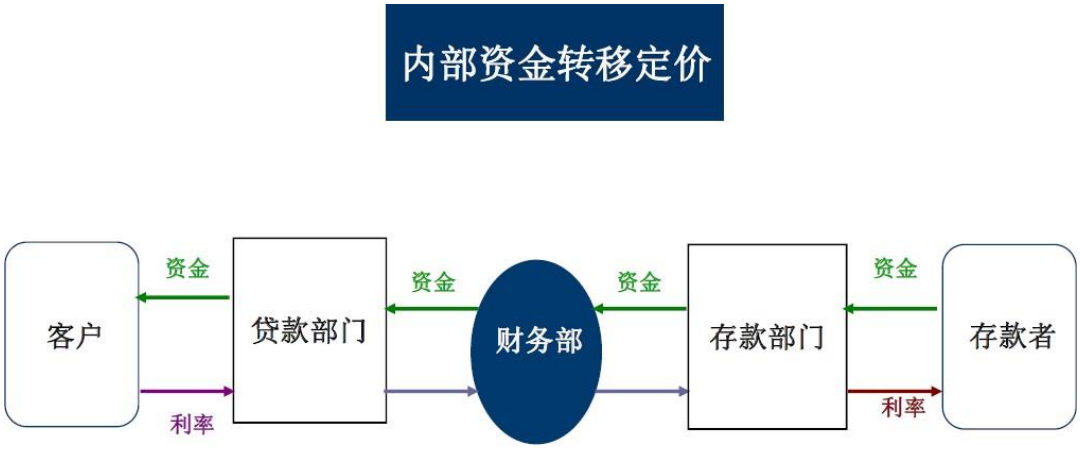
SEC 和贝尔斯登（Bear Stearns）公司都没有预期到他们的流动资金会迅速消失。贝尔斯登公司在报告中声明，他们对流动资本的预留超出了 SEC 的要求，流动性资产远远超出了所需要的流动资金缓冲区。就在贝尔斯登失败后不久，SEC 主席也指出，他们也没有预期到这一发展，贝尔斯登失败的很大原因是很多贷款人对其公司还款能力开始表示怀疑，因此停止提供资金。即使该公司提供高质量资产的担保，也没有人提供任何资金，没有资本，金融机构就无法生存。

流动资金风险的衡量指标有流动性覆盖率（LCR）和净额稳定的筹资比例(NSFR)。流动性覆盖率(LCR)是优质流动性资产储备与未来 30 日的资金流出量之比。2013 年 1 月，巴塞尔委员会发布了完整

文本的流动性覆盖率要求，规定银行该比率的标准是不低于 100%，即 LCR＝高质量流动性资产／未来的 30 天资金净出量在>＝100%，也即高流动性资产至少应该等于估算的资金净流出量。净额稳定的筹资比例（NSFR）是可用的稳定资金与业务所需的稳定资金之比，用来解决流动资金不匹配的情况，鼓励银行使用相对稳定的融资来源。NSFR 的详细信息即将出版。

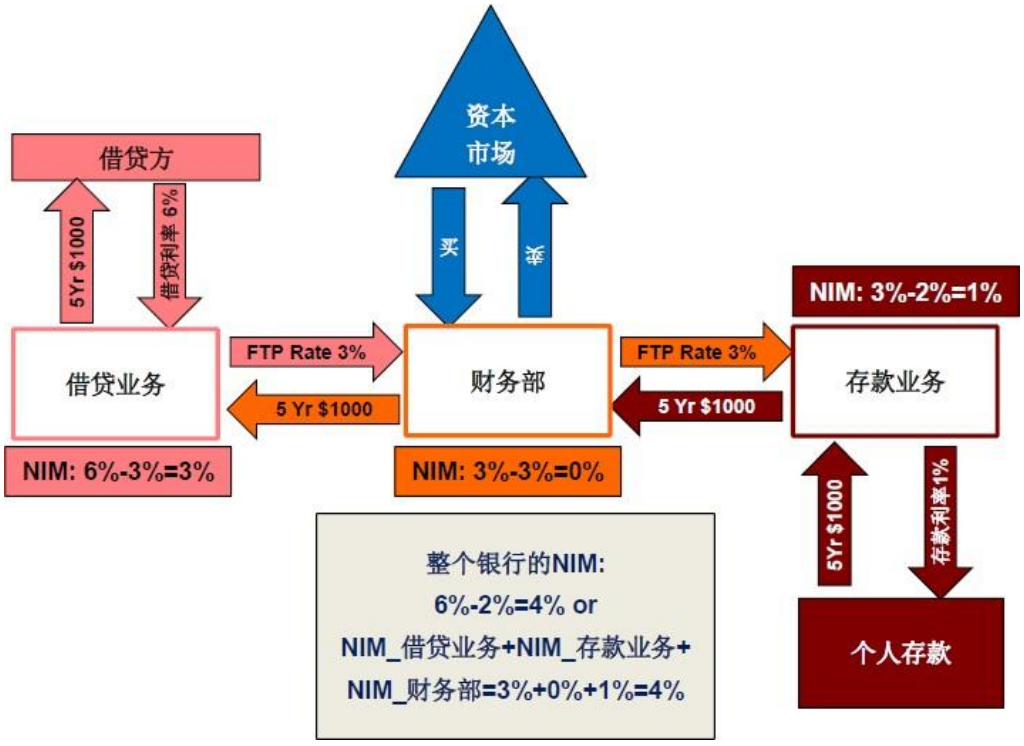
2、内部资金转移定价（FTP）

内部资金转移定价（FTP），简单说来就是银行的财务部门作为资产债务整合中心，把资金重新分配到各个业务部门，以平衡资金来源的盈缺，进而在公司内部产生流动市场。当资金短缺时，财务部会到资本市场上筹集资金；资金过多时，财务部会将多余资金投放到资本市场上。FTP 是银行管理的重要组成部分，其起源于20世纪70年代，经过四十余年发展，FTP 已成为管理银行利率风险的重要工具。



从本质上讲，FTP 的主要目的就是要把利率风险转移到中央部门。当把利率风险集中，每一个商业部门就可以免受利率浮动影响，有利于各部门制定定价和盈利标准，在公司内部将资金从盈余的部门转移到缺少的部门。同时可以作为有效机制来估算资金筹集成本，管理流动性风险。

根据 FTP 可以确定银行的净利息收入：银行净利息收入=借款部净收益率+存款部净收益率+财务部净收益率。例如：银行借贷利率为6%，存款利率为 2%。借贷业务和存款业务转移给财务部的价格，即 FTP 利率，均为 3%。所以，借贷业务的净利息收益率为 3%（6%-3%），存款业务的净利息收益率为 1%（3%-2%），财务部的净利息收益率为 0（3%-3%）。整个银行的净利息收益率为 4%（6%-2%）=借贷业务的净利息收益率+存款业务的净利息收益率+财务部的净利息收益率。



使用 FTP 模型的关键是要有精确的定价模型（理想情况下，模型应该采用严格一致的资金曲线来计算折现率，并且能够全面精确的转移掉产品的市场风险）以及合理的行为假设（例如针对没有固定到期日的存款和按揭贷款提前还款的行为假设）。

常见的问题有计算方法不合适（用来消除市场风险的方法过于简单而不实用，结果是扭曲了各个业务线回报率，最终需要花费大量时间重新核实）。

以及缺少透明性（例如对于基准风险和期权成本分开收费可以使业务部门更好的理解产品的性能并由此考虑将来如何提高各种产品的业绩）、缺少功能性（有些ＦＴＰ自成系统，缺乏灵活性、功能不多，独立于资产负债管理系统和成本预测分析系统之外，因而风险转移、风险加总和盈利分析都在不同的系统中运算，各模型之间很有可能并不同步）、难以整合等。

3、资本配臵（CapitalAllocation）

经历了全球信贷危机，资本变成一种稀有资源。由于受到信贷危机的重创，许多银行都在努力节省和管理他们的资本。对银行系统最直接的影响是很多机构别无选择，只能重新配臵，甚至减少他们的投资组合。资本管理最重要的工作是衡量风险的大小。事实上，由于风险事件会消耗银行资本，因此银行必须仔细考虑每一项业务潜在的意外损失及其对资本的消耗。要想最大化股东价值，资本只有配臵到那些考虑到资本消耗后仍有利可图的业务上。因此，业绩测量能否反映资本消耗至关重要。

巴塞尔协议提出两个基本的方法来计算资本足够性要求：标准化的方法和基于内部评级（IRB）的方法。资本足够性要求如建立在以上两种基础上的称为监管资本。相反地，经济资本通常被定义为在给定的臵信水平（如 99%）下，银行用来补足未来可能的损失所需的资本量。

大部分银行都用经济资本的概念进行资本配臵。应用经济资本有两个主要目的，一是用来确保公司能够承受一定程度的风险，为了有效运作；二是可以用于帮助一个公司在一些可能投资方案中定量分析风险报酬的相对利弊，因而对大多数大型金融公司也来也是最重要的目的。如果对每项业务，我们都要求一个适当的回报，经济资本配臵也根据各个业务相应风险大小（包括运营风险和商业风险），那么高

风险的业务将自然需要一个更高的回报以补偿。本质上，经济资本可变成一个公司的通用风险货币，这将意味着可以要求同一单位的经济资本必须有同样的回报，来对各种业务和风险做出有效的决定。

一个可靠完备的资金分配框架应该有能力将资本分配到每个风险要素、每项业务、每个不同年限或信用范畴的产品。一个准确的资本分配方法是非常重要的，错误的资本估算对盈利的影响可能等价于错估筹资水平大小的影响的 2-3 倍。资本评估需对产品的风险因素有全面彻底的审核，经济资本覆盖的风险包括信用风险、市场风险、操作风险等。计算经济资本的方法包括蒙特卡罗模型、闭合分析模型、类比相似产品。常见问题有风险重复计算，不一致地配臵分散风险的利益，结果不稳定等。

五、房地美资产负债管理模式

为了给房贷市场提供更多流动性，进而可以使更多中低收入的人群可以负担房贷，房地美主要经营两条业务：房贷证券投资业务和按揭抵押信用担保业务。两条业务的盈利方式不同。按揭抵押信用担保业务是通过每年对每个按揭贷款按时的现金流的担保收取一定担保费用来盈利，当收取的担保费不够支付实际信用损失时，则会亏损。2008 年美国房价大跌，房贷违约率大大攀升，保险费覆盖不了违约成本，担保业务线就出现了问题，最终美国政府插手接管。而房贷证券投资业务主要通过房地美投资的房贷证券的利息和房地美发行的债务利息之间的差价来获取利润。

房贷证券投资业务的风险与一般投资银行持有房贷证券的风险相似。两房从二级按揭市场上购买房贷证券并长期持有，但由于按揭贷款允许提前付款，如当房贷市场利率下降或房产拥有者搬家时，将造成资产负债表价值的波动，因而房贷证券业务存在资产负债风险。

但房贷担保业务并没有利率风险，从而不存在资产负债管理问题，因为房地美在讲房贷证券化后，转手将房贷证券卖给投资者，从而市场风险被转移到投资者。此处主要讨论房贷证券投资业务。

利率变化是导致市场价格变化的最重要的因素，主要体现在按揭资产和债券的价值波动，进而影响到股权市场价值的波动。意外的利率上升可能会导致按揭证券资产的价值急剧下降，债券升值无法弥补，从而导致股权价值的下降。在极端的情况下，股权价值甚至可以成为负值，导致破产和清算。房地美的投资和资本市场主要有三个部门：资产部、债务部和资产负债管理部。在证券投资业务中，资产管理部的房贷证券和负债管理部的债券利率风险都被转移到资产负债管理部。由资产管理部管理房贷市场的互换基准风险，负债部门管理债务的互换基准风险，资产负债管理部通过利率风险的限额框架来管理公司所有的净利率风险。

在衡量整个公司所有投资组合的风险系数时，使用的风险管理工具主要为股权变化的百分比（PMVS-Level），需严格控制其变化，总体策略是该系数不能超过一定门阈，在接近门阈时将考虑一些对冲方案对冲其风险。此外，与该系数相关的还包括：久期缺口，隐含波幅风险（权益价值变化百分比），内部资金定价转移，资本分配和绩效评估等。

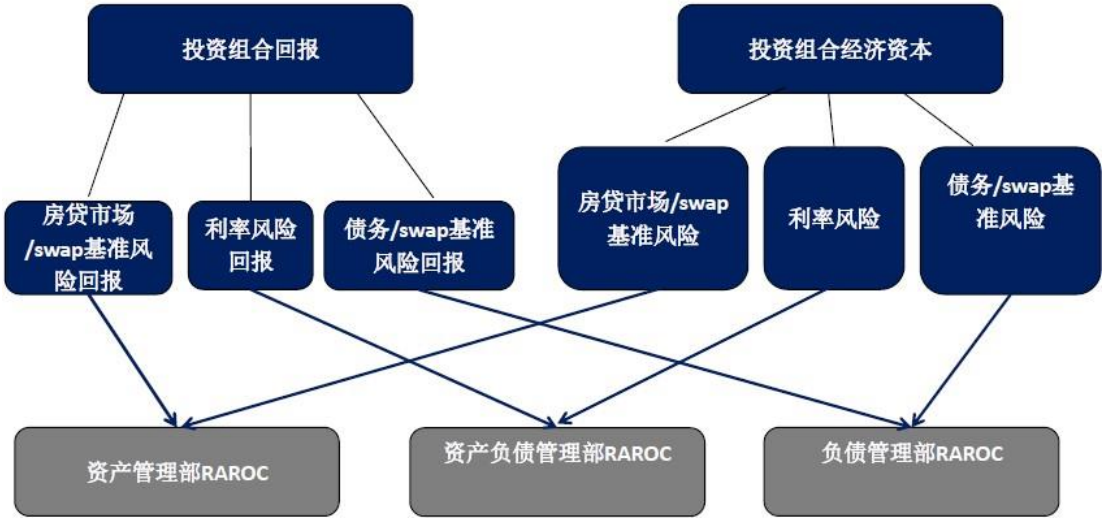
由于资产部管理的房贷证券和负债管理部的债券利率风险都被转移到资产负债管理部，资产部就管理房贷市场和 swap 市场之间的基准风险，而负债部就管理房地美的债务市场和 swap 市场之间的基准风险。我们根据它们的风险大小配臵相应的经济资本。

对资产部的交易员来说，由于利率风险会转移到资产负债管理部，因此他不需担心每个证券交易的利率风险。从而在对每一交易进行资本配臵时，会根据相应的基准风险准确估计交易需要多少经济资本。

除了经济资本之外，为了计算预期或事先的 RAROC，我们还需估计公式分子上的净收益项。在交易时，预期净收益的本质就是期权调整过的差价扣除营运开支。房地美整个资产管理的投资架构就是选择那些相对优质的房贷证券，即预期 RAROC 大于一定门槛的房贷证券。此外，还要估计并汇报每个交易的 PVA（给股东的增值），PVA 是通过比较 ROE 和最低预期回报率，再乘以相应的配臵资本和持有证券的大致期限来估算。

对于负债部，相应计算较为简单，残余基准风险可以按照房地美的债券相对于 swap 的利差波动情况来估计。我们会密切跟踪除去转让定价后证券的事后投资回报的历史表现，并且调整相应的经济资本。例如，开始时我们也许会对某类房贷抵押结构性产品 CMO 的基准风险认识不足，在跟踪一段时间后，发现风险大于预期，就相应地提高这类 CMO 的经济资本。

此外，根据公司董事会批准过的利率限额的大小，给资产负债管理部配臵了相应的利率风险资本，这样我们每个月可以测算出来资产负债管理部的回报率。同时资产负债管理部又细分成两部份：一是久期管理部，二是凸性和隐含波幅管理部。通过事后绩效衡量系统，能够分别估计每个交易日的久期回报，以及凸性及隐性波动的损益，每个月都有总结报表送到不同部门。



六、结论

综合来说，全面资产负债表管理中常见的问题包括：资产负债管理和转让定价的前提假设在全公司上下并不契合；转让定价计算和资产负债管理有时并不同步； 部分公司内部未能一致地应用转让定价和资本分配进行事前和事后业绩评定。

对于金融机构而言，全面的资产负债管理的意义在于：有助于银行在快速变化的市场情况下重新定位，提高利率对银行各管理层影响的透明度；增加业务线人员对产品排名的精确度，建立更佳的市场营销策略，激励业务线人员执行前瞻性的产品风险管理；推动资产债务管理人员参与业务线的新产品讨论，推介和建模。最终导致整个金融机构的齐心合作和上下协调，以实现一个共同的目标：股东价值最大化。

当前全球金融业面临着经济增速下行、互联网金融异军突起、利率市场化、资本和金融账户开放等一系列深度挑战，大型金融机构应

尽快更新资产负债管理理念，积极调整和优化资产负债结构，以流动性和安全性为前提，保持公司盈利平稳增长，引领业务结构合理调整，实现银行转型发展。

七、问答环节

Q：FTP 是衡量资产部门、负债部门和资产负债管理部门绩效的一个关键指标，怎样保证制定出的 FTP 是各方都能接受的？

A：这确实有很大挑战性。不同部门要求的 FTP 不同。整体原则是从公司的整体利益考虑制定 FTP，尽量避免 FTP 被低估或高估的情况出现。

第 38 辑

(2014.5.6)

近期房地产市场走势与互联网房地产

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

丁祖昱，华师大世界经济博士，现任易居（中国）控股有限公司（纽交所上市代码:EJ)执行总裁，上海克而瑞信息技术有限公司董事长，上海易居房地产研究院副院长，北京中房研协技术服务有限公司总经理（该公司是克而瑞和中国房地产协会和中国房地产研究会合资企业）。目前丁祖昱还担任多个在中国房地产业界具有较高的知名度和影响力的专业协会和团体的重要职务：闸北区政协常委、中国房地产协会中介委员会秘书长、中国房地产研究会常务理事，国家住房和城乡建设部房地产市场监测专家。

一、行业整体状况

对于房地产市场，单纯关注降价、调价会导致看不清楚问题，应该首先从宏观层面，整体了解一些主要的宏观数据，下面列举一些重要的、与国民经济密切相关的指标。

1、房地产开发投资

今年一季度房地产开发投资完成额 1.5 万亿，同比增长 16.8%，较 2013 年增速回落 3 个百分点，较 1-2 月增速回落 2.5 个百分点。

尽管 GDP 统计中房地产业的数据与房地产开发投资不能划等号，但房地产开发投资增速回落将影响与房产开发、建筑业相关部分，从而对 GDP 影响较大。若增速持续回落，那么二三季度 GDP 增速将难以维持当前水平。

2、房地产新开工面积

今年一季度房地产新开工面积出现大幅负增长，新开工面积 2.9 亿平方米，同比下降 25%，而 2013 年全年同比上升 13.5%。新开工面积为房地产行业的景气指标，显示了房地产、建筑、建材、服务等相关行业的景气状况。若新开工数据大幅回落，则说明行业整体景气度较差，从目前情况来看，一季度数据非常不乐观，并且 2013 年一季度市场刚刚恢复，同比基数不高，表明新开工情况很悲观。若二三季度新开工数据不能回升至与去年持平的水平，那么今年房地产行业的压力还是较大。

3、房地产销售数据

包括销售面积及销售金额。一季度房地产销售面积同比回落 3.8%，销售金额同比回落 5.2%，均略好于预期。今年以来，特别是春节之后，部分房产市场遭遇寒冬，而全国数据虽然有所回落，但仍处在可控范围内。对比去年，销售面积 13.1 亿平方米，销售金额 8.1 万亿，均创下天量。

13 亿平方米可能是中国房地产销售市场的天花板。2002-2012 年是中国房地产发展最快的十年，总的销售面积也仅有 60 多亿平方米，10-12 年的销售面积均在 10.5-11 亿平方米左右，而在 2013 年销售面积达到了 13 亿平方米，增长达到了 20%。若继续以每年 13 亿平方米的速度增长十年，总销售面积将达 130 亿平方米，较上个十年增长一倍，但实际上中国并没有如此大的需求（尽管其中包括商业地产及办公楼，但住宅占 85%以上）。因此 13 亿平方米将会是

中国房产销售的天花板。

预计今年销售面积在 12.5 亿平方米左右，略有回落，未来预计将进一步回落。而销售金额则可能会进一步上升。二者看似存在矛盾，事实上，虽然部分城市房价略有下降，但整体来看较去年仍略有上升，而一季度 70 个大中城市房价数据中，仅有少数几个城市房价下跌，大多城市房价同比上升，在这种情况下，今年总的销售金额可能会同比持平，甚至略有上升。过去若干年中，房地产销售金额均保持同比上升，即使在市场调整较大的 2008 年和 2011 年亦保持增长。房地产销售金额的天花板在 9-10 万亿，今年预计在 8 万亿左右，与去年基本持平。

4、房价指标

统计局公布的房价数据显示，一季度同比下滑 1.5%，主要原因是房价较高的一二线城市在一季度成交量大幅回落，造成房价中等偏低的城市权重增加，最终导致统计局口径的房价数据下滑。

宜居公布的 288 城市房价指数，统计了 288 个地级以上城市的房价数据，显示 4 月房价同比上升 6.9%，环比微降万分之二，这是 21 个月以来首次环比下滑，但还称不上拐点，只是由升到降的变化。

5、土地指标

根据统计局公布数据，一季度土地成交价款同比上升 11.4%。根据以上五方面与房地产行业相关的宏观指标，情况不甚很乐观，但也不至于太过悲观，仅有新开工指标较差，而其他指标均处于可接受范围内。

二、城市市场情况

对比整个行业，城市的情况相对较差。我们主要关注一二线以及少量三线，市场较为活跃的城市，并分别通过政策层面及几个重要指

标来讨论。

1、政策层面

各个城市（如无锡、南京、铜陵、天津等）都在出台一些“救市”政策，但政策本身力度很小，只是对原有限购政策的微调和放宽（铜陵除外），与期望（取消限购、放开限贷）的差异仍较大。政策本身为市场带来的利好因素很小，只是带来观望预期的改变，但短期内政策不会产生实际效果，因而整体走势不会发生大变化。而另一方面，中央不会出台整体性政策，既没有紧缩性政策，也不会有刺激性政策，而各地会根据实际情况出台一些政策。

2、成交量

4 月份成交量的数据较为悲观。以北上广深为例，北京 4 月仅成交 53 万平方米，环比下滑 26%，有人说北京是因为没有供给，但 4 月北京市场的供给达到 130 万平方米，在这种情况下仅成交 53 万平方，表明北京市场已发生很大变化。4 月上海成交量 76 万平方米，环比下滑 16%；广州成交量 58 万平方米，环比下滑 18%；深圳成交量 30 万平方米，环比上升 1%。

此前市场认为 3 月受到各方面因素（特别是供给方面）的影响，成交量下滑可以理解，并且在 3 月末时个别地区成交量有所回升，因而市场对于 4 月期望较高。但 4 月主要城市成交量不仅没有上升反而下降，除深圳之外均下降 20%左右，对市场而言压力较大。

3、供求比

供求比指标在恶化过程中。4 月北京供求比 2.45:1，表示供给约 2.5 套才成交 1 套；上海为 1.63:1；广州为 1.82:1；深圳情况略好，其供应量较少，为 0.5:1。供求比数据显示市场整体上供大于求。此外，杭州一季度压力最大，也最典型，4 月其成交量有所回升，环比回升近 50%，达到 56 万平方米，但供应量仍保持在 106 万平方米，

在成交量回升的局面下，4 月杭州供求比仍接近 2:1，表明仍是供大于求，压力较大。而对于普遍认为市场较好的南京，4 月供给量 116 万平方米，成交量 73 万平方米，供求比在 1.5:1 左右。从目前情况来看，供求比压力较大。

4、消化周期

消化周期=目前存量/前三个月平均销量，表示目前的存量需要多少个月才能够完全消化。从目前的数据来看，消化周期上升较快。北京的消化周期已上升至 13 个月，上海为 15 个月左右，广州深圳也均在 10 个月以上，而杭州的消化周期已达到 22.73 个月。与去年同期相比，深圳上升 30%，而北京上升 80%。与去年年末，消化周期最短时相比，增加了一倍多。主要原因在于前三个月的销售情况很差，而存量还在增加，从而造成消化周期的急剧增加。并不是所有城市消化周期都在上升，成都 4.59 个月，合肥 4.76 个月，消化周期都还不错，但个别城市指标的正常不能代表整体市场的压力。

5、房价指标

70 个大中城市房价同比涨幅在回落，而 288 个城市房价指标（均为可比房价） 显示，160 个城市房价环比上升，120 余个城市环比下降，表明城市分化状况相对严重。一线城市中仅有深圳房价略有下滑，而北京、上海、广州的环比涨幅均在 0.5%-1%之间。

对于楼盘价格，4 月出现一个大的变化，此前无锡、杭州、常州、宁波等长三角压力城市的降价已蔓延至北京，在 4 月底至 5 月初可以看到大量关于北京房价下跌的报道。此外上海亦有楼盘降价报道，但 4 个案例中 3 个还属于特价房的营销手段，仅有一个楼盘拿出 60 套房作为较大的价格调整。

北京楼盘降价的原因除供求关系逆转、前期房价上升过快的原因之外，一个区别于其他城市的重要原因在于自住型商品房正式推向市

场。去年底至今已推出的 3.94 万套自住型商品房，第二批申购家庭有近 43.8 万户参与摇号，按计划今年下半年还将推出 3 万套，这些人是之前刚需最主要的客户群体，而现在被自住型商品房锁定，暂时将不进入北京刚需房竞争中，对北京市场特别是需求方面影响较大。若刚需的价格守不住，将会对北京整体房价体系造成影响，目前二手房中的高端住房已受到显著影响。

6、土地

从重点企业拿地状况来看，4 月拿地面积环比下降 46%，同比下降 80%以上，显示目前企业已形成共识，“能不投入就不投入，能不拿地就不拿地”。现在成交的土地一方面是企业之前在谈的项目，此外还有一些重点城市较为紧张的土地，如北京上海的住宅用地，争夺仍比较激烈。但北京的情况若持续，普通住宅地价也可能要回落；而上海周边及远郊的住宅，目前的空间也有限，地价应有所回落。

土地消化周期方面，一线城市远好于二三线城市。由于土地供应有限，一线城市的土地消化周期数据比较合理，但二三线城市土地供大于求，压力相对较大。

7、产品

此前提到的都是商品住宅的数据，关于其他产品情况如下：

写字楼情况较差。除北上广深等重点区域的写字楼之外，其他城市不论是销售型还是租赁型（比例较小）写字楼，均是目前存量消化最困难的产品。特别在二线城市的城市新区，例如此前在天津滨海新区的响螺湾，46 栋在建写字楼中仅有 2 栋竣工，余下 44 栋均未完工。

商业地产方面，目前社区商业相对较好，特别是一些中高端小区的社区商业（不论销售型还是运营型）都还不错。

专业市场压力最大，主要受电商冲击。例如原来的义乌小商品市

场，现在市场非常差。

Shopping Mall 及区域级的商业地产情况有好有差，主要在于区域内的供求关系及人口消费能力。

旅游地产及养老地产压力均较大。除海南之外，其他地区的旅游地产可能会形成较大的风险。而养老地产目前没有非常好的模式，一方面规模有限，另一方面成功案例很少，运营型的养老地产还没有具有可行性的盈利模式，销售型的养老地产仅有个别项目取得成功。产业地产压力较大，情况并不乐观。

总体来说，不仅仅住宅，各种类型产品在当前均面临较大压力。原因一方面在于过去一年多的上升期，特别是房价的快速上升，造成实际购买力减弱；另一方面，去年 13 亿平方米的销售量一定程度上透支了需求；第三是供给仍相对较大。今年市场出现问题最大的导火索是银根紧张，特别是按揭紧张，导致整体购买力迅速下降。若不改变这些根本原因，短期内房产市场企稳很难。

三、开发企业经营状况

1、五十强企业整体情况

我们每个季度都会对房地产企业销售面积及销售金额进行排名，从一季度情况来看，前 50 家企业运营状况较正常，其中前十强企业较去年同期略好，而后四十强企业较去年略差，但都在可接受范围内。

在一季度市场出现问题之后，有些指标发生了变化，其中包括行业集中度上升。销售金额前十强企业占整个行业 20.01%，前二十强企业约占 26.33%，前五十强企业约占 35.43%，即五十强企业超过了市场份额的三分之一。而未来随着行业整体达到天花板，集中度会进一步提高。预计 1-2 年之后，前十强企业将占 25% 左右的市场份额，前二十强约占 30%的是市场份额，前五十强企业达到 40%的

市场份额。

实际上中国有 100 家房地产企业就足够，但考虑到三四线城市很多，还会存在很多地方企业。因此未来企业层面的竞争包含两个方面：一是全国性企业与地方性企业的竞争，在一二线城市中，地方企业很难与全国性企业竞争，而在三四线城市，仍以地方性企业为主；二是五十强企业内部的竞争，在一二线城市中，五十强企业占据半壁江山以上，而这些企业在产品、营销方面的差别并不大，因而竞争趋于白热化。

2、七家千亿企业状况

万科整体情况较好，将延续稳健的发展态势，龙头老大的地位很难被撼动。而去年年末到今年年初万科受到来自于各方面的“刺激”（如对行业龙头地位的竞争、互联网带来的挑战等），促进了万科企业内部的变化，例如合伙人制就为万科带来了机制上的新动力。

绿地在去年年末提出要抢第一，今年也有上市动作。今年绿地发展速度可以保持高速，但由于整体市场压力很大，要抢得行业龙头的地位将付出很大代价。对绿地来说，今年的销售压力可能更大。

保利和中海两家央企相对较为稳定。其中中海由于面临人事调整、价格变化，今年波动可能较大，但其规模较大，此前的运作也较稳健，对市场的反应较快，因而相对稳定。实际上在上一轮变化中价格调整最快的不是万科而是中海。

万达去年完成新万达城模式的打造，是万达新的增长点，使得之前较为疲软的万达广场有了新的提升。

恒大是一家比较另类的企业，做了很多其他房企不做的事情，但其房地产业务本身也做了调整，去年重新转向一二线城市，特别是北京、上海。成本方面不具备优势，但在运作和执行方面，恒大有其独到之处。

碧桂园目前仍坚持开发三四城市的整体战略，今年市场变动对三四线城市影响较大，而碧桂园一季度数据表现还不错，但未来能否持续仍有疑问。此外，对于碧桂园重仓在马来西亚的项目也不看好。

3、其他企业

招商、富力一季度表现不错，但由于其全年目标较高，完成目标压力较大。招商提出“能不拿地就不拿地”，但销售还要继续加快。招商很早之前就进行了压力测试，为适应最坏市场做相关准备。

4、今年大企业风险有限

今年市场压力来的较早，春节前后就有所显现，但对大企业来说并不是坏事。此前几次市场调整企业面临较大风险时都是在 5、6 月市场发生变化，当时企业已加大杠杆花钱拿地，但市场受到政策影响突然急转直下，之后产生危机；而今年则是从春节前后市场开始转弱，因而企业可以提前准备现金流，所以实际上风险有限，仅完成目标有一定难度，而运维方面的问题不大。

此外，尽管银根偏紧，但银行还会优先放贷给五十强的房企，故而强者恒强，中小房企退出将会是未来基本趋势。

四、房地产与互联网

1、房地产与互联网两种思维的差异

房地产与互联网的话题在去年年末到今年年初时较热，但近一个月来突然偃旗息鼓，原因在于房地产行业关注度回归到市场本身，市场压力增加，企业没有心情再去考虑新的思维模式。这表明房地产行业本身还是传统的，与互联网思维逻辑存在较大差异。如果用一些关键词来形容两个行业，那么房地产行业是传统的、保守的、封闭的，而互联网行业则是开放的、创新的、透明的。

房地产企业最关注的是产品，他们用一个系统来确保产品的实现。

而互联网最关注的是客户，或者说是客户需求。虽然二者均不同程度关注需求，但差异在于互联网关注持续性需求，因而最终的落脚点在人（即客户）上；而房地产行业则不同，特别对项目公司来讲，客户仅是“一锤子买卖”，卖掉就结束了服务过程，并不存在后续关系，即使存在也仅是为了赚取客户口碑的营销关系，而非出于需求和服务角度。因此，对于房地产开发企业来讲，有没有互联网思维，都不影响其运作，也不影响其短中期的发展。

2、房地产行业如何与互联网结合

万科借鉴了互联网的思维模式，提出合伙人制，但即使不借鉴互联网思维，合伙人制在房地产行业中也非常普遍。而冯仑提出的根据客户需求决定最终销售，实际上只是对项目的营销和策划，而不是实质性模式上的转变。

很多人探讨的房地产众筹模式，即具有同样需求的人筹措一笔资金，共同拿地，并根据大家的意愿建设楼盘，最终通过基本没有超额利润的价格分配给大家。这是一个很好的理想，但无法实施。原因在于房地产是非标产品，一方面房产的不可移动性，而另一方面房产难以标准化，同样的项目，即使楼层变化也存在差异，此外客户需求也存在差异。尽管最终房地产商会通过价格进行调配，但在互联网模式中，非标产品同需求的匹配非常困难，因而没必要采取这种模式来开发房地产。此外，在房地产开发环节中同政府打交道的环节很多，若这方面能有所改善，或许能够实现用互联网定制房地产。

3、房地产服务领域可以同互联网紧密结合

房地产的服务领域应当与互联网紧密结合，若不借鉴互联网思维或依托互联网，房地产服务领域的传统公司可能将被淘汰。这是房地产与互联网结合的核心，目前已经结合的比较紧密的有三个领域。

一是营销领域。易居旗下的乐居集团 4 月在纽交所上市，其通

过 O2O 的运作模式，提供了房地产的电商服务，是同互联网最紧密的结合。线上发布信息、召集客户、线上预订等，线下看房、签约、办证等。这是房地产与互联网最容易也最应该的结合。此外在营销当中还包括工具、渠道的应用，均与互联网结合紧密。

二是物业管理领域。花样年旗下的彩生活是中国最大的房地产物业管理公司之一，目前规模仅次于万科，彩生活 14 年一季度管理户数超过 100 万户。彩生活采用的模式是在互联网思维下指导的新的管理模式，盈利模式不在于传统的物业管理，而在于为消费者提供增值服务。由于物业管理公司能够了解业主需求、家庭结构、消费习惯等，彩生活将社区周边一公里范围内的各类商家全部整合在其平台上，共同为社区居民提供配套服务。如此一来彩生活就整合了大的消费平台和社区平台，利用互联网思维进行相关运营。去年收入达到 1.85 亿，毛利率 40%，在物业管理公司中简直不可思议。彩生活的模式是互联网思维下的模式，但不能单纯 的认为是一个互联网平台，从广义上来讲仍是相对封闭的平台。

三是商业地产领域，特别是商业地产的运营。若没有互联网思维作指导，未来也将面临淘汰。实际上商业地产关注的就是客户，及客户的持续消费。例如，对于一个区域级的 Mall，其客户主要来自于周边写字楼及社区，若能对客户进行全方位分析，再将个体同商业整合，则可避免过去同质化的运营模式，实现对消费群体的区分。对于商业地产，产品和招商都很重要，但更重要的在于思维从本质上的改变。

五、问答环节

Q1：如何看待乐居、搜房以及安居客之间的不同之处，三者各自有何优势及劣势？

A1：乐居同搜房的模式类似，也是目前中国房地产互联网行业中最大的两家公司，占据了 80%的市场份额。安居客在二手房方面有其独到支出，但在新房方面同乐居及搜房仍存在较大差距。

此外，搜房是一家运营了十几年的公司，有很好的传统和基础；而乐居发展速度非常快，09 年才开始快速发展。在其他方面没有太大区别。

Q2：您提到北京房价下降的三个因素，未来这三个因素能否持续？若北京的非自住型商品房价格也出现拐点型下滑，导火索可能是什么？此外，银行主要贷款给大的房产企业，那对于中小企业会不会出现降价销售的情况？

A2:三个因素中，自住型商品房带来的影响短期内不会消失，这属于政策安排。并且从去年到现在，每块住宅用地中都安排了自住型商品房的配置，今年供应 5 万套也会是定局，对市场影响较大。

此外，供求情况很快会得到缓解，过去主要是政策原因造成供应受限，近期随着政策性原因消除，供给量将增加。如果未来北京的房产企业销售下滑，其自然会减少供给。因此供给方面的原因会在两三个月内得到缓解。

而对于价格方面的原因，此前价格持续上升，而现在突然出现降价，对消费者心理影响较大。预计两三个月之后也会得到相应的缓解，北京房价回稳速度较快，主要是对虚高的刚需及中心城区二手房的价格作出调整。

三个原因中两个可以得到缓解，但自住型商品房的影响将持续，因而今年北京房产市场整体压力较大。但房价回落预计在年中（6-7 月）将趋稳。主要是成交量（特别是刚需房成交量）将受到影响。

银根问题对中小企业压力更大，如果企业位于问题较大的城市（如长三角部分城市），甚至借了高利贷的话，那么就需要壮士断腕，

需要打折出售。只要运气不算太差，一般都能熬过去。

Q3：乐居如何建立房源数据库？房源维度如何？

A3：乐居同宜居旗下的数据库存在差异。乐居是互联网公司，主要为消费者提供信息服务，而克而瑞主要为相关开发企业提供数据库，因此两种数据库的收集、整理、汇总存在差异，数据深度也不同。乐居主要通过公开渠道获取数据，克而瑞除公开渠道外，还会通过政府、行业、第三方收集数据。

Q4：未来一个季度房地产市场最大的风险触发因素是什么？会有什么影响？

A4：未来有三方面因素需要关注。一是各地陆续出台“救市政策”，会不会有一些特别的政策（或市场反响较大的政策）出台，以及这些政策所带来的影响。二是在二季度降价情况能否得到遏制，个人认为在 7 月左右降价将基本到位，不会再进一步蔓延。三是成交量能否持稳，以及上半年的宏观经济数据，若经济数据非常差，可能会出台刺激政策，对地产行业反而是有利的。

总体来说，二季度不会出现一季度的波折，但不论对房地产行业或是国民经济而言都非常关键。

第 39 辑

(2014.5.7)

世联行的转型与房地产在线服务的未来

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

袁鸿昌，世联行副总经理兼董事会秘书，历任华东区域副总经理,上海世联总经理,华东区域总经理。

杨现领，华中科技大学经济学博士，华创证券房地产行业高级分析师。

一、袁鸿昌：世联行的转型

在美国证券市场，排名前五的开发商总市值达 2000 亿人民币；排名前五的服务商总市值达 1800 亿人民币。因此在成熟的市场，服务商与开发商的市值比应为 0.9 左右。世联行的市值超过 60 亿人民币，而万科的市值超过 800 亿人民币。由此可见，中国的房地产市场和服务市场，发展前景十分广阔。

1、美、日房地产业发展状况及对世联行的借鉴意义

1989 年后，日本的经济下行，进入所谓“失去的十年”，但在此期间，每年新增住宅开工面积维持在 1.3 亿平方米左右，1996 年达到了 1.67 亿平方米的高点。

1974 年美国新增住宅开工套数为 283 万套，为历史高点；2008 年后，受经济危机的影响，美国新增住宅开工套数严重下降，基本维

持在 160-180 万套。

日本每年新增使用面积约为 1.3 亿平方米。而由于美国主要以独立屋和城区住宅为主，公寓数量较少，且套位使用面积平均在 200 平方米左右，因此估算在 30 多年间，美国维持了每年 3-3.3 亿平米的新增建筑面积。在城市化比较完备，经济发展较为缓慢的情况下，美国每年新增的建筑面积大约为每人每年 1 平方米。

美国的人均居住面积为 75 平方米，日本为 33 平方米，香港为 22 平方米。中国按照户籍人口计算，人均建筑面积为 36 平方米（使用面积则需再乘上 0.8）；而统计局公布的户籍人口接近 5 亿，常住人口为 8 亿，若按照常住人口计算，人均建筑面积仅为 26 平方米。考虑到同美国人均居住面积的差距，中国房地产市场每年新增建筑面积在高位波动。2011 年新增的建筑开工面积为 14.7 亿平方米，2012 年有所下降，接近 13 亿平方米，根据不完全统计，2013 年为 14 亿平方米左右，预计未来每年的新增建筑面积将在 14-16 亿平方米的高位震荡。

此外，新增建筑的地点也有所不同。在日本北海道和大阪北部地区，不但没有新增面积，反而有部分房屋被废弃，日本新增建筑主要分布在关西、大阪和东京附近。美国的新增建筑主要分布在四个地方，包括纽约、波士顿都市圈，芝加哥湖区都市圈，加州以及佛罗里达，其他地方较少。给我们的启示是，虽然国家力推均匀的城市化，但新增的建筑面积或城市化还是可能以中心城市为依托的、不太均匀的城市化，所以世联行的业务布局需要更加完善。

2、世联行的主要业务

今年是世联行成立的第 21 年，已跨入第三个十年。在第一个十年里，世联行坚持专业化道路，从估价开始介入到房地产领域。现如今，世联行主要包含了四块业务。

首先，是一手楼代理服务业务。世联是中国最大的一手楼代理服务商，去年销售总额约为 3175 亿人民币，今年的目标为 4000 亿人民币。

其次，是房地产咨询服务业务。世联也是中国最大的房地产咨询服务商，每年收入接近 5 亿，在中国提供咨询服务 1 年的收入相当于第二名到第六名的收入总和。

第三，是房地产资产管理业务。从 2010 年，世联开始介入房地产资产管理业务。

美国成熟的市场大概经历了三个阶段：①70 年代以前，开发年代，有一些新的增量，房地产主要的服务方式为交易服务；②70 年代至 90 年代初，资产管理服务年代，包括物业管理、资产管理；③90 年代至今，房地产服务证券化年代，金融的属性更强。因此，2010 年，世联行通过并购雅园，开始介入物业管理和资产管理，去年又并购了安信行，这项业务每年收入为 1-2 亿，发展和增长较快。

第四，是“家园云贷”业务，针对 C 端或个人端提供金融服务。据世联统计，大约每 10 个上门客户，成交 1 套房子，未成交客户中有 1 个是由于首付款的问题，这可能与中国的薪酬支付制度有关（一般到年底才会得到一笔较大额的年终奖），所以这部分需求很大。此外，还有一部分人由于资金压在股市，周转不开。由于没有额外的成本，这项业务发展很好。世联在全国 54 个城市设立了分公司，

形成了近 2 万人的团队，其中包括 12000 名销售代表，分布在全国大概 1000 个售楼处。通过既有的销售团队提供金融服务，因而并没有产生额外的成本。

3、世联行未来发展战略

关于以后的发展，今年世联提出了“祥云战略”，可概括为四个关键词。

一是“O2M”模式。其中 O 有两层含义，①Off-line，即线下，指使用了 20 年的线下服务体系；②Organization，即组织，人只有形成了组织，才有战斗力。M 也包含两层含义，①Middle office，即中台，世联已经积累了大量的客户数据，最简单的方式是给 600 万客户群发短信，但是由于客户的资产情况、个人喜好情况千差万别，所以容易引起很大的问题，因此，中台最重要的是进行数据分析、客户定制和产品推送，即给不同的客户推送不同的产品；②Mobile internet，即移动互联网，若能够整合大量的碎片时间和社会上的碎片资源，对中国市场的意义重大。

二是入口。在中国，很多客户在买房前，其他大宗消费几乎全被冻结；而买房后，其他消费几乎全部打开。因此，世联把买房作为大的入口，坚定不移地拓展代理规模，因为有了这些大数据，意味着掌握了中国消费的入口。

三是服务。世联是一家经营入口、提供入口服务的公司。不论怎样转变，世联始终不会脱离其作为服务商的根本属性。因为开发商和代理商要求的核心竞争力不同，国内没有一家能够很好地统一这两者的公司。

四是开放。在既有数据平台上衍生出其他业务，今年世联会重新梳理其业务架构，世联的既有业务可以分为三大部分。

第一部分是针对 C 端或小业主提供服务，把经纪和代理整合到 C 端，形成规模。比如刚刚上线的服务“云掌柜”，第一步是服务世联的 12000 名销售代表，效果不错。过去真正有意愿买楼的客户离开售楼处后，对该客户的利用率就低了；而现在通过“云掌柜”，能够直接进入客户系统，将客户的信息串联起来。第二步是使“云掌柜”成为连接所有社会资源，利用碎片化时间的平台。中介公司可以向售楼处推荐客户，个人推荐亲友购楼，也向其支付佣金，体现了众

包的理念。

第二块是针对 B 端或机构客户提供资产管理和咨询服务。现在的开发商会成为以后物业的持有者（大业主）或投资商，开发物业以后，会衍生出很多的需求和服务，不论物业管理、资产安排，还是金融方面的安排（融资）等。具体做法如下，第一步是在 PC 端建立网站，产生更多的 UGC，即客户自己产生内容，其问题可以在网站上提出，通过网站进行互动；第二步是利用移动端更好地服务 B 端客户，比如世联的官方微博、官方微信等。

第三块业务可归纳为通过云端来整合社会上的资源。运用世联现有的机构客户和小业主的大数据平台，开发新的业务，比如正在尝试的海外置业、金融服务、养老地产等，还有其他业务，比如装修，以及与国美、苏宁合作等。

4、今年房地产市场展望

房地产市场的周期分为四个阶段：量缩期（长短取决于开发商降价的意愿），价格探底期（销售量增加），价格恢复期，量改善期。

世联行今年最大的变化是拥抱互联网和移动互联，将其结合到既有的服务中来。据世联统计，盘均的上门量并没有大的改变，这与 2008 年三、四季度的情况完全不同。由于购买力被摧毁，2008 年三、四季度几乎没有人去售楼处看楼。而现在，市场需求端具有购买能力和购买意愿，但是购买态度和决策机制发生了变化，大家都在观望。五一期间，全国近 60 个城市，大家争相看楼，但实际成交量不高。持观望态度的原因可能是由于最近媒体对拐点、崩盘渲染得较多，所以消费者对价格有很高的期望值，不满足于只有两三个点的折扣。

而供应端相对过剩，即供大于求。土地价格不便宜，而且很多通过信托、高杠杆、高利息融资拿地，所以一部分开发商形势比较严峻。今年市场的整体形势是“浪沙淘尽始见金”，使得开发商大洗牌，可

能出现“两少两多”的情况。“两少”是指①新增开工面积减少，今年第一季度，新增的开工面积同比下降了 20%；② 新增土地数量减少，以春节为分水岭，春节前开发商还在踊跃拿地，春节后开发商拿地的意愿严重下降，意味着一年后可能会形成新的供求矛盾，即市场上新增供应量减少，库存消耗很多，局部地区可能会出现供不应求的局面。“两多”是指流拍增多，破产和并购增多。

由此可见，中国的房地产市场需求仍在，只是供应端出了一些问题，通过倒闭和并购调整供应端，可能市场会更加健康。世联行今年 4000 亿的目标不变，主要的手段是服务好大开发商，做好区域布局。

总体而言，中国的房地产市场相对健康，但对房地产市场有两点建议：①营造法治环境。避免“房闹”等扰乱经营秩序；②叠加在房地产市场上的不必要的行政手段逐步退场，比如取消限购，并不是促进房地产或救世行为，而是恢复市场的本来面目。

此外，今年城市中也会发生“浪沙淘尽始见金”的情况。中国部分城市的人口已经净流出了，且比例很高。有些城市已经出现跟农村一样的情况，大量的留守老人和孩子，因为该城市没有产业的支撑和好的就业机会，适龄的年轻人来到周边省会城市或是北上广深等大都市，寻找更好的发展机会。所以不论对服务商、开发商还是城市，都会发生“浪沙淘尽始见金”的情况。

二、杨现领：房地产在线服务的未来

1、房地产在线流通服务业是即将爆发的火山口

为什么说房地产在线流通服务业是即将爆发的火山口？可以从两个方面理解。

一是即将爆发。现阶段，互联网的发展对传统行业产生了很大的影响。从美国经验来看，1905 年到现在，美国的房地产经纪服务行

业，包括买房、卖房、交易、流通行业，已有 100 多年的历史，形成了非常完备的线下系统。1995 年，以网景的上市为代表，互联网企业开始出现井喷，并开始对传统行业产生影响。二十几家从硅谷出来创业的年轻人试图颠覆传统的线下经纪行业，但很少有成功的案例，这些企业目前也几乎没有一个存活下来。失败的主要原因在于当时互联网技术不够完善，比如搜索技术、数据分发等，而且房地产市场是本地化非常强的行业，如果地图搜索不能精确定位到某一位置上，其意义不是很大。2000 年以后，情况有所改善。搜索技术的突破使得互联网在房地产搜索领域产生影响，最近几年移动终端的爆发则加剧了这种影响。可以说，2005 年至今，最近十年的影响相当于过去 100 年的影响。美国的企业比如 Zillow 和 Trulia，从用户规模和增速等各个角度衡量，房地产在线流通服务业已经美国爆发了，Zillow 刚刚公布一季报，各项指标均处于显著增长轨道。

二是火山口。对于投资者而言，选择一个好的“赛道”要比选择一个好的“选手”更重要，从长期来看，更是如此。房地产在线服务行业就是是非常好的“赛道”，因为其规模大、产业链长，线上与线下的结合更可能形成“护城河”。

同样以美国为例，美国房地产在线服务的市场空间或规模非常大，主要包括两个方面：一是交易佣金，美国市场上交易佣金的中位数为 600 亿美元，美国房地产市场每年成交额为 1.2 万亿，佣金比率为 5.2%；二是广告市场，占 400 亿美元的市场规模，包含如下几类，经纪人或经纪公司市场占 78 亿美元，开发商市场占 13 亿美元，出租房、物业管理或业主市场占 66 亿美元，抵押贷款机构或经纪人市场超过 100 亿，搬迁、家具及各种后续服务市场规模也很大。在美国，大型互联网企业货币化的方式主要是媒体广告。通常，互联网企业的变现模式包括媒体（广告）、电商（交易佣金）、游戏，前两者

有可能成为未来房地产在线服务变现的主要战场，目前在美国的市场份额为 1000 亿美元。

简单测算，中国一手房市场代理的佣金市场为 400 亿人民币，二手房中介的佣金为 600 亿人民币，家具、装修、搬迁、配套服务等收入的市场规模为 3000 亿，按揭贷款、金融服务为 1.6 万亿，货币化化空间同样巨大。

与美国对比，在中国，市场空间最大的是金融服务。美国金融市场发展非常充分，每年金融服务规模达到 1 万亿以上，但互联网企业切入这个市场的方式只能是广告，广告市场规模仅有 100 多亿美元，天花板很容易看见。但是在中国，一套房、二套房首付比例太高，已经成为购房者的最大“痛点”，与美国消费者寻求用户体验不同，不同的购房者连基本的金融需求都无法被满足，但这也是中国互联网企业最大的空间所在。可以说，未来，中国最大的互联网金融企业完全有可能从房地产在线服务市场产生。

2、互联网将改变什么？

事实上，目前谈论互联网的影响和过去完全不同。10 年前，谈论的是互联网公司内部的竞争，市场规模仅在 1 万亿美元。而现在谈论的是互联网对传统行业包括商品、服务的融合，市场规模更大，是个 N 万亿美国级别的市场。因此，在不同阶段，互联网改变美国或中国房地产业的路径可能有所不同。

在 1995-2005 年间，美国的互联网企业统一了房源信息发行平台。到目前为止，中国还没有统一的房源信息发行平台，经纪人有自己的数据资源，但缺乏一个集中的房源信息分发系统。美国的分发系统传统上是由 LMS 房源登记系统来完成，在美国有 900 家地方本地化的房源信息系统。互联网企业特别是 Move 把这些分散的房源信息系统统一到一起，形成一个统一的信息发行平台。得益于这一平

台，现在找房渠道更为集中。数据显示，1995 年通过互联网搜索房屋的比例是 2%，2003 年升至 71%，2013 年是 92%。可见现在搜索房屋大部分都是通过互联网媒介进行，而非门店或经纪人。互联网对搜索环节的改变已经基本完成，这是互联网完成的对房地产业的第一个改变。

2005 年后互联网对传统房地产业的改变大致体现在三个方面。

一是内容。过去内容通常仅限于房源信息，即待售房屋的数量、价格、业主信息等。2005 年以后，内容维度被大幅拓展，不仅包括房源信息、还包括本地信息和用户生成内容。本地信息，诸如小区犯罪记录、学校情况、附近设施等都能在地图上找到。用户生成内容，指用户可以自我生成新内容，如对社区、学校的评价等，作为公开信息和大家分享。

二是搜索引擎。之前的搜索无法基于 LBS（移动定位服务）或基于动态可视化的清晰的地图来实现。2005 年以后，以美国的 Trulia 为代表的一批企业完成了这一转变。Trulia 成立之初就定位为房屋领域的谷歌，旨在彻底改变消费者搜索房屋的体验。通过 Trulia，学校、犯罪记录、灾害、邻里信息等社会化信息都可以很方便地基于地理位置搜索得到。中国的类似企业有安居客，其成立目标和 Trulia 一样，页面也和 Trulia 非常相似。这两家公司都是从提供搜索引擎服务入手的。但搜索引擎服务没有用户明细，只能作为搜索入口，对产业链的涉入程度很浅，没办法形成持续竞争力。

三是用户。一些互联网房地产企业针对用户提供的产品和传统企业有很大不同，典型代表是 Zillow。Zillow 打出的第一款产品是一个房屋估值系统，面对全美每一个家庭提供估值服务。Zillowe 的前 3 轮融资大部分都花费改善在这一产品上，并邀请了大量的工程师和科学家对估值系统进行设计和检测，估值模型的估值误差由最初的 15%

降至现在 7%以内。这款产品相较于原有产品的最大区别就在于，不再把客户单纯定义为有买卖交易需求的人，而是所有对房屋价格信息有需求的人。如此从估值切入，让消费者知道自己的房屋价值，满足了消费者的一个普遍需求，结果用户实现爆发式增长。而后 Zillow 又相继推出 Zillow Advice 和 Zillow 抵押贷款平台等产品。通过 Zillow Advice，用户可以向经纪人提问，和经纪人进行双向互动。通过 Zillow 抵押贷款平台，用户可以以匿名方式发布贷款需求信息，从收到的众多反馈中，选择最有利的进行下一步谈判。这一产品的核心是使买房人或卖房人成为交易流程的控制者，由用户掌握主动权。目前 Zillow 在全美的用户数量已达到 7700 万，成为真正意义上的用户平台。

3、互联网对中国线下产品的冲击范围更广速度更快

原因包括以下几点：

一是中国没有很强大的线下传统，特别是类似于美国的 LMS 房源信息系统。因为缺乏这样一个中央集中系统，互联网企业进入市场不会遇到强有力的竞争对手。

二是中国的房屋数据内容非常单一。不同于美国二手房交易为主，中国的一手房交易占比高，交易过程简单。安居客最早是从介入二手房市场，但是由于二手房的交易过程非常复杂，介入二手房的程度相对较低，可以说，二手房相对于一手房是一个“非常重”的领域，在中国一手房市场占主导的情况下，互联网企业进入这个市场会更加容易。目前搜房、乐居、安居客等企业都在也都在一手房市场。

三是中国房屋的标准化程度非常高。美国的房屋独栋别墅较多，非同质化程度高，房源信息都掌握在本地经纪人手中。互联网企业搜集房源信息的难度大，到目前为止也没能解决房源信息的全面性和准确性问题。相比之下，中国房屋的标准化程度高，房源信息搜集起来

更加容易。

四是中国尚未形成专业的经纪人团队。美国经纪人系统很专业，有 100 多年的积淀，经验丰富。而中国目前尚未形成专业的经纪人团队。因此互联网企业在进军中国房地产市场时，一方面很少遇到来自传统经纪人的阻力，另一方面可以在专业的经纪人服务团队领域做很大改进。对此最有借鉴意义的是 redfin 公司。这个公司的目标是重新定义传统经纪行业，要做到这一点，仅仅做平台是不够的，因为房屋交易环节的关键痛点几乎都是在线下，所以需要有自己的专业经纪人团队，控制服务质量。只有经纪人团队持续跟踪从买房、交易融资、签合同到搬迁的所有流程，提供全流程服务，才能形成核心竞争力。所以 redfin 一直坚持雇佣并培养自己的专业经纪人团队，前期日子过的比较艰难，因为要大量投入，但是目前已收到较好的效果。

4、中国在线服务企业格局：巨头隐现，格局未定

巨头隐现：目前中国房地产在线流通服务领域大致有 4 类互联网企业。第一类是垂直领域类企业，以搜房、安居客和乐居为代表。第二类是地方性网站，如 365 地产家居网、房多多。第三类是分类信息网站，如 58 同城、赶集网。第四类是线下向线上转型的中介或网络经纪人。

垂直领域的在线服务商是未来发展方向。目前来看搜房、安居客和乐居，已具备一些优势。与 Zillow 对比，搜房、安居客和乐居的布局相对而言比较完整。搜房在新房、二手房、商业地产、土地、社交平台、数据咨询、装修家居、房价评估、金融服务等房屋交易的所有环节都有涉及，但程度较浅，主要是新房市场。安居客主要集中在二手房市场。乐居和搜房类似，搜房的所有业务基本上乐居都有涉及，但程度不及搜房。

格局待定：首先，房源信息、邻里信息、社交、估值、搜索等服

务在美国的互联网企业中都非常普遍，但在中国却并非如此。例如地图搜索做的最好的是安居客，但安居客在其他领域估值服务、一手房市场渗透率不高、社交平台弱等等。搜房的房源信息相对较全，覆盖的城市最多，但是估值系统和金融服务都有很大的发展空间。以估值为例，出价是交易流程的关键环节，报价过高，会导致流量很快下降。因为互联网房源展示第 1 天流量最高，一周后基本没有流量。Zillow 的估值系统估值误差小，能够帮助业主设定合理价格，在二手房市场，搜房要做到这一点，还需要改善这个估值系统。此外，用户渗透率较低。美国 Zillow 用户渗透率超过 40%，相比之下中国互联网房地产企业的用户渗透虑还很低。再次，这些企业在移动互联网领域的战略已启动，但前景不明朗。所有企业都面临从 PC 端到移动端结构性转向的压力。比如搜房在 PC 端广告业务做的很好，向移动端转移，需要做结构性转变。

三、问答环节

Q1：世联行增发募集 4 亿资金，资金用途涉及很多内容，4 亿资金够吗？

A1：今年世联的主题是张开怀抱，拥抱线上所有资源，全力向线上转移。4 亿资金若不够，在发展过程中会继续增加资金。互联网的一个思想是先出发，在过程中不断改善，抓住时机先出发很重要。

Q2：在线上业务方面，乐居和微信、新浪微博都有合作，线上优势明显。世联行准备怎么拓展线上业务？

A2：从过往经验看关键要找对人，互联网发展需要有新人员加入。

此外，由于中国房地产市场首付很高，中国消费者购房面临的一大痛点是找渠道融资问题。这一痛点远非简单一个入口就能解决的，

所以绑定入口或绑定流量意义不大，仅有入口优势形成不了持续竞争力。若能借助金融系统平台优势解决这一痛点，才是真正有意义的。从这个角度说，目前中国互联网房地产企业都处在同一起跑线上，也即格局待定。

第 40 辑

(2014.5.9)

中国外汇时代来临

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

刘欣诺先生是 KVB 昆仑国际集团董事总经理，也是公司创始人之一。2000 年之初准确预判“人民币国际化和中国离岸金融市场发展”的两大宏观发展趋势，并依此宏观趋势规划和落实集团十年发展战略计划。至今已将公司和业务发展至 4 个国家 6 个国际城市。2013 年成为大中华区首家以外汇交易为主营业务获得上市的非银行金融机构，也是全球 5 家上市外汇经纪商之一（其余四家均为欧美金融机构）。刘欣诺先生带领全球团队凭借创新型、差异化的服务理念，在外汇市场领先推出各类离岸人民币产品及结算服务，并凭借高水准的金融科技实力，承接中信银行国际外汇交易平台开发，通过香港金管局验收成功上线。公司在全球化竞争中与国际金融机构抗衡，除了成功获得拥有各类金融牌照，满足日趋严格的各个国家/地区监管机构的合规监管，十余年保持零处罚的记录。公司亦努力成为华资金融机构在国际金融市场合法合规合理的楷模。

一、2014 年中国外汇大事件回顾

自 2005 年 7 月 21 日起，人民币汇率由固定汇率机制转为以

市场供求为基础参考一揽子货币调节的浮动汇率机制，至今已有 9 年时间。今年一季度人民币出现贬值，从年初的 6.06 到最高时的 6.26，波幅达 3%。相对过去 9 年间人民币兑美元将近两万基点的单边升幅，如今人民币汇率的回撤调整是正常现象。中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长易纲 3 月 22 日在中国发展高层论坛上就表示：“今后汇率双向浮动会是常态，弹性会增加，人民币汇率将主要由市场供求来决定。”在上个世纪末的日本外汇市场上，“日元先生”神原英姿通过口头或实际干预影响日元汇率，对日元单边升值进行限制，市场上多空双方进行博弈。过去一两个月的中国外汇市场也有此味道。

在政策方面，将过去三年中国现行有效外汇管理的办法及条例数目进行分类比较，会发现经常项目外汇管理由 2011 年的 141 项降至 2013 年的 27 项，资本项目外汇管理由 141 项降至 105 项，外汇科技管理则由 0 增至 4 项。由此可见对经常项下和资本项下的外汇管理在放松，外汇科技监管则有所加强。

现行有效外汇管理主要法规分类	办法及条例数目 2013年8月	办法及条例数目 2012年8月	办法及条例数目 2011年8月
综合类（基本法规、账户管理、行政许可等）	37项	39项	35项
经常项目外汇管理（经常项、货物、服务、边境、个人、外币现钞）	27项	61项	141项
资本项目外汇管理（资本项、直投、境外投资、境外融资证券、证券投资外汇管理、外债、担保、个人资本项目等）	105项	140项	141项
金融机构外汇业务监管（基本类、结售汇、头寸、产品管理、离岸、银行卡、保险、信托、机构外币代兑，个人本外币特许等）	69项	69项	72项
人民币汇率与外汇市场（汇价、交易市场）	24项	33项	32项
国际收支与外汇统计（国际收支、申报、金融机构境外资产损益、抽调等）	33项	37项	35项
外汇检查与法规适用（法律依据、程序处理等）	16项	17项	29项
外汇科技管理	4项	4项	--
数据来源：国际外汇管理局	共315项	共400项	共485项

此外，2014 年第一季度发布的《国家外汇管理局关于进一步改进和调整资本项目外汇管理政策的通知》（汇发[2014]2 号），是外汇改革的一个重要举措，简化了许多登记和审批环节，提升了效率，

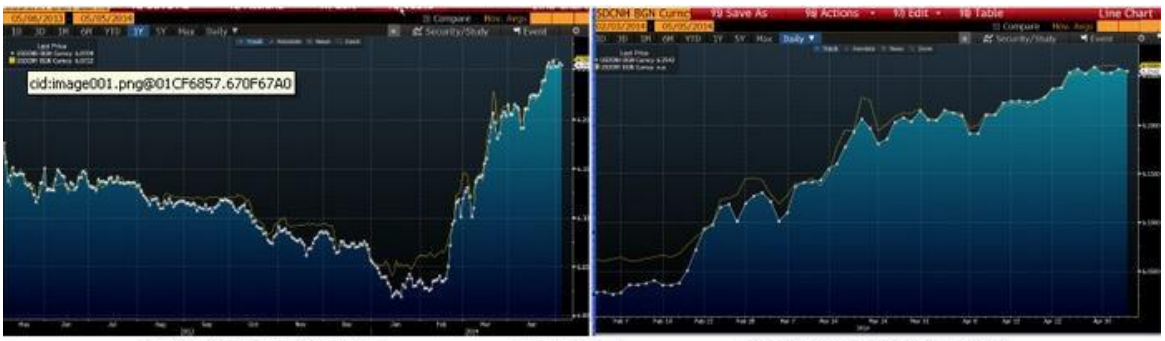
促进了跨境需求的良性发展。

二、人民币国际化趋势

从全球交易货币排名看，国际清算银行 2013 年报告显示，以 2013 年全球平均日交易量而言，人民币在全球外汇交易额中所占比例，已由 2010 年的 0.9%升至 2.2%；港币在全球外汇交易额中所占比例，已由 2010 年的 2.4%下降至 1.4%。这表明离岸人民币的交易规模在不断上升，同时压制了港币的交易空间。

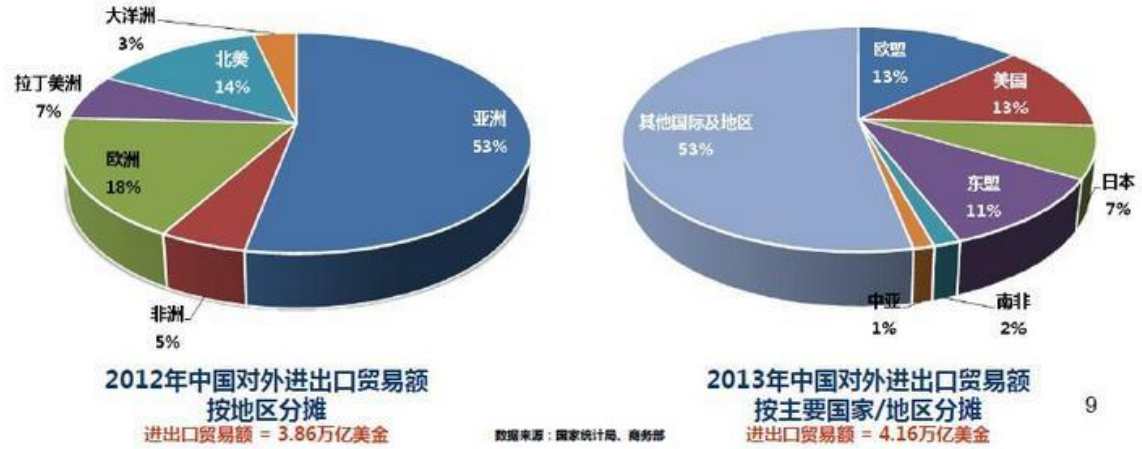
从人民币走势看，过去十余年的人民币兑美元走势都只是展现出单边的波动，按照央行和外汇局的思路以及市场的表现，这个模式在 2014 年将被逐步打破。自 2014 年 3 月 17 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 1% 扩大至 2%。今年迄今为止累计人民币贬值已超过 3.2%，市场反应剧烈。大型外资行一季度预测水平移动至 6.15-6.30 区间。人民币单边升值趋势已告一段落，已出现回撤动作。

从离岸人民币走势看，离岸人民币的总体趋势和在岸人民币保持类似，但随着人民币国际化趋势的进一步加深，在岸人民币区间内振幅加大，离岸人民币势必会出现更加明显的套利用途。下图是截止到 5 月初的双货币波动分析，这之间约有 0.1%至 0.2%的套利空间，而境外通过离岸人民币对冲结算风险的案例也越来越多。



2013-2014 CNY CNH走势图　　数据来源：Bloomberg　　2014年2月-5月CNY CNH振幅图

从全球贸易现状看，中国进出口贸易额已列居全球前列，而活跃贸易伙伴早已超出传统的 G7 国家。人民币直接兑换及结算范围正在全面放开。以美元计价的中美贸易和内地与香港间贸易（港币与美元挂钩）之和在中国贸易总额中比例不超过 20%。中国和日本、韩国、澳大利亚、巴西、印度、南非、加拿大等很多国家的贸易即使采取美元结算，但计价货币都是非美元货币，计价很大程度与非美元货币的汇率波动挂钩。所以贸易背后，是人民币对这些国家本币的汇率波动影响。这已经不是紧盯美元的时代了，关注人民币兑除美元外的一揽子货币的走势非常关键。



从人民币兑其他主要贸易货币走势看，观察过去 5 年的人民币兑日元以及欧元的走势，我们看到：人民币已经在历史的高位上，随着 G5 国家经济状况逐渐好转，人民币贬值压力加剧；人民币紧盯美元策略已经转变成对一揽子货币模式，并且已经呈现明显的波动周期性。

小结：央行和外管局态度明确，人民币汇率将出现更大的波动区间，双边走势时代已经到来；中国进出口贸易已经呈现多元化组成，大量的非美贸易背后，已经由紧盯美元转向直接兑换，以及一揽子货币为主导的贸易策略；人民币兑其他主要贸易货币在 10 年的窗口中，

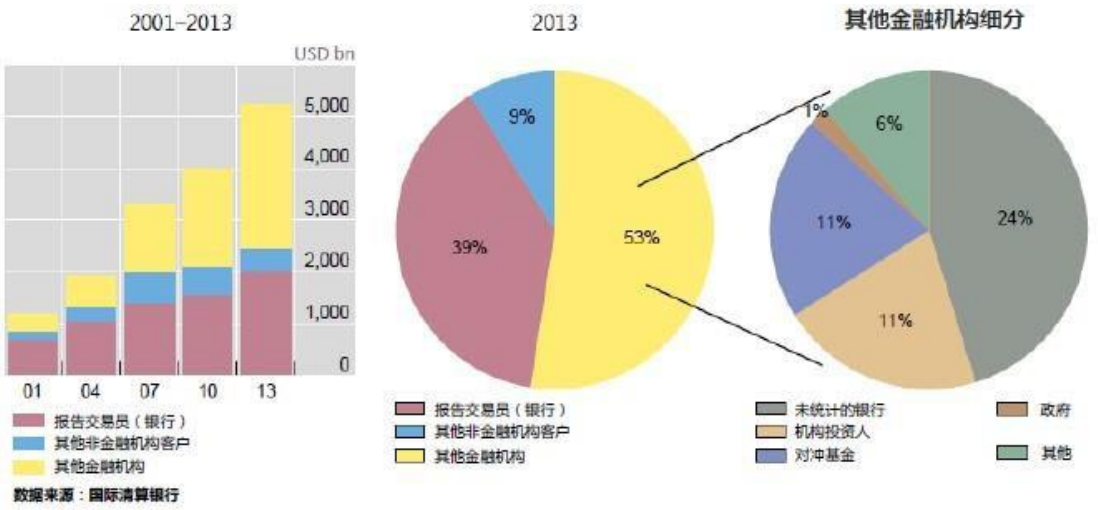
已经处在历史强点，周期性波动还将更加明显。

三、中国传统外汇行业一览

从传统银行外汇业务看，目前银行外汇业务主要有外汇存贷业务、兑换业务、外汇汇款业务、同业拆借、担保、发行外币有价证券等。作为传统外汇行业的核心运营机构，银行在对中小型机构以及个人外汇需求上所提供的产品和服务与国外行业相比还较为欠缺。此外，海外市场中各类货币经纪商提供的差异化服务，正是将市场按照专业化分工而形成高效、便利的服务体系。

从中国外汇市场的参与模式看，目前银行仍是最主要的参与者，在中国外汇交易中心，有 30 家银行具有银行间外汇市场做市商资格，26 家银行具有人民币外汇远期、掉期做市商资格。除银行外，目前中国外汇市场还存在小额兑换、以及货币经纪公司两种模式。小额本外币兑换商去年全国有 50 家，今年可能超过 100 家，但还不能成为市场主体。货币经纪公司目前全国只有 5 家，其经营规模和市场地位都微乎其微。除此之外，国内外汇市场还包括内保外贷/外保内贷、在华开展离岸外汇交易、地下钱庄等线下模式，其交易额估计也都十分巨大。但这些交易可能不在国家外管局的监控范围之内，交易数据难以统计。以香港为例，2013 年前四个月内地和香港双边贸易

额为 1500 亿美元，较 2012 年同期增长 66%，而今年前四个月只有 1000 亿美元，下降 33%。如此大幅的上下波动是因为过去套利盘透过所谓虚假贸易推高了贸易数字，今年央行通过人民币贬值打击套利热钱，影响套利盘，表现在数字上即为贸易额的下降。套利盘通过外保内贷或内保外贷进行，涉及在岸和离岸两个市场，不在同一个监管机构的监管范围内，管理和统计难度很大。由于外汇交易在中国未能真正开放，通过在境外境内开立资金池，利用跨境资金池模式进行跨境货币运作也是许多进内外企业采取的方式之一。在时效性非常强的外汇市场，快速需求便形成了这些目前还无法取得牌照或监管的市场形成。



从境外外汇市场上的交易机构类型来看，全球外汇市场中，银行在日均交易份额中所占比例约为半数，其余参与者还包括个人、企业以及机构。多元化的市场参与也奠定了外汇市场为全球最大、最活跃、以及最透明的交易市场。

从境外外汇市场上银行与非银行机构的交易量来看，全球主要交易银行占据超过 7 成的日交易份额。具体来看，德意志银行的交易量份额最大，所占比重为 15.18%，其次是花旗银行、巴克莱银行、瑞士银行、汇丰银行、摩根大通。但由于外汇市场交易量巨大，非银行金融机构的月度/年度交易量十分惊人。其中仅美国的一家外汇公

司 FXCM 的日交易量就达到 170 亿美元，月交易量接近 4000 亿美元，欧洲最大的外汇公司 Saxo Bank 日交易量也过百亿美元，月交易量超过 2000 多亿美元。这说明除银行外，非银行交易机构应构成外汇市场的重要组成部分，中国外汇市场在未来发展中需加强非银行交易机构的角色和作用。

世界上领先的外汇公司

	年交易量（亿元美金）	月交易量（亿元美金）	日交易量（亿元美金）
美国			
FXCM	46,080	3,840	170
Forex.com	18,240	1,520	70
GFT	12,000	1,000	40
IBFX	8,400	700	30
FXDD	7,200	600	30
Other	42,000	3,500	150
美国公司总计	133,920	11,160	490
欧洲			
Saxo Bank	27,840	2,320	100
IG Group	27,000	2,250	100
City Index	21,120	1,760	80
CMC Market	17,640	1,470	60
Alpari	15,000	1,250	60
FxPro	11,640	970	40
Other	72,240	6,020	270
欧洲公司总计	192,480	16,040	710

从境外外汇行业监管体系来看，各国政府的外汇行业监管主要包括三类：从业监管类、反洗钱类、消费者保护类。境外对金融从业机构的监管十分严格，并最大程度保护消费者权益；对于金融机构的合规性以及违规后的惩罚措施也是极其严格的（如 2013 年对汇丰银行 19 亿美金罚款，德意志银行的 23 亿美金罚款等）。

从外汇行业监管趋势看，虽然面对的市场不同，但对于市场监管机制完善的呼声保持一致。在健全的竞争及监管机制下，才能让市场的参与者发挥出不同的优势，促使整个行业朝着健康的方向发展。过去三年的数据显示，全球外汇行业监管机制正进一步完善中。中国监管机构应在准入方面开放姿态，加强事后管理。目前中国外汇管理局在全国的监管规模很庞大，共有 800 多家监管机构，自上而下分为总局、分局、中心支局和支局四个级别，采取地方分管、集中报备模

式，但核心审批权力还集中在总/分局，四个级别的行政管理压力并没有有效分散。

小结：中国传统外汇行业组成相对单一，缺乏非银行专业经纪机构参与；中国外汇需求增长迅速，市场需要多元产品及服务以满足企业及个人需求；中国外汇行业监管看似庞大且严格，但对于许多行业现状并无法实施有效管理。这里需要要增加监管的类别，从量控转换成对从业机构的准入和运营合规监控，让目前线下外汇交易阳光化。

四、中国外汇行业发展前景及企业应对策略

1、中国零售外汇行业前景广阔

尽管从中国境内的统计数据看，中国月度交易额占全球比例仅不到 0.5%（全球 2013 年月均交易量为 160 万亿美元，中国月度最高是 7000 多亿美元）。但境外分析机构却认为实际的交易额要远远大于这一数据。如下图所示，目前至少有两成以上的交易为非统计地区产生，而其中来自中国的交易额要占有很大一部分。

从需求人群看，在中国个人收入不断增长，投资渠道的进一步多元化发展，以及出境便利等等条件下，中国零售外汇市场已经拥有的庞大的需求群体。

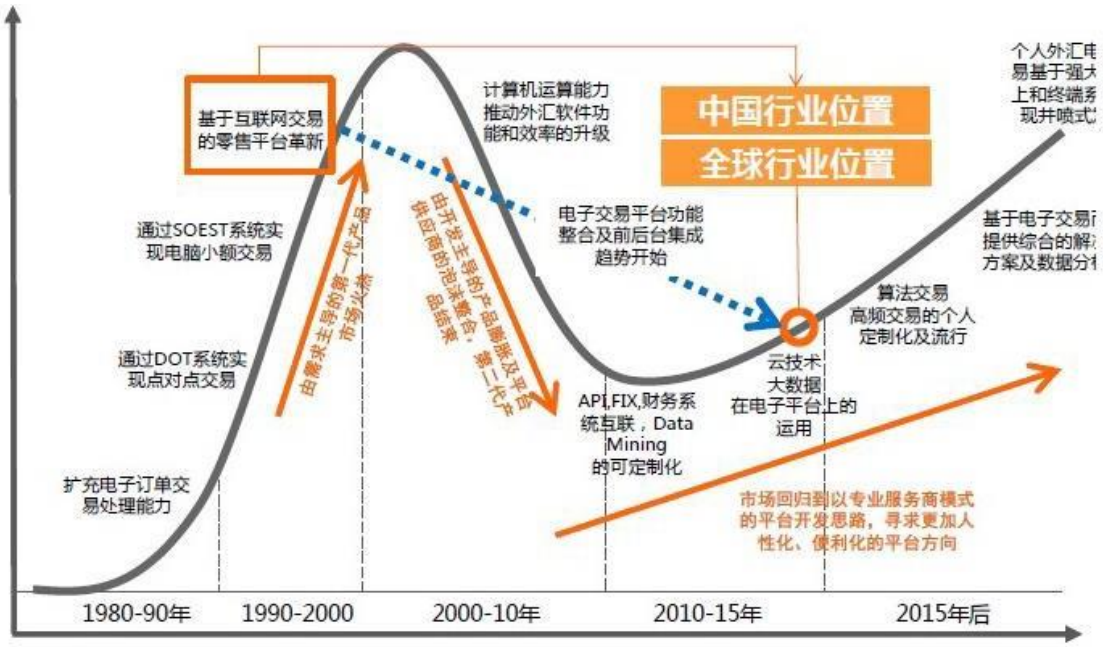
从投资类型来看，虽然中国股市投资者年收入水平相比日本人均水平较低，但投资者的投资规模相对较高。且数据显示，78.6%的中国个人投资者参与股票交易的主要原因是买卖股票差价获利。这对于潜在开放的中国零售外汇市场而言，是非常巨大的客户潜力。

2、中国企业外汇服务行业仍显空白

海关总署 1 月 10 日公布的 2013 年外贸数据显示，全年进出口总额为 4.16 万亿美元；其中广东省 2013 年外贸额高达 1.09 万亿。传统的银行机构在外汇金融、跨境资金池管理以及外汇避险上主要集中于大型机构，而全国各类中小型进出口企业是贡献万亿贸易额的主要力量，但行业仍显空白，缺乏专业的机构和产品。可见传统金融服务没有完全覆盖到需求企业，而市场提供的金融工具又很难满足企业需求。

3、专业外汇系统的国际化程度急需提高

下图显示专业外汇系统的发展状况。目前全球外汇电子交易平台的功能整合及前后台集成趋势已经开始，正在朝云计算、大数据在电子平台上的应用推进。而中国外汇行业电子交易系统的建设仍处于起步阶段，与国际行业水平相差至少 5 年时间。要提高中国专业外汇系统的国际化程度，就要引入非银行机构参与者，允许这些机构在合规监管下同步开展业务，和国际水平接轨。



4、企业必须打造外汇相关的软实力

由于无论是零售还是企业外汇需求，都将出现迅猛发展，这将集

中表现在全球资产配置、进出口贸易、以及跨境投融资几个方面；除了努力与海外市场提供的产品及服务接轨外，还需要进一步提升电子化、网络化的交易功能；要关注行业长尾效应，形成外争的外汇供应链金融。

为迎接中国外汇时代的来临，企业需从不同角度着手打造外汇相关的软实力。一是在企业外汇交易方面，应设立独立的外汇交易及管理职能岗位，以应对汇率波动风险。在对海外 200 家企业的抽样调查发现，75%的企业设立了这一类岗位。二是在企业外汇管理方面，应通过互联网及电子交易系统，促进行业产品及服务的提升，实现有效的内外部外汇交易和风险管理制度，保护贸易中的利润所得。三是在系统及流程提升方面，充分认知外汇风险，通过系统平台实现高效的交易、管理、审批、监督工作，并从中积累经验，提升综合性的企业软实力。

小结：中国外汇市场上无论是零售还是企业外汇需求，都将出现迅猛发展。除了努力与海外市场提供的产品及服务接轨外，还需要进一步提升电子化、网络化的交易功能；要关注行业长尾效应，形成完整的外汇供应链金融；企业要打造外汇相关的软实力以面对中国外汇时代的来临。

五、问答环节

Q1：如何看待当前的人民币汇率波动？

A1：今年人民币的基本面趋势没有发生根本性变化。央行有意通过人民币贬值推动汇率改革，打击套利交易和热钱。人民币可能会在 6.15-6.35 区间内上下波动。除非套利盘或利差交易有更大增长趋势，否则今年看不到人民币单边贬值或升值趋势。

Q2：如何看待近期市场上的美元走势变化？

A2：过去几天市场上非美元货币升值，但美元强势基本面没有改变。QE 退出节奏一定程度上会影响美元汇率，但基本上技术面未出现反转。有人称近期美元指数调整是因为某些仓位或产品的技术性流转。现在下结论认为美元疲软还为时尚早。

Q3：近期人民币即期汇率和远期汇率之差正在收窄，甚至即期汇率贬值幅度超过远期汇率，对此如何解读？

A3：在短期市场上出现即期汇率和远期汇率倒置的偶发情况，是这两个市场之间的问题，也是央行干预人民币汇率的目的所在，即令投资者意识到供求不平衡会造成两个市场上的汇率倒置，并因此承担套利成本。

Q4：如何看待监管部门在打击跨境套利的同时放开很多通道？

A4：最近一段时间，香港很多企业在发债，以增加外币规模，这在很大程度上和境内的资金需求有关。同时上海自贸区在离岸和在岸资金池的跨境资金结算上也在放开。一方面是央行促进市场要素如渠道和工具的建设，另一方面打击套利是央行的长期监管目标。尽管从短期看，二者偶发背离。但从长期看，这并非是二选一的问题，当市场要素丰富后，央行还是会不遗余力打击套利行为。

第 41 辑

(2014.5.14)

互联网如何改变中国房地产流通行业

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

赵宏强先生，搜房网副总裁，2012 年加入搜房网，主要负责资本市场、SEC 报告与预算规划与分析等工作。加入搜房网之前，赵宏强先生曾任维亚康姆公司（Viacom, Inc.）美国纽约总部全球财务分析总监（维亚康姆公司是全球最大的媒体和娱乐公司之一，拥有派拉蒙电影公司，MTV，BET，尼克等娱乐品牌）。此前，赵宏强先生曾在美国首都华盛顿任美国证监会管辖的上市公司会计监督委员会助理首席审计师（Public Company Accounting Oversight Board，由 2002 年萨班斯 - 奥克斯利法案创建的一个监管机构，负责对在美国资本市场所有上市公司以及证券业券商审计的监管）以及毕马威国际会计师事务所审计和咨询业务经理兼全美审计业务培训师。

一、行业层面：互联网如何改变中国的房地产流通行业?

房地产市场具有一个显著的特点，即房源信息、小区情况、比价等对购房决策具有非常重大的影响。在传统的房地产市场上，由大量的经纪人提供这些信息，进而优化购房者的决策。而互联网平台存在大量的 UGC，信息相对客观公正，而且通过互联网可将信息进行归

结和评级，通过认证可增强信息的可靠性和准确性，因此在搜集和比较信息方面，互联网具有无可比拟的优势。

互联网房地产有其优势，但目前难以取代中介和经纪人。平安进入房地产市场，打出消灭中介的口号。互联网的确是非常好的工具，但是彻底地取代中介有待商榷。美国有很多互联网企业，如 Zillow、Trulia，在创立的初始时期，目标是取代中介服务，但是最终发现取代中介服务十分困难。

购房者具有信息搜集、价格比较以及结合自身收入水平的相关评价等方面的需求，互联网可以提供很多工具方便用户进行比较，但是在其他方面，如价格协商，互联网很难取代中介机构。而且房地产行业对交易过程的要求较高，包括各种法律文件、合同以及获取银行贷款等方面，监管严格，对专业的要求也较高。

大型房地产网站的线上模式是为房屋的销售提供平台、工具，向个人提供信息，替经纪人发布房源。在中国,大量的房源信息来自经纪人行业，所以经纪人最大的需求在于使更多的受众知道房源的存在，传统的线下渠道是在小区发放材料，效率低。互联网能够很好地解决这一问题，因为互联网的受众多，大大提高了成交效率。因此在中国，经纪人利用互联网平台更为激进，为搜房网带来了收入增长点。

另外，经纪人需要管理其运营内容、架构以及客户关系、房屋存货，因此，有其自身的数据库，但对于中小型经纪人，并不十分必要。搜房网把标准化的流程、自动化的产品推给经纪人，从而提高其管理水平,使其内部信息与网站联通，提高效率、降低交易成本。但是在可预见的未来，互联网能否彻底地颠覆经纪人行业还有待商榷，因为最终的客户体验还是依靠经纪人。

二、市场层面：如何看待当前国内的竞争格局?

搜房网最传统的业务是在线广告业务，即让更多的受众很快地发现房源信息，比传统的纸媒更有效率。随着广告业务的发展，经纪人和开发商产生了更深层次的需求，搜房网开始做贴近交易环节、促进交易成交的广告，即电商模式，效果类付费的广告。

搜房网拥有开发商的各种房源信息，同时拥有大量的客户，并且相对精准地了解客户的需求，通过提供综合的解决方案，把需求和供给连接起来的业务模式即电商。为了促使供求方更好地匹配，开放商采取了一些激励措施比如价格折扣，效果较好，市场对该业务模式的接受程度相当高。为了进一步满足购房过程中的各种需求，包括房源信息、比价信息、资本金的支持等，搜房网正在进行测试，将其引入电商模式。

作为平台企业，只有形成规模，才能吸引跟多的金融机构和市场参与者将其产品放在平台上，所以互联网平台最核心竞争力是聚集用户，从而聚集商家，形成网络效应，即需求越多，供给越多，同时成交越便捷，用户会更加依赖网络，平台发展越大。因此，做好流量、数据和网站，才能吸引大量的开发商和经纪公司。

房地产互联网平台非常多，国外竞争者业务相似，但各有不同。Zillow 和 Trulia 的业务模式是使经纪人在网络平台上发布信息或广告，收取相应的信息发布费用或广告费。它们集中于线上业务，把个人信息和购房需求推给线下经纪人，促使其成交，同搜房网极为相似。成立初期的想法是利用互联网平台颠覆传统经纪人行业，利用已有的经纪人队伍和大量的房源信息，在平台上实现所有的交易，免去经纪人收取的 5-6%的佣金。然而，实际上发现非常难，因为互联网平台很难满足某些需求。所以一般的经纪人是靠收取佣金，而平台自有的经纪人则是收取年薪，用户反馈的信息作为提供激励的标准，并没有完全改变交易的实质，还是不能摆脱线下环节，传统业务没多大变化。

目前，房地产互联网企业正在快速成长。充分利用互联网企业的受众广的特点，流量大的网站吸引了大量的经纪人，而且并未彻底颠覆传统经纪人行业，形成了相对共赢局面。另外，通过市场估值，可以看出市场对该模式相当认可。

不同于发达国家 85-90%为现有房交易，中国有很大一部分为新房销售，一般是批量性的，有独特的需求。搜房网的广告业务是核心业务，占总体业务的 40%左右，且广告业务最早充分利用互联网受众广的优势，为开发商广泛认可。搜房网一直在研究如何更精准地投放广告，根据用户个人搜寻的要素定向投放，进一步增强广告业务有效性。

电商模式要求提供综合服务平台，不仅仅是打折或房地产界的团购概念，更多是能满足各种需求。互联网平台承担了原有的新房中介获取客户、信息介绍的工作，解决了一部分融资需求方面的问题，并且提供相对便利的服务和折扣，很大程度上减轻了开发商对新房代理的依赖，使得新房代理的佣金从 1-1.5%降到 0.6-0.7%，很多的增值点为互联网企业取代。

中国的房地产互联网企业有平安、乐居、安居客等。乐居更多是线下房地产中介机构，线上业务仅为一个组成部分，在电商领域有一定竞争力，但是在其他方面，比如二手房有待加强。安居客在二手房市场的业务比较熟练，提供聚集和发布信息的服务。

搜房网平台更综合，不仅有新房的广告和电商，还有比较强大的二手房市场，而且在各个领域，都占有相对主导的地位，给了搜房网很好的优势，能够发现新趋势、新机会，更快、更好地发展。对于房地产平台企业，如何综合地渗透到更多的领域和城市是非常重要的任务。15 年来，搜房网布局十分广泛。搜房网分布在全国 106 城市，在 140 个城市有特许经营模式，信息覆盖了 300 城市，平台上积累

了非常丰富的内容。用户在搜索房地产标的时，对价格类信息的需求占全部需求的 60%以上，搜房网丰富的信息吸引了大量流量和用户，形成了现在在各个领域相对较强的把控力和市场份额的局面。

三、企业层面：中国的互联网房地产企业

1、搜房网的优势

互联网企业流量大，积累下了丰富的内容，活跃的小区用户发布的关于小区的内容，提高了网站可用度和可信度，以及获取信息的有效性。但是如果完全浮在互联网的层面，会出现一些问题。所以 2005 年，搜房网提出了百城战略的想法，利用 3 年的时间把资源、销售团队、客服团队、网站的运营技术团队都分布在全国 100 多城市。大型的房地产企业分散到各个地方后，并不一定是当地最大的地产商。百城战略采用的商业模式非常本地化，在全中国最好的 100 多个城市，接触当地最好、最大的开放商和中介机构，保证快速地向客户传递信息并反馈信息给总部的能力，保证很强的执行力。

2、搜房网的劣势

互联网企业线下能力不强。比价、协商、法律文件等低边际的线下业务不能充分发挥线上企业受众广、传播快的优势，因而对线上企业的吸引力不大。所以搜房网的战略布局不在于大力发展线下，而是坚持做平台。

3、搜房网的战略布局：更深入

一是更加深入地了解各地的需求，二是更加深入地挖掘业务线。例如，目前为二手房中介机构提供的服务主要是使其在线发布房源信息，所以需要深挖其进一步的需求，比如客源需求、对新房源的需求以及其他能够促进成交的需求，包括帮助客户融资、帮助客户完成交易，甚至采用技术手段解决代看的问题，这些都是搜房网的研发方向。

目的是使现有的付费用户更好地享受使用互联网技术提供的平台所带来的效率。

4、搜房网未来的发展方向：移动化

主要原因有两个：首先，手机是非常重要的平台，新一代网民更多地使用移动端口，且信息消费愈发碎片化，因此，关键不在于向其提供综合性很强的 PC 界面，而是在用户需要数据或信息的时点，为其提供所需信息。在很多情况下，用户只需要简单的信息点，所以移动端展示的内容可能并不丰富，但相关性更高、效用更大。

其次，在三四线城市，移动互联网渗透率的增长比 PC 平台快很多。智能手机移动浏览器及各种应用软件的使用，可以使其快速成为移动互联网的用户。

搜房网在移动端的用户量、流量上处于行业领先地位，但是需要更为深入地挖掘如何将其商业化，包括支付手段的问题、用户如何更好地获取信息，代理如何将移动端发展为办公室。另外，移动端的推广有其特殊的渠道和受众，与 PC 端有所不同。因此，移动端是未来，搜房网继续强调其在移动端的战略布局，为用户提供更好的服务，使移动端和 PC 端成为综合的平台，用户体验更好、更为方便。

四、问答环节

Q1：平安好房介入房地产中介的背后是金融布局，为平台用户提供房地产按揭贷款，未来可能进行贷款证券化并出售。未来搜房网在金融布局上有何考虑？

A1：去年已经开始金融布局方面的工作。平安的金融实力雄厚，机会很大；搜房网也在很积极地布局。

作为平台企业，搜房网希望为客户提供综合的服务：一方面，平安的金融产品可以在搜房网上发布，供客户选择、使用；另一方面，

根据开放商、用户的需求，提供量身定制的金融方面的帮助，搜房网可以引入其他金融机构的资金，方便用户、降低成本、提高效率。

在二手房领域，搜房网也在进行产品测试，以帮助二手房的购房者或卖房者更快地完成交易。通过与金融机构合作，包括开通绿色通道、获取过桥类贷款、审批率较高的贷款等渠道。

目前搜房网的商业模式是通过平台引进好的产品、服务，使金融机构通过社区等方式接触客户，向金融机构收取一定的平台使用费。金融机构与搜房网合作的原因在于搜房网对客户群的了解相对精准，两者的合作综合了搜房网的客户信息优势和金融机构的资金优势。

Q2：随着利率市场化的推进，银行融资成本上升。去年年底以来，很多银行对个人住房按揭贷款的额度呈收紧态势。若持续时间长，则对购房者而言，银行相对强势，中介或平台应如何发挥作用？

A2：由于融资成本上升，按揭贷款的利润空间越来越小，使银行发放的按揭贷款越来越少。由于我国 70%以上的按揭贷款在四大行，有很大的话语权，所以银行的相对强势地位不会变。由于房地产市场在国民经济中的重要性，政策的影响较大。房地产按揭贷款不放开，不利于房地产市场的稳定，负面影响很大，可能会造成房地产市场的快速萎缩，对很多领域如地方政府、建筑等相关行业造成冲击。

政府调控包含两个方面：一方面，由市场调控；另一方面，利用政策杠杆或激励机制，使金融机构的流动性恢复到比较优化的水平。

从平台的角度，搜房网的客源是真正具有购房贷款需求的人群，所以平台是最主要入口之一，同时也连接其他一些金融机构，使民营金融机构充分发挥优势，虽然其规模不足以同大行竞争，但是在短期的过桥类的贷款上具有一定优势，成本可能比大行稍高，但是较快、业务模式灵活。

Q3：目前平安好房提出买卖双方不交中介费，可能会对二手房

中介市场造成一定影响，搜房网在二手房交易方面有哪些布局和安排？

A3：在目前的市场、甚至发达国家的市场中，二手房“去中介”有待考量，并不一定能达到效果。一方面，现在的二手房市场，中介机构依附平台可以提高效率。另一方面，二手房市场有两个基本要素，即房源和客源。在房源方面，搜房网的优势在于个人可以将房源公布到平台上，根据用户浏览房源的习惯，通过推介或推送的方式向经纪人提供房源；在客源方面，通过大数据，筛选成交意愿强烈客户并推介给中介人，最终由其发挥经纪、中介的作用。平台旨在提供促使其成交的要素，因此，可能越来越多的中小型经纪人更多地依附于大的平台，不需要太多的线下活动，就能达成交易，达到较好的运营状态。从而，有利于平台更深层次的大数据挖掘，形成良性循环的生态环境。

Q4：搜房网关于业主论坛、小区网有哪些深层内容，阿里巴巴模式能否用到二手房交易？即能否做成二手房交易平台，在可信度、真实性等方面发挥重要作用？

A4：社区论坛沉淀了很多信息，即 UGC，用户产生信息，用户之间可信度较高，因此，由用户自己反馈可能更有效。另外，可靠的交易平台需要评价体系，例如，搜房网的认证经纪人，根据经纪人成交情况、用户反馈等信息来评价经纪人能否获得认证。目前，二手房交易平台的用户评价积累量不足，不像 eBay、Amazon 以及淘宝都有大量的用户评价。认证经纪人是搜房网迈出的第一步，以后形成更加深入、更加多维度、来自用户的经纪人评价体系，把客源推介给可以信赖的经纪人，从而提升用户体验和交易的有效性。

第 42 辑

(2014.5.22)

债券发行和资产负债管理策略、并购中的市场风险及避险策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

杨啸先生现任职摩根大通纽约信用交易及资本市场部 VP，主要负责设计投资、交易策略及各类信用产品的估价。在加入摩根大通前，他先后任职于高盛信用交易和投资银行部，在股票和固定收益市场投资、产品设计和发行领域有 8 年多工作经验。在进入华尔街前杨啸从事过多年理论物理研究工作，获得加州大学洛杉矶分校博士学位、南京大学硕士和学士学位。

通过对一个虚拟公司甲的日常运营及战略发展设计融资方案，分析探讨资产负债管理和资本结构优化的一些基本原则和思路。

一、公司甲概况

主要业务为建造和运营太阳能电站，总部在美国，并在欧洲设有分部，欧洲分部的资产和年收入均占公司总量的 30%。公司价值为 20 亿美元，其中股票和债券价值各占 50%，另有 1 亿美元现金，公司去年的 EBITDA 为 2 亿美元。公司所持债券为 100%美元币种的

固定利率债券。其信用评级为 BB+，但公司预期在 2 年内提升为 BBB-，即从高收益债券提升为投资等级债券，大大降低其信用风险溢价。公司的目标是降低融资成本和风险，增加 EPS 和价格。

二、债券发行和资产负债管理策略

1、债券年限

情形一：

如图 1 所示，相对于历史平均的收益率曲线，目前的收益率曲线更高且平，应该发行浮动利率或短期债券，期待债券到期时收益率回落，再融资成本下降。

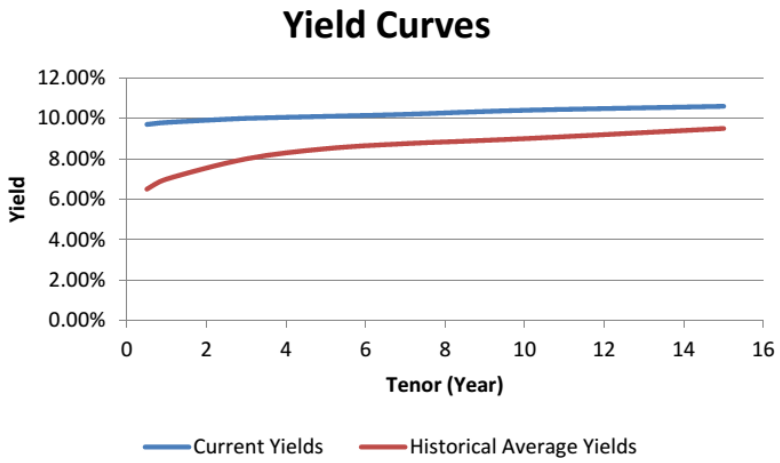


图 1：目前及历史平均收益率曲线

情形二：

如图 2 所示，相对于历史平均的收益率曲线，目前的收益率曲线更低且平，发行者应该锁定长期较低的利率，发行长期固定利率债券。

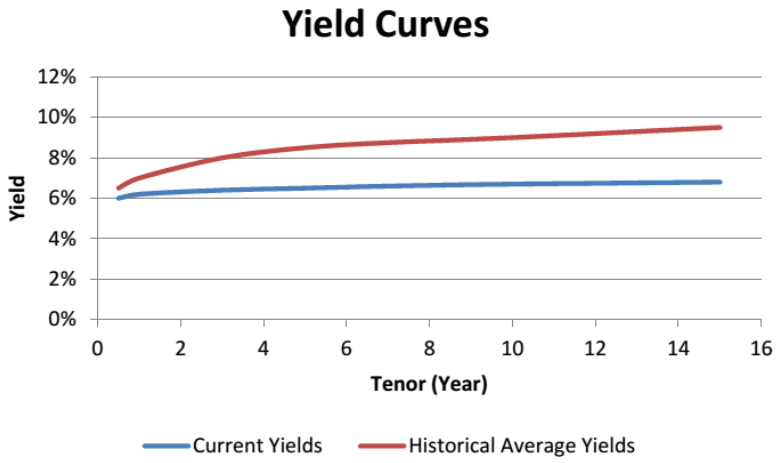


图 2：目前及历史平均收益率曲线

由此可见，虽然收益率曲线都较平，收益率水平的高低决定了不同的策略。

情形三：

历史上浮动利率或短期利率长时间内平均低于长期固定利率，即存在期限溢价，主要是由供需关系决定的。发行者希望锁定长期的资金来源，从而更愿意发行长期债券，而投资者希望保持灵活度，以应对市场出现的各种变化，从而希望投资比较短期的债券。但浮动利率或短期利率会带来现金流的不确定性。所以当收益率曲线较低且陡时，投资策略有如下三种方案：

- 方案一：假如对市场走势没有明确的判断，可采用杠铃策略或阶梯策略，各种年限的债券都发一些，从而降低决策风险。虽然简单，但很多发行者和投资者都喜欢使用该策略。
- 方案二：假如对宏观经济发展及央行政策有深入的了解和研究，推演可能出现的各种利率曲线，评估其可能性，再结合发行者的风险承受能力作出抉择。
- 方案三：最优策略是综合考虑公司现有资产负债情况和市场关联性，从而大大降低决策的复杂度。

已知公司甲有 1 亿美元现金，而现金的回报率和短期利率有很

强的关联性，所以发行短期债券既能够降低融资成本，又能够降低现金流的不确定性，即双赢的策略。因此，选择融资方案要综合考虑公司现有的资产负债情况，这一原则简单但十分重要。

2、债券币种

已知公司甲 30%的资产和盈利来自于欧洲分部，现有的 10 亿美元债券为 100%美元币种。假如公司甲有 3 亿美元债即将到期，再融资应发行 100%欧元币种的债券。具体原因如下：

为了降低公司的汇率风险，资产和负债的币种应尽量匹配。就单一发行而言，发行 70%美元债和 30%欧元债比较理想，符合当前资产和负债的情况。但整体考虑资产负债管理，新债应为 100%欧元债，从而最终在总量上，达到美元债和欧元债分别占 70%和 30%的债券分布。

对于国内出口公司来说，发行美元债值得考虑。原因有两点：①同等信用级别的美元债收益率远低于人民币债；②资产和负债的比例问题。即使公司在海外没有资产，人民币升值会对出口造成不利影响，发行美元债可以部分抵消人民币升值带来的不利影响。现在有些公司利用高杠杆的汇率衍生产品来对冲这一风险，具有很大的资金流匹配的问题。假如人民币贬值，以后盈利的增加通过美元逐步实现，而在衍生产品方面，需要追加保证金，从而造成资金流不匹配的问题。

3、含权与否

假如目前收益率曲线较低且平，如图 3 所示。

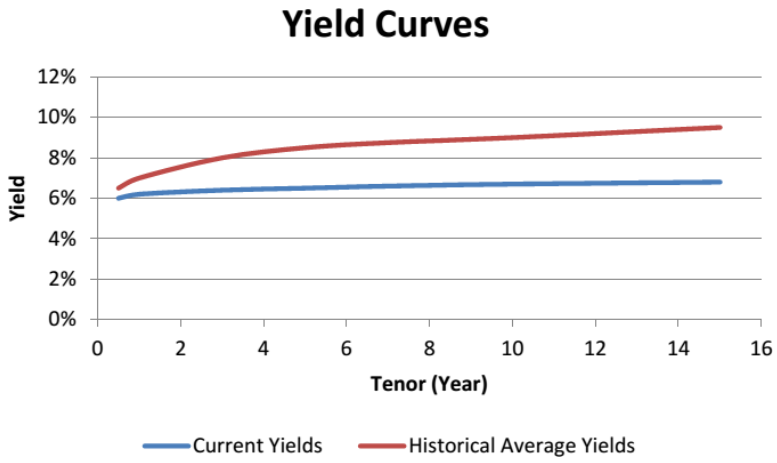


图 3：目前及历史平均收益率曲线

含权债以可赎回债为例，可赎回债券给予发行者在未来利率降低的情况下再融资的权利，其息票率一般高于不可赎回债券。

公司甲决定发行 10 年期固定利率债券，是否发行含权债取决于市场对期权估价的高低。一般情况下，期权的价格取决于两个方面：①市场对波动性的评估，即如果隐含波动率偏高，则期权估价偏高，故不应发行含权债；②市场对未来收益率水平的评估，即如果现在收益率曲线偏陡偏高，则市场预期的未来收益率偏高，期权估价偏低，故应发行含权债。

对于公司甲而言，未来两年内信用评级很可能提升，市场并不了解，即这一信息尚未体现到期权的价格当中，所以应发行含权债。具体的实施方案有两种：

- 方案一：发行可赎回债券。高收益可赎回债券通常带有赎回保护期，而且需要承担赎回溢价，即以高于面值的价格赎回债券。因此，发行可赎回债券需要付出额外成本。
- 方案二：发行浮动利率银行贷款，通过互换转为固定利率贷款。大多数情况下，银行贷款为浮动利率，发行者可以在任何时候提前支付，没有赎回保护期和赎回溢价，成本较低。而且通过互换转为固定利率贷款，从而降低利率风险。

一般而言，固定利率债券的收益率包括两部分，即无风险收益率和信用差价。该情况下，可赎回债券包括两部分的期权，由于公司甲对未来信用评级提升更有把握，所以公司甲只愿意买信用差价部分的期权。而且目前无风险利率较低且平，公司希望锁定无风险利率，所以方案二更为合理。

4、衍生产品的使用

对于如何使用衍生产品进行融资，通过以下三种情形进行说明。

情形一：

假如公司甲将在美国某州建造一大型电站，需要在市场融资。该项目已吸引一知名投资者入股，将提供全部资金的 30%，剩余的 70%通过发债取得。由于州政府的担保，债券获得了 AA 的信用评级。同时，该债券获得了利息免联邦税的优惠。而且该电站已和客户签订了 15 年的销售合同，利润波动性小，所以公司甲选择发行 10 年固定利率债券，收益率主要由无风险利率决定，而非信用差价。

假设目前不免税(LIBOR)和免税利率(BMA)曲线如图 4 所示，若机构投资者的税率为 35%，则短期 BMA 利率是 LIBOR 利率的 65%。BMA/LIBOR 的比率随年限增加，10 年 BMA 掉期利率是 10 年 LIBOR 掉期利率的 80%，称之为税率风险溢价。

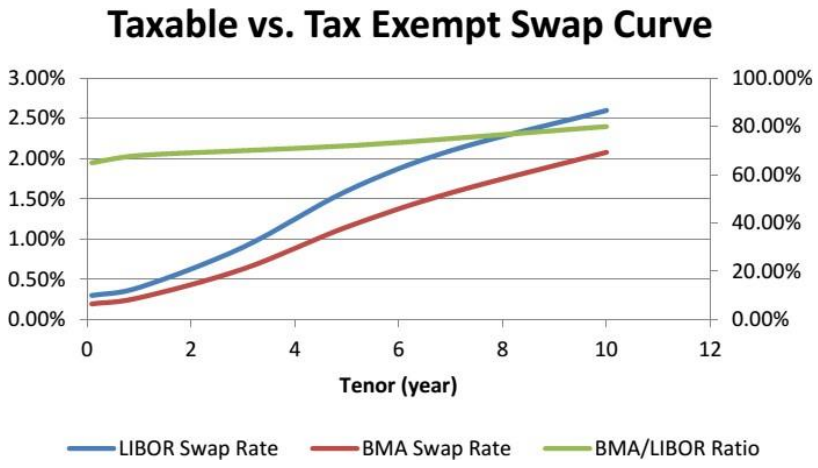


图 4：目前不免税(LIBOR)和免税利率(BMA)曲线

首先，公司甲不愿承担利率风险，所以选择发行 10 年固定利率债券。其次，通过咨询法律、政治方面的专家，公司认为未来联邦税降低的可能性很小，地方政府债失去免税待遇的可能性极低，所以公司不愿意支付税率风险溢价。

综上考虑，公司可发行 10 年期 BMA 浮动利率债券，然后将面值的 65%通过 LIBOR 互换转换为固定利率。假设未来税率不变，付出的 BMA 和收入的 65% LIBOR 互相抵消，实际支出为 65%的 10 年 LIBOR 掉期利率。反之，如果直接发行 10 年免税固定利率债券，成本为 80%的 10 年 LIBOR 掉期利率。

因此，虽然对利率的变动没有把握，但是比较了解税率的变动，这一方案的本质是将不同风险因素分离，有选择性地承担风险。

情形二：

假设在目前的债券及衍生品市场上，10 年期不含权债券的固定利率为 3%，5 年后可赎回的债券的固定利率为 3.5%；通过 10 年期的利率互换，5 年后 Cancellable 债券的固定利率为 3.2%。公司甲想发行可赎回债券，以便将来利率降低时进行再融资。

由于债券和利率互换市场对于相似期权估价存在差异，发行“合成”债券可降低融资成本。例如，发行 10 年期浮动利率债券，然后通过 Cancellable 互换，将其转换为 3.2%的固定利率债券。与可赎回债券相比，该方案节省了前 5 年的利息支出，但同样保留了 5 年后降低利率成本的权利。

在相反的情况下，可以发行可赎回债券并卖出 Cancellable 互换协议，从而合成不可赎回债券。

情形三：

假设公司甲有一个很大的确定的退休金给付计划，承诺每年付给退休员工固定数额的退休金，同时基于对股市的乐观看法，退休金大

部分投资于股票。假如利率下降，未来退休金支出的现值就会上升，从而出现退休金缺口，违反公司甲银行贷款中的一些条款，从而导致技术违约。

本世纪以来，美国股市与利率呈正关联，退休金中的股票投资不能抵消利率下降的风险。另外，公司甲不愿意额外注资退休金，以增加固定收益投资。因此，可考虑以下两种方案：

- 方案一：将退休金中的部分股票投资转为债券投资。抵消了利率下降风险，但失去了股票投资的成长空间，违背投资初衷。
- 方案二：通过进行利率互换,支付浮动利率，收取固定利率。抵消了利率下降风险，同时保留了股票投资的成长空间，而且长期来看，平均浮动利率低于固定利率，还可以提供额外收入。

因此，第二种方案是最佳方案。

5、如何利用市场恐慌和反常波动

假设市场上出现了很多关于太阳能产业的负面新闻，投资者恐慌造成了公司甲的信用差价及其波动性都很高。公司甲认为这是短期的市场行为，2-3 年后情况就会稳定。此时，公司甲可利用目前反常的波动性来降低融资成本：发行 5 年期债券，前三年为固定利率，后两年为浮动利率，三年后投资者可以将债券卖回给发行者。实质上公司甲卖给投资者一个信用违约互换期权，从而有效地降低利息成本和市场波动性。

同样，如果公司甲股票的隐含波动率过高，可通过发行可转换债券，以降低成本和股票波动性。

三、跨国并购中的市场风险及避险策略

1、跨国并购

假设由于欧元区对太阳能产业资助的减少和日本在核电站泄漏后将加大太阳能的发展，公司甲决定从欧洲向日本转移，计划收购日本太阳能公司乙。公司甲计划发行美元债为并购融资，预计并购正式完成还需要 6 个月时间；期间公司甲面临若干市场风险：日元升值会增加并购成本，利率上升会增加融资成本。

2、汇率避险

为了抵消日元升值的不利影响，可采取以下方案：

- 方案一：购买 6 个月的日元远期来锁定汇率。假如最终并购案通过了，汇率避险成功；如果并购案未通过，并且日元大幅下跌，公司甲将遭到损失。
- 方案二：购买 6 个月日元看涨期权。无论并购案是否通过，都没有汇率风险，但需要支付期权溢价。
- 方案三：购买 deal contingent 的日元远期。无论并购案是否通过，都没有汇率风险，需要向券商支付一定费用，但远低于期权溢价。

所以方案三是最佳方案。

3、利率避险

为了抵消利率上升造成的不利影响，可采取以下方案：

- 方案一：通过进行利率互换，锁定目前固定利率。如果并购案不通过而利率下跌，公司将遭受损失。
- 方案二：购买 6 个月的利率互换期权，需要支付期权溢价。
- 方案三：通过进行 deal contingent 的利率互换。不论并购案是否通过，都没有利率风险，费用远低于期权溢价。

所以方案三是最佳方案。

第 43 辑

(2014.5.28)

中国经济增长与股票市场的有效性

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

郑鹏，专注于新兴市场研究 14 年的高级分析师，曾任摩根士丹利新兴市场股票基金高级分析师，覆盖全球宏观经济和股票推荐。此前曾在纽约和伦敦担任 JP Morgan 新兴市场策略分析师，主要覆盖拉美和东欧固定收益和外汇市场。

股市与经济有很大的关联，但每个国家不尽相同，中国也有些独特的关联点。现阶段中国股票市场与宏观经济存在脱节，但这种脱节存在其合理性。

一、美国股票市场与基本面情况

1、美国股市与 GDP 概况

在过去几年，美国股市表现非常好。2013 年涨幅达 32%，在全球处于领先地位，近几日更是连创历史新高，相比 2007 年增幅约达 40%。但美国宏观经济并没有恢复到 2007 年，股市表现与宏观经济表现存在差异。

由图 1 可以看到，美国股票市场年度走势与名义 GDP 波动具有一定相关性，一般股票市场走势较 GDP 提前一年。若股票市场下

行，GDP 也会下行，二者波动类似。

图 1：美国股票市场年度走势与名义 GDP

而图 2 则完全不同，从 1990 年至今，股票翻了 5-6 倍，经济翻了 2-3 倍，股票市场增值约为名义 GDP 的两倍，显著优于经济增长。

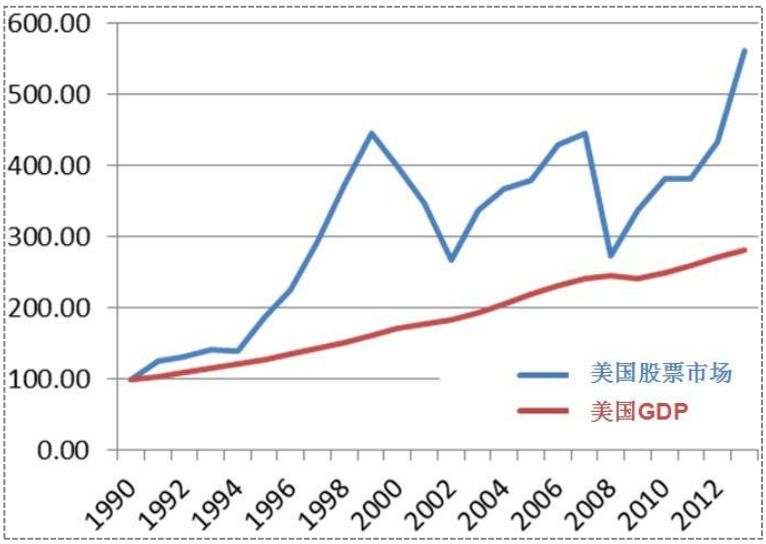


图 2：美国股票指数绝对水平与名义 GDP

2、美国股市表现与宏观经济表现存在差异的原因

在微观方面，存在一些技术层面的原因可以用来解释过去 30 年

美国股市总趋势是牛市：

①美国银行利息 1980 年约为 10%，现在为 0，股市分红约为 2%，远高于银行利息。② 金融融资成本降幅较大，公司短期借款利率从 12%-13%降到 3%-4%。③美国的盈利税下降幅度很大，从 1990 至今，降低了 5-10%，一方面是由于公司经济结构，另一方面是由于公司的避税方式，如设立海外分支机构，把盈利点设在海外。

除此之外，造成美国股市表现优于宏观经济表现的正面原因：①美国股市现存的美国公司都是世界同行业中最优秀的，如苹果、微软等。②标准普尔 500 指数公司 40%的收入来自美国以外的地区。⑤公司管理主要任务是为股东利益服务（争取股价利益最大化）。

造成美国股市表现优于宏观经济表现的负面原因：GDP 增长的收益被过多的分配给资本所有者，减少分配给劳动力的红利。目前美国劳工工资占 GDP 比重约 43%，是二战以来的最低水平，1990 年约为 47%，工资占 GDP 的比重在最近 30 年持续下降，这意味着近 20-30 年，约有 4%的 GDP 从劳工转移到资本所有者。这也是解释美国公司的历史最高利润率的主要原因之一。

二、其他国家和地区的股票市场与 GDP

1、德国股市表现优于宏观经济

主要原因：①德国公司更偏向于出口导向型；②受益于欧洲一体化改革。

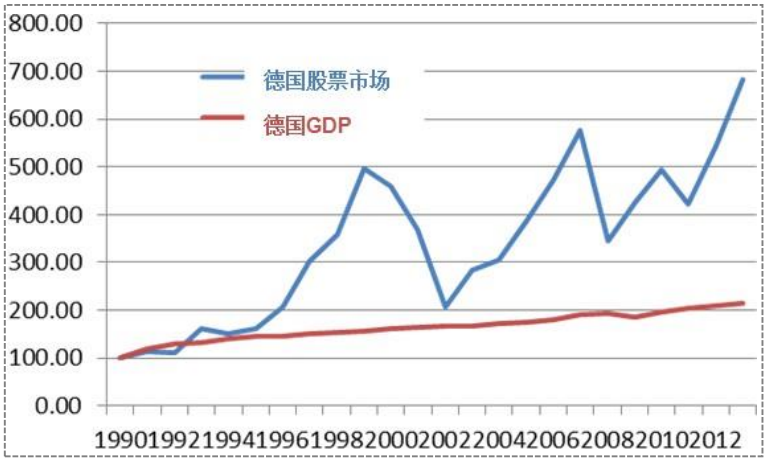


图3：德国股票市场指数与名义 GDP

2、韩国股市表现不如宏观经济

韩国股市表现相较宏观经济表现一直较为逊色。韩国有诸多出口导向型公司，三星在指数中占有很大的比重，韩国 20%的股票指数是由三星提供的。尽管三星的巨大成功对股票指数作出了巨大的贡献，但韩国的股市增长仍然低于 GDP。

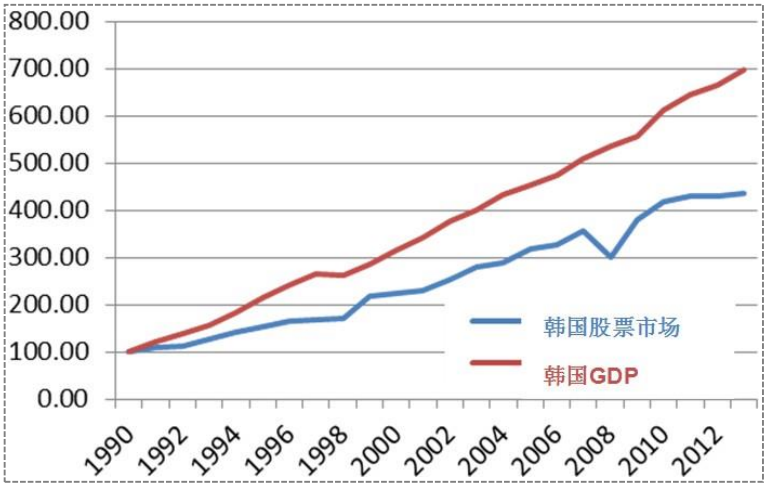


图 4：韩国股票市场指数与名义 GDP

3、中国台湾地区股市表现远逊色于宏观经济

1990 年，台湾股市泡沫较大。从 2000 年开始，台湾股市一直处于停滞，经济规模增长约 50%，股市表现逊色于 GDP。

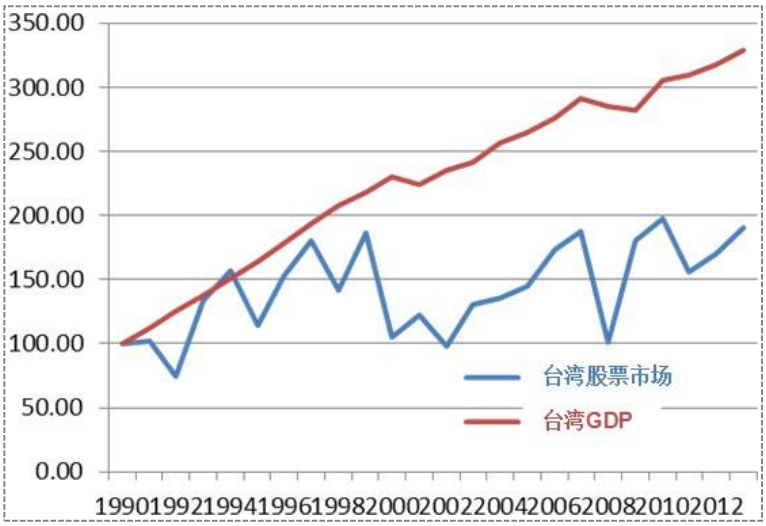


图 5：中国台湾股票市场指数与名义 GDP

总之，在亚洲，股市不能跑赢 GDP 的现象比较明显，包括韩国、日本、中国台湾在内都存在这一现象。在欧美，特别是领先的国家，股市表现普遍比 GDP 更好，其原因值得进一步探讨。

三、中国股票市场与 GDP

1、中国历史情况更复杂

由于大部分经济部门并不在股市中，90 年代的股市数据不能代表中国的情况。

2、2000 年以来，股市表现始终逊色于 GDP

中国台湾地区经济 2013 年比 2000 年高于 50%，但股市表现平平。而与之类似，中国大陆 GDP 翻了 4 倍，股市相比 2000 年增幅极小。造成这一现象的原因有很多，有人认为中国股市存在不合理因素，但事实上这一表现存在其合理性。众多基本面因素和部分技术因素造成这一现象。

3 一种理论解释

一种理论解释是当劳动力在 GDP 增长的收益中获取的份额增大时，股市的表现不如 GDP。目前，中国上市公司以内向型为主，90%的盈利来自于国内，外向型比重较低，而美国这一比例达到 40%。从 2000 年开始，员工工资比例占 GDP 比重越来越大，说明经济增长红利越来越多地给予员工，那么股市增长低于 GDP 是合理的。

四、中国股市表现存在合理性

尽管股市总体比宏观经济相差很多，但股市行业结构不尽相同。与美国结构相比，中国有很多需要完善的地方，因此现阶段的差异表现存在其合理性。

1、上市公司结构：既有国有企业，也有民营企业

国有企业：国企的管理目标与股东利益不完全一致。国企的主要任务不是股价和股东分红，而是为国家贡献的大小。例如，国内近期银行股表现不佳，在香港的保险公司表现一直不好，特别是信托行业的担忧。从海外角度来看，短期内信托有很大的利润，但有非常大的中长期风险（多被股东承担）。欧美的上市公司很少有做信托行业的.

民营/私营企业：①过度竞争。中国的汽车、水泥、钢铁生产厂家的个数全球第一，企业数量过多，可能会造成恶性竞争。例如，中国啤酒行业全球利润最低。这一状况对经济有益，使经济更有活力，成本在全球达到最低，从而形成了更强的竞争力；但不利于股东，竞争无序造成盈利较差。②私营家族企业的长远表现难以判断。3. 企业作假，内幕交易。在全球每个国家都有内幕交易、企业作假等，但中国竞争更激烈，这一现象也更严重。

2、股市政策结构目标不理想：股市监管政策的出发点并非完全旨在保护股东

例如，从 2009 年至今，美国证监会共处罚 249 个案例，远高

于中国处罚的数量。从管理角度来看，美国证监会第一目标是保护股东，并不是保护企业或保护经济。

3、投资者基础不理想：缺少长期资金，大多数为短期投资者

首先，投资者资金的目的不同。例如在巴西，股市上最大的投资者并不是散户而是长远的机构投资者，主要是长期的退休金等机构投资，震荡时期，机构依旧投资或参与交易； 而中国 90%都是散户，主要是短线投资。

其次，上市公司不考虑长期投资者的利益。无论大公司（包括国企）还是小企业都竞争过度，中国企业难以确定 5-10 年的长线规划。因而从个人角度，难以做到真正的长期投资。中国企业可能 5 年后突然转到其他行业，因此短期投资也是投资者被迫的选择。

总体来说，从上市公司组成的目标，到管理阶层和投资者的角度来看，中国的股市缺少长远规范，预计以震荡为主，难以出现较大的牛市，难以反映 GDP。因此，股市现在的表现存在其合理性。

五、反映中国经济增长的优质股票

1、中国公司（较少）

2005 年以前，价格过低的国有企业股票（例如银行、能源）。例如，2003 年，中国石油的市值率只有约 1000 个亿。国企的价格较低，远低于它的资产级别。这类股票若在 07、08 年抛出，可获得极高收益。

具有长期可持续的显著行业/企业优势，并且能够为股东创造价值，具有专业管理水平的私营企业股票。私人企业中，可考虑确实具有长远竞争优势，管理上能够长远为股东考虑的企业。这类企业中最有代表性的是腾讯、百度、阿里巴巴等网络公司，市值都很大。除去全球网络公司股票近几年普遍具有良好表现的因素外，首先是由于国

家鼓励国内的民营企业做大做好。尽管腾讯、百度、阿里巴巴不是国企，但国家不希望这些企业被国外的公司垄断，因此对其持鼓励态度。此外，更重要的一点是，尽管号称创始人是中国人的公司，股东会真正持股人以海外持股人为主。腾讯的第一持股人是南非的公司，阿里巴巴第一持股人是软银，占 34%的股份，雅虎占 22%，马云只有不到 9%。在外国机构的帮助下，公司投资策略较为长远，长期为股东利益考虑。国内多数企业现阶段难以达到这一水准。

2、海外公司（很多）

直接方式/公司：主要专注于消费者需求。这类公司不在中国上市，但主要销售给中国，市值率较高。箱包、食品等这一类公司的股票近些年增长数倍，利润点主要来源于中国，因此股票市值率较高。但考虑其历史增幅较大，未来发展可能会比较迟缓。

间接方式/公司：石油、天然气相关的领域。现在中国消费全球约 60%的水泥，钢铁消费约占全球的 50%，铜消费约占 40%，石油消费每年约占全球的 11%。因此，现阶段在所有大宗商品中，石油价格表现最好，没有出现大幅下跌。一方面，存在中国作为推动力的因素；另一方面，随着宏观经济的发展，消费、汽车、出行等需求增加，中国的石油需求量将会增加，如果对中国宏观经济持有乐观态度，可以进一步思考石油需求量增加的受益方。天然气的主要优点是比较环保。中国能源结构存在一定问题，过度烧煤对环境影响较大，而欧美出于对环境保护的考虑，主要使用天然气。现阶段中国考虑到环境因素，也会开始增加引进天然气。

六、中国考虑资产证券化市场为时尚早

鉴于中国政府债券市场和股票市场不成熟、较混乱的现状，考虑证券化市场为时过早。全球目前只有美国资产证券化比较成功，大部

分欧洲国家、日本、韩国，尽管法律体系非常完善，但仍未能建立证券化市场。

成功的证券化市场需要满足多种因素：①需要一个流动性好、坚挺的国债债券市场，来反映资本成本（包括短期和长期）真实价格；②需要由长期资金（养老或保险）来购买流动性较差、收益率高于国债的投资组合；③需要有廉洁、强有力的司法系统处理破产或争议。

因此，现阶段中国资产证券化的时机还不够成熟。

七、问答环节

Q1：德国股市再创新高，是由于经济预期向好，还是由于流动性宽松？

A1：从短期来看，两方面的因素都有。因为欧洲经济开始复苏，欧央行或实施量化政策，但股市是否已经反映了以上信息还不好判断；从长远来看，同美国经济相比，对欧洲经济非常乐观的看法不多。目前美国经济较 2008 年增强很多，是由多重因素实现，而欧洲并不具备类似的因素，所以几乎没有人认为 5 年后欧洲经济能像美国一样增长 2-3%。而对于股市的走向，仁者见仁，智者见智。

Q2：4 月份以来，A 股市场多空方分歧较大。有些人认为经济陷入衰退，未来市场没有机会；有些人则认为大量风险已经释放，目前证券市场已经反映了经济疲软的现象，未来风险不会继续释放，市场可能已经见底。应该如何看待 A 股的走向？

A2：从长远来看，中国股市不太可能有真正的大牛市。过去，中国股市完全是政策性的股市：央行利好，股市涨；央行紧缩，股市跌。这跟其他国家股市有所不同，所以不太好预测。

Q3：1991-1993年，美国股市复苏，纳斯达克指数的表现比标普 500 和道琼斯指数好很多。1994-1998 年，美国股市全面牛市，

以上三个指数的涨幅统一。2013 年，纳斯达克指数比较领先，今年有所回调，而标普 500 和道琼斯指数再创新高。目前美国股市发展的阶段是否与 1994-1998 年相类似？

A3：历史会有所类似，但是不会完全重复。目前美国的银行利率为 0%，10 年期的国债利率为 2.5-2.6%，对股市的价格有很多影响。短期不好预测，但是长远比较看好。去年年底，纳斯达克美国网络股票非常好，未料到会突然暴跌，但是从长远看这些股票本身都是非常强健的公司。

另外，纳斯达克和标普 500 的投资人属于不同类型，投资高科技股，需要经常的更换股票，所以如果做长远投资、投资基本面，标普 500 比较容易；如果做短期投资，投资纳斯达克，赚钱后撤出也未尝不可。

Q4：在中长期，比较看好哪些新兴市场国家或其股票？

A4：新兴市场的国家和股票太多，没有人能够关注所有的国家和股票，个人主要看中国、东欧和拉丁美洲，过去几年，投资新兴市场，最好看行业或个股，而非国家，最好是，投资于行业中在全球最有竞争力和代表性的公司。从国家的角度，比较难说。多数国家的股市和 GDP 呈正相关，经济好，股市亦好。但中国和墨西哥除外：中国经济好，股市差；墨西哥则相反，经济差，股市好。

所以如果选经济较好的国家，可以选亚洲的国家。从长远来看，个人更看好巴西，以及俄罗斯、南非、墨西哥的一些公司，其范围已经超出国界。2013 年，新兴市场的大洗牌对有些国家的打击比较大，比如印度尼西亚、土耳其，但是最困难的时期已经过去。还是应该看个股或行业，比如最近较看好的是银行股、能源股。

Q5：东欧的哪些行业比较看好？

A5：东欧有几个公司的股票非常便宜，PB 为 0.6-0.7。如果相

信欧洲经济复苏，可以买东欧的股票；如果认为欧洲经济不会像美国一样强健，东欧的股票还是有些问题，当然有些个股值得考虑。俄罗斯有些股票比中国还便宜，要看投资人对政治风险的承受度。

Q6：如何看待新兴市场国家比如中国在美国上市的企业，受到美国市场政策和国内环境的双重影响的现象，即纳斯达克整体跌，中国的网络科技股跟着跌，而且幅度更大；而纳斯达克整体涨，这些公司还会受到国内政策、环境变化相反方向的影响。

A6：从短期来看，存在不合理的地方。而从长期来看，美国的职业投资人非常理性，即如果一些公司长期被美国的职业投资人忽略，价格很低，则该公司确实存在问题。短期内可能有些好的公司被忽略，但最终会反映在其股价中。所以长期来看，中国股市不能跟紧纳斯达克一定存在问题，可能是行业问题、国家问题或是上市渠道的问题。所谓“真金不怕火炼”，如果是“真金”的话，美国股市会赋予其合适的价格。其他国家也有很多公司在美国上市，但其公司结构和公司管理方面更为专业，所以股票震荡并没有中国那么大。

第 44 辑

(2014.6.4)

第三代投资策略：风险平价投资策略及其运用

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

朱宁先生，CFA，2013 年 4 月加入 First Eagle Investment Management, LLC，担任多资产绝对收益和尾部对冲策略基金经理。在此之前，朱宁先生于 2004 年加入 AllianceBernstein，并担任绝对收益团队研究主管和基金经理，包括强化的 Alpha 全球宏观、尾部对冲和无约束债券策略。在加入 AllianceBernstein 前，朱宁先生曾作为高级分析师就职于花旗银行。他在跨信用、汇率和货币交易策略的研究管理方面具有丰富经验。朱宁是牛津大学博士。

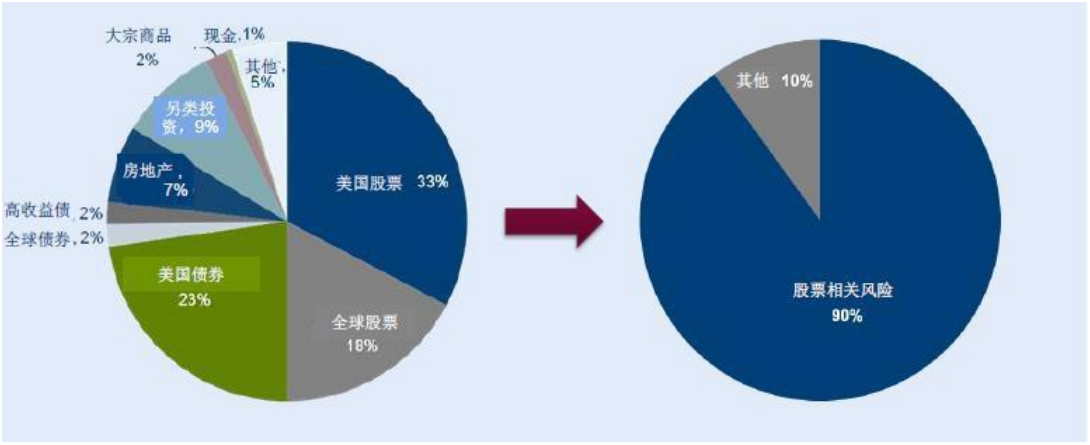
一、第一代、第二代投资策略

今年是风险平价策略（Risk Parity）表现比较好的一年，而去年出现了一些困难。风险平价策略的特点是风险均衡，即将组合分成几个组成部分，每个部分具有相同的风险权重，使组合变得更稳定，基本思路同传统的 60/40 策略、Endowment Model (即 Yale Model)等相似。主要是针对美国公共养老金计划等机构投资者。

在这类投资策略中，60/40 算是第一代；第二代策略为 Endowment/Yale Model，其实际上是对 60/40 策略的发展，加入了一

些对冲基金、私募、房地产，使其更加多样化。其主要投资者(养老金一类的投资机构) 因为每年都要有约 3%-5%的固定给付，都需要比较稳定的投资收益.如果全部投资在美股,2008 年其资产组合就会损失 38%，支付能力将大受影响。长期来看，60/40 策略和 Endowment/Yale Model, 与风险平价策略的回报相近. 而尽管 60/40 策略和 Endowment/Yale Model 都进行了多样化，但其多样化程度还不够充分到令其在动荡的市场环境中足够稳定。

如下图所示，传统的金融专业人士往往通过简单的多样化手段来分散风险。左图是典型的养老金投资组合，包括大宗商品、美国股票、全球股票、美国债券等。从资产配置的角度来看，该投资组合似乎进行了多样化，股票只有 50%-60%的权重；但是从风险的角度来看，该组合 90%的风险集中于股权相关的风险因素，即过度依赖股票来实现组合的目标回报率。



美国公共养老金计划的资产配置与风险构成

从下图可以看出，分散化投资组合与 S&P 的相关度高达 98%。1994-2012 年，虽然长期回报为 8%，但 2008 年损失了 25%，这就是相关性太高带来产生问题。

美国养老金计划与 S&P 收益走势图

二、资产组合理论

按照传统的资产组合理论，可以通过投资组合来控制与股市的相关性，即根据每个资产收益的分布，利用方差、协方差矩阵，以及对 S&P 的贝塔或相关性作为线性约束条件。这在技术上并不困难，但问题在于对未来资产的回报做精准的预测非常困难。

由于股票市场的波动性，对资产的精准预测非常困难。2002-2003 年期间的暴跌主要是股价过高引起的，同经济周期性关联不是很强，2007-2008 年期间的危机则是受在信贷周期的影响，由于存在不同的影因素，所以难以使用一个模型来准确预测股权的回报率。

不仅资产收益,波动情况受经济情况的驱动，短期内也难以预测。再以夏普比率（Sharp Ratio）为例，如下图所示，五年滚动（Rolling 5yr）的夏普比率基本上处处不连续、处处不可导，更加难以预测。

如果使用均值方差框架（Mean Variance Framework），预测本来已经比较困难，可是均值方差优化对概率的准确性还高度敏感：不仅要求每个资产都服从正态分布，还要求对均值和方差给出非常精确的描述。

从 Invesco 给出的分析中可以看出，假设一个组合中有股权和债

券两种资产，第一个组合中股权和固定收益证券的回报率分别是是10%、5%,第二个组合中假设股权和固定收益的回报率是 9%、6%，这种预测相差无几，第一个组合接近 60/40，第二个则接近 70/30。

综上所述，由于 60/40 策略和 Endowment Model (Yale Model)同股票关联度太高，而投资组合理论的要求又过于严格，所以风险平价策略应运而生。

三、风险平价策略

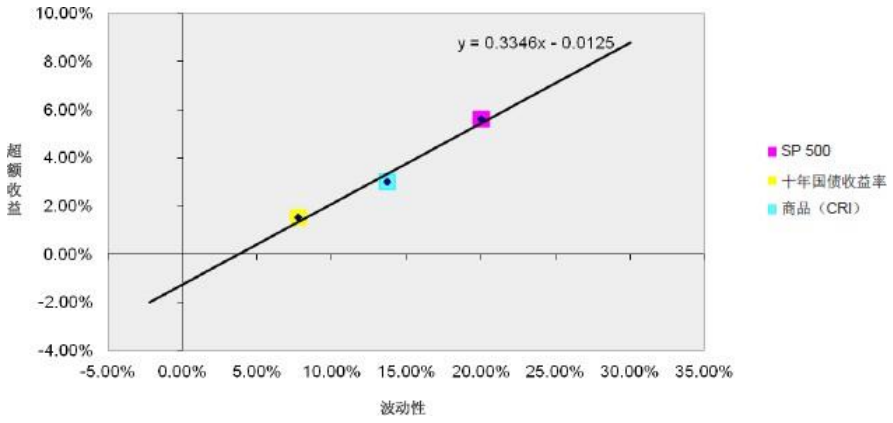
风险平价策略的产生：雏形是 Bridgewater 的“全天候”，要建立一个在任何经济环境下都能表现不错的资产组合；但风险平价这一概念出现较晚，产生于 2006 年；2008 年以前，风险平价策略还主要集中在股票、债券、大宗商品等传统的资产类别，仅有少数人利用了高收益债券、投资级债券及新兴市场债券的利差。2008 年，AQR 首次推出了其他风险因子（Exotic/Alternative Risk Factor）,将对冲基金等作为该策略资产组合的一部分。

风险平价策略的概念：基于目标风险水平，有多种资产构成投资组合，并给组合中的不同资产分配相同的风险权重的一种投资策略。

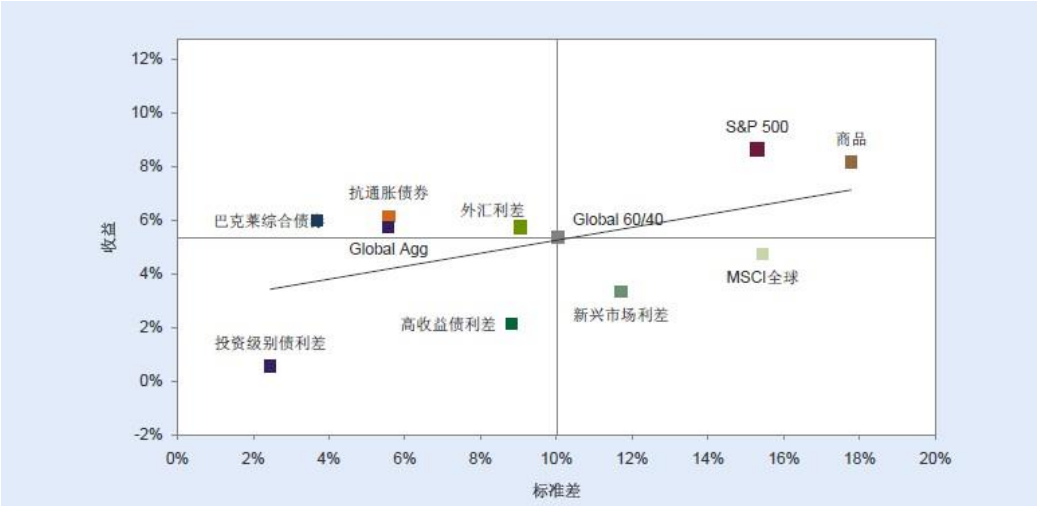
风险平价策略是一种基于风险的资产配置策略，而像 60/40 等策略则是基于资本的。关于风险因子,有的使用资产类别，有的则使用资产组合。最好选择相关性不太高的风险因子，比如债券、权益等，而选择公司债做风险因子就有较大的问题，它与债券和股票都有相关性。此外，风险平价策略不一定是黑箱或量化策略，也不一定使用带杠杆的债券投资组合。

风险平价策略需要引入 2 个假设：①所有的风险资产都存在风险溢价，投资活动是流动性和未来回报的交换。即把资金放在别人口袋里要求一定的回报，风险越大，回报要求越高，这种单调递增关系

决定了定价的机制。②风险平价策略还假设所有资产的夏普比率相同。如图所示，斜率基本上就是长期的夏普比率，该假设的意义在于如果夏普比率相同，那么施加一个低杠杆在高风险资产(deleverage a high risk asset)，或者加一个高杠杆于低风险的资产 (lever up a low risk asset)，在相同的风险水平，可以得到相同的回报。在一个资产组合中，将这些具有相同回报的资产组合在一起，即风险平价策略。



波动性是一种有价风险，资产每波动一个单位带来的收益相同。从长期来看，这些资产能够给予投资者相同的回报。而在短期内，有时候股票表现更好，有时债券表现更好。由于风险权重相同，所以能够互相抵消，这种资产配置因此比较多样化和稳健。从长期看来，虽然风险溢价不太稳定，但比率变化不大，一般为 0.2 到 0.3。如下图，数据是从 1994 年开始，斜率稍微低了一些，约 0.26 - 0.28 。



即使风险溢价不稳定，波动性的定价机制仍然不变

风险平价策略的优势：1、未来是不确定的，不需要做预测；2、真正的分散化，不同的相关资产组合在一起；3、追求绝对收益，一般没有一个基准,很多产品用的是 60/40 策略，主要是为了在销售时便于沟通。

此外，风险平价策略的好处还有：避免业绩陷阱。当市场发生改变时，期限较长的资产比如权益类资产、长期债券等可能长期表现不佳。例如，60 年代，经济处于低通胀，此时买入 30 年到期的国债，收益率不超过 4%；70 年代末，出现高通胀，市场要达到新的平衡，债券重新定价，损失就很大。同样地，90 年代末，科技股疯涨 10 年，市场预计将有连续 20 年的 20%的高增长，之后又倒退了 10 年。

风险平价强迫投资者进行分散化投资，每种资产分配相同的风险权重，所以最大的损失就是某一资产配置部分的损失。例如，2007 年，投资级债券的信用利差暴涨到了 200 个基点，都认为债券很便宜，纷纷买入。虽然此时债券本身有问题，但是联邦基准利率已降到零，投资者判断抄底的时候到了。而根据风险评价策略，即使抄底，也应

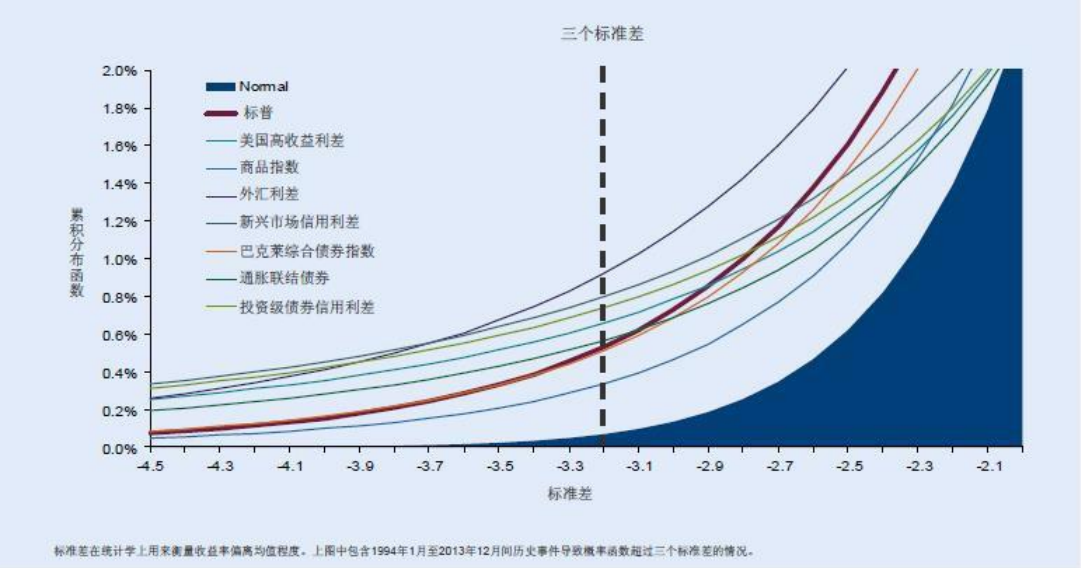
按照较平均的方式。2008 年，信贷崩溃时，投资级债券利差从 200 基点上升至 600 多基点，这是从来没有的事情。此时所有的预测或基本面的分析都没用了。如果当时躲在风险平价策略的框架下，不做预测，追求收益的稳定性，决不会有那样大的损失。

风险平价策略的弱点：实际上目前市场上大部分的风险平价产品都是从波动性的角度出发的波动性平价，而非真正风险平价.但风险并不等于波动性。风险实质上是一件永久性损失发生的可能性，波动性只是描述风险的方式.比如违约风险难以波动性来描述。

例如，使用风险平价策略，将部分资产投向权益，而债券则加杠杆,如果债券违约，则可能放大损失；如果是 60/40 策略的资产组合，则只会损失 40%，所以该风险平价策略没有真正做到“风险平价”。

风险平价策略与尾部风险：绝大部分资产都有厚尾，不服从正态分布。股票在 1-2 个标准差时有厚尾，在 4-5 个标准差时比较稳定；其他的资产，例如，2008 年 10 月，投资级债券有 7 个标准差的偏差；1998 年，新兴市场有 10 个标准差的偏差。风险平价策略给所有的资产赋予相同的标准差权重. 当投资级公司债券和股票的标准差有相同的权重时，投资级公司债券的尾部风险可能是股票的 4 倍，大大增加了整体组合的尾部风险。因此，风险平价策略的超额收益比其他投资策略高，可能是由于风险平价策略增加了尾部风险。

有分析表明增加投资组合的尾部风险，确实能增加其夏普比率，所以不好判断风险平价究竟是个好方法，还是增加尾部风险以取得超额收益的博弈。2009 年，Alliance Bernstein 推出了对冲尾部风险的产品，可以将 3 个标准差以外的风险对冲掉；而 AQR 采取的是止损策略。



左尾事件并不局限于股票

所有的资产类别都有风险溢价，其长期的夏普比率在 0.2-0.3 之间。高盛在《资产的波动性》中提到若资产类别符合以下特征：①长期回报不取决于投资人或基金经理的能力；②收益足够大以证明配置策略的有效性；③市场环境不利时，充分分散的投资策略有效。那么可得到充分分散的风险平价投资组合的期望收益，如果有 3 个以上的资产，且相互之间相关性为零，则该组合的预期夏普比率约为 0.5-0.6。

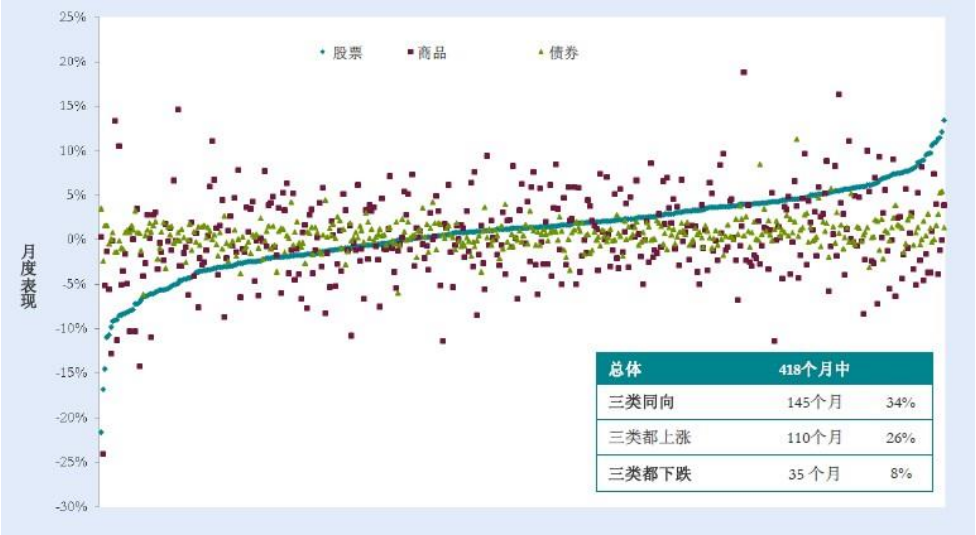
四、风险平价策略的运用

1、Invesco 的风险平衡基金

2009 年，Invesco 发起的风险平衡基金是第一个基于美国市场的风险平价共同基金，并且取得了较大成功，现在的市值有 100 亿。该组合资产配置十分简单，股票、固定收益证券、大宗商品各占 1/3 风险权重，然后根据市场波动，上下波动幅度最多为 50%，即每个资产类别风险权重最多占 50%。

不仅商业上很成功，自身业绩表现也很好。去年主要的风险评价策略产品都下跌，该产品仍上涨了超过 2%。有猜测认为该产品除了减少久期以外，可能还做了很多积极策略，即在大宗商品方面有很好的标的选择。

仅使用各类资产分别占 1/3 风险权重的消极策略的结果，如下图所示。将 1979 年以来股票、大宗商品和债券的数据，按照股票的表现升序排列。从长期而言，这三类资产关联度很低。如果三类资产都是完全独立的，约有 12.5%的可能性三种资产都降低。而实际上，在过去的 418 个月中，这种情况只有 8%，进一步说明它们甚至存在一些负相关。这就是 Invesco 的策略的理论基础，也就是最简单的风险平价策略。



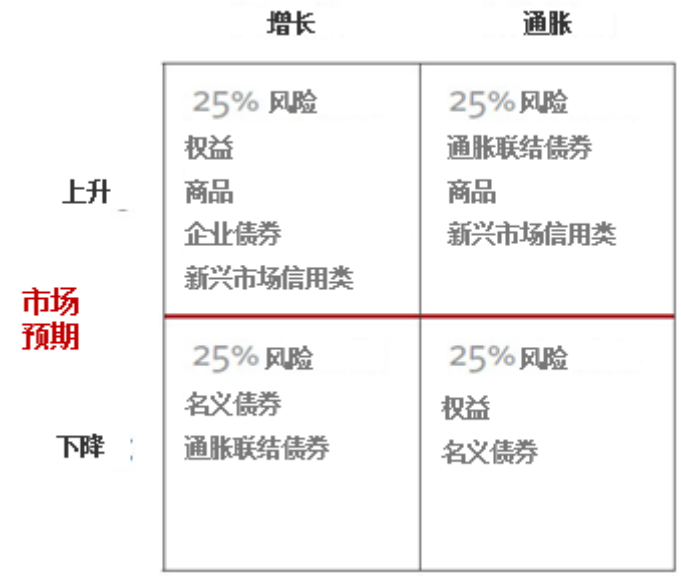
多样化的月度表现（1979 年 6 月至 2014 年 3 月）

2、Bridgewater 的“全天候”风险平价策略

该策略的初衷：一方面，如果经济强劲，那么对股票有利，对债券不利；如果经济疲软，对股票不利，对债券有利。所以从经济增长的角度，股票和债券是负相关的。另一方面，低通胀对股票和债券都有利，高通胀对股票和债券都不利，所以从通胀的角度，股票和债券

有正相关。因此，股票和债券相关性的意义不大，必须对整体的经济环境有所判断。例如，在 70、80 年代，通货膨胀是主要矛盾，股票和债券呈现正相关。近 20 年，通胀水平较低，经济增长是主要问题，观测到股票和债券呈负相关。

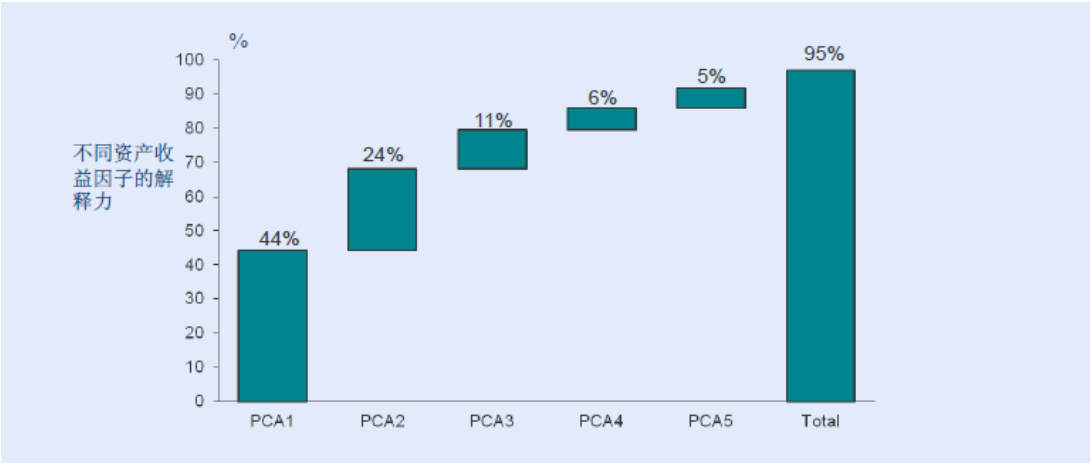
基于此，提出了资产的定价具有结构性，并提出了四个资产组合，每个四个资产组合赋予 25%的风险权重。如图所示，低通胀时，可以购买权益和名义债券；高通胀时，可以购买 TIPs，大宗商品或新兴市场信用利差。高增长时，可以购买股票、大宗商品、企业债券、新兴市场信用利差等；低增长时，可以购买名义债券和 TIPs。



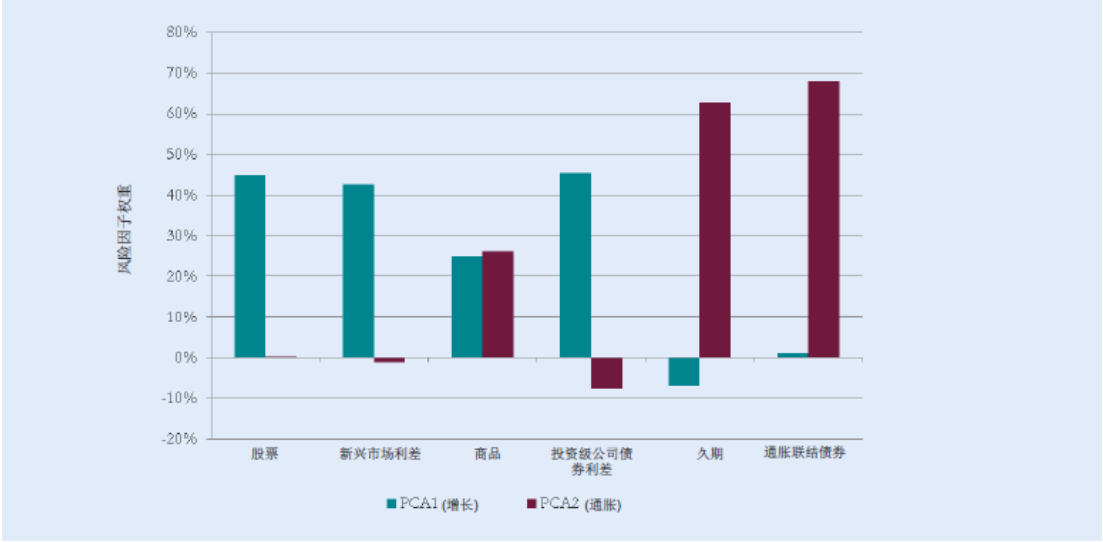
bridgewater 的风险评价投资组合

这种结构资产定价理论有其数学背景：通过分析三十几种资产的长期收益，发现 70%的资产回报都可以被前两个风险因子来解释，其他因子包括流动性，联邦政策等。第一个因子的是股票、新兴市场、投资级债券利差，反映的是经济增长；第二个因子的是长期国债、TIPs，反映的是通货膨胀。从经济增长和通货膨胀的角度讲，该产品非常均

衡。



长期中大多数资产收益的风险因子



解释力最强的两个风险因子对资产收益的显著影响

这一产品的弱点：虽然其他因子只解释了 30%的收益，并不表示它不重要。例如，平时联邦政策因子只解释 11%，但是当联邦政策改变时，该因子则非常重要，所以从联邦政策的角度来讲，这个资

产组合是不均衡的，存在很强的风险暴露。当政策剧烈变化时，它的资产组合就陷入崩溃。

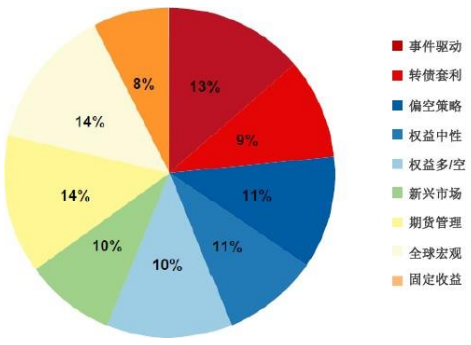
“全天候”的长期表现非常稳定。从 96 年至今，只有 2-3 年下跌。美中不足的是散户不能购买，但是有投资者用共同基金复制这一产品，得出的效果不错。

	增长-高	增长-低	通胀-高	通胀-低	总权重	基金
权益	6.25%			12.50%	18.75%	VTSMX
新兴市场债券利差	6.25%		8.33%		14.58%	PEBIX
商品	6.25%		8.33%		14.58%	GLD
公司债利差	6.25%				6.25%	VWEHX
名义债券		12.50%		12.50%	25.00%	VBMFX
抗通胀债券		12.50%	8.33%		20.83%	VIPSX
					100.00%	

Bridgewater 的风险平价投资组合的构成

3、AQR DELTA 基金

该策略没有考虑债券的风险敞口，也没有用传统的资产类别。对冲基金和贝塔相关性较低，但 AQR 本身具有较大的规模，有能力实施每个策略，所以该基金非常多样化。AQR 另一个风格的优质基金，用的是价值型、趋势型、套利型、保守型等做因子。



AQR 基金的投资组合

五、问答环节

Q1：如何评价 2013 年市场中风险平价策略的表现？从整体来看，2013 年风险平价的表现不是很好。是市场环境导致的，还是风险平价本身的缺陷造成的？

A1：2013 年，风险平价策略有点小损失，不是太大的问题。收益性不是很好，主要是因为很多的风险平价策略包含了一些集中的债券头寸。但还有些风险平价策略的表现不错，例如，没有使用杠杆债券的 AQR。只有在最坏的情况下，使用杠杆的债券收益可能下跌 10%，而一般的风险平价策略只下跌 1-2%。去年股票上涨了 33%，债券、黄金、大宗商品、外汇包括新兴市场都跌了很多。但从长期看，风险平价策略是风险加权的平均收益，其表现不是最好的，但永远不是最差的。

Q2：从经济周期角度来看，相比其他的投资策略，在什么样的市场环境下，风险平价可能是更加有利的策略？

A2：经济周期不会影响风险平价的表现，联邦政策以及其他的非市场性因素更能影响风险平价策略。对 Bridgewater 而言，2008-2010 年风险平价表现非常好，所以如果正确把握了经济增长和通胀水平，风险平价策略的表现就不错；如果出现其他的非市场性因素，比如联邦政策、清算波动，风险平价策略可能会受到影响。过去 20 多年，只有 1994 年和 2013 年，风险平价策略表现不如 60/40 策略。

Q3：什么驱动因素导致了 2013 年风险平价策略的整体表现不太理想？

A3：通过分析 Bridgewater 的风险平价投资组合，可以发现在 2013 年，经济处于低通胀，长期债券跌了很多，TIPs 跌了更多，显

然不是基本面的原因。2013 年经济增长也不好，年均 GDP 是 1.7%。低增长、低通胀的情况下，股票表现不错，名义债券表现不好，所以按照基本面，低通胀、低增长这两个资产组合都失败了。2013 年这四个投资组合都下跌，导致风险平价策略表现不太理想。今年基本面回归了一点，考虑到 GDP 增长率是 0.5%，通胀率不到 2%，所以债券包括新兴市场稳健了很多，算是一个特殊原因。

Q4：如果 2015 年联储开始减持，对风险评价策略有哪些间接的影响？

A4：如果联储决定提高利率，经济要有一定的增长程度；否则，若单纯提高利率，那么无论何种资产的表现都不好。如果经济恢复增，债券可能会有所亏损，但是股票、企业债和新兴市场表现会很好。市场预期经常变动，去年 5 月份以前，10 年远期实际利率为零，市场预期 10 年之后的实际收益率为零，即没有增长；而 7 月份 10 年远期实际利率上调为 2%，现在的 GDP 增速为 0.5%，所以市场做了回调，为 1%左右，即几年后出现 1%的 GDP 增长. 至于 1%的 GDP 增长是否会导致联储提高利率，个人表示怀疑。

另外，未来是不确定的，不可预测。现在市场上很多人预测明年 4-5 月份联储会提高利率，基准利率可能从 25 个基点增加到 225 个基点。但是过去 7-8 年，这方面的预测从来没对过。

另外，风险平价策略的业者也很担心债券估值问题。大多数现有产品都持有债券的比重稍微偏低，股票的比重偏高，或是多了一点利率对冲,有的甚至主要采用了曲线交易，没有直接采用久期缺口管理。

Q5：一般情况下，债券下跌伴随着通胀率的上升，因而对大宗商品是利多的。然而从新的周期来看，特别是在中国，债券下跌，通胀率轻微上升，而大宗商品持续低迷，风险平价策略是否会修正这一背离？

A5：风险平价策略不是黑箱、量化策略，要加入基本面的分析。传统上认为大宗商品能够对冲通胀，然而最近 5-7 年，黄金或大宗商品的价格跟美国通胀的相关性几乎为 0。所以有些策略使用了其他的替代产品，比如使用美国的 TIPs 来替代大宗商品。另外，未来是不确定的，债券和股票的 5 年滚动夏普比率达到了 1.5，大宗商品该比率较低。大宗商品市场前景不太好，市场是不是反映了这一信息，风险平价策略不做这一类基本面的预测，但是有所微调，比如省去了钢材等工业金属，加入一些农产品。

Q6：风险平价策略是否会根据对基本面的一些主观判断进行调整？具体如何实现？

A6：这些调整不改变基础资产，但是有些时候，资产的比重会有所变化。例如 Invesco，股票、大宗商品、债券各占 1/3，市场好的时候，比重可能增加至 50%。另外，可以自己建立指标，比如市场周期指标，再根据联邦政策等，做出调整。从长期来看，风险平价策略表现不错，调整的主要目的在于强化，但调整太多，风险太大，例如，07 年高通胀，低失业率，股市处于大牛市，然而重大事件发生，市场发生了转变，如果遵循风险平价策略，08 年应该做得很好；反之，调整太多，股票或信用风险太大，08 年就会面临灾难，所以具体操作时，调整幅度不要超过 10%。

第 45 辑

(2014.6.11)

美国资产管理行业新趋势：ETF 资产组合策略的最新发展

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

马祥海博士，CFA，现任聚力资产管理有限公司（Julex Capital Management，LLC）总裁兼首席投资官。位于美国波士顿的聚力资产专营资产组合和宏观对冲策略。马祥海博士在资产管理、固定收益、量化研究和风险管理领域有 20 年的实操和领导经验。在创立聚力资产管理有限公司之前，他在富达投资（Geode/Fidelity Investments）任基金经理，建立了一个货币、大宗商品和股票期权交易的全球宏观策略对冲基金。更早之前，他曾在 Loomis Sayles & Co.任数量研究主管，在富通投资（Fortis Investments）任数量研究和风险管理主管。马祥海博士也曾于永明金融（Sun Life Financial）任副董事总经理兼固定收益投资策略总监，参与管理 300 亿美元的固定收益证券资产。马博士早年在恒康天安（John Hancock）担任高级投资官，开发了衍生品投资策略，并参与管理了 30 亿美元的复合资产组合。此外，马博士还是量化投资、风险管理和结构化金融领域的专家。他在北京大学经济管理系（今光华管理学院）获得学士和硕士学位，在波士顿大学

获得经济学博士学位。

最近五年，在金融危机后，ETF组合策略有很大的发展，2008 年约是 58 亿美元，到 2013 年约有 1000 亿美元，年均增速 75%。此处主要与大家分享一下为什么会有这样的发展，以及未来的发展方向如何。

一、金融危机的教训及启发

1、金融危机后的投资新环境

传统的投资理念发生了变化。金融危机以来，经济发展比较缓慢，失业率较高。大家对股票市场缺乏信心。

低利率。五年以来股票涨了不少，从低点到现在将近翻了一倍。2009 年至 2010 年大家看法发生转变，美国投资经济环境不乐观，利息率较低，想找更好的投资机会，股票的波动率较大，相关性增强。由于经济全球化，宽松或紧缩的货币政策使所有资产价格同时升高或降低。不仅是美国，其他西方国家也都通过货币政策来调控，使资产相关性增强了许多。

对通货膨胀的忧虑比较大。私人投资者主要通过理财经纪顾问来进行投资，从美国到欧洲，从欧盟到日本，宽松的货币政策增强了投资者对通货膨胀的忧虑。

2、传统的投资理念受到挑战

买入并持有（Buy and Hold）是次优选择。在美国，从八十年代到 2000 年有二十年的股票牛市，股票一直上涨，所以投资者形成了一些投资观念：比如说从八十年代到九十年代形成的买入并持有（Buy and Hold）策略，该策略认为就长期来说股票一定会盈利。在这一观念影响下，许多投资顾问也告诉自己的顾客，做一个资产组合

并长期持有，就长期而言一定会盈利。但这一观点在 21 世纪的前十年因为两个熊市而受到了很大的挑战，投资者持有的股票十年之内几乎没有赚钱，“失去了十年的时间”。美国婴儿潮的一代接近退休，因此他们无法长期的持有投资组合，而买入并持有策略只在长期有效，短期并不够有效，选股机制并非十分有效。由于宏观经济对股票和市场影响很大，股票的相关性增加，所有的股票一起波动，所以选股机制不够有效。

传统的以业绩为中心的投资管理不足以规避下限风险。传统的证券市场和基金往往采用一个标杆来衡量业绩。比如美国大面值股票用标普 500 指数作为标准，比较其表现是否优于标普 500，这种情况在牛市的时候可以，但一旦到熊市或者股票大幅下跌的阶段，并不能规避下限风险。简单举一个例子：标普 500 在 2008 年下跌了 40%。基金经理跌了 38%，比标普表现更好，但并没有为投资者带来价值。这种观点在目前情况下也受到一些挑战。

另类资产与传统资产高度相关。在美国 2000 年到 2003 年第一次熊市的时候，市场一直下滑，很多人想用另类资产作为分散风险或获取收益的机会，但这一想法在 2008 年金融危机后也受到挑战。2000 年后很多机构投资者和私人投资者投资于对冲基金，但 2008 年，对冲基金平均下跌了 20%。所以在金融危机发生的情况下，即使对冲基金也无法很好的分散风险。因此投资者开始寻求更好的办法。

3、投资者的需求发生变化

投资者需要更强的透明度、稳定性、流动性和可控的成本。从 2008 年金融危机之后，婴儿潮一代面临退休，由于退休后没有收入，现有的储蓄要用于未来的消费，因此他们没有办法承受更强的市场波动性，对于确定性有了更大的需求。两年前麦肯锡的研究发现，过去大家像一个跑车，而现在更像一辆旅游车。投资者的投资需求发生了

转变：不像过去那样追求巨大收益，而是希望在退休后有稳定的资金来维持现有的生活水平，保证更强的透明度、稳定性和流动性。过去由于追求收益，所以投资者愿意付出更多的成本，而现在由于转而追求确定性，投资者希望有可控的成本，不愿付出过多的管理费，因此需要寻找更好的解决办法。

动态资产组合策略兴起。2008 年以后，通过不同的策略以管理下降风险的产品涌现，其中比较突出的就是 ETF 组合策略。大部分 ETF 策略都是动态的、比较主动的，看哪种资产更好就投向哪种资产。如果策略正确，那么不论什么样的情况下，都可以有效控制下滑风险。因为不论哪一年，总会有一些资产有不错的表现：在最糟糕的 2008 年，美国国库债券表现最好，取得了较高收益。从理论上来说，如果一个动态策略总能够将资金投在最好的资产上，就能够减少风险，同时得到最好的收益。大部分的 ETF 投资组合策略都是根据这个理念来做的。

二、ETF 组合策略（Managed ETF Strategies）

1、美国 ETF 市场的发展

最近十几年的市场为 ETF 发展提供了很多机会。2000 年以后，从最初的 100 亿，到现在美国约有 1.5 万亿美元的资产在 ETF 下面，数量大约有 1700 个。市场上存在各种各样的 ETF，如标普 500 的 ETF、市场中性的 ETF、另类资产的 ETF 等。

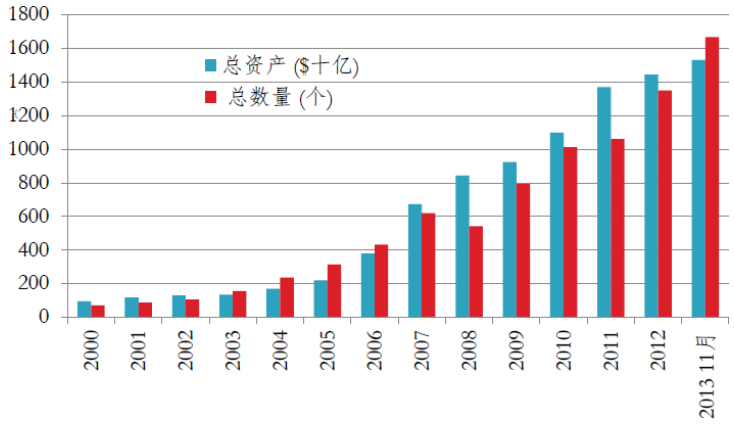


图 1：美国 ETF 市场的发展

2、ETF 组合策略（Managed ETF Strategies）

尽管数量很多，但很多 ETF 资产很少、也没有什么人买卖、不是非常成功，不过总体来说发展还是很快的。市场上大市值（如标普500、美国市场 ETF）、小市值、各地区、各行业、贵重金属（如黄金）、主动型、被动型等各类型的 ETF 都可以买得到，这为策略公司提供了更多的投资机会。

ETF 投资策略公司可以用 ETF 发行公司发行的各种 ETF 建立不同的 ETF 组合策略，并将这些策略提供给理财顾问。理财顾问则根据客户的不同需要，将不同类型的 ETF 组合策略（包括收入类型、增长类型、大宗商品类型等）放在对应的客户投资组合中。现在由于 ETF 组合策略也产生了很多 ETF 投资组合策略公司，一开始是一些独立的公司，现在一些大的基金公司也开始慢慢进入到这个领域，投资理财顾问是最终的客户，投资策略组合公司将 1700 余个 ETF 组合起来构成各种各样的模型，投资理财顾问根据不同客户的需要将模型放入他们的客户投资组合之中。

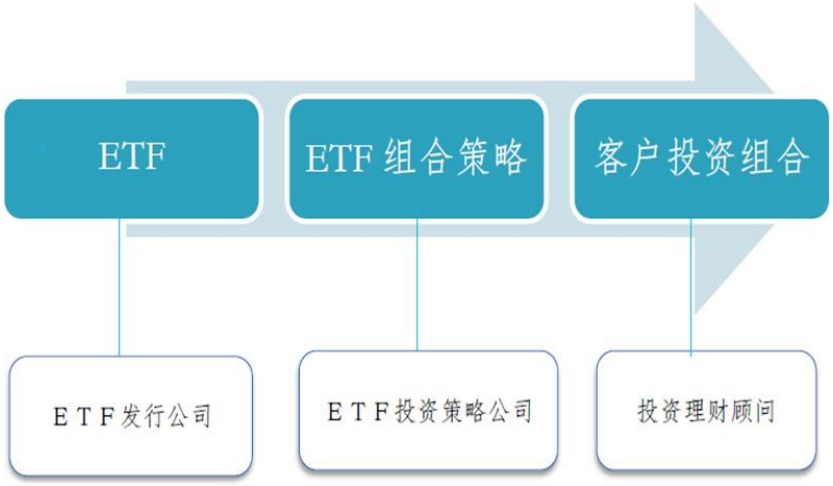


图 2：ETF 组合策略

3、ETF 组合策略的发展

ETF 组合策略近五年发展很快，现在有约 1000 亿美元的总资产，其中 80%-90%是多类资产，即将各种资产组合起来，进行动态管理。可以选择大小市值股票、新兴市场、垃圾债券、投资级债券、大宗商品等，把各种资产组合起来寻找最好的投资机会。动态管理每个月（或每周）会将资产重新配置，供投资顾问使用。这是现在最普遍的做法。另类资产现在比重较低，可能是未来的发展趋势之一。

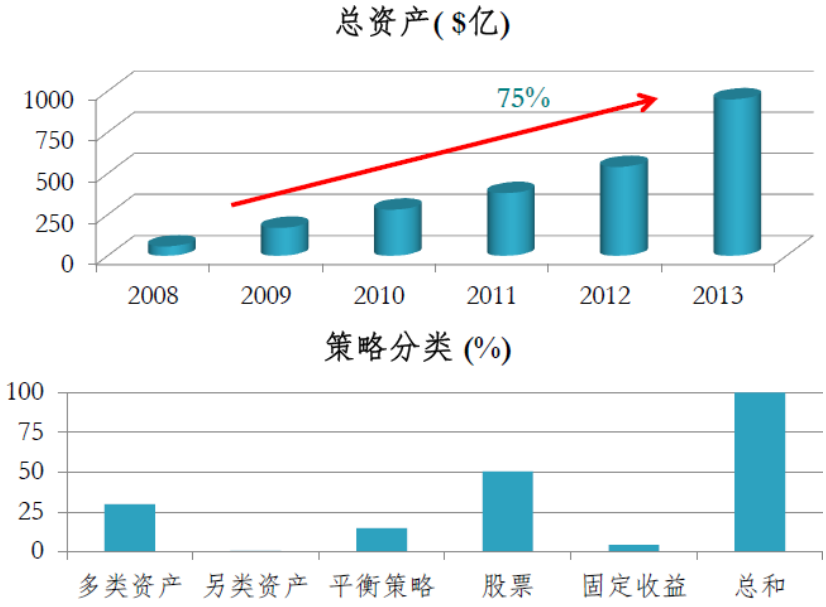


图 3：ETF 组合策略的发展

4、投资顾问面临的挑战

内部需求：投资环境和工具复杂化、资产风险分散和管理要求提高。需求会增加主要是因为外部市场在变化，内部的需求也在变化，2008 年金融危机之后，由于很多投资顾问对风险管理和风险分散没有很强的能力，同时投资工具变得比较复杂，因此他们希望有专家帮助——希望 ETF 公司给他们提供一些投资策略，使他们可以将组合策略直接拿过来用于构建客户的投资组合。

外部需求：客户的要求增加、投资顾问的时间有限。金融危机过后，很多客户对投资顾问不够信任，需要顾问花费更多的时间在服务上面。一般投资顾问 80%的时间都用在维护客户关系上，没有时间做投资，因此将做投资的任务交给 ETF 组合策略公司来做。

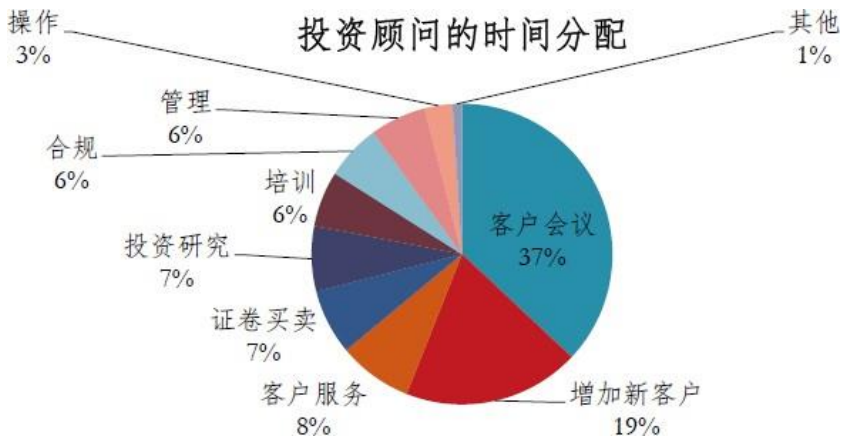


图 4：投资顾问的时间分配

5、投资顾问运用 ETF 组合策略的模式

卫星模式：一个投资组合，有股票和债券，把其中一部分放在 ETF 投资组合策略里。例如，一个投资组合中有 50%股票和 50%的债券，将其中 10%的股票和 10%的债券放在 ETF 里，使用动态管理策略，当市场表现不好时，这 20%可以降低组合风险。

多策略模式：不同的 ETF 策略公司提供不同的模型,根据客户的需要，将多个公司的模型组成一个资产组合提供给客户。

外包模式：投资顾问与 ETF 策略公司合作，根据客户的需要，由策略公司提供一个模型，并将各项资产按照这一模型进行配置。有些顾问更愿意花更多时间在与客户打交道上，而不愿意花更多地时间在管理资产上，给 ETF 策略公司提供了机会。

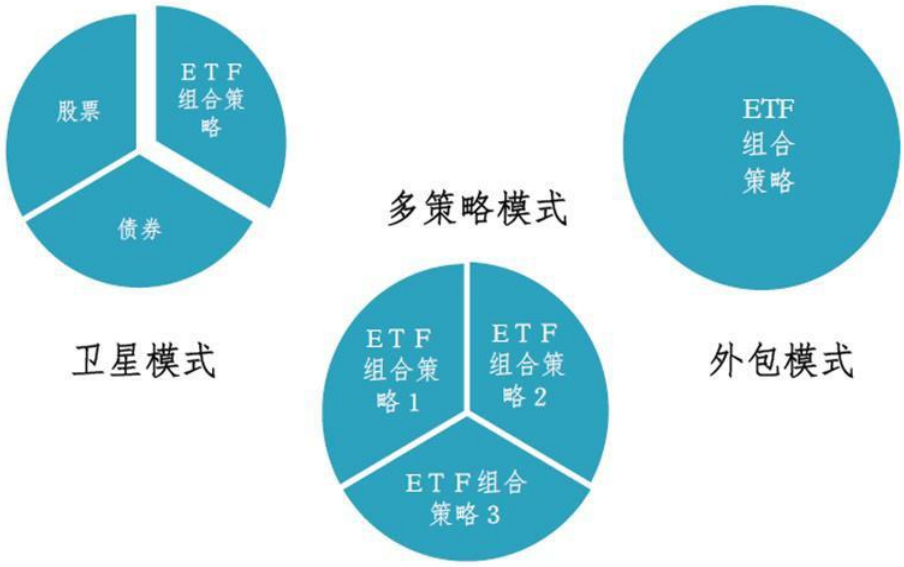


图 5：投资顾问运用 ETF 组合策略的模式

6、ETF 组合策略的销售渠道

近五年以来，ETF 组合策略的销售渠道逐渐成熟，与共同基金销售渠道类似。第一，通过美林和摩根斯坦利等券商，将组合策略的一些模型放在平台上，每个券商下面的众多投资顾问们可以直接使用这些模型管理客户的资金。第二，现在发展了许多投资顾问平台，像富达、嘉信等下面有很多投资顾问，ETF 策略公司也变成投资顾问，提供资产管理服务。第三，有一些退休金平台，可以将 ETF 策略模型提供给他们的投资顾问使用。第四，银行业也是一部分，如私人理财，也可能将策略组合放在其平台上供投资顾问使用。此外，有些高价值的私人投资者愿意直接投资于 ETF 组合策略。最后，现在逐渐

有机构投资者感兴趣，将其作为另类投资的一部分，有些公司愿意提供绝对收益和相关度较低的投资策略，引起了机构投资者的兴趣。

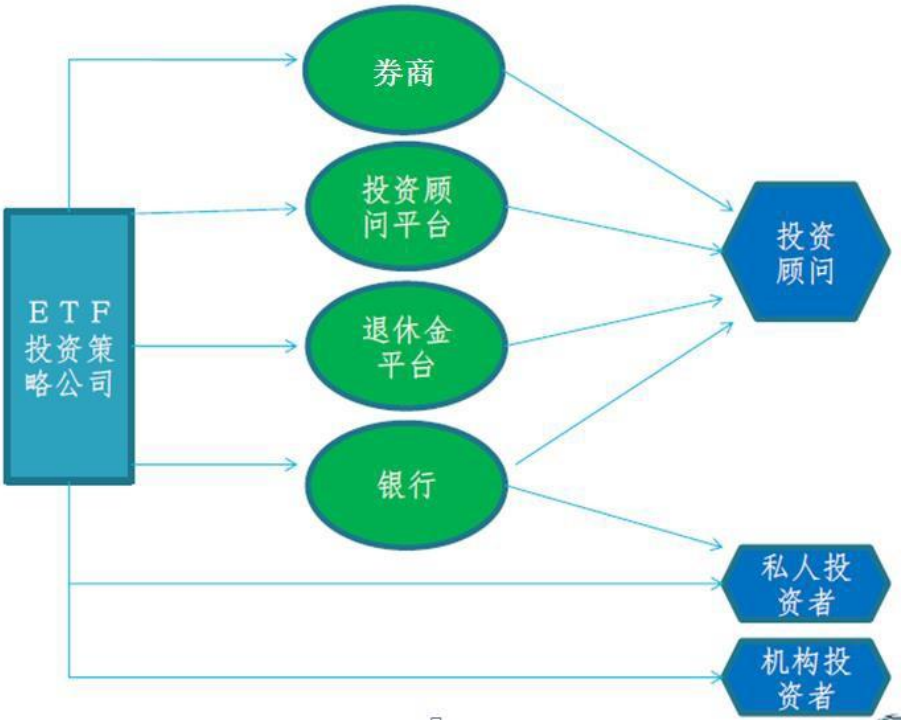


图 6：ETF 组合策略的销售渠道

三、ETF 策略公司面临的新问题及发展方向

1、投资业绩在牛市表现中不突出

在牛市中，市场一直上涨，如果持续进出而没有把握好机会，容易造成表现不突出。去年美国股市的增长是 32%，很多 ETF 公司的表现都不如美国股市，百分之二十以上属于比较不错的。这是由于很多动态的组合没有将组合完全投在美国股市上，而是分散投资于世界其他股票，或者投在黄金上面，而黄金去年业绩非常糟糕，导致组合表现平平。

美国三大 ETF 策略公司之一的 Good Harbor Financial 约有十年的历史，08 年普遍亏损的情况下它盈利了，因此它认为自身的投资策略模型非常优秀，但在今年的业绩表现不好，市场上涨了 4%，标普涨了 3%，它却亏损了 10%。一月份市场下跌，由于它是动态

模型，每个月都将资产重新组合一次，因此 2 月份时，由于它觉得市场不好，所以将资产配置在债券上，故而没有赶上市场回弹，之后其组合又回到了股票，但几次重新组合都没有得到好处，反而在市场上涨的情况下亏损了。此外，由于公司规模较大，有 100 亿美元左右的资产，并且每个月都重新组合，市场会预期到它的行为会在每个月第一天或第二天使市场有很大的波动。比如二月份时，它卖出所有股票购买债券，使债券市场上升，股票市场下降，为华尔街高频交易者从他们的买卖中获利提供了机会。资产重新组合时造成巨大的市场波动，对其自身业绩也没有好处。

2、美国证券管理委员会(SEC)调查

由于许多 ETF 策略公司的历史较短，往往用回测数据来支持自身的模型，例如某模型应用在 2008 年是否盈利。F-Squared 管理了约 200 亿美元的资产，但最近正在接受 SEC 的调查。原因在于 F-Squared 提供的市场材料不够清楚。事实上，2008 年 F-Squared 并没有资金运作，完全是回测模型的结果，但它没有将这一点描述清楚，而使一些投资者误认为 2008 年有实际的资金运作，因此 SEC 对其提供的资料有异议。

3、ETF 组合策略的发展方向

五年之内，会有很大发展，现在约是 1000 亿美元的资产，5-7 年内以 30%的增长率可以达到 5000 亿美元。从投资顾问的角度来说，谁也不愿意重演 2008 年的经历，他们希望用动态的方法提高在熊市中的承受力，因此投资顾问的市场需求依然很大。从销售渠道的角度来说，随着投资策略公司不断发展，投资销售渠道已经比较稳健，自己建一个模型就可以销售，现在 100 多家策略公司都存在这种商品。

对收入类型产品的需求会增加。如果投资于传统的债券市场上，一方面最近几年利息率很低，另一方面如果利息率上涨债券价格会下

跌。去年债券指数下跌了 2%,不但无法获得收入还会亏损，所以大家对收入类型的产品需求会增加。

机构投资者开始感兴趣。市场最早从投资顾问和私人投资者开始，机构投资者一开始认为是零售市场，现在由于 ETF 发展的很快，机构投资者也开始对 ETF 策略开始感兴趣。如果机构投资者使用 ETF 策略进行资产管理，那么策略公司也会对这一机会感兴趣。

很多机构投资者将 ETF 作为一个动态资产管理组合策略。很早以前机构投资者也使用动态资产组合策略，但是由于近些年 ETF 的发展，这个策略的构建变得更容易。如果一个策略中有 1000 多个 ETF,可以做成不同类型，交易机会也会多一些。机构投资者如果对动态资产组合感兴趣，使用 ETF 对他们来说是一个很好的工具，能够提供比较好的收益。很多机构投资者都希望把动态投资组合策略作为对冲基金的一部分，并且它没有对冲基金那么贵，一般动态投资组合是 1%的管理费，而对冲基金是 2%的管理费。此外，近些年由于对冲基金的表现不是很好，也为动态资产组合策略提供了一些机会。牛市时投到对冲基金中不能提供较多收益。通过动态投资组合策略提供下滑保护，能够比对冲基金表现更好。

自管退休金（401K）有很大市场潜力。自管退休金（401K）在美国市场大约有 3 万亿美金左右的规模，现在大部分 401K 市场都在使用共同市场基金，ETF 进入的还很少，市场潜力很大。因为共同基金特别是主动型的共同基金价格比较高，慢慢也有一些 401K 公司开始用 ETF 策略，也给 ETF 提供了更多的机会。

四、问答环节

Q1：短期内中国市场还在 MSCI 新兴市场的观察名单当中，未来一段时间如果中国加入 MSCI 指数，会有怎样的影响？

A1：中国作为一个新兴市场，大家都认为它有很好的发展潜力，但由于近些年业绩平平，因此大家对中国股票市场需求不是很高。在 ETF 这个市场，投资者都在追求投资业绩。投资者，特别是美国投资者，不是不喜欢中国，而是最近几年中国市场表现不好，所以大家不感兴趣。现在美国有 2-3 个 A 股 ETF，但是组合量都很小。

进入 MSCI 后对中国的 A 股肯定会有一定的好处，但不起决定作用，最根本的是中国股票市场自身是否有活力。因为一旦放入指数中，很多机构投资者和个人投资者都会买它。比如，如果一个组合中 5%要投资于新兴市场，最简单的办法就是到 MSCI 上去。

Q2：中国本土在资产管理中也设计了一些 ETF 组合，但很多时候通过场内交易而流动性较差。在美国，ETF 产品本身的流动性怎样？请举一些 ETF 组合策略的案例？ETF 组合策略是主要依靠金融工程设计出来的，还是依靠设计者的主观判断更多？ETF 组合策略公司是如何向投资顾问收费的？

A2：美国有 1700 个 ETF，有的流动性较好，有的则较差。ETF 的流动性分两个层次，一是 ETF 本身通过二级市场交易，二是通过一级市场申购。比如购买标普 500，如果要大规模购买，而市场上并没有足够的量出售，则可以在一级市场上申购。美国也有一些规模只有几千万的 ETF，在二级市场上几乎没有交易，想要大规模购买只能通过一级市场。美国的一些 ETF 策略公司，不做小规模的 ETF，更愿意选择流动性较好的做策略。

举一个美国收入产品的例子。最近，美国贝莱德通过富达发行了一个 ETF 组合策略。不仅是债券，通过房地产、美国能源管道、新兴市场债券、银行债权也有收入，有些分红比较高的股票也有 3%-4%的收入，并且要比美国投资级债券和政府债权收益都要高很多，以上这些都有 ETF，可以把这些 ETF 组合起来。美国现在债券收益率约

为 2%，政府债券和投资级债券约 2.5%左右，想要构造一个 4%的 ETF 组合策略，可以投资一部分到垃圾债券和新兴市场债券、或者分红较高的股票和优先股，放大风险大以实现目标收益率。同时由于很多组合需要动态管理，可以通过一些模型，降低收入型产品的风险。

大部分的 ETF 采用数量化模型。最大的三家都是数量公司，F-squared 一开始也是一个模型，真正用主动判断的稍微少一些。

收费对应管理资产的规模有所区别。对投资顾问收费可以从 0.4%到 1%，有一些公司只提供模型一般收费 0.4%，如果管理资产的话约 1%，有的人可能更高。策略组合可以向多个投资顾问销售，可以放在券商平台、投资顾问平台，其他投资顾问都可以看得到，可以任意使用。许多投资顾问平台，像嘉信、富达收费都处理的很好，对 ETF 策略公司而言，没有特别大的成本，只需提供模型即可，如果投资顾问用模型，嘉信、富达等公司可以协助进行交易。

Q3：过去中国市场没有融资融券业务时，ETF 标的受限，随着融资融券的发展，ETF 的操作策略变得更加丰富。ETF 市场如要快速成长，除了经济基本面的因素，需要市场层面和技术层面具备哪些基础性条件？

A3：ETF 共同基金的好处第一是具有流动性，共同基金交易必须每天结算，ETF 总是有流动性，可以像股票一样交易。第二个好处是是费用较低。第三个好处是有一些税收政策优惠。从技术上来说，没有特别高深的技术，ETF 机制与股指期货类似，可以把需要造出来也可以把需要买回去，卖出去以后对冲自身的风险。

美国市场完全是从投资者的需求引起的，最早的 ETF 是九十年代开始的标普 500ETF。在美国发展的快主要是由于几个原因。第一，大家喜欢流动性，ETF 比较灵活。不一定等到当天晚上才能结算。第二，比共同基金，特别是主动型共同基金价格低。2008 年以后许

多主动型的共同基金，反而比被动型的收益低，使得大家兴趣降低，要么转到被动型共同基金，要么转到 ETF 市场，而 ETF 还额外提供了流动性。另类资产等各种策略，可以变成共同基金或对冲基金，但不一定都适合在 ETF 市场上，从投资者的角度来说，主动型策略没有必要追求太强的流动性。

主动型 ETF 最成功的的一个，就是 PIMCO 把自己的债券共同基金变成主动型的 ETF, 其他的都不够成功。现在有一些策略量化做回测，包含不同的量化成份，业绩很好，但它们不占市场的主要部分，最主要的还是被动型的，从中国角度来说，主要是由市场需求来决定，而技术上并不复杂。

第 46 辑

(2014.6.18)

海外融资上市的中国法律问题

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李朝应律师从 1995 年起开始从事律师工作，在美国竞诚国际律师事务所北京办事处、加拿大 GowlingLafleur Henderson 律师事务所工作多年。李律师曾参与创办博库网（Bookoo.com）并担任法律总监。自 2001 年至 2004 年间，李律师为北京市天驰律师事务所合伙人，并通过担任美国上市公司的董事积累了独到的公司治理经验。作为创始合伙人，李律师从 2005 年 1 月起一直在汉坤律师事务所工作。李律师专长于境内外上市重组、兼并收购、创业投资及私募股权投资、外商投资和知识产权保护等业务，在互联网企业海外并购上市中积累了丰富经验，曾参与百度、腾讯的多项投资。李朝应律师于北京大学获得理学士(数学专业)、法学士及法学硕士学位，并于加拿大渥太华大学获法学硕士学位。

一、海外资本市场简介

在海外上市,中国企业最偏好的是美国和香港。就中国企业而言，只要是在海外上市，遇到的法律监管问题也大同小异：如怎样搭好结构（俗称的怎样把境内的机构“翻出去”）等。

1、美国

美国以披露和注册制主导，上市过程相对容易。华尔街是世界的金融中心，包括美国的交易所、投行、律所、会计师事务所、金融中介和服务机构等。美国原有一个交易所美国证券交易所，后来被纽交所收购；现在主要的平台是纽交所和纳斯达克。中国公司要在美国上市，包括最近要上的阿里巴巴也是在纽交所和纳斯达克之间选择。另外一个市场是 OTCBB，它一般不是做 IPO 的选择，而是做买壳，类似于国内的三板，但比三板更活跃一些，并且也按照 SEC 的标准进行文件申报。美国市场最大的特点，也是最近国内 A 股市场所倡导的——以披露和注册制为主导，监管者不是扮演审批者的角色，往往只要求信息完整准确，不对内容做实质性判断。因此无需花费大量精力与 SEC 去沟通，过程相对容易。

举一个极端的例子，即使在中国开一个赌场，也可以到美国去上市。但是要求披露这一行为在中国是违法的、无法拿到牌照，可能赚很多钱也可能一夜巨亏，只要澄清了所有风险，保荐人和投行会协助判断。在这个例子中，自然就没有投行愿意做该案子，因此真正实现了由市场发挥主要作用。

在美国上市成本较高。通常一个项目从启动到上市要按 6 个月排出时间表，预期一般能达到，过程比较顺畅。但是由于美国语言、文化与国内有所差异，文件语言要使用英文，要请四大，还要请中国、美国等所在国的律师，费用都很高，因此维护成本相对较高。

2、中国香港

与美国相比，在语言文化方面有一定优势，与大陆有一国两制的紧密联系。中国香港上市主要在联交所，模式有 H 股、红筹、小 H 股等。

H 股，是指中国大陆的公司到香港去上市，如中国电信、各大

银行等。这些在中国大陆注册的公司适用中国法律，只有挂牌交易的一部分适用香港的证券法。

红筹模式，类似于到美国上市，搭建海外离岸架构，把结构翻出去。

小 H 股，2012 年颁布、2013 年开始实施的证监会 45 号文（《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》），解决了在香港上市门槛较高的问题，取消了净资产、净利润、筹资额的“456 条件”（即“净资产不少于 4 亿元，过去一年税后利润不少于 6000 万元，并有增长潜力，按合理预期市盈率计算，筹资额不少于 5000 万美元”），民营企业只要符合条件就可以做。但没有从根本上解决全流通的问题，大型企业在香港上市不在意全流通，而很多民营企业在香港上市还是很在意全流通。尽管这一问题没有解决，最近还是有富贵鸟等几家小 H 股在香港上市。

香港股市介于美国和 A 股之间，以注册披露制为主，但很多要求比美国高。如披露盈利、股东、管理层变化等，在美国，只要披露出问题即可，在香港不仅要披露问题还要介绍如何解决、处理这些问题。像京东、优酷、去哪儿等这类比较亏损的公司就难以在香港上市。但总体来说，香港还属于注册制。

二、海外融资上市的中国法律相关问题

1、10（6）号文——《关于外国投资者并购境内企业的规定》

中国注册到美国上市的 N 股在资本市场上通常都不被接受。现在海外融资上市基本上是翻出去的，而翻出去受制于两条特殊的规定：一是关联并购：境内公司、企业或自然人，以其在境外合法设立或控制的公司名义，并购与其有关联关系的境内公司，应报商务部审批。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式，规避前述要求。但

从 2006 年该规定出台到现在一个没批过。二是跨境换股：特殊目的公司为实现在境外上市，其股东以其所持公司股权，或者特殊目的公司以其增发的股份，作为支付手段，购买境内公司股东的股权或者境内公司增发的股份的，应当遵守 10 号文关于跨境换股的相关规定。该方式也需要报商务部审批，至今一个没批过。实践中大家都在刻意绕开审批。

2、并购安全审查

中国对国家安全非常重视，翻出去的过程中如果涉及敏感行业，要考虑并购安全问题。外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查，包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式。

3、75 号文外汇登记

凡是境内居民，有中国护照、中国身份证或有因经济利益关系在中国习惯性居住的，需要到外管局办一个手续，表明到海外设立了特殊目的公司，把境内的资产装进去，到海外进行融资上市。但这仅是一个登记，在地方外管局就可以办理。

律师往往会建议不要去办这个 10（6）号文这个审批，因为批不下来。而 75 号文(《国家外汇管理局关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》)仅仅是需要登记，是上市的必经程序。当然，也可以像俏江南老板那样办移民，不是中国人就不用再受相关管制，否则无论是在香港还是美国上市，登记都是必须的。

4、证监会审批

跨境换股或者关联并购，报商务部审批的同时也需要报证监会审批。如果按照红筹等翻出去的方式搭建架构的可以绕开商务部，通常也可以绕开证监会。但是如果采用小 H 股的方式，就需要报证监会

审批。

5、税务问题

在一个境内企业跨境上市和并购重组过程中，会涉及到很多税务问题。包括企业的营业税、个人所得税，以及依据 698 文（《关于加强非居民企业股权转让所得企业所得税管理的通知》）要交的海外税，还包括企业并购重组涉及的税收问题。

三、海外融资上市的架构简介

1、FDI（收购）模式

国内存在一个创始人，在境外设立了 BVI、Cayman、HK 等公司，同时在国内设立一些公司做运营。

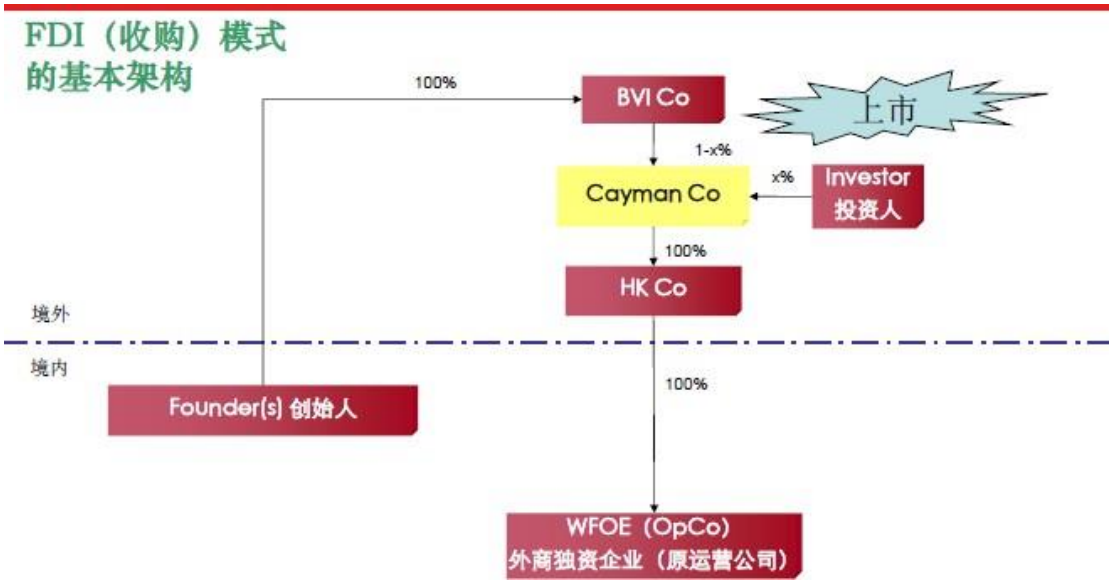


图 1： FDI（收购）模式的基本架构

BVI 公司：主要是出于税务和外汇管理的考虑,一般是个人 100%持有。很少有个人直接持有上市公司的股份，因为如果在中国国内直接持有上市公司的股份，只要超过 12 万的收入就需要在内地报税，而设立公司可以避税。

Cayman 公司：过去香港只接受香港、Cayman、百慕大和中国

内地的公司在港上市，后来才允许 BVI 上市，因此 Cayman 由于历史的原因为投资人所喜爱。

香港（HK）公司：主要是由于国内税收的考虑。国内运营公司，按照 CEPA 的优惠规则，如果通过香港的公司向海外分红可以享受低至 5%的税收，而在 Cayman 税率为 10%。这个模式相对简单，通过并购或直接设立，将运营公司直接设为外商独资企业。

优点：简单明了，拥有直接所有权，并可能避免关联并购的审批（需要特别设计）。

缺点：由于有 10(6)号文的障碍，很多行业做不了。因此通过这种方式上市的，往往是在 10(6)号文出现之前已经搭好架构的，比如一些已在境外设立分支结构的地产公司。或者新近的公司通过更换国籍以避开关联收购。

2、协议控制模式（新浪模式——VIE 模式）

原运营公司保持内资身份不变，新设立一个外商独资企业，通过一系列独家合作协议，将境内的公司装进去。

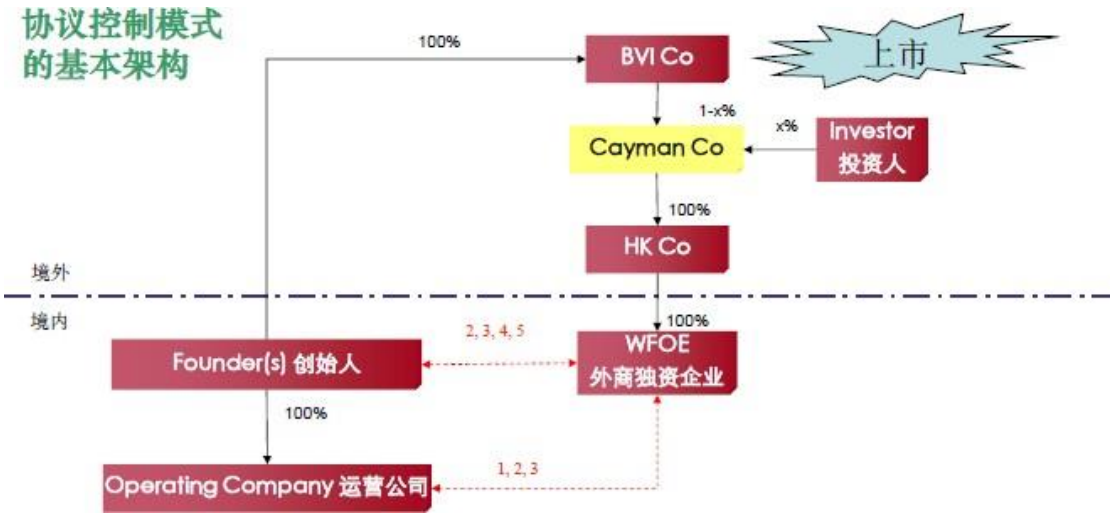


图 2： 协议控制模式的基本架构

美国的会计准则有一个好处，它不在意法律上的所有权，只要拥

有 100%股权或者拥有实质控制权，一样可以合并报表，VIE 正是基于这一特点搭建的。

优势：解决了 10(6)号文的限制。避开了一些税务成本和并购的费用。通过协议的方式令自由度更大。今年上市的京东、阿里巴巴，包括之前上市的腾讯、百度、优酷等基本上都是这一模式。

3、Slow Walk(慢走)模式

境内公司在境外找到一个代持人，在境内既可以协议拥有，也可以直接控制，从而避开了 75 号文的限制。但境内个人寻找代持人之前存在特殊安排，否则经营成果可能旁落。在主力 IPO 市场上一般不用，主要用在买壳或者小型 IPO 当中。

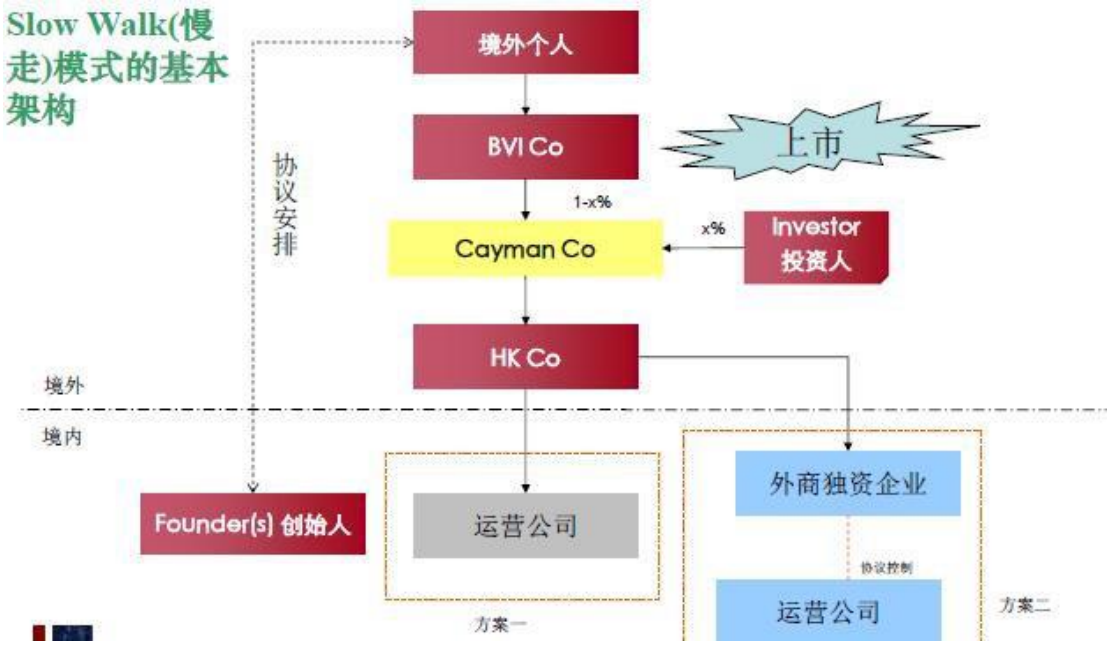


图 3：Slow Walk(慢走)模式的基本架构

4、先合资后独资模式

商务部 2008 年颁布了一个新的规定给 10 号文撕开了口：如果已经是合资企业，可以不受关联并购的影响。因此该模式中，先变成中外合资，再变外商独资，从而避开 10 号文。

缺点:搭建过程较慢，之前要先做一轮合资，还会受到外管局 142 号文（《国家外汇管理局关于完善外商投资企业外汇资本金支付结汇管理有关业务操作问题的通知》）不能直接结汇的限制。但提供了一种思路，在香港上市的、不适用 VIE 的往往会采用这种模式。

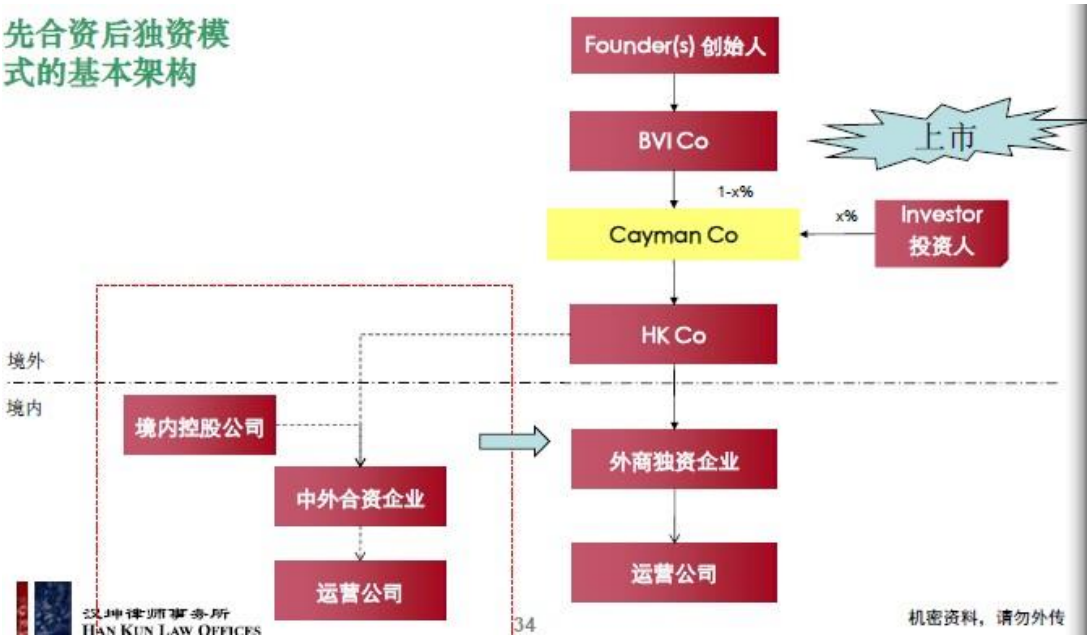


图 4：先合资后独资模式的基本架构

5、先设立独资再参股或收购运营公司模式

不直接并购，在中国设立一个外商独资企业，多搭几层架构，再去并购原来的运营公司，思路与先合资再独资模式类似。虽然原则上中国在外资产业限制中是追根到外资基因的，但在实务之中，多搭几层就看不出海外结构了，所以这一方式在实务中有广泛用途。

6、境内重组

境内重组的基本内容主要有讨论上市的地点、设计有关的结构，充分考虑中国的监管和海外上市的需要，要考虑税务，以及 VC、PE 等海外投资人的需求，注册相关公司，起草相关法律文件，搭建针对 10 号文、75 号文等的架构，最后启动上市过程，包括撰写招股书、

制作申报材料等。

四、VIE 的上市及顾虑

1、VIE 结构的发端与演进

在 2011 年，阿里巴巴的支付宝以及新东方上市使 VIE 受到广泛关注，但对于 VIE 某种程度上也存在误读。VIE 也被称为新浪模式、门户模式，因为新浪是第一个使用 VIE 搭建境外红筹结构的。这个模式来源于更早时中国联通的案例，由于最初中国联通没有资金，但有牌照，所以自行开发了一个“中中外模式”。找一个外方投资人，设立一个合资企业提供资金再去做上市。联通的这个“中中外模式”在上市过程中被朱镕基总理叫停，但给了新浪很大启发，加之安然事件后美国要求看报表时不能看所有权而要看控制权，正好促使新浪反其道而行之。新浪成功上市后，搜狐、网易、腾讯等都纷纷使用这个结构在香港或美国上市。广告、新媒体、电影、教育等行业公司也发现 VIE 可以轻而易举地避开 10 号文的限制，因此 VIE 开始变得非常流行，甚至一些不受外资限制的行业也开始使用 VIE 模式。

2、VIE 结构涉及的法律问题

信任问题：马云的支付宝事件给股东敲了一个警钟，对大股东而言所选的代理人可能脱离自己的控制，从而面临一些道德、文化、法律上的冲突。

境外上市的证监会审批问题：尽管在实践上可行，但在理论上也存在证监会审批问题。

政府对协议控制模式的意见：政府部门（即证监会）对这一模式尚没有表态，一些人认为 VIE 是以合法的形式掩盖了非法目的,有一些仲裁甚至认定 VIE 是不合规的。

协议控制模式下的合同关系可能存在违约风险：合同的参与者可

能存在一些小的违约行为，会为股东带来困扰。

行业法律对协议控制模式的限制：比如网络游戏、工信部的增值电信服务、第三方支付等，都对 VIE 做出了一些行业规章限制。

两个牌子一套班子：VIE 会产生关联交易问题。中国的会计准则对 VIE 未必认可，搭过 VIE 后再想翻回来，面对中国 A 股也存在一些挑战。

一些重资产行业不适用 VIE：如房地产、机械制造等使用 VIE 会增加投资人的担心，因为不可能使用境外的轻资产公司去控制境内的重资产公司。互联网都是轻资产，重要的资产都是人和知识产权，所以使用 VIE 较多。

3、VIE 结构目前遇到的问题

香港联交所对 VIE 的认可度比美国低很多。联交所对 VIE 要求很严，要求中国律师出具严格的法律意见。如果不是限制外商投资的行业，利用 VIE 结构规避关联并购的审批，在香港联交所上市可能会受到质疑，而美国只要披露的即可。在香港，如果能直接拥有，还是要直接拥有，VIE 是没有办法的办法。

VIE 还会存在合并报表和税务的问题。四大的审核很严格，在搭建了 VIE 之后，如果四大认为内资不能被合并到 VIE 当中去，前期的工作就白做了。

4、近期与 VIE 结构相关的案例

上海贸促会在某仲裁案中提到了一个 VIE 协议无效，带来了一些对 VIE 的恐慌，好在仲裁的影响力有限。最高法判决了一个华贸金融和中国中小企业投资公司关于民生银行股份的案例，这个案例类似 VIE 但不是 VIE。华贸给了中国中小企业投资公司一些资金投资于民生银行的股份，中国中小企业认为股票是自己的，是借的华贸的

钱，随着民生银行股票大幅上涨，双方出现分歧，这导致两家打了十余年官司。最高院部分支持了华贸，但总体上认为它违反了法规。因为是 90 年代签订的协议，这个案子本来与 VIE 没有太大关联，但纽约时报一篇报道认为这与 VIE 类似，所以华尔街对中概股形成了一定的恐慌。另外，在沃尔玛收购一号店报告的反垄断审查时，由于反垄断审查也是在商务部，商务部暗示其存在 VIE，因此无法通过审批，所以沃尔玛主动取消了 VIE,这也使大家感觉从政府角度 VIE 是不合法的。

VIE 颇有中国特色，在实践中前行。现在京东有 400 亿美金的市值，也是使用的 VIE, 但它的合法性在中国一直存在疑惑。从合同法上来说，VIE 只是转移了经济的权益，实际的经营和控制仍然在国内。中国本土的公司去海外上市，借助国际资本融资是有益于中国经济的，对中国的经济安全也没有太大影响。但政府的态度一直不明朗，最近李克强总理明确要求要解决 VIE 问题，因为随着阿里巴巴上市，整个 VIE 模式的市值至少有几千亿美金，已经是一个很大的问题了。

五、买（借）壳上市

在香港试图通过买壳进行 IPO 是比较难的，前面还要试图收购。在美国，由于存在 OTCBB，相对比较容易。买壳，又称为反向并购，是指非上市公司股东通过收购一家壳公司（上市公司）的股份控制该公司，再由该公司反向收购非上市公司的资产和业务，使之成为上市公司的子公司。它和 IPO 相比，要求低、时间短、成本低，加之美国采取注册制，因此大量的的中小企业前些年疯狂的到美国买壳上市。并且，美国也确实提供了买壳上市的机制：在 OTCBB 买壳上市成功后可以升板，有很多企业，包括大名鼎鼎的微软据说当年也是买壳

上市的。很多中国公司通过买壳实现了麻雀变凤凰，从 OTCBB 升到主板，与直接 IPO 没有什么区别。在美国有一种叫 PIPE 的投资基金专门投资在 OTCBB 上刚刚买壳的公司。买壳上市的公司在买壳的同时，找一个 PIPE 的投资基金，类似于国内定向增发的概念，形成 APO（Alternative Public Offering）,这与 IPO 达到的效果是类似的，所以大量的公司使用这种方法。

四种方式：一是 OTCBB 的方式，直接买 OTCBB 的壳，注入业务，择机融资和升主板。二是 Form-10 的方式，也就是造一个壳，美国有一种壳按上市公司标准在 SEC 申报信息但没交易，通过这种方式择机在主板 IPO，比传统 IPO 容易。例如，前些年，因为 Facebook 的股东数已经很多，按美国规定要向 SEC 进行信息披露，而公开申报与向公众披露没有太大区别，即使不 IPO 也要申报，所有的信息也是公开的，所以 Facebook 不得不上市。三是 SPAC 方式，也是买壳，但壳里面有一笔可用的资金，SPAC 可能在 OTCBB，也可能在主板。可以先募个基金，该基金有一大笔钱，在两年内找个项目装进来，做反向并购，也是前些年比较流行的方式。四是 Pink Sheet,比 OTCBB 级别还低，要求也低，流通量有限，不推荐。

压垮中概股的造假问题是由多重因素导致的，但人们发现很多造假公司都是通过 OTCBB 买壳上市的，不是正规的 IPO，所以现在买壳上市不太受欢迎。像东南融通这种高盛做 IPO 的例子也有，但还是少数。美国证监会也不断将标准提高。现在 OTCBB 上买一个壳要花一年的时间再升到主板，而且确定性降低，并且由于一直被做空、被质疑造假，融资也更加困难。

六、海外上市的员工股权激励计划

在美国上市，一般都会给员工提供激励计划，这也是很多公司鼓

励大家前进的动力。由于海外的公司法和中国的公司法有很大区别，在 Cayman、BVI 或美国做激励计划比较容易，在国内却有很多问题。比如外管局 2012 年颁布的 7 号文（《境内个人参与境外上市员工持股计划和认股期权计划等外汇管理操作规程》）规定：如果一个海外上市公司的员工要行权，将外币换回人民币，需要遵循 7 号文中个人参与股权激励计划所得的划转程序。但实际操作中，没有人这样做，因为员工一般将期权视为一种奖金，直接领取差价。如果一个期权允许员工 2 元一股购买，现在股票涨到了 8 元，员工会要求公司直接帮助卖出领取 6 元的差价。因此，7 号文是一个服务性规范而不是管理性规范，不遵守也没关系。一些大的公司会遵守 7 号文，但很多公司不会在意，因为它并没有对行权产生实质的障碍。国内目前行权的限额是每人每年 5 万美元，普通员工都达不到这个额度，高管又往往不急于将外币换回人民币。所以 7 号文在实践中重要性并不高。

根据相关法规，个人参与股权激励计划所得应缴纳个人所得税。总体原则为：如果境外上市公司授予员工股票，则将来员工出售股票时所得应缴纳个人所得税；如果境外上市公司授予员工期权，则在员工行权以及未来出售股票之时，员工都可能需按照一定的计算方法缴纳所得税，并且，对于上述应征个人所得税，实施股权激励计划的公司有代扣代缴的义务。

七、中国概念股回归路径

从 2011 年起，中概股面临滑铁卢，很多准备赴美上市的公司都放弃上市或上市失败； 很多公司在美国一上市，就跌破发行价；还有一些公司不断被猎杀、被做空；数十家公司在美国被摘牌。在这一背景下，整个中概股在美国股价暴跌、诉讼爆发，很多被停牌。一些

公司账上的现金比市值还高，因此部分公司开始反击：一些公司通过积极应诉、起诉做空的机构，甚至起诉纳斯达克应对；另一些公司则通过提高信息透明度、加强沟通应对，如新东方；还有一些公司选择退出美国市场，私有化再重新上市，通过所谓的“红筹回归’，在沪深市场重新上市；也有一些企业从美国（或香港）退出后选择香港（或美国）重新上市，例如阿里巴巴将香港 B2B 的部分退出准备到美国上市。

所谓“红筹回归”，就是将海外的架构翻回来，去掉海外架构，变成纯国内架构。但是如果采用 VIE 在美国上市后退出，打算在香港重新上市，要注意 VIE 在香港有严格限制。一个典型的案例是启明星辰。启明星辰从 2005 年起筹划境外上市，也是搭建 VIE 的架构，后来启明星辰认为 A 股市场更适合，因此决定终止 VIE 海外协议，重新回到 A 股上市。在回到 A 股的过程中，他们进行了几步动作：包括关掉海外架构，要求海外投资人直接到上市公司担任股东，将资金投入到公司实体等，最终通过新架构顺利在 A 股登陆上市。启明星辰及其子公司所从事的计算机信息系统集成业务本身在《外商投资产业指导目录》中并未被纳入限制类或禁止类产业。而法律中只是明确禁止外商独资、中外合资、中外合作企业从事相关业务。因此，启明星辰用全资子公司持有相关涉密资质，的确没有直接违反相关的法律、法规。

总体说，中概股回归路径在国内是走得通的。要注意，一是确保回归不构成控股人和实际控制人的变更，否则受中国要求的限制就要等三年、中国的创业板要等两年。第二，境外架构、境内架构等协议要确保过程合规，如果翻出去的过程中有重大瑕疵会对翻回来有障碍，资金流动和税务要妥善处理，粗暴避税会导致不合规。第三，境外投资者在什么时间进入也会对未来上市后的限售期有影响。对于投资人

来说，希望限售期越短越好，如果不小心做了发起人，按照外资有关的法规，从做股东起三年内不许卖出。

八、海外融资上市最新发展趋势

1、私有化

私有化比较热门，据传盛大最近要进行私有化。在香港市场，由于中概股相对华尔街没有面临过严重的质疑，私有化会少一些。在香港阿里巴巴 B2B 私有化主要是为了配合集团整体上市的战略，小肥羊退市主要是由于被百盛集团收购。

私有化的优点是有助于公司的发展战略，减少信息披露，另外可以重新考虑选择资本市场。某些行业在美国估值很低，在香港估值会高一些，可以从美国退出到香港重新上市。A 股虽然上市麻烦，但普遍市盈率较高，有一些公司在美国股市融资很少，维护成本又很高，因此会考虑退出。

2、上市公司海外发债

另一个趋势是，很多上市公司交易不好，但可以运用上市平台发债。如百度最近发行了 10 亿美元债务，因为海外发债程序简单：评级、路演、有人投钱就可以了，利率也比较低。加之存在人民币升值预期，发债是很流行的做法。特别是在房地产行业，即使评级不是特别高，发到 8%的利息，在海外已经很高，但同国内影子银行比还是低很多。

3、中概股强势回归海外市场

今年第一个上的公司是达内，此外还有京东、聚美优品及猎豹等，掀起了一个新的小高潮。最近陆续还有很多，8 月阿里巴巴可能也会登陆美国资本市场。

九、问答环节

Q1：不久之前中概股在美国遭受了质疑，现在中概股强势回归海外市场，是因为信息披露更加透明，还是国内 IPO 停滞造成的，转变的主要原因是什么？

A1：原因很复杂。前两年中概股被打压，与美国 08 年金融危机、欧债危机等经济整体不理想有一定关系，另外一些公司确实存在造假等问题，造成市场对中概股普遍比较质疑。在美国上市的，除了国企，大部分都使用 VIE 架构，给美国带来了一些恐慌。美国的资本市场在中概股回归前已经开始复苏，过去的两年表现不错，这次回归也是通过一段时间的摸索，各个公司普遍提高了在美国资本市场的自我要求。尽管美国上市容易，但如果招股书说到而没有做到的话会损失惨重。比如这次强势回归的最先破冰在美国上市的公司之一，由于招股书承诺的很多预期没有达到，跌的很惨。因此大部分的公司吸取了之前的教训，加之一些公司厚积薄发，到了收获的季节。当然，也不排除资本市场投资者的忘性较大。

Q2：中国企业在海外上市地点的选择，互联网主要选择了美国，房地产主要选择了香港，除了资格要求的区别以外，还有无其他原因？

A2：首先，选择资本市场时要看自己的资格能否符合。互联网行业选美国，是因为到香港不符合资格。由于盈利不足，主板不符合条件，而香港创业板又不够活跃，所以只能去美国。第二，美国是一个对预期很看重的市场，如果承诺会兑现，会带来很丰厚的回报。像人人、京东等一直用的是市销率，因为公司一直不盈利，而现在京东 400 亿的市值是苏宁国美的好多倍。唯品会是在中债股的低潮期上市的，当时 10 美元上市，一度跌到 4 美元，现在是 160 美元。美国是一个相信希望的市场，只要能慢慢做好，会相信你讲的预期。

房地产行业喜欢去香港，主要是因为中国的房地产是一个特殊的

行业。在房地产行业中，真正的跨国公司寥寥无几，在房地产做的外资主要都是华人圈的，如香港、新加坡，这是中国市场的特点。中国土地使用权年限、对地块的理解、与大经济环境密切的关系，都使得外资望而却步。国内房地产公司在美国普遍表现很差。因此房地产公司多选择在香港上市。很多房地产公司出于利用外资优惠等原因在早期搭建了海外架构，并且老板与香港方面联系较多，整个产业的导向，主要是模仿香港、新加坡。

不仅是房地产，传统的零售业如国美，在香港也比在美国受欢迎。在美国上市的一个连锁超市，上市后一直得不到认可。另一个例子是乐语，它是一个类似于迪信通模式的手机销售商，与国美也有些类似，但它在美国上市后一直不被理解，最后私有化退出了。因为美国的投资者包括很多分析师一直担忧：乐语的业务如果由中国移动去做，乐语就没有生意可做了。这种担忧是由于美国没有类似于乐语的手机零售商，手机都是运营商定制的，由运营商自己销售手机，例如苹果和AT&T。所以在行业的理解性上来说，企业也有一些考虑。企业自身的条件、资本市场大环境的认可、还有对中国整个经营环境的认可，在美国和香港都存在很大的差别。

第 47 辑

(2014.6.20)

中国保险资金运用的创新与发展

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

段国圣先生，经济学博士后，研究员、教授，现任泰康人寿保险股份有限公司执行副总裁兼首席投资官、泰康资产管理有限责任公司首席执行官。1995 年涉足保险投资领域，2002 年 12 月加盟泰康，具有近 20 年的保险投资管理经验，带领泰康投资团队取得了优秀的投资业绩。曾任中国平安博士后工作站指导教师，是中国保险业偿付能力监管标准委员会第一届、第二届委员。段先生先后获得理学硕士、工学博士学位。

一、保险投资新政为保险资金运用带来重大机遇

1、保险资金运用总体情况：资产规模快速上涨，2011 年出现转折

2003 年-2011 年中国保险业曾迎来非常快速的增长期，主要由于几个原因：第一，中国宏观经济快速发展。第二，这一阶段中国保险业制度的一些创新带来了巨大影响：一是营销员制度，二是 2003 年前后，引入了商业银行代理销售保险的模式。第三，2007 年中国资本市场的兴起，股票市场出现了一轮牛市，大部分保险公司即使管

理水平不高，也取得了非常丰厚的收益，使得保险公司拥有更多费用以给予客户更多回报，这对中国保险事业的发展起到了重要的推进作用。

2008 年 4 万亿投资之后，许多人对 4 万亿产生了批评，中央银行也开始适度收紧货币供应，一系列行为使原本支持中国保险业发展的因素产生了变化。2011 年是中国保险业的转折点，保费的增长为负 8%左右，而事实上，保费统计口径存在一个问题，与商业银行的贷款余额不同，保费统计口径中只统计了当年新增保费的数据，没有统计到期和退保的数据。如果按照严格的标准统计，同时考虑到期和退保的情况，2011 年保费的增长可能会更差。

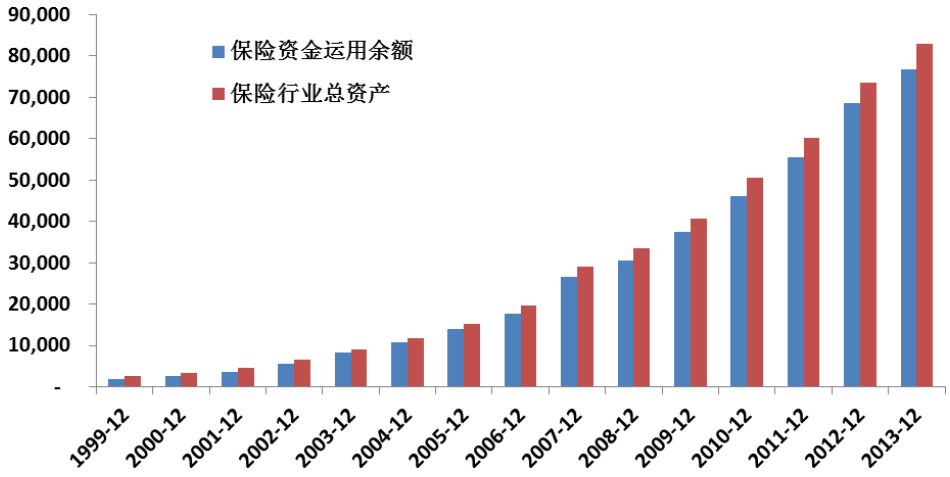


图 1：保险行业总资产与资金运用余额（单位：亿元）

2、投资新政颁布前，保险资产配置单一，保险公司普遍面临“三低一高”的局面

第一，保险投资品种非常有限。2012 年中国保监会推出了一系列投资新政策，在此之前，保险资金运用存在一些问题，主要体现为可匹配负债的资产类别少和投资渠道狭窄，保险投资品种非常有限。其一，投资于传统固定收益类产品，包括国债、金融债、有担保的企

业债、商业银行存款等。按照监管规定很多保险公司不能投资真正的信用债，只能投资有担保的企业债或者利率债，无法覆盖保险行业的资金成本。尽管当时允许投资于基础设施，但受到严格管制，保险业如果想要投资于基础设施，必须要保监会批准。因此，从 2007 年到 2012 年，中国保险业投资于基础设施债权的数量，仅有区区 1000 亿左右。其二，投资于权益类资产，权益类资产主要投资于 A 股，购买中国境内的基金公司基金产品。保险公司也可以投资于香港市场，但仅限香港主板市场中国有企业发行的股票。保险资金唯一可以获取超额收益的投资品种就是股票，保险公司寄希望于股票的上涨。而权益市场的波动很大，对保险公司盈利和偿付能力造成巨大影响，甚至影响到整个保险行业的可持续发展。其三，投资于现金类资产。投资品种受限导致保险资产配置比较单一。2011 年、2012 年市场表现不好时，保险公司资产配置比较单一，保险公司主要配置资产为银行存款和传统公开市场债券（主要是国债、金融债和企业债），占比高达 80%-90%；权益类资产（主要是基金、股票和股权）配置比例保持在 10%-15% 左右（2007 年大牛市，权益资产配置比例上升至 27%历史最高值），其他资产 2%-5%。保险新政颁布后，保险行业大类资产配置比例发生了明显变化，其他投资（创新金融产品、股权、房地产等）增加较快。

第二，投资新政颁布前，保险行业投资收益持续走低。2001-2012 年，除 2006、2007、2009 年因股票市场的牛市以外，保险行业投资收益率整体偏低。剔除 2007 年业绩数据，2001-2012 平均投资收益率 3.86%，低于 2001-2012 年 5 年定期存款利率的均值（4%）。2012 年下半年以来，保监会出台了一系列投资新政，拓宽保险资金运用范围，有效地改善了行业投资收益水平。2013 年，保险资金运用投资收益率达到 5.04%，主要有两方面原因：一是保险投资新政直

接带来投资品种和投资收益的增加，二是 2013 年股票市场给整个行业带来的收益情况比前两年好。

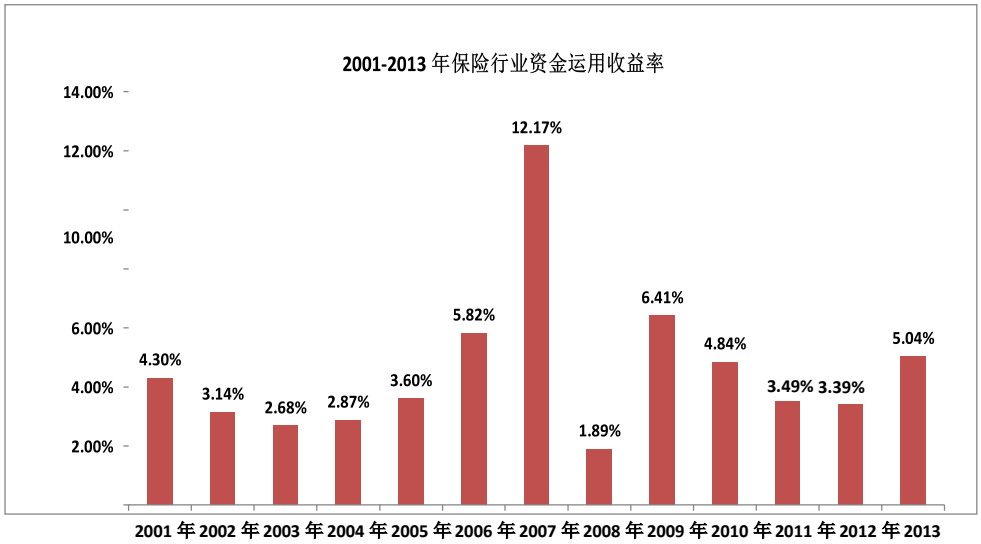


图 2：2001-2013 年保险行业资金运用收益率

第三，投资新政颁布前，保险公司普遍面临“三低一高”的局面。由于投资渠道单一、投资收益率不能覆盖保险负债成本，导致保险公司普遍面临则会出现“三低一高”的局面，表现为偿付能力低、行业利润率低、保费增速回落及业务获取成本（负债成本）高。一是行业偿付能力充足率整体较低，且受权益市场波动影响很大。2003 年-2013 年，除太保和新华 IPO 补充资本金、人保寿险补充资本金导致偿付能力充足率上升外，主要寿险公司偿付能力充足率呈整体下降趋势。截止 2013 年末，除中国人寿以外，主要寿险公司的偿付能力充足率保持 160%-200%之间，平均为 178%。在偿付能力变化趋势中可以看出，偿付能力受权益市场波动的影响很大，2010-2011 年权益市场大幅下跌导致保险公司偿付能力下降，接近监管下限。二是新政颁布前，保险行业经营利润率持续下滑。新政颁布前的 2010 年-2012 年，受投资收益低迷的影响，主要上市保险公司的 ROE 持续下滑，2012 年中国人寿 ROE 降至 5.0%，中国太保 5.28%，中国

人保为 10.45%，新华保险为 8.18%；中国平安因为有银行业务好于行业平均水平，达到 12.56%。2012 年新政颁布以后，投资收益提升导致行业主要公司的 ROE 开始回升。三是资金运用收益低导致行业保费收入增速总体下滑。2008 年以来，由于资金运用收益率总体变现不佳，保险行业保费收入增速呈总体下滑趋势。特别是人身险保费增速，从 2008 年的超过 40% 一直下滑至 2011 年负增长 8.57%，2013 年由于投资新政带来收益率的提升，保费收入增速回升至 8.4%。四是赔付支出大幅增加。2010 年以来，行业保费收入增速快速回落，与此同时，赔付支出增速大幅上升，增速超过保费收入增速。五是行业主要公司退保率快速上升、保单获取成本总体提升。近些年，保险公司超过 50%的保费来自商业银行代理。在商业银行代理销售中，存在诸多不规范的销售误导行为，为退保埋下了隐患。在这一期间，由于信贷规模管制、存贷比要求等，商业银行发行了大量利率市场化产品，包括推行信托公司的信托产品、商业银行的理财产品等，这类产品在 2011 年到 2013 年提供的收益率都比较高，对保险产品产生了一定的替代作用，同时由于保险投资于股票的收益情况不好，保险产品难以匹敌商业银行存款，更比不上银行的理财产品和信托产品，退保率大大增加。2009 年以来，行业主要公司退保率大幅上升；2009 年-2012 年，主要公司保单获取成本（佣金手续费+其他费用，不含管理费）/已赚保费持续上行，2013 年略有回落（主要原因是 2013 年保险公司控制费用支出），但总体呈上行态势。

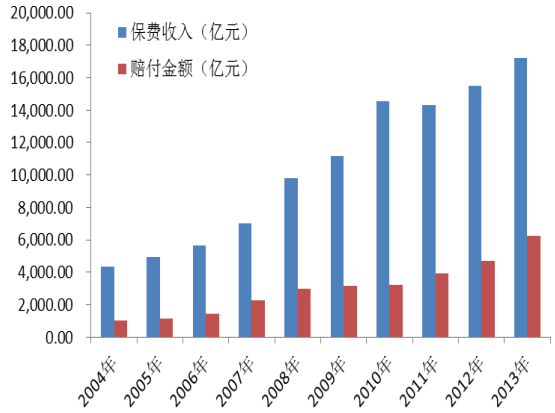


图 3：2004 年-2013 年保险行业保费收入及赔付金额

3、投资新政为保险资产管理带来重大机遇

第一，大大拓宽了保险资金的运用渠道

2012 年以来，监管部门持续推进保险资金运用的市场化改革，颁布了一系列资金运用新政，为保险资金运用松绑，给保险公司更多的投资自主权。保险投资新政的出台，大大拓宽了保险资金的运用渠道，对于转变保险公司盈利模式、提升保险资金运用收益具有非常重要的意义。一是扩大固定收益证券投资范围：进一步扩大债券品种特别是信用品种投资范围，允许保险公司投资信贷资产支持证券和创新型固定收益品种，信用品种配置比例有所放宽。二是简化基础设施审批流程：过去保险公司投资于基础设施要到保监会报备，与其说是报备，实质上是审批制，从报备到审批合格需要一年时间的情况屡见不鲜。过去也不仅仅是流程问题，基础设施有许多具体的指标，如果对企业做一个债权计划，对偿债主体的经营指标有非常严格的限定，担保也有诸多限制。如果债权计划需要商业银行担保，担保主体要求为全国股份制上市银行。新政出台后，基础设施债权发行由过去的审核制改为注册备案制，放宽对偿债主体和投资项目的资质要求及担保要求，担保方式多元化。三是放宽股权投资范围：原来保险公司投资于

非上市公司股权限定于三个行业，新政出台后，放宽对保险公司投资 PE 的条件要求；提高保险公司可投资比例；增加了能源、资源、现代农业、新型商贸流通行业的投资。表面上看，现在保险公司投资 PE 仅限于七个行业，但实际保监会的行业划分并不属于标准的行业划分，很多行业都可以归结为能源、资源、现代农业、金融、汽车、医疗等，于是几乎覆盖了所有行业。四是开放金融产品投资：开放了商业银行理财产品、信贷资产支持证券、集合资金信托计划、券商专项资产管理计划、不动产投资计划等金融产品的投资。保监会规定，信托产品只能是集合信托，不能是单一信托，除了保险公司外，必须有其他购买方购买。但这个问题并不难以解决，保险公司可以将 10 亿的信托计划卖出 100 万用于规避单一信托限制，因此集合信托使得保险公司的投资范围变得非常宽泛。第五，提供风险对冲工具：保险公司可以参与金融衍生品及股指期货交易，对风险头寸进行套期保值，降低组合风险。现在主要分三部分，第一部分是利率掉期，将浮动收益产品变为固定收益产品。第二部分是汇率掉期，国内保险公司这部分需求量较大，这是由于保险公司所有的负债几乎都是人民币，到境外投资必然会出现汇率敞口。第三部分是股指期货，关于融资融券、国债期货业务，保险公司在与保监会进行沟通，最近保监会出台了关于融资融券业务的指引，允许保险公司参与到证券公司融资的过程中去。第六，拓宽境外投资市场及投资品种：进一步开放境外市场投资，可投资的市场范围包括 25 个主要发达国家和 20 个新兴市场；投资品种覆盖权益、固定收益、不动产、基金、PE、REITs 等大类品种；允许投资衍生产品进行风险管理和风险对冲，保险公司保费的 15% 可以投资到境外市场。第七，允许投资创业板股票：促进保险业支持经济结构调整和转型升级，支持中小企业发展，优化保险资产配置结构，允许保险资金投资创业板上市公司股票，使得保险公司能够分享

中国经济转型带来的成果。

第二，投资新政强化能力建设，促进保险资管双向开放

2013 年，保监会发布《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，重启保险资管产品试点，允许保险资产管理公司发行“一对一”定向资产管理产品和“一对多”集合产品，投资人从保险业内拓展到业外，投资范围也从传统的固定收益拓展到权益投资。保险公司可以以专户的形式，令银行将部分资产委托给保险资产管理公司，也可以发行产品，由其他机构或个人进行管理。

此外，过去保监会虽然允许保险公司成立资产管理公司，但是成立公司后并不是什么业务都可以开展，存在牌照管理。有的资产管理公司成立之初只可以投资于股票，有的公司可以投资于债券但仅限于担保债，有的公司不许投资于基础设施，有的公司不许进行 PE 投资，事实上对业务进行了分类。成立资产管理公司，可能只能做十几项业务中的几项，想要开展其他业务则要到保监会进行认证，获取牌照。此次新政保监会对牌照获得的条件进行了简化。

按资产规模来看，85%保险公司都有自身的资产管理公司，保险公司都会将自身的保费资产委托给自己的资产管理公司进行管理。在新政推出之前，保监会放松了一些，允许保险资产管理公司承接自己集团以外的保险公司委托的资产。泰康资产管理公司，除承接泰康人寿、泰康养老等集团内的业务，也承接了 60 家左右中小型保险公司的资金委托，进行股票和债券投资。2013 年，保监会发布《保险资金委托投资管理暂行办法》，允许保险公司将资产委托给证券公司、基金等投资机构。保险公司认为，在可以把自身资产委托给其他公司进行管理的同时，也应当允许保险资产管理公司管理外部其他公司的资产，因此此次新政扩大了保险资产管理机构委托与受托业务范围，允许保险资管受托业外资产。

2013 年保监会与证监会联合发布《保险机构投资设立基金管理公司试点办法》支持保险机构投资设立基金公司，可以申请设立基金管理公司的保险机构包括保险公司、保险集团公司、保险资产管理公司和其他保险机构。保险公司的资产管理公司可以作为股东发起一个基金公司在证监会领取牌照从事公募业务，也可以保险公司的资产管理公司直接到证监会申请牌照。新政颁布后，中国人寿选择作为股东申请基金子公司，并在证监会申请了牌照。泰康保险资产管理公司直接申请允许开展公募的牌照，发行公募产品。

第三，形成市场化、多层次的监管体系、整合各类监管比例

2014 年，保监会进一步推动保险资金运用监管的市场化改革。发布《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，对保险投资管理的监管比例和监管方式进行重大改革，重新定义大类资产，将保险公司投资资产划分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他类金融资产五大类。整合各类监管比例，设立大类资产监管比例和集中度监管比例，同时设立风险监测比例，形成多层次监管比例框架。过去在每一个品种当中，保监会有众多的比例管理，担保、无担保债券、股票等等资产有诸多比例限制，此次对资产按大类划分为五类，设立大类监管比例，在比例中具体的小的比例由保险公司自行调节。试点存量保单投资蓝筹股：启动存量保单投资蓝筹股试点，允许部分持有历史存量保单的保险公司设立独立账户进行封闭式管理，由保险公司根据资产负债情况自主决定投资比例对蓝筹股投资实施逆周期资产认可标准。

第四，保险新政使得开展全面的资产配置成为可能

保险投资新政为保险资金开展资产配置提供了更多的基础投资工具，从传统公开市场投资拓展到基础设施、股权、不动产等另类投资以及境外投资和金融衍生品交易，使保险公司开展真正意义上的资

产配置成为可能。

从资金来源讲，包括集团内的资金和集团外其他保险机构的资金，另一个重要的部分是企业年金。泰康现在是国内企业年金第三大资产管理机构，企业年金是一个重要的资金来源，国内有 20 家机构，其中有 6 家保险机构，其他主要是基金和券商作为年金的主要管理机构。

保险新政颁布后，保险公司加大了创新产品投资力度。保险新政颁布以来，保险公司投资策略是抓住保监会政策放开的契机，加快创新产品和新渠道的投资力度，特别是债权投资计划、股权投资计划、创新类金融产品、投资性房地产的投资。截止 2013 年 12 月 31 日，非传统投资占比到达 8.57%，增长非常迅速。

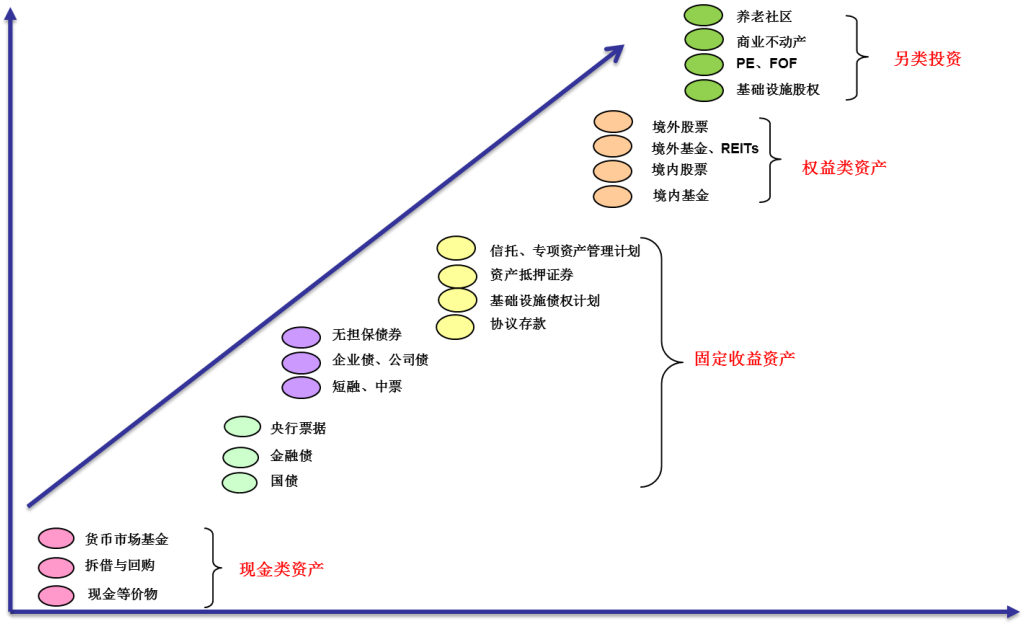


图 4：保险资金资产种类

二、保险资金运用的特点与优势

1、保险资金的特点

保险资金的特点主要体现在其负债特性上。保险公司根据大数定理等保险原理，通过向投保人提供保险产品收取保险费，承诺对投保人的生命、财产提供风险转移和保险保障服务，这种提前收取的保费

在扣除一定成本费用之后，主要用于未来的保险赔付，形成保险公司负债项目中的责任准备金。责任准备金是保险公司可运用资金的主要构成部分，因此保险资金的特性主要是由保险产品的特点作决定的。主要有以下几个特点：

保险资金可投资期限较长。从保险产品的期限特征看，传统寿险是一种期限很长的保险产品，其期限通常在 15 年以上。部分产品期限甚至在 30 年以上。寿险分红险是一种期限中等的产品，其期限一般在 5 年以上，部分产品的期限也达到了 10 年甚至 20 年。万能险、投连险等投资型产品，投资期限通常短于传统寿险，且不同的投资型产品期限差异较大，但在实践中这类寿险产品的实际资金滞留期限通常在 5 年以上。总体而言，寿险公司的负债具有显著的长期特性。

保险资金通常具有最低收益要求。在寿险负债中，传统保障型产品在定价中设定预定利率（负债准备金的预定增长率），保险资金投资必须超越产品精算设定的预定利率。分红险产品除了精算预定利率之外，还要考虑具有市场竞争力的分红利率以及保险公司运营费用率等，其负债成本相对较高，在目前的收益分配机制下，如果分红险投资收益低于负债成本，则保险公司将承担资本风险。万能险是固定保底加浮动收益型产品，与分红险有相似的收益要求。

保险资金具有较强的利率敏感性。寿险资金运用面临的最主要风险是利率风险。由于保单存续期一般都长达 20 至 30 年，相应的在资金运用中要考虑 20 至 30 年存续期的投资与之相匹配。由于寿险资金大部分投资于固定收益资产，对利率的变动非常敏感，特别是存续期长的固定收益资产，对利率的敏感性更高，市场利率的微小波动会导致资产价值的较大变动。另一方面，由于寿险公司的资产和负债都是利率敏感性的，利率的波动不仅会导致资产价值的变动，而且会

导致负债价值的变动，从而打破资产和负债之间的平衡，使未来的资产、负债特征变得不对称，给保险公司的正常经营带来风险。

2、保险投资的核心：资产负债管理

在保险公司中，通常由资产负债委员会制定资产负债管理政策，一般包括首席投资官，首席财务官，精算师和首席风险官构成，由其来决定公司的风险预算和财务目标。

由于保险负债的长期性特征，资产负债管理一直以来都是保险资金运用的重要基础，良好的资产负债状态是保险公司生存与可持续发展的基石。资产负债管理理念贯穿了保险公司经营的全过程。保险产品设计、准备金提取、投资策略制定、流动性管理、再保险安排等等，都是资产负债管理的重要组成部分。纵观国内外保险业发展的历史，如果不重视资产负债管理，保险公司将会遭受重大损失。

资产负债管理不仅仅是技术问题，更重要的是资产方和负债方要建立相互沟通和协调的机制。资产方和负债方只有在产品设计、销售策略、价值导向及投资策略等方面加强沟通和相互理解，建立良性互动机制，形成联动解决方案，才能够做好资产负债管理。国内很多公司资产负债管理得不好，并不是因为国内人员不懂得资产负债管理的技术，而是负债方和资产方的沟通存在重大的问题。例如销售下滑时，负债方指责资产方销售回报做得不好，使得其保费下滑；资产方也会指责负债方其他的问题，形成了负反馈，效果不好。

3、保险资产配置的国际经验

美国：以固定收益投资、长期持有为主

从美国寿险公司资产配置结构的演变可以看出，尽管 2003 年-2012 年美国经历过繁荣和衰退两个不同的经济周期，其大类资产配置结构并未发生明显变化，仍以固定收益资产配置为核心。2003 年-2008 年固定收益资产配置比例达平均达到 85%以上，其中：债券

配置比例达到 72.46%，抵押贷款占比 9.64%，保单贷款占比 3.67%，而且固定收益资产配置比例非常稳定。从美国寿险公司债券资产配置结构看，配置品种主要集中于高收益的企业债，其次是抵押债券和政府债。寿险公司是美国企业债的最大投资者，2003 年-2012 年，企业债投资比例一直保持在 45%以上。从美国寿险公司债券资产期限结构看，以长期债券投资为主，与寿险的长期负债特性相对应，1 年期以下的品种占比在 10% 左右，5 年期以上品种的占比合计超过 60%。2008 年-2012 年，5 年期以上债券资产占比分别为 60%、60.7%、62.5%、63.8%,、63.5%。

德国、日本、英国寿险公司情况

德国寿险公司资产配置同样体现出以固定收益资产配置为主的特点，和美国基本保持稳定不同，2008 年欧债危机之后，德国寿险公司固定收益资产配置比例从 81%大幅上升接近 90%，体现出极其稳健的风格。日本寿险公司资产配置同样体现出以固定收益资产配置为主的特点，固定收益资产配置比例一直呈上升趋势。2008 年金融危机后，固定收益资产（债券和贷款）占比上升较快，从 2006 年的 69.1%提升至 2011 年的 82.76%。英国寿险公司资产配置与美国、德国、日本寿险公司资产配置有较大的差别，权益资产的配置比例相对较高，超过了各类证券（债券、抵押贷款、公共部门贷款及海外投资）投资占比。造成这一现象的原因：一是英国保险资产中投资连结保险产品占比较高，与其他主要市场的资产结构明显不同;二是英国监管模式为保险公司从事高风险投资创造出宽松的环境。以上两个因素促使英国寿险公司权益资产配置占比较高，2005-2012 年平均达到 41.4%。

4、保险资金在基础设施投资等领域的竞争优势

保险公司与金融同业相比，在基础设施、不动产、股权等投资领

域具有很强的竞争力，这些领域都是保险资金的长项，保险公司的竞争优势主要体现在保险资金的长期性。特别是在一些夹层领域，例如股债结合、优先股，这些领域期限特别长，资金量特别大，但回报不高，仅为 6%-8%。

基础设施等很多投资领域的资产是长期资产，比如公路、隧道、天然气管道等基础设施的建设周期和运营周期都很长，需要长期资金与之相匹配。非保险金融机构如果用大量资金投资基础设施等资产，资金沉淀时间长、回报低，无法满足短期、快速回报的要求。另一方面，由于基础设施投资受国家宏观政策、发展规划、产业政策以及财政税收等方面的影响较大，预期现金流回报受到较多干扰而有较大的不确定性。考虑到不确定性带来的风险成本，投资基础设施的回报并不高，寻求较高回报的投资者不会投资基础设施等领域。目前市场上99%的信托产品和银行理财产品都是短期产品，没有真正长期限的信托产品和银行理财产品，这些产品的投资模式本质上是“以短搏长”通过资金错配进行投资，这种投资模式在流动性紧张的时候可能出现较大的风险，是不可持续的。

银行贷款实际成本远高于保险资金成本，而且各项限制条件很多（如必须保有一定量的存款等），保险资金可以通过产品创新满足客户的需求，灵活设计产品结构、强化增信等措施，能够满足企业多样化的融资需求。

三、保险资金运用面临的挑战

1、中国宏观经济进入趋势下行阶段

当前中国经济面临周期性放缓和结构转型的双重压力，在“去杠杆”和“去产能”的压力下，投资增速继续回落，居民可支配收入增长缓慢，导致消费增长乏力，发达经济体对中国出口增速的拉动作用

下降，经济趋势下行的压力加大。2014 年 1 季度 GDP 增速 7.4%，创 2009 年 1 季度以来的新低。

此外，虽然去杠杆过程中发生大规模系统性风险的概率很低，但可能触发局部信用风险。而房地产市场也进入了调整期。

2、利率费率市场化改革推升负债成本，加大资产负债匹配难度

保险资金运用主要以固定收益投资为主，在市场利率较高的时期，如果有充沛的保费现金流进行投资，对提升固定收益资产长期收益水平是非常有利的；在市场利率较低的时期，如果资金充裕而被动进行大量低收益资产的配置，将会拉低固定收益资产的收益率。但是在利率较高的时期，尽管保险投资需要资金，由于受到各种高利率产品的竞争以及退保等因素，保费现金流会大幅减少；而在利率较低的时期，保险投资不需要大量的资金，此时由于保险公司冲规模等原因，保费现金流却往往比较充裕。这种市场配置时机与保费现金流脱节的现象，非常不利于保险资金运用和长期资产匹配，对保险公司业绩和价值造成损害。

综合判断，在利率和费率市场化改革的大背景下，保险负债成本的整体提升是趋势性的，短期内不容易扭转。尽管保险资金投资收益有所增长，但是保险负债成本的提高也非常快。当前保险行业仍然处于比较困难的时期，行业竞争加剧以及利率高企等因素将对保费收入造成冲击，银行保险特别是高现金价值产品的波动可能加大，未来几年退保可能大量增加，投资现金流可能持续减少。负债成本提升也对投资收益提出较高要求。这些不利因素加大了资产负债管理的难度。

3、大资管时代金融业竞争日趋激烈

在资产管理方面，金融市场已经进入了真正意义上的“大资管时代”。在“大资管时代”，金融投资不仅仅局限于公开市场投资，还扩展到依托实体经济和金融产业链分工的各个领域，如基础设施、私

募股权、不动产、信托、资管产品、理财产品等各个资产管理领域，所有金融行业包括银行、信托公司、券商资管、基金专业子公司等各金融机构在同一平台上、在跨资产管理领域展开了激烈的竞争。

目前，保险资产管理公司管理着保险行业 90%的资产。过去保险资管竞争对手是同业，现在则要同银行、信托公司、证券公司、PE投资机构和基金公司展开同台竞技，因为各类金融实体开展的资管业务实质上已经趋同，这在专业上给保险资管提出了严峻的挑战。这几年保费增速不高很重要的一个原因就是替代产品大量出现，投资者可以在信托、银行理财产品、券商资管产品、保险产品之间进行充分选择，其结果是保险产品很容易被替代。

4、保险机构非标业务投资管理能力还存在差距

保险资管在固定收益领域的投资水平在所有金融行业中是比较高的，股票市场的投资水平也不是很低。综合来看，保险资管在整个市场中的投资水平是比较高的，但是在非标投资业务方面，同信托公司等其他同业有还一定的差距，主要是在市场化程度以及人才储备等方面存在差距。

对信托计划的投资放开后，保险资管面临的一个重大挑战是风险管理能力。保险投资涉及领域众多，保险资金配置的信托产品中大量投资于基础设施领域。中国经济目前正处于经济下行周期，很多结构性问题要解决，可能会触发经济和金融风险。

四、保险资金运用的创新：建立全面资产配置体系

1、建立多层次资产配置体系，积极把握优质资产配置机会

保险公司不仅要在传统的公开市场领域发掘优秀资产进行配置，而且要充分发挥保险资金长期性和灵活性的优势，在基础设施、非上市股权、不动产及金融产品等另类投资领域进行资产配置。

2、固定收益仍有中长期投资机会

从中长期来看，国内经济转型导致宏观基本面持续疲弱，经济面临较大的下行压力；从影响利率走势的通货膨胀看，总需求疲弱，通胀有一定的不确定性但大幅上升的概率很低，宏观基本面对固定收益市场将形成中长期的支撑。保险机构应从中长期配置角度出发，把握配置时机。

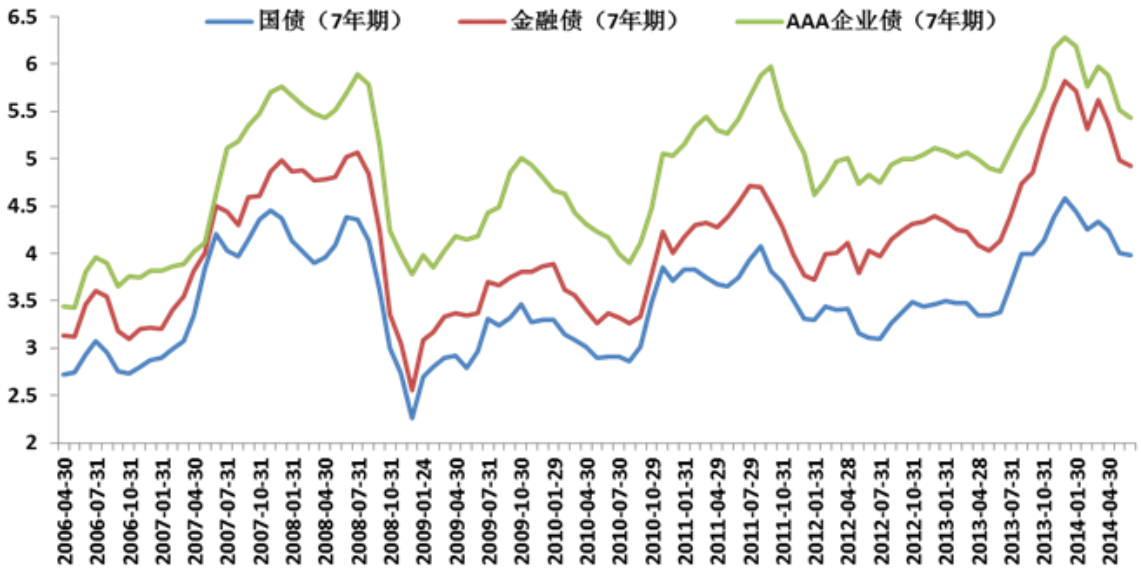


图 5:7 年期国债、金融债、AAA 企业债收益率 2006Q1-2014Q1（%）

3、权益投资规避系统性风险，抓住结构性投资机会

尽管中国经济总体趋势向下，但权益市场仍有重要的结构性机会。在经济转型的大背景下，符合政策导向和经济转型方向的新兴产业、新兴行业仍可能稳步增长甚至是快速增长，保险机构应当抓住经济结构转型的重大机遇，在保持权益仓位整体稳健的基础上，重点关注低估值及符合经济转型方向的行业，努力发掘投资机会。

4、从战略配置层面，抓住国企改革机遇，配置优质基础设施和股权资产

保险公司需要从战略上考虑配置期限长、安全性好、收益率高的

投资资产来弥补配置传统资产的缺陷，进一步加大基础设施、股权投资力度。应抓住国家经济转型和国企改革的战略机遇，获取优质战略资产。保险公司开展基础设施和股权投资要紧紧围绕经济转型和调结构的国家战略，打通保险资金和实体经济的联系，支持国家重点基础设施项目和战略性新兴产业的发展。要充分利用长期资金的优势，创新运用债权、股权、股债结合等多种方式积极开展基础设施投资，优化资产结构，降低资产负债错配风险，有效提高保险资金长期投资收益能力。

5、以夹层投资为突破口开展股权投资

夹层投资的收益特征符合保险资金匹配需求。优先股等夹层投资不仅可以使保险资金获得较高的回报，同时还解决企业融资问题。夹层投资具有持续稳定的回报，不需承担股权投资方式的收益波动风险。另一方面，保险资金沉淀大量的长期资金，需要长期、稳定回报的需求与夹层投资的资金特征相匹配，相比现有期限较短的信托、理财产品，保险资金可以提供 10 年期以上的融资。

2013年，以泰康资产管理公司作为牵头受托管理人发起设立“中石油西一、二线西部管道项目股权投资计划”，保险行业投资360亿元，与中国石油共同设立合资公司进行管道建设。该投资计划的设立为保险行业获取了长期稳健收益的战略性资产，是中国民营资本参与央企合作进行股权投资的标志性事件，开创了保险公司投资国家大型能源项目的先例，在业内形成良好示范效应与品牌效应。

6、基础设施投资

在基础设施投资领域保险资金进行了积极尝试。例如，京沪高铁股权投资计划于 2008 年 6 月 12 日设立，平安资产管理公司作为牵头发起人，泰康资产管理有限责任公司、太平洋资产管理有限责任公

司、太平资产管理有限公司作为共同发起人，总共有 7 家保险公司参与投资，总投资规模 160 亿元，其中泰康人寿认购 30 亿元，投资于京沪高速铁路股份有限公司。京沪高铁股权计划是保险机构以股权方式投资国家重大基础设施的第一单，对保险资金参与国家重大基础设好似投资具有重要的示范作用和指导意义，是一次重大的创新。在合理控制风险的情况下，保险资金投资京沪高铁不仅具有较好的经济效益，也有很好的社会效益，目前已经开始进入盈利阶段。

7、抢占先机，稳步推进养老社区投资

目前泰康人寿在养老社区建设上已抢占先机，泰康起步早，坚持走高端连锁战略，聚焦持有型养老物业，深耕核心区域和城市，商业模式成熟，已基本完成了全国一线城市布局，处于国内领先地位。

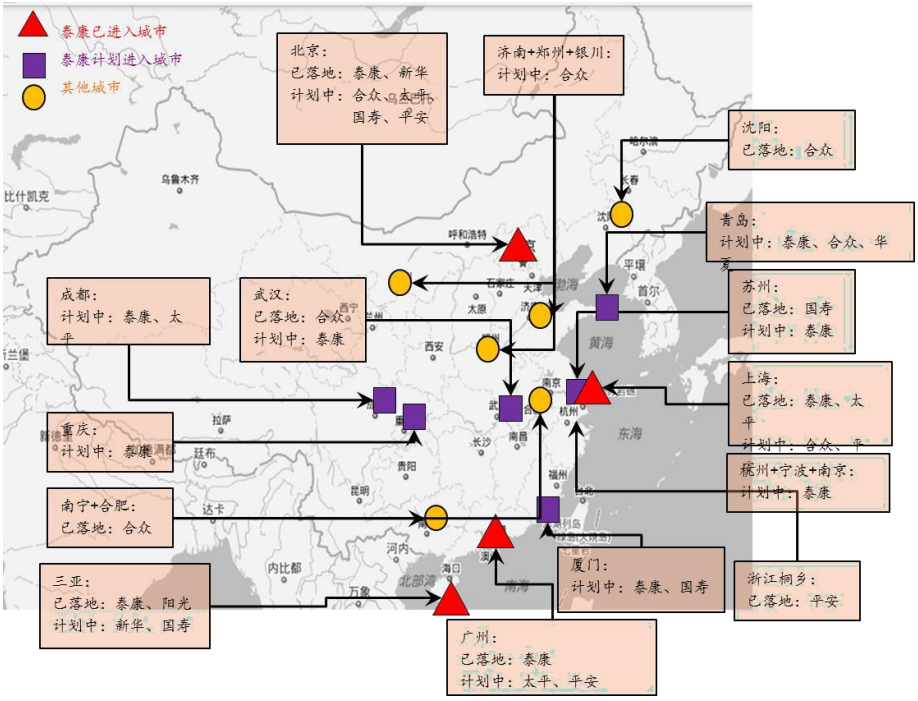


图 6：养老社区投资图

8、拓展新的投资领域，探索海外资产配置

保险公司投资境外市场最大的障碍是投资管理能力，目前保险公

司全球资产配置的能力相对较弱，要着力提升对国际宏观和资本市场投资研究水平，打造全球资产配置能力。

9、运用金融衍生品投资提高资产配置效率

多元化投资虽然可以降低资产整体风险，但不能消除市场波动风险，金融衍生品可作为直接、有效和低成本的资产管理工具直接对冲市场波动风险。目前保险机构已经开展利率互换、外汇远期等衍生品交易试点工作并取得了很好的效果。保险机构参与金融衍生品交易只限于套期保值、锁定收益或锁定资金价格，金融衍生工具在保险资产管理和配置方面的作用还没有被充分发掘出来。随着中国金融市场的不断发展，各种金融衍生品工具日益丰富。

五、走专业化和市场化道路，加快投资管理创新

面对金融改革和“大资管”时代快速发展与激烈竞争，保险资产管理机构要应对利率、费率市场化改革和“大资管”带来的挑战，必须要在投资管理体制方面进行创新和改革，坚定地走市场化和专业化道路，无论是利率市场化、费率市场化还是各类资产管理机构的跨界经营与发展，都必须以市场为根本出发点，符合市场化要求的才能生存，否则终将被市场淘汰。如何在市场化的竞争中站稳脚跟继而稳步发展，专业化成为必然选择，专业化要求保险资产管理机构要建立现代投资治理架构，全面提升投资管理能力。

六、问答环节

Q1：未来一些大的保险资产管理公司会逐步发展自身公墓基金业务，与已有公募基金相比，保险公司开展公募业务有怎样的优势？

A1：近些年，公募基金变成一个红海，因为公募基金中大部分的基金生存很困难，只有三类基金公司表现较好。第一类是早期的老牌公司，在 2007 年积累了一定规模；第二类是找到了一定的靠山，

如银行系基金拥有很大的销售网络；第三类是依靠互联网，如天弘基金。保险公司要在公募基金中走出一条路并不容易，但仍存在一些优势:第一，保险资产管理公司与新成立的基金不同，有一定的品牌影响、人才和管理经验，现有的投资、人事、IT 系统都可以使用，投入不必很大。第二，保险资产管理公司的一部分人员和业务可以转化到基金公司中去。第三，保险公司与银行存在密切的联系，通过银行渠道进行销售比非银行系公司更具优势。第四，保险公司自身拥有一部分销售网络，这个销售网络如何转化为基金的销售网络还存在一些挑战。当然，除此之外还有很多创新的路要走。

Q2：保险的权益类投资受市场影响很大，在考核绝对收益指标的前提下，如何进行权益类资产的风险控制？在 2007、2008 年，整个保险行业权益类比例配套非常高，相当于在高点接盘，这一部分的比例如何控制？如何使用对冲机制来使配置更加符合绝对收益指标？

A2：保险行业在权益类的比例其实一直不算高，大部分时间的比例没有超过 15%，通常在 8%到 15%之间。2007 年比例高是由于在市场上涨的过程中比例被放大，达到 27%，但随后这一比例就下降了。2007 年保险公司在权益类资产中获得了很大盈利，泰康在这一年表现也非常好。但是，保险公司在权益类资产上仍旧吃了很多苦头，市场的波动给保险资管造成很大的困扰，所以整个保险行业投资于权益类资产的比例在下降。

中国人寿在权益类的比例较高，今年一季度中国人寿下降迅速，新华保险的权益类比例一直较低。平安人寿的比例没有受到太大影响，一直是在波动的，这与平安的考核机制有很大关系。因为平安的资产公司做相对收益，总体把关在集团的资产配置部门。为了防范收益波动，需要有一定风险预算，来做预算池的波动，使其不至于影响整个

公司的财务目标。当然，去年开始，保监会允许保险公司从事股指期货交易，但通过这一块完全覆盖波动风险还存在一定困难。总体上，保险公司是通过资产配置来控制资产波动风险的，但只能控制到一定程度，完全使波动消失时不可能的。

Q3：新政出台后，可以投资的品种扩大了很多，从实际组合来看，能否介绍一下现在占比较大的品种主要有哪些？在行业上有没有偏好和限制？14 年可能存在赔付高峰，对利润水平有何影响？

A3：产品品种主要分几类：总体来说投资比较分散，保监会会定期公告。第一类是保险公司基础设施债权或信托产品，增长较快。第二类是不动产，也占有不小的比重。从 2007 到 2012 年推行基础设施试点时，整个保险行业投资了 800 多亿，从 2012 年至今近两年投资了 9000 亿。产品分类比较散，主要包括能源，包括电力集团、上海城投等，产品中大部分由银行担保，股权投资比例很低。西气东输是优先股，中石油的 360 亿是最大的一单。南水北调和铁路由国家担保。房地产方面，大公司比较谨慎，投资比例很低，信用风险把控较严，个别中小公司会有涉及，是福是祸很难说。地方融资平台投资比例不小，但不能一概而论。

分红险大量到期，对保险公司存在负面影响，但主要是对现金流影响，会降低保险公司未来潜力或获利能力，而不是对当期利润的影响。现金流最重要的影响是到期收益率（YTM），要看到期收益率是否上升。例如，假设今年回报率很高，但是由于没有现金流，不能进行投资，使得未来一段时间资产的盈利能力出现问题。所以错过了提高期或战略机会期，因此说现金流对当期的利润并没有太大影响，但是会影响保险公司长期的竞争力。去年和今年都处于债券高收益期。在这一阶段现金不流入却流出，对保险公司的投资存在负面影响。投资中，现金流常常出现逆选择，当钱不值钱的时候保费很多，当收益

很高时却拿不到钱。保险公司还是有很强的销售能力，尽管分红险账户内存在负面影响，但保险公司还会开发很多新的品种，获得新的资金。

Q4：海外投资的趋势是“保险资金走出去”，去年以来，平安、人寿等的海外投资主要是房地产类资产。未来中国的保险资金在海外布局，在资产或区域方面情况如何？

A4：去年美国股市相比中国股市表现较好，今年美国和欧洲股市的权益资产还可以，泰康资产打算做一些权益投资，采取委托的方式购买其他公司的产品，挑选比较稳定的基金产品进行投资。美国、欧洲等成熟市场的固定收益资产收益很低。即使在美国很成熟的市场当中，不动产投资收益也不是很高，仅为 4-5%。相信“保险资金走出去”方向是对的，但是具体怎么做还需要继续研究。

Q5：从全球来看，对保险资金的投资，特别是寿险资产，以利率型产品为主，这种配置相对不利。从 2000 年以来，全球步入低利率环境，对保险投资有何影响？

A5：固定收益方面更倾向于国内资产，但国外也会考虑，例如地产类、基础设施类资产。国内固定收益方面还存在大量机会，例如管道等基础设施，保险机构相较于其他非保险机构具有优势。国际上也存在此类期限长、收入稳定的地产、基建项目，泰康对此领域的研究还相对较少。至于公开市场债券，对新兴市场风险存在担忧，而发达市场利率则很低。

Q6：银行为了补充资本，推出了减记型的二级资本债，为什么目前保险公司没有意向配置银行的资本补充债券？

A6：首先，银行的条例中有严重的问题，①遇到某些情况，投资此类债券会遭受损失；②没有累计分红的概念；③转股有很多限制条件。优先股的风险很大，但是回报补偿不够。此外，银行相对于保

险公司具有很强势的地位，价格不是完全市场化的。

Q7：保险公司投资非标资产的比例不低，超过 2%，信托等违约事件的爆发，未来的趋势如何？保险公司配置非标资产，风险怎么控制？有什么要求？

A7：保险公司在非标资产方面的投资有 8000-9000 亿，大的保险公司配置非标资产对信用的要求较高，这些公司不参考外部机构的信用评级，而是依靠自己的信用评级队伍，泰康的信用评级队伍有近 20 人，在信用、风险、合规和法律方面要求很严格。风险控制主要是通过交易对手、交易结构的选择，以及投控管理，若前两者没做好，投控管理则回天乏力。央行和银监会对非标资产的限制越来越多，保险公司作为资金的供应方，需求很大。保险公司对风险担忧越来越重，寻找优质资产十分困难，但是中国庞大的经济体，总能挑选出优质的资产。保险公司对交易结构、担保、抵押要求非常严格，泰康只承认商业银行担保和真正强实力的担保。不动产对交易结构的要求很强，包括抵押、股权，但是即使交易结构很好，真正出现系统性风险时，资产也无法变现。因此，必须控制行业集中度，规避未来不看好的行业，设计好交易结构，精挑细选，做好风险控制。

第 48 辑

(2014.6.26)

BaselⅢ最新实施进展及影响评估

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

范荣，纽约大学理论物理博士，毕业后加入瑞银集团投资银行，先后参与了信用估值调整（Credit Valuation Adjustment）的模型和系统搭建，信用估值调整的定价交易与风险对冲，衍生产品的融资估值调整（Funding Valuation Adjustment）和债务估值调整（Debt Valuation Adjustment）的统一定价。2012 年以来，范荣博士的工作主要集中在巴塞尔协议Ⅲ的实施，特别是巴塞尔Ⅲ协议下风险加权资产（Risk-Weighted Asset）和杠杆率（Leverage Ratio）对衍生产品（尤其是利率衍生产品）的价格影响。

一、巴塞尔协议三的历史背景

提到巴塞尔协议就不得不提到国际清算银行，国际清算银行在一定程度上是对整个世界金融系统最重要，同时也可能是对公众来说最不知名的银行之一。大家都知道国际货币基金组织、世界银行，国际清算银行不如它们知名，但是重要性并不比这两个机构差。国际清算银行总部位于瑞士巴塞尔，靠近法国和德国边境，是一个铁路交通枢纽，交通比较便利，这也是最初选址巴塞尔的原因。国际清算银行成

立时具有很强的欧洲背景，受国际条约保护，享有完全的外交豁免权。它设立于 1930 年，最初的目的是为了处理一战后德国的战争赔款。除巴塞尔总部外，在墨西哥和中国香港还有办事处，墨西哥主要负责协调北美事务、香港主要负责处理亚太事务。国际清算银行本质上也可以说是商业银行，有自己的资产负债表，自负盈亏，甚至在历史上一度有股票在公开市场上交易，但 80 年代被全部赎回。它现在所有的股份为各国中央银行所持有，作为一个银行，它唯一的客户就是各国的中央银行。

BIS 是为了处理一战的战争赔款而设立的，但是在德国纳粹上台后战争赔款被单方面取消了。在二战结束后的布雷顿森林会议上，甚至通过决议要在最快的时间内关闭国际清算银行。当时，英国代表团是反对的，凯恩斯要求保留 BIS，而美国认为在新的国际秩序下，世界银行集团应该能够承担 BIS 的部分功能，所以认为保留 BIS 没有必要。尽管当时关闭 BIS 的决议已通过，但是从未被执行。相反地，在二战之后，BIS 帮助各国央行买卖黄金来维持布雷顿森林体系下的金本位制度。在 70 年代初金本位废除后，BIS 继续帮助欧洲各个央行进行外汇交易，来维持欧洲各国货币之间的汇率稳定，一定程度上为 90 年代末欧元的统一做了准备。80 年代以来，BIS 更是致力于国际间的银行监管。中国人民银行行长周小川是现任国际清算银行的董事会成员。

国际清算银行致力于国际间银行监管，在国际清算银行内部具体执行和制定银行监管国际标准的机构是巴塞尔银行监理委员会，简称 BCBS，1974 年由 10 国集团的央行共同创立。40 年前的今天，也即 1974 年 6 月 26 日，发生了一件国际金融史上非常重要的事件，促使了 BCBS 的建立。当时西德政府发现 Herstatt 银行在外汇方面的风险远远多于其资本储备，外汇风险达到外汇资本储备的 2-3 倍，

所以西德政府在 4:30 股市休市之后取消了其银行执照。信息的宣布是在西德时间的下午 4：30，是伦敦时间下午 3:30、纽约时间上午 10:30，由于时差关系，在新闻爆出之前，欧美一些银行已经将当天以马克为主的应付款转到了 Herstatt 的账上，期待第二天能够收到相应的美元为主的应收款，但由于 Herstatt 银行执照被取消，因而这些银行无法收回应收款，导致很多欧美银行受到了巨大损失。该事件不但暴露了银行结算风险的重要性，也让 Herstatt 成为了结算风险的同义词，更重要的是该事件凸显了国际间金融监管协调合作的必要性。整个事件中牵扯到的银行隶属于不同国家和地区，需要协调处理，因而直接促使 10 国集团在事件发生三个月之后建立了巴塞尔银行监理委员会。BCBS 在行政上隶属于国际清算银行，但它直接向 GHOS（其成员基本上是成员国的央行行长和监管机构负责人）汇报。最初建立时，BCBS 只有 10 国集团，现在包含 27 个国家和地区的成员，BCBS 的宗旨是致力于建立银行监管的国际标准，为各国银行监管机构提供国际合作平台。由于 BCBS 是因为 Herstatt 事件才建立，所以 BCBS 早期的工作重点是结算风险和跨国银行业务，而不是建立世界范围内的银行监管标准。

二、巴塞尔协议的发展

第一版巴塞尔协议诞生于 1988 年，也就是委员会建立 14 年后才发布，从历史上来看是对 80 年代拉美债务危机的应对措施之一。1988 年的巴塞尔协议较为粗略，只覆盖了信用风险，没有考虑到市场风险。直到 1996 年的修正案中才覆盖了市场风险。但 88 年的巴塞尔协议一引入了非常重要的最低资本充足率 8%的标准，一直沿用至今，不过巴塞尔协议三将 8%的标准又提高了。

巴塞尔协议二的产生历时较久，从 1999 到 2004 年历时五年，

在此之间经历了美国金融危机、亚洲金融危机和俄罗斯的破产。2004年完成的巴塞尔协议二建立了现在还在沿用的银行监管三大支柱：第一支柱是最低资本充足率 8%，且对资本率的计算更详尽； 第二支柱是监管审查，为各国监管机构提供了如何进行监管和审查的指导方案；第三支柱是有效市场披露，强调了商业银行如何在市场中通过季报和年报等手段来披露银行的风险和资金状况。巴塞尔协议二 2004年完成，到 2008 年金融危机开始前，大部分国际活跃的商业银行已基本完成了巴塞尔协议二的实施。但是，金融危机的发生暴露了巴塞尔协议二中很多不足，因此在 2009 年至 2010 年发布了一系列补充文件，其中很多都针对结构性信用产品（如 CDO），包括关于结构性产品的市场的补充要求等。银行内部将这些补充文件统称为巴塞尔协议 2.5。

金融危机结束后，2010 年通过了巴塞尔协议三，在当年的二十国峰会上得到了各国首脑的肯定。但 2010 年发布的只是草案，巴塞尔协议三的具体内容还在完善当中，各个银行也在实施过程当中。

巴塞尔协议本身并不具备法律约束力，虽然它提供了国际标准，但不能强制各个国家实行，具体的实施还是需要依赖各国的立法和监管。巴塞尔协议理论上应当是各个国家银行监管的最低标准，但由于各国国情不同，特别是各个国家业务结构和立法机制上存在差异，导致每个国家在具体立法时都对巴塞尔协议有所偏差。偏差不仅体现在内容上，还体现在具体进展上：欧洲关于资本充足率的具体规定至少比美国早半年推出，而中国目前还可以说是草案。直接的后果是发展中国家（特别是南亚国家）诟病发达国家（特别是欧盟和美国）的立法过于宽松，例如欧美银行内部可以广泛使用高级法而不是标准法；而发展中国家对发达国家在实施时间上的拖延也存在很多诟病；此外，欧盟和美国之间也存在互相批评。BaselIII刚一发布，美国内部就有

声音说 BaselIII反美，应当完全放弃，这样的声音到现在依然存在。巴塞尔协议本身不具有法律约束力，具体的实行要以来成员国的官方承诺，但巴塞尔委员会会定期考察各成员国的协议执行情况，发布相应报告，最近的一份报告就是关于加拿大的。打个比方，这就相当于巴塞尔委员会可以当裁判，但是它没有权利给红黄牌。

三、巴塞尔协议三的具体内容

1、更严格的资本充足率要求

从巴塞尔协议一开始，巴塞尔协议的核心概念就是资本充足率。在BaselIII中，对资本充足率有了更严格的要求。在 BaselIII之前，普通股的最低比例是 2%，即资本率要达到 8%，但资本率中只要有四分之一是普通股就可以。而BaselIII将普通股的比例从 2%提高到 4.5%，该要求比巴塞尔协议二高很多。对欧美大银行来说，通过资本留存基本可以达到，并且在危机当中和危机之后，欧美大银行基本上都有在市场上进行融资，因而达到该比例并不困难，即使部分银行需要市场融资（例如德意志银行），也不会太困难。相对而言，欧美的小银行融资有难度，所以欧洲小银行一直要求欧洲延缓施行 Basel III的资本率要求。2014 年的市场相对比较平缓，所以一些银行（如西班牙银行）开始利用这个机会在市场上融资，这样看来，达到普通股最低比例 4.5%也不会太困难。中国五大行如果能保持过去几年的利润率、避免大规模坏账，也不需要额外大规模融资。BaselIII很多新条款主要针对衍生产品，由于中国五大行这方面的风险不太大，也不会迫使中国银行进行大规模融资。

资本工具须承担相应损失。除了资本要求，还要求资本工具在合同上明确定义，当危机发生时，资本工具必须承担相应损失。例如，如果发行可转换债券，要求必须明确规定可转换债券会转换成普通股

吸收损失。由于可转换债券在市场上发行量比较大、收益率较高，所以在市场上比较受欢迎，欧洲几个大银行近几年都发行过可转换债券，但个人比较怀疑投资者对潜在风险的认识不够深。工行 2013 年 10 月份发行了 5 亿美元巴塞尔合规债券，其中有一半被个人投资者通过私人银行买走，就是因为它的收益率较高。但可转换债券毕竟是一种比较新的资本工具，还没有经历真正的市场考验，所以它的风险多大很难说。

BaselIII引入了 2.5%的资本留存缓冲，完全由普通股来承担。该缓冲要从 2016 年开始逐步实施，要求 2019 年达到 2.5%的目标，可以通过利润留存的手段达到。BaselIII引入了反周期缓冲的概念，反周期缓冲要求为 0-2.5%。这给了监管很大的灵活，它基本的思路是：在经济上升期，监管会要求银行较高的资本率，来促使银行留存比较多的利润，同时减缓信用增长；在经济下滑时，监管会允许银行比较低的资本率，如降到 0，防止银行由于为了满足资本率进一步紧缩信用，导致经济下滑甚至崩溃。这相对来说是一个全新的概念，具体的实施由各国监管机自己来确定。

对于风险加权资产，BaselIII也有所加强，具有更全面的风险覆盖。巴塞尔协议一中，风险加权资产只覆盖了信用风险，直到 96 年的修正案中才加入了市场风险，在 Basel III中对资产证券化实施了更严格的信用分析，基本思路是要求银行摆脱对外部评级机构的依赖，完善内部的信用评级系统。该想法初衷是好的，但在具体实践当中，美国银行大部分基本上复制了评级机构的评级方法，将评级机构的人请过来，复制或者建立一套类似的评级方法。因此能有多大的改善很难说，但至少使得现在资产证券化的评级方法属于银行监管范围。

在衍生产品的交易对手风险计算当中，增加信用价值调整所产生的风险价值。引入信用价值调整也是金融危机的结果，因为在金融危

机当中，将近三分之二的损失来自于信用调整的市值损失，只有三分之一是来自真正的破产损失。而对于信用价值调整这部分风险，巴塞尔协议一、二均没有覆盖，因此BaselIII算是亡羊补牢。金融危机当中，亲眼目睹了大规模的市值损失，信用价值调整引起的市值损失甚至有单日超过 1 亿美元的情况（但通过对冲，实际损失要小很多），即使有对冲，到危机后期信用价值调整的单日损益仍在 1000 万美元左右。所以BaselIII要求这部分的风险要计入风险加权资产的计算，直接后果是衍生产品特别是场外双边衍生产品的总体资本需求大幅上升，至少上升了 2-3 倍。尤其是对某些客户，如机构投资者和地方政府，若他们缺乏信用支持 附件（CSA），或从来不提供担保，资本需求可能会扩大 10 倍以上，而且这部分资本需求导致的成本很难转嫁给客户。

此外，BaselIII要求银行间的风险要使用更高的风险权重，主要是因为考虑到银行间的风险相关性。

最近确定了对中央交易对手的风险指标，使用了较小的风险权重2%来促使银行使用中央交易对手。这一系列措施的基本结果是衍生产品从双边场外交易转到场内，并且更多地使用中央交易对手。在美国，由于交易改革很多交易必须使用中央交易对手；欧洲还没有实施，政策不太一样，但趋势是中央交易对手的使用越来越频繁。最近麦肯锡的一份报告显示，就一个利率调期产品而言，由于一系列的改革、资本要求上升，很多交易会转到场内使用中央交易对手，银行收入一年会减少四十五亿美元，约占年收入的 30%。从降低系统性风险而言，银行的系统性风险确实减少了，但后果是一部分系统性风险从银行转移到了中央交易对手，而且问题在于：中央交易对手基本只有 2-3 个，相应风险就更集中了，此消彼长之下，总的效果还很难说。

2、杠杆率是对银行更高的约束

BaselⅢ还引入了一个“新的”概念“杠杆率”，其实杠杆率并不是一个很新的概念，只是过去巴塞尔协议一、二中主要侧重的是资本充足率的考察。杠杆率和风险加权资产一样，都是对银行整体资本规模的度量，相互之间互相补充。但二者也有一些区别： 主要是杠杆率与资产的风险评级无关，不管交易对手是央行还是一般企业计算都是一样的；更重要的是杠杆率的使用只能用标准法，而风险加权资产可以使用标准法也可以使用高级法，并且几乎所有的大银行都使用高级法。提出杠杆率主要是为了在不同的会计准则之下，建立一个统一的银行资产规模和杠杆的度量。

BaselⅢ中的杠杆率要求整合表内表外资产，从这个意义上来讲，杠杆率的要求会对表外业务有一定限制。例如在资产证券化的过程中，因为优先级的收益率较低、规模较大，银行往往会自己持有优先级，但是杠杆率的计算中表外的优先级资产也会列入，一定程度上会占用大量资本。杠杆率的计算与风险无关，尽管优先级资产风险较低，但杠杆率计算并不考虑这一点。同时，优先级资产规模较大，转化回来之后还会占用大量资本。

此外，杠杆率会给经纪商业务带来较大的冲击。由于经纪商业务很大一部分来源于证券借贷业务的利息收入，主要是对冲基金会利用证券借贷借用银行的资产负债表做高杠杆。如果对冲基金的交易策略是相对价值，倘若没有很高的杠杆，仅凭交易策略产生几十个基点的收益率对投资者是毫无吸引力的，所以基金会借用银行的资产负债表来做高杠杆。但是，在限定的杠杆率计算方法下，银行不可能不计代价地让客户借用资产负债表，但银行从传统上也从未让客户承担成本，因而这对银行构成了难题。

目前全球最低杠杆率为 3%，美国要求比较高是 5%，欧洲具体还未确定，现在瑞士是 4%，因而欧洲也可能是 4%。现在看来，杠

杆率相对于资本充足率而言是对银行更高的约束。因为就资本充足率而言，主要大银行基本上都达到 10%，瑞银的资本率是 13%。中国的银行现在还是在巴塞尔协议二的框架之下进行披露，工商银行、中国银行基本上都在 10%左右。就杠杆率而言，欧洲银行几乎都没有达到 4%，瑞银是 3.8%，瑞信是 3.4%； 美国要求 5%，现在看来至少摩根大通、高盛、摩根斯坦利都没有达到 5%，约在 4.3%-4.4%，所以杠杆率达标是银行现在比较紧迫的任务。

3、流动性规定是银行监管的新方向

如果说杠杆率是为了补充资本率对于银行资产规模和质量的监管，那么 BaselIII新增的关于流动性的规定则是开辟了银行监管的新方向。因为是全新的，所以争议比较大，制定过程也比较长，直至现在也没有完全完成。之所以 BaselIII会引入流动性的概念，是因为雷曼兄弟的破产与流动性危机存在一定关系。

BaselIII中引入了两个概念：一是流动性覆盖率（LCR），基本要求银行保证足够的高质量流动资产来覆盖紧急情景下 30 天以内的资金需求，主要是针对短期流动性需求。首先的问题是，紧急形势下 30 天内的资金需求取决于很多因素，例如商业银行有多少个人存款会流失，如果有存款保险制度多大程度上能够保证存款安全，短期批发融资市场在紧急形势下还能否正常运转等。这些问题在 2014 年年初的版本，关于流动性覆盖率的定稿中做了一些简单的假定，但这些假定还没有经受过市场考验。另一个问题是，现在普遍认为高质量流动资产这个概念定义过窄，尤其考虑到现在各个央行还在实施量化宽松当中，所以央行购买了大量高质量流动资产。其中，一个比较极端的情况是，日本央行购买了 70%日本国债，市场上仅有 30%在流通。并且，各国的财政状况近些年有所改善，所以国债发行减少，也在一定程度上造成市场上高质量流动资产短缺，这一点从 2014 年以

来美国国债收益率不断下降也可看出。因此高质量流动资产定义过窄导致了流动性资产短缺，对银行也是一个挑战。另一方面，地方债没有被包含在高质量流动资产以内，现在只有中央政府发债才行、地方发债不行，会推高地方政府的融资成本。

另一个概念是净稳定资金率（NSFR），它的目的是通过限制期限错配来鼓励银行使用稳定的长期资金来源。当然，巴塞尔委员会也意识到期限错配是银行的一个重要功能，要限制但不能管死，但是又不希望银行过度依赖短期批发融资市场来提供资金，希望鼓励银行使用长期资金来源。因此该部分争议也很大。2014 年年初发布的咨询稿到现在还有很多讨论，也有很多批评，批评之一是技术层面的，银行对货币基金的资产和负债有不同的转换因子，这种不对称的方法将阻碍银行使用货币基金作为资金来源。关于净稳定资金率现在还只有讨论稿，尚未定稿，还有修改的空间。

四、问答环节

Q1：由于新资本协议对于资本提出一些相对比较高的要求，各个国家都在面临下一步资本补充的问题。中国银行现在推出了二级资本减记债券。从实际效果来看，由于这类债券存在比较明显的瑕疵，很多机构并不愿意持有这类债券。因此，可能要面临一个平衡，一方面资本协议中对核心资本的要求较高，如果一些债务年限等因素不符合则不能被计入核心资本当中，另一方面银行作为发行者也要考虑投资人对于产品的接受程度。从美国的情况看，似乎大家认为银行的这类债券是相对比较优质的资产。但是从中国的情况看，大家一方面可能对银行未来风险暴露相对比较悲观，加上产品本身在条款上苛刻的要求，机构投资者并不愿意持有这一类债券。对于这方面，您有怎样的建议？

A1：BaselⅢ对资本工具提出了比较苛刻的要求，理论上各个国家在监管当中也应当严格执行，但是条款的具体实施当中巴塞尔委员会还是给予了各个国家的监管机构一定的自由度，毕竟要结合国家具体情况来做。所以，资本工具的设计首先一定要满足 BaselⅢ，更重要的是要满足于 BaselⅢ在本国的实施。所以要具体看银监会在中国的要求是什么，在美国要看联邦储备银行的要求是什么。就可转换债券而言，在美国市场上比较受欢迎，可能是因为其他债券收益率实在太低，而它提供了比较吸引人的收益率。此外，毕竟在美国经历了金融危机之后能够幸存下来的银行比较靠得住，而且美国的银行在经历了去杠杆化之后确实资产负债表优化了很多，所以投资者对美国银行比较有信心。但就中国的情况而言，一方面是要和银监会沟通看具体产品有多大的灵活性，另一方面是要和投资者多沟通，存在一个教育投资者的过程，因为毕竟可转换债券从定义上来说是比较复杂的结构性产品，所以还是需要教育和接受的过程。或者可以效仿工行的模式，工行 2013 年 10 月发行了 5 亿美元计价的债券，如果在国内市场缺乏吸引力，可以看一下海外市场，至少工行的 5 亿海外债券还是很受欢迎的。

Q2：BaselⅢ试图改善银行信贷投放顺周期行为，但是银行不只在信贷投放上有顺周期行为，在资本补充上也有顺周期性。如果银行想要采取逆周期的行为，但资本补充跟不上，还是不可避免出现顺周期的行为。在试图解决银行顺周期行为的过程中，新协议在资本充足率要求的基础上叠加周期调整因素的同时，是否也应当考虑资本补充的顺周期性？

A2：巴塞尔协议中引入逆周期资本缓冲 0-2.5%，只是给监管定了一个区间，给了监管机构很大的灵活度，具体选择 0 或者 2.5%都是由各国监管机构自己定义。巴塞尔协议是一个国际间银行监管的

最低标准，没有约束力，所以一定程度上也无法规定的太详细，只能在大致范围上给出指导方案，最终还是要由各国监管机构自己确定。至于在经济上升期当中，较高的资本率如何达到，是迫使银行留存利润还是迫使银行通过市场融资，这个还是要各国监管来具体定义，在中国就要看银监会的智慧。

Q3：目前美国银行在实施内评法的进展怎样？在实践当中对信贷的定价是否已经比较多的使用了内部评级法的模型？

A3：美国银行基本都是内部评级 IRB，小的银行可以由第三方提供评级软件协助评级，但使用这种软件的一般是区域性的小银行，大银行一般都是内部评级。

第 49 辑

(2014.7.8)

中国公司跨境并购业务介绍

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

黄国滨先生，高盛集团中国工业组主管，同时负责中国投资银行部重要业务客户关系。他于 2011 年加入高盛，担任董事总经理。加入高盛之前，黄先生在中金工作达 11 年时间，担任欧洲投资银行部主管、业务发展委员会主席和投资银行部人力资源委员会主席，同时也是投资银行运营委员会的成员。在中金期间，他领导了中国石油和天然气行、银行、汽车/机械及医疗保健等行业的诸多大型私有化和融资项目的执行工作。黄先生还是国务院和负责中国医疗改革项目的其他相关机构的主要顾问。黄先生于 1997 年获英国兰卡斯特大学管理学院的工商管理硕士学位，1991 年获同济大学材料学和经济管理学的理学学士学位。他还是英国金融服务局（FSA）和香港证监会注册的合格企业融资代表。

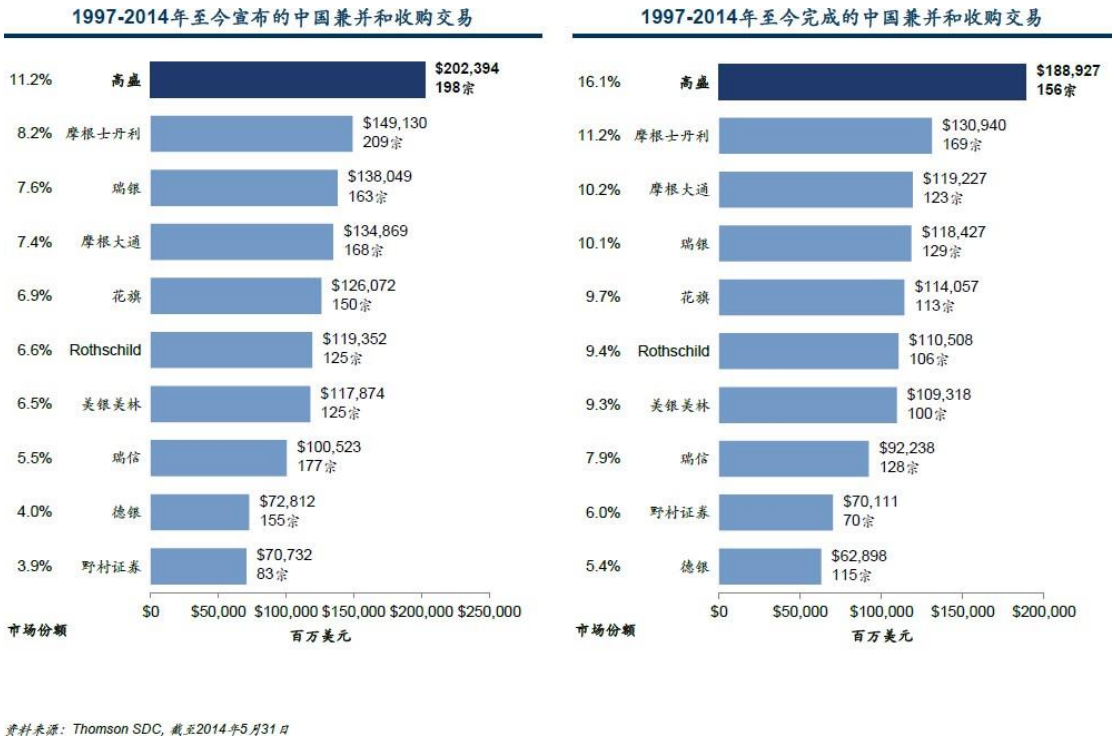
现在无论是政府、国有企业、民营企业，做跨境并购的热情都很高，个人认为未来十年是中国企业真正走出国门进行国际化征程最重要的十年，也是跨境收购兼并业务的黄金十年。但是，仅有热情还不够，如何将热情转化成为现实的成果，也即“如何做”是非常关键的。

我进入高盛后参与了很多收购兼并业务，其中有两个典型案例：一个是中联重科，一个是潍柴。从结构设计、执行、尽职调查到收购完成后的效果都非常不错，这里将它们作为案例同大家分享。

收购兼并是投行业最重要的业务，它并没有一个完整的模式或者完整的路径可以简单的参考或重复。收购兼并是基于众多方法基础上的一个艺术创作，是一个艺术品，因此对其评价，不同的人可以有不同的结论。对收购兼并成功与否的评判标准，不是在收购兼并完成之日，而是完成之后的 3-5 年，如果被收购方由小变大、双方能够有效整合，并得到收购方和被收购方等利益相关方的认可。才能称之为一个成功的收购。这是收购兼并的特点，也是引起关注的原因。

一、高盛的资历

作为有着一百多年历史的投资银行，高盛内部将收购兼并业务视为“投行皇冠上的明珠”。在成熟的经济体，或较发达的社会，投资银行的兼并收购业务是其他业务的发动机，它能够带动和触发很多其他投资银行业务。任何一个收购兼并都会伴随着股本融资业务、债务融资业务、贷款业务、共同投资业务等。一个经典的兼并收购业务，会产生很多其他业务需求，创造的不单是收购兼并业务本身的价值。在华尔街，大家都很看重收购兼并业务，将它视为整个投行业务的重中之重，最好的银行家都是收购兼并业务的高手。从宗数上来说，高盛做的并不是最多的，1997-2004 年只有 198 宗，但交易额是最大的；在中国完成的收购兼并情况也类似，只有 156 宗，但完成了约 1800 亿美元的交易额，占 16%的市场份额，在全球占 11%。个人在高盛负责大工业组，覆盖比较广泛，交通运输、航空航天、物流、建材、汽车、家电等行业都属于大工业组，不论是股票融资还是发行方面都是最多的。



资料来源：Thomson SDC, 截至2014年5月31日

图 1：高盛在中国并购交易市场无可争议的主导地位

二、全球及中国并购市场最新动态

1、从宏观交易量的趋势来看，有两个特点：

第一，现在属于收购兼并周期比较平稳的阶段，不是最高峰，而是低谷回落之后开始上升的阶段。尽管收购兼并具有周期性的，但长期来看，自 1985 年以来，全球范围内的交易规模是不断上升的，从每年 2000 亿上升至 20000 亿。从公布的交易量占全球市值的角度来看，相对比较稳定，一般在 6%-8%左右。不同的周期中，每个阶段收购兼并都具有一些特点。2013 年以来，收购兼并的主流行业是互联网行业、金融机构和大工业、农业等相关领域。中国作为一个非常有竞争实力的买方力量，实力开始展现，在全球著名的跨境收购兼并中，有越来越多的中国公司的名字出现，包括东风汽车、吉利、潍柴、中联重科等。而 5 年前中国企业刚开始活跃时，一般是自然资源类企业，如中石化、中石油、中海油等。

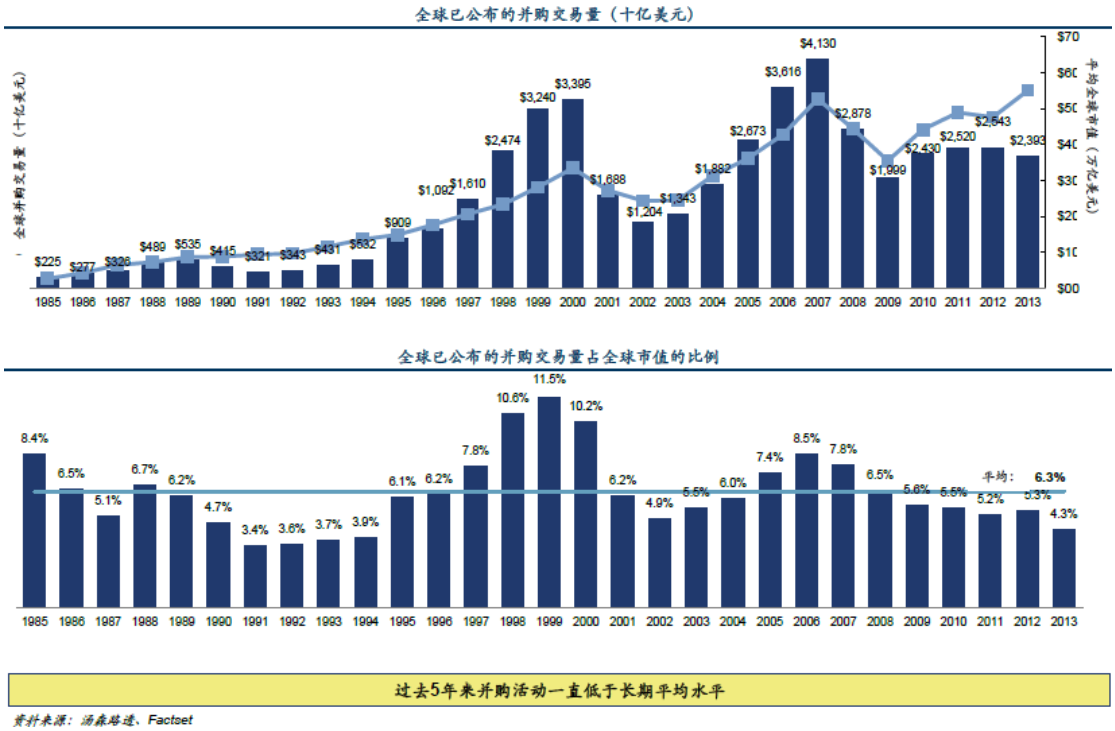
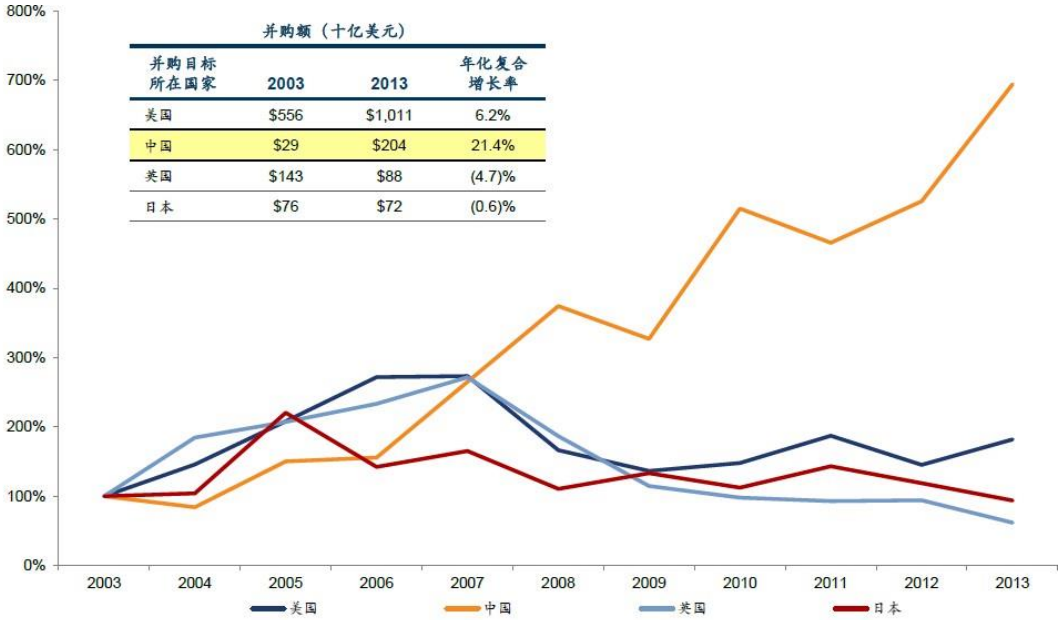


图 2：并购交易量和宏观趋势

对未来并购业务的初步判断：当前并购的活跃程度略低于历史平均值，但是未来的并购会出现正面趋势。判断的原因是资产负债表的修复，还有市场对宏观经济的信心，特别是美国和欧洲经济的修复程度和信心程度逐步提高。从融资成本角度而言，虽然利率有上升趋势，但总体属于融资较便宜的阶段。欧美还有一个特点叫做股东维权或维权投资者，他们会促使公司在公司战略、业务构成和对资产负债表的修复上，推动管理层和大股东进行业务变革和整合，从而带动兼并收购业务的出现。

中国是收购兼并最亮的“明珠”。从规模来说，并不是最大的，但从增长速度和增长规模的跨度来说，十年几乎增长了十倍，从 200 多亿增长到现在的 2000 多亿，预计在未来的十年内还将保持高增长的态势。政府的宏观政策调整以及经济结构的转型，中国将由过去投资、出口拉动型经济转向消费拉动型经济，中国将变成全球最大的消费市场，过去是“MADE IN CHINA”,而今后将是“MADE FOR CHINA”。所有的企业，包括中国企业和外国企业，对理念要要有

一个重新塑造的过程。为什么中国成为最大消费市场会促进中国企业走出去，这也是一个非常有意思的话题。



资料来源：汤森路透。并购标的在所在国。

图 3：中国经历了并购的高速增长

第二，近两年全球的增长不是很快，但中国的跨境活动在 2013 年已经超过了 1000 亿，对外投资增长更快，达到了 630 亿的规模。从结构上来看，出去的趋势快于进来的趋势，这可能也是未来十年的主流现象。从交易规模来看，规模都比较大，例如双汇收购史密斯菲尔德的规模是 70 亿美元，过去如此大规模交易都在能源、天然气领域，而现在消费领域也能达到如此大的规模；东风收购 PSA 也受到欧洲媒体的广泛关注，中国企业对法国最核心的制造业进行大规模的股权投资，对他们的震撼非常大；吉利收购沃尔沃 18 亿的投资，规模也很大。无论从进口还是出口来看，中国已经成为第二大并购国。过去对中国的投资更多是直接投资为主，或者建立合资企业；而现在由于许多国际性大公司已在中国开展了很多业务，培养了很多本地的人才，对中国的环境越来越熟悉，他们可以更自信的做跨境、全资的收购兼并，甚至对上市公司做收购兼并，这也会成为跨境交易的重要

策略。未来会看到很多跨国性的大公司直接对我们比较有规模的企业、甚至上市公司进行收购兼并，这也是对中国市场信心的体现。

2、为什么未来十年是中国跨境并购的黄金十年？

最主要的原因是中国经济结构的调整。中国经济结构调整会呈现两个特点：第一，从宏观角度来看，未来两三年中国的 GDP 的增长率会下降，这是此前没有经历过的。第二，对实体经济而言，经济扩张的过程会伴随着产能过剩，目前部分行业的企业出现了严重困难，从经济结构调整的角度来看，这是一个合理的变化。

对部分企业来说，近两三年可能将出现重大危机，但这个过程中还会有机会，走出去将成为必然的选择。一是能够充分利用现有的产能、开拓新的市场。二是走出去能够融入国际社会、提升自身的技术水平、将整个产业向更高价值链发展。最终的结果就是未来能够更好地服务中国这个最大的市场，“MADE FOR CHINA”不只针对外国企业，实际上也包括中国企业。

中国将成为全球最大的消费市场，但这个消费市场是最大的“国际”消费市场，若不主动融入全球化竞争，在中国市场也未必能保持显著优势。中国的消费市场，随着互联网的发展，变得更加透明、公平，所谓的地方保护壁垒会逐渐消除，无论国际公司还是中国公司，大家都将在同一平台上竞争，拼的是技术水平、品质、服务等。若没有更好的技术和质量，即使在本土市场也并不能保持优势。

因此，核心的经济因素就是中国经济结构调整和未来的发展模式，以及成为最大消费市场的预期，实际上是逼迫中国企业走出去、加速国际企业进入中国的最根本的动力。

三、中国公司跨境并购要点及挑战

1、中国企业目前跨境兼并收购并不占优势

中国企业出去需要许多报批流程。高盛最近在做一个消费制造业企业对欧洲企业的收购，提出需要三个月的时间搞定内部的审批，包括发改委、商务部、外管局等部门，这对竞标流程的卖方来说是非常难以理解的，要为中国企业设置一个新的时间表。参与竞标的中国企业有很多劣势，最主要的是观念问题。当中国的企业有做跨境收购的想法时，特别是有意向参与海外竞标模式的收购兼并的交易之前，需要在内部做很多“家庭作业”，并且这个“作业”往往比较复杂。不论是政府部门还是相关的利益方，应该为中国优秀的企业更好更快地进行海外收购兼并创造更好的条件。

2、跨境收购兼并的主要考虑因素

跨境的收购兼并是建立在非常完整的科学体系之上的艺术。做收购兼并时，要考虑收购兼并在战略上、运营上、财务上对买方有什么好处。

第一，协同效应。这可以从几个维度来考虑，包括成本的协同效应、收入的协同效应、财务协同效应等。近期很多美国公司做收购兼时存在一种现象：对同一个收购企业来说，不同买方价值不一样。很多企业，特别是中国企业在这方面思考比较少。报价出来后，他认为要么就是贵了、要么就是便宜了，但为什么贵、为什么便宜，以及真正的价值是多少并没有进行很好的测算，这是一个很大的问题。结果和流程完全受到他人的影响，是收购兼并中的大忌。

第二，利益相关方。跨境的收购兼并不单是协同效应，说兼并收购是一门艺术，是因为他的利益相关方太多，包括员工、当地的金融机构、供应链的上下游、当地的工会、政府，所有的因素都可能成为收购兼并成功或失败的决定因素。过去由于经验不足等原因，不懂对方的语言和游戏规则，中国企业到欧洲和美国去收购会受到两点挑战：第一，中国企业的口碑会被挑战，很多企业特别是中小企业去看一圈

就走了、不完全参与规则； 第二，是不是有真诚度和实力参与收购。很多情况下，中国企业参与海外竞标，外方不把中国企业当回事，认为中国企业不是真正的参与者、只是来凑凑热闹，这会给我们的形象和口碑带来挑战。此外，跨境收购涉及到政府部门的利益相关方也比较多。国外企业的国际化程度非常高，比如高盛最近在做的一个德国企业在美国也有业务，实际上还会涉及到美国外国投资委员会（CFIUS）的审查。中国企业到美国投资，如果没有经验或者没有好的中介顾问团队，在报价、后续谈判、后续整合交易中，就可能因为没有经过 CFIUS 的审查而被否掉。这就是因为对交易规则、游戏规则的不熟悉。

3、并购失败的原因及后果

我们失败的因素主要有几个方面：

第一，语言方面，缺少交流或共同的语言。语言并不是指人们所说的英文或意大利文，而是指大家能够对商业模式、商业运营具有共同的标准。这种交流很重要，国内企业在收购前，交流时提出的一些问题、一些判断不是完全市场化的，就会发现大家交流的语言不是共同的语言，从而导致并购失败。

第二，游戏规则，由于中国独特的监管环境，对中国绝大部分企业来说海外收购兼并都是第一次，对海外公认的市场化游戏规则的要求和特点并不熟悉，导致很多的规矩、要求没有注意到、或者不遵守，从而不能成为收购方的主体之一。

第三，最重要的一点就是理念。从量的角度来说，中国收购兼并的量也不小，但没有培养出收购兼并的市场，因为在国内没有给予做收购兼并的顾问以合理的尊重，这是在中国一个很有意思的特点。在国内很多收购兼并非市场化运作严重，并不是有经验的群体来帮助做收购兼并，跨境也会出现同样的情况。某中国企业（知名地方企业）

做海外收购兼并时竟然没有顾问帮他们服务，而完全依赖卖方顾问的指导，这实际上对中国企业是没有保护的。收购兼并的成功不在于收购兼并本身，也不在于比别人便宜了多少钱买到这个企业，而是以合适的价格买到这个企业之后，是不是能得到所有利益相关方的支持，是不是能将这个企业由弱变强、由不盈利变为盈利，成为自身的海外平台或海外战略的一部分。交易本身并不是收购兼并的全部，交易后的整合、交易后企业是不是成功才是衡量兼并收购是否成功最重要的指标。中国企业跨境收购兼并时觉得自己很懂，但在真正的交易过程中，企业将自己完全暴露在没有保护的状态，暴露在对方的游戏规则中，这实际上是观念的挑战，因为中国没有真正的收购兼并概念及市场，大家不善于运用专业团队（包括律师、会计师、投资银行等）。中联重科的项目比较成功，就是因为他把所有的利益相关方用到了极致。

越大的项目（包括跨境项目），其实参与的投资银行、律师、会计师、公关公司是非常多的，而不是简单的交易双方的过程。每一个顾问有些固定的、特殊的功能，包括交易结构设计、合约谈判，运营监管、准备合约、估值模型、交易分析、税务分析、财务分析等等，专业性机构能够在最短的时间中提供帮助。中国企业海外收购现在有一个比较明显的特点：一旦发生中国企业跨境收购，投行更愿意做卖方顾问。因为中国公司不愿给予中介机构以尊重，不愿意付费用，而在交易过程中有很多地雷依靠公司本身是无法挖掘了解的，后续整合过程中将成为最大的障碍。

如果作为卖方，有很多交易的内容是非常重要的。例如①卖方项目尽职调查，不是简单做企业的尽职调查，而是包括建立数据库、管理层考察，公司的财务、税务、法律、利益相关方、受到政府监管的架构、主管人员的态度是很积极支持还是反对、怎样能把不同的声音

变成更有利的声音等，这些都在尽职调查范围内。②类似的还有估值，包括在做收购兼并的过程中要考虑后期的整合如何进行，包括融资、交易结构、交易文件，这些都是收购兼并的工作内容，实际上是非常复杂的。

尽管上市也很复杂，每个项目会遇到很多挑战，但还有很多流程和路径可以遵守，有监管要求。而收购兼并如何操作，在过程中的先后顺序是完全没有定势的。在竞标过程中，如果你没有顾问团队，完全是被人牵着鼻子走，所有的行为方式和流程甚至最终的结果也完全取决于别人。

过去中国企业海外收购兼并虽然完成了交易但失败的比较多，而现在随着融入国际化的水平越来越高，我们现在看到了越来越多成功的案例，包括万象、中联重科等这类企业会越来越多。他们成功后会介绍、分享他们的经验，这种分享对大家非常有益。

4、买方项目工作范围

收购兼并买方的工作范围大致有九项，在每项里面的每一个细项都不简单。比如做估值，估值的方法就有很多种，估值工作本身就很复杂，要考虑到战略方面、资产负债表、业务风险、协同效应、可比公司的情况，还要考虑融资成本、交易结构是什么样的，如果是上市公司，还要考虑每股收益、与现有股东进行沟通，最终确定一个价值区间。这就是为什么中国的企业如果做海外兼并，每一个被收购方的价格是不一样的，因为考虑因素、影响估值最终结果的因素是不一样的。在投行业，理论上要求都要做估值模型分析，美国是要求投行、研究部、被投资者都要做，这种要求在国内并不是一种普遍的现象，其他的投行、券商并不习惯这种做法。但是在国际并购的过程中，估值模型是大家交流的语言。

在最近的一个项目中，开始时中方给了很高的报价，在尽职调查

之后，又给了很低的报价，仅有原来的 1/2。谈判时，卖方的董事长和 CFO 要求把估值模型拿出来过一下假设，看一下为什么会有这么大的调整。中方找的会计师做财务顾问，不太明白他们在说什么，他们实际上没有做业务模型的搭建，大家都不在同一个标准上讨论，所以 CFO 提出要过估值模型假设，中方感到很奇怪。但是这在西方，CFO 和 CEO 都习惯将估值模型过一下，看看各自的估值模型都出来什么样的结果。实际上模型在不同的收购方和被收购方之下，要考虑对股东的一些影响和对收购方的一些影响，考虑如果有增厚、摊薄是怎样的影响；除了对卖方有关系以外，如果买方是上市公司也要考虑具体的影响，还要考虑如何与投资者特别是公众投资者进行沟通。这就导致，尽管收购兼并最主要的估值模型本身花了很大的精力做，但最终确定的结果实际上没有任何的原因或道理讲。实际上对收购方来说，只要估值在可以接受的范围内即可。

四、高盛经典并购案例

1、中联重科收购 CIFA

中联重科收购 CIFA 是非常有意思的一个案例。它在 2008 年 6 月 20 日签署的买卖协议，当时也有公告（因为中联重科当时是 A 股的上市公司），这个时间点正好是在金融危机全面爆发之前。2010 年中联重科在 A 股做非公开定向增发，过证监会发审会时大家还在质疑价格是不是过高，但从现在的角度看是非常适合的价格。支付的对价总额相当于 CIFA2007 财年 EBITDA 的 9.6 倍，在海外工程机械行业，包括制造业，都会比较倾向于用 EBITDA 的倍数，而中国多用 PE。在跨境收购时，不同国家、不同地区的资产负债结构、税率结构都不一样，因此用 PE 可能不被所有人接受。这个交易是中国 2008 年最大的欧洲股权交易跨境并购，也是混凝土行业最大的交

易，对于上市公司来说当时也是一笔巨大的交易。

中联重科成立于 1992 年，总部在长沙。CIFA 成立于 1928 年，相当于一家百年老店，它在整个欧洲非常有地位，在全球品牌也非常好，在意大利市场份额超过 20%，在东欧市场、俄罗斯市场，CIFA 品牌的认可度、知名度非常高。而中联重科无法进入这些市场。从战略上讲，合并前，中联重科在混凝土机械方面是中国第二大，合并之后为中国第一大、全球第二大，销售和服务网络成为了全球化的服务网络。另外，中联重科在欧洲以 CIFA 的品牌销售，每年的工程机械展、最主要的市场都用 CIFA 进行展示。此外，从区域的互补性上讲，由于技术水平、传统偏见和贸易协定的原因，在许多欧洲国家和俄罗斯这样高增长的国家中联重科都无法进入，而以 CIFA 品牌就非常容易进入。合并增强了五个方面的战略价值：包括规模、区域互补性、产品互补性、营运灵活度、共享最佳实践。

用中联重科詹总的话说，虽然是中联重科收购了 CIFA，但更重要的是帮助中联重科融入了国际社会，更多的是中联重科从百年企业中学习它的管理经验。中联重科没有在 CIFA 派一个人，但是他们做了几件事：管理层激励机制，给了接近 20%的股权；提拔了一些优秀年轻人；将产品组合进行了重新优化，即一般的零部件在中国生产、在意大利组装，用 CIFA 的品牌，这样相当于 CIFA 以中国的制造成本，以欧洲的价格同欧美的品牌竞争，充分体现了其成本优势，从而 CIFA 在价格的制定方面就具有更多的灵活性。

当时的交易结构也非常有意思，中联重科将各种资源运用地非常好。当时中联重科还没有现在这么大，也没有在海外上市，没有很多海外资金。它实际上是把弘毅、高盛包括曼林达组成了一个财团，交易的对价总额约 5.1 亿欧元，但其中只有约 1.6 亿来自中联重科。在 2.7 亿欧元的股权出资中，中联重科只占了 60%，40%来自于三

家机构投资者； 还有 2.4 亿欧元是杠杆融资，包括高盛和其他的银行提供的贷款。在当时的情况下，中联重科利用这个交易结构只用了 1 亿欧元资金，撬动了 5 亿元的融资规模，做了 100% 的 CIFA 收购。中国企业在海外收购时，如果交易结构设置的好的话，花的代价并没有真正的资金那么多，中联重科是一个比较典型的案例。

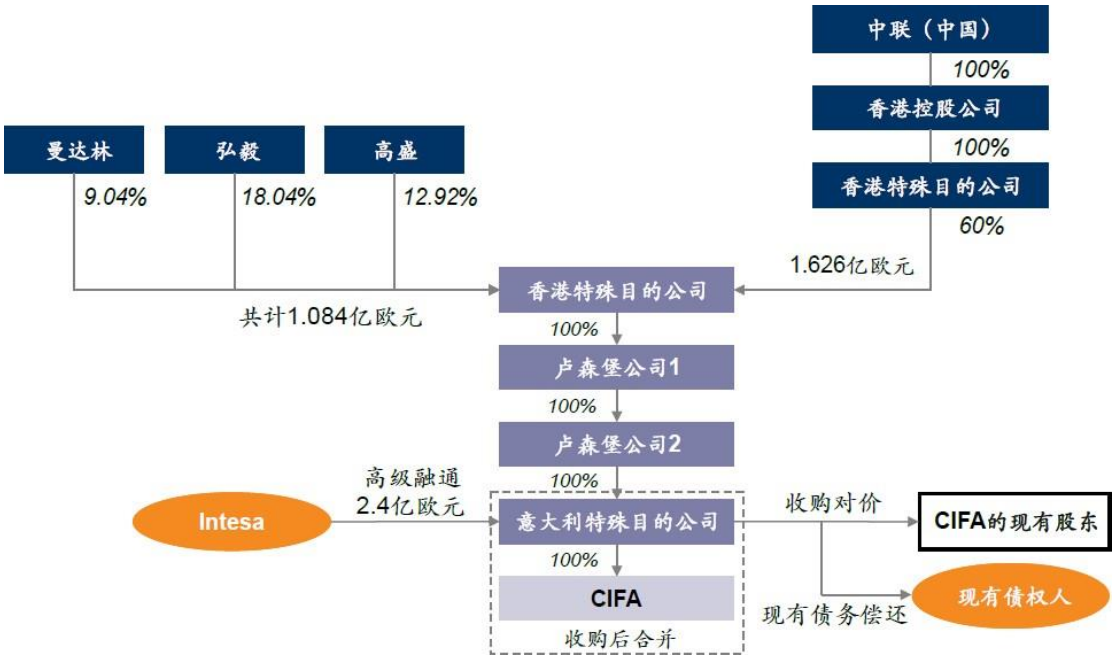


图 4：拟议的交易结构

中国企业在海外兼并收购交易中，很重要的一点就是要会玩当地的游戏规则，要充分利用当地的资源、收购方的资源，包括投资银行等金融机构。从交易结构中可以看出，弘毅、高盛出了一亿多欧元，共同投资组建了香港特殊目的公司，中联重科也出了 1.6 亿欧元，共同组建了一个 SPV，这个 SPV 在卢森堡。卢森堡公司在意大利设立了一个特殊目的公司，特殊目的的公司通过银行贷款（这里高盛也有参与），又融资 2.4 亿欧元，加上前期股权投资就是整个交易的最终价。收购对价之后偿还债务债权人，将财务投资者的股权买回来或置换掉。2008 年时流程还比较复杂，需要证监会、商务部、外管局、国资委等的审批，还有境外投资外汇登记，但当时推进的力度还是比较大的，在三个月内将工作完成了，整个交易过程相对比较顺利。

此前中联全球排第 5 位，CIFA 排第 6 位，整合后排第 2 位，这就是整合跨越式发展的典型例子。其实两个品牌在不同的区域都是知名品牌，具有很大的协同效应，双品牌战略形成了很多交叉销售的机会，在欧美市场，CIFA 针对的是高端客户，非常受欢迎，随着中国经济发展，中国的高端客户也不断涌现，并且在同一个销售网上中低端的产品可以用中联的品牌销售。产品组合以及利用中联低成本的制造对中国企业是一个非常好的启示，即如何利用中国低成本的制造，嫁接成为品牌竞争和高端产品竞争的优势。如果能够充分利用一个在全球有高知名度的好品牌，同时将中国低成本优势融入进去，竞争力会凸显。该启示在中联重科收购 CIFA 中得到了充分的体现。

还有一个好处是，作为一个 1928 年成立的百年老店，CIFA 有 150 项核心专利，这些专利是全球其他竞争对手所没有的，收购后都变成了中联重科的专利，可以用这些专利提高自己的制造水平，实现跨越式产品质量提升。而最重要的是管理的理念、成熟的管理模式，CIFA 对中联重科给了很多潜移默化的学习机会。实际上海外收购兼并不是传统意义上的想法，要派自己的管理层去运作海外的公司，这种思维是老旧的，效果反而不好。国外公司来中国也是一样，他们希望在国内培养当地的核心的管理层。中国的企业也应当有这种思维和气度。中联重科没有派一个人去 CIFA，CIFA 由于有了中联重科这个后台，并且加上了股权激励，在一些关键的时刻，例如金融危机时会主动裁员。如果是中国的管理层在海外裁员，可能会出现上汽收购双龙后的情况，工会、媒体都有许多负面的宣传，而如果是海外公司自己裁员，则几乎没有任何媒体报道，大家也能够接受。这一点是从管理理念、管理思维上值得学习的。

2、万象

万象已经在美国 29 个州有了 28 个企业，他们也没有在这些企

业中派任何管理层，并且 28 个企业都盈利。万象的成功不是偶然，因为美国政府也会考察企业是创造价值还是赚了钱就走。万象在美国企业的投资基本都投在美国本土，没有拿一分钱回来，因此从美国政府的角度，包括利益相关方、当地社会、媒体、员工、股东，都会很支持收购。对我们中国企业的启示就是，在海外收购兼并，充分利用当地的资源、管理层、当地的顾问团队或者国际化的顾问团队，能够增加成功的概率。

3、潍柴动力

潍柴动力是 2012 年的案例。潍柴动力是中国工程机械和发动机的生产商，由于在全球有 2-3 家液压电技术是垄断的，导致其在工程机械领域的一个核心技术无法突破。而在液压技术垄断商中，其中一个就是凯傲下面的林德液压，是一个非常高端的品牌。潍柴动力当时想收购林德液压，但不巧的是林德液压是凯傲公司下面的事业部而非单独的公司，但凯傲是高盛和 KKR 投资的，所以高盛设计了一个结构。该交易规模也很大，达 7.38 亿欧元。高盛将林德液压从事业部单独划出来，组建成公司，由潍柴动力收购林德液压 70%的股权，由于技术转让、关联交易的原因，其余 30%由凯傲持有。同时，潍柴动力收购了凯傲 25%的股权，并且有权利增持到 30%。2013 年凯傲成功上市，上市当天潍柴就获得超过 20%的资本利得。这个交易对潍柴来说，首先，拿到了最想拿到林德液压的技术，并且控制了林德液压的股权，得到了很多类似中联重科的好处，且潍柴有权利将林德液压的股权增持到 100%。第二，潍柴有将凯傲股份增持到 30%的权利。第三，凯傲上市后潍柴马上获得了资本利得，有股权溢价，账面上也有很好的收益。

在海外收购兼并，实际上很多交易是可以创造出来的，而不用市场上有出售了我们才被动地参与竞标。我们内部的决策流程、审批、

海外资金使用都有些障碍，实际上在竞标中中国企业成功的案例不是很多，短时间内不能进行充分的尽职调查，没有做充分准备的话会非常被动。即使出高价买了企业，后期的整合也会存在很大问题。最好的交易是创造的交易，也即对收购对象有足够的了解，尽管存在很多现实的障碍，但如果能够选择好合作伙伴，在正确的时间和正确的人去沟通，这些交易就能够被创造出来，并且这种创造对中国的投资者是非常有利的。潍柴动力就是这样一个很有创造力的交易，也给了大家一个比较好的启示。中国企业在收购兼并时，选择的范围、方式、模式都可以有创造性的开拓实践。

五、小结

中国企业在海外收购兼并要关注：

第一，收购兼并虽然在大环境下是被迫的选择，但如果能主动拥抱这个趋势，主动融入大的潮流，对很多中国企业来说都是一个商机。收购兼并与收藏类似，好的东西很少，收一家少一家，从公司需要做的范围来看，能够有专门的团队主动进行收购兼并，不定期的与专业团队（包括投行、律师、会计师等）进行探讨，机会总是留给有准备的人。中国很多企业在收购兼并上有很高的热情，也准备了很多资金，但在交易的准备上、团队的构建上、对被收购方的研究上是不够充分。如果能够进行系统的研究调查，经常和投行、律师沟通，一旦这些机会出现，像潍柴动力一样创造交易，会获得非常好的效果。要有主动的意识、良好的准备和团队。

第二，在尽职调查过程中，魔鬼存在于细节之中，应当充分利用各种资源,包括利用顾问团队和自己内部的团队做相关的法律调查、尽职调查。其实包括环境、房地产、知识产权等很多调查都可以在交易之前进行大量工作，而不是在项目之后的两三周内做这些事。否则

有可能很多地雷是挖不出来的，一旦进入交易就晚了。关于谈判，很多中国企业喜欢自己去谈判，这是有利有弊的。买卖双方都有砍价、有条件谈判的时候，由于收购并不只是将公司买下，而是更看重如何将公司整合，因此谈判时的不和谐可能会产生管理团队的不信任，有需要的时候可以让律师、投行去“扮黑脸”。有些事情从买方的角度是没必要参与的，还需要展示一个更正面的形象。

最后，做海外收购兼并，成功的标准不是收购了这个企业，而是能否整合这个企业。根据个人调查发现收购兼并成功的概率只有25%，其中失败最主要的原因就是整合的失败。现在大家看到海外收购兼并，签合同、仪式都很风光，但实际上交易还没有结束，甚至可能是痛苦的开始。我们更应看重的是五年、十年后，企业在买方的管理下能不能从小到大、从无到有，从弱到强。收购兼并是一个伟大的艺术，在不同的艺术家手里会有不同的作品，是不断探索的过程，且没有定势。

六、问答环节

Q1：您提到在做海外并购时的一个趋势是要选择“MADE FOR CHINA”的行业，以您的经验来看哪些企业适合中国企业海外布局的选择？鉴于欧洲和美国的法律环境等差异，区域上您有什么样的建议？

A1：先说区域，从交易成功的概率来看，按次序英国、德国、意大利、北欧可能是比较好的。第一这些市场比较开放，各种限制没有那么多；第二有一些成功的案例，有很多的口碑效应，如果中国企业去了大家会关注。德国是一个非常好的地方，中联重科在收购 CIFA 之后，又在德国进行了一次不小的收购，效果也非常好。当然也有其他企业去收购。而且德国的劳工素质较高、“play by rule”的文化也

比较深。但是，这种说法比较不全面，像万象的老总就觉得美国最好，因为根本不需要和官员打招呼，只要把法律研究清楚就可以，效果也很好。从企业的角度，要看战略上想进入的领域或产品在哪个地方最好。高盛目前在南非做了一个收购，也非常成功。有些传统不是很关注的区域，部分企业成功的概率反而大一些。个人认为按照欧洲、澳大利亚、南非、美国的次序较好，但对不同的企业也存在差异。

说到产品，中国现在的主要工作就是去产能化或产能转移，核心就是走欧美国家走过的道路，将一些低附加值的产品向更低成本的国家转移，开始偏重高附加值、环保、更高品牌和价值量的产品。很难谈到具体产品，但在每个细分行业中都会有产业升级，不断进入价值量更高、技术水平更高、质量更好的产品，初级和环境污染比较严重的产品不适合在中国进行生产和销售，要对这些产品进行一些转移。

Q2：日本的一些制造企业也不错，能否作为中国企业的并购标的？

A2：高盛在日本做兼并收购是第一位的。日本的收购有行业性特点和区域性特点，在部分领域如医疗、先进的制造业或者传统的汽车、汽车零部件都是比较先进的，也有一些收购兼并的机会。日本在兼并收购方面非常活跃，但是更多是做收购方。他的企业特点导致了大规模交易的难度，包括三方面特点：

第一，集团家族化的特点比较明显。例如有些汽车零部件做得很好的企业，像本田、日产、丰田等各种业务联系和股权联系都是很家族化的，很难将它摘出来。

第二，愿意出售的公司规模一般较小，大公司从交易的角度来看愿意做兼并收购的不多。

第三，利益相关方更复杂。集团之间的产业链、与银行之间的关系比较复杂，对公司收购兼并的决策不完全取决于商业条款，还有很

多其他方面的考虑，包括员工雇佣、与银行之间的互信等。日本的雇佣关系一般是比较长久的，一方面对企业有好处，但另一方面对企业整合却未必是好事。比如在经济环境不好的情况下，可能需要裁员，但在日本方面就相对困难一些。不是说在日本没有机会，而是要更加小心，考虑的因素要更多。

第 50 辑

(2014.7.11)

MIT 捐赠基金及其投资简介

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

田永春先生，现任职于麻省理工学院(MIT)投资管理公司的全球投资部，主要负责为 MIT 在全球各个主要市场寻找并管理有吸引力的投资机会以及投资团队。MIT 投资管理公司掌管着 MIT 全部约 150 亿美元的资产(校友捐赠基金及退休基金)，是规模较大的机构投资者，主要以有限合伙人形式通过参股股权基金进行投资，主要的资产类别包括股票、私募股权、另类投资(例如对冲基金)、地产、实物资产等。田永春先生在 2007 年加入 MIT，之前曾经在波士顿地区为大型零售商工作六年，主要负责商业地产项目的投资。田先生 1993 年毕业于清华大学土木工程系，曾在国内从事结构设计工作，到美国后取得新罕布什尔大学工商管理硕士学位以及 MIT 房地产硕士学位。

本次会议主要包括三方面内容：MIT 的捐赠型基金模式运作原理简介；MIT 投资管理公司（MITIMCo）概览；MIT 投资管理公司投资理念概述，包括投资哲学与投资方法。

一、捐赠基金的概述及其对大学的意义

美国有 8 所常春藤大学，麻省理工大学和斯坦福大学的捐赠基

金规模在北美高校中均位于前十。哈佛大学是全美最富有的大学，其基金规模在 2013 年 6 月约为 320 亿美金，MIT 的捐赠基金规模约为 110 亿美金，位列第六。

为了在招生时更好地吸引优秀生源，人均捐赠基金受到了更多的关注。在 2012-2013 秋季学期，MIT 有 4503 名本科生，6686 名研究生，共有 11189 名学生，2012 财年捐赠基金规模大约为 100 亿美金，人均捐赠基金达到 90 万美金左右。较高的人均捐赠基金不仅可以吸引更多更优秀的学生，更可以用来作为与其他杰出大学争取杰出师资的重要砝码。其中的原因并不难理解，拥有较多的捐赠基金证明学校具备雄厚的金融实力，可以用来支持未来教职工的教学与科学研究工作。2011 年数据显示，普林斯顿人均捐赠基金约为 180 多万美金，排在第一位；而 MIT 以人均 80 万美金排在第八位。

二、捐赠基金的运作机制

MIT 投资管理公司（MITIMCo）的投资活动与筹款部门（如联系 MIT 校友、朋友与合作伙伴捐款）的工作性质不同，功能也相对比较独立，即该公司并不负责捐赠基金筹集工作而致力于资金的投资配置。

捐赠基金主要由两部分构成。一是捐赠人限定的捐赠基金，即捐赠者对于资金用途有明确要求。例如，某位校友捐出 100 万美金，他要求这笔资金必须用来进行癌症研究工作而不允许其用于别处，这就是有特殊限定的捐赠基金。二是董事会指定的捐赠基金，即捐赠者对所捐赠的资金用途没有限定，使得这部分资金使用更具灵活性。大部分捐赠基金属于这种情况。这两部分资金池共同组成了 MIT 捐赠基金。

MIT 捐赠基金的支出决策由 MIT 执行委员会负责。委员会成员

由校领导和有相关经验与经历的校友组成。这个委员会将公布年度支出金额及资金的具体使用方式。捐赠基金的支出主要用于支持本科生与研究生奖学金、助学金、教学金、及活动所需费用，以及各院系、实验室和中心的活动开销。特别值得注意的是，MIT 和哈佛、斯坦福在几年前宣布录取学生不考虑学生的家庭财力背景，只要学生具备足够的潜力，即使他们没有能力支付相关费用，也可以通过捐赠基金的盈利支持顺利地到学校学习。这样的机制保证了最优秀的学生都有机会来到 MIT 学习，使 MIT 拥有世界顶尖的生源力量。随着时间的推移,捐赠基金已成为支持各项活动的重要资金来源。MIT 每年的预算约为 20 亿美金，而捐赠基金盈利已逐渐承担起其中较大比例。具体而言，MIT 的执行委员会决定将每年 MIT 捐赠基金的盈利用于支持学校资金运转，占总规模的比例约为 5%。在通货膨胀调整之后 MIT 捐赠基金投资的真实回报率可以达到 5%左右，因此这一比例的盈利支出通过实际投资回报是可以支付的，能够收支平衡。制定这样的比例保证了 MIT 的长期发展，使其可以持续吸引杰出人才，保持学校的优势地位与财政稳定性，因此该比例受到严格限制，一直维持在 5%左右。

虽然基金盈利支出比例基本保持不变，但投资收益所占学院收入比例逐步升高，从 1961 年的 13%到 2003 年的 27%；同时期研究收入所占比例，即联邦与州政府拨款所占比例却逐步降低。特别是近几年由于美国政府的经济与财政状况不是十分理想，其所提供的金额随之有较大幅度下降。这也进一步使得捐赠基金的投资收益在支持学校各项预算支出方面起到更重要的作用。

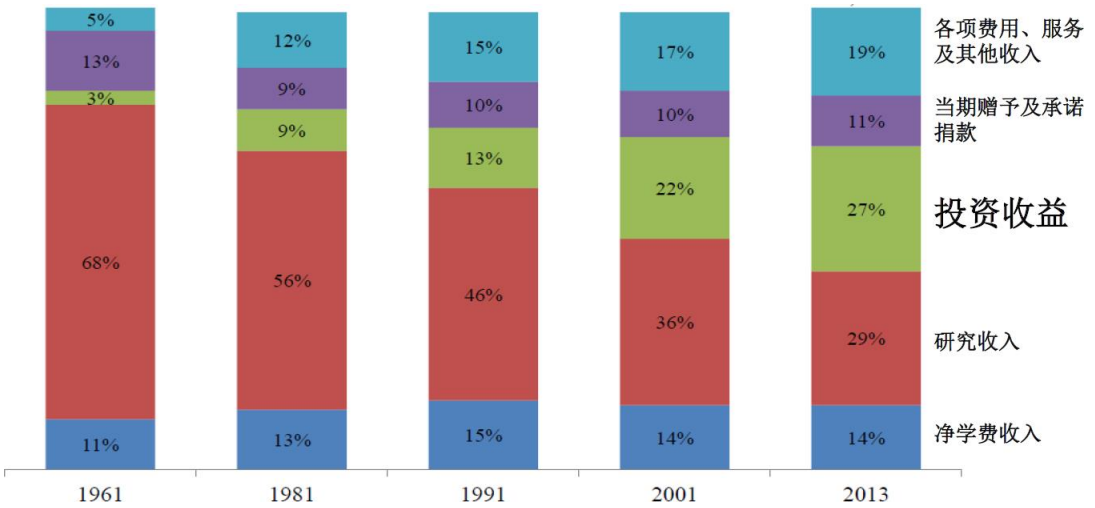


图 1：投资收益在学院收入中占比日益增长

三、MIT 投资管理公司的使命与组织结构

公司的使命是为 MIT 提供卓越的长期投资回报。具体而言公司致力于打造一个与优秀人才保持持久合作关系的体系，并以此来支持 MIT 一贯的追求：即世界一流的教育、前沿研究，以及突破性的创新。

公司主要掌管两大资金池：其一是捐赠基金，总计约 110 亿美金；其二是 MIT 雇员的退休计划，总计约 30 亿美金。两个资金池总共约有 150 亿美金的规模。

MIT 投资管理公司类似于 MIT 的一个拥有独立决策权部门，其核心任务就是进行有关投资决策。学校执行委员会任命 14 个人的董事会，该公司的投资决策与有关变动要向董事会进行报告。MIT 投资公司的最终投资决策均由公司总裁 Seth Alexander 敲定，并由他直接向 MIT 校长 Rafael Reid 进行汇报。在总裁下共有三个团队，他们分别是：16 个人的全球投资管理团队，12 个人从事投资工作，4 个

人从事行政后勤工作；17 个人的剑桥地产投资团队，该团队主要运用学校资金负责投资、开发与管理 MIT 校园周围的地产。进行这类投资的目的主要有三个。第一，该投资能带来较高回报。剑桥作为美国重要的创新中心吸引了来自全球各行业各种规模的投资。由于 Harvard 与 MIT 的存在，这一地区聚集了各行各业的大量顶尖人才，使得如 IT、医药、化学等行业的国际巨头或者初创都愿意在剑桥投资办厂或租写字楼。第二，为 MIT 的未来发展储备土地。即为学校未来可能的扩张计划储备空间。第三，提升 MIT 校园周围环境。比如进行更多的开发项目，发展零售业等，以吸引更多学生及居民流量，提升 MIT 校园整体环境。与众不同的是，该团队仅在剑桥这一很小的范围内进行地产直投，即进行直接的土地买卖。而对于超出了 MIT 校园周边的地域范围，房地产的投资则交由全球投资部与地产商合作进行投资。

18 个人的运营团队，该团队负责支持投资团队投资过程，以保证资金运作顺利平滑。

四、MIT 投资管理公司投资模式

1、公司主要负责开发、执行并管理 MIT 的投资

具体工作包括：

在全球寻找杰出人才和投资机会投入大量时间精力在全世界范围内寻找杰出人才与团队并和他们建立长期合作关系。

自下而上配置资产。由全球投资管理团队决定资产配置的具体方式，包括投资领域与相应金额。

作为优秀的合作伙伴支持所投资的管理人团队。不仅仅通过合伙人为学校赚钱，公司也会为他们提供除资金之外他们所需的支持，让他们充分发挥能力。

2、投资属性

投资周期：MIT 的资产是长期的，这取决于 MIT 的投资目标是在未来数个世纪提供世界一流的教育和研究。

责任：每年支出约 5%的捐赠基金用于满足学院在运营、研究及助学金方面的需求。

投资重心：以高实际收益率为目标；按股权导向，债券投资相对较少；注重资产的积极管理，即将资产集中投资于一群从全球精选出的外部投资管理人，并与他们分享公司的经验以达到跑赢市场的目标。资产投资范围涵盖较广，从地理位置上讲包含欧亚美非等世界各地；从资产类别上将包含股票，对冲，私募与创投等等。

3、投资的核心原则

第一，与外部管理人合作。公司力求在全球范围内寻找最优秀的投资者，与之合作来实现投资目标，团队本身很少参与直接购买股票或房地产的投资活动。同一些其他的学校进行直接投资的决策相比，MIT 的投资公司更倾向于与优秀的基金管理团队实现共赢。选择这样间接投资模式的主要是因为投资团队本身较小，面对规模高达 150 亿美金的资产公司，难以做到在每一个资产类别、每一个市场建立优异的具有较高判断能力的投资团队。相比之下，与最优秀的资金管理

团队进行长期合作是更加有效率的投资模式。目前我们有 12 个人在全球各地专门负责寻找优秀的合伙人。

第二，希望双方都能够独立思考。公司愿意以不同的方式思考问题，并不跟随哈佛斯坦福等顶尖学校，乐于接受与同行及基准的差异化。同时公司希望所投资的经理人不盲目从众，在选择股票、写字楼等投资时不盲目跟随大市进行决策。

第三，坚持价值导向。我们比较认同价值投资、价值导向的理念。我们的分析选择以基本面的微观的选择为主，投资经理的分析也以基本面的微观的选择为主，如果能够找到价格同商品或股票内在价值之间一定的安全边际,就是价值导向。比较看重经理如何决定安全边际的多少。

4、如何选择外部投资人？

总体框架：只投资能够理解的东西。如果投资的标的是一个黑匣子，我们完全不能理解或者经理不愿意解释、不能解释原因，将很快丧失吸引力。如果我们不能理解基金经理的盈利模式，是很难投资的。所以总体框架是：无论是资产类型还是投资策略，都仅限于投在我们能够理解的范围内。

其次，MIT 投资管理公司更注重管理人的六个特质：

- 高度诚信。这是合作的基础，要形成长期的合作关系，如果大家缺少相互信任、缺少透明度，那么能否长期合作下去则存在疑问。

- 杰出的投资判断力。我们看重对方能否清楚阐释投资理念，是如何判断投资的商业、公司的价值，这些都很重要。
- 契合的投资理念。是否有耐心从事长期投资，是否能与资本的长期特性相匹配，这是投资理念之一，也非常重要。
- 可界定的竞争优势。一方面要看管理人自身的竞争优势能否界定，另一方面要看他自己能否说明自己的优势在哪里。这是我们乐于看到，但也是较难找的特质。
- 流程驱动。所谓流程，就是决策的过程。有些人是结果驱动，只要达到结果就可以； 有些人是流程驱动，存在大致固定的流程，走完流程才知道要不要进行投资。我们希望看到经理能够有一定的流程，在赚钱或者赔钱后，能够回头重新审视流程，发现和理解问题出在哪里。我们认为流程是否可持续、可重复比单看结果更重要。
- 独立的、合伙人所有的公司。我们所投资的 GP（General Partner），最理想的就是完全独立的、合伙人或创建人所拥有的公司。

以上六点是我们所看重的管理人最重要的特质，但这样的人非常少见，所以挑选管理人合作是非常花时间过程。但这些标准不是硬性的，我们要寻找符合大多数特质的管理人，会有自己的判断，寻求平衡、并做一些灵活的变动。

挑选外部投资人是花费时间最多、工作量最大的任务。我们需要花费大量时间，在全球各地通过各种关系寻找可能合作的投资伙伴，

各种资产类别的投资经理我们都愿意与之见面、结识。举例来说，在2013 年，MIT 投资管理公司一共接待了 900 个投资经理，而这些人还不是现在投资的经理，只是未来有潜在合作关系和投资意向的经理。此外，我们还接触了很多非经理人，他们并未成立基金进行投资，而可能只是有个人独特的经历。我们能够通过与他们的接触了解他们的看法，在这方面也投入了很多时间。

5、如何配置资产

MIT 投资管理公司是自下而上的资产配置框架。所谓自下而上，就是寻找最杰出的投资人，如果我们在某个市场找到某投资经理，认为他非常出色，总会有办法挪出 MIT 的资金投资给他。例如，某基金经理做欧洲股票，而 110 亿美金中已经配置了 8%的欧洲股票，份额已经满了，但同时该基金经理又非常优秀，并不意味着不能再继续配置，我们不受到自上而下的框架的限制。我们存在一个大的框架，但不完全为这个框架所限制，只要把 MIT 的资产，投到最具吸引力的投资机会和（内部评估）信誉度最高的经理人那里去。

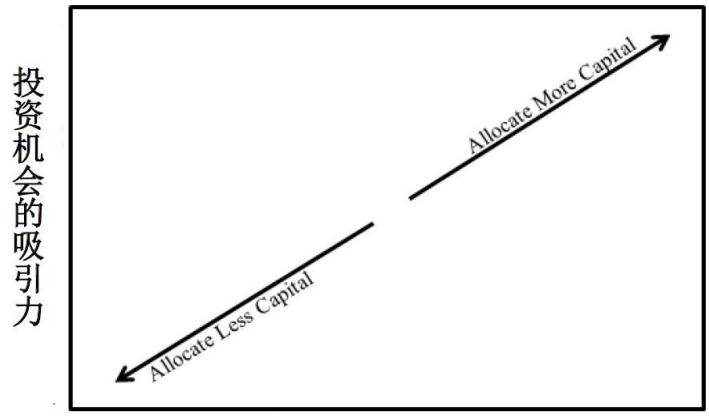


图 2：如何配置资产

在配置资产时，如图 2，纵轴表示投资机会的吸引力，横轴表示投资团队的能力和质量，若是一个高质量的投资团队，那么横轴偏右；如果投资机会很有吸引力，那么纵轴偏上；总体偏向于整个右上角。此时将会多配置一些资产给该团队，在相应的市场或资产类别配置更多资金。相反，若投资团队质量不够理想，投资机会也不是很好，但又需要在市场中投资一些份额，则将会向左下角配置。任何一项投资，需要随时观察其变化，观察其投资团队质量会提升还是下降、投资机会的吸引力在上升还是下降。我们会随时调配自身的资产配置，这是资产配置的大框架。

同时，应当注意投资风险，包括流动性风险、杠杆风险、分散投资、集中度、投资风格等。比如地域风险，若在中国看到很多优秀的投资经理，是否会将 MIT 捐赠基金的 70%都投资到中国？答案显然是否定的。捐赠基金每年拿 5%支付给学校，主要是美元，因此大半的资产都配置在美国，这其中就存在自上而下的地域风险控制。所谓大的资产配置，就是希望能够自上而下防止这类风险的发生。但最基本的投资决策，还是自下而上，只要找到好的投资经理我们都会尽力寻找合作机会。

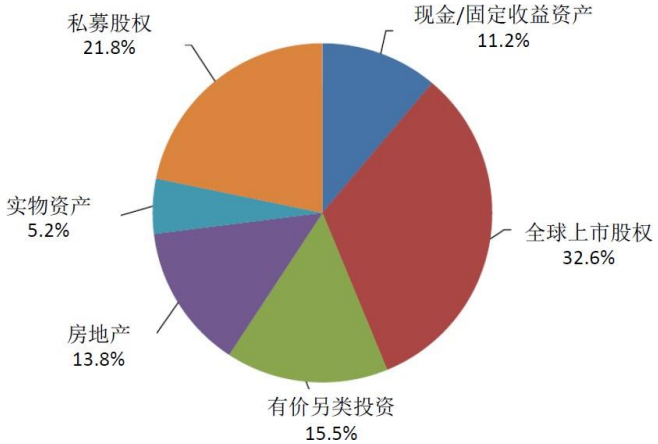


图 3：偏于非上市的、流动性较低的资产

图 3 只是某一时刻资产配置的大致比例，仅为说明举例，不代表现在和未来的资产配置。可以看到，投资的类别比较宽，包括上市股权、另类投资、对冲基金、房地产（包括在剑桥、MIT 附近的部分直投，也包括在全球各地投资的房地产基金）、实物资产（包括石油、天然气、矿产等）、私募股权（包括私募基金 PE、创投基金 VC 等）。总体上，我们比较看重非公开的、流动性较低的资产。与其他美国投资者相比，MIT 投资管理公司的配置相对较重，原因在于其资金更为长期，期望通过忍受较差的流动，获得较高的回报。

	1 年	3 年	5 年	10 年
MIT 资产池 A	11.1%	12.3%	5.3%	10.7%
Cambridge Associates中值	11.9%	10.2%	3.7%	7.7%
差值	-0.8%	2.1%	1.6%	3.0%

* 截至2013年6月30日

图 4：长期来看，MIT 业绩跑赢捐赠基金平均水平

MIT 投资管理公司的业绩如图 4 所示。第一行是 MIT 的资产池，分别是 1 年、3 年、5 年、10 年捐赠基金的业绩；第二行是剑桥咨询中值，剑桥咨询主要为规模较小的捐赠基金、科学基金客户提供咨询业务。我们更看重 10 年，甚至 15 年、20 年的数据，而非只看 1 年的数据。尽管 1 年的业绩 MIT 捐赠基金低于中值，但从长期来看，MIT 捐赠基金比剑桥咨询中值更高。通过长期的数据更能看出 MIT 捐赠基金公司和团队的附加值。换言之，牛市时，MIT 捐

赠基金的表现也许没有市场那么好，但在熊市时，其表现将相对较好，这主要是由其投资策略决定的。

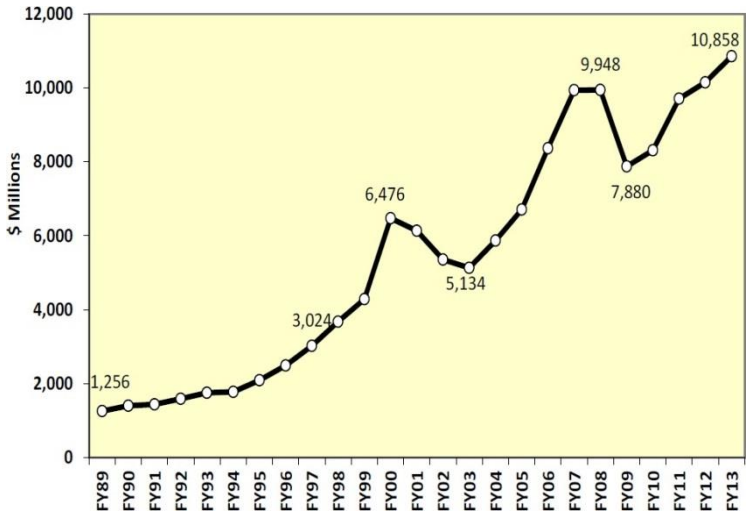


图 5：捐赠基金市值（1989-2013 财年）

图 5 是 MIT 捐赠基金近二十五年的增长情况。08、09 年有一些波动，但之后恢复很快。整体增值较快，从 89 年的 13 亿美金，增长到 2013 年的 110 亿美金左右。

五、小结

捐赠基金服务于 MIT 的使命；MIT 投资管理公司力图为 MIT 提供卓越的投资回报；MIT 将捐赠基金的开支限定在其认为可获得的长期投资回报之内；MIT 捐赠基金意在支持当代和未来一代又一代的学者；通过外部管理者进行投资，并采用与 MIT 的长远目标相关联的策略；之所以仅发布年度业绩数据而不更频繁的发布，与长期投资战略有关。

六、问答环节

Q1：提到的两个标准，一是投资的能力、一是投资的机会，这是否意味着投资经理每一次投资机会都需要向 MIT 捐赠基金报告？在管理投资人的过程中，是把握投资的总体原则，还是会参与到项目的具体决策当中？

A1：一旦选定了合作伙伴，就给予他充分的信任,具体的投资决策，完全由 GP 来决定。

如果我们投资于一位股票经理，他选择哪些股票、每支股票的建仓百分位是多少、在什么价格买入，我们完全不参与其决策。如果一位经理想在亚特兰大买楼或在休斯敦买楼，他为什么要这样做、在什么时间买卖，我们完全不参与他的投资决策，而是给外部投资管理人百分之百的决策自由度。

Q2：目前 MIT 捐赠基金在中国市场上的配置比例大概是什么水平？

A2：我们有中国的投资，但还远远不够，希望找到更优秀的合作人共同合作。配置比例不太好给数据，因为市值都在变化。但是可以说明一个原则：中长期我们比较看好中国的机会，愿意花时间和精力与中国的投资经理见面。因此欢迎大家引荐和自荐。目前 MIT 捐赠基金在中国投资了几位经理，但非常有限，我们还是希望多投、多看，希望能建立同个人或团队、机构的关系，以便更好地挑选合作伙伴。我们也希望潜在的合作伙伴能够认识到，MIT 是一个严肃认真

的、看好中国的投资者，能够主动与我们联系。我们也愿意通过各种关系促成大家的合作。

Q3：在选择投资经理时倾向于选择合伙人制的公司，是否意味着公募基金不符合 MIT 捐赠基金的要求，而私募基金相对更符合要求？

A3：这种合作方式有一定的难度，但不能完全排除。此前提到了理想合伙人能够达到的六个特质，现实中很少有团队和个人能够百分之百达到这一要求，这只是理想化的标准，希望能够尽量符合，这样合作起来能够更容易。至于公募基金，出于个人的理解，在国内是从散户处拿钱、并且可以买卖。它的组成结构、所有制结构和控制权从我们的角度来看，存在一些问题。如果我们作为投资人参与进去，那么我们和散户投资人之间是否会存在潜在的冲突，如果出现这种情况基金经理应该如何处理，都可能存在问题。但也不能说国内的公募基金与 MIT 没有合作的机会，如果公募基金有出色的投资经理，愿意成立一个类似于私募、或者有自己投资理念的公司，这对 MIT 捐赠基金来说是完全没有问题的。

Q4：现在投资收益占大学收入比重可达 27%，那么应当如何防止投资端的波动导致大学支出的波动，在投资端是如何控制风险的？另外，耶鲁大学在投资中超过 20%是绝对收益的投资，MIT 是否也有这一部分，具体投资哪些标的？

A4：我们每年投资收益的 5%用于学校，它占到学校收入的 20%。关于投资端的风险控制，但从做投资的角度，风控大致包括两个方面的内容：

第一，在资产组合层面如何控制风险。在投资时要做投资的风险控制,在资产配置时会考虑这些风险，包括流动风险，地域风险、杠杆风险、国家市场风险、集中和分散如何平衡等。在资产组合的层面上主要是从大范围控制风险，在一定灵活度之下，我们会选择风险可控但投资收益相对较高的标的进行投资。

第二，在我们所投资的经理层级上的风险控制。在具体的项目、标的的风险控制中最核心的是要看这个团队能否做到合理的风险控制。例如，对于一个地产经理，判断他是否有很强的纪律性、是否流程驱动，就要看他能否在 06、07 年间判断出不应再购买，因为理性的投资人已经不会在当时的价格上再买入地产项目。在投他之前，我们就要了解他有没有这种判断能力、有没有这种纪律性、有没有这种风控的能力。是否了解什么时候该投、什么时候不该投、在什么价值投，在做尽调时会花很多时间做这方面的研究。

我们也有绝对收益的配置，划在另类投资中。我们另类投资的范围很广，包括绝对收益、特殊情况等。虽然叫法是绝对收益，无论市场好坏都能赚钱，但实际上有多少人能做到还值得商榷。多空组合是比较常见的战术，我们也有这种经理。但绝对收益仍以股权为主，由于我们需要拿到一个相对高的回报，所以绝大部分投资投向股权。此

外还有一部分现金和固定收益的配置，但不是投资的大部分，主要目的是保留一定现金。

Q5：提到了很多挑选投资经理人的定性标准，有没有相应的定量标准，在投资业绩上是否会关注过去几年大概处于何种水平？您所了解的大学捐赠基金，是否都采用了 MIT 的方式，是否有其他的方式？

A5：我们当然会看一些量化的东西。比如若想投一个经理，我们要看他的历史记录如何，如果有十年都在市场之下，就比较没有说服力；如果有波动，但在十年内总体跑赢市场，对于做尽调就会有帮助。所以我们希望能够看到他们之前的投资历史、投资项目、投资公司的回报，这种数据对我们的工作是很有帮助的。

理念上的契合是最重要的，量化的东西有则更好，没有也可以从其他的方面想办法来了解。举一个极端的例子，有一位美国的基金经理，他只有一个人，而且只是大学本科毕业，工作不到 3 年，但他高一就开始炒股，看过很多巴菲特等人的书，从 17、8 岁开始做了 5、6 年的私人账户，并且很有成果。在 27、8 岁时，他决定自己筹一个基金，尽管他从来没有做过基金经理，MIT 也很愿意支持。只要能够证明自己的投资理念，并且双方的投资理念是契合的，我们认同其投资方法，即便历史记录很短甚至是个人记录，也都不是问题。

与其他的大学基金既是同僚、也是竞争对手的关系。好的投资经理容量是有限的，如果 MIT 进去了，其他某个大学就投不了他或只能投的很少，反之亦然。捐赠基金普遍比较低调，因此大家的信息交

流不是非常畅通，所以我不能确定其他基金是否也是采取 MIT 的模式，他们是否有更全面的遴选经理的方式。但是 MIT 通过多年的积累形成的这样一套遴选机制，从长期回报来讲，是比较适合我们，并且比较行之有效的。

第 51 辑

(2014.7.17)

大数据如何影响金融风险管理：现状、问题与趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

胡本立先生，前国际数据管理协会副主席，现任国际数据管理协会中国分会主席。前世界银行首席信息技术官，曾任香港证监会首席信息官/顾问，中国证监会战略及规划委员会委员，中国社保基金理事会高级顾问，HP 中国总咨询顾问等职。近年主要关注人、数据和计算机之间在认知和管理上的互动。本科物理学，硕士计算机科学。完成生物物理研究生班部分课程和哈佛大学企业高级主管关于战略、变革管理、金融和财务的培训。

目前关于“大数据”和“风险”的讨论已经很多了，但将二者结合起来的讨论可能才刚刚开始。如果能有意识地去理解数据（包括大数据）的本质和其产生到消化的过程，将有助对金融风险的识别和管理。

此处主要讨论两个方面：一是对数据基本概念的看法，与一般的数据讨论有所不同，将着重于（大）数据和风险在概念和架构上的问题；二是讨论数据与风险的关系。

一、背景

1、大数据的产生与应用

数据一直是个枯燥、基本的概念，在近几年却逐渐成为一个时髦的词汇。在两三年前，杂志 Science，the Economist 和 Nature 都开始使用“大数据”一词，迎合了当时的市场需求。这是由于大数据具有一定的特殊性，主要体现在其功能与方法论等方面，使得它形成了与传统数据不同的领域。

“大数据”的概念提出时世界正处于金融危机之中，国际组织、监管者和学术界都认为数据的混乱性成为除人以外阻碍决策层察觉风险的主要因素之一，并决定要解决该问题，于是引入了大数据。此时，传统数据问题尚未解决，人们便迎来了大数据。这种局势是否缓解了原有的困境还有待进一步的考察。

大数据与数据强调的重点有所不同：大数据强调某一时刻的数据相关性，即通过大样本得到相关事件出现的概率以回答是什么的问题，而不涉及为什么的问题。目前大数据的应用已经十分广泛，例如 Google 和微软等进行的机器学习项目、Google 知名的流感预测项目、阿里巴巴收集人的行为数据进行研究等等。相比之下，传统数据更强调数据获取的可重复性和数据间因果关系的研究。如何把两种数据领域工作的结合起来，令两者互为补充是一个值得研究的问题。

2、数据的基本概念

数据可以分为两种，由人产生的和由自然产生的。

其中由人产生的数据是人脑抽象概念的符号表示，符号是与符号的意义结合在一起的，它不具有单独存在的意义。数据的概念有别于数字和数学的概念。它们都包含计数这层含义，但数据化不等于数字化。数字化是一个编码过程，通常采用二进制的 0，1 进行编码。通过数字化可以形成电路、电池、电视与互联网等。而人脑的运作是一种化学反应，不是数字化。数学是一种符号更精确的表达，包含了公

式与算法等等。数据和信息、知识的关系使得它们既有所不同又紧密联系。现在人们通常说“大数据时代”，而不是“信息时代”或“知识时代”。这是由于人们直接接触或者由计算机处理的依旧是数据，而将数据提升到信息或知识的层面与人脑的功能是分不开的。在大数据时代来临前信息科学已经存在，它解决的是另一个问题：如何在同样一个带宽下通过各种编码以最高的效率纠错，去除数据噪音并把信息传到另外一方。

而由自然产生的数据是指在自然界产生的各种人可感或不可感的信号,其数量级比由人通过形成概念所产生的数据要庞大很多。现在描述和被描述都被认为是数据，都是广义上的数据，并将前者的称为“元数据”，后者称为“数据”以示区别，但数据归根结底可以回归到符号的概念。

3、数据与大数据之间的关系

“大数据”的“大”是形容词，内涵丰富，人们对其含义难有唯一共识。个人看来，大数据的数据本质没变，其量大和种类多的特点使得其在在技术处理和方法论方面与传统数据有所不同。理论上大样本使得用机器通过统计算法发现“小概率”相关性（但不一定是因果）的机会增加，包括对金融风险的发现和理解等。但如何处理好伴随大数据的“噪音”及其对发现真正或主要风险可能存在的干扰，目前尚未研究清楚，有待进一步观察。

处理大数据和数据时一个主要不同在于，“大数据”更着重数据作为符号出现的概率及其之间的统计相关性，对数据本身的含义并不关心；而“数据”则更着重数据的定义、含义和确定性。大数据往往涉及很多跨领域的知识，例如人工智能、语言学、认知心理、统计等。此外，二者都是人认知过程中所需要的，也应当互补，对金融风险亦是如此。最近有人提出“厚数据”的概念，认为大数据仅流于表面，

需将其变“厚”才有用。

对于金融风险及所有其他领域，要将大数据同传统数据结合好，但这需要能够与人更接近和友好的数据架构和建模方法。

4、数据产生及使用的全过程——人，数据与计算机

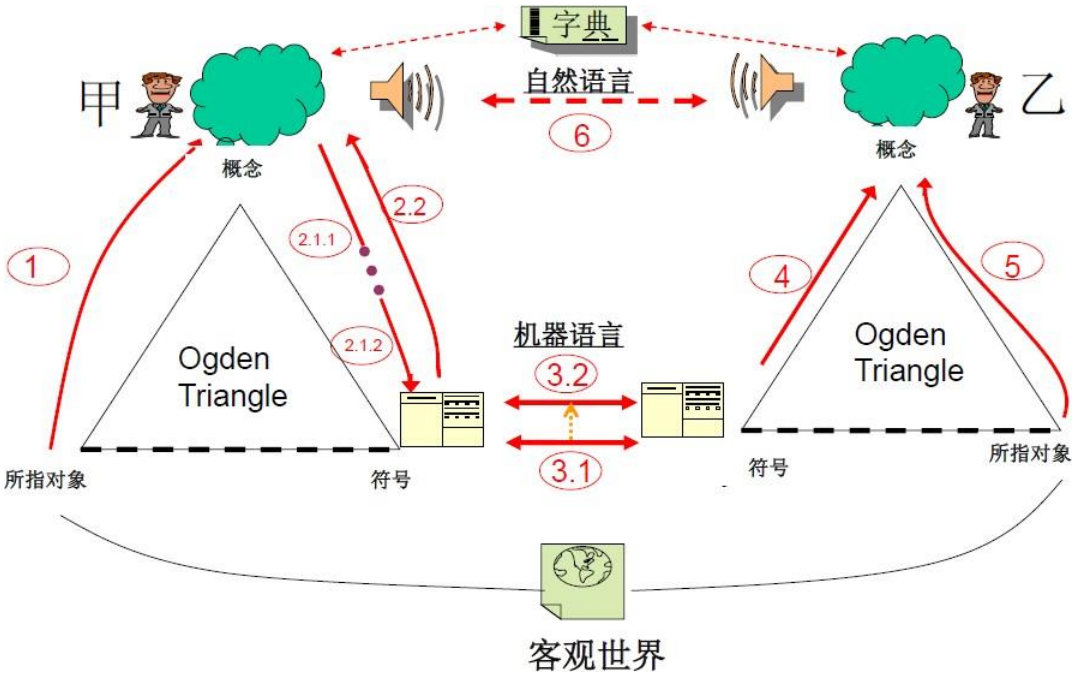


图 1：数据产生和使用的全过程

图 1 中有甲乙两个人，假设甲代表 CIO（首席信息官），他主管业务，对技术完全没有概念；乙代表 CTO（首席技术官）。两个人同时在客观世界根据参照物吸取信息并形成概念。由于诸如环境、培训和接受事物的能力等种种原因，双方面对同样的信息形成的概念也不会完全一样。

奥格登三角（Ogden Triangle）将对象、概念与符号三个主体连接起来。图中线段 1 代表教育或人的感官认知，通过这一过程，甲形成相关概念。线段 2.1.1、线段 2.1.2 和两者间的虚线代表概念转化为符号的过程，虚线表示在某些情况下该过程信息传递效率低的特

点。线段 2.2 表示机器在接收到信息、产生图或表后又将相关信息反馈至甲的过程。甲接受到相关信息会受到一定影响，且从深层次来说这种影响较大，比如智能手机、机器界面等会影响人的习惯，人们在适应新事物后会提出新的要求，如此形成一个循坏。

机器与机器之间通过网络传递数据，线段 3.1 表示传统的符号传送过程，在该过程中，传送的仅仅是符号而没有语义。而线段 3.2 代表的过程则是将符号及其初步含义同时传送。大部分互联网数据传递存在于线段 3.1 和线段 3.2 所代表的过程之间。随着机器智能提高，机器语言演变为两种：低级机器语言和高级机器语言，其中高级机器语言可以将更多信息传递到另外一方。

线段 4 代表符号被乙方有或无意识地看到并对照他脑中概念进行理解。线段 5 表示乙对所指对象形成自己的理解。同一行业的人对相同对象易形成相近的理解；而不同的专业、行业和公司都会对概念的形成造成影响，使得两个人形成不完全一样的概念。因此甲乙双方需要自然语言沟通，该过称由线段 6 表示。

图 1 对于理解数据的根本、问题和如何管理至关重要。它反映了自然语言与机器语言之间的关系。自然语言较为灵活但却不精确；而机器语言具有较高的精确性却不灵活，通常难以改动，使得其功能的提高较为困难。两种语言的特点造成了目前的数据环境。图 1 的现实意义在于，它让我们理解到不要期望不同的人对各自形成的概念一定能够完全理解，即使同一领域的人在沟通时由于理解上的差异也会存在一定问题，而跨领域的信息共享则会存在更多问题，因此个体间如何有效地沟通并且做到相互理解值得进一步深入研究。

5、数据与事实、真理的区别和联系

“用数据说话”没有想象中那么简单。例如，张维迎认为，“大量的事实证明，政府无论怎么做都不可能做的更好”。但运用哪些事

实以及如何证明，这些我们都不是很清楚。针对此，林毅夫与张维迎有不同观点，但谁的观点更准确则难以通过数据分析得到明确的结论。

在大数据时代，沟通成本较高，每个人都通过数据形成各自的理解使得多方共识难以达成。即使是同样的数据，各人对它们的理解也会存在差异，从数据到事实再到共识不是一个简单过程。

这依旧涉及到人的自然语言不精确性到机器精确性间的转化问题，转化时的缺口难以消除，只能尽量减少。此外，还存在当人们面对数据紊乱等现象，应如何进行高效决策等诸多问题。

个人并不赞同完全利用数据进行决策，因为目前风险驱动者依旧是人；同时人比机器处理复杂问题的认知能力更强，且两者的能力相差距离依旧较大。

因此希望经济学家、金融学家、监管者和被监管者尽量提高沟通效率，做到相互理解。

6、DAMA 简介

DAMA 是 Data Management 的缩写，该协会原来是由数据行业主流的数据架构师、数据建模、数据库、数据仓库包括 BI 行业创业人员组成的非盈利机构。

目前业务部门与创意部门，甚至在业务部门内部的沟通都存在一定问题，跨领域沟通的问题更为严重。所以我们提出“数据空间”，即各种概念的数据表示空间。在数据的广义定义下，任何事物都可以视为数据，即任何概念、讨论和发言等都可被认作是数据。

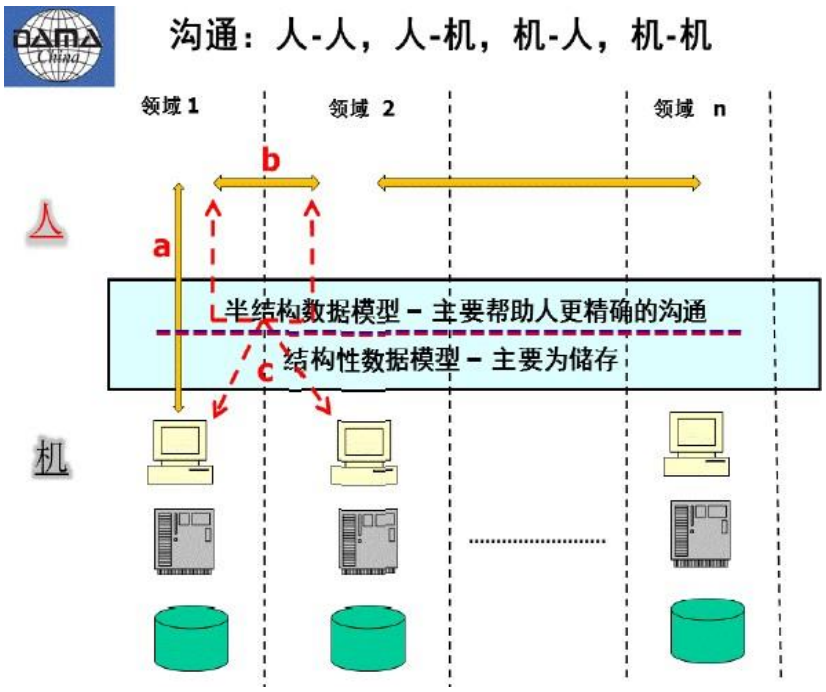


图 2：结构性数据模型与半结构数据模型

数据构架需要细分（层）。传统数据架构仅包含中间一层结构，即业务人员将数据交给创意人员并放到数据库中。而现在我们认为数据架构有两层：一层是结构性数据；另一层是非结构数据。语言，包括所写的文章都属于这一类。

在大数据出现之后新的数据库技术主要涉及如何储存数据，例如通过表或树状结构的形式，是为了储存数据而设计的模型。由于人在数据理解上具有很重要的作用，所以我们引入半结构数据模型，意在通过它帮助人们更清楚其地表达与交流。该模型构建了多维数据空间。该空间涉及数据的属性和维度，但不涉及到更细化的数据建模与规范等问题。

DAMA 出了一本书《DAMA 数据管理知识体系指引》。书中集合了专家关于数据技术的总结，通过国内 DAMA 会员的努力，该书

被翻译成中文并已出版，但这本书没有包括最新的技术。

二、现状

1、监管方

很多人都能发现风险的存在，美联储一名风险管理专家就指出衍生品的 CDO 和 CDS 存在问题。而风险的发生主要是集体失误，以房地产为例，既有监管者、银行的责任，也有买房人的责任，美国国会也有很大责任。因此责任不只在于监管者，其背后还有更深的因素。

由于各个方面的数据都要搜集，因而涉及到大数据的问题，并且要找出数据间的相关性。但样本是否足够得出好的统计结果并不确定，有时简单的相关性也具有意义。人的相关能力和整合能力是极强的，机器远不能达到。此外，一系列“失控”的现象确实存在，包括高频交易，例如 JP 摩根的风险管理部门就曾出现明显的失控或震荡。

FSB 和 IMF 在 G20 上提出大量的数据缺口是造成此次危机的重要因素，因此 G20 通过了缩小数据缺口的项目。由于此前 IMF 主要监管宏观经济，并没有整合微观、金融方面的交易性数据，该项目进行了 3、4 年，尚没有突破性进展。更重要的是，没有新的数据架构，就没办法将数据整合起来。

巴塞尔最近要求的 239《有效风险数据聚合与风险报告原则》，包括了 14 个原则和一些细分的内容，表明监管机构开始不仅需要风险报告，还要了解报告数据如何聚合。关于 239 的讨论很多，但还是缺乏对造成数据聚合中各种管理和技术上困难根本原因的讨论和

理解。要做到 239 的要求，就涉及到数据治理，董事会要讨论数据的问题，但操作起来能够解决多少问题并不确定。

此外，还需要理解全联接的概念，包括风险的转移、传染等。系统性风险不一定是系统重要性金融机构(SIFI)或者最大的银行造成的，小银行的风险传递累积起来也可能造成系统性风险，这就需要新的数据和金融模型。

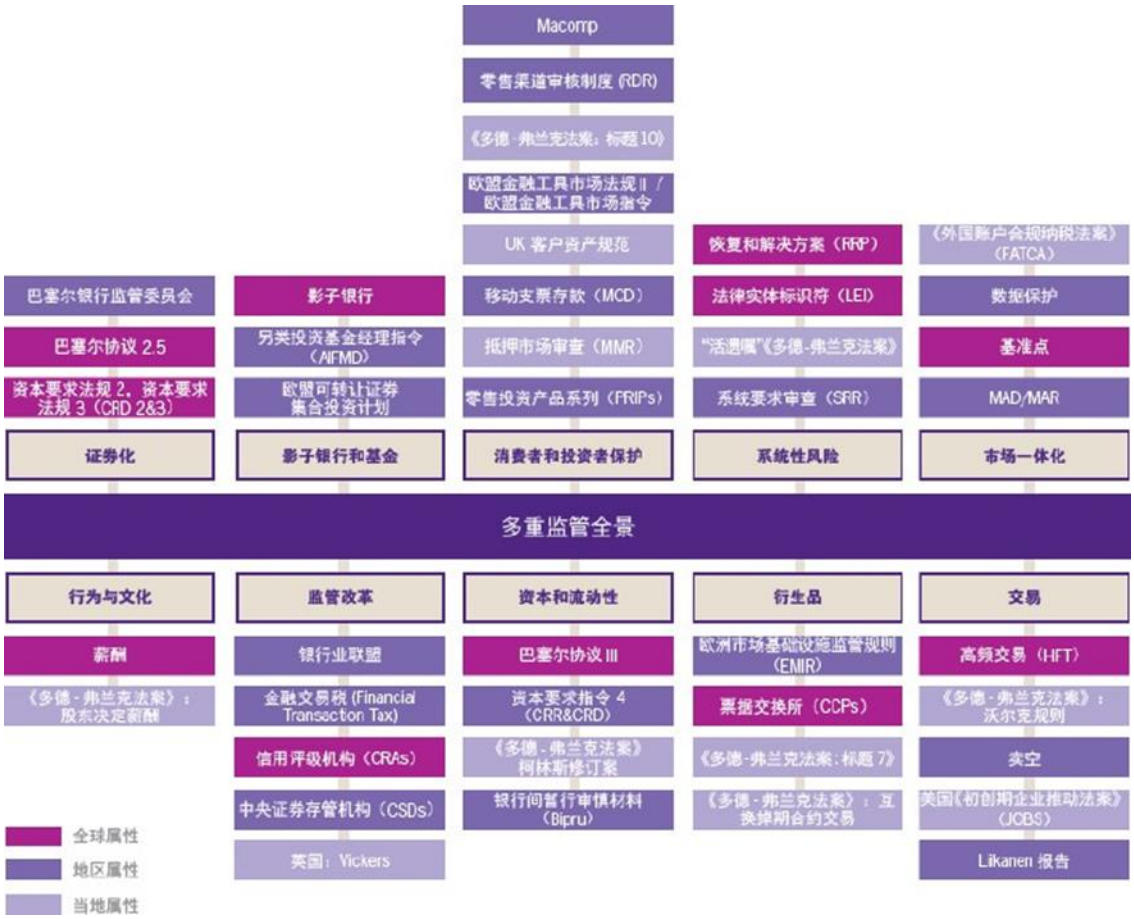


图 3：现有的监管法律法规

大量新法律法规的出台：复杂且多变。图 3 列举了现有的监管法律法规，包括了从宏观到微观多层次、多维度的风控和调控。然而，数据追踪的结果是否可信，数据链较长时很难追踪，数据如何汇总以及怎么转换并不清楚，就不能反映宏观和货币政策工具的传递过程和

效果。例如，在此次金融危机中，JP 摩根表现算是最好的，但当其发生问题时，找到问题所在也并非易事。法律法规是数据定义的开始和回归。起草法律法规时，需要从数据的角度考虑其定义，引入数据管理，因为这些定义不仅是法律文档或非结构数据的文档，稍有差池，整个系统都会出现问题，且很难改正。

2、被监管方

涉及合规的重要性、成本和困难，风险与创新的矛盾和“意外结果”多次发生，以及风险与公司其他业务部门的矛盾和综合考虑。董事会或 CEO 制定决策时如何平衡，应该有一定的底线，数据越清楚越好。但是目前的数据架构或数据模型达不到，缺少人与数据库之间更好的沟通。

3、系统

对风险需有系统处理的观念，要借鉴系统工程的方法和措施。系统风险发现的过程及预防，机构内风险的整合、压力测试及其与外界系统风险的相互影响。以上各种问题和瓶颈都与对数据的理解、认识和管理有关。

三、问题

科技进步和发展导致数据进一步的细分，形成了细分后新的数据“孤岛”，需要整合共享的矛盾加剧；概念化（如各指标）过程中，各“层”间数据的衔接问题，类似于“变焦”过程；金融危机暴露出

的核心和本质问题都和人与数据问题有关。所以要制定好的框架和方法，将细分的指标汇总成可行的、可以用来做决策的数据。

四、趋势

新环境的主要特点：全联接、大数据、多维度和多视角。

金融风险管理的发展趋势：要加强对人与数据的理解和注意。所有人的行为都是数据，必然和必须涉及一系列跨领域的努力；难以跟踪和理解的各类风险指标还会继续增加，如何整合数据“孤岛”以及运用数据支持风险管理都是该领域的大问题。

监管与被监管间的博弈在继续，大数据和数据公开可能有助于博弈的透明化。互联网和大数据对华尔街和金融界、监管、创新、博弈，都存在难以估量的冲击。

五、案例讨论

1、资产证券化

讨论很多，包括风险管理等一系列问题。从一定意义上来看，金融工具及其创新是不断地转移或隐藏风险。资产证券化结构复杂、路经长、参与者众多必然导致评级、定价的困难及风险。此次金融危机中，经过多次转化、风险隔离以及拆分和重组，并且缺乏相应的工具对数据进行整合，很多信息都丢失，不容易看到或无法追踪资产证券化的风险。更清楚地掌握结构化产品的属性、维度以及相关关系，对于整个风险管理很有帮助。

2、地方债分析中的数字陷阱

GDP 等指标本身就是数据，了解这些指标如何计算、以及在何种情况下数据才有意义十分重要。因此除了指标数据本身外，影响指标的环境因数也要数据化和一并收集，才能更准确、全面地理解数据，也是解释数据的一个挑战。

3、寻找阿托卡之旅（量化投资体系的讨论）

一个好的架构师，不但要懂数据，还要懂需求，即数据的用途。如何提高结构化或半结构化的数据架构过程中的沟通效率，将环境因素考虑进去，需要数据架构师同业务人员一起努力。

六、建议

对于复杂环境的应对：清晰化，透明化和简单化。Eric Berlow 和 Occam's razor 做了很多的相关研究。

对于系统：应借鉴系统工程的方法和手段应用在金融领域。

建立数据标准（包括金融风险数据的标准）的重要性和困难：标准关系到市场效率、风险识别、数据可比性以及数据的交换和共享。不能按照过去简单的做法建立标准，要参照多维度、跨领域的动态需要。此外，①行业协会十分重要，监管者和从业者/机构应当一起积极帮助参与行业协会对行业数据标准的建设，因为行业协会最熟悉相应的行业数据，在数据或大数据时代它们应有专门负责行业数据标准的讨论和行动；②数据体系和孤立的数据不同，需要建立标准的框架

或体系，完全顶层设计，底层不一定好操作，完全自下而上，也会涉及很多需要平衡的因素；③数据不是或不只是 IT，各领域和各级管理层都应更有意识地介入数据问题的讨论和治理。

若没有对全生命周期（尤其是它与人如何互动）的科学理解，以上问题难以得到根本性突破。

是否所有概念都能“量化”很值得讨论。徐高的“思维枷锁还是投资利器”认为自然科学的一些技术、方法和模型，不能用到抽象的或唯心的世界里面。金融行业大部分都是概念，如果将自然科学的做法应用到概念世界里面的话，能够模拟到什么程度，还是要回到人的认知过程及人与数据之间的关系。

七、结语

从业人员如何提高互相沟通的效率，做成半结构化、大家能够共享的、能够帮助大家理解的数据架构，是现在需要解决的。Jerry Corrigan（美国高盛银行前主席，纽约联邦储备银行主席）说过，“风险管理，对我来讲归根到底简单的说，就是要把正确的信息在正确的时间提交给正确的人，所以人们能够问正确的问题以做出最好的判断。这是最根本的。”

更多和实时的数据对风险管理会有帮助，但更根本的是我们需要对数据的形成和使用过程有更深的认识和新的数据架构，其中包括如

何将大数据的理念、方法和技术同主流传统数据相结合，以提高对金融风险的识别和管理水平。

第 52 辑

(2014.7.23)

中央对手方及其风险管理制度简介

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

金为民先生，GCSA 公司首席风险官，GCSA 公司是针对金融机构和金融市场基础设施 FMI 的保险产品专业承销商，主要客户包括各国交易中心和大型国际银行等，旨在通过提供保险解决方案加强市场完整性并巩固市场稳定性。在此之前，金博士担任野村证券执行董事，在纽约带领信用产品定量分析团队支持信用交易专柜。他主要负责金融模型开发和实施，定价程序库开发和改进，以及针对普通和结构化信用产品的交易和风险管理工具创建。在此之前，他曾先后就职于加拿大帝国商业银行投行部、野村证券等机构，并曾分别在伍斯特理工学院和印第安纳大学担任数学系助理教授。金先生毕业于清华大学和纽约大学，分别获得本科和数学博士学位。

一、中央对手方

1、背景介绍

中央对手方，也称结算所或清算所，在 2008 年危机中表现出色。例如，全球范围内，雷曼兄弟是近 20 个结算所的会员，中央对手方对雷曼兄弟数万亿美金规模的数百万个仓位和客户账户进行了平仓、

对冲和转移。在此过程中，绝大多数中央对手方没有受到任何损失。伦敦清算所（LCH）的 SwapClear 系统，雷曼兄弟的利率互换账户名义本金达 9 万亿美金,涉及 66390 笔交易，3 日之内基本完成了对冲，2008 年 10 月 5 日，完全关闭账户，对所有账户进行了平仓，没有受到任何损失。美国托管信托和清算公司（DTCC）,处理雷曼账户的交易达到 5 千多亿美金，其中，抵押贷款支持证券占 3000 亿，美国国债占接近 2000 亿，也及时关闭了账户，没有受到任何损失。

2009 年，G20 通过决议，要求所有能够标准化的互换都必须经过中央对手方结算，使中央对手方引发了广泛关注。

中央对手方大大简化了对手方关系。场外交易一般为双边市场，即每笔交易的对手方可能都不相同。多笔交易后，市场形成了非常复杂的对手方关系。每个交易成员都会面对很多不同的对手方。而在中央对手方市场中，每个交易成员只有一个对手方，即中央对手方，关系大大简化。通过约务更替（Novation），中央对手方直接介入每一笔交易，成为买方的卖方、卖方的买方，从而成为每个交易成员的交易对手。

中国的中央对手方有中国证券登记结算有限公司，上海清算所，郑州商品交易所，上海期货交易所，大连商品交易所，中国金融期货交易所。从组织结构来看，中央对手方要么是交易所的一个部门，要么是其子公司，比如 CME 和 ICE，有些是完全独立的公司，比如 OCC、DTCC 和 LCH。从经营模式来看，很大一部分属于盈利性企业，比如 CME 和 ICE，也有一部分仍然是会员所有制互助公司，比如 OCC 和 DTCC。虽然有些机构名称含有结算、清算，但并不意味着一定经营中央对手方的业务。中央对手方必须具备三个特征：担保交收，保证金制度，盯市制度。

2、中央对手方的优点

第一，降低交易对手方信用风险。通过两个方面来实现，一方面，双边市场中对手方关系错综复杂，而在中央对手方市场中，所有交易对手只有一个对手方，从而大大简化了对手方的信用控制；另一方面，通过净额结算，包括双边净额（对两个交易对手的应收款和应付款进行冲抵轧差，最后按净值进行交付）和多边净额（举例说明，见图 1），大大降低了对手方的信用风险敞口。如图 1 所示，假设 A 应付 10 元给 B，B 应付 12 元给 C，C 应付 13 元给 A，也即通常所说的三角债的关系，通过多边净额（中央对手方）的介入，最终 B 和 C 分别支付 2 元和 1 元给中央对手方，而中央对手方支付 3 元给 A，大幅减小了支付额。

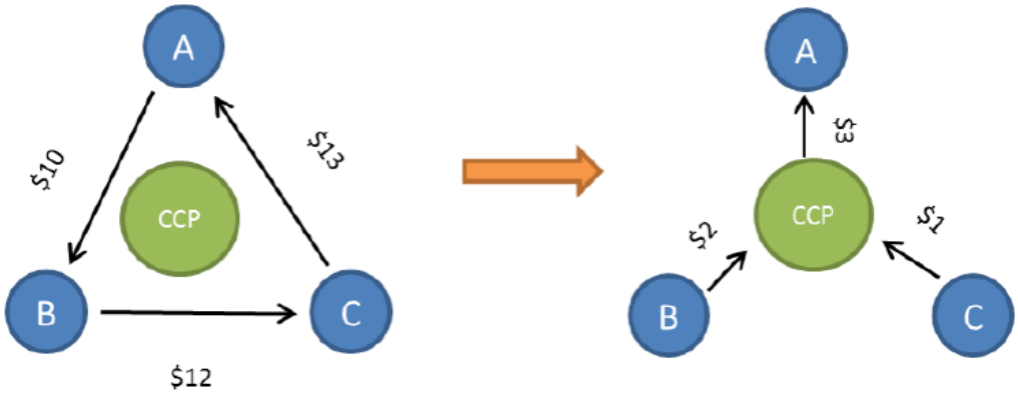


图 1：多边净额结算示意

第二，提高净额效率。中央对手方大大减小了支付额，多边净额完全变成了双边净额，从而提高净额效率。例如，2008 年，DTCC 的子公司 NSCC 的净额效率高达 99%，即一年内的结算金额从 300 多万亿美元（交易金额）降低到 2.9 万亿美元。

第三，降低违约引发的潜在系统性风险。从金融危机中，可以发现违约的传染性，假如 AIG 倒闭，则会引起高盛的违约，等等。在双边市场中，任何一个交易成员的违约都会对其交易对手产生影响，即对多个市场成员产生影响。而在中央对手方市场中，任何一个交易

成员违约只会对一个市场成员，即中央对手方产生影响。

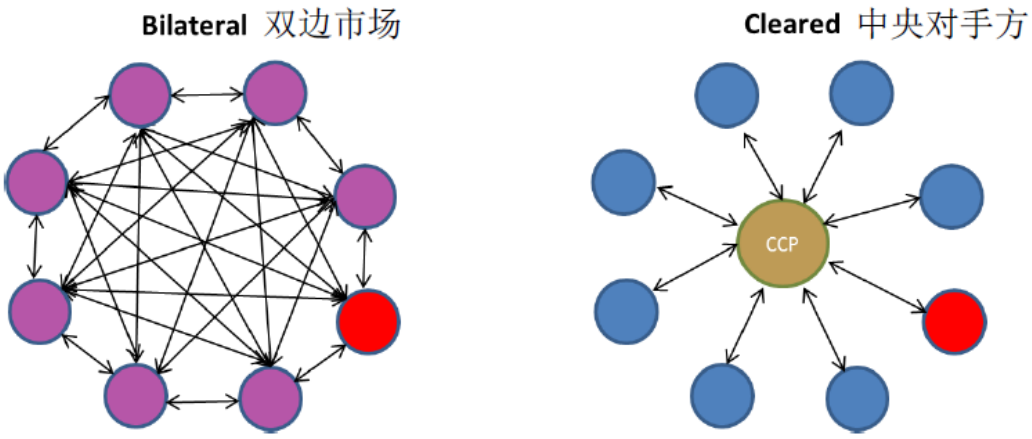


图 2：中央对手方能够降低违约引发的潜在系统性风险

3、中央对手方的风险

中央对手方起到了断路器或防火墙的作用，当然前提是其自身足够强大，而中央对手方违约产生的影响会遍及其所有的交易对手。

中央对手方曾发生过倒闭事件。例如，1974 年，法国的商品清算基金（CLAM），主要清算产品为白糖期货，由于白糖期货暴跌，导致部分结算会员无法支付保证金，造成该清算基金倒闭，交易所也同时关闭。1983 年，吉隆坡商品交易所（KLCCH），主要交易产品为棕榈油，由于棕榈油价格暴跌，导致数个交易成员无法支付保证金，从而迫使该交易所关闭。1987 年 10 月 19 日（即所谓的“黑色星期一”），香港期货交易所结算所，美国股市崩盘，造成全球股市受到影响，香港股市下跌 11%。由于很多会员无法支付保证金，期货交易所和证券交易所关闭至次周一。香港政府对其进行了救助,获得 20 亿港币的救助。26 日重新开盘后，港指暴跌 33%，期货暴跌 44%，又另外追加了 20 亿港币的救助款 (未使用)。在 1987 年以前，结算机构的风险管理制度不能跟现在相提并论。自 1987 年以来，迄今为止，还没有出现结算机构倒闭的事件。

中央对手方之所以会受到损失甚至倒闭，主要与其风险有关。一方面，中央对手方没有市场风险（除非会员违约）。中央对手方每一笔做空，必定相对应有一笔做多，反之亦然，所以其净仓位为零。所以如果没有会员违约，则无论价格如何变动，都不会引起损失。另一方面，中央对手方面临交易对手信用风险。假如交易对手突然违约，且交易处于亏损状态，则会导致损失。由于中央对手方具有交易替换的作用，所以在交易对手违约时，中央对手方会继承违约的账户，该账户的任何损失均由中央对手方承担。此外，中央对手方还面临如法律风险、操作风险、流动性风险等，但其最主要的风险是交易对手风险，所以中央对手方可以被视为交易对手风险管理机构。

交易对手方风险的产生具有两个要素：第一，交易对手方的违约；第二，交易对手方违约时，其账户处于亏损状态。唯有以上两个条件同时成立，才会对中央对手方造成损失。所以对交易对手方的风险控制主要从两个方面着手：第一，控制对手方的信用；第二，降低交易对手的风险敞口。

二、风险控制机制

1、严格的会员准入与对会员信用的持续跟踪制度

众多交易成员中只有一部分可以达到结算会员的标准。很多中央对手方对会员有严格的资本金要求和风险管理制度的要求，很多交易成员达不到这一标准，只有部分成员可称为结算会员，剩下的成员需要通过结算会员进行结。由此产生了分级结算制度。

分级结算制度是指结算会员直接通过中央对手方进行结算，其他的交易成员都必须通过结算会员进行结算，成为结算会员的客户。结算会员会为这些客户的交易提供履约担保。如图 3 所示，每个结算会员的账户被分为两部分，一部分是会员的自营账户，另一部分是会

员的客户账户。这样设计的原因是在大多数国家都提出了严格的客户账户的分离制度，即结算会员不得动用客户账户的资金，但可以用自营账户的资金弥补客户账户的损失。

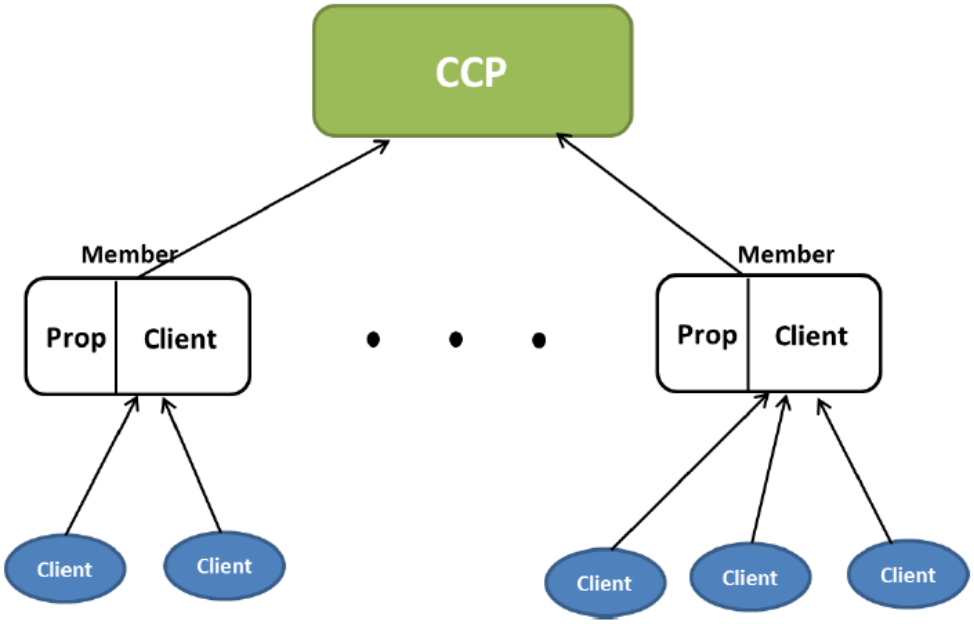


图 3：中央对手方的分级结算制度

2、保证金制度

通过初始保证金控制未来可能产生的损失。中央对手方继承违约会员的账户后，需要进行平仓。平仓需要时间，在这段时间内账户可能出现亏损。为控制这种可能造成的损失，中央对手方设定一个置信水平，并计算在此条件下，平仓期内可能产生的最大损失，这是一个风险值的概念。所以按照风险值收取初始保证金，中央对手方可以保证自己在所设置信水平下不受到任何损失。风险值的计算涉及到风险时段与置信水平这两个参数的设定。

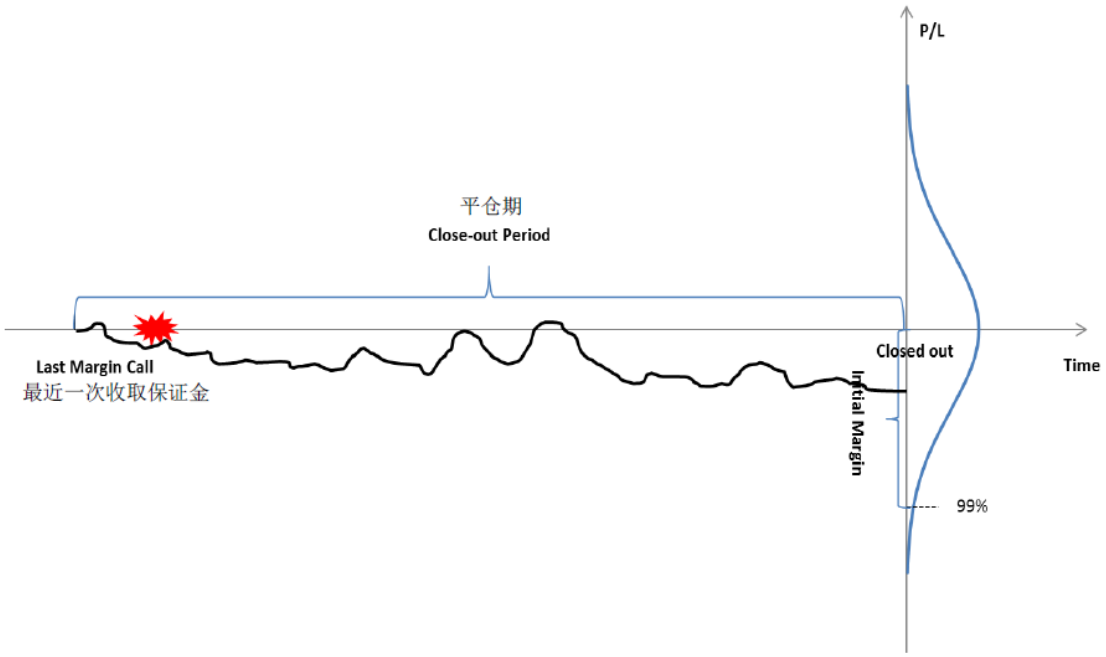


图 4：中央对手方通过初始保证金控制风险

3、逐日盯市制度

也称每日无负债结算制度，每一个交易日结束后，结算所会对每一个账户的当日盈亏进行计算，所有亏损的账户必须交付变动保证金，所有盈利账户得到变动保证金，这种变动保证金对每一个账户的盈亏起到归零的作用，从而避免了亏损的逐日累计，控制已经造成的损失。

4、其它风险控制机制

此外，中央对手方的风险控制机制还包括：风险限额，规定每个账户的风险敞口不能超过某一水平。持仓限额，规定每个账户的仓位不得超过特定数值。特别保证金，对个别会员收取特别保证金，由于中央对手方会对会员的信用状况进行实时跟踪，当会员信用评级降到标准以下或接近该标准时，中央对手方可以通过对会员征收特别保证金以控制会员的风险敞口，若会员拒绝支付，中央对手方可以对其仓位进行违约处理。禁止增仓。要求减仓。强行平仓。详尽的违约处理机制和定期演练，为违约的可能出现做准备。例如雷曼兄弟违约前，DTCC 最后一次演练中假想的违约对象正巧是雷曼兄弟，这对雷曼

兄弟账户的平仓操作起到了很大帮助。

5、中央对手方受损的案例

5.1、2008 年，香港中央结算有限公司

香港中央结算有限公司是唯一一家由于雷曼违约受到损失的中央对手方。在雷曼倒闭时，该公司对雷曼公司的账户进行了平仓，导致 1.57 亿港币的损失。从风险管理角度来看，造成损失的原因有两个：第一，香港中央结算有限公司不收初始保证金。事后港交所对该案例进行调研，并从 2012 年开始，香港中央结算公司确立了保证金制度。由此可以看出初始保证金在风控中的重要地位。第二，流动性风险控制不够。损失的很大一部分是借款利率损失。金融危机时，市场资金紧张，香港中央结算有限公司不得不从市场借入 25 亿港币，付出了高昂的利息。

不过，即使初始保证金置信水平非常高，甚至超过 99%（即 99% 的概率中央结算所不会遭受任何损失），中央对手方仍有可能受到损失。

5.2、2013 年 12 月 12 日，韩国证券期货交易所（KRX）乌龙指事件

事件涉及 3.6 万个股指期权合同，由于期权期限输入错误，造成韩交所联合补偿基金 426 亿韩元（约合 3,960 万美元）的损失。联合补偿基金是完全由韩交所结算会员提供的，此次事件直接导致了结算会员的损失。

韩交所存在的问题：第一，韩交所缺乏“杀死开关”（Kill Switch）。杀死开关，即下单超过一定仓位限制，交易系统会自动关闭。第二，由于韩交所缺乏对无效交易处置的相关条款，无法取消无效交易。第三，韩交所补偿基金全部由会员提供。韩交所自身对补偿基金没有任何贡献，损失全部由结算会员承担，结算会员因此产生很大意见。

三、保障基金与损失分摊

除保证金之外，中央对手方通常设立违约基金，又称为清算基金、保障基金、储备基金等，由会员提供或中央结算公司和会员共同提供，以下统称保障基金。

用于分摊违约损失的金融资源（按顺序分摊）包括：①违约会员的保证金；②违约会员交纳的保障基金；③中央对手方为保障基金提供的专用资源；④其他没有违约的会员提供的保障基金；〇5 中央对手方要求其他会员追加保障基金，数额以已经提供的保障基金的一倍或几倍为上限，以及中央对手方其它资源。上述资源依次耗尽，如仍有损失没有分摊，中央对手方将面临倒闭的危险。

因此会员违约会不会导致中央对手方倒闭，取决于中央对手方用于分摊违约损失的资源有多少，主要包括两个方面，即保证金规模和保障基金规模。

四、保证金规模和保障基金规模的国际准则

保证金规模和保障基金规模在国际上具有统一规范。现行的主要的国际法规是 2012 年 4 月国际清算银行支付结算委员会（CPSS）和国际证监会组织（IOSCO）发布的《金融市场基础设施原则》（PMFI）。该原则规范的金融市场基础设施包括中央对手方、支付系统、中央证券存管、证券结算系统、和交易数据库。该法规一共有 24 条原则，其中与中央对手方相关的有 22 条。该原则具体通过参照各国监管机构发布的法规来实施。在欧洲,欧盟发布了欧洲市场基础设施法规(EMIR) 中的对场外衍生产品、中央对手方和交易数据库制定的法规，欧洲证券及市场管理局(EMS) 制定了相应的具体细则。美国中央对手方主要监管机构有两个，即 SEC 和 CFTC。CFTC 制定了衍生产品结算机构核心原则（DCO Core Principles），为了符合 PMFI，在

去年 12 月专门发布了 DCO Core Principles 的第三部分 (Subpart C)。相比之下，SEC 行动相对缓慢。

1、关于保证金的具体规定

在收取保证金的频率方面，保证金要逐日盯市。保证金收取的频率，最低标准每日一结，也可以更频繁，结算所应具备日间收取保证金的权力和能力。在美国，CME 已经是每天收取两次，分别是日间和日末（日间是从 87 年黑色星期一后开始执行）。

初始保证金风险值，包含两个要素：平仓期和置信水平。关于平仓期，PMFI 要求中央对手方作保守估计。欧盟相关条例十分详细，要求场外衍生品最低 5 天，其他产品最低 2 天。CFTC 要求对期货、期权、大宗商品的互换最低是 1 天，其他互换（利率互换、信用违约互换）最低标准是 5 天。关于置信水平，PFMI、CFTC 要求最低是 99%；欧盟对所有场外衍生品的最低要求是 99.5%，其他产品是 99%。

此外，市场波动性大多用历史数据来估计。PMFI 和 CFTC 都要求用合理历史区间估算。欧盟要求至少包含过去 12 个月，且必须包括市场危机时段的市场数据。中央对手方收取保证金之后，假如市场突然暴跌暴涨，市场的波动性将会极大的增加，根据新的波动性计算的风险值或者初始保证金将会大幅增加，造成很多交易成员无法支付保证金，成员为了大幅缩减仓位而进行交易，进一步增加市场波动性，形成恶性循环。所以中央对手方应采取具有前瞻性、相对稳定、保守的保证金要求，以避免不稳定性、亲周期性的变化。

为减缓亲周期性，EMIR/ESMA 规定中央对手方应采用下列标准中的一个：①将计算的初始保证金在原有结果上至少增加 25%；②市场危机时的数据必须具有 25%的权重分配；③确保保证金不低于用过去 10 年的历史数据计算的保证金。

2、关于保障基金的具体规定

保障基金规模应在各种市场条件下（包括极端的但有可能发生的市场条件）满足以下要求：覆盖一，必须能够承受最大的结算会员及其附属公司违约可能导致的损失；覆盖二，必须能承受最大的两个结算会员及其附属公司违约可能导致的损失。具体而言，PFMI 规定涉及更复杂的风险业务或多个监管机构认为具有系统性风险的中央对手方需要达到覆盖二，其他所有中央对手方应达到覆盖一；EMIR/ESMA 规定较严格，所有中央对手方都应达到覆盖二；CFTC 规定涉及与更复杂的风险活动（CDS、信用期货、或它们的衍生品），或多个监管机构认为具有系统风险的中央对手方需要满足覆盖二，其他所有中央对手方应达到覆盖一。

可能发生的极端市场条件。PFMI 规定必须经过严格的压力测试；EMIR/ESMA 规定必须使用过去 30 年的历史数据（包括 1987 年的股市崩溃的情况）和未来可能发生的情况；CFTC 规定压力测试必须使用历史数据（没有标明明确年限）和未来可能发生的情况。

在保障基金的金融资源要求方面，EMIR/ESMA 规定只计已出资的部分；CFTC 规定不计追加保证金部分。

3、关于流动性风险的具体规定

在流动性风险的要求方面，EMIR/ESMA 规定所有中央对手方必须有足够的流动性资源可以覆盖二；PFMI 和 CFTC 规定所有中央对手方必须有足够的流动性资源可以覆盖一，涉及更复杂的风险业务或多个监管机构认为具有系统性风险的考虑覆盖二。

流动资金资源包括：①现金，存入央行或合规的商业银行，②承诺信贷额度，③承诺的外汇掉期（不包括在 EMIR/ESMA 中），④承诺回购，⑤高度流通的证券和与之相对应的已经预先安排和高度可靠的融资合约。

五、问答环节

Q1：从光大乌龙指事件出发，中国在中央对手方的风险管理制度上有什么借鉴？

A1：乌龙指事件对现行的中央对手方保证金制度提出了很大的挑战，更广义上来说，是程序交易和高频交易对保证金制度的挑战。初始保证金的计算是风险值的概念，风险值最大的假设是结算成员的仓位变化很小甚至不变。但是乌龙指事件、高频交易打破了原有假设，其导致的仓位变化是初始保证金计算的几倍到几十倍。高频交易在交易结束时通常不会保留仓位，因此高频交易的初始保证金很低。美国的 Knight Capital 乌龙指事件，几分钟内产生的仓位远高于计算保证金时的仓位，几乎导致了公司破产。因此，计算初始保证金时不仅应考虑市场价格的变化，而且应考虑仓位的变化，对某些高风险的交易对手应收取更高的特别保证金。

第 53 辑

(2014.7.31)

美国经济复苏、联储政策及对全球经济影响

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

莫恒勇博士，CFA，现任美国国际集团（AIG）宏观经济研究部主管。此前曾任瑞士信贷（Credit Suisse）资深全球及美国经济学家、美国国家经济研究局（NBER）助研，并任教于纽约城市大学。莫恒勇博士曾对美国经济在 2010/11 年二次探底的风险及金融危机后劳工市场和财富效应结构性变化等问题作出过前瞻性分析和预警，其研究成果经常为国际主流财经媒体引用。莫恒勇于纽约城市大学取得经济学博士学位。

朱宁博士，CFA，现任 First Eagle Investment Management 多资产绝对收益和尾部对冲策略基金经理。此前，朱先生曾任 Alliance Bernstein 绝对收益团队研究主管和基金经理、花旗银行高级分析师。他在跨信用、汇率和货币交易策略的研究管理方面具有丰富经验。朱宁是牛津大学博士。

Q1：二季度美国 GDP 数据超出市场预期，当天联储也公布了 FOMC 的会议决议，购债规模继续缩减 100 亿美元，两位怎么看？

莫总：2014 年 7 月 31 日，美国商务部公布 GDP 数据，二季度 GDP 环比增长 4%，远超预期的增长 3%。一季度由-2.9%调高至-2.1%；2013 年的经济增长从 1.9%调高至 2.2%，激发了市场对美国经济强劲增长的期待。

二季度经济强劲增长主要得益于消费者开支和商业库存的增长。其中，消费者开支提升至 2.5%，耐用品支出增长至 14%，一定程度上体现出消费者对经济增长信心的提升。消费支出占美国 GDP 的比重接近 70%，商业库存为二季度经济增长贡献 1.7 百分点。

国内生产总值剔除商业库存、净出口后即为国内最终销售，是衡量经济增长强度的内在指标。二季度该指标增长 2.8%，是 2011 年夏季以来最高增速，国内最终销售走强表明美国经济基本面十分稳固。

GDP 增长好于预期对于美联储来说是好消息，支持了美联储对 2014 年经济增长的一贯看法，即一季度经济下滑是短暂的，二季度经济应该反弹。国内生产总值好于预期增强了美联储对实现其经济增长预测的信心。具体来说，美联储预计 2014 年四季度，经济同比增长 2.1%至 2.3%，下半年美国经济平均增长率要达 3.5%左右，才能实现预测。过去 4 个季度中有 3 个季度经济增长在 3.5%至 4.5%之间，因此，实现联储经济增长预期的可能性大大增加。

同一天，美联储公布了美国联邦公开市场委员会会议的决议，与市场预期相同，美联储进一步缩减量化宽松的规模，月度购债规模从 350 亿美金缩减至 250 亿美金，决议表明美联储将继续遵守 2014 年 6 月计划的结束第三次货币宽松政策的时间表，即在 9 月份削减另外 100 亿美金,在十月份削减最后剩下的 150 亿美金并结束第三

次量化宽松。

此外，市场密切关注美联储关于实现充分就业和物价稳定双重目标的内容，希望找到美联储加息的线索。与美联储 6 月的声明相比，此次会议声明劳工市场的描述相对中立，但对通胀的描述有所偏紧。联邦公开市场委员会承认劳动力市场进一步改善，不再表示失业率居高不下，同时强调近期的改善还不尽如人意，一系列指标显示劳动力资源的利用率仍显著不足。美联储强调一系列劳动力市场指标，而不只是失业率指标，显示将来仍有空间维持高度宽松的货币政策。对于通胀的描述略偏鹰派，表明通胀接近委员会较长期的目标，而不再是通胀运行在长期目标的下方。与此类似，声明也说“通胀运行持续低于 2%的可能性已经有所减弱。”不过值得注意的是，委员会并没有表示通胀运行高于 2%的可能性有所增加。总之，此次声明没有改变市场对 2015 年 6、7 月间加息的预期。

朱总：意见与上述分析略有不同，联储会议的意义不大，因为没有记者招待会也没有发布新的经济预测概要，联储对金融政策的评估要等到 9 月 17 日的会议。对通胀的描述鹰派味道更浓，已不再担心低通胀。此外，对失业率的判断，从声明措辞的变化可以看出，美联储已不再认为就业市场具有下行风险。通过会后的发言可以发现，如果就业成本指数明显超过预期，将给耶伦等造成压力。

一季度由于气候的影响，市场对美国经济的闲置产能、产出缺口了解不是很多。而超出预期的 GDP，加上对前一年 GDP 的修订，可能对短期利率曲线产生深远的影响，进一步对美元起到支撑的作用。2013 年美国的收益率曲线提升超过 100 个基点,而美元指数基本不变，但 2014 年数据一出美元对所有的货币的汇率都有较大幅度的提高。此外，GDP 不仅数据靓丽，内容也很好。以前美国投资不是很好，此次非住宅固定资产投资增长达 5.5%；消费支出环比增长 2.5%；

前几个季度为负的政府支出，此次也增长了 1.6%。这些数据同供给方面的指标，比如劳工市场的数据，十分吻合，表明经济在恢复中。对此，市场比较敏感，10 年期和 30 年期的利差首次降至 75 个基点以下，上次出现这一水平还要追溯到 2009 年 9 月。

早些时候，联邦基金期货市场预计 2015 年 3 月份将出现第一次升息（经济学家们的升息预期是 2015 年 6 月份）。由于 2014 年收益率曲线的移动使得期货收益率曲线提前了 3 个月，所以市场预计联储局将在 2015 年 1 月份提出升息。有趣的是，2014 年虽然短期收益率上行，但长期利率没有变，收益率曲线更加平坦化。2014 年 5-5 年期的远期以及 10-10 年期的远期几乎没有变化，基本锁定在 3.5%以下。所以市场认为联邦基金利率最终将升至 3.5%。目前对通胀的前景预期是稳定在 2%，而对 GDP 的信心不足。虽然目前数据比较好，但 2014 年年初时市场对 2014 年 GDP 增速的一致预期为 2.9%，两周前降至 1.7%，现在又重新回到 2%，依然很低，加上 2% 的通货膨胀为 4%，再去掉流动性溢价，则为预期的 3.75%-3.5%，这一利率对于市场来说较为适用。但是从长远看，并不能说经济有多强劲。

Fed Fund Rate					
Meeting	0	0.25	0.5	0.75	1
9/17/2014	60.00%	40.00%	--	--	--
10/29/2014	57.60%	40.80%	1.60%	--	--
12/17/2014	54.20%	41.80%	4.00%	--	--
1/28/2015	50.00%	43.00%	7.00%	--	--
3/18/2015	34.90%	45.00%	17.70%	2.40%	--
4/29/2015	26.70%	42.80%	24.40%	6.10%	--
6/17/2015	13.80%	34.90%	33.10%	14.90%	3.30%
7/29/2015	8.40%	26.80%	34.30%	22.50%	8.00%
9/17/2015	3.80%	16.80%	30.10%	28.60%	15.70%
10/28/2015	2.30%	11.50%	24.60%	29.10%	20.80%
10/28/2015	2.30%	11.50%	24.60%	29.10%	20.80%
12/16/2015	1.10%	6.60%	17.80%	27.00%	25.60%
1/27/2016	--	4.00%	12.40%	22.50%	26.20%

图 1：联邦利率期货隐含加息可能

Q2：如何看待美国的劳工市场？复苏情况如何？

莫总：美联储声明失业率不再是高居不下，从最高点 10%降至 6.1%，距离联储 5.5%的长远目标不远，但是耶伦提出的七个指标仍显示劳动力资源利用不足。耶伦早在 2013 年 3 月未被选为联储主席时，就提出了要重视这些指标，2014 年 3 月在联储发布会再次以联储主席的身份系统的提及，并认为失业率有很多不尽如人意的地方，不应该使用失业率这一单一指标衡量美国劳工市场是否疲软。

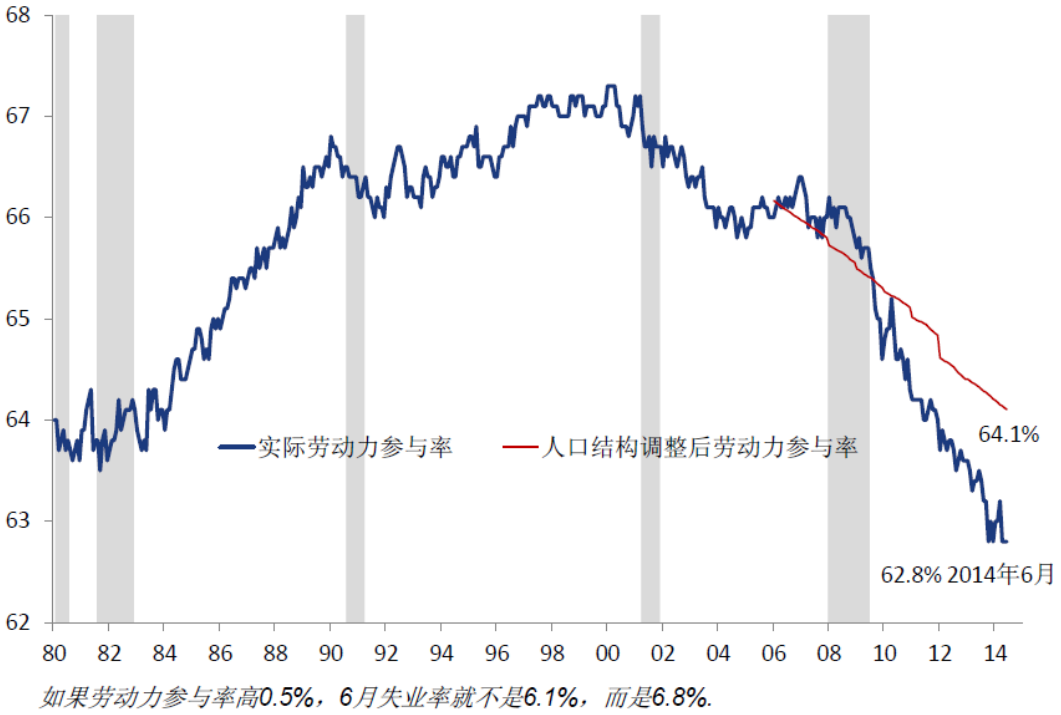
失业率从 3 月份的 6.7%降至 6 月份的 6.1%，非常接近美联储对失业率的预测，尽管不断降低的失业率反应了不断改善的劳动力市场状况，但失业率降低的速度夸大了劳动力市场的健康程度。原因如下：第一，劳动力总数的减少夸大了失业率的降低；第二，官方的失业率是一个狭义的概念，并没有包括因经济因素兼职工作的劳动者和对劳工市场心灰意冷而退出市场的职工。因此，耶伦提出要观察更多的劳动力指标，包括劳动力参与率、因经济原因兼职工作者占劳动

力的比重、未充分就业率、工资增长、离职率、雇用率和长期失业率。

第一，劳动参与率。自 2000 年以来劳动参与率一直在降低，降低的速度仅次于大萧条时劳动参与率降低的速度。

从 2007 年至 2014 年 6 月劳动参与率从 66%降至 62.8%。劳动参与率降低部分原因是由于美国人口老龄化，美国有很多老龄劳动力，老龄劳动力的劳动参与率仅是核心劳动力（25-54 岁）的一半。为了评估劳动人口结构变化对劳动参与率的影响，将每个年龄层的劳动参与行为固定在 2005 到 2007 年的水平，同时允许各个年龄层的比重随着时间变化，很容易发现人口老龄化会给劳动参与率带来负面压力。

到 2014 年 6 月将降至 64.1%，而 64.1%根据人口结构的变化是可以预期的，但是 64.1%和 6 月份的数据 62.8%还存在相当的差距，这一差距可以归结于周期性劳动市场的疲软和其他结构性的因素，例如，学生在学校学习的时间加长导致不能参与劳动市场。美联储和其他研究机构的预测，劳动参与率受周期性影响在 0.5%至 1.5%之间，也即目前 62.8%的劳动参与率有结构性的因素，也有周期性的因素。如果考虑周期性疲软的劳工市场带来的最低影响（即 0.5%），则 6 月份的失业率将不是 6.1%而是 6.8%。



Source: BLS, AGE

图 2：劳动参与率

第二，因经济原因兼职工作者占劳动力的比重。6 月份因经济原因兼职工作者占劳动力的比重达 4.8%，即有 750 万人在美国劳工市场想找全职工作，但是因为劳工市场的原因而找不到。该比重显著高于金融危机前 3%的水平。因此，耶伦曾在 3 月表示有 5%的人非自愿地从事兼职工作，这与失业率相比是非常高的数字，显示了劳工市场的疲软。

图 3：因经济原因兼职工作者占劳动力的比重

第三，未充分就业率。一种更加全面的衡量失业率的指标是未充分就业率，该指标包括由于找不到工作丧失信心离开劳工市场的人和还在坚持找全职工作的兼职劳动者。未充分就业指标 6 月份达 12.1%，显著高于 2002 年至 2007 年间经济扩张时 10%的高点，未充分就业率和失业率的差值目前达 6%左右，较过去的 4%有近两个百分点的差距，意味着实际的失业率情况比官方公布的失业率数据糟糕。

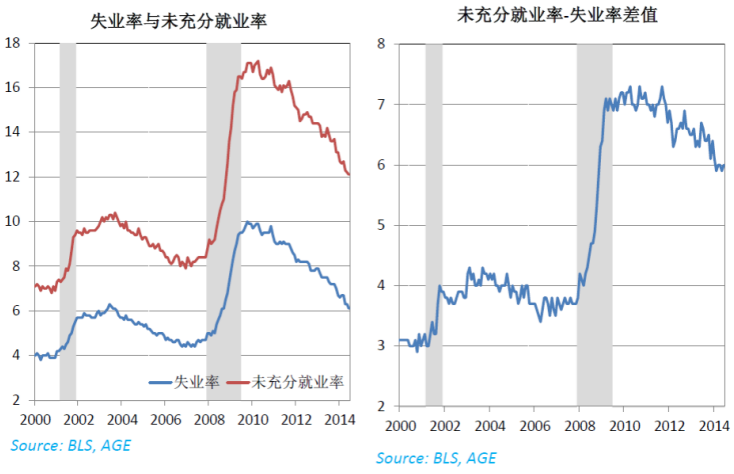


图 4：未充分就业率

第四，工资收入增长率。目前工资收入增长率为 2%，如果考虑 2%的通货膨胀，那么工资实际没有增长。疲软的工资增长意味着劳动力市场的疲软，否则工资应有更快增长。根据历史经验，在劳动市场紧张时，工资收入增长率约为 4%。

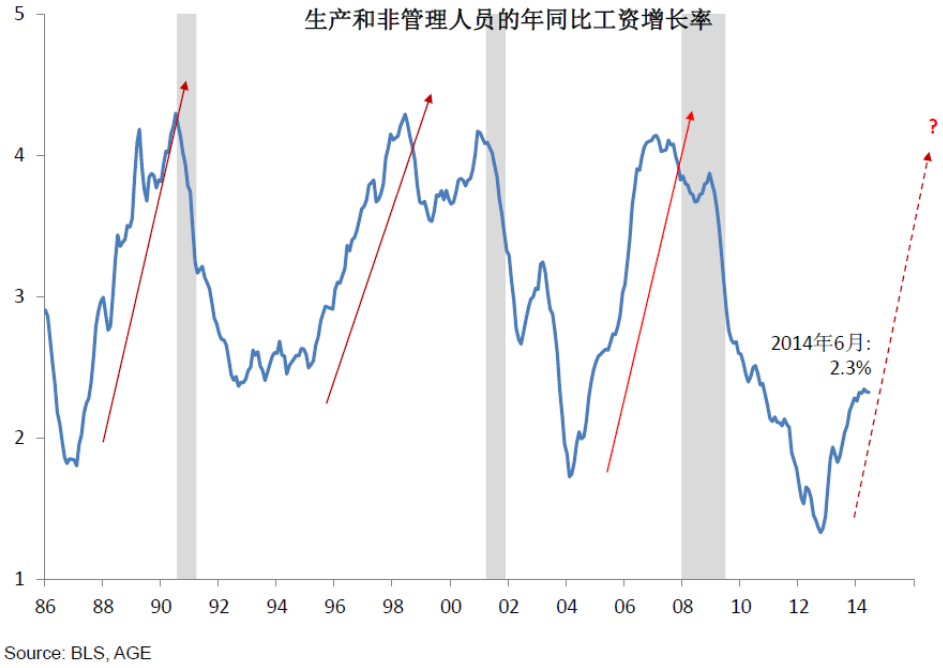


图 5：工资收入增长率

第五，离职率。离职率为辞职的劳动者与总就业人数之比，目前离职率出现回升，但仍低于金融危机前的水平。耶伦将离职率看做经济健康成长程度的标志，当劳动者害怕找不到新工作的时候，或工作机会较少时，他们离开工作的意愿将减轻。

第六，雇用率。雇佣率为新雇佣的劳动者与总就业人数之比，自 2011 年初以来，雇佣率徘徊在 3.7%左右，比金融危机前的低点还要低，这也是耶伦认为经济疲软的一个因素。总之，离职率和雇佣率越高，劳动力市场越有活力，并且这两个指标和工资增长率有密切联系。疲软的劳动力市场很少出现工资的快速增长。联储分行的研究报告表明，劳工市场紧俏的时候，换工作者将得

到大幅的工资增长，而目前尚未看到充满活力的劳工市场，这种情况下预期工资快速增长是不现实的。

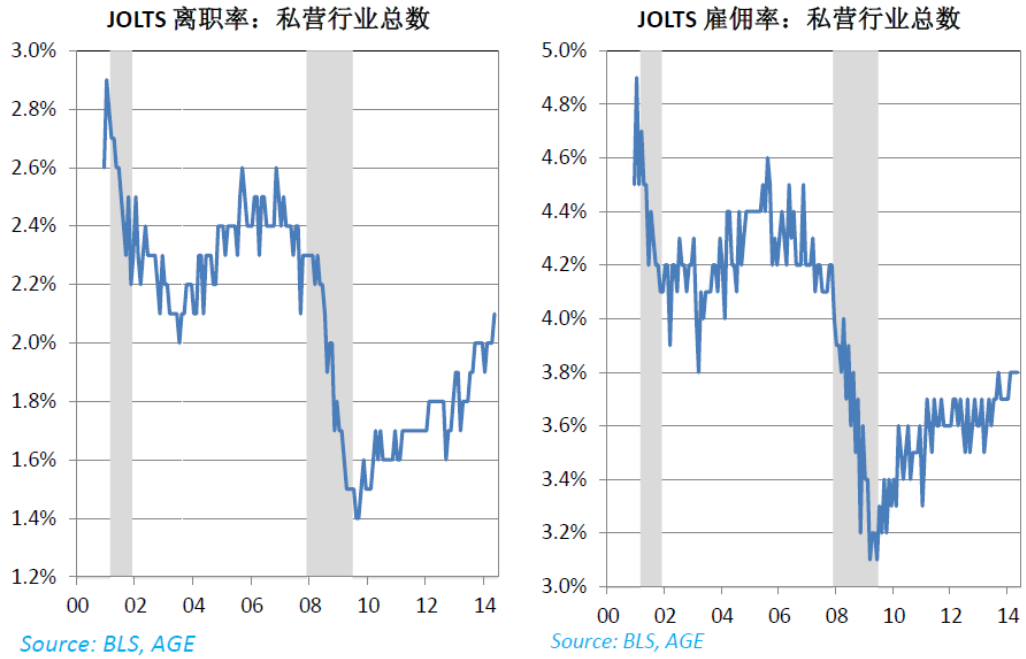


图 6：离职率&雇佣率

第七，长期失业者占总失业者比重。6 月份该比重约为 34%，失业有效期超过半年的工人超过 300 万人。工人失业越久，将失去越多工作技能，被重新雇佣的机会就越低。一个周期性的失业问题，久而久之将演变成为一个结构性失业问题。所以美联储希望维持一个高度宽松的政策，有更好的经济前景，以帮助 300 多万长期失业的人找到工作，帮助超过 750 万因为经济原因而兼职工作的劳动者找到全职工作，帮助超过 200 万因为各种原因离开劳动市场的劳动者回到就业大军，提高劳动供给，进而提高美国经济潜在增长率，宽松货币政策至少能够最大程度上避免失业从周期性问题转化为结构性问题。最近关于帮助长期失业的劳动者找到工作的新闻越来越多，这是令人鼓舞的。

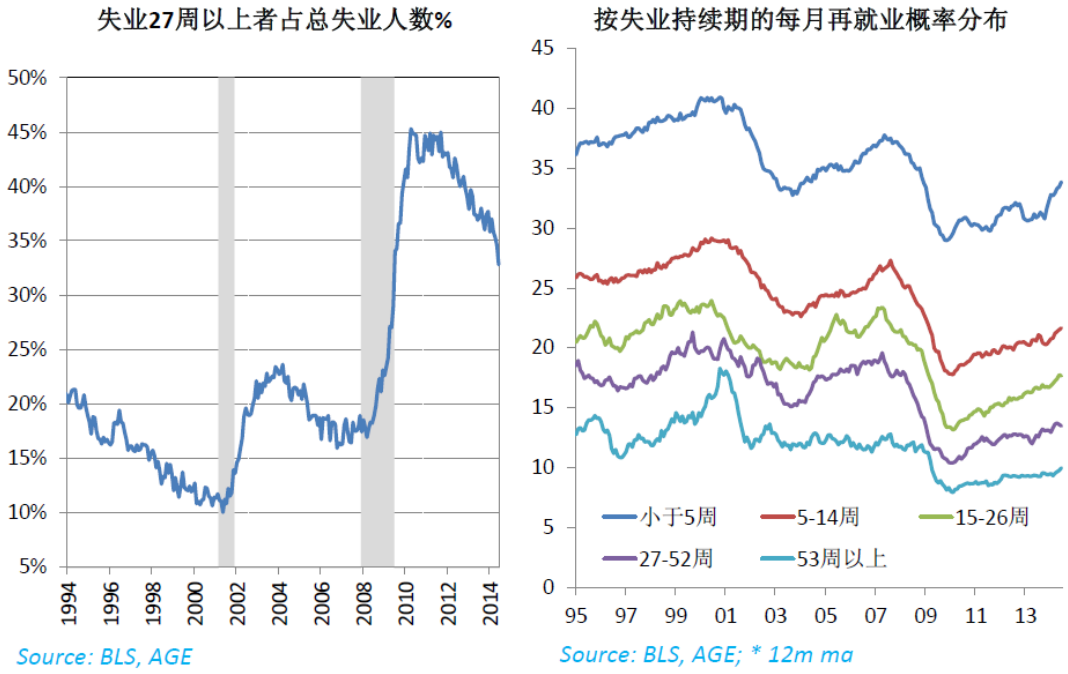


图 7：长期失业者占总失业者比重

就这 7 个劳动市场指标来看，美国劳工市场仍是非常疲软的。

朱总：无论是耶伦的重新定义，还是自由派人权主义者观点，都表明目前劳动市场疲软。作为主流经济学家，应注重自然失业率。自然失业率有几种定义，1975 年莫迪利安尼和 1995 年弗里德曼（自由主义学派）认为不会造成通胀的失业率就是自然失业率，这也是美联储过去一直遵守的标准。

美联储有两个工作目标，一个是充分就业，即失业率为自然失业率；另外一个是通胀。最近美旧金山联储的一项研究认为，传统自然失业率是 5%，如果考虑美国老龄化和产业结构（如汽车工业）问题，自然失业率应为 6.7%，当前失业率数据 6.23%要低于自然失业率。OECD 使用的模型认为自然失业率是 6.1%，高盛最为保守，认为自然失业率是 5.5%。无论哪一个准确，当前的失业率都离自然失业率不太远。

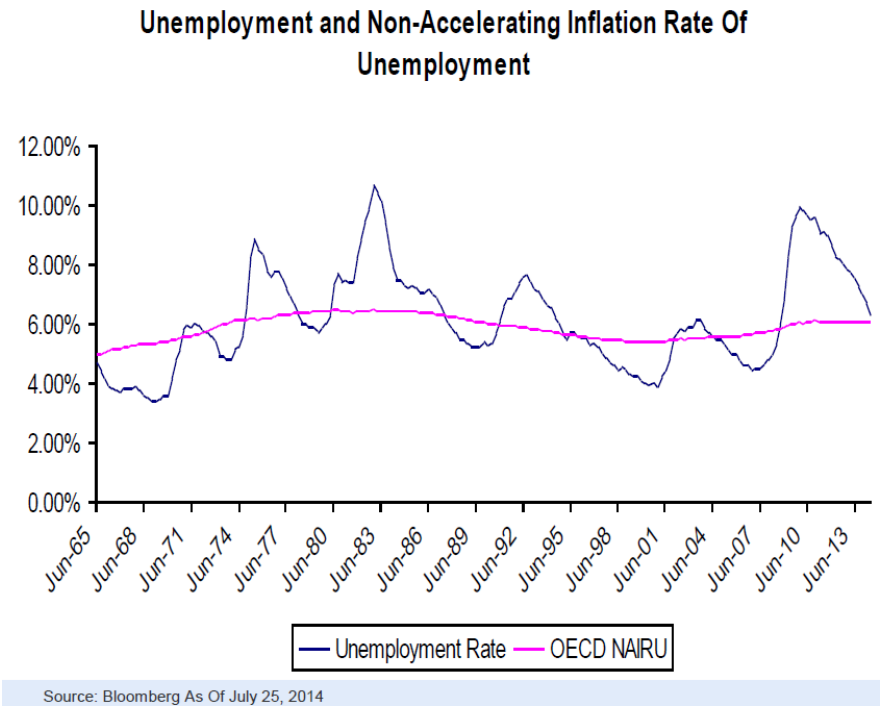


图 8：自然失业率是不会造成通货膨胀的失业率（NAIRU）

就失业人口结构来看，短期失业人口已经低于历史水平，长期失业者虽然降低很多，仍远远高于历史平均水平，报道称这些人很“痛苦”。比较 90 年代末的中国，失业人口暴涨，失业者需要学习很多技能。由于劳动人口的技能和工作机会不匹配，自然失业率就会上涨，长期失业者往往没有和其技能相匹配的工作，需要长期学习新技能。

最近普林斯顿的研究发现，在近 10 年，传统菲利普斯曲线的 R2 接近于 0，如果用短期失业率（失业期间在 26 周以下）同通胀率回归，R2 接近历史水平。说明现在的通胀、工资增长主要和短期失业人口有关。

莫总：关于自然失业率，不同的经济学家会给不同的答案。美国 CBO 国会预算办公室给出一个短期自然失业率和长期自然失业率，短期在危机期间最高达到 6%，长期接近 5.2%，但 6.7%不太可能。单从这方面来看，比较容易产生不全面看法。目前，美联储没有面临通胀和就业的两者取其一的状况。美国维持高度宽松货币政策是应该的。越来越多的长期失业人找到工作，说明政策有效。

Q3：最新公布的通胀率为 2%，由于与升息时间密切相关，那么美国通胀前景如何?

莫总：通胀的原因，通常是由外部输入或者国内生成。例如，中国在 2000 年代以 10%的增长带来原材料和大宗商品价格上升，美国被动承受压力。目前欧元区面临通货紧缩，中国经济放缓，这种环境下通胀不太可能从外部输入，除非中东战争发生。

导致通胀最有可能产生的因素是国内。2014 年对工资讨论较多，以过去 20-30 年经验看，工资一旦上升，通胀就会很快升上去。而短期失业率对工资增长有较大影响，短期失业率在 6 月份是 4%，非常接近上次经济扩张时 3.6%的低点。将短期失业率和工资增长放在一起考虑，短期失业率通常会领先工资增长九个月。劳动市场不活跃，主动离职的人占比率比较低，对抑制工资增长有一定的作用。从过去 20-30 年经验来看，由工资增长转移到消费通胀的压力在逐年弱化。工资增长波动率在过去 30 年大致保持同样水平，个人消费支出通胀的波动率在不断降低，部分原因在于央行抗通胀的能力提高，市场对央行抗通胀的能力有信心。

作为核心消费指数，美联储 6 月份预测到 2016 年还是低于 2%的目标，最近通胀的压力可能会使得预测提高，但未来两年通胀应该仍保持温和的增长。最近芝加哥联储主席提出一个有趣的概念：2%的长期通胀率在美联储看来是一个平均概念，核心平减指数 2012 年以来都在 2%以下运行，未来如果往上走，超过 2%联储未必就要升息，联储更多的看长期，只要平均 2%就可以。换言之，联储这次会选择性滞后在通胀加剧后升息，目前联储对就业的考量高于对通胀的担心。联储乐于看到工资的快速增长，因为这有利于重建美国消费者

购买力。

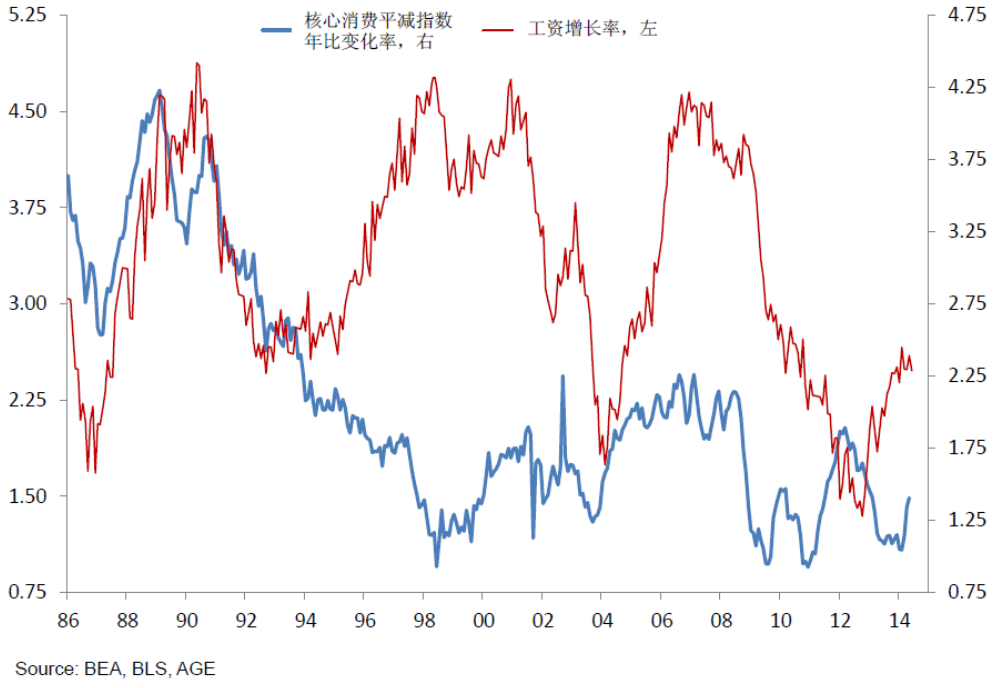


图 9：从工资增长转移到消费通胀的压力逐年弱化

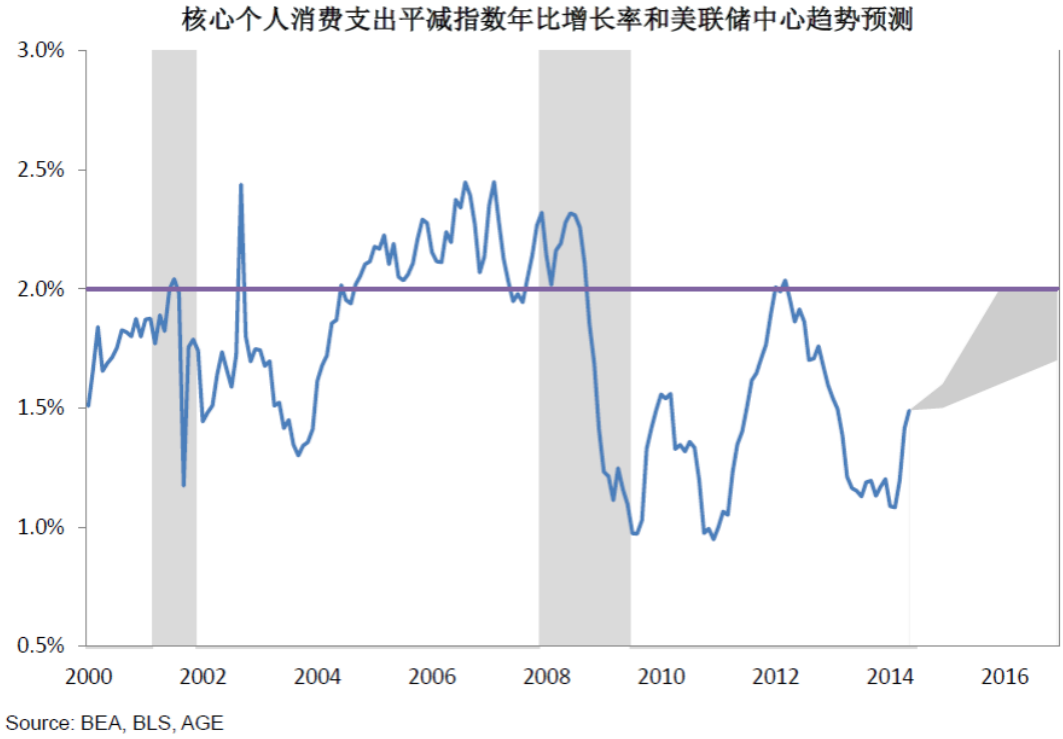


图 10：通胀从 2012 年以来持续低于目标通胀率

朱总：联储对通胀的目标是希望维持在 2%左右，2010 年前后，

QE 的主要原因是通胀预期太低，平均低于 1%。联储前一段时间认为通胀不是太需要考量的因素，完全在控制中，可以容忍的通胀可以上下波动 1-2 个百分点。但是美联储历史上遵从菲利普斯曲线，1965-1985 年，每次失业率低于自然失业率，通胀率会在原有通胀率上增加 5-8%，1985-2005 年，两届联储主席抢在失业率低于自然失业率前升息，1994 年 3 月份和 2004 年 4 月份都没有通胀迹象，还是进行了升息。

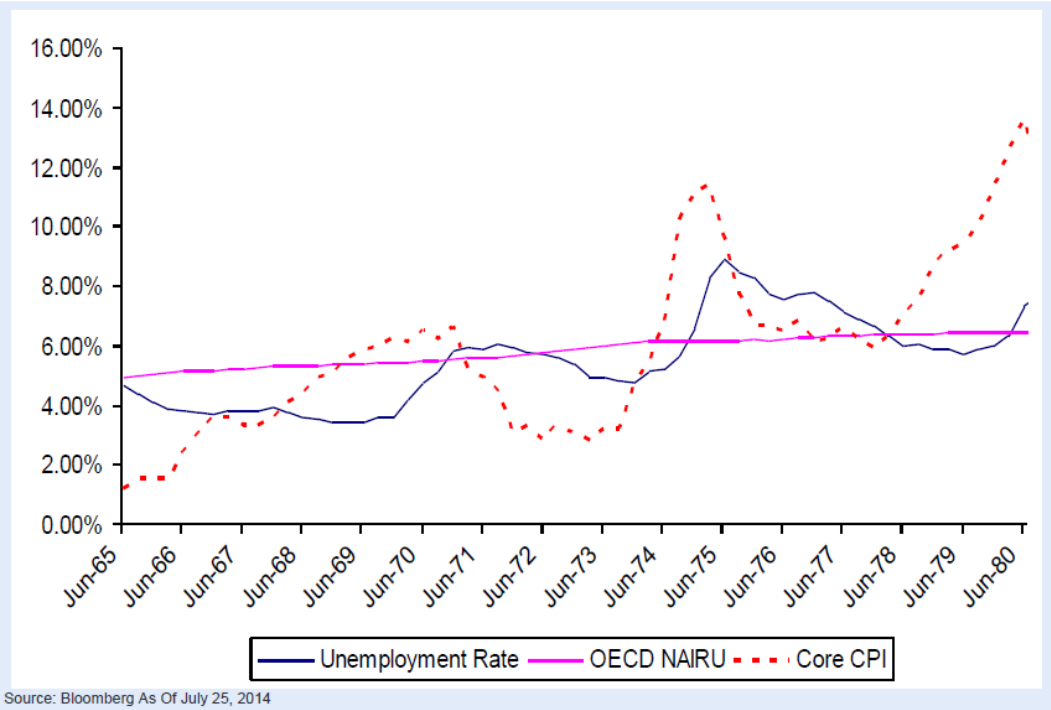


图 11：工资推动的通货膨胀难以抑制

此次联储的时间表现和 1986 年，1994 年，2004 年三个周期升息的时间表现差不多。一方面，联储要用语言稳住市场，另一方面，经济增长不是很强，10 年的名义利率还是远低于名义经济增长，短期的实际利率甚至是负的。平均的经济周期是 69 个月，其中经济增长期是 58 个月，08 年到现在已经是 6 年。联储觉得要留有一点余地，如果经济突然下滑，联储将进一步 QE，10 年利率会像日本一样跌倒 1%以下，货币流通速度会大幅度降低，市场结构发生变化，需要很多年才能稳定。联储欲达到其 3.5%到 3.75%的终极目标，以

接近市场预期的利率，最起码要在 2016 底将隔夜率提升到 2.25%以上。

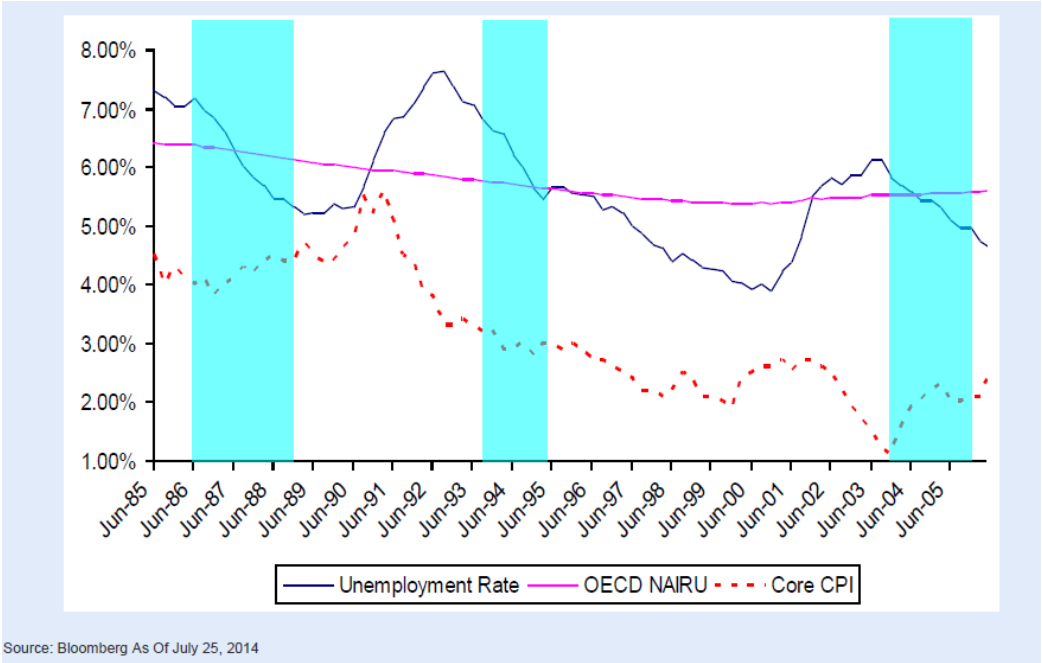


图 12：美联储甚至在通胀实质上升前已学会了预先调控（1986、1994 及 2004）

Q4：在史无前例的巨量 QE 下，美联储资产负债表大幅扩张，这一过程中，美联储使用了很多新的货币工具。未来收缩资产负债表，是否要使用新的货币工具，如何处理这些巨额资产？

莫总：联储目前有 4.4 万亿资产，升息时有压力。超额准备金作为主要工具，构成利率上限；用隔夜逆回购工具做辅助工具，构成超额准备金下限，有 10 到 15 个 BP 的差，进行联邦基金市场交易。联储目前资产的规模和其他主要发达国家比较，很正常，美联储资产占国内生产总值 25%，欧洲央行占 22%，英国央行 24%，日本最高，为 50%左右。和国内商行比较也不是很大。4.4 万亿资产相当于美国四大商业银行资产的一半，全国商行资产的不到 1/3。

Source: Federal Reserve, AGE

图 13：联邦基金市场交易的“上下限”

美联储也是边做边学，比较担心把资产卖掉引起一些反应，所以不会出卖资产，而是以资产自然到期的方式收缩规模。现在资产负债表需要 7-8 年恢复正常。美联储目前还把到期的债券的本金再投资，量化宽松预计 2014 年 10 月结束，再投资政策至少维持到第一次升息之后。因为结束再投资下一个动作就是升息，提早结束再投资会引起市场没必要的猜测。另外早几个月或晚几个月结束再投资对美联储 4.4 万亿的资产影响微小。

2013 年春天时,美联储曾有意愿退出量化宽松政策。但由于伯南克发表讲话后，利率上升，资金从债券基金有较多的流出，加之当时的经济数据十分不稳定,使得 QE 退出从 12 月份才正式开始。上一次货币政策收缩的周期从 2004 年的六月到 2006 年的六月。2004 年的五月前,美债十年期收益涨了大概 120BP，美联储并没有按预期在五月升息，在五月发表的纪要中说道,“但是由于真正长期利率在这段时间的上升，使得金融市场条件已经收缩。” 联储最终推迟到六月才开始升息。也就是说如果市场对于联储升息的预期反应过于剧烈，联储十分有可能推迟升息的实际时间。

朱总：我的观点略有不同。美国资产表存在的问题与中国日本相比不是大问题。对美联储来讲，最大的问题是美联储积累资产的过程中制造得流动性很多，当它提高短期利率时，即将隔夜利率提高到 2%时，实际的短期利率可能不会跟随隔夜利率变化，还保持在 0.5%左右的水平。这会对美联储控制隔夜利率这一货币工具的效率和美联储的信用造成影响。产生这种现象的原因是美联储持有大量长期债券，即平均而言需要七到八年时间才能将一半的债券回笼。

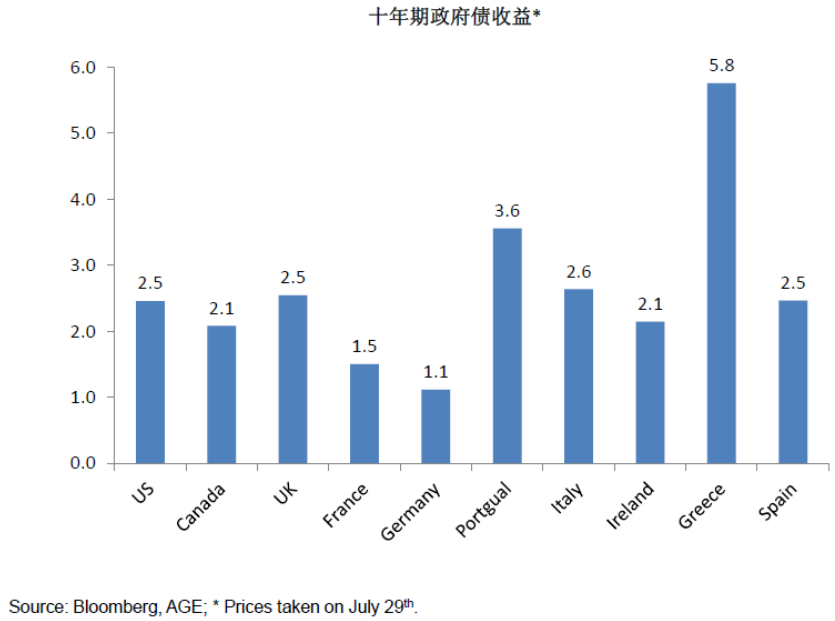
目前美联储可使用的工具有：超额储备金、IOER、定期存款、长期逆回购、卖财产、法定准备金等。其中卖财产相对较为困难。这是由于央行的财产主要是长期债券。如果卖债券的话，可能导致债券投资者放弃长债转入现金，市场短期利率维持在零，长期利率变为 6%以上，不具有现实意义。对于其中的法定准备金，鉴于流动性问题，目前美联储没有很好的工具来控制。由于市场的杠杆与短期利率有巨大的联系，美联储目前想维持长期利率稳定，提高短期利率。若美联储强行提高利率，会对市场造成较大影响。所以美联储提高利率前，要首先考虑控制股市问题。但就目前情况而言，美联储没有很好的模型稳步提高短期利率。过去 04 年美联储那次升息较为成功（从美联储角度），一开始长期利率随着短期利率变化，六月份之就失去关联。除了信用部分，其他部门的杠杆问题依旧存在。在今后的发展中，各部门进行决策时关注的问题应该有三个：一是美联储加息时机；二是美联储加息方式；三是美联储加息速度。

Q5：美国开始逐步退出量化，但 6 月欧洲央行开始了更大规模的量化，日本也在量化进程中，全球量化“你方唱罢我登场”的节奏会对全球资本流动产生何种影响？随着美国升息预期不断增强，资本

流动和收益率曲线会发生何种变化？作为新兴市场国家，中国应当采取何种前瞻性的政策措施以应对未来可能出现的变化？

莫总：无论美联储 2015 年一季度或是二季度升息，对全球金融市场的冲击将远不及 2013 年 5 月伯南克宣布退出 QE 造成的冲击。由于 2013 年 5 月份伯南克讲话时市场没有相关预期，因此国内外波动剧烈，国内市场利率上升，国外市场上很多新兴国家出现资金抽离。

2015 年升息对市场的冲击与 2013 年相比会相对缓和。首先，存在压力释放问题。这就好比高压锅第一次揭开锅盖时冲出的气流总是最大的。其次，资金和投资者会提前做出调整。2013 年 5 月之后市场上存在共识，认为 QE 必然会退出，升息只是时间快慢问题。第三，从资金的角度而言，美元并不比其他欧洲货币更有吸引力。欧洲央行正计划进行更大规模的量化宽松，日本也在量化过程中，所以美元并不便宜。对比 10 年期的政府债收益，德国是 1.1%、法国是 1.5%，美国是 2.5%，甚至比爱尔兰更高，与西班牙相近。



Source: Bloomberg, AGE; * Prices taken on July 29th.

图 14：全球范围看，美国国债收益仍有吸引力

对中国的冲击存在，但不会很大。十七届三中全会出台的一系列结构性的改革如能逐条落实，调整好自身的经济结构，外部的经济环境只会在一定程度上影响经济增长进程，不会从根本上干扰经济增长的趋势。

朱总：在 90 年代美国金融危机后的量化宽松中，美联储将利率降到 3%。在 94 年末到 96 年初的 16 个月内，利率从 3%提高到 6%。96 年经济出现疲软，几个月后又降息至 5.25%。在量化宽松后上调 300 个基点的过程中，出现了墨西哥金融危机、亚洲金融危机。虽然自 2013 年起，美联储已经给了这些国家一年的准备时间，但在 90 年代时，尽管这些国家有 3-4 年的准备时间，还是出现了危机。

作为一名资产管理人员，个人认为，首先应当注重风险管理。近日，阿根廷刚刚宣布有违约出现，一方面与华尔街几家对冲基金有关，另一方面也说明阿根廷金融结构的薄弱。而俄罗斯如果出现问题，主要是由于欧美在乌克兰事件中对其进行制裁。新兴市场国家中有几个比较薄弱，例如，南非、巴西、土耳其都存在持续的通货膨胀。亚洲国家相对较好，但中国还存在结构性问题。从流动性角度而言，新兴市场还面临许多问题，未来几年，基金经理们依然会避免在新兴市场投资。由于市场改革较好，现在墨西哥较受青睐，韩国也有很多头寸。

其次，中国的企业债务多，管理不够透明，需要进一步的举措和法律框架对企业债进行严格管理。过去发行企业债的主要是央企、国企，管理相对容易。现在主管部门了解到企业的需求，使一些企业有条件通过证券市场融资，但鱼目混珠的情况令人担忧。在中国法律制度不健全的市场环境下，提高透明度和法律监管、引入评级制度、约束发债条件，投资者将更有意愿在中国进行投资。

Q6：作为新兴市场国家，中国要“练好内功”，加快结构调整和改革进程。对于短期的应对政策有什么看法？今天中国的正回购利率从 3.8%下调至 3.7%。为了防止出现剧烈的跨境资本流动，有哪些适当的选择？

莫总：中国二季度 GDP 较一季度反弹值得反思。短期内，结构性改革离不开稳定的增长环境，政府有必要出台刺激性的货币政策和财政政策。如果增长大滑坡，结构性改革无从谈起。从这个角度而言，应该支持中国政府现阶段的定向支持政策。

从降低企业成本的角度而言，应该降低正回购利率。包括银行垄断在内的结构性因素造成很多中小微企业利率甚至高达 20%。结构性问题难以在短期内解决，但企业的生存又非常重要，如果降息能够在一定程度上降低企业的借贷压力、维持相对平稳的环境，降息是应该支持的，但经济刺激措施不能像 09 年金融危机时一样。

在推进经济刺激政策时，要在地方债、企业债等各个方面推进透明化。在周期性刺激过程中，要推进长期结构化改革。

朱总：中国的银行系统令人担忧。一方面，SHIBOR 波动过于剧烈。国外 LIBOR 是衡量银行间利率稳定的重要指标，LIBOR 通常比较稳定，只在 08 年、98 年波动达到了约 2 个百分点。但中国的 SHIBOR 波动非常剧烈，3 月份中国 14 天的 SHIBOR 在几个星期内从 2.2%上调至 5.4%。7 月 7 日，14 天的 SHIBOR 为 3.4%，24 日提高到 5.25%，增幅达 180 个基点。如此剧烈的波动说明市场流动性存在问题，银行系统的流动性、资产负债管理、收支现金流存在问题。现在国际市场比较平稳，但在国际市场收支较为紧张的情况下，银行是否有足够的能力应对令人担忧。另一方面，由银行理财产

品或其他原因造成的基础利率的大幅波动，也说明银行的风险管理不到位。利率曲线波动过大，使得中小企业只能借助高利贷，推高其融资成本。从这个角度看，中国市场的内在风险很高。

在美国，市场的杠杆比率是一个用来管理尾部风险的指标。当杠杆比率增加时，市场的波动性增加。此外，如果短期的再回购利率增加，隔夜指数掉期上升，尾部也会增加。将这个模型应用于SHIBOR，股票市场的波动性似乎应超过40%，说明中国市场的改革还有很多路要走。

Q7：汇丰最近公布的 PMI 数据相对比较乐观，但是从中国市场内部观察，中观产品的数据偏弱。最近 A 股市场波动剧烈，如何看待近期国内市场的波动，对中国近期的评估是否有比较乐观的调整?

莫总：首先，四月份之后，政府陆续推出了一系列财政和货币政策，包括定向降准等。政府的意图非常明显，即在经济下行的底线之上进行结构性改革，所以经济下行已经到达相对低点。其次，在过去的 7-8 年，中国的 A 股几乎没有变化，下行风险低于上行风险。再次，沪港通出台也是原因之一。

但是，中国经济短期未必存在巨大上升空间。政府出台各项措施的意图不是要将 GDP 推得更高，而是稳定经济增速，并在此基础之上进行经济改革。随着中国企业债占 GDP 的比重显著上升，企业债、地方债成为不可回避的问题。BIS 研究发现，从脱离长期趋势的比例上看，在发展中国家中，中国债券占 GDP 的比重最高，偿债比率也最高，因此中国存在债务风险。无论中国政府通过注资地方政府或是注资银行的方式处理债务风险，其代价必然是经济的发展不会太快。

中国 A 股短期内有上行的动力，但是出现大的行情的可能性不大。

朱总：2014 年一月份人民币汇率趋近 6 时，当时很多人在海外使用远期或期权做空了人民币，但人民币稳定下来之后，他们希望将手中的期权脱手。因此，最近人民币回升至 6.17，不仅源于基础波动，也有技术性原因。

中国股票市场指数金融股有很大比重，由于银行流动性很差，资产质量可疑，难以判断价值大小。但股票市场中有很多便宜的股票，比如联想等优质企业。中国在过去三十年中出现了一批很有价值的企业，虽然大牛市不一定会到来，但是中国投资者如能进行价值投资，确实有许多选择的机会。

Q8：如果想要加息，美联储有哪些具体措施?

朱总：美联储调控货币供给最基本的方式是控制资金的成本，既可以采用短期的方式，也可以采用长期的方式。真正操作时，可通过提高法定准备金率以提高资金成本，但提高资金成本不是唯一目的，还要提供保障合理的利率曲线的形态。例如，将花旗银行的法定准备金率调整为 25%，这是可以做到的，但是这种情况下，收益率曲线可能会颠倒。目前，10 年期和 30 年期的利差为 75 个基点，提高资金成本后，利差可能为负。历史上发生过利差为负，并导致经济出现下滑的情况。

美联储现在的问题不是做不到，而是采用什么方式最合适。长期利率体现了人们对名义增长率的预期。美国从 90 年代以后，短期实际利率为负，所以短期利率要提高一点，同时又不要提高太多。美联储几次表示债券利率基本上为 3.75%，要慢慢地提高，不希望将长期利率提高太多或者使收益率曲线颠倒，但是怎么操作是技术性问题。

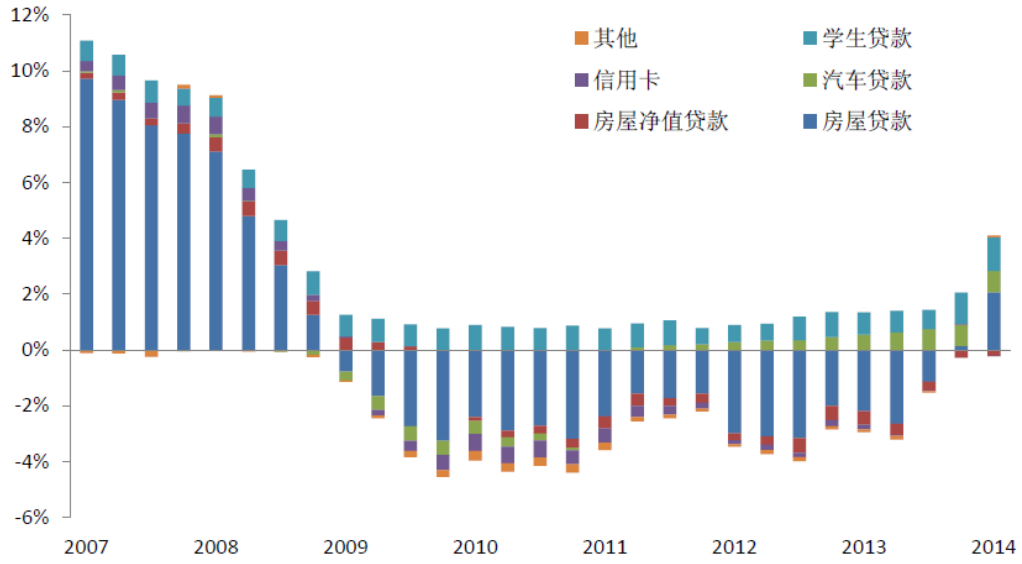
莫总：目前市场上非常担心的流动性问题，即如何构筑下限。目

前，联邦超额准备金率约为 0.25%，实际上联邦基金有效利率大概不到 0.1%，利差大概为 15 个基点。由于很多非银行机构，尤其是两房等，将资金投入联邦基金市场，将来利率上升时，如何有效地构筑利率下限就十分重要。美联储提出使用隔夜回购，同时扩大对手方，包括非银行机构。但是该举措也有意想不到的后果，提高流动性，给市场提供无限的安全资产，美联储作为金融中介的角色被无限放大，可能引发很多的后果。6 月份提出的隔夜逆回购工具只作为辅助工具，就是出于这些考虑。市场对于美联储提升利率时，是否能够有效调动现有工具构筑一个稳固的利率下限有很多的担心。美联储也间接承认，在操作过程中不断学习。当然，作为善于创新的机构，美联储在金融危机中推出了很多的措施，所以从现在到将来实施过程中，美联储会不断地尝试现有的工具，不排除推出新工具的可能。

市场和美联储都在讨论目前联邦实际利率是否需要重新构筑，加入更多的利率工具。美联储对隔夜回购工具也有很多担心，但是目前没有更好更全面的工具。所以从实际操作的难度和不可预见度来看，第一次加息幅度不会特别大，预计约为 25 个基本点，可以减低很多不可预计的风险。如果突然升至 1%，而实际利率仅为 10 个基本点，将很难控制。

Q9：美国消费部门的加杠杆情况如何呢?特别是房地产市场?

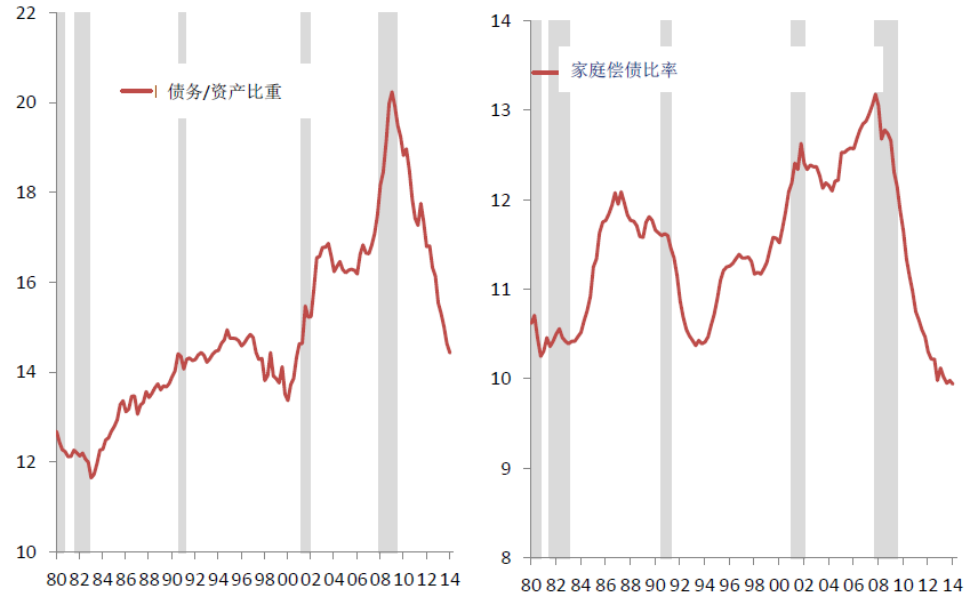
莫总：大体来看，消费者的去杠杆过程已经完成。从家庭负债绝对值来看，家庭负债于 2013 年第三季度触底，第四季度开始回升；从家庭负债占国内生产总值这一比例来看，在 2013 年第四季度触底，在 2014 第一季度回升；近几年加杠杆主要由学生贷款及汽车贷款推动。



Source: FRBNY Consumer Credit Panel/Equifax, AGE

图 15：对家庭负债变化率的贡献

去杠杆的带动主要是减少房贷，2009 年到 2013 年，从高至低，房贷减少大约为 16%，全部消费信贷减少 12%。减少房贷其方法有二：一是通过再贷款，二是银行消掉房贷。房贷占全部消费信贷的 70%，目前 80%的房贷按照低的固定利率，即美国家庭面临升息所带来的压力大大减少。债务占资产的比重在一季度已经下降到约 14%，与九十年代相近。由于美国个人可支配收入回升缓慢，美国消费水平恢复相对也比较缓慢。所以联储十分期待整体工资水平的增长，以推动消费水平的增长。



Source: Federal Reserve, FRBNY Consumer Credit Panel/Equifax, AGE

图 16：消费者对加息更有抵御力

最近房地产数据表现不是很好：6 月新房开工数量下降 9%，回到 1 月份水平；新房销售数量下降 8%；待售房屋数量下降 1%。2013 年 5 月到 12 月，美国购房信贷申请下降 20%，12 月至今持续较温和的恢复。在这种背景下，加之房市对利率十分敏感，美联储应该不会大幅提高利率。房产是美国中产阶级的主要财富，住房财富相对于股票、基金在美国分布更为平均，其对经济的推动作用也相对较大。所以美联储会维持相对宽松的政策环境，使得房市得以持续复苏。

此外，待售房屋和成屋销售有所区别。待售房屋数据是根据实质签合同，成屋销售是根据房屋交手，所以待售房屋领先成屋销售大概 2-3 个月。美国新房销售 6 月份比 5 月份下降 8%。房屋开工数据从一定程度上反映了建筑商对房市的看法。2013 年，美国房价上涨约 11%。从历史来看，只有信贷较为宽松时，才会如此快速的增长。目前信贷还偏紧,所以从另一个角度来看，房价的增长有下滑的趋势，预计一年后房价上涨约 4-5%，所以房屋增长放缓是可以预期的。

房市的复苏处于非常低的阶段，并不是从底部很强劲的反弹。房价距离高点还有 15-16%，房屋的开工量还差很多，所以美国房市发生很深的回调的可能性不是很大。但是随着人口增长，家庭形成的比率（如没有结婚的到了结婚年龄，或者找到工作离开父母）随着经济的复苏在恢复，对房屋刚性的需求也在增加,即使房价和房屋销售有一个回调，但幅度会有限。

朱总：现在的买房人很多都是投资者，最终原因在于银行信贷太紧，净信用创造没有增加。从银行的角度来看，一方面，07、08 年信贷余额只需要不断地慢慢补充；另一方面，银行需要满足巴塞尔协议的资本充足率的要求。今后几年，只要能够增加利差，银行会有意愿降低信贷标准。一方面，需要考虑就业市场等；另一方面，根据美国历史情况，如果美联储希望经济实现着陆，那么就需要进行信用创造，货币流通速度将会加速，从而诱发通货膨胀。

Q10：美国消费部门复苏对中国出口的拉动是否会回到原来的水平?

莫总：中国上半年有 16.7%出口来自美国的消费需求。这一次消费复苏来低于 02 至 07 的增长水平，使得消费对中国出口的拉动作用难以恢复到危机前水平。首先，从银行发放贷款要求严格程度来看，危机前的消费情况是由比较宽松的信贷支持的，而目前银行发放贷款更为严格，难以回到危机前宽松水平；其次，从消费者意愿讲，金融危机使得消费者贷款意愿下降，难以恢复至原先水平；第三，从美国消费结构来看，非耐用品相对耐用品增长缓慢，而中国出口美国的产品中很大一部分是非耐用品，这进一步使得美国消费对中国出口拉动作用减弱。

朱总：90 年代，美国消费增长主要是由生产率的提高拉动，而 90 年代后则主要是靠信贷拉动。但从目前来看，首先鉴于信贷对银行系统造成负担，加之银行要增持货币，银行难以放松信贷标准；第二全球贸易不均衡已经很严重，继续增加对中国出口不现实，且对人民币升值压力过大。

第 54 辑

(2014.8.12)

资产负债管理与流动性风险模型

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

秦佶，CFA，现任德国商业银行(COMMERZBANK)纽约市场风险组经理，主要负责固定收益和股票交易风险控制。她先后在北京工业大学、辛辛那提大学获得计算机本科和计算机工程硕士。她有着多年的投资和风险管理的经验，工作经验包括：美国联合航空研发中心；德国商业银行纽约分行风险管理部门监督市场风险；结构型信用投资部投资经理，管理过 8 亿美元的投资组合；利率交易组主要负责回购和国债的交易。她同时担任亚洲金融协会的董事和美国最早成立的华尔街女子俱乐部导师(WBC)。

一、金融危机后资产负债管理的新变化

近年来，资产负债管理在欧美银行界愈发重要，在中国银行界亦是如此。美国经济危机过后，资产负债管理部门在银行中的地位逐步提高，监管程序、条规也越来越多，所以风险控制方面正在扩张，模型也作了一些改进。

1、资产负债管理部门及基本职责

大部分银行都成立了 Asset-Liability Committee（ALCO），即银行内部的资产管理委员会，根据利率变化，协调银行的借贷策略和融资需求以实现自身的盈利性。金融危机之后，其组织结构做了较大的改变。ALCO 由银行的 CEO 领导，CFO、CRO 和主管 ALM 的 Treasury 是 ALCO 最高层的组织者。总行和分行都设有 ALCO，定期地一起看报表，讨论当前的情况，并对未来做出预测。

基本职责主要包括两个：第一，帮助银行做短期融资，通过定期发行债券进行中长期融资,对资产和负债流动性缺口风险进行管理。第二，由于银行的资产和负债都具有利率敏感性，而市场利率存在一些无法预料的风险，将对银行的效益造成很大影响，所以需要对利率敏感性缺口进行管理。

ALCO 决定了银行的大方针，例如，对风险的承受能力（主要是流动性风险），判断未来利率变动的大致方向。除了银行的资产负债管理，其他金融机构，比如保险公司，也有其资产负债管理体系，大部分概念是一样的。

2、ALM 特点及危机后的变化

银行的资本结构包含了长期、中期和短期类资金，其中长期性的融资能带来资金的稳定性。而前台的操作人员最了解市场，业务管理人员或头寸部门的交易员清楚哪一类资金比较容易长期停留，哪一类资金是短期性的。

在非银行机构中，最了解资本结构的是 CFO，除汇总财务报表之外，CFO 的主要任务为计划好资本结构，即决定企业部门向银行借多少钱、发行多少债券或股票。很多大型企业，如丰田、通用、西门子等，都有其自己的融资部门，甚至交易部门，其融资和交易部门都汇报给公司的 CFO。而在银行中，主要由 ALM 部门来管理资本结构（因为他们最了解市场），其主要任务是做融资，并且 ALM 部门直接汇报给银行的 CEO。一方面，ALM 对市场较为了解，知道何时以及如何做融资，能跟市场保持良好的关系。另一方面，当地市场的政策、央行的要求和规则都非常重要。在美国和欧洲，风险管理和合规管理都非常重要，过去银行出现很多问题，央行对此很不放心，因而制定了很多条规，提出了对报表、压力测试的要求，并要求银行定期汇报，随时关注银行是否存在潜在危险。

ALM 要经常参加一些同行业协会，了解市场的变动。例如危机之前，银行间贷款很多，而危机过后，银行间的信用度和依赖度大大降低，这也是央行希望看到的。央行不希望银行之间有太多的关联，希望银行融资更多的来自企业和个人，因此危机后，美国银行间贷款大量减少，银行融资大部分来自基金。由于大部分企业、个人资金或退休基金不是存在银行，就是在基金里，所以当市场不好时（特别是股票市场不好时），大家都较为保守，银行、基金中的个人存款较多；当市场发展较好时，大家更倾向于投资股票，银行就会增加来自基金的融资比例，因此市场关系决定了银行融资的价格和方向。

国家或央行制定的政策改变之后，银行也需要不断地推陈出新、开发新产品。例如几年前，由于美国央行增加了对货币市场基金的要求，规定了不同投资期限的投资比例，限制了其风险承担能力。同时，由于银行很大一部分融资来自于基金，所以限制了银行的长期融资，使得银行的融资曲线容易超出限额。对此，部分基金提出一个方法，由于央行规定不能借出一个月，所以借出七天，在借出的同时，附加一个随时偿付的期权，可以随时终止借款，终止时要提前七天通知，使其有足够时间来寻找其他的替代来源，这样一来，借款期限就不超过七天。

危机后的另一个改变在定价方面。过去市场好的时候，资金宽裕，价格并不透明，银行在外部融资之后，在内部各部门之间贷款也依照同外部差不多的价格。外部融资的利息同 ALM 贷给信贷部门的利息差价即为 ALM 部门的利益。在期末分析时，发现流动资金很贵，所以银行做了一套系统，每一笔贷款都实现明码标价，如贷款给某企业标价 8%，其中 4%是 ALM 流动性差价，2%是防止企业破产的预备金，需视企业信用程度而定。此外，不同期限的资金都有价格，这些价格并不代表现在，ALM 部门向信贷部门收取的贷款利率并不是当前的市场利率。由于银行在短期、中期、长期分别有不同的投资策略，所以需要多借入一些资金来保证银行的运转，这些资金所产生的费用并非都由 ALM 部门自行消化，而是平分给各部门。这也改变了银行部分业务的做法：过去交易部门通过 ALM 部门以隔夜拆借利率借入，再以较高的利率放出，赚取其中的差价。在新的结构下，

他们将无法获得盈利，因为 ALM 不再以隔夜利率贷款给内部部门，银行会用内部公开的固定公式计算，将各项费用的平均值计入，计算出的结果往往高于市场隔夜利率。

这减少了银行内部套利的可能性，每个部门将更专注于自身最擅长的领域。交易部门专注于市场风险，信贷部门专注于信贷风险，ALM 进行统一管理。例如，美国的沃尔克法则规定银行内部不能有自营交易，一些原来比较赚钱的部门自行成立了公司，但无法盈利，原因在于向银行借钱的成本大幅上升，受到流动资金的限制，导致原来的盈利方式发生改变。

二、流动性风险模型

1、关于流动性风险的限制

首先，资产负债管理部门对流动性风险设置了限制。先对整个银行设定总的流动性风险的限制，再对各个分行设定限制，对各个业务部门也要设定限制。限制分不同层次，一般来说，大的银行至少分 6-7 层。总行设定一个总的限制，每个分行设定各自的限制，但各分行加起来一定等于总行，所以要自上而下制定风险限制。ALCO 的总管们一起分析业务部门的流动性风险承受能力，设置限制会直接影响业务部门的利润。风险与回报成正比，承受的风险越大，潜在的回报越高，但是对于银行来说，承受的风险过大会有倒闭的风险，所以 ALCO 需要决策大的业务方向。

其次，比较流动性风险与市场风险。对于市场风险而言，计算一个风险值的限制即可，例如，风险值不能超过 100 万，或者个人管

理的 5 年期中小企业信贷不能超过 100 万。但对于流动风险而言，限制不是一个数值，而是一条曲线。计算流动性风险的限制时，需要将资产和负债的现金流都计算出来，还要得出预测现金流，因为有的现金是反复出现的。例如，轮流贷款的企业每个月可以选择还款或重新再贷款，每次贷款都是再贷一个月，对于信用比较好的企业，银行会不断地贷款给它，做模型时需要考虑这种情况。从负债的角度来看，商业银行的资金来自个人存款、企业存款、银行直接存款以及其他金融机构的存款资金，这些存款有一条曲线现金流。例如，在坐标轴上，用 X 轴代表时间，做得好的模型甚至能够看到未来 30 年的现金流；Y 轴表示最基本的现金流，若贷出了 100 万，则 Y 为-100 万，若期限为 5 年，基本的算法就是 5 年后，-100 万后回到 0。所以现金流本身是一条曲线，设置限制时，也要按照一条曲线来设置。

对于典型的流动性风险的曲线来说，X 一般为几天到几个星期（不同银行的风险承受能力不同）。短期内，Y 一般为正数，即现金流入多于现金流出，否则银行就会破产；长期来说，Y 一般为负数，因为商业银行的传统的模式就是借来短期资金，进行长期贷款或投资，若全为正，银行将亏损。该曲线还有不同的层次：总行有一条流动性风险曲线，每个分行有不同的曲线；再根据部门进行划分，总行里有很多个业务部门，如信贷部门、交易部门，ALCO 的组织者根据每个部门对流动性风险承担能力的不同，设置不同的限制。

此外，大部门银行都是国际化银行，都有各种外币，针对每种货币也应该设置一个流动性风险的限制。银行都有自己的主要货币，例

如，中国银行的主要货币是人民币，美国银行的主要货币是美元，欧洲银行的主要货币是欧元，对自己的货币风险限制会比较大。银行要做很多国际业务，产生大量外币流量，其风险根据业务的多少，以及该币种本身的流动性来制定不同的限制。一般来说，国际银行往往对货币的流动性进行分块控制。例如，把美金结算放在美国分行，欧元结算放在欧洲分行，日元结算放在日本分行，若没有分行，则通过其他银行进行统一结算。结算分行主要负责这一种货币的流动性的控制。

2、关于数据及模型

一个大银行要把所有的资产和负债汇总，会产生许多数据。首先，风险部门需要保证所有的数据都是正确的数据，因为垃圾的数据只会产生垃圾的结果。其次，无论流动性风险或是市场风险，风险系统中的交易必须反应它的特征。如果交易里带有一笔期权，倘若没有将期权风险考虑进去，将只看到银行借了一个月的资金，却没有看到每七天对方有权赎回使资金变动的风险。风险官需要特别关注期权是否被计入风险系统当中。如果系统描述不正确，其结果也会产生偏差。

模型一般由风险部门去做，但是需要与前台人员讨论，保证做出的东西不是理论性的，而是实际性的东西。模型本身很复杂，因为包含许多假设。

流动性风险需要预测。一方面，不能只看当前现金流，要看在压力的情况下，银行是能正常运转、还是会出现问题。在压力情况下，银行将面临的问题需要使用模型进行描述。存款包括个人存款、企业存款和来自其他部门的存款，一般情况下，如果没有大的危机，个人

存款不会出现问题，因此个人存款是最安全的。个人存款中主要是活期存款，尽管每天都有人存、取，但是大部分人会将钱留在银行当中。通过观察过去几年存款的平均值，可以估计出一定比例（如 80%）的存款都不会变化。另一方面，模型要进行一些假设，并且需要反复使用历史数据进行回测，看假设是否依然成立，是一个动态的过程。并非确定 80%后始终不变，要根据市场的变化进行调整。若存款全部变成隔夜，现金流都变成活动的，银行将无法盈利。

模型中有时不只一条流动曲线，还包括理想、正常、较差的情况或短期出现一定压力的情况等。比如，除了市场正常时的曲线，也会有市场压力较大的曲线，可能会重演 2007 年金融危机中的市场状态下曲线的形态。例如，信用证是一种常见的企业贷款方式，银行承诺借给企业一笔资金，但企业只有需要时才会提款，从合同上来看，企业有借款的权利，但除非企业遇到资金运转问题，否则它不需要按照信用证全额借款。因此需要根据公司的历史行为，来判断该公司一般会提取信用证中的多少资金，并进行模型假设。如 100 万的贷款中，该企业一般提 20-30 万。模型本身也会分几种假设，在正常市场范围内构建一个模型，认为它可能会提 20%-30%，再构建一个市场压力比较高的情况下的模型，企业贷款周转比较困难，可能会使用 40%。限额由每个银行自行决定，但一般曲线的限额不要放在一般的曲线中，而要放在第一级压力的曲线之下。美林银行并非没有进行流动性风险控制，但最后依旧倒闭的原因是由于没有准备好压力测试，没有预测好恶劣的情况。因此，要看到压力的情况下流动性曲线的情况。

3、关于抵押资产

抵押管理是资产负债部门的一项职责，因为抵押的资产在压力的情况下可能会迅速贬值。大部分时候放出贷款时对方可以提供一定的抵押物，如财产抵押、债券抵押等，如某地方政府可以将自己发的债券作为抵押物，或将美国国债作为抵押物。回购市场在中国很活跃，在美国也非常活跃，是最主要、最便宜的融资来源，有抵押的融资成本低于没有抵押的融资。但雷曼做的房地产债券给了市场一个教训，当时他们购买了很多房地产，再变成债券卖出，需要资金周转时，他们就将房地产债券抵押出去，这些债券在其倒闭之后大量贬值，对借钱给他们的投资者造成极大的损失。

管理抵押物每日的价格评估是资产负债部门重要的功能，不同的资产在抵押时的估值折扣不同。如果是美国国债，100 万的贷款只需要 102 万的美国国债即可，因为大部分时间美国国债的价值不会下跌超过 2%，但如果对方提供的是房地产次贷作为抵押物，银行可能会拒绝此类风险很高的抵押，即使银行会收，也可能需要 50%的估值折扣，即如果银行提供 100 万的贷款，需要 200 万债券作为抵押。

4、关于融资

央行现在对银行融资的集中性风险管理较严。在银行定期制作报表时，需要画出饼图描绘资金的来源，对来自基金、个人存款、企业存款等途径的百分比有清楚的划分。另外需要规划好在市场极其恶化的情况下，哪种资产流动性最好，可以最先被用来融资，哪些资产流动性不好。这方面的计划书需要每年编写一次、每年审查一次。

商业银行风险最大的部分在于管理利差。由于资产和负债都受利率的影响，借入资金和长期贷款在央行和市场利率浮动的情况下，可能导致利差缩小或增大。去年摩根大通银行“伦敦鲸”事件，主要是由于做了太多同向的 CDS 掉期，损失了 100 多亿。由于银行有多余的资金必须要进行投资，这个部门很重要。他们一般通过衍生工具进行风险控制，因为衍生工具不需要进行现金交换，却可以达到风险控制的目的，常用的工具有利率掉期、CDS 和对冲等。

三、问答环节

Q1：在金融危机后，资产管理的重要性显著上升，该领域有没有一些新的趋势，在技术和理念上是否有新的变化？

A1：主要有两点。第一，在模型上，大家都在思考怎样能将数据变得更加清楚。一家银行有上万条不同的交易，有各类不同的产品，央行在审查时要求从横向、纵向等不同角度来看待这些数据。因此对计算机部门要求很高：一方面对数据准确性的要求非常高，另一方面对数据描述的准确性要求也更高。也就是说，不仅要保证数据输入准确，也要求数据能够准确的描述其所包含的风险。

第二，在流动曲线的计算中要增加透明度。过去做出来只有一条曲线，现在要求每一个交易都有一条曲线。贷款的价格中要计算出流动风险、市场风险、信贷风险分别占据多少利差，要求落实到每一个交易。比较复杂的模型要分几步。第一步，观察如果加入预测，按照个人存款、企业存款、隔夜存款等，本来的现金流如何。

第二步，加入模型的预测观察曲线变化。通过逐步去做，清晰的展现加入模型后曲线的状态。

Q2：巴塞尔协议三对流动性覆盖率有了更高的要求，这些要求实施后对银行的业务会有何种影响？沃尔克法则对美国的一些银行影响较大，对欧洲的银行会有何种影响？

A2：巴塞尔协议三对于流动性覆盖率的要求，负面影响多于正面影响。但从社会稳定性角度来看，使银行承担的风险降低，杠杆率也降低。现在美国和欧洲市场利息很低，存储利息很低，贷款利息也很低，因此利差非常窄，加之流动性覆盖率要求，因此对银行的效益存在负面影响。但总体来说是一件好事，只是使银行雪上加霜。

欧洲也出台了类似于沃尔克法则的规则，德国银行对自营交易的管理同样严格。从这个角度看，欧洲和美国银行基本同步。德国银行相比对美国银行的监管只会更严，因为巴塞尔协议的主推国家之一就是德国，一般在一个项目中会自上而下的执行。没有自营交易是不可能的，否则交易员完全失去了自由控制度，只能说是大量的减少了自营交易。

第 55 辑

(2014.8.13)

中资企业境外融资并购近况及走势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

邱若扉先生，瑞士信贷中国区董事总经理，负责中资企业境外的股本债权融资项目和兼并收购项目。邱先生拥有 15 年的投资银行工作经验，加入瑞信之前，曾任职于摩根士丹利、德意志银行、瑞士银行等投资银行。邱先生毕业于对外经济贸易大学和宾夕法尼亚大学沃顿商学院。

一、股本资本市场最新概况

1、全球股市表现

总体来说，在过去十二个月当中，全球各地指数表现良好，均上涨 7%到 15%左右。以 2013 为起点年来看，表现最好的是日本市场，其指数较年初上涨约 50%；表现排名第二的是美国，纳斯达克指数上涨 45%左右；欧洲市场从去年年初到现在上涨约 13%；亚洲市场

方面，从恒生指数和 A 股来看表现相对一般，恒生指数上涨 8%，而 A 股从去年年初到现在下降 4%。

近期，美国股市在经历连续 2 个月的下滑后，从 5 月下旬开始回归上涨，标普 500 指数突破 1900 点，为历史高点，13 年上涨 30%，14 年攀升 4%。4 月初以来美国经济回暖，美国经济重新获得复苏的动力，缓解了投资者对经济下滑风险的担忧，同时美联储会议表明，近期可能没有加息的计划，还会继续维持比较宽松的货币政策来刺激经济的增长。欧洲市场年初下跌了 5%之后有所回升。

欧元区一季度 GDP 增长缓慢，只有 0.1%，低于预期 0.2%，暗示欧洲经济还处于缓慢恢复的状态。而最近两周，从欧洲传出的消息较为负面，包括德国在内的欧洲的中坚地区可能受到南欧和圣灵银行（Banco Espirito Santo）银行破产的影响，经济增长出现放缓迹象，总体情况不容乐观。年初亚洲指数总体下降，亚洲市场在 5 月份开始加速回升。从过去 2 个月的情况来看，中国经济软着陆概率增加，并且 7 月中国汇丰 PMI 指数上涨到 51.7，达到了过去 18 个月的高点，相较于前几个月，投资者更加看好中国。

8/1/2014	当前股价	股价变化 一周	2014年迄今	过去十二个月	2013年迄今
亚洲指数					
亚洲					
MSCI非日本亚洲	592	(0.6%)	7.4%	14.0%	8.1%
日经	15,523	0.4%	(4.7%)	10.8%	49.3%
标普/澳证200	5,556	(0.5%)	3.8%	9.8%	19.5%
北亚洲					
恒生	24,532	1.3%	5.3%	11.1%	8.3%
恒生中国企业	10,983	(0.1%)	1.5%	12.9%	(4.0%)
A股	2,185	2.8%	3.3%	7.7%	(3.7%)
韩国KOSPI	2,073	1.9%	3.1%	7.9%	3.8%
台湾	9,267	(1.8%)	7.6%	15.0%	20.4%
全球指数					
全球					
MSCI 全球	1,706	(2.4%)	2.7%	11.9%	27.4%
美国					
道琼斯	16,493	(2.8%)	(0.5%)	5.5%	25.9%
纳斯达克	4,353	(2.2%)	4.2%	18.4%	44.2%
标普500	1,925	(2.7%)	4.2%	12.8%	35.0%
欧洲					
富时100	6,679	(1.7%)	(1.0%)	(0.0%)	13.2%

图 1：全球各指数表现

2. 股本市场走势与市场观点

市场对全球股市表现维持乐观，主要包括以下几种观点：

三年来首次对美国股市盈利做出正向修正：预计全年美国 GDP 增速将从 3.4%升至 4.3%，2014 年下半年很可能出现消费的超预期增长，故我们三年来首次将对美国企业盈利年增长率的预测调高至平均水平以上。利率可能进一步下跌，以反映垃圾债券收益率下降的趋势（除科技公司外的美国企业 EBITDA 利润率仅略高于平均水平）。

美国就业市场回暖趋势良好：在适度的宽松政策刺激下，经济活动将维持缓慢增长态势，劳动力市场情况将继续得到改善。

剩余流动性仍然具有支撑作用：M1 货币供应量增速较 GDP 高出 5%，全球货币政策环境仍然宽松。美联储表示高度宽松的货币政策有助于在保持物价稳定的同时刺激就业。

值得注意的风险：第一，中国经济的风险（尤其在房地产领域）；

第二，美联储提前收紧货币政策对市场流动性和风险偏好的影响；第三，欧洲地区经济复苏缓慢以及其他银行跟随南欧银行出现破产；第四，地缘政治风险，如乌克兰地区。

从市场估值来讲，不同市场估值不同。从较为常见的估值方法（市营率）来看，估值最低的是 A 股，其去年年底的预测市盈率为 8.2，最高的是标准普尔 500 指数，其预测市盈率为 17 左右，达到 A 股两倍以上。道琼斯指数的预测市盈率为 15 左右，恒生的预测市盈率为 11 左右，MSCI 亚洲指数为 12.3，欧洲的富时 100 指数为 14.2。这既反映了不同地区投资者对股本市场前景、企业盈利与宏观层面经济增长走势的看法，又反映了各地区的流动性情况。

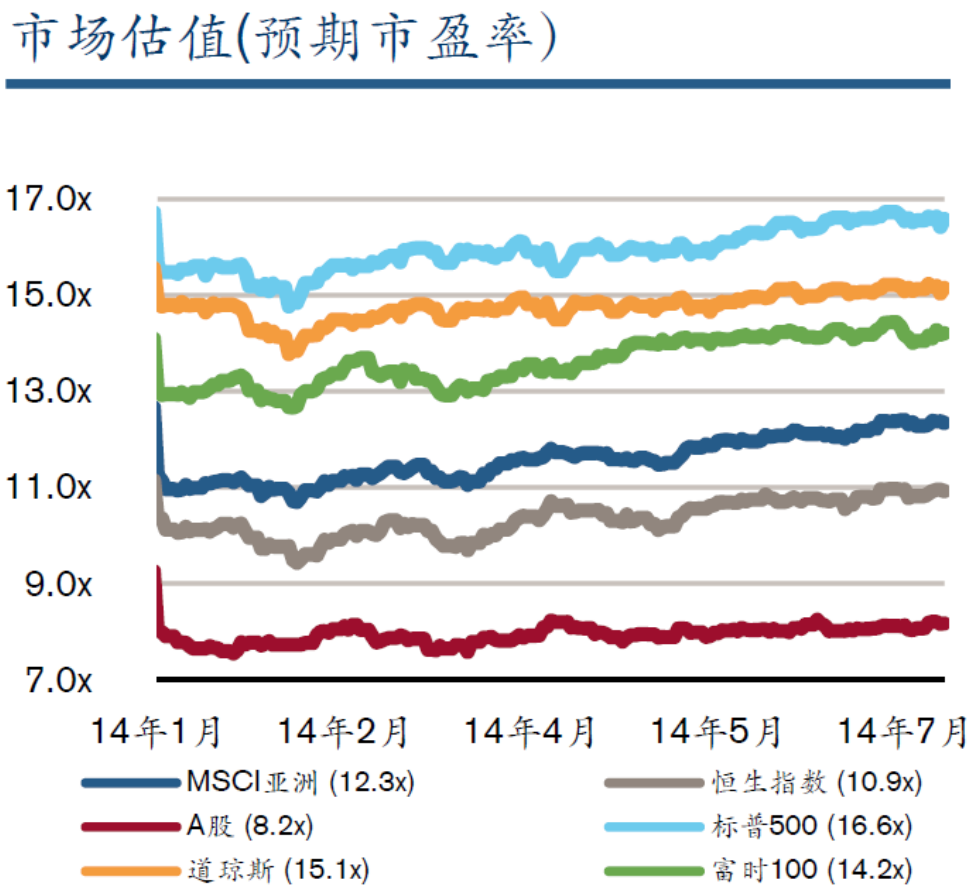


图 2：不同地区市场估值情况

3. 香港 IPO 市场概况

中资企业境外融资最活跃的地区是香港。2012 年以来，IPO 活动总体来讲较为平静，其中从 2013 年 4 季度到现在是其表现相对较活跃的时间段。2013 年以来，中资企业在香港的发行额最高，占其发行总值的 94%。从不同行业来看，发行额最高的是金融机构，占比 30%；其次是消费零售，占比 19%；房地产与工业各占比 15%；其他的行业包括能源、科技电讯和金属采矿等。

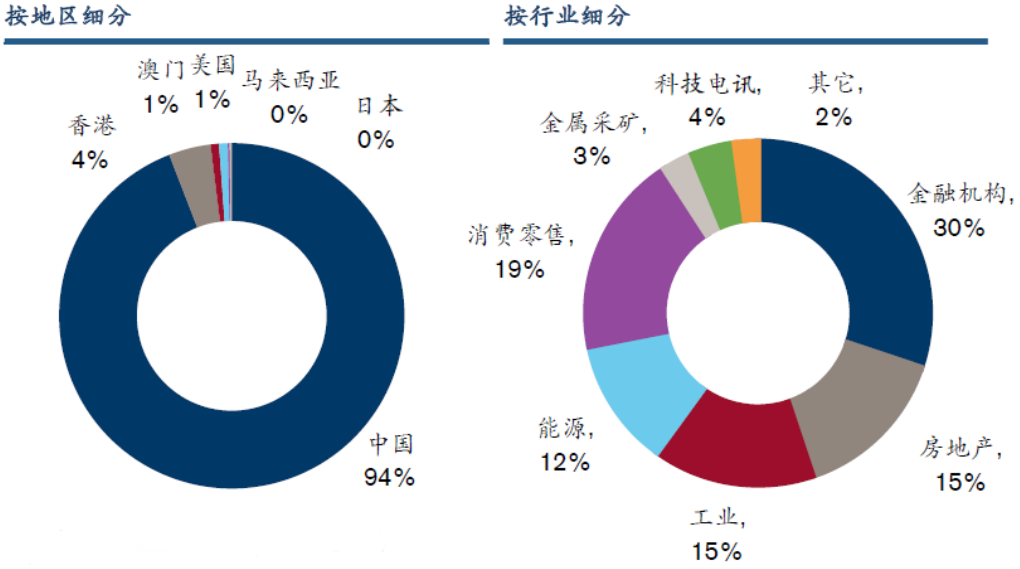


图 3:2013 年迄今香港 IPO 趋势

从今年年初至今，总计有 42 个中资企业在香港联交所上市，包括国企与私企两大类。从行业上来说，包括了金融、房地产、工业、能源、消费零售、科技电讯等。不同行业估值差异很大，其投资者的投资热情也存在明显差别。例如，万德国际，即双汇第二次发行成功，得到了香港零售投资者的强烈追捧。其最后的认购率高达 50 多倍，估值从其所希望的 20 倍下降到最终的 11.5 倍，是一个比较成功的发行案例。不同的行业的估值与零售投资者认购率也不同。比如从事

服装方面的企业虎都，其市盈率只有 5.6 倍，零售投资者认购率仅有 1.2 倍。香港发行 5 个亿美金新股，90%是卖给机构投资者的，其余部分是卖给香港公众，即零售投资者的。通过认购率可以看出上市项目是否受到广大投资者认可。

香港市场不同行业、不同性质企业发行的最新情况：市盈率比较高的企业有医药行业的绿叶制药，在发行的时候预测市盈率高达25.6倍。而一家做手机的企业北京迪信通的市盈率仅有 8.6 倍，认购率只有 1.2 倍。天鸽互动是杭州的一家企业，主打卡拉 OK 虚拟在线产品，该产品通过视频、语音、文字、虚拟物品的交换来做实时的视频，其中包括很多社区，如音乐、社交等活动，其一二线城市的用户少于三四线城市的用户，此类企业在境外是很受追捧的，其零售投资者的超额认购达 70 倍，预测市盈率达 20 倍，高端定价发行。此外，环保行业市盈率也较高，2014 年 6 月份上市的康达环保，其零售投资者的超额认购 255.2 倍；浩泽净水，是为办公室提供清洁用水，为商业企业供水的企业，其中机构的超额认购达 30 倍，零售达 45 倍，市盈率 18.1 倍，数值较高。相反，一些大型的工业企业数据表现不理想。比如中国北车 5 月份上市，机构认购 3 倍，零售0.7 倍，预测市盈率 9.3 倍。2014 年二月至五月香港市场不理想，上市的基本是低端定价。哈尔滨银行是一家区域性银行，小贷业务做的比较好，由于它是银行企业，不用市盈率做估值，而是市净率做估值，其 2013 年的市净率不到一倍，2014年市净率不到 0.9倍，这种情况导致很多投资者不看好银行股。房地产市场上市情况表现更差，今年境外上市

的房地产包括力高房地产、阳光 100 等企业。阳光 100（多年来一直想上市，在今年终于上市）低端定价，净值折让达 69%；力高地产市盈率 5.9 倍，相对比较低。

未来 12 个月还会有很多较为大型的企业准备在香港上市，包括中广核、广汇汽车（做4S 店）、福耀玻璃、广发银行、北京汽车、上海银行、中国生物技术、联想控股、分众传媒（美国退市后准备在香港上市），涵盖了工业、能源、金融机构、科技电讯、TMT等行业，上市规模均在 5 亿人民币以上。

4、近期美国上市的中国 IPO 和增发交易活动

美国上市表现活跃，自 2014 年年初以来共有 12 家中资企业在美国上市（香港上市的中资企业 42 家），其中纳斯达克 7 家，纽交所 5 家，包括诺德英吉利、达内科技、爱康国宾、微博、乐居、猎豹移动、途牛、聚美、京东商城、智联招聘、迅雷、乐逗游戏。他们的规模普遍较小，一般为 1-2 亿美金或者以上，其中规模最大的是京东商城，规模达20.47 亿美金。这些企业基本上属于 TMT、教育、医疗服务等行业。

他们上市时的市盈率表现各异：爱康国宾上市时 2014 年的预测市盈率 28 倍、达内科技为 20 倍；京东没有预测市盈率。他们的定价均为高端定价。最近一个月上市的企业中，乐逗、迅雷、智联招聘的定价均属于高端定价，智联为中端定价。美国上市企业主要属于 TMT 行业，这些企业上市第一天涨幅也较为理想，所以现在很多投资者打新股，希望在上市之前拿到股票。中资企业在美国

上市首日涨幅通常在 10%以上，甚至达到 20%。个别企业，如汽车之家首日涨幅达 76.9%，去哪儿首日涨幅达 89.3%，涨幅均较高。

5、亚太区（不包括日本）可转债市场最新状况

股本资本市场除股票之外，还有一个产品就是可转债，这是中资企业比较喜欢用的产品，且可转债在境内也相对比较成熟。境外的可转债市场和境内的可转债市场的最大的区别在于，境内的可转债价格为5%-10%，有时会更低；而在境外，由于投资者主要看波动性，拿到期权后能够给发行人一个比较有吸引力的条款。总体说，过去做的可转债在境外很受追捧，例如最近奇虎 360 共发行 9 亿可转（包括6年期和7年期），其转股溢价达 32.5%与 37.5%，利率只有水平百分之一点几。2013年以来，大陆企业在香港和美国发行很多。按地区分，中国大陆共发行 38 笔，发行额占 65%；从行业看，其中32%是科技行业、17%是工业、14%房地产、14%零售，以及金融、能源等其他行业的企业。过去一年又很多科技股发行可转债，如奇虎 360、唯品会、YY、金山软件、学而思等；还有很多太阳能企业也做了可转债的发行。

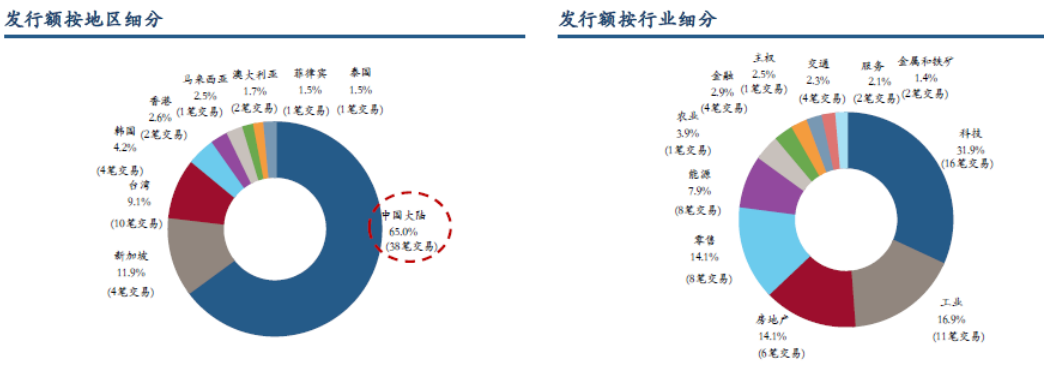


图 4：可转债发行额按地区和行业细分

二、债务资本市场最新概况

1、资本市场环境和风险偏好

由于国外的资金相对较为便宜，国内融资成本居高不下，因而境内企业希望利用境外资本市场发债，但其中面临最大的问题是人民币管控的限制，即境内注册的中资企业在境外发债，需要经过发改委审批（中央或地方发改委），其次还需要外管局的批准，有可能因为没有获得批准而无法拿回资金，这是最主要的障碍。

第二个需要考虑的因素是境内企业的资质。如果资产负债表、现金流量表情况一般，又没有强大的股东背景，到境外发行并不一定能够获得比境内更便宜的资金。很多人认为境外资金成本仅位于3%、4%的美国国债水平，但实际上境外资金成本远非如此。对于境内民营企业，即使不存在监管限制，其在境外的发行成本也将远远超过 10%，甚至高达百分之十几。此外，多数情况下企业的架构也不符合境外债券投资者的要求。境外债券投资者通常需要标普、穆迪、惠誉的评级，并在评级过程中会对公司做详细的了解，而国内很多公司，如一些民营企业，无法满足投资者对评级的要求。当然一些较好的企业如万科、腾讯，可以获得评级（并且是很高的投资级别）；但对于一些规模相对较小、现金流情况一般的企业而言，境外评级同境内评级完全不一样，可能在境内得到大公的 AA 评级，但在境外只得到 B 或 BB，这样的评级在境外发行也将是高息债。由于美国的宽松环境有利于发行，因而境外的债务资本市场总体来说有利于发行人。

从数据上来看，美国和欧洲的企业债券信贷息差在不断降低，与 2013 年年初相比，近18 个月的总趋势是信贷息差不断下降，欧洲企业的息差为 60 个基点，美国的企业在80-90 个基点的水平。

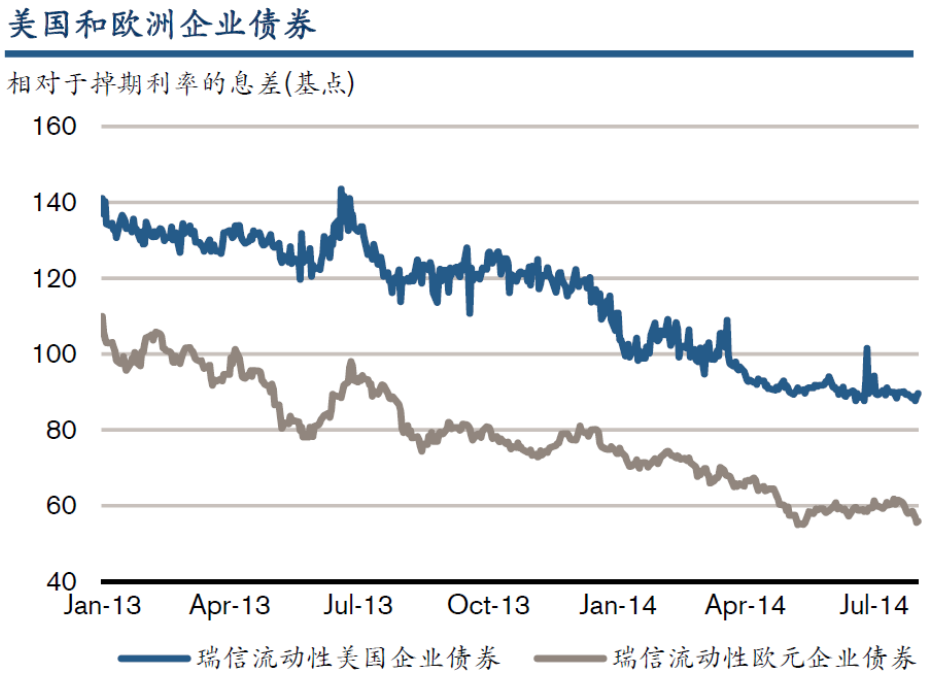


图 5：美国和欧洲企业债相对于掉期利率的息差

2、美国利率环境和预测

尽管在削减量化宽松，已经连续六个月连续每个月削减 100 亿，但劳动力市场仍有巨大的提升空间，为美联储维持货币刺激政策提供了支持依据。各大行对联邦基金利率在三季度、四季度及 2015 年一季度的预测中值均是 25 个基点；对 2 年期国债利率三季度预测中值为 0.61%，四季度预测中值为 0.79%，2015 年一季度预测中值为 0.98%，呈现逐渐上升的趋势；10 年期国债利率三季度预测中值达到 2.89%（目前约 2.5%），四季度预测中值达到 3.11%，2015 年一季度预测中值为 3.23%。投资者普遍认为国债利率水平尽管目前位于低点，但未来将逐渐上升。在这样的环境下，

从投行的角度，希望企业能够利用利率宽松的环境，在近期做一些发行。四、五月已经有大型的国企在境外做了一些发行，比如中石油、中石化、国家电网等企业。

3、2014 年下半年信贷市场的主题

央行政策：美联储主席耶伦成为市场决定因素，市场参与者将继续关注耶伦对于就业和通胀等主要经济指标的反应。

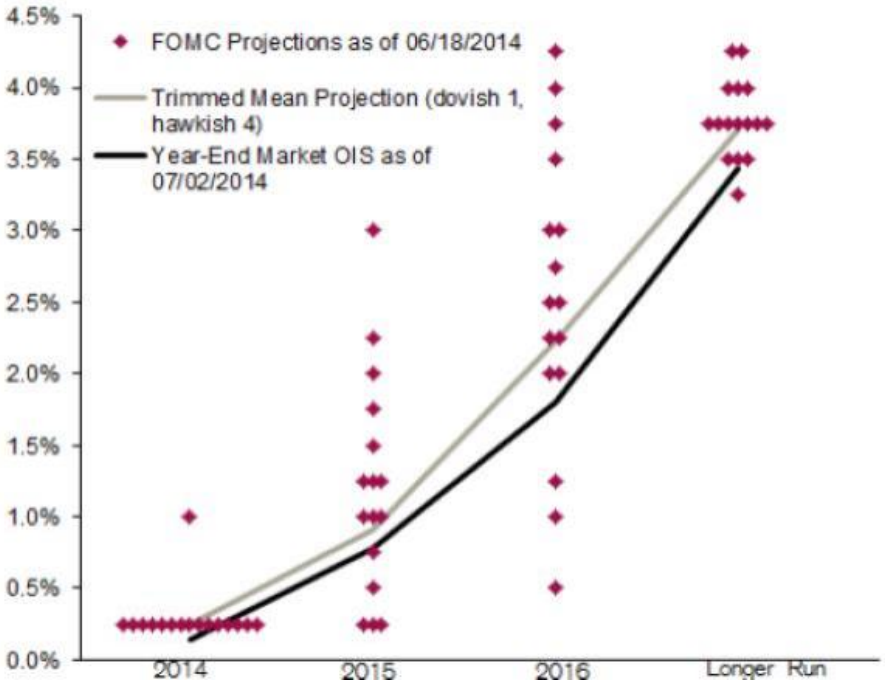


图 6：预测的美联储加息时点

市场波动性减弱但仍将持续:市场波动率减弱导致信贷利差小幅收窄，利率波动持续徘徊在 10 年来的最低水平，且今年以来大幅下降。在当前市场环境没有发生即期变化的情况下，预计信贷利差在可预见的未来会小幅收窄，有利于发行人。股市波动率仍然很低，VIX 指数接近历史最低点。

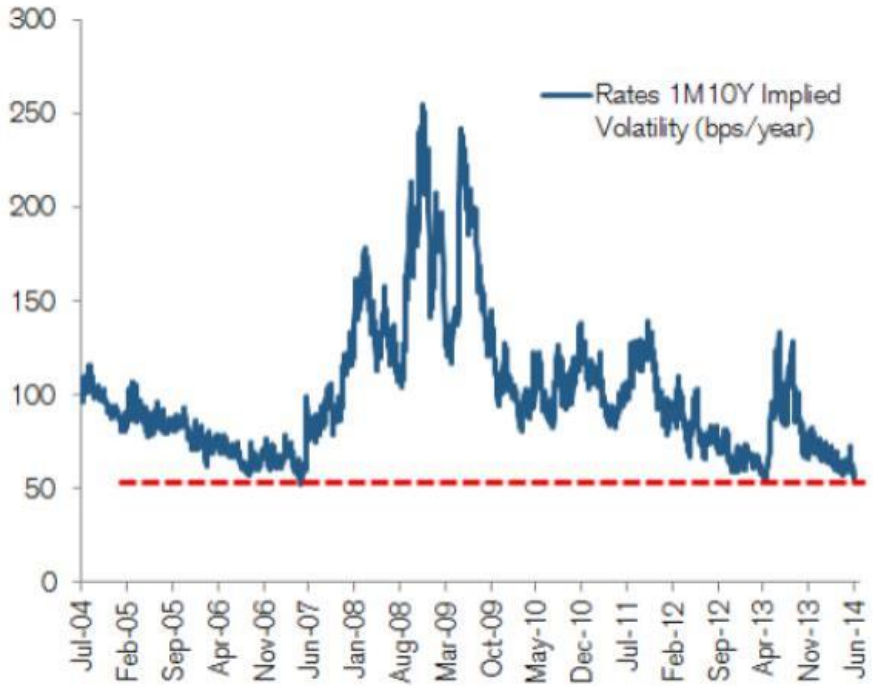


图 7：市场波动性减弱

信贷市场流动性仍是关注焦点:投资级信贷市场的主要风险因素是缺乏交易商的流动性来消化市场震荡或利率波动性。基础因素是市场结构，2012 年初发现，月度新发行超过月度成交额的态势显著扩大，因此，发行额较高的时期追逐风险的行为受到限制。此外，成交量相对市场规模严重滞后，每日投资级债券的现金成交额年同比减少 6%。

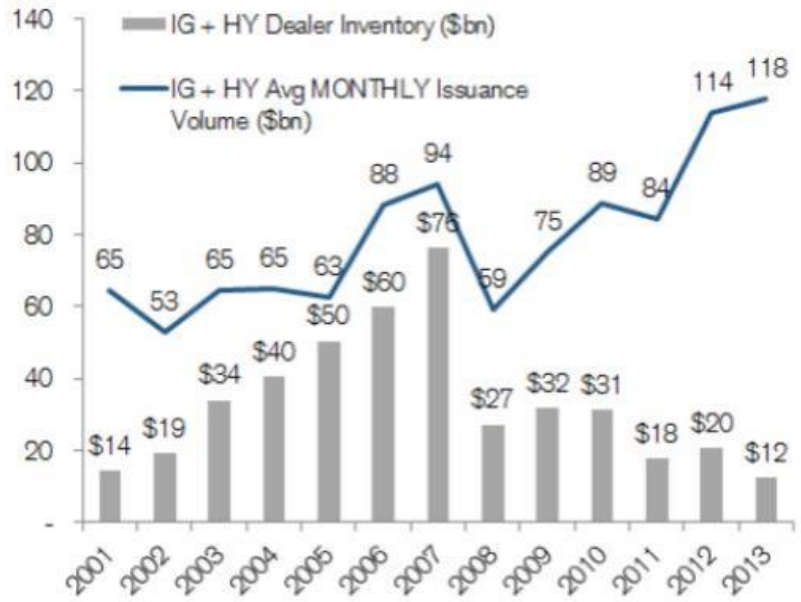


图 8：信贷市场流动性

三、目前二级市场交易水平

以下是关于中资企业在境外发行债券的情况，依次为能源类投资级债券、金融机构债券、房地产高收益债券、非房地产行业高收益债券。

能源类投资级债券：国家电网的穆迪发行评级为 Aa3，标普为 AA-，惠誉为 A+，今年 4月发行了 5 年期、10 年期和 30 年期债券，目前的到期收益率分别为 2.64%、3.73%和4.57%。中石化、中海油与国家电网的评级相似，交易水平也差不多。

金融机构债券：在境外发行比较活跃的金融机构包括进出口银行、建设银行、工商银行，东方、信达、华融等资产管理公司，工银、国银、交银等租赁公司，还有一些独立租赁公司，比如中银航空。这些企业都是投资级级别。今年 5 月份，信达在境外发行了10亿美金5年期的债券，目前到期收益率为3.79%，10年期为5.08%。

房地产高收益债券：房地产行业属于风险较高的行业，房地产行业的非国有企业属于非投资级。具有国企背景的企业，如方兴地产（其母公司为中国中化集团）属于投资级，今年 3 月发行了 5 年期债券，目前到期收益率为 5.07%。私企比国企的收益率高，相同评级的私企的利率水平也不尽相同。例如雅居乐，是一个相对较为成熟、大型、稳定的房地产公司，穆迪评级为 Ba2，标普评级为 BB-，今年 2 月份，发行了 5 年期的债券，票面收益率为 8.375%，现在价格为 103.5，到期收益率为 7.45%。绿城的穆迪评级为B2，标普评级为 B+，其 2019 年到期债券的到期收益率为 8.60%。而相对较小的企业，比如花样年，穆迪评级为 B2，标普评级为 B+，在境外发行的 5 年期债券的到期收益率为14.70%。

非房地产行业高收益债券：复星国际、北控水务、百盛、茂业等非房地产企业也有境外发行，大多为红筹结构，发行的 5 年期的债券的利率水平不等。其中，北控水务虽然没有评级，但是有北控的担保，且北控本身的评级比较高，所以债券的到期收益率为 3.90%。

四、中国企业境外并购趋势

总体来说，中国并购活动交易额增长强劲，中资企业在境外的并购在过去的十年平均复合增长率接近 40%。

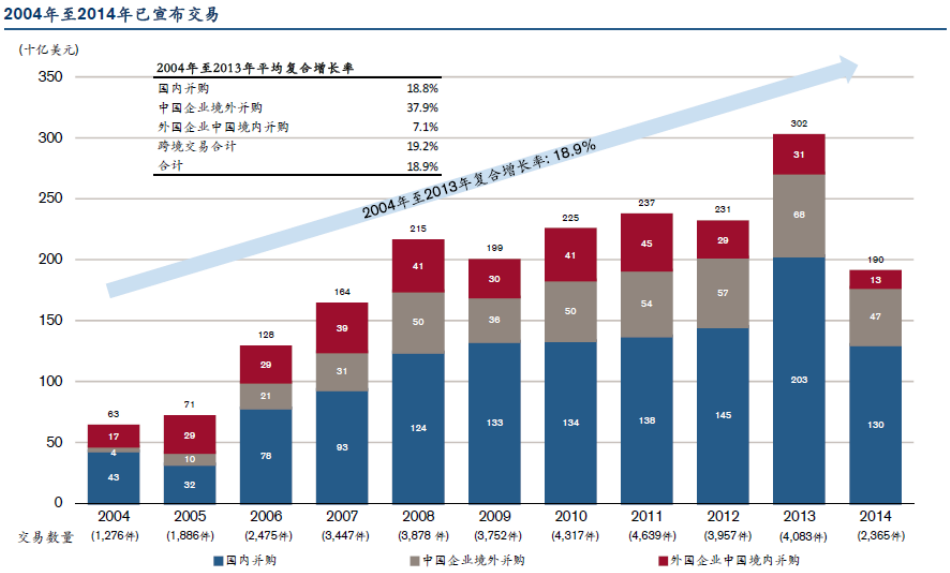


图 9：中国并购活动交易额在过去十年中强劲增长

中国企业境外并购重点关注资源与能源行业。比较活跃的行业包括油气、矿业、公用和能源、金融、食品饮料、房地产，主要目标国家或地区是一些发达的国家或地区，包括加拿大、澳大利亚、美国、香港、英国，也有一些发展中国家，如巴西、秘鲁，这与行业相挂钩，例如油气和矿业主要在加拿大、澳大利亚，公司的注册地也是在这些地方。

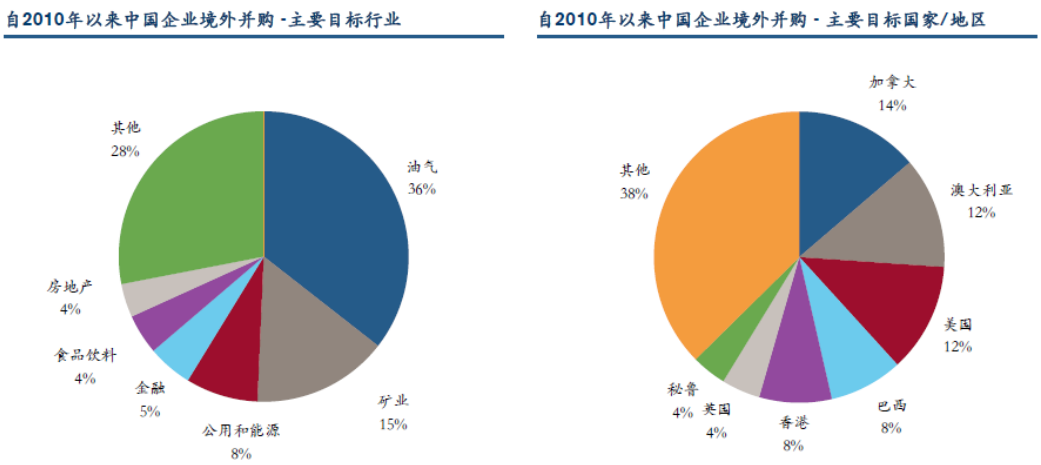


图 10：中国企业境外并购主要目标行业及国家/地区

五、问答环节

Q1：复星、弘毅在海外并购中授予中国消费市场快速增长的总体方向，如何评价其向海外的消费产业进军？按此思路，未来哪些行业，以及那些国家或地区值得关注？

A1：复星、弘毅等属于投资性的金融机构，按照复星的说法，其关注或收购的境外机构属于“全球资源、中国动力”，在全球寻找能够跟中国市场具有互补性的行业或企业。进军消费品行业是因为目前中国的经济总量以及人均 GDP 水平达到了所谓的临界点，超过临界点后，中国的消费升级，大家对消费和服务的要求都会不同于以前。一些发达国家走在我们前面，所以复星收购了很多消费品牌，不光是产品，还有一些品牌酒店。目的是汲取发达国家的经验，并且在这些国家和地区，增长已较为有限，但其业务模式及产品设计可能符合中国消费者在未来 5-10 年的需求。

所以说将比较成熟的产品、服务以及中国未来会爆发的需求结合起来，通过投资嫁接到中国的产品和服务，为我所用，少走很多弯路，给投资人带来收益，这种趋势会继续下去。在消费品、科技、医疗方面，可能有这种趋势。在未来，中国的医疗需求也会有很显著、爆发性的增长，所以已经健全或比较成熟的模式值得我们关注，了解是否具有并购的可能性。

Q2：中国国企的海外并购能否变通一些投资模式，即采用海外机构或投资基金来进行对外投资，而不是直接以国企的面目进行投资，从而更有利于被投资国接受，因为美国、欧洲将中国国企的投

资视为国家的投资行为。国企对外投资时能否改变身份，以便于国资被境外监管机构或当地政府所接受？

A2：国企对外投资时改变身份的做法是不可取的。第一，从境外的卖方和监管机构来看，如果是需要对方进行批准的企业或项目，一定会追究到最后的持股人。第二，对外投资时，不论是国企或私企都需要融资，很多国企会到国开行或进出口银行融资，实际上，倘若境外企业或国外政府对中资有看法，中资银行的支持也会在一定程度上加深这种看法。第三，投资以后，需要对被投资企业进行管理，不可能完全撤股，所以最终还是会表明国企身份。所以国企境外并购不会隐藏身份，如果对方确实不欢迎，可以不做这项投资，因为投资以后的运营和管理过程中，也会遇到方方面面的问题。

第 56 辑

(2014.9.2)

美国上市中概股公司私有化交易简介

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

黄小霈先生，世达国际律师事务所北京办公室管理合伙人。他代表中国公司参与完成了多项私有化收购及其他海外兼并、收购项目，也代表跨国公司完成了大量的对华投资交易，其中包括对诺亚舟、7天酒店、巨人网络、高德股份等公司的私有化收购，以及中国化工、五矿集团的海外并购等。黄先生还广泛参与了中国及其他亚洲公司的证券发行，包括中石化、中国人寿、建设银行、中信银行等公司的海外上市。黄先生自 2007 年以来一直入选《钱伯斯全球法律指南》和《钱伯斯亚太法律指南》评选的“全球领先的商业律师”。

一、2009 年、2010 年出现中概股公司私有化退市小高潮

2009年、2010年中概股在美国市场受到做空打击以及在金融危机时美国股市低迷，造成中概股在美国市场上的交易价格相比上市时价格大幅缩水，有些公司达到 90%以上，因此，出现了一批美国上市中概股公司私有化退市的项目。进行私有化的公司大股东往往也是经营公司的管理层，他们对公司未来的运作都有充分了解，对

公司的转型、异地上市等战略有自己的看法。在过去三至四年内有40 家左右的在美国上市的中概股进行了私有化交易。

二、什么是“私有化交易”

“私有化交易”指一家上市公司的控股股东或其他关联人(高管、大股东)通过减少上市公司股东数量，终止公司上市地位并不再承担美国《1934 年证券交易法》项下的有关报告义务。最常见的私有化交易包括：由持有上市公司股份的控股股东进行收购 (此类交易通常也称为挤出合并)，由非控股的大股东进行收购，由私募股权基金或其他第三方与管理层合作进行杠杆收购，通过“并股”(reverse stock split)减少股东人数并终止公司上市地位。

对私有化交易的监管要求高于普通并购交易。由于私有化交易有公司的关联方参与，使得公司在把握私有化交易的交易条款上会存在利益冲突，因此私有化交易和普通的并购存在一定区别。美国证券法对私有化交易披露的内容和所需要走的程序比两个公司之间的并购行为有更高标准的要求，私有化交易需要披露更多的资料和信息。具体来看，如果大股东和高管发起私有化交易，那么交易的买方实际上是大股东和高管，而卖方是代表公众股东的公司，但是大股东、高管的影响力使得公司在处理与关联方特别是大股东所做的交易时，有可能出现牺牲公众股东利益的情形。进行私有化交易时，谁来代表公司、代表公司背后的普通公众股东来进行出售交易的谈判、商业条款的拟定直接影响到交易对公众股东是否公平。因此，美国证监会对私有化交易有单独的要求规范。

三、为什么私有化退市

1. 公司价值被低估

公司价值被低估是最直接的原因。公司内部人士对公司未来的价

值比市场赋予的公司价值有更好的预期，这种情况下，公司的私有化交易除了公司内部管理层和大股东之外，往往会有新的投资人加入，尤其是私募基金。私募基金会对美国、新加坡、香港等地上市的公司根据具体国情对公司进行价值测算，如果一家上市公司价格被市场低估，私募基金会主动接洽控股股东、公司管理层，以联手进行公司私有化，完成私有化之后再通过新的经营模式、新的战略使公司得以展现更大的价值，使控股股东、私募基金得到更好的回报。

2. 使管理层注重实现长期目标，不用为讨好华尔街而只关注短期收益。

除了经济上的原因，上市公司受限于市场短期盈利目标的要求，公司管理层决策有一定短期收益效应的要求，使得管理层不能大刀阔斧地制定长期发展战略甚至转型。因此，公司希望退市后能通过拆分、业务整合，在管理层认可的情形下使公司向更好的方向发展。

3.来自股东诉讼的压力

美国上市公司面临股东诉讼的压力。如果由于某种原因公司股价出现比较大的起伏给股东造成损失，往往在股价大跌的时会雪上加霜，股东会诉讼公司有欺诈行为。由于公司业绩不佳、公司受到政府机关调查等情况，美国股东往往会针对公司的年报、招股说明书里有没有披露此类风险提出质疑，以各种理由进行证券欺诈的诉讼。

4. 为公司节省成本，避免证券交易法和萨班斯法的不利之处

美国证券法规（比如萨班斯法自 2012 年以来不断进行激进的改革）使得上市公司的维持成本不断上升，包括合规的律师费、财务审计的审计师费等。这些成本往往会增加公司的财务压力，如果退市，可以节省公司成本。

总之，市场低估公司价值是公司私有化的主要原因，买方通过溢价购买实现对公司百分之百的控制。在美国被低估的产业和行业在国

内 A 股或香港 H 股或红筹股所给出的估值往往高于美国估值，尤其是一些传统行业。

四、公司私有化的初步计划事项

如果公司的内部人士（控股股东、管理层）、私募基金对目标公司计划进行私有化，有些初步计划事项在公司私有化时需要评估。

1.评估诉讼风险

如果目标公司是美国某州所注册的公司，比如内华达州或特拉华州，公司私有化诉讼的可能性是百分之百。在私有化过程中董事们应避免利益冲突并充分履行他们对公司所有股东的尽责义务(fiduciary duties)。尽责义务将使公司大股东的董事戴两顶帽子，在作为买方欲以最低的价格收购公司股票为出发点做交易的情况下，很难避免不被指控会违反其董事的尽责义务，因此美国公司私有化退市时，几乎百分之一百会被股东进行违反诚信的诉讼。违反诚信的诉讼的被告包括买方控股人士（董事和高管）、公司的独立董事，独立董事被告的原因是被指控独立董事丧失了独立性而帮助内部人士以较低的价格、不公平的交易条款完成交易。如果私募基金参与交易，私募基金往往以协助公司董事们违反诚信义务构成的协助犯罪而成为被告，但是，真实的原因是私募基金财大气粗，将来如果和解，和解金额会比较高。70%-80%的此类诉讼以和解告终，在和解协议以及未来的申报材料中根据原告诉讼律师所提出的要求做更充分的披露的前提下，买方和公司最后达成和解协议。和解也是买方所希望的，因为这样往往就只需支付原告律师费而无须提高交易对价。

如果目标公司是一家非美国公司，那么被诉讼的风险则较低。不少中国在美国的中概股公司是开曼公司或 BVI 公司，虽然在开曼、BVI 也有类似美国的董事尽责义务的法律要求，但是其尽责义务的

水准相比美国要低很多。由于在开曼、BVI 的法律体制之内没有很多案例法明确什么情况下是公然违反董事诚信义务的事件，因此，在开曼、BVI 法下董事如果违反尽责义务，原告的举证责任会比较困难。同时在美国的诉讼多，也是因为美国的律师多，多数此类诉讼并非真由股东发起而是由律师借股东之名发起，但相对的开曼和 BVI 的律师们主要是协助公司做公司业务、很少以提起股东诉讼作为自己的职业来代表普通股东向公司发难，因此开曼和 BVI 的诉讼风险比较低。

2.评估交易结构

按照我们以往中概股的经验，一步合并（one-step merger）是完成公司私有化交易最快捷、最简单的、最省钱的方式。一步合并是由股东大会批准后完成的合并。按照公司注册地的公司法规往往都是允许一个公司和另外一个公司进行合并，在不同州的法律下，合并通常需要股东大会批准，但是对股东大会批准的门槛在不同的法律准则下有所不同。比如开曼法律下面合并需要 66.7%的出席股东大会的股东批准才可以，在 BVI 和美国很多的州，合并只需要超过 50%的股东批准，但美国部分州“50%”的计算方法是“total outstanding shares”即所有股权中必须有 50%以上批准。合并一旦被股东大会批准后，反对的股东只有评估权，不再拥有股东权。简式合并(short-form merger)是指合并一方已经控制另一方超过 90%股权，这种情形下可以无需召开股东大会，仅需要双方董事会决议即可完成合并。

要约收购及后续的后端合并(也称为两步合并)。除了一步合并之外，还有比较激进的方式，比如 Tender Offer，这种方式不需要通过股东大会批准，直接向股东发起要约收购函，如果股东愿意出售股票，那么买方就直接取得这些股东的股票。在美国证券法下有专门的 Tender Offer Rule 即关于要约收购的规则，其核心精神是所有的股东

都需要拿到最好的价钱，在这个过程中不能向某些股东提供更好的价格吸引其出售股票，则另外用稍微低的价格把一些更情愿出售的股东的股票买过来。因此，Tender Offer 前提往往是要维持 offer period 一段的时间，多收购股票，收到股票之后买方集团就有可能实际控制公司，之后再做第二步的合并，把剩下的不愿意出售股票的股东通过合并清理出门。以上过程被称为两步式合并。目前在中概股的私有化中尚未出现使用要约收购的，主要原因是这些公司都实际控制在私有化的发起人手中，他们对增持更多股票没有兴趣。综合来看 Tender Offer 的取得股票所需的时间更短，但成本比一步合并的成本高，因此到目前为止，中概股尚未使用 Tender Offer 进行私有化。

另外一种比较特殊的交易结构是并股（reverse stock split）。并股交易结构往往适合比较“特殊”的公司，这种特殊公司的控股股东也就是发起私有化的股东往往持有相对大的股权比例（比如，合在一起超过了 80%以上的股权集中在这群人手里面）。这些公司的共同特征是通过 RTO（reverse take over）借壳上市做成最早的 public offer，因此公司里面会留下一部分非常小的股东，每个人有几十股或者一两百股，也不会出席股东大会，类似很多小的人头户。在这种情况下可以根据不同的法律要求进行 reverse stock split，通过一个简单的公司董事会或者股东大会批准完成比如每一万股合成一股，然后根据公司的章程，公司有能力通过现金买断不是一股的零头股，而被买断的股东也就不再是公司股东。在过去，中国的退市项目里面也有几个公司通过这种并股的方式。

3.评估自身股权比例在私有化退市中的影响力

一旦向董事会提交私有化建议方案，董事会通常会以新闻稿的形式将其发布告知外界。在这种情况下，如果私有化的发起方（比如公司最大的股东）只持有百分之十几的股权比例，而超过百分之八十多

的股票被公众股东持有，在任何国家法律下（包括美国州的法律下），对公司实际控股权能超过百分之五十或者更高的股东有能力强行通过 proxy fight(争取股东投票权)改组董事会、更换公司的管理层来将目前的控股股东或大股东从公司董事会及管理层中清理出去。因此，在这种情况下需要考虑自身对公司的控制力，以及对自身的股票在退市私有化中的影响力做一个评估，需要预防市场出现有其他买方愿意强行用更高价格收购公众股东后把原买方从公司清理出去的风险。根据经验，这种风险相对比较小，因为一方面，多数中概股的上市公司所有资产都在实际控制人的控制之下，相对来讲任何外人进来很难经营这个公司；另一方面，原则上实际控股人对公司的控制权相对较高，很难有一个真正的第三方可以通过恶意的要约收购或收集投票权控制足够股权，把现有的控制人清理出去，因此风险相对较低。

4.评估美国税法影响

美国税法影响主要是针对借壳美国公司上市的公司。一些公司在上市的时不是开曼或 BVI 的公司，而是通过借壳的方式把自己的资产装到一个美国内华达州或特拉华州公司的下面，在这种情况下，美国有反倒置（anti- inversion tax rules）的税法法规。我们律所最近做了很多的 inversion acquisition，代表美国公司收购一个海外公司然后将美国公司总部转移到海外公司，这种做法的目的很大程度是减除美国税法对海外收入的不良的影响，因为将公司的运营总部从美国搬到美国之外，那么公司的很多海外收入就不需要向美国纳税。这种 inversion tax 的根本是：如果想把美国公司的资产（无论境内或境外）从美国公司分拆出去，则美国税法认为这是 inversion transaction,即把美国资产置换出去的交易，美国税法会要求公司马上缴纳之前的所有在美国延迟缴纳的一些税，此外，会对所有搬离美国资产的公允价值和美国公司最早获取这些资产的 tax basis 中间的差价课 35%的公司

税。在这种情况下，如果是通过借壳把中国公司放到美国的内华达或特拉华公司的话，将来想把中国公司或者中国资产再从美国公司拆出来的时候就会面临怎样减轻产生美国税务的影响。

五、一步式合并 vs 两步式现金要约加合并的区别

目前中概股中还没有出现采用两步式现金要约加合并的方式，只是供大家参考。在美国 15-20 年前 Tender Offer 比较多，原因是它是所谓的恶意收购，目标公司董事会一开始往往是不配合的、比较为难买方的，所以这种情况下，作为买方通过直接 Tender Offer 绕开公司董事会直接向公众股东要约收购公司股票获取一定股份之后，和董事会谈判的筹码会变得很大。

六、私有化交易的关键是与董事会的沟通

私有化交易能否顺利完成很重要的一环是和公司董事会之间能够充分有效进行的沟通。董事会是主导整个私有化交易的权力机关，在接到公司管理层或大股东私有化建议书之后董事会往往会召开临时会议。依据惯例，临时会议通常会成立由独立、无利益关系的董事组成的特别委员会评估私有化建议以及与买方进行具体的谈判。董事会是股东大会以下最高的权力机构，特别委员会作为其代表，特别委员会中的各独董对私有化交易的看法会左右交易的运作。在整个私有化交易过程中，确保交易的公平性是董事会以及特别委员会的首要任务。

1、董事会对交易的初步决策包括几个方面，这些问题买方需要在一开始就与董事会进行较好的沟通：

交易的可行性：首先看买方集团的融资能力。有些私有化交易一直没有完成，或者取消，最大的问题在于融资。买方集团发起私有化交易时认为能筹到足够资金，但资金提供方例如私募基金参与方在尽

职调查后不满意而撤出，或者原计划的银行贷款无法落实导致没有足够资金买断所有公众股份。

其他战略选择。董事会需要衡量是否必须将公司通过市场测试(market check)的方式接触更多可能的买方，使交易能给公众股东带来更大的利益。

2、成立特别委员会是私有化交易中惯常的作法，这源于美国的案例法。

特拉华州法院很多案例中认为私有化交易因为牵涉到公司内部人参与，要适用更高标准董事尽责义务的要求。普通情况下，董事履行尽责义务采用的标准是“商业判断原则”（business judgment），只要是基于合理的信息对事态做出合理的商业判断，不论事后验证当时的决策正确与否，董事都不用承担责任。但特拉华州法院对私有化交易很多情况下要求采用“完全公平原则”（entire fairness）的评估标准，赋予董事更高的标准，这要求至少满足以下几方面：确定过程的公平性、保证公平的价格，并且有案例指出如果公司适合通过拍卖的方式来获取最好的价格，则董事有义务作为拍卖人将公司拍卖出去。是否做到“完全公平”是诉讼中原告与被告间争执的非常重要的事实认定。在特拉华州，一间公司如果通过由完全独立的董事组成特别委员会，并给予特别委员会充分授权来评估私有化交易，则是否违背“完全公平原则”的举证责任将由被告方转移到原告方，即原告公共股东的代理律师需要举证董事们违反了“完全公平原则”，这将使得原告在诉讼中处于劣势。举证责任转移（shift of burden of proof）在美国的诉讼中通常对最终结果具有重大影响，因此特拉华州的很多公司在处理私有化交易会成立特别委员会。

在很多别的国家，包括开曼、BVI 等地并没有这种案例法，但成立特别委员会将更容易满足 SEC 的要求。SEC 要求在交易完成

时必须由公司董事会向公众股东作出“该交易对公众股东公平合理”的结论，通过特别委员会的方式无疑是最合理的方法：以此向 SEC 和公众股东指出整个交易的评估、谈判过程是由独立的董事组成委员会代表公众股东与买方集团进行有效谈判，而非走形式。在交易过程中，特别委员会为达到“公平性结论”的评估标准，一般会雇佣律师和财务顾问，律师负责协助特别委员会与买方律师谈判具体交易文件（包括合并协议、起草向 SEC 递交的 13e-3 文件等）；而财务顾问出具“fairness opinion”，即出具交易的价格是公平的价格的独立财务顾问意见，这对董事会最终得出交易公平性结论极大的支持，是得出价格公平性结论的最好佐证。

在这些中介机构和特别委员会经营交易的过程中，有很多交易保护（deal protection）机制，可以使特别委员会通过这些举措达到对公众股东最有利的交易。例如财务顾问往往会通过市场测试（market check）来看是否有可能的第三方买家，如有第三方买家出现，则通常允许一轮投资人开展局部的尽职调查，允许他们出价以获取更好的价格。

3、特别委员会与买方谈判中的焦点问题。

特别委员会的作用是代表卖方，即公司和公众股东，和买方进行谈判，在各方面保护公众股东的利益，并争取用最好的价格在对公众股东最有利的条款下完成交易。谈判过程中有几个纠结的地方：

一是股东大会批准合并的门槛即投票票数的计算方法：美国多数州及 BVI，只要求股东中的 50%批准合并即可，开曼为 66.7%，但很多私有化交易中除法定批准门槛外还会有“少数股东多数票”（majority of minority approval）的批准方式，即把大股东的票不计算的情况下，由公众股东中超过一半的股东批准才能完成合并，这一门槛把交易确实交到公众股东手中。在美国公司的退市项目中，董事尤

其是独立董事组成的特别委员会几乎 100%都要求使用“少数股东多数票”的投票机制来批准私有化退出交易，其原因在于对诉讼有极大帮助。在诉讼中，如果有采用少数股东多数票的机制，法院在某些情况下有可能会将评估标准由完全公平原则降低到商业判断原则。在美国借壳上市的中概股公司退市往往都有“少数股东多数票”这一完全民主的投票机制，由所谓不相关的股东决定是否完成这一交易。在开曼和 BVI 法律体系下，这种做法一般买方会断然拒绝，因为这会凭增很多不确定性，并且在开曼和 BVI 法下对这种“少数股东多数票”并没有真正的法律上的要求，而且卖方特别委员会在买方提高价格后也可能同意放弃“少数股东多数票”。

二是所谓“分手费”，即交易不成功时某一方需要支付的费用。如果签订合并协议之后，卖方公司撤销与买方集团的交易合同而转向与第三方签订新的合并协议或收购协议，则卖方公司要向买方支付分手费；反之，如果签订合同后买方因种种原因无法完成交易，则买方集团要向卖方公司支付分手费。分手费实质是保护交易的措施，因为公司向买方支付的分手费很大程度会转移到新的第三方收购人头上。

七、私有化交易的一般时间安排

一个私有化交易从内部人士（管理层、控股股东）向董事会提交私有化建议书开始通常 6 个月内可以完成。当然这有很多前提条件，一个前提是特别委员会高度配合时间表，迅速聘请律师和财务顾问开始进行评估，在收到私有化建议书的 2 个月内能与买方集团签署合并协议，而签署协议之前买方集团必须先完成其融资安排，因为在多数情况下特别委员会只有在买方的融资已经全部到位情况下才会同意签署合并协议。“融资全部到位”的前提往往通过两样证据来表证：所有股权投资人都用股权投资承诺函确认会投入多少新增投资；如果

是通过债务融资，则需要拿到债务融资人（包括银行等）所出具的债务融资承诺函，内附明确的具有法律约束力的条款，表明在合并条件都满足的情况下，贷款银行会贷相应金额给买方集团。

签署合并协议后，所需时间最多的是 SEC 的审查。SEC 一般需要用 2-3 个月时间审查公司提交的 13e-3 表及其后所附的 proxy statement。在多数案例中，SEC 第一轮反馈一般 30 天左右可以收到，第二、三轮反馈意见每轮约 1-2 周左右，因此整个 SEC 评估时间共需 3 个月左右。

此外，在美国多数州和开曼或者 BVI，召集股东大会一般需要 1 个月的通知期。因此从买方提交私有化建议到最终完成，整个交易最快也需要约 6 个月的时间。但实际需要的时间可能由于各种因素而延长。

八、问答部分

Q1：在近两年海外市场出现中概股回归的情况下，中概股私有化交易有何变化趋势？集中在哪些行业？

A1：在资本市场对中国公司又敞开大门的情况下，TMT 公司都抓住机遇努力在美国上市，近一年我们也做了很多美国上市项目，而私有化退市项目确实变少了，一方面美股走势上行，水涨船高，很多公司的估值较之前有了明显的改善，另一方面随着股价回升，公司也可以利用资本市场进行融资，在公司表现倾向好转的情况下退市往往不是管理层考虑的重点。但私有化退市在行业上存在一定特征，我们看到有几个行业的项目比较集中：

一是类似纯粹外包的软件服务公司。在美国这类行业是不被看好的，因为在美国所有的 BPO 类公司都是印度人在做，Pactera(文思)、柯莱特、宇诚科技、软通动力等四家在美国上市的此类公司都已经全

部退市。

二是医疗行业。中国大陆和香港资本市场对医疗类股的估值明显高于美国。美国对医疗类股的估值也不低，例如三生制药退市时约 18 倍，而最近和睦家医院退市时估值也在 20 倍左右，但有些基金认为在中国大陆或香港市场同样的公司估值有可能达到 30 倍甚至更高。

三是网络游戏，如盛大、巨人等。网络游戏公司本身现金流丰厚，业绩也不差，但在美国主流的基金对这些公司并不看好，与电商类 TMT 公司相比其估值要偏低。

Q2：有很多公司通过特殊的 VIE 结构在美国上市，其退市是否有特别的复杂性？

A2：通过 VIE 结构上市的公司退市没有实质性的障碍，反而是退市后在拆分上有优势。例如千方科技（智能交通软件开发商）两年前从美股退市，此后拆掉了 VIE 结构，已经在 A 股借壳上市。如果退市时有 VIE 结构唯一可能的障碍是反垄断审批。目前商务部对有 VIE 结构的公司的反垄断申请好像还不予受理。所以如果退市公司在上一财年在国内的销售超过 4 亿人民币，即超过商务部反垄断审批的门槛，一般有 VIE 结构的公司退市时在交易结构上要避免产生控制权的转移，否则将对交易的时间和不确定性产生不良的影响。

Q3：一步式合并是否只要双方董事会都按照公平交易的标准通过即可？如果有小股东反对，操作上有什么困难？

A3：一步式合并（One step merger）本身是根据《公司法》所允许的门槛是股东大会投票表决，如果股东大会投票通过了合并案，反对的股东没有权利继续留下做股东。但很多法律下，如美国特拉华州，或者开曼或 BVI 法律下，反对的股东都有对公司公允价值的评估权，可以提起诉讼要求公司通过法院认可的第三方评估师对公司股票的公允价值进行认定，将来反对的股东可以按法院认可的评估的公允价

值出售其股票。但至今为止只有很少人使用，因为这一程序本身会花费较长时间，且只是一种评估权，并不影响合并的完成。一旦合并被股东大会通过，所有的反对的股东都只有评估权，而不再是公司的股东。

Q4：美国股东起诉中国管理层是否存在障碍？

A4：一方面，在美国上市的公司都受美国《证券法》的管辖，所以允许股东通过集体诉讼的方式起诉公司、公司的董事或相关管理层，其常见的法律来源是 10b5 下，指责公司涉及到欺诈行为，表现为招股说明书或年报中隐藏事实、扩大业绩、财务造假、关联交易等。这种诉讼在美国较为常见，只要公司仍在美国上市，就必须主动应诉解决。

另一种情况是，公司在美国有可能已经被强制摘牌，例如公司审计师已离开，无法向美国 SEC 进一步提供财务报告、不能继续披露年报，在这种情况下纳斯达克和纽交所都会对其强制摘牌。公司摘牌后直接对股东造成恶劣影响，股东也会提起诉讼，但公司往往已经不予理睬。因为公司在美国有被 SEC 调查等种种麻烦，而公司老板认为其境外公司对其已无利用价值，况且中美没有司法互助协定，中国的法院对美国的判罚没有执行的可能性。在中国的老板只要不到美国、在美没有资产，则美国的判决能执行他们在中国的财产的可能性几乎不存在。这些当然是中概股公司中的不良份子，属于坏的典型。

第 57 辑

(2014.9.10)

新一代移动支付的技术变革趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

谢涛令先生，互联网金融安全和信息安全专家，国家千人计划专家。现任苏州海博智能系统有限公司董事长，长期致力于线上线下资源和服务打通的最新技术和网络安全研究和实践。他先后在美国宇航署 NASA 火箭推进实验室、马里兰大学、IBM 美国和 CA 美国总部工作，是世界上网络安全和移动互联网的先驱者之一，对于移动互联网和金融安全等课题有深刻的造诣和理解。谢先生是北京大学核物理学士、中国科学院高能物理所硕士、美国麻省大学博士和加州理工大学博士后。

一、移动支付的演化形态

回顾货币支付概念的演化要从货币的基本概念开始。货币起源于以货易货互通有无，之后演化成货币。货币有实物货币，石头货币如贝壳，以及之后演变形成的金属货币，到最后走向信任货币。当前，信任货币正在向互联网方面演化，也已经取得了一些进展，正在与互联网进行共通共联。在这样的条件下形成了一个大的趋势：货币将走向虚拟化。关于虚拟化，我们最近经历的一件非常大的事情就是比特币的出现，及其去中心化去权威化的基本原理对传统货币的冲击。

新一代移动支付形态是可携带的智能终端。移动支付并不是一个崭新的新生事物，从货币到支票再到信用卡，实际上都是移动支付的工具。移动支付从历史到现在本质上是同一个东西，但其形态在发生变化。从金属货币到纸币，到后来的支票，再到信用卡，实际上都是移动支付的一种形态，都是可携带的，非常方便的。那么，新一代移动支付又是什么呢？个人的理解是，新一代的移动支付是移动支付本身走向可携带的智能终端。因为原来的货币、支票及信用卡都是简单的、印刷的凭证，或者说是一种具有防假冒能力的凭证。在以移动智能手机的出现为主要代表的新一代技术出现时，这种凭证的形态也由前端的货币凭证转向后端的账户凭证，演变成一种记账的形态而不再是前端的可以拿在手里的货币的形态。

二、移动互联网对银行业的冲击

信息消费走向线上：秒杀线下环境。移动互联网出现以来给传统支付方式带来了巨大的冲击。个人认为，移动互联网的发生是一种非常必然状态，它主要的表现方式是信息消费逐渐由线下走向线上。人和手机之间的对接已经到了生活中离不开手机的程度，而手机对人的影响也已经超过我们对于线下楼宇和环境的关注所带来的影响。现在人的眼睛很大部分时间里都是在和手机进行交互，而不像以前对于楼宇和环境那样偶然性的关注。因此，线下的信息在逐渐被边缘化或者说被局限化。人们不再仅仅依赖于一些线下的信息，线下的信息仍然重要，但它已经不再处于统治地位，人们逐渐走向以手机屏为主要的信息传播媒体和信息交互工具的发展方向。

资源的交易走向线上：方便成为首选。在信息消费走向线上过程中，一个很重要的影响表现在资源的分配上——资源的分配逐渐走向线上，最主要的原因是方便。信息消费走向线上所带来的是我们可以

随身携带并随时进行资源的交易。而线上支付工具整体上的方便，有一种把传统银行业边缘化的趋势。传统银行业的危机已经出现。

服务需求走向线上线下结合：O2O 不是选择。线上支付工具的主要原理是：在信息转到线上的同时，服务也转到线上。其表现是，所有权以及基本的使用权由线下转向线上。线下资源在线上实现所有权和使用权转移，只有线下资源的使用留在线下完成，借助快递公司来完成下一个环节的转移。因此，人们基本上走向了一种线上和线下相结合的生活的场景，或者说一种资源分配和服务分配的场景。而在这一变革发生的时候，传统的行业已经受到全面冲击。一些基本的生活形态，从公司对客户的服务以及客户对于公司的要求也快速走到了线上，与此同时其所需要的支付环节也必然会从线下走到了线上。所以对于银行业和一些其他的传统行业，在其进行基本的业务时，线上不再是一种简单的工具，而是一个全面性的、不得不拥抱的机遇。

目前来看，在支付方面受到较大冲击的是传统银行。目前传统银行和第三方支付之间走向了针尖对麦芒的对立的状态，第三方支付从线上出发，对银行业的传统的服务造成了极大的挑战。银行在提供线下服务上具有一定的优势，而第三方支付则在线上具有强大的优势。从线上吸纳新客户的能力上来讲，第三方支付，如阿里巴巴、腾讯等，都具有极大的优势但成本非常低。而从线上的支付能力来讲，基本上是第三方支付处于统治状态。对于线下支付，目前仍然是银行（以 POS 机为主）占有非常大的优势，而这种优势有逐渐弱化的倾向。从安全的角度看，银行仍然是以硬件为主、面对面交易为主，所以在安全性方面更强一些。从整体的资产以及交易量来看，银行仍是具有非常强的优势。银行最大的问题是其线上服务基本上处于一种缺乏状态，或者说是线上服务没有跟线上垂直应用行业进行很好的对接。而第三方支付的问题则在于其线下服务能力比较弱，而且会带来一些安

全方面的顾虑。尤其是中国人民银行、银监会、证监会以及相关的一些国家政策机构对于第三方支付的安全问题提出了疑虑，并做出了一些基本的限制，如对二维码的使用的限制。这给第三方支付（也即线上支付）造成了一定困扰。解决问题的方式，目前可能只能逐渐向安全方面的一般考量进行一定的推动。

三、风险和安全方面的考量

安全就是防范风险。安全概念是比较笼统的，也是一个比较泛泛的词汇。从总体情况来看，其主要意思是：不要出意外，不要造成伤害。这个伤害有可能是对于客户端的，也有可能是对于个人的，也有可能是对于云端的，总体来讲，是对于财产或者某种形式的价值的一种风险和冲击。人们在跟计算机世界打交道的过程，实际上是实和虚之间的一个结合点。在这个结合点上，存在一些基本的形态的变化，如识别、认证、对于计算机线路的破坏等，都属于安全的范畴。甚至像一些可靠性，如网站的可靠性、数据的可靠性和准确性，也属于安全的基本范畴。货币作为一个必须防假冒、防伪造的形态，也是安全领域的一个重要的课题。

安全防护的对象包括物理安全和信息安全。物理安全是基础，譬如楼房、场所、设备（主要是用户端，传输的线路以及云端）、人的保护。安全防护的另一个重要对象是信息安全。信息安全方面尤其是对于社会和人更加强调。信息安全的手段目前还处于比较单一的状态，防护数字安全的基本手段是采用加密的算法，目前还没有更好的保护信息的方式。采用加密的算法作为目前主要的也是唯一的方式，即进行某种形式的运算，靠运算的强度来挡住一些没有资源，或者是没有时间的进攻者。加密的重要性非常明确，加密算法也是目前虚拟世界中主要的安全工具。其核心是密钥，如果密钥被泄露，安全整体就会

受到非常大的冲击和破坏。安全手段又分成三个类别，第一个是身份识别，身份识别的主要目的是产生信任；第二个是加密本身，主要是考虑到对存储以及备份（包括数据和信息的存储、备份），以及信息传输过程当中的通道进行加密的处理。无论是本地的还是远程的，数据传输和存储都是必须的。第三个是电子签名，依靠加密的一种不可逆的运算，可以防止抵赖。用这几种方式基本上能够做到网络空间安全防护。

互联网从设计的源头开始，就是一种公共的传输通道。互联网所有的数据的传输的设计是基于广播特性的，即从一个节点或者一个终端发出去的信息是广播式的，在网络上的任何的一个节点或者设备都有能力收到所发送的信息。无论是有一定的目的地的还是没有目的地的信息，实际上都是全息的。这也是互联网本身设计上的基本原理。在互联网的世界，中国的处境是非常尴尬和无奈的。如果把互联网形容成一个高速公路，那么在中国的路面上，线路本身确实是中国的，但是其基本的控制软件、控制机理是在美国的。举例来讲，互联网非常重要的一个部分，实际上是一个相当于电话号码本的 IP 地址本，和计算机名字相对应，叫 DNS 服务器，也即根服务器。目前全世界有 13 个根服务器，其中 3 个是在美国之外：一个在日本，一个在瑞典，另外一个在荷兰。毫无疑问，这 13 个根服务器，包括国外的这三个，都是在美国势力的控制范围之内，中国的计算机如果想加入互联网，都要到美国去登记。而且，互联网的特性决定我们发出的任何信息都是要经过别的计算机截取的能力的考验。我们能做的，实际上是通过加密的方式希望对方在破解加密信息的时候付出一定代价。绝对的安全对于在互联网上传输的信息是不可能的，也是违反基本的互联网设计原理的。互联网设计的原理是为了产生可靠性，在一个节点被破坏的情况下，其他的节点能够接棒。尽管互联网是六十年代美

国军队设计出来的，它的主要依靠点是密码，基本原理即通过加密的方式保护秘密。从中国的角度来看，又比国外多了一个非常大的场景，最近我国成立了以习近平为组长的网络安全小组。这一网络安全小组目前讨论的课题我们不得而知，但是可以想象，是有关于中国自己在互联网的使用方面的，在中国的很多资源、生意（包括政府的资源以及商业化的利益）走向互联网的时候，中国对于互联网这样一个主要的交易和资源的载体，在整体国家利益上所作出的一些重要的考量。考量的对象是网上的进攻者，不论是个人、组织或是政府的形态。互联网上的一些交易自然也是国家考量的重要部分。尤其是互联网相关、手机相关的支付，也是国家的一些重要机关的特别关注的，为此也产生了很多的争议以及相关的措施，或者一些不成熟的思考，以及采取的对应的手段。

互联网安全的三个考量（防假冒、防泄漏、防抵赖）细节总结：

防假冒：主要的手段是识别和认证。在互联网上，基本的交易的形态跟线下实际上是对等的，绝对的平等是不存在的，就是说在人的对待上都是不平等的、见仁见智的。不同的人，根据支付状态、受尊重的程度、工作需求的不同是有决策之分的，是非平等的一种形态。对此，要解决的最重要的是谁的问题，即所谓的认证的问题。其中最大的风险是假冒，这是所有系统以及计算机需要解决的主要问题。这个方面采取的主要的手段是第三方信任的传递，即由第三方，通常是由一个具有可信度的第三方（比如国家一个法体）发一个证件。例如X509 这一线上证书，由中国人民银行下属的称为 CFCA 的核心机构分发，就是这样一种形态，对于线上的每个人来进行一定的绑定。而这种绑定过程，能够造成一个授权机制的实施。即根据认证的身份，对其决策进行授权：可以看什么、可以得到什么。这是防假冒的基本道理，也是识别和认证技术的体现。

防泄漏：主要手段是加密。加密手段目前是以密钥为基础的，分为对称性密钥和非对称性密钥两种。其中，对称性密钥是对同一把钥匙进行加密，想要解密的话需要找到这把钥匙或者传递这把钥匙，也就是说加密的密码和解密的密码是同一个。如何安全地把这把钥匙加密之后从加密者手中传递给解密者就变得至关重要，尤其是在远程传输情况下，这种密钥的传送方式也成为电影中常见的一种题材。19 世纪六七十年代，美国 MIT 的三位教授罗纳德·李维斯特（Ron Rivest）、阿迪·萨莫尔（Adi Shamir）和伦纳德·阿德曼（Leonard Adleman）一起提出了 RSA 算法。RSA 算法讲的则是非对称性密钥，它由两把钥匙构成，这两把钥匙是一对儿，不可分割，一个叫公钥，一个叫私钥。公钥是对外公开的，甚至可在网络服务器中注册，用于加密；私钥是私存的，用于解密。这一对钥匙的出现解决了对称性密钥传递过程中的麻烦，现在我们想要传递信息给某个人，只要知道他的公钥我们就可以进行加密，而只有对方才有解密的私钥。“比特币”采用的是非对称密钥的算法，它由公钥和私钥共同对应运作，其中私钥用来签名，公钥用于验证签名是否正确，从而验证交易本身的可信性。

防否认：电子签名。第三个安全方面的重要考量是防否认，或者防抵赖。就是说做了事情之后要留下证据，这个证据是由法庭所承认的，比如电子签名。电子签名采用的是非对称性密钥，私钥签名，公钥验证。一些先进的国家设有电子签名法，电子签名在法庭上是可以站得住脚的。防否认是交易中最重要的一个环节，同时也是责任制落实的表现。

“云时代”电子支付的发展趋势。“云时代”的主要特点是线下资源和服务走向线上、去柜台化和大数据的积累与使用。现在每个人携带着一个智能终端--手机，以后能否走向穿戴式或其他形式，见仁见智，但是可以肯定的是“云时代”下手机和另外一端的交互可以更

快速地完成，同时我们可以在任何时间任何地点以隐秘的方式达到想要的目的，它的主要特点是方便，使得双方交易效率有很大提升。但是，“云时代”电子支付和交易既要支持线上又要支持线下，因为大多数的生活还是线下的。从目前进展看，未来“云时代”将会从线上采用“PC 网银+第三方支付”和线下采用“信用卡+第三方支付”的方式逐渐简化为线上采用“手机网银”和线下“手机当卡刷”的方式。

安全的根是密码，而密码是需要载体的。现代的信息安全是基于数学的算法，算法的奥秘在于单向性或不可逆的函数，不可逆函数的核心是密钥或者种子，而密钥是需要载体的。因此，载体是安全非常重要的一部分。微软多年来一直无法解决被拷贝问题的原因就在于纯软体不是一个可靠的载体，所有的安全应是基于物理安全产生的，只有控制住一个东西，才能有安全可言。例如过去信用卡上的磁条，如果控制了信用卡，磁条是没有秘密的，使用任何磁条读卡器都可以读出其中的秘密。但是为什么多年以来信用卡仍被作为安全的载体呢？主要原因在于信用卡是可以随身携带的，放在钱包中没有人能够拿到，这种物理安全把磁条这种不安全的东西放在了一个可随身携带的载体中而使其变成了一个安全的工具。因此，物理安全是安全的最重要部分，而纯软件是没有真正的安全可言的，比如你的手机上有各种密码，就等于密钥交给了软体--手机，手机上的病毒、恶意软件等都可以在你不知情的情况下拿走密钥，然后进行以下三方面的操作：假冒、解密、使用密钥进行交互，由此导致的后果需要你承担。由此我们强调安全需要一个有一个硬体载体，但是硬件载体不是随意选择的，电子签名法对硬件载体有明确规定，要求密钥的载体具有离线性，不能是长期在线的通用平台，必须是第三方信任的载体，而且能够防进攻，所以一般载体都是有缘的、大电流的、能够防止进攻的设备。

“二维码”本身不是安全概念。“二维码”是信息存储和传递的

工具，它把抽象的信息表现为图形，图形的缺点在于图片本身是没有办法防护的。譬如，一个有“二维码”的卡，只要拿出来就可能会被人拍照，拍照之后就可以进行假冒，从这个角度来看“二维码”的安全性远不如磁条，因为磁条不受眼睛和摄像头的影响。“二维码”不是一个安全的载体，它受制于旁边摄像头的影响，存在较大风险，由此来看央行叫停“二维码”线下支付的做法具有一定的合理性，央行不仅仅是为了保护传统银行的垄断地位，还有安全方面的考虑。二维码本身不是安全的概念，但是如果其代表的是加密过的信息，二维码就具备了安全性。

“虚拟卡”是什么？“虚拟卡”本身是指无卡，纯软件，也就是使用手机上的软件模拟信用卡的功能。“虚拟卡”在模拟实体卡的过程中需要处理各种密钥，密钥放在手机中，存在被病毒、木马盗用的风险，而且从“虚拟卡”的角度无法用作电子签名，因而存在较大的局限性。

综合考率安全、方便、价值、风险等因素。安全是一个相对的概念，绝对的安全是不存在的，要综合考率安全、方便、风险、价值等多个方面，绝对的安全太贵，也没有必要，这时就看要保护什么，要挡住怎样的风险，承担风险的能力有多大。一般来讲，不安全的东西往往用作小额支付，因为小额支付的频率比较高，对于方便的要求较高。而系统风险则主要由国家来考虑。

四、卡的技术变革

“可视卡”设计和工艺。互联网技术发展的同时，信用卡本身也在发生着重大变革，卡的智能化和再改造被美国列为变革的第十大趋势。卡不再是简单的塑料这样一种印刷体，现在新出了一些新形态的卡，比如“可视卡”。“可视卡”由塑料包装电子设备，里面含显示

器、键盘、多款芯片、电池及其他一些物理元件，表面上看仍然是标准的信用卡，但是里面是柔性、可弯折的电子设备。

“可视卡”是 O2O 电子设备。“可视卡”这种设备的演化目前造成了“多卡合一”的应用功能和“多流合一”的应用范畴。“多卡合一”指的是很多卡可以合成一个卡，钱包中只需放一张卡即可，较原来携带多张卡而言更为便捷。“多流合一”讲的是流程方面我们可以用一个小小的卡去代替以前需要做的许多事情，比如钞票、身份证件、票证、发票等都可以用这种卡来代替。这种技术的演化使得卡成为集成了线上线下功能的载体，因为线上以前主要是用的 U 盾和动态密码令牌，而这两种硬件载体都可以处理成 0.5mm 的超薄芯片，嵌入到信用卡中，然后用信用卡与手机之间进行 NFC 交互，或者用人的眼睛读取卡面上的信息，或者通过“蓝牙”和手机进行对接，这种对接就达到了钥匙和锁分离的目的。手机本身里面有云端的应用，云端的应用存在一个出入口，传统方式锁和钥匙没有分离，而现在把钥匙放在卡里面，锁放在手机上，二者分离，手机丢失仅仅是丢了锁，而钥匙还在卡里，实现了物理安全。海博智能公司推出的“可视金融 IC 卡”也因此被中国银联股份有限公司采用为下一代技术标准。

五、虚实结合的必然

“实卡”和“虚卡”结合：方便与安全兼顾。“虚拟卡”本身是方便的，但是存在安全顾虑，并且对于大额支付、账户传递以及其他需要负责任的东西不具有电子签名的防抵赖能力。而“实卡”虽具备安全的三要素：防假冒、防抵赖、防泄漏，但是“实卡”携带不方便，所以“实卡”和“虚卡”的结合成为必然趋势。在“实卡”和手机的“虚拟卡”之间进行一定的授权和撤销的操作方式，甚至允许空间对于“虚拟卡”的授权，比如额度、使用场景的授权，是目前比较实用

的一种状态。“实卡”和“虚卡”结合解决了安全和方便之间的一个大区间的范畴，是实现了 O2O 的线上线下结合的一体化工具。这种工具产生的主要考量是在方便和安全之间进行综合对接，不是纯安全也不是纯方便，而是在方便和安全之间形成一个连续的、可选择的空间，机构可以进行选择，个人也可以根据不同的场景进行选择。

为此，我也提出了一些类似“子母卡”的概念。如果我有一张信用卡，那么可以和父母手机支付工具的虚拟卡进行授权，比如 3000 元在 3 天内在纽约区域有效并且只能买日用品，如果买其他东西可能无效。这样通过限定有效消费时间区间、消费额度、消费类别的方式，实现有条件的方便、有条件的虚拟以控制风险。目前在应用方面考虑的比较多，移动支付最大的应用范畴是替代了 POS 机，人们能够在店里拿着手机不需要排队，用自己的手机对接自己的信用卡，把付款的操作迅速完成，无论是在饭桌上、卫生间、店外，甚至在 supermarket 内，都不再需要排队，在任何地方进行支付，支付完成之后直接带着所买的东西出场，因为对此我们也有很多相应的与 RAFID 有关的远程监控和安全上的考量，把买卖东西的完整过程进行自动化。

在安全和方便之间的整个区域，我们考虑的是一种过渡。比如在应用场景上 VIP 客户可以使用密码卡或者可视金融卡等高端应用，而一般的会员客户或银行客户可以使用一般智能卡，而其他公众用户、临时用户以及小额用户可以使用虚拟卡平台。

走在移动支付前沿的银行案例。目前，中国有几十家在实行这些方面的转换，基本走势主要是 U 盾和动态密码令牌不再分发出去而是将其结合到信用卡中作为信用卡的一部分发放。国内较大的有建设银行和交通银行，国外的银行有瑞士银行、美国银行以及其他的一些银行业也已加入到移动支付的队伍里。目前，最先进的、比较贵的能

够实现线上线下打通的卡正在发生，去年全世界的发行量是 700 万张左右。

新一代移动支付的变革趋势是方便和安全的结合体、是实和虚的结合体。个人认为新一代移动支付的技术变革的大趋势必然是一种实际的、硬件的支付工具和软体的以手机为载体的软件支付方式的结合。在这个结合中可能倒霉的、被干掉的是 POS 机，因为 POS 机非常明确的缺陷是前端支付概念的残留，而目前的走势是支付由后端转账来完成。比如目前的一些基本的趋势，通过微信支付是消费者到店里之后由个人账户转向一个机构或者是商户账户的快速转移。余下需要解决的是在大额支付的时候，所面临的安全问题以及小额、中额支付时面临的通用性的系统风险的考虑，此时需要结合一个实体或者一个秘钥的载体，这个载体同时会带来余额查询、个人日志、个人账户信息等基本的离线操作的方便程度。所以说，新一代移动支付的变革趋势是方便和安全的结合体、是实和虚的结合体。

六、问答部分

Q1：就您了解的目前国内使用的移动支付技术，有哪些可能存在安全上的缺陷？

A1：我认为，目前所看到的所有第三方支付都以虚拟卡、手机软件为主要载体，都或多或少的存在安全方面的问题。目前移动支付处于跑马圈地的阶段，安全问题不是机构或个人考虑的重点，方便是主要的考量，但是，随着整个行业逐渐成熟以及更多竞争对手出现，安全方面的考虑就变成竞争者之间差异化的表现方式，也会逐渐变得更重要。另一个因素是国家以及机构像中国人民银行必然要考虑到整体系统风险的控制，所以这个方面他们也在加深对于新生事物的理解，随着理解的加深以及自信心的提升，很多我们所看到的现在跑马圈地

造成的移动支付方便的方式都会受到一定程度的挑战。

Q2：请您详细介绍下无 POS 支付的情况？

A2：无 POS 支付主要是通过手机终端直接到云端后台进行类似转账的操作。POS 机的使用限制性比较强，必须要到某个店里或者某个店里有 POS 机的终端上进行操作，POS 机实际上是一种线下的表现方式。实际上，线上支付功能已经比较完整，剩下的只是安全上的问题。如果拿着手机和新一代的信用卡则可以进入个人账号直接进行与店铺、商户的账户间的转账操作或者转移信用凭证操作，不再需要走到 check out 的点上或者 POS 点上去，因此叫做无 POS 机。相当于在家里给淘宝、京东上买东西的过程，只不过把买东西过程的地点走到店里面去，因为比较方便，所以是在店里面也不需要 POS 机。因为直接走向的是后端账户上的操作而不是前端的货币凭证，所 POS 机变得不再有必要，排队也不再有必要。

Q3：请您具体介绍一下可视卡？

A3：可视卡是表面上看起来有一个显示器的一种卡，并且有键盘、显示器和电子开关，可视卡本身不再是塑料卡加某些防伪印刷的简单载体而是电子设备的载体。在中国大陆现在是银联在主导这一方面的变革，可视卡结合了常见的网银动态密码令牌和 USB key （U 盾）的形态，也就是，一个信用卡里不光是具备一般信用卡的操作能力而且具有了通过手机进行安全的网银操作的能力。从电子上看，可视卡是一个设备；从表面上、形态上来看，它实际上就像一张信用卡，它的尺寸、使用的可靠性满足所有信用卡的 ISO 标准。

Q4：未来的移动支付是否可以降低类似假币的安全问题？

A4：移动支付确实可以降低假币的风险。人类货币的演化是从匿名（比如现金）逐渐走向非匿名的状态。非匿名的状态就是需要名字进行认证的，最常见的就是支票和信用卡，其实在电子方面匿名已

经不存在了。常有人说比特币是匿名的货币，但是明确的说，从专业角度讲，这种说法是假的。比特币是由比特币钱包来操作的，它确实不对人进行绑定但是任何有电子钱包的人必然要使用某个设备而设备本身是不可能做到匿名的，所以所有的这些匿名的都是假的，任何做比特币交易的人都很容易被查到是哪个时间、在哪个地点、用哪个设备、谁拥有那个设备、来自哪个 ip 地址，因此，这种匿名已经变得不可行。

这里隐含的是在应用场景里大数据的收集能力。无论是哪个机构或哪个国家，基本上所有的个人隐私已暴露在大庭广众之下，很少有隐私，这是移动互联网产生之后方便的同时所付出的匿名不再可能的重要代价。这种非匿名也是需要的，支付系统方便的本身也需要做认证。移动支付需要做的防护主要是三个方面：第一，防假冒（防止是假的而不是真正的那个角色）；第二，防泄露（防止这个过程中的很多秘密交易内容被泄露）；第三，防抵赖（无论做什么事情都需要在法庭上能站得住脚，所以可以大胆去做而不用担心被对方欺骗），这是安全方面对等的三要素。

Q5：移动支付中怎么界定税收问题？美国的 ebay 做的很好，但是中国这方面据了解通过网上的支付或销售逃避了大量的税收，中美电商包括移动支付为什么会出现如此大的差别，差别究竟在哪里，请帮中国出个主意。

A5：个人认为这种技术上的结合是很容易做到的，目前的麻烦主要是在于政策甚至政治上的考量。这里涉及到地方政府以及国家层次上的主要人员的一些考量，并不是技术上的难点，而是应用方面政策的问题。

所以，从税收的角度讲，中国部门比较具体，除了国税局还加上地税局，它的分类是比较清楚的；从技术来讲，所有交易是要被记载

的，这在数据上或在审计的记录上很方便做到，逃税漏税在线上是最困难的。但是，为什么还会出现这种不方便呢？这是因为发展阶段的限制，目前政府相关的效率、政府中一些个人上的考虑、政体上的考虑可能造成了现在一种流程和另外一种流程的分割，这是一种人为的分割而不是系统上的链接。

总之，技术上是很容易实现的，线上认证也可以快速替代每个环节中的链接，一张卡就像一个安全的信息指针一样，可以指到云端的任何一个地点，甚至任何一个共同的地点进行信息的分享。如果分享的信息是一个票证，那么实际上是可以瞬间完成的，（比如说飞机票、火车票是没有必要的，纸的发票也是没有必要的，）那么税收相关对应的一些手段、麻烦的需要向柜台处理的问题也是没有必要的，技术上的手段已经具备，剩下的就是应用的实行过程以及利益和各个相关部门的考虑的过程，这也是一个困难的变革的过程。

第 58 辑

(2014.9.18)

苏格兰公投对金融市场的影响以及边缘国家债务交易问题解析

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

史向军先生，现任德国商业银行公司信用和边缘国债交易业务的全球负责人，拥有 18 年的交易、组织和管理经验。自 2007 年起历经信用市场危机及回暖等各类市场环境，他主管的信用交易业务取得了稳定、丰厚的回报。此前，史先生曾任加拿大皇家银行信用结构业务全球负责人及北美结构性交易业务负责人，自 2002 年加入该行以后，他带领的部门是该行的重要利润来源之一。1999 年至 2000 年，他还联席创办了匹兹堡国家公司银行（PNC）的高收益债券交易和资本市场业务。史先生的金融生涯始于担任美州银行高收益现金债券交易员，他也是银行的信用衍生部门的创始人之一。

史先生获得芝加哥大学的 MBA 学位(专修国际金融和会计)，是伊利诺伊大学芝加哥分校的机械工程专业博士候选人，拥有密歇根理工大学物理专业硕士学位、中国科技大学物理专业学士学位。

Q1：金融市场高度关注的苏格兰公投将于明天凌晨五点结束，您初步判断公投结果如何？对欧元区经济复苏带来哪些影响？

A1:个人初步判断，苏格兰公投结果倾向于不独立，公投短期内可能会造成部分资金撤离英国。公投事件本身以及双方如此接近的得票率，已经给予市场非常强烈的信号。无论结果如何，投资者对英国市场乃至英镑、英国债务市场都会产生疑问，可能会出现部分资金撤离。直到两周前，大家都未能预料到公投双方的对比如此接近。从允许公投到公投一个月前发现比例如此接近，这一过程超出市场预期，令外部投资者措手不及。调整过程比较痛苦，大部分投资者选择先卖了再说。短期内大量抛盘对资产价格波动产生较大影响。但目前看市场价格已经反映了大部分意向，正式结果公布后可能有一些临时动荡，但不会太剧烈。

公投增加了欧洲市场不稳定因素，对欧元区经济复苏既有正面影响、也有负面影响。苏格兰公投增强了欧洲其他几个地区，如西班牙的加泰罗尼亚等的独立意向，从而增加整个欧洲市场的不稳定。但另一方面，欧洲市场的不稳定会增加欧央行 QE 的动力。因此，综合来看，苏格兰公投对欧洲经济影响既有正面也有负面，产生了很多交易的机会。由于外部投资者对欧洲市场的调整、变化难以预料，大部分投资者可能会采取短期内先撤资的策略，必然造成资产价格的波动和市场的动荡。

Q2：欧元区 9 月的投资者信心指数已暴跌至十四个月的新低，目前看来不容乐观；德国作为欧洲第一大经济体，经济指数已连续 8 个月出现下滑。考虑到欧央行已经在货币政策方面再次进行了宽松，

您如何判断欧元区及核心国家的经济前景?

A2:欧洲中央银行的 QE 政策还需要相当长的时间才能对欧元区经济复苏产生正面影响。乌克兰局势紧张、中东持续不稳定及中国经济信贷紧缩和增长率下滑等多方面对欧元区经济产生负面影响,欧元区通胀走低、就业市场疲软的趋势短期内不会得到缓解。欧央行两周前降息后,市场普遍预计未来进一步政策操作空间有限,需要协调各方面利益。目前德国央行已经与欧央行就 QE 问题产生了很多矛盾,考虑到德国央行的话语权地位,未来欧央行 QE 程度存在不确定性,因此市场表现为对欧央行的不信任。

欧央行的货币宽松政策必须通过商业银行才能传导到市场中,而现在这一传导机制受到银行惜贷的阻碍,难以发挥作用。从数据看,欧元区银行消化的 TLTRO(定向长期再融资操作)贷款低于市场预期,显示银行放贷意愿并不强烈。尽管欧央行压低银行的资金成本,但其他监管机构较高的信贷标准限制了贷款规模。欧央行可能通过购买 ABS 进行进一步 QE,然而目前欧元区银行的 ABS 规模非常少,能起到的作用有限,更难以带动银行信贷。这与中国目前的情况有点类似。短期来看,欧央行政策不会对欧洲通胀率、就业率等有影响,但中长期会有正面影响。

Q3:德拉吉曾表示要把欧央行资产负债表从 2 万亿欧元扩大到最高 3 万亿欧元,但现在看起来要实现这一目标困难重重。您预计接下来 TLTRO 会维持什么样的水平?欧央行还有其他的牌可以打吗?

A3:欧央行应同德国央行、欧盟委员会等多方进一步协调,做到

利益最优化。欧央行下一步首先应是同德国央行进一步协调。在欧央行看来，法国、意大利、西班牙等的负债情况使之没有能力进行进一步 QE，而德国央行有潜力、有能力却不愿意实行 QE。德国央行无力承受欧洲经济大幅下滑的风险。欧央行意识到德国的经济同整个欧洲的经济紧密联联系，德国出口的产品大多销往南欧，当前俄罗斯与乌克兰的分歧已经很大程度地影响了德国经济，德国央行只是希望通过谈判提高其在欧元区的话语权，以获得平稳的增长和利益的最大化。在这一问题上，欧央行态度偏中左，而欧盟委员会态度偏中右。此外，QE 还涉及到德国与法国的关系等。因此欧央行仍需要协调各方面矛盾，做到利益最大化。

Q4：市场普遍认为欧美国债收益率差的扩大会催生新的交易机会。今天美国的议息会议提出的相对鹰派的观点，加息的预期有所增强，您预计对欧洲债券的影响会是什么方向?

A4:美联储在全球起到比较主要的作用，昨天耶伦谈话显示出偏向鹰派的趋势，今天包括德国在内的所有国债都在一路下滑，影响很明显。个人认为美联储减少 QE 或加息的步伐会比市场预期更慢。美联储不仅根据就业参与率、工资水平等因素进行政策微调，还会考虑汇率等因素对经济的影响——美元对欧元增长太快将对美国经济产生负面影响。这种情况下，市场自然会出现各种利差的机会，但节奏不会像市场预期的那样快。

Q5：即将出任欧盟委员会主席的容克在 9 月 10 日宣布了新的委员会提名，其中偏向于财政紧缩的中右势力占据绝对优势。考虑

到整个欧盟委员会的变动情况，由于目前欧元区两大核心国家德法在政策上的分歧，您觉得未来欧元区国家的债务水平会走向什么方向?

A5:欧元区整体国家债务水平将会增高，但不会增加很多、很快。欧盟委员会提名名单确实偏向中右，但形成对比的是，欧央行偏向中左，因此两边会互相牵制，各自有话语权。但是无论如何，欧盟委员会只能从政策的角度影响货币政策，而非直接参与制定货币政策。欧元区两大支柱德国、法国在政治上分歧由来已久。有时开玩笑说，德国同法国像一对恋人，德国人想要有契约的婚姻关系，法国人则希望是自由的情人关系。两国的理念从一开始就有分歧，采取的措施也有不同。法国希望德国采取宽松的政策，因为德国有能力帮助整个欧元区和法国；德国认为，如果要我承担这些责任，那么就要把话语权交给我。德法矛盾长期存在，而经济又密不可分，因此并不是站在完全不同的两个阵营，而是同一阵营中的不同趋向。国家债务水平是要进一步增高的，必然要采取一些宽松政策；但是能增高多少，未必有很大程度的自由度。欧央行或各个国家本身能做的有限，尽管趋势上看增大的可能性较大，但不可能增加很多，也不可能增加很快。

Q6：近期边缘国家的债券收益有所攀升，许多投资者在知道欧债危机没有完全解决的情况下，依旧买入边缘国家债券。您觉得这是出于什么考虑？这种趋势是否会持续?

A6:中长期看，各国央行采取的政策使得投资者没有选择：中心国家债券基本没有收益，只有边缘国家国债还有部分利差。金融危机后，很多欧元区以外的国家、甚至欧元区内的某些机构减持了边缘国家债券，目前市场上配置不足，仍在继续购入。从这个角度看，增加

外围国家债券的趋势在中长期内无法调控。短期内，考虑到葡萄牙或希腊即将发行新的债务，新供给的出现可能会令这部分投资者买入其他边缘国家债券的节奏放缓。但对于投资者而言，目前意大利、西班牙国债同德国国债的利差仍然十分具有吸引力。尤其是欧洲保险行业“偿付能力二代”监管实施后，险资对意大利、西班牙等国的国债配置需求将大幅增加，带来这些边缘国债的短期回弹。当然，这些回弹都是短期进货机会，并不是长期大趋势的变化。

Q7：正如您刚才提到的，核心国家国债收益率不断创新低，奥地利、比利时、爱尔兰及一些北欧国家的十年期国债收益率基本都刷新了最低记录，荷兰的债券收益率更是创下 500 年新低.就像您刚才说的，是不是在这种完全地收益的环境下，投资者没有更好的选择，因而也拉低边缘国家收益率水平？从大类资产配置的角度看，高等级债券极低的收益率会对其他资产配置行为或其他资产价格会有哪些影响?

A7:中心国家债券收益率过低，对大多数机构的吸引力非常小，机构只能尽可能增加外围国家债券或公司债比例。但公司债流通量有限，大的机构只能多增加外围国家债券，没有太多别的选择。价格方面，由于美联储可能开始紧缩措施，进而引起中心国家利率上涨，缩小边缘国家同中心国家债券利差，使得投资者选择面更小，不得不增加外围国家债券的配比。

Q8：外围国家目前经济情况如何？欧债危机是否有可能在某些

时点或由于某个时点的触发，再度引起市场的大幅波动?

A8:这个可能性肯定有，而且在长期必然发生，但中短期看发生的可能性很小。按当前欧洲央行及欧盟一体化的趋势，从某种角度看，欧债危机已经过去；欧洲经济危机还没有完全解决，但已经缓解至缓慢修复阶段。今天希腊也表示有可能在第四季度经济恢复增长，而希腊国债收益率超过 6%，即将发行的七年期国债还有 5%，这一类边缘国债对投资者还是有较大吸引力。现在这些国家的国债还是有危险的，目前的评级仍然是 B，但调至 BB 级别可能增加更多投资者。中短期看，可能是较好的投资。

Q9：刚刚您肯定了外围国家触底回弹的走势。但我们将目光转向核心国家时，发现情况不容乐观，今天穆迪已经正式调降了法国的主权信用评级。您觉得外围国家与核心国家这种“不同步的复苏”，或“步调不一致的经济增长”的主要原因是什么？德国经济下行是否一定程度上是受前期欧元区疲弱拖累而显现出的滞后效应，还是有其他原因?

A9:个人认为，欧债危机对德国经济有很多正面作用，欧债危机的结束反而对德国经济产生冲击。德国近期的经济下行并非由于前期欧元区经济整体疲弱的拖累，相反，欧债危机对德国经济有正面作用。欧债危机压低了欧元汇率，使德国的产品与技术在国际市场上的吸引力大增，因此危机期间德国经济表现强劲。而欧债危机结束之后，欧元汇率回弹，这反而对德国经济产生一定负面冲击。俄国与乌克兰的战争及双方的制裁使德国经济雪上加霜。如果美联储有加息或减少 QE 的趋势，使得欧元汇率下降，这将对德国的经济有较强的刺激作

用。

IFM 及德国一直指责法国改革不利，但实际上法国领导人能做的改革十分有限，改革很难推动，即便推动了效果也未必很好。与德国不同，法国在选举后社会内部产生很多矛盾，选民基础不够牢固制约法国领导人改革。边缘国家由于受欧债危机负面影响较大、进行的改革更多。甚至在极端情况下，希腊国债进行了整体重组，政府不断去粗取精，因而现在经济能较快地触底、回弹。法国改革没有到位，经济仍处于中间挣扎的状况，其经济下滑可以说是在预料之中。在资本市场方面，法国的资产问题并不大。同类似评级的公司债、国债相比，法国目前资产价格偏高，在存在其他选择的情况下外部投资者会适当低配法国；但法国国内的投资者对本地产品、品牌十分看好。穆迪的降级并非突发事件，而是很早前就已经排在时间表上。而穆迪同IMF、德国央行等指责法国改革不足，其部分原因在于 IMF 现任领导人与法国执政党间存在政治分歧，因此也不能完全据此判断法国的资本市场状况。

Q10：您刚才讲的很多情况与国内类似。例如，您提到外围国家最终还是经历一个痛苦的去杠杆过程，然后向有利的方向发展；而有些核心国家由于危机不甚严重，其改革还是相对滞后。您怎么看待这一现象?

A10:当前情况某种程度上是可以预期到的。每个国家政治体制、选举体系、央行设置不同，规则导致了有的国家能少做就少做，因为别的国家帮他，对其选票有帮助。只有到很重要的临界点，如希腊，才会产生较大变革。从某种角度来说，葡萄牙的情况介于希腊和西班牙之间，但没有经历把国债重组的过程，所以可能痛苦程度相对少些。

Q11：那您如何理解边缘国家在去杠杆化过程中中的不同路径？如，希腊采取了非常极端的重组方式，经历了大规模的失业、裁员，目前正在慢慢走出来；葡萄牙则介于两者之间，它的路径怎样？还有第三种路径吗？

A11:希腊在去杠杆化过程中最为痛苦，但改革也最为透彻，个人认为回弹最快。葡萄牙没有经历重组，很大程度上是出于偶然。葡萄牙几家大型银行拥有的国债比例较低，大部分国债由国外机构持有。葡萄牙国债下跌后，本国银行大举买进，相当于以极低的价格从海外赎回了本国国债，进而将债务减少了几十亿。而希腊国债大部分在国内银行手中，这与葡萄牙情况不同。另一方面，葡萄牙通过资本作用减轻了债务负担。最终，葡萄牙没有经历痛苦的债务重组阶段。但同样的，他们的改革做的较少，因此个人认为其回弹过程会慢于希腊。此外，希腊同中国关系愈发紧密，令人进一步看好希腊经济。

Q12：我们再将目光转回英国。英国的整体经济复苏情况明显好于预期，市场也认为有可能成为发达国家当中首个加息国家，英格兰银行之前也做出了很多明确表态。您认为这其中有哪些投资机会？

A12:个人认为英国的经济复苏情况在前一段时间有所透支，加上苏格兰公投的影响、英国同欧盟关系的紧张，其经济数据在下一阶段可能会低于预期，从而延缓加息脚步。这对英镑本身也有一定缓冲作用，毕竟英镑过于强劲对经济负面影响太大。此外，英国中长期经济改革目标没有达到，经济对房地产等资产过度依赖的情况并没有改变。再加上公投的影响，目前资本撤离趋势明显。个人认为英国未必会成

为第一个加息的国家。

Q13：您刚刚多次提到乌克兰问题，不论从地缘政治角度，还是欧元区复苏角度看，这都是一个很大的不确定性因素。您认为乌克兰事件对欧洲整体经济的影响如何？对边缘国家的影响会体现在哪些方面？程度多深？

A13:乌克兰事件对欧洲实体经济负面影响不大，间接上对欧元区及外围国家债券价格有正面作用。乌克兰事件对于欧洲的影响主要是在人员方面，而真正与事件相关的国家并不多，政治方面的影响相对经济上的影响更大。乌克兰事件给欧洲经济复苏带来更大的不确定性，但并不意味着带来负面影响，这种不确定性可能会造成资产价格的波动，但对实体经济的影响并不大。这一事件一旦造成俄国同欧盟的冲突，投资者通常是抛售相关新兴市场与东欧国家的债券，同时增加欧元区及外围国家的债券作为对价，因此乌克兰事件间接上对欧元区及外围国家的债券价格有正面作用。

Q14：您认为，中国经济相比欧洲、美国对投资者的吸引力如何？

A14:中国债券相比欧美国家债券对投资者更有吸引力，但要获得经济持续发展还需调整目前宽松政策的缺陷。中国前几年信用非常宽松，产生了信用泡沫，使投资者有所担心，因此采取观望态度。但目前相比其他国家，中国市场更受看好，债券市场上资金流入中国的可能性增加。但从经济的角度看，经济调整的情况仍然有待观察。中国的宽松政同欧美不同。欧美的 QE 是贷款成本降低，但标准难以达到；中国的宽松政策相对，贷款成本不低但很容易贷到。不同的方法

带来不同的结果。中国的方法短期内有效，但“后遗症”大，大量资质不佳的公司获得大量贷款，但没有好的项目。欧美国家相反，一旦达到贷款的高标准，项目效益就会比较好，且成本较低、做得更大。中国现行政策意识到之前的缺陷，因此更加接近欧美国家的措施，有目的的释放宽松政策，规模有限且要求较高。

第 59 辑

(2014.9.23)

中国资产证券化的技术、市场与环境

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

林华先生，特许金融分析师（CFA）、美国注册会计师（CPA）、注册风险管理师（FRM）,现任厦门市创业投资公司任总经理，兼厦门金圆资本管理公司总经理、厦门国家会计学院客座教授。他曾任毕马威结构金融部资深债券分析员，负责为 GE 资本、摩根大通银行、世界银行，以及汇丰银行进行信贷资产证券化的模型编制和设计工作，产品包括 ABS, CLO, MBS, CMBS；并协助审计队伍进行结构化产品的估值和审计，于 2012 年 4 月加入厦门市创业投资公司任总经理。林先生是加州大学 MBA，著有《金融新格局——资产证券化的突破与创新》。

一、资产证券化的概念和认识

“企业”与“资产”是两个不同的概念。企业可以拥有很多资产,包括有形的、无形的,在资产负债表上体现的、表外的；每一个资产都可能会对企业的业绩产生影响。与企业相比,资产一般只有特定的经济行为与之对应,有固定的使用寿命。企业资产包括现金、应收账

款、固定资产投资；也包括无形资产,员工、商业模式等。

“企业证券化”和“资产证券化”是两个不同的概念。企业证券化的重点在于资产负债表的右边，属于表内融资，目的是为企业搭建资本结构,包括从银行贷款、发行债券、发行股票。在货币宽松期，通过资产负债表右边融资成本更低，适宜扩张报表。企业证券化以公司为主体,并且假设公司会永续经营。与之相反的是，资产证券化的重点在于资产负债表的左边,出售企业资产负债表左边的应收账款进行融资，属于表外融资，适合在货币紧缩期用来盘活存量。资产证券化以信托为主体,在设立的第一天就明确信托的终止日期,属于结构化金融。

“企业资产证券化”和“信贷资产证券化”是两个不同的概念。企业资产证券化通过资产负债表左边的应收账款融资，国内以信托、券商资管为主体。企业资产证券化是永续周期，而信贷证券化是有限周期。对于信贷资产证券化来说，在寿命、资产总量固定的前提下，要精确计算、划分信用和期限——有人早拿到本金、有人晚拿到本金，有的信用风险高、有的信用风险低。对于企业而言，通过资产负债表做融资是公司财务的行为，有明确的投资的方向；通过资产负债表左边做融资是有边界的优化求解过程，通过右边做融资是讲故事，是无边界的问题求解。通过资产负债表左边进行融资有三种方式：信贷资产证券化、企业资产证券化、房地产信托。其中，信贷资产证券化由银监会审批，由央行管理额度，在银行间市场交易；企业资产证券化由证监会管理，在交易所大宗平台交易；房地产信托由证监会管理。

2013 年 8 月 28 日国务院常务会议提出“扩大信贷资产证券化试点”。会上提出三点要求：其一，在实行总量控制的前提下，扩大信贷资产证券化试点规模。优质信贷资产证券化产品可在交易所上市交易，在加快银行资金周转的同时，为投资者提供更多选择。其二，

要在资产证券化的基础上，将有效信贷向经济发展的薄弱环节和重点领域倾斜，特别是用于“三农”、小微企业、棚户区改造、基础设施等建设。其三，要充分发挥金融监管协调机制作用，完善相关法律法规，统一产品标准和监管规则，加强证券化业务各环节的审慎监管，及时消除各类风险隐患。风险较大的资产不纳入试点范围，不搞再证券化，确保不发生系统性区域性金融风险。

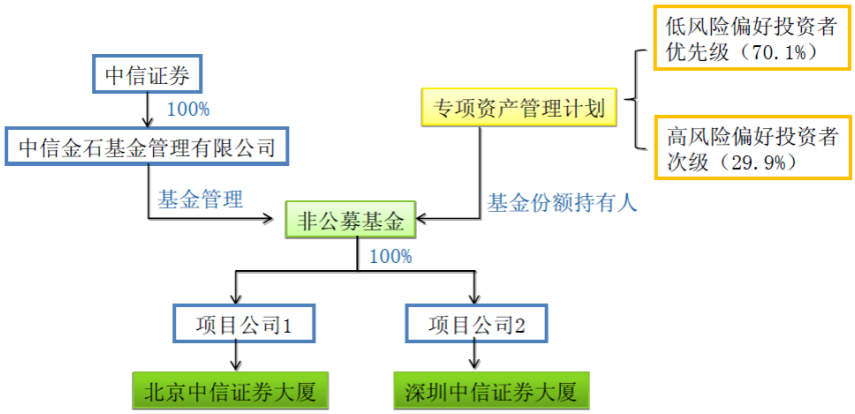
信贷资产转换为债券在银行间持有，不利于银行业风险管理。未证券化的信贷资产在会计上逐月摊销，每月收回部分本金和利息；证券化后，贷款转换为有价证券，受公允价值和评级的影响，且两者都有顺周期效应，经济不好时表现同步不好，对银行资本产生挤压。把信贷资产转换为债券并在银行间持有，会让银行的报表变得不稳定，对银行的资本充足率产生不利影响，这也是引发美国金融危机的部分原因。银行惜贷导致违约率上升、评级下调、公允价值下跌，把信贷资产证券化在银行间持有，不利于对整个银行的风险管理。未来方向应把信贷资产转移到银行间市场以外去，进一步分散风险，如允许优质信贷资产证券化产品在交易所上市等。

二、资产证券化的业务模式

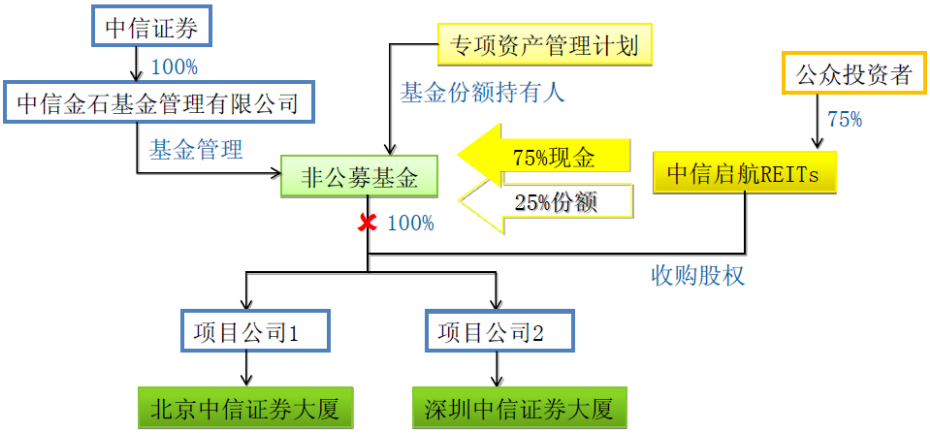
资产证券化主要分为房地产投资信托 REITs、企业资产证券化和信贷资产证券化。

1、房地产投资信托 REITs

“中信启航”是国内比较成功的房地产投资信托项目。该产品期限为 3-5 年，投资标的是北京中信证券大厦及深圳中信证券大厦，其原理是假设 3 年后中国公募房地产信托获批，可通过公募发行的资金让现有私募退出。个人看好未来两至三年国内房地产投资信托的发展。



退出安排——以REITs的方式



海外房地产市场上，REITs 常与私募地产基金（PE）如影相随。亚洲最大的跨国房地产公司凯德集团（CapitaLand）就是很好的例子。彼时新公司多数投资物业仍处于开发培育阶段，租金回报率很低，高位的负债率使新公司面临巨大的财务风险。在此背景下，为了满足不同类型投资人的偏好，凯德集团将投资物业按发展阶段分为培育期和成熟期。培育期物业的风险比开发物业高，相应资本升值的潜在回报空间大，适合私募投资人的需求；成熟期物业的收益率在 7-10%，分红稳定，更适合 REITs 投资者的需求。自此，凯德集团确立了轻资产战略：由 PE 培育和发展物业，成熟后则输送给 REITs，为 PE 提供退出渠道，形成相互支持。专业化地产经营、PE 和 REITs 三者的结合是凯德集团贯穿整个房地产价值链的秘籍。截至目前，凯德集团管理的总资产约 3,100 亿元，旗下共管理 18 只私募地产基金和

6 只房地产投资信托基金。

2、企业资产证券化

企业资产证券化部分，重点探讨租赁公司资产证券化。租赁资产证券化产品的基础资产大多是租金请求权和其他权利及其附属担保权益。在企业资产证券化中，租赁合同债权转让的法律效力易于明确，原始权益人转让基础资产可实现会计出表。据了解国内有金融租赁曾经上报类似的资管计划，但最终只获证监会放行，未能通过银监会批准。

设备制造厂家的租赁子公司对资产证券化有巨大需求。对于大型设备制造公司而言，设立租赁子公司是其销售工具和销售策略组成部分之一。与独立的租赁公司相比，设备制造商的租赁子公司的客户质量更优，且可以通过销售利润弥补财务费用。例如，一台售价 5 万元的设备，成本为 3 万元；通过用一部分销售利润弥补财务费用，可以给优质客户提供零利率采购，以促进设备销售。然而租赁子公司面临的难题在于，母公司周转速度远高于子公司，子公司租赁资产报表需要迅速扩张，母公司将销售利润弥补子公司资本金，一方面限制了子公司扩张速度，另一方面也压低了母公司利润。因此需要通过证券化的方式盘活租赁子公司的资产负债表。

折旧的税务处理是驱动租赁业务的重要因素。举例来说，美国光伏业 30%投资总额在第一年可享受减税，85%的投资组合在第一年可以享受折旧税收优惠，最终一个项目 60%的投资回报在第一年可以通过税收优惠的方式获得，而最常见的操作就是通过出售返租的方式将税务负担转移给对方。

3、信贷资产证券化

国内的信贷资产证券化以静态产品为主。信贷资产证券化产品根据基础资产池是否变化，分为静态和动态两类。静态的典型代表是住

房抵押贷款资产证券化，动态的典型代表是信用卡资产证券化。从报表角度看，动态资产池不容易出表，信用卡短久期资产支持长久期负债。CLO 产品尽管静态摊销，但投资期内需要不断滚动，另有一个退出期，与 PE 存在相似之处。

三、资产证券化成功的三要素

资产证券化的成功有三个必要条件。一是“硬技术”，即金融技术和理念，如资产证券化中的现金流模型等。二是市场，即供需双方的需求。三是“软环境”，即法律法规和监管要求。

1、资产证券化的“硬技术”

“硬技术”指资产证券化需要一套全面的金融模型来满足发行、评级、投资和监管等要求。在美国金融工程是技术的关键所在。美国资产证券化主要在结构化上进行创新，即利用金融工程的模型，在总现金流、期限、信用固定的条件下，通过模型切分现金流。发行方通过模型优化，获得最低综合融资成本；购买方通过模型分析，判断投资价值；评级机构以模型为基础，为产品进行评级；财务人员根据模型计算每个季度资产的公允价值，作为会计处理的依据。

美国的创新常体现在结构设计上，而中国的创新则体现在法律上。中国的业务流程假设资产是持有至到期的，没有想到会转入信托卖出，导致抵押物资产入池时，有些资产的权益没法转移到池里面，需要法律上创新的安排。

2、资产证券化的市场

市场连接起发起人和投资人双方的需求。对发起人而言，商业银行的资本回报率= 存贷息差×资产周转率×杠杆率。利率市场化改革后，存贷款息差下降已成共识；巴塞尔 III 银行业监管规提高资本充足率和流动性要求，使得杠杆率受到约束；因此银行提高资本回报率

需要加快资产周转率，对资产证券化的需求具有必然性。

在提高周转率的同时，也要进一步强化投资能力。资产证券化后带来的是市场化的融资成本，银行的优势不再是负债端低息存款，而是资产端的配置能力。如果投资能力没有相应提高，报表快速迭代会导致资产质量恶化。

负利差是目前中国发展资产证券化面临的最大挑战。中国负债端的刚性兑付导致无风险回报过高，不利于优质信贷资产的证券化。相对而言，小贷和租赁业务资产端利率高，负债端尚能承受刚性兑付后的高回报率；而以优质贷款资产打包发行证券化产品目前困难重重。只有国家金融改革逐步深化，刚性兑付被打破，负债端回报率下降后，中国的资产证券化才有大发展。

3、资产证券化的“软环境”

“软环境”是目前中国资产证券化发展面临的一大挑战。中国证券化的主体很多，刚性兑付破除后，有大量可证券化的优质资产，因此“软环境”建设至关重要。

（1）法律法规

“软环境”首先包括涉及资产证券化参与主体的各项法律法规。一是发起方的风险资本约束，风险自留比例、证券化资产风险权重等。二是资产证券化载体 SPE 的合并报表规定，如可否通过证券化把资产从表上移出，以减少风险资产要求、提升资本充足率、降低资本要求。三是投资人的产品选择限制和监管，如美国的退休收入证券法案规定，退休基金不能购买无评级或非投资级的债券。资产证券化把资产打包成良好信用评级的资产支持证券，可满足退休基金的投资要求。围绕资产证券化载体 SPE 是否需要合并报表，引申出另一个问题，即真实销售到底有没有意义。发行方通过 SPE 进行结构化安排，将资产打包卖给投资者。如果发行方与 SPE 合并报表，那么这就是同

一公司内部融资的行为，与资产证券化的理念背道。因此 SPE 不能合并报表，需要出表。然而在交易中，SPE 是可辨利益实体，发行方在 SPE 中存在超额利差、差额抵押、征信措施等各种利益。真实销售后发行方与 SPE 完全没有关系，缺少会计和法律上合适的通道将超额利益拿回来。因此从这个角度看，SPE 并不想与发行方完全切断，但同时又希望会计出表以降低资本约束。因此，真实销售是一个伪命题。

（2）税收政策

税收是“软环境”的另一个重要方面，中国资产证券化要考虑载体、税种、行为三位一体的结合才有快速发展。

对发行方而言，目前国内信贷资产证券化转让税收可以减免；企业资产证券化税收包括印花税、营业税等，尚不确定。资产证券化本质是通过出售资产融资，如果在出售环节税负较重，会降低融资效率。而印花税和营业税是显性税种，没有国家规定不能减免。发行方须在交易灵活性和税收成本之间做出选择，比如要规避营业税，就必须将证券化交易设计为担保融资，但就不能实现真实销售和实现破产隔离，并可能影响证券的信用评级。

对特殊目的载体来说，缴纳的所得税要与主体交易行为相平衡。资产证券化在设计上为了避税而采取信托等载体模式，可能在交易行为上会受到限制。但把特殊目的载体设计为行为不受限制的纳税主体，如公司，又会增加证券化的成本。以美国为例，早期发行信托型 SPV 以避税，但交易活动受限，现金流不能期限切分；1986 年《税收改革法》出台后，出现了不动产抵押贷款投资载体 REMIC，既可以避免双重征税，又给予发行方更多灵活性，自此美国的住房抵押贷款证券化市场进入加速发展期。

对投资人来说，税收影响投资收益率，从而影响证券的吸引力和

投资者范围。资产证券化主要有转递结构（pass-through structure）和转付结构（pay-through structure）两种结构。转递结构以受益权证的形式出现，属股权类证券；转付证券以债券的形式出现，属债权类证券。两者税收安排不同。此外，人民币国际化大背景下，国家通过针对非居民的税收规定来配合整体金融政策的推行。

四、资产证券化的好处和会计处理

做好资产证券化，需要解决两个问题。第一，交易中的特殊目的载体（SPE）是否需要合并报表？第二，资产的转让是否在会计上形成销售？

资产证券化会计处理的核心问题是，交易中的 SPE 是否需要合并入表。如果不需要合并报表，属于通过报表左边资产方融资；需要合并报表，属于通过报表右边融资。合并后意味着结构安排和模型没有意义，融资成为公司财务问题，属于母公司信用融资。

举例分析信贷资产证券化业务的会计处理。有一家虚构简化的公司资产负债表，假设一家银行总资产 400 亿美元，股东权益 50 亿美元，未进行贷款证券化情况下预计的季度净利润为 1.44 亿美元。该银行的资产中有贷款 250 亿美元，其中有 100 亿贷款拟在该季度末进行资产证券化。如果没有进行资产证券化，则银行季度末的资产为 401.44 亿。

资产负债表（亿美元）	季度初	正常季度末
现金	30.00	31.44
证券投资	70.00	70.00
贷款 - 持有	150.00	150.00
贷款 - 拟证券化	100.00	100.00
其他资产	50.00	50.00
总资产	400.00	401.44
客户存款	250.00	250.00
证券化借款		
短期负债	40.00	40.00
长期贷款	60.00	60.00
总负债	350.00	350.00
股本	40.00	40.00
未分配利润	10.00	11.44
股东权益合计	50.00	51.44
负债和股东权益	400.00	401.44
股东权益比例	12.50%	12.81%

利润表（亿美元）	正常季度收益
净利息收入	3.20
贷款销售收入	-
减：支出和费用	(1.76)
净利润	1.44
股权收益率	11.20%
资产收益率	1.43%

如果该银行进行了 100 亿美元的贷款资产证券化，发行资产支持证券 100 亿美元。其中 90 亿美元有评级的证券由第三方投资者购买，而银行保留了 10 亿美元级别较低的证券。该银行保留了超额利差的权利和对所转让的贷款的服务权，本质是持有 IO 亿美元债券，及 1.5 亿美元的超额利差。

交易构成	面值	市价	市值
证券 - 出售 *	90.00	99.95%	89.96
证券 - 持有	10.00	100.00%	10.00
超额利差		1.50%	1.50
服务权		0.50%	0.50
总的交易价值			101.96
减：贷款账面成本			100.00
交易获利			1.96

* 出售市价中已扣除交易和承销费用

案例也反映了中国银行业资产证券化难以推动的原因——负利差。美国的银行在资产证券化后有正利差，计入当期损益后可以提高当期利润；而国内由于负债端刚性兑付问题导致无风险利率过高，优

质贷款资产证券化后面临负利差。

情景一：SPE 无需合并报表，资产的转让形成销售。在该会计情景下，证券化中转让的贷款不再出现在证券化后的资产负债表上，取而代之的是证券发行的现金所得（89.6 亿美元）、保留的资产支持证券(10 亿美元)以及超额利差和贷款服务权的价值(2 亿美元)，该交易对银行的负债没有任何影响。

资产负债表（亿美元）	季度初	正常季度末	资产证券化	证券化后季度末
现金	30.00	31.44	89.96	121.40
证券投资	70.00	70.00	10.00	80.00
贷款 - 持有	150.00	150.00		150.00
贷款 - 拟证券化	100.00	100.00	(100.00)	-
其他资产	50.00	50.00	2.00	52.00
总资产	400.00	401.44	1.96	403.40
客户存款	250.00	250.00		250.00
证券化借款				-
短期负债	40.00	40.00		40.00
长期贷款	60.00	60.00		60.00
总负债	350.00	350.00	-	350.00
股本	40.00	40.00		40.00
未分配利润	10.00	11.44	1.96	13.40
股东权益合计	50.00	51.44	1.96	53.40
负债和股东权益	400.00	401.44	1.96	403.40
股东权益比例	12.50%	12.81%		13.24%

交易的经济获利（1.96 亿美元）将会作为资产的销售收入计入当期利润表（不考虑税收）。

利润表（亿美元）	正常情况季度收益	资产证券化	证券化后季度收益
净利息收入	3.20	-	3.20
贷款销售收入	-	1.96	1.96
减：支出和费用	(1.76)	-	(1.76)
净利润	1.44	1.96	3.40
股权收益率	11.20%		25.43%
资产收益率	1.43%		3.37%

证券化后，资产负债表更加健康，现金和证券取代了原来的贷款，总体资产的风险度降低，相应的资本要求也会降低。同时由于资产销售收入的实现，未分配利润增加了股东权益，股东权益比例提高，从

12.81%升至 13.24%。利润表中，资产销售收入的确认使季度净利润从原来预计的 1.44 亿美元升至 3.4 亿美元；资产收益率从 1.43%增加到 3.37%；股权收益率从 11.20%增加到 25.43%。资产证券化对银行财务指标的“刺激”作用立竿见影。

情景二：SPE 需要合并报表，或资产转让不能形成销售，而是作为借款抵押。虽然在法律形式上已经实现“真实销售”，但在会计上必须保留在资产负债表上；出售证券增加现金，同时也成为负债（借款）；银行保留的资产支持证券，超额利差和贷款服务权不在表内作确认，也被称作“消失在表内”。该银行的总资产和总负债规模在证券化后都增加，而股东权益没有变化。该银行的资产负债表趋于弱化，虽然总体资产的风险因为现金的注入而得以降低，但是负债的增加提高了杠杆，股东权益比例从 12.81%降至 10.47%。

资产负债表（亿美元）	季度初	正常季度末	资产证券化	证券化后季度末
现金	30.00	31.44	89.96	121.40
证券投资	70.00	70.00		70.00
贷款 - 持有	150.00	150.00		150.00
贷款 - 拟证券化	100.00	100.00		100.00
其他资产	50.00	50.00		50.00
总资产	400.00	401.44	89.96	491.40
客户存款	250.00	250.00		250.00
证券化借款			89.96	89.96
短期负债	40.00	40.00		40.00
长期贷款	60.00	60.00		60.00
总负债	350.00	350.00	89.96	439.96
股本	40.00	40.00		40.00
未分配利润	10.00	11.44	-	11.44
股东权益合计	50.00	51.44	-	51.44
负债和股东权益	400.00	401.44	89.96	491.40
股东权益比例	12.50%	12.81%		10.47%

由于资产的转让没有实现销售，该交易对利润表没有任何影响。同时，由于资产的增加，当期资产收益率从 1.43%降到了 1.17%。

利润表（亿美元）	正常情况季度收益	资产证券化	证券化后季度收益
净利息收入	3.20	-	3.20
贷款销售收入	-	-	-
减：支出和费用	(1.76)	-	(1.76)
净利润	1.44	-	1.44
股权收益率	11.20%		11.20%
资产收益率	1.43%		1.17%

通过以上两个会计情景的对比，资产证券化交易在财务报表中的“表现”很大程度上是由会计处理方式决定的。

从全球趋势看，对 SPE 并表的会计规定日趋严格。SPE 并表规定是国家金融战略的组成部分。合并报表趋紧，国家对风险的容忍度下降，影子银行被压制；合并报表规定宽松，国家鼓励影子银行，提高风险的容忍度。美国的合并报表规定比国际准则宽松，部分缘于美元是国际货币，希望把风险分散到全球，很多通道银行需要证券化做融资。国际准则相对严格，部分由于欧元国际地位不如美国。中国目前应用国际准则，但随着人民币国际化，会逐步与美国的准则趋同。

本质上说，发行方和购买方之间的 SPE 是否需要合并报表，取决于发行方在 SPE 里有没有控制性财务利益。判断控制性的财务利益主要根据以下两点：第一，所有发行方在 SPE 里都有可辨利益、超额利差、超额抵押；第二，发行方是否保留资产服务权。例如，银行作为发行方，一旦把贷款售出、服务权交给第三方，就会流失客户信息，所以发行方倾向于保留服务权。如果符合以上两点，就存在控制性财务利益。

存在控制性财务利益，并不是一定要合并报表。还要考虑其他因素，如静态摊销的按揭贷款，其违约率、提前还款率跟服务商的质量没有关系，受整个宏观环境的影响，这种情况下保留服务权还影响到出表，那么需要合并报表。另一个例子是信用卡资产证券化。发行方

要保留服务权，信用卡资产久期很短、负债久期很长，银行用每个月收到的现金去买信用卡的应收账款，导致保留的服务权影响到控制权和超额利差的大小，即存在控制性财务利益，在美国会计准则下可以出报表，而在欧洲的国际会计准则下不行。在中国做类似的滚动结构资产池，建议和律师会计师协调好，设计一种机制，使得装进信托的是信用卡账户而非应收账款本身，禁止发行方做商业决策，而是只起到出纳作用，这样就可以顺利出表。如果发行方需要做商业决策，SPE就视为子公司，要合并报表。又比如，国内想做不良贷款证券化，但不良贷款里有很多需要发行方做商业决策，判断如何处置不良贷款等，一旦发行方保留服务权，导致 SPE 等价于子公司，很难与发行主体切割。类似的，美国的 CLO 交易中，与 SPE 合并报表的是 CLO 的资产管理人，而非发行方。

从国家层面看，资产证券化需要考虑税务、法律、评级、合并报表等诸多问题，每一方面都是国家控制资产证券化业务发展的阀门，可通过税务的组合、社保与人寿保险政策、公允价值和评级的组合等，来控制或限制证券化的发展。相反，环境没建设好就大规模推动，可能会导致系统性风险。

五、小结

第一，互联网金融和资产证券化的结合是重要的方向，是资产管理公司发展的新入口。通道银行在负债端没有优势，主要优势在资产端，资产端的构建可以与大数据公司结合。资产管理公司也应考虑如何与互联网结合以便于获得优质资产，通过证券化快速迭代，创造货币在资产端滚动发展。例如，美国西部的一家银行 Countrywide，通过证券化让资产的评级不断升高，资产端由 B 级升为 BBB。

第二，出表是证券化的本质。法律上要做到形式出表，会计上要做到控制。Countrywide 后来被美国银行收购并于 2011 年被 SEC 罚款，究其原因，证券化的文件没有转移到服务部门，引起离职人员诉讼。法律上做好形式隔离，一旦贷款池违约率很高而遭遇诉讼时，被告只能是 SPE，而不能是发行方。会计方面，既要保留控制，又要不影响出表，是微妙的平衡。国际上，资产池滚动的结构完全不能出表，但国内可以通过特别设计实现。尤其是互联网机构做的产品，资产端很短，往往涉及重复购买。但要注意的事，要设置完整的机制作为保证，确保重复购买过程中不涉及商业决策，不能是商业子公司。

第三，滚动资产池可减少承销费负担。企业融资以公司为载体假设无限生命周期，分母无穷大，承销费高一点可以忽略不计；而资产证券化是有限生命，信托的生命周期取决于最长资产的寿命及法定截止日期。信托资产证券化寿命短的本质，决定了信托对承销费敏感，有些资产要滚动才能确保承销费不会过多摊薄收益。否则在报表左边做融资成本没有优势，就会选择右边做融资。

第四，资产负债表左边还是右边融资，与货币周期有关。货币扩张期选择右边融资，货币紧张期选择左边融资。在货币扩张时期右侧融资简单有效，凭借母公司信用很容易拿到钱。前几年中国做得很少，重要原因在于存款成本很低，银行没有动力做证券化。而利率市场化之后，包括互联网金融在内的各种机构都在抢存款，负债成本逐渐上升，银行不得不在资产端寻找优势。当前形势下，失去负债端优势、失去利差，传统银行会很危险。互联网公司利用大数据可轻松找到几千万客户，小额授信后直接对接证券化，滚动提供授信，比银行效率高得多。此外，融资方式的选择也与会计准则的趋紧或趋松有关。

第五，未来十年，互联网金融、利率市场化和资产证券化的结合会带来很多通道类金融的机会。

六、问答环节

Q1：国内目前做 ABS 把底层应收账款转让给信托发行时，资产转让方会给信托公司承诺兜底，但对外发行时没有披露该暗兜。这种情况是不是不能出表？

A1：美国的理念在中国需要有一个适应的过程，重点在于第三方和中介机构的沟通。按照目前中国的市场情况，短时间提高信用的做法并非不好。发行方能找到第三方做担保当然最好，有些机构还有母公司担保，尽量提高子公司的周转率，母公司担保就是母公司或有的事项。

Q2：国外 CLO 产品评级时，根据贷款池内所有贷款质量，还是发行方银行本身的资质给予评级？资产证券化产品定价时是否要考虑发行方本身资质？

A2：发行方的资质是一定要考虑的，要综合以往贷款的标准、信用政策、承销标准考虑，入池后就看资产池里面的资产质量。但也要考虑发行方、发行的标准及服务的能力。如果发行方保留服务权，服务的能力和效率就很重要。服务商还有垫付的功能，进行差额补足，确保证券不因几块钱的差额而降级，所以服务商的能力密切相关。发行方的历史信用政策也决定了发行方后续表现。值得一提的是，CLO 服务商是资产管理公司，与发行方无关。在美国，CLO 涉及大量资产转让和处置等，从合并报表角度看，CLO 应与资产管理公司并表。

第 60 辑

(2014.9.25)

北美能源资产并购、现状、风险与投资要点

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

丁家麟先生，拥有 20 多年资本市场投资和管理经验，对能源投资有丰富的经验和深刻见解，目前任职于美国某投资机构。他曾先后任职于多家全球知名金融机构进行研究、投资和管理工作，历任奥本海默公司助理分析师，索罗门兄弟公司助理分析师，德意志银行证券公司研究员，雷曼兄弟自营交易部投资组合经理兼高级分析师、证券研究部高级分析师，南方基金能源和大宗商品研究主管、基金经理，南方东英资产管理有限公司董事总经理，翰德证券（Global Hunter Securities）董事总经理，三井住友银行高级信贷官、北美能源组合负责人。丁先生曾参与 Delek US、VeraSun、Alon USA 等大型能源公司的上市，并为雪佛龙、特索罗石油公司、太阳石油公司的并购交易担任投资顾问。丁家麟是中国科技大学土木工程专业理学学士，新泽西理工大学土木/环境工程专业理科硕士，哥伦比亚大学冶金与地球工程博士候选人。

一、北美能源投资的基本介绍

在海外市场做能源并购时，不仅要关注能源的资产价值，还需关注一些附属标的，如开采成本等。近年来，中国许多投资者开始在海外市场购并能源资产，在投资过程中大多数投资者最关注的是能源的资产价值。但实际上，除了资产价值之外，其他一些附属标的也应得到充分关注，如油田、气田的产量与储量及其开采成本。油田、气田的开采成本包括可见成本和不可见成本，例如，生产成本、钻探成本等属可见成本；而环境污染、环境维护以及环境法规等带来的成本属不可见成本。开采成本会直接影响能源投资项目的现金流，而现金流是能源行业最重要的盈利指标。

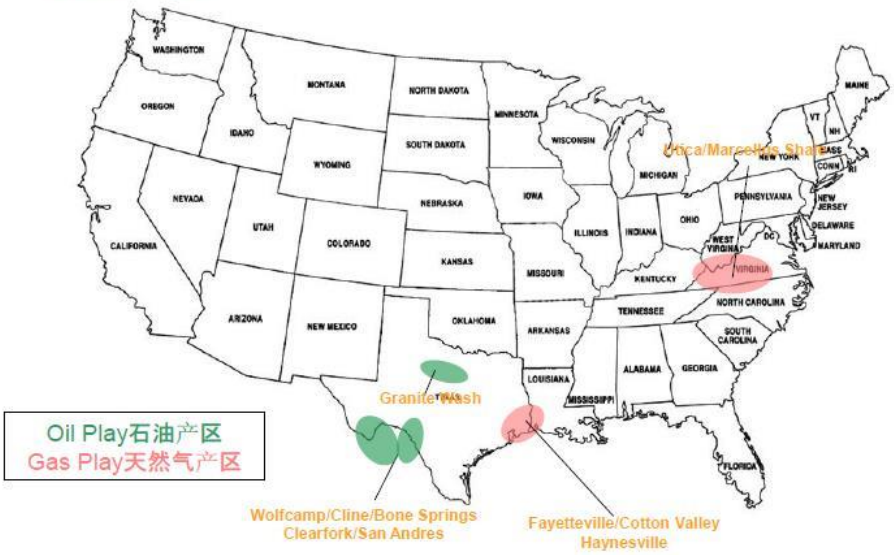
除一般性经营风险外，政府的监管对能源行业的经营活动影响也非常大。原油和天然气产业面临着一些一般风险，其中最主要的是油价、气价。不过，美国能源行业在油价、气价上的风险相对较小，其主要风险是经营风险，包括火灾、爆炸、爆裂、管路损坏、不正常的高压形成以及环境危害等。此外，美国法规对油气勘探和开采承建人的责任追溯十分严格，在油气开采、处理、储存、运输等生产过程中产生的任何废弃物及违规处理都会受到美国联邦政府、地方政府的严格监管与限制，这也对美国能源行业经营活动带来重大影响。例如，2010 年，BP 在墨西哥湾的钻井油台发生失火爆炸，该事件使 BP 至今仍承受着巨额赔偿且赔偿金额持续上涨。目前海岸清洁工作基本完成，对受害商家的赔偿也在进行中，但最为重要的，BP 还没有解决美国联邦政府法规对其的处置问题：依据美国《净水法案》（Clean Water Act），BP 公司面临的罚款将高达数十亿美元。又如，2012 年，中国一家公司与美国某公司商谈收购 E&P（油气勘探和开采）资产，经多日谈判两家公司在收购价格上基本达成协议，而就在这时，该公司在墨西哥湾的钻井油台失火，导致这笔即将达成的 7 亿多美金的交易破灭。

投资者可以充分利用美国矿藏所有权的特殊性进行投资。中国投资者在投资北美能源行业时，倾向于直接购买北美油田或气田。实际上，投资北美能源行业还可以采取出租矿产所有权，并向矿藏经营者收取 royalty（矿租）的方式。在美国，土地所有者同时拥有地上资产所有权、地下矿藏开采权和用水权三项永久性权利。矿产所有权与土地所有权可以分割或分离，也就是说，土地所有者可以保留其对地上资产的所有权而单独将地下矿产所有权出租给矿藏经营者，由经营者进行矿藏开采。在此情况下，土地所有者可以按一定比例分享所生产的天然气、液态天然气及石油产品总收入的一部分，而无需负担油气田开采、生产的运营成本。通常，土地所有者（也即 royalty owner）可以获得产品总收入的 12.5%-25%，矿藏经营者获得余下的 75%-87.5%，油气生产的运营成本则全部由经营者负担。因此，如果中国投资者在购买美国一块土地后，在勘探或开采过程中发现地下矿藏储量丰富，可以签订合同将该矿藏所有权出租给油气公司进行开发，合同期限一般为 5-10 年，在此期间土地所有者有权按合同约定比例与油气公司分享其开采矿藏取得的收益。

美国油田的主要分布在 Bakken，Eagle Ford，以及 Permian Basin，其中 Permian 油田的投资价值优于 Bakken 油田。中国投资者比较喜欢投资液态油田。目前美国油田的生产开发主要以非常规的页岩油生产为主，其开采方式与往常的垂直钻井（vertical drilling）方式十分不同，对技术的要求较高。美国页岩油主要生产地点是在 Bakken，Eagle Ford，以及 Permian Basin（二叠纪流域盆地）。Permian 位于德州一带，可以说是美国最早油田。Permian 油田的产量几乎连续 40 年处于下滑状态，直至十年前页岩气科技的突破，尤其是水平钻井（horizontal drilling）的应用，才使其产量开始增加。其实 Permian 的油田不完全符合页岩油的定义，其开采方式还是属于常规开采方法。

从投资角度看，Permian 油田优于 Bakken 油田。虽然 Bakken 油田现在的产量相当大，但由于其属于非常规开采方法，一开始产量很高，随之而来的产量下滑也相当快。通常，Bakken 油田在开采的前 30 天产量就能达到峰值，但接下来的一年之内产量就能下跌 70%，然后逐渐持平。而在 Permian 这样采用常规方式开采的油田，很少出现这样快速的产量下滑。

油气资产示例



投资油田时需注意购买矿藏使用权是否局限在第一层油田，同时还需综合考虑周边基础设施的完善性。在页岩气科技产生之前，Permian 油田的开采只在第一层，更深的几层矿藏尚未被开采。随着页岩气科技日益成熟、普及，对 Permian 的开采也更加深入。这涉及到矿藏所有权的问题，很多油田的矿藏使用权只限于开采第一层油田，它与更深层次的油田开采权是分开出售的，在购买矿藏开采权时对此一定要格外注意。此外，由于 Permian 采用水平钻井方法，购买 Permian 油田时还要考虑的一个问题是油田附近基础设施是否完善。2008、09 年时，美国中西部南达科他州有一座质量很好的油田，所产油的品质比 WTI（West Texas Intermediate Crude Oil，美国西德克萨斯轻质原油）还要好，按市价估算其价格应当比 WTI 高出 20%

左右。然而，这座油田的实际售价却只有 WTI 价格的 70%。这是因为该油田附近没有输送管道、炼油厂等基础设施，距最近的炼油厂有 200 多英里，运输成本极高；加上该地邻近加拿大，加拿大进口油价格将比当地生产的油价格低，因此这座油田基本不具开采价值。

美国气田更具投资吸引力。能源行业投资者大多重视油田而忽略了气田，实际上，天然气由于价格低，其衍生产品往往具有较高投资收益。在美国东北部宾夕法尼亚州一带的 Marcellus Shale 生产两种天然气，一种是干气（dry gas），其杂质比较低，基本可以直接燃烧，目前价格相当低，约 3 点几美金/BBL；另一种是湿气（wet gas），它有很高的含油量，可以从中提炼出液化天然气（NGL，natural gas liquid），为下游石油化工提供最好的原料。美国化工以天然气为基础，成本远低于以石油为基础的欧亚工业。目前美国天然气价格很低，美国墨西哥湾一带对天然气的需求正不断增加，且正在建设从 Marcellus 到墨西哥湾的天然气输送管道，该管道一旦建成，美国天然气价格将上涨，沿途气田价格也将随之上升。当绝大多数投资者都专注于油田的投资时，从专业角度看，美国的气田实际上更具吸引力。

相比 Wolfcamp，Cline，Wolfberry 等油田，Marcellus Shale 气田的开采成本也较低。Wolfcamp，Cline，Wolfberry 是位于德克萨斯州、以石油为主的盆地，其每块石油产区平均预计最终开采量（EUR，Estimated Ultimate Recovery）为 350-550 万桶石油等价物，钻井成本 800 万美元/口。Granite Wash 和 Utica Shale 也都是以石油为主的盆地，其钻井成本分别在 800 万美元/口、1000-1200 万美元/口。相比之下，以天然气为主的 Marcellus Shale 的钻井成本比较低，约 700 万美元/口。

在投资方法上，购买美国小型油气公司的风险远低于直接购买美国油气田。以 SandRidge Energy (NYSE: SD) 为例说明购买美国小型

油气公司的优势。SD 是一个独立的美国勘探与生产公司，专注于生产和开发石油与天然气，其优势在于：

（1）极高的储量替代率（reserve replacement）。SD 的三年平均有机储量替代率(ORR)超过 100%，不需要出外并购就能保持现有产量，表明其现有探明储量可以持续生产，也反映出 SD 管理层有很好的运营能力。

（2）持续的产量增长预期。SD 管理层预估公司产量能保持每年 20%速度增长直至 2020 年，这样的增长预期使 SD 能平稳偿还债务，也使公司具有较高信用度，更容易以较低成本借贷。

E&P 以及整个能源行业具有利润率较低的特点，很少有公司运用自身现金流维持生产，尤其是 E&P 这类上游公司，其负债率相对 ExxonMobil，BP 等整合型油公司较高。在此情况下，E&P 公司如果能够维持产量稳定和 100%以上的储量替代率，就说明该公司的运营状况相当不错，既反映出公司经营战略基本正确，也体现出公司管理层对自己持有的资产有相当的认识，从而成为投资者并购时十分值得考虑的标的。

二、北美能源投资相关问题要点问答

Q1：目前北美油气田市场投资者的地域分布是怎样的？

A1：目前北美油气田市场的参与者以北美本地投资者为主。中国投资者对北美油气田市场询问的人多，但真正有投资行动的很少。目前参与该市场的投资者还是以美国本地投资者为主，其中，以私人或小型油公司彼此间的并购为主，大型、跨国油气田公司则逐渐开始在美国进行资产重组，除了荷兰 Shell 等少数公司选择从美国页岩气开采行业退出，大多数大型跨国独立 E&P 公司正在逐步将公司在全球的布局移回北美。

Q2：中国投资者在北美油气田市场进行投资有什么优势？是依靠专业投资能力还是资金优势，或者其他方面呢？

A2:中国投资北美油气田的主要有两类投资者。中国到北美能源行业投资的人有两类。一类不仅跨国而且跨行业（cross-industry investor），他们可能是出于资产多元化的考虑而涉足能源行业，在中国能源行业属于特许行业，普通投资者很难持有油气田资产，而在美国能源行业投资限制很少、基本开放，因此这些投资者选择投资美国油气田市场。这类投资者对油气田开采的实际经营状况并不了解，对投资项目提出的要求也仅仅是已经开始开采、储量可观、价格合适等，没有考虑到能源行业的生产、收益特点。另一类是能源行业的专业投资者，他们对油气田投资项目的要求非常专业而清晰，例如有一家对能源行业十分内行的中国公司曾提出要投资一家刚越过最高产量阶段、进入产量下降阶段的油气田公司，并且要考虑这家油气田公司过去三年平均产量以及未来该公司在哪个阶段将进行强化采集（enhanced recovery）。这两类投资者专业水平、投资要求的差异会造成收购价格的差异，他们具有的投资优势也有很明显的差异。

Q3：您在之前的讲话中提到美国化工以天然气为基础，中国化工以石油为基础，请问这是由于矿藏还是技术的差异造成的？您认为中国化工业有没有向美国方向发展的可能？这会对中国天然气价格走势带来什么影响？

A3:中国甚至整个亚洲的化工业都是以石脑油为基础，这和石油储量有很大关系。最近几年中国开始天然气西气东输工程，并从土库曼斯坦等国引入中亚天然气管道，这些措施对中国天然气提价会有一定影响，但其影响大小仍取决于中国液态天然气（LNG）的进口价格。而中国 LNG 进口价格基本上受制于日本，日本 LNG 进口价格与国际石油价格挂钩。而国际情况是，美国天然气价格非常低，仅三点几

美元/BPU。中国生产天然气的劣势不在技术水平而在原材料的缺乏，中国在西北部生产的天然气经过西气东输后成本变得很高，在中国中部天然气价格已是近九美元/BPU，而到东南沿海城市气价更是涨到$13/BPU，数倍于美国的天然气气价,因此中国天然气国际竞争力很低。在这方面的建议是，亚洲大型石化公司可以到美国直接寻找天然气气田，做出石化半成品再运回国内用。目前中国做这方面投资的人不多，而日本已经在做，这或许是可以考虑的一条路。

Q4：近年在北美油气田市场上，来自中国大陆的资金或者已成交量占市场的比例是多少？中国投资者在美国够买油气田后，油气公司管理问题如何解决？

A4:中国投资者在美国油气田市场上基本是雷声大雨点小，谈的人多而做的人少。在收购美国油气田后，积极与当地管理团队合作是解决公司管理问题的最佳方法。能源行业是一个比较封闭的行业，投资者和运营者有自己的圈子。在中国，能源行业是特许行业，一般公司很少涉足，所以投资者大多不具备经验。这些投资者在美国购买油气田后，就会遇到公司管理的问题，而解决这一问题的最佳方法就是加强与当地专业管理团队的合作。投资者如果不去要求 100%持股或者完全控制权，而是和公司现有运营团队合作，让专业经理人来经营油气公司，将能取得更稳定的收益和较小的风险。此外，在美国，不同地方的政府和民众对油气田开采的态度很不相同，因此各地能源行业的运营环境也可能迥异。比如美国南部德州民众对油气田开采的包容力很高，而在东北角一些州的民众则对此极为反感，在加州情况又不一样。从这一方面考虑，和当地管理团队合作也是解决问题的最好方法。

Q5：中国投资者在美国够买油气田时，只能根据现有资料对地下油气田状况做判断，这会不会面临投资陷阱？

A5:在进行油气田交易前，一定会请第三方地质专家、油矿专家来对该油气田出具评估报告，并和卖方提供的评估报告做比较，在此基础上在进行谈判。买卖双方还会有协议，如果购买后和发现实情与卖方之前所述不符，会有一些相应条款予以处理。还可能出现一种情况是，如果买方开采的能力高于自己评估的结果，那么卖方可以从中提成，这样对双方都有保证。风险产生最重要的原因就是买卖双方互相不信任，而通过公信力高的第三方评估机构，买卖双方都可以把风险降到最低。

Q6：一般的美国油公司日产石油可达 1 万桶，这样的生产规模大概需要多少人来管理？美国油公司也有类似中国建筑公司的“外包”经营存在吗？

A6:管理人数要根据当地基础设施以及油田产生的具体情况来看。例如，德州的油田有完善的油田勘探、开采、运输等基础设施，这样需要的工人就很少，只需安排工人查看管线、设备是否出现泄漏等问题，其他都是仪表控制。新的油田就不同，仅仅钻探和测量就需要很多工人。大型石油公司一般持有油田之后，不自己开采，而是把每一个细分的项目转包给专长于不同服务领域的不同公司。石油公司持有后，转包给服务公司，服务公司再分解转包，最后是当地的小工完成。但监管、完善和上报工作是由大公司完成。

Q7：美国开采数据在铁路局可以查到，数据的可信度怎么样？

A7:这些数据是可信的。美国政府公信度较高，行业彼此数据可以互相检查。油田允许普通人购买，普通人一般不买整块大油田，而是只买一、两个区块。油田在地下的分布往往不是一个县而是跨多个县，如果一个油田区块附近开采出的油田价格呈上升走势，那么附近区块的油田情况也不会差。

Q8：在北美油气田市场上，常规、非常规油田都很活跃吗？在

美国进行油气田投资的是不是都是大企业？

A8:常规、非常规油气田买卖都很活跃。油气田的使用者，除了大型的油气公司以外，也有私人。在美国南部有不少人持有，他们拥有一块地，初步探测出地下有油层也会出售。

Q9：根据您参与的项目，比如非常规的油，一个井成本是 600 到 800 美元，油价达到多少才有一定水平的盈利？如果油价降至 80 美元，这种盈利性还有吗？

A9:油价预估是以 90 美元 WTI 持平往下走。油田是否盈利要看各个油田自己的特性。这一轮石油行情和上一轮不同。上一轮（2000 年-2005 年），能源行业是由于油价上升带动而景气，这一轮则是由油田产量增长带动。这是因为成本降低，与技术成熟和改进密切相关。如果油价降到 80 美金，要根据油田特许看盈利能力。比如，生产成本低的油田,可以维持生产；而成本高的油田，就比较吃力。

Q10：油气田公司的净利润到什么水平时并购交易比较容易成交？

A10:成交的净利润水平视每个买家对盈利水平的期望而定。比如大型油公司持有的项目很多，不是每个项目都会拿出来开采。大公司油田开采时间是根据油价波动至最低点的情况下，这个油田还能带来 20%IRR 就值得开采。

Q11：美国生产致密油的公司中是不是小公司较多，而大公司不多？

A11:美国致密油的开采、生产以大公司为主，小公司没有足够的资本、技术来开采、生产致密油。

Q12：请您谈谈对美国清洁能源相关投资，涉及天然气制油 GTL 的看法。

A12:GTL 在当下比较难做，德国具备 GTL 科技基础，主要靠

俄罗斯管道气输送。GTL 是直接做成成品油，在 2005、2006 年非常热，当时油价很高，GTL 合算。但当今环境下较难，美国 GTL 盈利不高，以前是壳牌开始做，现在很少做。俄罗斯本身油产量很高，不亚于沙特，似乎本身没有理由做 GTL。德国就不一样，德国本身不产油，主要能源靠俄罗斯管道气输送，德国 GTL 从煤化工衍生出，在二次大战时期已经具备 GTL 科技基础。

Q13：请谈谈您对美国、德国以及俄罗斯 GTL（Gas to Liquid，天然气制油）发展前景的看法。

A13:GTL 在美国、俄罗斯前景不看好，而德国由于石油资源匮乏且拥有 GTL 科技基础，GTL 项目很有发展潜力。GTL 是将天然气直接做成成品油，其成本相对较高，在 2005、2006 年非常热门，这是由于当时油价很高，使 GTL 能够盈利，GTL 产业得以迅速发展。但在当今油价持续走低的情况下，美国 GTL 利润很低，连最先开始做 GTL 的壳牌也基本退出该产业。俄罗斯本身石油产量就很高，不亚于沙特，似乎没有必要发展 GTL。德国就不一样，德国本身不产石油，其主要能源供应靠俄罗斯管道气输送，而德国 GTL 技术比较成熟，在二次大战时从煤化工衍生出，因此具备发展 GTL 的必要性和可行性。

Q14：对于从中海油收购优尼科事件中可以总结的经验教训，您有什么看法？

A14:第一，中海油选择在选举年并购，投资时机不恰当；第二，投行失误造成并购计划提前曝光，导致投资失败。中海油收购优尼科是 2004、2005 年的项目，当时恰逢美国大选，这时中国公司大手笔购买美国油公司，对选民和政客都是做文章的好时机。其次，投行失误使得并购协议在达成之前就被华尔街报曝光，直接导致了此次投资的失败。

三、问答环节

Q1：长期年金投资者如何管理利率风险？2008 年金融危机后，年金资产配置比例有没有变化？

A1：利率风险的控制需要分类讨论，如果是买入持有的投资形式，持有期间利率风险几乎可以忽略。假如买入美国国债，买入之后每年有固定票息，到期后收回本金，中间利率变化不影响回报。之所以说"几乎"可以忽略，是因为之后每年的票息会随着利率的变化有再投资的风险，不过此处可以忽略不计。

如果是每日定价的投资形式，则影响较大。固定收益类投资无法避免利率风险，固定收益最大的风险是破产风险，其次就是利率风险，利率上升，市场价格下降。所以这种投资形式下的固定收益类占有比例小，以应对利率风险。

资产的战略配置没有太大影响，战术配置每个季度都有调整。战术配置上的讲，利率处于逐渐上升的通道，资产调配时需下调固定收益类比重，同时上调其他类别资产比重。战略上的配置讲，资产配置相对不变。假如 25 岁投资人 40 年后退休，风险承受能力强，所以固定收益类占比 5%以下，这样的政策不会按年份变化。

另类投资（Alternative Investment）越来越受到大家的重视。但是另类投资做的好的大型基金不多，收益率高的多数为中小型基金。耶鲁捐赠基金(Yale Endowment Fund）由 David Swenson 领导，他坚持认为长期投资资产配置不应局限在传统的投资类别里，所以他把资金投向期货等另类投资资产。但在金融风暴这几年中，投资效果较差，随后放弃这种投资方式。

Q2：国内养老金投资缺少长期资产，美国养老金投资的长期资产工具有什么？

A2：买入持有的投资方式下，主要投资长期信用较高的固定收益资产。其中包括主权债和信用等级较高的结构债。相对来说，国内市场发展需要时间，目前国内的债券市场内部结构不够多样化。

Q3：国内保险资金投资范围有所拓展，提高房地产、金融产品投资比例。美国年金养老金有没有投资类似创新型金融产品？

A3:美国市场多样性高，可供投资的市场选择多，投资规范和模式清楚。长期投资的选项丰富，除了提到的主要板块，还包括农产品和自然资源的期货、其他类别的房地产和类似对冲基金的基金。美国政府通过指标迫使公司将风险承受能力控制在在合理范围内。投资过程不是由政府规定投资项目，而是通过风险准备金比例（Risk Reserve Capital Ratio）这一指标管理。根据年金公司管理资产的总量、资产配置以及想达到的信用评级设定不同额度的风险准备金。例如，如果公司全部持有美国国债，则风险准备金为零；如果公司全部持有英国主权债，风险准备金比例为 0.05%。整体比例的计算方法是把所有投资类别根据资产板块、投资目标、信用等级和货币种类进行分类，然后把所有板块的风险准备金加权，得出的是风险准备金比例。公司必须存入与风险准备金总量相等的现金。如果风险准备金比例没有达到规定，便被视为违规，下调信用等级。

Q4：年金公司对于跨境资金的管理有没有限制？

A4：目前还没有接触实例，但个人认为跨境年金投资是大趋势。全球一体化把各国拉的更紧密。金融风暴后，美国公司认真审慎投资战略和投资对象选择，开始积极的在各国投资，虽然目前比例小，但随着时间推移，市场复苏，交易成本降低，这种趋势会越来越明显，同时也意味着中国流出的资金也会更多。投资方向选择上讲，国际化投资是诱人的机遇。美元币种虽然是公司现在的选择，但不是必须的选择，如果其他币种有投资机会，同样会参与。毕竟，金融理论也认

为当选项越多时，抵抗风险的能力也越高，获利的机遇也越大。作为基金管理人，希望找到新的投资机会。

第 61 辑

(2014.10.14)

在美投资的税收成本和税收筹划

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

张晓青女士，安永会计师事务所中国海外投资部美洲区负责人，安永波士顿办公室税务合伙人。她在安永有 18 年工作经验，为中国企业在美国市场提供并购、融资、交易咨询、企业结构及税务规划服务。她负责的客户遍及资产逾数百亿美元的美国资产管理公司、生物技术、工业制造公司，以及中国制造、房地产、零售、航运和新能源行业的国有企业和 500 强民营企业，并与美国中国总商会合作调研中国企业在美投资的情况。张女士获上海交通大学学士和硕士学位、波士顿本特利大学会计和税务硕士学位，是美国和麻省注册会计师协会会员。

随着中国企业在美投资步伐不断加快，大概三年前开始接触在美投资税收筹划业务。第一个项目是上海电气，后来越做越多，包括万达、中石化、双汇在美国的并购业务，及房地产业在美国的并购。今天的内容包括以下几个方面：中国企业在美投资概况，为何税收重要，税务筹划的主要方面，当前税收环境以及经验教训总结。

一、中国企业在美投资概况

从全球投资的大趋势来看，中国企业全球化的脚步每年都在加快。下面从行业和地区两个维度，介绍中资企业在美投资概况。

首先是能源，特别是油气行业。2013 年全美油气行业中，页岩气跨境并购占比超过 80%。过去 5-7 年，能源投资占中国在美投资总额的 23.1%，达到 166 亿美元。在休斯顿，中国的四桶油——中石化、中石油、中海油和中化集团——对美国页岩气的投资刚刚铺开。美国能源部在五年前开放页岩气海外投资，中海油四年前进入美国，中石化两年前进入，中化一年前进入。

其次是房地产行业。当前中国在美国投资房地产行业达到相当的规模，从原来直接购买现有办公楼、宾馆，到现在买地自己开发。中国最大的几家地产公司，如万达、万科、碧桂园、绿地、中海、中建、兴源等都在美国门户城市安营扎寨，目前已进入比较扎实的计划、投资执行阶段。

还有高科技行业。高科技行业包括汽车行业、生物制药行业等，是中国企业一直看好的领域。高科技行业公司主要分布在旧金山、芝加哥、波士顿和洛杉矶等地，主要是研发类机构。

另外要提到的是交通和农业行业。交通方面，中国的北车、南车集团都在往外走，最近在竞购几个很大的项目。农业方面，中国的双汇——现在叫万州国际——并购了全球最大的猪肉生产厂家 Smithfield，这是是迄今为止中国在美最大并购案，交易额 47 亿美金，于去年 9 月份交割。

文化领域，万达两年前以 26 亿美元并购了 AMC，现在不仅完全收回本金，而且当前价值已经是原来投资的三倍，非常成功。

二、税收在并购和长期运营中的重要性

税收之所以重要，是因为会对企业盈利造成直接影响。美国拥有

全球最完善、最复杂的税收制度。根据劳埃德高管风险调查，高税收已经成为北美地区高管心目中排名第一的商业风险，超越了消费者流失、材料价格变动等。美国的税收之所以重要，是因为它会剧烈影响投资回报，可达到 40-50%；考虑到国外投资风险，影响可能高达 80%，即投资 100 块钱，在没有任何税收筹划的情况下，可能 80 多块钱都要纳税。因此税收风险巨大，会影响到整个投资决策。中国全球化步伐加速，不论国外税收成本如何，中国企业都要走出去；但高税收是必须考虑的因素，“走出去”的商业模式不仅仅是一项战略，还必须能够盈利。目前中国企业在美国投资，对美国税收的了解程度大多处在没有完全准备好的状态。

1、美国联邦税收体系概述

税收立法，税收制度是如何建立的，税收政策由哪些部门监管，联邦税收的管理是怎样的。税收是各个国家财政收入的重要部分，美国也不例外，美国政府对税务问题相当重视。立法方面，美国国会参议院的财政委员会及众议院税制委员会，共同制定税收相关立法。税收政策方面，美国财政部设有税收政策办公室负责制订税收政策，政策机关制订政策后在参议院、众议院通过。管理方面，美国国税局（IRS）是联邦税务管理部门，无论中资还是美国本土企业、不论是否愿意，税务人员每天都要与他们打交道。关税由美国海关征收管理，也是美国重要税务种类。

美国的联邦税收由美国国税局管理，税种包括个人税、公司税、就业税、货物税、遗产和赠与税及货物税等。在美国交税是自愿的，从国家建立伊始，自愿缴税就已经深入到每个人的基因当中。公司税按季度预缴，年底时提交税表，多退少补。从税务体系来看，交税是自觉的，自我评估和自愿遵从体系。美国是全球征税的国家，只要是美国公民、美国绿卡持有人或一年中在美国停留超过 183 天的美国

实际居民，都要将全球的收入上报美国政府交税。不过，在中国已交的税可以在美国抵扣。

美国税法非常复杂，一般纳税人很难完全读懂，需要借助专业人员提供服务。美国国税局在不断更新税收相关的法规条例和案例指导，多年来公布了大量案例裁决，根据每个公司的个案出台不同的裁决以指导纳税人遵守税法。由于税法本身相当复杂，又出台了大量裁决指导，普通公民很难弄懂税收申报等相关内容，因此需要在专业的税务律师帮助下才能完全遵守税法。

美国的州及地方也有自己的税收体系。美国的 50 个州都征税，税种有个人所得税、销售税、财产税、使用税等；镇一级也有税，如房地产税。在各地税法中，房地产税都是镇级政府财政收入的重要来源，这也是我国房地产税国际化可借鉴的方面。

2、美国国内税收成本

下面介绍一下美国的税率和税收成本，通过几个例子予以简单说明。

税种	税率
公司所得税	35%
资本利得税	35%
州和地方所得税	各州各地不同， 通常在 4%到 10%之间
预提所得税，包括： • 股息 • 利息 • 特许权使用费和租金	美国国内法：30% 中美税收协定：10%
关税	0% – 20%（根据具体情况而定）
分公司利润税	30%
分公司利息税	30%
私人控股公司（未分配被动收入）	15%
累计收益（盈余）	15%
工资相关税赋	
联邦失业保险	工资的第一个 7000 美元：6.0%
职工赔偿保险	根据工作性质和各州法律不同而改变
联邦社会保险 （社会保障税：2014 工资上限$117,000）	7.65% （雇主部分：社会保障税：6.2%；医保：1.45%）
	7.65%（雇员部分：同上）

公司所得税。联邦税率是 35%，即盈利的 35%交给美国国税局；

资本利得税在公司层面也是 35%。对公司来说，不管收入来自哪里，只要是公司层面，税率是一样的。个人如果投资房地产并持有一年以上，资本利得税是 20%。

州和地方所得税。按所得税从低到高排列，美国有 10 个州不征收所得税，而最高的州其所得税率达 10%。纽约市和加州的所得税率高达 9.8%以上；一般的州大概 4%-6%，如麻省的波士顿是 5.6%，新泽西大概在 4%左右。当然这仅仅是所得税，还有很多非盈利税。

预提所得税。包括股息、利息、特许使用费和租金等。中资企业在美国投资，如果把现金从中国投资到美国，投资过程不征税；但如果想把盈利派回中国，这时要缴纳预提所得税。美国税法规定，投资红利出境要缴纳 30%的税，根据中美税收协定，优惠税率是 10%。因此，中国企业在美投资实际有两层税：一个是美国公司层面的税，另一个是获利派回中国时缴纳的税。分公司利润税税率 30%，没有成立公司而只成立分支机构的也要收税，私人控股公司的税率 15%等。

关税。根据具体情况，不同的产品和各种贸易协定，美国的关税一般在 0-20%左右。

工资相关税负。美国当地雇员或中国派驻的雇员都要缴纳工资相关税赋。联邦层面，联邦失业保险以税务形式上收，征收工资第一个 7000 美元的 6%；职工赔偿保险也以税务形式上收，具体根据工作性质和各州法律不同而不同；联邦社会保险，包括社会保障税和医保，按 2014 年工资上限计算，如果挣 120 万美金，前面的 117,000 美元是联邦社会保险的税基，雇主部分交 7.65%，其中医保 1.45%、社保 6.2%，个人部分交 7.65%，一共是 15.3%。这部分税收相当重，属于联邦政府帮个人存着，58 岁退休后国家再还给个人。

3、中国公司在美国投资面临的主要税务框架问题

首先厘清几个概念：税收居民、受控外国公司（CFC）、国家税收抵免规则。美国和中国都是全球征税国家，这意味着美国税收居民在全球的收入也要到美国交税。但是，如果这部分收入在中国已经被征税了，可以在美国抵免。这种征税模式引发了反避税和滥用避税国问题，如美国税收居民在低税率国家投资，在没有经营实质的情况下利用跨国税收抵免优惠。这也是当前全球关注的问题。

中国企业对美投资时主要面临的税务结构问题。主要有三种形式，通过中间控股公司投资（香港或直接从中国）、通过中间控股公司融资（香港或直接从中国）、由于层级限制规定而产生的双重征税。

中国到美国的直接投资。该结构下，中国公司下直接成立美国控股公司，控股公司下成立项目公司。在没有进行税收筹划时，如果项目公司盈利 100 块钱，假设联邦公司所得税为 35%、州为 5%，平均值取 40%，在美国控股公司层面就要缴纳 40 块钱所得税；剩下 60 元派红利前，要预提剩下部分的 10%用于股息预提所得税，即 6 块钱交税。回到中国后，应缴纳中国的企业所得税 25%，但由于收入在美国已经交过税，所以 25%可抵扣变为零。最终全球实际税率为 46%，真正拿到的只有 54 块钱。

美国净应税所得	100
美国联邦和州所得税(~40%)	(40) a
美国税后可分配利润	60 c
美国股息预提所得税(c x 10%)	6 b
中国公司所得税(25%)	25
外国税收抵免	(25)
企业所得税总额(a+b)	46
全球实际税率	46%

通过香港中间控股公司投资美国。美国对香港的股息预提所得税是 30%，从预提税角度看，中国直接投资美国比香港投资美国效率更高。尽管存在税收不利，但由于各种其他原因，实践中香港仍然是受欢迎的投资中转地区。在美国盈利 100 块钱，须缴纳 40 块所得税、18 块股息预提税。通过香港中间控股公司，共缴纳 58 块钱的税，全球实际税率是 58%。

美国净应税所得	100
美国联邦和州所得税(~40%)	(40) a
美国税后可分配利润	60 c
美国股息预提所得税(c x 10%)	18 b
中国公司所得税(25%)	25
外国税收抵免	(25)
企业所得税总额(a+b)	58
全球实际税率	58%

通过香港投资美国的多层控股结构。由于融资要求等，通过香港投资美国可以有多层控股结构。当层级超过三层，将不能享有外国税收抵免优惠。最终税收是美国所得税 40、股息预提税 18、中国所得税 25，税收总额 83 元，全球实际税率达 83%。

美国净应税所得	100
美国联邦和州所得税(~40%)	(40) a
美国税后可分配利润	60 c
美国股息预提所得税(c x 10%)	18 b
中国公司所得税(25%)	25 d
外国税收抵免	0
企业所得税总额(a+b)	83
全球实际税率	83%

三、如何进行税收筹划

1、税收筹划的主要方面

首先是跨境控股和融资结构的问题。任何中国公司投资美国，都涉及到控股结构。投资结构筹划主要想达到的目的是减少利润派回时的预提税和投资退出后可能产生的税赋。这是跨境投资时需要考虑的主要问题。融资安排也会影响到税务成本，需要考虑通过中国融资还是境外如香港财务公司的融资等。

其次是美国国内的结构设计问题。可以在美国成立独立的项目公司；也有些公司在美国有多个项目的可以考虑成立公司控股项目公司。控股公司的优势在于，合并纳税规定下，通过这样的结构，在有亏损时可能可以冲减投资，从而延迟纳税。另外，要选择公司形式，如股份有限公司、有限责任公司、合伙制企业等。资本结构方面，资金形式、融资结构及其比例等都会影响到税务成本。

还需要考虑全球运营模式问题。即在全球经营模式下，应把哪些职能人员和风险放在哪些地方。主要思路是把风险高、产生价值高的业务，尽量放在低税率地方，以尽量减少在美国这种高税率的国家确认的收入，从而减少在全球的税务成本，这就是通常说的“全球价值

链筹划”。对很多高科技公司来说，还涉及知识产权问题，何处研发、何处拥有等。

最后是派遣人员处理问题。中国公司到美国投资一般都要从总部派人，不仅有派遣人员的个人税问题，还有公司税问题，安排常设机构等都可能会因为欠缺考虑造成很多问题。

2、美国减税筹划常见途径

在税率基本确定（联邦税 35%）的情况下，减少税收一方面从收入入手，主要是安排全球价值链，从而增加美国之外的收入确认以减少美国收入的确认；另一方面是从扣除的角度，通过利息、服务费、特权使用费等来减少税赋。在扣除方面也会产生利息税成本，如支付利息有预提税成本。以债务和股权税收的不同为例，如果是贷款，利息可以在税前抵扣；如果是资本金，股息不能税前扣除。正因为如此，很多公司存在公司之间的贷款。利息有可能减少税赋，所以很多国家对债务比例和资本弱化设定规定，但是美国没有。能否最大限度做大债务规模，要看公司贷款能力，且涉及很多因素，如资产和盈利情况等。如果贷款能力不够，可能会把债务视同资本金处理，得不到扣除。时间方面，在境外实际支付时能够得到扣除，如果贷款在关联公司间进行的话，美国税法也有规定，利率要按照市场利率调整。金额方面，如果公司派给对方享受了预提所得税，那么扣除金额要受到限制，扣除比例不能超过 1.5:1。此外，如果净利息支出大于调整后的应税收入的 50%，那么利息扣除就会受到限制。当年不能扣除的部分会推迟到以后年限，而且没有年限限制，这个也是和中国税法不同的地方。

3、全球税收环境

2008 年后税收征管越来越严格，但跨国投资越来越多，出现了跨国公司利用国家税收差异和征管漏洞最大限度减少税赋，甚至出现收入在哪都不交税的案例。针对这种情况，2012 年 6 月 G20 央行

行长和财长委托经合组织 OECD 研究如何应对税基侵蚀和利润转移的措施。OECD 于 2005 年公布了一个行动计划，要求在 2015 年底完成。内容包括：

- 应对电子商务带来的挑战
- 协调各国所得税制
- 重新考虑当前协定下的定义和转移定价规定，比如无形资产风险和常设机构
- 如何提高信息透明度和确定性
- 开发多边工具，确定不同国家之间产生税收争议时协调的方法和工具

这些规定想要达到的目的，一是增加国与国之间税收的一致性和税收安排的实质性，即筹划要和商业安排及商业实质相吻合；另外一个目的是增加信息透明度。2014 年 9 月 OECD 公布了一些行动计划的成果，其中包括非常重要的分国信息披露报告。这个报告要求跨国公司在不同国家披露收入、成本和税收等信息，以使得税务机构能够较好掌握企业的实际经营情况，增加信息的透明度。刚才提到的税收筹划减小成本要结合税收环境，税收筹划要和经营实质相吻合，减少将来的受到一些国家相关部门稽查的风险和挑战。

四、跨国投资的经验与教训

税收筹划越早启动越好。由于并购中的决定速度很快，常因为各种原因在没有做任何税收筹划的情况下迅速敲定交易，最后处于相当被动的地步。因此，建议税收筹划在开始并购之前启动。在决定核心商业投资目标和融资安排等环节，没有任何税务考虑，最后也会处于相当被动的地步。企业要与各种财务、法务顾问协作，从而使税务筹划在各个方面可行。

税务构架方面，应着眼于整体企业整体而不是单纯关注项目。由于企业全球化速度过快，整体构架和独立项目税收筹划之间没有协调，很多税收筹划方案欠缺整体考虑。

税务人才的储备也对企业的形成挑战。税务人才储备不仅是中国面临的挑战，也是每个国家面临的挑战。要不断完善金融、财务、税务方面的人才储备。

综上，税务风险正在变成最高的商业风险，税法的不断变化、日渐严格的税收监管以及媒体的关注，都会影响到企业在海外的形象。跨境税收问题相当复杂，需要专业机构进行税收筹划。世界 500 强企业都配置大量税务人员，如埃森克美孚在美国的税务人员有 600 多人，卡特彼勒的税务人员有 500 多人。美国税务结构复杂，但筹划空间很大。经过缜密的计划，考虑到生命周期等因素，大型跨国集团的全球实际税率可以达到 10%以下。中国企业海外投资时，应从并购开始就考虑税务问题，思考经营过程中、退出时（出售、上市等）的税务成本，从整体出发，借鉴世界 500 强的经验和教训，妥善解决税务问题。

五、问答环节

Q1：股权收益和债券固定利息收益，对应的公司所得税和预提所得税有何不同？

A1：股权投资的税率与投资比例有关，下面讨论的是普通股票投资而非完全控股的情况。如果单纯购买一部分股票，对中国的预提税是 10%、对香港的是 30%。如果卖掉股票，无论是否是上市公司，获得的资本利得在美国是 0 税收。在美国的投资，首先要看有没有在美国成立公司，是从美国投资项目还是从中国投资项目。债务以利息回到中国或香港，两地都收 10%的利息税。涉及债务重组和清算

的话，还要具体讨论。国外不承认“名股实债”结构。对于投资时签订回购协议的，要在期权执行的时候才能确定税务处理方法。直接投资收回利息和股票投资的预提所得税率是一样的，都是 10%；唯一的区别是，被投公司的利息可以抵扣而股息不可以抵扣。期权的资本利得通常情况下是不交税的。私募基金和投资公司等金融类企业与生产性企业不同，生产性企业有毛收入、成本，在美国的净利润要在美国交税；金融企业是投资，没有生产产品，因此税收不同。

第 62 辑

(2014.10.21)

投资移动医疗若干问题的思考

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

王涌，如山创投创始人、董事长，中欧国际工商管理学院 EMBA，浙江省创业风险投资行业协会副会长和中国创投委常务理事，中国创投委“优秀创投家”。担任盾安控股集团副总裁，长期分管集团资本运作工作，精通企业并购和改制上市，并创造多个经典案例，具有 20 余年相关投融资经验。拥有先进的投资理念、丰富的实战经验和超强的行业趋势预判能力，已经成功投资并推动多个中小期项目快速成长，并运作多家企业成功上市。如山创投积极布局移动医疗领域，投资了春雨医生、杭州特扬、杭州联众等。

一、中国医疗行业情况

医疗服务行业的市场空间大，产业规模增速保持高位。据世界银行统计，2012 年美国医疗卫生总支出占 GDP 的 17.9%，日本占 10.1%；而中国只占 5.4%，支出总计约三万亿元。我国巨大的人口基数决定了我国医疗服务行业的空间巨大，同时近十年来，我国人均收入水平不断上升，使得之前没有被激活的医疗需求开始逐步释放。近年来我国医疗卫生支出一直保持近 20%的增长，未来增速仍将保

持高位，预计 2020 年中国医疗卫生健康产业规模将达到 8 万亿人民币。

国内医疗卫生体系存在若干问题，痛点多。中国医疗资源配置极度不合理，让本来就稀缺的医疗资源更加匮乏。从患者角度，看病难、看病贵、看病没有“售后服务”等问题长期无法解决；从医院角度，存在医院拥挤、床位少，低效、超负荷运营、被迫不断扩张等急需解决的问题；而从医生角度，则有医患关系紧张，工作风险大，工作量过大，工作收入相对低等痛点，尤其与美国相比，中国医生没有很好发挥其职业性。

移动医疗据具有蓬勃发展的土壤，是未来医疗健康服务业的必然趋势。首先，医疗行业空间大，但资源配置极度不合理，医疗运行效率低。急需被改善的群体基础大，包括大量的民众、农民工等等。因此，移动医疗是未来医疗健康发展的必然趋势。其次，从互联网的发展趋势来看，目前已经渗透到了医疗行业。互联网已经颠覆了传统纸质媒体，比如门户网站和搜索；颠覆了通讯，比如 QQ 和微信；颠覆了零售行业，比如淘宝和京东；颠覆了金融行业，比如互联网金融支付；颠覆了旅游；颠覆了教育产业等等。最后，技术进步为移动医疗发展奠定基础。这几年技术进步，移动互联网的不断发展、智能手机的不断扩大、智能硬件普及率上升、发展迅速的传感器技术的应用、普通互联网设施改善，都为移动医疗提供爆发性增长的土壤。

移动医疗带来巨大的三大价值，分别为：连接功能、智能功能和体验功能。第一方面是连接功能，其核心是减少资源浪费，提高资源的使用效率。通过互联互通，解决信息不对称问题，合理化医疗资源配置；提高闲置医生、医疗资源利用率。“春雨医生”就是这种背景下诞生的。第二方面是智能功能，其核心是基于大数据，提供可靠诊疗决策。由于硬件和软件方面的技术进步，提供了大量可操作医疗资

料，使得基于诊疗病例和持续监测的病患大数据维度减少，通过智能算法和数据挖掘进行高效、准确的诊疗决策。这是通过硬件、软件等信息化手段进行的诊疗方法上的创新。药企则可以利用可持续监测院内和院外的大样本数据，进行辅助性药物开发。第三方面是体验功能，其核心是使得患者的体验更便捷、更高效、更舒心。对患者来说，减少空间成本，可以不用亲自到医院就诊；减少时间成本，改善“排队 3 小时，看病 3 分钟”的现象。对医生来说，可以提高医生服务效率和质量，减少医患冲突，降低从业风险。例如浙江杭州医疗案例多。

移动医疗行业的市场空间大。根据某券商关于移动医疗行业的数据分析，到 2020 年行业年均增长率约 40%。今年通过移动互联网向药企收费约 37 亿，2020 年预测达到 558 亿。药企的广告费也不再是灰色地带。2014 年向医院的收费为 23 亿，随着医疗体制改革，预测到 2020 年医院收费为 589 亿。需要特别关注的一个群体是医生，因为它是受惠群体。今年对医生的收费为 2 个亿左右，2020 年将达到 8 个亿左右。商业保险公司在中国不发达，数据不一定可靠。针对患者，今年收费为 13 亿左右，到 2020 年约为 465 亿。虽然数据比较大，但认为该预测合理，有些研究机构数据更高。大多研究机构认为到 2020 年中国移动医疗市场规模将接近 2 千亿元。

收费模式（亿元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
药企	13.4	21.3	37.1	86.3	163.2	260.8	334.1	440.6	558.7
医院	2.0	7.2	23.0	51.8	99.5	208.9	381.9	580.1	859.4
医生	0.4	1.0	2.0	3.4	4.2	5.0	6.0	7.0	8.1
商业保险	1.2	2.2	3.3	4.5	6.0	7.6	9.4	11.4	13.6
患者	0.7	3.0	12.9	28.2	58.2	118.6	206.9	328.5	465.6
总体市场空间	17.7	34.7	78.4	174.2	331.0	600.9	938.3	1367.5	1905.4
YOY		96.0%	126.1%	122.3%	90.0%	81.6%	56.2%	45.7%	39.3%

二、投资观察

移动医疗的环节主要分为两大部分，即医院外环节和医院内环节；两部分共 9 个环节，分别是健康管理、自诊、自我用药、导诊、候

诊、诊断、治疗、院内康复、院外康复。全流程中共 5 个诉求主体，包括患者、医生、医院、药企、险企 5 大角色。

越刚性的需求，越容易产生合理商业模式。从患者角度来说，需求的互联网环节包括健康管理、自诊、自我用药、导诊、候诊、诊断、治疗、院内康复、院外康复。从医生角度来说，互联网可以使他收入提高，学术地位提升，同时，减少医疗矛盾，持续提供病例。对医院来说，移动医疗可以提高流动性效率，减少运营压力，通过信息化系统，提升总体效率，减少费用支出等等。对医药企业来说，通过互联网医疗可以进行精准化营销和辅助研发，通过大数据推动研发方向，特别是营销方面，比如医生的偏好、患者的诉求等等。对保险公司来说，可以帮助保险公司进行精准的定价、保费的确定、保单的自制等。在这方面美国做得比较成熟。

世界范围内有 7 种能盈利的移动医疗模式。分别是为医生提供手机临床信息、为患者提供远程医疗服务、导医服务提供健康咨询、网上诊病开药、利用手机客户端管理慢病、可穿戴实现监测和数据采集、运营健康大数据。

移动医疗的相关企业有很多。与健康管理相关的企业包括 UP 等，这些企业开发互动软件，监测脂肪消耗等。与自诊、自我用药的典型企业是“春雨医生”和“好大夫在线”。导诊也有很多互联网公司在做，包括“白天使”等。候诊、诊断、治疗的完结主要与支付宝相关，通过支付宝的支付，大大提高了医院的支付效率。这其中涉及到互联网金融和支付安全的问题。院内康复和院外康复相关的包括美国的 iHealth、lifesense 等；还包括与之相关的硬件公司，例如血压、血糖、数字心电仪硬件公司等。

移动医疗的投融资情况。很多人认为移动医疗估值很过高，报价偏高。如山关注 A 轮、B 轮投资，也投资 C 轮，考虑布局进行投

资。下表为部分国内移动医疗企业的投融资：

时间	公司	投资机构	融资金额	融资轮次
2014.9	去医院/趣医网络	弘晖资本，软银中国/软银集团	数千万美元	A 轮
2014.9	丁香园	腾讯产业共赢基金/腾讯	7000万美元	C轮
2014.8	看处方/爱海斯	红杉资本中国，光速安振/光速创投	500万美元	A 轮
2014.8	慢友帮	清控科创控股	数百万人民币	种子天使
2014.8	春雨掌上医生/春雨医生	如山创投、中金公司/中金资本，Temasek淡马锡，蓝驰创投	5000万美元	C轮
2014.8	5U家庭医生	赛富基金/赛富亚洲基金（SAIF）挚信资本	数千万人民币	A轮
2014.7	完美诊所/完美创意科技	红杉资本中国，经纬中国	数百万美元	A轮
2014.7	华康全景网/医生预约	云锋基金	数千万人民币	B轮
2014.7	上海友康科技/颐养宝	上海永宣	数千万人民币	A 轮
2014.6	健康网	贵阳朗玛信息	65000万人民币	收购
2014.6	西柚经期助手/美柚女生助手	SIG海纳亚洲，经纬中国，险峰华兴	3500万美元	C 轮
2014.6	PICOOC缤刻普锐/Latin	腾讯产业共赢基金/腾讯、京东商城	2100万美元	B轮
2014.6	大姨吗	联创策源，红杉资本中国，贝塔斯曼亚洲投资基金	3000万美元	C 轮
2014.6	健一网	上海国际创投SIGVC	30000万人民币	A轮
2014.5	加丁科技	联想之星	数百万人民币	种子天使
2014.5	薏米医生/薏米网	国富源投资	200万人民币	种子天使
2014.3	上海京颐科技 KingYee	弘晖资本，软银中国/软银集团	数千万美元	A轮
2014.3	37健康37mh	秉鸿资本，北软天使基金，英诺	1000万人民币	种子天使

	ealth/血压管家	天使基金/厚德创新谷，五岳资本		
2014.3	iFit爱瘦身	Cherubic Ventures/心元资本	2500万其他	种子天使
2014.3	康康血压	NA	3000万人民币	A轮
2014.3	咕咚网/成都乐动	深圳市创新投资集团(深创投)五岳资本	6000万人民币	B轮
2014.2	完美诊所/完美创意科技	经纬中国	数百万人民币	种子天使
2014.2	Raiing睿仁医疗/iThermonitor	北软天使基金，英诺天使基金/厚德创新谷，戈壁投资/戈壁合伙人 PreAngel/荷多/镭厉资本/鉴睿资本	1000万人民币	种子天使
2014.1	云豆科技/豆芽智能体温计		数百万人民币	种子天使
2014.1	邻家医生/乐微客	德迅投资/曾李青，架桥投资	数百万人民币	种子天使
2014.1	就医160网/宁远科技	深圳启赋资本	数千万人民币	A轮

三、移动医疗投资思考及探索

投资的切入点是：两个维度、四个方向，构建“一全多垂”的行业生态。两个维度分别是：（1）在病种类别上，是做大而全，还是做垂直细分领域；（2）在整个服务链条上，是做独立环节（可能是一个，也可能是几个，但无关联），还是做重度整合。因此，两个维度构成了四个方向：（1）重度-大而全，（2）重度-垂直，（3）独立环节-大而全，（4）独立环节-垂直。所有互联网医疗商业模式必在这四个方向之中，如何选择，决定生死。由于医疗行业需要结合线下资源，未来互联网医疗行业的格局将有望演变为“一全多垂”的行业生态。

从诊疗环节（院前、院中、院后）寻找投资机会。院前主要是基于 PC 端、移动端和资源摊费展开，政策进一步放开，医疗健康保险以集合形式将大大拓展现有问诊为主的服务模式。院中主要面向患者医生医院不同群体的专业服务，深入到管理层面，是移动手段和医疗技术深度结合的社会性体现。其中如何把移动技术和医疗学术深度

融合很关键。院后主要内容是患者满意度，对医生的评价和远程检测。

1、院前环节

院前应用较为普遍，问诊及病历分享成为在线主流模式，可穿戴设备或将掀起健康大数据及云服务浪潮，医药电商及移动医疗保险前景可期。

在线问诊及移动诊寻服务。在线健康咨询是传统医疗服务的一种延伸，可有效解决患者看病无序现象。这一模式主要利用医生的空闲时间，解答患者的咨询。导诊服务则是将需要到医院就诊的患者导诊到相应的部门；而现在推广较为成熟的网上预约挂号，有效解决了患者挂号难、挂号时间长的处境。“春雨医生”及“好大夫”是国内提供此类服务中较为成熟的两家。以“春雨掌上医生”为例，两块核心业务分别是自查和问诊。在自查方面，用户可通过查找相关病症名称，得到检查及治疗方法。在问诊方面，用户在移动应用平台提出问题后，系统自动将问题推送至相关科室的医生手机上，空闲的医生即可抢答该问题；问答完成后，用户会对医生的服务进行评价，其内容决定医生的奖惩。

病患经验及图片分享社交服务平台。社交服务平台以分享为核心理念，通过同类群体的分享与交流收集大量有价值的数据信息，再以聚合的信息满足用户查询的需求。此类社交服务平台分为以患者为核心用户和以医生为核心用户的两个类型。医生间分享方面，主要是帮助医生们在合乎法律的前提下分享医疗照片及病例。例如“杭州联众”，医生可以上传病历照片，这些照片会被集中讨论，医生们共同探讨疾病的治疗方式，分享和增长经验的同时提升了平台价值。

可穿戴设备的智能健康数据监测服务。该服务主是将在线问诊服务公司与可穿戴设备等智能硬件相结合的服务模式。在线问诊服务公司的优势是拥有一批专业的医生团队，他们可以对采集到的数据进行

低成本标准化的解读，从而监测用户的健康变化情况。而可穿戴设备等智能硬件也可通过数据信息的解读完成数据采集到数据解读的过程。

移动医疗设备的院前检查服务。移动医疗设备的院前检查服务能够提前完成院中需检查的项目，帮助患者节约时间、节省开支。随着医疗设备体量的缩小及无线化程度的加强，移动医疗设备的便携性将大大提高，或将改变医疗服务场地的格局。患者无需去医院排队，医生可直接带设备到患者家就诊。此外，随着智能机普及率的提高，患者可随时随地监测实时生理指数如血压、血糖、脉搏等，并且把这些数据快速传输给数据解读商，有效减少院内的基本体检程序。

以可穿戴设备数据交互为核心的移动智能云服务。由云平台统一管理与解读的模式已成为主要的发展模式之一，云服务主要包括四个环节，用户先通过可穿戴设备产生相关数据，由可穿戴设备将数据信息导入云平台，再由专业医生团队对云数据进行解读，根据信息对用户指导或干预。

线上诊寻与线下连锁药店的 O2O 闭环服务。用户在诊寻后医生通常会推荐相应药品，打通医药 O2O 有利于实现快速并准确购买药品的目的。在线医生在推荐药品后会在页面中显示药品说明及售价，用户点击下方购买按钮即可立刻购买指定药品，未来甚至可以实现送药到家的便捷形式。目前“春雨医生”已经与“好药师”等合作进行试水。当然此服务模式的发展还有赖于我国医药相关政策的开放。目前网上售卖电子处方药 80%已经放开，医药电商 O2O 或将快速兴起。

与健康商业保险相结合。健康医疗与商业保险结合，为用户提供全面而综合健康监测、改进建议及医疗保险服务，不仅可以赢得用户更高的参与度，在风险模式及服务模式上亦可得到提升。保险公司通

过与可穿戴设备供应商合作，可在用户购买保单时以补贴形式为用户提供设备，从而持续监测用户的生活习惯及健康指标数据，这些数据可以激励用户的进步以达到既定的健康目标；同时，保险公司亦可实时向用户提供个性化健康改善建议甚至预先干预，以使用户长期处于健康水平状况。一方面大大提升了用户的保险体验，另一方面降低疾病发生率，增大保险公司盈利空间。

2、院中环节

院中服务专业性强、针对性高，不同对象应用模式不一，发展空间巨大。

面向患者群体的服务模式。如候诊队列提醒服务，在就诊者通过移动挂号完成支付后，让就诊者直接进入分诊服务队列，服务平台会提前提醒就诊者当前所处的位置和前面的候诊人数，让就诊者能更合理安排与调整候诊时间。便捷支付服务，方便患者在就诊中即时缴纳各种诊疗费用、药费、住院费用等，解决“排队缴费时间长”等问题。

面向医师群体的服务模式。如智能导诊服务，将有效缓解专家诊治领域与患者病情不匹配的情况。危急症管理应用，帮助主管医生及时处理住院患者突发病情的服务模式。病患流管理，医院人员可及时掌握病患的位置，避免重复检查、误进科室等医疗失误。即时监测并优化病人住院时间的安排具有可观的经济价值，帮助医院大幅降低平均住院时间，使床位周转率上升，从而为医院节省住院业务成本。

面向医院的移动金融闭环服务。通过移动技术打通医院、患者、银行三者间的金融生态链，让医院与患者融入互联网金融体系。

3、院后环节

院后服务模式相对明确，以满意度反馈及远程监测应用为主。

满意度反馈互动服务。对院内服务的监督作用，同时也为其他患者提供信息与经验。患者在就诊结束后，可以通过对医院环境、医生

专业技术、医生态度等方面进行满意度反馈。一方面医院可以参考患者的满意度反馈进行医院服务的改善与优化，另一方面也督促医生提升专业技能，推动医院之间服务的良性竞争。

远程监测服务。通过移动技术连接医生与患者，确保医患在院外的有效沟通。当患者在医院就诊后，主治医生可通过远程移动问诊应用进行跟踪，及时了解患者的病情状态及身体状况，同时为患者答疑解惑，以便后续监测与指导。这种方式可以帮助医生合理利用碎片化时间管理自己病人，同时有效缓解偏远地区患者复诊耗费时间长、费用昂贵等问题。

四、如山投资案例分享及心得

浙江如山投资管理有限公司力求成为一家小而美的风险投资公司。公司严格控制基金规模和投资质量，精选一小批企业，每年保持投资 5—10 家企业的频率，主要领域是在 TMT、健康医疗、高端装备等行业，成就一批有影响力并能显著推动生产力发展的明星项目。从 2013 年下半年开始，就健康医疗行业做了初步探索，并投资几个案子，分别为春雨医生、杭州特扬科技、杭州联众医疗等公司。

春雨医生成立于 2011 年 7 月，主要在移动客户端通过自诊、问诊、导诊的方式满足用户轻问诊需求。目前公司在移动端开发的核心 APP 产品为“春雨医生（面向患者用户）”、“春雨手机诊所（面向医生）”，其他 APP 产品有“春雨心镜（一款手机心率测试软件）”、“春雨育儿医生”、“春雨孕期医生”、“春雨计步器”等。已经积累了几千万用户，4-5 万医生。如山投资阶段为 C 轮领投，预期增值空间大。如山投资理由主要有：市场想象空间大；医疗行业痛点多；政策频频吹暖，前段时间中央电视台一直播报春雨，充分肯定了春雨医生模式；医生体会到互联网的便利；团队能力。

杭州特扬成立于 2011 年 9 月，致力于成为健康信息化产品与服务提供商。目前提供的产品有健康管理、预约挂号、掌上医院、院后随访、医生助手等。如山投资阶段为 A 轮，投资 1 年，目前增值 4 倍。

杭州联众是一个远程医疗项目，成立于 2010 年 1 月，致力于移动医学影像诊断“云”系统的开发、提供和服务运营，打造“全球影像网”。目前团队已完成移动医学影像系统的研发，成功获得多个省、地区卫生部门及所辖医院的认可和合作，在全国 20 多个省建立代理商网络，与百余家医院建立合作关系。移动影像将有助于为医生移动诊断咨询等提供更加精准、便携、可靠的医疗服务。如山投资阶段为 A 轮，金额约 1000 万，占 10%股份，投资半年来增值 2 倍。

看好长期封闭的医疗行业与以开放共享平等为核心精神的互联网之间产生碰撞。之所以着眼于健康医疗，一方面是这个市场想象空间巨大，另一方面中国医疗不管从医生、医院还是病患角度存在的刚需痛点很多，如医疗资源集中、资源分布不均衡、重治疗轻预防、医院信息孤立、看病难、看病烦、看病贵等问题长期无法解决等等，需要改进提高的地方很多，未来受益的人群也很多。移动医疗本质上是解决医疗资源合理分配问题，方便患者或用户关于健康医疗等方面的咨询和问诊。随着移动互联网发展、智能终端普及、传感器技术进步、互联网基础设施改善使得互联网医疗的可覆盖人群大幅提升，同时一个更重要的意义是移动互联网的普及化让作为保守群体的医生切身体会到互联网的便利和智能，从而加快思想观念的转变，增加其对于互联网医疗这个新兴事物的接受度。

从商业模式的角度看，中国还是刚刚起步，但发展空间巨大。美国市场涌现出的一大批优秀的移动医疗应用，已经做得很成熟；中国起步虽晚，但也有较多模式。春雨医生是从患者的角度出发，主要从

事的是自诊问诊业务，将来不排除做导诊、导药业务，从医生角度出发，主要是帮助医生提升收入、扩大知名度；丁香园从医生角度出发，帮助医生论文研究，从药企角度出发，进行精准营销；杭州特扬从患者出发，从事健康管理、医生预约、院外康复等；杭州联众主要从患者角度出发，从事诊断和治疗辅助业务。

作为投资投人，除了行业本身原因外，更看重公司的团队能力。如山投资的三个项目的团队都非常专业。以“春雨医生“为例，张锐和他的创业团队来自网易公司，张锐曾经先后担任网易副总编辑、产品副总裁、网易门户最高产品负责人，任职期间创建并负责网易视频中心、网易互动中心、网易移动中心、网易微博四大产品事业部，带领团队开发出网易社区（web）、网易公开课（web+APP）、网易电影电视频道（web）、网易微博（PC+APP）、网易新闻客户端（APP）等产品。其中网易新闻客户端为中国最早一批用户量超过 1 亿的移动互联网产品。同时张锐本人出生医疗世家，父亲祖父都是著名医学专家，对医疗非常熟，不但精通互联网，也了解国内医疗状况。

平台型的互联网发展空间更大。投资“春雨医生”除上述行业、团队的原因之外，也由于是一个平台型互联网企业。平台打造起来后，可以对接的资源和延伸的商业生态众多，想象空间无限，如对接网上药店、医疗器械类智能硬件、空中医院-个人诊所、家庭医生、健康管理等等，其平台的打造在国内处于领先地位。遵循互联网行业的“只有第一没有第二”或 “先发优势效应”的游戏规则，互联网企业出现寡头垄断是市场竞争的结果，而“春雨医生”优势已经非常明显，正在努力实现明年用户数 1 亿、医生数量 6 万。目前“春雨医生”在问诊领域用户数和医生资源等在国内排名第一。

选择互联网项目投资需要依据“三度原则”，即广度、频度和粘度。首先考虑投资的互联网项目是不是强需求，强需求、刚需才能带

来广度；其次，考虑该互联网的频度是不是高，访问量是不是够大，活跃的用户数是不是多，频度高的项目或企业才值得考虑；最后就是粘度，例如微信、QQ 的用户已经离不开这些互联网项目，所以其粘度较高，那么在投资时，也需要考虑该移动医疗项目的粘度是否较高，是否能真正抓住用户，包括医生、患者、医院、药企等。

五、问答环节

Q1：最近阿里和腾讯投资了不少移动医疗的项目，这对移动医疗行业的格局会产生什么影响？

A1：不仅仅是阿里和腾讯，还有百度，甚至一些小的互联网公司都在做这方面的布局。目前来看阿里是排在第一位的。阿里拥有天猫医药馆、支付宝未来医院，还收购了中信二十一世纪，尽管还不能确定这个收购是否有价值，但阿里整个布局是值得欣赏的，其背后做的分析也比较多。腾讯最近在 QQ 上推出了一个新功能叫健康，表明腾讯也在往移动医疗方面转；另外腾讯最近投资了“丁香园”和“挂号网”。腾讯的优势在用户环节，所以它的资源布局主要是往医生用的客户端等对接。百度是“好大夫”B 轮的投资方，“好大夫”利用百度搜索的优势，目前专攻疑难杂症，也在往新型医疗服务商转型。如山投资的“春雨”下一步是做导药，目前已经与好药师、百姓药房等相关药房合作，并会联合支付宝，开展导药服务。

Q2：手环的佩戴周期通常只有 3 到 6 个月，应如何实现数据的连续获得？

A2：手环数据目前还不能直接被医院所使用。国内从事手环行业较知名的有小米和 bong，但如山对智能手环的投资相对比较慎重。因为它们提供的数据与医疗就诊关系不大，一般都是心跳、血压等常规数据，不能被医生作为诊断的依据，因此，智能手环目前还不是一

个刚性需求，如山一直在关注但还没有参与投资。

Q3：公司倾向于获得客户的数据以便积累，但对客户自身而言这些数据有什么好处呢？

A3：简单的病历数据可以使用，但没有经过医院专业诊断的数据或不在法律规定责任范围内的数据还不能使用。这些数据包括的范围是很广的，例如最简单的病历数据对用户的作用是很直接的，移动医疗可以实现病历数据在不同医院之间的对接，从而医生能够对患者进行较好的诊断治疗。而像手环数据，医院目前还不会使用的，医生仍会使用专业的设备对患者进行检查。原因在于如果医生直接使用手环的数据，一旦出现医疗事故，责任认定不清晰。没有经过专业诊断的数据或不在法律清晰规定之内的数据，都不会被医院使用。

Q4：如何认识手环在临床医学上的使用价值？

A4：目前来看，手环项目目前还是一个伪需求，一些手环项目正在做转型。如山接触到的一个杭州的手环项目正在把手环打造为一个智能控制中心，例如，只需要对着手环说自己的需求或者轻按手环就可以实现看电视、开灯等等。

Q5：以糖尿病这类慢性病为例，如何实现自我测试、确诊、治疗等流程中线下线上相结合？

A5：糖尿病是一个“重度-垂直”很好的切入点，目前更多的是从医生入手，直接把患者的数据传到线上，类似的还有肝病、心血管病、肿瘤、尿毒症。之所以糖尿病是一个很好的切入点，首先，它是一个慢病，不会马上发作；其次，糖尿病患者必须接受治疗，每次治疗的单价较高、治疗频次较高，涉及环节较多。目前国内糖尿病患者基数比较大，现有团队已经围绕糖尿病在做这方面的探索：一是医生和患者通过二维码保持紧密的直接联系；二是将病历上传，从而令医生能方便快捷地了解到病人过去的情况。

Q6：目前政策方面存在很多障碍，如处方药不能完全放开、医生只能开展线上咨询业务不能直接在网上开处方等。移动医疗的迅速发展能否撬动政策改革？

A6：目前政策正在趋暖。一是医生多点执业，北京的多点执业从 7、8 月份就开展了，虽然现在还是有很多医生不敢迈出这一步，但从政策看未来是可观的。二是远程医疗放开，整个移动医疗环节上比较好的政策。三是处方药开放，目前 8 成的处方药仍是线下开的，估计在 2015 年的 1 月份会出台相关政策细则。阿里和“春雨”都在陆续在做有关处方药的布局，卫计委已经和几个互联网公司做了沟通，因此明年有关处方药的细则可能会出台。“春雨”上的医生都是给建议、做咨询，不会直接给出诊断结果，并没有涉及政策灰色地带。

Q7：目前有没有医生比较认可的移动医疗的平台数据？

A7：因为涉及到医疗纠纷的责任认定问题，所以医生只承认是既定事实的医疗数据，但后续诊治时，医院仍会对患者进行进一步的诊断，很多平台做的最多的还是病历上传、保存，但不会将数据进行后期的处理。除非这个数据非常成熟，比如说百度公布的几十万的药品的信息是可以用的。

Q8：哪几块慢性病领域比较适合移动医疗行业考虑？

A8：五大慢性病是值得移动医疗考虑的。从与北京的几个公司的沟通情况看，如果做一个小平台，那么糖尿病、肿瘤、心血管、尿毒症、肝病这五大类是较好的选择。

第 63 辑

(2014.10.22)

金融危机后各国经济复苏中的经验和教训及全球经济展望

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

浦永灏，瑞士银行(UBS)董事总经理，财富管理部北亚太地区投资总监，同时身兼香港中国金融协会副主席。多次应邀于 CNN、BBC、CNBC、蓬勃咨询、凤凰卫视等媒体作国际财经评论。此前他先后在亚洲开发行、中银国际、野村证券任职。他获得厦门大学会计学学士和经济学硕士、伦敦经济学院统计学硕士。

财富管理机构关注各国经济复苏及未来走势，主要原因在于需要对客户资产进行全球化配置。瑞银的投行业务在国内知名度较高，但真正占据集团半壁江山的是财富管理业务。目前瑞银在全球管理约 20,000 亿美元资产，其中亚太区约 2,000 亿美元。作为投资总监，我们的办公室主要责任是做好资产配置，这需要对全球经济有深刻的认识，以便在风险可控的范围内给客户资产带来未定的回报。瑞银负责资产配置、风险对冲，具体实现回报的工具是第三方基金。

一、美国经济复苏经验和教训

1、如何认识危机后中、美股市分化

金融危机前，美国标普指数约为 1600 点， A 股指数约为 6000 点。危机过程中，美国标普指数跌至 700 点。但经过包括量化宽松在内的一系列调整后，现在标普指数为 1900 点，比 2007 年高位上升了 20%左右。按照美国的走势类比，中国的股指应该在 8000 点而非 2000 点。如何解释危机后美股和 A 股走势的分化？美国等国际在危机后采取了哪些措施？对这些问题的思考有助于我们更好地认识中国经济目前的状况。

危机中，美国等国家的政府通过注资等方式援助金融机构。对银行而言，如果投资的损失超过股本，银行可以破产；但只要银行维持住股本，未来走向盈利，就可以存活。危机时，花旗银行的股票从 55 美元一路跌到 1 美元，此时美国政府援助各个银行、投行，以减少原有股东收益为条件注资到各大银行。瑞银也得到了瑞士政府的援助。

危机中，美国产能利用率下降、失业率飙升，实体经济进行了残酷的调整。金融危机前，美国的产能利用率大概在 81%左右，随着金融危机的出现产能利用率一下子下降到 66%，大部分产能过时、停产。与此同时，美国的失业率飙升至 10%，年轻人的失业率达到 20%。中、小银行倒闭约 450 家；公共部门、政府部门进行大量裁员。生产、就业、银行破产等，显示美国实体经济经历了残酷的调整。当然这一调整的过程得到了 QE 的护航，确保调整后能够复苏。

危机后，美国的失业率和劳动参与率双双下降。美国的劳动参与率从危机前的 67%降到近期的 62%；与此同时，美国的失业率从危机中的 10%恢复至近期 5.9%。劳动参与率的下降意味着很多行业的劳动技术已经过时，被市场被淘汰。经济学理论认为，劳动力离开劳动市场的时间越长，返回劳动市场的几率越低，离开两年以上的尤甚。

与此同时，美国的家庭平均收入下降。据统计，危机前美国家庭平均收入约 56,000 美元，最近的统计数字约 52,000 美元。经过金融危机，美国的平均家庭收入下降。一个可能的理解是：高收入家庭的比例在下降，而低收入家庭的比例在上升。企业盈利增速远超 GDP 增速。美国 GDP 增速在 2-3%左右，但企业盈利增速在 2010 年达到 33%、2011 年 17%、2013 年 7%、2014 年预测约 10%。

综合上述现象，可以解释为什么美国 GDP 增速远低于中国，而企业盈利、股市回报等跑赢中国。如果一个国家的劳动工资增速超过企业销售收入或盈利的增速，企业利润率自然会下降。美国的情况刚好相反。金融危机前，企业的税后利润占 GDP 约 4%，现在上升到 8%左右；而工资收入占 GDP 比从 56%降到 52%。这意味着危机后美国企业获得的利润大大提高，资本收益高于劳动收益。而中国企业的盈利能力在不断下降。

2、美国经济复苏的经验

美股通过三次量化宽松政策，确保流动性的充足和美元的贬值。理论上，一个国家爆发金融危机后，货币应出现贬值。但这一轮危机中，美元升值、美国国债收益率上行，不利于美国经济复苏。为此，伯南克拼命“印钱”，促使美元贬值。在这种情况下，理论上新兴市场货币应升值以抑制本国泡沫，而中国由于人民币与美元挂钩，出现了同步贬值。今天的新兴市场如台湾、香港、新加坡、中国大陆、印度等，都出现资产价格泡沫现象；而欧元在危机时非常坚挺，欧洲地区如瑞士、德国等没有明显的资产价格泡沫。

观察危机前后美国各部门的资产负债表，发现家庭资产负债表收缩，政府资产负债表扩张。金融危机前，美国的家庭借款投入房地产市场，杠杆率极高；危机后，家庭部门修补资产负债表，提高储蓄率、降低贷款，资产负债表收缩。而 2009-2011 年度，美国政府在存量债

务很高的情况下，仍然大举扩张资产负债表。究其原因，在企业不花钱、家庭部门收缩的情况下，政府若不扩张，经济将难以复苏。因此美国政府在 2012 年之前采取了扩张的财政政策和货币政策，为实体经济的调整护航。等到企业盈利开始复苏，财政部门开始收缩，如裁减国防开支、公共支出等。有人认为美国现在“重回亚洲”是针对中国，事实上我认为这是掩盖其在全球范围内军事开支的裁减。根据我们最新的预测，美国财政赤字将从 2009 年的 10%降至今年的 2.8%。

美国国债的供应量逐步减少而需求充足，国债利率不断走低。年初很多机构关于美国国债的利率预测都出现错误。当时大家对美国经济看好，认为国债利率应该上行。但事实上国债利率不断下行，甚至一度跌破 2%。究其原因，一是退休基金等看好美国定期固定收益类产品，大量配置国债；二是目前对全球经济存在分歧，如果经济进入通缩环境，相较于日本 10 年期国债 0.52%的收益率，美债 2.5%的收益率仍是非常好的选择；三是美国财政收缩、赤字下降，美国政府没有提高债务上限。这些因素共同压低了美国国债收益率。

3、对美国经济和股票市场的展望

半个月前美股大跌引发担忧——在欧洲、日本和中国疲软的背景下，美国能否单独带动全球经济继续成长？也是基于这样的疑问，IMF 下调了全球经济增速。整体来看，美国失业率下降、房地产复苏、信贷开始扩张，经济情况良好，股市下调带来进入市场的好机会。

美国的房地产会继续复苏。据不完全统计，纽约地产价格仅略超 2007 年高位，其他城市则更低，房地产市场并没有出现大量泡沫，未来仍将复苏。而中国的房价相较于 2007 年几乎翻倍，香港、新加坡等已经超过一倍。房贷利率下降也有利于美国经济的未来。美国长期 30 年利率从 3.2%降至 2.8%，房贷成本下降，有利于地产复苏。2012 年美国企业盈利较好，因此奥巴马政府曾讨论是否加重企业特

别税收。作为回应，美国企业通过发放特别股息、回购股票等将盈利回馈股东，以避免交税。美国的企业并购速度加快，产能逐渐消化。有研究发现，美国企业并购速度在不断增加。并购是消除产能的过程，A 和 B 合并以后将小于 A+B。油价下降有利于刺激消费。美国的消费和油价密切相关，石油价格下调意味着消费者可支配的资金增加。

未来美股存在上升空间。美股的 PE、forward PE 并不便宜，但只要美国的工资增速低于名义 GDP 增速，企业高盈利就能够维持。在这种情况下，美国的股票仍有上升空间，仍可以维持高配美股。此外，如果欧洲、日本长期采用 QE 政策，意味着美元仍将维持长期升势。对全球而言，美元升值对其他市场、特别是新兴市场股票不是利好，在投资组合中要对美金的升值做充分估计。

二、欧洲经济复苏经验和教训

危机前欧元区资产泡沫与德国财政政策有关，长期低利率环境催生南欧国家资产泡沫。东、西德统一后，德国政府大幅扩张财政以支持东德建设；2000 年后受劳动力市场冲击，德国经济陷入不景气。欧元区成立后一直采用低利率政策，南欧国家资产价格出现泡沫。与中国类似，希腊等国把地产相关收入视为正常经济活动收入，一旦地产出现问题，整个基本经济就受到拖累。

危机后，南欧国家劳动力市场经历了痛苦的调整。西班牙、希腊、葡萄牙等国在危机时失业率达到 25%，年轻人失业率甚至达到 50%，引发政治不稳，政府频繁更迭。就业市场调整不仅体现为失业率飙升，还体现为工资水平骤降。希腊图书馆的管理员拥有博士学位，但薪水下降 30-40%；爱尔兰制造业企业为在国际上争取订单，从董事长到技术人员集体减薪 40%。遇到危机经济的调整是一个非常痛苦的过程，人民要有信心，才能够走出困境。单位 GDP 对应的工资成本是观察

劳工成本的重要指标。爱尔兰从金融危机的最高点下降了 20%，希腊下降 17%。

德国在危机前完成了劳动力市场调整，目前经济基本面较好。德国在 2003 年进行了劳工市场的改革。东德大量廉价劳动力的冲击迫使德国调整了劳工市场的法律制度，劳动力市场弹性大幅提高。德国企业竞争力提高，危机前北欧、南欧在内的很多国家劳工成本上升，大量订单流往德国企业。整体来看德国经济基本面不错。

法国和意大利的劳工市场在危机后没有调整，劳工成本继续上升。意大利的新总理最近提出要解决劳工市场的问题，要让劳工市场变得更加灵活、弹性更大；对福利制度要做一些调整，使得企业愿意增加就业、增加扩充。整体看失业率到现在还没有明显下降，劳工市场非常刻板。

综上，法国、意大利等国是目前欧元区表现较差的国家，明年甚至可能步入衰退。这两个国家在福利制度方面没有明显地调整，竞争能力、自身经济的弹性越来越小。而之前出问题的南欧国家，如西班牙、葡萄牙等，情况明显好转。爱尔兰今年的 GDP 增长约 5.5%，明年可能还会在 4%以上；西班牙明年的 GDP 增长可能会在 2%以上。

南欧国家通过资产私有化、削减政府支付等方式度过经济难关，而非将负担转移给企业。激烈调整的国家，有的通过资产的私有化，大量地拍卖资产——现在中国有很多企业家跑去买欧洲的资产；甚至像希腊有些国家卖护照——愿意来投资移民的，给你护照。政府支出大量地减少，当然在经济困难的时候政府原本不应该削减支出，但是它们的政府已经到了不可维持的地步。希腊财政赤字非常大，危机后从大政府变成小政府。在最关键的时候，政府不能把负担推给企业。目前这些国家的经常性账户基本达到平衡。希腊原来的经常性账户是-15%，葡萄牙 10%，现在已经接近平衡；整个欧元区都是正的。当

然如果把债务的利息收入算在一起的话，可能还是有一些财政赤字。

与此同时，欧洲央行出台一系列 QE 措施为经济调整护航。欧央行陆续推出 OMT、LTRO、TLTRO 等，最近又要买证券化的资产——这些都是为企业、为实体经济的调整护航，提供足够的流动性，保证企业极低的融资成本很低。欧央行把利率降到接近零，银行把钱存到欧洲央行甚至收取利息。

目前，欧元区的问题在于几个方面。一是部分国家的实体经济的调整过少，德国批评法国称，不做痛苦的结构性调整很难恢复竞争能力。二是通缩压力加大。欧洲政府、银行、居民、企业等都在去杠杆，最有条件扩张政府资产负债表的德国不愿意扩张，法国等其他国家则已没有条件继续扩大政府资产负债表。欧元区内通胀不断下降，从 2.8%一直降到 0.3%，通缩的压力越来越大。

相较于欧元区国家，英国的情况非常好。英国的情况跟美国类似，因此 QE 非常成功，经济结构调整充分。首先，撒切尔夫人于上世纪 90 年代就开始整顿劳工市场，劳动力市场的弹性非常高。其次，金融危机时，英国大幅度削减财政预算，裁掉很多公务员。当然，英国的资产价格，如伦敦的房地产市场，目前也出现泡沫化的趋势。发达国家中，英国、美国、新西兰最有可能率先收紧货币政策，这对英镑、美元都构成利好。

总体来说，欧洲市场的情况有待观望。考虑到欧元贬值后，欧洲股市的估值比美国便宜，资金成本也在下降，欧央行还在进一步扩大 QE，这些调整对欧洲的金融资产是有利的。但更关键的是，欧洲企业的盈利复苏还不明朗。欧洲央行最近针对银行进行了压力测试，以判断需要补充的资本金数量，我们预计该数量不会很多。欧洲健康的银行系统可以支持实体经济的复苏。欧元区的关键在于如何刺激需求，不仅是出口需求，更多的是本地需求。这一切的前提都是劳工市场的

调整。调整到一定阶段，企业愿意扩大生产、增加就业，才能够带动消费。

在全球资产配置上，我们目前对欧洲市场处于中性位置。高盛认为西班牙、爱尔兰的调整已经完成，即将迎来复苏，因此目前已经进入马德里、爱尔兰等市场购买房地产。但对于意大利、法国等国家，我们仍在期待最终的的调整方案。

三、日本经济复苏经验和教训

日本是一个充满争议的国家。政治上，日本右翼比较不友好。但作为一个民族来看，日本有很优秀的一面。日本推崇契约精神，从不违约；日本人不急功近利，是亚洲获诺贝尔奖人数最多的国家。经济方面，我们主要对安倍的三支箭，以及安倍治理通缩的政策效果进行一些评论。

日本从 1989 年地产泡沫破裂以后，进入人口老龄化阶段。1989 年后日本并没有出现过危机，没有大量的银行倒闭、企业破产、货币贬值等情况，日元甚至还在升值。这有对的方面，也有错的方面。日本的劳动生产率接近美国，但它的劳动人口在慢慢地收缩；在人口收缩、劳动人口下降的背景下，日本 GDP 维持 2%左右是一个很不容易的成绩。日本企业可能是世界上负税率最高的国家，接近 35%，中国才 20%多。这就解释了为什么日本企业不辞辛劳到海外去开厂。

2000 年后日本出现通缩，资产价格一直下跌。一个非常恶劣的后果就是，日本企业不愿意扩张产能。假设 2%的通缩环境下，企业年初投资 100 块钱，到了年末资产估值降低到 98 块钱。日本居民倾向于储蓄而非消费，因为钱存越久购买力越强，最终只能靠日本政府扩张资产负债表。日本的公共债务达到 GDP 的 250%左右；如果把海外资产扣掉，日本债务占 GDP 的比重大概在 100%以上。当时有日本

经济领域人士曾指出，日本需要 QE，但这并不是唯一的办法，更重要的是实体经济在供应方的调整。

安倍的第一支箭是日本的央行采取 QE 政策，包括日币贬值，从 80 贬到 110 左右。东京房地产以美元为计价单位约一万美元每平米，相当于 6 万人民币每平米。但日本的人均 GDP 是 4.5 万美元，中国是 0.6 万美元。上海市的人均收入远低于 4.5 万美元，但东京的房价基本与上海、北京接近，甚至比上海、北京还要便宜。日元贬值对日本地产和出口行业有利。当然，也要考虑到日本企业出口产能约 30%分布在海外，所以日元贬值对海外企业的出口没有帮助，仅对日本本土出口有利。第二支箭是财政政策，消费增值税从 5%升到 8%，甚至有可能后面几年要升到 10%。第三支箭是关键的一支箭，即结构性改革。如企业减税、税负降到 30%以下；给上市公司单列一项投资的指数，为股东回报高的公司吸引更多的投资。而对那些“僵尸”公司，让大家抛弃它们；还要交退休基金，增加投资股票的比例。还有一些其他政策，比如搞经济特区；劳工政策，鼓励妈妈们回去工作。日本的女性一般结婚生孩子以后基本上不工作，在人口老龄化的情况下，如果妈妈们能回去工作，能够缓解劳动力市场的压力。这些政策的方向是对的，但是目前来看效果并不明显。

近期很多国际资本撤离日本股市，原因在于对结构性改革的效果存疑。日本要求企业增加工资，今年日本大中企业的平均工资上涨 2.5%，民营公司上涨 2.5%。这一举措理论应刺激消费，但事实上消费者口袋里的钱越来越少。消费增值税从 5%升到 8%，扣掉了 3%；加上日元贬值，从通缩走向 3.3%的通胀，所以消费者口袋里的钱是在减少的。在这种情况下，劳动力市场的改革、企业的改革能否提高消费者信心还有待于观察。日本银行的信贷投放，特别是给中小企业发放的信贷，增速在 2%左右，提高幅度并不明显。消费税是四月份

开征的，很多人在四月份以前提前消费提前开支。因此四月以前突然上升、四月以后突然下滑是正常的；但是从现在最新的数据依然看不出日本居民消费变得乐观。总体来说，目前还没有明显观察到企业和消费者两方对安倍的第三支箭有正面反应。

日本的企业、居民、政府都在收缩资产负债表。随着人口老化、家庭储蓄能力降低，家庭没有足够的财政余力扩大资产负债表。企业方面，日本的企业现金充足但不给股东分红；企业觉得经济前景不好，不愿意扩大资产负债表。日本政府一直在做财政刺激，但现在已接近山穷水尽，无法再继续。日本不得不慢慢收紧税收政策、增加税负来改善资产负债表。

日本财政政策和货币政策要为经济的调整护航。实体经济如果不经过痛苦的调整，很难恢复竞争能力。日本虽然有很多的行业如制药、自动化等处于全球领先地位，但也有很多行业逐渐被中国、韩国赶上。在供给方面、在制造业和实体经济方面，日本如果不做彻底改革的话，QE 等政策的效果可能不大。目前安倍的第三支箭"结构性改革"的方案没有得到财政政策的支持。这也是野村首席经济学家辜朝明一直以来的观点，即所谓的"资产负债表衰退"。虽然货币政策上日元贬值帮助日本出口企业，但面向本土市场的企业就受到影响，进口成本大幅提高。此外，日本出口企业普遍利用金融工具锁定汇率，实际中日元贬值受益有限。由于财政政策不能护航，日本的结构性改革、安倍的第三支箭可能前途未卜。

资产配置方面，目前我们对日本的投资采取选择性办法，投资与日元贬值有关的建设、出口、旅游等行业。旅游方面，近期中国赴日本客流量大幅提高 20-30%，特别马航失联事件后，去"新马泰"的游客减少，去日本、韩国、台湾的游客大幅度增加，因此我们认为投资与此相关的标的将会受益。

四、中国经济复苏经验和教训

大概两年前，我曾有一个观点“中国要准备过几年苦日子”，当时受到很多人的批评，认为我过于悲观。但现在看来中国实体经济确实是举步维艰。

结构性的问题依然存在，如地产泡沫、产能过剩、地方政府债务、影子银行等。《这次不一样》中总结，国际上大的经济周期、金融危机的平均调整时间为七年左右。如美国次贷危机爆发，从 2007 年到 2012 年差不多六、七年时间；香港的危机 1993 年到 2003 年，差不多七年时间。中国地产的调整时间需要不需要七年值得商榷，但我觉得一两年里面很难调整结束。不可否认，中国很多新兴行业在崛起，比如电子商务等，是不可忽视的的机会，有很多专家都对新兴行业进行投资。但是总得来看，个人认为实体经济需要经过一场比较彻底的调整。

我特别喜欢回顾 1998 年以后朱总理应对中国的产能过剩、地产泡沫的问题的方法，即“关停并转”。当年下岗的人数接近上亿，可能有七八千万的人口。那个时候中国还是“青年人”，出现一点经济危机，可能还能够忍受得了；现在中国有点像“中年人”，已经有了高血糖、高血脂、高血压这“三高”，这种情况下经济能不能经历这种剧烈的调整，人民愿不愿意接受，是我们面临的艰难的抉择。如果调整得太过剧烈，采用南欧国家大量休克式的试验的话，恐怕不现实；但如果用缓慢的方法，中医式的治疗，调整的时间会很长。个人认为需要调整多少，很大程度取决于人民的接受能力。人民如果不能接受，就没办法做剧烈的调整。类似于朱总理当年用到的一些办法现在还能不能用，还需要再思考。

从长期来看，三至五年调整后的中国市场，蕴含的机会非常之大。

我们跟财富管理的客户一直强调，因为经济不好就离开这个市场，是下策；上策是在调整过程当中寻找机会。

五、小结

我们回顾了英国、日本、美国、欧洲等国家和地区面对金融危机采用的不同的政策调整方法，以及今天出现的不同后果。英国、美国都是比较成功的案例，但欧洲和日本现在说成功还为时过早。它们的成功取决于在结构性调整方面的力度和强度，以及人民愿不愿意参与。这一系列的问题还有很多的变数。

展望未来，借用佛教的因果理论，今天发生的这些事情，是我们过去怎么做产生的一个后果；过去做的是因，今天发生的是果。如果要问明天会发生什么，只要看我们今天做了什么事、在做什么事，基本上就可以知道明天的情况会怎么样了。

六、问答环节

Q1：近期海外市场出现较为剧烈的波动与美、欧不同步的货币政策有比较大的关联。一方面美国退出 QE 是比较确定的；但另一方面欧洲的经济相对不明朗，欧洲央行进一步加大 QE 的力度，这当中可能会存在货币政策相互的博弈。这对全球未来各个资产表现会有怎样的影响？

A1：货币政策方面，国内看比较像博弈的过程，我则更喜欢视为“各顾各”的过程——“It’s my currency, but it’s your problem.” 货币政策首先要对本国经济复苏负责。尽管美国最近在 FOMC 纪要上流露出将加息推迟到明年 11 月的倾向，但美国已经开始关注经济的复苏。目前失业率已经降至 5.9%，经济的自然失业率可能就在 5.0-5.5%

左右。失业率再低，就可能会触发通胀。个人认为，美国首先会升息。欧洲和日本经济还没有看到复苏的曙光，货币政策收紧遥遥无期。在这种情况下，美国为了应对本国经济问题，愿意首先收紧，愿意让这些货币对美元贬值，美元上涨以抑制美国潜在资产价格的泡沫。在美国经济复苏的情况下，升息对美国的资产没有明显的负面影响。90年代后半期美国也曾在墨西哥金融危机以后率先提前升息，当时看三个月、六个月、十二个月内美国股市基本仍然上涨。欧元贬值对欧洲的出口企业有利好作用，但目前没有明显看到欧洲企业的利润有复苏的迹象。欧洲经济过于依赖出口，如德国对欧元区的出口、对中国大陆的出口等，构成了成长动力之一。在中国增速放缓、欧元区本身都想出口不想进口的大背景下，经济增长的动力、消费的动力都存疑。考虑到欧洲央行的货币政策还会继续宽松，猜测欧元可能还会持续下跌，从现在的 1.28 甚至跌到 1.20。

Q2：德国经济出现下滑的原因是什么？

A2：认同乌克兰问题是德国经济的负面因素之一，但认为不是影响整个德国经济的主要问题。近期德国数字较差可能是季节性因素。如美国最近有一个零售指数突然出现负增长，但后面的供应生产还可以。那个数字就像中国八月份的工业生产降至 6.9%，是单月情况不足以反映总体经济。经济上俄罗斯的制裁及对中国出口下降等因素不可避免地对德国经济造成了一些负面影响，但我们预期德国还有一些内需方面的刺激。如最近法兰克福、慕尼黑等地的地产价格已经开始回升。一战后德国一直严格控制通胀，德国地产价格上涨有限；同时，

德国租金政策也不利于业主。德国人民习惯于高储蓄、安居乐业，不愿意大量投资地产。最近欧元贬值后德国的房地产价格开始小幅上升，但并不明显，期望借此带动整个内需也很难。

德国国会对欧洲央行的 QE 政策有不同意见，特别对本国财政赤字维持了较强的纪律性。德国遵守加入欧元区时“结构性赤字低于 1%，经常性赤字低于 3%，债务占 GDP 比重不超过 60%”等约定，但其他国家正在慢慢地做不到。

德国的灵活性较差，不愿意放松财政政策来刺激经济、带动欧元区复苏，对德国后市判断需要看出口和内需的平衡。我们对德国经济不是很担心，只是觉得它增长有些乏力。这与德国潜在的经济结构相关。在日本、中国大陆的需求比较疲软，美国的资本开支虽有恢复但还未明显时，德国作为出口为主的经济体复苏比较缓慢。但我们也不认为德国经济会出现负增长。

第 64 辑

(2014.10.29)

诺亚财富的财富管理与资产管理实践

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

汪静波，诺亚财富创始人，董事局主席兼首席执行官。汪静波女士拥有超过 20 年金融与财富管理行业从业经验，1992 年进入金融行业，历任湘财证券资产管理总部总经理，湘财荷银基金管理公司副总经理，湘财证券私人金融总部总经理。2005 年 8 月，她带领创始团队组建诺亚财富。2010 年 11 月 10 日，诺亚财富在纽约证券交易所上市，上市代码 NOAH，成为中国第一家上市的独立财富管理机构。汪静波女士曾荣获“2013 新领军者 25 年|25 人”大奖，“2012 年度中国第三方理财领军人物”、“2011 年安永企业家奖”、“2011 年度商界木兰”、“2010 中国年度女性创业人物”等奖项。

今天主要基于十年来诺亚的财富管理和资产管理经营实践，谈一谈中国财富管理和资产管理的发展。

一、诺亚财富概况

诺亚是市场的幸运儿，从 2003 年开始，诺亚几乎全程参与了中国财富管理市场和资产管理市场的发展，今年已经是第 11 个年头。2003 年湘财证券的私人银行部（诺亚的前身）希望将证券公司客户

转化为财富管理客户，但在实践中遇到了巨大的困难，成立初期遭受到一定的挫折。主要原因是客户的特征存在差异，券商的客户更多喜欢自主投资。2005 年恰逢中国资本市场下行，创始人有机会独立创业，把部门买下来。独立后的第一件事情就是重新定位公司的目标客户群，新的目标客户定位是中国民营企业的中小企业主，这样的定位让诺亚见证了中国出口型外贸企业在出口衰退以后对于财富管理需求的迅猛增长。而诺亚的整个发展历程也是不断精确客户定位，不断放弃小客户的过程，现在诺亚 70%以上客户是企业主，客户的平均投资额为 150 万美金。

诺亚既是市场的推动者，也是市场的经历者。公司目前在中国的 57 个城市有 90 家分公司，拥有近 700 名专业理财师，资产配置规模超过了 1,500 亿，管理资产规模近 500 亿。2005 年公司从湘财证券独立时只有 900 名客户，2010 年在纽交所上市时客户数超过 1 万名，现在公司的注册客户达到 6 万名，且这 6 万名客户都有 100 万以上可投资资产。

二、对财富管理和资产管理行业的思考

中国的财富管理市场不断发展，海外资产配置需求不断上升。数据显示，中国 100 万以上高净值客户达到 84 万，其中三分之一已经配置了海外资产、三分之一准备配置海外资产。1 亿以上的超高净值客户中，56%已经配置了海外资产。此外，储蓄在个人资产的比例不断下降，这与发达国家越来越相似。

诺亚定位是服务全球华人的多元资产和财富管理专家。公司看好两大市场机会：第一，中国客户拥有财富的时间越来越长、规模越来越大，全球化配置的需求正呈现爆发式增长；第二，全球华人对于中国资产配置的需求非常旺盛。诺亚目前有四大业务板块。1、财富管

理；2、资产管理，管理资产近 500 亿元人民币；3、投资银行产品中心，负责筛选基础资产；4、互联网金融业务，包括白领私人银行业务、P2P 平台（作为理财客户融资对接）以及第三方支付平台。值得一提的是，公司建立了规模比较大的投资银行产品中心，诺亚认为在财富管理和资产管理发展过程中，有效锁定优质基础资产是非常重要的核心竞争力。

财富管理和资产管理的模式有很多，诺亚在行业内主要有以下优势。首先，诺亚是轻资产公司。其次，诺亚有端到端的品质保证，从产品设计、基础资产筛选到客户营销等全都在诺亚的体系内完成。再次，诺亚能够满足客户多元化的产品服务需求，不仅包括中国市场，也包括海外市场资产配置。目前诺亚客户的增长规模已经和中国主要商业银行的私人银行不相上下，工商银行、招商银行、中国银行的私人银行客户数与诺亚差不多，且诺亚的增长速度比银行快。

展望未来，诺亚希望在以下几个方面加强战略布局。其一，希望增加客户的综合性，除高净值客户外还要发展机构客户。公司近期推出新的品牌叫“诺得机构”来覆盖中国的机构客户。过去几年中国和美国的财富管理、资产管理业务差异比较大，美国主要以机构客户为主，中国则是高净值客户先发展。然而今年机构客户雨后春笋后般增长，不仅有国开行、保险公司、中投等，还有各类私募基金，将迅速发展出多元、多层级的机构客户的市场。公司去年开始开展机构客户业务，今年已经达到了 20%的规模。其二，财务管理业务客户下沉。过去客户 70%是中小企业主，但最近两年金领、白领阶层快速成长，我们也特别推出了白领的私人银行服务，这一发展趋势非常明显。其三，发展家庭办公室业务。中国虽然没有真正意义上的家族大公司，但几乎各种大型的民营企业都有自己的投资管理公司，其业务与家族办公室类似，但在过去发展的过程中也遭遇到很多瓶颈：一方面不够

专业，另一方面很难聘请到很好的基金经理。最近一年中，这些高净值客户通过 FoF 购入海外的资产，客户的需求也更加多元了，从理财到学习。目前中国已表现出家族第一代到第二代传承的迫切性。中国第一代民营企业家基本已经到了 55-65 岁，他们的小孩在海外读书成长，即将回来接班或构建自己的家族办公室。也是因为这种深层次的改变，家族客户的海外资产配置需求迅猛增长。

“歌斐资产”是诺亚的资产管理公司。资产管理行业主要的驱动因素包括三个方面，投资业绩占 30-49%、分销能力占 30-40%，余下的是竞争领域等因素。全球成功的资产管理公司发展的模式大约有几个类型：第一种是全球性的综合投资管理平台，如贝莱德等；第二种是保险机构的自有投资平台；第三种是独立的资产管理平台，可以有多元而相对独立的产品业务线条；第四种是多元精品店模式，如黑石。诺亚主要以另类资产配置为核心，把歌斐资产定位为多元精品店的另类资产投资公司。产品线包括 VC/PE 的 FoF、房地产 FoF，以及对冲基金和信贷类的业务。歌斐资产是 2009 年在诺亚上市之前成立的，目前年复合增长率约 200%，管理资产规模超过了 500 亿元人民币。目前歌斐资产形成了几个专业条线，一个是 PE/VC，一个是房地产，还有私募、对冲基金、阳光私募的母基金，以及全权委托似的家族财富管理。利用诺亚的优势，几乎所有资产类别都做到美元和人民币同步，极大地满足市场上客户的需求。

诺亚的核心价值在于满足不同客户金融需求。在多年发展过程，公司除了提供财富管理和资产管理业务外，也致力于满足客户其他金融需求，如保险。由于中国市场人口不断老龄化、医疗资源稀缺，诺亚把高端的全球医疗险作为最重要的一个发展方向，并得到了客户的认同。此外，尽管诺亚是第三方理财公司，但一直坚持建设自己的资产管理公司。如果完全采用精品超市的业务模式任由客户挑选产品，

风险相对较大。为此，诺亚一方面坚持风险控制，严格筛选产品；另一方面坚持对核心客户的选择，围绕客户需求为量身定制服务。在这一过程中，公司深感行业不成熟，不仅投资者需要被教育，资产管理人员也需要被教育。公司投资的一些资产管理人相对比较稚嫩，他们对自己的要求很多都是以人驱动的而不是流程驱动的，这将对未来资产管理发展带来很多瓶颈，也是公司致力于去改变的。

诺亚也在积极探索互联网金融方面的业务。过去诺亚坚持个性化的、点对点的发展方式，但只有高净值客户才适合这一模式，公司感受到了互联网的冲击。一方面公司加强 020 布局，强化线上和线下的转化、互动。经过半年探索，目前看有一定成果但不算满意，线下客户转化到线上的比例大概是 10%。另一方面，为了应对近年来中国白领、金领在财富管理上的需求，公司创建了面向白领的综合金融服务平台“员工宝”，以纯互联网形式，服务企业的员工、企业的核心管理层，目前这块业务增长非常快。第三，围绕公司客户的需求建立了“VIP lending”P2P 平台，专注于在诺亚买过理财产品的抵押融资，这块也有比较好的用户体验。第四，在互联网平台不断完善核心支付功能，这也是公司发展的方向之一。总之，我们要在发展中体会资产管理行业和财富管理行业的新需求。

三、问答环节

Q1：机构投资者的不断增长，这一趋势的背后有什么驱动因素？

A1：过去中国机构客户主要定义为银行、保险等，诺亚作为专注于民营企业财富管理业务的公司，很难与这些机构对接。近年来金融开放速度加快，证监会推出私募基金备案制，降低了行业门槛，这是机构投资者迅猛增长的最大动力。此外，各类上市公司、特别是民

营企业处于发展和转型中，机构理财需求大幅度增长，但他们的需求与个人投资的需求完全不同，围绕这些民营企业量身定制服务，也是公司思考和实践的方向。诺亚的核心还是利用现有的网点优势，在每个网点建立服务机构客户的分公司。此外，随着保险资金投资范围的放开，近期公司也在与保险公司合作。锁定市场上最优秀的基础资产，筛选核心的基金经理，筛选基金管理人员，具备了这些独特的优势，慢慢地就会得到机构投资者的认同。

Q2：以银行为主的私人银行业务未来发展前景如何？

A2：诺亚最初是从渠道、客户和私人银行业务起步，目前希望能有比较平衡的发展，从财富管理、私人银行到资产管理、投资银行业务都比较均衡。瑞士 UBS 的资产管理业务非常强，公司在中国有机会做成这样的公司。中国银行业的私人银行业务还是有非常大的优势的，他们拥有比较好的客户资源和数量众多的网点优势。相对来说，我们更加专注于四个方向和核心价值，而他们的业务焦点相对多一些。比如，银行的私人银行也有拉存款、信用卡办理的需求。此外，诺亚基本形成了自己的端到端的业务模式，有自己的产品筛选、产品设计、资产管理条线，可以直接面对客户，供应链相对较短。最后，诺亚的客户的体验与银行也是有一些的不同。

Q3：公司对移动互联网时代的财富管理有什么考虑和规划？

A3：互联网金融的关键还是要发挥自己的优势。我们定位服务机构客户的核心管理层，打造白领的私人银行，这是公司想要的方向。大数据方面，从公司的能力和过去的经历来看，公司数据量还是比较

小而精准的，很难完全做到和其他互联网公司那样的大数据挖掘。总之，公司的互联网金融业务围绕客户需求和公司可以延展的客户的需求的定位。

Q4：互联网金融的客户定位相对低端，而私人银行高净值客户会注重私密性或贴身服务。您觉得互联网金融的这种特性应如何与高净值客户群的需求结合起来？

A4：如果是 100 万美元以上可投资资产的客户，目前来看用纯线上的模式是非常困难的。他们的需求更多是全面资产配置，而非完全产品驱动的。诺亚对互联网金融的定位是 10 万-100 万的客户群，这部分客户有可能在线上提供服务。在互联网平台上，我们把客户群往下放了一些，但如果完全服务“屌丝”客户，对我们也是一种挑战，这并不是我们的强项。

Q5：如何评价信托等产品违约的可能及影响？

A5：今年违约问题比较明显，信托等产品频频传出问题。第一，加强投资者教育，投资者应开始理解风险收益没有那么高，刚性兑付可能会被打破，这是一个投资者教育的过程，教育会使财富管理的市场更健康。第二，作为从事财富管理的机构，要加强风险控制和同行业的理解深度，要重构风险控制的模型和体系，构建健康发展的核心竞争力。作为从事这个行业的机构，我们既有惶恐，又非常期待这个时代的到来。我们和政府平台公司合作较少，公司作为私人公司、上市公司，没有国资背景，与地方政府融资平台基本不太有业务往来。此外，这类业务政策性非常强，很难把握中央政府对此的看法。个人

认为，如果经济下行趋势很明显，政府平台的风险会降低，不会允许违约出现；如果经济可控，可能有些地方政府会面临比较大的压力。

Q6：新预算法生效后，地方政府融资结构将发生重大变化，大量地方政府债务的发行会对金融市场产生什么样的影响？

A6：这不是我的长项，但可以谈一下我看到的一些现象。过去地方政府融资平台公司有很多的银行贷款，但经过 3-5 年发展基本完全由影子银行业务替代，通过基金、信托、四大资管公司等融资的规模、速度都超出市场早期的预期。新预算法生效后，市场能否适应新的融资模式、改革的速度和时间、发债定价等都是令人担心的问题。

Q7：诺亚是通过什么样的方式来帮助客户来进行海外的投资？目前有没有海外的合作伙伴？

A7：2012 年公司在香港成立了全牌照子公司"诺亚香港"，能提供投资、保险、信托、托管等服务，现在管理的资产规模接近 10 亿美金。公司在香港主要业务方向是寻找国外的合作者构建 FoF 资产管理组合。其中包括美元的 PE/VC 基金有房地产、对冲基金等。公司和海外的一些机构有合作，如铁狮门、黑石等，这一过程中公司以学习海外的模式为主。

Q8：诺亚的线下分支机构在一、二、三线城市怎样布局和规划？不同城市的客户需求是否有明显的区别？

A8：诺亚已经完成了在全国一、二、三线城市的布局，在全国 57 个城市有分支机构，一、二线城市为主，三线城市主要覆盖了民营经济比较发达的、百强县排名靠前的地区。目前公司对分支机构的

扩张需求并不旺盛，未来重点在于分开现有分级机构的层次。例如，上海地区过去有一家旗舰总公司，现在成立了 10 家分公司。目前正处于从覆盖广度向覆盖深度转换的过程中，例如在三线城市我们只服务排名前十的民营企业家而非所有客户。

客户的行业背景、个人背景、现金流情况等导致不同城市的客户需求表现出明显的区别。一、二线城市如上海和北京，核心客户是金领、中小企业主；二、三线城市的客户一般拥有相对较大的民营企业，风险偏好更高，更喜欢私募股权类的投资。

Q9：诺亚的业务与家族财富办公室有什么区别？

A9：家族财富办公室的客户更加高端，可以说是超高净值的客户，一般都是拥有自己的企业和有家族传承需求的客群。公司与沃顿商学院合作，推出了关于家族财富的核心课程，家族的第一代、第二代甚至母亲、太太等一同学习什么叫家族精神，希望传承什么样的家族精神，家族的契约是什么，家族的会议怎么开，家族怎么选择投资理念等。他们把这些核心问题想清楚了，公司才能为其家族提供服务。实践中能够感到，大部分一线理财师是以产品驱动的，但随着业务深入，公司希望从客户需求驱动业务。但家庭办公室的特别个性化的需求对理财师的要求太高，目前的一线理财师很难做到；此外，对公司来说，过于个性化的诉求满足起来成本过高。目前公司的战略是，不服务于单一家族的家族办公室，而是将多个相对规模小一些的家族办公室客户合并，用同一个团队提供整体服务。

Q10：香港的方舟信托在诺亚的产品链条中处于什么样的位置，能够发挥哪些作用？

A10：在香港设立信托公司主要出于以下几个考虑。一是中国在海外的上市公司越来越多，管理层对香港信托结构、BVI 公司等的需求不断加大。二是家族办公室客户对家族财产信托传承有较大的需求。尽管资产管理类业务中投资信托的比例较低，只有个位数，但诺亚在中国很早就设立信托公司。然而内地的信托只是一个产品，不能作为工具或法律模式等。香港的信托法刚好重新修改，公司希望香港的信托公司能够在中国客户资产全球配置中发挥比较大的作用。

Q11：中国的高净值客户普遍对资产收益率有比较高的要求，在这些客户配置海外资产的过程中，如何引导他们接受海外市场比较合理的投资收益率水平？

A11：这个问题跟 2003 年诺亚的创始团队刚开始进入财富管理行业时面临的问题是非常相似的，那时候没人愿意相信中国的高净值客户除了股票之外、还有其他的需求。公司历史上第一个产品收益率4.2%且随国家利率浮动，当时很多人认为这种收益率客户不可能接受，但最终产品还是顺利发行了。经验表明，中国的高净值客户对于全球经济的理解程度其实非常高，适应速度也非常快。有时候刚性兑付不打破不见得是投资者驱动的，而是我们这些资产管理人员、我们的监管部门驱动的。因为监管害怕风险，不敢让客户承担风险，喂食了人们的贪婪和恐惧。中国的股票市场从六千点跌到一千多点，投资者承担了风险，没有发生多么大的社会问题。假如市场主体都非常理性，

我觉得监管层也可以感受到。财富管理已经成为中国客户的“刚需”，且需求越来越旺盛。首先，中国人喜欢理财，高净值的客户贷款也比较少，个人客户的负债率相对较低，且他们也在学习和进步。诺亚的客户并不是只喜欢购买固定收益产品，我们 PE/VC 的配置规模可能是最大的，大概有 300-400 亿规模的 5-10 年期不承诺收益的产品，很多客户有这个需求——这也是诺亚和其他私人银行的不同。银行的私人银行部门觉得很难理解，认为不会有这样的客户群，但这恰恰是为诺亚锁定了中国最核心的优质客户。其次，诺亚在海外资产布局中没有任何一个产品是承诺收益的，但是我们的客户仍然非常踊跃。另外，投资者教育的工作任重道远。这不仅涉及诺亚一家公司，还有监管部门、其他金融机构等，都应致力于帮助客户理解投资风险、立即风险收益对等。作为金融从业者，应抱着坚定的想法来推动行业的健康发展。而在这个过程中，优秀的公司也会脱颖而出。

Q12：诺亚的资产配置模式是主动还是被动为主？这种选择主要出于何种考虑？

A12：公司目前基本都是主动型配置策略。这种选择并非由于我们不看好被动策略，而是综合了公司拥有的资源、人才、历史沿革等因素共同决定的，与两种策略模式孰优孰劣无关。

Q13：诺亚的业务范围、地域范围布局已经比较广，集团层面如何控制和激励不同行业、不同分支机构？遇到哪些困难？如何化解这些困难？

A13：诺亚的财富管理业务相对比较成熟。资产管理层业务 2009 年才起步，目前很大的一个挑战是如何管理高速增长的业务。诺亚是一个比较偏业务型的公司，后台运营经过一段时间的建设目前已经相对成熟。2012 年诺亚邀请麦肯锡提供整体战略咨询和运营顾问服务，有很多收获。诺亚的创始人团队基本是创业型团队，相对比较"草根"，在大型机构运营方面的经验不足，因此希望借助外力帮助系统性成长。在 IT 建设和 IT 的战略方面，不仅邀请麦肯锡做顾问，还比较深入地开展了实施工作。在人力资源方面，邀请外部管理顾问公司构建激励机制、人才培养梯队制度及培训成长模式。上述总体都比较有成效。目前公司的重点是重建风控体系。市场不断发展变化，情况越来越复杂，我们希望推动行业健康发展，推动行业自律，担负起企业的社会责任。

Q14：人才的驱动是财富管理行业的核心。诺亚如何通过有效激励增加投资人员、客户经理对公司的黏性？

A14：增加公司的黏性是多维度的，除了激励机制外还有公司文化的建设。除了激励机制，公司的核心管理层还要认同公司愿景，要建立鼓励分享的文化。中国比较容易走极端，开始的时候很多金融机构都没有激励机制，后来一旦放开很多机构，如基金子公司等，激励机制又有一些太"过"了，出现核心管理层持股过高等情况。机制的建设需要逐步实践，推行激励机制的过程中要综合、科学地看待核心管理层对公司价值观、战略的匹配及拥有的能力。

第 65 辑

(2014.11.10)

全球经济展望与大类资产配置策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

沈建光先生，瑞穗证券亚洲公司董事总经理，首席经济学家。曾任欧洲央行资深经济学家，国际货币基金组织和芬兰央行经济学家，中国国际金融有限公司全球和中国经济学家，国际经合组织顾问和中国人民银行访问学者。沈建光先生本科就读复旦大学世界经济系，赫尔辛基大学经济学硕士和博士，美国麻省理工学院经济系博士后。

一、美国经济展望

美国经济企稳。全球经济目前处于“特殊状态”。次贷危机之后，全球的量化宽松在美国进行了三轮，在英国进行了两轮，欧元区已经变相地进行过一轮。近期，美国经济数据出现了一系列令人鼓舞的迹象：二季度修正 GDP 环比增长 4.6%，9 月份失业率下降至 5.9%等。面对这样的经济复苏局面，市场对未来做出了良性的预期，投资者甚至有观点认为此轮美国复苏正逐步达到“逃逸速度”。

美国经济结构调整并未取得实质进展。美国经济向好有其内在的原因：强劲的创新能力、页岩气革命、能源价格的下降、宽容的移民

政策、国内市场的制度安排等。但与此同时，我们也可以看到制造业反弹非常缓慢、外贸赤字有所降低，但仍没有改变逆差的格局。

具体来说，从就业来看，现在的美国各行业每周工资总额指数、金融业工资总额等水平比次贷危机后增加了 1.6 倍，金融领域的扩张显著，制造业工资总额指数到目前来看还没有回到 1999 年指数水平。所谓的美国制造业重新崛起、再制造业化，目前从数据上很难看到；能看到的情况是非常缓慢复苏的态势。建筑业经过很大的一轮下跌，现在比次贷危机前好 20%左右，而金融业好 60%，制造业还没有回到次贷危机前的水平。从美国的贸易逆差分析，美国贸易逆差总体改善，但如果去除石油和石油产品部分，基本相当于美国 2005 年贸易逆差最差的时候。目前美国经济复苏很大程度源自油气、页岩气革命，能源的变化是减少贸易逆差的主要原因，而不是在制造业。制造业的逆差，基本跟次贷危机前是一样的。

美国结构改革进展缓慢，仍然面临严重的结构性矛盾。整个美国的经济复苏核心建立在金融和建筑业（房地产）的复苏上，制造业没有多大的改进。美国经济当下的复苏可能更多是借助宽松的货币政策实现了较为有效的总需求管理：宽松的货币政策推高资产价格，高企的资产价格通过财富效应刺激了消费，金融部门也表现出异常繁荣的局面。这也是现在美联储还会坚持量化的一个重要原因。一旦货币政策继续宽松的过程终结，经济能否持续平均 3%的增长，美元大幅走强，美国制造业能否顶住压力，将是美国这一轮退出面临的重大考验。

总的来说我们可以推断，短期内美国经济无法进入下一轮的繁荣周期，但我们并不对美国长期前景感到悲观。实际上，美国仍然是当今世界上最强的经济体，拥有丰富的自然资源，良好的政治和法律制度，发达的金融市场，有弹性的劳动力市场和具有创新力的科技体系。就长期而言，只要美国能继续维持期高效率的市场环境，不断鼓励技

术和体制创新，美国可能仍将是发达经济体的领头羊。

二、欧元区经济展望

欧洲经济处于通缩的边缘。2014 年二季度，欧元区 CPI 仅 0.3%，整个欧元区经济环比增速为零。糟糕的经济数据固然受一些短期因素的影响，例如乌克兰的紧张局势和对俄国的制裁影响了欧元区与俄国的贸易和投资，但是 2014 年二季度已经是欧洲经济连续 2 个季度环比放缓，按可比价格计算上个季度欧元区经济的总体产出甚至还没有达到 2011 年一季度的水平。欧元区经济的整体停滞已经持续了三年半之久。从这个情况来看目前形式很严峻，对抗通缩成为欧央行当前的首要考虑。

德国经济遭遇重创。德国 8 月出口额萎缩 5.8%，创 2009 年 1 月以来最大跌幅。8 月季调后工业产出月率大幅下跌，为五年半最糟糕表现。越来越多的数据显示德国经济的黯淡景象，三季度德国经济增长堪忧。

欧元区结构性问题严重。首先，欧元区面临着日益严重的人口老化问题。其次，欧元区劳动力市场体制僵化，导致了失业率的高企和劳动力资源的闲置。第三，欧元区的高福利和高税收削弱了欧洲的竞争力。第四，欧洲许多国家庞大低效的公共部门影响了欧元区的劳动生产效率。

欧元区抗通缩的努力难度大。面对这种局面，欧元区准备通过“量化宽松”的货币政策来应对经济萧条。9 月 4 日欧央行货币政策会议决定，自 10 日起将所有利率全部降低 10 个几点，并从 10 月开始购买资产担保债券（ABS），欧央行抗通缩的努力更进一步。但欧元区货币政策的去向缺乏单一主权国家的共识，量化宽松最主要的反对声音来自德国。更主要的问题是欧洲政治倾向越来越极端化，今后的政

治格局可能会出现很大的变数。总体而言对欧洲经济非常不看好，资产配备当中，欧元资产面临欧元贬值的压力。

三、日本经济展望

日本经济遭遇挑战。日本经济上季度主要受加税的影响，今年第二季度 GDP 环比年率下滑了 7.1%，基本抵消了今年一季度的大幅上升，降幅创 2009 年第一季度以来的新高。日本经济非常脆弱，现在面临的考验是，下一次消费税又要加到 10%，2%的增加量是否能行。目前来看还不是很乐观，这也是为什么日本央行急不可待，在市场都没有预期的情况下又提高了量化宽松的程度。从这个角度来看，日本经济仍然面临很大的风险。能源价格高企是日本面临的最大问题。尽管日元贬值，但核电都处于关闭状态，日本要大量进口石油和天然气，造成贸易逆差居高不下。总的来看日本经济仍然没有企稳，日元贬值倾向还是明显。

四、新兴市场经济展望

新兴市场风光不再。2010 年之后至今，在发达国家普遍去杠杆的情况下，金砖国家开始失色，新兴市场国家由于经济自身的结构和不平衡问题以及外币需求大幅下降，经济不断减速，系统性风险上升。2013 年至今，主要新兴市场国家股票和货币汇率开始大幅下跌。

俄罗斯现在情况非常危险。俄货币大幅贬值，而且主要的出口产品（占 50%）如石油、天然气价格不断下跌。在政治和经济上都将更加远离西方，经济或再陷入衰退风险。其他国家，如巴西、南非等，也面临很大的动荡，普遍受到通胀的困扰。印度新的领导人上任后推行新的改革政策，但改革的过程操做起来也面临很大挑战。整个发展中国家，现在仍处于美国量化宽松大规模的刺激后的比较大的不确定期，未来对资本流通、对汇率的负面贬值冲击等都会体现出来。

五、中国经济展望

尽管从广义来看国内有很多问题和挑战，但从全球看相对而言中国经济仍是最好的。发达国家的龙头是美国，发展中国家的龙头就是中国。中美成为全球经济的主要的增长引擎，中国作用比美国还要更大。从全球需求的扩张来看，中国边际需求超过美国。中国现在所有的一举一动，如原材料的需求一下来，马上大宗商品就有很大的冲击，再加上美元走强，大宗商品面临很大挑战。日前习主席在 APEC 上讲，中国现在 7-7.5%的增长相对较好，明年 7%的增长目标基本确定。从领导人的角度来看，7%左右的增长情况下就业平稳、个人收入增加，也没有看到很大的风险。现在主要的关注点是如何防范金融动荡和房地产危机。

虽然对增长下滑的容忍度增强了，但今年进行了两次政策放松的转折点也是非常及时的。在 5 月经济下滑的时候进行了定向放松，二季度以来财政上增加刺激力度，使经济下滑速度放慢。三季度央行货币政策报告显示，9 月份以来已经投放 7600 亿人民币用于 MLF（中期贷款便利计划），阻止房地产萎缩、过剩产能、融资难融资贵的问题出现。10 月份房地产销售出现明显环比反弹，可以说已经看见效果。

在这种情况下，货币政策该怎么走呢？我们认为货币政策即使在 9 月份放松之后，未来还可能是放松，最起码是中性。今年中国经济最大的变化是，年初央行将通胀放在主要位置上，对影子银行的发展非常担心，所以上半年对影子银行打击非常严厉；经济出现下滑的时候，开始放松表内的信贷，5 月份开始定向放松，9 月份又进行第二轮放松，现在货币政策是逐步放宽的过程。货币的放松也是 A 股表现比较好的重要原因。A 股从基本面来看盈利都在下滑，但货币政策

在不断放松，如 MLF、短期银行间市场利率较大下滑等。

货币政策传导机制是一个很重要问题。国企、地方融资平台等预算软约束主题的存在使传导机制不是十分有效，这也是央行放弃常规手段而用定向措施的原因。中国的流动性宽松表现在股市上，这种情况还会持续。从央行三个季度的货币政策报告看，每个季度都在担心经济下滑，而对通胀并不是特别担心。在这种情况下，央行一种可能是会加大对 MLF 这种新工具的使用，另一种可能是考虑适当的降准、降息。这两个都是可行的办法。

六、总结

从全球形势来看，看好中美的增长，而其他国家明年将会面临比较大的挑战。尽管中国的经济增速明年也会有所下滑，但中国在财政体制改革、国企改革之后应该会有很大变化，对经济增长今后的潜力会有很大作用。但明年中国经济还是面临很大的挑战。预计美国明年相对其他国家表现较好。毕竟美国经济主要受消费拉动，财富效应有滞后性，反映在明年经济增速应该还可以；美国的制造业在强劲美元的形式下，可能会受到欧洲和日本同类型企业的竞争的打击。但也很难说美国不会出现反复。从资产配置来看，目前看不到大宗商品反弹的格局。相对而言，最好的资产还是在中国和美国。特别是 A 股表现乐观，资金流动性好。

七、问答环节

Q1：美联储的资产负债表从次贷危机以来扩张了 4.5 倍，但欧央行在经济处于衰退边缘的背景下资产负债表反而较前期有所缩减。展望未来，欧洲央行资产负债表是否仍有较大的扩张空间？

A1：欧央行行长德拉吉已经在记者招待会上暗示，希望资产负债表从 2 万亿欧元回归到 3 万亿欧元左右的水平，这意味着资产负债表有 50%的扩充空间。目前欧元区已经做好准备。过去欧元区经济一直是德国主导，近期随着德国经济衰退，整个欧元区也在通缩的边缘，这令欧央行有了更多的自主权。现在来看，欧央行从 2 万亿扩大到 3 万亿左右的水平意味着欧元区还是有巨大的量化宽松空间。

Q2：未来面对强势美元，人民币汇率应如何应对？

A2：人民币对美元相对保持稳定，从年初至今还是升值的；人民币对所有的货币基本都在升值。现在国内有很多呼声说人民币应该贬值帮助出口，但这个空间其实不大。从宏观出口数据来看，近几个月中国出口一直表现不错，贸易顺差很高，在这种情况下政府要使人民币贬值是比较困难的。中国出口在发达国家市场保持稳定，发展中国家市场上大幅上升。人民币的强势还会持续，贬值困难，这两年汇率区间在 6-6.3 间波动，短期内接近 6.1 的水平。此外，中国的资本市场也比较有吸引力，利率较高、有利差存在，看不到有贬值空间。

Q3：上周五美国新增非农就业人口低于预期，工资时薪环比、同比均落后于预期，美联储暂时有理由将加息推后。预计美联储明年什么时候加息？对欧洲央行和日本央行扩容资产负债表，美国有多大容忍度？

A3：美国的经济恢复并不是很强劲，有很多弱点。新增非农就业人口数没有预期那么好，而且在具体的构成中，制造业只增加了 15000 个左右，主要还是零售行业、服务业等与消费有关的行业增加

最多，制造业还是比较弱的增长，且工资上升也很弱。所以整个美国的情况，主要以财富效应拉动消费增长，就业情况都与服务员相关的低工资的岗位有关。

这种情况下，美联储明年上半年加息可能性很小。欧元区在通缩，日本通胀水平也在下降，在这种背景下他们的央行进行量化宽松。美联储也没有多大的能力阻止他们抗通缩，美国能做的就是推迟加息。如果欧洲和日本量化宽松的情况下美联储再加息，那美元会非常强劲，这种情况是美联储要防止出现的。目前我的判断是美联储最快明年年底、甚至 2016 年加息都有可能.

Q4：新预算法的出台将如何改变中国政府的行为？对明年经济有何影响？

A4：预算法修正案的出台将对整个投资产生负面影响。第一，地方政府很难通过再担保借贷，以后的融资渠道主要通过省级政府发债再分配给地方政府，导致资金来源下降，明年地方政府固定资产投资会面临一定压力。

第二，预算法修正案鼓励 PPP 模式的公共和私人合作投资，对投资回报的要求提高，从长期来看减少很多效益较低的项目，短期内使不具备盈利能力的项目停止，对短期投资有比较负面的影响。

Q5：对明年国有企业改革有什么样的预期与建议？

A5：国有企业改革难度很高，牵扯到众多的国有企业，涉及到的行业对信贷、税收、国民经济都有很大影响；此外，国企管理体系的整合、薪酬体制改革、人员任命等问题都很复杂且牵扯众多。这也

是国企改革方案推迟到明年的原因。国企改革对整个国民经济效益的提高会有很大的红利释放，但短期内有一定阵痛，包括对产能过剩行业国企的处理、治理结构的变化等。但目前来看这个问题还有很大的不确定性。

第 66 辑

(2014.11.14)

美联储银行压力测试：过去、现在和未来

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

杨一民博士，浦翰咨询公司（Protiviti Inc）信用风险、市场风险和资本管理总监。杨一民博士是拥有信用风险与市场风险管理经验的专家，他曾为美国两家排名前十的银行 PNC 和 SunTrust 建立并领导了信用风险和市场风险分析部门，服务的对象涵盖了半数以上的五百强，包括美国主要的银行、金融投资和保险公司。浦翰的前身是安达信，现在是美国第六大金融风险咨询公司。杨一民博士毕业于北京大学，拥有芝加哥大学博士学位，卡内基梅隆大学的计算机网络硕士和中国科学院数学研究所的硕士学位。杨一民曾任教于明尼苏达大学并受邀担任过多个大学的金融工程专业顾问。

声明：所讲内容主要是分享本人过去十几年工作经验，仅代表个人观点，与所在公司无关，未经授权不得转载。

一、美联储银行压力测试基本概念

（一）CCAR 的含义

美联储银行压力测试（CCAR，Comprehensive Capital Analysis and

Review），包括两重含义：第一，银行做基本分析；第二，政府（美联储）审阅。

（二）CCAR 的目的

CCAR 与巴塞尔协议目的相似，但是手法不同。它是一个资本规划过程，规划的目的是保证大银行在各种各样经济和金融压力之下仍有足够的资本保持正常运作。CCAR 是一种“forward-looking”的资本规划，即面向将来而非现在或过去。以前的分析主要使用历史数据，但因为不能保证历史会重复，将来可能会出现很大的差别，所以特别强调 forward -looking。

（三）CCAR 的参与对象

参与者并没有明确标准，资产超过 500 亿美元以上的主要金融机构都有可能进入 CCAR 体系，最初是 19 个，截至 2013 年 30 个，2014 年是 31 个，未来的趋势是数量会持续增长，相当多的大银行和其他金融机构都会被覆盖。

（四）CCAR 的做法

每年 11 月 15 日左右，美联储会公布年度压力测试的 scenarios，一般会给出三个假设，同时银行还需要有其他具体假设，然后做出 9 个季度的预测。大银行需要于 12 月 31 日（本轮是在 2015 年 1 月 5 日）之前完成并且将结果报送美联储。这个过程一般是每年一次，但是很多大银行已经变为每季度一次。每季度做一次压力测试，一方面可以使自身更好地掌握风险，另一方面也便于解释变化，因为今年与去年相比可能发生很大的变化，而逐季作比较更容易发现差别所在。大银行季度和年度压力测试的复杂程度有差别，因为季度报告不用上交至美联储。

二、CCAR 综叙

主要从两个不同角度来看：第一，政府角度，即为什么要做这压力测试；第二，银行角度，即对银行有何影响。

（一）政府角度

美国并不热衷于巴塞尔等风险管理办法，而是寻找自身认为有效的工具来监管风险，例如欧洲保险公司已经实施 Solvency II 而美国则步伐相对缓慢。美联储发现压力测试是非常有效的工具，因此将其作为最主要的监管手段，并将意图监管的所有内容都纳入其中。美联储制定了很多较高的标准，并且不断演化，从最开始的 SCAP 到 CCAR，意图监管的任何内容都可以囊括进去。监管机构依靠压力测试来监管银行风险，尤其是系统风险，美联储最担心的是系统性金融危机的发生，CCAR 使用同样的情景，银行按给定的同样的情景假设来做，更具有可比性，便于监测同样情形之下整个金融市场、金融行业的风险，因此美联储将压力测试作为最主要的监管系统风险的工具。个人认为巴塞尔协议将来在美国可能也不会太受重视，压力测试有替代巴塞尔协议的趋势，但巴塞尔协议仍然会存在。

（二）银行角度

对银行来说，主要问题有：第一，其涉及的范围太大，银行管理层和董事会都深涉其中，银行工作量很大。第二，技术上的难题导致做压力测试的难度较大。很多情况下难以找到满意的数据，还有计量模型上、数学上、学术上的挑战，即便最简单的“向美联储报告”做起来也很困难。CCAR 本身是体现于资产报表，而将每一项放入资产报表并不容易，因此报告本身就比较繁琐。第三，CCAR 还涉及到风险管理方面的内容（如内部如何管理、控制、监管风险），这些流程则更加复杂，所以对银行来讲压力测试是一个非常大的工程，花费巨大。一般来说，大银行专门做 CCAR 就有几十人，开支很大，所以银行往往将其作为企业风险管理，而不仅仅是金融风险管理、市场风

险或运营风险，在整个企业风险管理框架下做 CCAR。

（三）未来的发展趋势

CCAR 在不断地发展中，未来趋势是除了大银行，中、小型银行也开始将压力测试或 CCAR 核心内容作为监管手段。CCAR 主要是针对资产在 500 亿美元以上的银行，美国 Dodd-Frank 金融改革法案将压力测试推广至资产在 100-500 亿美元的银行，小银行也开始进行压力测试，但其复杂程度、详细程度和标准与大银行不尽相同。

三、压力测试的演变过程

（一）Fed guidance on Capital Adequacy for large banks（1999）

压力测试概念并不新颖，1999 年开始，Fed 已经出台过大银行的资本适足性相关政策，曾提到过类似压力测试的方案。当时并不强制执行，只是一个初步的想法而并没有将其作为主要监管手段。开始重视压力测试是因为巴塞尔协议，特别是是巴塞尔协议II以后的协议。当时美联储对巴塞尔协议II的强制规定是原则上前十名的银行才会遵守巴塞尔协议II，第十一名至二十名在名义上是自愿，实际也要遵守巴塞尔协议II的规定，其强度不及欧洲。

（二）BaselII ICAAP（ Internal Capital Adequacy Assessment Process）（2008）

ICAAP 是对资本适足性进行评估的过程，范围比较大，其中也包括压力测试的内容。很多大银行做压力测试是从 ICAAP 开始。在还未发生金融危机时，ICAAP 做法比较简单，不如现在系统化。具体做法是自己假设一些情景，自主辨别需要做压力测试的资产，然后解释结果。相对比较自由，只是作为资产管理的一种手段，可以选择性的做，没有严格规定。

（三）SCAP（ Supervisory Capital Assessment Program）（2009）

美国监管机构真正开始引进压力测试源于金融危机。2008 年金融危机爆发时，美国最大的担心是部分银行资本不足。为监测银行资本适足性，了解美国最主要的 19 家银行的资本情况和风险忍受程度，当时由美国财政部（US Treasury）主导 SCAP，在监管机构指导下，银行对自身资本适足性进行评估。SCAP 可以看作是现在 CCAR 的真正起源。

（四）Stress Test，Fed CCAR（2010）

从 2010 年开始，监管权从财政部转移到美联储手中，毕竟财政部不是监管银行运作的机构。美联储将其改名为 CCAR。在 2010 年时欧洲开始实行压力测试，第一次就有 90 家银行参与。欧洲从技术上和美国差别不大，但结果很好。事后在处理各种问题时，个人不太相信欧洲的结果，虽然在技术细节等各方面的确相差不大，但压力测试并没有意识到欧洲后来出现的问题。

（五）CCAR/ CapPR （Capital Plan Review）（2011）

美联储 2010 年也做过 CCAR，但没有公布美国银行压力测试的结果，因此外界认识到真正的 CCAR 是从 2011 年开始。2011 年压力测试发生变化，增加了 capital plan，即将来的资本运作计划，由此预测将来资本的短缺等问题。压力测试与银行未来运作计划结合起来，对银行影响非常大，如对其自身运作、银行管理层、董事会等都产生影响，一旦出现问题后果严重。美联储很看重资本运作计划，若计划与结果不符，银行未来资本运作会受到很大的限制。

（六）DFAST （Dodd Frank Act）（2013）

CCAR 发展到 DFAST 即 Dodd-Frank Act 变为相当广泛的压力测试工具，100 亿-500 亿美元资产的银行都要开始做压力测试，即使具体的手法和具体要求上会有差别，趋势是越来越往下推进。甚至资产不到 100 亿的银行，如六七十亿的也会开始为压力测试做准备，因此

在实践中，系统数据分析技能都要朝这方面规划。

（七）现在参与对象

今年有 31 家银行参与，基本上分成六类。主要是大型银行控股公司、商业银行，投资银行已经不多，还包括 custody（专注做托管，而不注重放贷款），专业银行（如做信用卡的 American Express 灯），外资银行等。压力测试的内容不完全一致，是否要求资本运作计划等，都会有所区别和侧重。

图表 1 目前参与 CCAR 的银行列表

• Large Bank Holding Companies (6) o *Bank of America* o *Citigroup* o *Goldman Sachs* o *JP Morgan* o *Morgan Stanley* o *Wells Fargo*	• Commercial CCAR (8) o *BB&T* o *Capital One* o *Fifth Third* o *KeyCorp* o *PNC* o *Regions* o *SunTrust* o *US Bancorp*
• Custody(3) o *BNY Mellon* o *Northern Trust* o *State Street*	• Commercial CapPR (4) o *Comerica* o *Huntington Bancshare* o *M&T Bank* o *Zion's Bancorp*
• Specialty (3) o *Ally* o *American Express* o *Discover Financial*	• Foreign-owned US BHCs (7) o *BMO Financial* o *BBVA Compass* o *HSBC North America* o *RBS Citizens* o *Santander Holdings USA* o *MUFG Americas* o *Deutsche Bank Trust Corporation*

四、CCAR 主要内容

CCAR 的内容很详细，其中每一项都包括很多具体内容。CCAR 主要内容包括两个方面：

（一）资本计划

资本计划包罗万象，包括政策、将来经营内容变化、风险、损失、预期等。支撑计划的模型和计算细节也很多，做起来很繁琐。

（二）财务报告及相关文件

报告是有固定形式的，其中涉及资产报表，细分有几千项，每一项与压力测试的结果相联系。压力测试的核心是预测未来的资产报表，即在不同压力情形下资产报表会如何变化。一般需要详细预计，将资产报表每一项与压力测试相连并不容易，银行难以将其自动化，所以执行起来会很复杂。

2015 年 1 月 5 日左右需要向美联储提交这两份报告。不包括有关数据和分析，报告大概在 500-1000 页之间，从 11 月 15 日至 12 月底一个月半时间要全部完成，且提交政府前需要多次审阅，工程浩大。

五、CCAR 的主要工作

（一）美联储三个情景假设

美联储提供三个 scenarios，通过常见经济指标来定义，如 GDP、失业率、房价、利率、股市等。美联储统一提供三种情景：基线、比较不利和很不利；同时还要求银行根据自身情况至少设计三个类似的情况，具体数量由银行自行决定，所以大银行至少有六个情形。

（二）损失估计

损失估计作为审慎工具，可以粗略分为三类：

1、信用风险相关：即信贷，包括商业、个人、一般信贷。美国大银行主要是商业银行，其资产很大部分是信贷，所以存在巨大信用风险。要在给定情况下估计损失，然后决定损失准备金的规模。

2、市场风险相关：第一，投资方面的风险；第二，资产报表中的风险：银行产品与利率相关，利率风险是最大的风险，利率变化会导致财务报表变化；第三，银行部分资产按照市场公平价格定价，其压力测试与市场风险有关。

3、运营风险相关：难以细分，做得相对较简单。

（三）收益估计

银行未来收益的估计比较困难，因为银行很多资产与利率相关，在 Fed 几个情形之下估计收益率，所使用的几年之后客户存款规模等都只能是假设性的，当然也会运用模型来预测，但趋势是不会做得像损失估计那样详细，相对容易一些。

（四）资产负债表和风险资产

银行资本与风险资产有关，有的资产没有风险（如现金、国债等），而有些则有风险。每一种资产有不同的风险程度，风险权是 0-100%，加权之后的资产叫风险资产，直接与资本相连，因此也要做预测和计算。经过系统的计算才能预测有风险的资产数量。

（五）监管资本测算

资本有多种概念：第一种，风险资本或称经济资本，是银行需要的、与风险相连的资本。第二种，银行手中持有的资本，可能高于或低于第一种类型资本。第三，政府要求持有的资本（监管资本，Regulatory Capital），不一定是对的资本，但是是最重要的资本，因为其涉及银行能否继续经营的问题。

（六）模型风险管理

模型本身就是有风险的，是对现实的模拟，在某种假设情况下才具有可比性。政府从金融危机中吸取教训，对模型风险管理非常重视。在金融危机中，某些模型出了状况变为替罪羊，监管机构归咎于模型管理不利，至少模型在很多情况下是不能滥用的。模型风险管理其实较为容易，模型已经写好，只需要确认和验证，这与真正设计建造模型不同，认证是对已有的东西进行评估，当然也需要很多知识和量化技能。模型风险管理是政府监管的重点，同时也是市场亮点，定量分析师和咨询公司成为最热门方向。

六、CCAR 主要流程

CCAR 流程需要做大量计算，流程相当复杂。

（一）辨别风险和查找数据

风险评估第一条是找数据，即量化过程。有没有数据、数据在哪找、数据是否可靠，对计算和估计影响极大。对银行等金融机构来说开支很大，有些银行需要要重新建立数据系统。

（二）情景假设（stress scenarios）

情景假设包括美联储给定的情景和银行自己设计的情景。同时所有模型都有很多假设，需要花大量时间去推敲设计，有些假设很重要，影响较大。推敲为什么会有这些假设需要丰富的经验。

（三）建模和分析

有了数据和假设，真正的计算靠各种模型来实现。模型有多种分类，每一类都有很多模型，例如对应不同贷款模型会不一样，同一类贷款假如风险性质等不同模型也会不同，结果千差万别，因为模型的种类、方法五花八门。现在咨询公司的对象都是具有压力测试业务的银行。

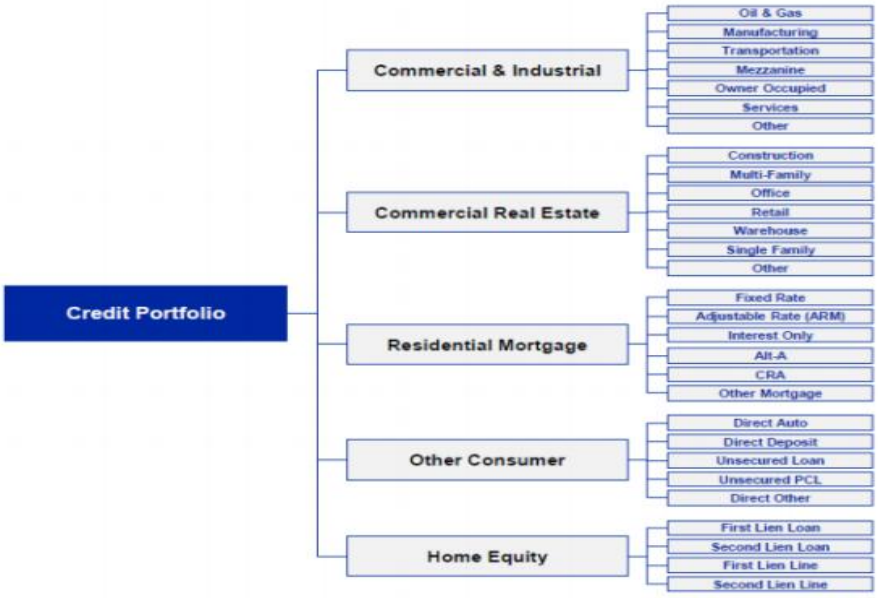
（四）完成报告

压力测试最后一步是就是完成报告向政府提交，这也是银行最高层会非常看重的环节。银行将相关数据递交美联储，但并不能作为最终结论，美联储会用自己的模型来计算和预测，结果可能和银行不同。

（五）简单示例

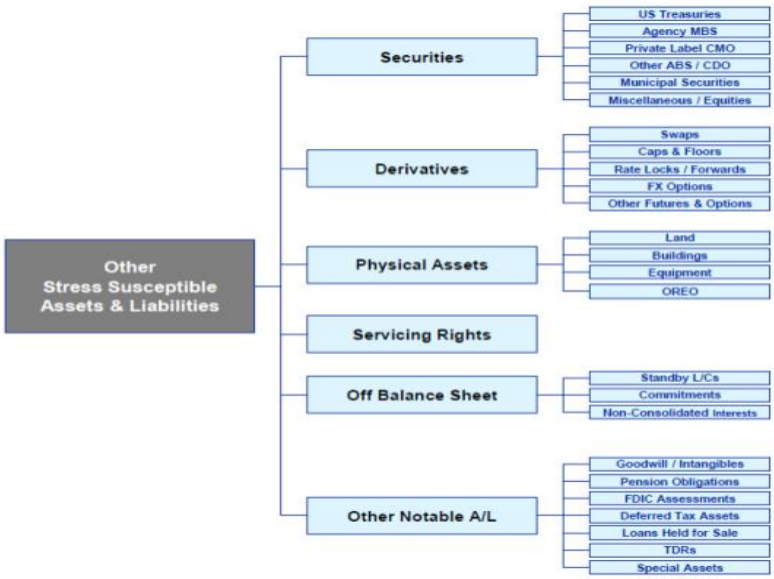
例一，CCAR 信用损失建模示例。将贷款按不同种类划分，每种贷款下面分多个子项目，每一项需要做若干个模型，越来越详细。

图表 2 CCAR 信用损失建模示例



例二，CCAR 资产报表建模示例。资产报表建模详细程度主要看是否数据，没有数据只能较为粗糙，有数据则相对详细。但做得过于详细也不一定好，因为把每一项都预测准确很难，反而综合来做效果更好。有的银行尽量尝试每一项都用最好办法去做，加总起来方向或 结果却不对。但总体趋势还是越来越细化。

图表 3 CCAR 资产报表建模示例



七、CCAR 建模的主要挑战

（一）模型与经济指标联系问题

大银行日常使用的模型在 1000 个左右，中等银行在 100-1000 个。CCAR 跟平时使用的模型的区别是，日常使用的模型不会跟 GDP、失业率等联系在一起，而 CCAR 预测风险必须将所有模型与风险，即给定的经济指标联系在一起，所以原来很多模型不能用，需要重新建模。但即便重新建模也未必可以使损失直接跟这些给定的指标联系在一起，因为它们之间可能相关性非常小。当损失与给定的经济指标联系很小或根本没有联系时，对模型的挑战很大。

（二）数据问题，尤其是风险损失的历史数据

即便测算内容与给定的经济指标有联系，也要通过数据证明。要有足够的数据才能进行测算，数据糟糕的情况下联系可能是反的。

（三）数据处理技术

数据需要用一定数学或统计学上的办法处理，采用何种技术去处理的问题非常复杂。各家的模型都不同，技术上难度较高，因此不可能得出完美的结果。

（四）假设条件

很多时候要凭经验作出假设，假设条件非常重要，例如模型在什么情况下可以运作、什么样的情况运作比较好等对测算影响很大。

（五）执行及模型验证

有些结果很难验证，例如极端情况下损失有多大，由于没有遭受过极端情况，破产情况下的数据根本不可能存在，挑战很多。

八、CCAR 历届的结果

（一）2009 年（SCAP）

第一次 SCAP 有 19 家银行参加，目的是了解银行在压力之下还

需要多少资本，由财政部主导 7000 亿美元如何分配。监管机构通过压力测试了解银行资本缺口大小，其中 10 家有缺口，9 家没有，Bank of America 接受的援助资金最多，GMAC（通用汽车公司旗下的金融公司）也较多，其他有些银行也拿到一些。

（二）2010 年

第二次，银行做了压力测试后美联储没有公布结果，因为如果公布结果，经营差的银行在经济糟糕的情况下面临巨大的市场压力。事后有三家银行宣布分红利，推测其结果比较好，暂时无压力，而其他很多银行未允许派发红利。

（三）2011 年

2011 年十几家做了 CCAR，第一次有四家没有通过，对市场震动很大，包括 Citigroup、SunTrust、Ally、MetLife。Citigroup 未通过在意料之中，SunTrust 有些意外，Ally 是通用下属金融公司改为银行，因为原来不是银行所以监管情况较为糟糕，未通过也在市场预料之中。MetLife 是保险公司，因为收购一家小银行而被划为银行。保险公司本身不愿做压力测试，因为压力测试是测试将来的东西，而人寿保险期限达几十年，时间非常长，不确定性和风险太大，公司压力测试结果必然不好。现在情况有所不同，几家保险公司从 2013 年到 2014 年大量雇人重新来做，按照原来的杠杆其资产负债的压力太大，很多都不能通过压力测试。

资本计划非常重要，一旦银行资本计划没有被 Fed 接受将是非常严重的问题，其后 5 年的资本运作可能会存在问题，银行将来什么时候回购股票、发放多少宏利、高层奖金多少等都要受到严格限制。

（四）2012 年

2012 年有 18 家银行参与，其中 2 家没有通过，另外有两家虽然通过，但手续不健全需要补充。未通过的两家是 Ally 和 BB&T。

（五）2013 年

2013 年 CCAR 扩展到 30 家，5 家未通过，其中 3 家是外国银行在美国的分行，分别是汇丰北美、RBS Citizens（皇家苏格兰银行在波士顿购买的一家银行）和 Santander Holdings USA（西班牙银行购买的一家美国银行）；还有两家美国银行即 Citigroup 和 Zions Bancorporation。

（六）2014 年

最近一次测试 2014 年的情况，2015 年 1 月提交。CCAR 这几天开始，一个多月的时间必须准备好所有项目，也是银行最忙的时候

九、CCAR 往后趋势

（一）监管角度

CCAR 往后主要有三个变化：第一，DFAST 法案扩张压力测试的范围。第二，压力测试内容将增加，如流动风险和其他风险都被包括。第三，可能覆盖保险公司，严格来说保险公司由州而不是美联储监管，并不是在统一监管下，因此没有统一的标准。目前美联储只是监管比较大的保险公司，如 IMG，MetLife 等因规模大而不可避免。欧洲保险公司接受类似巴塞尔的监管协议 Solvency II，实际压力测试做的很多。相信美国保险公司也会逐渐被压力测试包括进来。第四，巴塞尔协议逐渐被压力测试替代，压力测试的深度广度与巴塞尔不一样，特别是由于政府以此作为衡量标准，银行会更加重视。

（二）银行角度

压力测试对银行的挑战主要在资源方面：数据、工具等，尤其是人力资源。风险管理有市场但缺乏有经验的人员。CCAR 逐渐会变为银行日常管理的一部分，会为银行决策所用。CCAR 把银行所有内容重新梳理了一遍，已经渗透到到产品开发、市场、决策等多个层面，

并且人力成本很高，因此会开发不同用途，这也是政府所希望的。

十、问答环节

Q1：压力测试在美国适用范围比较广泛，甚至有取代巴塞尔协议的趋势。巴塞尔是一个比较全面的监管框架，不限于资本，还有信息披露等要求。通过您的介绍，压力测试是风险通过资本方式支持，您认为巴塞尔和压力测试优缺点主要有哪些？

A1:巴塞尔协议是一个很全面的监管框架，不会完全被替代。而且巴塞尔有一个功能是统一全世界的标准，更具有可比性，而压力测试不同国家标准不同，难以比较。美国也正在贯彻巴塞尔协议。巴塞尔中有一条规定是标准可以由各国自己制定，所以一般认为在美国巴塞尔还会继续进行下去，大银行也会继续做，但美国标准跟他国会有些距离。所以从这个角度来讲，巴塞尔是不可能被代替。

但从银行角度，不愿意分两套班子分别做压力测试和巴塞尔，而是希望这两个系统思想和手法等都差不多。巴塞尔很多东西慢慢被压力测试替代，所谓替代是指银行做压力测试的风险模型部分可以直接应用到巴塞尔协议中，现在很多银行恰恰相反，直接从巴塞尔中拿来用于压力测试。现在这两者是互补，并没有完全替换，只是银行重视程度不一样。巴塞尔协议不会规定银行每年要做什么、不通过有什么后果，没有验收过程，对银行只是名誉影响的问题而不是实质问题。银行压力测试实质影响巨大，一旦出现问题，内部做压力测试的人员全部更换掉，甚至包括高层管理人员。银行认为相对而言压力测试更

重要。趋势是两者将流动性风险等都加进去，越来越相似，银行将其作为同一件事来做，只是需要稍微扩展一下。

Q2：美联储测试结果在某些特殊年份里可能采用不完全公开的方式，避免对银行冲击和挤兑。欧洲压力测试结果虽然每次公布，但市场对其信用度偏低。在最终结果公布上，监管机构到底应该掌握什么原则，一方面可以比较好地警示银行加快改进，另一方面又要防止引发金融市场动荡？

A2：欧洲没有像美联储这样的统一的机构，真正对银行拥有很大的权利。原则上欧洲是由统一机构监管，但是受各国影响很大，如结果、方法等都会受到本国的影响，所以可比性会存在问题。而美联储从政府角度将压力测试作为核心的监管工具，将联储所有意图都通过压力测试来向银行传达。欧洲还没有达到这样的程度，政府只是做出一个结果，但并没有想要通过这个结果达到一定目的。美联储则不同，它认为压力测试结果代表其监管办法和监管成果，所以是否满意后果很严重。从这个角度，美联储可以选择不公布结果，因为结果不理想对市场影响较大。金融危机期间银行接受美联储政府的救助并不是出于自愿，而是因为美联储会试图说服银行接受，毕竟对银行来说是否接受救助等于告诉市场自身经营状况是否良好。由于压力测试结果涉及太多内容，一般人不会关注具体某家银行哪一方面出现问题，只关心最后结果，所以这对银行影响很大。美联储现在也只宣布结果，即是否接受 plan 而不宣布银行具体哪方面出现问题。

Q3：今天的内容侧重信用风险和模型假设，请问市场风险和营运风险在流程中如何体现？

A3：市场风险当然也很重要，与信用风险不同的一点是一个市场定价工具已经大量存在且比较成熟，缺乏的只是将其整合起来的 portfolio 层面上。常见度量办法是计算 VAR，而适足性相对来说没有太大要求。市场上很早就有计算 VAR 的工具，通过一些系统就可以将其综合起来，从这个角度来讲不需要再去另外做很多模型，因为市场本身已经与经济数据联系在一起。而信用风险与经济数据原本没有什么关系，一定要将其连在一起则工作量很大。

一类市场风险主要通过 VAR，SVAR 常见模型来表达损失，还有一类市场风险是用 Asset - Liability Management 来评估，资产报表中的资产和负债用公平价格来估价，较为复杂，比如贷款也要用公平价格来计算，还有其他各种资产包括投资等。这些也需要用一些系统来做，因为写模型工作量太大，当然也有少数最大的银行自己在写模型。市场模型相对比较成熟，数据也存在且与经济指标联系，如 GDP 和失业率变化等很容易反应在价格中，而且技术上也不存在挑战，所以相对容易一些。

营运风险度量想法也是一样，即是用损失来计量，但问题是没有数据，也没有办法使用公平价格等方法计算。一般的途径是将频率、严重程度等数据综合起来，同时还需要想办法和外界经济指标联系，有时这种联系会很牵强。效果主要取决于数据，由于一家数据较少，多家银行将数据综合在一起来使用，美国的银行共有三四个数据来源。

这样做存在的问题是大家数据和做出的模型都相同，但由于银行规模等因素，损失会有偏差，需要进行调整。调整办法五花八门但可信度不高，实际用途不明确，是否能表现运营风险也不确定。目前没有涉及到的流动性风险则更加复杂，现在银行还不清楚该怎样描述流动性，技术上的概念不清，学术上挑战很大。

Q4：银行主要是做压力测试，保险公司并未被要求参加，是否是自愿行为？请详细介绍关于保险公司方面的做法。

A4：对于 CCAR，目前保险是完全置身事外，银行也只有政府指定的 31 家，其中只有两家保险公司因为规模太大而不可避免。保险公司对于 CCAR 没有压力，但也需要接受与巴塞尔类似的一个监管协议，这个协议将全世界保险公司连在一起。目前欧洲做得较认真，美国国会在讨论是否要执行，因为美国保险的主要监管权在各州。最近 DFAST 法案上美联储也在考虑是否将保险公司纳入进去，将监管权转移至美联储手中。政府争论的焦点在于是否要用银行同样的标准去要求保险公司。法案有可能会再修改，也许会使用不同于银行的标准，这样保险公司则较为轻松。从这个角度看，保险公司还有几年时间。

现在保险公司自身也认为不可能置身事外，只是在拖延时间。少数保险公司特别看重风险管理，而其他保险公司由于保险公司的客户常与银行来往，所以客户可能会看保险公司的风险模型是否认证过、是否按银行标准来做。另外保险公司还面临着技术上的挑战，如保险产品定价很困难。现在存在一些办法，但是没有市场价值所以只能猜

测，这样导致假设非常多，导致结果经不起考验，更换假设条件结果就会改变很大，所以保险公司不愿意做压力测试。很多保险公司对压力测试有兴趣，趋势是慢慢朝银行靠拢，只是几年时间上的差别而已，但至少现在还没有严格要求。

第 67 辑

(2014.11.19)

移动医疗投资机会

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

范思宇先生，中国丹麦医疗基金合伙人，熟悉私募股权投资流程，交易结构及财务分析，曾先后就职于新加坡贝恩咨询、美国野村证券和中信产业基金与春华资本，并曾创立亚洲企业加速器（生物医疗孵化器）。范思宇先后获得新加坡国立大学生物工程学士和美国麻省理工学院制造专业硕士学位。

一、移动医疗行业的市场机会

今年，美国互联网女皇 Mary Meeker 在她的互联网趋势报告中指出，“数字移动健康技术将给移动医疗行业带来革命性变化。”目前，互联网行业在国内外都处于火热的状态，互联网被普遍认为能为我们的生活和众多行业带来革命性的变化。然而，因自身特有的商业模式和行业特点，医疗行业与其他产业相比，较晚受到互联网革命影响。Mary Meeker 认为，在未来，医疗行业能够与互联网行业找到极佳的结合点，而移动医疗作为互联网行业的主要媒介，能够给医疗行业带来新的机会和变化。

（一）国内移动健康行业三大驱动因素

1、医疗资源分配不均，收费、定价、商业模式不合理。

医疗服务资源非配不均的问题有以下具体表现：转诊医疗、三甲医院的过度负荷，基层医院信任度和以及医疗的城乡差异。

在定价方面，国内医疗服务和医疗产品的定价主要是发改委和医院来决定，医疗服务的定价目前还无法完全得到市场化的驱动，定价模式和资源分配还不合理。最近两到三年内以药养医的模式为众所周知，医院在过去 5-10 年中将大部分收入来源依赖于药品的销售并以此弥补自己在医疗服务上的亏损，对于以上状况国家也将会在政策上给予一些改变。

过度医疗问题在中国的民营医院中比较严重，患者在民营医院的诊断和买药成本过高或者诊断不恰当。处方药在医院也存在售价过高的问题，国家希望在政策上推动处方药的市场化，使处方药能够在非医院渠道销售，通过引入市场机制降低患者的用药成本。针对这些问题，互联网或者移动医疗能够通过解决这些问题获得用户和行业的接受。

2、国家医疗体制改革不断深入。

对于许多行业来说，政策就是影响行业发展的重要方向。无论在国家经费的划拨还是国家对于医疗体制的监管上，国家政策都产生重要影响。下面来考察国家政策的变化。

政策变化的第一个方向是推行分级诊疗。目前医疗行业正在讨论如何在我国实行分级诊疗以及如何使病人在合适的机构得到诊治。第二个讨论问题是医生的多点执业和自由执业如何有效监管和推行：多点执业将解放医生的积极性，推动医疗服务市场化发展，医疗服务的市场定价和差异化也都通过多点执业和自由执业来实现。第三个方向是医疗信息化，我国一直在推行但尚未达到发达国家水平。奥巴马医疗改革中很大一部分就是由政府提供医疗信息化的支持，帮助基层医

院和国家医疗系统能够实现病人信息、影像信息的数字化，这将大大提高医疗行业的效率。第四个方向是提高基层的医疗水平。第五个方向是推动处方药在药店和网络渠道的销售，天士力曾尝试在天津本地在网上销售处方药，并且实现了和医保的联通。很多大药厂希望能够以厂商的姿态在渠道多元化方面走在前面，这也是一个有意义的尝试。第六个方向是医保控费和医院内部对医疗成本的控制，这也是国家政策改动的重要方向，当前国家对医疗行业的收费管制方式已经实行了十年或者更久，其中有很多漏洞已经暴露，因而现在是极佳的堵住漏洞、并控制国家整体医疗成本的时间窗口。然而新的改革必须在国家的政策导引下、在非常有序的条件下实现，不至于导致医疗资源的流失和分配效率的降低。

3、中产阶级健康意识不断提高，互联网及手机端服务渗透生活各个层面。

在中产阶级健康意识不断提高的情况下，泛医疗或者大健康行业有的商业机会。国外如美国已经发展出营养，减肥，用药指导或者慢性病管理等方面的手机应用，这些应用通过互联网和手机服务渗入到医药电子商务、问诊、挂号等方面，有很多经验也适应国内医疗发展阶段的特点，可以为我国借鉴。

（二）国内市场需求

1、提升医疗服务效率需求

在提升医疗效率方面，国内的很多地方存在看病难、看病贵、服务差的问题，但这只是表象，更重要的原因涉及社会的资源不均等：包括商业腐败、医生的待遇、处方药的渠道费用，以及因医院信息化水平低导致的重复诊疗和民营医院监管漏洞导致的过度医疗。而移动医疗或者互联网医疗能够抓住机会并解决问题，这成了他们商业的出发点。

2、满足个人的健康需求以及产品开发的指导原则

个人健康是非常大的着眼点。在健康需求不断增加的当下，人们的疾病意识、健康意识都在增强，要求医疗产业找到恰当的方式满足人们对健康的诉求，同时不会给用户或者社会造成额外负担。例如可穿戴设备，需要我们额外在身上穿戴什么东西或者每天额外做一些事情，其实并不能以恰当的方式满足我们的需求。医院层面有很多帮助医生对病人进行管理或者与病人保持沟通的应用的切入点非常好，在目前没有互联网移动医疗的条件下满足了人们的需求，但不同应用的商业切入点都有所区别。每个产品都要寻找符合商业需求的切入点，若是给患者和医生造成额外的工作量，则导致产品的普及过程较为缓慢。

3、服务医务工作者的需求

国外市场已经得到证明，医生是非常有价值的群体，在医疗的推广上面发挥重要作用。因而很多应用和服务都是针对医生的，并希望在服务医生的过程中建立有效的平台，以期平台未来成为市场推广的方式。在国外，医生实际工作中的需求，例如治疗指南、用药指南、再教育、科研、社交沟通、病例管理、病例分享等，都能够通过移动医疗应用来满足。

二、国外主要投资主体

国外的投资案例主要分为两类。第一是健康类，用户群更广，以健康为核心理念。第二是医疗类，以疾病问诊和服务医生为主体。

1、健康类投资案例

美国一个重要的社会问题就是肥胖，因而许多应用就针对肥胖。Kurbo 就是针对青少年的肥胖，而 Weilos 是针对成年人肥胖。面向肥胖的移动医疗产业模式就是典型的 O2O，通过 APP 将原先线下提供

服务的减肥师请到线上进行咨询指导，提高减肥效率和用户粘性，这是互联网带给传统行业的革命性变化的例子。

同时营养也是典型的 O2O 的案例。美国线下营养辅导师价格昂贵，每人每月品均花费约 100 多美金，将昂贵的营养师服务搬到线上，以更有效的分享用餐情况、更有规律的与营养师沟通，既提高服务效率又降低了成本。

还有在国外比较流行的冥想，手机应用可以提供冥想音乐和进行有规律的冥想活动，这也是潜在的商业机会。

另一个在美国得到普遍认可的应用产业是辅助生殖，APP 充分满足特殊人群的需求。在尝试受孕或者受孕困难的人群中，人们对于受孕的诉求较为强烈。人们想要对自己的受孕周期有更好的把握，掌握相关知识，以及希望结识境遇相当的朋友，而 APP 则可以有效地满足特殊人群对社交和信息的需求。GLOW 或者 OVULINE 都是受孕应用的例子。GLOW 能够跟踪与孕期相关的重要信息，记录上一次性行为的时间、身体的状态、体重和宫颈粘液的稠度，帮助用户和助孕医生了解受孕状况。其具备的社交功能能够让用户分享自己的经验，了解他人的状况，从而减缓受孕的压力。GLOW 还附带一些小插件，用于了解孕期知识、设置日历提醒、绘制身体状况图表等。在其功能中，GLOW 最为创新性的就是众筹受孕模式，这一模式类似于保险：参与的夫妇每个月缴纳五十美金，持续十个月。资金池由集中管理平台运营。大部分参与者会在 10 个月内怀孕，而小部分不会怀孕的人可以利用资金池的资金来支付治疗不孕不育的费用。这个模式能够很有效地分散受孕风险，并且因为它基于手机平台上，用户参与非常便利。GLOW 同时也希望能成为无缝衔接可穿戴设备和社交网络的平台，也规划利用平台进行用户全周期服务，这一思路类似苹果和谷歌。尽管 GLOW 目前切入点是怀孕，但是用户怀孕之后势必会有育婴、

早教等需求，GLOW 可以通过长期跟踪用户，开发新的产品满足用户新的需求。其中蕴含对移动医疗未来发展方向启示：用户手机上一个功能可能只安装一个 APP，而且除长期、根本的需求外，其他需求更多的是短暂、低频率的，有可能未来移动医疗不会通过单一的 app 来满足用户需求，而是通过多个 app，满足用户不同时期的不同需求。

2、医疗类投资案例

国外医疗类投资类例子有：AskMD，采取问诊式的形式，在病情比较复杂、症状需要人来解答时 AskMD 会提供医生与用户沟通；更轻的商业形式是 MEDWHAT——自动医疗问答引擎，不需要人在后台，并且支持语音输入，在病情不复杂或者仅仅想了解医疗知识的时候就可以与 MEDWHAT 对话；另如 ZOCDOC，这家纽约的创业型企业切合了美国医疗体系的特点：在美国的的医疗体系中，大部分医疗需求是由患者和中小诊所完成的，因而中小诊所长期有对客户流量的需求。ZOCDOC 采取了比较典型的中介模式，与国内的大众点评有些类似，既能给诊所带来病人流量，也能便利病人找到比较好的医生和诊所。两者的区别在于，ZOCDOC 是对诊所收费但对用户免费，而大众点评对大部分商户和用户都是免费的。

另一个值得研究应用是美国的 WELLDOC，一家糖尿病管理方面的创新性企业。WELLDOC 是一款收费 APP，能够帮助病人有效管理自己血糖，其功能包括定时提醒、保持与自己的医生实时沟通、疾病知识学习，通过监控数据帮助医生更有效地调节医疗方案，切实提高诊疗效率。WELLDOC 在过去两年刚刚出现，是首个被 FDA 批准可以类似处方药供病人使用的工具，其收费非常高，每月约 600-700 美金。

Share practice 和 Medspace 是服务医生群体的两个工具，分别实现医生病例分享和专业信息分享。医生有长期的与他人分享病例并从

中学习知识的需求，医疗专业知识也非常繁杂，这两个 app 能够满足医生的需求，同时帮助 app 建立有粘性的用户群，以便未来借此进行商业推广，服务大的医药企业和其他机构。

最后关注 Blue Star——目前唯一获得美国 FDA 批准的治疗 II 型糖尿病的手机应用，需要医生开处方才能使用。其原理是通过为患者提供实时病情反馈，饮食及胰岛素用量建议，来改变病人的行为；并将血糖数据记录及时发送给医生，配合医生调整治疗方案。临床试验（163 个病人参与）证明确实可以改善病人的疾病管理，这就是手机在疾病管理领域给人带来的便利。收费 75-150 美元/月，2013 年开始上市销售，保险公司报销，并且搭配糖尿病处方药在手机平台上的销售。一篇关于美国药店模式和糖尿病管理的文章中指出：用户的对于长期慢性病药物的重复购买率非常高，如果一个 APP 能够提供价格公道、方便的购买渠道，则会成功地抓住商业机会。这也是未来移动医疗平台不可忽略的一个切入点。Blue Star 的前身是免费版本 Diabetes Manager 允许患者存储并传输血糖仪的读数，并让患者在云端软件上分析这些读数。公司未来计划推出针对心脏病，哮喘，呼吸系统疾病，癌症等疾病的管理应用。

3、中央式医疗信息管理平台产品与国内市场发展前景

未来在有中央的医疗信息管理模式存在的情况下，就医模式和医疗模式可能会发生颠覆性的变化。苹果近期推出了针对个人健康信息中心管理的信息平台 healthkit。它是一个把所有健康信息整合起来的界面，能够整合日常的能量消耗、睡眠、心率和其他的一些各种各样的检测结果，方便患者和医生的沟通，并且与美国电子病历厂商 Epic Systems 等合作将电子病历在云端进行分享，解决了美国医疗转诊的问题。同时有越来越多的其他设备也支持 healthkit。另外谷歌也刚刚推出了 google fit 平台，目前因为刚上市，支持的功能还不多。但谷

歌的系统是开放的，未来将把运动以外的信息逐渐整合到平台上。google fit 目前以记录运动信息、位置信息，及其他简单应用为主，未来将与耐克、阿迪达斯或者心率监测公司进行合作进一步拓展其平台。

healthkit 这一中央的医疗信息管理模式带来的颠覆性变化可能主要针对美国，因为苹果和美国的很多厂商和商业实体合作较多。国内的医疗和医疗器械是相对比较封闭的，较多由国家管控，移动健康平台与其他应用的合作由本土企业来完成比较合适，因此阿里巴巴这种大型有规模的企业会有更多的优势。记录汇总健康数据、云端处理、疾病预警的思路都和当下可穿戴设备、老年的手机和老年的一些远程设备相类似，在美国市场上已经比较有影响力，但在国内的目前主要由创业型企业开发，并没有形成规模，因而这些产品的长期潜力有待市场去考验。

三、国内主要投资主题

（一）国内移动医疗健康投资案例

国内移动健康行业有非常多的投资案例：健康类应用例如大姨吗和美柚等女性经期管理方面的应用，此外还有家庭医生、家庭用药助手、丁香园、药品通、掌上药店等，这些应用都能满足一定人群的健康需求。医疗类应用如好大夫在线（用户可通过该平台与医生电话沟通或挂号）、春雨掌上医生（以手机端为核心的轻问诊平台）、快速问医生（以民营医院为核心的问诊型平台），以及用药助手等服务于医生的应用。

（二）移动医疗的商业模式

从商业模式方面分析，国内移动医疗应用又可以划分为偏互联网理念的应用和偏医疗理念的应用。春雨和好大夫模式的比较反映出移动医疗行业理念的一个方面：移动医疗到底是互联网企业还是医疗企

业？

好大夫是以医疗资源为中心的企业，是典型的线下到线上的O2O模式的体现。好大夫把线下的优质的医师资源通过互联网形式整合提供给患者。好大夫目前已经开发了与医生电话访谈的模式，在未来可能会开发网上诊所。其核心模式类似微博——微博把许多名人聚集到平台上，通过名人来吸引用户。而好大夫有丰富的优秀医师资源，通过医师资源来吸引患者，患者与医生进行交互，并且能够了解医生的诊疗范围，彼此分享在与同一个医师的诊疗经历。

春雨掌上医生是一个以移动互联网、手机端为出发点的商业模式。春雨并不以资深的医生为核心卖点，而是以手机端应用为核心提供快捷、便利的问诊服务，并且开始时很多基本服务都是免费的。春雨的理念更偏向于互联网，公司希望将这个移动端平台打造成将医、药、服务整合在一起的平台，不仅为患者和亚健康人群提供医疗信息，并且和很多厂商及其他业界公司开展合作。目前已经发展成了全面的健康服务平台。

春雨遵循由轻问诊发展为健康服务平台的思路，成立于 2011 年，通过手机提供在线医疗健康咨询服务，创始人张锐为前网易副总编辑。注册用户约 2700 万，日均接受问题约 3.8 万个。其数据显示，在问题中其中很大部分出自妇科和儿科——症状比较琐碎或轻微，不值得跑一趟医院，因而更适合远程、移动平台解决，这也是其大数据的一个应用。

春雨的核心的产品是：

- 病患自查的智能搜索引擎。类似美国的 med what，自动化运行；
- 24 小时咨询医生服务。众包给公立医院医生，保证由公立医院二甲主治以上的医生在 20 分钟内进行回复，包括 24 小时

随时响应的电话服务及免费+收费的短信服务

- 空中诊所。春雨希望医生能够在平台上开设线上诊所，未来可能也会有线上线下互补的方式。借鉴其他行业的经验，例如苹果旗舰店对苹果销量的支撑作用和亚马逊开始铺开线下实体店，可知线上和线下两块是不可偏废的。
- 用户健康数据的分析与解读。

春雨的服务方式和会员方式已经发生变化。以前普通用户可以无限次免费咨询，比美国免费的力度更大，付费用户每月也只要 8 元钱，但如果根据地域来定向选择医生则需要增加费用。未来当春雨的医生群体进一步扩大，也会提供较目前而言更本地化的服务，例如患者与医生线上交流后，可以到医院与医生进行面对面的更详细的诊疗。

春雨采用“众包咨询”的服务方式和“空中诊所”的模式。“众包咨询”优势在于速度快，单价低，用互联网的方式有效地降低了医疗服务的成本。“空中诊所”是一个费用相对高但是更专业的咨询平台，由专门的医生将为患者单独服务，这一模式不仅服务患者，也能够帮助医生塑造个人品牌。“空中诊所”模式围绕平台上的优秀的医生展开，于“好大夫”以名医为核心商业价值的模式有些类似，但春雨在移动端，好大夫是网络端，在各自的平台上各有优势。

数据服务将是春雨未来主要战略方向和变现渠道。春雨每天有约 3.8 万个问题，其中包含着病人的核心需求，可以将自有的大数据平台利用起来用于数据服务。现在春雨正在和京东、可穿戴设备、好药师等进行数据平台的合作，未来可能与电子商务也有合作。这些合作能从战略层面拓展用户——对于初创阶段的创业型企业，最重要的是用户资源，企业提供的服务及其他价值都是拓展用户的手段，这些企业与春雨合作也是互相促进用户拓展的手段，通过更好满足客户需求来吸引更多的用户。目前春雨也通过线下广告来促进线上的用户转化

率。未来春雨也可参照国外的商业模式，与药厂、保险公司和基因检测公司进行数据对接，提供产品的综合服务。

（三）移动医疗的主体之争

围绕医疗服务的主体仍存在争论：医疗服务的主体到底是医院还是医生？医生是最终医疗服务的提供者，而医院是大部分医生提供服务的平台，在目前中国医疗体制下，无论是围绕医院还是医生的服务模式都是可行的，但二者最终的商业价值不同，发挥互联网优势和受到体制影响的方式也不同。据了解目前其他比较主流的互联网医疗公司也会考虑与医院层面而非医生进行合作。参照移动餐饮平台行业，大众点评的核心是搜餐馆，番茄快点的核心是搜菜，都是从不同层面切入客户的需求。

四、问答环节

Q1：很多移动医疗公司从可穿戴设备这个角度切入，您怎么看待这种商业模式？

A1：可穿戴设备可以分两类，一类是泛健康类的，比如说手环、睡眠改善、体温检测的设备。这一类设备的特点是满足非刚性医疗需求，它的核心卖点和切入点要从非医疗角度看，比如手环的设计是否漂亮，使用是否方便。在手机计步的功能出现之前，人们会买一些专门计步的可穿戴设备，当手机出现计步功能之后，可穿戴设备中计步功能的吸引力就会下降。对于满足非刚性医疗需求的可穿戴设备，要关注其对用户吸引力最大的地方而不是医疗服务功能。另一类是医疗类，是满足刚性需求的可穿戴设备，能够满足人们对疾病治疗和自身健康状况的实实在在的需求。比如连续监测婴儿体温的设备，满足了家长不用夜晚起来为孩子量体温的需求，也不会夜晚打扰孩子睡眠。

又比如能监测自己心率的背心等设备，可以 24 小时记录自己的心跳，这种可穿戴设备可以方便、及时的提供珍贵的诊疗信息。综上，这两种可穿戴设备要用不同的方式去分析。

Q2：移动医疗的 APP 存在用户活跃度随着时间的推移而快速下降的问题，国外情况如何？您怎么看这个现象？

A2：用户活跃度的下降情况不仅出现在医疗行业 APP，但是医疗行业有自己的特点。用户活跃度下降是一种自然的需求的体现，对医疗的需求是非持续性的，对疾病、对自身健康的关注并非每天都会发生。因此考察医疗应用的时候会关注该应用是否能够持续的满足用户需求，或者说这方面的需求是否是持续性的。以问诊需求为例，只有在自己和家人有人生病的时候才会去问诊。从用户获取效率和用户活跃度的偿付代价来讲，医疗的需求是一个非持续性的需求。但是它又是一种接近刚性的需求，当生病的时候一定会去问诊。从事移动医疗投资要客观、精细的看待这一问题，医疗 APP 想要保持持续的活跃度，要明确切入点在哪里、哪些需求是持续性的。

可以创造新的产品平台、满足新的需求来保持用户持续的活跃度。前文中提到美国辅助生殖的 APP——GLOW，人们只是在想要怀孕的一年左右的时间内活跃度非常高，当生完孩子后活跃度就会骤然下降，因为这一需求没有了，这时公司就要继续拓展，满足用户的其他需求，比如育婴、营养、早期教育等。

Q3：医生对 APP 的反馈是否会干扰医生的正常工作？

A3：医生的反馈会干扰医生的工作，这是在目前国内的医疗体制下产生的自然而然的矛盾。一些名医，比如三甲医院里面的有名的医师会非常忙而没有时间用 APP，这些应用对他们来说只在一定程度上存在价值。但是医生的群体是多种多样的，也有一些医生群体有时间，同时有管理病人、管理病例、与病人持续交流的需求，比如出于科研目的或者建立自己的品牌的目的。例如微博上很火的急诊科的医生于莺，通过微博提高了自己的知名度，对她来说不用担心干扰，反而希望更多人与她进行交互。在医生的群体中会有不同的需求，所以在设计医疗服务产品的时候，要仔细考虑服务哪一类医生群体。

Q4：移动医疗的盈利模式是怎样的，是否会面临一些风险？

A4：国外移动医疗的收费方式是多种多样的。前文提到的减肥产品都是向家长或者向用户收费，如 kurbo、weilos 等，营养师、冥想也是向客户收费。这种模式在国外已经比较成熟，线上应用收费的比较对象是线下的减肥师、营养师、冥想音乐等的成本，线上成本相对更低。另外，在健康管理方面，移动医疗应用可以向保险公司收费。国外的医疗体制比较成熟，很多医疗服务都是保险公司来买单，如果健康管理的应用能够让人们更健康、少生病，或者能够在治疗过程中降低治疗成本，保险公司是愿意让他们的客户使用的。再比如很多问诊的应用都是向诊所收费的，因为这些应用可以为诊所提供病人的流量。我们对于国外的这些商业模式其实是旁观者清，真正面临的挑战是这些国外的很多模式在国内是不适用的。我认为在国内，应该结合

国内医疗服务的特点，探索如何来在国内的商业环境下满足患者的需求，满足医生和医院的诉求，寻找适合中国的商业模式。

Q5：互联网企业往往分为功能类、服务类和平台类，前两者都有一定的质量和特色保证其用户粘性，平台类的利润则更多来自于流量。目前平台类互联网企业上线医疗 APP 的技术问题并不大，竞争中就会造成市场分流，您觉得平台类的医疗 APP 的投资前景怎么样？

A5：个人认为虽然可以把 APP 或者互联网产品分为功能类、服务类和平台类，三个类别有各自的特点，对应不同的商业模式，但是单独看某一个 APP，却不能清晰地看出它单独属于哪一类。以春雨为例，在创立的初期是它可能是功能型的——它满足的是人们问诊的需求；也可以说是服务型的，因为它让医生帮你解答问题；但是从长期发展来看，它是做成一个平台型的，当它的建立起用户群、树立起品牌后，就可以利用规模效应建立一个平台，通过平台来带给医生或者医院流量，从而获取商业价值或变现。

考察平台类的移动医疗投资，需要对平台类本身的商业模式及其最重要的驱动因素有所了解。平台类的公司起步并不容易，流量的成本未来会越来越高。作为一个依靠流量的公司，其杀手级武器是什么、为何能发展起来、未来如何成长壮大等问题还是要分析更根本的互联网企业成长的要素。医疗对于很多互联网思路的公司来说只是一个切入点或者工具，APP 的最终目的还是建立用户群，建立一个强大的互联网平台。平台很多时候是靠内容，尤其是原创的内容来吸引用户。

比如好大夫、丁香园拥有庞大的医生群体，就很容易生产高质量的原创内容，在内容方面比其他平台更具优势，而有资源的平台的流量产生和增加的效率会明显高于没有资源的平台的。因此投资平台类公司时要对该平台最有价值的部分有清晰的认识，了解该平台在市场竞争中能否比别家更有吸引力，能否更有效率的拓展用户基础。

Q6：您认为未来崛起的药品电商主题是具有互联网思维的互联网巨头还是更有可能是提供专业药品服务的企业？

A6：相对于美国市场，我国医药电商市场的整体销售量还很少，并且在医药电商中，约 50%是医疗器械，还有 10%+是计生用品，只有大约 30%或更少是药品，所以投资机会还是很大的。未来的机会之一是处方药的渠道多元化会带来一个增量，而这部分增量究竟能为互联网企业控制还是被医药企业拿到尚难定论。从医药电商的发展来看，未来医药电商并不是一个独立发展的平台，单独做医药电商赚不到很多钱、规模也不会很大，无法满足企业长期发展的需求。目前在网络上卖药的规模较大的公司如好药师等规模仅有几个亿，而阿里巴巴已经到了上千亿。现在流行的观点是通过医药电商来做医疗服务和健康服务的平台。比如春雨通过轻问诊平台切入做互联网平台，建立了庞大的用户群，未来可以和很多厂商合作卖药和医疗器械等。其他公司也可以通过自己独特的切入点切入医疗服务，病人在转诊的过程中会有买药的需求，即便平台目前还没有买药的功能未来也会有；如果该应用原来是买药的平台而非用户流量的入口，则可以寻求更前端的用户入口，与春雨等合作，在病人生病的时候就切入。目前很多流量，

包括医药电商的流量还是来自 BAT，即阿里巴巴、一号店、京东等自有流量的平台，流量是其优势，但并不一定有医药方面的能力。相信未来行业还会保持拥有资源的人获取相应利益的格局，有流量资源或者有处理能力（医药方面的产品能力）资源者都会逐渐将自身做成一个平台，并与他人合作。

Q7：在政策放开、药品网络销售蛋糕变大的情况下，您认为 BAT 这种有互联网思维的模式和类似 WALGREENS 的提供医疗服务的模式相比哪种更可行？

A7：在国内目前的市场状况下两种情况都有可能，但每一种花费的时间都会比较长。因为其中涉及很多因素，包括处方药渠道多元化的步伐、远程医药的分流等，这些因素都需要国家政策的改变。凡是需要国家政策改变的周期都会很长，并且有很多障碍。从投资角度讲，投资医药电商不能靠天吃饭或者靠政府吃饭。因而未来医药电商还是会利用流量优势来建立医药综合服务平台；对于医药企业，他们有自己医药产品、医药服务方面的资源，也会通过合作或自建形成医药综合服务平台。综合服务是行业未来发展的方向，单纯靠药品销售的增量不是能够独立获得足够商业利润的模式。同时，医药网络销售需求有其局限性。市场对部分药品的需求是非常急迫的需求，比如购买一些类似拉肚子、感冒发烧等紧急的药品，所以线下的药店还会一直存在并占据相当大的比例。而线上销售的主要是针对慢性病的药品、血糖仪、血脂试纸条等非急迫性需求的医药产品，这部分市场增量有限，而且所有市场参与者都看得到这个发展前景，竞争激烈。

第 68 辑

(2014.11.25)

对冲基金风险管理

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

符茂锋先生现就职于纽约一大型对冲基金(Angelo, Gordon & Co.)任风险管理部总监。Angelo, Gordon & Co 管理着 270 亿美元资产。符茂锋先生在 2012 年 5 月加盟 AG 之前曾在摩根斯丹利风险管理部任职多年, 主管信用衍生产品及地方债券与衍生产品的市场风险。在此之前就职于 American Express 风险管理部，参与创立企业破产与清盘研究组。符茂锋先生是特许金融分析师(CFA), 毕业于同济大学汽车工程系,拥有密西根大学安娜堡分校工商管理硕士(MBA), 密西根大学制造工程硕士。在进入华尔街前符茂锋先生曾在福特汽车（Ford)任主任工程师从事车身结构设计与模拟，参与并负责了一系列轿车车身设计包括 Taraus, Mustang, Edge。

一、美国对冲基金的战略和产品介绍

风险管理离不开产品和市场，不同的策略和产品，对风险管理的具体要求也有所差异。

目前，全球对冲基金管理着大约 2.8-3 万亿美元的资产。对冲基金策略和产品主要分为宏观对冲策略、信用产品和股票投资策略等。

宏观策略，主要是利率、外汇和商品三个方面，根据大的市场经济环境、受政府、中央银行、贸易等因素的驱动造成。具体而言，利率领域也有更加细化的战略，比如基差策略，曲线交易策略，以及波动性策略等。外汇和商品方面亦如此。这些策略的共同特点是受大市场环境影响，流动性比较快，相应的风险管理机制也不同。

信用产品和股票投资策略，某种程度上是指单个发行者的具体信用风险。信用产品基本可分为两大类，公司信贷和资产证券化。公司信贷，包括企业债券、企业贷款、高收益债券等。资产证券化，可以根据发行时间在 2007 年以前和以后划分为两块，留存的资产证券化产品（legacy position）和新发行的资产证券化产品。

资产证券化受金融危机打击重大，RMBS 一直没有恢复过来。另外，信用衍生品在金融危机前较为活跃，但现在收到监管和资本金要求，市场有所收紧，整个银行退出了二级市场。信用衍生品的产品主要包括 CDS，指数，以前还有 Tranche 和 Bespoke。目前可转换套利也有一定的市场，一般投资人会多头可转换债券，做可转换套利空头来套利。而股票投资策略，主要指多空策略，现在也流行并购套利策略，投资者根据已公布或者预测公布的并购交易，多头一个被买的公司或者空头一个被卖的公司获利。除此之外，还有新兴市场，市政债策略。

以上主要是二级市场的对冲基金策略和产品。最近由于受到银行监管、资本金和破产规则变化的影响，对冲基金也开始进入一级市场，一级市场作为影子银行，对冲基金作为参股机构，在此进行杠杆化和证券化。

监管者希望看到风险从银行转移到一级市场。还有一些对冲基金，像 Angela 公司业务集中在信用产品，房地产投资，股票策略。房地产对冲基金和传统对冲基金有所不同，主要不是逐日盯市的。最后，

还有采用多品种策略的对冲基金。

二、从客户角度理解美国的对冲基金

对冲基金的客户主要是机构投资者和高净值人群两类。不同基金中两者占比可能有所不同，但从趋势来看，机构投资者的比重在不断增加，主要是机构追求更高的收益和评级以及多样配置资产的缘故。从现用情况来看，机构投资者相比个人投资者更加关心风险状况，某种程度也推动了对冲基金风险管理的发展。

当然，客户投资追求高收益的同时也需要付出一定成本，主要是两块，管理费和基金绩效费。

管理费，一般来说 1%-2%不等，基金绩效费根据对冲基金内部结构也不同，15%-20%不等，有的在总收益上按比例收取，也有的偿还本金后从收益中按比例收取。

结算时间根据具体对冲基金情况，有的按年结算，有的按税收支付时间结算。

以上介绍了对冲基金的产品趋势和顾客构成，下面着重介绍风险管理的内容。

三、风险管理的哲学

按照个人在买卖双方工作的经验，风险管理的好坏很大程度上取决于公司的文化以及公司从上至下各个层面对于风险的认识。一个好的风险管理公司一定要从上级领导认识到问题的重要性。

同时，风险管理人员和投资人员良好的沟通过程也很重要。风险管理和绩效管理是不同的内容，追求绩效是要去承担风险，获得高收益的同时也要采取合理的风险管理措施。

并且，好的沟通文化下，也需要风险信息结构和风险管理过程。沟通、信息结构和管理过程三者其实是相辅相成的。

在此基础上，公司会逐渐形成自己的风险管理哲学，明白什么样的风险可以接受，而什么样的风险要对冲。

如果在熟悉的领域，也许可以接受风险。若在不熟悉的领域，则最好选择对冲掉风险。

四、风险的范围

接下来探讨风险的种类，可能会有重叠，每个公司的划分角度也不相同。

1. 市场风险：产品收益受到市场因子的影响，比如股票和商品受到每日市场的波动影响，产品估值时，产品的收益根据自己的贝塔系数，随着市场变化而发生变化。

2. 交易对手的信用风险：很多金融产品是在场外交易的，包括掉期等。从签订协议到结算需要一段时间，就会面临交易对手的信用风险。

3. 流动性风险：对冲基金应给予流动性风险非常高的重视。市场有涨有跌，而公司是否有足够的现金流度过难关是流动性的重要问题。某些大的对冲基金有专门的资金部门负责流动性管理，有的基金则通过平台进行监控。

4. 赎回风险：怎样去监控这方面数据，预测不同情况的赎回风险一直是对冲基金思考的问题。实际上 2008 年，由于金融危机，很多对冲基金投资者突然赎回资金，就造成了一定的赎回风险。

5. 操作风险：内容比较多，怎样去监控、识别、定义不同的操作风险也很重要。

6. 声誉风险：声誉风险应予以重视。部分对冲基金采用合伙人制度，创始人雇佣基金管理人管理子基金，彼此之间按照某种结构分配收益。通常，基金管理者具有相对独立的名誉，一旦投资出现问题，

会给基金管理人带来很大的负面影响。就对冲基金来说，虽然一个小基金的投资失败对公司整体影响较小，但还是会对公司声誉带来较大的负面影响。

7. 模型风险：模型风险对某些产品非常重要。而模型的好坏不仅取决于产品标示（product marking），也取决于产品的对冲。各个公司都有自己的因素模型，不同公司对于市场的认知并不一样，2008年体现的就很明显。

五、风险管理基础设施（Risk Infrastructure)

很多公司都希望建立自己的风险管理框架，主要包含风险与定价系统、风险敏感度、数据与储存、预定与标示（booking and marking）以及模型的有效性证明。

1. 风险与定价系统：即用什么模型来确定产品的风险和定价。虽然部分基金要求第三方来计算，但基金也需要自己的系统来证明其有效性。简单的可能是报表分析，难的可能高频复杂的模型。具体产品不同，对于系统的要求也相应不同。

系统的要求是可以定价，计算风险集中度（31min）。所谓风险集中度是在某种情况下，能对几个风险做空头或移动，观测对于收益产生的影响大小。

一般系统还可以用来检测有效性，波动性风险和高阶伽马风险等。有些产品需要对冲，对冲多少，怎样去对冲，很大程度需要系统来支持，尤其在卖方，还设置了风险的限度。

2. 风险敏感度

3. 数据与储存：主要包含信息安全性、交易头寸、市场数据、数据储存等内容。有好的系统之后，也需要好的储存空间来保存数据。数据库不仅是储存的重要部分，也需要很多的数据输入。

我感觉自己工作大部分的时间是在处理数据，思考怎样理解数据，纠正数据等。好的公司要有好的数据管理框架。数据种类很多，可能是安全性数据或是交易头寸数据等。

4. 预定与标注：（booking and marking）33min40s：怎么样去标明风险，怎么样去确认这个风险，标示决定了你的收益。

5. 估值与标注评论：(mark review)卖方有非常独立严格的估值过程，很多公司有专门的估值小组。

6. 模型与有效性检验：同样，模型估值对于卖方、银行来说也很重要，尤其在美国货币监管署出台许多数量模型风险管理政策的大背景下。很多矿工都从基金柜台转到模型估值上。

六、风险管理过程

1. 风险监控：集中度

2. 风险报告：常规和定期报告，实时与日内报告

3. 沟通

4. 风险限度

5. 对冲：对冲什么？何时对冲？用什么工具？

好的风险管理一定建立在好的风险管理文化和环境上，以及好的风险管理流程。风险管理流程，可以说是按照比较固定的层面去推动。从某种意义来讲，风险管理是信息不断加入的过程，初中级风险管理人员的主要工作是风险监控，不断更新扩充数据库。

大部分时间市场是平常（normal）的，风险管理人员去不断监控、追踪、识别和定义风险。而在监控之上，是风险报告的工作。

风险的重新编译很重要，反映了风险管理人员对于产品的理解，把报告上复杂的东西简单化。

在我以前服务的公司中，甚至有全职的风险报告员，多的时候他

们一天有写上百个报告，根据不同角度，不同层面覆盖产品的风险。

报告对象可能是买方、卖方等，但质量要求都很高。风险报告有基于实时数据的，也有月度和季度报告等。风险报告是沟通的一部分，卖方通常会设置风险限度，有的买方也会设置风险限度，风险限度是强制执行的规定。

如果压力测试或者情境分析后，发现风险已高于限度，那么相关人员会加强沟通，并根据情况降低头寸或者对冲。

七、风险测量

1. 风险敏感度

2. 压力测试

3. 历史情境分析

4. 预测情境分析

5. 在险价值：应用较为广泛，尤其在买方，但也不是完美无缺的指标。

6. 风险调整后的收益

7. P/L 和收益评估

8. 投资收益率和内部收益率

9. 资产配置

对冲是一个比较复杂的过程，需要明确什么样的风险应该对冲，何时对冲，用什么工具对冲。好的公司会给一些提示。

八、买方与卖方的差异

1. 监管要求：卖方受到很多监管要求，买方目前还没有这方面的负担。但是买方主要是客户越来越多，而机构投资者的要求相对较高。

2. 资本计算

3. CCAR

4. 客户报告

5. 风险的承担与对冲

九、杠杆&流动性

1. 杠杆：资产负债表角度（balance sheet）、资产角度

融资买债券，其中一种情况就是做回购 REPO。假设你想买一个机构债券，但你并没有 100 元。那么就可以找一个银行作为抵押持有人，银行会收取一定比例的费用。

2. 流动性：资产负债表角度、资产角度

借贷双方都要准备一些现金，逐日盯市，满足头寸和流动性的要求。对冲基金和债券的区别在于杠杆比例和衍生品比重。市场有涨有跌，基金需要准备足够的资金应对市场的变化，加强流动性风险的管理。资产角度，比如买一个债券，账面价值 100 元，价格 70 元。如果债券按时还本付息，那么你相当于 70%价格拿到 100%的息票。证券化产品，收入就是一个产品。

十、问答环节

Q1：您提到 CCAR 商品信用风险的概念，这种风险在买方是如何处理的？如果去监控并对冲掉？

A1：各个公司场外交易情况不同，做法也不一。对于银行家来说，是市场的创造者。对于买方来说，很多时候卖方会把费用纳入在定价中。有的公司衍生品比重大，会优化模型优化交易对手 mighty 来降低风险。

Q2:您会从买方角度去审核模型么？

A2：会的，通过买方去量化 CDA 的成分。我知道有的公司会用优化模型去寻找合适的银行做某笔业务。

Q3：您刚才提到 VAR 的概念，2012 年预期损失值（expected shortfall）这种新的风险测度被提出，银行业也已经尝试用预期损失值去计算风险。这对于买方有什么影响么？

A3：其实对买方 VAR 计算没有硬性规定要求，有的公司甚至都没有 VAR 计算，完全交给卖方去做，而买方对卖方的计算方法也不甚了解。VAR 在买方相比卖方的应用非常窄，相对成熟的公司可能会有相关要求，一些公司也会应用其他的方法，例如压力测试，历史情境测试上改变规模和分布等。

Q4：您讲了许多风险报告的内容与框架，可否分享几个模板？

A4：风险报告的确是风险管理中的重要部分。一种方式是公司根据自己的场景需要，内部数据结构的不同，设计自己的模板，另一种方式则是公司将模板外包给卖方。

我个人感觉比较好的成熟的公司，一定要有自己的模板。因为模板根据场景、公司发展不同而不同，风险报告需要包含自动更新操作，因为每天要更新的数据很多。

风险报告通常有两种，一种是常规报告，更新日常的头寸和风险数据，另一种则是定期报告，覆盖一到两个重点风险的情况。因此我个人认为，最好的风险报告模板需要自己去设计。

Q5：资产配置风险是否是你们风险报告中的指标，具体是怎么做的？

A5：资产配置风险我一定会参与，但具体和投资风格有关，同一个公司不同基金可能就有所不同。

比如多策略基金，可能会整体来度量风险，一般会提供下降评估

downside accessment、风险调整后的收益率，有的还会应用 VAR 或者类似于 VAR 的流程去分析资产的风险调整后的收益率，来评估资产配置风险。

流动性管理有时也加入到资产配置考虑的范畴，计算需要转动多少的资金，能否符合保证金标准的要求。

第 69 辑

(2014.11.27)

保险并购与资产负债管理

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

邱明先生，现任 AIG 资产负债管理副总监，负责非寿险和房屋按揭保险的资产负债管理以及总部级别的资产负债报告和汇总。邱明先生是北美精算师协会会员，并拥有风险管理和另类投资的多种资格证书。在加入 AIG 之前，他曾先后供职于 Bear Sterns 和 JP Morgan。邱明在哥伦比亚大学取得金融方法硕士学位，并拥有 12 年的精算、交易、证券化、风险和资本负债管理的金融从业经历。

今天主要围绕两个中心进行讲述，两个中心是分别是：第一，出于对不同种风险运动的内在认知；第二，对价值创造的方法和途径的认知。围绕这两个中心主要讲述三方面的内容：1、美国保险并购实际案例；2、保险资产和负债管理的经验和教训；3、个人对金融理论的看法，以及提出的一些算法和算法的实现。

一、美国保险并购实际案例

1. 美国保险并购案例中的买方和卖方

US Life Sector: Private Equity Buyer Deals				
Closing Date	PE Investor	Buyer	Seller	Target (Risks or Entities Transferred)
TBD	Fosun Group	Fosun International	Swiss Re	Aurora National Life Assurance Co.
10/9/2014	Reservoir Capital, Black Diamond	Prosperity Life	SBLI USA Mutual	SBLI USA Mutual
1/2/2014	Goldman Sachs	Global Atlantic	Forethought	Forethought
10/2/2013	Goldman Sachs	Global Atlantic	AVIVA	AVIVA USA Life business
10/2/2013	Apollo Alternative Assets	Athene	AVIVA	AVIVA USA Corp
9/30/2013	Goldman Sachs	Global Atlantic	Presidential Life USA	Presidential Life USA
8/1/2013	Guggenheim	Delaware Life	SunLife	Sun Life's US annuity business
12/28/2012	Apollo Alternative Assets	Athene	Presidential Life	Presidential Life
8/1/2012	Guggenheim	EquiTrust	Industrial Alliance annuities	Industrial Alliance annuities
8/15/2014	RGA	Reinsurance Group of America	Voya (ING USA)	$100BN Term Life Inforce business
8/1/2014	Wilton Re (owned by Canadian Pension Plan Investment Board)	Wilton Re	Continental Assurance Co.	Continental Assurance Co.
7/1/2014	Wilton Re	Wilton Re	CNO Financial Group	Conseco Life Insurance Co.
4/1/2014	Resolution Group	Resolution Group	Allstate	Lincoln Benefit Life
12/18/2013	Harbinger Hedge Fund	Front Street	Bankers Life	$160MM annuity business
10/1/2013	Protective Life	Protective Life	AXA	MONY Life Insurance Co.
2/14/2013	Berkshire Hathaway	Berkshire Hathaway	CIGNA	GMIB, GMDB businesses

图表 1 近期美国寿险/年金行业并购案例

首先，从买方情况来看，Global Atlantic 是从分离 Goldman Sachs 出来的保险公司，分离之后它的战略非常的激进，进行了许多并购，比如买下来 Forethought。第二个是 Apollo，Apollo 是非常有名的私募股权基金，它的大老板和保险资产管理有非常深的渊源。自从 80 年代 Bond Crisis 之后，他从（03:52）出来做出的第一个大的交易就是买下了加州 91 年倒闭的（04:06）的 junk bond portfolio，过了一两年赚了十个亿，打下了 Apollo 的基础，在此基础上 Apollo 逐渐发展起来。现在，Apollo 在百慕大成立了 Athene 的公司，去年把 AVIVA 买下来，是一个典型的蛇吞象的行为。在并购之前，Athene 只有 273 个人，管理 110 亿美元的资金。AVIVA 是英国的 AVIVA 进入美国市场，美国 AVIVA 有 1800 人，管理着 560 亿美元的资产。因为 Apollo 的创始人和 Athene 的 CEO 是原来（05:23），很明显他们采取这种行为是因为他们认为在资产方面有比较大的优势。再往下看到的是 Guggenheim，Guggenheim 是美国的名门望族，以银矿起家，到现在已经有 100 多年的历史。Guggenheim pattern 于 2000 年成立，开始是

以 family office 的形式存在，但是发展十分迅速，仅仅在 14 年之内他们管理的资产规模已经达到 2200 个亿。Guggenheim 快速发展的根源在于保险的并购，他们有两个优势，一个是资产证券化，另一个是对冲基金的运行经验。这也是他们把 Sunlife 美国买下来的原因。他们觉得经验上有很大优势的原因是 Guggenheim 里很多员工都是在贝尔斯登倒闭后过去工作的，包括原贝尔斯登的 CEO。接下来是 Wilton Re，Wilton Re 在不久之前被 Canadian Pension Fund 买下，Canadian Pension Plan 以 Wilton Re 为操作平台，收购其他保险公司，扩大资产，以求在资产扩大中获得更多的回报。Resolution Group 是从英国过来的，它的创始人原来是 GE Insurance 欧洲区的主管。这家公司有特别的商业模式 BDC（business developed company），即在伦敦股票市场先上市筹集资金，再购买保险资产运行几年，等资产取得回报后在回馈给股东。Resolution Group 比较成功的是 2008 年把英国几家保险公司合并起来卖出，因此 08-10 年它们的 IRR 能达到 28%，现在 Resolution Group 开始进入美国市场，准备并购美国保险公司的资产。下面的 Harbinger 是一个对冲基金，是少数几个在金融危机中仍然赚了大钱的对冲基金。除了 Harbinger，还有很多对冲基金存在购买保险的行为，但是他们是从不同的角度出发。有的人认为他们可以直接用保险资产投入到对冲基金当中，也有人从税收方面考虑，因为他们购买的保险资产多在非人寿方面。后面的 Protective life 在并购 AXA 后，最近被日本一家保险公司以 57 亿美元购买下来，Berkshire Hathaway 也拿下了 CIGNA 的 GMIB 和 GMDB。

接下来，从卖方情况看。在金融危机中 Swiss Re 的房屋贷款受到了一些损失，需要卖出一些资产。AVIVA 在保险并购中是一个不太成功的例子，2006 年从英国进入美国以 29 亿美元收购了 MUS，2013 年以 18 亿卖出账面价值为 39 亿的资产，7 年之间损失 11 亿。

加拿大第二大寿险机构 Sun Life 由于在对冲方面出现了问题，将其在美国的业务卖给了 Guggenheim，总体来说 Sun Life 损失有限。Voya 是 ING 在美国的上市公司。Allstate 是一个大型非寿险公司，它将其寿险部分卖给了 Resolution Group。

总体来说，从买方来看，只有它认为自己有优势时才会选择购买，这种优势可能是体现在资产管理、证券化或者对冲。从卖方来看，欧洲的公司主要是因为其对资本金的要求有一些变化，所以欧洲的公司需要在全世界的范围内对其资产进行一定的剥离；另一种是公司希望保留主业，剥离分支，比如 ING 需要保留银行业务剥离保险业务、CIGNA 需要保留健康保险业务剥离人寿保险业务、Allstate 需要保留财产保险业务剥离人寿保险业务，这种趋势与国内追求全牌照出发点不一样。

2. 美国保险并购中尽职调查与估值

从美国健康保险在过去 15 年间的并购情况可以看到，美国人寿保险和健康保险的公司大概在 1000 家左右，每年约有 2%，也就是 100 家左右的人寿保险并购案例发生。在 2006 年之前，平均价格和账面价值之比一直在 1.5 倍以上，而 2007 年之后因为金融危机的出现，利率大幅下挫，导致人寿保险的估值不断下降，平均价格和账面价值之比发生大反转，开始降低。但从非寿险的统计来看，在 2005 年之前，平均价格和账面价值之比一直在 1 左右，2006 年之后反而增长到 1.5 以上。这反映了市场上两种情绪，第一是非寿险的 duration 比较短，受利率下降的影响比较小；第二是财产公司的回报与资本市场上股票、利率等相关性较低，因此在金融危机之后估值反而上升。

保险行业的流程图其实对其他的行业同样适用，但因为保险行业是受监管比较多的行业，除了有买方卖方，还有一个很重要的就是中间的法律程序。美国是以州为单位进行监管的，虽然有一个

International Insurance Commotions，组织各个州交流监管经验，但是没有法律约束力。所以保险并购中必须要保险公司总部所在的州批准这个保险并购的案例，比如 Athene 在收购 AVIVA 中向州政府提交了 1400 余页的报告。

并购中尽职调查也需要大量的工作，从粗略的调查、详细的调查到最后最终的调查有不同的部门，比如财务、精算、企业运作、税务、IT 和人力资源，都需要做非常详细的调查。调查过后有一个非常重要的问题就是估值。首先，要清楚保险的资产由哪几部分组成，如果保险资产今天要进行清盘就是 statutory net worth。但是在这个之上，保险资产有其更多的价值，现有的保单可能会在未来给你带来利润叫做 embedded value。如果购买了保险的资产和负债后还会继续发行保单，会产生新的资产和负债，三部分加在一起叫做 actuarial appraisal value，构成了精算估值的基础。完整的公司除了这三部分后，还有其他的比如品牌、销售能力等无形资产的价值，加在一起就构成了整个公司所有的价值。在估值的过程中主要有两种方法。第一种是投资银行的方法，投资银行一般从三个角度，一种是可比公司分析、一种是可比交易分析、最后是 DCF 方法。DCF 方法在保险估值中指的是自由现金流量比股权价值，而不是比资产，因为在保险估值中更关心的是股权能够得到的价值。这种方法和精算估值的方法非常的接近，在精算估值过程中有一个普遍适用的方程，在这个方程中保费、收益、支出、佣金这些变量是不可变动的。在这个方程中有三个重要的变量，investment income、increase in statutory reserve、increase in required capital，这三个变量几乎决定了在精算估值中保险资产价值多少。作为投资的资产能产生多少回报、储备金的未来增量是多少以及保险公司维持运作所需要的资本金，是保险公司估值的重要的部分。这也和初始的假设有关，假设里面有两个假设非常重要，微小的改变也会对

估值产生较大的影响：discount rate 和 cost of required capital。计算 discount rate 可以用 CAPM、IRR 等方法。这就是保险行业估值中主要的假设会造成什么样的影响。

二、保险公司资产负债管理的经验与教训

（一）不同的角度透视保险公司的资产负债管理

无论保险公司的资产和负债是通过并购而来还是通过发售新的保单而来，它是怎么产生价值的？我用两个五环，每一个五环都有一个中心，来描述这个问题。上面的五环讲的是在保险业资产负债管理中流动性和利率的问题，这两个问题都和银行业相关。一般情况下保险公司是不会有流动性问题，但是如果保险产品的构成有很多年金的产品，保险人能够很容易将钱取出来，这样就会面临流动性的问题。还有就是利率的问题，利率的过低和过高对保险公司都是不好的，中间有一个平衡的最佳状态。最广义的角度上来讲，资产负债管理就是一个从观察、建立数学模型、实施、观察实施效果、修正的一个循环。在金融机构实施比较好的地方，也就是高级的资产负债管理方面，叫做融入到全公司的风险管理系统。ALM 和 ERM 成为一个融合的系统，从投资的方法到产品的设计，一方面是资产一方面是负债，以及后方的数据保障、质量保障构成一个完成的系统这就是高级的资产负债管理的状态。

资产负债管理可以通过不同的棱镜来看同一个具体的事物：一是法律法规规定的资产和负债是多少，另一方面是会计准则规定的资产和负债是多少，第三个是实际的一致性的评估资产和负债是多少，它可以不是真实的，但是可以方便管理保险公司的资产和负债。现在还有第四个棱镜叫做压力测试，它在重要到一定的程度会变成第四个棱镜。

US GAAP 美国会计准则下，保险分成人寿和年金。在其下又分为两种情况，一种有账户金额，另一种没有账户金额。有账户金额的，比如万能险，意味着作为投保人有很多选择权。，对于寿险公司而言，若从法规或者会计准则来看，其资产负债估值都是固定的，比如用贴现率，是假设回报率固定，不随市场的变化而变化。但如果从经济学的角度来看，资产负债都随市场变化而变化，比如说固定收益的 portfolio，当盘子利率上升时，呈现资产方下降，负债方上升的状态。在这考虑当中有 convexity 的概念，保险人拥有的权利会导致负债方的 convexity 远大于资产方面的 convexity，即是尽管在 duration 相等或者接近相等时，当利率变化，surplus 不呈现平行运动，而是呈现类似于抛物线状态。因而利率过低过高都不好，只有在中间状态会得到平衡状态。这里我们说的 economic surplus 相当于一个 short(32:47)，卖出 cap 或者 floor。从产品设计上而言，卖掉一个 cap 意味着当利率升高的时候，客户可以把钱取出来买收益率更高的产品。 Short 一个 floor 就意味着其中有保证最低的利率，比如 1%或者 2%。

（二）保险资产负债管理的模型

保险与银行不同的是，policy holder，即是负债一端，很多人的行为需要建立数学模型进行考量。

保险客户行为模型的历史发展经历了一个过程。起初是精算模型。精算模型是 deterministic 的模型——假设一开始客户的取钱速率较低。这样假设的原因是存在 penalty period。在 penalty period 之后有长期持续的一般取钱速率。九十年代初可预测模型开始出现，就是现在所说的大数据。这个阶段内大数据开始在 predicting model，在精算中对保险客户模型的应用开始变得广泛。之后，在 21 世纪初，出现了 rational economic agent 理性经纪人模型——人的行为受到利益驱动，rational economic agent 模型对于计算年金流失模型大有裨益。知道最

近，保险模型发展到研究人生的不同阶段，探究每个阶段不同的需求和财富积累状况，以便细化、精准地分析人们的行为。

下面是保险资产负债管理中非常重要的概念，约束条件——资本金的问题。在不同国家模式不同。以美国的 Risk based capital 为例。在其中首先要计算 Risk based capital 的要求，然后以 TOTAL AVAILABLE CAPITAL 除以 Risk based capital，得到 RBC ratio，当 rbc 比率达到 150-200 之间， XXX（37:18）会找到公司，提出改正的方法，提高 ratio。当 rbc 比率掉到 authorized controlled value，即 70-100，这时候（37:33）已经可以把保险公司置于管制之下。若 RBC 比率低于 70 就是完全管制的状况，公司将处于破产的状况。RBC 体制成效斐然，我们曾经研究过二战以后美国保险市场上人寿保险 benefit 赔付从没有因为保险公司破产而减少过，因为在保险公司破产前监管已经起到了作用。与此同时，各个州还设立有保险的保险 guarantee fund，完全保证 30 万以下的保单与 10 万以下的年金保险，与跟银行贷款保险的基本理念一样。RBC 对于人寿保险和非人寿保险的影响是非常不同的，从而造成了人寿保险的资产 portfolio 和非人寿资产的 portfolio 其资产的构成和行为的差异。比如人寿保险这一块有个概念叫做 THREE，在非人寿保险中是不存在的。

一般而言股票和 alternative investment 是为一类来计算 RBC 和 rating agency，信用评级机构需要的资本金的计算。对于人寿保险公司来讲，equity 股票需要的资本金很高，约在 50%-80%之间。而对于非人寿保险，对股票或者 hedge fund，private equity 的资本金需求是非常少的，大约是 5%-15%。考察沃伦巴菲特的例子，众所周知他使用保险资产投资股票。然而事实上，他起家时依靠是的财险而不是人寿保险。这时因为，尽管通过人寿保险可以取得很大的 Leverage，而由于资本金的要求，用此杠杆投资高回报产品会受到很大约束。而若

使用财险，虽然杠杆会小一点，但是因为资本金约束也较小，则可以获得很多资金投资股票等产品。

同时，评级机构在保险公司运作中起到很大作用，因为风险的各方面都需要全面的、系统性的评估。

（三）运用模型进行资产负债管理

假设保险产品的设计和定价已完成，在资产和负债方面有一些行为可以帮助管理，帮助公司得到更好的效益。

首先是负债方面，第一方面，当保险定价以后、保费流入公司后。将储备金做得宽松一点，保险公司的余地就可以大一点。这就是所谓的 reserving。第二方面是将部分风险分散出去，一个重要的渠道是再保险，而另一个渠道则是发行债券。其中后者是目前市场上比较常见，即是所谓证券化。探究其原因则是出于在 model law 第 30 条以及其 appendix 的条件下，债券发行的时候可以选择 deferred 或者 standard。对于公司而言，实际需要的 reserving 比 regulate 的 reserving 要小很多，这就给证券化留出了空间。

再者是资产方面。管理方法如下：第一方面是改变资产结构，在当前资产条件下实现最优化。在在美国所有的保险公司都要向所在州上交数据，有一个公司会把数据进行汇总，而其他公司或者个人可以提取公开的数据进行分析。而我们从目前美国公开的资产数据中能得到以下几点结论：第一，保险资产现金部分主要是满仓操作。除了 Athene 正在进行并购现金流较多外，其他公司的现金很少。第二，对于 RMBS，不同公司有不同态度。保守的公司持有比较少而激进的公司持有比较多。第三，CML 和 CMBS，即商业抵押贷款和商业地产有关的金融工具，在保险公司资产内占比较大的比重。究其原因是一些在地产业优势比较大私募基金对于并购保险资产感兴趣。再回到 Athene 的例子，其对冲基金和私募方面配置差不多接近 2.3%，考虑

资本金要求的限制，这个比例已经较高了。

在资产负债管理中大资产配置的重要性正在凸显。大资产配置，从模型到实际操作有发展的过程。众所周知，20 世纪 50、60 年代，马克维茨的有限边界理论 efficient frontier 进入到实际操作领域，然而有效边界模型对于例如回报和 volatility 等 input 的项目非常敏感，因此利用此模型有可能得到不合理的结果。在 90 年代末期，black-litterman model 出现。这个模型是内部模型，即将投资组合的资产预估与在平衡状态下的回报结合在一起。如今大一些的公司的资产配置管理一般都是建立在数值模拟 simulation 的基础上，这就要求资产和负债管理两方面要运用一致的决定性作用变量 consistent basis，比如利率、股指等，并针对不同情境 scenario 驱动资产回报和现金流情况，综合计算剩余 surplus。

而如果把资产和负债方面分割成不同的驱动变量，在次过程中需留意情境的产生 scenario generation。因为这里的操作不再是根据两个或者三个变量进行优化 optimization，而是要处理成千上万个 path，并在不同情境下得到相对确定的资产负债数值。这之后是利用数据进行计算，例如计算流动性，计算剩余资产的久期 duration 以及分布，在险价值 value at risk 等。

（四）对冲在保险资产负债管理中的应用

前面讲到，资产管理方面重要的手段第一个是改变资产的配置，第二个则是对冲的应用。然而对冲的结果也有可能不好。第一个是 annuity 对冲的问题。在美国保险业，有两种直接和股票市场直接相关的产品。一种是 annuity，这是针对 Mutual fund 的保底的保单。保底有两种方式，这些保底的方式一种叫做 roll up。然而需要注意的是，保底并不是保证 mutual fund 共同基金的价值不会跌，而是因为它产生了跟保险赔付有关的 Benefit base，因而间接对 mutual fund 的价值

进行了保险。在美国，这一部分占比很大，其规模约有 1.5 亿美元。

对冲实际上在金融危机时期产生了严重的后果，我们看到，Hartford 和 Manuel life(53:27)遭受的损失都是相当惊人的。除此以外，针对股票指数 equity index，也可以执行卖出 call 与卖出 put。在股市成长当中，卖出 call 可以要求 70% 的 S&P return，价值随着股市一起成长。而与此相应的也有对冲的方法，一种是卖 put 一种是卖 call 的方式。对于汇率的 hedge 和对于利率的 hedge 并存的，不同标的的对冲，方向性也有所不同。

关于对冲我认为可以采用两种方法。一种叫做原地立正。你寻找对冲的手法和你的 underlined 的相关性非常强，比如接近于 1，那么就可以原地立正，价值就不再变化。另一种是以小博大。例如几年以前，一家投行提出，如果客户付出一些钱，如果极端不利的情况出现，客户就能得到 5-10 倍的回报，而如果极端情况没有发生，成本就全部赔掉。在当时，这个药方遇见三个情况：美国经济增长放缓，欧洲主权债危机，新兴市场的硬着陆 hard landing of emerging markets。我们从这些 trade 的结果中可以看到，你如果做了这笔交易的话该失去的都失去了，而该得到的还没有到来——肯定是赔掉了。除了以上两种方法之外，还有一种方法是讲希腊语，这与 delta 对冲有关。就是 delta，其应用的很重要的领域是 annuity，也包括 equity index annuity，总而言之是针对具有类似卖出 call 和 Put 的特性的产品。

从市场上来看 annuity 的对冲设计肯定是最复杂的，因为模型中含有大量的对于保险客户的行为模型。然而，这些复杂的对冲在出现很严重市场波动的情况下效果也不是太好。

（五）关于算法的思考和新算法的实现

这里我想讲对于金融价格的变化的几种基本的观察和理论描述。

美国十年期国债期货在 2014 年中的运动中，价格从 121 至 128.5

之间不断地变动，其中有几个特性：第一，描述这根曲线，是连续的不可微分的，任何一个点的左边或者右边都有可能突然反转趋势，第二，价格的 marking bill，在任何一个点上过去的回报，过去的运动都可以忘掉，无法预测未来的趋势。最后是 ecos lamo 里面的连接的和一般的 equation 的一个基本的结论。基本上讲扩散的方差是与时间成正比的。实际上我认为并不完全正确，因为价格不是无限扩散的，基于这种考虑我提出的基本观点是：如果把价格运动的有限空间划分为有限的区域，再在一个有限的区域里面进一步划分使其形成自循环，那么在区域当中可以定义一个 trade，这个 trade 一定是赚钱的。而在有限的区域有限的区间当中如果赔了钱的话，也一定是有限的——这会防止 weight fall，就是来来回回地赔。来回赔的原因是在一个区域或者几个相邻的区域内连续不断地赔钱。我提出的结论就是，一定要记住赔钱的 trade，而赚钱的 trade 赚完之后就要忘掉，如果这种情况下，有限的区域当中有限的损失，但成功的 trade 可以积累起来，这个成功的结果就不会再基于概率的基础而是确定的结果

因此我就可以设计一个结构，比如十年期国债，如果划分为每 0.5 一个区间，其中将这个区间再划分为两个区间，上下各为 0.25，即在 0.5 的区间里做一个 trade 我一定要赚到 0.25，也就是进入和出来的点距离上下区间都是 0.125。时间的关系我不能非常详细地描述这个状态，如果大家有兴趣的话可以研究一下。

以 126 价格为出发点，在 124-128 的区间上，走 4 步上下 0.5，只有 16 种可能，结果在第 25 页显示。25 页最后一栏是动态交易相比较的静态结果。直接做空四张合约，原来还在 126 变化就是 0，没有任何变化。如果向上走 127，就赔 4000 块钱。美国合约是以 10 万为一个，最后一栏是非常清楚的显示赔多少赚多少，但是动态交易的过程中，从 126 到 126 的过程中，不在是一个 0 的状态。在 4 步里面

已经赚钱了，其中有一种是赔钱，因为在交易的过程中有一定的损耗..。但是向上走的情况，126-126 是一个无中生有的状态，从 0 到可以赚钱。126-127 是反败为胜的状态，不断做空的状态下在向上走，向上走的过程中损失在不断的减少。最严重的状态是做空，而它一直在上升，但是这个赔的空间是有限的。美国债券的变动是有一定的区间的，尤其是在一年内肯定是有一个上限和一个下限。如果能把利润不断的积累，记住每一个损失的点，判断上下限，不在同一个位置发生第二次损失，最后肯定是会有利润的。

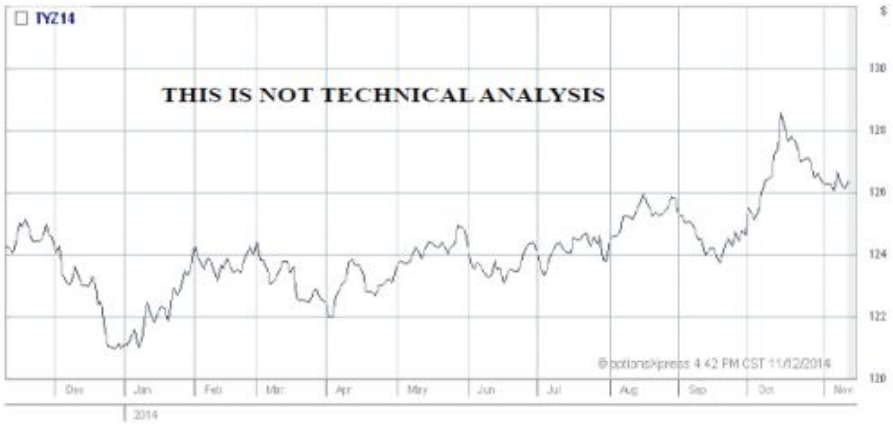
最后提出一些思考的问题，在现有的关于价格的描述上面，我们采取的是物理性质的客观描述。从一个点到另外一个点，但是金融中不是客观外在的观察点。因为每一张单子做空做多出发点已经不一样了，我们不关心价格的涨跌而是自己财产的增加还是减少，是一个相对的变化。如果可以自定义交易的法则和区间，那么观察点是在不断变化，有限空间中利润肯定会达到一个状态。

三、关于算法的思考和新算法的实现

这里我分享一下正在研究的在有限状态下交易的方法，以及对于金融价格的变化的几种基本的观察和理论描述。

美国十年期国债期货在 2014 年的运动中，价格在 121 至 128.5 之间不断地变动，其中有几个特性： 第一，这根曲线是连续的且不可微分的，因为在任何一个点的 左边或者右边都有可能突然反转趋势； 第二，价格在任何一个点上过去的回报 或者运动趋势都无助于预测未来的趋势；第三，连接金融随机微分方程和一般 偏微分方程的一个基本的结论，扩散的方差是与时间成正比的。实际上我认为 并不完全正确，因为价格不是无限扩散的，一定在一个空间里头。基于这种考虑 我提出的基本观点是： 如果把价格运动的有限空

间划分为有限的区域，再在一个 有限的区域里面进一步划分使其形成自循环，也就是说在一个区域当中可以定 义一个 trade，这个 trade 一定是赚钱的。而在有限的区间当中如果赔了钱的话，也一定是有限的——这会防止停留在一个来来回回赔的点上。来回赔的原因是在一个区域或者几个相邻的区域内连续不断地赔钱。我提出的结论就是，一定要记 住赔钱的 trade，而赚钱的 trade 赚完之后就要忘掉，这种情况下，有限的区域 当中会有有限的损失，但成功的 trade 可以积累起来，这个成功的结果就不会 再基于概率的基础而是确定的结果。因此可以设计一个结构，比如十年期国债，如果划分为每 0.5 一个区间，其中将这个区间再划分为两个区间，上下各为 0.25，即在 0.5 的区间里做一个 trade 一定要赚到 0.25，也就是进入和出来的点距离上下区间都是 0.125。



图表 3 2014 年美国国债走势

以 126 的价格为出发点，在 124-128 的区间上，走 4 步上下 0.5，只有 16 种可能，其中最后一栏是与动态交易相比较的静态结果 (图表 4)。

如果在 126 的价格基础上直接做空四张合约，原来还在 126，变化就是 0。

如果向上走 127，就赔 4000 块钱。美国合约十年期国债期货是 10 万一手，一个 点 1000 块钱，最后一栏非常清楚的显示赔多少赚

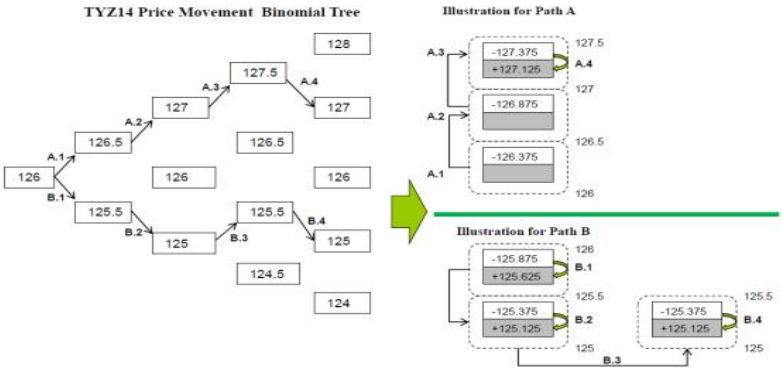
多少。

但是在动态交易的过程中，从 126 到 126，已经不再是一个 0 的状态。在 4 步里 面已经赚钱了，其中有一种是赔钱，因为在交易的过程中有一定的损耗。

在向上走的过程中，126-126 是一个无中生有的状态，从 0 到可以赚钱。

126-127 是反败为胜的状态，不断做空的状态下在向上走，向上走的过程中损失在不断的减少。

最严重的状态是做空，而价格一直在上升，但是这个赔的损失是有限的。美国债券的变动是有一定的区间的，尤其是在一年内肯定是有一个上限和一个下限。如 果能把利润不断的积累，记住每一个损失的点，判断上下限，不在同一个位置发生第二次损失，最后肯定是会有利润的。



图表 4 十年期国债期货对冲模型

最后提出一些思考的问题。在现有的关于价格的描述上，我们采取的是物理性质 的客观描述，从一个点到另外一个点。但在金融中并不是客观外在的观察点，因为每一张单子做空、做多之后出发点已经不一样了，我们不关心价格的涨跌而是自己财产的增加还是减少，这是一个相对的变化。如果可以自定义交易的法则和区间，那么观察点是在不断变化，有限空间中如果有足够的震荡时间，利润肯定会达

到一个好的状态。

四、问答环节

Q1：美国对非寿险在权益配置方面的资本要求偏低，巴菲特选择非寿险主要是资本要求方面的考虑还是有因为寿险和非寿险在其他方面的差异？

A1：我认为巴菲特选择非寿险一方面是认为非寿险资产投资股票要求的资本金比较低，另外一方面是因为非寿险的风险理解起来比较容易。比如卖汽车保险赔率是多少，赔率的稳定是怎么样的，这一部分的风险是比较容易量化的。人寿保险除了长寿和死亡的风险，还跟利率有关、跟固定收益资产管理有关。可能巴菲特 一开始并不认为自己是一个很好的债券投资者。

Q2：复星集团也试图复制巴菲特的做法，但购买的很多是寿险公司，您怎么评判它这种将寿险作为投资平台的可行性和优缺点？

A2：复星集团用 4-5 个亿美元从 Swiss Re 获得大概有 8800 张保单，30 个亿美 元左右的资产。美国人寿保险的资产中，15%-20%的资产是可以划拨到商业地产方面，RBC 的要求也不像股票那么高，复星在商业地产运作方面有很大的优势，因此可以很好地理解为什么复星集团会进行这次并购。同时，保险资产也可以通 过资产证券化等方式降低监管要求。比如 Guggenheim 除了做资产证券化，他们还可以把洛杉矶的 Dodgers 棒球队以 20 亿美元买下来，作为 PE 放到了保险公司 资产里，对资本金的要求也没有这么高。但是这种方式需要很强的计算和策略能力，更重要的是具有投资优势和核心竞争力。

Q3：关于 risk based assets，请教一下具体的优势在哪里？怎样做得更好？

A3：不管是 Mean-Variance Analysis 还是后来的 Black-Litterman Model，如果停留在线性回归或统计分析等优化的算法中，很多问题不能很好的回答。我们如果利用 VaR 来算风险，是需要一个分布的，这个分布还需要足够多的路径去计 算，起码需要 1000 个。所以现在的 SAA 普遍以模拟(simulation) 方式来进行。大公司包括面向保险公司做资产管理的，如 Goldman Sachs 或 JP Morgan 都会提供 SAA 的平台或者方法。如果是一个以固定收益为主的资产组合，那么在做模拟 时，通过模拟利率和信贷息差并回归，就可以得到资产回报的分布。最后通过 1000 个路径，能得到资产当时的市值、业务或者 OTTI。在负债方面，一个比较简单的方法就是假设不变或仅有几种变化，或者把负债的对冲分解成几部分，比 如加入利率、信贷息差甚至失业率这些宏观经济波动，如此将负债和资产联合在 一起，就会得到比较真实的剩余价值的分布。前文列举过的变量，如净投资收益、流动性、在险价值或者久期，以及整个过程中的利润和损失等，就都可以得到。

Q4：海外的保险公司，分寿险和财险来看，利润如何拆分？能不能对国内外进行一个对比？

A4：一般对于保险公司来说，它的利润驱动是三个方面。一个是承保利润，就是 保费减去已付赔付和储备金的增量。但是一般因为市场竞争的作用，在国内外这个承保利润都是趋近于 0 或为负。另一个就是投资收益，这个在国内外都是保险公司主要利润来源。第三块是保险公司在不承担风险的情况下提供各种服务所收 取的费用，这一块国内国外占比都比较小。总体来说，利润的驱动主要是投资收入。在非寿险方面有一个概念——combined ratio，就是等于赔付率加上理赔费用，很多财险这个比率都超过了 100%，一定需要投资方面的收益来补贴。

Q5：是否因为国内的竞争没有国外竞争激烈，导致国内还是存在一定的承保利润，尤其是财险？

A5：我对国内的保险行业没有那么熟悉，但我认为在大数据下数学模型的建模肯定会产生对保险市场的细分。如果对于数据和数学模型的运用比较好，在这方面 可能会产生一定的潜在利润。

Q6：管理层不止关心 VaR 这个指标，还会对偿债能力、流动性有所关注，但这些指标又不是能够简单叠加的。那么最优化算法的目标该如何确定？

A6：SAA 模型出来的结果可能不止一个。可能其中一个是想优化利润，对流动性 和波动性考虑较少；另一个希望流动性很好，而牺牲一部分的利润和波动性，把空间放大一些，那么选择范围可能就是 5 个 bp。另外，也可能会选择最大化净 利润，并承受更大的波动率，可以到 70-100 个 bp。因此最后不止会有一个结果，管理层可以一起来讨论选择。

Q7：前文举例说损失是有限的，但是如果国债价格一路上涨，即使有这个策略也还会一直赔下去是么？

A7：不完全是这样的，实际操作中，边界条件是可以约束的。一路涨下去，可以 买一个看涨期权，并在之前算好在 128 或者 129 平。

Q8：无论是买方还是卖方，他们的 M&A 所涉及的行业是哪些？他们看重的只是 资产而不是这个行业？

A8：买方分为两种，战略买方和金融买方。战略买方作为保险公司买其他保险公司的资产、业务，它的出发点可能是占领市场、扩大产品线、得到规模效应； 金融买方是出发点则是为得到杠杆。我在今天演讲中举的很多例子都是金融买方而不是战略买方。很多情况下，金融买方的出发点是资产，保险的价值不仅仅是资产负债表中所

拥有的价值，还包括保险公司继续运行所带来的新的资产和负债。但在美国，有些是不会再发行新的保单，利润跟随资产和负债会一起转移，不存在追求市场份额或者行业的问题。

Q9：VA 在美国一度盛行，但现在被证明风险太大，现在寿险有什么其他的创新？

A9：肯定有，比如说现在做的控制波动率的基金。本质上是组合里有 60%股票、40%固定收益债券，中间会有一个 dynamic hedge overlap。根据头寸的不同，对于每日波动也有一个模型，用于改变对股票和固定收益类的头寸分布。现在这 种波动性控制的的 fund 做得很多。还有一个叫做 Zacks index ,即可变年金收 取的费用跟 Zacks 直接相关。

Q10：VA 在美国市场还是比较受欢迎的？

A11：原来没有遭受重创的公司，现在 VA 发行得很多很快。现在股市的波动很小，原来 MetLife 的这项业务是在收缩的，但其实比如 AIG 一类的公司，它们的 VA 是在大幅度发展的。

Q11：现在的 VA 相对以前的产品风险会小一些，对冲能力增强？

A11：对冲能力我不觉得增强了多少，但是产品的限制条件肯定是增多了，这样 就会把波动率降下来。

Q12：以巴菲特为里，好像 CIGNA 就把对冲去掉了？

A12：一个是原地立正，一个是以小博大，还有就是根本不对冲。有时不对冲也 是一个很好的结果，对于 100 个点的变动以小博大可能会收获 5-10 倍的收益；对于巴菲特，时间跨度如果拉长到 10 年到 20 年，就可以不对冲，而是拿来投资，钱自然会回来。巴菲特原来卖出的 39 亿美元的看跌期权，原来跌到 1300 点现在 也全回来了。

Q13：美国保险公司的 ROE 大概是多少，不同大小的公司有什么差别？

A13：在美国，ROE 差不多在 9%-15%之间。小公司就要看是想激进的争夺市场份 额，还是想增加价值。激进争夺市场份额的小公司 ROE 可能在 5%，甚至 0%，ROE 最好不要变成负的。ROE 为 0 的公司都可能来争夺市场份额。还一种是 harvesting，基本是 run-off，不想再发展，那么只要直接将年金收益率降到最低。

Q14：如果国际利率持续低位，会对保险公司特别是寿险公司的资产负债不匹配 产生什么影响？

A14：关于低利率环境的挑战，各个大的寿险公司都会有研究，对于寿险来说影 响 比较 小 ，主要是对 固 定年金影响 比较 大 。美 国各个 州有都有 Minimum Guaranteed Rate，大概 1%左右。如果利率一直很低，比如十年期国债的利率在 2.5%以下，定额年金肯定会有 spread compression，保险公司的利润肯定会大 幅度下降。金融危机之后，在美国做并购业务的 PB 直接就降到了 0.5-0.8 之间。一般来讲，年金这块的息差在 100-120 个基点，如果降到了 70-80 个基点，利润也会降低。

Q15：年金特别是定额年金占保险公司的比重不会很大，如果寿险和健康险没问题的话，是不是可以说资产负债不匹配只是一种担心而不会真的实现？

A15：资本的增速肯定会放缓，有的公司偏重寿险，有的公司会偏重年金，比如说美国的 AVIVA 就是分割成人寿和年金两块出售的。从资产角度来讲，年金这一 块的资产会远远的大于寿险这一块的资产。同时，这两种资产的久期也不一样，年金的久期在 3-5 年，寿险产品的久期会在 12-16 年。所以低利率对这两种资产的影响也是不一样的。对于人寿或者年金保险资产的利润增长最好的环境其实是

利率缓慢平稳地增长，当然也不是直接下降，如果直接下降的话，在半年到两年之内也不会有太大的影响，如果时间更长的话，对收益肯定会有影响。

第 70 辑

(2014.12.4)

从 PMI 看中国经济走势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

于颖女士，中采咨询（CLII）总经理，中国 PMI 分析小组秘书处主任，中国物流信息中心数据项目总监。于女士长期从事我国经济数据分析，是中国 PMI 研究最早推动者之一。著作两种，核心论文多种。依赖于良好广泛的机构合作以及潜心研究，她对宏观经济以及市场走向的判断多次被验证。于颖是北京大学学士、硕士。

一、11 月制造业综合 PMI 结构特点解读

制造业综合指数本月回落了零点几个百分点，市场上较为流行的解读是需求减弱与经济下行。就回落的指标看，其中有订单和生产。但除此之外，PMI 仍有值得关注的结构上的特点。主要有以下三点：

订单高于综合 PMI 的情况已经持续了一年多。在 PMI 所有的权重指数（订单、产出、原材料采购、原材料库存、就业、供给商配送）中，近一年以来，就业和原材料采购指数都在拖累综合 PMI 指标，而订单和产量一直高于综合 PMI。这一情况与我国经济情况相关，即就业的机器替代，因而就业低有不景气的因素，也有生产方式变革的因素。这一点从非制造业的指数也能反映出来，其就业指数一直高于

制造业，表明非制造业吸收就业的能力在增加，这数据结构的改善对于中国经济是一个优势。

生产和订单的差值，即生产量减去订单，这个指标背后的经济含义就是制造业生产过程的特点：以需定产。如果将先进的生产方式叫做柔性化生产，那么中国大部分企业仍停留在批量化、工业化生产阶段，在此阶段内，无论需求多少，生产量必须要保持一定规模，否则其人员设备会无法安排，产能无地可出。从最近几年的趋势来看，生产订单差值长期向好。尽管这个月内生产订单差值指标比上个月有所回落，但是今年的六月移动平均仍比上一年还是要高，因而可知状况仍在改善。

库存方面，本月库存指标 47 与上月持平；库存低于临界值的状况已经持续了一段时间。在 2008 年以前，库存指标一直是 48 左右，没有超过 50。2011 年以后，库存的指标波动在 50 上下。而形势最严峻的 2012 年中，很多个月库存指标都处于 50 上方，说明企业库存积压严重。从 2013 年开始，库存指标则稳定在 48 以下的低位。而去年年底到今年年初，指标维持基本在 47 左右。究其原因有两点：一、因经济不景气，需求订单较少，因而企业对于增加库存持谨慎态度；二、我们在实际调查中发现有企业反映其在企业生产过程中追求零库存的状况，这反映了生产方式的转变与管理方式的变革，企业正在提高生产效率、降低成本空间——而供应链管理的改善也能提升社会整体的经济效益。总而言之，从库存的表现可见，企业正在转变生产方式，提升效益。

二、PMI 问卷开放性问题情况汇总

PMI 调查过程中，在问卷里对企业生产过程中遇见的问题设有开放性问题。汇总企业反映的问题，有几点值得关注：

贷款。因 11 月降息，有部分企业反映贷款利率下降。但是许多中小企业反映贷款难度并未因此降低，且额度很少有增加。贷款仍是制约企业发展的重要因素，我们并不认为降息促进了贷款流入实体经济。

出口。这两年由于国际制造业本土化的趋势，中国企业出口面临一定困难。但根据企业反映的情况来看，尽管总体而言中国企业出口商品正面临激烈的国际竞争，但是价格和质量上具有优势的企业，依旧保持较强的竞争力。对于个别的企业如何在市场上取得自己的优势问题，以上情况能提供借鉴。

年底因素。有些企业注重年底因素，到了年底对于订单的处理往往采取年底备产方式——即因其生产能力限制，将优先完成容易完成的订单，把不容易完成的订单放到年后完成。因而从数据上来看，增加的订单并不一定反映本月全部的生产，可能还会反映到来年 3 月的生产数据。总而言之，12 月的数据更多反映年底备产或者压后的选择。

三、制造业及其子行业 PMI 分析

制造业中有 21 个子行业，子行业的分析对于投资指导非常重要。在行业的表现上，本月 PMI 最大的特点是行业差异非常大。最好的行业的与最差的行业差了 40%，若算上特异的船舶行业，则会超过 50%。这是历史上前所未有的情况。但这仍与现在经济发展特点有关。以前是各行业要好都好，要差都差；而一年多来，行业间的反差正在拉大，反映了我国经济结构调整的情况。从制造业和非制造业来看，制造业低于非制造业的增速的态势已经持续很多年了。但制造业内部分化却是这几年刚刚开始的，并已分为几个梯队。其中第一梯队包含计算机、医药、有色金属、设备类，这些行业的表现稳定，并维持在

高位；而特别差的行业包括纺织、木材等；这两年出现调整比较多的行业包括石油炼焦、化学、化纤。

从具体指标的周期性来看，子行业可以分为前周期、中周期、中间品、后周期。前周期行业主要是原材料行业，包括黑色金属、有色金属、石油、化学、非金属。由于行业传导，如果原材料出现异动，其他行业也会跟着受益，因而具有前周期性。上面提到的几个行业从上个月开始就有特异的表现——有色和黑色 PMI 指数在 10 月整体指标回落情况下，走出了不小的回升趋势。但我们仍然要关注这两个行业本月 PMI 是否能维持回升的势头。例如，11 月中黑色 PMI 的上升势头没有延续主要是受 APEC 停产的影响，黑色生产企业在华北占比比较大。但有色回升势头依然明显，在整体指标不好的情况下，有色 PMI 指数已经连续两个月回升，并保持在相对较高的位置上，可见有色行业内在发展潜力值得重视。我们调查中也发现，有色行业在新材料的研发应用中处于领先地位，因而相对黑色和石油炼焦其表现要好得多，也因此被列入了子行业的第一梯队。无论从长期或是短期的表现来看，有色行业的表现都非常不错，维持在全行业排名的 6、7 位上下。除此之外值得一提是非金属行业，非金属行业 PMI 的提升代表了基建的提速。我们不能排除原材料短期波动的情况，但是非金属行业 PMI 连续两个月回升，已经对其他行业产生正面影响。因而我们预计，下个月整体制造业 PMI 回升概率增加，其中有色和非金属行业尤其值得关注。

中周期行业主要包含设备类，其中我们最看好的是汽车行业。汽车行业大类内有新能源汽车行业的小类。从指数表现来看，新能源汽车的数据很强劲。这个月其订单指标是 70，比制造业总体订单指标要高很多。尽管从长期看，汽车行业的排名维持在中游，但是其在 11 月的表现相当不错，而其行业排位在前几位。同时，汽车行业订

单指标接近 70，新能源汽车的订单指标前文已述，而传统汽车制造业订单指数也在 67.7。在设备类企业当中，电力机械和专业设备制造业表现较弱，而通信、汽车、通用制造业表现一直比较强劲。以 20 个月移动平均指数来看，高下立判。然而，尽管设备类制造业近两年发展比较强劲，但 11 月的制造业四大类排名中却排在了第三位。这是因为其中有特殊行业——即船舶、铁路、航空、航天运输设备制造业，这个行业长期属于特别样本，而其 11 月表现又尤其之差，因而将总体表现大幅拉低。若除去船舶、铁路、航空、航天运输设备制造业，设备类排名应在第一位。

中间品都是小行业，对市场影响不大，相关公司比较少，因而不述。

后周期行业主要包括消费类制造业。消费类制造业 PMI 指数 11 月回升比较大，在制造业大类排名第一，PMI 在 53 左右。在消费类中，最值得一提是医药制造业，其订单指数长期在 60 左右。同时，生物新产业情况也非常好，这个月订单接近 80，医药新订单也是接近 80。我们判断这两个行业的潜力较大。如果只看 PMI 表现，在 21 个制造业行业排名当中，医药制造业长期短期表现都是第一位，是值得关注的行业。除此之外值得关注的还有食品制造业。食品制造业长期排名居中，起伏不大比较稳定季节性不强，但在 11 月 PMI 上升比较大，在消费类中仅次于医药。然而消费类中服装制造业表现很差，这个月指数接近 40，是最近两年比较弱势的行业。

四、非制造业及其子行业 PMI 分析

非制造业综合指标汇聚行业较杂，并且其中很多行业季节性相反，尽管数据经过季节调整，各个行业季节性依然突出。因此考察非制造业综合指标变化要看结构性变化。11 月非制造业就业指标回升，与

制造业指标回落形成对比。究其原因，非制造业吸收就业能力比制造业强，同时也有前面提到的制造业机器替代的因素。同时，11 月非制造业经营活动指标状况微升 0.1，而订单有所回落，这与有些行业的季节性表现相关。11 月非制造业的出口指数回升，主要依赖于水上运输业的回升和电信本月的外贸大订单，还有装卸搬运仓储业的贡献，装卸搬运仓储业与水上运输业存在正相关关系。以前研究中，社会价格指标与各个行业的经营收入、销售收入的关系比订单和经营状况与这二者的关系更为密切。社会价格指标在 11 月继续回落，需要提请注意。

从行业差距与行业表现来看，非制造业因为季节性因素影响，行业差距一直都很大。我们这里总结非制造业中几个表现比较好的行业。

第一梯队中，有电信广播电视卫星传输电信服务业、互联网软件信息服务业、生态保护和公共设施管理。尽管生态保护和公共设施管理业本月表现较差，但主要是因强季节性因素，若用移动平均看其表现不错。环保行业、房屋建筑业与土木工程一直以来表现出色。建筑业内表现最差的是建筑装饰，但同理，房屋建筑业指标季节性太强，从平均数据看建筑业指数在好的月份看，基本维持 70 以上，有时接近 80。在整体指标不景气的情况下，这个月建筑业指数还是回升了，并且位置比较高。11 月本应是行业的淡季，但指数依然维持比较高，说明我国基建工程还是确实启动了的。

房地产行业是非制造业中关注比较多的行业。11 月房地产订单指数到了 50 以上，这在近两年调整期内很罕见。值得留意的是房地产所有细分指标本月都出现回升，而状况指标也回升了 8 个百分点，代表房地产企业对自己的现状评估很高；房地产订单指标回升了 4 个点。根据经验，年底和年初是房产数据的低点，从今年房地产行业的 PMI 看，今年的低点就或许就已经在这里了。今年五月份左右，市场

担心房地产行业的调整会不会引致崩溃，但考虑到房地产是中国经济支柱，房地产行业调整过多对于政府是一个压力，这一矛盾集中爆发于今年 8 月，在看清市场各方的选择后，限购令的解除被提上政府日程安排，因而 9、10 月份房价就开始提升。我认为未来一线城市房价将继续上升，而二三线城市房价将形成稳定趋势。

信息服务业，包括电信服务和互联网，在 1 月份有很高的订单值约 78，表现非常好。这两个行业都排在非制造业前三名。本月非制造业与制造业都不很景气，而电信订单指标却回升 10%，其出口指标回升 24%。

物流业，分成两大类，包括邮政业（含快递业）和仓储装卸业。双 11 节中，网上零售邮政业（即快递业）极大受益，因而 11 月数据表现超过了互联网行业和电信服务业。但综合来看物流业有个劣势，即中间投入价格比较高，因而限制了行业的收益。因此长期来看物流业的效益不如第一梯队的行业，属于第二梯队。进行国际对比会发现，我国的物流水平较低，并不适应当下的产业转型过程。但是经济转型中，物流却扮演着重大作用，因而十大产业振兴规划包括了物流业。在制造业转型的过程中，供应链管理的变革非常重要，同理，物流业的发展也非常依赖供应链的变革。从整体经济而言，所有生产环节中改进空间最大的就是物流环节。我国社会物流总成本曾经长期停留在 20%，自 2001 开始我国推行物流行业整合和技术革新，物流总成本从 23%逐渐下降到 18%，随后在 18%的位置停留了一年多。2014 年物流总成本之所以降到 16%，是交通部改变了核算口径的缘故，如果按旧有口径计算依旧是 18%。目前，所有发达国家社会物流总成本都在 10%以内，其中美国是 9%，而日本比美国更低；发展中国家中，墨西哥的物流总成本是 12%，也远远低于我国。我国国土辽阔，加之物流效率低下，浪费惊人，如果物流企业能够加大投入，加快技术革

新的步伐，引入第三方物流等先进生产方式，物流行业的发展空间就会非常大。

运输业季节性比较强。例如，航空运输业 11 月属于淡季，因而其表现较差。装卸仓储业指标受益于水上运输表现较好，长期来看这个行业居中流。在运输业中最好的是水上运输业，这与外贸的增长有关，因而接近第一梯队。铁路道路运输业相对就比较弱，已经进入倒数的行列了。

五、问答环节

Q1：新兴产业数据是如何进行采样的？

A1：直接根据发改委的目录选样，将行业分为三大类，即制造业、非制造业、新兴产业。从分布上来讲，新兴产业数据在抽样的过程当中还是跟以前一样，大小企业都有关注，地区也进行了适当的调整以确保各个地区都有代表性企业，同时保证在七大产业之间平均分布。由于各个新兴行业隶属不同部门核算，目前缺乏统一数据，无法计算各个产业在整体新产业当中贡献的比例，我们采集的指标只能暂时进行简单分析。未来设想是设计为各个行业的加权总指数。目前看新兴产业的数据一直都表现得非常好，维持在 70 左右。

Q2：扣除季节性因素，11 月制造业 PMI 数据有超越预期或接近预期的吗？

A2：整体而言数据回落，但回落当中可以看到积极因素。一是结构性的表现。如生产方式的转变，由于机器替代的缘故就业保持在低位，但并没有对企业产生大的负面影响。此外库存比较低，表明企业重视订单、降低库存，希望实现生产供应链的转变甚至实现零库存，这都是结构方面好的改变。二是部分行业表现。从行业来说，设备类的三个行业在制造业整体弱势的时候表现并不比往常差，通用汽车、

电子计算机、通信设备制造这三个行业超预期。有色金属行业也是超预期的——上个月有色金属指数回升了 5 个百分点，这个月又回升了 2、3 个百分点。尽管在整个的制造业当中，有色不如医药、电子计算机，但跟其他的原材料来比已经非常不错了。对于非金属行业，上一个短周期从 5 月份开始，彼时处于底部，而这个月非金属才开始回升。上个月黑色的回升没有持续，下个月我觉得应该特别关注非金属的行业的表现。

Q3：从库存指标看，供应链管理有一定改善。这种改善的难度如何？未来一两年会有成效么？

A3：供应链管理是长期过程。首先要做到观念的转变，然后是软件的推行，即供应链管理的系统。供应链管理要包括企业的的供应商、客户及客户的客户，形成一个链条。单独一个企业实现供应链可能性不高，必须要有链条上所有环节的配合才能够完成，因此整个社会供应链管理改革需要很长时间才能完成。在美国，供应链管理的完善经历了 30 年，做到了覆盖 80%的制造业。我国的供应链管理从提出到现在仅十年时间，因而还需要一些时间。这两年供应链管理的推行、研究、理论和实践发展得非常快，去年，我国通过供应链管理提升减少的物流成本在整个物流成本的减少当中占到了 30%，是非常可观的。我认为供应链管理再用 5 年就可以达到覆盖 50%的中国的制造业的水平，相对发达国家的发展历程节约了许多时间。

Q4：PMI 细分指标之间是否存在明显的先行或者滞后关系？

A4：不是很明显。从理论上来说，订单先行，产量随后跟上；但实际上，由于我国制造业的生产特点，订单和产量是表现迥异的指标。如前所述，中国的制造业不完全以需定产，很多企业必须维持生产，所以部分生产是恒定的，而订单数量上下波动。按理说在现有生产方式下，应该是先有订单才有生产，但是在中国还不完全如此，我

们期待这种状态会慢慢转变。由于这两年企业生产方式的转变，生产和库存的关系有所体现，有生产、库存才会有变化，库存指标通常领先订单指标两个月，产成品库存水平的高低往往先于订单的表现。大家可以去分析产成品库存，它的订单指标跟 PMI 相关系数是很高的。而其他指标如就业，通常是滞后于整体指标表现的。在上一次经济危机 08 年底到 09 年复苏的时候，PMI 指标 08 年的 12 月份就回升了，1 月、2 月依次向上，一直是在往上走，但是就业指标 2 月份都还在低点，3 月份才开始回升。在我国，就业指标并不敏感，在大拐点上反应滞后。现在因就业指标长期处于低位而被人关注，这反映了机器对于劳动力的替代。等到中国发展到美国的生产状态时，就业指标的灵敏度可能才会得以体现。

谈及我们对宏观形势的判断，从短期来看制造业势头并不好。制造业是一个自给的过程，今年预计增速为 7.4%,明年大家趋于理智谨慎，应该在 7.2%-7.3%左右。我认为下行趋势还在继续，并将在明年二季度达到最低点。很多人问会不会在一季度达到最低点？我认为不太会，因为一季度是基础建设的淡季、投资的淡季，所以形成最低点的概率不大。结构调整将近两年，房地产风险今年也得到释放，所以很可能的情况是，明年二季度出现一个低点过渡的时期，最低达到 7.1%左右；然后三四季度出现回升，全年达到 7.2%-7.3%的水平。

Q5：观察到非制造业 PMI 建筑业指标表现一直很好，在 70 以上，这和我们印象中不景气的房地产行业存在不同。请问非制造业 PMI 变化趋势和房地产行业景气程度是什么关系？

A5：土建房建和房地产是两回事。从市场主体来说，前者是建筑商，负责施工，后者是房地产开发商，负责开发。从数据上看，建筑企业的特点就是无论上月增加减少亦或持平，土建房建指标在旺季月份指标都会很高，达到 60%-80%。但是淡季如一二月份，即便基

建任务不断增加，业务量不断增加，由于北方等地区无法施工，这两个月土建房建的指标一定会很低，甚至降到 20%-30%。所以非制造业 PMI 建筑业指标在旺季表现好，很大程度是因为它有订单季节性波动的拉动，实际上该行业的收益并不一定就比其他行业好。

非制造业 PMI 建筑业指标表现好的另一个原因在于它的收费价格。房建土建的收费价格比房地产行业的收费价格表现好，排名相对靠前。有人会问房建土建 PMI 表现这么好，是不是跟它的主营业务收入相关、跟它的排位相关。单从房屋建筑业本身，PMI 趋势变化跟它的主营业务收入的趋势变化是一致的。房地产业的 PMI 趋势变化跟它的房地产主营销售收入也是相关的。但这与排位是不一致的，我们的非制造业 PMI 研究也还没完全做到全面反映这些情况。非制造业 PMI 涉及 7-8 个大类行业，如建筑业、房地产业、物流信息、租赁服务等等，他们的经营模式各不一样，核算方式和口径并不相同，所以这些行业从利润水平去排序，结果相对来讲较为公允。对不同的行业来讲，从收入去排序也还是比较公允的，从其他方面排序我还没有尝试过。我感觉有些地方可能会有差异，比如说房屋土建业的盈利能力不如环保行业，但一定会比物流业的盈利能力好，物流业的盈利能力实际上是比较弱的。但从发展空间来讲，房屋建筑业一直都保持不错的水平，虽说房地产行业不景气，但建筑商并没有大量停工，都还是有活儿做的。

Q6：PMI 采样中是否有中小企业之间差异化问题，不同类型企业的后期走势如何？

A6：是这样的，我刚刚讲的都是好的那一方面，那不好的方面就是大型企业普遍比中小企业要好。从总体指标来看，尽管我们推出许多让企业受惠的措施，但大型企业得到的好处远远比小型企业多。小型企业指标这两年一直都在 50 以下，没超过临界值；中型企业在

50 线上下徘徊。PMI 的样本数量是根据不同类型企业对整个经济贡献比例来确定的，小型企业在 10%左右，中型企业占比 20%以上。不同类型企业下的生态，我们也非常关注。

对于未来的趋势，我认为小型企业在制造业并不是重点。我们刚刚提到的生态方式的变革，其中很重要的就是制造业的生态变革，要有资金效应、规模效应。小企业在制造业里能干什么呢，干个金属制造企业还比较合适，但如果说小企业干黑色金属制造可能就有些力不从心了。这一轮产能淘汰中，首当其冲必须淘汰的就是黑色金属制造企业中的小企业。小企业没有资金优势自然就不能完成技术上更新迭代的任务，那么在整个制造业里又能有多大的贡献呢？所以在制造业中，小企业就应该占有小比例，在迭代过程当中，需要淘汰的就是小企业。在产业结构调整之前，小企业长期低迷的态势不会停止。

小企业的活力应该体现发挥到什么领域里去呢？比如说互联网、服务业、金属制品业、服装鞋帽业、食品加工业等，小企业可能更有所作为。在专用设备制造业和汽车制造业，小企业则能够对这些产业有所补充，起到增强产业内部润滑的作用，但是很难成为市场主体。我们过去几十年来这种粗放经营的动力很多都来自于小企业，小企业在制造业当中的调整也一定还会持续，持续到产业调整得更健康了，大部分粗放经营型的模式都被淘汰了，这个时候小企业数据持续低迷的态势就可以结束了。不是说小企业不好，而是说小企业的生存应该有自己的空间，个人认为生存的最大空间不在制造业，而在非制造业里。

Q7：上一轮的小周期是什么时候？

A7：从四月份开始。四月份黑色金属指数提升了十几个分百分点到了 50 以上。因为产业传导的缘故，其他原材料类产业行业数据会受其影响。我们当时判断下个月其他的指标肯定会有好的表现。到

了 5 月份，黑色继续回升了几个百分点，非金属也回升十几个百分点，设备类指标的也跟着就起来了。当时原材料，石油炼焦虽然不如那两个行业，但 5 月份指标也是回升的。五月份是淡季，所以这两个行业在 5 月份筑底。到 6 月份，设备类的指标超越了原材料，然后消费类回升。到 7 月份，消费类就超过原材料类。8 月份，消费类升到了第一位。此时这个小周期已经结束了。因而从 5-8 月份，形成一个闭环的小周期。小周期的判断主要看原材料，当原材料被消费超越了，小周期也就结束了。

Q8：2015 年二季度这个周期，您认为是中周期还是大周期？这一轮的周期会有多长？如何从 PMI 看这一轮周期的触底？

A8：关于 PMI 与周期的关系，按照我的理解，周期就是经济运行的波动，从起点到终点形成一个整周期。小周期通常是半年、半年以内，中周期大概是一年。至于 PMI 和经济周期的关系，我一直计划做这样的研究，因为 PMI 数据的确是非常有周期性的，但目前我们还没得出一个清晰的结论。我在 09 年写过一篇报道，就是从那时候开始关注这个事情的。从产业的轮动来看，往往能够形成依次变动的循环，从原材料开始变动，一直到它传导到消费轮动结束，一般小周期的时间是在 3-4 个月。过去建造的这种数据从一个传导到另一个，一般来讲就是 3、4 个月。如果看到前端的前周期行业启动了，而且不是单独的一个行业启动了，而是几个行业都有表现的时候，往往会提示一个小周期将会进行下来。当然这是需要外部条件的，尤其现在经济不景气、制造业需求疲软、面临产业调整的情况下，原材料肯定是基于有项目建设要启动的情况才会表现增长态势，而其他行业也会紧随其后。但由于这种现象是政府投资带动所以不具有可持续性，3、4 个月就会结束。去年年底有一波，2012 年还有一波，基本上都是三四个月就结束了。所以未来判断是否有小周期，只要关注原材料就行，

三四个月为一个小周期。

对明年经济的判断是中周期判断，并且也有 PMI 数据为依据，但是对于整个宏观经济形势的数据判断一定要结合经济环境，不能完全按趋势分析。PMI 本身是一种对产业的分析，数据本身就可以说明问题。但 GDP 就一定要跟政策联系起来分析。比如用 GDP 对未来进行判断时，包括消费、出口和投资。投资今年一直都比较弱，从 19 个百分点下滑到现在的 15、16 个百分点，实际上我们可以从中看到很多的关联，比如像政府认为这种经济增速的下行有点超出承受能力了，于是启动新的投资政策力图改善经济风险。这一轮投资启动以来，是不是投资未启动时的负面因素都不存在了呢？还是存在的，比如说地方债，但是它有改善，比如中央已召开有关地方债的会议。很多地方建设资金方面的问题正在解决，而且从整个财政覆盖率来看，资金压力并不是很大，所以说基础建设的资金是能够保证的，国家不是没有钱。现在金融方面的紧缩主要是针对地方债问题，中央财政有资金，银行贷款可以展期，也即必要的转移支付能力还是有的，资金上可以保证。所以投资再增长，从低速的状态摆脱出来是没有问题的。基于上述理由，我们可以保证所谓的基建投资能够维持在一个较稳定的水平上。另外一个例子就是房地产，资金上也可以保证，从房地产企业的情况来看，房地产这一轮调整的低点就是现在了，但在低点过去之后房地产能够带动的产业很多。从房地产目前所在低点的相关数据来看，投资有改善，房地产增加值有改善，但到明年 1 季度时，也不太可能就直接组成一个拐点，而是到二季度时投资数据的转变才会直接影响 GDP 的数据。这个判断就不完全是根据 PMI 的数据来判断的。

如果要根据 PMI 来判断 GDP，就要根据 PMI 跟 GDP 之间的关系，即 PMI 的综合指标，其相关系数高达 88%。由于 GDP 是季度数据，大家可以将 PMI 做年化和季度化的处理，进而去计算 GDP。而

且还要把最近两年的 PMI 跟 GDP 的相关关系做一个模拟。因为数据指标之间的相关性往往都是随着经济环境的变化而改变的。如果经济环境变化了，可能两个指标之间的相关关系可能就有改变。相对来讲，从 2012 年到目前为止的整个经济环境比较一致，跟 2010 年以前完全不同，所以你就把这几年的环境做一个模拟就会更好的提升预测的准确性。PMI 本身就可以预测 GDP，但主要在数学方面，如果从现实的经济特征来看，Q1 和 Q2 作为未来的顶点将会形成本轮的低点，主要支撑是房地产的投资，出口将会转暖。

Q9：您认为上一轮的低点是什么时候，跟现在相比哪个是更低点的周期？

A9：这一轮的低点指的是 GDP 的低点。2015 年二季度是低点，三四季度会较好，这一轮周期的低点将在 7.2%、7.3%，然后会好转，明年全年应该就在 7.3 左右。GDP 的变化从大数来看上下浮动不会超过 0.2 ，低点是 7.2，高点也就是 7.4 。前三季度大概在 7.1 到 7.2 之间浮动，如果低点是 7.2 那高点就是 7.4，最多相差两个百分点，而全年大约在 7.3 左右。但总体呈下降趋势，比如今年 7.4 的情况下，明年可能会是 7.3；会逐步下滑，并不会出现“大跳水”。在整个市场逐渐接受这种下行、注重结构和质量改善的时候，从 7.3 下行到 7.1 然后到 6.9 也是可能的。如果 GDP 在一年之中直跌两三个百分点的话，很多地方会出现问题。

Q10：从行业来看，其实是跟随着这种从投资到消费的轮动去把握小周期的轮动。对中周期的把握，也是从制造业到最终消费吗？

A10：到中周期的阶段，产业轮动不一定这么明显，因为那时国家可以进行部署，并且带来市场机会，一个是市场力量，一个是政府推动。中周期内，不一定是新产业兴起带动其他行业发展的状况。从数据上看，我们都是事后才进行验证，我们先看到新产业发展好，比

如生物、医药、化学和有色，之后我们才去看它在整个制造业的体系当中起到什么样的传导作用，但是这些数据都是刚刚才表现出来，比如过去两年有色并不好，今年以来却表现突出，那么它到底能对制造业产生什么样的影响，这就是中长周期的预测。到明后年我们再来看这两年新产业的崛起，比如互联网，它们的数据最终在经济当中起到了一个什么样的作用，然后我们才有可能用到下一轮的周期当中去。

例如，我们现在可以确定非制造业被制造业超越，是在历史上形成的结果；反过来，其实是非制造业里第二产业的比重超过了制造业，从而导致了这种结果。随后我们在分析中才会关注，非制造业中哪部分崛起了，对整个经济产生什么样子的影响，我们在投资上应该关注哪些行业等，这些都是事后验证的。毕竟我们刚开始接触一个新东西的时候 ，并不能十分确定它对整体经济的影响，但我认为在明年后年就可以得到具体的结果。中周期的迹象永远都具有先验性质，并不能在当下就迅速反应，也不能妄下结论，因为没有历史研究做基础。在国外的研究当中 PMI 也很少运用到长周期的预测中。我们可以日后再多讨论这个周期的问题。

第 71 辑

(2015.1.21)

独特的强势美元和新型的投资格局

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

郭胜北先生，美国 GSB 奖台基金（GSB Podium Advisors）创始人和总裁。GSB 奖台基金是一家专门从事量化交易的基金投资管理公司，其主要领域为：统计套利，技术交易和宏观量化。郭胜北拥有超过二十年在华尔街大投资银行和对冲基金领域丰富的经验。在 2010 年创立 GSB 奖台基金之前，他作为董事总经理和基金经理负责管理德意志银行设置的基金和账户，包括 CTA、量化股票、发展中国家货币、高频交易和宏观交易。1997-2005 年，作为董事总经理，他在德意志银行证券部负责自营技术交易组，管理各种全球期货和全球股票的交易。1994-1997 年，他在纽约担任摩根斯坦利副总裁，在证券部自营部门开发和交易期货和股票的自营模型。1992-1994 年，他在摩根斯坦利东京证券部任职。郭胜北先生拥有北京大学计算机系学士学位，纽约哥伦比亚大学计算机系理科硕士学位和宾夕法尼亚大学沃顿商学院 MBA 学位。

2015 年伊始，市场出现很多有趣的现象。美国国债利率持续下

降，石油和铜等大宗商品价格持续创新低，美国股市在前段时间创新高的过程中伴随 VIX 指数上升。过去美国股市明显好于其他发达国家，但现在如果以本币计算却开始明显落后于欧洲。最近美国刚刚修正去年三季度经济 GDP 到 5%、失业率到 5.6%，美国经济明显好于其他经济主体的预期并没有明显变化。这几个月的变化是，美联储于 2014 年 10 月退出了 QE 并给出升息信号，升息的具体时间不知道。另外，日本在去年底进行了更大规模 QE，更重要的是欧央行 ECB 的 QE 即将开始了。这些在过去几个月都加快了美元的升值。月初时美元指数已经达到接近 93 的位置，创十年来最高。

最近市场也发生了一些很大的事情，我想今天借这个机会阐释我对整个金融体系的这些年的变化的看法，从这里推论出现阶段美元的强势比较独特，全球的金融体系的相互关系也和以往不同，在这个变化的阶段，会产生一些新的投资格局。

一、全球货币体系展望

经济体有很多，如美国、欧洲、中国、日本、发展中国家和石油矿产出口国等等。但如果论及货币和金体系融体系，过去二十年，全球就只有两个体系：一个是美元体系，一个是欧元体系。美元毫无疑问是全球的储备货币，大宗商品交易货币几乎全以美元计价，金融体系的基础货币也是美元，美联储被当做世界的央行也是很有道理的。在美国利益和世界经济利益产生不一致的情况下，美联储当然还是以美国利益为主。尽管世界上多数国家并不使用美元，但是其实几乎所有的发展中国家的金融体系都可以归为美元体系，这点来说其实中国长期以来也可以归结为美元体系的一员。

欧元是全球第二大货币体系。1999 年 1 月 1 正式推出，2002 年在欧元区开始流通。起初这段时间币值不断下降到 80 多美分，2002

年开始大涨，2008 年涨到了大约 1.6 美元左右的位置，然后在 1.2-1.5 美元之间波动，但 2014 年后基本直线下跌，从 1.4 跌到 1.16-1.15 这个位置。尽管欧元是世界上第二大储备货币，但它在能力上和美元不具可比性。美元是世界体系的货币，而欧元本质上是属于欧洲多数国家之间的体系，它对世界的影响远不如美元，这和美元独特的经济贸易和金融的传导体系有关，这些区别也导致了货币政策会产生不一样的效果。当然其他区别还涉及到政治、外交、军事等多方面的关系，这些超过了我们这里讨论的范围。我在 2009、2010 年的时候写过一些文章，认为未来世界上会出现第三个货币体系，就是人民币体系。这个体系现在还在形成的初步阶段，能不能最终成功现在说还为时过早。而且这个体系即使能成功，仍和美元体系、欧元体系有明显的不同。美元仍然是主导全球的体系，这点是不大可能改变的；欧元如果能解决过去和未来的一些明显的内部问题，仍然会作为欧洲为主体的货币体系；人民币若成为储备货币，面对的对象主要是发展中国家。人民币的主要作用是补充美元在未来的国际货币体系中在贸易和金融方面损失的一些功能。全球的经济金融，总体是朝着美元、欧元、人民币三者共存的方向发展。尽管人民币很可能成为补充美元部分职能的一种储备货币，但这毕竟是对体系的一种改变，会带来很多影响。

二、独特的强势美元

1、强势美元的概念

什么是美元强势？美元对谁强、对谁弱，存在一个比较对象的问题，很多人常说的美元强势是指美元指数走强，这是美元涨跌的很常用的一个解释。值得注意的是，美元指数中，欧元占比 57.6%，第二大的日元只有 13.6%，而之后的英镑和加元只有 10%左右，此外还有瑞典克朗以及瑞士法郎在 4%左右。因为欧元的比例较高，美元指数

在最近二十年的最高值出现在 2001-2002 年间的 120，对应当时欧元的低点。最近半年的美元大涨，也主要针对欧元和其他发达国家货币，大约从 80 左右涨到 93 左右。美元指数大涨，主要也是针对欧元等其他发达国家货币，因此以美元指数来定义美元涨跌和以美元与发展中国家货币来比较会出现偏离。

2、美元的国际地位

美元在全球经济和金融领域占据统治地位是毫无疑问的。 美元是绝对的储备货币，占全世界储备货币的 60%，而欧元连美元的一半都没有。美国也是全球经济第一、创新能力第一的国家，拥有世界上最好的金融市场。金融危机之前美国有大量的净进口，通过贸易为全球提供美元。这个过程在过去几年的美国经济复苏中产生了一些变化，尤其是金融市场相关的变化，这个变化也对人民币未来成为储备货币提供了外界条件。

美元是全球金融市场最基础的货币，早在几十年前，欧洲美元市场——即海外美元市场——就开始发展。在早期，很多发展中国家直接利用这个市场在国际市场得到美元贷款，以前发生过很多次美元升息和汇率提高引发发展中国家危机。而且随着金融市场的发展，美元成熟的金融市场对全球的影响越来越大。对冲基金是一个重要的传输渠道，世界上大多数对冲基金都是美元基金，这很大地加强了美元货币政策对全球的影响。

3、美元的 QE 时代

QE 常被理解为央行印钱，这个确实没有错，但又不止于此。回顾过去，市场存在很多对 QE 的误判，如开始时很多经济学家认为美国进入高通胀时代等。为什么存在这种误判？有必要讲一下 QE 的细节，一方面解释过去的很多迹象，另一方面也有助于判断未来的问题。

伯南克多次强调美国的 QE 与日本 QE 不同，美国 QE 属于信贷

宽松（Credit Easing）而非日本央行的总量宽松（Quantitative Easing）。美国此前的 QE1 和刚刚结束的 QE3 的一半都是很明显的信贷宽松，主要购买的是市场上的 MBS。这种做法对市场的影响非常大，可以很快导致相关产品和其他有风险产品的风险下降，压缩整个金融体系风险。还有很重要的一点，美联储的 QE 针对的是资产端,而日本的 QE 是负债端。

无论哪种 QE 都会降低总的金融体系风险。直接购买有风险产品可以降低这些产品的风险系数，直接买政府债券降低整个市场的无风险利率从而间接影响有风险产品的风险，这些是 QE 的优势。但伯南克强调，信贷宽松和总量宽松是有很大区别的，结合美元的特殊地位，会对金融体系的变化产生非常大的影响。

这里存在一个有趣的矛盾。一方面，初期认为美国要进入高通胀的人彻底地错了，但另外一方面 QE 又成功地把金融危机期间信贷收缩的美国带向经济转好，这很明显地好于过去二十年间日本央行的 QE。其中一个主要原因是美国 QE 有明显的制造通胀能力。这里面关联一个基础货币的发行问题， QE 导致基础货币增加，带来超额储备增加。但基础货币增加并不代表广义货币一定会增加，因为储备金增加会导致信贷扩张的理论并不直接适用于信贷通缩压力很大的阶段，在市场通缩压力很大的情况下，银行可能拥有大量储备资产，但仍会收回贷款导致信贷收缩、广义货币下降，这两者是有可能同时发生的。

美国的 QE 之所以非常有用，是因为其直接向投资者购买 MBS，资金直接给了投资者；即使是购买美国国债，由于银行持有美国国债占比并不高，所以从效果上看也主要是在市场上从非银行体系直接购买国债或者在国债发行时直接购买。这样不仅能扩张基础货币，还扩张了广义货币， M2 增长很快。这和日本的 QE 不同， 日本 M2 增长

非常慢，QE 效果远远不如美国。美国能做到这一点也和美国的市场结构有关。所以，美国 QE 政策有很强的通胀性，这也使美国能够在通缩压力极大的情况下能通过几轮 QE 将局势扭转过来，其支撑点是通过影响信贷和股票等有风险市场，对风险重新定价，降低风险的价格。

为什么美国实际中又没产生通胀效果？有人用货币乘数来解释，认为货币乘数降低，所以没有出现通胀。但我不是很认同这种解释方式，货币乘数只是结果，不是原因。在信贷通缩的起步阶段，信贷收缩力量是很大的，尤其是美国伴随影子银行的缩减，经济风险非常大，信贷需求很低，这时候银行还要经历资本结构调整，商业银行的扩张信贷的能力是微乎其微的。在 QE1、QE2 的时期美国的通缩压力还很大，货币政策的通胀效果主要是压制经济和金融领域的结构性通缩。进入 QE3 后，市场已经开始进入正常状态，这时候银行体系的潜在的通胀力量不显示出来就和美联储的一些规则改变有关。。美联储在金融危机时期推出了 IOER（超额准备金利率），0.25%，实际上成了新的无风险利率的底线，完全改变了过去超额准备金能带来新贷款的过程。这就等于美联储通过 QE 在金融市场机制实现了对风险的再定价，但是由此而来的大量额外的货币量和由此可能引发的潜在的银行体系可以带来的通胀压力被美联储用新的调控方式控制住了。QE 后美国通过基础货币的发行直接影响市场的定价，美联储的做法对金融市场的重新定价产生了很大的影响。这么多钱进入市场本身是会带来通胀的，通过存款准备金可以把这个量给控制住。

举个例子，在金融危机之前美国银行间市场规模很大，但是金融危机以后小了很多，实质因为银行资本金足够，对银行间市场的需求很小了。很多非银行金融机构还需要这个市场。但是一个有趣的现象发生了。银行间市场本质上是个信贷市场，起到支持信贷扩张效应，

但实际很多资金是来自非银金融机构，他们通过银行间市场将钱以0.07-0.1%的价格借给银行，而银行又将钱以超额准备金形式存在美联储拿0.25%的超额准备金率，赚息差。理论上信贷市场是扩充信贷，但是这个信贷市场把钱返还到央行体系中。所以美联储的QE政策主要是影响金融市场，通过金融市场把风险价格改变，既把经济和信贷收缩的通缩压力通过资本市场机制缓解了，又通过技术手段将超额准备可能带来的银行体系的潜在的通胀给控制住。我们经常认为QE意味着宽松、QE退出意味着收缩，但实际上央行可以通过技术上手段直接产生信贷的扩张和收缩，也就是说，美国经济的通胀通缩政策的控制并不等同于有没有QE和是不是升息。

QE还可以通过国际途径影响市场。在美国QE初始阶段，投资者倾向于对外投资，如去巴西买矿，这实际上在全球范围放大QE扩张的过程，赋予美元非常独特的扩张力量。QE会对美国、中国及其他发展中国家带来变化。我在09-10年写过一些文章，讲的就是美国的QE会产生一些独特的效果。我当时写到世界经济体系和结果可以分为三部分，发达国家经济会缓慢的恢复，但是不会有通胀；发展中国家由于美国的QE政策，会在增长的同时有通胀；欧洲的边缘国家属于发达国家金融体系但不具备控制货币的能力和不具备发达的经济结构，他们会面临债务危机。

4、美国QE与中国转型

我在2010年写过文章，核心观点是中国转型是必然的，但是结合经济结构的转型将会发生三件事，一是经济结构的转型，二是金融市场深化，三是推广人民币作为储备货币，这三个要同时操作才能成功做到经济结构转型。人民币国际化机会之所以会出现，是因为作为一个储备货币的发行国，美国长期应该是有外贸逆差的，而美国实际上也是一直这样做的，甚至在05、06年的过度的信贷扩张的几年也

是如此，这个过程对全球很重要，因为很多国家需要通过贸易手段拿到美元。但是美国在金融危机后要改方向，经济结构要改革，美国现在的外贸逆差大幅缩小，新兴国家通过外贸获取货币量减少，转而通过资本渠道获得。但这个渠道的问题在于带来通胀压力，这也是为什么多数新兴国家在美元 QE 期有通胀压力。美国通过 QE 将美国从金融危机中解救出来，但是持续的 QE 产生的后果就是将美国和美元区的其他国家的经济周期对立了，即美国宽松期是他们紧缩期，美国的紧缩期则带来新的风险。

与美国相反，中国在 07、08 年的时候净出口量几乎占 GDP 的 10%。而经过经济结构改革的预期，中国以后会对美元、欧元以外的国家几乎都保持大量的净进口。在国际货币市场，人民币应该成为一个和新兴市场有关联的货币，为这些国家提供人民币外汇储备，也为这些国家的信贷扩张提供一部分美元对这些国家失去的能力。这是人民币可以成为储备货币的外界因素。这里也需要强调，人民币作为储备货币的价值是对美元和欧元以外的市场，也就是说，人民币会走到一个独特的地位，中国仍然会拥有大量的外汇储备，也同时会在未来让很多国家拥有人民币储备并投资中国的金融市场。而与此同时，人民币作为储备货币的内部条件，也就是具备完善的国内金融体系，正在逐步改善。在这个背景下，中国金融体系的改革和深化也在提供人民币成为储备货币的内部金融体系的支撑。

2010 年以后，中国进行着三个改革：经济结构调整、金融改革以及人民币作为储备货币的推广。这个改变需要一个过程。在这个过程中，国际金融格局已经朝有利于中国的方面发展，而国内的金融市场的深化也在逐步奠定一个可以产生牛市的条件。但在这个过程的开始阶段（2010-2013 年），牛市几乎不可能发生。主要原因是在以美元为主的体系进行大规模宽松政策时，中国的货币政策必然是紧缩的。

5、美国 QE 的退出

2012 年后美国经济明显复苏，但是这次经济复苏和以前不一样，美国的能源革命的效益在日趋明显、进出口量较以往下降，产生以前没有的经济现象。往往美国经济提高的时候，其他发展中国家多少会受到美国的一些影响，即便美国升息、发展中国家金融出现问题，但外贸渠道还是畅通的，所以他们会跟着美国的经济恢复开始经济恢复。但这次这一过程很不明显，即使有，规模也不会很大。另一方面，发展中国家本质上都是美元区，美元的回流就会实际意义上导致信贷的收缩，所以我当时提出过一个观点，即美国经济恢复的开始基本上就是全世界发展中国家苦日子的开始，我当时也提到美国经济明显进入上升阶段，美元作为储备货币的风险当时在大大下降，我解释了为什么当时黄金会持续的进入一个熊市。

2013 年 5 月 QE 退出的信号出现，但是美联储很快就意识到美国退出 QE 会对全球有巨大的负面影响，并做出了一个对全球利好的决定：美国决定慢速结束 QE。这等于留下时间让其他与美元相关的国家出台对策应对美元收紧引发的流动性收缩，全球都有一个过渡时间，这也是为什么 14 年年初我就认为中国要进入一个多年的大牛市。我在 2014 年初的金融讨论中，开始判断中国要开始进入一轮大牛市也是基于这个时间原因。中国的已经积累几年的金融结构深化改革和推广人民币国际化的的效应，和美联储的慢速的退出宽松政策，以及可以预期的中国货币政策走向宽松，提供了中国股市进入牛市大环境的契机。这将是多年的牛市，它的本质原因是中国正在建立一个人民币体系。未来作为一个成熟的金融市场，风险定价会变得更加合理有效。因此我认为 14 年是一个大牛市的起点。

三、强势美元下的投资格局

之所以强调美元的周期很独特，是因为一般来说美元的强势有两种常见可能。一是美国和全球经济都不错，美国情况更好，90 年代多数时间是这样；二是危机时间，美元作为全球的储备货币是一切金融市场的根本，金融体系可以看作是以美元为基础层层放大的一个体系，整个体系本质上是倒立的金字塔，最底层是美元基础货币，然后是美国政府债券，然后逐渐通过风险的力量放大到各种公司债、房贷、股市、衍生品上，这样形成的体系及其庞大。但风险出现的话，金融资产从有风险产品进入无风险产品几乎是必然的，有一个避险过程。所以底部的美元、美债会受到追捧，外部尤其是发展中国家会受到很明显的打击。美元在危机时的强势都和这有关系。2014 年后半期的美元强势不属于上述两类。2014 年多数时间尤其是后半段可以清楚看出，美国经济明显好过其他国家，但全球经济普遍看衰，这种局势短期内很难改变。此外，欧元和一些新兴国家都在做提供流动性的举措，所以风险被推迟了，这是个过渡时间。但是随着美联储 10 月份正式的 QE 退出之后，全球的金融体系的风险将会提升，美国 QE 退出将会对未来世界产生巨大影响。

1、大宗商品的熊市会持续，黄金是例外

先说石油，有不少角度可以判断油价下降，比如供求关系等，但我想强调美国的 QE 政策大幅加大大宗商品下降空间。石油下降幅度很大，有很复杂原因，但是大宗商品总体的熊市很难摆脱。大宗商品整体可看做美元的一个边缘地带，这个体系整体的风险加大，那么它一定有从外围向内部逐渐风险放大的过程。这里少有的例外就是黄金。我 10 月份写过一个短评，这个是在大宗商品明显进入下跌通道，和美元明显处于上升通道时，做出的关于黄金的逐步恢复投资价值的判断，我认为在流动性充足的情况下，黄金不应该和其他大宗商品一样下跌，应该脱离大宗产品而明显好于其他大宗商品。但是如果美元的

强势导致了这个体系的风险加大的话，那么黄金还会逐步恢复投资的价值。之所以在 2012 年底做出黄金进入下跌趋势，和在 2014 年美元 QE 结束时做出黄金会开始恢复部分投资价值的判断，和美元在货币和金融体系中的风险的变化有最直接的关系。

2、发展中国家风险

在预期 QE 退出的时候，自然会引发一些美元回流到美国，导致流动性紧缩；但美元仍未退出，欧元、日元 QE 预期还不错的情况下，很多国家会做内部的货币政策调整，所以还能对付美元回流带来的流动性问题。但这些政策只能用于美国预期退出 QE、预期加息的时候，一旦美元进入升息通道，这些发展中国家的经济周期已经改变了，对美元的货币政策依赖性也已经提高了，这个时候很多国家会面临货币贬值、外汇储备下降、流动性收缩和经济发展速度持续下降和金融系统的风险，因此未来一段时间发展中国家的风险非常大，这也是美元体系的风险逐渐的从外往里衍生的过程。有不少人认为日元的 QE 和预期欧元的 QE 对发展中国家会有帮助，起到类似美元 QE 的效果。不能说欧洲日本 QE 没有影响，但它们的影响相对于美元 QE 影响要小很多。由于美元在全球金融体系独特的地位和传导机制，欧元和日元 QE 对全球流动性支持的能力远远不如美元，最多也是小部分地弥补美元 QE 结束的负面影响。

3、 美元债券利率的影响

美元金融体系风险提高，从外围的大宗商品到发展中国家的市场，最终逐步会渗透到美国国内的风险债券市场，形成风险溢价上升的过程。这个过程往往导致风险回报率下降，实际上是对美国国债利率压低的过程。当然，也存在很多美国国债利率应该上升因素。如，，美联储在 QE 结束后停止购买新的国债而引起利率上升；新兴市场风险暴露导致外储下降、出售美国国债；美国加息对整个收益率曲线造成

上升压力等。但有很多强大的因素在支持这个市场，金融体系的风险上升而引起的无风险利率的实际下降，婴儿潮时期的人口大量退休，他们的财产进入无风险投资的比例会升高。最终的结果如何很难判断，但利率即使升高也会非常有限，也要看美联储会不会因为市场的反应推迟升高利息的过程。

4、欧元区 QE 导致欧股好于美股

市场上传言 ECB 将实施大概 5000 亿欧元规模的 QE，具体方式是由各国央行在本国的市场买本国政府债券，具体比例说法不一，大概在 25%左右。关于 ECB 的 QE 讨论已经很久了。前一段主要讨论的是通过 ABS 市场实行 QE， 但购买 ABS 的速度会非常慢，因为欧洲 ABS 市场规模太小，不足以支持一个大规模的 QE。所以现阶段 QE 的重点不得不是在政府债券上，购买政府债券的 QE，不如购买 ABS 或 MBS 类产品对市场的影响大，但欧洲有其独特结构，往往风险越大的国家债券比例越高，所以按照国家债券量的比例实施 QE 的话，等于买更多的风险债券——从这个角度来讲，是间接降低整个欧元区金融体系风险。

但是从实体经济考虑，欧洲的 QE 的效果应该不如美国的 QE。欧洲体系的财政政策和货币政策不连贯，QE 政策对于债券市场的直接购买可能导致各国财政政策出现未知的变化是有可能的，如果出现财政政策的变化，对欧元区有额外的经济的好处。 但是现在不能做出有财政政策变化的假设。由于没有对应的财政政策的配套，货币政策对实体经济的影响就会很有限，短期、中期可以预计的影响都主要是在金融市场上。

QE 会使整个欧元区的流动性提高，整个金融系统的总体风险下降，这个应该是明确的。如果由于这些 QE 的操作而赢得了时间使得 ECB 可以转入未来的 ABS 为主的 QE，对欧元区好处会加大。欧元

区的有风险产品主要是股票，在经过好几年的相对于美国的低迷后，很可能大幅超越美国的股市，这个主要是因为欧洲在可预期的风险下降区间，而美国属于风险上升期。

5、美元相对于欧元的走势问题

刚才说的股市的预计是以本国的货币计算，即欧洲股票以欧元计算，美国股票以美元计算，下面我们说一下美元相对于欧元和美元指数的问题。直接来看，在未来一段时间，美元相对于发展中国家的强势很清楚，但是对欧元非常难判断。欧元区的 QE 导致欧元贬值，但是有几个技术因素在未来一段时间内有可能持续影响美元升值。

首先是纯技术问题，QE 实施时不应该设置短期利率为负。负利率是引导货币下降的一个因素，没有了负利率会导致市场重新估算息差交易的方向。之所以认为负利率和大规模 QE 不能并存，是因为 QE 必然导致大量的超储，由央行通过政策硬推给商业银行，与此同时还要让商业银行承担负利率过于牵强。另外，在超额储备上有负利率容易让央行货币政策在有些情况下迅速失控，因此欧元区的负利率在大规模 QE 操作下很难长期持续。

其次，欧元区总体风险如果像 QE 预期那样下降，这个风险的下降可能反映在两个数字上，一是风险溢价下降，导致股市看好；二是无风险利率不降反升，这个看似和 QE 的直接买政府债券的操作相反，但市场内部无风险市场和有风险市场的相互关系往往会导致这种现象发生。也就是说，相对于美元区的无风险利率，欧元在整个利率曲线上应该收缩。美元的利率由于避险作用的下降和欧元的可能的上升，会导致两个区域的利率差发生变化，从而构成对欧元的支撑。

第三，美联储推迟升息的可能性实际在提高。如果推迟，也会导致美元的升值受到阻力。

综上，美元保持对于发展中国家的强势的同时，美元和欧元将进

入巨大震动的一年，欧元 QE 带来的预期的欧元贬值有很多原因可以反向，美元兑欧元的汇率是个方向可能突变的高风险交易。

四、问答环节

Q1：无风险利率为何在 ECB 的 QE 下会上升？

A1：存在无风险利率与 QE 的方向有可能不一致的问题。一旦实行 QE，会降低整个金融体系的风险，只是降低的程度不一样。如果风险出现的话，钱就会流向无风险的市场，风险降低的话，钱就会涌出这个市场。基本上来说，我的观点是基于有风险产品和无风险产品的关系上，就是 QE 导致风险降低，风险降低就会导致有风险产品和无风险产品的关系发生变化，但具体来说，欧元区的利率会不会一定是上升，我不能肯定。但从历史上来看，美国 QE10 月份结束后，10 年债券的利率从 2.2%，2.3%左右，到现在 1.7%，1.8%这个位置。我认为这是风险变化带来的一个作用。实施 QE 买债的时候，有时（利率的）方向也是相反的。

Q2：有人认为，10 年期和 30 年期的美债利率下降是由于欧元和日元的债券收益率太低了，大家都在追求收益率，比如养老基金，保险公司，都去买美国的债券，是这样吗？

A2：我同意你的观点，也有很多人这么说。2014 年，美国国债收益率除了开始在 3%，之后一直在 2.4%和 2.6%之间变动很小，而美国债券最明显的下降则是出现在退出 QE 后。你说的这个也是一个原因，但我是从风险的角度来理解，美国体系的风险非常大，从而导致美债收益率上升。

Q3：您观察到美国无风险利率在 QE 退出后下降，但是不是所有的有风险的资产反而会上升？我观察到高收益债券是上升了，不知道这是否和 QE 退出有关。

A3：美元毕竟是一个很复杂的体系，有距离中心远近这个本质上的问题。发展中国家，尤其是资源类，是离美国最远的，风险是一点点聚集的，从大宗商品市场蔓延到多数发展中国家的市场，经济都可能会有问题。而美国国内会受到影响是高收益债券，高收益债券其实还有特殊的地方，包括原油带来的连锁反应，也对高收益这类有风险产品带来压力。但这些风险都是慢慢累积的，不会一瞬间爆发，毕竟流动性还在，只是在慢慢减少，离中心比较近的市场，比如美国股市，暂时都是没有问题的。高收益债券的收益上升，而无风险利率下降，这种扩散往往也是一个风险提高的信号。

Q4：您怎么看周末希腊的选举对整个欧元区的影响？

A4：我目前还没有看到 QE 的细节，其实欧洲区的风险， 2010 年到 2013 年的时候大家就谈论了很多次，希腊不是第一次有问题。为了实现欧元体系的整体风险下降，其实欧洲的央行做了很多事情，就是希望，经济和金融的问题不要变成政治的问题。一旦变成政治的问题，很多坏事都可能发生。我不能知道希腊的选举最后是什么，虽然要求独立于欧元的党派得票率很高，但短期内我觉得风险不会这么大。

Q5：关于人民币的问题，很多人担心在美联储加息的预期下,人民币可能会大幅贬值？

A5：我的这个观点可能会有一点争议，我认为人民币应该适当贬值。我长期一直坚定认为强人民币是最好的政策，但这里有两个问题。首先，从贬值的好处方面，我们要用经济和金融两方面的标准来看问题。石油去年跌了 50 个点，仅石油一项，中国就会节省巨大的外汇。每天中国进口 600 万桶的油，由于协议的约束价格可能有些细节我们无法得知，但无论怎么算，中国的净出口会提高，净出口量是计入 GDP 的，这在中国弱势的转型经济背景下，对经济来说是个好

事。但不能光看这一点，如果石油从 50 涨到 80 怎么办呢？由于别的国家都在竞相贬值，中国出口的能力受到限制，在这种情况下，其实应该适当贬值。一方面，可以在近期得到矿产品等大宗商品廉价的好处，另一方面，将来如果石油反弹，也能有竞争力。很多人考虑到人民币要作为储备货币，认为人民币不能轻易贬值。但人民币作为储备货币的功能，与美元和欧元是不一样的，因为人民币本质上是一个在美元体系内起辅助作用的货币，而且成为储备货币也是一个长期变化的结果，所以不能简单跟美元挂钩。对美元贬值，而对其他货币保持强势，这其实完全可以同时做到。所以我的观点还是认为现阶段人民币贬值是好事，中国不会发生俄罗斯那样的事情，我不认为把整个的情况和俄国联系起来有道理，因为中国经济体巨大，经济和金融方面的控制能力也非常强。

Q6：大家都已经预期到德拉吉要做什么事情，但一直以来"雷声大雨点小"。虽然这次终于下雨了，但有可能只是毛毛雨，起不到很大的作用。欧元区国家众多，最大的金主德国反对欧版 QE，使得与美国相比过程会更加麻烦，QE 的效果可能也没有大家想象的那么好。现在市场已经形成了 QE 推出的预期，如果周四推出的 QE 低于预期的话，市场可能还是要失望的。而且也有传言德拉吉会离职，这些您怎么看看？

A6：德拉吉在过去确实有雷声大雨点小的特点，但是如果雨点不够大的话，雷声就要很大才行。如果他不这么做，欧元就会迅速的反弹。欧洲明显有结构性通缩的力量，这会导致货币发行量会下降。如果没有按照预期产生成功的影响，这个对全球的市场都将不是一个好事。

Q7：所以从长期的角度，德拉吉是下定了决心，也得到了足够支持将这件事继续下去？

A7：我觉得欧洲只能这么做，无论谁去做，路只有这么一条。我们只是说“做”，最终能不能成功，最终的效果如何，对经济的影响有多高，这些都是未知数。

Q8：2014 年原油暴跌引发包括卢布在内的危机，那展望未来，您认为 2015 年如果原油进一步下跌，还可能触发哪些风险？

A8：原油是一个很独特的市场。2014 年夏天原油在 100 的时候，我们在内部讨论时是往 70 看跌，但真的跌到 70，发现以前知道的各个石油开采价格不准确，开始重新估计认为原油会持续下跌 50 附近。原油暴跌有三个原因：1.供需因素 2.美元的升值 3.与俄罗斯和沙特相关的政治问题。总的来说，我觉得至少在半年之内，石油没有大幅反弹的机会，虽然 2015 年底石油价格可能会高一些，但想快速反弹是很难的。首先，供需方面，未来半年有更多的供给，供需的缺口会拉大。当然这个供需缺口的量我们并不能去高估它，所以存在 2015 年下半年油价上升的机会。就目前来说，美元流动性收缩带来的对新兴市场的压力还没有消失，也压制油价可能的短期反弹幅度。

还有一个问题只跟俄罗斯有关系。俄罗斯危机是很独特的，其实俄罗斯在最近几年以前长期是一个净出口国，外汇储备的量几乎完全是自己的钱，本来应该没有重大外汇风险。那么为什么会有风险呢？一个是因为俄罗斯向国际市场借了很大一批利率很低的贷款，这些钱不是政府借的，而是一些企业借的。第二个是因为俄罗斯的有钱人过去拿走了美元欧元，这也导致了外汇储蓄的量与外债的量不匹配。但是，即使这样也不能直接导致经济和外汇市场问题。之所以有很大的问题，是西方国家对俄国实行制裁，很多外债的借贷要连本带息偿还为什么俄罗斯十二月份的汇率压力那么糟糕？主要是因为有一批巨大的到期的公司借贷连本带息要还。这会引起以后的一系列问题。假如你是一个俄罗斯公司，要还一大批外债，要用比计划的多得多的卢

布还贷，公司将会有重大损失。还有一个问题，这种强制性还钱的结果，会使卢布价格压低，进口价格提高，这种压力对任何国家来讲都不可承受。强制还债的效果类似美国大萧条时期的强制性回到金本位的通缩政策。反过来，货币下降，进口东西就会升值，因此这种可怕的物价上升加上信贷收缩的组合在俄罗斯是有可能的，所以俄国的经济风险还没有结束。

Q9：近期市场关注原油对美国垃圾债的影响、对美国就业的恢复以及美国近期公布的一些数据的波动等，如何看待原油对美国经济的影响？

A9：这个问题有点复杂。但我是从两方面去看。一个是从对经济的影响看，一个是从对市场的影响看的。对于市场的影响，就像你说的石油债券，毕竟风险提高了。它具有联动的效果， 所以这也是为什么信用市场风险一直在提高的原因。总体美国风险体系提高一部分来自于矿产原油价格问题。另一方面是石油价格对经济的影响，美国经济在短期内没什么问题，石油低价对实体经济是个好事。中国、美国、印度、日本肯定都会从低油价中得到很多好处的。

Q10：您对欧元的看法？

A10：如果没有欧洲 QE 的话，欧洲经济和金融市场会有更多的问题，使得全球整个体系的风险增加，而美元会相对于欧元贬值，这个是因为欧元流动性收缩过快导致的欧元升值。但是市场得到的信号是明确的欧元区大规模 QE 的预期，正常的理解是，欧元应该是跌的。即使是有明显 QE 压低欧元汇率的情况下，仍然会有几个原因会使欧元会在理论的下跌过程中产生大的反弹，我提到了几个原因，其中一个就是欧元区 QE 降低了整个欧洲金融市场市场的风险。欧洲和美国的利息差的缩减会使欧元出现强烈反弹。还有一个就是美元推迟升息。美元持续的对于发达国家货币的强势很可能在今年会受到考验。

整个美元的体系在过去的政策中积累了大量的风险，一旦 QE 结束之后，就会引发发展中国家的风险、大宗商品的风险、垃圾债的风险，美元体系风险非常大。我的主要观点就是大宗商品熊市但黄金除外；QE 结束之后国债利率不一定会上升，因为风险提高导致无风险的国债利息可能会下降；欧洲的市场可能会好过美国，如果没有欧元区 QE，所有市场都不好，有了预期的欧元区的 QE，欧洲股市会明显好过美国；即使有欧元区 QE 的话，欧元相对于美元在中期不一定会跌很多，而且会有阶段性大幅反弹，因此美元对于欧元持续强势的理论值得质疑。

Q11：您刚才说德拉吉必须推 QE，换了别人也必须会，但是很多欧洲的银行和企业认为 QE 并不能解决问题，最重要的还是要结构改革，德拉吉之所以一直没有推 QE，是为了逼迫各国进行改革，好像看起来 QE 并不是必由之路。您怎么看？

A11：短期内，QE 会更容易有效果，对于央行来说，要去通过货币政策达到国家层面的改革不太可能。欧洲持续通缩的压力还是很明显，13 年时在没有明显的刺激之下，欧央行的资产负债表下降很厉害，导致了欧元升值，也说明了欧洲的内在的通缩压力很大。很多次的 QE 操作结果是美联储的 QE 效果最明显，是因为美联储的 QE 将钱硬推给了市场，而日本和欧洲过去的很多政策是把钱提供给银行，让银行去贷款，而整个经济体进入通缩周期后银行贷款非常困难，银行是没有能力把钱推出去而产生预期的货币量的上升效应，所以央行要直接介入市场机制去增加广义货币量。不是只要印钱就管用，日本过去长期的 QE 发行了很多钱，效果不好，后来的 QE 要发更大量的钱，也只是一般的效果。

Q12：您对日本市场看法？

A10：日本的情况比较独特，日本有一个巨大的 QE 量，日本的

QE 时间很长。对于日本，不能简单看 QE /GDP，日本有其独特的特点，日本长期有很矛盾的外贸政策和货币政策，在过去积累了很多的问题，因此日本 QE 量很大，产生的效果却比美国和欧洲小很多。日本的很多 QE 停留在基础货币，并没有很大推动广义货币，同样的 QE 量对市场的影响就非常小。而且日本银行拥有大量日本国债，如果通胀率真的如希望的提高了并引起国债利率上升，这对银行打击很大。日本有很大的长期风险。

第 72 辑

(2015.2.13)

北美能源交易

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

潘琰(Sean Pan) Pan Capital Management LP 基金首席投资执行官，重大投资决策和执行人，创建人及主要负责人。自 2006 年以来至 2012 年任法国天然气苏伊士(全球 500 强企业排名前 50 位)能源投资团队的主要领导人及交易人。2003 年获得美国莱斯(Rice University)大学工商管理硕士学位，1997 年获得北京商学院经济学学士学位。特许金融分析师，现为休斯顿特许金融分析师社团成员。

我早期在法国天然气苏伊士能源集团工作，负责管理实物的能源资产，例如液化天然气 LNG 接收站、天然气和煤发电厂等；两年后改做能源产品交易，五年中业绩不错，给股东赚了不少钱。对于交易员来说，一年盈利不是最重要的，最重要的是通过建立模型，摸索出如何在市场中可持续地盈利。目前我自己创建的基金运行三年半时间，净年化回报率 44%，规模大约几个亿美元。

今天的报告主要围绕以下三个方面展开。首先给介绍一下北美的天然气市场情况，然后从交易的角度来介绍如何进行投资决策和风控，最后简单讲一下对市场短期及中长期的看法。

一、北美天然气市场概况

美国的天然气市场确切的说应该叫“北美天然气市场”，因为加拿大、美国和墨西哥三国有天然气管道相通，构建了统一的市场。北美天然气市场被称为“岛屿”，原因在于这个市场是独立于欧洲、亚洲等其他天然气市场的。

北美天然气市场的供给来自四部分。一是北美当地的产出。二是在美国从加拿大进口的天然气，主要在西部线；东部线主要是美国出口给加拿大。三十美国出口给墨西哥。四是美国还进口少量的液化天然气（LNG），主要集中在波士顿附近。有意思的是，预计在今年年底、第四季度时，第一个接收站会开始出口，美国将由天然气进口国变为出口国。需求来自三部分，居民的用气、工业用气和发电用气。

天然气是芝加哥商品交易所最活跃的品种之一，每天约有 30 万张合同交易；在洲际交易所也有约 30 万张合同交易，综合起来每天有 60 万张合同。天然气生产商以套期保值为目的，通过交易锁定盈利，确保能达到给华尔街的盈利承诺。天然气供应商为确保消费者在天气极端寒冷的情况下供气不受影响而套期保值，供应商并不担心天然气买、卖的价担，他们可以在法规要求内把成本完全转移给消费者。天然气发电厂也需要到天然气市场中购买他们所需要的天然气。能源对冲基金作为商品的投机者，为市场提供流动性并从中获利。由于不同的交易人员在市场中扮演不同角色，因此 α 盈利策略会总会持久存在。

前面提到，北美天然气市场是一个“岛屿”，这意味着参与者想在交易中赚钱，必须要有坚定的信念。从交易角度讲，市场产生的噪音越小越好，北美天然气市场就是这样一个受噪音影响很小的市场。例如，原油价格不仅受自身供需决定，还受到美元、中东政治、宏观

经济等等影响，因素很多，因此很难在方向上做到持续赚钱。但北美天然气市场不同。此外，从投资者角度将，都希望资产组合里持有的资产和其他资产回报是没有相关性的。北美的天然气市场价格由其自身的供需决定，与其他资产没有相关性，从组合分散风险的角度看是非常好的。

天然气市场和其他商品市场一样，需要供给和需求，包括储存的变动，最终达到均衡。一般情况下，如果天气比较正常，天然气价格应该在箱体中震荡；但实际中天然气价格波动非常大，美国天然气市场是全世界商品市场中波动最大的市场。原因在于，很多极端的天气如冬季北极寒流等影响天然气价格。天然气价格不仅由供求影响，还有天气使其产生的巨大波动。波动对于交易来说意味着很多的盈利机会。天气原因可以创造出很多财富，也可能摧毁很多财富。天然气行业里最有名的传奇式的交易员 John Arnold，大概 1974 年出生，所在的对冲基金 Centaurus Advisors 2002 年建立、2012 年关闭，十年时间净年化回报 100%，个人盈利 40 亿美元。但是也有很不好的例子。2006 年时，一个天然气交易员仅在前七场交易中就亏损了 40-50 亿美元。天然气市场的波动的确造就了财富的转移。

二、天然气市场投资决策与风控

如何才能从天然气市场中持续稳定的赚得回报？首先从大范围讲，天然气的交易是基于研究和分析的，要把所有影响供给的因素全部量化，建立月度模型、周度模型等，用于预测未来的基本面。结合基本面情况和市场共识，寻找其中的差别以及其中会对以后交易产生影响的催化剂，来决定交易策略。天然气市场的基本面变化可以被投资者及时观察到。美国的天然气都是通过管道运输的，运输情况可以及时监督。例如，每天凌晨五、六点我们会更新每日模型，观察基本

面在昨天晚上发生了什么，再结合对各个要素进行的假设，要么增加我们的信念、要么减少我们信念。也就是说，仓位要通过观察到的信息进行调整。

天然气交易中，绝大部分基金都是以基本面为主的，这也存在很大的缺点：市场中永远都是有能看到的，也有看不到的。有时价格的波动是你所看不到的因素造成的，只不过在这个时候你还没有察觉而已，这时就构成了“基本面陷阱”。如果有人通过基本面分析看多一只股票，股价 10 元时觉得应该买进，8 元时觉得应该满仓杀入，而 5 元时可能面临爆仓的风险。商品的价格波动越大，往往也越离奇，从基本面上会更有吸引力。为了克服基本面分析的弱点，我们也在交易中，从风控的角度融入了技术分析。举个例子，看多天然气时，在技术上会有一些关键价格点位是不应该被突破的，一旦被突破，并且半个小时之内价格还不回来，很可能意味着市场已经移动到另外一个不同的情形了，这时要注意风控的影响。

期货的游戏是人的游戏，市场已经发展了很多年，大家看到的多多少少都有很高的重叠性。每天所观察到的供给、需求也是市场上所有人都会观察到的，所以很多时候很容易趋同。好的交易策略必须要有非正统的、非传统的观点，最好的交易是能察觉出大众的观点为什么是错的，耐心等待交易的催化剂出来，然后再进行交易。一般来说，这会是市场中最能获利的策略。当然道理很容易讲，操作中还是比较难。但从整个战略角度来讲，这是的是很好的交易所必须的因素。

三、天然气市场走势展望

目前北美天然气市场仍处于供大于求的状态。尽管价格比去年下跌 60-70%，但相较于均衡的供需水平，价格仍然有下行的空间。具体下行到什么水平，主要取决于需求端。美国市场的需求方面，天然

气发电厂和煤电厂一起竞争电力市场，至于走到什么样的地步，主要看需求，而在美国需求面的情况是天然气电厂和煤电厂一起竞争电力市场，目前看价格还是要往下走才能达到均衡点。预计会在二月初冬季快要结束的时候，天然气价格会见底。

我们比较看好今年下半年的行情。供给方面，油价下跌使得与采油伴生的天然气产量下跌，预计产量会在五月、六月见顶，并且会维持一段时间。需求方面，经过多年低迷，德克萨斯、路易斯安那等地有公益性项目在上马。今年下半年美国开始出口天然气，预计下半年及 2016 年天然气需求将有较大提升，天然气价格在二季度见底后将迎来上涨，且涨幅比较可观。从目前能源开发商资本支出情况看，也支持看多 2016 年行情的这一判断。

更长远看，美国将从天然气净进口国变为净出口国，美国天然气出口并不一定导致北美天然气价格上涨，这主要是由地理因素导致的。具体而言，北美是全球最大的天然气储存地，一旦美国大量出口天然气进入全球市场，美国相当于全球天然气“仓库”。全球进口天然气的量是有波动性的，如果没有需求，天然气会被留在美国，即美国出口天然气、进口波动性。随着美国天然气出口增加，美国的波动性是增加的，给市场带来的交易机会也越来越多。2017-2020 年，墨西哥湾将有 5-6 个天然气接收站投入使用，市场整体波动性、特别是低温冬季波动性增加。对投资者来说，如果能站对方向，将有非常好的交易机会。

四、问答环节

Q1：原油和天然气存在一定联动性，请问您对原油的看法如何？

A1：原油目前已经进入新的定价区间，今后几年不太可能回到过去 85 元以上，这是比较确定的。过去多年来美国维持低利率环境，

大量资金涌入原油市场，页岩油产出增加也改变了此前原油定价的游戏规则。原油并不是我们主要的交易品种，但我认为油价将会在低位窄幅持续震荡一段时间，倾向于认为是 L 型底而非 U 型底，暂时还看不到能够回到过去定价区间的可能。未来应该还是会窄幅震荡，且不排除二次探底的可能。

Q2：乌克兰暂时达成停火协议，此类地缘政治变化对全球能源价格走势会有何种影响？

A2：页岩油、页岩气对俄罗斯及传统 OPEC 国家打击最大。过去俄罗斯的 GASPROM 公司几乎垄断了欧洲天然气供应，多次在冬天最冷的时候断气、谈价，存在很大的不稳定性；乌克兰则控制管道，把管道运输和转移价格挂钩。因此对欧洲而言，迫切需要天然气供给多样化。欧洲、亚洲从美国进口液化天然气，可以作为与原油的垄断供应商谈判的筹码。从长远来看，随着美国天然气进入全球市场，欧洲、亚洲的价格是会下行的，向美国国内价格靠拢。过去美国价格基本在 3-4 元区间，而欧洲价格基本在 8-10 元区间，亚洲价格在 12-15 元区间。今后美国的价格可能会有小幅度上升，但更多的调整来自于欧洲、亚洲价格的下跌。

Q3：从产量增长、供需过剩、价格下跌等角度看，美国的页岩气一直领先页岩油。从页岩气角度看，对页岩油未来市场走势有什么前瞻性的看法？

A3：页岩油和页岩气有相似性，也有不同。相似的方面，在 2008 年页岩气大规模生产前，天然气价格常常在 5-15 元区间震荡，与油

竞争；后来页岩气出现后天然气价格大跌，变成跟最便宜的煤竞争。随着页岩油产量不断增长，量变积累为质变，最终对市场均衡产生影响，原油进入新的定价区间。不同的方面，与传统天然气相比，页岩气生产成本是最低的。美国部分地区页岩气生产成本只有 1 元，这是传统天然气开采无法竞争的，对天然气价格影响巨大。今天天然气价格 2.7 元，而在过去市场觉得 5 元以下的天然气价格是不可想象的。这种生产成本低至 1 元的页岩气已经投产 1-2 年，且产量不断增加，说明其真实成本非常低。但页岩油不同，页岩油成本虽然也很低，但并不是最低的；规模上，页岩油产量增加对原油供给的影响远小于页岩气产量增加对天然气供给的影响。因此，页岩油会对原油价格带来冲击，但达不到页岩气对北美天然气市场价格的影响。

Q4：与其他大宗商品相比，为什么天然气市场区域分割如此明显？天然气、石油、煤炭的价格联动性如何？

A4：天然气市场区域性比较明显，主要是由于运输问题。北美之所以被称为“孤岛”，主要因为液化天然气 LNG 占北美全部供给的份额非常小，北美价格主要由本土生产决定。另一方面，由于运输不便，各地很难快速调剂余缺，造成价格波动比较剧烈。

相关性是一个很有意思的话题。过去天然气和石油的正相关性比较大，但在 2008 年页岩气、油出现后，天然气和石油的相关性基本消失，甚至出现负相关。究其原因，北美天然气价格低迷了很长时间，很多生产商无法单凭产气盈利，而是通过页岩油开采获利补助页岩气生产。大量页岩气是页岩油开采附属的，过去油价很高，厂商不在乎

气价水平，甚至有部分地区厂商将开采页岩油过程中的页岩气直接烧掉而非销售。因此，油价越高，天然气价格越低。现在油价下跌一半，对天然气价格是利好的，我们认为今年美国天然气产量将在二季度见顶，在三、四季度开始下滑。其中很重要的一个原因在于，页岩油产量下滑使得附属的页岩气产量大幅下降。

气和煤的关联性方面，煤价受到气价极大的打压。以美国为例，过去美国煤电占发电量的 50%，后来气价日益便宜，天然气发电成本远低于煤电成本，煤电厂利用率不断下降。此外，新的环保法规将于今年 5 月实施，15000 兆瓦以下的煤电厂将会被关闭。总得来看，天然气供需面偏弱，则价格下行；当下行到天然气发电低于煤电，使得大量煤电厂关闭、天然气电厂投产时，对天然气价格又形成底部支撑，最终达到市场均衡。

Q5：过去几年欧洲、亚洲天然气价格与石油价格相关度较高，而美国则采用现货交易价格。从长远看，欧洲、亚洲市场会采用现货价格吗，还是仍然维持与石油挂钩的定价方式？

A5：买方更喜欢美国式的现货交易价格结算，并以此作为其与俄罗斯等垄断供应商谈判的筹码，希望能够慢慢脱离原油挂钩合同。但这是一个比较长期的过程，需要很多年才能转移。天然气市场垄断度较高，买方、卖方数量有限，对项目的资金要求规模巨大。如果没有长期合同，仅靠现货交易，在项目融资等方面压力较大。因此与石油的挂钩还是会长时间存在的。2018 年以后，随着北美现货交易量增加，可能会有向现货交易的趋势，但会很漫长，因为卖方不愿意。

过去原油挂钩定价的溢价较高，液化天然气项目开发成本也很高，澳大利亚等国家的盈亏平衡点都在 10 元以上，因此不太可能以北美这种现货交易的形式与买方签订长期合同。

Q6：请问什么迹象出现的时候，可以判断油价见底？

A6：对油价方面不是专家，只能谈谈自己的观点。历史上看，供给过剩的市场价格筑底的时间往往是远超大家预期的。趋势上看，现在小的页岩油厂商资产质量较好，但杠杆率较高，未来可能会有大的能源厂商收购这些企业。毕竟这一轮页岩油革命中，大的能源企业普遍表现滞后，这次“洗盘”也为大的企业收购页岩油资产提供了机会。

第 73 辑

(2015.3.6)

财政收入滑坡及其影响

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

张智威先生是德意志银行中国首席经济学家及股票策略主管。2014 年正式加入德意志银行，担任大中华区首席经济学家并且负责中国股票市场策略。此前，2001 年加入加拿大中央银行，担任该行经济学家；2002 至 2008 年间，供职于国际货币基金组织亚太部和研究部；2008 年起开始负责香港金融管理局中国宏观经济研究；2011 年，加入野村证券，并担任该机构中国区首席经济学家。张智威先生拥有美国加州大学圣地亚哥分校博士学位和中国对外经济贸易大学学士学位。

《财政收入滑坡及其影响》的英文版于 1 月 5 日发布，中文版于 1 月底翻译完成，目前在国内外进行了路演，和投资者、政府官员都做了交流。今天我主要讲三个部分：第一部分是从宏观的角度讲为什么要关注财政的问题，我认为这个问题现在越来越重要，而且有些被忽视；第二部分主要讲报告的内容；第三部分针对投资者、政府官员提出的建议和问题进行回应。

一、为什么要进行财政问题的研究

从国际经验看，在欧洲、美国、日本以及一些新兴市场国家，都经历过类似中国这种金融风险逐渐积累、逐渐释放的过程。一般来说，金融风险最终都会传导到财政风险上。哈佛大学教授、前 IMF 首席经济学家 Rogoff 写过一本书叫《这次不一样》，其中写道过去很多次的经济危机最终都会传导到财政危机，日本就是一个非常典型的例子。金融危机一般是从金融界与房地产界传导到企业界，最后使政府处于买单的状态。在中国，这种金融风险正逐渐上升，并且在过去几年中不断地转移到政府的资产负债表上。今年政府的财政风险有可能发酵并开始显现出迹象。

在讨论这篇报告的过程中，我们发现国际投资者可以较好地认识到财政问题的重要性，因为他们从别的国家的经验中认识到财政问题的严重性，认识到金融风险会传导到财政风险之中；而中国的投资者对这方面问题的关注还不是特别多。究其原因，中国在过去很长时间内没有财政问题。特别是从入世到现在的 15 年时间内，中国在财政方面是非常宽松的，GDP 增长速度在 10%左右的时候，财政增速一般在 14%-15%左右。在过去的 5 年里，土地财政被大幅地利用，去年政府收入了 4.2 万亿元土地出让金，如此大规模的土地出让金收入使得地方政府在财政上也是比较宽裕的。因此，财政一直以来并不是大家关注的主要问题。市场上都在讨论什么时候降息、什么时候降准，关于财政方面的讨论非常少。过去市场上很少见到财政相关的报告，这篇也是我个人写的第一份财政报告。研究过程中发现，中国关于财政的研究比较薄弱，智库和市场上这方面的研究也较少，很多重要的数据难以找到，时间序列也不长。

财政风险是明显被忽视的一个风险，事实上财政问题对经济的各

个层面都有重要的影响。例如，最近政府在税收方面的力度明显加强，房地产税可能推得会快一些。又如，媒体报道中国可能像美国一样进行全球征税，即中国人在海外的资产也要交税——中国的法律其实一直规定要全球征税，但过去没有严格执行。财政比较宽裕时并不需要这笔钱；今后过“紧日子”，政府就要把这个漏洞补上。这对企业和个人都会有比较大的影响。

今年对中国来说可能会是一个“财政”年，大家对财政的重要性讨论会多一些。目前财政风险是被严重低估的，并没有引起足够重视，这个问题在今后的几个月中会被大家讨论得越来越多。这就是我们为什么要做这样一个研究。

二、财政收入滑坡及影响

下面把我们这篇报告的大致思路给大家介绍一下。我去年 10 月份来到德意志银行后，团队在第四季度花了大约 3 个月时间完成了这篇报告。写作这篇报告的一个背景是，去年房地产泡沫消退、房地产投资出现下滑。二、三月份我在野村证券时就写过一篇报告，认为房地产市场出现结构性拐点，当时市场上有很大的争论。房地产投资大规模下滑对并不出乎意料，但令我困惑、思考的是，房地产市场下滑时 GDP 并没有显著下滑，GDP 增速一直维持在七点几。当然大家会对数据真实性存疑，但从我后来看到的地方上的数据分析，GDP 下滑的速度的确不是很快。报告中提到的常州就是一个典型例子。常州 GDP 增速去年一直保持在 10%以上，而常州“鬼城”的故事已经讲了三四年了，为什么房地产的供给过剩在这么长时间内还没有引起 GDP 下滑？数据显示，常州市房地产投资增速从 2012 年期开始走弱，去年已经处于负增长，出现明显的供过于求。龙湖、九龙仓之类的房地产商在 2010 年时还会到那边买地，2012 年之后就基本不买地了。那

么政府如何样把 GDP 增速保持在 10%以上呢？政府上马了非常大规模的基建项目，去年常州基建投资同比增长 50%多。基建投资起到了对冲房地产投资的作用，确保 GDP 增速没有下滑到 10%以下。接下来的问题是，房地产市场下滑时房地产商不买地，政府投资基建项目的钱从哪儿来？顺着这个思路研究发现，常州市政府卖地的收入较好，其中主要都是政府"自己卖给自己"，去年 70%的土地由地方政府卖给政府融资平台。

土地销售的数据是公开的，这里重点提一下搜房的土地销售数据库。这个数据库涵盖 300 个城市，可信度较好，在房地产投资领域应用较广，一些主要房地产商进行投资可行性研究时都会用到这个数据库。我们在撰写这篇报告时，深度挖掘了这个数据库，力求微观数据与宏观数据相结合，从微观中看到一些宏观加总数据看不到的内容，如地方融资平台买地的占比多高，这也是我们这篇报告在研究方法上的不同之处。微观数据的另一个好处是，很多城市如苏北的连云港、徐州等地，他们的宏观统计数据公布的并不完整，且质量很成问题，如果想研究地方政府行为，就需要微观数据加以印证。搜房的数据库提供了 300 个城市的土地拍卖数据，且数据清晰、很少错误。基于这样一个比较好的数据库，我们的报告才能得出有意思的结论。

从数据看，常州地方融资平台买地的比例逐年上升，去年达到 70%；而房地产开发商基本上停止买地。在这种情况下，政府可能把土地包装后，通过招拍挂卖给融资平台，融资平台再凭土地到银行贷款，用贷款的资金做基础设施投资。通过土地财政的机制，地方政府就可以把 GDP 增速保持在 10%以上。

下面的问题是，土地财政是不是还能够持续？我认为 2015 年是很值得担心的一年。市场普遍关心财政冲击发生的时间点问题，即财政问题什么时候会影响中国经济。我认为 2015 年的一、二季度财政

的冲击可能会显现出来。去年房地产市场已经下滑，土地市场招拍挂从三月份开始放缓，很多城市的土地卖不出去，流拍时有发生，土地出让收入下降。这对政府财政的影响存在时滞，因为今天卖出一块地，出让金在未来的两个季度缴纳，也就是说，三月份土地招拍挂的下降对财政的影响是在四季度显现的。财政部在楼部长就任后数据质量比以前更好，每个季度都会公布获得的土地出让金规模。去年三季度时土地出让金收入还是正增长，四季度就出现了大幅的下滑，同比下降了 20%左右。对财政的冲击在四季度开始发生，并在今年一、二季度愈演愈烈。去年二、三季度招拍挂开始出现下滑，今年的一、二季度这个情况会显现出来，即财政冲击在今年上半年最猛烈。这也是为什么我们要在一月份这个时点推出这篇报告，

常州的情况多大程度上是自身的问题，多大程度上有普遍性？报告随后考察了江苏整体的情况，并且考察了浙江、湖北和云南三个省份的情况。江苏的城市划分为苏北、苏中、苏南三个层次，各自发展程度不一样。苏北的情况比较严重，人均 GDP 水平比较低，接近内陆地区的水平。连云港、徐州的土地大部分卖给了地方融资平台，并且这种情况已经持续了几年。苏南的情况好一些，南京、无锡、苏州的土地卖给地方融资平台的比较少，约占 15%左右，大部分土地仍是房地产开发商购得。同时我们也可以看得，苏北地区房地产供过于求的状况比较严重。地方融资平台拿到土地后很难卖出去，苏北地区土地去化率一般是 1:2，即一年卖的地需要花两年时间才能把房子卖出去；苏南地区基本是 1:1，卖地盖的房子在一年之内就可以再卖出去。融资平台实质上放大了房地产供过于求的问题，苏北地区几年前就应该发生的调整被地方政府拖延，人为推迟了土地市场的调整，使得 GDP 没有明显的下滑。苏南这些城市 GDP 增速已经由两位数下降到 6-7%水平，而苏北地区却没有发生这样的情况。常州现在增速仍保

持 10%以上，就是由于地方融资平台通过房地产、基建来支撑 GDP 的增长，同时也导致了金融风险的进一步积聚。类似的情况在其他三个省份略好一些，这些省份平均有不到 30%的土地卖给了地方融资平台。而全国范围内看，每个省都有一些城市情况比较差，也有一些城市情况非常好。通常省会城市比较好，经济不发达的城市地方融资平台买地的状况比较严重。中国的金融风险并不是某些省比较严重、某些省没有问题，而是更多地积聚在地市层级，某些城市情况比较严重。

地方融资平台买地对平台自身的影响如何？总得来看，影响比较负面。从江苏的融资平台财务指标看，杠杆水平普遍不断上升，负债增长率基本在 20%左右，增速较快。分城市看，苏南的融资平台负债增长率相对低些，多为百分之十几；苏北地区则高达 20-30%。原因就在于苏北地区融资平台需要借钱来做基建和房地产投资。搞清楚风险在哪里积聚，对于政策制定而言是有意义的。

最近几个月，财政风险不仅转移到地方融资平台，也转移到私营企业上。举两个例子，一个是常州某地方融资平台发行一年理财产品，收益率 9.5%，卖给了一个上市公司。这款产品以常州市财政局的应收账款为担保。财政局要求地方融资平台做项目，但本身资金吃紧，融资平台不得不到市场上融资，于是按照 9.5%的利率借钱。融资平台风险由地方政府背书，借钱的同时会对私营企业产生挤出效应，如此高的利率令私营无法竞争、融资愈发困难，对宏观经济的影响非常不好。另一个例子是江苏的太平洋建设，主要通过 BT 模式参与地方政府基建项目，企业规模很大，去年全球 500 强中排名 166 位。一个月前，因为地方政府欠债不还，太平洋建设将 6 个地方政府告上法庭。在中国，企业同政府打官司会对未来经营带来很大麻烦，这种情况下企业仍然这样做，可见欠债的规模有多大。在采访中企业透露，这次起诉的是 6 个比较小的地方政府，同时还有很多其他地方的政府也有

大量欠款。我猜测这是以此作为对其他更大的地方政府的警告，如果还不还钱而被起诉，对地方政府名誉会是损害。以上两个例子说明，地方政府财政方面的风险正在转移到企业上。财政没钱，政府就会去挤占企业资金，企业就会把风险向金融机构及地方融资平台产品的投资者身上转移。市场未来一段时要关注这类风险。

地方融资平台还通过互相担保的方式转移风险。常州的融资平台的资产负债表中，应收账款的增长速度非常快，潜在的坏账率在过去一年半的时间里快速提升，并通过互相担保的方式把杠杆率推得越来越高。这个问题在宏观层面没有数据可以体现，但在在微观层面能够看得更清楚。常州的融资平台的担保额已经超过了净资产。这么做的原因在于，一些老的融资平台杠杆率已经很高，地方政府新建融资平台后从原有平台取得担保，再到别的渠道借钱。日本 90 年代也发生过类似的事情，通过互相担保把杠杆率推高，最后导致风险传递更为严重，这种情况让我们感到非常担心。

报告的最后一部分主要讨论了财政问题对金融市场的影响。在可能的 10 个影响中最重要的是，政策将不可避免地大幅放松。未来一到两年将会是比较长的政策宽松周期。尤其是利率，不仅今年要降、明年也要降，因为融资平台的高负债需要低利率加以消化，否则可能会给中央政府带来很大压力。根据我们测算，广义的地方政府（含融资平台）债务在 20 万亿以上，按 6%的利率计算，每年有超过 1 万亿的利息支出，这是非常高的利息水平。随着房地产市场趋缓、土地出让收入下滑，地方政府不仅还本压力大，付息的压力也很大。去年土地招拍挂从 4.1 万亿下滑到 2.6 万亿，今年卖地收入可能从去年的 4.2 万亿下滑到 2.5-2.6 万亿左右。也就是说，地方政府面临 1.5-2 万亿的财政“窟窿”，钱从哪来是一个大问题。一方面要降息；同时政府可能会做一些私有化的工作，例如出售一些国有资产；此外，还有加税、

推出新税种等，如房产税，以及规范网上销征税等；国有企业可能要上交更多的利润给中央和地方政府；像水费等一些公共项目的财政补助可能会被中央政府取消，北京地铁最近已经涨价，我认为水费很快也会上浮，以对冲通缩压力。债务市场规模可能会大幅上升，城市债、企业债、ABS、MBS 的市场可能都会快速发展。关于人民币贬值的压力，一季度的财政问题可能令国际投资者更加担心中国经济，使得资本外流成为一个比较难解决的问题。此外，有一点比较重要的是，未来中国债券市场会不会大规模对海外投资者放开。我认为开放可能对中国宏观经济有一定帮助，将起到一个稳定剂的作用。

三、与政府和投资者交流的反馈

路演情况看，大多数投资者已经开始理解财政问题。去年写的房地产报告大家都能理解，因为大家都买房子，切身利益会让大家都能明白这件事情，也更关心这件事。而财政是比较技术的问题，是慢热的过程，刚开始写的时候市场关注度不高，但在过去几周关注度有明显提升。当然财政的压力在数据上开始显现也是其中的一个原因。

政府卖地收入虽然下降，但收地的成本也会有所下降，所以是不是应该关注净收入而不是毛收入？这个问题技术性较强。我个人认为，宏观上应该看毛收入。试想如果政府既卖不出地、也不收地，那对于经济的影响将会很大。政府收地成本既影响投资也影响消费，土地出让补偿金给了农民，农民是要拿来消费的；“三通一平”、“七通一平”等又是投资。所以毛收入还是很重要的。

中央政府会怎样做？从两会看，财政部并不愿意立刻放松，把地方政府债务都给背过来；43 号文取向也比较明确，中央政府还是想收权，把财政问题纪律化。这使我对短期的经济增长比较担心。1 月 5 日我们下调了今年 GDP 增长预期，一、二季度下调到了 6.8%，当

时我们是市场上唯一一家上半年 GDP 增速预期低于 7%的机构；我们预测下半年经济会有一个小的反弹，因为政府政策会有一个大幅度的放松。到了 3 月份，风险越来越大，政策前景看的不是那么清楚了。虽然已经降息降准，但我认为这并不是大幅放松。大幅放松指的是像 2009 年那样，M2 增速、贷款规模、中央财政支出均大幅上升。现在看起来似乎没有这样的苗头，M2 增速目标下调到 12%比去年更低，中央政府财政也没有明显放松的迹象。在这种情况下，财政冲击可能会比较重。个人认为，未来一两个月是关键时期，宏观数据可能较弱，对中央政府构成考验。是忍住短痛、让财政自行调整，还是大幅度放松？这是很大的难题。如果今年政策不放松，可能今年经济会面临一些下行风险，但未来几年会好一些，这也不失为一个明智的选择。

四、问答环节

Q1：刚才据媒体报道，财政部批复了 3 万亿地方政府债务置换额度，其中 1 万亿额度已经批复到各省的财政厅，请问您怎么看这个问题？如果这个额度得到确认，那后续对财政风险、对经济前瞻性判断会不会相应地做出一些调整？

A1：我还没有特别仔细地看这个新闻，目前觉得这可能是一个债务重组方案，类似的情况在欧洲、拉美等很多其他国家都发生过。有些债务期限较短，经常需要展期，因此可能要有一个短债置换为长债的操作。目前方案细节还没有公布，我比较关心的是，这是针对新增债务、进而导致新增债务上升呢，还是对到期存量债务的展期。这两者有很大的区别。如果把融资平台债务计算在内，过去几年地方政府债务增长速度基本在 20%左右；地方 GDP 增长速度基本在 10%或以下。于是债务占 GDP 的比重不断上升，这是财政部需要解决的问

题。未来可能财政部希望把债务增长速度调下来，调到跟 GDP 增速差不多，使得整个比率更加稳定。IMF 的工作很多就是和这个有关，IMF 经常对其他成员国提出建议，希望稳定债务占 GDP 比率，要求新增债务增速不能太快。我想未来这方面政策是不是可能会有变化，43 号文影响很大，如果在落实中允许放松，可能会对市场有所影响。总得来说，我觉得如果仅仅是存量债务置换的解决方案，不见对会有非常大的影响；增量债务如何解决，才是大的问题。个人认为，存量问题最终总是会解决的，只不过是谁最终买单的问题；允许增量债务以 10%、20%增速增长或是不增长，这是一个大的问题，对 GDP 的影响会非常明显。

Q2：政府工作报告中将赤字率是从 2.1%调升到 2.3%，但同时地方政府的赤字只上升了一千亿规模。对此您有什么看法？

A2：个人感觉，中央财政实际上是非常紧的。从中长期税制规划看，未来五年的财政压力非常大，财政收入增长速度放缓是周期性的，而支出方面是刚性的，包括养老、医疗、人口老龄化等，民生支出正在逐渐上升。我感觉中央不愿通过过于宽松的财政来缓解短期经济压力，而是更多考虑中长期如何解决问题。个人认为，可以通过两方面举措达到实际财政宽松的目的。不在预算上做文章，而是通过一系列存量政策，如盘活财政存款；另外，央行通过国开行等投资建设保障房的规模可以进一步扩大。我认为这类政策今年可以推行，但时间点目前很难预测。很多人提到，目前有四万亿左右的财政存款，是

不是可以用于弥补土地财政收入下滑。我认为会有一些正面影响，但效果不会很大。财政存款包含很多其他资金如养老金等，并不意味着政府可以随便使用；估算可供使用的规模大概在 1 万亿左右。此外，财政存款在地域分布上有差异，越有钱、越不缺钱的城市，财政存款规模越大，如北京的财政存款可能较高；而越穷、财政压力越大的城市，财政存款规模越小。财政存款总量没有问题，但个体上是有问题的，目前并不存在这样的机制让北京拿钱去补贴苏北。这跟欧洲有些类似，欧洲整体没有问题，但德国的钱没有办法转移到希腊去。中国解决这一问题的可能性会大一些，但这种机制的建立不是一两天就能够实现的，解决方案长期可能有，但短期来看，恐怕不太容易解决。

Q3：从土地出让收入的角度来判断财政风险，2012 年每个季度的土地出让收入都是负增长且幅度较大，但 2013 年似乎没有出现财政问题。而 2014 年只有第四季度土地出让收入出现负增长，现在各方判断可能引发 2015 年的财政风险。您觉得这两个时点上最重要的不同是什么？

A3：情况确实不太一样，2012 年土地财政是短期冲击。2012 年年初时，包括房地产政策在内的政策有一定收紧，到了 2012 年 5 月温总理提出要把工作重点更多地放在稳增长上，此后社融总量、M2 增速回升，房地产销售、土地销售都出现反转，地方政府的财政问题得以缓解。总得来说，2012 年的情况类似现在，但时间比较短。当时也对经济产生了比较明显的影响，投资等出现回落；但那时财政数

据不是每月都公布，所以影响似乎不是立刻显现。而现在，房地产存在结构性问题，短期内很难反转；一、二月土地销售数据较差，预计今年上半年、甚至三季度都不会太好。因此财政冲击会比 2012 年大。

Q4：政府工作报告提出“支持居民自住和改善性住房需求”，您认为下一步房地产政策哪些方面的松动可以缓解目前土地财政收入面临的风险？

A4：个人认为今年房地产政策今年总体都是在放松，未来可能会有房贷利率下调、印花税政策调整等，也有报道称政府要收购存量住房等。其中房贷利率下调对房地产市场的影响可能会相对较大，分区域看，对三、四线城市的影响稍微小一些，对一、二线影响稍微大些，下半年一线城市房价可能会上升。一线城市限购政策不太可能取消，因为北京、上海的房地产对全国宏观经济没有那么大的影响，占全国的房地产投资比例有限，而供需还是很不平衡，因此估计一线城市的限购政策还会延续。

Q5：您在报告中采用了江苏的样本，从您个人研究看，各地财政滑坡的普遍性规律是什么？城镇化、市场化越低的地区，面临的风险是不是越高？

A5：基于我们现在看到的情况，整体上沿海地区如江苏、浙江等，风险会高一些。这可能与当地的金融市场发展有一定关系，可能江苏的地方融资平台更容易从金融市场融资。但具体的结论还尚待研

究。我们目前看了四个省份、40 多个城市，而中国一共有 270 多个地级市，需要看更多城市才能做出明确结论。从我们选取的这几个省份看，地方土地普遍约有 20%卖给了地方融资平台。

第 74 辑

(2015.3.19)

零售基金风险管理

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

江平先生是联博（Alliance Bernstein）投资风险副总监，负责监控公司另类投资、股票、固定收益和多资产组合的风险。在此之前，江平先生曾担任公司的另类投资风险总监，负责监控公司对冲基金和 FOF 的风险。在 2011 年加入联博之前，他曾是 MSCI 咨询部门的执行总监和负责人以及 RiskMetrics 客户方案部门负责人，负责美洲区域 RiskMetrics 和 Barra 两个平台。2003 年加入 RiskMetrics 之前，他曾供职于美林等多家金融机构。江平先生是北京理工大学电子工程学士，哥伦比亚大学金融工程硕士。

今天主要跟大家分享一下零售基金风险管理上的体会。联博基金总共管理大约 5 千亿美元的客户基金，其中 1600 亿美元是零售公募基金。08 年雷曼兄弟破产之后，基本上没有人对风险管理的重要性有疑问了。但要强调的是，对零售公募基金来说，风险管理尤其重要。因为散户的钱如果像被吸进黑洞一样，很容易引发诉讼和纠纷，新闻媒体对这些也非常感兴趣，甚至有时候会引起一些社会暴动。

一、零售基金的四层风险管理控制

第一层是在资产管理层面，我会重点介绍这一个层面，关键点在于风险组织架构、零售基金流动性、杠杆管理和风险披露；另外三层是基金董事会、基金发行商和监管机构层面，我会简单的涉及到，主要谈一下我在工作中和他们交往的体会。

（一）资产管理层面

1．风险管理目标

在基金公司里面，通常有两大目标需要平衡。第一，不管是基金经理，风险管理人员还是其他工作人员，对于我们的基金投资者和客户都有信托责任；第二，风险管理也是投资组合构成的一个重要环节，现在也成为新产品产生的重要来源。我们要平衡好安全性与收益性。

2．风险治理的框架

通常基金公司有一个全面管理风险的资深委员会，像联博一样的很多基金公司的委员会都包括了公司的 CEO、COO、CRO 和法律总顾问。这个委员会主要用于设定公司文化，并成为公司内部最高的仲裁机构。投资者和基金经销商在做尽职调查时经常会问：作为风险控制人员，如果和交易人员的观点不一致，能不能直接改仓位？在联博基金，我们一般是不能直接改仓位的。如果我们和基金经理观点不一致，我们一般会向业务部门主管——比如固定收益部门主管——交涉。如果交涉没有达成一致，我们就会跟资深风险委员会交涉，毕竟 CEO、COO 和 CRO 都在这个委员会中。

在资深委员会之下，往往会设立一些风险的分会负责具体的一些部门。这些分会可以按照功能来分，如市场风险、交易对手风险、操作风险、模型风险；也可以按照业务部门来分，如股票部门、固定收益部门、多资产组合部门、另类投资部门；还有一种普遍的分类方法

是按照区域来划分，如美洲部门、欧洲部门、远东部门；还可以按照产品特点划分，如房地产、高收益产品、股票组合等，像这些不同的产品也会由一些不同的分委会来制定不同的风险政策和标准。这些委员会之下，是具体的风险管理人员，负责监控、鉴定、评估和减轻这些风险。

3．风险组织结构

现在基金管理公司在执行层面通常会有三种常见的风险部门的架构。第一种是集中型的风险管理团队，风险管理人员集中在公司的风险部门，他们可能被派到各个业务部门，但他们的归属关系独立于这些业务部门，属于集中的风险部门；第二种是彻底的分布式架构，公司风险管理人员分属于各个业务部门；第三种是混合型架构，风险部门有两条线，一条线汇报给 CEO，另一条线汇报给董事会，CRO 层面之下的部门面对的是不同的风险功能，比如交易对手风险、市场风险、操作风险以及各个地区的风险部门，再往下是几个独立的部分，比如股权风险的监督，这些独立的部分在混合结构下主要面向各业务部门，但同时他们对公司独立的风险部门也有一种间接的汇报关系。在这种结构之下，大多数风险管理人员分散在各个部门中，同时公司独立风险部门这一层级单独存在。分布到各部门的风险管理人员年底的业务评估和奖金经常由业务部门和公司独立的风险负责人员共同制定。

这些架构都有各自的优缺点。集中型的风险管理团队优点在于独立性很强，风险部门可以有非常独立的观点，同时由于处在同一个团队中，风控人员之间的沟通会更加顺利一些，互相之间也可以提供一些支持。分布式架构最主要的优点就是专业性强，所有的风控人员被安排在不同的产品部门里面，一个萝卜一个坑，所以他们对各自负责的领域会特别熟悉，相关度更高；缺点就是独立性相对差一些，在这

种架构下，他们的评估和奖金基本上由各个业务部门来决定，另一个缺点是因为一个萝卜一个坑，所以一旦风控人员辞职或者有其他意外，就会造成很大的空洞，要想弥补并不容易。

从我自己的经验来看，独立性和专业性的确需要一些互补。必要的人员流动与每隔一段时间的架构重组有助于兼顾这两个方面。

4．市场风险管理

美国和欧洲银行的市场风险管理部门相当大比重的工作是要应对监管部门对风险报告的要求。相对来说基金公司这方面压力要小得多，市场风险管理主要在于减少资本损失、降低过度的波动性以及最大化风险调整后的回报。首先要平衡风险和回报。投资经理和风险人员经常协作，在投资组合过程，根据从基本面分析师和量化分析师得来的信息分析组合中各资产的风险性与收益性，争取优化组合的风险调整回报。基金经理定下投资组合后，基金公司会将指令交给交易员执行，交易员根据他们对市场的理解，在一定的灵活度之内寻找最佳的价格和流动性，同时把市场信息反馈给投资经理与风控经理。

在风险监督方面，可以用三个词总结：控制、报告和咨询。（1）控制。基金公司会有内部或外部的风险指标，风控人员必须控制这些指标，同时根据基金每天的变化观察有没有异常值与意外的出现。不只是对基金赔太多的情况下进行分析，赚得太多有时对风险管理来说也是一个非常重要的信号。举例来说，比如在母基金管理中，当某个子基金有出人意料的好回报时，这时需要从风险管理角度分析它如何得到这样的回报，因为有的时候会出现“风格漂移”，在组合中有一些新的风险，这些对于投资者都是一个警告信号。（2）风险报告。主要包括投资和风险的归属分析、风险暴露、跟踪误差、VaR、情景分析、压力测试，在产品和客户账户层面都需要进行这些分析。曾经有一个机构发现他们的一个基金投资有非常好的回报，大大超过业绩基

准，但经过分析发现绝大多数回报和风险都可以归因到两个因素上。这两个因素都不是市场风险因素，这说明该基金并没有做出像业绩显示出的那么好的工作。后来这个机构还是决定终止这个基金，因为如果长期处于这两个因素影响下，可以用便宜得多的方法来复制这两个因素。（3）咨询。风险管理人员经常和组合管理人员建立一种咨询的关系，帮助投资部门寻找未知的风险。投资经理经常会问风控经理，这个组合在什么情况下会出现最差情况，因为他对考虑过的情况已经有了对策，但有时候会非常担心未知风险。这时风险管理人员可以从第三者的角度，从外部来观察有没有其他的未知风险。风控人员还可以帮助建立一些相关的压力测试。压力测试这个词现在有点被滥用了，很多只是一些标准化的常规压力测试，虽然有一点用，但并没有很大的相关性和作用，因为里面有太多的假设。在咨询过程中，风险管理者要寻找具有相关性的压力测试，并要经常怀疑、挑战并改变压力测试背后的假设，这些会对基金投资组合产生价值。风险人员在基金公司中的对冲过程中也有很大贡献。在联博基金中，风险部门承担了相当多的公司与基金层面的对冲任务。

接下来我想谈一下各种风险平台和工具。基金公司多多少少都会有一些内部专有的工具，同时也会用一些供应商提供的工具。银行相对而言有更多的自己研发的内部工具，这些工具的原理和供应商的工具没有大的差异，但是银行经常喜欢说自己内部有很大的工具设计部门，可以自己做自己的工具。基金公司相对来说会更多地使用供应商提供的工具，常见的工具中有一些可以覆盖各种层级的资产，比如 Black Rock Solution 以及 RiskMetrics；也有一些工具重点关注某个层级的资产，比如巴克莱银行的 Point 主要关注固定收益方面，Barra 主要关注股票、基金方面。

关于风险监测的频率问题，这要因投资产品和投资策略而异。从

我的经验来说，比如一些集中投资的股票组合，经常只有十几个、二十几个股票在里面，投资经理选择这些股票的时候会做非常详细的调查，要有非常强的理由才会把股票放进组合，这种投资结构变动的频率通常很低，每个月的风险变化并不大，平时只需要稍微留心一下，每个季度重点观察一次就足够了。而对于一些高频交易基金，它们用计算机交易，我们每百分之一秒就计算一次它们简单的风险，同时一天之中计算好几次详细的风险。

5．交易对手风险管理

从风险管理角度来说，一方面我们要探索哪些对手是可以建立交易关系的，另一方面要跟踪他们的信用状况以决定需不需要改变判断。例如，2011 年底摩根斯坦利有过非常大的波动，从公司风险的角度来说，我们当时也非常紧张，召集了信用部门和股票部门专门负责股票交易商和银行的基本面分析师，他们帮助我们风险部门一起分析、决定需不需要改变我们的交易对手的风险暴露，当时摩根斯坦利的一些高层也来向我们解释一些情况，因此我们决定不做出改变。另一个例子是 MF Global。在 MF Global 破产前几天，我们也进行了类似的分析过程，我们同基本面分析师一起看了内部的量化模型，最终风险部门和公司共同决定必须把他们从交易对手中剔除出去，我们及时调整了仓位，所以等到几天之后它们破产的时候，对我们的客户基本没有造成影响。

在交易对手的风险暴露方面基金管理公司和银行还是有一些不同的。银行更重视整个公司总体对某个交易对手的风险暴露，而对于基金公司来讲这不是最重要的。比如我们有两个客户，一个客户对这个交易对手有风险暴露，另一个客户可能与他有一个相反的风险暴露，这种情况下我们不能把它们合起来计算，因为一旦这个交易对手破产，尽管第二个客户没事，但是第一个客户就会有损失。所以我们一定要

在每个基金产品与客户的层面来探索交易对手风险，同时再从整个公司层面来看有没有一些全面性的风险。

6．操作风险管理

就我本人的观察，基金公司对操作风险的管理落后于银行，很多方面要从银行借鉴经验，比如风险图、风险关键指标、错误分析等工具和方法，来分析风险。这些银行方面比较成熟，基金公司要学习并把它们个性化之后用到自己这里来。

市场对于操作风险的一个较新且较大的关注就是网络安全问题，这方面也受到很大重视。网络安全方面也确实是道高一尺魔高一丈。

7．零售投资者特点

我刚才提到的大体上既适用于零售基金，也适用于机构投资的基金。接下来特地针对零售基金。对于零售基金来讲，最重要的就是流动性，流动性，还是流动性！流动性分析尤其重要，因为从散户的特点来讲，散户只要需要钱的时候，就会提现；此外，相对来讲，散户的风险承受能力比机构投资者差，并且经常会有一窝蜂的投资倾向。所以，散户投资的现金流(fund flow)往往波动性很大。在这种情况下，对于基金投资者来讲，第一，这方面的流动性管理很重要。第二，如果一些基金其本身所在市场上的流动性就不是太好的话，我们要分析其投资者来源，分析他们有没有固定的模式。比如，亚洲很多私人银行会提供杠杆给散户投资者，在这种情况下，散户投资者在接触我们之前已经有杠杆，如果他们有波动，会给我们带来更大的影响。第三，流动性方面的压力测试特别重要。因为在真正的压力情况下，散户基金会同时承受三个方面的压力。一是市场本身压力，这会造成基金缩水；二是市场流动性也会较差；此外雪上加霜的是，散户投资者经常会在此时大量抽钱。所以从基金管理和风险管理的角度来说，需要针对这种情况准备对策。

第四，从散户投资的角度看，杠杆的使用以及风险的披露对于零售基金特别重要的，同时也需要风险控制。在杠杆使用方面，我们需要避免过度的杠杆风险或者我们需要其与风险披露的程度相对应。之所以提出来，是因为在公募基金和私募基金之间，以及散户公募基金和机构投资者的基金之间，在风险披露方面的法律风险程度是不一样的。所以从基金公司角度来看，对于散户基金的风险披露一般来讲特别重视。甚至对于一些高风险产品，我们不仅仅在内部注意风险披露，甚至有的时候也要从经销商角度看，看他们是否对其客户做了足够的风险披露。因为如果经销商方面没有做足够风险披露，一旦一些高风险产品的风险爆发，基金管理者自己的信誉也会受到很大的伤害。

第五，预期回报率与双重标准风险的问题。有时散户对投资的预期收益方面不一定非常合适。比如说，亚洲的一些高收益基金为了迎合市场上散户的需要，他的收益高到不现实。在这种情况下，作为风险管理者，需要在公司内部与风险设计人员探讨这种情况是否合适。二则散户投资者往往会有两个标准，一个标准类似 ETF（预期交易基金），比如一个散户投资者会将基金收益和 ETF 的收益作比较，例如 S&P500 的幸运儿 SPY 的收益，SPY 是 S&P500 的 ETF，他会看自己基金的表现是否比 ETF 好，因为他付给基金的管理费远远高于付给 ETF 的管理费。另一个标准是绝对化赔钱的程度。机构投资者如果跟踪的是 S&P500，那么假如 ETF 跌了 30%，基金跌了 28%。机构投资者并不会觉得这种情况有问题。但对于散户投资来讲，他不管 S&P500 跌了多少，他只关注其自身投资的基金，跌了百分之二三十本身就是个很大的问题。所以从基金管理的角度来讲，这方面也需要有一些风险的准备和对策。

三就是散户投资者对投资期限方面的考虑。因为现在很多基金是开放的，在这种情况下，根据其本身的流动性问题，我们需要考虑到，

对于现在的散户投资理念，投资者之间的投资底线是不是有很大的区别。如果区别很大，我们可能需要在基金的结构上需要一些调整。比如，从监管层面的角度讲，一些产品完全可以是公募的，但是考虑到流动性和投资底线的问题，我们会将其变成私募基金，以避免卖给不合适的投资客户。

（二）基金董事会层面

在这个层面，我要强调的几点是，一是基金董事会的成员，至少要有一些基金方面的基本知识结构，能够胜任董事会的职责。二是要有相当的独立性。举例来说，如果基金董事会的成员，是同一基金公司退休的人员，虽然专业性很强，但是大家会觉得他们独立性不够。我们需要平衡独立性和专业性。比如像我们（联博基金），有不只一个的基金董事会。因为有些产品，特别是一些比较复杂化的产品，董事会的成员与大众化的产品的董事会成员相比会有一些不一样。当然从成本来讲，可能也是不一样的。

（三）经销商层面

在销商层面，需要做一些对客户风险适用性的试验。我们需要根据客户复杂度和风险承受度，来看他们适合哪些产品。我知道国内很多基金经销商都有很多经验和风险适用性的测验。此外，经销商应该对基金管理者应该做很细的尽职调查，做适当的分类和跟踪。这样才能够保证足够的监督。再次，对零售产品来讲，风险披露以及对散户风险知识的教育也很重要。这些也是在经销商层面需要做的。我还要强调一点，从实际操作方面讲，在经销商层面需要克服从众心理。日本该问题较严重。所以有一个笑话，一旦看到大量的日本散户开始投资某个方向，往往就会考虑这会不会是市场反转的暗示(reversal indicator)。

（四）基金监管层面

目前在基金管理公司的监管标准要比银行方面的低的多，但是从2008 年的雷曼危机和 2011 年的欧洲危机之后，该层面加强了很多。再则就是监管机构的测试和扫描。监管机构经常会派一些人员到基金公司里面进行实地的测试和扫描。从监管的挑战来看，现在主要是一些零售基金产品的复杂度和投资策略的复杂度都在增加。对于监管机构来讲，能否跟得上变化其实也是一个很大的挑战。另外，在杠杆、衍生品、另类风险、尾部风险等方面都有很大的挑战。就我本人而言，我接触美国和欧洲方面的监管较多。在美国，他们监管的主要依据是1940 年《投资公司法》、《投资顾问法》，欧洲零售基金监管的主要依据是 UCITS。我个人觉得，在量化风险方面，欧洲比美国做的相对来讲更全面、细化。但即使如此，实际上欧洲监管的各种漏洞和空子确实还是非常多，把这些漏洞全都补起来并不容易，而且往往是补旧漏洞之后新的漏洞和空子就会出来，所以说这方面对于监管层面是一个挑战，也需要不停地跟进的地方。就美国监管部门方面，我本人的经验和体会是他们在实地测试和扫描上做得更强。虽然我接触过的监管人员其自身的水平差异也很大，但是我碰到过一些很专业的监管人员，在与他们的交往过程中就能感到他们有很强的实战经验，他们对市场的一些产品与策略的了解也很细。这样的监管人员才能够真正有效地达到监管目的。

在问答之前，我最后总结强调两点，第一，基金管理公司的风险文化和有效的风控组织架构很重要。第二，零售基金的流动性管理和风险披露方面也需要特别的重视。

二、问答环节

Q1：第一个问题来自朱宁，他说以前您是他的风控经理，而且他也特别强调您是一个非常好的风险管理者，从来没有给他找过麻烦，

所以他想请您给大家介绍一下风控经理应该如何管理自己和基金经理的关系。

A1：谢谢，我跟朱宁博士确实一起工作过，朱宁博士曾经是联博一位非常强的基金经理。

从跟基金经理的关系来讲，最重要的有两方面，一方面要有独立性，另一方面需要有针对性和同理心。从独立性来讲，需要从第三者的角度观察有哪些风险；同理心是说，无论基金经理还是风控经理，其实都是在同一条船上的，我们的共同目的都是要最大化风险调整之后的收益。所以在这种情况下，因为有同样的目标，所以这种讨论往往可以是就事论事的讨论，而不是为了争谁对谁错的讨论。我的经验也表明风控经理可以和一些非常优秀的基金经理的合作关系相当好，例如朱宁。

Q2：因为您刚才特别强调了作为零售基金与其他机构投资者不同的一点就是在于其所面对的零售客户的流动性风险。那我们也看到，国内像余额宝这样的货币市场基金，在过去的一两年突飞猛进，那您觉得在管理这种基于互联网的这种货币市场基金和其他的传统的基金的流动性风险的状况有什么不同，更应该关注那些问题？谢谢。

A2：首先，我对互联网的基金不是太熟悉，所以只能从类比的角度谈一下。如果说基于互联网的基金的主要问题是资金的不稳定性特别强的话，那我可以分享的是：如果和我们一样有类似的资金来源，我们一般会考虑两点。一是资金的投向。资金投向是不是能够有相应足够的流动性，而且这种相应足够的流动性不会严重地影响他的投资目标。因为有时投资目标与流动性间会有很强的相关性。二是需要有一些保护措施，比如像一些信用底线，借贷条款，赎回费用等。这些在操作方面是可行的，但是操作上要小心，因为如果操作不好，可能会产生利益冲突。因而需要兼顾两方面，一方面提供解决方案，另一

方面就是必须要公正公平和避免这种利益冲突。

Q3：江总您好，我们看到 2008 年 9 月雷曼兄弟破产之后曾经引发了 reserve fund 公司的货币市场基金产品偏离度超过了 25bp，无法维持一美元净值，那么从风险管理的角度而言，您觉得事前有没有对策可以避免这种情况的发生？

A3：从风险管理的角度来说很难百分之百的避免其发生，但是能不能大幅度的降低这种情况的发生的概率呢？这是完全可以做到的。一方面要根据现有的组合做各种压力测试。一些非常敏感的基金确实需要做这些压力测试，不只通用的，包括刚才我提到的未知风险，例如 reverse stress test，对风险非常敏感的基金都需要做这些压力测试。另一方面，需要做一定程度尾部风险的对冲。目的在于通过特定的压力测试暴露出特定风险，可以考虑尽量对冲掉。但是我要强调一点，一方面能够大量降低这些风险，另一个方面要有足够的风险披露。

Q4：刚刚您谈到，投资经理与风控经理意见不一致时，需要资深风险委员会做最终决定，那么这个大概需要多长时间？会因此错过投资机会吗？

A4：就像刚才我们提到的，根据产品和策略的不同，风控经理需要掌握不同的风控方式。例如刚才我们说的高频交易，是百分之一秒的监控频率。在这种情况下，我们事先会有很严格的风险规定。一旦超过，交易自动停止。包括一些仓位自动清仓。这些都是和基金经理事先商量好的，他们制定投资策略时已经把这个因素考虑进去了。他们会考虑到触发这种风险的程度，避免引发更大的风险。对于绝大多数基金来说，其实资金层面的评估时间是足够的。当然这也取决于风控经理自己评估要多快上报上去。如果在特别紧急的情况下，我觉得在一两个小时做到是很现实的。但是如果是变化很慢的基金，一两天甚至是一两周作出决定都不会有大的区别。

第 75 辑

(2015.3.26)

互联网再思考

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

余晨先生是易宝支付高级副总裁及联合创始人。创建易宝支付前，余先生曾任美国甲骨文总公司产品市场经理，负责推广甲骨文的应用服务器产品、互联网和电子商务解决方案及全球战略伙伴合作。余先生曾任央视大型纪录片《互联网时代》顾问，全程参与节目创作并负责采访 Facebook 创始人马克·扎克伯格、暴雪娱乐创始人迈克·莫汉、《长尾理论》作者克里斯·安德森等嘉宾。余晨先生拥有美国伊州理工学院的电脑硕士学位和北京大学的计算机学士学位。

今天很高兴有机会和大家分享。我今天分享的内容不是关于具体业务、支付或互联网金融的内容，而更多的是对互联网宏观梳理，或者说是一种哲学反思。

一、互联网是什么?

可能大家问的第一个问题就是互联网到底是什么，因为我们在座的所有人应该都是互联网的用户，不管是在工作中间还是在生活中间，但并不是所有人都会有机会静下来想一想互联网到底意味着什么，互

联网给我们带来的影响从根本上来说是什么。谈到互联网是什么，实际上可以从两个角度看这个问题。一个角度是看互联网严格的定义，看它的内涵。另外一个角度是看互联网的外延，就是看互联网到底有哪些例子。

像互联网的内涵这样技术层面的东西我们就不深入讨论了，可能比较重要的就是要意识到互联网跟传统的电话网络是一个分组交换和电路交换的区别。所谓分组交换，一是它带有去中心化的性质，另外很重要的就是互联网有一个分层模型，最底层的协议更多的是在解决物理层、链路层、网络接口层的问题；更高的一层是解决怎样做联接，即所谓的网络层、IP 层；再往上是传输层，我们怎么样来保持一个对话；再往上是应用层，比如我们熟悉的 http，做浏览器的这些协议都是属于应用层。还有很重要的一点就是 internet 不等于 web，互联网不等于万维网。

在互联网发展的历史上可能有两条比较重要的线索，一条怎样解决通信、进行联接。我们知道历史上最早的 ARPANTET，NSFNET 等，最后全换成商业的网络，这些其实都是解决链接层面的问题。另一条线索是解决人机交互的问题。我们知道人机交互页面的发明，包括鼠标的发明，直到 1991 年蒂姆·伯纳斯·李发明 WWW 才真正解决了人机交互的问题，使得互联网开始流行起来，所以互联网的流行实际上是通过万维网的流行产生的。

那么互联网的外延是什么呢？这里我想引用《长尾理论》的提出者克里斯·安德森经常讲的两句话，一句是 Web 已死，互联网永生；第二句是原子即是新的比特。那么 Web 已死，互联网永生指的是什么？其实大家都明白，五年前如果问大家什么是互联网、互联网的外延的时候，可能更多的人把互联网就当作是 Web，当作是 www，因为大多数的人上网都是通过电脑上的浏览器去访问网站，通过网页进

行交互。而今天我们看到，在过去五年中，随着智能终端和移动互联网的兴起，越来越多的互联网服务，包括国内的大从点评，新浪微博等，大多数的流量都是通过手机，通过外部产生的流量所占比例越来越小，所以他讲 Web 已死，互联网永生，也就是互联网的外延变得越来越丰富。大家知道比特是信息单位，而原子是物理单位。当 90 年代随着万维网的流行，互联网开始兴起的时候，第一次互联网浪潮的应用更多的是信息类的，虚拟类的服务，比如说发邮件、使用搜索引擎、门户网站等，更多的是数字，比特类的这些服务。而今天我们看到互联网的第二次浪潮，所谓的产业互联网，或者互联网+，用互联网来改变所有的传统行业。互联网的影响实际上已经延伸到生活服务，衣食住行里面了，就是说互联网的影响已经从线上变到了线下，从所谓的比特世界蔓延到了原子世界，从一个单独的 IT 产业蔓延到了所有的传统行业，从以前的虚拟经济渗透到了所有的实体经济。这可能是我们看到的互联网最大的影响，所谓的互联网+。我 PPT 里举了很多例子，比如说大家都很熟悉的特斯拉。在美国汽车行业是很多年都没有改变的传统行业，三大汽车公司，福特，通用和克莱斯勒，已经有成型的垄断市场，没有人能想到还有一家新的公司能进入，特斯拉恰恰是半个世纪以来第一家上市 的汽车公司。特斯拉被很多人玩笑的称为长了轮子的互联网，像一个 ipad 加四个轮子加两排沙发。不光是车技术的本身，特斯拉的销售模式也是利用直销模式，以及体验链模式。甚至在美国的有些商场里，特斯拉体验店的分类都是问题，某些地方把它归为玩具类和爱好类，因为传统上架商品没有类似特斯拉这样的产品。所以新的技术，颠覆式的技术出现的时候分类定位就错了。

还有很多其他的例子，比如谷歌眼镜，基本上就是可以穿戴的互联网，Nike Fuel Band，手环健康设备等都是可穿戴的互联网，都是

互联网的外延的扩伸。在美国 大家都很熟悉的 Nest Thermostat，可以把家里面所有的设备连在一起，包括空调、加热器、净化器等，通过统一的 Nest 控制器来控制。并且 Nest 是一个智能设备，可以根据个人生活的起居习惯，当地的天气预报，把家里的环境调到最舒 适，同时把电费降到最低。Nest 也可以和手机相连，下班时可以提前一小时把家里的暖气打开，等回到家里时屋子已经很暖和了。再比如说气味终端，手机之间可以通过发送信息来让手机释放气味。我们知道像视觉、听觉较容易被量化，唯有气味和嗅觉是最难捕捉的，但在移动互联网上已经有一些尝试，做互联网气 味终端。甚至还有脑电波的互联网终端，例如腾讯 WE 大会前一段展示的 necomimi，当你戴上一个猫耳朵，它可以测量你的脑电波，根据脑电波做出各种动作。

二、万物互联的世界

我们今天讲的已经不是简单的比特世界的互联网，而是 IOT（Internet of Things）,万物互联不光是人和人通过互联网互相联接起来，而是人和机器，设备和设备也通过互联网连在一起。从 12 年下半年开始，光是可穿戴设备所产生的这些数据量，差不多每几个月都会翻一番，所以现在看到的互联网已经远远不止是原来的 Web，这也是为什么我们引用克里斯·安德森的话“Web 已死，互联网永生”。

另外一个类似的、能够反映出这种可能性的故事是 100 多年前电刚刚兴起的时候，第一批电的用户不把买电称为买电，而是称为买电灯光。为什么把电称为电灯光呢？因为电刚普及时只有一个应用，即点电灯，所以那个时候人所感知到的电的外延就等于电灯光，他把电和电灯光看作是一回事。他们想象不到过 100 年后电实际上是一个万能的东西，它可以用来驱动家里的所有设备，包括彩电、冰箱、洗衣机、电脑，甚至包括汽车。同样，今天的互联网也只是刚刚开始，

我们在互 联网刚起步的时候，很多人把 Internet 等同于 web，以为互联网只是万维网。而现在我们知道手机上的智能终端的移动互联网可以是互联网，可穿戴的设备也 可以是互联网，未来可能所有的东西都是连在网上的。

三、计算的民主化

我们面对的世界一定是一个万物互联的世界，它产生的可能性是无穷的，就像一百年前的人想象不到电还有其它用途一样。我们今天只是看到一个起点，互联网远远比 Web 大得多。如果大家回顾一下过去的几十年，我们看到的是计算和网络民主化的历史。所谓民主化，是指它的门槛越来越低，整个的技术变得越来越普惠。我们知道 60 年代基本上是大型机普及的时代，当时全世界计算机的设备不过是百万台这样一个数量级，设备非常昂贵且巨大笨重，只有少数的研究机构和商业机构买得起计算机。70 年代开始小型机普及，很多的商业机构开始买得起计算机，80 年代开始了微型电脑，个人电脑的革命，家庭开始买得起电脑，电脑开始进入家家户户。90 年代随着 Web 的流行和兴起，开始了互联网的革命。进入 21 世纪，2007 年苹果发布了 iphone，08 年谷歌发布了安卓，开始了智能终端移动互联网的时代。进入 2010 年之后可穿戴互联网，可穿戴设备兴起。我们看到每一个市场，每一个阶段、每一个十年跟前一个十年比起来，它的市场规模都会大一个数量级，它的商业机会也会大一个数量级，而且它的设备变得越来越普及，门槛变得越来越低，整个计算性能变得越来越强大，也就是我们所说的计算民主化。

四、互联网应用的三种模式

互联网里有各种各样的应用和服务，但是万变不离其宗，在我们看来互联网上的应用只有三种基本模式：信息模式，交易模式，人的

模式。今天分析师都认为中国互联网有三座大山，百度、阿里巴巴和腾讯，所谓的 BAT。百度掌握的是信息模式的山头，因为它是做搜索的；阿里巴巴掌握的是交易的山头，因为它是做电子商务的；而腾讯掌握的是人的模式的山头，因为他做的是交流、社区和沟通。互联网上形形色色的应用和服务，某种意义上都是这三种基本模式的组合。比如说前几年兴起的团购模式，不过是电子商务和社交的组合加上了O2O。十多年前互联网刚刚兴起的时候，更多的是门户跟搜索的时代，05 年 06 年左右是大量的数字娱乐，游戏应用兴起的时代。那时候上市的互联网企业很多都是做游戏平台的。而今天互联网最大的三个趋势就是电商，社交和移动。谈到移动互联网实际上就是我刚才讲的互联网外延的扩伸，从线上外延到线下，从比特世界蔓延到原子世界。但是我们谈到移动互联网时经常有一个误区，很多人简单的认为移动互联网等于互联网的移动化，把互联网从 PC 上搬到手机上就可以了。这里要强调的是移动互联网不等于互联网的移动化，不等于把互联网从电脑桌面搬到掌中就可以了，因为移动互联网实际上带来了很多新的模式，新的特征和新的业态，这些是在传统互联网上找不到的，比如移动互联网的随身、随地、随时、随感。所谓随身指的是说手机是有身份标识的。传统的互联网世界有一句话“只要在互联网上你是只狗都没有人知道”，因为你的身份是匿名的，在社区发表言论的时候也没有人知道你的真实身份。但是在移动互联网时代，手机号码在某种意义上已经变成了人的第二身份证。随地更容易理解。传统的互联网的理念是地域无所谓，因为大家访问的网络、信息都是一样的，互联网把五湖四海连成了一家，形成了所谓的地球村的概念。而移动互联网的时代个人位置恰恰很重要，根据你的地理位置信息可以叠加很多跟位置有关的服务，比如说可以告诉你方圆五公里之内哪些商品你感兴趣，哪些饭馆你可能会去吃饭，哪些朋友在你周围五公里之内，

所有跟位置有关的服务都是移动互联网的特征。所谓的随时是指在传统的互联网我们并不是时时刻刻连在网上，而移动互联网基本保持着24*7 的联通状态，即使是睡觉的时候都把手机放到枕头边上，所以数据访问的模式也发生了根本的变化，原来的互联网更大程度上是拉的模式，而移动互联网是数据推送的模式。这就是为什么你在 RUI 市场上可以看到通知中心，它就是推送的概念。所谓的随感，更是移动互联网和智能手机的特征，移动互联网和个人手机在某种意义上可以看作是人的新感官，所以很多人讲手机在某种意义上是人的新器官，因为手机上有各种传感器，麦克风相当于你的耳朵，摄像头相当于你的眼睛，重力传感器相当于你的触觉。今天的人已经习以为常的用摄像头扫描二维码。支付可以采用声波支付，即用手机播放跟个人信用卡关联音频文件，用另一个手机接听一下声音，就可以在两个手机之间完成转账。重力加速器相当于我们触觉的延伸，手机上有一个“撞”的接口，两个手机撞一下，根据重力传感器感觉到的冲力和手机的位置就知道是哪两个手机发生了碰撞，就可以在这两个手机之间进行数据交换。可以想见以后见面碰一下手机就可以交换名片，不用交换纸质的名片。另外贝宝（paypal）还专门利用这个接口做出两个手机之间转账的应用，只要两个人手机 碰一下就可以完成两个手机之间的转账。总之这些移动互联网智能终端上跟身份、位置、联接和传感有关的新特征，都是传统互联网所没有的，所以它带来了新的业态，带来了新的商业模式。同样有很多人看传统行业互联网化，即互联网+的时候，会进入一个类似的误区，认为所谓的传统行业互联网化就是把以前的行 业从线下搬到线上就可以了，但实际上互联网化带来的不仅是一个新的通道，而是某种意义上可以改变我们传统的业态，带来新的商业模式，带来新的组合的 方式。

五、互联网化的三个层次

所以我们说互联网化有三个层面，第一个层面是工具层面的互联网化，第二个层面是平台之间的互联网化，第三个层面是理念层面的互联网化。所谓工具层面的互联网化只是把互联网当作一个媒体、一个渠道、一个工具，比如说任何一个企业都可以在网上打广告或者卖东西。或者像网银一样，所有传统大银行都可以开通网上银行，它只是把互联网当作一个工具、一个渠道，把业务从线下营业厅搬到了线上而已。平台层面的互联网化是真正利用到了互联网的网络效应，即聚合效应或者说长尾效应。例如今天的分享经济，是真正运用了互联网这种去中心化的特质，把原来传统互联网不能组合到一起的资源组合在一起。例如嘀嘀打车、快的、国外的 Uber、BMB 等。BMB 可以把闲置的房源提供给想租房子的人，它完全是通过去中心化、去媒化的方式进行运作的。我看到的数据表明在纽约出差的人中有百分之十不是去住酒店，而是去像 BMB 平台去租房。这些所谓的分享经济，点到点去媒化的经济，利用网络的组织能力，去中心化效应以及聚合能力开发出的平台和系统，就是平台层面的互联网化。它比工具层面的互联网化要进了一大步。最高层的互联网化是理念层面的互联网化。所谓理念层面的互联网化是指互联网不止体现在业务里面，而是体现在后台的管理和公司的治理等所有方面。例如小米，它看上去是卖手机、卖硬件的，实际上是软件硬件加服务的三位一体，这就是移动互联网的概念。小米后台的很多流程，包括相对典型化的组织和没有 PPI 的管理，包括它通过粉丝做的粉丝经济，让他的用户做他的营销人员。这种所谓的无边界组织，都是理念层面的互联网化。因为它把互联网去中心化的理念不光是融合到业务里面，而且融合到后台，包括人事、人才管理等层面。

六、网络时代的新经济

谈到互联网对商业和经济的影响，我们经常说新网络经济。网络经济带来的影响究竟是什么。我这里有张图，它上面画出了很多企业发展的轨迹，有很多传统的企业，也有很多互联网的企业。我们可以看到从 0 到 100 亿美元的交易规模，沃尔玛用了三十年的时间，而 ebay 只用了六年的时间，这是从挣钱的角度来讲。

从值钱的角度来讲，金融危机之前，像通用汽车这样的老牌公司市值只有 170 亿美元，而谷歌用不到十年的时间完成了 0 到两千亿美元市值。

金融危机时通用汽车破产，清算之后现在重整旗鼓上市也不过是几百亿美元这样的规模，而谷歌最高水平超过四千亿美元。为什么会有这么大的差别？像诺基亚这样的百年老店最后卖给了微软只有 70 亿美元，小米做了没几年就达到几百亿美元的规模。为什么会有这样的差异性呢？就是因为互联网带来很多新的经济规律，这里面我只挑出三条。第一条是梅卡菲定律。梅卡菲是以太网的发明人，梅卡菲定律实际上是一个价值规律，即一个网络的价值等于这个网络里的节点也就是成员数目的平方。它表明价值跟网络的规模不是线性关系，而是平方关系，也是就说当网络是原来两倍时，价值是原来的四倍。网络时代我们经常意识企业挣钱跟值钱是两个概念，而传统领域里面越挣钱的公司越值钱。很多互联网企业一分钱不挣，亏钱，但是它也很值钱。有很多极端典型的例子，比如说 YouTube，2005 年的时候成立的，一年半之后就以 16 亿美元的高价卖给了谷歌，它是一直亏钱的，即使作为谷歌的一个部门，它都还是一直在亏钱的。那么为什么它会很值钱？在互联网时代值钱不是线性关系，它同样是平方关系。传统经济是稀缺型经济，事物值钱是因为它有限。比如说黄金很值钱，是因为全世界的储量是有限的。互联网时代越泛滥越不稀缺就越有价值越值钱。这个价值规律很好理解。任何跟联接有关的东西都是这样

的，例如电话作为沟通的工具，但如果世界上只有一台电话，这个电话没有任何价值，如果有两台电话的时候至少两个人可以打电话，此时电话稍微有一点价值。如果有十台电话那么就会变得更有价值。如果全世界一半的家庭都有电话的时候，电话就变成很有价值的沟通工具。不光电话是这样，其它的例如传真机、手机、短信、电子邮件、微信都是这样，它会形成网络效应，并且网络价值不是线性关系，n 个节点的网络，联接的数目是 n*（n-1）/2，节点越多越有价值。第二条马太效应。马太效应就是一种正反馈，即富者越富穷者越穷。互联网的很多东西都是符合马太效应。还以电话为例，每当有一个新的电话加入到这个电话网络里的时候，单个电话机的价值和整体网络的价值会变得更大，它会吸引更多的人加入到电话网络里来，形成滚雪球效应越滚越大，这就是马太效应。第三条是摩尔定律。英特尔的创始人戈登·摩尔经常讲芯片上晶体管的数目也就是芯片的性能，每两年或者一年半就会翻翻，价格成本会变成原来的一半。过去四十年科技行业就是以这种爆炸式的速度在增长。跟摩尔定律对应的是里德定律,。摩尔定律和里德定律讲的是 2 的 n 次方关系。里德定律指传播价值，也就是一个信息从一个人传给两个人，二到四，四到八，八到十六，是二的 n 次方关系，传播速度非常快，这就解释了在互联网时代我们看到了很多的企业、商业以前所未有的规模和速度爆炸式的发展。人的直觉只可以理解线性的东西，非线性的东西是无法理解的。我们经常做的比喻是一个思想实验：拿一张纸，很薄的纸，假设这个纸可以无穷对折的话会有多厚？一张纸叠两次是 4 页，叠三次是 8 页，叠四次是 16 页，叠十次是是 1024 页，那么叠一百次它会有多厚？很多人认为它叠一百次会有十层楼那么高，会有珠穆朗玛峰那么高或者地球那么大小，但是正确的答案，2 的 100 次方乘以 0.1 毫米，跟宇宙的时空差不多大小。因为我们知道宇宙的年龄是 138 亿

年，可视宇宙的大小大约是 930 亿光年，2 的一百次方基本上是 100 亿光年，所以我们说人的直觉往往无法理解非线性增长的速度和规模。我们有一个很形象的比喻是说传统领域像用刀切面，切一刀一根面，切两刀两根面，切三刀三根面，而每根还参差不齐，而互联网时代是在做拉面，你拉一下两根，拉两下四根，拉三下八根，拉十下 1024 根就出来了，裂变的速度非常快。传统的经济基本上是线性关系，成本跟收入随着规模而增长，边际收益 递减。而网络经济边际收益不但不递减，还可以递增，随着规模的增长收入可以呈现一个爆炸式的增长。网络经济跟传统经济最根本的区别在于一个是线性增长，另一个是非线性增长。

七、企业的价值

企业提供的价值有三重境界。传统领域评判企业是看它能否挣钱、盈利，只要它 能够创造出好的产品满足市场和用户的需求，就可以算作一个好的企业，但是在互联网时代这只能算作是最低层面的企业。第二境界的企业是可以造就一个企业的 DNA，或者说企业的基因。如果大家看过《基业长青》这本书，里面有一句很重要的话："一个好的企业它最好的产品不是你卖的那些产品，而是企业本身"。因为每一个企业都是一个制造的过程，企业卖的那些产品都是在不断变化的，如 果卖的东西不随着市场变化，那肯定会倒闭，所以企业卖的产品是在不断变化。像 IBM 这样的百年老年它刚刚成立的时候卖打卡机制表仪，跟今天做的没有任何关系，但是企业的机制、理念、DNA 是可以传承的。《基业长青》里不断重复的一个概念是企业的战术是可以变化的，但是它的核心价值、DNA 一定是可以传承的。这还不是最高境界的企业。第三境界的企业是可以创造出一个社会的基因，或者说思想的基因，英文称为 Meme。后面会有一个专门的章

节讲 meme。所谓的社会基因、思想基因，跟企业本身基因的区别在于第二个境界企业的基因更多的 是纵向的传承，在产品不断换代、领导层管理层不断换届的过程中企业的核心理念和机制可以一代一代传承，但是它是在企业内部纵向传承，而第三种境界能够 创造出社会基因或者思想基因的企业，它是可以突破企业的边界进行横向传播的，它是一个可以产生社会影响力的文化基因或者思想基因。历史上最有影响的企业 基本上都是属于第三种境界的企业。例如福特，因为它第一个实现了流水线的概 念，所以整个的制造业甚至包括福特的竞争对手都在使用流水线这样的文化基因，或者社会基因。为什么惠普很伟大？因为惠普是硅谷的传奇，惠普的发源地，车库，已经被标记为硅谷的发源地了。某种意义上说硅谷新型创业公司都是在复制惠普当年的社会基因或者说思想基因，甚至一些它很不被人注意的细节。比如说当年他是在车库里创建的，当然这不一定是在车库里，所以说我们今天讲到的车 库文化，都是来自于当年惠普的车库基因，到今天中关村还有一家车库咖啡，包括美国的苹果和谷歌后来都是在车库中创建的。有一句话是说一个优秀的企业是在做生意，而一个伟大的企业是在传播宗教。心理学家做过实验，苹果的粉丝在苹果的商店外排队等待新产品发布的时候，据说他们的脑电波跟那些去教堂的人是类似的。今天的互联网时代，因为沟通和传播的边际成本基本已经降为 0 了，所以产品本身就是种营销。

我们知道一百年前在福特的时代，是竞争产能的时代，看谁的流水线上的产能更大。50 年前宝洁的时代，是营销和市场的时代，看谁的广告、营销做的好。今天在谷歌和苹果的时代，更多的是看谁先占领别人的心智，就是怎样能把用户体验做到极致，像苹果那样把产品当作作品，当作艺术来做。因为传播的成本边际成本已经降为 0 了，所以能否成功关键在于能否造出文化基因，让它能够像病毒一样自主

进行传播。最伟大的企业一定是能够创造 meme，创造文化基因或者社会基因，或者用我的话讲是能够定义一个新的范式的企业。就像苹果当年的口号，它 2007 年发布 iphone 时口号是“我要重新定义什么叫电话，我要重新发明什么叫手机”。第一次拿到 iPhone 时候那种冲击力觉得诺基亚，摩托罗拉等根本不能叫手机。特斯拉也是一样，要重新定义什么叫做汽车，你可能开过特斯拉就觉得以前开过的车都不能算车了。什么是定义 meme，什么是定义新的范式，怎么是发明新的社会基因？某种意义上就是要做唯一，而不是做第一，因为所谓第一的竞争只是一个量上面的区别，但是如果做唯一的话，你要重新定义游戏规则，重新定义一套新的范式，这个时候竞争就变得无关紧要了，像苹果的 iphone，特斯拉都是属于做唯一，造出一个新的社会文化基因，造出一个新的 meme。

八、互联网特征

谈到互联网的特征的时候，大家有很多的认同，例如互联网代表一种开放性的理念，代表着一种自下而上、去中心化、民主化、去权威，强调互动、参与，强调一种多元精神的新媒介。那么互联网和传统领域最本质的区别在什么地方呢？我的 PPT 里有两组图，左边表示的是一个传统时代的理念，而右边的是互联网时代的理念。传统时代可能更强调的是中心化，等级化，自上而下的理念。这种中心化、等级化的组织方式实际上在传统社会里是一种非常有效的方式。如果你是 2000 年以前罗马军团的一个将军，你肯定会用这种方式来管理你的军队，因为在沟通的不发达的时候通过等级化的管理是最有效的。一个人只要管两个人，经过十层以后就可以管一千个人。但是在互联网的时代，沟通的边际成本几乎已经降为 0 了，这个时候往往点到点的沟通，平等的沟通会有更高的效率。这也是为什么在互联网的时

代我们看到去中心化、平等化、网络化或者说长尾化的布局会变得越来越普遍。在传统时代资源分配更多的是符合二八原则，公司里 20%优秀的员工带来 80%的业务，可能 20%优质的客户带来了 80%的收入。一个传统书店里面 20%的畅销书会给你带来 80%的销量。但是如果浏览像亚马逊这样的网上书店，会发现因为网络的聚合效应以及推荐引擎的功能，可能使得很多非畅销书也能卖出去，虽然卖得不多，但是它总量加起来就很大，这时看一个网络业务的分布曲线的话，它不再是少数的寡头掌握了大量的资源，而是分布曲线变得更均匀，分布曲线的尾巴会拉得更长，这就是所谓的长尾效应。互联网时代因为去中心化遗迹网络的聚合效应，我们会看到长尾和多元价值的兴起。一个非常重要的概念是我们讲到互联网所有的这些特质，包括开放性、去中心化、自下而上等，实际上并不只是来自互联网的技术，而是网络社会的崛起。所谓网络社会的崛起，就是说这种去中心化，民主化，多元化的理念，或者说自下而上化的理念，在政治、经济、管理、文化个个领域里的趋势都是一样的，所有领域实际上都是在变得越来越网络化。在政治领域自上而下就是指专制，自下而上就是民主。在经济领域自上而下就是指计划经济，有中央调控，而自下而上就是指市场经济，靠看不见的手，靠市场自发秩序来进行调节。我们知道计划经济永远不会比市场更有效率，即哈耶克所说的市场自发秩序更有活力，因为经济本质上是不可计算的，也就是所谓的构造式逻辑、构造理性和演化理性之间的区别。计划经济是一种构造式的理性，而市场经济是一种演化式的理性。本质上市场的自发秩序，像互联网这种自下而上的秩序会比计划经济更为有效。从管理的角度来讲也是一样。工业时代强调的更多的是一种自上而下控制型的管理，在工业时代当工人已经被异化成一个零件的时候，当然这种自上而下、中心化、等级化的管理更为有效，而在互联网时代，我们已经进入知识型时代，

每一个人都是脑力劳动者，自下而上的激励型管理就会变得更有效。彼得德鲁克所讲的人的自我管理实际上就是自下而上的管理理念。

硅谷有很多典型的例子。在早期的谷歌，每个员工有 20%的自由时间。很多创新型产品都是在这 20%的自由时间里面发明出来的。很多互联网公司从 CEO 到普通员工都是扁平化的管理。今天的无边界组织，实际上也是网络思维的一种延伸。让市场来做企业的反馈，让客户来做企业的粉丝、做企业的营销人员，实际上都是企业组织无边界化的一种延伸。甚至有些人激进地认为，再过几十年，公司作为一种机构的形式将会不复存在。因为网络的聚合能力可以把所有的自由人联合起来。那个时候，任何的商业活动都应该像好莱坞的电影一样，先找到导演、演员、制片人，拍完之后就散伙，这样的管理模式会更加有效。当然，我不认为这会发生，但是管理层面一定会网络化，会变得自下而上。当然网络化和自下而上不见得在所有领域都是好事，例如在文化领域，精英文化已经慢慢被流行文化所替代。过去，文化作品是否成功更多在质，而今天更多关注量，关注包装和出奇点。我们的流行文化已经变得越来越碎片化，越来越粗浅。

我们还可以在其它方面找到类似的例子。在宗教方面，天主教以前是一个等级森严的、自上而下的、中心化的结构。全世界天主教徒的中心是梵蒂冈，教皇是至高无上的。中世纪时，天主教非常腐败，教内进行新教改革。新教的主旨就是每个人都是可以直接面对上帝的，它实际上是一个去媒化得过程，人们不需要通过教会这个腐败的机构，每个人都可以是神父，其理念和现在的自媒体相同。在美国，甚至已经把宗教完全市场化了，进一步形成了自下而上的体系。人的思想史的发展也在变得越来越网络化，越来越自下而上化。传统的宗教都是某种形式的创世论。例如基督教认为是居于中央的造物主自上而下的创造和设计世间的万物。而达尔文的进化论认为，生物不是自上而下

的被创造、被设计出来的，而是自下而上、没有预设目地自然演化出来的。变异是随机的，选择是收敛的，慢慢地会 自下而上的演化出复杂性和秩序性来。进化论和创世论的区别实际上就是自下而 上和自上而下的区别。社会发展的趋势也在变得越来越碎片化、越来越网络化。80 年代很有影响的一本书叫做《大趋势》，总结了人类社会发展的十大趋势，包括人类社会从工业化社会到信息化社会的趋势、从国家经济到全球化经济的趋势、从等级社会到网络社会的趋势等。2007 年有另外一本很有影响的书，叫做《微趋势》。这本书指出社会的发展已经不是被几个大的趋势所主导了，而是裂变成 很多小的趋势，每个趋势都是微不足道的，但是他们加起来威力是很大的。书中举例很多，比如我们的文化都变得越来越包容、越来越多元化，很多文化里面都兴起了中性人的概念，比如中国有李宇春。同样也有很多其他的例子，比如 facebook 上面，以前性别选项只有男、女两种选择，现在据说有 60 多种选择。我们的社会变得越来越包容，越来越碎片化，越来越多元化。世界的格局也是一样的，在冷战时期，国际上就是美苏两个超级大国在争霸，冷战结束之后基本上是美国的单极世界，而现在是多极世界的经济。有本书叫做《后美国时代》，描述的就是这样一个多极世界的经济。世界的格局也在变得越来越长尾化。身边具体的例子，例如电网。发电是很集中的，主要就是少数几个电站。而现在我们讲的是分布式再生能源，把发电也变成网络式的、去中心化的。我们知道特斯拉的 创始人马斯克也创办了光伏发电的企业，要将太阳能发电板铺到家家户户。作为家庭来讲，你不仅仅是被动的消费者，也是主动的生产者，不仅仅消费电，而且生产电。这是互联网时代的另一个特点，生产者和消费者的界限不再那么明显。我们从媒体上可以看到，在 web1.0 的时代，每个人都是信息的消费者，信息都是由大的门户生产的。在 web2.0 的时代，随着博客、微

博等的兴起，每个人都可以是信息的生产者。最后一个例子是工程管理方面的。所有的项目的管理，都是一个中心化、自上而下目标分解的过程。像阿波罗登月这样宏伟的计划，在进行项目管理时，都是由一个总目标分解成子目标，子目标再分解成子子目标。而在互联网时代，我们发现这种自上而下，分而治之的这种工程管理的模式已经不完全奏效了。管理人员坐在办公室里面闭门造车是永远无法想像市场需要什么。互联网时代我们会采取一种辅助的模式，即“敏捷开发”和“快速迭代”的模式。在产品刚有原型时，就将其放在网上，让市场来做产品的反馈，让用户来做小白鼠。在不断的反馈和迭代的过程中，我们去演化我们的产品，使其越来越完善。有句话说，工业时代的产品是设计出来、制造出来的，而互联网时代的产品是种出来的。互联网时代的产品开发与工业时代的产品开发的区别就是市场经济与计划经济之间的区别，就是进化论和创世论之间的区别。前者是自下而上演化出来的，后者则是自上而下设计出来的。

所以我们看到政治、经济、宗教、文化都是同样的趋势，都是去中心化、自下而上的趋势，都是去权威，权威的没落以及个体的崛起。

九、金融的长尾和“民主化”

回到金融，金融领域也存在同样的长尾化、民主化和去中心化的趋势。反观中国，为什么互联网金融在中国有巨大的市场？原因在于中国几千万的中小商家无法得到传统金融机构的有效服务，所以才会有这么多的地下钱庄、影子银行等，因为他们可以解决中小企业融资难的问题。美国在 70 年代末经历过“去管制（deregulation）”、“去中心化”，产生的结果就是某种程度上的金融互惠，让这些中小企业以及个人能够更好的得到金融服务。1958 年，美国银行开始发行六万张信用卡，开启了中产阶级的透支未来的信用卡时代。股票方面也

是一样，50 年代，约有 9%的人拥有股票，2000 年以后，超过 50%的人拥有股票。1975 年时，做一笔股票交易，佣金要 500 美元，而今天差不多四五美元就可以做一笔。

对于企业来讲，八十年代米尔肯做的垃圾债券最大的意义在于能够将信用资质比较低的中小企业拉到跟大企业同一起跑线上，相对容易的能得到金融服务。目前一些大企业当初都是得益于这些垃圾债券，例如 CNN，MCI。从支付的角度来看也是一样的，信用卡的使用已经非常的普及，但是每个人只能作为信用卡的支付方。使用信用卡收钱的门槛还是很高的，有了 PayPal 之后，实际上实现了网上收单的普及，任何一个人不仅可以用信用卡付钱，也可以用信用卡收钱，开通一个信用卡的 email 账户，你就可以作为信用卡的网上收单方。PayPal 解决的只是网上收单，2009 年出现了 Square,它可以将一个音频刷卡装置装在手机上，可以把任何一台智能手机变成一台 pos 机，它解决的就是线下收单的民主化。原本一个商家申请一个 pos 机，门槛还是很高的，要收取多种费用。而有了 Square 之后，只要有智能手机，就可以将其变成一个刷卡机。Square 的创始人是 Jack Dorsey，原来是 Twitter 的创始人。为什么一个做微博的人会去做支付呢？他的理念就是要将线下收单变得和微博一样普及。最后一个例子是大家很熟悉的 LendingClub 和 Prosper，他们做的实际上是借贷平台的去中心化和去媒化。以前借贷只是银行的事，有了 P2P 平台之后，现在任何个人都可以去做借贷。

我们一直在讲的一个理念就是互联网所代表的不只是网络本身，不只是网络的技术本身，而是它带来的整个社会各个领域的去中心化、网络化和民主化。我这里引用了龙树菩萨的话“事物是通过相互依赖而获得自己的存在和性质的，他们本身一无所有”。学过数据库的人知道，数据库讲究 entity 和 relation,必须是先有对象才有对象之间的

关系。但是用龙树的话来讲，对象本身就是一组关系的集合。我们每个看上去是节点的东西，本身就是网络的折射。所以在网络时代，我们在看一切的东西的时候，都应该把当作网络来看待。Web2.0 的提出者 O'Reilly 指出，即使是像铅笔一样简单的东西，没有一个个人可以把它造出来。因为铅笔需要木头，石墨，橡皮等等。这些造出来本身就是一个网络的过程。在现在的社会里面，所有节点本身就是网络。他举的另一个例子是在我们的语境中对于创新或者思想的符号也在发生变化。在美国，早先用一个灯泡代表着创新、想象力，但现在越来越多的人认为用咖啡馆代表思想更合适。因为在网络时代，没有一个人的思想史孤立的，所有人的思想其实都来自于他人的思想，都是在咖啡馆交流之后，你再把自己的思想组合起来。在硅谷和其它地方，咖啡馆已经变成了一个非常重要的地方，因为无论ＶＣ还是创业者，都把咖啡馆当做一个网络的节点，在里面进行思想的交换。所以，今天我们看所有的东西都是“一切皆网络”。

十、互联网文明

互联网对于人类整体社会和文明产生的整体冲击力到底在什么地方？要回答的一个核心问题是互联网革命和一个单项的技术革命，比如蒸汽机、电气，有什么区别。互联网时代，和工业时代有没有什么本质的区别？需要强调的理念是，互联网不同于任何一个单项技术革命。任何一个将互联网比作单项技术革命的比喻，都是由误导性的。其原因在于传动的单项技术革命(农业、工业)，其所改变的只是单项的技术领域，比如说盘尼西林出现以后对医疗产生了巨大的影响，冰箱的出现对胃癌的发病率产生了巨大的影响。但是，互联网出现以后，所改变的不是一个垂直的领域，它产生了横向的影响，其实所有的领域、所有的行业都会被互联网重塑，都会被互联网所改造。所以互联

网本身并不仅仅是孤立 IT 行业里面的一种技术，而是可以改变所有领域，所有行业的新兴力量。

人类历史上有很多次的技术革命。农业本身就是一种技术革命，大约在一万两千年前出现，农业以前是部落社会，是采摘和狩猎的时代，农业社会出现以后，对人类的生活产生了一系列深远的社会影响。比如私有财产的出现，社会阶级的出现，包括城市的出现，其实这些都是农业革命的直接产物。在差不多 250 年前，开始了所谓的工业革命，同样，工业革命产生了深远的社会影响。包括人口的城镇化、人均寿命显著地提高，这些都是工业革命直接的产物。在几十年前，我们开始逐渐地步入网络社会，同样，网络社会也会给我们带来新的社会影响力。

农业技术，工业技术，网络技术都是人性的延伸，但是网络社会和农业、工业社会本质不同在于关键性资源是不一样的。农业社会的关键资源是土地，工业社会的关键性资源是能源，而网络社会的关键性资源是信息。信息和土地、能源不同的地方在于，信息从原则上可以是非零和游戏，我们知道，信息的复制和拷贝是不需要成本的，但是造一个杯子和造两个杯子的成本是不一样的。信息的传播是不需要时间的，信息从中国到美国是光速传导的，是不需要时间的。实体经济中，把一个杯子从中国运到美国怎么也要花个半天一天的时间。而且信息是由 0,1 组成，复制和拷贝是不会衰减的，与模拟信号不一样。信息从本质上来讲，可以是非零和游戏，而物质从某种程度上讲，不是你赢就是我输，是零和游戏。反观信息，不见得会越分越少，反而会越分越多。我教给你一份知识，我可以变得对这份知识更了解，我在互联网上跟你分享一份快乐，我可以更快乐。这就是信息作为一种资源，和物质性的农业、工业最本质的区别。詹姆斯·卡斯写过一本书《有限游戏和无限游戏》，认为社会上所有的东西都可以分成这

两个范畴，要么是有限游戏，要么是无限游戏。玩有限游戏的目的是为了争输赢，按规则出牌； 而无限游戏的目的不是为了输赢，而是为了让游戏能有无限的延展下去，不是按规则玩，玩的就是规则，是在边界之上，或者边界之外玩。某种意义上，可以把传统的领域看成是有限游戏，而把互联网看成是无限游戏。

技术革命本质上都是人性的延伸，而农业革命和工业革命本质上延伸的都是人类的肢体。农业革命解决的是吃饱饭的问题，而工业革命某种意义上是人类肌肉的延伸，它使我们的工作更有效率。而人跟动物最本质的区别不在于我们的肢体，而在于我们的大脑，因为我们是智能动物。只有互联网才是对人类大脑的延伸。从这个意义上说，农业社会填饱肚子，工业社会解放人，只有网络社会实现了人。因为我们是一种智能动物，是一种符号动物。这三者的不同在于价值基础受到了冲击。用很多分析师的话讲，像 Facebook 这样的网站，其实不仅仅是一个社交网站，从某种意义上实现的是礼品经济，或者叫馈赠经济（Gift Economy）。现实生活中，我们熟悉的都是商品经济，都是一分钱换一分货。而在 facebook 这样一种生态中，基本是上是属于一种点赞经济，和原始社会一样，实际上是越点越多的,是靠人的点赞来维持人的声誉的。所以某种程度上，Facebook 把我们带回来原始的共产主义社会，我们也看到了共享经济的兴起，而共享经济的兴起，同样也对价值基础产生了一定程度的冲击。因为我们今天的人更多的是强调体验而不是拥有。传统时代的人更强调所有权，而我们更强调一种使用权。甚至很多人觉得像房子这样的东西，我本来就不需要拥有。我们以前强调“有恒产，有恒心”，有了有产阶级，这个社会才会更加稳定。现在更多人认为使用权和所有权是两回事。例如在美国，尤其是男人，在买了新房子之后都会买一个工具箱，而工具箱里面一定要有一个电钻。但是统计得知，美国的一个电钻平均被

使用的时间不会超过 12 分钟。这是一个极大的浪费，从这个意义上讲，电钻本来就不应海被拥有，只是在用的时候拥有使用权就够了。本来就需要分享经济或者共享经济来使用电钻这类的东西。在以前的时代，因为通信不发达，所以每个人都需要拥有电钻这样的东西，但是在网络社会里面，网络可以把这些闲余的信息和资源都组织起来，所以电钻这种东西就不应该拥有，应该是大家互相借用就可以了。甚至像汽车这样的东西也是这样的。你买一辆车，每天上下班，最多开两个小时，大多数时间汽车是浪费的。在未来，可能越来越多的使用权会替代所有权。在传统社会里面，在没有私有化经济的国家里面，我们需要私有化，因为我们把私有化当作是人的自由和人权的保障。在互联网时代，这个前提可能会受到挑战，因为自由并不一定要用所有权和财产权来保障。在虚拟经济里面，人的自由是可以通过其他方式得以实现的。

互联网最恐怖的地方是它冲击了原有的价值基础。所以很多工业时代的产物，比如 GDP、专利法，可能都不再奏效了。曾有专家做过统计，发现每年美国有大约几千亿美元的价值是无法统计到传统的 GDP 里面的。美国法学界的思想家劳伦斯·莱斯格曾经写过一本书《思想的未来》，书中抨击传统时代的专利法不但没有起到保护知识产权的作用，反而限制了创新的发展。在互联网时代，大家其实都是抄来抄去，都是在排列组合中产生新的想法。再用工业时代的方式把这些专利都绑起来，这已经抑制到创新，而不是保护创新。正是认识到保护这些专利根本没有用，所以特斯拉敢于把专利公开。相反，敢于把思想拿出来，反而会对自己更有利，会产生一个共赢的局面。

谈到互联网对人性的真正的影响，我们还是要谈到前面提到的概念“meme”。所谓“meme”是跟“gene”相对的。“gene”指生物基因。生命现象最本质的特征，就是要复制和拷贝自己的 DNA，要拷贝自己

的基因。从这个角度来讲，生命的本质都是因子的复制器。作为一个复制器，都要把自己的 DNA 或者自己的因子拷贝和复制出去。道理很简单，个体的生命都是会死亡的，把自己的基因复制出去，某种程度上你的生命得到了延续。而“meme”相当于文化基因，比如人的思想、人的文化、人的行为以及人的时尚。所有人的行为模式的拷贝和传播的方式，跟人的基因非常相似。

我们今天做市场和做营销的时候总要讲病毒式传播。文化基因从一个大脑，传播到另外一个大脑，一如“gene”从一个宿主传播到另一个宿主。生物基因和文化基因，两者之间几乎完全是同构的。什么是文化基因？文化基因有很多的外延，比如每年互联网上很流行的用语，像“屌丝”、“给力”等。这些互联网词汇，以前都没有，但是一旦传播开来，每个人都会用。文化基因不见得一定是语言，也可以是其他的形式，比如说音乐。一个典型的例子就是《祝你生日快乐》，全世界人们过生日的时候都会唱，语言是不一样的，但是音调是一样的。文化基因也有更复杂的形式，比如我们的技术，比如我们的产品。比如苹果的 IPHONE 生产出来以后，其他所有的智能手机都在拷贝和负值他的用户界面。用户界面这个设计本身就是一个文化基因，就是一个“meme”。还有更复杂的例子，比如理论学说，比如宗教。宗教是最典型的文化基因的例子。一个人信教之后就会主动去传教，影响别人也去信教。信教就是一个人的大脑被宗教的文化基因俘获了。互联网对于文化基因的价值和意义非常大。人跟其他的生物的根本区别就是人还有精神和意义的世界。人是智能动物，是一种符号动物。一旦精神和符号出现之后，我们就会产生很多虚拟的概念，在物质世界是没有具体的物体对应的。但是在意义和精神的世界，可以复制和传播。

人跟动物最本质的区别在于人有所谓的第二生命。对于人来讲，

第二生命就是文化基因的生命，实际上比生物基因要更加重要。作为动物本能来讲，我们都想传宗接代。因为人是有性繁殖，所以每一代的传播基因都是会减半的。儿子只有你一半的基因，孙子只有你四分之一的基因，衰减是非常快的。如果想通过生物基因把自己的生命延续下去实际上是不划算的。我一个朋友的妹妹嫁给了孔子的第七十八代后裔，其实孔子的生物基因在他身上已经稀释的跟水一样了。但是孔子的文化基因，儒家思想，传播到今天依旧可以生生不息，依旧有非常大的影响。这种影响不见得是显性的影响，可以是隐性的影响。今天只要你是一个中国人，你的思维模式以及你的行为方式某种意义上都沿承了儒家的文化基因。作为人来讲，传播文化基因比传播生物基因要更加划算。历史上有句话“谁把中国灭了，谁就成了中国人”。蒙古和满清都曾经把中国灭掉，但是中华的文化基因可以反过去同化他们。作为人来讲，文化基因要比生物基因更重要。互联网不只是像蒸汽机这样单项的技术发明，它实现了人类本性里面最本质的东西，我们都是文化基因的复制器。从这个意义上讲，互联网跟语言、文字以及印刷术是一样的。

从文化基因的角度来讲，有语言之前，人与人之间文化基因的传播需要靠面对面的手舞足蹈来传播的。有了语言之后，文化基因的复制第一次由模拟态变成了数字态。但是，说话传播文化基因的效率还是很低。所以后面出现了文字，文字的意义在于我们第一次有了外化的形，就像人类有了外化的硬盘。文字不只是可以存在脑子里的，还可以是外化的形。即使是有一天人类都灭亡了，外星人只要破解了人类石碑上的文字，某种意义上人类的文化基因还可以复活。这是一件很了不起的事情。孔子在几千年前说的话可以通过文字，可以在几千年之后在几千里之外的人的心里点出火花来。原来的文字是需要手抄的，后面出现了印刷术。印刷术解决的大规模文化基因的拷贝和复制。

后面由出现了各种各样的大众媒体，书刊、报纸、杂志以及各种各样的广播电视。大众媒体的价值在于其覆盖的规模和广度，但是它缺乏交互性。像春节联欢晚会有几亿人在看，但是你只能看而不能说。互联网的终极意义是文化基因拷贝复制的新媒介，通过互联网可以双向互动而且没有摩擦，沟通传播的边际成本已经降为零了。某种意义上讲，互联网是文化基因传播和复制的超导体。人类发展的历史就是文化基因被创生、拷贝、传播和变异的历史。心理学家开玩笑说，现在为什么这么多人是手机控，其本质的冲动和偷情是一样的。偷情是人类生物的冲动，是传播生物基因的冲动。手机控是传播文化基因的冲动。这都是人类本能的需要。

十一、互联网革命

互联网不是单项的技术革命，而是一种思想的革命、世界观的革命。网络时代 不同于工业时代的革命。

人类历史上有一段时间很有意思。公元前八百年到公元前二百年，历史学家亚斯·贝尔斯将其称为轴心时代。人类历史在这个时期集中涌现出思想与创造性的大爆发。世界上不同地方的大文明，几乎在同一时刻独立地产生，而且独立地产生了很多的精神导师。中国有老子、孔子等；古印度有很多先知，后面又有佛祖释迦摩尼；古希腊有苏格拉底、柏拉图、亚里士多德；希伯来文明里有很多犹太教的先知。今天我们的社会从某种意义上讲，都生活在轴心文明的精神遗产里面。

很多人信的宗教，都是轴心时代产生的思想，过了两千多年了基本没有本质变化。我们这个时代的历史某种意义上都是对轴心时代产生的文化的传承。有本书叫《从 0 到 1》，轴心时代产生的变革才是真正意义上的从零到一。我们看到西方的历史，基本上就是希伯来跟希腊两个文明的交织和融合。希伯来文明后来产生了三大宗教，犹

太教、基督教和伊斯兰教。西方的传统基本上就是希伯来传统和希腊传统的交织与碰撞。发自于印度的佛教，后面传入中国。宋明理学时，跟儒道融在一起。中国的文化里面，也融合了印度的文化基因。从世界的各个角度看，我们现在的文明基本上都是轴心文明的遗产。从这个角度讲，我们做的事情都是延续轴心文明，从零到一的过程。凯文凯利讲到，由于互联网的产生，我们现在可能进到第二次轴心时代。今天我们互联网以及其他的科技所产生的影响力，远远要超过农业时代和工业时代的革命所带来的影响力。它会跟两千多年前轴心时代带来的影响力一样，会彻底地改变我们的世界观，改变我们的思维模式。比方来说，我们人类的思维的操作系统会在互联网时代重新格式化，会从新升级，跟两千多年前的轴心时代是一样的。这是互联网所带来的真正意义和冲击。

十二、问答环节

Q1：最近国内的 P2P 行业的风险事件发生比较频繁，您个人是如何看待互联网与金融业务的结合的？您觉得国内互联网金融企业未来的发展前景如何？

A1：互联网金融在中国之所以有这么大的前景，是因为从理财角度讲，我们渠道有限，很多人都是投在房地产，金融产品非常有限。从企业的角度讲，中国六千万的中小企业得不到银行跟传统金融企业的服务，所以互联网金融能够解决问题的空间是巨大的。

在中国，关键的问题是有效的监管和市场的创新之间很难找到平衡点。几乎所有的人都认为，像 P2P 或者其他的互联网金融的创新在未来的两三年之内会有系统性的风险。作为一种业态来讲，没有人会怀疑 P2P 作为一种业态在未来的三到五年会存留下来，甚至得到很大的发展。但是对具体的公司来说，目前国内几千家 P2P 公司里

面可能会有一大半倒闭。

这个就跟几年前的团购一样，2010 年团购刚开始做的时候，有所谓的“千团大战”，今天的话其实就是美团、大众点评，其他的公司基本上都倒闭了。而作为业态来讲，团购已经被网民所接受。但是从商业的角度来讲，大多数企业是会倒闭的。互联网本身都是这样的，2000 年互联网泡沫的时候，从资本市场来讲，很多公司一夜之间就完蛋了。但是从互联网在网民身上的渗透度来看，2000 年的互联网泡沫是没有影响的，而且一直在稳步增长。互联网金融也会有一样的趋势，整合度不会像团购这么高，不会只剩一两家，可能会有十几家甚至更多，但是绝对不会像目前一样有几千家。

第 76 辑

(2015.3.30)

西方银行业压力测试的巴塞尔原则

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李靖弘女士，美洲银行副总裁、高级金融量化分析师，主要负责银行资本及巴塞尔 III 模型验证工作。在 2014 年加入美洲银行前，李婧弘女士曾任房地美公司副董事，负责 multifamily 业务模型验证工作。在此之前，李女士还曾于 2007-2011 年任纽约州银监局（DFS）高级风险管理专员、2005-2006 年任对冲基金 WEST END 资产组合分析师。此外，李女士自 2001 年起任纽约城市大学皇后学院、巴鲁克学院客座助理教授，授课方向为公司金融、统计学、宏观经济学等。李靖弘女士拥有中山大学经济学学士和硕士学位、纽约城市大学经济学博士学位。

西方银行的业务包括传统的银行业务以及证券业务，这可能和国内的银行业有一定的区别。今天的讲座分三个部分，第一部分是简单的介绍;第二部分将比较压力测试在金融危机发生前和发生后有一些什么样的变化，其中金融危机指的是 2008 年美国开始、之后波及国际金融业的金融危机；第三部分简单地介绍巴塞尔原则在银行压力测试方面的一些基本的指导原则。

一、压力测试简介

压力测试用于评价银行等金融机构在金融危机的过程中风险大概有多少，银行的自备金是否充足，银行的金融状况，是健康的还是会倒闭等问题。类似于医生测试病人在很严重的疾病的情况下——如得了癌症，病人会有什么样的反应以及什么样的应对措施，监管者或医生对有什么办法帮助病人克服疾病。具体到银行业，指银行在金融危机的环境当中，如果遇到了困难或很大的风险，作为银行监管部门，如国际银行巴塞尔监管组织、美联储及货币监管总署 OCC 等有什么办法帮助银行度过难关。以上是压力测试比较宽泛的概念。银行业压力测试还包括一些很具体的测试，如市场风险测试、金融风险测试或流动性风险测试、银行声誉影响测试等。其中声誉是银行等金融业的生命线，监管机构现在非常重视声誉风险。

为什么在金融危机后，压力测试被提到一个非常高的高度？危机后巴塞尔国际银行监管组织及美国的银行监管机构都把压力测试提到了一个非常高的高度。在金融危机前西方银行业在这方面没有做好，以至于 2008 年雷曼兄弟倒闭，美国国际金融集团如果没有美联储的救助也会破产，贝尔斯登也在监管机构的牵线下由摩根大通收购才得以生存。因此金融危机之后，银行压力测试提高最高级别，董事会、决策层都要关注压力测试。

二、后危机时代压力测试的新特征

压力测试是银行金融风险管理非常重要的工具，可以帮助银行高管及时发现风险，并帮助银行测算资本金要求。如果中央银行决定提高基准利率，就会影响到个人利率如贷款利率、偿还利率、房屋按揭等，压力测试可以帮助银行了解市场变化对风险会造成什么样的影响、会带来什么样的结果，同时可以帮助银行非常精确地算出资本金。巴

塞尔 III 原则对资本金的算法有新的规定，趋势上看对资本金要求越来越高，较高的资本金要求会影响银行的利润收益。因此，如果银行能够用比较低的资本金来做更大的业务，那么银行得到的利益就会增多。金融危机后国际银行监管机构认识到了这个问题，一方面，要把资本准备金的比例提高，另一方面，对于可以计入准备金的资产的规定越来越严格。以前有些资本是可以算在资本金里面的，而现在不能算了，或者现在能够算进去但是要按风险系数打折。

为什么压力测试在西方银行业受到极大的重视？首先，压力测试提供了比较前瞻的方法，用于评价、计算银行的风险多少。在金融危机以前，银行主要通过历史数据计算风险，其问题在于没有前瞻性特征，这在金融危机过程中暴露出了问题，即用历史预测未来的方法无法预测金融危机过程中的风险，基于历史数据建立的模型在金融危机下有可能低估银行的风险暴露，进而导致银行的资本金不足，影响银行正常业务，甚至导致破产。

其次，可以帮助银行内部不同员工之间、风险管理部门之间以及高层的管理部门之间建立比较畅通的信息交流渠道。通过压力测试，管理部门可以及时发现问题并在业务部门、经营策略等进行调整。同时它也可以帮助银行的监管部门与被监管者交流，让银行监管者知道被监管对象是否有潜在风险。金融危机后，美联储非常关注系统性风险，即一旦发生金融危机，各家银行都出现资本金不足的问题，对整个金融系统、金融市场的影响。系统性风险不是针对某一家机构的，因此更难量化计算。但是如果每个银行都做常规的压力测试，银行监管部门及时了解各个银行的情况，就有助于银行全面评估金融市场风险暴露。

第三，压力测试可以帮助银行进行资本金计划、流动性计划。流动性计划对银行业务至关重要，如果银行展业过程中，流出去的钱的

规模大于流进来的钱，会出现流动性不足。压力测试可以帮助银行设计比较精确的流动性计划及资本金准备的计划。

第四，压力测试还可以帮助银行准确评估自己对风险的承受能力。不同银行战略不同、业务不同，有些银行做风险比较高的业务，有些银行做风险比较低的业务如传统的贷款业务；国际大银行除了传统信贷业务，还有证券业务、表外业务、衍生品业务等，而美国一些地区性的银行或比较小的社区性银行其业务就相对单一、传统，这类银行的风险承受能力比国际大型银行要小很多。

第五，压力测试可以帮助银行准备“应急计划”。与大出血的病人需要马上输血的道理十分相似，压力测试可以帮助银行计划和发展比较好的应急措施，当金融危机来临、银行需要大量流动性的时候，有什么样的方法能够帮助银行在短时间内拿到比较低成本的流动性，是非常关键的。2008 年雷曼兄弟急需流动性，但市场上人人都面临风险，雷曼的资产卖不出去或需要很大的折扣才能卖出去，因而出现问题。此外，雷曼想通过借款等补充流动性，平时借 100 块钱可能只要付 5 块钱利息，但此时需要 20 块钱的成本，代价太大。因此，压力测试能够帮助银行在市场正常的情况下准备好紧急应对措施。

第六，压力测试可以加强银行的公司治理能力，加强银行的抗压能力，在金融危机的情况下做到迅速、低成本的方式保证自己抵抗风险，保证正常业务的进行，不至于倒闭；这对于整个金融系统也是很有帮助的。银行、证券、对冲基金、养老金等各个主体的业务互相连接，在金融危机中会面临系统风险。压力测试能够帮助金融监管者及时、清晰地了解在危机情况下风险会放大多少倍。金融体系在正常情况和在金融危机情况下其反应是完全不一样的。在正常的金融环境下基本上看不到系统风险，但是危机一旦到来资产就会卖不出去。

三、压力测试的巴塞尔原则

这部分简单介绍一下国际银行监管体系对银行压力测试方面的具体指导原则。

- 银行要更加细致地量化风险。一方面，风险刻度方面，以前风险的刻度是 1 到 10，现在要进一步细分到 100。另一方面，风险种类方面，危机前包括市场风险、信用风险、操作风险，危机后新增了声誉风险、流动性风险及银行经营策略风险等。危机后风险的种类和范围放大很多。
- 银行要将过去没有覆盖的一些很特别的风险涵盖到压力测试中来。在金融危机前，有很多细分风险银行业并没有预料到，通过金融危机，一些隐蔽的风险暴露出来，因此银行需要把在金融危机中会出现的、很隐蔽的风险，在市场正常的情况下预计好。
- 银行整个企业范围的压力测试在某些方面需要进一步提高。比如，要加强不同情景假设下的常规的检查和评价，假设市场有一些变化，如中央银行要提高利率对银行业务有什么影响，美元和欧元之间的汇率变化对银行的外汇业务会造成怎样的影响,中央银行缩减国债发行对银行正常业务有怎样的影响，宏观经济情况变化如失业率提高对银行会有什么影响等。银行在压力测试中设计很多种情景假设，考虑一个因素甚至多个因素共同变化对银行正常业务、风险暴露程度的影响。
- 银行要特别关注新的金融产品的风险。西方金融业新产品发展日新月异，特别是金融衍生产品，由于不是传统的银行产品，其风险难以被精确计算。有些产品以前并未见过，只有通过时间的推移和市场的不断变化，银行才会慢慢发现还有一些未知的风险。巴塞尔 III 基本原则在督促西方的银行业、尤其是大银行，精确计算、确认表外业务、衍生品等新产品的风险。
- 银行在计算风险的过程中必须特别注意关联风险。西方大型银行

有传统业务也有证券业务，这两类业务记在不同的报表上，正常情况下不会相关联，但是在金融危机的过程中，两个报表间会存在关联风险。此外，不同风险种类之间也会存在关联风险。银行面临市场风险、信用风险、流动性风险等，在正常的金融市场中这些风险之间可能不存在任何的关联性，但是在金融危机情况下，这些风险之间存在关联，导致风险暴露放大。银行在危机前并未注意到这一点，在金融风暴时没有把这部分风险算进去，导致低估了风险及资本准备金，进而影响到银行正常业务的进行，严重时甚至导致银行倒闭。印象中几年前美国加州的一家银行声誉风险很高，大家都觉得这个银行可能不行了，一起去提钱，银行吸收成本吸收 100 块但其资本金很可能才是 10 块钱，如果客户同时提钱，10 块钱就不够，最终这家银行倒闭了。所以巴塞尔 III 原则要督促银行特别注意关联风险。

- 银行要针对自己的业务来选择合适的计算风险的时间长度。比如计算市场风险时需要针对不同业务选择计算 10 天、1 个月、1 个季度甚至 1 年的风险。
- 银行要注意多米诺骨牌效应。在正常的金融市场这个效应基本不存在，一旦金融危机出现，一家银行的倒下会影响其他银行的经营。尤其西方各个银行、证券公司等金融机构间业务相互关联，在金融危机情况下极易产生连锁反应。
- 银行要将压力测试包含到风险管理框架之中，提升到决策高层。银行的风险管理框架、文化以及企业文化中必须包含压力测试。为了保证压力测试的成功和有效，还要把其提高到最高决策层的高度，银行董事会和高管都要参与其中。
- 压力测试要考虑到银行内部各业务部门之间以及与风险管理部门之间的关联。压力测试是非常全面、系统的一个过程，目的是为

了不漏掉任何一个风险类型和风险关联性，不漏掉任何一个产品的风险，以避免低估风险、资本金准备不足。

- 在具体的实施过程中银行要做到全面存档。在西方，银行监管部门对银行存档工作要求非常高。存档文件是监管部门检查压力测试的重要凭据，压力测试后银行必须在文字上有所体现，清楚记录作为证据。

与危机前相比，现在压力测试被提升到相当的高度。近期美联储刚刚对一些大型国际金融机构进行了一轮压力测试，其中有些机构没有通过测试，未来这些机构内部的一些经营策略需要做一些调整，或者要补充资本金以通过测试。

压力测试有两类，一类是一般性的压力测试，再一类是针对具体的风险类型进行的压力测试。无论哪一类压力测试，都是从公司整体角度去进行的。比如对花旗银行进行压力测试，就像是给她照相一样，不能漏掉任何东西，必须是一张公司层面完整的像，以评估花旗银行整个公司范围的风险是多少。

压力测试中有一些具体要考虑的指标：

- 资产价值：资产价值在平时下是正常的，但到了金融危机的情况下，原来值 100 元的资产，可能打折到 10 元才能卖出去，甚至卖不出去。金融危机情况下的资产价值和正常情况下的是完全不一样的。
- 风险折算资产：指银行不同的资产由于风险的不同、有不同的风险折算因子。比如 100 元的股票，折算因子是八折，意思就是这些股票只值 80 元。比如银行传统的贷款 100 元，不用打折，那就是 100 元。巴塞尔协议 III 对银行不同的资产，都有不同的折算的数字。
- 监管资本和经济资本：银行内部用经济资本(economic capital)来评

估自己内部的资本率以及资本收益率比如 100 元的资产能够赚回来多少钱。西方银行业主要关注监管资本和经济资本这两个指标，有非常复杂的模型来算其需要多少资本。

- 期限：如果流进来的资金总是超过流出去的资金，那么经营是不可持续的。美国的银行在金融危机中，在这方面暴露出很严重的问题。美国银行的资产规模非常大，资产方的期限比负债的期限长很多。用很多短期的融资来经营很多长期的业务，这种情况在金融危机之前是可以的，因为那时候融资市场是很正常的；但金融危机爆发后，短期融资市场基本失灵，很多银行都融不到资金了，而另一端钱还得出去——这种情况是不能持续的。期间，美联储不仅仅对银行开放了贴现窗口，甚至对一些别的金融机构也开放。而在正常情况下，中央银行的贴现窗口是不会对那些金融机构开放的。金融危机期间开放的原因在于，那些金融机构没办法在短期借贷市场上获得资金，或者要花很高的成本才能弄到资金。因此，期限的不匹配对于银行的经营风险是很大的。

金融危机后，还新提出了“反向压力测试”(reversal stress test)的概念。前面提到，压力测试要先分析经营市场的变化、宏观经济的变化会对银行的业务经营有什么影响，会对银行的风险暴露有什么影响。反向压力测试是把这个过程反过来，先看这些变化对银行业务的影响是什么，比如影响是雷曼兄弟的倒闭，再反推回去进行压力测试。这是一个在金融危机之后才提出来的新概念，可以帮助发现一些新的风险及不同风险种类之间的关联性。一些风险在金融危机的情况下要放大很多倍，在正常情况下却暴露不出来，以至于危机后风险放大很多倍，资本金不够用。雷曼兄弟的倒闭虽然有流动性不足的原因，但资本金不够用是很重要的原因之一。

除了上述常见的风险外，还有一些很特殊的风险，银行要有风险

防范、风险转移或风险减轻的措施。在金融危机之前，银行忽略了这些方面。在金融危机中暴露出了这些弱点。在危机之后，巴塞尔协议 III 特别要求银行关注这些方面。要求银行在设计风险防范的机制、风险转移的机制或者风险减轻的机制时，都必须要考虑得非常清楚。

- 复杂衍生品：尽管新的金融改革条例限制了美国银行业过多发展证券化产品，但在金融危机之前，美国的大银行有很多证券化产品。压力测试在计算证券化这类特别复杂的产品时，要注意到这些都是关联的资产，产品本身和抵押资产是关联的。比如，美国的房地美和房利美两家公司把很多房屋的抵押贷款放入资产池，像切蛋糕一样切割、证券化。危机时期，美国房屋市场下滑，抵押品贬值，进而影响到以房地产为基础的证券化产品的价格。新的巴塞尔协议强调，压力测试模型一定要将方方面面的因素都考虑进去。
- 金融机构之间的关联：西方的金融机构都是互相关联在一起的，比如银行、证券公司、基金、保险公司等。在危机之前，美国国际金融集团(AIG)和美国大量的金融机构都签订了 CDS 合约，金融交易对手相互关联在一起。在正常情况下基本没有什么问题，然而一旦危机爆发，这些关联当中隐藏的一些风险以及一些关联就变得非常复杂。巴塞尔协议 III 要求测试模型将这些问题都要考虑进去，不能低估风险，否则很有可能影响公司经营甚至倒闭。
- 仓库风险：房地美的例子中，要先将 100 个住房放在“仓库”(warehouse)中，然后以此为基础发行证券。在这个过程中存在“仓库风险”(warehouse risk)。无论最后是否进行证券化，抵押品存储在仓库都是有风险的，银行必须考虑到这一风险。这也是一个巴塞尔协议 III 的发展方向。
- 声誉风险：银行必须考虑声誉风险，这在金融危机前是被忽略的

风险。

- 表外业务：西方银行的表外业务体量巨大，比表内业务大很多倍。在设计模型进行计算的时候，这方面一定要交代准确、较清楚。以花旗银行为例，一家金融机构的交易对手可以有很多种，如对冲基金、证券公司、养老保险、区域传统小银行等。与不同的交易对手交易，使用的杠杆是不一样的，比如对冲基金的杠杆远高于区域传统小银行。金融危机的时候，高杠杆对手方对银行的影响跟低杠杆对手方对银行的影响是完全不一样的，进行压力测试的时候要特别的注意。

监管机构如美联储、中央货币监管局等，对一家金融机构的压力测试的评价是从下面几个方面展开的：

- 原理模型比较：西方压力测试使用很多数学模型和统计模型，其中涉及模型间比较，包括线性回归与非线性回归或更复杂的模型之间的比较，以及所应用经济学原理之间的比较。银行的监管机构会从这些方面来评价银行的压力测试，看银行是否比较了不同的统计模型、不同的经济理论，并选出了最好的模型。
- 信息技术：压力测试是一个系统工程，会涉及到银行的信息系统，会涉及到 IT 技术方面的内容。
- 数据质量：模型无论多么完美、多么准确，只要输入的数据有问题，结果都很难是对的。因此，输入模型的数据的质量也是监管机构关注的一个方面。
- 模型假定：每一个模型都是对现实状况的简单描述，所以每个模型都有假设。如果假设不合理，那么这个模型就很难合理。

四、问答环节

Q1：您提到在极端的情况下，银行不同的报表之间会产生关联

性，请问能否举一个比较简单的例子，阐述在金融危机的情况下，您看到银行不同报表间的变化，以及他们之间的关联度？

A1：例如，住房按揭贷款业务属于表内业务；而房地美发行的证券是根据传统的住房抵押贷款衍生出的金融产品，该产品记在另外一个报表上。在金融危机时住房抵押贷款贬值，就会影响到新的衍生产品的价格。再比如，银行的交易表(trading book)是做证券交易的，大银行可以把自己的银行报表 (banking book)上的抵押贷款卖给房地美，从而把风险体现在交易表上。银行表上的常规住房抵押贷款和交易表上的交易,在正常的情况下基本没有负面影响；金融危机的时候就会产生关联性。

Q2：传统的商业银行和混业经营的商业银行或投资银行之间在压力测试上有什么样显著的不同？对于后者，在进行压力测试的时候要特别注意什么样的原则？

A2：西方的银行虽然名字叫做“银行”，但其实是“银行+券商”，甚至还做保险业务，混业经营的西方银行业务复杂程度比传统银行大很多，其表外业务也大很多。在市场正常时，银行可以计算自己的风险；在遇到金融危机的时候，西方混业经营银行的表内业务、表外业务以及其他很多复杂的金融衍生产品中隐藏的风险，是无法用正常情况下发展设计的模型来计算的。

第 77 辑

(2015.4.7)

对当前资本市场的一些思考

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

蒋锦志先生，景林资产董事长，2004 年 4 月创立景林资产管理有限公司，从事境内外股票和股权投资，目前管理资产规模 400 亿人民币左右。在海外二级市场投资领域，景林管理的“金色中国基金”从 2004 年 7 月成立至 2014 年 12 月底，扣除管理费和业绩费的净值高达 1264.16，年均复合回报率为 28.2%，该基金多次被 Bloomberg、EurekaHedge、AsiaHedge、HFM 等国际权威机构评为亚洲最佳大中华基金。根据 EurekaHedge 的数据库，金色中国基金是全球所有投资于大中华区有公开业绩记录并超过 10 年历史的二级市场基金中回报率最高的基金（2014 年 10 月 8 日 Bloomberg 报导）。在 A 股投资领域，“景林稳健信托”从 2006 年 10 月成立至 2014 年 12 月底，扣除管理费和业绩费的年均复合回报率为 24.8%。蒋锦志先生是武汉大学国际金融系学士，中国人民银行研究生部国际金融学硕士。

一、沪深300指数目前估值合理

沪深 300 指数目前的市盈率约为 15 倍，扣除银行股后市盈率大概 21 倍。全球各国如美国、欧洲、日本、印尼、印度等国家市盈率基本在 16-18 倍，因此同全球情况相比，沪深 300 指数估值是合理的。

在估值合理的情况下，沪深 300 指数的波动跟资金的供给和需求有很大关系。考虑到目前仍有大量的场外资金逐步向场内流动，不排除沪深 300 指数继续上涨的可能。我认为在合理估值上下浮动 20%甚至 30%的可能性都比较大，但对专业的投资者来说准确预测点位应当是比较困难的。

二、创业板市场目前存在典型泡沫

从市盈率看，目前中小板指数市盈率为 50 倍，创业板指数市盈率为 80-90 倍；从市净率来看，创业板指数市净率 8 倍，创业板成分指市净率 9 倍多。从市净率角度来说，2000 年美股互联网泡沫时市净率最高达到 8 倍，目前创业板估值相对更高。2007 年 A 股市场最高点时市盈率为 60 倍左右，市净率为 7 倍多。1989 年日本股市最高点市净率也就是 5 倍多。与近 30 年来国际国内几次股市大泡沫相比，A 股创业板目前的估值泡沫有过之而无不及。

我们对股市各个板块的增长率做了一个统计，剔除成分股的变化后，过去 5 年利润复合增长率的统计结果是，沪深 300 为 16.1%，中小板为 9.9%，创业板为 18.2%。过去 5 年，创业板指数增长仅比沪深 300 指数增长快 2 个百分点。而过去 3 年利润的复合增长率统计结果是，沪深 300 为 9.8%，中小板为 4.2%，创业板为 8.0%。从过去 3 年增长的情况来看，沪深 300 增长速度甚至比创业板还要快一点。所以用过去的利润增长无法解释目前创业板高估值，需要用对未来增长的预测情况来解释，但是未来是有不确定性的。因此，我们有明确的结论，创业板目前存在典型的泡沫。

此外，需要大家引起注意到是，4 月 16 日上证 50 和中证 500 股指期货合约将上市交易，这值得大家认真研究。

三、港股目前有很好的投资机会

从 3 月 30 日开始，市场上有很多人认识到 A 股越来越贵而港股相对便宜，于是开始转战港股。目前海外股平均市盈率约 11 倍左右，而沪深 300 估值为 15 倍左右，海外股价格相对于沪深 300 平均低 30-40%左右，因此投资者陆续开始南下。从沪港通的资金情况可以看出，3 月 30 日以后南下的资金量越来越大，并保持高位。3 月 30 日前，沪港通每日南下资金净额保持在 1-2 亿，而到了 3 月 30 号以后，港股通每日南下的净额基本在 15 亿以上，其中 3 月 30 日 22 亿、3 月 31 日 17 亿、4 月 1 日 14 亿、4 月 2 日 19 亿。而 3 月 30 日前的几天，每日净额还只有 2-4 亿，这体现出投资者对港股市场的重视。

个人认为，相对于 A 股市场来说，港股现阶段仍是很好的投资时机。相对于全球来说，港股的市盈率也还是低了 30-40%，尤其中小股票，很多股票的 A-H 差价为 5-6 倍，甚至很多有 10 余倍。港股中还有大量的股票估值在 1 倍净资产以下、10 倍市盈率以下，甚至还是细分行业龙头，不过大部分都是制造业。最近越来越多的高端的投资人或大户来向我们咨询如何投资港股。未来大趋势上，流入港股的资金会越来越多。从这个角度来说，港股值得大家认真的研究。

四、问答环节

Q1：从全球股票资产配置的角度，能否请您分享一下对美股和欧股的看法？

A1：虽然我们也在研究美股和欧股，但这并不是我们最擅长的领域。对美股不太好下结论，但有几点可以提醒关注。第一，美国 QE 的减少和终止是大概率事件；第二，美国市场利率提升也是大概率事件；第三，美元强势同样是大概率事件。美元强势对美股是利好，美国利率上升则是利空。美股过去几年上涨不少，由于我们研究不多，在现在的点位上不好判断。

美股目前不是我们重点的投资方向，我们对于和中国相关的一些

行业——例如 TMT 行业——以及跟中国有竞争关系的、上下游的公司研究相对多些。美国的互联网股票目前的估值还是不贵的。中国最好的互联网公司大部分都在美国上市，如果看 A 股的互联网公司的估值就会觉得美股的估值是非常便宜的。当然 A 股的估值也不能作为参考，因为它们本来就存在泡沫。

Q2：您提到 H 股比较便宜，低估值吸引了一部分资金南下。但同时市场也有人认为目前 A 股的投资价值还是很高的，因此不太愿意把资金撤出。请问您对大规模资金南下的时间窗口怎么看？

A2：对做投资来说，能够预测一个准确的时间窗口当然是最好的，但是我们更看重哪个市场更便宜。“贵”只是相对的，因为即使目前市盈率是 80 倍，也有可能涨到 120 倍，并且速度可能更快、时间更短。往往在泡沫的鼎盛期挣钱是最容易的，但风险也是最大的。关于时间点我不能给出客观的判断。从我们的角度来说，判断什么样的公司是合理的、什么样的市场是合理的，可能会更客观一些；但判断什么时候涨、能涨多高，这个相对更难。短期投资人可能会关注短期趋势，但是中长期投资人的关注点并不在此。

Q3：之前您对消费股如茅台等，其发展及拐点判断非常准确。目前经济转型方面存在共识，即互联网会对中国经济带来较大的影响，很多传统行业在接触到互联网后，他们的商业模式、发展路径可能有比较大的变化。想请教您，未来我们可以关注的、有趋势性机会、并且可以持续发展的公司应该具有什么样的特点？

A3：目前来说，大家把互联网想得太神奇了。马化腾说过，“互联网相当于电力时代的电”。如果不用电肯定没有效率，但并非用了电就是赢家。接触互联网并没有什么稀奇，最后所有的企业都会和互联网有或多或少的联系。用不用“电”影响不大，关键在于怎样用“电”，在于企业的核心竞争力，在于企业的产品的接受程度，在于产品的性

价比，在于制造产品的成本、效率以及品牌的积累。像茅台这种产品，互联网对它的帮助就没有那么大，有帮助的地方可能主要在销售以及和客户的互动上。我们真正关注的企业还是有核心地位、有竞争力、领导层思路比较开阔、更重要的是管理层的利益和少数股东利益相对一致的企业，这是我们长期值得跟踪的企业。

Q4：您刚才提到未来互联网会像电一样普及。但从现在看，至少是在一个转折点上，用的早和用的晚的会不会有比较大的变化，如先入优势？现在市场上谈论较多的是看企业未来的市场空间及管理层，当然管理层最终一定会落实到产品上。如果按照海外对于互联网的评估标准来看，刚刚提到的这种评价是不是一个合理的评估体系？

A4：从海外的角度看，如果做和互联网相关的东西，首先要看能否在细分行业中做成行业的龙头，这一点非常重要。因为互联网是赢家通吃，尤其是销售类、平台类互联网企业，这和茅台、美的这种只是借助互联网的产品是不同的。所以像京东、阿里巴巴、唯品会等只有做成行业的龙头才有可能生存下去。这不取决于做什么，例如互联网教育、互联网金融，而是取决于能做得多好，取决于企业的核心竞争力、团队的基因、竞争格局、发展空间、团队有多优秀。从长期来说，团队是第一位的，优秀的团队是稀缺的资源。

Q5：从您的角度来看，您未来看好的细分领域可能是什么样的？应该具有哪些特点？

A5：我觉得，比较好的细分领域，首先要求这个行业市场集中度还不高，例如一个产品现在 10 人中只有 2-3 人在用，未来可能发展到 5-6 个人使用，表明市场空间足够大。第二，该行业的竞争格局还比较好，没有几家已经做得比较优秀的公司名列前茅，很明显，如果存在这样的公司，再想发展好的话就会比较困难。如果空间比较大，大家的起跑线也差不多，就有大发展的机会。第三，团队相对来说比

较优秀，那么在细分领域就可能冲在前面。如果具有这几个特点，那么这样的细分行业相对来说就会好一些。

Q6：现在看来中国的经济还在转型，未来与消费、服务等行业相关的机会会更多。不同的经济结构和环境下，最重要和增长最快的主导性行业也会不同，例如万科也认为房地产的黄金十年已经过去，未来是白银十年。那从您的角度来看，未来中国经济中占比比较大、重要性会更突出的、大的趋势性行业会有哪些？

A6：我觉得有几个趋势性行业，第一，医疗行业、老龄化相关行业。中国该领域空间较大，包括养老、临终关怀等。第二，中国的总人口增长并不快，但是中国的中产阶级将会继续增长，因此和中产阶级消费、服务有关的产业必然具有继续扩张的趋势。例如茅台酒，只要能够保持国内第一品牌的位置，那么它的销量肯定还会增长。此外，奢侈品、品牌服装等还是比较不错的行业。第三，世界历史的变化是由技术变化推动的，所以技术变化也会导致出现一些很好的行业，如过去几年出现的互联网。以后还会有别的东西出来，例如物联网、清洁能源、环保等行业的前景还是比较看好的。第四，甚至包括大家现在比较悲观的金融业。传统行业中钢铁、电解铝等未来的产量是会减少的，但货币发行量每年都在快速增长，所以跟金融相关的很多产业未来都是很不错的产业，例如财富管理、保险等。

Q7：您对传统产业怎么看，特别是钢铁、水泥这样的行业，您认为其投资机会会在什么地方？

A7：行业的机会和投资的机会有时未必一致，这里牵扯到估值问题。举个例子，大家都不看好地产，但是如果万科只有一倍或两倍的市盈率值不值得投资？所以大家认为很热门的一些行业并不一定是很好的投资机会，因为它们的估值非常高；大家很不喜欢的一些行业，如果估值很低——当然估值很低不是一个充分条件，还需要企业

非常优秀，也就是说如果行业在衰退但是企业份额在上升，这个行业最终能够形成相对好的竞争格局，那么也会出现一些非常值得投资的公司。

美国有一家基金公司专门从大家不喜欢的行业里挑选一些冷门的公司进行投资，其投资业绩非常好，过去十几年的复合回报率在30%左右，是美国一家非常优秀的基金公司。我之前看到一篇关于美国烟草公司 Philip Morris 的报道。沃顿商学院的一位教授的研究表明，该公司是过去五十年来复合回报率最高的公司。而该公司的增长并不快，整个行业也没有什么增长，但由于它低估值、高派息，且在销量下降的情况下还可以做到每年提价，被沃顿的教授评选为回报率最高的公司。所以，并不一定要在非常热门的行业挑选公司，在传统行业只要公司足够优秀、价格足够便宜，也会成为非常好的投资标的。

Q8：接着上个问题，您说的"价格足够便宜"的比较基准是怎样的？

A8：估值是多维度的，例如市盈率、市净率等。我认为理论上 DCF 模型是比较好的指标，当然还有重估价值等。但是 DCF 模型需要很多涉及 20-30 年的假设，计算起来并不能很精确地预测未来价格，但大致上还是可以算出来。

Q9：您刚才谈到中产阶级的消费问题。我们看到过去两年资本市场对消费的投资还是比较热的，但是从宏观数据上我们看到社会商品零售总额增速有放缓的趋势。那么就细分行业的消费来看，您更看好哪些领域的消费？您刚刚提到的中产阶级消费，从实际来看，例如在春节期间中国人在海外的大量消费，似乎对国内的消费市场作用不大。您觉得中国的市场从中产阶级的崛起中会有哪些受益？

A9：从目前情况来看，过去几年一方面由于经济不是太好，另一方面由于反腐，所以中国的可选消费以及大部分消费类公司的股价

表现都非常一般。我觉得未来可选消费的公司会有比较好的表现。例如，长期来看旅游、奢侈品、品牌消费品、黄金首饰及珠宝等行业都会有不错的表现。

第 78 辑

(2015.4.17)

PPP 与资产证券化：基于 Green Field Project PPP 全流程融资、证券化与风险转移的分析

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

林华先生，金圆资本管理有限公司总经理。林先生目前为厦门国家会计学院客座教授，中国财富管理 50 人论坛固定收益首席研究员，林先生具有 CFA、CFA、FRM 资格，他主编了《金融新格局—资产证券化的突破与创新》、《中国资产证券化操作手册》等书。

基于资产负债表来看，PPP 的驱动力可以有如下几个方面：

1、PPP 的主要的驱动力来自于《预算法》和 43 号文，政府的报表右端不能无限扩张，只能在左边做文章。报表左边：存量资产的 PPP 盘活，股本变现金回收，负债出表。新项目，资产和债券、股权全部出表。

2、资产证券化和 PPP 都属于表外工具，PPP 是财政的表外工具，而资产证券化是企业的表外融资工具。

3、PPP 在不同国家的表示形式不同，在英国主要表现为存量资

产的私有化，在我国主要是新项目的 PPP；我国的存量资产都在国企手中，进行出售难度比较大；新建项目进行 PPP，是我们国家的重点。

4、由于说到底是表外融资工具，出表即无追索权的项目融资需要划清项目的边界，这是一个比较大的挑战。所以 PPP 是国家财政治理完善的一个方式，而不简单是运营维护和项目融资。

一、PPP 以及应用

财政部对 PPP 的定义：PPP 是在基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系。通常模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报。政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管，以保证公共利益最大化。核心是为了社会福利最大化。要让社会福利最大，核心是让最应该承受相应风险的主体承担相应的风险，使社会成本达到最低，从而让社会福利最大化。

传统模式下的政府支出时间分布：大量前期投入，年度财政支出波动。传统模式注重初始投入，不重视产出部分。最典型是光伏产业，政府补贴晶硅制造企业，而不去补贴发电。

PPP 模式下的支出时间分布；从原来的补贴投资到补贴使用端。PPP 的补贴模式注重在使用端，如美国的光伏产业政策主要是补贴发电。

PPP 包含一系列激励相容的制度安排，具体包含：

（一）物有所值

物有所值（Value for Money）是确认和评估方案时使用的一种方法，主要比较一个项目采用 PPP 模式和传统采购模式的优劣，物有所值考虑的是项目全生命周期内不同方案的成本和风险，包括定性评估（可行性、合理性、可完成性）和定量评估（公共部门比较值）。

物有所值评估结果一般作为是否采用 PPP 模式和确定风险分担的依据。

（二）风险识别和转移

风险由最适宜管理风险的一方承担。项目在设计、施工（形成资产）、运营（资产形成后）的风险转移变化，而导致资本结构的变动，比如在建设期的股权投资方应该是建设企业，而建设阶段的股权投资人应该是运维企业。合适的风险承担机制，对项目的融资十分重要，可以增加信用，使项目在建设期可以最大程度的货币化；应该由政府承担的风险，政府应该承担，比如桥梁 PPP 项目的流量风险，因为政府管理了规划局，了解潜在的未来通车流量。由合适一方承担风险有助于边界划分，边界划分对 PPP 项目十分重要，PPP 需要做无追索的项目融资，边界的划定很重要，但是边界的划分又会增加交易成本。目前银行做无追索的项目融资也存在难度。

（三）关注服务，而不仅仅是资产的建设

确定服务或产品标准，包括关键绩效指标。按照基于项目表现（performance-based）的支付公式付费，没有服务就没有支付（no service no pay）。

（四）竞争性招标

一般都与两个以上的优先投标者进行谈判，同时还有备选投标者，如果有优先投标者退出谈判，备选投标者将递补。谈判不是简单的价格比较，而是综合评价。通过投标人之间的竞争压力，政府可以获得谈判优势

（五）长期合作，包括设计、建设、运营、维护全过程

包括整个项目生命周期，双方通过长期合同明确权利和义务。PPP 的合作关系是一段“婚姻”，而不是一场“婚礼”。

（六）鼓励创新

注重产出标准而不是实现方式，发挥社会资本的主观能动性，有利于鼓励服务和技术创新。

（七）透明度与合理性

在 PPP 项目的交易过程中，保持较高的信息透明度和合理性。

二、PPP 的三个要素

主讲人认为 PPP 有三个要素：政策补贴、运营效率、资本运作。

PPP 的三个支点：短期依靠政府补贴，长期依靠运营效率提高，资本运作贯穿始终。

从资本运作的角度（针对我国对绿地项目的偏好）：SPV 设立之前的 PPP 投资基金（社会资本实力不足）；设立之后的项目融资（债和股的搭配）；资产形成后的再融资或者证券化（Re-finance/资产证券化），大型项目通过资本市场实现证券化比较难，更多是再融资，目前再融资的主体应该是保险和养老金，但是这些资金对绿地项目兴趣不大，需要一段时间的磨合。

三、PPP 产业基金（项目准备阶段）

随着我国城市化进程的推进，建设期的资金需求，特别是建设期的资本金需求对 PPP 民营出资方构成了较大压力。一般情况下，国家对基础设施建设项目有资本金要求的规定。譬如房地产开发项目、交通运输项目资本金的比例为 35%及以上，其余部分可通过债务融资筹集。

为了减少项目资本金出资的压力，可以通过设立 PPP 基金，作为表外工具获得项目建设所需的资本金，在建设完成后通过资产证券化或再融资模式退出。各个风险合作方共同出资，设立 PPP 基金管理公司，受托 PPP 产业引导基金。通过管理公司对接不同风险偏好的投资者，组建结构化的 PPP 基金；对于绿地项目而言，工程承包

方应该在其中做一个次级投资人，银行可以做夹层（保证信息堆成），保险或其他资金可以考虑作为优先级 LP。在基金设立时体现风险由最合适方承担的原则，核心是放大具有优良运营能力的民营方的运营能力。

四、建设阶段（PPP 项目融资）

PPP 的核心之一是项目融资。项目融资方式，相比于公司融资，项目融资具有以下特点：

还款来源：项目依赖自身未来现金流形成的资产，而不是依赖项目的投资者或发起人的资信及资产。根据未来现金流的风险，权益债务比率会改变。

追索权：对项目发起人无追索权或有限追索权。

管理模式：资产和现金流与项目发起人分开，单独管理。

这里所说的无追索权类似于证券化的破产隔离和真实销售，所以在项目设立的时点就需要明确划分项目的边界，这个对很多习惯在报表右边融资的政府来讲是具有挑战的，所以从某种意义来讲 PPP 是对财政治理的组成部分。

做到无追索的项目融资，这也是主讲人认为 PPP 是财政的表外融资工具，而资产证券化是企业的表外融资工具

无追索权的项目融资（从证券化角度来看即是破产隔离和真实销售），需要划定明确的项目边界，也会增加交易成本，小的项目不适合做项目融资，交易成本和顾问费会吃掉大部分利润。

项目融资的核心：现金流或利益的来源驱动项目融资模式。

项目融资的项目预计现金流分析：项目补贴现金流(减税，折旧政策，使用补贴）与项目正常现金流收入。

案例分析：美国光伏项目融资分析

项目的预计现金流和项目的补贴规模决定了项目建设完成后持有、或再融资的方式，持有阶段的资本结构决定了项目融资的方式，项目融资的方式决定了 PPP 基金的组成模式。政府需要制定政策，维护好的政策环境。

企业在做之前要分析政策和补贴环境，美国的光伏投资是一个非常好的政策环境分析和利用的例子，例如可再生能源政策（补贴政策）：

联邦政府层面：投资税收补贴（Investment Tax Credit）/加速折旧（Bonus Depreciation)。

州政府层面：可再生能源配额机制(可再生能源分值,SREC)，发电补贴。

PPP 项目政府需要明确补贴的政策和可预期的环境，企业在投资阶段需要认真分析政府的相关政策。

投资税收补贴主要有两种：

现金补贴(Cash Grant)：根据可再生能源 1603 补助条款，提供设备投资额 30%的现金补助，在 2011 年底前投入 5%，在 2012 年 10 月前申请。

税收减免政策(Tax Credit)：在设备投入当年，获得设备投资额 30%的所得税抵免. 如果投资额度过大，可能导致企业没有足够的可抵用的税额，因此需要寻找税务投资者一起合作，设备需要在 2016 前投入使用。

如果可以获得税务减免的好处，那么对投资人而言，总成本可以从 2000 万减少到 1400 万。从图 6 可见，2012 年 1 月份以前投产的项目，项目投资总额的 85%第一年折旧；加速折旧会导致企业在运营第一年产生巨大的账面亏损，可以由此获得大量税务减免的好处；加速折旧政策可以和（Cash Grant 或 Tax Credit)同时使用。

如果一个企业可以充分利用税收减免和加速折旧，那么一个 2000

万的光伏项目投资，总成本可以减少到 800 万。2000-600-1700*35%=805 万。

由于项目公司可抵扣的应缴税款很少，Tax Credit & Bonus Depreciation 所带来的税务好处项目公司本身无法吸收；太阳能开发商和税务权益投资者会结成合伙关系来运作太阳能项目，通常成立 LLC 或 SPE；项目早期阶段，税务权益投资者会拥有 SPE 的绝大部分权益，以此来取得联邦税收优惠.当税收优惠被用完后,大部分的权益会从税务投资者转移到开发商。

项目融资利益相关方的矛盾和冲突（税务投资人与债务出借方不一致时：出售返祖（使债权人和税务投资人利益一致））。所以从某种意义来讲，任何一个公司的资本结构都可以分为三层，上面是债权，中间的夹层资本是政府的税务投资（类似于优先股）、底层是资本金。交易折旧或者安排折旧会影响政府作为税务投资人的权益价值。

可再生能源配额机制，要求电网或者用户必须使用一定数量的可再生能源，使用量如果没有达到配额要求,对于未完成配额的电量需要支付惩罚价格;政府制定配额目标和惩罚价格，控制了用户用电成本的上限。该计划在美国一半以上的州使用，通常和投资税收补贴(Investment Tax Credit)一起使用。

五、PPP 退出（参照 REITs）

一般的 PPP 项目规模都很大，资本市场无法化解，需要通过再融资，由长期资金来接。当然再融资也是一个选择。目前证券化基础资产的负面清单不包括 PPP 资产。

政策原文："一、以地方政府为直接或间接债务人的基础资产。但地方政府按照事先公开的收益约定规则，在政府与社会资本合作模式（PPP）下应当支付或承担的财政补贴除外。"

解读：按照本条规定，除了项目企业采取 PPP 模式形成的基础资产可以设计成资产证券化产品以外，其他“以地方政府为直接或间接债务人的基础资产”就不能再做成资产证券化产品了。PPP 模式下项目收入来源主要有三种：一种是政府授予项目业主特许经营权方式，社会资本业主将项目建成并负责运营，运营收入来源主要为使用者付费形式，运营期满后移交政府；一种是社会资本项目业主负责将项目建成并运营，运营收入来源为政府付费购买；另一种是社会资本项目业主的收入来源为使用者购买与政府财政补贴结合形式。上述采用 PPP 模式建成后收入来源现金流稳定持续可靠，采特许经营权方式建成运营的项目收入属于项目业主资产收益类的基础资产；而运营收入依靠政府付费购买或者政府财政补贴方式形成的基础资产属于项目公司的债权类资产，均可以做成资产证券化产品。

但是目前的主要问题是 PPP 资产的收益率普遍不足。从证券化的角度来看，其模式和流程和 REITs 类似。PPP 是有形资产，在证券化过程中需要解决如何处理折旧的问题，在持有阶段不能通过信托或者有限合伙企业持有含折旧资产，因为折旧资产只能通过公司才可以通过折旧抵扣所得税。具体案例可以参考中信做的几个案例。

六、总结：PPP 资产证券化的挑战

1、服务权和收益权分离；特许经营项目无法完全出让资产；在两者冲突的情形下如何平衡，服务权和收益权分离情形下折旧资产的处理；

2、PPP 是国家是治理的改善，而不能简单理解为项目融资；基于企业股权的混合所有制（国资委）与基于项目的 PPP（财政部）；

3、PPP 项目建设完成之后要进行证券化不容易，单笔资产规模过大，市场化运作进行退出并不容易，需要长期资本进行接盘；

4、核心在于风险的分配，让最有能力承担风险的主题承担最大的风险，让社会的总融资成本最低；政府不能把风险推给市场，而是需要承担相应的风险，局部增信之后，可以提高资产的融资效率；

货币=资产总量 * 资产评级*资产周转速度

货币通过资产才可以产生货币，报表右边(货币）通过报表左边（资产），才可以得到更多货币；同样的一套房子，价格是 100 万时，按 80%按揭，银行放贷 80 万，如果价格到 500 万，银行的放贷就是 400 万，反过来如果资产的价格下跌或总量减少，会导致货币萎缩，引起通缩，美国金融危机已有发生；资产的质量提高也会增加货币供给，比如资产评级提高可增加杠杆比例，债券的 repo 就是一个最好的例子；资产的快速周转也可以产生货币，资产证券化通过资产的快速周转创造了货币。

从项目融资微观的角度，各方的目标是让一个初始项目在建设期间最有效融资。

5、政府的 discipline 对 PPP 项目很重要，比如要求高速节假日免费，如果融资是基于节假日收费，项目可能会产生现金流 shortfall，这个在短期来看，可能会让消费者高兴，短期的高兴会导致长期的不高兴，因为会增加项目的融资成本，稳定的立法很重要；

6、新项目去做 PPP，边界的划分是个很大的挑战和难题，目前的 PPP 是政府想把新增项目做 PPP,而不考虑存量项目的 PPP,而新项目的交易成本很高，边界难以确立，难以满足投资人的需要；

7、存量优质资产在国有企业手中，政府完全可以要求企业以这些资产去融资去为政府做事情；

8、PPP 在不同国家的表现形式不同，英国 PPP 是基础设施的私有化，我国目前更多是新项目；

9、目前政府对 PPP 的期待，和企业的参加热度并不匹配，存量

优质项目政府做 PPP 的动力不足，而新项目，大部分企业不想承担绿地项目的风险。新建设项目想推 PPP,一般的保险基金不想进入新建项目；

10、PPP 存在的问题，和资产证券化具有很大的类似性，优质资产不愿意做 PPP, 质量一般的资产做 PPP 企业的动力不足；运营能力不足，也类似于资产证券化中的服务商能力不足类似；

11、PPP 的核心机制设计应该是优化风险分配，降低全链条资本成本；另外一方面是运营效率提高，降低运营成本。

主讲人认为，PPP 是财政的表外工具，资产证券化是企业的表外工具.我们国家目前真正做到无追索的表外融资难度大，银监会需要出项目融资指引，地方政府需要对项目边界做明确区分。

七、问答环节

Q1：PPP 项目的核心能力是什么？

A1：我个人认为是：优化的风险分摊机制（降低融资成本），良好的运营能力（提高效率）。

Q2：PPP 是否可以翻译成公私合营？

A2：个人感觉：股权性质的是混合所有制，从国资委的角度来谈。项目性质的 PPP, 从财政部的角度来谈，更多是特许经营项目。

第 79 辑

(2015.4.15)

美国互联网金融，超越 P2P

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

刘亦婷女士，LSUS 资本公司的联合创始人和 CEO。LSUS 资本是一家美国投资和咨询公司，致力于服务希望进入美国市场投资的中国投资者，总部位于纽约曼哈顿的洛克菲勒中心，在休斯顿、北京和香港设有办事处。在创立 LSUS 资本之前，刘女士是睿实资本的联合创始人。睿实资本是美国证监会注册的基金管理公司，专注于中概股投资。在睿实之前，刘女士专注于视野中国机会基金的投资和管理，从事对大中华区优质企业的私募股权投资。在刘女士担任大中华区副总裁期间，视野中国机会基金在同类基金中净值增长率一直名列前茅。在此之前，刘女士受聘于美国百事集团全球战略发展部。在百事集团之前，刘女士在世界顶尖的咨询公司 BCG 纽约分部任职，给数家世界一流企业在关键战略发展问题上提供了咨询和解决方案。刘女士毕业于哈佛大学，专业是应用数学和经济学。刘女士是亚洲金融协会的董事。

互联网金融是近几年来关注度很高的话题。目前，国内的 P2P 借贷和众筹发展得如火如荼，很多指标都超过了美国。我个人的背景

是投资，虽然公司业务现在不包括互联网，但是我个人对于财富管理类的互联网金融创新很感兴趣。今天与大家分享几个财富管理类的互联网金融案例。

一、传统财富管理

财富数轴的一端是普通的工薪阶层，他们投资的是公司的 401k 养老基金以及个人的股票账户。另一端，如果一个家族的资产超过了十亿美元，会有专职的家族管理公司提供专业的家族财富管理服务。在五亿美元以下，则会由一个管理公司为多个家族提供财富管理服务。在这两个财务数轴的中间是资产约数百万美元及上亿的人群，则成为不同档次的高净值客户，由财富顾问提供财富管理。在这个框架下，涵盖人群最多的是财富顾问的模式。通常，财富顾问每年收取 1%到 1.5%的管理费，这个管理费是在购买产品本身之外的管理费。财富顾问提供服务主要是资产配置、税务优化以及一些附带的服务（保险和理财规划等）。

二、美国主流财富管理网络公司

（一）财富前沿（Wealth front）

财富前沿（Wealth front）是最先进的互联网财富管理的公司之一。与传统的财富顾问相比，Wealth front 的智能投资平台可以以更低的费用为客户带来更高的回报，并且把投资的门槛降低到了 5000 美元。这使得一般的工薪阶层都可以参与。财富前沿的投资团队包括：耶鲁大学基金投资委员会前主席、宾夕法尼亚大学基金投资委员会的副主席、耶鲁商学院的前院长、以及哈佛、斯坦福的教授等多位资深经济学家和投资家。这个阵容是超过绝大多数财务顾问的。而财富前沿的收费仅仅是所管理资产的 0.25%，相对于传统的财富管理费用的 1%-1.5%而言是其的 1/4 到 1/6。此外为了吸引更广泛的客户群，一万

美元以内的资产是免费管理的。

财富前沿的智能系统为什么能做到这样呢？有两个核心原因：第一依赖于获得诺贝尔奖的现代投资组合理论；第二是低成本的 ETF。根据投资组合理论，财富前沿的基本投资组合仅限于 6 个 ETF，其中包括：美国股票、外国股票、新兴市场股票、红利股票、自然资源以及美国地方政府债券。在这些组合中，前四类股票的作用主要是资本增值和抵制通胀，红利股票还可以带来收入。自然资源的主要作用是分散风险和抵御通胀。地方政府债券主要用于带来收入，同时减少投资组合的波动性。根据不同客户的年龄和不同风险偏好，财富前沿或者投资者可以在这六个类别中调整分配比例。比如年轻的、希望高风险高回报的客户就可以多买股票少买债券。

财富前沿认为普通投资者由于交易成本过高，以及对市场趋势的误判，平均的回报是低于市场回报的。通过全球配置和智能资产调配，财富前沿认为他的客户可以获得高于市场的回报。那么市场对于财富前沿的认可度如何？财富前沿成立三年，资产超过 20 亿美元，用户超过 22000 名，平均开户资产大概在 9 万美元，最大用户的资产达 1000 万美元。大多数的用户是 20-30 岁这个年龄段。

（二）Betterment

财富前沿的最大竞争对手是 Betterment。Betterment 管理的资产约 17 亿美元，少于财富前沿。但是用户超过 7 万 5 千，比财富前沿多了将近三倍。

Betterment 和财富前沿一样，都是智能投资平台。两者主要区别在于，一则 Betterment 没有最低投资额。同时如果资产超过 10 万美元，管理费只收 0.15%，比财富前沿的 0.25%低很多；二则 Betterment 的投资组合也是以现代投资组合理论为基础的，但在具体资产类别的选择上面与财富前沿有明显区别。例如，美国股票选择里面，除了美

国整个股票组合的 ETF 之外，还有偏重价值的股票以及中小盘股。债券中不包括美国的地方政府债券，而是包含美国高品质债券、美国企业债券、高品质国际债券以及新兴市场的债券。虽然没有统计数据分析两者的业绩，但是我个人恰好在同一时间点在两个公司投资了同样的金额，Betterment 的业绩大大地超过了财富前沿。在这个问题上，我看过一些对历史数据的研究。把 Betterment 和财富前沿的资产配置用到前 30 年的数据上，两者年化回报是非常类似的。那么现在短期的差异是暂时的，还是 Betterment 对于资产的配置更适合市场的变化，我们拭目以待。

（三）智慧菩提（WiseBanyan）

财富前沿和 Betterment 相对于传统的财富管理，最大的优势在于低管理费。而智慧菩提免费地提供同类的服务。它的商业模式是，一方面通过增值服务收费，比如通过税务的优化提高回报的技术操作；另一方面，通过给用户提供其他的服务收费，比如保险贷款等。总的来说，这个平台想通过免管理费来吸引用户，然后在已有用户的基础上来帮助用户实现财富增值。

（四）嘉信理财（Charles SCHWAB）

当然，传统的财富管理也不能坐以待毙。嘉信理财今年推出的一个免费的智能理财平台。这个平台一方面是为了防止客户流失到新兴的智能平台上，另外一方面也有独到的商业模式：一是它不收管理费；二是它投资 ETF 都是它自己管理的。所以嘉信就有了 ETF 基金的管理费收入。另外，嘉信给客户提供的投资组合也包含有相当数量的现金，这些现金就成为嘉信自己的商业银行的无息资金来源。

（五）SigFig

SigFig 是我大学的学长所创立的智能投资平台。他看到的机会是，用户不会把所有的资产都投在一个平台公司上。财富前沿客户的平均

财富余额为 9 万美元，但这只是他们资产的很少的一部分。

SigFig 免费为用户提供资产分析平台。用户可以在 SigFig 上跟踪分析自己的多个账户平台。与此同时，Sigfig 也会根据用户的投资内容，提出一些建议，比如如何减少波动性、如何增加地区的分散性、是否有过多的现金闲置、ETF 费用是否太高、所投资的个股在整个资产组合里面是否比例过高等。用户在考虑甚至在采纳这些建议的同时，也就成为 SigFig 的用户。SigFig 现在管理的资产远远不如财富前沿，但是它已经拥有 75 万用户，跟踪的资产超过了 3000 亿。

（六）Motif

现在以投资组合理论为基础的智能投资平台是非常理智的。这种理智使得投资少了激动人心的感觉。所以很多客户在大的资产组合之外，希望投资一些让人比较兴奋的概念。Motif 公司就是帮助投资者投资概念的平台。

Motif 平台上有上千个概念，比如食物价格上涨，咖啡消费增加，智能汽车配件，中国网络概念等。每一只概念由不超过三十只股票构成。目的是为投资者选取能体现股票概念的同时，减少个股的风险。客户买一个概念，只付 9.95 美元手续费。相对于 e-trade 买一只股就要收 7.99-9.99 美元的收费而言，是很便宜的。Motif 界面展示不同概念的收益排名，很能激起客户的购买欲望。同时 Motif 也会定期提醒用户再平衡资产组合。因为概念里股票的涨跌会造成组合比例的失调。每次重新调整平台也不再收费。Motif 的界面非常灵活，客户可以调节一个概念中不同股票的分配比例。同时，用户也可以自己创造概念。如果有其他的用户购买其所创造的概念，那么概念创造人可以收到 9.95 中的 1 美元。所以 Motif 这个平台一方面可以给有见地的用户提供用武之地，另外一方面，也给找投资的用户提供源源不断的概念。

（七）Kensho

如果说财富前沿动了财富顾问的蛋糕，Motif 动了股权基金的蛋糕，那么 Kensho 这个公司可以说动了对冲基金的蛋糕。Kensho 通过对大数据的分析，旨在通过生活语言来预测财经动态。比如用户问 Kensho 三季度什么水泥公司会上涨，那么 Kensho 回答比如德州工业。这一类的数据分析能力，一直以来掌握在像桥水这样的大型基金和类似于高盛这样的大型投行。Kensho 想要将这类大数据投资平民化，也被内行人称为叛徒。Kensho 还在开发之中，如果上线，会对市场的有效定价产生很大的影响，对对冲基金这个行业也会有很深远的影响。

此外，再提两个公司供大家参考。一个是 Quantopian，它是帮助建立以算法为主打的投资策略的一个网站。另一个是 Value Investor Club，它是一个众筹价值投资概念的网站。

以上是美国比较主流的财富管理的网络公司的情况。

三、股权众筹

我原本没有准备讲股权众筹，但是最近关心美国房地产股权众筹的朋友很多，所以我简单介绍一下。

Fundrise 是目前美国房地产股权众筹做得最好的公司之一。这个公司除了把房地产项目搬上网络以外，还包含对项目的分析、对开发商的尽职调查，而且公司本身也用自有资金投资项目，然后再将自己的项目分销给投资者。除此之外，公司网络界面也把投资组合和资产管理的概念带了进来。例如，一个投资者拿 10 万美元做房地产股权的众筹，那么页面上会显示投资者已经投资了多少项目，项目的风险是如何分级，以及在以后的期限内，项目的预期回报是怎么样的。这样不仅帮助投资者投资了项目，也在管理项目。

目前美国市场上房地产众筹公司分为两大类，第一类是如 Realty

Mogul，是平台公司，平台上有各种各样的项目，但是它并不对平台上的项目进行推荐；另一类是 Prodigy Metwork，它本身是一家开发商，只是用互联网做一个筹资的平台。其平台上项目只有几个，都是公司自己开发的。

Fundrise 介于两者之间，首先它是一个平台，其次它也会对自己平台上面项目进行投资和推荐。未来哪一类公司会胜出，要看后续的发展。

四、问答环节

Q1：相对于传统的理财公司来讲，美国目前在监管上对互联网的财富管理公司有什么特别的要求吗？

A1：美国会按这些公司的模式进行监管。像财富前沿这种模式，是按照资产管理公司来监管的。这种模式最关心的是资金的安全性，要求资金托管，不能放在资管公司里面，而且因为这种互联网财富管理公司投资的都是主流的 ETF，没有另类资产，所以对投资人的净值是没有审核要求的。像 Motif 实际上属于证券公司，收取的是手续费，就要有证券公司牌照，归资管监管。房地产众筹要求高净值的客户才能投资，所以客户在房地产众筹的网站上注册的时候必须回答和验证高净值的一系列问题，而且在登陆之后的前 30 天内都不允许投资，即冷静期。在这之后然后才能参与众筹的投资。

Q2：我们对中国的 P2P 做了一些调研，认为从传统的投资角度来讲存在很大风险，但是从互联网发展的角度来讲，前途广阔。现在来讲，中国存在大量的 P2P 平台公司，而美国好像除了 Lending Club，也没有那么多 P2P 公司。从投资角度来说，您怎么看待中国这些公司的前途？

A2：我感觉近几年国内的全民 P2P 和当年的全民 PE 是类似的。

从平台的角度看，会有一个整合淘汰的过程。从投资角度来说，美国和国内有两个主要的区别：一方面，Landing Club 总体来讲是一个技术公司，不是靠线下做业务的公司，没有任何客户经理去和投资者谈业务。另一个方面，我认为国内 P2P 的一个发展方向是对个人借贷的数据的分析，进而根据不同的借贷者的信用进行定价的问题。因为以前对中国的个人消费者没有这方面的数据，现在数据越来越多，所以对于这些数据的分析方面，公司和人才层面上都还有很大的发展前景。一个人的借贷成本应该是多少，这种定价的精准性对于长期投资来说是很重要的。现在中国的很多 P2P 公司可能还没有很深入的去做这些。

Q3：您刚才介绍了很多类型的互联网智能投资的平台，从传统的资产管理行业来看，是否已经感受到这种压力，或者说新兴的互联网投资平台对传统行业的冲击是否已经显现出来？

A3：我们看到，虽然互联网投资管理公司的客户增长很快，但是，有近 170 万亿美元的资产依旧还是在传统资产管理公司里面的。其中有几个原因：一是财富前沿这些平台的客户大多数是 20-30 岁的客户，而绝大多数财富的积累是在 40-50 岁这个年龄段到达高峰的。也就是说，绝大部分财富在这些新公司出现之前就已经存在美国的财富管理系统里了。按理说，该系统中这些资金是很容易转移的。但是在美国税务成为资金转移的障碍，因为美国有资本增值税。比如在国内，用 100 元买了一支股票，涨到 120 元把股票卖出，赚的这 20 元是没有资本增值税的。但是在美国，从财务顾问 A 转移到财务顾问 B，如果需要把股票卖了再买回来的话，会产生大量的税。如果资产能够一直增值的话，税务问题不是很大。但是如果你新买入以后，资产价值又跌了的话，税就成了无法追回的损失。

现在财富前沿和 Betterment 这些公司现在配置的 ETF 不一定是目前主流的资产已经配置的，需要换出来。而置换的成本使得这些资

产置换的动力变小。比如，我在财富前沿和 Betterment 都投有资金，Bettertment 的投资回报是远高于财富前沿的。但是我也下不了转移资金的决定，因为需要承担税务的损失。如果转移以后后者跌了呢？所以我觉得，这些新兴的公司，主要是要把新出现的资金抓住，想要从传统资产管理公司里面把资金吸引过来是很困难的。

二是虽然从投资这一点来看，财富前沿等新兴公司很大程度可以代替传统的投资顾问的。但是传统的财富顾问除了投资之外还会为家庭提供一些其它的建议，比如买保险应当买什么样的保险，买多少；或者做一些资产的规划，推荐聘请什么样的律师。传统财富顾问提供的这种人对人的服务与新兴的智能投资平台提供的没有面对客户的服务是完全不一样的，并且其成本是有很大的区别的。美国有的网上财富管理公司的平台可以选择智能平台或者是个人客户经理，前者需要 0.15%的费用，后者需要 0.9%的费用，差别还是很大的。

三是新一代人的财富观与老一代的心理也有很大的区别。我们发现很多新客户并不想要传统的客户经理，他们不希望和这些人经常的电话沟通，他们只想在电脑界面上不和人打交道就解决自己的理财问题。这是一个很有趣的现象。网上的财富管理平台一方面在传统的体制下有所创新，另一方面事实上也在改变传统的财富管理消费习惯。

Q4：如您所说，这些网上的财富管理公司，主要客户是 20-30 岁的，他们的财富占比很小，但是在美国并没有形成主流，比例非常小。但是在国内互联网金融公司非常多，您认为他们前景怎样？或者我先问一个技术问题，如何知道这些财富管理公司的算法是否正确的，清算的正确性如何知道，谁来监管？

A4：我先回答后面的技术问题。其实这些公司他们的中台和后台都是外包出去的。很多美国的共同基金中台和后台也都是外包的。所以这些公司希望他们未来的客户不要担心他们的中台和后台的问

题。而资产托管他们都是给大的平台去做的，会和传统的财富管理尽量的一致。第二点，至于你说的结算清算是否会出现错误的问题，不管是财富前沿这种新兴的互联网财富管理公司，还是传统的财富管理，都一样。我认识一个客户大概拥有三五千万美元资产，经常抱怨财务管理提供的账单有误，而恰好在互联网金融领域，它的整个操作，账户资金流动明细能够非常清楚的看到。所以你想核对账目的话，比传统的财务管理还能更方便。

第二个问题，关于中国和美国的互联网金融是否是主流的问题。我知道在中国 P2P 非常火，但是实际上它投在互联网金融领域的金额和总的资管的金额的比例还没有相关的数据。不过我认为其中有一个原因应该是税务的原因。因为中国没有资本利得税，如果财富从一个资管公司转到另外一家成本相当低，而在美国即使在当前平台上交1%的费用，而在另一平台上只需要交 0.25%、0.15%的费用，但是转换的成本，特别是在美国这几年大牛市上，税务成本是很高的。所以我觉得这个可能是个原因。

第三个问题，关于认知度的问题。确实很多朋友包括甚至互联网金融领域的人都没有听说过我介绍的这些公司，正是因为这点，我觉得他们的成长空间还很大。而对美国的下一代，智能平台上的投资会很有吸引力。因为美国以 Vanguard 先锋为代表的基金对美国投资者进行的被动投资、低成本投资的教育已经进行十几年了，那么对于新一代的现在三十多岁的投资者，他们以后会变成四五十岁形成投资主力，对他们来说被动投资是非常有认知度的。而且只有这种被动投资的思路才会接受这种智能平台的投资组合的概念。

Q5：我很担心这些 P2P 小公司的信用问题。由于竞争激烈，现在的很多公司能够存活下来的不会很多，请问您怎么看待这个行业风险的问题？

A5：从客户的角度看，为什么会相信这些小公司呢？我刚刚提到美国财富前沿这些公司主要的客户是 20-30 岁的客户，因为这个 20-30 岁的客户群没有经历过大的动荡，所以总的来说他们心理上对别人的信任感会更强。所以只要有一个这样的公司在网上摆出来，就会有上万，甚至一千万美元的账户就会打到公司上去。所以相对于传统公司，这些顾虑就少一些。从这些公司角度来说，他们也都是在证监会注册备案过的管理公司，他们选择的资产托管公司也都是大行，所以总的来说，这些公司资产本身还是比较安全的。

Q6：目前中国的财富管理非常火热，有没有可能让美国的一般人投资到跟中国股市相关的资产管理的产品上来，比如我们在美国纽约或芝加哥开一个分支，帮助美国人利用他们的闲散资金，通过互联网平台投资一些跟中国股市相关的产品，这个有没有市场，有没有操作的空间和可能性？

A6：可能性是存在的，但是可能要有一些心理准备。第一，美国的绝大部分资金还是在机构投资者手中。散户投资的资金在股市的投资比例实际上是非常少的。其中很大一部分资金是养老基金，他们做的是被动的 ETF 投资，还有一些大的政府的养老基金，还有企业的养老年金，这些大的机构投资者的逐利性其实是比较弱的。因为美国市场长期受到大的基金比如桥水、黑石等这些基金的教育，他们对每年 7%、8%这样相对比较平稳、相对低的收益很满足，他们担心的更多是资金的安全性、机构的股份、合规性等，在这些问题上要求非常严格。所以中国想吸引美国大的机构投资者去投资合作，首先就是过这些大的机构投资者对其制度审核的一关。国内一些大的基金公司是可以过关的，但是对很多新兴的明星私募基金来说，尤其是他们的中台和后台，是过不了这一关的。

第二，对美国的散户投资者来说，有一些投资者会有逐利的心理，

他们会投资一些美国的小盘股、微盘股。确实可以通过这些投资者的逐利心理，让他们也投资到港股、概念股等这些涨势比较好的股票上，就是看你们机构怎么找到这些投资者，然后跟国内的简单产品结合起来，可能是一个关键。

美国的小盘股和微盘股都是靠证券公司营业部的人去打电话营销的。而美国做这种投资最多的是佛罗里达。因为佛罗里达退休的人比较多，闲暇时间很多，就会去炒股。另外，还有很少数的对冲基金会做这一块，但是他们做关于中国的投资可能性会比较小，因为机构投资者的基金有非常明确的投资范围。另外，如果产品设计中的收益能够设计成优先劣后的话，卖优先的产品，可能对美国的一些投资者是很有吸引力的。

Q7：中国以前也存在过类似房地产众筹的模式，但是因为制度原因，没有发展起来。另外一方面，中国在很多方面似乎也在走美国走过的路，相当于美国在试错。那么根据您的观察，您对房地产众筹今后在中国的发展有什么看法？

A7：从试错的角度来讲，我跟大家分享一下美国房地产众筹公司的特点。美国明显做的很成功的模式是房地产开发商牵头的，他自己投资，自己选项目，用这个众筹平台作为资金来源。这个是很成功的模式。那么为什么不是所有的开发商都去做这种模式呢？因为一方面，大型的开发商从某种程度上不屑于做这个。美国大型的开发商很容易通过一两个大的房地产投资基金就把需要的资金融到了。比如美国纽约的房地产项目的基金在几个星期到一个月就融到资金，所以现阶段都不需要搞众筹。相对于众筹来的资金量，这些大的房地产开发商需要的资金量太多了。举个例子，比如房地产开发项目的股权投资就需要 1.2 亿美元，这种规模的项目靠众筹杯水车薪。

另一方面，小的开发商对这个感兴趣，但是不太小的开发商又不

愿意和参与众筹的众多股民打交道，会影响经营效率。他们宁愿找三五个互相信任的投资人一起做。还有，平台上的公司要求要定期公布很详细的关于项目的进度报告、财务报告以及对以后现金流的预期，而一些中小型的房地产开发商没有中台和后台，没有能力去做这些报告披露，在某种程度上也不愿意做到这么财务透明。

此外，互联网众筹中房地产公司之间存在竞争。如果房地产公司放的信息太少会没有吸引力，如果放的信息太多，可能就会披露出关于建设成本等方面的信息，对以后售楼也会受到影响。所以，总的来说，房地产众筹和风投的股权众筹相比，发展相对慢。包括在美国、中国，风投的股权众筹很快都起来了，但是房地产众筹并没有形成同等的气候。其实这种现象是很奇怪的，因为实际上愿意投房地产的人比投风投的人是多的，但是因为房地产资产类别的特点决定了股权众筹实际上对风投来说是特别合适的，因为资金量少，而且公司在前期没有什么合作，而其他投资类别不具备这些前提。所以资金量、项目的复杂性、公开度等都形成了对房地产众筹平台更大发展的障碍。

第 80 辑

(2015.5.12)

中国私人银行业务的发展趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

王菁女士，现任招商银行私人银行部总经理。2010 年博士毕业于中国改革发展研究院，逾二十年的商业银行从业经验，负责组建了招行私人银行部。招商银行私人银行连续多年被《欧洲货币》、英国《金融时报》、新加坡《私人银行家》杂志评为“中国最佳私人银行”。

私人银行业务在国内 2007 年是元年，相较于国外同业来讲，是一个新生行业。由于国内高端财富市场巨大的增长潜力和市场价值，中国已经成为继美国、日本的第三大财富来源地。中国新兴市场的高净值人群成为全球财富管理市场关注的重点。在这个背景下，国内商业银行推出私人银行服务。我有幸参与了招行私人银行八年来的发展历程。下面我对国内的私人银行业务发展和业务特点跟大家分享。从业务发展的角度来说，从专业能力和客户需求的把握层面还是入门级的从业人员，还望批评指正，给予帮助。

一、高净值人群财富市场的概况

2007 年刚开始发展私人银行业务之初，我们和贝恩公司共同发

布了一份中国私人财富报告，后期每两年会持续更新发布。出发点是想估算国内高净值财富市场规模，以及对投资行为变化的趋势做一些观察。根据多年的跟踪报告来看，这个市场是蓬勃发展，迅速增长的。按照可投资资产的概念（我们定义为不含未上市股权和自住型房产），从 2008~2014 年来看，整个私人财富市场的增长是非常可观的。我们估计 2014 年末全国个人可投资资产总体规模达 112 万亿元，其中个人可投资资产在一千万以上的高净值人士超过一百万人。我们还做了一个地域分布的模型，可以看到已经有七个省份的高净值人士数目已经超过了五万人。而除了规模和速度的估算之外，可能大家更关注的是高净值客户这几年的投资行为变化。

投资的第一个变化是，资产配置开始日趋多元化。在 2007 年时高端客户的资产配置基本上是非常原始的状态，主要是传统的三大项：存款、股票、房产。存款作为重要的结算账户存在，而股票和房产也都体现了自主交易的特征，很少委托专业机构或者听取专业人士的建议来打理资产。现在从传统的三大项开始拓展到公募基金、私募基金、信托、券商资管计划等，也有一些客户参与到私募股权投资以及期货、商品类投资中去。

第二个变化是对专业理财机构的态度的转变。最初做这个业务的时候，感觉到国内市场虽然财富很多，机会存在，但是困难也很大。其中最大的困难是客户对投资风险与收益方面认知的不成熟性，对于专业的财富管理机构的信任度比较低。他们自己作为第一代创业、创富的人群，比较自信、参与投资的意识也很强，自主操作意识很强。但我们觉得这个市场还有很大的发展空间，一方面是投资机构的专业性要不断提升，以客户利益为中心，培养客户的信任感，树立“受人之托代人理财”的行业自律精神和职业道德标杆；另外一个方面是需要帮助客户对自身的风险属性加强认知，包括自己能承受的风险、期

望获得的收益，让他清楚认识到各个投资市场以及产品的特征。

从这几年我们持续跟踪客户的反馈来看，越来越多的客户开始使用专业的财富管理机构在打理财富了。尤其是 2008 年以及后续的一系列宏观政策调控带来了各项资产价格的剧烈波动，有很多个人主导的投资由于信息的不对称和专业能力不够充分，造成了投资损失。因此他们也开始选择一批成长起来的专业机构，利用他们的专业特长，选择他们的服务。

他们如何选择专业财富管理机构呢？最初可能大家也都不知道谁好，没有统一标准，所以品牌是比较重要的。这时候可以看到，各家机构都在通过广告来对外诠释品牌的形象和内涵，希望引起公众的注意。当大家都不知道谁好的时候，品牌的宣传起到了一定作用。其次就是服务。因为私人银行利润贡献很大，所以银行开始加大对客户的服务，比如开辟专门的私人银行理财室，匹配专属的客户经理，在理财空间里所有的装修设备都是一流的，还经常会带客户参加旅游、打高尔夫等活动。私人银行讲究服务贴心，成为客户家庭的一份子，能够及时地对他的需求做出反馈。这也是大家选择私人银行服务的要素。但经过一段时间以后，客户对专业能力的关注，日益提高到第一要素。如果把私人银行当作会所来看，并不是客户对私人银行真正的诉求，最主要的诉求还是希望私人银行可以帮助客户把握更多投资机会，实现财富保值增值。所以对机构的专业能力提高到了第一位。

客户对专业能力的第一个反应就是投资收益。早期客户会在多个机构的之间比价，比如理财产品收益率、销售费率打折等。之后他们逐渐发现，理财产品出现同质化趋势，就会选择一部分资金放在银行，另一部分资金放在信托，还有券商。因为各机构都有所长，这个过程中他需要自己从多个渠道获取信息和投资机会，但是客户也承认，多个账户对他的投资管理带来很多麻烦，需要很多的精力去判断这些信

息。这样客户就逐渐向能够提供大类资产配置并且在大类资产配置中进行方差优选等最优化投资组合的服务的投资机构，来集中他的投资资金。通过这些分析我们可以看到，未来一旦有一家机构，在以客户为中心的整个服务理念的指导下能够提供更专业更全面的服务，同时专业服务水平能够达到让客户满意的程度，那么他才会成为客户主要的财富管理银行。

第三个变化是客户对财富的目标发生变化。在最初的时候，2007年市场上是一个非常好的单边上涨趋势，大家对财富增值的欲望被空前地激发出来，所以我们看到客户对创造更多的财富、以及寻求高品质的生活是他的首要财富目标。经过08、09年之后，已经有一部分客户转变了目标，他们对财富保障、财富传承的需求在持续上升。最近一次调查中可以看到，客户对财富保障和财富传承的需求已经上升到前两位了。分析背后的原因，一方面是因为经过经济周期的波动，客户觉得保障财富比创造财富更重要。另外一个原因就是随着年纪的增长，早期的高净值客户已经慢慢地要向第二代进行财富转移了。当这些客户跨进六十岁以后，他们首要目标是把他的企业和财富传给下一代。下一代跟他们第一代的成长环境、教育背景及生活目标是非常不同的，如何帮助他们实现财富的保障和传承成为他们最重要的一个财富目标。目前国内第二代大部分都是在计划生育政策下诞生的，很多家庭只有一个，最多两个孩子。这一代年轻人在成长的过程中家长非常忙碌，财富显现的作用是富二代教育程度较高，一般有留学背景，他们的眼界和经历和父辈很不同，对传承父辈财富的传统行业不感兴趣，有自己的目标和实现方式，也有的在企业接班过程中存在一些困难。如何帮助客户实现财富的保值和传承成为他们最关注的问题。

第四个变化，对境外资产投资比重的增加。在2007、2008年的时候，人民币呈现单边上涨的态势，在这种情况下，境外资产的投资

收益率很难抵过汇率带来的损失。所以客户在境外投资的比例相对是非常低的，我们初步估算不超过 15%。近年来随着人民币单边上涨的趋势转变为双向波动，客户增加境外资产配置的欲望就越来越强烈。特别是在前两年，国内 A 股的表现平平，而香港和美国的股票有不少机会的时候，客户就更加重了境外投资的配置。再加上对养老、子女教育选择投资移民的考虑，带来了境外资产配置需求的进一步增加。

客户对境外的资产配置的顺序先从房产开始，然后是一些风险比较低的固定收益资产，然后到有一定风险的权益类资产，这个顺序是比较清晰的。房产是伴随着移民和留学首先决定配置的一项资产，而由于中国买房客的加入已经炒高了全球一些主要的房产价格（例如伦敦和美国西海岸、澳大利亚、加拿大等）。这些国家也陆续采取了一些措施，比如说香港原来房产是可以作为投资移民的一项资产的，后来取消了，客户只能够投向其他金融资产。在这个时候固定收益类的产品成为了首选，因为作为投资移民来说，移民是第一要务，投资是第二要务，所以客户对投资收益率的敏感度不高，对资产配置服务的专业性要求也不高。之后，当客户逐渐熟悉了境外的投资环境，才开始慢慢增配一些权益类资产。当客户开始进一步增加海外投资的时候，他会发现境外的政治经济环境实际上是比较起伏跌宕的，而且各国的法律和税务等等的要求都有差异。他们在境外投资要同时关注投资环境的变化、法律以及税务三个方面的风险。

第五个变化，资金从实体经济向虚拟经济的转移。我们发现有不少的企业家在实体经济实现盈利以后，会逐渐分离一部分资金进入投资领域，参与各种金融投资。不少企业家最后都成立投资公司，或者参股投资公司的方式，来更多介入虚拟投资领域。这个趋势也是比较明显的。

二、招行私人银行的实践经验

2007 年开始私人银行业务的时候，我们是做了深入思考的。在此基础上，我们希望建立起一套符合客户需求、适应客户现阶段发展状况的服务体系，以及适合我国经济制度环境并结合我们行具有的优势建立的一套服务框架体系。经过八年的发展，我们很好抓住了历史机遇。从 14 年我们的年报数据来看，我行私人银行客户数接近 33000，户均资产在 2200 万以上，累计管理的客户资产达到了 7500 亿元。连续多年的观察数据来看，一直保持在 30-40%的增速，整体体现出客户的年度和稳定性较好，从经营的绩效来讲是不错的。

（一）业务架构

从业务格局来说，招行已经成立了 32 家私行中心和 53 家财富管理中心，基本覆盖了大部分的核心城市。业务架构采用两级架构的扁平化管理模式：总行成立私人银行部，在客户比较集中的城市成立私人银行中心。这跟传统的商业银行多层级总分支行的管理架构是不一样的。

为什么要采用这种不同于商业银行的扁平化架构？因为对私人银行客户的需求的个性化、定制化需要有短的需求反射弧，如果反射链条过长，就会使客户需求失真，给客户提供的方案也就很难满足客户的需求。这是高净值客户有别于传统商业银行客户的最重要的地方。私人银行中心会由总行进行直接专业的培训，这样会对服务的专业能力提升很快。而系统的中后台负责品牌管理、客群推动以及投资顾问及投资策略以及开放平台的运营，还包括后台的 IT 支持以及合规管理，都由总行来统一提供。

客户经理虽然经过了专业的培训，但是否能够满足客户的需要？我们认为人才的培养是个旷日持久的过程。由于国内开始这项业务的时间很短，在整个市场上成熟的私人银行客户经理稀缺珍贵。他们怎么能够提供客户满意的服务呢？我们认为加强中后台的支持非常重

要，我们叫做“1+N”，在后台配备更多的投资顾问、市场分析人员以及投资经理、组合管理经理、税务法律顾问等。这些后台的支持可以很好的协助客户经理在制定客户服务方案过程中解决具体的问题。

（二）资产管理机构和私人银行的关系

招行私人银行并不像其他私人银行可以自己发行资产管理产品，我们只做客户端的服务。我觉得这种架构的安排可以让私人银行更加以客户为中心，用开放式的平台来定制客户服务方案。

我经常做这样的比喻，私人银行相当于客户的私人医生，会定期给客户做健康指标的检测，对健康指标的细微变化都了如指掌，私人医生可以根据这些指标的外部变化给客户提供前瞻性的健康建议，进一步保健，或者针对一些健康隐患进行提前治疗。如果客户需要做心脏手术，那么私人医生不会亲自操刀，而是为他推荐最好的专业外科医生，并安排手术时间。这是我们理解的资产管理机构和私人银行之间的关系。

如果同一家机构的私人银行只卖自己银行的资产管理产品，会让客户对私人银行“以客户为中心”的出发点感到质疑，在某种程度上会有销售导向嫌疑存在，背后会影响到客户对私人银行的信任。而我们建立了开放式的平台以后，我们就可以在平台上更广泛的遴选最佳的资产管理机构和产品，这里面同样也包含我们行内的产品，如果这些资产管理产品有优秀的表现同样也会成为我们选择的目标。但是在某些国内商业银行私人银行不太擅长的领域，比如 PE 投资，我们就会在国内和海外的市场上去遴选最好的 PE 管理机构，由他们发行产品推荐给客户。经过几年的实践，我们已经形成了一套选择这些合作机构的尽职调查的办法和评审制度。

（三）竞争优势

基于以上这种思考，我把我们的服务形式和内容概括成以下几个

特征。

首先，我们差异化的竞争优势在于投资顾问的专业能力。对于私人银行来说，产品不会出现同质化，因为私人银行提供的产品是解决方案。大家可能提到的同质化产品可能是在制定解决方案过程中运用的一些工具，所以这些方案是个性化、定制的，符合客户特定的要求。这个能力体现在两个方面：对客户需求有精准的把握，以及由市场驱动的投资建议和资产配置的能力。

在执行上来说，总行有自己的投研团队，他们会提供全视角的市场研究。这其中包括每个季度投资策略的变化，就是在各大类市场上发掘投资机会，并且正确识别风险。这些投研成果会从两个方面影响我们整个的业务：第一个方面是对产品的创新和发行会起到指导作用，另一方面在客户层面对资产配置策略进行定期的调整，我们会不断的针对客户的配置策略提供新的建议。产品的创新和客户资产配置建议会定期的形成客户新的资产组合配置方案，落地执行并且跟踪检视。这就是我们整套的基于客户需求和市场驱动的投资建议和资产配置业务模式。

第二个特点，开放的产品平台。以客户为中心的私人银行服务体系，一定要把产品平台放开。目前我们的产品包括现金货币类，固定收益类，股票类和另类投资，还有一些财富保障、传承以及海外投资的产品，是涵盖多种投资品类的全面覆盖的投资平台。除了我们行内的产品外，其他的产品都是代销。从表面来看，大家认为招行的销售能力很强，无论是公募产品，还是以 100 万、300 万、2000 万为起点的代销产品都能够形成很大的销售能力。实际上我们不是被动的销售，而是主动的选择合作伙伴。比如对于对冲基金、阳光私募这些产品，我们的筛选门槛还是比较高的。拿阳光私募产品举例，对于主动管理的、客户完全承担风险的产品，我们的门槛非常高。如果连续三年业

绩表现的排名没有进入到行业前 20%，或者管理规模目前没有达到十个亿以上，那么很难进入到我们主动管理类产品合作机构之内。所以有优秀的管理团队，有比较连续的历史业绩、有持续性的管理架构，是给客户带来未来好的投资绩效的保证。

另一方面，我们也会加强对投资产品的创新。如果出现了一些阶段性的投资机会，我们会和合作伙伴沟通，参与到产品的创新设计中。举个例子，结构性理财是银行的一个传统理财产品，但是由于银行的资管部门只能够投向一些评级比较高的债券，结构性理财产品的报价都不是太有吸引力。两三年以前，我们就跟一些券商机构合作，以两融资产作为基础资产，提供一些比较低风险的、优先级的产品，由此为基础做出的结构化理财产品报价就更加有吸引力。

第三个特点，搭建了“1+N”的专业团队。在另类产品中，除了对冲基金我们还有债券套利、管理期货的产品，还有 PE、VC 等。在这个过程中，需要有很高专业程度的团队来保证销售的达成，为此我们搭建了“1+N”的团队。随着客户的增长客户经理也在持续增长，这里面相当大部分是新人，水平参差不齐，所以“1+N”的业务模式成为我们的业务特点。在这个专家团队的支持下，对客户经理就可以专注于深度挖掘客户需求、把握和经营客户关系上。

国内同业经常碰到这种客户，当他对你不熟悉的时候，他对你吐露的需求是只言片语的，这种戒备心很普遍，他只会说需要理财，我不要风险。为什么你家银行理财产品收益率只有 5.2%，其他银行开出 5.4、5.6。这样的客户我们既爱又恨，其实客户背后有更深的需求需要挖掘出来。客户是完全不要风险吗，但是我们据此提供的方案他又认为收益率太低，所以这时候如何从表面发掘客户能够真正承受的风险程度和预期收益率的均衡状态，是需要有一套技巧的。经过培训后，客户经理面对这样的客户就会应对的游刃有余。经过一段时间后

可能会发现客户呈现出的真实需求和最初表达的是不同的。客户可能更关注一些子女或者家人的保障、婚姻关系变化可能带来的风险等。所以在深入探讨客户方案以后，原来仅仅的理财产品收益率差异客户就完全没有提及了。因此，深度把握客户的复杂需求和经营客户关系是我们客户经理首要的任务和能力。

第四个特点，建立了全球资产配置模型。因为虽然客户经理的专业服务得到了一定支持，但是资产配置服务是个专业过程，背后需要有模型科学测算客户资产的风险和收益。经过几年的数据累积，我们的资产配置模型已经成为客户全球资产配置的重要核心工具。

三、对未来发展方向的思考

首先，基于客户的财富传承和保障的需求越来越大，会针对客户需求的变化投入更多资源，发展满足客户需求的手段。我们从三年前开始尝试设立针对超高端客户的家庭工作室，开始推广家族信托服务。其实家族信托不是一个产品，而是一个法律框架和结构设计，通过这种法律框架和结构设计来帮助客户达到财富目标或者风险控制目标。其中客户最关心的问题和想要得到保护的原则和支持的事项会在信托范围内通过设计达成。例如婚姻出现变化后，配偶和小孩的财富该如何分配；例如如何通过家族信托来保证几代以后家族企业的管理权不会过于分散；比如说在企业出现经营风险时，如何通过家族信托来屏蔽这些风险，建立个人资产和企业资产的防火墙。

我们现在做了一百多单家族信托，没有任何两单是完全一样的。客户真正关心的项目和要实现的目标都是非常个性化的。所以能不能够在这个层面上去实现客户的目标，更多的是取决于你跟客户的关系有没有到那个深度，他是否对你信任，愿不愿意把他最关心的私密问题告诉你。我们目前跟客户签订的家族信托最短十年，最长的六十年，

基本上都跨越了两到三代。并且客户签的这个协议是不可撤销的，他把很多的心思托付给我们，作为私人银行来讲，这是客户的信任和托付，我们也会有很强的使命感。

第二个趋势，随着人民币国际化的趋势进一步加强，原来大家把资产放到境外可能是出于移民或者子女教育等目标，现在是真正考虑作为投资了。在境外的投资上私人银行要发挥更多的作用，作为财富管理机构来帮客户打理境外财富，所以我们必须要以很快的速度建立我们在境外市场上的投资分析能力和资产配置建议能力。

虽然在境外市场我们作为新进者经验不足，但是我们毕竟是站在巨人肩膀上，可以在现有机构的经验上去深入的学习、模仿。同时进一步发挥开放式平台的作用，在平台上引进专业的机构投资者，同我们一起服务客户。我想可能用三到五年的时间，初步建立起这样的专业服务能力，帮助客户实现资产的全球配置，并逐步力争完善以客户为中心、统一视图的全球资产配置服务。

第三个趋势，进一步综合化的金融服务。大部分客户都是企业家，近年来很多企业要上市 IPO，或者虽然一些企业没有上市计划，但是可能被其他上市公司看作有并购的机会。其实在投行业务对于企业的资本运作的支持上，私人银行也能够发挥积极作用。因为我们熟悉客户，了解客户的需求，私人银行又有很多的合作伙伴，我们可以发挥交易撮合能力，挖掘投行业务机会，联合起来可以给这些客户背后的企业提供更加综合的金融服务。而银行本身提供融资类的金融服务，所以基础的商业银行服务也是私人银行服务的重要部分。整个金融服务背后会有法律、税务的安排，这些方面私人银行都会发生积极作用，而且由于我们立场的中立性，我们提供的建议更能够站在客户的角度，也更受客户的信任和欢迎。

总体上来说，虽然私人银行客户是一个小众群体，但是他们的财

富量很大，会对整个社会起到至关重要的作用。另外一方面，私人银行客户进行的投资也有利于社会可持续的发展。所以私人银行有责任有义务进一步为客户提供更加全面的金融服务，也希望在平台上能够和金融、非金融合作伙伴探讨下一步的发展趋势，进一步优化改进我们的服务。

四、问答环节

Q1：如您所说，私人银行的发展趋势之一，是客户正在从过去更多强调追求财富增值转变为追求财富的传承和保障。而从最近很多新闻报道中也可以看到，现在富二代一方面面临家族企业财富的传承，而另一方面他们又走向创业，尤其是在新兴领域，比如互联网、传媒等领域。那么作为私人银行在富二代的财富传承和创业方面能够给予什么支持，这方面招行私人银行有什么样的规划？

A1：富二代人群是我们非常关注的对象，为此我们也成立了“青年精英会”组织，在这个平台上我们会选取年龄、教育背景等差不多的人群进行互相沟通和碰撞。确实如你所说，他们很多人不太满足于继续接手父辈的传统产业做财富管理，而是选择自主创业，开创属于自己的新天地。而这方面也发生了一些变化，早些年他们比较热衷于自身做 PE 投资，而近年来高科技、互联网、新技术的应用越来越得到青睐。这些年轻人受教育程度相对于父辈高，信息来源也更加广泛。但是他们对商业运作模式以及在创业及后续的商业理念落地执行，真正做成企业的过程中对所面临的风险和运作难度的考量还不太充分。他们的父辈很多会给子女设立一个创业基金，设定投资的最高限，实际上允许他在投资的过程中犯错，做一些具有一定风险的前期投入。经过一段时间以后，出现一些分化。很多可能会投资失败，最终又回到父辈的传统产业中参与公司管理，对管理流程、制度业务方面进行

改进，但仍然是依靠原有的业务板块。还有一些富二代确实在风险投资过程中获取了不少经验，有了比较好的成绩，这种情况我们会积极的介入。如果他对选择的投资方向的正确性把握不太明确的话，我们会选择一些投资机构帮他提供一些建议，或者引入一些创业投资基金帮助他做规划。所以我们可以利用自己平台的资源，帮助他们获得更多创业成功的机会。

Q2：客户对于资产配置模型的接受程度如何？对于海外资产配置，除了房地产或者投资基金，对于全面的海外资产配置报以什么态度？

A2：客户接受模型之前，客户经理要先接受。资产配置模型是客户和客户经理沟通的核心工具。假设没有这个模型，客户经理开始可能会给客户讲组合里的某些产品，但是对于这些产品之间的相关性对于组合的影响、这个组合过去的收益和风险的表现，回到这个模型上和客户沟通的效果更好。实际情况也是这样。客户一开始接触这个模型可能会很陌生，这就需要客户经理在自己理解的基础上深入浅出的给客户解答这个模型。所以客户经理要首先接受模型并会熟练的运用这个模型。

房地产和投资基金并不是完全意义上的全球资产配置的部分。因为房地产购置的核心并不是为了投资，而是为了移民或者为了子女上学。虽然房地产或者投资基金的价值可能会波动，如果上涨会获得不错的增值收益，但是在做这项决定的时候目的并不是投资，不是全球资产配置意义上的分散投资、降低风险的目的，而是其他需求所带来的投资行为。但是人民币国际化趋势下，真正投资意义上的全球资产配置开始进入到了一个实质性的阶段。

Q3：海外资产配置是招行私人银行的三个业务重点之一。海外资产管理团队的遴选标准方向是什么？从我们了解来看，海外资产管

理团队可能对国内高净值客户需求方面存在沟通不畅的问题。国内高净值客户对预期收益率非常高，但是海外资产收益率很多不能达到国内市场的水平。怎么解决客户预期差的问题？

A3：对海外资产管理的合作伙伴的遴选，我们现在刚刚开始，所以确实不像我们在国内有比较明确的标准，合作伙伴都有白名单。对于海外资管团队的遴选标准建立还需要时间。从大类可以划分为公募类产品和为高净值客户提供的私募类产品，既有基础的常规性配置工具，可以比较灵活容易购买到的产品，也有把握特殊投资机会的产品。在这方面我们确实还没有更多清晰的标准。如果有其他机构对这方面有了解，比如境外其实也有专门的机构来做这方面的投资评价，我们期待合作。

跟国内客户沟通的问题上，正是我们发挥作用的领域。确实存在这种问题，国内客户对海外投资市场不熟悉，跟资产管理机构沟通的规则和约定并不了解，加上国内投资高收益的影响，国内客户对资产收益率预期比较高。但是现在客户也在逐步的了解海外资产投资的特征，不会长期持有对收益率的高预期。我们团队在这方面可以起到很好的沟通作用，我们会在海外主要区域设立海外私人银行中心，既有我们内地外派的人员，也有在当地招聘的员工，组成共同服务团队，形成一个桥梁，把客户的需求和海外资管团队提供的产品做很好的衔接匹配。

Q4：中国高净值人群有巨大的财富管理需求。过去几年很多机构都在介入这个领域，有专业的资产管理机构，除了私人银行，还有信托、诺亚等第三方理财机构等也加入竞争，您认为他们各自的优劣势是什么？

A4：信托目前更多扮演的是资产管理机构角色，而信托公司能够真正向下延伸到对高净值客户的资产管理服务上的还是比较少。信

托公司组建的服务团队其实是作为资管的销售角色出现，也受制于信托作为资管机构提供的产品的单一性，为高净值客户提供资产配置服务也是有一定难度的。这是信托跟私人银行的主要差别。

像诺亚这种第三方财富管理机构，目前来说他们在给客户提供资产配置的建议和对合作伙伴的遴选方面，做法和我们相似，都是建立开放的平台。但是商业银行私人银行的母体是商业银行，可以涉及到更多其他的业务领域，提供综合化服务。举个例子，比如传统的存款贷款业务，客户可能需要资金的流动性支持，或者客户背后的企业需要贷款业务，恰恰是商业银行最基础的业务内容。再比如客户需要信用卡，我们有从普通信用卡到最高端的黑卡，有全套服务各个阶层财富状况的客户的产品。还有比如企业背后可能有投行类的业务需求或者其他公司金融类需求，我们商行背景的私人银行可以利用平台提供更多综合的服务。这是从业务上来讲根本的差别。而作为商行背景的私人银行，拥有的客户信任度和作为资产管理服务机构的定位来讲，也存在差别。

Q5：国内现在从财富管理的角度上，客户是比较希望投资不同的具体的职业经理人，还是投资 FOF 更为接受？

A5：其实这两种形式我们都曾经尝试过。作为财富管理类的客户，我们更多的采用 FOF 的方式，因为他们财富量比较有限，又想投资很多品种，通过 FOF 的方式可以得到更多资管公司的服务。而对于私人银行客户来讲，财富量级别比较高，同时我们希望在客户层面，而不是在产品层面，来完成组合的确定。每一个客户背后都是单一管理人的组合选择，而不是作为产品打包出售给客户。在海外，我们两个方面都会尝试，看看客户的接受程度。初步的感觉是，可能 FOF 会是我们的选择方向。

第 81 辑

(2015.5.14)

行为经济学在零售银行产品和定价策略上的应用

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

柯崴博士为西蒙顾和管理咨询公司合伙人，常驻纽约和多伦多，主管北美银行业及金融科技业的咨询业务。他专门研究营销和运营接触面上的一系列问题，已为北美及欧洲 60 多家商业和零售银行担任过存贷产品价格优化、客户价格心理学、定量营销模型、风险管理等问题的咨询顾问。柯崴博士经常在美国和英国金融服务业的顶级期刊发表文章和社论，包括 Bank Accounting & Finance，BAI Banking Strategies 以及 American Banker。他也为哥伦比亚大学商学院撰写过零售业定价的案例，并多次在哥大及纽约大学 MBA 定价课程上作过客座演讲。柯崴博士具有哥伦比亚大学商学院运营管理博士学位以及哥大工程学院电子工程、应用数学双学士学位。博士论文中对零售商品摆放的最优化算法被迪斯尼采用。本科则以最高荣誉（summa cum laude）毕业，并获得 William L. Everitt 奖章和 Tau Beta Pi 荣誉协会终生会员资格。

行为经济学学派因 1979 年诺贝尔经济学奖获得者 Kahneman 和

Tversky 提出的“前景理论”而产生。前景理论首次把心理学理论带进了经济学的模型，在此之前经济学理论都假设人是理性的，行为经济学理论开始承认，人有的时候是不理性的。而了解这些对商家、银行等服务提供者都有启发性。

一、行为经济学简介

案例 1 BBQ 烟灰缸的支付意愿

方便的成本。烤肉是美国夏天很流行的活动。左边炉子是普通产品，价值$99，右边是一个升级版的炉子，带有一个烟灰缸，可以收集烤肉的炭灰，价值$159。价差达到 60 美元，升级版的炉子价格高 60%，但事实上生产烟灰缸本身的成本并没有 60 美元。之所以能有高溢价，是因为通常情况下，消费者愿意多花 60 元购买升级版的炉子。当然自己也可以动手安装一个烟灰缸，但这种升级版的炉子使用起来更方便，也就是方便因素。心理学认为，人们愿意选择更方便的东西。所以即使只有 10 美元的制造成本，消费者也会愿意花 60 美元购买。

案例 2 保时捷刹车系统的支付意愿

Different braking system

- Carbon-fiber reinforced ceramic brake discs
- Clearly better deceleration than conventional braking systems
- Different color!

Price premium $10,000

炫耀的成本。左右两个保时捷车型一样，唯一的区别是刹车系统——高级版的刹车系统采用性能更好的碳纤维材料。买保时捷，从一定程度上来讲是炫耀的心理。买右边这个高级版的保时捷，如何让别人知道是高级版型号呢？厂商在颜色上做了区别。左边普通版采用红色刹车，而右边升级版的采用黄色刹车。这两个刹车系统差价在 1 万美元左右，同理，生产成本并没有 1 万美元，但客户愿意多花这些钱来满足炫耀的心理。

案例 3 租车保险：中间的选项最合适？

Car rental insurance options		
A	B	C
$750 deductible	$250 deductible	$0 deductible
$5	$20	$30
☐	☐	☐

在希腊圣托里尼岛租车时，有三种租车保险可选。A 选项每天付

5 元，出了事自己付 750 美元，其他由保险赔付；B 选项每天付 20 元，出事后自己付 250 元；C 选项每天付 30 元，出事后不需要自己付钱。不同人有不同的心理。如果认为自己开车很小心的，会选择最便宜的选项；如果对路线不熟悉、怕出状况，会选择 C 选项；如果不确定到底属于何种情况，可能会选择 B 选项。租车店老板的统计数据显示，70%的客户会选择 B 选项。为什么呢？行为经济学认为，当有多个选项时，人们通常不愿意选择两边的选项，因为那些方案显得太极端；绝大部分人认为选折中方案合适，道理类似于中国古话“中庸之道”。选择中间选项的意愿是非常强烈的，如果三样东西的定价有差价，但是差价不多，大多数人都会选择定价在中间的那款产品。后文讲到房贷案例时，这个心理现象会再次出现。

案例 4 葡萄酒的购买意愿：价格锚点的作用

设定两个不同的情景。第一个情景，有两种葡萄酒，Chardonnay, California 2011，35 美元；Pinot Grigio, Italy 2009，49 美元。如果只有这两个选项，68%会选择左边那个，32%的人选择右边那个。第二个情景，在两种选项的基础上，再增加一个选项 Chabils, France 2006，89 美元。这时，选择 49 美元的酒的人，从原来的 32%上升到 67%。这就是价格锚点的作用。

价格锚点是指，当存在多个选项时，消费者首先会用眼睛扫描，看最高的价格是多少，于是最高价成为判别其他商品是贵或便宜的依据。上述案例中，最高价是 49 美元时，消费者觉得 35 美元比 49 美元便宜得多，所以会选择 35 美元；当锚点从 49 元变成 89 的时候，消费者会觉得 49 美元相对于 89 美元是很便宜的，所以大部分人选择 49 美元产品——这种选择不是完全理性的。因此，决定购买意愿的时候，价格锚点起了作用，消费者失去理性。同理，高级餐厅一般会在酒单上把最贵的酒先列出来，其原因也是利用价格锚点作用。

案例 5 经济学人杂志订阅的价格

The Economist **Subscriptions**: Which subscription option would you like to get?

Group 1

Option	Price in USD	% of people choosing option
Economist.com subscription only	59	68
Print + economist.com subscription	125	32
Average revenue per subscriber	**$80**	

Group 2

Option	Price in USD	% of people choosing option
Economist.com subscription only	59	16
Print only subscription	125	0
Print + economist.com subscription	125	84
Average revenue per subscriber	**$114**	

毕业于杜克大学的行为金融教授 Dan Ariely 曾举过关于经济学人杂志的订阅案例。

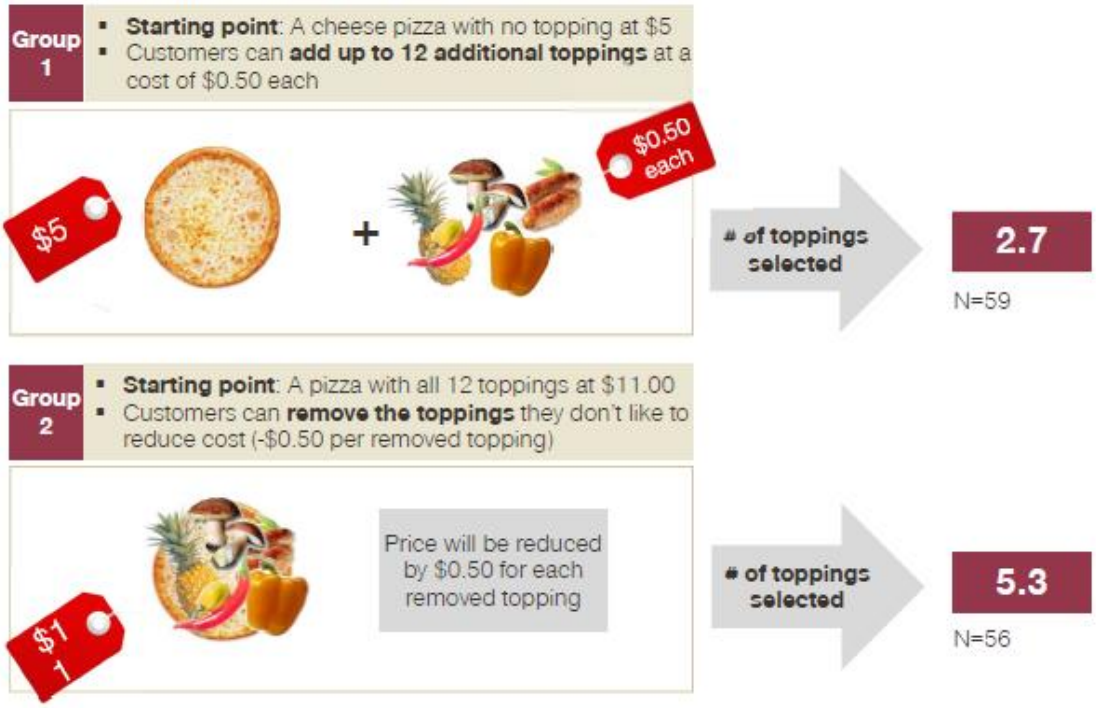
第一个情景有两种订阅方式。一种是电子版，年费 59 美元；第二种是纸质版+电子版，年费 125 美元。结果发现 68%的人选择电子版订阅方式，32%的人选择第二种。原因是，第一个选项的价格相比于第二种便宜了一半，而内容都是相同的，所以大部分人选择便宜的。

第二个情景增加了一种选项：纸质版，定价同样是 125 美元。仔细分析，增加的这个选项应没有人选，因为纸质版+电子版订阅方式的价格和这个选项的价格是相同的。实际上也是如此，没有人选择这个增加的选项。理论上说，增加的这个选项应该对选择没有影响，但

实际上消费者的选择偏好却完全发生了变化：84%的人选择最高价格的选项，纸质版+电子版订阅方式；而电子版订阅方式，只有 16%的人选择。

人不是非常理性的，但有时候也是理性的。人不是非常理性，是说人其实是在某种特定的条件下会理性，但不能保证人在所有情况下都可以理性。第二个情景中，面都第二个选项和第三个选项，人们不会选择第二个选项，这是理性的；但是既然在第一种情境中选择第一个选项，到了第二种情形的时候，人们就被框住了，忘记了当初在第一种情景中的选择，转而选择了第三个选项。这在行为经济学中被称为“有限理性”。

案例 6 默认选项会影响购买意愿

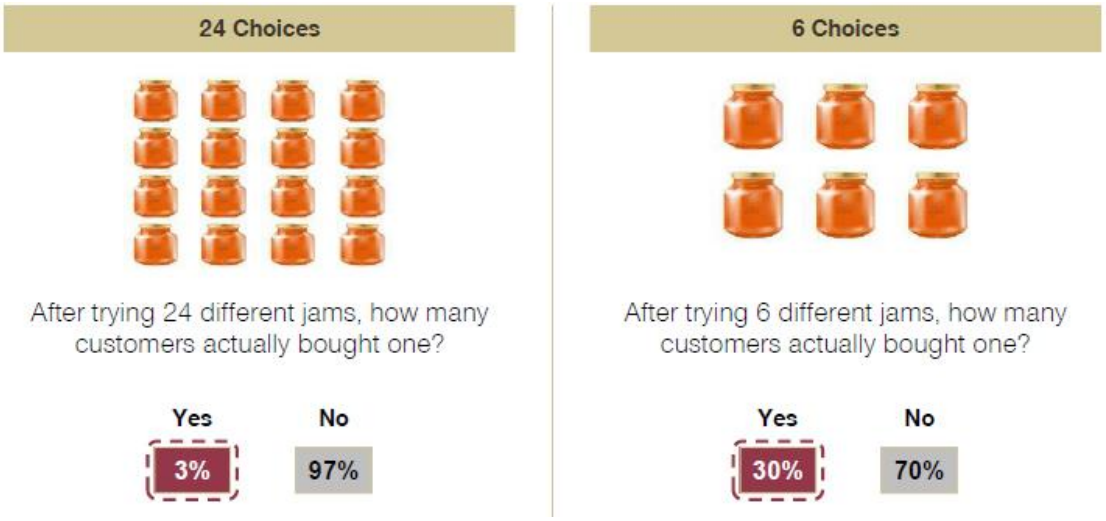


定制自己选料的披萨，有两组售卖方式。第一组，不加料时 5 美元；可以加 12 种料，每种料 0.5 美元。第二组，一开始呈现在消费者面前的是有 12 种料的披萨，价格 11 美元；可以选择去掉不想要的料，每去掉一种料价格减少 0.5 美元。

如果消费者是理性的，两组的选择结果应当是一样的。但第一组

中，消费者平均选择加 2.7 种料；第二组中，平均选择留下 5.3 种料，比第一组多 2.6 种料。这说明默认选项也可以影响购买意愿。卖复杂商品，如银行业、保险业的产品，如果把全部选项都加上后介绍给客户，并告诉客户可以把不需要的选项去掉，客户一般会选择留下来很多选项，这样卖出来的产品的平均价格就会比让客户往上增加选项的售卖方式得来的价格高，大大改善经济效益。

案例 7 太多选项只会降低购买意愿



哥伦比亚大学的行为经济学教授 Sheena lyengar 在博士论文中做过以下实验。有两种不同的卖果酱的方式，第一种方式，店中放置 24 种不同的果酱让大家试吃，然后询问试吃的客户是否会选择购买其中一种果酱，结果只有 3%的人选择购买。第二种方式，店中放置 6 种不同的果酱让大家试吃，同样询问试吃后的客户是否会选择购买，结果有 30%的人有购买意愿。

这是决定机制的作用。选项太多，脑中要进行很多的计算比较，A 比 B 好，C 又比 B 好，等等……太多计算会让人疲劳，让人害怕做出错误选择，而为了避免这种错误，就会直接放弃选择。但如果选项数目适中，脑中不需要做太多计算的话，就会倾向于从选项中做出选择。

这个现象在 3 年前纽约时报上的一篇文章中也有提及。文章讲的是以色列监狱系统中给犯人做假释的裁判官如何做决定，发现裁判官在早上的时候比较容易裁决犯人可以假释，但到了下午 4 点就不容易裁决犯人假释。上午 9 点到 11 点犯人被裁判官假释的概率，要比下午被假释的概率高很多。原因可以这样解释，人一般在上午的时候大脑更加清醒，但是到了下午大脑就比较疲劳了，假释裁判官怕做出错误的决定，所以最保守的办法就是不做决定、不做裁决。

案例 8 iPad 的定价理念：简单化+抓住消费者看重什么

iPad 产品本身有很多创新的地方，其定价理念也反映了苹果公司的创新。iPad 的定价有两个方面特点：一是简单化，二是抓住消费者看重 iPad 的关键因素。iPad 是又不完全是电脑，但与电脑有很多相通的地方。退回十几年前，买组装台式机比买笔记本电脑要关心更多事情，如屏幕如何、内存和硬盘的容量、鼠标配置等，很多东西需要自己去挑。苹果公司推出 iPad 时认为，这些东西并不重要，消费者最关心的是 iPad 能存多少资料。图片中右上角是定价表，有 16、32、64G 的内存，根据这个来定价。此外，iPad 是便携式的，很多应用程序都是通过无线网起作用。无线网络有两种连接方式，一种是 WiFi，

另一种是 WiFi +3G。这两种方式无非就是只能在咖啡厅或者家里能上网，还是到处都能上网的区别。

再回到定价上面，内存从 16G 到 32G 到 64G，差价是 100 美元；加上 3G 的功能，差价是 130 美元。如果学过工程方面的知识，会知道 3G 的芯片本身或者更大的内存的生产成本达不到 130、100 美元。但和保时捷的例子相似，消费者会觉得，内存翻一番是值得多花 100 美元的，或从 WiFi 到 WiFi+3G 的连接方式带来的方便程度也值得多花 130 美元。这个价格表，一方面告诉消费者只需要关注内存和无线网连接方式上的区别即可，简单化；另一方面苹果公司也抓住了消费者看重的因素是什么。

以上是行为经济学在日常生活中的应用。很多成功的厂家都会用行为经济学来进行定价。

二、零售银行业传统的定价思路

（一）错误的定价思路

零售银行业传统的定价思路虽不能说不对，但是没有达到价格最优化的结果。西蒙顾和每年会做一个年度定价调查，图中是 2014 年银行业的调查结果。数据显示，银行业只有 23%的产品是达到盈利目标的。很多零售银行面临的最主要问题是，他们有很多产品是靠收费来达到盈利目标的，收费标准可能每年会涨一些，但 2014 年想把收费标准往上提的银行中，只有 34%成功提价。从这两个数据来看，提价不当是一个很麻烦的事情。

案例 1 2011 年美洲银行以极不明智的方式调升借记卡的月费

Durbin amendment placed a cap on debit card interchange fees

Banks planned to recuperate fee gap with a consumer fee for debit

Bank of America debit card fees slammed as "Durbin Tax"

Debit fee backlash highlights consumer mistrust towards banks

Banks back away from implementing monthly debit fees

- In late September 2011, it was revealed that BofA had plans to introduce a monthly $5 debit card fee
- Failure to understand customer price psychology and mistakes in value and price communication drew public attention to negative aspects of the new fee
- BofA saw 20% jump in closings, while the National Association of Federal Credit Union reported a 700% increase in account opening

从业务格局来说，招行已经成立了 32 家私行中心和 53 家财富管理中心，基本覆盖了大部分的核心城市。业务架构采用两级架构的扁平化管理模式：总行成立私人银行部，在客户比较集中的城市成立私人银行中心。这跟传统的商业银行多层级总分支行的管理架构是不一样的。

美洲银行在 2011 年做了一件非常不明智的事情。美国的借记卡一般都是免费的，现在也是免费的，但 2011 年美洲银行作为美国比较大的银行，第一个试图对借记卡加收 5 块钱的月费。为什么要加月费呢？2007 年金融危机后，美国国会通过了很多针对金融业的法案，其中有一项 Durbin amendment，是美国国会民主党的第三号人物提出的。银行发行借记卡的主要收入来源，是消费者在商家结账刷卡的时候，商家付给银行的跨行手续费，过去每次刷卡消费银行平均可以赚 0.5 美元手续费，而后来规定刷卡手续费最多只能赚 0.25 美元，银行在这个项目上收入就减少了一半。美洲银行思考减少的收入怎么去弥补，最后决定通过加收月费的方式转嫁给客户。由于 2007 年次贷危机从银行业开始，2011 年是全美对银行品牌的形象评价最低的时候，公众当时非常不喜欢银行。美洲银行宣布加收月费以后，引起客户反

抗，最后只能收回加收月费的决定。

为什么会引起客户激烈反抗？人并不是无限制理性的，但如果创造了能够理性的条件，那么就会是理性的。美洲银行在借记卡收费上是怎么创造理性条件的呢？美洲银行把月费从 0 调到了 5 美元，而对借记卡本身并没有做任何改变。可以试想一下，一个月前使用这张借记卡美洲银行没有收我的钱，一个月之后还是这张卡，但却收 5 美元。作为消费者很容易比较得出，交 5 美元的状态是令人不喜欢的状态。所以，美洲银行不改变其他任何相关的服务和产品，只上调价格，导致的结果就是制造了让消费者能成为非常理性的人的空间。既然非常理性，消费者就会觉得现在的状态他不喜欢，当然就要反抗。这是美洲银行的前车之鉴，这也是为什么美国所有银行借记卡都还是免费的。

（二）你的产品不一定只能依靠价格优势来竞争

欧美银行的利率市场化已经很多年了，银行产品比如一年期、两年期存款的定价其实是利率，本身也是价格。银行对产品的定价并不是完全从银行内部的角度确定，也要根据银行同业市场上的竞争状况来确定价格。很多银行认为自己的一年期存款产品和其他银行的一年期存款没有什么本质区别，属于初级产品（commodity product），而初级产品只能依靠价格优势来竞争——其实并非如此。这里举出一个例子，给大家一些启发。

案例 2 铅笔的差异化定价

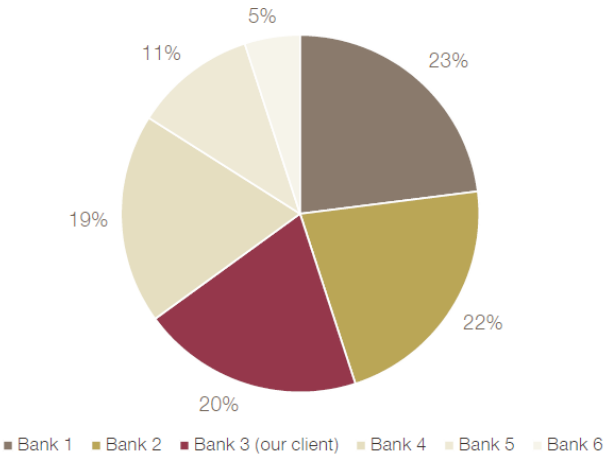
铅笔是一个再普通不过的初级产品，而且很便宜。图中最左边没有牌子的铅笔非常便宜；第二种铅笔印了牌子在上面，做工比左边的铅笔好一点，价格就上升到了 1.6 美元；第三种铅笔比第二种铅笔性能、做工更好，价格上升到 3 美元；最右边是所谓的最完美的铅笔，一支卖 57 美元。所以就算铅笔这种再普通不过的东西也能做出价格上的巨大差别，通过在性能和功能等很多地方做出差别来。这和后文要介绍的房贷的例子类似。银行的从业人员可能会认为自己银行的产品和其他银行产品没有什么区别，但是在某种程度上，尤其是对于比较复杂的产品，还是可以做出和竞争者产品有很大不同的。

案例 3 饮用水的差异化定价

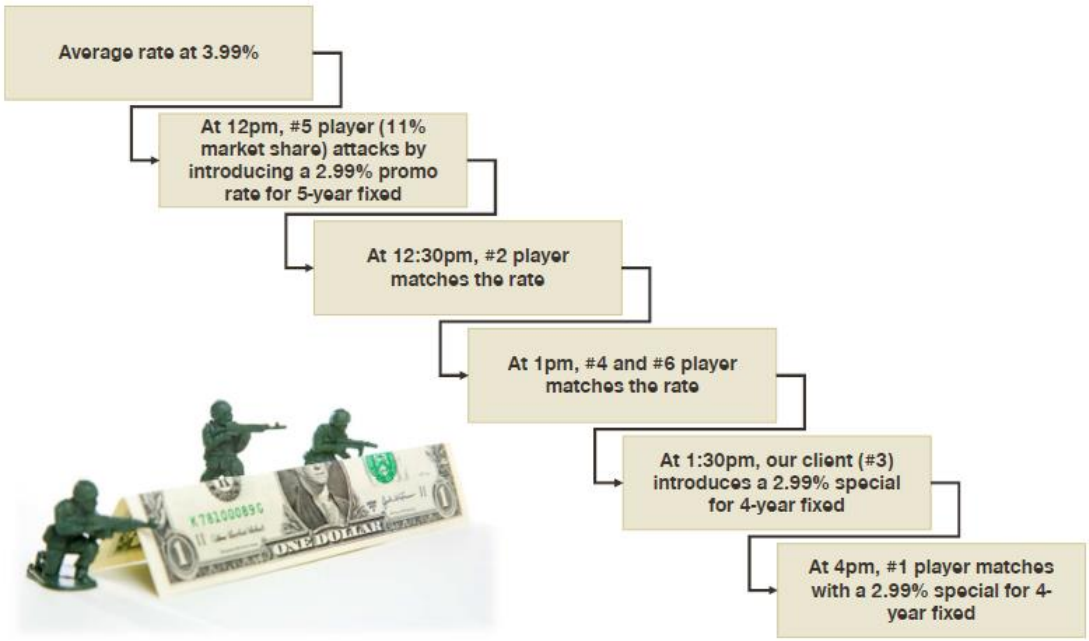
水是再普通不过的东西，全球 70%都是水，其实水也能有价格上的区别。自来水最便宜，而从北欧过来的 VOSS 价格就要每升 4.52 英镑。水本身的化学成本没有本质区别，但从消费经济学、产品设计的角度还是可以做出一些不同的版本，价格上就会有很大的不同。

三、行为经济学在零售银行业的应用——房贷案例

房贷的产品设计本身比较普通，有 30 年、15 年、10 年、5 年不同的贷款期限，有不同的利率，这些产品本身没有什么区别。但即将介绍的房贷案例说明，房贷可以在某些功能和特点上有所区别。



案例中讲的是加拿大的房贷市场。加拿大市场有六家比较大的银行，最大的银行占有 23%的市场份额，最小的占有 5%的市场份额。案例中这个银行的市场占有率排名第 3，占 20%的市场份额。

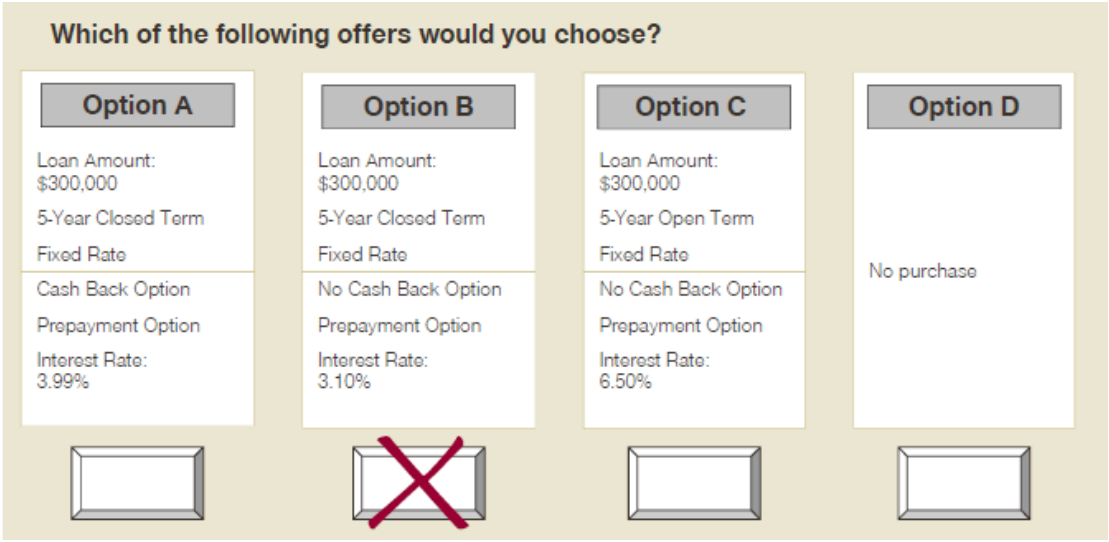


图中描述的是六家银行之间的价格战，六家银行中的老五经常挑起价格战。起初整个市场房贷产品利率平均是 3.99%。12 点整老五挑起战争，推出一个新的产品，五年期利率 2.99%，比整个市场平均价位整整低 100 个点。12 点半的时候，老二开始有反应，也推出了 2.99%的产品。1 点钟时，老四和老六跟进。1 点半的时候，老三——我们要讲的这个银行——推出了 2.99%的产品，但不是五年期而是四年期。4 点钟的时候，老大也推出了 4 年期 2.99%的房贷产品。这是市场本

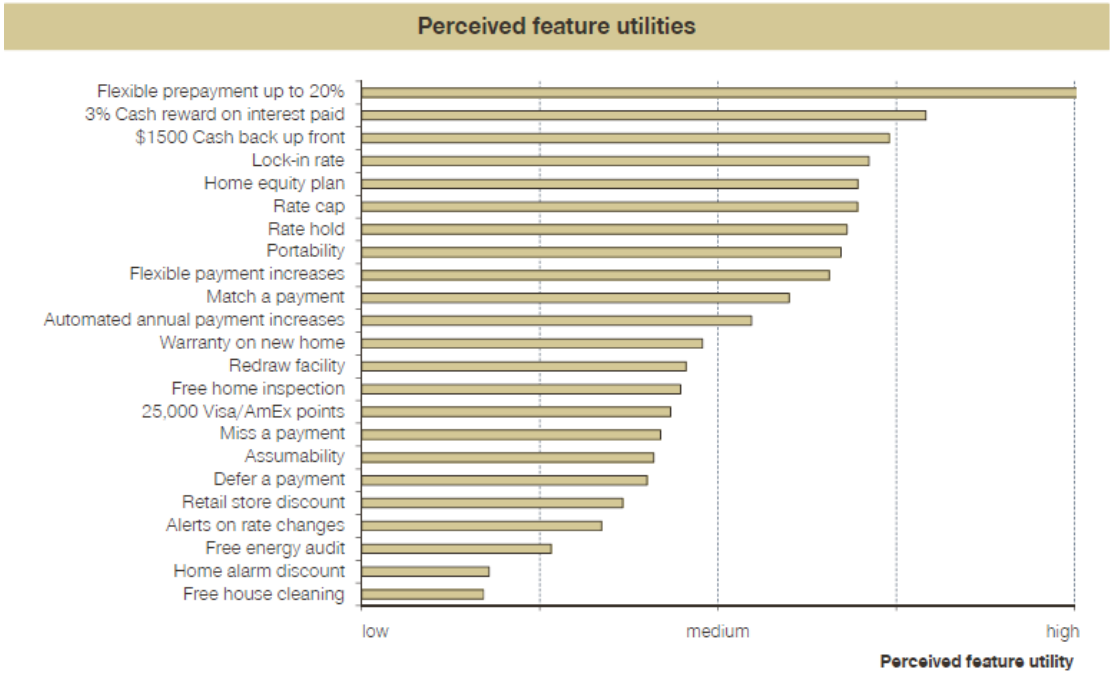
身的特征，一旦有一个市场参与者做出价格上的调整，所有其他参与者基本半天左右时间就会跟进，这是比较经典的价格战争现象。

但其实房贷不是一个只能依靠价格来竞争的初级产品。房贷产品本身有很多特点，上图中左边是比较普通的特征，包括贷款期限、分期付款期间、浮动或固定利率、偿还频率，从这些来看可以认为是初级产品。但右边是比较高级的特征，每家银行做出来未必是一样的。如果你在美国借了钱，每天都可以还，100%提前偿还也没有任何限制；但是有意思的是，加拿大的房贷提前还款有限制（prepayment limit），一般是 20%左右，有的银行是 15%。如果在上一个价格战的例子中，老五推出 2.99%的五年期放贷产品的同时，把提前还款的限制从 20%提升到 5%，这种产品和原来 3.99%的市场价的房贷产品其实就不一样了，除了价格不同，提前还款特征上也有了不同。

再看其他特征。Portability flexibility 是说，买房几年以后想把这个房子卖掉再买一个新的房子，如果原来买的房子有贷款，可以把这个贷款移到新的房子上，这个特征也不是所有银行都有。Miss-a-payment 是说，如果买房后担心未来发生失业等不好的事情导致无法还款，可以由你自己决定在整个贷款期限中有一次或两次不还款，这也是非标准的特征。所以，银行可以用这些高级条款来定制房贷产品，最终目的是让定制后的房贷产品能有不同的价格。

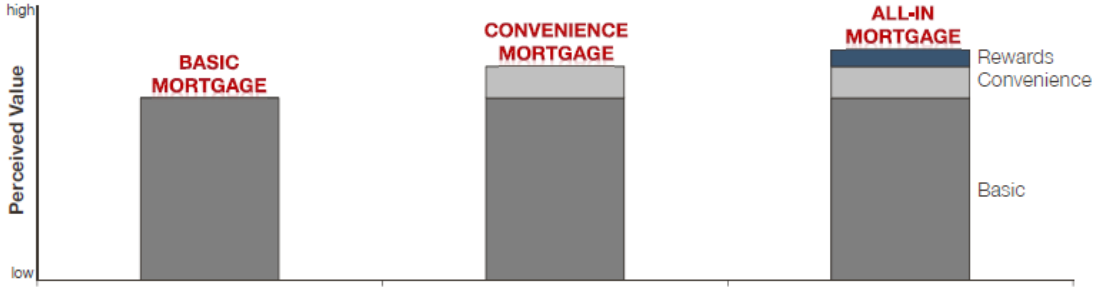


如何定制贷款产品呢？可以在客户调查中加入联合分析模型，用比如填写调查问卷这种比较虚拟的方式，得出客户对房贷不同条款的效用的大小。每个客户看到房贷产品后，可能对 prepayment，miss-a-payment，early renewal 或 portability 等不同的特征感兴趣，但是从平均值来看，某些特征的效用比较高，有些特征的效用比较低。通过联合分析模型，可以发掘这些效用。

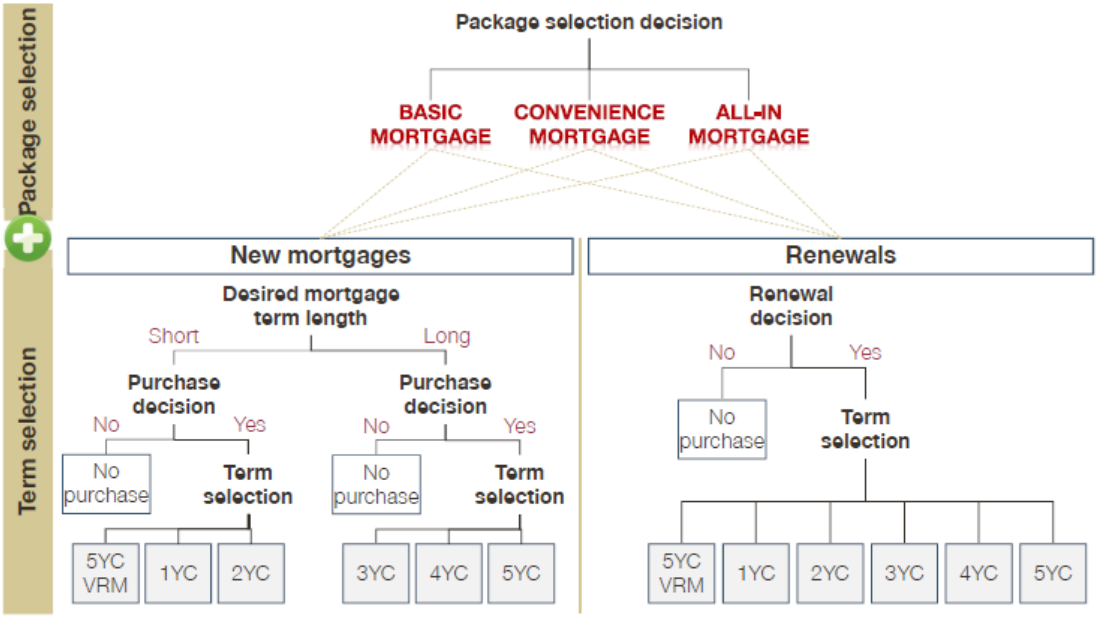


上图中调查问卷的结果列出了客户对房贷产品每一项功能或选项的效用。效用最高的是 prepayment limit。第二高是 3%现金返还，

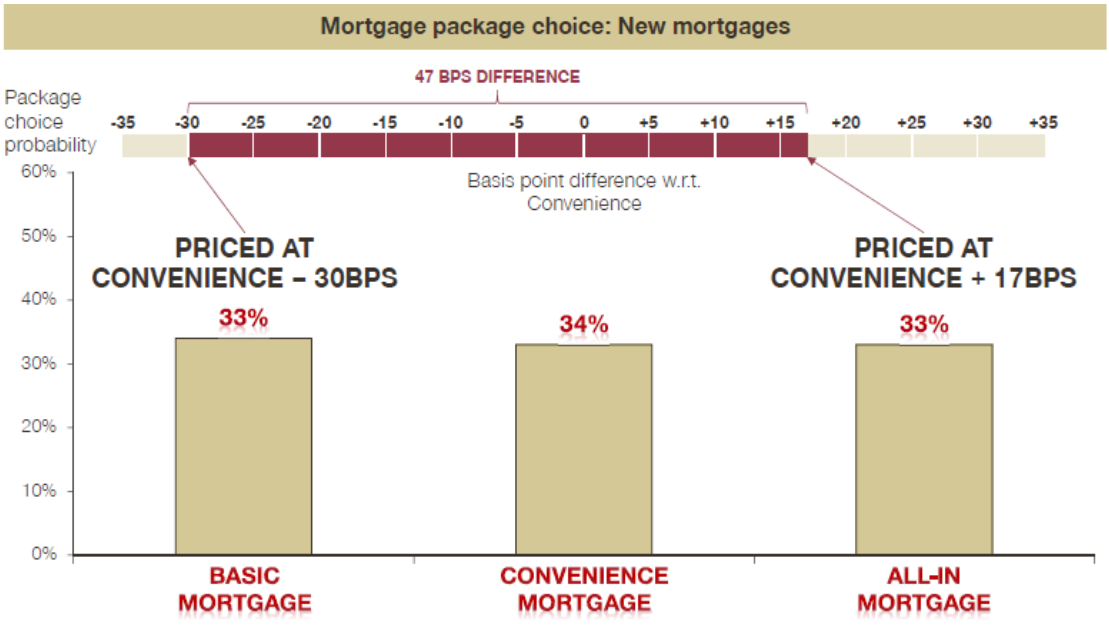
即月付 1500 美元还房贷，其中 700 美元是利息，银行还给你若干美元作为利息偿还的现金返还。第三高是$1500 Cash back up front，意思是你如果到银行借房贷，所有的手续办好之后，还给你 1500 美元，这些钱可以用来买家具。每个特征都有效用，可以把效用转换成价格，之后加在一起可以算出总的价格。联合分析模型就可以得出效用的区别，进而算出价格的区别。



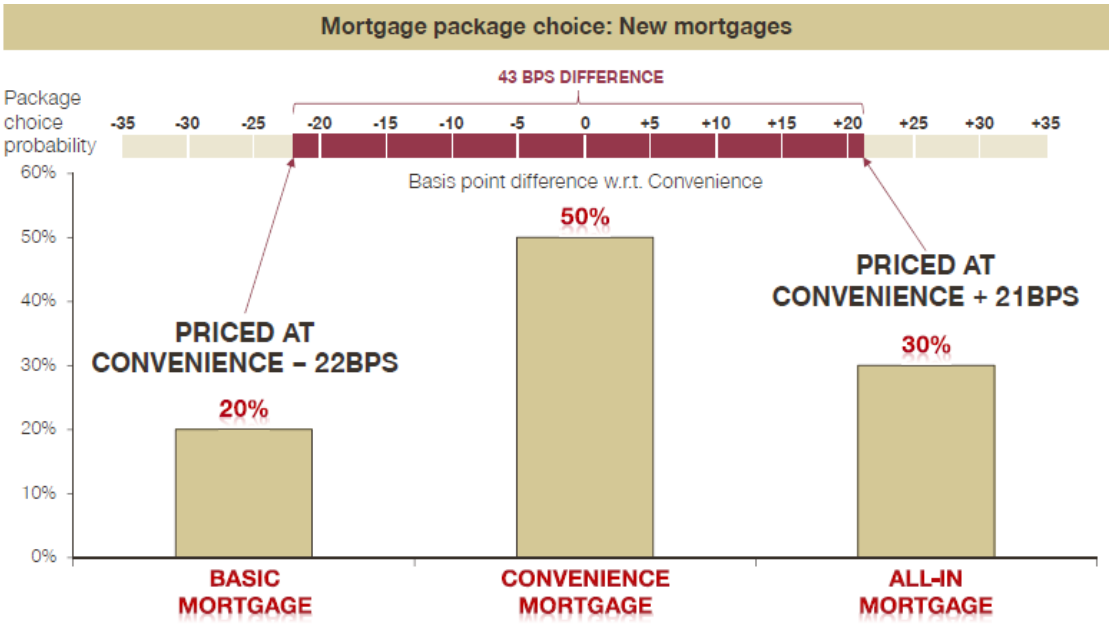
如果把刚才不同特征的效用像搭积木的方式重新组合，可组合成多种不同的房贷产品。途中提供的是其中一个组合方式，组合成三个不同级别的产品：BASIC MORTGAGE，最普通的房贷产品；CONVENIENCE MORTGAGE，最普通的房贷产品上加了一些特征，比如比较高的提前还款限制、portability、miss-a-payment 等；ALL-IN-MORTGAGE，进一步增加如 reward、cash back、信用卡积分等更多好处。



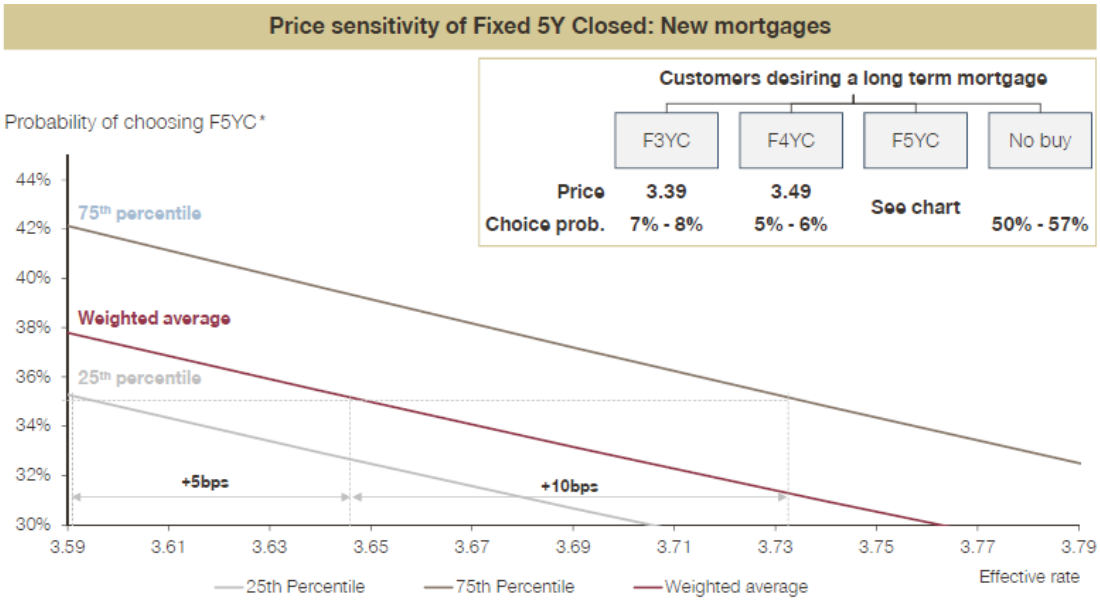
用计量模型预测客户对每一种房贷产品的需求。客户有三种不同的 package selection，各自对应不同的情景，new mortgage 和 renewals。加拿大很多房贷的固定利率期限比房贷本身的期限要短，比如房贷期限本身是 15 年，固定利率期限是 5 年，5 年到了以后要重新去更新房贷产品，所以有 renewal 的情景。从房贷本身来讲，有 5 年期、10 年期等不同的期限。如果你把单个 package 乘上 5 年期、10 年期的不同期限的话，能得出房贷产品的不同组合，可以用计量模型的方式来预测客户对不同的房贷产品的需求。



用不同级别的差价控制需求流量。如果这三个不同级别的房贷产品的利率，在第一级和第二级相差 30 个 bp，在第二级和第三级相差 17 个 bp，可以预测选择这三种级别产品的客户差不多都是三分之一，第三级和第一级之间价差大概是 47 个 bp。

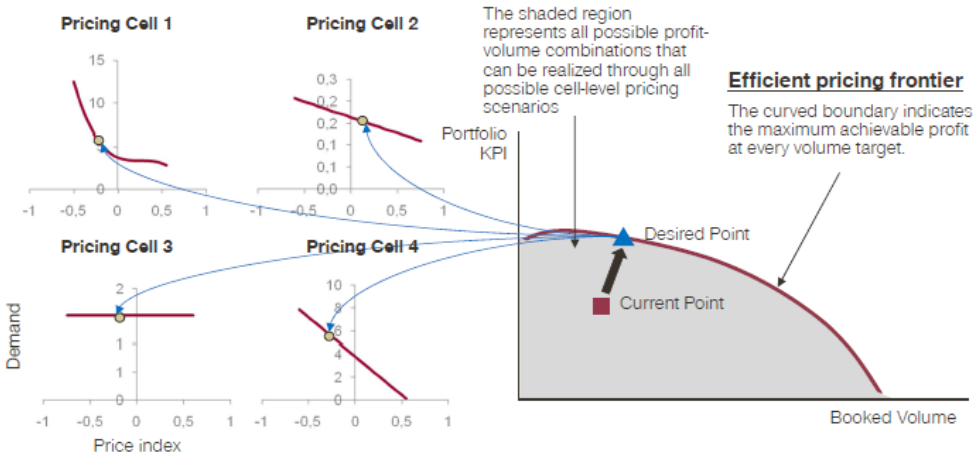


如果采用另外一种差价方案，同样是三个不同级别的房贷产品，但是差价不同。第一级和第二级差 22 个 bp，第二级和第三级相差 21 个 bp，结果是三种房贷产品的客户比例分别是 20%、50%和 30%。还可以用相同的原理算出其他差价方案中客户需求的比例。前面圣托里尼的汽车保险的例子表明，会有 70%的人选中间的选项，当然根据价差的不同，这个比例可能会在 70%左右浮动。这个例子中有 50%的人选中间选项。如果要让 70%的人都选择中间的产品，可能要把最基本级别的和最高级的产品的价格都上调。所以，可以根据想要的客户需求流量算出级别之间的差价。银行房贷部门可以利用价格杠杆去决定是需要更多客户选择 BASIC MORTGAGE 还是 CONVENIENCE MORTGAGE，而得出结论的工具就是利用计量模型和联合分析模型的方式。

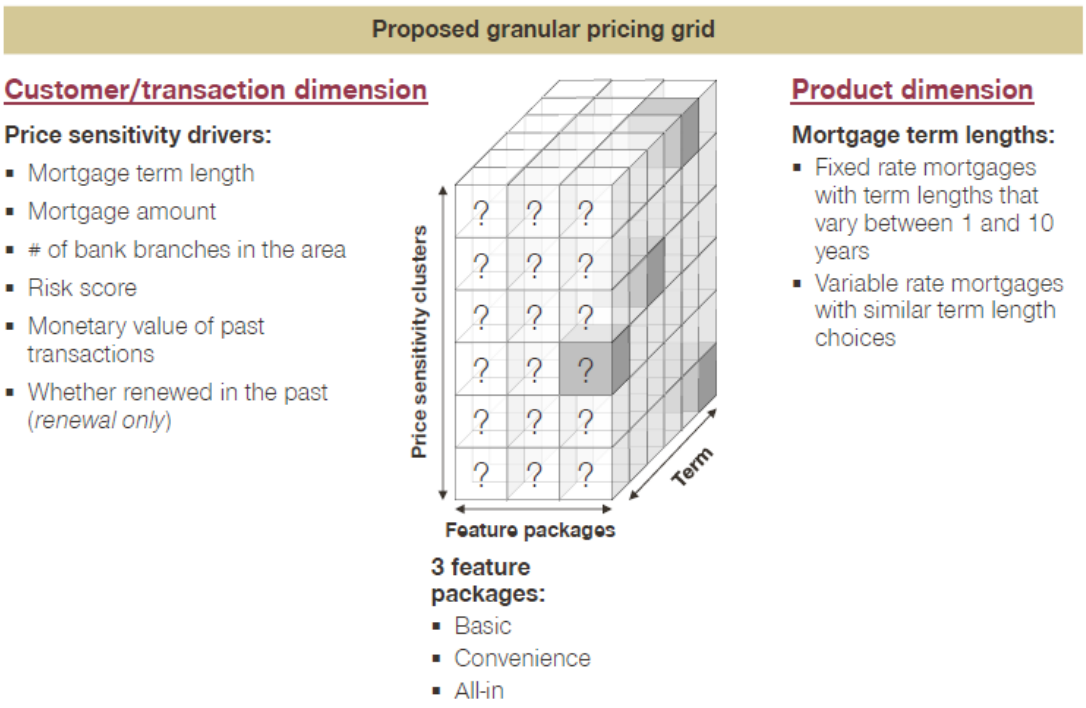


有了这些数据和模型以后就可以做价格弹性分析，最后得出不同房贷产品的客户需求比例。

Constrained nonlinear optimisation is used to determine the optimal trade-off between a key performance indicator (e.g. profit, NPV, RAROC, etc.) and volume, subject to business rules



最后，结合模型可以运用价格优化算法，不需要手工确定每个房贷的产品如何定价，而是自动计算出价格列表。



新的价格列表拥有超过 5000 个自动算出的价格以区分客户种类、产品级别以及传统的房贷参数。通过房贷产品的重新组合，研究客户的反应之后，就会产生新的房贷价格列表。一开始银行本身有 30-40 个不同的价格，进行优化组合之后，就变成 5000 个不同的价格，每一个价格都是通过价格优化算法来算出的。从房贷产品盈利的角度来看，银行房贷总量为 10 亿美元左右，经过价格优化算法之后，盈利收益是 18 个 bp，所以每年的经济效益是 10 亿乘以 18 个 bp，盈利还是很客观的。

利用行为经济学的有效销售策略。前面讲的这些部分是从数学角度和营销学角度来推算出来的，但最终还是要通过银行的分支机构把房贷产品推销到客户面前。如何销售这些产品呢？可以用 IT 技术。比如现在网上银行和移动银行有很多应用程序，这些应用有不同的选项，可以利用行为经济学的折中效应、捐赠效应等行为效应来重组这些房贷产品，通过网络银行的应用，动态的方式呈现这些产品，形成有效的销售策略。

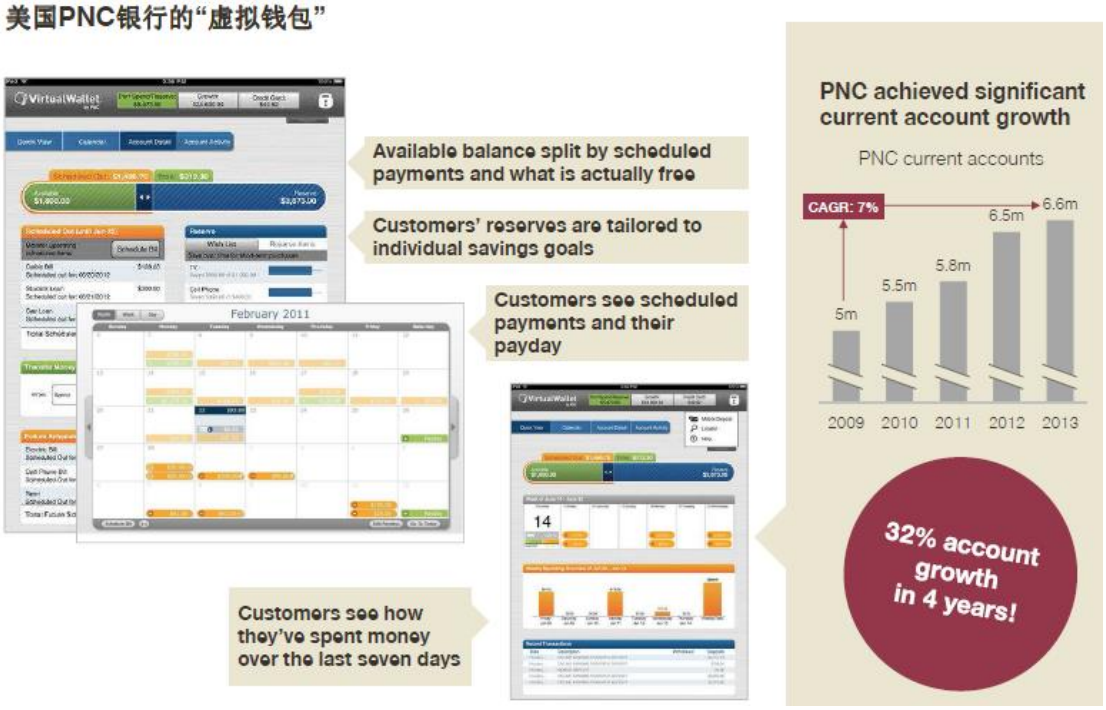
四、行为经济学在金融创新领域的应用

案例 1“未来银行”：向苹果公司学习

最近在欧美和中国大陆的金融创新领域提到了一个概念“未来银行”。银行以前靠经营网点，开设多个分支机构、分行、营业网点，被动的等着客户来，客户可能一个月只来一次，甚至是一年才来一次。现在因为有了移动科技、网络科技，可以用 push 的方式。人手一台智能手机，据统计平均每人每天要看 200-300 次手机。从银行的角度来讲，如果 200-300 次里有 5、6 次是客户在看银行的 App 的话，等于银行每天和客户就有 5、6 次交流的机会。这和传统的银行销售模式相比是翻天覆地的改变。所以“未来银行”概念就是用科技改变银行和客户间的互动。苹果公司做得很好，其中一点就是推出的每个产品都是有关联的。

案例 2 美国 PNC 银行的“虚拟钱包”

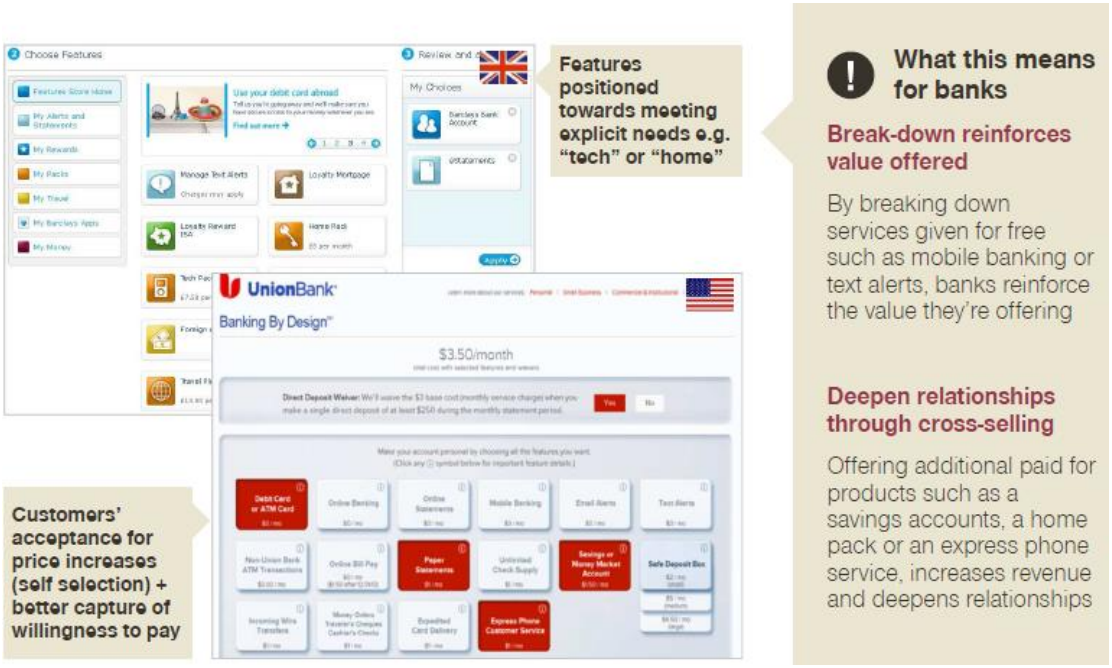
美国PNC银行的"虚拟钱包"



这里给大家举的例子是美国的 PNC 银行，是在费城的一个美国比较大的银行，推出了叫做"虚拟钱包"的平台。最初 PNC 的想法是运用网站帮助客户管理钱财，在每次客户用钱的时候，这个界面能导入客户在信用卡上的花费，然后重新归类整理，显示在吃饭、出去玩、买东西上各花了多少钱。但 PNC 做了这个东西后发现，其实银行可以不用以前的方式卖存款产品了。以前的方式是客户跑到银行，银行的柜员就问他你要哪种存款产品，一年期还是两年期？和客户交流时是从银行的角度考虑问题，从银行的流动性管理角度来讲，流动性应该如何在不同期限间分配，但是这样考虑问题不是从客户角度来考虑。因为问题的本身不是存一年还是两年，而是存一年期是为了什么？有些人存一年期可能是一年后要去旅游，就把钱放一年，有些人可能是存了钱去买房子等等不同的原因。"虚拟钱包"把原来传统的银行的销售模式，变成从客户需求的角度销售产品，根据客户提供的信息自动开账号。比如客户要做 18 个月的定存，虚拟钱包就自动开一个 18 个月的定存或者一个 12 个月的定存加一个 6 个月的定存。"虚拟钱包"2009 年推出，到 2013 年四年中账户总量增长了 160 万，实现了

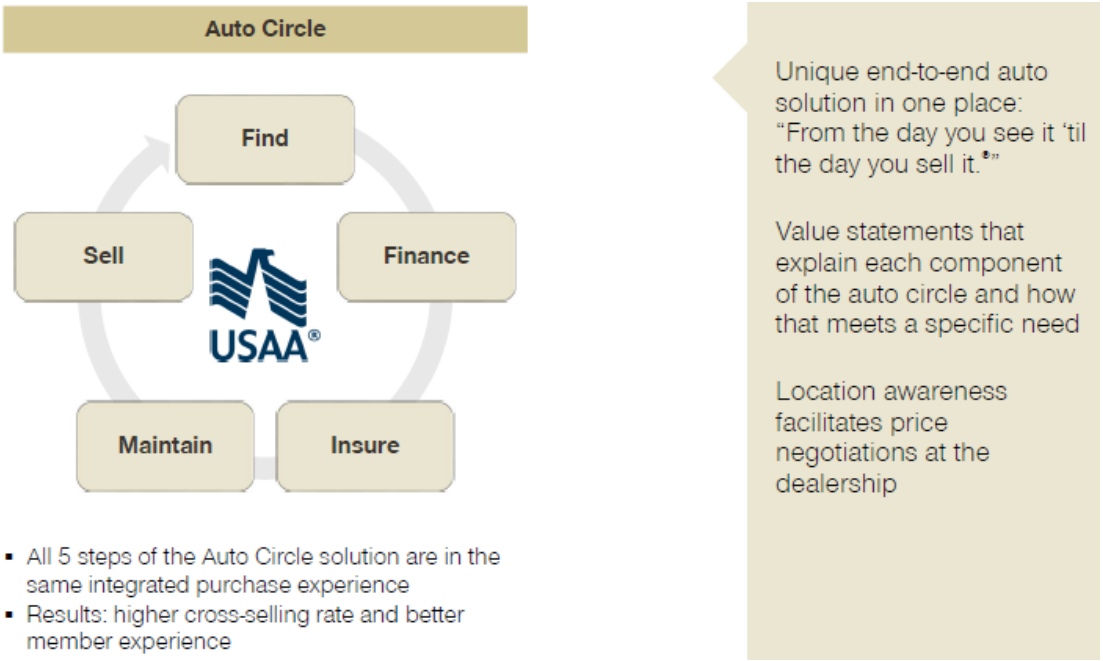
32%的增长，是很成功的一个产品。

案例 3 银行核心产品 App 化



前面提到苹果公司推出的一些东西都是应用程序，其实银行核心产品也可以做成应用。在英国和美国，支票账户是日常最常用的账户，这个账户有很多不同的 feature。英国的巴克莱银行和美国的 Union Bank（加州比较大的一个银行），推出的产品是把每个不同的特征做成模块，客户可以选这个月要启用哪些模块，下个月要关闭哪些模块，相当于把银行核心产品本身做成一个应用程序。

案例 4 美国 USAA 银行的汽车购买一条龙 App



USAA 是一个只对美国军人和家属开放的银行，一直在移动银行和网络银行的设计方面是比较领先.其中一个应用叫 Auto Circle，提供汽车购买一条龙服务。美国在全世界都有军事基地，很多人每两年要换岗，从一个军事基地到另一个军事基地。常年驻扎在一个军事基地时的最大问题是买车。买车需要买汽车保险或者要贷款，但是从一个军事基地轮岗到另外一个军事基地时，车不能带走，要把车卖掉，所以有了二手市场。Auto Circle 设计的思路就是提供汽车购买一条龙服务，从帮你找到二手车或新车，到买车的贷款，到买车的保险，到日常的保养，到最后把车卖掉这五件事。有意思的是，美国本土在 USAA 开户的人买车时很多要贷款，这个 App 可以事先根据信用等级、风险情况来告诉客户能贷到多少钱，利率是多少。而且美国很多人买车时喜欢跑到不同的 4S 店讨价还价。USAA 在汽车贷款上等于给客户更多的选项让他们讨价还价。这个 App 推出之后，贷款业务和保险业务有很大的增长。当然 Auto Circle 中的其他几个项目，像买车、卖车其实不是主要的业务，主打产品其实还是汽车贷款和汽车保险产品。因为已经在这个银行贷款了，很多客户因为方便就不去别

的地方去选贷款产品了。所以 Auto Circle 这个应用是做得比较成功的。

案例 5 通过游戏化的销售工具优化客户与销售的参与

“游戏化销售工具”的例子是德国一家银行 Volksbank（大众银行），推出针对中小微企业的服务。银行本身在呈现产品时，通常都是一个个列出来存款产品和贷款产品。Volksbank 觉得这样的列法其实不好，不能让客户理解他和银行之间的关系，所以改用拼图的方式来呈现客户和银行间的关系，用不同的颜色表示这个客户和银行有多少业务往来。这张图上有些地方是空白的，意思是客户在银行没有开通这些业务，如 credit lines、cash management。我们看到拼图后，最原始的冲动是想完成这个拼图，那么当客户看了这个拼图后，可以很快发现自己有什么产品，没有什么产品，更能激发客户去购买还没有的产品。一般来说一个客户在一个银行平均有 1.6 个左右的产品，也就是 1-2 个产品之间；而用这种方式呈现产品之后，客户持有的产品数目的平均值可以达到 3、4 个，翻了 2-3 倍。可以通过这种游戏化的销售工具优化客户与销售的参与。

五、问答环节

Q1：从国外金融产品定价的经验看，在利率市场化的大背景下，您对国内的金融产品定价有什么意见或建议？

Q1：我也在逐步了解国内市场的过程中。通常情况下，大家会认为利率市场化可能会导致价格竞争，这是事实，利率市场化本身就是要促进价格竞争。但从刚才的例子中可以看到，欧美利率市场化已经很多年了，价格竞争也确实经常发生，但很多欧美银行关心的却是如何制约价格竞争。国内银行可能在利率市场化刚开始时会注意到价格竞争问题，但如果比较聪明的银行应该考虑一下，用刚才讲的一些行为经济学的方法如何避免这些价格竞争，这是大家应该考虑的问题。

第 82 辑

(2015.5.19)

美国基金产品的开发和销售

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

马祥海博士是聚力资产管理公司(Julex Capital)的创始人和总裁。聚力资产专注于为机构和个人投资者提供动态资产配置和宏观对冲策略。在创办聚力资产之前，马博士在富达投资集团的 Geode Capital Management 公司担任对冲基金经理。此前，他曾负责管理 Loomis Sayles & Co.公司的量化研究和金融工程部门及在富通投资公司(Fortis Investment) 担任量化研究和风险管理部门负责人，他的职责包括带领量化团队和风险管理团队开发量化策略，进行资产组合的风险分析，以及结构金融策略。马博士也曾在永明人寿公司(Sun Life Financial)担任高级副总裁和固定收益资产策略的负责人，协助管理 300 亿美元的固定收益资产，并主管投资策略和资产/负债管理。马博士是量化投资、风险管理、结构金融方面的专家。他多次在行业年会上发表演讲。他获有北京大学的经济管理学士和硕士，波士顿大学经济学博士学位。

选择这个主题的目的有两个。第一，很多人从大陆到美国做了博

士，在数量、管理基金方面有了很多经验，但产品销售方面可能经验不多，对美国基金行业的发展可能有些影响。我两年半开始进入美国市场，背景也和从中国到美国来的朋友差不多，做过量化、基金管理，在美国基金公司工作，这几年对市场销售也积累了一些经验，和大家交流。如果大家有很好的产品或管理经验，自己想创业，那么对市场的开发和销售有一定了解就会有好处。第二，中国国内有些基金公司想在美国开发销售渠道，销售他们的基金产品。我也见到一些国内基金公司的朋友，想和美国基金公司联合起来做 ETF 或者共同基金，打通美国的销售渠道。在这方面应该从什么地方着手，我给大家提供些自己的建议。

一、美国基金产品市场竞争激烈，销售比产品重要

美国基金产品市场竞争激烈，有很多基金公司如先锋等等；我所在的波士顿地区就有很多大公司，如富达公司等。投资产品或者基金产品是卖掉的，而不是买掉的。如果自己开发出去的产品没有好的销售能力，再好的产品也不可能成功。我的总体感觉是，销售似乎比产品更重要一些。我之前做基金经理、研究部主任的时候，认为产品最重要。这个观点虽然也不错，但是从自己做公司这几年的经历来看，似乎销售会比产品更重要一些。有一点可以肯定的是，如果你有好的产品，但是没有好的销售，肯定做不成；如果你有一般的产品，有很好的销售，就很可能会成功。

关于美国基金的数量没有官方统计资料。对冲基金都是自愿而不是强制性的把自己的数据放在数据库中的，所以虽然统计结果显示有 11000 只对冲基金，实际上应该比这个多。统计资料显示有 8000 只左右的共同基金，这个数据应该是比较准确，因为共同基金都是在 SEC 注册；还有 1500 只 ETF。单独账户管理大约有 6000 个，也实际

上是自愿汇报的数据。最后加起来一共有 30 多万的基金。这么多基金，一般投资者不可能知道每个基金都是做什么的。所以如果没有销售部门或者销售团队去卖这些基金产品，一般投资者没有能力分辨出基金哪个好哪个坏。所以这方面来讲，销售比产品更重要。

二、美国基金产品的开发

如果有自己的想法开发一个基金产品，采取的主要形式有三种。

一是单独管理账户（SMA），形式是私募，对个人投资者和机构投资者都可以开放。发行的成本低，发行周期短。只要有一个投资者愿意雇佣你管理，让托管行帮你开个账户，这个产品就运行起来了。

二是私募，相对复杂一些，对冲基金到 PE、信托都采用这种形式。虽然都是私募，但可能需要的法律程序或者文件更多，发行周期更长，但一般不需要在 SEC 注册。

三是共同基金，最复杂。一般发行成本高，要在 SEC 注册，发行周期大概是 4-8 个月，甚至有 9 个月。公募基金成本最高，不仅体现在发行环节，还体现在管理过程中。一般发行共同基金的过程需要 5-10 万美元发行成本，包括从法律文件的准备到 SEC 注册等环节。而发行完之后，对基金进行管理的过程中需要提供净值计算、会计等服务，管理基金也要花费 20 万美元。一般情况下，规模应该有大概 2500 万美元才能够覆盖这些成本。初创的基金公司一开始基金规模不大，所以做共同基金或 ETF 的会少一些，

如果基金公司要从成本最低的产品开始，可能要选择单独管理账户；也可以选择私募，和对冲基金相比成本相对小一些。另外，公募和私募的区别是，私募不能做广告，必须对特殊的投资者筹集；公募没有这些限制。

三、美国基金的销售渠道

基金产品的投资者有两类，个人投资者和机构投资者。机构投资者包括退休基金，比如大公司、州政府、市政府给员工的退休基金，需要投资在各种投资产品上，需要寻找好的基金经理去管理他们的基金。还有保险基金、教育基金、国家基金，都会找基金经理帮助投资。投资者有的会直接找基金经理帮助投资，但很多是通过中介人或券商寻找基金经理。个人投资者很多会通过券商或者投资平台顾问，替自己寻找好的基金经理提供建议，然后自己投资产品。对于大的机构投资者，可能自己有团队专门做资产配置，或者做基金经理的挑选。对于小的机构投资者，比如 10 亿美元以下的教育基金，就不可能会有自己的团队，就可能会找一个咨询公司，帮助他挑选经理做资产配置。所以基金产品很多是通过中介商或者中介人推销出去的。

（一）个人投资者的销售渠道

对于个人投资者的销售渠道主要有三种，最大是券商，其次是投资顾问平台、退休计划，个人投资者主要通过券商或投资顾问寻找基金经理；也可以投资于市场，如 ETF 或者共同基金，这些产品的都可以直接做广告。

1．券商

券商有全国性的、地域性的。全国性的主要有摩根士丹利、美林、Wells Fargo、UBS 四家。一般基金经理会喜欢把自己的产品放在这四个最大的券商的平台上销售，因为那里有很多投资顾问。这些平台有专门的团队挑选基金产品，一旦被这些团队挑选上，下面的投资顾问就会比较信任，一般会投资下去。但是这些平台一般都有比较高的要求，要有三年业绩，有 2.5 亿美元的资产管理规模。所以很多小的公司一开始很难上这些大的平台。在美国想开基金公司，必须考虑 3 年期间能否有好的产品，这是进入大平台的条件。摩根士丹利有几千名理财顾问，他们很信任公司平台上的产品，所以一旦入选平台，销售

渠道就有了。所以经常看到一些基金公司在三年内资产增长不理想，但三年后进入这些平台，资产开始猛增。

地域性、独立的券商基本也有这些要求，但要求稍微松一些。这种券商下面如果有理财顾问喜欢这个产品，产品就有机会进入平台。即便没有到 2.5 亿美元资产规模，可能也会把产品放上去。对于一个新的公司，可能三年之内不用考虑去大平台，可以考虑去地域性、独立的券商，和理财顾问搞好关系。

2．投资顾问平台

一些提供买卖股票、代管服务的投资顾问平台也拥有独立的理财顾问。尽管进入这些平台也有一些条件、要求，但同地域性券商类似，如果有某个理财顾问主动提出需要某只产品，那么这个产品就可以进入平台。所以，初创的基金公司在前三年，也可以考虑通过这类平台的理财顾问进行销售。

3．退休计划（401k）或银行

退休计划及银行也有一些平台提供类似服务，允许基金公司把产品放到平台上销售。

（二）机构投资者的销售渠道

机构投资者的销售渠道，主要就是通过咨询公司或者新兴经理的咨询公司去对接投资者。

1．咨询公司

很多机构投资者的投资数额比较大，可以做单独理财账户，于是出现机构投资者使用咨询公司的情况。咨询公司给退休基金、教育基金或者其他公益性的基金做资产配置或者挑选基金经理。有一些比较大的咨询公司专门给机构投资者挑选基金经理。如果想获得机构投资者的认可，最好和这些咨询公司保持比较好的关系，这样就可以让咨询公司把自己的基金产品收入数据库中，并争取得到咨询公司的推荐。

如果能产品能够进入咨询公司的推荐列表，就可能被推荐给机构投资者。

2．新兴经理的咨询公司

对于创业者而言，新兴经理的咨询公司是比较好的销售渠道。许多州政府的退休基金愿意把一部分钱分给这些新兴的基金经理，但这些基金经理资产规模小、分散，客户自己无法找这些基金经理。客户就会通过新兴经理的咨询公司，通过他们寻找合适的基金经理。之所以会把 2-3 亿资金分配给新兴经理，是因为有研究表明，新兴基金经理的业绩可能会比老基金经理业绩好一些，或有时美国会对少数民族等有照顾。进入大的咨询公司的平台一般要求资产规模达到 1-2.5 亿美元，而新兴经理的咨询公司的要求相对低一些。有些新基金经理尚且没有业绩，但可能过去有很长时间的相关从业经历，或有比较好的投资策略，很可能会吸引新兴经理的咨询公司投资。

四、美国基金的市场销售策略

销售团队整体分为两个部分，一是市场，二是销售。在美国，市场部的主要任务是公关和市场推销活动。如建立、推广平台，做公关、广告或推销活动，用互联网推销，或给大家发电子邮件介绍自己的产品。当发现一些人对产品感谢兴趣时，通知销售部和这些人联系，希望他们来购买产品。

美国的销售部门大概分为四个部分：

券商关系。这部分人的任务就是把产品放到券商平台上，如摩根士丹利、Wells Fargo 等。之后要处理好各个平台的关系，给他们提供支持。

机构投资关系。这部分人的任务是建立、维护基金公司与咨询公司的关系，争取基金产品进入咨询公司推荐列表。如果咨询公司需要

某个产品的信息，机构投资关系部门负责提供信息给咨询公司。

内部销售。这部分人的工作是针对一些销售线索，争取完成销售任务。

外部批发。基金产品放到平台上后并不能够自动销售出去，需要有一部分销售人员在全国各地向最终的投资经理介绍公司的产品，希望他们能够买基金。大型基金公司基本在每个地方都有一两名负责外部批发销售的人员。

基本上，如果要建立销售团队或销售渠道，首先需要市场部做公关或者品牌，此外需要销售部完成销售，这样比较有希望能够成功。

五、美国互联网金融销售渠道

美国没有互联网金融这类说法，但有利用互联网进行基金推销的方式，即理财机器人。理财机器人提供了新的互联网销售渠道，最近 3-4 年理财机器人发展比较快，Wealthfront、Schwab 等已经达到 20 多亿资产规模。理财机器人的设计思路相对简单，通过在网上询问客户 4-5 个问题，如投资目标、收入等，来判断客户的风险偏好是激进还是保守，然后有针对性地推荐资产组合。这和基金投资部的工作很像，只是计算机代替了人工工作。理财机器人主要以小客户为主。如 Wealthfront 每个账户的资产规模约 7 万美元左右；Betterment 总规模约 20 亿美元，每个账户大概 2 万美元左右；Schwab 总规模 20 亿美元，每个账户约 1.5 万美元左右。可见理财机器人主要服务规模很小的客户，这些客户可能不需要和投资经理打交道，只和机器人打交道就足够了。究其原因，可能是 80 后、90 后更容易接受新技术，而且通常他们不进行主动投资，主要是做被动投资，所以他们的资产配置策略一般不会变化。

很多时候互联网并没有创造新东西，只是把现有的东西通过新的

销售渠道卖到不同的市场。资产组合本身也不是新东西，但是理财机器人挖掘了年轻的、投资比较少的这部分群体的市场。基金经理可以把自己的产品作为理财机器人资产组合的一部分，或者直接和理财机器人公司合作，通过他们的网站销售基金产品。

六、问答环节

Q1：不同的销售渠道与基金公司合作过程中是如何收费的？

A1：第一种，直接卖给个人或机构投资者，收费相对高一些，如主动管理型的共同基金销售给个人投资者费率大概 1%。第二种，通过券商销售，通常情况下券商会从中收取一些费用，但这个费用是有上限的。具体而言，券商的投资顾问用平台上的各式产品组合成一个资产组合，并收取客户 1.5%的费用，这部分费用中一部分券商自留、一部分是返还给基金公司的费用。所以如果券商自己收 1%，那基金产品只能收 0.5%；如果投资顾问非常喜欢这个基金产品，可能会自己收 0.9%甚至 0.6%，多给基金一些费用。整体看通过券商销售还是要比直接卖给个人低一些。第三种，通过咨询公司销售，费用相对更低。同类产品下，咨询公司会帮助机构投资者和基金经理讨价还价，来得到最低的费率价格。机构筒子这一次投资几千万甚至上亿，咨询公司要把费用压低，同样产品基金公司卖给个人投资者可能收费 1%，而机构投资者通过咨询公司创设独立账户后，费率可能只有 0.5%。这时如果机构投资者的规模很大，如愿意投资 2 亿美元，那么基金经理可能就愿意签合同。

Q2：请问基金产品如何与 FOF 合作？

A2：FOF 也是销售渠道之一，上文没有提及。总得来说对冲基金与 FOF 合作更多一些。很多拥有很好的投资策略的小型对冲基金在产品成立的初期，比较愿意与 FOF 合作。FOF 也分很多策略，他

们的职责就是找到最好的基金产品进行投资，如果基金经理觉得自己的产品策略、收益等很好，就有机会成为 FOF 产品的一部分。FOF 的门槛和进入券商平台的门槛差不多，相对而言对资产规模的要求会低一些，但还是会对存续时间、历史业绩等有要求。如果是高频交易策略，可能要求 0.5-1 年业绩后可以考虑，因为高频策略能不能赚钱很容易看出来；如果持有时间比较长的策略，可能要求 3 年以上业绩才可以考虑，因为这类策略短期内很难看出表现如何。费用方面，假设通过咨询公司销售要收 1%的管理费、20%的业绩提成，那么通过 FOF 销售的费用更低。

Q3：美国对冲基金的投资者结构是怎样的？

A3：在美国，对冲基金的投资者主要由高净值客户和机构投资者组成。除非基金经理以前在行业做过一段时间、比较有名，或与机构投资者有很好的关系，否则大部分的对冲基金在一开始起步的时候，他们的投资者都是一些高净值客户。通常情况下，等到规模发展到 1-2 亿美元，积累了 3-4 年比较好的历史业绩后，机构投资者才会开始感兴趣。

Q4：销售与投资的合作方面，美国的基金经理是否需要经常配合销售路演？占用的时间多吗？会影响投资研究吗？

A4：通常情况下基金经理配合销售而占用的时间不是很多。为了能够通过大公司推销基金，基金经理可能要去和客户见面，但通常不会占用很多时间，而且可以通过电话会议等远程交流。一般而言，基金公司有两部分人，一部分管销售，另一部分管钱。管钱的人希望销售占用自己的时间越少越好，但有时投资者希望听到基金经理的想法，基金经理就不得不去讲。但大的基金公司会有一部分人，虽然他们不是基金经理，但他们听基金经理说得比较多了之后，他们对产品也很懂，也可以去给客户讲，客户也会很满意。对一般的、小的私人

客户，这些人去讲就可以了；遇到很大的客户或有很细节的问题，如客户想了解投资方法案例、模型的原理、做决策要考虑的因素等，需要基金经理亲自出面。但总体而言，如果其他人能做好，基金经理就不需要出面，而是花更多时间把产品业绩做好。毕竟产品业绩不好最后也会流失客户。

第 83 辑

(2015.5.20)

美国的科网泡沫与中国的中小创牛市

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

朱灿，管理学博士，现任新沃资本控股集团有限公司董事长兼首席执行官。朱灿拥有多元化的金融从业背景和丰富的投资经验，曾先后就职于中国人民保险（集团）公司、国泰君安证券股份有限公司、国泰基金管理有限公司、新华基金管理有限公司、中国民生银行，曾任职证券公司、基金公司高管，中国民生银行战略发展与投资管理委员会投资管理中心总经理，并曾担任民生金融租赁、民生加银基金和民生银行第一家村镇银行的筹备组负责人。2010 年创办新沃资本控股集团有限公司，任董事长、首席执行官及投资管理委员会主席。

历史并不会简单重演，但是它的旋律却常常相似。—马克·吐温

相信近期大家对 A 股成长股为代表的中小创的火爆应该有所了解。近期中小板与创业板不断创下历史最高，前者突破了一万点而后者也达到了 3500 点。实际上，沪深两市自 14 年 7 月份开始启动牛市，但中小创的牛市显然要早得多。早在 12 年底 13 年初，中小创的牛市之旅便悄然展开。截至目前，就整个 A 股的大牛市而言，中小创的

表现更是将沪深主板远远地抛在后面。

这一结构型牛市创造的估值泡沫也相当辉煌。2013 年初时，中小板与创业板的市值分别为 2.87 万亿与 0.87 万亿，占 A 股整体市值分别为 10.92%与 3.31%（包括 ST）；时至今日，中小板的总市值已经超越 10 万亿的级别，创业板总市值也达到了 5.58 万亿，占 A 股整体市值的比重也分别提高到了 16%与 8.6%。按市盈率来看，截止昨日中小板与创业板的市盈率也高达 75 倍与 128 倍（整体法），相对于 A 股整体 26 倍的估值而言，其溢价比值也创下了新高。

因此，我们在这里简要的对比与分析一下美国纳斯达克“科网泡沫”与现阶段我国中小创牛市的多种特征，包括对双方所处的宏观环境、政策背景、产业环境、企业盈利、市场风格、估值比较，甚至包括泡沫完结的原因等，或许有助于我们对后续市场运行做出合理的预测与判断。今天分为三部分进行对比与分析。首先，对美国 2000 年的“科网泡沫”做简单的介绍；然后，就我国 A 股中小创牛市与美国科网泡沫的相同点与不同点进行分析，特别是对于 A 股在监管层意志的体现上进行详解；最后，希望从美国科网泡沫破灭中获取经验，并对 A 股这一轮成长股牛市的进行下一步合理的逻辑推演。

一、美国“科网泡沫”的整体背景

纳斯达克(NASDAQ)是美国全国证券交易商协会于 1968 年着手创建的自动报价系统名称的英文简称，起初是作为独立于交易所市场(stock exchange)而存在的场外交易市场(OTC 市场)，但随着 1971 年开辟的电子报价系统，纳斯达克成为世界第一家采用最高效的"电子交易系统"（ECNs）的交易市场，有超过 500 多家的国际做市商活跃在市场中。自此，纳斯达克成为了许多伟大企业的摇篮，孕育出了像微软、苹果、谷歌、亚马逊等超级牛股。

（一）上世纪 90 年代，美国经济进入“低通胀、高增长、高就业”的黄金十年期

美国经济从 1991 年开始复苏，实现了连续增长 108 个月。就业状况从 1993 年开始改善，失业率稳步下降，1998-2000 年时达到 30 年来的最低水平。上世纪 90 年代的通货膨胀率和物价水平也被控制在较低范围内。受益于上世纪 80 年代里根和老布什政府的减税政策，企业负担大大减轻，企业的积极性和创造性增加，为上世纪 90 年代信息技术革命准备了条件。

另一方面，美国从国家利益的战略高度注重发展信息技术产业。随着微软、英特尔等大公司的超常规发展和国际互联网络的迅速普及，以信息技术为代表的高科技产业成为经济增长的主要来源之一，信息技术产业占 GDP 的比重也在短短的几年内从 5.2%提升到 8.2%。新经济为美国实现了产业结构的调整。同时，技术进步带来了劳动生产率的提高，增强了美国在国际市场上的竞争力。

（二）科网新经济行情如期而至，创造科技神话

在经济繁荣背景下，1995 到 1999 年期间，道琼斯指数上涨了 3 倍，而作为新经济代表的纳斯达克综指更是翻了 5 倍多。以股票估值衡量，1999 年底道琼斯指数的市盈率为 25 倍，市净率为 5 倍，而纳斯达克综指更是分别高达 152 倍和 7 倍。“新经济”行情后期，IPO 受到投资者疯狂地追捧，1999 年有 457 例 IPO，绝大多数都是与科技/网络相关的，其中有 117 只在上市的首个交易日就市值翻倍。VALinux 于 1999 年 12 月 IPO 当日涨幅达到 736%，创下美国有史以来 IPO 首日纪录。2000 年 3 月 9 日在科技股的强劲拉动下，纳斯达克综合指数突破了 5000 点大关——有史以来的最高水平。在 1999 年年底突破 4000 点后仅用了 46 个交易日就完成了又一个千点跨越。

资本市场慢慢出现泡沫化的趋势。股价 P 增长的速度远远超过了

企业盈利 E 增长的速度，来源于估值 P/E 的不断提升。从 1999 年开始，纳斯达克市值增长和盈利增长出现了明显的不匹配，与道琼斯工业指数严重背道而驰。2000 年初到泡沫破灭的两个多月时间，纳斯达克上涨了 20%，而道琼斯工业指数则下跌了 14%。从交易量的比较来看，上市条件相对较高、以资产雄厚的成熟企业为主的纽交所（NYSE），明显弱于上市门槛低、以新兴科技公司为主的纳斯达克。科技股持续亢奋，资金大量涌入科技股，科技股市值占比从上世纪 90 年代初的 7%左右升到了 90 年代末的 35%-40%。而其他行业，比如原材料、制造业等受到亚洲金融危机的牵连，已经上涨无力，甚至开始出现下跌。

（三）“科网泡沫”的破裂

泡沫破灭发生在 2000 年 3 月之后。起初纳斯达克指数的小幅回落被大多数的市场参与者和分析师归结为校正性回调，而之后的反转和灾难性熊市则以迅雷不及掩耳之势来临。导火索是美国司法部对于微软的反垄断指控。接着一季度财报，许多公司未达投资者预期。一些 dot com 的公司开始破产，其他仍然保持盈利的公司市值也大幅缩水。接下来 2001 年安然和世通的财务丑闻更是雪上加霜。2000 年 3 月 11 日到 2002 年 9 月，在短短 30 个月内，纳斯达克指数暴跌 75%，创下 6 年中的最低点位。

二、A 股成长股走势与美国 “科网泡沫”的比较

（一）相似性

1. 宏观环境的相似性：稳定回落的经济数据和低通胀都是“泡沫”酝酿的温床

在酝酿“科网泡沫”的 1991-1998 年，美国 GDP 增速的高点一般在 4.5%左右，对比此前的经济周期中美国 GDP 高点（一般在 6%

以上）属于稳定的回落。另一方面，90 年代的美国经济周期波动并不明显，有很强的稳定性，GDP 基本在 2.5%到 4.5%之间窄幅波动。此外，当时美国的通胀水平和失业率均处于持续下降通道中。因此，当时美国经济正处于难得的“低增长、低通胀、低失业”时期，可谓股市的“黄金时期”。

中国宏观背景的相似性——经济下台阶后在低位中枢企稳以及通胀水平的持续走低。中国在 2010 年以前的宏观经济处于一种“高中枢、大波动”的“增量经济”模式，而在 2011-2012 年经历了经济下台阶的最快阶段，并从 2013 年开始步入了窄幅波动的“存量经济”模式，通胀水平也在持续走低。因此，A 股中小创也正是在这个阶段开始进入持续上涨通道之中。中国目前的经济波动特征、通胀特征、股市特征都和 1991-1998 年美国“科网泡沫”酝酿期有相似性。

2．货币政策的相似性：处于长期利率的下行通道

美国“科网泡沫”酝酿期的利率环境——处于长期利率下行通道中，但中间有明显波折。在 70 年代两次石油危机后，美国的通胀水平从 80 年代开始回落，而美国的国债收益率和联邦基金利率也从此进入了长期下行通道；在 1991-1998 年的“科网泡沫”酝酿期，美国国债收益率从 8%下降到 4.2%，联邦基金目标利率从 6.75%下降至 5%。不过在这 8 年里利率并非持续下行，而是先下后上，中间有明显的波折。

A 股中小创上涨阶段的利率环境——利率处于下行通道，中间也存在波折。2013 年初中小创的行情启动的时候一年期贷款利率是 6%，目前已降至 5.35%，而目前的十年期国债收益率虽然和 2012 年底持平(均为 3.5%左右)，但中间曾经历过先上后下的大波动。并且往后来看，在较低的通胀环境下，国内利率仍有进一步下行空间。因此，从目前国内的利率环境来看，和上世纪 90 年代美国也有一定的相似性。

3．产业政策的相似性：产业转型的大潮影响行业表现

上世纪 90 年代美国的产业政策导向——建设“信息高速公路”。1993 年克林顿上台后，在美国传统产业普遍不景气情况下大举投资信息产业，通过这一高新技术部门的革新带动整个美国经济的发展。同年美国政府颁布《国家信息基础设施行动计划》，计划用 20 年投资 4000-5000 亿美元建立由通讯网络、计算机、数据库以及电子产品组成的网络，为用户提供大量的、统一标准的信息服务。随着信息高速公路计划实施大幕的拉开，上世纪 90 年代美国政府陆续推出了一系列政策来促进科技、网络行业的发展。与此同时上世纪 90 年代美国股价表现最好的行业几乎都与“信息高速公路”相关，从 1991 年到 2000 年 3 月美国标普 500 指数上涨了 322%，纳斯达克指数上涨了 12.5 倍，而涨幅超过纳斯达克指数的三个行业——软件服务、硬件、移动通讯均与建设“信息高速公路”的产业导向密切相关。

中国近两年的产业政策导向——以“七大新兴产业”为代表，近期更有“互联网++”、“中国制造 2025”、“绿色化”等关键词为代表，促进战略性新兴产业发展，推动我国产业结构升级。2013 年新一代领导人换届后重点发展改革替代增长，“经济新常态”下中国政府陆续出台政策促进产业结构转型，一方面大力推动淘汰传统行业落后产能，另一方面大力促进战略性新兴产业的发展。进入 2015 年有关新兴行业的利好政策不断出炉，政府对新兴行业的政策引导达到了前所未有的高度。因此，2013 年以来 A 股市场上表现最好的行业也集中在以 TMT（互联网、计算机、文化传媒）、高端装备制造等为代表的中小创战略新兴行业，与产业导向密切相关。

4．科技泡沫，都是资本泡沫驱动

美国股票市场的科网泡沫，其实从一级市场就已经开始。美国多年来形成的资深风投家、孵化器和天使投资人组成的多元化生态系统

成为科网泡沫坚实的后盾。1999 年美国风投资本的投资额度就达到了 220 亿美元，超越 98 年的一倍以上，而 2000 年美国科网行情的顶峰期，风头资本的投资规模达到了 520 亿美元。风投资金为股票二级市场的科技新星创造了良好的发展条件。

中国的风投、VC、PE、产业资本，哪怕是一级半的定增市场遭遇了类似的发展环境。我们透过现阶段中小创牛市背后看到的是疯狂的 PE 与并购重组。2013 年开始资本市场的并购重组（当时 IPO 并未启动）开始大规模活跃，据统计其并购重组的案例多达 1300 次左右，总涉及金额超过 6000 亿，同比 12 年增长近 50%；而 2014 年的并购重组更几近疯狂，全年并购重组案例超过 4000 家，不管是并购数量还是交易规模都创历史新高。尽管并购重组的质量层次不齐，但可以观察到的是市场规模与活跃度的迅速攀升。

5．泡沫溢出效应的相似性：泡沫成为了长期成长的基石，这一点对于中国还在验证中，但逻辑上是趋同的

2000 年 3 月美国“科网泡沫”终于破灭。纳斯达克指数从 5049 点一路跌落到 1139 点。然而，网络股的繁荣导致光纤电缆公司的过度投资，在 5-6 年的时间内，一共有大约 1 万亿美元的投资用于铺设各种光缆。当盲目投资的通讯公司破产后，银行以低廉的成本接盘过来，然后加以利用，使得未来数十年的时间里，光纤“高速公路”创造了一个更加完整的全球商业网络，新一代的网络企业蓬勃兴起。同时，服务型和知识型工作也可以很方便地进行流通与转移。这个巨大的溢出效应，也成为了这数十年间里，美国硬件与软件技术持续领先世界的重要基础之一。

中国从 13 年领导人换届之后的改革转型之路，也是试图从存量经济转到存量盘活+增量引导型经济的重要过程。从政策环境来讲，以成长类为代表的中小创也正在符合管理层预期的创造泡沫——特

别是那些代表新兴产业的板块与个股。为此，通过资本市场的融资与创造能力造成的股市泡沫使新技术倍受追捧，会带动大规模的创新，泡沫调动的各种民间资金也为创新砸下了巨大的CAPEX与研发费用。从逻辑上讲，泡沫是否会破灭，其后续的溢出效果应该是相似的。

综上，如果从这样的五个宏观角度来观察，A股中小创近两年的上涨与1991-1998年美国"科网泡沫"的酝酿期非常相似。然而，是否现阶段中小创已经步入了当年美国科网泡沫的破灭期？我们对此持否定态度，将从他们之间的不同点入手分析。

（一）不同点

1．最大的不同——来自于政策对资本市场的顶层设计与服务理念

从某种程度上来讲，A股与美股在这个阶段的货币政策环境虽然类似性，但政策的顶层设计却是涉及到中美两个牛市的最大区别。

美国经验是，最小的政策束缚、最大的市场化运作，所以缺少政策对资本市场的关注度。美国对于资本市场的设计一开始就是快速的向着市场化的方向发展，股市得到充分尊重，主要也是承担了其应有的功能，包括资本定价、企业融资等，让其自身规律发挥作用。所以虽然美国的货币政策放松是科网行情进入"泡沫期"的直接催化剂，但之后坚决迅速的连续加息最终对纳斯达克指数产生了巨大的抑制。当时美联储的连续加息行为，考虑的更多的是吸引资金回流，保障了美国经济良性增长周期的延续，所以才会有1999年—2000年美联储6次加息举措，造成的美股市场快速回落的直接政策性因素。说明政策对于科网行情的关注度，仅此而已。

我国则是降息周期创造大环境，而且管理层对资本市场的关注度上升到国家战略。尽管迈入降息周期之后，A股中小创的上涨并不能和货币政策放松的时间节点一一对应，但总体来看，一个持续下降的

利率通道，仍有利于不断打开中小创的上行空间。比如在 2012 年 6 月和 7 月有过两次降息，但并没有对中小创形成拉动；而 2013 年开始的中小创上涨阶段货币政策并没有大的变动；直至 2014 年 11 月的降息由于刺激了大盘蓝筹股大幅上涨，反而导致了小票的下跌；只有自 2015 年 3 月起的再次降息之后，中小创成长股的上涨速度才明显加快。而且，目前国内仍处于降息周期中，距离重新加息还非常遥远。

那么，除了宽松的货币环境以外，还有什么关键的因素在左右着中小创的牛市进度？这里的逻辑直指我国的政策导向。2013 年，新一届政府决心深化经济改革，同时推动金融改革促进盘活存量和优化增量，未来我国将实施创新驱动发展战略，是破解经济发展深层次矛盾和问题，增强经济发展内生动力和活力的根本措施。从国家领导人的顶层指导可以解读出，创新改革与调整结构成为了新的战略目标。

第一，　政局的稳定与政策的改革。经济结构决定上层建筑，而上层建筑又能稳定经济基础。13 年开始新一届政府陆续出台的一系列经济发展与改革举措，市场普遍将之认知为“克强经济学”改革思路。作为一种全新的政策集合，它代表着新一届政府对于现阶段解决经济结构战略性调整，推动经济转型升级，提高经济发展质量和效益的一系列政策。经济的系统性风险削弱，降低的风险溢价能全面提振市场。而十八届三中全会公布的《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》定位了全面改革的开始，加速了市场对改革转型的偏好。

第二，　提升 A 股资本市场战略地位与价值。新一届政府决心深化经济改革，同时推动金融改革促进盘活存量和优化增量，十八届三中全会更是确定了市场对资源配置起决定性作用，而资本市场最为市场力量的重要一环。也是 2013 年同年，A 股资本市场迎来了史上最大规模的制度放松。一方面，多层次资本市场得到拓展，新三板、优先股、资产证券化、衍生品都得到推进。另一方面，IPO 发型有审

核制向注册制改革、并购重组放松，监管重心由事前向事后转变、加大违法案件查处力度，肖钢主席将保护中小投资上升到保护资本市场高度，《证券法》修订提上日程。上市公司治理方面，现金分红以及国企改革同时启动。到了 2014 年，资本市场改革进一步加速。从 IPO 重启，到员工持股计划，再到并购重组管理办法的修订，A 股市场的活跃程度进一步加大。直接带动了中小创为主的结构型牛市再上层楼。而这一原因，很大程度上也带动了中小创板块的业绩飞跃。

第三，中国管理层通过股票市场为工具以服务其特定目的。A 股资本市场在成立时便肩负了使命，1990 年是为了与股份制改革相配套，1998 年是为国企脱困解决融资难问题，2007 年是全流通下对传统工业投资的扩容与扩充，直到现在这一波牛市，市场所肩负管理层意图又有了更深层次的含义。

首先，先解决前面高举投资大旗而迅速撑起来的债务规模，其主要的来源是对 GDP 增长率近乎疯狂偏好的地方政府举债。现在这些债务堆积不仅带来偿债压力，降低了国家资产的质量，而且高杠杆下的国家机器运作都有困难。现在通过做大资本市场，将国有资产上市，做大市值融资后，收购其原有债务，将资产负债表也能有效的改良。所以国有企业的第四次改革，也是此轮牛市的一大目的之一。

其次，以直接融资替代间接融资来解决新兴行业的创新发展问题。直接融资发展至今，已经暴露出巨大的结构性问题，就是那些真正需要金融支持的中小型企业在亟需优质抵押品作为风控手段的银行体系内，是难以获得良性支撑的，这就非常需要通过分享股权回报为基础的直接融资场所——股票市场来解决结构性融资问题。这本来就属于股票资本市场发展的核心功能，但现阶段在中国又更加赋予了帮助中国经济实现转型与改革的战略目的。

再次，对外开放，提升资本市场的核心定价功能，帮助人民币资

产的重估。管理层的对外开放战略也是帮助将国家资产负债表对外扩张的重要战略。这一点就急需国内资本市场（股市）与货币市场（利率）的双向之城，通过对人民币资产的正确估值，以及对人民币国际话语权的增强，来形成对融资与定价更为有利的货币环境，来获取更独立的货币政策。

最后，用长期牛市的财富效应来拉动国内消费者的内需问题等。这一点与我们目前力图从投资型、出口型（对内储蓄与对外储蓄）这种粗放式经济增长方式，转型到增强内需的内生性经济增长方向相契合。

所以，从本质上来讲，我国 A 股资本市场的发展都是依附于阶段性的政策意图上，而不是从尊重市场的规律出发，这是与美国市场最大的一点不同。

2．宏观环境的不同

美国——纳斯达克“泡沫期”时的宏观经济过热。从 1998 年 10 月 9 日开始，美国纳斯达克指数进入了加速上涨的“泡沫”阶段，而从当时的宏观数据来看确实也开始发生了一些明显变化：首先，1998 年三季度美国 GDP 短期见底，并从 1999 年开始回升到 4.8%-5%之间的高位水平，是整个上世纪 90 年代美国经济增速最强阶段。与此同时通胀变化更为明显：美国 CPI 从 1998 年底开始 V 型反转，并从 1.5%的低点迅速上升至 2000 年一季度的 3.8%。可见纳斯达克指数从“泡沫酝酿期”进入“泡沫期”时宏观背景发生了显著变化——从“稳增长、低通胀”阶段过渡到“高增长、高通胀”的过热阶段。

A 股宏观现状——宏观经济远未到“过热”阶段。进入 2015 年以来国内的宏观和中观数据依然疲软，工业增加值和工业企业利润继续回落、地产销量再次出现反复，另一方面 CPI 仍在低位、PPI 继续下探。这样的组合更加类似于“通缩”，而和“过热”相距甚远，这和美国

"科网泡沫"加速期有很大的不同。

3．技术与人口环境的不同

美国经验——纳斯达克"泡沫期"时科网技术刚刚开始普及。1995年，作为信息科技发展最领先的美国，互联网渗透率仅为9%左右，科网技术刚刚进入大规模普及的阶段，更远未达到产业层面与互联网的深度融合。相对比，直到2000年科网泡沫破裂之时，中国的互联网平均渗透率才刚到0.73%。就人口环境而言，也缺乏巨大的"工程师红利"。

中国现状——科网技术普及度较高，大量充足的工程师人口红利。目前中国与2000年的美国在技术与人口红利上有巨大不同。从互联网化来看，截止2014年中国互联网用户渗透率已经达到47.9%，美国的互联网渗透率都达到了84%。现阶段，科网技术对人类生活的改变已经进入了实质性的阶段。诸多产业已经借助互联网+的技术与构架，实现了与科网技术的深度结合。此外，移动互联网爆发出弯道超车式的增长，截止2014年期普及率已经高达7成多，并仍处在高速发展之中。这样的技术环境是美国2000年时没有的一种技术环境。此外，科技这种人力资源密集的产业，在中国有得天独厚的优势，拥有大量的富有知识含量的劳动力，而且相比其他发达国家，成本依然相对较低。这使得中国在那些密集使用高知识含量劳动力的领域，还具有相对优势。

4．上市公司业绩不同

美国经验——¬科网公司景气在泡沫中期便已开始下降。管中窥豹，可见一斑。以美国当时科网泡沫的硬件与软件龙头英特尔和微软为例，他们的ROE最高水平在进入"泡沫期"之前就出现了，1997年三季度的ROE年化水平分别达到了44%和39%，但此后便开始回落，直到1998年三季度这两家公司的ROE再次开始回升。但是好景不长，

这两家公司的 ROE 从 1999 年下半年开始又再次回落。

我们还可以从美国互联网用户数的增长速度来观察美国科网公司当时的景气状况变化。1994-1996 年是美国互联网用户增长最快的时候，年增速都在 80%以上；1997-1998 年的增速虽然明显下降，但仍维持在 30%以上；1999 年以后互联网用户增速则下降至 20%以下。可见 1999 年以后科网公司所面临的市场需求便已出现了明显的减速迹象。

A 股中小创现状——仍处盈利上行通道中，主业不够，并购来凑。据统计 2014 年年报中，中小板与创业板的业绩增速分别达到了 11.40%与 25.08%，同期主板 A 股业绩增速仅有 4.63%。在整体经济疲软，A 股主板盈利不断下滑的背景下，中小创的业绩体现出较强的抗周期性。不过究其原因，除去行业的弱周期性特征以外，大量的并购重组（2014 年高达 4000 余例）的并表也带来了巨大的效应。管中窥豹的数据，2014 年创业板扣除非经常性损益后的盈利增长也仅剩下 9.82%了。

5．估值比较

显然，直接对比 A 股中小创与美国纳斯达克的 PE 值没有什么实际意义（跨国家、市场、监管体系、上市公司）。但是，通过与自己所处的股票市场做历史趋势的比较，以及参考市值占据的比例等方式，具有一定的参考意义。

美国经验——纳斯达克估值大幅突破中枢水平。进入泡沫期以后，科网公司的估值大幅突破波动中枢。由于科网公司在 1999 年下半年以后盈利能力再次开始回落，但股价却大幅攀升，这造成这些公司的估值水平大幅抬升，远远超过了 1999 年以前的波动中枢。如英特尔在 1999 年以前的 PE 波动区间是 8 倍到 20 倍，而 1999 年下半年以后开始突破 20 倍 PE，最高达到 44 倍；微软在 1999 年以前的 PE 波动区间是 17 倍到 30 倍，而 1999 年下半年以后也开始突破 30 倍 PE，

最高达到 56 倍。纳斯达克相对大盘股的 PE 溢价率是 6.3 倍。在“科网泡沫”的最高峰时(2000 年 3 月)纳斯达克的 PE 水平达到 194 倍，而同期标普 500 的 PE 水平分别是 30.6 倍，纳斯达克相对标普 500 的相对 PE 达到 6.3 倍。

“科网泡沫”高峰期纳斯达克总市值达到 GDP 的 60%。2000 年 3 月“科网泡沫”最高峰时纳斯达克总市值达到 6.2 万亿美元，而美国 2000 年的名义 GDP 是 10.3 万亿美元，纳斯达克市值占 GDP 的比重达到了惊人的 60%。当时美国标普 500 的总市值为 11.2 万亿美元，纳斯达克总市值为标普 500 总市值的 55%。

A 股中小创现状——估值水平仍低于美国“科网泡沫”时期。从 PE 水平来看，中小板与创业板 75、128 倍的估值不便宜，但考虑另一方面，由于主板在去年 12 月经历了整体估值抬升，因此创业板相对主板的 PE 目前只有 4.8 倍，低于 2014 年最高的 5.8 倍，也低于纳斯达克在“科网泡沫”时最高 6.3 倍的水平。另外，中小创市值所占 GDP 的比重仍较低。前面我们总结过，截止昨日，中小板与创业板的总市值占 A 股整体大约为 24.5%左右，占 GDP 的比重也仅有 25%。远远低于当时美国科网泡沫高峰期 60%的水平。

6．所处市场环境的不同

美国经验——强势美元与全球资金配置。“科网泡沫”之时，美元经济在改革下复苏，经历了黄金十年之后又叠加美联储的加息周期，美元指数进入上行通道，美元资产吸引全球资金配置，增量资金来自于国内外。

A 股现状——强势人民币与国内资金博弈。人民币自 2013 年开始逐步走强，到现在已经基本成为了继美元之后第二强的货币。但考虑到现阶段美元再度加息的预期，中国面临着热钱从流入到流出的囧态。而且与美国不同的是，A 股市场暂且还是个半封闭的市场，除了

QFII/QRFII 的正常渠道以外，利用经常性项目企图进入中国的热钱仍然还是少数。这就注定了 A 股目前的大量的新增资金还是来自于国内，特别是银行/影子银行系统内的信贷与类信贷资金的入市，所以存量资金博弈成为了很长一段时间内 A 股的交易特征，这种半封闭式的博弈结果往往很容易形成自我强化式的行情特征。

7．交易制度与构成的不同

美国经验——市场化的注册制，以机构为主。美国是彻底的发行注册制，IPO 的发行数量充分体现了市场融资、投资的双方面需求。大体看来，市场的涨跌幅也确实与当年 IPO 融资数量成正比关系。比如从 1995-2000 年，市场上新上市的公司数据不断上升，而 2008 年遭遇金融危机时刻，美国仅有 57 家公司上市。这样的制度，有利于平滑市场的波动，因为牛市增加供给，熊市减少供给，是非常市场化的制衡手段。而美国的投资者结构更是区别于中国。自 1938 年价值投资理念深入市场以来，美国的各类养老基金、共同基金、对冲基金逐步提升其市场的配置比例。据统计，美国机构投资者占美国全部股票的持股比例由 1950 年的 7%左右上升到 2000 年的近 63%。截止 2013 年美国股市的机构投资者占比约为 7 成。

A 股现状——目前仍是审批制，以散户为主。A 股因为审批制备受诟病，这种制度的确也缺少了市场化的自动调节功能。而且在当前中国 IPO 的过程中，监管层不仅直接干预 IPO 节奏，造成权力寻租和道德风险大增，新上市公司身价大涨，而且代替投资者判断公司的价值，使得市场投机盛行。投资者结构更是显著区别于美国的另一大特征。目前 A 股投资者中有近 8 成的是散户，机构投资者的主导力量不足。散户为主的参与者结构就决定了市场风险偏好的倾向较大，投机与短期行为成为主导交易行为特征。

三、从科网泡沫中可以借鉴的经验，以及对我国成长股牛市的合

理推演

（一）美国经验表明："泡沫"的破灭是多种因素的累积效应的结果

综合我们所做的分析，我们认为 2000 年美国"科网泡沫"的破灭其实是多种因素的积累效应的结果：

为调控经济，美联储主动回到加息周期，带来的通胀回升与利率上行，使得宽松环境不再持续，降低了风险偏好，加剧了资金的避险行为；

改革新政带动的科网创新，自 2000 年克林顿总统后，新经济改革政策宣布结束，接任的小布什总统开始推行财政扩张，造成赤字紧张；

过度投资，使得市场上行脱离的行业基本面，虽然规模还在扩大但是行业增速开始下滑，包括互联网普及率，包括大规模的硬件需求等，对科网行业已显疲态的需求端继续形成压制；

1999 年后越来越多的科网企业财报显示盈利能力开始下滑；

市场化股票注册制，随着纳斯达克的牛市，使得股票供给持续增加，2000 年初，IPO 和增发募集资金额以及解禁金额均达历史峰值；

产业资本的大量减持。纳斯达克泡沫在 1999 年进入高峰期时培育了很多新上市公司，根据美国 6 个月的限售期，有大量的公司选择在 2000 年一季度之后抛售股票。2000 年 3-4 月份，除了大量新科网公司限售期完毕，又恰逢美国保税季节来临，所以产业资本减持规模创下新高；

司法部对微软公司的反垄断指控，接下来 2001 年安然和世通的财务丑闻，成为消息面上的催化剂。

（二）A 股中小创正在培育"泡沫"，但尚未面临危机

从美国“科网泡沫”的经验来看，在“泡沫”破灭之前先后经历了通胀上行、利率上行、政策转向与收紧、市场背离、盈利低于预期、股票供给增加、产业资本减持与诸多负面事件的冲击等多个利空的综合影响。而大部分时候，纳斯达克市场对于这些负面信息无动于衷，继续任性做出上涨的“正反馈”，终于加大背离，形成了“泡沫”而最终破灭。反观目前国内中小创为主体的成长股牛市，所有这些可能带来危机的负面因素并未大量出现。不仅如此，这些主导因素还进一步的加剧了“正反馈”：

实体经济疲弱下的宽松预期加大，利率仍处于下行通道；

经济转型与改革加速进行，A 股资本市场依旧处于不断创新与完善的阶段，

凸显中国管理层意志的牛市能解决很多实际的转型问题，比如，以股权替代债券来解决政府的债务危机；以直接融资替代间接融资来解决新兴行业的创新发展问题；利用牛市提升资本市场的核心定价功能，帮助人民币资产的重估；用长期牛市的财富效应来拉动国内消费者的内需问题等等；

在中国这一轮自上而下推动的改革中，“互联网+”战略、“中国制造 2025”战略、“绿色发展”战略等与传统行业紧密结合，加速升级，取得了不错的效果（诸多 PMI/工业增加值等中观数据也充分验证的转型的效果）；

中小创的业绩提升毫无问题，正所谓主业不够并购来凑，随着多层次资本市场的进一步构建，A 股的并购重组等资本行为还将轰轰烈烈的开展下去。

（三）可能造成行情“泡沫化”而带来破灭的负面因素

考虑到此轮改革慢牛的战略目，以及市场的稳定对于管理层的重要性，我们不会担心由于政策转向而带来的泡沫风险。现阶段对于中

小创而言，共有三大潜在的负面风险不容忽视。

一是股票供给。新股发行规模的加大，以及后续注册制开启之后，再加上多层次资本市场的转板互通，整个 A 股资本市场的股票供给加速放大，这一点与美国当年科网泡沫碰到的情况有类似。

二是缺乏法治与监管不足。目前 A 股市场仍处于监管与法律法规不足的状态，不少上市公司出现虚假、欺诈等违规事件，市场交易也充斥着内幕、操纵等违规行为，这种情况于长期而言非常不利于资本市场发展，于短期而言由于处罚力度的加大也会造成负面影响，这一点同样的也是从美国当年的科网泡沫中可借鉴的经验。

三是股票市场的宏观环境发生变化。到今年下半年，对于整个 A 股而言存在一个潜在的风险，那就是经济的企稳与通胀上升。随着前期连续的政策宽松组合刺激之后（全面+定向），如果到了下半年晚些时候逐步形成了对实体经济的拉动，带动经济增长企稳回升，这会制约市场对进一步宽松政策的预期；而且复苏传到至上游的大宗商品，造成上游原材料价格回升也会影响通胀，从而提高了实际利率水平，使得宽松的市场环境就发生改变，风险偏好下降会造成对整个 A 股的全面压力。

等到这些负面因素都出现之时，如果中小创仍然无视风险继续坚挺上涨，届时才是真正谈论“泡沫”的时候，那么顺理而言泡沫破灭的风险也必须加大重视了。

（四）未来推演：中小创的成长股行情依然是主要矛盾，选择慢牛不要疯牛

总的来看，A 股的中小创成长股依然处于对正面信息的“正反馈”阶段，且具备了推动并实现经济结构转型的战略目的，所以 A 股中小创的成长行情继续是此轮转型牛市的主要矛盾。

我们要看到，监管层也积极的做了多方面努力，希望将市场调节

成符合经济转型要求下的慢牛市场。这些举措包括，建立完善的证券法律法规体系和严格的证券市场监管体制；传播价值投资理念，培养合格的机构投资者；宏观调控做好积极的预期管理，合理的调节宏观环境，合理的引导媒体舆论，合理的引导投资者；放权给市场，减少政府的直接干预；开放人民币，开放国际国内市场，实现价值联通；最大的改革来自于注册制的逐步落地，同时健全市场的进入与退市制度。

在这样的系统的安排下，我们认为此轮改革牛市还会健康的慢牛下去。诚然，中小创目前正在培育泡沫，但其目的在于引导增量经济。所以在中国的投资者所处的特殊的市场环境之下，如果能够合理的把握当前的政治意图，则可以跟随管理层的导向，顺势而为。

第 84 辑

(2015.5.27)

美国固收市场收益何处可寻?

——美国合成市场的最新发展

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

范希文博士，某基金筹备组成员。此前任美国瑞迪安（Radian）资产保证公司资深副总裁兼风险分析部总经理，结构性金融团队 Co-Head，法国巴黎国民银行 PB 业务部信用风险总监，中国中合股份有限公司独立董事兼风险委员会主任委员，美国前 ETF Recon Capital 董事。范希文博士毕业于中国人民大学，获学士和硕士学位，现任人大北美校友会理事长兼会长；后于美国印第安纳大学布鲁明顿校区获经济学博士学位。出国前曾在中国人民银行工作。2010 年与孙健博士合作在中国出版《信用衍生品理论与实务：金融创新中的机遇与挑战》一书。

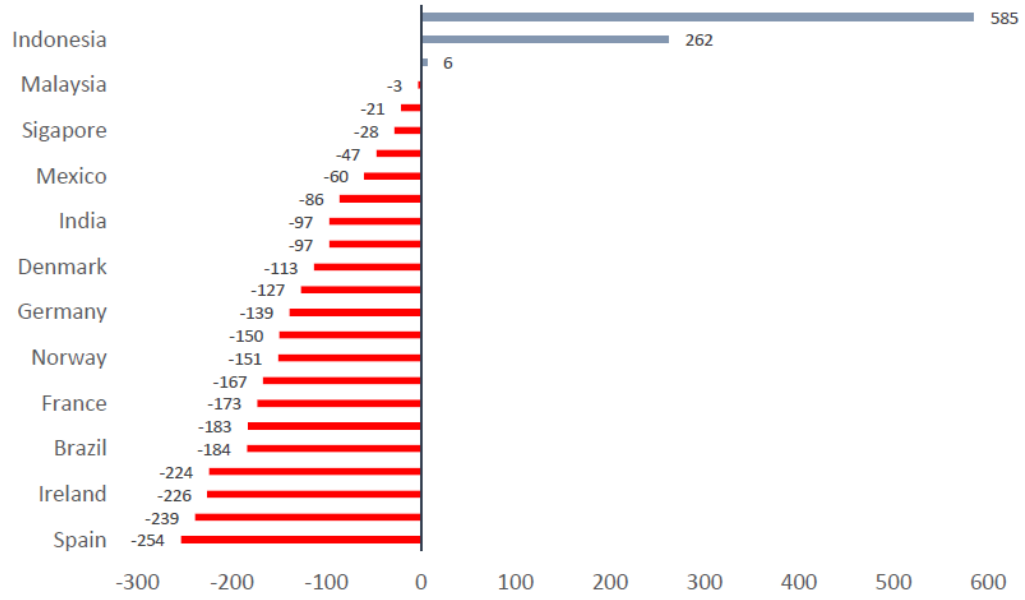
首先介绍我的逻辑主线。30 多年来全球、美国的债市牛市可能进入了一个新的阶段。美国国债收益率的持续下降、欧洲国家负利率的出现，造成了一部分国家债市市值进入前所未有的新高。在超低利率的情况下，波动性也在持续降低。在量化宽松、通缩忧虑的情况下，

得到了进一步加强。然而，我们不清楚，在债券市值很高的情况下，量化宽松退出，加上流动性在新监管框架下继续流出卖方，一旦有一个新的触发，比如还债高峰的到来、通胀的突然抬头，一场大的纠正可能不可避免。

我的主要观察点在美国高收益债，因为高收益债券在美国债券市场上有特殊的地位。我将主要从几个方面说明美国高收益债的估值已经处于历史的相对高点，下行和大幅调整的风险不能排除。而在估值过高的情况下，目前有一个不为人关注的产品在悄然恢复。这个产品在目前高收益债券估值过高的情况下，可能相对于高收益债或者其他债券有更好的投资价值。

全球债券市场正处于一个前所未有的境地。在经济增长乏力，通缩忧虑和量化宽松弥漫之下，债券收益率继续持续下降的总态势。美国 10 年国债收益率从 1980 年代初平均 10%以上的水平一路下跌，于两年多前在 1.43%的水平触底。虽然在 2013 年底 10 年国债收益反弹近 3%，2015 年初又一次跌破 2%的下限，并徘徊于 2.00%上下。与此同时，在美国“无风险”收益曲线 2014 年大幅平缓之后，30 年国债收益于今年一月降至历史新低，达 2.52%。在大西洋彼岸，部分欧洲国家的央行已把短期利率降到 0 值以下。德国国债的平均收益率也曾降到了负值。就在几周前，瑞士政府还以负收益率发行了 10 年债券。墨西哥的百年债券毫无悬念地顺利发行，其收益率在二级市场迅速降到 4%以下。美国 30 年国债去年近 30%的年回报率至今仍让各路投资人望洋兴叹。在过去 25 年的时间里，只有两次 30 年国债收益率超过了去年：一次是在 1994 年固收产品在联储大幅升息中被抛售之后于 1995 年的反弹；另一次则是在 2008 年金融危机发生系统风险弥漫，投资人转向安全资产之时。从图 1 中看到，绝大部分国家国债收益率在降低，幅度也很大。

图1. 2014全球主要国家国债收益率变化(bps)



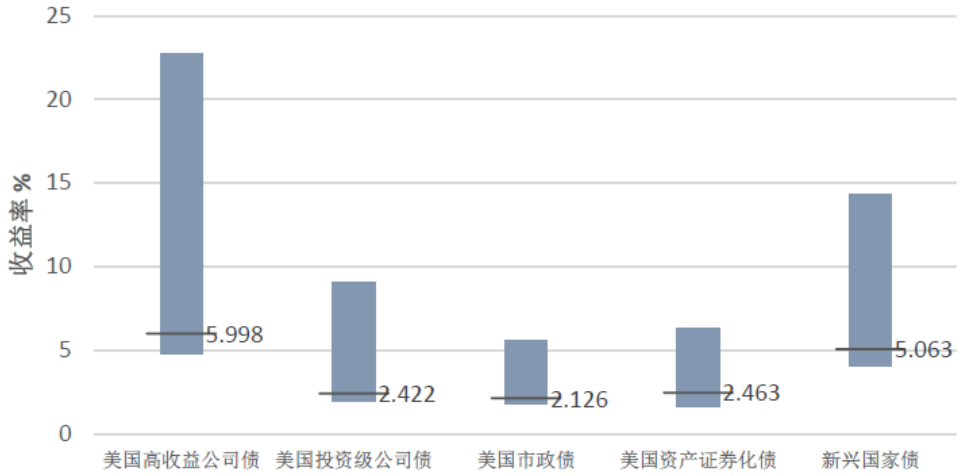
资料来源：DoubleLine。

其他信用产品的情况也相差无几。在量化宽松下，公司债价格高企、波动率下降。投资级公司债市值在面值 120%以上的情况屡见不鲜，非投资级 (高收益) 债券市值超过面值的情况也屡屡发生。今年 3 月摩根斯坦利的数据显示，高收益债券指数中约 73%的债券市值超过面值，其中 34%的债券市值在面值的 105%以上，远高于过去 20 年市值为 96.6%的平均价格。这样高企的市值还是已经考虑了近 9 个月来，能源债券大幅下跌的情况。上一次高收益债券大幅溢价发生在 2003 年 5 月以后，大约持续了两年半的时间；而这次在量宽的催生下，高收益债券市值溢价的现象已经持续了 5 年之久。和过去 20 年高收益价格 11.5%的波动率相比，过去 5 年的高收益债券价格波动率已跌到 3.2%。除公司债券之外，其他固定收益产品，如市政债和资产证券化产品，其收益率大都接近于过去 10 年的历史低点。波动率的暴跌让人联想每次市场山雨欲来风满楼前的异常平静。最近一次调查显示，84%的资产管理人认为，全球相当一部分债券已被严重高估了。

超低的收益率和极端的债券市值使债市的神经比任何时候都绷

得更紧。去年 10 月 15 日，美国 10 年国库券收益率在交易日内暴跌近 40 个基准点，交易数超过黎曼兄弟倒台当天的数量，招致大通摩根总裁戴蒙惊呼，流动性风险已迫在眉睫。最近德国政府 10 年债券的收益率在一路下跌到 7.3 个基准点之后，突然跳升至 71 基准点，触发了债券市场一片抛售的反应。极端的估值是意味着美国已经延续了 30 年以上的国债牛市还看不到尽头？还是预示着全球债市的拐点即将到来？亦或是债市在抛售和反弹更频繁的交错中继续着收益走低的趋势？但不管结论如何，量化宽松所造成的种种扭曲，是当前全球资本市场最重要的现象。

图2. 各类债券过去10年收益率(%)范围和近期收益率
(2015/4/28)



信息来源：BarCap。

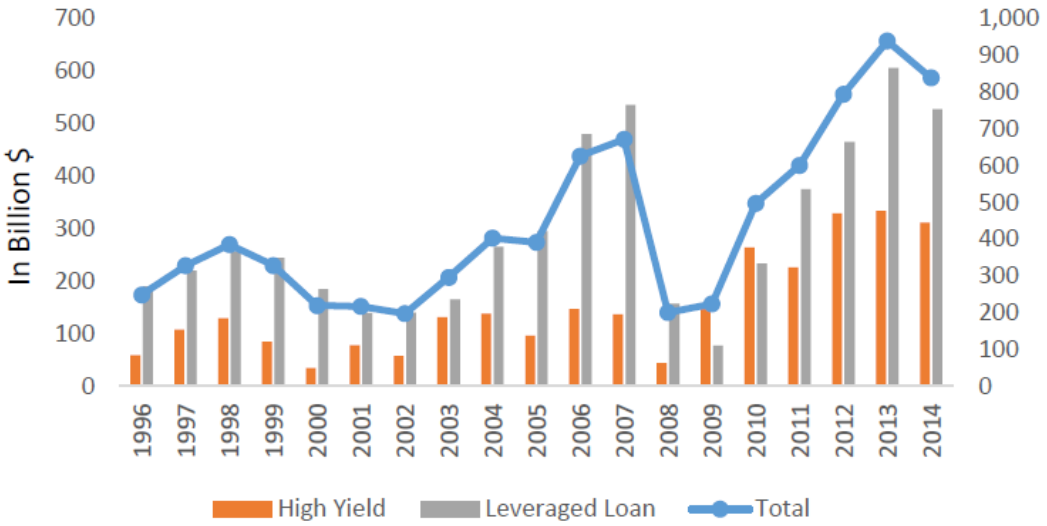
一、债券发行大幅增长，非投资级债券还债高峰不可忽视

超低的利率和借债成本刺激了债务的发行。尽管近几年美国市政债券和 RMBS 等的发行额有所减少，国库券和公司债券的发行额却比危机前的 2007 年大为增加了，说明金融杠杆继续从美国消费者手中转到政府和企业手中。目前，包括所有债券在内的债券发行总额已经超过了危机前高峰的 2007 年，债券净发行额也已接近 2007 年的水平。特别是近几年，债券的发行有加速的趋势：自 2012 以来的最近

三年中，国债的发行额平均每年相对于 2007 年增加了 195%，公司债的发行相对 2007 年平均增长了 25.6%；其中，高收益债的发行相对平均增长了 122%。在杠杆贷款方面，过去三年的平均新增额也超过了危机前高峰的 2006 和 2007 的平均水平。

债务的快速增加会给债务偿还带来新的压力，对非投资级公司来说尤其如此。大规模债务到期，加上届时市场的融资环境，会给高收益债券和杠杆贷款带来突然的下行压力。现在看，高收益债券和杠杆贷款将从 2018 年开始进入大规模偿还期，而在 2019 年至 2021 年将达到高峰期。2020 年和 2021 年有望达到每年 4,000 亿美元左右的偿还规模，是大约目前两项债务年发行总额的一半。加上大约 3,500 亿美元资产可能从联储资产负债表上被出售，届时对高收益债券和杠杆贷款造成的市值下行压力可想而知。值得关注的是，量化宽松和流动性减少两股势力都在给高收益债造成压力。量化宽松从进入到退出的各个环节在全球都存在，美国已经退出，欧洲、日本正在进行，中国正在加入宽松行列（虽然中国不承认是量化宽松）。加上新监管框架对流动性形成打击，尤其是对卖方。目前券商的流动性在新监管的框架下已下降了 20-40%，预计在新监管框架全面实施后，还会下降 10-15%。另一方面，买方的流动性也未必能因势利导、填补空缺。当下共同基金对高收益债券的认购已经达到 30%上下；但同时，高收益共同基金的流动性资产比率却下降到 4.5%左右，仅略高于 2007 年 3%的水平，但远低于 2011-2012 时 8%左右的水准。问题是，许多投资高收益共同基金的散户还没有从上一次的危机阴影走出来，高收益债券如略有风吹草动，都可能惊动散户资金的撤离。去年下半年高收益共同基金大量流出债市，和散户的行为不无关系。

图3. 美国高收益债券和杠杆贷款发行额



资料来源：SIFMA, Morgan Stanley.

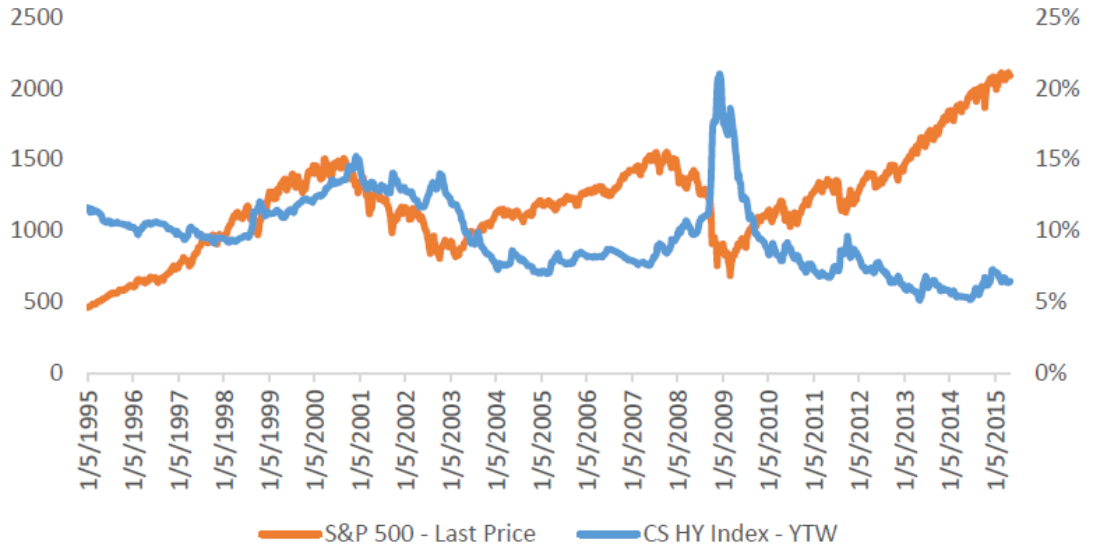
过去几年(实际)收益率的持续下降，导致资金和价值从投资(储蓄)者手中转向发行(借债)者手中，是投资人靠投资收益的减少，减轻了发行人的债务负担，缓解了危机的深度，助推了经济的恢复。但大量的债务积累，如通缩发生，会进一步加大债务人的负担，最终会延缓经济的发展，而名义负利率的政策，可以对此加以缓解。为什么投资人可以接受负利率呢？原因是，一方面，通缩可能导致最终实际利率并不一定是负的。另一方面，债权人如果可以借到更负的资金来购置负利率债券，可能也会得到正的实际收益率。在负利率下，是债务人 --- 而不仅仅是债权人 --- 将会因发行债务而得到名义的"投资"回报。如果债权人最终是从央行手中借到更低（短期）负利率资金来购置负利率债券，那么，实际上是央行用"印钱"对发债人的借债行为以及债权人的投资收益进行补贴，从而抵消债务人因通缩增加的债务负担。这和高名义利率因通胀而导致实际利率走低的经济含义有异曲同工之处。

二、从基本面层面看，美国高收益债券市值居历史高位

我对美国债市的关注重点已经转移到了高收益债券上，原因是，

在美国债市上，某种意义上，高收益债券在债市中占有特殊的位置。这倒不是因为高收益市场的规模有多大。论规模，高收益债券未清偿余额大约只占美国债券市场规模的 5%以上，杠杆贷款也不过是美国商业信贷总额的 1/4 左右。论流动性，它远不及国债和机构 MBS。论风险，它明显高于投资级公司债券。从 70 年代出现以来，高收益债券已经历过 3 次违约高峰。然而，高收益债券的回报率，除长期国库券以外，是过去 20 年和股票回报最接近的固收产品。此外，尽管高收益债券和杠杆贷款的表现和股票大盘高度相关，但价格的波动却低于股票大盘。1995 年以来，高收益债券的复合收益率约为 7.55%，而其长期损失率略低于 2.5%，除去损失的净长期回报率仍然高于同期中期国债 4.88%的复合收益率水平。但是，高收益债券的收益率自 2009 年以后一路下跌。当前 6.4%左右的收益，已经比 20 年长期平均收益率水平低了 300 基准点以上。一个问题是，如此低位的收益率，从历史的角度看，是否被这类公司的基本面所支持。

图4. S&P股指和高收益债券收益率



资料来源：Bloomberg, Credit Swiss.

虽然美国非投资级公司的基本面状况近一两年来有所恶化，但和次贷危机的 2008 年前后相比仍有一定的回旋余地。几项指标，包括

毛杠杆倍数、利息覆盖倍数、EBITDA 边际比率和现金对债务比率，均处于良好或次良好的水平。比如，总体毛杠杆 2014 年底在 3.93 倍，虽然高于 2011 和 2012 年 3.5 倍左右的低点，却仍低于 2009 年 4 倍以上的水平。同样，目前总体平均利息覆盖倍数超过 4.5 倍，是 2002 年以来的最高点。虽然平均 EBITDA 的边际比率有所恶化，但仍好于 2009 时的低点。另外，非投资级公司现金对债务比率降至 2014 年底的 11.4%，虽然接近 2010 后的低点，仍好于 2008 和 2009 约 10%的水平。

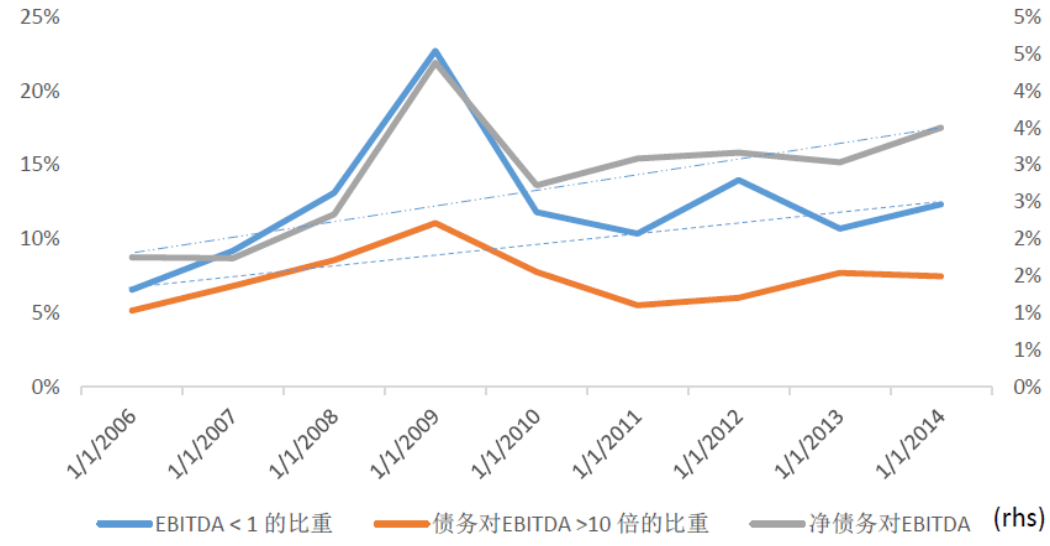
但如果进一步深入考察各项指标的分布情况，2014 年和 2007 年相比，处于边缘状态的非投资级公司比重增加了，说明尾部风险在增加。在美国上市的几百家非投资级公司中，2007 年 EBITSDA 利息覆盖率低于 1 倍的公司比重，从 2007 年的 9.2%上升到 2014 年的 12.4%，说明依靠资产变卖、再融资和流动资本临时调整等以应付还债的公司比重在增加。还有，总债务为 EBITDA 十倍以上的公司，从 2007 年的 6.8%上升到 2014 年的 7.5%。此外，68%的公司的债务 2014 年比 2007 年有不同程度增加，而近 60%的公司的债务杠杆 2014 年相对 2007 年有不同程度的恶化。

尾部风险增加，可能就更经不起风吹草动，比如利率上升的冲击。杠杆增加迫使更多公司依靠资产变卖或融资新债来偿还旧债，也使公司应对市场震荡的能力下降。比如，在最近油价下跌的冲击下，截止今年 5 月初，大约 40%的能源部门高收益债券债券的交易价值是在面值以下，而去年 6 月初油价下跌前，这一比例只有大约 16%。最近耶伦在罗德岛讲话中也提到，今年年内（9 月或 12 月）可能会有升息，那么如果考虑到利率将上调，再假定三个月的 Libor 和非投资级债务的风险加价上升到过去 20 年的平均水平，那么 EBITSDA 利息覆盖率低于 1 倍的公司的比重，将会从 2014 年的 12.4%跃升到 16.7%！

虽然可能这并不是一个很大的幅度，但是这种跳升可能会导致高收益债券的违约率有大幅上升。在今天利率超低的环境下，基准利率大幅跳升的可能性和负面影响程度，会比高利率时期要高出很多，是当今非投资级公司债务面临的现实。

从基本面看，高收益债券和杠杆贷款另一个令人担忧的地方，是轻合约和债务协议修订数量都在逼近甚至超过 2008 年前的水平。杠杆贷款使用轻合约的比较多，债券用的比较少。06、07 年轻合约的杠杆贷款实际上相当于一种债券，因为债券没有太多这种合约要求。债务协议修订包括合约的修订或缓释、债务修改延期或二者兼备，等等。这些都代表了典型的市场大修正前的特征，从另一个层面显示非投资级债务的下行压力在积聚和增加。

图5. 非投资级公司的尾部风险在上升



资料来源：Bloomberg.

三、隐含违约率对实际违约率比率处于低点

另一个考察高收益债券市值是否过高的方法，是看其风险溢价的情况。以往的信用周期显示，风险溢价通常与基准利率成正相关关系。而从风险溢价中，又可以导出隐含违约率，将隐含违约率和实际(预期)违约率比较，可以得出投资风险是否得到应有回报的结论。所谓

隐含违约率，是通过债券的风险溢价推导出来的违约率。计算隐含违约率的方法不只一种，这里采用剩余风险溢价的方法。剩余风险溢价是指风险溢价与损失率的差，代表着高收益债券投资人在多大程度上，对其所承担的信用风险得到了补偿。从美国的经验来看，过去 17 年，平均年剩余风险溢价大约为 310 个基准点。剩余溢价在 2002 年达到最低的 27 个基准点，2008 年则高达 800 个基准点以上。隐含违约率至少是实际（预期）违约率的 1 倍以上，一般是数倍，而且随着评级越高，倍数应该越大。如果是 AA 级，可能在 10 倍以上，如果是 B 级，可能只有 1-2 倍，低于 B 级可能只有 1 倍。下表展示了 2007 年至今，年隐含违约率与年实际(或预期)违约率的比较。

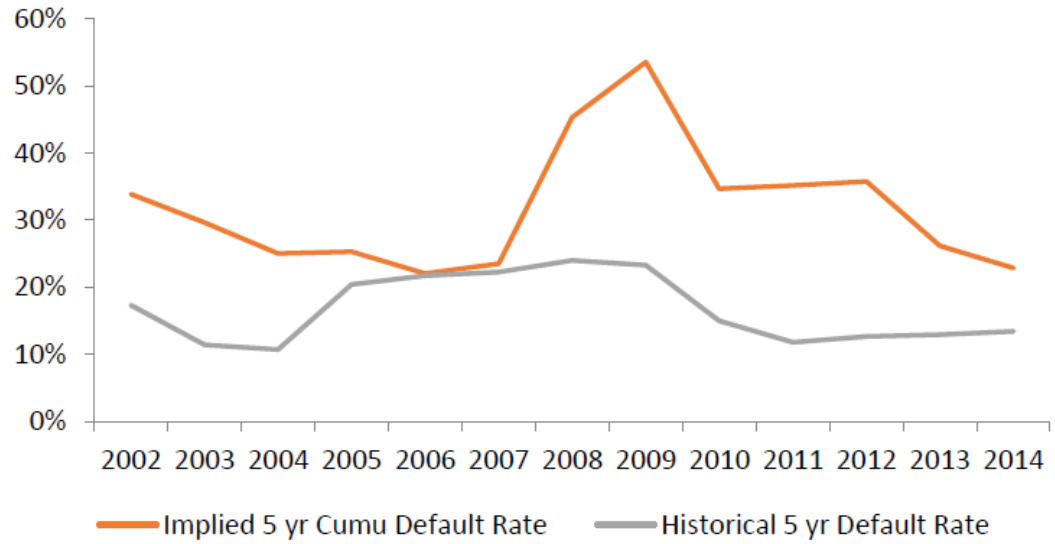
表 1. 隐含违约率对历史违约率的倍数

时间	周期点	风险溢价bps (a)	剩余溢价bps (b)	预期损失率 c=(a-b)	回收率 (d)	隐含违约率 e=c/(1-d)	实际违约率 f	倍数 g=e/f
5/8/2014	近期点	469.00	310.00	1.59%	30%	2.27%	2.50%	0.91
3/30/2012	OP Twist间	617.03	310.00	3.07%	30%	4.39%	2.00%	2.19
n.a.	历史长期平均值	590.00	310.00	2.80%	30%	4.00%	4.00%	1.00
11/28/2008	历史高点	1974.06	310.00	16.64%	30%	23.77%	12.41%	1.92
5/31/2007	历史低点	258.07	310.00	-0.52%	30%	n.a.	2.67%	n.a.

资料来源：BarCap，Morgan Stanley。

从表内显示的数字看，除了 2007 年危机前的历史低点，近期高收益债券的风险溢价，已经低于历史长期年平均 1 倍的底线，意味着从违约风险是否得到补偿的角度看，高收益债券的市值已处于历史高点，缺乏对投资人的吸引力，尽管实际(预期)违约率仍低于长期平均历史违约率。图 6 显示了由 CDX HY 指数引出的高收益隐含 5 年累计违约率和 5 年实际(预期)累计违约率的比较。当隐含违约率接近实际违约率时，风险收益特征便不再具有吸引力。危机前的 2006 年，风险溢价高度收紧时就是这种情况。2008 年有大幅度改善。目前看，两者的差距又有明显的缩小趋势。

图6. 隐含5年累计违约率与实际5年历史累计违约率



资料来源：JPM、BarCap.

从相对价值来看，2014 年高收益债券和其它债券相比是一个灾难性的一年。尽管 2013 年在美国整体债券表现很差的情况下，高收益债券相比之下略胜一筹；2014 年，高收益债券的全收益只达到 2.4%，输于几乎所有其他债券的表现，比美国综合债券年全收益 6%的表现相差了 3.6%，甚至不及 5 年期国库券的全收益水平。从这个意义上，说高收益债券市场估值过高并不过分。

表 2. 2014 债券收益来源分解和美国高收益债券相对表现

债券种类	国库券基准和回报率	风险溢价	息票收益	全收益
	a	b	c	d=a+b+c
5年国库券	1.30%	0.00%	1.60%	2.90%
10年国库券	8.20%	0.00%	2.60%	10.80%
30年国库券	26.00%	0.00%	3.40%	29.40%
10年市政债券	4.40%	0.00%	4.30%	8.70%
美国高收益债券	-3.30%	-1.10%	6.80%	2.40%
美国投资级债券	3.70%	-0.50%	4.20%	7.40%
美国机构MBS	2.00%	0.40%	3.40%	5.80%
新兴国家债券	0.30%	-1.20%	5.60%	4.70%

资料来源：DoubleLine.

四、美国公司债券的合成产品——抵押合成票据（CSO）

高收益债券市场的极端估值，让投资人异常困惑和警觉，最近债券市场的抛售就反映了投资者的这种情绪。问题是，在泡沫显现的债券市场上，眼下有没有市值相对更具吸引力的投资产品？除了个别债券之外，是新兴国家非美元计值的债券？还是跌幅显著的能源债？亦或是长久期的国库券？我这里不准备回答这些问题。相反，我将提及美国市场上一个目前正在恢复、但一直不大被关注的产品。这个产品90 年代就已经出现，只不过产品受到 08 年危机严重打击，11 年以后悄然恢复，最近几个月有一些加速的趋势，但是这种恢复一直不大被市场关注，当然也存在各种挑战。有趣的是，该产品的基础资产是公司信用风险，从这个意义上说，它又不失为替代高收益债券的一种投资产品。

该产品是结构性金融产品的一部分，从属于固收产品的大类，危机前称合成(synthetic)CDOs，目前市场普遍接受的名称是 CSO (Collateralized Synthetic Obligations)。美国有几家投行并没有完全离开过这个市场：据我了解，花旗是唯一一个没有离开这个市场的投行；摩根士丹利和美林这两家一直保持不冷不热的态度。有几大投行在悄然重返这一市场，比如，高盛将新近推出的 CSO 产品称之为“特制分块产品”(Bespoke Tranche Opportunities，或称 BTOs)；大通摩根也宣布成立了新的信用产品平台，摆出了跃跃欲试的姿态。CSO 在市场上重新露面，是在整个债市市值高估的情况下，以及在新的监管框架下，提高资本运用效率的举措，同时也是对现金和合成产品间相对价值的发现。由于危机留下的阴影和监管的冲击，至今 CSO 可能是为数极少、定价参数仍然受到危机影响的产品之一。就是这一原因，比起其它公司债包括高收益债，CSO 在相对价值上更具吸引力。

CSO 不是现金产品，不是说没有现金流，是不需要占用资金就可以投资，实际上是一种信用衍生品，基础资产是信用违约互换

（CDS），CDS 背后代表的是美国、欧洲、日本等全球各国的有一定信用评级的公司的信用风险。CSO 就是利用资产证券化技术，把由若干单一名称 CDS 构成的资产组合中的各种风险 --- 主要是信用风险 --- 在各个分块中进行分配。危机前，CSO 的市场规模一度达到 15,000 亿美元，年发行额近 5,000 亿美元。然而，危机发生后，尽管 CSO 总体表现良好（其实远远好于媒体报道的情况），但受制于新监管框架的约束、交易对手风险和种种莫名的政治风险，交易量大幅下跌，功能从综合性的投资产品演变成主要用于对冲风险的工具。市场上的 CSO，主要体现在指数产品和特制产品之中，危机后，除了 CDX（美国的信用衍生品指数）、iTraxx（欧洲的信用衍生品指数）等指数产品交易仍在进行，特制产品一度消声匿迹。

2011 年底左右，特制 CSO 市场开始在美国和欧洲恢复，超低的无风险利率和低风险溢价是投资人转向合成产品的主要原因。这时，市场的主要投资人是对冲基金。因为危机后对冲基金很难获得杠杆，而 CSO 则提供了获得杠杆的条件。利用 CSO，投资人可以得到现金市场无法得到或需要高成本方可得到的金融杠杆，而低于长期历史平均水平的违约率，又助长了投资人把投资重点放在股本块上。

2014 年以来的 CSO 市场，不是危机前合成 CDO 市场的简单恢复，某种意义上，是经过上世纪 90 年代第一版 CSO 以及 21 世纪初第二版 CSO 的发展之后，对第一版合成 CDO 的返璞归真。而新的监管框架是该产品归真的主要推手。危机前合成 CDO 和当今 CSO 的本质区别，就是所谓“相关交易”(correlation trade)和“全资本结构”(full capital structure trade)的区别，当今 CSO 又回到了 90 年代刚出现 CSO 时候的全资本结构特征。

（一）相关交易市场的兴起

一般合成 CDO 是全资本结构 CDO，它的资产方是单一名称 CDS

组成的资产池，而负债方则是以资产证券化技术分割而成的若干分块，通常是三块，股本块、劣后块、优先块，每一分块则代表着不同的风险收益特征。合成 CDO 把基础资产的风险收益重新分配到负债方的各个分块。之所以叫全资本结构，是因为负债方的各个分块都有投资人持有，基础资产的全部风险也因此而被投资人全部覆盖。

然而，在危机前的高昂年代，全资本结构交易要求承销商必须将负债方的所有分块全部出售，否则整个交易便无法落地。所有分块中最难出售的部分是优先块，因为这一块金额比较大，倒不是因为它的风险，因而妨碍华尔街赚钱机器的全速运行。本世纪初，随着 CDX 和 iTraxx 等指数和指数交易产品的相继出现，以及定价模型方面的进步，相关交易开始取代全资本结构产品。相关交易打破了全资本结构交易的局限，交易量由此不再受到负债方的限制。券商在不需把资本结构全部卖出的情况下，利用指数产品和单一名称 CDS 的方式，对风险进行 Delta 对冲，从而在当时的监管框架下实现资本金的优化管理。2003 前后，华尔街各大银行相继成立相关交易平台，一举将合成 CDO 推向高峰。

一度被认为“革命性”的相关交易，在 2008 年危机系统风险到来时，种种弊病暴露无遗：在盯市的要求下，风险溢价的大幅波动使依靠指数的 Delta 对冲几乎完全失灵；同时，交易对手风险成倍上升使投资人淬不及防；在风险溢价波动呈现极端的情况下，甚至市场广泛使用的定价模型也出现失灵。虽然不久危机逐渐得到缓解，但新监管框架的出笼终于给摇摇欲坠的相关交易市场压上了最后一根稻草。

（二）市场风险监管的修正和相关交易的消亡

2008 年的金融危机，让全球监管当局重新反思监管框架。在市场风险方面，针对巴塞尔协议一版监管框架的缺失，监管当局提出缩小资本金要求在交易账簿和银行账簿的差别，同时增加针对市场风险

的资本金要求，以增强金融机构抗周期的能力。在巴塞尔一版下，市场风险由两大部分组成：总体风险(General Risk)和具体风险(Specific Risk)。新的市场风险监管(俗称巴塞尔 2.5)，针对这两类风险提出了增加新的资本金的要求。巴塞尔一版下的总体风险主要基于 VaR 的风险度量，新的监管框架提出在以往 VaR 的基础上再增加压力测试下的 VaR。具体风险则是交易账簿下由具体交易造成的风险。新的监管框架在以往具体风险的基础上，增加了"新增风险资本金要求(Incremental Risk Charge 或 IRC)"，以涵盖以往忽视的违约风险和评级转移风险。据估算，巴塞尔协议新版针对市场风险的资本金要求比以前增加了 3 到 5 倍，折合成总体资本金要求，估计大约增加了 11.5%左右。

在新的监管框架下，CSO 的相关交易受到种种歧视性待遇。由于 CSO 被算作资产证券化产品，按照巴塞尔新的监管框架，将被排除在使用 IRC 计算资本金要求之列，代之以使用传统的标准方法计算。标准方法主要是依赖评级和债务在发行人资本结构所处的位置进行计算。此外，新的框架在计算中还设立了资本金下限，使 CSO 相关交易所使用的各种对冲无法得到承认。可想而知，这样的计算结果，自然对 CSO 相关交易的资本金要求极为不利。另一方面，虽然巴塞尔协议允许某些银行，经所在国监管当局的批准，可使用综合风险考量方法(Comprehensive Risk Measure 或称 CRM)对资本金进行估算，但问题是，CRM 在计算中要求必须与组合中其它产品完全隔离，这同样使相关交易使用的那些对冲得不到认可。总之，无论是哪一种计算方法，在新监管框架下，CSO 相关交易所使用的各类对冲不再能帮助银行缓解资本金的压力，银行 CSO 业务因此也不再有利可图。2010 年，一度有 10 几家拥有 CSO 相关交易平台的银行先后退出了该领域，坚持下来的只有花旗银行和另外两家不温不热、被动参与的

摩根斯坦利和美银美林。一度风风火火的 CSO 相关交易产品从此退出了历史舞台。

（三）新版 CSO 对高收益投资人更具吸引力

新版 CSO 是全资本结构交易，基础资产的风险被 CSO 投资人全部承担，是充分对冲的产品，而余下的交易对手风险也通过抵押物，按盯市要求每日调整而大幅度降低。在新监管框架下，由于这些结构方面的优势，资本金要求相比相关交易大为降低。

CSO 的基础资产是反映公司信用风险的单一名称 CDS，在基础资产风险类似的情况下，与现金高收益债券相比，CSO 比现金形式的高收益债券或杠杆贷款对投资者来说更具吸引力。这种相对价值的优势来自三个方面：第一是金融杠杆，CSO 所有的分块都有一定的金融杠杆；第二，投资人有一定选取基础资产的能力，可以根据风险溢价的高低、多样化的要求、各个资产间的相关度等进行筛选；第三，对于劣后分块和优先分块来说，定价体现的隐含相关在危机发生 6 年之后仍处于类似 2008-09 危机时的高水平，一定程度上抵消了基础资产风险溢价过于收紧的状况。决定 CSO 定价的一个很关键的参数，至今仍然保持危机时候的高值，这个参数就是相关度，也叫做隐含的相关度，是在分块的价格中推演出来的。

实际上，在所有资产证券化产品中，只要有分块，基础资产的相关性就会在不同分块之间起到风险再分配的作用。基础资产相关性增加，风险从股本块向劣后和优先块转移；相反，相关减少，风险从优先块回到劣后和股本块。但是总体上的风险是不变的，只是在不同分块之间重新分配。危机前因为当时隐含相关性很低，06 年大概是 35%，优先块被分配的风险很小，只能分到几个百分点，大部分风险存留在股本快和劣后块。当前因为市场、供需、监管的原因，优先块依然保持 70%，08、09 年在 80%以上，最多时候超过了 100（因为模型已

经崩溃失效)。而且相关性增加,对风险的边际推动作用实际在降低。而所谓的相关性高低,实际是系统性风险的高低。

表 3. CSO 各分块风险溢价和初始抵押杠杆

分块	起终点	风险溢价(bps)	估计初始现金抵押
股本块	0-7%	937	20%
次级块	7-15%	234	6%
优先块	15-1--%	59	1%
资产池	0-100%	128	2.50%

资料来源:摩根大通。

CSO 三个分块的风险收益特征,适合不同的投资人。股本块处于资本结构的最底端,承担着最大的风险,其风险处于加杠杆的状态。在目前市场的情况下,3-4 年期限、起终点为 0-7%的股本块的风险定价,一般可以达到基础资产平均溢价的数倍。由于股本块可以取得风险溢价上的大幅杠杆,投资人在既定目标收益率下可以把投资限制在一定金额之内,是对低风险溢价、高金融杠杆搭配的更有效的替代。由于股本块的损失是有上限的,股本块的价值呈明显的正凸性,即预期损失的增加对股本块价值的负面影响,小于预期损失减少对股本块价值的正面影响。在盯市的情况下,风险预期减小有可能会带来大幅资本利得。正是因为这些特征,股本块通常得到对冲基金的青睐。

劣后块处于资本结构的中间部位,一般起终点为 7-15%,风险居次,风险也处于加杠杆状态,(一般是先加杠杆,后去杠杆)大约是基础资产平均风险溢价的 2 倍左右。劣后块的好处是,一方面由股本块提供了相当的信用保护,另一方面又实现了溢价杠杆,有较好的风险回报特征。从美国的经验看,据大通摩根估算,即便是经历了金融危机,在 1,000 多个以往的 5 年期的 CSO 中,平均累计损失率约为 2.5%。当然,这其中的分布也不能忽视,完全视每一个 CSO 的实际基础资产而定。

优先块处于资本结构的最顶端,一般起终点为 15-100%,风险最

小，风险处于去杠杆的状态，约为基础资产风险溢价的一半不到。由于优先块只有当基础资产出现大量违约时，才可能遭受损失，因此，优先块实际代表的是系统性风险。和股本块和劣后块不同，优先块的风险主要不是违约风险，而是盯市风险。由于系统风险来临时，基础资产的相关性增加，更多的风险被分配到优先分块上，其次是劣后块上。在 2008-09 金融危机期间，优先分块的隐含相关从 2006 年的大约 35%猛升到了 80%以上。

（四）CSO 优先分块体现了更好的投资价值

在全球债券市场过高估值和高收益债券市场泡沫显现的情况下，CSO 的优先分块不失为固收产品投资的一个选择。CSO 的优先分块对投资人的吸引力来自几个方面：

首先，CSO 优先分块的信用风险很低。除非发生像 2008-09 这样几十年不遇的系统性危机，一般的局部风险，甚至假定能源企业出现大批违约，也不会在一个多样化基础资产的组合下造成优先块的损失。本文用一个假想组合为例来说明情况。该假想组合由 150 个单一名称 CDS 所组成（背后代表 150 家不同的公司），其中约 2/3 为非投资级，余下 1/3 为投资级，基础资产主要来源于 CDX 和 iTraxx 的各个指数，包括高收益和 cross-over 指数；再假定回收率为 40%，那么优先块 15%的起点，意味着只要资产池中的违约不超过 38 个（即，不超过 38 家公司违约，38 家公司违约相当于 1991 年的情况发生），优先块就不会出现任何损失。美国高收益债发生了三次违约高峰，第一次是 90-91 年，第二次是 2000-2001 年，第三次是 2008-2009 年。90-91 年是违约风险最高的一次。CDX HY 已经经过了 20 几个系列，其中只有第 9 系列接近了优先块的起点 15%。从历史上看，只有 CDX HY 第 9 系列的 5 年累计损失率为 14.4%，其余各系列都低于系列 9 的水平。但即便如此，仔细分析，假想组合的资产池大约有 1/3 为投资级，而

CDX HY 第 9 系列全部为非投资级公司，相比之下，假想组合资产池质量更高。此外，假想组合的交易期限不到 4 年，而 CSX HY 第 9 系列的期限则为 5 年。如此来看，优先块遭受损失的风险的概率很低。

表 4. 相关度和优先分块风险溢价的关系 – 举例

相关度	15-100%风险溢价(bps)
20%	8
30%	17
40%	26
50%	37
60%	47
70%	59
80%	70

资料来源：摩根大通。

其次，从预期现金回报率看，CSO 比高收益债券有更大的吸引力。CSO 产品虽然是一种合成产品，但按照危机后信用衍生品交易的要求，风险分块的投资人（这里指做多的投资人）必须以现金或类似现金的产品作抵押(collateral posting)。这就有一个现金回报的问题。根据目前市场的作法，优先块初始抵押为 1%，以后根据盯市，每日浮动。而优先块的 premium 为 0.59%，如果现金 posting 不变的话，应该有 59%的毛收益率，但是逐日盯市会产生浮亏，要求相应增加现金抵押，那么随着现金 posting 的增减变动，现金回报率会有所变化。

显然，大幅度的基础资产风险溢价波动，由于盯市的要求，会导致投资人(风险多头一方)浮亏上升，迫使现金抵押要求增加。2008-09 危机期间，CDS 市场溢价飙升，基础资产风险溢价上升，系统性风险增加，两股势力夹击造成浮亏上升，使一些一时无法满足现金抵押要求的投资人，被迫将头寸变现，浮亏变成实际损失，一些投资人甚至因此而宣告破产。

但仔细分析，只要投资人有一定的流动性贮备，二版 CSO 优先块的此类风险相对不难控制。通常，CSO 分块风险溢价的波动主要来自于两个方面，一是基础资产风险溢价上升；二是隐含相关度因系

统风险增加而增加。虽然两类风险对优先块风险溢价有不同的递减效应，但在一定区间内相差不大。比如，如表四所示，其它因素保持不变，相关度从 20%上升到 30%，假想组合下的优先块溢价会从 8 bps 上升到 17 bps，风险溢价增加 113%。但另一方面，当隐含相关度从 70%上升到 80%，优先块溢价仅上升 18.6%。因为当前市场上依然是以优先块的 70%隐含相关进行定价的，那么系统性风险增加导致的隐含相关的上升对优先块风险溢价的作用已经不大。基础资产风险溢价变动对优先块风险溢价影响也有类似的递减作用。

表 5. 基础资产风险溢价对优先块风险溢价的递减作用估算(假定 70%相关度)

基础资产风险溢价(bps)	基础资产风险溢价上升%	资深块风险溢价(bps)
128	0%	59
154	20%	77
179	40%	96
205	60%	116
230	80%	137
256	100%	159
301	135%	198

从 2004 年 3 月以来，CDX HY 的四年滚动平均风险溢价最低为 370 bps，最高为 706 bps，相差 2.35 倍，而 CDX HY 的风险溢价超过 700 bps 的时间大约延续了一年左右。我们估计，即便优先块的风险溢价在交易日之后上升到类似危机时的 200 bps，现金收益率仍可能达到 20%以上。考虑到优先块的信用支持会在风险上升期因违约而减少，即便 2/3 的信用支持全部损失，假想组合的现金回报率仍可以维持在高个位数左右。这其中的重要原因，就是 CSO 优先块定价体现的隐含相关，目前仍处在危机时 70%的高位。然而，对投资人不利的是，由于盯市，抵押资产的总额会有较大波动，大约会达到初始值的 2 倍甚至更多，抵押资产本身的收益、抵押总额、因风险溢价上升、盯市波动导致高抵押额持续的时间等，都会影响投资人的现金回报率。

五、结论

全球固收产品收益率低迷的状态可能还会持续一段时间，极端的市值在高收益债券上已显得尤其明显。此外，量宽对资产价格的扭曲将以何种方式结束，市场正拭目以待。但如果历史是一面镜子，扭曲被重新矫正的过程一定格外痛苦。2008 年，标普 500 股指下跌了 37%，同年，美国高收益债券和杠杆贷款分别下跌了 26.8%和 29.1%，而之前 1990 和 2000 两次违约高峰的熊市时，高收益债券也分别有 8.5%和 5.7%的负收益。对于投资者来说，在风险溢价已经偏紧、市值过高的情况下，特制 CSO 的优先板块可能提供了另一个值得考虑的投资机会。CSO 优先块所有这些优势，很大程度上是因为在优先块定价中起举足轻重的隐含相关，仍然维持着危机期间的较高水平，根本反映了优先块明显的供需失衡。目前，CSO 市场还在恢复的途中艰难地前行，券商在做市上的能力也面临着巨大的考验。就产品本身而言，各分块、特别是优先块，因盯市而对抵押资产的要求也是一个必须控制好的风险因素，否则，投资人的回报预期便无法全部实现。

六、问答环节

Q1：全球目前处在超低利率环境，您刚才提出了三个假设的可能，并表示认为固收产品收益率可能还会持续。那么您认为触发超低利率环境结束的事件可能有哪些？

A1：我现在还没有看到固收牛市结束的尽头，原因是今年 3 月份，中国进入降准降息大周期，而且利率何时降，降到什么程度，都不得而知。我认为触发的事件有以下几个。第一，通货膨胀的突然反弹。格林斯潘曾经说过，实际上联储升息往往来的十分突然，比如 1994 年联储不但突然升息，幅度还不断加强，有几次升息幅度达到 0.5%、0.75%。而通胀一旦抬头，要压下去，只能迅速果断的升息，这将会对严重高估的债券造成严重的打击。特别是在当前超低利率环

境下，再降的幅度已经几乎没有了，所以总体上，在低利率环境下加息对固收市场的影响要比利率高企的环境下，加息对市场的影响大的多。第二，局部的外部冲击，比如石油价格、地缘政治事件。比如能源领域在高收益债券指数中有 18%-20%的比重，CDS 市场中高收益的比重稍微低一些。但是无论如何，历史告诉我们，高收益违约通常是以集群方式发生，比如 80 年代德州的石油公司倒闭，还有后来的航空公司成批的出问题，这些现象都表明违约事件通常密集出现在某一领域某一部门，在当前高收益债券市值如此高估的情况下，违约率稍微上升，就可能会对高收益债券市场造成很大的打击。

Q2：前段时间欧债暴跌，最近又有反弹。您对欧洲债市后期走势怎么看？

A2：我对欧洲债市跟踪的不很深入，但是我对欧洲债市提出几个需要注意的问题。第一，希腊问题。虽然希腊占欧洲整个 GDP 的比重很小，但是希腊债务波及的银行很多，会对欧洲造成很大影响。第二，欧洲经济很不稳定。2013 年欧洲经济好转，但是 2014 年下半年开始经济下挫。虽然目前欧洲经济又有好转的迹象，但是欧洲量化宽松政策在今年 3 月份开始，到现在不过才两三个月的时间。所以不要惊吓这个市场。第三，人们正在欧洲量化宽松和美国债券收益率之间寻求一种 constant arbitrage。固收投资人要对市场的高频变化做好准备。比如在卖空的时候，要想到不要被下一步的反弹所抛弃。在抛售、反弹高频交替出现的情况下，对投资人的挑战是挺大的。

Q3：您对美国经济复苏的前景，美联储加息的时点怎么看，对美国债券市场有何种影响？

A3：今年年初大家一度很紧张，甚至有些大腕也说联储要在 3 月份加息，有一些指标也都似乎预示着 3 月份要有加息，但是联储 3 月份并没有加息。后来联储讲话之后，市场认为 6 月份加息的可能性

又降到了 10%。从耶伦讲话来看，应该是 9 月份到年底之间加息。但是我认为美国经济已经不像美国 50、60 年代甚至 80 年代那样，经济增长动力很足了，现在好坏消息交替出现，总体感觉美国经济没有人们想象的那么强。而且虽然近期美国的通胀好像有些上升，但要有几个月的时间才能慢慢传导到经济中，之后联储才会认为到了加息的时候。现在虽然通胀有所抬头，但是最终达到让联储加息的程度，第一还需要时间；第二，到底能够加息到什么程度，大家都认为，加息应该不是像 94 年那样，而是一种缓慢、温和的加息方式。至于加息对债市的影响，我以前一直认为债市已经反映了这种加息预期，但实际上不是。原因是，比如 2011 年美国国债被降级，我当时认为这种预期已经反映进来，但是没有。所以我认为加息之后，债市应该还会有一轮比较痛苦的波动过程。

第 85 辑

(2015.6.16)

中国企业在美并购方法及并购后的整合问题

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

修洁律师，Locke Lord LLP 洛克国际律师事务所驻纽约的高级顾问律师。洛克国际律师事务所为美国最权威的《美国律师杂志》（the American Lawyer Magazine）每年全美排名前 50 名内的律师事务所（an Am Law top 50 firm）。她的专业侧重于公司收购兼并，证券法和日常公司法和商法咨询。她在世界范围内，包括美洲，欧洲和亚洲地区代表过大量著名、复杂的收购兼并和证券发行项目，业务既包括数十亿美元的大型收购兼并，也有对新兴初创企业的融资、发展规划建议。她定期在各种法律学术会议，大型国际论坛，电视采访发表讲话。所获荣誉包括入选 Thomson Reuters 旗下《超级律师》杂志 2011 年至 2015 年 40 岁以下年龄组公司及商法部超级律师称号（Super Lawyer "RisingStar"list），很可能是中国大陆获此律师殊荣的第一人；《纽约时报》杂志 2012 至 2014 年纽约地区收购兼 并领域最佳女律师名单（New York Times Magazine, December 30, 2012-2014 special issue）；荣获 2014 年全美 50 杰出亚裔商务精英奖（The 2014 Outstanding 50 Asian Americans in Business Awards），此奖项为美国最负盛名，也是唯一一个全国性奖励亚裔美国人杰出成就的平台；入选剑桥名人录

（CambridgeWho's Who）优秀专业人员与企业家名录；当选亚洲金融协会（Asian Financial Society）董事会成员及证券及商法委员会主席，并获其 2014 年董事会杰出贡献奖。

2014 年，美国的战略买家在经历了数年企业的高额利润增长和较稳定的股票价格之后，终于从旧伤中恢复过来，重拾信心，开始大规模的收购兼并活动。可以说，以战略买家为主导的并购交易在 2014 年出现了戏剧性的巨大回升。由于廉价的贷款、股市回升、股东活动家的强大压力等原因，美国的战略买家在过去的一年完成了收购的盛宴。据 Thomson Reuters 的统计报告，去年一年价值在 50 亿美元以上的、对上市公司的并购有 34 个，而全年所有已宣布的美国并购交易的成交额超过了 1.5 万亿美元，比 2013 年交易额上升了 51.5%。

中国买家也适逢其时。由于国内、国际的各种环境，无论是从数量，还是交易金额上来说，中国企业在美国的收购兼并活动都在近两年达到了史无前例的爆炸性增长。去年，经 MergerM&Arket 统计，中国企业在美国进行了 50 个 M&A 交易，交易额为 110 亿 5900 万美元，超过了 2009 年到 2012 年总和。今年开年以来，中国企业家在美进行了 4 个 M&A 并购交易，交易总额为 2 亿 2400 万美元。据中美经济和安全审查委员会的一份报告显示，2000 年以来中国企业在美国通过并购交易的形式一共投入了 400 亿美元，其中超过一半是在过去两年投入的。由此可见，中国企业在美国的并购活动在过去两年中是如何“爆炸性增长”。

过去，中国企业在美国的收购兼并活动主要以大型国有企业为主，如中石化、中石油、中海油，主要对美国自然资源收购。但过去两年产生了一个新的趋势，就是民营企业、私人企业的异军突起。他们飞

快地加入到海外收购大军中来，他们对美国的优质资产进行全方位的收购，可谓百花齐放。有些投资领域是相对集中的，比如 TMT、服务业、制药、房地产、新能源、媒体娱乐、消费者产品和高技术制造业等。我们耳熟能详的最近几个著名的收购案，包括联想集团去年十月以 29 亿美元收购了摩托罗拉移动，21 亿美元收购 IBM 的低端服务器业务；阿里巴巴去年 1.2 亿美元收购美国一手机游戏工作室；安邦 20 亿美元购买了华尔道夫酒店；2013 年双汇国际以 47.2 亿美元收购全球最大的猪肉生产商 Smithfield；更早一些还有万达 26 亿美元收购 AMC 等。这些收购成交数额之大达到了历史的最高水平，是史无前例的。

对 2014 年美国境内的收购兼并活动进行总结，可以发现以下几个趋势。第一，美国境内最活跃的收购兼并领域目前包括了电脑软件和电子产品、银行和金融服务业、石油、能源、制药以及生物技术领域。第二，超大规模、超高数额的并购异常活跃，主要为股票交易，这是因为 2014 年大量的战略投资者的加入。第三，融资的重新回暖，比如去年一年价值超过 50 亿美元的对上市公司的并购有 34 个，其中以债务融资进行的有 22 个，并且恶意收购增多。所谓的恶意收购就是 hostile deal，意思是在没有董事会高管的内部支持的情况下，买方通过现金要约的强行收购形式进行收购，迫于股东压力的 M&A 也是恶意收购的一种。越来越多的企业采取了企业分拆的形式进行收购。

一、中国企业在美并购方法

（一）法律机制

1．并购方法

在美国的公司法下，一个企业想要收购另外一个企业无非是三种方式进行：第一，资产购买；第二，股票购买；第三，企业间的兼并。

大家耳熟能详的并购一词是来源于英文词汇 mergers and acquisitions，简称 M&A。merger 就是兼并，acquisition 就是收购，收购包括股票收购和资产收购，这三种方式代表了兼并收购的所有范畴。在收购企业的时候，最先考虑的应该是要以何种方式来进行收购，是用股票收购、资产收购还是用兼并。这些形式各有各的优缺点。

（1）股票购买和资产购买

股票购买是通过购买一个公司的股票来达到对这个公司的部分或全部的控制权；资产购买是只购买企业的特定资产而不是全部企业。股票购买的一大好处是简单。如果是购买资产，就要把每个资产都一一列出，在购买企业的重大资产时，这样做比较麻烦；还有些资产是不能转让的，往往需要第三方同意。但如果只购买一个企业的股票，一般的商业合同都会允许公司以股票的形式被收购，除非有些合同有控制权变更条款，这要另当别论。购买了公司的股票，一旦成为公司的拥有者，就相当于把公司好的坏的都继承了，不像购买资产一样可以只购买资产最优秀的一部分，把不好的部分仍然留给卖方。

在税务方面，股票和资产购买各有优缺点。一般卖方是不喜欢资产购买的，因为这可能导致双重交税。卖方的钱是付给公司的而不是公司股东，公司为了把钱分到股东手里，往往要给股东发红利。而通过红利的方式，公司和股东都要交税，这就是双重交税。买方和卖方不一样的地方是，买方比较喜欢资产购买，资产购买的方式对买方的成本基础有好处。买方在购买资产时的 cost basic 是资产的买入价格，一般这个买入价格会比卖方的 cost basic 高，我们叫做 step-up basic，就是升高了的成本基础。这对以后的资产折旧计算是非常有利的，在以后买方还想进一步出售资产时也可以少交很多收入税。

（2）兼并

直接兼并。两个公司的直接兼并就是两个公司之间的直接合并，

卖方在对买方接手之后，停止它在法律上的存在，而买方作为唯一的法律实体会继续存续下来。但是直接兼并有很大的弊端，所以大多数情况下采取三角模式的兼并方法。

三角模式就是在买方的下端创造一个全新的全资子公司，由这个子公司和卖方进行兼并。由于在买方下面创造了这个新的保护夹层，这样的结构可以保护买方不对卖方的问题和损失直接承担责任。

正三角和反三角合并。可以根据兼并之后存续下来的实体是哪一方的来判断是正三角兼并还是反三角兼并。兼并后，买方的子公司成为存续的一方叫做正三角合并，反之称为反三角合并。反三角就是大家都知道的现在声名狼藉的反向合并，英文叫做 reverse merger，它来源于 reverse triangle merger。大家熟悉的中国企业在美国反向上市的方法，是中国买家通过购买美国上市公司的壳来上市，因为他要继续使用这个壳的上市地位，所以合并之后反而是卖方的壳继续存续下来，这就是经典的反三角合并，中国翻译成反向合并。反向合并从法律上来说没有任何问题，美国许多著名公司，连纽约证交所本身都是通过反向合并的方式上市，真正出问题的是中国公司的财务报表。现在每天还是有大量的美国公司通过反向上市的方法成为上市公司。在交易中，正、反向兼并在税务、股东批准的要求程序上都有很大差别，所以需要根据具体交易要求来设计解决。

短线合并。短线合并是一个并购的利器。如果中国企业购买美国上市企业的股票，想要全部控制，却又不能够购买所有的股票时，短线合并在这时是一个极为强大的武器。因为在美国各州的州法律下，特别是特拉华州的公司法下，如果母公司拥有子公司 90%的控制权，那么母公司有权直接兼并子公司。把剩下的 10%的小股东从公司中挤出去是不需要公司批准的，只要有母公司的董事会批准就可以。可以想象，一家中国公司想要购买美国的上市公司，通过现金要约的形式，

只要能在股市上购买到90%股票，就可以通过短线合并的方式挤掉剩下的10%的小股东。虽然这些小股东有要求法院帮助给股价重新评估的权利，但是这是一个非常费时、昂贵的过程，所以不会轻易触发。2013 年，特拉华州对 90%的要求又做了一个最新的修改，新出了一个251H条款，这个新的条款对现金要约的兼并方式触动极大，它使收购者最低只要拥有51%的股票就能够进行短线合并。这个条款是一个意义非常深远的改变。

2．收购过程

（1）对非上市公司的收购

在购买过程上，对非上市公司的购买或对上市公司的购买在程序和方法上有所不同。简单来说，如果购买的是一家私人企业，购买程序和购买国内的企业没有太大不同。购买前的关键是尽职调查，在企业签订保密协议意向书之后，律师、审计师和财务顾问或投行三大团队需要对卖方进行三方面的尽调工作，这三方面是法律、财务和商业。根据尽调结果，由律师起草交易文件，主要的交易文件包括购买协议、高管聘用/顾问协议、股东协议、股票注册权协议、托管协议和过渡期服务协议等。

从协议签署后到真正的交易结束通常还有一段时间，在这段时间里，收购方要确保满足一些完成交易的条件，比如收购方需要安排融资，确保资金到位，在交割前要保证公司的正常运行，没有重大不利变化，要得到这次收购所必须的各项政府批准和第三方许可。如果交易金额极大，还要通过美国的反垄断调查和行业的特殊批准等。美国的反垄断调查是交易金额巨大的兼并情况下，双方必须遵守美国的反垄断法（简称 HSR），要求超过申报门槛的兼并交易必须提前向联邦贸易委员会和司法部门上报，发出交易通知。通知时间是现金要约前的15天，其他各类型交易前的30天。交易门槛的最低是76030万

美元，还有一些其他类型的门槛要求，这些数字每年都调整。

美国外国投资委员会（简称 CFIUS）由 16 个联邦政府机关联合组成，由美国财政部引导，主要负责审查可能控制美国企业的外籍人士所以执行的交易，以确定此类交易对美国国家安全的影响。CFIUS review 采取自愿通报的原则，但是 CFIUS 有权在任何时候主动检查交易内容，有权命令取消甚至是已经完成的交易。一般受影响的行业包括国防合同、运输、航空、银行和金融服务、能源、矿场和通信业。CFIUS 有三十天的交易审查时间，但是在特殊情况下有 45 天或者更长时间的交易延长，还可将交易上报给总统，在总统收到后的 15 天内作出决定。如果不想重蹈华为的覆辙，建议大家把 CFIUS reveal 纳入尽调的一部分。如果是收购特殊的敏感行业，需要提前主动和 CFIUS 进行上报和沟通。

除了以上 CFIUS 和反垄断法的上报批准之外，特殊行业还需要特殊的行业批准，特殊行业包括银行金融业、保险业、媒体广播等。如果购买私人企业，交易完成后往往还需要对资产负债表进行审计，根据审计结果进行收购价格的再调整，这是对买卖双方的价格保护。

（2）对上市公司的收购

购买上市公司的过程更为复杂、耗时长、花费高，最大的不同是增加了向美国证监委（SEC）递交各种记录文件的要求，另外兼并协议（merger agreement 或 acquisition agreement）中还有许多细微但是重要的区别。比如在上市公司的购买中，上市公司的兼并协议很少有免责条款或者要求在交易后若干年卖方对买方的保证还要保持有效。主要原因是，作为上市公司可能会有成千上万的股东，如果出了事情以后还想把这些股东都找到，要求他们负责赔偿，让他们签署免责条款，这是不现实的。在交易最初时，这些股东也不会高兴知道自己在这些交易里还要承担这样巨大的风险和义务，因为他们都不是公司的

直接管理者，也无法对公司的各种陈述保证做出保证。只有在公司相对较小，只有少数几个大股东时，可以跟这几个大股东谈免责的问题。

另外，收购方在购买上市公司时会很大程度上依赖尽职调查，并假定被收购方向 SEC 的各种定期通报（季报、年报）都是全面和准确的。上市公司在 SEC 发出的各种汇报都是受到很严格的美国证券法和证券交易法的管理，比如如果这些报告有不实或者虚假之处，这些公司的高管甚至要付出刑罚的代价，所以对于上市公司这些报表还是应该有一定的保证的，这也是购买上市公司的一个好处。

在收购上市公司时，政府部门的审批一般是和收购非上市公司、私有公司是相同的。对上市公司的收购，具体的法律收购过程一般分为一步走和两步走两种。一步走是特别的股东大会收购，两步走就是现金要约和短线合并。一步走只需要股东大会，然后得到所有的股票，所以一步就可以。一步走和两步走各有优缺点，非常复杂，从完成交易的时间到和 SEC 申报文件的种类到具体操作的手段和过程都是完全不同的，需要专业的律师团队来设计和解决。当买家确定了目标公司，首先会向目标公司的董事会或高管提出购买意向，如果董事会同意兼并，并且给与支持，那这就是一个友好的交易。如果没有董事会的支持，那就是恶性收购，就需要用现金要约和短线合并的方法。现金要约的速度是可以很快，最快可以在六个星期内完成。因为在法律的要求下，SEC 审阅的速度会比一步走中股东大会的速度快很多。在并购里，证券法的要求是无处不在的，所以要求律师对联邦和州的证券法都要非常熟悉。行业里经常说，好的并购律师一定是好的证券律师，但是反过来则不一定成立。

大多数的在上市公司的兼并可以在 2-4 个月内完成，或者是更长的时间，这期间影响时间的不确定因素包括以下几个方面。首先是各方撰写证券法和证券交易法下的各种披露文件的时间。最耗时的文件

包括一步走中的股东大会所需的股东委托声明，它需要对交易中的方方面面作出详细的说明，如果购买中需要用另外一个企业的股票作为对价，必须要用特别的叫做 S4 的表格写招股书，它需要得到 SEC 的审查和批准。这些文件都是动辄数百页或者上千页的，SEC 对这些文件的审阅时间也比较长。SEC 在得到招股书的 30 天内会向公司发出它的各种问题，公司的律师会对这些问题进行回答。这样一来一往会经过几轮的时间，必须要回答到 SEC 满意为止。如果是使用招股书，里面还要有虚拟财务报表，所以财务报表的准备时间也需要计算在内。接下来是申请政府批准的时间，比如反垄断法或者其他跟行业相关的特殊的行业批准。如果大股东对公司的兼并持反对意见，必须还要花时间进行沟通，要设计结构如何来绕过这些大股东，这些都会延长购买上市公司的时间。

（二）风控

在陌生的环境里购买一个企业，如何最大程度的控制风险，是企业非常关心的问题。风控主要有两个手段，一是尽职调查，二是律师在谈判中设置各种保护性条款。

1．尽职调查

尽职调查是控制风险的第一大关键。尽调中有三大专业队伍，律师、审计师和投行或金融顾问。他们会从企业的财务、经营和法律方面进行详细的尽职调查，出具尽调报告，最大程度上发现有可能的出现的问题和看不见的隐患，这是确保收购成功的第一道重要的关卡，需要大量时间和人力来完成，是十分必要的。

2．陈述和保证

风控的第二道重要关卡，是律师在收购中的谈判以及在收购文件中拟定各种对买方起到保护工作的条款。从法律角度来讲，谈判中最重要的几个部分，一个是陈述和保证条款，一个是免责条款

（indemnification），以及出现问题的争端解决方式，这些都是谈判中的兵家必争之地。买方要求卖方对企业的经营、财务、法律合规方面做出大量的陈述和保证，例如卖方要保证公司的成立和经营合法，卖方有权出卖企业，卖方从资产到经营到签署过的各类合同都应该没有问题。如果是因为卖方的问题而出现的问题和责任，卖方需要提供免责保护。

3．确定劳务、环保和税务方面的问题

企业的经营涉及的方面千头万绪、千变万化，不同的行业又涉及不同的行规，特别是在美国这样法律成熟的地方，所以尽调过程需要有经验、资质良好的律师团队，最好是在这个行业中有过并购经验的。例如，美国的劳工、税务和环保方面都是一些被中国买家忽视但是又极为重要的方面，尤其是环保和劳工方面，中国的法律还处于起步阶段，但是在美国这些方面是容易引发巨大纠纷和损失的地方。在劳工方面，需要注意企业有没有劳工纠纷，有没有正在进行或者即将发生的针对企业的诉讼。还有许多其他的细节，比如说有一个中国企业在美国的并购，尽调都做过了，协议也都交割了，但是因为缺乏经验，没有注意卖方的养老金有巨大的缺口，企业一接手就发现所有的人都举着钱袋子要钱，养老金反而成了这个企业最大的责任。

环境法方面，在合并之后，买卖双方一样对环境违法负有责任，不是因为污染是卖方造成的，买方就不用负责了，买方同样是有不可推脱的责任。所以在进行交易之前，一定要理解相关的环境问题。如果是房地产行业中有一定历史的老企业，或者是化工、石油和能源制造方面的企业，收购之前应该多注意一下潜在的环境问题。环境问题的重要性也可以从下面的例子中看出来。2013 年，宾夕法尼亚州的地方法院刚结束了一个持续了近半个世纪的案子，这个案子涉及的是 20 世纪 70 年代一个生产瓶盖的公司的并购。当时并购交易只有几百

万美元，这个公司下面有一个装修公司使用了石棉，由石棉产生的责任横跨了半个世纪，直到去年，宾州的法院才最后宣布结案，结案并不是因为这个案子真正的结束了——当时全国还有 300 多个案子没有终结。法官结案的理由是，当年公司并购只花了几百万美元，现在光赔偿就赔偿了 2 亿 5 千万美元，已经超出了公司合并后的价值。所以说对环境方面不是很重视的话会产生很大隐患。

4．免责条款

免责条款是购买协议中另外一个很重要的条款，它和前面所说的陈述和保证条款是相辅相成的。在免责条款中，卖方保证如果出现违约或由于卖方的不实陈述造成了损失，卖方将承担一切损失。在并购交易的谈判中，很多时候交易的各方面都属于天时地利人和，交易完全符合双方的战略经济利益，价格也非常好，但是就是不能完成最后的交割，谈判一拖再拖，这种情况下属于本末倒置，双方无论如何要做出不同程度的妥协。

5．保险

近些年还出现了一种新的保险业务，就是对所谓的陈述保证条款进行保险。如果在这方面出了问题，卖方不予承担损失的话，至少还有保险公司能够进行赔偿。这个保险业务很多年前起源于英国，最近几年也成为了美国 M&A 并购交易的主流。

总之，在作出并购决定之前，中国企业对在美国并购需要注意的事项进行综合提前考量是十分重要的，它是从事合理、成熟的兼并收购业务所必须具备的素质。美国作为全世界 M&A 交易最为活跃的地方，专业队伍积累了大量的交易经验，法律体系也是相当透明完善的，寻找到好的专业顾问团队，采用正确的方法，是完全可以把风险控制到最小程度的。

二、企业并购后的整合问题

（一）整合早期

在实际的并购过程中，企业顾问团队也经常是呕心沥血、通宵达旦的工作，把大量的时间和精力都投入到了尽调、谈判和文件的起草中，但企业的并购后的整合问题也许才是交易中最具挑战的地方，并最终决定了一个交易是否成功。并不是协议一签字，大家就可以关门大吉，该休息的休息，该放假的放假，一切等过完年再说。当然放假、休息是完全应该的，只是交割之前大家应该提前为交易之后的过度做好准备，做好一整套的整合计划，确保在交易完成的第一天就开始紧张有序地实施，而且是不遗余力地大力实施。

买方应该把交割后的头一百天作为整合的最关键的时期，这 100 天基本预兆了未来的整合行动是否能够成功，所以之前的合理规划是至关重要的。这 100 天的重要性可以下面这个最近的例子中看出。纽约的银行界人士可能知道，最近一家日本银行收购了一家欧洲银行在美国的全部业务，这项收购几个月以前开始到现在还没有完成，而原来预计今年 6 月能全部完成。这项收购并没有在市场上宣布，因为他想绕过银行监管当局对银行之间收购的各种限制，所以这家日本印象采用了一种很聪明的方法，它采用购买对方的贷款业务和雇佣对方在美国的 200 个员工的形式进行的，但是实际上它就是一个并购。这次收购在它的内部造成了极大的混乱，导致了人员的重大流失。已经离职的几个贷款部门的高管表示离职的原因是：一方面，公司管理的杂乱无章、人心惶惶，没有人告诉他们收购的整体计划和对他们各自部门的业务影响，所以是人人自危，不知道前景如何。而且日本公司的管理文化和纽约当地的银行的管理文化还是有差距的，这让大家感到很不习惯。比如，平时很简单的汇报程序，到了日本银行这里就变得多出了很多汇报程序，要填无数的表格，而且和日本领导的沟通也不是很顺畅。另一方面，他们对于收购后新增加的欧洲银行团队的人也

感到很失望，认为他们的行事风格、工作效率都差了很多。最近流传的一个笑话是：因为有急事，所以日本银行这边的工作人员急着找欧洲银行那边的一个工作人员，当时两三个小时都没有找到。这对美国银行来说足以认为这个人已经出事死掉了，也许是心脏病发。后来动员了很多人，用了各种手段，大家都非常紧张，最后才发现原来这个人好好地。大家当时感到非常气愤，觉得对方的员工工作素质实在太低了，所以对收购也越来越不抱希望。类似的抱怨我们还听到很多。业界一直困惑的都是为什么并购后的企业很多都是失败的。但是通过系统、科学、行之有效的整合方法，在收购初期就对合并后的整合制定计划，组织有效的专家团队在合并后的第一天紧张有序的执行是完全可以避免上述这些问题的。

无论选择何种整合方式，买方和他的顾问团必须在交易的最早阶段就要开始考虑整合计划。买方的整合计划应该是双方共同向市场宣布交易完成之前就要进行的，而且是开展的要非常早，应该是要在尽调期间，结合尽调，买方就应该把自己对未来整合的目标、希望和计划时间告诉双方的团队，并确保最后的交割文件中有整合计划所需要的所有的文件的，这一步非常重要。

并购后的整合是一个非常复杂的过程，成熟的整合会涉及数百个单项或者细项的工作，不同的企业因为不同的商业目标、交易结构和行业会有不同的整合过程。在整合早期，要制定整合策略、确定整合模式，确定整合模式要求确定是否保留卖方公司的管理运行模式还是采取互相融合的方式。如果互相融合，那么融合的程度和规模又是什么。当然整合策略的制定是和尽职调查工作紧密联系的，要把合并后的整合作为尽调的一部分内容，根据尽调结果决定具体的整合方式。需要注意的是，如果是大型企业间的并购，一定要理解并遵守反垄断法和其他美国竞争法对企业过早整合的种种限制。比如，企业间的融

合在交易完成之前就要开始，尤其当大家是多年的合作伙伴时，这种情况就更容易发生。但是如果企业还没有通过反垄断调查，那么在互相交换机密、商业敏感性信息的时候一定要注意不要违反相关的反垄断法，也不能在得到政府批准合并之前开始实质上的融合。一旦有违反，都是要付出相当多的罚金，这些法律有可能影响整合的时间和进程。

（二）建立整合团队和管理体系

在建立整合团队和管理体系时，首先要任命整合团队的负责人，相当于足球队的队长。这个人的任务是很重要的，他需要花很多时间在工作上，负责协调领导整合设计的各个部门，要保证整合按照计划步骤进行。整合中出现的任何问题他都要快速及时地处理。建立整合团队时，为了确保这个团队的联系有效，企业的每个重要部门，如HR、IT、审计、市场、营销、法律部门都应该设有关键的联系人，再由这个联系人任命其属下的团队成员。整合要设立专门的管理委员会，对整合由最高的监督和决策权。整合团队的负责人要定时向其汇报，各部门的关键联系人也应该经常同自己的团队成员沟通，向整合团队的总负责人汇报整合工作的进程。要有专门向企业员工提供支持与服务的工作人员。整合是一门艺术，需要在既保持员工的积极性，让他们感到自己是被关心和尊重的，又不能破坏企业的正常工作秩序和环境。

（三）发展整合计划

关于整合计划的制定，各部门的整合队伍的成员需要根据企业的战略目标制定自己需要完成的任务，每个人的任务一定要尽可能的具体，而且要有明确的完成任务的截止期限。任务要落实到个人，整合委员会也要负责审查整合计划，整合计划需要不断更新。

（四）制定沟通策略

整合最重要的部分之一就是与员工的沟通工作，这需要任命专门负责沟通的团队领导，最好是有一整个团队专门负责和员工的沟通，因为这对确保计划成功是至关重要的。整合团队有很多方法和员工沟通，比如，可以召开员工会议，给员工送欢迎礼包，内部网站定期通信或电子邮件，人力资源部的定期办公室时间用来专门解答与合并相关的问题。交割之前还要准备好交割后首日使用的话稿，在同双方员工和高管的首日会议上使用。确定交割后的首日以及之后该如何同员工保持沟通是十分重要的，要确定沟通的频率和时间，比如可以使用常规通信，每周都发一个电子邮件，加上主要的整合事件，比如职工的福利变化前的特定通信。

向客户及时完美的传达合并消息也是非常重要的。要起草给客户的信函或讲话的要点，要给负责销售或其他以客户为中心的员工进行培训，确保给市场传达的消息是一致的，主要的客户及其他的第三方业务伙伴应该在第一天就得到并购的通知，例如向客户和业务伙伴通知此次交易完成客户支付方式、组织结构的改变和其他涉税事宜。

（五）变更管理

整合要想成功需要在整合初期获得基层管理者的支持，没有直接管理者的支持是很难在整合过程中保持员工的积极性的。这些基层管理者会直接影响员工的态度，也是需要负责贯彻执行公司各项整合政策的人。对于这些基层管理者，要安排专门和整合相关的管理培训，在他们的配合下进行整合工作。要给每个公司的高管下达任务，要让他们帮助在企业内部倡导、宣传一体化进程，关心和支持员工的过渡。对于普通的员工，要让他们积极参与，置身整合行动之中，对变革起到积极作用。一些实际的方法有，向员工提供一个可以提问的论坛，对员工提出的问题加以回答，并贯彻一致同意的解决方案。每周或每两周向被收购公司的相关员工发送整合相关的电子邮件，定期检查员

工对待一体化进程的态度和建议，确保公司整合不阻碍核心业务功能的发展。

（六）人力资源部

整合中人力资源部和律师的作用是相当重要的，所以注重讲一下这两个部门的整合任务。公司的人力资源部在整合过程中的角色相当重要，公司的人力资源部要提前准备交割后首日发给所有卖方公司雇员的信息，要制定和员工的定期沟通计划，就薪酬福利等变化进行定期沟通，并建立有效的员工支持系统，帮助员工过渡。对于重要的核心员工，要进行早期沟通，考虑提供待遇以及留才奖金，协助律师签署保密或不竞争协议。已有的雇佣协议条件可能因并购交易产生变化，这时可能需要重新谈判或支付，这些都是人力资源部需要注意或提请律师注意的部分。如果有竞争对手会挖走某些员工的可能，应该对这些员工进行沟通，鼓励他们继续留在公司。

如果有裁员，应该确定企业有什么相关的义务，并评估是否要支付遣散费。裁员评估是一个持续的过程，是随着整合的进展而发展的。裁员最好是由卖方在交割前或与交割同时执行，如果会有大规模的裁员或者是关闭工厂，还要评估雇主是否有任何潜在的 WARN 法案的责任。WARN 法案是一个联邦法案，它要求如果交易会导致工厂关闭或有 50 个以上工作岗位的丧失，交易双方要在工厂关闭或大量裁员提前 60 天给受影响的员工和工会代表通知。这个 60 天的通知会影响交割的时间。人力资源部需要组织员工对新政策的培训以及使用新的人力资源系统，还要审阅卖方公司的相关员工政策和做法，并做必要的变更。这个变更并不是全部都是改成买方公司的政策，比如还要遵守卖方公司的行为守则或者美国劳动法规方面的相关政策。确定其他有利于卖方公司员工的培训计划，比如说买方很可能有一个管理培训计划，卖方公司的中层管理者可能会从中受益，买方应该提供一些

培训计划。

（七）法律

法律方面，律师在整个过程中也是起到十分重要的作用的。作为尽调的一部分，律师会评估卖方公司的合规性，并对有关问题部分进行补救。在尽调中，要建立合同审查程序，确定买方和卖方的合同做法和卖方公司平时运转的标准条款有何差异，确定是否需要在整合过程中进行改变。为了确定企业的持续成本，在交割前要和负责房地产事宜或设施管理的人士一起工作，处理当前的租赁期约、谈判和续约等，管理与收购相关的第三方管理与收购相关的第三方托管或回扣款项。

还要与人力资源部门协调，审查和批准所有雇佣通知书和雇佣协议。买方在购买了美国的企业后，很难在一定的时间内把中国的人力部门搬到美国去，或者很难立刻进行交接，所以很多人力资源部的工作都是拜托美国的律师帮助执行的。律师还要审阅并遵守任何新的法律政策，明确签字权一项，使新的管理人员具有各自相应的签字权。在交割前，咨询税务专家，确定是否应合并子公司或仍单独维持。根据长期战略目标和需要考虑并购后的组织结构图。律师还要安排《外国腐败行为法案》（FCPA）和其他与合规相关的培训。

（八）市场营销和销售

要确定对品牌和产品的相应修改。制定新品牌的宣传策略，向直接客户，潜在市场，市场分析师等第三方传达。制定企业形象的新战略，把卖方形象向买方转移，比如要改变企业标志、信笺、名片、电子邮件签名、语音邮件、网站、宣传册和产品包装，这一系列的改变都是要提前进行的。

过渡双方的工资系统。卖方员工越早过渡到买方的工资单越好，这样可以减少卖方员工对卖方公司及其遗留影响的依赖。员工的工资

结余（地方税，假期和其他）必须进行整理和转移。

（九）企业文化

需要确定卖方公司的哪些文化对业务和员工来说是重要、无可替代的，确定对其企业文化的修改部分，并了解此修改对员工和业务的影响。即使是很小的变化（如供应商的变化），也可能产生重大意外影响。如果变化是不必要的，可以考虑尽量减少它们，或错开施行的时间。如果变化是必要的，需要制定计划，解决员工的疑虑和鼓舞士气。取消一些看上去很不重要或者无伤大雅的活动，比如说每周办公室的 happy hour、公司的保龄球队、读书俱乐部，这些都可能消极地影响到员工。虽然取消这些活动用意可能是公司的所有企业之间应该进行的、统一的管理创造一致性，但是整合队伍应该考虑的是，如果没有正当的商业因素的考虑，应该尽可能的保留这些文化习俗。如果一定要改变，也应该尽量减少变化或把时间岔开，分开执行，不要一次都执行。

考虑成立一个专门的文化委员会，发现问题并保存原文化的重要部分，考虑买方是否应接受并采取卖方的部分文化。企业最不想看到的结果就是当地的员工一看是中国人来了，企业从文化到管理方式处处都印证了他们对中国人管理文化的疑虑和不信任，这样的队伍是很难保证融合成功的。

三、总结

交易后的整合最重要的是不要让卖方的员工感到这个整合永远不会完成，一定要争分夺秒，把交易后的前 100 天当做是最关键的阶段。要成立领导有力、有效、科学的管理团队。在交易初期就要根据尽调结果，开始整合计划的规划，并确保在交易后的第一天就立刻执行。对买方的员工要及时塑造负责、敬业、热情的专业工作形象，给

予员工信心，让他们对未来充满希望，要让他们看到管理层的诚意。

四、问答环节

Q1：中国企业在美收购兼并当中的一些建议和注意事项，企业在并购交易中都应该注意什么？

A1：中国企业到美国进行并购是一个十分复杂的过程。在做出并购决定之前，大家一定要考虑很多重要的前提因素。因为花费高，并且美国法律相当复杂，治理环境和中国有很多差异，所以企业一定要好好考虑一些重要的前提因素。政治因素。我们要承认现实，中国企业在美国进行交易的确比其他国家到美国投资更容易激发政府、民间的敏感情绪。比如刚才提到的 CFIUS review。关于 CFIUS reveal 大家也不要太紧张，因为中国企业要到 CFIUS reveal 汇报的绝大部分交易最后都是成功了，只有少数没有通过。但是对于政治的敏感性大家要提前有预料。比如，中国企业到当地并购，和当地的各级政府、民营企业甚至是当地的社区都要保持很好的合作关系。取得当地社区的支持会为未来工作减少很多不必要的麻烦。例如去法庭打官司，如果和社区关系不好，12 个陪审团成员一看这个中国企业到我们这污染环境，做出了这么多不负责任的事情，一定不会有好印象。但是如果在社区的关系非常良好，经常支持当地的建设，那陪审团的印象自然会比较不错。这是要考虑的政治因素。其次，还要考虑交易结构。这对交易极其重要，战略目标、税务、SEC、美国公司法下的各种法律要求都是交易结构中必须考虑的。此外还要考虑政府监管，包括反垄断法调查和特殊的各种行业的相关的管理。购买上市公司不但要跟 SEC 汇报，美国的各大证券交易所还有自己的规定。比如，用自己公司的股票购买一个上市公司，如果超过 20%，那在各大证券交易所都需要经过股东的同意。还要考虑当地的特殊情况，对当地的风俗文化、

政治系统都要有很好的理解。购买上市公司时要对美国的证券法和证券交易法这两个重大的法律有非常熟悉的了解，要对美国的整个资本市场从金融、法律各方面都有很好的掌握，如果是敏感地带的特殊行业，尤其是有中国政府资金支持或控制的行业，要考虑的因素则更多。对尽职调查，做什么样的尽职调查，做到什么程度，需要什么方面的尽职调查，这些都是要在交易的非常早的阶段和各大专业团队进行交流。中国企业想在美国并购成功的非常关键的一点是在项目早期引入有经验、素质良好的顾问团队，做好项目的规划工作。在美国除了国防和少数其他极敏感的行业，大多数交易都是可以通过细心的准备和好的结构设计来完成。所以说寻找到好的律师，好的专业顾问团队，用正确的方法是完全可以把风险控制到最小程度的。

Q2：中国公司赴美投资面临着美国外国投资委员会的批准，中国的公司应该如何去应对？

A2：在国内臭名昭著的美国外国投资委员会好像拿着有色眼镜看中国企业，好像中国企业过去都会遭遇 CFIUS，这其实是一个误区。CFIUS 实际是由 16 个联邦政府机关联合组成的，采用自愿通报的原则，但是他也有权在任何时候检查交易内容。如果外国人士的并购及收购行为使得美国公司或者其资产被外国控制，那么美国总统就有权就这些并购对国家安全进行调查。须接受 CFIUS 审查的对内投资或收购一般会包括涉及美国关键基础设施的美国公司资产、产品、服务或设计交易，一般到美国收购只有在这些敏感的行业才会受到 CFIUS review。大家可能对华为收购时在 CFIUS 遭遇“滑铁卢”感到十分苦恼，更早还有 2005 年中海油收购失败。但是实际上在过去几年内，绝大多数中国在美进行的并购交易很多是在极短时间内通过了 CFIUS。比如 2013 年中海油亿 151 亿美元收购了加拿大的油气公司尼克森，这个交易就获得了 CFIUS 的批准，这是中国至今最大规模的海外收购

交易；其他成功的案例还有双汇收购美国最大的猪肉生产商。所以说，在美国，绝大多数中国公司的并购是不需要 CFIUS review 的；如果接受了 CFIUS review，绝大多数是在相当短的时间内通过的。如果不清楚购买的产品或企业是否需要接受 CFIUS review，比如是在灰色地带，建议大家尽早自己主动通知汇报。特别是经常在美国投资的公司，这样不仅可以是交易被 CFIUS 批准后获得交易的确定性，而且还会显示这些公司乐意与美国政府合作以及作为有责任心的企业公民的意愿，从而为未来的交易赢得商誉，从该委员会处获得进一步的信任。

Q3：中国企业赴美并购活动和过去相比的变化，以及您认为未来可以继续提升哪些方面？

A3：更多的中国企业涌入美国市场，无论是国有企业还是私有企业，私有企业更是异军突起，大量进入美国。他们在美国全行业进行大量并购，这的确是非常可喜变化。中国企业也变的越来越成熟理智，当然现在不是没有问题，很多时候还是有相当大的困难，因为毕竟法律、金融各种陌生的体系仍旧是很大的障碍。比如，经常能看到并购交易中中国企业出的对价往往过高。企业并购后的整合问题一向是中国企业在美国并购的重大弱势，许多企业都觉得从寻找合作伙伴到找到目标到最后，自己费尽心力，重点都放在前半段。不论是大型国有企业还是私人企业在整合方面，问题都很多。整合是有一套系统的、科学的方法。中国企业最好在并购前请教专门的专家顾问团，进行一系列的设计。中国企业在美国的声誉越来越好，我们对未来中国企业到美国并购也相当有信心。

Q4：为什么最近两年中国企业在美并购交易呈现爆炸式增长？

A4：现在的环境属于天时地利人和。首先，美国经济多年疲软，复苏缓慢，出现了大量的质优价廉的优秀资产。美国各州都是有非常优惠的地方政策，很多州的政府首脑经常到国内参加各种会议，大力

欢迎中国企业到美国投资，他们的诚意的确是千真万确的。而且中国企业到美国来投资设厂，当地政府真的是非常热心的给出最好的地、最优廉的价格，当地政府也是很支持配合。其次，美国的土地和水、电很廉价，这些年来融资成本也很廉价，当然美国也有非常成熟的资本市场，他的完备的法律环境，还有高端产品的制造能力。这些年，大量的中国企业到美国来提升品牌技术，想把美国最好的技术带回中国，也是趁成本较低时进行大量收购。最后，中国有巨大的消费者市场，而且政府鼓励企业走出去，这也是私有企业继国企之后成为海外收购另一主力军的重要原因。所以过去几年内，各种原因造成了中国企业到美国并购收购的井喷式的良好发展趋势。

第 86 辑

(2015.6.24)

大型银行量化模型开发工作简介

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李宏晖先生，美银美林全球抵押贷款和结构化产品(MBS/ABS)量化策略部门总经理(MD)，为美银美林 MBS/ABS 产品销售、交易、策略、研究、风险管理、客户咨询等部门提供产品估值和风险分析模型和应用支持。此前曾任 MBS 分析和风险技术部门负责人。在加入美林前，李宏晖曾于 2000-2003 年任 TD Ameritrade 高级程序开发人员、1997-2000 年任 Hauppauge Computer Works 软件产品开发人员。此外，李宏晖还曾于 1995 年在北京联合创立台源网络公司，该公司致力于为政府机构和时尚行业提供网站设计建设服务。李宏晖先生拥有清华大学电气工程学士学位、卡耐基梅隆大学计算金融硕士学位。

今天的报告主要围绕以下四个部分展开。第一，介绍美银美林公司的主体业务，以及致力于量化模型的开发和支持工作的部门；第二，介绍全球抵押贷款和结构化产品量化策略部门的结构，支持的金融产品和相应的模型，日常工作的开发、实现和维护的工作流程；第三，模型的风险管理，在 2008 年美国金融风暴以后政府监管部门对大银

行模型方面的监管做了大量的工作，所以这方面的工作在银行中受到了极大的重视，投入了大量的人力物力；第四，量化模型工作近来的发展方向，包括政府监管引发出来的工作以及债券电子交易方面的探索。

一、美银美林的主体业务

美银美林公司的业务内容从大的方向分为三大部分，具体细分为八个服务业务部门。第一部分服务于个人，包括零售银行业务、主要针对个人和小业主的储蓄借贷业务、财富管理业务。其中，U.S. Trust 主要针对高端富有客户，帮他们做理财服务。第二部分服务于公司企业，Business Banking 和 Global Commercial Banking 主要服务于大型公司企业的储蓄和借贷，Global Corporate & Investment Banking 主要帮助大型公司发行债务，例如发行公司债券，以及公司并购和上市方面的工作。最后一个部分服务于机构（主要指金融机构），Global Markets 主要从事金融产品和金融衍生产品的构造和买卖，以及对金融机构的服务。

整个美银美林公司在全球大概有 26 万名员工，其中致力于量化模型分析的团队大致有 1500~2000 人左右，主要分布在五个部门。第一组是 Global Markets，接下来将进行详细介绍。第二组是 Global Consumer Analytics，它们的工作是在个人储蓄借贷中，基于大数据、根据个人的具体特征，定制个性化的服务，产品和市场策略。第三组是 Global Risk Analytics，这是在金融风暴之后加速壮大的一个团队，致力于全公司范围内的风险管理和资本管理。监管的很大一项内容就是让银行降低风险，提高资本储备，这些需要根据很多复杂的数据和模型分析计算出来，所以该部门工作非常繁忙，招聘了大量的人员，希望借此把公司有限的资本投入到最有利的服务项目中，使得公司和

客户的利益最大化。第四组是 Corporate Investments，也是一个很有趣的组。银行发行了很多的债务，包括个人房屋按揭、公司债务，其中有很多在结构化以后卖出，也有很多留在银行结构内部。这个组就是去维护整个银行长期保留的债务资本，账面最大的时候将近一万亿美金。这个组通过很多复杂的模型降低风险，同时在有限范围内提高回报。第五个组是 Enterprise Information Technology，致力于通过大数据把公司内部各部门以前存储的大数据，在监管允许的情况下融合在一起，得出一些在数据分散化的情况下得不到的见解和对市场的看法，试图从中获益。

公司为 2000 人左右的 Quant 人员成立了一个类似于协会的部门。这个部门的主要目的，对上是促成不同的 quant 工作组之间的合作，对高层领导方向性的抉择提供一些数据和量化分析；对下是帮助 quant 方面的工作人员，从招聘到事业发展的提升，让他们能够开阔自己的眼界，为他们的工作发展方向提供一些帮助和可能。协会的主体成员大概十人左右，每个月开一次会，另外在纽约、伦敦、北卡、加州和香港每年开一次地域性的会。协会会从世界各地优秀的学校招生，集中这些优秀的学生，为他们提供一个两年期的轮岗计划，他们可以到四到五个银行的不同部门做不同的工作，了解各方面的工作内容和机会，两年之后他们可以选择一个自己最喜欢的部门继续工作。

二、全球抵押贷款和结构化产品量化策略部门结构

Global Markets Quant Strategies Group 大概有 200 名 quant modelers 和 developers，其中 60%在伦敦工作、40%在纽约工作。整个部门有两名 Co-head，在纽约的是 Leif Andersen，曾被 Risk Magazine 评为“Quant Of The Year”，在业界非常有名，写了很多经典的金融模型书刊。工作的同时也在纽约大学和卡内基梅隆大学教书，非常有实

力。在伦敦的是 Brice Rosenzweig，他在技术和应用方面非常有经验，曾在高盛银行工作十多年，前几年来到美银美林。

债务方面的部门有信贷 credit、抵押贷款 mortgages、利率 rates、外汇 currencies、商品 commodities 和一个比较新的部门固定收益量化 FICC eTrading。电子交易现在在股票部门已经司空见惯，但是在固定收益方面仍有很大的发展余地，目前一些简单的债券品种已经实现电子交易了，但还有很多品种例如抵押贷款，电子交易占的百分比还非常非常小。在金融衍生品和固定收益证券方面，电子交易还有很大的发展空间。权益类衍生品和权益类算法交易是另外两个部门。金融风暴之后，跨部门的量化工作发展非常快。比如说 Counterparty Portfolio Management 方面的工作，各部门不仅在自己一个部门内做计算，而且需要把所有部门对每一个客户的所有交易整合在一起才能做计算的模型，所以他们现在是单独列出来的一个 quant。

我们团队工作的主要任务是从建模理念开始、到写下数学公式、到把这些公式转成计算机代码，然后编写很多测试，使得模型在各种各样的边界情况下都能够得出比较满意的回答；还要跟技术部门合作，把模型投入到系统中，使得每天或者每时每刻交易员都能用模型去做他们需要的计算。

我们涵盖的产品跟公司的部门是相呼应的。我们涵盖的金融产品和相应的模型主要分成以下几大块，一是定价和风险分析的模型，包括我们刚才提到的所有部门做的交易产品，从债券到金融衍生品到结构化产品，例如 RMBS、CMBS、ABS 还有信用衍生品等。二是对手方投资组合管理团队，主要做 CVA、DVA、FVA 计算，都是需要将所有的交易混合在一起才能做的计算，模型本身相对很复杂，而且用到大量的运算能力和数据存储空间，不仅模型方面非常具有挑战性，技术方面也非常具有挑战性。三是做压力测试模型，比如说 Fed CCAR

stress test，主要看每个银行在各种各样非常不利的大环境下，能不能够有足够的资本去保证其生存。

下面介绍模型开发、验证、实现和维护流程方面的问题。

Model Library 方面，美国银行有一个叫做 Global Derivatives Analytics（GDA）的模型软件包系统。它实际上是基于一系列的量化模型、用 C++语言写下来的 collection library 混合在一起的一个产品，提供了非常好的打包和接口的框架，这样整个银行下面各种各样的产品背后的模型都可以通过统一的界面提供给系统和软件。我所在的组就是负责整个 GDA library 框架下的开发和维护。从设计和维护角度来看，这是非常出色的一个产品。

Technology Platform 方面，美银美林最近五年内花了极大的人力、物力在做一个 Quartz Platform，这个平台实际上跟高盛一直在用的一个系统的设计精神非常相像，主要的优势就是用自己的设计理念，把整个公司的业务用高度统一的数据和软件界面来构造，存储和管理。这样一来公司宏观跨部门的计算，监控和汇报非常有效。目前公司正处于新、老系统交替的过程中，再过两到三年这个系统就能够在公司真正成为中流砥柱，展示出当时设计理念提出的优势。

Model Documentation 方面，公司有这么多的模型，每个模型都需要被审批、验证，为此管理和流程开发了一个系统叫 Diamond。这个系统的功能非常全面而细致，使得所有的文件、数据和交流审批汇报过程很有效。

三、模型的风险管理

模型的风险管理是非常复杂的一个体系，涉及的人力、物力比开发模型的人还要多。从监管部门的要求来看，这也是合理的。因为监管部门的要求水涨船高，各个银行之间，谁投入的人力物力多，谁的

工作就更细致、更漂亮，监管部门在赞赏的同时也会要求其他银行提出相应的更高的要求。所以现在各个银行之间无形中形成了竞争的感觉。

模型验证要求 Quant 把自己建的模型根据提供的参数写出一份详细的文档，交给模型验证的部门去审批。这个文档最近几年不停地增大、细化，最新出来的文档多到 200 多项细则。一个复杂的模型开发需要几个月，而写一个模型验证文档也需要一两个月的时间。写出文档之后，模型验证还需要根据不断提出的提高性和建设性的要求改进，甚至被驳回。现在有了严格的监管之后，quant 的工作变得比以前需要更多的时间。

四、量化模型的发展方向

从 Quant 工作的发展方向上看，首先，最明显的趋势是监管部门提出的要求越来越严，要求做的各种计算越来越多。所以现在 Global Markets 大概有 70%的人力、物力投在监管部门要求的的模型开发和维护上。第二个发展方向是电子交易，尤其在固定收益证券方面。固定收益证券除了电子交易之外，还有自动化交易，就是电脑指令自己做交易。这几方面最简单的是从自动回应客户的报价咨询 RFQ（Request For Quote)做起。现在大部分的固定收益证券的 RFQ 还是通过人工在做计算，交易员自己做决定；而越来越多的公司希望把交易员人工做的计算和评估电子化，这样电脑能够把所有的因素综合在一起，自动反馈一个价钱给客户。这样做的好处在于，一方面效率提高了，反馈时间变快；另一方面，长此以往可以减少人工交易员的数量。此外，这样还可以从大方向上调整业务，如整体上需要满足多少百分比客户的交易等问题，可以通过在系统里调整参数，从整体上调控想要达到的目标。交易电子化的顶一个方面是把大量的数据和分析

提供到人工交易员面前，以便于他们做决定的时候有更多的数据和更多的模型的支持，帮助他们能够做出更快、更好的决定。第三个是交流沟通，交易员和交易员之间、交易员和 quant 之间现在很多都是电话电子邮件在交流，而社交媒体包括 Facebook 促成了很多原来找不到的机会，所以现在在这些方面也在做很多努力，很多公司内部也在开发致力于专门为金融产品交易人员开发的电子沟通平台。

大数据是 quant 工作的一个新的发展方向。银行里存储了大量的数据，现在 quant 所做的量化模型工作主要停留在某一个具体的金融产品中，比如某一个债券、股票交易的计算和风险管理，而不是把所有的数据结合在一起，找一些新的机会，这方面的工作现在做的还不是很多。最近一两年，很多银行开始看到了这样的机会，有的银行快一点、有的慢一点，但大家多多少少都在开始做这项工作，美银美林也在做这项工作。比如，我们公司最近投资了一个新的公司叫 Context Relevant，这家公司把电脑的大数据平台和 machine learning、algorithm 合在一起，在数据量非常大、数据面非常复杂的情况下，靠人力很难在很短的时间内把数据之间的关联都挖掘出来的时候，这样的软件可以利用大量的 computing power、用数学的方法去寻找这些数据之间的关系，找出来的线索帮助模型开发人员挖掘下一步的目标。这是一个很有趣的项目，很多人持负面的观点，觉得自己对世界很了解、自己是专家，但很多时候他只是对自己了解的数据和产品比较熟悉，对那些互相看起来不太相关的数据和产品之间不去挖掘，丢弃很多潜在的机会。通过电脑在后台不断地研究数据，是一个很有潜力的方向。

Strats Work 也叫 Desk Quant，主要是模型开发，数据分析和 I.T. 技术结合的角色。这些人对金融产品比较了解，对量化模型的内容和它们的应用也非常了解，同时他们有很好的 I.T.技术，能够通过编程拿到大量的数据、分析大量的数据，做相对复杂的计算。这个角色弥

补了传统交易员只能想但却不能实现想法的空缺。很多对产品有了解的人在交流上面和实现上面有很多困难，这个工具就填补了这方面的空白。

五、问答环节

Q1：未来控制发展的一个重要的趋势就是大数据，您已经介绍过美银美林有这样一个团队在做大数据方面的工作，就您个人的理解，大数据技术的介入会如何改变 Quant 工作的内容和方向？两者的结合是简单地对数据的进一步挖掘，还是在其他方面有更大的融合？

A1：举例来讲，我们有一款产品是以一些个人的按揭贷款作为分析对象。按揭贷款从传统方法上模型化分析是否提前还款，通常说是基于每个月的流动还款情况建立一些模型。大数据介入之后，工作变的更加深入，除了贷款本身的数据之外，把借款和借款的人之间做模糊链接，有 70%~80%可能性认为贷款是这个人带来的，而这个人本身有很多数据如个人诚信系统的汇报。还可以把贷款和具体房产结合起来，原来只是在借款上做文章，现在把借款背后的人和房产的数据联接在一起，房子和人本身有很多公开的数据和研究。一旦知道个人的信息之后，比如这个人在异地找到了一份新工作，那么就有可能把原来的房子卖掉、提前还款，所有这些数据都结合在一起，作为提前还款的预估模型，从而增加了很多数据，也增加了很多可能性。

还有一个例子，原先销售人员跟客户打电话是比较盲目的，客户一个月没打电话，就要跟他联系一下，没有明确的目标应该找谁、应该在什么时候找，能够最大可能地带来下一步交易。现在有了大数据以后，可以把以前的交易和电话记录，包括之前提到的交易专用的交流系统上面的数据和以前的所有电话交流数据合在一起，分析出在月初打还是在月末打、在早晨打还是晚上打、在失业率数据公布之前打

还是之后打最好，可以根据各方面因素做很多分析，指引销售做更有效、更有方向性的客户交流。这是最近比较成功的产品。现在来说，虽然处于起步阶段，但是未来有很大的潜力。

Q2：大数据技术，包括您刚才举例说到的它对提前还款更加准确的预估，是以前没有这些数据、现在这些数据可得了，才使得进一步的数据挖掘或者关联成为可能呢，还是大数据技术在技术上提供了新的突破和支撑？

A2：我觉得是相辅相成，主要有三个方面。一个是技术的提高，原来的技术无法快速处理过大的数据，所以需要做很多的人工预处理，分析模型只能建立在"浓缩"的小数据之上。现在技术方面有了推进，可以通过大型计算机将记忆能力和运算能力连接在一起，数据量的处理能力大增。另外，人的理念在变化，各种传媒都在宣传大数据，人的理念使得大家都在挖掘大数据，每个银行都在加快速度增强自身竞争力。第三，由于这两者的促进，原来数据只是存储起来并没有结合在一起，大数据将这些数据结合在一起，原来分散的数据、原来不同部门拥有的数据，现在有很强的欲望去把它们结合在一起。有很多的公司也在寻找实现这样方法的机会。

Q3：大数据介入后，对例如还款行为等的预测是否变得更好？大数据把方方面面的数据都纳入进来，在一定程度上会增加金融机构的成本，那么就您个人感受而言，相比较增加的成本，大数据究竟在多大程度上提高了量化工作的效率和准确度？

A3：成本和效果之间的讨论是每一个银行目前都在讨论的问题。一些乐观的观点觉得，就算目前短期内看不到效率的直接提升，但在长期内会成为必备的投资过程。我个人认为，就算在短期内不能直接模型化也应该加大投资，相信大数据会成为改进投资的必备工作。

第 87 辑

(2015.7.9)

听华尔街谈“救市”下一步

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李山泉先生，美国奥本海默基金公司董事总经理、投资经理。

朱宁先生，First Eagle Investment Management 多资产绝对收益和尾部对冲策略基金经理。

范希文先生，某基金筹备组成员,此前任美国瑞迪安（Radian）资产保证公司资深副总裁兼风险分析部总经理。

一、政府应当如何应对当前资本市场的非理性下跌

（一）李山泉

第一点，谣言止于透明度。我们这次看到的，股市上升也好、下跌也好，谣言总是满天飞，对股市、对心理影响太大。个人认为谣言止于透明度，只要增加透明度，谣言不攻自破。这方面现在开始重视还不晚，权威部门一定要发布全部的数据，进行及时的披露。其实大量的统计工作和数据的披露，比其他东西讲半天的效果要好的多，也比媒体大规模的写文章、评论要好的多。特别是很多关于市场总量的

数据要重点披露。举例来讲，这次“股灾”有说炒股杠杆过高、有说过度使用股指期货等，但实际上并没有看到权威的数据披露杠杆率到底多大，场内规模多大，场外是否该由银监会来管等，不管怎样都应该得有相关的数据公布。与日常交易量相比，近期的杠杆是什么比例，相对于总市值又是什么比例等，这些数据都是非常重要的。再如，股指期货的统计数据中，多单、空单的总量分别是多少、价值有多大，总市值、总盘口等数据都是直接影响判断的关键。如果没有这些数据，就很难说清楚本次股市暴跌的根本原因。

第二点，“救市”要尽量减少遗留后遗症。“救市”十万火急，但不可操之过急。否则今天把股市顶上去，暂时解决了问题，但是却可能留下一堆后遗症。任何措施都要尽量考虑长远，例如五年后的情况。此外“救市”还要尽量不损伤艰难建立起来的市场规则。凡是想忙着弄出一个牛市来，或者是忙着把这个熊市赶跑，就都违背了市场的基本规律。市场的作用力有自己的释放过程，揠苗助长只能会越搞越糟。遵循市场周期，要让市场的力量释放，释放到一定程度之后在释放当中再救赎，这便是尊重市场规律。

第三点，利用平准基金来“救市”。股市暴跌有三点原因，第一是投资者信心出问题而“集体大逃亡”，前段时间股市短期内上涨过快、如今想跑是一种可能；第二种是杠杆率太高，降杠杆中造成强迫平仓，便会加剧骨牌效应，“跌跌不休”；第三种是股指期货的量太大。如何“救市”？例如国内很多人讲到了平准基金直接购买股票，但让谁去运作、谁去买、怎么用是其中的关键。

一是发行低息特别国债设立平准基金。目前中央政府的债务水平还不是很高，可以以国资委或者财政部的名义发 3-5 年的低息债务，1%-2%的利息，然后央行把这些全部债务都放到相应的账户中去。

二是市场化运作平准基金。国资委或财政部拿到这个钱以后，不

能直接参与股票运作，要遵循市场原则，把这个大的基金分成二十个或者三十个小的基金，由中国的基金公司等机构申请竞标，符合市场原则，给 3-5 的时间，之后扣除成本，规定 1%-2%的管理费用；三五年以后，如果基金运作的非常好，赚了很多钱，机构可以参与利润分成。在这一过程中，基金公司也得到了锻炼，因为股票不是随便买的，三到五年以后要增值，就要去买好股票，看长期的业绩如何，这个时候考验的就是选股能力。也就是说，在“救”的过程中，不能全面开花，2000 多个股票随便都买，而是要在其中仔细挑选基本面好的。这个过程本身就是股市的进化过程，就是要让股民们知道什么样的能涨、什么样能代表未来。从目的上看，要让普通百姓或者其他人都注意长期投资的重要性，设立一个标杆，看哪个公司搞的好。倘若基金公司没有赚钱，那么财政部或者国资委承担损失，这时候就能看到竞争，体现的就是一个市场原则。且对股市的鼓励作用不是猛打一气。

在这次大跌之前市场猛涨的时候，我应“博鳌观察”邀写过一篇文章《高回报率的中国股市“好”吗》。文中暗示，股市表现如日中天，但涨得多不一定是好股票。股票市场本身是分配资本的过程，基金经理的工作本质就是分配资本，而资本市场有效就需要让钱流入最需要资本的行业和部门，让那些行业和部门得到良好的发展，而那些比较差的行业或有问题的部门难以升值。如果我们缺少专业投资者，大家随便买什么股票都涨，专业投资者分配资本的特点就体现不出来。金融活动原本是少数专业人士参与的事，在美国也是如此。但国内全民炒股，好像人人都是“专家”。所以可能要经过几次股票市场的动荡，让市场的参与者提高水平、训练队伍。

二是利用平准基金降杠杆。现在杠杆率很高，要降杠杆就要去市场上卖股票、平仓，需要把这个联系切断。凡是搞杠杆的，借钱的人也担心借的钱打了水漂，要赶紧平仓把钱弄回来，政府就利用平准基

金，把这些债务全部收走，把原来放的债全部拿走，且承诺低息，把5%-8%的利息降到 1%-2%，相当于财政部直接把这一棒替换了。拿到这一棒后，对于炒股借钱的这些人，凡是亏钱的，比如亏了 50%，平仓要亏损一半；政府介入之后，炒股赔了钱，政府与赔钱的人对半分，替你承担一半，炒股的人就不要平仓了，至于具体比例还可以讨论。政府这样出面花的钱也很少，只要把在市场上卖股票的行为制止住，问题就解决了。后面的运作是政府加强监管、控制总额、披露信息。警戒市场既然敢炒股，赔钱就救这一次，市场的骨牌效应便中断了。对于期货也类似，如果期货的量太大，政府也利用平准基金，力争对于不同的交易处理方法不一样。属于不正常操作的，如果量特别大就一定要赔偿损失，把盘子完全买过来，之后给一个折扣或者临时发一种债券，未来五年可以通过这个债券来贴现。在具体执行的时候，政府可以先搞一批看看效果。

（二）范希文

“救市”的核心在于制止流动性风险的发生或蔓延。关于“救市”的逻辑，至今仍有很多不同观点。如果仅仅是因为股市纠正了自己过高的估值，是没有必要救助的；如果股市威胁了整个经济、可能形成系统性风险，甚至波及了券商和银行，只有在这种情况下，“救市”才具有意义。“救市”不在于救股票的指数，而核心在于制止和限制流动性风险的发生或者蔓延。目前的市场虽大幅修正，但过去 52 周依旧是大幅度增长。到 7 月 7 日为止，各市场从 6 月 12 号开始高位下跌，上证指数跌了 27%，深证指数跌了 38%，创业板指数跌了 39%，特别是创业板在很高的估值下修正。从上证下跌 27%的情况来看，还远远不及 08、09 美国股市危机时候的修正幅度。实际上过去的 52 周里，上证仍然涨了 80%左右，深证涨了 73%左右，创业板涨了 66%左右。总体从股市价值看这次“疯牛”造成了股票高估，当前下跌纠正

后仍留有大幅度的增长。

“救市”原则应该是尽可能少的破坏市场的基本规则。如果我们把股市暂时救了，但破坏了股市公认的市场规则，破坏了股市的长期生存环境，那么这个代价可能不一定比暂时不“救市”小。“两害相权取其轻”。无论哪个“救市”方案都会或多或少改变或者纠正一些市场原则，这在美国也发生过，但是应该尽可能的减少这种改变。“救市”转化为救金融机构，可以减少对市场规则的破坏。因为“救市”长期杀伤力和付出的代价可能是非常巨大的，市暂时“救”了，但留下一个没有生命力的股市。国家强行直接购买股票，拉升股票指数的做法可能会有不堪设想的后果，把“救市”转化成救金融机构可能是一个更好的办法。

“救市”核心是解决流动性和杠杆率。一般金融危机都是杠杆使用过度造成的，伴随流动性枯竭，造成金融风险的迅速蔓延，这两个问题需要关注和解决。从杠杆看，有报道称现在杠杆资金大概有 4.2 万亿，投资者的本金约 3.7 万亿，一共是 7.9 万亿，就是 8 万亿左右。这 8 万亿左右起着非常重要的作用。券商通过银行、信托等方式融资，大概将近 2 万亿左右，其他的是场外配额。现在分析通常有三个层面，一是场外配资即民间的配资，包括江浙等地的高杠杆配资；二是信托资金，包括一些结构化产品等；三是券商资金。三个层次的触发点是不一样的，杠杆的使用程度也是不一样的。民间的配资触出点大概是 3800 点左右，这时强行平仓开始；信托杠杆、结构性配资触发点大概是 3200 点左右；券商的配资是 2 万亿，触发点大概是 2800 点到 3000 点左右，指数达到这个情况后强行平仓开始。现在来看，民间场外这部分基本平仓了；信托部分平仓已经开始；券商这部分现在还没有触发，两万亿杠杆加上股票面值大概共有两万五千亿规模。杠杆的问题现在非要解决不可，但是杠杆问题在操作层面上有很棘手的难

点，就是自动化交易。股市跌到一定的的时候强行平仓就会开始。救金融机构的核心是从杠杆入手，基本原则是可以用各种方法鼓励券商推迟平仓。比如降低触发点或者推迟时间，用各种的激励机制来实现等。放开跌停板能够有效解决流动性枯竭问题。流动性问题应该怎么解决呢？个人非常支持的一个观点是至少放开跌停板。上行是否要放不是特别重要，但是至少应该放开跌停限制，这会相当程度上改善流动性问题。放开跌停可以解决由各种机制造成的流动性枯竭，现在从PE 看，沪深 300 成分股的平均水平是 15 倍，中小板的平均 PE 是 68 倍，创业板的平均 PE 是 105 倍。过高市盈率的中小板和创业板应该经历更多的估值纠正。如果放开跌停板的话，好股票价格低到一定程度后一定有人购买。所以解决流动性可以从解除跌停板入手。

“救市”的执行力上建议委托专业机构操作。从过去几天观察来看，“救市”从开始时稍微有点混乱的状态，进入了比较有执行力的层面。如果通过整体协调操作的方式效果不是特别好的话，委托专营机构直接操作可能会很大程度上提高执行力。

（三）朱宁

中国股市有两大问题，估值和杠杆。而“救市”必须要在“救”的同时解决估值和杠杆的问题，否者危机就还会继续。估值上，目前上证指数的中值 PE 在 40、深证在 64，美国股市中位 PE 是 19，可见我们的估值相对较高，更不用说创业板。杠杆方面，券商融资的总账户规模从去年年中的 4000 亿人民币，到 2014 年底接近 1 万亿人民币，2015 年 4 月份达到了 1.6 万亿，在 6 月 12 号到了顶点 2.3 万亿。如今股市降了很多，上证已经跌了 30%，深指跌了 40%，而杠杆不过是回到了四月份的水平，去杠杆还远远没有实现。

解决流动性的最好方式是打开跌停板限制。现在 40%多的企业已经停牌，应该让这些企业尽量回到市场中去。在这次股市下跌中，投

资者持有不良资产——那些估值很高的股票，纷纷急于套现，但如果不能得到流动性，不能卖掉这些不良资产，投资者只好去卖一些好的资产，不得不侵蚀那些上游的、优良的流动性资产，最后形成“崩盘”。打破流动性危机，必须给投资者“断臂求生”的机会，让他们能够出售手里的烂股，将金融资源再分配。“危机”之后高估值的股票会跌下来，“断臂求生”后才能够去杠杆，才能理顺估值体系。

平准基金存在一定问题，“救市”要十分慎重。首先，股市对中国经济的影响很难量化。我们有 9000 万炒股账户，对应差不多接近 4 亿的中国家庭，那么就是平均每四个家庭有一个账户；美国有差不多一半的家庭有股票账户，中国只有很少的一部分家庭有。其次，到 2014 年底社会总财富 35 万亿，但股市市值不到 6 万亿美元，也即社会财富只有不到 20%在股市里，在老百姓总的资产配置里可能股票占比不到 10%，此时直接“救市”会带来财富分配问题。其次，直接给股市补充资本可能还为时过早。无论是 1998 年还是 2008 年的流动性危机，从本质上看多多少少都是信用危机。目前上证、深证下跌，金融机构在承受杠杆的情况下肯定会受到冲击，但还没有到次贷危机那么坏的情况，直接给股市补充资本可能为时过早。对于推动人民币国际化、利率市场化而言，现在恰恰是个机会。在当前时点上，与其说“救市”，不如拿一笔钱去做 QE，把企业的一些不良资产、非标资产从银行剥离，帮助银行系统建立更稳健的资产负债表，让银行有余力去面对现在股市的动荡。从经济角度来讲，央行、政府拿钱直接买股票是一件很坏的事情，实际上是把信用损耗了。我们应该让央行通过发行货币扩大基础货币、广义货币，然后把银行手里的债务隔离、拆走。这样一方面清洁了银行的资产，利用这次危机为将来的利率市场化、人民币国际化打下基础；另一方面，改变央行货币供应体系，使央行能够变成国际化的央行。中国股市是小问题，更严重的是信贷的萎缩、

通缩的趋势以及经济下行的压力。在综合考虑这些问题的时候，政府“救市”一定是要增加货币供给、信贷供给，而不是帮助投机者解套。

二、按目前的态势，市场最坏可能会坏到什么程度

（一）李山泉

我认为也不用特别着急，各种措施起作用都需要一个过程。外部大环境也不是很好，美国跌了不少，今天日本一开盘也是在暴跌，银行指数跌了 2.5%以上。中国的股市在这种情况下想稳定有难度，反弹后难免还会有反复。不过总体来说，这些措施出来以后，从某种意义上说，自由落体的概率越来越小，只是需要一段时间慢慢释放估值过高的能量。好的公司还是有人会买的，这个不用担心；股市也会慢慢调整，调整需要过程和时间，我们不能过分着急地去调节。这是经济规律，要对这个规律有足够的敬畏，不能像以前计划经济的时候，想做什么一声令下——除非行政干预。

解决问题的方法在于我们要注意防火墙，不要影响到金融系统稳定，主要金融机构、货币系统以及主要的商业银行等把损失降到最小，但更重要的是参与市场的投资者及机构、专家要有所提高，有所学习。这种教育和学习是非常深刻的。以后虽然还会有人运用杠杆去炒股，但不会盲目，数量会减少，因为投资者知道滥用杠杆的可怕性。金融系统经历过几次周期，就会知道其中的利害。现在很多人初涉股市，没有更深的体会，这种教训不可避免。

市场会不会更坏？也有可能再往下走一点，但总体上，只要能量释放差不多了，我们就应该着眼于 3-5 年以后的发展。中国有这么多好的企业，特别是在创新领域，创业板也并不是一塌糊涂，里面有很多很好的公司。这一波下跌以后，这些公司更适合投资人选择，3-5 年以后，中国会不会有些股票在现在的基础上翻一翻或者赚百分之五

六十？完全有可能。

（二）范希文

我很同意山泉的观点。这样一场大的修正，应该让市场、危机按照自然规律去慢慢调整。其中有些根本的问题，如修正过高的估值，从而使得投资者有足够的教训去吸取。如果“救市”过猛、过早，这样的教训会有折扣，如果救得过急，一定会违反市场的基本原则，这对股市长期的生存和健康都是不利的。从美国次贷危机的经验列举两件小事。其一，当时对于怎么救助银行有很多方案，大家认为应该模仿欧洲直接注资，最后政府对于金融机构的直接注资起到成效，而且注资的方式现在来看还是比较聪明的。因此，在复杂与混乱的时候，以及执行力面临约束的时候，一些简单易行的办法可能是最有效。其二，关于杠杆的矫正办法，我想举 FAS 157 的例子。美国制定会计准则的财务会计准则委员会 FASB 提出过一个会计准则，叫 157 号公允价值计量（FAS 157 Fair Value Measurement），我个人觉得 FAS 157 对美国次贷危机起到了极大的缓解作用。该准则主要影响盯市价格。在危机来临的时候，资产价格相关性不可避免，全球的各类资产价格全部高相关。如果单看盯市价格，很多公司早就资不抵债。FAS 157 的推出，从会计制度上对冲了盯市价格，缓解了盯市价格带来的直接危害。简单来说，一个人欠邻居 100 块钱，按道理应该还邻居 100 块钱，但这个人可能有 10%心脏病突发概率，如果心脏病去世就无法还钱了。因此考虑概率后，欠的就不是 100 块钱，而是 90 块钱。

（三）朱宁

中国股市当然有长期的、结构性的问题。就近期而言，如果去杠杆能够缓和一些的话，不会向更坏的方向发展。虽然股票市场内部流动性不好，但是外部央行已经做了很多工作，央行一直在注入流动性，推动短端利率下行。在银行间流动性充裕的情况下，我个人对市场不

抱有悲观态度。有些估值太高的东西，泡沫早晚会被除去的。如果我们认为个股已经有价值，就不用特别悲观，也不用觉得太可怕。

三、这次巨幅调整暴露了中国资本市场哪些深层次的问题，如何改革

（一）李山泉

监管机构对于市场风险应当防患于未然。类似于重力原理，如果一个股票估值过高，按照重力原理估值总会回来，不可能价格过高大家仍然蜂拥而至。此外，要看到市场的力量，要敬畏市场。特别是监管机构，要看到更多的风险，而不是跟随市场。5 月份的时候，个人通过数据感觉到市场有点太猛了，尤其从杠杆、融资融券账户等看，没有经验的股民不断地涌入市场，监管机构那时就应该让股民知道形势可能不妙。很多公司估值达到 100 多倍市盈率，中概股公司抱怨“这么好的公司在美国给了那么低的市盈率”，纷纷选择从美国撤市，想回中国挂牌，然而现在中国市场怎么挂呢。例如，奇虎承诺了 77 块钱一股的价格，然而今天又跌了 3 块多，现在只剩 50 多块钱了，这样还能保持此外前的承诺吗？肯定不行了。如果承诺 77 一股，现在 50 块钱，买一股赚 27 块钱左右，这么高的回报为什么没人买呢？这种短期、短视的行为对于健康的股市杀伤力最大。一定要着眼于把股市建立成一个有效的分配资本的场所，要求投资人、基金经理要有基本的分析原理，买与不买都是在投票，在想办法分配资本。买这个公司、这个行业是因为其未来发展好、会赚钱。股市是分配资本的场所，多让投资人从这个角度去考虑问题，而不是简单地去看趋势图，要多强调分析公司基本面。

监管机构应顺应市场新的变化提高市场化管理水平。我国股市从早期设立到现在高速发展，不断跟西方股市接近。这次 “股灾”与以

前的不同点在于，现在股市基本实现全流通，增加了新产品如股指期货、融资融券等，股市的复杂程度提高了。新产品越来越多，复杂的条件下如何设施有效管理，而不是单纯地行使命令。过去的老方法不再起作用，应该寻找一些新的方法、更适合市场的方法，力争既不破坏市场基本原则，又实施有效管理。同时，投资者经过市场筛选后才能不断成熟。有些人在这之后就不再炒股，而剩下的投资者会变得更成熟。这需要一个过程，不能操之过急。

（二）范希文

个人认为股市在这么短期内出现了这么大波动，实际上是对我们整个体制的考验与展示。对我们的决策机制、监管的能力，以及资本市场制度的完善和深度，包括投资人对价值、估值和金融知识的掌握，甚至于包括我们自己的文化，都有一次淋漓尽致的展现。三十多年改革开放中虽然我们经历过种种的沟沟坎坎，但这一次的教训深刻，表明我们对市场巨大调整的心理准备其实是不足的。2008 年美国次贷危机之后，我们多少有些自满情绪，放松了警惕，这一切都值得我们深思。再比如杠杆和流动性问题。杠杆的双刃剑特性在次贷危机时候，在全世界面前已经淋漓尽致地展示过、暴露过。我们就一定要亲身经历一次吗？为什么不能在国外这么大的教训之后，有所吸取呢？这也非常值得我们深思。当然也可能关键还是在于我们的决策机制。

这次危机出现以后，我们金融改革大好形势可能会被迫推迟。在反思的过程中，应该着重考虑国内私募市场的发育问题。目前我听说，新三板、创业版行情好，大家都要搞私募，靠上市等来发一笔横财。这样的做法，如果估值过高，反而不利于能创造长期价值的公司被发现和成长。要想恢复、建设一个健康的市场可能要花很长时间。在互联网带动下，现在各种各样的投资群体不断涌出，大量的私募基金崛起，中国已经到了大力发展私募市场的时候了。

（三）朱宁

刚才两位专家提到的杠杆问题，我很有同感。这次的全球金融危机，美国率先大力去杠杆，2008 年社会债务比 GDP 接近 300%，现在降到 250%；而且还进行了杠杆的置换，消费者的很多债务转到政府部门。而中国目前是相反，债务占 GDP 的比例从 150%多涨了差不多一倍到接近 300%；企业债务占 GDP 比例达到 130%，是美国的两倍。这种情况叠加经济增长放缓、人口老龄化等问题，去杠杆的任务艰巨。去年的一段时间，我本人也呼吁通过股市提高资产价格，帮助企业去杠杆。一开始政府也是这么认为的，要降低实际利率，这些都对股市有利。结果不幸的是不仅没有去杠杆，反而还在股市里制造了巨大的杠杆，增加了金融系统的风险。股市帮助经济去杠杆的本意没有得到体现，管理层应该吸取教训。个人认为，停牌的企业应回到股市，并且打开跌停板限制。因为该跌的总是要跌的，市场是一个整体，流动性恢复后股市才能够健康的发展。

中国的股市目前没有良好的定价机制，尤其是还要推进人民币国际化，而从目前国内的资本市场看，债券市场规模不是很大，债务的流动性也不是很好；股票市场容易暴涨暴跌。我们希望把国内的资本市场推向国际，但目前的变化可能会打乱资本市场开放的步骤，甚至不排除会延后改革，比如人民币国际化等。这对我们的损害很大。不仅仅是管理层，所有的从业者、投资者都应该深刻反省。在美国，股市是为了投资者而存在的，法律也要保障中小投资人利益，但国内没有这样的机制。股市一旦行情好，机构还会利用股民的金融知识少，银行、券商等蜂拥而入各种方式圈钱，监管也迟迟没有介入。因此即便要救金融机构，也不能直接去帮他们，而是要让他们尝到苦头，吸取教训。

四、央行应该扮演一个什么样的角色，以何种方式去提供流动性

（一）朱宁

我认为央行可以降准，因为银行系统明显有信贷损失，降准给银行增加了流动性，有助于补充资本。一方面有流动性，一方面有资本流失。只是在这种情况下，降准向资本市场的传导速度很慢。美国、欧洲、日本所谓的 QE 都不是采用直接注入、改变准备金的方式，而是从银行手里接管风险资产，包括长期债券、信用资产，日本央行甚至于购买股票。央行将这些信用损失从银行手里置换出来，实际上是一种“利益输送”，在这种“利益输送”里隐性地建立了一个平准基金。中国有股票的人太少，很难规避道德风险。在这种情况下，我认为央行还是以 QE 的方式更好。

（二）李山泉

个人认为目前央行缺少一个“抓手”。现在风险出在资本市场，关于如何救资本市场，西方央行无非就是避免金融机构倒闭，让它渡过难关，债也不承诺都免。如果实在不行，要在央行和市场之间找一个中介，不能破坏央行的独立性。最好找某个国家部委，让他们在央行和直接的“救市”机构之间建立联系。将来的好处是，假如有很大的信托公司面临问题，一下子没钱等，进行救助的时候可以用相当于债务的形式。西方央行的普遍做法是想办法给金融机构流动性以延缓死亡。但这个钱并不是白给的，机构承诺将来一定要还，而且活过来了还要还利息。如果是国家部委参与，那这笔利息收入将来要交给社保，这样并不损害全民所有制，老百姓从中得到好处，避免了所谓的道德风险。

直接救股市也是同样的道理，不能让股民形成“无赖心理”，觉得“炒股赔了总有人救”就大错特错。这里还有一个中国股市健康发展的问题。中国的股市流行“趋势投资”，大家都看图，涨了就认为会接着涨，很少有人像国外那样逆向投资。国内“趋势投资”造成了

股价上涨的时候投资者拼命都往里冲，下跌的时候投资者拼命都去卖，这是国内投资者的基本特点。在海外市场，所谓价值投资要求有“逆向思维”，别人都喜欢这个公司的时候要考虑卖掉，别人不喜欢的时候再考虑买进。国内要形成这种氛围和习惯，恐怕还要有一个过程。

（三）范希文

QE 是更直接、更有效的方法，但可能时机略早。因为现在核心是杠杆特别是第三层杠杆可能造成的危害，但毕竟现在还没有触及到第三层杠杆。如果真正分析的话，这 2 万亿即便空仓开始，能直接触及到这 2 万亿的有多少呢。目前没有办法准确量化，但应该不会有很大的比例。即便考虑清仓、平仓的速度等各种因素，个人觉得真正造成银行、券商损失的规模不会太大。基于这样的判断，现在采取的措施可以应该是延长平仓时间或降低平仓触发点，这种措施应该优先于央行增加流动性。另外，个人认为目前还有个问题值得考虑，就是目前的很多“救市”措施有些“慌不择路”，实际操作层面的很多指令，如不能再做空等。但事实上利用期指做空可以起到对冲作用，强迫不去做空，那么做多的头寸就会充分暴露，引发这部分头寸被迫清仓，这是事与愿违的一个措施。类似的这种“不理性”的“救市”措施是值得我们深思的。所以我认为，央行应该在考虑了这两方面问题之后，再去考虑流动性的注入。

第 88 辑

(2015.7.25)

海外投资中的外汇考量

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

范华女士，中国投资有限责任公司债券与绝对收益投资部总监，刚刚荣获“对冲基金女性 100 人”2015 年度行业领导力奖，2014 年被《亚洲投资者》杂志评选为“亚洲资产管理最有影响力的 25 位女性之一。自 2011 年起，范华女士担任中投公司投资决策委员会成员，直接管理公司的绝对收益组合，包括委托和自营。2013 年和 2014 年，中投公司绝对收益团队接连荣获《机构投资者》颁发的最佳主权财富基金对冲基金团队。范华于 2009 年正式加入中投公司的资产配置部，任董事总经理。之前她在高盛公司的风险管理和固定收益交易部门任职 11 年，曾任全球风险模型主管。范华本科毕业于北京大学数学系，是美国哥伦比亚大学的金融博士。

一、背景介绍

随着中国经济三十多年来的高速增长，中国无论是个人还是企业还是政府层面都积累了大量的财富：我们的外汇储备现在是四万亿美元，最新的福布斯公布的数据，私人投资资产也达到了 115 万亿人民

币，最近几年每年呈现百分之十的增长。这些财富，外汇储备是投资在全球的;国内的私人可投资产品，目前以国内为主。但是最近随着人民币从单边升值逐步走向双向浮动，海外投资又成为了一个新的热点。如果我们去看海外的机构投资者也好，个人也好，有以下几个考虑：一个是把本国的资产向海外扩张，起到了一个跨地区的优化作用。如果本国本身的资产种类比较少，选择更多的海外资产可以在资产配置的时候把有效边际更进一步的提高，在可承担的风险下把收益提的更高。第二个考虑是分散化，选择一些海外资产就有很好的分散化效果。在预期收益差不多的情况下，可以起到降低风险的作用。第三点，对于很多国家来说，投资海外可以规避境内的政策风险，或者起到避税的效果。像有的国家有大的金融危机，有可能遭到大幅度的汇率贬值，或者是国内的通胀，投资海外资产能起到财富保值、增值的作用。当然这些考量对中国现在的情况有的适用，有的并不适用，这个是海外投资者的一个主要的考量。

一旦涉及到海外投资，我们的计价货币就不再是本国货币了，所以汇率也成为了一个不可忽视的因素。08 年全球金融危机以后，货币政策在全球有一个相当大的宽松，全球都进入了一个低利率的市场环境。特别是 2014 年以来，货币政策出现了进一步分化：美元作为储备货币，美国的经济恢复得比较快，已经停止了 QE，即将缓慢地进入了加息的周期。对于日本和欧洲，经济情况还是不太好，正在进行比较大规模的 QE。因此各个国家之间，货币政策也出现了很大的分化，造成了汇率的大幅度波动，汇率的波动率从 2014 年到 2015 年实际上已经有了一个相当大的增长。另外，因为各国的利率都处在一个比较低的水平，如果再做新的量化宽松影响会比以前小，因此各个国家更多地运用汇率来达到比如增加出口的目的。举个例子来说，美元指数，主要是美元对六个主要发达国家的一揽子货币的指数，从

2011 年 6 月的低点到现在基本是涨了 30%，其中大幅度增长是从 2014 年 6 月到 2015 年一年的时间，有 20%左右。这 4 年间，欧元贬值了 25%，日元贬值了 35%。这样回头一看，这些汇率的波动相比于我们在资产类别获得的回报来讲，影响巨大，甚至可以超过资产类别的回报。比方说，拿日本的投资为例，像 2014 年，我们如果投资日本的股票，对冲和不对冲的区别就是+7%和-6%的区别。接下来，我们就从理论到实践介绍一下投资中应怎样考虑货币这一因素并介绍一些海外投资者的具体操作。

二、理论基础

我们先讲一讲货币投资的理论基础。一般来讲，机构投资者通常从资产配置出发，根据各资产类别的收益和风险特性，结合自身的回报目标和风险承受能力设计出相应的资产配置。其根本假设是风险资产存在风险溢价，持有风险资产会获得正的回报。在这一点和赌场是有实质性区别的，因为有风险溢价存在，从长期看，可能所有的投资者都赚钱，而不是赌场的零和游戏。货币与其他风险资产有一些不同，如果是从比较长的周期来看，像十年以上、三十年甚至五十年，货币的长期预期回报是零，不提供风险溢价。这个也可以从它的对称性得到一点启示：例如，如果欧元对美元有一个长期正收益预期，那么美元相对于欧元就会存在负收益预期，这是难以持续的。另外一个大家有争议的地方就是因为各个国家的利率有利差，投资者会做 carry trade，在低利率国家借钱投资高利率国家。carry 本身是不是风险溢价呢？这个是比较有争议的。短期看，有可能很多人做 carry 投资，但是长期看实际上并没有足够多的证据来证明 carry 能够提供一个可持续的风险溢价。对于新兴市场也是：有的人认为新兴市场的货币有溢价，因为它的 carry 会相对来讲多一些，但同时新兴市场也存在大

幅度贬值的可能性，所以有一个潜在的国家风险、信用风险在里面。因此，我们采用货币没有长期的预期回报的假设，但是货币又有波动性，这就是风险的一个表示。有风险，又没有预期的回报，所以货币风险是需要管理的。

理性的机构投资者通常会把资产的投资和货币的投资分开考虑，就像我刚才提的日本的例子，我们可能会看好日本股票，但是不一定看好日元，如果把这两个合在一起，实际上存在一个最优的回报。除了对于外汇 Beta 的考虑，还有一个是这个市场是不是有 Alpha 的机会，也就是说 Beta 实际上是我刚才提到的一个共赢的游戏，到了 Alpha，就是相对于某一个被动基准，大家是不是能得到超额回报。这个游戏里面基本是零和的，外汇市场因为流动性比较好，规模比较大，而且参与者也不都是追求利益最大化的。因为像有的旅游者要去别的国家消费，他肯定不管什么汇率都会去换；央行有的时候要做外汇储备的管理，也不完全是利益最大化的；还有一些贸易公司，有本身经营的考虑。有这些不追求利益最大化的人在，使得这个市场有一定的 Alpha 的机会。作为基金管理人来讲，比方说固定收益管理人，他们通常会把外汇的管理作为一个非常重要的 alphal 来源，像对冲基金也是，比方说作为宏观对冲基金的管理人员，他们都会有相当大的敞口，是在外汇这一类的资产类别上。还有专门的外汇管理人，有的是帮助大家做叠加管理，管理整个公司的外汇敞口，有的是争取拿 Alpha 取得差额收益。

三、海外资产的考量因素

在海外投资的考量因素里面，不同机构有些不同。主要从以下这四个方面简单介绍。第一个就是投资方式，对于一些企业来讲，可能会做一些单一项目的投资，比方说在海外买一个公司，或者去投房地

产，买一栋楼，或者是做一个基础设施的项目。对于机构投资者，像主权财富基金，或者有一些养老基金都是从组合层面去考虑的。第二投资目标也不同，可能公司层面有一些战略考虑，是不是和现有的业务有整合。作为机构投资者，多半是一个组合层面的，有的为了资产配置服务，希望取得一个相对收益。比如说可以设定一个相对基准，股票是 MSCI AC World，债券可能是 Barclays Global Equity Index 之类的。根据这些基准，希望管理人在管理的过程中取得相对的收益，比基准更好的回报。更多的管理人希望从海外的投资中得到一个绝对收益的回报，就是说达到长期收益的目标。用 CPI 加几或者是 Libor 加一个比率，有的可能直接说 8%。第三风险容忍度。衡量风险有多个指标，最常用的还是波动率，波动率可能用在绝对收益的时候多一点，相对收益的时候大家常常会谈到跟踪误差，就是积极的头寸和指数之间的差别的波动。另外一点作为投资者不可忽视的是回撤的风险，所以大家常常也会用一些 Scenario Analysis, Stress Testing 来看一下组合的回撤情况。第四是计价货币。涉及到海外投资以后，不可忽视的一点就是计价货币。多数的机构常常会考虑本币计价，因为将来主要的消费还是在本国，用的是本币。有的机构用的是美元，因为美元毕竟是世界储备货币。欧洲的投资者可能更多的会考虑用欧元计价。一些央行和几家主权财富基金，希望维持全球的购买力水平，所以他们会选择用一篮子的货币来做基准。

四、机构投资者主要的投资模式

下表简单罗列了不同机构的投资方式、投资目标、风险容忍度和计价货币怎么选择。

企业：通常从企业层面的考虑，会做项目投资，有可能是战略考虑也有可能是绝对收益的目标。通常的风险容忍度会大一点，不太注

重短期的效果，看中的是中长期的情况，用本币计价的可能性比较大。

共同基金：作为共同基金来讲，基准决定了货币本身的投资结构，有可能会选择对冲的基准或者不对冲的基准。风险容忍度也是有考虑，可能在 Beta 层面，因为基准作为主要风险还是比较大的，在积极风险上相对小一些，除非投资者愿意给他们大的跟踪误差去做积极管理。另外从计价货币来讲，可以选择是本币或者隐含的基准货币的比例，这两种都是比较常见的。像 MSCI 有对冲的或者不对冲的指数供大家使用。

对冲基金：也是组合管理，收益目标基本是绝对收益，风险容忍度其实也有小有大，这里我想讲一下大家对对冲基金的投资误区，总是觉得它的风险很大，其实不同对冲基金从事不同策略，有非常大的差异：有一些对冲基金的风险还是比较小的，会把不想要的风险对冲掉最后去承担自己想要的风险。这个过程中能够把管理人的专长集中到有竞争优势的区域里面，从事风险比较低或者赚钱的可能性比较大的投资策略。所以一般的，对于对冲基金，大家其实在追求 Sharp Ratio 更高一些，也就是挣钱的可能性更大一些。从这个角度来讲，与指数投资和相对收益比，对冲基金的风险可能更小。但是因为对冲基金比较灵活，能够运用各种各样的投资工具，包括杠杆，所以又会引入一些新的风险。像我们听到的一些历史上的 LongTerm Capital 的 collapse，实际上它不是不承担风险，而是说它承担的风险从市场的 Beta 风险转移到了一些其他的风险上面。对冲基金一般都会提供美元的计价货币，如果是根据投资者的需要，它也可以提供欧元、日元或者其他货币的 share class。

私募基金：一般私募基金都不是做外汇的专家，因此会用本币做计价货币，但是会考虑汇率调整后的收益。如果是全球投资的组合，通常用美元或者其他的储备货币做计价货币。例如，做一个巴西的投

资，可能投资的预期回报率是 15%，相对于美元地区的 10%不一定那么有吸引力，原因就是可能在巴西现在的无风险利率都是在 13%，把这个考虑进去了以后，对它投资本身有影响。另外一类管理人的选择就是，预测货币走势不是我的专长，所以我会把货币对冲掉，希望在对冲以后仍然能取得一个比较好的回报。私募基金基本就是这两类。另外房地产基金也差不多，根据本身的特性，没有能力就做货币对冲；有能力，就可能对货币对冲本身做出一些判断，。

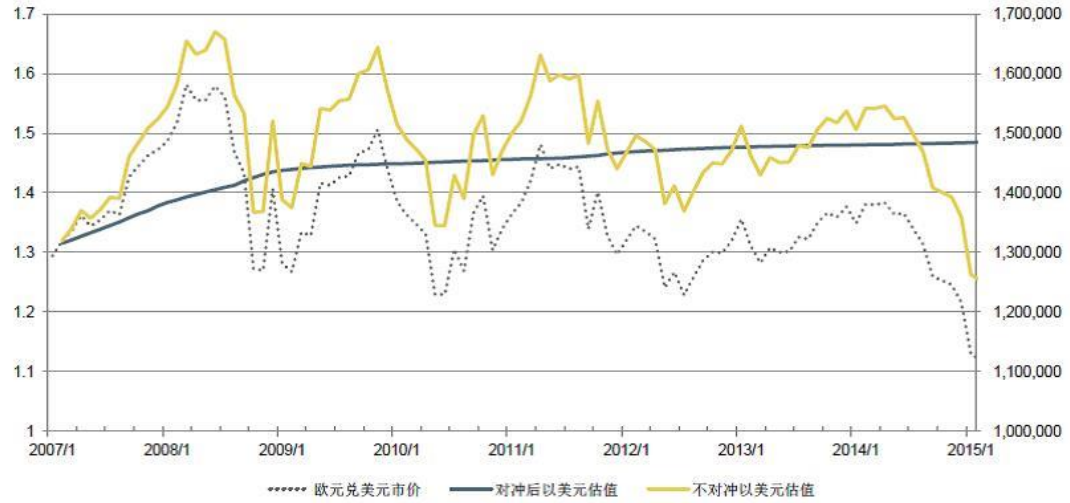
最终极的投资者，包括养老金、捐赠基金、家族基金、主权财富基金：通常都是组合投资。养老金首先要覆盖负债。捐赠基金是偏长期的，有的是绝对收益目标，有的也是用的相对收益的目标。有的用 60%股+40%债做基准，有的是用 CPI 加 5%这些比较常见的目标。对于家族基金或者一些高净值客户来讲，基本上都是追求绝对收益的，从风险承受能力来讲，各家有一定差异，但是计价货币通常都是本币。作为主权财富基金和央行可能会有一点不同，他们的计价货币可能会选择一篮子货币来考虑，目标是为了保持全球的购买力。

五、证券的货币对冲

以两个比较具体的案例说明一下货币对冲怎么操作。例如，有 100 万元的欧元资产，从 2007 年的 2 月底开始，当时的欧元兑美元是 1.32 左右，有两个选择，不对冲或者对冲。欧元的汇率从 07 年到现在，或者说到 14 年的 8 月底，实际上是持平，没有怎么动，但在中间较为波动。如果选择对冲，用一个月的 Libor 利率来滚动，对冲的效果基本上是差不多的。如果是在 2014 年的 8 月底，基本上可以达到 117 万或者 118 万美元的情况。表明如果是采取这种简单的对冲，是可以 hedge 汇率风险的。两个波动性比较大的一个是欧元兑美元的市价，另外一个是不对冲的美元估值。实际上大家可以看到这 100 万

欧元资产如果我们不对冲汇率的风险，用美元计价，实际上它的波动是相当大的。如果我们采取了对冲，看到的是比较平滑的曲线，基本上达到了减低风险的目的。如果考虑欧元有一个比较大的变动，升值或者贬值时候，可以看到对冲的资产估值和不对冲的估值会有一个比较大的偏差的（见下图）。

无风险欧元资产对冲效果图：



刚才举的例子标的资产波动性很小，汇率波动影响很大。如果是波动性比较大的资产，例如股票，在这个过程中汇率的波动率对整个资产的影响就会小很多（见下图），所以通常我们也会看到股票的管理人员不会太注重汇率的管理，就是这个原因。因为他觉得股票选对了，那么股票本身赚的钱足够去覆盖汇率的损失。但是对债券管理人员不一样，因为这些标的资产的风险比较小，汇率的影响就会大很多，因此一般债券的投资者会在汇率上有比较好的能力。在做股票的时候，也有一些其他考虑，比如说公司本身如果是个进口商，那么其成本可能是外币计价，但是收入来源是本币的。进口商与汇率的相关性跟出口商就会有一个很大的不同。这个也会是股票管理人员选择上的一个考虑。因此股票投资是不是进行货币对冲在业界还是有一定的争议的。

某欧洲股票的对冲效果图：

	欧元波动率	汇率波动率	不对冲波动率	对冲后波动率
股票A	19.6%	20.0%	24.1%	19.5%
股票B	23.6%	20.0%	30.7%	23.6%

六、货币对冲成本

货币对冲成本主要从以下几部分进行考量：第一.操作成本。由于主要发达国家市场较大，流动性高，其货币买卖价差比较小。因此长期对冲其操作成本几乎为零。第二.利率成本。利率成本产生于国家间货币无风险利率之差。发达市场的利率成本时正时负，差别并不显著；而新兴市场（例如巴西无风险利率为 13%）持有成本较高。以上两项是确定存在的成本，同时一些未知因素也会影响货币对冲成本。第三，汇率本身的波动具有持续性，由此产生的利弊影响需要进一步进行分析。第四，其他因素如政策变化，资本管制、联系汇率制度（Pegged currency system）被解除(瑞士银行 2015 年 1 月决定取消欧元兑瑞郎汇率 1.20 的底线)等难以预测，具有不确定性。因此从事新兴市场投资一般须考虑汇率对冲，并且有可能会抵消一部分利润。

七、组合的货币对冲

组合的货币对冲是机构投资者主要考虑的情形。

1.相对收益策略，客户通常指定一个投资基准，例如 MSCI AC World, Barclays Index 等，这些指数通常有不同版本，客户可以选择对冲至美元或其他主要货币（欧元、英镑等），也可以选择不对冲版本，承担成分股或债隐含的货币敞口。机构投资者在进行资产配置时需要进行对冲决策。如果预测长期利率回报为零，对冲与否可能区别并不显著(当然要意识到预测的可靠性)。如果对汇率持有长期观点，则应将此观点纳入决策。资产管理公司的管理人的选择比较简单，在 beta 层面仅需要在客户选择对冲指数时，将非基准货币换为基准货币。在 alpha 层面，基金管理人可以在允许的跟踪误差范围之内进行积极的资产配置。例如债券管理人常常通过外汇的积极投资获取超额收益，从 2014 年至今，做多美元、做空欧元是市场上主要盈利交易之一。

2.绝对收益策略，客户需要选择计价货币（通常为本国货币或者储备货币），管理人在投资后将净值对冲到该货币即可。单一计价的机构投资者如果没有观点应选择 100%本国货币，但是单一计价的机构投资者往往具有实际的考虑。例如具有观点的投资者如果认为美元

表现会优于本国货币，则选择不对冲美元敞口。有的投资者没有确定的货币观点，但由于对冲成本较大而选择不对冲，例如新兴市场高息货币。有的投资者由于现金流限制而选择部分对冲。总而言之，投资者在做资产配置决策时，应将汇率纳入决策过程，并评估观点的有效度进行相应的风险配置。

对于一揽子货币单位计价的央行、主权财富基金来说，如果其资产配置隐含的货币结构与目标货币结构一致，就不需要额外的货币对冲；如果不一致，需要进行货币叠加管理（currency overlay），可以自营操作、也可以委托专门的货币管理人代为操作。在主动与被动的考虑上，可以选择完全被动操作或者允许一定的积极管理 。

八、货币对冲实践中的问题

（一）操作主体

目前货币对冲主要有委托和自营两种方式。操作管理可以由项目组直接管理或者公司层面统一管理。以上操作决策需根据公司具体情况而确定，选择不进行对冲、被动对冲操作或者是主动管理（部分主动管理：有观点时进行积极操作，无观点时不进行对冲）。由项目组决策的好处是投资时货币走势会成为决策的一部分、横向比较不同货币的投资机会；但项目组通常不是货币专家，缺少专业能力做出有效、及时的货币调整。由专业团队统一管理的好处是效率高，已有敞口可以有一定的抵销，但对风险管理和外汇管理能力有一定要求。

（二）效果衡量

对于不同的货币对冲操作应相应进行对冲效果衡量。以降低风险为目的对冲在组合层面不以对冲本身的盈亏为标准进行衡量，而是应该与标的一起考虑对冲效果是否与本币回报一致。很多国内机构投资者抱怨常常需要满足多重目标：指数高时要取得相对收益，指数低时

则追求绝对收益，往往难度较大。如果进行积极的货币管理需明确预期回报和风险配置，团队能力是重要的考量因素。

（三）工具选择

货币对冲工具种类繁多。最常见的是外汇远期合约（FX Forward），对于一些小型机构或是担心交易对手风险的机构来说外汇期货(FX Future)也很常用。外汇期权是另一种投资工具，与外汇远期和期货不同的是，期权类似于保险，需要支付一定费用。

（四）流动性管理

由于货币本身不具有风险溢价，所以通常不进行现金配置。而进行货币对冲则有可能会出现补仓要求（margin call）带来的现金需求，把标的产品和货币对冲结合考虑可能盈利，但因为对冲部分亏损而导致的现金流需求，需要在进行货币对冲之前考虑全面，通过变现标的资产、或是借用组合内其他现金或 repo 等方式解决。

（五）积极管理与风险配置

虽然资产管理者每年会对各类资产的回报和货币走势进行预测，但是由于市场的不确定性，预测的准确度很差。例如金融危机后的七年中，每年年初各大投行和机构投资者都预期利率上行，结果仅 2013 年正确。所以投资时要考虑到预测的可靠性和错误时组合对损失的承受能力来配置相应的风险，是十分必要的。

（六）与标的资产的相关性

货币与资产的相关性因标的资产而异而异。例如进出口公司股票，出口商和进口商对于货币的相关性相反。高息国家和低息国家海外资产投资的货币考虑也不尽相同（例如澳大利亚和日本）。近几年人民币相对于其他货币持续升值，在此过程中的资产投资考虑也十分具有挑战性。

九、总结

1.海外投资一定要考虑货币问题，特别是当前市场环境下，明确投资目标和计价货币。

2.建议采取明确的货币政策，权衡对冲成本、观点等，定期回顾货币政策的有效性。

3.根据观点进行货币管理，了解自身能力，明确风险配置。

十、问答环节

Q1：您提到货币是海外投资中一个重要考量的因素，在现在这个时点应如何看美元欧元日元等货币的趋势？

A1：各国货币政策差异和经济增长趋势决定目前国际货币市场趋势主要是美元走强。我的建议是如果本身没有观点应该选择对冲，特别是欧元和日元为低息货币、对冲时利率成本低。如果在此基础上有观点则应根据观点进行决策，这样会有比较大概率做出正确决策。

Q2：第一个问题是请问您如何看人民币汇率。第二个问题是在做海外对冲资金配置之时，一般情况下主权财富基金是比较倾向于保守的管理人还是也会考虑对收益较好、Alpha 高的对冲基金进行配置？

A2：关于人民币走势，从目前公开的宏观信息来判断，现在的趋势是国家希望实现更大区间的双向浮动，更多由市场力量来决定未来汇率走向。具体到从我们做主动货币策略的框架来看，存在正反两个方向的力量来推动人民币的走势。正面影响包括：第一，中国的经济增长虽然相比以前有所下降，但是相对于其他国家来说经济增长速度仍然较高，国家的竞争力较强，Current Account Balance 为正；第二，人民币无风险利率比美元高，所以会吸引资金做 carry trade。向前看因为经济增长具有向下的趋势，货币政策有放松空间，海外投资的需求增加，是人民币走弱的考量。短期来看人民币基本处于平衡的

状态，如果双向波动能反映更多市场的力量，会有助于推动利人民币国际化进程，加入 SDR，这也是目前央行在努力做的事情。

第二个问题是：从主权财富基金或者机构投资者的角度来讲，应该选择什么样的对冲基金？这个问题因机构目的而异。有的机构追求高绝对收益，会选择高风险高回报的管理人。有的机构投资者把对冲基金作为固定收益的替代，因为市场上对固定收益能否获得足够的绝对回报持相对悲观的态度：例如持有美国国债到期很难获得比其 yield 更高的收益。由于债券收益达不到 8%左右的回报目标，所以机构投资者希望通过投资对冲基金，通过 Alpha 来达到收益目标。这些机构投资者将对冲基金视为波动率较低、有较大可能性获得收益的产品。第三类机构是将对冲基金作为股票的替代。由于主动股票管理人很难跑赢指数，，很多成功的基金管理人都选择去做对冲基金，所以很多机构投资者会选择对冲基金管理人来获取股票的 Alpha，使得在回报相当的情况下大幅降低风险。这也是在股票组合上取得超额收益、降低风险的一个方式。机构投资者须根据自身需求选择不同的策略。

Q3：中投公布 2014 年投资的业绩报告，5.47%年度收益率，5.66%累计年化收益率，有专家评论称中国取得这样的业绩已经不易，如果不是年末美元迅速升值造成汇兑损失，年收益率可以达到 8%以上。请问您如何看待这个观点？

A3：中投公司在做资产配置时主要是中长期的考虑。作为中国的主权财富基金希望多配置新兴市场、大宗商品等资产，从而从中国经济发展中受益。前些年这些资产配置获得了较高回报，近两年确实受到一些压力。公司主要看中长期，所以会不断优化现有组合投资，争取达到中长期的收益目标。

Q4：您之前提到机构投资者需要明确投资目标和计价货币，你能否具体谈谈中投公司作为主权财富基金如何明确投资目标和计价

货币？

A4：我们在进行资产配置时和国际上其他主权财富基金做过很多交流，所以中投与其他主权财富基金等长期机构投资者做法相似。在选择目标时是CPI+3%左右，投资至今实现年化收益在5.6-5.7左右，我们从一开始到现在看是符合目标的。但是实际操作还是具有相当难度：一是2008年金融危机以前各大资产类别利息回报高，现在利息回报已经大幅下降。第二由于中投公司配置大量中长期资产，包括基础设施，房地产，另类资产等，这些资产需要花费很长时间才能投出去，而危机后的公开市场一开始也很难大规模快速进入。中投公司2007年成立，2008年遭遇百年不遇的全球金融危机，被动因素是在公司团队还不成熟，主动因素是公司放缓了投资进度，在2008年末公司88%都在现金上，回报优于几乎所有机构投资者，但低于CPI+3%的基准。从基准的考虑上来说，CPI+3%是从公司成立就开始计算的，所以组合成立之初的大量现金需要后期的高收益来弥补。向前看取得CPI+3%的基准回报较为合理，但是要取得更高回报就很具有挑战性了。我们的计价货币用的是美元。

第 89 辑

(2015.8.4)

海外投资盘点及趋势展望

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

朱江博士，华尔街交易员、基金经理，纽约弘博咨询创始合伙人。2012 年加盟基金公司 Capra Ibex Advisors 至今，作为基金经理，负责公司抵押贷款债券产品的投资交易业务（包括 MBS 及 CLO）。同年联合创办 FinBow Advisors（弘博咨询），为中资企业与机构投资者在美拓展一、二级业务提供市场咨询服务。在此之前朱江博士任职于瑞士信贷（Credit Suisse）固定收益交易部，参与发起或负责过如下交易业务：05 年参与创建 Structured Product Derivative Group，共同管理 150 亿美元的衍生品 book；08 年初接管 60 亿美元 CDO legacy book，至 09 年底去风险后移交；10 年加入瑞信自营交易部，负责有关 MBS 及 CLO 的自营交易业务。朱江博士 1999 年北京大学数学系本科毕业，2005 年获加州大学伯克利分校应用数学博士学位。

一、机构海外投资十年盘点（2005-2015.06）

海外投资的数据不容易找到，大家经常能看到一些报刊报道海外投资情况，但比较零散。之前在搜索数据的时候发现一个网站，是 the

American Enterprise Institute(AEI,美国企业研究院)和 the Heritage Foundation(美国传统基金会)的合作项目,网站中有一个 China Global Investment Tracker（CGIT，中国全球投资跟踪）数据库。这个数据库统计从 2005 年开始一直到现在的数据，是比较全面、更新比较频繁的数据库。数据库里面搜集的项目都是单项投资额 1 亿美元以上的数据，近 1600 个投资项目，以当时汇率转化为美元进行统计，共计投资额$1.1 万亿。

从两方面对机构海外投资进行阐述。首先，关于统计数据，从宏观方面进行考察，从投资主体、方向等不同维度看十年变化情况；第二我们具体以公司尤其是民营公司为代表,分析其投资项目情况和内在逻辑。希望能从这些个例中得到一些启发。

（一）机构海外投资统计数据解读

关于机构海外投资数据从以下几个维度进行解读：

1．投资主体

投资主体划分为国有和民营两类。国有类包括：央企、国企、国有控股、国有资本、主权基金（典型代表：CIC 中投公司和 SAFE 外管局），还有一些上市公司，例如上海光明食品、锦江国际、绿地集团等因上海国资委或关联单位为其控股或最大股东，也归类为国有；其他归为民营类。

机构海外投资主体（国有vs民营）历年情况（单位：$ Billion）

年份	总计 $	国有 $	民营 $	国有$%	民营$%	国有 #	民营 #
2005	20.4	18.7	1.7	91%	9%	32	1
2006	42.4	39.7	2.6	94%	6%	46	3
2007	58.6	57.6	1.0	98%	2%	67	7
2008	85.4	83.7	1.7	98%	2%	79	7
2009	98.9	95.8	3.1	97%	3%	123	8
2010	128.9	118.4	10.6	92%	8%	158	16
2011	125.0	110.1	14.9	88%	12%	178	31
2012	139.9	124.0	15.9	89%	11%	183	34
2013	146.6	120.8	25.8	82%	18%	189	42
2014	170.9	140.2	30.7	82%	18%	189	62
2015.01-06	84.2	62.9	21.2	75%	25%	74	39
2005-2015.06	1,101.1	971.8	129.3	88%	12%	1,318	250

2014 年总计海外投资量是 1709 亿美元，其中国有 1402 亿美元占 82%，民营 307 亿美元占 18%。**民营比例近年来有上升的趋势，**民营 2005-2010 年的比例在 5%-10%之间，从 2011 年开始迅速上升，到 2015 年前 6 个月上升到 25%。另外 2005 年虽然民营占 9%，但其实只有一个并购案例（联想以 17.5 亿美元并购 IBM PC unit），所以 05 年出现高点。总体来看，国有和民营海外投资力量变化趋势很明显。

2．投资方向

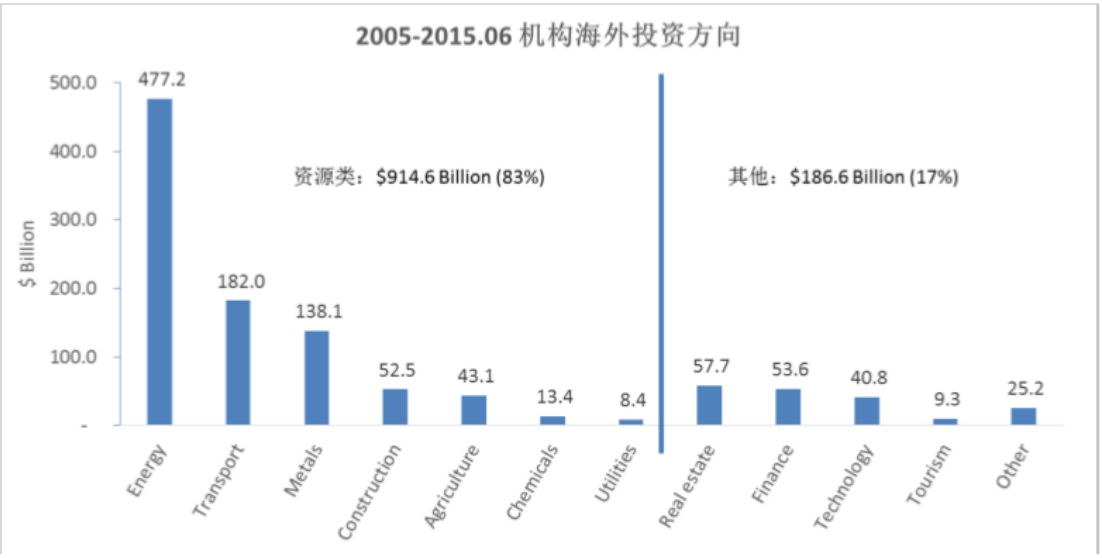
投资分向划分为资源相关和其他两类。资源类投资包括：能源、运输、矿产、建工、农业、化工、公用设施。其他包括：实业、地产、金融、旅游、消费等。

机构海外投资方向（资源vs其他）历年情况（单位：$ Billion）

年份	总计 $	资源类 $	其他 $	资源类 $ %	其他 $ %	资源类 #	其他 #
2005	20.4	18.7	1.7	91%	9%	32	1
2006	42.4	38.4	3.9	91%	9%	45	4
2007	58.6	38.1	20.6	65%	35%	62	12
2008	85.4	77.4	7.9	91%	9%	75	11
2009	98.9	88.1	10.8	89%	11%	109	22
2010	128.9	113.3	15.6	88%	12%	152	22
2011	125.0	114.2	10.8	91%	9%	178	31
2012	139.9	121.9	18.0	87%	13%	185	32
2013	146.6	123.8	22.8	84%	16%	174	57
2014	170.9	128.1	42.8	75%	25%	173	78
2015.01-06	84.2	52.6	31.6	62%	38%	66	47
2005-2015.06	1,101.1	914.6	186.6	83%	17%	1,251	317

将两类进行对比可以发现 2014 年资源类约为 1280 亿美元，其他约为 430 亿，比例约为 3:1。二者的变化趋势侧面反映了近年民营企业海外投资的崛起。**非资源类的投资份额逐年增长，2015 年上升到 38%左右。**2007 年是个特例，当年“其他类”投资占 35%，主要因为国有资本(包括 CIC，工行，国开行)大笔投资海外金融机构(包括中投 30 亿投 Blackstone，50 亿投 Morgan Stanley，国开行 30 亿投 Barclays，工行 56 亿投资南非标准银行等)，现在回头看，当时很多对金融机构的投资都是在金融危机之前的高点发生的。

而从具体行业细分来看，在过去十年中，中国机构投资者将 4772 亿美元投资到能源相关行业，运输业和矿产业分别为 1820 亿和 1381 亿美元。以上三类占比较大。



（数据来源: CGIT by AEI, 对行业归类有细微调整）

下表是投资主体（国有与民营）与方向（资源类与其他）关联性的具体量化的展现。在 4772 亿美元能源投资中，4592 亿为国有资本，占 96%，民营仅占 4%。另一方面对比，在 408 亿美元科技领域的投资中，国有占 31%（其中包括如中国移动等在海外的投资），民营则占 69%。

方向 / 主体		资源类：$914.6 Billion (83%)							其他：$186.6 Billion (17%)				
		能源	运输	矿产	建工	农业	化工	公用设施	地产	金融	科技	旅游	其他
1,101.1	总计 $(Bn)	477.2	182.0	138.1	52.5	43.1	13.4	8.4	57.7	53.6	40.8	9.3	25.2
971.8	国有 $(Bn)	459.2	174.8	132.0	49.6	29.6	9.5	8.4	31.5	43.6	12.8	6.4	14.6
129.3	民营 $(Bn)	18.0	7.2	6.1	2.9	13.5	4.0	0.0	26.2	10.0	28.0	2.9	10.6
88%	国有 %	96%	96%	96%	94%	69%	71%	100%	55%	81%	31%	69%	58%
12%	民营 %	4%	4%	4%	6%	31%	29%	0%	45%	19%	69%	31%	42%

（数据来源: CGIT by AEI, 对行业归类有细微调整）

3．地域分布

投资主体与方向的关联性也十分自然地表现在地域上。从下图可以看出，在非洲、拉美、加拿大和澳大利亚，资源类投资占比重较大；

而在欧洲和美国，非资源类投资如地产、金融等占比重较高。

Across 投资方向

		资源类 $	其他 $	资源类 %	其他 %
1,101.1	总计 ($Bn)	914.6	186.6	83%	17%
109.0	中东北非	104.9	4.2	96%	4%
197.2	非洲（撒哈拉以南）	179.0	18.2	91%	9%
115.9	南美	111.3	4.7	96%	4%
55.3	北美（加、墨等）	51.9	3.4	94%	6%
77.8	大洋洲（澳、新）	68.6	9.2	88%	12%
163.0	西亚（含印度、伊朗）	152.3	10.7	93%	7%
142.2	东亚及东南亚	112.1	30.1	79%	21%
147.3	欧洲	101.9	45.4	69%	31%
93.4	美国	32.5	60.9	35%	65%

地域

（数据来源: CGIT by AEI）

4. 行业排名

下表列出机构海外投资细分行业中公司排名情况。以资源类投资中能源投资为例，前三位分别是中石油，中石化和中海油，都是海外投资的领军公司。在农业投资中，第一位是双汇，其 2013 年以 71 亿美元收购美国最大猪肉生产企业史密斯菲尔德食品公司。

机构海外投资行业Top 10（单位：$ Billion）- 资源类

	能源		运输		矿产		建工		农业		化工		公用设施	
1	中石油	85.3	中国铁建	47.4	中国铝业公司	21.9	中国建筑股份	9.0	双汇	7.1	中国化工	2.2	中国机械工业	2.1
2	中石化	69.9	中国交通建设	47.1	中国五矿	15.0	中材国际	8.5	中国机械工业	6.8	万华实业集团	2.1	中投	0.9
3	中海油	33.5	中国铁路工程	13.1	中国有色金属	6.3	中信	5.5	光明食品	3.9	中国石化	1.9	中国交通建设	0.8
4	中国机械工业	27.2	中国建筑股份	8.8	国家电力投资	6.0	中国铁建	4.4	中投	2.4	山东玉皇化工	1.9	北京首创集团	0.8
5	中国电力建设	22.3	中国化工	7.9	中国冶金科工	5.8	中国机械工业	4.3	山东泉林纸业	2.0	中国化学工程	1.1	中信	0.7
6	中国水电	19.9	中国机械工业	6.1	中信	4.6	中国铁路工程	3.1	中国化工	1.9	陕西化工	1.0	三峡	0.6
7	三峡	17.3	中国远洋	5.6	中国中钢集团	4.2	中国化学工程	3.0	中粮集团	1.9	中国化工	0.7	葛洲坝	0.5
8	国家电网公司	16.6	招商局国际	3.9	中国机械工业	4.0	中国建材	2.5	联想（弘毅）	1.5	中石油	0.6	中国水电	0.4
9	中国能源建设	13.8	中国航空工业	3.7	吉林吴融有色	3.0	中国电力建设	2.2	黑龙江北大荒	1.5	中信	0.6	中国建筑股份	0.3
10	山东电力建设	10.7	吉利汽车	3.4	中国冶金科工	2.9	三一重工	1.5	北方工业	1.5	中国交通建设	0.5	中国电力建设	0.2
Top10		316.5		147.0		73.7		43.9		30.5		12.4		7.2
Top10%		66%		81%		53%		84%		71%		92%		86%

数据来源: CGIT by AEI，"国/民"分类 by FinBow　民营highlighted

以下是非资源类投资排名情况。如在地产投资中，排名依次是绿地集团、中投 、万达、外管局、安邦保险等。（注：如前所述，将绿地集团划归为国有类）

机构海外投资行业Top 10（单位：$ Billion）- 非资源类

	地产		金融		科技		旅游		其他	
1	绿地集团	13.3	中投	18.6	华为	8.8	中国建筑股份	2.1	万达	4.5
2	中投	6.7	工行	8.8	联想	7.8	锦江国际	2.1	中国铁建	2.5
3	万达	4.0	外管局	5.7	中国- 中兴	4.4	复星	1.6	中国建筑股份	2.0
4	外管局	2.5	复星	4.7	中移动	2.4	中国冶金科工	0.7	中国冶金科工	1.6
5	安邦保险	2.4	安邦保险	3.3	中投	2.3	绿地集团	0.6	国家电力投资	1.5
6	商地冠群投资	2.0	建设银行	3.2	腾讯	2.2	中国交通建设	0.5	南昌工业控股	1.5
7	复星	1.5	国开行	3.0	清芯华创投资	1.9	海航资本控股	0.5	中国机械工业	1.3
8	上海万峰房地	1.5	中国平安	2.7	阿里巴巴	1.6	Bright Ruby	0.3	中投	1.0
9	民生银行	1.5	中民投	1.5	中国机械工业	1.2	携程旅行网	0.2	海尔	0.8
10	云南阿诗玛	1.5	中国人寿	0.5	中国联通	1.0	四川兴力达	0.2	宏图三胞	0.8
Top10		37.0		52.0		33.5		8.8		17.5
Top10%		65%		97%		82%		89%		70%

数据来源: CGIT by AEI，"国/民"分类 by FinBow　民营highlighted

5. 对资源类投资的探讨

对于海外投资的综合评判仅仅看投资额排名是不全面的，更重要的是看投资效果。不幸的是缺乏这方面的具体数据，对于海外投资的财务回报和业务战略整合等深度信息，并没有什么数据库可查。在这里我们仅从宏观角度以资源类投资为例，讨论一下该领域的海外投资效果，阐述我们的分析框架。毕竟过去十年，海外资源类中有关硬资产的投资：能源（$477B）、矿产（$138Bn）占总投资额（$1.1Trillion）的 56%，是投资中的重中之重，但效果究竟怎么样呢？

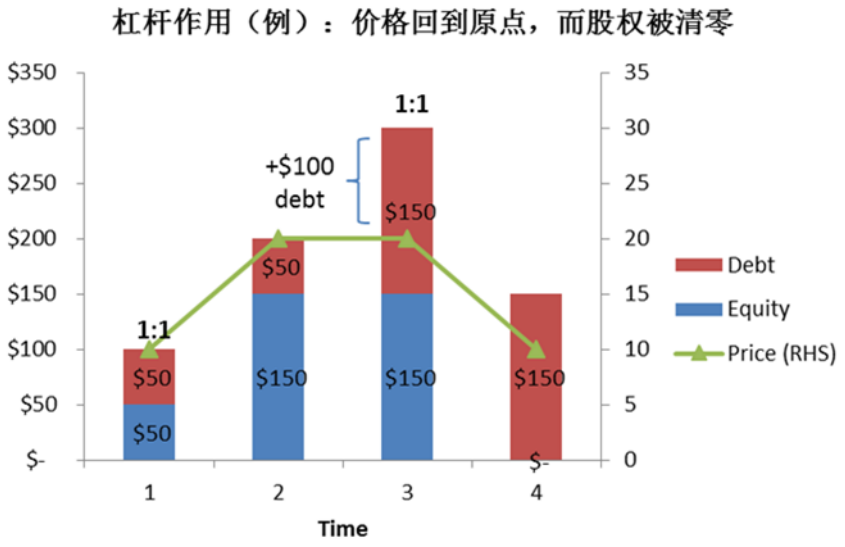
几点主要思考：

第一，"战略资源"：是政治行为还是投资行为？对"战略资源"投资成功与否如何衡量？很多投资经常被称为"战略资源"投资--这是个大帽子，同时也是个 slippery slope。是不是说 "战略意义"的潜台词就是大于经济意义、甚至可以不计代价？企业（包括国有企业）在进行投资时究竟是政治行为还是投资行为、投资效果最终如何衡量是不可回避的问题。我的观点是应该从上至下用严格的经济价值去衡量去评判，不能用"战略"作为托词而将其他一切具体执行情况掩盖掉。

第二，宏观趋势？中国在过去几十年的发展中，国家计划统筹和投资驱动经济（主要表现为：铁公基、房地产等）相结合，体现的特

征是集一两代人之力完成数代人的建设。这样势必对经济周期产生影响。来自中国的 Demand Shock 改变了对大宗商品需求的节奏：加大前端压力，并一定程度上透支未来需求。以保障房为例，正常筹划建设可能需要 10 几年，但中国可能希望三、五年内就达到一定供应量，这样会自然加大前端的压力，同时减少未来需求。另一方面，为了跟上高峰需求（例如年产 xx 万吨的钢产量），必须有相关产量的配套设施，而一旦高峰需求过后，势必造成未来产能过剩的错配愈发严重。在这样的宏观背景下讨论大宗商品的形势，当中国对大宗商品需求的潮水退去，除非其他国家顶上来（或者发达国家复苏很快，或者新兴国家，比如印度对原材料有很强的需求），否则在未来 5-10 年大**宗商品下行或 stay low 的趋势难以逆转。**

第三，“Hard Assets = Safe Investment”？也许受到金融危机的影响，很多人认为衍生品投资风险巨大，而资源类投资风险不大。事实是，能源矿产项目如果是股权投资通常涉及大量债务融资，因此该类项目本质上是强杠杆下的股权投资，在大宗商品的价格大波动下，存在巨大风险。所以当石油从 50 美元/桶上涨到 100 美元，又降到 50 美元，是否意味着一开始油价在 50 美元时进行的股权投资在经历这一过程之后不受影响呢？并不是。简而言之：在 1:1 杠杆下，如果商品价格减半，股权投资理论上被清空。因此，在资产价格上扬时，如果持续进行债权融资（即便保持杠杆不变），当资产价格回落原点，股权可能大幅缩水甚至清零（如下图）。



这正是因为资产价格和股权价格的对应关系中牵扯到了债务。最近看到一篇文章里谈到澳洲一个曾经6亿美元股权的矿产如今以1美元价格叫卖，这是不是个便宜买卖呢？未必。因为1美元后面买家还要承担债务，只是股权6亿被清零而已。

举例说明。从中国角度来看近十年海外投资两大主要资源是原油和铁矿石。今天原油WTI又跌到45美元/桶，有可能突破2015年上半年低点42美元，现在原油和铁矿石的价格基本接近2008-2009年低点价格。结合上面有关杠杆投资的分析，在价格升高时，大部分公司都采取加债务甚至加杠杆的策略，而大部分能源类项目开采时需要很大投资，当资产高估值情况时大量发行债务或进行银行借贷，在价格下跌时则非常痛苦，股权投资将巨幅缩水甚至清零。

以Molycorp的暴涨暴跌为例，2011年中国管控稀土出口时稀土

价格飙升，Molycorp 最高市值曾达 61 亿美元，2015 年 6 月申请破产保护。还有很多其他的例子，比如煤矿生产商 Alpha Natural Resources, 2011 年市值曾经达到 100 多亿美元，今天(08/03/2015) 刚刚宣布破产，股权市值清零。

（二）机构海外投资个例杂谈

此部分具体考查以民营企业为代表的海外投资的脉络。

1．科技类：联想

联想在 2005 年 1 月开创了一个民营企业影响力巨大的海外并购。并购 IBM PC Unit，在当时对双方来说是双赢的局面。九十年代海外 PC 制造商开始进入中国，联想也试图开拓海外市场。当时联想分出两个公司，其中之一是神州数码。之后联想又企图回归主业，但随着海外厂商进入，国内竞争日趋激烈；而中国厂商正在进行更新换代，从品牌效应来讲，向食物链上端移动。另一方面，IBM 也处于转型过程中，从硬件制造向咨询服务拓展。基于这两个方面，并购过程也经过诸多准备，例如获得美国政府的同意，获取监管方面的批准等。此次 17 亿美元的并购是一个标志性的事件。之后联想通过 IBM 的 PC, 整个公司的运营有一个很大的变化。

六年之后联想进行了二次海外并购合作潮。在日本跟 NEC 合作，在德国、巴西收购或与当地的 PC、手机设备生产厂商。这些动作在一定程度上是技术整合，在更大程度上的意义是打开销售渠道。2014 年年初联想又同时做了两个很大的交易,一个是从 Google 手中并购摩托罗拉的手机硬件制造,另一个是并购 IBM x86 服务器，这也标志着联想的多元化发展,从 PC 进军手机,尤其是智能手机，还有企业 IT。从其海外并购中可以折射出企业运营的思想。

2．科技类：弘毅投资

弘毅由于联想的背景，国企改制为其强项（包括 2014 年入股上

海城投）。弘毅从 2008 年开始逐步积累跨境并购经验。2008 年其联合客户中联重科 271mm 欧元全资收购全球第三大混凝土机械制造商意大利 CIFA。2014 年弘毅进行了一个好莱坞的投资 STX Entertainment，比较有意思的是，2014 年联想联合 TPG 投资 STX, 2015 年华谊兄弟以 1.2 亿美元与 STX 达成合作意向，co-finance STX 未来三年生产的 18 部电影。另外弘毅还收购了英国一家连锁餐馆 Pizza Express，其在英国有 400 家连锁饭店，在中国香港有 22 家。弘毅希望拓展 Pizza Express 在亚洲的业务。

3．科技类：阿里、腾讯、百度

互联网三巨头 BAT 竞争的主战场绝对是在国内，在海外投资主要配合国内的市场和布局。三者海外投资特征是围绕各自发家主业，往其他领域渗透。

阿里在 E-commerce 领域投资 Shoprunner、Singapore Post（成为其第二大股东，在 E-commerce 物流进行布局）；在移动互联网：参股 TangoMe, Snapchat；互联网支付投资印度一家公司 One97；同时渗透到游戏领域，投资了美国的一家游戏 start-up Kabam。

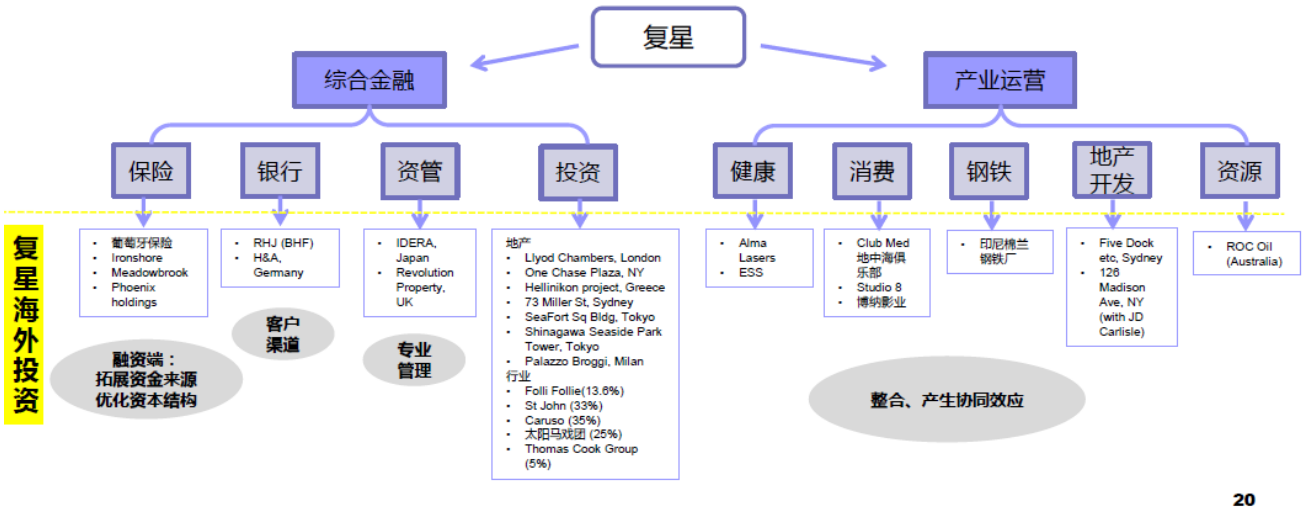
腾讯的投资主要集中在游戏领域 Riot Games, Epic Games, Activision（动视暴雪，2013 年动视暴雪的大股东法国媒体巨头 Vivendi 要出售手中的大股份，动视暴雪管理层联合腾讯赎回 Vivendi 手中的股份）, CJ Games, Glu Mobile；移动互联网(Kakao Talk)；VC (DST, Singulariteam)。

百度在海外投资相对较少。其中之一是在硅谷设立百度研发中心（Baidu Research center in Silicon valley），led by Andrew Ng（Google 前 Deep Learning Lab 创始者，Stanford 教授，Online course website Coursera 联合创始人），另外媒体报道百度 2014 年年底战略入股 Uber 6 亿美元。有意思的是 2015 年 2 月阿里和腾讯即把各自旗下投资的

中国本土两家打的公司（快的和滴滴）整合在一起了。

4．综合类：复星、万达、安邦、海航

1）复星



从 2010 年至今，复星所做的海外投资的数量和数额很多。梳理这些众多的投资，你可以看到它的逻辑是怎样一步步演变得越来越清晰的。通过 2010 年开始的海外投资战略实施，复星的发展开创了新的维度，尤其是介入保险业，全面加速了复星从（类似 GE 的）实业集团向（类似巴菲特的 Berkshire Hathaway）综合投资集团的转变。之前复星的实业版块主要包括：钢铁（南钢股份）、地产（复星地产）、医疗健康（复星医药、国药控股）、矿业（海南矿业）、其他（零售：豫园商城，金融：参股永安保险）。复星在投资海外市场之前，对于资本市场运作也从来都不陌生，包括当年入主南钢股份和国药控股，都是中国民营企业在资本市场运作的经典案例。但是通过海外投资，复星演化成了一个更综合的投资集团。其业务主要分两块，一块是综合金融，另一块是产业运营。

综合金融下面目前最重要的是保险，包括 2014 年初收购葡萄牙保险公司。当时的契机是葡萄牙的一个 state bank 因为被政府紧急救

济，需要出售资产，其中出售的主要资产就是他们的保险子公司，复星当时是以 10 亿欧元的价格在拍卖中胜出了 Apollo（美国阿波罗资产管理公司）。2014 年战略参股 Ironshore（20%股份），2015 年又把剩下的 80%买了过来。Ironshore 是一家位于百慕大的特种险保险公司，由 Bob Clements 在 06 年的时候创立，在 Hurricane Katrina 发生之后，保费飙涨，Bob Clements 乘着这个机会以 Property Insurance 作为切入口开创 Ironshore，Bob 本身在保险界是元老级的人物。08 年趁着金融危机，Ironshore 从 AIG 挖来了 Kevin Kelley，Kevin 当时是 AIG 旗下特种险子公司 Lexingotn Insurance 的负责人，是 AIG 老板 Murice "Hank" Greenberg 底下的一名得力干将，在美国保险界的人脉非常深厚。所以复星的 Ironshore 并购也是一个非常有意思的案例。2014 年底，复星将位于密歇根的一家保险公司 Meadowbrook Insurance 也全资买下来，另外还购买了以色列的 Phoenix Holdings 的 52%的股权。保险这部分业务从融资端大幅拓宽了复星的资本金来源，优化了资本结构。同时，在综合金融这部分还有银行，其中一个是 RHJ（旗下有 BHF），BHF 是德国最大的一家私人银行，复星目前持有 RHJ 28%的股份。2015 年七月份，复星刚刚发出要约欲收购 RHJ 剩余 72%的股份，目前仍在收购过程中，复星刚刚提出一个价，但是董事会认为价格偏低，估计到最终拿下还是会有一个过程。资管这部分并购数额不大，但是它对复星的意义重大，有效利用专业及当地资源，四两拨千斤，有两个例子。第一个是 2014 年 5 月份收购日本的一家资管公司 IDERA。几个月之后，复星就通过这家公司在东京做了两单房地产项目，一个是 Sea Fort Square Building，另外一个是 2014 年年底的 Shinagawa Seaside Park Tower。2015 年 7 月，复星与英国公司 Revolution Property Investment Management 合作，其中复星占大部分股权。预计复星将来会通过 Revolution 这个平台在欧洲包括英国进

行地产收购、资产管理。投资方面有很多例子：a）地产投资：有在伦敦金融城的；有非常著名的在纽约 One Chase Palza，七亿两千五百万美元的项目；还有和希腊当地的开发商以及阿布扎比的一个房地产开发商，拿下了雅典在海岸线旁边的一个项目，财团有一个投资六七十亿美元 luxury resort 的计划；在悉尼也有项目；在 2015 年上半年复星在意大利买下了 UniCredit 的前总部所在商业楼，Palazzo Broggi；b）行业投资：最早的 Folli Follie，从最初的 9%现在增持到 13%的股份，虽然是一家希腊的公司，但实际上这家公司的很多业务在希腊之外，最近希腊的股市哀鸿遍野，但这家公司因为在海外经营，所以股价表现还是不错的。复星还以参股的方式进入 St John（美国一家高端女装品牌），Caruso（意大利男子服装品牌），加拿大太阳马戏团，还有最近参股 Thomas Cook Group，英国一家很大的旅行集团。

复星的产业运营又可以分为健康、消费、钢铁、地产开发和资源。这里主要说一下 Club Med，地中海俱乐部。对地中海俱乐部的并购始于 2010 年 6 月，当时复星参股 10%不到；在跟地中海俱乐部进行了一系列业务上的合作之后，在 2013 年 5 月，复星联合 AXA PE 及地中海俱乐部的管理层，发出了一个要约收购，这个是法国历史最久的收购案例。经过数轮竞标，直到 2015 年上半年，复星财团才击败意大利富豪 Andrea Bonomi 财团，把地中海俱乐部收购下来，其中也利用了复星在葡萄牙保险的资本金。现在的结构是复星占大股，85%，管理层占 2.5%，ACF 占 5%，众信-九鼎并购基金占 7.5%。众信是一家国内知名的民营旅行社，上市公司，显然这已不单是财务方面的投资，众信通过加盟地中海俱乐部并购，可在旅游等业务方面进行资源整合。

复星：2010-2014海外投资

	$ 5,945					
Time		Amt $	Share %	Target/Partner	Sector	Country
2010.06	$	50	9.9%	Club Med, 41 mm EUR 9.9% 复星第一个海外战略投资	Tourism	France
2011.05	$	120	9.5%	Folli Follie, 希腊时尚零售集团。已增持到13.58%	Consumer	Greece
2013.04	$	220	95.2%	Alma Lasers， 以色列高端医疗美容器械公司。	Technology	Israel
2013.05	$	100	NA	Gunung Gahapi, 与印尼古龙钢铁集团在印尼棉兰合资建厂。	Industrial	Indonesia
2013.05	$	360	46%	Club Med - 复星联合AXA PE及管理层发出100%要约收购	Tourism	France
2013.06	$	55	33%	St John - 美国高端女装品牌	Consumer	USA
2013.09	$	20	35%	Caruso - 意大利高端男装制造企业，15mm EUR	Consumer	Italy
2013.10	$	100	90%	Lloyds Chambers in London (伦敦金融城), 63.5mm GBP. Partner with John Snow and others.	Real estate	Britain
2013.10	$	725	100%	One Chase Plaza in NY. 后更名为28 Liberty St。	Real estate	USA
2014.01	$	1,360	80%	葡萄牙保险 Insurance arm of Portugal's state bank Caixa Geral de Depositos SA (including Fidelidade, Multicare and Cares). 契机：Caixa Geral needs to divest assets to pay back government funding. 复星以10亿欧元在拍卖中胜出Apollo.	Insurance	Portugal
2014.03	$	140	19.2%	BHF-BANK (100.6mm EUR). Sep 2014, swapped into 17.46% stake of RHJI (parent company).	Banking	Germany
2014.05	$	66	98%	IDERA Capital Management 成为复星进入日本商业地产市场的跳板。	Real estate	Japan
2014.06	$	200	NA	Hellinikon project in coastal area of Athens (915mm EUR for the land). Consortium plans to invest 6.8 Billion EUR to develop an integrated resort.	Real estate	Greece
2014.08	$	440	100%	Roc Oil 洛克石油(A$474mm).	Energy	Australia
2014.08	$	460	20%	Ironshore, 专注特种险(Specialty P&C)的保险公司, started by Bob Clements in 2006 to do property insurance post Hurricane Katrina, in 2008 hired Kevin Kelley from AIG's Lexington Insurance.	Insurance	USA
2014.08	$	108	100%	Sea Fort Square Building in Tokyo (JPY 13bn)	Real estate	Japan
2014.09	$	200	48%	Studio 8, movie studio founded by Jeff Robinov, former Warner brother boss.	Consumer	USA
2014.10	$	590	96%	Espirito Santo Saude (ESS), a Portgual hospital operator. 契机：Espirito Santos' business empire went bankrupt, so had to divest. In bidding, Fosun outbid UnitedHealth.	Technology	Portugal
2014.12	$	430	100%	Meadowbrook Insurance 美国财险公司（拥有丰富劳工险业务经验）	Insurance	USA
2014.12	$	200	100%	Shinagawa Seaside Park Tower in Tokyo	Real estate	Japan

复星：2015 YTD 海外投资

	$ 5,264					
Time		Amt $	Share %	Target/Partner	Sector	Country
2015.01	$	1,130	100%	Club Med 收购(valued at Eur 939mm). Outbid Italian tycoon Andrea Bonomi & consortium. Fosun/Mgmt/ACF II/Utour-JD（众信-九鼎）: 85/2.5/5/7.5%	Tourism	France
2015.01	$	93	NA	73 Miller Street in Sydney (partner with Australian Fund manager Propertylink: A$116.5mm).	Real estate	Australia
2015.03	$	140	5%	Thomas Cook Group, 英国老牌休闲旅游集团. 2015年6月，复星和Thomas Cook成立JV (51/49)，为中国游客开发国内游和出入境游产品	Tourism	Britain
2015.03	$	65	9%	RHJI (59.1mm EUR, for Collins' 9.1% share)，完成后复星对RHJI增持到28.61%	Banking	Belgium
2015.04	$	375	25%	Cirque de Soliel, (加拿大太阳马戏团), TPG 55%, Fosun 25%	Consumer	Canada
2015.04	$	490	75%	Five Dock and Fortitude Valley in Sydney (Apartment building, EG Fund as GP)	Real estate	Australia
2015.04	$	380	100%	Palazzo Broggi (former UniCredit HQ building in Milan)	Real estate	Italy
2015.04	$	50	NA	Nomad condo project (126 Madison Ave). Co-developer with JD Carlisle. JD Carlisle bought the space @ $102mm in Mar 2015	Real estate	USA
2015.05	$	1,840	80%	Ironshore, 收购剩余80%股份	Insurance	USA
2015.06	$	470	52%	Phoenix Holdings (Israel's 4th largest insurance provider by mkt val)	Insurance	Israel
2015.07		NA	>50%	Resolution Property Investment Management, a UK-based European Real estate inv company. 将成为复星进入欧洲商业地产的重要跳板。	Real estate	Britain
2015.07	$	231	100%	H&A - EUR 210mm for 100%, a Germany private bank.	Banking	Germany
2015.07	$	550	72%	RHJI (BHF) - 7/24 复星提出以Eur 5.1/股要约收购剩余72%股份(500mm EUR). 7/24要约公告前股价为Eur 4.7/股.7/29: RHJI (BHF) Board members consider Fosun offer too low. 并购进行时中....	Banking	USA
2015.07	$	4,400	100%	Novo Banco, the 'good bank' emerged from the bailout of BES (Bank Espirito Santo). Portugal's 3rd largest bank in terms of assets (about 65 Billion euros). Fosun, Anbang, Apollo sumbitted bids to Bank of Portgual in late June, and are invited to sumbit final revised bids on Aug 7th.	Banking	Portgual

最后值得一提的：近几个月复星在资本市场上时点的把握也非常精准。在 A 股和二级市场大幅上扬的过程中，复星保持着比较清晰的思路，通过旗下公司的增发、上市、减持股票，未雨绸缪，大幅提高现金持有量，为接下来的投资机会做好了充分的准备。

公司	Ticker	股权融资	日期	Amt (Billion)	Currency	发行价(每股)
复星国际	656 HK	增发	5/11/2015	9.3	HKD	20.00
复星医药	600196	增发	4/16/2015	5.8	RMB	23.50
豫园商城	600655	增发	4/29/2015	10.0	RMB	13.66
海南矿业	601969	增发	5/21/2015	1.4	RMB	15.90
海南矿业	601969	上市	11/20/2014	1.9	RMB	10.34
			合计	26.6	RMB	

下图显示复星国际于 5 月中旬在港股增发 93 亿港币，时间把握很精准。

复星国际（656 HK）

2）万达

万达海外投资的主要重点是在商业地产和娱乐产业方面，万达海外成名毫无疑问源于 2012 年对美国 AMC 院线 26 亿美元（含债务）的收购。AMC 于 2013 年底重新上市，但是万达依然持有 AMC78%的股权和百分之九十以上的投票权，现在的市值已经近 30 亿美元，财务回报非常好。不过对于万达更重要的价值恐怕还是通过它撬动其他版块，包括万达影院，娱乐产业和商业地产投资。万达在 2014 年

年底收购了澳大利亚的一家类似于 AMC 的院线公司，Hoyts，与万达在悉尼的商业地产布局相辅相成。

Wanda 万达

$ 9,060

Time	Amt $	Share %	Target/Partner	Sector	Country
2012.05	$ 2,600	100%	AMC Entertainment (2nd largest movie theater chain in USA). $2.6 billion debt-financed deal, Wanda put in equity $800mm. AMC 于2013年底上市。As of Dec 2014, Wanda still owns 78% share, 91% voting power.	Entertainment	USA
2013.06	$ 1,090	100%	One Nine Elms development project, London, 700mm GBP	Real estate	Britain
2013.06	$ 500	92%	Sunseeker, 豪华游轮制造商, 300mm GBP for 91.8%	Consumer	Britain
2014.06	$ 360	100%	Santander - a 28 story historic skyscraper in Madrid, Edificio Espana, 265mm EUR	Real estate	Spain
2014.08	$ 270	55%	Beach development proj in Surfer's Paradise on Australia's Gold Coast, A$300mm	Real estate	Australia
2014.09	$ 420	100%	Property development, Beverly Hills, LA	Real estate	USA
2014.12	$ 740	100%	Hoyts (Australian cinema chain)	Entertainment	Australia
2014.12	$ 900	100%	Development project in Chicago (Lakeshore East)	Real estate	USA
2015.01	$ 990	100%	Gold Fields House (sold by Blackstone, A$414.7mm) and Fairfax House	Real estate	Australia
2015.02	$ 1,190	68%	Infront Sports & Media, 1.05 Bn EUR	Media	Switzerland

3）安邦

安邦这两年异军突起，让安邦在海外名声大噪的是 2014 年十月份从希尔顿集团（Blackstone 控股）手中以 19.5 亿美元价格收购纽约华尔道夫（Waldorf）酒店的案例。而现在进行当中的一个并购项目是，复星、安邦、阿波罗正在竞购葡萄牙的一家银行 Novo Banco，是 BES 里面的一家“good bank”，2014 年 BES 的创始人因为一些债务问题，被国家紧急救助，现在葡萄牙央行需要退出，因此将 Novo Banco 招标拍卖。目前的状态是，复星、安邦、阿波罗正在竞购这家公司，预计 8 月见分晓，数额有可能会超过 40 亿欧元。

Anbang, 安邦

$ 5,645

Time	Amt $	Share %	Target/Partner	Sector	Country
2014.10	$ 310	100%	Fidea, acquired from JC Flowers	Insurance	Belgium
2014.10	$ 1,950	100%	Waldorf Hotel (Hilton, Blackstone)	Real estate	USA
2014.12	$ 270	100%	Delta Lloyd Bank Belgium (206mm EUR)	Bank	Belgium
2015.02	$ 1,670	100%	Vivat (Dutch insurance, disposed by Gov)	Insurance	Netherlands
2015.02	$ 1,030	63%	Tong Yang Life	Insurance	South Korea
2015.02	$ 415	100%	717 Fifth Ave (Blackstone)	Real estate	USA
2015.07	$ 1,160	100%	Heron building in London, GBP 750mm	Real estate	Britain
2015.07	$ 4,400	100%	Novo Banco, the 'good bank' emerged from the bailout of BES (Bank Espirito Santo). Portugal's 3rd largest bank in terms of assets (about 65 Billion euros). Fosun, Anbang, Apollo sumbitted bids to Bank of Portgual in late June, and are invited to sumbit final revised bids on Aug 7th.	Bank	Portgual

4）海航集团

海航在海外投资方面非常活跃，从 2009 年，就开始在租赁行业进行系列并购，配合海航在国内的行业布局。这些所有的租赁业务后来均通过海航在国内的租赁子公司渤海租赁进行整合。2011 年的 SeaCo 集装箱租赁和 2014 年的 Cronos 集装箱租赁并购，一举使渤海租赁变成了全球最大的集装箱租赁运营商。2015 年 7 月，以近 30 亿美元价格收购了 Swissport，瑞士国际空港服务公司。最近又出来一个新的消息，去年中航资本想收购爱尔兰的一家飞机租赁公司（Avolon），未果，海航准备在 2015 年 7 月份战略投资 Avolon 20%，现在又出现变数，有可能出现渤海租赁和中航资本两家全资竞购 Avolon，预计数额会在 25 到 30 亿美元之间。

HNA, 海航集团（包括旗下上市公司渤海租赁）

$ 5,596

Time	Amt $	Share %	Target/Partner	Sector	Country
2009.05	$ 150	50%	Allco Finance (Australia), bought out of receivership. Advised by Bravia Capital (HK). Allco后重组为海航香港，2012年海航旗下上市公司渤海租赁收购海航香港股权，成为控股股东。	租赁	Australia
2011.06	$ 270	90%	1180 Sixth Ave, NY (Carlyle & Murray Hill properties)	Real estate	USA
2011.08	$ 530	100%	GE_SeaCo全球第六大集装箱租赁商，2013年9月，海航旗下渤海租赁收购SeaCo. Advised by Bravia Capital.	租赁	Singapore
2011.09	$ 117	100%	a CBD office tower in Sydney	Real estate	Australia
2012.01	$ 130	100%	Cassa Hotel & Residences (70 W 45th st, NY), sold by Assa Properties	Real estate	USA
2013.02	$ 310	20%	NH Hotels, a Spanish hotel management company, the third-largest in Europe operating more than 380 hotels with almost 60,000 rooms in 26 countries and regions	Tourism	Spain
2014.05	$ 180	8%	NH Hotels, a Spanish hotel management co	Tourism	Spain
2014.11	$ 610	80%	Cronos 全球第八大集装箱租赁商，渤海租赁收购。Advised by Bravia Capital	租赁	Bermuda
2015.06	$ 20	15%	Red Lion Hotels (RLH), increased its stake to 20%. Seller: PE fund Columbia Pacific Advisors.	Hotel	USA
2015.07	$ 429	20%	Avolon爱尔兰飞机租赁公司，渤海租赁战略入股20%. Advised by Bravia Capital	租赁	Ireland
2015.07	$ 2,850	100%	Swissport Intl (world's leading provider of ground and cargo handling services). 7/30/15, 海航与PE基金PAI Partners 签约，以2.73 billion CHF (合175亿RMB) 全资收购Swissport (瑞士国际空港服务公司，世界最大地面服务及货运服务供应商). 预计年底前完成交易。	Aviation	Switzerland
2015.07	$ 1,000	100%	HNA in race to acquire ANZ Banking Group's $8.2bn Esanda Dealer Finance portfolio	Finance	Australia

类似复星，海航系亦在二级市场火爆时积极进行股权融资，为降低公司负债率和进行各类投资活动做准备。

公司	Ticker	股权融资	日期	Amt (Billion)	Currency	发行价(每股)
海南航空	600221	增发	4/13/2015	24.0	RMB	3.58
海航投资	000616	增发	5/11/2015	12.0	RMB	3.95
渤海租赁	000415	增发	4/28/2015	16.0	RMB	6.07
			合计	**52.0**	**RMB**	

5）险资出海

2014 年 8 月，国务院出台了保险业的新国十条，提到“加大保险业支持企业走出去的力度”，“拓展保险资金境外投资范围”。随后，中国险资在海外的投资步伐迅速加速。但目前仍以商业地产为主，除去个别金融、保险业内的并购案例，险资在境外投资，尤其是在二级市场的资产配置（包括债券，股票等）方面，仍有待发展。

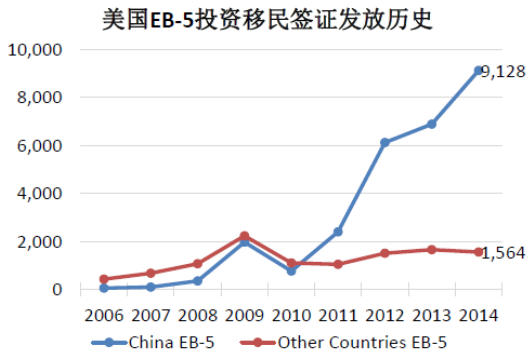
险资海外房地产投资，保险业新国十条前后(2014.08)

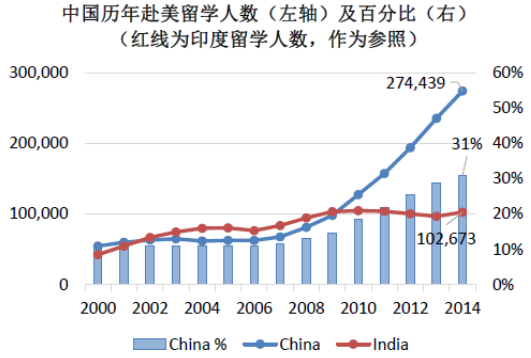
2014.08 新国十条 →

Time Acquirer	Amt $	Share %	Target/Partner	Sector	Country
2013.07 Ping An	$ 390	100%	Llyod's building, London (Commerz Real, 260mm GBP)	Real estate	Britain
2014.06 China Life	$ 950	70%	10 Upper Bank Street at Canary Wharf, London. (795mm GBP)	Real estate	Britain
2014.10 Anbang	$ 1,950	100%	Waldorf Hotel， NY (Hilton, Blackstone)	Real estate	USA
2014.11 Sunshine Insurance	$ 400	100%	Sheraton on the Park in Sydney (Starwood, A$463mm)	Real estate	Australia
2015.01 Ping An	$ 480	100%	Tower Place, London (327mm GBP)	Real estate	Britain
2015.01 Taikang Life	$ 305	100%	Milton Gate (London Financial District), GBP 198mm	Real estate	Britain
2015.02 Anbang	$ 400	100%	717 Fifth Ave NY (Blackstone)	Real estate	USA
2015.02 Sunshine Insurance	$ 230	100%	Baccarat Hotel, NY (Starwood)	Real estate	USA
2015.04 China Life and Ping An	$ 330	67%	Redevelopment of Boston's Pier4, with Tishman Speyer	Real estate	USA

二、居民海外投资

直接指标很难拿到，我们来看一些间接指标。以美国为例，看看投资移民和留学的情况。美国的 EB-5 投资移民中（左图），蓝线代表中国。简单介绍一下 EB-5，EB-5 每年的限额是在一万人次左右，2014 年首次满额。在一共一万多个名额当中，中国大陆拿到了九千多个，达到 85%。由图可见，中国大陆获批数量增加基本从 2010 年开始。从金额推算的话，平均一个 EB-5 需要投资金额在五十五万美元左右，所以如果满额的话，该年吸收的金额是 55 亿美元。这 55 亿美元通常被房地产开发商作为资本来撬动更多的贷款。所以这些资金后面代表的房地产开发的体量其实是巨大的。





再看赴美留学的情况（右图），在 2009 年之前，中国的赴美留学生维持在六万到八万左右，从 09 年开始，中国大陆的留学生无论是在绝对数量还是在相对比例都迅猛增长，从之前的 6-8 万，到 2014 年，已经达到了 27 万，增长了三倍，相对比例也从百分之十几上升到了百分之三十一。在图中有一个对比，印度留学生在 09 年之前一直多于中国，是赴美留学的第一大国际留学群体，但是在 09 年之后，印度基本保持水平，一直在十万左右，而中国留学生开始远超。

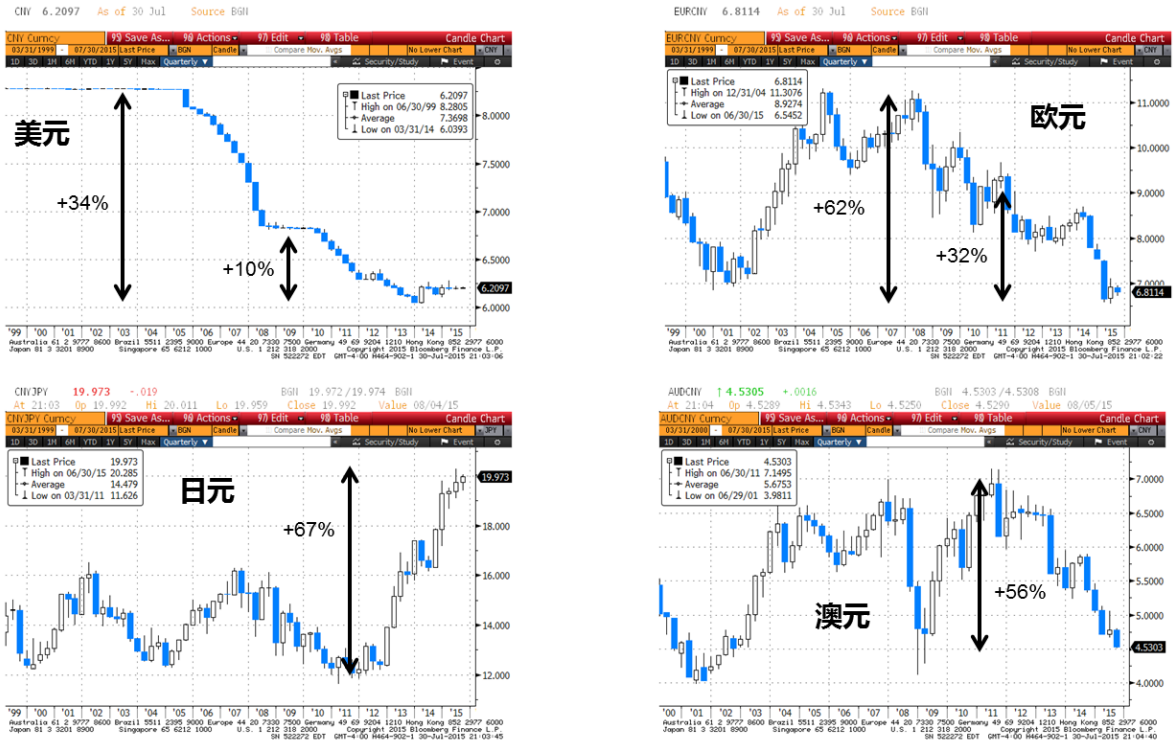
钱是跟着人走的。从移民和留学的趋势看，尤其是近几年迅猛增长的趋势，因为这些人员的流动，造成了资金的流动。房地产开发商对于人员和资金流动毫无疑问非常敏感。下面列举了一些大的房地产开发商近年在海外的一些项目。

		$ 16,375				
Developer	Time	Amt $	Share %	Target/Partner	Sector	Country
万科	2013.02	$ 620	70%	Lumina (Condo project in SF), JV with Tishman Speyer, contributing $175mm/75mm equity, 70/30%.	Real estate	USA
	2013.04	$ 110	30%	Sherwood Development Pte (with Keppel Land, 30% stake for S$135.5mm)	Real estate	Singapore
	2014.02	$ 45	<35%	610 Lexington Ave (a 61-story condo-and-hotel project, renamed to 100 East 53rd St), with RFR Holding, Hines. 其后Cinda (信达资管)于2015年3月投资140mm，占股65%，Later secured $360mm financing from ICBC.	Real estate	USA
	2015.04	$ 130	51%	Bush Tower (130 W 42nd St, controlling stake for $125mm)	Real estate	USA
绿地	2012.10	$ 900		绿地韩国旅游健康城(济州岛)	Real estate	South Korea
	2013.07	$ 990		洛杉矶中心区大都会项目 (seller: California State Teachers' Retirement System)	Real estate	USA
	2013.11	$ 980		韩国济州双子塔梦想大厦项目（与韩国乐天集团合作）	Real estate	South Korea
	2014.01	$ 980		Ram啤酒厂综合开发项目（seller: Minerva, 600mm GBP）	Real estate	Britain
	2014.02	$ 540		悉尼（Brookfield Asset Management）	Real estate	Australia
	2014.03	$ 990		Hertsmere project (near Canary wharf, London), Commercial Estates Group, est 600mm GBP.	Real estate	Britain
	2014.03	$ 360		多伦多住房和配套商业开发	Real estate	Canada
	2014.04	$ 180		马来西亚新山市住房开发项目（与新加坡隔海相望）	Real estate	Malaysia
	2014.12	$ 3,500	70%	Brooklyn Atlantic Yard project (Forest City, Ratner)	Real estate	USA
	2015.01	$ 3,220		开发建设首尔最高双塔建筑(麻浦区上岩洞)	Real estate	South Korea
	2015.01	$ 660		马来西亚新山市产业园区开发	Real estate	Malaysia
碧桂园	2012.12	$ 330		马来西亚新山市（ Johor Bahru ）住房开发项目（与新加坡隔海相望）	Real estate	Malaysia
	2014.07	$ 470		悉尼住房开发项目	Real estate	Australia
广州富力	2013.12	$ 1,370		Six development sites in Johor Bahru (柔佛州新山市, 与新加坡隔海相望)	Real estate	Malaysia

例如万科先是于 2013 年在三藩市和 Tishman（铁狮门）合作，开发 Lumina 高端住宅项目，出资分别是 175mm 美元和 75mm 美元，二者七三对分，由此来撬动银行贷款。三藩房地产形势非常好，项目的回报对万科应是非常好的。另外，万科在新加坡，在纽约都陆续进行了房地产的投资。

招商银行和贝恩的《2015 年中国私人财富报告》估算中国个人持有的可投资资产总体规模达到 112 万亿人民币，其中的高净值人群，超过一千万人民币以上的达到了一百万人，这部分人持有的可投资资产是 32 万亿人民币。做一个非常粗略的推算，假设仅仅是高净值人群进行海外资产配置，且假定配置比例是 10-20%左右，如果以这个作为基数保守估算，海外配置的资产达到 3-6 万亿人民币，也就是现行汇率下的 5000-1 万亿美元。

以美元、欧元、日元和澳元等主要货币为例，看人民币的升值情况。



美元基本于2011年探底

大家可以看到，从高点的话，人民币兑美元上涨了三分之一，兑欧元上涨了 62%，兑日元上涨了 67%，兑澳元上涨了 56%。尤其是兑欧元、日元、澳元，主要增长是发生在 2011 年之后，因 11 年之后人民币兑美元相对持平，故人民币对其他货币的强势基本源于美元的强势（美元在 2011 年探底后开始走强）。无论是机构企业，还是居民个人，当事人在考虑海外投资决策的时候，需要把汇率因素考虑进来。从汇率角度，现在进行海外投资是一个非常好的节点，因为人民币汇率相对于世界上的其他所有货币（包括美元），目前仍处于一个非常强势的位置。尤其是这里还有一个悖论，就是人民币虽然对外升值，但对内的购买力实际上是贬值的。

三、海外投资趋势展望

站在现在这个时刻来看，未来的海外投资发展趋势会怎么样呢？

第一个方面，以机构为代表的一级市场的并购行为方兴未艾。目前的海外投资体量不过一年 1500-2000 亿美元左右，这个量放在全球视野范围内来看的话，并不是很大。同时，民营企业作为海外并购的力量，发挥的作用也越来越重要。一级市场主要是企业和机构投资者在主导，投资领域也是多元化，不再局限于地产类和资源类的领域。慢慢的大家对并购的关注也不再单单是看花了多少钱，而是去花更多的心思去看企业在海外并购的过程中有没有达到预期的效果、业务的整合怎么样、有没有实现一加一大于二。会往更深层次考虑，不单是一个财务回报的问题（比如利用海外 PE 估值低、国内 PE 估值高，把海外资产放到国内来套现的做法）。并购行为的逐渐成熟，也为中资的金融服务机构提供了发展海外业务的挑战与机遇。

第二个方面，二级市场上的资产配置乃大势所趋，并会为未来的私人银行、财富管理、母基金、资产管理、基金管理等机构发展海外

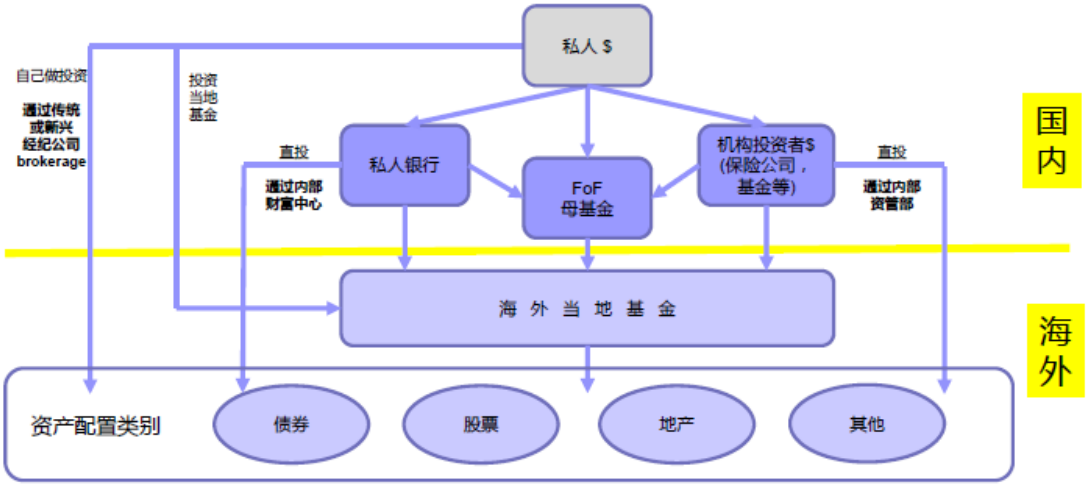
业务提供巨大契机。海外资产配置的主角既有居民，也有金融投资机构（包括保险公司和基金公司）。对于机构投资者来讲，考验他们的：一是渠道能力，渠道包括资金汇集渠道、投资海外的产品选择能力和他们的网络渠道；二是投资和风控能力。

目前如果要在海外做并购或大的项目，资金的兑换还相对好办些，因为政策在逐渐放开。但是资本项目下人民币的自由兑换目前仍远没有放开，极大限制了海外二级市场资产配置的步伐。简单回顾一下资本项目下人民币可自由兑换的改革进程。因为不是这方面的专家，只能作一些简单的要点提示。

- 汇率改革历史
  - A. 1994年汇改：推行汇率并轨(官方汇率(1:5.7)与外汇调剂价格(一度达到1:10)实现并轨)和强制结售汇制度。
  - B. 2005年汇改：人民币汇率形成机制改革启动，汇率不再盯住单一美元货币。
- 在当前结售汇制度下，汇率水平不能完全反映外汇市场供求的均衡汇率。
- 利率改革、汇率改革。逐步推进资本项目下的可自由兑换

橙线显示中国的外汇储备的增加情况，大家可以看到在过去一年多，人民币的汇率基本维持在一个很窄的区间，在 6 到 6.3 之间震荡，但是在这个期间，外汇储备已经从高点的 4 万亿下降到现在的大概三万七千亿左右。这个趋势值得密切关注。（2015 年 8 月 11 日，人民币汇率进行了调整，在三天时间内贬值达到 4.6%，开始逐步在这个新的汇率水平稳定下来---整理者注）

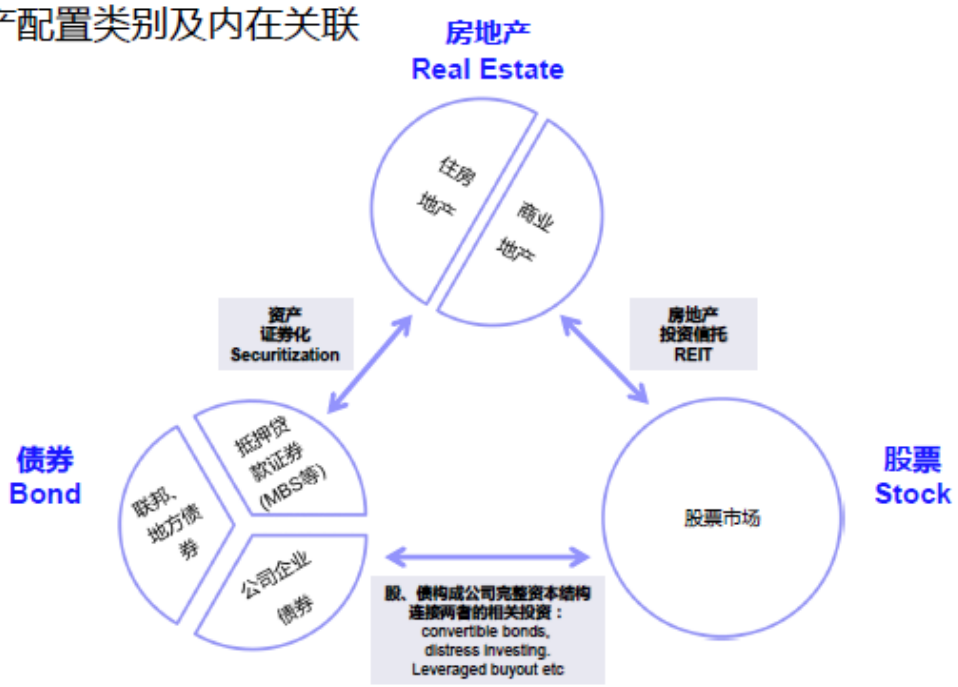
最后一个部分，谈谈随着未来资本项目人民币兑换的逐步放开，海外二级市场资产配置的路径会是怎样，机构在这个过程中如何寻找发展机会。



作为个人，可以自己做投资，通过诸如 E-trade 或 Charles Schawb 等经纪商，建立海外账户，或者通过其他互联网开户的方式进行投资；如果有渠道也可以直接把资金交给当地一些基金进行管理；再或者交与私人银行、母基金和机构投资者管理。私人银行可通过财富中心投资到海外二级市场，而机构投资者可通过内部的资管部投资到海外，但是两者如果对海外 landscape 不了解的情况下，也可以考虑交与母基金(FoF)托管，利用他们的网络和风控，外包到海外不同的基金类别当中。这部分未来可期的机会很大。

刚刚也提到了三类资产配置的类别，债券、股票和地产。房地产配置目前是中国个人投资海外资产最主要的载体。如果我们退后一步，从资产配置的角度来看美国二级市场。债券是美国最大的资金池，有 40-50 万亿美元左右的体量。股票大约 20-25 万亿美元（标准普尔 500 大概 19 万亿，而标普占美国股市的大概 80%左右）。房地产作为实物，商业房地产是私人很难直接投资的，而住宅地产缺乏流动性，且不易 scale up。诚然，房地产对于中国居民来讲是比较偏爱的资产类别，对于目前中国的投资者来说，相对更容易把握或者说更信任，那在债券或者股票当中有没有一些产品跟房地产相关呢？

资产配置类别及内在关联



房地产和债券的联接纽带是资产证券化，住房地产和商业地产的相关债务通过资产证券化之后，变成了 RMBS 和 CMBS。房地产和股票的联接纽带我个人认为是 REITs，即房地产投资信托。房地产投资信托本身按照不同商业地产的类别，又各有侧重。债券跟股票之间亦有关联，美国的债券市场比中国要发达很多。中国刚性兑付的问题使得现在中国债市中应有的一些基本市场结构到现在都没有完善起来。而美国的债券市场则对重要风险频谱均有覆盖（例如: interest rate duration risk, credit risk, and prepayment risk 等等）。债券和股票的连接关系可以通过可转债、distress investing、leveraged buyout 等等。

房地产投资信托（REITs）是一个很大的话题。简单来讲，在美国，从六十年代开始，立法设立房地产投资信托，到九十年代开始真正的蓬勃兴起。REITs 首先是 a tax status selection，避免了公司的双重征税，使得中小投资者能够有一种类似于共同基金的形式参与持有大型商业地产物业。REITs 兼具地产、债券、股票的特点。REITs 的优势有很多，比如说风险分散、专业团队管理、income generating，二级流动性等等。REITs 本身作为一个资产类别，体量也是非常大的，

200 多余只股票，九千多亿美元的市值。

四、问答环节

Q1：您刚刚提到了投资美国房地产时，除了直接投资之外的一些其他的金融工具，站在目前的时点上，我们也看到美国房地产的价格随着美国经济的复苏也开始逐步的接近 07 年的高点，您觉得现在还是不是投资美国房地产的比较好的一个时机？

A1：投资房地产有这样几个方面的考虑，一个是住房地产，住房地产里面又分两类，一类是公寓房，另外一类是独栋房。与住房地产相对应的是商业地产，商业地产从个人的角度，直投的渠道有限，可以通过刚才提到的 REIT 的方式投资相应股票。从房价本身的走势来讲的话，在 2014 年四月份我讲美国住房市场及房地产开发商的时候，讲过一个判断，就是仍看好公寓房和大都市圈附近郊区的学区房。Home ownership rate 危机后持续下降，到现在已是近 50 多年来的最低点，63%左右。公寓房在一些主要的 International gateway cities，比如纽约等，上涨已经很多，在目前这个节点已经接近后半段，作为一个投资品的话不是非常理想。越靠近趋势后半段，流动性就越重要，投资公寓房另一个选择可以考虑 Apartment REITs，而不是直接持有公寓房地产。与公寓房相对应的是独栋房，我依然认为在大型都市圈周边好学区的独栋房，未来升值的空间会相对较高，投资回报可能会比较好。其中的原因在于现阶段的 gateway cities，比如曼哈顿，三藩这样一些大城市，房价已经炒的很高，再加上国际资本的流入，且很多是全现金购买，把很多中产阶级一步一步挤出来。当然有一部分年轻人喜欢城市，就在城市租房，这也是一个趋势。但另外一个方面，从小孩读书（学区）角度，从生活空间的角度考虑，在大都市周边的独栋房，可能会是比较好的投资渠道。对机构而言，能够容纳足够投

资体量的资金池第一是 REIsT，第二是跟房地产相关的证券产品，当然两者都面临着利率加息预期的影响。尽管如此，因为这两个领域资金池的体量够大，流动性足够强，建议机构投资者想花时间研究这两个二级市场。

第 90 辑

(2015.8.13)

中美跨境直接投资现状及趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

毛学军先生，招商银行纽约分行副行长，负责公司从业及营运，是招行纽约分行的创始人之一，在 2008 年成立纽约分行时一直负责营销和营运工作。此前分别在招商银行总行、离岸部、国际部、机构管理部以及美国代表处任职。

招商银行纽约分行于 2008 年成立，是从 1991 年美国新的限制银行准入方案出台以后成立的第一家中资银行。当时成立纽约分行的主要目的是支持招行自己的客户“走出去”，走国际化道路。这在更大程度上仅仅是一个战略，因为当时大多数企业处于没有“走出去”或者刚刚正在“走出去”的范畴，而如今这已经成为一个重要的潮流。“走出去”的概念包括企业、从业机构和个人的“走出去”，纽约分行在三个领域都有涉及。本次会议主要讨论企业走出去。

一、中国海外投资热潮：昙花一现还是大势所趋

2014 年中国资本输出首次超过资本输入成为资本输出大国，而 2015 年这种趋势更加加剧。2015 年上半年的数据显示对外投资增速

相比 2014 年同期增长更加迅速。另外一组数据显示 90%投资海外的私营企业首选美国。究其原因，其一是在过去国有企业是“走出去”的主流，而现在私营企业“走出去”已经越来越快。尤其在美国单一市场，市场容量巨大、法律健全，经济复苏程度较好，私营企业投资首选地往往是美国。另外一个原因是随着中国股票市场在 2014 年下半年逐渐火热，中国概念股的回归热潮兴起，如奇虎 360、药明康德、完美世界等诸多企业。中概股回归本身就是企业“走出去”，唯一的区别是进行一个特殊的手续。企业主对自身企业比较熟悉，由于境内外价差形成一个庞大的套利空间，由此促使很多中概股的回归。

虽然“走出去”是大趋势，但是我们依然在不断验证自己的假设：中国企业对外投资的热潮究竟是昙花一现还是大势所趋？我的观点是，在中国经济进入新常态且在相当长时间保持较高储蓄率的情况下，中国企业对外投资是长期趋势。在经济新常态下，中国更像一个正常的大国，虽然不再保持两位数的经济增长，但是结构性调整仍需时间去实现。目前中国储蓄率为 GDP 的 51%，而美国社会储蓄率为 18%。中国在相当长时间保持了较高的储蓄率，而整个社会的文化转变和社会安全网的建立并非朝夕之间，近期储蓄率维持在 40%以上的概率较大。即在很长时间内中国储蓄的绝对规模会高于美国的 50%以上，而同时一些传统的吸收储蓄的主要领域，如房地产、基建、重工业等增速较前几年相对下降，对储蓄的吸收有限。国内的大量储蓄使得金融业并不缺乏资金，中国八十年代初储蓄率为 6%，而现在为 51%，GDP 也不可同日而语。中国的储蓄对市场的影响是巨大的。股票市场的大幅复苏使得公司估值在短时间内异常变高而且波动巨大，因此股市吸收额外储蓄容量有限。但是大量储蓄会拉低利率水平，近期利率水平不断下降，并且会进一步下挫。相反海外市场的吸引力尤为显著。海外市场净价存在套利空间，同时我们对比参照物（各个国家参照物不

一，参照历史也具有局限性，但不妨看看其他国家的情况），比如日本，中国的发展和日本有相似之处，例如人口逐渐老龄化、经济增长由高位到低位的转变以及逐步走低的利率等。今天日本投资在美国的总量是 2.5 万亿美元，而中国只有 1300 亿美元，二者差别巨大。中国在美国以及其他国家投资存量相对较小，追赶机会较多，尤其是在中国经济规模远超日本的今天。从不同之处来说，从微观上看中国人的企业精神、进取精神相对较强，宏观上看中国的城市化还未完成，整体经济追赶未完成，国内需求仍然存在。但是即便如此，从定价套利空间、全球配置、储蓄外流来看，中国企业“走出去”的动力和潜力依然巨大。从微观视角来看，过去中国的企业更多依赖于低劳动成本、低环保标准的优势，而这些优势已经不复存在，企业亟待转型升级。而发达国家在高端制造业、高端服务业上具有优势，从而给中国产业跨越式发展带来机遇。中国企业不需要重新经过发明某些技术，重新某些申请专利，或者重新开拓品牌、渠道，因为许多条件已经具备。随着中国企业购买力的提升，产业升级为企业带来捷径。另外最后一点是政府的支持。一直以来中国政府为企业提供非常多便利，比如在外汇管理、对外企业投资的审批、设立自贸区等方面。整体的趋势是政府在逐步放松对企业对外投资的管制。因此，中国企业“走出去”进行对外投资是长期的趋势。

二、中资企业海外并购的困境

企业对于“走出去”进行对外投资兴致很浓，但是存活案例却寥寥无几。之前复星、大连万达等在大型并购中都有十分瞩目的成绩。但是更多存在的是大量我们看不到的不成功的案例。招行客户曾透露其切身体会，曾经出价高于竞争对手 25%也无法完成收购。资金充足但因为没有合适的中介认可而导致最后失利的案例也十分多。举个韩

国客户的例子：在并购过程中由于结算时间拖延过长，声称要买最后也不买，这件事对此家企业声誉损害很大。所以在投行界业内普遍认为在数年之内圈内也不会有买方去关注它。总体来说，中国企业对外投资的重要挑战——成功案例不多的原因主要有两点：第一，没有经验、缺乏代表，即缺少一个很好的中介。首先是系统性目标寻找的方法和渠道；第二是缺乏专业指导和代表机制，在并购之后管理整合没有经验。举一个不恰当的例子，媒婆行业历史悠久。古代大户征婚门当户对很少，若没有好媒婆经营结婚风险很大，一旦事情说砸，在有限的地域范围内再寻找合适的门户十分困难，从而错过合适的婚嫁年龄。所以经历过并购的企业都明白中介的关键作用。本行也经历过客户忽视中介作用，失败后再回头找我们，希望提供战略服务的事情。所以中介在并购过程中起着关键作用并且中资银行具有显著优势，这一点稍后会详细展开。

三、招商银行助力中资企业的市场定位及策略

首先，从中介来说，私营企业是“走出去”投资美国的重要一方。私营企业较多进行中型交易，而这些中型交易目前缺少中介服务。因为并购的中介领域过去大多由外资投行来承载，而大型外资投行不愿意覆盖中小型交易，中型外资投行往往缺乏国际团队，导致中型外资投行并不把中国买家作为其主要销售方向，对中国买家服务十分有限。有些活跃在中国的中资投行也缺乏商业银行的网络，在获客渠道、提供并购融资等方面缺乏相关知识。针对以上一系列问题，招行近两年将并购作为核心业务去抓。另外招行依据自身特点，首先是招行服务对象主要是私营企业；其次，招行在策略上更倾向于定价较高、经济发展最活跃的私企部分；再次，在国内市场上招行在零售、私人银行上具有独特长处，这使得招商银行在资管业务上规模十分突出。例如

招行贷款规模约为 3 万亿左右，资管规模已经达到 1.8 万亿,并且资管增长速度比贷款增长速度快。另外，招行管理层已经提出新型银行战略，以融客替代融资，讲究为客户提供深层次的服务，提供资源整合以后的服务，招行在这些方面具有自身一些优势。例如招行在境内外联动方面在业内处于领先地位。客户需求是跨地域、跨国界、跨领域的，我们将境内外资源整合起来才能为客户提供贴身的定制服务。另外由于我们在资管、同业方面的发展，可以提供给客户跨资本结构的服务。即作为一家银行，我们不仅可以提供贷款，而且可以提供股权投资融资，无论是自己的资管还是第三方的股权融资，联合我们的贷款可以为客户提供整体的方案。

总体的发展方向是走投商行的发展思路，即用投行为商行带来机会和资源，同时用商行为投行带来资源和资金的支持。这种混业经营的架构使得投商行同时具备投行和商行的能力从而具备独特优势。从金融历史中，我们可以看到在混业经营之前商业银行在从事投行业务上优势非常明显。个人观点也认为商业银行进入投行业务竞争力显著超过单纯投行。因此招行总行和分行对此都有整体的设计。初级化阶段是海外分行和投行整合，向同一个行长汇报，目的是促进投商行的联动。从纽约分行角度来讲，我们是贡献并购的整体价值链，从商业银行的并购融资向上伸展到建立并购咨询团队，提供财务部门的服务。在线上我们已经开发了一个互联网并购信息平台，因为招行对公客户经理有 7000 人，而采取传统方式使并购信息在 7000 人之间有效传递几乎是不可能的，通过互联网信息平台将客户经理的信息和纽约分行卖方信息联通，从而发挥商业银行的网络优势。从下游来说我们需建立分销团队，因为新型银行再大的融资能力面对巨大的投资需求必须有足够的能力分销。营销分销也是我们 2015 年成立团队的重要原因，另外招行在境外现金管理也投入很多资源，希望年底建立起现金管理

业务，从而对并购后企业提供持续支持的平台。

以上是分行整体构架的设想。以下是招行企业并购经营战略。在企业并购方面招行纽约分行已经取得了些许成绩，在中概股回归中扮演了重要角色。例如招行提供 9 亿美金贷款，帮助完美世界退市，以及已经公布的奇虎 360 退市，招行作为 co-arranger 提供 18 亿美金。过去取得的这些成绩主要在融资方面，2015 年将并购的咨询业务作为并购领域的纽带业务，将客户资源、客户信息和并购业务信息更早散播出去，通过此服务和企业建立更深层次的关系。我们并购经营的策略有四方面：1.两面出击，即从美国市场、中国客户的关系网两个层面寻找、开发、筛选、锁定目标。纽约团队利用其处在全球金融中心的地位，系统地补做交易，筛选并购信息，由国内客户经理利用其手中网络获取客户的投资并购需求，因此纽约和国内客户经理可以形成无缝对接。2.一站式服务，即为客户提供跨境并购全程的顾问和金融服务，包括并购策略、目标发现的咨询、并购交易的咨询、融资的金融安排、投后的金融服务、人力资源的咨询(我们通过第三方提供)和政府公关事务法律顾问。我们可以通过自己的网络由自身或者第三方提供这些服务，并形成一站式的服务平台。3. 平台经营。我们通过信息平台为客户经理和客户提供有价值的交易信息。4.集中经营。我们基于自身优劣势进行战略分析，将有限的团队资源集中于最有潜力的并购交易的细分市场，重点覆盖经济价值在 5000 万-10 亿美元的中小型并购机会，重点针对企业正在出售的项目，寻找中方买家做买方顾问。重点针对与中国协同效应较高的外国公司出售，做中国区卖方顾问。招行的优势主要是对私营企业的覆盖，企业对我们的信任和整个团队整合的能力。外部机遇已经阐述在此不再赘述，重点解释外部威胁和自身弱势。整个团队刚刚进入并购领域，需要不断学习与发展的过程和一些试错的机会，所以我们的规模在逐步变大，知名度也

需要逐步得到并购市场的认同。同时并购咨询业务竞争十分激烈，中国客户的付费意识还不强，一些新企业的管理层开始认识到咨询的价值而愿意付费，所以从此方面讲我们增长空间还比较大。

综上所述，我们得出以下结论：结合中国市场强烈的并购需求和招行的能力，并购咨询业务已经发展成为一项重要的议题。但是战略和战术的中立思考是成功的关键。我们的思考如下：在市场定位方面，招行跨境并购项目的规模绝对值为 10 亿美元以上，行业类别主要是资源类、能源类、重工业、制药、化工、租赁、房地产、基础设施等方面。这些类别项目周期非常长，法律合规风险大，对客户覆盖范围、执行力、交易性、流动性要求都非常高。因此招行主要的服务定位是为美国的银行提供咨询意见、顾问选择以及管理，另外还参与部分交易融资。还有中型交易，例如 2.5 亿美金和 10 亿美金之间的项目，主要覆盖工业、医疗、服务业、消费型领域和零售、金融、可再生能源、环境保护等领域，这些领域内竞争激烈但是市场需求十分活跃，对中国公司来说交易规模也较为理想，是招行可以管理的融资规模，从执行到管理风险较低。这是我们服务重点定位，招行可以为客户提供全方位的咨询并购服务，包括交易融资和其他第三方顾问选择。对于 5000 万-2.5 亿之间规模的交易，包括消费、科技、医疗研究和一般的工业等。这些领域竞争十分激烈，随机事件发生概率较高，中资客户有资金实力，但交易速度是较大的挑战。因为国企反应速度、决策速度较慢，所以这往往不是国企擅长的领域，而更适合私营企业。这也是我们要争取的咨询业务的对象，招行为此制定完整的并购咨询的服务。在客户资源交易方面，我们倾向于中国的买方和国外的卖方。我们对中国客户比较熟悉和信赖，因此将这些中国客户作为主要并购咨询服务的对象。另外，对于美国的买方和中国的卖方来说可能以一种合资公司的形式投资，此类交易在近年逐渐减少，但在一些具体行

业仍具有机会。从并购来说比较难的是中国的买方和卖方的交易，比如私有化。在这方面我们主要提供融资而不是并购的咨询。在美国买方和美国卖方方面我们并没有较大实力，所以不是重点。

从并购规模选择方面来看，我们倾向于中国企业已经有自身目标或者美国卖家已经开始竞标的情况。对于有目标的中国企业，我们可以帮助客户执行，尤其在与目标公司进行交涉时可以帮助解决各种情况以促进交易的顺利完成；当交易可执行时，我们可以作为企业战略投资团队帮助交易联络，协助尽职调查，促进交易进行，并可以协助交易之后文化的整合，尤其是人力资源和业务的规划。对于美国买家平台一起的竞标过程来讲，我们可以为感兴趣、有能力中国买家作为买方顾问，在整个招标过程中帮助扶持中国客户，这也是我们的重点。对海外投资感兴趣但是没有具体目标的客户，我们主要提供一站式的服务，包括系统筛选、评估、接近目标公司完成交易以及交易后期的管理和融资等。另外，可帮助美国客户进行销售，帮助美国的中资基金计划出售的一些企业，把他们现有的咨询顾问作为在中国业务上的独家顾问。

以上是对整个招行并购业务的一些材料，尤其是并购融资业务策略的设计。最后一点：我们认为，为客户提供的成功服务的关键在于整合资源的能力和员工、客户经理对资源的认知和整合以及不同经验人员之间的学习交流。这也是未来阶段的主要工作内容，即机构性、体系性地学习成败和不成功的案例，形成良好的内部学习机制。

四、问答环节

Q1：刚才您提到我们可以参考的一段历史是日本在海外投资的布局，从您的了解来看中国在美国海外投资布局和日本当年在美投资布局有何差别，尤其是在具体行业上？

A1：我对日本具体投资领域了解并不多。就我国企业来说，国企投资兴趣较多在资源类上。在美国更多私营企业比较活跃，其中大量需求来自医疗和电子领域。

Q2：您刚提到招行在帮助中国企业"走出去"海外并购之中发挥到了重要的作用，我们直观的感受是中资行在海外护照较少，在海外并购中不可避免发生外币资产交易，请问现在海外头寸敞口如何管理？

A2：相对于本地负债来说外币负债现在规模不是很大，但是增长速度十分快。过去的负债是大量非金融投资的行为，因为中美的逆差形成套利空间，所以大量外币负债实际投入到套利交易之中。交易性机会较多，但是长期战略投资较少。但是现在套利空间基本已经消失，交易性机会较少，所以存在大量外币负债留存问题。现在总部的短期资金充足，对外币的需求并不多。战略性投资交易对外币负债的需求因为其耗时较长，增长较慢，所以相对于套利交易的规模仍较小。但是在这种情况下即使美元有加息的趋势，外币融资的成本相对以前几年下降幅度较大。

Q3：近两年进行套利的资金还是较多，国内很多企业通过内转外债、发美元债务等方式套利，请问从您的角度看人民币贬值对套利产生什么影响？

A3：人民币贬值对套利活动会产生很大影响而且影响已经发生。目前来说外币融资成本比人民币融资成本略低，但是差别已经逐渐缩小。另外随着人民币汇率的浮动，外币风险管理需提上重要日程。所以可以预期外币融资期限会缩短，规模将受很大程度影响。

Q4：去两年中国海外并购"走出去"如火如荼，您之前的介绍也印证了这一点。一方面中国过剩储蓄有海外消化的需求，另一方面是否与人民币保持了相对坚挺的汇率有很大关系？如果未来人民币汇

率趋向价值波动甚至有贬值的可能，会不会对"走出去"有很大影响？

A4：认为人民币适当波动对海外投资影响不大，甚至人民币稍微贬值会促使更多企业将一部分资产转移出去。大幅度的汇率贬值一旦发生将会对企业投资能力造成极大损害，但是这是小概率事件。所以人民币汇率波动对趋势影响不大。

Q5：中国企业"走出去"，中资银行也在迅速跟进，请问现在海外市场上中资银行竞争格局如何？

A5：企业"走出去"是一个重要的力量，不只美国的中资银行可以提供相关服务，香港和其他国家的中资银行也有跨国界的投资支持。但主力是中资行和少量的美资行与外资行等。纽约的竞争激烈程度比国内小，因为美国市场较大，而中资行规模在美国不是很大，影响有限。最大的中资行中国银行的资产规模约为 800 亿，招行为 600 亿，更多的主要是在不同领域合作。因为从风险分散角度来说，我们经常参与各银行的银团，在风险分散、企业认知相互交流等方面都有不错的合作。也希望这些合作能够继续下去，希望蛋糕越做越大而不是考虑分蛋糕的问题。在美国成立分行的主要是国内几个比较大的银行。招行的客户定位主要是私企等中小型企业。所以在大项目上与其他银行竞争不是很激烈。

Q6：对于中国"走出去"的企业您有何建议？您认为中资行在服务中国企业"走出去"还有哪些改进的空间？

A6：资企业走出去的经验和步骤已经有长足的发展，中国的企业主的管控能力等方面已经有很大提升。并且我们与外资投行交流他们感触深切，无论从宏观环境还是企业本身经验准备已经非常成熟。但是很多企业并没有相关经验。这些企业仍须听取各方面的意见，找到自己信赖的服务机构，这是十分关键的。对于一些企业来说，某次并购是具有决定性作用的交易，而这样的交易不经过任何咨询意见就

轻易做出决定是不谨慎的行为。这也是中资银行的一个话题：我们如何提升自身能力不仅能为客户融资，更重要的是帮助中资客户在美国成功。我们不仅需要引进优秀人才，更重要的是自身资源的整合。

第 91 辑

(2015.8.25)

人民币汇率何去何从

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

美国达拉斯联邦储备银行高级经济学家王健博士

TMC 宏观对冲基金首席投资官，纽约大学兼职教授陈凯丰先生

某投行在港人民币交易员 J 先生（根据本人要求和合规考虑，隐去本人机构和姓名）

一、观点综述

王健博士：

现在市场中有一种解释是，中国现在的汇率改革，主要是为了在国内经济放缓的背景下，希望能够通过人民币贬值刺激出口进而支持中国经济。我不是很认同这个观点，根据很多实证文章的分析，不论是新兴市场国家，还是美国这些发达国家，汇率对价格和进出口的影响并不大，除非进行大规模贬值。所以人民币贬值难以对出口的提供帮助。我提到的大规模贬值是指速度达到 20%甚至 30%的贬值，目前不论是从政治上还是从经济的基本面上，人民币都没有非常强的贬

值趋势。另外，现在很多人将人民币相对于美元的贬值近似等同于人民币贬值，如果考查人民币平均汇率，因为很多新兴市场对美元或者欧元的贬值幅度更大，所以人民币汇率其实并没有出现特别明显的波动。从这个角度来看，刺激出口的解释是站不住脚的。

另外一个解释是，人民币贬值是为了应对美联储加息。其中的逻辑就是，美联储加息之后可能会造成美元升值，若人民币和美元脱钩，就可以为未来人民币的贬值留出一定的空间。这个解释有一定的道理，但是也有一个比较明显的逻辑的误区，即认为利率和汇率之间有因果关系。从历史数据来看，二者其实并没有明显的因果关系。为什么有人会说美国的加息周期会是美元的升值周期呢？其实是由于美国的货币政策和美元的汇率都受美国经济基本面的影响，即经济向好时往往美联储会进入加息周期，此时美元也会在经济基本面向好的情况下升值，这种加息和升值更多的是一种相关性而不是因果关系。过于强调美联储加息对汇率的影响，以及对全球经济的影响，往往会本末倒置，其实更主要的是美国经济基本面，应该把注意力更多的放在这个方面。

第三个解释是，人民币汇改是中国为了加入 SDR 以及人民币国际化而实施的。这种情况下人民币其实转入了更加灵活的机制，即对于人民币升值还是贬值没有很明显的态度。不管是政策界还是学术界都认为，人民币汇率进入更灵活的机制对中国经济长期而言是非常好的转变。

最后一个我想要讨论的问题是关于这次资本外逃。也有一种观点认为中国为什么要在现在这个时点进行汇率的改革，让人民币贬值，是由于中国存在资本外逃的问题。这个问题最早是在中国公布近期外汇储备时提出，一些海外的投行提出中国的外汇储备下降了三千亿美元。这个趋势对人民币的汇率产生了压力，因此中国决定实施人民币

贬值以及浮动汇率。相对来说，这个观点比较悲观，即认为随着中国经济减速，资本外逃速度会加快，人民币可能会进一步贬值。这个观点出来后，央行一些高级官员进行了回应，基本上否认了关于资本外逃压力的观点。同时央行提出了几个观点说明中国为什么会产生外汇储备的下降，一是因为汇率的变化，因为中国的外汇储备不仅仅投资在美元资产上，还同时投资了欧元和日元资产。2014 年下半年以来，美元针对其他主要货币升值，就相对降低了中国其他资产外汇储备的价值，这是一个很重要的原因。二是中国居民的购汇增加。三是中国公司和政府机构的海外投资增加。这种"藏汇于民"还有海外投资增加，在国际金融上被称为 capital outflow。这跟传统意义上的资本外逃是两个不同的概念，资本外逃是指海外的投资者从一个国家撤资，反映在国际金融的账目上是负的 capital inflow，即 negative capital inflow。现在争论的焦点就是，中国的外汇降低是由于 capital outflow——中国人自己的海外投资增加了，还是负的 capital inflow——海外投资者卖出了中国的资产或停止对中国的贷款。

上周我对这个数据进行了梳理，从目前情况来看，第一个原因，即汇率变动引起的外汇储备降低大家没有什么异议。按照我们的估算，2014 年下半年以来中国由于其他外汇资产的汇率波动造成的损失约有一千亿美元，也就是三千亿美元外汇储备降低的三分之一。剩下两千亿外储降低的主要原因是什么呢？数据显示，主要是由于 negative inflow，这与央行的解释有一定的出入，并不主要是因为藏汇于民，还有中国居民海外投资的因素，且更主要的是由于海外投资者停止对中国的企业贷款。这究竟是不是属于资本外逃？capital inflow 降低并不一定是资本外逃引起的，有一种解释是因为中国经济放缓以后，国内的企业主动降低在海外的债务，这属于一个主动降杠杆的过程，并不是因为海外投资者对中国经济失去信心或者是恐慌式的逃离中国

市场。

要判断中国是资本外逃还是自己主动降杠杆，一个关键点就是看中国在海外融资的成本，如果属于资本外逃，海外投资者恐慌性地抛售中国资产的时候，中国公司的融资成本必然是上升的，利率会上升。反之，如果是中国企业自己主动降杠杆，就不会存在融资成本上升的问题。由于这方面目前没有特别权威的数据，所以还不能完全断定现在中国是否发生了资本外逃。而且目前的资本流出速度和中国超过三万亿的外汇储备相比，还是九牛一毛，所以我们认为中国受到资本外逃的压力而引起的人民币贬值或者是汇率改革的说法不太可信。

我个人的观点是，人民币汇率改革可以放到一个更大的时间和空间去看。其实这个问题在 2012、2013 年时就已经引起政策界重视了。如果我们看调整过通货膨胀的美元实际汇率走势，大概十五年左右就会有一个比较明显的周期。从二十世纪七十年代美元开始采用浮动汇率以后，大概每隔十五年就有一个升值、贬值的周期。在前两个周期，升值贬值的幅度都在 30%-50%左右，2012 年以后，美元进入了第三个升值周期，从 12 年以来，美元已经升值了 15%左右。与前两个升值周期相比，15%的升值幅度并不是很大。因此如果美国的经济和海外的经济仍然反差比较大，美元可能继续升值，这也给中国的人民币政策制造了一个比较大的困境。自 2005 年人民币开始针对美元升值以后，人民币的实际汇率升值了 50%左右。韩元在上世纪九十年代时汇率升值大概 30%，现在中国人民币升值已经远超过了当时韩元的升值。日本在上世纪八十年代到九十年代中期升值更多，大概有 60%到 70%。中国现在升值的幅度和以往韩国、日本的历史差不多。如果美元继续在第三个升值周期升值，且人民币和美元继续挂钩，将会对中国的汇率造成非常大的压力。从 2012 年开始，人民币升值已经超过了 20%，在这么短的时间内产生这么大幅度的升值，对中国的

经济也会产生比较明显的负面影响。在这种背景之下，人民币及时进行汇改是一件好事。改革的主要目的是为了转移到更灵活的汇率机制下，而不只是为了短期的升值或者贬值。这种长期趋势是由经济的基本面决定，但短期会有很多不确定的因素。人民币一旦比较灵活，往往会和其他资产一样，短期内产生 overshoot，会产生过激的反应，对于中国来说，目前更重要的一个问题就是如何稳定住过渡期间市场的预期，避免由于短期的恐慌性换汇行为造成的不必要波动。

陈凯丰先生：

第一点，中国现在是世界第二大经济体，即使中国的经济增速在减缓，在世界上的影响力还是越来越大。人民币一直事实上以固定的汇率长期挂钩于美元，实际上导致了人民币的汇率和货币政策受美联储的高度影响，从长期来看，人民币汇率制度一定会改革。人民币汇率浮动的改革符合历史发展的潮流和趋势，我非常赞同。

第二点，对于美联储加息的概率，首先要明确的是美联储是美国的中央银行，美联储的加息或者调整货币政策，归根结底要取决于其对美国经济的判断。现在美国的经济整体运行比较良好，美联储有加息的可能性。如果通过人民币的汇率改革将人民币和美元的汇率脱钩，中美两国各自的货币政策可能会更加的适用于本国的经济情况，而不是线性的变化。

另外，大家经常谈论美元汇率或人民币汇率，需要明确的一点是汇率永远是一个相对的变量，谈论美元升值或者贬值很重要的是要看相对的是什么货币。有几个比较重要的美元的指数。一个是大家常用的“DXY 美元指数”，美元指数今天的价位是 93，2015 年三月中旬时，曾经短暂的超越过一百，现在已经从高位下跌了 7%，回到 93。2014 年 6 月之前，美元指数在两三年内都是在 80 上下浮动，最低达到 75，最高达到 85。这段时间美元指数大概稳定在 80 左右。从

80 到 2015 年年初的 100，有 25%的升幅。人民币实际上被动的升值了非常多。

第二个是美联储关注的美元指数，就是“贸易加权指数”。贸易加权指数现在价位是 119，2014 年时是 100。很重要的一点是贸易加权指数最近不断创新高，2015 年 8 月 25 日再创新高，119。2015 年 3 月，DXY 美元指数在 100 的时候，贸易加权指数只有 117。现在和 3 月份相比，贸易加权的美元指数升值更快。这两个指数目前背离严重。

第三个美元指数，也要关注，叫“JP Morgan 新兴市场货币指数”。这个指数加权平均了各大新兴市场的货币，今天的价位是 68，在 2008 年危机之前是 110，最低点是 2009 年的 2 月底，当时也是美股最低点，是 85，金融危机期间下跌了 30%左右。这个指数衡量了新兴市场兑美元的指数，这个指数在 2011 年的 5 月份到达危机后的新高 108，接近危机之前的 110。但是从 2011 年 4 月以后，该指数不断下滑，每年都下降 10%左右，现在到了 68。为何提到这一点？实际上是说明，美元兑新兴市场的升值是一个长期的过程，从 11 年到现在已经 4 年。对于其他主要发达国家货币，前几年总体非常稳定，升值是从 2014 年 7 月份开始的。相对人民币来说，如果把人民币对其他发展国家的货币或者新兴市场的汇率进行比较，人民币相对其他新兴市场货币的升值过程已经有 4 年多了，只是从 2014 年年底开始有一个加速的过程。

人民币最近短期市场化调整以后有所贬值，但相对新兴市场货币，这个幅度非常小。并不是人民币贬值引发新兴市场竞争性贬值潮，我认为正好相反，即新兴市场货币对美元在最近四年大规模贬值，导致人民币有必要做相应的调整。这里存在一个问题，即大家平时关注的 DXY 美元指数与美联储关注的贸易加权的美元指数最近有所背离。

今天美元对于欧元、日元都暴跌，但是对新兴市场货币上涨，所以人民币对于发达国家货币的趋势和对新兴市场货币的趋势也有非常大的背离。这对于资产定价的影响也非常深远。欧元、日元等发达国家市场的货币在贬值时，这些国家内部的资产价格倾向于大幅上升。但是，新兴市场国家货币在大幅贬值以后，经常伴随的是危机，或者是资产价格的大幅度调整。现在人民币只是小幅的变动，如果未来人民币市场化幅度加大，产生像欧元、日元，其他新兴市场货币那样 20%到 30%的波幅，对中国资产价格的影响也会非常复杂。

J 先生：

人民币浮动符合经济逻辑，中国经济高速发展，必须有一个市场化的、对经济有正向反馈的灵活汇率机制。浮动汇率改革本身有正面意义，但是市场在没有任何信息沟通的情况下忽然遭到了这样的重创，必然会有一些阵痛。

从交易角度来说，大家中短期关注的事情主要是：第一，这个浮动是否会带来比较明显的贬值；第二，这个情况是否会是压倒骆驼的最后一根稻草，是否会引发危机。我想从几个方面来阐述。第一，目前基本上仍处于流动性危机和资产重估的阶段。很多新兴市场也是如此，他们因为之前很多的 carry trade unwind, 造成了资本的外逃和本币的贬值，而商品价格的不断下跌与这些新兴市场的资产价格下跌也在不断恶性循环。但是目前为止，还没有酿成比较明显的金融危机。目前还很难判断未来最坏的可能性是什么。从交易角度来说，很多时候不关心最好的情况是什么，而应该估计最坏的情况是什么。如果和 1997 年、2008 年比较，很明显的区别是风暴中心点的不同。1997 年整个风暴中心在东南亚，原因是东南亚国家有很多日元负债，当时的债务杠杆很高，债务占 GDP 的比例、占出口的比例都是在相当高的水平上，而且当时东南亚国家基本采取固定汇率。于是绝大部分国

家在早期捍卫汇率的时候，就把资产全用光了，只好被迫放弃。2008 年金融危机根源在美国，也是因为杠杆，但是杠杆是在房地产上，而当时全球的投资者也因为不断地通过结构产品间接给美国地产加杠杆而全部亏损。1997 年和 2008 年这两次金融危机伴随的一个市场最明显的现象就是日元的升值。因为日元是大家最热爱的 funding currency。这个 funding currency 在所有的 carry trade 都会得到强劲的升值。如果拿这些情况和现在比较，可以发现有一些相似性，也有一些不同。第一个是在过去的几年里，全球的发达国家都在去杠杆，新兴国家却在加杠杆，但是加杠杆的幅度和以前相比差很远，且调整也远在几年前就开始了。比如，巴西雷亚尔从 2013 年开始贬值，中东欧国家货币也是从 2013 年开始贬值，2014 年俄罗斯卢布也开始贬值，2015 年整个亚洲货币都加入了贬值大军。新兴市场在没有固定汇率的情况下，调整了两三年。最近这轮波动，有一些国家的货币（比如新加坡），因为经济体相对较小，而且 commodity 的成分大，相对比较 vulnerable，但并没有受重创。日元、欧元和美元这三大货币升值恰恰是 carry trade unwind，因为欧元是整个欧洲、主要是中东欧这些新兴市场的主要 funding currency，而日元和美元是全球的 funding currency，在这样的情况下，carry trade unwind，这三大货币升值是必然。

我认为大家最担心的核心问题还是中国的债务情况。因为，中国是 2009 年之后加杠杆最快的国家，而且以中国的体量，当债务已经到了 GDP 的 200%的时候，就是一个相当惊人的数字。第二个问题是，从 2012 年之后，中国企业的外债增长也非常快，其中有很多在本土融资困难的企业在海外融资，这也是一个 carry trade。快速加杠杆而且固定汇率造成了今天这样的困难境地，这也是经济、金融发展到现在这样的程度很难避免的。

接下来我觉得会有一个比较难过的时期。carry trade unwind 需要一定时间，也必然带来企业被迫的降杠杆。1997 年金融危机后，东南亚降完杠杆，经过几年的休养生息也可以恢复。而美国也是在金融危机三年之后恢复。从长远来说这不一定是坏事，可能是中国的一次浴血重生，中国经济会更灵活。但是在近期，还是很难乐观。当固定汇率刚开始波动时，通常央行都会下意识地去捍卫汇率，但是在去杠杆的过程中，不是谁恶意做空或者攻击的问题，而是国家经济本身、企业本身需要大量的对冲。

从交易的方面来看，90%的买美元都是实体，都是股票和债券的投资者，都是企业，而且现在每天在岸的成交量，基本都是过去正常情况的 3 倍以上。在央行海量干预的情况下，大家还是很积极地买美元。这实质是中国的经济和中国的私有部门的去杠杆、降外债的过程。这个过程虽然很痛苦，但依照目前情况，可能还要持续一段时间。汇率自由浮动的货币在这种压力下不可避免地会出现一定贬值，而市场的贬值预期又会造成对美元更多的需求，这样的恶性循环导致现在市场不停地购买美元。中国有过万亿的外债，再加上 FDI、PE 存量，在短期不容易被吸收。如果把汇率硬控制在某一个水平，也是比较浪费子弹的。

所以，从操作的角度看，一个可行的解决方案是，以谨慎为主。在这种环境下，需要尽量少参与 carry trade。

二、问答环节

Q1：为什么人民币的贬值会触发国际投资者对中国经济如此悲观的预期，进而导致整个金融市场如此急剧性的变化？

王建博士：

现在市场反应很大有几个原因：

第一个原因。人民币浮动是一个对中国长期有利的好事，但是在推出这个政策的时候，显然超出了市场的预期，推出前未和市场进行非常好的沟通。美联储在在逐渐退出 QE 的过程中，非常注重与市场进行沟通。央行推出人民币浮动制度后，市场的想法就是事实上中国实体经济比预期中差得多，所以中国不得不弃车保帅，通过这种比较极端的方式刺激经济。这些猜测并没有很强的逻辑，但是当时市场并不非常理性，会追涨杀跌。一旦市场预期形成，在短期内会出现过激反应。市场反应过大的主要原因是当时中国没有很明确地给市场表明自己的态度。另一个原因。中国的企业前几年有一些外资杠杆，但中国一直没有一套非常系统的数据给市场表明风险的规模。如果把一些事实通过数据的方式去澄清，对市场会有一个稳定的作用。所以人民币贬值时，很多投资者包括一些大型海外机构，猜测中国出现了大规模的资本外逃。其实不一定是资本外逃的原因，而且央行当时的回应也不够专业化。央行提到净资本流出有本国购买海外资产的原因，但是数据显示，更主要的原因是海外资金投入的减少。减少的原因究竟是什么，央行也没有给出非常清晰的答案，导致不管是市场当中的交易员，还是一些大投行的宏观分析师，都对中国的经济非常悲观。如果从更符合经济逻辑的角度去思考，其实情况并没有像很多分析师提出的那样——中国经济到了崩溃的边缘。所以我认为目前的情况是短期内市场对一个非透明的操作的比较过激的反应。

陈凯丰先生：

为什么人民币这次的调整对于国际市场有了如此大的影响，有几个原因。

第一点，这次汇率调整是一个 Surprise，市场没有预期到。金融市场最担心的不是风险，而是不确定性/Uncertainty。风险和不确定性是两码事，风险是大家知道且有预期的，有期望和分布区间；但是

Uncertainty 没有一个可预期的分布区间。人民币这一次的波动，实际上是在大家原来的风险衡量里增加了一个 Surprise，改变了大家的预期。对任何金融资产来说，增加了 Uncertainty，就一定会导致风险溢价增加。

第二点，预期改变了以后，很多的投资人担心会不会形成贬值的趋势。美国的跨国公司不管是苹果、通用汽车，还是波音还是 KFC 这样的公司，以及做重型建筑机械的 Caterpillar，在中国的营收占比都非常大。比如苹果公司有 20%—30%的收入来自中国，而且在中国的利润和收入增长非常快。对于这些公司，第二大或者最大的市场汇率突然调整，导致这些公司在中国的盈利转换为美元之后降低。其次，如果形成趋势性贬值，用现金流定价模型计算的股价就要进行调整，这样确实会影响美国一些大公司的股价。有一个很有趣的例子，今天开盘时美股即大幅下跌，但随后苹果的股票快速上涨，一个原因就是苹果的 CEO 写了一封电子邮件，说明苹果在中国的业务没有受很大影响，而股票马上就有所反应。这也证明了中国的业务对于美国大公司股价的影响。

第三点，中国是全球大多数大宗商品最大的采购方，市场人士多数认为人民贬值的一个原因是中国经济发展增速在下降，中国近期在海外采购的大宗商品的购买量可能会降低。很多新兴市场国家，不论是南美还是东南亚，对中国的出口非常巨大。如果人民币贬值被解读为中国可能在这些国家的进口量会降低，则会导致或者已经导致了新兴市场的货币和新兴市场的风险被重估。这里存在一个逆向的反馈机制，新兴市场的股市、债市、汇率和金融都处于大幅的调整过程中，开始只是限于新兴市场。美国有个说法：What happens in Vegas stay in Vegas/发生在拉斯维加斯的，留在拉斯维加斯。但最近，这句话被改成了 What happened in Emerging Market they don't stay in Emerging

Market anymore.在新兴市场发生的事情以前只会影响新兴市场，现在发觉现在新兴市场中的问题开始蔓延到美国。

因此，一个是对预期的影响，一个是影响欧美大公司的营利，不限于美国的公司，比如欧洲的大公司，奔驰汽车或者别的机械公司，对中国的出口预期都会下降，第三个是对新兴市场特别是商品出口国和原材料出口国的影响。这三点导致了人民币的波动对于全球市场的巨大影响。

J 先生：

为什么大家 2012 年就开始担心债务，直到现在才发觉这个情况呢？因为任何一个危机或者任何一个 Scenario 的发生都需要一个过程。我们可以简单地用最近马来西亚的例子作比较。2009 年马来西亚林吉特汇率达到了危机之后的高峰，之后进入了为期约两年的升值的过程，基本上伴随着美国 QE1 和 QE2，这个过程就是美国不断地印钱，而美国投资者则在全世界寻找 Carry Trade。于是马来西亚林吉特就从当时的 3.7 一直升值到了 3.0，Malaysia MGS、Malaysia Government Bond 的 Foreign Holding 外国投资者占有比例从原来 20%-25%上升到 40%，接下来美国的 QE3 对全球市场的影响已经较小，边际效用在减弱。从 2011 年到 2013 年，马来西亚的 Inflow 还在继续，Foreign Holding 从 40%缓慢上升到 45%，用了两年的时间。汇率在 3.0-3.2 的区间整固了两年的时间。真正开始波动是从 2013 年开始，在 2013 年大家都在谈 QE3 的结束。随着预期的改变，外国投资者需要将他们的投资逐步收回。第一个阶段发生的情况是投资者开始做对冲，因为大家都预期美元开始由弱转强。在这个过程中，所有投资者考虑的都是要对冲汇率风险。于是大家都去买 Dollar Ringgit 的 NDF。银行为了对冲客户的 NDF，交易员就要买入 Onshore 的 spot，所以 hedge 本身从 NDF 传导到国内的 spot

上面。但实际上到了 2014 年，Foreign Ownership 还是维持在 45%，并没有造成实质性的资本外逃，钱仍然是在国内，但是市场已经开始对冲外汇风险。

2014 年从 9 月份开始，市场基本上开始讨论美联储加息。这个时候开始出现真实的 outflow，投资者面临基金被赎回的风险，面临着一个由美联储提高的融资成本，在 carry trade 不起作用的情况下，需要做全球资产的再配置，减少新兴市场的投资，增加投资到发达国家市场。这是从 2014 年开始的一个很明显的趋势。凡是做 Global Macro 的都需要考虑在哪个国家哪个市场 Overweight 或 Underweight，从 2014 年开始，这个转变趋势已经开始。2014 年真正地 Outflow 开始之后，马来西亚林吉特就从 3.2 一直贬值到了 3.6，2015 年开始进入加剧的过程。马来西亚中央银行在几个月时间内就用掉了外汇储备的 15%-20%，随后汇率轻松跌破 3.8。因为市场从做对冲到真实的 Outflow 发生时，中间已经经过了两年的时间，当真实的 Outflow 发生时，就已经很难阻挡了。

当时每天马来西亚中央银行也在市场里进行干预，虽然干预的量可能并不大，但是他们干预的决心很明显。且通过很多方式，包括不减息、国内搞基建，企图通过资本升值、地产升值吸引外国投资者。但在全球资产再配置的过程中，并没有发挥效果。林吉特汇率从跌破 3.8 两周以后就冲到了 4.2。

从 2009 年到 2015 年的这 6 年时间可以分为三个阶段：第一个阶段是，加杠杆的过程；第二个阶段是整固和对冲汇率风险的过程，但没有外汇流出;第三个阶段才是真实的外汇流出。6 年过去了，如果将其和中国做类比，当然有很多不同的地方，包括中国的体量和外汇储备及中国的企业创新性。但符合一个简单的经济规律：首先是加杠杆的过程，中国从 2009 年一直加杠杆到 2012 年。2012 年之后，

也并没有明显的降杠杆，而是部分降杠杆。比如地方政府通过2013 年的钱荒，但是杠杆并没有下降。其实是通过借外债的方式继续维持杠杆。即使是地方债置换，也没有实质的把这个问题解决，只是用时间换空间。中国的加杠杆基本从 2009 年一直持续到 2014 年。现在进入了第二个阶段，大家开始意识到汇率风险，开始做对冲。但风险永远是存在的，并且以这样大的体量，想要人为的控制，难度相当大。而且需要很多技巧，需要和市场沟通，以及透明性，这样才能有效控制住市场的预期。而如果还是这样突然的调整，给市场的感觉非常不好。一些国家的基金、央行原以为人民币不会波动，但忽然就开始贬值，所以都对后期走势不敢确信。这种不可知性，让大家对其产生怀疑。而不透明性又加大了这种不可知性。如果要让风波得到平息，风险得到控制。足够的沟通，足够的透明性和一个相对弹性的汇率，是必须要做到的。

Q2：人民币贬值是否会对造成全球通缩？对大类资产配置的建议。

J 先生：

我觉得通缩很难避免，全球经济缺乏很大的驱动力，而以前是靠美国或中国。虽然美国复苏的还不错，但谈不上大的驱动点。中国更加困难，没有可能带来通胀的因素，而且商品也没有实质的需求增长。就像中国的猪价问题，这是供给的问题，而不是需求的问题。在需求没有增长的时候，尤其在贬值情况下，通缩是大概率事件。当然贬值不多，还没有明显的通缩效应，但如果贬值相当幅度，中国出口会产生竞争力。在格林斯潘时代，就是中国的便宜产品直接压低了美国的通胀。如果人民币汇率回到 8，这个效应还是有可能出现。在通缩的情况下，首先，美联储加息的概率需要重估。低利率环境还是会持续，但市场并不敢加杠杆。credit widening 我们觉得有可能发生，从流动

性危机发展到下一步，通常是信用危机，有可能出现一些破产的情况。其次，新兴市场基本已经处于两难境地，一方面资本外逃，本币贬值，利率处于上升过程，但本国的经济又不允许加息。所以分两边看，发达国家市场，rates may go lower，但新兴市场，rates can go higher。第三，风暴的中心在中国，但中国还有很多不确定性，改革是否能进行下去，是否会有一些有效灵活的政策，都会影响未来经济的走势。

陈凯丰先生：

我要补充的是，新兴市场与以前很不一样，可以分为两大类型：一是以商品输出为主的市场，二是以商品输入为主的市场。以商品输出为主的新兴市场，确实面临很多问题，无论以原油出口还是农产品，亦或是铁矿石出口为主的国家。在货币还会有大规模调整的情况下，确实这些国家的经济非常令人担心。另外，中国、印度等以输入原材料为主的国家，在货币相对稳定的前提下，商品价格虽然会下降，但对外贸来说，如果能做到以进口原材料或输出产成品为主，这种情况会有助于经济增长。或是在全球商品下降、全球减税的情况下，对于多数发达国家，除了像加拿大和澳大利亚等出口很多原材料的国家会受影响外，多数发达国家，再加上中国和印度，是靠大量输入能源和其它原材料的国家，其实会受益于这轮商品的大幅下调。无论是农产品还是贵金属和工业用金属等等，这些国家都是受益的。对于下一步资产定价来说，不能简单的下结论：新兴市场会有怎样的变化。一部分新兴市场会受很负面的影响，还有一部分新兴市场会受到很正面的影响。但总体来说，对全球工业国是一个减税的过程，对工业国的消费者也是利好。

王健博士：

我觉得全球经济未来可能会比较乐观。因为刚才陈总也提到，全球出现大宗商品价格下跌后，会造成生产大宗商品的新兴市场衰退。

我们需要区分两种不同的情况，如果大宗商品价格下跌是由是需求下降，那对全球经济是一个负面的消息。但至少对于石油这种大宗商品来讲，在过去几年价格较大的下跌，更主要是由于生产，包括美国易燃油的产量提高的非常快，是供给方面好的消息。这对全球经济整体来讲是好的，但对大宗商品生产国有负面的影响。中国是一个比较大的石油消费国和进口国，从长期来讲，对中国经济是有帮助的。另外我想强调，袁总刚才提到中国的杠杆提高的非常快，像马来西亚和东南亚金融危机期间的，将新兴市场进行一个类比。我认为这个类比有一点问题。因为 1997 与 1998 年东南亚金融危机的时候，这些国家除了杠杆非常高以外，还有一个比较大的问题是存在货币错配。当美国处于减息周期，美国经济下滑，美元下跌。这个时候在国际市场上进行美元借债对企业来说非常划算，因为这时的借贷成本非常低，这时还牵扯到美元相对本币贬值，是一举两得。这就造成 1997 与 1998 年以前东南亚许多国家都持有美元债。但当美国经济复苏，美元开始升值的时候，情况就开始反转。这时候不仅贷款利率开始上升，而且汇率也是反向作用。在这种情况下，造成了企业挤兑引发外币挤兑。现在包括马来西亚也有这样的问题，但中国的问题没有那么严重。因为中国相对比较封闭，多数企业并不能从国际金融市场上融资。当然也有一些融资，包括中国的房地产和企业在前几年确实在国际市场上融资了。但这个体量有多大，其实央行和外管局应该进行一个比较全面的估测，让市场明白这些融资和中国的外汇储备相比，规模大概有多少，中国大概有多少能力去应对类似 1997 与 1998 年的金融危机。另外一个原因是，这些国家的外汇储备非常少，这也是为什么中国在 1997 与 1998 年金融危机之后，非常强调要大量储备外汇来应对这种情况。这种政策到底有没有效果，我认为现在是一个非常好的检验时间。从目前看到的这些数据和情况，中国在新兴市场国家中经济保

持不错。当美联储加息的时候，资产配置会从低风险向高风险转移。国际上的资本转移分两部分，一部分是从新兴市场向发达国家转移，这时新兴市场是高风险国家，发达国家属于低风险，这时候资产就会从高风险向低风险转移。但同时，在新兴市场内部也会产生这种分化，不是所有资产的都会转移回美国，也会有一部分由高风险的新兴市场转移到低风险的新兴市场。中国面临的一个比较大的问题就是，一旦发生国际挤兑，是非常麻烦的。尽管有三万亿的外汇储备，但即使外国人不挤兑，一旦在中国居民当中引起恐慌，现在中国居民每年有五万美元的换汇额度。所以即使有一亿的人挤兑，三万亿外汇储备也无法应对。中国在推出改革的过程中要非常明确地向国内投资者和居民进行有效的沟通和解释，尤其是在两个系统之间转移的时候，很容易造成市场的误解。如果反过来看发达市场，因为居民对汇率的波动已经习以为常了。如美国和加拿大之间，在过去几年，加元与美元每年有 20%-30%的波动，但我们从来没有看到有美国或加拿大居民突然把自己的存款转换成外币。但中国由于目前沟通不好，同时还没有经历过这样的一个新的系统化调整，短期内可能会有一些过激的行为，所以这期间一定要控制好这些负面的因素。

Q3：在汇改的过程中，央行如何和市场进行有效的沟通是非常重要的。在当前时点上，央行还是通过中间价去引导，但是离岸价格波动已经比较大。央行下一步该如何给出一个可信的置信区间，让市场接受？

王健博士：

汇率是资产价格，所以无论是央行还是投资者都难以说服市场什么是一个可信的资产价格。比如中国前一段时期的股市，政府在产生泡沫的时候一直在往下打压，股市下来以后又开始救市。所以市场对政府的承诺并不是非常在意，而且，一旦前面的承诺被打破，对政府

的信用程度影响有可能更大。所以央行在和市场沟通的时候，应该比较谨慎地说出自己的观点。前段时间，央行在对外沟通的时候，很明确的认为 3%是一个合理的波动范围，不管是市场人士还是学术界人士都觉得这个区间不是非常可信。所以央行在沟通的时候，更应该强调中国经济的基本面，长期来看，汇率政策是由经济基本面来影响的，不要刻意地推出扩大短期波动这种承诺。因为短期内没有人可以预测资产价格和汇率。央行现在不应该承诺某一个汇率水平，可以承诺一个稍微大一点的区间，比如 10%这样比较大的区间。更多的注意力应该集中于考察中国实际的问题严重程度有多大，央行和财政政策怎样去缓解这些负面的因素。另外，国际上也有一些负面因素，其实很多风险因素是被夸大了。国内的报道也更多的集中在了悲观方面。也许中国人一直比较习惯这种思维方式，就是未雨绸缪。但按照我们的评价，中国经济并没有像大家猜测的那么坏，还是有比较正面的因素，可能有助于中长期对汇率的稳定。

第 92 辑

(2015.9.1)

美联储加息前的美国信用市场展望

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

王晶先生是 Tricadia Capital LLC 的高级合伙人。Tricadia Capital LLC 是一家管理资产 43 亿美元的多策略信用对冲基金，在欧美信用产品交易方面拥有 10 年以上的经验，主要聚焦于发掘公司资本结构和信用、股权等跨多资产的相对投资机会和结构化信用产品交易。在此之前，王晶先生担任 Mariner 集团（资产规模 120 亿美元）的高级副总裁，负责开发 CDS 和合成 CDO 的分析及量化模型并进行交易。王晶先生于 1998 年在北京大学获得学士学位，并在 MIT 获得核能工程博士学位。

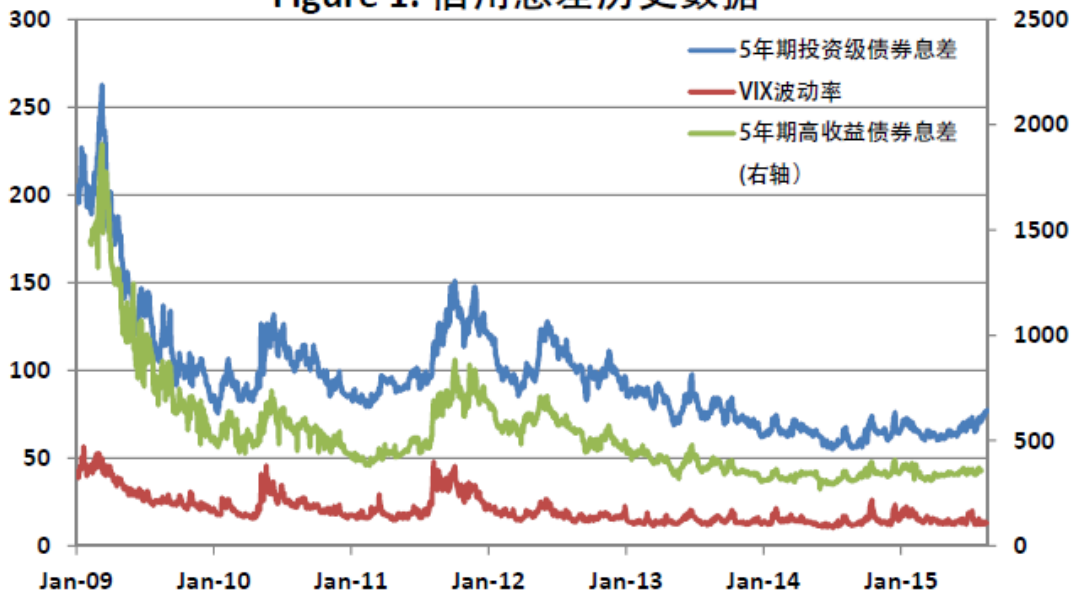
很荣幸有机会跟各位讨论一下美国信用市场的现状。这里的信用市场是指企业债券以及相关产品、合成衍生产品市场。现在处于一个非常特别的时间点，一方面，美联储基于美国经济好转和失业率稳步下降的因素，考虑随时进入升息通道。另外一方面，欧洲和日本还在深入进行量化宽松的过程之中。中国经济放缓的影响也受到全球投资者关注。在这样的环境下，我结合美国企业的现状和历史表现做一些

分析。主要分为以下几个部分，第一，重新回顾美国量化宽松政策对信贷市场的影响；第二，看看信贷市场最近一年的表现；第三，阐述对美国信贷市场的个人看法；第四，简单回顾各种信贷产品；第五，一个交易案例和一些交易建议。

一、美国量化宽松政策对信贷市场的影响

量化宽松政策对美国的近六年的信贷市场产生何种影响？第一个影响就是量化宽松政策使得股票的波动性被限制在一个范围内，且信贷息差（可以用 CDS 表示）收窄。从 2009 年起，美国一路推行的量化宽松政策将美国的经济、金融市场从深渊挽救回来，标准普尔 500 指数以年回报率 19%的速度攀升了六年，除了 2011 年由于欧洲主权危机有所回落，其他时间没有明显回撤。政府同时实行了银行改革，降低了银行体系的杠杆，并且进行了压力测试，力求金融体系不再隐藏系统性风险。信贷市场在量化宽松的助力下，经历了多年正回报、波动率可控的发展。信用产品包括投资级债券和高收益级债券，投资级即 Investment grade，高收益即 High yield，高收益债券有时候也被称为投机级或垃圾债券。投资级债券的信用息差在 2009 年是 200 个基点，最近一路降到了 60 个基点。高收益债券的信用息差从 2000 个基点，降到了 350 个基点。在整个量化宽松期间，息差下降非常多，除了 2011 年的欧洲主权危机和美国退出 QE 的恐慌等几个特殊的时期，息差几乎是一路下降。在这期间，股票的波动率也维持在一个较低的水平，在 12~14 的范围持续了很久。这是量化宽松带来的第一个效果。

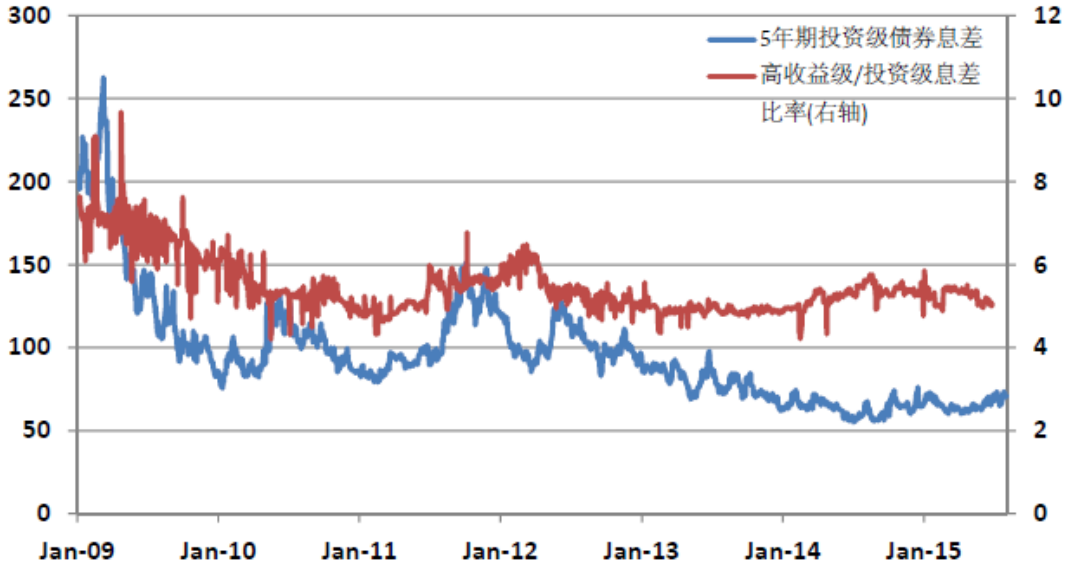
Figure 1. 信用息差历史数据



Source: Bloomberg

第二个效果是高低信用等级之间的息差的压缩。量化宽松政策使得资金愿意承担风险，追逐高收益。当投资级债券的收益很低时，人们就会选择高收益级债券，因为高收益级债券还有一些回报，导致高收益债券在这些年间总体的表现优于投资级债券，二者的息差在 2009 年达到了 7.5 倍，而在 2014 年降到了 4.5 倍，可以明显看到压缩的现象。这是一种盲目追求回报的举动，也是量化宽松过程中经常会出现的一种情况。通常，在量化宽松接近尾声的时候，某些产品的价格会出现扭曲和错估。欧洲现在也正在经历同样的过程，欧洲的高收益产品 XOVER 从 2011 年 850 个基点，降到了最低的 250 个基点。欧洲的投资级债券 iTraxx Main ，从高点 210 个基点，降到了 50 个基点。这个过程中也有息差压缩的现象，一方面由于欧洲零利率的环境，高收益企业得以赎回债券，使得一些 CDS 变得孤立(orphaned)，也就是说 CDS 没有债券参照物，这种结果更加鼓励了投资者进入高收益产品，一边倒的资金流动酝酿出过度压缩的息差。

Figure 2. 高收益级 vs 投资级息差比率



Source: Bloomberg

量化宽松第三个效果是债务期限延后，并且使得收益曲线陡峭化。2009 年时，高收益债券到期日是从 2011 年开始攀升，这个到期高峰被推迟到了 2020~2021 年，最主要原因就是量化宽松使得公司可以滚动债务。由于短期债没有到期，没有偿还本金的压力，在过去的三四年里，高收益债券的实际违约率非常低，实际违约率只有 1.5%~2.5%。

Figure 4. 3年/5年期投资级利差曲线

Source: Bloomberg

存量债务前滚，收益率曲线的前端短期收紧，曲线整体陡峭化，

这是量化宽松的第二种价格扭曲。曲线在最陡的时候，高收益产品三年、五年期的差别为 120 个基点，投资级产品为 35 个基点。2009 年时，处于金融危机，高收益级债券是负的 400 个基点，也就是说前端，三年期比五年期还要高 400 个基点。投资级是负的 40 个基点。一个通常的参照标准是，如果三年五年期 duration neutral，做两个 position，它们的久期风险在 duration 两边互相对冲。做这样的曲线变形的交易不用支出付钱，这样相当于提供了一个免费的为期三年的信用保护。举一个例子，在现在的投资级 CDS 指数上，每六个月发行一个新的指数。以五年期的 IG24 为例，息差是 76.75 个基点，购买一亿面值的指数。同时对冲 1.64 亿面值的三年期 IG24 指数，它的息差是 46.75 个基点。二者相加，可以对冲每年的保险利息，也就是不需要付钱。这样操作，就相当于在未来的三年内凭空拿到了 6400 万的本金保险。这相当于一个参照标准，在这种情况下，曲线已经很陡。如果比这个还陡的话，就可以凭空挣钱而拥有三年期的免费保险。这是量化宽松的第三个效果。

Table 1. 投资级债券 **Flattener** 策略案例

	Notional (MM)	Spread (bps)	Annual Carry
CDX IG24 5yr	100	76.75	767,500
CDX IG24 3yr	-164	46.75	-765,810

二、信贷市场近期的表现

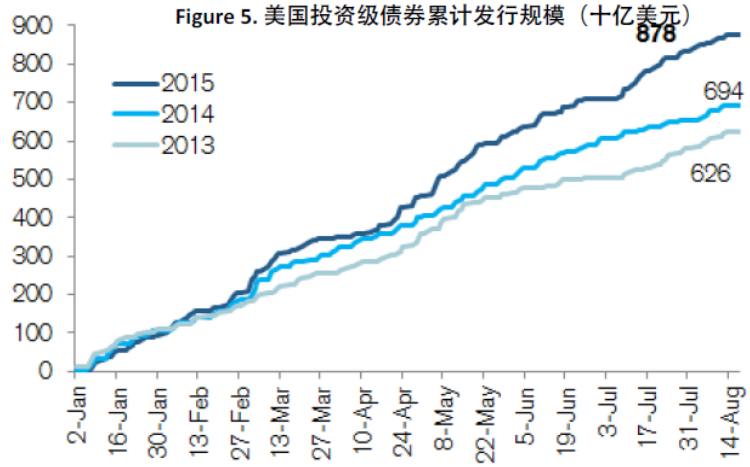
我们将信贷市场分两部分讨论：投资级债券和高收益级债券。因为高收益债有大量可观察的实际违约企业和高风险，走势和表现更多取决于基本面分析，而投资级处于投资频谱的另一端，其表现往往是资金流、系统风险和避险的一种反应。更像 VIX 波动指数的恐惧指标。换句话说，投资级的息差是 60 基点还是 80 基点，不能代表整体违约风险的显著变化，只是供求的平衡点的移动。比如 IBM 的 CDS 如果从 25 个基点涨到了 50 个基点，并不足以说明公司的健康指标变

坏，只是买卖带来的效果。

（一）投资级债券

截至 8 月 17 日，2015 年累计发行投资级债券 8780 亿美元，比 2014 年同期增长 27%。发行量很大，绝大多数债券都用于并购活动和公司回购。从 2014 年以来，43%的并购都集中在 TMT 和医疗保健业，原因是它们的资产负债表相对健康，资金充足，融资便宜。因为美联储的量化宽松政策，基本利率比较低。另一方面，回购和分红是另一种引起杠杆率上升的企业行为。2014 年有 8050 亿美元用于回购和分红，回购在经济低增长阶段对公司比较有吸引力，因为公司有兴趣提升股本回报。同时，股权成本依然是比债权成本高 2.5%，所以公司有回购股票的需求。还有一个指标是加权平均资本成本曲线(Weighted Average Cost of Capital Curve)，这个曲线告诉我们公司处于何种评级水平，资本成本是怎样变动的。现在的曲线是平直的，意思是公司加杠杆削减了自己的信用评级，成本并不增加很多，所以会造成公司比较愿意主动回购股票。2014 年以来，一半的回购都集中在技术和非必需消费品行业。比如，2015 年四月份，苹果公司回购了价值五百亿的股票。从资产类别的角度来看，投资级公司采取这样的活动，扩大了债务融资，为股权投资人创造了利润。2015 年并购交易的总体规模是 1.4 万亿美元左右，与 2007 年水平持平。

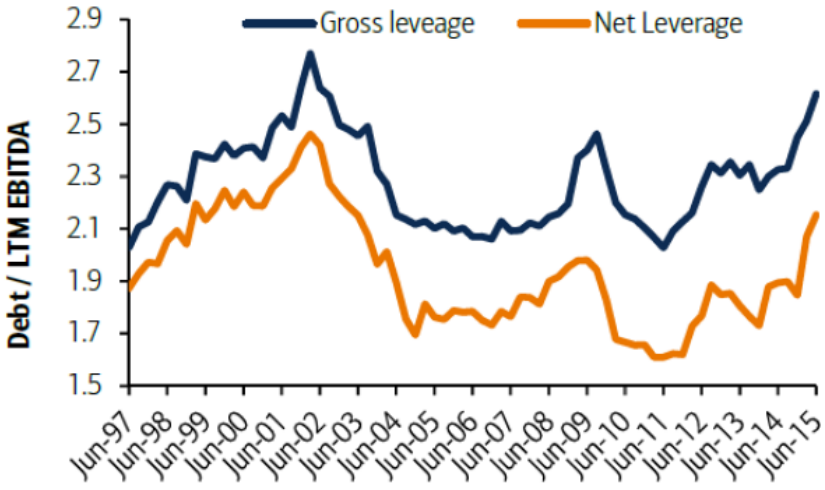
Figure 5. 美国投资级债券累计发行规模（十亿美元）



Source: Credit Suisse

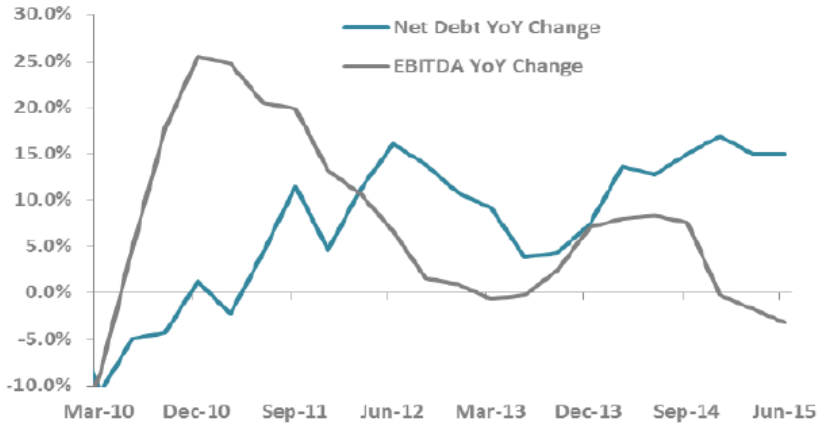
根据美国银行美林全球研究中心的研究结果，投资级公司的净杠杆率和总杠杆率分别增长到了 2.15 倍和 2.62 倍，比 2009 年金融危机时的峰值 1.98 倍和 2.46 倍还要高。近六个月以来，杠杆的升高主要是因为息税前利润下降。息税前利润下降有各方面的原因，其中一个原因是石油和大宗商品的价格下跌。在美联储考虑加息前，有如此大量的债券供给，投资者在此时产生了犹豫，市场难以消化，产品的收益率低于市场的整体水平。

Figure 6. 美国投资级债券市场的净杠杆率与总杠杆率



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

Figure 7. 净债务和息税前利润的同比变化



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Figure 8. 美国投资级现金债券期权调整价差息差

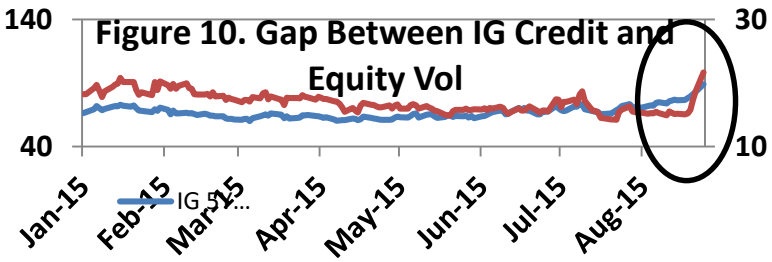
Source: Credit Suisse

图 8 是美国投资级债券的期权调整息差，可以明显地看出美国投资级债券市场表现不佳。这个数值现在 170 个基点，是两年以来的最高点。在 2014 年五月六月的时候，这个数据是一百点，最近一年以来上涨很多。另外一个造成息差的罪魁祸首是石油和大宗商品，价格下跌重创了能源和基础材料公司的息税前利润，导致美国投资级债券市场走弱。有几个代表性的公司，比如 Transocean，一个勘探和石油钻井平台的公司；Teck-Resources，是资源公司；还有 Freeport-McMoRan，一个铜金开采公司，在过去的一年里，市值都下跌了 70%左右。虽然这些企业下跌严重，但是仔细研究，还是存在价

值的。以投资级公司 Transocean 为例，它的 CDS 从 2014 年八月的 200 个基点涨到了 1000 个基点。1000 个基点对投资级公司来讲，是非常高的，这是属于较差的高收益级企业才应该有的息差。这折射出，即便是基本面比较好的公司，在某一个领域受快速外在冲击时也会有激烈的市场反应。这个公司的总负债近几年基本稳定在 100 亿左右，息税前收入是 35 亿，现金持有量 38 亿，市值 50 亿。由于油价下跌，市场预期油气平台的租用率下降，所以股价一路下滑。分析显示，即便是在 2016-2017 年到期的合同都不续签，其股价依然应该在 12 美元左右，所以很多分析师定价都在 12 美元。

Figure 9. Transocean公司5年期CDS

Source: Markit

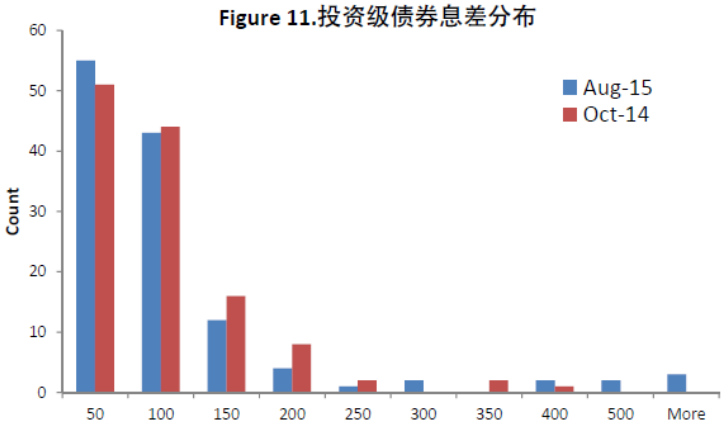


近期美国信贷市场利差的加大，并非完全由能源、金属和矿产等行业价格下跌引起。图 10 中可以看出，投资级息差扩大是 2015 年 4 月开始的，新一轮的油价下跌是在 6 月之后，7 月才开始下跌。所以息差增长并非完全是油价下跌的影响。在此同时，如果考察跟 CDS 高度相关的股权波动率 VIX，它们在 2015 年 4 月以后产生了很大的差异，VIX 大多数时候都保持在比较低的位置，12 到 14 的范围里。

6 份的希腊危机只是让 VIX 稍微涨了一下，随后又跌回 12。中国 A 股在 6 月直线下挫 30%，美股却完全没有反应，这种差异说明投资级信用息差基本是按照自己的方式上涨的。它的调整主要是因为发行供给量加大，杠杆率处于历史的高位，并且由于市场预期加息即将到来。这种调整发生的也很快。十天前，人民币放开紧跟美元的政策，美股终于意识到中国传来的比 A 股更重要的影响，三天下跌 11%，股票投资人的信心也发生了一个 180 度的逆转，VIX 顷刻之间就追平了投资级的息差——因为二者最近比较脱节，突然又重新相关起来——VIX 从 13 冲到了日内 51 的高值。另外一个我们看的指标是 VVIX ，波动率指数的波动率，这个值涨到了 160%-170%，即便是在金融危机的时候也没有到这样高的程度。这说明股市完全没有意识到、准备到这样幅度的下跌。信贷市场走在了前面，它们事先看到了问题，虽然不是看到了中国政策方面带来的影响，而是说自身存在的问题使得他们得以先一步行动。在过去十天的股票下跌的过程中，信贷产品相对是变现比较好的，没有过激的反应，也是由于它们事先已经做出了调整。

另外还有一点，信用息差的分布。这是指某一个信用产品，CDS 指数里包含 125 只不同的 CDS，它们各有不同的息差。如果把分布画出来，可以看到由于杠杆率升高，还有特定的行业（如能源行业）的冲击，使得分布离散度比以前增高，渐渐开始逆转量化宽松的压缩息差效应。CDS IG 指数里已经出现了三四家息差超过 500 个基点的公司。投资级债券超过 500 个基点基本上可以达到高收益级债券的水平了。可以看到，有一些公司的表现已经渐渐恶化，开始朝高收益级的类别进发。我们估计在接下来的几年里，这种情况可能持续性的发生。尤其是在杠杆率比较高的情况下，对外界的冲击尤其敏感。

Figure 11.投资级债券息差分布

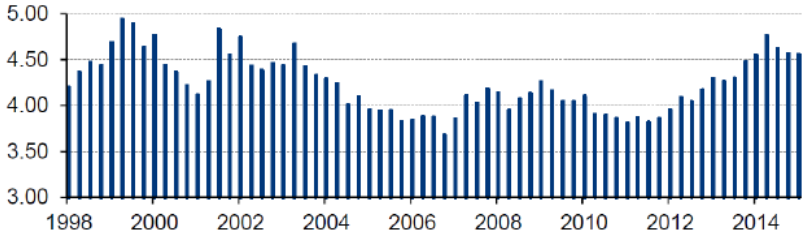


Source: Markit

（二）高收益债券

高收益债券的情况与投资级债券的市场情况比较相似，从 2012 年开始高收益债券市场出现了与 1990 年代类似的再次加杠杆的趋势，平均杠杆率达到 4.5。然而，高收益公司的杠杆主要源自再融资以低息债券替换高息债券，并且 EBITDA 下降。

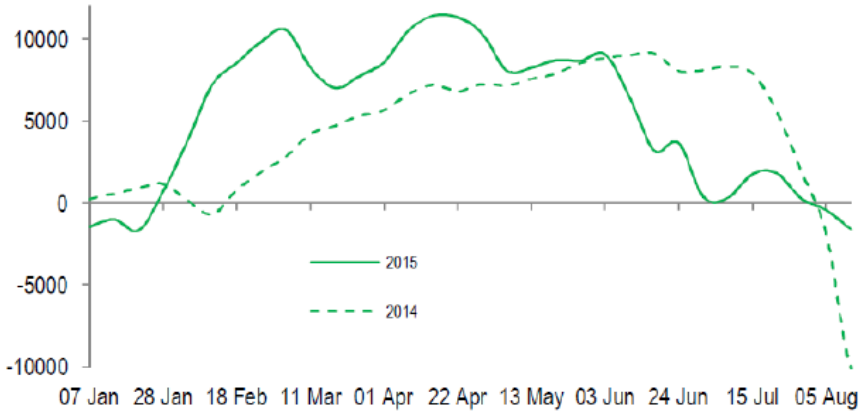
Figure 12. 高收益债发行人的平均杠杆水平(算术平均)



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

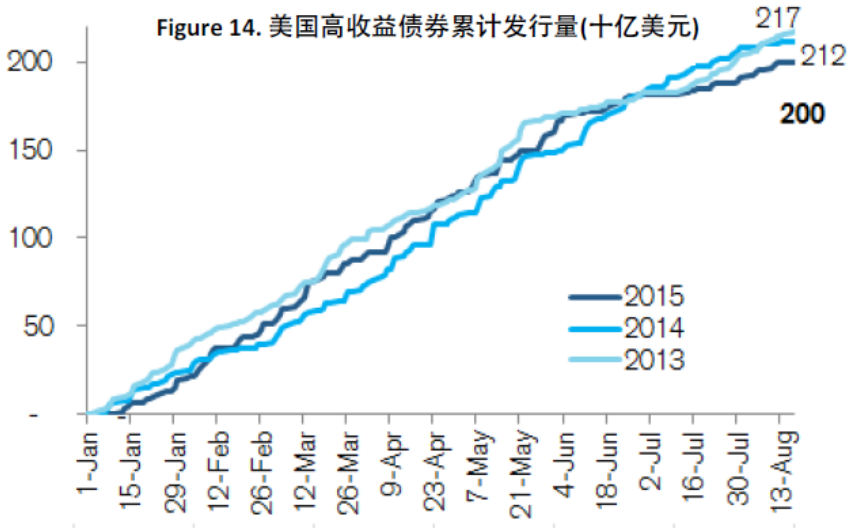
高收益债券型基金的现金流波动率在 2015 年大幅飙升，高收益债 ETF 的单周最大净流出记录都出现在 2015 年最近的一个季度。油价和其他工业品价格的大幅下跌以及美国加息日渐明确，令许多投资者担心信用市场流动性趋紧，这一点与投资级情况相似。

Figure 13. 美国高收益债累计资金流 (百万美元)



Source: EPFR as of August 12th, 2015

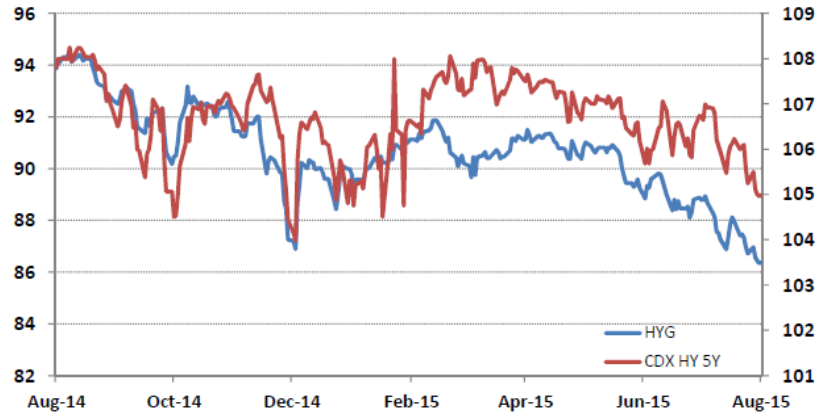
Figure 14. 美国高收益债券累计发行量(十亿美元)



Source: Credit Suisse

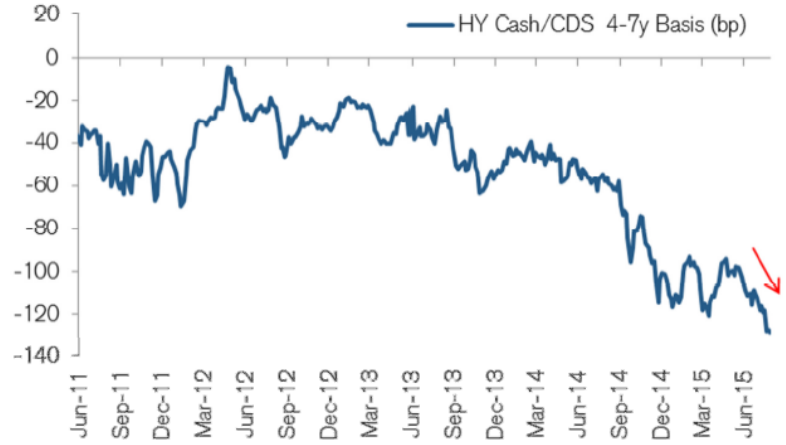
作为对比，高收益债券市场发行量略低于前两年（图 14），这种供给的收缩与投资级债券市场有所不同。就表现而言，高收益现金债券表现弱于高收益信用债券（图 15，图 16），原因有两个：一是在于前者的能源和采矿行业公司更多，比如，高收益公司债 ETF HYG 包含了 15%能源公司和 5%采矿公司，而高收益 CDX 指数（CDX HY）只包含 10%的此类风险。高收益基金和 ETF 承受更大的卖出压，基差跟大．第二是现金产品的流动性差．当供求一边倒的情况出现，合成产品 CDS 跟不上下跌幅度，现金债券无奈低点卖出，进一步加剧了这个问题。

Figure 15. 近期美国高收益债指数走势



Source: Bloomberg

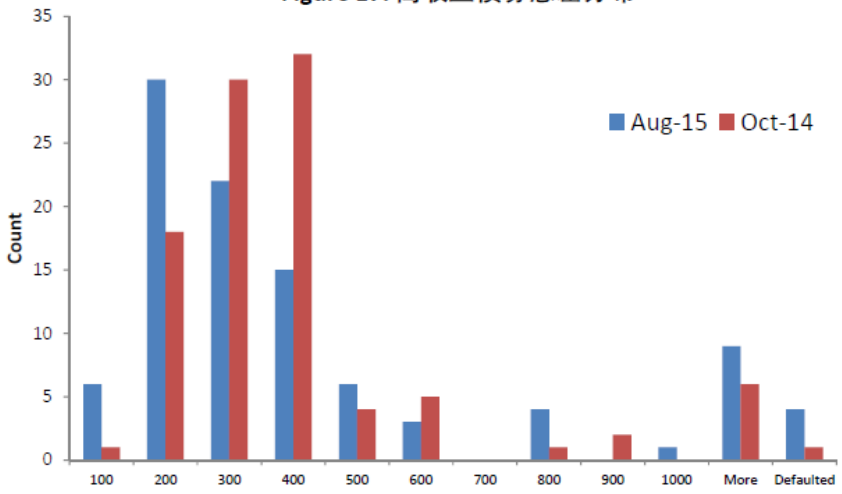
Figure 16. US HY Cash/CDS Basis



Source: Credit Suisse

高收益公司一直在利用低廉的融资成本作为其运营资金，然而现在这种操作难以为继。引述美银的评论，即“这是一个周期末尾的开始”（it is the beginning of the end of cycle）。考虑到如此高的杠杆水平和债务规模（13 万亿高收益债券市场），高收益债对市场冲击非常敏感，一些较弱的公司已经开始“缴械”，比如原油和商品市场出现的大规模抛售。近期受到影响的公司包括 Sabine Oil (SOGC)、Alpha Natual Resources Inc. (ANR)和 Peabody Energy Corp (BTU)等。图 17 是高收益债券的息差分布图，可以看到右侧尾部——即接近违约——的公司在增多。CDX HY 指数里超过 1000bps 的公司有十家，还有十家超过 500bps。这些公司在全球经济状态不好的情况下，都是有可能出现违约的候选公司。

Figure 17. 高收益债券息差分布



Source: Markit

（三）年初至今信用债表现

总体来说今年的美国信用债市场回报不佳. 投资级和高收益级债券均处于高杠杆状态，二者同样担忧美联储加息，同样受到能源和矿产的牵连。投资级债券的特别问题是发行量更高，在市场不宜承担风险的环境下承压。高收益级债券则更多受能源影响带来违约担忧而产生资本外流。另外，由于利率的风险和资金外流，使得现金类产品跑输合成类产品。

Table 2. 不同资产类别的表现

Ticker	Name	MTD (%) (Aug. 17th)	YTD(%)
SPX	S&P 500	-0.03%	2.11%
CDXHY	CDX.HY	-1.09%	1.11%
IBOXHY	iBoxx US HY	-1.48%	-0.36%
EMHB	EM HY	-1.91%	4.96%
IBXXLLTR	iBoxx Lev Loans	-0.73%	0.46%
CDXIG	CDX.IG	-0.22%	-0.14%
IBOXIG	iBoxx US IG	-0.55%	-1.15%
EMIB	EM IG	-1.11%	0.73%
M0A0	Mortgages	-0.04%	0.81%
U0A0	Municipals	0.12%	1.02%

横向对比一下它们 2015 年的表现。截止 8 月 17 号，标普 500 指数 2015 年的回报是 2.11%，高收益债券的回报是-0.36。投资级债券的回报是-1.15，合成产品 CDXHY 的回报是 1.11%。总的来说，现金的信用产品表现更差一些。

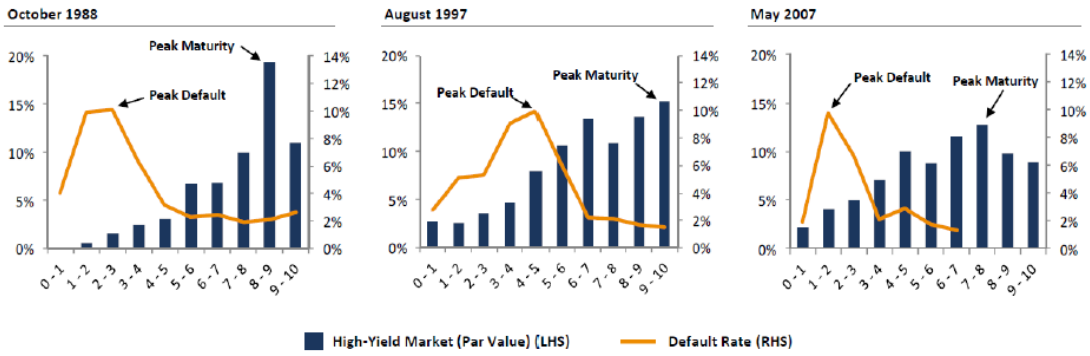
三、对美国信贷市场的看法

美联储多次申明加息会依据经济数据的表现，并且加息的过程是渐近和缓慢的，对此美国股市不一定有非常负面的反映。信贷市场的问题在于其处于历史上比较高的杠杆率，表现可能会非常敏感。即便是表现比较好，信用产品也未必带来很好的回报。如果加息或外因的出现，包括中国人民币更大的波动等情况，风险会非常高。有一些团队认为最近的债务周期与 1990 年后期的周期比较相似。我也比较认同这样的观点，在这两个时期，杠杆率都很高，油价很低，美元很强。在那十年，信贷产品是经历了十年的平稳操作，并且并购风也很盛行。很多产业都积累了过高的债务，这可能突然引发其它行业的恐慌情绪。导火索可能出现在某处，涉及到其它的行业。90 年代末是电信行业，现在是原油和大宗商品。90 年代的经济可能更好一些，当时 GDP 增长更强劲，就业率也稳定。这种周期里面，债券收益一般低于股票收益。1997 年投资级债券的息差是 55 个基点，1998 年上升到 155 个基点，在之后的 2000 年十月上升到 200 个基点，2002 年上升到 290 个基点。一路攀升，每一次都没有收回太多。一直到 2007 年，利差才有回落。

高收益债券还面临一个问题，即债务到期的高峰。资产管理公司 GMO 针对违约时间和到期期限做了一个很好的研究。这个研究包含了三个历史时段，第一个是从 1988 年 10 月开始，第二个时段从 1997 年 8 月开始，第三个时段从 2007 年 5 月开始。在这三个时段里，每次债务到期高峰都集中在三个时间点后的七到九年内。研究表明高收益债券违约高峰，出现在三个时间点后的两到三年内。这个时点的指导告诉我们不要被高收益类的较长的到期期限所蒙蔽。高收益债发行公司可能会在负债到期之前，出现融资困难或无法支付利息的情况，

引发信贷产品的赔付。

Figure 18. 三个历史阶段高收益债到期期限分布



Source: GMO LLC, constructed using Barclays High Yield Index and Moody's default rate data

在现在的周期中，到期期限是 5-6 年，也就意味着在 2020 年-2021 年，可能会进入美联储加息的时段。基于这些因素，相对于投资级债券，我更不看好高收益债券。最近几年，高收益债券的违约率是在 1.5%-2%，这个数值可能会升到 5%-7%。如果达到这个数值，那么高收益级的息差就只能升的更高，就像隐含波动率和实际波动率的关系。如果实际违约率上升之后，息差就一定上升。从另外一个角度看，美联储可能会缓慢加息或暂停加息。现在的投资者手里还有很多现金，风险偏好也较强，所以信用债券与其它产品之间的利差也不太容易展开太宽。另外欧洲央行还在进行量化宽松，欧洲投资者也不会坐视美国的息差升的太高而无动于衷。还有一个需要指明的是，无论是投资级债券还是高收益债券，息差分化会更加明显。有的公司表现好，有的公司表现差，所以公司选择很重要。具体的表现还要看美联储的动向，还需结合市场流动性和基本面，关注中国利率和汇率的实施，综合分析和决定。引用 Grant 在 2015 年 8 月 7 日报告中的一句话："更高收益的投机级债券即将到来，美联储导演了六年的无风险融资成本将会成为下一轮违约潮的根本原因"。

四、产品回顾

Table 3. 信贷产品对比

	CDX Indices	CDX Index Options	CDX Tranches/Bespokes	iBoxx TRS	Corporate Bond ETFs
Underlying Asset	Single name CDS	CDX IG and HY	CDX IG, HY or Single name CDS	IBOXIG, IBOXHY	Cash Bonds
Weighting	Equally weighted	Equally weighted	Mostly Equally weighted	Debt Cap Weighted	Varies
Tenors	3y/5y/7y/10y	1-6 Months	1-7 Years	1m-1yr	4year duration
Funding	Unfunded	Unfunded	Unfunded	Unfunded	Funded
Liquidity	Very Good	Very Good	Good. Can be illiquid	Good	Good. Can be illiquid
Interest Rate Risk	No	No	No	Yes	Yes
Ability to Short	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes, financing can be high
Usage/ Consideration	Easy to use as long or short, low transaction costs, high leverage low capital usage	Tailor to fit protection needs of certain spread range, short term bet, highly convex	High leverage low capital usage, can offer attractive return with good buffer to losses. Liquidity can be of concern	Unfunded exposure to cash bonds with no tracking error. Good hedge for cash bond traders	Growth in ETF made it available to wider audiences. Tracking error may be large

信贷产品，第一类是 CDX Indices，是合成类产品的一种指数，主要交易的品种是投资级 CDX 和高收益级 CDX。投资级 CDX 指数里面有 125 支 CDS，高收益级 CDX 指数里有 100 支 CDS。其好处在于它是合成类产品，既可以买也可以卖。被很多机构和投资者用作宏观对冲的工具。在指数上面还有权证，分块产品（Tranches）用来交易，这些产品给大家提供投资出路。还有一类 Bond ETF，通常大家比较关注的是 HYG，里面有 1000 只债券，平均久期风险是四年期。基于公司债指数的一类叫股权回报 TRS，完全追踪债券指数，中间没有 tracking error。

五、交易案例和建议

随着 QE 接近尾声，杠杆率比较高，享受廉价资金红利的公司的日子可能会不好过。在宏观压力下，他们的债券整体表现会弱于其它产品。此时信用和基本面的分析就非常重要，应该密切关注久期风险。因为这时信用市场会出问题，所以不要重压在太长期限的投资上，也

要注意流动性和杠杆水平。如果构造一个有效对冲宏观风险的工具，相信还是能够发现一些好产品实现高品质回报。

交易分两部分，一类是降低前端杠杆头寸，获得平衡收益。我选择的产品是抵押票据的分块。另外一个是做空长久期资产或永续资产的高凸性工具。其实就是买一个股票的看跌权证，或买一个高收益指数上面的看跌权证。这两个混合在一起是什么效果呢？从数字来看，先做多一个投资级资金池上面的一个分块，选择 7%—10%。即只要资金池的违约率小于 7%，就可以拿到完全回报。另外一端买标普的看跌权证，选择的到期日是两年，可以拿到总的回报是 418 万美元。买 5000 万面值的看跌权证，标普今天是 1960 点，大概是 20%的 out of money，它的到期日 2016 年 12 月，总价是 170 万美元。标普的看跌权证可以有效的对冲掉分块产品引起的涨跌。如果看情景分析，过半年以后是什么样的情况。如果半年后所有的市场都不变动，分块产品的价值就会衰减。如果获得 200 万的收益，扣掉看跌权证价值的衰减约 73 万美元，合计可以拿到 140 万美元的收益。如果股票下跌 20%，分块产品还是会收益 21 万美元。看跌权证由于股票下跌 20%，看跌权证挣了 472 万美元，合计收益约 490 万美元。

还有一个例子，如果持有一年，情况可能会更好。分块产品可以经受的压力更大。如果股票不是跌 20%，而是 40%，分块产品依然会拿到 156 万的收益。看跌权证会升到 1100 万美元，合计有 1270 万美元。看跌权证就足够抵消由于市场变动可能对分块产品造成的损失。可以用一个简单直观的例子来说明。海啸来前，我有两个选择，一个是在海边山坡上的一块地里种一些庄稼，庄稼相当于分块产品；另一个是在距离海边五英里的地方买保险。当海啸过来时，会迅速涉及五英里的地方，这时买的保险会提供保护，山坡上的庄稼也不受影响。随着时间的推移，可能影响到山坡上面收成的机率就更小。但无论何

时，如果发生大的海啸，五英里的地方还是会淹。这两种选择权证，一种叫垂直权证，一种叫水平权证。标普上的看跌权证是水平权证的一类，只要股票平移，权证就有可能被击穿，带来赔付。但垂直权证会随时间的推移越来越保险。这就是我用两个产品搭配做交易的原因，是一个比较好的交易例子。

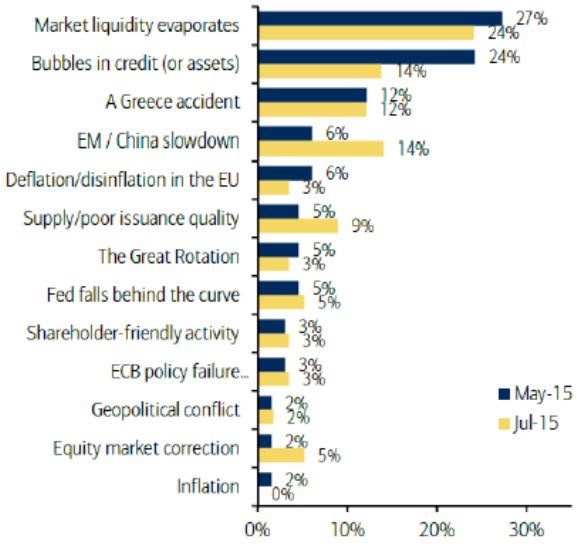
Table 5. 头寸情景分析

	Portfolio EL	Tranche Spread (bps)	Tranche PV	P&L	P&L from SPX Put	Combined P&L	Return on Capital *
0.5Y forward stocks unchg	1.57%	127	$2,050,000	$2,130,000	-$727,273	$1,402,727	35.1%
0.5Y forward stocks -20%	2.42%	248	$3,970,000	$210,000	$4,727,273	$4,937,273	123.4%
0.5Y forward stocks -40%	3.62%	494	$7,800,000	-$3,620,000	$12,636,364	$9,016,364	225.4%
1Y forward stocks unchg	0.82%	67	$760,000	$3,420,000	-$1,484,848	$1,935,152	48.4%
1Y forward stocks -20%	1.28%	127	$1,420,000	$2,760,000	$2,424,242	$5,184,242	129.6%
1Y forward stocks -40%	1.94%	235	$2,620,000	$1,560,000	$11,181,818	$12,741,818	318.5%

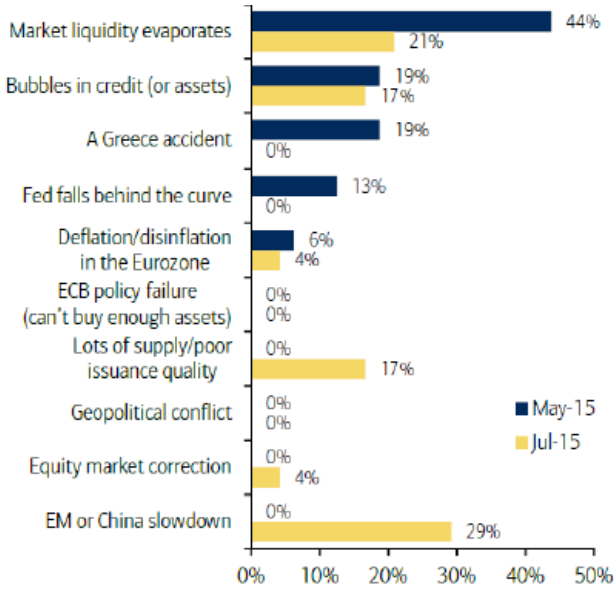
(*: The capital charge is assumed to be 4% of the tranche notional)

最后分享的是，美银做了一个客户调查，投资级债券投资人中24%对 2005 年最担心的是市场流动性，14%的人担心中国放缓，另外 14%的人担心信用泡沫。高收益债券投资者的调查结果中，29%的人担心中国放缓，21%的人担心市场流动性的消失，17%的人担心信用泡沫。

2015 年信贷市场你最担心什么？——投资级债券投资人



2015 年信贷市场你最担心什么？——高收益债券投资人



六、问答环节

Q1：投资人可能对于流动性会有一些顾虑，在市场存在极端流动性的情况下，您最后介绍的交易方法，在金融危机的时候会怎么样？

A1：这个交易是在考虑市场流动性的基础上做的，之所以选择两年期的分块产品，目的是一直持有到到期日。因为有股票的看跌权证去对冲，不会被迫卖掉分块产品。这个例子考虑到流动性的因素，

因为股票的看跌权证的流动性比较好。2015 年我们看到了流动性不好的现象，大家的担心也是有道理的。新的投资债发行出来，很多投资者 都持观望态度。流动性是供求不平衡的表现。如果没有需求的话，就会继续加剧这种现象。

Q2：首先是关于美国整体收益率曲线的情况，您判断加息会对美国收益率曲线产生什么样的影响。因为中国是抛售美债，使美国国债收益率曲线有上升的势头。如果美国正式加息以后，收益率曲线会发生什么样的变化？

A2：如果美国缓慢加息，收益率曲线长期会变缓，短期会上涨一点。长期还是取决于供求的买卖关系。看投资者事先采取的是一种什么样的仓位和手段。从美国的政策来说，应该不会有剧烈的变化，如果中国持续抛售美债，肯定会对中长期施压。如果大家期待这种状况，也会使长期承压。

Q3：在世纪初的时候，因为新兴市场的大量资本涌入美国，导致整个收益率曲线偏低。包括格林斯潘也发表过演讲，认为收益率不能反映美联储的一些意图。更多的受到全国资本流动的影响，当时有人也有看法。其实美国对收益率曲线的看法是处于失控的状态，您怎么看资本流动在某个时点上，因为要保护它的汇率，使得它在美国资本市场上大规模的流出，对美国收益率的影响。您觉得应该从哪个角度来评估比较好。

A3：在美国利率这个问题上，外界的因素非常多。虽说市场很大，但会受很多技术因素影响，产生不同程度比例变化。我们看到近 10 年期的大幅变化。在高品质美债基础上，出现每日变动十个基点的情况很多。但投资级债很少会出现这种情况。目前对于新兴市场普遍不被看好。美国利率对市场的影响，不是我的专长。我可以做一些评论，但不具有参考性。我认为它会在一个区间变动，比如十年期就

会在一个十年期浮动，不会出现失控的状态。

Q4：三年期和五年期的投资级债券的息差曲线似乎比较平坦，请问这是什么原因？

A4：五年期债券大家比较关注，最近投资级的五年期债券涨了不少，从 60 涨到了 90。三年期只是一个跟随者。三十个基点并不是很大的范围，没有引起市场的重新定价，三年期没有变陡，也没有变平。在五年期上涨的过程中，曲线可能会变陡一些。因为五年期上涨，三年期跟的不够紧，但没有特定的结论。如果五年期市场重新定价，三年期与五年期可能会有真正不同的变化。

Q5：关于信贷市场的研究方法，对于量化和宏观基本面这两种方法怎么看？

A5：宏观研究方法研究宏观的整体，信贷市场里面比较宏观的产品主要是信贷市场上的指数。宏观研究不太适用于个别公司的事件，指数有它宏观的表现。一种研究方式为统计学研究方式，看不同产品不同类别的相关性。比如投资级债券与标准普尔指数之间有什么样的表现？这种长期的相关性还是有一些指导作用的。在中长期范围内可以起导向性作用。量化分析方面，行业研究员做的比较多的是，用资本结构模型对同一个公司不同产品之间做回归分析。公司的股票波动率和短期风险可以用一年期的 CDS 来衡量。在新兴市场上还是要以基本面分析为主，量化分析为辅会比较好。

Q6：对于您刚讲的对冲套利策略，在加杠杆之前的收益是多少，一般杠杆会加多少？

A6：没有加杠杆的年化收益率，比如像投资级是 2%-3%的水平。当然每年之间不一样，高收益时大概 5%-7%。如果加杠杆，信用产品的杠杆取决于抵押金是多少。不同的投资者、机构、银行间会有一些差别。如果做多，投资级大概是 5%的抵押金，高收益级大概是 10%。

Q7：一个技术上的问题，我们常常看到股票的 CDS，它们之间有些浮动。您觉得它们之间的浮动是什么样的关系？

A7：这是非常复杂的，每个公司可能都要具体问题具体分析。投资级和高收益级处在一个非常不同的区段。投资级里面，股票可以浮动很大但息差变化不大；高收益则相反。如果是高收益级，它的 CDS 会变化很大，但股票已经下降到比较低的状态。很多情况下可以用边界条件来决定采取什么样的组合。比如可以卖 CDS，买股票上面的看跌权证。如果公司股票下降一毛钱，这时看跌权证会挣不少钱。如果股票违约，CDS 会产生的赔付。对二者做边际分析，看其是否可行。通常来说，单支股票上的资本架构不好做。

Q8：为什么十年、三十年的息差曲线一直在走陡？

A8：简单的答案是没有人关心十年、三十年期的产品，因为流动性很差。大家只关注看得见的三五年，只投资这些时段上的产品。

第 93 辑

(2015.10.9)

未来一段时间全球金融市场风险在哪里

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

岑鸣女士是宏观对冲基金 PWP Global Macro Fund 创始成员兼任研究总监，负责研究制定全球宏观投资策略，之前任职于 SAC Capital 和麦肯锡的投资部对冲基金 (McKinsey Investment Office)，制定全球宏观量化投资和大类资产配置策略，研究全球股票、债券、外汇以及大宗商品量化投资策略。

全球金融市场的风险因素在不断变化。以 2015 年初的欧洲、希腊为例，欧元从之前的岌岌可危变为现在的缓和状态，但仍然存在不小的问题，危机仍有可能重新笼罩。或以 2014 年的原油为例，WTI 原油期货从 2014 年的接近 110 美元/桶跌破 50 美元/桶，继而达到 40 美元/桶，跌幅之大，对全球石油输出国和相关产业冲击非常严重，现在虽然趋于平静，仍存在一定波动性。目前来看，近期影响全球金融市场的主要因素有两个：美联储的利率政策、中国的经济增长前景。

一、美联储利率政策的影响

美联储的利率政策影响力巨大，对发展中国家市场和其他发达国

家市场的作用不可小视。美联储加息会使发展中国家金融系统承压，资金外流压力增大，影响尤甚。同时，它也影响所有金融产品的资产定价，如股票、债券、货币、大宗商品等。

理论上，美联储的利率政策的目标“联邦基金利率”，是影响资产定价的“无风险利率”，各种类型金融工具的贴现率都会受其影响。实体经济中，美联储加息使得资金成本的提高，导致投资成本变化，从而影响公司、个人的投资和消费决策，进一步影响实体经济的增长。

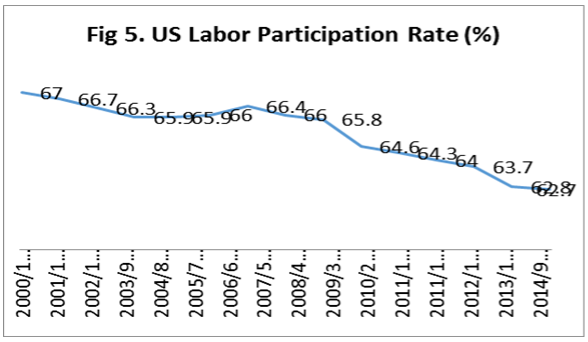
对金融系统而言，美联储加息会改变投资者的风险偏好。由于美国无风险收益率的提高，以前相对高收益同时具有高风险的资产不再受追捧，发展中国家将会面临巨大的金融压力如资金外流、货币贬值，尤其是债务水平较高的发展中国家，信用紧缩及资金外流进一步加大其金融风险。

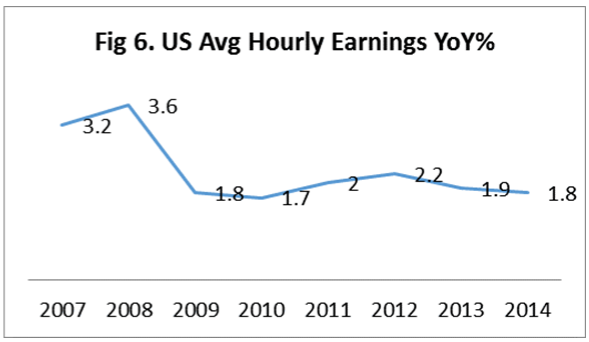
利率政策调整导致资产价格调整和风险偏好改变，影响市场波动性；信用收紧、市场波动，发展中国家的资金外流压力加大，影响市场流动性。因此，美联储的利率决策将会对全球的金融体系带来很大冲击，国际货币基金组织已频频提醒对各国可能产生的影响。

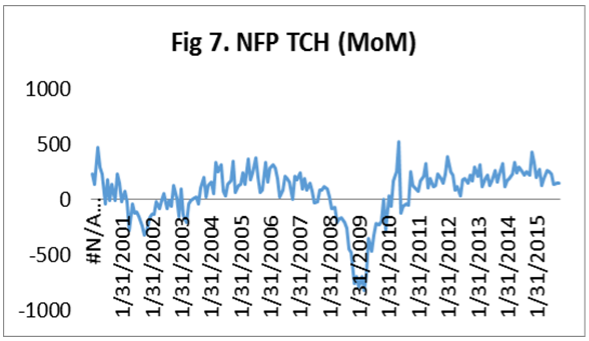
二、美联储利率的决定因素是经济增长和通货膨胀

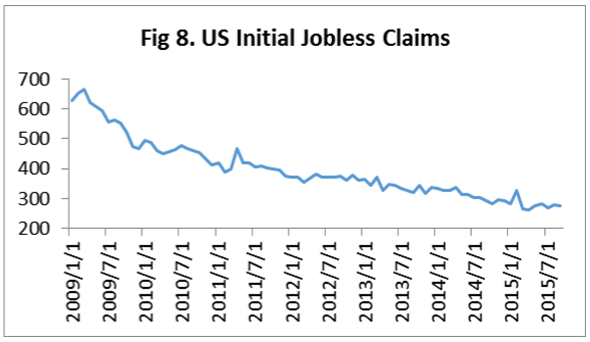
（一）美国经济增长

首先观察美国经济增长的数据指标，实际 GDP 在 2014 年以前是稳定在 2%左右，2014 年实际 GDP 为 2.4%，2015 年第二季度名义 GDP 增长是 3.9%超出预期（3.7%）；制造业在稳定增长，工业生产指数和美国制造业指数稳中有降，2013-2014 年增长低于预期。总体看，美国的产出增长缓慢。

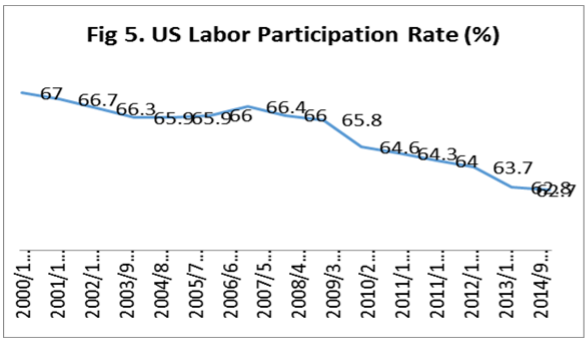


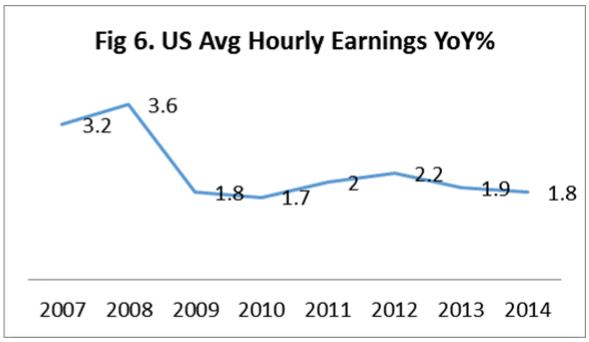


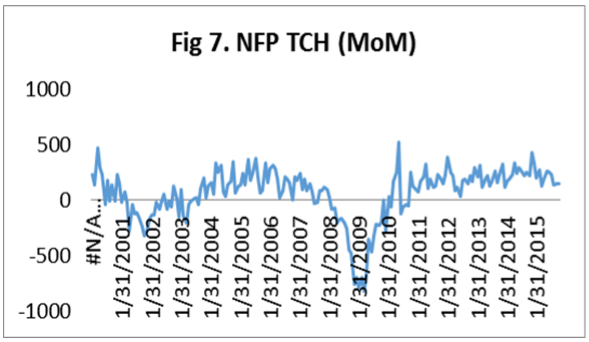


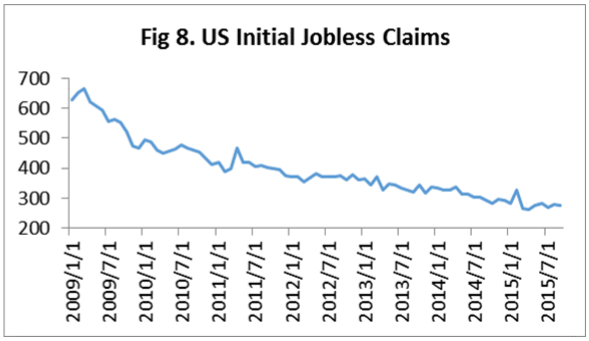


劳动力市场数据显示，美国失业率从金融危机时期最高值 9.6%下降至 4.8%，同时，劳动参与率同步下降，工资出现增长但是缓慢。非农就业增长不达预期。10 月 8 日公布的最新首次申请失业救济金的人数减少为 263K，环比连续下降，数值降至历史最低值。总体看，劳动力市场有很大改善。

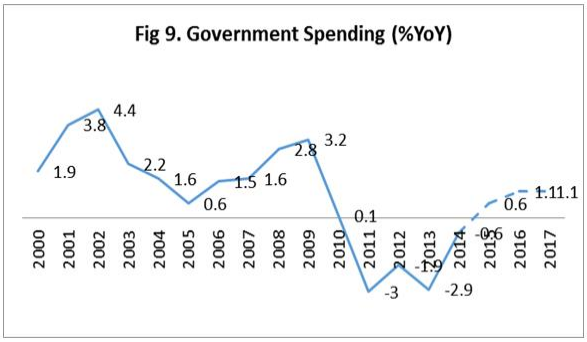


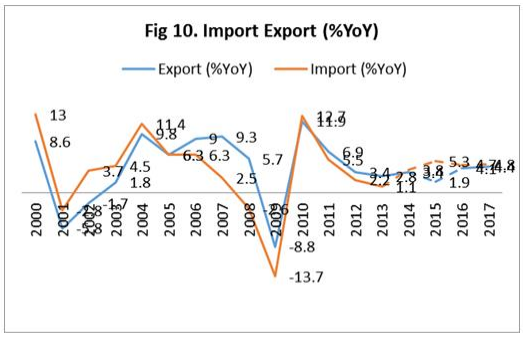




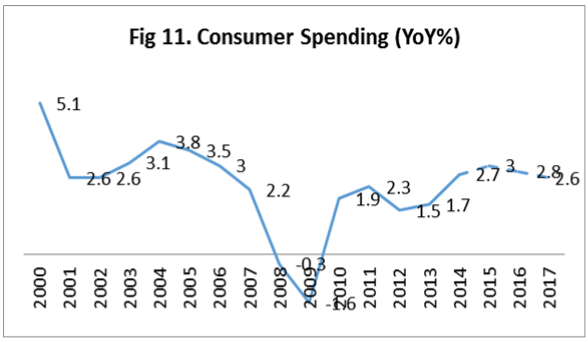


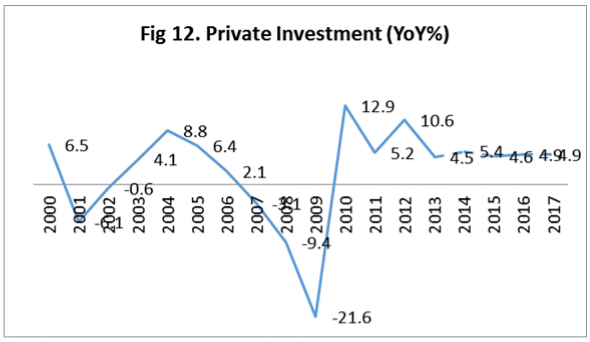
财政支出数据显示，自金融危机以来，美国采取了扩张性财政应对危机，财政支出明显增加，在经济复苏之后，财政支出大幅度减少，表明美国经济增长并非依靠财政支出。但是，美国国债持续增加，债务问题仍然存在。

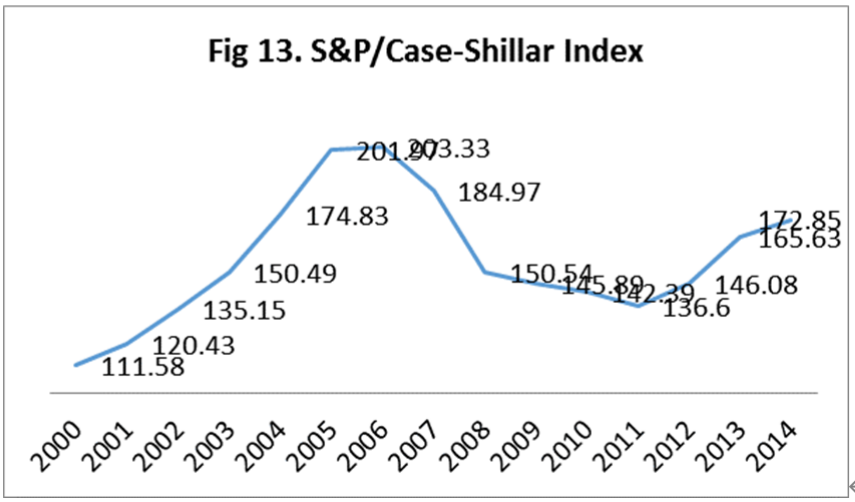




进出口数据、消费投资数据、房地产数据显示稳定增长。近几年，美国的个人投资和消费平稳增长，房地产数据在 2011~2012 年触底后明显回升。

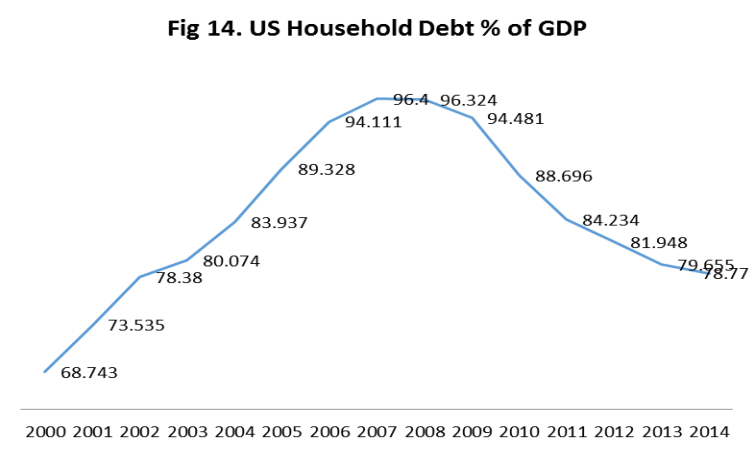






总体上看，美国经济持续好转，但并非是火箭式增长，而是较为缓和稳定的增长。需要关注的是，美国经济增长的重要背景是，美国经济正处于去杠杆的阶段。

第一是家庭去杠杆。美国家庭债务占收入的比例已经下降为2007年的26%。家庭债务的主要构成为房屋贷款，它的减少首先是由于房贷违约减少，同时新的贷款在减少。自危机后银行贷款要求变得严格，个人投资消费也变得谨慎，且贷款者按时还款。之前危机出现的一个重要原因就是信用过于宽松，购房难度低，银行对房屋的估价高，美国家庭债务减少，个人信用收缩。这一背景很重要，它会直接影响经济周期。

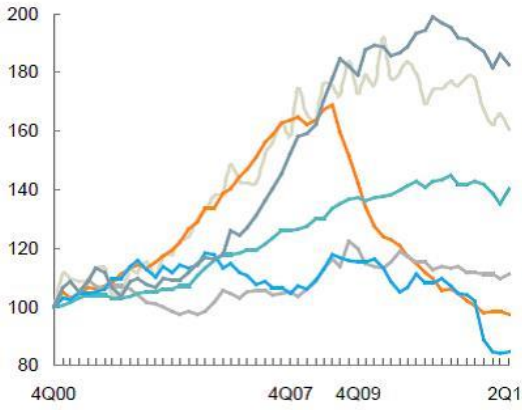


第二是银行和整个金融体系的信用收缩。美国银行的债务从2007的8.8万亿下降至2014年的6.2万亿。2007年以后，美国银行被迫降低风险，同时改善资产负债表。麦肯锡2015年的报告显示，现在美国大银行核心资本是2007年的1.5倍，杠杆率显著下降。美国影子银行产品设计复杂，金融风险较大，数据显示，目前其规模已大幅度降低，总额已经减少了3万亿，回购协议、CDO、CDS分别减少了19%、43%、67%。

Exhibit 22

The financial sector has deleveraged since the crisis—mostly driven by the United States

Financial-sector debt[1] (% of GDP)
Index: 100 = 2000



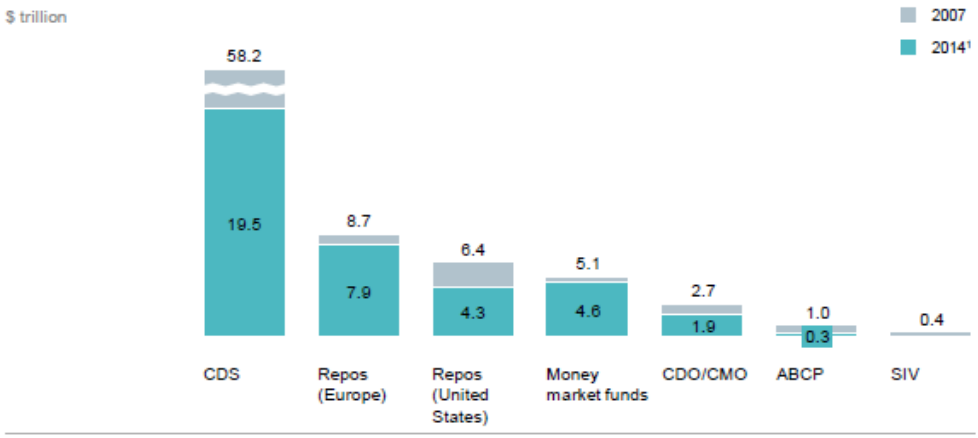
	Debt level, 2Q14 $ trillion	Change in debt-to-GDP ratio, Percentage points 2007–2Q14	2009–2Q14
France	2.7	15	2
United Kingdom	5.4	2	-14
Netherlands	3.2	38	7
Japan	5.4	6	-9
United States	6.2	-24	-17
Germany	2.8	-16	-25

1 Sample includes advanced economies with largest financial-sector debt levels (greater than $2 trillion) in 2Q14.
NOTE: Debt as percent of GDP is indexed to 100 in 2000; numbers here are not actual figures.

SOURCE: Haver Analytics; national sources; *World economic outlook*, IMF; BIS; McKinsey Global Institute analysis

Exhibit 24

Shadow banking entities and instruments that were important before the crisis have declined



	CDS	Repos (Europe)	Repos (United States)	Money market funds	CDO/CMO	ABCP	SIV
Decrease since 2007, %	-67	-9	-33	-9	-29	-70	-100

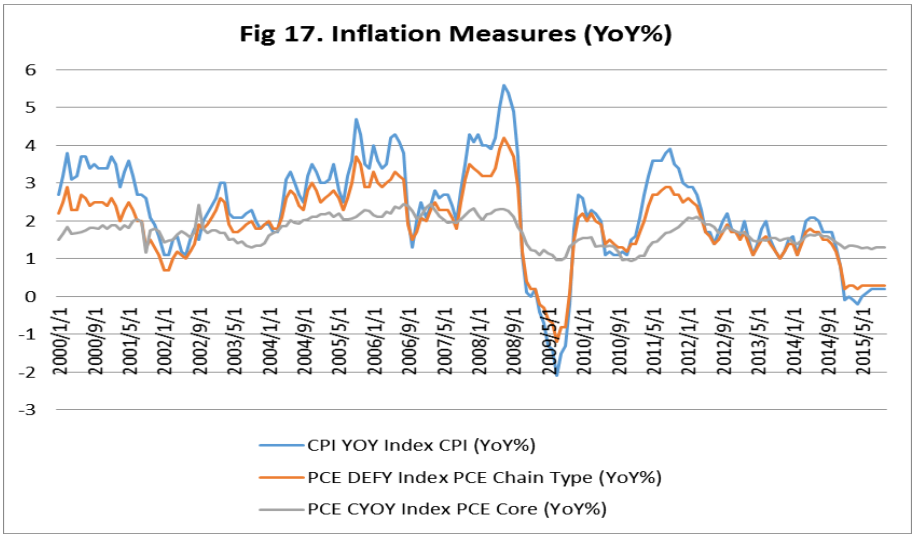
1 As of June 30, 2014.
NOTE: For CDS (credit default swaps), data are global net amount outstanding; repos (repurchase agreements), gross value of repo and reverse repo contracts outstanding; money market funds, global assets under management; CDO (collateralized debt obligations), global amount outstanding; CMO (collateralized mortgage obligations), amount outstanding in the United States; ABCP (asset-backed commercial paper), amount outstanding in the United States and Europe; SIV (structured investment vehicle), global assets under management. Numbers may not sum due to rounding.

SOURCE: BIS; FED; ICMA; SIFMA; Simfund; Fitch; McKinsey Global Institute analysis

考虑到去杠杆，降低风险的背景，美国的经济前景比较乐观，其增长是有效的且可持续的。

（二）通货膨胀

美国的 CPI、PCE 等通货膨胀指标自 2015 年以来稳定在较低水平。由于美国经济复苏，经济增长稳定，并且各国对美联储加息有所预期，造成强势美元。大宗商品价格持续下跌，特别是原油价格处于低价位徘徊，劳动力市场工资水平增长缓慢，银行信用扩张谨慎，个人的申请信用和消费谨慎，这些因素综合起来，导致了通胀水平总体较低。



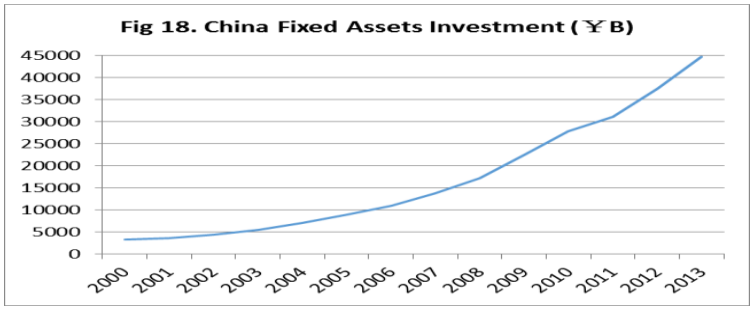
美联储 9 月的议息会议表示，最近国际形势的发展包括中国、欧洲和其他发展中国家会向美国的通胀施加进一步的下行压力，因此低通胀水平预计会持续。

三、中国的经济发展前景

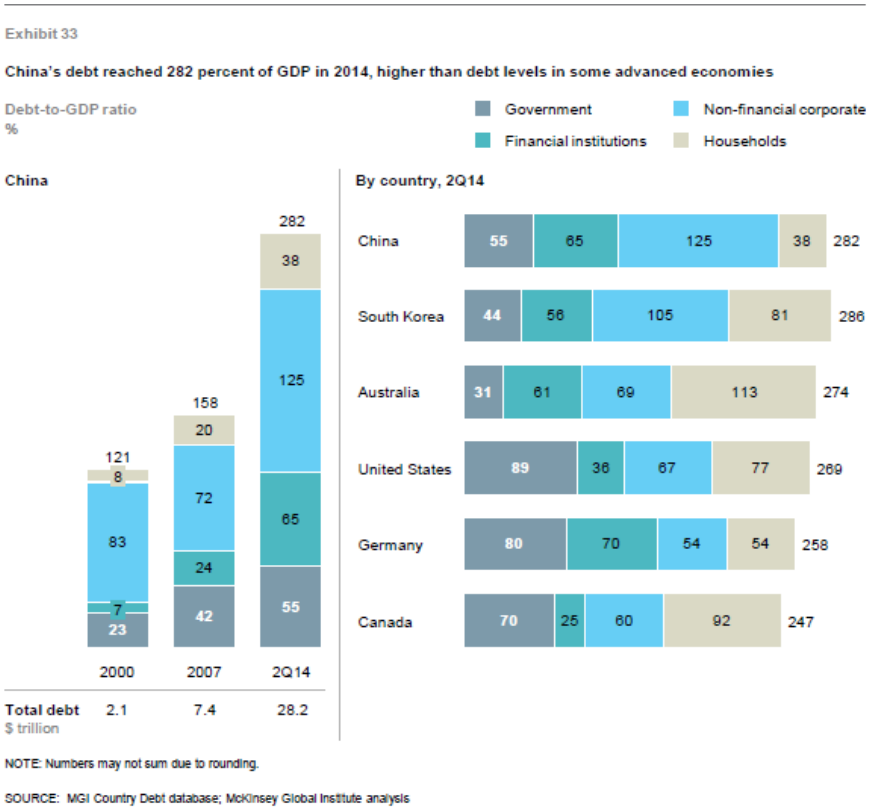
毫无疑问，中国对全球经济和金融市场影响极大。从购买力平价上来看中国是全球最大的经济体。中国具有最大的制造业，最大的商品贸易，也是最大的外汇储备持有国。但是，中国现在面临着非常大的挑战。

当前，中国的最大挑战并不是中国的疯狂股市，而是中国的经济增长动力。

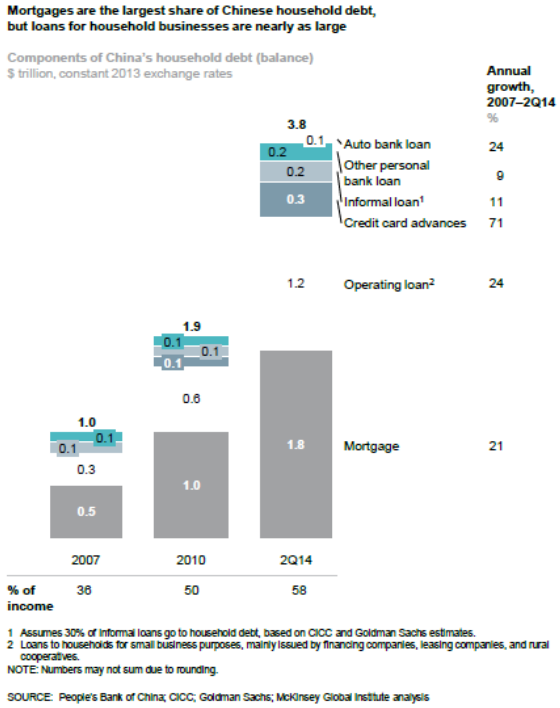
首先，中国传统的经济增长动力——制造业、出口业正在衰退，这是由于劳动力成本的显著增长。原有的增长动力难以为继，经济危机发生后，政府（主要是地方政府）进行了大量的固定投资，以及鼓励房地产市场，这些是促进了经济增长，但也造成了巨大的生产过剩，资源浪费以及房地产泡沫。这些动力是不可持续的。



第二个挑战是是中国的债务问题。中国的债务总量，包括家庭，公司，政府（主要是地方政府），从 2007 年到 2014 年已经翻了 4 倍，是 GDP 的 282%，债务增长率是经济增长率的 2 倍，非常惊人。



调查中国的债务特性可知，其中一半是与房地产直接或间接相关，房地产的变化影响极大。如果房地产泡沫破灭的话，公司受到冲击将会特别大，因为公司的杠杆比个人高。第二个是地方债务，它从 2007 年 0.6 万亿增长到 2014 的 1.7 万亿，地方政府的财政收入很多是依靠售卖抵押土地，偿还能力值得怀疑，不少省份财政赤字连连，有的债务收入比例甚至大于 100%。

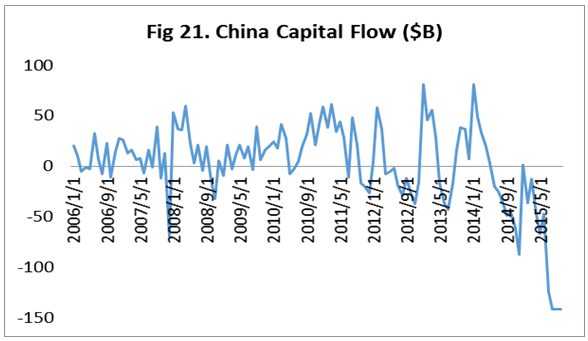


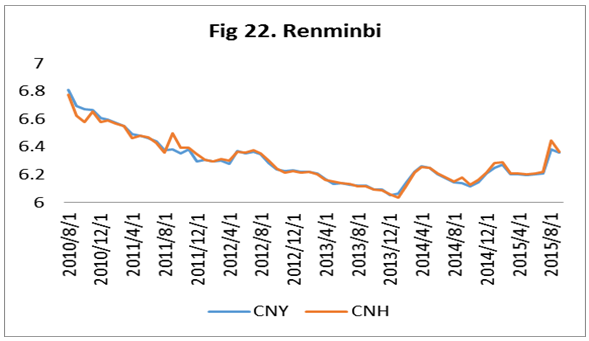
还有约 1/3 的债务是来自于影子银行。到 2014 年，中国影子银行的总量已经达到 6.5 万亿，占中国债务总量的 30%。从 2007 年来，每年平均增长为 38%。这些影子银行为追求收益率，贷款对象集中于传统监管环境下难以取得银行贷款的公司，大多是投资于回报高且风险大的房地产项目。因此，中国的债务风险很大。

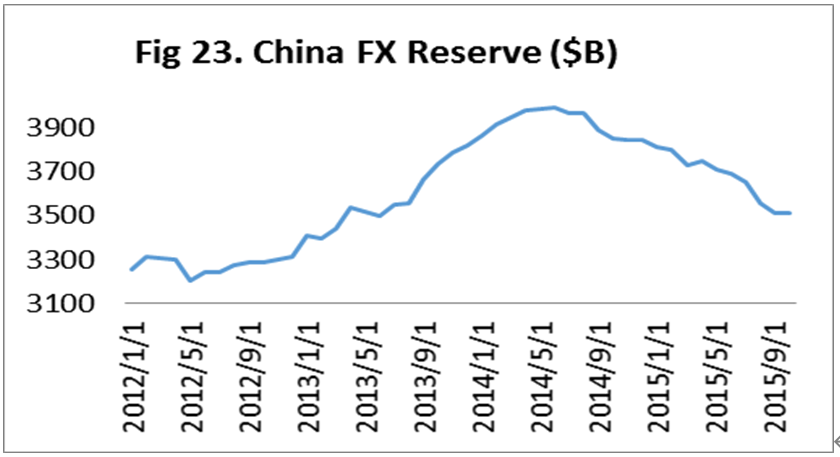
参照历史上其他国家的经验，中国发生经济危机的可能性较大。因此，在债务增长、泡沫膨胀的背景下，相比美国的平稳式增长，中国经济的发展不容乐观。

但也存在一些积极的因素：中国政府债务水平低，仅占 GDP 的 27%，同时中国有较高的财政收入。当金融系统出现违约风险，政府有能力进行救助，但可能导致未来的经济增长进一步降低，代价较高。

下一个挑战是货币贬值、资本外流、外汇储备降低。在全球宏观经济环境的影响下，加之中国的宽松的货币政策，货币贬值，资本外流不可扭转。







最后一个挑战是股市。针对普通股民而言，他们缺乏对价值和风险的认识，目前中国股市如同“赌场股市”，股民对中国市场的信心不足，资本难以得到有效分配。

总体上而言，中国经济增长的动力不足，传统行业正在衰退，固定投资，房地产有关的经济动力不可持续，更会加剧泡沫；地方政府债务增长过高；其他宏观因素亦不容乐观。

四、中国问题的解决方法

中国需要发展新的增长动力。目前政策主要倾向于：扩大内需，提高消费需求，充分利用广大的中产阶级，推动发展非地产类新兴行业，如互联网、教育、医疗保险、旅游文化等。

当前中国的个人消费处于全球最低水平，导致这一现状的主要原因是中国缺乏完善的社会保障制度和保险制度，居民为了维持生活水

平必须加大储蓄。促进消费必须首先建立健全社会保障制度。

并且，中国缺乏完善的资本市场，缺乏好的投资渠道。因此，当前需要建立有效率的、以价值为主导的一级、二级投资市场，进一步鼓励提高生产率和创新，加强投资者对新兴产业的支持，促进机构投资。

此外，还需要完善风险评估机制。一是建立完善的破产程序，要企业“能破产”，使投资者形成风险意识，使整个社会对价值和风险有更深入的了解；二是成立独立的评级机构。

最后，需要完善法律法规，避免规则被反复修改。

五、问答环节

Q1：从数据上来看，美国经济时好时坏。特别是对于就业率的低于预期，有的说法是认为只是增长放缓，有的则是认为就业市场已经饱和，这该怎么看？

A1：经济增长是必然有起有落的，有时候确实会出现低于预期的发展。不过从总体上来说，是在发展的，劳动力市场短暂时期的就业饱和虽会出现，但不会持续。而且美国劳动就业率低有很多原因。经济周期不一定是最大的原因：婴儿潮中出生的人已经开始陆续退休，而且今后几年将继续影响劳动力市场。妇女选择就业降低。年轻人选择接受更多教育，留在学校时间长。开放职位所需技能和失业人员技能不匹配。移民政策限制大等等。

Q2：美国市场人士中有人呼吁 QE4，对此，您有何看法？

A2：目前美国的经济已经开始复苏，利率已经是较低水平，预计 2015-2016 会加息退出宽松，考虑到经济因素，应该是缓慢而渐进的加息，进一步的宽松可能性不大。

Q3：美国家庭去杠杆结束后何时会出现新一轮的加杠杆，其出

现的标志将会是什么？

A3：需要关注工资的增长是否会使得房价收入比出现比较大的变化。

Q4：美国财政支出自 2011 年后开始减少，但 2015 又开始有所增长，意味着什么？

A4：这部分数据的变化是对 2016-2017 年预期，财政支出并非一直减少，预计会回归到比较稳定的水平。

Q5：是中国的股市影响着欧美股市，还是欧美股市牵引着中国股市的变化？

A5：中国股市对欧美股市影响很弱，各国看重的是中国的经济发展前景，并非中国股市，是在中国公布制造业等数据之后，对欧美股市造成很大影响。并且，中国股市和中国经济的关联性还是比较小的。中国经济更多影响大宗商品市场行情。

Q6：中国的债务问题将会何时爆发，会发展到何种结果？

A6：中国政府一致较为关注债务问题，债务问题的关键在于房地产，近期政策也推行降低首付的政策。若房地产价格下降，债务问题爆发，受影响最大的将是大企业和地方政府，不过中国政府的债务压力轻，有能力救市，之后将会如何发展有待观察。

第 94 辑

(2015.10.15)

亚洲及中国财富管理市场的现状及展望

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

林国沣先生主要负责诺亚财富集团的运营和管理工作及集团主要的战略工作。林国沣先生在金融行业的战略，运营和管理方面拥有 14 年的丰富经验。在加入诺亚前，他是麦肯锡全球资深合伙人，以及麦肯锡亚洲金融服务团队的联席负责人，服务范围覆盖 13 个亚洲区域市场。他曾是麦肯锡亚洲晋升最快的合伙人，在加入麦肯锡六年后就当选为全球合伙人。在他的领导下，麦肯锡的私人、零售和电子银行业务规模增长了三倍多。他同时还主导了中国、印度、中国台湾地区、新加坡、中国香港地区、韩国和日本地区的多个主要金融机构在战略、财务和运营方面的业务转型。林先生在麦肯锡团队中是私人银行和财富管理业务方面的专家。在麦肯锡工作期间，他还同时担任绩效评估委员会主席，负责麦肯锡大中华区超过 200 名专业人士的绩效评审工作。在加入麦肯锡之前，林先生曾在美国谢尔曼思特灵律师事务所纽约和香港办公室任职，为多家跨国企业提供企业并购以及在纽约股票交易所和纳斯达克股票交易所上市方面的咨询服务。林先生拥有牛津大学法律学院的荣誉硕士学位及宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融学士学位，并曾获得约瑟夫沃顿奖学金和本杰明富兰克林奖学金。

一、对中国市场的研究和看法

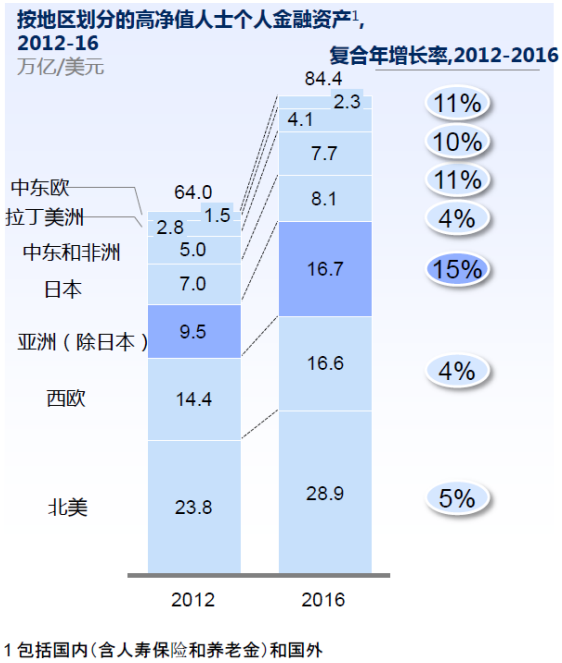


图 1 亚洲将成为第二大财富市场

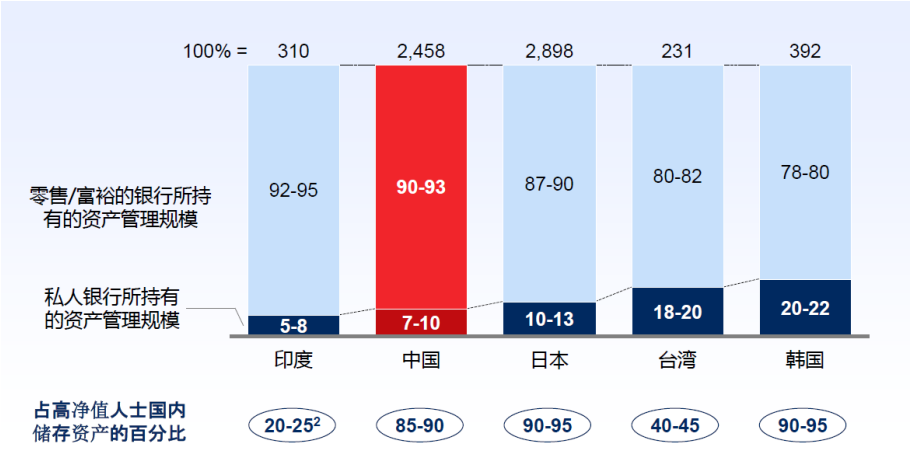
图 2 中国贡献了日本以外亚洲地区 50%的增值

资料来源：麦肯锡全球财富池 v13.2

中国私人银行机遇与挑战并存。我们的报告中主要分析高净值客户的金融资产额等数据。在这里金融资产定义为非房地产类可投资资

产，高净值人士即拥有 100 万以上美金可投资资产的客户，从2012-2016 的数据来看，2016 年全球高净值人士的金融资产将会达到约 84 万亿美元。除去日本，2016 年亚洲已经是全球第二大高净值客户金融资产市场，总体数额约为 16 万亿；若是计日本入内，则大致与北美数量相当。并且，现在中国占整个亚洲市场的一半，取代了曾经日本的位置。

图 3 私人银行服务的国内高净值人士资产在目标市场所占份额，2010（十亿/美元，百分比）



1 不包含人寿保险及养老金。
2 包括占印度高净值资产总值60%的定居国外的印度人;这些定居国外的印度人的在岸敞口约为20% (反之，剩余约80%的在岸敞口是由本国印度居民创造的。)

资料来源：麦肯锡全球财富数据库;行业访谈;文献检索

从 2012 年到 2016 年（预测），整个亚洲高净值人士个人资产从 9.5 万亿上升至 16.7 万亿，新增份额中 53%来源于中国。从存量和新增维度上来看，中国均占一半以上。但很多客户并未涉及私人银行业务。在中国，仅约 10%的高净值客户在使用私人银行服务，而其他 90%的客户是使用零售银行或大众富裕银行做服务。换言之，当前诺亚的主要任务不是与竞争对手抢市场份额，而是劝说客户从其他方面服务转向私人银行服务。当前，中国客户大多数不太理解私人银行服务。与其形成对比的是，从美国、澳洲的数据上来看，40%-50%的高净值客户在使用私人银行业务服务。

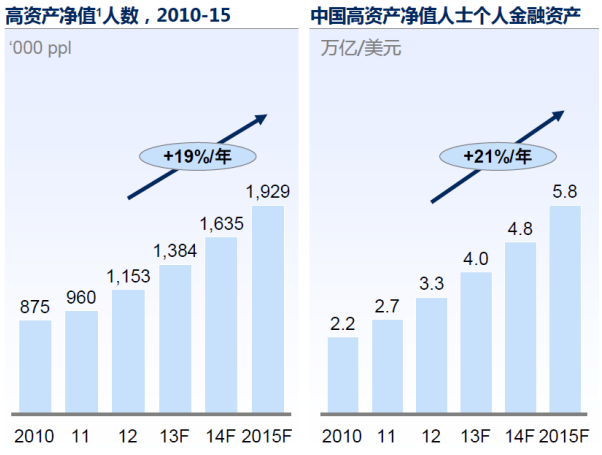


图 4 中国高资产净值人数及资产额

资料来源：麦肯锡全球财富数据库

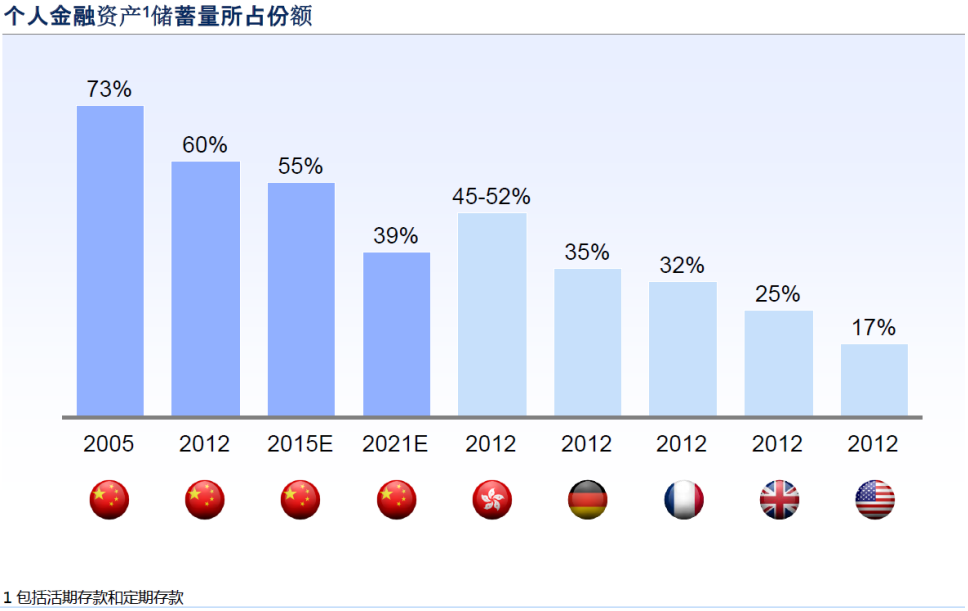


图 5 中国及其他国家个人储蓄率

来源：中国统计年鉴;中国人民银行;麦肯锡

当前中国金融资产以每年 19%~20%的增长速度增长，现在中国高净值人士的资产约为 6 万亿美元，在 2015 年预估会有两百万高净值客户。2005-2012 年中国存款率为全球最高，但由于其他市场以及我们本身市场的波动，中国市场除了财富正在累积外，存款率在下降，这会带领整个投资市场发生重大变化。

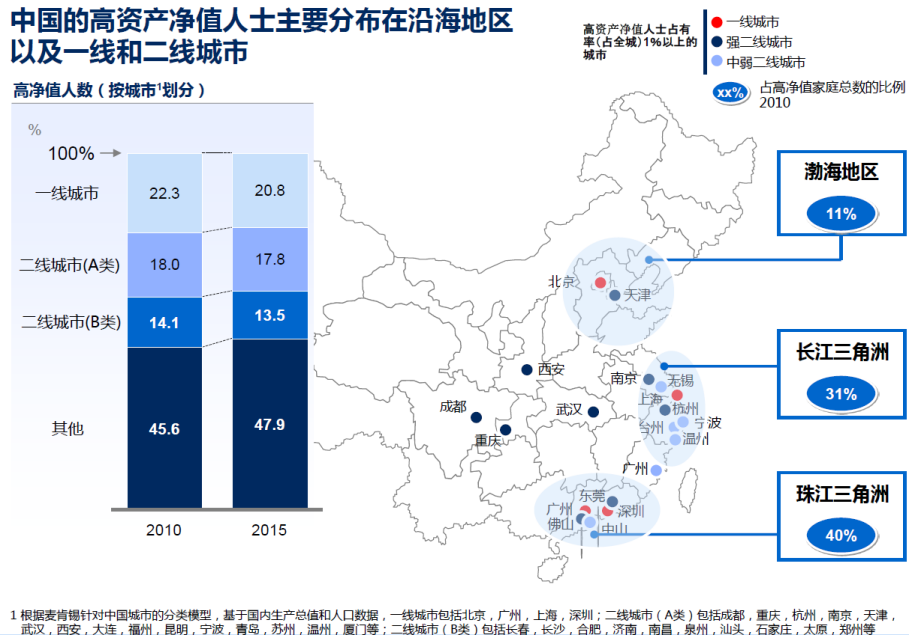


图 6 中国高资产净值人士地域分布

资料来源：麦肯锡全球研究院

整个高净值客户分布在哪里呢？毫无疑问，我们首先会考虑沿海地区和一二线城市。然而，2015 年的数据表明，47.9%的客户都在非一线城市，换句话说，我们的客户约 50%不是在沿海地区和一、二线城市。

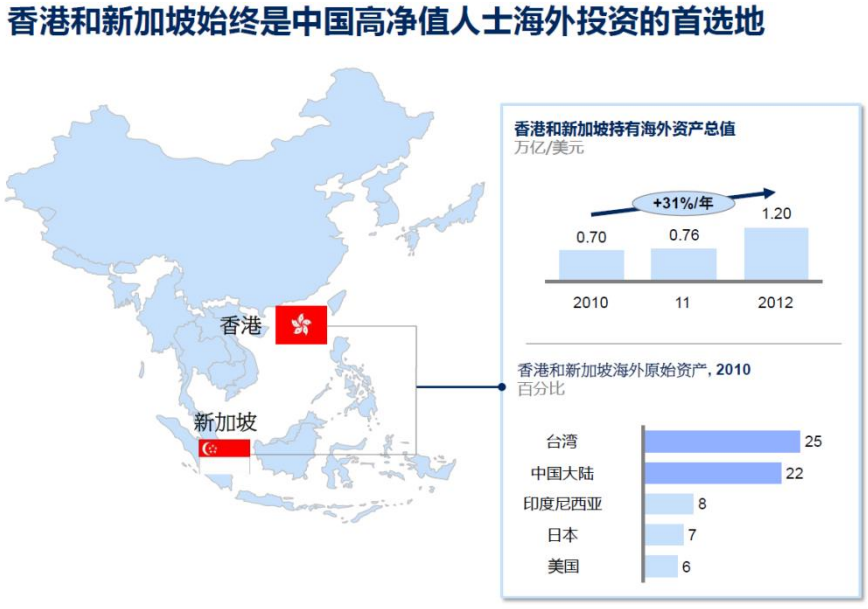


图 7 中国高资产净值人士的海外投资首选地

资料来源：BCG 财富报告;专家访谈;麦肯锡分析

从诺亚对客户的深度调查数据可以发现，对海外投资的需求程度很高。主要是因为海外投资可以分散风险，选择可以更加多样化。因此具有多个不同国内财富管理机构的诺亚集团也开始海外布局，让客户可以进一步选择。从进一步的调查也可发现，海外投资的大部分并非是为了更多回报，也并非为了子女或者移民的考虑。其中，86%是为了分散风险，76%是为了能有更多选择。香港、新加坡是当前中国高净值客户最为偏好的投资市场，欧美，澳洲市场居其次。

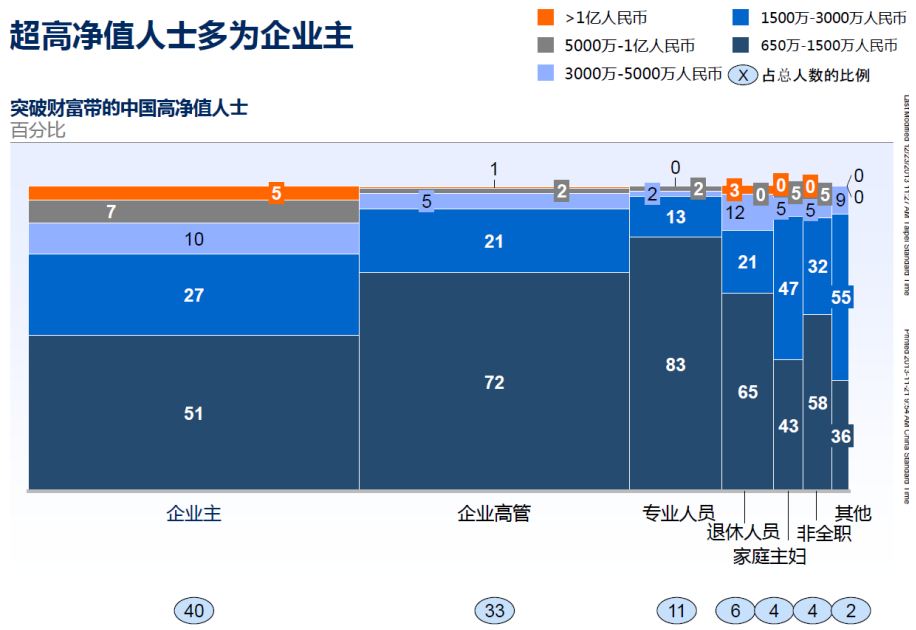


图 8 中国超高资产净值人士的构成

资料来源：中国高净值人士调查，2012

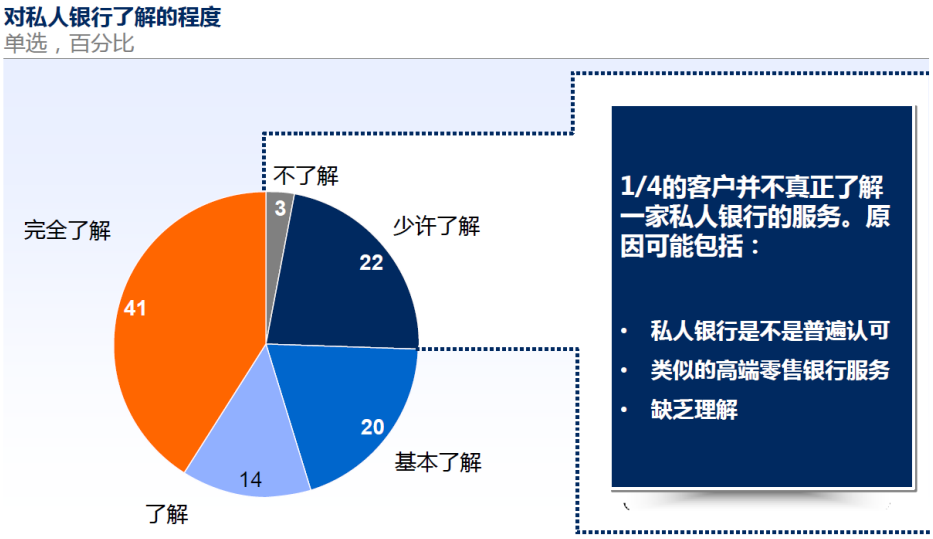


图 9 中国高资产净值人士对私人银行的了解程度

资料来源：中国高净值人士调查，2012

把不同客户群体细化分组可以得知，企业主在高净值客户中占比最大，第二位则是部分企业高管。当前诺亚的客户约 80%是企业主。国内很多高级客户对私人银行了解其实不深。从数据图上可知，有 25%的客户不理解或者只理解部分私人银行的概念，只有 41%的客户完全理解。因此，需要更多的客户交流与客户培育。

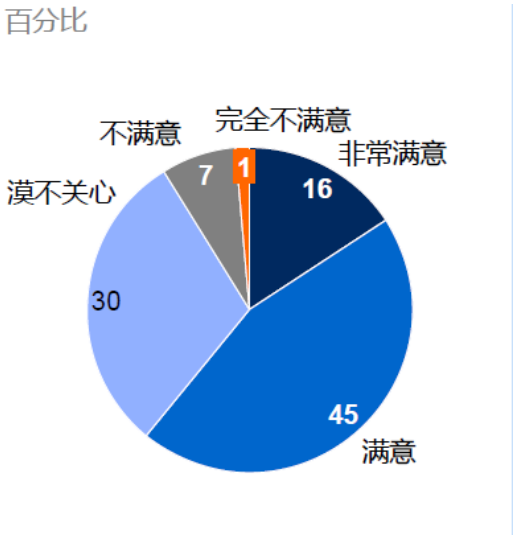


图 10 中国高资产净值人士对私人银行的满意程度

资料来源：中国高净值人士调查，2012

正如前面所说，仅 10%的客户使用私人银行服务。从数据中看出，除了不理解私人银行概念的客户之外，真正满意的客户量很少，非常满意仅占用户的 16%，不满意或者不关心的或者完全不满意的有 40%左右。所以，怎样在这个有较好的市场、有投资意愿的基础上推行服务，是当前需要解决的重要难题。

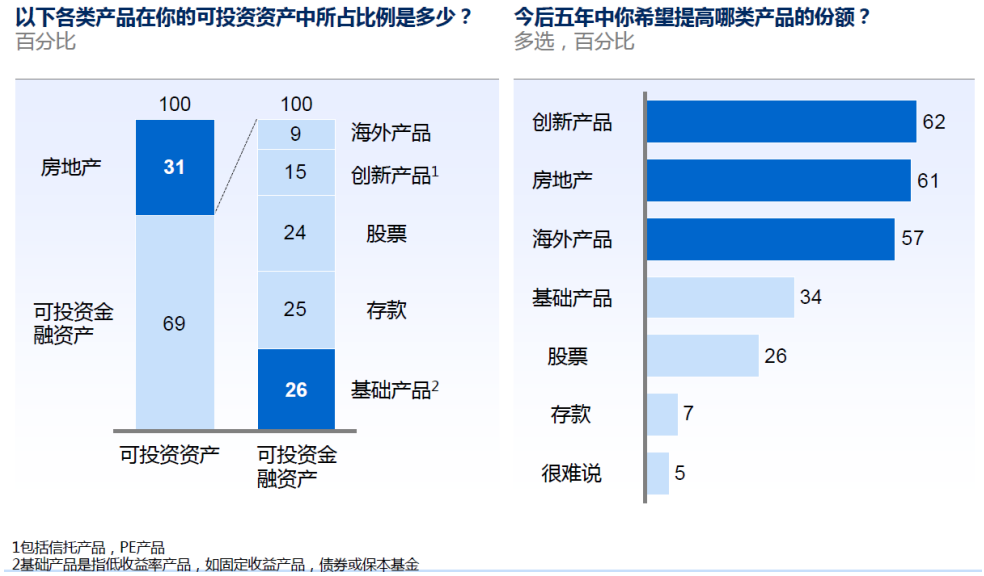


图 11 中国高资产净值人士资产配给及意愿投资份额

资料来源：中国高净值人士调查，2012

关于产品方面，数据表明，客户投资的产品 31%是房地产。其他 69%的金融资产中，基础产品（如固定收益产品）占 26%，存款占 25%，股票占 24%，创新产品（如 PE 产品）占 15%，海外产品占 9%。

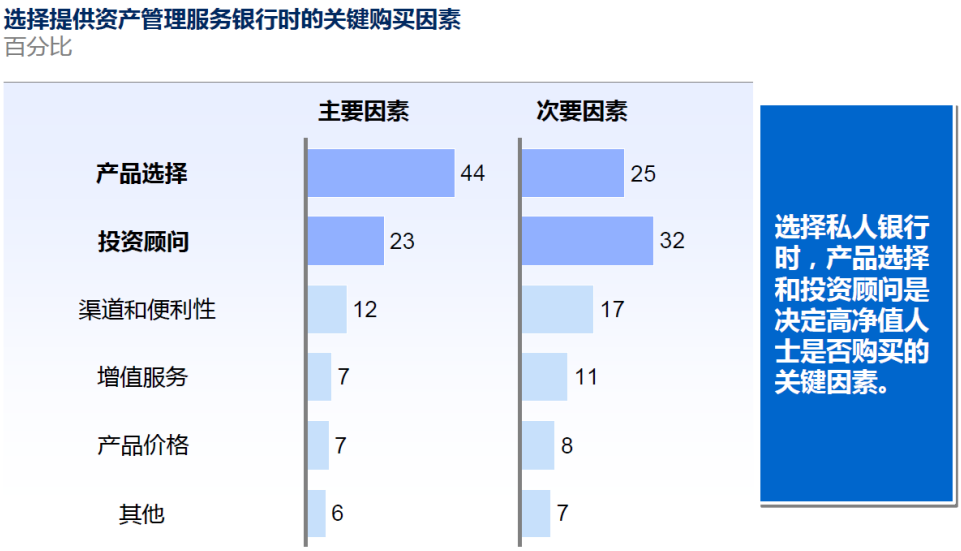


图 12 中国高资产净值人士选择产品的关键购买因素

资料来源：中国高净值人士调查，2012

今后 5 年，高净值客户主要集中提高的产品主要是 1）创新产品（非标产品）2）房地产 3）海外产品。同时需要开始筛选财富管理

银行及财富管理机构。主要考虑的因素在于：1）产品选择，2）投资顾问的能力。现在开始主要关注的是产品的广度和深度，以及投资顾问的能力，这是驱动客户选择财富管理的基础。

图 13 中国大陆、香港及新加坡主要私人银行监管机构

资料来源：诺亚国际

对于香港、新加坡而言，它们的私人银行当前问题较多，这主要是因为监管机构对私人银行的观点并未达成一致。新加坡较好，只有一个监管机构，对私人银行有非常明确的标准；而香港则有两个监管机构：香港金融管理局、香港证券和期货监察委员会，因此个人认为标准较为混乱，发展较慢。

二、中国市场波动的影响

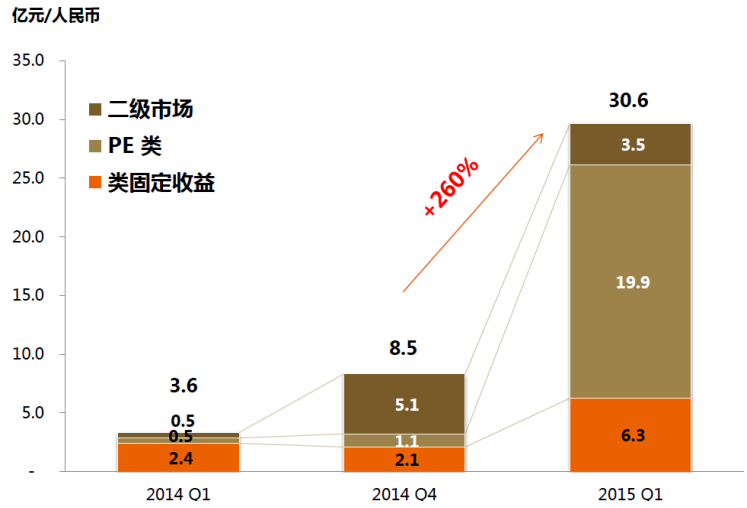


图 13 诺亚国际售出的全球产品总量

资料来源：诺亚国际

2015 Q2	环比增长	同比增长
PE/VC类产品	+139%	+108%
海外资产	+262%	+761%

图 14 诺亚国际售出的全球产品总量增长率

资料来源：诺亚国际

最近中国市场波动较大，长远而言对中国市场的影响是积极的。原因有三：第一，由于股票市场的波动，客户开始理解如何做风险分散，开始对产品的回报需求和风险分散有不一样的想法，如投资海外产品。第二，需求偏好中会增加一级市场投资。2015 年，二级市场开始有所减少，一级市场的时代开始来临，包括 PE/VC 的产品。从 2015 年来看，中国市场的很多投资者是零售客户，与其形成对比的是，欧美市场大多数则是机构客户。市场波动开始以后，一个好趋势是：零售客户开始保守，机构客户开始加入，这标志着专业人士将越来越多地参与其中。第三，中国政府在这种市场环境下将会学习很多，逐渐会配合市场完善监管机制。就亚洲各国而言，中国政府的监管机

制是比较具有前瞻性的。

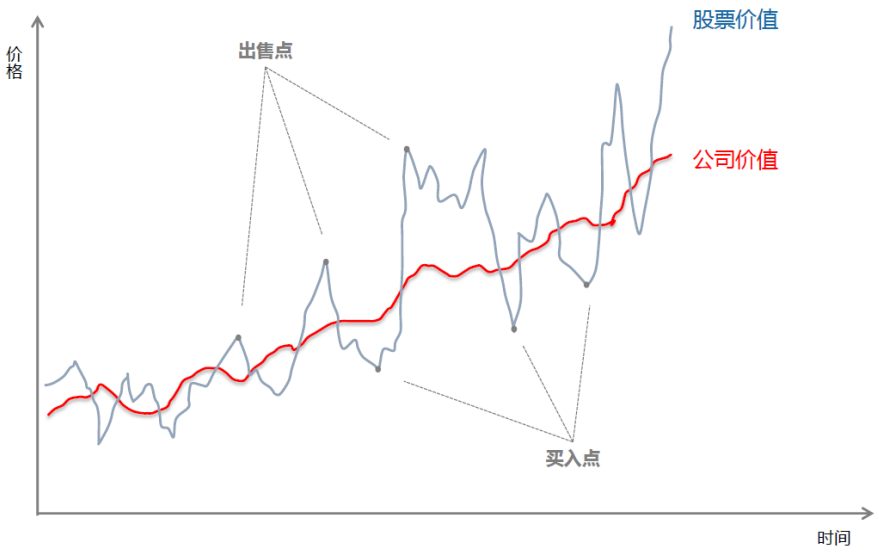


图 15 价值发现与创造过程

资料来源：诺亚国际

从诺亚的调研数据中可以发现，市场波动的影响比较大，海外资产和一级市场的配置增加不少。这一过程，不仅是价值发现，而且是价值创造。客户开始理解需要的不是发现有投资价值的股票，而是投资未来。总之，国内的投资者开始更加关注在价值创造方面的一些投资标的，包括 PE/VC 的投资。

三、亚洲私人银行的情况

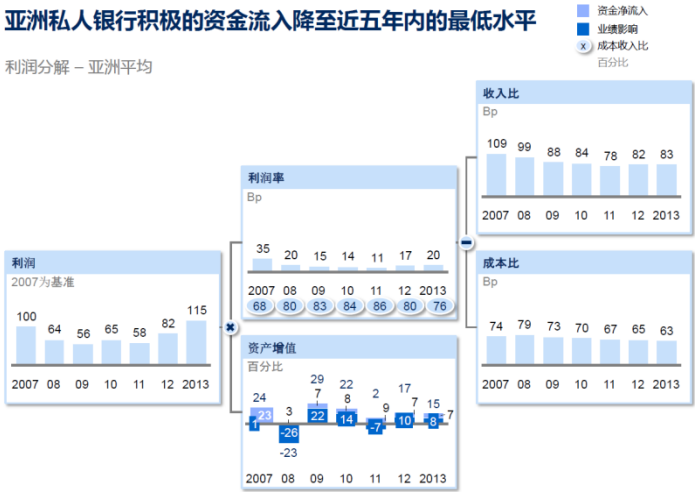


图 16 亚洲私人银行利润率

资料来源： McKinsey Private Banking Survey

从全亚洲私人银行中的一些大银行实际数据可知，亚洲大银行的收入比和利润率自 2007 年来一直在下降。收入比自 2007 的 109bp 下降至现在的 83bp，这主要是由于产品吸引力的下降。而成本则是比较稳定地保持 0.74~0.63 范围内。总体看来，当前亚洲私人银行利润率低，收入比下降，成本保持高水平，利润提高的唯一来源是资产增值。

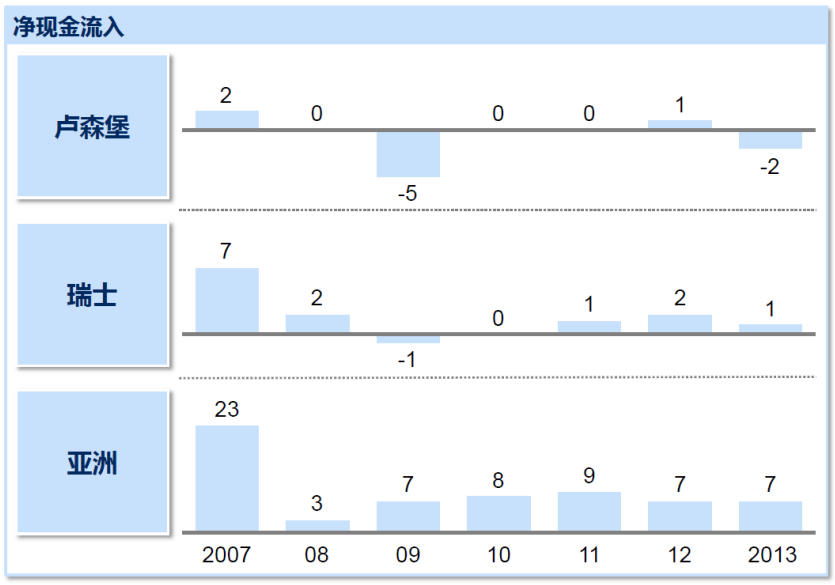
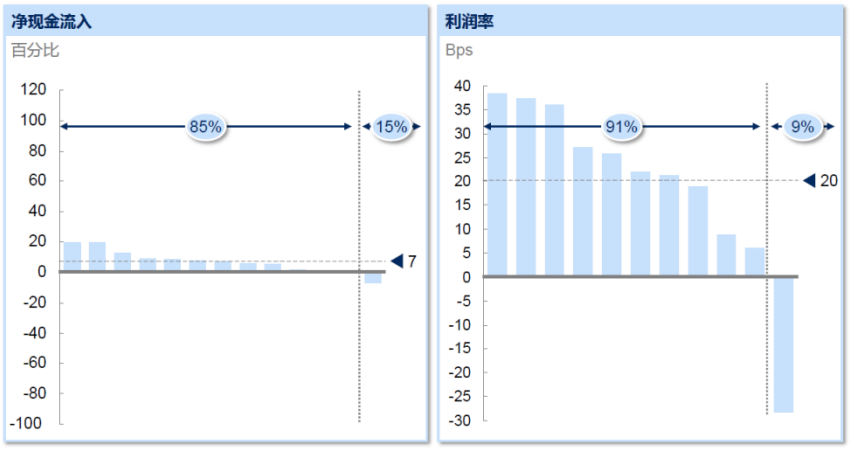


图 17 卢森堡、瑞士及亚洲私人银行资金流入对比

资料来源： McKinsey Private Banking Survey



注：根据提供资产管理规模增长以及盈利数据的私人银行进行分布划分

图 18 亚洲私人银行净现金流入及利润率

资料来源： McKinsey Private Banking Survey

与欧洲形成对比，亚洲自 2007 年来不断有资金流入，资产增值使得利润在提升，但是利润率依旧很低。亚洲前 5 名利润率大于 20%，后面名次的对应情况差很多。因此，一般来说，需要资产规模大于 150 亿美元并且有很大的覆盖面，这是立足基础。否则，被收购的可能性很高。

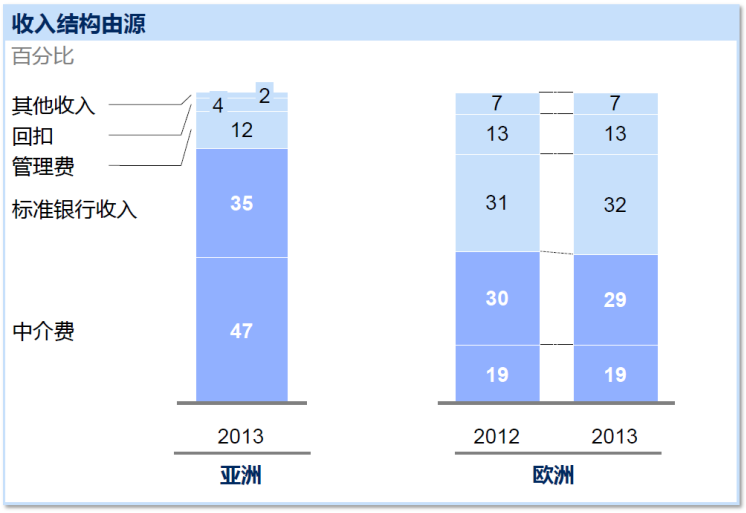


图 19 亚洲私人银行收入结构

资料来源： McKinsey Private Banking Survey

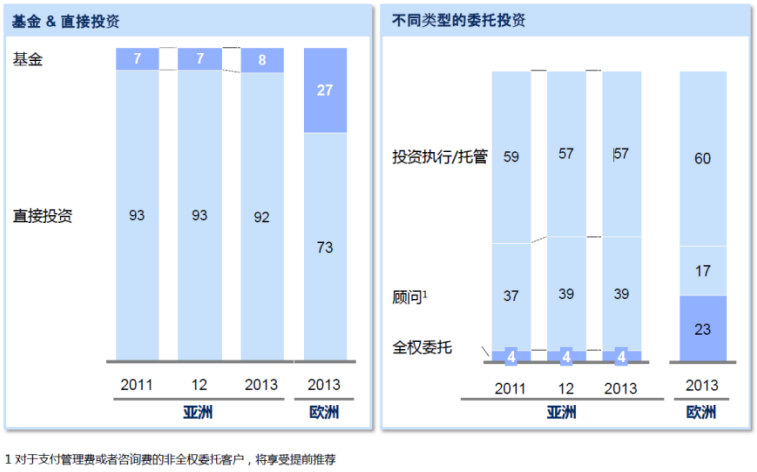


图 20 亚洲与欧洲私人银行投资委托率

资料来源： McKinsey Private Banking Survey

亚洲的资金流入较好，可是整体利润率较为一般。亚洲的收入架构和欧洲不同，亚洲全权委托很少，仅占 4%，欧洲的相应比例则是

23%。现在已经开始改变，亚洲全权委托的比例在增加，但由于私人银行的覆盖还不够完善，增加速度较慢。当前的问题不在需求，而是在供给方面。

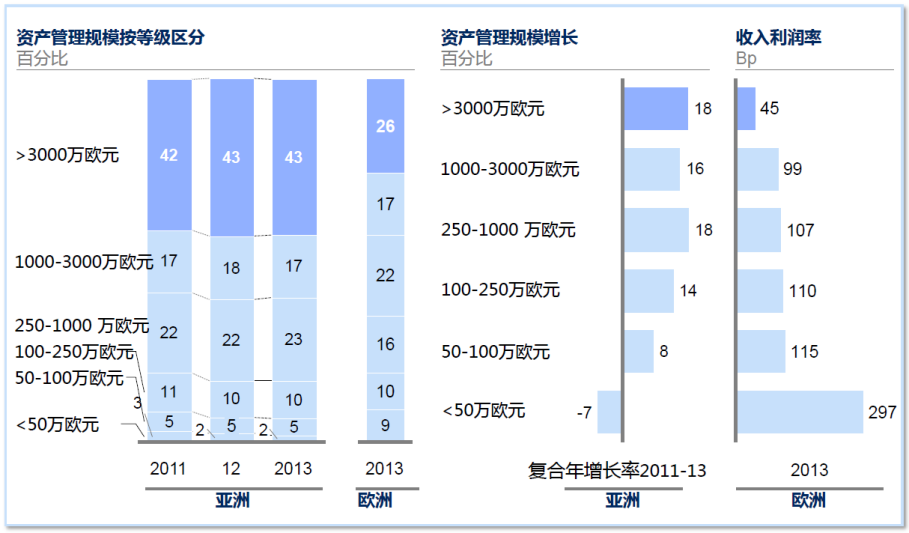


图 20 亚洲私人银行相较欧洲具有更高的超高净值客户占有率

资料来源： McKinsey Private Banking Survey

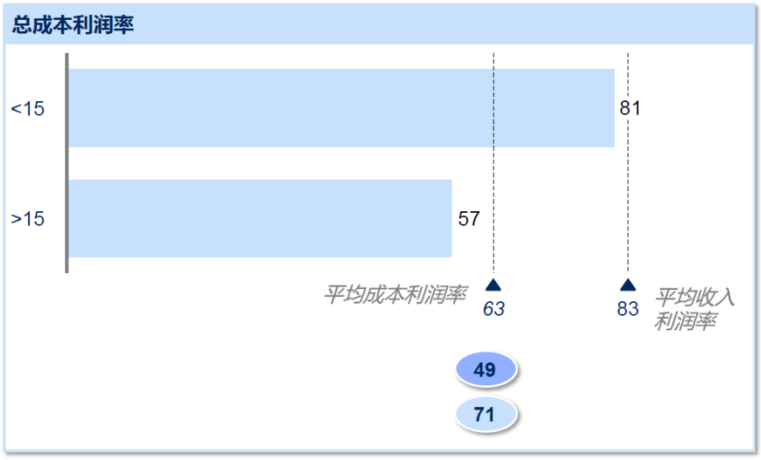


图 21 亚洲私人银行的高方差成本费用利润率由经营规模驱动

（资产管理规模单位：十亿欧元），（利润 单位：BP）

资料来源： McKinsey Private Banking Survey

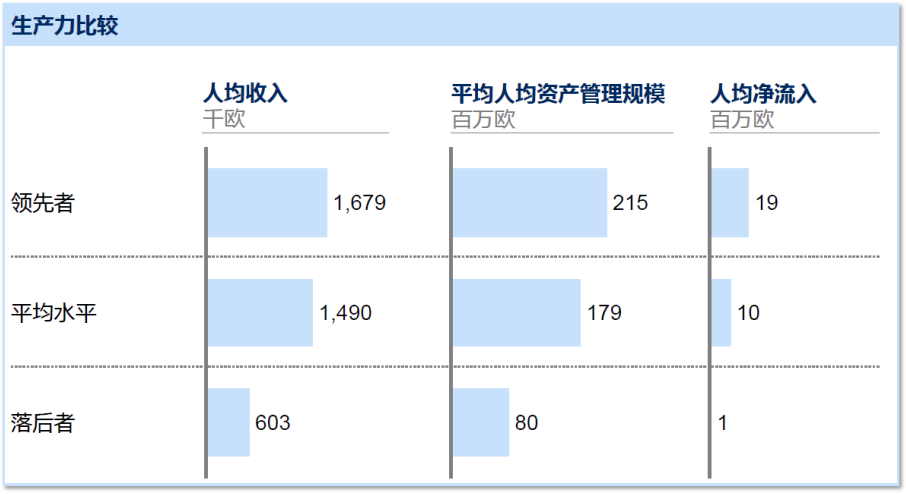


图 22 亚洲私人银行前线生产力在上层与下层执行者间存在差异

资料来源： McKinsey Private Banking Survey

在亚洲，投资规模大于 3000 万欧元客户的数量占总客户数的 43%，在欧洲，该比例则仅为 26%。而亚洲私人银行彼此之间收入落差大，例如，收入高的有 160 万欧元报税，而收入低的仅仅有 60 多万。

总之，亚洲市场是全球第二大财富管理市场，但利润率较低，参与者不一定有很好的利润回报。只有在具有较高的资产规模的前提下，从业者方能有较好的收入。

四、问答环节

Q1：根据报告的数据图来看，中国大陆未来的金融资产储蓄率将会低于香港，为何会有这种情况？

A1：因为一孩政策和人口老龄化趋势，很多中年中产阶级承受着压力，需要把存款转变为有回报的投资。中国刚开始进入这一阶段，而香港之前早已经过这一阶段。

Q2：主要是哪些领域对于私人银行服务不太满意？当前是否已经覆盖了大部分高净值客户人群？

A2：中国现在还是产品驱动的市场，各种相关机构也在不断改善。目前主要意见是：1.不少客户对前线人员不太满意，认为前线人员对客户需求理解不够清楚。2.产品需求未能得到满足，产品的广度和深度不够。3.海外服务，最近很多客户对海外投资、税务、保险业务都有很大需求。

Q3：在之前说到的三个方面，诺亚有什么成功的经验？

A3：去理解客户，开始扩展教育，与客户更多沟通，让客户和机构有更加紧扣的联系。诺亚流程上做了很多改动，让客户可以更好地了解产品、风险，让产品的销售更好的配合客户。针对家族财富型客户，跟客户一起管理。

Q4：诺亚和传统商业银行有没合作的可能？是不是竞争对抗关系？

A4：肯定是有竞争的，不过银行具有很多优势，不少业务很多时候需要银行的协助。诺亚主要是聚焦投资方面，但完成客户的整个金融经营服务也是力有未逮。从客户方面来说，两方面的合作对客户也有很大好处。如企业主，他的很多业务需求，银行和诺亚两边也都不一定完全满足得了。

Q5：对于家族财富、家族服务和公司服务等一系列的有机整合，您有怎样的建议？

A5：中国的家族企业才刚刚起步，由于当前家族服务还是以全权委托为核心，投资是主要的方向。与欧洲不同，中国的家族业务还是处于初期，不过具有较好的基础，高净值客户基本都是企业主，并且不少企业主都是到了需要传承的年龄阶段。

Q6：怎样理解互联网和财富之间的关系？

A6：这需要分开来考虑。对于普惠金融、只需要简单标准产品的大众客户，无需多少投资。阿里、腾讯是很有前景的，有取代的可

能。另两个则是高净值客户和富裕客户，互联网可以起到辅助作用，但不会取代理财师的作用。如诺亚的部分处理文件业务可以用互联网服务，互联网会支持业务，但不会代替。

Q7：如何看待财富管理和资产管理的区别和联系？

A7：一个是筛选投资的能力，即对产品的话语权和控制权，一个是和客户的关系，即销售能力。一个成功的财富管理机构两边都要有，当前中国的不少财富管理机构在销售方面还是需要有所提升的。

第 95 辑

(2015.10.23)

TPP——中国的应对策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

张燕生先生，专业研究领域为国际金融和国际贸易，曾任国家发展和改革委员会对外经济研究所所长、研究员，现任国家发展和改革委员会学术委员会秘书长，享受国务院颁发的政府特殊津贴的专家。华中科技大学经济学硕士，师从世界发展经济学创始人之一的张培刚教授。1984 年至 1996 年，中央财经大学任教，国际金融专业硕士导师；1986 年至 1988 年，先后在美国科罗拉多大学、加拿大多伦多大学、世界银行 EDI 宏观处进修和工作。北京大学，中国人民大学，华中科技大学兼职教授。

一、美国推广 TPP 的原因

美国推广 TPP 实际上是基于经济全球化的背景。经济全球化是从 1990 年开始。1990 年，美国经济在全球的经济中的比重约为 26.1%，在 2001 年约为 32%，但现在可能还不到 20%。这样就会产生一个大问题，也就是如何定义这由美国推动的 25 年的经济全球化？我的定义是：全球化是一个开放驱动、市场驱动和创新驱动的阶段。

在这个阶段，美国有军事的绝对霸权，有政治的绝对霸权，有基金、货币、金融的特权。为何在一个全球开放的过程中，美国在全球的领导力和通货实力实际上出现了一个下降的趋势。尤其是这场危机爆发之前，美国经济出现严重的产业空心化、经济虚拟化和资产泡沫化。最终在2007年的8月陷入了次贷危机，然后在2008年的4季度，进入了金融危机。一直到今天，世界主要国家还没有从这场危机的泥潭里爬出来。

为何全球化会失控？经济全球化和开放的驱动、市场化驱动和创新驱动为何没有在美国的掌控之下？并且，WTO 多哈回合作为多边的贸易体系，并不能解决全球化失控问题。同时美国朋友还有一个观念，即一个方面是全球化失控，另一个方面全球化的开放的模式被中国用不公平竞争的手段拿走了。因此这场危机爆发以后，美国为了解决全球化失控，短期是采取量化宽松，中期采取重振制造、重振创新、重振出口，长期则是释放了一个全球经贸规则的变局，也就是 TPP，这是其中的一个协议，还有 BIT、ITA 等。

从这个角度来讲，TPP 实际上是全球化发展的一个阶段，尤其是在这场被称为几十年一遇的、对美国对欧洲和世界各国都产生了重大影响的危机下，出现的全球经贸规则变局。

TPP 是否只针对中国？2014 年的 3 月 4 号，美国的副总统拜登在《金融时报》上发表了一篇文章。这篇文章就提到，TPP 从规模上看是具有世界意义的，它为美国提供了一个塑造全球经济的机会，可以加强美国的全球领导力。现在有一个新的经济强国在崛起，这意味着美国面临着比过去任何时间都激烈的区域竞争。他认为这反映出 20 年全球化所带来的教训，这个教训就是指，新崛起的经济强国，采取空前的措施来保护劳动力的标准、环境和成本。所以要用一套新的规则来解决新强国用低价同美国竞争的问题。

所以，TPP 的目的是要增强美国的全球领导力，美国要管控新崛起的经济强国对现有国际秩序的挑战，同时要汲取过去 20 年的全球化的教训，要解决全球化失控问题。

二、TPP 对中国的影响

TPP 是一个自由贸易协定，而这个自由贸易协定确实有着非常明显的排他性。因为就 TPP 来讲，它不是危机前的一般意义的为了通商的自由贸易协定。TPP 有一个最重要的变化，即从过去的降低关税、取消非关税措施、推动服务贸易的市场准入和推动贸易投资的便利化，转向了我们称之为“边境后”的政策。也就是说，TPP 最核心的问题就是要对国内的产业政策、竞争政策、政府采购政策、国有企业的政策、劳工标准、环境标准、产业保护标准等等继续管控。简单的说，也就是从过去国与国之间国际交换的开放转向了对国内的政策管控。而且这个管控的方式是一个被称为是高标准的全球治理范本。加拿大刚开始要加入 TPP 的时候，美国就因为加拿大知识产权保护的规则不符合美国而要求其调整。日本要加入 TPP 的时候，美国就会提出其农业、医疗保健、邮政以及很多方面都不符合美国标准，必须进行调整。因此，TPP 实际上更多的还是反映了美国的规则、美国的标准和美国的利益。

那么 TPP 对中国产生的影响是什么？我们可以看到世界四大经济体，美国和日本相互开放了 TPP，美国和欧洲又相互开放了 TTIP，日本和欧洲正在讨论相互开放的经济合作伙伴协议，而中国例外。因此它对中国产生的影响是，很可能使中国在未来的全球经济中被边缘化。

那么对企业的影响又是什么？举一个例子，TPP 有一个纺织前沿原产地规则。它的规定就是，对于纺织服装产品，从纱布开始的所有

增值环节都必须在 TPP 境内完成。如果从纱布开始的所有的增值环节在 TPP 境内完成，产品出口到美国、日本或澳大利亚就是零关税。如果部分环节是在中国完成，那么出口到这些国家都要高关税，这就会产生明显的贸易歧视和贸易转移效应。因此在这种情况下，我们就可以明显看到，越来越多的中国纺织服装企业，或者过去 35 年在中国投资的企业，开始到越南、墨西哥以及一些 TPP 境内完成所有的生产价值链。

在一次博鳌论坛上，美国的前商务部长古铁雷斯先生发言的时候说了一句话："美国的再工业化难道要重新建立纺织工业吗？"古铁雷斯话音没落，报刊杂志就发表了一个新闻，中国有一家纺织厂开始投 2.8 亿美金到美国建纺织厂。过去的全球化，是一个多边的开放，一个包括各区域的开放，比如亚太地区都属于开放的地区。但从 TPP 以后，美国开始从全球化转向了区域化。而且美国会跟欧洲和日本建立起一个相互开放的区域市场。从这个角度上来说，对中国的确会产生边缘化的影响。

由于 TPP 的性质和影响力，可能会带来经济全球化的倒退。比如，中国 2015 年上半年的贸易增长率是-6.9%。2015 年前三个季度，中国的外贸进出口增速为-7.7%。可以明显地看到在 2015 年上半年，外贸进出口这驾拉动中国经济增长的马车出现了熄火的现象。

三、外贸进出口大幅度的负增长是全球性的问题

从美国、欧洲、日本、韩国、墨西哥、巴西等国的数据，可以看出 2015 年上半年的贸易负增长是全球性的。全球的外贸，尤其是出口的表现非常不好。目前世界主要国家出现的非常不好的情况是，国际交换、国际竞争、国际合作的规模，实际上是负增长的。

外贸进出口不好的形势究竟是短期存在还是长期存在？从中国

的角度来讲，2015 年中国 GDP 的增长率预计目标是 7%，外贸进出口预期的目标是 6%。而 2015 年上半年外贸进出口的实际增长率是-0.9%，所以 2015 年没有达成目标。过去三年，中国商务部的外贸进出口都没有完成预期目标。未来三至五年，中国的外贸进出口我个人认为也不会太好。过去 30 年，中国的 GDP 增速是 10%，外贸进出口的增速是 20%。外贸是三驾马车中拉动中国经济增长最重要的引擎。从世界史的数据中也可以看到一种规律：凡是经济全球化的前期，外贸的增长会高于 GDP 的增长，外贸可以充当拉动世界经济增长的引擎。凡是全球化中段、去全球化的过程中，都可以看到一个现象就是全球的外贸增长明显减退，外贸不再充当拉动世界经济的引擎。

那么为什么中国目前的外贸困境会是长期的？首先，现在全球外贸的大环境是在实行区域化，比如 TPP 和 RCEP。美国现在甚至对海外投资实施征税。其次，各国企业的回归。金融危机爆发后，有一份报告曾预计，在未来的 10 年，也就是从危机开始后的 10 年，55%的美国企业会回到美国，会给美国带来 300 万的就业岗位和 1000 亿美元的出口。在危机爆发以后，美国的企业开始回归美国，欧洲的企业开始回归欧洲，各国的企业都开始回归。再次，互联网技术也会造成一定的影响。可以明显的看到，信息化、制度化、自动化给全球的贸易环境带来了制度、技术和保护主义的变化。

四、外贸形势对我们的启示

2015 年上半年中国外贸增长是-6.9%。将这个总量的指标打开来看，可以发现真正大幅度下滑的是加工贸易。而加工贸易 80%的主体是外商投资企业，这些企业更多的还是 2005 年之前进入中国的。当时进入中国的外商投资企业更多的是由成本驱动。这些企业是通过全球工序分工到中国来，利用中国廉价的农民工、廉价土地和廉价的投

资环境，完成产品的最后一道工序——加工组装，然后行销世界。当中国的农民工老了、少了、贵了，就会发现这部分资本开始流向越南、孟加拉和印度。所以中国的外贸增速大幅下滑，很大程度上是因为过去来中国找农民工的外资开始大幅度地离开中国。加工贸易的出口占中国总出口的比重已经从 55%下降到 32%左右，并且还会继续下降。

从 2015 年上半年外商对中国投资的形势可以看出，中国实际利用外资增长 8.3%。再看数据背后的行业和领域的分布，金融服务业的外资增长 400%，技术服务的外资增长 46%，研发服务的外资增长 109%，电子设备制造的外资增长 2.3%，化学药品制造的外资增长 72%。从 2015 年上半年我们的外贸和外资的形势可以看出，过去 35 年中大规模进入中国的加工贸易企业正在退出。而以中国企业为主体的一般贸易现在已经开始推进，并且由逆差转成顺差。另外一个方面，2005 年之前到中国来找农民工的外资，和 2012 年之前到中国来投资的外资，其主要驱动因素是市场。2012 年以后转向一个新的趋势，也就是过去的外资开始退出，而新的外资开始大规模进入。而且新进入的更多的还是高增值的制造企业和高增值的服务企业。从这个角度讲，在 TPP 引领全球经贸规则改变的背景下，国际环境发生了重大的变化，中国的经济结构也正在发生重大的变化。

五、中国如何看待与应对 TPP

在 2014 年的博鳌论坛上，李克强总理代表中国政府对 TPP 作了明确的表态，即中国对 TPP 持开放态度。这也就说明中国对美国推动的 TPP 采取了一种“超越联合博弈”的应对策略，也就是不冲突，不对抗，开放合作，相互尊重，进而互利共赢。开始合作而非对抗，一直是中国对待 TPP 所带来挑战的基本回应。

（一）第一张牌：开放合作的态度；推动自己的自由贸易区的战

略

中国具体应当如何应对 TPP？就像打牌，美国认为 TPP 会产生贸易转移效应，贸易转移效应估计为 1000 亿美金左右。不管是多还是少，对企业来说，都会产生一个贸易的转移损失。因此，我认为中国回的第一张牌，是 2014 年 12 月份，习近平主席在北京的会议上提出的“自由贸易区战略”。

习主席的话有三句，第一句话是“立足周边”，也就是中国下一步的自由贸易区战略类似于中国目前在周边的自由贸易协定，包括港澳和内地的 CEPA，大陆和台湾地区的 ECFA，东盟和中国的 10+1 升级版。还有美国主导的 TPP、中国和亚洲国家主导的 RCEP，也称为 10+6——东盟十国加中日韩、澳新和印度。还有中日韩经济区。最后一个就是 2014 年 11 月份由中国提出的 FTAAP，也就是亚太自贸区。中国下一步会在整个亚太地区推动自由贸易协定。从亚太自贸区的协定中可以发现，亚太自贸区实际上包括美国和其他 TPP 成员，包括中国和 10+6 的成员，包括了亚太区的 21 个经济体。不能够说这些贸易协定相互边缘化，或者是“拉一派打一派”，如果这样，亚太就不可能成为未来世界增长的最有活力的地区。我觉得这是中国的第一个策略，也是对 TPP、对美国一直保持开放合作的态度。

习主席的第二句话叫辐射“一带一路”。辐射“一带一路”就是和“一带一路”国家商签自由贸易协定。现在“一带一路”的国家数加中国是 65 个，有 44 亿人口，21 万亿美金的 GDP 规模。实际上中国的“一带一路”更多的还是采取开放的态度。比如说，虽然这 64 个国家中不包括东北亚，但其实“一带一路”还是接纳东北亚的，包括日本、韩国以及其他东北亚国家，只要和中国有合作意愿的，都包括在“一带一路”里。如果是在“一带一路”这些发展中国家和新兴经济体中商签自由贸易协定，会有一个合作的机制性的安排，也就是货物贸易

如果实行零关税，可以采用中澳合作的模式。中国和澳大利亚在 2015 年 6 月 17 号商签了自由贸易协定。澳大利亚在初步商签的协议中间承诺，给中国 90%的货物贸易免关税，经过四到五年的时间后，实行 100%的货物贸易免关税。当这些自由贸易协定商签以后，TPP 对中国企业产生的贸易转移效应就被化解了。而且澳大利亚在这个自由贸易协定中间承诺对中国的四种服务贸易提供方式给予负面清单管理，通俗的说即"法无禁止即可为"。"一带一路"中货物贸易的开放、服务贸易准入的开放以及贸易投资便利化，比如避免双征税、鼓励中小企业的项目投资，实际上就是为中国化解 TPP 所产生的贸易转移效应，我认为是很有效的。现在 TPP 的 12 个成员中间，澳大利亚、新加坡、新西兰、智利，实际上都与中国商签了自由贸易协定。

第三句话是说中国的自由贸易区战略是构建面向全球的、高标准的自由贸易区的网络。我个人的想法是未来的十年不能预测，到 2025 年，中国和欧美、日本商签自由贸易协定的可能性非常大。中俄、中印商签自由贸易协定的可能性也非常大。在过去的几年，美国最希望与中国商签的协议就是 BIT，双边投资保护协议。这次习主席到美国访问的时候，中美双方的公告以及联合声明中，都承诺中美会加快谈判和商签 BIT。如果中美之间签订了 BIT 以后，下一步会不会签订 BITT？也就是中美的双边投资和贸易协定？如果 BITT 被签订以后，中美是不是可能会向类自由贸易协定方面再走前一步？

中国和美国有一个二级对话机制，对话的时候委托中国和美国各一家智库来研究中美如果签订自由贸易协定，会给双方带来什么样的收益和挑战。美国的委托智库是彼得森国际经济研究所。2014 年下半年，彼得森国际经济研究所的所长和美国财政部助理部长向中美的代表介绍他们的项目成果。他们的研究表明，中美如果签自由贸易协定，那么给美国国民收入带来的增量为 1 个百分点，给中国可以带来

两个百分点。在当时，美国国民收入正好是中国的一倍。他们的研究成果告诉我们，如果中美签订自由贸易协定的话，给美国和中国带来的经济收益是一样多的。如果中美不选择合作，反而是对抗的话，出于非经济因素考虑，给中美带来的损失也一样多。这些学者们的合作观点非常明确。

当时美国的 WTO 谈判代表巴尔舍夫斯基讨论到一个问题。美国是世界最大的经济强国，而中国是世界最大的发展中的大国，无论是市场体制、经济发展的实力，还是全球经贸规则的制定和影响力，中美之间都存在相当大的差距。如果用人均 GDP 衡量，中国要想达到美国目前的水平还需要几代人的努力。这样一来，就会涉及到一个问题，中美如果商签自由贸易协定，如何考虑中美之间的具体国情、发展阶段和现在改革发展面临的困境，这个差距如何考虑？巴尔舍夫斯基对中国非常了解，因为她是参与了中美 WTO 谈判全过程的，而且她还是律师。在讨论会的时候，她就发表了一个观点：当年北美自由贸易协定谈判的时候，美国曾经给了墨西哥 15 年的过渡期。我当时表态认为中美如果签订自由贸易协定，给中国的过渡期不应当少于墨西哥，因为中国的情况更复杂，而且中国更大。我觉得中美的代表还是同意这个观点的。

因此我们看到，中国面对 TPP 的挑战，一个是开放合作的态度，另外一方面，是推动自己的自由贸易区的战略。如果统观整个中国的自由贸易区战略，就能看到实际上是包含全球化战略的。也就是，要立足周边，辐射“一带一路”，然后构建面向全球的高标准的自由贸易区网络。实际上它是会回到周边、回到 WTO，我认为这个是中国出的第一张牌。实际上从 2013 年开始，中国就推动了上海自由贸易实验区，后来又推动了广东、天津、福建的自由贸易区。自由贸易区包括两个不同的概念，一个就是 FTA、TTP、RCEP、中日韩的自贸区，

这是一个概念；还有一个概念是 FTZ，FTZ 就是境内关外。境内关外是指在中国的国土上设立一个机构，职能类似香港，承担国际转口转运太平洋的功能，承担加工、贸易、物流、服务的功能，也承担离岸金融、离岸货币、离岸贸易的功能。也就相当于在中华人民共和国的土地上，有一块区域承担国外的职能。这个对于各个地方政府来讲是特别重要的，因为地方政府需要有一个小的设施来解决其局部的开放问题。

上海自由贸易实验区的重点是自由贸易还是实验区？开始时，无论是上海还是后面几个实验区，官员想的都是自己的一亩三分地，他们想的是进入关外，想的是 FTZ，想的是怎么能有一个特别自由的小地方，而且这个小地方能全部把上海变成像香港一样。但是一年多以后，他们就会非常明确告诉我，自由贸易实验区的重点不是自由贸易，重点是实验区，也就是说怎么能够推动新一轮的改革以适应全球经贸规则变局。比如，国务院批复上海实验区方案时，第一项要求就是政府职能改革；第二项是负面清单管理和准签待遇；第三项是六大服务领域的全面开放；第四项是新型贸易形式的改革；第五项是金融的改革；第六项是法制保障的改革。可以看到这些批复的内容，更重要的还是怎么建立起一个与国际高标准市场体系相对接的新的法制的、规范的、有序的、透明的、公正的现代市场经济体制。这是中国出的第一张牌，实际上推动自由贸易协定，是一个开放的地区主义。

（二）第二张牌：一带一路”

中国应对 TPP 所打的第二张牌，就是之前提到的“一带一路”。对于“一带一路”，邓小平在 1984 年就说，大家不要以为中国的开放仅仅是对西方发达国家，中国的开放是包括三个方面，包括对西方、对东方、南方。后来邓小平补充了一句，因为我们现在要解决温饱，要解决社会生产力发展，要与国际对接，因此我们现在的重点是对西方

发达国家开放。但是大家不要忘记，我们还要对东方和南方开放。因此从邓小平这句话来看，可以理解到实际上中国在过去 35 年的改革和开放是一个不平衡发展战略，是先对西方，然后再解决对东方和南方，对发展中国家新兴经济体的开放。而“一带一路”实际上是一个对发展中国家开放的大的战略转移。按照习近平主席在 2014 年 12 月份就讲到这个问题。在 2015 年的博鳌论坛上，习近平主席提到，“一带一路”一个方面是进入世界最有活力的，用资本输出带动商品输出进入到世界最有活力的亚太经济区。另外一方面的重点是用投资，资本输出带动商品输出，进入到世界最富有的欧洲地区，再覆盖这两个经济群中间广大的发展中国家的腹地，构成一个亚非欧经济一体化的前景发展平台。这个设想是 2013 年提出的，2014 年编出了规划，2015 年开始见诸行动，2020 年相信会见到效果。

35 年后会怎么样？35 年后，“一带一路”可能会构建一个亚非欧经济联系越来越紧密的大区域。所以“一带一路”的重点叫五通，第一个通就是政策沟通，包括怎么和美国在“一带一路”和亚投行之间的沟通，也包括跟俄罗斯在亚欧大陆桥、新亚欧大陆桥之间能够充分的沟通。也包括从印度、澳大利亚大陆两个经济走廊——一个是中巴经济走廊，还有一个叫孟中印经济走廊——之间的相互的沟通，等等。包括中东欧整个沿线所涉及到的国家，双边和多边的沟通。很多外国朋友会问为什么“一带一路”没有包括他们国家。实际上中国认为凡是在世界范围内有合作意愿的，都在“一带一路”里，包括新兴经济体、发展中国家，也包括发达国家。国内也会有这种声音，很多省份也会问为什么没有包括他们，其实“一带一路”是一个举全国之力进行互动的一个简称。第二个就是基础设施建设，包括交通、能源和电力、通讯和信息技术设施互联互通。第三个就是贸易投资产业合作。第四个方面就是咨询的畅通，金融、包括政策性金融、开放性金融以及商

业金融之间合作。包括信息相通。因此可以看到，“一带一路”最好的地方就是它把有可能被 TPP 边缘化的广大的新兴经济体和发展中国家纳入到一个相互开放的经济框架中。一位土耳其媒体的朋友说“一带一路”太好了，“一带一路”构建的是一个以平等为基础的国际经济新秩序。他认为“一带一路”不仅仅是中国的事业，也是“一带一路”沿线各国的事业，对大家都有好处的一件事。

（三）第三张牌：“走出去”战略

第三张牌是“走出去”战略。“走出去”战略是从 2000 年开始提出来，到目前为止，过去的 10 年，都是“走出去”战略的初始期，更多的还是酝酿期。我国现在的外汇储备有 3.6 万亿美元，也就意味着最少有 3 万亿美元的外汇储备资产应该进行合理多元化的管理和运用。应该把它变成老百姓的外汇资产，变成企业的外汇资产，变成非储备性质的外汇资产。很多朋友认为，现在如果要加快推进，可能会带来一些风险。我相信，“十三五”（2016 年到 2020 年），中国的“走出去”战略，就是用资本输出带动商品输出，而且能够把“一带一路”和自由贸易区的战略纳入进去，这可能是下一步。中国确实开始进入一个全球投资、全球生产、全球销售、全球服务的发展新阶段。

在这个发展的新阶段，确实存在很大风险，包括汇率的风险、利率的风险、知识产权的风险、贸易的风险和管理和文化整合的风险等等。尤其重要的是包括沿线投资的政治风险、社会风险、系统性的经济风险、文化冲突的风险。不同文明文化的融合对中国是非常大的挑战，就如习主席所说，中国曾经长期是世界最强的国家，但是确实没有一个殖民他国的历史传统，所以中国缺少经验。“一带一路”沿线很多的欧洲的银行和企业都有百年以上的商业投资。所以需要一边实行政策，一边学习他国的经验，也可能要付出昂贵的学费。因此，这个战略下一步，一个方面是加快推进，另一个方面就是风险管理、经

验和能力建设，这对中国来讲可能是至关重要的。

六、问答环节

Q1：目前 RCEP 进展相对比较快，如果 RCEP 能够谈成的话，将会覆盖 35 亿人口，可能会成为全世界最大的一个自贸区。您能不能评估一下 RCEP 相对于 TPP 的影响力，以及它的后续进展。

A1：首先，RCEP 和 TPP 是两个规范。TPP 是美国主导的规范，美国提议要把 TPP 纳入全球自贸协定的范畴，因此 TPP 是一个非常高标准的规范。RCEP 相对于 TPP 来说反映的是东西方的文化差异。美国认为需要制定一个特别规范，特别高标准的东西。而我们东方人不是这样，东方人喜欢渐进的思路：为什么一下就制定一个特别高的、大家都做不到的规范呢？RCEP，从规范性来讲，它强调的不是高，不是大，也不是好，它强调的是适宜。最典型的案例是中韩的自由贸易协定。把中韩的自由贸易协定与中国澳大利亚之间的自由贸易协定相比较 可以看出，前者从签约之日起，实现零关税的货物贸易只有 46%左右，不到 50%。而后者达到了 90%。而且从过渡期的安排上看，中国与澳大利亚的协议一般过渡期在 4 年到 5 年，属于中等长度的过渡期。而中韩协定的过渡期可能会达到 20 年，实际上是设定了比较长期的过渡期。另外，韩国方面认为，如果把汽车作为重点开放产品将有可能对韩国的汽车工业产生巨大冲击。因此中国同意在开放时将汽车这一领域置于敏感的水平上，而不是优先的水平。而 TPP 基本不会考虑这样类似的敏感点。从这个角度上看，相对于 TPP，RCEP 更加适宜国情。TPP 似乎是在强调它是最好的，标准化的，绝对第一的协议。

其次，TPP 牵扯了过多的政治考虑。所谓过多的政治考虑，意味着实际上 TPP 经济上的考虑是次要的，是为了利益诱导企业界工商

界所设立的。更多的是政治上需要这样制定，决定了你是跟美国走，还是不跟美国走。因此在学者层面的研究上，无论是日本政府的研究、美国最重要的智库的研究，还是中国的研究，都有一个共同的结论：用模型计算出来的结果显示，对于中亚经济体，TPP 对于其经济、福利上的影响，在各种方案中是最差的。它的设计实际上是让北美、南美的国家以及其他地区来分东亚地区的羹。东亚地区的经济情况在 TPP 中是最差的。上述研究也表明，相对于 TPP 和其他的方案，RCEP 的效果对我们东亚地区明显更好。所以，虽然 RCEP 是一个渐进的方案，但是它对这个地区的国家来说，是一个不断增进各国的经济利益和联系的方案。比如为什么日本在后来加入 TPP 的时候，愿意放弃农业方面的保护，虽然 TPP 确实可能会伤害日本的农业和农民，但是对于日本来说，农业也一直在阻碍日本贸易自由化，所以也需要 TPP 来改变其农业失衡的困境。

再次，TPP 体现出更多的排他性，而 RCEP 针对一个开放的地区，体现出利益均沾的特点。RCEP 没有给人一种很强的要给世界建章立制的雄心壮志，而 TPP 有。所以 TPP 总是会把一些国家甚至是一些重要国家边缘化。比如，如果 TPP 把中国边缘化了，就意味着把新兴经济体都边缘化了，因为中国达不到的标准这些新兴国家也都达不到。RCEP 则不是这样。所以虽然 RCEP 没有 TPP 的标准高，但高并不意味着最好。高的标准往往能够达到的国家少，实际上是属于少数人的游戏，范围不广泛。我个人认为，中国后来提出的 FTAAP，就是亚洲自贸区概念，其实仍然是希望能够把 TPP 和 RCEP 进行一体化对接，变成一个真正的经济意义上的，而非政治意义上的一体化联系方案。我觉得这个设想，从长远角度看，还是符合我们地区和世界的利益的。

Q2：海外一些研究认为日本加入 TPP 很大程度上是加重了 TPP

对中国的负面影响。实际上日本它在农业问题上还是比较敏感的，包括前不久希拉里也指出，TPP 在纵容日本的汇率操控，即日元的持续贬值。日本加入 TPP，除了在出口上的考虑，恐怕还是有一些政治上的考虑。您怎么评估日本加入 TPP 对中国的影响？

A2：首先，中国和日本是东亚地区两个最重要的国家。我个人认为，作为本地区两个最重要的国家，中国和日本应当正面面对相互之间的分歧，管控分歧和矛盾，进一步开放合作。这是有利于日本，有利于中国，有利于整个东亚地区的。中日关系走到今天这一步，我认为中国还是应该更加理性一些。对于日本加入 TPP，实际上美国一开始并不想带上日本，日本是后加入的。因为美国推动 TPP 的目的是要给全球建章立制，而达到这一目的最有效率的方式就是避免大国参与，即使日本是美国最亲近的盟国也不例外，以防日本因自身意志和利益从中捣乱。但是后来出于地缘政治等非经济因素的考虑，美国还是欢迎日本加入 TPP。

另一方面，日本自身也对加入 TPP 怀有非常大的抵制情绪。因为日本政府的研究结果显示，TPP 对日本的经济效应是最差的。从经济上考虑，日本加入 TPP 意义不大，但是地缘政治和非经济因素对于日本最后决定加入 TPP 发挥了非常大的作用。日本实际上也是用行政的手段屏蔽了一些政府部门和利益集团的反对意见，促使日本做出决定加入 TPP。

至于 TPP 给日本带来的好处和代价，这都要接受实践的检验。既然日本作为中国最大的贸易投资伙伴已经加入 TPP，那么中国最好的应对就是尽快跟日本签订自由贸易协定，或者签订中日韩自由贸易协定。即使签订一个标准不高的协定，分阶段逐步扩大开放后对日本依然是一个巨大的商机，对中国则是一个巨大的机遇，对于两国人民之间的相互认知也是一个非常积极的帮助。我个人对此的态度比较审

慎乐观。

Q3：关于中国应对 TPP 方面，除了对外的一些应对措施，比如自贸区、"一带一路"，您认为现阶段我国对内有哪些需要改革或应对的方面？

A3：国内方面比如上海自由贸易实验区，它的重点是实验而非贸易。TPP 的一个重要特点是：它不仅仅是通商的开放，更多的是涉及国内的产业政策和竞争政策。涉及到国内的国有企业、国内的政府采购、国内的劳动标准、知识产权保护标准，以及环境标准，意味着 TPP 会让一国对经济主权做出更大程度的让步。如果企业和政府之间发生矛盾，比如外国企业和中国政府之间发生矛盾，关于谁对谁错的仲裁是在纽约仲裁所，对于可能出现的复杂局面谁都控制不了。这就会涉及到中国面对这样的全球经贸规则的变局该怎么办。上海、广东、福建、天津自由贸易实验区，包括 BIT，其他新一轮的贸易规则变形，以及资源保护等等这些新议题，其实都在 TPP 提出之后提出的。这些议题对中国来说非常新，都是了解不多的问题。解决的办法就是按照过去 30 年中国的经验，先行先试，先试点改革。上海在国内先行先试也面临一些问题，首先现在没有办法知道 TPP 经营的规则是什么，谈判下来的底牌是什么。但是我认为从上海的政府改革、法治改革和市场化改革，目前是在加快的。也就是说，中国目前的改革实际上具有比较高的市场化、国际化、法治的标准，而且具有像知识产权保护这样较高的转型升级标准，然后用这些标准来推动自己新一轮的改革。因此，开放的重点实际上在国内。其实邓小平 30 多年前就讲过，对外叫开放，是通商的开放，对内叫改革。邓小平这句话就体现出开放和改革、国际和国内，其实是一个硬币的两面，缺一不可。因此我认为，高标准的开放的本质实际上是推动一个高水平的改革。因此我觉得重点应该是在国内，不是在国外。"一带一路"重点也不是国

外，重点还是要推动中国企业在“一带一路”的进展中，管控风险、学习经验，这也是国内企业转型升级的一个机遇。

第 96 辑

(2015.10.28)

简要评估 TPP 对华冲击

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

梅新育，先后就学于武汉工学院机械设计与制造专业、武汉大学世界经济系，获得经济学博士学位，在南开大学从事过经济学博士后研究。先后在机械系统、中国人民银行、北京市外经贸委研究所工作。现任商务部国际贸易经济合作研究院研究员，清华大学经济外交研究中心客座研究员，武汉大学国际商务导师，中国国际期货公司独立董事，宁夏自治区政府内陆开放型经济试验区专家咨询委员会委员、中国物流采购联合会钢铁物流专业委员会专家。主要研究国际经济与战略问题。

一、TPP 协定的性质及其与 TTIP 的对比

从总体而言，我个人认为，TPP 是美国维护经济霸权、巩固对国际贸易规则制定权，阻扰新兴大国的重要手段之一。这个协定与 TTIP 类似，是现代版的“帝国特惠制”。但 TPP 与 TTIP 相比影响力更大。TTIP 的缔约双方均为发达国家，是美欧之间的经济协定。而 TPP 中，有美国日本等经济结构较为完整的发达国家，有澳大利亚、新西兰等

资源型发达国家，也有马来西亚、越南等希望通过制造业发展经济的新兴市场经济体，也有智利、秘鲁等希望通过出口资源实现经济增长与转型的新兴市场经济体，还有墨西哥这样的工农业均有一定基础、人力和自然资源较为丰富的国家。TPP 的成员国基本上涵盖了世界上主要的国家种类。因此，如果 TPP 可以被这些国家接受，那么美国就有可能让世界上大多数国家接受 TPP 所包含的条款。从这个角度上来说，TPP 协定的代表性意义相对 TTIP 更强。

二、TPP 协定的主要目的

TPP 协定在一定程度上削弱了世贸组织的影响力。然而 TPP 协议的签订并不意味着美国要放弃多边贸易协定，即世贸组织这个平台。从美国的经贸状况来看，任何一个区域性经贸协定都不能满足其对国际经贸的需求，也就不能取代世贸组织的作用。

TPP 和 TTIP 的签订并非意在取代世贸组织，而是要效仿 90 年代美国以北美自由贸易协定侧面包抄关贸总协定乌拉圭回合谈判的步骤，用 TPP 和 TTIP 侧面包抄多哈回合谈判，让世贸组织确立更符合美国利益的规则。例如，在北美自由贸易协定签署后，其很多条款被纳入乌拉圭回合谈判最终文件。

与北美自由贸易协定类似，TPP 的签署也带有美国意图影响世贸组织谈判的意愿，典型范例是 TPP 协议中的竞争政策条款。在多哈回合谈判中，美欧主张将竞争政策纳入议题，但被发展中国家否决。因此美国在自己可以主导的 TPP 协定中纳入竞争政策等条款，便很可能从侧面包抄，促使多哈回合谈判接受竞争条款。

三、TPP 协定对中国产生影响的渠道

TPP 对中国的影响主要分为两个方面、两种类型。两个方面中，一个方面是对国内经济贸易及其政策的影响。另外一个方面是对中国

外交战略、对中国贸易伙伴、盟友与准盟友的外交战略的影响。换言之，也就是这些国家"跟谁走"的问题。两种类型的影响，一种是实质性影响，一种是对市场参与者心理预期的影响。这两种影响在一定条件下可以相互转化，因为不利预期会在一定条件下自我实现。目前TPP协定对中国经济的实际影响不算太大，而对舆论的影响则远大于实质性影响。

在评判TPP协定即将带来的冲击时，我们要认识到中国和其他发展中国家的不同，受到的影响也会与其他国家不同。个人以为，中国实质上是个披着发展中国家外衣的中等发达国家。中国是世界第一制造业大国，是唯一拥有联合国产业分类所有工业门类的国家。2013年中国装备制造业产出就占到了世界的1/3，相当于同年德国产出的2.5倍。且在2013年时，中国已经有6个省级行政区的人均GDP超过1万美元大关，6省合计人数超2亿人，相当于2个日本。从经济上来说，中国总体已经可以说是中等发达国家。

TPP对中国的影响主要体现在经济和政治两方面。

在经济上，首先，TPP协定这样一个意在钳制中国的协议，会起到产业转移和贸易转移的作用，这是TPP协定对中国实质性冲击最大的方面。在帝国特惠制制度实行时，美国的贸易份额连续多年下降，英国在国际贸易中的市场份额则连续上升。因此，TPP协定对中国的主要影响为贸易转移和相应的产业转移。其次，TPP协定中有关于金融开放的规定，如果适用于中国，会加大中国金融和宏观经济的波动。此外，TPP在知识产权和政府采购等方面的协定会有可能对中国产生一定冲击。

在政治上，一方面，TPP协定中有关劳工协定的条款会对中国政治产生影响。个人以为，中国不能忘记团结工会在波兰剧变中起到的重大作用。另一方面，美国在TPP协定中加入透明度和反腐条款，

在国际上占据了道义制高点。此外，将投资争议交付中立第三方进行国际仲裁的相关超主权条款容易形成对主权的挑战。

四、TPP 对中国的实际冲击力

从经济和政治上来看，TPP 协定总体对中国影响不会太大。首先从产业转移和贸易转移来看，主要受益国是墨西哥、马来西亚、越南。但这三个国家最终制成品的出口离不开中国的中间产品、资金及设备，离开中国它们的工业不太可能高速发展。例如，2014 年中国在美国的纺织品服装份额下降了 3%，这部分份额被越南获得。但越南这部分出口份额的增长很大程度是由从中国进口技术、中间产品和机械设备来实现的。2014 年，中国在美国纺织市场的市场占有率下降 3%，但中国对越南化学纤维长丝的出口则增长 30%，化学纤维短丝出口增长超过 100%。因此越南的增长离不开中国的中间品和工业设备。同时，这些国家由于其国家规模限制，也不太可能建立完全的工业体系。

很多人认为不制造最终产品就不能获利，这种观点是错误的，典型案例是青蒿素。屠呦呦获得诺奖后国内舆论认为青蒿素并没有给中国带来很大利益，中国的成品药仅占世界成品药的 3%。但实际上，虽然大部分青蒿素制成品由印度和美国厂商生产，但这些药厂需要从中国进口原料和中间品。因此，尽管中国只生成了 3%的制成品，但中国占青蒿素制药业总体利润的约 1/3。因此，在全球化的时代，个人认为产业转移对中国的影响并不可怕。

从知识产权方面看，TPP 协定对中国的冲击也不会太大。一方面，中国自身技术创新能力已经长足发展。最近五年以来，华为、中兴和松下是过去几年世界上申请最多专利的企业，中国企业三居其二。德国也有学者也认为中国会在 10 年内成为最具创新能力国家。另一方面，知识产权保护的效力值得怀疑。例如，在制药知识产权方面，TPP

协定并不包括印度这个世界最大仿制药国家，不影响印度的仿制药生产，从而也不会影响中国对印度仿制药业的中间产品出口。

再看投资协定，有人认为 TPP 投资协定如适用于中国，则会增加在华外资企业的权利，束缚中国管理外资企业的手段。但实际上，中国不仅是利用外商直接投资的大国，也是对外投资的大国。2015 年，中国的对外投资就很可能超过外商直接投资。从长远看，中国的高额对外投资有利于提升中国在国际经济政治环境中的影响力并促进人民币国际化。

实现人民币国际化离不开投放货币。投放本币的渠道主要有英国方式和美国方式。美国方式主要是通过巨额贸易逆差投放美元。英国则是维持贸易顺差，通过对外投资来投放英镑。从长远看，英国的方式在较长时间内维持了英国经济优势和英镑的稳定性，而美国的方式则快速削弱了本身的制造业基础及其经济优势。因此，对比来说，英国的货币投放方式更适合中国人民币国际化进程。

而 TPP 对外资的保护也有利于中国的对外投资，从而促进人民币国际化。最近 10 年，中国的对外投资经历了大幅增长。然而，中国的对外投资经常遭受不公平对待，甚至被征收，典型案例为平安投资富通被比利时政府征收。不考虑通货膨胀因素，这个案例造成的损失超过了中国抗美援朝时在美账户被冻结造成的损失的 40 倍以上。如果 TPP 的投资协定适用于中国，则可以有效减少这类现象。

总体而言，TPP 协定对中国经济会有一些冲击，从而要求我们对产业发展政策的实施手段进行调整。如果 TPP 协定适用于中国，则中国的政府采购手段需要做出调整。

五、TPP 协定并不能完全代表各方利益

从发起国美国看，目前中国国内舆论似乎认为美国对 TPP 协定

是意见统一的，但实际上美国内部对 TPP 的意见有较明显的分化。审视 TPP 官方概要公布的内容，我们可以看到 TPP 协议条款内容可以说左右兼顾，并非完全由跨国公司主导，既有新自由主义自由放任思想，也有体现了所谓“白左”小清新思路的内容。此外，不少条款与其标榜要达成的效果是相悖的。

以竞争政策为例，按照自由主义的看法，竞争政策和反垄断法规也是政府对企业的管制，过于苛刻的反垄断法规应该被放松或者取消。因此，信奉新自由主义的里根和撒切尔主张放松反垄断条例的执行。里根时代前很多被裁定有垄断性质的企业在里根时代后则不被认为是垄断的。TPP 协定纳入了竞争政策条款，是世界上第一个将竞争政策纳入协定的国际贸易协定。这种协定并不符合自由放任的主张，与新自由主义对立。

再看劳工权利，劳工权利相关条款体现了美国东北部资本密集产业工会的权利主张。但这种主张对东道国带来一些麻烦，也与投资者在美国国内的做法背道而驰。TPP 协定的劳工权利条款中提出自由工会条约和工人权益。但即使在美国国内，若其他条件相同，投资者也会优先选择工会势力不大的地方进行投资。工会条例在美国国内尚且不能形成完全约束，遑论国外。而且，自由工会谈判会削弱希望从中国产业外流中获利的新兴市场国家的吸引力。外国投资者在越南直接投资传统劳动密集型制造业，面临的最大问题之一是越南的“工潮”。越南是一个“工潮”高发的国家，其主要原因在于越南经济稳定性差、通货膨胀率长期较高，越南工人工资受到较大侵蚀，实际购买力差，迫使越南人经常通过“工潮”要求提高工资。若越南政府实施 TPP 协定中的工会条款，则可能会加剧其“工潮”，使越南投资环境进一步恶化。

排除美日成熟经济体后，TPP 协定国还包括为澳大利亚、新西兰、

智利这样的资源国家，以及越南、马来西亚、墨西哥这些希望发展制造业的国家。澳大利亚、新西兰、智利这样的资源国家不太可能从美国那得到太大利益。由于经济结构原因，在同样多的经济增量下，美国、日本这样的成熟市场对原料的需求少于中国这样的新兴国家。因此，澳洲、新西兰无法从美国那获得较多出口增量。

越南、马来西亚、墨西哥这样意图发展制造业的国家，如果希望在区域市场中提高出口增速，则需要中国的中间品和设备。与此同时，他们的工业化进程也面临美国“再工业化”政策的挤压，他们能够赢得多大的发展空间值得怀疑。且从长期来看，若将美国作为区域一体化组织中的最终消费市场，其所能提供的需求能力和市场容量也受到严重限制，无法摆脱“特里芬两难”的制约。

此外，从历史经验来看，墨西哥这样的国家也无法利用 TPP 协定促进产业转移。墨西哥在 90 年代加入北美贸易协定时即希望吸收东亚的制造业转移。后来墨西哥的经济与工业虽有增长，但只是昙花一现。2001 年墨西哥经济部长在世贸组织上甚至称中国“偷走”墨西哥的出口和外资。墨西哥的贸易环境实际上并无改善。

与此同时，加入 TPP 协定的新兴市场国家可能面临更大的金融风险。以北美自由贸易协定为例，在墨西哥加入北美自由贸易协定时，很多金融协定是美国国内都尚未做到的。1994 年墨西哥加入协定，当年年底墨西哥即爆发金融危机。在目前 TPP 协定要求金融市场开放的背景下，越南、马来西亚、智利、秘鲁等国潜在的金融风险会有较大提高。

另外，TPP 可能对某些国家内部不同产业、不同地区及不同势力集团的影响力消长产生明显影响。这种效应即会对越南、马来西亚、秘鲁等新兴市场国家有较大影响，也会对加拿大等发达国家产生不小影响。

因此，TPP 的成员方未必能如其所愿获得巨大利益。

六、TPP 存在较多不确定因素

TPP 也存在较大的不确定因素。其一，个人预计，奥巴马为了创造自己的政绩，不惜在原则性问题上让步。2014 年日本游移不定、对 TPP 热情不高，认为奥巴马摆平不了国会，日本做出让步也无用。而 2014 年年底美国中期选举后，日本对 TPP 协定表现出的积极态度和关键性作用，很可能与奥巴马对日巨大让步有关，但我们尚未清楚这些让步是政治方面还是经济方面的让步。

其二，TPP 参与国并不希望在中美两国中二选一。TPP 协定是一个排斥中国的条款，但中国也相应地发起了 RCEP 协定，成员国包含了 TPP 中的澳大利亚、日本等国和东盟四国。即使未参加 RCEP 的国家也不愿意在中美两国之间站队。

七、中国的应对措施

根据以上的判断，中国对 TPP 应该重视，但不能反应过度。TPP 对中国的影响不如舆论渲染的那么强大。TPP 协定更多体现了美国的软实力，并对中国的心理预期产生冲击。然而，我们需要考虑，是不是美国想做的事就一定能做成？是不是美国做成的事都可以达到它的初始目的？显然不是。因此 TPP 不应被神化。

个人建议，中国的应对措施主要应有如下几点。首先，中国应该抱着开放的态度。其次，中国应该抓住世贸组织的多边贸易体系。第三，中国提高自身内功。第四，中国应该推进 RCEP 及中欧自贸区等。应对 TPP 协定的最好的办法并非中国加入 TPP 协定，而是推进 RCEP 协定，形成亚洲自贸区。第五，中国应该借 TPP 条款内容，消除新兴市场国家对中国的不合理要求，避免中国过于迁就贸易伙伴。

八、问答环节

Q1：直观上您认为短期内 TPP 对中国的出口会有多大的影响？

A1：TPP 协定对中国出口短期而言不会有太大影响。TPP 协定通过成员国国内立法需要较长时间，同时也涉及较多国内政治因素。例如，加拿大之所以这么积极签署协议，是因为此前保守党领袖希望通过签署协议为自己在大选中加分。然而保守党在大选中落败，反对党上台，加拿大新总理杜鲁多对 TPP 协定并不热心。TPP 在这些国家的通过可能需要较长时间。即使在 TPP 通过后，其对中国的影响也需要时间。且这些影响会更多表现为产业结构和出口商品结构的变化，因为越南、菲律宾这些国家的工业发展离不开中国的技术、中间产品及设备。之前我们提及过有关美国服装业的案例，虽然中国在美国服装市场的份额下降 3%，越南对美国的纺织品出口上升 30%，但中国对越南的化学纤维出口也大幅上升。因此，TPP 协定会激励中国中间品的生产，也会使一些劳动管理密集型产业转移，所以 TPP 的最终影响会体现在中国的商品结构而非商品总量上。

Q2：您提到 TPP 会影响中国和东南亚的金融稳定，那 TPP 有无可能在近期引发一场遍及亚洲的经济危机？

A2：如果 TPP 协定适用于中国，才会对中国金融市场带来较大冲击。特别突出的是，TPP 的金融服务条款中有如下一条，即向 TPP 成员国销售金融产品，原先需要在销售目标国有分支结构，但现在已经不需要在目标国设立机构，只需要在任何一个成员国有机构即可。这样的规定如果立刻就适用在中国，会对中国的金融监管带来冲击。与此类似的是香港保险机构向内地保险机构卖保险带来的争议和冲击。所以这样的条款会影响新兴市场的金融稳定性。如果适用于国内，虽然不至于产生类似对马来西亚等国的影响，但也会对金融市场产生冲击，加剧国内金融业竞争。

第 97 辑

(2015.10.30)

展望 2016 年世界经济

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

洪平凡，联合国经济与社会事务部发展政策研究司长。美国宾夕法尼亚大学经济系博士，师从 1980 年度诺贝尔经济学奖获得者克莱因教授，主攻计量经济与国际经济，并作为克莱因教授的助手参加了“世界经济模型连接”的课题。期间与中国国家计委和中国社会科学院的同行一起将中国宏观经济计量模型首次与世界经济模型连接并用于经济预测和政策模拟。曾任职于中国国家计划委员会（现发改委）。1989 年至今任职于联合国经济与社会事务部。

本文从三个方面点评联合国、国际货币基金组织和世行这三大机构对于 2016 年的预测。第一个方面是世界宏观经济的走势，主要是经济增长、通货膨胀、就业、国际贸易、国际金融等方面的主要趋势和主要问题；第二个大方面就是分析世界经济的一些不确定因素和风险；最后就一些政策的问题，比如宏观经济政策谈谈看法。

一、2016 年全球宏观趋势

在 2015 年的 5 月份做年度的中期预测时，世界经济呈现出“五低

两高"的特征。"五低"指的是经济增长比较低、国际贸易流量增长很低，通货膨胀水平很低，投资增长相对于金融危机发生前 10 年或者 20 年也很低，利率水平很低。所以"五低"即低增长、低贸易、低膨胀、低投资、低利率。"两高"是股市价位高和债市总债务水平高。2015 年的 5 月份，很多国家的股市回升较快，中国的股市也属于高位。在债市方面，总的债务水平与 GDP 相比都属于历史高位。

虽然低增长和低投资、低贸易和低增长是相辅相成的，但这五低和两高之间的状态显然是不稳定的，有危险信号、有矛盾。比如，在高股价和高债务水平的情况下，公司的投资，特别是商业投资非常低，这就显示了实体经济和金融之间的不吻合。按照经济理论来看，股市的价位若高，公司商业投资应该也很高。同时如果债务很高，表明公司借钱进行投资，但显然实际情况是有矛盾的，而且有一定的危险。起码在 2015 年 5 月时，"五低两高"的状态是不稳定的，肯定要发生变化。

从目前来看，五低仍然是目前世界经济的一个主要特征，低增长、低贸易、低通货、低投资、低利率，和半年之前没有变化。股市方面有变化，在过去几个月股市有所下调，包括美国的股市。中国股市相对跌幅更大。但是债务水平仍然在不断上升。我个人认为这并不是一个均衡的状态，它意味着有一些风险和不确定性因素。在目前的经济形势下，有几个值得关注的点：

（一）三大机构同时下调前期预测结果

联合国、国家货币基金、世界银行在各自报告中预测的共同特点是，三家都下调了半年前他们对 2015 年和 2016 年对经济增长的预测。比如联合国现在预测 2015 年世界经济增长是 2.3%，比 2015 年上半年预测下调了大约 0.5 个百分点。联合国对于 2016 年的预测是 3%，比半年之前对 2016 年的预测下调了 0.1 个百分点。国际货币基金组

织对 2015 年的经济增长估计是 2.5%，对 2016 年的经济增长估计是 3%。它对 2015 年的下调 0.4%，2016 年下调 0.2%。世行对 2015 年的预测是 2.5%，2016 年也是 3%。它对 2015 年和 2016 年均下调了 0.3%。

对半年前的预测下调的原因主要是 GDP 增长的前景比半年前更加悲观。主要是由于拉美地区的拖累，拉美地区对其 2015 年的增长下调了 1%以上。2011 年以来，三大机构每年年底都会对上半年时对今明两年的预测进行下调。这也说明世界经济从 2011 年以来，一直是低于预期的。所以金融危机之后的复苏力度，确实在是历史上是最低的。如果用模型做预测的，都是根据历史数据做出来的，往往预测的过高，高于实际情况，显然这次金融危机之后，整个世界经济复苏的力度低于历史上历次金融危机或者是衰退之后的复苏。

（二）三大机构对 2016 年增速的预测值均为 3%

三大机构对 2016 年的预测都是 3%，几乎完全一致。当然对美国和对中国等国家，这三大机构的预测还是有区别的。但是加在一起后的汇总结果都是 3%，这值得大家怀疑。这可能意味着存在羊群效应，即各机构都不愿意偏离大家的共识。这是一个值得关注的问题。

（三）世界经济增长格局发生变化

发达国家和发展中国家，在增长在方向上已经不一致。具体来说，从 2015 年以及 2016 年的预测来看，发达国家的经济发展在增强，处于周期性的上升阶段。但是发展中国家从 2014 年之后甚至从 2012 年以来，一直处于比较长的下滑的阶段。发展中国家目前的增长水平不仅仅低于金融危机 2008 年之前的五六年的平均水平，而且还低于 1980 年到 2008 年这 28 年的平均增长水平。应该可以定义为结构性下滑阶段。

从对 2016 年的预测来看，发达国家的经济会继续上升。总的来

说，发达国家 2014 年的增长是 1.7%，2015 年上升到 1.8%，2016 年我们预测会上升到 2.3%。但发展中国家 2014 年的增长是 4.3%，2015 年相反下滑到了约 3.7%。但是三大机构都认为，到了 2016 年，发展中国家也会略微反弹到 4.3%。但这种反弹到底是因为发达国家的带动，还是结构性的下滑已经见底回升？这是值得关注的问题。

（四）世界经济是否处于"复苏"状态

第四个值得关注的问题，是现在还能不能再用"复苏"来描述经济情况。三大机构的报告基本上还是认为世界经济在缓慢地复苏。现在不管是发达国家还是发展中国家的经济增速，都低于 2008 年之前的增速。以此判断经济处于复苏阶段难以令人信服。金融危机之前的高增长是不可持续的，否则也不会发生金融危机，不会发生大衰退。现在经济增速并不一定要恢复到金融危机前的高增长水平，因为那个高增长是特例，或者说那几年是过热的增长，是造成金融不稳定的因素。因此与之前的增速比较显然不是判断现在是否处于复苏阶段的标准。

一般的判断标准是产出缺口，也就是实际经济增长和潜在经济增长之间是否还存在缺口、劳动力是否有剩余、产能是否过剩。实际增长是可以观察到的，潜在增长必须估计出来。估计潜在增长的关键是对劳动生产率的判断。在金融危机之后，劳动生产率已经明显下降，不能以过去平均的劳动生产率来估计潜在增长率。产能方面，有些国家存在过剩现象，中国制造业的产能过剩，一些发达国家石油的产能也过剩。但仅从产能过剩也不能简单地判断现在是否存在产出缺口。如果企业都开始转型，人员结构发生大变化，就不能按照过去的方法来计算产出缺口，还得根据这些过剩的资源是否可用来进一步判断，这个问题比较复杂。

更复杂的是这背后隐含着的对政策的判断。分析人士强调现在仍

然处于复苏阶段，实际上是强调需求仍然不足，政策还需刺激。现在无论是货币政策还是财政政策，都应该采取宽松型刺激政策。如果判断复苏已经结束，低增长是结构性的，那么政策刺激应该放缓。现在所采取的政策并不应该刺激需求，而是应该刺激供给。进行结构转变，用新产能代替老产能，靠改革和减税寻找新的增长点。

（五）低投资的现状

金融危机之后，无论是发达国家还是发展中国家，投资的增速不但低于金融危机之前的四五年，而且低于 1990 年到 2008 年这 18 年的平均增速。如何解释这个现象。三大机构从四个大方面解释这个问题。

1．GDP 增长低。GDP 增长低，所以需求低，再加上产能过剩，投资期望收益低，投资者积极性不高。

2．利率低。名义利率现在都很低，实际利率也不高。但是有些分析人士认为现在的实际利率还是太高，还是要进一步降低。

3．融资约束。金融危机之后，的确有些金融的贷款受到制约，发达国家信贷条件确实更加严格。但实际上，发展中国家的企业信贷在过去几年不断上升。在发达国家，尤其是美国，很多公司的现金非常充足，不需要贷款也可以投资，但是这些公司宁愿持有现金也不愿意去投资。因此融资约束恐怕不是主要的问题。

4．政策的不确定性。我认为这可能是主要的问题。每个国家的政策内容不确定性是不一样的。就美国而言，其财政政策一直是不确定的，债务上限一直在提高。金融危机之后税收有优惠政策，但是不久后又取消了。税收的不确定性会会导致投资人不愿做长期投资。这些政策的不确定性给投资者或者公司带来了困扰。发展中国家也有这些问题，比如巴西的经济投资不足，也是因为政策有很多不确定性。中国投资的增速比起其他国家还是较高，但是也出现了明显的下滑，

其中恐怕也有政策不确定性的因素。

低投资问题非常关键，因为投资是 GDP 主要组成部分，低投资不但影响目前的 GDP，更重要的是会影响未来潜在 GDP 的增长，生产率也会受到影响。因此现在全球投资的低增长，对世界未来五年的经济来说，是非常负面的消息，应该引起关注。

二、经济增长

（一）发达国家

首先看看发达国家，发达国家处于短周期的上升阶段。美国的经济增长对世界经济增长起的作用不断的加强。根据联合国的估计，美国经济在 2015 年基本上能够增长 2.4%，与 2014 年基本持平，2016 年可能继续增长 2.6%。

1．美国：存在有利因素，也有不利因素。

第一个有利因素是能源价格的下降。能源价格下降除了对德克萨斯州有一定的负面影响，对美国整体经济的影响还是正面的。能源价格下降以后，消费需求就会有所增加。

第二个有利因素是就业基本复苏。只要就业复苏，经济就可以形成正循环。有了就业，不论工资多少，有增长就会有消费，有消费就会刺激投资。为什么现在投资一直处于低位，这是另外一个问题。

第三个有利因素是政府开支增加。在金融危机发生后的五六年，政府都属于紧缩状态，地方政府和联邦政府都在削减支出。但是这个阶段已经结束了，地方政府已经开始增加开支。虽然增速还不是很高，处于零或者略微高一点的阶段。但财政对于 GDP 的增长由负面作用现在变成了正向作用。

不利的因素有几点，一是美元升值可能会影响出口，另一方面企业投资仍然不足。尤其是中期投资不足，即便 2016 年经济增速为 2.6%，

也可能 2017 年就下跌，今后五年仍然不是很乐观。还有一个是劳动生产率的下降，目前生产率属于历史较低水平。

2．欧洲：明显改善

2015 年预计整个欧盟增长 1.7%，比 2014 年 1.4%高。2016 年经济可能会增长 2%，甚至更高。欧洲也有一些有利的因素存在：欧洲量化宽松的刺激还在不断加大；石油价格下降对欧洲也有一定的刺激作用；此外欧洲的出口也开始增长。

另外，欧洲的银行贷款条件有所改善。过去，特别是欧洲发生债务危机之后银行惜贷，但从 2014 年开始，欧洲的贷款出现增长，贷款条件开始放松。欧洲大多数国家的经济现在都开始增长。即使是希腊，也在 2015 年二季度出现了正的增长。按年度计算，只有希腊一家是负的增长，其他主要欧洲国家都已经进入了增长轨道。虽然增长的力度仍然不够，不过欧洲潜在增长大致就处于这个水平上，2%的增速已经超过其潜在增速。但是欧洲的失业率还很高，需要继续增长一段时间，才能降低失业率。相比之下，美国的失业率基本上已经到了低点，现在增速只要是与潜在增速持平，就业就能够稳定地增长。

3．日本：政策刺激无效

日本是在发达国家中表现最差的一个国家，2015 年预计增长 0.5%，2016 年可能增长 1.5%-1.6%，但这个估计可能过于乐观。日本的问题跟美国和欧洲还不一样，主要原因是它的潜在增速非常低，可能不足 1%。因为日本的人口老龄化，而且人口总数在下滑。能够有 1%的增速已经是非常好的结果了。日本的政府还是在采用各种政策刺激，结果往往是一个季度 GDP 增长 5%，下个季度又下跌 5%，全年来看增速并没有提高，这些政策刺激是没有效果的。

日本通货紧缩完全是经济发展的结果，不是因为通货紧缩而使得经济低增长，而是相反，人口因素造成了需求不足，才会产生通货紧

缩。通过政策刺激解决不了问题。

当前日本面临的主要问题是政府的高债务，目前政府债务水平已经超过 GDP 的 200%。所以进行连续性的财政刺激是几乎不可能的，政府在进行几个季度刺激之后，又会马上增加税收，这样就会降低甚至抹去之前刺激的效果。所以这种政策只能造成经济波动，不可能推动经济增长。

（二）发展中国家

我们将发展中国家分成几个区域。

1．东亚

东亚原来一直是发展中国家甚至是全球增长最快的地区。但是现在东亚的经济增长已经让位于南亚。2015 年可能增长 5.6%，比 2014 年的 6.1%有所下降。2016 年预计也是持平 5.6%。东亚国家中中国是最大的经济体，中国的经济增长直接影响到东亚经济的波动。如果不考虑中国大陆，东亚可以分成两个不同的增长块。一块包括已经接近或已经达到高收入的国家或地区，比如中国台湾及香港特区、新加坡、韩国，这些国家或地区属于低增长，增速只有 2%-3%。第二块是中增长区，比如印度尼西亚大概保持 5%左右的增速，越南、菲律宾增速 6%左右。中国是一个高增长区块。中国的经济短期来看没有太大问题，2015 年我们预计增速为 6.8%，也有增长 7%的可能。2016 年我们估计中国的经济增长会降到 6.4%。中国经济短期有下滑的风险，但是我个人认为是中期的问题。中国主要需要避免一个问题，即避免转型的误区或陷阱。众所周知，中国一直在进行转型。转型包括从外需转向内需，从投资转向消费，从制造业转向服务业。这种转型可能并非是积极的转型，而是被迫的，且未必是符合经济规律的。中国的出口增长不可能再保持过去的高速，但是内需增长暂时无法和外需下滑相匹配。进出口都参与了世界竞争，对一国的技术、劳动生产率都

有刺激作用，而内需就不存在这种作用。

投资和消费更是不可能相互替代。三驾马车的提法是错误的，没有任何的经济理论支撑。长期的经济增长一定要靠投资，不能靠消费。消费水平只能决定本年度的 GDP。但是从长期来看，主要靠投资决定。以为减少一块钱的投资增加一块钱的消费，GDP 就能保持不变，这是不符合经济规律的。

制造业与服务业对经济的影响不同。这种转型不是积极的转型，而是被迫无奈，而且这种转型的结果必然是经济增速下降。由于服务业的劳动生产率比不上制造业的劳动生产率，如果制造业转向服务业，必然会导致 GDP 增速的下降，不可能两全其美。如果不得不转型，则需要权衡利弊：认为短期要增加消费，可以降低投资；或者原来的投资过高，现在要降低。就必须接受所带来的结果。若消费和投资的相互转换，GDP 不可能还能保持增速不变。若要转型，就必须要接受 GDP 增速的下降，这是必然的规律。

对于服务业而言，中国的服务业占 GDP 的比重低于发达国家，也低于很多发展中国家。但是服务业涵盖范围广，服务业并不只是餐饮业，还包括金融业和通信业。发达国家的服务业偏向于高端服务，如果中国的制造业转型到低端的服务业，对经济未必有好处。中国现在是中等收入国家，如果要真正赶上发达国家，还是要靠提高劳动生产率，还是要靠制造业、靠有效的投资驱动。

2．南亚

南亚已经取代东亚，变成经济增长最快的区域。2015 年增长 6%，2016 年可能会增长 6.5%或者更高。印度的经济增速已经超过了中国，成为世界主要国家里面增长最快的国家，2015 年增长 7.2%，2016 年预计增长 7.5%。印度增长的有利因素主要包括：经济改革，人口红利，内需比较旺盛，劳动成本比较低。在金砖国家中，印度的劳动成

本最低。印度的通货膨胀率今年也有所下降，主要是劳工的价格下降。

印度的发展也有不利的因素，包括基础设施非常薄弱，出口下降幅度很大，双赤字——对外赤字和财政赤字，这使得印度的货币政策和财政政策空间非常小。当然，印度的人均收入和中国相比还很低，只有中国的四分之一左右。所以印度经济增速超过了中国也是正常的，这两个国家处于不同的发展阶段。但印度还需要很多年的高速增长才能达到中国的人均收入水平。

3．非洲

非洲不是一个整体，可以分成几个不同的部分：南部非洲、北部非洲、还有中部非洲。在金融危机发生之前，非洲整体经济增长超过5%，有的国家甚至达到 6%、7%。增长的主要动力是石油和矿产资源。现在由于石油和原材料价格的下降，这些国家的经济增速也随之下降。而非能源，非原材料出口国家的经济增长反而有所上升。整个非洲经济增速在 2015 年是 7%，2016 年预计是 4.4%左右，东非比南非增长快，能达到 6%、7%。

另外非洲在不断改善自身结构。比如十年之前，非洲国家的储蓄率都较低，只有 17%-18%。现在不断上升至 24%-25%，这对经济的稳定增长是有利的。

4．西亚

西亚，也称中东。其经济增速相对较低。2015 年预计为 1.9%，2016 年预计只有 2%左右。主要受两大因素的影响，一是石油价格大幅度下降，使得海湾石油出口国经济增长明显下降。另外一个不利的因素就是武装冲突。叙利亚、伊拉克、也门这些国家的武装冲突，不但影响了自身，还影响了周边国家，影响了约旦的旅游，影响了土耳其的经济。西亚的经济增长比较低，但还不是最低的。

5．拉美

经济增长最糟糕的是拉美。我们预计拉美 2015 年是负增长，也就是整体衰退。2016 年经济增长预测是 0.7%。拉美也不是一个整体，把拉美和加勒比放在一起可以分成三块：南美、墨西哥和中美、加勒比。这三块的经济增长显然不一致。最差的是南美，2015 年可能衰退 1.7%，2016 年还将继续衰退。主要是因为巴西的衰退，预计巴西 2015 年衰退 3%，2016 年继续保持衰退。墨西哥和中美经济增长也不高但基本平稳，预计 2015 年增速在 2.5%左右，2016 年可能为 3%。加勒比地区的经济预计能够保证 3%的增长。

巴西确实现在面临着困境，主要原因是矿产资源等原材料价格的下降。经估算，2010 年之前，巴西经济增长的 33%都是由于能源价格上升。但是现在原材料价格下降，对 GDP 产生了负面影响。另外巴西的宏观经济政策也存在问题：政策没有空间，通货膨胀高，利率也非常高。巴西的财政已经出现赤字，而标普又把巴西的债券降至垃圾级，更造成了政府的困境。

巴西也有很多结构性问题。改革停滞不前，官僚主义普遍存在，劳动力市场僵硬，税收制度也不完善。投资率很低，巴西只有 17%的投资率，不可能保证 5%-6%的增长。巴西依靠短期的外资流入来增加投资。一旦短期外资回流或者下降，经济也就紧跟着衰退。

拉美国家中问题最大的还是委内瑞拉，但是其规模不是很大，不足以影响整体。

6．独联体

独联体的经济增速下降也非常明显。主要是由于俄罗斯的经济下滑，2015 年俄罗斯的经济增速可能为-4%左右，2016 年能否增长还难以确定。俄罗斯的主要问题是依赖石油和天然气。2013 年和 2014 年时，石油天然气产值占俄罗斯 GDP 的比重大约 10%，而现在达到 20%。石油天然气过去占出口的比重为 40%，现在已经接近 70%。还

有一些其他原因导致经济增速下降，包括美国欧洲的制裁、人口下降、投资不足、改革滞后等问题。

三、不确定风险

现在大家都担心通货紧缩。至于发达国家有没有通货紧缩的风险，应该具体分析。一般通货紧缩的原因是多种的：从供给角度看，石油和原材料价格的下降造成的通货紧缩，对经济并没有坏处。但从需求角度看，需求不足造成的紧缩，可能会有一些负面的影响。若是货币过于紧缩造成的，也会有负面的影响。如果是人口下降造成的通货紧缩，比如日本，没办法通过政策去改善或解决，但是影响是有限的。不同的例子有不同的分析，只是笼统的说通货紧缩有风险，需要加大刺激，就过于简单了。

还有一些其他的不确定因素和风险。一是美联储货币政策正常化。我们认为 2015 年 12 月美联储会开始提高利率，但这也可能会有不确定因素。第二个不确定因素就是新兴经济可能还有继续下行的风险。第三个不确定因素是美国或者发达国家经济，会处于停滞不前状态，中长期处于低增长。第四个不确定因素就是地缘政治。

四、宏观经济政策

2016 年宏观经济政策和财政政策的趋势：美国方面，即使美联储加息，也只是恢复正常，其政策力度还是低于平均水平。而日本和欧洲的货币政策处于刺激的状态。发展中国家和新兴经济货币政策大多数也比较宽松。财政的政策趋势在每个国家不大一样，很难找出一致性。但所有发达国家的财政政策，现在已经起码是中性、不紧缩的状态。美国是中性且略微带有增长性的政策。有些发展中国家有财政刺激的空间，比如中国的财政政策偏向刺激性。但有些国家，比如巴西、印度，由于存在“双赤字”，财政政策运用空间非常有限。

五、问答环节

Q1：世界经济尤其是发达国家和发展中国家出现了明显的分化，发达国家现在已经处于一个阶段性上升的阶段，但是发展中国家从 2012 年以来一直是处于往下走的趋势当中。您觉得这其中最主要的原因是什么？以及发展中国家预计会在哪一年走上复苏的道路？

A1：发展中国家或者新兴经济体从 2012 年开始经济就一直处于下行趋势，我个人认为可以称之为结构性原因。回头看这 20 年，金融危机之前，甚至 2011 年之前，整个新兴经济体属于上升的阶段，而上升阶段之后，遇到了如下几个瓶颈。

第一，进入全球化的饱和阶段。中国从 80 年代的出口基本可以忽略不计，到现在变成第一大贸易大国。自从加入世贸组织之后，出口增长了 20%。这是从无到有并达到饱和的过程，然而再继续增长，劳动成本将上升，劳动生产率再提高也比较困难，后续如果没有新的创新，没有办法和发达国家竞争。第二，人口问题。中国已经向老龄化社会转变，劳动年龄人口占整个人口的比例开始下滑。人口问题不仅影响着中国，俄罗斯经济放缓也基本上由于这个原因。但某些新兴经济体并不存在这个问题，比如印度人口还是上升的。这受不同国家不同政策的影响。第三，中国的改革已经到了攻坚阶段。改革在过去 30 年是刺激中国经济增长的很大的动力，但一些领域比较容易改革，改革后容易取得的成果，已经基本上取得了。现在剩下的就是些硬骨头难以改革，导致改革遇到极大的阻力，没有了刺激点刺激经济的增长，这也是一个瓶颈。第四，初级产品包括能源、原材料等，对于新兴经济体生产和出口的影响经过了一个大的波动周期。过去的 20 年属于上升阶段，现在开始到了一个大周期的结束阶段。对原材料，对能源的需求减缓，导致所有依赖能源和原材料出口的新兴经济体产能

过剩。按照原来规划，中国每年还能增长 10%，全世界还能增长 4%，但现在全世界增速降低了 1 个百分点，中国降低了 3、4 个百分点，也导致需求和价格的下降。第五，新兴经济体信贷周期发生了变化。新兴经济体的信贷周期和发达国家并不一样。金融危机之后，发达国家收紧信贷，而新兴经济体认为经济还会继续高速增长，一些企业利率降低后，开始大量增加贷款。但新兴经济体在过去 30 年，属于信贷上升阶段，现在到了顶部需要回调。新兴经济体的银行信贷占 GDP 的总量，从前年开始就已经超过了发达国家，而且企业债务上升得非常快，有些国家的公司债务已经达到了历史最高水平。而一些初级产品、能源原材料出口的价格下降，收入下降，导致债务的负担进一步上升，银行的不良贷款在这些国家上升。

其他方面，新兴经济体还有的遇到一些结构性问题。比如巴西，除了刚才提到的那些问题，还有一些比如宏观经济的失衡、发达国家的经济制裁、外部投资的不足等问题。这些问题造成了新兴经济体这几年一直处于下滑状态，而是不是已经触底，现在还不好说。

Q2：美联储在制定它的货币政策的时候，会多大程度上评估世界主要发达经济体的政策。美联储跟其他的主要经济体货币政策的差异，对全球的金融市场和资本流动会带来什么样的影响？

A2：美联储货币政策的走向的确是世界经济面临的一个主要不确定因素之一。这个不确定因素主要是这四个方面：

第一，加息的时间不确定，虽然我们假定 2015 年年底会加息，但是很多分析人士认为可能要到 2016 年 3 月份。

第二，加息的路径不确定，第一次加息后怎么再加息。实际上加息的路径比加息的时间更重要。当然二者是相辅相成的，加息的时间越早，今后加息的幅度可能缓慢一些。但是加息晚了，也很可能迫使美联储快速加息，这样对经济的冲击可能更大一些。

第三，加息后对实体经济影响的不确定。虽然市场有提前预估，并提前纠正，但实际上真正的加息之后，市场还将会进行调整。目前来看实体经济应该能承受一定的加息，而从就业来看，也已经基本上达到经济意义上的充分就业。

第四，外资、汇率等对新兴经济体有哪些影响。在近几年，很多国家货币贬值，可能是对加息预期的提前调整，而美国加息之后，会不会再调整，事实上也难以推测。

目前存在这四个大方面的不确定因素。但美联储会不会考虑其他国家的货币政策，这实际上是国际货币政策协调问题。从理论上来说美国会考虑，但是往往只在关键的时候比如 2008 年发生危机的时候会关注，因为当时如果各自为政，效果显然没有各国统一降息好。一起降息，可以保证各国汇率稳定。而各自降息，汇率大幅度变动，会使货币政策效果抵消掉。但在目前这种状况下，美国、欧洲、日本以及发展中国家经济周期所处的阶段不完全一致。

国际货币基金组织研究了美国加息对其他国家的影响，因此它要求美联储尽量推迟加息，以免对其他国家带来不必要的负面溢出效益。但是我个人认为美联储不会把这个因素作为它主要的考虑因素。而主要考虑因素第一是就业，第二是通货膨胀，第三才是国际上的影响。虽然在美联储 9 月份的报告当中强调了考虑国际经济的变化或者需要，我个人认为这只是个借口而已，实际上美联储不愿意加息。因为美联储非常相信货币政策对劳动力的影响，美国现在失业率确实有 5.1%，而通过研究劳动力经济学及劳动力就业率等其他一些指标，美联储认为就业率还很低。另外美联储的政策倾向也决定了美国宁愿通过高通货膨胀来确保充分的就业，愿意承受通货膨胀的风险。在目前情况下，美联储愿意跟其他央行进行充分的沟通交流，但并不是说在决策的时候会把他国政策作为一个决定性的因素。

我个人认为，加息不会对新兴经济体和金融市场造成太大的影响。但加息的路径、速度及幅度非常重要。如果加息非常平缓，给市场一个稳定的信号，可能对市场的稳定有积极的作用。

Q3：您刚刚也提到，目前全球的通货膨胀水平之前很高，但现在一直都是处于低通胀的环境当中。对于通胀的问题好像也有另外一种观点，即从中长期的角度来看，从劳动力增长高峰已经过去，劳动力成本的上升会带领全球的物价水平进入一个快速上升的阶段，不知道您对这种观点怎么看？谢谢。

A3：实际上，我个人认为过去 20 年，通货膨胀是处于下行通道，当然有些年度会波动。目前大约有 10 个国家通货膨胀率还是高于 10%，比如俄罗斯、印度和巴西等，整个发达国家通货膨胀还是处于低位，并且有下行趋势。

通货膨胀当然是由货币政策来决定，但是劳动成本的推动也是主要因素。当劳动力成本上升，如果货币政策只是去适应，去支持，那么会形成恶性循环。在过去 20 年不存在这种恶行的循环。还跟全球化有很大的关系，原来每个国家通货膨胀主要是由国内因素决定的，但全球化之后，通货膨胀不取决于本国，而取决于国际社会。从贸易的角度来看，全球化已经达到了一个饱和的程度，全球化会不会继续使价格继续下降呢？恐怕已经到了一个底端，全球的通货膨胀现在处于低点，今后略微上升是有可能的。

Q4：刚才您提到衡量一个经济体存在实际增长率跟潜在增长率。如果说中国的实际增长率高于潜在增长率，我们就会发现中国现在还存在失业率在升高的情况。但是如果说实际增长率低于潜在增长率，又会发现中国存在产能过剩的情况。对中国这种经济体，用实际增长率和潜在增长率的缺口，是不是没法概括呢？

A4：这样讲是有一定的道理。实际增长率到底是多少，投资率

到底是多少，难以确定。不去探究是主观上的还是客观上被调低或调高了，即便去衡量，在经济结构变化的时候，观察的 GDP 的可比性也是存在问题的。服务业的 GDP 和制造业的 GDP 在衡量的时候是不一样的。服务业的 GDP 所能观察到的是名义 GDP，然后再根据通货膨胀折成实际 GDP。但是制造业的 GDP 是反过来统计的，实物量和价格是同时观察到的，和服务业的统计不一样。所以如果服务业占比不断上升，同样的 1%的 GDP 增速和过去的 1%的 GDP 增速可比性存在问题。

当然，潜在增长的本身就有很大的问题。比较乐观的认为中国的潜在增长还有 8%。如果回顾历史，和日本韩国比较，这两个经济体多年前达到 10%以上的增速，在那之后仍然能增长 8%，那中国的潜在增长率为 8%。这和经济意义上的潜在增长是两个概念。真正的潜在增长的估算是通过两个不同的公式，一个公式包括了劳动力的增长和劳动生产率的增长，另外的公式包括劳动力的增长、资本增长，以及生产率的增长。这些劳动力和劳动生产率的关系，或者全要素的生产力的估计，都会有很多假设的条件。

中国的这两个值和国外的有没有可比性，取决于市场来决定的程度有多大。因为实际 GDP 和潜在 GDP 的前提就是假定在市场处于完全竞争的情况。GDP 是按市场交换价值来衡量的。GDP 有三种不同的统计方法，生产法和支出法，还有收入法。中国到现在还是以生产法为主。以生产法为主就会存在着问题。生产的东西卖不出去，就没有实现真正的 GDP，就不应该算为 GDP。美国是以支出法为主，以收入法去进行比较。即便这样的话，收入法和支出法，还存在着 0.5%的误差。中国刚引进 GDP 时，某个省份用生产法和支出法统计出来的 GDP 差 50%，现在不会差那么多。GDP 在可比性方面确实比较复杂。我个人认为不要把中国的 GDP 跟美国 GDP 相比较，因为各自

GDP 的成分不一样，美国 80%都是服务业，中国的服务业可能只有40%左右，制造业和农业占比也很高。

第 98 辑

(2015.11.6)

TPP 对现行国际贸易规则的创新与拓展

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

周密，商务部国际贸易经济合作研究院世界经济研究所美大部副主任，研究员。研究领域为对外投资合作、服务贸易、国际规则与协定、美洲与大洋洲相关问题。北京航空航天大学经管学院国际金融学士，管理科学与工程博士。曾在复旦大学公共管理博士后流动站从事研究，先后在美国斯坦福大学和韩国国际经济政策研究院做访问学者。

在 2015 年 10 月初，TPP 的 12 个成员方已经完成谈判，达成了 TPP 协定。大家都对这个协定的内容，及其对中国、对全世界产生的影响十分关注。这个协定的谈成，对于中国的影响可能是多方面的。新西兰政府昨天（11 月 5 日）才发布了 TPP 协议的正文，内容非常多。我们现在对于 TPP 协定的认识可能还是比较初步。今天主要讨论一下，TPP 协定对于现有的国际经贸规则的一些影响及其创新。因为 TPP 协定的目标就是要成为一个高水平、高标准、有野心而且全面的协定，所以就决定了该协定在框架设计、内容和规则创新上，都有跟现有协定不一样的地方。

从总的框架来看，TPP 协定与 WTO 的协定有很多方面是重合的，因为全球的经贸规则主要还是围绕着贸易投资等领域进行设置。但是，TPP 仍然有一些新的创新和拓展。个人判断，协定所规定的一些新的权利和义务，事实上也意味着一个国家对有关经济主权的一些让步。事实上任何一个协定，都是要把某些成员方的权利让渡给其他成员方或是国际社会。从美国贸易谈判代表办公室（USTR）公布的 TPP 的摘要来看，协定规则的创新和拓展，主要按照领域来分，可以分为九个大的领域以及其他的领域。

一、原产地规则领域

原产地规则是货物贸易的一个非常重要的标志，就是如何判断这个商品由哪个国家生产。在 1947 年的“关税和贸易总协定”生效以后，货物贸易作为国际经贸活动的一个组成部分不断发展。这个领域也是全球开放水平最高，规则相对比较完善的领域。在 WTO 框架下，因为各个国家各自利益诉求不同，所以这个协定进一步的开放的难度较大。从多哈回合到现在，一直没有太多的相应的新开放。

TPP 则设定了目标：要实现大幅和全面的减税，要约束各个成员方减少非关税壁垒。同时，TPP 也是通过原产地的规则来限制非成员方享受关税优惠，从而改变贸易和投资相关要素的配制和环节的布局。从现在公布的决定中可以得出，TPP 对于原产地的计算有好几个不同的公式。这些公式其实主要强调的是要形成 12 个成员方之间的一种全球产业链和跨境供应链的布局理念。通过这个协定，也希望各方会把更多的要素资源集中在 TPP 的成员内来进行布局。

现在的协定与以前的协定的确有一些不同。在 WTO 原来的原产地规则里，并没有一个非常明确统一的规则，只要求各个成员方承担必要的透明度的义务，同时不能够歧视其他缔约方。这样一种非常原

则性的要求，事实上形成了 WTO 框架下原产地规则的多元化。这也导致企业在开展相关经贸活动中，可能会面临更多的挑战。

TPP 原产地的规则是进行了简化的结果。规则里的公式是规范各方在 TPP 的成员内怎样确定原产地，也即货物原产地的基本的计算方法。其目的是增强成员方在供应链上的相互配合。其中有一个累积规则：虽然按照不同的公式来计算原产地的含量，但是可以在成员方之间通过累积规则，把原产地价值的增加量综合起来计算。只要是符合 TPP 的原产地规则，就可以享受其他成员方给予的关税的优惠待遇。原产地规则是 TPP 中的一个非常重要的规则，因为货物贸易毕竟是 TPP 成员方经贸活动中的基础，也是经贸活动非常重要的领域。

二、电子商务领域

WTO 的总协定中对于服务贸易市场的开放有非常大的创举。现在近 160 个服务业的开放的模式是在 WTO 的货物贸易总协定里进行了首创。随着互联网技术、计算技术、航空运输技术的发展，这些技术对于服务贸易的发展有着很强的促进作用。在供给和需求的两端，这些技术都创造了更多的可能性。包括中国在内的很多国家都重视发展服务贸易，事实上也是想利用这样一些新的技术和新的一些服务模式，为经济的发展创造更加广阔的空间。

但是，1995 年 WTO 成立以来，有关服务贸易的市场准入规则没有太多新的进展。所以，原有的服务贸易协定虽然很重要，并且也打下了基础，但是它对于一些新环境和新要素并没有太多的回应。包括电子商务在内的贸易模式，在传统的 WTO 协定中涉及的比较少，这也促进了经贸活动、管理和规范的边缘地带的形成。

TPP 也意识到了这个问题。作为国际贸易中的新兴领域，在货物贸易和服务贸易开放的同时，TPP 有单独的章节对电子商务的相关的

内容进行相应的规范。实际上它强化了对于数据的跨境自由流动的要求，同时为赋予数据流动上的经济发展探索规范。TPP 成员各方对于数据的跨境流动如何管理、各个成员方应该怎样去开放市场以及承担的必要开放责任和义务，都是通过一个单独的章节来进行规范。

TPP 明确了公共政策目标。在得到保障的前提下，需要确保全球信息和数据的自由流动，以驱动互联网和数字经济。TPP 明确规定，各方在一定的前提下，需要加强数据的自由流动，减少自由流动的壁垒。通过这种承诺的方式，对基于数字的一些服务贸易的发展，提供了更多的支撑。同时 TPP 还要求各个成员不能对本国的企业提供特殊支持。同时也允许各个成员方在防止网上诈骗和商业欺诈方面开展更多的协作。

总体来看，TPP 对于电子商务领域持一个比较开放的态度。希望通过各方的协调，减少数据流动的壁垒。它并没有要求各方都完全开放他们的数据流动市场，因为各个成员方的发展水平还有很大的差异，对于相关问题的敏感程度也有很大的差异。TPP 允许部分的成员方，可以以“不符措施保留”的方式来避免承担部分的义务。但是这些义务需要在协定的谈判期间就得以明确。

三、国有企业领域

国有企业也是在近几年来比较热门的领域。已有的几乎所有协定，对于国有企业都没有进行单独的区别对待，除了美国的对外双边投资保护协定模板里，对于国有企业有一些单独规定。TPP 实际上是响应了“竞争中立”的基本理念，也即是希望政府在企业开展经济合作的过程中，减少对企业的影响。现有的这些协定中，一般都是按照国民待遇的原则来处理企业的各种问题。但 TPP 以专门的章节来建立国有企业规则的框架。在这个规则框架里，并不制约所有的国有企业，它

的主要目标是制约从事商业活动的大型国有企业。

TPP 对于国有企业的约束主要有两方面。一方面要求各个成员方，规范政府对于国有企业的非商业帮助的一些行为，从而避免在政府采购，以及其他的国内外经贸活动中损害其他成员企业的利益。实际上就是要求更加公平开放，不能够因为所有制来提供不同的待遇。同时也约束国有企业自身的政府采购的行为。WTO 里有一个政府采购协定（GPA）。GPA 是一个周边协定，并不是所有的 WTO 成员方都能够参与这个协定。这个协定是自愿参加的，中国也在积极申请和谈判，希望能够尽早加入 GPA 的协定。另一方面，TPP 要求各个成员方都建立起透明性制度，将本国的国有企业相关信息以及与政府之间的关系，与其他成员方进行分享和公布。所以，其他的成员方可以查阅相关的信息，在进行相关的经济决策时，可能有更好的依据。

并不是成员方的所有国有企业必须按照与其他企业完全相同的待遇来进行管理。成员方依然享有是经济紧急情况下的一些豁免权。但 TPP 并不是对所有的成员方都有所保留，只有 8 个成员方对于国有企业才有单独的保留权。

四、中小企业领域

TPP 自身的组成相对比较复杂，因为既包含美国、日本、澳大利亚这样的发达经济体，也包含越南、马来西亚这样的经济发展水平相对较弱的经济体。因此 TPP 协定的规则非常注重怎样平衡各方的关系，以形成协同的发展。TPP 协定非常重视两类弱势群体，一类是属于较低发展阶段的国家，另一类是中小国家。TPP 协定对于这两类弱势群体的支持，并不是按以前的做法，对这些群体免除部分义务，而是希望增强这些群体的能力，保证其可以获得更加公平的竞争机会。TPP 协定希望通过能力建设，来增强这些弱势企业或经济发展水平较

低的国家参与国际贸易的能力。但是，TPP 总体公平的环境和各方的承诺，仍是保持一致的。

TPP 的中小企业章节里，对中小企业给予了特殊的待遇。对于中小企业，很多国家都有一些相应的做法。对中小企业参与政府采购，包括参与一些竞争，都有特殊的支持。TPP 协定把促进中小企业参与贸易、分享利益作为关注的重点。TPP 协定在很多章节都涉及到中小企业的条款。除了货物贸易和服务贸易中的市场准入章节有对中小企业的承诺以外，TPP 也专门设定了中小企业的章节，要求各方采取切实的措施，减少这些中小企业在信息获取上的劣势，增强他们更加充分利用 TPP 的能力。

除了这些要求以外，TPP 还专门设立了中小企业委员会，来讨论如何帮助企业增加收益。同时，实施咨询、协助、培训、信息分享和贸易融资等针对中小企业的合作和能力建设的项目。以前对中小企业的一些扶持，更多的是各个国家自身采取的一些政策。但在 TPP 协定中，它既要求各方需要承担必要的责任，同时也设立专门的机制来协调各方在处理中小企业问题中的态度。

五、投资领域

与贸易领域不同，在投资领域全球仍缺少周边协定来进行管理和支持。所以，WTO 在投资领域，主要是围绕着与贸易相关的投资来进行相应的约束。同时，全球的各个成员国会通过双边投资协定来限制各方的一些行为，来处理和解决贸易争端。这是因为投资活动本身就具备涉及面广、情形较复杂的基本特征。投资活动对于经济的影响比较大，但其作用机制也非常难以把握。

在 WTO 原有的框架下，各成员方在投资领域的开放水平相对比较低，进一步开放的难度也比较大。TPP 为了解决这个问题，以负面

清单的方式来确定成员国对于外资的市场准入管理，这是非常大变化。WTO 主要采取正面的方式，允许一些领域的外资进入。TPP 采取了负面清单的方式，相对开放的程度也会更大。

TPP 的协定中的负面清单的方式是要求各个成员方在高开放的水平同时，限制他们增加限制措施的权利，从而为市场开放的单向性提供了保证。不仅在投资领域，在跨境服务贸易领域中 TPP 也予以了相应的要求。TPP 还为投资争端的解决，提供了国际仲裁的机制。投资问题的相应争端，往往涉及到投资者与国家主权之间的关系。双方之间如何协同，在很多情况下都比较困难。一个国家必须要考虑到对自身经济安全的保护，也要考虑到让这个企业更好的进入其他国家的市场，其实这是相互矛盾的关系。TPP 主要还是通过一些协商和磋商的方式来解决矛盾，也提供了国际制裁的机制。

六、劳工领域

劳工问题在以前传统的经贸协定中并没有太多的涉及。因为传统的经贸协定主要是基于生产制造完成的产品，或是提供的服务。在传统的领域中，除了补贴和知识产权外，对其他的问题并没有太多的考虑。在这些生产要素的投入过程中，劳工实际上也扮演了日益重要的角色。TPP 从协议上直接约束了各个成员方，要求共同维护国际劳工组织，因为它们都是 ILO 的成员国。而协议的成员方也都同意不因为吸引贸易和投资而减损基本的劳工权利法律的实施，同时也承诺取消强迫劳动，并阻止采用强迫劳动或者童工生产成分的产品的进口。

TPP 是为了让各个国家有更公平的竞争，尽量减少一些侵犯劳工权利的做法，使得它们的产品和贸易有更加公平的竞争环境。TPP 对于劳工领域建立了相关的对话机制，为纠纷的解决创造了比较合适的渠道。它在各个成员方承诺的义务，与国际劳工组织的一些要求相比，

并没有太大的拓展，但是其将劳工相关的一些承诺整合，并且纳入到经贸活动义务中。包括争端解决在内的各个方面，TPP 协定都增强了协议的可监督性和和违反相关义务的可报复性。事实上也增加了对于违反劳工领域相关义务的强制执行力。TPP 对于劳工领域的管理，还有着比较强的可操作性。

七、环境领域

环境问题与劳工问题相关，二者联系比较密切。TPP 延续了传统的经贸协定中对于环境问题的商定，各个成员方既需要承担保护环境的义务，也可以在出现对环境破坏的情况下实施例外。在 WTO 的协定中，各方都拥有在一些特殊情况下进行一些例外措施的权利。

TPP 中有关环境问题的规则并不局限于单独讲环境的章节。TPP 协议对环境的定义是相对比较广泛的，不仅包括平时大家可能接触比较多的污染的问题，也包括为保护生物的多样性而设计的野生动植物的非法交易、非法采伐、非法捕捞和海洋环境保护等问题。成员方需要有效的执行环境法规，并且不得为了促进贸易或者投资削弱执法的力度。TPP 也把濒危野生动植物国际贸易公约的义务进行了整合。在加强协调合作的同时，对于不利于环境保护的、有害的补贴或者新的补贴也加强约束。

现在的国际经济贸易活动对环境问题有了更多的关注。TPP 规定了各方承担义务的要求，加强了环境执法的力度。在国际经济贸易领域，环境的问题也被纳入到 TPP 的争端解决程序。各方可以在出现与环境相关的争端时，使用争端解决的机制来约束和要求成员方承担必要的义务，改正他们的一些行为。环境和劳工这两个问题，都是在 TPP 中涉及较多的两个领域，这两个领域也是对传统规则和传统的经贸解决方式的拓展。

八、争端解决机制

争端解决机制是一个非常重要和关键的机制，即各方在出现经贸问题、经贸纠纷的情况下，如何探讨解决的模式。WTO 是一个传统的多边经贸平台上解决争端的有效模式。因为在 WTO 之前，各方虽然是承担了或者是承诺承担了义务，但是在违反义务的时候，并没有非常好的模式去解决这样的义务。WTO 专门设立了专家解决制度，通过相关领域的专家参与来规范是非曲直。WTO 的这种模式，在未来仍然有比较强的活力。一个原因是因为它涵盖了 160 多个成员方，另一个原因是这样的争端解决机制，为解决争端提供依据。而争端解决机制的最后判断结果，还可以增加各个成员方对违反规定所需承担的成本的预期。它以预期的损害和实际损害两者相结合的方式，形成一种影响，以避免各个成员方违反自身的承诺。

TPP 协议在争取解决机制方面基本上继承了 WTO 的理念。它允许用专家组的方式作为争端解决最终手段。但 TPP 协议在过程和机制上也有所发展。一是强调快捷就近，即并不一定需要采用最后的专家组的解决方式。TPP 在开始就确定了各方需要去遵守的义务，较少的成员数量也相应减少了发生利益冲突的概率。而各个 TPP 的成员方都承诺尽力通过合作磋商解决相应的争端，避免进入到专家组解决的阶段。从这个角度来看，TPP 在开始设定规则的时候，就为解决和减少相应的矛盾提供了比较好的机制。WTO 虽然是一个自由贸易协定，但是由于它涉及的成员方相对比较多，在争端解决的时候，可能会有专家组的选择问题。

第二个机制上的拓展是加大了信息的广泛透明性要求。专家组的报告需要公开接受各方的意见。TPP 要求专家组的报告在审议和磋商的过程中，及时公开，以供其他的成员方了解进展。同时，TPP 规定

任何一个争端方，不管是其主体，还是境内的一些非政府组织，都可以在专家组审核的过程中参与并且协调运行。这种开放性有助于从更多的视角获得有关争端的不同的认识，也为争端的解决提供了更多更全面的信息。争端解决机制虽然是延续了原来的模式，但是它提供了更多的选择，也使得争端解决的问题可能变得更快速。

九、反腐败领域

WTO 涉及到一些有关腐败的商业贿赂的事项，但它并没有予以明确规定。所以各个成员方对商业贿赂的问题主要还是依靠本身的国内的法律来进行管理。但各个成员方他们自身的意愿、尺度还有能力的方面都有差异，所以在 WTO 的框架下，反腐和提高透明度的规定的推动难度相对比较大。TPP 则通过专门的透明度和反腐败的章节对商业贿赂加强管理。它要求各个成员方加强对于公职人员的管理和信息的披露。反腐败涵盖了司法和行政两个层面。重点针对影响国际贸易和投资活动的一些腐败行为。各个成员方承诺，确保 TPP 利益相关方在相关的行政审查中的正当权利，预防和惩治商业贿赂行为。

措施主要是包括建立或者维持控制人员行为准则，加强培训，阻断行贿和受贿的路径，提供检举的便利，以及对于腐败行为进行相应的惩戒。协议也在附件中重点提到了关于药品或医疗器械目录以及报销相关的透明度和程序的公平性。按照这个约定，反腐败相关的纠纷并不适用于 TPP 的争端解决机制，这点与其他的领域很大的不同，因为其他的领域都是有争端解决机制来进行最后的规范的。而反腐败因为涉及到相应的一些法律责任，所以主要由各个国家的法律进行相应的管理。

以上是 TPP 中有关国际贸易和经济规则的一些重要更新和创新。当然，除了上述的领域以外，TPP 还有一些其他的领域的创新和发展。

比如在知识产权的领域，它在知识产权领域所覆盖的范围，比原有的WTO里的覆盖的范围更加广泛。各方在承诺保护知识产权的过程中，给予相应的权利方多长时间的保护。尤其在一些新药的研制和相关的药品专利方面，是各方在最后一刻同时也是谈判难度最大的问题。

在发展领域，TPP中也有一个新创意。因为在WTO的协定中，虽然对于发展的问题有一个思想和原则，但是并没有单独的章节进行表述。TPP尤其注重了对于发展领域的管理，也希望通过该领域的一些协同作用来增强弱势成员方的经济发展能力。

商务人员的临时入境的议题在TPP中以独立的章节出现，也是一个非常大的发展。商务人员的临时入境是属于WTO所规定的服务贸易中的模式四。但是模式四的方式是自然流动，并不局限于商务人员的临时入境。商务人员临时入境只是自然流动中的一部分，但是对于相应商业活动的发展和经贸活动的开展具有非常重要的作用。因为商务人员临时入境不仅涉及到合同的签署、商业考察等商业活动的行为，也涉及到商业活动完成以后的服务和相应的售后支持。所以，商务人员的临时入境在WTO的框架下，已经是各方承诺的自然人流动中的最主要的领域。在TPP里，商务人员的临时入境已经单独成为一个章节。各方在加强相应的入境的便利性和提供更多的入境许可方面有更多的做法。这些议题对现有的国际经贸规则做了比较大的拓展和创新。

在这些方面的创新，能够更好地、或更有效地保护竞争中的企业利益。也有利于发挥妇女的作用，推动创新，减少商务活动中人员临时入境成本，为支持这些成员方经济可持续发展提供更好的支撑。这个协定的内容非常广泛，从现有的框架上可以看到，很多章节下都有附录，附录里主要是各方针对协议中相应的措施提出的意见。

总体上看，TPP与WTO相比，在协议的规模上还是有非常大的

精简。精简的核心理念就是减少要素配制的成本，减少要素跨境流动的成本。因此包括负面清单在内的一些创新，应该是 TPP 协定中最为核心的内容和领域。

十、问答环节

Q1：TPP 是对现行国际贸易规则，特别是对 WTO 的创新和拓展。接下来有没有可能 WTO 会吸收 TPP 这些创新呢？

A1：WTO 的新一轮的多哈回合的谈判，从 2002 年到现在已经有 13 年到 14 年的时间，这个协定的谈判，各方已经设立了很多的议题和工作组。实际上 TPP 中很多的内容 WTO 相应的工作组都有所涉及。但到现在为止只看到了一个贸易便利化的协定。这个贸易便利化的协定只是规定了各方如何通过协同来减少货物贸易中的一些海关和监管壁垒。即便是这样的协定，也经历了这么漫长的时间才能够完成。这就说明了在现有的 WTO 框架下，各个成员方之间的利益存在着比较大的分歧和矛盾。包括美国在内的主要的经济体，在推动周边贸易协定时也遇到了很大的困难，它们的积极性也并不高。因此，WTO 不是没有涉及到这些议题，但要把这些议题纳入 WTO，难度还是比较大。因为各个成员方的利益诉求有太多的不同，各成员国的经济发展水平和国内的法律框架都各有不同。

而且还有一个问题就是按照 WTO 现有的决策的制度，是要用协商一致的方式，也即几乎大部分的成员国要同意某一项改革和发展，才能够纳入。按照这个模式，谈判的效率可能相对比较低。个人感觉，短期内 WTO 对 TPP 创新的吸收难度相对比较大。

Q2：您刚才也谈到了现在大家把注意力放在 TPP 上，那么 TPP 和 TTIP 这两者有没有什么差别？

A2：虽然 TTIP 现在正在谈判过程当中，但是我感觉这两者还是

有很大的不同。因为 TPP 是一个涉及到 12 个经济体的协定，它所涉及的一些国家经济发展水平还是比较低的。而 TTIP 里美国和欧盟都是发达经济体。所以 TPP 所涉及的领域和范围相对更狭窄一点。

另一个比较大的不同是美国和欧盟都具有非常丰富的经验，而且它们也形成了一套比较完整的理念。比如在动植物检疫、食品安全和其他的一些领域，都有自己的一些比较成熟的标准。怎么推动这些标准之间的互认和融合，难度比较大。TTIP 的一个重点就是双方能不能形成一加一大于二的结果。按照现在的谈判的进度，由于所涉及的领域比较广泛，不仅要做货物贸易和服务贸易投资，还要在规则的协同上花费更多更大的力气。

Q3：从您个人的研究角度来看您认为 TPP 对中国的影响是什么样的。同时中国应该要什么样的应对策略？

A3：我觉得对于中国的影响可以分为两个方面来看。一个方面是有利的影响，一个方面是可能带来的一些挑战。

有利影响：1、协定的谈成会促进 12 个成员国经济的发展。TPP 对于经济的促进的效果很强。对经济促进的效果本身就会增加这些国家的需求。现在全球范围需求和供给之间的主要的矛盾是需求不足。如果这些国家的经济得以发展，则肯定会增加对一些商品和服务的消费。从这个方面来说，对中国的经济是有好处的。2、一些经贸规则的整合和壁垒的消除。现在中国企业也加快了国际化的进程，很多企业也会到 TPP 的成员国投资。那么这些投资 TPP 成员国的企业也会享受市场开放所带来的资源配置的优化。对于中国企业走出去和国际化发展是比较好的机遇。

挑战：1、政策法规适应性调整的挑战。目前 TPP 已经基本上完成了协定的谈判。虽然 TPP 声称是一个开放的、面向亚太地区的，可以吸收其他成员方进入的协定。但如果中国想要加入，那么就需要

去理解并且适应一些现有的规定。这对于中国经济的发展和现有的一些政策法规的调整，都是比较大的挑战。2、贸易和投资转移的挑战。TPP 协定的谈成也会吸引一些国家的注意力，更多的国家可能会把目光转移到如何面向 TPP、满足 TPP 协定来实现发展。TPP 创造的这样的吸引力可能会导致一些企业将投资从中国向 TPP 成员方进行转移，也会引起相应的贸易转移。贸易和投资的转移，可能也会对中国的经济发展产生一些负面的影响。

实际上对于中国的影响，在目前来看是不确定的。但是我个人认为，刚才谈到的这些贸易规则的创新和拓展，都是符合经济发展基本规律的。所以我们也希望更多的利用和借鉴它的比较好的做法，对于其中一些可能存在的问题，也可以吸收其教训。现在并不能看到 TPP 产生的经济效应，还是要等待 TPP 下一步的进展情况。

Q4：我们看到牛津最近出了一个文章讨论 TPP 如何改变 WTO 的规则，当中特别提到了汇率的关系，事实上前不久希拉里也表态，认为 TPP 当中没有把汇率操纵写进去，是比较遗憾的地方。看到美国的很多的参议院也提出来，希望把汇率的问题写到 TPP 当中，不知道您对这个问题是怎么看的？

A4：实际上我觉得在这样的贸易规则里，没有太多的涉及到金融层面的约束。除了像金融服务与贸易的市场开放，可能涉及到这个问题。但是如果涉及到所谓的汇率操作，就需要有相应的审核。谁来确定有没有发生这种汇率操纵的行为，这里面会有很多政治因素的考虑。我觉得如果把汇率问题加入到 TPP 的协定中，从技术上来讲就有很大的挑战。因为毕竟一些国际硬通货也不是在 TPP 成员国之间，比如欧元不在这个范围内，则无法界定哪些汇率被操纵。而且现在国际上比较重要的支付货币，比如美元、日元，是其中部分成员国的货币，其他成员国之间的汇率如何进行相应的计算和控制，从技术上来

讲难度也很大。毕竟汇率操纵主要还是美国的一种单方面的判断和行为。

另一方面，奥巴马总统拿到了 TPA 的快速贸易的授权，他才完成了最后的谈判。各方看到了美国政府拥有 TPA，才愿意进行最后的出价，达成这个协定。TPA 要求国会不能在修改国际协定中的某一部分后，再要求进行调整。按照法律程序，现阶段既然已经完成了这个谈判，就不具备再去修改相应条款的这种可能性。因为一旦修改，各方需要重新评估所有的出价和要价，这个过程非常复杂，而且很多国家也很难接受这个过程。

第 99 辑

(2015.11.13)

美国可转债投资

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李秀萍女士是对冲基金女性 100 人，Tenor Capital Management 的创始合伙人之一。Tenor Capital Management 是 2004 年 7 月从 Putnam Lovell NBF 独立出来的团队。李秀萍女士在 Tenor Capital Management 主要负责交易和管理可转债套利交易策略，包括组合管理、个股选择、交易及风险管理。李女士于 2003 年 8 月加入 Putnam Lovell NBF 的可转债套利团队。在此之前她曾先后就职于中国银行风险管理部、高盛投行部及 Putnam Lovell NBF 投行部。李秀萍女士是 MIT 斯隆商学院的 MBA，本科毕业于南开大学。

可转换债券既不是股票也不是债券，在一定的时间、一定的价钱内，可以变成股票或者债权。全球转证债券的市场规模是 3300 亿美元，美国是这个市场的主要参加者。美国约占全球可转债市场的一半，第二个占比较大的是欧洲，基本占全球市场的三分之一。亚洲国家占比相对较少，主要分成两块：一块是日本，有 260 亿美元的可转债总额。除了日本，剩下的发行国家和地区主要是中国香港、台湾、印度

等，整个规模是230亿美元，这个数字不包括中国大陆本土的可转债券额。亚洲的可转债市场有其独特性，而美国和欧洲市场比较相似。一般转证债券存在的时间都是五到七年，五年或七年后，发行的公司就可以将这个债券收购。或者如果股票没有升值，持有人可以要求公司把这个债券以发行的价格买回，要付的利息从 0%-6%不等。可转换债券若要转成股票，其价格一般是目前该公司股票价值的 10%或50%。

虽然我在这个行业里投资已经有 13 年了，但没有一天感到非常的无聊，因为这是美国各个金融产品市场中创新最多的市场。每隔两三年，就会有新的结构变化，有新的特征加入到新发行的债券之中，这是一个非常活跃、也非常先进的领域。

一、投资管理人分类

投资人领域基本分为两大块。一块是国内所指的公众基金，公众基金的主要投资策略，是通过零售的方式购买可转换债券，以期公司的股票升值。比如公司发行时，以 100 块买进，股票如果涨了 50%，这个债券就涨到 150 块钱。五年以后公司股票可能番了好几倍，这个债券就可能变成 500 块钱。他们投资的重点就是要选择在哪个领域、哪个行业购买可转换债券，然后关注股票市场是上涨的趋势还是下降的趋势。另外一类投资人也就是像我们这样对冲基金投资人，我们的投资方式跟前者完全不一样。我们的投资方式是买可转换债券，并在买这个债券的同时，卖掉债券中包含的股票，所以之后的时间里，股票是涨还是降，对我们没有影响。那么我们是如何挣钱的呢？简单来说，是通过股票在五年内的较大的变动来获取收益，这个收益跟整个市场的股票市场的变动关联很小。很多投资人之所以喜欢这种投资方式，是因为其他的投资方式可能在股票涨的时候会涨，在股票降的时

候会降，但这种方式受股票市场影响不大，对投资人来说是很好的分散风险的方式。

二、可转债对冲基金的历史

从市场管理人的角度来说，在 2008 年金融危机之前，70%的投资人和管理人都在做对冲基金。但是 2008 年的时候，有很多对冲基金的投资管理人没有掌握好风险，2008 年的大跌使得至少有一半的投资公司因此而倒闭。从 2008 年到目前为止，在可转债套利领域只有 40%的投资人在做对冲基金。可转债套利行业在美国的历史非常悠久，70 年代就开始了，在 80 年代和 90 年代的时候，做这个行业的人还很少。那个时候算是黄金年代，因为债券非常便宜，收益也非常好。现在美国排名前十的对冲基金的开创人，全是做可转换债券起家。投资可转换债券必须对债券市场、股票市场以及整个大的市场趋势精通。只有这样，才能在可转债市场做得好，因为转债市场与各个投资领域都非常相关。在 2000 年到 2002 年，美国科网泡沫破灭，这时可转债套利是一个非常好的投资工序，因为投资效益非常高。在 2002 年之后，有很多的新的对冲基金进入这个领域，也吸引了很多资产，但收益也开始下降，导致很多投资人开始做其他的东西，风险也随之加大。

不幸的是，2008 年金融危机来临，至少有一半做转债的对冲基金投资人输了很多钱，最多的可以输到 70%--90%，一半以上的做转债的对冲基金因此倒闭。在此之后，国际市场也没有平稳，从 2011 年的欧洲危机，到 2013 年美国政府的财政危机，再到 2013 年和 2014 年中国的经济减速以及美国的石油行业危机。每过 1 到 3 年就有一个这样的危机。在每一个这样的危机过程中，都会有一些对冲基金倒闭。在 2006 年的时候，大概有 150 家做可转债套利的对冲基金，现在可

能只有不到 20 家。

三、对冲基金的盈利方式

可转债套利，是买债券、卖其包含的股票，是通过股票的上下浮动盈利。如果市场没有起伏，或者股票没有起伏，应该如何来创造收益？可转债套利给投资人提供了一个非常好的方式来投资一个与市场涨幅没有很大相关性的工具，其实上下波动是很少的。还有一个情况就是，在市场下降的情况下，可转债投资一般都会涨，而且会有很好的收益。这样就给投资人，特别是大的金融机构和大的养老机构，在市场不好的时候提供了一个保护。在市场没有太大波动的时候，比如过去几年市场相对没有大起大落，我们经过这么多年摸索，也有很多的方式来创造收益。主要方式有以下三点：

1、可转换债券因为和债券市场相关，在市场不大起大落的时候，大多数情况下，会看到债券的收益是会很好的，所以我们就可以从这方面来取得收益。

2、有一些公司，特别是在高科技和生化行业，不管市场变还是不变，这些公司的股票都会上下波动，可能是因为新产品状况或者药品是否得到批准等因素引起公司股票的变动。这两个行业给我们提供了收益机会。

3、可转换债券是一个充满创新、变化很多的投资领域。虽然一定要在五年之后公司才能买回可转换债券，但很多公司可能由于股票大涨或者大跌，想提前买回。这样就会跟我们进行直接交易，这些公司要给我们一个牟利的机会，这样我们才会同意把债券卖回。这也是一个非常独特和不可忽略的收益机会。

第二个问题是，在美国整个利率的趋势上涨的情况下，利率何时会涨？在利息上涨的情况下，可转债套利作为一个投资工具会是怎么

样的情况？从我们过去二十年数据研究的结果来看，在利率上涨的阶段，是投资可转债最好的阶段。主要有几个原因：最重要的原因是利率上涨的时候，中小公司更多会选择可转债融资。债券市场因为利率上涨，融资的费用也过高。而可转债市场的利率比一般债券市场低很多。而且在利率上涨的时候，一般经济形势也都会比较好，公司的股票价格也都比较高。在这种情况下，很多公司也非常愿意来发行可转换债券。一般的话，如果经济市场非常好，对任何一个领域都是非常好的投资阶段。另外，如果利率高，公司要给我们支付的利率也会高一些，对我们增加收益也有好处。

四、关于 Tenor Capital Management

我们的对冲基金叫 Tenor Capital Management，拥有多种投资方式，最主要的投资方式是可转债套利。公司于 2004 年成立，启动资产只有 5000 万美元。现在我们的资产涨到了 20 亿美元。在过去 12 年，我很容幸能和其他三位合伙人，把这个公司从 6 个人发展到了现在的接近 20 人，总资产从 5000 万美元发展到了超过 10 亿美元，这对我来说是一个非常好的经历。除了主要投资可转债，我们也非常成功地进行了一些破产公司的收购以及一些与国内 PE 类似的投资。

再简单介绍一下，我们这个基金已经有 13 年的历史，是一家比较专注的公司。我们在这个行业里存在时间比较长，大家也耳熟能详。从 2007 年开始到 2015 年，年收益率为 12%，比同行要高一倍，但是我们的收费只是同行的一半。同时我们还有一个可以杠杆化的产品，这个产品的年收益将达到 20%以上。

在过去 13 年中，2008 年是我们唯一输钱的一年，2009 年整个基金上涨了 60%。在过去 13 年中，80%的时间我们都保持正收益，只有少数的时间是负收益。现在我们的投资人主要是美国和欧洲的投资

人，主要是一些比较大的对冲基金和一些公共的或者企业的养老基金，因为他们比较看重我们管理风险、同时持续参与和获得收益的能力。

五、从事对冲基金行业的关键要素

（一）要用正确的观点对你的投资人

一定要对你的投资人非常负责，而且要为他们的长期利益着想。做对冲基金这一行，或者在华尔街做事的人，重视短期利益的人比较多。在这个领域，如果想让自己突出、建立很好的名声，非常重要的一点就是要把投资人的利益放在第一位。投资人相信我们，并将他们的钱交给我们管理，我们应该觉得很荣幸。我们的第一个任务是不要让投资人输钱，要帮着他们赚钱；第二个才是如果帮他们赚了钱，我们也会在这个过程中赚钱。很多做对冲基金的人，往往想反了，他们会有一个观点是：自己怎么赚钱，再怎么给投资人赚钱。另外，在对待投资人的时候，当他给你钱的时候，你非常感谢他并对他很好。但是如果当投资人改变了投资方向，从你的对冲基金里把钱抽走的时候，则更要公平对待。我在过去的 12 年内，经过很多这种场合。有很大的投资人，在我们给他赚了很多钱后决定撤资。我觉得很能理解，因为是他们的钱，有自由来做他们认为最好的投资。我的观点就是，一定要善待投资人，这样会有比较好口碑，将来如果他们再有投资，还会回来找我们。在过去这些年中，我有五六个比较大的投资人撤资，这些情况都是我亲自管理。一般的处理方法是给他们六个月的时间撤资。在这过程中，每个星期我都要谈一下具体怎么卖他们的投资、怎么管理他们的钱。事前谈好规矩，做的时候就一点点落实。所有的这五个大的撤资，投资人在撤资的六个月都保持正收益，他们很高兴。很多投资人也都有看到我们是怎么对待投资人的，也介绍了很多新投资人过来，公平对待所有投资人很重要。

（二）切忌自高自大

市场是对的，但我可能是错的，不要跟市场战斗。虽然要有自己的观点，但要尊重市场。还有比较重要的一点是承认自己的错误，如果投了一个错的公司或者用错了投资策略，要认识到错误并及时改正。

（三）及时更新投资策略

还有很重要的一点，因为每两三年市场就会躁动一下，会有各种各样的事情发生，所以要经常更新投资策略。

六、美国对冲基金行业趋势

（一）对冲基金的投资比例会增长

从美国整体来说，不管是机构投资者，还是个人投资者，对对冲基金的投资比例占他们整个投资的比例还是很低的。随着对冲基金更加本地化、更加对外开放，这个比例会逐渐增加。从长远来看，这个行业还是会有增长的。

（二）投资回报率要求更合理

第二个很重要的是，通过过去二三十年的经历，投资人对对冲基金的投资回报率的期待也开始调整。十几年前，我们刚开始做对冲基金的时候，投资人的期待回报率很高，他们认为你肯定有一些窍门，或者知道是别人不知道的东西，要求一年回报率必须达 20%甚至 30%。但是后来投资人也认识到，那些一年可能挣 20%或 30%的人的风险也很大，第二年可能又会输 40%。经过这二三十年的演变，投资人认识到了他们的目的是需要找到一种对冲基金，能够在 10 年的过程中，不管市场如何变化，总是能提供比较稳定的、正的投资回报率。这对对冲基金来说是个好趋势，因为我们能做到的和投资人期待的回报率越来越近。

（三）更偏向中型基金

大家比较喜欢大的对冲基金，因为觉得比较稳定。但是现在投资人也认识到，一个对冲基金大到了一定程度就会受限制，同时它们可能会投向一些原来的创始人不太熟悉的领域，但在那些领域会很容易犯错误。现在大家最喜欢的就是不特别大，但也不特别小的对冲基金。如果对冲基金太小，大家觉得经不起风吹草动；如果对冲基金太大，又会觉得收益不太好，所以大家会认为中等大小的对冲基金是一个比较好的投资选择。另外，只有非常少的对冲基金管理人能投各种投资产品，并在所投的各种领域都能非常的成功。这种人是存在的，但非常少。95%对冲基金管理者都是专门研究一个产品，比如我们专门做可转换债券，或者专门做抵押，或者专门做科技股本基金，大家认为这种专业化人士的成功可能性更大。想要投资所有的领域、所有的方向、所有的国家，一般管理人很难能做得好。

七、中国的可转债市场

2013 年，中国股票市场不景气，当时国内有一个大型基金公司，想让我给他们设计投资产品。他们当时并不知道有可转换债券，我觉得可转换债券是当时中国最好的投资方式。因为在当时，国内一些大的保险公司、银行、经纪公司以及石油公司发行的可转换债券的价值基本都在 92 到 96 之间，这些债券一般都是两年、最多三年到期。如果中国股市不会涨，在现在的两年内，以 92 的价格买一个债券，两年之内就变成 100 块。因为公司需给你本金，所以一年能赚 4%的收益，收益跟银行存款差不多。但是如果中国股票的市场腾飞，可转换债券就可能从 92 变到 130、150，或者更高。所以我觉得这是一个非常适时的、只会赚不会陪的投资机会。他们当时也同意，但后来项目的主管人离开了公司，就没有做成。从目前来看，我觉得投资中国可转换债券的黄金时期已经过去了。但是从长远来看，从中国市场进一

步成熟角度来看，中国市场有可能成为全球最好的投资可转换债券的市场。主要有以下几个因素：

第一，做可转债套利最重要的因素就是需要这个债券内含股票价格上下浮动，小幅度的涨跌我们没有输赢，但是如果大涨或者大降，我们都会赚钱。中国股市，从整个市场和个股角度来看，其涨跌变化幅度都是很大的，所以这是一个非常宝贵的可转债投资机会。

第二，中国的利率虽然在降，但跟美国欧洲的利率比还是很高。对于一般公司，特别是中小公司，如果发债或者从银行贷款来融资，利息还是很高的。但是如果在可转换债券市场融资，利率就会非常低。公司将债券卖给我们，对公司来说，他们并没有卖给我们价值，因为股票价格未来是往下降或是往上涨，对公司都没有影响。但是对我们投资人来说，我们买债券，卖掉其内含股票，未来股票的上下变动是有价值的。

第三，中国公司，即使是一些中小型公司，偿还债券本金的信誉是不错的，特别是比西方信誉评估好得多。有的公司股票可能会降30%或 50%，但最后他们仍然有还款能力，这给我们这种投资人提供了很好的机会。另外，中国处在大发展阶段，会有很多公司从不同的行业、不同的领域、不同的规模来发行可转换债券。市场会变得非常有意思，也有非常多的机会。

从长远来看，中国的可转换债券是一个非常好的发展机会。在近期之内，的确存在一些问题，需要探讨和解决。

目前投资可转债的时机还不成熟，因为 2014 年股票大涨，很多可转换债券都已经变成了股票，从短期来看整个市场规模非常小。所以第一个问题就是如何扩展这个市场、怎么鼓励更多的公司发行可转换债券、如何推迟可转换债券年限。现在一般债券在升值到 130%左右公司就可以将其变成股票了。但在美国、欧洲、日本市场，时限都

会更长。日本一般是两年或者三年；在美国或者欧洲的一般情况是，一旦购买了这个债券，五年之内不管股票涨多少或者降多少，公司都不可以赎回，这就保证了整个市场的可投资债券数量比较稳定。

任何一个市场如果想要发展好，就要必须有能力吸引不同的投资人。比如公众基金的投资人也需要买我们这种对冲基金并卖掉股票。但是现在卖空股票在中国比较难，好多人可能选择 H 股或者香港的市场来做空，但是这样成本会高一些。这个问题需要解决。

另外，可转债市场是一个有很多金融创新的市场，有很多中国发行人，有很多自己的特征，也可以适当进行调整变化，比如三年变成五年，130%可以赎回的限制可以变成 150%，改变一些基本的结构。这样能对投资人和发行者更具吸引力。

八、问答环节

Q1：有几个问题想请教您，您刚才有提到，美国的这个可转债市场，您觉得是一个非常有趣的市场，因为他始终是一个不断变化，有新的特征，不断的公布新产品，您能不能给我们简单介绍一下，近两年您看到的美国可转债市场有呈现出哪些新的特征，或者在产品的创新上，有哪些新的方向。

A1：可转债市场的创新的动机有以下几点。一是税收原因。在建的时候可能是 2%，但是报税的时候，在报税单上利率可以涨到 8%，这在很多情况下是一个动力。另一个原因，好多企业发行可转换债券，可能过了一两年，其股票翻倍了，这个可转换债券就会变成其股票，这样一来公司原来的那些股票持有人的所有权就会被稀释，所以好多这些公司不喜欢这种方式的债券。之后银行和我们这些投资人，又有一些方式来帮助公司来减少这个稀释作用。另外，在现在利率比较低的情况下，很多公司发行债券，但不发行可转换债券。但投资银行可

以给你做成一个转债证券，如果股票上涨，也可以从中获利。从大的方面来讲，大概有这几类创新。具体一些细的方面，根据不同的行业，不同公司，还是会有一些区别。

Q2：从您过去这个二十年的数据显示，都是可转债比较好的投资机会。美国 12 月份应该会进入一个升息的过程当中，不知道您刚才提到的这种历史经验，是不是还适用于这一次的升息的过程。

A2：第一个问题，美联储升息若跟以前一般升息阶段不一样，唯一出现不一样的可能性就是通货膨胀了，而经济不增长。这种可能性，在目前来说出现的可能性很小。因为现在能源价格下跌得很厉害，对全球通货膨胀下压的压力很大。而且美联储对通货膨胀的基本没有顾虑，他们内部很明确认为经济一旦开始腾飞，会在将来引起通货膨胀，所以才会考虑现在提高利率，对这点我还是很有信心的。如果美联储真的是一步一步提高利率，美国经济就会好转。如果美国经济不好，比如受中国的影响或者受周围的影响，那么美联储大幅度升息的可能性是很小的。从过去二十年的数据来看，在加息的环境中，一般是投资可转换债券的黄金时期。假如我的判断错了，美联储升息，但美国经济不太好。在美国经济不太好的环境下，一般金融市场也不会太好，在金融市场不会太好的局势下，一些中小企业虽然是非常很优秀的企业，但由于他们的规模问题，很难在美国证券市场融资，所以他们就又不愿意发行股票，从而更可能来到可转债市场进行融资。

Q3：您特别提到了美国的中小企业，可转债对他们来说是一个非常重要的融资渠道，就想请您在这方面再多介绍一下。

A3：我一般说的中小企业是指在美国的市值是在 5 亿-30 亿美元之间的企业，这些中小企业发行的债券占整个美国可转债市场的比例超过 60%，有的年份超过 70%。中小企业之所以愿意到可转债市场来融资，第一是因为如果到一般的债券市场融资，利率一般可能是

6%-10%。如果这些企业到可转换债券市场来融资，利率一般是2%-5%，融资成本更低。第二个原因是，我们可转债套利基金非常看重股票会不会波动。这种情况只有我们这种对冲基金才会给予价值，债券投资人或者股票投资人不会给这种波动任何价值，所以如果中小企业到股票市场或者债券市场融资，他们融到的资金都会比我们市场的贵很多。第三，中小企业融资的主要目的是使他企业增长，通过融资扩展生产规模或是技术能力。这些企业不是特别在意将来如果股票上涨可转债会稀释股权的问题，在意的是能不能从市值30亿的公司变成市值100亿的公司。因此，中小企业比较能够接受可转换债券。同样的道理对中国的公司也适用。从长远来说，可转债市场在中国是非常有前景的。但是还需要推广普及，让更多的发行人和投资人认识到这个市场的优势。另一方面也需要更多的创新来激活这个市场。

Q4：最后一个问题，想请您谈一谈目前美国可转债市场的主要投资者结构。

A4：现在40%的投资者是我们这种对冲基金，60%的投资者是公众基金，他们一般是面对个人的，大概就是这个结构。在十年前这个结构是反过来的，70%的投资人是像我这样的对冲基金，30%的投资人是公众基金。经过这十年市场的起伏和筛选，现在剩下的对冲基金的投资人都是久经沙场，是在这个市场比较优秀的投资人。一定程度上减少了竞争，但从另一个角度来看，竞争对手也就更强了。

第 100 辑

(2015.11.27)

投资银行风控和信息技术

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

杨竞霜先生，现就职于瑞信集团，任投行信息技术部董事总经理，投行信息技术管理委员会成员，全球战略风险管理技术负责人。此前他曾就任瑞银集团信息技术部董事总经理，高盛核心策略部副总裁，在风险控制和信息技术领域有 15 年从业经验。杨竞霜先生毕业于中国科技大学少年班和计算机系，获美国哥伦比亚大学计算机科学博士。

我本人在瑞信的工作是组织一体化的风险管理平台，这是一个 6-10 年的长期计划。我从行业的角度探讨一下风险管理平台。

一、风控技术管理难点

先跟大家讲一个真实的故事。2008 年在雷曼兄弟倒闭前夕，有两家很著名的美国投行接受了 CEO 的要求，要计算雷曼兄弟的倒闭对于利润的敞口。这两家投行都是华尔街的老牌投行，多年来一直是竞争对手，在这件事上他们经历有些不一样。其中一家是高盛，当时高盛的一个老板将同事叫到公司，从周六上午加班到周日晚上赶了一个周末进行计算，从系统里将所有与雷曼兄弟有关的交易提取出来，

计算这些交易在雷曼倒闭的情况下会对公司造成的亏损。星期一早上这个报告就呈现在了 CEO 面前。当雷曼兄弟倒闭时，他们上报的数字被证实基本正确，误差在 5%--10%。另外一家大投行是摩根士丹利。他们的 CEO 对当时的风险技术主管也提出了同样要求，要求计算雷曼兄弟的倒闭会对公司造成的亏损。但他们工作了 21 天才交出报告，而且这个用三个星期计算出来的报告在一个多月后被证明与实际值相差很大，大约有 40%误差。在同样的一件事情上，两家老牌投行却得到完全不一样的结果。其实计算相关损失需要做的事并不复杂，找出雷曼旗下的合法组织，再把交易数据库里所有的跟雷曼相关的合法组织的交易提取出来。每笔交易应该有风险控制和风险管理模型，根据这些风险管理模型，输入雷曼倒闭的情境，最后加总计算。这个貌似很简单的事情，摩根士丹利这样的大公司却需要做这么长时间，并且计算结果产生了很大的误差。而且在当时，高盛和摩根士丹利是在这个计算上做的最好两家了。一个无论从数据提取还是从数学计算角度上来看都很简单的任务，实施起来却存在这样的问题。这说明了投行的技术管理存在三个难点：一是数据的完整性和一致性；二是系统的交互和整合；三是信息管理部门对业务的控制。从这个故事出发，我大致谈谈这几点在风控上起所起的作用。

1、数据完整性和一致性问题

对于合法组织，所有投行都会有一个参考数据，里面有交易对手的所有交易信息。问题在于，前台交易系统并不见得是完全使用规范的参考数据。比如跟高盛做一个交易，按照标准应该标注交易对手为 Goldman Sachs International。但在做交易的时候，交易员可能只输入 Goldman 或 GS，所以实际的操作中有很多数据是不规范的。不规范的数据在正常情况下通过各自风控平台，汇总到最后风控报告的时候会有一个规范化过程。但是，面对之前提到的周末加班分析雷曼倒闭

风险这种特殊情况，由于风控系统本身并没有这样的灵活性和扩展性，不能应对这种新问题，导致加班的人只能临时在数据库里面找数据。这种时候他们需要手动修改或者弥补这些数据的不规范或者不一致情况，更糟糕的是很多风控系统用的是采购的数据库，这样的情况下就算是临时修改都很困难。

2、系统的交互和整合问题

摩根士丹利在 2008 年时有 40 个交易系统。交易使用的程序不一样，可能数据库也不一样。这存在一些历史原因，比如有很多系统是在订购时吸纳进来的，有的是交易部门扩张过程中为快速上市而仓促建设的。而交易部门又是以赚钱为首要目标，就导致系统整合的过程很困难。

我刚到瑞信的时候，整个公司有 46 个风险管理系统，众多的系统也都在不同程度上存在数据一致性的问题。有如此多的交易系统和风控系统，是为了保障计算的灵活性。比如在做资本交易时，要求系统有足够的反应速度，能够应对庞大的交易量。而风控系统更要注重计算的复杂性和灵活性。市场产品出现非常快，经常一两星期就有新产品出现，风控和定价的功能需要很快能反映到到交易现场。设计这些系统就像造一辆汽车，要求又要能在赛道上跑，又要假装越野，这非常不容易。一旦有这么多系统，就会发现系统之间互相打交道很困难。这些系统中有些是 1990 年代制造的，有些是 2000 年制造的，还有些是从外面买进来的，互相之间很难沟通。很多时候就算互相之间可以沟通，但也只能解决传输问题。现在很多系统之间，互相能识别信息，可是不能互相认同。系统多了还会导致第二个问题：重叠和遗漏。有一种 MUCE 做法，即做交易时，一笔交易能且仅能出现在一个交易系统里，把几个交易累计起来可以知道正好把交易左右对接，不会出现遗漏或重复。但目前这在各大银行信息管理里还很难实现。

二、高盛风控平台的成功经验

高盛能够在一个周末把对于雷曼兄弟倒闭的损失计算出来是因为其系统有几个比较好的特点：

（一）是一体化的系统

从定价到交易到风险控制到自变量分析，甚至到后台都是同一个平台。其好处是，一个数据无论是市场价格还是交易的数据都在一个系统里，应用完全同样定义，可以得到一个非常一致的统一的数据。实现这一点并不容易，比如分析时经常有上千万的头寸需要处理，每个头寸都要计算上千次的回归式，需要在三四个小时里算完，这就对系统提出了很高的运算要求。

（二）是横向的系统平台

无论是股票、固定收益债券、大宗商品还是外汇交易，所有的交易和风险控制都包含在系统中。高盛从 90 年代初就开始开发这样的系统，通过近 20 年的努力才完成。这个系统最早做外汇交易。大概 90 年代末的时候，被推广到固定收益交易，之后甚至通过一条龙的管理系统合并了商业组织架构。2000 年之后，系统主要将股票交易合并进来。2008 年后，包括抵押贷款在内的交易品种全部涵盖在这套系统里。这个系统将所有的横向功能都包含在其中。

为了达到这个目的，高盛也采用一些计算机科学领域的先进理念。举两个例子说明，第一个例子是将新理念运用在数据一致性上。比如收益率曲线取决于市场数据，这些市场数据包括的范围可能从一个短期的商业票据到长期的 30 年债券数据。这些市场数据和收益率曲线之间存在一种从属关系，即每当 30 年的债券价格发生变化，收益率曲线也会随之而变。在实现这个从属关系的计算时，高盛把这种从属关系用图表的方式管理起来，有了这种从属图表，整个公司的数据都

有了一套完整的架构，且每个数据在这个平台上有且仅有一套架构。第二个例子是通过函数将各程序分离。在普通的信息管理部门，JAVA等编程语言无论编程还是测试都相当费时费力。而且对于一个大系统，从测试到上线是非常漫长的过程。高盛当年曾设计了一个脚本，这个脚本本身不是编译的而是执行的，是通过一个函数的特点将程序之间完全界定开来。这样就可以在要修改某一定价模型时，完全不影响其他部分。这样的定价模型或者风险控制模型，可以实现在新产品开发当天就投入使用。这在金融衍生工具里是十分实用的，可以保证新产品的跟进上线速度。高盛通过这个平台把原本复杂的事简单的解决了。

（三）是风险导向的组织架构

高盛的系统还有第三个特点，其实不是系统的特点而是公司组织架构的特点，那就是风控定价交易一体化的系统对业务部门有很强的控制能力。一个新的产品在交易之前必须在这个平台上有充分的定价和风险控制模型，而且交易业务的流程也通过这个系统来进行严格的控制。在组织结构上，做信息管理系统的部门对交易业务部门也有很大的影响控制能力。

三、风险管理系统在各大投行的发展

从 2008 年以来，几个大投行都在进行类似的风险管理系统的建设。

（一）摩根大通

2006 年，摩根大通开始做一套系统，其设计和推广途径基本上是完全模仿高盛的路径，也是先从货币交易开始，发展到大宗商品交易，现在正在往固定收益产品交易推广。摩根大通的这种做法也比较成功。

（二）摩根士丹利

2007 年后半年，摩根士丹利开始做一个名为“先行者”的项目，特点是用高级电脑构建系统。这个系统采用当年下国际象棋的超级计算机，这种计算机有上百万个 CPU，CPU 之间结点联络可以达到内存速度。摩根士丹利用一些这样的超级硬件构建一个数据中心。但是这种从上往下的变化过快，导致进展不是特别顺利，2011 年左右由于高层出现的一些变化，使得现在这个项目基本被搁置了。

（三）美银美林

2010 年，美银美林开始进行类似的风险管理项目，项目成员实际上是当年摩根大通的原班人马，他们的做法也还是基本重复摩根大通的过程，但是他们现在也只做了五年的时间。

（四）瑞信

瑞信的风险控制团队也就是我的团队，是从 2012 年开始建设的，我们的思路跟其他几家投行的思路稍微有一些不同，我们以风控为主线。因为在金融危机以后，各大银行都受到非常大的风控监管压力，所以解决风控问题，把业务进行下去是最重要的。把风控做好之后，再从前往后介入交易等项目。2015 年我们团队做了一个项目，这个项目是将从金融部门挑出的 standout number 与风险融合在一起。因为从理论上讲风险是一个产品价值的偏导数，将这个风险乘以市场变化，就可以判断产品的价值。通过这个项目监管机构认为可以有效控制或者是了解风险控制情况。这个项目非常不错，还得到了最佳信息技术奖励。我们通过三年的努力，建设了一个相当不错平台，并开始做一些风险管理项目。接下来两三年的时间我们做好风险管理后，就准备进入定价和交易部门。

四、问答环节

Q1：以上是国外投资银行在风控上的一些做法，现在对于国内

的这些投行来说需要做的事是什么？觉得二者好像还差挺远的。

A1：现在国内的金融机构需要解决一个问题，实际上是前面讲的哲学问题。我曾跟一家很大的银行聊过，他们现在整个信息技术部门都只有一百多人，但瑞信可能有三四千人。我问他们为什么仅 150 多人就能运营投行，答案是他们自己不做任何开发，都是买产品。中国的国情也的确有其特殊性，无论从人员还是监管机构方面的条件来看，采购也是一个可行办法。但是，采购的系统基本上没有办法来修改或者增强，类似于这样的问题需要得到解决。好处则是不用维持一个庞大的开发团队。像我们这样的一个三四千人的开发团队的管理和运用是很困难的。国内的机构，首先需要高层做决策，决定将来继续走采购道路还是开始开发。作为美国投行，所有大投行主要以开发为主，并不是不采购。在采购层面上，基本是从下往上采购，先采购一些硬件，往上是操作系统的采购，比如 WINDOWS 等，再往上是对一些标准化的基础设施的采购，比如数据库。在硬件层面上绝大部分投行都是靠采购的，但是在项目的应用层面，比如风险定价、后台风险汇报等基本上以开发为主。开发为主的策略主要是有灵活性。高盛顶层的风险管理、定价和交易这一套系统是其核心竞争力。这些风险管理是跟其业务部门完全挂钩的，高盛在做这个系统的过程中也逐渐储备了基础实力，等到 2010 年高频交易很火时，公司就有很多技术牛人可以去做交易。从人才的培养和储备来说，这对投行也是非常有利的事。不利之处是对这么多人的管理不易，预算也很多，通常会有一二十亿美元，所以如何选择还是需要对顶层决策有所了解。

第 101 辑

(2015.12.14)

保险公司偿付能力监管的最新变化及趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

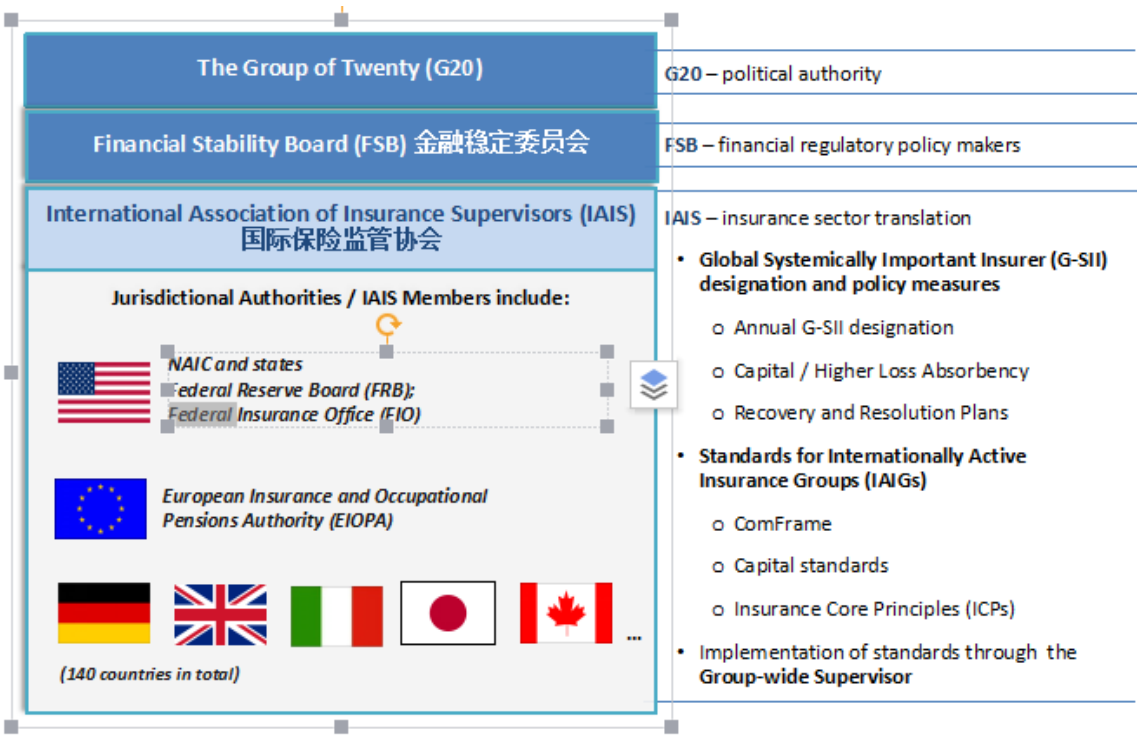
黄静博士，现就任于美国国际集团（AIG），任全球精算价值管理部门资深董事总经理，负责保险公司资本管理，包括评级公司的资本评定和保险监管部门的资本要求，与资产管理部门共同负责公司的资产负债管理。此前她曾任全球战略风险部总监。黄静博士是美国精算协会会员。先后获得复旦大学物理学学士及纽约大学计算生物学博士。

2008 年全球金融危机，对金融和保险的监管都带来了非常深远的影响。众所周知，当时濒临倒闭的一个主要保险公司就是美国国际集团——AIG。金融危机的经验表明，保险公司进行一些高风险的非保险的活动，有可能威胁到金融体系的稳定。2008 年以后，各国的监管机构开始准备采取一些新的措施，以更好地协调各国对保险公司的监督，特别是提高对最大最复杂的保险——全球性保险的监管力度。比如在美国，通过《多德—弗兰克法案》建立了美国联邦储备委员会，以行使美联邦在保险监管方面的职能，并建立了联邦保险办公室（Federal Insurance Office，FIO)。在国际上，G20 国家也建立和增加

了一些国际论坛。

一、保险监管制度的国际发展

2009 年，G20 建立了金融稳定理事会（Financial Stability Board，FSB）。该理事会的职能是促进全球金融稳定、协调各国金融监管机构和国际标准制定机构的政策和信息共享。金融稳定理事会的成员，包括来自香港和欧盟等 23 个国家或地区的代表，四个国际金融组织和六个国际组织。



全球范围内加强监管

从美国的角度看，美国在金融稳定委员会的代表有：美国财政部、联邦储蓄委员会和证券交易委员会。金融稳定委员会下设一个国际机构 IAIS——国际保险监督官协会。IAIS 成立于 1994 年，是一个自愿的联合组织。其主要职责是建立保险监管方面的全球标准，以及协调各国保险监管和金融监管机构。国际保险监督官协会（IAIS）的代表包括了两百多个司法管辖区和近 140 个国家的保险监管机构。在现在的 IAIS 中，美国的成员包括 NAIC、每个州的保险监管机构、联邦储

蓄委员会和联邦保险办公室。

值得指出的一点是，金融稳定理事会和国际保险监督官协会并没有法律上的约束力。它们的职责是制定全球标准，而该标准必须通过各国的监管或立法当局，才能在每个国家内实施。但是我们认为，制定的标准可能对全球保险业有长远的影响。

（一）全球系统性重要保险机构（G-SII）

国际保险监管协会（IAIS）主要做了两方面的工作：一个是受金融危机的影响，金融稳定理事会要求国际保险监督官协会指定全球系统性重要保险机构 Global Systemically Important Insurer（G-SII）。G-SII 是指在金融市场和保险市场中承担了关键功能，具有全球性特征的保险机构。因为这些机构有规模大、复杂性和互相关联性较强的特征，一旦它们发生重大风险事件或者经营失败，可能会对全球经济和金融体系造成系统性风险。

2013 年 7 月，IAIS 公布了最初用于指定 G-SII 的方法，此方法和当年巴塞尔委员会用于指定全球系统性重要银行的方法有很多的相似之处。这一方法主要根据五大类指标评估系统性风险：第一，规模；第二，全球经济活动；第三，与其他金融活动的互相联系；第四，非传统和非保险类活动；第五，不可替代性。在评估之中，互相联系性和非传统非保险活动构成了 85%的比重，是最重要的两方面内容。金融稳定委员会根据评估分数、对保险公司商业活动的独立评估以及各国监管机构的判断，来决定 G-SII 的保险公司名单。

2015 年 11 月，IAIS 又公布了对于指定 G-SII 方法的一些改进，正在公开征求意见。金融稳定委员会在 2013 年发布了最初的 G-SII 名单，这份名单包括了 9 家保险公司。其中三个总部在美国，五个在欧洲，还有中国的平安集团。金融稳定委员会每年都更新 G-SII 名单，除了 2014 年没有改变。2015 年 11 月份，在金融稳定委员会公布的

名单中，荷兰的 Ing Group 将意大利的 Generali 替代成为 G-SII。

到现在为止，IAIS 还没有发布一个方法来评估再保险公司的系统重要性，因此目前的 G-SII 名单中还没有再保险公司。上个月公布的 G-SII 起草方法公开执行书，要求参考一些关于再保险的信息，所以 2016 年可能会涉及到再保险公司。

（二）国际活跃保险集团（IAEG）

另一方面，IAIS 还会监督国际活跃保险集团 International Active Ensure Group（IAEG）。2010 年，IAIS 制定了国际活跃保险集团所适用的共同监管框架。这些国际活跃保险集团要至少在三个以上国家或地区开展业务，而且至少要有 500 亿的总资产或者 100 亿的承保保费。在全世界的范围内，现在大概有 50 所国际活跃保险集团。这些国际活跃保险集团与 9 家 G-SII 合在一起基本涵盖了全球最大的保险集团。

（三）监管共同框架

这个监管共同框架中有一部分是一个适用所有国际活跃保险集团和 G-SII 的保险资本标准：IAIGs Capital Standards（ICS）。2014 年 12 月，ICS 的第一版公众咨询文件发表。2015 年夏天，大多数国际活跃保险集团参加了 ICPs 的第一次测试。这个保险的资本标准预计在 2019-2020 年实施。除了资本要求，保险监管机构也越来越强调监管保险集团的重要性。历史上，保险监管主要只涉及每个管辖区自身的保险业务。但是现在对于国际活跃保险集团，监管部门希望更加深入地了解其作为一个集团整体的活动，包括非保险业务的活动。监管共同框架的一部分也是在讨论，来自各个司法管辖区的监管机构如何对 IAEG 进行集团监督，如何协调沟通和共享数据。

IAIS 的另一部分工作是出版了保险核心原则列表，Insurance Core Principles。这是一套全球公认的标准和指南，目的是为监管保险业提

供一个全球适用的框架。国际货币基金组织 IMF 和世界银行用这一个核心列表，对各国的保险监管制度进行定期的评估打分。

以上就是国际上保险监管制度的一些发展情况。正如前述，金融稳定委员会颁布的这些标准，没有法律上的效力，更为重要的是各个国家的保险监管和立法机构如何采取这些规则和标准。

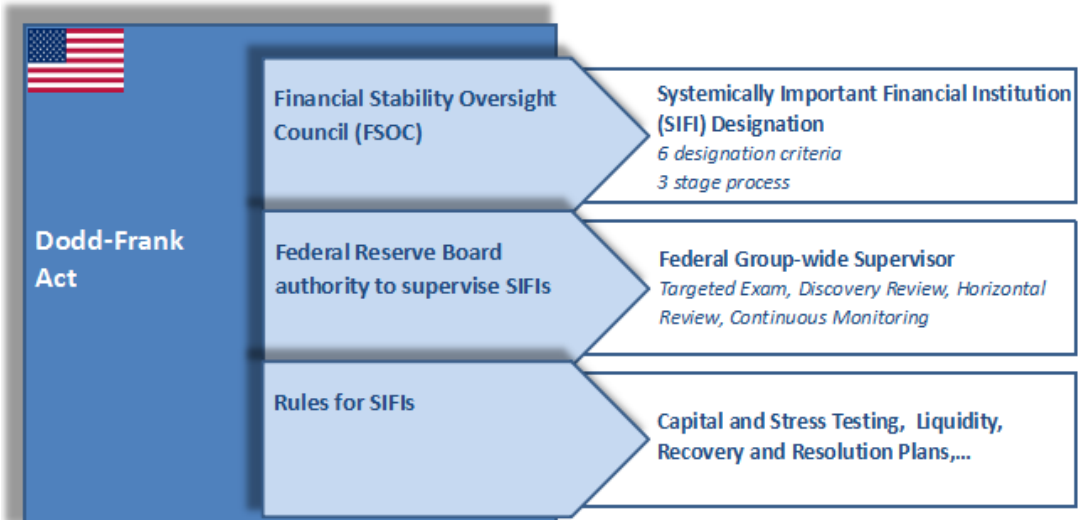
二、美国的保险监管发展

2010 年 7 月 21 号，美国总统奥巴马签订了《2009 年华尔街改革和个人消费保护法案》，该法案的其中一部分就是建立金融稳定监督委员会 Financial Stability Oversight Council (FSOC)。这是一个美国联邦政府机构。金融稳定监督委员会的职责之一，就是指定美国的系统性重要金融机构 Systemically Important Financial Institution (SIFI) ，包括银行和非银行金融机构。

在非银行的系统性重要金融机构中目前包括三个保险集团：美国国际集团、美国大都会集团、保德信金融集团，即 G-SII 中的三家美国公司。历史上除了洪水保险、恐怖主义保险、农作物保险等特定产品，美国保险的监管是由州和 MIC 来完成的。但是《多德-弗兰克法案》实行后，现在美国联邦储备委员会负责监管两种保险公司：一种是由金融稳定监督委员会确认的非银行系统性重要金融机构——三家保险公司；另外还要负责监管储蓄和贷款控股公司或者银行控股公司（现在没有银行控股公司，但是有 14 家储蓄和贷款控股公司，其中包含一些比较复杂的大型保险公司）。

从总资产的角度看，美国联邦储备委员会目前对美国三分之一的保险行业有监管的权力。至于美联储会如何利用新的管理规范来监管保险公司，目前尚不明确。美联储的代表表示，他们的重点主要是在集团监管和金融稳定上，而不是重复州级监管部门的工作。比较重要

的一点是，美联储会对其监管下的保险公司有资本上的要求，但是具体要求还未公开。



美国加强保险监管

三、保险公司在集团范围内的资本要求

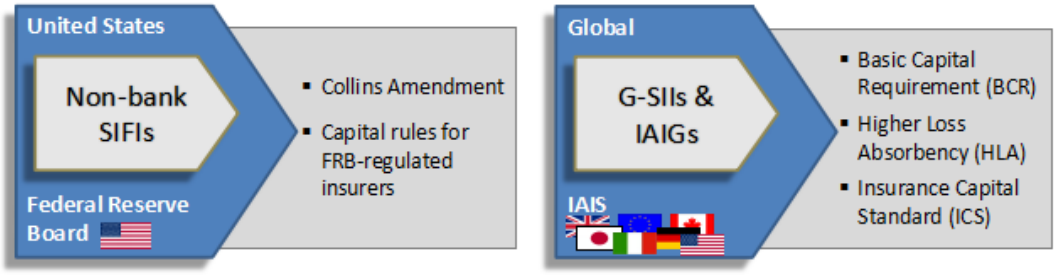
（一）保险集团的资本标准

保险业务这些年变得更加全球化。2008 年以来，大部分全球保险活动的增长都发生在发展中国家。有数据显示，2008 年到 2013 年，中国占全球保费收入的增长超过了 80%，巴西超过了 70%，发展中国家影响非常大。保险走向全球化趋势，但是同时，保险业务有其特殊性。

历史上，保险公司一般都是通过在每个国家单独设立的子公司进行运作，因为需要满足当地监管的要求，以保护当地投保人的利益。因此没有对保险公司在集团范围内的资本要求。而现在，在美国和国际这两个范围内，新的发展趋势都是要建立集团范围内的资本要求。

在美国，现在还没有一个公开的时间表；在国际上，2014 年起，每年 G-SII 和 IAIGs 都需要参加测试。关于金融监管最后对保险资本的要求，我们认为与巴塞尔框架下的对银行业的要求类似。一旦实现了全球标准，尤其是在集团范围内的全球标准，最后还是会影响到保

险公司所持有的监管资本的水平。



保险集团的资本/流动性标准

（二）全球保险资本标准

历时三年的发展之后，2014 年 IAIS 建立了 Basic Capital Standard 基本资本要求。这一基本资本要求与"HOA 更高损失吸收能力标准"共同监管 G-SII 的 9 家保险公司。2015 年 10 月，第一版的 HOA 要求 9 家公司要持有资本比基本资本要求高 10%。HOA 的比例跟不同的保险活动和非保险活动相关：对比较传统的保险要求提高 6%的资本，而对非传统的保险活动要求提高 15%-18%的水平。从 2019 年起，所有 G-SII 所持有的资源不低于 BCR 和 HOA 所规定的最低资本要求。

IAIS 正在制定国际保险集团监管的框架，该框架中一部分就是 Insurance Capital Standard (ICS)。ICS 制定完成之后将取代 BCR，而且会作用于五十家保险公司而不是 9 家最大的保险集团。现在的时间表是：2017 年，第一版 ICS 会公布；2019 或 2020 年，ICS2.0 会评估各国的资本监管是否采用全球的保险资本标准；正式实施估计会迟于 2020 年。

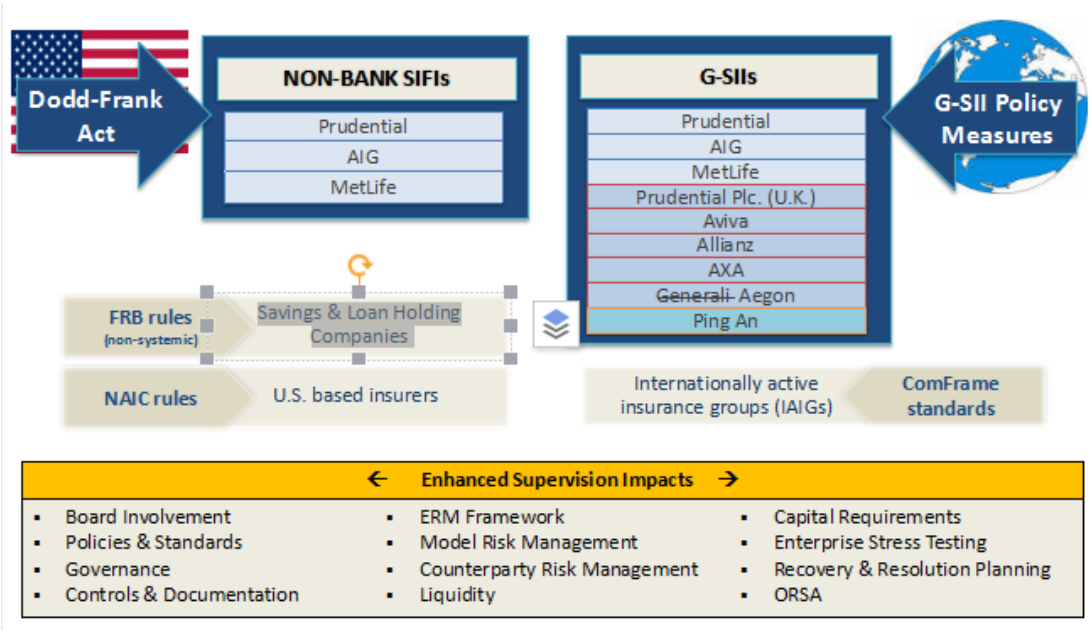
IAIS 每年都会对 BCR 和 HOA 进行必要的校准和修改。例如从 2015 年起，G-SII 向监管部门内部报告 BCR 的情况；从 2016 年起，关于 BCR 和 HOA 向监管部门内部报告。随着 G-SII 的认定方法和非传统保险业务定义的修改，HOA 也会做出相应的修改，这一修订会持续 4 到 5 年的时间。

	Basic Capital Requirement (BCR)	Higher Loss Absorbency (HLA)	Insurance Capital Standard (ICS)
Target Firms	G-SIIs	G-SIIs	IAIGs
Purpose	Globally comparable baseline and foundation for HLA	Additional capital requirements (buffer) for systemic activities/relevance	Global Capital Framework (part of ComFrame)
Design	Factor Based (15 factors)	Bucket Approach increase to BCR factors	TBD (intended to be more risk sensitive than BCR)
Target Date	2019	2019	TBD (2020 or later)
Status	Approved by FSB and G20 in 2014	Expected to be approved by FSB and G20 in 2015	Field Testing post initial consultation

全球保险资本标准

（三）监管标准会产生重要影响

现在只有比较少的保险公司受新的监管的影响，在美国范围内只涉及三个重要的保险公司，而在全世界范围内只涉及 G-SII。但是三到五年之后，美国的一些大型保险公司作为存贷控制型公司（Savings & Loan Holding Companies），也会受影响。在世界范围内，这 50 家国际活跃保险集团基本上包含了最大的保险公司和再保险集团。这些新的资本标准虽处于初步阶段，最后还是会对全球的保险市场产生比较深远的影响。



图：监管标准涉及的保险结构

四、问答环节

Q1：AIG 集团在 2008 年一度频临破产危机，主要原因可能是因为发行过多 CDS。危机时对于 CDS 的监管方面，您觉得存在哪些漏洞？现在针对这些漏洞新的监管框架有没有一些新的规定？能不能请您具体谈一谈。

A1：从保险行业角度来说，当时保险监管主要重视各州的保险公司的情况。没有对 CDS 特别是非保险公司的这一部分有太多要求。如果要看现在的监管规定，比如按照国际上 IAIS 的这些规定，一个保险集团如果有非保险或者非传统的业务，是必须要将那部分上报的，而且也会有相应的资本要求。所以这些新的变化重视整个集团，而不仅仅是集团中的保险公司。如果 2007、2008 年有这么一个结构的话，至少过度发行 CDS 的情况会被监管的。

第 102 辑

(2015.12.23)

2016 年美国利率前景及策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

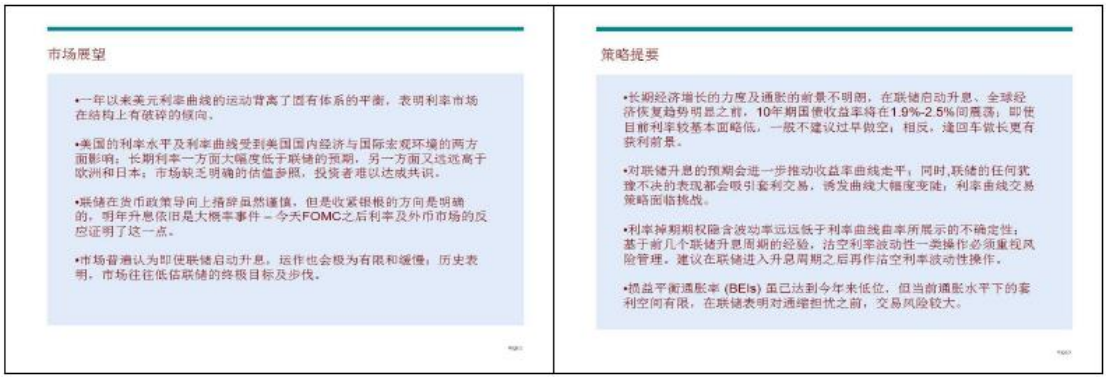
【主讲嘉宾】

朱宁博士，CFA，2013 年 4 月加入 First Eagle Investment Management，LLC，担任多资产绝对收益和尾部对冲策略基金经理。在此之前，朱宁先生于 2004 年加入 Alliance Bernstein，并担任绝对收益团队研究主管和基金经理，包括强化的 Alpha 全球宏观、尾部对冲和无约束债券策略。在加入 Alliance Bernstein 前，朱宁先生曾作为高级分析师就职于花旗银行。他在跨信用、汇率和货币交易策略的研究管理方面具有丰富经验。朱宁是牛津大学博士。

与新兴市场相比，美国利率市场是相对来说高效成熟的市场，投资者根据基本面，市场因素以及同银行的博弈做出一定预期，谈不上精准，但在今天的市场环境下，全球债务积累空前绝后，主要央行的政策差异加大，如果市场预期同市场走向形成正反馈，有可能使系统偏差不断增大，加剧震荡，理解这种预期对投资回报有任何帮助的话，将主要体现在对资产配置的风险管理上。

一、2015 利率市场回顾

首先复习一下 12 月 15 日的情况，看看利率市场是否符合当时投资者的预期。当时我做了 4 个猜想：10 年期国债利率水平保持 1.9%-2.5%，利率曲线平坦化，利率波动性在升息之前变数较多，损益平衡通胀率前景悲观。



2015 年利率市场的走势基本符合预期：

Trailing12-month yield change before Fed rate hike

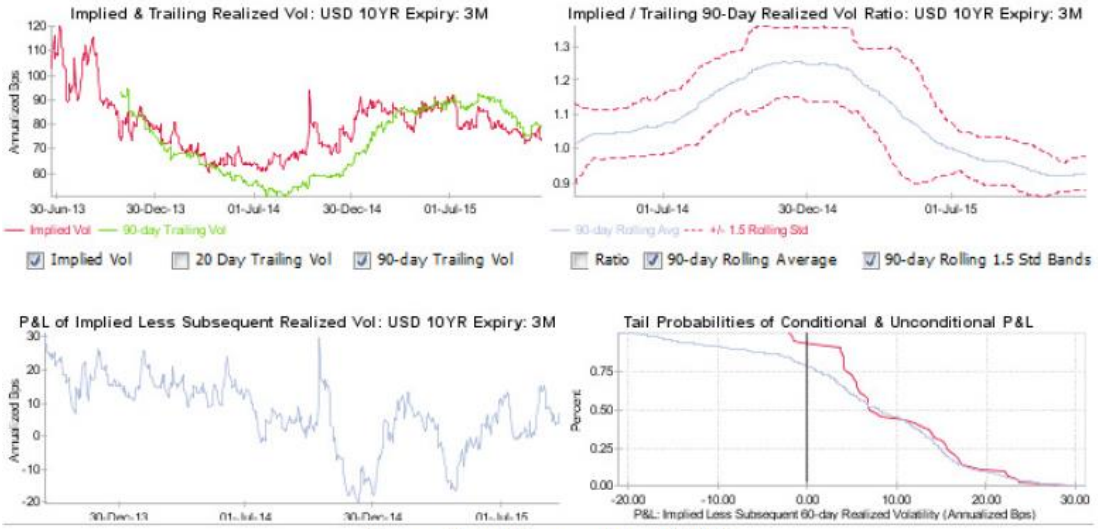
	2Yr	5Yr	10Yr
Mar-88	0.762	0.948	1.005
Feb-94	0.75	0.365	0.109
Mar-97	0.659	0.666	0.576
Jun-99	0.041	0.179	0.334
Jun-04	1.377	1.357	1.068
Dec-15	0.286	0.022	0.032
1Yr Forward Change Dec-14	0.8469	0.5005	0.254

Source： Bloomberg as of Dec 18, 2015

从美元利率曲线上讲，一方面联储顶住压力在 2015 年底升息，另一方面市场表现出对升息很不情愿。利率整体变化不大：短端的 2 年期国债利率迫于升息压力升高了近 30bps，腹部 5 年期国债利率及长端 10 年期国债利率在经历了一段波动后回到了 2015 年初的水平。这种情况在以往的升息周期中是不多见的，通常市场要经历更大的调整。需要指出的是，虽然利率有所升高、利率曲线少许平坦化，但是都没有超出 1 年前远期所隐含的变化。持有久期（longduration）和 curve steepener 其实是有所斩获的。

2015 年年初的时候隐含的利率波动性比较低。当时我认为波动

性的定价并没有体现利率市场潜在的不确定性。不过主流的意见是银行利率波动性虽未明显增高但是利率波动性的风险溢价水平（implied/trailing realized vol ratio）曾一度达到历史高位。2015 年年末沽空利率波动性在联储升息前的这段时间确实并无太大表现，特别是受欧洲市场连带影响许多沽空波动性的投资者（包括一些老牌投资者）在上半年承受了比较大的压力。



Source：Credit Suisse as of Dec 18, 2015

受大宗商品价格暴跌和工资增长缓慢的影响，2015 年通胀水平远远低于 2015 年初市场的预期。长期损益平衡通胀率（BEIs）大幅度下降，损益平衡曲线平坦化。长期通货膨胀保值债券饱受重创，Barclay US 10yr+ TIPS 指数从年初至 12 月 18 日跌幅达 4.7%。

2015 Inflation Forecast

	CPI	PCE	Core PCE
Dec-14	1.5	1.45	1.7
Dec-15	0.1	0.3	1.3

Source： Bloomberg as of Dec 18, 2015

2015 年利率市场最令人难忘的事件莫过于利率掉期息差（swap spread）的全线塌陷。在此之前除 10yr 和 30yr 互换，短期价差根本没有出现过贴水。

Source： Bloomberg as of Dec 18, 2015

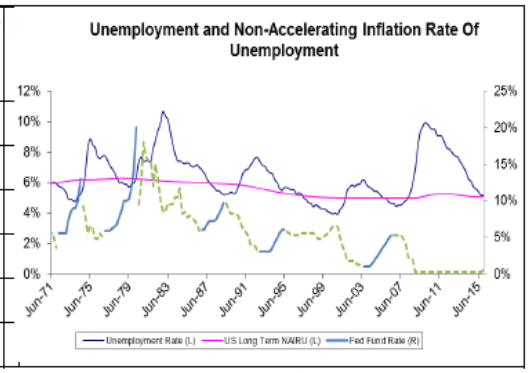
二、影响 2016 利率市场主要因素

联储 2015 年 12 月的升息为历史揭开了新的一页，利率市场的关注点已经从升不升息转移到了联储未来的步伐以及终极目标（pace and terminal），目前联储的预期和市场有很大分歧。如果联储资产表的消减也考虑进来，问题可能变得更复杂化，从传统考量利率的框架来看，影响利率市场的主要基本因素无外乎经济增长的前景、通胀的趋势以及期限溢价（term premium）的变动。这 3 种因素又分别影响到利率曲线的水平（level）、坡度（slope）以及曲度（curvature）。联储和利率市场的分歧在于使用不同的视角观察这些基本面，似乎双方都认为对方和宏观经济严重脱节。

从联储的角度看，货币政策的目标是充分就业、稳定的价格（包括预期通货膨胀或通货紧缩），稳定长期利率，维持金融体系的稳定。2015 年以来双重经济指标较前几个升息周期都表现良好。联储认为通缩因素是短期的，近年来大宗商品价格波动引起通缩是供给方造成的，不应在货币政策中过多考量；在核心通胀率也并不是很坏的情况下，充分就业其实是其主要操作目标。尤其是美国劳动力市场持续发力，已逼近充分就业（失业率 5.17% vs. 联储的自然失业率模型 4.9%）。

过去 40 年每次当失业率向下穿越自然水平都会出发联储改变货币政策，进入升息周期。

	Core PCE	Unemployment Rate
Mar-88	3.96	5.7
Feb-94	2.27	6.63
Mar-97	1.92	5.23
Jun-99	1.39	4.27
Jun-04	2.02	5.6
Dec-15	1.30	5.17

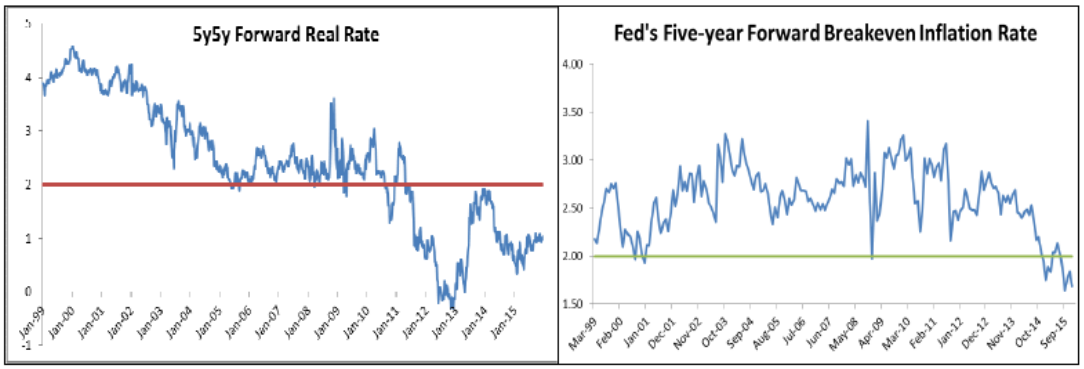


Source：Federal Reserve Bank of St. Louis, Bloomberg as of Dec 18, 2015

从许多市场人士的角度，美国经济不确定因素似乎有一连串，比如大宗商品价格崩盘、中国经济减缓多少对美国造成负面影响。更让人们诟病的是联储对投资者长期实际利率和通胀水平预期的管理混乱，历史上，联储采用 2%长期经济增长 2%长期通胀为政策目标，并通过一系列操作、指导维护市场对这些政策目标权威性的尊重。

以远期实际利率（5y5y）为例，格林斯潘时代的“大缓和”的成果是将远期实际利率从 4%降为 2%，这一转换过程及意图，当时利率市场是很清楚的。伯南克一直坚守这一水平，即使 2008 年金融危机和 2010 年 QE2 也没有放弃。远期实际利率跌至 0 水平的直接原因是欧债危机。伯南克执政晚期通过一系列运作（公布联储预测、削减量化宽松规模）于 2013 年底将远期实际利率恢复到接近 2%。耶伦上台短短两年，远期实际利率先从 2%下降至 0.3%，现在又回到 1%以上。实际利率暴涨暴跌应该是联储不愿看到的，却不见任何干预行动。联储对旧有规则的这种漠视让很多宏观利率策略感到很难操作。

长期通胀预期的低迷也同样让人费解。联储历史上曾很小心地避免远期通胀预期跌到 2%以下，有意思的是在 2010 年 QE2 时，伯南克的主要借口就是长期通胀预期太低。当前的通胀前景比当年似乎差出很多，联储反倒不以为意。



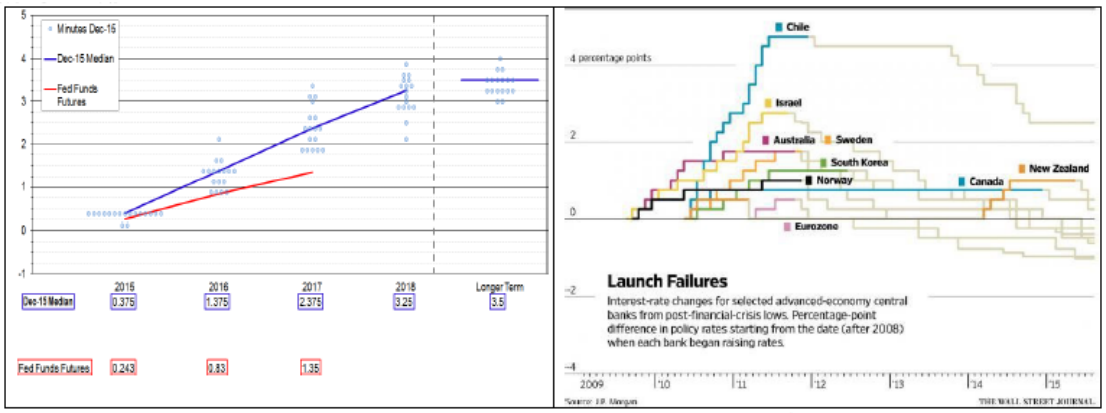
Source： Bloomberg as of Dec 18, 2015

目前利率市场表面上相对稳定，其实不过是联储、投资者对经济现状及前景临时达成了暂时平衡。2016 年的经济走势可以轻易将利率曲线推离现有的平衡点。

三、联储能走多远?

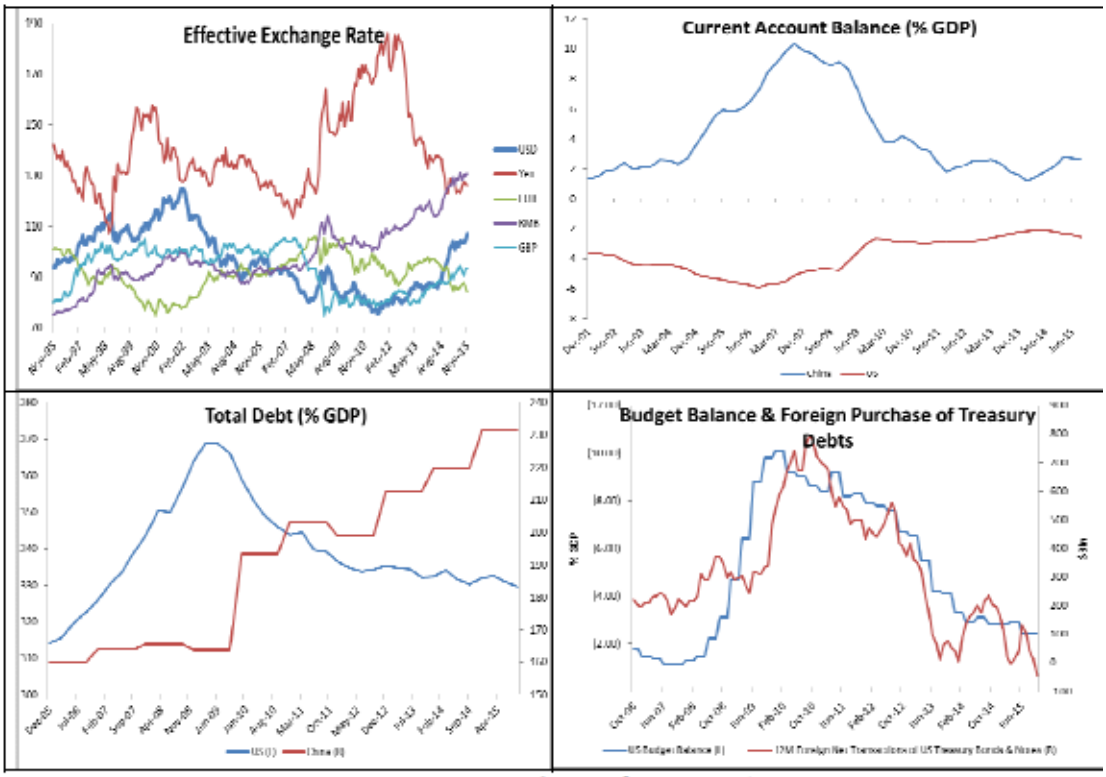
长期利率（10 年期国债收益率）在以往很多次升息周期中的高点通常很接近周期结束时的联邦资金利率（Fed Fund Rate）的水平。比如上个周期 10 年期国债收益率的高点是 5.295%，2006 年 6 月最后一次升息后的利率 5.25%。这一方面表明利率市场在对联储操作预期的定价上是极为高效的，更主要的原因是联储一直在同市场沟通、指导。从这个角度，长期利率似乎应该逐步接近联储中性利率目标区域 3.25%~3.5%。

实际情况似乎并不是朝这个方向发展。耶伦主持联储以来，几次未能向市场提供一个明确的信息，信誉受损。市场对短期利率走势的预期远远低于联储的设想；在长期利率的交易上更表现出极大的困惑。唯一的解释是市场认为联储对升息周期结束时终极利率并不是很有把握。毕竟，自从 2009 年以来先后有不少央行试图将利率正常化，都彻底失败了。虽然联储一直声称升息的门槛很低，但是 2016 年是大选年，如果股市出现较大的波动，停止升息甚至减息完全可能。



Source： J.P. Morgan, Bloomberg as of Dec 18, 2015

思路 1：美国财政能支付多高的利率



Source： Bloomberg as of Dec 18, 2015

2008 年的世界金融危机始于美国。面对这样一个债务危机，美国动用了国家意志和各种工具将经济去杠杆化，社会总债务自 2008 年以来减少超过 50%GDP。国家资产负债表的改进是美元尾部升值的坚固基础。作为货币战争的终极赢家，在美元升值超过 20%之后，它的实际汇率并未被严重高估。表现在对外贸易平衡上，美国的经常账目赤字由 2006 年的-6%GDP 逐步缩减到-2.5%。美国的去杠杆化的另一个指标是国家预算平衡的迅速改善，财政赤字由 2009 年底的

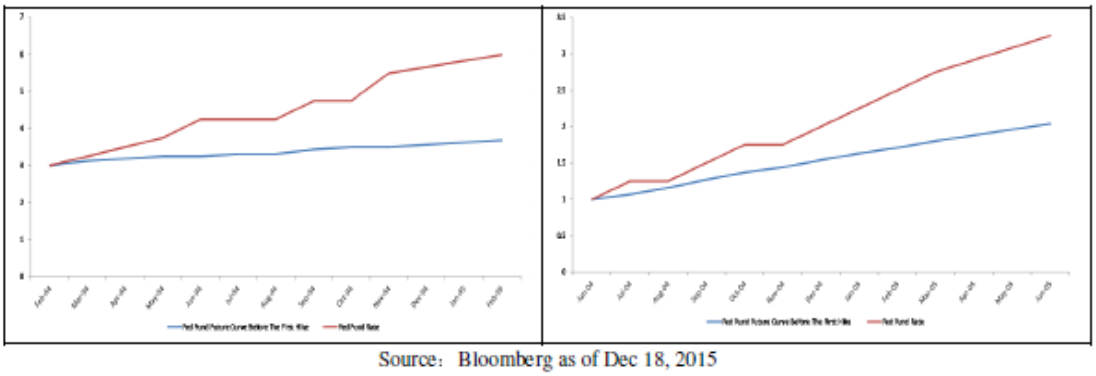
-10%GDP 缩减到-2.4%，根本性的消除了美国财政对海外美元储蓄的依赖。亚洲及石油资本购买美债的数量从 2010 年起不断萎缩，2015 年下半年竟然出现净卖出。根据 Jefferies 的预测，除去 T-bills，2016 年美国财政部债务的净发行量将从 2015 年的$607billion 进一步降为$404billion。理论上即使利率回到 1990-2007 年的平均水平（4.38%），联邦债务杠杆在 10 年后也仅仅增加 5%GDP 而已。

	Deficit Impact (billions)	Debt in 2025 (% of GDP)
Interest rates rise to projected levels by 2017 instead of 2021	$220	78%
Interest rates return to 1996-2007 average (1/2 p.p. higher than baseline)	$850	80%
Interest rates return to 1990-2007 average (1 p.p. higher than baseline)	$1,700	83%
Interest rates return to 1980's average (3 1/3 p.p. higher than baseline)	$6,000	99%
Interest rates return to 2005-2014 average (1 p.p. lower than baseline)	-$1,600	71%
Memo: CBO August baseline debt held by the public	*N/A*	77%

Source: Rough CRFB calculation based on Congressional Budget Office, Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics Data

从国家基本面上讲，奥巴马政府改善了美国的贸易、财政平衡，美国有能力大幅度提高利率至联储中性利率目标区域 3.25%~3.5%。

思路 2：联储步伐能有多快，走多少时间

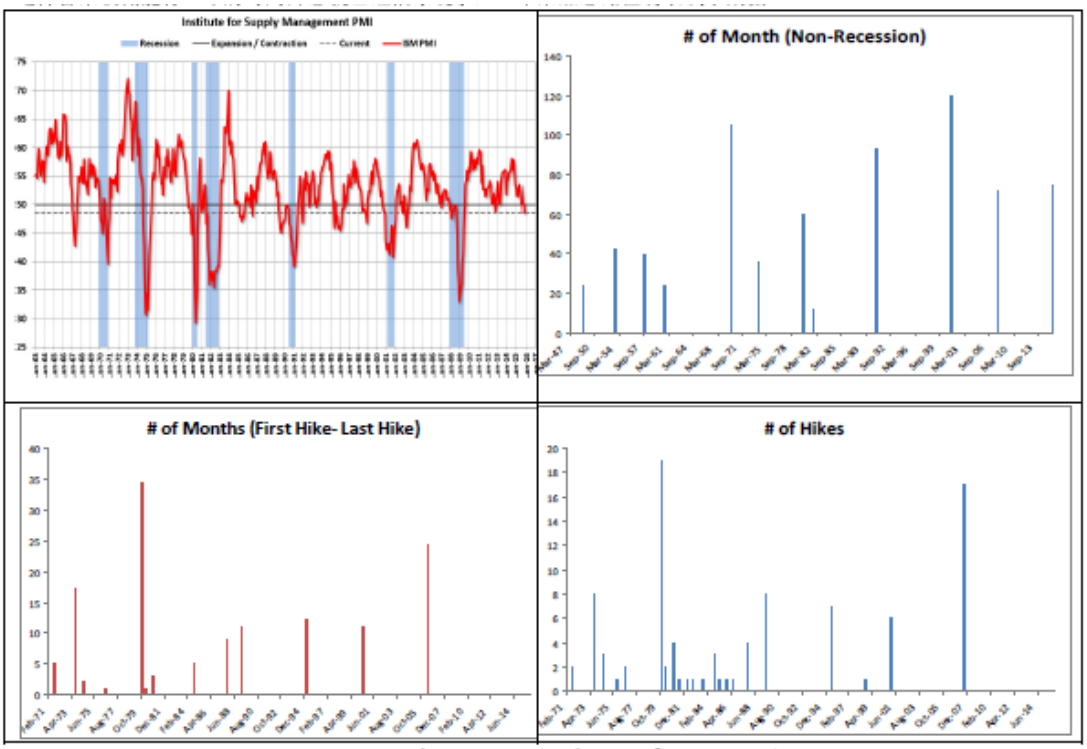


Source：Bloomberg as of Dec 18, 2015

从近几次联储官员的讲话来看，意图倾向于在 3 月加息，可是联邦资金利率期货市场预期只有 47%可能；美联储 12 月利率预期点阵图暗示未来一年可能加息 4 次，而市场预期只有 2 次。前几次升息周期（1994，2004），市场都在开始阶段低估联储的终极目标及步伐。1994 年格林斯潘在不顾民意及政治压力下，连续 7 次调高联邦基金利率，使美国经济软着陆成功；2004 年至 2006 年，联储将联邦基金利率从 1.00%提升 425 基点，各种质疑层出不穷。

联储对 2017 年及 2018 年利率预期有所下调，但仍强调会保持升

息周期。3 年以上的升息周期历史上从未有过，联储大多升息周期只有 1 年多一点，加息 6-8 次。美国战后平均经济增长周期（从衰退结束至下一次衰退开始）是 59 个月，而本次周期从 2009 年 6 月以来已经延续了 78 个月之多。最长的周期是在 90 年代，延续了 120 个月，得益于许多现在不具备的条件。特别是观察最近工业部门利润、信用市场所表现出的疲惫，美国经济周期似乎将近尾声。这样看来联储能有 2 年的时间升息就已经很乐观了，“未来加息路径将取决于数据”。



Source： Fed Reserve，Bloomberg as of Dec 18, 2015

假设联储有机会升息 2 年，在升息速度上以市场预期作为下限，以联储预期作为上限，每年 2-4 次，本周期的终极利率将在 1.5%~2.5%之间。

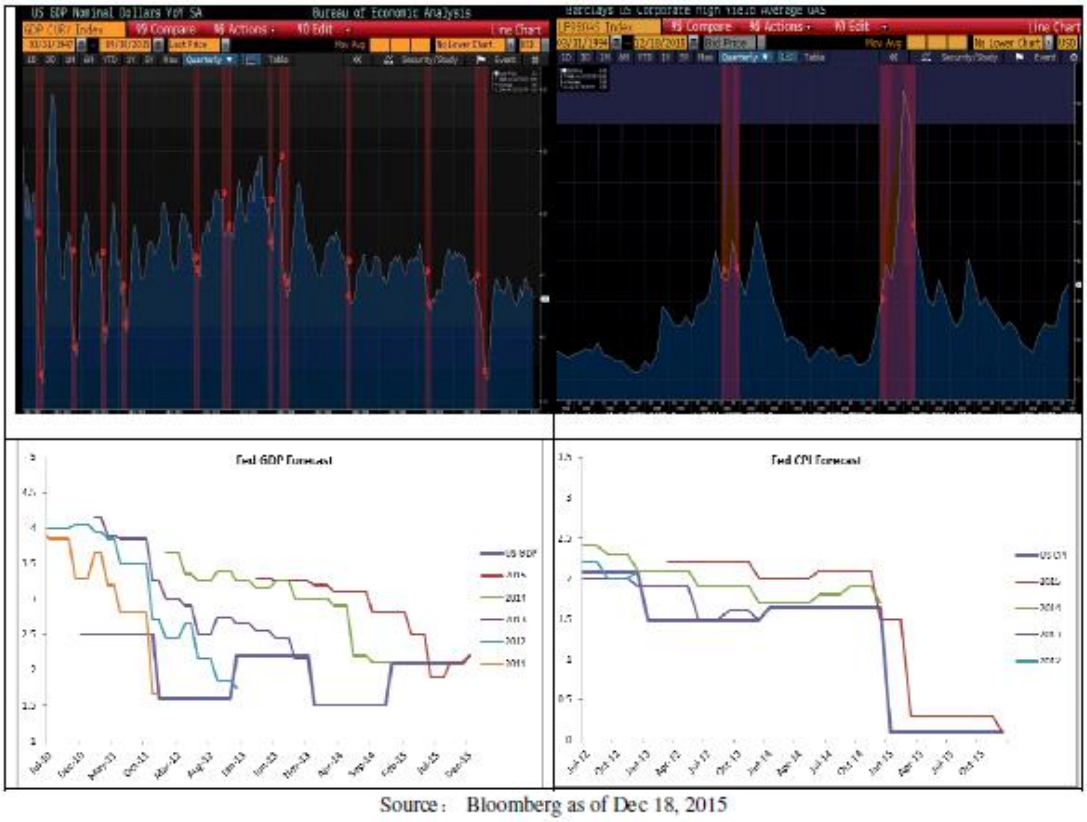
四、利率曲线

1.从各种角度考虑，短期利率都没有达到适当的价格水平。不出意外的话，美元利率曲线的前端在升息阶段继续受到向上的压力。当然，直接做空利率是很难的一件事。况且美国经济基本面决定了利率

升幅不会太大。

美国当前的名义 GDP 增长水平（3.1%）。在战后以来，除去 2011 年，都是出现在经济危机之中的。这已经不能用大宗商品周期来解释了。即使使用联储 2017 年的预期，名义利率可能是 2.2%，名义 GDP 增长水平也不过 4.2%，历史上联储很少在这个水平升息。何况联储近年来一直对经济、通胀估计过于乐观，对经济环境的把握能力令市场怀疑。

2015 年年底高收益债券基金再次出现大面积清盘，风险利差已经接近以前几轮经济危机时的水平。即使不考虑能源、材料企业的债务，也会得出相似结论。联储对此却不以为然，难免不让人联想起其在 07 年金融危机初期对信用市场理解不足。



Source： Bloomberg as of Dec 18, 2015

2.利率曲线长端则处于国际宏观环境和期限风险溢价（term premium）调整的两方面影响。

联储进入升息周期。一般的历史尝试是，当联储升息后期限风险

溢价下降，利率曲线熊平（bear flattening）；

继 2015 之后，全球 G4 政府债券供给在 2016 年继续萎缩。世界主要央行政策分歧正式展开，美国利率市场较其他主要经济体更具吸引力，半年的美元短期国库券收益率已经高于德国 10yr 债券。较其它 G4 利率曲线而言，美元利率曲线高而陡峭，杠杆套利回报率的优势巨大。特别是在英格兰银行升息遥遥无期，欧央行、日央行有可能在 2016 加大刺激力度的情况下，国际机构投资者将难以抗拒美元中长期债券的吸引，美元利率曲线平坦化（flattening）的可能性偏大；

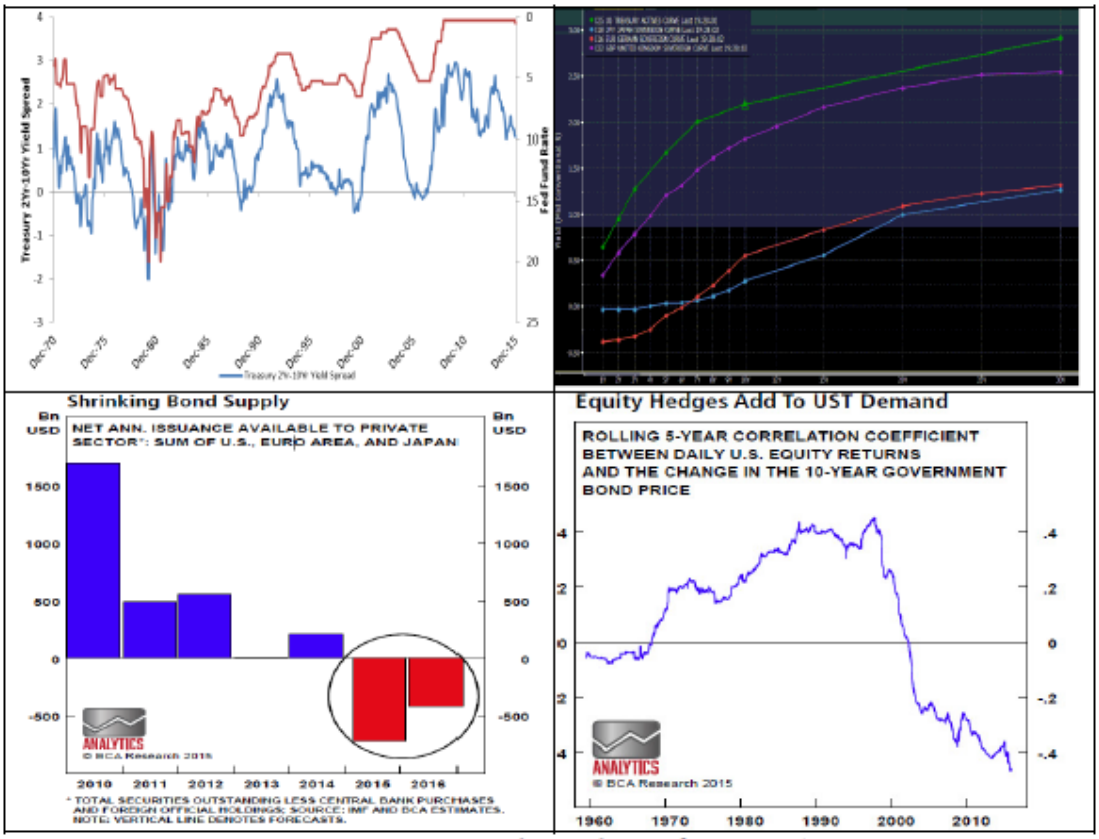
当美国经济突然冷却、风险资产价格下跌甚至出现尾部事件，美元实际利率（real rates）曲线牛平（bull flattening）的机会就更多；

牛陡（bull steepening）多发生在货币政策宽松的阶段（降息、QE），近期发生的可能性较小；

如果联储选择谨慎的态度，减缓加息的进度，利率出现缓慢稳定向上的趋势，就会吸引套利交易，诱发曲线熊陡（bear steepening）；

当通胀预期升高，也会诱发熊陡。

如果联储表达出消减资产表的意图，不排除猛烈的熊陡。



Source： BCA Research, Bloomberg as of Dec 18, 2015

综合考量，似乎曲线平坦化的可能大些。需要指出的是，由于利率曲线前段较上一年更加平坦，滚动（roll down）进一步降低。Curve steepener 的套利交易空间被全线压制，鼓励更多的投机者进入 curve flattener 操作。

Multi Currency Date 12/21/2015

Trade	Spread	Fwd	Carry	Roll	Total
1-2	28.9	--	--	--	--
2-3	23.2	20.7	-2.4	-5.5	-7.9
2-5	56.5	49.8	-6.8	-14.1	-20.9
2-10	103.5	90.6	-12.9	-22.2	-35.0
2-30	147.6	127.1	-20.5	-28.5	-49.0
3-5	33.4	29.0	-4.3	-8.6	-13.0
3-7	56.7	49.4	-7.3	-12.6	-20.0
4-8	47.2	41.0	-6.2	-9.5	-15.7
5-7	23.4	20.4	-3.0	-4.0	-7.0
5-10	46.9	40.8	-6.1	-8.1	-14.1
5-30	91.1	77.3	-13.7	-14.4	-28.1
10-30	44.1	36.5	-7.7	-6.3	-14.0

Multi Currency Date 12/21/2014

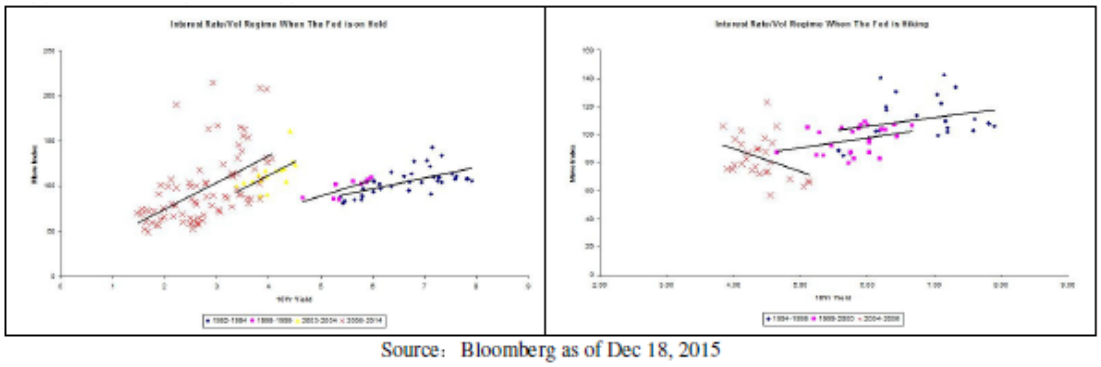
Trade	Spread	Fwd	Carry	Roll	Total
1-2	44.4	--	--	--	--
2-3	40.7	39.1	-1.7	-3.5	-5.2
2-5	90.6	80.9	-9.7	-23.4	-33.2
2-10	141.9	120.0	-22.0	-37.5	-59.5
2-30	184.0	150.3	-33.7	-43.8	-77.5
3-5	49.9	41.8	-8.0	-19.9	-28.0
3-7	76.9	62.6	-14.4	-29.0	-43.4
4-8	57.4	44.7	-12.7	-19.5	-32.3
5-7	27.1	20.8	-6.3	-9.1	-15.4
5-10	51.3	39.1	-12.2	-14.1	-26.3
5-30	93.4	69.5	-23.9	-20.4	-44.3
10-30	42.1	30.4	-11.7	-6.3	-18.0

Source： Bloomberg as of Dec 18, 2015

五、利率波动性

按照历史经验，在市场等待联储升息的时期，利率同利息掉期期权隐含波动率基本成正比；当联储开始升息之后，利率同利率掉期期

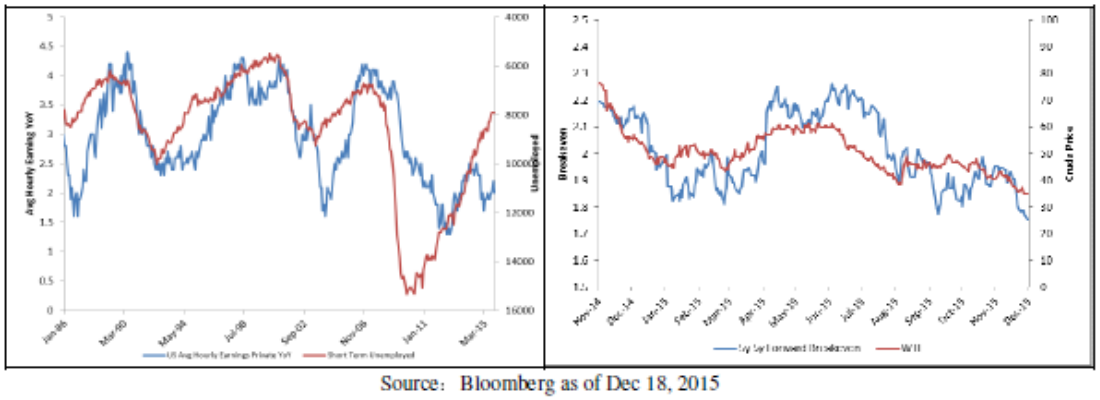
权银行波动率的关系往往不明显。原则上沽空利率波动性一类操作是下一个阶段可行的策略。考虑到联储升息预期同市场差别较大，在利率同利率波动率都处在低水平的今天，必须重视风险管理，建议等到联储同市场预期出现协调趋势之后才考虑沽空利率波动性。



Source：Bloomberg as of Dec 18, 2015

六、损益平衡通胀率(BEIs)

从几年前持续改进的就业市场行情似乎预示着工资的大幅度提高。但是市场期待了很久的所谓“工资性通胀”迟迟没有到来的迹象。虽然失业人口已经大幅度下降，工资增长还接近历史低点。即使远期损益平衡通胀率（BEIs）已达到历史低位，但在当前通胀水平下的套利空间有限，特别是大宗商品价格以及市场对通胀（包括长期通胀）的预期表现出强烈的联动性。在联储表明对通缩担忧之前，交易风险仍然较大。



Source：Bloomberg as of Dec 18, 2015

七、利率掉期息差（swap spread）

对于近来利率掉期息差曲线的贴水，市场人士提出种种解释，如

监管的严格、清算体系的改变、新型市场外汇储备抛售美债、企业债的大量发行，莫衷一是。现在来看，这是多种因素造成的完美风暴。比如，人民币在 2015 年 8 月中的贬值至少触发了利率掉期息差的崩盘。再如，同业拆借利率与一般质押式回购利率（LIBOR-GC spread）曾经同掉期息差关系密切，这种关系在新的监管环境下基本失灵。

历史上每次加息都伴随着利率掉期息差的猛烈上升。这次能否重演历史，让我们拭目以待。

Source：Bloomberg as of Dec 18, 2015

八、总结

1. 市场对联储升息的目标及步伐似乎估计不足，短期利率技术层面不佳；

2. 长期利率在当前经济增长环境、国际环境下更容易获得支撑；

3. 利率曲线平坦化几率更大，操作成本也有所降低；

4. 做空波动率原则上是正确的操作方向，建仓时机可以斟酌；

5. 损益平衡通胀率受大宗商品影响过大，尚需等待联储政策调整；

6. 利率掉期息差存在机会。

九、问答环节

Q1：关于人民币汇率的问题，2015 年人民币汇率有一系列重大

动作，已经引起全球市场剧烈反应。最近中国推出人民币汇率指数，显示人民币对于美元有脱钩的意愿，您觉得美联储 2016 年或者以后可能会有多次的加息，那么加息对于人民币后面会有多大影响？您觉得人民币对美元有多大的贬值空间？

A1：美元要升值，而且美国是唯一升值的国家，那么美元虽然已经升值了很多，目前的技术层面可能不太支持短期内美元继续大幅升值，但是长期而言，在美国政治周期之后，美元还有上涨的潜能。前几年早就提出了人民币要锁定一篮子货币，但是一直没有执行，还是一直尾随美元。在美元大幅上升后，变得很被动。在现在这种情况下，人民币的走向主要看美元怎么走。在联储升息前的几天，星期四公布篮子就是为了避免被迫跟随美元升息。如果人民币只是想回到 2015 年年初水平，那么人民币贬值空间并不大，差不多 6.65，如果要回到两年前的水平，大概是 7 左右。要看美元的意图，如果美元升息不是很大幅度，人民币不见得有很大贬值空间。

Q2：美国加息，一般来说债券收益率应当随之上涨，美元较强势情况下，可能会有资金流入美国，又会推高债券价格，使债券收益率下降，您怎么看这一反一正的效应？

A2：美元曲线已经比其他国家曲线陡峭很多，高跟多，长端债有魅力。特别是全球 G4 国家政府债券发行 2016 年要下降 500 billion，存在很大缺口。在欧洲日本投资者没有足够投资机会情况下，自然会看到美元债务的机会。这对美元长期利率有支持的。短期利率方面，联储是有能力控制的。所以美元短期利率要看联储的货币政策，长期要看需求，经济增长和通胀等因素。

Q3：在大资产配资中债券市场您觉得是不是一个泡沫，10 年期国债利率是不是已经很低了？

A3：首先，债券市场的分几大类，一是利率市场，包括政府及

政府机构债券市场；二是信用市场，包括公司债市场，新兴市场等。它们不太一样，如果说到泡沫，可能存在信用泡沫，是否存在利率市场泡沫很难定论。美国政府债务总量不是很大，约 70%GDP 多一点。10 年期国债利率是不是很低见仁见智，今天是 2.2%。有三个因素影响长期利率，一是经济增长，尚可；二是通胀，很差；三是期限溢价，现在很低。美国国债收益率比其他主要发达国家利率高出很多，即使出现意外利率大幅上升，那么美国国债也是损失最少的资产，所以期限溢价很难大幅上升。如果只考虑通胀和经济增长，美国历史上是高增长、高通胀的发达国家，美国自然增长率比欧洲等高出很多。但是在前文图中可以看出，就美国本身考虑，美国当前的名义经济增长水平是历史上非衰退时期的最低点。看名义 GDP，3.1%，10 年期国债收益率是 2.2%。即使利率较低，但与合理价格相差并非很大，美国国债高估并非很多。另外，在资产配置中，很多人用债券作为股票市场对冲。虽然近几年里利率下降，但是对冲的关系没有基本改变的情况下，考虑继续在投资组合中保持债券也是合理的。

第 103 辑

(2016.8.4)

关于中国资产管理的思考

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

万放先生，1993 年加入平安，先后就职于平安期货、平安证券、集团董事会办公室。2007 年任平安资产管理公司总经理。2012 年至今任平安资产管理公司董事长。万放先生毕业于华中科技大学。

一、中国财富管理的现状

养老保障体系不健全是中国居民财富管理发展的动因。我想从中国的养老体系切入谈这个问题。中国的养老体系大家都知道，覆盖率在全球排名落后。我们的三支柱，第一支柱社保覆盖面不高，而且随着老龄化第一支柱的现收现付制面临很大的挑战；我们的第二支柱，企业年金或其他补充养老计划也是一样，税收优惠并不明显，同时企业要缴纳第一支柱的比例很高，所以第二支柱也面临比较大的挑战，就是说他的增量已经到了一个瓶颈，短期内也看不到很大的增长。此外第二支柱还面临一个问题，个性化选择不多，35 岁的人和 55 岁的人基本上选择是一样的。这些种种的原因导致我们国家现在第二支柱除了一些特别优质的国有大型企业在做以外，其它绝大多数公司都没做。第三支柱，商业养老也同样面临税收优惠的问题，所以在税优问题没有得到解决之前，商业养老的增量也是非常有限。所以带来一个

什么样的结果呢?带来一个很重要的结果就是每个人自己养老，自己为自己养老负责，那怎么负责？就是自己在做财富的管理。这是我们今天的第一个结论。

追求高收益资产背后的逻辑是居民支出和收入增速剪刀差不断扩大。随着我们的收入和支出剪刀差的增加，这种担忧变得越来越大。支出除了刚才提到的养老以外，还有医疗、教育，这些都是大头的支出，而这些支出的增长，远远高于我们收入的增长。按照统计数据来看，我们的工资性收入年增长到 7.8%，我们财产性收入还算不错，增长率为 15%，但这两个收入远远不够未来在养老、医疗、健康方面的支出，所以这个剪刀差现在是越拉越大，人们的担心是越来越大。在工资不能增长的情况下，大家非常希望财产性收入爆发性的增长。所以得到第二个的结论就是我们现在会发现个人在做财富管理的时候，偏向于高收益资产，比较明显的就是股市，数据大家都很清楚，中国股市的个人投资者占比在全球是偏高的。

这就是为什么有些明显有问题的 P2P 产品，有些明显没有资质的财富管理公司，那么多人还去买，这跟刚才的逻辑也是一样的。老百姓为了追求财产性的高收益，他不是很清楚 8%、10%、12%收益背后风险的匹配不一样的。因为收益是比较容易量化的，但风险特别不容易量化，所以这也是目前存在的一个很重要的现象，那么带来的问题就是老百姓忽略了高收益背后的高风险。

大力发展提供长期资产管理的合格机构投资者。另外一个数据也证明了这个问题。我们财富管理市场的规模现在是 90 万亿，在 2012 年是 26 万亿，2012-2015 年增长 48%，为什么 48%？大家知道，我们工资性收入、财产性收入其实增长没有这么多。其实很多人把自己在银行的存款从银行挪到了财富管理市场。逻辑和刚才一样，老百姓担心未来支出增加，不认为现在的存款能满足未来支出的需要，所以

一定要把银行存款取出来，去买理财产品，买 P2P，去做股票，做一些高收益的东西。这就带来了市场财富管理的一个特征：中国整个财富管理中机构和个人的占比，和国外正好相反。在国外，按机构和个人来划分，个人客户占 39%，机构客户 61%；中国正好相反，个人占 61%，机构占 39%。因此，第三个结论就是我们应该大力发展机构投资者，提供长期资产管理产品，来满足当前整个财富管理市场上的需求。

这里面有一个增速的不同。个人可投资资产在 120-130 万亿之间，财富管理的蛋糕大概是 90 万亿，然后还有一个长期投资的增速。这 3 个增速之间，增速最快的就是长期投资，也就是说个人投资市场的增速低于财富管理市场的增速，而财富管理市场的增速又低于长期投资资产的增速。作为一个资产管理机构，如果刚才的逻辑推理是对的话，那我们应该去抓取长期投资这块蛋糕，因为增速最快。

第一个部分的结论就是中国市场缺乏足够的合格机构投资者提供丰富的长期的资管产品，来帮助个人财富保值增值，来满足未来养老、医疗、教育的需求。第一个部分中国财富管理的现状，是为第二部分中国资产管理的趋势做一个铺垫，因为资产管理的趋势和我们的资金端的资金特性密切相关的。面对这样一个特性的资金市场，资产管理公司的趋势是怎么样呢？这里也有一些思考。

二、资产管理发展的思考

第二部分从 3 个方面来介绍，第一是当前的宏观的环境；第二个从监管来讲；第三个从资产管理公司的角度来思考。

（一）宏观环境

做资产管理，首先要考虑宏观环境。目前中国的宏观环境正在陷入企业流动性陷阱，无论货币继续增加多少，对实体经济的促进作用都不大，M1 高速增长说明了这一点，企业有现金不做投资，趴在账

上，导致 M1 的增长。中国目前还有一个问题就是三大综合因素导致的困局，新技术革命、全球一体化的倒退、加上中国产业结构的不合理共振形成了当前中国的困局。

第一个因素，新技术的出现，去中介、提高效率，对存量经济的打击其实不小。我们可以看到最近出现的新技术，包括互联网，移动互联网，电商对实体的冲击。最近出现的 AI(人工智能)会导致出现吸收大量就业机会的 call center 的消亡；再比如说无人驾驶最简单的是司机会没有饭吃，同时我们上下班自己开车变得没有必要。这些东西对存量经济直接冲击很大。我看到一个报道很有趣，中国宅人比较多，实际上日本和德国的宅人也很多。很简单的道理，现在的科技发达带来了一个人用最低的消费就能够维持一个非常高的满意度。这其实就是一个对存量经济的打击。这里面还不是一个穷的概念。

第二个因素，全球一体化倒退对进出口的影响，比较典型的案例就是某国际知名运动品牌把它的生产厂移回美国。第三个因素就是中国的产能过剩、产业机构不合理，这里就不多说了。

总体来说就是中国 3 大因素的叠加带来企业盈利能力下降，资产收益率的下行。中国基础资产收益率的下行带来了非常严重的问题。我们假设 5%的资金成本，如果找不到 5%、6%的资产做匹配，只能找到 4%资产匹配，就只能加杠杆。中国现在面临的问题就是金融的空转，金融开始独自繁荣。实体有钱，不扩大生产，去买金融产品，变相放贷。如果 5%的成本用 4%的资产匹配，唯一的解决方案就是加杠杆。我们可以看到很多金融机构都在加杠杆。加杠杆带来的风险有两个，一是流动性，二是加杠杆里面的基础资产质量不能坏掉。杠杆变大带来风险的聚集我认为是非常危险的，金融体系这种自我循环结果可想而知。最近所有的监管机构，一行三会都在做同样的事情，就是去通道、降杠杆、穿透原则来降低系统性风险。这是当前面临的

宏观形势。

（二）监管层面

从监管层面来看，首先缺乏完善的监管体系。现在资产管理涉及证券、信托、基金子公司、保险资管等多类机构，却没有一个统一的上位法。现在相对比较接近的是《信托法》、《基金法》，但银行的理财产品、保险资管计划、基金子公司特定客户的资管计划、券商资管计划的上位法都是不清晰。这就为未来资产管理发展留有隐患。因此首先需要构建一个完善的法律监管体系。

从监管的角度，应该发展合格机构投资者，就是找到一些能力比较强的、有很好的做市意愿的合格机构投资者来承担市场最主要的资产管理和财富管理。我一直有一个观点，监管是滞后市场的，这应该是被全世界各个地方所证明。又要发展又要不出事，怎么办？全世界的解决方案无非两种：一是事先把资管机构进行分层监管，对合格的值得信任的机构投资者，允许做更多的事情，有一定的容忍度；第二个路径就是事后完善，对违反市场规律的严厉打击，并及时遏制控制系统性风险的发生。

我们看到一行三会最近在做的去通道、降杠杆、穿透原则也是按这个规则在进行。应该允许能力强的合格机构投资者来发展长期产品，提升整个社会财富管理的现状，来缓解老百姓的焦虑。当老百姓持有长期的资管产品时，焦虑情绪就能得到缓解。那谁来发行长期可靠的资管产品呢？我觉得是要由能力强的资产管理机构来做这件事情。这是从监管的角度来说。

（三）从资产管理公司的角度

我们研究美国、韩国、日本、台湾的经验，看这些国家和地区当初出现类似现在中国这样的经济周期情况下，谁死了，谁活了？为什么？采取了什么措施？我们发现活得还不错的机构在利率下行、资产

荒、息差利差收窄，甚至未来可能出现倒挂的情况下，主要做了下面四件事：拓展海外资产；拉长资产久期；提升风险偏好；提升另类资产。前段时间我们拜访的日本第一生命新增保费 90%以上投向海外，因为日本债券收益率是零点几，必须拓展海外资产。这四种方案在当前的环境下是不得不做的，我们发现很多金融机构，包括类资管机构，银行理财、券商资管、信托、保险资管、基金子公司、私募都不约而同地多多少少的都在做这四类工作。

再想给大家讲的一些思考，就是中国机构投资者未来方向，基本两个大的方向，一个是大而全，一个是小而精。但我们之前去英国拜访，对方说未来的小而精会变得越来越难。因为监管逐渐趋严。去年的 3、4 月份，股灾还没有发生，市场一片繁荣，各种奔私，我是在这种环境下去的英国，我问他们的问题是英国是否有类似的情况出现。他的回答是说英国确实有类似的场景，但后来只有 5%的人存活下来，原因就是监管趋严带来的合规成本越来越高，而小的机构很难养活那么多合规的人。所以这是一个趋势，是经过英国 10 年的发展形成的格局。

另外一个趋势就是资管产品会朝着长期绝对收益方向发展，这跟目前中国财富管理的现状相关。大多数老百姓还是担心风险，又要高收益，所以就去买银行预期收益率产品，因为有刚性兑付。随着收益率越来越低，随着大家意识到资产管理机构不能刚兑，这种预期收益率产品逐渐消失。老百姓愿意购买什么样的产品呢？老百姓会买长期绝对收益的净值型的产品来替代。所以净值型产品未来有较大机会。

第三个变化趋势就是随着法律环境、监管环境和自身法律的责任来看，Know Your Customer，知道你的客户就变得特别重要。现在资管公司发净值型的产品成为主流。只要你尽心尽责，因为风险是由客户承担的，而预期收益型产品随着自身风险和预期收益下行，逐渐消

失。

最后，我想报告的是如何评价未来的资管机构：

第一 ，投资的构建：毫无疑问，资管机构核心能力是投资能力，而评价投资能力一个是广，一个是专。广就是投资覆盖范围大，包括创新，别人没有的你有；二就是专，同样是股票，你获得收益比别人高，债券收益比别人高。这是第一个方面。

第二，风险的构建： 本身投资就是一个风险的事业，因此风控非常重要，其核心在于找到风险和承受能力的平衡。创新是必须的，拉业务也是必须的，但什么能做、什么不能做取决于你的风险承受能力。取决于公司对风险和自身能力的判断，然后找到一个平衡。而现在很多机构过于关注业务发展，没有关注风险承受能力，这样最后会引发风险。

第三，文化的构建：貌似不那么重要，其实我觉得非常重要。说大了是梦想和使命，说小了是公司经营管理和团队文化。如果公司核心文化就是逐利，那这家机构是难以走远的。因为如果把逐利放在第一位，这是低层次的聚集，不会有很光明的未来。

第四，监管的构建：机构的发展好与不好，监管的信任至关重要。关键在于如何让监管认为你是一个好孩子，你的创新是基于良好的动机。市场的发展必须依赖于监管对创新的容忍。所以对机构进行分类监管，让好孩子做好事情，也许结果不是很理想，但是只要动机是好的，应该有一定的容忍度。所以能够加强沟通，与监管形成互动互信。这也是一个重要的评价标准。

最后，我们呼吁针对以上四个方面不错的资产管理机构，一是放开养老资金的管理牌照，二要放开发行长期养老产品，只有这样，才能改善中国目前的财富管理和资产管理市场的被动句年，从而保证中国社会的稳定与发展。

三、问答环节

Q1：现在固收收益率较低，全市场也不是特别强的环境下，以您的经验，保险资产应该怎么进行大类资产配置，在股权、债权、另类 3 个方面怎么进行资产的配置？

A1：作为保险公司来说，现在负债比较确定，甚至最近保费增加比较多，负债还略微有上升。特别好的方法也没有。我刚才讲的四个点（拓展海外 拉长久期 风险偏好 另类资产），大家都在做。在股权方面，也许随着经济的波动，股权未来会有机会，但总体来说在当前经济环境下，可选择的不多。个人认为在这个环境下比较艰难。

Q2：在目前资产荒情况下，如果提升风险偏好，从国内看，就是表现为加杠杆。但加杠杆带来风险的问题。一方面要提升收益，另一方面也要防范资产泡沫的风险。怎么平衡？

A2：核心问题是基础资产收益率太低。如果资金成本不变，未来资产端将会越来越难做。过去假设加一倍就能覆盖的话，随着基础资产下得越来越快，你可能会逐渐提高杠杆。这就面临两个挑战，一个是流动性；二就是仓位资产是否安全。所以真的是特别难的抉择。当时我们去日本学习，我问的类似的问题。他们的策略是全部配置海外资产，比如日本负债成本只有 1 点几、2 点几，那么海外也许还有 3，还能覆盖住。如果一定要在国内做，就只能加杠杆。怎么能用那么低的基础资产来满足相对负债一倍两倍的收益呢？难度就在这儿。所以也没有特别好的解决方案。除非你能找到其他的，比如牺牲流动性用另类来匹配，总是有所失有所得。

Q3：说到海外配置，我们跟日本不太一样的地方在于日本的确维持了多年低利率或者负利率的环境，但国内 10 年的债有 2.7%。从全球来看，1/4 国债负利率，3/4 在 1 以下，相比较国内资产收益率还是可以的。海外资产配置从中期长期来看，对国内机构应该出于什么

样的考量？或者说至少现阶段似乎海外资产吸引力不大？

A3：如果从债的角度，是这样的。境外还有不动产，还有其他的资产。目前大家去境外不是买债，买债就没得做了。

Q4：国内资产荒的同时有很高的杠杆，有没有可能资产荒本身就是有杠杆导致的？可购买的就这么多，大家都加杠杆，无形中就把收益率打下去。

A4：不太同意。这不是交易带来的，而是经济带来的。宏观经济下行，刚才说的三个困局导致基础资产收益率下降。核心还在于基础资产，而不是通过交易带来的供求的变化。

Q5：国外做专业房地产的在卖地，有没有可能中资机构喜欢买房地产是因为不用 market to market。投资房地产，3 年不计损失，没有流动性，不用 market to market，但隐形的 risk 会不会比较大？您怎么看？

A5：国外不是遍地黄金，但路还是要走。从两个角度来说明，一是风险分散，得走这一步棋；二是境外有资产，不一定是地产，国外还有一些基础设施的收益不错，匹配到负债里，可能会有机会。但我认为容量也不是特别大，配置境外资产是提这么一个方向，不一定都能 cover，还是要在细分的市场里面去找。

Q6：现在监管边际收严，包括证监会银监会都在挤压通道，在这个过程中如何实现有序去杠杆？您对监管有什么建议？

A6：我觉得监管比以前聪明，现在就在主动排雷，就是有序拆除。如果你等到杠杆加到一定程度以后，杠杆的破裂无非两种：一种通过人工的手段有序的拆除；还有一种等到累计到一定程度以后实现雪崩式地垮塌。肯定是第一种方式有序和可行。现在监管机构也看到了我们当初的担心。保监会一直在做。银监会也在做，把理财分为普通类和综合类。监管机构都在采取方式来逐步降低中国金融的风险。

Q7：在拉长久期和加大另类投资这样的过程中对流动性的思考是怎样的？

A7：考虑到流动性，加大另类投资这样的选择并不是每个机构都能做。真正在复杂经济周期下，有些大型机构会活得不错，比如工行，资金成本较低，配资产时流动性完全能满足。增加另类的比例是对流动性的考虑每家也是不一样的。对保险公司，流动性特别充裕的话，增加另类没有问题。

第 104 辑

(2016.8.19)

海外对冲基金的现状与发展

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

刘新禹先生，黑石集团纽约总部另类资产管理公司的董事总经理。2009 年加入黑石集团，刘新禹先生曾担任对冲基金解决方案集团的投资组合经理，主要集中在固定收益，全球宏观经济，新兴市场与量化交易市场，负责对冲基金经理的评价、选择以及监督。在加入黑石之前，刘新禹先生曾在纽约 UBP 资产管理公司对冲基金母公司工作，担任投资组合经理和全球宏观策略以及新兴市场策略主管。

今天与大家分享关于对冲基金三个方面的现状：首先，2016 年对冲基金的业绩情况及对冲基金的资金流向情况；之后分享一下对冲基金面临的问题及挑战，最后是今后的行业调整，这些调整涉及对冲基金自身以及对冲基金投资人的调整。通过以上分析来前瞻对冲基金的发展方向。

一、对冲基金的业绩现状

2016 年至今，海外对冲基金的业绩表现是非常一般。媒体也不断报道对冲基金 2015、2016 年这两年的回报率都相当平庸。单就对冲基金的指数来看，例如 HFRI index 指数截止 8 月份仅上涨 1%，

瑞银的对冲基金指数下跌了 0.5%。这种指数的表现与标普 2016 年上涨 8%形成了鲜明对比。因此市场上对于对冲基金，特别是大型对冲基金有很多的报道质疑，质疑他们收取管理费过高，但是业绩确实差强人意。如果仔细看一下对冲基金业绩中各种具体分策略的表现，可以发现 2016 年表现最差的对冲基金是股票型策略：截止 2016 年 8 月份股票中性策略(HFRI EQUITY NEUTRAL) 损失 3.5%左右，股票基本面多空的基金回报率(HFRI EQUITY)损失 1.6%左右，这些是表现不好的策略。表现好的策略包括一些 CTA 量化趋势型的策略、大宗商品型的策略、新兴市场债券型的策略，还有一些发达国家的信用债券以及宏观利率策略。这些策略表现属于正向表现的范围之内，表现水平维持在 5%上下或者 5%以下的水平。由于股票型对冲基金在总体对冲基金总量中占据 30%之多，因此股票型基金的表现把对冲基金整体的表现拉下来了。

具体来看对冲基金的 α，2011 年以来，整体对冲基金的 α 呈现趋平的态势表现也并不理想。因此难怪许多投资人对于对冲基金的策略提出很多的质疑，为什么很多有名的对冲基金经理表现如此一般。我先就 2016 年股票型对冲基金表现找一下原因，之后指出几个对冲基金目前的结构性弱点。

第一点原因是由于 2016 年年初股票型基金的长仓与短仓的头寸非常拥挤，尤其是一些大型的股票基金。在欧美的一些大型股票基金，很多情况下都有着一种投资的偏见，投资经理更多的偏好买一些增长型的股票，喜欢做空一些价值型的股票，尤其是在过去的十年。如果买 Russell 2000 卖 S&P500，那么收益回报率会与对冲基金做股票的回报率相关性会非常高。特别是一些大的基金在年初投资策略相像重仓股相似，因此头寸很拥挤。在这种头寸很拥挤的情况下，发生了一些业绩的回转，在集体清仓时会加速下滑的力度。

第二个原因是在股票做空的一端，2016 年拥挤的情况特别严重。自 2015 年开始，美国的全球性股票基金的回报率是不错的，做空的一端都集中在能源股、矿山金属股以及工业股而且业绩表现出色。而到 2016 年 2、3 月份时，由于中国出台的一些刺激性的政策以及新兴市场和大宗市场的回转，这些股票开始掉头。在这些空仓股票掉头、仓位又很集中的情况下，很多股票型基金的空头端损失惨重，尤其是二三月份。有两个数字可以与大家分享：高盛 VIP 股票做多的指数，截止今天上涨了 1%；而 VIP 股票做空的指数却上涨了 8%，所以如果一个投资组合中包含 VIP 做多与做空，那么 2016 年的整体收益率就损失了 7%-8%之多。因此，通过这一个数据就可以解释很多全球做股票基金，尤其是多空股票市场中性的股票基金为什么 2016 年表现很差。

第三个原因就是 2016 年股票市场中有一些因子也发生了回转，比如股票趋势型因子和增长性因子。这些因子 2016 年的波动性很大而且这些因子的回报是在反转的。很多的做股票长短仓的对冲基金投资组合中有很多因子的倾向所以影响业绩表现。

上述三点原因造成了基本面股票对冲基金表现欠佳。除此以外，还有一些宏观因素在其中，但我不想过分强调宏观因素。因为这些宏观因素自 08 年金融危机之后每一年都一直在影响整个的资本市场，比如各国的中央银行的大量干预，目前的负利率、低增长这些宏观的因素一直都在影响着全球资产的走向，因此宏观因素虽然是影响 2016 年股票市场表现的其中一个因素，但我不倾向于认为它是一个重要的因素。

在这样的业绩表现下，对冲基金行业的资金流向如何呢？很多的媒体报道了一些对冲基金的负面信息，世界上一些大的对冲基金机构投资人也在不断赎回对冲基金，因此大家倾向于认为对冲基金 2016

年遇上灾难年，但实际情况又是否如此呢？2016 年年初的时候，全球对冲基金的管理规模大约在 3 万亿美元水平，预估到年底，可能会缩减至 2.9 万亿美元。整体上来讲，赎回的规模大约在 1 千亿左右。到目前为止，对冲基金近个月都是净赎回的情况，但是每个月净赎回的量并不是很大。尤其是相比 2008 年年底以及 2009 年第一季度，2016 年的赎回情况并不是很严重，赎回的这些基金往往都是集中于表现不佳的股票型多空仓的基金。而其他方面的基金，特别是CTA、商品以及新兴市场的基金、债券基金宏观基金，这些基金都是有净资金流入的。因此并不能说是一种单向的资金流出，也并不是系统形的要将对冲基金全部卖掉。而从机构型投资者的角度看，2016 年的情况也是如此。几个星期之前新泽西州的退休金将其对冲基金的一半削减下去而登上新闻头条，但仔细看其新闻的内容，对冲基金砍掉了一半主要是股票型和信贷型，但剩下一半对冲基金投资与避险型市场中性及宏观策略；除此之外也有对冲基金大规模净流入的新闻：一个月之前日本的邮政银行决定在未来 1-2 年内向对冲基金投入 150 亿美元，韩国国家退休金也将投资与对冲基金。这说明目前的资金流向并不同于 08 年的情况，属于合理的流入流出，主要是结构性的调整，机构投资着仍然接受对冲基金，只不过这种接受是有条件的。

二、对冲基金面临的问题与挑战

整个对冲基金行业所面临的问题和挑战是什么？有一些问题是内部的问题，有一些问题是外部竞争的问题，要分成两部分来看。

先看一些内部的结构性问题。首先一个结构上的缺点是对冲基金定价上的弱 点。在过去 10 年里，一提起对冲基金的收费，大家会说管理费与业绩费 2%/20% 或 1.5%/20%。那么这费用的水平，2%/20%是如何定出来的呢？有统一的标准吗？尤其是与回报率相比

较而言。其次，其收取的费用中含有多少的业绩费是市场的 β 升值的业绩费，尤其对于一些股票型基金来讲；股票上涨，股票基金赚钱，因此经理人收取了很多的业绩费。但是业绩费很大一部分是跟股票市场的业绩相关。基金经理人是否应该在股票大势中收业绩费呢？再其次，基金经理人的费前收益 分配，GP 以及 LP 各占多少呢？这个比例多少是合理的，三七开或是四六开？除此之外，进一步分析费前收益的 α，基金经理 GP 占了多少，LP 又占了多少？还有 GP 收取业绩费是否应该具有追索权和索回权？美国有一些大的基金 13、14 年基金的业绩相当好，特别是一些维权的基金做的很好，13、14 年回报率 30%—40%。15、16 年业绩非常不好，损失了很多钱，亏损 20%—30%。而其挣钱时 GP 均有 20%的提成，2015 年输钱时这 20%也没有吐出来，这种安排是否合理？可以做这样一个比较：一个维权策略的投资人，基金经理买了个公司很多的股票，进入公司的董事会，参与管理公司的经营模式，通过提高经营政策之后来实现增加价值。其与一个做并购的私募股权基金是很相像的。一个私募股权基金将公司由二级市场收购买回至一级市场并开始经营管理这个公司，几年之后又重新开始让这个公司上市实现价值。区别是私募股权是在最后实现利润时才提成。中间阶段性这个股票如果先涨 30%，再跌 20%，私募股权的基金经理是拿不到多少业绩费的。从这点看，对冲基金的经理是不是占了便宜，这些业绩费是不是应当可以索赔要回来呢？因此这些利益如何分配，尤其是在整个市场没有什么收益，或者无风险利率很低的情况下，这些既是目前很大的问题，也往往是媒体和公众最为关注的一个问题。

其次，还有其他一些结构性的弱势，相信在线的各位也会有一些感受。比如说一个基金从起步到成熟，到正常运作，随着规模不断增大时，基金承担的风险不断下降。承担风险的下降，限制了它挣钱的

能力。为什么会这样呢？原因在于基金的经理人随着业务不断做大，需要保护自己稳定的收益（管理费）。那他是否将投资人的利益与自己的利益放在平等的地位呢，这是第二个利益不对称。

再次，我们经常习惯成听到的是不是基金都在不断集资，夸耀自己可以增加管理规模并赢得收益。但实际是否如此呢，很多基金策略事实上具有周期性，当某种策略不是最有利的时候，有多少基金会主动将资金退还给客户呢？这样的事情非常少。这又回到原来的那个问题，基金经理人和投资人利益是不是一致的。

再有一个对冲基金行业结构性的弱点就是，很多对冲基金非常重视短期效应，因为大家都可以看到每个月的 NAV，每个月的净市值是多少，每个月业绩压力都很大。因此基金经理会尽量将每个月的净值做高，可以从账面上看上去更好，相比起竞争对手更好，回吸引更多的资金流入。那市场会不会只是提供一些限于短期的投资机会呢？还是说市场会有一些长线的机会，但这种机会短期的波动很大，对冲基金会不会从投资人利益的角度选择这些机会呢？

对冲基金目前面临的外在挑战是什么呢？目前很多的对冲基金策略面临很大的竞争，来自于智能 β，尤其是一些比较通常的对冲基金的策略。例如做长短仓股票策略，如果简单使用销售股指卖空期权来复制它，可以达到 90%的相关性和 70%的 β，而这么做的费用可能只有 50 个基准点左右。很多普通的做股票的对冲基金都会被智能 β 的因子投资所取代的。现在越来越多的投资者在看如何使用智能 β 来做一个投资组合去替代一些比较普通的对冲基金策略。

三、对冲基金行业的调整及发展

讲了这么多对冲基金的弱势：业绩不佳，资金进进出出，还有自身的一些弱点。是否可以认定对冲基金的发展前景黯淡呢？或者将对

冲基金全盘否定，完全不需要呢，全部赎回呢？我个人认为对冲基金的前景不会如想象中那般差，主要是由于以下一些基本的原因，对冲基金这一行业还是会健康的存在的，只不过说目前对冲基金有一些缺陷，需要改进。从长期来讲，对冲基金的发展方向与方式还应是稳定的。

首先，对冲基金有非常清晰的激励机制。尤其是与传统投资相比，比如说收取一定的管理费，业绩费可以吸引有能力的基金经理最大限度的追求投资收益。其为客户赚了钱，就等于为自己赚了钱，属于一种互赢的经营模式。这种互赢模式就会吸引很多有能力的基金经理加入对冲基金。上世纪 70 年代对冲基金曾遇到过一段与现在十分类似的情形，业绩不好、费用太高，很多人对对冲基金提出很多的质疑。但是因为灵活的激励机制，对冲基金仍吸引有能力的基金经理进入这个行业。

第二，对冲基金策略灵活、收益来源多元化，与传统投资的相关性低。有一些机会是传统的二级市场买不到的，需要用私募基金、对冲基金的形式来实现价值。这些多元化的回报为传统的基金提供了互补性。

第三，从长时间角度上来看，对冲基金的确为投资者提供了有吸引力的风险调整收益，并提供了一个下行保护。目前，央行不断提供流动性的情况下，债券以及股票的价位都很高，机构投资者很多的仓位都是在传统的资产管理产品中，而且很多都是做长仓的。在这种情况下，很多机构一定要找到一些对冲基金，去做多样化的资产配置。因为这种升值趋势能持续多长时间呢，如果有一天趋势掉头，有哪一种策略可以提供下行保护呢？对冲基金届时应该可以提供一些相关性比较低的收益以及一些下行的保护。

因此基于以上的三点原因，对冲基金这一行业，虽然面临一定的

难关，但是只要调整好自身，发展前景依旧乐观。关于改进调整，一方面是基金经理人的自身利益的调整，另外一方面是投资人怎样去使用对冲基金的调整，双方合作才能将对冲基金这一投资方式变得更为合理。讲了这么多对冲基金的弱势：业绩不佳，资金进进出出，还有自身的一些弱点。是否可以认定对冲基金的发展前景黯淡呢？或者将对冲基金全盘否定，完全不需要呢，全部赎回呢？我个人认为对冲基金的前景不会如想象中那般差，主要是由于以下一些基本的原因，对冲基金这一行业还是会健康的存在的，只不过说目前对冲基金有一些缺陷，需要改进。从长期来讲，对冲基金的发展方向与方式还应是稳定的。

首先，对冲基金有非常清晰的激励机制。尤其是与传统投资相比，比如说收取一定的管理费，业绩费可以吸引有能力的基金经理最大限度的追求投资收益。其为客户赚了钱，就等于为自己赚了钱，属于一种互赢的经营模式。这种互赢模式就会吸引很多有能力的基金经理加入对冲基金。上世纪 70 年代对冲基金曾遇到过一段与现在十分类似的情形，业绩不好、费用太高，很多人对对冲基金提出很多的质疑。但是因为灵活的激励机制，对冲基金仍吸引有能力的基金经理进入这个行业。

第二，对冲基金策略灵活、收益来源多元化，与传统投资的相关性低。有一些机会是传统的二级市场买不到的，需要用私募基金、对冲基金的形式来实现价值。这些多元化的回报为传统的基金提供了互补性。

第三，从长时间角度上来看，对冲基金的确为投资者提供了有吸引力的风险调整收益，并提供了一个下行保护。目前，央行不断提供流动性的情况下，债券以及股票的价位都很高，机构投资者很多的仓位都是在传统的资产管理产品中，而且很多都是做长仓的。在这种情

况下，很多机构一定要找到一些对冲基金，去做多样化的资产配置。因为这种升值趋势能持续多长时间呢，如果有一天趋势掉头，有哪一种策略可以提供下行保护呢？对冲基金届时应该可以提供一些相关性比较低的收益以及一些下行的保护。

因此基于以上的三点原因，对冲基金这一行业，虽然面临一定的难关，但是只要调整好自身，发展前景依旧乐观。关于改进调整，一方面是基金经理人的自身利益的调整，另外一方面是投资人怎样去使用对冲基金的调整，双方合作才能将对冲基金这一投资方式变得更为合理。

四、对冲基金经理人以及投资人的改进与提升

（一）基金经理的提升

从基金经理人的角度来说，有几件事情，需要基金经理花一些精力与时间。第一，基金经理人需要考虑 GP 与 LP 的利益是否保持一致。基金经理人应该问问，是不是将 LP 的利益与我置于一起。先回到定价的问题，比如说，对冲基金能否在不同的业务周期做出一个动态的定价：即基金刚成立之时，基金经理可以 收正常管理费以及较低的业绩费，等基金到达一定的规模之后，不需要用固定的 管理费收益来支持自己的业务时，他应该将自己的管理费大幅度的降低下来同时 可将自己的业绩费提高，这样一来可以向客户传达经理人并没有在管理费上赚钱，而利益与 LP 是在一起的。即 LP 不赚钱，GP 也不应该赚钱。提取业绩费也可以用一个延长的模式来提。现在一般的情况都是对冲基金每一年提一次业绩费，是否有可能业绩费每年只提三分之一，将业绩费分摊到三年中去。这样的话，如 果第二年亏钱的话，业绩费就会返回给客户。事实上，并没有一种统一适用的定 价标准。我想强调的是，定价应该因人而异，因时而异，因自

己的客户而异的一 种动态的定价方式。而这种动态的定价方式，往往可反映出，GP 是不是为 LP 着想。另外，对很多股票的基金应该设立一个 hurdle，至少对于基金的市场 β 不收或者仅收取很少的业绩费。业绩费应该在 α 上收的高一些，而在 β 上收的应该低一些，这些都是应该考虑的因素。

第二，基金经理人应该向客户证明自己有持续创造 α 的能力，这一点相当重要。很多基金经理为了卖自己的基金，就会说这是我的业绩，并表示这是最重要的数据。但 3-5 年的 40-60 个数据，随市场情况发生变化，原来的基金经理人内部的团队也发生变化，数据是否还具有代表性呢？基金经理应该多花时间来解释自己挣钱的持续性和信息流程的透明、研究的系统化及推理的过程等方面。这会让客户更理解回报是能力所致，而非偶然因素所导致的。历史的收益只是来证明自己的投研程序是可以重复的。只有这样，才能让投资者不依据某年的投资业绩的好坏来作为投资或者赎回的原因。而投资赎回应该是取决于，基金经理多大程度上偏离了自己的投资流程和对于市场的判断。因此对于尽职调查的过程，基金经理人很多时候并不是很清楚哪些是重要的，哪些又是非重要的，哪些应该多花一些时间，这第二点也是基金经理人应该改进的地方。

第三，对冲基金经理人的业务，应该以客户需求为导向。很多基金经理人愿意推销自己的产品，最能体现自己分析研究投资能力的产品。但这一产品是否是对客户最好的产品呢？产品最终的用户是客户，对冲基金经理人应该是做到为投资人提供解决投资需求方案的合作伙伴，而并非简单为了推销自己的产品。在这一点上，欧美的基金经理，尤其是在 08 年金融危机之后的 5、6 年间做出了很多的改进。更多的对冲基金变得更为机构化、灵活化，在为客户量体裁衣方面花费了很大的精力。这就是为什么在过去的 6 年里，很多大的基金，

越是机构化的基金，其规模增长的速度越快。而反过来中小型的基金增长并不是很快。原因就在于这些基金没有真正为客户解决客户想要解决的问题。

（二）对冲基金投资人使用对冲基金的调整

再把话题换到另外一面，对冲基金的投资人要做什么投资上的调整。第一，对冲基金的投资人在做出选择之后，应该采取长线的观点，形成是一种长期的合作关系。不能急进急出，这不是一种合作伙伴的做法。合作伙伴的做法是，花时间慢慢的做，真正的理解对冲基金，这是作为一个长期的投资人的首要一点。

第二，怎样去扬长避短。我们看到了一些对冲基金经理的弱势，怎样要去避免这种弱势。比如，一些对冲基金到达一定规模之后，不愿意去承受风险，因为其想要保护自己的利益，保护资金流的稳定，那要如何解决这一利益不完全一致的问题呢？聪明的机构投资者，遇到这样的情况，会找机会做个专户，用来将风险做大。如何将风险放大，一方面可以仓位做的更集中，去做投资组合中的某一个或者某几个仓位；另一方面，可以加大杠杆,提高现金使用效率。这样的话，机构投资者可以控制自己专户中所承担的风险。当机会来时，可以购买某几个标的，当机会走了，就将专户缩小，把钱收回来。用这种方式，可以解决 GP 以及 LP 间的冲突。当然，这需要机构投资者具备判断能力、反应能力以及自己建专户的能力。

第三，机构投资者在看对冲基金的时候，要区分清其回报率中要多少是 β 的，又有多少是 α 的。β 的部分是否可以将业绩费用降下来，β 是否可以对冲掉。因为有些对冲基金的策略在有一定的 β 的基础上，创造 α 的能力会更强。所以不能硬性的不配置任何一点 β，而应该给其承担 β 的空间。因为有了更多承担 β 的空间，就会产生更多的 α。这一点也是投资人及基金经理双方互相理解的一个过程。

五、问答环节

Q1：您刚才提到了 2016 年股票型的基金表现不佳，您能否为我们展望一下，未来哪种策略的对冲基金的表现，会相对较为好一些？

A1：很多机构性的投资者很关注这个问题，就是说对冲基金分策略是否有周期性，还是整个行业是否有周期性。从行业角度来说，很难找到对冲基金的周期性。因为对冲基金它的策略比较广，其中包括股票策略、债券策略、宏观策略、新兴市场策略、防守型策略以及进攻型策略。如果一个投资组合之中，有很多策略的话，实际上对冲基金整体的周期性并不是很强，过去的数据就可以证明这一点。但如果从分策略来讲，我个人认为，在不同的资产类别中，根据市场的特性，有一些策略相比其他的策略会走的更好一些。但是这种情况，从投资的角度来说，也并不意味着要去做很大的赌博。讲一下自己目前的策略喜好，比如说股票市场中性，或者说量化中性股票，尤其在新兴市场国家机会还是很多的。原因是因为新兴国家股票市场并没有那么成熟，很多的参与者都是散户，或者与散户行为比较接近的机构。所以这样一些交易量大的市场，从 α 的角度是会给量化交易提供很多的机会的。另外，目前新兴市场的债券市场、利率、外汇方面的机会较前几年会更好一些，尤其是很多新兴市场经历了 2013 年之后 3 年的熊市，其债券名义率比较高，而通货膨胀在趋缓，各个国家央行在财政政策稳定之后，会做一些货币政策的调整，这些会对新兴市场的资产起到一些支持，在这方面产生 α 的能力会比较强。我个人也比较看好宏观策略，原因是因为这么多年的央行的政策，货币政策没有太大作用的情况下，如果有财政政策出台的话，会影响到利率市场。如果利率的波动出现的话，会对股票、外汇产生一定的影响。这种影

响，除了宏观策略之外，其他的策略，可能 CTA 会有机会，不一定能在其中获得收益。从这一角度看，宏观策略是值得关注的。

Q2：在美国有些对冲基金投资人，属于自己组合成董事会，这些董事成员对于对冲基金并没有过多的了解，您有什么好的建议帮我们引导这些投资人是实现对对冲基金的深刻理解，用一些有效的工具来观测这些对冲基金策略的漂移？

A2：在做尽职调查时，对于各种策略可以分析出其赚钱的原因是什么，学习清楚其背后的研究流程。研究产生投资思路和想法之后，又该如何建仓，建仓之后又是如何做投资组合的调整及风控的，这是一整套投资的流程。这一流程是需要花费很多的时间去理解清楚。当理解了这一流程之后，之后就可以利用过去的和现有的实际案例来证明对流程理解是否是相符的。这是一个动态的投研流程监测，需要将投资的实际发展过程相结合进行对比来进一步判断，是否有所偏离。这更多的需要双方互相沟通，对基金经理来说，确实是一个挑战。因为基金经理不一定有时间或不情愿去跟每个客户讲这么细。我觉得机构化的对冲基金，会花很多的精力，让客户理解。我个人认为，这是一个沟通的过程，很难找到一个机械化的某一个公式或者某一个因子，更多是互相交流的过程。而且这也是一个连续的过程，但不是一次可以出结论。

Q3：第一个问题是，我们感觉到随着监管的不断加强以及新的巴塞尔协议的实施，有很多的业务由银行中间转移至对冲基金的手中，情况是否如此？

A3：我同意你所说的结论，监管的改革确实为对冲基金提供了很多的机会。我 们最近看到的一些机会，比如说有一种策略叫 Mortgage Servicing Right（房屋抵押贷款服务权），这原来存在于各个银行的资产负债表中。由于新的规定，这种权利有一定的信用风险，

因此许多银行就将这部分业务卖掉，能买的人也同样相对有限，一般都是私募基金、对冲基金可以购买，公募基金很难买到，主要是因为这不是一种证券化的产品。这个市场就很大，所以会出现 2016 年债券涨它也涨的情况，许多对冲基金因此而获益。另外，比如说租赁行业、直接贷款等行业，私募基金以及对冲基金及都在积极的进入，因为原有的传统的商业银行都将其卖出。比如飞机租赁，车皮租赁这些业务都转到了私募股权以及对冲基金。因此，我同意你的观点，对冲基金确实有这些业务，并且有很好的获利机会。这个业务整体规模大，但是每一个产品机会的规模并不是很大。因此需要对冲基金快速反应抓取这些机会，否则这些机会可以说是转瞬即逝。

Q4：中国的资本市场逐渐在开放，境外投资者对于中国市场的意愿？

A4：我个人认为中国资本市场开放创造的机会特别大。中国的对冲基金行业会有很大的增长。伴随着金融市场产品的不断完善，这个行业也会有很大的发展，尤其是在量化以及大宗商品方面都会有很大的潜力。西方的机构性投资者对中国资本市场的有所保留或不愿意投资的有些原因是我刚才所讲的对冲基金所要提 高的，比如说如何证明你有能力持续创造出 α。如果能把此种能力表述清晰，就能够吸引到国外的投资者。否则国外投资者更偏向认为基金经理是由于得到某个消息，或者运气好而并不一定是可以持续的。除此之外，国内的基金经理通常只使用一种模式来表述其观点，而不管对方是谁。这一点也需要改进，因为不同听众的着重点也是不相同的，这也要求我们基金经理在与机构投资者开会之前应该对听众做一些背景调查。要提前了解对方是谁，可以针对对方的需求来证明自己的能力。

Q5：您刚才也提到了一些建议，比如薪酬方面可以更为动态的调整，或者采用递延的方式。那您在实践当中，是否有碰到过这样的

案例，价格制定更为灵活的实例？

A5：因为对冲基金不是公开的信息，是对私的，一方针对另一方的。我讲的这些不同的的定价组合都可以发生，只是一个互相探讨的过程。有很多不同的组合方式，没有一个绝对的公式，最终目的是为了达到双方公平的目的。例如，有一些对冲基金可以做成多样的收费组合。比如，有一些客户想付高一点的管理费，低一点的业绩费；而有些则偏好支付低一些的管理费，高一点的业绩费。可以给客户这个选择，客户有了这个选择对于对冲基金经理也是一件好事。有了这种多组合的收费方式，对冲基金经理人的收益也会更稳定。我所说的这些情况都有可能在现实生活中发生，但是需要不断谈判，双方的利益应当是一致的。

第 105 辑

(2016.9.12)

海外高收益债的发展及对中国市场的启示：

风险管理的视角

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

常新功先生，现任广发证券首席风险官。2015 年回国前就职于华尔街投行 15 年。曾担任纽约梅隆银行集团风险管理董事总经理；纽约雷曼兄弟公司副总裁；纽约高盛集团副总裁；美国银行美林证券资深副总裁、执行董事；于 2015 年 9 月加入广发证券。常新功先生分别于 1994 年获得清华大学计算机应用专业硕士学位，1996 年获得美国特拉华大学计算机科学工程系硕士学位，并于 2006 年获得美国纽约大学工商管理硕士学位（在职 EMBA）。

今天与大家分享关于海外高收益债券的发展及其对中国市场的启示，主要包括五个部分：首先简单介绍海外债券高收益债全市场的背景；之后介绍下中国信用债的背景；然后是海外高收益债主要面临的风险及国外机构和市场应对的办法；第四部分介绍下我在广发证券所做的微观层面的工作，主要是应对信用债市场化和将来高收益债有可能在中国发展的风险管理实践和探索；最后从微观层面给出对中国高收益债券发展的建议。

一、海外高收益债券市场背景

（一）美国高收益债的发展历程

高收益债券，Junk Bond，也就是我们俗称的垃圾债，或者叫投机债 ，也叫 high-yield，一般是指信用评级在 BBB-以下的公司债。垃圾债最早发源于美国。其整个发展过程可以分为三个阶段：兴起，衰退，成熟。

垃圾债发展的第一阶段大概是在 70 年代末开始。目前有两个版本，第一个版本是 Lehman Brothers 承销了第一支高收益债，第二个版本是 Drexel。但是不论如何在 1977 年这是第一支在投行承销下发行的垃圾债。这就开启了垃圾债的先河。在 1977 年之前也有一些垃圾债，叫 falling angel，初始评级还是 investment grade，但是后来因为评级下降才引起的。真正的兴起也就是华尔街的创新，从 1977 年开始。但是 Drexel 公司被认为是把这种创新变成一种盈利模式。当时代表人物是 Michale Milken，被称为“垃圾债之王”，对美国甚至是全球的高收益债的发展起到了举足轻重的作用。80 年代后期欧美的并购浪潮也使得高收益债券爆发式发展，当时有很多 LBO（杠杆收购）和 MBO（管理层收购）这些都促使 High yield Junk Bond 爆炸式发展。

第二个阶段开始于 1989 年。80 年代末期美国经济开始不景气，很多高收益债开始违约，并购开始失败，因此当时陷入一种“高风险-高利率-高负担-高拖欠-更高风险”的恶性循环圈内。想必大家还记得 1987 年 10 月 19 日美国股市发生了有史以来最大的危机，即 Black Monday。之后美国推出了一个法案，《Reform Recovery and Enforcement Act》，金融改革和恢复稳定法案不允许存款机构去持有高收益债，所以在 5 年之内这些存款机构必须退出清仓所持有的高收益债，从而引起了高收益债的抛售，导致高收益债急剧下跌，在 1989 年引发了高收益债危机。当时华尔街的债券之王 Drexel 也由于恶意

收购等受到监管机构立案调查。这标志着高收益债的兴起阶段结束，开始了衰退。1990 年美国的高收益债年发行量只有 13 亿美元，进入低谷。

到了 90 年代中期高收益债进入成熟阶段。由于美国经济恢复强劲，并且机构投资者也开始加入，高收益债重新兴起。90 年代后期克林顿年政府上台，经济发展较快，并且当时很多新兴公司兴起，高收益债再次蓬勃发展。在 90 年代中期之后高收益债一直处于成熟发展期，到了 2015 年其发行规模巨大，为 2600 亿美元，占美国 1.5 万亿美元信用债的 18%。从 90 年代中期一直到现在，高收益债进入了一个相对成熟稳定的发展阶段。

（二）美国高收益债的发展与其良好的发展环境有关

简单介绍下美国高收益债相关监管体系。和股票比较类似，高收益债主要监管机构是美国证券交易委员会（SEC），接下来是自律组织如纽约证券交易所（NYSE）和全国证券商协会（FINRA）。监管制度也比较健全，1933 年的《证券法》、1934 年的《证券交易法》和 1978 年的《破产法》都明确规范了高收益债的交易、发行以及破产清算程序，对投资者的保护、信息披露等等都进行了明确规定。其中，SEC 还在 1990 年初推出了 144A，清晰定义了合格机构购买者（Qualified Institutional Buyers，QIB）的范围以及允许私募发行的高收益债券在 QIB 之间自由转让。很多高收益债因此也可以以私募形式发行。

海外高收益市场的监管机制有五大特点，个人认为国内可以很好借鉴：首先是发行程序灵活。既可以公开发行，注册制；还可以私募发行，在 144A 制度下也可以发行。私募发行后也可以转成公开发行。其次是信息披露制度健全。这个国内也在大力提倡，但执行可能有所欠缺。信息制度保护高收益债是非常重要的，因为高收益债本身信息

高度不对称，又是高风险的。第三个特点是交易机制的透明。第四个是信用评级制度严格，标普/穆迪/惠誉三家评级机构，非常注重为自己在市场上保留声誉，虽然 08 年金融危机来说可能有一些偏颇，但总体来说它们的评级是非常公正的，国内在这块可以提升空间非常大。最后是注重投资者利益保护，尤其中小投资者利益。很多高收益债合同契约报告等，加入了非常多限制性条款，财务杠杆不能超过多少等。

（三）高收益债的市场主体

海外 Junk Bond 的参与主体包括发行人、评级公司和投资者。发行人首先是明日之星的企业，中小型企业、潜力很好，但没有信用记录，不容易拿到好的评级，也拿不到投资级的债务发行权；再就是堕落天使 falling angel，1977 年之前 high yield bond 只有堕落天使，起先发行是投资级的，后来评级下降；还有一些发行人是高负债水平的公司，因为负债已经很高难以获得投资级评级，但是因为急需偿还银行贷款或者抵御恶意收购等，还需要发债；第四类发行人来自杠杆并购，在高收益债早期兴起阶段占了很大比重，LBO, MBO 并购，并购之后再债务重组；最后是一些非美国海外企业可能也有发行的需要，比如中国很多地产商企业到海外拿不到投资级的评级，所以发 high yield。投资主体当然还包括投资者和中介机构等。

（四）海外 Junk Bond 发展现状

市场规模总体保持增长趋势。从 90 年代中后期刚刚说的成熟阶段开始，基本上是一个稳定增长的趋势（见图 1），但是也有几个低谷，尤其 08 年后，发行量减少。目前来看，2013 年达到高潮已经有三千多亿美元的发行量，超过了整个信用发行量的 24%，去年发行量也达到了 2600 亿，占了美国总企业信用债规模的 18%。

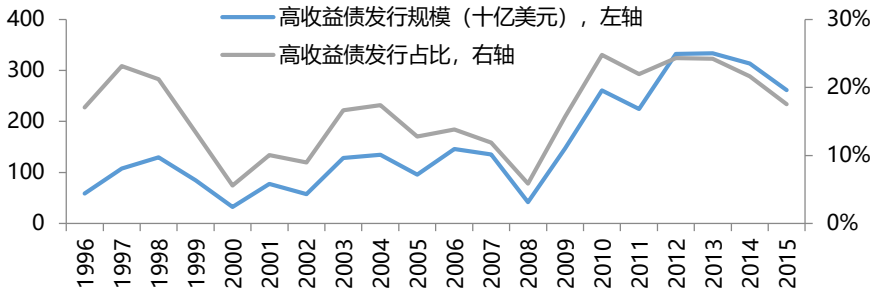


图 1 高收益债发行规模

评级分布集中在投机级的中上端。BB 和 B 加起来就达到了四分之三，CCC 以下其实只有四分之一（图 2）。也就是说，在整个低评级的债券里，呈现出集中于高中端的情形。发行期限方面，Junk Bond 以中长期为主，大概从五年到十年为主要区段，但投资级债券大概为 10 到 30 年，所以还是略有不同。

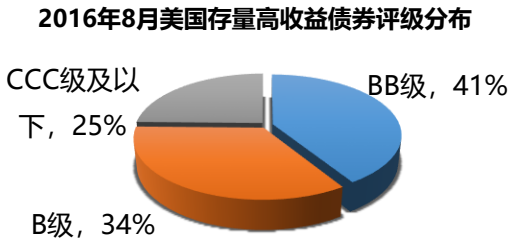


图 2 高收益债评级分布

违约率高于投资级债券。Junk Bond 的违约率本来就要比投资级的债券要高，平均来说投资级债券违约率平均为 0.1%，但高收益债券平均达到 4.1%，而且波动率也很大（图 3）。且经济危机时的违约率会出现飙升。表明高收益债券是高风险资产。

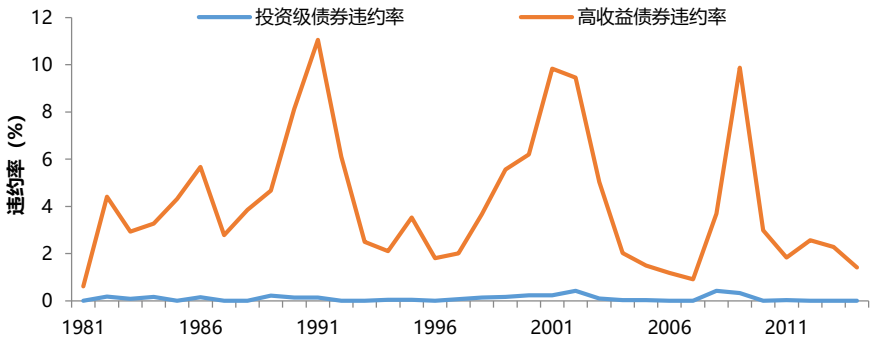


图 3 债券违约率变化

高收益债的收益率长期来看高于投资级公司债。高收益债收益率对所选时间段较为敏感，下表中数据选择是到去年年底，因为年底高收益债有一个黑天鹅事件发生，收益下降很多。但整体来看，近 10-20 年，美林的高收益债指数回报要比投资级债券高，而且回报比 S&P 500 的回报还要高。按清算来说高收益债的收益应该是比股市低，因为偿付次序上它比股权优先，但是在这个数据段上比较下来高收益债收益更高，这可能和去年全球股市大跌有关。12 月 31 日这个时间点不一定选得有代表性，但下面这个表还是清晰地显示出高收益债的收益要比投资级债券高。

截止 2015.12.31 历史年化回报率	美银美林高收益债	AAA 至 AA 级公司债	BBB 级公司债	S&P 500 指数
近 6 个月	-13.40%	2.80%	-3.50%	-1.20%
近 1 年	-4.60%	0.80%	-2.20%	-0.70%
近 3 年	1.64%	1.93%	1.43%	13.49%
近 5 年	4.84%	3.85%	4.78%	10.26%
近 10 年	7.10%	4.79%	6.08%	5.37%
近 20 年	6.67%	5.50%	6.21%	6.15%

（五）高收益债的四次危机

海外高收益债从 90 年代中后期开始进入发展时期，但这一时期实际上它的过程也不是一帆风顺的。除了 89 年的危机，从美国国会到很多业界协会，其实有很多关于 Junk Bond 对资本市场存在价值的

讨论，甚至有很多观点认为需要取消或限制高收益债的发行范围，比如高收益债券市场中不允许做 LBO 等。然而尽管如此，高收益债券发展至今，还是成为了美国债券市场上非常重要的一个组成部分。

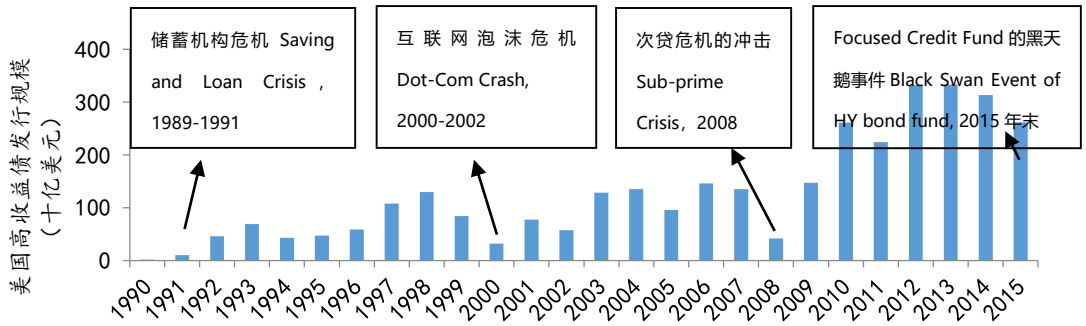


图 4 美国高收益债市场的四次危机

上图显示了 89 年以来海外高收益债券市场首次兴起后又经历的三次危机：第一次是互联网泡沫破灭，因为很多互联网高科技公司发了 high yield，泡沫破灭后大量互联网公司破产，高收益债发行规模也急剧下降，违约率也上升到 8.5%（89 年危机时违约率达到 11%）。再就是 07-08 年金融危机，违约率最高曾达到 13.4%，之后随着美国经济的逐渐恢复，高收益债恢复，逐渐达到 2013 年的高潮，这一年高收益债非常受追捧。2015 年底又有一次黑天鹅事件，美国有一家资产管理公司叫 Third Avenue Management，集中于买 Junk Bond，但因全球大宗商品大幅下跌，其手中持有的很多能源公司倒闭，导致其旗下的高收益债基金 Focused Credit Fund 在一年内大幅下挫 30%后宣布清盘。清盘引起连锁反应，美国高收益债重挫，指数达到六年新低。当然，如前所述，此次下跌之后，高收益债的发行规模还是有 2600 亿美元，占美国总企业信用债规模的 18%。

二、中国信用债市场的发展

因为中国信用债市场没有细分高收益债和投资级债，这里就做一个总体介绍。

我们大概把中国信用债市场的发展分成了四个阶段。从 1984 年第一只企业债发行到 2005 年以前，信用债发展非常缓慢，相对还是比较慢的一个发展期。到了 2005 年之后，信用债发行开始出现爆发式增长，到 09 年发行量接近 2 万亿，是 00 年的 250 多倍，年均增长率 85%，是一个指数增长期。2011 年后开始出现风险事件，但因为我国政策中存在刚性兑付，实质性违约事件并没有出现；到了 2014 年，11 超日太阳能债真正未按期付息，打破了我国信用债市场实质违约的先河，然后 15 年有 20 多只债券违约，今年上半年则是一个违约爆发期。这些才标志着我国债市真正逐步进入市场化，以后政府的干预希望能逐渐减少。

我国信用债发行规模不断攀升。2015 年达到将近 10 万亿，差不多是 GDP 的水平，信用债的存量也稳步扩大，2015 年底达到了 80%GDP 的水平。市场流动性和交易量方面也开始逐步上升，2015 年一年将近 700 万亿的总交易量。品种方面也日渐丰富。从 84 年第一只企业债发行，中间发展相对缓慢，从 05 年开始拐点出现，每一年都有新的信用债品种推出：05 年短融，06 年可转，07 年上市公司债，12 年中小企业私募债，希望有些 Junk Bond 的意思，开始鼓励民营企业发债直接融资。这是我国信用债品种进一步丰富的过程。

和美国清晰简单（SEC 下面交易所和 FINRA）的监管情况相比，中国目前信用债的监管呈现的是多主体和多层次监管。比如人民银行负责金融类公司债，证监会负责上市公司的公司债，发改委对企业债有审批。下面交易所，中债登和中证登负责银行间或者交易所之间的登记结算，然后是银行间市场交易协会。银行间市场交易协会在这个市场上起的作用相当大。不同监管主体的监管尺度是不同的，比如今年 9 月，银行间交易商协会放松了地方债发行条件，但证监会在交易所发债方面则收紧了发行，也体现了我国多主体、多层次监管的特点。

参与主体方面方面基本和国外相似，主要区别在发行人这块。国内主要是金融、工业、能源，行业集中度也很大，不像海外行业比较分散分布。

中国信用债市场发展的几个问题：第一，市场缺少信用风险对冲工具。在 2010 年银行间市场推行了类似 CDS 的信用衍生工具 credit risk mitigation（CRM），包含两种，CRMA（credit risk mitigation agreement）和 CRMW（credit risk mitigation warrant），然而从 2010 年推出来之后一直未发展起来。CRMA 总交易比数只有 47 笔，CRMA 和 CRMW 名义本金各自只有 40 个亿和 7 个亿。市场化发展较为缓慢，主要原因我们认为一是商业银行还不能把它当作 official 对冲工具，不能用来降低它的 RWA（风险加权资产 risk-weighted asset），银行可能参与度不高。保险公司方面，保监会规定的保险公司投资范围也没有明确把 CRM 纳入，所以保险公司可能也没什么参与积极性。二是到 2014 直到 2015 年年初刚性兑付一直是有的，所以一定程度上助长了投资机构寻求高收益低风险的习惯。这种市场模式对 CRM、CDS 的投资意愿都不高。最后就是信用事件触发处理机制还不完善，如果违约、信用降级后，无法很高效地结算，拖累了信用产品的大力发展。所以国内工具太少，市场太浅，是一个主要问题。

第二，中国信用债市场信息披露很不到位。虽然政策制定完备，对企业债、公司债都专门有文件和制度来规范，重大事项信息披露，都有清楚的规范，然而实际执行时很不到位。这里举两个例子，一个是中铁物资今年 4 月 11 日的大规模违约事件，突然宣布停牌，但是在其宣布停牌一周之前的 4 月 5 日，它和主要的债权银行已经达成沟通，实施内部通报重组，这一周的时间内获得这个消息的投资者很可能进行内幕交易，无法获得信息的中小投资者则处于劣势。第二个例子是东北特钢，开创了地方国企违约先河。今年以来已经违约 8 次，

累计违约本金达 50.7 亿，拒绝披露财务报表。一些投资者组织起来讨伐东北特钢，但东北特钢表示，最终的债务解决方案确定后才能披露财务报表。这些都说明了我国信用债监管方面的制度很好，但执行层面还有很多信息披露的问题。

第三个问题是债券评级严重有失公允。首先是评级机构缺乏独立性。举例来说，超日太阳违约，国内评级机构给的是 AA 的评级，讲了很多理由，规模很好、前景很好，就是不提经营中已经有负现金流，一年亏了 8.8 亿现金流。其次是国内国外评级机构对比来看，差异也很大。比如恒大集团，在国内是 AAA 评级，但在国外是 B-，垃圾债中都是很低的。这也说明我国评级机构的结果真的是让人无法相信。

第四个问题是违约处置机制不完善。假如违约处置机制完善，实际上会鼓励投资者进入。现在违约处置机制不完善，很多人无法进入。国内由于缺少缓释或转移产品，所以只能是卖出资产或者进行法律清算，卖出止损是很容易触发信用债市场的流动性枯竭，想卖出去很难；法律清算方面的处置也不完善，流程效率很低，耗时很长。比如湘鄂情的例子，广发参与了处理，最后花了 2 年时间才差不多处置完。Junk Bond 高收益债，违约后风险处置机制一定要高效透明才有利于投资者进入和市场培育。

三、海外高收益债的主要风险及其应对措施

海外高收益债能够稳定发展的一个重要原因来自风险管理能力。从行业市场机制上，保护投资者，评级机构和发行人的制度非常健全。当然投资者也很理性，具有很强风险投资管理能力。因此如果我国发展高收益债市场可以风险管理先行的话，可能也会少走很多弯路。

高收益债是高风险金融产品，面临风险比较多。有市场风险、信用风险、流动性风险。高收益债市场虽然有一定规模但深度还不是很

大，买卖差价 spread 有时很大（做市商需要保护自己）。所以从这些角度说 Junk Bond 是高风险产品。市场风险方面。正常情况下，高收益债走势和国债无风险利率正常情况下一致。但在危机时，高收益债收益率和国债收益率的走势就会明显相反。因为 Fly to quality 的因素，当市场有压力时，投资者都有避险情结，国债作为无风险资产就会被追逐，高收益债就会被抛售。例如 08-09 年经济危机时，国债收益率下行，高收益债收益率和国债收益率之间的利差可以达到 2000 多个 bp。

图 5 国债与高收益债收益率利差

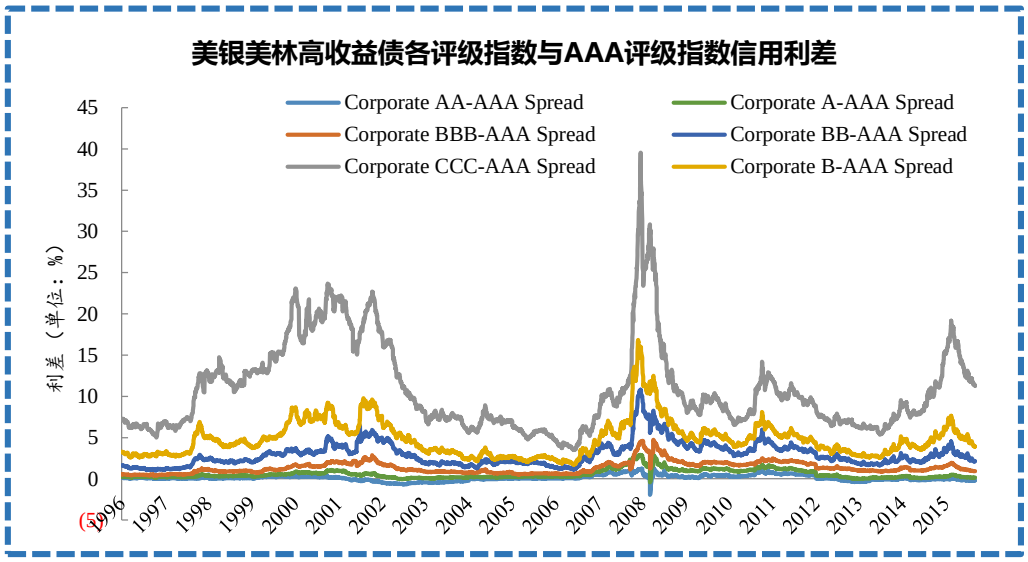


图 6 高收益债收益率信用利差

上面这个图还显示，Junk Bond 收益率不单与国债收益率利差大，其收益率本身的波动也很大。越是评级低的，如 CCC 和 AAA 的利差平均可以达到 10%，08 年飙升到 40%，利差波动幅度也很大。

除了市场风险之外，高收益债还面临流动性风险。高收益债在美国交易很活跃，2015 年日交易量可以达到百亿美元，但 Bid-ask-spread 在高收益债中波动很大。例如，德银去年年报出来后，收益各方面都很差，到了 2 月时，有个分析师写了一篇评论，对德银的经营状况给出了非常不好的预期，消息引发市场对德意志银行的股票和债券的大量抛售，其 CoCo 债（评级 B+，发行日期 2014 年 5 月 27 日）买卖价差由发行以来 60bp 的平均水平大幅上升至 100bp 以上，在 16 年 2 月 11 日买卖价差甚至达到 157bp 的历史最高水平。

接下来是信用风险，因为高收益债本来就是高信用风险、高违约率的资产。2015 年违约债务规模超过 20 亿美元的公司，除了 Kaisa Group 凯撒（佳兆业集团）是房地产行业之外，其他公司大都属于大宗商品和能源行业。2015 年大宗商品能源价格大幅下跌，导致很多债务危机发生在这些行业内。

海外是如何管理这些风险的。风险管理的核心分为宏观和微观两大方面，宏观方面是整个行业、监管和市场从基础设施等角度对风险进行的管理；微观方面是投资者本身的管理能力。

从宏观的角度看，国外有丰富的数据来了解市场，同时有丰富的对冲工具可以来对冲市场风险，另外也有科学的度量体系，投资管理系统高度量化。这是市场风险方面；流动性风险处理方面，美国有很好的做市制度，市场交易活跃、市场深度充分；信用风险方面，有成熟的信用风险对冲工具和完善的违约处置机制，然后客观的外部信用评级；系统性风险方面，监管也比较到位，虽然不可能保证完全不出现 08 金融危机那样的系统性风险，但至少在一定程度上有很多地方

值得我们借鉴。

从微观的角度看，投资者的风险管理能力方面，一般国外选择参与高风险信用债投资的投资者，其自身的风险管理能力就很强，这点我国可能还需要很多投资者教育。这里我做了一个国外高收益债投资者管理风险的措施，不光有基础设施上的支持，数据准确，而且还有一系列风险计量指标，能做到密切监控市场变化对投资组合的风险影响。一些很规范的限额管理，止损制度等等都体现了丰富专业强大的风险管理能力。这也是投资高收益债市场投资者所必须具备的条件。

图 7 投资者风险管理能力

信用风险对冲。这里对信用风险的对冲和违约处置机制进行一个展开。海外高收益债的很多投资机构都会购买 CDS 或其他衍生品来对冲信用风险，当然这里也存在很多投机者，这些人甚至可能对违约处置程序更加了解，在专家支持下进行投机，比如专门买一些 CDS 获利。CDS 本身的概念就不多做介绍了。CDS 本身是一种信用违约调换，发行主体违约之后需要偿还 CDS 购买方的部分损失。海外市场的 CDS 规模很大，也很成熟，金融危机前的增量占了总体增量的 50%。金融危机之后成为首先被指责的一个产品，CDS 下降较快，但近几年 CDS 市场又开始缓慢回暖起来。

需要强调的一点是 CDS 的发展虽然对市场完善有很大作用，但监管方面一定要先行。08 年危机的教训必须要吸取。08 年 AIG 承销

了很多 CDS，最后根本无法偿还，导致美国政府救助花了 850 亿美元，才偿还了 CDS 应该向摩根高盛等投行支付的违约赔偿（这些投行之前从 AIG 手中购买了很多 CDS）。从国外的教训来看，我国如果要发展 CDS 市场，监管体系一定要先行，例如关于交易和产品设计标准的文本、中央清算这些机制一定要先学习。如果可以真正做到建立好监管体系再发展 CDS，其实信用风险是可以控制的。

违约处置。美国的高收益债违约率很高，10%以上，所以违约处置就显得很重要。海外主要有三种处置方式：一是自主和解（多数情况，债务人不良资产转换，协商解决）、二是较为严重的，申请破产然后清算（用到 chapter 7）,此时由于高收益债的偿付顺序一般较为靠后，只是在股票前面，因此 recovery rate 一般不是很高，或者在得到破产保护后进行债务重组（用到 chapter 11）。

由于违约处置机制相对完善，海外其实有很多对冲基金专门投资于接近或已经违约的高收益债（称为 event-driven distressed asset）并从中获利。Credit Suisse 曾出过一个研究报告，对比了 94 年以来所有的 hedge fund index 和 event driven distressed asset index 的累计收益率，发现后者收益率比整个 hedge fund 的收益率都要高（见下表），而且后者的 Sharpe ratio 为 1.07，数值比 hedge fund 还高，也就是说，高收益债相比对冲基金存在一个 risk adjusted excess return（风险调整后的超额收益），所以如果高收益债的违约处置非常高效，有些投资者就可以把投资于这种违约或接近违约的债券作为一种盈利方式，获得 abnormal return，也就是说，有效的违约处置方式不仅会鼓励想要对冲信用风险的投资者入场投资高收益债，而且即便从投机者的角度来说，这样的制度也有助于鼓励这部分投资者进入市场，从而为市场提供更多的流动性和效率。

策略名称	累计收益率	年化收益率	月收益率	最优月收益率	最差月收益率	年化波动率	夏普比率
Credit Suisse Hedge Fund Index	449.85%	7.81%	0.65%	8.53%	-7.55%	6.99%	0.75
Event Driven Distressed	641.83%	9.24%	0.76%	4.15%	-12.45%	6.24%	1.07

四、国内证券公司信用债投资业务风险管理的实践与探索

这一部分我们汇报一下近期的工作。我们在广发的工作，首先的一个是为了迎接中国信用债市场化的到来，也迎接可能的高收益债券的发展。

关于信用债管理模式方面，中国传统的大型券商从 2011 年后其实已经做得不错，从交易流程管理、报表和外部评级管理、风险限额管理方面做了很多工作，但进入 2015 年以来，我们看到刚性兑付被打破后出现了一些新情况，这些情况包括：

（1）打破刚性兑付后，违约处置机制的不完善和法律体系的不健全条件下，处置违约事件会遇到一些问题；

（2）融资贷款、股票质押导致的信用风险交叉问题；

（3）国家希望通过债转股等探索，债权到股权的一些探索，这些也对我们的一些投资人的风险管理能力提出挑战；

（4）实体经济和券商出海，到海外投资，发行海外机构高收益债包括 FICC 业务等可能还需要更深入的把控；

（5）国内信用衍生品方面的确有复苏迹象，中信建投 8 月份再次申请了一批 CRMW，名义本金 8 亿，刚性兑付打破后市场的确对信用债的需求有一个提升。包括前一阵山西金融办专门到北京来路演，希望处理山西能源企业的一些债务，CDS 等。

总而言之，在国内信用债市场的新常态下，我们也开始做了一些探索。下面简单就我们做的经验和一些建议来谈谈探索的大致方向可能应该是什么。

首先，我们建议投资机构要开始建设自身的风险管理能力，不要依赖外部评级机构，打造内部评级体系，借助国外流行的回归统计，用多年的数据，从定性、定量等软指标方面来打出评级，借鉴标普和穆迪的标准，分 22 个等级，分不同行业采用不同的参数。

其次，我们的风险管理系统在数据方面做的还不够好，所以借鉴国外，提高数据的即时性准确性完整性，做到数据能够集成，进行集中探讨和并表处理。

第三因为信用风险处置机制对鼓励投资者进入市场非常重要，所以我们也做了一个大数据预警，通过对新浪财经等网站进行数据收集（自动搜索）。内部违约处置流程制订了一些办法，保证在出现违约时有章可循，相关各方能够按照程序来一步步解决问题。

第四，我们也正在朝一些方向来改进我们的模型。正在努力的方向包括：高收益债实施监控，加强量化和强调压力测试，因为高收益债的一些表现在压力情形下不一定是线性的，信用利差和波动性都会大幅扩大。因此做这些调整在将来是很有必要的。

最后一个方面是我们准备把 CDS 和 CRM 研究加入进来，努力把风险在前端就转移或对冲掉。最后，我们也在积极研究海外市场的市场机制、做法和风险管理机制。希望广发的工作能给全国高收益债的管理提供一点借鉴。

五、中国高收益债券市场发展的行业建议

（一）发展完善信用衍生品市场

微观方面，信用衍生品市场仍然需要发展，因为高收益债市场只

有有了充分的风险对冲工具，才能有大量发展的动力。目前中国衍生品市场结构单一、参与机构较少、衍生品体系不完善。同时也需要借鉴一些 08 年金融危机后欧美信用衍生品监管的措施，如标准化信用产品的中央清算以减少交易对手风险，加强资本充足率监管（CDS）等等。

（二）落实投资者特殊保护条款

发债企业，特别是一些大型央企，有时候对投资者诉求不理不睬，这个必须在法律规范上进行要求。很多保护条款，企业的负债率超过多少，杠杆超过多少，盈利没达到多少，这些都应该成为保护投资者的违约触发条例。

（三）规范中介机构资质

规范中介机构：券商，主承销商，有时候和发行机构存在利益绑定，此时发现问题监管机构就应该进行严肃处理。中国现在的监管机构目前做的很好，但有时候做的又有点过，存在责权不清晰的情况，比如投行的先行赔付制度，出现违约事件有时候是发行人的错，有时候是承销商的错，投行先行赔付制度直接让投行出钱，管理操作上还不够细致，权责概念还不够清晰。另外就是信用评级机构的客观性公正性不足极大地影响了高收益信用债的发展。

（四）完善违约处置机制

中国目前缺乏健全的违约处置机制。法律规定薄弱，流程不清晰，耗时太长代价太高，无法有效吸引投资者甚至是投机者进入市场。

（五）完善其他相关法律法规与制度保障

如前所述，中国目前在高收益债相关法律法规上的主要问题是执行，例如信息披露上经常有不合法不合规的情况，持有人会议制度有些流于形式（债权人保护自己手段不充分），受托管理人也不能有效保护投资者。

六、回答环节

Q1：您怎么看待目前国内事实上看到一些违约事件发生，包括昨天广西有色金属集团的破产，实际上是有违约事件，但信用利差还没有明显拉开？在风险管理上该如何应对？

A1：我们也在一直思索这个问题。其实说是中国在 2014 年超日太阳开启了实质违约的先河，但是后来 2015 年有 20 多起违约事件，最后政府好像还是有隐含刚性兑付的问题。刚性兑付还没有被彻底打破。尤其面临一些散户，高收益债放入基金卖给了散户之后，中国政府因为可能也比较担心中小投资者的利益，总是通过干预和重组，导致企业最后没有真正进入破产清算流程。市场还没有意识到，债券是可以完全违约的。所以我们在走向市场化的道路上可能还需要一点时间。还需要一些政策监管和违约流程跟上才行。所以现在还是不能完全按西方的市场化思路来核算违约风险，因为有时候也没有违约，而是本息全部兑付，此时就必须做出一些调整。但我相信不太远的未来，中国一定会走市场化的方向，前段时间楼继伟部长其实也提到了 Help but not bail out，一定程度上也暗示了政府希望彻底打破刚性兑付的态度。什么时候一个企业无法走债务重组的道路而只能破产清算，什么时候我们的高收益债才可以说是市场化了。

Q2：广发自己内部的评级体系可否再详细介绍一下？从这个体系出发，现在看到的国内债券评级和国外相比差异在哪些地方？

A2：广发内部的评级体系简单来说就是定了 3 年期的项目，希望能真正做到不仅是主体的评级而且还有债项的评级。主体的评级方面，我们首先仿照万德的做法，把非零售行业分成 28 个细分行业（零售的我们再分），借鉴标普和穆迪的 22 个信用等级划分，不同行业拿到等级有差异，比如金融行业我们要看其规模、盈利、流动性、杠

杆比率和资本充足率等，对这些指标我们分别有定量得分。然后我们针对公司治理水平、市场地位等这些定性的因素，对定量的模型加一些权重，再用 2012-14 年的数据做一个回归分析得到参数和权重系数，进行主观上的 recalibration（再度校准）得到模型后，最后用 2015 年的报表数字来跑一遍，就得到主体的（比如银行的）第一次评级。之后还会有一些调整，比如 overwrite，一些模型外的调整，结合财务报表的疑问、审计可信度、关键人员涉嫌利益输送来对数字进行调整，这样得到的最终评级会和国内相比差距很大，比如国内的双 A 才刚刚达到投资级 BB-，整个分布向下移动很多。每个评级之后，我们按照违约率换算来对比国外标普穆迪的评级。我们内部就是用我们这一套来授信和管理的。目前这套管理还不太成熟，目前是第一期，计划是三期，我们计划通过三期来完成这个体系构建。

Q3：国际上流行的监管体系比如 Basel，FRTB 或类似 CCAR 的压力测试 ，目前有没有被引入到国内金融市场和券商的计划？

A3：的确是有引入，Basel 在大型商业银行股份制银行已经引入。FRTB 还没有，毕竟 2016 年 1 月才出来。券商还没有要求。Basel 本来就没有要求券商。和中金等几个大型券商讨论的情况来看，其实很多做法我们已经根据 Basel 在做，包括一级资本充足率这些，但没有明显要求。CCAR 方面我觉得这个问题问的非常好，我们证券业现在压力测试做的相对简单，就是按照监管的几个指标在做，几大券商内部的压力测试，做了月度的，但是对高收益债券来说我们希望其实应该每天都做压力测试，如果将来中国高收益债市场发展起来我们就做好了准备。我们现在也在和其他券商讨论怎么能把 CCAR 的做法引入到券商中来。从银行的一些研讨会我感觉到，一些大的商业银行已

经开始做这方面的引入。所以我们希望做的不错的券商可以考虑开始引入 CCAR 的一些做法。完全做到 CCAR 的要求，我想国内在数据、资本管理、财物、管会系统等方面都要求很高，但 CCAR 在风险管理方面的做法是非常值得借鉴的。2017 年广发要推出一个新的三年集团战略就希望将 CCAR 引入进来。

第 106 辑

(2016.10.18)

中国经济“L”型的影响和挑战

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

沈建光先生，现任瑞穗证券亚洲首席经济学家。曾任欧洲央行资深经济学家，主管亚太经济预测和分析，国际货币基金组织和芬兰央行经济学家，及中国国际金融有限公司全球和中国经济学家。沈建光先生曾任国际经合组织顾问和中国人民银行访问学者，是经合组织 02 年专著“中国和世界经济”作者之一。同时，沈建光先生是复旦大学经济学院客座教授，财经，财新和第一财经日报专栏作家。沈建光博士为美国麻省理工学院经济系博士后，拥有赫尔辛基大学经济学博士和硕士学位，本科曾就读复旦大学世界经济系。

今天与大家分享一下最近关于中国经济的思考，主要包括四部分内容，第一部分是关于全球货币当局的困境，即当前全球货币政策当局已经走到了尽头，包括日本、欧洲、美国，而外部环境的变化对中国经济的影响是非常大的；第二部分是货币政策的应对之策，我认为目前对人民币汇率最大的威胁还是房地产泡沫，保汇率难度不断增加，因此我把这部分内容放到房地产之后；第三部分保增长是不是保过头了，这个主要想法是今年经济增速从统计数据来看低于去年，但是根

据可靠数据，包括一些高频数据显示，没有任何理由认为今年的经济增速比去年低，反而是好于去年的，过度保增长可能形成房地产泡沫。在结构性改革进程较缓慢、大量流动性的情况下，资金对促进投资的作用有限，而主要流动到房地产；第四部分关于房地产，今年房地产去库存任务是经济政策安排，从九月份数据来看，去杠杆没有实质进展，但是一二线城市房地产去库存效果较好，保增长保过头的结果是流动性过多，形成房地产泡沫。房地产泡沫对人民币汇率形成贬值压力，因此第二部分就是我国当前汇率政策的两难困境。

一、全球货币当局的困境

（一）美联储加息路径存在不确定性

第一张图是各国央行的资产负债表，总资产和总负债大幅上升，特别是美联储，现在美联储总资产是 2008 年的 5 倍多，日本央行总资产接近 2008 年总资产的 4 倍，可以看到美联储货币量化宽松政策是非常激进的。欧洲央行的资产总规模只有 2008 年的两倍多，反而从 2012 年底开始资产和负债下降，并且下降幅度很大，我认为这是欧央行犯的一个错误，本来经济企稳，而货币政策收紧导致出现了新一轮的危机，目前继续使用宽松货币政策，效果并不是非常明显。可以看到世界最主要货币当局的资产负债是大规模扩张的，而美国货币政策大幅扩张效果从现在来看是要好于其他国家的。

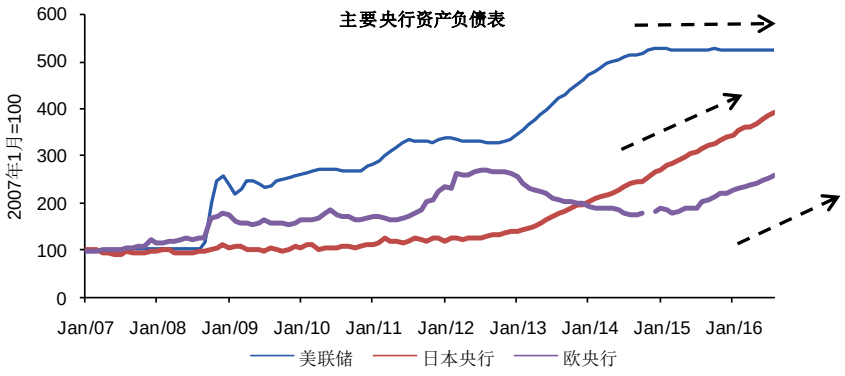


图 1 危机以来各国央行资产负债表大幅扩张

从美国过去一段时间非农就业数据来看是非常理想的，每月增加就业岗位接近 20 万。从 GDP 来看，虽然投放了大量的货币，但是今年二季度的 GDP 增速也只达到 1.4%，而第一季度则只有 0.8%，整体上半年的经济增速在 1%左右，是非常不理想的。

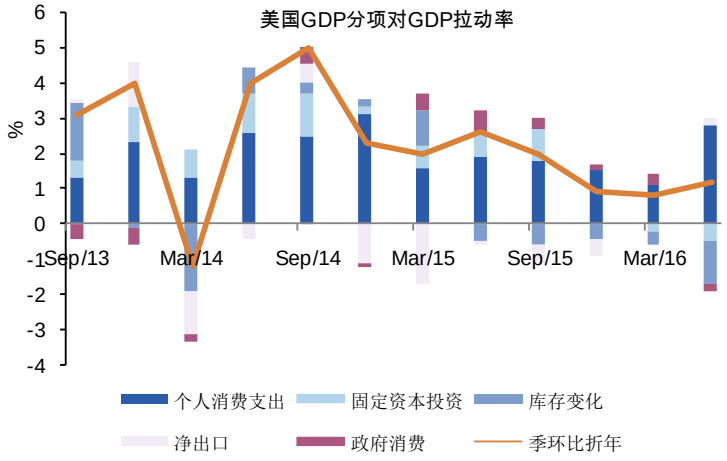


图 2 今年二季度美国 GDP 修正值录得 1.4%

但同时美国的通胀也开始上升，8 月份核心 CPI 达到 2.3%，增速达到 2009 年以来最高。可以看到美联储 9 月份不加息的理由是非常牵强的，主要理由是继续观察通胀率是否继续上升。在通胀率温和上升，同时失业率也在下降的情况下，美联储选择不加息，一方面美联储在看通胀，另一方面我认为美联储在等待大选结果。如果希拉里上台，美联储预计的两到三次的加息是有可能的。

图 3 美国通胀温和反弹

美国经济结构改革进展缓慢，加息弱于预期。在量化宽松背景下，美国房地产和金融市场的复苏是经济复苏最大的亮点，但是制造业改善较小，美国制造业占 GDP 比重也是自危机以来最低水平，美国工业化是一个非常缓慢且艰难的过程。从美国出口结构，这段期间收支最好的是页岩气革命带动能源贸易逆差的大幅缩减，但是非石油贸易逆差大幅恶化，美国出口行业面临较大压力。

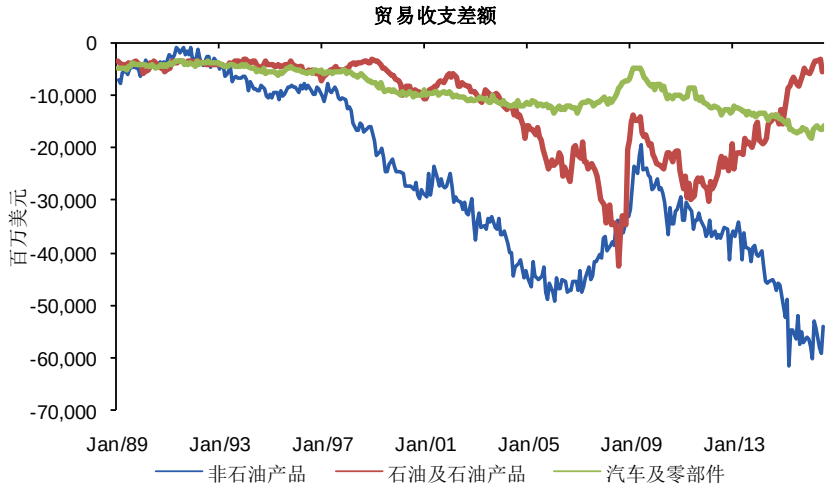


图 4 美国出口结构

（二）美国政治大选影响未来经济走势与全球政策

出口面临压力，制造业占 GDP 比重为危机以来最低，目前美国 1%左右的经济增速主要是依靠消费拉动。如果希拉里上台，政策维持现状，增加基础建设投资，更大可能的结果是通胀上升，美联储加息的步伐也会比预期的要高。与此同时，因为目前美国通胀水平在上升，英国通胀也较高，国内房价快速上涨，我认为明年通胀问题可能是我国一个潜在的风险。

（三）欧央行宽松政策持续，财政政策仍有空间

欧洲面临的情况比美国更加严峻，一方面是欧央行犯了一个错误，另一方面是欧洲内部财政金融等很多政策的不协调，德国去年财政盈

余 121 亿欧元，并且过去几年基本没有赤字，逼迫其他欧洲国家紧缩财政；包括去年的难民政策，也是使得英国脱欧的一个关键原因，所以我认为目前欧洲面临的最大的风险是政策风险。

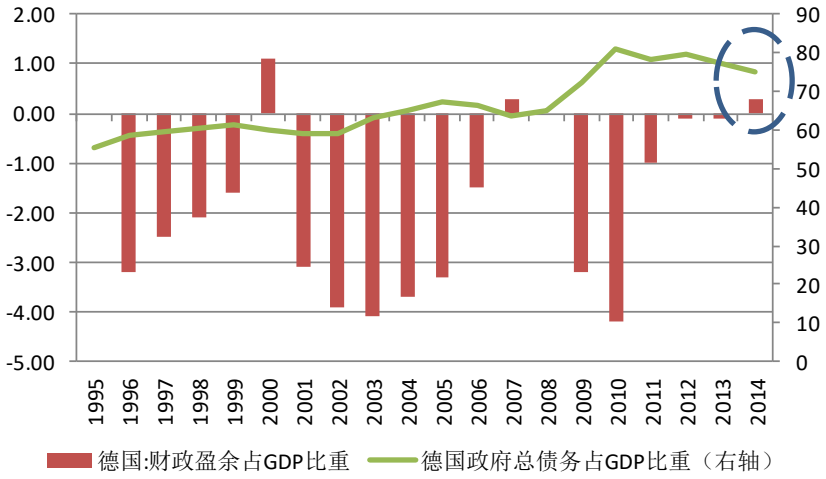


图 5 去年德国财政仍处于盈余状态

（四）政治豪赌：英国脱欧公投的悲剧

欧洲政策危机从英国脱欧开始，脱欧之后英国政府更换，关于目前如何谈判，英国政府也没有形成具体的方案，这也导致了英镑的大跌。

图 6 英国脱欧导致英镑大幅贬值

如果英国真的脱欧，从经济角度会对双方造成毁灭性打击。双方在相互贸易、货物进出口、服务业贸易上占据非常大的比重。其中，

英国出口中38%是出口到欧盟的，如果没有欧洲的市场，对英国经济的打击会非常大；英国脱欧在政治上对欧盟的影响则更大，其他国家对现在政府的不满也越来越明显，明年再发生黑天鹅事件也是有可能的。

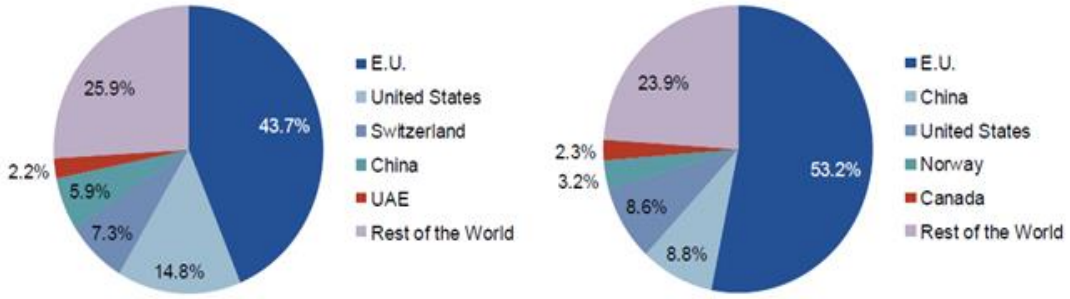


图 7 2015 年英国出口构成（左）和欧盟进口构成（右）

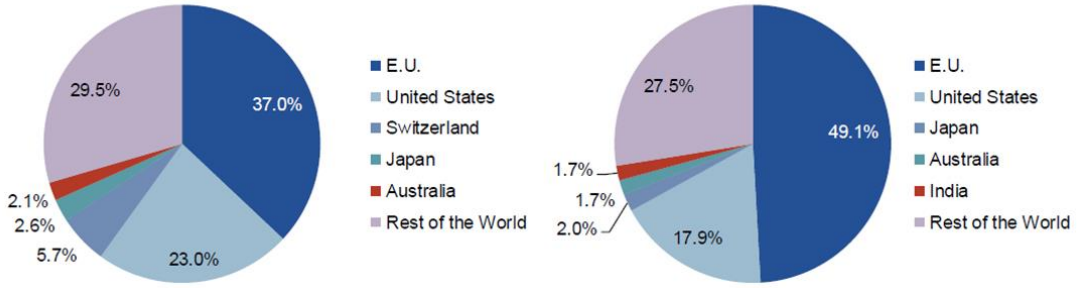


图 8 2014 年英国服务业出口构成（左）和盟服务业进口构成（右）

（五）日本央行困局

日本经过多年负利率政策，日元升值效果明显，但是经济改革相当困难，日本央行也是走到了尽头。经济表现承认负利率政策已经失败，日本央行提出接下来要采取更为激进的政策包括盯住收益率曲线，很多日本观察家认为这是趋向于计划经济之路，采取这个政策的可能性也不大，因此日本整个的情况也不容乐观。

二、保增长保过头?

我们看统计局增长数据，上半年中国增速 6.7%，去年是 6.9%，看起来经济情况似乎是下行的，但是从统计局官方消费数据来看，今年上半年消费比过去两年是大幅上升的：汽车消费大幅上升；房地产

销售增长 25%，也比去年和前年大幅上升，所以消费的改善是非常明显的，那么为什么整体经济增速反而下降，其中最主要原因是投资下滑。

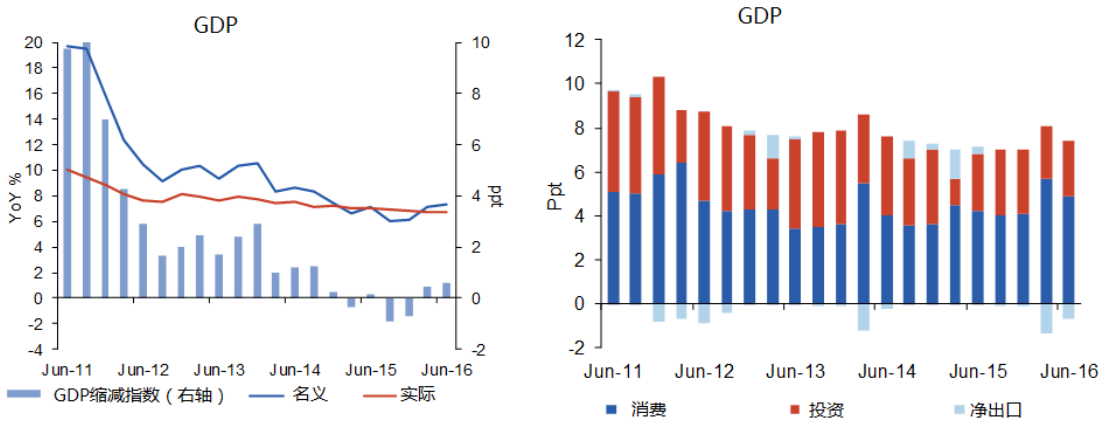


图 9 经济增长仍处于下行态势

我们根据十大指标来看，暗示今年的经济比去年有明显好转。

（一）房地产市场强劲

从房地产投资来看，14 年和 15 年房地产新开工均为负增长，14 年为-25%，15 年为-10%，今年增速则为 14%，这表明今年房地产新开工比去年和前年要好很多；今年房地产新销售增速达到 25%，房地产销售今年的改善非常明显。

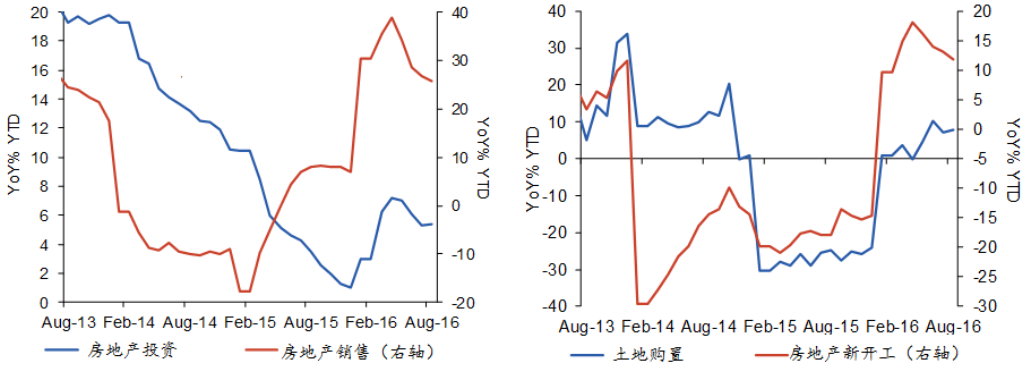


图 10 房地产数据十分强劲

房地产库存大幅下降，我认为今年政策目标中，去杠杆进展缓慢，而去库存则产生了巨大的进展，特别是一线城市和热点二线城市房地产去库存效果明显，库存下降较大。

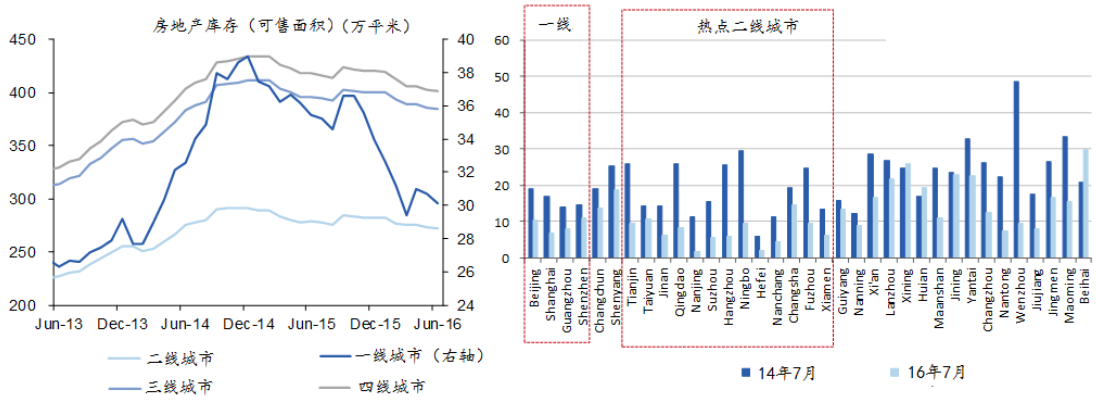


图 11 房地产去库存效果差异

（二）PMI 指数处于扩张区间

PMI 指数，无论是财新 PMI 还是官方 PMI 指数，相对于 15 年整体处于低位，目前都处于扩张区间。

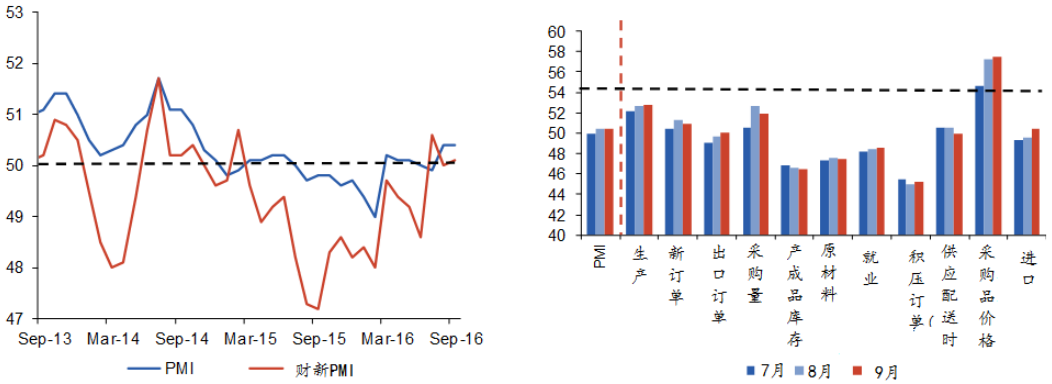


图 12 PMI 数据处于扩张区间

（三）工业企业利润率持续反弹

总体工业企业利润 15 年为负增长，而今年实现正的 7%-8%的增长，工业企业利润明显改善。从企业性质来看，国企和私营企业利润都比去年好转。

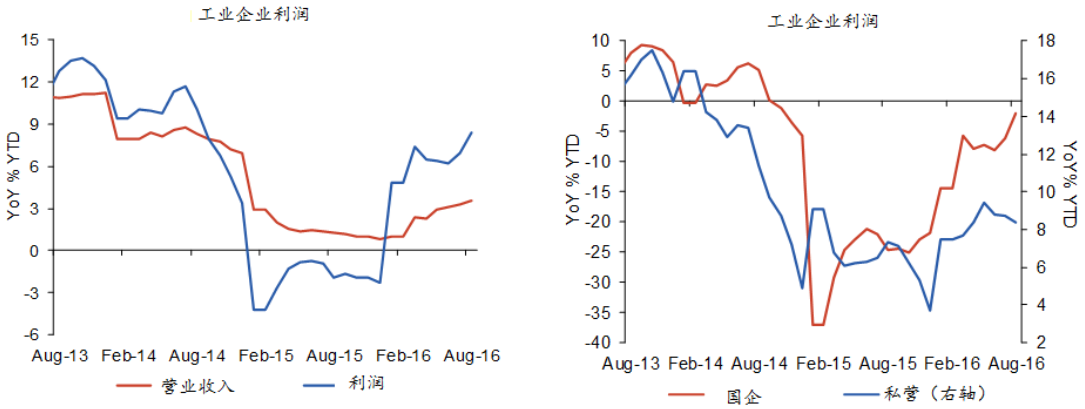


图 13 今年利润情况不仅转负为正，且同比增速有明显提升

（四）发电量增速较快

发电量从去年的零增长到今年实现 3%的增长，表明今年的经济情况明显好于去年。同时，钢铁产量、生铁产量和水泥产量均比去年明显好转。

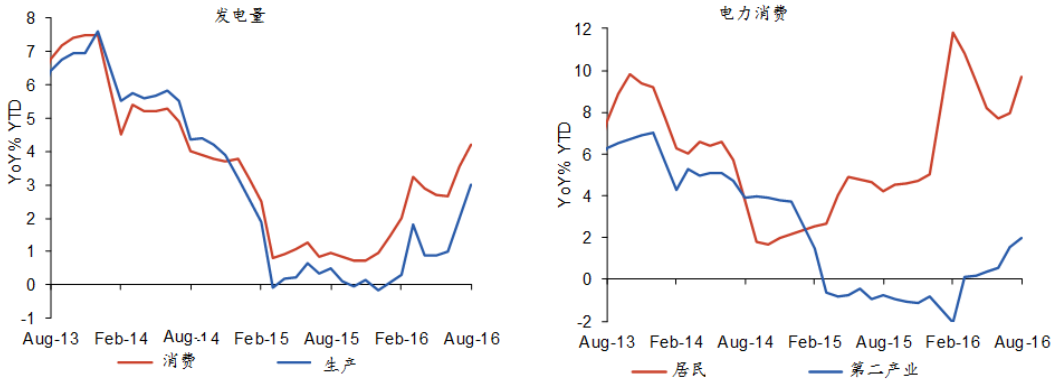


图 14 从电力消费来看,当前发电量数据非常强劲

（五）投资数据受到干扰

消费和工业生产都比去年有明显好转，GDP 增速反而下降，官方解释为固定资产投资规模总量大幅下滑。其中，今年辽宁省固定资产投资规模总量比去年下滑 62%，如果排除辽宁之外，全国固定资产投资相对于去年也有反弹。但同时，辽宁的固定资产投资规模下滑 62%的数据可能存在一些问题，因为辽宁省 GDP 增速为-1%，与我们所观察到的情况也是比较相符的，但-1%的 GDP 增速与-62%的固定资产投资增速显然是不匹配的。

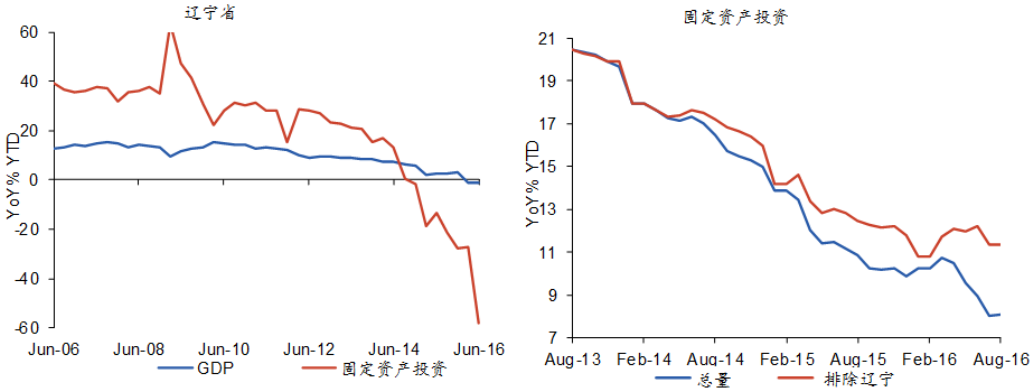


图 15 剔除辽宁省数据，今年全国固定资产投资增速好于当前投资数据的表现

（六）重卡消费大增

15 年重型卡车的销售增速为-40%，今年 8 月份数据显示销售增速达到了接近 50%的增长，重型卡车销售的数据也是显示投资是在回暖的，且跟重型卡车相关的国内运输数据也显示了投资回暖的事实。

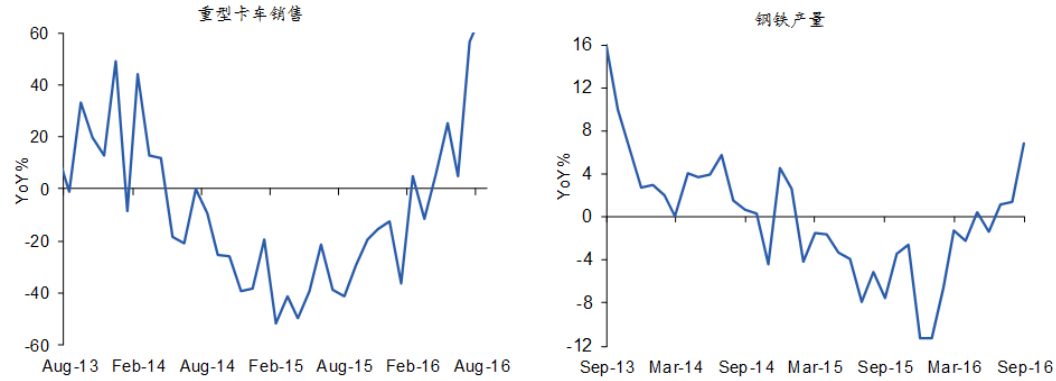


图 16 国内重型卡车销售同比增长较快

（七）汽车行业的回暖

汽车销售和汽车生产均表明汽车行业的回暖。

（八）PPI 指数回升

PPI 的回暖，一方面是煤炭、钢铁行业去产能对价格的提振，同时国际油价上升，国际大宗商品价格的反弹也产生了重要作用；另一方面也反映了需求与供给之间的矛盾得到了一定的缓解。

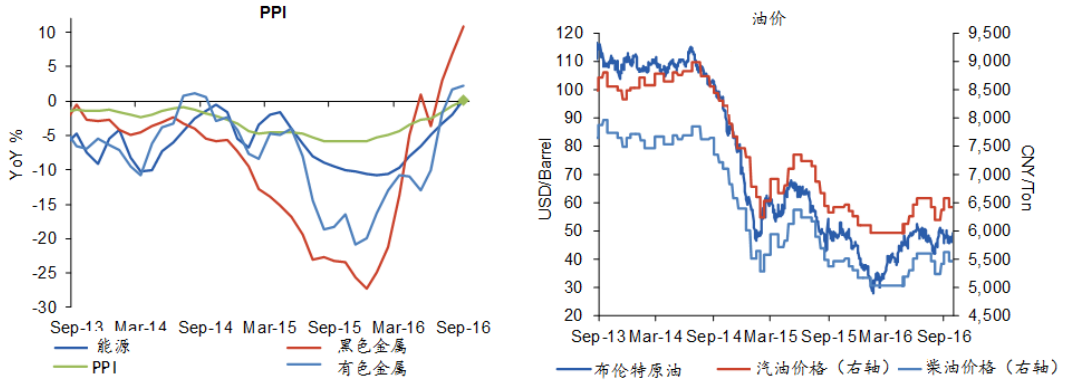


图 17 工业品价格反弹

（九）宏观政策宽松

可以看到今年的财政货币政策都比去年要宽松很多，特别是财政政策发力，今年第一次在上半年就出现了财政赤字，说明财政政策非常积极。截至目前，今年地方政府发债已经超过 5 万亿，去年全年地方政府发债规模才为 3.2 万亿。同时，从信贷政策来看，9 月份 1.2 万亿新增贷款，很大一部分流入房地产，整体而言宏观政策是非常宽松的。

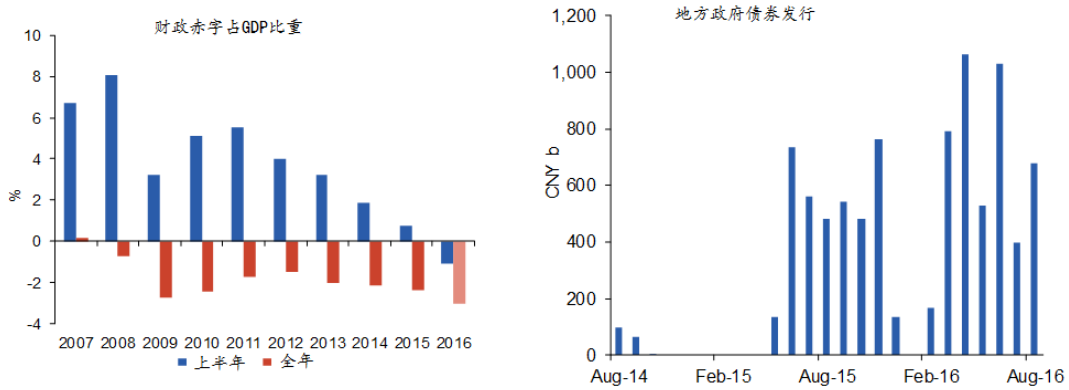


图 18 财政政策更加积极

（十）克强指数大幅反弹

克强指数大幅反弹也说明了今年经济情况比去年好转。

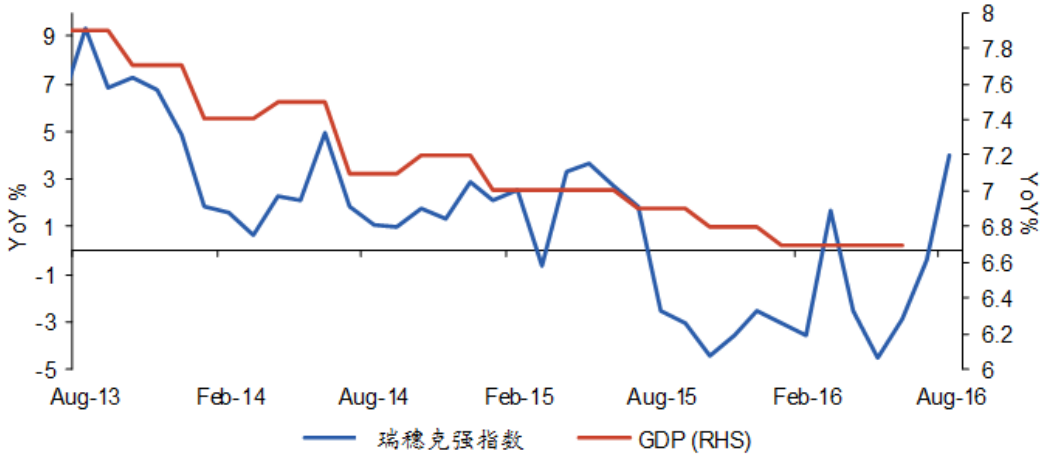


图 19 克强指数同比改善十分明显

上述十大指标都说明今年的经济情况与去年相比有所好转，但 GDP 数据却显示比去年要差，那么可能会使得当局认为今年财政货币政策如此宽松，房地产市场实现如此大的逆转，GDP 和投资增速却还在下滑，从而加大对经济下滑的担忧。实际上我认为当前投资和经济增长的情况已经有所改善，如此可能造成保增长保过头，与此同时一些结构性的问题没有得到很好的改善，导致实体经济对投资的需求并不是很高，进而导致经济中大量的流动性进入房地产领域，形成房地产泡沫。

三、房地产国家牛市何去何从

我国房地产历史上形成了非常明显的四个宽松周期和四个紧缩周期，目前房地产市场已经开始进入紧缩周期，房地产行业从今年 10 月份开始进入第 5 个紧缩周期。从历史来看，在宽松周期，新房销售增速最高可以达到 40%；而在紧缩周期，新房销售下降到 0，至多-20%的水平。我认为目前房地产市场已经过了宽松周期的高点，进入收缩周期，从历史来看，进入紧缩周期均会出现大幅的下调。

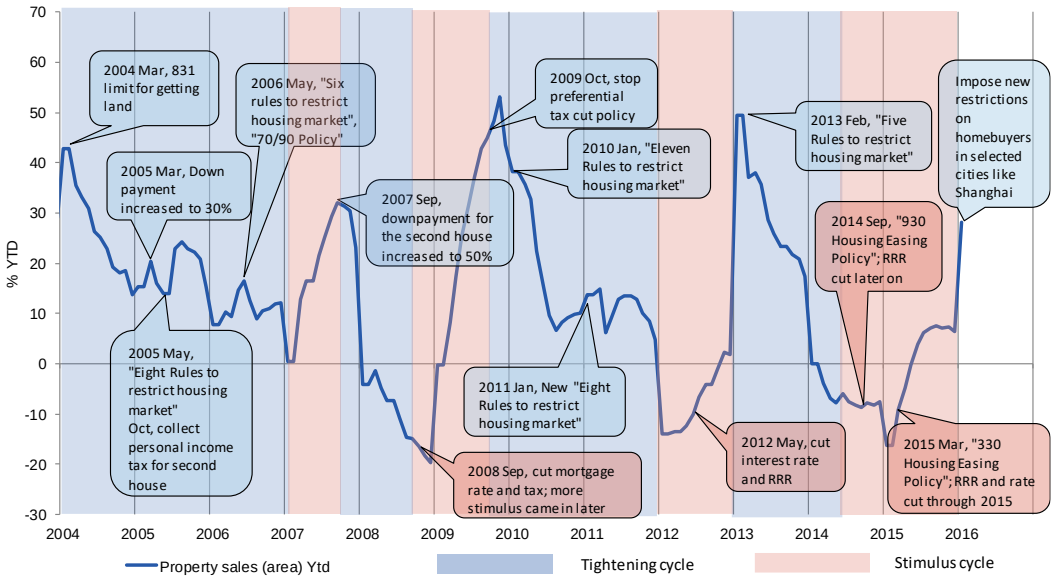


图 20 历史房地产调控短期化明显

房价涨幅之大，增速之快前所未有。本次房价涨幅之大，涨速之快是前所未有的，特别是一二线城市房价涨幅惊人。例如，8 月郑州房价环比涨幅 5.6%，厦门同比涨幅 44.3%。

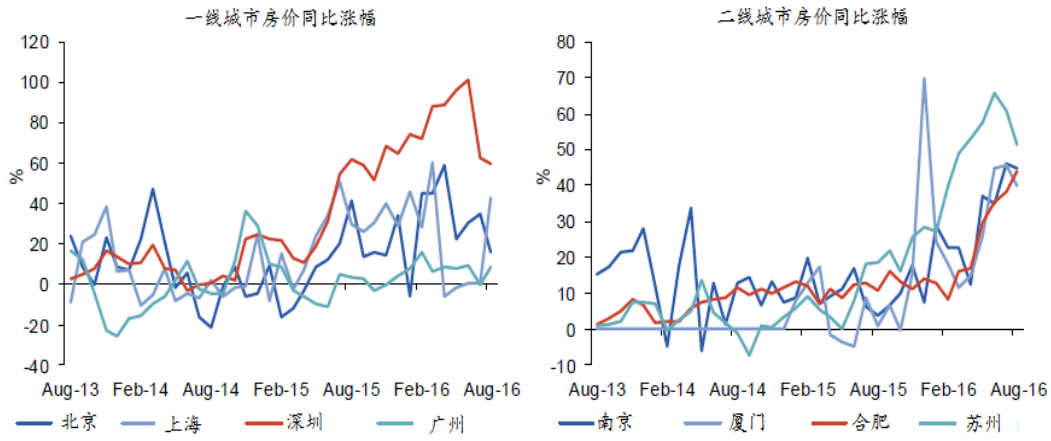


图 21 一二线城市房价上涨速度激增

风险一：房价缺乏基本面的支撑

而这样大幅且快速的房价上涨又是在整体经济下行情况下发生的，租售比和房价收入比等指标已经很离谱了。从历史来看，中国的房地产每隔两三年收缩一次，但是最终都没有出现问题，并且房价节节攀升，从而给人造成中国房价只会上涨不会下跌的印象，里面可能蕴含着经济学的一个基本命题：房地产上升，出现了与经济基本面相

背离的泡沫现象，但是泡沫未必会破灭。过去十几年中，我国房地产下降周期较为缓和，上升周期则较为快速，而与此同时，经济基本面都保持了大幅的上升，工资收入每年实现 10%-20%的增长，基本面的高增长以及收入的快速增长，在房地产收缩期间，泡沫很快被快速上涨的基本面和收入水平吸收掉。在货币政策宽松阶段，房价立即出现新一轮的反弹，在两年之后增速再次出现下滑。而在这次房地产周期，房价出现如此快速的涨幅，而经济基本面和收入能不能实现支撑和快速的增长，是本轮房地产泡沫的关键。

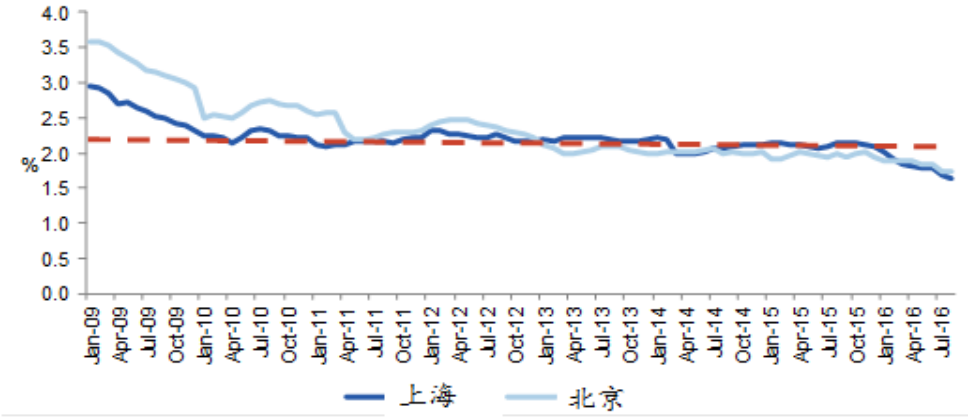


图 22 北京上海租售比持续降低

风险二：国际比较来看，中国房地产价格也远超出可承受范围

从国际比较来看，一线城市北京、上海、深圳房价收入比已经高于伦敦、纽约和东京；二线城市中，南京、厦门、苏州，房价也已经超过了收入可负担情况。

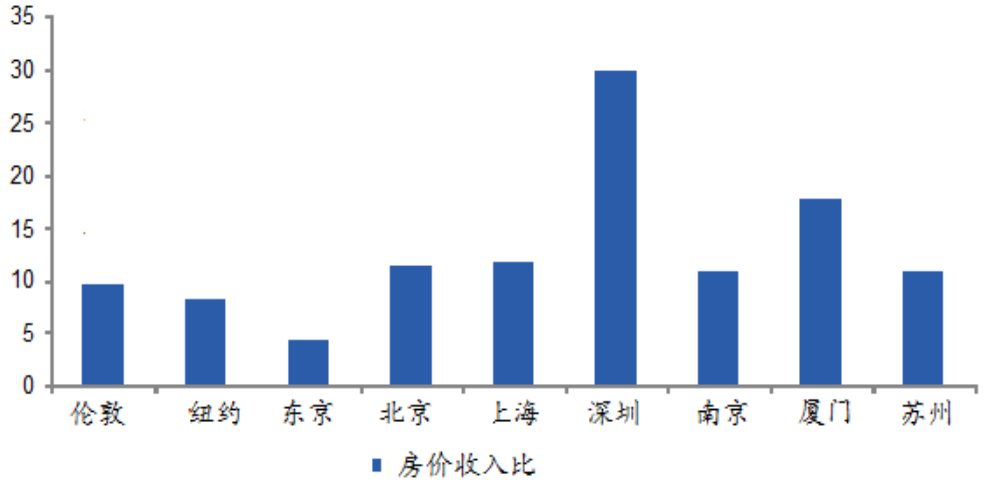


图 23 房价收入比指标显示深圳厦门房价过高

风险三：羊群效应和高杠杆

这次宽松周期杠杆率非常高，房地产行业去库存，但是又出现新的地王，大量的资金通过杠杆进入到房地产企业，债务率并没有下降。同时居民部门杠杆率非常高，居民房地产按揭贷款大幅提升，目前占 GDP 比重已经达到 42%，考虑公积金的话，占比则达到 47%，实际的负债率可能更高。现在房地产开发贷款和个人贷款占新增贷款比重已经达到了 70%，这也是一个历史高点，而历史上到了这一水平后，都会出现一个很大的调整。

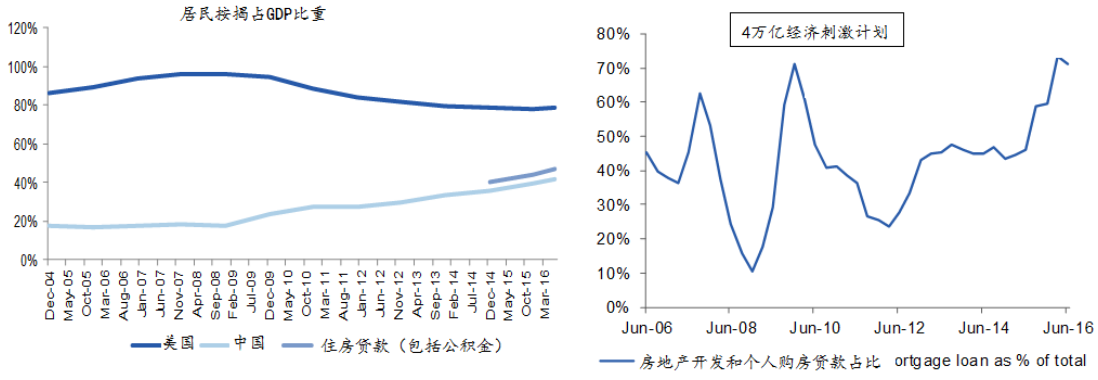


图 24 居民杠杆率也有所提升

风险四：住宅用地供给不足，楼市香港化趋势明显

第四个风险是住宅用地供给不足，楼市香港化趋势明显，香港化

趋势是指个人收入中越来越多的部分用于房地产支出方面。

风险五：加大收入差距，损害社会公平

第五个方面，收入差距、社会公平的问题也是越来越明显。

风险六：遏制转型与创新

高房价对创新团队前期的成本会造成很大的影响。从中原领先租金指数来看，北上广深都出现大幅上升，包括华为打算搬出深圳等举动，都说明房价的压力越来越大，也可以看到很多实体企业盈利越来越难，高房价造成对企业家的逆向激励，激励企业家炒房。

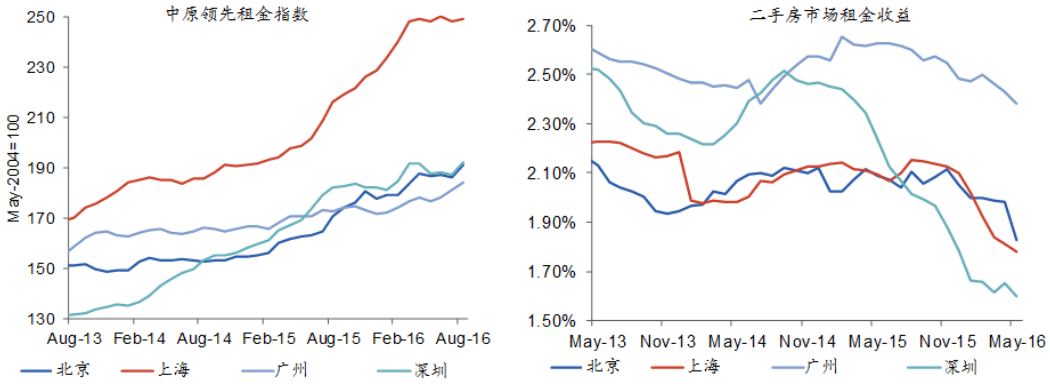


图 25 房价攀高带动租金大涨

风险七：政策进退两难

房价上涨过快，政策打压房价会引发房价下调过快、造成金融风险的担忧；而放任不管则房价越来越高。

风险八：增加人民币贬值压力

最后一个风险是增加人民币贬值的压力，这一问题也越来越明显，人民币资金流出压力非常大。

四、中国货币政策的应对之策

国际范围内，中国已经面临危机的状态，从美元周期来看，当前美元处于第三个上升周期。从历史来看，美元第一个上升周期是 80 年至 85 年，即发生拉丁美洲危机；而第二个上升周期是 95 年至 02 年，当时发生了亚洲金融危机。每次美元升值周期，与美元钉住的发

展中国家货币都会受到很大的贬值压力，而贬值会对国内造成金融冲击。

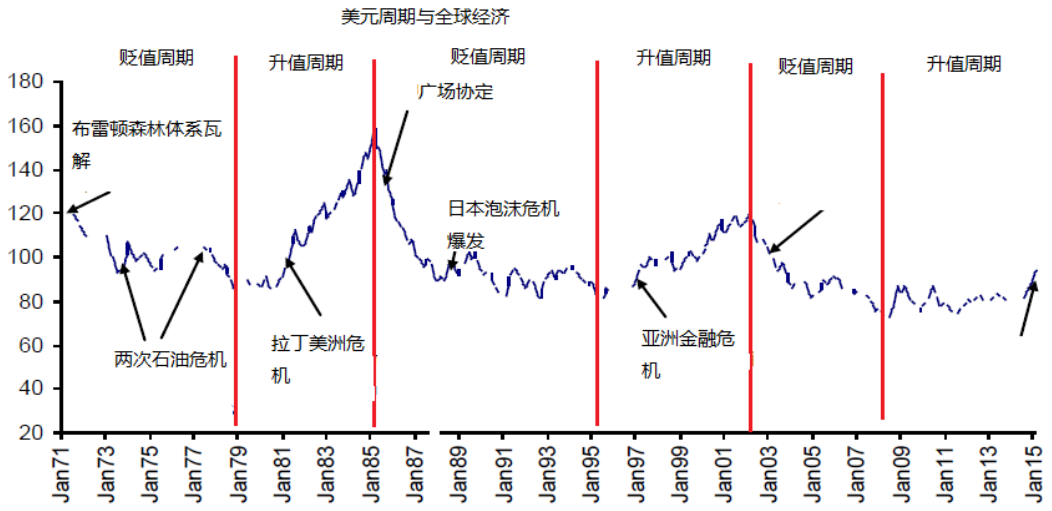


图 26 美元周期与危机的联系十分紧密

货币一次性大幅贬值？去年“811 汇改”以来，我一直反对几种观点，其中一种就是货币一次性大幅贬值。一次性大幅贬值策略太理想化，历史上没有一次的货币一次性贬值能让本国的投资者和居民企业真正相信一次性贬值能够到位，反而形成贬值预期，加剧贬值。而且其他国家会做出反映，造成竞争性贬值，这个问题在现实中需要重点考虑，一旦采取一次性贬值就会造成螺旋式贬值，造成居民恐慌，尤其是在中国，中国居民绝大部分资产都是人民币资产，持有的外币资产非常少，一旦形成贬值预期，会形成非常大的贬值压力。

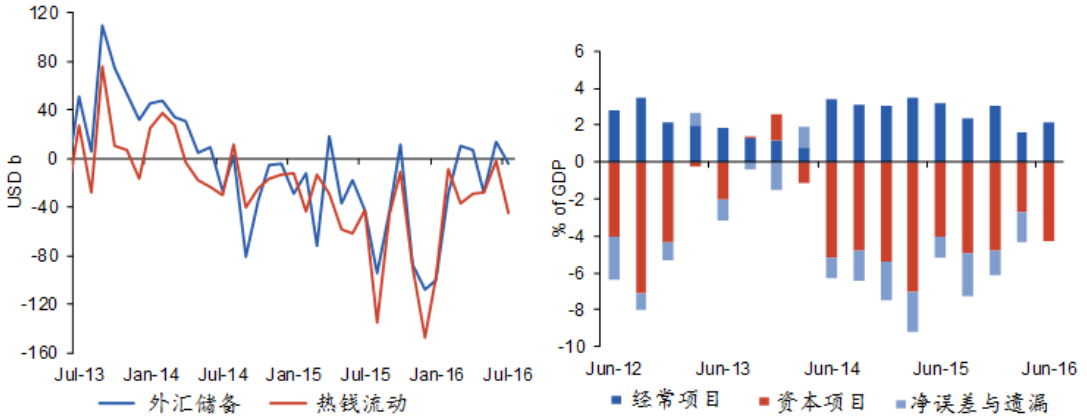


图 27 2015 年 12 月外汇储备下降创历史新高（左）预期不明加剧资

本流出（右）

从基本面来看，我国经常项是顺差的，资本项逆差，依靠贬值去促进出口是非常困难的，因为一方面中国的出口表现较其他国家好，另一方面全球的需求是不足的。因此，我认为房地产呢泡沫使得稳住汇率越来越难，接下来，政府可控下的贬值趋势可能会成为必然结果。

五、问答环节

Q1：最近包括美国和中国都采取了货币收紧的措施，是否意味着未来从紧的概率会更大？

A1：目前各国央行货币宽松已经到了极致的状态，甚至与基本面是不相符的，继续执行宽松政策可能导致形成通胀和资产泡沫，从通胀的角度来看已经出现压力，美国核心 CPI2.3%，中国最新通胀数据达到 1.9%，租金上涨等导致服务业面临压力，通胀可能成为明年经济面临的一个压力，货币政策收紧程度高于预期，可能会对全球资产价格构成重估压力。对各国央行而言，在收紧货币政策的同时，也不希望戳破资产泡沫，这也是中国、美国与日本不同，因此收紧货币政策会比较谨慎，同时也是美联储这么鸽派的原因。

Q2：这个问题涉及一个平衡，即在汇率无法进行大幅度调整的情况下，是否意味着资产价格可以进行较大的调整？

A2：在这种情况下，尤其是汇率还没有完全灵活的情况下，目前采取的主要措施是通过资本管制来进行调整，我们通过宏观审慎管理原则、货币反洗钱和反恐等各种手段，能够一定程度上管制资本外流，将资本流出控制在一个比较小的范围，如果没有这些措施，资本外流的压力会大很多，目前每月资本流出规模在 4 百亿美元左右，与贸易顺差基本持平，外汇储备基本维持平衡，如果房地产泡沫明显，资金汇出的压力会越来越大，可能央行还是会需要货币一定程度的贬

值。目前来看，汇率缓慢贬值，房价下降也将非常艰难，这个平衡会相当困难。

第 107 辑

(2016.11.4)

黄金投资的精彩世界

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李山泉先生，现任美国奥本海默基金公司副总裁、基金经理。李山泉先生 1991 年任职于布朗兄弟，在投资战略部任高级分析师，从事投资战略的分析研究，创立的“动态投资分析法”，创造了高回报，引起了美国主流社会的重视。1995 年 11 月他应聘到奥本海默（Oppenheimer Funds）基金公司，任副总裁、基金经理，负责该公司环球股票投资的管理工作。李山泉先生还当选为中国旅美金融协会首任主席，被称为“新一代华尔街战略家”。李山泉先生于 1978 年考入中国人民大学国民经济计划专业学习，1982 年进入国务院经济研究中心工作，1989 年 6 月，获布兰德斯大学国际金融硕士学位。

今天主要涉及三个方面的问题，首先，黄金类的投资范围很广，第一部分讲一下黄金投资的种类；影响黄金价格的因素很多，第二部分讲一讲到底如何预测或者说黄金投资时有哪些因素需要重点考虑；第三方面黄金投资的难度很大，受影响的范围很广，究竟如何进行黄金投资，结合我个人经验，谈一谈投资建议。

一、黄金投资种类

黄金投资表面上来看很单一，但实际上并不像想象中那么简单，黄金投资种类至少牵涉到 6 个方面的内容。

（一）黄金

实际上就是我们所说的黄金本身，金、金砖、金条等都包含在其中。在第一类当中进行细分，第一小类可以根据加工场景进行分类，不同国家黄金加工场景非常之多，这还不包括黄金首饰；黄金首饰就是另外一小类，首饰的种类更是五花八门；在小类当中还有黄金艺术品；第四类是金币。我讲的第一大类黄金本身都是与物理上的“金”相关的东西，这些都是可以投资的对象。

（二）黄金 ETF

第二类是黄金 ETF，也是我们经常遇到的种类，也被称为“纸黄金”。全球最大的黄金 ETF 是 GLD，一股大概为十分之一盎司黄金，现在各国交易比较好的直接跟黄金挂钩的 ETF 大约有五种，其中美国的 GLD 是全世界交易最频繁、量最大的黄金 ETF，最高峰时期大约囤积 1000 多吨黄金，现在也是几百吨黄金的总量。黄金 ETF 投资对于黄金投资者而言是一个重大突破，这得感谢世界黄金协会花费两三年时间研究并创立了黄金 ETF，为什么花费这么长时间呢，因为这牵涉到法规问题，黄金 ETF 这样的产品会涉及两个监管部门，首先牵涉到期货市场，有期货市场的监管机构，而 GLD 在股票交易所交易，所以又牵涉到 SEC。监管层面两家监管机构都进行沟通以后，才打通了债券市场与期货市场交易的关卡。过去在没有 GLD 之前，投资黄金很困难，只能通过期货市场，期货合约的复杂程度更高，普通投资者投资期货存在一定难度，GLD 交易大为方便了黄金投资。

（三）黄金相关的股票

这个种类非常多，全球范围内，如果包括很小的公司，应该有 1000 多家黄金生产商，但是能够进行追踪的大型公司则只有 300 多

家。这一类主要是投资黄金生产商的股票。投资黄金生产商的股票风险比较大，研究黄金生产商与单纯研究黄金相比，所需要的技能又不太一样，也就是说只关注宏观因素是不行的，因为其中还牵涉很多具体的技术问题，比如：地质状况、储藏的品位，一个矿有没有开采价值，位于哪个国家等等，其中牵涉到很多问题，就不一一细说。

（四）黄金股票相关的 ETF

在美国交易最活跃的一只为 GDS，基本上将最受欢迎的二三十家黄金生产大公司的股票创立了一只 ETF，产品有交易特性，比共同基金灵活，在市场上当时很受追捧；在此之后，这家公司又创立了一些小型黄金生产商公司股票的 ETF，称为 GDXJ，其中包括约四五十家小型黄金生产商。

（五）高度杠杆化股票相关的 ETF

这一类不建议普通投资者进行投资，它相对于前面提到的 GDXJ 而言是高度杠杆化的。杠杆水平有多高，举例来说，黄金价格上涨 1%，黄金相关的股票上涨 3%；黄金价格上涨 1%，高度杠杆化股票相关的 ETF 则上涨 9%以上。在美国交易最频繁的一个是 DUST，DUST 与黄金价格是反向的，黄金相关的股票如果上涨，DUST 下跌；如果黄金相关的股票暴跌，DUST 疯涨。另外一个与 DUST 对应的是 NUGT，NUGT 与黄金价格是同向的，黄金价格上涨 1%，NUGT 上涨 9%。为什么不建议大家投资这一类呢，从历史数据来看，风险太大，例如 DUST，2012 年创立的时候大约为 100 美元一股，在黄金价格最低谷的时候，DUST 最高峰值达到 4100 美元一股，经过多次合并，现在股价为 34 美元一股，股价跌到一定程度市场不能交易后，就实行反向分拆，即实行并股；NUGT 也是类似的，在 2011 年最高峰值达到 3657 美元一股，2016 年 1 月 22 日最低值达到 3.48 美元一股，现在为 15.39 美元一股。这一类风险太大，而且不适宜长期持有。

（六）黄金期货

第六类是我们比较熟悉的期货，投资者可以交易期货合约。

二、影响黄金的因素

影响黄金的因素可以说是太多了，很难预测，我在这里简单讲一下。

（一）供需关系

首先第一个最简单的因素就是是供需关系，虽然黄金是一个特殊的商品，但是它毕竟是一个商品，供需关系就决定了商品价格的基本面，所以研究它的供需关系是主要的方法。供需关系展开来讲就比较多了，例如个人对黄金的需求，最主要的还是首饰，因为首饰牵涉到个人需求；第二个需求就是政府需求，各国央行对黄金都有需求，如果各国央行都买进黄金，黄金价格肯定上涨；再一个就是老百姓的投资需求，现在有了黄金 ETF，包括 GSD、GDX、GDXJ 等产品，黄金相关的投资种类越来越多，于是老百姓的投资需求就有了，在资产配置的过程中，黄金相关的产品已经是资产配置的一个重要领域；第四个涉及到供需关系的就是黄金的回收和循环利用，黄金的回收利用实际上也是供给的一部分。

（二）货币因素

进行黄金价格预测的很重要的第二个因素是货币因素，尤其是现在容易交易的货币种类相对来说比较少，任何一个货币交易员肯定都交易黄金，黄金是其中的一个配置，也就是说黄金最终还是货币，这就是为什么我们预测黄金的走势时要预测美元的走势，一方面是黄金是用美元报价，二是黄金走势与美元完全呈现一个负相关的关系，美元走强，黄金走弱的概率达到 75%-90%；美元大幅走弱，黄金肯定走强，这在历史上已经得到反复证明。但是黄金价格也不是完全由美

元决定，黄金与美元走势的负向关系，从长期来看，大部分时间是成立的，但是有时候也不成立，可能受到其他因素的影响。为什么呢，因为全球除了美元还有很多其他的货币，世界主要货币很多，现在人民币也加入进来了，所以各国货币往往与美元都形成了一定的关系。比如用加元来表示黄金价格的走势图，可以看到基本上没有什么调整，一直上涨的趋势，用澳元来表示黄金价格走势图也是类似的，用南非、巴西货币表示也是一样的，用俄罗斯卢布表示的黄金价格走势更是一路上涨，从来没有下跌的情形，即使用瑞士法郎这样的强势货币来表示，黄金价格下跌的时候也非常少，用日元表示亦是如此。所以有时候，我在思考一个问题，任何国家对黄金的需求都会造成价格的波动，比如讲英国脱欧影响到黄金的剧烈波动，因为其中牵涉到英镑；再比如此前瑞士实行负利率政策，并采取了一系列激进的货币措施，也是对黄金价格产生了巨大的影响。黄金的货币属性会受到不同国家货币的影响，在目前来看受美元影响最大，并不意味着美元绝对的决定黄金价格的走势。目前来看黄金受美元影响最大，但是其他地方对黄金的买卖或者用该种货币衡量的黄金价格的变动，都会造成全球市场上黄金价格的变动，任何的风吹草动，都会引起黄金价格的波动。

（三）各国宏观经济政策

第三个影响黄金价格的因素是各国的宏观经济政策，或者是宏观经济数据，各种数据都会影响到黄金价格的走势，最典型的就是美联储，美联储调整利息的政策就会导致黄金价格出现大幅的波动，美联储加息，黄金立即下跌；美联储推迟加息，黄金立即又上涨。不仅美联储，其他国家主要宏观政策调整也会引起黄金价格的波动。

（四）各种不测事件

第四个因素就是我们经常讲的各种不测事件，就是所谓的黑天鹅事件，黑天鹅事件很难预测，对黄金的影响反而很大，比如突然出现

政变或者突然发生战争或者关键地区发生地震，或者其他不测事件，都会影响黄金价格的剧烈波动。

实际上，想准确预测黄金价格很困难，影响黄金价格的因素很多，基本因素基础上进行细分还有很多因素。尽管黄金价格影响因素太多，很难预测，但是总有很多人去进行预测，并将结果公布出来。但我个人认为，预测结果与实际实在是差别很大，真正能够准确预测的几乎没有。比如，在黄金处于特别低位的时候，最悲观的预测认为黄金会一文不值；当黄金上涨的时候，特别推崇黄金的人预测奇高，当黄金上涨到最高位 1900 多美元的时候，有人预测黄金价格能够上涨到 10000 美元；即使现在，仍然有人预测黄金上涨到 5000 美元。可以看出，各种预测虽然不准，但是人们还是在不停的进行预测，并且高低差别很大，有人非常看好黄金，也有人从来不看好黄金，争议比较大，投资者要根据自己情况进行判断。

三、黄金投资策略

既然黄金很难预测，那么具体怎么投资呢，我一向跟投资者说投资黄金相当于购买了保险，等到其他投资表现都不好的时候，黄金走势会非常好，投资黄金可以对冲掉很多风险。作为投资来说，我认为黄金是非常好的资产配置形式，我一般建议我的投资者在其资产配置中配置 5%-10%的黄金，在黄金走势好的时候，配置 10%的黄金，在走势不好的时候，也不要完全不配置黄金，配置 5%左右黄金比较好。为什么呢，因为预测很困难。毫无疑问，当你认为你能够很准确地预测黄金的走势，能够在低位持有，在高位卖出，投资者绝对能够赚大钱。例如，在 2015 年年底大家都不看好黄金，到 2016 年 2 月份黄金本身价格就上涨了 10%，我自己操作的几十亿美元的基金，在两三个月时间则上涨了 80%多，能够准确预测黄金走势肯定能够获利。

现在我做一个简单的小结，如果按照投资的风险顺序和投资的复杂程度来讲，最简单的购买黄金首饰，既是装饰也是一种投资；另外也可以投资金币，金币本身是金子以外，还包含了附加值在里面；金的艺术品附加值就更高。如果你善于交易，那么可以投资黄金 ETF。另外投资股票基金，会有专业人员帮你操作。更进一步地，也可以投资黄金股票相关的 ETF。除此之外，还可以投资黄金期货，如果能够操作很好的话，也可以试着投资 DUST、NUGT 这样的高度杠杆化股票相关的 ETF，结合期权进行投资就更加复杂了，如果投资准确的话，确实能够获得很高的收益。

四、问答环节

Q1：您刚刚在演讲中也提到了美元和黄金的关系，那么接下来您怎么判断美元的走势以及对黄金的影响？

A1：如果从短期来看的话，美联储加息美元会上涨，相对而言，黄金会走弱，但是我判断这个时间会比较短，也就是说黄金走弱的时间会比较短，美元走强的时间也会很短，原因是美联储不可能大幅加息，而且过程中也是一直在犹豫，为什么美联储关于加息会一直犹豫了接近一年时间呢，是因为根本上来讲，美国经济本身没有强到一定程度，不可能承受美联储不断的加息，加息一次对美国经济造成多大的伤害还是不清楚的。长远来看，还是基本面起作用，也就是美国经济和竞争力在起作用，短期的货币政策已经进入了死角，实际上就美国经济本身来说，加息的承受力相对而言比较弱。

Q2：如果用量化的方法来做黄金投资，您认为风险点或者说要注意的事项有哪些？您认为用量化的方法来投资黄金有没有发展前景？

A2：实际上在黄金的投资过程中，用量化的方法投资不是特别

多，但是我认为作为一些技巧性的东西，还是有一定的应用潜力，就我刚刚讲的黄金投资几大种类，这几大类的影响因素虽然差距比较大，但是仔细分析，发现与黄金的价格相关度很高，实际上是一种放大的原理。如果用量化介入股票层面会比较麻烦，用量化的方法选黄金相关的股票非常难。比如，一家公司买下一块地进行开采，等到黄金的品味等消息披露出来之后，股票价格立刻就上涨了，等收集到价格信息等数据时，已经非常滞后。有些领域或者说有些因素，趋势性比较差，很难量化。例如钻石开采，比如我们够来一家钻石开采公司的股票，它的盈利很难预测，分析师很难预测，数量方法就更难预测，因为钻石成矿原理跟黄金不一样，黄金矿还有一定的趋势问题，可以做一个简单的预测趋势，但是钻石的成矿原理就导致很难预测，你在地表捡到钻石，不代表那个地方就能够开采出来钻石，要根据特点来进行判断。

那么我自己主张，不管使用什么方法，自己经过试验掌握自己最适合的方法就可以了，不能简单地说数量方法就有效或者无效，也不能说基本面就有效或者无效，尽管市场上如此多的人使用巴菲特的分析方法，但我自己认为如果你自己不是巴菲特，巴菲特的方法你是学不来的，试图学习别人去做投资肯定非常困难。那么反过来用数量的方法进行探索，找到一个方法的可能性是存在的，这个方法我不知道，没有进行探索的人也不知道，所以说不能人云亦云，通过自己拼命地试验找到一种方法，市场上没有被发现的规律非常多，说不定就找到了。找到之后，从动态的角度来讲，过段时间后需要再进行修正，这是做量化需要考虑的问题。

Q3：您在演讲中提到用卢布、加元或日元来表示的黄金价格走势都是不断上涨的，因为黄金的价格与基本面的关系比较大，那么是不是可以说除了美国之外，发达国家和发展中国家基本面有一个趋同

的形式，或者说经济全球化导致各国之间基本面越来越趋同了？

A3：我认为取决于“趋同”这个词怎么去定义，如果从这个角度来看，我是认同你的观点的，什么角度呢，就是过去几年大量的增发货币，以美国为首的货币政策当局推行量化宽宽松，使得信用泛滥、债务泛滥，造成了黄金的大幅上涨，这一个大背景下，全世界是趋同的，不管是中国、日本、欧洲等几乎每个国家都在滥发货币，这不是一个好事儿，反而预示着金融系统在某个时点会发生危机，这就是为什么用各国货币衡量的黄金价格不断上涨。我用世界各国货币分析黄金价格变化还有其他目的，也就是在选股的时候使用，举例而言，对于每个国家的黄金生产商而言，产品都是销售向国际市场，当时生产成本都是用当地的货币进行衡量的，于是即便是用美元衡量的黄金价格下跌，但是对于一家加拿大黄金生产商而言，加币兑美元相对贬值很多，这对于公司来说未必是坏事，反而盈利水平是迅速提高的。买进有高度通货膨胀或大幅贬值的国家的黄金生产商的股票肯定会上涨，因为它的盈利肯定会比原来好转，尽管它在经营上没有什么改变，但是股价会有大幅的上涨。

Q4：如果这种趋同存在的话，那么黄金对利率的敏感度是不是会越来越强？

A4：我认为影响黄金价格走势的因素很多，利率只是其中一个因素。就如同我们平时做模型，在模型当中多加入几个因子，能够说大体上描述了实际情况，但实际上，黄金领域很难预测就在于，有些因素即使在过去几年没有发挥作用，而偶尔发挥作用可能是决定性的，所以说，在预测过程中，我认为思考的复杂有些更好，因为它不是一个单纯的利率问题。

Q5：从黄金首饰、投资和政府需求三方面来看，您认为在可预见的时间内（半年至一年），三方面的需求会怎样变化？

A5：关于这三个需求的趋势，我认为应该要做大量的假设才能判断大体走势，举例来说，假设美国大选特朗普胜出，特朗普在上台之前就宣扬如果他上台将逼迫人民币升值，让美元大幅度贬值，所以贬值的结果就是黄金价格上涨。投资需求更是如此，假设美联储迟迟不加息，肯定有理由，实际上美联储加息是货币政策紧缩的开始。根据历史发展，只要紧缩就会伴随着某种金融危机，历史证明各种金融危机都是诱发在紧缩时候，相信这次也不例外，各国实行紧缩货币政策很可能诱发危机，如果危机非常剧烈，黄金价格肯定暴涨。08 年金融危机时黄金轻而易举就上涨到 1900 美元。所以我认为预测非常困难，我一般也不做判断，我投资很简单，就是试图买几家最好的公司，试图找到最好的公司，黄金价格上涨或者下跌都持有，只是仓位调整的问题。

Q6：您是怎么看待 A 股黄金上市公司的？

A6：首先我不投资 A 股，因为投资 A 股要通过 QFII 申请额度，比较麻烦；另外，与世界其他地方黄金公司比较的话，A 股上市黄金公司好的不多。中国虽然是世界上第一大黄金生产国，但是储量和生产方式方法上，距离西方国家都有一定的差距。中国黄金公司目前积极在海外寻找资源，因为中国高品位的矿并不多，不知道是由于不够地质原因还是勘探导致的，中国没有全球大型的黄金公司，即使是中国黄金集团，也不披露其地质储量和品味情况。目前上市公司，从地质储量和生产能力来看，都比较一般。

第 108 辑

(2016.11.14)

中国房地产和人民币汇率预测

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

张智威先生，现任德意志银行中国首席经济学家及股票策略主管。张智威先生于 2014 年正式加入德意志银行，担任大中华区首席经济学家并且负责中国股票市场策略。此前，张智威先生于 2001 年加入加拿大中央银行，担任该行经济学家；2002 至 2008 年间，供职于国际货币基金组织亚太部和研究部；2008 年起开始负责香港金融管理局中国宏观经济研究；2011 年，加入野村证券，并担任该机构中国区首席经济学家。张智威先生拥有美国加州大学圣地亚哥分校博士学位和中国对外经济贸易大学学士学位。

一、对人民币汇率预测的调整

前一段时间媒体上报道得比较多，就是德银对人民币汇率预测的调整，调整的时间是在 9 月 28 日，也就是在房地产政策变化之前提前进行了调整，调整之后预测人民币对美元汇率 2017 年到 7.4，2018 年到 8.1，从 9 月 28 日的人民币汇率水平到 8.1 的水平是大约 20%的贬值；在调整之前，我们预测人民币对美元汇率会有一定程度的贬值，贬值到 7 左右，并且在未来的几年时间，会保持在 7 的水平。无论从

调整的方向还是幅度来看，变化都是比较大的，这最主要是基于对房地产市场的看法，我们在 9 月 28 日发的报告主要对中国房地产市场泡沫尤其是土地市场泡沫进行了讨论。之前我在进行分享的过程中也接收到一些反馈，认为我们预测人民币汇率 20%的贬值幅度，甚至到 8 以上的水平的看法是否太激进或者说太悲观了。我们将人民币汇率的变化放在一个背景之下，从去年"811 汇改"或者从 8 月 12 日开始至今年 10 月底，人民币兑美元有贬值的趋势，年化贬值速度是 5.5%左右。美元对于一篮子货币，也就是美元指数变动不大，DXY 美元指数从去年 8 月 12 日到今年的十月底期间有一个非常小幅的升值，升值 2%。因此在这个过程中人民币贬值很大的程度还是自身的原因驱动的。

未来一段时间，国内和国外推动人民币贬值的因素都会有一定的加剧。我们认为未来两年贬值的趋势还会存在，而且速度会比过去的一段时间更快，也就是比年化 5.5%的贬值速度更快，从目前我们的预测来看，到明年 7.4 的水平是不到 8%的贬值速度，从 2017 年的 7.4 到 18 年的 8.1 贬值速度在 9.5%左右。我们预测未来两年美元兑欧元会有较大幅度的升值，DXY 指数升值的速度也可能会提速，未来两年会达到 110 左右，目前 DXY 指数刚刚超过 100，也就是还有大约 10%的升值空间。

二、人民币汇率预测调整的原因

（一）处于泡沫中的房地产市场

我们判断国内房地产市场泡沫还是比较严重的，泡沫什么时候会破难以预测，但是一个重要的判断是对政府的货币政策产生投鼠忌器的效应，会担心刺破泡沫对经济造成较大的影响。因此货币政策未来一两年易松难紧，国内流动性泛滥情况会变得更严重。这在未来一两

年对人民币的压力会逐渐显现出来。这个判断是在三季度形成的，在今年年初的时候还没有这么悲观，至少房地产泡沫在年初没有那么严重，当时认为国内如果资本市场进一步放开，比如把债券市场进一步放开，会有更多的资金流入进来，能够对冲一些资本外流，那么从国际收支的角度来说，在中期还是能够实现收支相抵的。但是过去的九个月国内房地产市场的变化，让我们对整个中国经济中期的判断发生了一定的变化。

我们的报告《从土地市场看中国房地产泡沫风险》也已经在十月中旬发布，报告的主要观点是中国房地产市场的风险主要显现在土地市场，而且是集中在房地产商方面。我们研究土地市场高价出让的土地，在多大程度上是面粉贵过面包价格的，如果房地产价格开始停滞，有多少块地的房地产商会赔钱。我们先研究了 10 个城市 252 块土地，包括上海和苏州等 9 个二线城市。我们之所以更关注二线城市，因为最近二线城市出现地王的情况越来越多。而且我个人并不是很担心一线城市的房地产情况，因为一线城市有其特殊性，比如稀缺性、供给较少等，二线城市最近的变化确实比较大。从宏观的角度来说，二线城市占全国房地产投资的 40%左右，一线城市占比不到 10%。我们分析的上海和 9 个二线城市的 252 块土地，是从去年年中到今年 9 月份，出让土地中金额比较高、出让金额在一亿人民币以上的地块。与这些土地周围已经成交的商品房比较，可以看出这些已经建成的商品房价格已经上涨了很多，假设开放商以 5 万/平方米的价格买进土地，一般成本包括 20%多的税费、建安成本、安装成本，加总起来就可以得到每块地建成之后的成本价。用成本价与周边可比房地产项目价格进行比较，就可以看出，在周边房价不变的情况下，开发商是会赔钱还是赚钱；在周边房价上涨 20%以后，这块土地的开发商能否实现盈利。研究发现这 252 块土地，如果周边房价保持在 9 月份的水平，52%

的土地的开发商是会赔钱的；即便是房价在 9 月份的水平上上涨 30%，也还会有 26%的土地的开发商会赔钱。我们还将研究推广到全国，有大约多少的土地可能会出现问题。

最后的结论是，中国在房地产市场，尤其是土地市场方面是积累了一定的风险的，地产商在拿地的时候可能是有非常高的预期的。在 9 月 28 日我们发布报告之后就政府就开会要收紧房地产政策，房地产商可能没有预料到房地产政策的转向。未来六个月，在一些地方房地产价格平稳或有一定程度的回落是有可能发生的。更最重要的判断是什，房地产市场泡沫已经被吹起来，土地市场方面房地产商的风险已经被推高，预测政府不会长时间地收紧政策；如果长时间地收紧政策，前段时间以高价买进土地的房地产商可能会出现现金流的问题，进而对土地的销售、地方政府的收入、对银行的影响都会显现出来。因此我们预期会有五六个左右的收紧期，到明年二季度政策会开始放松，包括从财政、货币、房地产市场政策各个方面都会放松。市场中的流动性可能还是会比较充裕，会影响到资本外流，进而对汇率产生一定的影响。以上是对国内房地产市场的分析，对人民币汇率可能是一个长时间的负面影响。

（二）对海外情况的看法

海外情况最近变化也比较多，大家也比较关注。比如说美国即将进入一个加息的周期，德意志银行对美联储加息的预测是，到 12 月份美联储会加息，明年会有两次加息，2018 年还会再有两次加息，美元会进入一个升值的周期，而且升值的速度会出现提速。可以看到最近全球债券市场有一定的变化，国内和国外的利差会逐渐的缩小。相对于过去的十几个月，就是从去年的“811 汇改”到现在，从美元指数的角度来说，美元还是比较稳定的，未来一段时间美元升值提速也是我们觉得人民币贬值会比过去十几个月更快的原因。

（三）市场预期发生变化

第三个方面是市场预期在发生变化，这个预期就是企业和个人更加关心如何对冲房地产市场泡沫和人民币贬值的风险。这个预期在年初的时候并不明显，而在第三季度有一个快速升温的过程。这是我在跟投资者交流的过程中得到的一个印象。预期为什么会出现这个变化呢，我认为是与房地产泡沫的变化相关的，房地产价格在三季度有一个快速的上扬，投资者非常理性地看到了房地产市场的风险，也意识到这个风险会与人民币贬值联系起来。这一预期的结构性变化对于市场是很重要的。在年初的时候虽然海外市场在做空人民币，但国内投资者尤其是一般老百姓或者中产或中产以上的居民并没有恐慌的心理。但是在三季度到四季度这段时间，越来越多的人在担心自己的资产是否要进行全球的配置或者更多地配置于非人民币的资产。这个变化很难拿数字进行衡量，但是在与投资者交流中，能很明显地感觉到这种市场预期的变化。

（四）资本外流

第四个方面是资本外流，资本外流应该说在提速的，在未来几年我相信这会是一个趋势。这和前面提到的三点是相关的，第一是流动性泛滥问题，第二是海外美元升值、美联储加息的问题，第三个是市场预期的变化，结论就是资本外流可能会，应该说已经开始提速了。第三季度我们已经看到 BOP（Balance of Payment，国际收支平衡表）数据显示资本外流达到了季度的新高。我们预期未来资本外流的压力可能还会持续，人民币贬值的速度可能会比过去年化 5.5%的贬值速度更快，明年达到接近 8%的贬值速度，后年达到接近 9%的贬值速度。

三、相关问题解答

最近跟投资者交流也收到一些问题，一些听众可能也有类似的疑惑，我先回答一些相关的看法。

1、过去几个星期比较快速的人民币的贬值，是不是我们所预测的情形在逐渐地发生？

应该说并不是特别地明显，实际上我们所预测的更多的是人民币对于一篮子货币也会出现一定的贬值，在过去几个星期发生的主要是美元的升值，而人民币相对于一篮子货币还是比较稳定的。所以对于未来人民币兑美元会出现比较快速的贬值的观点还不是完全地能够确认，还需要时间去检验。

2、很多投资者认为我们的预测太悲观，是不是等于在说政府在失控？

如果真是政府失控的情况，比如俄罗斯发生的情况，那种情况下贬值会更加快速。我们所预测的是年化不到10%的贬值速度，这个角度来说，贬值速度还是在控制当中的，肯定不是一个失控的状态。如果看其他的一些货币，不管是发达国家还是发展中国家，波动率在10%以上是一个常态，例如日元、美元和欧元一年的波动幅度在10%以上是很正常的情况。所以我并不认为我们所预测的是一个多么可怕的，或者说中国产生经济危机或货币危机的情况，实际上是正常的价格的调整。如果我们看国内的房地产价格、土地价格甚至包括工资价格，过去几年是上升了很多的，国内的生产力是否有这么大的提升呢，显然是没有的，过去几年生产率的增长是非常小的，甚至有些估算是生产率已经变成负的增长。在这种情况下，货币产生一定的贬值，而且是在美元走强、其他货币走弱的情况下出现这样的贬值，且一年的贬值幅度不到10%，我觉得这并不是世界末日似的一个状态。只不过是过去相对稳定的一个货币状态，使得大家对贬值的幅度可能不太适应。

3、是不是政府想要通过贬值来促进出口？

货币出现贬值并不是政府制定的想要帮助出口的一个政策，它是一个结果并不是一个政策。由于国内的货币政策、整体的经济增长政策导致了更多的资本外流，海外情况也加剧了资本外流的趋势，因此货币的贬值实际上是一个结果，而不是一个政府的主动的政策。货币贬值会不会对中国的出口有一定的好处呢，肯定会有一定的好处，但是并不见得会对中国经济产生多大的帮助，应该说是在边际上有一定的正面效应。对于整个经济体来说，中国这么大的经济，想要通过出口来促进 GDP 的增长，不见得有多大的效果。

另外在跟国际投资者进行交流的时候，在美国大选之前，大多数投资者对于我们的预测还是比较怀疑的，最近由于美元的升值速度加快，有一些投资者对我们的预测持将信将疑的态度，但是我想大多数的投资者可能还是不是特别同意我们的观点。现在对于明年人民币汇率的一致预期还是在 7.2 左右，也就是 5%左右的贬值，但是这个预期也是在不断地调整的，就像过去几天人民币的贬值速度在加快，对于明年的人民币的预期也在往更弱的方向在调整。

四、问答环节

Q1：您刚刚在演讲中提到认为整体流动性还是偏宽松的，而且有进一步宽松的可能性，您能讲一讲具体的原因吗？国内很多人已经认为我们可能已经进入了流动性拐点

A1：我也认为最近政策在边际上是偏收紧的，不仅是在房地产方面，包括在国内的流动性方面也是在逐渐地收紧，但是，我自己对收紧的可持续性表示一定的怀疑。六个月之后，也就是在两会之后，这个政策是不是能够持续下去。我们预测到明年二季度之后会有一个放松的趋势，主要的逻辑是房地产市场实际上是已经打进了一个非常

高的预期，尤其是在土地市场，这个预期就是房地产市场价格要大幅上涨，如果与预期相反，房地产市场价格下滑可能会对整个土地市场和房地产价格产生比较大的冲击。如果真的出现房地产价格环比走弱，政府的反映可能是政策回到一个比较宽松的状态。另外如果是土地市场开始逐渐变冷，卖地的水平在逐渐放缓，如果这种情况持续六个月，从土地财政的角度来说，地方政府受到的压力会更大，这可能也会对政府形成压力，政策会放松。当然这只是我们的预测，也是一个比较有争议性的看法。

Q2：我们最近可以看到美元指数走强与美国大选的结果有密不可分的关系，特朗普上台之后加大基础设施的投资的政策主张如果实施，可能会对美国的财政赤字产生更大的压力，进而可能会压制美元的走势，那么会不会给未来人民币走势形成一定的喘息的机会呢？

A2：现在市场上可能更多的还是相信未来一段时间美国政府加息的可能性是在上升的，但是鉴于大选刚结束，我们还不知道美国新一届政府政策的取向是哪个方向，确定性还有待验证，但是财政政策的宽松应该是比较明显的。可以看到，美国大宗商品，包括股票价格涨幅在变大，那么市场已经开始反映。基础设施的投资会提速，通胀会推高一些，但是对于赤字会不会直接影响到美元走势，似乎还不是一个主流的观点。主流的观点是认为通胀会上升，美国政府会加息，未来两年加息的幅度会比之前预期的更大一些，更多的是从利率角度来看。欧洲和日本，利率还是会维持在一个较低的水平，从这个角度来看，对于美元是一个比较利好的情况。

Q3：现在我们在国内也听到另外一种关于房地产价格和汇率的观点，就是认为目前在我国还处在一个相对资本项目管制的阶段，实际上投资房地产一定程度上能够对冲人民币贬值的风险，您是怎么看待这个问题的？

A3：过去的三个季度确实是这样的，在年初的时候大家感觉到汇率有风险，在资本管制的情况下钱出不去，大家就去投资房地产，那么现在房地产价格已经上涨了很多，甚至有一些投资者在考虑要不要把之前买房赚的钱拿出来进行证券化的投资，我认为投资者的决定实际上是与资产价格的水平是相关的。现在资产的价格，尤其是一线城市、二线城市一些地方价格相比年初时是翻倍的，那么投资者决定就会不一样。从另外一个角度来看，我觉得一年前我身边的朋友和投资者在拿到工资、年终奖之后比较明确的一个投资方向是去买房，而最近的情况就不是这样了，大家开始对房地产市场的风险有点担心，大家新增的收入在投资时也越来越多样化。如果从财富管理的角度来说，过去非常偏重国内的资产，现在越来越多地出现全球化的配置。配置的变化影响是非常大的，哪怕是以前 5%的财富配置在海外变为现在 10%的财富配置在海外，就会导致资本比较大的流动，对人民币汇率的影响就会比较大。

Q4：您怎么判断通胀的形势以及它对人民币汇率的影响？

A4：目前通胀是比较看不太清楚，而且在中国，通胀以及实际价格波动性很大，变动可以来得很快。确实我们要比以前更加担心 CPI 的问题，我们预测 CPI 还是在 2 附近的一个状态，不是一个特别高的预测，确实越来越担心 CPI 上行的风险。如果明年上半年政策继续放松，M2 的增速如果有一个反弹的话，可能我们对这方面的风险要更担心一些。如果通胀上升，政府的政策处于一个两难的状态，政策在边际上出现收紧，会对国内实体经济产生负面的影响，对汇率变化的影响可能不是那么大。

第 109 辑

(2016.11.15)

中国的农业投资与转型机会

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

刘守英教授，现任中国人民大学经济学院教授，是中共中央政治局第 31 次土地问题集体学习的主讲人之一，也是前国务院发展研究中心城乡统筹基础领域的首席专家，享受国务院特殊津贴。刘守英教授多次参与相关农村改革调研、专家咨询，曾获孙冶方经济科学奖、中国发展研究奖一等奖等奖励，是中国农村一些重大政策和改革的直接推动者，先后参与了中央农村改革试验区方案的设计。刘守英教授自 2000 年以来，持续不断地研究土地制度与国民经济成长的关系，是土地财政最早的提出者和具体的阐述者，在农村税费改革、土地改革、普惠金融等方面许多提出的政策建议都被采纳，同时还是中国制度变迁研究的主要推动者，在 90 年代初就主持翻译出版了制度学一些经典的论文集。

现在农业和乡村出现了一些新的情况。从投资的角度来讲，会出现哪些机会，如何把握这些机会。针对农业、农村这个领域出现的趋势性变化，主要谈三个方面，一是从城乡的角度来看乡村的价值，也是投资者所关心的在城市化进程中，宏观层面的城乡关系出现了哪些

变化，在这些互动中乡村有哪些可以去做的；第二方面回到农业问题，农业是国民经济的基础产业，农业也是这些年中央政策很关心的一个领域，同时这几年投资者也开始进入农业，农业有哪些机会，农业有哪些可以投资的，农业未来的发展可能性到底在哪儿，这部分从农业产业变化谈谈农业投资的机会；第三方面是改革红利，牵涉到城乡改革、农村本身的改革和未来乡村的变化，涉及到一些重大改革，包括土地改革，包括中央提到的农村土地所有权、承包权和经营权三权分置等。

一、城乡互动：从乡土中国到城乡中国

观察中国的整个国民经济，其中最大的变化就是从过去“乡土中国”到“城乡中国”的转型。过去中国基本上是一个以农立国的社会，从典型的制度设计、政策关注的重点、乡村的生活来讲，基本上是“乡土中国”的形态。“乡土中国” 的核心有几个要素：第一个是土地是农民的命根子，农民离不开土地；第二个是农民的收入和就业主要依赖于土地和农业；第三个就是粮食的供给，主要是中国人吃饭的问题主要是靠自己来解决。2015 年常住人口的城市化率已经达到了 56.1%，户籍人口的城市化率是 39.9%，这两个数的差距之间，实际上是将近 2.7 亿的人在城乡之间流动。总体来讲，中国现在已经从过去的“乡土中国”转向“城乡中国”，也就是将近一半是城里人，一半是农村人。促成中国发生这个转变的因素是什么呢，我们可以看到 2000 年以后城市化进程非常快，驱动力实际上是城市比乡村有更大的吸引力。尽管中央政府从 2003 年以来在讲城乡统筹，后来又提城乡一体化，但事实上是人口、土地和资本从乡村往城市单向流动，这种流动推动了中国从“乡土中国”向“城乡中国”的转型，也带来了城乡之间在生产要素配置上的一些不平等。

这几年的一个变化，就是中国经济增长速度的下行，从原来 10%以上的增长现在降到 6.5%左右，城市发展、工业化发展速度都开始慢下来了。工业化出口导向转变、制造业转型升级对人口向出口导向地区的流动产生了影响，例如珠三角、长三角，人流、土地、资本单向高速流动的情况已经出现了一定的变化。

从人口流动的角度来看就是：（1）举家外出的人流开始减少；（2）农民工的跨省流动开始减少；（3）中西部地区农民工增长在加快，东部农民工增长开始减缓；（4）第一代农民工，就是 80 年代这一批农民工开始回到本地生活。可以看到，受国际和国内因素的影响，城市化和工业化都已经伴随增长速度下行进入减速阶段，人口也开始逐渐回流。城市慢下来，可以解决我们过去十多年时间过快增长留下的一些问题。

另外一个变化是土地的变化。第一个是土地的转用开始放慢，前几年我们在 10%以上的高速增长，包括 08 年全球经济危机以后，中央采取刺激性经济政策情况下，土地转用的速度是非常快的，建设用地转用面积增加、土地指标紧缺。

这几年到下面去调研会发现一个非常有意思的现象，除了一线城市土地非常稀缺，中西部地区二三四线城市，开始出现土地指标不那么紧缺的情况。一是每年审批 的土地指标没那么紧缺，二是土地的出让速度开始下降。但同时，农村的土地流 转在加快，原来一家一户的小农土地开始转向适度的规模经营，到 2015 年的时候，整个土地的流转已经到了 38%。第二个特点是乡村用地需求大增，这几年城市病大量出现以后，农家乐、民俗、乡村旅游等产业开始活跃起来，在用地上的 表现就是乡村用地需求明显加速。

城乡互动的第三个特征就是资本，第一个表现是从 2012 年以后，城市土地出让收入开始波动，土地出让的净收益开始下降。土地出让

净收益是指卖地的收入减去土地出让的成本，这些成本既包括征地拆迁的成本，也包括土地开发的成本，这两个成本尤其是征地拆迁的成本这几年开始大幅上升。尽管好的年份土地出收入开始上升，但是整体来讲，土地出让净收益开始下降。第二个表现是指尽管土地出让的收入上升，土地出让的净收益开始下降，但是城市建设对土地抵押的依赖在加强，这是非常值得关注的一个现象。土地抵押的面积大幅上升，土地抵押的金额开始上升，金融风险值得关注。第三个表现是资本“下乡”加速，在城市很多机会开始减少以后，尤其是房地产、矿业以及制造业整体利润下降，很多资本希望去寻找机会，资本下乡的速度大大加速，像联想、网易等一些大的公司都在往农村跑，城乡互动过程中乡村的很多产业吸引城市资本，例如旅游业、乡村休闲业。资本城乡之间的互动在增强。

总体来看，就是从过去单向的城市化走向城乡互动、生产要素的对流，这种变化对城乡之间的认识产生了很大的变化。过去就是城市化，只要进入了城市就有机会，城市确实又比农村提供了更高的收入，城乡之间的要素生产率差别也很大，生产要素都是在往城市流动。现在的城乡互动阶段，实际上是城市病在逼着城里人往乡村走，城市的消费升级又使消费者从城市之间转到乡下，人流和消费流的变化导致资本和土地都开始转向乡下。城乡之间的这种变化，既因为城市病使人们重新认识城市，又因为城市的机会开始减少，同时还有对城乡重新的认识和回归乡村的价值。实际上，我们是生活在两个文明之间，一个城市文明，一个乡村文明，我们的乡村文明本来非常悠久、灿烂，但是在上一轮急速的城市化过程中，乡村文明在城市文明的冲击下显得非常不自信。不仅城市人对乡村人歧视，还因为在城乡要素转移过程中乡村文明给乡下人带不来现金流，因而纷纷离开自己的家园。

在进入城乡互动阶段以后，乡村价值不断回归，甚至随着生产要

素的回流得到提升。乡村价值主要表现为几个方面，一个是乡村的宁静和休闲，相对于城市的焦虑，城市人周末、假日就往乡村跑；第二个方面就是生态和绿色，城市里面吃的东西很不安全，原生态的、纯自然的、绿色的这些产品和生态本身的恢复受到推崇；第三个是淳朴与自然，人与人之间复杂的关系回到乡村以后回归淳朴、和谐。发现乡村的价值以后，在乡村出现一个非常大的变化，在上一轮快速城市化过程中，乡村的衰败成为整个城乡关系中非常明显的现象。这一轮城乡互动以后，在大家慢慢发现乡村价值后，一些乡村开始出现复活的现象，尽管从总的趋势来讲，乡村的减少和衰败是不可逆的趋势。

进入城乡互动和发现乡村价值以后，未来的有四类乡村开始出现复活的迹象：第一个最明显的就是城郊村，城乡结合部的乡村随着城市化进程，土地价值开始 大大上升，城乡结合部和城郊村这些村庄实际上是成为城市一体的一部分，它不 是死亡，实际上是参与城市化进程；第二类乡村的复活是有独特价值的乡村，比如有历史古迹、有独特的乡村文化的村庄，这些地方保留了乡村文明非常重要的一些要素，尤其是乡村独特的文化，为此，住建部、发改委、财政部有很大的公共投资用于复活这些具有独特价值的村落；第三类是依靠健康的农业或者生态的农业复活的村庄，在人口大量流出以后，这些乡村的要素重新开始组合，土地开始集中，土地流转开始加快，这些地方的农业找到自己独特的产品，主要是更健康、更环保、更生态，而且在各种力量的作用下市场销路也不错；第四类是靠乡村精英使得一些村庄复活，一些在外面打工的人，回村以后成为村中精英，还有一些村庄，依靠外来的资本和知识输入复活。这些村庄复活以后，实际上带来我们整个乡村价值的复活。

对上面的分析做一个小结，就是中国已经从快速的城市化进程转向城乡互动，城乡互动的表现就是主要的生产要素，人口、土地、资

本从原来单向的流动转向城乡互动，部分乡村的价值得到了提升，成为现在很多资本非常热衷、非常看好并进入乡村的去处。

二、中国农业和农村的变化

经过 30 多年的经济结构转型之后，整个农业和农民发生了很大的变化。第一个变化是中国的农业基础性地位发生了重大变化。过去的农业位置放得非常高，但是竞争力不强，七八十年代刚改革开放的时候，农业占 GDP 的比重将近百分之二十七，过去农业的基础地位就是用农业来解决农民的就业，解决农民的收入，靠农业来解决城市人口吃饭的问题，这样的农业很重要但强不了。尤其是跟国外 的农业比较起来，中国农业曾经是一个解决吃饭的、稳定政权的、为工业化提供 低价食品的这么一个农业，竞争力就变得越来越弱。现在的农业在 GDP 的占比降到 9%以后，农业未来从基础地位来讲，从之前一个占 GDP 高份额的农业基础地位应该变成一个“强的农业”、“广的农业”，农业的功能会发生非常大的变化。未来农业会承担起几个主要功能：第一就是农业不可替代的部分，解决吃的部分。中央提出来保障主粮的安全，主粮要从原来的数量为主转变为质量为主，“强的农业”必须保证主粮的强，这就是粮食安全的概念。第二就是农业的高价值。主粮保证以后，接下来是结构的调整，也就是农业的供给侧改革。一是结构性问题，玉米过高的部分现在需要减下来，三年之内要减掉 5500 万亩玉农产品为主米，减下来的玉米面积就为发展其他农业提供了空间；二是将仅仅是数量的需求转向质量。第三个变化是，农业未来要注重环保、保护环境，过去农业高土地消耗、有污染的土地未来都要修复；第四个是健康的农业，城市周边的地区未来作为生态功能的地区，土地生态功能要增强，其他区域提供的农产品也转向以安全、健康的。第五个就是农业作为文明的保留和传承。

第二个是农民未来会有非常大的变化。投资者进到乡村以后，面临一个非常大的问题就是谁给你种地，你自己不会自己种，自己种也不划算，还得依托于农民。现在差不多只有 18%左右的农民是纯农民，是完全搞农业的农民，15.9%的农民是不搞农业的，35.7%的农民是靠非农收入为主，30%的农民是靠农业为主但是实际上是有非农收入的。农民的分化非常严重。从政策来讲，未来一个基本保障是保证农民作为生产主体的同时，慢慢培养职业化农民，这样才能带来农民种地素质的提高。

第三个就是土地。很多人认为未来进到农村后可以搞一块大规模的土地来种地。事实上我们的状况是十四亿亩的耕地，十三亿亩在承包农民手上，一部分已经流转到其他主体手上。种地的主体现在 58%的是农民，还有 20%是专业合作社，还有 10%左右是企业。现在很多的人考虑到农村去。我给大家一个建议是去到农村以后，如果是直接去流转农民的土地来由企业自己来种植，从目前的情况来讲，效果很不好。原因就是土地的规模扩大以后，地租的成本和雇工的成本都开始上升，规模越大，利润越低。农业本身这个行业能够带来的单位土地的利润就非常低。进到农业去以后，企业千万不要自己去种地，也不简单是靠扩大土地的规模来获得种地的利润，这个现在效果还很不明显。农业的投资潜力可能在于：第一就是靠区域的专业化种植。比如像猕猴桃，广西一个区域就可以搞很大的规模，几万甚至几十万亩的猕猴桃，中国土地规模太小，但是区域专业化以后，规模经济开始提升。第二个是服务的规模化。农业的各个环节是需要产前产中产后服务的，谷物的机耕、机播、收割、销售等等，都需要高度的专业化。实际上企业在提供规模化服务的过程中是可以增加效率的，包括物流、服务各个环节，如机械，以及种子和技术，这三块是农业未来发展方式变化以后需求最大的方面。从中国农业规模和流转以及中央

基本政策来看，未来的方向是适度规模的家庭农场，不是公司化种植农场。

第四个就是想讲一下农业里的机会。中国几千年的农业靠增加劳动的投入、提高土地单产，但中国从 2003 年以后发生重大的变化是劳动的生产率开始大幅的上升，土地的生产率增长比较缓慢，原因就是农业劳动配置到工业以后，农业和工业之间对劳动的竞争处于劣势。农民为了增加家庭的收入，减少劳动用工。另外农业投入中机械的投入大大增加。从农业发展方式转型来看，企业未来最有机会的有几个领域。第一个中国的农业机械行业目前制造水平、装备水平都非常低，有比较大的投资机会，现在大规模的机械基本是美国机械，南方的小型机械主要靠的是引进日本的小型机械。第二从技术替代的路线来讲，原来提高土地单产主要就是靠化肥、农药，现在 中央的政策要求减少污染、提高土地的质量，未来技术提高土壤质量、改进土壤结构的这些需求会增加。

三、中国土地和农业改革

改革未来主要的机会有四个方面。第一方面是农村土地改革，中央明确提出了三权分置，就是集体继续拥有所有权，集体经济组织的成员拥有承包权，经营权转到未来新的经营主体。未来将是适度规模的经营主体，未来投资农业的主体 能够获得经营权担保抵押。农地三权分置能够改变现在过小农户种植土地的现状，未来经营权的保障实际上是有利于适度规模扩大，农业的形态、经营的主体、经 营主体的资本会发生变化。例如允许担保抵押，原来很多以政策金融为主的信贷主要面向小农，但担保抵押权的设置可以为一些以适度规模和比较大的经营规模的主体提供资金。

第二个改革是城乡土地制度改革，目前中央主要采取试点的办法，

对集体经营试点现在是在 15 个地区进行试点，明年开始进入总结再提出全国性的政策。集体经营性建设用地是要解决集体的建设用地与国有建设用地的权利平等，也就是说未来集体经营性建设用地不通过征收，直接进入建设用地市场。从现在全国 15 个地区的试点来讲，未来集体经营性建设用地进入市场，一是可以增加农民的收入，二是解决农村的发展空间，三是解决农村的抵押融资。试点以后，可能对乡村发展带来变化。

第三个变化是前面我提到的中国农业形态的变化，从传统的农业种粮食转向农业的多功能，例如休闲农业、农业旅游以及农业一二三产业的发展。在城乡互动以后，在接下来几年非常重大的变化就是，原来整个发展空间全部在城市，未来随着农村一二三产业的发展，随着休闲农业、农业旅游的发展，以及部分乡村的复活，这些都会给乡村发展空间留有一定余地，这样给乡村的发展带来机遇，无论从投资、从农民的收入还是从产业的角度来讲，都是可以重点关注的。

第四个是关于宅基地，目前来讲，宅基地改革重点在于城乡结合部地区，重点是以农民宅基地福利分配权交换宅基地的财产权，这些地方宅基地带来的收入将大幅增加。同时会给未来中国整个房地产市场带来一些影响，一是原来的村民直接进入房地产市场，二是一部分的宅基地成为财产以后，可以通过转让交易进入城乡结合部土地市场，三是宅基地的价值提升以后，实际上是对土地价值的重估，带来土地出让收入的变化。

总结来看，中国未来五年最大的变化就是城乡互动以后，城市的机会主要转向城市质量的提升，城市的产业升级提速，中国将转向城乡互动、乡村发展机会增加的阶段 。中国改革开放三十多年发展周期在城乡之间基本是一轮一轮的，一轮是乡村带动，再转向城市带动，城市带动以后又转向乡村带动，到一定程度又转向城市带动。我们现

在是进入一个城乡互动阶段，乡村的发展空间、发展机会会增加。农业本身的形态在发生变化，未来农业投资对农业产业和农业相关产业都会带来很大的机会，例如机械产业、种子行业。第三个就是改革红利，改革红利方面大家重点关注的是农地方面的改革，主要是农地三权分置改革对农业发展方式的影响，对经营制度的改革对未来农业产业的发展都会带来很大的变化，三权分置将带来农地权利体系的重构，将促进中国整个农业的现代化进程。城乡土地市场和宅基地改革带来的红利主要是在局部地区，这些改革红利的释放是需要比较长的过程。

四、问答环节

Q1：您刚才提到土地改革红利方面的宅基地改革可能也是大家比较关注的问题，宅基地的财产权未来可能向城市流转，对小产权房究竟有什么样的含义呢？

A1：从目前的政策设计来讲，宅基地的流转还是在集体经济组织成员之内，在宅基地上盖的房子是农民自己居住，那就不是小产权房，农民宅基地的上盖的房子出租不叫小产权房，农民在宅基地上盖的房子如果卖给集体经济组织以外的成员这是小产权房。未来面临的一个问题就是，在城市的规划区以外，改革的落脚点还是在集体经济成员之内，所以改革是不可能解决小产权房的问题的。那这样在城市的规划区内，未来的主要方向是在农民的宅基地外不可能再分一块宅基地，采取的办法是户有所居，不给宅基地但是保证居住，专门盖集中的住宅区以后，不给农民分宅基地以后，给农民分一部分土地的房子，这种不叫小产权房，农民可以拿这个房子出租等，整个宅基地进入城市规划区域以后，这些土地进入城市国有土地市场，这些土地上面盖的房子，做的产业都不叫小产权房，这些土地可以出租，这些房子可以出让、出卖，所以这些房子就不是小产权房。历史小产权房问

题只能通过历史分阶段地解决，从未来的改革方向来讲，允许宅基地拥有财产权以后，规划区内的宅基地就没有小产权房一说了。

Q2：关于土地财政的问题，您提到土地出让收入在增长，但是土地出让净收益是在下降的，我们现在很多不同的地区，比如说重庆的地票制度，深圳等在农村土地转让方面不同的做法，您认为这些土地制度上的不同安排对地方政府土地财政的影响是什么？

A2：我认为土地财政财政确实是投资界未来应该重点关注的方面，尽管今年卖地的收入在上升，“以地谋发展”在 12 以后就开始松动了，必须靠卖地来谋发展的模式已经终结了，原因是继续依靠低价供应工业用地，已经没有那么大的需求了，靠卖地和房地产来支撑土地高收入的模式，除了一线城市还能继续维系以外，二三四线城市未来的需求是没有办法支撑的，从整体来讲，这个模式肯定是不能继续维系下去了。第二个大家要关心的问题是土地财政的核心是土地金融问题，我们原来整个地方政府靠卖地的收入以旧还新是可以支撑的，土地的出让收入和土地的抵押融资是同步增长的，但是我们现在面临的非常严峻的问题是，土地的出让收入波动，土地出让的净收益开始下降，但是土地的抵押融资是继续上升的，这就意味土地作为信用品，这方面的作用比原来更强，这就带来整个货币投放靠土地抵押，一部分进入房地产，一部分进入政府，土地吸纳货币的量更大，而且对土地的依赖性更大。第三个就是地方的一些探索目的是为了打通城乡土地市场，地票也好，增减挂钩也好，还是为了解决乡村和城市之间土地指标问题。下一步要改变通过各种方式主要将指标集中到城市使用的方式，因为我前面讲城市化已经从单一的城市化转向城乡互动，乡村很多产业的机会在增加，所以未来土地指标管理这一部分应该下放，另外给乡村的发展在土地的使用方面应该有一定的调整，实现城乡之间更加平衡的发展。

第 110 辑
(2016.11.22)

特朗普上台对美国通货膨胀的影响

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

胡刚先生，现任蓝冠基金管理员。曾任瑞士信贷董事总经理，主管全球通货膨胀业务及美国现金利率交易业务。胡刚先生曾任太平洋资产管理公司（PIMCO）执行副总经理，共同管理规模高达一千亿美元的通货膨胀基金。胡刚先生拥有清华大学应用数学学士学位和美国加州理工学院应用数学博士学位。

今天与大家分享特朗普上台对美国通货膨胀市场的影响，交流内容分为三个部分，第一个部分讲我个人对美国通货膨胀研究的结构性框架，即使用什么样的结构框架来研究美国的通胀；第二部分讲特朗普，其实更重要的是共和党上台，对美国经济成长以及通货膨胀的影响；第三点主要讲现在美国通货膨胀市场的价位和今后我认为存在的一些投资机会。

一、美国通胀研究分析框架

种一般研究美国通胀看三部分，第一个部分是能源和食品，这个是在任何国家通胀中波动最大的部分；把这部分排除之后就是核心通胀率，运动比较慢但是会比较有连续性的部分，在核心通胀率中又再分为两个部分，一部分是服务性的通胀，另外一部分是物品通胀。服

务性通胀在美国通胀中是占比最大的一部分，现在在 CPI 中大概占63%左右，核心通胀中物品通胀在美国通胀中大概占 20%左右，剩下的 17%基本上是能源和食品。把食品和能源先放在一边，因为这部分由供求关系决定，很多时候跟天气等因素相关，像日本地震一样是不可测的。

（一）服务性通胀

首先来看服务性通胀率，图 1 是美国服务业通胀和其模型，这个模型基本上将服务业通胀表述得比较完全，我在做这个模型的时候到 2013 年就停止了，2013 年以后的数据，基本上和整个模型是比较符合的。这个模型使用了非常重要的三个变量：1、美国的失业率，2、美国的通胀预期，3、进出口价格。

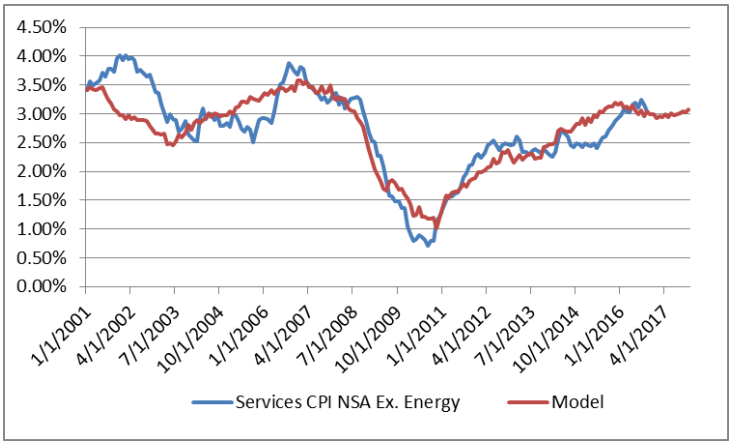


图 1：US Servicing Inflation and its model

图 2 表述的是美国服务性通胀率与失业率的关系，这张图没有做任何加工，完全就是将二者放在一起，红线是失业率，但是是反向的，红线往上走的时候，表示失业率下行，经济上行；红线往下走，表示失业率上行，经济下行。蓝线是通胀率。在这张图大家可以观察到几个非常有意思的东西，第一，从大的方向来说，二者基本上是比较符合的。大概有三四个阶段，从 1992 年到 2000 年这一段经济上行期、失业率下行期；从 2000 年到 2003 年是经济下行期；从 2003 年到 2007

年是经济上行期；2008-2010 年是经济下行期；然后到 2009 年经济往上走。第二，当失业率在往下行的时候，通胀尤其是服务性通胀率并不是马上反应的。最初失业率往下走的阶段，就是 1990 年到 2000 年这 10 年的过程中，服务性通胀率甚至有一定的往下走的趋势，在 1998 年的时候突然迎头赶上。在 2000 年到 2003 年经济下行阶段也是一样的，2002 年到 2006 年的这个过程，美国的服务性通胀率非常低，基本在 2.5%-3%这 50 个基点之间波动，但是到 2005 年服务性通胀率突然上升，将夹缝弥补掉。同样的，从 2012 年到 2016 年初，美国服务性通胀率非常稳定，几乎是一条直线，但是进入 2016 年之后突然上扬，将夹缝开始弥补起来。当时的想法是，Philips Curve 是不是没有用了，也就是说当经济上行到一定程度，当经济中过度的人员被雇佣之后，失业率不断在下行的时候，到底对通胀率还有没有影响？是有影响的，但是这个影响是滞后的，而这个滞后之后通胀跳跃的过程其实非常快。

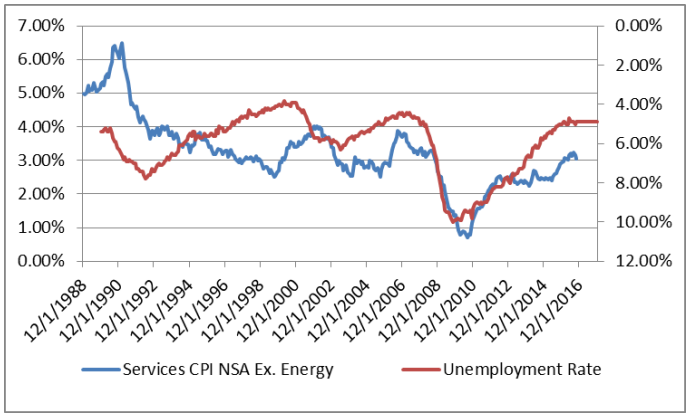


图 2：US Servicing Inflation vs. Unemployment Rate (no lag)

图 3 是美国的服务性通货膨胀和进口价格的关系。与图 2 不同的是，图 2 没有做变量的滞后；而图 3 有 15 个月的滞后，当美国的进口价格改变之后，并不马上进入美国的服务性通胀率，而是经过了 15 个月的间隔。也有可能是巧合，但是 15 个月的上行、下行趋势还是比较对应的。尤其是 1990 年到 1998 年这段时间，实际上美国的经

济已经在上行，失业率已经在下行，而通胀却持续在往下行，这基本上可以被进口价格所解释。

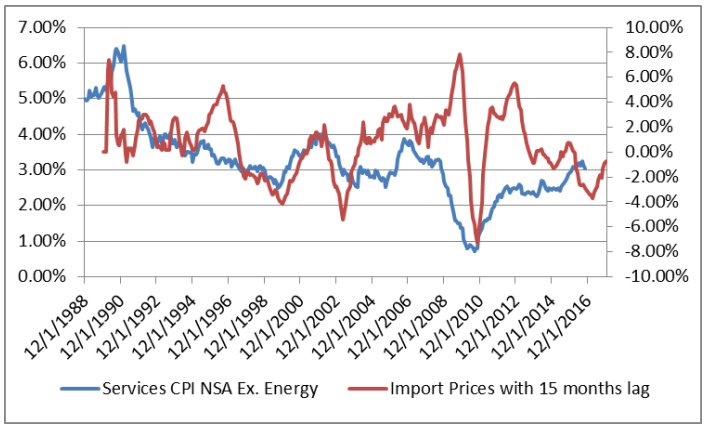


图 3：US Servicing Inflation vs. Import Prices (15 months lag)

（二）物品通胀

下面来看物品通胀，就是第 4 张图。把物品通胀和失业率放在一起，可以看到，二者之间几乎没有任何关联性。其重要性在于，事实上美国通胀率，几乎 30%-40%的部分与美国本土实体经济关系不大。美联储号称要控制通胀，并且告诉市场它可以控制通胀，但是美联储在这个过程中很有可能是一件“皇帝的新衣”，也就是说的它通过改变美国的失业率来控制通胀，真正能够控制的只是 60%多的服务性通胀，甚至在服务性通胀里面，还要受到进出口价格的影响。

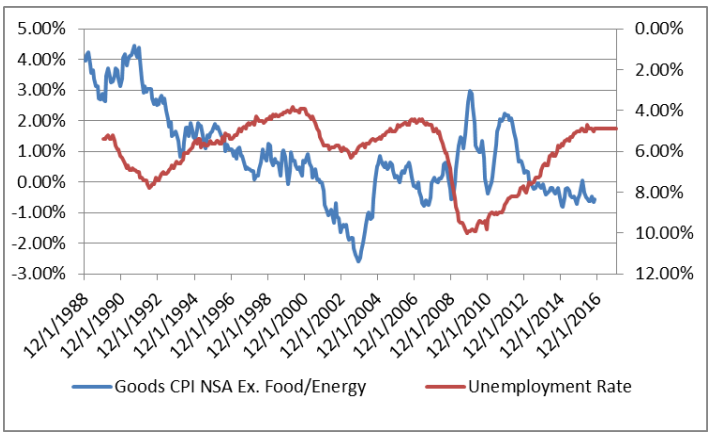


图 4：US Goods Inflation vs. Unemployment Rate

图 5 是物品通胀与进口价格的关系。二者的关系还是很紧密的，但是二者的关系有一定的复杂性，不是那么的稳定。图 5 我也没有进

行任何处理，只蓝线表示物品通胀，红线表示进口价格，这里也做了15个月的滞后。

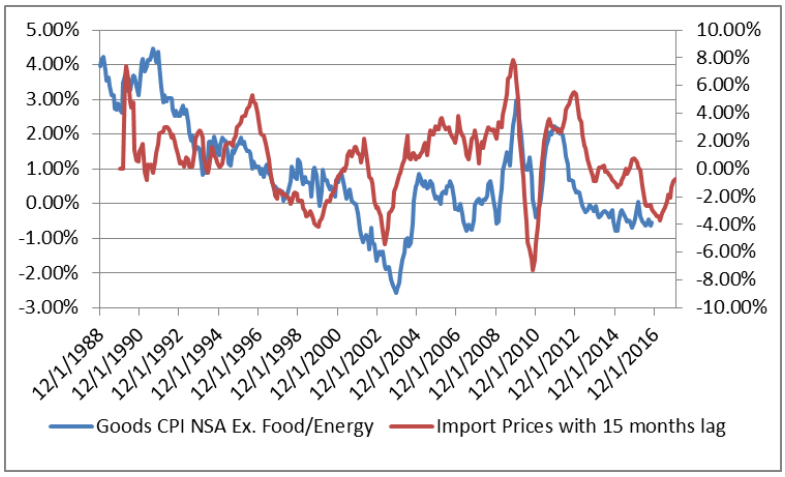


图5：US Goods Inflation vs. Import Prices (15 months lag)

进口价格对美国的通胀非常重要。进口价格从历史数据来看，是由三个因素决定的，第一是大宗商品价格，第二是美元汇率，第三是新兴市场国本身的通货膨胀率。这三个因素本身就有一定的相关性，但我都把它们单独列出来，因为它们之间虽然有一定相关性，但有其本身的特性。

图6是进口价格与大宗商品价格，我们可以看到二者之间的滞后性非常短，只有3个月。第7张图是进口价格与美元，二者关系就更加紧密了。其实1988年到1990年进口价格与大宗商品的关系并不是那么紧密，而跟美元的关系是非常紧密的，美元的上行基本上都带动了进口价格的下行，而美元每次的下行都带动了进口价格的上行。

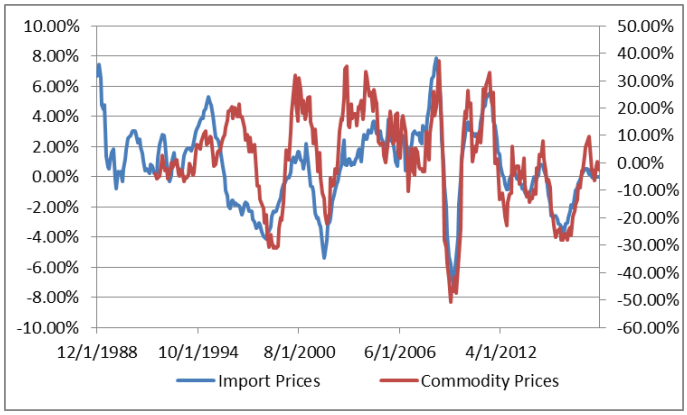


图 6：Import Prices and Commodity Prices (3 month lag)

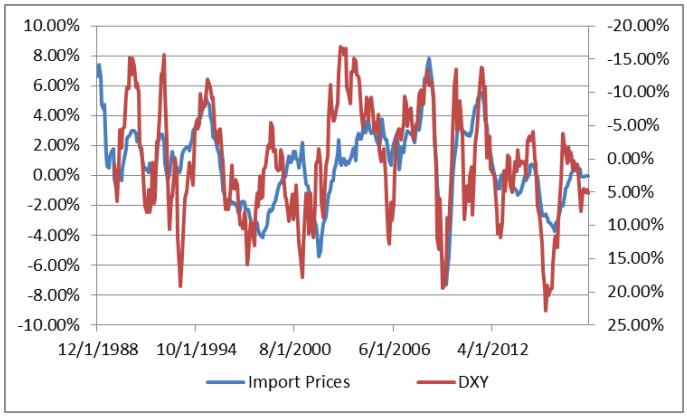


图 7：Import Prices and USD Index (3 month lag)

图 8 用中国 CPI 与美国进口价格相比较，第一，二者相关性肯定是存在的，因为每一个进口价格的高峰都与中国 CPI 的高峰是相符的，每一个进口价格的谷底也基本上与中国 CPI 的谷底是相符的。但是比较有趣的在于这张图有两部分，第一部分是 1988 年到 1998 年，第二部分是从 1998 年到 2016 年。从 1988 年到 1998 年十年时间中国 CPI，从 0 到 30%，再回到 0；而美国 CPI 最高到 6%，最低到-4%，中国 CPI 的震动幅度大概是美国 CPI 的三倍，如果做线性回归的话，这段时间的回归系数应该在三分之一左右，即中国 CPI 上行 30 个百分点，美国 CPI 上行 10 个百分点。但是整个情况在 2000 年之后完全改变。第 9 张图将第 8 张图从 2000 年开始截出来，中国 CPI 的峰和谷与美国 CPI 还是基本对应的，但是二者相关度已经不同了，中国 1%的 CPI 的变动引起美国进口价格 1%的变动，其实是 1:1 的关系，而前面是 3:1 的关系，说明中国整个经济地位和影响力在美国进口价格中充分反映出来了。

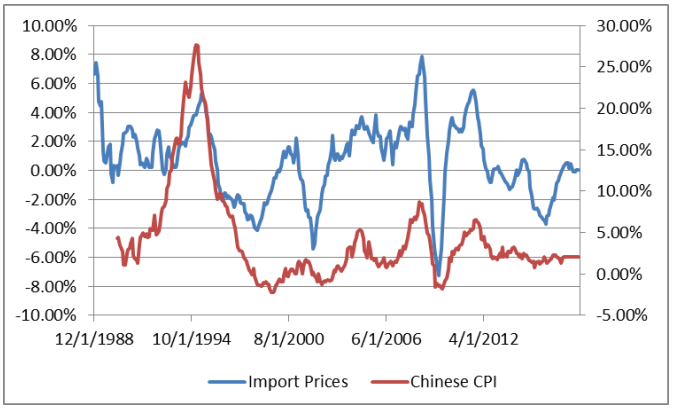


图 8：Import Prices and Chinese CPI (3 month lag)

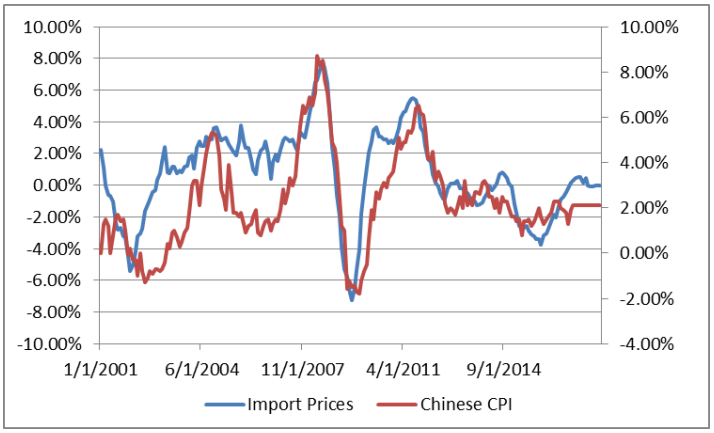


图 9：Import Prices vs. Chinese CPI (Post 2001)

（三）通胀预期（Inflation Expectation）

以上基本上讲完了美国通货膨胀分析的整个构架问题，一是能源和食品，二是服务性通胀，三是物品通胀。这中间比较有意思的几点包括：第一，美联储其实能够控制的是美国内部经济，美国内部经济反映的是其失业率，但是失业率只对服务性通胀有关联，对物品性通胀实际上是没有关系的，也就是说美国作为一个很多家用生活物品都从外国进口的国家，本国的经济走强也要购买东西，本国经济走弱也要购买东西，在物品通胀方面其实是一个被动的接受国，在整个过程中，最重要的是通胀的预期值（Inflation Expectation），通胀预期在图上很难表达，也是非常难以琢磨的。通胀的预期值其实是所有央行最关注的的问题，因为所有的央行都知道，其对商品价格的影响很小，对实体经济的影响是有的，但是很慢，可是其对通胀预期值的影响至

关重要，因为通胀预期值决定了整个通胀过程是线性过程还是非线性过程。举例来看，非线性过程就是 70 年代的美国，最初的通胀起因是油价上涨，油价上升以后直接导致了通胀预期值失衡，失衡之后各大公司开始给雇员涨工资，雇员工资上涨再接着带动社会其他服务性行业的通胀和物品的通胀，物品的通胀再影响通胀预期值，从而使得工资继续上涨，所有不可控的通胀都是因为通胀预期值的崩溃。这就是为什么各国央行最终的目的都是一定要控制通胀预期值，不让通胀预期值上涨，说白了就是“洗脑”的过程，最终的任务就是要让社会上的通胀预期值保持不动。只要通胀预期不动，整个通胀都不是问题；通胀预期值波动，央行整个执行手段就出现了很大的问题。其实对于美联储来说，甚至对于欧洲央行来说，在全球化的过程中，这些央行全都穿着一件“皇帝的新衣”，因为它们能够控制的没有多少，它们对于服务性通胀的控制也只有一部分，而服务通胀率占整个通胀率比重只有 60%。

二、特朗普上台对美国通胀的影响

特朗普当选的影响其实是两部分，特朗普当选本身对于我或者市场来说不是一件很大的事情，因为特朗普竞选时说了很多政策主张，大家到现在也都相信不一定可信。他竞选时说了什么，以及之后具体能做到多少，是有很大的自由度的。但是，这次选举对于市场最重要的一点是共和党的三权独揽，共和党现在已经把参议院和众议院全部拿下，很有可能对将来最高法院法官的任命也有非常重要的改变。我们研究这个问题最重要的其实是研究共和党一贯的策略，这些策略的实施基本上没有太大的悬念，只是实施多少的问题。

（一）共和党当政策略的影响

共和党对通胀影响很重要的主张是四个，一是石油政策，也就是

能源政策；第二是税收政策；第三是医疗政策，是不是要废除Obamacare；第四个是政策性刺激。

石油政策方面，最近特朗普提到的要对沙特石油实施禁运这件事，我认为不是很可信。共和党石油政策总的而言，我认为应该是让油价走低而不是走高。因为现在美国的原油成本很大程度上都是为了维持对环境的影响，共和党当政之后，有可能很多法规法令会被减弱，当法规法令被减弱之后，原油的成本会降低。在这种情况下，只要不出现大的尾端事件，共和党当政对石油价格在中长期的影响应该是一个下行路径。

税收政策方面，共和党应该不会加税，但是减税多少是不确定的。税收问题对市场和经济增长的影响不是很大。高盛研究过，每一块钱的财政赤字，能够给 GDP 带来多少的价值，研究表明在税收政策上这种价值是最弱的，因为减税减轻的是富人的负担，对消费没有很大的作用，有可能富人用增加的收入进行了投资。减税对经济有一定的刺激作用，但是我不认为它是一个非常重要的作用。

医疗是很重要的一块，现在共和党人呼声已经很高，要废除Obamacare，如果真的废除 Obamacare 对通胀有什么影响呢，那么我们就看一下加入 Obamacare 对通胀率有什么影响。在 Obamacare 启动的过程中，医疗通胀这部分至少减掉了一个百分点，一个百分点在CPI 当中其实是没有多少的，但是对 PCE 的影响要大很多。当时加入Obamacare 时，在 PCE 中减去了约 30 个基点。如果将 Obamacare 完全废除，对 PCE 会凭空加上 30 个基点，也就是说现在的 PCE 会从1.7%上涨到 2%。PCE 上涨到 2%以后，美联储的通胀目标就达到了，这对美联储而言是非常重要的指标，美联储一直不愿意加息，是因为通胀水平没有达到。如果通胀水平上涨，美联储在通胀率和失业率都达到目标的情况下，我认为它会被迫将其名义利率回调到平衡点。平

衡点在哪里，美联储现在看的是实际平衡短期利率，实际平衡短期利率现在是 0%，也就是说如果 PCE 上涨到 2%，如果实际平衡短期利率为 0%，那么名义短期利率应该为 2%，现在还不到 1%。对市场来说，如果 Obamacare 被废除，也许是一年的时间，但是从通胀的角度来说，如果没有突发事件，美联储、市场应该很快能够看到 2%的通胀。现在预测的是今年十二月份会加息一次，明年会加两次不到，2018 年会再次加息。如果从这个过程来说，到 18 年底还不到 2%。如果特朗普上台之后，Obamacare 真的被废除的话，美联储加息要比现在市场预期的更快。这就是我们从通货膨胀角度来看美联储的可能的举动。

政策刺激（Fiscal Policy）是大家非常关注的，大家都认为政策刺激非常振奋，美国经济完全有了希望。我个人没有那么乐观。最近采用大规模财政刺激的国家是中国，我们回头看中国 2008、2009 年四万亿刺激计划之后的影响和结果，图 10 是中国的 PPI，CPI 与 PPI 也很像，2008 年、2009 年之后，在 2010-2011 年的时候，中国 PPI 是 5 个百分点的水平，然后突然回到-5%，此后从 2012 年-2016 年经历了 5 年的通缩。图 11 是 2 年和 10 年名义利率的利差，在 2010 年到 2011 年的时候，中国央行显然采取了一些举动，利差几乎达到了 0，在这个时候，市场其实做出了非常正确的判断，果然我们用了 5 年的时间来“还债”。

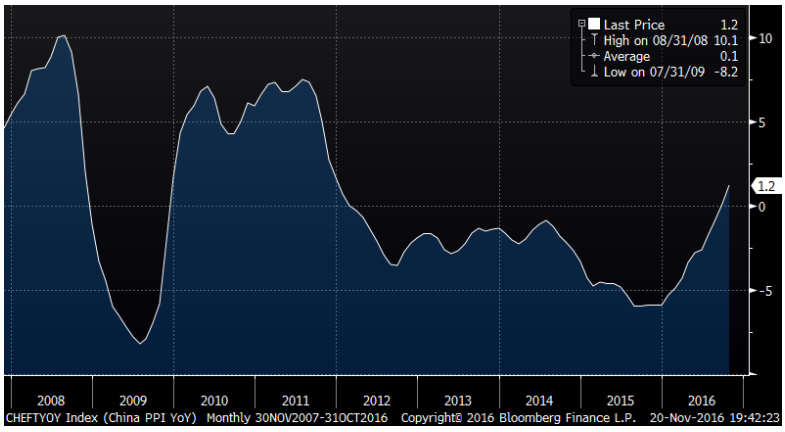


图 10：Chinese YoY PPI

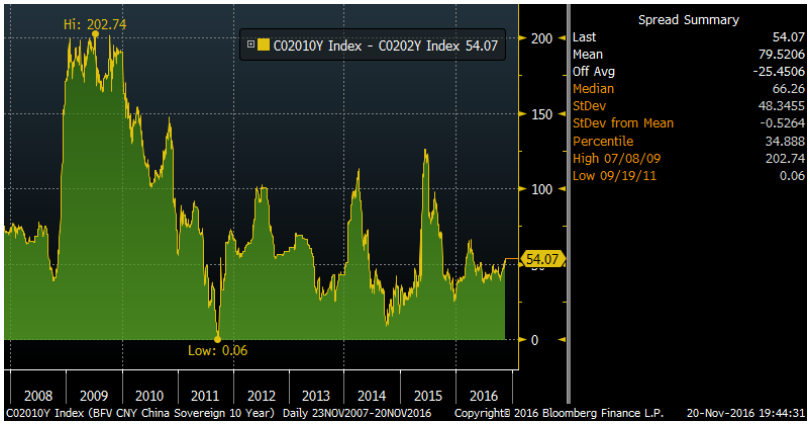


图 11：Chinese 2yr-10yr Nominal Yield Spread

当然有人会说中国和美国是不同的国家，再来看一些美国经济学家对中国经济的思考，中国的政策刺激没有成功的原因主要是两点，第一点是中国的社会结构使得中国财富分配不均。一般来说政策刺激之后，很多钱到经济体中应该能够自己运转下去，但是由于中国财富的分配非常不均匀，四万亿真正到很穷很需要钱的老百姓手中没有多少，富人拿到钱没有力量去继续扩大消费来推动经济继续的发展。第二点，四万亿计划产生了很多过剩的东西，产生了巨大的资产错配，产生的生产力和生产效率并不是将来需要的，将来可能需要发展的是服务业或其他行业，而服务业和其他行业在当时并没有被扶植，反而有可能是被侵压的。可以看到当时中国发生的情况，最后用 5 年时间来去掉过剩产能，钢铁，煤炭，等等。美国也要进行政策刺激，但是那些低收入的人是否能真正拿到钱是个问题，特朗普和共和党整个班子都提出要让资本主义继续进行，而资本主义正是低收入者变得这么穷的原因，用同样的财富分配的过程，即使再进行政策刺激穷人也无法获得这些财富。美国的穷人与中国穷人不同的在于，中国老百姓几乎没有负债，而美国穷人几乎都有负债，他们拿到钱以后很可能并不消费而是用作还债。政策刺激最终的结果可能就是用国家的负债抵偿个人的负债，同时还会产生同样的资产错配。

但是在整个过程中，对美联储的影响会相当大，现在美国的失业

率其实已经非常低了，如果在 2017 年、2018 年实行政策刺激以后，再使用政策刺激，会比医疗政策对通胀的促进性更大。到时候失业率在继续往下走，通胀率在继续往上走，美联储决策至关重要。这种现象是一种资产错配导致的当时的狂热。就像中国央行如果能够在2010年看到 2012 年-2014 年的状况，在 2010 年的时候加息幅度就不会那么大。美联储敢不敢做出这样的决定，这就回到我们对通货膨胀预期的分析，如果在 2017 年和 2018 年美国通货膨胀真的上涨到 2%甚至更高，我认为美联储不敢不加息，没有任何一个央行敢不加息，皇帝的新衣不是说脱就能脱的。如果加息，很有可能将面临和中国一样的情况。大家一直在讨论的美国经济周期在什么时候会到底，我认为特朗普上台后的政策刺激很可能将“慢性病”变成“急性病”，最终完成这个经济周期，使得 2019 年-2021 年美国经济变成萧条或危机的状况。

（二）特朗普上台的策略影响

特朗普在竞选时说了很多不着边际的话，其中一个与通胀比较有关的是提高关税。如果真的给中国加 45%的关税，相当于美国进口价格提高 10 个百分点，对 PCE 来说大概是 60 个基点，PCE 肯定超过 2%，甚至到 3%，但是在这一点上他已经有一定的反思，我认为他不一定会实施。更大的影响在于刺激经济，刺激政策一定会在短期内让通货膨胀往上升，失业率会下行，经济增长上行，但是在中长期存在非常大的不确定性。

三、美国通胀率展望

如果用我的通胀模型将能源和食品分拆掉，从现在到 5 年之内，美国核心通胀率市场价格大概在 1.85%左右，现在特朗普上台之前，实际实现的通胀率就在 1.8%-1.9%之间，与 1.85%并没有什么差别；

从 5 年到 10 年的远期通胀率为 2%，从前面的分析，可能 2017 年、2018 年通胀率就可能比 2%高很多；从 10 年 30 年通胀率大概在 2.2%，所以美国通胀率前后有 5-10 个基点的摆动没有什么差别。但是如果中国的四万亿在美国上演的话，通胀率的这条曲线有可能是错误的。因为现在市场上通胀率曲线完全是上扬的，0-5 年最低，5-10 年高一点，10-30 年更高。如果看中国的话，前 5 年是非常高的，5 年之后则变得非常低，实际上是用 5 年的通缩来"还债"，而接下来的通胀水平就不可知了。现在有一个可以考虑的策略是做多 5 年通胀率，做空 10 年的通胀率。时机的问题，我认为可以在 12 月底放量，现在还是观望的状态。

四、问答环节

Q1：您刚才分享了特朗普上台对美国通胀的影响，那么如果按照您的预期来说，美联储加息的节奏是不是比市场预期的快得多？

A1：我认为非常有可能。市场上大家普遍认为的就是利率走的比较快，现在美国 CPI 已经快到 2%了，我觉得到 2017 年、2018 年，只要有任何这种措施实行，CPI 都会超过 2%，这就到了美联储应该加息的时候。我估计在 2017 年美国还会相对谨慎，到了 2018 年美联储看到整个经济增长和通胀的过程以后，可能会真正的发力，所以在 2017 年到 2018 年美联储的价位还是没有到位。

Q2：有一种看法认为美国利率的上行与中国 PPI 转正有关系，您怎么看待这样一种看法？

A2：我认为这个说法很对，美国市场对这个也非常敏感，今年很长一段时间美国 0-5 年通胀率一直在 1.4%-1.5%之间，美国实现的核心通胀率在 1.8%-1.9%之间，也就是说美国 0-5 年的通胀率与现在的通胀率相比要欠缺 40-50 个基点，原因在于当时非常担心中国出事，

包括中国负债过多以及产能过剩问题。在中国的 PPI 慢慢往上走的时候，会看到美国通货膨胀市场价位在往上走。但是关于中国的 PPI 能否接着上行，能够上行到多少的问题，我觉得中国目前去产能问题即使解决了，也不一定存在通胀问题，可能只是缓解了通缩的问题。美国的石油政策还是非常重要的，如果在整个大宗商品中油价压住了，其他大宗商品上涨的幅度就有限了，在大宗商品不上涨的情况下，中国通胀的可能很低。在这种情况下，其实是去掉了左边的尾部风险，但是提右边的尾部风险还为时过早，也就是说中国基本上没有通缩的风险，但是要说通胀，目前还没有到。

Q4： 请教您关于中美可能发生贸易战对美国通胀的影响？

A4： 这是我前面提到的，特朗普提到要对中国加 45%关税。根据高盛的研究，如果真的对中国加 45%的关税，同时对墨西哥加 30%多的关税。第一这是一个前无古人的情况，其二加关税将使美国整个进口价格上涨 10%，高盛预测 PCE 会上涨 60 个基点，从我自己的模型来看也是上涨 60 个基点。但我个人认为贸易战可能性不是那么大，毕竟双方经济依赖性太高了。

Q5： 市场很担心欧洲的风险问题，请问您如何看待欧洲和日本因素对美国明年通胀的影响？

A5： 欧洲通胀市场现在有所反弹，从欧洲央行（ECB）的角度来说，它认为欧洲通胀会有一个上行的过程，但是远远不会达到 2%的价位，在这个情况下欧洲央行（ECB）有相当大的空间，货币政策可以收也可以放。Draghi 在周一的报告中认为现在欧洲很多情况都有改善，通胀率慢慢进入一个上行通道，但是所有的过程都是因为在不断地对市场进行货币政策的刺激。这句话其实讲的非常模糊，因为现在观察的是明年三月前不会减少 QE 力度，三月份之后是继续买还是不买还是买少一点，都很难讲。以前市场关心的是欧洲央行在德国已

经没有足够的债可以买，但是最近债券 sell off 之后，这个问题已经得到了解决。对欧洲而言，有很大的不确定性，我个人的认为是到明年三月份之后，两边都有可能，但是很有可能延后三个月，因为欧洲央行不希望看到长端利率大幅上升，可是也意识到不需要做过多的刺激。我预测可能延后三个月或者将规模从现在的 80 减到 60 或者 50，两者在市场上都是可以接受的。英国是比较有趣的例子，由于英镑贬值之后，市场共识认为明年英国通胀率会回到 2.5%，已经超出了英国银行的限额。英国银行以前一直提会允许通胀适当高出设定的目标，但是由于英镑的走弱，英国银行在最近有一个反转，提出对通胀高出目标的忍耐是有限度的，我认为它针对的是通胀的预期值。市场上认为英国在这轮 QE 之后就结束了，这样的政策英国银行做过很多次，事实上也是市场认定的结果。日本的情况，我认为目前没有什么悬念，它的 QE 是一直存在的。日本的问题不在于通胀，因为通胀在短期内根本不可能到达目标。日本在等待政策刺激开始之后，任何政策刺激都会对利率有上行的压力，日本央行就要保证维持利率在一个下行的稳定的空间，我认为日本是不可能停止 QE 的。

第 111 辑

(2016.12.22)

FinTech：信息社会的金融革命

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

肖风先生，现任中国万向控股有限公司副董事长，有超过 20 年的证券从业经历和资产管理经验。历任深圳康佳电子集团股份有限公司董事会秘书兼股证委员会主任，中国人民银行深圳经济特区分行证券管理处科长、副处长，深圳市证券管理办公室副处长、处长，证管办副主任。1998 年-2011 年任博时基金管理有限公司副董事长、总经理。其创建、管理博时基金的 13 年间，公司管理基金的规模由 1998 年的一只 20 亿规模的封闭式基金，发展到超过 20 只基金产品，规模超过两千亿。2011 年至今任中国万向控股有限公司副董事长；2012 年至今任民生通惠资产管理有限公司董事长，万向信托有限公司董事长；2012 年 4 月起任通联支付网络服务股份有限公司董事长。肖风先生是南开大学经济学博士。

一、FinTech 定义

FinTech 目前为止还没有很规范的定义，我把 FinTech 定义为“一组数字化的技术组合，用于构建基于信息社会架构下的新金融体系”。现在的金融体系是建立在工业社会基础上的，20 年或 30 年以后的金

融体系，和现在的金融体系会是完全不同的，是建立在信息社会架构下的新的金融体系，建造的过程就是 FinTech 发展和成熟的过程，FinTech 是帮助建立信息社会架构上的新金融体系的一系列技术组合。

人类社会的进步划分为农业社会、工业社会，也都一致认为人类社会在向信息社会进化。我把向信息社会的进化形容为数字化迁徙，人类社会从工业社会向信息社会进化实际上是在追求数字化的方法，走向数字空间和虚拟空间。也可以将向信息化社会的迁徙称为人类社会的第二次地理大发现。第一次地理大发现是西班牙人、葡萄牙人通过大西洋发现了新大陆，虽然当时他们的目的是从海上找回重新通往亚洲、尤其是印度的商道，因为土耳其完全穆斯林化以后，欧洲通往亚洲的商道被堵住了。第一次地理大发现是物理空间的地理大发现，信息社会的数字化迁徙是数字空间的地理大发现，基本上可以将其称为人类社会的第二次地理大发现。

信息社会的基础架构和工业社会的基础架构是完全不同的，工业社会是金字塔式的结构，强调控制、标准化、流程和层级。管理学也好，经济学也好，都在探讨矩阵式的，去中心化等等，而这些恰恰是信息社会的特点。信息社会的架构是一个分布式网络结构。关于分布式网络，凯文·凯利在《失控》中有详细的论述，简单地说，分布式网络就是点对点对等网络。分布式网络有两个特点：一是点对点，点对点意味着中间不需要借助第三方；第二个特点是对等网络，点和点之间没有谁控制谁、谁干预谁的关系，是平等的。实际上从有互联网以来，可以看做人类社会在逐渐走向数字化，数字化迁徙已经进行了 20 年甚至 30 年的时间，现在已经在分布式架构之上出现了一些新的经济模式，比如共享经济，Uber、滴滴打车等公司的架构已经不再像工业社会企业金字塔式的架构，而是网状的或者矩阵式的结构，我们把它叫做分布式结构。未来会有更多的组织，不仅商业组织，包括其

他社会组织，会慢慢变成建立在点对点对等网络上的分布式结构。

目前已经看到金融企业出现一些新的雏形，基于信息社会分布式架构来提供金融服务，比如移动支付中的二维码支付，可以通过二维码支付来窥视未来信息社会下新金融的全貌。两三年之前，二维码支付是央行、银联和银行反对的一种支付方式，银联甚至为了对付二维码支付引进了 Apple Pay，Apple Pay 是一种 NFC 近场支付模式。但结果是，二维码支付现在有接近 8 亿人在使用，因为微信支付和支付宝支付几乎都使用二维码支付。银联在前不久发布了二维码支付的标准，从工商银行开始银行纷纷开发自己的数字钱包，支持二维码支付。从政策不允许到最后向市场妥协，可以看到其生命力之顽强。那么二维码支付对银行而言意味着什么呢？我相信大家都看过微信上广为流传的一张照片，大街上一个卖烤红薯的老爷爷在其铁桶上贴着二维码，写着本人支持微信和支付宝收款，实际上这意味着银行的柜台就在烤红薯的铁桶上。一个二维码贴在水果摊位的水果上，就意味着银行的 POS 机在水果上。这是一场革命，预示着将来很多金融机构的物理网点可能会越来越没有价值，同时也意味着金融服务的提供必需做到随时随地、随身随需。我相信数字化技术、FinTech 技术会越来越多地促使着金融服务进行这样的改变，改变到什么程度呢，最终回像二维码支付一样，银行在场景之中，而不是在营业网点里面，包括银行的账户体系，都要开放到场景之中去。这仅仅是一个预示，并不是 FinTech 的全部，十年以后的 FinTech，会在越来越多的方面看到这样的变化。

二、 FinTech 发展的三个阶段

基于我对“FinTech：一组数字化的技术组合，用于构建基于信息社会的新的金融体系”的定义，我将 FinTech 分为三个阶段，即所

谓的 FinTech1.0、FinTech2.0 和 FinTech3.0。

（一）FinTech1.0：金融业的场景革命

FinTech1.0 我将其命名为金融业的场景革命，通俗地说，FinTech1.0 就是国内所讲的互联网金融阶段。

基于这样的看法，我有这样的论点：互联网金融是 FinTech，但是 FinTech 不是互联网金融，FinTech 包含的内容除了互联网金融外还包括其他，而互联网金融只是 FinTech 的一部分。互联网金融是金融业的场景革命，如果没有互联网的场景，很难去做互联网金融，在互联网场景之中自然地渗入金融服务才能称为互联网金融。这句话如何理解，BAT 三家公司不同的场景，导致三家公司的金融能力、金融功能是完全不同的。阿里从电商的场景出发，与金融的需求离得特别近，如果画一个需求漏斗的话，电商完成第一步交易之后，第二步自然就是支付，有支付就有可能产生借贷，有借款自然就产生了征信，所以阿里从电商的场景出发，它的金融能力是最强的，能够构架的金融规模一定是最大的，因此阿里产生了蚂蚁金服。腾讯是一个社交场景，以需求漏斗来看，从社交场景到金融需求有一定的距离，第二、三步甚至第四步才能到达金融需求，腾讯要想在金融上发力必须走不同的路。到目前为止，没有看到在腾讯之下诞生像蚂蚁金服这样的互联网金融。但是腾讯非常有创造力，它发明了微信红包，微信红包一旦发明，微信支付的发展就一发不可收拾，微信红包提供的支付场景，从需求漏斗上看，社交之后第一步就能达到金融服务的场景。所以目前在微信红包带动下的微信支付的支付频率、支付笔数都上升得非常快。另外一方面，随着微信成为超级操作系统，微信成为了很多互联网场景的入口，比如滴滴打车、京东。我做过一个小型的市场调查，大家很少通过滴滴的 APP 去叫车，而是喜欢通过微信的入口进入滴滴去叫车，这可能是未来微信能够实现在金融上的巨大规模的可能途

径。百度搜索产生金融需求中间间隔了三到四步，通过百度搜索产生金融需求，转化到能够提供服务的情形之下可能是完全没有价值的。所以百度在搜索的场景下做金融是一个非常困难的事情，百度进军互联网金融的能力是最弱的。当然它会有另外的机会，比如进入到FinTech2.0人工智能阶段，百度作为以技术推动的公司，借助人工智能技术可能能够成功地切入到信息社会新金融体系中去，成就自己的一番事业。在这里我没有对任何一家公司有褒贬的意思，只是我自己的客观观察，也许会片面。三家公司不同场景的案例，可以看到互联网金融实际上是一场场景革命。仅 BAT 三家公司不同的场景能做的金融服务就完全不一样，更何况没有互联网场景的其他公司或者传统的金融机构。

传统金融业在应对 FinTech1.0 时大概有三种反应：第一种是自身没有互联网场景，因此主动去建设互联网场景，在自建的互联网场景中渗透金融服务。最典型的案例有两个：一是工商银行建立了自己的融 e 行、融 e 购、融 e 联，自建社交场合、电商场合；二是平安集团，建立了平安好车、平安好房、平安好医，也是希望创建一些互联网场景，在互联网场景中渗透平安集团非常强大和专业的金融能力。这是一场伟大的实验，也是一场非常痛苦的实践，会不会成功现在还不好说，同时投入也非常大，是几十亿甚至上百亿的投入。第二种反应是不主动去创建场景，而是融入到互联网场景中去提供金融服务，开放产品体系、开放整个公司，尽量多的去连接市场上的互联网场景、互联网平台，在平台中输出自身的专业能力，提供金融服务。在这方面做的最好的是众安保险，现在接入了大概 300 个互联网平台，在不同的平台上，用该平台的数据，设计适合这个平台的保险产品，并在该平台上销售。如果抽离具体的互联网场景，这个保险产品是没有生命力的，或者说是完全不合适的。比如，在电商的场景中设计了退货运

费险，在商旅场景中设计了航空意外险，在运动社交平台上设计了运动意外险，在小米手机的开屏广告中销售碎屏险。通过涉入不同的场景，用这个场景的数据来设计适合这个场景的产品，我认为传统的金融业不妨去做这样的尝试，这就需要将账户体系、产品体系都开放到这个场景之中。第三种反应是金融互联网，一种说法认为互联网金融应该是金融互联网，而不是互联网金融。二者确实有区别，互联网金融是在 FinTech1.0 互联网金融革命体系下的，而如果将互联网看做一种工具或技术，就是金融互联网，用互联网提升、优化现有的、固有的业务，会起到一定的作用。我前不久参加一个小型论坛，某银行的专家提到，其做过很多客户调查，客户对银行金融服务有很多新需求，例如开户的手续简单一些，支付的效率更快一些，所以可以用互联网技术来改造、优化现有的金融服务。但是，从 FinTech1.0 互联网金融角度来思考这个问题时想到福特汽车创始人福特先生说过一句话，“如果你问客户需要什么样的交通工具，客户说我希望一辆跑的更快的马车”。在汽车没有被发明的情况下做市场调查，客户不会告诉你他需要一辆汽车，99.99%的客户会说现在的马车太慢了，我们需要一辆更快的马车。任何的发明，真正的革命性的创新，一定是天才做到的，而不可能通过市场调查来实现。所以我认为这位专家犯了这样一个错误，如果仅仅从金融互联网的角度来理解是没有错误的，但是如果仅仅从这样的角度去看待 FinTech1.0 金融业的场景革命的意义，可能就小看它了。

这场互联网金融革命，也就是 FinTech1.0 阶段，我认为还在进行当中，但是很快场景革命阶段就会结束，结束在什么时候呢，也许结束就在虚拟现实技术成熟之后。现在所有的 FinTech 都起源于移动互联网，移动互联网使得人同互联网的关系从“上网”变为“在线”，通过手机，人与互联网几乎是 24 小时在线的状态，但是虚拟现实的眼镜，

使得人跟互联网的关系从“在线”变为“在场”，“在场”可能是场景革命的终局。试想一下，随着 VR（虚拟现实）、AR（增强现实）、MR（混合现实）技术成熟之后，银行的 VIP 室将完全没有存在的必要，戴上 VR 眼镜，躺在客厅里面，就能享受身临其境的 VIP 服务。银行的 VIP 室应该是在网上，所有的金融服务都应该“在场化”，金融服务变得更加随身随需，随身随地。在虚拟现实技术成熟之后，FinTech1.0 金融场景革命就结束了，金融业会进入到 FinTech2.0 阶段。

（二）FinTech2.0：金融业的技术革命

FinTech2.0 阶段我将其命名为金融业的技术革命，技术是中立的，技术并不是互联网公司专有的东西，传统金融业也可以去掌握这些技术，既可以通过研发，也可以通过购买，技术不像场景那样只依附在互联网公司。进入到技术革命阶段，技术逻辑如果不和业务逻辑结合，技术逻辑的价值是发挥不出来的。所以，除了要掌握技术逻辑之外，还必须对金融业务逻辑有深刻的理解，只有这样的专才才能把业务逻辑用新的技术来改善、革新。FinTech2.0 阶段给了传统金融机构一个机会，即超越 FinTech1.0 金融场景革命阶段互联网金融企业的优势，建立传统金融机构在信息社会下新金融体系中的优势的机会 。

FinTech 的中心不在硅谷而在纽约，恰恰是因为 FinTech2.0 金融业的技术革命需要业务逻辑的支持，没有业务逻辑的支持不可能有价值，而业务逻辑在纽约，在华尔街。一是，今年在 FinTech 方面的风险投资，大部分发生在纽约而不是在硅谷；二是，区块链最重要的公司或者区块链组织，是建立在纽约而不是在硅谷的。例如全球四十多家银行加入的区块链联盟 R3 在纽约，另外一家很重要的区块链组织 DAH（数字资产集团）也在纽约。三是，华尔街很多重量级人物纷纷跳槽出来创办 FinTech 公司，DAH 的创始人是摩根大通的 CFO，他被称为“CDS 之母”，是 CDS 的发明人。传统的区块链组织包括

R3，几乎全部是从华尔街的公司跳槽出来的人创办的。这些都说明，在 FinTech2.0 阶段传统金融业是有机会重现自己在 FinTech 上的优势，在未来信息社会的新金融体系占有一席之地的。

很遗憾，中国和美国的情况是完全相反的。从去年下半年以来，不断的有消息称，中国的互联网公司或者技术公司，纷纷加大了从传统金融机构聘请业务骨干人才的力度，很多消息都显示互联网公司和技术公司从银行、保险公司或其他金融机构聘请了很多骨干人才、部门主管和业务骨干，却没有消息显示金融机构从互联网公司、技术公司聘请技术骨干人才，这与美国的情况恰恰相反。如果不改变这样的现象的话，很可能之后会演变为，在 FinTech2.0 阶段，中国仍然是互联网公司占据上游、占据先机，而传统的金融业再次落后，一方面是在国内与互联网公司相比处于落后，二是在国际同行之间相比也处于落后。

在 FinTech2.0 阶段，发现全球的监管机关，都表现出非常积极的态度，全球的监管机关在互联网金融阶段都不像在 FinTech2.0 技术革命阶段表现得积极。因为监管机构发现，在 FinTech2.0 阶段，整个金融业切切实实可能会发生很大的变化，金融机构积极地去响应，导致与监管政策产生冲突，金融机构和监管机关之间就会有很多的交流。现在英国金管局、新加坡金管局和澳大利亚的监管机关，包括香港、日本等纷纷都宣布建立 Sand Box 架构，允许 FinTech 公司在某些范围内，加入沙盒机制，在这个机制内允许 FinTech 公司合理冲撞一些政策或法律的灰线，经过 1-2 年的沙盒机制，监管机构观察决定是否颁发牌照，是否修改法律，或者让其关闭，这是监管机关的一个巨大改变。

FinTech2.0 技术革命在应用层面一定是千姿百态，会有各种形态出现，目前大部分解释都是从应用层面，比如有人说 FinTech 是众筹、

支付、P2P 贷款，这些仅仅只是应用层面的。FinTech 最底层的东西是技术，FinTech 在应用上千姿百态，但最核心的技术是两个：一是人工智能，二是区块链。

从技术层面介绍 FinTech 往往会提到云计算、大数据等等，但云计算、大数据仅仅是 FinTech 的中间技术。《浪潮之巅》的作者吴军博士在《智能时代》中提到人工智能时指出，“人工智能即强大的计算能力和海量的数据”，所以云计算也好，大数据也好，都只是产生人工智能的中间技术，最终在 FinTech2.0 技术革命时运用的是人工智能。也有人提出“海量数据+算法+计算能力=人工智能”，这个说法我也同意。在人工智能技术产生到现在，在金融业的应用最热门的是智能投顾，智能投顾在美国和中国都很热，但是中国的智能投顾和美国的智能投顾完全不相同，美国的智能投顾是建立在美国的市场架构、法律架构之上的，而这个法律架构和市场架构在中国是不存在的。首先，在中国，所有的投资者没有个人投资账户，而在美国是有的，即个人的养老金账户；二是中国的养老金账户里面没有钱，因为交纳的养老金被政府用于支付现在已经退休的人的养老金；第三，即使养老金账户有钱，个人也没有投资选择权，社保账户中的钱的管理者是社保局，由社保局决定投资什么；企业年金个人也没有投资选择权，企业年金是由企业年金理事会来负责投资选择的。在这种情况下，美国的智能投顾在中国失去了市场机会，也失去了法律基础。中国的智能投顾如何做呢，大家也都在探讨，但可以肯定得是，不会是美国模式。

FinTech2.0 另外一个技术是区块链，有很多书都介绍区块链技术。区块链技术最核心的是三个东西：一是分布式总账记账方法，二是密码学算法，三是可编程性。区块链是一种新的记账方法，人类社会的记账方法已经有三四百年没有变化了，目前为止使用的传统的记账方法是复式记账法，由借方（资产方）和贷方（负债方）组成，复式记

账法是意大利人发明的，在几百年时间基本上没有太大的变化，区块链第一次给记账方法带来了巨大的变化，叫做分布式总账。分布式总账和复式记账法最大的不同在于，复式记账法是各自记各自的账，分布式总账是在一个账本上记账。复式记账法下，各自记各自的账，所以信息流和资金流是分离的，信息是不对称的，例如一笔账涉及到五家银行，这五家银行要将这笔账确认好需要时间和强大的后台，但是分布式总账都在一本账上记账，信息流和资金流就合二为一，此时整个资金的清算模式就完全被改变，这会导致金融业发生很大的变化。分布式总账记账法由原来各自记各自的账转变为一个账本上记账，共享一个账本是最大的改变。区块链技术的第二个改变是，用数学算法取代很多中介功能，比如，目前转账需要银行或其他金融机构担任信用中介，在区块链技术中，由一套数学算法来取代信用中介，起到信用保障的作用，这是人类社会上第一次将密码学算法引入到金融交易中来。密码学已经是一门很成熟的学科，但是在没有区块链技术以前，密码学大部分用作通讯加密，区块链技术使用密码学的一些算法取代现实中信用中介作用。区块链技术中两个最核心的密码学算法，一是共识算法，二是加密算法。共识算法，用来确定记账方式；加密算法，用来对账户信息进行隐私保护、安全保障，两大核心算法驱动整个区块链技术的运行。区块链技术第三个比较核心的改变是可编程性，可编程就使得金融交易可以由计算机程序自我执行。比如，中国人民银行最近一直在探讨发行数字货币的可能性，央行要把法币数字化。现在货币发行已经电子化，效率很高、成本也很低，为什么还要研究从电子货币走向数字货币呢，央行发行数字货币的唯一的理由是电子货币不具有可编程性，不可能对每一元电子货币进行标色，进而追踪其流向，规定其使用范围；而像比特币这样的数字货币，可以对任何一个数字货币进行编程，通过一段代码来约束它的流向和使用范围。如

果央行的货币发行进入到数字货币阶段，央行的货币政策就可以实行得更精准，可以对货币进行编程，如果央行要限制资金流向房地产，经过编程的货币就会自动识别银行账号，资金基本上很难流向房地产企业。

区块链技术发展有三个阶段，第一个阶段是一些技术极客用社区的方法发展区块链技术。任何的发明创造一定是天才做出来的，不可能是任何公司或通过市场调查做出来的，区块链技术也如此，一帮天才的技术极客们受比较强烈的价值观的驱使创造出了区块链。什么价值观呢，就是哈耶克在《货币的非国家化》中提到的无政府主义自由派思想，在虚拟世界建立一个完全去中心的虚拟社区，货币的发行不需要央行，任何的金融交易不需要金融中介，比特币、区块链就是在这样的价值观下发明出来的。第一个阶段的好处是发明了新技术、新东西，坏处是仅以社区的方式在运作，比特币、区块链现有的架构如果仅仅以社区的方式运作已经足够，但是要运用到现实的金融环境当中，技术的性能和算法上就无法满足。如果停留在第一个阶段，区块链技术要走到金融运用还需要漫长的道路。现在区块链技术进入了第二个阶段，一些非常著名的技术公司开始介入到区块链技术中，比如IBM、微软、英特尔，技术公司纷纷投入很大的资源用于研发，加速区块链技术的成熟。技术公司的一个特点是使用开源基金会的方式，他们的加入无疑会加快区块链技术的成熟速度，在区块链技术的工程化、产品化和应用上速度会大大加快。原来预计会在3-5年之后才能出现一些应用，因为有微软、IBM等技术公司的加入，进程已经加快，预计在明年6月份以后，就会不断地出现一些区块链技术在金融行业的应用。第三个阶段即商业应用阶段，目前还没有进入这个阶段，在真实的生产环境中的应用在明年6月份以后会陆续看到，区块链技术就进入了商业应用阶段，这需要借助技术极客的发明创造和技术公司

的产品化、工程化。

（三）FinTech3.0：金融业的模式革命

我将 FinTech3.0 命名为金融业的模式革命，即金融业商业模式的改变。到目前为止，这个阶段还没有来到，但已经初露端倪，比如前面提到的二维码支付，可以看到未来金融可能是什么样的。通过二维码支付的案例，我有一个观察性的结论，不是在严格证据推理下的结论，未来的金融体系，可能会形成类似现在微信和中国移动的关系。中国移动提供电信营运服务需要牌照，银行等传统金融机构运营也需要牌照，可是现在我们越来越少使用电话号码，越来越多地使用微信号来建立联系，越来越多的终端用户被互联网公司所劫持，最后，微信当然是在电信营运商的移动通信网络上运行的，但是电信营运商已经沦为底层，成为一个管道，与终端客户离得越来越远，客户越来越脱离电信运营商的账户体系、号码控制。电信营运商能够分到流量费，但是对终端客户的控制就失去了。未来的银行可能也类似现在的电信营运商，作为持牌机构，接收存款并以资金池的方式发放贷款，必然受到最严格的监管，但是很可能成为资金的提供方，逐渐下沉，成为新金融体系中的基础设施和资金管道，而客户被互联网公司和各种技术公司所劫持，10 年之后也许这个趋势会更加明显。

我所描述的 FinTech3.0 可能带来的商业模式上的变化，是一种观察和预判，是否真的会发生，还不能完全确定。因为没有人能够清晰地描述 10 年、20 年甚至 30 年之后才会发生的变化。虽然不能描述完整的框架，但是未来的模式革命可能在 6 个方向上带来变化：一是金融业的底层通讯技术，会从现在基于电信通讯的网络转移到互联网 IC 通讯网络，只有在 IC 通讯网络上才能做到服务的“在线”和“在场”；二是基于分布式网络的点到点、端到端、P2P 的金融服务，确确实实在某种程度上金融脱媒会更彻底，去中介会变得更彻底；三是基于互

联网场景中的随时随地、随身随需的金融服务，金融机构就在手机里，就在身边，客户在哪儿金融机构就应该在哪儿，金融服务应该嵌入到场景之中；第四是人工智能技术下的智能化金融服务；第五是数字化技术下的普惠金融、人人金融，数字化技术确实能够降低金融业的成本，可以使得以前由于成本问题无法提供金融服务的人享受到金融服务，比如手机钱包，例如在肯尼亚以前因为成本问题无法提供服务，现在通过手机短信能够提供简单的支付、汇兑等金融服务；第六是信息社会下的新金融，建立在区块链技术上的价值互联网，将来可以在互联网上，像现在处理信息一样，简单、方便地处理资金，包括支付、汇兑、交易等等，在 FinTech3.0 以前的信息互联网，重要的是发展一整套互联网技术来解决信息的传输、处理问题，区块链技术是解决资金或者价值物在互联网上的传递、处理、存储问题。

总结来看，在工业社会金字塔架构下形成的金融服务模式，是中心化的、标准化的、流程化的和程序化的服务模式，会演变成信息社会分布式架构下的新的金融服务模式，即分布式的、场景化的、数字化的服务模式。当信息社会建成以后，人类的财富结构也会发生很大的变化，信息社会的新的财富结构是比特结构的，工业社会的财富结构是原子结构的，例如土地，是具有物理属性的，二者相加才会形成人类新的财富体系。孙正义在前不久的演讲上作出一个预言我十分赞同，他提出未来人类社会的数字资产会大于我们现有的物质资产，工业社会原子结构的财富已经基本形成，但是信息社会产生的比特结构的财富会远远大于工业社会原子结构的财富。在人类社会第二次地理大发现之后，人类社会在数字空间里面也许能够创造更多的、数倍甚至数十倍于现有财富当量的新的财富。

三、问答环节

Q1：肖总刚刚提到 FinTech2.0 时，认为中美存在一些差异，中国还停留在 1.0 的阶段，能否请您分析一下目前这种差异或者说我们相对处在劣势的原因？

A1：这种差异发生在中美传统金融机构之间，在 FinTech2.0 阶段，美国传统金融机构反映非常热烈；在同样背景之下，中国传统金融机构反映非常冷淡。中国与美国是反过来的情况，中国互联网公司反应很热烈，互联网公司从传统金融机构挖人，但是到目前为止，传统金融机构还是无动于衷的状态。美国传统金融机构，在做这几件事：一是大量的人员在创业；二是所有的银行都成立了自己的创新实验室，尤其是建立了自己的区块链实验室；三是银行都用自有资金成立了自己的投资基金，去投资创业公司；四是当一些 FinTech 创业公司业务或者技术相对比较成型的时候，银行直接进行收购。可是在中国，没有任何一家金融机构成立自己的实验室或者去投资、收购，或者从互联网公司和技术公司聘请一些业务骨干，这与我们金融机构整体还是国有有很大关系，毕竟在目前去投资或者收购一家 FinTech 公司，关于如何估值等等，都要承担很大的责任。同时，以传统金融机构目前的激励机制，几乎不可能从互联网公司聘请到人，既支付不了很高的薪水，也不能给予股权激励。这是整个国有体制造成的，而不是金融机构自身造成的，不是金融机构不想做这些事，而是受到机制的约束。

Q2：我们金融行业本身是不是对 FinTech 有一些误解，因为过去看到的互联网金融的创新更多的是集中从监管套利方面入手，比如 P2P 也给整个行业带来了一些风险和隐患，请问您怎么看未来 FinTech 在中国的应用和发展？

A2：我认为你说的很对，很多人假借新技术、创新的名义来做一些名不符实的事情，比如像 P2P 网贷，有 5800 多家注册的 P2P 公司，运行的有 2500 多家，可是真正有互联网场景的公司没有几家，

真正以技术驱动业务的更少，这是在中国存在的一个问题。一些人假借名义做名不符实的事情比较多，容易把一些好的东西做歪了，确实存在这样的现象。

Q3：请问证券行业如何迎接 FinTech 未来的挑战，我们目前初步看到有智能投顾，接下来您认为还会向证券行业的哪些领域渗透，证券公司应该如何把握这样的机遇？

A3：FinTech 对证券行业的影响我认为有两个方面：一是人工智能方面，现在看到的智能投顾，在中国做法肯定会不同，但智能投顾在中国肯定是有用的；除了智能投顾之外，也会影响证券研究，目前在美国有两类，一类是智能投顾，另外还有 Pencil 这样的公司，来做证券投资方面的研究。二是区块链技术给证券交易和证券结算带来很大的变化，在区块链技术得到成熟，性能得到优化之后，金融交易可以由智能合约自动执行，尤其是一些场外交易品种，用区块链技术或者分布式杠杆技术，会比现有的情况要好得多，不管从效率还是风险控制角度来讲。包括这段时间债券交易方面的问题，区块链技术会带来很彻底的改变。

Q4：现在市场上有一个现象非常热，就是消费金融，一些互联网公司也开始做一些相关的产品，请问您怎么看待消费金融与 FinTech 的交结和运用？

A4：我对它们的具体做法了解不是很多，但是像微粒贷我也了解一些，他们做的很好，平均贷款 8000 元，余额大约有 400 多亿，坏账率极低，只有千分之几。消费金融我认为也是一样的，有互联网场景的那些公司会慢慢占领市场，没有互联网场景的公司对整个过程无法控制，无法实现信息对称，因此坏账率就会高，而有互联网场景的公司做消费金融坏账率就会小很多。我认为随着发展，在消费金融领域，最终传统金融机构会被新技术公司、互联网公司所取代，这也

就迎合了我前面关于 FinTech 技术 3.0 的预测，银行或者接收存款的这些金融机构会沦为管道，消费金融的这些终端客户被互联网公司或者技术公司劫持，由他们去发放贷款，钱通过资产证券化、金融资产交易平台或其他途径还是归银行，但针对个人提供服务的过程被互联网公司或技术公司劫持。这就类似微信提供服务的过程，嫁接在中国移动上面，但是客户仍然是微信的，而不是中国移动的。这是我观察目前消费金融，谁更有能力、谁没有能力，谁能做的好、谁做不好，谁的坏账率高、谁的坏账率低之后得出的一个观察，因为这样一个观察我更加坚信持牌的金融机构，很大程度上会变成管道，变成资金的提供方，因为毕竟汇集资金是需要监管、需要持牌的，但是消费金融，牌照的管制就会小很多。

Q5：我们知道您既是区块链技术的研究者，更是区块链的实践者，您在国内外也投资了不少类似的企业，请问您在投资区块链企业的时候选择的标准是什么？

A5：我们以财务投资的方式选择投资一些区块链创业公司，一般不会超过 10%的股份，但是我们想要达到的第一个目的并不是财务回报，而是战略协同，这可能是我们做区块链投资比较特别的地方，财务回报也会考虑，但不是第一位的考虑因素。因为我们不是一个纯粹的 VC 基金，整个 5000 万全部是由万向提供的，所以我们是以财务投资的方式首先达到战略协同的目标，其次才是财务回报。这是在全球做区块链投资的基金中独一无二的做法。基于我们目前对区块链行业发展趋势的一个看法，我们会选择那些将来能够成熟，有可能对中国区块链技术应用有帮助的企业。一是其技术对全球区块链技术成熟有很大的推动的企业；二是其技术与我们明后年在中国应用层面想做的事情有帮助的企业。从一个 VC 基金的角度，我们也会从财务角度去看其他的因素，但是更重要的我们看的是以上两点。国内投资的

公司毋庸置疑，我们会协同起来做一些事情；在海外投资的公司的中国办公室就设在我们自己的办公楼里，给他们提供办公的地方，带他们签客户，一起讨论。比如万向有自己的保险公司，有很多区块链的应用场景，投资的海外公司已经有很成熟的技术的，我们也会邀请他们加入进来一起做研究、开发。

第 112 辑

(2017.1.24)

在混沌中演进:

特朗普新政对中国跨境投资的挑战与机遇

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

初放博士，目前是总部位于纽约的投行KC Group凯初合创集团CEO，该公司专注跨境并购以及家族投资业务。初放博士曾担任纽约知名房地产私募基金罗森合伙人公司资深投资分析师，参与管理其十亿美元房地产基金。初放博士本科毕业于天津大学，后在美国新泽西理工大学获得博士学位，并被该校校长及教务长于 2012 年任命为顾问委员会理事（Board of Visitors)。初放博士还担任波士顿学院 Boston College 客座教授，以及全球事务硕士项目顾问委员会成员。初博士热衷公益，现担任总部位于华盛顿 DC 的国际领袖基金会（International Leadership Foundation)顾问以及总部位于麻省剑桥的治理研究院（Governance Institute)的董事。除此之外，初博士还深入研究美国各个少数族裔的发展历程，有译著《犹太人的大梦想》（2011），并曾协调并参与美国犹太裔领袖与前总统奥巴马，前国务卿希拉里，现任参议院少数党领袖舒默及新入职总统特朗普等的私人会面。

今天我演讲的题目是“在混沌中演进：特朗普新政对中国跨境投资的挑战与机遇”，希望通过这次演讲和分享，为中资在新的一年在全球的跨境投资和并购战略提供一个新的视角。

先介绍一下我的个人背景，我现在在做的跨境投资分析公司，已经有两年多的时间，合作伙伴是美国通用汽车创始人家族办公室，希望通过在欧美的一些知名家族的资源为中资企业在美国和欧洲的跨境并购和投资做好服务。在此之前，我主要是给一家犹太裔的家族办公室工作，除了管理一只地产基金之外，工作四年最大的收获是真正了解了美国犹太裔二战以后，从社会的边缘走入社会的主流并取得空前的成功，能够亲身体会并参与到他们跟美国主流政治的融合和互动之中，尤其包括 2012 年奥巴马总统第二次选举期间，在 2012 年的 5 月份左右，当时奥巴马总统与罗姆尼的竞选进入白热化，奥巴马遇到比较大的资金上的困难，曾经一个月之内三次来到纽约，其中两次是来到之前的老板的家里面，希望能够借助他的平台与犹太裔进行一个深入的交流，并且进行筹款。2014 年希拉里从国务卿的位置下来以后，第一次参加公众的活动并被授予终身成就奖，也是由一个犹太裔的组织颁发的。在这期间，美国国会主要议员的选举，我也都有参与。也正因为这样的积累，在 2014 年年初的时候，国内一位重要的地产投资人来美国希望跟特朗普进行交流，那时候大家可能都不会想到，在美国纽约前二十都排不进的地产商，日后会去参加美国总统竞选并且获得成功。国内的地产投资人通过我和特朗普律师的安排，和特朗普在他 26 楼的办公室进行了会面，两人会面谈了苏格兰高尔夫球场的收购事宜。在 2015 到 2016 年，我曾经帮助香港的一家上市公司聘请了其公司的国际顾问委员会委员，帮助其发展在美国的业务，该委员会委员后来成为特朗普过渡委员会的核心成员。我想通过我的个人

经历以及在美国这些年的积累，能够为大家提供一个不一样的视角，来看待美国新的政权对中资企业在美国乃至全世界范围内的投资，会产生哪些影响。

今天的演讲会分为三个部分：第一部分从地缘政治的角度来看待2016 年跨境投资中最大的风险，也是大家最容易忽视的一个风险，就是信息的不对称和虚假信息的泛滥；第二部分对特朗普的政策及其施政团队进行深入的分析，从美国的角度，给大家提供一个参考和借鉴；第三部分做出总结并展望 2017 年跨境投资可能遇到的挑战和机遇。

一、2016 年跨境投资风险：信息不对称和虚假信息泛滥

各位金融界或者投资界的高管，自己或者客户都有走出去的需求，走出去不仅仅是自身的需求，也是社会的责任。一方面是中国产业升级的需求，另外一方面也是中国企业需要获得全球的品牌认可和全球的渠道。2016 年，我一共回国十次，基本上走遍了中国三个大的经济圈，京津冀、长三角和珠三角，比较深入地跟有意向走出去的企业进行过交流，甚至也帮他们做过一些辅导。走出去的趋势是势不可挡的，也比较符合经济转型的实际需求。

（一）信息不对称和虚假信息泛滥对投资的影响

2016 年走出去的挑战有哪些，国内很多分析的文章谈论最多的是三个字：黑天鹅，表达的是 2016 年是很特殊的一年，出现了很多不可知、不可预测也不可控制的事件，对全球资产配置以及投资策略的制定提出了很多新的挑战。除此之外，还有一个问题也困扰着很多投资人，比较少地被国内的分析师和经济学家做深入的总结和分析，就是信息不对称和虚假信息泛滥的问题。这与黑天鹅带来的挑战相反，它是可知、可预测和可控制的，但问题在于没有被提升到重视的程度。

我现在举两个例子来证明信息不对称和虚假信息会对大家的判断造成比较大的困扰。

第一个案例是在 2016 年 6 月份美国大选期间，国内一位很知名的投资人给我打电话并发微信，希望我能够确认希拉里有没有雇凶杀人。因为他读了很多在微信上转载的文章，文章传言希拉里的 7 位朋友已经失踪，与希拉里雇凶杀人有关。我们查找了很多资料来回答国内这位知名投资者的疑问，很快又有大量的新的、更加具有戏剧性的信息出现，很快这个信息就被淹没。第二个案例是在 2016 年的 12 月份大选结束以后，美国北卡的一位先生在选举之后开车带着两只枪，一只长枪一只短枪，荷枪实弹闯入美国华盛顿的一家披萨店，准备去解救被希拉里及其同党关着的数位儿童的性奴，差点造成了重大的人员伤亡，并造成了华盛顿地区的全面封锁。这两个新闻在美国的 Facebook 和国内的微信上广为流传，不仅在社交平台上广为宣传，甚至被美国新任的国家安全事务顾问迈克尔·弗林（Michael Flynn）将军在帮特朗普助选的时候反复提及。

信息不对称和虚假信息的泛滥在美国已经引发了比较大的争议，官方和 Facebook 都做出了一系列的反应。官方层面，美国参议院共和党的两位军事委员会的最高领袖——McCain 和 Graham 的主持下，美国参议院正在督促情报部门进一步调查俄罗斯介入美国大选的影响，最重要的是俄罗斯是美国虚假信息泛滥的主要祸源。民间层面，Facebook 在美国政府和媒体的压力下，开始实施一系列的自我监督、自我规范的做法。在德国，Facebook 已经受到了政府的威胁，如果因为虚假消息泛滥影响德国接下来的选举，将会受到严惩，包括罚款，甚至肇事者会受到刑事处罚。美国国内对虚假消息的重视程度，上至参议院，下至 Facebook 本身，已经开始做深刻的反省。暂且不管虚假消息和信息不对称对美国大选有多大的影响，至少美国已经将这个

问题提升到一个很高的高度。

同一时间，在国内的社交媒体和新闻上也有大量的虚假新闻，很多都不是原创而是翻译的，虚假新闻看上去更具有戏剧性，所以流传甚广，很多知名的投资人在也很难判断消息的真伪，因此在美国的布局也受到一些影响。除此之外，微信上的假消息也影响到了美国华人选民的选举取向。目前还没有数据的支持，但在相对较小的区域范围内，至少在纽约、新泽西一带，影响力还是比较大的。这个问题不解决好，将会进一步困扰投资人在美国和世界其他地方投资做出判断。

（二）信息不对称和虚假信息的应对：保持信息渠道的平衡和利益共同体

如何解决这一问题，从美国这次大选来看，美国的主流媒体已经受到了空前的挑战，首先是反应过慢。后来我与国内一些在美国投资的投资人交流，社交媒体上的一些假新闻之所以没有在主流媒体上得到一一的反馈或者批判，一方面说明主流媒体确实反应比较慢，它们是可推敲、可追溯的信息源，同时它们又具有数十年的品牌需要维护，所以在每做出一个决定，或者发一篇文章的时候，会有很多方面需要平衡。所以在做信息收集的时候，在信息渠道方面需要保持相应的平衡，需要掌握美国从左派到右派主要的新闻接口，左派例如纽约时报，右派例如福克斯、华盛顿邮报。国内媒体在讲述美国的大选或者政治新闻时，援引了 Breitbart 这个网站的新闻，这其实挺让人瞠目结舌的，虽然特朗普当选之后，Breitbart 网站的主编成为了白宫的一个主要参谋官，但事实上这个网站的新闻常常是经不起推敲的。

同时，特朗普整个跟新闻传播相关的团队，在处理所谓的事实方面，总有一些保留。最新的一个案例是，特朗普的新闻官跟美国的主流媒体在唇枪舌战，在争论就职典礼当天到场群众人数是否有四年前奥巴马就职时多。通过画面大家也似乎也可判断大概是四年前的三分

之一。特朗普比较核心的一个联络官 Kellyanne Conway 称这为一个另类事实（alternative facts），换言之，他不承认自己说谎，也不承认新闻官说了谎。所以在新一届政府当选以后，如果直接从他们的嘴里，不管是推特还是新闻发布会也好，获得的信息还不足以让我们认可的话，扩大信息渠道，掌握信息渠道的平衡是非常重要的。当然如果美国的总统和新闻官罔顾事实，进一步相信所谓的另类事实的话，那么美国在世界上所积累的诚信将会遇到比较大的挑战和打击。

除了新闻媒体以外，还需要通过什么渠道来获得信息？从我跟犹太人打交道来看，他们的经验是需要和一些大家族，需要和两党的一些真正的金主有一定程度的沟通，甚至在进行一些重大的交易和投资决策之前，能够形成所谓的利益共同体。在民主党的背后，主要的支持圈子无非是金融、媒体和高科技，主要分布在美国的东北部和美国西海岸。从族裔来讲，少数族裔固然是他们的主要支持者，其中最有影响力、最有号召力以及组织能力最强的莫过于犹太裔。从犹太裔两次支持奥巴马大选的数据来看，第一次是 76%支持奥巴马，第二次是 70%，也占到大多数。支持的力度有多大，举个例子，我创办新公司之前就职的公司的老板支持民主党，每年可以达到五百万美元以上的支持力度，他在获得信息、掌握信息以及做一些政策判断方面会有比较大的优势。巴菲特的合作伙伴查理·芒格的儿子飞利浦·芒格在给美国民主党在此次大选期间总共捐款超过 1300 万美元，他对整个美国民主党的布局以及如果希拉里当选后每个重要位置的安排都会有比较好的预判断，这对于掌握信息会有比较大的帮助。共和党背后的支持者，从行业的分布来看主要是美国的传统工业、传统农业；从意识形态的分布来看主要是自由意志主义，其中的代表是 Koch brother，Koch brother 是 Charles and David Koch，是美国第二大私人控股集团的实际控制人，Koch brother 在支持共和党方面是不遗余力的，从他

们父亲一代到现在大概花了十数亿美元来支持共和党的一些主张，不光是党内的选举，还包括智库的建立、一些学校的研究项目，大家比较熟悉的美国传统基金会（Heritage Foundation）、卡托研究会（Cato Institute）都是他们力主支持的。有意思的是 Koch brother 本身对特朗普并不感冒，虽然他们是美国共和党的主要支持者，在 2016 年 12 月的时候，因为 Koch brother 本身对特朗普并不够支持，同时因为他们的其中一个朋友是在 1993 年写过特朗普的丑事的一个作者，他们在特朗普的一个高尔夫球场打球的时候被特朗普发现了并被赶出去，可见特朗普是一个睚眦必报的人。这些家族通过对政治的影响或者对信息获得的主要渠道甚至影响或者控制一些核心的智库以及在国会里面相应的代表，来获得信息。特朗普背后的金主是谁呢，是不是他自己在支持自己的大选呢，答案是一方面他应该没有那么多钱，第二方面，即便他有也不会出那么多钱来支持自己的大选，与投资一样，需要一些投资人，可以最大程度地分担他的风险。关于他背后的金主，前段时间华尔街日报做过一个比较深入的分析，主要是 Renaissance Technologies——美国很著名的在长岛的对冲基金的 CEO——Robert Mercer 及其女儿是最主要的金主，另外他在拉斯维加斯的一个朋友，同时也是美国共和党长期的主要支持者谢尔登·阿德尔森（Sheldon Adelson），金沙集团的创办人也是特朗普背后的主要金主。

二、特朗普新政及其国际政策团队核心成员分析

首先，特朗普团队的特色是，他们希望在短时间内进行集权，通过白宫的一个小圈子来进行决策，尽可能绕过美国的民主体制，这也比较符合纽约地产商特殊的商业群体的特色，同时也有比较强烈的家族管理的特色，也是近几十年来研究美国政治的过程中没有观察到的，属于特朗普本人特色的做事方式。特朗普的特色管理在美国国内和国

际上会遇到什么样的牵制呢？

（一）特朗普团队在国内政策上受到民主党和共和党的钳制

在美国国内，分权的设置相对比较有效，虽然目前美国国会参众两院受共和党的控制，但事实上在参议院里面，共和党领先的席位不多，而且未来中期选取以后可能有进一步的调整。即便是现在，民主党甚至共和党本身的不同派别对特朗普小圈子的决策机制也会形成一个相对比较有效的牵制。

从民主党来看，目前提名的内阁成员遇到一个比较大的阻力，接下来阻力比较大的可能是对最高法院大法官的提名，事实上在特朗普宣誓就职的时候，只有一位至两位实际上被通过的内阁成员，是美国的国防部长和国土安全部的部长，这是民主党在提名名单上民主党对特朗普的钳制。

共和党本身对特朗普管理方式的钳制主要通过两个层面，一个层面是共和党党内对特朗普与俄罗斯和普金眉来眼去的关系一直不满，主要代表人物是共和党元老级的大佬 McCain 和 Graham，同时他们也是军事委员会的主席，也是主持目前美国国会对特朗普与俄罗斯的关系的调查工作；另外一方面，是特朗普目前已经被确认的内阁成员，国防部长 Mattis。Mattis 是比较有个性的，同时比较职业的一个军人，66 岁，终身未娶，而且在军方的影响力非常大，比较受尊敬。虽然他是被特朗普提名的，但是目前两人的关系遇到比较大的障碍，主要是特朗普本身也是非常有个性的，希望通过小圈子直接作出决策，因此在提名美国陆军总长的时候没有与 Mattis，真正的军方将领进行沟通。以小见大，特朗普在做很多提名决策时候，因为对美国政治体制的不了解，将会遇到比较大的挫折。除此之外，众议院的议长 Paul Ryan 跟特朗普也是貌合神离的关系。

因为不管是民主党对特朗普的钳制，还是共和党党内不同派别包

括他自己提名的内阁成员对特朗普的钳制，可以预测特朗普在国内的政策方面将趋向于共和党建制派的主张。换言之，特朗普自己能做的、施展拳脚的空间有限。共和党建制派的主张包括哪些呢？大家常听到的就是减税和去监管，这在小布什时期也得到很大程度的体现。

在国际上的情况是比较让人担忧的一点，因为美国在做权利制约分配的时候，没有考虑到对外的政策，或者在当时也不需要考虑对外的政策。因此，特朗普团队在做国际政策制定时遇到的钳制相对比较少，或者说遇到的钳制不够有效。从民主党和共和党两个方面来看，民主党因为在国内的人事与政策方面与特朗普有诸多的对峙，但是因为这样的对峙会影响到实际工作的开展，据我们的判断，这不是民主党的初衷，所以民主党会在某些问题上对特朗普做出妥协、进行交易。在国内政策问题上二者一直是针锋相对的，在国际问题上，在未来的一些外交问题上，民主党有可能做出一些妥协，其中的代表人物就是Chuck Schumer，舒默目前是参议院少数党领袖，也是纽约州的参议员，非常资深，他是民主党党内批评中国声音最大的人，如果特朗普可以与民主党做一些交易的话，那么舒默将是他的一个交易对象，交易的方式和实际的交易内容，很有可能是对华政策。至少从目前掌握的信息来看，舒默在特朗普准备对华发动贸易战的问题上似乎是支持的态度，也符合他一贯的主张。共和党党内对特朗普的钳制，共和党党内的建制派也在与特朗普做一些交易，主要是在人事和政策方面。同时还要考虑这些议员背后的金主本身的影响力，很多时候金主的需求很大程度上能够在讨价还价的过程中体现出来。比如我们看到的特朗普与蔡英文关于台湾问题的通话，后来事实证明是美国共和党的一些核心人士对台湾的布局做了几周甚至上月的准备，最核心的人物是共和党大会前任主席、现任特朗普首席幕僚长，他是与台湾蔡英文对话的主要设计者；同时他背后还有一位比较资深的共和党人士，在很

长一段时间内从台湾获得了大量的好处。同时在贸易的问题上，还有一批共和党的人准备跟中国进行比较激烈的交涉，也是受到了背后的一些金主的怂恿。

（二）特朗普国际政策团队主要成员分析

目前特朗普的国际政策团队包括以下几位：一是特朗普的首席幕僚长，共和党的前首席 Reince Priebus，他在台湾问题上扮演者举足轻重的角色。早在 2015 年 10 月，在蔡英文当选之前，他就曾经到台湾访问过，并跟蔡英文深入交流，包括他其中一个资深参谋在台湾挣了很多年的钱。所以在特朗普跟蔡英文通话这件事情上的判断是，特朗普可能不见得意识到台湾问题对中国有多么的严重，或者通话后会引发多大的外交冲突，但是很明显的是，他周围资深的顾问或者幕僚成员，充分利用了这一点，实现了自己利益的最大化。第二位国际政策的主要成员是 Steve Bannon，满嘴跑火车但是对特朗普忠心不二的 Breitbart 新闻网站的 CEO、主编，他是白人至上主义者，他的一些政策主张是保护美国国内白人利益的主要推手，同时在国际上是具有孤立主义倾向的一位参谋；第三位是特朗普团队比较核心的成员，也是每当特朗普签订一个新的总统令时站在特朗普左手边最近的一位，也是在白宫办公室离特朗普最近的一位，是特朗普最信任的家人之一，特朗普的女婿 Jared Kushner。Jared Kushner 本身成长于新泽西比较正统的一个犹太人家族，他的政治主张对未来美国国际政策的影响，目前来看主要是中东的局势，他是美国大使馆从特拉维夫搬到耶路撒冷的主要推手，将会在中东地区埋下祸根。第四位是迈克尔·弗林（Michael Flynn），是美国一位退休将军，担任过俄罗斯等其他地区的顾问，他也曾经被拍到与普金走的非常近，在给特朗普助选的时候也是不遗余力，当然他说话也常常是完全不着调，他目前跟俄罗斯的关系已经被美国的情报部门作为主要的调查对象。目前他是特朗普

内阁国家安全事务顾问，换言之他不需要美国国会的审批，所以他的危害可能会比较大。目前从地缘政治的角度来看，美国跟俄罗斯走得太近，同时把中国作为假想敌的话，这将会对世界格局动荡造成很大的影响。第五位目前还没有被参议院批准，但很有可能会被批准的美国国务卿候选人、埃克森美孚的 CEO Rex Tillerson，现在与美国不管是民主党还是共和党的一些精英家族交流的感受来讲，大家都觉得如果说有机会能跟中国交好，整个国际政策团队里面，只有国务卿这个人的背景是最有可能实现这个目标的，但是从目前他在参议院问询时候的表态跟特朗普对中国的态度是如出一辙，甚至更加地直白。他是否能够作为跟中国交好的一个推手取决于很多方面，其中很大程度取决于他对中国有多少了解，从他本身背景来讲，与俄罗斯更近，对俄罗斯了解更深。换言之，特朗普团队里面至少有三位是愿意去主导美国与俄罗斯下一步交好的关系的。第六位是 James Mattis，外号“疯狗”，目前特朗普内阁已经被确认的成员国防部长。他在 2004 年的时候主导过伊拉克战争，他本人其实温文尔雅，同时也是一位非常职业的军人，66 岁终身未娶，把一生奉献给国家。他的外号的来源是因为他做事非常决断，非常有原则，2004 年在伊拉克的一次扫荡中，当时跟伊拉克的军队相遇，他为了能够尽可能地避免人员伤亡，带着一小部分的亲军跟伊拉克的叛军直接去交流，当时他给对方提出的条件是，如果对方不说谎的话，他们会尽可能保住老弱妇孺，但是如果对方有任何误导他们的嫌疑的话，他将一个不保留。最后的结果是他得到了“疯狗”这个外号，同时这个地方也被铲除得一干二净。最后一位核心成员是 Peter Navarro，也出版了一系列的书，当然主要是针对中国的。这一系列的人组成了特朗普国际政策的核心团队，据我们掌握的信息来看，其实最有可能成为中美之间一个刹车器的我认为反而是被称为“疯狗”的国防部长，这是很让人遗憾的一件事情，至少他经历过

战争，他不希望用战争或其他极端的方式来解决两国的冲突问题。

（三）特朗普团队国际政策分析

特朗普团队希望执行的国际政策总结起来四个字：美国优先（America First）。很多人将其作为新的潮流，觉得可能是全球化发展到一定程度造成的一个必然结果，但其实追根溯源，美国唯先的政策是有其历史的，也不是一个新的政策，早在 30 年代中期的时候，Charles Lindbergh 组成了一个美国唯先委员会，当时的主张参与到战争了里面去，同时也反犹太，甚至在一定程度上尊崇德国的集权。在当时的委员会里面，汇聚了美国很多的大家族和大企业主，其中也包括后来成为肯尼迪总统的父亲。当时为什么会有这样的主张，其实与现在有异曲同工之处，美国有一批这样的企业家或者富人认为，如果美国参战或者卷入其他地区的冲突的话，将会在很大程度上影响到他们实际的利益，比如在二战期间如果参战，如果罗斯福宣布国家进入紧急状态，很可能会征兵和征税，这些人将会成为主要的征收对象。在目前这样一个大的局势之下，特朗普最担心的问题是能不能兑现其对选民的承诺，能不能把之前失去的工作岗位要回来，特朗普所做的事情跟在 30、40 年代时候的美国唯先主义是有异曲同工之处的，但是他们没有搞清楚的一点是，正是因为美国在一战和二战的时候参加了战争和后来的援助，才真正使得美国成为了世界霸主，才真正建立起了二战以后大家相对认可的体系。所以现在两党比较强烈的声音就是美国唯先的主义是否可以持续，换言之，是否宣告了美国从此会由盛转衰。美国的外交政策会退到二战以前的状态，也就是不要面子只要里子，放弃国际自由资本主义联盟，采取保护主义、孤立主义，只关心美国的国家安全，不关心世界其他地区的动荡。第三点，关于美国唯先的政策我的解读是，对外宣称第一敌人是伊斯兰极端主义，这就是为什么特朗普目前为止只承认俄罗斯黑客对美国大选有影响，但

不承认俄罗斯黑客对大选结果有影响，一方面他自己是受益者，另一方面他尽量避免谈与俄罗斯有任何的争端，接下来通过签订总统令也好通过国会的立法也好，很大程度上将会帮助美俄形成一定程度上的同盟关系，就需要找一个美俄的共同敌人，他目前的方式是伊斯兰极端主义，他所做的定位就是西方文明和伊斯兰文明的对抗，如果美国唯先的政策从历史追溯角度来讲的话，将使得美国的对外政策退到二战以前，那么特朗普现在与俄罗斯建立同盟对抗伊斯兰极端主义将会使得对外政策的主张倒退数百年。第四点，美国唯先在经济方面的假想敌就是中国，目前特朗普选择的与中国谈判或交涉的筹码，其实是中国人无法去谈也不能去谈的台湾问题和一中政策。非常遗憾的是，台湾问题和一中政策在美国国内除了新闻媒体对此有报道并且有一定的批判之外，美国两党目前没有核心人物公开站出来批评，也没有公开站出来指责这个政策将会导致的后果。而且中国的外交部门本身对这个事情的反应还是比较克制，所以目前为止，对特朗普的国际政策团队还没有一个有效的钳制，那么这件事情很可能会愈演愈烈。第五点，国内分析比较多的是认为美国可能单方面从国际主要地区撤军，但事实上根据我们掌握的信息可能相反，我们认为美国会在军售方面进一步扩张，在军备方面进一步扩张，背后的主导力量在台面上说是国防部长 Mattis，但背后的主导实际上是 McCain，我相信这是特朗普跟共和党的建制派达成的妥协，同时这也是美国共和党建制派的一个主张。

三、特朗普新政对 2017 年全球跨境投资的影响

从两个方面来看，一方面看美国国内，因为有很多企业已经进入到美国国内，甚至有一些企业已经在美国做了很多的投资。如果我们从相对平衡的一个视角来看的话，不是没有机会。但是中资未来在美

国的投资，尤其是在国家比较支持的一些行业的投资，除了酒店、地产之外的行业，可能会遇到比较大的困难。美国外国投资委员会对外资在美国直接投资有一个调查，主要的牵头单位是财政部、国防部、国土安全部和商务部等等，过去固然有一些意识形态的因素，但至少从掌握的数据来看，批过的还是比较多的，尤其是那些通过聘请的律师跟政府委员会进行比较好的沟通的这些企业最后都收购成功，比如双汇。但是接下来会比较困难，特朗普在做人事任命的时候，基本上每一个核心部门用的人都是对中国不够了解或有明显讨伐倾向的人士。同时任命 Peter Navarro 成立的贸易委员会，将会在这方面起到很大的作用。在 2016 年 12 月 1 日，本来应该制约特朗普的民主党领袖舒默公开对万达喊话，对中资企业在好莱坞的收购提出了质疑。第二个方面是投资移民可能会受到影响。虽然我们所提的投资移民与特朗普想要处理的移民不是一回事，但是在特朗普看来都属于移民，根据我们得到的信息来看，在大选之前就已经有吹风，针对移民会做改革，接下来收到的消息是改革可能会比较剧烈。很有意思的一点是，对中国不太友好的舒默虽然在很多问题上与特朗普站的角度是一致的，唯独在投资移民角度，他是相对来说比较支持投资移民政策继续延续下去的，他所在的纽约州应该是获得投资移民最多的一个州之一。

另外一方面，看美国之外的投资机遇和挑战。针对台湾问题我的判断是可能进一步激化，周边的朝鲜半岛和南海问题也会激化。刚刚提到特朗普的女婿在中东问题上有比较大的发言权，同时特朗普在伊朗问题上会有比较大的改变。我们对比一下奥巴马政权如果实施亚洲再平衡，或通过意识形态的方式，或通过国际法庭，让新加坡和菲律宾出来捣捣乱，更多地停留在价值观层面跟中国对抗的形势。在特朗普的政权管理下，“面子”已经不要了，对抗或交易变得更加赤裸裸。

在哪些地区会做相对比较弱化的处理呢，现在来看应该是欧洲，

但是法国和德国会在难民问题上面临很大的困扰，另外一方面，美国的核心利益可能会从欧洲大陆撤离，会留下一定的真空地带，捷克、波兰、爱沙尼亚这些东欧国家可能会出现真空，主要是出于美国退出、俄罗斯觊觎、欧盟本身自顾不暇的情况下。

最后，我来总结一下。展望 2017 年，第一方面，在美国的收购市场可能会遇到比较大的困难，但不是完全没有机会。美国国内的民主党、共和党以及其他的一些机构对特朗普是有制约能力的，所以美国国内经济不会有太大的影响。通过中资企业在美国能够做的事，如果找到核心的价值伙伴的话，应该有机会往前推进。但是大型的交易，或者是不符合美国国家安全利益的一些交易会遇到比较大的挑战。第二部分是关于欧洲，因为刚刚我提到在欧洲会出现一段时间窗口的暂时的权利真空，也就是美国撤出、欧盟自顾不暇、俄罗斯觊觎，中东欧地区会出现比较大的权利真空和投资机会，这也比较符合习总书记在 2016 年对欧洲的一些访问所作出的一带一路地区的一些安排。挑战可能在于到底对中东欧了解多少，很多企业过去投资，更多是希望通过当地的市场把自己过剩的产能卖出去，但是中东欧这些国家每个国家有自己的特色，很大程度上很多国家的支柱产业反而是能够帮到中国的产业升级的，不见得要一步走到德国的工业 4.0，很大程度上我们工程工艺的改进和提高能够帮助到生产和产业升级，何乐而不为呢。第三方面，机会在印度和一些新兴市场国家，我们很多企业已经过去了，但是做的不够深入，有很多问题值得去探讨。虽然中国和印度因为地缘政治的影响不会走的太近，但是印度的市场以及我们与印度市场之间的互补是比较明显的，同时南亚地区也是美国目前顾不过来的一个地区，这有利于我们的企业在那边大展拳脚。最后，我想说我做的判断可能比较悲观，所以我也希望地缘政治的判断和 2017 年跨境投资面临巨大风险的判断都是错的。但是，2016 年黑天鹅层出

不穷，我们也希望大家能够花时间仔细研究、整理一下相关的信息，让自己的信息渠道更加的稳定和可预判，这样才能对特朗普新政带来的不确定性有一个比较好的判断。

四、问答环节

Q1：首先我们看到特朗普上台第一天就宣布退出 TPP，大家都意识到在特朗普时代中美贸易摩擦将会持续上升，对于中国企业来说，应对这种贸易摩擦，增加对美的直接投资反而是应对贸易摩擦的一个有效手段呢？

A1：我认为你提的问题有两部分，第一部分是关于 TPP，特朗普上台之前，大家对特朗普比较产生好感的一点在于特朗普可能推出 TPP，TPP 本身对中国的制约会比较强，但我们没有掌握的信息是，在希拉里的团队里面，很早就有一个同样的声音，希拉里在党内竞选的时候，之所以后来在党内给了希拉里比较大的机会让希拉里选上，她对桑德斯所做出的一个比较大的妥协就是在 TPP 问题上做出大的让步，换言之，虽然是民主党奥巴马提出的政策，在两党看来，TPP 都是可以废除的政策，并不是特朗普给中国带来的福音，应该是两党都有可能对这个政策进行比较大的调整。第二部分关于如果中美贸易出现比较大的摩擦，是不是对美直接投资能够避免，我觉得直接投资很难直接解决问题。因为相比而言，贸易是中美经济占主流的活动，很多贸易企业不可能变成投资公司，所以在这个问题上我觉得我们还是需要据理力争，随着这么多年中国经济的发展，在贸易问题上，我觉得我们反制美国贸易制裁的能力有一定的发展，在贸易问题上我们还需要一定的反抗的精神。对美直接投资取决于对美国国内政治和政治局势的把握，在没有摸清美国新的局势和决策机制之前，贸然做出投资不一定会降低风险。比如我刚才讲的在 CFIUS（美国外国投资委

员会）这个问题上，奥巴马政府期间的 CFIUS 其实对中国的投资者并没有那么大的影响，反而特朗普政权里面几个核心内阁成员将会在 CFIUS 里面扮演者重要的角色，可能会对我们比较正常的交易都会产生影响。所以我认为应该采取不同的方式进行推进。

Q2：在第一个问题中您提到如果中美发生贸易战，中国还是有一些反制的手段和策略，在这方面您有什么具体的建议吗？

A2：这个我觉得还得看国家的一些政策，从行业来讲的话，对美国的服务业和高科技产业，我们还是有一定的反制的能力，但是比较遗憾的是，美国的高科技产业和一些服务业背后的大的集团，在特朗普政权里面并没有足够的影响力，所以我并不知道能够通过什么更好的办法去制约他们，我认为还是需要拓展一些不同的渠道。

Q3：特朗普上台之后大搞基建，对中国反而是一种机遇，请问您怎么看待这个问题？

A3：如果大家觉得在特朗普政权的管理下搞基建容易的话，那我觉得应该是在奥巴马管理下更容易，因为从 CFIUS 的审查角度来讲，还是从州政府的管理角度来讲，在奥巴马时期都没有对中国企业单独抓出来说事儿的情况。但是在特朗普政权里面，有很多内阁成员是愿意在中国问题上大做文章的。我还听到另外一个声音，更加具体，因为特朗普任命赵小兰做美国的交通部长，特朗普希望在任内大搞基础建设，赵小兰是华人能够鼓动更多的中国公司来参与到美国的交通和基础设施建设中去。我不是很赞同这样的论调。第一，反而是因为赵小兰是华人，包括他以前在做劳工部长期间对华人和其他少数族裔的态度，我觉得她用中国公司参与到美国大型基建的机会反而会更少。第二点，如果大型基建设涉及到美国国家安全问题，中国企业完全没有机会参加，或者参加机会要比奥巴马时期更少，因为据我了解，之前 CFIUS 的审查更多的是针对国家安全层面的审查，现在可能会严

格到可能影响到地方安全的一些审查，参与到基础建设，大部分是修桥修路、修地铁和高度公路、铁路，这些方面会不会影响到美国的国家政策，我觉得可能性较大。

Q4：对冲基金在美国的资本市场投资会受到影响吗？

A4：我觉得这不在今天讨论的范围之内，刚才我也讲到特朗普背后的金主是 Renaissance Technologies 对冲基金的 CEO，所以我相信对冲基金在这个过程中是赚了钱的。我们作为金融人士也可以做出判断，在特朗普的任内或者之前，美国的资本市场会有比较大的波动，这也是对冲基金比较喜欢的。所以我相信，对对冲基金的投资不会有很大的影响，有可能对某些基金的投资会有一些好处。

Q5：特朗普新政对跟国家安全没有关系的板块的并购会产生影响吗，例如大健康等？

A5：这个比较难判断，美国 CFIUS 审查其实也是很不透明的，但只要在做准备的过程中，通过律所、投行与美国相关机构保持比较透明的沟通，胜算还是蛮大的。换言之，通过经验积累，也能够搞清楚国家安全的线在什么地方。现在的问题是，根据我们掌握的信息，他们把国家安全计划提高到地方安全，可能更加复杂，这条“线”可能定义得更加低，接下来我们的企业如何通过律所、投行与美国相应的机构进行沟通就会变得更加复杂。另外在奥巴马任期，虽然有中国在南海、在朝鲜半岛存在冲突，但是并没有把中国作为其主要的敌人或者说竞争对手，而是把俄罗斯作为主要制约的对象。现在特朗普政权把中国单独拎出来，作为贸易问题上的主要制约对象，这会对中国企业下一步在美国做事有多大的影响，目前还不得而知。另外我建议国内相关机构看一看，美国政客最近的一些发言，尤其是 2016 年 12 月民主党领袖舒默对万达在好莱坞收购的一些喊话，在好莱坞的收购也与国家安全没有关系，所以这就值得我们注意。

Q6：特朗普是地产商出身，在未来美国资本市场，实业资本会不会比之前的虚拟行业，例如 hightech、软件行业，更占优势，更加受到政府政策的支持？

A6：特朗普是纽约地产商出身，在纽约地产界他除了名声比较大以外，他的实力应该是排不到前面。另外，美国的地产商与国内的地产商有一个非常本质的区别，国内的地产商基本是全国性的，规模都很大；美国的地产商相对来说比较分散，以特朗普来看，与国内的绝大多数地产商相比也不是一个数量级的。虽然他是地产商出身，同时也会对美国的基础建设有比较大的激励的措施，特朗普也任命了纽约两个比他大很多的知名地产商作为基础建设委员会的主席，所以我相信会对全美的基础建设会有一个比较大的推进。但是，美国的地产行业又会比较特殊，以纽约为例，是一个比较国际化的城市，同时地产行业的周期性很强，大体上每 8-10 年会有一个周期出现，目前应该是从波峰往波谷的方向走，这个趋势是比较明显的，这取决于特朗普在全国的动员能力有多大，在基础建设方面投入的资金量有多大。目前我们还没有看到特朗普具体的举措，也就是他大概在什么地方通过什么形式筹措大量的基金来做大型的基础建设。同时，他在做大量的基础建设投入的同时，还要做大量的减税的工作，所以他如何去做这样的调配，我们需要拭目以待。但目前来看，如果没有大量的外界的激励，我们判断纽约的地产市场会遇到比较大的波动，甚至会有下行的调整。

Q7：特朗普看起来是一个特例独行的人，以特朗普为代表的这样的总统与美联储是一个怎么样的关系，会是更加独立的关系，还是互相制约合作的关系？

A7：原则上来说，美联储是独立的，但是大家都知道，美联储不可能独立。从特朗普竞选时的发言来看，他对美联储是很不爽的，

所以他也希望能够尽快撤换美联储的主席。但是耶伦目前虽然是鸽派，但是在特朗普的问题上，还是保持着比较鉴坚定的立场。其实特朗普的很多政策是矛盾的，这也属于特朗普的个人特色，至于他想先推哪些事情，再推哪些事情，现在不得而知。唯一我们能够确定的是，他不可能把所有的承诺都能够实现。这些政策互相矛盾，将会使美国经济遇到比较大的波动，特朗普的当选能够让投资界在短时间内对经济上的乐观，但是这个乐观很快将被波动所取代。从我们掌握的信息来看，特朗普对美国国家的动员能力是非常有限的，在美国国内经济方面，遇到的不仅是民主党，甚至包括共和党党内的平衡，所以他很多国内政策的最终出台，很有可能走上共和党建制派道路，会稀释掉他最初的一些主张，最终可能会形成类似于小布什时期某些政策最终的体现。

第 113 辑

(2017.2.28)

新一代的资产管理与财富管理技术：

机器学习的应用与基于风险因子的框架

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

林常乐先生，任清华大学兼职教授，负责金融科技实验室的财富管理科技研究，主导与网易和蚂蚁金服在机器人投顾方面的研发合作。博士毕业于普林斯顿大学运筹与金融工程系，师从大规模金融优化大师 John Mulvey 教授与固定收益界权威 Frank Fabozzi 教授，获得 17 届校长 William Bowen Fellow。本科毕业于清华大学数理基科班。林常乐先生曾在世界三大财富管理机构之一的美银美林担任投资引擎的架构师，为美林财富管理(Merrill Lynch Wealth Management）主导开发了世界领先的机器人投资顾问(Robo-advisor，Merrill Edge Guided Investing)系统。同时为给美林财富管理人类投资顾问服务的技术平台(Merrill One) 进行中心投资引擎的升级换代。在美林首席投资官办公室任战略资产配置模型开发（7 人）核心成员，与动态资产配置管理组(5 人)核心成员。曾担任服务于经纪业务的数据科学家。并被委派建立学术界的合作。同时担任运筹与管理科学协会(INFORMS)机器人投顾板块主席，韩国科学技术院财富管理科技中心高级研究员等职位。

研究成果应用于大型的机构投资者，包括国家主权财富基金，养老基金与家族财富办公室等。

我将对资产管理和财富管理科技的范式做一个大概的、整体的介绍，将资产管理和财富管理的问题分成三个板块进行简要的讨论，即是什么、为什么以及怎么办。在资产管理、财富管理的框架下，“是什么”就是测量和理解金融市场的动态；“为什么”就是基于金融市场的测量、统计方法观察现象以更加深入的理解金融市场的结构；“怎么办”就是基于对金融市场的结构的理解和金融市场市场参数的测量，利用模型优化求解最优的投资策略。

一、资产管理/财富管理分析范式

资产管理/财富管理基本上按照下面的流程来进行分析：“是什么”应用金融计量学、统计学等学科的估计方法对金融市场的动态做出一个估计；“为什么”需要用金融市场结构化的模型、随机过程分析方面的知识。“是什么”和“为什么”就会形成一个闭环，使用估计和验证的方法进行迭代，在“是什么”和“为什么”这两个问题之中得出一个比较好的结论，形成对市场较好的把握。“怎么办”使用金融优化算法来求解最优的投资策略，得到的投资策略还可以用掌握到的金融市场的信息与数据进行回测。资产管理与财富管理的问题就是在这个流程中不断的循环得到一个最优的答案。

以最基本的马尔科维茨模型——现代投资组合理论为例，在“是什么”这个问题上主要关注的参数是收益预期、波动率、相关性，并用一些统计方法来估计这些参数。“为什么”问题使用了联合正态分布、布朗尼运动模型；“怎么办”问题使用了二阶优化算法、mean-variance 优化算法。

再以 VAR 结构化模型为例，John Campbell 在其战略资产配置模型中提出的结构化模型。“是什么”过程中使用的是向量自回归方法，同时在里面会加入一些有预测力的因子，形成对金融市场的动态的一个估计；在“为什么”这个问题上，假设金融市场是动态时序结构的；在求解过程中使用一些最优化的方法去求解最优的资产配置。

在更复杂的隐马尔科夫模型中，需要使用多阶段的随机规划来求解。“是什么”的这个问题中，使用隐马尔科夫链来估计市场的动态的；在“为什么”问题上，假设市场在多周期情况下牛市熊市互相进行转换，而且这种转换在股市可以清晰地观测到，假设这些参数或者市场的状态其实是隐藏着的，所以用隐马尔可夫模型来模拟市场的情况。因为是一个多周期的问题，所以在求解的这个过程中，用多周期的随机优化方法来求解最优投资策略。

结合以上三个例子，资产管理和投资管理问题基本上分为三个步骤去解决，在每一个步骤里面都会存在一些现有的问题，以及目前的一些方法来更好地解决这些问题，下面分别进行介绍。

二、“是什么”——测量金融市场动态

在“是什么”步骤中目前通常存在三类问题：一是模型的参数不好测准，尤其是收益率期望参数很难测准；二是资产分类不统一，很难系统化的建模和估计；第三个问题是资产分类不准确，不能准确刻画资产的风险收益情况。

模型的参数不好测准，尤其是收益率期望不好侧准，这是一个公认的事实和结论，有很多的文献和研究来说明这个问题。曾任职于高盛的 Fischer Black 说过，测量收益率期望需要几十年的数据才能测准，如果收益率期望是随着时间的演变而变化的，那根本就没有希望去测准这个参数。比如一个资产真实的收益率期望是 10%，年化的波动性

是 18%，如果用最简单的历史平均值的方法去测准其均值为 10%的收益率期望，至少需要十年以上的数据。

第二个问题是资产的分类不统一，不好系统化地建模与估计。目前大部分公认的资产大类的应用方式通常是基于资产各方面的特征或特点，进行了分类。资产大类本质上是一种分类方法，资产类别可以分的很粗，也可以分的很细。比如第一层分类，可以将资产分成四类，股票、债券、现金和另类资产，在第一层次的分类，一般是能够达成共识的。但是第二层的分类方法基本上就没有达成共识，各个机构都用自己的一套方法或者使用起来更方便的方法。比如股票就可以有很多维度进行分类，比如按照市值分可以分为 small cap、mid cap 和 large cap；按照 B/M ratio 可以分为 growth 和 value；按照股票的板块可以分为 12-13 个板块，或 30 多个行业；按照波动性可以分为高波动性、中等波动性和低波动性；按照区域可以分为中国、美国、欧洲等。债券也一样，可以分为政府债和企业债，也可以按期限分为长期、中期和短期，也可以分为本国债券和外国债券。从最初的第一层分类可以分为四大类型，再往下第二层可以分大概 15 类左右，到第三层分类可以分为大概 60 多类，第四层分类可以分为 100 多类，再往下可以分为成千上万的可投产品。按照传统的资产配置方法，第一步先有资产大类分类的表，基于资产分类给每个资产类别构建指数，比如美股就使用 S&P500，美债使用 barclays bond index，指数用来跟踪这类资产的大致估计。第二步基于指数的历史数据进行资产配置优化，得出投资管理的策略。第三步回归到资产标的，在每个资产类别中遴选优质资产标的，同时资产标的与指数有一定的追踪误差，需要在追踪误差与该资产标的的超额收益之间选择一个平衡。可见这种方式不是很有效率。首先，对不同层次的资产大类需要重新构建整个流程，在比较粗的资产分类层次做一遍这个流程，在比较细的资产分类层次

还需要重构整个流程。第二点是缺乏系统化的一种方法穿透不同层级和不同分类方法将资产一致联系起来，这就造成了没法保证一致的建模和参数估计的结果。

第三个问题是资产分类不准确。资产分类的细致程度决定了底层资产的风险和收益，资产大类分得越粗，针对每个大类里面的标的的刻画程度越离谱，因为一个大类分得太粗，一些相近或者不相近的标的都包括在一个大类里面，从里面提取出来的标的的风险和收益就会与资产大类的风险收益情况具有很大差别。想要刻画的越准确，就要进行越细致的分类。当然最细致的分类是基于单个的资产标的的分类，但是这样就无法通过资产分类来简化投资管理。举例来看，高收益债券（High Yield Bond），按照比较粗的大类来分就是债券，从常识来看债券的风险比较低，但是其实垃圾债的风险非常高，与权益类资产的风险有重合。ABS（Asset-backed Securities，基于资产标的的证券化产品）应该分到固收类别里，但是其风险与底层的资产标的是高度相关，或者说带有结构化的特征导致其具有期权的风险。用传统的从上到下的资产大类的分类方法，对底层的很多资产标的没有很好的刻画，而如果连资产标的风险和收益的情况都刻画不好，就罔论做有效、靠谱的资产配置优化方案了。

目前，新的范式是基于风险因子的方法，可以一定程度上解决刚才提到的这些问题。比如模型参数不好测准的问题，其实收益率期望不好测准是非常现实和客观的问题，想要测得非常准确是不实际的，前面提到的几篇论文从数学的层面上证明了这一点。退一步来看，在无法测准的情况下，对收益率期望进行比较好的解释其实也是可行的，现在普遍的做法是用条件期望。一是可以深入地了解资产背后的风险驱动诱因，同时可以结合金融理论得出稳健的结果。Fischer Black 曾经说过，在收益率期望的测量上，他宁愿相信理论也不相信数据分析。

这也是现在关于大数据很热门的话题，其实金融大数据对收益率期望的测量没有太大的帮助。基于风险因子的方法从一开始的指数研究到业界的应用，首先是单一资产类别的投资策略，比如在股票资产中，用多因子模型去做投资策略，然后发展到多资产的资产配置和全资产的资产配置。风险因子的方法在单一资产类别的投资策略中的应用已经有很长一段时间了，但是在全资产配置的框架中采用这种方法还比较新，是近几年才出现并被广泛应用的。第二个问题是资产分类不统一导致不好系统化的建模估计，用风险因子进行统一的建模和分类，是把表层的现象做深度的分析，可以对建模的过程和分类的过程做一个系统化的方法和框架，可以有效实现不同层级的资产的系统化的建模和估计，即使是个性化的资产的集合，都可以用系统化的方法和固定的风险因子的集合对其进行系统化的分析建模和参数估计。第三个问题是资产分类不准确，不能很好的刻画资产的风险收益情况，用风险因子的方法就很好的解决了这个问题，因为这种方法可以穿透所有层次的资产类别，系统性的并且一致的刻画资产的风险和收益情况。

基于风险因子的框架，实际上是对资产内部风险成分的深入分析，比如股票和债券都是做好的菜，但内部的营养成分并不清楚。基于风险因子的方法，要求不基于表层的现象和数据去做金融分析和资产配置，要求先对资产的内部风险成分做一个详细的分析。比如股票里面有很多类型的风险驱动因子，比如宏观的驱动因子、基本面的驱动因子、行业的驱动因子和技术层面的驱动因子。比如高收益债券，用资产大类的方法很难刻画它的收益风险情况，在风险因子的框架下，使用利率时序结构、信贷差以及发行公司的股票风险，可以更好的刻画它的收益风险情况；对于 ABS，也可以用利率的时序结构、底层标的的风险情况和期权的超额收益来更好的刻画其收益和风险情况。

如果把风险因子的集合画在左边，把资产的集合画在右边，其实

就是产生一个映射，用一个固定的风险驱动因子的集合可以对任意层次的资产集合进行建模和解释，这种过程就是在风险因子集合和资产集合之间的映射。

三、“为什么”——理解金融市场结构

在风险因子方法中面临两个问题，一是如何选择风险因子库，二是如何构建资产集合与因子集合之间的映射。首先，这一部分需要基于很多的金融理论分析和实证研究，单纯基于数据淘金的方法是行不通的，可能产生错误或者虚假的结果；第二，这一问题本质上是模型选择和特征识别的问题，统计学习和机器学习的方法对这个问题的解决有很多帮助，在实践中有助于问题解决的方法，比如贝叶斯方法、惩罚回归、神经网络方法、SVM 和核回归。

举例来看，惩罚回归中的 Lasso 方法，基本被用作特征识别、模型选择，比如有很多的解释变量，但是并不知道哪些解释变量对模型的构建和被解释的变量有所帮助。为什么使用惩罚回归的 Lasso 方法，因为有时候风险因子库比较大，尤其在另类资产中比较常见，比如说私募基金通常会受到许多另类因子的影响，同时收益数据也是很有限的，私募基金收益和净值的数据不会频繁地公布，这就变成高维统计问题，需要使用 Lasso 来进行因子的选择，同时进行参数估计。

对私募基金所受风险因子的研究方法虽然比较新，但是也已经有一段时间，Andrew Lobb 做过很多这方面的研究,试图用各种风险因子去重构私募基金收益，并创建了一家公司。他试图使用比较便宜的风险因子去重构私募基金收益，这样就能以低管理费的方法达到私募基金的收益情况，但也没法取代私募基金。看跌期权的卖出策略在美国市场可以解释私募基金的 β，一家公司基于这一想法发行了一支 ETF，试图达到私募基金的 β 效果，如果成功的话就能够用比较低的

管理费达到私募基金的风险收益情况。然而这支 ETF 在 β 方面的跟风不错，但是收益率并不是那么好，也就是说并不能模拟私募基金的 α 。

第二个例子是行业因子互相依赖模型，可以用这种模型做行业轮转。在这个模型中会用到 Adaptive lasso method，是一种变种或者说是升级版的 Lasso 方法，是一种双阶段的方法，先用简单的 OLS 方法，再用 Lasso 方法。为什么要用这种模型呢，比如有三十多个行业，如果用普通的回归方法会导致变量过多的问题，每个行业都与其他行业具有相关性，上下游行业之间通常具有因果关系，所以需要用一种方法，可以同时选择有效的变量和测量有效的参数的效果，这就需要用 Adaptive lasso 的方法来求解。

再比如，一些复杂的资产的定价公式可以用数据驱动的方法来求解，比如用神经网络的方法和加强学习结合起来的方式去做复杂的资产的定价。首先，用大规模的资产数据的模拟得到千万级别、百万级别资产模拟的数据，再用神经网络的方法去训练价值函数，从资产现金流的最后一步往前回溯，然后用分步求解的方法去解策略函数。更复杂的资产定价都使用风险中性期望来进行估计，条件期望在某一时点其实与状态函数是一样的，是状态变量的一个函数，因此可以用神经网络的方法去估计状态变量的函数即所谓的价值函数。从函数的终点，也就是最容易解出来的这一点往前估计，对一些无法直观和清晰求解的复杂资产定价函数，可以采用这种方法对其定价提供估计。

四、“怎么办”——优化求解最优投资策略

在“怎么办”步骤中，同样也存在三个问题：一是常用的金融优化算法对参数的误差非常敏感；二是传统的优化模型无法涵盖路径依赖情况下的投资目标；三是多周期的优化问题会带来“高维诅咒”

(curse of dimensionality)，解的时间很长而且很难达到一个最优解。

第一个问题是金融优化算法对参数的误差非常敏感。比如最基本的马尔科维茨优化模型，使用二阶优化算法来求解，导致模型对收益率参数的敏感性极高，敏感性比波动性参数要高十倍，比相关性要高二十倍。前面提到收益率期望这个参数实际上最难测准，比波动性和相关性参数都要难测很多，这就导致对最难测的参数的敏感性最高，一旦测量的偏差比较大，会导致优化算法得出的结果与实际差十万八千里，用优化算法得到的结果还不如用经验得出来的结论可靠。常用的 B-L 模型需要估计的参数非常的多，而且传统的 B-L 方法许多情况下并不能预测模型中收益，也就是它并不能把预测模型的预测力转化成收益率的提高。

传统的优化模型不管是马尔科维茨模型或者是熵优化等各种的优化模型和办法，实际上都聚焦和集中在投资结束的时间点上，比如一个一年期的模型只关注一年以后的收益率和波动情况，将其作为目标函数并进行求解。在实际应用中并不是这样，比如在财富管理的过程中，个人投资者有多重的、阶梯型的目标，先要保证稳定的收益，在此基础上追求更高的收益，同时对回撤很敏感，当出现大的回撤时会愿意撤资，这种情况就叫做路径依赖。是基于整个投资路径的一个参数，而不是在投资结束的那个点上的参数，整个路径都应该涵盖在情况之内。另外银行大资管的目的是做银行的资产负债优化，资产负债本身就有时序结构，所以有时序结构的资产负债会造成有路径依赖的投资情况，在每一个时间节点都有一个资产和负债切片，整个路径都会有负债的资金流出、资产流入的情况，投资目标应该把这些考虑进去。另外，养老基金或者是其他的一些大型机构投资者也是做资产负债的优化，养老基金的负债是发放的养老金，在每一个时间点都会发生养老金发放的资金流出，所以是一个有时序结构的资产负债，投

资的整个路径会有投资目标的要求而且对资产负债比会很敏感。同样，其他的一些机构投资者也会有路径依赖型的投资目标。

第三个问题是多周期优化问题会带来高维诅咒。刚刚提到的个人投资者的财富管理、银行的大资管和养老金的资产负债优化问题，其实都是多周期的优化方案。多周期的优化问题不是在一个点上求解优化而是需要模拟整个的金融市场的情景的路径和投资的路径，情景树其实是对其未来概率分布的模拟。金融市场的不确定性随着时间的增长是越来越多的，对金融市场不确定性实施动态的模拟会随着时间的增加呈幂指数的形状发散出来，成为一个树的形状，会在计算上带来麻烦，幂指数发散会造成问题难解，趋近最优解的过程相当漫长。

如何去解决以上的问题？我针对单一的问题会有一种解决方法，比如金融优化算法对参数敏感的问题，可以用稳健优化或者通过仿生路径去解决这个问题；针对多周期优化问题，可以使用多周期的随机优化方法去解决这个问题，这些都是针对某一单一问题的解决方法。第二种方法是对以上三个问题的一个统一有效的解决方法，逐渐在资产管理和财富管理中被应用和尝试。首先，应用基于风险因子的框架才使得这种方法成为可能，风险因子的框架是有限的集合去映射无穷无尽、多种多样的资产集合，正因为有限风险因子集合，而且可以有效的刻画资产的风险收益情况，所以只要把握了这些风险因子的收益率和风险情况，就可以比较有效地模拟市场的情况，使用传统方法同时去模拟几千只投资标的的动态结构。第二点是可以参照基函数回归或神经网络的方法估计价值函数，以前都是在试图解决和测量求解最优投资组合，其实可以去估计和测量价值函数，有了价值函数就很好求解其策略函数和最优策略，这其实也是借鉴了机器学习和加强学习的策略和方法。第三点是可以用大规模的模拟和训练，提前解得最优策略，部分解决高维诅咒的问题，只要花一段时间把价值函数解出来，

就可以用价值函数很好的去服务客户，比如针对每个客户并不需要重解一遍大规模的优化问题。这篇文章（《Solving dynamic portfolio choice problems by recursing on optimized portfolio weights or on the value function?》）以这种方法应用在养老基金上的例子，该文使用了估计价值函数的方法，来解决资产配置优化的问题，是用多项式的奇函数去估计价值函数。

再比如真正的智能财富管理系统，是要结合很多因素的，比如说要结合用户群体的概率分布，提前解得不同用户的价值函数，提供个性化的最优的管理方案，这样做其实是需要满足每一步的客户的需求，包括客户的敏感性，客户多重、有梯度的收益目标，这一过程实际上类似于阿尔法狗解决下棋问题的过程。一是用一种基于风险因子的框架去映射和模拟任何资产标的的集合，然后再基于神经网络的方法，估计个性化的、重复目标的价值函数，可以做大规模的模拟和训练，提前解决最优策略，因此可以快速的去服务客户。

实际上财富管理问题是很复杂的问题，想把它解决好是一个挺难的问题，真正的财富管理系统需要很多的投入、算法的优化和各方面的金融建模。比如现在讨论的很热的智能投顾问题，美国有很多这种创业公司，虽然会做一些不切实际的宣传，但是并没有将其称为智能投顾系统，而是叫做做机器人投顾（Robo-Advisor），也就是承认这种服务是不如人工服务的，而是提供一种 no see 的解决方案。国内也有一些公司做智能投顾，但是炒作的概念更大一些，基本上是学美国的形式，但做的更差一些，基本上只是提供风险问卷，推送投资组合的一种方案而已。实际上真正的财富管理科技是一个很复杂的问题，如果没有投资引擎或者是合同算法，就只是一个形式创新。如果真要解决个性化的财富管理问题，需要讨论的是财富管理的科技问题。

五、问答环节

Q1：您认为在中国市场、尤其是中国股票市场，这些模型的适用性如何？

A1：传统上中国市场一直包含在 emerging market 中，现在因为中国市场越来越重要，很多资产管理机构也专门开发了 china model。用系统性的方法可以去研究任何市场，不管是中国市场，南美市场还是非洲市场。我刚刚介绍的只是方法层面的内容，即现在有一些比较新的方法和范式，能够更好地解决在资产管理和财富管理中所遇到的问题，但其实没有介绍实证结果上的内容。这些解决方法，在任何市场都是可以适用的，但最后解出来的结果肯定是基于不同的市场会有不同的结果。用新兴市场模型做出来的结果与成熟市场相比，最主要的特点是会出现一些无法解释的残差，因为有些风险因子不能照搬成熟市场，基于中国市场风险因子库是更好的。

Q2：中国市场的资产很多，哪些系列的风险因子比较适用？

A2：第一个问题可以部分回答这个问题，对于中国市场有一个本地化的风险因子库会更好一些。风险因子分为很多类型，并不是说一个或几个重要的因子能够把所有的中国的资产都很好地解释，可以有宏观的风险因子、基本面的、行业的、技术层面的和另类风险因子，每一类都会有很多具体的风险因子，如果有整个的系统化的风险因子库，就可以用这些风险因子去解释不同类型的资产。

Q3：前面提到用加强学习来做一些财富规划，是否意味着对整个不同场景和使用的资产回收的路径来做逐一的模拟才有可能达到效果？而且采用加强学习，想应用的数据大于资产数据，可能没有这么长的周期，学习的准确性如何？

A3：今天我讲的加强学习是一种新的分析范式，以前也有传统的方法来解决财富管理的路径依赖问题，比如其中一种方法是把模型简化，用随机控制的方法求解 HGM 的公式，得出数学公式然后作为

最优策略；还有一种是使用数据驱动的方式、多周期随机规划的方式，生成各资产大类的情景树，然后再基于情景树采用优化算法。第一种方法用纯数学的方法去解决，肯定需要很多预设的条件，同时解决方案里可能会有很多的参数不好估计；第二种做法会产生“高维诅咒”。加强学习是第三种方法，不是使用的历史数据，可以用历史数据截断的方式或者用估计出来的模型去做仿真然后生成数据，所以不存在数据不可得的问题，其实是一种更好的优化算法，来解决“高维诅咒”的问题。在每一步估计价值函数的方法去解决计算问题，就像阿尔法狗去解决围棋问题一样，我们采取阿尔法狗的思路去解决优化算法问题。基于不同的客户，对不同类型的情景都求解最优解，然后在遇到相同的情景时就可以自然的生成最优化的策略。

Q4：风险因子的方法中的风险因子是不是与实际的风险因素存在较大的差距，以及在实际操作中如何与实际风险相对应？

A4：首先，在早期的风险因子的选择中，相关性越低对分析是更有利的；但是我刚才也提到，做风险因子的分析框架，首先必须是基于大量的金融理论和实证分析的，纯粹的运用数据分析的方法做出来肯定是不靠谱的，也是不稳健的，另外这些风险因子其实不是人为加工出来的，都是基于经济学或者金融学的很有意义的变量。比如我前面举例的股票的风险因子，一般这些风险因子都是基于经济学和金融学基本理论的变量，例如波动性、通胀、GDP 等宏观因素，还有 Value 等基本面因素。首先，要保证靠谱的、稳健的估计，其次要考虑，在估计的过程中要降低风险因子之间的相关性，也就是首先保证第一个要求，在此基础上，能够找到次相关的因子则更好。实证结果也显示，风险因子之间的相关性是比资产之间的相关性低很多的，也就是说，即使以风险因子为投资标的，也会将分散风险做的更好。

Q5：针对非量化的风险因子，如何将其量化为风险因素？

A5：对于黑天鹅事件、政策改变等非量化风险因子，任何模型都没有办法进行量化分析，通常在这种情况下，市场可能从一种常态向另一种常态跃迁，我们需要做的是对模型进行重测。不可能将所有的事件都用模型来进行解决。

Q6：例如特朗普当选由绝对的负面事件变成绝对的正面事件，模型没有历史数据去模拟这种事件，如何用数学方法把握这种事件？

A6：事件驱动型策略一直是存在的，也有一些书介绍事件驱动型策略。而基于大类资产优化框架的投资管理方法，所做的不是预测事件的出现，而是在投资组合考虑了资产互相之间的相关性，资产之间严重的 co-movement。比如当特朗普当选事件出现后，会造成不同资产的不同的运动反应，如果在模型中估计了资产之间的 co-movement，可以减少投资组合受到突发事件影响产生波动的风险的。这与事件驱动型策略是不太一样的。

Q7：您刚才提到 Andrew Lobb 应用理论所做的一些尝试，但他的基金都不太盈利，请问您怎么看待这个问题？

A7：我刚刚提到他一个尝试用流动性的风险因子，试图去重构私募基金或者对冲基金的 β，有时候通过这些风险因子重构 β，只是基金承受的基本面风险，并不能涵盖对冲基金的 α，也是对冲基金最有价值的部分，所以他的这些策略，理论上应该比对冲基金表现要差，同时对冲基金实际中受到一些另类风险因子驱动，而他的方法并没有完全在实证研究中发掘出来，所以他做的时候并不能完全复制对冲基金的做法。从理论上来看，他的这些尝试确实会比对冲基金表现差的，对冲基金最有价值的部分 α，他是没法复制的。

第 114 辑

(2017.3.8)

当前美国和欧洲的经济走势与中国的对外投资

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

初放博士，目前是总部位于纽约的投行 KC Group 凯初合创集团 CEO，该公司专注跨境并购以及家族投资业务。初放博士曾担任纽约知名房地产私募基金罗森合伙人公司资深投资分析师，参与管理其十亿美元房地产基金。初放博士本科毕业于天津大学，后在美国新泽西理工大学获得博士学位，并被该校校长及教务长于 2012 年任命为顾问委员会理事（Board of Visitors）。初放博士还担任波士顿学院 Boston College 客座教授，以及全球事务硕士项目顾问委员会成员。初博士热衷公益，现担任总部位于华盛顿 DC 的国际领袖基金会（International Leadership Foundation）顾问以及总部位于麻省剑桥的治理研究院（Governance Institute）的董事。除此之外，初博士还深入研究美国各个少数族裔的发展历程，有译著《犹太人的大梦想》（2011），并曾协调并参与美国犹太裔领袖与前总统奥巴马，前国务卿希拉里，现任参议院少数党领袖舒默及新入职总统特朗普等的私人会面。

今天的演讲分三部分：第一部分是美国的形势和走向；第二部分是欧洲的形势和走向；第三部分是中国企业的跨境投资和贸易何去何

从。

一、美国的形势和走向

（一）信息收集渠道的平衡

借这个机会跟大家重温一下搜集和汇总信息的一个方式，鉴于2016年大选期间假信息泛滥，2017年开始的时候，白宫的主要领导官员在最基本的事实方面出现严重的偏差，同时在几周前，纽约时报和CNN等普通媒体也在采访白宫的一些例行会议方面遇到了前所未有的困难。因此，在搜集信息包括汇总信息方面尽可能平衡左中右三方媒体，同时通过两党的核心智库以及主要政治人物背后的金主进行信息的再三确认。

这个方式是否有效，可以大致回顾一下本人在1月24日第112期讲座活动中对几个关键人物的分析，并对比这些人物在过去一个月的做法，可以判断最初的分析确实有一定的预测能力。比如，共和党党内两位资深的参议员McCain和Graham对特朗普和普京“眉来眼去”的关系具有很强的牵制作用，在过去的一个月时间里，直接导致特朗普的国安委员会主席Flynn的出局，同时也导致特朗普亲信、现任司法部长Session在司法部调查俄罗斯影响美国大选一事采取回避的原则。另外一个判断和预测是特朗普内阁中的国防部长Mattis,是当时内阁中唯一能够制约特朗普的因素。一方面他本人的出访缓解了美国和亚太以及欧洲盟友的紧张状态；另一方面也间接造成了特朗普提名的陆军部长和海军部长自行退出,同时还保证了自己人麦克马斯特(H.R. McMaster)成为美国总统国家安全事务顾问。

那么这些预测对中国企业家走出去有何意义？结合1月24日的分享，最核心的价值在于帮助中国企业家捋顺思路，对美国的政策有一个正确的判断，从而做出正确的决定，而非受一些“博眼球”的新闻

影响摇摆不定。从另一个层面来看，仅仅阅读新闻是远远不够的，需要相关的背景知识帮助理解获得的信息价值。

（二）美国走势的七个关键词

看一下在这个过去一个多月时间里美国的形势走向是什么样子。很多人很奇怪如果希拉里当选，有没有必要以这种方式对现在的形势走向进行分析。我觉得可能不大会有这样的必要，因为她有一个庞大的官僚体系，会尽可能按部就班地推进美国一些极为重要的事项，而这些事项优先级不能说完全是客观的，但至少和美国的两党以及美国的民众团体的期望值会比较接近；最重要是她做事，一般情况下不会出意外。但偏偏我们在 2017 年迎来了一个致力于天天创造意外吸引眼球的美国总统。我们的分析于是乎就变得很重要，尤其是针对美国的政治经济政策，一些核心人物的背景分析，和他们之间的相互关系，这也为我们的企业家在做决策时提供了必要的背景依据。在讲美国的政策走向的时候打算用七个关键词来讲述这一个多月主要发生的事情，然后大家可以根据我提供的信息，对未来做一个基本判断。

第一，总统令。总统令是特朗普出人意料的推行自己的竞选语言的一个方式，大家在他竞选成功以后还在预测或者幻想着，他只是在大选的时候说说而已，并不会将其变成国策。特朗普当选以后，有两个关键人物帮他将自己的竞选语言真的变成了所谓的国策，当然是以总统令的形式出现的，也就是说能不能推行，还要后望。这两个关键人物是 Bannon 和 Miller，Bannon 是特朗普的智库和智囊，Miller 是总统令的主执笔。分析 Miller 的背景，Miller 仅仅是一个三十一岁的毛头小伙子，他背后的核心人物是特朗普最早期的参议院支持者亚拉巴马州参议员 Jeff Sessions。当这两个人以迅雷不及掩耳之势出台了一系列颇具争议的总统令后，尤其是禁止七个穆斯林国家人民进入美国的总统令，造成了美国主要机场的混乱，同时也引发了美国主要城

市一浪高过一浪的大规模的抗议和示威。当然特朗普最近又提出了修订后的总统令，尽可能对之前造成的损失进行弥补，我们拭目以待。可以预测的是，为了尽可能避免与国会直接冲突，尽量体现出自己至高无上的权利，总统令在未来相当长的时间内将是特朗普政权最具标志性的手段。

第二个关键词是反移民。反移民也是特朗普在竞选中最核心的主张之一。移民问题在特朗普的竞选中应该说是一个最关键的核心词，为了进一步讨好支持自己的选民，特朗普还坚持在美墨边境修墙，甚至不惜将亲美的墨西哥现政权推向自己的对立面。虽然随后他派出国务卿 Tillerson 和国土安全部长 Kelly 出访试图缓解这种双边压力，但是其实效果并不好。因为墨西哥人民和墨西哥的政府也很清楚，美国到底谁说话算数。反移民的背后是 Bannon 和已经下台的 Flynn 在大选一路走来不断挑唆的"西方世界和伊斯兰世界全面对抗"的主张，以及作为移民国家的美国已然开始全面反思移民政策的现实。事实上，美国过去的强大受益于移民政策，但是特朗普政权在这个问题上的意识形态极有可能会动摇美国的国家根本，即美国是否还可以持续不断的汇聚来自世界各国的人才和精英。

第三个关键词是亲俄派。亲俄派最具代表人物是 Flynn，当然 Flynn 的倒台是突然的也是意料之中的。当总统资深顾问 Conway 在电视上为 Flynn 辩护，并强调特朗普对 Flynn 充满信心的时候，Flynn 在一个小时之后递交了辞呈。Flynn 不仅本人在美国的军事系统中充满了争议，他当时并不是退休的，而是被迫辞职；而且因为其和俄罗斯包括普京当局有着说不清道不明的关系，在上任美国国家安全顾问这么重要的职务之初，已经引起了共和党内核心大佬的高度警惕。Flynn 的出局对特朗普团队的公信力的打击是巨大的，甚至从某种意义上说是一个多米诺骨牌的起点，已经造成了多位共和党参议院的核

心参议员加入了 McCain 和 Graham 的党内批评派，诸多主流媒体也开始对特朗普阵营和俄罗斯在大选过程之中的接触进行了深入挖掘。当然，最后这个新闻媒体被特朗普鞭笞为人民公敌，被白宫发言人直接逐出门外。3 月 2 日，司法部长 Sessions 深陷泥潭，两党的议员对他在美国国会听证时隐藏 2016 年担任特朗普团队顾问期间两次会见俄罗斯驻美大使颇有异议。关于特朗普团队和俄罗斯纽带的调查还在继续，《纽约时报》和一些其他的报纸，时不时都会有一些新的消息出来。当然，证明俄罗斯政府对大选造成什么样影响的结论还为时尚早。可以预测的是，特朗普跟俄罗斯的这种说不清道不明的关系，对特朗普的政权来讲是一个定时炸弹。下一个调查的重点是谁呢？我们认为应该是特朗普的第二任竞选经理 Paul Manafort，现在已经有媒体报道他已经被司法部和相关的机构全面调查。另外一个角度来看，特朗普团队的人才储备确实也是捉襟见肘。在 Flynn 下台以后，他的劳工部长候选人 Puzder，陆军部长候选人 Viola，海军部长候选人 Bilden 均退出。虽然教育部长 DeVos 涉险过关，但在参议院里的投票是 50 对 50，有两个共和党参议员投了反对票，最后是由副总统 Pence 投出了决胜票，但是其实争议非常大，所以现在教育部长出行的时候必须寻求法警的保护。

亲俄派的溃退让关注世界局势的专家长舒一口气，而夹在俄罗斯和西欧之间的中东欧诸国也在漫长寒冬中感受到了一丝暖意。美国民主党和共和党的建制派从始至终都无法理解特朗普政权亲俄的动机，一方面美俄贸易层面没有什么交集，另一方面在意识形态上分歧极深。也正是这个原因，特朗普政权和俄罗斯政权的交流成为了各大核心媒体深挖据的重点，而线索就是“钱“。追根溯源能否找到弹劾的证据尚不得而知，但这足以让特朗普从此如芒在背。需要特别指出的是，国内有企业家希望通过和特朗普的亲信做生意接近政权，切忌接触这

一条脉络上的人士，因为在美国 CIA 和 FBI 已全面介入此案。

第四个关键词是反对派。McCain 和 Graham 是代表共和党批评派声音最大的派别。McCain 已经 80 岁了，海军世家，祖父和父亲都是四星元帅，自己也在战斗中屡获殊荣，特殊的战斗经历铸就了他极高的爱国情节和责任心。他认为俄罗斯有可能干预美国大选，而且如果此推论一旦成立就动摇了美国的立国之本。因此，他是发誓要坚持一查到底。他目前担任美国军事委员会的主席，并带领另外一位共和党的资深参议员 Graham 和民主党的参议员，坚定地站在了一起。目前已经有 9 位共和党的资深议员在多个议题上跟特朗普产生严重的分歧。除了共和党党内的反对声音之外，军方的态度对特朗普形成了巨大的压力和钳制。和 McCain 一样，国防部长 Mattis 也是一个铁血的爱国者，也是一个很有原则的人。值得指出的是，因为 Flynn 的出局，Mattis 的小兄弟 McMaster 就可以担任国家安全顾问的重任,而曾经在伊拉克战争中做过 Mattis 助手的 Kelly 已经出任国土安全部部长。同一支部队当时担任上校的 Dunford 如今已经担任参谋长联席会议主席。最近接受采访中，Mattis、Kelly 和 McMaster 多次在关键立场上与特朗普的政策不一致；一旦四人同时进入国家安全委员会，目前概率相对还是比较大的，将对美国的外交和国防政策走势产生巨大的影响，将对特朗普的一些外交和军事政策实施产生巨大的阻力。

反对派的日益强大反衬特朗普施政中的阻力正在增大。美国国父创立的“三权分立“旨在对行政、立法和司法进行有效制约。然而，特朗普的胜出以及共和党的大胜对”三权分立“本身造成了极大困扰，很多人因此对美国的制约机制失去了信心。现在共和党内的反对派以及军方建制派对特朗普的“制约”不仅有理有据，而且还获得了广泛的民意支持，俨然一股“新势力”。事实上，新势力已经逐步接手美国的外交和国防战略，无论 McCain 还是 Mattis 说话力度远远超过了

国务卿 Tillerson。因此在接下来研究美国外交和国防政策走势，需要重视新势力的声音。

第五个关键词是建制派。众议院的议长 Paul Ryan 和参议院多数党领袖 Mitch McConnell 当时在特朗普竞选过程中对他颇有异议，尤其是 Ryan，但是在特朗普当选以后明确表示支持其政治主张。虽然说背后的动机可能略有不同，Ryan 希望借助特朗普的势头，以及共和党在议会中人数的优势，尽快通过自己理想中的一些方案。另外一方面，他本人与特朗普还保持一定距离，毕竟他年龄上应该是 45 岁左右，政治前途不可限量。而且一旦特朗普这边出现任何的意外，比如说调查积累到可以达到弹劾的程度，他将带领众议院对特朗普进行弹劾，成为名副其实的带头大哥。也正是这个原因，他钦点的副总统 Pence 以及总统的首席幕僚长 Preibus，在做事的时候也显得极为谨慎。其实 Pence 在 Flynn 问题上就对特朗普表现得有些尴尬。因为 Pence 曾经被特朗普要求为 Flynn 辩护，但事实上 Flynn 并没有把自己跟俄罗斯人见面的细节告诉他，以至于 Pence 在电视面前说了假话。Preibus 目前倒是八面玲珑，在之前的美国保守派大会上跟特朗普的首席智囊 Bannon 似乎还是配合的很有默契，但是他是共和党大会的前任主席，本身就是特朗普跟共产党建制派的核心的桥梁，可想他在这方面应该也是做好了充分的准备，在做事情方面表现得极为谨慎。McConnell 等人非常享受自己在参议员多数党领袖的这样一个地位，因为自己深谙议会之道，所以在致力于成为美国历史上最伟大的一位领袖。可以预想，一旦特朗普在某些的政策方面过于激进，McConnell 很有可能会成为守卫原则的关键先生。建制派目前在特朗普问题上，基本上是一个比较被动的一个状态，但是在一些关键点上，他们还是做好了充分准备。

事实上，Ryan 是共和党内最有权势的人，也极有可能是未来二

十年内最有权势的共和党领袖，因此大家其实特别好奇他到底对特朗普政权有什么想法。和党内反对派不同，他甚至对特朗普最荒唐的总统令都没有什么评价，可见其考虑之深、之远，无人能及其右。唯一需要细细品味的是他和 Pence 以及 Priebus 的互动，三人实际上在过去一个多月里已经使得特朗普政权的国内政策回归建制派，而且在党内提名的大法官 Gorsuch 过程中遇到的阻力也明显远小于特朗普内阁的其他候选。Gorsuch 要么就通过，要么会遇到民主党的零星抵抗，而且后者还是基于“党派之见”，而非基于对其才能和人品的判断。可以说，三人联手给民主党出了一道难题，反过来也在悄无声息中控制了特朗普。

第六个关键词是民主党。民主党和自由派的群众在过去的一个月时间里还是处于一个相对比较情绪化的状态之中。毕竟，在大选之中或者大选之后，他们一时之间还没法承认自己输了，而且居然输在曾经投给奥巴马，但这次没有支持希拉里的工人阶级身上，他们也是百思不得其解在刚刚结束的民主党大会的党主席的选举之中，代表克林顿和奥巴马民主党内建制派的 Perez 胜出，而呼声很高的代表桑德斯新势力的 Ellison 黯然出局，也说明民主党其实一直还在挣扎中前进。再结合之前 Pelosi 在众议院中再次连任众议院少数党领袖，也能显示出来民主党似乎还没有完全摆脱自己的窠臼，到底能不能做出一个真正的改变，赢得民心。在这方面，民主党似乎还有很长的路要走。如何重新吸引美国中部老工业区的中产阶级成为了民主党在未来一段时间内，尤其是 2018 年中期选举之前最大的任务。也正是因为这个原因，即便希拉里上位，鉴于党内妥协，TPP 还是难逃“出师未捷身先死”的厄运。当国内的学者还在如火如荼的探讨 TPP 之于中国政策的影响以及对策之时，殊不知除去 TPP 是美国两党为数不多的共识。

第七个关键词是美国人民。美国人民在这次大选中应该说是严重

的撕裂了，包括了很多层面的撕裂。我觉得两个层面的撕裂可能是出乎大家预料的：一个层面的撕裂是地区之间，或者换言之是阶级之间的一个撕裂，东西海岸的享受全球化成果的一批人和中部被全球化所击溃的这样一批人之间的严重撕裂；二是不同年龄段的撕裂，包括不同教育程度的一个撕裂，也对美国的社会人群造成严重的影响。虽然特朗普总统令的争议很大，虽然他打击主流媒体，几度被认为有违宪的嫌疑，但是我们必须承认，他到今时今日仍然有大概 44%的铁杆支持，以至于为 Flynn 的出局，以及一系列的总统令出不了白宫，虽然对他造成很大的困扰，但是当他专门去佛罗里达的中部，和当年支持他的一些选民站到了一起，还是获得了这些人的欢呼。截止到目前为止，美国已经出现了一些基于种族仇恨的犯罪，目前这些犯罪主要针对的是穆斯林和犹太裔，让人不禁胆寒。唯一让人欣慰的是，美国目前的民权团体斗志比较高涨，全面出击，为特朗普总统令造成的弱势群体免费打官司，为他们出头。尤其是在颁布穆斯林禁令的那个周末，美国第一大民权团体 ACLU，大概在一个周末筹集了超过 2410 万美元的资金，相当于他们在之前 6 年筹款的总和。当时特朗普出的总统令其实是颇具戏剧性的，是颇具他的风格的。在出总统令之前，原则上这个事情要由国土安全部的 Kelly 部长去执行，但是直到周五下午最后一刻才通知美国的国土安全部，在周五下午最后一刻把总统令交给了 Kelly，周六一早就要执行。在这个过程里面，大家可以想象，造成了巨大的混乱，同时给美国的移民官巨大的权力。当时甚至很多人拿了绿卡也都被关在了机场，因为总统令显然没有考虑到这一特殊情形。所以大家可以想象 Bannon 和 Miller 其实在很多问题上都是完全没有概念的。也就是当美国各大机场出现了这种严重的混乱状态之后，很多的普通百姓和普通的游客被滞留在机场或甚至被关押起来的时候，第一大民权团体 ACLU 开始获得普通老百姓的资助，因为他

们在第一时间派出律师为他们打官司。同时，在纽约的法官以及美国地方性的法官，后来也纷纷站出来，从司法的角度把总统令叫停了，还取得了一定程度的优势。

在中国企业家进一步拓展在美投资时，需要深入了解以上事实。拿佛罗里达州举例。南部（以迈阿密以及棕榈滩 Palm Beach 为中心）汇聚了大量古巴后裔，犹太裔，以及近些年大举移民的南美富裕阶层（巴西人为主），族群多样性很高，收入较高，教育层次较高，对新移民和外来投资接受度高。中部（以奥兰多-坦帕为中心）汇聚了大量服务业，而且本身是在沼泽上建成的新城，吸引了来自美国各地的移民，族群多样性较高，对新移民和外来投资接受度较高。北部从文化上更接近南部诸州，尤其是种族歧视较为严重的阿拉巴马和南开罗莱纳，唯一的特例是州府 Tallahassee，汇聚了政府机构以及大专院校，受教育层次较高。

如果把美国看成一个体系的话，这七个关键词是过去一个月内的主要变量。目前特朗普的内阁应该已经是完善了，但是内阁里面的角力，应该说才刚刚开始。他在国内推行自己的政策方面，受到了多个不同力量的反噬，尤其是共和党党内的势力对他的制约力量是不可估量的。John McCain 和 Lindsey Graham 两位资深的参议员，他们确实是坚定的美国精神的捍卫者。同时以 Mattis 为首的这四个美国海军陆战队的核心人物，有可能同时进入美国的国家安全委员会，他们对特朗普的外交和国防政策的制约也将是不可低估的。

二、欧洲的形势和走向

讲完美国，稍微讲一下欧洲，对于中国的企业家来说，美国固然是一个投资的热土，但是因为美国目前的形势，可能在美国做起事情来，接下来会有一定的难度。欧洲市场的开拓，应该是不可忽略的。

因为美国现在在一些贸易的问题上的一些不确定性，而欧洲一些主要工业国家已经触底反弹，我认为在欧洲会有更多的机会，但时机也很重要。

第一，荷兰。3 月 15 日是荷兰大选，目前的形势对极右翼势力也就是 PVV 非常有利，他们的候选人叫 Wilder，自诩为荷兰的特朗普，对摩洛哥的移民充满了敌视。目前我们的预测是他的党派应该会当选，至于他会不会当选为首相，这还要打一个问号。荷兰的 PVV 跟特朗普的政策主要是两个层面的区别：第一，反移民但不反全球贸易，因为国家太小，必须要靠贸易起家；第二，国内市场太小，必须要跟很多国家搞平衡，不可能像特朗普一样，得罪完墨西哥就去得罪加拿大，这是不现实的。虽然它是一个极右翼的势力，但主要针对的是移民到该国的北非移民，并不影响他们对贸易的支持。从另外一个角度来看，极右翼的政党当权很有可能会影响荷兰在欧盟的地位，但是因为荷兰的经济体相对比较小，所以对欧盟的冲击还算有限。

第二，法国。法国目前的形势有点混乱，基本上两个候选人获胜的概率是五五分。Le Pen 是法国的女特朗普，她的政治主见跟荷兰的右翼势力基本一致，在接下来 4 月底-5 月初的法国大选的过程里面，她很有可能在第一轮以第一名的身份出现，在第二轮，她的挑战者是法国中左势力的 Macron，Macron 本身比较年轻，只有 39 岁。但是他是一个思想比较活跃、比较开放的支持商业行为和贸易的候选人。现在唯一的不确定性就是 Le Pen 会不会出一些意外的招数，就像特朗普在针对希拉里的时候，在整个大选过程中有非常多的意外出现，最后导致特朗普的当选，所以我们拭目以待。需要值得提出的是，在法国的大选之中，也有俄罗斯人的身影。Le Pen 也毫无讳言，她拿了俄罗斯一家银行 1000 多万欧元的贷款，当时的理由是法国的银行不贷给她。法国的候选人 Le Pen 一旦当选，法国很有可能会在两年之

后退出欧盟。她已经反复强调这一点，跟特朗普高度一致。在欧洲目前的政策之中，也有特朗普的影子，也有普京的影子。

第三，德国。目前来讲，虽然默克尔在她的移民政策方面遇到了比较大的挑战，但是她的胜算还是比较大。即便她输了，另外一个候选人只不过是由中右变成中左，因为无论如何欧盟都是以德国唯马首是瞻的，所以德国在欧盟问题上，不会有任何的含糊。

第四，英国。国内有不少企业家，在过去几年在英国投了不少项目，所以对英国的形势也比较关心。目前货币贬值带来了一个短暂的繁荣，但是中长期的不确定性极大，而且另外有很多的跟欧盟国家签署的贸易的条例需要很多年才能够真正的终止，在这个过程里面会有比较大的影响。同时从英国本身来看，北爱尔兰、苏格兰、伦敦地区，都有倾向继续留在欧盟，当然，伦敦是不可能独立出来。但是可以预想到英国，从区域撕裂到阶层撕裂，跟美国有一拼。

最后来讲欧盟，总的来说，2017 年是欧盟最关键的一年，而五月份的法国大选则是最重要的时间节点。在看完法国大选以后，我们对欧盟就会有一个比较清晰的判断和认识。对于准备进军欧盟的企业家，现在需要多些耐心，静观其变。对于已经在欧洲（包括英国）布局的企业家，现在的挑战才刚刚开始。

三、中国企业的跨境投资和贸易何去何从

第一个是 CFIUS，是美国的国会针对外资投资的审查制度。基本上确认的一点是 CFIUS 制度会有改革，针对中国的投资人，基本上可以确认是会变得更难。为什么说它更难，从目前美国参议院和众议院针对 CFIUS 审查方面的提案来看。美国的共和党提案比较清晰的是打击中国在美国的高科技投资，要加大审查力度，但是并不会把审查的范围超出美国的国土安全；民主党的议案是舒默提出来的，舒默

在很多问题上跟特朗普是对头，甚至是死对头。在特朗普颁出禁令的那个周末，舒默特别到机场看望穆斯林的群众，当时还流眼泪，特朗普好像还说舒默的眼泪是假惺惺的，所以他们两个人其实在很多问题上是针尖对麦芒，但是在贸易和投资问题上高度一致。舒默提出CIFUS 审查的范围从国土安全做一个扩展，以前只有涉及到国土安全或者危害到美国国土安全的交易，才会受到严格的审查或者监察，但是按照舒默的说法，不光是涉及到国土安全，甚至涉及到州的一些特殊的情况都要作出审查和特别的调查。

鉴于在过去数年，中资在美的一系列动作都或多或少受到了CFIUS 的影响，但是在奥巴马任期，总体而言有利于中资在美并购。接下来，可以预见，困难陡增。一方面中资可投方向将受到严格约束，另一方面投资背后的动机也将会被加大审核。目前可以看到的上了两党约束清单的项目包括高科技，影视行业等。CFIUS 的审查本身是不透明的，所以其它领域的投资也有可能被随时“单独拎出来”说事。加上国内的外汇管制，未来一段时间内中资在美并购将大幅衰减。

对于那些顶着压力继续来美国投资的中国企业家，只要不涉足以上被美国特别监督的行业，我有以下建议：

（1）需要对行业的信息有极为深入的研究，并提前与 CFIUS 的外围机构进行摸底；

（2）需要对收购标的的所有利益相关人有深入的研究，尤其是当涉及工会利益时；

（3）在投资过程中最好可以吸引到美国本地资本进行合作；

（4）在投资过程中，以及收购后的整合中，需要大量启用本地专业人士。

对于那些希望来美投资，但是没有明确方向的中国企业家，即便投资动机主要来自于资本市场，仍需要和标的企业建立真正意义上的

协同效应。

另一个是贸易战。这个其实回扣一下我的主题，就是山雨欲来风满楼。我们已经感受到了“风”，对美国的形势和走向，对欧洲的形势和走向，对 CIFUS 目前的两套预案，我们已经感受到“风”很大，但是贸易战怎么打或者贸易战会怎么开始，谁也没有具体的想法。其实特朗普的心里也不见得有数，好比他打算推翻奥巴马的医改方案，但是到现在都迟迟不能推翻的原因，是因为他也发现，原来美国的医疗保险太复杂了，他根本没法推翻，因为推翻的话会造成成百上千万人失去医保，那他总统职位也就不稳了。贸易战会不会打，应该会打，但是什么时间打，要等特朗普把眼下的美国的政局收拾得差不多，最核心的一个时间节点就是 NAFTA 问题。如果能够搞明白，他就会进入到下一个阶段，主要针对中国的贸易战。今天美国《Politico》有一篇文章，专门讲其实在奥巴马的后期，奥巴马大概花了 3 年时间派他的贸易代表跟加拿大政府和墨西哥的政府就 NAFTA 协议的修订，采取了一系列非常务实而且非常有成效的一些接触，很不幸的是，因为当时奥巴马修订的稿子就放到了 TPP 的一套方案里面去了，以至于最后被特朗普直接全盘否定掉。特朗普目前在墨西哥和加拿大的问题上将会遇到一些很大的挑战，他的预期会比较高，但是能不能达到他的期望值我们要拭目以待。如果 NAFTA 问题大家能看到一些端倪的，我相信大家也就知道，这场雨要怎么下。

另外一个值得关注的前兆是目前美国和德国已经出现的贸易摩擦。Peter Navarro，特朗普任命的负责美国贸易谈判的一把手，在德国贸易问题上极为强硬，直斥默克尔政府操纵欧元惠及自己，不把德国拉下马不罢休。如果采取同样的路数，他将会在贸易问题上和中国正面对抗。在他眼里，凡是不在美国国内制造的都是从美国抢走的工作机会，无论在德国，还是中国，因此意识形态为先的理念是他的主

要驱动力。现在唯一值得庆幸的是 Navarro 在最新一轮白宫的内战中腹背受敌，一方面美国经济事务委员会主席 Cohn 对 Navarro 的贸易政策不断提出正面挑战，另一方面 Cohn 正在着手安排将 Navarro 的机构挪到商务部下面，并力荐贸易谈判专家 Andrew Quinn 取代 Navarro 在整个特朗普贸易政策中的角色。

如果 Cohn 的策略初见成效，Navarro 的鹰派作风将大打折扣，贸易战的规模和强度也许会受调整。虽然 NAFTA,以及美欧贸易谈判将对我们了解中美贸易战可能进行的方式和路数提供一个较好的模板，但是毕竟中美不同于美德，也不同于美加和美墨，如果特朗普阵营继续意识形态挂帅，如果民主党共和党处于国内利益而在对华贸易政策上和特朗普形成高度一致，那么一场狂风疾雨似乎不可避免。

四、问答环节

Q1：关于美国对中国的贸易制裁，您觉得可能传递出来的方向和具体的行业可能会是哪些？

A1：主要是特朗普认为本来应该属于在美国的工作机会被中国抢走的这些行业，我觉得主要是以制造业为主。但其实这些工作多数是不会回到美国了。

Q2：在他选举时期曾经坚定支持他的铁锈地带的一些工人阶级似乎目前有所动摇，那么是不是这也意味着，下一步特朗普必须在贸易的方面有所作为？

A2：是的，我觉得之前在 1 月 24 日做第一次演讲的时候，我觉得很难判断他接下来的政策会怎么走，当时做的更多的判断其实是哪些人对他会有牵制，哪些人会在他的外交、包括国家经济，包括其他一些政策方面会有影响。但现在我觉得看得比较清楚，他以前在选举的时候发下的誓言，他都会一一去兑现。至于能不能兑现那又是另外

一回事，但是他肯定会力推这些事情往前走。比如，我第一次演讲提到在针对中国贸易战比较核心的人叫 Peter Navarro,也是特朗普任命的贸易谈判委员会的主席，目前还没有亮过相。很多人也都很纳闷，到底他会不会出来，以及会以什么样的形式出来。我相信 Peter Navarro 现在也很忙，应该是在做一些相应的对策。对于从事贸易行业的企业家来说的话，如果能够深入研究一下美国在 NAFTA 协议方面的一些修订的打法，对针对中国的贸易贸易战应该会有很好的一个借鉴作用。当然 Peter Navarro 对中国的很多观点是极为极端的。他对中国的一些制造业的一些想法，我觉得上世纪七八十年代的，当然这也是属于他个人的一种意识形态，刚刚好也被特朗普利用起来能够针对中国，同时也为自己在美国中部制造业地区的铁杆粉丝聊以慰藉吧。如前所述，现在的一个声音是 Navarro 有可能被 Cohn 边缘化，甚至被 Quinn 取而代之。但是目前这些都还是揣测，如果真的付诸实施，倒是对特朗普的对华贸易战有所打击。

Q3：在特朗普前不久的演讲当中我们看到他还是给外界释放了他是一定要有所作为，他只要是在竞选承诺当中所作出的规划似乎都要逐步来推进。从国内的反馈来看，似乎还在获得一个相对正面的评价，大家认为他不是一个单纯的政客，不是在做表演。您了解的美国主流媒体是怎样一个判断？

A3：我觉得总体来讲，他的演讲不管是在主流媒体还是他背后的铁杆媒体应该都获得了一定的褒奖，这是毋庸置疑的。但是我觉得察其言重要，观其行更重要。他大概就稳定了三天时间，2 月 28 日做完演讲后，在 3 月 4 号他就连发了四条推特来指控奥巴马政权对他的电话进行窃听。在美国，如果说总统要对某一个公民进行电话窃听的话，首先一定要获得法院的，而且是特殊的法院的审批。现在就有一个问题了，如果他确实遭到窃听了，如果法院确实是给了总统权利，

那么就说明法院已经认可了总统搜集的关于他和俄罗斯人里通往来的这样一些罪状，或者至少有一些嫌疑。其实在这样一个问题上，他宣泄了自己的情绪，但是其实给外界造成印象是非常差的。虽然说他现在在上升期，希望能够借这样一个风头打压他的对手，但是很遗憾的是，他做的事情跟以前没有什么两样，在指控奥巴马的时候也没有举出任何证据。所以我觉得他其实在很大程度上还是很不确定的一个人物。当然他的演讲确实有进步，那可能也是因为他这次是照着稿子念的，没有自我发挥，如果他自我发挥的话，可能效果会稍打折扣了。截至到现在为止，他还没有提交任何证据来支持他对奥巴马的控诉。不过正如他之前做的每一件事，说的每一句话一样，他是不会道歉的。

Q4：特朗普宣布 TPP，现在看他好像也没有完全实施，如果说真正退出 TPP，他会不会重新搞一个联盟，对中国的经济和政治有什么影响呢？

A4：关于 TPP 问题，对中国的一些政策方面也是敏感度比较高的一个话题和议题。但其实在大选期间，在民主党党内竞选的最后关头桑德斯输给希拉里之后，其实很大程度上是希拉里对 TPP 的问题也做出了一个重大的妥协。桑德斯的支持者中，也是有相当部分的美国中部的老区的工人阶级，他们是坚决反对 TPP 或者任何形式的贸易联盟。而希拉里在这个问题上也做出了一个巨大的妥协，所以即便是希拉里当选，她也会把 TPP 作为一个比较主要的需要解决的议题。可能不见得会像特朗普一样直接取消掉，但是也是有这样的趋势。特朗普其实已经退出 TPP，不会再死灰复燃了。下一个我们要关注的在贸易方面是 NAFTA 的修订，目前特朗普在 NAFTA 问题上的态度是模棱两可的。一方面，他在用自己纽约房地产商的嗅觉，希望通过威胁和恫吓来要求自己的小兄弟邻居墨西哥就范，但他没有想到的是墨西哥虽然政府是亲美的，但是政府目前非常不稳定，然后墨西哥国家

有相当多的劳动阶层是获益于 NAFTA 协议的，尤其是大量的汽车公司迁到了墨西哥，所以在墨西哥掀起的是巨大的反弹，这就是为什么特朗普在随后派了国务卿 Tillerson 和国土安全部长 Kelly 去试图缓解气氛，但是收效甚微。所以我觉得接下来先关注一下 NAFTA 的情形，可以对我们如何应对美国针对中国的贸易战有一些警示作用。特朗普的外交及贸易政策的核心就是“美国为先”，即把美国失去的工作机会抢回来，在国际舞台上推行“孤立主义”，采取的方式是“贸易保护主义”。从这个角度看，建立任何形式的国际贸易同盟是不符合特朗普竞选精神的。如果他要去谈贸易合作，他会选择一对一，而非一对多的形式。

Q5：在分析整个美国政治现场的时候怎么样来处理这些信息，除了媒体方面左中右都要对比着看，还有一些什么方式来印证和观察一些事件的发展？

A5：因为我觉得这是很核心的一点，这也许对我们未来中国的决策方面是一个很大的考验。在信息方面，即便是在美国，应该说信息很发达，同时量也很大。此次大选也给大家一个重大的警示，就是虚假信息的泛滥。所以我们接下来在做决策的时候，在信息搜索方面要下很大的功夫。第一个就是左中右的媒体，而且是要有一定声望的媒体，作为我们的主要研究美国的基础。虽然说特朗普很讨厌 CNN，很讨厌《纽约时报》，并不意味着他们就会因此而消亡。相反，他们变得更加活跃，更加希望能够通过自己努力为美国的新闻业正名。与此相对的是《华尔街日报》，其实在大选整个过程中间不温不火，很多人不理解为什么《华尔街日报》这么大的一家报纸，在特朗普的问题上总是采取一种很奇怪的功利的态度。该报的实际拥有着默多克对特朗普颇为赞赏，因此通过该报的执行主编要求该报尽可能“公平”的报道特朗普，因此激起了编辑室的强烈反弹。最终的结果是最有前

途的副总编跳槽去了对家《纽约时报》，执行主编做出妥协，给予了编辑们足够的自由度。其他的一些渠道是一些核心的政策智库，不是一般的科研智库和政策研究智库而是核心的政策研究智库。比如说像民主党的核心智库 Center for American Progress，共和党的核心智库 Heritage Foundation，包括 AIE，这些都是比较核心的能够对政策造成一定的影响或者对政策的解读比较有说服力的智库。特朗普本人不信智库，只信周围的几个内核；但是随着时间推进，白宫内斗白热化，特朗普的政策制定，尤其是针对国内的政策制定，会越来越倾向于共和党的建制派主张，因此深入研究核心政策智库对未来美国政策判断是有帮助的。

最后需要指出的是，无论是从左中右媒体，还是从核心政策智库搜集信息，最重要的还是把这些信息放在“特定背景”中去理解，进而用来推测未来走向。我们从来都不缺少信息发掘的精神和渠道，真正缺乏的往往是对“特定背景”的发掘和理解。而后者的获得渠道往往是核心政治人物及背后的金主。

第 115 辑

(2017.4.20)

机器学习和大数据预测公司财务质量及股票投资

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

罗崟先生目前在华尔街独立投资银行沃尔夫（Wolfe Research）担任董事会副董事长，负责量化投资，宏观经济和投资策略，以及全球股票交易业务。在 2016 年 6 月之前，罗崟在德意志银行担任董事总经理，负责全球量化及宏观策略（执委会成员）。罗崟和他的团队连年在全球最为权威的美国、欧洲和亚洲的《机构投资人》杂志的卖方研究员的量化投资、投资策略、会计与税务研究行业中名列前茅。罗崟本科毕业于中国人民大学投资经济系，在加拿大多伦多大学获得 MBA，现兼任人民大学汉青经济与金融学院兼职教授。罗崟是特许金融分析师（CFA）美国注册会计师（CPA）。

今天演讲的主题是大数据和机器学习在会计财务质量和选股模型中的应用。演讲的内容主要是基于《Quant CSI》这篇研究报告，第一部分讲做大数据和机器学习的动机；第二部分介绍如何将大数据和机器学习应用到公司财务质量和股权投资之中。

一、为什么做大数据和机器学习

十年前即使在欧美，大数据和机器学习的应用也是很有限的，但这两年大数据、人工智能、机器学习逐渐成为非常流行的趋势。十几

年前我们做机器学习的时候，市场上几乎没有人感兴趣，因为当时市场认为数据挖掘是比机器学习和人工智能更好的方式。量化投资三十年的历史，从媒体报道的角度，2007 年夏天可能对量化投资和分析来说是第一个危机时期，七月份和八月份前两周，传统的价值投资和量化投资都损失了 5%-10%，这在媒体中是一个为人熟知的量化危机。在行业内来说，2009 年 3 月至 5 月和 2007 年相比，损失大概是后者的 5-10 倍，其实在欧美市场，2009 年的损失是要远远高于 2007 年的。

就传统的因子模型来说，尤其是在如美国和日本等比较发达的市场中，其收益率在不断降低接近于零。蓝色柱形是传统因子投资策略在上世纪 80 年代到 90 年代的平均收益，红色柱形是 2000-2007 年，绿色柱形是从 2008 年到现在平均的收益。可以看到在日本和美国市场最近十年的收益接近于零。在欧洲市场收益大概下降了一半，在亚洲市场下降了三分之一左右。

因子间相关性（Factor Correlation）上升和下行风险（Downside Risk）的增强对传统因子投资造成了挑战。因子间的平均相关性在不同的时期、不同的国家和地区不会是完全一样的。将全球市场分成美国、加拿大、日本、英国、澳大利亚等九个区域，可以看到从 80 年代到 90 年代，2000-2007 年，2008 年至现在，对动量投资（price momentum）和低风险投资（low risk）而言，地区间的相关性上升现象尤为显著，从 30%上升了到 60%左右，但同样的现象也能在成长型投资（value）、盈利预测因子（earning revision）上观测到。下行风险（downside risks）在美国市场更加严重，但在其他市场也是一样。

风险追逐（risk-on）和风险规避（risk-off）市场情绪的影响。现在的市场中，尤其在 2008 年以后，市场上的风险追逐和风险规避情绪呈周期性变动，对于选股模型来说，无论是对基本面分析还是量化分析，情况都变得更为复杂。对量化投资来说，风险追逐其实比风险

规避更具有挑战性，在风险追逐情绪中，投资人对市场更加乐观，倾向于买进风险资产，而量化投资总体来说是买高质量、高价格动能、低风险因子的资产，会在风险追逐情绪中遇到更多困难。在风险追逐（risk-on）和风险规避（risk-off）两种情绪下因子的波动率，可以看到在风险追逐情绪中，所有因子的波动率都要比风险规避时高。

对传统分析方式和量化投资的第三个挑战，是预测因子与股票收益的非线性关系越来越强。从价格动量与股票平均年收益率的关系，根据价格动量将美国市场的股票分成五组，第一组价格动量最弱，第五组价格动量最强。80 年代到 90 年代，可以看到是一个拟合度很高的线性关系，价格动量强，则股票收率高；2000-2007 年，二者已经不再符合线性模型了，但还保持着价格动量强股票收益率高的大致趋势；从 2008-2015 年则可以看到，线性关系发生了很大变化，价格动量最弱和最强的收益率都很低，而处于中间位置的收益率较高；到 2016 年，之前的线性关系完全反转，价格动量最弱的股票收益率最高，而价格动量最强的股票收益率最低。

这不仅仅在美国市场，在其他很多市场上我们也越来越能观察到这种现象。比如日本市场的盈利预测因子与收益率的关系。在 80 年代到 90 年代，呈现出明显的线性关系；到了 2000-2007 年，二者不再为线性关系；2008 年以后呈现为 U 型曲线，非线性关系越来越强。

总结以上三点，传统的投资方式，无论是与公司管理层的交流还是传统因子投资分析，在高度发达的市场上不再很好地发挥作用了，这就是为什么要做大数据和机器学习。

因此，投资理念发生了根本性转变。做投资主要有三种模式，第一种模式是金融理论指导应该如何做。首先建立假设，假设某种投资方式，比如说如果一家公司财务质量很高而市场没有意识到这一点，那么股票可能会有高收益率，比如理论认为现金流比利润更可靠，那

么如果一家公司现金流状况比其他公司好，财务质量就高，否则就低。于是收集数据，接着建立模型，进行样本内数据和样本外数据的检验，观察样本外数据结果是否与假设矛盾，如果与最开始的假设一致，就发表这一研究成果。这是根据传统的金融理论进行投资。但是实际操作中很少有人这么做，几乎所有人采用的都是第二种模式。这种模式也建立假设，收集数据，定义样本内和样本外数据，并做检验，如果模型不奏效，结果与最初的假设不一致，几乎没有人会推翻假设，而是会一遍又一遍的修改模型，变换样本数据和研究方法，直到得到理想的结果再得出研究报告。而在第三种模式机器学习中，我们训练机器和电脑，使其能够执行投资方法。实际上，更应该鼓励机器学习的发展。在机器学习中，选择模型时没有说哪个金融理论比另一个更好，所有因素都是由实证决定的。更重要的是要确保得到的结果满足理想的迭代过程，如果不满足，就再回到抽样步骤。机器学习中有专门的设计来解决结果的波动问题，这一点与传统的投资方法差异很大。

二、怎样运用大数据和机器学习预测公司财务质量和股票投资

这一部分讲怎样运用大数据和机器学习来预测公司财务质量和进行股票投资，它比传统的投资方法为什么更好。但在此之前，我会介绍传统的利用财务质量进行分析和投资的方法。如何确定公司的财务质量，怎么知道管理层在披露会计信息的时候是诚实的？在当下的环境中，越是想要量化财务质量，就越需要收集大量的数据。

（一）传统财务质量分析方法——The Accruals Anomaly

财务分析的基准模型，即 Sloan 教授提出的应计异象，是 Sloan 教授在 1996 年发表的文章。应计项目并不是真的确认了收入，没有现金流入；而在需要支付费用时，又没有现金流出，因此可以判断哪家公司的现金流情况和经营情况更好。Sloan 对盈余组成部分中的应

计项目、现金流量的持续性及定价进行检验，发现应计项目持续性低于现金流量持续性，美国市场高估应计项目、低估现金流量，采用买入低应计公司、卖出高应计公司的投资组合，可获得超额收益。公司管理层的目标是创造净收入，不能控制现金流，但是可以通过控制应计项目控制净利润。

从目前有多种方式定义权责因子，其中最简单也是最流行的方法是测算加回折旧后的净利润与经营现金流量的差异。Sloan 权责因子在美国市场的年回报率，按照财务质量将公司分为十个层级，Q1 是财务质量最好的一类公司，Q10 是财务质量最差的一类公司，可以看到最好与最差公司之间回报率的差异可以达到接近 9%。

从时间上来看，2009 年以前的大部分时间，收益率都比较稳定，但是过去几年中，这种稳定的表现消失了。注意 Sloan 的论文发表于 1996 年（在那之前以 working paper 的形式已公开数年），论文发表之前，这个权责因子的表现非常强，论文发表后 10 到 15 年依然表现不错，但在那之后则不能获得稳定的收益。如同第一部分的分析，市场渐渐呈现出非线性的模式，传统线性模型的收益逐渐消失。市场不见得是完全有效，尽管确实是在逐渐变得更加有效。

（二）数值分布特征——the Benford's Law

本福特定律（Benford's law），是一个关于数值型数据概率分布的数学定理，与金融本来没有任何关系，主要应用于自然科学领域，我们希望在金融领域运用这一定理。从美国公司中雇员数量的分布图，如果只看雇员总数的第一位数字（比如 1000 个雇员的第一位数字是“1”,900 个雇员的第一位数字是“9”），这张图描述了雇员总数的第一位数字的分布。大多数人可能认为，第一位数字出现的概率应该是相同的，但现实却非常不同，数据 1 出现的频率要远远高于 2，2 出现的频率要远远高于 3，这样的频率递减到 9。同样的现象在中国、日

本以及几乎所有国家的数据中也可以观察到。对于几乎所有的会计项目，如销售额、销货成本、总资产、经营现金流量等，它们几乎完美地符合这一定律。

既然许多公司的数字的分布符合本福特定律，那么会计项目不符合这一定律的公司可能存在会计质量问题。下面给出一个具体的例子，这是一个公司的资产负债表，现金资产是 210000 美元，则它的第一位数字是 2，统计每一个会计科目的第一个数字，计算每一个数字出现的频率分布，可以看到这个公司的会计信息很好得符合了本福特定律，大多数公司都符合这一定律，不符合的公司则可能存在某些会计质量问题。

下面是两个具体的例子，迪士尼公司和曾爆发会计问题的安然公司。一般而言，多数公司是能够非常好得符合本福特定律，但安然公司却很不符合。安然公司的问题是公司管理层曾操纵财务造假，使他们的债务数字看起来比真实情况好很多。将安然公司的数字分布与本福特定律的分布作对比可以发现，高位数字如 8 和 9 占比较高，而低位数字 2、3、4、5 则占比较低，因此安然公司财务造假的可能性要比迪士尼公司高。

如果把所有公司的会计信息都使用这种规则计算一下，发现美国市场中 95%的公司符合这一定律，只有 5%不符合，不符合的公司股票的表现要远远差于其他公司。将这一方法应用到全球，会发现相似的规律。也就是说，潜在会计信息质量符合本福特定律这个因素贡献了超过 50%的公司市场表现。我们在参考文件中提供了更加深入的内容，比如目前主要使用的是资产负债表、利润表和现金流量表中的一种来衡量，在文件中我们考虑了使用哪一种或者多种财务报表是更好的选择。值得注意的是，相比较资产负债表，多数企业难以操纵现金流量表。

（三）大数据：logit vs machine learning techniques

首先要介绍一个大数据公司 Audit Analytics（简称 AA），很多投资人可能不是特别的熟悉，这个公司已经成立超过 10 年了，他们的服务对象主要是会计师和律师，在投资领域并没有很多人知道这家公司。拥有其他人并不了解的数据供应商，这对我们来说是一件好事。

这家公司提供许多种数据集合，比如审计意见、审计员的变动、审计员佣金、审计的程序等，我们主要关注一个特别的元素，财务重述（Financial Restatement）。可以从多个来源获得企业财务重述的数据，但是时间和准确性可能存在差异。AA 公司提供的数据是文字型的而非数值型的，所以实际在使用过程中，应该更加注意数据处理和解释，而非仅把数据放在一起做回归。AA 公司提供一些高质量的细节，例如可以看到财务重述中的审计师来源分布，按来源分类的财务重述种类，在美国市场上的来源可以是 10-K、8-K、10-Q 等文件，其中最重要的来源是 8-K 文件。按照多种不同标准分类的财务重述，例如按原因将财务重述分为三类，第一类是由于财务欺诈、违规和虚假陈述，这是最主要的类型，反映了企业内部控制的问题。

有很多种投资方式来处理财务重述，最简单的方式是一种经典的事件研究法，基于公司事件发生的交易策略，具体而言，当某些重要的公司事件发生，投资者不会立刻对每一条信息作出反应，他们会有所滞后，或者说他们对于新消息存在滞后反应。一个非常简单的事件研究，把财务重述事件按照影响的正面和负面分类，但实际上正面与负面并不重要，其实二者存在很大的相似性，都会造成公司股价表现不佳。中间的竖线是事件发生期（event date），将该时点的收益率标准化为 0。在事件发生 2 到 3 个月后，公司的股票价格将普遍表现不佳，但财务重述正面的公司股价下行程度较小。所以基于这种公司财务重述事件的卖空交易策略可能盈利，但这种策略存在一个问题，这

种交易方式的样本非常少，实际上在某一给定时点很少有公司进行财务重述，所以没有很多交易机会，更为重要的是，这种交易策略会错失股价在事件发生前以及事件发生时的走低。事实上，在事件发生前的 3 个月，股价已经开始下行。

公司发生财务重述的一个主要原因是存在财务欺诈、违规和虚假陈述，说明其会计信息质量较差，所以我们考虑能否做出一个模型来预测公司的财务质量。从会计信息的角度看，一个宣布财务重述的公司往往财务质量较差，交易量较低，杠杆率较高，股价更高，信用状况较差，公司规模较小以及股价波动性更强。但是我们并非只使用这些传统的指标来做预测，这还是一种线性模型，在逐渐有效的市场上可能不会那么有用。

预测财务重述最常用的模型，是做一个 logit 模型或者说 logit 回归，因为要预测的是一个二值变量（公司在接下来的几天或一个月是否会财务重述）。其中最大的难题在于，预测的是一个非常罕见的事件（rare event），只有不超过 1%的公司会发生重要的财务重述事件，因此预测这类事件的模型与预测公司发生并购或者破产事件的模型比较相似。如果是预测哪些公司不会发生财务重述，那会有 99%以上的高成功率，但那样做并没有意义，因为需要预测的是哪些公司会发生财务重述。传统的计量方法告诉我们，如果要预测一件罕见的事件，应该使用 match sample，对于每一个发生事件的公司，需要选择另一同行业样本公司，没有发生事件但有着类似的估值和规模。

我们给出了模型中更有可能预测财务重述事件的因素，其中预测性最强的因素是应计项占比，该项越低则越有可能存在会计质量问题，另外较快的债务增速、过多的无形资产同样可能降低会计质量甚至存在财务造假，比如一个企业有着较高的账面市值比但同时有较低的有形资产账面市值比（过多的无形资产），或者一个企业有较高的每股

资产增速同时有较低的总资产增速（现实中不造假是难以实现的）。

传统的模型可以用来预测会计质量问题，但总体仍是难度较大，因为模型的样本中，需要较多（如 40 或 50 个）发生财务重述事件的公司以及同样数量的没有发生财务重述的公司，而现实中只有 1%的公司会发生财务重述，对于这种高度不均衡的样本，要想使用传统模型预测就存在很大困难。下图中，Q1 表示所有公司中重述概率最高的 10%，也就是表现最差的公司，平均年化收益率最低，仅为为 3.71%，表现较好的公司平均年化收益率在 11%-12%。重述概率最高的 10%的公司波动率最高，达到 29.2%。同时，高重述风险的公司表现明显差于其他公司。

从以上结果可以看出，传统的模型表现尚可，从一定程度上可以说明问题，但是难度比较大。高重述风险的公司表现明显较差、收益较低、波动较大。其报酬形态呈现非线性。此外我们也做过很多类似的研究，比如说预测公司的并购交易等，总体来说，传统模型预测相对比较困难。

总体来说，对于罕见事件预测，机器学习模型预测表现比传统模型好很多倍。这个模型是我们自己的模型，叫做 TS-Boosting（Time Series Boosting）算法。用 TS-Boosting 机器学习算法代替传统整体或 Logit 模型对重述风险进行预测，在模型预测结果方面有很大的改进。Boosting 与传统的方法有很大不同，传统方法是做回归分析；boosting 模型是一步一步向上做。机器学习模型和传统的 Logit 回归模型在因子选择上类似，但在预测结果识别方面差异很大。TS-Boosting 算法下的非线性分类树模型比简单的 Logit 模型表现效果更加突出。

TS-Boosting 模型和传统 Logit 模型选择因子方面大多数是相同的，但是在两者在建模方式上差别很大。Q1 表示的公司的平均年化收益率最低，为-0.05%，并且随着重述概率的降低，年化回报率逐级上升。

而重述概率最高的 10%的公司波动率最高，达到 26.10%，并且随着重述风险降低而逐级降低。该模型结果表现出更加明显的阶梯性，而且 Q1 的年化回报率降低非常明显，仅为-0.05%。结果表明机器学习模型效果是传统模型的 3 倍左右，而且传统模型我们还加入了 Bagging 算法，如果不加 Bagging 算法，机器学习的表现可能是传统模型 4 到 5 倍。

另外一种潜在的研究方法是在模型中使用更多的非常规因子作为输入变量。非常规因子很难被复制因此很少受到套利影响。我们使用大约 250 个非传统因子，把研究领域扩展到全球重新运行了机器学习模型。有意思的是，我们发现在模型中使用更多非常规因子后，模型表现效果得到非常大的改善。而且我们的机器学习算法在更高维度的问题上依然稳健。我们到目前所说模型仅使用了美国数据和一些其他地区的数据，在会计和管理环境不同的国家和地区，我们预期可以发现一些具有地区特色的模型，其表现应该要比以美国为中心的模型更加出色。例如在语言方面，在澳洲市场、加纳市场、英国市场、美国市场上，英语几乎是唯一的语言，该模型表现特别出色；在欧洲市场，虽然英语不是唯一的语言，但也是非常重要的语言，该模型表现也比较好；而在东欧国家、俄罗斯、非洲市场，英语并非重要语言，该模型表现并不好。

三、问答环节

Q1：您在最后提到了模型使用了 250 个非常规因子（unconventional factors），能否举一些比较明显的例子？

A1：我们定义的传统因子主要是用公司的财务数据或市场数据来做的，非传统因子主要是除了财务数据和市场数据以外的任何因子。比较明显的例子比如说使用空头净额（short interest）、持仓（holding）。

这种非常规数据也是我们主要研究的前沿和方向。

Q2：您刚才讲的会计数据会服从 Benford's Law，那对于股票的收益率（returns）和持仓数据（holding）是否也服从 Benford's Law？

A2：我们测试过很多种数据，包括股票交易等都很好的遵循 Benford's Law。我们也用高频交易的数据来寻找市场规律，那篇文章还没有发表。对于大多数的数据，都会很好的遵循 Benford's Law。

第 116 辑

(2017.6.2)

中国养老金投资政策与制度改革

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

郑秉文教授，中国社会科学院美国研究所党委书记、所长；中国社科院世界社会保障中心主任；中国社科院研究生院教授，博士生导师，政府特殊津贴享受者，中国人民大学劳动人事学院兼职教授，武汉大学社会保障研究中心兼职研究员，西南财经大学保险学院暨社会保障研究所兼职教授，是国内外享有崇高声望著名的社会保障专家。

演讲的主题是中国养老金投资政策与制度改革。演讲的内容主要是从六个方面介绍中国养老保险的情况。第一部分：中国养老金待遇水平的现状；第二部分：第一制度——城镇职工基本养老金现状和投资前景；第三部分：第二制度——企业年金投资的现状及改革前景；第四部分：第二制度——职业年金改革的现状和前景；第五部分：第三制度——延税型商业保险现状及前景；第六部分：养老金投资和资本市场互动的关系，比较中美两国之间存在的差异。

一、中国养老金待遇水平现状

中国目前有三部分养老金资金池。第一个是全国社会保障基金，属于储备基金，成立于 2001 年。资金的 80%来自于财政拨款，剩余

20%来自于海外减持以及国有资产收益。最早起步时拥有200亿资金，2016 年底达到 2 万亿人民币。该资金池为战略储备型资金池，根据相关文件和章程规定，该资金池主要用于人口老龄化高峰时期的支付和调剂，目前一直处于收入和投资期，还未进入开放期，除汶川地震期进行相关支付外，还未进行过对外支付。全国社会保障基金投资体制基本与国际惯例接轨，投资队伍目前一共250人，虽然其投资体制采取了市场化及多元化运作方式，但是其人员管理体制并没有完全市场化。

第二个是基本养老保险，在城镇称为城镇职工基本养老保险，在农村2015前称为新农保，2015年改为城乡居民基本养老保险（下文统称为新农保）。因此第一制度包含两部分，第一部分为城镇职工基本养老保险，第二部分为新农保。城镇职工基本养老保险是中国的主体制度，目前覆盖3.6亿人群。其中交钱的人数是2.6亿，领取养老金的人数是9000万左右。城镇就业人口约为4.7-4.8亿，于是有大概1.3-1.5亿就业人口没有覆盖进基本养老保险的范围。据官方最新统计数据显示，2015 年城镇职工基本养老保险全国平均的养老金水平是2400元/月。新农保建立于2009年，代替了之前的老农保，老农保由于待遇水平过低退出历史舞台。2015 年国家把新农保与城镇居民中没有工作的人口合在一起，更名为城乡居民基本养老保险。新农保参保人数为5亿人，其中领取养老金的人数是1.5亿，另外3.5亿为缴纳养老金人员，2015年新农保的养老金全国平均水平为100元/月。

综合以上城镇及农村两部分来看，全国领取养老金的覆盖人数一共为 8.6 亿，是全世界最大的社保制度。在收入支出方面，据 2015 年最新数据，城镇职工基本养老保险的收入为3万亿，支出为2.6万亿，结余4000亿，其中在3万亿的收入中有约4000亿为财政补贴。在新农保中，缴费的人数为3.5亿，领取待遇的人数是1.5亿，2015

年基金的收入为 3000 亿左右。据官方统计数据显示，2015 年新农保收入 2855 亿，其中包括 700 亿个人缴费，2100 亿左右政府拨款，相当于新农保支出，这部分相当于直接由政府财政发给农民养老金。700 亿的缴费并不用于支付，每年收上来都形成资产池。截至目前，已经形成了大约 4600 亿的资金池，但是新农保形成的 4600 亿很难用于投资，因为资金散落在 2000 个左右以县市为主的统筹单位里，平均每个统筹单位 3-4 亿资金，上缴成本很高。

第二制度即第三个资金池，为企业年金和职业年金。企业年金主要用于补充基本养老保险，建立于 2004 年，由雇主和雇员协商共同建立，实行的制度体制与美国的 401（k）类似，甚至更加严格，属于缴费确定型信托制的一种体制。运营至今其资产的安全性和收益性表现不错，年均收益率达到 8%以上。但问题在于其参与率过低，目前全国有 1600 个企业参与进来，参与职工人数是 2320 万人，不及基本养老保险制度覆盖人数的 1/10，累计结余资金 10000 亿左右。

第三制度即第四个资产池目前还没有建立起来，正在政策制定过程中，这一制度相当于美国的 IRA（Individual Retirement Accounts，个人退休账户）。

二、第一制度——城镇职工基本养老金状况与投资情况

城镇职工基本养老保险金是中国主要的养老金制度，目前领取养老金的人数 9000 多万，但由于未实现统筹，存在严重的福利损失。截止 2015 年结余 3.6 万亿人民币，一直未用于投资，处于银行储蓄的初级阶段，由于该制度统筹层次比较低，与新农保情况类似，所有资金散落在全国近 2000 个县市级统筹单位，投资状况很差，其 99%的资产为银行存款，国债资产部分占 1%，收益率平均在 2%左右。由于其收益率增长速度低于 CPI，因此存在巨大的贬值风险。依据

CPI 估算，贬值规模为 3000 亿-5000 亿之间；对照城镇职工平均工资增长率，福利损失也非常的大，近年中国城镇职工社平工资增长率维持在 14.4%左右，减去 2%的银行利息收入，其福利损失超过 12%，如此高的福利损失在全世界都是罕见的，这从侧面反映了中国居民积极购房来进行增值保值行为有合理性。在有巨额资产的情况下没有一个有效的投资体制，资产就面临着巨大的贬值风险。要么缩小资产规模以减少福利损失，要么改善投资体制以提高收益率，最大限度减少贬值风险。美国艾伦教授 1964 年发表论文提出一个定理，即艾伦条件：当一国社平工资增长率与人口自然增长率二者之和高于资产的投资收益率，这笔资产就是低效的，应该减少资产规模，实行现收现付制度。从这个视角来看，国内的房地产价格之所以直线上升，原因在于中国的社平工资的增长预期还是持续存在的，相对于社平工资增长预期来说楼市价格的增长便存在刚性。

由于城镇职工基本养老保险资金池巨大，中国于 2011 年进行了第一轮投资体制改革，改革设想由国家建立一个独立的养老金投资实体公司，与全国社保基金理事会平行且二者产生竞争关系。但是由于市场和媒体认为养老金入市有可能会血本无归，加之社会多方的不理解，该投资体制改革暂且放置。第二轮是在 2013 年 10 月十八大三中全会之后，中央政府通过筛选比较，采取了委托投资的模式，将散落在全国的养老基金统一委托给全国社保基金理事会，在全国社保基金理事会内部成立两个新的部门，由其代理投资。2017 年 2 月份第一单养老金成功入市进行投资，城镇职工基本养老保险制度投资体制改革正式建立。

委托投资模式的优势是全国社保基金理事会具有三方面的经验。一是其受托管理基本养老保险的个人账户已经有十几年经验。2001 试点做实个人账户，13 个试点省份中约有一半的省份经过协商，同

意将中央出资部分直接交与全国社保基金理事会代为运营；二是社保基金理事会在 2012 年受广东省委托投资了 1000 亿养老保险资金，2014 年受山东省委托投资了 1000 亿养老保险资金，经过 3-4 年的实践，收益率表现优异；三是社保基金理事会投资运营整体来看收益率良好，2001 年建立至今其平均名义收益率是 8.82%，从 200 亿起步到目前的 2 万亿资产，资产池增加了 100 倍。但委托投资的模式也存在一些问题。一方面全国具有 2000 多个县市统筹单位，首先要把钱集中到省里面，然后 31 个省再集中到全国社保基金理事会，在“伞型”资金的集中的过程中必然会出现一些效率问题。资金沉淀比较多的富裕省份并不愿意上交养老保险金，比如上缴资金会影响地方银行存款；而欠发达的省份则愿意将养老金上交中央。面对这样一个投资体制，便会存在两种态度，效率问题对当前的投资体制会形成重要的挑战。另一方面全国社保基金固收部分是自营的，而权益类的投资主要是通过委托的，2016 年年底，全国社保基金在全国遴选了 4 家托管银行和 21 家外部投资管理人，全国社保基金理事会通过 4 家银行将钱委托给 21 位投资管理人。在委托投资方面社保基金之前已经积累了足够的经验，目前尚不担心，重要挑战还是存在于第一方面。目前有七个省市与全国社保基金理事会签署了 3600 亿的委托投资合同，但是实际到位资金远远没有这么多。例如北京合同额是 2000 亿，但是实际资金到账额只有 500 亿；上海合同金额是 300 亿，但是实际资金到账只有 100 亿；河南合同额是 100 亿，到账 100 亿；湖北合同额是 100 亿，到账额是 70 亿；广西合同额是 400 亿，到账 300 亿，广西整个省份结余资金共有 500 亿，广西是欠发达地区积极型的典型代表；云南合同额是 500 亿，到账金额 100 亿；陕西合同额是 200 亿，到账额是 200 亿。因此，在合同额 3600 亿的情况下，实际到账额为 1370 亿，约为 1/2。从合同和到账额来看，全国各地对于投资并不是很积

极。3600 亿合同额只占全国 3.6 万亿结余资金的 1/10，而到账额仅仅只有合同额的 1/2。这就展示了一个问题，在统筹层次低的情况下，要建立一个集中投资的体制是很难的，提高全国统筹层次是非常重要的。

统筹层次低下是中国社保制度面临多方弊端的主要根源之一，主要产生了三方面的问题。一是统筹层次低下所带来的便携性很差，人们在居住地迁移的过程中会产生诸多的不便。二是统筹层次低下，使得该制度模式离不开政府补贴。在制度收入大致等于制度支出的情况下，中央之所以还要对城镇职工基本养老保险进行补贴，便是由于统筹层次低下。中国 31 个省可以分为三类情况，第一类是养老金收入远多于支出，第二类是收入大约等于支出，第三类是收不抵支。在统筹层次低的情况下，第一类省份不可能补贴第三类省份，于是第一类发达省份资金便积累下来，沉淀的越多贬值损失便越大，因此部分发达省份不愿意多收钱，例如广东省利率一直低于全国规定利率，但即便如此，其沉淀资金仍然占全国全部资金 16%-18%左右；第三类收不抵支的省份则主要依赖中央的财政补贴。因此从全国来看制度收入大约等于支付，但是具体到各个省份差别很大，收不抵支的省份只能依靠国家财政补贴。财政从 1998 年补贴 24 个亿到 2015 年补贴 4000 多亿，合计补贴 2.6 万亿人民币，这便存在着不合理现象，一方面财政补贴近 3 万亿，另一方面又沉淀了巨额的资金，放在银行存款利息还不到 2%，相当于用财政的钱转换成银行的存款，宏观资金运用效率十分低下。三是统账结合（社会统筹和个人账户相结合）这个制度目标很难实现。个人账户应该做实，但由于地区发展严重失衡，欠发达地区的个人账户很难做实，并且由于投资效率低下，沿海发达地区虽然可以做实，但是其不愿意做实。所以 2013 年 10 月份党的十八届三中全会正式决定改革的任务是完善个人账户制度，而不是继续做实

个人账户试点。

三、第二制度——企业年金投资现状及改革前景

第二制度企业年金，目前问题在于参与率太低。在基本养老保险中，十个人中只有一个人有企业年金，但是在美国 60%的家庭是有企业年金的。美国的企业年金制度私人部门是 401(k)计划，联邦政府是 TSP（Thirft Savings Plan，联邦节俭储蓄计划），对于州而言，几乎每个州都有，最著名的例如加州教师基金 CalSTRS（California State Teachers'Retirement System，加州教师退休基金）。因此，在中国如何提高企业年金所占的比例是一个重要问题，我们可以学习美国 2006 年 PPA 法案（Pension Protection Act，养老金保护法案），这个立法有三大巨大贡献，首先它以官方立法的形式引入了自动加入制度，提高了企业年金的覆盖面和参与率。其次引入了默认投资工具，雇主如果不提供默认投资工具，其行为便构成违法。默认投资工具简单来讲就是目标日期基金（Target Date Funds ，TDFs），不会投资的人选择靠近你退休年比较近的一只基金后不用再进行管理，每年的资产配置是自动调整的，一直调整到退休日。三是将免税型个人养老账户（TEE）永久化，免税型个人账户在美国白领中是普遍存在的，也就是收入情况较好的白领为了避税，便进入 TEE 型免税个人账户，在退休的时候领取养老金，这就免除了个人资本所得税，但是中国此轮改革在这方面并没有太大的变动。在经济新常态下，雇主经营比较困难使得参与率更低。中国在 2015 年和 2016 年的数据中参与率增长也出现了严重的倒退，在 2015 年之前的十几年中一直保持两位数的增长率，2015 年职工参与率增长速度降到了 1%，2016 年职工参与率增长速度再次下降到了 0.37%。因此，引入自动加入制度，是拯救企业年金制度的一个办法，同时应配套其他改革，比如放开个人投资选择权，使得每

个人能根据自己的年龄选择适合自己的默认投资工具。引入 TDFs（Target Date Funds），否则中国的养老金很难分出层次，当 25 岁与 55 岁投资选择策略相同时，这显然是不合理的。学习美国 2006 年 PPA 法案是我们企业年金制度进行改革的重要方向。英国 2008 年学习美国的 PPA 法案改革效果是很好的，并且根据英国自身的情况进行了制度创新，成立了一个 NEST 机制。

四、第三制度——职业年金改革的现状和前景

职业年金制度与企业年金制度有两个重大区别：一是职业年金引入了代理人；二是单位的缴费部分变为记账处理，而不是实际缴费。

五、延税型商业养老保险的现状

延税型商业养老保险制度由保监会在 2007 年提出，但是截止目前还没有结果。我们团队提出这一制度的前进方向是要建立个人养老金账户，我们认为美国的 IRA 制度是非常成功的；第二个人养老金账户既要是契约型的又要是信托型的，既要保险型的又要投资型的。由于行业之间没有达成一致的看法，目前该制度建设进展缓慢。

六、养老金投资和资本市场建设的中美比较

据 2015 年最新数据，美国的第一制度基本养老保险制度（OASDI）的规模是 2.8 亿美元，占 GDP 的 16%，这部分不用于投资，而是完全购买美国的国债。而中国的第一制度 3.6 万亿，占 GDP 的 5.7%，并用于投资。中国第二制度的 1 万亿，占 GDP 的 1.5%；而美国的第二制度是 17.2 万亿美元，占美国 GDP 的 98.9%。美国的第三制度 IRA 是 7.4 万亿美元，占 GDP 的 42.5%。2015 年美国的第二制度和第三制度养老金之和为 24.6 万亿，相当于美国股市的市值，这说明如果美国养老保险金有 1/3 投资于股市，其量便是非常巨大的，而中国连 1%也不到，这便是中美两国资本市场存在的巨大差别。中国股市是

以 95%的散户为主，只有不到 10%的机构投资者。美国恰恰相反，是有 90%多的机构投资者，散户多通过购买共同基金的方式以大型机构投资者的身份进入资本市场，所以美国市场的羊群效应并不明显。

七、回答环节

Q1：企业年金在初期推出时，市场给予了比较高的期望，但是十几年过去其发展一直是低于预期的，想请您谈一下出现这种状况的原因究竟是什么？

A1：主要是两方面的原因，第一是由于中国的税制并不支持企业年金的发展。中国的个税税制存在一定问题，纳税人数量很少，2011 年个税起征点提高为 3500 元，纳税人从 8000 万人下降到 2400 万人。第二是由于企业年金制度设计本身存在问题，影响了参与的积极性。比如对企业规定了三个条件：一是企业必须要参加基本养老保险；二是企业要盈利；第三要求企业必须建立自己的工会，要有集体协商制度。能建立这三个条件的基本都是大型国有企业，私人企业及中小型企业很难建立这些制度，因此企业参与的门槛较高。此外，缴费制度主要以单位缴费为主，个人不用缴费，个人缺乏积极性。第三，其对于归属期设置导致企业存在很多操作空间，企业主缴费进入企业账户，对此企业做了很多单独的规定，导致企业雇主的缴费没有对工人形成更好的激励。不像中国住房公积金一样，其归属期即期就能实现，对个人达到很好的激励效果。除此之外，该制度还存在诸多制度设计的问题。

Q2：您在之前的采访中指出针对当前养老保险金现状，制度改革比单纯的"找钱"要更长远，您认为当前应该尽快促进哪些制度的改革？

A2：由于制度目前并不完善，因此没有激励性，导致缴费基数

很低，全国人民在缴费时都在打折扣。因此，首先要增强制度的激励性，让大家真实缴费，扩大基数，这是增加收入的根本。至于如何实现，个人认为在统账结合的情况下，我们具备了扩大个人账户的条件，扩大个人账户，增加个人积极性以及获得感。这样可以将税基拉到与真实收入相等的水平。我们应该挖掘制度参数的潜力，挖掘制度改革的红利。

Q3：您认为随着老龄化人口的不断增加，面对几年后养老保险金的巨大亏空，这个问题该如何解决？

A3：人口老龄化是目前全世界都在面临的问题，现在世界各国赡养率都提高了，在建国初期，中国是六个人养一个老人，现在是三个人养一个老人，到 2050 年估计是两个人养一个老人。目前全世界的改革趋势是一致的，即如何把人口老龄化指数化的与养老金制度联系起来。在此基础上各国改革各不相同，例如瑞典改革名义账户制，德国改革积分制等。美国由于是一个移民国家，人口老龄化进程并不高，因此改革不大。改革过程中，制度外部应该增加多层次，不要全部依赖于国家这一个养老金制度上，尽量多层次的建立多种制度，使得养老负担可以分散开来。

第 117 辑

(2017.7.12)

量化投资与当前市场

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

孙东宁，平安大华基金量化投资总监、衍生品投资执行总经理、基金经理。北京大学力学系硕士，美国哥伦比亚大学博士，约翰霍普金斯大学博士后。量化投资俱乐部理事，清华大学深圳研究生院课程教授、量化投资中心行业导师，全美华人金融协会（TCFA）理事（2013-2015）。10 多年的美国量化投资经验，先后任职于瑞士再保险自营交易部(高级研究员)，花旗集团投资银行(高级副总裁),瑞士银行投资银行(总监),德意志银行投资银行（执行总监），专业涵盖利率/信贷/按揭/股票及其衍生品的量化投资、对冲与套利。2014 年 11 月加盟平安大华基金，负责量化投资、衍生品投资和跨境投资业务。

今天演讲的主题是中国的市场和量化投资，以公募基金公司的视角进行讨论。第一部分中国量化投资的崛起；第二部分介绍当前量化投资面临的挑战；第三部分介绍主观+量化的量化投资方法论；第四部分介绍当前的市场形势。

一、量化投资的崛起

量化投资包含的范围很广：第一类策略是期货 CTA 策略，包括趋势跟踪策略和跨品种、跨期的套利策略，但 CTA 策略容纳的资金量有限，在公募基金量化投资中不是一种主流策略。第二类策略是各种套利策略，比如 ETF 套利和分级套利等，其原理是利用不同投资工具之间的价格差异，获得无风险或者低风险的收益。在当前市场波动比较小的情况下，套利机会比较少，使用这种策略会造成基金空置、利用效率不高的问题。同时，套利策略对系统要求比较高，通常具有程序化自动交易接口的机构才可以有效地捕捉到套利机会。对于公募基金，套利策略目前也不是一个主流的策略方向。第三类是日内的高频交易。2017 年上半年在国内股指期货受限、量化对冲策略难以开展的背景下，一些私募基金公司利用股票的日内回转交易来做绝对收益产品。受到流动性的限制，使用这类策略的基金通常规模不大。公募基金公司由于对从事反向交易规则的合规限制，难以开展这种策略。第四类是股票的 Alpha 策略。公募基金量化团队通常面临管理大规模资金的任务，面对的是非复杂的大众投资者，因此合规要求和风控都比较严格，交易费用也比较高（私募单边交易费用是 0.08‰-0.2‰，而公募基金的单边交易费用达到 1‰），不适合做高频策略。所以，从公募基金的角度来看，更加侧重于低频的股票阿尔法策略。今天主要介绍 A 股市场的量化投资构架和目前量化市场的情况。

图 1 是上证综指近 10 年来的走势图，图 2 是上证综指近 2-3 年的走势图。明显看出中国 A 股市场第一个特点是牛短熊长，大部分时间处于下跌趋势中；第二个特点是大起大落，在 2007-2008 时间段里有巨大的涨跌波动，最近的一波行情从 2014 年起步，2015 年 6 月达到 5200 点的顶点，之后迅速崩盘到 2800 点左右。在 2016 年实行熔断制度的一个月时间里，上证综指下跌了 23%，之后进入震荡小幅上升的阶段。在一个牛短熊长、大起大落的市场上，如果简单地跟踪

指数做投资，过去 10 年沪深 300 指数的年化收益率只有 3.9%。

图 1：上证综指 10 年走势图

图 2：上证综指 2014 年至今走势图

在这样一个牛短熊长的市场上，量化基金仍然获得了比较好的长期收益。图 3 统计了 2014 年 1 月 1 日前成立的基金在 2007 年 1 月 1 日-2016 年 8 月 31 日期间的收益情况 。这张表统计了标准股票型和偏股型的基金收益率，总基金量是 438 支，其中量化基金大约是 53 支，占比 12%，而收益率排名前 20 名基金中量化基金有 6 支，占比 30%，远远高于量化基金在所有基金中的占比。有几只量化基金获得了今年 4 月份颁布的 3 年期和 5 年期基金“金牛奖”。所以，假以时日，量化基金在长跑中获得了良好的收益。

排名	证券代码	证券简称	基金成立日	复权单位净值增长率
1	519983.OF	长信量化先锋	2010-11-18	202.78%
2	590008.OF	中邮战略新兴产业	2012-06-12	175.65%
3	040035.OF	华安逆向策略	2012-08-16	172.46%
4	163412.OF	兴全轻资产	2012-04-05	167.92%
5	160211.OF	国泰中小盘成长	2009-10-19	153.07%
6	233009.OF	大摩多因子策略	2011-05-17	152.60%
7	163406.OF	兴全合润分级	2010-04-22	150.53%
8	160212.OF	国泰估值优势	2013-02-19	149.35%
9	163110.OF	申万菱信量化小盘	2011-06-16	147.83%
10	202019.OF	南方策略优化	2010-03-30	144.41%
11	460005.OF	华泰柏瑞价值增长	2008-07-16	137.47%
12	163415.OF	兴全商业模式优选	2012-12-18	137.26%
13	180031.OF	银华中小盘精选	2012-06-20	136.70%
14	570005.OF	诺德成长优势	2009-09-22	131.28%
15	320011.OF	诺安中小盘精选	2010-04-28	131.05%
16	210004.OF	金鹰稳健成长	2010-04-14	130.22%
17	000251.OF	工银瑞信金融地产	2013-08-26	128.62%
18	470009.OF	汇添富民营活力A	2010-05-05	126.00%
19	080005.OF	长盛量化红利策略	2009-11-25	125.71%
20	229002.OF	泰达宏利逆向策略	2012-05-23	124.80%
…	…	…	…	…
438	XXXX	XXXX基金	XXXX	-21.62%

图 3：主动量化基金的长期表现

根据我们自己的统计，量化基金每年的发行量大约在 10 支以上。2015 年由于股票牛市的原因，量化基金的发行数量和规模大大增加到 39 支，平均每支发行规模达到 16 亿，总量大概在 600 多亿。2016 年进入股灾阶段，但量化基金的发行数量仍然达到 44 支，一方面是由于当时已经报备的产品到期需要发行，另一方面在 2016 年整体股市表现不佳的情况下，有几只量化基金表现非常亮眼，年化收益达到 20%-30%的水平，尤其是熔断之后，表现非常亮眼，吸引了市场的注意，也树立了量化基金的名声。2017 年一季度结束，量化基金的发行数量已经达到 16 支，保持这样的发行速度，2017 年可能又是量化基金发行的一个大年。

年份	发行规模	总数量	平均规模	最大规模
2010	156.03	15	10.40	29.55
2011	68.14	10	6.81	12.88
2012	101.99	12	8.50	24.33
2013	128.48	16	8.03	40.35
2014	143.77	14	10.27	23.96
2015	616.61	39	15.81	80.98
2016	156.08	44	3.55	18.16
2017	73.45	16	4.59	13.71

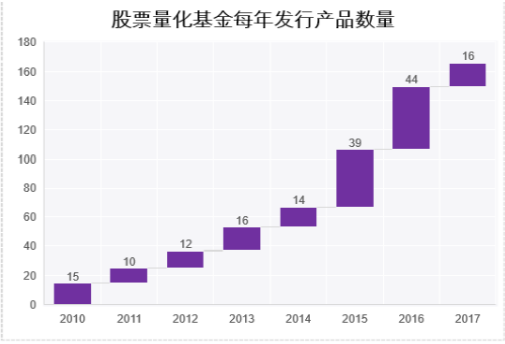


图 4：量化基金发行规模和发行数量

截至 2017 年一季度，股票量化基金总量达到 186 支，股票量化基金按照不同投资类型进行统计，其中被动指数基金和指数增强基金

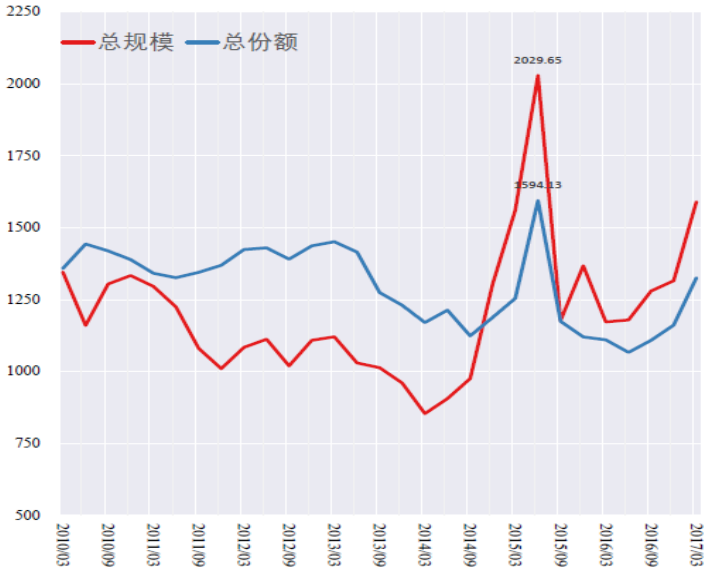
占 30%；主动型股票量化基金（包括普通股票型，偏股混合型和灵活配置型）总量达到了 60%；股票多空产品占比 10%。股票多空型量化基金 在 2014 年和 2015 年有显著的数量上的增长，但是在 2015 年 9 月 2 日中金所新规之后，目前发行已经基本停滞，原因是新规规定投机账户单个品种每日开仓交易量不能超过 10 手，而且日内开新仓的交易费用由原来的 20 多元/手涨至 2000 多元/手，造成整个市场投机盘非常不活跃，交易量比原来下降了 99%，失去流动性。在单向的套保需求下，股指期货不再能够反映股指的一个真实水平，而是远远低于股指的真实水平。如果采用选股并用股指期货对冲的策略，就要承受股指期货的高贴水损失，最严重的时候，中证 500 期指贴水幅度按年化概念计算曾达到 50%-60%，使得股票多空型策略无法开展。股票多空型是获得稳定的绝对收益的一种非常好的投资方式，期望未来股指期货的政策放开后，这种策略会得到一个更有利的发展。

年份	被动指数	增强指数	普通股票	偏股混合	灵活配置	股票多空	股票量化	基金增量
2010	2	16	1	13	3	0	35	15
2011	2	21	2	17	3	0	45	10
2012	2	26	2	24	3	0	57	12
2013	3	31	3	27	8	1	73	16
2014	4	33	3	28	13	6	87	14
2015	7	39	12	28	26	14	126	39
2016	10	47	20	32	44	17	170	44
2017	11	51	22	33	51	18	186	16

图 5：股票量化投资基金不同投资类型的累计数量情况

在 2015 年牛市时期，中国市场股票量化基金总量达到 2000 亿规模，此后在股市崩盘尤其经历熔断后，总量下跌 40%至 1200 亿左右。在 2016 年下半年，由于一些量化基金表现良好，市场关注，量化基金的规模加速上升。截至 2017 年一季度，各类公募基金的总量达到 9.4 万亿，股票类基金 2.8 万亿，股票量化基金 1600 亿，占基金总量的 1.7%，占所有股票基金总量的 5.7%，在中国市场上量化基金占比

极低。这个低占比是个双刃剑，一方面量化投资在中国的投资体系中还不是主体，另一方面目前总量较小，策略同质化、拥挤化现象有所显现但还不是很严重。



全部	93611.86
股票型	6470.11
混合型	21730.34
债券型	19356.01
货币市场型	44923.50
另类投资	239.58
QDII	892.32
股票类	28200.45

图 6：股票量化基金的管理资金规模和份额

2017 年上半年，上证综指上涨了 2.7%，大盘指数上证 50 和上证 300 上涨了 10%和 11%。中盘和小盘指数下跌，中证 500 下跌了 2.3%，中证 1000 下跌了 12%。图 7 列示了收益率前 22 名的量化投资基金，收益率在 13%-20%之间，总体来说今年量化公募基金交出了一份比较令人满意的答卷。上半年量化公募基金也出现了问题，后面会提到并给出分析。

序号	代码	名称	最新交易日	最新净	年初以来	近一周	近一	近一季	近半年	近一年	近三年	平均年化	基金投资类型	基金规模
1	377010	上投摩根阿尔法	06/29	0.50%	20.73%	0.67%	6.42	8.63%	21.04	23.79	86.60	17.00%	偏股混合型	22.9490
2	000311	景顺长城沪深300	06/29	0.82%	18.32%	3.53%	7.26	9.55%	18.90	33.05	128.9	24.01%	增强指数型	12.3481
3	001974	景顺长城量化新动力	06/29	0.64%	17.40%	3.38%	6.72	6.90%	18.06	0.00%	-	26.64%	普通股票型	1.1551
4	163808	中银中证100	06/29	0.67%	17.32%	2.13%	5.64	10.71	17.90	29.62	88.52	2.48%	增强指数型	2.9693
5	530018	建信深证100	06/29	0.57%	16.46%	3.10%	9.30	7.78%	16.92	17.75	91.77	9.25%	增强指数型	0.7700
6	110003	易方达上证50指数A	06/29	0.72%	16.45%	1.66%	5.67	11.73	17.02	26.85	102.2	10.30%	增强指数型	88.5564
7	213010	宝盈中证100	06/29	0.64%	16.05%	2.37%	6.47	10.41	16.59	23.98	85.33	3.08%	增强指数型	1.9524
8	163407	兴全沪深300	06/29	0.77%	16.02%	2.48%	6.35	9.85%	16.63	29.13	112.9	7.50%	增强指数型	5.9219
9	003876	华宝兴业沪深300	06/29	0.61%	15.99%	2.55%	7.45	9.96%	16.30	0.00%	-	29.13%	增强指数型	1.6037
10	000312	华安沪深300量化A	06/29	0.85%	15.90%	3.79%	8.10	11.23	16.53	24.22	88.24	15.41%	增强指数型	1.0995
11	000313	华安沪深300量化C	06/29	0.85%	15.65%	3.79%	8.06	11.13	16.21	23.68	84.97	14.73%	增强指数型	0.7178
12	000877	华泰柏瑞量化优选	06/29	0.75%	15.49%	3.68%	7.39	7.43%	16.05	30.14	-	20.36%	灵活配置型	7.2027
13	217016	招商深证100A	06/29	0.64%	15.45%	3.10%	8.97	6.94%	15.66	20.63	70.45	3.38%	被动指数型	0.6217
14	000462	农银汇理主题轮动	06/29	0.33%	15.43%	0.88%	8.32	7.09%	16.47	6.43%	-	5.67%	灵活配置型	6.2907
15	000176	嘉实沪深300增强	06/29	0.84%	14.53%	2.59%	6.59	8.25%	15.06	19.89	-	7.64%	增强指数型	4.2253
16	000172	华泰柏瑞量化A	06/29	0.82%	14.19%	3.64%	7.42	6.84%	14.69	25.80	131.6	26.01%	偏股混合型	46.6919
17	100032	富国中证红利	06/29	0.49%	14.19%	2.24%	5.76	6.40%	14.69	27.44	125.5	13.64%	增强指数型	9.5878
18	164508	国富中证100	06/29	0.45%	14.05%	2.51%	6.13	8.96%	14.61	23.78	-	-2.02%	增强指数型	2.5025
19	001074	华泰柏瑞量化驱动	06/29	0.72%	14.02%	3.41%	6.89	6.71%	14.58	25.82	-	1.33%	灵活配置型	19.4864
20	001420	南方大数据300A	06/29	0.50%	13.91%	2.78%	6.97	6.78%	14.35	24.53	-	5.30%	被动指数型	9.6166
21	519116	浦银安盛沪深300	06/29	0.60%	13.87%	2.28%	5.90	8.03%	14.36	25.44	93.67	4.64%	增强指数型	0.8664
22	001426	南方大数据300C	06/29	0.50%	13.73%	2.77%	6.94	6.70%	14.17	24.13	-	5.00%	被动指数型	1.0907

图 7：2017 年上半年量化投资基金收益率

为什么量化投资在中国市场是有效的？这涉及到一个市场有效性的问题。Fama 和 Hansen 认为股票市场是一个有效的市场，股票的价格充分反应了它所包含的市场信息。如果市场是充分有效的，从长期来看获得超额收益是不可能的，在有效的市场下最有效的投资策略是购买指数基金或者指数 ETF 来获取市场收益。Shiller 从行为金融学的角度认为由于市场上投资者的贪婪恐惧、羊群效应等各种非理性行为，导致市场异象，价格不能完全反映所有的信息。在一个非完全有效的市场上，可以通过挖掘市场规律制定有效的策略，从而获得高于市场收益（即获取超额收益）。究竟哪种观点正确，三位学者同时获得了 2013 年诺贝尔经济学奖，表明这个问题是没有标准答案的。能否在市场上获得超额收益与市场的投资者结构有很大的关系。在一些发达的市场，例如美国，由于投资者的主体是机构投资者，从长期来看获得较高的超额收益非常困难。中国股票市场投资者结构有所不同，散户投资者占有的股票市值约占整个市场的 25%，其交易额达到了所有股票交易额的 85%，即散户的短期交易行为在中国市场上占有很重要的主导地位。散户是受贪婪、恐惧和羊群效应等非理性行为影响较大的投资者，造成中国市场在股票价格上存在大量市场异象，从

而可以有效的利用市场异象发掘规律，制定策略，进而获得较高的超额收益。

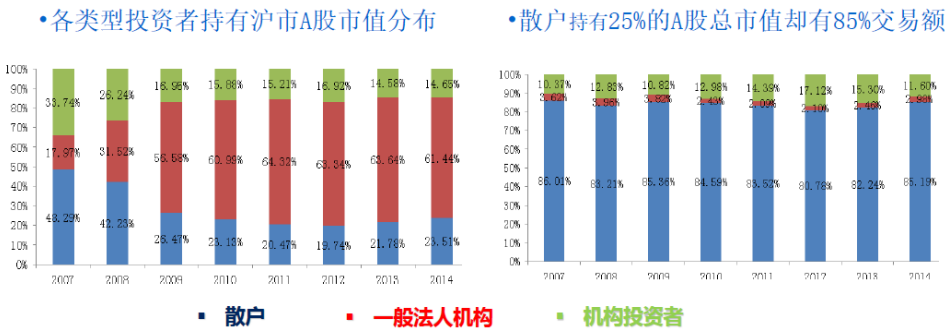


图 8：中国股市的投资者结构（数据来源：券商报告）

中国股市正在发生着显著的变化。过去由于制度不健全，获得不对称信息的比较优势是一种有效的获利手段。现在，获得信息的渠道越来越多，市场信息量越来越大，如何去伪存真，辨别有用的信息变得非常重要；同时中国市场金融监管加强，对内幕交易、操纵市场行为打击力度也越来越大，使得获得所有信息的难度和风险大大提高。

在目前中国市场状况下，更重要的是如何利用人的投资经验和电脑强大的计算能力，从海量的数据中发掘出规律，进而制定有效的投资策略，把策略变成一系列明晰的投资规则（即所谓模型化），并由计算机自动化、有纪律地执行，这是量化投资方法。这里需要澄清一个概念上的误区，仅仅直觉地存在于头脑中、不是清晰确定地写出明晰的规则、不能交由计算机实现和自动执行的“模型”，不是真正意义上的模型，这种投资方法不是真正意义上的量化投资。

图 9：量化投资方法

量化投资的目标是获取超额收益。股票收益来源分为两部分，第一部分为市场收益，称之为β；第二部分是个股的超额收益，称之为α。中国市场由于具有牛短熊长、大起大落的特征，以沪深 300 为例，其 10 年年化收益为 3.9%，因此如果要想获得更高的收益，就要在个股的超额收益上下功夫。

$$R_i = Alpha + Beta * R_{mkt}$$

图 10：量化投资方法：收益角度

超额收益的来源通常分为几个维度，最典型的是价值维度、成长维度和量价（交易）维度。价值维度是最传统、最经久不衰，也是最不可少的一种投资手段，从市净率、市盈率、毛利率和经营现金流与总资产的比等价值投资因子中发掘股票投资收益的贡献，价值维度带来的收益来源于市场对于优质股票认知不足或者错杀所产生的定价错误，或者行业轮动所产生的投资价值。价值维度投资的持仓比较稳定，通 常通过持有优质公司的股票来获取长期的超额收益。成长维度从上市公司的年收入增长率、净资产增长率等因子去发掘优质股票。高成长的公司的盈利成长较快，对市场投资者的吸引力很大，价格也非常具有想象力。中国市场上存在显著的追涨杀跌的从众现象等众多市场异象，从量价（交易）的维度上去挖掘可以获得比较高的超额收益。一个常见的交易维度因子是发掘市场动量变化和反转，即一个股票在一段时间内获得比较大的上涨的情况下，下一段时间股票价格走势。交易维度还可以研究一只股票刨去市场收益和行业收益后自身的收益特点和波动性等。

目前量化投资参与者在逐步增加，策略同质化现象也越来越严重，要想获得长期的较好的收益，如何在已有的维度上深挖有效的超额收益因子，如何扩展数据源获得独特的超额收益因子（例如高频数据维度、事件维度、大数据维度、公司治理维度等等），是每个量化投资团队获得长期比较优势的方向。

提到量化投资，大家常想到的特点是 1）历史依赖性，即通过对历史数据进行挖掘回测，来找到规律； 2）纪律性，即制订规则后由电脑自动执行，回避人的主观情绪干扰。但同时，完整的量化投资思想中还有一个非常重要和关键、却常常被人所忽视的特点：量化的风险分解和基于风险分解后的精细的风险控制是量化投资不同于传统主动投资的最主要特点！无论是在美国的发达衍生品投资还是在国内的 A 股市场投资，风险分解和基于风险分解的风险控制，是贯穿于整个量化投资中的。

对于股票量化投资讲，可以把个股的风险分为两部分，第一部分即个股的特定风险，第二部分为系统风险。系统风险又可以具体的分为行业风险和风格风险，风格风险即常见的市值风险、估值风险、波动的风险，以及在净资产回报率上的风险暴露等等。对于一篮子股票，可以通过量化的风险分解的方式，对每一股票的风险进行详细的分解，而后将每一支股票在一揽子中所占的资金权重，与其风险进行加权，便可以清晰地计算出这一篮子股票在个股风险上、各个行业上、各个风格上的集总的风险暴露。对于一个指数，比如沪深 300 指数，可以进行同样的分解和风险加总。而后将一篮子股票的风险和指数标的的风险进行比较，就可以知道一揽子股票相对于指数来说在每一行业、每一风格上的风险有多大，是超越指数、低于指数，还是保持指数中性。反过来，在量化投资的过程中，如果对于未来市场上各种风格风险和行业风险有较为清晰的想法和判断，可以通过调整一篮子股票中

每只股票的资金权重，实现一篮子股票在行业和风格风险暴露上的超低配，即通过风险暴露来表达市场观点。例如判断目前是一个大盘股的市场，希望在一揽子股票风险中在大市值上实现超越大盘的风险暴露，则可以通过数学方法计算每一支股票的权重，最后达到相对指数正向的暴露。

图 11：量化投资方法：风险角度

严格意义上的量化投资不是零打碎敲式的投资方法，而是一种系统性的投资方法。以我主导建立的平安大华量化投资平台为例，简要介绍量化投资流程。首先要有非常好数据源，建立数据库，包括财务因子数据库、交易行业数据库等等。在数据库的基础上进行分析和挖掘，找出中国市场上非常有效的因子，以获取超额收益； 然后通过因子的合理组合来进行股票的选择，形成选股的阿尔法模型；下一步通过风险模型和优化来控制股票组合在各个风险上的暴露，表达市场观点，形成最终的持仓。对于形成的持仓，要通过组合交易的成本模型，计算交易成本和对市场的冲击和滑点，进行仿真回测和绩效归因。最后在回测确认策略有效的前提下，将该策略用模型自动化产生交易清单，交给交易系统去执行。

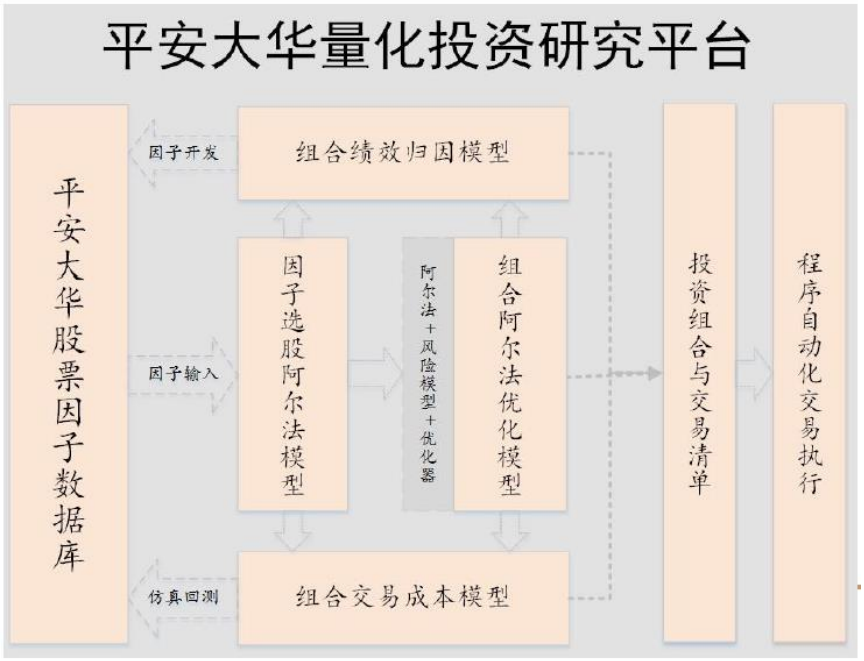


图 12：系统化的股票量化投资过程

我非常认同量化投资三重境界的说法。第一重境界是以量化为辅助研究工具，投资仍然做大量的主观选股，例如通过 WIND 终端，在 EXCEL 中透过几个指标进行选股。这个层面还是主观投资的范畴，不是严格意义上的量化投资。第二重境界是从数据库的建立、到因子挖掘、Alpha 选股策略形成、到风险分解与控制、到模拟交易与业绩归因、到仓当生成与自动交易，形成系统化的投资方式，这是严格意义上的量化投资； 第三重境界是在系统化量化投资基础上，对市场各方面情况具有深入的了解，充分有效地应对各种各样的市场条件和市场变化，这是量化投资的最高境界。

我们一个实例来看这种系统化量化投资的效果。图 13 是一只深圳 300 指数增强基金（代码 700002）相对指数基准的超额收益。这是一只公募指数增强基金，合同要求必须将 80%的资金放在深圳 300 成分股上，占比不少于 5%的现金以应对申赎，至多不超过 15%的资金放在非深圳 300 成份股上，并有对指数跟踪误差的限制。可以看到，该量化基金超额收益绝大多数时间里属于上升趋势，且比较平稳；其

超额收益在 2016 年有显著的增长，此后进入比较平坦的阶段，可以看出在市场波动较小且获得较好的超额收益情况下采取了比较稳健的操作方式。从 2016 年年底到 2017 年 4 月初，整个市场风格发生变化，许多基金的超额收益在业绩上出现了显著的回撤，但是该量化基金超额收益继续向上增长，原因是在实际操作中对风险进行了严格的把控，在市值因子上既不偏大盘也不偏小盘，从而在市场上大小盘风格发生转变的时候没有因为错误选边而发生明显的超额收益回测。在 2017 年 4 月之后，该量化基金超额收益出现回撤，实际上是在这段期间市场总体风格发生更加明显的改变，使得一系列超额收益因子变得失效，这一点在下文中会有进一步的分析。经过分析归因和对市场的深入分析和认知，重新调整了策略，超额收益止跌回升。

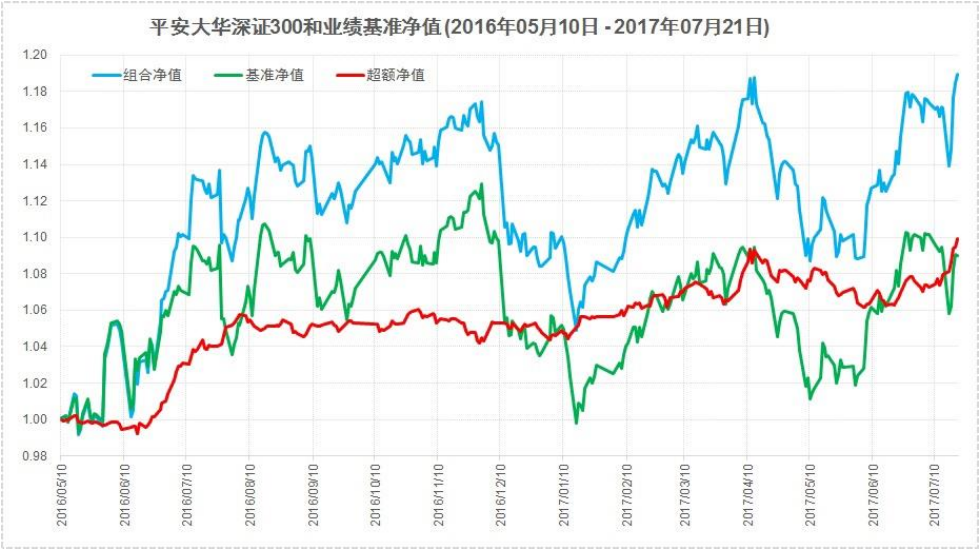


图 13：深圳 300 指数增强历史业绩

二、量化投资面临的挑战

2017 年市场风格发生了显著变化。这导致了一批量化基金，其中包括一些 2016 年表现的量化基金，业绩出现了显著回撤。

2017 年量化投资面临的第一个挑战便是小市值因子的失效，在 2009 年市值因子对净值的贡献是上下波动的，基本上是一个风险因子。但是 2009 年以来，形成长达七年的单向变动，是形成超额收益的因子。在 2014 年底-2015 年年初，风格有过短暂的改变，当时市场由偏向小盘股变为大盘股，但是持续一个半月到两个月的时间，市场又变为偏向小市值的风格。在 2016 年底和 2017 年 3 份以来，市值因子方向发生扭转，由偏向小市值变为偏向大市值。

图 14：市值因子对净值的贡献（图表来源： Barra）

大中小盘指数在 2016 年走势基本相同，但小盘股波动大于大盘股；在 2017 年之后，指数走势发生显著的偏离，超大盘和大盘指数获得了正的收益，中盘和小盘指数则明显下跌。

图 15：大中小盘指数走势

第二个挑战是中国市场的动量因子发生了扭转。2014 年以来，动量因子是一个反转因子，即如果持有的股票出现显著上涨将其卖出，如果出现下跌将其买进持有，会带来非常好的超额收益。但从今年 3 月份以来，发生了显著的反转，即强者恒强，弱者恒弱。

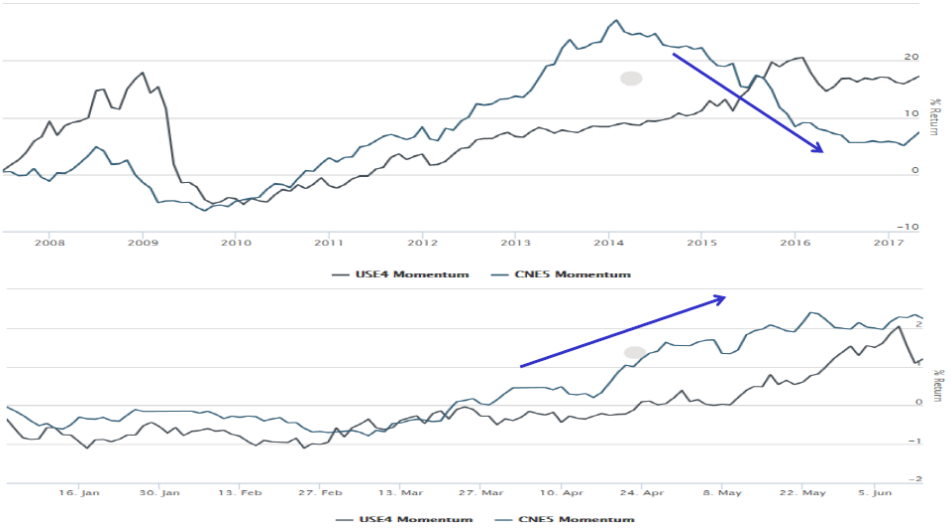


图 16：动量因子的效果发生扭转（图表来源： Barra）

第三个挑战价值因子在崛起，在今年上半年获得良好的投资收益。图 17 中红线是市盈率的倒数，绿线是市净率的倒数，从历史数据来

看，两个价值因子长时间内价值因子在中国不是超额收益因子。但在2014年以后二者表现出了明显的超额收益，在2017年之后更加明显。如果在2017年上半年关注价值因子，不仅要关注市净率低的股票，也要关注市盈率低的股票，才可以获得非常好的收益。今年上半年跑得好的是家电和消费类的白马龙头，如茅台、美的、格力。

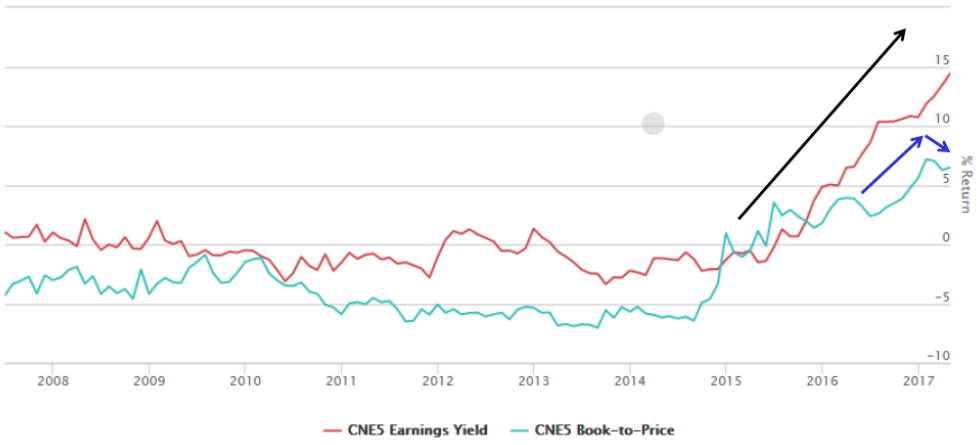


图17：价值因子的崛起（图表来源： Barra）

随着量化投资的增多，量化投资的因子拥挤现象开始出现。例如，天地源股票2016年年底信息披露中显示前十大股东有四个是量化投资基金，原因是该股票低市净率、低市盈率，同时又具有小市值的特性，当时是大量量化投资基金选股的热门。选股策略同质化，因子拥挤的结果是同买同卖，同向推动股票价格涨跌，加剧市场的波动，难以获得超额收益。在市场拥挤的情况下，想要获得超额收益，就要从数据源的广度和深度上不断挖掘，找到有效的因子，保持比较优势，进而获得超额收益。在在中国市场上，量化基金目前还不是一种主流的投资方式，因子拥挤的现象开始出现，但还不是特别严重。

另外，上半年交易清淡，二季度很长时间沪深日成交量在4000亿上下，指数波动率下降，换手率下降，炒作减少，错误定价的机会减少，加大了获取超额收益的难度。

再有一个挑战是今年上半年市场呈现出显著的一九行情。一方面

是价值股的"漂亮 50"表现靓丽，另一方面是"要你命 3000"的市场下跌，使得量化投资的分散投资以降低个股风险的原则受到挑战。较大的分散持仓会加大选到下跌股票的概率。

以上市场趋势会不会持续，还是很快会回归小盘股优势？我们对上半年市场风格发生转变的主要原因进行了分析：一是 IPO 加速，股票的壳价值降低，而新股多数是小市值股票，在中国市场上长期以来小盘股的超额收益现象在上半年遭到了稀释； 跨行业的并购政策收紧，外延式的扩张受到抑制，都是对小盘股收益的不利因素。二是监管加强，概念炒作在上半年开始减弱。三是散户交易为主的市场也有所转变，今年成交增量来源的主体是所谓的国家队、机构打新基金、绝对收益的专户或私募、QFII 等机构资金，以及中国的股票加入 MSCI 新兴市场指数也带来的一些外部机构的部分资金增量，这些机构投资者持仓时间较长，与散户的短期性的交易行为有着很大的差别； 四是公募基金打新对大市值、低波动的价值股的青睐。打新基金要求在深市和沪市的每个市场上有 6000 万以上的股票底仓，因此需要在底仓的股票上获得较好的收益，或者至少是保持底仓净值非常稳定，不能因为底仓净值的剧烈下滑抹杀了打新的收益。公募基金打新现象造成今年上半年市场整体偏好有良好基本面的、并具有一定成长性的价值股。综合来看，上述环境当前没有发生显著的改变，所以我个人的市场观点是今年以来的市场新趋势在未来一段时间内还会持续。

三、关于量化投资的方法论：主观+量化

关于量化投资应该完全不受主观影响，还是应该是一种主观+量化的投资方式，这个话题一直在量化投资界有着不同的观点。我个人倾向于后者，即量化投资应该是与主观投资相结合的一种投资模式。量化投资是一种非常有纪律性的投资，但主观+量化的投资方式与量

化投资的纪律性并不矛盾。量化策略一旦形成，在日常操作中应尽量利用计算机自动化的模型进行执行，避免人对于模型的干扰，回避人的主观贪婪恐惧等情绪对投资的干扰，回避无效的追涨杀跌，这是量化投资的基本原则。但在单纯的量化投资存在很多盲点：首先，市场风格切换时，历史规律不再成立。所有的量化策略都是基于历史规律形成的，模型在很多情况下有效，但在面临市场突然切换的情况下，历史的规律不再成立，如果一味坚持原来的投资策略，可能会带来严重的后果。在美国曾经非常流行的一种投资策略，信用违约互换（CDS）和信用债之间的套利策略，就是一个典型的例子。信用债的风险通常包含两部分，一部分是利率风险，可以通过利率曲线来刻画，另一个是违约风险，可以通过 CDS 曲线先刻画。结合两重风险，可以通过量化的手段对一只信用债券进行理论价格的计算，与市场上实际价格进行比较，而理论价格和实际价格的价差，可以通过对利率曲线做一个扰动来弥补。这个扰动本身就可以作为市场信号。在绝大多数时间里，这个扰动在很窄的范围内波动，当它偏离正常范围的时候，就可以通过买卖 CDS 和信用债券来进行建仓；当信号回归到正常范围时，再平仓以获利。这一策略在 2006 年前给很多基金带来收益，但在 2008 年，如果坚持采用这个策略，将会带来巨大的损失，在 2008 年很多基金发现信号偏离正常范围的时候，立马建仓，随后信号发生更大的偏离，于是继续加仓等待信号回归，但结果信号偏离越来越大，损失也越来越大，最后不得不止损，很多基金因此爆仓。如果跳出模型去看 2008 年市场发生了什么事情，采取应对方式，可以减少或避免上述损失。前面提到的扰动项的金融含义实际上是 CDS 和信用债两个市场之间的融资息差。2008 年在美国金融危机过程中，CDS 本身作为衍生品的融资成本没有发生很大变化，但信用债的融资成本变得高企。在 2008 年随着两个产品融资成本的变化，巨大的融资息差变成

了股灾之下的正常现象，所以扰动会偏离原来的正常范围且不会再回归。如果没有主观的判断而一味地坚持量化模型，就会带来很大损失。在今年上半年的中国市场，很多超额收益的因子失效，会造成整个产品收益的回撤，甚至超过策略止损线，许多量化基金会减小仓位或停止回撤的策略，但如果没有对市场的正确分析，仍然不知道下一步该如何的操作。正确方法是仔细进行归因分析发现策略失效的原因，是否超额收益因子表现不佳，具体是哪个风险因子的暴露带来了损失，跳出模型分析市场的环境和风格是否发生改变以及背后的原因是什么。这些不是单纯在模型内部可以解决的，更需要人对市场环境的主观判断。其次，当市场出现突发事件时，突发事件是在挖掘模型时没有考虑到的，需要主观判断进行应对。例如 2016 年险资举牌事件，但它发生时，我们应该检查模型是否包含了这个因素，如果没有包含，我们应当思考这个事件对险资股票的市场价格走势的方向性是否清晰，并根据判断进行风险暴露的相应调整。最后，量化投资策略是通过对历史的数据进行挖掘而获得的，如果历史数据本身出现虚假，会使模型产生错误的信息，这种情况下需要跳出模型，进行主观分析和手工排雷。

另外，如前所述，量化投资提供了系统的方法，通过行业和风格的风险暴露表达量化基金经理的市场观点。因此，无论是在超额收益因子在行业与风格上的挖掘，还是风险暴露的市场观点表达，量化基金经理都有很大的施展空间。时间所限，这个题目不再展开。

四、市场形势

从市场来看，今年中国是货币财政双紧的年份，一行三会监管趋严，金融去杠杆是一大主题，银行委外受到很大限制。从外部环境看，美国今年已经加息了两次，预测年底之前还有一次加息，另外美联储

的缩表已经提上日程，最早会在今年 9 月份进行缩表，最晚也不会超过今年 12 月，特朗普政府上台后预计实行一些减税政策，而同时欧洲也在酝酿结束量化宽松。这些因素会导致资金流向美欧，对国内的资金面会有消极的影响。

国内股票市场交易量在一二季度萎缩。一季度大致在 4500-5500 亿范围内徘徊；二季度成交量进一步萎缩，在 4000 亿上下徘徊。市场热点在其活跃的时候推动股市上涨，热点分散时股市下降。这是存量资金博弈的一个结果。目前来看，股市整体缺乏单边上涨的动力，整体来看是一个震荡市场，但市场存在一些结构性的机会。加快 IPO 抑制炒壳、打新底仓稳定需求、A 股 222 只大盘股纳入 MSCI 新兴市场指数、QFII 额度由 2700 亿增加到 5000 亿等因素推动价值股（大的流通性好的、公司治理透明、有估值优势）受追捧，成为市场宠儿，具有良好基本面的、有一定成长性的价值股受到青睐，使得市场表现出一九行情。上半年一些超级大盘蓝筹股出现了显著的上涨，现在进入了年中期，沪深 300 指数经常超越上证 50 指数，有估值优势的价值股可能继续占优，或者可能从一线的蓝筹（漂亮 50）向二线的蓝筹（漂亮 250）扩散。上半年一些符合政策性的白马股板块，例如白马股、一带一路概念股、京津冀概念股和沪深港概念股和粤港澳概念股都产生了比较好的收益； 雄安概念提出后曾经被市场追捧，但近期偃旗息鼓（见图 18）。

	年初至6月29	近一个月	近一周
概念算术平均	-8.31	3.56	-0.53
概念0.25分位数	-14.10	2.28	-1.11
概念中位数	-9.97	3.60	-0.53
概念0.75分位数	-3.99	4.94	0.23
上证综指	2.72	2.27	1.01
深证成指	3.29	6.56	1.40
中小板指	7.22	7.68	1.78
创业板指	-7.57	2.82	-0.61
沪深300	10.84	5.04	2.25
上证50	11.63	2.98	2.23
中证500	-2.34	5.03	0.64
中证1000	-12.18	3.38	-0.63

概念板块	年初至6月29%	近一月%	近一周%
白马股指数	34.50	8.61	0.86
雄安新区指数	24.96	-3.85	-5.59
粤港澳自贸区指数	22.73	11.56	-0.76
粤港澳大湾区指数	18.25	7.90	-1.64
京津冀一体化指数	14.47	1.18	-3.06
沪股通50指数	13.43	4.15	2.19
苹果指数	10.96	5.85	-0.65
装配式建筑指数	10.27	0.72	-3.94
特斯拉指数	9.24	9.62	-1.53
无线充电指数	8.07	10.40	0.97
新疆区域振兴指数	6.42	8.01	0.10

图 18：指数与概念板块的收益统计

最后做一个提醒，我称之为谨慎的 7 月，即警惕资金面和监管压力二者共振对市场的压力。一季度末银行面临 MPA 考核，为了缓解资金面压力，央行在三月下旬净投放了 3000 亿的货币，3 月最后一周暂停操作，四月中旬才重启公开市场操作，期间净回笼货币超 5000 亿。市场本来预期 3 月份货币会比较紧张，但实际是 3 月份不紧而 4 月份发生了超预期的紧张。与此同时，四月份出台一系列监管新规，比如定增发行标准提高、定增解禁期和新股解禁期的延长，对市场情绪造成打压。资金面收紧与监管加强所导致的共振使得国债期货和股票的价格走势在四月份产生了整体的下行，而紧资金面和严监管环境对小市值股票的压力更强烈（见图 19）。在二季度末可以看到央行做了类似的操作，在 6 月前三周净投放 4000 亿资金，其中中长期资金 600 多亿，更多的是 28 天的逆回购，第四周没有进行公开市场操作，这些资金会在七月份大量回收，可能会造成市场的紧张，提醒大家在七月份进行谨慎的操作。现在 7 月过去了两周，相比 3、4 月份，我们注意到 6、7 月份市场整体流动性要宽松一些，从资金量来看，6、7 月份同业存单的发行量和价格在下降，上市银行的同业资产也在收缩，M2 下降到 10%以下，从宏观层面上看金融去杠杆收到一定成效，GDP 保 6.5%应该没有问题，这些都是监管所愿意看到的一些现象，有可能在保持长期加强监管、金融进一步去杠杆的主基调下，阶段性

地控住监管的节奏。7 月份的监管压力相比 4 月份会有所减轻，无论从资金量上还是监管压力上都会好于 3、4 月份。7 月 11 日在央行连续 12 天没有向市场公开操作之后重启操作，上证 50 和沪深 300 当日分别上涨 0.81%和 0.48%，中证 500 和中证 1000 则还是明显下跌，分别下跌 1.25%和 1.23%，市场在延续上半年的风格。

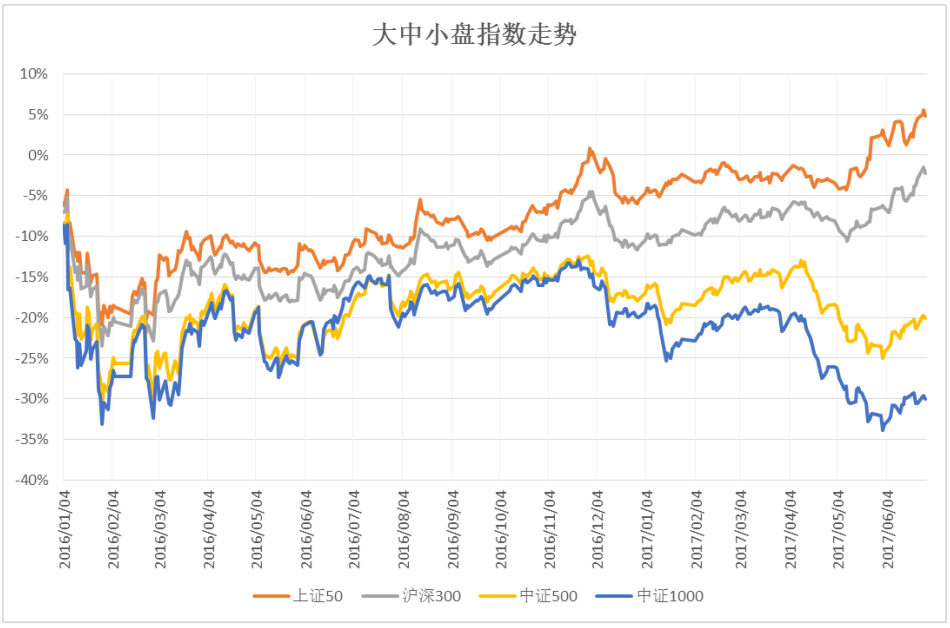


图 19：国债期货与股票指数走势图

第 118 辑

(2017.8.2)

全球经济的确定性与不确定性

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

莫恒勇博士，全球性大型保险公司美国国际集团（AIG）董事总经理、首席经济学家，负责为公司的资产管理和保险业务提供全球房地产、商业地产和宏观经济（包括货币政策、债券利率和汇率）等方面的分析和预测。莫恒勇博士曾就读于纽约城市大学、纽约大学、中国社会科学院研究生院和中山大学。拥有美国特许金融分析师资格（CFA），是目前唯一和最具影响力的全球性金融业协会国际金融协会下属资产投资管理委员会成员、全美华人金融协会理事、创立于 1907 年的纽约经济俱乐部会员和西南财经大学金融学院 CFA 项目高级顾问。曾任职于瑞士信贷董事和资深全球及美国经济分析师、美国国家经济研究局助研，并任教于纽约城市大学。

今天演讲的主题是全球经济的确定性与不确定性。第一部分美国经济增长的确定性；第二部分介绍美国经济增长的不确定；第三部分介绍欧洲经济的确定性与不确定性；第四部分介绍中国经济的确定性与不确定性。

一、美国经济增长的确定性

美国经济从2009年第二季度见底以后，8年间平均的增速为1.8%，较上一个经济复苏周期（2002-2007年）的经济增速2.7%降低了约1个百分点（图1），其中重要的原因是占美国整个GDP近70%的消费支出近年来出现下滑。消费在本次经济复苏周期中增速2.1%，较上一个经济复苏周期（2002-2007年）的3.1%下降了1个百分点，也导致了整个经济增速不是十分强劲。增速疲软的很重要的一个原因是美国经济自危机以后经历了明显的去杠杆过程，美国家庭部门债务从危机前最高点的12.7万亿至2013年第二季度下降了1.5万亿，降幅约12%左右。2017年1、2季度美国家庭债务绝对值恢复到了2008年第三季度的高峰值，家庭债务占GDP比重从2009年第一季度的87.1%下降到66.9%（图2），且没有上扬的趋势，去杠杆基本完成。一方面，消费者经过危机之后消费心态的改变；另一方面，银行对消费放贷、家庭持续收入等各方面审核的加紧也导致了美国再次加杠杆的进程缓慢。去杠杆完成后，美国家庭财务状况得到了很大程度的改善，家庭负债占资产的比例从2009年第一季度的21%下降至2017年第一季度的13.8%；家庭偿债率从2007年第四季度的13.2%下降至2017年第一季度的10%（图2），愈发健康的资产负债表使得美国家庭部门有更多的空间可以缓冲未来经济危机的冲击。综上所述，占美国GDP总量70%的家庭消费方面整体是健康的，基本完成了去杠杆的过程。

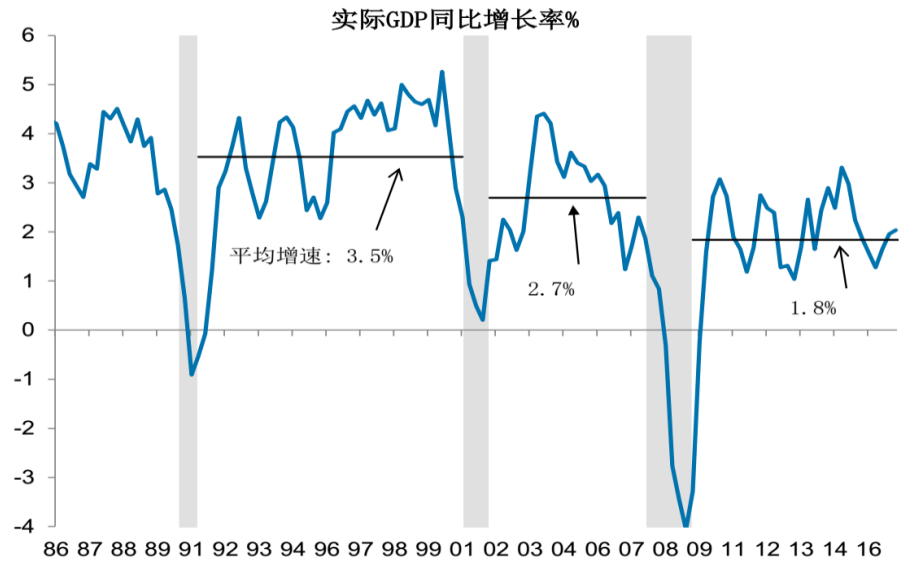


图 1：美国实际 GDP 同比增长率

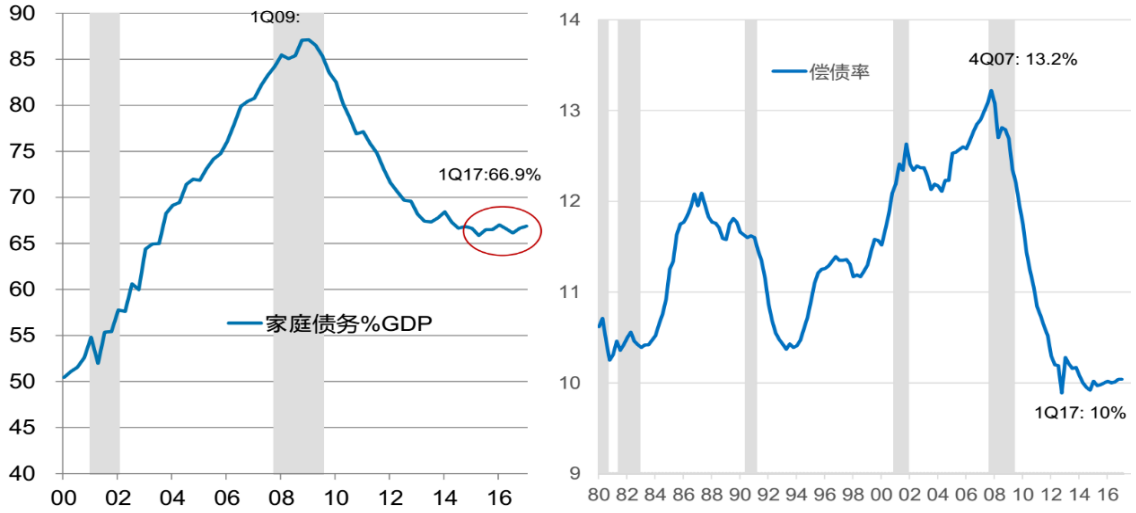


图 2：美国家庭债务占 GDP 比重（左）和偿债率（右）

企业方面，美国非金融企业一直处于加杠杆进程中。非金融企业债务占 GDP 比重从危机时期的 92%经历了轻微的下滑后自 2011 年开始加杠杆，2017 年已经接近 100%，其主要原因是企业通过借新债换旧债的方式置换前期高利率时期的债务或是为了进行兼并收购而大量举债。非金融企业本身的资产负债表依旧保持健康，资产负债比较 2008 年危机时的 80%左右低了很多；企业偿债率方面，目前 41%的数据较危机前的 45%有所下降，距离上一次复苏时期的 40%也相距不远；非金融企业税后利润率有所下滑，维持在 10%左右。虽然美国

企业负债率居高不下，但其财务指标较危机时期有较大的改善。

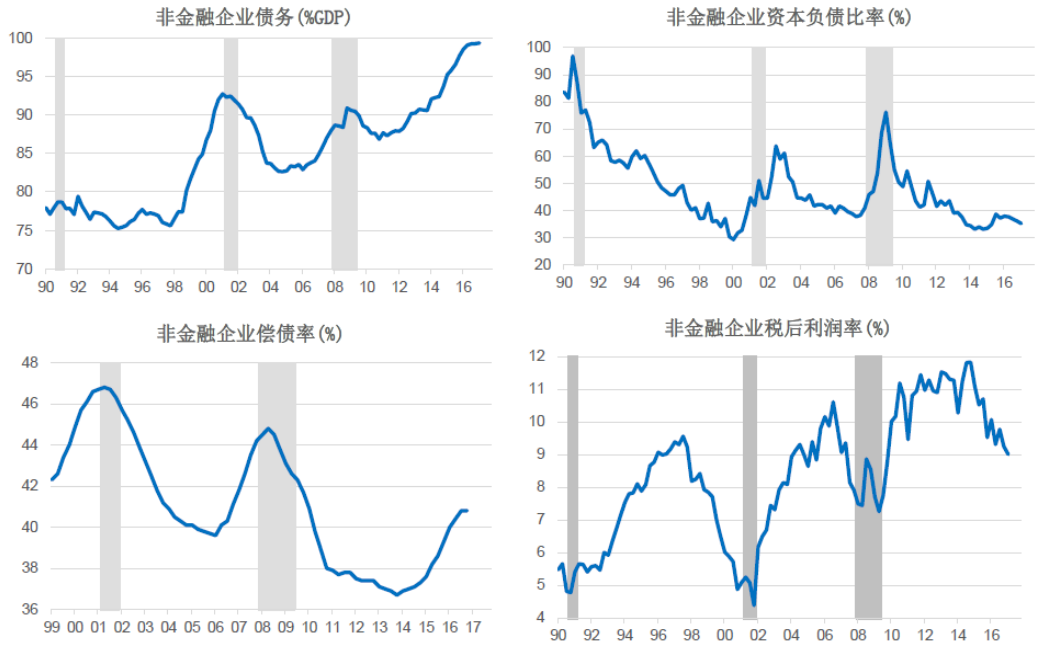


图 3：美国非金融企业部门财务指标改善

美国银行系统在危机以后普遍实行更加严格的贷款标准。美国商业银行贷款存款比目前在 78%左右，处于 1990 年以来的历史低点，银行“惜贷”现象严重；同时，美国银行系统的不良贷款率较低，较 2007 年的低点相距不远；美国商业银行的资本充足率较高，商业银行风险加权资产中风险资本的占比为 16%，高于危机时期的 12%。一级风险资本占比为 14%，高于危机时期的 8%。一级普通股占比为 13%，高于危机时期的 6%。商业银行总资产中一级风险资本占比 9%，高于危机时期的 7%。所以各资本充足率指标均显示美国商业银行的资本状况良好。2017 年 6 月 22 号，所有美国大型银行都通过了美联储的压力测试，美联储主席耶伦也对美国金融体系较为自信。

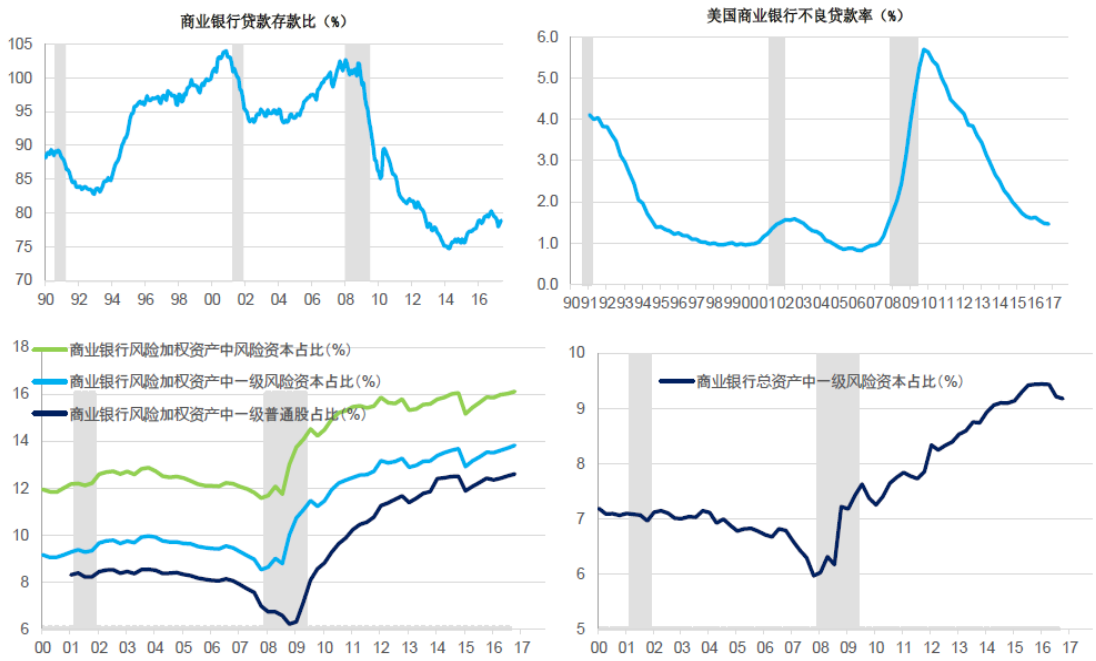


图 4：美国银行资本充足状况良好

目前美国金融市场的良好环境支撑着美国经济持续的增长，相对较低的利率，相对较窄的企业债利差，强劲的股票市场，相对走弱的美元市场都促成了较优的经济市场环境。预计未来两年美国经济会有平均 2.1%的增长，如果明年美国税改能够通过，预期经济增速可能会达到 2.5%-3%之间。但受人口增速下滑及劳动力市场多年的低迷表现，即使税收改革通过，美国经济增速并不会迅速提升至 3%以上。

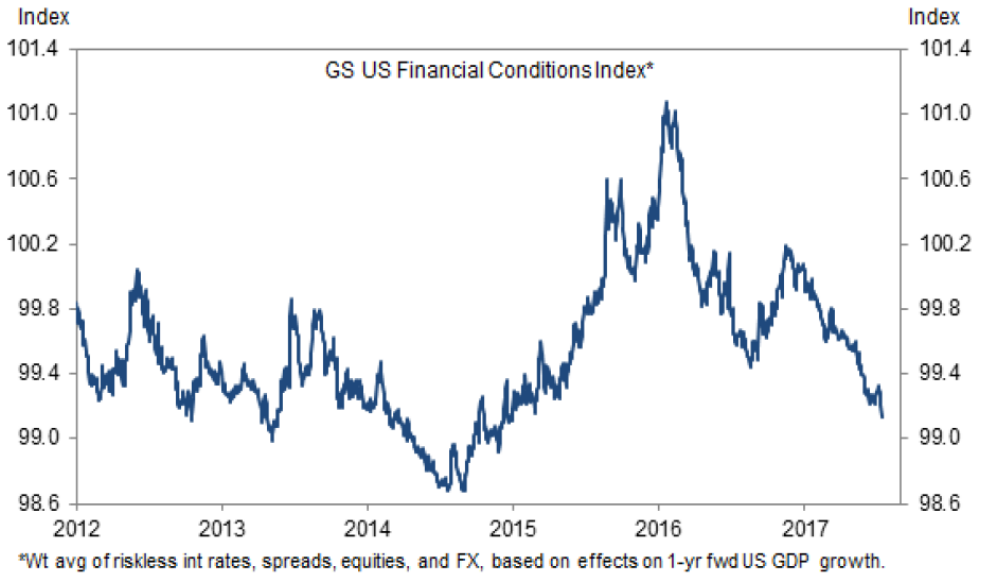


图 5：美国金融市场环境指数

二、美国经济增长的不确定性

美联储负有美国国会给予的两个重要使命：促进就业最大化和维持稳定的通胀水平。就业方面，目前美国失业率达到 4.4%，已经低于 4.7%左右的充分就业水平，劳动力市场收紧。通货膨胀方面，近年来美国通胀水平一直在低位徘徊。个人消费支出核心平减指数增速近 4 年来稳定在 1.5%的低位，个人商品消费指数增速自 2013 年开始转为负增长，预计在未来两年内通胀疲软的状况不会有所改观。根据以往经验，即使劳工市场收紧，工资提升幅度也是有限的，并且工资水平温和上扬对通货膨胀的拉力也远远不如 80 年代。一方面，劳工市场缩紧，决定了美联储会进行降息与缩表；另一方面，通胀水平预期处于低位制约了美联储加息和缩表的强度与进程。

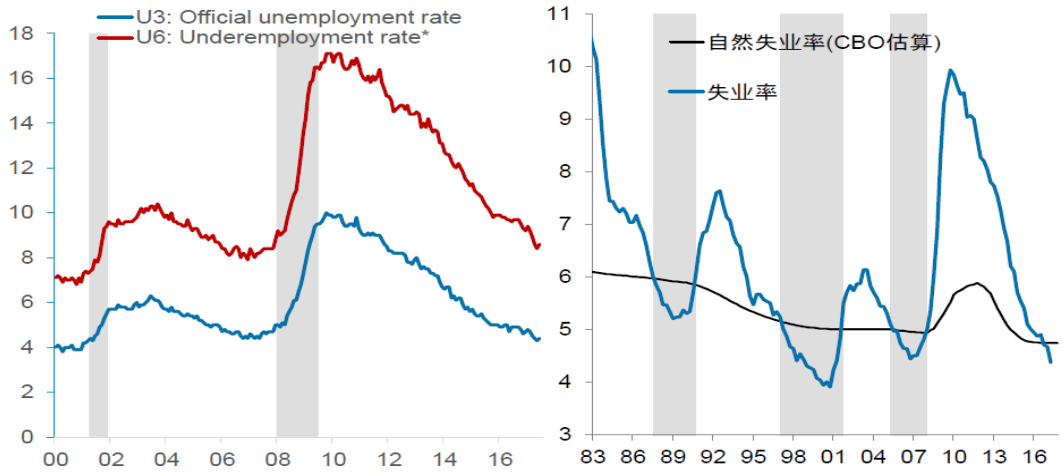


图 6：美国劳工市场收紧

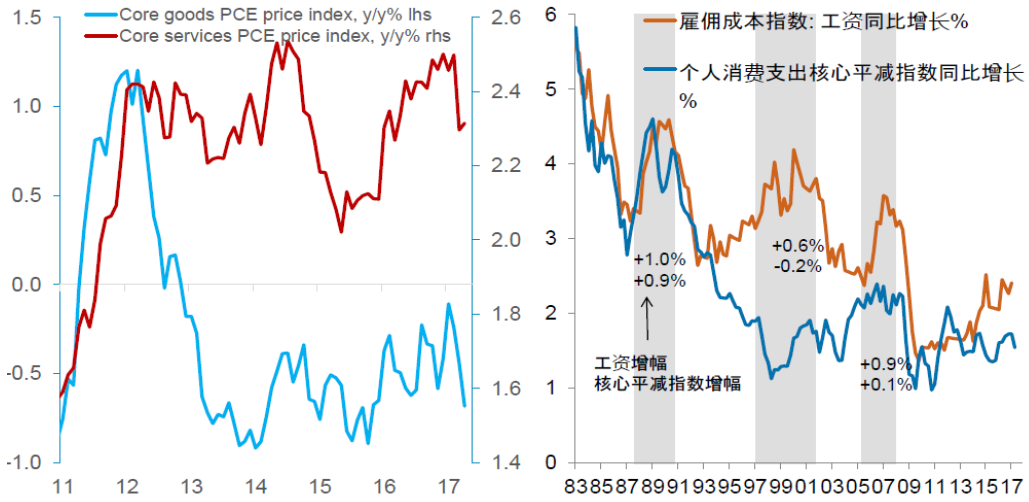


图 7：美国通胀低位运行

Macroeconomic Advisors 估计预计到 2020 年底，美联储资产负债表的规模会由年底的 4.1 万亿美元降低到 2.9 万亿，三年降低 1.2 万亿，相当于三年完成两次加息，强度较为温和。市场对下半年美联储加息持观望态度，受通货膨胀率走势的影响，预计年底加息的概率为 40%左右。市场对明年的加息预期较为悲观，未来一年只会有一次加息。个人预计至明年年底还会有 3 次加息，受长期均衡利率持续下降的影响，加息的幅度较以往会有较大幅度的下降。

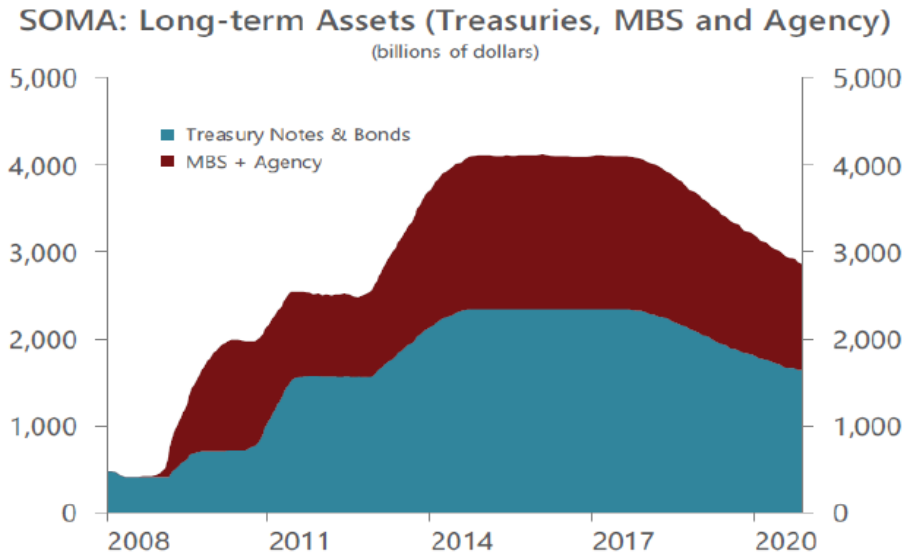


图 8：美联储渐进式缩表对利率影响较小

美国经济增长复苏周期从 2009 年第二季度至今已经过去了 8 年，

美国历史上最长的经济复苏周期是从 1991-2001 年的 10 年时间，平均复苏周期在 5 年左右，所以不少学者认为从时间上讲，这次美国的经济增长周期已进入晚期，经济将会迎来衰退。个人认为经济是否衰退要根据美国经济衰退的原因分析判断。二战后美国经济衰退期到来的原因主要有三点：一、经济过热导致美联储急剧提升利率来应付不断上升的通胀率，例如 1979 年开始的货币政策紧缩导致了 80 年代初的两次经济衰退。目前美国通胀处于低位，联储缓慢渐进进行加息。二、经济体系内某一个行业短期过度投资，经济发展严重不均衡的泡沫破灭后引发信用或金融危机，例如 2001 年由于互联网泡沫和 2008-09 年由于房地产泡沫破灭引发的衰退。目前美国经济各个行业均未出现过度投资的现象，反而总体投资不足；三、外部因素导致的经济衰退，例如 70 年代的石油危机。目前欧元区政治危机发生机率大大降低，中国未来经济发生硬着陆的概率不大，美国受外部冲击较小，而且美国经济本身为内需驱动，出口占 GDP 比重仅 12%，对外部依赖较弱，从历史上看更多时候是美国发生经济危机后把全球经济拖进危机当中，而不是外部的经济危机把美国经济拉进危机。所以综合来看，短期内美国没有出现发生以上经济衰退原因的迹象，预计在未来一年内，经济发生衰退的可能性不大。

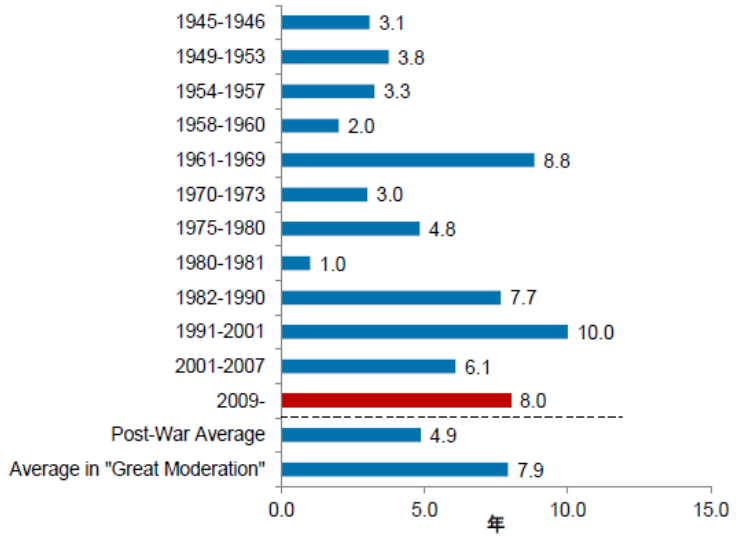


图 9：美国二战以来历次复苏周期持续时间

美国经济的不确定性是特朗普政府的政策不确定性对美国经济的影响。自 2017 年 1 月份特朗普上台以来，并没有出现人们预期的由于美国国会和美国政府同时由共和党掌控而迅速达成改革措施，相反，特朗普政府的关于医保、税收等方面的改革并没有在国会顺利通过，这主要因为特朗普政府的想法和理念与国会中共和党议员并不完全一致。尽管在三权分立的制衡体系下美国政治上出现了许多争斗，但经济基本面本身依旧是美国经济增长的主导因素，美国经济上半年仍然保持了约 1.9%的增速。政治上的牵制并未改变美国经济的最终走向。特朗普能成功上台的主要原因之一是多年的全球化进程中，中下层阶级获得的利益有限，1988 到 2008 这 20 年间真实收入的平均增速未超过 5%，远不及亚洲中产阶级真实收入的平均增速（60%-80%）和欧美上层阶级真实收入的平均增速（70%）。支持特朗普上台的民粹主义在短期内并没有改变。

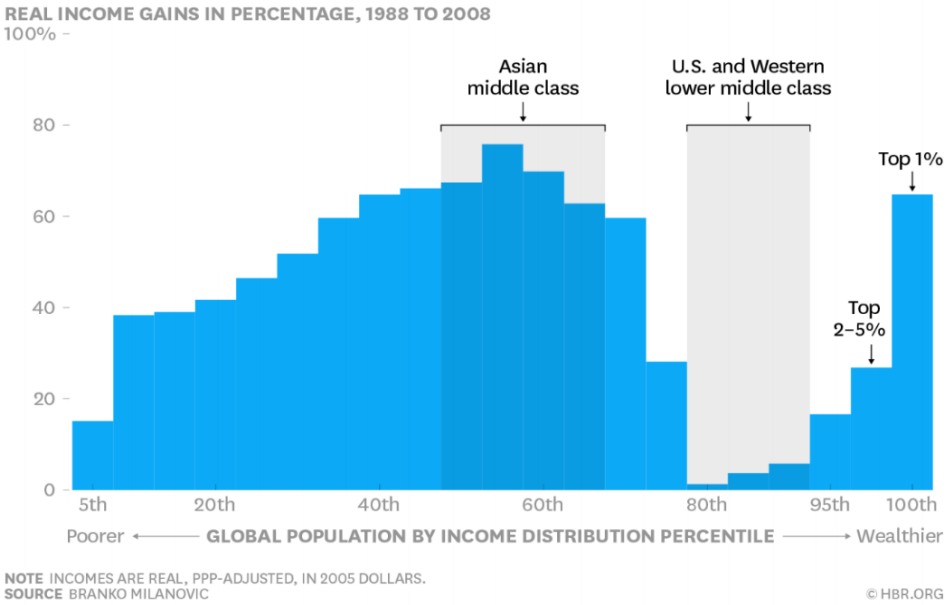


图 10：美国中下阶层真实收入增速较低

三、欧洲经济的确定性与不确定性

法国大选后政治经济风险减少，带动了欧元区的强劲增长。法国

总统马克龙已经着手进行国内改革，已经开始就增进欧洲一体化与其他欧洲国家领导人展开讨论；德国将在九月份选举新的总理，无论是默克尔还是舒尔茨当选，都是支持欧盟的；意大利已经着手解决银行体系的问题，意大利央行行长 Visco 支持欧盟的设立坏账银行购买意大利银行体系中的不良贷款的提议；西班牙中央政府和佳泰隆尼亚地方政府的紧张关系有所恶化，但最近的民调显示独立投票不太可能通过；国际货币基金组织原则上通过了对希腊的 18 亿美元的贷款，希腊的前景有所改观；欧盟在与英国的退欧谈判中采取了更强硬的立场。

欧洲经济近期表现要优于美国，2016 年欧元区的经济增长为 1.7%，7 年来首次超过美国，2017 年上半年欧元区经济增速也和美国相当。欧元区部分边缘国家（如西班牙、爱尔兰、葡萄牙等）的经济增长超过欧元区经济平均增速，对欧元区的经济增速有较大的提升作用。花旗银行的经济超预期指数显示欧元区国家的经济超市场预期程度自今年四月起超过了美国、日本和英国等主要国家。

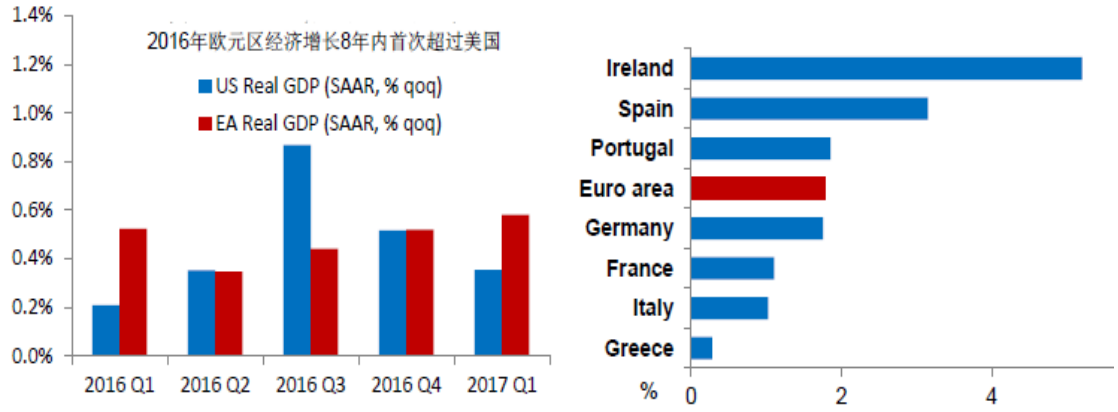


图 11：欧洲和美国真是经济增速（左）和过去一年欧洲经济增速（右）

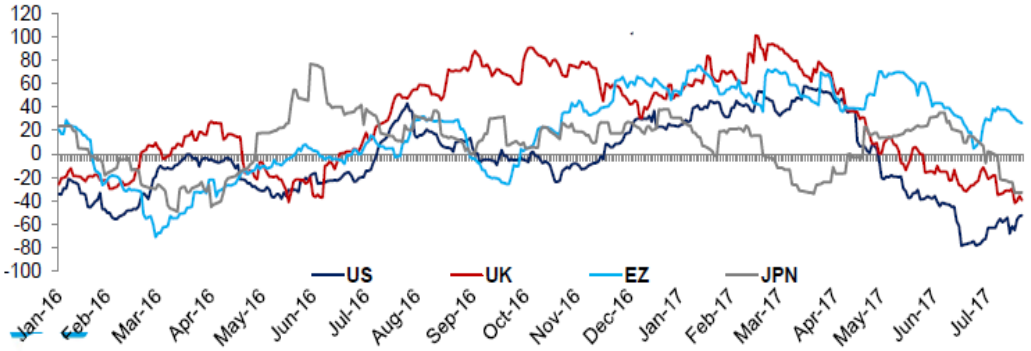


图 12：花旗经济超预期指数

欧洲国家也面临着和美国一样的问题——通货膨胀率疲软。尽管欧洲多数国家经济增长强劲，但其核心通胀率依然处于较低的水平，增加了欧洲经济的不确定性。我们预计明年欧洲央行会逐步退出量化宽松的政策，从 1 月份开始逐步将每月资产购买规模从当前的 600 亿欧元缩减至 400 亿欧元，直至 6 月份退出宽松。欧洲央行退出量化宽松后，主要存款利率会有所上升。不过，欧洲央行也强调维持灵活措施来保证欧洲经济的稳定。

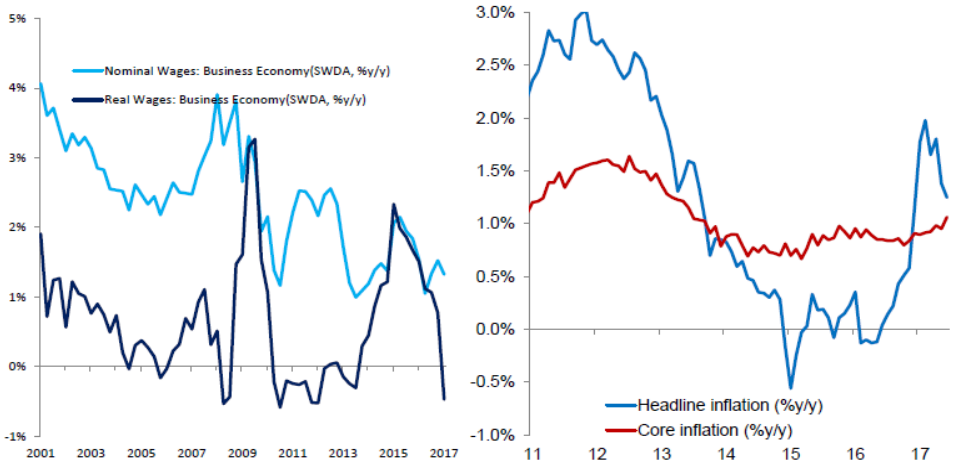


图 13：欧元区薪资增速乏力、通胀疲软

汇率方面，全球货币政策从分化发展向逐步统一，相对于 2016 初，美联储和其他主要央行货币政策的不同步性有所收窄，加拿大政府也加入了加息的行列之中，欧洲央行预计明年也会收紧量化宽松。预计广义美元指数 2017 年会小幅贬值。

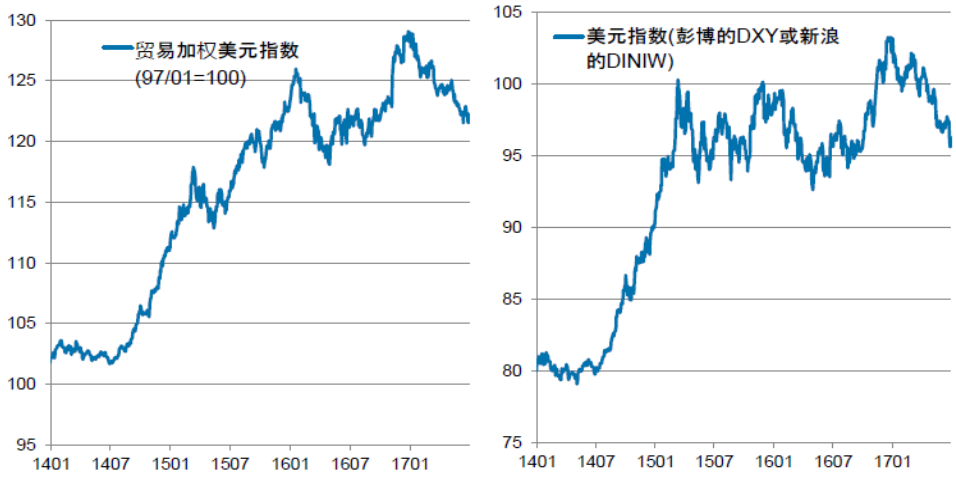


图 14：预计广义美元指数 2017 年会小幅贬值

四、中国经济的确定性与不确定性

美国华尔街对中国市场看空居多，中国居民与企业负债占 GDP 比重较大，历史上当该指标达到一定程度时，日本、泰国、美国、西班牙等国都发生了经济泡沫和信用危机。

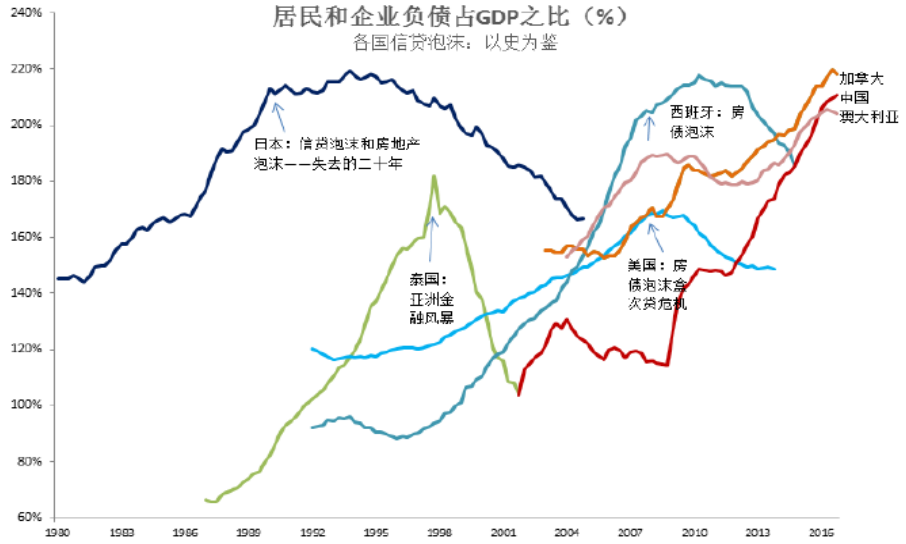


图 15：中国居民和企业部门债务占 GDP 比重过高

但中国的特殊情况在于中国企业高负债率的背后是中国家庭的高储蓄率，中国企业负债高于收入的缺口由家庭收入高于支出所填补。另一方面，中国的资本市场是欠发达的，80%的社会融资是通过贷款的渠道来实现的，这与美国等发达资本国家的情况有所不同，中国企

业的高负债率也从侧面体现了我国资本市场的不完善。中国企业负债高企也引起了中央政府的高度重视，中国正在实施缓慢渐进的去杠杆措施，以避免短期内对中国经济造成冲击，影响到经济市场的稳定，形成产能收缩--价格收缩的恶性循环。

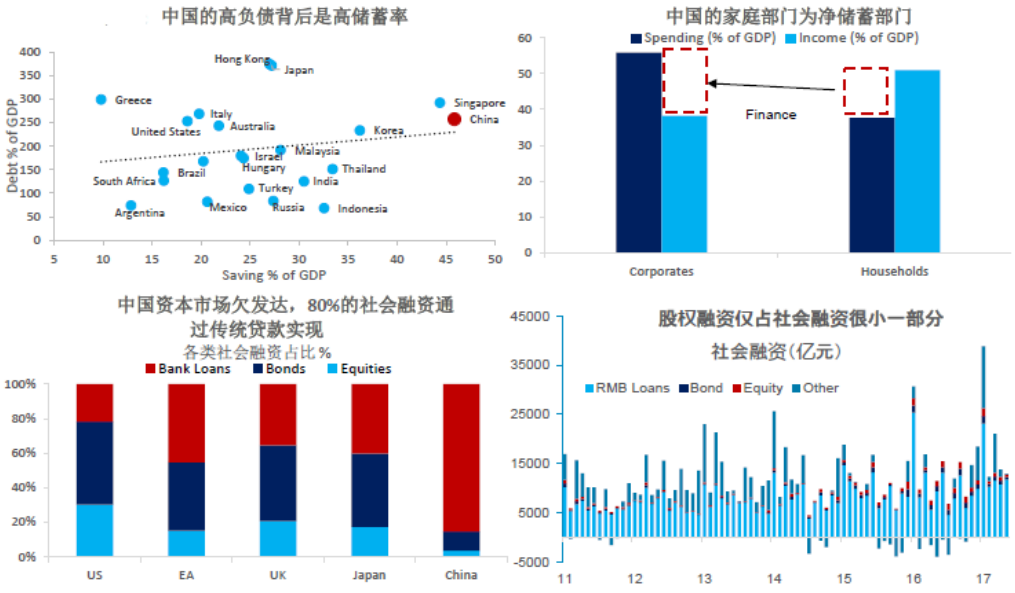


图 16：中国债务问题的中国特色

外部环境对中国经济增长既有支持也兼具风险。一方面，全球经济的同步复苏有利于中国经济的增长；另一方面，全球货币政策从分化发展到逐步统一收紧，可能会引起新兴市场的资本流出，加上短期内维护人民币汇率稳定的需要，这些在一定程度上会加大去杠杆的操作上的难度。在这个背景下,未来几年中国经济可能会以相对低的速度（6.3-6.5%）增长。

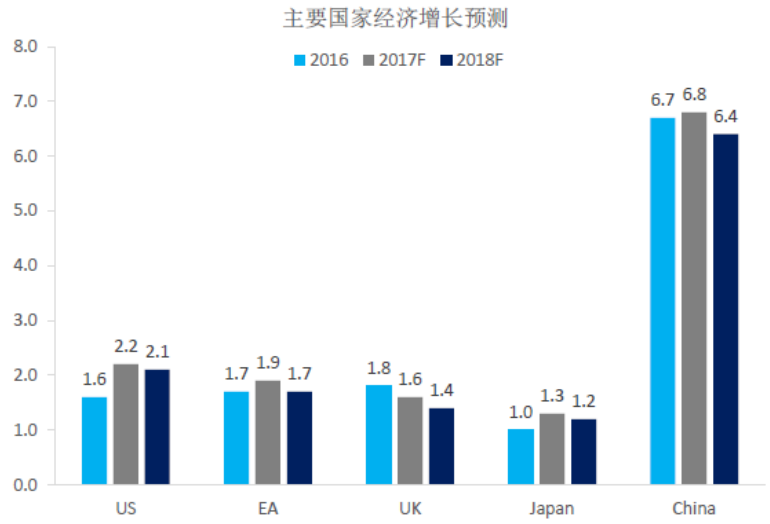


图 17：世界主要国家经济增长预测

五、问答环节

Q1：近期美国的国债收益率处在下行趋势，美股股指连创新高，您怎样解释这种资产价格的不断上升对美联储缩表的反应？

A1： 目前市场预期未来三年美联储资产负债表的规模会由年底的 4.1 万亿美元降低到 2.9 万亿，三年降低 1.2 万亿，相当于三年完成两次降息，所以缩表对市场的影响是比较温和的，市场的反应在合理范围内的。另外，市场对未来加息的力度是比较悲观的，市场预期到明年年底只会有一次加息，缩表进程会十分缓慢，加息预计会更加缓慢，所以美国国债收益会有所下滑。目前 2.3%左右的国债收益率相比德国等欧洲国家，还是十分可观的，对缩表的反应尚属合理。美股最近屡创新高，我觉得与第二季度的季报数据指标较优有关。美国股票市场上半年收益率大概 9.3%左右，其中 70%的收益率是通过股票收益改善拉动的，另外 30%是通过股票估值上升来体现，目前美股稍贵，但可以接受，所以股价上升也是基本合理的。

Q2：从去年第四季度开始，美国和欧洲的经济出现上扬的趋势，您认为目前两者处在经济周期的什么位置？

A2：今年是美国经济复苏的第八个年头，虽然一般来说，从时间角度来讲，美国经济目前处于增长周期的中晚期，但这次经济复苏周期比较特殊的是，整体经济复苏增速比较缓慢，过去八年平均增速只有 1.8%左右，所以到经济衰退，结构扭曲的时点我觉得还有一定距离；欧元区的话，明显比美国经济复苏周期慢了一拍。从经济政策上看，欧元区现在开始讨论结束量化宽松，美国已经结束量宽几年了，欧元区的经济复苏周期我认为还处于开始的阶段。

Q3：市场对今年美联储的加息是否已有预期？加息对东南亚新兴市场国家如泰国、马来西亚等国有何影响？

A3：目前针对加息最新的市场预期是 12 月份美国加息的可能性有 40%，主要要看未来两三个月美国通胀率怎么走，美联储出于维护金融市场稳定的考虑，年底进行一次加息仍存在可能性。美联储加息对东南亚国家的冲击不会像以往那么强烈，联储主席耶伦在 7 月份上旬表示本次加息的幅度不会特别大，因为长期均衡利率处于历史低位，所以加息对东南亚新兴市场国家有一定压力，但不会像以往加息带来的压力那么大。还有一个变数是，如果特朗普政府的税收改革可以在明年顺利通过，会促进美国经济进一步走强，这是对美联储的加息幅度可能会有预期的改变，对他国冲击大一些。但按目前美国经济态势的走向，未来经济增速不会超出预期，加息对他国冲击有限。

Q4：您对近期中美贸易谈判的进展与走向的判断是什么？

A4：我个人持相对比较乐观的态度。从两国最高首脑关系的角度出发，特朗普近期在推特上发表的包括一些负面的看法并未牵扯习主席本人，两国领导人还是存在共识的。从中美的贸易交易上看，会有小的摩擦，但整体上是务实合作的。美国改变了以往一些过激的言论，通过多方谈判寻求合作关系。我个人认为，两国元首之间存在共识与默契，即使有小的摩擦，只是作为一种交易的手段，贸易争端导

致全面贸易战的可能性不大。

第 119 辑

(2017.8.16)

如何理解美联储的政策

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陈凯丰先生，美国海银资本的首席策略师，同时管理宏观对冲策略。瑞士洛桑大学金融资产管理工程研究中心博士，荷兰蒂尔堡大学经济研究中心财务和金融硕士，中国人民大学的经济学学士，目前在纽约大学和纽约 Pace 大学担任兼职教授，并在西班牙 IESE 商学院纽约中心授课。纽约经济俱乐部会员，瑞士沃德科学学会会员，荷兰经济研究中心会员，美国风险管理协会会员，美中国际商会金融经济委员会会长。陈先生曾任职于中国国家开发银行总行国际金融局；2004-2008 年担任摩根士丹利对冲基金投资部门担任资本配置负责人，兼任基金经理；曾任 Amundi 资产管理公司另类投资部门负责人和高级投资组合经理，在 2008-2011 年管理了一个数十亿美元的投资组合。

今天演讲的主题是如何理解美联储的货币政策。一共分六个部分：（1）目前的美国宏观经济；（2）美国国债市场简介；（3）联储的就业和通货膨胀目标；（4）美联储在 08 年金融危机后金融监管的发展；（5）为什么特朗普对于联储的任命将会是史无前例的；（6）美

联储的货币政策预测。

一、目前的美国宏观经济

观察美国宏观经济有很多实时数据，其中亚特兰大联邦储备银行推出的 GDPNow 就是一个每周更新的 GDP 数据，是一个非常好的数据跟踪工具。目前亚特兰大联储对三季度美国 GDP 增长的实时预测是 3.5%。根据每周大量相关数据不断更新测算得出，最终会在季末收敛到真实的 GDP 数据。现在来看，美国目前 GDP 增长介于 2%-3%之间，三季度可能更偏高一些，总体情况是正常增长。

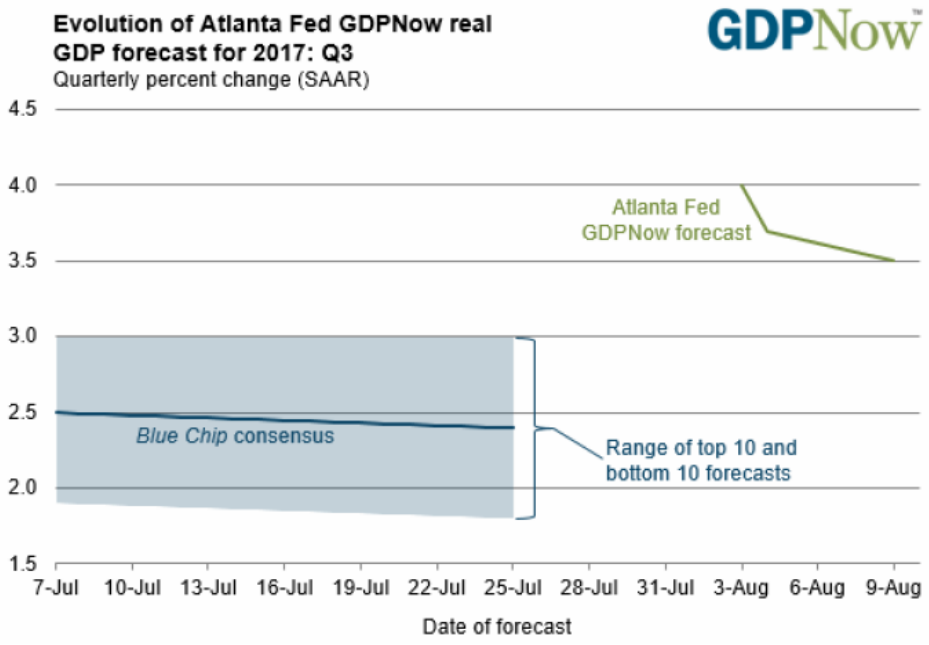


图 1：美国三季度 GDP 预测

美国 7 月份失业率是 4.3%，基本上是美国历史上最低的水平，比金融危机前美国失业率最低值还要低。从失业情况来看，美国经济可以说相当不错。

图 2：美国失业率情况

去年 7 月份美国共和党总统候选人特朗普在纽约经济俱乐部交流时提出了一些政策意见，政策要点包括：第一减税，第二基础设施建设，第三金融业、能源行业放松监管。最近来看，很多能源企业代表在参会科罗拉多大学摩根大通全球商品研究中心年会时，提到今年在能源监管方面的大幅放松促进了能源开采。贸易实际上对于美国 GDP 的影响非常有限。实际上，特朗普任期开始以后他在预算方面比较鹰派，通过对医保社保的削减，任命非常鹰派的 Mick Mulvany 为 OMB (Office of Management and Budget)主管，总体上降低了美国国债余额。以上是特朗普在竞选时期提高的主要政策主张，都是针对当前美国经济最大的问题，比如监管过度、税收过高等等，这些政策主张能够得以实施对经济影响会是非常大的。

二、美国国债市场介绍

判断美联储政策其实跟美国国债是分不开的。首先，美国国债市场是一个非常特殊的市场，在过去的 200 多年中，美国是世界主要经济体中唯一一个没有出现主权债务违约的国家。比如英国在二战期间就出现过债务违约；德国、法国、日本在二战前后也多次发生债务违约；新兴市场国家包括俄罗斯、巴西、阿根廷等均多次违约，巴西甚至每 10 年左右会发生一次违约。同时，由于美元作为储备货币，是

国际货币体系的基石，美国国债实际上是基石上面的钢筋结构，世界主要资产价格，都是围绕这个体系在运行。因此，美国国债市场是一个非常重要且特殊的市场。

目前美国国债总规模大概是 11 万亿美元，对应于美国 GDP 是 16.8 万亿。实际上美国的国债规模相对 GDP 还不算是很高，相比日本和欧洲国家的债务水平要低一些。目前，美国债券市场中国债的比例大概是 29%，因为有大量的保险公司、商业银行等机构的久期匹配都需要由买卖美国国债或相关衍生品来实现，因此，美国国债的期限结构非常重要。值得注意的是，长久期美国国债、期限在五年以上的美国国债在国债中的比例非常低，只有 10%。长久期美国国债的供应是非常有限的，是非常稀缺的资产。美国国债缺乏下跌的动能，很大一部分原因是因为供应有限，或者说美国财政部发行的美国国债的久期非常短，发行的大量国债都是短期债券。

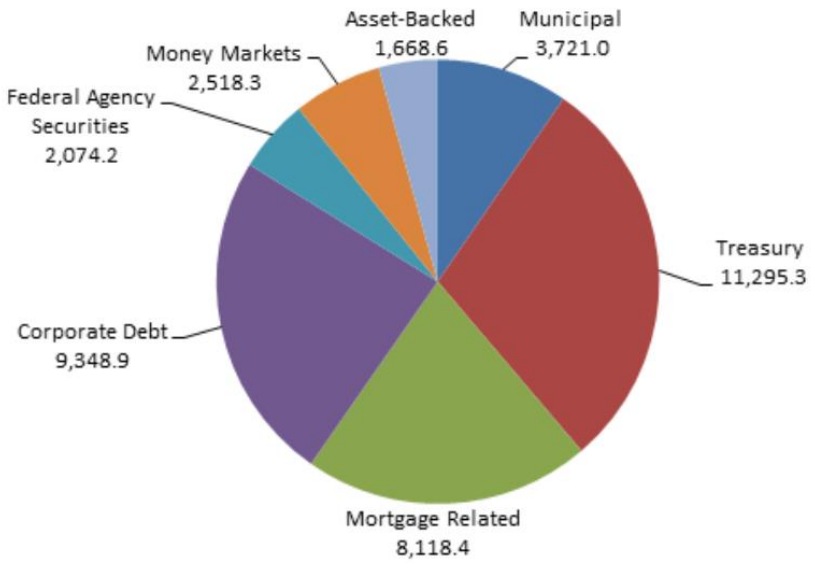


图 3：美国债券市场结构

Table 1: Monthly State of the Public Debt, December 31, 2012

Title	Debt Held By the Public	Government Holdings	Totals
Marketable:			
Bills	1,626,480	2,491	1,628,971
Notes	7,320,862	6,253	7,327,115
Bonds	1,236,669	3,492	1,240,161
TIPS	849,473	371	849,844
Federal Financing Bank	0	7,112	7,112
Total Marketable	**11,033,484**	**19,719**	**11,053,202**
Nonmarketable:			
Domestic Series	29,995	0	29,995
Foreign Series	2,986	0	2,986
State and Local Series	162,587	0	162,587
US Savings Securities	162,513	0	162,513
Government Account Series	168,647	4,831,000	4,999,647
Hope Bonds	0	494	494
Other	1,306	0	1,306
Total Nonmarketable	**548,034**	**4,831,494**	**5,379,528**
Total Pubic Debt	**11,581,518**	**4,851,213**	**16,432,730**

图 4：美国长期国债稀缺

美国国债最大的持有人是美国的社保基金，其次是美联储，然后是联邦退休金，最后是一些地方政府退休金、银行、保险公司等。美联储目前 4 万多亿美元的资产主要包括两部分，一是 2.4 万亿美元的美国国债，其次还有大量的住房抵押贷款，美联储的缩表也意味着这两部分都将有所缩减。过去 7、8 年时间中，由于联储量化宽松大量买入国债，导致联储的国债持有量迅速上升，到了 2015 年达到接近 2.5 万亿美元，此后持有量基本稳定，不断买入国债对冲到期国债，维持存量基本不变。

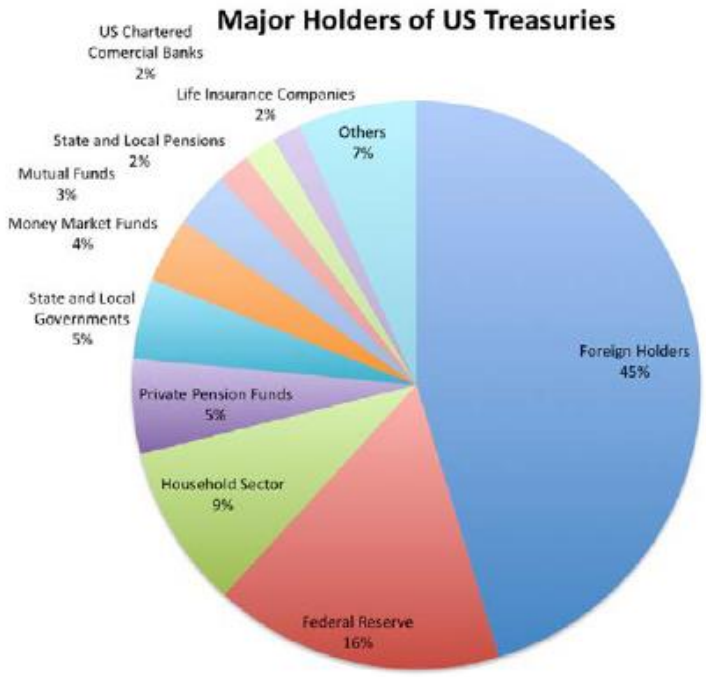


图 5：美国国债主要持有者

海外方面，日本和中国是美国国债的两大海外持有方。

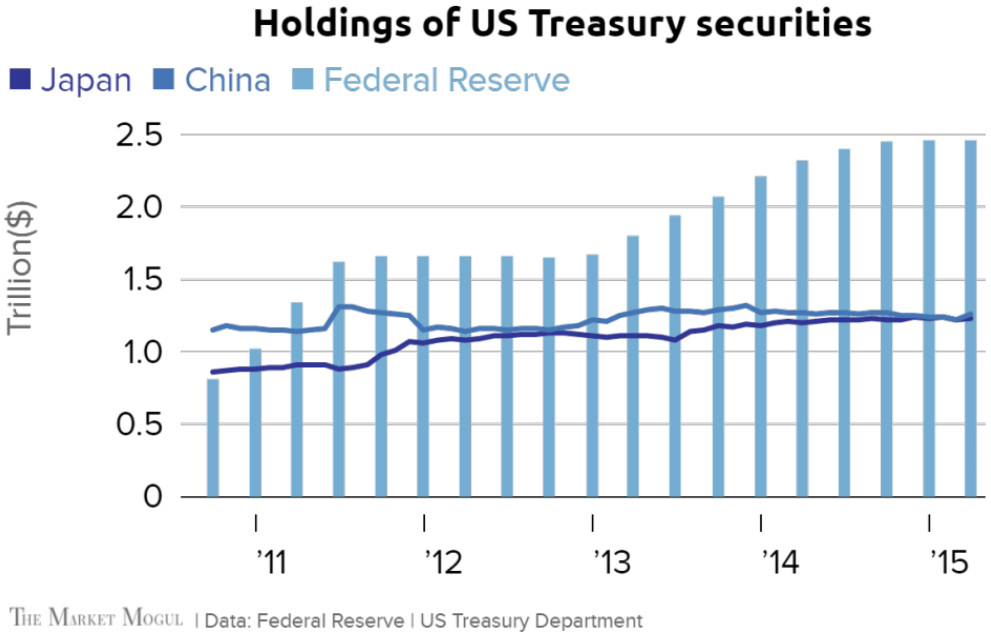


图 6：美联储及中日两国持有美国国债的情况

08 年以后，海外中央银行净买入美国国债的总量不断减少，这一部分实际上是被美联储的买入对冲了。

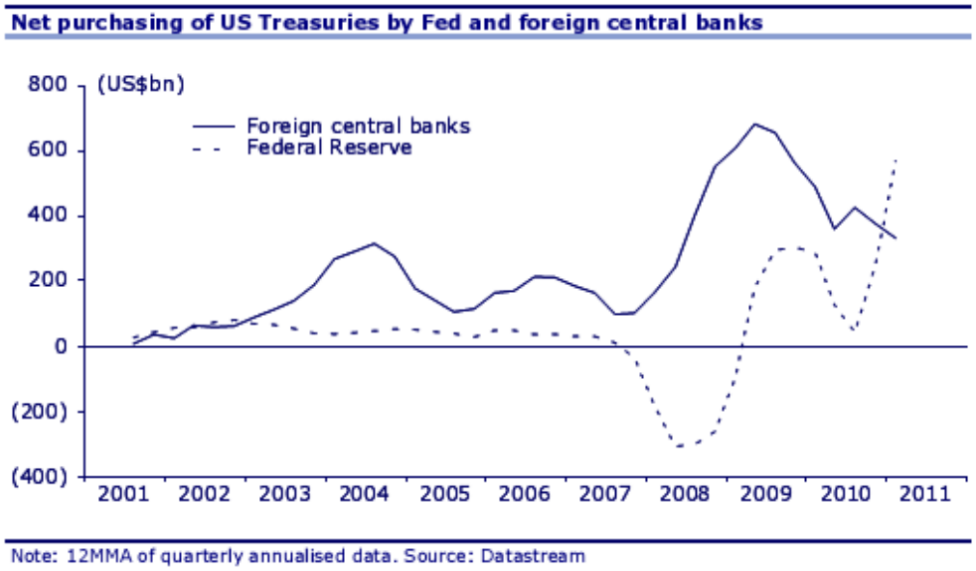


图 7：美联储及海外中央银行净买入的美国国债

美国国债市场有三类主要的的套期保值参与者。第一部分参与者是按揭贷款市场机构。由于美国有高达 8 万亿美元的居民贷款，而美国银行提供的大量房贷是包含各种复杂结构的，既有 30 年固定利率的，也有短期波动利率的，还有是利息资本化的等贷款产品；同时，非常的特殊的一点是允许借款人提前还贷。复杂的按揭贷款市场导致投资人有大量的对冲需求，对冲需求实际上是通过国债市场上对利率的结构调整而实现的，利息的变化对房贷产生影响反过来又会影响国债自身的价格。其次，美国国债市场还存在大量企业的融资结构调节；第三，美国的人寿保险公司进行资产负债久期匹配的时候也需要大量买卖美国国债进行久期调节。

美国国债市场有两类主要的投机机构。大型的对冲基金包括宏观对冲基金和大约 2 千亿美元总资产规模的 CTA。对冲基金在进行国债投机时都会使用大量的杠杆，因此，对市场流量有非常大的影响。第二部分是大量的 COT(Commitment of Trader)。美国商品期货委员会(CFTC)每周会公布 COT 的数据，并区分套期保值和投机头寸。根据 COT 数据显示，去年年底至今，国债市场有巨额的投机做空头寸，对应的多方主要是一些保险公司或者是套期保值机构，由于负债端的

匹配要求大规模的做多久期来平衡负债。

图 8：16 年年底至今 10 年期美国国债投机做空头寸大增

利率期限结构方面的，目前的一个发展方向，包括美国新任财政部长也提出可能推出 100 年期限的超长期美国国债。事实上，美国 30 年期国债也曾在克林顿时期暂停发行过。推出 100 年期美国国债的目的，实际上是为了创造更长的久期，利率曲线结构的变化会对金融市场产生非常重要的影响。

2008 年金融危机以后，金融市场整体在进行大量的改革，包括 Libor 都在不断的改革甚至慢慢淡出历史舞台，对金融市场基础性的融资结构产生非常大的影响。TED spread 是短期美债和 Libor 之间的利差，TED spread 的上升表示市场融资情况紧张；TED spread 上升过快、过高，通常是金融危机爆发的前兆。

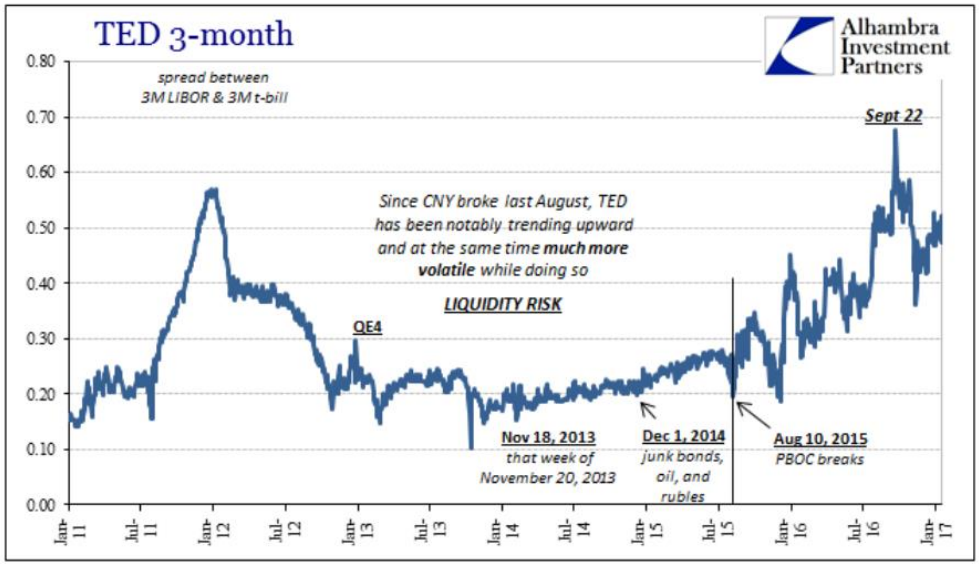


图 9： 3-month TED spread 走势

追溯美联储对美国国债市场的管理历史，在 1913 年联邦储备银行建立之前，美国财政部的交易室就已经通过在国债市场上买卖美国国债维护美国国债的利率区间。美联储创立以后实际上接管了此前财政部交易室的历史角色。美联储对国债市场的操作和管理是非常积极主动的，一是维护基金利率目标区间；二是通过展期维持联储资产负债表上的国债仓位。目前，联储持有大约 2.4 万亿美元的美国国债和 2 万亿美元的房地产按揭贷款，每个月约有 500 亿美元左右的到期资产规模，美联储需要用到期资金继续购买美国国债以维持资产负债表的整体稳定。关于当前美联储缩表问题，2008 年至今，美国经济体实际 GDP 已经上升 40%，而美联储资产负债表则较 2008 年扩张了 4 倍多，货币政策正常化是必须要做的事情。同时，纽约联邦储备银行的 CEO 杜德利认为美联储非常重视市场信号问题，无论是缩表还是加息。

特朗普政府比较倾向于国债利率不能过快上升，国债利率迅速上升可能导致经济从温和复苏迅速进入衰退。

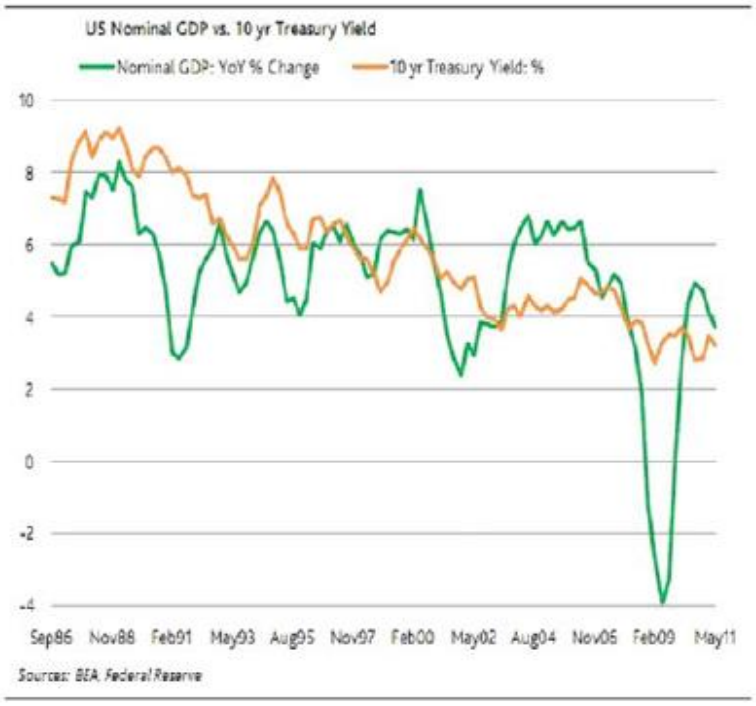


图 10：美国国债利率与美国经济的关系

美国政府支出中最大的一部分是医保支出，比国防和社保支出二者之和还高。在特朗普任期内，医保费用的开支可能会有所下降，至少不会在原来的基础上继续增长，降低医保支出会对国债有所影响。

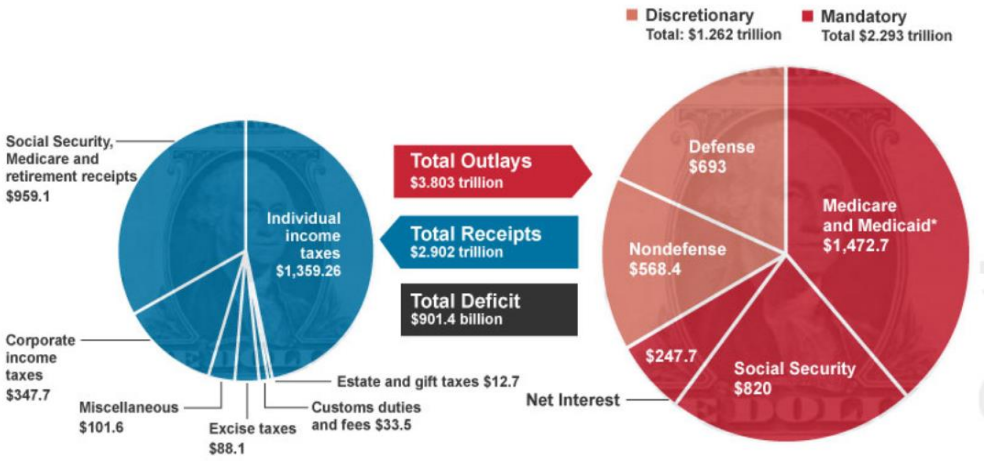


图 11：美国政府支出结构

可以把美国国债利率曲线想象成一个 10 磅重的长绳子，联储实际上能够影响短端利率，联储快速拉升短端利率时，市场长端利率甚至可能下沉；同时，如果美国市场长端利率上行，历史经验显示长端利率上升 1%，房地产价格会下降 10%，可能会导致衰退。

美国国债市场是最为重要的市场，可以利用美国国债曲线来预测美国经济。美国国债市场规模大大超过美国股票市场规模；同时，美联储也公开承认，如果要在债券和股市两个中选择一个保护，优选债券市场。美国债券市场对美国国计民生具有非常重要的作用，包括对美国居民贷款、保险、房贷、学生贷款都会产生非常重大的影响。债券市场利率的陡峭化一般就是经济预期看好的先兆；债券市场利率扁平化，一般是经济增长乏力的标志；债券市场利率倒挂、即短端高于长端，一般是衰退的征兆。2007 年我们就曾观测到长、短端利率的倒挂；股市在牛市或正常发展的时候很少产生经济衰退，当股市进入熊市是衰退的标志。

目前美国 GDP70%来自消费，17%来自投资，政府支出占 17%，净出口为-3%。消费对美国经济非常重要，消费包括物质消费、服务消费等；投资包括房地产投资，商业地产和住宅地产在美国的 GDP 中最高点是2006年，到达8.9%，经济危机期间下降到2010年的4.9%，目前恢复到 6%的水平，可见房地产在美国这一轮的经济增长中的泡沫非常有限。美国 GDP17%来自政府支出，联邦政府的支出中 2/3 用于军费，地方政府支出主要是教育和医疗福利；美国进出口的逆差大约是 GDP 的-3%，进口值约为 2.66 万亿，出口值约为 2.12 万亿。

三、联储的就业和通货膨胀目标

美联储的第一政策目标是降低失业率。目前 4.3%的失业率和 2006 年的水平相当，但二战以来的所有经济衰退中，2008 年经济危机导致的失业数据在低位徘徊的时间最长，这也是为什么本轮的经济增长最缓慢，美联储的量化宽松政策延续时间也是最长的。

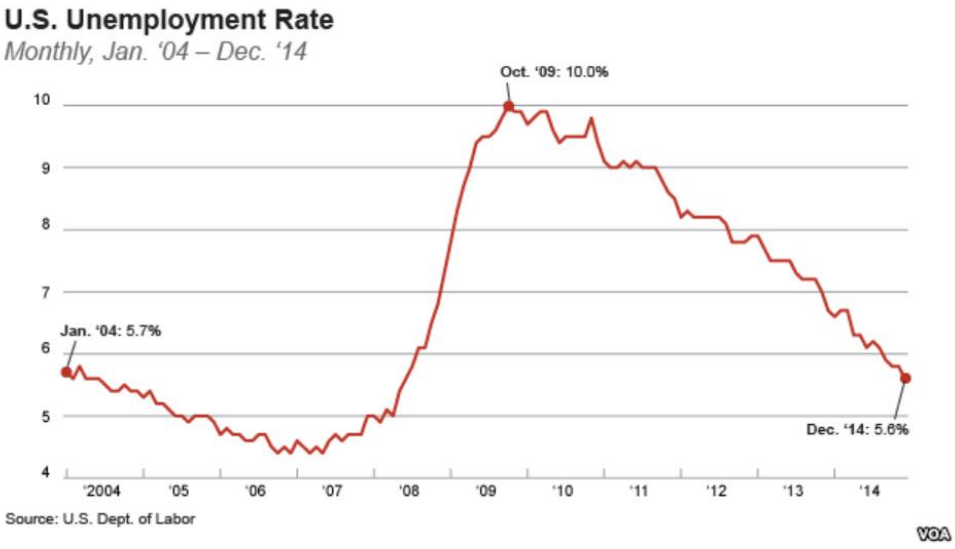


图 12：美国失业率

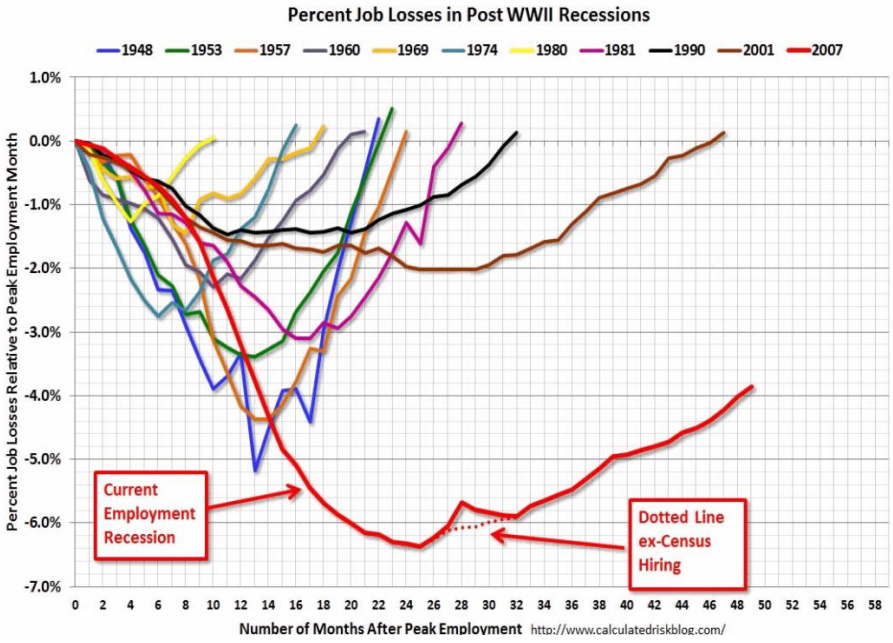


图 13：二战以后美国历次衰退后失业率的恢复

新经济就业情况不容乐观。由于 IT 行业快速发展，新经济雇佣的员工数量大大减少，特别是传统零售业被网购取代后对就业的影响非常大，劳动市场参与度比以前显著降低，但可喜的是从 2014 年开始美国劳动市场的参与度基本稳定在 63%-64%，没有继续下降。同时，美国的劳动生产率从 2009 年开始一直在低位徘徊，面临较大的问题。

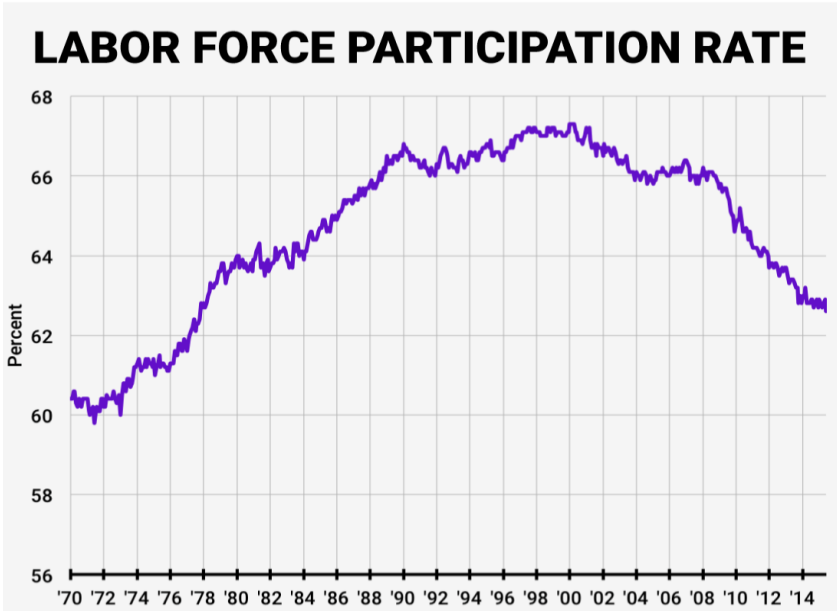


图 14：美国的劳动参与率

图 15：美国的劳动生产率

美联储的第二大政策目标是通货膨胀。维护物价稳定是美联储的法定要求，而维护物价稳定是一个比较粗略的要求，具体的数值一直在不断变化。格林斯潘担任联储主席时也一直拒绝回答联储目标通货膨胀率的具体数值。耶伦主席基本公开指出 2%的通货膨胀率是连续的理想通货膨胀水平。目前 1.7%的通货膨胀率是正常水平。全美房价指数有所上涨，特别是纽约等大城市，但实际上多数城市房价指数还未回到危机前的高位。

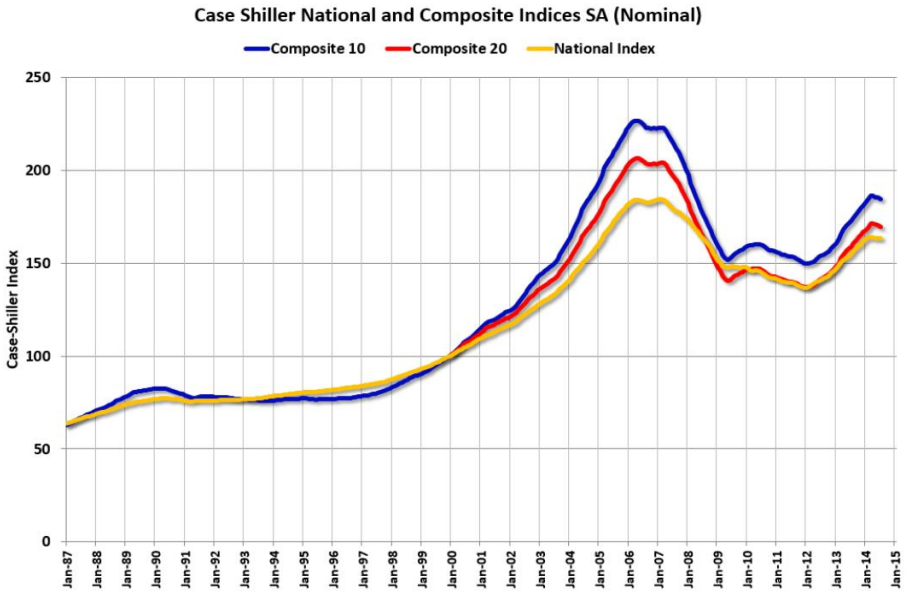


图 16：美国的房地产价格指数

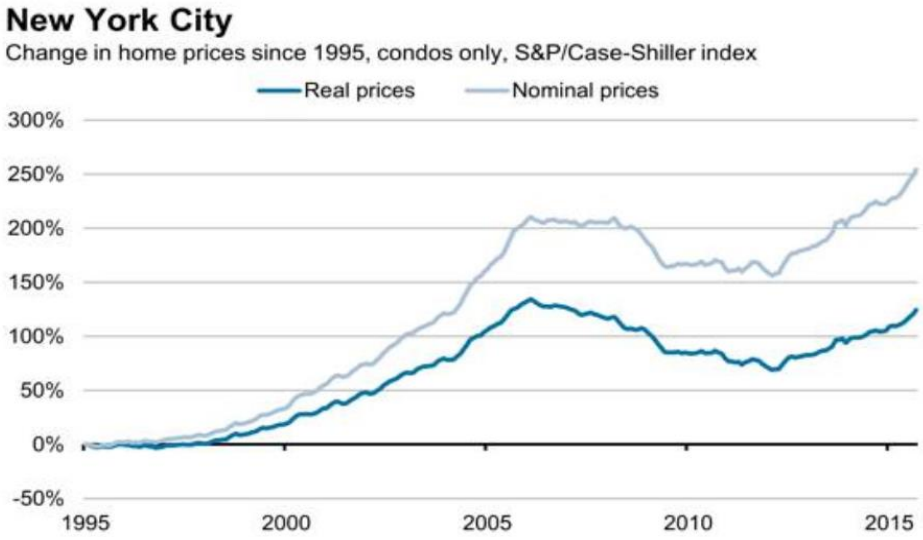


图 17：纽约的房地产价格指数

四、为什么特朗普对于联储的任命将是史无前例的

美国联邦储备体系是一个公私合营的企业，由联邦储备局和 12 个联邦储备银行组成。12 个联邦储备银行都是独立的私营机构，股东是各个地方的商业银行；联邦储备局是公立机构。关于美联储货币政策委员会，所有地方联储的行长都是委员会的委员，但每年只有 12 位票委。按照制度设计，七人联储理事会一人一票；地方联邦储备银行根据级别轮流投票，纽约联储有永久投票权；芝加哥、费城等

联储每两年有投票权；达拉斯等联邦备每三年有投票权。根据制度设计，12 个地方联储中每年合计共有 5 票，联储理事会 7 票；但目前联储理事会 7 票中有 3 位空缺，因此目前实际上公开市场货币委员会的投票权多数票在各个地区的联邦储备银行。

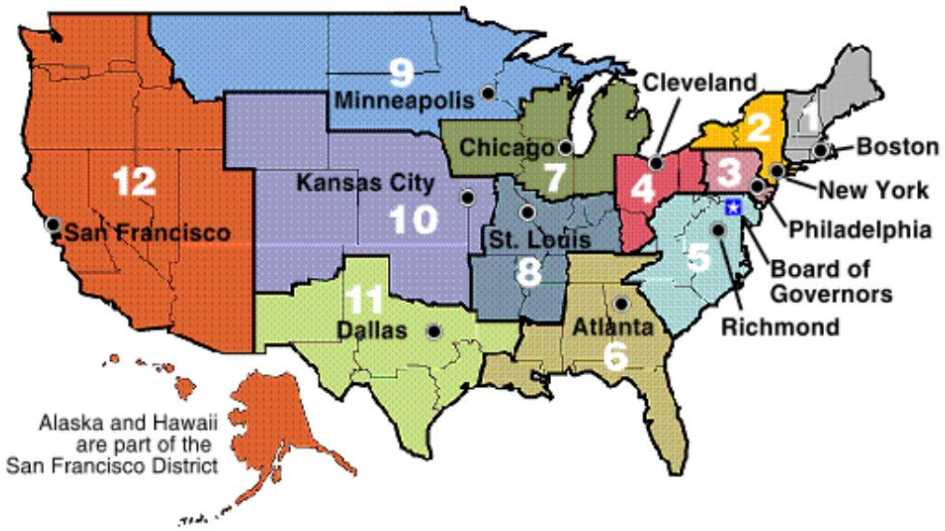


图 18：美国 12 个地方联邦储备银行

特朗普对于对美联储的理事会任命的权利是史无前例的。美联储理事会每一任的任期是 14 年，而总统任期为 4 年，无论总统任期为 4 年还是 8 年，没有任何一位总统有机会任命绝大多数的理事会成员。由于种种原因，本届的理事会到目前已经有三位空缺，再加上耶伦明年 1 月份任期结束，副主席费舍尔明年 6 月份任期结束，因此从目前到明年 6 月份将有本届理事会将有五个人会由特朗普总统任命，是从联储 1913 年以来史无前例的。

特朗普目前已经任命了一位副主席候选人夸洛斯，是犹他州的私募基金经理，写过大量的文章反对美联储的货币政策，他认为美联储在一个错误的轨道上运行许久，可能会成为美联储主管监管的副主席。目前特朗普还任命了一位卡耐基梅隆大学教授为理事候选人，其立场比较中立。最重要的是，谁会成为新的美联储主席。（1）耶伦主席连任是有可能的，特朗普最近也提到耶伦工作表现很好；（2）也可

能是 CEA 主席科恩，曾是高盛的总裁，在白宫任职经济顾问委员会主席顺利的情况下，会作为美联储的储备主席的角色，耶伦此前的伯南克、格林斯潘都曾经担任过美国总统经济顾问委员会主席这一职务；（3）前任联储理事沃什也是可能的。不论谁担任联储主席，这几位候选人整体的风格都比较接近。

五、美联储的货币政策预测

美联储在 2008 年金融危机前对监管过于放松，这也是为什么在金融危机爆发后美国国会和民众对美联储有非常强烈的质疑。沃克尔法则的通过导致过去 8 年美联储对市场的监管非常严苛，包括信息披露、现场监管、强制降杠杆和定期进行压力测试等等，目前金融监管实际上是过于严格的，美联储的金融监管会有所放松。

美国宏观经济整体缓慢复苏，目前两党对减税、增加基础设施建设的看法是比较一致的。当然也可能会出现不通过的小概率事件，比如美国存在财政悬崖或债务上限的问题。

关于对联储货币政策的预测，首先加息肯定要继续进行。我认为今年美联储加息会超过预期，实际上今年 3 月份的加息已经是超市场预期的。目前利率是 1.25%，美联储的政策目标是到 2019 年实现联邦基金利率回到 3%，如果 3%是利率目标，那此前每次 25 个基点，共 7 次加息只是时间点的选择问题，或许会出现一次加息 50 个基点的小概率事件。资产负债表收缩是一个缓慢的过程。9 月联储 FOMC 议息会议应该会决定缩表的计划，即将每个月到期后的再投资金额设定减小的范围。加息或者缩表，不代表流动性降低。就观察的数据来看，去年加息后美国市场流动性实际上反而增加了。因此，加息不代表股市会进入熊市，事实上历次加息后美国股市均大幅上涨。

六、问答环节

Q1：今年以来的弱势美元对十年美债收益率会有什么样的影响？

A1：今年年初的时候，市场预期美元会上涨，大量基金做多美元头寸，当时我提出今年美元很可能会下跌，因为美元汇率从来不是一个独立定价的过程，是多种货币之间的相对价值。今年欧元区经济恢复正常，欧洲央行慢慢退出零利率政策。由于前几年美元欧元利差太大导致大量资金流入美国国债市场进行套利，欧元区利率回到零以上，就会有资金回流欧元区。预测美元汇率走势，不能只从美联储本身的政策或者利率结构出发，还要结合欧元区货币政策来理解。我认为随着欧洲经济正常化，欧洲央行退出量化宽松，会对欧元形成比较强大的支撑，欧元持续压制美元走强的这个过程还将延续。

Q2：川普减税、放松金融监管等政策主张能够在多大程度上得到实施，比如说减税能否实现从 35%到 15%大幅的降低？

A2：减税和放松监管不同，放松监管很大一部分是受政府行政权力决定的。很明显特朗普总统任命的部长，不管是能源部、环保部，还是联储负责监管的副主席，这些新的内阁官僚都是来自反监管思想体系的，不管是在政策实施还是在操作过程中，放松监管部分已经付诸实施，比如前面提到，能源公司反映今年政府对他们的监管已经明显放松。减少监管也包括银行体系，联储的监管思想在改变，比如美国证监会的新任主席，在其宣誓就职以后的午餐演讲中，贯穿其中的是如何降低企业、特别是上市公司的法律成本，帮助企业上市。放松金融监管，在证监会和期货交易委员会的主席的文章、讲话内容中已经明显有所表示，我认为目前金融监管已经在非常有序的退出。减税方面，奥巴马医改法案中“不提供医保将接受罚款”的医保强制条款已经被暂停执行，针对中小企业的减税已经推出；而针对所得税的减税还需要国会立法，预期到 11 月份才会进入辩论环节。我认为特朗

普和里根的税改是一脉相承的，实际上里根时期的减税的立法过程也多次经历反复，历时两年才正式通过立法；同时，为了实现平衡在推行减税的过程中还增加了其他的税，最终才实现整体税制改革。所以，我认为川普减税大方向很清晰，但具体推进不会很容易，中间会有很多的谈判和讨价还价，比如可能出现公司税率不能降低到15%的目标的情况。

Q3：今年失业率不断下降的同时，居民薪资水平增速一直不达预期，您对未来工资增速的判断是什么？

A3：今年整体通胀相对处于低位，其中的原因是多方面的，比如耶伦前段时间举例提到通讯成本，今年个人通讯成本比去年大幅降低，包括移动电话通讯和网络通讯费用均有下降，目前新经济导致了大量的共享行业产生，导致对实物资产的需求降低，类似结构性的变化导致联储、日本央行等各国央行推高通货膨胀率的计划没有成功，我认为后续通胀还是很难大幅上升。在整体经济转型或发生结构性变化的时候，试图通过纯粹的货币政策对冲市场的结构性调整是很难的。

第 120 辑

(2017.9.8)

区块链保险的应用

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

邱明先生，美国资产管理、风险管理和互联金融专家，深圳中精科技公司总精算师、合伙人。哥伦比亚大学取得金融方法硕士学位应用，三一大学计算机科学及数学学士学位，拥有 FSA (精算师协会会员)、MAAA (美国精算师学院会员)、FRM (金融风险管理师)、CAIA (注册另类资产投资分析师)等多项专业认证。邱明先生有 14 年的精算、交易、证券化、风险管理和资本负债管理的金融从业经历。曾先后供职于贝尔斯登和摩根大通任交易员，曾担任美国国际集团 (AIG) 的副总裁，主管公司资管业务的风险管理、资产负债管理，并负责全球资产分析、汇总、报告，同时对全球资产配置、价值管理和全球资本金监管框架提供支持。

今天演讲的主题是区块链保险的应用，一共分四个部分：（1）什么是区块，什么是链；（2）保交链简介；（3）保链功能模块；（4）保链应用案例。

一、什么是区块，什么是链

区块链最基础的数学建立在加密的哈希算法上面。哈希函数本身是一种数学函数，它的特性是输入可以为任意长的字符串，而输出是固定大小的输出。比特币假设是256位，也可以设定为其它长度的固定输出。保交链中使用国产加密的密码包，所以输入和输出的特性可能有所不同，但是它同样需要满足加密哈希算法的一些特征。哈希函数需要满足三种数学特征，一是碰撞阻力：不同输入产生相同输出的概率非常小，虽然这个概率并不为零，因为输出值是256位，而输入值可以是无限大，理论上存在两个不同的输入有同样的输出，但是这个概率足够小，几乎不可能找到碰撞，所以叫做碰撞阻力；二是隐秘性，如果仅仅知道哈希函数的256位输入值，没有办法倒过来推导它的输入值；三是谜题友好，在一个输出所对应的输入当中如果有一段随机字码，那么求得它所对应的输入将非常困难，谜题友好是构成比特币基础下区块工作量证明的基本数学特征。

哈希函数	哈希函数是一个数学函数，具有以下三个特性： ▪ 其输入可为任意大小的字符串； ▪ 它产生固定大小的输出，假设输出值为256位； ▪ 它能进行有效计算，简单来说就是对于特定的输入字符串，在合理的时间内，我们可以算出哈希函数的输出。更准确地说，对应n位的字符串，其哈希值计算的复杂度为O(n)
特征1：碰撞阻力	碰撞指对于两个不同的输入，产生相同的输出。如果对于哈希函数H（.），没有人能够找到碰撞，我们称该函数具有碰撞阻力。 没人能找到碰撞，不表示不存在碰撞。对于256位输出哈希函数，最坏的情况是2^256+1 次哈希函数计算，平均2^128次哈希函数计算，来用碰撞检测算法来发现碰撞。 数学表述：如果无法找到两个值x和y，x<>y,而H(x)=H(y),则称哈希函数H具有碰撞阻力。
特征2：隐秘性	隐秘性保证，如果我们仅仅知道哈希函数的输出y=H(x),我们没有可行的办法算出输入值x。 数学表述：哈希函数H具有隐秘性，如果：当其输入r选自一个高阶最小熵（high min-entropy）的概率分布，在给定H(r|x)条件下来确定x是不可行的。
特征3：谜题友好	如果有一个人想找到y值所对应的输入，假定在输入集合中，有一部分是非常随机的，那么他将非常难以求得y值对应的输入。 数学表述：如果对于任意n位输出值y,假定k选自高阶最小熵分布，如果无法找到一个可行的方法，在比2^n小很多时间内找到x,保证H(k | x) = y成立，那么我们称哈希函数H为谜题友好。

图1：加密Hash算法

SHA-256是比特币基层区块链的哈希函数算法。它本身是一个压缩的函数，也是加密的函数，可以把768位的输入压缩成256位的输入，每一个区块的大小是512位。最基础的比特币区块大小是512位，

但在前不久比特币出现了一次硬分叉，区块可以扩大到两个Megabytes，以后比特币可能还会有多次的硬分叉，这样它整个区块的大小可能就会发生变化。区块链的区块就是经过哈希函数加密和压缩之后的一个字符串或者是一个字符块，它的大小是512位。

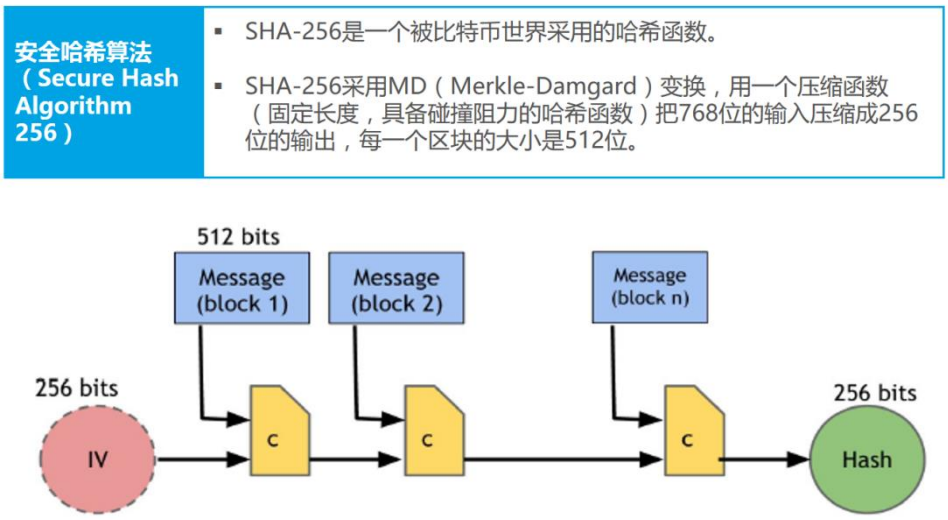


图 2：安全 Hash 算法 SHA-256

哈希指针通过把前一个区块再带入到哈希函数的输入量得到输出量，将哈希指针放在后继区块的顶端构成新的区块。由于在区块链当中每一个区块都有一部分是哈希指针指向的前一个区块，前一个区块包括它之前的哈希指针都再进行过一次哈希函数的运算，所以它是相当于一环套一环的链接结构，这就是区块链的“链”这个字的由来。现在有一些区块链的结构也会用到 DAG(directed acyclic graph)非对称方向性图的形式。DAG 严格上讲不是链接的形状，而是蜂窝网状的形状。比如说区块链有一种基础设施 IOTA 是应用在互联网上的结构，严格意义上来讲不是区块链，但在广义上也被包涵在区块链的世界当中。IOTA 在 Coinmarketcap 上可以找到它的代币，适用于互联网。

在区块链的应用当中数字签名也很重要。数字签名本身有 3 个算法：第一个是 generate keys，产生公钥和私钥，generate keys 是任何

人在任何地方可以产生无穷多的公钥和私钥的一个个 pair；产生了公钥和私钥之后有一个签名算法可以把任何一段的消息和自己的公钥进行输入，然后经过签名函数得到一个输出；第三个数字签名的算法是判断它是否是真实的，验证过程是通过把一段消息和签名消息与公钥作为输入，如果返回结果为真，证明签名属实，如果返回结果为假，证明签名消息为假。数字签名的算法保证了在区块链的结构当中没有办法冒名顶替，每个人的公钥是大家都可以看到的，但是没有办法知道他的私钥是什么。一个公钥发出来的消息是在网络上任何一个节点都可以通过数字签名的算法来判断是不是与它对应的私钥发出的。椭圆曲线的数字签名算法 ECDSA 是比特币基础区块链的签名算法，包括公钥和私钥位数的定义。

公匙即身份。在区块链当中看到的是一个个公钥的地址，一个公钥的地址可以唯一确定性的对应一个私钥的地址，但是不会知道这个公钥在真实世界中属于谁。一个消息的签名可以被它的公钥的 public key 进行确认，可以知道是拥有这个 public key 的人在发布这条消息，所以可以制定无穷多新的身份。在实际运用中，公钥可以是 256 位的字符，所以可以对它做一个哈希运算，然后用它的哈希值作为它的身份。由于公钥作为身份是一种去中心化的身份管理，是每一个人可以为自己进行注册，不需要到中心机构去得到 user name 和 password，这种在实际的应用当中，尤其是在金融机构比如说在保险的应用当中，就会出现较大的问题，比如在 KYC(know your customer)或者 AML(anti-money laundering)反洗钱等应用当中都存在一些问题，所以在设计金融领域的区块链应用当中身份认证和身份注册会是一个很重要的功能模块。

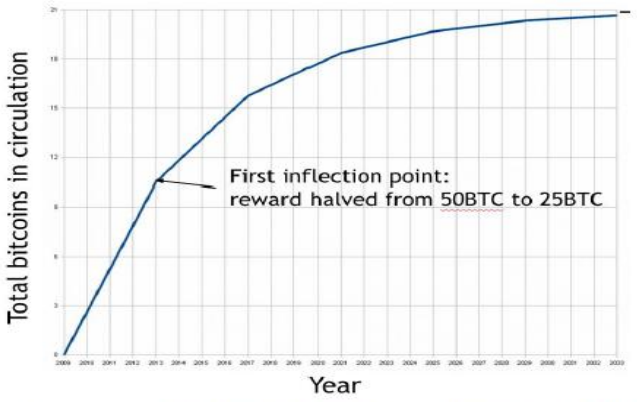
因为每一个节点都可以创造自己的区块，再加到主链的最近的一个区块当中去，所以这里就需要达成一个共识，究竟是谁的区块可以

被加到主链上面去。

分布式共识有两个属性：首先输入值中的终止须经所有的诚实节点来确定；其次这个输入值必须由诚实节点来生成。在比特币网络里，每个区块都需要进行共识处理。在任何时点，所有点对点的网络节点都包含一系列区块的总账本，每个区块中都包含已经被所有节点达成共识的交易清单。每个节点都有一个略有差异、尚待确认的交易池，所以每一个节点如果想分成一个新的区块，都是处在一种竞争的状态。

比特币共识算法是指新的交易被广播到所有的节点上，每个节点都将新的交易放进一个区块。在每个回合，一个随机的节点可以广播它的区块，其它节点可以选择接受这个区块，前提是如果区块里的交易都是正当的（有真的签名）。节点们可以把以上区块的哈希值放进自己的区块里，来表示它们对这个新区块的认可。而一个随机的节点在工作量证明时需要解哈希谜题。

区块链的奖励有两种方式，一个是区块奖励，另一个是交易费。创建区块的节点可以在这个区块中加入一笔特别的交易，比如最早的初始区块，每产生一个区块可以得到 50 个比特币，每隔四年之后奖励的比特币就会减半，50 个减到 25 个比特币，再变到 6.25 个比特币等。根据这个算法，大概到 2049 年的时候，2100 万个比特币都会被挖出来，到目前为止被挖出来大概 1600 万到 1700 万个比特币，大概还有 3 百万到 4 百万个比特币到 2049 年会被挖出来，越到后面被挖出来的难度越大。另一个是交易费，任何交易的制造者都可以选择让交易输出值比输入值小，第一个创建区块把交易放进区块链的人可以取得这个差额，作为交易费。



The block reward is cut in half every four years limiting the total supply of bitcoins to 21 million.

图 3：比特币数量趋势

把随机选取节点改为根据节点占有某种资源的比例来选取节点，希望这种资源是没有人可以垄断的，就是工作量证明，如果这个资源是计算能力，就称之为工作量证明系统。比特币用哈希函数解谜来证明工作量。哈希谜题有三个重要的特性：要有一定的难度；可参数化成本；易于证实。哈希函数通过时间的推移，计算量越来越大，现在全世界大概求解哈希谜题也就是所谓挖坑的过程，大概有 70%-80%的算力都是在国内。到目前为止每一年比特币挖矿所要消耗的电费大概是 10 亿到 20 亿美元，其中 70%是国内消耗的电力，而每年消耗的电力也会对芯片的计算有所要求。

区块链被当成第五级地平线。从 70 年代到 80 年代的互联网早期应用、电子邮件等，到 90 年代浏览器的出现，再从 1999 年到 2015 年云计算的出现，到 2006 年到 2016 年智能手机和物联网的出现，2008 年比特币的白皮书和 2009 年比特币的产生一直到现在叫做第五级地平线。这是价值互联网，之前都是信息互联网。当区块链出现后，就有了去中心化或者是分布式可以进行价值传输的机制，所以它可以构成成本低廉可靠的高速的价值传输通道，这是区块链在更加广义范围下所带来的意义。

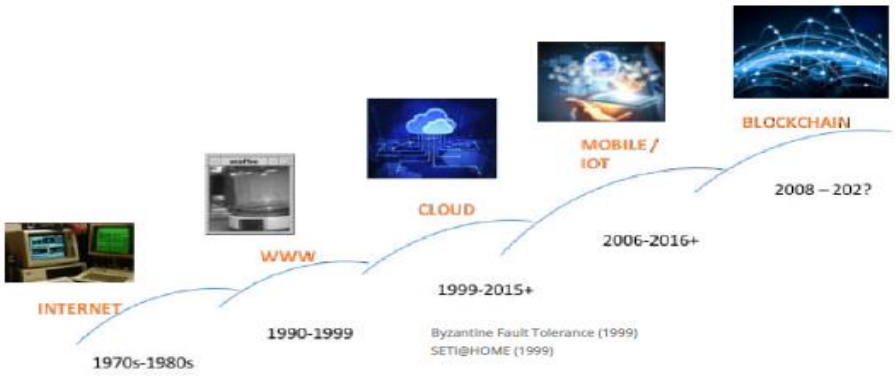


图 4：MIT 报告：五级地平线

区块链的应用有三个阶段。区块链 1.0 主要是 2009 年比特币的出现带来的意义；区块链 2.0 是指 2014 年以太网出现后，以太网是世界型或者互联网式的计算机，区块链变成一个可编程的、可以进行价值传输的一个基础平台，把区块链带入到金融领域各类业务及其他经济活动；区块链 3.0 使得区块链的应用进入到社会其他应用领域。

从区块链发展可能应用曲线来看，我们现在处在数字资产和去中心化数字交易所阶段。最近 ico 的监管，可以认为是向去中心化数字交易所发展必须经历的过程，数字资产和去中心化数字交易所的应用会在一个更加健康的监管环境中继续发展。

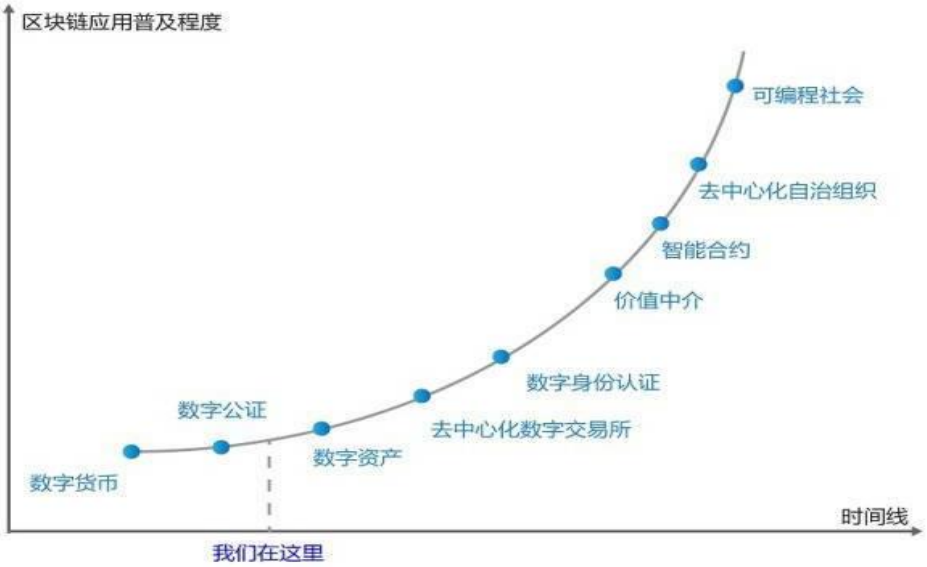
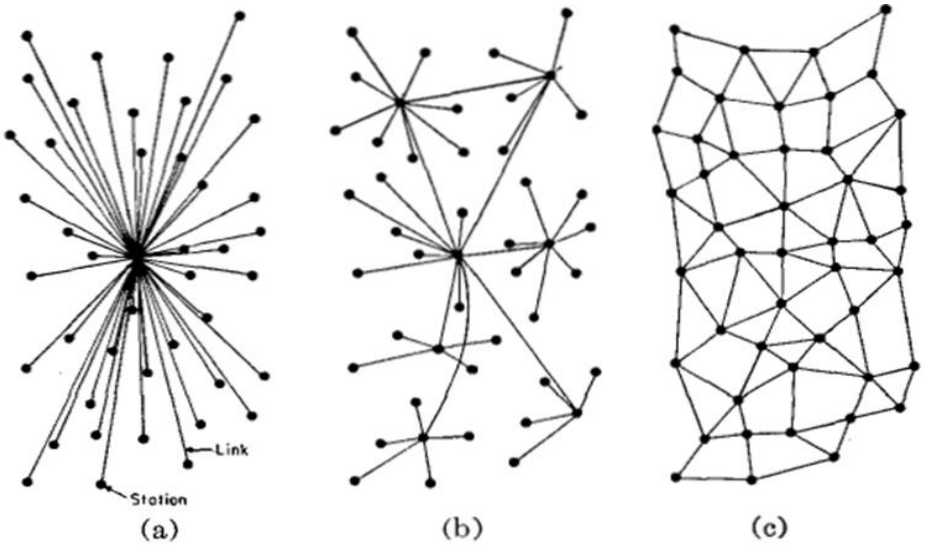


图 5：区块链发展

到目前为止区块链技术存在四点问题。其一，技术可拓展性存在局限，这是由于技术比较年轻且未经实践考验。其二，商业模式不稳定，到目前为止从区块链 1.0 到 2.0，包括现在区块链 2.0 的基础上各种商业模式的摸索，大部分的精力和开发还是在底层的基础设施方面，对于更高层次的应用，资源和时间还没有到这个阶段，我们还在进行区块链在保险方面更高层次的应用模块探索。其三，在区块链隐私性方面，还需要进一步思考如何平衡用户商业价值与隐私性；区块链有一个特点是一方面每一个公钥上所产生的交易历史是透明的，任何人都可以看到，但是不知道公钥实际上对应的身份是什么，所以这里一方面讲的是商业价值，一方面有隐私性。尤其是在保险的应用中有大量的敏感数据，会有一些办法把这些数据存储在侧链的结构当中，在主链上传递的仅仅是这些敏感数据经过哈希函数加密过程之后产生的字符串。其四，监管合规尚在探索阶段，关于区块链技术的 ico 方面的监管还在发展当中。

二、保交链简介

传统大部分的 IT 结构，包括保险、银行、证券等的金融机构都是中心化的应用。decentralised 可以翻译成去中心或者多中心，很多时候多中心更合适。在这个网络中有很多个中心，不是由某一个中心来成为压倒性的中心，而是多中心化的网络结构。如果真的是分布式 decentralised 的网络结构，实际上就没有中心化，每一个节点的地位基本上是平等的，它们之间互相平等的连接起来。图中是三钟网络结构的感性认识。



(a) Centralized. (b) Decentralized. (c) Distributed networks.

图 6：三种网络结构

从区块链的链结构来看，比特币、以太坊、比特股都是公有链。HyperLedger 项目、中国的 R3 CEV 项目、保险联盟链 B3I 都是联盟链，处于半开源的状态，存在对等的一系列的节点，要是想加入这些节点，必须属于某一种联盟或者某一种协会。

公有链属于完全开放的全球价值网络，在全球的任何电脑设备都可以接入。而联盟链是半开放的区域型价值网络，包括侧链，还可以包括传统的数据，因为它允许在联盟链有中心节点，在这之上构建各种应用。公有链上尤其是以太网的公有链，可以构成智能合约，在智能合约的基础上可以构成多中心化应用。

区块链生态示意图：

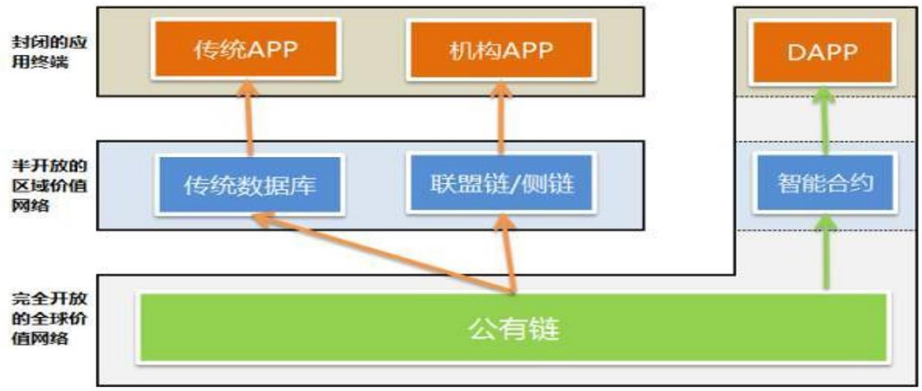


图 7：区块链生态示意图

私有链往往是对金融的应用，需要满足 PYC 对客户的认证或者反洗钱 AML。对认许制（私有）区块链来说，由于验证交易的功能被规定给网络中某些节点，这样的账本的安全可靠性并不是通过完全去中心化来实现的，而是在一定程度上依赖于第三方机构。

侧链的功能就是确认来自于其它区块链的数据，从而让不同数字资产之间实现兑换。侧链允许数字资产在不同区块链上转移，还可以作为增强隐私保护的方法。敏感的数据可以存放在侧链上，然后敏感数据本身在加密过后，它的哈希函数值可以储存在主链上面，所以这是一个增强隐私保护的方法。

以太坊在 2013 年年底发布白皮书，2014 年实现。以太坊还处在一个不断演进的过程，最早在 2017 年到达 homestead 回家的阶段上，2019 年到 Serenity 的阶段，是一个不断发展的阶段。

现在以太坊的应用主要集中在 4 个领域：智能合约服务工具和分析；博彩；信息核对和外部信息源服务；登记和治理。国内和国际上绝大部分的 ico 都是围绕这 4 个领域，因为这 4 个领域是在以太坊的白皮书发布之后就已经提出来的应用。

“保交链”，即上海保交所区块链底层技术平台，其使命是将区块链技术推广到保险行业，推动保险商业应用落地。2017 年 9 月 1

日，上海保交所发表了技术白皮书，提出了保交链的技术概念，将区块链技术推广到保险行业，主要是国内的保险行业，并提供一整套的方案。保交链底层框架技术体现七个维度特性的核心思想，运用四大服务体系和三层支持体系。保交链是针对于保险行业的联盟链，所有参与方需要通过准入证书加入区块链网络，信息统一注册登记管理，满足监管部门的 KYC 和 AML 等监管要求。

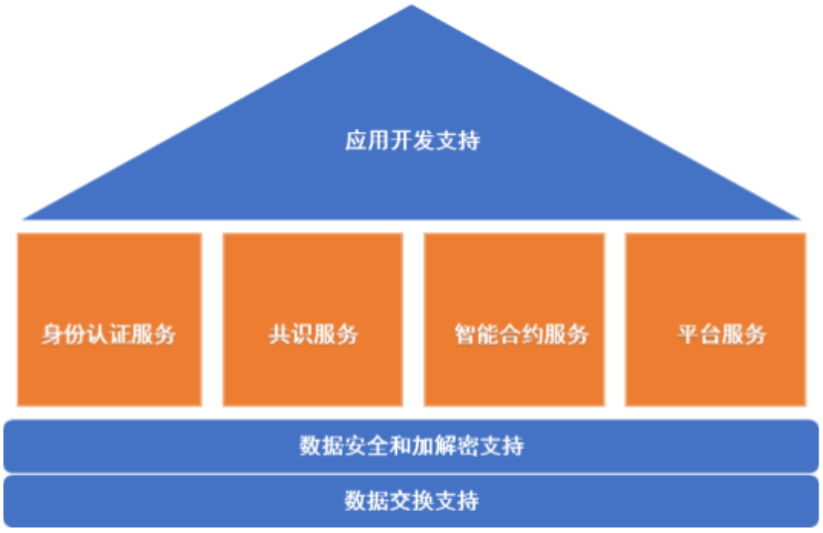


图 8：保交链的服务体系和支持体系

保交链有身份认证、共识、智能合约以及平台共四大服务体系。身份认证服务，包括身份证书的认证审核颁发。第二个是共识服务体系，它可以通过核准验证、统一排序、区块生成、广播通讯、同步核验及分布式账本存储的流程化控制。比特币的共识服务是分布式共识，为了实现这种分布式共识，需要消耗大量的资源去求解哈希谜题，而且运算会随着时间推移难度越来越大，也就是说为了比特币的挖坑的需要，所消耗的电能也会越来越高，要求芯片的运算能力也会越来越高。规定需要采用这种共识，但是一定要定义自己的共识服务体系，怎么样在安全性和共识有效性方面、对能源的消耗方面达成一个比较好的方案。第三个是智能合约服务，通过合约管理实现合约代码的快

捷注册及安装；通过栈式脚本实现合约智能化。以太坊有一个虚拟机，是图灵完整的，任何编程的逻辑可以在上面实现，所以智能合约本身也是需要图灵完整的编程能力。第四个是平台服务体系，平台内节点动态调配的服务功能，实现动态组网。

数据安全和加密、应用支持以及数据交换构成保交链的三大支持体系。首先来看数据安全和加密支持体系，比特币的区块链用的 SHA256 是公开加密算法，保交链用的是国产 GOLANG，这是上海交大密码学研究的通过认证的加密算法，为信道安全、数据安全、证书安全提供全面支持。保交链使用了国际商用密码算法和中国商用密码算法。第二个是应用支持体系，包含管理审核、业务开发、运维监控三大 SDK 以及一系列的辅助工具。在保交链上构建保险的应用需要用到这三种 SDK 来构建保险功能模块。第三个是数据交换支持体系，支撑底层模块间数据交换，ProtoBuf 设计规范了各个底层功能模块的统一接口，实现了模块间快速对接、调用；有身份认证、账本、交易、智能合约、链路五大接口。

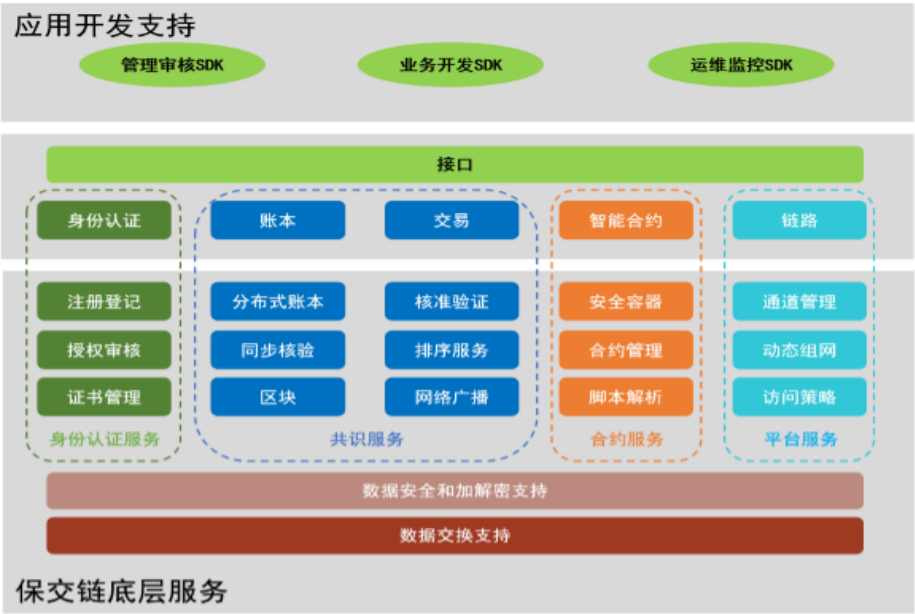


图 9：保交链底层的框架结构

保交链本身是联盟链，它可能会有很多个不同的内部的链互相连

接过程，是动态组网的过程。

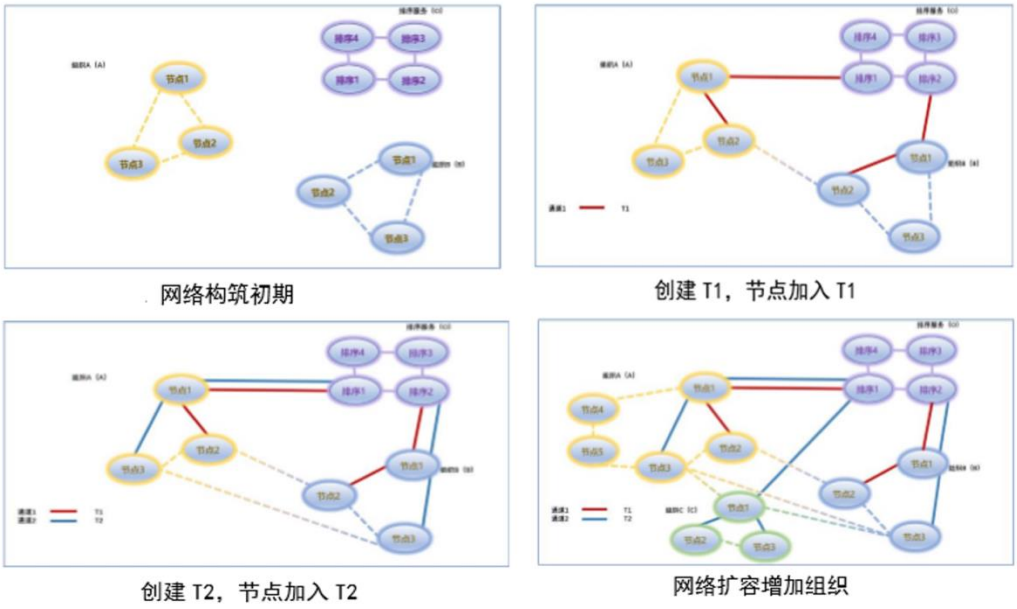


图 10：保交链的动态组网

三、保链功能模块

传统保险业从英国或荷兰起源，到目前为止有 200 年的历史。它的基本模式是以保险公司为中心，然后把流动性风险、信用风险、市场风险、战略风险、保险风险、声誉风险和操作风险等在保险公司汇集并进行控制。这七种风险是保监会定义的保险风险全面管理中的七个风险维度。

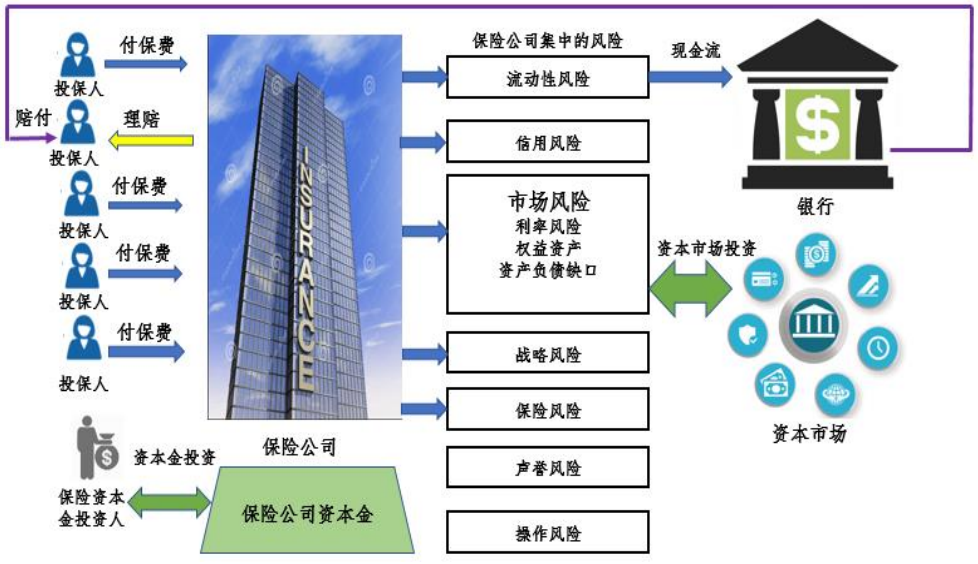


图 11：保险公司作为风险汇集中心

传统保险业务流程，包括产品研究和开发、保险销售、承保、核保、理赔、会计和审计以及保险公司资本金和投资组合等。在整个流程中，虽然现在保险公司已经运用了大量的互联网保险销售渠道，比如运用很多自动理赔的系统等，但是基本上传统的保险流程还是上述流程，而且在中间过程中很多个环节还是需要人为介入。

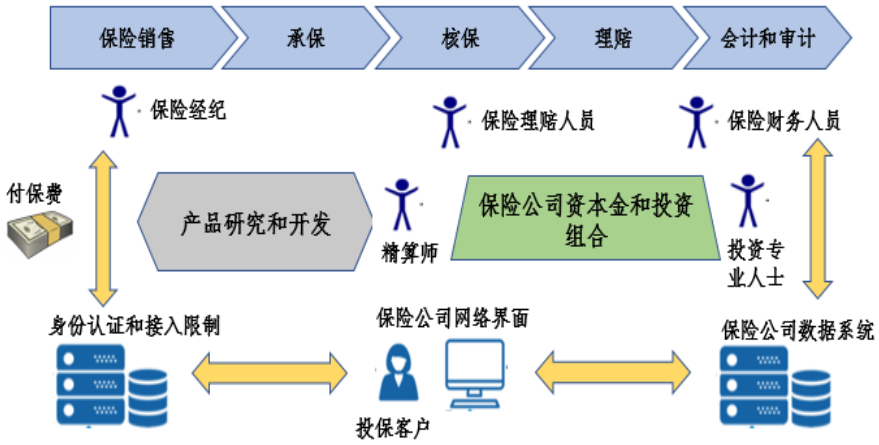


图 12：传统保险业务流程

从最底层基础设施层到分布式技术层和保交链基本的模块设计非常类似，因为设计保链平台是底层基础设施的中性平台。我们关注的是更上层的结构化数据和非结构化数据存储和传输的过程，这里面就包括保单、保费、会计、风险评估、理赔、审计、投保人信息、保险产品信息等，功能方面包括检测与预警，安全身份认证管理等。在业务合作服务层，在构建保险功能模块当中有信用控制、保单产生、保费流程、销售与核保、理赔确认、理赔处理、管理信息和业务信息等，所以保链平台和保交所的保交链之间可以进行几乎无缝对接，当然还需要做大量工作来实现这种无缝对接。

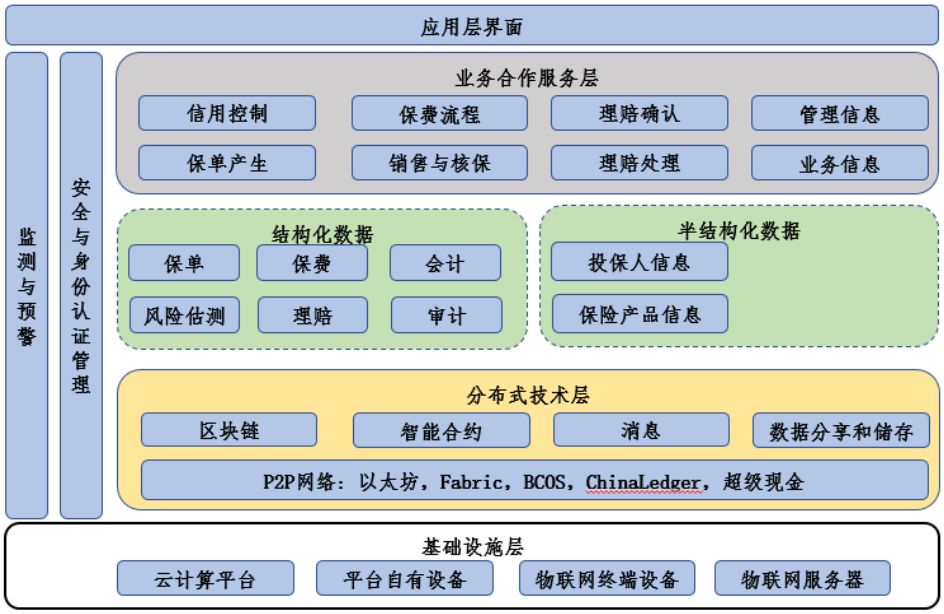


图 13：保链功能模块设计

区块链比较简单的应用是保链钱包，可以把一般性功能钱包进行功能改造使之适用于保险应用，比如说保链钱包的示意图当中有用户管理、风险评估、理赔管理、保险产品搜索和互助保险池管理等，中间会记录钱包里各种功能的交易过程。

图 14：保链钱包界面示意图

目前区块链技术发展与其它新技术(人工智能，大数据，物联网)的联合运用有三个在传统保险 IT 架构下很难实现的应用领域：一是

把保险的核保和理赔的流程和逻辑写入智能合约代码而自动执行，构成智能保险合约 P2P 互助社群。二是互助社群池的构成有自愿和自组合性，互助相关参数和规则有很强的定制性，资金流动需要透明公开，而核验与互助金募集的结果由互助保险社群成员投票决定，自动执行；这一部分功能在区块链的应用中比较容易实现，在传统 IT 的结构中实现起来比较困难。三是投保人身份认证和敏感信息的核验与授权共享。

保链平台能解决保险业务中身份认证、保费太高、不赔付情况多、理赔时间长等痛点问题。

在保链平台身份认证模块中，区块链可以应用于敏感信息的核验和授权共享。有两种基于区块链的创新解决方案。第一种是基于同态加密（Homomorphic Encryption）算法打消对信息复制和泄漏的顾虑，敏感信息拥有方不需要直接传原始数据给信息需求方，敏感信息储存在侧链上面，只需将侧链上的敏感信息做一个哈希函数，然后把哈希函数生成的密文放在链上，获得授权的信息需求方对密文进行信息处理得到的结果，不需要直接得到原始数据。第二种是用区块链记录信息验真的历史结果，区块链中的记录包括原始数据的 hash 值、信息授权记录以及每一次信息使用和验核的结果。同一块信息经由多方独立核验并录入到区块链上后，可以省却信息需求方再次核验的必要和成本。在保链平台有一个身份认证的模块，可以把投保人的信用记录、医疗记录、理赔记录、产品适应性等储存在一个模块当中，投保人本身的账户管理、密钥管理、权限和风控审计等是同一个功能性的模块。从保交链的用户注册和管理再上升到保链平台上的用户的注册和管理，客户的同一个身份认证可以用在各个保险产品和保险应用当中。

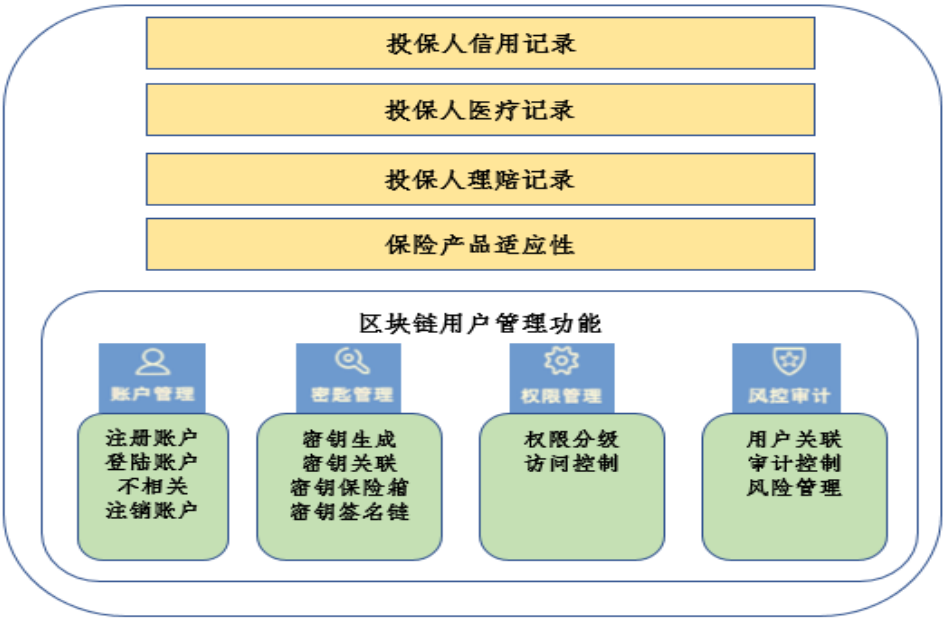


图 15：保链平台身份认证模块

保链平台自动赔付模块示意图如下，上半部分讲的是在传统保险中，理赔事件、通知、赔付额确认、理赔支付到再次理赔等不同步骤中间往往要牵扯到保险公司理赔人员等，所以往往时间会比较长，过程比较繁琐。图的下半部分讲的是如果通过智能合约，让理赔的商业逻辑、理赔事件和理赔数额能够自动化确认，就完全可以实现自动赔付。

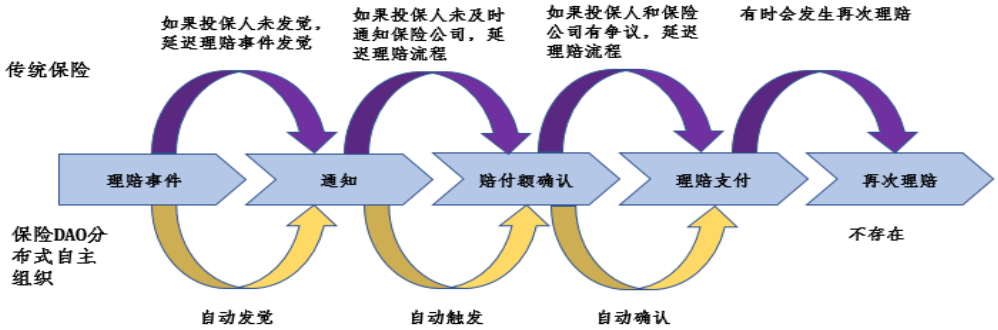


图 16：保链平台自动赔付模块示意图

保链平台系统架构和用户界面是通过区块链在基础数据的存储和传输结构之上构建的。用户界面使用 dApp 去中心应用的浏览器为终端，EVM 作为用户界面的平台，再通过 HTML/CSS/JavaScript/Web3js 这些功能从区块链中提取数据。在保链

平台设计中会使用人工智能和大数据的一些算法，主要指的是把经过矫正的一些预测模型下放到基层的数据中经过计算，把这些数据再经过加密储存到区块链上的过程。

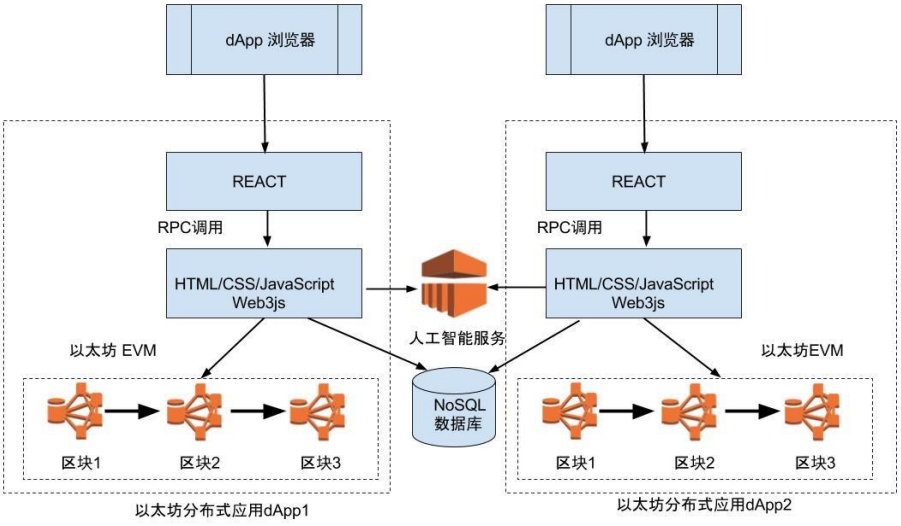


图 17：保链的系统设计图

保链的平台提供数据提取和 API 功能。投保人身份认证、保险销售与核保、理赔与会计、基本金增值与分配等都可以提供如下的数据提取和 API 功能的调用。

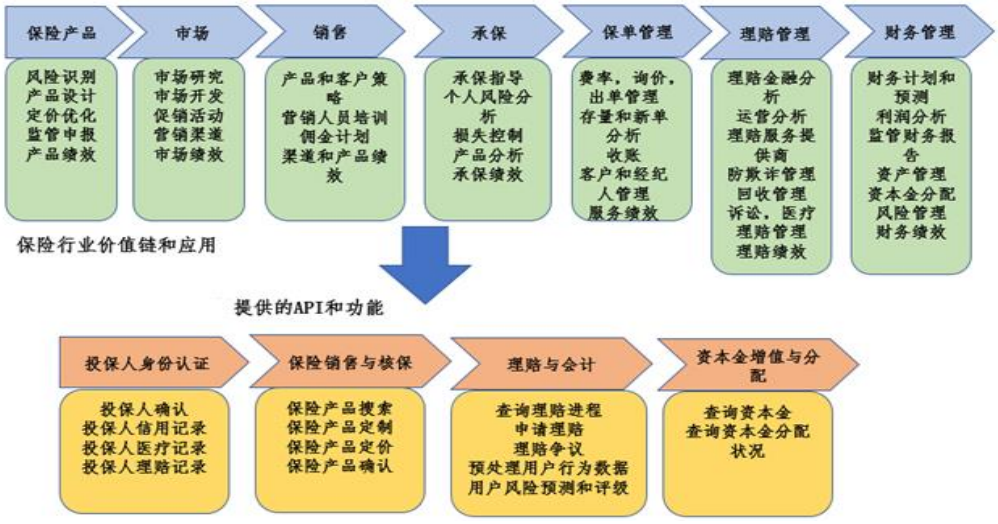


图 18：保链平台数据和 API 服务

四、保链应用案例

在保链平台上有三种区块链保险的应用，分别是：互助型保险，

游戏设备财产保险以及物联网保险。

互助保险的业务模式主要有三类，其一是德国的 Friendsurance 业务模型。投保人在线组成互惠小组，一般 7 到 11 个相互认识的人，主要是朋友和家人。如果在一年之内没有任何理赔，可以得到一个比较高比例的退款，40%。如果有了理赔，保险的退还比例会减小，或者为零。基金池的一部分（比如 60%）用来买第三方保险，相当于买一个再保险，确保理赔金额。下图是 Friendsurance 业务模式示意图。

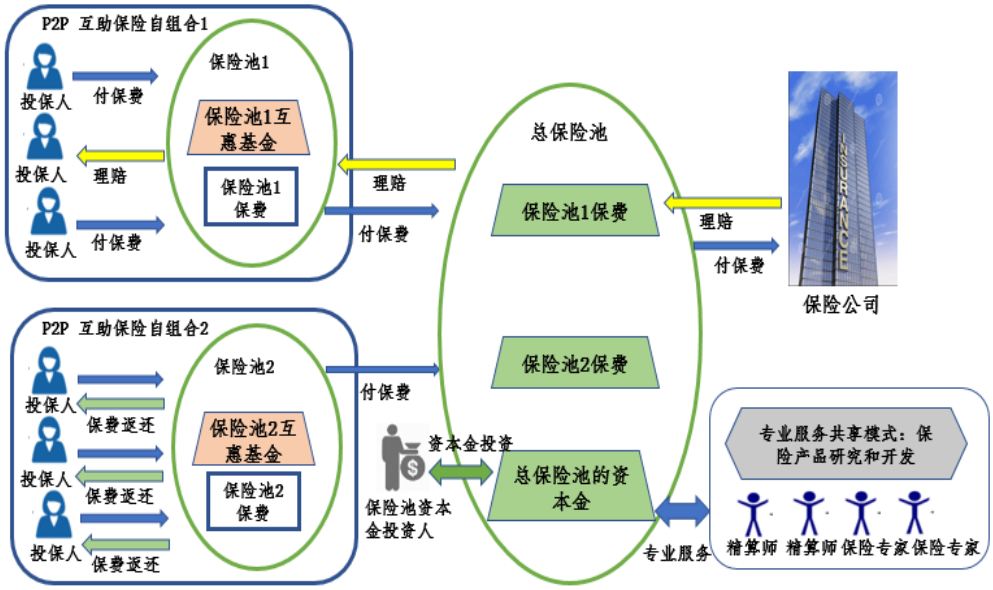


图 19：Friendsurance 业务模式示意图

业务模式二：美国的 Lemonade 业务模型。投保人的保费大部分进入平台的专项资金池，没有一个 7 到 11 人的互助小组，所有人的保费进入到大的保险池，一小部分（比如 20%）来购买再保险，80%由保险池的资金进行理赔。如果保费有剩余，分配给投保人或者捐给慈善机构。

业务模式三：同聚保互助保险、中国 P2P 保险。在这个模型中，大家付出的不是保费，而是参与能够得到互助的资格。在每一次互助群中出现了互助的事件，比如大病险有人需要赔付 20 万或者 30 万，资金池是 20 万到 30 万的人每一个人的互助金当中会减少一块钱，然

后汇聚成一个互助金来进行互助保险。

国内互助保险模式逐渐被市场认可，互助平台差异化发展存在较大机会。2016 年有 3500 万人加入到互助保险尤其是大病互助的模式，2017 年有五千万。现在国内 p2p 互助平台发展情况领先的平台，包括众托帮轻松互助平台有 800 多万人，水滴互助有 383 万人。

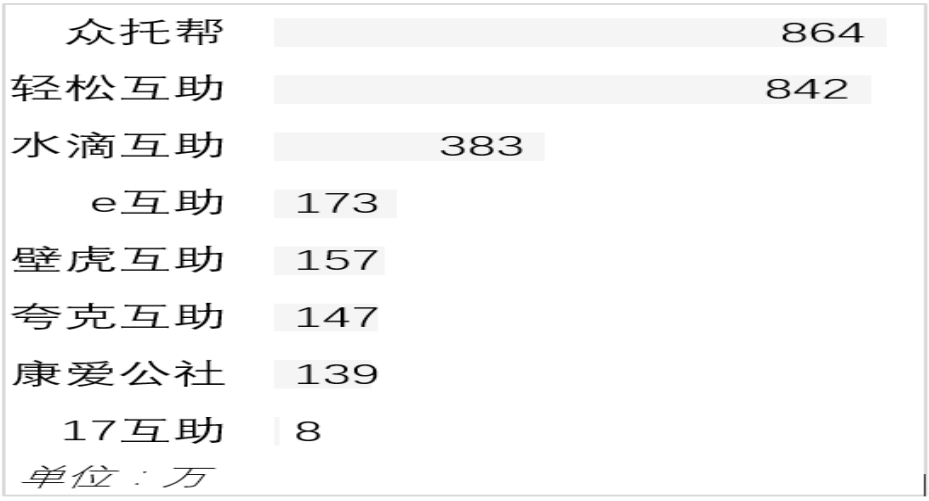


图 20：平台用户数

互助保险中有代表性的是妈妈群体互助产品，其拥有低门槛、风险控制、正向导向的产品设计理念。妈妈互助产品包括妈妈互助、大病互助、意外互助、望子成龙的孩子互助等。

产品创意点	加入条件	预存金额	互助范围（举例）	互助金额
女性大病互助	加入时无受保障病种的病史	10元以内	女性特有重大疾病，如乳腺癌、子宫癌等/常见重大疾病	10万至30万分级
女性意外互助	加入时无意外潜伏	10元以内	意外怀孕/生育意外/人身意外/出行意外	2万至30万，根据意外事件类型分等级
望子成龙互助	12岁前加入	10元以内	考取世界名校/国内名校/国内重点	2万至20万，根据难度和成就分等级
辣妈瘦身互助	待定	待定	待定	2千至2万，根据难度和对身体的好处分级
单亲妈妈互助	已婚		丧偶、离婚	5万至20万分级

图 21：妈妈互助产品规划

应用案例一：妈妈互助在保链平台上的应用

妈妈互助的会员在妈妈互助平台注册的同时，在保链平台上开户，保链平台的通过功能模块来支持妈妈互助的全流程。保链分布式应用功能模块有专业服务共享模式、投保人身份认证和接入限制、销售与核保自动化、理赔、会计、审计自动化，可以来支持妈妈互助的全流程。在理赔的过程当中理赔事件发生和理赔金额的确定往往需要外部来读入数据，区块链本身从外部读入数据需要经过 Oracle 预言机的机制，包括 Hard Oracle 硬语言机制通过硬件设备传递信息和 Soft Oracle 通过互联网上搜集到的信息通过应用 Oraclize 传递信息。Oraclize 是以太网上的一个应用，可以把数据读入到区块链当中从而触发智能合约、智能赔付的机制。

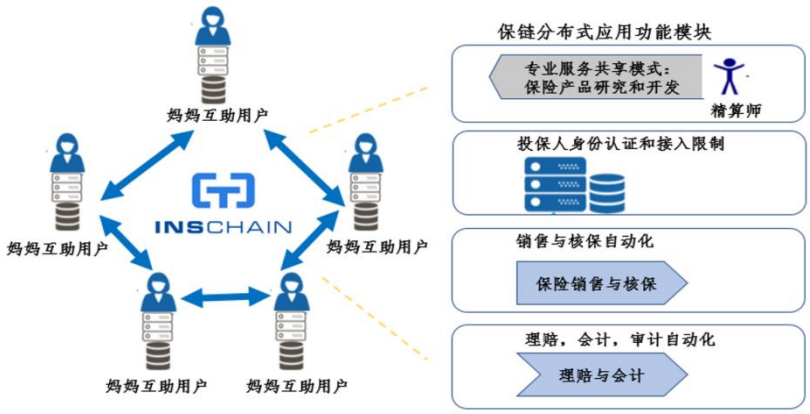


图 22：妈妈互助在保链平台上的应用

应用案例二：游戏设备财产保险

游戏设备财产保险有身份认证、保费太高、保险期间短、不赔付情况多以及理赔时间长等诸多痛点。游戏设备财产险完全是一种虚拟的，不是在真实世界中存在的物体。在虚拟物体当中，我们通过数据的读入可以自动实现理赔的全过程。这里我们需要第三方保险公司来作为承保，保链作为基层的功能模块平台来支持第三方保险公司为游戏设备保险投保户提供一系列服务。

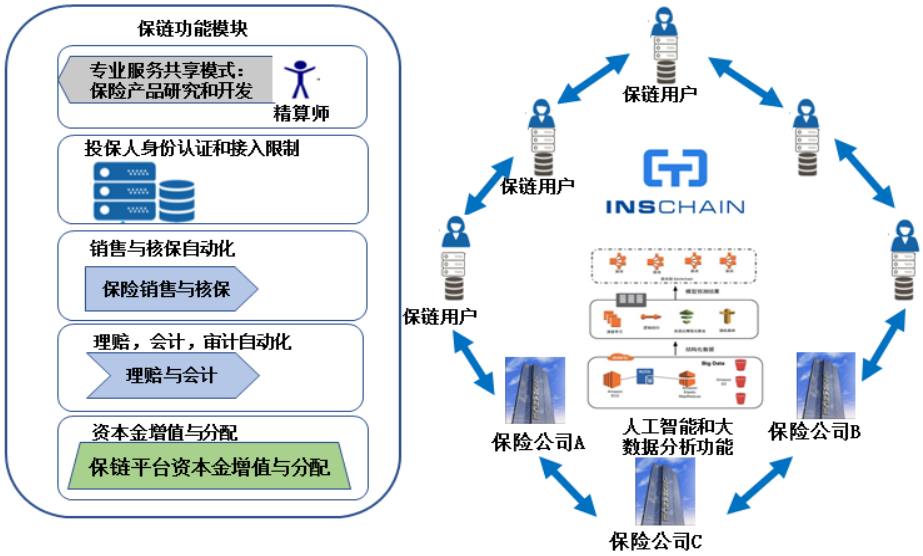


图 23：游戏设备财产险的保链的功能示意图

物联网保险具有两种功能，一种是运用物联网保险的智能家居、智能卡、无人机、智能农业、车联网、智能城市等，通过物联网来给现有的保险产品提供预言机，用信息的输入来触发智能保单或者智能合约的赔付机制。第二种是对于物联网本身的保险，有报告说到 2020 年，真正联网的物联网大概能达到 700 亿个，到 2030 年全球可能有一万亿的物联网的节点、网络传输以及服务器等。对于物联网本身的保险，从 2016 年的大概 150 亿美元，每一年会增长 60%，到 2020 年时会涨到 300 亿美元或 400 亿美元。

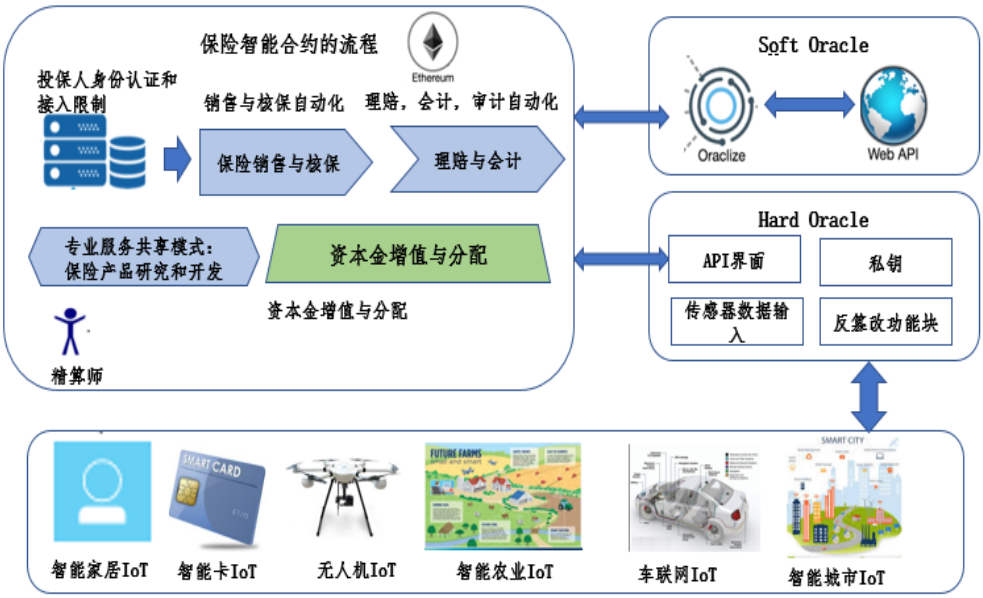


图 24：保链的物联网保险示意图

应用案例三：美国智能手机保险

iPhone 的年保费非常高，而且有各种保险的限制和事故的损失等。iPhone 的保险在美国主要有三种：苹果出厂时附带的保险、运营商提供的保险和第三方保险公司提供的保险。这里面有很大的空间，因为智能手机的保险还是由传统保险公司提供，还是传统保险公司的流程。这也造成了它的费用过高、整个理赔的时间或者维修的时间过长。

保险覆盖	AppleCare 苹果厂商附带保险	verizon / at&t / Sprint / T-Mobile 运营商保险计划	第三方保险公司计划
丢失和失窃	没有 ✗	有 ✓	有 ✓
当天保险覆盖	有 ✓	没有 ✗	有 ✓
当天维修	有 ✓	没有 ✗	有 ✓
覆盖二手设备	没有 ✗	没有 ✗	有 ✓
覆盖新维修设备	没有 ✗	没有 ✗	有 ✓
水浸或液体损失	没有 ✗	有 ✓	有 ✓

	iPhone 7	iPhone 7 Plus	iPhone 6s	iPhone 6 Plus	iPhone SE	iPhone 5s	iPhone 5c
年保费	$74.99	$79.99	$69.00	$74.99	$54.99	$49.99	$44.99
理赔上限	$1000/理赔申请	$1100/理赔申请	$1000/理赔申请	$1000/理赔申请	$750/理赔申请	$1000/理赔申请	$1000/理赔申请
事故损失	$79/事故，一年最多4次	$79/事故，一年最多4次	$69/事故，一年最多3次	$69/事故，一年最多3次	$59/事故，一年最多3次	$69/事故，一年最多3次	$69/事故，一年最多3次
丢失，失窃，无法修复的损失	$189/理赔，一年最多2次	$189/理赔，一年最多2次	$189/理赔，一年最多2次	$189/理赔，一年最多2次	$179/理赔，一年最多2次	$189/理赔，一年最多2次	$189/理赔，一年最多2次
水浸损失	$59/理赔，一年最多2次	$59/理赔，一年最多2次	$69/理赔，一年最多2次	$69/理赔，一年最多2次	$69/理赔，一年最多2次	$69/理赔，一年最多2次	$69/理赔，一年最多2次

图 25：美国智能手机保险

五、问答环节

Q1：从国外经验来看，区块链技术在保险领域的应用对财险、寿险这些传统业务会有较大冲击或者颠覆性改变吗？

A1：区块链的应用肯定会对财险和寿险有很大影响，但是最早的应用，无论是国际还是国内，都是选择比较容易自动实现理赔的险种，所以刚开始的应用都会在比较新的险种。这是因为保险有一定的特殊性，它在整个流程中都会遇到一个瓶颈，理赔的过程中很难实现完全自动理赔，这中间有反欺诈、确认、核保等过程，所以一开始在应用时均会选择一些比较容易实现自动理赔的新险种。其它传统寿险、

财险包括车险等，区块链在一部分流程中会有一定的作用，比如身份认证、敏感信息的确认等这些方面，但很难形成一个全流程的过程。

Q2：国外区块链在证券领域的应用发展情况如何，对国内有什么借鉴？

A2：区块链在证券中的运用得更广泛，首先是清算和交割，Nasdaq 和澳大利亚交易所运用区块链技术开发了用于清算和交割的系统，此外，还有大量的 otc 衍生品可以通过智能合约来实现。可以说在证券界，区块链的应用范围更广泛一些，因为有很多自动执行或者触发的合约往往是通过金融数据或者某一些客观可以读出的数据，区块链在证券界以及在银行业的应用更加广泛。但是从创新的角度来讲，规模较小的创业公司很难切入到证券公司对于区块链的应用当中，所以区块链一方面是机构的应用，一方面是创业公司怎么样切入。

Q3：中国央行对 ICO 加强监管，会对比特币等数字货币未来的发展产生怎样的影响？

A3：当前监管的力度超出了市场的预期，但长期来看肯定是利于行业发展的，因为当前的 ICO 项目有 90%左右是注定要失败的，因此加强监管可以避免资源的过度浪费，并且能够让投资者更加慎重。对于区块链技术，世界经济论坛上面提到，至 2027 年全世界 GDP 的 10%会用数字资产来代替。这实际上代表了一个观点，在现实社会当中的任何一个有价值的标的最后都会在区块链的结构中有对应的标的，这是现实当中标的数字化过程。与资产数字化对应的金融服务比如说银行、证券、保险也是必然会产生相应的区块链结构，这也是为什么我现在致力于做区块链保险的原因。所以在广义的概念之中比特币的价值应该说是被大家所认可，在过去七、八年当中不管出现了怎么样的监管情况，比特币的价值总是在上升。虽然比特币本身应用的价值不高，因为基本上不太可能在比特币的区块链的公有链上创造出

多么有价值的应用来，但是它是一个价值的储蓄，所谓的数字黄金，其它的数字资产以它为锚。至于其它的数字资产的价值完全是取决于它的应用，比如说以太币完全取决于以太网的应用，以太网之后还会有第三代、第四代甚至第五代区块链，所以数字资产会不断丰富起来，其中没有价值的应用或者是没有价值的数字资产会逐渐清零，但是有价值的会不断的让它的价值显现出来，这是我的基本的观点。

第 121 辑

(2017.10.27)

中美金融科技竞合

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

唐宁先生，宜信公司创始人、CEO。北京大学数学系转学至美国南方大学，获经济学学士学位。唐宁先生曾任职美国华尔街 DLJ 投资银行从事金融、电信、媒体及高科技类企业的上市、发债和并购业务；2000 年担任亚信科技战略投资和兼并收购总监；2006 年创办宜信公司。

今天演讲的主题是中美金融科技竞合，一共分四个部分：（1）中美两国金融科技市场的差别；（2）中美金融科技市场的相似性；（3）金融科技创新的根本逻辑；（4）消费者信息保护。

一、中美两国金融科技市场的差别

对于中美两国金融科技市场领先程度的比较是个伪命题。因为中美两国从市场方面看，发展阶段是非常不同的。从金融体系、金融市场的发展来讲，美国有很多年的领先性。科技创新和模式创新给金融体系带来的作用，对美国而言类似锦上添花，而对于中国而言则是雪中送炭。这一点也体现在中国的金融科技、互联网金融方面，中国的

增速高于美国。但考虑到中国的金融起点比较低，诸多需求未被满足，增速较快可以理解。

在信用体系、征信环境方面，美国市场具有非常完整的征信体系，公民有相应的信用评分；而在中国，尽管普惠金融、网贷等已有十余年的发展，到目前为止，类似的工作还没有完成。从真正创新的角度来讲，通过一两件事情可以使得全行业得到重大提升，而不是少数几家的企业通过自身努力取得局部胜利。若在未来两三年，建立各种信用数据的互联互通、信息分享机制和征信体系，在中国可以称为新鲜事物，能够使得全行业发展状况有大幅的提升。目前中国从个人的角度来讲，居民杠杆率较低。在近日结束的“十九大”报告也提出，中国家庭的负债率、杠杆率较低，可以适当的提高。然而，最近的各种金融创新导致在多头负债、一人多贷方面的隐忧较为明显。若能尽快建立征信体系，在中国市场上，可能能够规避在其他市场（如韩国、中国台湾）出现过的个人信用相关的危机。因此在未来的两到三年间，这一里程碑式的事件若不能及时完成，在缺乏风险控制工具条件下，就有可能出现上述经济体曾经出现过的与个人信用相关的危机。

两国市场的差别还在于居民对财富管理和资产配置的认知。在美国市场，不论是年龄较大的投资者，或是千禧年一代，对于资产配置、长期投资都有一定、甚至是较好的认知，至少并不陌生。而在中国，资产配置、长期投资、理性投资等理念，总体上仍旧较为陌生，践行也较少，这一点给国内的金融创新、金融科技从业者带来了无比大的机遇，同时也是无比大的挑战。这与在非洲无人穿鞋，对于售卖鞋的商人既是机遇也是挑战类似。智能投顾、机器人理财等常被提及的概念，与其说是技术问题，更是金融问题，或者说，对于目前的市场发展阶段，投资者和金融消费者的相关理念是否到位，若没有到位，则在短期内技术运用很难有较好的成长。这也启发金融科技创新业者能

否通过科技的方式，开展投资者教育的工作。如何运用科技和创新的模式，做好投资者教育，使得理财者明白需要做什么，在具体的理财产品方面，理财者应当具备相应的知识和承担风险的能力。

总结以上两方面，中美两国的市场在金融科技业者的创新土壤和发展阶段是不同的，因此无法进行简单的比较，更合理的做法是基于不同的发展阶段和发展重点，彼此欣赏、相互学习、共同进步。中国的金融科技业者应当学习美国的厚度，美国的从业者则应学习中国的速度。

二、中美金融科技市场的相似性

在支付和网贷细分领域，中美两国金融科技市场发展阶段呈现较大相似性。在细分领域中，美国和中国的支付和网贷这两个细分领域都是相对成熟的，有着十年以上的发展历史，形成了相当的市场规模，具有相应的监管框架，并且在世界范围内，有代表性的、具有标杆示范作用的支付和网贷企业。

除了网贷和支付的其他细分领域，美国和中国市场也具有类似的特征。包括天使投资，创新创业企业的早期投资，如众筹；运用科技方式向过去的财富管理结构不能很好覆盖的中产阶层、大众富裕阶层提供在线财富管理服务，智能投顾，机器人理财；用科技创新、模式创新，让保险行业得到更大的发展，使得保险产品无论是在产品的内在品质、设计方面，还是在产品对接客户需求方面都有很大提升，特别是对满足中小微企业和个人需求起到更大的作用；用科技帮助监管者更好的实施对金融创新的监管，帮助从业者、金融机构、金融科技企业合规的监管科技；区块链技术支持的包括比特币、虚拟货币在内的各种应用。以上领域均期待在未来五年至十年取得长足的发展，并且在今后一段时间，也取得类似于支付和网贷这两个先行领域所取得

的市场规模、地位等较好的发展。因此从这个意义上来讲，席卷全球的如火如荼的金融科技创新，未来的十年比起过去的十年是同样精彩的且值得期待的。

上述诸多细分领域的创新对中国的金融发展的作用更加显著。上述诸多创新对于美国而言是锦上添花，但对中国往往可以说则是雪中送炭。例如众筹和天使投资人服务平台，对于中国而言，对支持早期科技投资、双创有巨大的作用。对于早期企业，中国从前期所谓三个“F”--family、friends and fools，即家人、朋友和傻瓜支持创业者创业，直到有投资机构给予 A 轮机构投资融资，这其中有两三年甚至更长的时间。而在美国，有约几十万的天使投资人，能够很好的在这期间去帮助这些企业成长，不仅仅出于商业回报的诉求，同时也是作为有经验的企业家、企业管理者，去帮扶年轻一代创业者的社会价值的实现。这样的天使投资人群体在中国是非常缺失的。当然，中国也有一些非常出名的所谓天使投资人，但大都以机构的形式存在，而且数量上来讲，也相对比较少。虽然在几年前市场火爆时几乎人人都充当着天使投资人的角色，但目前反而不多了，天使投资对中国的高新企业的发展有巨大的帮助。众筹的模式，在中国也火爆过一段时期，但是可以说算是标准的中国特色的金融创新，“一哄而上，一哄而散”，目前处于低谷期。在初期创新的作用往往被高估，因此大家一哄而上，期待 quick success，但是发觉又不太容易成功时则一哄而散，创新的长期作用则往往被低估。因此对于中国的众筹和天使投资服务方面的机会，我是长线看好的。

智能投顾的主要挑战在于理财者对于资产配置和长期投资等理念的认同。对于中国而言，许多事情都会有“额外维度”（additional dimension）。目前中国也有很多打着智能投顾的旗号，但实质与过去做的事儿并没有什么区别，也没有体现科技帮助理财者进行最优资

产配置的逻辑，这其实就是市场包装，这对于金融创新的良好健康发展有害，且理财者难以区分，或导致理财者产生较差的感受，同样会损害创新。因为曾经出现过局部风险，在国内 P2P 和网贷目前已经成为比较负面的词汇。从社会维度而言，无论是 e 租宝还是泛亚，并不是真正意义上的网贷和 P2P，也不是合理合法的金融创新，而这类产品也不自称为 P2P，而是称为 P2A 等其他词汇。这种现象造成了社会的混淆，使得公众无法把正常正规的金融创新与违法违规的创新相区分，或创新的模式、科技为不法分子所利用。现在智能投顾也存在这方面的问题。

对于中国金融有较大帮助的另一个创新则是保险科技领域，如何让非常复杂的、同质化的保险产品，很好地和小微企业以及个人保险需求有效、智能对接，是非常重要的。实体经济通过保险保障可以得到相应的安全发展，这一作用是巨大的。小微、个人以及农户等对它有极大的需求，但实际的使用却又呈现了极大的反差。在这样的反差之下，科技反而能起到重要的作用。因此在保险科技方面，未来也会有巨大的发展空间。

对于区块链、比特币、ICO 等，中美两国态度存在一定差异。在硅谷对话北京峰会期间，中美两国嘉宾对于比特币的态度具有较大差异。美国的风险投资机构以及合伙人的建议是可以进行尝试，而且建议大家在个人资产配置组合之中，如果还没有数字资产，可以考虑配置 1%的数字资产；一些在金融科技方面重点投资的机构，也投资了一定比例的虚拟货币相关企业。但是中国方面的嘉宾整体上更为审慎，甚至相对负面。区块链技术非常有前景，值得深入探索，而且从宜信实操上，无论是对业务孵化方面，例如运用这一技术开展相关的业务，已经在多项业务上开始推动，早期的尝试使用取得了阶段性的成果；也通过投资的方式，进行相应的学习和布局。我对于区块链技术长期

的作用整体上持看好的态度，但是对比特币和虚拟货币的看法略有不同。比特币是一种货币，或是一种工具，或是起到一定的货币职能的工具。无论如何，它有自身价值的，但主要的问题是在于，它们的使用价值、内在价值，跟市场价格之间是否合理匹配。目前市场价格存在相应的虚高，难以反映作为一种工具的真实的价值。关于 ICO 方面，最近 SEC（美国证监会）对相应的 ICO 的企业、个人，主要是个人，提起了上诉，准备对涉嫌违规的组织和个人进行处理；中国监管机构也对 ICO 采取更严格处置的举措。从实践的角度，主要的问题在于大多数，甚至绝大多数中国的 ICO，偏离了为优秀项目用创新的方式进行融资的初衷，已经变成了类似于击鼓传花，不关注底层资产，只关注市场价格的赌博游戏。所以在投资者教育、消费者保护工作不到位的情况之下，类似这样的趋严的监管举措是非常重要的。

三、金融科技创新的根本逻辑

金融科技创新的根本逻辑是基于未被满足的用户、客户需求。创新业者深刻洞察客户的需求，带着问题看待新的技术和创新的模式是否可以被用于满足这些需求。因此是以客户需求为中心的逻辑，而不是为技术而技术。几个月前宜信、华为等中国企业受邀参加联合国技术创新大会，也达成相似的共识，当前技术不是短缺，而是过多。很多技术是长期存在的，关键在于技术的用途。发掘未被满足的客户的需求，无论是金融机构还是金融消费者、理财者的需求，以合法合规、利国利民的方式，通过模式创新和技术创新进行满足。过去在中国以及美国均出现过为技术而技术，唯技术论的认识，应当转变为以客户需求为中心的创新。

四、消费者信息保护

消费者信息保护，应当以有制度和相应规则的约束。在消费者数

据和信息保护方面，生成的大数据、很多的信息如何进行有效保护？特别是中国，消费者对于分享自己的信息、数据还持较为开放的态度。金融消费者的部分需求不能通过传统方式而得到相应的金融满足，只能用其他较为另类的方式，如大数据得到实现。但是随着大数据的发展，个人隐私、消费者认知越来越深化，数据、信息是属于消费者的，公民个人是信息最终的使用者、拥有者这样的逻辑越来越深入人心，相关的隐私保护的立法工作开始启动并有效落地，目前存在的许多听起来挺好的企业有关大数据、数据的商业模式是否还能长期成立，还需要打一个比较大的问号。一个比较健康、规范、有序的行业，不能仅依赖一两家企业自律、行善，应当有制度和相应的规则约束。对于极为优秀的和自律的企业，制度、规则带来的可能会是一种束缚，但是对于行业整体的发展来讲，是更加长效和有益的。在大数据、信息保护方面来讲，对于中国而言，一方面数据量更多，但一方面保护、认知相关的体系相对落后，监管和生态圈内的各方达成的共识，是非常重要的方向。

金融应该始终是科技驱动的行业。我几年前预言互联网金融这个词在几年后会消失，目前来看，消失的速度比预计更快一些。“金融科技”这个词一段时间之后也会消失，并不是由于金融科技不重要，而正是因为特别重要，才有了金融科技这样的词汇，使得大家重视科技创新、模式创新对金融的推动。但从根本上讲，金融应该始终是科技驱动的行业，未来当金融业者不断善用科技、把科技创新始终成为金融重要的驱动力时，将会得到更好、与时俱进的金融，也就不会有金融科技这个词了。因此期待在中美金融业者的共同努力之下，金融科技这个词尽快消失，并不是金融科技这个词的灭亡，而是更好的金融的到来。

五、问答环节

Q1：趣店在美国上市受到投资者的热捧，您认为投资者对趣店上市的反应是理性的还是对中国金融科技、金融创新的发展空间有过度的期待？

A1：这个问题可以从以下几个维度思考：从金融维度上看，负责任的金融，应该重点考虑借款人的需求是否正当，是否有能力偿还这笔借款，这是根本的识别标志。借款人借款是否为了正当需求，在交易发生的时候和之后借款人是否有相应的偿还能力，以及促成这笔交易、借款的机构是否知晓借款人的能力，这是负责任的金融重点关注的维度。从企业价值自身来讲，则关注企业是否具备了相应的核心能力，特别是金融类的创新，是非常审慎的、如履薄冰的，需要相关机构在核心能力方面有非常强的能力建设和深厚的基础，承担的社会责任与自身能力建设是否匹配。而一家上市公司如何在上市前、上市中和上市后如何进行有效的沟通等，相对是次要的维度。金融家俱乐部是欢迎长跑运动员，而且鼓励大家成为长跑冠军，不欢迎短跑运动员，甚至不认为金融家俱乐部会有短跑冠军，因为金融奥林匹克没有开放短跑项目，也就不存在短跑冠军。

Q2：如何看待捷信的商业模式？

A2：类似这种通过与商家合作，在线下开展业务的消费金融模式，无论是过去在其他发展中市场还是在中国市场来讲，都有其成功的历史。下一阶段，主要需要做的是如何能够利用互联网、移动互联网，进行模式的延展。因为无论是电商的到来，还有消费者自身对于便利性的需求和对于移动互联的熟悉，对于相关企业在线上以及线上线下的结合，是重点考虑的维度。

Q3:未来金融创新、金融科技会更加规范，结合美国的发展经历，未来监管的政策会在哪些方面推进？

A3：首先，作为网贷从业者来讲，对于网贷过去十一年发展，

从 2006 宜信公司发明对个人的模式，后来叫 P2P，最后称为网贷，取得了巨大的成功，是中国金融科技、金融创新方面支柱性的组成部分。但与此同时，也要解决科技和创新模式被滥用的情况。宜信是从事财富管理和普惠金融的金融科技企业，网贷只是其中一个组成部分，在过去十一年的时间里也取得了重大的、不断的战略延展。网贷行业处于整治期，进入了分清良莠的时期，在规避道德风险，建立相应的监管框架，未来十年期待是一个更加规范、更加健康的市场，对于真正想做事、做好事的机构，是非常好的机遇。网贷进入了一个新的，更加关注运营水平、关注风控，更加关注做好业务的阶段，即使是合规平台也可能由于业务不好而落后甚至离场。关注规避道德风险，成为合规平台只是第一步，下一步就是管理信用风险和资金对接的风险，否则也不会有可持续的发展。无论是美国还是中国，主要的成果和进步均体现在个人信用方面。在未来十年或更长时间，网贷行业同仁一起通过技术创新和模式创新，解决更有高难度的客群的信用建立、资金获取问题，即小微企业融资需求。无论美国还是中国，面向小微的网贷是下一阶段金融科技创新的重要前沿。

第 122 辑

(2017.12.6)

2018 年全球经济展望

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李山泉先生，美国奥本海默基金公司高级副总裁、资深基金经理；

陈凯丰先生，美国海银资本首席策略师；

袁骏先生，天风国际公司副总裁。

本次会议讨论的主题是 2018 年全球经济展望，即展望明年全球资产价格走势和金融市场存在的风险和机会，主要内容包括：（1）美国政策对明年美国及全球经济的影响；（2）对明年全球资产价格走势的判断；（3）需要关注的风险和机会。

一、李山泉：关注全球货币政策向财政政策的转向

（一）特朗普减税意味着全球财政政策发力接棒货币宽松

中国国内对美国减税的前因后果及其对全球经济的影响估计不足。自 2008 年全球金融危机至今近 10 年时间的货币政策宽松，利率一路下行至 0，货币宽松政策发挥的作用越来越小，已经没有更多调整的余地。在货币政策基本失效的情况下，财政政策开始发力，特朗

普税改正是货币宽松到头转向财政政策发力的体现。美国在全球经济中的地位非常重要，美国财政政策的调整会引发全球一系列的连锁反应，最终是美国与其他主要贸易国家的博弈问题。现在税改还未落地，要预测未来实施后各国如何博弈十分困难，例如欧洲、日本等国如何反应？是否会相应降低税率？如果美国减税效应明显，其他国家企业在国际竞争中将处于劣势；在这场全球税收竞争中中国也将深受影响，需要持续关注中国后续在财政税收上的政策调整。

（二）减税只是特朗普制造业回流政策的开端

特朗普减税的背后，是让企业回流美国，使美国重新成为制造业大国的政策目标。减税只是特朗普实现制造业回流美国目标的第一步，美国在其他方面也将会采取相应措施。目前已经观察到特朗普在对欧洲、中国的贸易摩擦上不断加码。美国通过挑起贸易事端使企业在美国生产的方法屡试不爽，历史上美国对德国和日本就通过施加货币升值压力和贸易壁垒来迫使企业在美国生产，尤其是汽车制造业。中国也很可能将面临当年德、日相同的状况，因此要提早加强研究，思考美国减税对中国企业的影响及中国的应对措施。

经济预测要建立在全球博弈体系的基础之上。关于 2018 年经济预测，首先要建立在全球博弈的方法论基础之上，否则预测往往会出现错误。例如，在特朗普减税影响的预测上，要先假设其他国家的反应，不同的假设会有截然不同的预测结果，因此要将其纳入全球博弈的体系中来思考。

美元走势短期考虑资本流动，美元长期、大幅走强与特朗普制造业回流目标相悖。当前关于美元的预测，基本都是从资本市场的逻辑出发，美联储加息进而大量资本回流导致美元升值，促进美国经济繁荣。将全球看做一个开放的经济体系，结果可能有所不同。短期内资本流入推动美元升值完全有可能，但长期来看，美元升值幅度过大与

特朗普制造业回流的政策目标相悖。特朗普政策目标是制造业回流，即更多的生产在美国国内进行，美国国内无法完全消费的商品则需要出口，长期美元升值幅度过大，将削弱美国企业出口竞争力，也将降低美国对企业投资的吸引力，无法实现特朗普制造业回流的目标。关于美元走势，短期内通过利率调整美元可能升值，但长期来看，过高的汇率违背特朗普政府的初衷，不利于美国整体经济的发展。未来美元的走势还有待观察，什么时候贬值、使用什么方法实现贬值都是需要关注的问题，美国很可能使用此前对待日元的方法，迫使其他国家货币升值来让美元相对贬值。美元升值会使前期减税等措施都前功尽弃，达不到预期的效果，因此特朗普政府至少要让美元相对稳定，稳中略微贬值。

（三）关注 2018 年全球政治事件对经济预测的影响

第一，2018 年美国中期选举。参议院共和党税改方案仅以一票的微弱优势通过，如果中期选举结果对特朗普政府不利，其政策在国会层面的通过将更加困难。民主党在今年的地方选举中已经夺回一些城市的选票，如果共和党在明年中期选举中失去较多席位，共和党在国会中地位的下降可能会阻碍特朗普政府后续政策的实施，给未来特朗普政府推行政策增加一定的变数。另一方面，共和党内部也不团结，造成 2017 年特朗普的执政理念实施中碰壁的居多。如果减税方案不能通过的话，特朗普在 2017 年基本没有得到成功推行的政策。

第二，朝核问题。国内普遍认为特朗普不会发动战争，实际上对美国的理解存在一定的偏差。美国在朝核问题上打仗的可能性是不断提高而非降低的。一旦开战，对美国、中国乃至全球经济都会产生影响，因为朝核问题牵涉到很大的区域。

第三，欧洲问题，例如英国脱欧的进程可能遇到问题，德国政局稳定问题同样应该重点关注。

第四，中东问题，例如也门的局势、沙特和伊朗的矛盾，石油主产国发生政治争端会对全球油价产生较大的影响，美国承认耶路撒冷为以色列首都，这一决定势必会加剧中东地区的冲突。

二、陈凯丰：关注美联储行事风格的转变和全球经济不平衡的风险

（一）联储由学者管理转向金融人士管理，关注联储行事风格的转变

特朗普对联储理事任命权力空前，关注明年后联储行事风格的完全转变。12 月 5 日,美国参议院银行委员会通过了对鲍威尔任美联储主席的提名，因为鲍威尔目前就是美联储的理事，国会对鲍威尔的情况已经较为了解，下一步正式获得国会通过问题不大。作为新的美联储的主席，鲍威尔的货币政策立场比前任耶伦中立很多，过去几年的投票结果都证明鲍威尔的货币政策立场非常中性；被特朗普提名并宣誓就职的美联储副主席夸尔斯，此前是盐湖城的私募股权投资公司的创始人和总经理，立场更为鹰派；另一位美联储理事、还未被国会通过的 Goodfriend，是卡内基梅隆大学经济学教授，他在今年四月份被特朗普总统提名后，被美国国会邀请去做政策阐述，大家可以在网上找一下他的证词。他全部证词都是围绕通货膨胀，指责目前美联储对通货膨胀的信誉度不足，应该收紧货币政策。因此，明年的美联储与今年将完全不同，从主席到理事大换血，并且新的高官以商业背景为主，与之前学术教授为主的情况有很大区别。美联储未来 10 年将以商业金融人士管理为主，而非过去二十年主要由大学教授来管理，因此做事风格也会完全不同，美联储加息和资产负债表收缩都会超预期，需要予以重点关注。

（二）特朗普税改的目的在于平衡国内经济的不平衡

特朗普税改并非特朗普个人的想法，而是美国国内领导阶层对经济思路和财经政策的反思和修改，美国有减税的需求，而特朗普政府恰好作为政策的推手。特朗普税改不仅是降低税率，更大的作用是平衡国内经济的不平衡。标普 500 中 20 个细分行业税率情况显示，科技和医疗等行业实际税率远低于 35%，谷歌等公司的税率只有 10+%，而美国的制造业、零售业实际税率是 39%。减税的目的一是促进各个行业的公平竞争，使制造业、零售业的实际税率都能降到 20%左右，也促进美国国内社会资源的行业重构；二是实现美国大型企业和中小型企业的重构。美国大型企业通过税务筹划等能够实现把实际税率降低到 20%左右，但中小企业由于律师和会计事务所的成本太高而必须承担更高的税率，一般是 30%-40%。特朗普税改有利于创造美国大型企业和中小企业相对公平的竞争环境，中小企业可以在税改后降低有效税率。

（三）关注全球经济不平衡的风险

目前全球经济发展处在非常不平衡的状态，并且风险可能会在 2018 年暴露出来。第一，全球各国杠杆率处于高位且在不断上升，包括欧美、日本等发达经济体和新兴市场国家都存在这一问题；第二，目前长期低利率甚至零利率情况下，加息导致的风险可能在 2018 年显现出来。例如，英格兰银行从成立至今 300 多年的历史，最近 10 年的利率水平是其创立以来最低的时期。在超高杠杆的前提下，各国的利率很低是可以实现的，而随着通货膨胀的不断上升，美联储和多国央行均在不断加息的进程中，最近韩国央行也开启亚洲加息进程。利率上升会导致高杠杆的行业难以持续，过去由于零利率环境下的投资项目可能面临清零。第三，全球经济的低速增长。墨西哥今年股票市场不断下跌，债券利率不断上升，股市和债市双熊，今年单季度 GDP 增速过去十几年以来第一次出现负增长。新兴市场国家，如印

度、土耳其、巴西等，2017 年都面临非常低的经济增长率。过去在美国经济增长加快、就业率极低的时候，一般情况下新兴市场会获益，经济增长率更高，目前新兴市场国家的经济增长率降低、汇率贬值的现象很不正常，当然墨西哥等新兴市场国家也普遍面临高杠杆的问题。第四，全球严重低估了未来的风险，尤其是通货膨胀风险。全球对通货膨胀极为低估，机构投资者、居民乃至央行都过于乐观，认为通货膨胀不会到来，但实际上 2018 年通胀成为重要风险的可能性非常大。最近纽约联储的研究论文提出新的概念 UIG（ Underlying Inflation Gauge），即全数据的通货膨胀，将实物市场、服务市场、金融市场等的价格水平都考虑进去来计算社会通货膨胀率。计算结果显示 10 月份美国通胀率为 2.96%，已经高于美联储设定的 2%标准，美国真实的负利率情况很严重，2018 年的通胀率可能会继续上升。前几年原油供大于求导致出现过量储备，今年原油库存已经大幅下降，如果明年库存继续大幅下降可能导致能源价格快速上升，进而推升全球通货膨胀率。

印度货币改革失败。2016 年印度进行货币改革，是“去现金化”思潮的一次实践，但今年现金交易反弹非常快，现金交易占比达到 98%，可以说印度货币改革已经失败，2018 年如何改革是一个重要的问题。

中东可能发生新一轮危机。最近美国承认耶路撒冷为以色列首都，有可能导致新的一轮中东危机。以色列矛盾由来已久，美国如果把大使馆搬到耶路撒冷的话，中东国家可能会引发新的暴力冲突，对全球金融市场产生很大冲击。

三、袁骏：美国市场前高后低、新兴市场不乐观

（一）对全球资本市场的总体判断

美国市场 2018 年总体将是前高后低的格局。一、二季度可能会出现美元涨、美股涨、美息上升，信用利差保持高位甚至进一步收紧；二、三季度可能会出现反转，美元、美股的下跌，信用利差走阔。

对于新兴市场国家 2018 年经济和资本市场表现不太乐观。不同于大多数同行的乐观情绪，我预测明年新兴市场经济不会有较大起色，经济增长会始终逊于发达经济国家。首先，当前市场所处的位置处于牛市的后期，即类似 1996-1997、2005-2006 年的情况。但不能简单地比较历史，否则美股也不会有长达八年的牛市，危机过后的松货币和强监管以及央行和政府的逆周期调节，让整个经济市场和金融市场周期都拉长和压扁，短周期变为中周期，中周期变为长周期，波动率一直在压低，且美国的金融机构和私有部门的高杠杆率也得到有效降低，金融市场透明度显著提高，发生危机的概率很低。但市场是否会一直停留在低波动、低收益的水平呢？是政府在危机后阶段性应对造成的新常态吗？当前到底是黎明前的黑暗还是永久的黑暗，同样的问题也适用于低通胀和低增长问题。

（二）中美政策走向紧货币、宽财政、强监管组合

中美两国政策均走向紧货币、宽财政、强监管。美国和中国目前均不约而同地走向紧货币、松财政、监管不放松或者更强的政策组合，这已经是对过去政府做法的反转，市场在此过程中有所反复，但对政府政策性转变不存疑。

中国经济在未来几年进入“换档期”。从踩足油门向前冲到低档滑行，中国政府的经济政策很务实。短期内信奉凯恩斯主义没有问题，十八大后的五年，凯恩斯主义和新货币主义学说多次拉锯。但在十九大之后政策基本定调，而且权力的集中让政策的稳定性不容置疑。政府现在推行环保、扶贫、供给侧改革、“房子是用来住不是用来炒的”、产业升级、金融监管、降低宏观税负、弱化 GDP 考核目标，这一系

列旗帜鲜明的改革方向与过去有本质区别。这些措施基本上围绕将劳动力、资本、土地等生产要素进行重新整合，而所有制的改革，例如混改、国企改革推动起来困难重重，所以“十九大”的新政策是对生产力和生产资料的改造。目前政府通过专权的方式去除过去经济和系统中的痼疾，以达到向市场化改革路径的转化，在此过程中，能否妥善处理政府与市场的边界、公平与效率之间的平衡是决定改革效果的关键。市场对中国政府的控盘能力有信心，所以政策推进过程有相当的弹性。明年基建和房地产的新增投资可能为负或者远低于历史水平，政府可能在基建上有一定的弹性，但对房地产仍保持长期相对压制的态势，明年中国对原材料进口需求会比较弱。

中国金融机构正处于一个去结构、去杠杆过程，核心矛盾在于以城商行、农商行为主的金融机构的核心资本不足。以央企和国企为主的企业部门杠杆率居高不下；货币乘数已经相当高，而监管在避免金融市场出现系统性风险的大前提下会持续偏紧，直到市场解构，将过去十年来资管市场、信托市场发展的结构问题去除来降低系统性风险。央行的主要任务是维持市场流动性的基本稳定，大幅放松流动性的情况不太可能出现，所以中国的投资型需求和交易型需求都很难对新兴经济体市场或其他市场有较大的拉动作用。但港股是例外，既能够享受到国内金融监管溢出资金的红利，也能分享科技增长和美股向上的带动。

对 2018 年上半年美国资本市场的信心来自于税改对中短期资金流动的影响。对美元和美股的信心来自于税改带来的中短期的拉动，对海外资金回流和制造业投资确实可能会有比较明显的效果。资金流才是决定商品和服务的核心推动力，才是决定价格的持续因素，所以能明确带动资金流变化的税改政策确实应该让美元走强，幅度可能会超市场预期。如同 2016 年底市场没有预期到 2017 年美元会如此弱势，

2017 年底市场也可能低估了 2018 年上半年美元的强势。虽然市场存在对美元走强的预期，但观察市场的反应是否真的反映了明年强势美元的预期是存疑的。税改在年底或者明年一季度落地的概率很高，企业需要做出决策，金融机构会随之做出预期，市场会随之反应。目前来看，可能企业还没有做出决策，金融机构还没有形成普遍预期，市场更是没有反应。2017 年市场经历了欧元的上涨、新兴市场货币的升值、港股的估值修复，随着商品价格走出熊市，中国风险因素的去除，市场预期也出现了反转。经过这一年，当预期美元相对欧元、人民币可能出现升值时，人民币和欧元能否出现比美国更好的展望，在资金回流美国时要接受挑战，美元、美股、美息的上升会对其他国家造成不小的压力。

对 2018 年二、三季度美国资本市场的担忧来自于税改加剧党派竞争、损害长期竞争力。之所以认为 2018 年二、三季度会出现美元、美股上涨的逆转，是基于税改方案是以牺牲民主党利益、州利益、教育和科技投资为代价的，不仅加剧了党派竞争，也损害了美国的长期竞争力。每当在国内政策受阻时，特朗普就会转移注意力到朝核问题，因为制造业出口而批评强势美元等。当政策利好落地、股市上涨，伴随着联储的加息步伐如期到来，缩表的流动性紧缩效应会逐步、缓慢地显现。当市场进入存量博弈的时候，就自然而然从政策的不确定性、特朗普关于强势美元的批评等中找到触发点进行市场的调整，甚至大幅下跌。当然不认为这种调整会是一个大的危机，目前来看没有发生大型危机的基础，但相对大幅的下跌还是会可能会出现的。

四、问答环节

Q1：明年通胀是否有可能超预期？通胀中哪部分的价格上涨是最值得关注的？

A1（李）：从2008年经济危机至今，各国央行想要提高通胀率但都失败了，日本最典型，由此看出世界经济的问题在于全球经济出现严重的结构性问题。过去如果处于如此大规模的流动性宽松和低利率环境下，通胀率自然就会上升。降息和量化宽松的货币政策的失灵，扩大赤字和财政预算支出的财政政策也失灵。这次美国财政政策调整采用减税的方式，减税在历史上次数不多，难度大但可能作用也很大，能够改变结构性的问题。但税改面临的问题也很多，一旦出现问题容易出现经济"翻车"，现在的推行情况并不顺利，"通俄门"调查会演化成怎样的结果还是未知数。"通俄门"调查导致特朗普被迫辞职、美国提前大选是小概率事件，但一旦发生对全球经济和资产价格的影响会非常大。过去多年的产能过剩对通货膨胀是一种抑制，一方面存在大量的产能过剩或者产品库存就不会发生供不应求的情况，另一方面居民的购买力不足，没钱购买商品。现在全球这两个状况是否好转？过剩产能方面，按照目前趋势需要一定时间消化，中国已经在降产能；但当前居民购买能力没有上升，流动性没有进入消费的居民手中，美国穷人大量失业、没钱消费；而中国的流动性都用于炒房、炒股，居民用于消费的自由支配资金的比例越来越少。现在通货膨胀的发生已经和过去的原理不同，历史上发生的恶性通货膨胀再次发生的可能性不大，尤其是在适当提高利息，量化宽松缩表的情况下。

A1（陈）：从通货膨胀的数据来看，能源市场过去三年多有大量库存，最近半年数据显示库存断崖式下降。高库存导致的对价格的压抑在原油方面很明显已经解除，低库存导致当供应出现问题时，价格将出现大幅的上涨，特别是中东局势如果出现问题，前两年中东问题未能导致能源大涨的原因是库存过剩。农产品情况类似，前几年农产品大丰收积累很多库存，今年消化得非常快。另外现代农业非常依赖能源，原油价格的上扬会使农业成本快速提高。能源和农产品在今

明两年会有很大的区别，但引起大幅的通胀很难，因为总体央行在收缩流动性时对通货膨胀有压制作用。

A1（袁）：PPI 在今年出现很大的反转之后，市场预期 CPI 会出现由 PPI 驱动的快速上升，但是本身 CPI 和 PPI 的影响因素和传导路径有很大的不同。原材料是人类工业生产和自然资源的一种结合，所以价格推动因素不只来自于需求，还来自于供给。这轮 PPI 回升的过程中，很大程度供给造成的价格上升，再拉动需求上升。但 CPI 是人类工业化的产物，在全球产能过剩的背景下不太可能出现供给不足的情况；需求端也看不到强大的需求回升，所以 CPI 的上升会比较缓慢，大概在 2%-3%的水平，基本与目前水平持平。恶性通货膨胀发生的可能性很低，但超预期的通胀回升的可能性存在。美联储在加息过程中也会非常关注通胀上行的幅度和通胀预期，如果就业率的上升能够传导到通胀上，加息步伐上升会对市场产生比较大的冲击。虽然目前有投行认为明年会加 4 次息，但市场的理性预期还是加息 2 次，当然历史数据显示通常是更加接近市场的预期，但如果预测与实际的差距相差 50-100 个基点会对市场造成比较大的冲击。税改政策落地、大宗商品价格、中国的“猪周期”有可能推动食品价格上升，2018 年不能忽视对通胀的关注。

Q2：2018 年美元走势存在比较大的不确定性，请谈一谈明年影响美元走势需要重点关注的因素有哪些？

A2（李）：关于美元走势，短期内只需考虑资本流动所引起的因素，比如利率平价。当美联储提高利率后，短期内外汇投机者买入美元，美元升值。长期来看，除了考虑资本流动的因素，还要考虑通货膨胀，这是经济学分析汇率的一般原理。实际上，从长远来看，还要结合国家的货币政策和财政政策，其中包含国家宏观战略。以中国为例，要实行出口战略，毫无疑问人民币的趋势必然是贬值。人民币

兑美元从上世纪 80 年代最高的 1：1.5 左右贬值到 1：3，最低贬值到 1：8。日本早期大量出口赚取外汇，积蓄外汇储备最多的时候汇率水平达到两百多日元兑换一美金。从历史来看，汇率发展至今有一定的宏观政策逻辑在里面，美元也如此。短期来看，资本流动下美元毫无疑问会升值；从长期来看，比如五十年的跨度看美元的走势，实际上美元长期贬值的趋势是很明显的。因为美元占足先机，美元是国际货币，美国多发货币影响不大。美国当前的政府债务加上个人债务庞大，以美国现有的劳动生产力水平，如果想让美国偿还债务，世界会进入一种严重的经济衰退。美国要偿还债务，一种路径是提高劳动生产率，基本上被否定；第二是美国削减预算，可能性有但比较小，特朗普努力想做到削减预算但效果差强人意；第三改变经常性账户逆差，从贸易逆差转为贸易顺差，难度也很大；所以，美国只能通过美元贬值和通货膨胀来转嫁债务危机，这是一个长期的判断，当然不排除美元在 2018 年上半年升值 5%或者 10%的可能，但并不能改变对长期的局势判断。

Q3:基于明年上半年美元升值，怎么看待明年人民币汇率的走势？

A3（袁）：当前人民币的范式已经发生改变，人民币汇率盯住一篮子货币，大体上和美元指数相关性很高，无非是幅度的差别而已。今年人民币的升值大体上是两方面的原因，一方面是 2017 年资本管制非常有效；第二方面是美元整体的弱势。展望明年，短期有很多因素让美元走强；长期美元处于贬值周期中，与美国国力的下降和债务的上升有很紧密的关系。因此，在美元走强的过程中，人民币相对贬值很难避免，而且只要人民币没有贬值到一些关键点位，政府干预的力度也不会太大，所谓的关键点位是 1：6.9 或者 1：7.0 等比较敏感的位置。同时对中国来说，货币不仅仅是简单的经济问题，也是国内

情绪的风向标。之所以中国对美国税改各种看法，是希望美国税改对中国的企业家不会有太多的影响，这是舆论上面的一个考虑。中国将降低宏观经济税赋写进了“十九大”，自 1998 年开始提高宏观税赋到现在开始降低税赋，政府当然是希望企业投资留在中国，所以汇率就会变成一个比较敏感的风向标。假如舆论和公众的关心点都聚焦在汇率上，政府出手干预的可能性就很大。所以，这是一个相机而动的态势，也是央行多次讲话中提及的，这个“机”具体看市场的情况和舆论的想法，单纯静态地谈点位意义不大。在动态的过程中，人民币汇率根据以下几个方面的因素综合决定：美元和其他货币的走势及中国市场的看法、企业家的看法、银行的看法、外汇流入流出的变化。假如明年中国 A 股加入 MSCI 指数对股票市场带来的利好可以抵消人民币贬值带来的影响，央行的态度可能相对比较宽松；但是如果没有的话，央行就会相对比较紧张。考虑人民币汇率走势，需要通盘考虑市场外界的、内部的几个方面，关键的点位需要关注。总体来说，美元要是在上半年比较强势，人民币贬值的压力相对更大一些；一旦美元反转，人民币反转也会很快。中国经历过去几年的调整之后，民众对政府的对外政策、对系统的稳定性越来越有信心。

第 123 辑

(2018.1.3)

2018 年全球经济展望之二

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

朱宁先生，PhaseCapital 合伙人兼首席投资官；

胡刚先生，蓝冠基金基金经理。

今天演讲的主题是 2018 年全球经济展望，共包括以下五方面主要内容：（1）2018 年全球大类资产配置展望；（2）2018 年全球利率走势展望；（3）2018 年全球通胀展望；（4）大胆假设：2018 年下半年提高利率可能导致通胀上行；（5）关注特朗普税改增加企业债务融资成本的长期影响。

一、朱宁：2018 年全球大类资产配置及利率市场展望

（一）美国已经进入本轮经济周期晚期阶段

美国进入本轮经济周期晚期。2017 年是全球经济增长近七、八年以来第一次超出华尔街年初的基本预测(图 1)，市场普遍认为 2018 年全球经济有望继续强劲增长，我本人对经济的预测则比平均预期相对悲观一些，但是差别也不是很大。这类似市场对 2018 年中国经济

增长的预测，介于 6.5%-6.7%左右，分歧不大。预测的命中率有待确定，往往是共识性的预测更为危险。但是从市场参与者的角度而言，预测精度或许不需要很高，从风险的角度观察经济走势，优化策略和操作才是根本。因此今天演讲的重点在于结合市场大的趋势，讨论资产配置和策略。我的侧重点在经济周期。MCI 为 Phase Capital LP 以及本人研究十余年的市场周期指标（图 2），指标预测表现一直较好。根据这一指标，我们的判断是，美国明显已经进入了本轮经济周期的晚期阶段（late-cycle），美元流动性从 2018 年下半年起将逐渐恶化，通胀可能上升，信用市场将会分化。全球经济体处于不同的经济周期，因此表现各不尽相同。

图 1：美国 GDP 预测

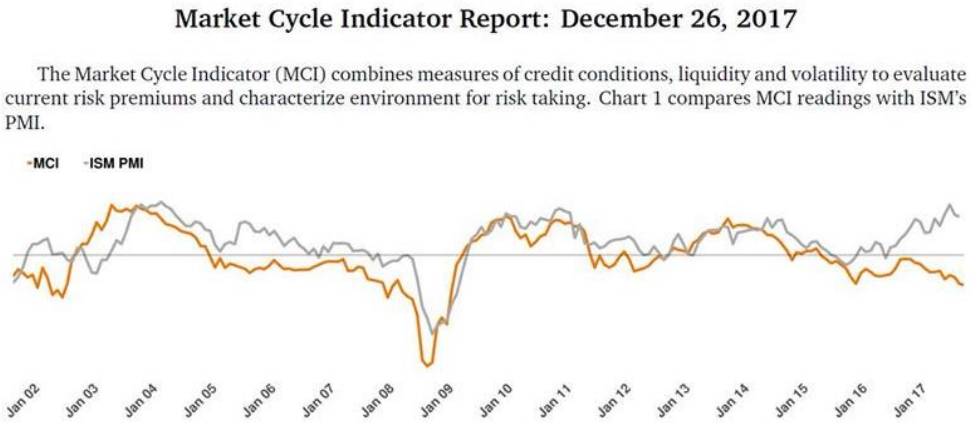


图 2：MCI（Market Cycle Indicator）and ISM Manufacturing PMI

美国经济目前已经表现出较多晚周期特征。关于美国经济周期是

否接近尾声，目前争议较大，但美国经济目前表现出许多晚期特征。首先，资产价格达到极端水平。社会总财富接近一百万亿美元；企业债务杠杆和毛利率均达到前几个周期的高点，增长基本见顶；失业率持续降低，工资拉动的通货膨胀预计将慢慢显现出来；央行的政策最为关键，当前处于加息周期，美联储已经加息五次，造成美国利率曲线更为平坦化，且市场的共识认为这一曲线将继续熊平（bear flatterning），即整体利率曲线升高，但短期利率上升快于长期利率。目前的 2 年-10 年利差约为 53-54bp 左右。历史统计显示（图 3），1955 年此后的的 60 余年内，经历了 9 个经济周期，均在周期末端出现了利率曲线倒挂，2 年-10 年利差从 54bp 跌至 0 平均用时不到 8 个月。且在 9 个经济周期中，有 8 个为熊平。当前来看，若美联储一意孤行，在 2018 年加息三次，利率曲线很有可能在 2018 年出现倒挂。考虑到本次经济周期十分漫长，倒挂的利率曲线将确认周期尾声的开始，本次牛市基本结束。

Start	1st Flatten	Recession	#Months to Invert	#Months Invert to Recession
6/30/1955	4/30/1956	9/1/1957	10.0	16.0
8/31/1958	8/31/1959	5/1/1960	12.0	8.0
7/31/1963	12/31/1965	1/1/1970	29.0	48.0
12/31/1972	2/28/1973	12/1/1973	2.0	9.0
1/5/1978	8/17/1978	1/1/1980	7.5	16.7
8/18/1980	9/11/1980	7/1/1981	0.8	9.8
9/2/1988	12/14/1988	7/1/1990	3.4	18.8
2/6/1997	5/26/1998	3/1/2001	15.8	33.7
5/6/2005	12/27/2005	12/1/2007	7.8	23.5
		Median	7.8	16.7

图 3：美国历次经济周期利率情况

（二）2018 年全球大类资产配置展望

在市场释放信号的过程中，亲周期性（Procyclicality）上涨可能

还会继续。有三个方面值得重视，一是流动性，二是通胀，三是其他经济体的运转周期。

流动性表现出恶化的迹象。流动性方面特别需要关注其他央行的政策，银行系统信贷市场和国际资本市场流动性。利率曲线熊平归根结底是央行回收流动性的结果，是去杠杆的过程。目前有许多指标表明，美国市场流动性尚旺盛。比如银行体系，以往的升息周期中，美国商业银行会提高存单的利率（CD rate）。本次则有所不同，花旗、大通等商业银行对于升息并没有做出反应，3 个月定期存单利率依然为 5bp。资本市场方面，整体金融环境继续改善，波动性很低，信用利差收窄。但是流动性目前在某些方面已经表现出恶化的迹象，小金融机构甚至高盛，已经开始提高定期存单利率；企业债市场出现分化现象，资金流出垃圾债，甚至出现了规模较大的违约事件。

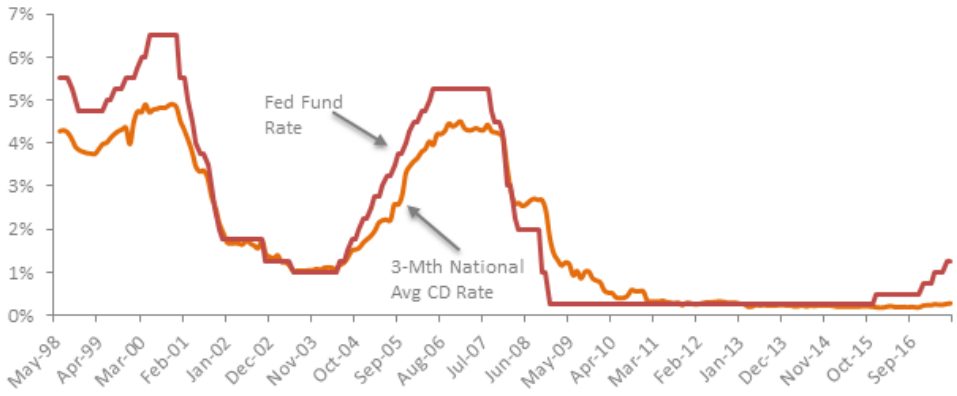


图 4：美国 3 个月期 CD Rate

2018 年部分对流动性敏感的资产可能面临一定风险。2018 年下半年，美国联邦基金利率（Federal Funds Rate）超过 2%之后，美联储缩表达到每月 50 billion 后，经济是否具备适度流动性，是否会面临信贷萎缩，还将拭目以待。但杠杆率较高的、对流动性比较敏感的资产，必然存在一定的风险。若这类资产暴跌，其他资产的价格在初期可能不受影响。如 1994 年新兴市场受冲击的是距离美国最近的墨西哥，比索暴跌 60%；2006 年之后次贷危机，主要是结构化的金融

产品和美国银行部门出现风险。而本次经济周期超长，泡沫酝酿较为充分，必然存在做空的机会。如前两个周期中，美国的高收益债券（high-yield bond）在股市见底之前开始下跌（图 5）。本次周期，高收益债券市场规模大幅度增大，质量明显下降，目前风险利差较低，是应当避免的资产。另外，目前市场处于牛市，大部分投资者仓位较高，个人认为可以做一些尾部对冲的产品和对冲交易。

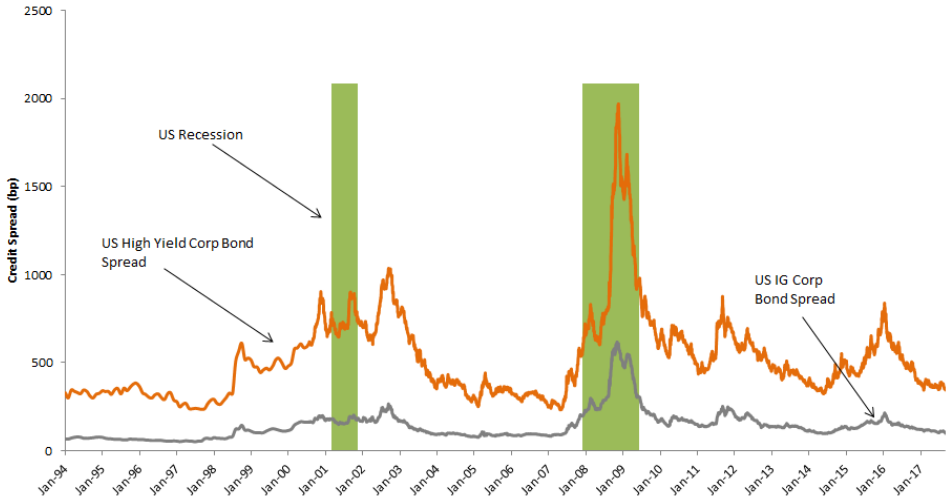


图 5：美国高收益债券利率

从经济周期角度来看，历史上经济正式进入衰退阶段之前，根据统计显示通胀上升的概率较大。通胀有两种类型，成本推动的通胀和需求拉动的通胀。欧元区 2017 年 CPI 上升得益于能源价格上升导致的成本推动的通胀，与需求关联更为密切的核心 CPI 变动不大，美国的核心 CPI 甚至略有下滑。目前全球性通胀由于结构性原因，主要发达国家都未达到其通胀目标，大幅度通胀的条件不存在，因此 2017 年债券市场长端利率变化不大，远期损益平衡通胀率（break-even inflation rate）与 2016 年年底十分接近。换一个角度，从数字上看，2017 年美国经济表现一般。考虑到全球经济回暖，利率降低，股市长牛，科技、银行、工业、材料等产业均较好。美国 GDP 年涨幅仅 2.3%，与市场主观感受差异很大。中国的情况与之类似，周期性强的

企业部门盈利强劲、出口猛增，并没有在 GDP 中得到反映。制造业成本的通胀，PPI 可能造成很大影响。美国 2016 年的 PPI 为 1.9%，2017 年由于能源价格猛涨，PPI 飙升至 4.3%，上游的企业得到一些喘息的机会，因此 2017 年材料类的股票表现非常好，上涨 20%以上。展望 2018 年，受中国供给侧改革的影响，全球石油、天然气、金属、农产品的库存基本消耗完，这些因素对某些品类的价格可能会有比较好的支撑，因此个人认为在资产配置过程中，虽然整体通胀水平未必大幅增加，还是可以选择性的考虑某些大宗商品。

其他经济体周期滞后于美国，对美元表现构成压制。美国进入本轮周期的晚期阶段，其他经济体普遍比美国滞后，欧洲、亚洲基本处在中期阶段（mid-cycle），巴西、俄罗斯近几年经历危机过后，甚至处于早期（early-cycle），这也是近一年来美元弱势的主要原因。2018 年全球经济会继续得益于目前宽松的金融和财政政策，主要经济体里也只有英国、加拿大央行升息了一两次，中国央行（PBOC）象征性地提高了回购操作利率 5bp，欧央行和日本央行购买资产的速度在 2017 年 7、8 月刚达到危机以来的顶峰。巴西、俄罗斯央行还在快速降息的过程中，市场普遍认为，欧洲、日本、俄罗斯以及亚洲其他国家，2018 年将继续有靓丽的表现。个人比较看好巴西，巴西前几年刚遭受了百年以来最长的经济危机，2017 年 6 月才走出低谷，出口稳步增长，巴西央行连续降息 11 次 （刚完成一次降息）。历史上，这种全球经济周期错配的情况发生后，美元的表现通常较差。

2018 大类资产配置策略：（1）减少持有美国大蓝筹股票，转为国际市场中小股票；（2）减少持有美国和欧洲的高收益债券，转为发展中国家本币债券；（3）选择性持有大宗商品。

（三）2018 年美国利率走势展望：2%-3%区间波动

中美资本市场一定程度上脱离基本面。从波动上来讲，近十年中

美长期利率相关度很高，但是长期走势截然不同。总体来讲，美国的十年期国债利率一直处于下行过程，从 2007 年的 5.2%跌到 2016 年的 1.3%，现在小幅回升到 2.5%左右。抛开金融危机期间，美国的 GDP 增速并没有太大变化。最低为 2016 年的 1.5%，最高为 2015 年的 2.9%。同期，尽管中国 GDP 由 15%下滑至 6.5%，中国十年期国债收益率基本在 3%-4.5%之间波动。因此中美双方的资本市场都由于种种原因，在一定程度上背离了经济基本面。资本市场能否体现实体经济的基本面？换一个角度，尽管我不否认美国债券市场的定价能力，但定价标准是否可以更趋合理？

2018 年三种利率情形假设。情形一，特朗普转型成功，使得十年期国债收益率上行至 4%（这是合理的，因为美国在 2017 年 9 月份名义 GDP 增速已经上升到 4.1%），出现"熊陡"，打破目前的格局，进而使得股票、外汇、信用、大宗商品市场得以重新定价，美国股市尤其是金融股大涨，美元指数破百。这是最好的情况，但可能性并不高。第二种情形，欧央行采取紧缩政策，中国加紧供给侧改革，使得全球金融去杠杆、金融环境恶化、高收益债券暴跌，十年期利率跌至 1.5%以下，希望这种情形不会发生。第三种情形，则是金融市场保持目前的状态，长期利率基本稳定，在趋势明朗之前，我个人倾向于认为是第三种情形，即在 2018 年年底之前，十年期美国国债收益率稳定在 2%-3%之间，中枢在 2.5%左右。

（四）2018 年欧洲利率走势展望：削减 QE 将推升长期利率

目前许多人认为 2018 年欧洲的利率将上行。欧央行现在每天购买 20 多亿欧元的资产，导致欧洲流动性泛滥。德国的 GDP 增长以及通胀水平在与美国相差无几的情况下，德国十年期国债收益率比美国低超过 200bp。欧洲的低利率显然是基于欧央行的政策支持，欧央行的量化宽松对欧洲债市造成严重扭曲，大量的负利率国债，垃圾债信

用利差甚至比美国投资级债券信用利差还窄，欧洲商业银行苦不堪言。2017 年欧洲经济稍有反弹，GDP 增长和通胀均超过了去年年初的预测。若 2018 年继续扩张，欧央行将不可避免地削减 QE 规模，若控制不好，欧元将面临巨大的压力，长期利率也将大幅上升，进一步推高欧元。与之相关的问题是，欧元区经济高度依赖出口，在欧元进一步升值将对欧洲经济起到一定的抑制作用。因此，若欧元区经济在 2018 年无法增加对于内部消费的依赖，表现可能难以令人满意。另一方面，目前欧元区失业率仍然高达 9%左右，因此我预计欧央行 2018 年不会完全退出 QE。

二、胡刚：2018 年全球通胀展望

2018 年"钱"的松紧取决于通胀。展望 2018 年，经济不是最大的问题，"钱"才是。目前很多人讨论认为各种大类资产很"贵"，即价格已经涨了很多，但没有人可以明确给出标普（S&P）的定价，尽管有各种各样的指数可以参考，但具体的定价在哪里，这是个未知数，关键的问题是"钱"。钱紧还是钱松，是 2018 年最重要的问题，而这个问题最主要取决于通胀。

2018 年上半年难以出现全球通胀的大幅上行。根据我自己的核心通胀预测模型对美国、欧洲和英国 2018 年上半年核心通胀率的预测结果显示，三个经济体的核心通胀率均不会引发央行的担忧，甚至欧洲和英国的核心通胀率在 2018 年有出现下行的趋势，也就是即使会出现"钱"紧，也不会发生在 2018 年的上半年。

大胆假设，2018 年下半年利率上行是否可能导致通胀上行？但在 2018 年下半年，若届时联储加息至一定程度，缩表的速度提高，则欧央行将面临是否继续购买资产的抉择，因为尽管其通胀并未达到预定目标，也不一定能够继续采用紧急政策。若放弃资产购买，利率

将会上升。大胆假设，利率上升反而会导致通胀上升？通胀上升导致各大央行对利率继续缩紧，进而进一步推高通胀，即菲利普斯曲线是否会发生方向性的逆转？

（一）2018 年上半年全球无通胀风险

2018 年上半年美国通胀率预测基准会回到 2%。图 6 中蓝色实线为美国实际的核心通胀率，红色实线为模型预测的核心通胀率。从历史预测结果来看，过去 10 年甚至 15 年内，预测值与实际情况吻合较好。再往前推 15 年预测结果较差，原因是中国的介入使得美国核心通胀率的确定因素改变了，中国对美国的进口价格进而对美国的核心通胀产生了重要的影响。目前 CPI 的预测结果略高于 2%，对美联储而言，PCE 大概比 CPI 略低。从模型预测结果来看，2018 年 CPI 通胀率会回归到 2%以上的水平。

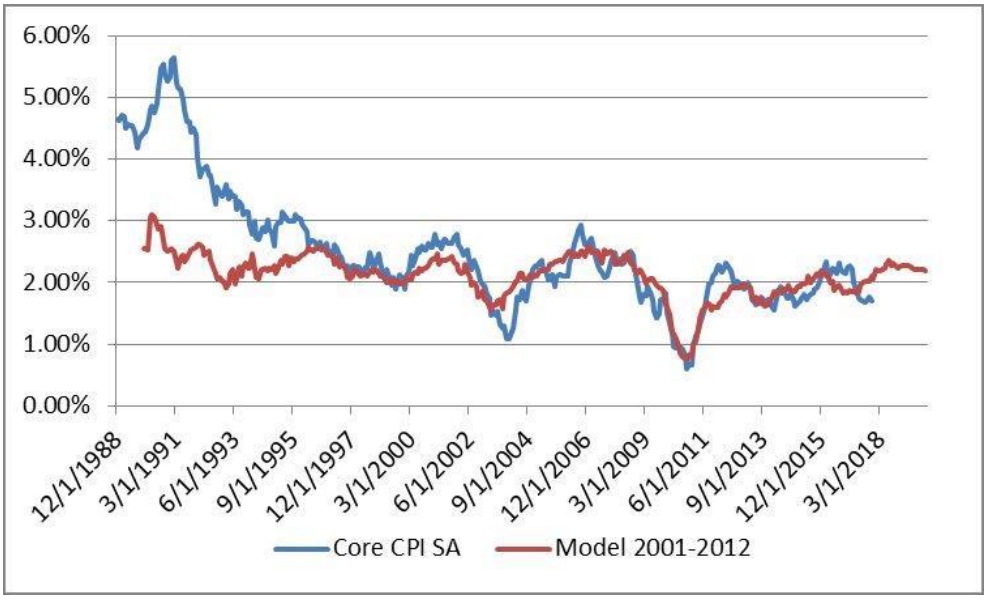


图 6：美国核心通胀率及预测

美国通胀存在下行风险。但模型预测仅仅是基准线，我认为风险在于下行，即美国实际的核心通胀率可能比模型预测的水平更低，问题在于房地产市场（图 7）。房地产在美国 CPI 中占据最大的权重，大概在 35%。蓝色实线为目前的美国房地产指数（OER，owner

equivalent rate），红色实线为模型预测值，模型中包括房价、空房率（vacancy rate）以及通胀预期，一般存在 8-12 个月，甚至 15 个月的滞后。目前 OER 在 3%左右，2018 年将很快降至 2%，仅仅这一个指数的变化在 CPI 中会拉低 40 个基点，即预测值可能从 2.25%跌至 1.85%；对 PCE 的下拉可能会超过 20 个基点，即 PCE 可能从 2%甚至不足 2%的水平继续下降 20 个基点。此时，美联储会意识到，加息是没有通胀的加息。

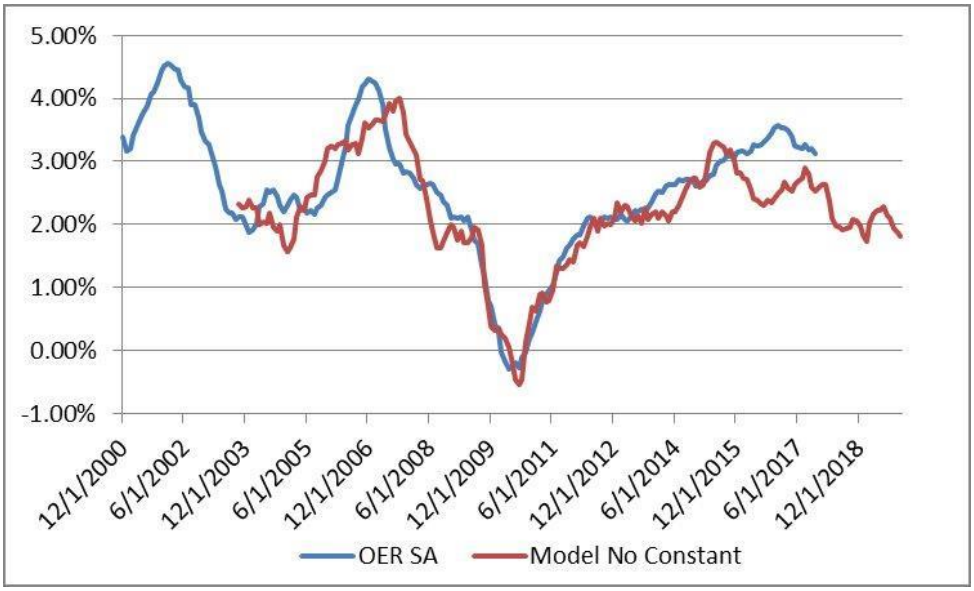


图 7：美国房地产指数

2018 年上半年欧洲预测通胀率将下行。图 8 中绿色实线为实际的核心通胀率，红色实线为模型预测结果。2008 年以来，模型的预测效果一直较好，但目前出现较大的分歧。根据模型结果，2017 年底或 2018 年初欧洲核心通胀率应当达到 1.3%，但目前实际只有 0.9%-1%，存在 30-40bp 的缺口。首先回到菲利普斯曲线，欧洲失业率持续降低，就业率秩持续增高，但并没有反映在核心通胀率中，预测模型实际上是基于菲利普斯曲线，按照目前的失业率水平，通胀率应当高于目前的实际水平；第二，除了未达到预测水平外，模型预测通胀率在 2018 年一直下行，可能从 1.3%下行至年中的 1.1%，即下

降 20bp，原因在于欧元走强以及欧洲进口价格下降。欧洲进口价格由于欧元在前半年的强势走强，欧洲进口价格开始下行，短期内就会影响欧洲通胀。而在这样的情况下，欧央行是否会退出 QE 是难以确定的，从通胀率不断下行的角度来看，欧央行不一定能够完全退出 QE。

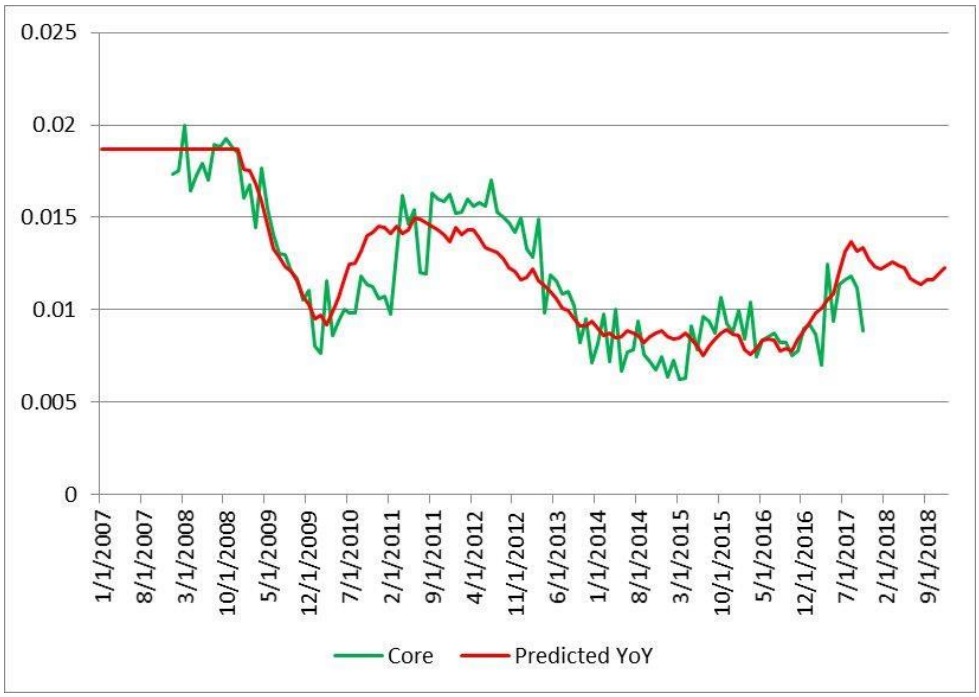


图 8：欧洲核心通胀率及预测

2018 年上半年英国预测核心通胀率将急转直下。英国是欧洲唯一一个通胀率超过央行容忍度的国家，核心通胀率达到接近 3%，而央行标准在 2%左右，主要在于英国脱欧后英镑的影响。2018 年后，根据模型预测，核心通胀率急转直下，从 2.5%下降到 1.8%左右，回归央行的容忍度范围之内，原因也在于英镑。英央行（BOE）开始加息后，英镑出现急转，使得英国进口价格出现急转，进而英国使得核心通胀率出现反转。

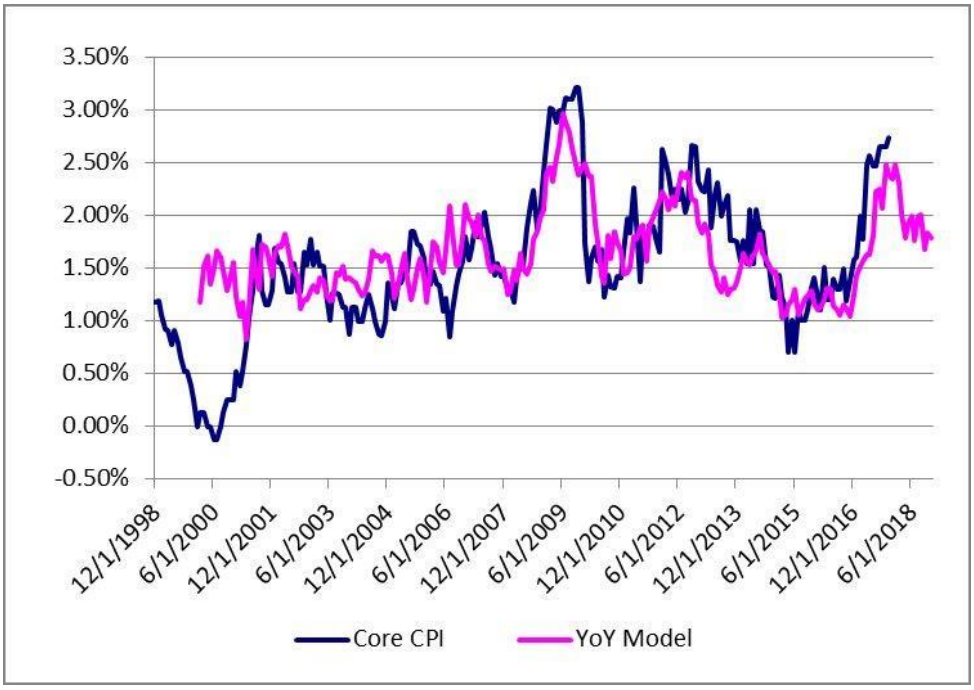


图 9：英国核心通胀率及预测

总之，无论是美国、英国和欧洲，甚至其他各个地区，在 2018 年的上半年中，核心通胀率均处于下行趋势中。

（二）2018 年下半年通胀展望：高利率反而将推动通胀上行

为什么菲利普斯曲线失效了？。经典菲利普斯曲线认为，就业率提高、失业率降低，会带来通胀的提高，根本原因在于过去是需求主导的通胀。回归本源，何为通胀？通胀是供给与需求的不平衡性。当供给超过需求，通胀就不会存在，甚至出现通缩；当需求超过供给，则会出现通胀。菲利普斯曲线仅说描述了通胀一半的故事，即经济好转、失业率低、就业率高时，社会总需求会好转；但与此同时，当经济好转的时候，供给也会提高。菲利普斯曲线实际上是在供给和需求端进行了判断，即在经济好转、失业率低时，需求端会超过供给端，进而产生通胀。

从五六十年代菲利普斯曲线出现到现在，社会结构发生的最显著变化在于，贫富差距越来越大。这一轮美国股票市场飙涨过程中，主要上涨的是类似 Amazon、Google 的科技型公司，而其他很多公司股

票价格下跌。国内情况类似，股票市场同样出现了两级分化。就业情况相同，低端收入和高端收入人群的就业率提高，中产阶级的就业率却并未得到较大的改善，美国、英国甚至欧洲的就业均如此。在这样的社会结构下，低失业率或高就业率，产生的更多是供给而不是需求。2008 年至今的 10 年时间里，全球失业率不断下降，而通胀却一直起不来。这 10 年的经验已经表明，当前供给与需求的关系与五、六十年代时候已经截然不同。上世纪五、六十年代的经济好转能够惠及社会中绝大多数人，使得需求蓬勃增长；而现在的经济好转，仅能使一小部分人受益，而对于受益的这一部分人而言，收入的增加对其需求的影响很微弱。

社会结构发生根本转变的原因在于低利率，或者说高资产价格。目前股票以及各种风险资产价格飞涨，很大程度上归因于低利率水平。以国内的共享单车为例，这是一个明显的低利率产生低通胀的过程。在一个中档城市中，至少有五六家共享单车，几乎都是免费的。从共享单车的需求来看，城市中人口基本是稳定的，很难有较大增长，而低利率则使得大家愿意借钱给这样的经济体。Amazon 同理，多年以来 Amazon 已经难有盈利，但股票依然上涨，原因在于钱太“便宜”。若融资利率上升，Amazon 很难对美国通胀产生如此大的负面影响。低利率导致社会结构的改变，使得社会的受益者改变，使得通胀整体的动态系统产生本质性变化。

本轮通胀可能由高利率驱动，而非低利率。2018 年下半年，若联储决定每月从市场中抽走 50 billion 的流动性，欧央行也决定不再继续购入债券，资产的下跌和利率的上涨，都是很有可能出现的。而这对于实体经济的直接影响，PE、Fintech 等所有在通缩过程中受益的公司的情况会完全反转，它们的钱会越来越贵，这时候也许需求不会有很大变化，但供给变化会非常大。此时，在经济形势不好时，有

可能反而会产生供给和需求的不平衡，进而产生真正意义上的通货膨胀。届时各国央行应当表现出的态度，英央行已经做出了表率--加息，必须通过加息，控制通胀的预期。通胀可能带来越来越高的利息，而在利息升高的过程中，进一步推高通胀。也就是说，可能这一轮的通胀不是由低利率造成的，而是由高利率造成的，因为当前产生低通胀的东西几乎都是由低利率导致的，高利率把产生低通胀的供给去掉将推升通胀，进而产生一个动态的系统，低资产价格带动高通胀，高通胀带动更低的资产价格。何时能够打破这个循环，哪个央行能够打破这个循环，值得期待。

三、朱宁：关注特朗普企业融资、经济周期的影响

新税法设置企业债务利息免税额上限，冲击高负债公司。从企业角度，税改主要有三方面的内容：第一，将企业税从 35%降至 21%；第二，鼓励企业把海外盈利回流美国；第三，企业债务利息成本免税额设置上限，即企业可以免税部分的利息为税前收入（EDITDA）的 30%。目前市场重点关注前两点，但我认为对第三条的影响应该要给予更多的关注，对于市场的影响也需要很长时间才能显现。对于不同的资产结构、金融方式的企业会产生显著不同的影响。对于高负债的公司，新的税法将强迫其去杠杆。总之，新税法将使得发行新的债务的成本将比发行新股的成本增加，大大增加了杠杆收购（LBO）的难度。

税改将加快经济周期进程。从对信贷市场以及信用创造（credit creation）影响的角度，特朗普税改法案中与企业有关的三条，均会降低债券的供给。前两条会增加现金流，第三条则会提高融资成本。因此，新的税改会加速企业信用市场的分化，信用好的公司，强者愈强，较弱的公司则受到冲击。而经济周期的转折往往不是由强者决定

的，苹果、Amazon 以及 Google 等表现再好，经济周期也会被薄弱的部门拖垮，这个道理适用于每个周期。因此特朗普税改，不但不会改变经济周期进程，反而会推动经济周期走向尾声。

税改对股票回购的影响还有待观察。从股票市场的角度，新的税法鼓励公司如苹果，将海外资金回流，企业有更多的资金用于回购股票。但事实上，自 2008 年以来，美国企业进行了超过四万亿元的股票回购，每年约 5000-6000 亿，超过三分之一是通过举债融资进行的。税改提高了企业的债务融资成本，又必然会抑制企业的股票回购。上述两方面互相比较，对于股票市场的影响还需要进一步观察。

税改是货币宽松转向财政刺激的尝试。对于税改，长期效果见仁见智，中期应当会刺激需求，有利于经济增长。若联储判断准确，减税不会引发通胀，那么高通胀低增长的环境对股票价格有利，对美元有支撑作用；但对于经济周期则为时已晚。更宏观的讲，税改是美国目前在进行的第一个尝试，从过度依赖金融工具，回归到依赖财政的传统做法。联储的看法较为乐观，认为税改可以促进增长而不会造成通胀。耶伦在 2016 年的全球央行峰会上“隔空喊话”，称金融危机后，联储做了 4.2 万亿美元的量化宽松，货币手段已经用尽，希望全球政府对经济承担更多责任，就是减税。若减税帮助美国转型成功，美国经济增长大幅度超出预期，金融危机基本就完美收官，特朗普也将青史留名，但这很难实现。美国央行十年来“倒行逆施”，若通过改变税法就可以解决，未免太过简单。在目前美国政府已经债台高筑的情况下，减税只能是财富转移，将一部分人的财富转移给另一部分人。其他机构预测，即便是在增加政府赤字的基础上，税改对经济的整体影响不超过 GDP 的 0.5%。长期来看，美国经济的主要问题是生产性投资低迷、生产率增长低迷，低端人口和高收入阶层的贫富差距持续拉大，这些问题均未得到解决。至少从经济周期角度讲，并不看好特

朗普税改能够起到立竿见影的作用。

四、问答环节

Q1：如全球通胀难以走高，全球货币政策操作会产生怎样的变化？

A1（胡刚）：联储在货币政策的操作上起了表率作用。美国的通胀一直没有到 2%的标准，甚至于远远低于此，也并没有阻止联储五次加息。原因在于，之前的政策是危机时期（emergency）的，买债且短期利率降至 0，经济好转后，就进行加息。美联储提到一个概念为 r*，即在目前的经济状况下实现短期平衡的利率。短期利率为实际利率，即扣除通胀的利率；同时也是平衡利率，即在这一利率下，在现在的经济情况下，既不会有加速的通胀，也不会有加速的通缩。若将 r*定为 0，当出现通胀，核心 PCE 为 1.5%，那么通过五次加息，r*达到 0。所以我们看到即使是在通胀没有到达联储目标的时候，他们也在加息。同样，对欧洲英国央行来说，即便通胀不到位，他们也可以加息。这也是一个数学的计算过程。每个央行都会决定各自的 r*，即短期平衡实际利率。那么通胀几何，则加息几何。通过加息，增加了名义利率，例如目前，名义利率在 1.25%-1.5%，约为 1.4%，联储通过加息，达到 r* 等于 0；若通胀为 2%，则要通过加息，将名义利率从在 1.25%和 1.5%之间，加到 1.75%和 2%之间，甚至到 2%-2.25%。若不将 r*定为 0，而是 1%，则实际利率要加至约 3%。同样，欧洲英国央行是否采取 r* 这种思维结构。如果他们也采用这种方式，他们很可能需要加息。比如说欧洲央行，如果他们也把现有的实际平衡利率定为 0，他们就需要加息到 1%，这隐含了 150 基点的加息，这个情况是市场完全没有预料到

Q2：2018 年可能出现的黑天鹅事件？

A2（朱宁）：从基本面角度，是流动性、通胀和博弈。流动性角度，联储在已经宣布升息三次的情况下，能做的其实有限。联储近几年宣布的升息基本都可以做到，而且不会多做。因此，考虑到联储的可信度和透明度，升息 4 次的可能性不高。但欧央行存在不确定性，若做法极端，会影响全球流动性，进而出现全球流动性危机，对于美国、欧洲的垃圾债，甚至对于个人贷款都会产生影响。第二是通胀。目前市场普遍认为不会有较大的通胀，但若通胀突然增加，甚至不需要太多，1%或 2%（这在历史上是经常发生的），对长期债务和资产的风险折现率都会产生影响。第三，美国进入晚期，但全球经济周期还会有一段持续时间。若全球其他经济体突然出现（如之前 2011 年和 2014 年欧洲金融市场）经济的冷却，会对目前的资产价格产生影响。过去一年表现较好的新兴市场股票，包括中国的股票，都可能受到冲击。除了这些传统的周期性资产，还存在其他的泡沫，这些资产泡沫的突然崩裂并不需要其他的原因。有几种可能，一是比特币之类的数字货币，或许可以说这并不是泡沫，但存在泡沫的影子；第二是波动性（volatility）；第三是美国中国都有的网上零售商（Internet retailer）；另外一点是目前报导美国央行可能进行缩表，若欧洲、日本停止购买，央行的某些资产会受到冲击。这类资产如同 2006-2008 年的次贷，作为泡沫也许不明显且于周期关联度不大，但是一旦破裂可以造成巨大系统性影响。总之，2018 年可能的黑天鹅是周期和泡沫。

A2（胡刚）：首先是日本。目前大家对日本的关注并不多，从市场角度很多时候甚至不会关注日本的盘。但很难判断日本下一步的行动。主要是两个方面，一是安倍晋三是否会最终立宪，使得日本成为美国的枪手，是否会在南海挑起事端以证其国威。第二是日本对利率的控制。目前是无限制的控制，将利率强行压下。这其实对于全球

利率有稳定的作用，且可以为本土提供无限的流动性。由于利差的存在，会波及美国和英国。若全球利率有很大的波动，日本极有可能是波动的原因，而不是欧央行，因为对于欧央行是否会继续购买的判断并不一致，即使不完全停止，也会减少购买。但日本并未行动过，一旦行动，对全球利率和全球资产价格都会产生非常大的影响。第二是国内。国内在进行由央行带领的去杠杆的过程，但实际并不了解国内具体有多少杠杆，以及去杠杆会进行到何种地步。最终还是回到这个问题，即钱有多少。钱是全球化的，中国的央行收紧银根，全球都会产生问题。

Q3：国内对于特朗普税改的关注主要在于减税的效应，特朗普税改中是否存在被忽视但影响很大的条款？

A3（朱宁）：主要从企业角度，因为个人的税多与少，在整体上差别并不大。但对于企业，不仅是特朗普本身，共和党也加入了许多想法。特朗普税改的初衷是给企业减税，增加企业现金流，资本回归美国，但在执行过程中掺杂了许多东西，因此造成了整体上税改使得企业去杠杆。在美国历史上，去杠杆、信用创造（credit creation）的行为，最后均成为了经济周期结束的诱因。这与中国的供给侧改革异曲同工。有一种猜测，美国税改，欧洲量化宽松以及中国的供给侧改革，最差的场景并不一定是通胀上行，这种去杠杆造成了全球的信贷萎缩，利率不会升高，甚至降低。

A3（胡刚）：美国税改最大的问题在于房地产市场，税改对其是有害的。税改对于房地产势力的处理，并不是利好，而是利空的事件。根据刚才的逻辑，现实的问题并不在需求端，而在供给端。而税改赋予了更多的供给，为公司减税，赋予公司更大的活力，生产更多的产品，最终产生更多的贫富不均。因此税改最终造成的是通胀紧缩。

第 124 辑

(2018.1.12)

从全球产业链看中国经济增长潜力

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

王健博士，香港中文大学（深圳）经管学院助理院长，前美联储达拉斯联邦储备银行高级经济学家兼政策顾问，威斯康星大学经济学博士，《还原真实的美联储》一书作者。主要研究方向包括国际金融和货币政策；研究成果被《华尔街日报》、《金融时报》、道琼斯通讯社、VoxEU、RGE Monitor 和 Econbrowser 等全球著名媒体报道和引用。

今天演讲的主题是从全球产业链看中国经济增长潜力，主要观点包括：（1）中国潜在经济增长率仍然有 7%，以往采用人均 GDP 预测经济增长不适用中国，全球产业链指数是更好的预测变量；（2）未来影响中国经济增长的因素有全球经济增长放缓、四万亿的滞后效果、中国国内经济改革。

一、中国潜在经济增长率

中国潜在经济增长率是一个非常重要的问题，不仅直接影响全球经济，还决定了中国货币政策和财政政策的走向。因为中国的经济体量很大，所以中国经济增长的快慢不仅仅影响中国经济，对整个全球

经济而言也很重要。很多海外学者，包括美联储的经济学家，一直长期跟踪和观测中国经济增长，美联储也会根据中国经济增长调整货币政策。除此以外，对国内而言，中国潜在经济增长率的估计直接影响到未来货币政策和财政政策的走向。比如当估计中国经济潜在增速为7%-8%时，而实际增速只有 6%或者更低，意味着中国存在较大的产出缺口，需要正向的财政和货币政策来刺激以帮助经济实现潜在增长率。如果中国潜在经济增长率估计较低，像后文提到的 Barro 估计中国的潜在增长率只有 3%-4%，那么即使只有 5%-6%的实际增长率，经济仍然处于相对过热的状态下，不应该采用经济政策去刺激。因此，潜在增长率的估计直接决定未来货币政策和财政政策的走向，也决定了中国未来政策是正确还是错误，是一项非常重要的命题。

2013、2014 年以来中国经济放缓，很多学者研究探讨中国潜在经济增长率，按预测速度快慢可分为乐观派和悲观派。乐观派的代表是大家熟知的林毅夫，在 2008 年全球金融危机后，当被问及中国潜在经济增长率时，他非常乐观地表示中国至少有 20 年 8%的经济增长。悲观派代表是哈佛大学的教授 Robert Barro，他在 2016 年的一篇论文中专门针对中国的经济增长做出预测。他认为中国的经济增长会很快从 8%跌落到 3%-4%。两派的观点在后文中都会有所讨论，着重探讨 Barro 的结论是如何得出的，以及为何会产生这么大的差异。

（一）人均 GDP 衡量的多国回归模型

相关研究中往往应用多国回归模型来预测一国的潜在增长率，背后的逻辑是长期而言，不同国家遵从类似的经济增长规律。所有国家的长期经济增长是由这些国家的长期因素决定的，如法律制度、教育制度、自然资源的禀赋等等。所以这些长期因素决定了国家长期的经济增长率、人均产出和人均收入水平。给定这些长期因素和水平，一国的经济增长速度是由该国和世界前沿国家的差距决定。背后逻辑是

如果一国与世界前沿国家的差距大，则该国有更大的学习空间。处于技术前沿的国家技术创新的速度相对较慢，技术相对落后的国家可以不断向世界前沿国家学习以提高技术水平，学习速度快于创新速度，技术落后的国家经济发展速度就相对较快。而一旦与世界前沿的差距缩小，经济增长的速度会逐渐降低。多国模型的逻辑是把很多不同国家在不同时期的经济增长数据和决定经济增长的因素放在回归模型里进行回归。根据历史经验，需要强调的是多国回归模型测算出来的经济增长和收敛速度只是平均速度，基于平均速度对每一个国家的经济增长速度进行预测。

在这种预测中，重要的是如何衡量与世界前沿的差距，差距越大经济增长速度越快，差距越小增长速度越慢。以往研究采用的常见衡量方法是用人均 GDP 来衡量。从数据分析，这种方式有一定道理，高收入国家从事的工作往往是高附加值的技术性工作，尤其是创新性的技术性工作，因此这些国家人均收入较高而经济增长速度相对缓慢，如美国、日本、德国等，每年经济增长 3%属于很快的增长速度了。正是因为这些国家的经济增长只能依靠自主创新，而这种创新过程总体上比较慢。相反，新兴市场国家的技术是从海外引进或吸收，学习的速度比创新的速度快，因此新兴市场国家的经济增长往往更快。中国在过去 20 年以接近 10%的速度增长，其他新兴市场国家也出现过类似情况，包括台湾、香港等经济体在经济起飞时期也出现过这样的情况。因为当一国处于比较落后的状况时可以通过学习快速地缩小与先进国家的差距，所以在应用模型的过程中，把与世界前沿的差距作为衡量标准。具体在计量模型中，主要是以一国与美国人均 GDP 的差异作为与前沿的差距，将美国的人均 GDP 作为世界最前沿的标准。

基于这种研究方法，哈佛大学的教授 Robert Barro 在 2016 年发表了一篇论文，这篇论文也在 2015 年 11 月亚洲发展银行东京会议上

宣讲过。论文的主要观点是中国经济增长速度会很快从 8%下滑到 3-4%，研究方式就是前文介绍的多国回归模型，用人均 GDP 和美国人均 GDP 的差距来衡量每个国家与世界前沿国家的差距。Barro 已经发现这个模型一直低估了中国经济增长，但即使如此，Barro 仍然认为 6%以上的增速对中国不可持续，会很快下滑。该文章是 2014、2015 年完成，当时正是最担心中国经济增长的时期，所以受到很多人的关注，当时对中国经济的悲观情绪非常严重。

（二）全球产业链位置指数衡量的多国回归模型

人均 GDP 并非和技术水平直接挂钩，还受到其他因素的影响，故用人均 GDP 作为衡量指标预测结果不准确。我和复旦大学两位教授的论文在 2017 年 12 月的亚洲发展银行东京会议上宣读，反驳了 Barro 对中国经济悲观的观点。用人均 GDP 来衡量中国经济潜力有误差，因为首先人均 GDP 并非直接衡量技术水平的变量。离世界前沿越远的国家经济增长潜力越大，技术落后的国家可以向前沿国家学习。人均 GDP 与技术水平有一定的关系，但并非一对一的关系，还受到很多其他因素的影响，如自然禀赋。像中东国家技术并不发达，但由于丰富的石油资源使得人均 GDP 非常高，并不代表这些国家处于世界前沿。还有影响的因素如工作时间，有些地方每年的休假时间长，工作时间较少。如中国的工作时间相对较长，在这种情况下人均 GDP 的差异并不表示技术差异。假设中国人均 GDP 的水平较高是由于中国的人均工作时间较长，那么不能得出中国的技术达到世界先进水平的结论，因为在这种情况下中国继续追赶和赶超前沿国家的空间仍然较大。

基于这种考虑，我们的论文用一国在全球产业链中的位置来取代人均 GDP，进而预测中国 GDP 的增长。全球产业链地位的数据来源于最近构建的世界投入-产出数据库。投入产出数据最早起源于每个

国家内部的不同部门，一个部门的产出可能被用作其他部门的生产，或者直接被消费者消费。所以每个国家都会有投入产出表的数据库，形成一个网状结构来表示产品如何从一个部门的产出变为另一个部门的原料，经过一个部门的加工后再投入另一个部门，最终被消费者消费。之前整个投入产出表衡量的是一个国家产业链的结构，最近几年，国际贸易和国际宏观的学者逐渐开始把国内的投入产出数据和模型扩展到全球范围。尤其是 90 年代以来随着全球化的进步，产品的生产基本上都在全球范围内进行，而非某个国家内部，所以需要一个可以衡量全球投入产出的网状结构来确定某国在全球产业链所处的位置。

其中有一篇约翰霍布金斯大学 Heiwai Tang 教授发表在 AER 上的论文，强调了全球化造成全球分工，以及中国在全球分工中如何从比较低端的产业逐步上移的证据。我们的论文是通过受高等教育的劳动力和高技术工人产生的附加值占一国全部附加值的比例衡量一国在全球产业链的地位，这种衡量方式有很多实证和理论支持的。简单地说，经济生产活动可以分为两部分，第一部分是以创新为主的高技术活动，第二部分是以技术的引进和吸收为主的活动，这两类活动对不同劳动技能的人要求不同。以创新为主的高技术活动要求工人受教育程度较高，劳动力的教育背景较好，反之学习和吸收的活动对劳动力技能要求相对不高。在这种生产分工过程中，国家之间也在分工，新兴市场国家主要在进行技术的学习和吸收，发达国家主要进行创新和发明的分工。这种模式和经济的描述在以往数据中有很多支持的证据，包括 OECD 国家的实证数据和很多关于这方面的理论研究。例如研究一个国家在不同的低技能和高技能工人的初始禀赋（endowment）下，如何进行分配并随之调整国内的产业结构来适应国内高技能和低技能的产业工人数量。正是基于以往实证和理论研究，我们提出以下

观点：根据一个国家工人在生产过程中产生的附加值占整个产出附加值的比例，能够判断一个国家是从事创新与研究为主的生产，还是从事以吸收和转化为主的生产，这个比例基本上衡量了一国在全球产业链上的位置。基于以上想法，投入产出数据库中提供每个国家在每个行业中的附加值，同时也分出了高技能和低技能工人的附加值，利用数据计算出每个国家在生产过程中属于高技能工人的附加值比例。通过计算得到图 1，也是本篇论文的核心。

图 1 中的横坐标是人均 GDP，纵坐标是处于全球产业链位置的指数，纵坐标数值越大说明一国位于全球产业链处于越高的位置。图中的每一个点是每一国家的年度数据，所以图中表示出几十个国家二十多年的数据。

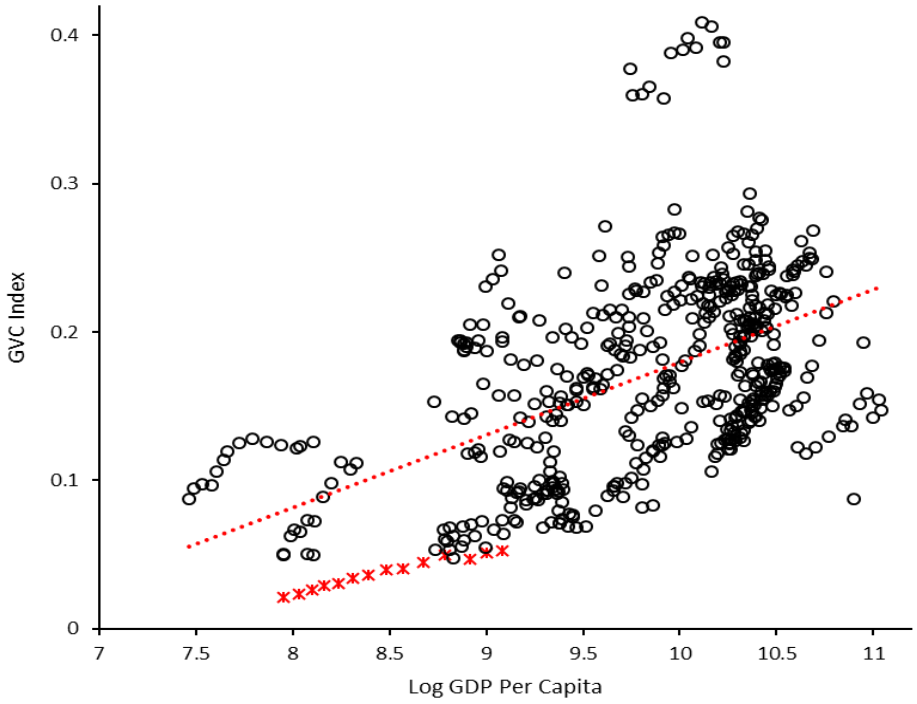


图 1：全球产业链位置指数和人均 GDP

由图 1 可以得出以下结论：第一，人均 GDP 和全球产业链位置有正向关系，高收入国家往往处于全球产业链的顶端，低收入国家位于全球产业链的相对底端的位置。所以图中的正向关系反映出相关性，

但并不是完美的正相关，前面提出人均 GDP 并不是完美的衡量技术水平的指标，在此强调的是全球产业链位置是在全球视野下更好的技术水平指标。第二，中国人均 GDP 和全球产业链位置都有显著上升。图中红色的点代表中国的数据，明显的是中国人均 GDP 增长速度较快，不断向右移动，全球产业链的位置也在往上移。第三，和人均 GDP 相比，中国全球产业链的位置的绝对水平还相对较低。中国的人均 GDP 在全部国家中基本处于中间水平，与中国人均收入已经进入中等收入国家的观测一致，而在全球产业链的位置处于偏底部的区间。

如果用两个不同的变量去估计经济增长速度会得到完全不同的结论。如果用人均 GDP 来预测经济增长，中国的人均 GDP 与世界先进国家的差距没有很大，随着差距的缩小，经济增长速度会下降。如果用更准确的全球产业链位置指标衡量一个国家的技术水平，进而预测国家经济增长潜力，会发现中国目前仍然处于相对较低的位置，因此中国有可能保持相对较高的经济增长率。正是使用变量的差距，使我们的研究结果与 Barro 的预测结果有较大差异。

（三）两种模型的预测结果对比

两种模型对 1997-2010 年的中国经济增长进行预测，分别是 Barro 用人均 GDP 衡量的模型和我们用全球产业链作为预测指标的模型。每个模型下面用三种不同计量模型，一个是用面板数据的混合估计模型（pool regression），接下来是分别用时间（time fixed effects regression）和国家（entity fixed effects regression）做固定效应模型，最后用时间和国家同时做固定效应模型（time and entity fixed effects regression）。预测结果与实际经济增长做对比，计算出每个模型的预测误差，每年误差累计得到均方根误差（RMSE）衡量每个模型的平均误差，表 1 最后一行就是误差的大小。

表 1：Prediction Performance of China's Growth Rate : Barro vs GVC Models

Year	Actual	Prediction: Barro Models				Prediction: GVC Models			
		(Pool)	(t-FE)	(i-FE)	(it-FE)	(Pool)	(t-FE)	(i-FE)	(it-FE)
1997	8.26	8.1	9.02	10.56	10.99	7.55	8.3	9.91	10.39
1998	6.87	8.29	7.46	10.47	9.18	7.72	6.76	9.97	8.67
1999	6.72	8.27	7.96	10.47	9.43	7.71	7.28	10.07	9.03
2000	7.61	8.08	9.41	10.54	10.93	7.59	8.86	10.27	10.67
2001	7.55	7.87	7.16	10.26	8.67	7.45	6.63	10.16	8.53
2002	8.42	7.64	7.34	9.94	8.85	7.27	6.91	9.89	8.76
2003	9.36	7.34	7.48	9.39	9.01	7.01	7.11	9.41	8.98
2004	9.49	6.83	8.32	9.12	10.37	6.66	8.13	9.12	10.17
2005	10.7	6.68	7.88	8.4	9.9	6.56	7.76	8.5	10.05
2006	12.1	6.28	8.71	8.41	11.14	6.32	8.74	8.59	11.34
2007	13.6	5.95	8.11	8.17	11.03	6.17	8.34	8.41	11.25
2008	9.04	5.64	4.77	7.75	7.7	6.01	5.12	8.22	8.15
2009	8.65	5.46	-0.86	7.63	2.17	5.92	-0.34	8.14	2.71
2010	9.77	5.12	5.52	7.04	8.77	5.76	6.5	7.49	9.44
RMSE	–	3.47	3.67	2.79	2.48	3.33	3.45	2.54	2.19

表 1 显示用产业链位置预测中国经济增长的每一个模型都比 Barro 模型预测得好，最好的预测误差是 2.19，而 Barro 的最好误差是 2.48，大约 10%的差距。所以整体而言我们的模型比 Barro 的模型预测能力更强。表 1 数据是对 1997 年-2010 年的预测，均方根误差是对平均预测能力的比较。如果不仅仅看平均预测能力，比较大家更关心的最近中国经济增长的预测情况，结果如下表所示。Barro 的模型预测 2010 年的增速是 5.52%，我们的模型预测为 9.44%，实际上中国人均 GDP 增长速度是 9.77%，显然我们的模型预测结果比 Barro 模型预测结果更接近真实情况。如果以一个相对更长的五年时间平均值作为衡量标准，可以把每一年经济增长或经济预测中的噪音过滤。Barro 模型预测 2005-2010 年的增速是 5.69%，我们的预测结果是 8.82%，而实际中国人均 GDP 增长达到 10.64%，我们的模型相对于实际增长速度偏低但比 Barro 模型好很多。基于截止 2010 年数据对未来进行预测，Barro 的模型非常悲观，预测中国经济增速只有 3-4%，这与他 2016 年的论文结论一致。但我们用全球产业链位置的模型预测，中国经济增长在 2010-2015 年至少还有 7%的增长。

表 2：barro 模型和 GVC 模型预测结果比较

	Barro 模型	我们模型	实际数据
2010	5.52%	9.44%	9.77%
2005-2010	5.69%	8.82%	10.64%
2010-2015	3-4%	7.70%	

随着中国全球产业链位置的继续上移，中国经济增速会进一步放缓，但预测中国保持 7%的增速还是非常合理的。所以用全球产业链位置指数和以往人均 GDP 相比可以更好地预测经济增长的潜力，无论是 1997-2010 年的平均预测能力还有 2005-2010 年近期的预测，和数据的拟合效果远远好于用人均 GDP 模型预测的效果。根据我们的模型预测，中国的潜在增长率仍在 7%左右，支持林毅夫教授 8%的潜在经济增长率观点。在此强调潜在经济增长率只是经济增长的潜力，并不等同于实际每年观测到的经济增长率。

二、未来影响中国经济增长的因素

（一）由于劳动生产率的下降，全球经济增速放缓

现在困扰全球的问题是金融危机后生产率，尤其是发达国家的生产率明显下滑。图 2 是美国从 1985 年到近期的劳动生产率增速，美国从 1985 到 2008 年人均产出平均增长率为 2%，但金融危机即 2009 年之后下降到 1%左右，这是非常大的下降。

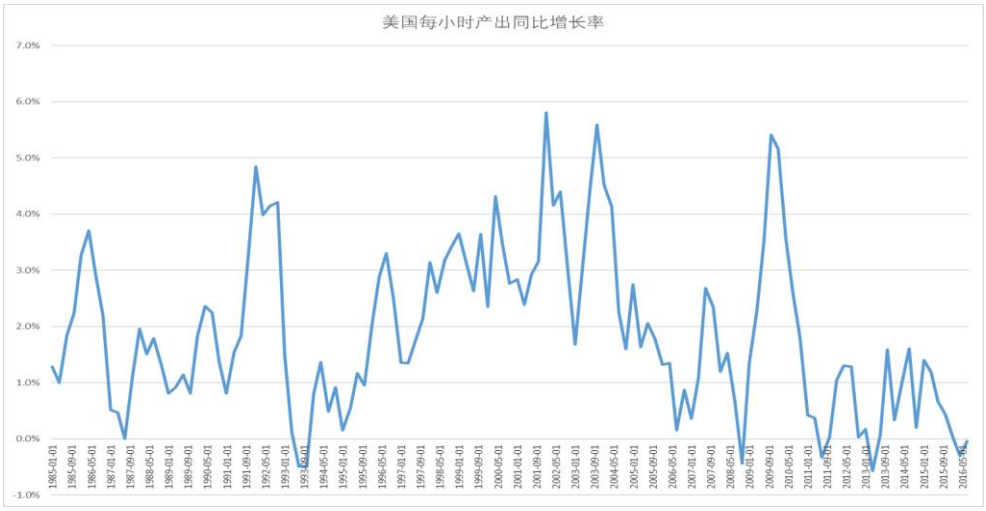


图 2：美国每小时产出同比增长率

这种下降不仅出现在美国，同样出现在其他发达国家地区。劳动生产率下降在金融危机后成为困扰全球的问题，不仅困扰政策制定者，还是对传统经济学的挑战，造成很多经济学家的困惑。因为用传统经济理论解释，长期经济增长应该由供给决定，而不受到需求的影响。2009 年金融危机可以看作需求冲击，这种需求冲击往往引起短期经济周期波动，而不是造成劳动生产率的长期下降。数据中的现象是对传统经济理论的大挑战，反思为什么需求不足会引起经济增长的长期停滞可以用很多理论解释。比如企业资本积累下降和企业研发投入降低，必然会造成未来新产品或新技术的产生速度下降。同时，由于处于悲观时期，尤其金融市场处于较强的约束时，新公司的产生速度也会下降。新公司往往是新技术或高生产效率的代表，所以这种情况下，新公司产生速度下降会造成技术的革新速度下降，劳动生产率增长速度下降，经济增长速度下降。除此以外，还有就业市场中也有其他的负面影响。

我在美国国家经济研究局（NBER）的工作论文研究情绪波动对美国经济的影响。数据显示情绪波动对美国经济影响非常大，乐观情绪不仅影响短期，还会影响未来生产效率的长期增长。

论文将乐观情绪定义为股票市场上涨、居民消费上升的同时，劳动生产效率不变，这种情况下认为股票市场的上涨和居民消费的上升是由情绪引起的而不是经济基本面的向好。因为根据古典经济学理论，经济基本面向好是由生产效率提高导致的。所以在生产效率不变的情况下，观测到股票市场的上涨和居民消费强劲，认为是乐观情绪推动的经济周期。将乐观情绪从数据中提取出来分析对经济的影响，图 3 是冲击试验的结果。最重要的是左上角衡量美国全要素生产力的图，表示最初美国经济受到乐观情绪的冲击后经济如何变化。最初美国全

要素生产率没有变化，随后生产效率在 40 个季度，即十年间都处于比较高的水平。令人惊讶的是，一般来说乐观情绪只能作为需求推动，一个短期波动对生产效率的影响不应该是图中显示的长期正向的影响。有些支持的观点认为即使是需求造成的短期波动，也会引起长期生产效率的变动，包括前文提到的对长期供给的影响。

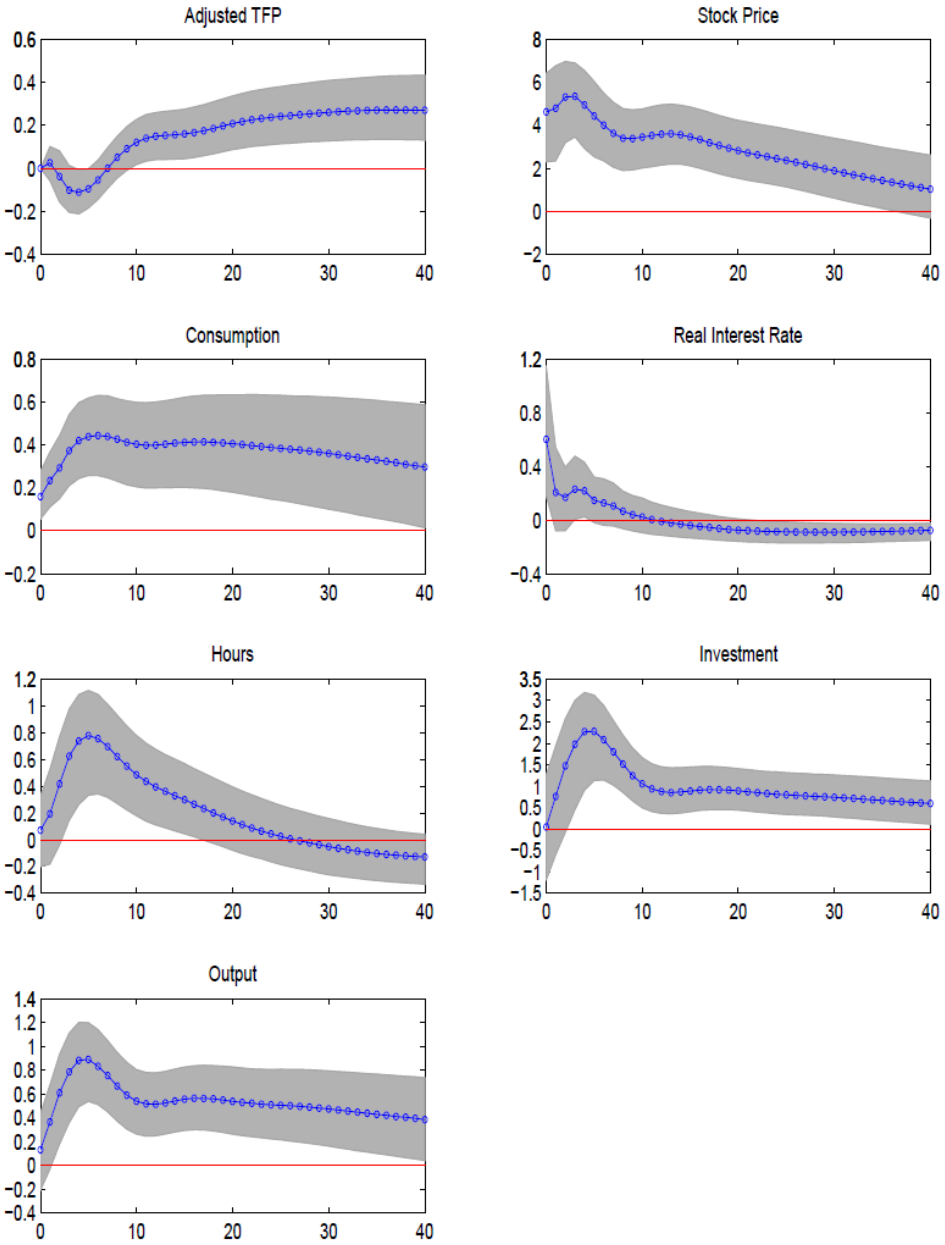


图 3：乐观情绪脉冲响应

研究结果的政策启示是，需求不足可能造成长期生产效率下降，引起资本回报率下降、利率下降。这很好解释了目前全球，包括中国

面临的情况，那么如何走出困境？在零利率市场上，尤其是发达国家，货币政策效果有限。比较有效的是积极的财政政策。但美国的许多财政政策是福利政策，效果不太好，因为有效的财政政策是应该是投资在基础建设和教育投资，鼓励私人投资，进行更有效的制度建设。

（二）对中国的启示是通过改革弥补经济短板

从 2013-2014 年开始的中国经济 L 型走势，经济的底部在哪里，一定程度受需求端因素的影响。低估中国经济增长潜力的政策制约经济增长，容易形成自洽的恶性循环，导致投资效率降低，创新速度下降，经济增长自然下降。货币政策和财政政策不鼓励市场达到比较高的潜在经济增长率，对整个投资过程造成较大的不确定性，会阻碍投资的热情。如果对经济的态度政策制定比较悲观，整个经济也会比较悲观。如果用论文中 GVC 模型更准确地衡量中国经济增长指标，去预测中国经济政策，意识到还是有较高的经济增长率，避免出现错误的政策，出现坏的均衡情况。中国经济尽管在过去二三十年有很大的发展，但短板很明显，比如很多地区的基础建设仍然很落后，尽管已经在基础设施上投入大量资金，不少地方的基础设施建设仍然不乐观。另外医疗和教育是中国很多地方，包括一线城市的短板。另外金融市场的改革和政策研究也有欠缺，中国以往很多政策都处于相对粗放的制定过程，包括政策研究缺乏数据。这些数据的投入其实非常大，发展起来也是刺激经济的动力，同时也保障未来政策正确性的方向，所以要在发展中解决问题。

（三）四万亿后遗症的中长期负面效果在于资源尤其是金融资源的错配

对中国经济增长阻碍作用的是四万亿的后遗症，四万亿最初有很多正面作用，例如帮助中国稳定经济，没有由于贸易崩溃造成大规模的失业。负面作用也非常明显，如房地产泡沫、通货膨胀、影子银行、

地方政府债务过高。以上问题讨论较多，但中长期效果的问题研究较少，实际上对经济影响更大。最近数据研究发现，四万亿后中国尽管经济增长较快，主要是投资拉动，但是整个生产效率实际在下降，与以前相比是明显的反转。中国在改革开放尤其是 90 年代以后到 2008 年经济危机以前，生产效率提高的速度很快，生产效率占整个经济增长的贡献比例在 40%左右，并且一直处于上升的过程。但是在金融危机四万亿以后，整个全要素生产率出现一个拐点，最近甚至出现向下走的趋势。这方面有很多研究，一种解释是受全球经济的影响，另一种解释更合理。整个经济中的资源，尤其是金融资源，在四万亿后向大型企业、国有企业倾斜。研究中国经济增长最有名的一篇宋峥文章认为，起初中国经济增长的主要动力是生产要素，特别是金融要素向更高效率的部门转移的过程，过程中释放出更高的经济增长率。四万亿后过程反向，必然会造成以往经济增长的动力的消失，中国如何去面对这样中长期问题，是比其他问题更艰巨，更重要的问题。

总结来看，从全球化产业链位置分析，中国潜在经济增长率仍有 7%左右，主要原因是尽管中国的人均 GDP 经过过去二三十年达到世界中等水平，但是如果把全球产业链位置作为衡量标准，相对来说中国处于比较低的位置，就造成中国经济增长潜力非常大。尽管潜在增长率大，但中国现在面临内部和外部的风险因素，阻碍中国经济增长并实现潜在增长水平。外部因素是全球生产效率的放缓，贸易保护主义，尤其是中美贸易摩擦会阻碍中国经济增长。内部因素是四万亿的后遗症，如何去纠正资源错配。除此以外，重要的是如何防止目前对经济悲观的态度对中国经济政策的指导，充分认识到中国的潜在经济速度。

三、问答环节

Q1：在您论文中关于人均 GDP 和全球产业链位置的图上，红色曲线代表中国，请解释一下其他国家信息。红色曲线以下的国家会不会是劳动密集型国家，又有哪些国家由全球低端产业链的位置实现了跳跃式的攀升？

A1：图中有 40-50 个可以得到所有数据的国家，其中包括中国等一些新兴市场国家，也包括一些发达国家。在整个过程中，因为研究周期相对较短，大概 20 年左右的时间，所以并没有出现全球产业链中明显跃升的国家。其实也不意外，整个历史中，从新兴市场国家到中等收入国家再跳到高等收入国家，根据世界银行的统计基本不超过十几个，而且绝大多数是比较小的经济体，主要集中在亚洲，包括台湾、香港、新加坡、韩国和日本。另外这个图比较特殊的最上面几个点，意外的是相对于其人均 GDP，这个国家在全球产业链中的位置相对来说非常高，后来发现这个国家是韩国。韩国整体经济总量比较小，经济结构也比较简单，主要是电子产品和汽车产品，这一部分雇佣了很多高技术劳动力，所以造成了目前这种情况。即使把这些比较特殊的经济体剔除掉，模型对中国预测的结果基本是不变的，比较稳定。

Q2：关于数据的问题，使用的投入产出表的数据比较滞后，这两年从其他的数据上有没有看出中国在全球产业链上的位置发生了明显的变化？

A2：目前投入产出表中的数据是到 2010 年左右，这个数据库是由世界银行及其他研究者、经济学家合作的项目。他们承诺是去年 12 月份更新数据，可能要更新到 2015、2016 年以后，后续会跟进。但是我们也做过一个类似的模拟，比如这些代表中国的红点，线性关系非常好，所以可以根据历史数据估算未来 5 年中国在全球产业链中的位置。我们做了这样的估算，基本上结论一致，就是 7%的潜在经

济增长率，没有很大的变化。相反，如果新公布的数据里，中国产业链发生了较大的调整，反而让人诧异，因为产业链的提升相对来说比较缓慢。前面提到 Heiwai Tang 的 AER 论文使用其他指标来衡量全球产业链位置，具体用本国投入品占全部产出的比重，按照这种标准衡量，全球产业链的变化也是比较缓慢的。所以，我不觉得几年内会出现特别大的调整。

Q3：中国在全球产业链中哪些行业哪些领域比较突出？继续挖掘数据的话，可以从哪些方面入手？

A3：这是我和复旦大学两位教授下一步打算进行的研究。目前的数据是整个经济全部的数据，包括所有的各个部门。但是我们认为，像中国的制造业进出口较多，在全球产业链的进步速度是比较快的。现在我们在研究制造业下面更细分的一些行业，观察有没有在全球产业链中进步速度更快的子行业，这些进步速度是不是造成相关部门的经济增长速度更快，对整个中国经济增速的贡献是多少。这个问题非常有价值，也正是我们接下来要做的研究。

第 125 辑

(2018.1.16)

2018 年全球经济展望之三：全球汇率展望

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

叶翔先生，汇信资本有限公司董事总经理，为公司提供有关中国、美国及全球的经济分析，并制定公司的投资策略、投资决定和业务发展，目前还为《财新周利》与财新网专栏作家。叶翔先生曾先后担任中国人民银行高级经济师、香港金管局高级分析主任、中银国际执行董事和香港证券及期货事务监察委员会中国事务总监。

今天演讲的主题是 2018 年全球经济展望之全球汇率展望，共包括以下两方面主要内容：（1）美元汇率的三个周期和驱动因素；（2）美元汇率大周期下的短期波动。

一、美元汇率的三个周期和驱动因素

从八十年代初期开始，美元变化的趋势基本可以分为三个周期。第一个周期为 1980 年至 1995 年。在此期间，十年期利率自 1981 年的 18%左右一路下行，利率没有较大的波动，且没有明显的自上而下的周期性变化。汇率则不同，八十年代初美元指数略高于 80，1985 年则为 160，上涨接近 100%；1985 年后又开始下行，1995 年跌至低

点，在 80 左右。1980-1985 年上升，1985-1995 年下降，完成了一个周期。第二个周期为 1995 年至 2010 年，美元指数在 1995-2000 年保持上升，2000 年达到 120，此后开始下跌，直至 2010 年前后跌至 73-74 左右。第三个周期为 2011 年至今。

究其原因，美元周期与利率的关系并不明显。三个周期中，一半的时间美元走势与利率呈负相关关系，即利率上升，汇率下降。因此 2017 年初，市场有声音称美元上行是因为利率上升，尽管有一定的相关性存在，但并没有这么强。从整体趋势看，美国利率一路下行，但美元汇率却存在三个周期。背后的原因在于美元走势和美国经济与世界经济相对变动的关联性更强。自八十年代起，有三个确定的结构性格局：（1）美国是世界上最大的经济体，美国经济的变动会拉动世界经济的变动，且世界经济滞后于美国；（2）美元是全球最主要的支付和结算货币；（3）美国自八十年代起基本进入了经常项下持续的逆差，除了 1991 年出现过顺差，其余时间均为逆差，美国并没有太多外汇储备，过去十年内外汇储备在 1200-1400 亿美元，储备变动与逆差额相比很小，可以忽略不计。这三个特点决定了汇率周期性变化的特点。

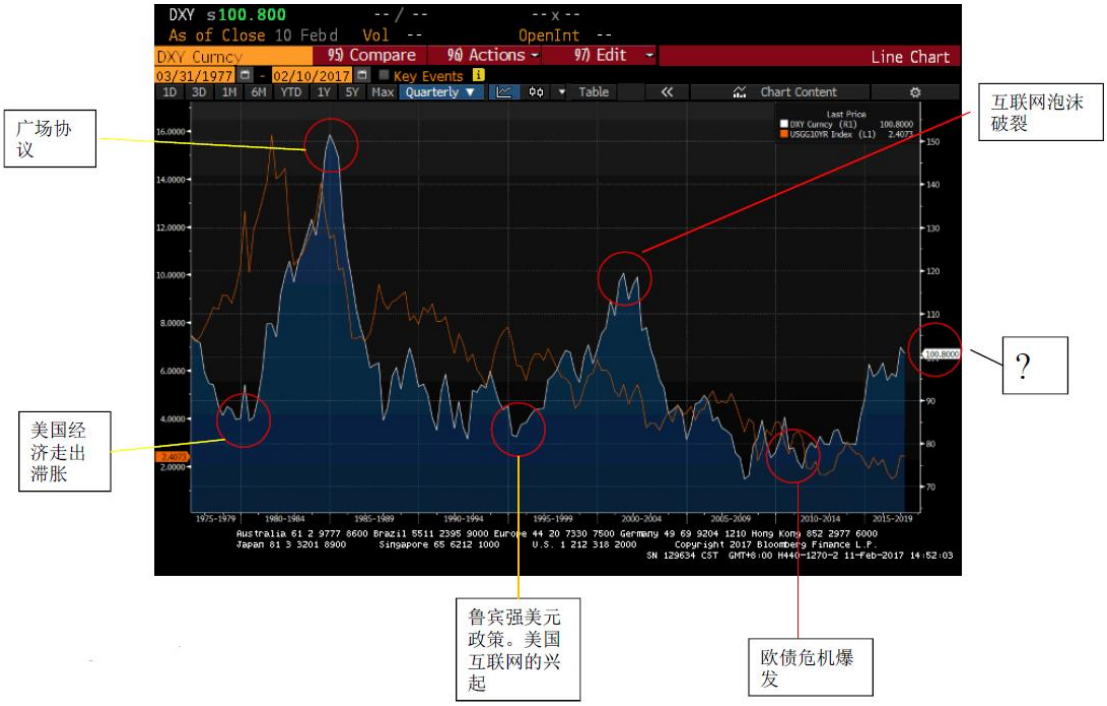


图 1：美元周期与利率周期

（一）第一周期：1980 年至 1995 年

第一个周期从八十年代初开始，美元走强与美国经济走出滞涨相关。七十年代，美国经历了十几年的滞涨周期，一直到 1983 年才走出滞涨。有人认为原因在于 1980 年里根减税，但在逻辑上行不通，因为 1981 年里根减税，导致了美国 1982 年的经济衰退，进而使得里根在 1983 年回缩这一政策。1983 年至 1986 年，美国经济增长，平均每年增长近 6%，一度达到 7%。经济增长导致企业盈利，投资机会增加，吸引大量资金流向美国；同时，世界经济经济增长为 3%，除美国外其他国家经济增长水平在 2%多，远低于美国的 6%，也导致了资金的流入。投资机会带来了资金大量流入，导致美元走强。

1985 年，广场协议出现，此时美元指数已经从 80 上涨至 160，上升接近 100%，美元的高位加上全球共同对美元的干预（广场协议），美元开始下行。自 1986 年起，里根开始第二次税改（tax reform act），美国经济增长放缓，1986 年至 1995 年，美国经济增长速度平均水平不及 3%，而同期 1987 年-1989 年世界经济增速超过 4%，增长速度

提高，美元外流。从美国国际收支及国际贸易状况看，1980 年美国贸易逆差 196 亿美元，1985 年逆差达到 1177 亿美元，即五年之间美国贸易逆差增长了 5 到 6 倍，这也是广场协议的背景。美国贸易逆差快速增长，美国经济放缓，这是美元汇率下行的原因。经济放缓一直持续到 1993-1994 年。1993 年，里根任期结束，布什上台。

（二）第二周期：1996 年至 2010 年

1995 年 1 月，财政部长鲁宾上任，宣布强美元政策。此时美元处于二战以来的低点，约为 80.6。1985-2000 年，美元指数快速增长，从 80.6 上升至 120，上升 50%。第一次美元周期中，增长 100%，第二次周期美元升值幅度仅有 50%。本次周期中推动美元快速增长的因素，一方面在于美元指数本身处于底部，另一方面在于互联网经济的推动带来美国经济的快速增长。1990-1995 年增速为 2.5%，1996-1999 年增速超过 4.5%。但同时，由于上一个周期美国经济增速平均为 6%，世界平均增速为 3%，而本次周期中美国为 4.5%，世界平均水平为 3%，经济增速低于第一周期，因此美元增长的幅度也低于第一周期。

2000 年，本次周期中美元的升值结束，原因是美国的互联网经济泡沫破裂，加之此时美元指数处于高位。前期，其他国家受互联网经济影响较小，因此 2000 年开始，美国经济增长弱于其他经济体。2001 年美国经济增速仅为 0.21%，这是互联网泡沫带来的，此后几年，直至 2008 年金融危机爆发，美国经济增速维持在 2%-3%；2001 年，世界经济增速为 2%；2003-2007 年平均在 4%以上。由于世界经济增速的平均中已包括美国，因此其他经济体的增速更要高于平均水平。

在前两个周期中，影响美元汇率波动周期是美国经济增长速度与其他经济体的经济增长速度相对强弱的变动有关，也与美元本身处于高点或低点有关。拐点往往与政策因素有关，如 1985 年和 1995 年，但也有趋势的配合。经济趋势是决定美元趋势的最主要原因。

（三）第三周期：2011 年至今

第三波美元升值周期是从 2011 年开始，当时美元指数为 73.6，低于之前两个周期的水平。自 2012 年起，美国经济开始复苏，是 2008 年金融危机后率先复苏的经济体，尽管只是弱复苏。2011 年欧债危机爆发，市场对欧洲信心不足，出于避险的考虑，许多资金流入美国，导致美元升值，美元指数从 2011 年的 73.6 增长至 2017 年 1 月的 103.8，增长 40%左右。美元复苏两三年后，其他经济体开始复苏，世界经济平均增速上升，美元走弱。

综上，决定美元汇率趋势的因素在于：（1）美国经济相对于其他经济的增长速度，这是决定美元汇率走势的关键因素；（2）美元汇率所处位置，若处于低位，接下来走强的可能性更大；（3）美国政府的政策导向。

因此，自 2017 年起，第三个美元周期中的升值周期已经结束，103.8 是第三轮升值的顶点，此后美元应当进入贬值周期。根据前文的分析框架，最重要的原因是世界经济的复苏。2017 年 1 月至今，其他经济体的复苏已经确定，欧元区上半年增速为 2.1%，日本第二、三季度增长率为 2.5%，是近年来少见的水平，再考虑到其他国家，如中国，美国经济相对增长放慢，美元进入贬值周期。

二、美元汇率大周期下的短期波动

确定美元自 2017 年 1 月出现拐点后进入贬值周期，短期内影响美元汇率的最重要因素为美国贸易赤字。美元是全球最重要的贸易结算支付工具，因此在全球经济出现波动时，出于避险的考虑，资金流入美国；全球经济稳定后，避险的需求下降，风险偏好提高，资金的流动则会偏向投资收益率更高的地区，即往往向其他国家流动。

其他因素，政策方面，美联储加息，可能会加息 3-4 次；美国经

济增速会高于预期，达到 2.5%左右。但这些因素是否会影响美元汇率，即是否会推动美元上升？当全球经济稳定，避险不再是主要考虑的因素时，国际贸易赤字和国际收支平衡成为决定汇率的主要因素。过去的一周内，美元出现两次下跌，分别出现在：美国公布 2017 年 11 月贸易赤字超过 5000 亿，美元指数在 92-93 的区间内徘徊很久处，出现了快速的下跌；第二次则是欧洲、日本可能退出 QE，导致美元快速跌破 91，接近 90。

美国经济的结构特点在于，第二个周期中，2005 年利率开始上行。2007 年时利率最高达到达到 5.5%，此时美元快速下跌。另一方面，美国经济走强，而消费对美国经济的贡献超过 70%，因此美国消费走强，在目前的经济结构下，会带来美国贸易赤字扩大。由于美国外汇储备较少（1200 亿左右，与贸易规模相比可以忽略不计），这意味着美国在贸易项下的赤字需要通过资本项下的顺差弥补，否则会带来国际收支的不平衡。2016 年，美国经常项下逆差为 4690 亿，2017 年预计为 5000 亿，因此 2017 年美国需要 5000 亿资本项下的流入才能达到平衡。因此，美国经济增长越快，贸易赤字规模越大，需要流入美国的资金越多，美元需求越大，美元汇率下降速度提高。当市场预计美元下跌，利率需要上行才能吸引资金，因此会出现美国经济快速复苏，美元加速贬值，利率加速上升的现象。另外 2018 年欧洲和日本都会退出 QE，在市场情绪方面对美国不利。

三、问答环节

Q1：欧元、日元以及人民币汇率走势如何？

A1：汇率本身就是货币价格的相对关系，因此美元下跌，欧元、日元应当走强，人民币同理。除非央行对人民币的快速升值进行干预，汇率为 6.3 的概率较高。若美元指数 2018 年内跌破 85，欧元指数会

上升超过 120，日元则到 100 左右。

Q2：看弱美元的重要前提是全球经济的避险因素消失，何种情况下避险情绪会重新开启？

A2：一部分在于难以预测的事件，如朝鲜问题、中东问题等政治事件。抛开政治因素不谈，今年难以看到避险的需要。全球经济复苏确定的时间为 2016 年下半年，当时欧元区经济增速为 1.9%，美国为 1.6%，已经超过美国。2016 年，全球经济开始复苏，当时美元指数约在 100 左右。特朗普上台后，期望很高，美元指数在 2017 年冲击超过 103.8。2017 年，全球经济复苏更加明显，尤其是下半年。因此 2018 年一开市，港股、全球股市一路上行。若全球经济难以从 2008 年的金融危机中恢复，至少 2018 年还是经济增长可持续的一年。

Q3：基于全球货币政策的不同步性，目前有些观点认为，欧洲和日本退出 QE 会是决定美国和全球货币走势的重要逻辑，欧洲和日本退出 QE 的具体情况将是如何？

A3：全球货币政策的不同步性与经济复苏的不同步有关。2008 年金融危机后，美国从 2012 年开始复苏，房地产市场于 2012 年第二季度开始。全球经济复苏最重要的标志是房地产的率先复苏，尽管成交量并未达到 2007 年的高峰。而欧洲 2012 年还处于欧债危机，2016 年才出现欧元区明显的复苏。目前欧洲央行还未决定是否完全退出 QE，说明对于欧洲经济复苏的可持续性仍然保持怀疑，需要 继续观察。若复苏持续，欧洲会退出 QE。对于日本，若通货膨胀（PPI）不上涨，则日本可能也不会退出 QE。但欧洲和日本即使不完全退出 QE，也不会扩大，即不会进一步买入 QE。市场复苏造成美元走弱，本国货币走强。推动日元贬值的因素，只要有一个因素反向，日元就有反向变动的可能。

Q4：若欧洲和日本货币政策收紧，是否会加速美元下跌？

A4：是的。若不再收紧，即退出 QE，则仍然回到基本面的逻辑。货币政策属于政策干扰项，若不考虑政策干扰项，回归基本面，最主要的决定因素是美国的贸易赤字。若贸易扩大，历史上美国贸易赤字最大出现在 2006 年，接近 8000 亿美元的经常项赤字，这一阶段内，美元大幅度贬值；2017 年，赤字约为 5000 亿。2018 年，若美国经济上行，则贸易赤字扩大，美元贬值。去年美元贬值超过 10%，超出预料，今年指数为 85 的概率较高。

Q5：目前一系列推论的假设前提均为美国经济向好对应贸易赤字的扩大。本轮美国特朗普政府强调制造业回国、缩减贸易赤字，相关政策对于美国贸易赤字的改善是否有帮助？

A5：奥巴马政府也曾强调制造业回流，但并未见成效。2017 年 11 月，美国非石油贸易赤字创历史新高，全部贸易赤字为 500 亿美元，其中石油贸易赤字约为 50 亿，美国石油贸易赤字最高时在 400 多亿，因此特朗普的一系列政策对于贸易赤字的作用主要在于石油方面。若效果难以在今年出现，明年美国可能变成石油净出口国。因此美国的石油方面可能会缩小贸易赤字的幅度。但在非石油贸易方面，根据经济学家预测，以及通过在企业的实地调研发现，即使很多制造业流出中国，也并没有流回美国，而是流入越南等地。个别的，如玻璃，回流美国，这也仅为特例，难以看到大面积的回流。过去几年，中国制造业效益提高很快，尤其是机械替代人方面进步很大。因此在非石油贸易方面难有很大的改善。

Q6：资本项方面，特朗普减税、推动企业将利润汇回，资金的流入会否造成美元短期、阶段性走强？

A6：减税使得企业回流美国的利润，目前还难以具体测算，但即使如此，2018 年美国贸易赤字依然可能在 5000 亿美元以上。过去几年，美国一直是资本项顺差，资本流入的市场，一个是股市，另外

则是债市，固定收入的市场。资金在海外，原本是避税天堂，国内虽然减税，但若缺乏相应的处罚措施，难以将配置好的资金回流。因此尽管会有部分的资金回流出现，难以期待大规模回流。

第 126 辑

(2018.3.12)

2018 年全球经济展望之四：港股投资策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

应玉明先生，华鹰基金发起人，资深基金经理。应玉明先生为中国香港资深基金经理，拥有逾二十多年资产管理及中国相关直接投资经验。他 1994 年毕业于英国 Strathclyde 大学，获得工商管理博士学位（投资学方向）。应博士曾先后出任香港光大资产管理有限公司董事总经理和香港建银国际资产管理有限公司（中国建设银行全资附属公司）董事副总经理等职。应博士 2006 年底自己创业，发起成立华鹰基金，并出任基金经理。10 多年来，华鹰基金建立了良好的业绩，平均每年跑赢市场 7%左右，并曾获得“大中华区最佳对冲基金奖”。

今天演讲的主题是 2018 年全球经济展望之港股投资策略，共包括以下四方面主要内容：（1）2018 年港股投资策略总结：长仓港股、沽空美指；（2）盈利和概念泡沫叠加，2018 年美股泡沫爆破；（3）美股爆破、港股遭殃；（4）2018 年港股上半场策略。

一、2018 年港股投资策略总结：长仓港股、沽空美指

基本观点　　应对策略

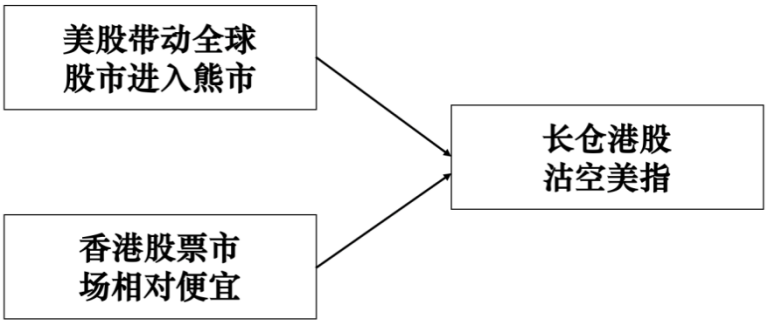


图 1：2018 年港股投资策略总结

关于 2018 年股票市场展望，我的观点是，美股可能带动全球股市进入熊市，即下跌 30%左右。目前，香港股票价格并不高，但历史经验证明，每当美股下跌达到 30%，港股跌幅通常超过美股。例如在过去的两次股市暴跌，即 2008 年金融海啸和 2000 年科技股泡沫，均出现了这种情况。美股如果下跌显著，港股一般难以避险，即使目前港股价格不高，市场也会看空港股。实际上，2018 年 2 月份已经预演了类似的情况，美股在短短几天下跌十几个百分点，港股、甚至 A 股，跌幅均超过美股。

基于上述观点，2018 年港股投资的应对策略为：长仓港股以对冲美股下跌风险；沽空美股，在美股显著下跌时降低风险。

二、盈利和概念泡沫叠加，2018 年美股泡沫爆破

（一）美股泡沫特征：盈利和概念泡沫的叠加

本次美股泡沫与前两次有所差别。2007 年美股泡沫，称之为盈利形成的泡沫。彼时美股市盈率并不高，仅为 17 倍左右；PTE（price to tangible equity，价格/有形净资产）为 6.5，即有形净资产可以卖到其价值的 6.5 倍。

一个经济体的基本成本包括三部分：人，即人工成本；财，即借贷利息；物，即石油、钢铁等最基本的输入经济体的原材料价格。2008

年金融海啸后的十年，美国人、财、物三个方面，均处于被压抑的状态。人工成本在过去十年被压抑了 10%左右；资金成本则处于 100 年以来最低的状态，因此美国公司会大量借入资金；原材料价格也处于低位，过去十年内，美国石油、钢材价格走低。进入 2018 年，三类成本的价格均开始、甚至正在逆转：目前许多美国上市公司提出增加人工开支；2018 年资金成本会增加 1%左右；原材料成本方面，特朗普开征钢铁关税，将推动原材料价格上升。过去十年，在人、财、物均被压抑的状态下，出现了盈利成倍，但其实并不正常的增长。

人工和资金成本恢复正常，对于盈利的影响是巨大无比的，可能十倍于美国减税的影响。即以美国标准普尔指数（S&P 500 Index）的五百家公司为例，一年的盈利加总为一万亿美元，减税 5%带来五百亿的利润，但人工和资金成本的增长会带来五千亿的损失。因此，过去十年盈利被不正常地压抑，美股盈利泡沫明显。

2000 年的泡沫则为互联网概念泡沫。泡沫破裂后，市场跌幅 50%。2018 年美股概念泡沫也较明显。例如，道琼斯指数中最大的成分股为波音公司，价格从 2008 年的 50 美元，上升至 350 美元，价格达到原来的 7 倍；市盈率则从不及 10 倍，涨至 23 倍，即为概念泡沫。市盈率的上升是概念带动的，因为前述盈利泡沫并不会带动市盈率的上升。亚马逊的股票价格从 2008 年的 35 美元升至 1350 美元，目前市盈率为 233 倍，PTE 为 26 倍。历史证明，概念泡沫终将破灭，这次也不会例外。本次美股泡沫，实际上是盈利泡沫叠加概念泡沫，即 2007 年的泡沫叠加 2000 年的泡沫。

（二）美股盈利不正常增长的泡沫

1. 人工成本

图 2 展示了 1945 年以来美国十年平均个人收入增长率（如图 2 中粉色实线所示），目前为 3.8%，过去基本维持在 6%-7%的水平，

如 1945 年十年平均增长率超过 10%;此后虽有下跌,但未跌破 5.5%;70 年代再次突破 10%;2000 年则为 6%。目前为 3.8%,比上一个十年,平均每年的增长率减少了超过 1%。经过十年的压抑,美国企业人工成本增长速度减少超过 10%。

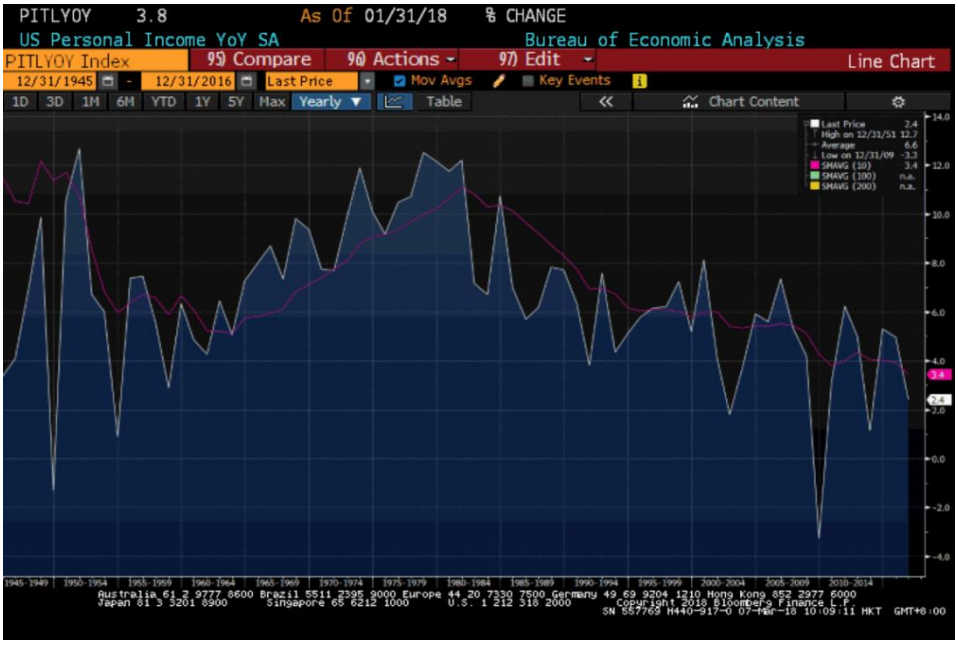


图 2:10 年平均人工成本增长率 70 年最低

若同时考虑 CPI 的影响,过去十年 CPI 水平较低,相比于前十年水平,降低了接近 1%(如图 3 中粉色实线所示)。扣除 CPI 因素后,过去十年平均实际工资增速同样每年减少一个百分点左右,即过去十年人工成本被压抑 10%左右。

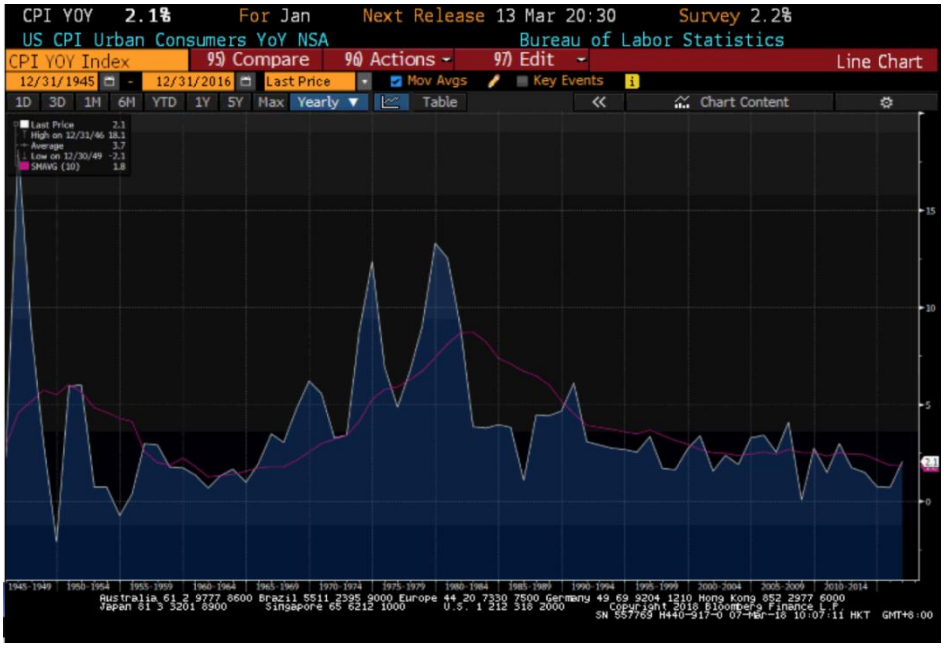


图 3：扣除 CPI 后人工成本实际增长 1.7%（历史 3%）

对于企业盈利的影响，根据推算，2017 年标普 500 指数的 500 家公司，人工开支一共为 5 万亿美元左右。按照美国 20 万亿 GDP 中，人工收入为 16 万亿美元，但由于 GDP 中抵消了企业与企业之间的交叉销售，因此将 GDP 换算为美国企业的总销售，约为 20-30 万亿，以 30 万亿计算，其中 16 万亿为人工成本，即人工成本占比为 40%-50%，美国企业最大的成本就是人工成本。则 2017 年标普 500 家企业，总收入 10 万亿美元，人工开支大概为 4-5 万亿美元。按照 10%的净利润率估算，若人工成本报复性增长 10%，原本 1 万亿美元的净利润会减少一半。减税可以为标普 500 家企业节省 500 亿美元，但人工成本一个点的增长便可以抵消掉这 500 亿美元的，若人工成本报复性增长 10%，对利润的影响则将是 10 倍于减税的效果。因此，当前美国部分理性的投资人，发现美国上市公司均在增加人工成本，已经开始担忧。

美国人工成本增长的概率，取决于美国失业率的变化。目前美国失业率为 4.1%，是自七十年代以来的最低水平。而从历史经验看，每次失业率达到低点，接下来的一年往往伴随着失业率的报复性增长，

从目前水平至少上升几个点。失业率反弹，大量工人失业，形成经济波动。目前人才紧缺，加之特朗普提出限制海外人才输入，在国内创造就业机会，目前的职位已经造成失业率的最低水平，若继续创造职位，则会加速人工成本增长。因此，种种因素显示，美国的低失业率很快就会带来工资的高速增长。

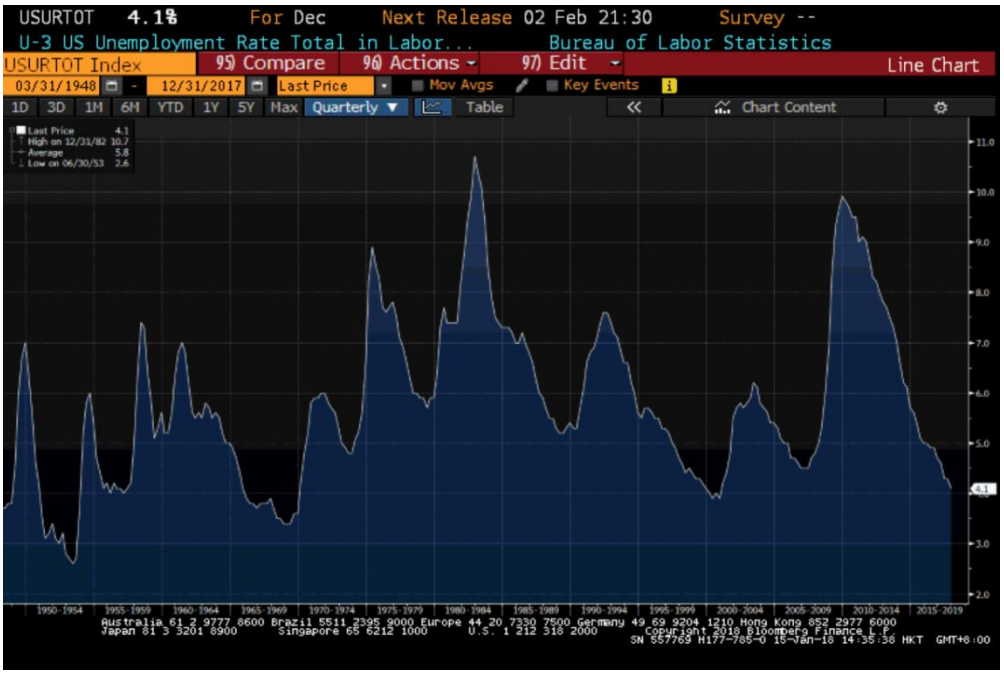


图 4：美国失业率变化

2. 融资成本

美国标普 500 家企业刨除经营性负债后总负债为 10 万亿美元，而总利润为 1 万亿美元，若 2018 年利息增长 1%，对应成本提高 1000 亿美元，相当于消耗掉 10%的利润。接下来的两、三年内，若利息进一步提高 2%-3%，相当于消耗掉 20%-30%的利润。

企业借债利息上升空间有多大？目前美国 10 年期国债利率为 3%，处于五十年以来最低的位置，而如六十年代的高位时期，10 年期国债收益率达到 16%。因此利息的上升空间是未知的，一旦形成恶性循环，未来十年内，10 年期国债收益率提高 3-5 个百分点的可能性很大，则将减少企业一半的利润。极端情况下，如果将人工成本和利

息的报复性增长相加，不考虑原材料成本的上升，已经可以消耗掉美国企业目前所有利润。

美国当前许多上市公司，有很大规模短期投资是投资于美国股票市场的，粗略估算，标普500家企业的短期投资总额约有5万亿美元。若在股票市场获利10%，一年则有5000亿美元利润，相当于美国企业利润中约有一半与短期投资相关。

3. 生产要素成本加速上升机会有多大？

美国加息基本已成定局，必然给美国企业，如标普500家企业增加约1000亿美元债务利息成本。失业率目前为4.1%的低位，而在金融海啸时为10%，人工成本上升也基本上是确定的。加之特朗普的一系列政策，如贸易战将加速美国企业原材料成本上升，“美国优先”创造职位则将加速人工成本上升，人工成本和原材料成本上升则会加速通货膨胀，并形成恶性循环。因此，美国在未来的一两年内，人、财、物生产三要素成本上升的机会非常大。

要素成本上升的程度，在比较极端的情况下会消耗掉标普500家企业的全部利润，即一万亿美元的利润全部被生产三要素成本的上升所抵消。如果市场预期到这种情况在未来一两年内会发生，资本市场的观念可能发生逆转。2018年2月份股市下跌在一定程度上就体现了市场的担心。

政治环境方面，美国特朗普执政，欧洲政局尚不明朗，北朝鲜先前局势紧张，目前虽有好转，但仍无法确定进一步的发展。去年年底，前英国央行行长总结全球风险，提到目前风险已经多到难以忽略且风险巨大，但资本市场似乎还在忽略这些风险。基本因素叠加政治环境，可知2018年美国泡沫破灭的概率很高。

三、美股爆破、港股遭殃

过去几十年内，恒生指数的平均市盈率约为 13-14 倍（如图 5 中绿色轴线表示），美股市盈率稍高，平均约为 15 倍左右。由于港股风险溢价要求高，合理的平均市盈率约为 13-14 倍，上周市盈率在 13.3 倍左右，实际上刚好处于合理水平。从股票价格看，股票市场在从 2006 年底至今的 11 年内，恒生指数仅上涨了 40%-50%，平均每年上涨 3%，港股 10 年内升幅不大，目前市盈率也不高。市净率（如图 5 中粉色轴线所示）目前为 1.4 倍，与历史平均水平的 1.5-1.6 倍相比，市净率仍然偏低。从基本因素分析，目前港股市盈率和市净率均处于较为合理的水平。

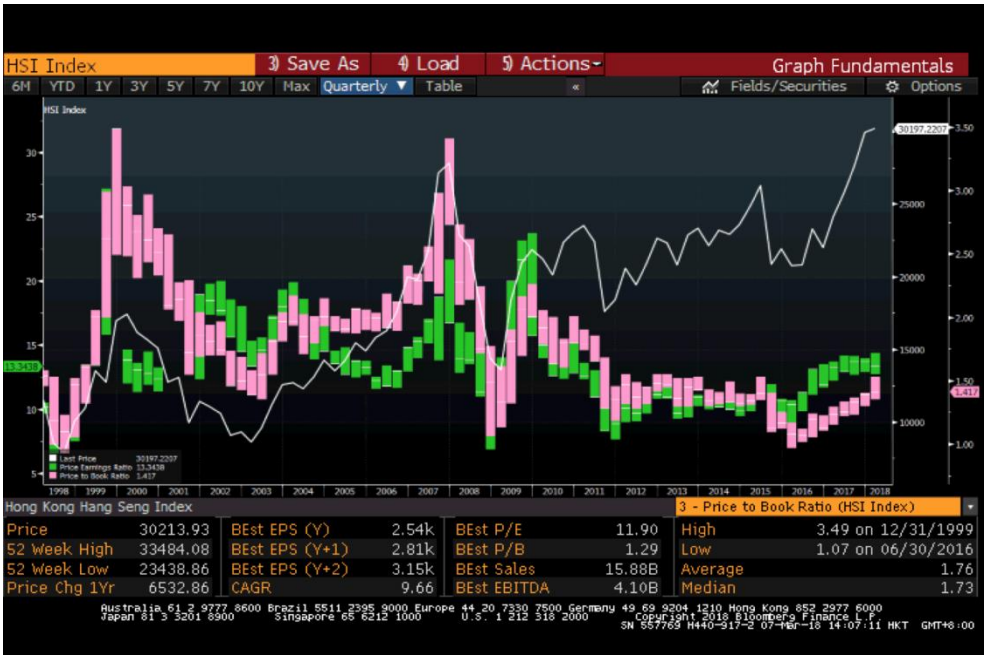


图 5：港股实际并不贵（PE13 PB1.3）

历次美股大跌（跌幅超过 30%），港股跌幅均超过美股。尽管港股并不昂贵，但历史上曾出现，美股下跌将带动港股随之大跌，过去两次金融海啸皆是如此。2008 年金融危机，标普 500 指数从 1565 点跌至最低位 678 点，跌幅 56%，恒生指数从 31800 点跌至 11000 点左右，跌幅为 65%，跌幅超过美股跌幅 10 个百分点。2000 年互联网泡沫时，美国标普 500 指数从 1553 点跌至 945 点，跌幅为 39%，恒生

指数从 18350 点跌至 8894 点，跌幅 52%。两次美股显著下跌（即跌幅超过 30%），港股跌幅均比美股高约 10 个百分点。

因此，若此次美股与预期一致，跌幅超过 30%，港股可能下跌 40%左右。但也存在港股跌幅超过美股的部分小于 10%的可能，因为目前港股和美股的价格水平不同，美股价格奇高，而港股价格合理，若投资者理性，出现的理想情况为美股下跌 30%，港股也下跌 30%。但从 2 月份下跌情况来看，港股流通性好，美股下跌时，市场会抛售港股。因此情况难以确定，可能与历史情况一样，港股跌幅超过美股。因此这种情况下，较为理性的策略便是用美股对冲港股。

四、2018 年港股上半场策略

（一）长仓港股：金融股、石油股、优质中小型股

历史经验下，泡沫破灭时，下跌最剧烈的股票，往往是泡沫时涨幅最好的股票。目前，美国、香港当红的股票均是高科技概念股。去年港股上升，存在一个奇怪的现象是传统股票上涨并不剧烈。因此，长仓港股建议投资大蓝筹，配置去年上升不剧烈的股票，如金融股，尤其是银行股。原因在于，去年股市热炒高科技概念，但中国经济与美国经济结构的主要区别在于，美国人资产中存款占比很少，因此从存款中赚取的利润并不高，但中国资产结构中有 150 万亿人民币的总存款，若收益 2%，则为 3 万亿人民币的利润。2017 年中国企业总利润为 6 万亿人民币，其中一半以上利润与金融相关，即与存款相关。利润集中在金融业的原因，部分是由于银行的垄断造成，而另一部分被忽略的原因，就是中国的资产结构与西方的区别，中国资产结构中，固定资产可能还未达到 150 万亿人民币，但存款达到了，因此金融行业利润占据企业利润的一半是合理的。由于中国企业的利润，一半来自金融业，因此银行投资比较稳健，下跌时跌幅也不会那么剧烈，且

银行利润占金融业一半左右，另一半为保险和其他公司。因此，建议一部分配置金融股，特别是银行股。

石油永远不过时，建议配置石油股。如芒格（Charlie Thomas Munger）所言，石油永不过时。石油将越来越少，此前石油价格偏低，但随着石油的稀缺，价格重回 60 美元以上，这对石油企业而言是较好的价格，因此 2017 年石油企业中部分企业利润较好，2018 年上半年石油价格进一步上涨，2018 年利润可能更为乐观，建议 2018 年上半年考虑配置大型石油股。

建议配置优质中小型股票。2017 年，无论是内地还是香港股市，中小型股票显著下跌，概念股炒高，资金从中小型股票中抽出，集中到概念股上。2017 年 A 股中小型股票跌幅较大，而这是合理的，因为 A 股中小型股票是港股同类中小型股票价格的 3-5 倍，下跌是正常的价格回归。但 A 股中小型股票下跌，连带了港股很多中小型股票下跌，这是不合理的。目前香港的中小型股票是全球范围内价格较低的，例如某些企业现金有 10 亿，市场价格可能仅有 5 亿，这显然是不合理的。因此若美股下跌 30%，买进中小型股票，其跌幅应当小于概念股。

（二）沽空美国股指期货来对冲

用美股平均数，如标普 500 指数，覆盖面较大，沽空标普股指期货。用股指期货对冲，因为标普对于美股低下跌具有代表性。

对于 2018 年上半场策略进行总结，长仓港股，部分蓝筹股，部分中小型股票；短仓标普 500 股指期货。

（三）乱世出机会

短仓方面，2008 年金融危机时，我们自 2007 年开始认为股票价格过高，因此从 2008 年开始采取这一策略，股市显著下跌，就逐步平掉短仓，但 2008 年平仓时，不能确定何时为底，当时认为 8、9 月

份即为底，便平掉短仓，但在 10 月份亏损了 20%，因此最大的难点在于确定底在哪里。因此，我们 2018 年的策略是，逐步平仓，在差不多为底部时，平掉一半，再次下跌时，再平仓。

长仓方面，根据 2009 年的经验，股票乱跌后，会有股票价格很低。2009 年大势反弹时，首先反弹蓝筹股。因此在显著下跌过程中，首先建仓蓝筹股，此时买中小型股票也是买不到的。2008 年低位时，我们买入的大部分是蓝筹股，2009 年反弹过程中，卖掉蓝筹股；2009 年初开始寻找中小型股票，例如当时我们发掘出舜宇光学（2382），这支股票从 2007 年开始跟踪，在 2009 年 3、4 月，平均每股 0.5 元时，买入了两三千万，舜宇光学在过去 8 年间，上涨了 260 倍。尽管我们自己并没有赚到全部收益，但整体收益仍然可观。例如 2000 年金融海啸后，我们发掘了恒安（1044），暴跌后以 1.5-2 元买入，接下来的 10 年内，股价上升了几十倍。若 2018 年泡沫，市场乱跌，可以勇敢买入价格较低的股票，部分股票很可能会有几十倍的升幅。

总结一下，2018 年港股投资策略就是，长仓港股，用美股股指期货（标普 500 指数或道琼斯指数）进行对冲，甚至可以沽空美国股票，以避开 2018 年预期到来的美股带动的金融海啸。

当然，还有市场人士认为，泡沫的破灭可能来自债券。目前在香港，许多内地机构用高杠杆购买结构性产品，利息成本甚至已经几乎接近债券收益。如果这个泡沫爆破，也将成为巨大的风险。

五、问答环节

Q1：若 2018 年出现美股大幅调整，A 股怎么表现？

A1：一般认知上讲，A 股与美股相关性较差，如果美股下跌，A 股跌幅不会如港股一般剧烈。但 2 月份的下跌较为奇怪，美股下跌，A 股跌幅超过港股，这可能与目前 A 股中有相当一部分是国际投资

人有关。

Q2：港币的走势是否有可能成为影响港股下一步走势的因素？

A2：历史上曾经出现过索罗斯冲击港币。但是香港外汇储备较大，若炒家发动冲击，单单攻击港币，港币能够守住；但若人民币发生危机，港币则可能失守。例如国内金融体系受到冲击，人民币兑美元汇率显著下跌，港币可能成为“最后的战场”。因为内地，中国政府可以控制，若人民币降低，则收紧外汇，人民币可控，此时国际炒家可能会转移到港币。即先冲击人民币，继而引发对港币的冲击。若这一冲击发生，港币处境危险。香港资金流动快，很大一部分是国际投资人投资港币。若投资者将持有的港股卖出 20-30%，港币兑换为美金，港币的压力增大。最终结果取决于中国政府是否施以援手。若中国政府拿出一万亿美元，加上香港本身几千亿美元的外汇储备，则投资者很难冲击港币；若中国政府没有行动，国际投资人将香港股票卖出兑换美金，则存在风险。目前港币跌至低位，短期内风险不大，难以冲击。但如果对港币冲击持续，股票市场随之下跌，结果则难以确定。

Q3：美国利息上升对金融企业盈利具有正向贡献，人工成本上升对企业利润也有部分正向贡献，二者能否部分抵消人工和利息报复性上升对企业盈利的侵蚀？

A3：存在这种情况。人工成本上升，理论上人工成本上升 1%，标普指数 500 家企业利润减少一千亿美元。但人工上升后，企业产品的销售价格也会相应上升，进而抵消一部分人工成本的上升。过去十年，人工成本上升较慢，成本的减少贡献盈利，销售价格的增加幅度也不如从前。因此理论上，人工成本的上升部分会被销售价格上升所抵消，但效果是滞后的，即人工成本上升，可能需要半年，甚至一年，才会带来企业销售价格的上升。长远来讲，人工成本上升一定会带来

销售价格上升。但这里存在一个循环，即企业销售价格上升，PPI 提高，进而 CPI 上升，带动人工成本上升更快，形成循环，最后通货膨胀水平超过 10%，经济不稳定。另一方面，美国金融行业占比低于中国，中国金融企业在指数中占半数，但美国，道琼斯指数前五家企业中，没有金融企业。美国资产结构中，存款较少，从存款里赚取利润少，因此利息上升对美国企业整体盈利的正向贡献应当比较小。

Q4：请问对美股泡沫破灭具体时点的判断？更可能发生在上半年还是下半年？

A4：对时点的判断需要从图形进行分析。历史来讲，是从高位下跌，此后反弹至接近上一次的高位，下一轮下跌更严重，两三次下跌后，跌幅持续 3-5 个月，最后一个月下跌严重，泡沫破裂。按照这一时间推算，应为 2018 年上半年。

Q5：美国薪资已经压抑了十年，为何您认为在今年一定会出现报复性上涨？2016 年至 2017 年，大宗价格已经大幅上涨，这一趋势在 2018 年是否能够延续？

A5：目前失业率处于几十年的低位为 4.1%，美国企业招人困难。从新闻也可以看出，美国上市公司讨论未来盈利情况时，几乎所有上市公均在公告中提出，担心工资的增长。从正面讲，部分企业称将美国减税所得到的好处一部分回馈给员工；实际上悲观来讲，是被迫增加人工成本。从失业率观察，今年可能是人工成本上升的一年。原材料价格方面，石油在近半年内的反弹出乎预期。2017 年，市场认为反弹至 50 美元已经达到了高点，目前已经超过 60 美元。这可能与阿联酋石油公司上市有关，这些国家石油公司上市，借机抬升原油价格。其他，包括钢铁等各方面价格都在上升，经济火热，对于原材料的需求加快，量也加大，因此原材料价格上升与目前的经济热度有关。2007 年时，有报道称 2007 年是美国经济有史以来最好的一年，但泡沫往

往就在最好的时候爆破，即成本隐藏着上升。因此原材料目前似乎形成了上升的趋势。

第 127 辑

(2018.3.25)

贸易战，没有赢家

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

周密先生，中国商务部国际贸易经济合作研究院美大所副所长，研究员。研究领域为对外投资合作、服务贸易、国际规则与协定、美洲与大洋洲相关问题。北京航空航天大学经管学院国际金融学士，管理科学与工程博士。曾在复旦大学公共管理博士后流动站从事研究，先后在美国斯坦福大学和韩国国际经济政策研究院做访问学者。

今天演讲的主题是贸易战，没有赢家，共包括以下四方面主要内容：（1）中美爆发全面贸易战可能性较低；（2）贸易战，没有赢家；（3）特朗普一揽子贸易措施的落实还存在不确定性；（4）中美贸易逆差是结构性问题。

一、中美爆发全面贸易战可能性较低

中美贸易战当前能不能称为“战”还存在分歧，毕竟从历史上来看，中美两国直接发起大规模的、具有实质性伤害的举动还是非常罕见的。特别是中国加入 WTO 十几年以后，再次以贸易战的方式来进行集中的冲突表达，这是非常出乎人们意料的。

当然中美之间的贸易摩擦和冲突，这种预期市场已经早就关注到了，尤其是在 2017 年，反倾销与反补贴等 WTO 项下的贸易摩擦数量达到一个新的高点，中美两国在 2017 年以来出现贸易争端增加的趋势。从 2017 年美国开始发起 301 调查以后，市场对于什么时间点是完成调查应该是非常清楚的，但是调查结果是怎样以及相应的采取的贸易措施是难以判断的。

美国根据“232”调查报告，认为钢和铝的进口影响到了美国的国家安全，随即对钢和铝的进口施加关税。事实上，在美国威胁要这么做之前，包括欧盟、中国在内的一些国家都明确提出了反对的声音，欧盟还提出了相应的报复清单。最后特朗普在裁决中把欧盟、加拿大、墨西哥等都作为例外国家，而这些国家尤其是加拿大和墨西哥，是对美出口钢和铝数量比较多的国家，所以在最后的裁决中，中国处在一个非常突出的位置。上周五中国商务部发布的清单也明确提出，将根据美国“232”调查报告实施相应的征收关税，或是 WTO 项下的保障措施，即公布了中止减让关税的清单。

同时特朗普在上周五签署了有关“301”报告的备忘录，涉及到几百亿美元的中国对美出口产品，中国非常明确地提出将会采取一切措施保护自身利益。美国“301”调查报告中对中国的指责包括三个方面，且都是有关美国企业或产品的知识产权受到中国的侵犯。第一个方面是由于对合资公司中国存在要求强制转移技术的情况，导致美国的知识产权受到了侵害；第二个方面是由于中国支持对美投资、企业并购来获得相关的知识产权和技术；第三个方面认为中国以网络的方式窃取了美国的商业秘密。美国根据这三个指责所做出的判断，就确定了未来中国在应对美国“301”调查上的主要关注点。

从特朗普的发言也可以看到，他还有更多的要求，主要的一点是减少中国对美国的贸易顺差，也就是美国对华的贸易逆差，他提到美

国 8000 亿的贸易逆差中有一半以上是来自中国。但罗斯、莱特希泽等的关注点又和特朗普不太一样，所以，围绕“301”调查结果的最终裁决以及双方的行动，可能不仅限于“301”报告中提出来的三点，范围可能会更加广泛。

崔天凯大使在回答记者提问时也指出，中美双方一直在就相关的经贸问题进行沟通和对话；刘鹤在今年年初的时候，专程去美国进行交流，应该说双方贸易对话解决争端的途径一直没有中断。

二、贸易战，没有赢家

中美经贸关系如此紧密的情况下，任何单边的行为都会对对方包括本国的企业造成很大的影响。中国出口规模比较大的企业中，外资企业占了相当大的数量，而其中有不少是美国的企业，所以一旦美方对相关的产品出口加征关税，这些美资企业首先会受到影响。由于中美双方的贸易产品和产业结构是不一样的，所以双方受到的影响可能不会完全相同。但是在现在的全球产业链分工中，双方的经贸联系如此紧密，不管是直接的美方的行为还是由于美方行为导致的中方的一些措施，对于双方经济的影响都是巨大的。

从特朗普公布相关措施当天的全球股市表现中，也可以看到市场对于采取这样一种模式来解决问题，是没有足够的心理预期的，所以出现了比较大的跌幅。中美双方在经贸问题上一直都有各自的收益，包括中国从美国大量进口农产品、像航天器、集成电路、半导体产品，在中国经济的发展中发挥了非常重要的作用。同时中国也利用自身的经济发展优势，积极参与到美方企业主导的全球产业链中，双方都从合作中取得了较大的收益。

不管是从成本上还是从规则上来讲，如果真正发生贸易战，对于两国带来的影响会是非常大。

第一个层面是增加了双方经济运行的成本。一是最终商品价格的提升，会使得消费者的消费成本大幅增加，这个幅度可能因关税的税率而异；二是是通过中间品价格的提升，使得最终产品的成本上升。这两个成本的上升对于两国经济发展都会造成较大的影响。中国和美国当前经济情况不一样，当前美国经济到了一个历史上较好的阶段，部分指标一定程度上显示经济存在过热的现象；同时，美国也存在比较大的债务压力，即由于减税措施带来短期财政收入的影响，使得债务压力有所上升。相比而言，中国经济制度的调控能力更强一些，对于应对某些外部冲击的适应性也相对较强。因此，贸易争端以及随之增加的成本，对两国经济的影响可能会存在一定的差异，承受能力相应也有差异。

另一方面的影响和冲击可能会更大，就是对现有国际规则的冲击。现有的国际规则是由美国主导的，美国一直强调的理念是所谓崇尚自由、平等，允许一方可以根据多边规则授予的权利，对于其他方的不作为或者是刻意避免其义务的行为进行约束或者报复。在这样的原则背景下，美国以单边的方式来终止其对国际组织的承诺，不仅是对产业造成冲击，更是对美国自身的信用造成冲击。这种冲击使得美国不一定能够找到贸易伙伴去支持他，虽然在“232”调查报告中，美国通过对欧盟的赦免，要求欧盟在其他的领域与其配合来遏制中国，或者是对中国发起相应的贸易救济。但是我认为在现有的多边规则下，任何一方都不愿意主动打破这种承诺，因为虽然短期可能会给某些产业提供一些支撑，但是长期来看对于全球经济包括自身都会造成很大的负面影响，所以说对于规则的破坏可能是美国单边行为造成的更大的伤害。

三、特朗普一揽子交易措施的落实还存在不确定性

特朗普在“301”调查报告中提到的一揽子措施：第一是关税；第二对投资进行限制，要求努钦在短期内提出相应的清单和做法；第三他提出要对签证进行相应的控制，这样的做法在未来产生的影响可能更广。

美国经济发展的动力很大程度上来自于创新力量的驱动，如果美国采取明显的保护主义限制外国投资，甚至是以法律的方式、以具体的规则表达出来，将会产生极坏的示范效果，长期来看对美国经济的创新引领能力会有较大的损害。前面提到美国税改期财政处于相对紧张的状况，如果对于外来资本投资进行较大的限制，这对美国国际商业资金的影响很大，而美国又在加强基础设施建设，这一部分的缺口短期会更加地突出。当然这种限制不太可能是针对中国，有可能是基于国民待遇的对外部投资的限制。

对于人才的限制，也将有很大的影响。市场基本的要素，包括资金、商品、服务、人才等，如果特朗普认为美国可以依靠内部的方式去发展，会使得全球化进程后退甚至停滞。所以如果按照特朗普说的去做，可能会对美国经济局势造成较大的冲击。

当然真正地把口号变成实际，还存在不确定的因素，从历史上美国发动 301 的情况来看，在 WTO 建立之前是比较多的，但是 WTO 建立之后数量不是太多。美国主流观点认为美国应该按照多边规则去解决问题，而不是用单边的做法去尝试改变规则，所以特朗普的做法在美国主流社会中还缺少法理的支持，法理的支持不同于观念的支持，在现有的法律体系下，如果美国要按照特朗普说的去做，国内法律的约束和社会的压力都会对他有限制。

另一方面的约束来自于具体落实的执法机构，特朗普上任一年多来，高层人员变动比较明显，随着高层的变化，具体政策在方向上和执行上不断调整，从上而下的信息传导不够明确，甚至对外经贸的战

略也不是特别明晰。这种情况下，美国在短期内拿出明确的清单并加以执行存在一定的挑战。

中国明确必须要遵守国际规则，按照国际规则的要求来刺激贸易。双边存在问题是正常的现象，如何去寻找各自可接受的立场是值得关注的。李克强总理在 2018 年两会的报告中提出，中国要限制制造业强制技术转让，法律法规和执行上没有明显的壁垒。在其他两个领域，一是中国企业对美投资，在高技术领域，例如华为的收购，美国的监管一直非常严，这方面不会有更加严格变化。对于网络窃取商业秘密，首先没有办法进行合理的认定，缺少判断的依据和法律的支持。所以这三个“301”的论点，不会是制约双方达成一致的关键点，下一步并不会有难以调和的矛盾。

四、中美贸易逆差是结构性问题

当然，特朗普的关切点还有贸易逆差，逆差在短期内减少 1000 亿美元需要双方共同努力。贸易逆差是一种结构性的因素，美国在这种逆差下，才使得美元源源不断地向外输出，同时获得了大量的铸币税，很多在华外资企业获得很大的利润。贸易逆差不是很大的问题，回顾美国上世纪有一段时间处于贸易顺差，当时也没有出现很多国际纠纷。所以过分强调贸易逆差，可能对双方机制安排上产生影响。

如何减少贸易逆差，需要从机制上探索。贸易是进口和出口共同作用的结果，进口方面，中国一直以来希望扩大从美国的进口，但是美方出口管制的方式和制度，影响了中国扩大对美进口。从 2017 年看对美进口规模增速比较快，尤其是在能源领域，中国整体对美进口增速远远大于对美出口增速。而对美出口的增加，主要原因是美国经济持续的复苏，经济实力的增强使得美国对最终消费品和中间品的进口需求增加，导致美国从中国进口增长较快。不应该把逆差归咎于制

度性的差异，以其他的角度去分析中美逆差，可能能够看得更清楚。

如果要改变这种状况，除非做到两点：一是扩大从美国的进口，二是限制中国出口。进口方面，已有的可进口资源，除了之前提到的能源以外，像农产品、飞机等，基本上达到了尽量的程度，中国从美国进口航空器的金额占到总金额的55%以上，农产品方面企业可以从很多市场进行选择，除了美国的大豆、高粱外，中国还有很多从拉丁美洲进口，即便是能源产品，LNG（液化石油气）中国从美国进口的成本要高于从澳大利亚进口，包括通过中亚、中俄的管道进口，中国有很多的选择。按照自由经济的角度，这些自美进口不是最经济的。

从中国对美出口角度来讲，美国的限制也与中国的想法不太一致，中国希望市场在资源配置中起到决定性的作用，企业会根据市场需求去出口，同样美国的企业为什么选择从中国进口，实际上是比较质量和价格后作出的选择。所以如果中国限制出口，一方面是与WTO的规则相违背，另一方面与国内简政放权、扩大企业自主权的理念相违背。

所以没有简单的方法能很快削减中美贸易不平衡，双方应该对这样的情况有比较清楚的认识。最后，美方在谈判过程中不断有人员变动，相应的措施缺乏系统性，一定程度上减弱了沟通的效率，延缓了谈判的进程，中美尽快达成一致存在挑战。

五、问答环节

Q1：特朗普或者说美国政府的核心利益诉求究竟是缩小贸易逆差，还是迫使中国在规则方面做出让步？

A1：目前看不是特别清晰，特朗普、莱特希泽、罗斯的提法都不太一致，美国还是讲究法律规则的国家，如果他是按照“301”调查的报告来实施相应的措施的话，他的诉求首先就是有关知识产权的问

题。

Q2：目前还有一个很多人认同的逻辑，认为随着中国的崛起，中美之间各方面的分歧也在加大，中美的摩擦是不可避免的，或者说摩擦会愈演愈烈，您是怎么看这种观点？

A2：这种情况历史上一直在发生，任何两个国家实力的变化、产业的转移过程中，产业原所在国往往采取措施留住这些产业，而新的国家总是处于比较被动的局面。这不一定会是长期的趋势，因为中国本身在全球产业转移过程中不断地通过“走出去”等方式在进行产业转移，关键在于双方能否找到符合自身资源要素的创新点，拓展这些领域来避免在传统领域的直接对抗。

Q3：从美国公布的“301”调查报告来看，关税措施主要针对中国的信息和通信技术等高新技术产业，这和国内产业升级的方向可能存在矛盾，您认为中国还会像过去面对美国“301”调查一样做出妥协吗？

A3：这主要取决于双方谈判的结果，现在的情况跟以前不太一样，双方的经济体量、产业竞争力，还有行业内知名企业的力量，都有了明显的变化。在以前面对“301”调查时，我国相对处于弱势，选择了完全的调整，而现在情况有了变化，我国是不是会完全接受美国的要求，像市场开放、中国制造 2025 具体的产业政策讨论上，还是有一定的空间，可能双方都需要做出一定的妥协。

Q4：如果中国不做出全面的妥协，为了增加谈判的筹码，中国可能会从哪些方面做出反制措施？

A4：中国不愿意打贸易战，因为不管是哪个领域，在影响美国的同时也影响中国。像大家比较关注的大豆，认为大豆是美国对华出口较多的，而美国大豆协会第一个站出来反对贸易战，大豆种植的州支持共和党、崇尚自由贸易，所以这在政治上的影响较大。我认为贸

易战选择产业还是比较慎重，现在看到的清单主要是农产品，这些农产品在居民消费、进口中所占的比重并不是很大，“232”调查涉及到的钢和铝也能反映出来。如果出现贸易战，双方会选择总体贸易体量相当的产品，最终的选择要看谈判进展。

Q5：中国如果做出适当的积极回应的态度，哪些领域可以相对做出让步和妥协？

A5：我国在强调加大市场开放力度，按照中国的开放表在开放，特朗普访华时也做出了明确的承诺，提到了服务业、医疗、金融这些产业会加快开放。2018 年刘鹤同志也提到了可能会有出乎大家意料的改革领域，在自贸区经验总结的基础上开放的力度也会有所加大，具体的行业还没有明确的提法，当然一些领导报告中提到了进口商品包括汽车可能有相应的降税。

第 128 辑

(2018.7.13)

美国机构投资者眼中的中美贸易战

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李山泉先生，现任美国奥本海默基金公司高级副总裁、资深基金经理。李山泉先生 1991 年任职于布朗兄弟，在投资战略部任高级分析师，从事投资战略的分析研究，创立的“动态投资分析法”，创造了高回报，引起了美国主流社会的重视。1995 年 11 月他应聘到奥本海默（Oppenheimer Funds）基金公司，任副总裁、基金经理，负责该公司环球股票投资的管理工作。李山泉先生还当选为中国旅美金融协会首任主席，被称为“新一代华尔街战略家”。李山泉先生于 1978 年考入中国人民大学国民经济计划专业学习，1982 年进入国务院经济研究中心工作，1989 年 6 月，获布兰德斯大学国际金融硕士学位。

今天我的演讲主要包括几个方面内容，一是当前中美贸易问题实际上是长期问题的累积；二是中美贸易战的核心实际上是企业行为，加征关税后企业下一步怎么走才是关键，中美贸易贸易战的结果核心是中美两国企业的效率问题；三是给中国国内的三点建议。

一、贸易战是长期问题的积累

关于贸易战，不是一天两天的问题，是进出口领域中美两国长期问题的累积。长期以来我们对这个问题注意不够，其实早就已经在发生，不只是特朗普的原因，只是前面几任总统期间问题还没有累积到这种程度。中国加入 WTO 以后，中国的发展主要都是建立在早期建立起来的出口导向型的、通常所说的“两头在外”的战略基础之上的。在 5 年以前，中国每年与美国的贸易顺差虽没有现在这么高，但已经达到 2、3 千亿的水平，那时我就提出来，有一天美国可能会“翻脸”，世界上还没有任何一个国家，允许与另一个国家大规模的贸易逆差持续那么多年。我曾经在《环球时报》上提出国内应该研究进口战略，研究进口战略的目的就是适当削减贸易不平衡，因为贸易不平衡在某个时点上肯定会爆发，只是诱因不同而已。特朗普跟历届美国总统不一样，他是个商人，他早就发现并且想解决这个问题。过去在美国有一种理论很盛行，美国存在大量的经常性账户逆差，但是能够在资本项下实现顺差，也就是有大量的海外资本流入美国，例如中国通过贸易赚了美国的钱，投资美国政府债券，通过资本项下流入美国，综合两项实现平衡就可以了。过去这种理论很盛行，但是过去几年尤其是当前中美贸易问题出来以后，似乎没有人再提这个观点。

多年累积的历史问题，就形成了中国对美国的巨额贸易顺差。现在美国不愿意了，不仅是对中国，对欧洲、日本、韩国等凡是有贸易往来的这些国家，都选择把这个问题提出来。美国选择用几十年以前的、最传统的办法--关税壁垒，试图来平衡贸易，至少给其他国家施压。当然客观的结果也是，可能使美国在财政上面获取了不少好处。我曾经在不同场合讲过，特朗普政府减税以后，市场担心会出现财政亏空，实际上现在看来，特朗普搞钱的手段很有一套。尽管美国政府实行了减税，财政不一定有那么大的赤字，甚至有可能出现盈余。如果按照现在的趋势，通过对各国征收关税的收入和其他手段，肯定能

够使得美国在财政盈余上会有不错的结果。目前特朗普针对北约组织的一些行动，主要还是集中在“钱”的问题上。

特朗普发动贸易战以来，对世界经济的影响，造成了市场的恐慌，不知道未来的趋势会怎么样，还需要观察。过去几十年，随着 WTO 作用越来越大，自由贸易和全球化已经成为一种趋势，没有人想突然间回到几十年前关税壁垒的状态，于是乎无论是经济学家还是投资者，对这套东西都生疏起来，很少有文章分析按照这个形势走下去，到底对全球经济有哪些影响？资本市场会怎样？企业怎么看？这方面详细的研究现在非常缺乏，不止是中国，美国也是一样。哪些领域会是赢家？哪些领域会是损失者？市场还不是很清楚。但是有一点是毫无疑问的，特朗普是想把累积的问题在短期内解决。所以我个人认为，尽管特朗普现在挥舞着关税大棒，但是他要想达到目的，也就是说要把长期问题在短期内解决比较困难，也就是说在某个时点上可能不得不松口，将时间维度适当拉长一些来解决这个问题。目前来看，特朗普的目的主要有三个，一是敲开中国的大门，二是获得更多财政资金，三是遏制中国的增长势头，这是毫无疑问的。至于说，能够达到什么样的结果，现在还看不出来。

二、贸易战的核心是企业行为

投资人关心的问题和政府机构、政策研究机构不同，投资人不是给政府出谋划策的。目的不同，观察问题的方法和角度也不同。我个人认为，贸易战核心问题是企业，不管是中国还是美国，征收关税实际上影响的是企业，企业下一步这么走，这才是关键。我们在分析贸易问题的时候要将三者结合起来--企业、消费者和政府。加征关税目前看起来只是政府行为，但政府的这一行为直接影响的是企业和消费者。把三者行为放在一起来看，就会发现，关税措施一旦推出，马上

就会进入“多极博弈”的状态。企业首先会考虑增加的税收有没有可能全部转移给消费者，如果没有办法转移成本，那再考虑是不是要放弃这个市场或者减少在该市场的规模、需要减少多少。这就回到了贸易的最基本问题，企业属于什么行业，产品是什么特性？产品的特性方面需要考虑三个问题：产品在目标市场的可替代性是第一个要考虑的，决定了能不能以及能够向消费者转移多少成本；第二是产品的价格弹性；第三个问题就是企业的消化能力，实际上贸易战的结果考验的是双方企业的效率，美国企业和中国企业的效率，哪国企业在增加了关税、成本上升的情况下还能够实现盈利。如果企业的竞争力很强，加征关税影响并不大。个人感觉，目前贸易战主要以政府表态为主，中美政府隔空喊话，但真正受影响的企业的声音不是特别高。从目前的观察，似乎美国企业的动作比中国企业快很多，已经开始考虑要不要扩大再生产，在哪里扩大再生产，产能要不要转移，转移的成本是什么？但是据我了解，目前困扰企业做出决策的很重要的原因在于，不太能准确判断关税政策是长期的还是短期的结果，这种互加关税的政策到底会持续多久。特朗普的任期只剩两年，能不能连任还不确定，如果不能连任的情况下，贸易战的政策是不是还会坚持下去。这就影响了美国企业的决策。

尤其是 7 月 10 日特朗普政府公布的 2000 亿美元的关税清单，我认为能不能落地还需要经过详尽的考虑，因为 2000 亿关税清单中涉及到很多消费品，很多消费产品价格很可能会适当上升，会影响到老百姓。部分中国企业在这个过程中，为了不放弃美国的市场，可能以压缩自身成本为代价尽量控制销售价格的上升。最终的结果，可能是一个中间状态，可能影响比市场预期的要小一些，这就是为什么资本市场反应的并不是特别剧烈，尤其是在美国，尽管贸易战出现加剧状态的时候股市有下跌，但一有好消息之后股市则再次上涨。例如今天

（讲座时间是 7 月 13 日）美国股市大幅上涨，主要是美国政府在贸易战方面似乎又有所松口，尤其是美国财长讲话提到，现在还不是贸易战，美国也不想打贸易战，并且传递出试图与中国政府进一步沟通的信号。但是特朗普太“狡猾”了，有时候表态是烟雾弹，有时候又是实打实的表态，对于全世界的人都一样，把握或者预测特朗普的态度难度非常大，这也符合特朗普的性格。特朗普曾经讲过很多次，他个人不愿意展现一种可预测性（Predictability），这是他自己很得意的地方。欧洲和美国近邻墨西哥加拿大都领教了他的特点，经常出奇招。中美贸易战特朗普的很多方法也都是与众不同的，有不同想法的内阁成员要么主动辞职了，要么被辞职了，变动很大，未来也可能有变化。我 2016 年到上海参加策略会预测特朗普内阁的变化可能会创历史，现在看来是对的。

三、对中国的建议

（一）避开特朗普的锋芒，有些问题不用急着回答。

国内相关部门和舆论研究比较少，往往容易急着回答问题，可以让子弹飞一会儿，效果可能更好，可以借鉴欧洲的做法。欧洲的处理相对得当，特别是默克尔。最近在 NATO 的会上，特朗普对德国很有意见，说德国做了俄罗斯的俘虏。默克尔不卑不亢，把该说的话说了。对付特朗普要有一些智慧，避开锋芒，研究比较稳妥的对策。

（二）警惕欧洲和加拿大等美国盟友的绥靖政策。

前段时间在舆论上似乎想拉拢欧洲，联合对抗美国，结果欧洲表态和中国不一样，实际上就是不愿意和中国结盟一起干。国内应当认识到，欧美尽管有矛盾，但还没有到和中国结盟、与美国决裂的程度，他们联手对付中国倒是有可能。我们不要抱有幻想，拉拢欧洲反而会失分，还是想办法做好自己的事，仔细研究测算，哪些行业面临严峻

的考验，哪些行业问题不大，可以先不管。反制美国中要获取未来增长的筹码，尤其在企业行业层面需要大量的策略。而不是简单的就在国家层面，对大豆征税，完全处于政治考量的反制往往是短期的，缺乏长期基础。一定要建立在经济规律和经济基础上，考虑国家的长远发展，通过反制要使自己更上一层楼，为自己将来的进一步发展提供基础，或者趁机遏制不代表国家长远发展方向的产业，反而倒是好事。

（三）前段时间打美国的软肋的意见甚嚣尘上，这种方法其实不好。

我们还是要多研究问题，如果研究不到位，实际找的软肋根本不是软肋，反而有可能反弹打到自己，影响长期发展。一定要平衡好当前的贸易战和中国长期发展问题。我强烈呼吁，在研究反制措施方面，中国的各级政府和各个智库，要吸收中国的进出口企业参与。学者发声特别多，但对于这些反制关税的影响、长期来看什么措施更有利，企业更有发言权，应该参与政策制定。特朗普现在的内阁企业出身的特别多，制定政策与中国有鲜明的差别。特朗普做了一辈子的企业，实践经验很丰富。中国要动员企业的力量，避免政策出现偏差。

作为投资人来说，贸易战会改变投资的方向，整个世界经济也会改变方向，改变增长模式。建议应当利用贸易战多做研究，少打口水仗，因为情况在不断变化。

四、问答环节

Q1：请李老师具体谈谈如何在反制美国中培养中国的长期竞争力？

A1：中国相对来说在出口战略上有经验，但是在进口战略上研究很不够，往往显得在进口上缺乏长期考虑，进口什么就是外汇怎么花更科学。例如，利用贸易战可以抑制一些对中国社会发展不一定好

的。例如超前消费，高档消费品，花几千上万买一个包，全世界的奢侈品在中国的销售占到一半甚至更多，应该对这些领域增加关税。而有些领域的发展应该开绿灯，比如农业。我对中央发展农村的战略很看好，缩小城乡差别和收入差距是中国发展的后劲。这个领域有大量的可以进口。美国的乡下机械化程度、环保等有大量可以帮助中国农村更上一层楼的可进口和借鉴的。我历来主张大家多研究问题，把目前艰难的时期度过去，激发长期增长潜力。

Q2：您当前会不会考虑配置港股或者 A 股？

A2：股票市场如果做指数研究，可能会关心哪国股市低了，哪国股市高了。但我个人一直以来主要做的还是基本面分析，再贵的股市也有便宜的股票；再好的股市也有不好的标的，我个人认为还是应该下功夫做好个股的研究。中国内地和香港的股市有很多股票还是不错的。美元升值背景下，新兴市场普遍受到挤压，例如中国、印度、拉美都会面临压力。我认为这种影响只是暂时的现象，做长期投资还是应该集中在个股上。大家现在应该跳出特朗普的贸易战的周期做投资，他能否连任还不确定，连任后政策能不能持续不一定，这也取决于政策能不能起作用，分析问题永远只需要把握经济规律和最基本的投资理念。

Q3：当前美国股市长期上涨已经有 9 年时间，如何看待当前美股？

A3：如果用历史观点看，即使美国股市已经上涨了 9 年了，但估值并没有贵到离谱，基本面盈利水平、自由现金流等还是不错的。更主要的是，今年 1-4 月美国企业从海外汇回美国的资金达到 3000 多亿元，去年同期才 300 多亿元，这些企业用汇回的资金回购公司股票，是推动当前美股上涨的很重要的一个原因。会不会持续下去不知道，会持续多久不知道，但这些因素都是投资者需要考虑的问题，这

个市场完全是流动性推动的。

Q4：年初众议院议员提出议案，延续 2011 年以来奥巴马时期放松军民两用物项出口简化，和目前美国限制高科技产品出口方向相矛盾，请问您怎么看待这个议案及其是否会对未来美国高科技出口产生影响？

A4：众议院极端的各种提案都有，这是美国的特点，还没有到上升到全国性的法案的阶段，建议不要把这种提案放在很重要的位置。现在行政部门的权力很大，特朗普政府有各种方法可以限制出口，即便是高科技问题，中国历来是作为特例被看待，限制高科技产品对中国的出口也不是一天两天的事，从来没有放松过。

Q5：前段时间芝加哥市的代表来访问我国，一个月以前我们也去了波士顿做了访问，地方外交会不会成为中美贸易冲突的调和因素？

A5：我非常同意你的观点。我认为外交是多方面、多层次的，影响一个美国人，这个美国人就可能影响其他 4、5 个美国人。1986 年我刚来美国的时候，就希望在美国要广交朋友，就是敢于去跟那些反对中国、对中国不友好的人做朋友。我建议不要过分限制外交官在海外的自由度，这对于长期的外交关系没有好处。地方政府的、企业的、私人的等等多层次的外交才是两国建立长期深厚外交关系的根基。

Q6：目前华尔街对中美贸易摩擦的一致预期是什么？是会达成一定协议还是会继续升级？作为投资者应该把预期放得更悲观还是更乐观？

A6：我目前没有看到非常精准的预期，因为非常困难和复杂。以特朗普的个性来看，也完全有可能事情出现 180 度大转弯。但目前来看，我个人认为，贸易战既然开始了，任何事物都是一样，需要走完一个过程，有它自身的规律。比如现在贸易战的做法，对全球经济

是一个灾难性的做法，特朗普坚持也没有用，这个过程取决于后续演绎是一个怎么样的互动过程。目前 340 亿美元关税措施刚刚落地，2000 亿美元商品也只是公布了商品清单，对企业和居民的影响还没有明显显现出来，还有待数据的进一步验证。目前市场的很多预测还属于猜测的阶段，缺乏基础支撑，不要太过在意。我个人从来不悲观也不乐观，贸易战肯定会造成波动，肯定会造成一些赢家、一些输家，但现在看不出来。在这种情况下，需要调整头寸，不管贸易战怎么打，企业还要发展，选择行业里那些最好的、又比较安全的公司。

Q7：特朗普采取对中国强硬的措施的时候，民众的支持率是上升还是下降的？

A7：特朗普的铁杆支持者历来都是非常支持特朗普的，不支持特朗普的民众也一直都是反对特朗普的，这是美国的特点。特朗普的支持度会不会上升，核心还是在于美国经济，如果美国经济能够不断增长，毫无疑问特朗普的支持率会上升，证明他的方法是对的。撇开政治，未来的核心竞争还是比谁更有效率、更有竞争力。

Q8：对未来一年人民币汇率走势的判断？

A8：汇率是一个互动过程，有以下几个因素可以考虑：一是任何汇率上升到理论层面都是利率平价、购买力平价理论，以及经济的相对强弱，如果中国的经济基本面走强，人民币汇率一定会走强。二是金融秩序或者金融健康度直接关系到货币的走强或走弱；三是资本的跨境流动，其实根本的还是创汇能力，就是通过出口或者创造良好的投资环境吸引投资的能力。如果中国能够在这几个层面都做好，人民币大幅贬值的可能性不大，至少维持在一个“健康”的区间之内。这个“健康”还取决于央行或外管局理想的汇率区间。以汇率贬值来应对中美贸易战不可行，最好是维持人民币的相对稳定，国际社会也能够认可，对中国的贸易、跨境资本流动都是有好处的。因为汇率本质是

货币的价格信号，如果这个信号出现扭曲，对全球的投资行为都会出现扭曲。我个人判断在未来的一年当中，人民币汇率保持基本稳定，稳定中有波动，不会出现大幅贬值也不会大幅升值。

Q9：对美元和黄金走势的判断？

A9：尽管目前来看，美元短期内比较强势，但支持长期美元走弱的因素太多。如果画一个 50 年的美元走势的图，美元是在不断下跌的。这有大量的数据支撑，比如美国的债务问题，政府赤字问题，美国的效率问题，综合考虑，美元实际上是长期贬值的趋势。美元指数一旦快速走强到 100 以上，历史证明一定会诱发新兴市场危机，特别是以美元在海外有大量负债的国家。随着美元的走强，利息率的上升，美国自身的债务负担也会加重。美元走强只是短期的，而不是长期的趋势。影响黄金价格 70%的因素可以由美元做相反的解释，只要美元走强，黄金一定走弱。但另外 30%的因素预测起来更难，黄金是底线货币，一旦金融系统出现问题，市场一定大量买入黄金。因为黄金是一个比较小范围的领域，不需要太大的买入量就可以推动价格，只要有一个国家货币出现问题，国际黄金价格就一定会出现大幅上涨。

Q10：2000 亿美元商品加征关税包含了大量的消费品，特朗普想要落地在美国国内会遭受到一定的约束或限制吗？

A10：公布的 2000 亿美元商品清单中，有一些是中间品、半成品，涉及到整个产业链的问题，肯定会遭受到很多企业的反对；涉及到很多消费品，也会遭受到来自消费者的反对。但是商品范围越大，税率也就比较低。对 2000 亿美元商品加征 10%的关税也可能通过，因为毕竟税率不高，一些企业自行消化成本的行为，可能导致进口到美国的商品价格上涨幅度不会达到 10%的水平。我认为在这 2000 亿商品中，有一些可能能够落地，有的可能根本没法执行。比如已经宣布加征 25%的 500 亿美元商品，现在又允许中国企业申请豁免，事情

是有补救措施的。很多事情是可以有变通渠道的，任何预测不可能完全准确，更多要从企业的视角，具体企业具体考虑，要灵活看待加征关税问题。

第 129 辑

(2018.8.31)

地方交易所的现状与发展

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

熊焰先生，国富资本董事长，曾担任北京金融资产交易所的董事长和总裁、中国银行间市场交易商协会副秘书长，兼任中国并购副会长、中国股权投资基金协会副会长、中国财富管理 50 人论坛组委会联席总干事、亚杰商会会长，拥有 20 多年的企业管理和市场运作的经验，长期从事国有产权、金融资产交易平台的管理工作，熟悉产产权市场、并购市场和金融市场的发展和政策，同时还在北大、中央党校、哈工大等多个高校担任兼职教授。

一、地方交易所的沿革与现状

地方交易所特指地方政府批准设立与监管的非标、非公众、区域性的要素交易场所，而不是深沪股市那样国家级的金融标准化的交易所，是一个非常小的行业。地方交易所这个行业在中国是从 1988 年左右开始的。1988 年 5 月中国首家产权交易市场武汉市企业兼并市场事务所诞生。到 1994 年全国共成立相关的产权交易机构 174 家。当时的产权机构在为国有产权流转做服务之外，把更多的热情与精力放在了初级企业的股票，也就是所谓的一级半市场。当时在全国比较

知名的有汉柜、成都的红庙子、天津的天柜，都是非常红火的市场，对企业的发展、股权融资起到了一些作用，但是也造成了一些混乱。到了 1994 年 4 月国务院办公厅发出明传电报 12 号《关于加强国有企业产权交易管理的通知》，暂停产权交易市场活动，这是这个行业的清理整顿与低潮。到 1997 年 11 月，受亚洲金融风暴影响，全国金融工作会议决定对涉嫌场外非法股票交易的产权交易机构进行治理整顿。这是这个行业的第二次清理整顿与低潮，除北京、上海等一些中心城市的市场还存在之外，全国范围内这个行业就停摆了。

这个行业的引爆点大约发生在 2003 年。当时经过整合后的国务院国资委成立，面临数以万亿计的国有资产、国有产权如何流转的历史性的任务。国有产权的流转在全球都是一个国际级、世纪性的难题。因为国有产权流转，在技术上很复杂，在政治上很敏感，质疑起来很容易，辩护起来很困难。国有资产流失这个最大的魔咒，始终高悬在业界、管理当局以及交易双方身上。国际上关于国有资产的处置，基本上是两个大的思路：一个思路是行政化的处置，另一个思路是市场化的处置。从过去三、五十年来看，一些市场化的国家用行政化处置的思路，比如德国、法国，都成立过专门处理国有资产的相关政府部门，比如私有化部，托管局等等。反倒是苏联、东欧的处置比较市场化。我们知道苏联在上个世纪 90 年代后有一个世纪大拍卖，由哈佛大学的一批知名经济学家做的俄罗斯私有化方案，但是最终的社会结果并不令人满意。

中国的国有产权的处置也基本按这两个逻辑思路向前进行探索。这个探索大约是从 80 年代中期开始，到 92 年邓小平南巡讲话之后，这一段达到了一个高潮。我们对于行政化处置的总体评价就是要用非所长，哪怕再能干的市长来处置该市的国有产权、国有资产也很勉为其难的，因为市长并不擅长卖东西，国有产权转让毕竟还是卖商品、

商品流转。当时山东诸城地区有一个叫陈光的市长，把该市大概上百家国有集体的资产一次性全部卖光，人送外号“陈卖光”。这种行政化的处置现在评价起来，轻则资产盲目流动，重则导致国有资产流失腐败，公众不满意。

行政化处置失效的情况下，另一个选择就是市场化。从 90 年代到 2003 年左右，人们发现市场环境不允许完全市场化。因为企业国有产权的转让是一个复杂的、高级的商品流转行为，它要求比较好的市场环境。第一，当时中国产权清晰与利益关联不够，国有资产归全国人民所有，但是这个资产的处置权以及处置收益的分配权（剩余分配权），跟处置的相关当事人没有直接、清晰、稳定的联系。第二，个人诚信与企业信用还不够，这个问题至今中国还没有解决。第三是中介评估体系，因为这种处置必须透过会计师事务所、律师事务所、评估机构等一系列的专业评估机构的服务才能够达成。这个评估机构的能力、水平、操守离比较合适的要求还有很大的差距。另外就是委托代理人和职业经理人制度，至今这个问题还没有很好解决，接下来就是法律和金融的支持。所有这些都告诉我们，从十几年前到今天，中国还不具备完全市场化处置所需的市场、社会、政策环境。

国资管理当局、国有企业、地方政府，都在进行着认真的思考与尝试。尝试过经济评估的方法，卖企业国有产权最关键的问题就是估值问题，结合重置成本化、收益折现法和市场法，结合地区、行业的中线水平，做出一个价值评估来。最后发现任何评估只能给出企业价值之一般，绝不能给出企业价值之具体与特殊，根本做不到精准。另外也有思考与尝试组建类似俄罗斯克格勃那样的强力机构来监管国有资产。比较组建强力机构的综合社会成本和省下的国有资产，发现可能得不偿失。也有人提出要发动群众，类似文化大革命的做法，那显然更是南辕北辙。

在这样一系列的思考与尝试的过程中，在 2003 年国务院国资委成立了，国务院国资委成立对国有产权流转是一个重要的决定因素，表明中国国有产权、国有资产损益的终极责任人出现了。过去国有产权、国有企业，特别是央企，可以说是九龙治水，不同的政府部门，发改委管规划，经贸委管技改，财政部管企业出资，不同部门分兵把口，但是对企业损益特别是亏损的终极责任的划分不清楚。国务院国资委 03 年成立之后，终极责任人的角色出现了，出现了一些喜人的变化，国务院国资委的相关管理部门，比如产权局、规划局等相关的部门开始认真思考与尝试中国产权流转的逻辑。

据我们侧面观察，逐步形成了这样一些基本的思考与共识：第一，尽可能压缩行政处置的空间。国有产权流转本质上是一个商品转让行为，与行政权力是不挂钩的，无论权力多大都不要介入具体的一个企业股权的转让，比如卖给谁以及如何定价问题。第二，当宏观市场环境短期内不可能完全改变的情况下，划出一个“特区”强制要求国有产权流转必须在特定的空间和环境中进行交易，即强制进场交易。第三，国务院国资委没有采取传统政府部门自建厂的办法，而是选择了已经在市场上运行的产权市场，提出了若干个选厂的标准，达到标准就可以承担国有产权流转的任务。一个省级单位选择一家机构来承担这样一个任务，选厂而不建厂。第四，允许特例。中国任何好的改革措施，如果不允许特例，“一刀切”实施起来也会很困难。因此国务院国资委对于产权流转允许特例，比如纯国资之间可以相互无偿划转，同一企业集团内部资产和产权可以相互划转，等等。允许一些特例，但是把空间压缩得非常小。最重要的是在产权市场中实行一个好的市场制度。任何好的制度都是比较简单的。产权市场的制度设计也是如此，就两个主题词，公开和竞争。

通过高强度的、高质量的信息披露，把国有产权要流转的信息推

送到有需求的几乎所有的人群。这样一个办法最大限度地发现了受让人。当年拍卖行业在周末小报内做小广告的信息公示，很少有人能看到这种广告。而产权市场信息披露的强度，圈里、行内成百上千、上万的人都知道，北京产权交易所、上海联合产权交易所天天在推送这种信息，同时产权交易行业协会，即产权行业的联合体，包括原来北京的金马甲这样的机构，把行业的这种信息更大范围、多维度地发送出来。公开的另外一个好处是割断了特定的利益输送通道。中国特色的当事人或者相关的人想搞一点小动作是经常发生的，而堵塞这种特殊利益通道最好的办法就是让信息公开。信息公开最大的好处是把任何可能私相授受、鸡鸣狗盗想法的成本大幅度提高。还有一个好处是保证了公众的知情权。从法理上讲，我们的国有资产是归全国人民所有，让全国人民这个所有者有知情权的最好办法就是信息披露。特别是如果一个具体标的企业的国有产权的转让涉及到一些特定的利益相关方，比如说债权人、该企业的员工的切身利益的时候，如何让他能够有知情权，最好的办法就是信息高强度公开披露。此外有一个好处是保护了当事人。国有产权转让企业的负责人，批准单位的负责人，实际都是战战兢兢的，大家头上都悬着国有资产流失的这样一把利剑，如何让这些人很坦荡、心情愉快、没有后顾之忧地来推动这个工作，最好的办法就是让信息透明，所有环节都没有死角，都是透明的，这对当事人是最大的保护。

这个产权市场制度的另外一个设计原则叫竞争。我们一想到竞争，争的是权力、关系，还是比能力，比价格。当时产权市场的相关设计人员对不同的比较方法应该是做过思考的。比如一个企业，特别是有限责任公司，不仅仅是资合，还要人和，因此要有一定的能力。但这个能力很难比较。最简单的比较，特别是卖掉国有产权的这种状况下，最好的比较就是价格竞争，通过竞争来发现价格，通过市场的供求、

交易的方式、价高者得来发现价格。现在产权市场的制度设计就是当挂牌期结束的时候，只有一个受让人的时候，按照挂牌的价格可以协议成交。有两个以上就要采取不同的价格竞争方式，如何充分把这个价格达到可能的最高点还是很有管理能力和技巧的。另外价格竞争机制还有一个好处就是有利于和谐社会。因为假设大宗产权交易出现了竞争，竞争各方为完成交易需要做大量的前期工作，也就是实际的行业说的尽调工作，大规模的项目的尽调花几百万甚至上千万都不稀奇。如何让花费巨大成本的各方，尤其是输了那方心甘情愿。最重要、最好的解决办法就是通过竞争，没有拿出更有竞争力的价格输了就心甘情愿了。

通过十几年这样一系列的制度安排与逐渐的实践探索，中国的产权市场建立了一个程序明确、信息透明、多方竞争的真市场，确保解决了国有产权流转的基本问题。国有产权流转的基本问题大概包括产权该不该流转？该以什么方式流转？该到哪里流转？谁有资格来购买？采取什么样一种竞争方式等等。最终是确保国有资产的保值增值，杜绝流失。同时国有产权通过实践得到了上位法《企业国有资产法》的支持和主管部门国务院国资委的全力支持，形成了一支稳定的队伍，有一个全国性的行业协会，中国国有产权交易机构协会，也形成了一定规模的市场。这实际就是中国地方交易所的引爆点，也就是起点。

在此起点上，在各地方政府的支持下，从2008年到2012年期间，全国性的地方交易所进入快速扩张阶段，北京在那几年基本沿着权益市场、商品市场、金融市场的轴线在迅速扩展交易市场体积。比如最早的2008年8月5日北京环境交易所揭牌，2009年8月13日中国技术交易所揭牌，2009年11月23日中国林权交易所，2010年5月30日北京金融交易所揭牌，推动的速度是比较快的。

根据观察，我们把目前的地方交易所分成了三大类，金融资产类、

权益类和商品类。金融资产类，有十家左右金融资产交易所和七十几家金融资产交易中心，其中 2/3 是在正常运行着。权益类有国有产权、环境权益、知识产权、林权、矿权等等。还有以大宗商品和特殊商品为代表的商品类，大宗商品包括石油、铁矿石、棉花等生产资料组，还有艺术品、红木等特殊商品。北京各种各类的交易场所大约 52 家左右，其中 28 家正常运行。

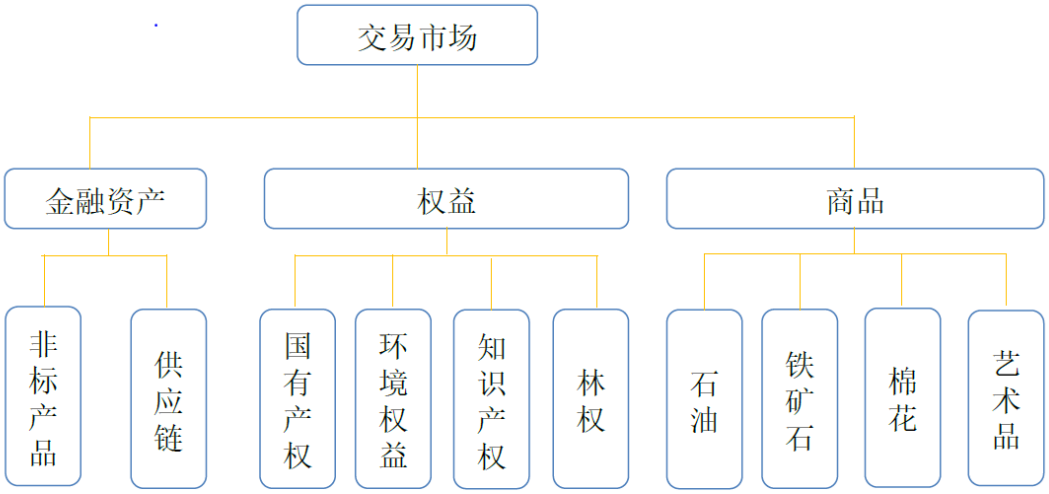


图 1：交易所分类

目前这些交易所有几个典型，第一个是北京产权交易所，前身是北京产权交易中心和中关村技术产权交易所。我是 2003 年加入到中关村技术产权交易所，2004 年参与了北京产权交易所的运营。北京产权交易所的业务目前分五大类，企业国有产权转让、国企增资扩股、国企资产转让、行政事业单位资产处置、涉诉资产处置。2017 年总成交金额是 2253 亿，业务收入大约 8.76 亿。另外一个行业标杆性的机构是北京金融资产交易所，2010 年 5 月 30 号揭牌，现在的业务是企业信用债发行与交易、非标债权交易、国有金融产权转让这三大类的业务。因为有企业信用债这个标准化金融产品的发行，交易额特别大，2017 年的成交额大约 5 万亿左右，营业收入是 5.63 亿。

2015 年到 2017 年全行业的交易额的发展速度比较快。2014 年 1.55 万亿，2015 年就到了 3.76 万亿，2016 年是 7.92 万亿，2017 年

是 7.9 万亿。2017 年全行业 12 类业务的成交总数大约 164 万宗，交易规模是 7.9 万亿，与 2016 年基本持平。北京金融资产交易所因为得到中国人民银行及所属银行间交易商协会的授权，可以开展标准化的企业债券的发行与交易业务，它的年交易额已经占到全市场交易份额的 70%以上。因为这类业务是不可复制的，如果剔除掉北京所的业务，其他 11 类的业务的比例如下面饼图所示：

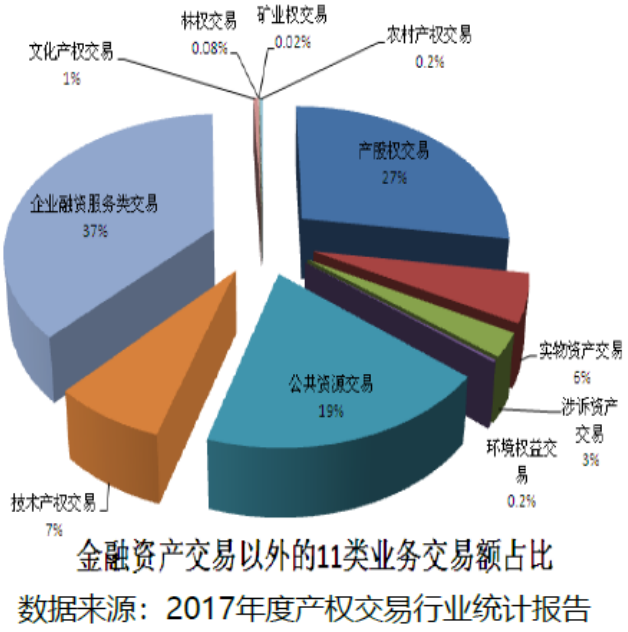


图 2：金融资产交易以外的 11 类业务交易额占比

关于整个地方交易所监管格局清理整顿。全国性、标准化、涉众的金融交易所由一行两会批准设立并监管，非标准化、不涉众的地方交易机构由地方政府（金融局、办）批准设立并监管。基本监管原则为“谁批谁设立，谁负责监管”。2011 年国务院对各类交易场所开始进行清理整顿，出台了国发（2011）38 号文及国办发（2012）37 号文。设立了证监会牵头的联席会议制度。

过去一年时间内清理整顿回头看贯穿了全年行业的走势。行政办陆续下发了四、五个文件，本质上、实际上是对 38 号文、37 号文进行具体的细化。要求各地进行白名单或者黑名单的公示，金融资产交

易场所迎来规范监管，股权交易场所基本整合完毕，OTC 模式基本退出、微盘微交易整体关闭、邮币卡发售全面叫停，商品类交易场所关停并转，风险监测防控平台试点开始推广，清算组模式开始迎来发展的契机，国家部委牵头落地全国性的地方交易所，期交所布局大宗商票交易等一系列动作。这一轮的清理整顿回头看对行业的业务形成了一定的压力，但是也理清了行业发展的边界与方向，对于行业的长久发展是有好处的。

二、地方交易所的特征与定位

地方交易所快速发展的原因：中国尚处在市场经济的起步阶段，市场体系还不完备。从 1992 年开始算，中国建设市场经济体系二十几年，整个市场体系还处在发展的初期，市场体系不完备，缝隙很多，空间还很大，特别是跟地方的结合上，另外金融支持实体经济还显得不够。地方很多具体的需求与区域的特殊要求没有得到满足，因此金融支持实体经济需要特定的通道与工具，也就是行业性、区域性的市场平台。中国的金融市场本质上是一个舶来品，自上而下，不太接地气，因此地方政府都把支持和推动地方要素市场理解为中国特色资本市场的一个重要组成部分。有几个原因，一个是地方金融事权有限，同时问责的属地化又使得地方政府对此一直萦绕于心。也有一些地方政府受到了政绩驱动的攀比心态。比如京津沪渝四大家，如果北京上海有了，天津和重庆肯定会想要有。快速发展的另外一个原因是有关部委的支持。部委对于用资本市场推动产业发展有一定的积极意愿。还有就是交易所自身发展的需要。实际正是这几股力量共同作用的相关函数，使得中国地方交易所的业态几起几落屡经整顿，但始终生生不息的一个重要的一个原因。

如何认识地方交易所？地方交易所是精确和发展到一定阶段的

一个客观的需求。市场在中国源远流长，在周易中就有日中为市的记载。周易中记载为“日中为市，致天下之民，聚天下之货，交易而退，各得其所。”这是炎帝当年规划市场贸易的场景，从当年炎帝的日中为市到今天的现代市场，实际上经历过了长期的演化过程。同时，中国真正意义的现代市场又是改革开放以来的产物，很多是从国外引进、借鉴过来的。因此它是一个非常复杂、多元的一个现代市场体系。我们所看到的现在市场体系包括身边的地摊夫妻店，菜市场、农贸市场、百货大楼，这是日用商品市场。在日用商品市场旁边，还有各种各样的批发市场，钢贸、建材等生产资料市场。在这些市场之上又出现了交易所。交易所是现代市场体系的高端形态，是指这样一些特征，规则前置、标准明确、系统高效、全面服务。全面服务包括交易所要提供信息披露、产品合规、投资人组织、交易组织、产品交割、支付清算等全链条的服务能力。

构成交易所有三大基石，安全、效率与成本。第一，在交易所里进行的交易是安全的。因为得到了法律法规和相关政府政策的支持。这也是为什么很多地方交易所出了问题，老百姓可以到相关管理部门如金融办、证监局去告状的原因。第二，交易所里的效率是要比在场外效率要高一些的。第三，综合成本更低。交易所的核心资产实际上不是大楼，不是机器设备，而是信誉。单宗交易不能使交易所兴盛，但如果一宗交易出了大问题，就可能让交易所关门。所有做交易所的人大概都有“交易所之梦”这样一个情节或者情愫，做好一个地方就琢磨能不能做成一个全国，做好非标业务就琢磨能不能做标准化业务，做好了 2B 的就想能不能做 2C 的，“交易所之梦”是有些太合时宜。交易所有相当的特定行业要求，特定行业既包括所在的行业，比如你是这个能源交易所就要熟悉能源行业，同时又要熟悉交易所正常的、规律性、规定性的东西。另外，交易场所特别是地方性交易所，有地

域性要求。中国目前是在区域分割下的市场建设。目前地方交易所归地方政府的金融办和金融管理当局来进行金融监管。下面这个九宫格是金融产品的管理逻辑，它的横轴是标准化，纵轴是公众性。

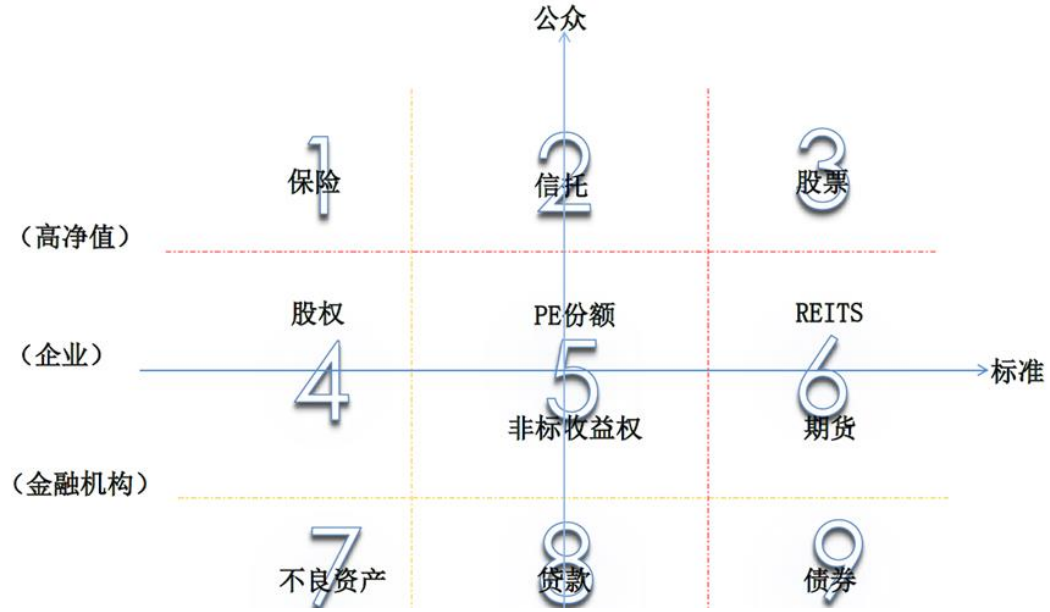


图 3：金融产品九宫格

标准这个词在金融圈里的学术理解是标准的产品是通用安全、契约完备、等额分割、流动性好的。现在操作上把在银行间市场和交易所市场进行交易发行的产品理解为标准化，除外就是非标的。公众性实际就是投资人适当制度。靠近标准化的这条线是红线，最上的高净值客户以上的也是红线。那么 1、2、3、6、9 区域是地方交易所的禁区，原则上是不能碰的。可以碰的是 4、5、7、8 的范围。尽管看上去有些小，但在中国已经是足够大的空间了。

交易所的特征：首先市场主体要足够多，这是交易所最难的，要回答人家为什么要来，谁让他来的，如何聚拢基本客户，这是最难的。第二，产品要足够多，产品标准足够丰富，合规性吸引力，以及产品的盈利能力要有空间。第三是稳定公开严谨的规则，规则不能轻易动。第四，要有一个很强大的信息系统。第五，原则上要实行代理交易制度，商为市之魂。市场是否活跃，最重要的看经纪商的能量有多少。

另外地方交易场所有一个门槛，得了这个门槛才进入良性循环，也就是年 100 亿左右的交易额，年 1000 万左右的交易收入、主营收入。只有超过这个点，才能够进入良性循环。

市场如何形成：现在做的比较好的、比较大的基本上都是靠行政的力量形成的，比如说国有产权交易，比如现在的北京所，纯粹市场化的形成真正做成了的陆金所显然是一个其他的不是很多，多数都还处于比较惨淡的经营的状态中。

关于交易所的定位：首先交易所是现代金融服务业，属于多层次资本市场的一个重要组成部分。第二，它是中立第四方，非买方也非卖方，也不是为买卖双方提供专业服务的那些专业中介机构，它是为这三方提供交易环境的中立第四方。交易所还有一个特征是特许经营。在一个省市自治区的范围内同类的交易场所一般只能有一个。因此一定要站住中立开场子的位置，不能既当裁判员又当运动员。交易所还有一个特征是有很强的外部性。外部性是一个经济学的术语，指机构对于社会、公众的影响远远的大于对内的作用。它的实际社会功能远远大于它的盈利、内部管理等功能。还有很强专业性，有一定的地域性。此外，交易所一定能够提供不可替代的增值服务。从根本上讲，交易所本身并不创造交易，这类交易在交易所成立之前就已经存在了。但可能始终存在一些不顺畅、不合理的地方，比如在信息披露上不够充分，交易时间上长，交易成本偏高，合规性较差，不能满足某些客群的独特要求。交易所存在的价值，就是在这些已存交易中的不合理的地方做出改变和发展，即使是只在某个链条上做出了改进就有了存在的价值。存在价值最好的检验办法就是客户是否持续交费。

三、对地方交易所发展前景的思考

对交易所而言，第一，要按照交易所的规律来办，即风控为先、

服务为本。交易所从业人员要尊重现代资本市场，现代金融服务业的规律，以服务客户、服务行业、服务地方为本，要本着风控为先、底线思维，红线绝不能碰。一定要强化管理，包括客户管理、产品管理、合规管理等。人才决定成败。中国的交易场所是一个新的业态，有丰富相关知识和优秀的人才比较稀缺的。地方交易场所可以探索混合所有制，以提供比较强的团队的约束。从现在清理整顿回头看的大背景下，行业处于冬天。不是法定进场的这种交易所的前景取决于改革。这个改革是大范围的改革，取决于自身的创新，取决于跟谁合作，能不能找到一个好的依靠人。

第二，要立足本地、聚拢资源、促进交易。在地方交易所交易的要素中，只有资产、权益和商品有本地化的属性，资金没有严格的区域属性。因此地方交易所的定位是要围绕交易的发起额，也就是本地化资产权益和票据来提供服务，吸引更大范围的资金进场，盘活存量，为本地发展服务。

第三，要依靠数字科技提高教育效率、风控。数字科技就是 A 人工智能、B 区块链、C 云计算和 D 大数据。ABCD 的思维，会打开在常规传统的交易所管理上的很多思考，比如借助大数据来更精准地进行客户画像，更精准地满足特定客户的特定产品的要求。人工智能可能会取代简单计算的人工工作，这对我们整个交易所的管理和发展会产生很大的作用。区块链很有可能是未来低成本地解决信用问题最好的工具。因此只有靠服务创新和科技驱动才有交易场所的明天。

站在投资人地角度，要看清楚交易所的本质是一个准金融牌照，以此来判断是否值得投资。要放弃短线投资、暴富心态，要切断利益关联，不能把它作为一个融资渠道，有些民营企业投地方银行的思路那是不行的。可以把它看作行业整合、优化产业链的工具，存在今后并购地可能性。因此好的交易所是一个金矿。

关于地方交易所与地方金融监管。第一金融事权归中央，中外金融均为严监管。对地方金融管理上实际只有三大任务，维稳、服务、聚要素。因此地方交易场所一定忌面面俱到，忌盲目攀比，忌内部竞争，要对交易所进行分类指导，聚焦优势与特色。

关于地方交易所如何监管：第一，发展与监管并重，地方金融部门不仅是地方交易所的监管方，也是地方交易所发展的推动方。第二，要结合区域目标扶持特定地方交易所的发展，必须基于本地区发展目标，依托当地资源，寻找细分领域进行整体规划，发展差异化的地方交易所，忌面面俱到。在规划中要有一定的前瞻性，站在地区经济发展需要的高度上，评估特定地方交易所的作用。

第三，优化地方交易所发起主体，在发起设立时，对于发起主体的审核要充分考虑本地资源的导入，又要具备专业的地方交易所的运营能力，很好地把握全国市场动态，才能使地方交易所顺利起步并且发展壮大。第四，引入外贸，提升地方监管的专业性，对地方交易所来进行分类监管，引入细分领域的专家，增强监管的专业性，做到不错杀真创新，不漏掉伪创新。

第五，重视行业信息化建设，搭建风险监测防控平台。对监管当局，特别地方监管当局而言，对于这种新技术新业态，政府别太靠前，让子弹飞一会儿。目前在这个行业冬天的情况下，实际上这个行业里除几大法定交易所，市场化的机构都很艰难。因此建议稳住阵脚，守住底线，控制成本，找准市场需求的突破口，把金融创新和技术进步叠加起来，行业的春天早晚会到来。

四、问答环节

Q1：今年金融监管领域最大的一个政策导向就是去杠杆，去杠杆目前对地方交易所的影响具体的有哪些？不论是监管体制，具体的

产品，还有资金方面。

A1：去杠杆是中央经济工作会议的一个总体要求。目前主要还是地方政府和地方政府的融资平台的杠杆如何去。现在看到的跟这个话题相关的主要是是地方的金融资产交易所，实际它的这个业务已经自然地与去杠杆匹配下来了。我们观察到的比较熟悉的青岛、西安的几个金融交易所的业务实际上已经自然地衰减下来了，自然地参与了去杠杆，目前看关键还是资金端现在已经收敛的非常厉害了。我们认为地方交易所在这个去杠杆中被动参与，效果非常明显，业务衰减得很厉害。

Q2：在这样一种大的政策方向下，地方交易所怎么对冲这种监管的影响，或者如何来寻找其他的业务机遇？

A2：我们现在实际上把业务重心进一步向下降，向特定区域里收，比如为地方政府、地方融资平台和国有企业的融资服务，把它聚到该政府部门该企业所在的区域内聚，就是把服务半径和资源聚合的半径进一步内化。因为外化的路已经堵住了，现在一般都是向特定的比如企业内部职工、区域内的员工、公民、居民，为该区域的政府项目提供融资服务。

Q3：从产权交易所的角度，您认为目前国企改革的整个进展是怎么样的？或者说您觉得下一步有哪些可以改进的空间？

A3：我们国家的国企改革走过了大约 30 年左右的路程，我们行业非常高度评价十八届三中全会关于经济体制改革的总体的部署。业界比较关心的就是大方案总体方向有了，但是落地的速度、效率不尽人意。如果按照十八届三中全会的关于经济体制改革的 36 条，关于跟国企改革相关的大概有三四条，如果真的落地的话，应该对于我们国家的经济个活力、新动能、国企的效率会有很大的改善，但是现在的改革包括混改仍然还是这种经批准的改革，混改试点三期结束了还

是百倍量级的，现在双 200，也就是 200 家这种量级，还是要经批准的改革，而中国的国有企业是数以万计。按这种速度在什么时候能够大面积的铺开？另外目前这个改革显得动力不足，谁是这轮改革的主动方、动力方、受益者？这显得不是很清晰，因此各方面特别是有权利主导推动改革的方面。省一级的国资委、各大央企集团实际都在看，都在观望。大家实际上动力和积极性不是很强，我觉得这是这一轮国企的叫产权流转也好，混改也好，最大的问题。

Q4：您说的这种地方交易所和法定交易所之间的这个关系是怎么定位或者什么关系？这些地方交易所的监管只是地方地方金融局和金融办，然后国家级的监管部门对它没有监管职能是吗？

A4：目前法定交易场所是指一行两会，就是国务院金融监管部门批准设立并监管的，目前在我们了解范围内大概有申沪股市、三大商品交易所、银行间市场，央行的几个票据类、外汇类的交易平台，这是所谓国家级的标准化金融产品交易平台。除此之外，就是地方政府批准设立并监管的区域性非标不涉公众的交易场所。这两类交易场所实际本质上是不交叉的，唯有一个交叉的案例就是北京金融资产交易所，它起家是地方交易场所，然后实际上是被人民银行给收编了，被交易商协会收编了，是地方交易场所长成了国家级的标准化的交易场所，它目前是中国企业净债的发行交易平台。实际这两者是泾渭比较分明的，有协同关系，没有交叉。

国家级的监管部门有原则监管，这一轮从 2011 年清理整顿的牵头部门是中国证监会，单位交易场所清理整顿，就特指对于这些地方交易场所的清理整顿。

第 130 辑

(2018.9.7)

美中贸易路在何方

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

庞晓东先生，美国复瑞渤（Freepoint）大宗商品公司副主席。复瑞渤的主要业务包括原油和成品油、天然气、电力、金属和矿产以及农产品等，在北美、欧洲和亚洲有十几个分支机构。庞晓东先生的社会职务有：美中关系全国委员会董事会董事、布鲁金斯学会外交政策领导委员会成员、布朗大学中国顾问委员会委员、卡迈尔犹太学院校董、美国水球运动董事会董事等。庞晓东先生是美籍华人政治领袖基金会的发起人之一和董事会董事。奥巴马总统在 2010 年任命他担任白宫总统学者委员会专员和民主党中顾委委员。庞晓东先生 1978 年初进入浙江大学学习，1981 年赴美，从麻省理工学院博士毕业后加入美国国际集团从事能源、金属、外汇、债券等业务，之后曾担任加拿大皇家银行太平洋集团总裁和加皇资本市场副主席。

美中贸易冲突是一个热点话题，在中国看来，贸易战爆发的速度和强度出乎很多人的意料，但在美国国内能感受到山雨欲来已经有一段时间了。在美国国内政治严重分裂的情况下，对中国持强硬态度是两党少有的共识。当然很多人并不赞成以关税的手段。两国之间认知上存在差距，原来中国觉得两国之间的贸易关系没有什么问题，而美

国觉得有越来越大的问题，这导致了冲突的产生。要想解决冲突，必须知己知彼。

我来分享一下传统上最支持发展对话关系的美国人士的看法，对未来可能达成的美中贸易问题的解决办法具有参考价值。接下来的内容基于个人观察而非个人观点。个人认为一个建设性的中美关系对美国、中国以及世界都是非常有利以及重要的。

一、美国各派别对华态度演变和博弈

传统上最支持发展对话关系的美国人士主要来自商界，以及一部分政界、智库和大学。美中关系全国委员会是其中最具有影响力、最重要的代表性组织，成立于 1966 年，在尼克松时期前就致力于推动美中战略关系，几十年来从乒乓外交到接待中国领导人访美，该委员会都做了大量工作。两位执行副主席基辛格、格林伯格分别是政界、思想界和商界的代表人物，现在依然活跃。

委员会在中国加入世贸协议上对美国政府、商界和民间做了大量工作，起了很大推动作用。美国多年来一直有关于“遏制”和“拉拢”两种对华政策的争论。在中国加入世贸的事件中，美国以美中关系全国委员会为代表的“拉拢”派的论点是：（1）中国入世会对美国开放中国市场，有利于美国企业更好地利用中国的资源、环境和劳动力；（2）中国的国力在可预见的将来不会对美国有威胁；（3）最重要的一点，根据西方思想界的经验、观点和理论，一个国家发展产生的中产阶级会追求政治代表性，推动社会向更具普世价值的方向发展，因此不会有威胁美国的意识。基于这些考虑美国可以对中国开放市场，在一段时间内接受不对等的关税和市场准入，也就是中国可以比美国有更高的关税和更多的准入限制，给予中国以发展中国家的优惠。在当时，“拉拢派”的观点占据了上风，基本主导了接下来一段时间美国对华

政策的主线。

但是中国入世 17 年来，情况没有像“拉拢”派预想的那样发展。中国市场开放的速度和程度，劳动力优势的减弱，特别是经济发展没有带来预期的政治改革，使得这一派美国人产生了“幻灭”感。另一方面，“遏制”派认为中国利用国家资本主义、国家信贷和政策来支持国企，以对抗美国的民营企业，破坏和损害了自由竞争和美国组织订立的全球经济秩序。但是，两派都对中国国力突飞猛进的增长和高调的宣誓大吃一惊，对中国用新增的国力在全球大把花钱与美国在全球竞争经济和政治影响力深感不安。在科技和军事方面，美国感受到了来自中国直接的竞争甚至挑战。美国军方最有意愿发展两军关系的将领也觉得中国在南海单方面改变二战以后的现状。最关键的是，很多美国人觉得两国在价值观念和社会制度方面的差别越来越大，使得中国在能力和意愿上来看对美国都越来越像是威胁。

“遏制”派因此指责“拉拢”派上了中国的当，让中国入市是一个“养虎为患”的策略。“拉拢”派只能示弱，表示中国现在已经发达了，经济总量超过了除美国以外所有的发达国家，应该不再享受世贸组织给发展中国家的贸易优惠，要求中国与美国的贸易关系对等，关税和市场准入门槛要下降到美国或者接近美国的标准。美国对中国的强迫性技术和知识产权转让，“用市场换技术”特别不满，在这一点上与其他西方国家一致。其他发达国家也认为大量投资研发出来的技术本该是企业的主要优势，到了中国市场却被用来和美国竞争。再加上中国低成本的劳动力和政府补贴，美国很快就失去竞争优势。

“拉拢”派中的“亲华”派进一步表示，中国已经足够强大，在大部分经济领域不惧怕外部竞争，脱离政府保护，减少政府补贴，更加开放，加速由计划经济向市场经济的转型对中国的长期竞争只有好处，也可以降低国际冲突、抵制和戒心。

二、 美国国内影响中美贸易冲突走向的因素

除了上述和中国直接有关的因素外，全球化使得美国制造业流失也是导致中美贸易冲突加剧的重要原因。尽管中美两国在国家层面是全球化的最大受益者，但是全球化带来的财富分配在两国国内都是很不均衡的，加剧了财富的两极分化。美国的跨国公司和金融业赚了大量的钱，但是很大一部分中产阶级被拉下。在美国有 1%与 99%的说法：反全球化、孤立主义、保护主义、民粹主义、美国优先、白人至上等思潮越来越有市场。特朗普就是这些思潮的代表人物，在其上台的第一年美国政府对于对华政策的走向还有争论，“百日计划”、去年 11 月份的访华都显示这些政策还没有定论，习近平访美也起到了缓冲作用。去年参加美国贸易代表团与特朗普一起访华时，感觉美国商务部和白宫对于美中经贸关系的态度还是积极的。当时主要还是着眼于减少逆差，但是代表团有不少人抱怨感受到中方的傲慢，对他们的打发和忽悠的态度，而这些人是极想要促进与中国经贸关系的。比如，华尔街的一位 CEO 在人民大会堂外在寒风中站立等候，这是他在世界上任何其他地方没有遭受过的。同行的一个美国某州的高官觉得中国有些官僚并不在意客人的感受，好像外国人来中国都是来磕头的。

2017 年 12 月份参加美中关系全国委员会董事会的访华后，美国的一位部长看到我和汪洋在紫光阁的照片，说恐怕这种放松祥和的气氛今后一段时间不会有了。内阁内外越来越有一种声音，认为减少逆差治标不治本，美国需要关税、准入和国家补贴等方面的对等。在今年一季度末，除了《301 报告》出来以外，美国国务卿、国家安全事务助理等人员的更换，更加使得强硬派在人事方面占据上风。他们的论点是，即使中美不存在逆差，现有的贸易关系仍然不公平、不对等。中国是不是履行当年加入世贸协议的承诺已经不重要了，因为情况已

经有了重大和本质变化，没有哪种协议是永远管用的。当年马歇尔计划遗留的安排也已不再适用，北美自贸协议也要更改。但是中国和北美、欧洲、日本不一样，中国的经济体量大，两国的供应链相互依赖很深。更关键的是，中国并非盟国，而是挑战者和威胁，因此对于中国的挑战，不光要改变贸易关系，还需要全社会的全面防备，包括限制中国在美国的投资，特别是高科技领域。

这些对华强硬人士的目标越来越清晰，要遏制中国的威胁，同时希望资金和制造业回流美国。这两个方面都是关系到国家安全，改变财富分配，有关社会稳定的问题。

从策略上而言，要遏制就要先脱钩。贸易战一箭双雕，一方面通过增加关税来遏制中国，比如“中国制造 2025”，另一方面由于中国对美出口很大一部分是在华美资企业的产品，贸易战可以逼使很多美国企业回流或者迁出中国，也逼使在美国对中国有依赖的企业调整供应链关系。因为对华强硬派认为对华脱钩可以使美国在商业、政治、军事上进行全面的遏制，而不用顾虑到伤到自己。

现在传统上的“遏制派”和“拉拢派”，或者说新形势下的“战略派”和“经济派”的一个分歧就在于，对美国在华经济利益的顾虑和脱钩过程对美国经济带来损害的程度。“遏制派”认为相对于长期国家安全而言，对华经济利益和对美国经济可能带来的损害都是次要的。贸易战的成本应该看作对将来的投资，痛苦的调整是必要的。所以贸易代表办公室关于关税的听证会上，绝大多数企业是反对关税，但是都不被采纳，听证会只是一个法律程序。从战术上来说，他们先将北美、欧洲和日本搞定，再全力对付中国。

贸易战加上把中国定位为战略竞争对手以及全方位的防范，使得美国朝野对中国的对立情绪不断增加。现在美中关系遇到的挑战是 37 年来最严峻的，甚至超过 89 年的时候。美中关系全国委员会会长

也认可此观点，认为接下来“冷战”甚至“热战”都有可能。美国军界原来愿意和中国发展关系的主要是在与苏联对抗中成长起来的将领，美中关系全国委员会董事会中的两位退役将军都是此类。其中一位在中美南海撞机时担任太平洋战区的司令，当时他力主避免事态扩大化，认为美国应该有红线，比如，中国不能把黄岩岛军事化。其法理依据是美国在二战时死伤了成千上万军人，把东海、南海这些地方解放了，战后一直由美国在维持秩序，他们不乐意中国修正这一结果。黄岩岛战后很多年都是美军的打靶场，到 92 年才移交给菲律宾。

再举一个例子，我认识两位美国联邦参议员，都是参议院外交委员会的成员，今年都要竞选连任。当时给他们捐钱时都承诺支持发展美中关系，在奥巴马时期都是支持“美国欢迎中国崛起”的说法，认为这会给美国带来更多机会，前提是中国不威胁到美国。特朗普和蔡英文通电的当天，其中一位参议员就上电视和推特，表示特朗普这样做很危险。可是最近和他们谈起美中贸易战，他们认为中国现在经常说自己是大国，中国的国土和人口这 30 年都没有增长，那一定是指经济和军事上是大国了。他们因此觉得没办法批评特朗普在中美经贸关系上对等的要求。格林伯格最近在华尔街日报上发表了关于美中贸易关系的文章，在文章后面的上百篇读者评论中，大部分对中国有负面看法。而华尔街日报的主要读者是美国商界人士。

美国方面的变数在于，共和党如果在 11 月的中期选举中失去国会的多数，那么特朗普的国内政策就无法继续，有可能会在国际上继续实行。关于特朗普是否会被弹劾还很难下判断，但是特朗普在国内压力更有可能使其在国际上更加强硬。当然也有可能与中国达成协议，然后宣布胜利。但是如果被弹劾或者其他原因下台，换成彭斯（Pence），情况也很难判断，关键在于美国经济。目前美国经济好，因此白宫认为这是和中国进行贸易战的良好时机。但是如果和中国脱钩的过程引

起很大震荡，或是经济明显掉头下滑，那么白宫就不得不重新考量贸易战了。

三、对中国应对策略的建议

中国的对策有几种可能。一是战略退却，换取时间，但是退却的意愿和余地有多大，跟美国能否达成交集是一个问题。二是防守，打消耗战，以拖待变，问题在于能拖多久，会不会拖垮。目前看来拖过中期选举应该是没有问题的。哪怕美国对 2000 亿、甚至 5000 亿从中国进口商品加关税。另一种拖的时间可能是两年半，拖到下一任总统，但是目前来看是谁也不知道。所以消耗战能不能换来更好的形势是不知道的。三是出击，中国不愿意成为美国的敌人，但是如果美国把中国当成敌人对待，那只能把中国逼成敌人。那干脆就出击台湾、伊朗、中东，和美国对着干，这是高风险且没有胜算的。

要想解决中美贸易问题，换位思考是有帮助的。情绪化、民粹化通常只会限制政府的选项。在和美国商务部负责对华贸易关系的熟人说起中国称美国目前是贸易霸凌主义，这位女士说："美国给了中国这么多年的贸易优惠，现在要中国把关税降下来中国不干，美国只能把关税加上来，既没有制裁中国，也没有不让别国和中国贸易。"中国是全球化的受益者，也是支持全球化的。全球化发展的长期结果会是全球市场经济化，没有关税，劳动力自由流动，好比欧盟的全球化。但这一点在短期是做不到的。

美中贸易战的出路不是单纯削减贸易逆差。两国能够做的是谈判一个新的贸易和投资协议，将两国的经济更紧密地捆绑，再持续 15 年。两国在政治制度和意识形态上的差异在可预见的将来不太可能消除，要想避开"修昔底德陷阱"，只能靠经贸的"压舱石"。经济捆绑得越紧密，越不容易爆发大规模的冲突。中国既不是一个已经充分发达

的国家，也已经不是那个 17 年前加入世贸时的中国。能否在往市场经济靠拢的方向上，达成新的中美经贸关系框架，依赖于两国领导人眼光、智慧和魄力。当初中国入世，两国国内都有很多质疑和反对的声音。但至少从中国的角度，这是后邓小平时代最大的经济改革，是对中国、世界影响深远的成功先例。

四、问答环节

Q1：9 月 6 日关闭了 2000 亿美元 10%的征税得公众意见征询，从美国听证会上可以看到很多美国企业提出两国相互交融的供应链，特别是除中国外很难找到这么靠谱的供应商，那您觉得这样一个听证完全是一个程序，还是多少会对这 2000 亿关税计划产生影响？

A1：在听证会上这么高比例地反对关税，美国公司基本上不反对和中国需要有一个更对等的经贸关系，但是反对动用关税的手段。我认为不会从根本上改变白宫对华强硬派的态度。第一，在个例上可能会有一些赦免。第二，在关税的时间安排上可能不会一次到位，可能会分期实施。

Q2：贸易战走到这一步，最终结果一定是两败俱伤的，如果双方始终无法达成妥协，有没有可能从 2000 亿升级到 5000 亿，甚至是发生“冷战”、“热战”？

A2：可能性是存在的，但多大可能性不好说。这首先和人事上谁在主政有很大关系，另外和各种偶发、突发事件都会有关。最近在《Financial Times》有一篇文章关于在知己知彼上不足的问题。不管怎么样，哪怕贸易战，双方的民间、朝野上下情绪上的对立是很容易感受到的。这种情绪上的转变相当快，也就是在这几个月的时间，这是非常值得担忧的。有了情绪上的对立后，冷战和贸易战中间并不会有一个明显的界限。至于更糟糕的“热战”，原来到奥巴马时期，美国

的基本对华政策是美国欢迎崛起的中国，因为总的评估上他们认为一个更加发展的中国对于美国是利大于弊的，会给美国带来更多的机会。当然后期加入了一些前提，比如中国要遵守大国责任、游戏规则，不能对美国造成威胁。但是这一基本判断现在被特朗普这届政府改变了。有了这个势头之后，接下去如何应对，是否有可能失控是很难说的。最近新出的关于特朗普的书和《纽约时报》匿名的美国高官的评论，就知道美国政府决策方面的稳定性有很大的问题。

Q3：在贸易战爆发以来，中国在应对上有哪些可以改进的，您有哪些建议？

A3：中国的应对上也有起伏。美国政府内部的不一致，美国政府的信用受到影响，不光是中国对此有看法，美国民间、政府内部也对此有很大看法。至于中国政府的其他应对，刚才我说到民粹化、情绪化会束缚政府的手脚，会减少政府的选项。中国的体量足够大，因此不需要被这方面的声音束缚手脚。但是也要度量把握国内的舆论来和美国谈判。很多情况不在位不太了解政府的很多约束条件，以及不同条件下来看约束条件的刚性和弹性，比较难以评论。

Q4：周末 2000 亿加征关税要分步来实施，您目前了解是 10%的关税率还是 25%的关税率？

A4：最开始是说 10%，后来加到 25%，现在没有正式出来之前，不好判断。因为政府内部，白宫焦头烂额在查内鬼，所以第一优先级可能不在关税这件事情上，最后很可能特朗普随机地拍板是哪一个。

Q5：本来特朗普 11 月中下旬要出席 APEC 会议，中美元首会产生会晤，这本来是一个很好的时点，但是他取消了，让彭斯代替出席 APEC。特朗普好像不着急和中国谈判，为什么会表现得难以沟通？

A5：两国元首要谈得话，肯定前期工作中两国一般要达成基本的相互理解，因为两国元首谈肯定要有一个结果。如果前期工作不到

位，不管是贸易战还是别的议题，一般不会去谈。在中期选举前倒有可能有谈的意愿，尤其是中期竞选告急的话，至少可以说是因为他施加了压力所以改善了贸易逆差，可以宣称胜利。但是选举之后，特朗普就没有那么多压力来谈。另外特朗普也不知道选举结果是什么样，可能紧迫感没那么强。下一个节点可能在两年以后竞选总统的时候。那么可以宣称在国际事务上达到了胜利，不管是和中国、北韩，还是伊朗，这是有价值的。他的个性会促使他在自己的任期内完成。

Q6：从目前情况来看，您认为中期选举中共和党会失去多数席位吗？您怎么看中期选举的走向？

A6：今年的中期选举是火药味相当浓的一次选举，我估计选民的投票率会很高，支持他的人会相当支持，反对他的人会相当反对。现在确实有人在做民意调查等，一般现在看来共和党失去众议院的可能性比较大，因为众议院是按人数比例选举议员的，比如 40 万人一个议员。而参议院是每个州两名议员共 100 名，比较难说。但是共和党失去两院的可能性是存在的。失去众议院的可能性超出 50%。

Q7：您认为"制造业回归"、"让美国再次伟大"的可能性大吗？

A7：这个很难说，因为特朗普到目前为止已经做了很多一般人看来可能性很小的事情。因为美国商业一方面有利益考虑，另一方面也有社会影响的考虑。现在特朗普第一把企业税下降了很多，第二他采取了很多措施，使得美国现在的经济比较好。此外他也有可能施加一些其他压力。比如原来到海外投资的企业后来就改变主意了。所以很难下定论。没有一个事情是百分百确定的，就好像原来美国认为中国对美国大豆依赖很高，比如 70%，但是中国现在不进口美国大豆一样活，哪怕是找到其他替代品。在各种利益和压力之下，美国要完全和中国脱钩是很难的，但是在很大程度上脱钩，比如和"中国制造 2025"有关的脱钩。能不能做到，需要多长时间，都不好说，因为一

旦中美关系进一步恶化，就不是经济上考虑的问题。

Q8：2000 亿美元的关税如果加征 25%，对美国消费者的生活成本会不会有比较大的提升？使得当局考虑是否要征这么高的关税。您怎么看这个问题？

A8：肯定会影响，有些影响是显性的，比如在沃尔玛中消费者购买的东西变贵了。还有一些进口的是半成品，消费者不会直接感受到，但最终是会感受到的。所以可能也在想分期、分批地来提高关税，从而减少影响。对他们来说只要在中期选举之前影响没出现，那么他们的动力就没有这么大。另一方面，对经济的影响需要一个过程，经济状况的好转使得消费者觉得购买力增强了，可能敏感性会下降。但总的来说 2000 亿美元的加征会对消费者和企业产生影响。在听证会上很多都是来自于企业的意见。而消费者只能找他们的议员抱怨，而选举的时间过了之后，议员可能不会在乎这么多。

Q9：特朗普以及背后出主意的基辛格，希望和俄罗斯改善关系，化解矛盾，以集中精力对付中国，那么这个想法是否有机会实现？美国和俄罗斯的矛盾是否有机会化解？

A9：特朗普个人对于俄罗斯、普京的感觉要好于美国传统的盟国，美国政府包括美国国会、军方对俄罗斯的戒心是根深蒂固的。这次对俄罗斯新一轮的制裁特朗普本人是不愿意的，但是国家安全委员会和其他人搞了这个制裁，特朗普也没有办法，只能抱怨。这不是特朗普一个人可以解决的。另一方面普京也是一个聪明人，不会轻易选边站，除非有其他的大的变数，比如中俄关系出现问题。但现在看来特朗普要想单枪匹马把美俄关系提高到一个近乎盟国的关系在美国国内的阻力会非常大。

Q10：最近美国和加拿大在谈北美自贸协定修订案，你认为在近期达成协议的可能性大吗？美国与加拿大达成协议和美国与墨西哥

达成协议有比较大不同吗？

A10：这个可能性还是很大的。因为加拿大对美国的依赖性要远远高于美国对加拿大的依赖性。所以加拿大没有太多底牌。加拿大要顶住国内政治势力，特别是奶制品行业的势力，尤其是在魁北克。现任加拿大总理特鲁多也是从魁北克出来的。魁北克是加拿大非常大的政治势力。加拿大政府是面临两难的状态，还是答应美国的要求，这非常难说。主要还是美国掌握主动。

Q11：您认为美国钢铁工业未来会发展到一个很大的规模吗？还是说只是一个政治表态？

A11：美国的竞争力不在于制造业，所以要把制造业恢复到美国二、三十年前的情况，这是不现实的。只是特朗普的支持者大部分在中部，这些是传统的制造业工业区，这确实有政治上的考量。当然美国在能源方面，尤其是页岩气、页岩油方面出了很多廉价的大量的能源。这对美国能耗比较高的制造业有一些新的动力，不管是铝冶炼还是化工企业。但是让美国最传统的制造业大规模恢复，除了特朗普所说的国家安全问题，即美国必须有基本的制造业能力，和中国的考虑有点类似；另一方面就是对传统的中产阶级或者中产阶级的下层的就业方面的考虑。但是从纯粹的经济竞争性来说这并不是一个很有前途的方向。美国以后搞无人驾驶、人工智能、自动化会大大减少制造业的就业问题。

第 131 辑

(2018.10.18)

2018 年第四季度海外市场配置策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李婷女士，香港上市的综合性金融集团云锋金融的 CEO。加入云锋金融之前，她就职于道富环球投资。14 年里历任风险经理，债券投资基金经理，产品经理，市场开发以及亚洲日本以外总经理。

全球经济和市场的三个主题：（1）全球经济增长分化，并影响风险资产表现的分化；（2）通胀压力相对温和，央行的货币政策收紧；（3）中美合作竞争格局的不确定性加大。

第四季度资产策略配置策略总结：建议进一步调整风险敞口，将新兴市场的股票调为低配，相应调高现金比例。原来偏淡政府债、偏重多资产的策略的效果不错，建议继续保持这样的头寸。

一、全球经济增长更加分化

海外市场今年前三季度的主题从协同增长到逐渐分化。市场情绪从对风险的偏好非常激进，到现在转向偏保守，这一主题在第四季度仍将持续。

首先是经济增长更加分化，今年距离上一次金融危机恰好十年。金融危机从美国开始蔓延到全球，全球在协同解决危机的时候，基本

上各国的方向都一致，包括财政政策和货币政策，无论是发达市场还是新兴市场，全球处于一个非常统一的步调，降息和财政刺激。而最近这几个季度以来，经济增长分化，各国开始步调不一致了。美国还处于加杠杆的周期，但是其他市场表现得非常不一样。

经济增长基本上可以概括为：美国一枝独秀，欧日不温不火，新兴市场明显降速。从 PMI 指标来看，美国的 PMI 在 2017 年 12 月份达到了 55.1，过去差不多一年的时间只有两个月低于 55，9 月份为 55.6。发达国家的平均 PMI 在 53 以上，新兴市场平均 PMI 只有 50。所以从过去的十年来看，最近新兴市场的增长相对于发达国家非常缓慢，而且有些新兴国家 PMI 处于荣枯线的非常纠结的地段在徘徊，没有一个爆发的趋势。经济增长分化反映到全球财政政策和货币政策发生了比较大的分化。

经济体来看，美国的债务周期实际上还在加杠杆。美国家庭在危机以后去杠杆，债务占 GDP 的比重从 2008 年的 95%以上，下降到现在的 80%以下，目前进入尾声，杠杆率基本持平，没有继续下降。企业部门虽然杠杆增长比较快，但是综合考虑盈利和偿债能力，杠杆率实际上尚未达到警示区，从 2008 年的 70%现在基本回到了 2007 年的水平。政府的杠杆率增长比较快，从 60%上升到 100%。由于经济增长非常迅猛，接下来加杠杆的区间并不是完全没有。

美国经济周期处于扩张的中后期。主要的亮点在于 GDP 的增长，第二季度的数据为 4%。从美国这样的一个体量来看，GDP 增长 4%是一个非常强悍的数字。而且美国各个政策对于这个数字都有支持，政府、消费、企业各个方面对 GDP 增长的贡献都是比较均衡的。劳动力市场方面，失业率达到了 1969 年以来的新低，在 3.7%左右，危机以来累计新增就业超过 1000 万，基本上达到了经济学上充分就业的水平。无论是 GDP 的增长还是失业率，都是非常完美的状态。企

业投资处于大幅回升的状态。领先指标，包括 PMI，处于非常高的位置。资本支出、支出意愿和投资也在一个非常高的水平。这也得益于美国各种政策的刺激，包括减税措施等，使得资本回流得非常迅猛。战后以来，在美国经济没有处于衰退和危机的状态下，现在美国政府对经济的刺激力度非常大，GDP 才能有 4%这样一个惊人的增长。

从美国经济危机后的这十年来看，美国经济持续向好，企业营收持续报喜。在这种状况下，美国政府还是对经济施加非常大的刺激，这是比较罕见的。因为美国通常在经济不好的情况下才会出台各种刺激政策。但是这一次美国经济处于一个非常好的状态下，美国还是通过减税和其他手段对私人部门施加刺激。这直接导致了美国经济的持续扩张和全球经济增长中美国一枝独秀的状态。而且税收与美国企业的现金充足率、股票回购，对于资本市场的支持都是非常相关的。

欧洲基本上处于不温不火的状态。欧洲的工业产出和贸易增速放缓，GDP 增长放缓，制造业领先指标 PMI 从 2017 年年底到 2018 年一整年实际上是下跌的。但欧洲并没有进入衰退，因为就业在改善，失业率从 2013 年的高位 12%降到了危机之前 8%的水平。房地产市场房价一直在上升，零售的消费和消费者信心指数都维持在一个比较健康的状态。

日本的经济增长有所放缓，但是日本的消费水平、工业产出水平维持了比较长期的稳定状态，这是非常不易的。就业和物价都有所改善，失业率非常低，并且持续下行，但是劳动者参与率在持续上升，这与美国在就业率提高而劳动参与率没有恢复到较高水平不同，这可能与日本步入老龄化社会有关。日本的通胀也保持了一个比较良好的上升趋势。所以日本政府过去这些年的的经济政策达到了比较好的效果。

新兴市场则相反，与中国的周期比较吻合。中国目前在债务上处

于去杠杆和稳杠杆的阶段，此前企业杠杆高，而且近年居民杠杆上升比较快，从 2016 年占 GDP 的 40%到现在接近 50%，所以需要降杠杆和稳杠杆。周期和美国发生了比较大的改变。第一是降杠杆传导到实体经济引发了信用收紧。第二，零售消费的增速也在持续下滑，第三贸易摩擦冲击了信心，这是我们面临的挑战。但是我们也存在一些优势，外部脆弱性比较低，外债不算高，外汇储备充足，经济体量大，还存在宏观审慎政策的空间。第三季度的货币和财政政策已经做了一定的微调，预计第四季度国内将维持政治局会议提出的六个稳，即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳外资、稳预期”，大的政策方向保持不变。

二、通胀压力逐渐积累，全球流动性收紧

美国联储一直盯住的通胀指标——核心 PCE 已经达到了目标的 2%，但是联储对于通胀目标有“对称性”的表述，并认为核心通胀压力依然可控。美国工资的增速达到 3%左右，总体来看上涨比较温和。但现在有一个不确定因素是能源，尤其是石油价格，可能对通胀造成额外的压力。另外和中国的贸易摩擦，如果大幅减少从中国的进口以及关税的大幅上升，对通胀也会有一定的影响，但是目前市场还没有对这些信息真正地做出反映。欧洲的通胀压力上升，日本希望有通胀，并且效果比较明显。

美联储第三季度如预期加息，美联储对经济增长非常有信心，预期第四季度还会有一次加息，并且明年预期还将发生三次加息。现在主要的发达经济体的利率水平和走势开始分化。美国从 2016 年开始有一个持续升息的预期，英国虽然稍微有一些升息，但趋势不显著。日本和欧元区基本还处于低利率模式，并且预计短期内趋势不会改变。

美联储的缩表还是按照之前宣布的计划实施，从开始缩表到现在，

资产负债表缩减大约 3000 亿美金。欧洲央行从 10 月开始把资产购买的规模从每月 300 亿欧元减少到每月 100 亿欧元。虽然利率上欧元区没有加息，但是实际上也在缩表。日本央行还是保持收益率曲线控制和资产购买，但是也增加了操作的灵活性。全球流动性的拐点将继续考验金融市场。因为在金融危机后的 10 年里，全球已经非常习惯了流动性极为充裕的状态，但是现在的拐点发生了，资金不再充裕，很多资产的价格，除了利率外，资金的稀缺度也开始提到了议事日程上来。

在美国加息和通胀的双重压力下，新兴市场的一些国家也开始加息，但是分化较大，不能按整个新兴市场来分析。发达市场的经济整体状况不错，但是新兴市场分化较大，不要将新兴市场按照一个市场来分析，而是按照国家去分析。

三、主要资产类别投资价值

第一，美股屡创新高，从基本面看美股的盈利非常强，这是今年以来股市上涨的主要原因。标普 500 的成分股二季度财报每股盈利增长是 18%，现在已经公布的第三季度财报仍然显示出非常强劲的盈利增长。所以美股整个股市的增长并不是资金驱动型的，虽然美国在缩表和升息，但是股市表现非常好主要还是因为盈利强。但是美股今年和过去有所不同，二月份有一次调整，七月份科技股又一次比较大的调整，上周美国有一天跌 1000 点的情况。但是调整都只是调整，后续的立刻反弹都非常强劲，这说明市场情绪存在一定脆弱性。从财务指标上来看，美股的财务指标非常好，但是人们认为美股已经持续涨了 10 年了，是否还能持续，大家始终觉得有一只靴子吊在空中，不知何时会坠落，所以一旦发生恐慌，市场情绪会一下子从非常乐观转变到非常悲观。这里面存在几层因素：第一，大家对美股增长是否可

持续存在担心，毕竟有 10 年市场没有发生过真正深幅的调整。第二，大家的持仓非常集中，不光美股的基金，包括全球投资的一些基金，持仓都集中在行业龙头企业，所以一旦发生调整会发生踩踏，这也是为什么每次调整的幅度都很大。因为很多投资基金用量化模型或者指数基金，十年前指数基金对市场的影响力还没有现在那么大，但是现在积极投资的数量和规模都在降低，而指数投资的规模过去十年迅猛增长，一旦发生赎回，大家卖股票就会发生交易非常集中，出现踩踏，这是 10 年前市场很难发生的现象。市场择时实际上非常困难，应该从多个角度观察美股，虽然美股和其他市场相比，各个指标都比较贵，但是值得平配而不是低配。

结合货币政策来看，通常在加息末期，股市才会见顶。但是美联储的点阵图终值显示 12 月加息后，明年还有 3 次，距离加息末期还有一段时间。在经济形势这么好的情况下，尽管特朗普说美联储是他最大的敌人，但是从联储的独立性和审慎的角度来讲，在经济非常好的情况下，没有必要停止加息。因为无论是经济发展的基本面还是整个金融市场的状态，美联储不会因为市场 10%或者更多的调整就改变货币政策的大趋势。

美债的收益率曲线陡峭倒挂与美股见顶常常被联系在一起，目前美债 10 年与 3 个月的利差有所扩大，处在 100 个基点左右，与二季度末水平基本相当。10 年与两年的利差在 35 个基点左右，曲线离倒挂还有一段距离。曲线的形态归根到底还是反映经济增长预期和货币政策。预测曲线的形状仍然要回到经济基本面的评估上，而经济基本面是非常好的。

从资金层面看，美股的资金流入仍非常充裕，ETF 持续流入美股。回顾 2 月份美股发生调整时，ETF 的累计流入有一个比较大幅的下滑，而在 7 月份科技股调整的时候，基本上 ETF 的资金流量没有太大改

变。另外，减税带来的资金也推动了美股的上涨。另外，全球其他市场的情况没有这么乐观，所以美股被普遍认为是应该配置的资产类别。所以美股的资金层面非常强劲。减税方面，过去 12 个月美国公司的股票回购将近 1 万亿美元，美国公司自己也在不断支撑自己的股价。减税的一次性效应会逐渐消退，但是现在企业的资金非常充裕，在这个季度对于美股有非常强劲的支撑。

从估值角度来看，美股的估值处于一个比较高的水平。绝对估值方面美股的各个维度，PE、价格、现金流和 PB，美股都是比较贵的。历史的相对估值也比较贵，市场上风险回报预期也变得比较差。因为第二季度美股盈利报告公布后，高于盈利预期带来的股价提振小于低于预期带来的下跌，即认为高于预期是理所应当的，但是盈利没有达到预期则会使市场情绪非常不好。投资者增加了对美股下跌的保险，对于价外看跌期权的追捧显示出了避险需求。很多人觉得虽然整体认为美股好，但是都会选择买一些保险，包括 VIX。

综合上面这些考虑，我们认为美股的基本面依然非常强劲，资金流入支持，预期风险回报变差，但是还没有到需要低配的程度。

再看新兴市场股市，新兴市场今年经历了几轮大跌，美元流动性的衰退潮对新兴市场带来风险。但是对于新兴市场的观点非常分化，对新兴市场的低迷，很多全球资管巨头有些认为是暂时的，有些则非常悲观，目前还没有形成统一的观点，但统一观点后，悲观的情绪可能更大。新兴市场无论是从实体经济的关联还是从流动性的影响，还是看中美这两个大的引擎都不太乐观。刚才讨论了美国和中国的实体经济情况，美国经济处于中后期，而中国经济则面临挑战。两大经济体从合作到竞争的格局变化，使得市场的不确定性陡然上升，不利于新兴市场。从配置的角度，尽管新兴市场的估值较低，但是应该保持谨慎，保持低配。

在增长和通胀的推动下，美国 10 年期国债收益率突破 3.2%。考虑到美国经济的强劲增长，10 年期美债还有一定上行空间。另外美国的减税和增支会加大财政赤字和债务负担，中长期来看不可持续。因此 10 年期美债的收益应该不会回到危机前的那种比较高的状态。

最后来看黄金，作为不升息而能抗通胀的资产，其机会成本应该是名义利率减通胀，即真实利率。美国经济现在非常好，美债的真实利率上行，黄金从资产配置的角度并不看好。但是最近有一波涨幅，主要和市场的风险情绪相关。以前黄金主要是和通胀和美元相关，但是过去两年数字货币的发展形成了影响黄金定价的新的因素。

四、四季度资产配置策略

总结以上，全球经济和市场围绕三个主题：一个是增长分化，并伴随风险资产表现分化；二是通胀压力温和，主要央行货币政策收紧或边际收紧；三是中美合作竞争格局的不确定性加大。我们认为，四季度市场仍将围绕这三个主题。

基于上述分析，资产配置方面，我们进一步减少风险，将新兴市场股票调为低配，相应调高现金比例。原有的偏淡政府债、偏重多资产的策略，取得了不错的效果，继续保持这一头寸。

五、中美竞争合作的格局

之前的分析实际上还是基于全球大的经济格局的投资的策略逻辑。美国副总统彭斯的讲话，这是很多年都没有的一个严厉的讲话。如果中美关系从现在的量变到质变，对全球金融市场和全球整个经济体的影响很难评估。

现在的港股或者 A 股，已经对这个风险进行了定价，年初大家觉得贸易战或者贸易摩擦，十一长假后市场的进一步下跌可能反映了中美合作的格局发生大的改变导致的风险的进一步释放。

从美股的角度来看，美股现在还没有把中美关系发生质变会对美国经济产生的影响的风险定价涵盖进去。这是对于美国股市和全球市场有一个特别大的不确定因素。刚才的整个投资逻辑都没有完全将这个风险进行新的锚定。过去十几到二十年，整个市场无论是经济发展还是投资的逻辑，都是锚定在全球逐渐变成一个统一体，尤其是在对抗上一次金融危机时，全球政府基本上处于一个合作无间的状态。

这样一个平衡被打破后，整个市场需要一个新的锚定体系，但现在并没有完全建立起来。港股和 A 股现在对于这个风险释放得比较多，而美股和欧洲对这个大的风险没有进行锚定。这将是未来 12 个月投资的最大不确定性。

六、问答环节

Q1：您认为导致中美两国市场在评估中美关系上出现较大偏差的原因是什么，是两个国家对中美关系走向的评估不同，还是对这个问题可能对中美造成的影响不同造成的？

A1：中国对于海外市场的信心比较敏感，而且大家的风险偏好也不太一样，各种信息对于市场的灵敏度不同。在美国，无论是和华尔街的精英还是和普通的老百姓沟通，大家对于跟中国产生的摩擦对于美国本身造成的影响并没有一个比较深入的分析。中国改革开放 40 年从世界工厂变成最主要的消费市场，包括投资的资本输出国。这一转化我们自己可能看得比较明显，但从欧美市场投资的角度来看，大家对于中国作为美国人的消费市场，对于美国企业的营收造成的影响还没有一个特别合理的预期。很多人认为中美贸易摩擦只会对中国有伤害，而美国将毫发无损。美股市场没有进行风险定价成为了一个比较重要的风险。

Q2：您刚才提供的四季度策略对新兴市场还是比较回避，对于

新兴市场有没有进一步的分析看法，比如哪些新兴市场的风险比较高？

A2：新兴市场经济总体的基本面大部分还可以，从领先的 PMI 指标来看，新兴市场增长应该比较快的，但实际上它的增长已经落后于发达国家了。另外一个不确定性因素是货币贬值压力。如果用本币投资再换成美元会承受比较大的贬值压力。还有就是美元流动性的抽走使得很多资金回流到美国，包括特朗普的很多政策促使各种资本回流到美国国内，造成货币和资产双杀，这是整个新兴市场都面临的问题。具体到哪个国家，对那些可能从中美贸易摩擦中受益的国家会表现得稍微好一点，但和商品（commodity）相关的国家可能受到的影响会比较大。但整体并没有看到哪个新兴市场能逃离整个新兴市场的大的概念。

Q3：最近美国家庭负债比较高，美国国债收益率走高会不会对企业和家庭负债负担增加比较重。美国作为一个储蓄率比较低的国家，国债收益率走高会使美国的资金成本上升，会不会对经济产生负面影响，会不会压缩美联储的加息空间。另外美国现在的经济周期是一个库存周期上升带来的还是一个中周期的上升带来的？美国经济增长的可持续性到底是短期的复苏还是一个比较长期的复苏？

A3：美国家庭的杠杆已经降到了上一次经济危机之前的状态，相对可控。金融危机后加杠杆的更多的是政府和企业，家庭的杠杆处于相对比较温和的状态。加息从另外一个角度也有通胀，包括工资的增长，差不多 3%。上一次的危机主要是居民的杠杆因为低息买房地产，把杠杆加得非常高，但是金融危机后一直在降，目前已经到了一个非常稳定的状态，所以会有影响，但不绝对，因为收入也在增长，就业率上涨，工资上涨是其中的核心。

第二个问题经济扩张的周期，虽然这次周期持续了 10 年，但是

相对于美国历史上的经济复苏是相对温和的，并不是大刀阔斧加杠杆造成的复苏。因此这次复苏的可持续性是相当好的。

第 132 辑

(2018.12.28)

颠覆性技术助推中国占据全球未来产业制高点

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

过大江先生，鑫根资本合伙人。曾任华兴资本首席战略官，中信证券国际美国首席执行官，还曾就职于中金香港与中金美国，曾有十几年在花旗集团全球市场部、苏格兰皇家银行格林威治资本市场部，苏黎士金融服务集团从事资产证券化衍生品业务，也曾受聘于纽约保险学院与加拿大圭尔夫大学担任助理教授。

一、颠覆性技术主导大国兴衰

科学技术通过提高劳动生产率、促进生产力发展，成为人类经济发展的重要因素。人类历史的每一次大飞跃都与全球颠覆性技术的突破与应用如影相随。纵观人类历史的发展，全球发展的领导力量的变化都伴随着颠覆性技术的出现：

第一次飞跃发生在 13 世纪，以指南针、铁皮马掌和牛肉干等颠覆性技术为代表，开启了人类对地权的争夺。13 世纪，蒙古帝国在铁皮马掌和粮食储备技术上取得了颠覆性进展，使得蒙古铁蹄的机动性和持续作战能力突飞猛进，从而在军事技术领先的基础上建立了一个横跨欧亚大陆的帝国。

第二次飞跃发生在 15 世纪，以帆船、航海技术等颠覆性技术为代表，开启了人类对海权的争夺。随着在航海技术领域的突破性发展，西班牙、葡萄牙与荷兰诸国开始征服海洋，建立了庞大的、世界性的贸易体系。

第三次飞跃发生在 18 世纪，以蒸汽机、电力等颠覆性技术为代表，开启了人类对地权和空权的争夺。随着蒸汽机的发明和普及，英国首先发生了工业革命、摆脱了农业文明、进入工业时代。工业革命带动了欧洲大陆的经济发展，使得西方国家的实力发生了质的飞跃。

第四次飞跃发生在 20 世纪，以计算机软件、芯片及通讯技术等颠覆性技术为代表，开启了人类对“芯权”的争夺。以美国为核心的西方发达国家在信息通讯科技和计算机科技领域取得了突破性进展，“信息革命”带领人类社会进入信息时代。

第五次飞跃发生在 21 世纪，以互联网等颠覆性技术为代表，开启了人类的互联网时代，开启了人类对“网权”的争夺。

20 世纪末 21 世纪初，第五次人类飞跃由美国为主导的大国通过一系列的互联网技术和数字技术的掌握开启了互联网时代。在过去二十年的互联网经济、互联网商业、互联网金融方面取得了突飞猛进的发展，诞生了诸如 Google、Facebook 和 Amazon 等互联网公司。在这次网权的争夺当中，中国一开始处于学习和追赶的低位，现在则能够与美国并驾齐驱、分庭抗礼——尤其是在销售端。通过商业模式创新，诞生了非常强大的中国互联网公司——阿里巴巴、腾讯、百度和滴滴等，他们已经成为了互联网时代的共同的领跑者。

随着“大智移云”（大数据、人工智能、移动通信和云计算）和 5G 各自领域中的关键技术的突破性发展，新的颠覆性技术将给人类社会带来第六次飞跃。

二、 经贸体系重塑世界格局，中国面临新一轮机遇

（一）以美国为中心的全球金融、贸易和政治体系主导战后世界格局

第二次世界大战之后，世界格局形成了以美国为中心的全球贸易体系、金融体系和政治体系，并主导西方发达国家的发展历程。

首先，美国在二战时期聚集了大量的外汇储备、拥有全球约 2/3 的黄金储备，且国际贸易顺差巨大、美元供不应求。美国相继发起设立了全球金融体系协调平台（IMF、World Bank 等）、推动建设了布雷顿森林体系，美元由此成为主要的国际储备货币、黄金则成为最后支付手段，美国取代英国成为全球货币和金融体系领导者，形成了以美国为主导的全球金融体系。

其次，二战时期，欧洲经济和产业受到战争摧毁，而美国经济和产业则相对保存完整。二战后，欧洲物资匮乏、资金短缺，而美国工业则生产率高、品种齐全，美国工业总产值则达到全球一半、且发展迅速。通过马歇尔计划，美国陆续向欧洲提供重建资金，不仅为美国产品找到了市场和资金，同时形成了以美元为主的支付和清算体系。同时，美国发起并设立了世界经合组织（OECD）和关税与贸易总协定（GATT），推动全球实现贸易自由，对全球经济和贸易发展起到了决定性作用。由于世界各国对美国产品和美元的巨大需求，美国成为了全球贸易中心。

最后，随着以美国为中心的全球金融体系和贸易体系的形成，美国在政治、经济、军事和文化等领域的实力得到进一步发展，处于全球领先地位。通过运用各领域的绝对优势，美国积极行使话语权，发起了联合国（UN）和北大西洋公约组织（NATO）等组织，倡导合作、协调、和平与安全，进一步巩固其在国际关系中的主导地位。

（二）旧的模式难以为继，世界格局面临再平衡

在 20 世纪 80 年代以来的 40 年间，以美国为中心的既有全球贸

易体系和金融体系开始发生变化。随着社会经济的发展，自战后形成的以美国为主导的既有全球模式难以为继，以“贸易体系重构”和“金融体系寻锚”为主要表现的世界格局面临再平衡。

一方面，欧美等发达国家的产业空心化及发展中国家过度生产问题日益凸显，以美国为代表的发达国家正在从制造业外移向制造业回流转型，以中国为代表的发展中国家制造业也面临转型升级的挑战和来自环境问题的压力，导致全球贸易体系严重失衡、面临重构。

另一方面，随着布雷顿森林体系解体、美元与黄金脱钩以及石油危机对美国经济和美元的冲击，全球金融体系（尤其是支付与清算）进行了两次寻锚。随着 2008 年全球金融危机和金融科技的异军突起，全球金融体系正面临第三次寻锚。在这一过程中，发达国家推行的量化宽松政策使得全球货币跟随调整、并将各国债务规模推至历史高点，由此带来了货币摩擦以及金融体系不稳定性。

（三）经贸体系重塑世界格局，中国面临新一轮机遇

在过去 40 年的以美国为中心的战后世界格局中，得益于加入全球贸易 WTO 体系与金融体系，中国成为最大的受益者之一。例如，在全球金融体系第三次寻锚的过程中，得益于政府（央行和外管局等）以及商业银行的积极与稳健操作，通过在纽约、伦敦、香港等世界金融中心建立交易平台和清算平台，中国成为了这一过程的最大受益者之一。

今天的世界格局与“二战”前惊人相似，呼吁新的国际金融、贸易和政治秩序，需要重新定锚世界中心，历史机遇再临中国。经济格局方面，自 08 年金融危机以来，美国经济发展势头不再强劲，而中国经济则持续保持中高速发展。贸易格局方面，全球贸易保护主义抬头，美国逐步实施关税壁垒、推动出口并限制进口，贸易摩擦加大。货币格局方面，国际金融市场波动性加大，美国经过四轮量化宽松、

存在流动性过剩隐患，中国同样经历了“万亿投资”刺激政策、流动性过剩问题同存，货币摩擦加大。

未来，在不平衡且充满不确定性的世界格局调整中抓住机会、获取更大利益，在于通过如何进一步开放、如何进一步强化与全球贸易体系和金融体系的接轨，从而为未来经济增长打下良好的基础。

三、“金三极”促进中国经济腾飞

“金三极”战略是一个由“区域金三极”、“产业金三极”及“金融金三极”三个层面构成的立体战略。“金三极”战略的核心价值是立足于和世界先进主流经济体开放交流，深化高科技的创新引进和运用，打造中国未来金融和产业的制高点，在国际舞台和世界市场上争取更大的话语权和主导力。

（一）区域金三级

从全世界科技,制造布局角度来看，第一梯队是美国，第二梯队以欧盟等先进制造业国家为主，第三梯队则以中国等低端制造业国家为主。美国及其科学技术仍然处于世界领先地位，构成“区域金三级”的第一极；先进制造业集中于欧洲国家（包括日本），构成“区域金三级”的第二极；以中国为代表发展中国家则提供了巨大的市场，构成“区域金三极”的第三极；由此，形成了全球“区域金三极”。

图 1 全球金三极

图 2 中国金三极

凭借科研和创新实力，全球格局仍然以美国为中心和主导。在全

球金三极的划分中，最重要的核心元素是科技含量，同时也包括作为经济润滑剂的金融和贸易实力。

未来的发展中，中国应当在全球金三极中扩大开放、推动双向交流，尤以金融和贸易领域的发展潜力最大。

（二）产业金三级

产业金三极是“金三极”策略的第二极，是指前沿产业三极，包括三个方面：颠覆性技术、高端制造和创新服务。颠覆性技术是指近年之内将产生突破性进步和爆发式增长的技术，例如大数据、人工智能、移动互联网、云计算和生命科学等。高端制造恰是中国产业结构中的薄弱环节、急需转型升级，包括芯片、机器人、发动机、新能源、新材料等。创新服务中，创新是指业务模式创新——通过提升服务的科技性，为客户提供更加个性化的产品与服务，包含“新零售”、“大健康”、智慧城市、文化教育以及健康养老等热点概念；创新服务是中国较为强势的领域，诸如阿里巴巴、腾讯、京东和滴滴等企业对此作出了生动的诠释。

实施产业金三极，通过颠覆性技术实现高端制造和创新服务，是中国未来的新增长点。在中国的发展历程中，人口红利和改革红利，使得中国成为“世界工厂”，享受了第一轮的经济腾飞；房地产和金融行业则接力制造业，成为了中国第二轮增长的增长点。如今，中国的既有增长点接近增长极限，亟需产业转型升级。能够颠覆现有技术的科技公司和产业，顺势成为了新的增长点。

（三）金融金三极

金融金三极，第一极是指传统金融机构，第二极是指资本市场，第三极则是指在中国乃至全球飞速发展的金融科技 FinTech——通过信息技术解决传统金融服务和产品的问题。

在中国，以传统金融为主的间接融资仍然占据绝对主导地位，融

资多是以银行、保险和信托机构为主要渠道。以间接融资为主的传统金融机构能够满足传统经济（如房地产行业）的发展，却越来越无法满足新经济的金融需求。在传统金融体系中，民营企业普遍面临着信贷约束、即“融资难”，不得不借助“影子银行”。随着监管趋严，如出台“资产新规”，“影子银行”受到管控，民营企业受到的信贷约束程度进一步提高。

在监管不放松的前提下，解决民营企业信贷约束，一方面需要综合运用信息技术，将诸如大数据、云计算和互联网等技术与现代金融结合，推动 FinTech 产业发展，缓解信贷约束。另一方面则是推动资本市场的发展，提高资产流动性和市场流动性，发展直接融资模式。

通过培育稳健而不失活力的金融机构及金融人才，建立成熟、高效的金融市场，充分发挥市场在资源配置中的积极作用，推动 FinTech 全面渗透金融服务每个角落、解决传统金融领域无数痛点。打造金融科技全生态链，赋能实体经济产业智能化升级。区块链网络将成为核心底层技术层，区块链核心企业与研发机构将构筑信息科技生态系统为核心的底层技术平台。人工智能、大数据和企业云服务将成为智能基础设施传输层，以信息科技为载体构筑会思考的智能信息科技基础设施实现资本与信息的全球化。证券交易系统、支付系统、社区财富管理和互联网金融将成为信息科技服务应用层，引入信息科技服务型公司，响应中国最新发展大势，对接全球抢占下一代国际信息科技高地。随着信息科技技术产业的发展和成熟，应用场景将得到延伸、形成颠覆性产业终端层，如数字化农业生态交易平台、数字票据交易平台、基于区块链地方债投融平台、“人工智能+大数据”风控系统、人工智能企业云服务和金融信息及财富管理服务商等应用场景。

积极培育开放、稳定、高效和多元化金融市场。资本市场是指中长期资金的交易场所，例如债券市场、股票市场等。发达国家的金融

体系中，资本市场十分发达、直接模式占据融资的主导地位。诸如债券、股票和外汇市场等资本市场，能够为中小企业和高科技企业提供直接融资渠道、缓解信贷约束，为产业升级换代提供金融支持，从而实现未来的经济增长。

近年来中国资本市场的几个现象：（1）中国企业离开中国资本市场赴海外融资，（2）中国投资者离开中国资本市场赴海外投资。这说明中国资本市场已经与实体经济脱节。

因此，中国资本市场必须加快开放，尽快与国际市场接轨：（1）进一步扩大 QFII/QDII 业务对海内外投资者的开放程度，并直接授予海内外中资金融机构 QFII/QDII 额度；（2）设立合格境外机构经纪商（QFIB）与合格境内机构经纪商（QDIB）项目；（3）进一步深化国内外资本市场的双向开放；（4）加强对海外上市中国公司监管的国际合作；（5）推动中国股票、债券海外 ETF 等交易产品的开发；（6）加快达成双边多边投资协定（BIT）

以债券市场为例。发达的美国债券市场不仅为美国国债提供了交易场所，同时为美国企业特别是中小企业提供了灵活和庞大的交易市场，并由此向美国企业提供流动性；此外，美国债券市场（尤其是国债市场）具有较高的开放程度，为美元的支付清算职能提供了坚实的基础。相对而言，“五龙治水”导致中国债券资本市场被分割管理，无法形成系统有效的债券市场。债券市场作为资本市场和金融体系的重要组成部分，未来将迎来快速发展。央行周小川行长曾表示：“2020 年，债券市场余额占 GDO 比例将提高到 100%左右”，预计体量有望超过 90 万亿元。建立跨境债券交易清算中心，提供国债、公司债、企业债、城投债等债券的登记、发行、交易、清算和结算等业务，连接境外资本交易市场，稳步推进债券市场对外开放的步伐，抢占未来国际新金融债券市场制高点。此外，建立在岸金融外汇特区、跨境金

融服务行业对外交流试验区，大力推动跨境人民币创新业务开展，未来将成为中国资本对外投资的规范化、标准化和流程化示范窗口。

打造全球互动的新金融中心，吸引银行、保险、信托等国际投资金融机构进驻，建立全球领先的外汇、股票、债券等交易市场，为全球上市公司、科技龙头企业及金融机构提供跨境上市服务、跨境债券交易清算服务、跨境并购服务、跨境投融资顾问服务等增值服务，进一步推动金融“金三极”策略的高效实施，构筑产投融一体化的金融资源聚集高低，抢占全球新金融服务产业制高点。

（四）深圳——“金三极”策略的发展实例

深圳，作为中国当今的一线城市之一，在过去 40 年里取得了天翻地覆的变化。在深圳从小渔村到一线城市的颠覆性发展历程中，科技产业起到了举足轻重的作用。在深圳，通过合理布局科技产业、灵活运用金融手段，培育了 300 多家上市公司，进一步提高了深圳经济中的科技含量、推动了科技产业的发展，形成良性循环。深圳国资委彭海斌先生称其为“四位一体”，即灵活地整合科技、资本、土地和企业家，使其落地深圳，通过政府投资推动房产市场发展，通过房产市场发展进行融资、实施产业布局，通过建立开放的市场体系、推动产业发展。在科技和金融的双轮驱动下，深圳经济保持了持续高速发展。“四位一体”的模式值得中国其他城市——尤其是内陆城市——学习。

四、总结

世界经济发展历史表明，科学技术是提高生产效率、促进生产力和经济发展的核心驱动力之一，是发展中国家保持高速经济增长的最主导力量之一。全球经济的发展建立在自由、公平、安全和可持续的全球化经济贸易体系和金融体系之上。

作为一个发展中国家，中国在寻求高速增长的过程中，应当主动

融入全球贸易体系和金融体系，实现直接的双向交流。区域合作方面，保持与美国、欧洲日本等发达国家的双向交流，推动市场（尤其是金融市场）的互联互通，形成“区域金三极”。产业布局方面，调整产业结构，将经济中心从房地产领域转向高端制造业和创新服务业，寻求颠覆性技术上的突破和应用，形成“产业金三极”。金融体系方面，推动金融科技 FinTech 发展和以间接融资为主的传统金融体系转型升级，发展资本市场和直接融资渠道和体系，形成“金融金三极”。

五、问答环节

Q1：从中美之间短期的经贸摩擦来看，美国可能是有意边缘化中国，使得中国与以美国为主导的世界经济体系在一定程度上脱钩，那么中国将如何避免这些问题？如果无法避免，中国将如何发展呢？

A1：首先，贸易摩擦等问题是经济体系运行过程中的正常过程。简单回顾一下历史，其实在“二战”之前也经历过几次贸易摩擦，西方国家特别是欧洲在经济方面一直在不断的摩擦。从“一战”到“二战”过程中经济体系实际上也是非常不稳定。从经济上，体系中的部分国家也受到了较大打击、出现过大萧条。在贸易上，也一直有关税壁垒等问题。在货币上，当时是以英镑为主，整个体系也是一直处在有摩擦之中。在“二战”之后，以美国为主导的经济体系建立使得很多的摩擦得到了解决。但实际上，“二战”以后的全球金融体系与贸易体系也一直是处于不稳定和摩擦之中。目前除了中美之间的贸易摩擦，其实在其他的经济主体之间也能看到许多贸易摩擦与关税壁垒等问题，包括货币方面，美国与欧洲的货币政策与其他国家和地区也存在着差异与不协调。

其次，大家应该关注的主要的大方向还是管控这些摩擦。一是将贸易的问题、金融的问题、和其他经济的问题进行分割，更主要的是

要和其他非经济因素进行分割。二是要在每一类问题的管控上需要就事论事的寻找解决方案，比如贸易的问题就要用贸易的方式寻求解决方案，货币、金融方面的问题就需要寻求金融体系方面的对接。三是要从宏观与微观上把握每个问题。就贸易方面，美国总统特朗普上台以来，美国不光是跟中国产生了贸易摩擦，还跟欧洲、加拿大、墨西哥都有不同的贸易摩擦和纠纷。而在这些问题上其实有很多的协商点与谈判点，贸易摩擦双方就是要找到其中的共同点来调整这些摩擦，而这个过程就不仅是一个简单的脱钩的问题。美国对各国的诉求不同，肯定就想要通过谈判达到自身的目的。四是在应对摩擦上应当寻求最大的共同点，而不是简单的脱离和脱钩。中国以及其他亚洲国家，在这个过程中肯定是收益更多于损失。所以在应对摩擦的过程中应该要计算它的边际收益和边际成本，显然在这个体系中待着肯定是边际收益大于边际成本的，如果要是跳出这个体系、完全脱钩、另外建立一个体系，那么这个边际成本可能会很大，但是边际收益却很小。因此，个人认为应该以和为贵，争取还是在这个体系当中进行贸易与交流。

Q2：您在一开始提到目前我们正处于第六次工业革命期间。您也提到每一次工业革命都是从科技的爆发性发展开始，然后到达一个平台期，然后结束，然后再维持很长一段时间等待下一次工业革命到来。那么对于第六次工业革命，您能否预测一下需要多长时间到达平台期？会不会有可能产生战争侵略？此次革命结束以后会对现今的世界经济格局有什么样的影响？

A2：回答第一个问题。实际上，从第四次到第五次到即将到来的第六次，每一次的革命都是有一定的交叉重叠的，前面一次的革命是后面一次的基础。在很多技术的发展上，对于欧美国家是成熟期，对于发展中国家可能很多还是处于开发期或增长期，因此技术的发展时期是有不同程度的重叠。例如，第四次革命的芯片技术，对于美国

而言，他们从四五十年代的计算机开始经历了发展期、增长期，目前已进入成熟期。而在这方面，中国、印度等国家还是有很大的增长空间，包括硬件中的芯片、核心的软件、核心的通讯技术等。当然，世界各国在某些技术与产业革命方面也是有在平行发展的。例如，从互联网商业来看，在美国也是发展的很快，例如谷歌、Facebook 等，而中国企业在这方面的追赶速度很快，至少在应用上中国企业是非常成功的，应该说是成为了共同的领跑者。而在第六次革命当中，在大智移云、物联网、生命科学、新材料、5G 等技术领域，不论是从基本原理还是应用都是处在开发期或刚刚开始的增长期。因此就这些方面而言，给了世界各国重新开始与比较的机会，美国、欧洲、中国、印度等可能都有机会在第六次工业革命上以智慧产权为核心进行新的竞争。而最终他们各自能够带来多大的产业权、多大的经济收益，目前不好预测，但至少说现在这个赛道打开，应该是增长的空间很大，也还没有到互相争夺“地盘”的时候，还是处于一个跑马圈地的阶段，增长的空间、幅度都应该还是很大的。总的来说，第六次以科技以及生命科技为主导的革命时期，对于各国都处于初级阶段或应用刚刚开始的增长阶段，对于大家都是有很大的增长空间的。

回答第二个问题。人类每次科技发展之后可能都会带来其他的不确定性，但并不能轻易的说会带来战争。回顾第二次世界大战，利益之争是导致战争的源泉。而经历大战之后各国为了避免第三次世界大战的发生，建立了三个世界体系，即贸易体系（OECD、WTO 等）、金融体系、政治（联合国）体系。这些体系虽然在过去七十年，矛盾依然存在，但世界大战是有避免的，也就表明这三个体系还是有它的韧性与稳定性，为世界各国提供了和平的红利。

第 133 辑

(2019.1.25)

2019 年股票市场投资策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

矫健先生，猫头鹰组合投资总监。曾经任职于申万研究所、交银施罗德基金和博道投资，拥有 3 年卖方首席研究、8 年的公募基金和私募基金投资研究经验。矫健先生所在的猫头鹰组合投资致力于从量化和定性双视角理解基金经理，愿景是努力做最懂基金经理的买方 FOF 投资团队，做客户满意的资产管理解决方案。

2019 年，中国经济或将于二季度企稳，下半年 A 股投资机会较大：一方面，从中期来看，制约经济与资本市场的核心矛盾犹存。另一方面，从短期来看，中国经济信心较强，中国经济或将于 19 年二季度企稳。

2019 年市场判断。风险偏好将会反复，外资仍旧是主要的边际增量，全年呈现“前低后高的小 N 型”：一季度，风险偏好略微回升，股票市场震荡略向上；二季度，探明业绩底和估值底；三季度和四季度，市场逐渐乐观、或将上行。

2019 年 A 股配置策略总结。（1）一季度，存在投资机会的品种包括：偏小盘成长的 TMT，兼具股票和债券特征的可转债。（2）二

季度，在业绩和灰犀牛的作用下，市场可能会二次探底，在经济企稳形势逐渐明朗之后，价值领先周期的股票（包括非银金融、地产和汽车）将会开始表现。（3）下半年，消费成长、地产类和中游行业将会展现投资机会。

2019 年 A 股配置策略风险。最大风险来自于持续的就业压力，但发生风险的可能性不大。

一、中期来看，制约中国经济与资本市场发展的核心矛盾犹存

从中期来看，制约我国经济或者资本市场发展的核心矛盾还是存在的。

第一，从 2012 年开始，劳动人口数量开始下降，老龄化加剧，2022 年后或将迎来密集退休期。制约中国经济发展的硬矛盾较为显著。第二，全球（包括中国）出现了比较严重的财富分化的问题。2015 年，中国前 1%的富人占有了全国 29%的财富。财富分化过程必将使得“效率与公平”的天平开始向公平转移，进而影响整个经济的发展。第三，尽管存在个别国家央行偶尔放松银根，但从美国到中国的全球央行普遍缩表。这一全球央行普遍缩表的过程会带来比较多的经济失衡和政治失衡，进一步的失衡可能引起金融摩擦或贸易摩擦，不排除最终会以某种危机的形式呈现出来。

此外，中期的核心矛盾还体现在居民消费能力方面，例如：（1）中国居民的消费被部分透支，（2）居民加杠杆速度略快，（3）高地价和高房价挤压实体经济。

二、短期来看，中国经济有望于 2019 年二季度企稳、2019 年全年增速先低后高

短期矛盾与中期矛盾的情况不同，研判 2019 年经济发展、思考 2019 年投资标时，不能局限于中期矛盾或长期矛盾。从短期来看的

话，我们的结论是：2019 年，我国经济有望于二季度企稳；就全年而言，经济增速可能“前低后高”。

一方面，2018 年四季度，中央经济工作会议明确提出“变中有忧”。这一罕见的论断表明中央政府高层已经清晰地认识到我国经济下行的压力。由于政策对我国经济的影响巨大、且政府执行力极强，高层对经济下行压力的清晰认识十分重要——只要正确认识困扰我国经济的问题，就能够较为有效地加以解决。回顾 2018 年，经济下行来自于两个方面：（1）金融“去杠杆”政策限制了 M2 增速和社会融资扩张，使得经济开始出现放缓迹象。（2）地方政府基建放缓，财政政策实际收紧，使得经济增长乏力。既然 2018 年的经济下行是政策问题带来的，就短期层面来看，高层对经济下行压力的清晰认识能够起到有效的政策纠错、使经济下行问题得到缓解。

另一方面，由于中美贸易摩擦达成阶段性缓和概率较大、且财政政策放松推动投资规模扩大和结构优化，我们认为中国经济已经下行至底部、而这一底部的时间区间为一年左右。此外，考虑到消费政策或将陆续出台，我们大胆预测我国消费也将有望回升。

总而言之，综合考虑消费、投资、对外贸易和政策措施，我们认为中国经济于 2019 年二季度稳的可能性较大。具体而言：

（一）消费方面

消费能力受到较大制约是大家最担心的问题之一，尤其是对经济的悲观预期可能进一步打击消费者信心。事实上，从国际比较来看，我国居民负债率水平尚可、储蓄率水平较高。根据猫头鹰基金研究院的统计数据显示，2018 年，我国居民存款增量与贷款增量基本相当。这一结果表明，房贷对我国居民负债率和储蓄率的影响不如预期大，居民消费率较为稳定。2018 年，消费下行略微领先于房地产销售数据下行，表明房地产对消费存在一定的基础效应。因此，我们认为消

费企稳的可能性较大，理由如下：（1）中央政策在大方向上保持稳定——即坚持房地产调控、稳定房价，将极大地有利于消费企稳。（2）现行减税政策——子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金和赡养老人六项所得税抵扣政策——的主要惠及人群是20-30 岁的青壮年和中壮年，由于他们的消费能力和潜在消费能力最强，现行减税政策将十分有利于提高居民消费能力。若未来进一步推出消费鼓励政策（如汽车或家电行业的去库存等），则消费企稳的可能性将进一步增大。（3）2018 年下半年开始，居民收入增速已经比较显著地高于 GDP 增速。这一现象表明国民分配开始向居民倾斜，有利于消费规模扩大和结构优化。（4）2018 年 12 月，社会零售总额较 11 月水平回升、汽车销量下降速度较 11 月水平放缓，均有助于稳住消费。以汽车行业为例：汽车作为整体价值较高的消费品，汽车行业从 2018 年一季度末出现疲软态势、库存累积至四季度，同时成为拖累 2018 年经济的重要原因之一；为此，汽车厂商开始了历史同期最早的主动去库存，促销力度加大、车价下降；由于汽车的价格需求弹性较大，2019 年 1 月，渠道端的出货速度已经明显加快，从而有助于稳定消费。（5）从城镇居民和农村居民的比较来看，农村居民消费增速连续多年快于城镇居民消费增速，成为我国消费潜力之一，有助于消费企稳。（6）从政策出台到政策生效，可能存在几个月的时滞。如果把这个时滞考虑进去，从货币政策跟金融监管政策双转向开始算，那么消费在 2019 年二季度企稳甚至略向上，这个可能性确实是存在的。

（二）投资方面

1．政府基建投资

市场对投资的判断较为一致：从 2018 年四季度出台的各项政策来看，在当前基建投资较低的基础上，地方政府基建投资将开始发力。

全国人大常委会已经授权国务院提前下达地方政府债务限额，使得地方政府能够通过专项债进行基建投资。考虑到 2018 年的基建投资增速仅 3.8%，地方政府专项债将成为基建投资的主要增量。地方政府专项债可以解决“没钱干”的问题，政治局则通过提出“激励干部担当作为、加强学习调查研究、创造性地落实中央方针和工作部署”解决“不想干”的问题。因此，考虑到基建投资基础较低，基建投资规模反弹将是确定性较强的。

值得注意的是，市场普遍担忧地方政府的偿债能力，就是说借了钱到底能不能还？我们认为，不必过分担心这一问题——中国政府的收入不仅包含税收，还包含国有企业利润和土地收入。

2．制造业投资

制造业投资情况其实是不错的——2018 年的制造业投资增长了 9.5%，2017 年的制造业投资增长只有 4.8%。然而，很多地方反映制造业投资没那么好，是因为产业集中度的原因——大企业投资确实在增加，但是很多中小企业因为“融资难”问题不再投资了，而后者并没有真正影响到制造业投资。

3．房地产投资

房地产投资不会大幅下降，最核心原因在于前期较为成功的“去库存”政策使得当前房地产市场的库存不高。只要稍稍经济企稳、或对房地产行业调控力度稍有放松（但肯定不能是大放松）、或在平稳房价的基础上能够建立一个长效机制（如保障房、租赁住房等一系列政策），整个房地产投资增速不会差。

（三）进出口方面

市场对进出口的预期普遍较为悲观。2018 年 12 月，进口和出口增速分别是-7.6%跟-4.4%，说明整个进出口已经大幅衰减了。因此，我们认为，2019 年一季度的进出口压力可能仍旧较大，但后面几个

季度会有所缓解。一方面是技术原因，另一方面则是进出口衰减效应存在一定的惯性。

中美贸易摩擦之间到底会不会妥协？我们认为本轮中美贸易摩擦达成妥协的可能性比较大。原因主要有两点：第一，如果不打算妥协，为什么会留下 90 天的时间去；第二，美国经济已经开始出现了一定的变化，即美国的牌已经不够打了。因此，在这样的条件下，我们认为本轮中美贸易摩擦达成妥协的可能性较大。

目前，中国对美国的出口依赖度也在下降——只有 14%，多元化有利于中国整个进出口。此外，从数据上来说，净进出口对 GDP 增速的贡献已经变为负作用。即现阶段的进出口状况带来的影响并没有市场预期那样的严重。此外，我们认为贸易态势的阶段性回暖的将会起作用。总之，无须对进出口太悲观。

（四）短期资金方面

1 月份的两次降准会明显降低商业银行的成本、提升商业银行放贷意愿。MLF 利率是 3.3%、存款准备金利率是 1.6%，近两个点利差会促使商业银行增加贷款。另外，包括永续债和补充资本金政策也使得银行的可贷资金规模大幅增加。只要这些资金开始流动，整个信贷创造过程就会开始，包括贷款、表外融资和地方政府债务的规模都会逐渐回升。因此，M2 和社会融资规模在 2019 年一季度回升的可能性较大。

目前，政策偏向还是比较稳健、松紧适度的——在金融“强监管”和“去杠杆”导致社会规模下降之后，并没有明显地放松影子银行监管。但是，我们认为金融“去杠杆”逐步到位之后，不会再继续压缩银行，由此发挥较大的边际作用。2018 年，M2 增速降至 8%、社会融资规模存量降至 9.8%。货币政策一定会去配合财政政策。

三、猫头鹰基金研究院市场调查结果

猫头鹰基金研究院专门做了一个市场调查。在这次市场调查的受访者中，75%是金融从业人员、近五成（46.71%）是组合管理者，即本次调查的受访者能够代表整个资本市场的看法，调查质量较高。

（一）全球经济

过半受访者对全球经济持悲观态度，保持中立的受访者约占 40%，持乐观态度的受访者只有 3.3%，几乎没有受访者持非常乐观的态度。这一结果表明，从全球经济本身出发，2019 年可能是一个偏衰退的状态。中国经济疲软来得比全球经济衰退稍早一些，而发达国家和一些新兴经济体也会进入衰退状态。在这个过程中，各国央行缩表的过程肯定会趋缓。

（二）风险点

近半数受访者认为美国和欧洲的衰退是最大的风险点，而中美贸易战约有 25%的权重。此外，部分受访者担心美国总统特朗普带来黑天鹅的风险，以及新兴市场发生危机的风险。

（三）全球全市场

七成左右的受访者看多中国市场和香港市场，接近三成的受访者看多越南市场，接近二成的受访者看多印度，看多日本和美国的的受访者则各占约一成。这一结果表明，从国际比较和估值的角度看来，中国资产并非比海外资产更差。这一结论十分重要，因为在配置资金时，一定要进行一个全方位的比较，而这一比较的结果表明中国资产是占优的。

（四）中国风险点

认为中美贸易摩擦和民企困难是中国风险点的受访者各占约 30%，担忧就业问题和地方政府债务问题的受访者各占约 12%。这一结果充分说明了经过一年的 A 股下跌，市场对中国经济风险的充分性预期——市场已经预期到了中国经济会出现哪些风险。

目前，中央经济会议已经明确的认识到了经济下滑的风险，财政政策和货币政策已经开始配合应对，中国经济风险将得到逐渐缓解，总体风险可控。值得注意的是，不能排除灰犀牛踩踏的可能性。

（五）中国经济

大部分受访者认为中国 GDP 增速会落在 5.9~6.2%这个区间，23%的受访者认为中国 GDP 增速会落在 5.9%以下，只有极少的受访者认为中国 GDP 增速会在 6.2%以上。若此前的判断是正确的——中国经济将在二季度企稳，结合这一调查结果，我们认为 2019 年的中国 GDP 增速极有可能在 6.2%以上，这一经济增速就是"超预期"了。此外，根据短期经济结构和预期来看，"超预期"的可能性大于"不及预期"的可能性。

（六）资产品种

调查显示，市场态度最乐观的资产是利率债和黄金，偏乐观的资产是 TMT 类、黄金和 A 股高红利，偏悲观的资产是 A 股的大盘价值股、金融股和恒生国企指数，最悲观的资产是商品、A 股产业链。这一结果表明，市场情绪比较悲观。

此外，市场对资产品种的看法存在一定的分歧：第一，经济衰退拖累企业业绩，市场对业绩底持悲观态度。第二，就业前景未明，市场观望情绪较重。第三，以中美贸易摩擦为代表的进出口问题前景不明，尽管市场已经处于历史低位、但风险犹存，投资者观望情绪较强。

市场对资产品种的分歧可能会持续到 2019 年第一季度年报披露。我们认为：（1）在 2019 年一季度，市场整体震荡、略微向上，大幅向上是很难的；（2）到 2019 年二季度的业绩期，市场或将进行二次探底。

以上市场调查的结果，主要是对市场情绪的一种体现，其中可能存在抽样偏差或者投资者情绪偏差等问题。但调查结果仍然反映出

"A 股不贵"这一结论——相对于房产、利率债等资产，A 股市不贵的。

在市场调查的过程中，我们针对债券基金经理进行了专项调研。结果表明，很多债券基金经理逐渐将利率债转向信用债、再将信用债转为可转债，即他们在增加风险暴露。此外，特别悲观的投资者在对 A 股市场把握不大的情况下，也会逐渐地接入信用债和可转债。这些都是比较好的迹象。

（七）投资节奏

从季度来看，2019 年的市场总体是平庸的：大部分人并不知道怎么在一季度、二季度、三季度和四季度之间去分配他们的投资，但总体而言会对下半年要稍微乐观一点点。

（八）风险偏好

2019 年，市场风险偏好的总体方向是向上的，但这一过程可能会反复。前面其实已经专门讨论了整个资金面——在财政政策转向、货币政策配合的条件下，我们认为整个社会融资总额和 M2 一定会回升。此时，风险偏好因素将会从压制经济开始想推动经济转变，资金链的回升不仅对经济是有非常好的作用，也会对资本市场产生比较好的作用——主要体现在基础货币端的放松最终会传导到信用端。

反对者认为本轮政策驱动下的信用重建过程未必会顺利，主要是两方面考虑：一方面，尽管不再继续压制影子银行，但是已经去掉的杠杆也未必能够恢复；另一方面，企业跟居民的信心或许没有那么容易恢复，即银行可贷资金不一定能够转化为信用。我们不完全反对以上观点，因为金融"去杠杆"在中期仍旧是有其必要性的，短期的转向是为了缓和近期过于严格的监管政策。但是在债券市场上的低等级票息的优势已经开始体现，信用风险的预期开始好转，将会进一步吸引资金，导致短期利差缩窄。根据历史经验，基础货币到信用的传导

渠道不易受阻，唯一值得商榷是传导的节奏。我们认为，尽管过程曲折、并且仍旧有扰动因素，但是全市场的风险溢价肯定会逐步降低，风险偏好肯定会逐步提高。

现行政策有利于提升风险偏好，从时间轴上观察：2018 年 10 月，纾困政策出台；那么开始算起，大概一个季度左右的时间，2019 年一季度的信用利差就会得到明显的改善。目前，整个市场上的债券正是呈现了这样的趋势——风险偏好会逐渐的好起来、短期风险偏好的提升已经开始起作用。M2 减 GDP 是一个非常典型的风险偏好前瞻性指标。相对于中证 500 点沪深 300 的 P1 差的数据，M2 减 GDP 具有比较明显的领先——风险偏好的裂口会随着 M2 减 GDP 的提升而提升。但在一季度和包括二季度前期，不排除风险偏好受到出口、就业或企业业绩等因素的影响而出现反复——这也是我们认为 2019 年二季度可能会二次探底的原因。

关于 2019 年二季度可能会发生的二次探底。这主要是因为企业盈利是资本市场最为关注的焦点之一——无论是美国、日本、欧洲还是中国，真正能够对股价产生历史性、决定性作用的因素就是企业盈利。2018 年，上市公司的业绩在前三个季度已经表现出了明显的弱化，四季度应该会保持比较明显的疲软态势——尤其是 10 月和 11 月，12 月则会有所缓解。数据方面，A 股的非金融收入同比从 19.5%下滑到 3.7%、营业利润则同比从 39%是下滑到 21%，利润率下滑明显。但是考虑到商品价格在 12 月单月和四季度单季整体出现了明显的下滑，我们认为利润率从 31%下滑到 16.6%的过程已经结束了，接下来利润率可能会向上反弹。

（九）微观层面

2018 年前三个季度，净利润为负的企业占比 10%，净利润同比下滑的企业占比 37%。2019 年一季度，这个占比可能还会略略提升，

即经济不会马上企稳、2019 年一季度可能还会看到更差的情况。PPI 增速下行、经济增速放缓或出口经济接近尾声，都是可能导致企业业绩疲软的驱动要素，而这些因素在一季度得到缓解的可能性不大。

（十）行业方面

企业现金流环比改善的行业主要集中在上游、供给侧领域和一部分中游行业；现金流恶化的行业则多是库存比较大的行业（如家电），或整个产业基本面开始变差的行业（如电子）。

2019 年一季度，企业盈利的情况仍旧会有点差。一方面是因为企业盈利的基数较高，盈利降低也有一定的周期性；另一方面则是由于货币政策和财政政策的作用有时滞。

（十一）宏观层面

市场比较担心的情况是宏观层面的企业盈利会差到什么程度？关于这一问题，我们认为有两个前瞻性指标：一个是此前提及的社会融资规模总量；一旦社会融资规模扩大，一定会从宏观层面提高企业盈利、推动企业盈利逐渐恢复。另一个是克强指数；克强指数具有明显的领先性，2018 年 12 月到 2019 年 1 月，克强指数其实已经是明显企稳；若克强指数领先大约三个月，则企业盈利最差的同比数据将出现在 2019 年一季度，二季度则将出现环比改善的情况。

（十二）资金结构

尽管我们对 2019 年全年经济总体偏乐观，但是节奏上，19 年一季度是非常差的一个季度。因此，资金结构上，我们不得不防范 19 年一季度可能产生的负面影响。

2019 年的增量资金不太可能来自于房市和债市——这是我们一个基础判断。一方面，投资待收资金具有明显的固定收益特征，多是来自银行理财；相较于投资权益，这些资金投可转债等资产的可能性更高——即这些资金的边际作用不一定很大。另一方面，我们也很难

相信“现在是卖房买股的好时机”或“准备用来买房的资金会转而投资股市”，毕竟目前不是大牛市、这些都是不太可能发生的。

总之，我们的结论是“2019 年的增量资金主要是外资”，这一情形类似于 2017 年和 2016 年的情形。

（十三）跨资产配置

全球比较来看，A 股具有一定的优势，或将在 2019 年持续吸引外资流入 A 股；同时，A 股纳入 MSCI 等指数也会加剧这个过程。

外资的特征比较显着：一是外资规模不大，二是外资不经常进行博弈，三是外资特别重视企业业绩。因此，若 2019 年一季度财报令人失望，可能导致外资在季报期减仓，进而引起比较明显回调。我们预计，2019 年一季度末可能会出现估值跟业绩的同步调整，不排除届时市场创新低。此外，2019 年一季度末出现调整的部分原因可能是因为就业冲击。总之，2019 年二季度可能会出现一次比较集中的风险释放。

四、2019 年 A 股配置策略总结

中国经济处于衰退期末期、即将进入复苏期。对于“衰退后期、面临复苏”这一阶段，猫头鹰基金研究院有一个详细的划分标准——工业增加值下降、CPI 下降同时 M1 上升。

在“衰退后期、面临复苏”期间，什么样的行业会受到比较好的表现或者关注？我们认为是非银行金融、食品饮料、房地产和计算机。此外，前期受到供给策政策影响、上游成本过高压力、偏重资产的行业或将有好的表现，例如家电、机械以及下游的化工品行业，都存在着利润率结构性上升的机会。总之，衰退后期，非银行金融、食品饮料、房地产、计算机以及偏重资产的家电、机械和下游化工产业都存在机会。

主动去库存角度。对于整个库存周期运行到什么阶段，猫头鹰基金研究院也有自己的划分标准。以汽车行业为例，汽车行业已经进入了比较典型的主动去库存周期。在主动去库存的周期里，存在着几个相对较长的周期，但我们不考虑超长周期中的主动去库存，而是以一两个月的去库存周期为讨论范围。此时，TMT、食品饮料、非银和汽车等行业的表现比较好。事实上，先周期的汽车行业在经历了 2018 年的整体下行和库存累积后，开始快速的主动去库存。汽车行业或将在 2019 年一季度末、二季度初开始企稳。

总而言之，中期核心矛盾仍旧存在，但是由于货币政策跟财政政策相配合、贸易摩擦趋缓等因素，2019 年二季度经济或将企稳。

风险偏好方面。风险偏好则可能发生反复，外资是主要的边际力量，二季度探明估值底和业绩底。

股票配置结构方面。一季度可能会震荡略向上，二季度往下探，三季度和四季度逐渐乐观。

全年走势方面。一方面，2019 年 A 股市场会显著高于 2018 年；另一方面，2019 年全年走势或将形成一个前低后高的 N 型——这个 N 的前脚较低、后脚较高。二次探底未必是新低，但也不排除创新低的可能性。

行业表现与风格方面。结合模型结果、优秀基金经理经验和宏观因素，我们认为：首先，出现机会的是风险偏好提升下的偏小盘成长的 TMT 和可转债。其次，是业绩与灰犀牛作用下的市场的二次探底。再次，2019 年二季度经济逐渐企稳开始得到明确的认识之后，价值股和先周期的行业将开始表现，包括非银行金融、银行、地产和汽车。最后，2019 年下半年（也有可能更早），消费成长、地产链和中游行业会出现投资机会。

五、2019 年 A 股配置策略风险

本投资策略是猫头鹰基金研究院提出的首个投资策略，有很多地方还需精进、甚至可能出现风险。本投资策略最有可能出现的问题是什么？我们认为是对灰犀牛踩踏力度的估计不足，或是对黑天鹅出现的估计不足。

具体而言，本投资策略面临的最大风险来自于持续的就业压力。如果出口表现一般，基建投资和地产投资表现不及我们所预期，则就业压力将会持续加大，并对消费形成制约、使得消费持续萎靡，最终导致我们对 2019 年的市场机会判断出现问题。此外，若这种情况发生，可能导致风险偏好再次大幅下降，导致整个消费（包括先周期行业）疲软，甚至进一步导致 2019 年全年经济陷入历史时间更长的衰退。

总之，特别突出的风险之一是持续的就业压力，尽管我们认为发生可能性不大，但仍赋予它 20%左右的权重。如果在一季度的某个阶段发现出口和就业的压力特别大，我们或许需要反思投资策略是不是出了问题。

六、问答环节

Q1：您刚才给我们分享了一个大概率的策略，同时您也提到了会有灰犀牛和黑天鹅的风险。能不能请您列举几个可能的灰犀牛和黑天鹅？

A1：灰犀牛和黑天鹅肯定是不一样的。灰犀牛其实是我们提到的出口和就业的压力，这个是显而易见肯定会来的，只是这个来的程度是不是会超预期？我们觉得有可能——如果就业压力的程度超预期，我们这个策略可能就存在着出错的风险了。黑天鹅出现在中国的可能性其实非常小的，但是毕竟美国央行还在缩表——尽管整个升息的力度可能在 2019 年不会很大。根据历史经验，美联储缩表过程可

能导致某个新兴市场启动危机模式，这就是黑天鹅。

Q2：您刚才提到了 A 股市场的资金面，认为增量资金以外资为主。A 股或在 2019 年被纳入更多指数、从而获得资金配置份额的增加。若美国本土市场发生较大的波动、资金配置的总量减少，是否会对 A 股的增量资金构成较大影响？

A2：我倒不是特别担心这一个问题——即使美股走强，A 股也未必随之走强。这一问题确实可能会阶段性地制约风险偏好，但是应该不会影响资金流。如果全球其他资产不好、而 A 股权益比较好，就不需要特别担心 A 股的资金情况。值得注意的风险是——就是我刚才讲的——如果企业盈利出了问题，比如一季报还不是企业盈利最差的时候、后面可能还会出现更差的情况，那对外资的影响可能就会特别显著了。外资看到企业盈利下降的幅度大，外资就会减仓。而如果是中国这边经济是好的、仅仅美国经济出现问题，这并不一定会影响 A 股的表现。

Q3：在市场中，您的 A 股市场投资策略是属于偏乐观的还是相对中性的？

A3：我对 2019 年上半年——准确地说是一季度和 4 月份季报期——的判断比市场悲观。大家现在把矛盾的核心集中在风险偏好提升上，可能会比我略乐观一点点。但是我对 2019 年下半年的判断比市场上很多人乐观。这是一个节奏的问题。

第 134 辑

(2019.2.19)

中国债券市场加快开放趋势下的观察与思考

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

袁骏先生，现任天风国际副总裁。北京大学计算机系学士及硕士。袁骏先生曾担任高盛亚洲的大中华区宏观交易负责人、高盛伦敦的亚洲外汇和利率交易主管、摩根士丹利亚洲外汇和利率市场做市商和自营投资。袁骏先生拥有十余年美资投行投资和交易经验，熟悉全球固定收益、外汇和利率衍生品和结构性产品等市场。

国家刚刚颁布了粤港澳大湾区的发展战略纲要，其中提到的“金融创新”与分享的主题不谋而合。这一表明，在国家战略的指导下，金融市场开放在未来进入加速阶段是一个较大概率的趋势。

今天，我想讲两部分内容：第一，在金融市场开放的背景下，未来市场开放提速的展望，包括一些可能的制度性突破或安排。第二个是在现在的大背景下，在未来的 1-3 年，有哪些结构性的或技术性的机会，以及投资者应当用什么投资框架去理解国内的市场、关注哪些类型的债券等等。

一、中国债券市场发展阶段

首先，中国债券市场开放是要放在整个经济体——尤其是金融市场再度开放——的大背景下才有意义。中国改革开放 40 年、加入 WTO 近 20 年，一路高歌猛进地快速发展，发生了翻天覆地的变化。但是，也积累了相当程度的内部问题，同时迎来了全新的外部挑战。

2018 年，各位在市场里也看到来自各个角度的分析，其中势必包括许多悲观的预测，但我属于相对不那么悲观的。通过与国内各行业、各层面的人士的交流，我有一个比较深刻的感受：从顶层到基层，中国既有着对发展的渴求，也有对困境的高度忍耐力和韧性。

经历过去这几年的波折，我认为未来的路径正在逐步清晰。第一，政策制定肯定不会“走回头路”。这不是一个简单的口号，而是在整个社会和市场中日渐形成的共识。第二，要求生存、求发展、实现大国复兴，必须融入国际社会、遵守国际规则，包括在一定程度上与国际市场化的惯例接轨。

要继续开放、继续接轨，中国接下来要做的事情主要是两个。一个是对外贸易，另一个是资本项下的金融市场开放。在资本项目开放的金融国际化道路上，经历的曲折比经常项目开放所经历的曲折要多得多、进程也慢的多。回归过去发展的历程。从 2002 年 QFII 出台作为起点到今天，大致可分为以下三个阶段。

(一) 第一阶段：试开放

2002 年开始试点 QFII。2005 年，中美战略对话开启、外资行成规模地进入中国内地。这也侧面反映了开放需要一定的外力推动。2005 年，一个标志性事件是国内利率市场化启动、放开同业存款利率。另外一个标志性事件是汇率改革，从固定汇率 8.28 转向有管理的浮动汇率。2006 年秋季，SHIBOR 启动。2007 年，SHIBOR 正式运行。在这短短的几年里，金融市场改革开放进程十分密集。当时，业界预计中国或将在 3-5 年内进入“资本项目基本开放、中外资共同

参与金融市场竞争”的格局。但是 2008 年的金融危机让金融市场开放进程戛然而止。人民币汇率重回相对固定，饱受金融危机重创的外资投行也纷纷收缩本土以外的业务——部分外资投行甚至完全撤出中国和亚洲市场。所以，其后两年——到 2010 年，都没有进一步的改革措施。

这一阶段的主要成果汇率和利率的市场化改革从此已经深入市场方方面面，对经济的推动作用显而易见。总之，回顾中国从 1978 年以来的早期改革开放历史以及近期的金融市场开放进程，都会发现“开弓没有回头箭”——当全社会和市场体会到了改革的好处，就很难再走回头路。

第一阶段从 02 年到 10 年用了八年的时间，其中六年是快速的改革和开放，两年相对停滞。

(二) 第二阶段：密集快速开放

第二阶段是从 2010 年开始。2010 年，人民币汇率重新由“固定”转为“有管理的浮动”。同年，允许香港发行人民币债券和大额存单，央行同时启动试点“准许境外机构进入国内银行间债券市场”。同时，为了配合当时的国家战略，很多企业，包括央企国企和一些大型民企都在进行对外投资；内保外贷的政策也是从 2010 年开始的。

2011 年，离岸人民币中的 RQFII 启动，随后不断增加额度、扩大机构类型。2013 年，放宽 CIBM 的市场准入，三类机构逐渐成型。2014 年，沪港通启动——这是一次制度性的大胆创新。2015 年是大家都记忆犹新的一年，“二次汇改”，人民币由“有管理的浮动”向“更加市场化的浮动”来了一个“惊险一跃”，同时央行将“清洁浮动”定位为未来的目标。同一年，RQFII、香港和内地基金互认相继启动。2016 年，人民币正式纳入 IMF 的 SDR 货币篮子，成为全球的主要储备货币之一。

第二阶段的开放伴随着资本的大量流出，暴露出过去发展中的很多问题。因此，2016 年后再未出台过大的改革政策，而是着重于金融整肃、打“大鳄”。直到 2018 年，情况基本得到控制。2016-2018 年，虽然没有更多的制度上的改革，但是市场上的具体推进还在进行（如，2017 年 A 股加入 MSCI、债券通开始运行，2018 年宣布中国债券纳入彭博巴克莱债券指数），并且都已经在市场上产生了相当的影响。

第二阶段大致也是八年时间，从 2010 年到 2018 年，前六年是密集的快速开放，后两年步子又缓下来了。即使如此，市场开放的程度依然在不断的深入、效果也越来越明显。

目前，跨境金融投资通道的制度基本确定，基础设施建设（包括代理、托管、支付、清算、结算）基本完善，而且我们是用“互联互通”这种很有特色的创新机制达到了“既有序管理资本项目进出，又不影响正常的金融投资”的目标。

第二阶段和第一阶段的不同点在于：第一阶段主要偏向顶层设计，属于单向的推动；第二阶段则是由与顶层改革目标相匹配的市场自身需求推动，整个市场的参与度非常的高、响应改革的速度也非常快。

(三) 第三阶段

第三阶段，我认为是从今年（2019 年）开始，这是对第二阶段的自然延续。标志性事件是顶层对于金融开放的战略框架目标得到进一步明确——这一论点在不同的会议、不同文件中都有明确的反映。

随着制度的突破、市场的变革，这些工作的进展是顺水推舟。市场已经完全就绪，只要政策给予支持，就能够很快地启动。未来 1-3 年中，或将是政策突破、密集推出的过程。

未来的开放会有两个重点：

第一，粤港澳大湾区

中国刚刚推出粤港澳大湾区战略纲要，并将其升级为国家级战略

规划。其中，又包含了若干要点。（1）巩固和提升香港的国际金融中心的地位；（2）支持深圳加快金融改革和金融开放创新。言下之意是"资本项目开放和新制度突破，较可能会发生在香港和深圳"。

第二，有序的推进金融市场的互联互通。

即开放不会是全面的打开，不会像其他国家那样实现完全的、自由进出的资本项目开放，而是采用过去已经行之有效的"互联互通"的方式。因此，建议大家在思考未来的整体方向时，围绕类似"互联互通"的一系列制度展开。

其中围绕债券市场所做的改革是最重要的内容之一。展望未来的具体开放制度，有以下几个方面：

第一，现有机制的提升和扩充。目前，进入国内市场主要有两套并行机制。其一是资本项目的闭环参与方式，如深沪港通和债券通；其好处是整个市场的广泛参与、不需要审批审核等要求，而且因为形成了资本闭环、使得资金进出和流通更加自由。其二是基于额度审批制的 QFII、RQFII 和国内向外的 QDII、RQDII 等等。

深沪港通主要是股票通，而债券通则是"CIBM 通"。未来，两地交易所的标的（包括股票、债券、指数期货、商品期货等等）都会逐步的开通，且可能性越来越大，港交所和很多市场参与者一直都在酝酿和期待中。

QFII 和 RQFII 的改革也在征求意见中（证监会在相关领域已经发出了明确的征求意见稿），可能成为更快地开放国内各种可交易工具的渠道，值得大家继续关注。

从二次汇改之后，海外资产配置已经成为国内居民和企业的需求之一。"堵不如疏"，在我国已经管住了非法流出之后，开始考虑开放合法合理通道，满足企业和居民的正常需求。要实现这样的突破性创举，不可能缺少顶层的认可。大湾区战略纲要正是让我们看到了一

个很有远见、充满信心的战略，这一系列的举措毫无疑问会加速资本市场开放。

粤港澳大湾区的政策试点和优惠条件包括：（1）允许大湾区内银行能够开展跨境人民币拆借、人民币相关衍生品交易、结构化产品交易以及理财产品的交叉代理销售等业务。（2）大湾区内的企业可以跨境发行人民币债券。（3）香港和大湾区的内地居民可以跨境投资于基金、保险等金融产品。

李克强总理在 2 月份的国务院常务会议上也提到了，要推动外资机构购买中国债券。央行潘副行长也公开支持中国债券市场开放，在北京召开的国际论坛上向外国投资者大力推荐中国的债券；港交所李小加总裁也在论坛上做了一个主题演讲，表示"人民币资产国际化的未来，是在于国际机构都把中国债券作为资产配置中必须的一部分"。

因此，综合来看，这一次的开放从上至下、从政府到市场的方方面面都已经形成共识，即"要迅速的实现突破"。

在深沪港通启动之后，互联互通机制也产生了很明显的成效。数据表明，在 2014 年和 2016 年分别开通深、沪港通后，双向（南向和北向）的累计交易额已超过 14 万亿人民币，2018 年的累计净流入规模超过 2000 亿人民币。从 2017 年开通债券通后，累计交易额近 1 万亿人民币、累计净流入 1700 多亿人民币。据统计，海外机构持有的境内金融资产中，股票占比和债券占比在 2014 年分别约为 85%和 15%，2018 年则分别约为 65%和 35%。考虑到这一变化发生在 A 股已经纳入了 MCSI、而债券尚未纳入国际指数的时期。因此，当债券纳入国际指数后，海外机构进一步加大中国债券配置的趋势或将更加明显。

相信我们在未来 5 到 10 年回头看时，2019 年会是第三阶段里程碑式的元年，再度开启中国金融市场开放的新阶段。

二、中国债券市场展望

话题回到债券市场。在开放大背景下，在未来 1-3 年中，无论是买方或是卖方，在做投资和交易的时候，面对加速开放的、庞大的国内债券市场，需要考虑以下几个方面的基本假设的改变。

第一，价差。传统境内外分割的市场上，汇率、利率和信用利差上有很大的差异。导致这一现象的核心原因是资本管制下没有足够的量去抹平利差。资金的流通不畅造成市场的价格信号不准确，也部分导致信用的传导机制不畅。在未来加快开放的进程中，汇率、利率产品的跨境交易将更加便利，抹平价差的难度会降低。这一趋势在近年的外汇利率上已经得到明显的体现。未来，海外投资者能够更加便利地基于两地价格使用衍生品做套利，将进一步抹平价差。债券市场方面，有很多同一发行主体同时在两地分别发行本地债和美元债，也会进一步压低信用利差。因此，在对市场价格进行解读时，应当加强境内外的比较分析。随着两地的传导速度加快，对市场交易者和投资者的价格敏感度要求也会相应提高。

第二，可交易标的范围扩大。从最早有限的几个交易品种到几乎国内所有交易标的都能够或直接或间接地交易，海外投资者在做资产配置、交易策略和对冲选择的策略时，选择范围就会变得更大。按照当下快速推进的进程，这一变化将可能在 1-2 年内发生。抓住开放的时间窗口，在境内外价差和市场认知没有趋同时，应该会有不少的机会，值得大家尽早开始准备。

第三，投资策略框架的改变。过去几年，国内债券的传统投资逻辑已经发生了很大的变化。加入到国际市场后，类似于 A 股发生的变化，受全球的投资风向、价值比较体系以及投资风格等因素的影响，值得考虑的境内外因素必将越来越多。

下面，我将基于以上三方面、综合考虑其他因素，分享我的观察。

我们现在讲的中国债券市场，我觉得包括了国内的本币债务市场和境外的外币债务市场（即中资美元债）。根据最新的统计，国内的债券市场的存量达到 86.8 万亿人民币、即 12.8 万亿美金，有 4400 个证券发行人，总个券有 4 万多只；境外的市场存量中，中资美元债占有 1600 多个、境外人民币债券 240 多个，发行主体 600 多家，总规模接近 8000 亿美元。相较于境内市场，境外市场在规模、发行人、个券数量等各个方面都相差一个量级，境内市场大概是境外市场的 10 到 20 倍。另一方面，将境内外市场相加，整个中国债券市场的存量已超过 3 万亿美元；按照这一发展速度，中国债券市场将于今年超过日本、成为全球第二大债券市场。

(一) 国内的债券分类

按照发行人来看，利率债占比超过一半。利率债包括国债、政策性银行债（如国开债）和地方政府债，个券数量超过 4000 个，存量约 47.8 万亿——地方政府债占近 20 万亿，平均单券发行金额在 100 亿左右。信用债市场相对较小，个券数量约 23000 个，存量约 28.8 万亿，平均单券发行金额 12 亿。其他的债券类型包括同业存单、ABS 等等。债券市场的剩余期限主要集中在短期。一年内占比约 25%，三年内存量占比超过 50%。每年，国内市场的到期量约 20-30 万亿，新发行量 30-40 万亿，市场的持续再融资需求较大。这一点和发达国家市场存在比较明显的区别。目前海外投资者投资中国债券产品主要是国债、政策性银行债和同业存单，信用债投资比例则随近年来逐渐增加的债券违约而有所减少。

(二) 违约方面

中国债券的信用违约从 2014 年开始出现，到今天为止有 105 个违约主体、240 多个债券、涉及的金额接近 2000 亿人民币，不足整

个市场的 1%。2018 年是信用违约集中爆发的年份，一共新增 45 个违约主体，市场担心这一情况持续。由于金融严监管叠加政府债务严管，企业的经营和融资受到很大影响，在 2014 年的债券牛市之后的几年间，在整个政策宽松放水的条件之下，部分企业非常激进地进行大量融资、负债扩张。但是这种模式在监管趋严的背景下无法持续，外部环境变化使得企业在债务到期时资金周转困难。

(三) 违约主体方面

民企居多、国企比较少。导致这一现象的原因包括：（1）国家背景和地方支持让国企相对容易渡过难关，即使是僵尸企业也能够存活。（2）供给侧改革多在产业链上游，而国企的经营状况较好。（3）相对民企，国企的公司治理更加完善。

(四) 违约回收方面

平均偿付时间方面，国企和民企分别是 121 天和 123 天；回收率方面，国企和民企分别为 36%和 37%。总体相差不多，两者都是需要大概 4 个月的时间回收约 1/3 的本金。这一系列数据有助于评级机构等获取更多参照。违约本身并不可怕，债券市场的违约主体、数量和金额占比相对于其他市场来说还是很低的，体现了债券市场健康发展的状态和趋势。我认为以前的“劣币驱逐良币”现象，即信用利差的问题，正在逐步得到纠正。在企业和城投中，高等级和低等级的信用利差正在明显的分化中，这不仅有助于市场的健康发展，同时有助于海外投资者进入中国、并有效的分辨投资标的。

(五) 投资框架方面

我觉得这是值得境内外投资者进一步交流的地方。以 2013 年和 2014 年作为分水岭，境内债券分析框架发生了较大的演变。传统的债券分析框架，大多属于基本面分析，关键在于需求端。2013 年之后，整个金融行业的生态变得更为复杂，监管在整套货币政策框架里

面的影响也越来越明确，逐渐由传统的数量调控向“数量+价格”调控转变，再加之宏观审慎管理 MPA 的双制度调控框架。因此，在整个市场结构生态发生变化、且央行监管框架发生变化的时候，对于债券的分析框架也产生了很大的影响。投资者的结构方面。关于配置盘和交易盘的不同力量的对比，让信用利差和流动性溢价也发生很大变化。

从前的投资框架，一般来说分两部分：（1）在总供给的分析上，一般是慢变量，如人口、资本和技术等等；在总需求的分析上，基本是都是快变量，如固定投资、消费、进出口和库存投资（其中，固定投资再分房地产投资、基建投资、制造业投资，消费再分居民消费和政府消费，进出口再分出口和进口，库存投资则分主动库存投资和被动库存投资）。（2）进一步通过产业政策和财政政策去分析固定投资和消费等所受的影响。这样就形成了一个传统的投资分析框架。

但是现在的分析框架更多的关注货币政策和监管体系的变化，主要包括三个方面：（1）货币供给体系，主要关注影响货币、基础货币和货币乘数的影响因素。（2）信贷管理，主要关注信贷规模和信贷利率的调控，以及窗口指导。（3）利率体系，在价格型的调控框架下，央行手上有一个丰富的工具箱，包括短期的利率走廊（SLF 和 SLO 等）、中期利率走廊（MLF 等）和偏长期的 PSL。（4）MPA 即宏观审慎监控，包括 7 大方面共计 14 个指标。央行已经在过去几年将这一套管理体系深入到各大银行和主要的金融机构里面。这一系列的指标调控将深刻地改变银行的行为，核心是杠杆管理、资产充足率和资本充足率，关键是广义信贷，同时伴随考核奖惩的措施。

在加入了全球市场之后，在境内外两种不同的投资框架下的投资者肯定要关注融合将怎样发生。海外投资者已经比较习惯于投资中资美元债。根据过去几年的观察，中资美元债跟新市场口的相关性超过 90%，与中国境内债券的相关度只有 40%左右，而与美债的相关度约

50%。所以，中资美元债更多地处于美元债的体系中、受到海外的影响相对较多，但同时在一定程度上受到中国因素的影响。由于中债、美债的利率的基准是不同的，且两者的基准利率差异的变动也比较大，所以中资美元债受海外影响的程度较高。

通常来说，同样一个主体，在境内外都会有发债。这些主体的信用风险是相似的，但是境内和境外的信用利差的关联度不高、且利差可能会很大。这里面有几个原因：

（1）国内的信用利差很大程度上跟流动性溢价有关系，而境内外的流动性是割裂，所以在国内所体现出来的流动性溢价仅能在国内利差上得到体现反映、而无法反映在海外利差上。

（2）海外和国内对于同一个行业或者主体的观点在过去也经常存在分歧，很大程度是因为信息不透明。境内的投资者通常还是更加了解本国的发行主体、并给予较少的风险溢价，而海外的投资者则不可避免地会给予他更高的风险溢价。

中资美元债还处于比较早期的发展阶段，投资结构在过去几年的变化比较大，越来越多中资机构参与其中。同时，海外市场中，中资美元债的发行量和交易量已经接近亚洲美元债发行量的一半，这表明美元债的亚洲投资者越来越多的关注、并且投资中资美元债市场。在国内债券市场开放之后，我觉得海外投资者可以更多关注于中资美元债的同一发行人在国内发行的债券，可以与海外形成明确的对标、产生投资机会，例如大型的国企、金融机构、房地产和城投等等。未来，当资金通道打通之后，这些机会可能会逐渐的收敛。

在中国的国内债券投资交易越来越便利之后，我觉得债券市场的概念肯定会逐步由境内和境外两个隔夜市场变成国际通行的考量方式，即本地债和外地债。而在这种情况下，卖方自然可以把本地债打包卖给国际投资者，这是一种对于在非美国家本地债被美元投资者持

有的常见产品结构。这种方式还会拉动衍生品的非投机需求，使得衍生品获得更多的对冲功能以及价格发现功能。此外，这种方式还进一步弱化了投机的属性，对于现在市场上的一系列产品都有帮助。

在成熟市场里面，债券利率和外汇衍生品一直都是互相影响、互相补充的。中国市场发展起来后，也同样需要这两条腿一起走。大湾区发展纲要中提到了衍生品的发展和交易，这样的认识让市场受到鼓舞。

三、中国债券市场投资策略

接下来我再进一步讲一下国内可投资工具中的两个品类：第一个是银行发行的一级市场资本补充的工具，主要是可转债和永续债；第二个是城投。这两类投资工具，已经逐渐受到国内主流的关注，但海外投资者对其的关注度还不高。

(一) 银行可转债和永续债

银行发行可转债和永续债在某种程度上是监管的要求。在国内，系统性重要的银行——中、农、工、建、交、招——的资本充足率的要求是 11.5%、一级资本充足率 9.5%、核心一级资本充足率要求是 8.5%，非系统性重要银行的标准则都在各个充足率指标要求上少一个点——即分别为 10.5%、9.5%和 7.5%。在国内，以前是没有太多的工具可用于补充一级资本，现在鼓励银行发可转债和永续债。可转债在转股之后会变成核心一级资本，而永续债则是用来补充其他一级资本。

过去两年，在去杠杆和非标回表这一系列的基本要求下，金融机构普遍经历了较大的资本消耗，银行业补充资本的需求日益迫切，但现有资本补充工具比较匮乏，存在着“一级资本比较薄、二级资本比较厚”的情况。所以，优先股和永续债会在未来这一年中成为发展的

大方向，整个市场将会持续地发行永续债。这是因为现在国内存在信用传导不畅的情况。在这个时点推出银行的永续债叠加其他的资本工具，实质是宽信用。截止到 2018 年 11 月份，整个商业银行的总资产对净资产的比率是 12.46。假设撬动杠杆的倍数是 12.46 的话，若 2019 年的三季度永续债放量，有望撬动 4 万多亿的信贷增长，而这正是监管和政府希望的、即通过银行发行永续债促进信用的传导。

为了提高银行永续债的流动性，央行在今年的 1 月 24 号就决定创设央行票据互换工具，使得公开市场的一级交易商可以用持有的银行永续债向人民银行换入央行票据，同时这些银行永续债也可以纳入中国人民银行中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围。该政策提供了人民银行的背书，实质上提高了银行永续债的潜在信用资质，同时这也传导到二级市场的回购操作上，让永续债成为一个可以使用的抵押品，大大提高了永续债的流动性。因此永续债在国内国外迅速下降 20-30 个 bp、而且始终受到市场的追捧。

(二) 城投债

城投债现在已经成为国内固收投资的重要类别之一。境内的 4400 家发行人中，超过 1000 家是城市投资建设平台（简称“城投”）；海外发行人中，城投也已经超过 100 家。

对于海外投资者来说，因为不熟悉中国的国情、人文和地理，较少接触这类债券。但这类债券（城投债）一方面有政府的背景、同时收益率可以比肩公司的信用债，具备独特的投资优势。过去两年，国家开始限制和处罚地方政府违规举债、同时逐渐弱化对地方政府 GDP 的考核，城投债正在逐步规范。

一般来说，城投债的投资方向主要集中在 4 个方面，分别是交通、公用事业、国有资本运营和水务。但是在具体分析时，除了分析财务

和运营，还要将地方政府的情况（包括 GDP 增长、财政状况、中央补助、城投对于政府重要性以及行政级别等等）都纳入投资分析框架里面。对于不了解国内市场的海外投资者来说，起步时直接开始做这样的投资分析，肯定是比较头痛的。相对而言，国内的头部研究型券商的研究和分析已经基本完整的覆盖城投、且跟踪分析较为深入，这使得国内投资者能够更加清晰的去分辨城投债。因此，国内的城投平台已经逐步出现分化，高等级城投（债）和低等级城投（债）的信用利差已经明显被拉开。未来，对于有兴趣的海外投资者来说，可以获取的信息和资源会和国内投资者一样丰富，也能够更有效地抓住成功的理念和想法。

(三) 中国债券市场纳入国际指数的影响

未来会有三大指数会纳入中国债券。其一是彭博巴克莱全球综合指数（Global Aggregate），跟踪规模 2 万亿、纳入比例 5%，约能带来 1000 亿美元的流入。其二是花旗富时的全球政府债券指数（WGBI），跟踪规模也超过 2 万亿，纳入比例预计 9-10%，约能带来近 2000 亿美元的流入。其三则是 JP 摩根的全球新兴市场多元化债券指数，跟踪规模大约是 2000 亿美元，纳入比例预计约 10%，约能带来 200 亿美元左右的流入。综上，被动流入合计约 3000 亿美元，而主动发生的流入情况或将与 A 股类似——变得更加活跃。

中国债券纳入国际指数对于境内债市的影响。我们通过对比日本、韩国和新加坡来加以分析和理解。日本本地债在 2000 年纳入到全球指数中，韩国和新加坡的本地国债是在 2002 年纳入到全球指数里面。在纳入指数之后，都普遍发生了收益率下行的状况；在海外的投资者流入之后，这些国家国债逐渐成为市场上常见的交易产品。综上，在市场变化的情况下，我们认为：

中国的债券市场与其他国家债券市场存在一定的区别。首先，中

国债券市场的容量比肩发达国家第二大市场。其次，中国债券市场具有较强的本地因素。最后，中国债券市场在市场分类中又常被划入新兴市场。综上，在新兴市场中，中国债券市场的变动及变动因素将与其他市场存在一定差异、且其市场容量能够容纳更多的投资者进入，因此具有一定的多元化配置（diversification）价值。

此外，在中国债券市场内部也存在多元化的投资策略和投资品类，包括地方政府债、城投债、金融机构发行的二级市场次级债、永续债、可转债、大量的企业发行的信用债以及近年来迅速发展的 ABS，都会为投资者提供更多元化的选择，从而带来一系列的 alpha 机会。在进一步开放衍生品交易之后，对于海外 repackage 或 resell 将会存在很多市场机会。数据显示，相关业务的对冲成本已经出现套利机会。例如，购买本地债并对冲汇率风险后，仍然存在收益。这一情况与前几年的情况出现了明显的反转。

综上所述，在诸如投资多元化、市场深度以及衍生品套保成本等方面，投资本地债的优势将进一步凸显。在未来 1-3 年，这一趋势将为投资者，尤其是香港投资者带来巨大的投资机会。

作为金融市场开放新阶段的元年，希望我们能够在 2019 年共勉，一起学习和理解市场未来的发展，为国内金融市场的完善贡献更多力量。

谢谢！

四、问答环节

Q1：相对于股票市场的开放，债券市场开放或将引发更多的宏观变量上的变化，对货币政策带来一些挑战。请问，您认为在开放的过程中如何有效的管控风险？债券市场开放对货币政策带来的挑战具体体现在哪些方面？

A1：针对债券市场开放带来的挑战，首先，是如何把控好债券市场开放的速度和力度。在这方面，即海外资金流入对于国内的货币利率或市场流动性的冲击管理，央行有非常强的把控能力和管理经验。央行外管局在以下几个方面做得非常好：

其一，在境内外流通性与流动性的互相补充和打通方面，已经形成了一系列的工具支持，包括在香港市场发央行票据以及对流动性水龙头的掌控。其二，汇率方面。早期，汇率在一定程度上具有很强的投机属性、同时因为内保外贷等资本流出的原因，需求比较单向。但是在过去两三年中，情况发生了很大的变化：一方面，投机者受到了几次的打击之后，整体的数量和规模明显减少和缩小。另一方面，大部分的海外投机跟随中国基本面，随着中国的改革和发展，海外市场对中国的基本面判断已经发生较大的转变，普遍认同中国不存在尾部风险，且发展速度高于发达国家、安全性高于其他新兴市场；由此，海外市场的投资者的供需两端逐渐趋同。

央行在管理外汇时，一方面是对手减少、力量减弱，另一方面则是自身能力增强、经验更加丰富、多段更加多样，基本上不会放任大的冲击发生。未来几年，外汇方面出现的情况甚至可能是人民币升值，即在资本进一步流入、外部宏观环境改善、中国经济政策底和市场底相继到来的条件下，市场信心提振，或将推动人民币升值。此外，资本项目的顺差和经常项目的逆差互相抵消，让外汇的管控变得相对容易。

在流动性和外汇管住之后，接下来的工作重点在于非法的流出，例如地下钱庄等问题。现在，国家采取“堵不如疏”的方式，通过大湾区试点来开放两地的互相投资，尽管具体做法还不清楚。在大数据时代，尽管内地居民的海外投资在银行体系里不审批，但都保有明确的基本记录。一般来说，在很多数据管控下，企业和居民的正当合理

跨境投资不会造成大的冲击，而且这方面的步骤和力度也都处于我国的管控范围。

综合来说，一个是我们有很强的行政和数据综合的能力、第二是有外汇利率和流动性管理的能力、再加之中国市场较海外市场大近十倍，从总体上看，至少在一定时间内，海外投资者进入国内市场不会带来大的冲击。只需避免跨境工具或具有价格敏感度的工具造成市场恐慌或带来其他不利因素，基本能够完成进一步开放。

Q2：您在刚才的分享当中也间接的提到了一些对今年中国宏观经济，包括债券市场投资的一些看法。能不能请您展开向大家分享？

A2：今年与 2018 年的主要区别是非常明显的。从市场的角度来说，我们最关心的是预期差。2018 年，很多的变量远远超出大家的原始预期。

第一个是外部的冲击。特朗普使中美贸易摩擦加剧超出大家的预期，以至于大家已经将中美长期对峙作为中国的基本情况。

第二个则是中国境内的情况。由于金融严监管叠加政府严监管，造成企业融资困难、使得企业经营困顿，同时上市公司的债权和股票质押贷款等债务不畅，让国内市场滚雪球般的下跌，也是超出大家的预期的。第三个是供给侧和环保等等的政策。这些政策的初衷其实都是好的，但是在具体执行里面有很多一刀切的情况，扼杀了很多民企生存发展的空间。此外，舆论上的“消灭民企”等言论，导致信心不足。以上几方面叠加，大家对于 2018 年是比较担心和恐慌的。

但是以上情况在 2019 年已经发生明显转变。我们可以说，2018 年对 2017 年，是预期差的恶化，但 2019 年对 2018 年则是预期差的乐观。大家已经把 2018 年和未来长期的悲观情况想得很清楚了。实际上，边际变化和实质改变优于大家的预期：一方面，特朗普在美国国内面临一定的挑战，例如接下来的美国大选，美国重新成为特朗普

的关注重点，而战略遏制中国的优先级则略有降低。这一情况或将带来贸易战的缓和。实际上，让步和推延的情况正在发生。外部环境是有可能变好的。另一方面，中国国内的严监管逐渐转向稳杠杆和稳监管，并且支持民企融资、补充市场流动性、同时进一步加强从货币到信用的传导。这些政策都已经在产生效果了，通过社会融资数据已经能够看到明显的提高。尽管这一数据可能包含季节等因素，可是无论如何，大家都很清楚，在中国的现有体制下，银行也好、官员也好，有没有动力去做事情、有没有动力去做信贷，某种程度上是比较容易由上至下产生改变。换句话说，就是考核的标准、体系以及追责制度，某种程度上都由上至下。2019 年，以上因素已经出现变化，包括最近出台的一些文件里面都提到说要放松对民企放贷和不良贷款考核、放松对抵押品的要求等。尽管这些做法是否恰当值得讨论，但是从“自上而下”角度来说，如果不在这些边际上放松一点、还是采取既有“严监管、终身追责”管理方式，对于银行和地方政府官员来说，负面效应是很明显的，所以现在是处于政策纠偏的过程。

第三个就是供给侧和环保。“青山绿水就是金山银山”的大方向是存在共识的，但环保不可能是一蹴而就，过去 20-30 年不顾环境的发展模式不可能在 2-3 年内得到改变，即使短期内得到改变也会对企业造成剧烈的冲击。因此，环保政策也在纠偏中。

综上，可以看到，2018 年造成大家悲观预期差的三个因素在 2019 年都发生了很大的纠偏。我认为，这一纠偏过程正好是市场发生如此大回升的基础，因为大家看得到政策、也看得到政策正在发生的效果。

最后一点就是企业信心的提振。企业信心提振在某种程度上是相对比较难的，因为它不是从上至下就能够去改变的，和整个国家发展的方向和民企生存的环境都有关系。但是从我和很多民营企业家交流来说，我深深地感觉到一点，中国民营企业家的韧性和这种生存力真

的是很强。很多民营企业家在过去十年里面积累了巨大的财富，他们中任何一个人马上退休去海岛上养老都没有问题。但在过去两年的困难环境下，基本上每一个人都是思考怎么样转型、怎么样生存、甚至怎么样进一步发展，即使不发展，也要保全我的企业、保全我的员工、保全我的家族。所以，我认为这一批非常有创业和创新精神的企业家是中国经济未来的活力和动力的源泉。他们大多处于 40-50 岁的年龄段，饱经创业经历的沧桑而富有经验。随着环境的进一步改善，民营企业家在未来的中国有很大的发展的空间。虽然发展速度是在不断的下台阶中，但相对其他国家、中国的发展趋势和增长趋势还是很强劲。中国的行业正在转型，在新兴经济体的中产阶级所具备的一些中小趋势是值得很多企业家去发掘的。因此，企业家的信心会逐步的恢复，中国的经济活力也不会在短时间内发生一个巨变。这也是我产生信心的主要原因之一。

第 135 辑

(2019.3.21)

人口增长的经济含义

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

丁安华先生，现任招商银行首席经济学家。在此之前，曾任招商证券副总裁兼首席经济学家。丁安华先生拥有华南理工大学工商管理学院硕士学位，毕业后曾在该校任教。92 年赴香港招商局工作，成为著名改革家袁庚的智囊之一，期间曾在香港中文大学研究院攻读博士学位。1997 年赴北美工作和学习，曾任职于加拿大皇家银行。2001 年重新加入招商局集团，历任招商局集团战略研究部总经理兼招商银行董事、招商证券董事。上世纪九十年代初开始关注中国特别是广东的改革开放，发表多篇学术文章，曾翻译出版傅高义的名著《One Step Ahead in China》（中文书名“先行一步”）。近年关注中国经济与资本市场，出版《资本市场札记》等著作。

我今天讨论的话题是《中国人口增长的经济含义》。这个题目是一个典型的教科书题目，但是在中国当前的形势下，它有特殊的意义。

一、最新人口数据总结：我国人口发展处于重大转折期

大多数的宏观经济变量都非常难以预测，比方说产出增长、通货

膨胀、失业率，对它们的短期预测都存在相当大的不确定性，更不用说宏观政策变幻莫测为预测带来了更大的不确定性。尽管如此，人口的总量增长和人口结构的变化作为经济发展的一个关键变量，长期趋势应当是清晰可辨的，短期预测更不应该出入太大。

(一) 新生儿童人数

第一个值得关注的数据是“新生儿人数”。2014 年，我国调整了人口政策，推出了“单独二胎”的政策。2016 年，我国实行“全面两孩”政策。根据 2016、2017 和 2018 三年的数据看起来，与官方的预测数据，以人口出生的数据来讲有极大的偏差，并且这个偏差在扩大。2019 年 1 月，国家统计局发布了 2018 年的人口数据。2018 年，中国的出生人口是 1527 万人，比 2017 年减少了 201 万，创下了自 1962 年以来的新低。1527 万新生的出生人口，与几年前官方推行“全面两孩”之前，对政策调整引起的人口变动研究中的预测有相当大的偏差。一方面，根据国家卫计委前副主任王培安在其出版的书中做的“全面两孩”政策人口变动测算研究，如果实施全面的两孩政策，按照基准的、中性的预测，2018 年将出生 2188 万新生儿；较低的、悲观的预测，2018 年也将出生 2082 万新生儿。2018 年的实际数据（1527 万）比官方的中性预测少了约 660 万、比悲观预测少了 550 万，显然没有达到当时做的基本预测。另一方面，当时国家卫计委做了另一个预测，假定继续施行“单独两孩”而不实施“全面两孩”政策，预计 2018 年有 1724 万新生儿。然而，2018 年的实际数据（1527 万）甚至比这一预测数据还要低 200 万。无论从哪个角度而言，2018 年的新生儿数据都是偏离官方预测的极低数据，值得我们关注。

总之，人口的短期预测（2017 年和 2018 年）与实际数据有相当大的偏差，表明在 2016 年实施“全面两孩”政策之后的三年中，我国人口增长的实际情况没有达到官方的预期，而且这个偏差还在扩大。

这一现象说明我国官方和基于我国官方数据的联合国人口司关于中国人口增长前景的估算都偏乐观了。因此，我认为，国家统计局于今年（2019 年）1 月份发布的人口数据（新生儿人数），显示我国人口发展处于重大转折期。

(二) 劳动年龄人口

第二个值得关注的数据是劳动年龄人口。以 16 岁到 59 岁适龄劳动人口占总人口的比例计，在过去的七年间（2012 到 2018 年），我国减少了合计 2700 多万人的劳动年龄人口。也就是说，处于 16 到 59 岁的劳动年龄段的人口，每年减少大约 400 万人。这一数据能够侧面分析中国就业形势的变化。中国经济增长在最近几年的下行压力较大，许多分析师认为，经济的持续下滑会带来一定的就业压力。事实上，我国适龄劳动人口正在以每年约 350 到 400 万人的速度减少，在某种程度上减缓了就业的压力。

(三) 死亡人数

最后，第三个值得关注的数据是死亡人数。我国的人口增长还应考虑到离世（即死亡）的人数。2018 年，根据粗出生率和粗死亡率推算——我国的新生儿约 1500 人、死亡人数约 1000 万人，我国人口规模还在增长。在可以预见的将来，人口规模增长的情况很快就会逆转，这个变化就是我们今天所讨论的题目。众所周知，我国的人口总量和结构的变化，很大程度上都源自于建国以来采取的一系列人口政策。建国之初，我国采取的立场是鼓励生育。当时的人口自然增长率——粗出生率与粗死亡率之差——最高达到了 25‰。我国人口增速在 1959 年到 1961 年的三年自然灾害时期大幅回落，之后在 60 年代（主要是 60 年代初期）出现了中国人口增长的一个高峰——1963 年，我国人口增速达到了 33‰的峰值。改革开放以来（特别是 1978 年以后），受计划生育政策的影响，我国的人口增速开始

趋势性下行。目前，我国人口自然增长率已经低于美国，这是一个比较严峻的人口增长形势。

根据联合国人口司的最新展望，在基准情形下，我国人口增速将在 2030 年前后步入负区间——即届时我国的离世人数要多于新生儿童人数；2050 年，我国人口的自然增长率也会维持在负增长的水平（约-4‰到-6‰）。根据以上两个重要的时间节点的人口预测数据——其一是距今并不遥远的 2030 年、其二是作为我国“两个一百年”奋斗目标的重要时点的 2050 年，人口形势或将对我国经济社会发展造成较大的冲击。

以上是今天的第一部分内容。在对于中国的人口、特别是新生人口的预测方面，官方的预测基本上是失败的，因为它不在可接受的预测误差区间之内，这个问题值得我们提出来、进一步讨论。

二、对我国人口增长前景的 BIDE 模型分析

根据国际通用的 BIDE 分析模型，一个国家的人口增长来源于自然增长和移民，即出生、迁入、死亡和迁出。

(一) 移民

我们首先看一个简单的问题——移民。现在全世界的人口发展趋势存在着这样的一个特征，即发达国家人口的增长缓慢、生育率很低、老龄化趋势比较明显。因此，各个发达国家采取“大量引入移民”的政策。这个问题在最近新西兰恐怖袭击事件后引起了很多的关注。在新西兰恐怖袭击惨案中，嫌犯的宣言提到了“替代”、即人口学中的“replacement”，这涉及人口学中的一个重要社会问题。

对我国来讲，近代以来，我国对于人口迁入是采取了一个极为保守的政策。移民迁入应该说是极为有限的。资料显示，海外人士在中国就业和生活而拿到中国绿卡的人数累计约千人而已。与此同时，我

国移民海外的人口数量在显著增加。所以，净移民对我国的人口增长有个小幅的负贡献。联合国的人口司估计，在 2010 到 2015 年，中国每年净流出大约 34 万人。我自己的直观感觉是这个预测可能低估了我国人口移民海外的趋势，可惜找不到高质量的数据。不管怎么说，我国人口的净流出是肯定的。净流出人口占我国人口的比重虽然非常小，但是它依然对人口增长产生负贡献。如果我们以美国的例子来看，在这一期间（2010 到 2015 年），美国大约每年净流入的人口 90 万，对人口增长的贡献还是显著的，对美国人口增长的贡献大约在 7%到 8%之间。预计中国的移民政策难以发生大幅的改变，即使对海外华人的回流，中国也是采取极为保守的态度。

与此同时，我国的跨国境移民规模虽然很小，但是出现了国内大规模的人口迁徙，也就是我国的城镇之间、城乡之间、城市与城市之间发生了大规模的人口迁徙。以城镇化率的变化为例，我国的城镇化率大约是 60%，在过去二三十年的变化趋势相当明显。在城镇化过程中，我国核心城市的吸附能力较强，呈现了我们国家特定区域之间的人口变化的差异。2018 年约有 20 个城市采取各种的入户政策争取人口的流入，这体现了各个区域自下而上地看到人口增长对当地经济发展的促进作用。

(二) 生育

第二个因素，我们可以看看出生率。出生率也有很多度量的方法，一般是指“粗出生率”、即“新生儿童占总人口的比率”，但是这种比较在人口学分析里头没有什么特别的意义。考虑到老人和小孩都不会生育，粗出生率的分子（新生儿）和分母（总人口）的逻辑关系并不强。所以，国际上使用 Total Fertility Rate、就是“总和出生率”来作为衡量一个国家人口统计的指标。Total Fertility Rate 是说一位妇女在她一生中平均会生育多少个孩子。这个数量包含一个关键的指标，这

个指标就是我刚才说的 Replacement Rate，即“更替生育率”。按照一般的算法——保留小数点后一位数，更替生育率现在是 2.1；如果是两位数的话，现在大约是 2.06。

一对夫妇生育两个孩子、才能够保证一代一代的人口的基本稳定，这是一个简单的算术。我国目前的 Total Fertility Rate（总和生育率）是非常低的。官方的基准预测认为，全面两孩政策之后，我国总和生育率大约是 1.8。但最新数据显示，我国总和生育率可能远远低于这一预测。按照联合国人口司的估计，我国总和生育率目前是 1.6。这一数据说明我国人口规模从代际更替的角度而言处于收缩的状态，是一个值得关注的数据。建国之初，我国人口的总和生育率还是比较高的、当时在 5 以上，现在已经下滑到 1.6 的水平。

各个国家有不少类似情况，部分国家的总和生育率很低，例如新加坡的总和生育率大约是 1.3，所以新加坡采取的是鼓励移民流入的政策，否则它的人口结构就会出现人口负增长、就会出现大问题。

按照这些数据来估算，我国的人口总量可能在 2030 年达到 14 亿 4100 万的峰值。现在，我国人口规模大约是 14 亿，距离我们的基准预测还相差约 4000 到 5000 万人。达到峰值后会出现人口的减少，可以看到我国人口总量会出现一个明显的拐点。

从经济分析上来讲，人口的总和生育率（以下简称生育率）与国家的人均实际 GDP 成负相关的关系。全球都是如此，经济发达地区的生育率相对较低、不发达地区就比较高。为了解决这个问题，各国采取的方式除了鼓励生育之外，还会采取一个措施——向欠发达地区开放移民。

与全球的生育率和人均实际 GDP 的回归得到的关系相比，中国的生育率和人均实际 GDP 的关系，在某种程度上来讲是个例外。与人均 GDP 水平大致相当的其他国家相比，我国的生育率比其他国家

要低。或者说，我国还没有达到发达国家的人均 GDP 水平，但是我国生育率已经先达到他们的生育率水平。所以有人说我国的生育率出现了“未富先低”的现象。造成这种现象的原因，有很多解释。我国一直以来的一胎化的政策，应该说还是有持续深远的影响。我国的计划生育政策，官方的表述直到今天仍然是“基本国策”，甚至写入了宪法，因此迟迟不能够做出调整修改。

关于我国的妇女为什么不愿意生育这个问题，可以有很多的研究，今天我就不展开。但是毫无疑问，2016 年实现全面两孩政策之后，我国出生率还在下行，这一格局说明，除政策以外，一些更加深刻的原因导致了现在我国妇女不愿意生育的现象。

(三) 死亡

第三是死亡。简要介绍死亡和死亡率。随着经济发展、医疗卫生和科技水平的提升，我国的死亡率大幅度下降、且下降速度较快。目前，我国的粗死亡率大概是在 7.1‰上下，是比较低的水平。当然，讨论死亡率应该剔除人口结构的影响——美国和日本的粗死亡率高于中国，并不是说明我国的技术或者是医疗条件更好，而是由于美国和日本的老龄化趋势更加严重。除了老年人的死亡率之外，我国的婴儿死亡率同样在下降。

三、我国人口增长的经济含义

在生育率低于预期、死亡率持续降低的背景下，我国人口的预期寿命在延长。预期寿命延长且出生率较低，随着代际更替，我国的老龄化时代将快速来临。在分析我国过去的经济增长之中，我们经常讲的一点叫人口红利，这就回到了我今天讲的最后一个问题——我国人口增长的经济含义。

我国的人口红利具有很明显的趋势——甚至来得比我们预计的

更快，即可能陷入到“人口陷阱”之中。事实上，从 2010 年开始，我国的就业人口（15 到 64 岁人口）占比开始出现下滑趋势；与此同时，青少年人口占比也由于生育率的下降而大幅的下滑。如果以世界银行的指标（15 到 64 岁人口占比，即劳动适龄人口占比）来观察人口红利，我国在 2010 年的劳动适龄人口占比是 73.8%，现在已经掉到了 70%附近。低生育率叠加下降的死亡率和延长的预期寿命，使得我国的年龄结构迅速老化。

1960 年，我国 65 岁以上的人口占总人口的比例不到 4%。2016 年，我国 65 岁以上的人口达到 1.4 亿、占比超过 10%，这一比例超过了联合国定义的老龄化社会的标准（7%）。从目前的趋势来看，我国老龄化的速度会很快以一个极高的斜率上升。目前，我国 65 岁人口占比相较美国和日本还是偏低的，但是在未来十年，我们可能就会超过美国和日本的水平——老龄化比率超过 20%；按照这种发展趋势，2050 年，我国老龄化比率可能达到约 30%的水平。

以上人口结构数据表明，我国抚养比会出现一些变化。观察总的抚养比的意义较小，应当分别观察每百人劳动人口所抚养的老人或者是儿童。按目前的趋势，我国的儿童抚养比还会持续降低，因为儿童的人口在减少。值得关注的抚养比变化是老年抚养比在快速的上行。

事实上，我国老年抚养比从 2010 年开始出现快速的上行，这一老年抚养比快速上行的问题使得我国养老和退休等保障体系难以负荷。对于人口的整个增长趋势来讲，大多数的数据是不可调整的，即在和平时期的生老病死是个统计现象； 现在可以调整的、能够改变目前人口结构的唯一可能性是“出生率”，而其他的数据没有什么可以讨论的空间。

和平时期的人口预期寿命延长现象，使得大部分分析认为我国养老产业会成为一个新的、有前景的行业。我并不反对这一预期，但是

我认为这种可能使我们的研究失去了大部分的焦点。

我国目前最关键的问题，还是新生儿和人口结构的结构性矛盾。从人口金字塔来看，我国人口结构会逐渐变成“头重脚轻”的结构，也就是老龄人口比较多。根据目前的数据来看，2015 年，我国人口年龄的中位数大约是 35 到 36 岁；2050 年，我们中国的一半将处于 45 岁以上。这一现象有很深刻的经济的含义：

第一，在就业人口减少的背景之下，中国的潜在增长速度会快速的收缩，潜在的增长速度可能比预计更加悲观，且这一现象可能会很快出现。

第二，房地产问题。我国面临人口流出的城市（特别是三四线城市），如果出现了房地产行业的调整，可能会失去复苏的机会。

第三，即使看到养老行业的前景，在我国当前的人口结构的发展趋势下，将来会缺乏提供养老服务的人，例如护理人员和医护人员。在目前的趋势下，雇佣保姆和护工的成本在快速上升，可能导致养老行业需求快速上升、但老人缺乏照料的情况。随着经济增长速度的下行以及预期寿命的延长，这一现象的持续时间会比较长。从我的个人经验来看，我感觉目前养老行业护理护工方面已经出现很大的供给缺口。

因此，表现在经济上，潜在增长速度会比我们想象中收缩得更快、下行得更 快。对于三四线城市——特别是人口流出和老龄化程度比较快的一些省份和地区，房地产行业的前景比较悲观。

人口结构老龄化对一个国家的创新发展会有很深远的影响。在人口经济分析领域，有一个指标叫做 Economically Active Age（“经济上比较活跃的年龄段”，一般的估算是在 20 到 45 岁之间），这一年龄段人口在未来会更快地收缩。如前所述，2050 年，我国或将有一半的人口在 45 岁以上，届时我国的创新发展和技术进步可能都会

被老龄化社会所制约，所以我在最近的一篇研究报告中引用了梁启超在一百多年前写的文章——《少年中国》。

综上所述，从人口增长的经济含义而言，这是一个比较悲观的前景。要改变这一悲观的前景，首先是要尽快脱离我们现在已经很明显陷入的低生育率陷阱，这就需要我国政策进行一系列的调整。另一方面，是改变我国目前的就业和退休制度。事实上，我们刚才说的很多数据都是用国际数据，国际数据计算老龄化的标准是 65 岁、即将 20 到 65 岁之间的人口作为劳动人口。但是，我国的平均退休年龄大概在 55 岁左右，尤其是我国女性工人普遍在 50 岁退休。目前，我国就业人口收缩速度较快，就是我刚刚说的每年适龄的就业人口收缩得特别快、预计每年减少约 400 万人，这也将对生产要素的供给侧产生一系列的影响。

我今天与大家分享的内容大致如上，促使我与大家分享的主要原因之一，是 今年 1 月份发布的 2018 年我国人口数据、尤其是新生儿童的数据。这一数据极大的低于官方最悲观的预测，甚至低于官方基于不实施"全面两孩"政策情境下 进行的人口增长预测。这一现象将在不太遥远的未来对我国经济结构、对储蓄、投资和增长模式、对社会养老和家庭结构等方方面面产生一系列深远而长期的影 响。我们的政府是一个比较注重长期目标的政府，我们经常提到的"两个一百年" 的宏大目标，关键节点分别是 2021 年和 2049 年。在诸多因素中，人口结构的变 化是一个比较明显的冲击因素、或者说一个负面冲击，需要我们更多的分析和研 究。事实上，学术界特别是在海外已经有很多的文献在讨论这个问题。在中国的 特殊环境之下，也有很多人讨论这个问题，但是大多数人讨论是围绕着养老行业 的机遇和变化，而不是人口结构对经济增长的负面影响。

我今天就跟大家分享到这里，有不对的地方请大家批评，谢谢！

四、问答环节

Q1：丁总，您好。关于您刚提到的"人口的快速老龄化带来对经济增速的约束"，也有一些相对乐观的声音认为，尽管中国的人口数量包括人口红利的缩减，但是与此同时中国的劳动力质量得到了提升，提出了例如"工程师红利"等说法，并基于此认为对中国未来的经济前景并不悲观，不知道您是怎么看待这种说法？

A1：我国现在的教育水平和人均生产率都有明显的提高，这是没有疑问的。但是我们要注意，经济活动不仅仅依赖工程师的贡献，而是一个分工复杂的生态系统，我们也需要工人、护士和护工。只有工程师而缺乏护工，就会出现护工收入高于工程师的现象。更重要的是，我们所看到的一个趋势是劳动就业人口在快速萎缩的同时，年龄结构趋于老化。也就是说，工程师红利和人口红利一样，不可避免地面临收缩和老化的趋势。从创新的角度来讲，根据我们近期所做的调研，在航空航天业，工程师普遍处于 30 到 40 岁这一最好的年龄段。但是根据自然规律，他们也会老去，不再属于经济最活跃的、创新最活跃的阶段。所以，尽管我们现在有不少的工程师，但如果按照这种趋势来判断的话，将来的工程师特别是年轻工程师的供给也会下降。

这就是一个短期和中期的矛盾和较量。现在我看到的是，收缩减少的趋势是非常明显、而且快于我们的想象。诸如工程师和大学生等人群，随着出生率下降，经过代际交替，很快就会发生变化。香港曾经出现过中小学招生不足的问题，我国目前也有一些地方（特别是农村）也出现了学校关掉的情况。因此，即使工程师在占比上会提升，但是在总量上也会跟着人口规模的变化，即工程师数量随着人口规模缩小而减少。如果按照目前这种人口的发展趋势，它是不可逆转，除非我们有新的一个路径。短期来讲，我们当前还有人口的红利、人力

资本的质量在提升，但是在可以预见的不远的将来，工程师红利和人口红利一样，都会发生逆转。谢谢。

Q2：首先，从利率的角度看。一方面，随着人口红利的消失，潜在经济增速可能会以超过预期的速度下滑，未来进入低增长的平台，对应的将是一个低利率。另一方面，从储蓄和投资的缺口来看，随着人口老龄化，我国曾经过剩的储蓄会变得相对不足，似乎又对应着利率会有走高的态势。您是怎么看待人口增长和人口结构的变化对于利率的影响是什么？其次，相对应的也引发了汇率的问题。如果是从总量上看储蓄投资的缺口，那么是不是意味着目前顺差的状态，此后会更多的出现逆差的状态？

A2：对，从总量的角度是相当明显的。在目前这种人口趋势下，我国的储蓄率会快速的下行、然后会限制了我们的投资，我国会越来越变成一个消费的国家，我国的出口顺差也会随之消失。从利率的角度看，事实上，很多国家在过去的几十年都是通过全球化来解决利率的问题，也就是说在开放的经济体系下，储蓄率和利率实际上是一个全球的现象。例如过去二十年，我国的高储蓄率就支持了美国的低利率环境。如果我国继续走开放的路径，这可能提供一个解决的方案。事实上，除了货物和资金的流动，“全球化”还包括另外一个含义——人的流动。在我国当前的特定制度背景之下，移民的流动问题还没有提到议事日程，或许也是我们要通过研究来呼吁的一个问题。这个问题在我国目前的民族国家框架里不太容易，但是从经济上、从全球化的角度，需要解决这个问题。这一轮的全球化，我国一般是采取货物出口的方式。其他国家的全球化，则不仅是货物引进，还包括移民流入。因此，我们还需要通过移民结构的调整来应对这个问题。根据联合国的预测，我国人口可能会收缩到 10 亿人。人口总量没什么特别的意义，关键在于我国人口结构的畸形——头重脚轻。老年人太多就

会引发一些比较复杂的社会问题，这个可能超出了我们今天讨论经济含义的一个范畴。

总之，我同意这个观点——人口收缩叠加老龄化趋势，储蓄率会下降、投资会下降、经常账户会出现收缩。要解决刚才提到的利率的矛盾，各个国家的经验是采取全球化的资本流动的方式。也就是说，在全球范围内，还是存在高储蓄的地区，通过资本流动平衡利率上行和下行的不同方向的影响。

Q3：关于这个问题，再追问您一下。我们要平衡未来的压力，是不是意味着要加大资本项目开放？

A3：对的，这是显然的。如果我国能够保持持续稳定社会结构和政治结构，即使在目前的框架之下，资金依然还是有流入的前景。我想说的一点是，从上一轮全球化的进程来看，如果没有解决人的流动问题，资本开放吸引资金进来还不是解决问题的一个可信的方法。外资进来以后，总是被划分为“外国企业”，外籍就业人口不是被“自己人”，没有途径移民中国，无法享受充分的政治和社会权利，这些人终究还要回去，外来的资金流动就呈现不稳定的特征，这意味着我国还有很多的思想启蒙要做。

Q4：相比于欧洲和美国，即便没有人口政策的情况下，整个东亚似乎都不可避免的陷入了低出生率的问题。如果将东亚作为一个整体，那么东亚在应对人口结构老龄化和低出生率的问题上，有哪些可以借鉴的经验、教训以及政策上应当做哪些提前的应对？

A4：日本提供了一个很好的可以借鉴的个案。日本是个单一民族的国家，但是日本在移民上肯定是比我们要开放的，移民到日本的路径比我国更加的容易。日本也有一系列的政策调整，包括老年人重新进入就业市场等。如果我们要保持就业人口稳定，有一个可以在政策上马上改变的地方，就是女性的就业参与率。因为我国事实上有很

多女性员工，如果她被界定为工人的话，50 岁就退休了。现在女性的寿命其实比男性还要高，我国 45 到 65 岁的女性在劳动参与率这个方面是极低的。所以这个方面我们可以做一些逐渐的调整，而且现在就应该开始调整。本来我们国家的“男性 60、女性 55、女性工人 50”的退休制度也不是全球的标准。以前在香港也有类似的女性提前退休的安排，被认为是性别歧视而取消。所以，看不到什么不可以改变的地方，反而可以缓解我们适龄人口的就业参与比例的问题。事实上，45 到 65 岁的年龄段，也是女性经济活动比较活跃的年龄段。因为在 45 岁以下的年龄段，女性可能还有很多的家庭责任（如生育等）。因此，45 岁以上年龄段的劳动参与率，就还有很大的提升的空间。同时，通过社保养老金调整等经济手段来鼓励女性参与劳动来舒缓人口红利的逆转，这是一个可以首先考虑的政策改变，谢谢。

第 136 辑

(2019.4.2)

经济是技术的表达兼谈数字资产的技术背景

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

肖风，南开大学经济学博士，现任中国万向控股有限公司副董事长兼执行董事、民生人寿保险股份有限公司副董事长、万向信托有限公司董事长、民生通惠资产管理有限公司董事长、通联数据股份公司董事长、浙商基金管理有限公司董事长及万向区块链股份公司董事长。肖风博士拥有超过 25 年的证券从业经历和资产管理经验。历任深圳康佳电子集团股份有限公司董事会秘书兼股证委员会主任，中国人民银行深圳经济特区分行证券管理处副处长，深圳市证券管理办公室处长、证管办副主任。他是目前屈指可数仍活跃在管理一线的基金界创业元老之一。其创建、管理博时基金的 13 年间，公司管理基金的规模由二十亿发展到近两千亿，成为目前我国资产管理规模最大的基金公司之一。2011 年至今任中国万向控股有限公司副董事长兼执行董事。

今天分享的是我对于数字资产的看法，提供一条从成本角度的分析线索：新技术影响了成本结构，经济组织和商业模式随着成本结构变化而产生改变、经济组织的改变导致产权形态的改变，数字

化产权在区块链技术的帮助之下，导致了数字资产的出现。

布莱恩•阿瑟（W. Brian Arthur）教授在《复杂经济学》和《技术的本质》中更多地是从“技术进化”的角度看待技术对经济带来的变化，并认为“经济是技术的表达：经济会随着技术的进化而改变自身的结构，即改变自身的制度控制方式”。在阿瑟教授的著作中，有丰富的案例来形象地说明“经济是技术的表达”。汽车给人类的生活方式（尤其是交通方式）带来了颠覆性的变化。汽车是一种技术的组合进化、而非单一技术的进化，包括化石能源的使用、内燃机器的成熟、钢铁产业的成熟、交通规则的成熟以及道路交通配套产业（例如水泥）的成熟； 不仅如此，还包括了生产组织方式的变化，如福特发明的流水线带来了汽车制造成本的大幅下降；此外，还包括福特提高工人工资水平、提高工人收入，进而带动工人对汽车的消费。总之，汽车对人类交通方式带来的颠覆性变化是一组技术进化的结果，并且对经济结构产生了非常大的影响。

受到复杂网络经济学家阿瑟教授的启发、结合我个人的思考和经验，我将分享我关于区块链等数字资产的看法。

一、技术的组合进化使得数字经济得以诞生

过去的 20 年时间中，三大类技术的组合进化使得数据成为驱动经济增长的巨大力量：互联网、人工智能和区块链。互联网（包括移动互联网、车联网和物联网等）使得我们能够低成本地收集海量数据。人工智能使得我们能够在收集到海量数据之后低成本地处理这些数据。在能够低成本地收集和处理数据之后，区块链通过数

学算法和规则去掉了中心化的信任机制（通过分布式记账的方式，使得数据不可撤销、不可篡改、可追溯），使得我们无需依靠第三方来建立信任，从而使得我们能够低成本地信任这些海量的数据。

通过互联网、人工智能和区块链这三大类技术低成本地收集、处理和信任海量数据，数据在数字经济时代的地位变得犹如石油之于工业经济时代，成为驱动经济增长的独立的、核心的力量，新的经济组织和商业模式也随之诞生。

(一) 技术进化改变商业组织模式

制度经济学家（如科斯、张五常和杨小凯等）指出“企业存在的原因在于企业通过内部化获得较市场交易更低的交易成本”，即经典的“企业边界”理论。经济学家一般将交易成本划分为 3 个部分：信息成本、信任成本和转移成本。

交易成本的第一个部分是信息成本，是指在海量信息和数据中搜集商品信息和交易对象信息的成本，例如在淘宝所拥有的超过 800 万的商家中寻找到所需商家和商品所耗费的成本。“互联网是信息机器”是美国媒体在 20 世纪 90 年代美国互联网普及过程中对大众介绍互联网时采用的措辞，即互联网是自由地、低成本地传递和储存信息的机器。

交易成本的第二个部分是信任成本，我们需要第三方的信任背书来帮助达成交易。英国《经济学人》杂志在 2015 年的一篇封面文章中将区块链介绍为“信任的机器”，即区块链通过一套规则和数学算法来帮助交易双方达成交易、带来了成本低于传统信任中介体

系的“去中心化”的信任体系。

交易成本的第三个部分是转移成本。交易至少需要包含两个主体，他们需要寻找对方并达成交易。人工智能技术能够带来转移成本的下降，尤其是智能推荐算法和匹配算法能够加快交易双方达成交易的速度、降低交易的成本，帮助人们精准的达成交易。

互联网时代，企业逐渐向平台转化。在区块链时代，这一趋势更加彻底。在“市场”和“企业”之间，“企业”存在的价值逐渐缩小：在“数据+算法”的帮助下，商业决策由“集中”向“分散”发展；这一自下而上的、分散的决策模式使得整个经济活动向“市场”而非“企业”发展。区块链技术提供了“去中心化”的技术基础，将导致经济结构发生巨大的变化，即市场效率提高、企业重要性降低。

(二) 组织模式变化赋予数字产权新形态

技术进化不仅带来的经济驱动力和组织形式的变化，同时赋予了产权在数字经济中的新形态。传统经济中，产权的重要性来自于“企业”，如果没有很好的产权保护，大家也就不会创办企业，因为利益得不到保障。但在数字经济中，产权将随着组织形式的改变而产生新的特点：

数字产权的第一个特点在于它的不可分割性。例如，无法将个人的基因数据像买卖股票一样进行交易；再如，客户行为数据的价值在于能够通过精准的客户画像实现精准营销，如果卖掉行为数据的所有权，这些行为数据就要丧失了这一价值。

数字产权的第二个特点在于它的可复制性和易传播性。例如，

一封同样内容的电子邮件能够很容易的发送给众多收件人，传播的边际成本接近于零；此外，即使邮件已经发出、本地仍然留有存档可供查看。值得注意的是，这一特点不利于保护数字产权。

数字产权的第三个特点在于它与桌子上的一瓶水不一样，你喝完了一瓶水、我就不可能再喝这瓶水，但数据可以一个人享用、也可以一万个人享用。例如，天气预报分享得越多，整体社会福利的提升就越大、且成本不随用户规模扩大而增加。所以数据资产分享越多，整体净收益率反而是提升的。数字经济能够在很多情况下避免发生公共事务治理领域常见的“公地悲剧”、但可能遇到“搭便车”的问题，这就要求建立数字经济（尤其是区块链和数字产权）的治理机制。

数字产权的第四个特点在于它的零边际成本。将数据共享给一个人或一万个人的成本几乎相同、边际成本几乎为零。

二、区块链技术与数字资产

(一) 区块链技术是数字产权资产化的关键

数字经济中的产权新形态，使得产权难以资产化或证券化。区块链技术恰恰提供了一整套工具，成为数字经济下的产权资产化、证券化的解决方案。

第一，分布式账本。作为区块链技术带来的新的记账方式，分布式账本最大的特点是“数据仅可添加、不能修改或删除”，从而保证了区块链中数据的真实性和可信度。

第二，非对称加密算法。非对称加密算法为用户提供一把公钥

和一把私钥来确认数据产权。非对称加密算法的公私钥的关系可以看做“信报箱”：公钥类似于信报箱的投递口，公开地接受信息，如报童投递报纸、邮政投递信件；私钥类似于信报箱的钥匙，只有拥有私钥的人才能获取信报箱中的数据。非对称加密算法在一定程度上解决了数字产权的确权和不可复制性问题，使得数字资产能够交易和转让。

第三，共识算法。在区块链中，一笔交易是否应当确认，依赖于一套数学算法——“共识算法”，即区块链全网通过数学运算进行交易记录的确认。共识算法为区块链提供了公平、对等和分散的决策机制和治理机制。

第四，智能合约。智能合约建立了“去中介、去中心、自动化、点对点”的交易机制。

(二) 数字资产的特点

数字资产因为区块链技术才能产生，我讲的是基于区块链的数字资产。提到数字资产的时候，大家都会用到一个单词就是 Token，它在计算机语言里的意思就是口令、令牌、通行证，代表使用的权力。在数字经济时代，计算机语言将Token 这一已经诞生了上千年的名词借用来指代计算机系统的使用证明文（例如密码、口令、令牌）。

在区块链技术中，Token 则是指数字资产的使用权，成为了数字资产证券化的一种形式。Token 是产权中的使用权的证券化，就是有权使用某个东西。数字资产最核心的内容就是使用权的份额化。

美国证监会多次对外强调：token 大部分是证券，应该按照现有的证券法规来注册。但是，token 不是代表所有权的股票（stock），也不是代表收益权的债券（bond），token 是代表使用权的份额化的资产。

在工业经济时代，公司逐渐成为主要的经济组织形式，也造就了一个百万亿美元级别的股票市场；内燃机的发明，使得存在几千年的石油等化石能源一下子有了价值，甚至 成为一类另类资产。数字经济时代，数据就是“石油”，它也将会成为一类可投资资产。

在数字经济和共享经济的发展当中，所有权的市场逐渐不那么重要，使用权市场快速扩张。使用权是数字资产的核心。传统的证券化方法无法完全适用于使用权市场，如何将使用权证券化？区块链技术提供了一个很好的解决方案。例如，目前在区块链上存在这样一种金融服务：少数 Token 的所有者将 Token 委托给专业机构，机构集合众多 Token 后获取更大的投票权、进而参与区块链的运作、并由此获得劳动报酬，而这份劳动是原本只拥有少数 Token 的所有者无法参与、这份报酬也是这些只拥有少数 Token 所有者无法获取的。

数字资产的另一个特点在于数字资产不具有面额。传统证券的面额细分是有限的，例如货币可以分到一分钱、股票可以分到一股；数字资产则可以无限细分，一个比特币能够拆分为一亿份、一个以太币则可以拆分到小数点后 18 位。数字资产面额的细分将使得证券走向“原子化”，进而对金融交易产生巨大的影响，尤其是流动性

方面。

(三) 数字资产的类别

数字资产还处在一个不断演进和变化的过程中，不仅仅体现在数字资产的性质上，同时还体现在数字资产的类别。大致可以从四个角度对数字资产进行分类：

第一，将数字资产分为“区块链上的原生资产”和“现实资产上链”。前者如比特币、以太币，这些“原生资产”既不锚定现实世界的特定资产、也不发生法律上的交易关系；后者则是将现实世界中的资产数字化、映射到区块链上。

第二，将数字资产分为“证券类数字资产”和“非证券类数字资产”。经过近年的快速发展，美国将比特币和以太币认定为“非证券类数字资产”，并倾向于将其他在区块链上发行的 Token 认定为“证券类数字资产”。

第三，将数字资产分为“数字货币”和“数字资产”。比特币虽然称之为“币”，但却因其币值不稳定而无法承担起“数字货币”的角色，反而表现出“数字资产” 的特性。其作为数字货币的实验可以说是失败的。于是区块链实践者推出了与法币挂钩的“稳定数字货币”，以法币做抵押，与法币币值保持一致，从而在区块链世界里担当了“货币”的功能；而非稳定数字货币，则统统被称为“数字资产”。第四，按照用途将数字资产分为“应用类”、“证券类”和“支付类”等等。

三、从数字资产看金融科技

金融科技诞生的标志是“支付革命”，它的第一个阶段已经发生过了，即以互联网等科技企业作为主动力量的金融科技 1.0。

从 2016 年开始，英国金融监管局和欧盟的监管机构，推动了开放银行的监管政策。开放银行意味着银行要彻底互联网化，不再以产品为中心，而是以客户 为中心。银行从 APP 走向 API，APP 是银行推销产品的互联网模式，API 是银行输出自己的能力，支付的能力、结算的能力等等。金融的能力，不再是以产品的 形式呈现给客户，而是以 API 的形式输送给各种各样的应用场景。随着主流金融机构进场、并从“以产品为中心”和“卖产品”向“以客户为中心”和“卖能力” 转变，金融科技进入了 2.0 时代，这一时代将由持牌金融机构开始主导。

即将发生的是金融科技 3.0，是对金融基础设施的重构，这场重构在 2019 年将可以清晰地看到趋势的发生。一个证据是 JP 摩根公布说其联合了近 200 家银行，要用区块链技术来构造一个新的机构间清算系统，脸书也说要在其 27 亿用户中用 token 来构造一个个人之间的支付系统。一个是 toB，一个是 toC。另一个证据是用来提升性能和互操作性的区块链3.0 技术大部分都将在 2019 年主网上线，今年之后，性能问题就不会是区块链应用的主要问题了。

我相信一个完整的数字经济体系，一定不可能缺少数字金融市场的建立。而这个数字金融市场，一定和工业经济时代的金融市场体系会是不一样的。而我认为其最大的不同之处就在于数字经济时

代的金融市场，交易的是数字资产。而数字得以成为资产，离不开区块链技术作为基础框架。

四、问答环节

Q1：过去几年，区块链技术的应用多是以比特币等“ To C”形式出现，并由于投机行为而积累了一定的泡沫。如您所说，JP 摩根等金融机构和 Facebook 等科技公司于近年开始进入区块链领域。未来，您认为投资的风口会出现在 B 端吗？或是仍然在 C 端？

A1：新的技术一般是由技术极客们创造的，但是把这些新技术发扬光大并非他们能够完成的任务。

区块链技术的第一个十年，从 09 年比特币系统上线至今，技术极客们耗费了十年的时间将区块链的技术架构开发完善，技术开发的阶段已经基本结束。这十年期间出现了很多泡沫，但从发展的眼光来看待，这些泡沫都是能够容忍的。

区块链的第二个十年，出现了非常好的苗头，即主流金融机构开始进场，不仅包含了 JP 摩根，还包括英国央行和欧洲部分银行利用区块链技术开发新的结算系统和日本银行计划发行的“coin”。因此，未来的十年的发展过程，应该是全球主流金融机构和科技公司将区块链技术及其应用规范化和法治化的过程。

第 137 辑

中美贸易摩擦下的股权投资挑战和策略分析

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

蔡洪平，毕业于复旦大学，现任汉德工业促进资本主席，他创立的汉德资本是专注于投资欧洲工业4.0技术企业并助其落地中国实现巨大增长和发展的跨国先进工业双边促进投资私募基金。在此之前，蔡先生在瑞士银行和法国巴黎银行、德意志银行等国际欧资投资银行担任高管20多年，成功地协助了中国国企的大规模改革，是中国国企H股上市的早期参创者之一。他发掘了中国民营企业的巨大发展潜力并给予其积极的指导和支持，助其完善商业模式，进行业务重组，执行增长战略，进行欧洲和美国的海外扩张。在此过程中，蔡先生帮助超过120家家国企和民企进行海外上市，总计融资规模达千亿美元。

蔡先生被市场冠以“中国民企海外上市之父”的称号。他带领团队成功帮助恒安国际、魏桥纺织、长城汽车、蒙牛、申州国际、玖龙纸业、迈瑞医疗、碧桂园、复星国际、比亚迪、国药、龙湖地产、民生银行、太平洋保险、上海医药和阿里巴巴等一大批中国企业实现了海外上市，并辅导了第一批中国企业包括青岛啤酒、马鞍山钢

铁和仪征化纤的H股香港上市。

今天分享的第一个问题是关于中美贸易战的演化和分析，第二个问题谈一下中美贸易战对股权投资带来的挑战，第三个问题是中美贸易战下的投资机会。

一、中美贸易战的演化和分析

2018年和2019年发生的贸易战可能会是本世纪一件重大的全球性经济事件。在不少历史学家或经济学家看来，这是本世纪最大的有全球影响力的事件。从现在开始到以后的若干年，可能会改变全球的经济发展走势，也会改变全球科技双边的贸易格局，也会改变相关的政治关系和外交关系。我们并不知道历史到底往哪个方向发展，但我们肯定知道历史将会改变，如果还抱着原有的历史观、世界观以及全球发展观来看待问题，那一定会非常被动，所以我想这是今天中美贸易战大的背景下进行讨论的必要性。

这两天发生一个有趣的巧合，美国总统Donald Trump去了英国，谈的不是贸易问题，谈的是英美重新合作，他们回忆二战时英美合作的状况，很显然他们这是在抱团。虽然在伦敦街上我看到有将近二十万人游行反对他，但总的来说英美很有合作意向，我们都知道Theresa May 6月7日就要下台了，但总统还是按原计划进行访问。与此同时，另外一件事情是习主席访问俄罗斯，与普京热烈握手、热烈讨论，重新回顾70年的中苏关系，目的非常清楚——新时代中俄全面战略协作伙伴关系。我们并不知道内容是什么，但传递出的

信息是中俄可能要走到一起，关系更加紧密。这两件事情非常巧合地在同一天发生。其实当前特别是过去一个月发生的情况是非常严峻的，在国内可能没有太多的报道，资本市场上有些明显的波动，但更加严峻的是过去一个月发生的很多行为已经超出了贸易战的现状和局面，已不是谈trading deficit或是谈贸易的加税，而是已经超出了贸易战的领域，扩大到了政治战、技术战。

我们可以看到在过去的一个月，美国利用其主权和非常时期的法律——《美国全国紧急状态法》，非常粗暴地对中国的民营企业华为进行全面的围剿和打击，甚至动用了《反恐条例》的第三十七条，把矛头指向华为的诸多供应商，虽然它们不是美国企业，但技术成分的20%来自美国，同样受到这个条例的限制和管辖，同时也不能提供给中国。一个大家公开围剿一个企业，这在世界上从来没有过，虽然之前发生过法国”阿尔斯通”的事件，但那是通过抓人Personal&Crimina再一步步实施，但公开围剿的还是第一次，而且手段非常凶悍，蔑视全球化的局面，这种情况从来没见过。我们也看到中国的另外一些科技公司也受到制裁，同时我们也听到中国的学生去美国大学读Science、Computer、人工智能有关的专业也会受到签证约束，但事实上这个在国内说得多一点，在美国没有那么大的声浪。事实上学生被限制签证的人数也没有太多，但是一些学者的访问受到拒签，这是最近在不断演化和发生的事情。同时我们也看到阿里巴巴要relisting in Hong Kong，中芯国际准备从美国的三级ADR退市。当然还有一些公司也有be list shift的考虑，诸

如此类这种新闻大家都能看到。我们感觉这已经不是一些孤立的现状，特别是美国一些大的TMT公司，特别是半导体芯片提供商，在之前宣布了对华为产品的停供，现在延迟了90天，这些事情还在演化。

中方在开始的20天比较安静，但最近也有连续的动作来表明中方的立场。我们看到中国教育部发布了学生赴美留学警告，这个至少30年来没有发生过的。中国对另外两百多件商品增加关税，同时发改委提出了关于稀土出口一些警示性的消息，如果你用中国的产品反过来打压中国，我们当然不会接受这样的现状，等等事例不一而足。从这个角度来说，全球也在观望中美贸易战的发展局面。为什么会这样？问题有很多解释，但我相信最大的问题出发点还是因为中美之间最大的贸易不平衡。我们对美国有3750多亿美元的出口，美国的贸易逆差将近2000亿，美国认为这2000亿贸易赤字是中国造成的，同时他们会说贸易逆差带来了美国的失业和其他破坏性的影响，他们也在控告中国强迫转移知识产权等等。从美方的口号来看他们需要平衡，同时他们在今后的谈判局上需要我们在一些法律和规定的条款上做出修改，他们认为这些法律条款不修改，实际上是没法保证未来即中美贸易条款的执行。最后中方没有答应，双方各说其词。

当然中方也不是没有责任，中方也承认这一点。中国加入WTO以后，江泽民主席和朱镕基总理在任的时候，当时美国总统是比尔·克林顿，非常友好，也非常期待着中国加入WTO以后能取得更

大的发展。美国现在认为中国加入WTO以后很多承诺没有做到，比如说外商在中国的直接投资很多年都没有改变；中国面向市场化的企业监管规则越来越由政府说了算，特别是国有企业；国有企业的私有化或者叫产权多样化，政府尽快从市场里面退出，利用看不见的手来引导市场，中国也没有太大的推进。特别在过去几年，他们也没有看到发展的希望。同时中国在国际舞台上更加显示出了影响力，我们可以看到有一带一路、亚投行等等事务上，起初他们认为中国发展以后能成为美国很好的伙伴，后来发现根本不知道中国要去向哪里，美方认为中国是上个世纪和苏联冷战以后在本世纪最大的竞争对手。事实上，从这个角度来说，已经把中国放在一个敌对方的位置来看待。又因为美国总统川普的个人行为，我个人认为他说是为了美国，毫无疑问，他更多的是为了自己的选票，因为要争取连任。贸易战不是跟中国一家打，跟日本打、跟印度也打，跟全球也打，总之他要求为美国争取更多的利益。这是目前中美贸易战下的发展趋势，能够打多久不知道，但是基本上大多数市场人士认为这个不是短期可以解决的，是打打谈谈、谈谈打打的局面。我们并不知道后面会发生什么，也许在6月26号G20峰会上中美领导人又有更高明的智慧，这毫无疑问不是团队成员能够解决的问题了，而应该是中美领导人坐下来谈，我们希望看到6月26号能够扭转中美贸易关系持续恶化的局面，全球都不希望中美打起来。

在贸易战的过程中，美国希望他的盟国能跟他一起打中国，可是很多国家和地区都保持中立的立场，没有跟着美国的声音给中国

造成更大的压力，中国显得非常坦然，显示自己是一个大国，我是一个大象，不跟你啰嗦，你打我几下我也不在乎。这个时候世界上突然出现了第三种力量站出来，以新加披李显龙为首的各国领导人，在今年的香格里拉大会上发言，这个发言背后有很多国家，包括日本和东盟的很多国家都站出来说话，表示这对大家没好处，他们不会在中美之间选边站，他们国家虽小，但不要以为他们无所作为，这个声音就显示第三种力量看不下去了，这些声音虽小，但力量还是很强大的。这跟以前任何一次贸易对立的情况都不一样。包括欧盟也非常中立，到今天为止，美国这么打压华为，他们每个国家还继续在跟华为签约，华为在过去两个月的订单并不比过去三个月的少，很多国家已经签下了包括基站、服务体系以及很多的培训，华为在欧洲已经签了将近22个国家，美国打压华为5G的措施不出意外会失败。

二、中美贸易战对股权投资带来的挑战

我认为中美贸易战这样的剧烈状况可能不会持续，我自己总结有两道长城在守卫着贸易与经济全球化，这跟上世纪完全不一样。第一道长城是全球股票市场。全球资本市场联系着全球主要的企业、投资人、中产家庭，当然还影响企业的发展行为。股票市场的发展和稳定是全球经济发展的压舱石，中国也好、美国也好、欧洲也好，资本市场的过分波动通过各种渠道会让国家领导人坐立不安，股票市场指数的变化每天都像时钟一样敲打着这些政客。目前的贸易战是政客在推动，但金融市场还是按照固定的方式在发展。世界上没

有一个总统会把股市和自己挂上钩，只有川普。现在美国的股市要跌了，我认为资本市场会用无声的行为矫正这些政客们的行为，特别是美国市场。从这个角度来看，如果道琼斯指数跌到25000或24000，再跌个2000点，极端情况下可能会跌到20000点。我们知道美国将近80%的股票市值都来自于硅谷，这些企业都和5G、人工智能有关系，而这些恰恰是目前中国企业在第四次工业革命中在全球很多地区占据领导地位的行业，5G已经毫无疑问是全球的领导者，这也是最近500年没有过的中国在一个技术方面领导全球。从现实来看，一个大的技术的领先是绝对超前的，任正非先生说的都是实话。所以从这个角度来说，既然你要打压华为，那么我们想想看，英特尔35%、美国通用汽车公司53%的净收入来自中国。08年我在UBS工作的时候，当时我们还是GM的advisor，通用汽车快要倒闭，最后没有倒闭是因为最大的砝码救了它，是他们在上海的合资企业，竟然贡献了78%的净收入，现金流非常好，增长也很快，保证了企业没有被清盘。

另外一道城墙就是全球产业链。因为川普不是工业出身的，他也不懂供应链。随着第四次工业革命的到来，我认为全球产业链组成了新的反贸易战的城墙，这是我今天特别强调的观点。因为在今天的产业链下面，已经完全没有分开中国和外国。从半导体芯片、人工智能、无人驾驶，系统设计的算法以及到产品整个硬件的配套等等的产业链已经完全全球化。所以在美国卡掉一些美国科技公司向中国提供芯片时，他们也很艰难。在这个时候华为站起来了，他

有备胎，本来他的技术已经研发得很成功，正因为他信守合约，不想用备胎代替主胎，既然美国宣布了，那他就用了。

我的美国朋友告诉我这一波关税上涨15%的前提下，几乎90%以上都由美国客户买单，因为他们没法离开中国的订单，完全是一个刚性的需求，所以我相信美国会反思。美国人民掏的钱变成美国关税交给美国政府，对美国企业和消费者没有好处，这目前是毫无疑问的。第四次工业革命下新兴的全球产业链是最大的长城，这个长城已经从中国的长城移至全球的长城，这个产业链会始终坚定地保护全球化。当然我们要防止的是贸易战打不过又打政治战、外交战、科技战。

目前给股权投资者带来的挑战是从过去三十年来看最严峻的，比2008年的金融风暴、1998年的亚洲金融风暴都更严重。这里有两个比较大的挑战：第一贸易战造成多种挑战和风险以后，我们几乎无处避险，这和前两次全球性危机完全不一样。比如以前中国这边有风险我可以投美国，现在是全球贸易战。比如从股权和债券的比例来安排，现在没有太多hedging对冲的机会。比如可以从公募市场到私募市场调节，现在很难调节，这是一个系统性的挑战。比如投私募或VC的也受影响，特别是VC投的那些人工智能、AR、算法、无人驾驶等比较超前的技术公司，现在受到前所未有的冲击。这个对深圳湾区建设不知道带来多大的影响，因为现在不少美国的美元私募基金，被要求检查有没有在投资中国的五大领域，特别是包括了人工智能、人脸识别等，如果投资了这些领域，要求是收回资本

甚至撤资。当然也包括汇率、债市，相当于有钱投资无处避险，这在过去三十年是前所未有的严峻局面。

第二，预期的不确定性非常强。亚洲金融风暴从泰国发生后，烧到印度尼西亚，很不幸我当时在百富勤，他因此被清盘，又烧到韩国，中国没有影响，中国加大财政政策投资躲过了风险。当时的预期就是清楚的，亚洲金融危机不会长久，不会超过两年时间，事实上当时只花了一年时间，很快又反弹。而今天的预期就不好说了，不知道会打到什么程度，欧洲有欧洲的问题，英国在脱欧，从这个角度来说不确定性严重增加，使得我们的预期发生很多不确定性的冲击。

第三个挑战是中国经济基本面不容乐观。尤其在中美贸易战背景下。我们看到汇率在贬值。中国经济怎么样发展，我相信最高层有很多周密的考虑和安排。但是有一条可以肯定，我们在过去的三年里可以看到中国发生了什么事情，在资本市场多少家民营企业出现经营困难，多少投资人亏了钱。在过去三年，中国70%的私募基金平均亏了20%，只是目前账上互相欺骗，A轮、B轮、C轮把估值推上去，估值上去以后它的premium作为的浮盈，但多少能够套现。去年香港资本市场接近80%的公司跌破发行价，这个到底是什么问题，我在投资银行那么多事都没有见过这种怪现象。如果我们还拿五年前或十年前中国经济高歌猛进时代的投资理念和方法来投现在的企业，一定会死得很惨，我们看到当前激进的公司都消声灭迹。过去12个月发生了很多悲惨的事件：银行被接管已经被看到、信托

公司崩盘、大型投资公司瘫痪。这些事件说明现在的风险挑战是毫无疑问的、是空前的。

三、中美贸易战下的投资机会

中国庞大的消费市场、3亿人口的老龄化、3亿人口的中产阶级，投资机会和发展机会还是巨大的，特别由于中国政府强有力的领导，在市场引导、财政政策信用政策方面的针对性措施。

第一，我认为内需层面的还是可以更多的关注，特别是现在看到三驾马车中出口增长缓慢，投资也不能像以前铁公基一样，唯一拉动的就是内需。内需当然也有挑战，房地产和汽车两个行业都不怎么样，当然新的内需也存在，比如说5G的到来，中国工信部已经发放牌照。5G在中国带动的相关产业直接或间接加起来应该有4-5万亿的机会，5G对社会的方方面面都会产生影响，我们可以思考5G未来的发展是怎么样的，包括未来的自动驾驶、人工智能，机会无法离开5G，所以这是个大产业，我们对相关产业的发展还是要看。

第二，医疗是很大的市场。医疗器械、医疗技术、生物医药、抗癌新药、各种检测的设备和安排，因为中国老龄化和中产阶级兴起以后是全球最大的医疗市场。

第三个是混改，但要一定要真改，不要变成”混”改，我认为真正的混改要看到国有企业有决心把它的股权降到50%以下，否则不要进入这个市场。

第四个是新模型公司，特别是消费模型。因为它依赖互联网，但模型一定要看以后的现金流量。

第五个大的产业是养老产业，这是巨大的市场，包括农业，大宗商品也有机会。

也有一些产业是不要看的，凡是在过去几年概念炒得大的、比如人工智能、互联网造车就不用看了，因为这是社会制度补贴造成的。太先进的东西是20年以后的事儿，现在还是看当家吃饭的事儿，一定要看现金流和产品。

总之，在中美贸易战下既有挑战又有机会，最大的危机不是中美贸易战，是我们对这样的时代、背景、机会和挑战的认识不够，事在人为，如果人都没弄清楚到底发生了什么才是最大的危机，我们首先要避开人的危机，所以我们要保持清醒的头脑，总有办法来度过危机。

四、问答环节

Q1：请问欧盟目前对中国企业到欧洲去并购的政策和态度是什么样，对现有中国企业走出去有哪些影响，以及您的建议是什么？

A1：欧盟政府也会关注中国企业的并购，主要关注几个方面，特别是以德国为中心。北欧还好，英国没问题、意大利也没问题，但是欧盟和德国有些担心。第一个是来自国有企业的NCA（固定投资）投资他们非常敏感，他们要审查。他们认为国有企业投资是在政府指导下的行为，不是市场行为，是战略行为，对这种战略行为的公司他们收紧要看一看，民营企业的公司相对而言就好一些，这是第一个方面。第二，很重要的是基础设施建设、港口、码头、公

路他们比较敏度，也包括知识产权怎么保护。但整体没有太大的问题，欧盟对中国还是开放的，总的来说也是商业利益的驱动，反过来提醒中国企业要注意方法，是方法问题，不是政策问题。过去几年中国企业比较凶猛，他们认为去欧洲收购就像自己老婆去欧洲买奢侈品一样，我想强调国际并购并不是shopping，而是文明的对接，不是资本的征服，而是互相的尊重，对管理层的尊重，对互相共识的了解，不可以裁员，不可以把企业搬到中国来，也不可以把企业copy。光是控股概念，中国和西方完全不一样，是认知的问题，欧洲的控股就是控股，你就是大股东，你任何主张都通过管理层，通过董事会、监事会的反映，不可以干涉管理层要怎么做。中国的大股东就是家长，可以为所欲为。人家害怕的不是你的国家，是你的不文明，很多行为比较粗暴，这个上面中国企业还是要提高认知的。总的来说欧盟对中国的投资还是友好的，有不少成功的先例。

Q 2：中国到美国并购跟欧盟比，您认为哪个条件会相对宽松一些？

A 2： 现在美国收购就比较敏感了，传统行业影响不大，但也有问题，他会关注你的收购目的，你收购若是战略性的，他一定会非常反感，美国的审批严格得多。我建议现在轻易不要参与美国相关的交易，欧洲还好。任何的收购或并购一定要站在国际管理、一定要市场化、尊重人家的管理，是商业的格局才能取得很好的社会效果，不是说从资本角度玩一把套利。

Q 3：目前全球的不确定性究竟会如何影响企业的跨国并购行

为？从您的了解的企业并购的层面是不是也有一种倾向于加快全球化产业链布局的考虑，还是一些企业基于目前面临的风险，倾向于收缩的战略？

A 3：从中国企业家角度来看，如果产业链连接度不太高的情况下，同时他们产品很多销往美国的话，这些企业都会考虑转移到东南亚。越南已经加入了CPTPP，除了美国以外他们零关税，从中国出口到美国去要交20%的关税，这是很大的差别，所以很多终端消费品的企业都会移动到这一带去，这是一个现实状况。但是有些产业链连接度比较高的，比如说电子领域里面、零部件领域里面，上下游都不能超过1小时高速公路输送半径的，转移到欧洲或东南亚不太现实。里面有五大因素需要考虑，第一个你的高速公路、港口、海关、边检，这些东西中国二十年前砸了将近10万亿，中国有14个深水港，越南一个都没有，印度孟买只有一个。你要移动制造中心，生产链运不过去。第二个大的因素是劳动力的培训和安排，因为电子和高科技领域产业链对员工的要求非常高。第三个是零部件上下游供应链的距离要求，真的不能超过一小时高速公路半径，还有型号、产品上下游的testing，比如说汽车零部件，一个汽车商要生产汽车，可以发包200-300个第一层供应链，2000个第二层供应链，这个供应链就是生态，郁郁葱葱非常茂密地结合在一起，一个离开了这个生态圈就没法生存，所以这个暂时搬不走，中国暂时不用担心。如果产业链结合比较紧，对价格就不太敏感，稍微涨点价也能接受，因为有刚性需求。从这个角度来说产业链是中国城

墙，我认为不用再担心。至于中国企业现在海外并购就要小心了，到底收购是为了什么要想清楚，如果是为了自身发展，国家发展可以，如果是为了拿过来为自己所用，要么你出钱买技术，要不就自己研发，通过疯狂的海外并购以后肯定会被反感。

第 138 辑

(2019.7.23)

2019 年上半年经济运行态势与政策展望

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李迅雷先生，中泰证券首席经济学家，中国首席经济学家论坛副理事长。长期从事金融研究，曾任国泰君安首席经济学家、海通证券副总裁兼首席经济学家、中国证券业协会证券分析师专业委员会副主任委员。现为上海市第十五届人大常委，九三学社第十四届中央委员会委员。

一、对近期经济运行的基本判断

首先从大家非常熟悉的”三驾马车”架构入手，阐述近期经济运行到底怎么样？上半年中国 GDP 增速是 6.3%，其中一季度是 6.4%、二季度是 6.2%，从总量上来讲，GDP 增长维持在正常运行区间，也符合年初政府工作报告提出的 6~6.5%的增长目标。如果用支出法把 GDP 进行分解，从消费、投资和进出口三项来看的话；首先消费增速总体还是下行趋势。去年社会消费品零售总额增速是 9%左右，今年上半年平均增速降到 8.4%。虽然 7 月份大家看到一个令人惊奇的数据，就是 6 月份社会消费品零售总额的增速达 9.8%，但这主要是靠汽车来拉动，当月汽车销量同比增长 17%，在此之前都是负增长的。

之所出现这么大幅度的上涨，原因主要是要把汽车排放标准从国五改成国六，汽车厂商原有国五排放标准的汽车降价去库存，销量陡然上升。此外从 7 月份高频数据来看，汽车销量再度回落，其他消费包括服务业还是偏弱，所以上半年国内消费总体并不乐观，尤其是可选消费品消费偏弱，还有，服务消费也是偏弱，比如像服务业 CPI 同比从过去 3%降到了 2%以下。服务业价格指数持续下行，也意味着服务消费增速在回落。具体到行业像餐饮业、电影票房增速出现明显回落，这表明居民消费能力还是受到一定的限制。

那么消费不乐观的原因在哪里？其实还是在收入端，我们发现居民收入增长的走势跟社会消费品零售总额增速的走势非常相似，而这几年居民可支配收入总体往下走，本质是结构问题，把 2018 年不同收入组的居民进行分类会发现，20%的高收入群体，对应的人口是 2.8 亿。去年人均可支配收入增长 8.8%，而中等收入群体去年收入增长只有 3.2%，如果考虑通胀因素的话，中等收入群体收入增长几乎等于 0，这也是导致国内消费不振的主要原因。在消费总体不振的情况下，消费结构也出现分化，高端消费品、奢侈品消费增长比较快，典型的是高端白酒的消费高增长，对应的白酒上市公司的盈利增速维持在 30%左右。与之类似的还有去年国内奢侈品消费高增长，国内消费者在全球奢侈品消费中占了消费总额的 1/3，比如豪华车、高端香烟的消费增速在乘用车、卷烟销量下降的情况下，都还是比较快的，这种消费分化现象也体现出居民收入的分化。这个结构性问题短期内还一直持续下去，我认为这也是将来要通过改革来解决的。

其次是投资，从上半年的经济数据来看，我国固定资产投资中的制造业投资增速降到 3%，说明制造业投资不振和国内需求不足、劳动力成本上升等等都是相关的。房地产投资增速还有 10.9%，成为稳定固定资产投资增长的主要因素。基建投资增速也比较弱，只有 4%

多一点，希望今年通过基建投资来拉动经济增长恐怕也不太现实，核心原因是，地方政府的债务压力比较重，靠基建投资来拉动经济增长显得心有余力不足。另外民间投资也不过是5%左右，由于整个经济下行过程中挤出效应的影响，民间投资意愿不足，再加上融资成本贵，整体民间投资就是在缓慢回落当中。

最后是外贸，今年出口总体来讲还是疲弱，一季度出口强势增长有"抢出口"的因素，二季度出口有一些放缓。在全球经济增速下行，中美贸易摩擦加大的情况下出口还是偏弱。因而上半年三驾马车跑的都有点慢，当然也没有失速，当前经济下行幅度并不算大，还能保持一个稳中平缓向下的趋势。

二、政策建议及展望

在国务院经济形势座谈会上，我提的建议还是要侧重解决结构性问题，比如说通过扩大无偿划拨国有股权比例给社保来弥补未来社保资金的缺口。这样做就能提升居民消费信心，提升消费率。再有就是减税降费方面还需进一步加大力度，尤其是降低民企融资成本，可能力度还要加大，总理听了我的这个建议之后，问今年上半年整体利率水平有没有出现下行趋势？我回答说整体利率水平肯定是下行，比如说隔夜回购利率出现大幅下行，但想要向民营企业传导还有一定难度，因此，在解决中小企业融资难融资贵问题上，需要有相应的配套政策，而不是只是喊口号，需要有实际的举措。

对此，总理也认为下半年要维持利率水平下行的局势，尤其要让中小微企业的实际融资成本下行。在全球各国央行尤其美联储大概率降息背景下，中国虽然不会直接下调存贷款基准利率，但可以通过央行公开市场操作，如增加TMLF、下调回购利率等来降低金融机构之间的利率水平，使得实际利率能缓慢向下。另一方面，相应配套政策

还是需要的，不只要求银行必须给中小企业放贷增长多少，还要对调整其考核机制，比如说不良资产率的容忍度一定要提高。另一方面我之前讲到了，经济增速下行的过程当中会出现分化，而且这种分化的持续时间还会比较长，经济持续增长的过程，最终导致结果就是分化。从全球看，发现很多国家都提出推进结构性改革，但实际上改革成效不太显著。我的观点是，和平时期越长，经济的分化会越厉害。因为利益格局已经形成并固化，要打破这种利益格局所付出的代价是比较大的，要承受的压力非常大的。从二战到现在为止，和平时期已持续近 75 年，未来分化的现象还会持续下去，有些分化是良性分化，如人口的集中、区域的集中、产业的集中、头部企业市场份额的提高，这些都是为提高边际生产率或者实现规模经济。还有的分化属于非良性的分化，如居民收入的分化，就是穷的越穷富的越富，这会对消费带来负面影响。中国经济过去主要靠投资，靠世界工厂和出口导向，今后也要像美国、日本，或印度等大多数发展中国家一样，靠消费拉动经济，但消费的主力是中低收入阶层，而不是高收入阶层，那么中低收入阶层的收入提高消费才有原动力。2018 年中等收入阶层实际收入增速接近零，而高收入阶层收入增长在 8%以上，这种不断加剧的分化对消费增长不利。

因此我提的建议主要是两个方面：一方面还是要降低实际利率水平，让中小微企业降低融资成本，这样能够增加就业和提高居民收入，尤其中低收入阶层的收入。另一方面要通过政府给企业部门和居民部门的收入转移实现相对平衡的社会发展。目前来讲居民部门杠杆率水平在快速上升，企业部门杠杆水平几乎是全球最高的。因而我还建议企业要降杠杆，居民部门要稳杠杆。随着人口老龄化进一步加深，全社会杠杆率水平只会上升，不会下降，这种情况下只有通过政府来加杠杆才能够对冲居民和企业部门债务率的上升，这也是未来中国经

济发展的必由之路。大家会说地方政府债务负担已经很重了，所以解决办法就是中央政府举债，中国中央政府国债余额占 GDP 比重只有 16%，这在全世界几乎是最低的，比如美国政府债务占 GDP 比重是 100%，日本政府债务占 GDP 比重是 240%。中国中央政府只有 16%，但地方政府整个杠杆水平大概在 40%到 60%。相比之下中国中央政府具备加杠杆能力，而且中央政府也好，地方政府也好，可用的资产规模非常大，比如说国有资产的总值接近负债的话，净资产大概在 86 万亿左右，没有一个国家能达到中国这么高的水平，这也是制度优势、制度的红利。除了大量国有企业、国有资本之外，中央政府和地方政府还有土地资源、矿山、水、森林等自然资源，还有行政性资产，还有其他各种资产，这方面任何一个西方市场经济国家都没法跟我们相匹配。既然我们资产端的规模可以赋予政府尤其中央政府进一步加杠杆的能力，那么为什么不主张让地方政府继续加杠杆？因为地方政府杠杆的水平已经很高了，如果再加会导致地方政府面临流动性风险。如今，不少民营企业抱怨地方政府给了他们项目，但欠民营企业的债就不还。这就是地方政府缺乏流动性、债务比例过高的一种表现。要让地方政府投资活起来，让民营企业运转起来，需要有启动资金，启动资金还是要通过中央政府来加杠杆来获得。

还有就是要鼓励居民消费，要使得居民社会保障能够得到进一步提升。现在大家都在担心自己将来的养老问题怎么解决、小孩的教育问题怎么解决，居民不敢消费的原因也正在这里。中国居民的储蓄率这么高，核心原因还是对于未来社会福利保障的担忧。中国的社保还是非常弱的，整个社保还是有缺口，更何况企业部门的保障，就是个人账户保障方面还没有做好足够的准备，尤其是未来五年内社保保障缺口可能会产生，我觉得应该扩大社会国有资本无偿划拨给全国社保、地方社保的比重，比如说现在是 10%，以后提高到 15%。同时还要

给社保基金资本支配权。也就是他不仅能够获得分红收益，仅仅靠分红收益来弥补社保缺口是远远不够的，因为国有企业的分红的比例太低，还要通过股权转让的方式来获得转让收益，就相当于土地拍卖收益，如果实施的话，那么补社保缺口也就不愁了，正好可以一举三得：第一，可以弥补社保的缺口；第二，可以推进国企改革，因为国有股权转让之后，对国企的改革还有推动作用；第三，可以给民间资本更多投资机会。我觉得将来可以下这步棋，且迟早肯定要下，因为只有这样才能把经济大体系活跃起来，补上地方政府流动性缺口，让地方政府偿还对民营企业欠债，整体就盘活了。

在跟总理的交流过程当中，我发现在经济增速下行过程中，政府稳增长的工具还是充足的，韧性还是比较大。有个数据可能大家没注意到：在公共财政收入，公共财政收入增速下降的同时，非税收入出现大幅度上升，非税收入高达 1.5 万亿，比去年同期增长 21.4%。这个数据恐怕有很多人不解，既然今年要减税降费，前五个月减税降费规模达到 9000 亿左右，全年目标是近 2 万亿了。那为什么上半年非税收入会增加那么多呢？这实际上是对特定企业加征利润所得，那么哪些特定企业呢？主要是单一的国有大股东的央企和金融机构，对他们加征利润的话不会影响民营企业利益，反而给民营企业减税降费提供资金来源。估计目标规模应该是 1 万亿左右，也就是今年减税降费近 2 万亿，但国家财政今年实际多付出近 1 万亿左右。为什么能够从这些国有企业加征那么多的利润呢？这也是中国的国企优势所在。我们有这么大的国有资源，既然利润可以多上缴，那么未来一旦中国经济出现其他需求，比如说社保缺口，也可以通过转让股权等方式来补上。

对于下半年货币政策，尽管上半年流动性相对充裕，但民间利率水平还是居高不下，主要原因还是当前整个信用创造能力比较弱，信

用收紧导致银行不敢把钱贷给部分实体企业，尤其贷给中小民营企业。类似于 2008 年美国的次贷危机时期，美联储开启整个量化宽松货币政策，第一轮量化宽松成效不大，第二轮量化宽松也成效有所显现，第三轮量化宽松成效明显。实际上我们现在也面临类似情况，需要源源不断地注入流动性来降低风险溢价，然后传导到民企，让全社会信用慢慢扩张。我主张下半年进一步降准或者定向降准，我们目前的法定准备金率在全球来看还是偏高，有进一步下行的空间。其他方面我也是提了一些建议，如要扩大直接融资比重，现在直接融资比重还是偏低，股权融资占比 5%，债权融资占比 10%，加在一起 15%，这样一个融资结构会导致整个金融领域的风险加大。现在银行估值水平偏低，实际上就隐含着对未来银行不良资产率的上升的担忧。前不久发生的包商银行事件所反映的就是大家对这些中小银行负债资产结构的担忧，由于监管部门通过该事件释放出了打破刚兑的信号，这就引发大银行对中小银行信用风险的担忧，从而使得同业业务规模出现了大幅收缩，中小银行的资金来源减少之后，它们给中小企业的信用风险溢价进一步上升，直接的后果就是市场的信用利差扩大。

对此我觉得还要通过金融改革来解决此类问题，如果为了防止经济硬着陆，不敢开展大幅度改革，这类问题会越来越固化，形成刚性泡沫。但就目前而言，一定要有启动资金来打破僵局，如在鼓励消费消费方面，政府更多地应该从增加居民收入或扩大补贴的角度去努力，而不是一味去鼓励居民多花钱，或者采取一些小打小闹的政策，因为中国目前来看消费对经济的贡献还是偏弱。中国消费对 GDP 的贡献还不到 60%，其中 10%左右是政府消费，而印度消费对 GDP 的贡献达到 70%，美国在 80%以上。现在我们面临投资动力不足、出口潜力也不足的压力，所以剩下的就是靠消费拉动，中国经济增长的模式跟其他这些高消费的国家慢慢接轨。今后的政策重点在于如何提高我

国的消费占比、扩大消费范围等等，这背后的支撑还是居民收入。对于居民收入分化过大的现象，应该要采取一个措施来可以解决。

这次总理也提到就业率是衡量经济好坏的重要依据，比如说像一些互联网+企业拉动就业效果很好，今年上半年就业增长大概新增就业 730 多万人，对此他还是比较满意的。他提出未来要提高职业学校、职业高中的比例，提高劳动力素质，提高劳动力的专业水平，从而能够提高他们的收入。此外，经济新旧动能转换，负面清单管理，大众创业万众创新等都是总理历年以来所提倡的，这些年来成功案例很多，这次跟我一起参加讨论的嘉宾还有三家大企业的董事长或 CEO，如一个是传统行业的代表徐工机械董事长，一个是向中小企业融资的泰隆银行董事长，另外一个是美团 CEO，这三个人代表了中国新旧企业的发展状况，也是为了产业升级、新旧动能转换的动力所在。我给大家汇报就到这里，看看大家有什么问题。

三、问答环节

Q1:您觉得下半年宏观政策大概的方向跟上半年会不会有一个变化?您也提到对下半年整个经济形势并不特别看好，那么要实现全年 6 到 6.5 区间的增长,下半年政策相关的宏观政策是不是要再发力?

A1：从两大政策来说，一个是财政政策，一个是货币政策。总理认为下半年经济依然存在下行压力，因为全球经济增速都在下行，否则为什么那么多国家央行纷纷降息呢？这样的话外需还是不足。另外中美贸易要达成协议，恐怕也需要做非常艰苦的努力，因为双方预期差还是比较大。外需不足的情况下，肯定还是要通过内需来实现稳增长。总理认为还是有信心稳定增长，因为今年真正意义上减税降费是从 4 月份才开始，滞后效应下，下半年减税降费的作用会进一步体现出来。但他认为减税降费还要坚持不懈的去实现，让从民企到居民

都有一定的获得感。此外总理还非常强调降低中小微企业的实际融资成本。所以我相信下半年货币政策还会在稳健基础上保持流动性充裕，故释放流动性的政策还是值得期待，通俗讲的话降准应该还是有可能的，降息则不大现实，即不大会再下调存贷款利率，最近央行在推进利率市场化改革，也就是利率要并轨，这是现在央行所努力的目标。现在一年期基准利率只有 1.5%，已经很低，重点在于让市场实际利率水平，尤其中小微企业的融资成本降下来，而大型企业或者国有企业的融资成本相对不高。这意味着当前的货币政策可能要和正在进行金融改革结合起来。

Q2:您刚才其实也提到从中国宏观考虑，国际比较来看，中央政府还有加杠杆的空间，您觉得年内的财政政策，中央政府会不会继续在此基础上再加力？

A2：这个就要相机抉择了，如果第三季度经济数据继续下行，可能后面财政还是会再发力。如果数据有所好转，我认为至少会维持上半年这样的力度。目前来看，除了经济下行压力之外，我们还面临着其他压力，就是金融稳定的问题，比如像信用债违约问题，个别的 P2P 公司会面临流动性风险等，其他类似的隐含金融风险依然存在。这几年以来银行表外业务大幅收缩，非标规模也有缩减，也带来一些中小金融机构的流动性风险。维持相对低的利率水平，对于降低流动性风险爆发可能性是有利的。

除了前面讲到财政政策、货币政策外，我国在鼓励消费、扩大消费方面应该还会有一系列具体措施出来，故下半年在拉动消费方面的动作会更多些。

Q3：去年市场上有一些人认为今年基本上二季度经济见底，从您刚才发言来看，应该不倾向于目前经济见底了，那您觉得经济大概什么时候能看到底部？

A3：中国经济是否见底，还要看潜在增速是多少。我觉得这一轮经济下行，其实是一种均值回归。过去经济持续的高增长实际上是一种欠账式的增长，为了实现经济增长目标，靠投资来拉动，靠举债来支撑，全社会债务杠杆的肯定就上升了，整个社会的成本快速上升。随着人口红利的减少，经济增速还处在下行的通道当中，我觉得 GDP 破 6%是迟早的事情。经济下行的同时，经济也在转型，虽然 GDP 总量数据并不好，但就业问题并不太严重。我们在转型中，服务业比重上升对拉动就业比较有利的。所以不要太关注 GDP 什么时候见底，我们最重要考核的还是就业的数据。

如果就业没问题，5%的 GDP 增速对应充分就业的话，也是一个非常好的增速了，说明中国经济转型比较顺利，我觉得 GDP 增速下半年可能还会继续往下，但是幅度不会很大，因为政府已经采取很多逆周期的调控政策，全年的 GDP 增长维持在 6.1%、6.2%的水平还是有可能的。明年可能还会维持稳定或略有回落，当然并不会失速。目前 6%以上的 GDP 增速在全球范围看，已经属于经济增长排名前几名的国家。在这次座谈会上，总理也反复强调如果中国能稳定 6%的 GDP 增速，那在全球经济增长中也是领先的，而且经济体量不断扩大，所以，他认为"稳就是进"，不用太担忧，重要的还是去解决就业问题，经济转型、互联网+背景下，服务业可以提供各种各样的就业机会。

Q4：除了减税降费之外，中央有没有加杠杆的空间，或者中央政府的赤字率有没有提升空间

A4：财政政策方面，我一直建议的，即中央政府要加杠杆，因为中央政府的债务余额占 GDP 比重才 16%，应该有很大加杠杆空间。我觉得这招未来肯定会有，日本中央政府债务率水平远高于我们，而我国的政府资产规模巨大，如今这么低的负债率，中央政府即便增加负债也没问题。

Q5：刚才您也提到现在商业银行创造货币的动力不足，也提到2008 年美国危机的时候，先是美联储放水，没有效果再放，一直放水才有效果，是否中国也可以学这种方式。

A5：关于美联储当年采取的 QE1、QE2、QE3 政策，就是通过不断的量化宽松，让社会信用得以扩张。我们在货币政策表述上还是用稳健货币政策，保持流动性的充裕活跃，这是偏中性的提法。但核心问题是目前整个社会信用的扩张度很低，既然需要扩信用，那就需要把水龙头放大一点，因为现在水位很低，把水龙头放大一点问题不大。因为过去这么多货币创造主要靠房地产，房地产信用创造能力减弱后，希望其他载体能够填补这种信用创造能力，除了央行货币政策继续释放流动性之外，应该要给民营企业增加投资渠道。我建议服务业应该更大幅度的放开，这样的话就有更多投资渠道来支持经济增长，整个社会信用也能够得以改善。仅仅靠货币政策不够，单单靠减税降费也不够，还是需要改革，通过改革来搅拌当前存在的结构分层问题，让整个社会经济活动更加活跃。

Q6：关于就业率这个问题，因为国内有些统计数据也不是很拿得准，中央掌握的真实情况是怎么样的?

A6：关于就业这个问题总理也讲了，为什么我们现在劳动年龄人口每年都要减:400-500 万，从 12 年到现在为止，大概减少了 2680 万，但我们新增就业又那么多，这是因为我们的就业市场还是很大。总理非常强调就业，他认为考核一个经济发展好不好，主要是看就业率。当然我也是认同你的观点，就是目前对就业的统计方法有点问题。我们有两个统计，一个叫登记失业率，还有一个叫调查失业率，这两个失业率的都不包含农村户籍的劳动力的就业状况，而我们现在正好在经历城镇化过程，大量农业劳动人口要转移为非农人口，实现非农就业。这方面确实没有一个很客观的统计指标来反映现在的全社会就

业情况，就像现在也没有一个很好的指标来反映市场实际利率水平是多少一样。一方面我认为就业问题肯定是存在的，同时也认为失业问题肯定不太严重。就业统计这方面有缺陷，但这也导致我们没有把灵活就业人口纳入统计，这部分规模是很大的。非常典型的一个滴滴车司机，一个快递行业的送货人，这两个比重是很大。我曾经做过一个研究，发现这些年来居民家庭用电量保持两位数增长，其中一个原因就是电动自行车的充电要占到基本居民家庭用电量的 10%，说明这部分其实也包含了这种环境和就业。总理也特意问了美团 CEO 的企业内部就业状况，美团 CEO 给出了一个带来近 200 万就业的数字。这说明现代服务业扩张对于解决就业起到很大作用，这部分就业往往很多时候都没被统计中。所以我们要分两个侧面看，一方面，随着经济增速下行，失业问题肯定是存在的。另一方面灵活就业对于整体的就业状况也是一个很好的改善。

第 139 辑

(2019.8.10)

科技公司与金融机构共筑数字金融生态

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

邱明先生现任蚂蚁金服研究院副院长，负责全球金融科技创新、国际金融监管政策，以及区块链等新科技的应用研究。邱明先生有 14 年的精算、交易、证券化、风险管理和资产负债管理的金融从业经历。他曾先后供职于美国贝尔斯登和摩根大通两家投资银行，亦在两家知名机构的纽约和伦敦交易前台任保险资产证券化产品交易员。之后还担任美国国际集团 (AIG) 的副总裁（VP），参与公司风险管理、资产负债管理，以及全球资产分析、汇总、及报告。邱明在哥伦比亚大学取得金融方法硕士学位，并拥有三一大学计算机科学及数学学士学位。并拥有多项专业认证，其中包括：FSA (北美精算师协会会员)、MAAA (美国精算师学院会员)、FRM (金融风险管理师)、CAIA (注册另类资产投资分析师)、PRM (专业风险经理)、CHP (认证对冲基金管理师) 和 ERP (能源风险分析师)。

一、对 Big-tech in Finance 的介绍和分析

今天非常高兴跟各位线上的朋友来分享一个比较有趣的话题，也是比较重要的话题: BigTech in Finance 大科技金融。今天我分享的主题的一个核心关键字是生态共建，我们认为在这样一个竞合关系中，

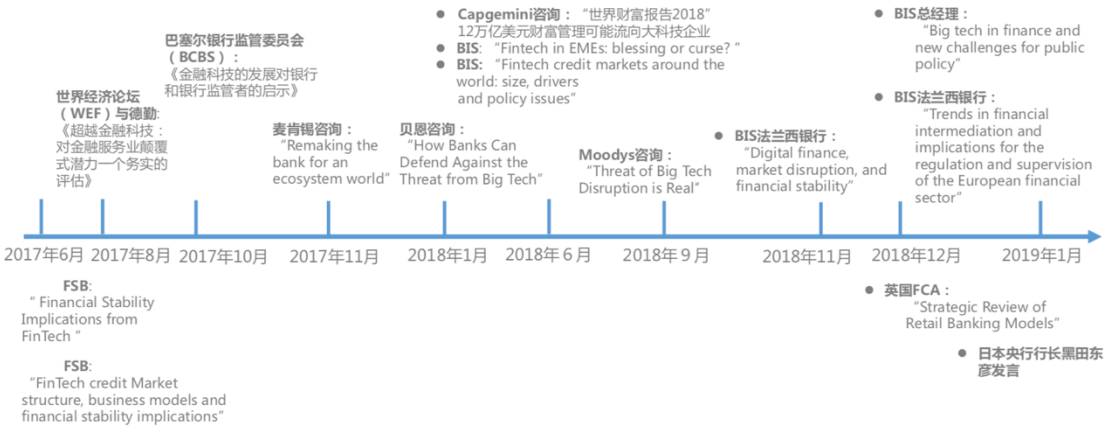
科技公司和金融机构、监管部门、以及消费者构成了一个金融生态。金融生态在向数字金融发展的过程当中，最重要的就是合作共赢、共同发展生态的一个过程。

首先声明一下，今天我分享的内容仅代表个人观点，不代表我所服务的公司，而且其中所有研究使用的数据、案例和一些引用都是公开信息，很多内容来自于 IMF(国际货币基金组织)、FSB(金融稳定委员会)和 BIS(国际清算银行)等国际组织。下面开始今天的内容，在我 PPT 的第 2 页上概述了 Fintech 和 BigTech in Finance 的定义，Fintech 大家现在已经很熟悉了，Fintech 这个词从它提出到现在应该已经有 6、7 年的时间，那么 BigTech in Finance 的概念出现比较晚。

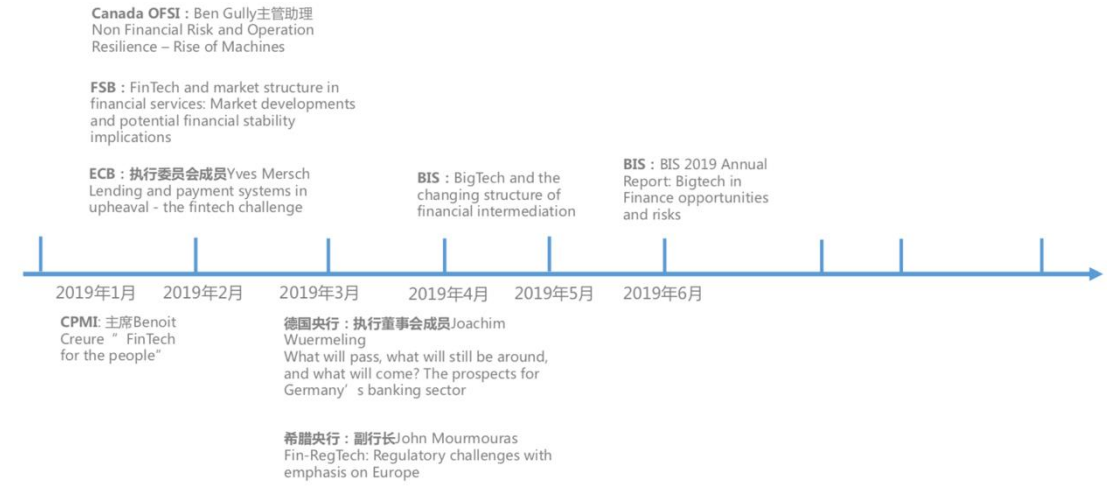
首先什么是 Big Tech 呢？泛泛的来说就是具有国际影响力的科技公司，主要特指的比如说是美国的 FAGA，即四家知名科技公司 Amazon，Facebook、Google 和 Apple，对应到国内可能就是指 BAT。一般学术上对于 Big Tech 的定义，2017 年在 BCBS 的一份文件中指出，具有数字技术优势的全球性的大型技术公司，并且专门强调这些大型互联网公司的 DNA 或者说先天禀赋是搜索引擎、社交网络、电子商务以及其他一些基础 IT 设施。

与之对应的 Fintech，这个概念出现的更早，一般学术上对它的定义来自 FSB，主要指的是金融创新对于金融机构和金融服务能产生重大影响的业务模式、技术以及流程产品的创新。接下来看 PPT 的第 3 页和第 4 页列出国际上对于 BigTech in Finance 研究的主要论文，以及一些重要金融监管人士的发言的时间线。BigTech in finance 即所谓的大科技金融最早是在世界经济论坛上提出的，世界经济论坛 2017 年夏季达沃斯峰会上发了一份报告，正式把 Big-tech in Finance 和 Fintech 对应起来。也就是说 Fintech 可认为是金融科技影响面相对较小的创新型的金融科技企业，然而 BigTech in Finance，我们讲的大科技金融，是在已经有很大互联网生态孕育下成长起来的金融服务，它可能对整个金融生态的影响比较大，能与金融监管和金融消费者构成了一个金融生态。

Big-Tech in Finance讨论的历史线（1/2）



Big-Tech in Finance讨论的历史线（2/2）

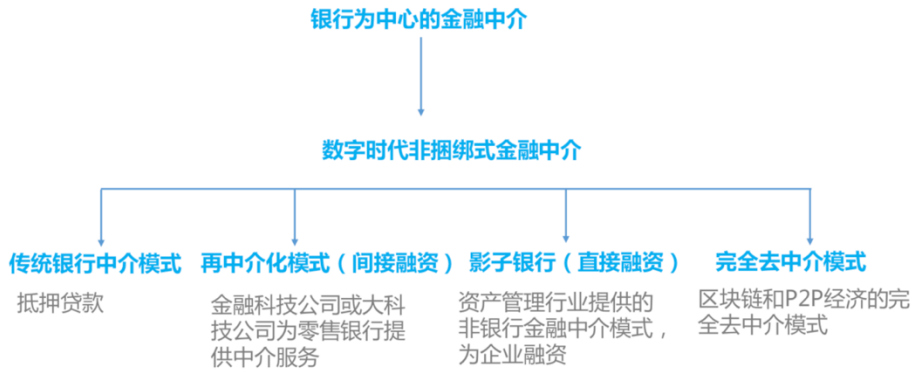


从2018年年底开始，中国监管部门也开始非常关注BigTech，也陆陆续续地有一些监管部门领导出来谈话，谈到一些观点，我们内部也开始研究立项并进行一系列研究。今天我想从五个方面来讨论一下BigTech in Finance这个监管部门和业界都非常关心的议题，这五个方面是大科技金融对金融的中介是否中介的模式是否产生了影响？大科技金融与整个金融生态的关系是什么？大科技金融是否影响货币和利率政策的传导和有效性？大科技金融会不会影响到金融稳定性？

最后是适宜大科技金融的监管原则和监管路径是什么样的？

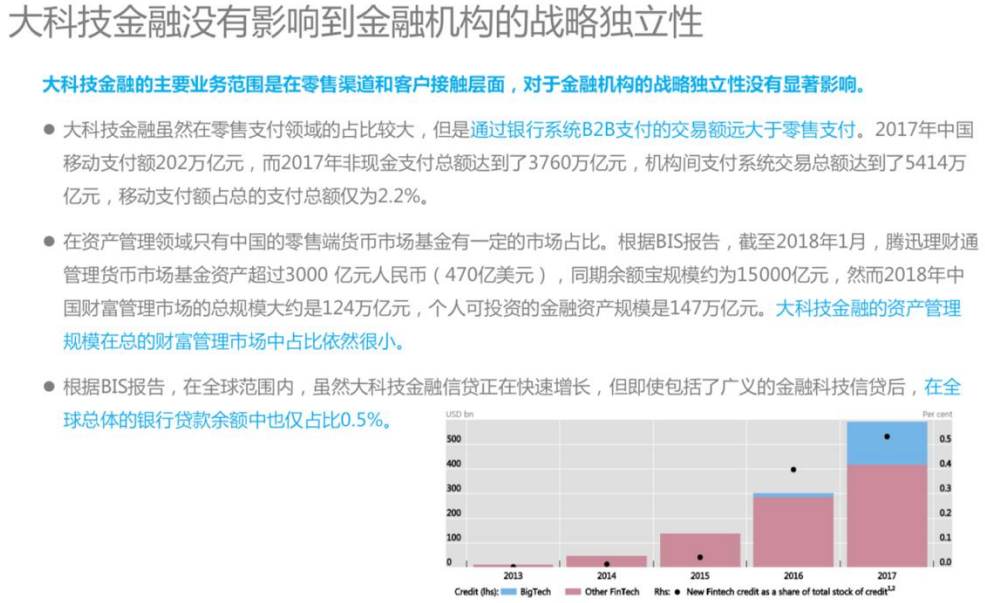
接着看第 6 页，来自法国央行一位高管的研究论文指出，现在金融行业的中介业务模式开始转变，从信用中介的角度来讲，从原有抵押贷款的模式开始变成潜在的四种模式，包括了所谓再中介化的模式，也就是说大科技公司或者金融科技公司可以作为金融机构和金融消费者之间的一个媒介，这个叫做再中介化模式，属于间接融资；还有一种即所谓影子银行也就是直接融资。欧美来说的话，影子银行很重要的一个载体就是货币市场基金，货币市场基金是以证券的形式直接把资金投入到实体经济当中，所以这是影子银行直接融资的模式。还

金融中介模式的演变



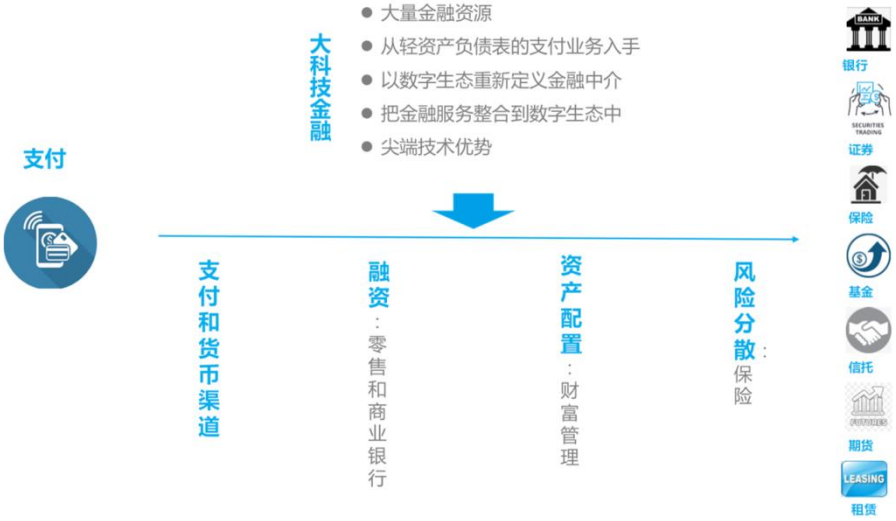
Denis Beau, "Digital finance, market disruption, and financial stability",
"Trends in financial intermediation and implications for the regulation and supervision of the European financial sector"

有最后第四种模式，就是所谓的去中介模式，我们知道 P2P 信贷包括现在兴起的基于区块链的去中心化金融媒介，第四部分今天我们在今天的讨论当中就不展开来讲了，因为它有一些特殊的模式，尤其是基于区块链的。

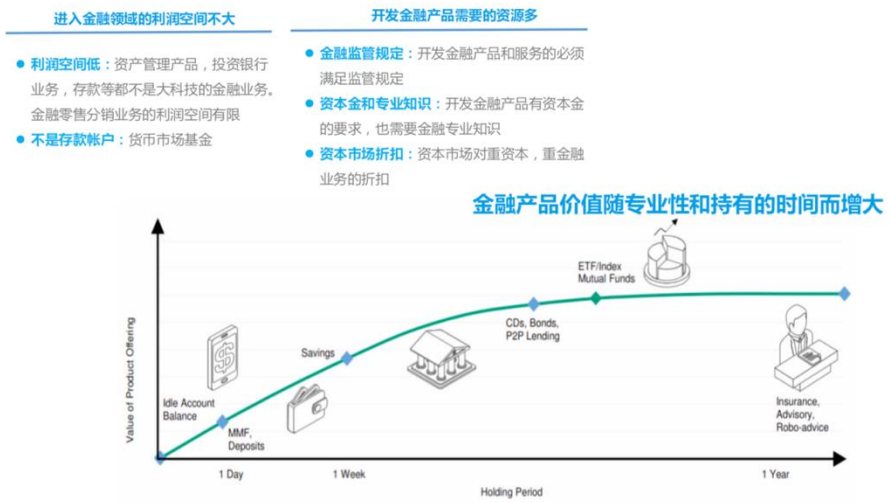


那么大家可以看到第 7 页的一个基本结论：大科技金融 BigTech in Finance，它没有影响金融机构独立性，也就是说它本身的规模和影响力还远远没到有可能对整个金融体系造成显著影响的程度。比如说我们看到中国零售支付这个领域，尤其是第三方支付移动支付 2017 年的数据显示，移动支付占总支付额大概也就只有 2%的这个规模。在资产管理领域当中，应用 BigTech 最显著的也是中国的货币市场基金，它所在零售端的货币市场基金可能占到整个货币市场基金规模的 20%左右。但在更大一个尺度或者范围之内来看，中国个人可供投资的金融资产规模是 147 万亿元，零售货币市场基金几个大的基金加起来也就是 2 万多亿元人民币，所以它所占的比例还比较小。在其他的一些领域，比如说保险，信贷等领域，真正通过大科技或者金融科技所做的业务量还是非常小的。从全球范围内来看，BIS 的数据显示把金融科技信贷和大科技信贷加在一起，占整个银行贷款余额的 0.5%。

大科技金融的发展路径（BIS论文）



大科技金融进入高级金融产品研发的阻碍多



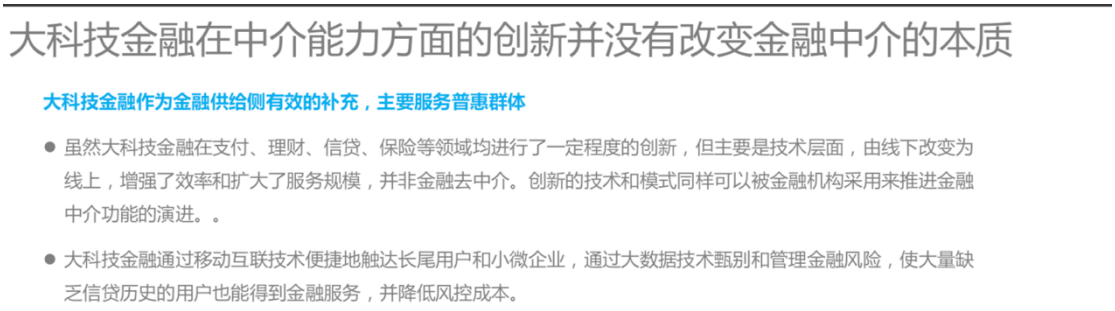
Moodys 2018年9月，“Threat of big tech disruption is real”

再来看第 8 页和第 9 页，我想从金融发展的必然路径对这些大科技公司的金融业务做一定的预判。比如说 BIS 的论文当中指出大科技金融公司一般的发展路径是通过轻资产负债表的支付业务入手，然后再发展到融资，到了这时候一般面对的是零售融资业务。大科技公司的金融业务一个强势发展方向是普惠金融，然后再过渡到资产配置，也就是大量长尾客户和个人客户的资产可以通过技术的平台投资于比较简单或者比较容易互联网化的产品，比如说是货币市场基金，那

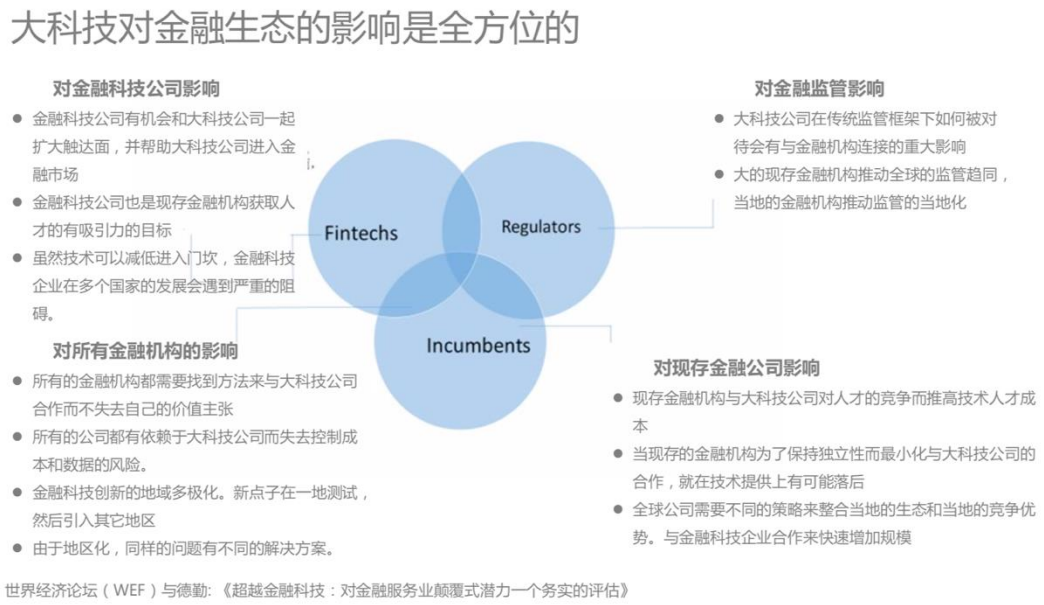
么再发展的话就进入保险业，它的一个很重要功能就是分散风险，给个人和家庭起到一定的保障作用，到这里就划出大科技金融的基本发展路径。

在第 9 页上我想展示金融产品的复杂性，它来自持有时间和能够提供金融的价值关系，我们可以看到一个发展的趋势：大科技金融 BigTech in Finance 其实不一定或者说不太可能会沿着金融价值链不断地向上攀升。因为随着金融价值链逐渐向上，就需要更多金融专业知识，更多资本金。当你开发更复杂的金融产品时，就会有资本金要求，同时如果一个科技公司的金融业务在整个行业和所在公司的战略比重越大时，其实它从一级市场和二级市场所获得的估值溢价其实越低，也就是说一个科技公司应该尽量做一些比较轻资产的金融业务，应该更多的把注意力放在开发技术和技术平台上。

在第 10 页我们做出这样一个判断：大科技金融在中介能力方面的创新并没有改变金融中介的本质，大科技金融作为传统金融机构的有效补充，主要是服务普惠群体，也就是说我们对应前面法国央行高级官员提出来的四种金融中介模式中，属于创新的另外三种，这些创新模式并没有改变金融中介的本质。



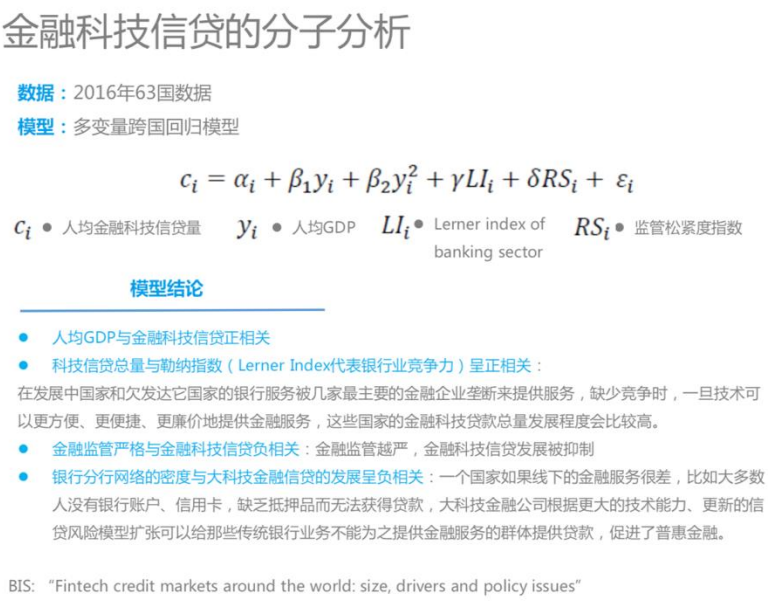
第二个问题是大科技金融与金融生态的关系，这在第 12 页上列出了一张表，来自 2017 年世界经济论坛那份大报告。它谈到大科技金融对金融生态的影响是全方位的，这里的三个圆圈指的是被 BigTech 所影响的三方，一个是 Fintech 也就是小一点规模的金融科技创新的企业。在这里金融科技创新企业和 BigTech 有一定的共生共存关系，Fintech 我们认为它规模比较小，可能会在一些局部领域和细分领域具有更强的创新能力。金融监管部门可能更关注大科技公司能够产生什么样的重大影响。后面对于利率和货币政策以及金融稳定性的影响，我们会谈到一些金融监管方面关心的问题。对于现存的金融机构来说，与大科技公司确实存在一个既竞争又合作的关系，我们认为合作的关系会越来越强，而且会变的越来越重要。



世界经济论坛（WEF）与德勤:《超越金融科技：对金融服务业颠覆式潜力一个务实的评估》

第 13 页是引用 BIS 的一篇论文，这份论文在 2018 年发表过，2019 年又出了一个 updated 模型，基本的数据集类似用 2016 年 63 国的数据，在 19 年的模型还包括了 15 国的数据，当中还把 BigTech Credit，也就大科技金融的信贷数据包括在内，然后用一个多变量的跨国回归模型做测算得到几个基本的结论。也就是说通过信贷的数据集，比如

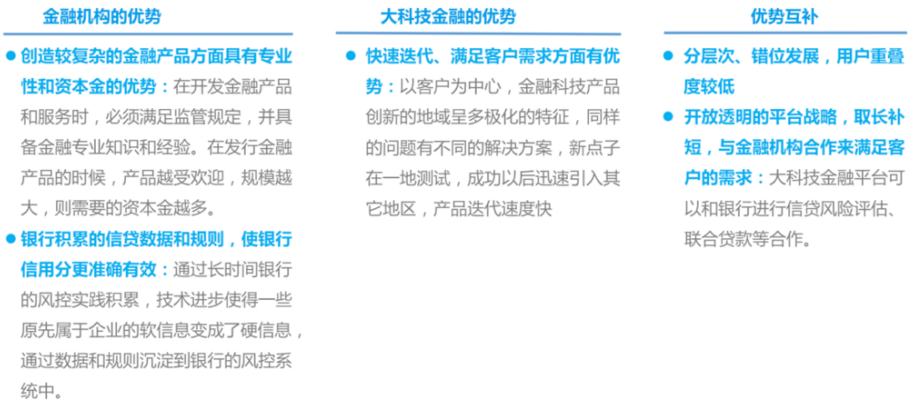
说把信贷总量和银行业竞争力联系起来，当银行业竞争力越弱的时候，金融科技信贷和 BigTech Credit 大科技金融的信贷都会更强。也就是说 BigTech 和现有银行的竞争力实际上是一个互补的关系，由于金融监管严格性和金融科技的信贷负相关，这里的结论就是说，大科技金融的信贷总量，其实并不是在做监管套利，因为当监管比较严格的时候，他做的规模也比较小，当监管比较松一点的时候，他做的规模也会大一些，并不是说是在避开监管严格的地方，通过监管套利而去做更多业务。第三个结论就是银行分行的网络密度与大科技金融信贷的发展呈负相关，比如说每 10 万人银行网点的数量越少的地方，大科技信贷的规模就越大，这也是在讲大科技金融与传统金融机构的的互补性。



第 14 页是把传统金融机构与大科技金融的优势进行对比，最终得到的结论是通过优势互补，双方在普惠金融领域有很大的合作空间。比如说金融机构对于创造比较复杂的金融产品具有专业性和资本金的优势，比如说银行积累的信贷数据和规则，它的信用评分可能更有

效。因为银行信贷的记分卡中，是根据各家银行不同的禀赋和经营过程中积累下来的，我们讲是一些软信息或者软规则，现在它可能也可以通过数据挖掘和人工智能算法把这些软规则固化下来。那么对于大科技金融来讲，它的一个优势是它可以快速迭代满足客户的需求。因为大科技金融往往带着互联网基因，互联网的基因往往是了解到你的客户，然后可以快速迭代相应的产品。以客户为中心，金融科技产品的创新可能呈现出多极化，而且在不同的地方进行尝试，一旦跑通了就可以迅速扩大化。当这两者优势互补时，首先它服务客户的对象是分层次错位发展的，用户重叠度可以是错开来的。其次 BigTech 通过开放透明的平台优势，取长补短，可以与金融机构合作来满足客户的需求。

大科技金融与金融机构优势互补，普惠金融合作空间巨大



那么下面我们可以来讲三个实证例子。一个是 4 月份 BIS 出的研究论文当中，采用阿根廷的电子商务公司卡德利伯和蚂蚁金服的数据，得出的结论是大科技金融公司提供信贷能极大的推高网上零售商的业绩的商户，非常明显的在第一年，他们的销售额可以提高 70%以上，也就是说通过互联网提供的信贷对互联网零售销售的提高作用非常之大。

大科技金融提供的信贷能促进小微企业发展

- BIS 利用阿根廷的Mercado Libre 和中国的蚂蚁金服的数据丰富发现金融科技信贷有助于公司线上产品销售和供应。

Table 9. Use of credit and firm growth: Number of firms' online products for Ant Financial

	Dependent variable: Annual growth rate of the number of offered online products			
	(1) Industry FE	(2) Industry and time FE	(3) Industry FE	(4) Industry and time FE
D[Credit Used]	0.1589***	0.1301***	0.0818***	0.0863***
	(44.03)	(36.03)	(47.80)	(49.58)

来源： BIS Working Paper 《 BigTech and the changing structure of financial intermediation 》

大科技金融能促进创业，不发达地区和小微企业促进作用更强

- 北大国发院谢绚丽，沈艳等（2018）发现数字金融的发展和推广能够促进企业创业。
- 这种促进作用的机制是通过弥补传统金融对不发达地区和小微企业服务的不足来促进创新的产生，进而推动创业。数字金融指数每增长1个单位，新增企业增长0.44%

表 4　新增企业数与总指数的关系

变量	固定效应		固定效应+IV	
	新增企业对数 (1)	新增企业增速 (2)	新增企业对数 (3)	新增企业增速 (4)
上年总指数	0.00443***	0.00385***	0.0161**	0.0131***
	(0.00133)	(0.00136)	(0.00638)	(0.00488)
上年人均 GDP	2.902***	1.401	−2.130	−2.595
	(0.937)	(1.031)	(2.852)	(2.030)
上年实际利率	−0.112***	−0.0572***	−0.197***	−0.125**
	(0.0164)	(0.0180)	(0.0552)	(0.0491)
上年人均小贷余额	−0.349	−0.117	−0.512	−0.246
	(0.313)	(0.276)	(0.384)	(0.325)

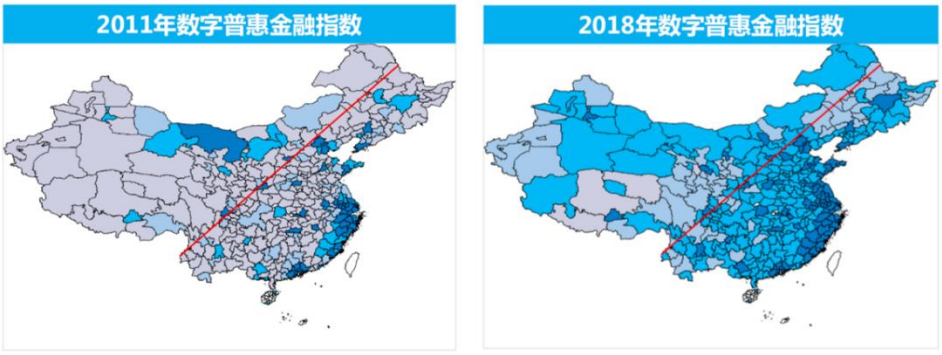
来源：谢绚丽等，《数字金融能促进创业吗?——来自中国的证据》，经济学季刊，2018

第 16 页是北大国发院谢绚丽和沈燕教授的一个研究，他们的 paper 里讲到大科技金融能够促进就业。因为在不发达地区和小微企业的金融服务不足，当大科技金融透过互联网提供信贷以后，数字金融指数的增加，而数字金融指数每增加一个单位，新增企业数就可以增加 0.44%。

第 17 页在阐述北大黄益平教授做的数字普惠金融指数，把 2011 年和 2018 年的指数在中国地图上打出来看一下就会有非常有意思的

发现，也就是数字普惠金融已经跨越了所谓的胡焕庸线。也就是那个400毫米等降水线，这条线区分中国是适合人居住还是不适合人居住的地区。我们可以看到，通过数字技术其实可以跨越到原来的一些自然造成的地理不利的疆域，在某种意义上说的话，现在数字技术数字金融是在减少我们谈到的这种数字鸿沟。

数字技术打破胡焕庸线，缩小了东西部的差异



2011年和2018年的梯队分类标准都以当年指数最高的城市指数值为基准，将排序在基准值80%范围内的城市列为第一梯队；70%-80%范围内为第二梯队；60%-70%为第三梯队；60%之后的城市列为第四梯队。等级越高，颜色越深。

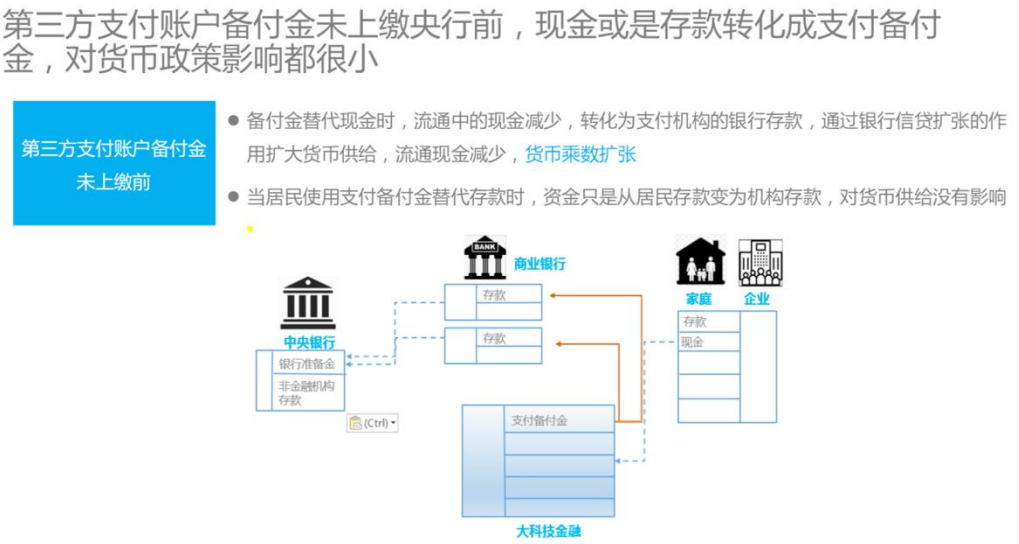
二、Big-tech in Finance 与货币政策和监管的互动

现在再来谈一下大科技金融对于货币政策的影响。先来看第 19 页，中国央行 6 月的数据显示，中国流通中的基础货币 M0 的总量是 7.2 万亿人民币，M1 实际上是一个货币的定义，包括 M0 加上活期的存款一共是 56 万亿人民币。大家都非常关心中国 M2 也就是 M1 加上定期存款加上储蓄存款这样其他存款以及证券公司客户保证金，现在是 192 万亿，这个是 6 月份的数据。对我们讲到大科技，大科技金融的不同金融产品可能造成什么样的影响，做一个更加详细的分析。比如说大科技公司的移动支付可以使货币在不同层次之间迅速转化，但他并不从根本上改变货币流通速度，大家想如果用支付宝或者微信

支付，支付便捷及时到账，这个速度肯定大大加快了，尤其考虑到如果跟纸币流通速度比较，但是这里首先是如何从金融上来理解，根据费雪公式，MV=PT，M 是流通当中的货币的数量，V 是货币流通速度，P 是价格，T 是最终的价格量，从这个公式来判断，我们仅仅提高了支付效率，也就是说移动支付提高了支付的效率，但并没有支付能力和支付意愿。从这个角度上来讲，仅仅提高支付效率并不能从根本上改变货币流通速度。

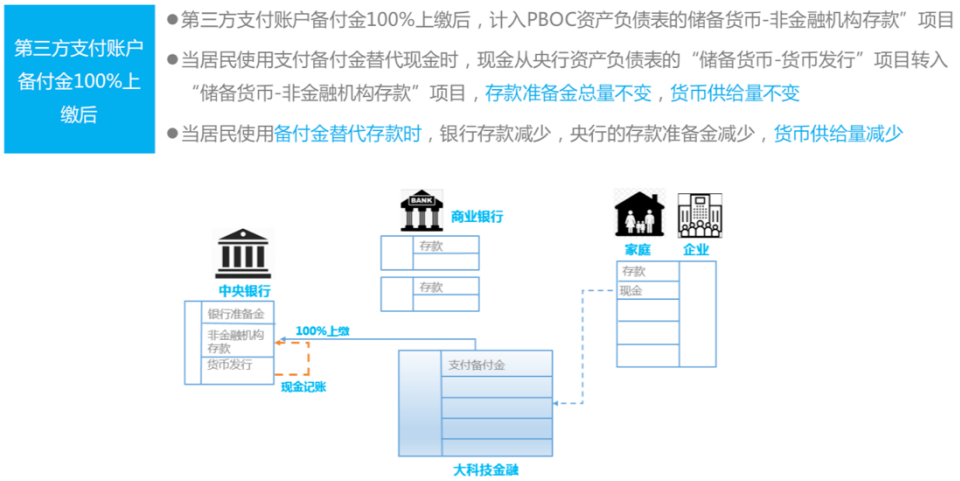
第二个我们来看备付金，假设某一大科技公司有很大的移动支付和第三方支付的业务，它在放在人民银行的备付金是 3500 个亿，那么除以中国的 M2 大概是 0.19%，不到 2%左右。下面分成两个情况，一个情况是我们说第三方支付账户里的备付金没有归拢收缴在央行的账户之前，从零售端来讲支付的备付金有两个来源，要么来自于现金，要么来自于零售存款，这两种来源对货币政策影响很小。为什么？因为充足支付的备付金在替代现金的时候 ，流通当中的现金减少了，这部分流通中的现金转换成支付机构的银行存款，也就是我们看到下面这张图，大科技金融收取客户现金之后，还是要存到商业银行当中，那么商业银行可以继续它的货币乘数扩张。另外当居民使用存款作为

支付的备付金时，实际上只是一个转移:从居民存款变成机构在银行的存款，从这个角度看对货币供给没有明显影响。



当然大家现在知道第三方支付备付金是百分之百要上交央行的，央行要把这部分计入它的资产负债表的非金融机构银行存款项目，这里还是分两个不同情况来看，如果居民使用现金，现金转换成支付的备付金，从央行资产负债表来讲，它是从储备货币发行项目转入非金融机构存款项目，这个操作对存款准备金和货币供给量不构成影响。如果居民存款变成支付的备付金，银行存款实际上是减少的，央行存款准备金也在减少，货币供给量减少是因为这部分资金从商业银行就流向央行，实际上拉低货币的乘数和整个货币供给量，这是第三方支付对于货币政策的影响。

第三方支付账户备付金100%上缴央行后，货币供给量不变或减少



下面来讲一下货币市场基金对于利率政策的影响。首先货币市场基金有可能在一定程度上影响银行间流动性和利率水平，我们国家货币市场基金可以投资于企业债券，银行存单、国债和其它固定收益的资产，其中银行存单在货币市场基金投向的比重比较大。当货币市场基金的流动性，比如说整个的 AUM 的 2%-3%赎回，这是可以预期的。如果出现基金份额超预期赎回，那么有可能会影响到银行间市场的流动性，从而间接地作用于利率市场。当然利率市场的最根本传导还是央行设置的基准利率，然后用各种”粉儿”(MLF，TMLF)等工具来影响到银行的外部融资利率，货币市场基金仅仅是从一个间接角度影响到利率。此外货币市场基金是否纳入 M2 口径的问题，比如说从 2018 年 2 月份 M2 的计算口径有所调整，如果货币市场基金实际上已加入到 M2 的计算，那么货币市场基金投资于其他金融机构的存款会加入到 M3，这取决于货币市场基金投向标的是在 M2 或 M3 对应的统计口径上，最后一点是微观利率敏感性增强，银行利率更加市场化。我们看到现在利率还是双轨制，居民存款利率是定价机制更加市场化。居民把资金注入机构存款市场中，实际上银行资金对于利率变化会更

加的敏感，有助于利率市场化的进程。

那么 BigTech in Finance 是否会影响金融稳定呢？在第 24 页上我们想讲的是 BigTech in Finance 对于整个金融生态影响最大的还是在支付领域。但就算在支付领域，科技公司所连接的是亿万 C 端客户和一些小微客户，这种支付连接往往是好几个大科技公司可以替代的，已经有两个最大的支付路径，当然还不断有其他第三方支付想来争取市场的份额。在竞争环境当中 BigTech 大科技金融在支付领域当中也仅仅是在 C 端，我们讲是毛细血管，或者是最后一公里这么一个角色。我们讲真正金融基础设施的核心还是在银行和大型金融机构之间的支付清算。根据世界银行 IFC 关于金融基础设施的定义，大科技公司还没进入到金融基础设施。还有证券清算和交割的系统也属于金融的基础设施，大科技公司也还没有进入这个领域。接着我们讨论信贷周期性，就是 Big-tech 信贷业务有可能因为算法一致性问题造成信贷顺周期性从而加大金融不稳定性。在第 25 页来讨论一个 BIS 论文当中得出的实证结论：金融科技公司或者是大科技金融公司通过大数据计算模型，多数据纬度和实体经济结合的场景来发无抵押信贷，它

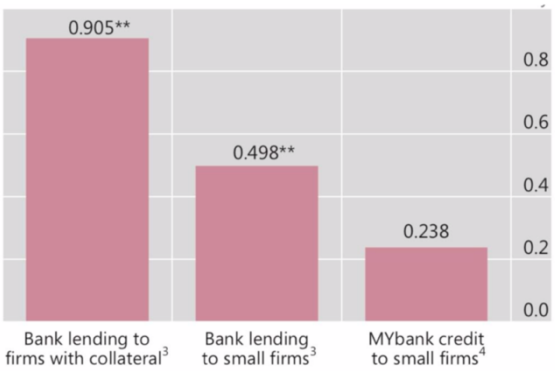
不同于原来有抵押的信贷，我们看到其实在经济周期下行的时候，它有一定逆周期性，或者与周期性的关联度不明显的特征。再有经常讲的就是 Contagion Risk(传染性)，当我们在分析 2008 年金融危机的时候，其中一个重要判断是传染性，可以说它是一种假象。大家看到随着时间推移，不断有金融机构尤其是大型金融机构，先是出现流动性危机，然后出现 Solvency 就是资本金和偿付危机，看起来好像是传染，实际上这种"传染"是因为场内市场或者 OTC 市场中，交易对手潜在违约风险而造成的风险传染，当时 AIG 就有可能会造成 Counterparty Risk 交易对手的风险，如果不是因为这个它也不会获得美国财政部大笔注资，我们看到一开始是贝尔斯登，然后是 Washington Mutual，然后是其他一些银行，这些传染风险其实并不是一种传染，而是之前资产价格出现泡沫，当它破裂的时候，也就是说资产价格下跌的时候，如果和这些资产相关的衍生品还留在金融机构的资产负债表上面，那就会造成金融机构的流动性的危机，出现偿付能力不足等等问题。现在看来，这些问题对于 Big-tech 大科技金融实际上是不存在的，因为大科技金融还没有在二级的资本市场有更多的介入，他们的算法和技术能力应该说还只是应用层面，还没有进入到资本市场。

继续看第 25 页，这一页来自 BIS 2019 年的年度报告，在这份报告当中专门有一章谈到 Big-tech in Finance 大科技金融的机遇和风险，它用到了一个国内的案例：比较的是三个方面:一个是原来银行主要是以房地产作为抵押放贷款。第二种是银行给小微企业放贷款，第三种是网商银行给小微企业的无抵押贷款，然后检验如果房地产价格下降 10%，贷款额度会下降多少？结论是，房地产价格每下降 10%，银行抵押贷款的放贷额度会下降 9.8%，传统银行的小微企业贷款会下降 4.98%，而网商银行以大数据风控为基础的无抵押贷款，下降幅度只有 2.3%。这个结论说明，大科技公司基于算法的模式进行无抵押放贷，一方面能够增加金融普惠性，另一方面也可以削弱信贷与资产价格的同向波动，从而平滑信贷周期，缓冲经济下行的冲击力。

大科技金融帮助企业摆脱抵押品依赖，改变“金融加速器”机制

- 相比于传统银行抵押贷，金融科技可基于大数据技术提供**无抵押信用贷**
- 传统商业银行抵押信贷受资产价格影响较大，房地产价格下降10%，贷款额度下降9.8%；
- 传统银行小微企业贷款（主要为抵押贷款），房地产价格下降10%，贷款额度下降4.98%；
- 采用大数据风控为基础的网商银行小微信用贷受资产价格影响较小（统计意义上不显著），能减弱房价下跌对企业贷款的冲击，有利于缓解“金融加速器”机制，能对金融稳定起到积极作用。
- 一方面增强了金融的普惠性，另一方面削弱了信贷与资产价格的同向波动，平滑了信贷周期，缓冲了经济下行的冲击力

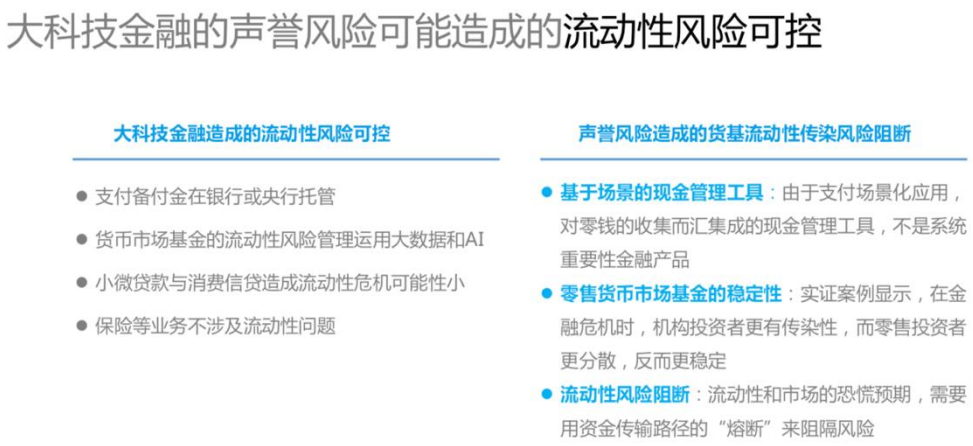
房地产价格对信贷供给的影响



注：**代表5%，第一栏为银行抵押贷款，第二栏为银行小微贷款，第三栏为网上银行贷款
来源： BIS 2019 年度经济报告

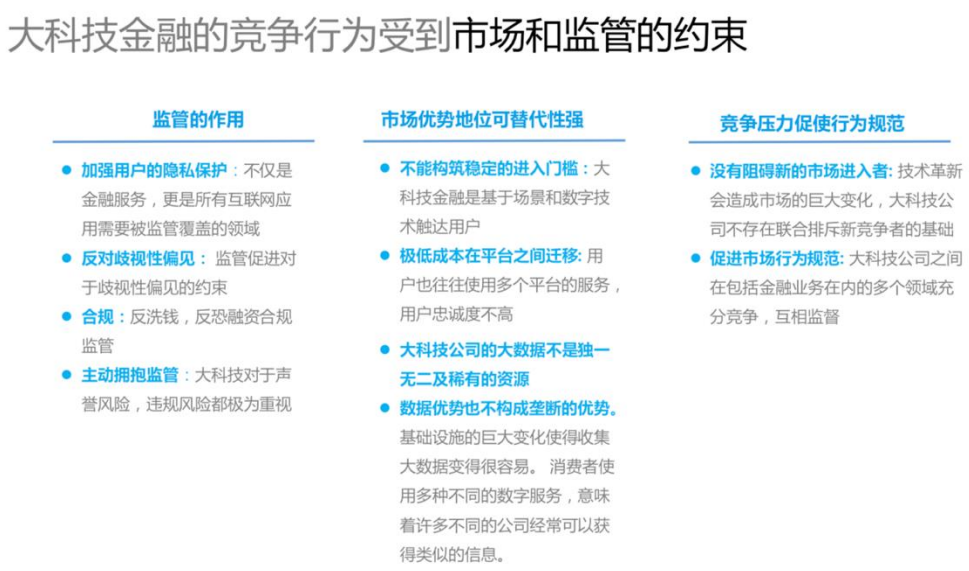
第 26 页来谈一下流动性风险。大科技金融 BigTech in Finance 正常情况下的流动性风险都是可控的，我们看到支付领域支付的备付金都是在银行或者央行托管，需要赎回的时候不会造成流动性问题。货币市场基金的流动性管理在可预期的状况下，运用 A.I.和大数据可以对它正常情况下的流动性进行非常好的管控。小微贷款和消费信贷方面，短期之内造成流动性风险的可能性比也较小。一般来讲保险业务不涉及到流动性的问题，然而对于货币市场基金来说，如果出现这种声誉的风险是有可能产生所谓的传染性的，在这种情况下有几个角度来考虑：第一是对大科技公司来讲的话，货币市场基金实际上是一个基于生态以及生态应用场景的现金管理工具，对于每一个账户来说，比如我们看到余额宝平均下来，每个账户大概只有 4000 块人民币左右，除非出现完全同向的一个流动，不然的话一般这种小额分散的特征不会造成流动性危机。第二是零售货币市场基金的稳定性，2015 和 2016 年债券市场出现了两三次钱荒，这些实证案例表明，对于零售货币市场基金的投资者来说，对收益率是非常敏感的。真正出现市场流动性的问题，收益率上升，反而是更多零售货币市场基金投资者入场提供了更多的资金来稳定市场。第三是货币市场基金本身的监管

方面，当前的监管规则可以对流动性的进行一定的管控，比如说是对于投资期限：久期控制在 60 天以下，信用等级在两个 A 以上，以及紧急赎回情况下，货币市场基金对银行存款的赎回，也可以通过银行间的市场获得一定流动性，这些对于非常极端的由声誉风险造成的货币市场基金流动性不足风险，有充足的缓冲管控措施。



最后一部分来谈一下对于适合大科技金融的监管模式。第 28 页我们看到讲是 behavior regulation，当然中国有诸多类似可纳入监管的市场行为和消费者保护需求，但没有像英国那样专门成立一个市场行为监管部门：FCA。其实在金融科技和大科技金融的创新中，通过市场行为和金融监管两手来抓的监管可能是比较合适的。比如说从监管角度来讲，对用户的隐私保护，反对歧视性的偏见，这里主要指的是算法歧视，从反洗钱反恐怖融资角度来讲，监管是需要起到它的作用同时要保证市场上公平的竞争环境。比如说我们可以看到互联网企业或者是金融科技企业不能够构建稳定的进入门槛，虽然在某个细分领域，某一个互联网公司可能有很高的市场占有率，但是这种市场占有率是不稳定的，因为客户能以很低的成本在不同平台之间迁移，客户

忠诚度不高，而且大科技公司是否具有数据垄断性和数据稀有性，其实仔细分析就会发现，首先大科技公司的数据也不是独一无二的稀有资源，当你获得某一方面的数据的时候，其他互联网公司从另外一个角度也可以获得客户的数据，单一数据的优势并不能够构成垄断的优势，就是因为现在的数据的收集的手段比较多，而且客户的数据是由不同公司提供不同服务来获取。所以监管一个比较重要的抓手可以是通过竞争压力使大科技公司的行为更加规范，大科技公司没有办法阻碍新的市场的入场者，就是因为技术的门槛在逐渐降低，另外就是在不同领域进行充分的竞争。



第 29 页上面是 BIS 的论文的结论：通过实证数据证明大科技公司发展的金融业务其实与监管套利无关，也就是说真正的大科技公司进入金融领域，不管支付也好，信贷也好，财富管理也好，保险也好都是需要获得相关的金融牌照才能够从事这样的业务，以前所谓的监管套利时代已经过去，不管是国内还是在国际上对于金融科技的监管完备性都在逐渐完备。到了今天应该说不管是国内的监管套利，还是

跨国的监管套利的可行性基本上都已不存在了。

金融创新这个 innovation 一直要持续，本周前几天国务院刚刚发布了对于平台经济的监管原则，这里头已经提到了包容审慎原则。我们认为对于大科技金融这是比较合适的监管基本原则，所谓包容审慎，就是在一些细分领域可以进行一定的监管创新。比如说在主体平等的原则，科技中性的原则、弹性隐私的原则，这三个方面都可以做出一些金融创新。我们总的目的还是要让大科技金融能够发展的更好，能够为国家迈向数字金融能够走得更好，走得更快，另外还有一个国际竞争力的问题，当我们自己的 Big-tech 更强大的时候，可以走到国际上面，可以提供中国的普惠金融实践，其实是对全世界都有借鉴价值的，走向全世界，这是我们下一步的目标。好，我今天比较快的把大科技金融的从一个学术研究的角度给大家做了一定的梳理，下面我们可以开始提问的环节。

三、问答环节

Q1:邱总好，刚才您给我们介绍的内容当中也提到，BIS 的论文

关于金融科技信贷的分析，其中有几个变量，包括 BIS 的研究认为决定人均科技信贷量的一些因素是勒纳指数，还有金融监管的严格性以及银行网络的密度，能不能请您把中国的具体情况做一下介绍，谢谢。

A1:好的，对于中国的情况我们有一些内部研究，我们的结论和 BIS 的论文基本上一致，金融科技支撑的信贷量和银行网点数成一个反比关系。如果把客户再细分会发现，客户对于信贷数额的需求，比如说在 5 万到 10 万、10 万到 20 万等等，再往上走其实会脱离 Fintech 的服务对象范围。也就是说更大的额度客户会从银行渠道来获得。所以根据一些我们自己以及外部数据做的实证调查，基本上是和 BIS 的结论是一样的。当然 BIS 的数据覆盖范围就更大了，因为是 60 多个国家的信贷数据拿过来做分析，它的范围跨度更大，更有一些国际性的意义。

Q2：邱总，想请您介绍一下目前蚂蚁金服在普惠金融这个领域服务的情况，特别是想请您能不能给我们分享一些详细的，比较有价值的案例和做法？谢谢。

A2: 好的，大家可能都知道，蚂蚁金服尤其它的金融业务的主要方向实际上就是普惠金融，为了长尾个人客户以及小微企业。我们到目前为止服务的小微企业是 1700 万，就像我们胡晓明胡总所说的未来三年，网商银行有能力给所有的路边摊提供信贷服务，这实际上是对我们的技术能力，尤其是风控能力提出了更高的要求。因为中国广义一点的小微企业有 5000 万到 7000 万这么一个规模，在过去的九年中，蚂蚁金服服务的小微企业数量也是 1700 万，所以未来对我们的技术能力以及资金能力的要求是非常高的。比如蚂蚁金服的 310 贷款标准，那么 310 是一个 performance 的 benchmark，是三分钟线上申请，一秒钟到账中间零人工干预，这些背后其实都有着几百上千的模

型以及几千上万的规则来支持这样的放贷的能力。除此之外也还包括了支付能力，提供保险的能力等等，蚂蚁金服的 innovation，给世界带来微小而美好的改变，那么这些是非常符合我们整个企业文化的。

第 140 辑

(2019.12.13)

美国金融机构在金融危机中

不良资产处置的经验与教训

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陈剑博士目前除了担任信丰金融科技的 CEO 之外，同时还是 MSCI 亚太区 abs 业务高级顾问、财经智库的高级顾问、上海金融系统知联会理事、世界华人不动产学会副秘书长，曾经担任点石金融服务集团的管理合伙人，美国安富金融工程集团董事总经理，房地美地信用风险及建模总监，花旗银行的信用风险副总裁、美国国民房贷协会的信用风险管理总监，在信用风险管理领域积累了非常丰厚的经验。在学术领域，陈剑先生还在上海高金学院担任兼职教授，北大国发院管理金融博士班的兼职教授，并且为财新、南方、南风窗等多个财经媒体撰写专栏文章。陈剑博士在西安交通大学获得电机工程学学士、上海交大获得电机工程硕士、美国马里兰大学商学院获得量化金融博士学位。

今天打算交流的主题，主要包括了信贷产品的全生命周期管理、贷后管理、不良处置（包括消费信贷产品的不良处置和企业信贷产品

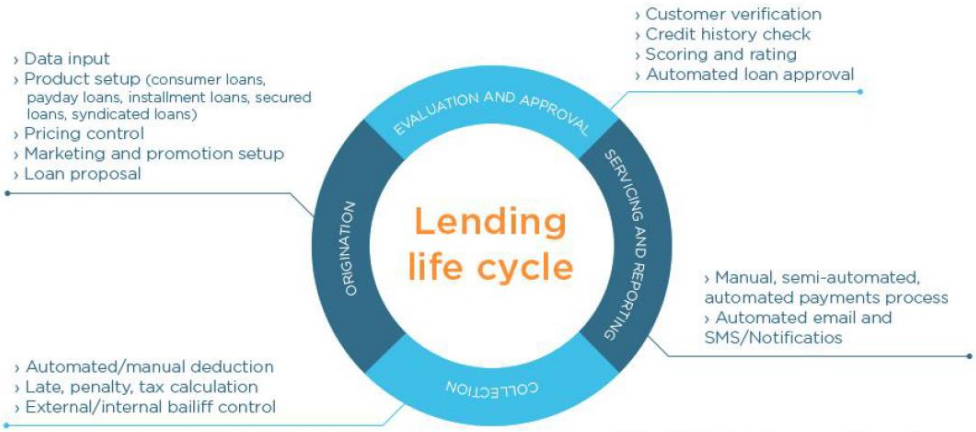
的不良处置)，特别再讲一讲以商业房地产作为抵押的不良资产处置。最后我们讲一下金融危机中的不良资产处置的复盘、经验以及教训。

一、信贷产品的全生命周期管理

不良资产处置这个话题，在中国其实也不是一个特别新的话题。早在 90 年代，中国的四大银行就已经通过成立资产管理公司，进行不良资产处置。但是由于经济下行压力的增加，银行的不良资产率也在上升，而且这一次不良资产的类别跟上一次可能有一些比较大的差异，主要是现在的消费信贷，包括信用卡、车贷，房贷的比重相对来说比以前更高了，因此这个话题的关注度也再次提高了。我以前在美国大部分时间，处理的也是消费信贷类资产的信用风险建模以及不良处置，也有一些经验和教训，希望在这个时候跟大家一起分享一下。现在我在 MSCI 做中国的 ABS 产品建模，我们对不良资产也有一个比较简单的计量经济学模型，如果大家有兴趣的话，可以跟我进一步沟通。

现在来看信贷产品的全生命周期管理，主要从贷前评估，贷款发放，服务及报告和不良贷款管理这 4 个环节来讨论。

图表 1 信贷产品的全生命周期管理

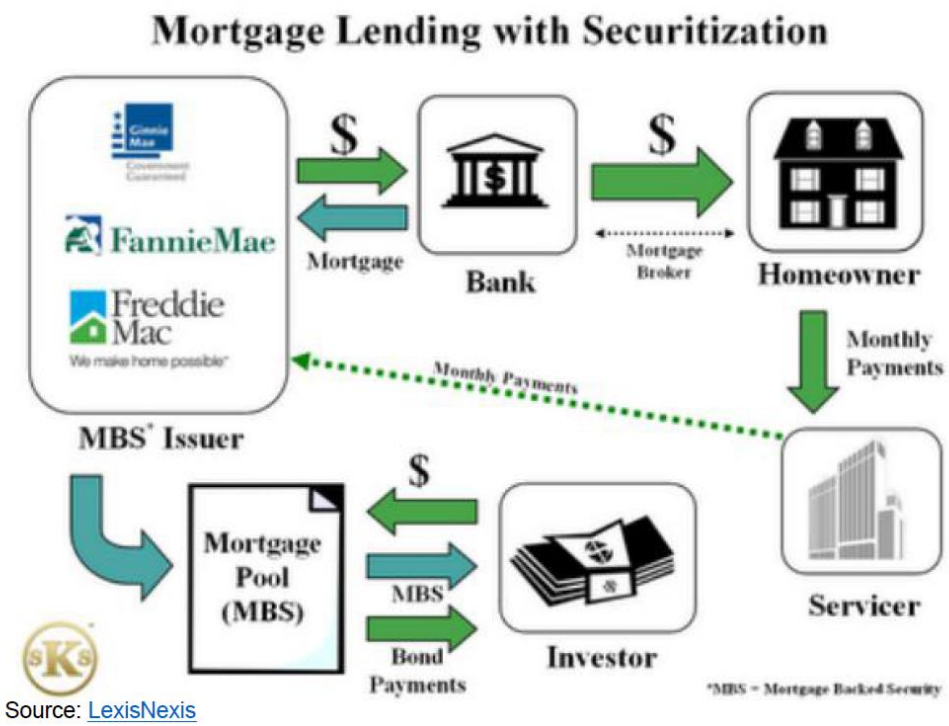


• 贷前评估
• 贷款发放
• 贷款服务及报告
• 不良贷款管理

我们知道不良资产管理是信贷产品必不可少的一部分，但这并不是一个孤立的环节，其实在贷款发放时，甚至在贷款发放前对借款人进行评估时，就要做很多细致的工作减少贷款变为不良的概率，或保障即使在变成不良之后，其抵押品也有足够的品质使不良资产回收率尽量的高一点。所以总的来说，在我工作过的机构里面，不良资产处置从最早到最后基本都是非常量化的管理过程。

下面我们看一下两房的商业模型，大家如果比较了解美国的 MBS 市场，就会知道两房其实本身并不发放贷款，所以这就可能产生一个问题：两房如何控制银行发放的贷款的品质。对于这一问题，两房主要通过自动审核程序（ automatic underwriter），来做到质量控制。在美国，虽然贷款的发放由银行来做，但他们采用的审核模型/标准，基本上由两房和 FHA（美国联邦住房管理局）制定：美国大概 90%以上的住房贷款，都是由房利美、房地美和联邦住房管理局的贷款审批程序来核准的。所以说只要能够控制银行发放贷款的品质，就能够控制银行卖给两房、或是通过 FHA 进行保险的贷款的品质。

图表 2 两房的商业模型



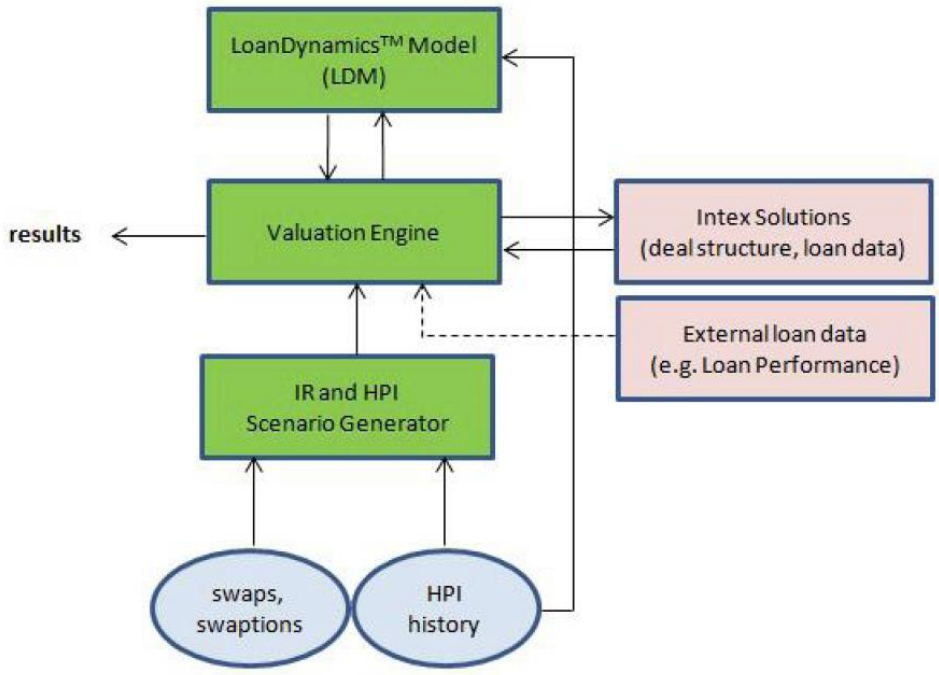
Source: LexisNexis

银行在发放贷款之后，如果是符合两房标准的贷款，一般会卖给两房，而这时候银行就由原来的资产持有人变成了资产供应商，即所谓的 servicer。servicer 可以由原来的银行担任，两房也可以选择由专门的贷款服务机构来担任 servicer，所以服务权利是可以转移的，这也是管理服务机构资质的一个重要权利。这一点与中国的 ABS 相比差异较大，因为在中国，银行信贷 ABS 的服务商还是原来的银行，即贷款 ABS 的原始权益人跟服务商是同一个机构；而在国外，尤其是在 MBS 市场上这是不成立的，因为就像房利美或者房地美，它们都有大量的服务商，数量大约在 3000 个左右，这能够相对减少道德风险（moral error），因为服务商的激励机制跟原始权益人的激励机制是不一样。因此两房发放的 MBS，其服务商可以选择原来的贷款发放机构，也可以转移到新的服务商那里。

我们下面看一看，两房在控制整个贷款产品生命周期时的主要策

略是什么。看下图的“ABS 信用风险定价系统”，我们其实可以把它想象成为一个消费类贷款的信用风险的定价系统。如果有一个消费类贷款，我们会对它进行整个生命周期损失预测以及现金流预测。一般通过不同场景的蒙特卡洛模拟，对未来出现的各种不同信用损失做出分布预测，然后采用合适的折现率，就能计算得到两房收取的保险费用，也就是信用风险溢价。这一步我们叫做 risk-based pricing，即基于风险的定价，这是贷款产品生命周期的第一个环节，即在发放贷款或者审批贷款时，已经把申请贷款人的信用风险考虑进来，对信用风险较高的，收取更高的信用风险溢价。

图表 3ABS 信用风险定价系统



二、信贷产品的贷后管理

在获得贷款之后，我们会做抽样调查，抽样调查主要针对的对象是表现比较正常的贷款，抽样调查的目的也是想证明这些贷款的资质

跟卖方所声称的贷款资质是一致的，即没有大规模的造假或舞弊行为出现。

还有一类我们称为早期违约调查，一般针对贷款在前几期就出现逾期违约的情况，即 early payment default（早期违约），这种贷款相对来说出现欺诈的可能性比较大，因为如果一个 30 年的贷款刚刚开始付款就出现逾期，这很有可能是贷款的发放有问题，因为正常的人是不会这么做的。因此像 early payment default 贷款，一般会采取全样本调查，来检查贷款文件是否真实。

上述两点都是比较早期的质量控制，在这之后就进入比较长期的贷款周期管理，这一时期我们需要对贷款服务商进行打分。因为就像刚才所说的，贷款服务商可能有 3000 多家，我们需要对每一个贷款服务商的服务资质做出比较好的了解和评估。在两房之外的贷款服务机构也是有这种类似的打分机制，我们叫做 scoring card，这是一个比较复杂的模型。

而一项贷款从正常贷款变成不良资产，它中间要经过非常多的环节，比如：30 天逾期、60 天逾期，均称为处于早期催收阶段 early collection 阶段，90 天逾期就称为严重逾期 serious deliquency（SDQ），serious deliquency 如果没有管理好有可能进入到真实逾期或者叫真实违约阶段，一般来说 120 天或者 180 天的逾期就可以称作真正的不良贷款。当一项贷款变成不良贷款后，基本上我们会认为对这类贷款不太可能再重新恢复到正常贷款，此时就会进入资产处置阶段。

资产处置阶段也有很多不同的策略，这也是为什么我们说贷款由正常贷款变成不良贷款，中间要经过非常多的环节，而每一个环节服务商都应该有对应的策略去对贷款进行服务，使其尽可能重新变为正常贷款。我刚才说的 early collection 阶段、以及 90 天到 120/180 天 loss mitigation（减缓损失阶段），这些阶段的贷款还没有正式违约，而一

旦过了这个阶段就称为正式违约，就会有专门的资产处置部负责。所以说每个服务商的内部部门分工都是很明确的，有早期催收、严重逾期处理、资产处置部门，每个部门也都有指标，根据指标能够尽量减少贷款的损失。而我们对于每个服务商的打分，就是根据其每一个阶段的指标做出的综合评分。如果有一些服务商在每一个阶段都有严重的问题，使得正常贷款变成不良贷款的概率大大提高、且不良贷款的处置成本也非常高的话，我们就可以考虑更换服务商。美国银行的资金或者说资产相对来说比较少，long servicing right 是其非常重要的资产，所以说如果客户把 long servicing right，即服务商权利转移给另一家服务商，对于原服务商在财务上是一个很大的冲击。所以这一机制也维护了客户的话语权，提供了督促服务商尽量管理好每笔贷款的激励机制。当然，更改服务商的考虑因素也非常多，比如原服务商如果服务 10 万笔贷款时是一个好服务商，而再让他多服务 5 万笔贷款，其资质就有可能下降。因此对服务商进行变更之前，除了考虑其原来的表现，还要考虑到它的容量与工作能力问题。

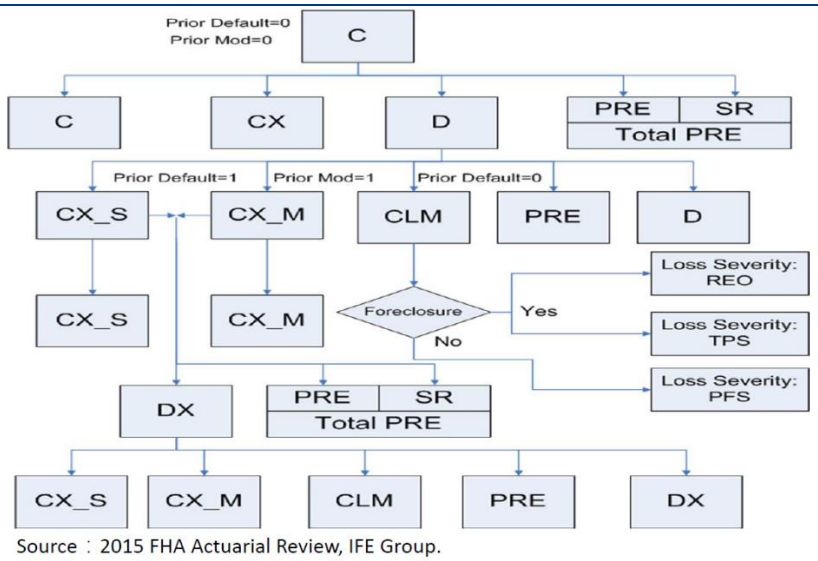
图表 4 消费信贷产品的贷后管理

- 抽样调查
- 早期违约调查
- 贷款服务打分卡
- 贷款服务商变更
- 早期逾期催收
- 严重逾期催收
- 不良资产处置

下图是我给 FHA 做的信用抵押贷款行为预测模型，这个行为预测模型的主要目的跟我刚才所说的：每一个贷款由正常贷款变为不良

贷款，中间经历的多种阶段是对应的。在行为预测模型中，由C（current一项贷款），可以变为D（serious deliquency）。在这个过程中不能只看逾期率，还得看底层资产的资质，因为如果信用分数高，逾期率自然会相对比较低。如果一个服务商服务的贷款都是这类信用风险比较高、但信用分数也比较高的借款人，则即使他的逾期率比较低，也不一定是其做的工作好，而是说其底层资产的资质比较好；因此我们在控制打分卡的时候，必须控制底层资产的资质。我们需要知道一个正常的贷款，从概率上讲的逾期率是多少，然后再比较其实际逾期率，才能确定这家贷款服务商的工作其他同样资质的贷款服务商做得更好、还是更差。概括说，我们不能只做一个简单的逾期率比较，而必须根据贷款的原始信用风险做出调整之后，再来做比较。这个概念目前在国内已经有了一定的表现。

图表 5 房屋抵押贷款的行为预测模型



Source：2015 FHA Actuarial Review, IFE Group.

下图是我从国内的一期不良资产 ABS 的发行说明书上摘下来的。

图表 6 服务商的历史回收率

机构代码	初始起算日分案占比	逾期90-180天回收率/月	逾期180-270天回收率/月	逾期270-360天回收率/月	逾期180天以上回收率/月
QDLX	15.65%	11.67%	3.19%	1.80%	1.76%
FSHC	11.60%	11.93%	3.21%	1.43%	1.40%
SSJY	9.42%	10.94%	2.73%	1.64%	1.46%
HZGX	7.51%	11.47%	2.48%	1.87%	1.73%
SHYH	5.76%	14.28%	3.79%	1.81%	1.56%

Source:《和萃2016年第一期不良资产支持证券发行说明书》

我们可以看到表中列举的这家银行外包了 5 家催收机构，通过计算这 5 家催收机构的历史回收率，我们可以看到基本上是按照回收率的初始起算日、预期 90 天到 180 天的回收率、180 天到 270 天的回收率、270 天到 360 天这几个不同的区间来做的回收率比较，这其实跟我们刚才讨论的有点类似，虽然这个表格没有对底层资产做调整，但是他对底层资产处在的不同逾期阶段做了分类，因此这也是一个比较简单的打分卡的雏形。

三、不良消费信贷产品的处置策略

1、贷款条款变更 loan modification

一项贷款如果进入到严重的逾期，就是 SDQ 阶段之后，此时这项贷款基本上无法通过自己的能力修复，简单说如果贷款人连续逾期违约三个月，基本上不太可能能够再把这三个月的贷款欠款补足，并回到正常贷款的状态。一般来说，这种情况都是出现了收入下降，或是失业等问题。在这种情况下，我们需要对贷款做一些比较重大的条款变更，即 loan modification，对企业来说即为贷款重组，但针对个人的我们称之为贷款的条款变更。贷款的条款变更主要是为了增强借款人的还款能力，所能做的就是降低其每月的还款额。有很多种办法可以实现，比如延长贷款周期：原来 15 年的贷款，可以延长至 30 年；

降低利率：原来 6%的贷款，可以降低利率至 5%或者 4%；或是直接减免部分本金，将其推迟偿付：原来欠款 40 万，可以要求目前只按 30 万的贷款来还款，剩余 10 万可以至还款结束后，如果房屋价值超过 10 万块，再还款，如果不值 10 万，可能就免除。

2、贷款直接销售 Loan Sale

由于贷款的净现值由未来现金流决定，我们所做的这些贷款变更都会减少未来的现金流，但是减少的程度不一样，因此这时候又存在一个最优化的问题，我们需要选择最大化净现值的方案，而不是最大化还款概率的方案，即如果把贷款减少到原来的 50%，或者减少到只剩 10%，贷款人肯定能还款，但由于损失太大因此不一定接受这种处置方案；而如果决定减免到原来付款的 80%，但贷款人还是无法偿还，而最优化策略提示不能继续减免了，此时该项贷款就会划入到不良贷款的阶段，在划入到不良贷款之后，我们也有多种方式去处置，其中一个方式就是直接把贷款卖掉。当然卖贷款其实是两房经过了很长时间的争取才实现了，因为两房通常只能买贷款，卖贷款的法律程序和系统建设当时都是滞后的；所以卖贷款的手段当时经历了较长时间的系统重建。

对于中国的机构，包括银行，贷款直接销售其实也是一个问题，尤其是消费类贷款的权利转移，是一个很大的困难。上周五我在湖南大学做讲座的时候，听到原来工行杨凯生行长介绍当时为什么要成立 4 家资产管理公司一一对应四大银行，其实也是为了解决贷款划拨以及贷款划拨时的定价问题。因为我们知道定价、尤其是不良资产的定价是个非常困难的问题。在国外基本上采取拍卖方式，价高者得；买这些贷款的一般也不是银行，因为银行没有能力处置，很多这类 whole loan 都是被 hedge fund 买去了，他们有方式进行处置。

3、抵押资产处置渠道

如果不良贷款没有被卖掉，说明要么是价格没有谈好、要么是出售人认为通过其他的直接处置抵押贷款抵押品的回收率会更高，这就进入到下一个环节——抵押资产的处置渠道，即将抵押品卖掉。

卖抵押品其实也有多种决策路径，我们今天提到三种方式：1、Pre-foreclosure Sale，在进入法拍之前的拍卖，2、Third-party Sale，法拍时由第三方拍得，3、Real-Estate-Owned，法拍时无人接盘，我们只能当做自己的房地产将其回收，进行改善后再出售。这三种策略主要的区别在时间上，而时间其实是不良资产处置的一个非常关键的因素。所谓“冰棍效应”，这个是国内比较形象的比喻，即不良资产就像一根冰棍，你把它拿在手里的时间越短，再次卖掉的价值可能就越高；反之可能就越来越不值钱了，到最后就没有冰棍只剩一根棍了。如果从计量经济学模型来看，基本上也是 PFS 回收率最高，其次是 TPS，REO 则是最次的策略，只有 PFS 和 TPS 的回收率大于 REO 时，才会选择 PFS 和 TPS。

4、法律途径

这一条是在金融危机之间采用的比较多的策略，主要是通过法律途径起诉出售不良贷款给两房的银行，起诉理由主要是这些贷款出售时出现了严重的舞弊和欺诈。具体可以分出两种，一种是 Private Label Securities，包括 Subprime, Alt-A, CMBS 这些，另一种是 Single-Family，这两种途径是不一样的，但最后的解决方式基本上是一样的，就是通过银行偿付现金的方式达成和解。

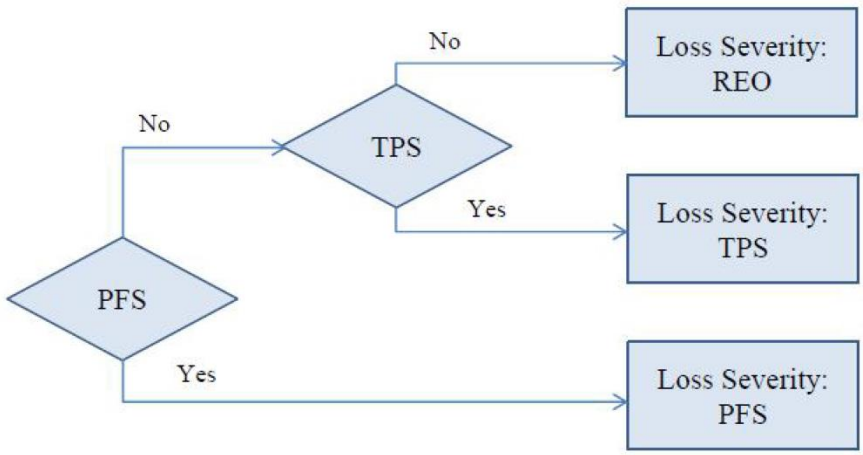
图表 7 不良消费信贷资产处置

- 贷款条款变更/Loan Modification
- 贷款直接销售/Loan Sale
- 抵押资产处置渠道
  - Pre-foreclosure Sale (PFS)
  - Third-party Sale (TPS)
  - Real-Estate-Owned (REO)
- 法律途径/Litigation
  - Private Label Securities (Subprime, Alt-A, CMBS, etc.)
  - Single-Family Business (Whole Loan & Agency MBS)

下图显示了一张决策树模型，这个模型就是我刚才提到的：我们会优先选择在法拍之前进行房屋拍卖；如果一定要进入法拍程序，我们也偏好由第三方拍得。其实美国当时有不少很大的 private equity fund，包括 blackstone、以及 hedge-fund，当时买了很多这类 residential property，再将其租出去，成立 reits 进行管理，这也是一个创新，即分散式住宅 reits。

图表 8 资产处置的决策树模型

Exhibit E-3: Choice-Based Loss Severity Model



Source：2015 FHA Actuarial Review, IFE Group.

下图列出的是我们当时给 FHA 做的模型样本，可以看到我们当

时有将近两百万个模型样本，这也是消费类贷款处理上的一个常见方法，即通过计量经济学方法来对各个贷款的各个生命周期，以及资产处置记录结果进行建模，选出比较好的策略来进行处置。

图表 9 决策树模型样本

Exhibit E-4: Claim Counts for the Three Loss Severity Models

	Loan Count
Original Total Claims or Open Foreclosure	1,857,070
Drop cases with UPB = 0 or loan age < 0	195,027
Drop cases with missing LTV data	211,266
Observations Surviving First Round of Exclusions	1,450,777
Drop if other miscellaneous data quality issues	600
Observations Eligible for Severity Models	1,450,177
Observations Eligible for Selection Model (FY 2006Q1 – FY 2014Q4, all the open foreclosure, conveyance, accelerated claims, non-conveyance claims without conveyance of title, pre-foreclosure cases)	808,173
Observations Eligible for Conveyance Loss Rate Model (FY 2000Q1 – FY 2014Q2, all conveyance cases)	875,578
Observations Eligible for PFS Loss Rate Model (FY 2000Q1 – FY 2014Q4, all pre-foreclosure cases)	139,147

Source：2015 FHA Actuarial Review, IFE Group.

四、不良企业信贷产品的处置策略

1、商业贷款不良资产的早期管理

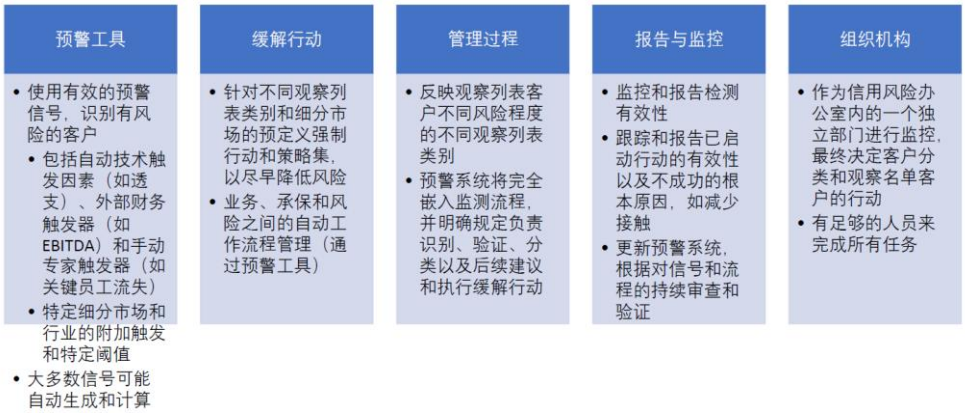
下面讲一讲商业贷款不良资产的早期管理。其实两房也做一些commercial mortgage，但两房主要针对长租公寓（rental apartment）。商业贷款不只长租这一块了，还包括写字楼、零售商场、酒店、工业物业、度假村之类。这些比较典型的商业抵押贷款、以及纯粹的商业贷款、无抵押工商企业纯信用贷款、有抵押类工商企业贷款、不以商业地产作为抵押的贷款等，其管理方式与管理债券，即国内投资信用债的管理方法非常类似。

通常来说，首先会设置早期预警，早期预警信号包括财务预警、透支或者盈利下降、还有一些手动预警的内容（现在可能可以通过自然语言处理的方式来实现自动预警）。比如商业抵押地产的一些常见指标，包括主要租客流失等，都是相对早期的信号，在风险管理时，

介入越早，最后的信用损失就会越小。

如果贷款出现了问题，就需要进行缓解行动 loss mitigation，中间也包括了管理过程，即对于不同的贷款生命周期有不一样的管理，reporting 和 monitoring 不管是对于商业贷款、还是对于消费类贷款，原理都是一样的，只不过模型不一样：消费类贷款由于小额分散，所以说基本采用计量经济学方法来建模；商业贷款的信用风险模型跟消费贷款不一样之处是两点：1、由于单笔贷款额度较高，所以商业贷款的违约应该比个人消费贷款更加有效，可以通过结构化信用风险模型，来对贷款信用风险进行金融学建模，而不是计量经济学建模。2、可以采用其他信号，比如企业有财务报表，上市公司有股价，都可以作为来监控信用风险的信号，这也是一个比较有名的 KMV 模型所做的事情。

图表 10 商业贷款不良资产的早期管理



2、不良企业信贷产品的合作处置策略

如果一旦企业信贷成为不良之后，一般的来说如果真的逾期了，也说明其还款能力大为下降。在这种情况下，作为债权人可以有多种策略，一般来说通常会选择合作策略，即债权人希望贷款企业能够采取合作的态度，合作的态度包括 5 种方式：

1）是以新的条款或者抵押品重组贷款。这个是比较常见的，如果还没有进入到法庭，即所谓的 chapter 11 重组，在这一阶段可以避免破产记录。以新的条款或者抵押品重组贷款，其实跟刚才谈到的对于消费者贷款条款变更是一致的，即刚才所提到的包括展期、降利率、减免或是推迟本金偿还等。

2）以新的贷款或股权重组业务。最近在国内最近也比较热的债转股的方式就是这种方式，但这应该是一个很痛苦的方式，因为对于债权人来说，原来拿到的固定收益债权，现在变为了浮动收益股权，而且股权在起始时的价格肯定不值原来的债权，即对于债权人来说，放弃了本金；对于企业来说放弃了控制权、或一部分控制权，对企业来说肯定不希望得到这样一个结果，因为债券的成本理论上低于股权的成本。所以我上周在跟杨行长讨论时，他说国内债转股的计划公布之后，竟然都皆大欢喜，那说明这其中是有问题的，我觉得他这点说的确实很对。

3）现金结算。如果没有办法通过新的贷款或者是股权进行重组，就可以通过现金结算，包括可以以其他业务产生的现金流、或者以贷款抵押品作为标的来进行现金结算、或者以借款人的其他资产或者现金来源进行结算、或者经过借款人同意收回担保贷款的房地产，这就是我们所说的，如果这是唯一的担保，而借款人又不愿意现金结算，则贷款人可以把抵押品直接交付给债权人、或者通过 INSOL（International Association Of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals）原则进行庭外重组。

图表 11 不良企业信贷产品的合作处置策略

- 以新条款或抵押品重组贷款;
- 以新的贷款或股权重组业务
- 现金结算
  - 通过基础业务产生的现金（通常是正常或次级贷款）进行现金结算
  - 经借款人同意，通过出售标的抵押品进行现金结算
  - 通过出售借款人的其他资产或其他现金来源进行现金结算
- 经借款人同意收回担保贷款的房地产或资产
- 庭外重组（INSOL *原则）

*International Association Of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals

3、不良企业信贷产品的法律处置策略

对于债务人不合作的情况，债权人可以通过法律途径进行处置。这也是一个比较标准的方式，主要通过 chapter 7 和 chapter 11。

国外的信用债，尤其是垃圾债，投资人是比较多的，因为投资者都知道，即使投资的债券无法本金偿还，但是其回收率能够通过破产清算程序获得一定的保证。而国外投资人投资中国的信用债，其实就面临一个很大的问题，即中国的破产清算程序应该说跟国际标准还是有一定的差距。因此，一方面国外的投资人在投资中国信用债时对信用主体的风险没有特别好的判断，因为我们国家的信用评级体系跟国际不接轨；另一方面我国的信用破产清算程序不完善，债权人能不能够对抵押品进行处置、处置多长时间能够完成、处置能够有多少的还款以及还款优先分配的顺序，都会导致回收率存在着很大的不确定性。所以说这也是国外投资人对投资中国信用债比较谨慎的一个原因，我觉得中国的信用债走向国际市场，这些问题必须要得到解决。

图表 12 不良企业信贷产品的法律处置策略

- 法律途径
  - 如果借款人不合作，则强制执行标的抵押品
  - 通过法庭内重组计划进行恢复
  - 通过破产、清算、管理程序进行恢复

4、退出策略

债权人如果获得了抵押品，也不是一定要持有抵押品，可以通过 exit strategy 来处置掉这些抵押品，包括了结构化不良资产的资产证券化，来处理贷款或者是处理这些抵押品。

图表 13 退出策略

- 重组策略：在恢复路线中详述的协商一致或法律重战略；
- 即时出售：适用于无担保贷款或通过内部解决策略现上行潜力有限贷款；
- 混合策略：在指定时间内解决具有改善潜力的贷款然后进行销售；
- 结构化解决方案：如 SPV/资产证券化。适用于需要资金或银行参与的复杂贷款或投资组合领域，在提回收能力方面起着关键作用。

五、商业房地产为抵押的不良资产处置策略

很多商业地产的抵押品最后都是被销售掉，作为最后的处置。由于商业地产的销售跟住宅地产的销售流程不太一样：首先透明度比较低，很难估值，对商业地产的定价以及销售策略，需要专业人士进行参与；其次商业地产的市场推出时机也非常的重要，与住宅相比资产价格的波动性会更大一些。

图表 14 商业地产押品最佳销售策略

内部执行计划	• 一个可信的计划，将明确确定投资组合细分市场和恢复选项，并在销售未通过时作为备份计划
数据准确性	• 预处理数据完整性检查，并召开内部质询会议，以确保在销售过程中披露的信息的完整性和鲁棒性
投资组合规模	• 应考虑潜在投资者、基础头寸的复杂性以及卖方运行高效流程的能力
所有权确认	• 对于担保贷款，卖方必须能够证明他们对所有担保资产拥有适当的所有权
抵押品估值	• 确保基础抵押品的估值是最新的，估值标准符合投资者的预期。卖方内部抵押品估价政策可能不适合出售
数据质量	• 准确、完整和最新的系统和文档数据至关重要。提高数据质量方面的投资回报非常高。它还显示了卖方对成功交易的承诺
投资者的动机和要求	• 价格并不是唯一的考虑因素。资金供应、贷款服务解决方案、法律和监管要求以及税务影响等其他因素也至关重要
市场时机	• 至关重要，特别是当市场上有许多交易正在进行时，因为投资者的配置资源有限，并且优先安排机会

重组策略分为自愿和非自愿，也就是法律途径，这两种方式不同的优势和所要考虑的因素的对比如下图所示。另外还有不同销售策略的比较，包括将贷款直接销售、将房地产回收之后进行销售、以及通过资产证券化方式进行销售。

图表 15 重组策略比较

	优势	考虑因素
自愿	• 由于法律程序冗长且昂贵，将可能实现高回收和低成本的潜力	• 熟练的员工 • 合适的员工激励计 • 借款人以新贷款或权形式提供的资金需 • 政治影响 • 执行时间
法律	• 具有约束力的重组和恢复框架 • 先例为更发达市场提供了更多的确定性	• 法律费用 • 法律结果的不确定特别是在欠发达市场 • 执行时间

图表 16 销售策略比较

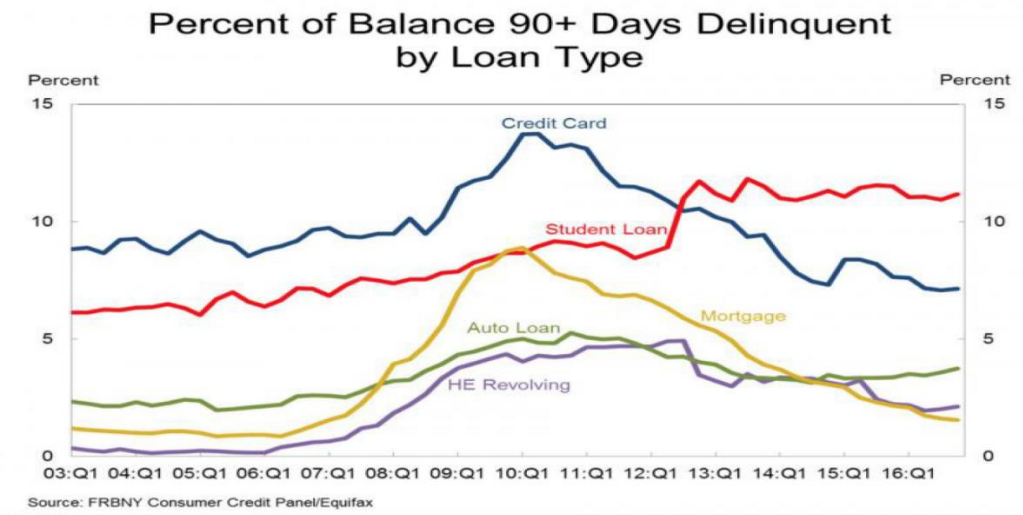
	优势	考虑因素
销售 - 贷款组合	• 释放管理时间，减少运营风险 • 改善银行的流动性状况 • 提高资本充足率的潜力 • 提高信用评级的潜力	• 贷款总额的折扣 • 银行提供充足的准备 • 推动价格的投资组合如抵押品位置、管辖权
销售 - 房地产	• 开辟更广泛的投资基础，只对资产感兴趣，而对贷款或借款人不感兴趣 • 消除贷款服务的不确定性	•与移除任何现有租户声誉风险 •复苏完全取决于房地没有其他来源 • 资本性支出/运营支出
结构化/证券化解决方案	• 第三方独立执行 • 最适合单一资产类别	•通过资产转让 •可能不会导致因监管而导敞口的分解 •执行时间 - 具有多个外部手的更复杂的结构，因此实更耗时

六、金融危机中的不良资产处置复盘

下图是不同类别的消费类贷款逾期率从03年到16年的历史走势，从中可以看到一个比较奇怪的现象：一般来说，如果一个家庭有多种消费类贷款，包括信用卡、汽车贷款、房屋抵押贷款等，一般来说其还款顺序应该是优先偿还房贷、然后偿还车贷，然后偿还信用卡。但

在金融危机时期，我们发现顺序被打乱了，此时消费者会首先对房贷进行违约或者逾期，这个是以前没有出现过的一种新现象。其实我们可以把房贷分成两类，分别是 prime 和 subprime。两房做的业务其实是 prime 贷款，因为两房的贷款资质是最好的。而 subprime 是资质最差的，两房实际上没有进行叫做次贷的业务，虽然两房购买了一些债券，但是这些债券基本上都是华盛顿投行发行的。

图表 17 金融危机中的不良资产处置复盘



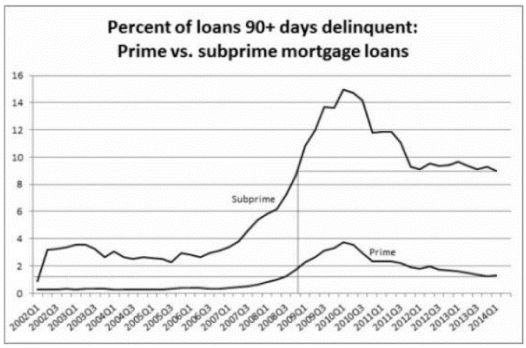
我们从下图可以看到，优质贷款的逾期率上升是远远滞后于次贷的逾期率上升的。这说明一个什么现象呢？对于次贷的风险没有管控好，导致了次贷资产处置没有处置好。次贷资产虽然只占全国市场10%左右，但是它的违约导致优质贷款的房地产市场也随之出现了很大规模的下降。

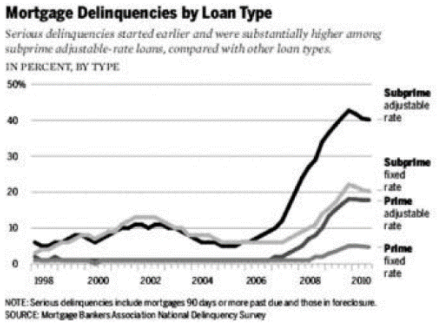
从右边的图我们还可以看到，浮动利率次贷的逾期率、严重逾期率和优质贷款的逾期率与严重逾期率数据，在这四项中浮动利率的次贷逾期率上升最快，这也是当时大家都批评联储的一项货币政策：在 2004 年之前，次贷发放大部分都固定利率贷款，2004 年到 2007 年之间发放了大量的浮动利率贷款，这些浮动利率贷款如果是在 05-06 年

发放的，到 07 年左右就会面临第 1 次贷款利率的上调，因此联储是在 06-07 年左右快速地上调利率的，因此很多人批评是联储的加息人为刺破了泡沫，这是其中一部分的原因。

还有另外一部分原因就是次贷的总计资产份额不大，在贷款中大概只占 10%，出现逾期后如果可以把它控制在一个比较小的范围之内，其实它不会对整个的金融体系有特别大的冲击。如果房地产价格下降没有蔓延到优质贷款，也不会有优质贷款的大规模违约；这就是另外一个教训，即当时对于次贷资产的隔离没有做好，对于次贷资产的处置处于一种放任的状态，所以出现了次贷一旦逾期，没有采取我们刚才所说的比较最优化贷款处置策略，导致这些次贷迅速违约；而这些次贷违约之后，抵押房地产被拿到市场上进行拍卖，但这时因为整个房市已经很疲软了，导致拍卖价格非常的低，而拍卖价越低，由于美国房地产市场是根据市价来进行估值的，因此优质贷款的房地产市价也会随之降低，导致优质贷款的还款意愿降低，这就形成了一个恶性循环。

图表 18 房屋抵押贷款的复盘





七、经验和教训

1、贷款发放，尤其是次贷贷款发放。为什么在 2004 年之前的次贷没有出现大问题，而在 2004 年之后次贷出现这么大的问题呢？一

方面是贷款发放标准放松了，另一方面是金融创新的浮动利率贷款导致了很大的弊病。所以说证券化本身应该说并不产生风险，只不过是转移风险：结构化金融产品会把信用风险由原始权益人转移到次级、甚至是优先级投资人那里，这也是当时很多不了解次贷产品的欧洲银行投资 3 个月期次贷产品，最后损失比较惨重的原因之一。

图表 19 经验与教训：证券化的利弊

- 政府支持和监管必不可少
  - 资产池的容量
  - 单一风险的局限
  - 公共服务/住房政策
- 区分住房的投资属性和消费属性
  - 政府支持应该集中在消费性住房
  - 投资性住房贷款的风险应由投资者承担
- 金融创新是一把双刃剑
  - 过度的金融创新弊大于利
  - 中国资本市场目前尚属创新不足

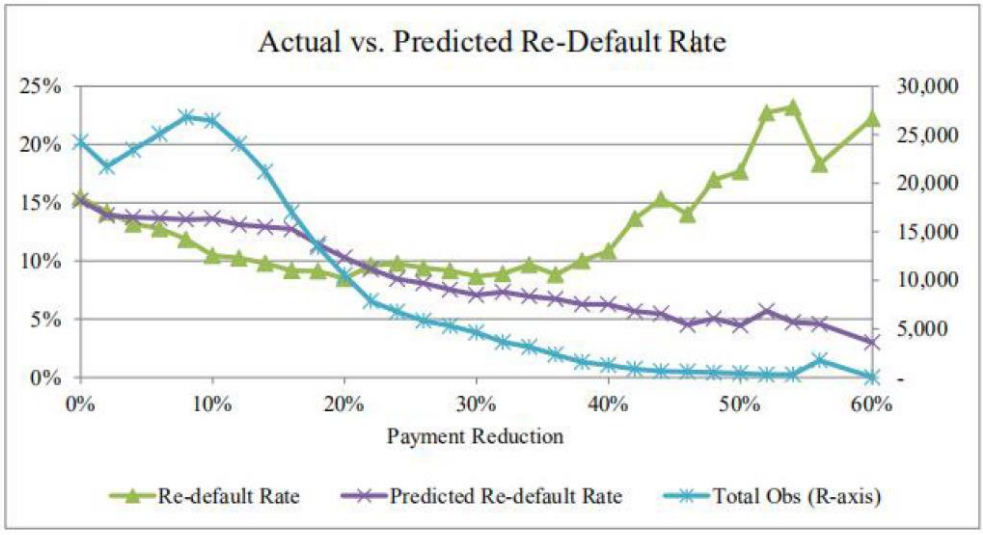
还有一个就是经验，叫做最佳贷款减免策略，这是我在安富金融工程集团的时候做的一个研究，在研究中我们发现，其实经过了重组的贷款违约率，并不会随着贷款金额的减少而单调下降，其实如果减免过多的贷款，贷款未来的违约率还会上升。这个比较违反经济学的常识，因为大家都认为还款能力是随着还款金额减少而增强的，但为什么违约率还会上升？这说明我的模型里面可能有一些没有观测到的变量：即如果对借款人执行非常高的贷款减免，比如 50%，说明借款人面临的压力应该是很大的，而这个风险没有被算入到模型之中去。由于贷款违约概率并不会随着贷款减免额度增多而单调下降。所以说存在着最佳贷款减免策略的方法。我也希望中国未来在考虑在对不良

资产进行处置，尤其是对贷款进行重组的时候，会考虑到这种最佳策略。

其实不良资产处置的一个原则就是要尽量提高处置方式的贷款净现值，净现值的提高有不同的策略，我刚才也已经提到，在每一个节点上都要做一个选择，这个方式很像美式期权的二叉树定价，每一个点上都需要做一个最优的选择，而对资产的定价其实是基于每一个点的选择。因此不良资产处置其实是一个非常有挑战性的金融研究。

图表 20 经验与教训：最佳贷款减免策略

Figure 2: Actual and Predicted Default Probability at each Payment Reduction Level



Chen et. al, Re-default Risk of Modified Mortgages, INTERNATIONAL REAL ESTATE REVIEW.

八、问答环节

Q1：美国从次贷危机结束到目前，最近两年国内一些监测美国经济的研究者就提出看到最近一个时期美国的汽车贷款、包括学生贷款的不良率是有所上升的，您认为上升背后的原因是什么，或者说它未来有没有可能会演化为像次贷危机这样冲击比较大的一个状态。

A1：牛博士你好，对这个问题其实我们在 MBS 内部做研究的时

候也注意到了，我们也有内部专门针对汽车贷款的 ABS 模型，确实最近次级汽车贷款的违约率在上升。这个我觉得是两方面原因造成：一方面次级的 auto loan 在市场上的被追捧程度现在还蛮高的，3B 的次贷 ABS 利差现在大概是 90 个 bp 左右，说明市场现在有一点像 2006 年金融危机爆发之前的状况，都在追逐这一利差，即使这个利差的信用风险还是比较高的，这说明现在其他资产的回报在下降，比如美联储下调利率之后，投资国债、甚至两房 MBS 的回报率都在下降，在这种情况下大家去追逐一些相对来说还比较高的回报，就促使这类资产类别的贷款发放标准可能会下降。

但是，这一现状会不会导致次贷危机那么大规模的影响，这个我倒觉得不会，因为就像我们刚才提到的次贷的房贷，当时的规模大概是 1 万亿美元，现在所有除掉房贷之外的 ABS 在美国总共大概是 1.5 万亿，这里面 50%是 CLO 和 CDO，因此包括车贷、信用卡、学生贷款这些类别加总也就不到 8000 亿美元，这里面车贷我想应该不超过 2000 亿，车贷中次贷的可能规模就更小了。因此总的来说汽车贷款的规模相比房贷中的次贷规模要小的多。还有一点就是当时的 subprime mortgage 衍生品是非常多的：当时全球的信用衍生品规模大概是 77 万亿，信用衍生品的泛滥也导致很多金融机构深受其害，而现在汽车贷款的次贷衍生品相对来说规模应该是比较少的，具体数字我没有，但是我估计是远远小于当年的 subprime mortgage 的衍生品规模。因此汽车贷款、尤其是次贷的汽车贷款的违约率确实会有一定的上升，但是对于整个金融体系的冲击应该不会特别大。

Q2：请教您两个问题：第一个想问一下，您刚才也提到了针对消费类贷款可以做计量经济学模型，而企业贷款可以做金融类模型。但现在国内的商业银行不良还有一个很突出的问题是在小微企业，即小微企业的风险偏个人还是偏企业，各类银行在实践中的标准都不一

致。请问陈总从美国经验来看，对中国小微企业的不良有什么样的看法？第二个问题，您刚刚提到美国两房这种服务商的模式、而在中国可能银行与服务商是一家，但由于中国一直是银行强势，所以我想请问在国内的金融生态圈中会有什么样的企业能够去承担服务商的角色，将来会和银行形成怎样的互动？

A2：就这两个问题我试着回答一下，针对国内的经验，我肯定没有各位更加了解。小微企业贷款，是更加贴近于消费类贷款，还是贴近于企业贷款，这个问题其实在美国也是一个很难回答的问题，因为美国的银行其实更偏重的肯定是消费类贷款。而国内的银行相对来说比较偏重对公贷款，当然最近的消费类贷款也迅速兴起，目前总共消费类贷款银行余额应该是 45 万亿，其中 25 万亿是房贷。

小微企业贷款最大的问题在于差异性实在是太大了，因为消费类贷款由于存在着极大的同质性，所以我们用计量经济学建模是比较方便的；大企业由于是比较理性的、而且财务数据比较透明可靠，我们可以用这种结构化方法进行建模。小微企业正好两者都不是，首先不是特别同质，它的行业特别多，然后财务数据又不透明，所以在美国其实也是一个难题。我们试图解决这问题的方法，其实就是靠深耕小微企业的生态，美国几个比较做的比较好的银行，像 Wells fargo、GE capital，他们做的跟行业紧密相连的企业融资，都是一些比较好案例，要求银行要么了解这个小企业，处在这家企业的社区中了解其操作；要么处在企业的上下游，了解其财务能力、也知道真实性，从这两者去解决，相对来说会做的比较好。

我觉得对于中国的银行来说也应该采取类似的方式，即如果是城商行或者农商行，可能就要在这个城市里面深耕、了解这些企业；还有一种方法，通过依托制造业的核心企业，然后通过打通上下游，做其供应链上的中小企业贷款业务，相对来说得到的数据会更加可靠一

些。

第二个问题就是服务商问题，由于中国没有像两房这种政策性金融机构来专门做证券化，所以说它剥离了服务商和原始贷款生成机构之间的链接，国内基本上服务商还是银行。但现在我们看到银行在对一些消费类贷款进行处置的时候，其实已经引入了一些外部机构像催收机构，但是这些催收主要还是集中于信用卡这一类资产，其他像是房贷现在我没有看到使用外部催收机构的。外部催收机构其实从某种意义上来说也是一种服务商，因为在国外有普通服务商和特殊服务商这两种，即一笔贷款有两个服务商，在贷款出现了严重的逾期和不良的情况下，特殊服务商会介入，因为这类服务商对处理这类资产相对来说是比较擅长。

我们最近在分析国内的不良资产证券化时，也看到了蛮多的案例，可以看到不同银行在处置不良贷款时的回收率其实有很大的差异：像一些做信用卡比较久的银行，他们处置的回收率相对来说就会高一些，比如招行；如果可能的话，招行其实可以把它的催收团队作为特殊服务商，帮助别的银行进行处置。

我觉得除掉我们刚才说的这种催收机构之外，这种专业化的银行也可以把它的一部分业务作为对外的资产服务，这也是一种趋势。就像我们在国外看到的，有的银行它并不生成某项资产，但是它依然可以服务这笔资产，就像两房可以把一笔资产由 BOA 转移到 J.P Morgan，当然这个例子是虚构的，因为一般来说我们不会在大行之间进行 transfer，一般都是从大行转移到小行，因为有的小行相对来说有特殊的资质或者是特殊的技能来处置这些资产。

Q3：陈总您好！内地的现在个人信贷品种是很多的，房贷、车贷、信用卡，包括个人信用贷款，这个体量很大，其中不良的体量也很大，但是商业银行的处置方式其实是不多的，更多的是体内自己去

催收，最多是外包服务商去催收。因此在信贷资产证券化这方面，有什么好的借鉴经验。您刚才也提到了，招行有一个自己做的相对比较好的业务，但是开放整个业务，将其作为市场化的常态来做，这方面，您有什么好的建议？

A3：我觉得这个提问正好说到了点子上：我们国家的机构在做证券化的时候，结构是不是可以进行一些改进？我再回到美国，为什么美国的服务商跟原始贷款生成机构（原始权益人）可以剥离开来？因为我们知道有的银行比较擅长做生成贷款发放贷款业务，但是它不善于做管理或者是服务这笔贷款，所以说在做证券化的时候，银行把这笔贷款转卖给两房。但现在国内大部分银行的信贷 ABS，基本上还是原始权益人和服务机构是同一个机构，我觉得在正常情况下，即贷款如果都在处于偿还的情况下，这种结构是没问题的。但这种结构在什么情况下会出现问题？就是在违约率大幅上升的情况下，这时候原始权益人的专业能力是否能够处置这些贷款就会面临一个比较大的挑战。我觉得现在的资产证券化还没有能够做到把贷款的权利转移到另外一个机构。

当然，除了交易结构还有法律上的问题，法律上也不允许一个资产、尤其是信贷资产，能不能在资产的所有权不变的情况下，服务机构做出更改。因为服务机构必须要有原始权益人的授权才能去进行催收，并且在进行催收时，有什么样的策略可以采用，其实也是受到合同限制的。

所以说，我觉得一方面要解决交易结构的问题，另外一方面也就要解决法律上授权的问题。而这些实现以后，可能我们就会有更多灵活的方法能够处理这些有可能会变成不良的资产。

第 141 辑

(2020.2.25)

对话美国前财政部长顾问 Craig Phillips

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

Craig Phillips 于 2017 年 1 月-2019 年 1 月担任美国财政部长顾问，主要工作是金融机构和资本市场政策、财政政策运行、政府的资产负债管理和总体经济政策。他负责制定了 13772 行政令监管美国金融体系的核心原则。他协助财政部长姆努钦制定了房地产金融综合改革和财政部对两房的投资监管。此前 Craig 曾就职于黑石、摩根斯坦利和瑞信。他是证券化产品领域的开拓者。

对话采访人 Maggie Jiang 蒋丹芃是中国银行纽约分行的 SVP，近期负责协助中资客户在整个美洲的日常经营融资、跨境并购、结构融资等。蒋女士之前就职瑞士信贷、巴克莱斯、和花旗集团,从事结构产品一级资本市场发行、并购咨询及融资。蒋女士也是全美华人金融协会（TCFA）董事及前主席，前美国结构产品行业协会中国委员会主席，现任纽约非赢利医疗服务中心 The Family Center 董事。

一、中美关系/US China Relationship

MJ: Mr. Phillips, thank you so much for taking the time to be with

us today! First, let's start with US/China Relationship.

At one point during the earlier phase of the trade negotiations it was believed that the Trump Administration was considering a policy of limiting U.S. inflows into China. You were quoted in the press that such actions "had the potential for tremendous unintended consequences". Why did you say that and where do you think discussions on that matter stand?

蒋女士：首先我们来聊聊中美关系。中美第一阶段谈判中，曾经传出特朗普政府正考虑禁止美国资本流入中国的措施，您当时对媒体表示这将产生非我们所愿的巨大后果。您为什么这么说？

Craig: Sure, one of the key parts of success of the global economy is the free flow of capital. At one point there was a rumor that if the U.S. cannot reach an agreement with China on trade that was acceptable, restrictions on investments into China could be introduced. I am of the opinion that would be a very poor policy and there would be no reason to link capital flows to trade negotiations. It was going to be a disadvantage for U.S. party by not giving them the opportunity to invest in China, or anywhere else where such a policy was adapted for that matter. If China reataliated with a similar policy the consequences would escalate. For instance, the United States is very dependent on Chinese flows in our Treasury debt market. So I am pleased to see that policy was not pursued and I would not expect to be on future policy agendas.

Craig: 全球经济成功的一大原因来自资本自由流动。当时有一种传言（更像是一种威胁）如果美国得不到想要的协议，就会禁止向中国投资。我认为这是非常糟糕的政策，不应该将资本流动与贸易谈判挂钩。对于美国来说，如果因此而不能投资中国或其他任何区域，将是一大损失。如果中国以牙坏牙，那么结果会进一步恶化。例如，美方本身非常依赖中国资金流入美国国债市场。因此我非常高兴这项政

策没被执行，我认为这项政策也将不会出现在政策日程表上。

MJ: What do you see next for China and U.S. Trade talks now that a phase-one deal has been agreed?

蒋女士：中美第一阶段协议达成后，下一步怎么走？

Craig: The U.S. election is in November and we are now at the final stage of the Democratic primary to select their candidate for president. Obviously the election will also dictate the control of Senate and House of Representatives. So really everything is politics now. I think there was a very strong motivation for President Trump to reach the Phase One trade deal and to pause the phase-two agreement to after the election. I suspect that we will live with the current state throughout the year, and it won't be resumed until after the election. Obviously, if President Trump is re-elected, and I believe that he will be, he will be in charge of it. If he's not re-elected, we will see what posture a Democratic Administration may take. The American public were fatigued with the negotiations, to be honest, as I'm sure the Chinese people were. While this was a popular election issue and an issue on which President Trump was elected, there been a lot of consequences to the tariffs which many found unacceptable. So I think the US public is relieved that we got to this phase and may be satisfied if we don't open it up to another phase thereafter. That will remain to be seen based on the election.

Carig：总统大选是在 11 月份，我们目前所处的阶段是民主党初选，当然我们还有参众两院选举，所以现在一切都与政治相关。我认为总统特朗普有很强的意愿去先达成一个 阶段性协议，并把第二阶段留在大选之后，所以 2020 年的中美贸易关系倾向于维持现状。如果特朗普连任，那么他会主导第二阶段谈判，如果他没有连任，我们需要观察民主党会 采取何种姿态。我认为美国民众已经对谈判有些疲劳了，中国人民应该也是。这项谈判本 身是特朗普当初得以当选

的政治承诺之一，但在实际执行过程中对关税与原有的贸易状况造成了诸多冲击，也已经开始引发一部分人不满。我认为美国民众对第一阶段协议达成的反应是长舒一口气，如果未来宣布第二阶段不再开启（谈判就此结束），会有更多人感到 解脱，当然这取决于选举的结果。

MJ: What do you think the market is telling us about their comfort with global trade tensions? Do we face any down-side surprises?

蒋女士：您认为市场正在以什么样的方式讲述它对全球贸易摩擦的认识？我们正面临什么下行风险吗？

Craig: I think trade tensions presented tremendous downside to the markets. And I think the thing we recognize was that China wasn't the only country that we had issues with. President Trump opened trade issues with numerous counties in a manner that was not highly disciplined sort of didn't have enough discipline and wide range of products and trade flows. This may be an ongoing characteristic of a second Trump term if re-elected. The IMF and many others have also cited trade as one of the biggest uncertainties to the world economy.

Craig: 我认为贸易争端带来了巨大的下行风险。目前我们不仅与中国有贸易争端，特朗普总统在与其他众多国家的贸易争端中也有些缺乏规则，并且具体问题广泛涉及商品和贸易。如果特朗普连任，这一特点将在其第二个任期中延续。IMF 和许多其他机构已经把贸易视作全球经济的最大不确定性之一。

MJ: Some of the regulatory reforms were designed to make U.S. companies more competitive globally. What does that mean for cross-border capital flows and implications for emerging markets?

蒋女士：一些监管改革使美国公司更具国际竞争力，并且更好地适应了不同地区银行的要求，这对新兴市场的跨境资本流动有什么参

考意义？

Craig: Global trade is complex and difficult to reduce to a bilateral basis between two countries. Our largest companies operate all around the world. They access labor markets and supply chains all around the world, not just China. So while General Motors sells a lot of cars in the U.S. also sell a lot of cars in China. BMW which is a German company, manufacture a lot of their cars here in the U.S.

Because of these factors, it is difficult to assess the impact of tariffs on U. S. companies. The general idea was that jobs would come back to the U.S. if we had "fair trade". That may not be realistic expectation due to our cost structure, availability of natural resources and other factors.

But generally speaking, it's very important that you have companies that are competitive and pursue policies that achieve that goal.

Carig: 全球贸易极为复杂，很难将其简单的简化为两国之间的双边贸易。美国的大公司遍布世界，他们进入全球劳动力市场和供应链，这不仅是在中国。通用在中美都销售大量的汽车。宝马是德国公司，同时也在美国制造生产。

基于上述原因，很难评估关税对美国公司的影响。通常人们会认为，如果美国获得了"贸易公平"，工作岗位就会回到美国。但考虑到我们的成本结构、自然资源的可得性和其他原因，这恐怕是不切实际的期待。

简言之，非常重要的是，一个国家应该拥有具备竞争力的公司以及提高公司竞争力的政策。

MJ： Do you think the big US asset managers, banks, and insurance companies like Blackrock, Alliance Bersten, Fidelity, JPM Morgan, Bank of America, Morgan Stanley, MetLife, New York Life, etc. are likely to expand in China in a meaningful scale later 2020, or they are still watching out on how the Chinese government and related agencies can

carry out the phase one trade agreement first? Or would the mid to small size asset managers/banks more likely to make the first move?

蒋女士：您认为美国大型资产管理公司、银行和保险公司,比如 Blackrock, Alliance Bersten, Fidelity, JPM Morgan, Bank of America, Morgan Stanley, MetLife, New York Life 等公司是否会在 2020 年以后扩大在中国的经营规模？他们还在观望中国政府和相关机构如何实施第一阶段贸易协议吗?中小型资产管理公司/银行更有可能迈出第一步吗？

Craig: For almost three years I listened to a lot of CEO and they really have two issues. The number one issue was just equal access to the domestic Chinese market. Because the US allows China, as well as every other country, to invest in businesses here we would like symmetrical treatment. The other issue is improving the protection of intellectual property.

So I really do think that the Chinese government would be well served to allow financial institutions to enter China. I think that move would promote economic growth and opportunity in both countires. It also may mitigate future and tougher stances on trade negotiations. Historically, many of the companies you mentioned, like Blackrock, JP Morgan, Bank of America and Morgan Stanley, access the financial market in China through subsidiaries in Hong Kong or by entering joint ventures. Hopefully, new policy will allow them to consider creating on-the-ground presence to operate in China. A long term stable environment of trust between the two countries with lessen tension on trade in the long run.

I also think that China will benefit from the innovation that U.S. companies could introduce in the domestic market. So you do have a lot of things in China that mirror things that exist in the western world, but

you duplicate things in Chinese terms. There will be a meaningful increase in commerce and investment ideas and innovation. China will benefit from investing around the world, so honestly, if you don't allow equal investment in China, eventually other countries may limit investment opportunities around the world, which won't really help China.

Craig：我在过去三年听取了很多 CEO 们的意见。提到最多的是希望能够对等的进入中国市场，因为美国允许中国和其他国家在美投资，我们希望能够获得对等的对待另一个问题是改进知识产权保护。因此我认为，如果允许金融机构进入中国，中国政府将从中获益。这不仅会促进中美双方的经济增长和更多的机会，而且还可能缓和美方未来在贸易谈判中更加强硬的立场。你提到的许多公司，如 Blackrock，JP Morgan, Bank of America, Morgan Stanley，他们历史上多通过香港的分支机构或以合资企业的形式进入中国。希望新的安排能让他们考虑在中国的业务进一步落地。两国之间长期稳定的信任环境从长远来看会降低贸易紧张程度。

我还认为，中国将从美国公司进入中国国内市场带来的创新中受益。在中国确实有很多东西是西方世界的翻版，但是你们用中国的方式复制。这将会促成商业、投资理念和创新的显著增长。中国将从世界各地的投资中受益。所以老实说，如果不允许在中国进行平等的投资，最终其他国家可能会限制世界各地的投资机会，这对中国没有好处。

MJ: The Phase one agreement almost mentioned that US will expedite the outstanding license application by CITIC 中信 and CICC 中金. What kind of timeline do you think this can be? Will this be conditioned on China's progress in opening up its financial markets?

蒋女士：第一阶段协议中提到美国将加快中信和中金的许可申请，

您有什么时间节点上的判断吗？这是否仍取决于中国开放金融市场的进展？

Craig: I agree with that it is a 2-way street. Our host for this session today, the Bank of China, operates a large subsidiary here in the U.S. Encouraging Chinese broker dealers to operate in the

U.S. is good policy. It will create a healthier capital flows between the countries.

Craig：我认为这是双向的。今天我们讨论的主持人（注：蒋丹芃女士）来自中国银行，中国银行在美国有一家很大的分行。鼓励中国的券商进入美国市场是一项好措施。这会促成双方更为健康的资本流动。

二、美国大选/US Election

MJ: We are in the midst of US election cycle now. What do you think the market is telling us about the outcome of the 2020 elections?

蒋女士：我们目前正处于美国大选的中段，您认为是市场告诉我们怎样的选举结果？

Craig: I think the market has been very bullish and has been able to absorb a lot of bad news, such as military tension, immigration issues and many other factors. The virus is another factor introducing tremendous uncertainty.

But I think in general, the U.S. market is now pricing in a Trump re-election. The market is certainly not pricing in the consequences of an extremely progressive Democrat being elected. On the democratic side, there's surely some very radical policies that are being advocated like socialist type ideas of free education, universal health care and the series of other benefits that if they were enacted and they clearly have social value, but would probably significantly increase the deficit, and the deficit is already very high. So once we know who the Democratic

candidate is we can assess the range of outcomes of the election and that may be reflected in the market, depending on the outcome.

The other big factor that may impact the market is the direction in tax policy. The Trump tax policy has been good for the market. Obviously, part of the reason why we are still in a continued expansion is we are in a the lower tax rates to make US more competitive. Some of the candidates are in favors of raising tax rates and , in some cases, eliminating capital gains benefits. So as we get closer to the election this factor could also have an impact.

So I think the market is more positioned to assume President Trump is re-elected.

Craig：我认为到目前为止美国股市一直非常强劲，并且经受住了诸如军事冲突、移民问题以及许多其他要素的打击。但是，当前新冠病毒带来了巨大的不确定性。

但我认为市场总体在定价特朗普会连任，显然市场当前的价格并未反映激进的民主党人会获胜。在美国国内，竞选中当然会提倡一些激进的政策方针，如社会主义类型的免费教育、全民医保以及一系列竞选承诺。这些承诺固然具有社会价值，但这也同时将导致本身就已极高的赤字变得不可收拾。因此一旦我们知道民主党候选人是谁，我们就可以评估选举结果的范围。这可能反映在市场上，具体如何反映取决于选举结果。

另外一个影响市场的重要因素是税收政策的方向。特朗普的税收政策对市场有利。很明显，我们仍在持续扩张的部分原因是美国的税率更低，使美国更有竞争力。一些候选人倾向于提高税率，在某些情况下，取消资本利得收益。所以随着大选的临近，这个因素也会产生影响。

所以我认为市场更倾向于认为特朗普总统会连任。

MJ: The 2016 election result has been surprising, do we face any downside surprises now?

蒋女士：2016 年的大选结果令人大跌眼镜，我们目前看得到相关风险吗？

Craig: The U.S. is right now very bitterly divided along partisan lines. Also many do not like the styla and personality of President Trump not respect how he has staffed his Administration. I think the election will come out to be very close, and it's very hard project. Who the Democrats select to run is a big factor. But at this point I would tend to agree with the market. Trump is more likely to be reelected than not.

Craig：美国现在的党派分歧非常严重。还有很多人不喜欢特朗普总统的风格和个性，不认可他组织政府的方式。我认为选举结果会非常接近，这会非常艰难。民主党选择谁来竞选是一个重要因素。但在这一点上，我倾向于同意市场的看法，特朗普连任的可能性更大。

三、美国经济与市场/ Economy & Market

MJ: The “lower for longer” rates environment is now with us. How is it impacting the U.S. and global economy? What policy options do Central Banks have available to them?

蒋女士：我们现在处于长期低利率环境中，这将如何影响美国与全球经济？央行还有什么政策选项？

Craig: I never thought that we would have rates as low as they are. When I joined the Treasury, our deficit had been rising and I really thought that would drive interest rates higher. But you just have saw very strong stimulation (of low interest rate policy) out of Europe, a lot of negative rates and sort of a flight to quality, which has driven US rates a very low level. So this is creating potential bubble in asset prices, because people can fund assets so cheaply. At the same time, it is creating some real pressure on bank and insurance company earnings and also putting a

lot of pressure on people to save for retirement and grow their assets.

So I think low rates are an outcome that we're going to live with it for a long time. A consequence is that it leaves very few policy options to stimulate the economy in the event of a shock or a downturn. So here we are having a long recovery, but there will be a downturn that I am not really sure how you could stimulate it then since we have such low rates now.

So we talk about quantitative easing, but central banks also still have very elevated balance shets. So I think there are something we should assume, we have low rates for a long time and I think they have put a lot of pressure on the performance of the financial sector and savers, and it leaves very few policy options to stimulate the economy when we needs to.

Craig：我从未想到我们处于如此低的利率中。当初我加入财政部时，美国的赤字因短期减税政策而攀升，我本以为这将引发利率上升。但正如你看到的，欧洲经历的负利率泛滥以及资产逐利，间接导致了美国利率下行至低水平，并借由低廉的融资成本进一步创造了潜在的资产泡沫。然而低利率同时给银行、保险公司以及其他依赖利差为生的机构以极大的盈利压力，同时对于为退休和资产增长储蓄的人们构成了威胁。

我认为我们将继续与低利率共存相当长的时间。其结果就是，当面临冲击或经济下行时，政策空间极其有限，而在经历了如此长时间的复苏之后，我们总会碰到周期下行，而目前的低利率让我不知道届时的刺激空间在哪。

谈到量化宽松，央行资产负债表规模庞大。因此，我们应该假设，低利率已经相当长 的时间了，这对金融板块与储户造成很大压力，并且可能导致经济在需要刺激时缺乏手段。

MJ: There is much commentary on the status of the U.S. corporate credit market, and particularly leveraged loans. Do you see volatility there and how is it impacting the CLO market?

蒋女士：目前市场对美国企业信贷市场十分关注，尤其是杠杆贷款市场。您是否在企业信贷市场看到波动率即将上升，这对担保贷款凭证（CLO）市场又将产生什么影响？

Carig: I think the US economy is still in very strong shape, and I don't see any potential of a crash or financial panic. So when people looking into markets or factors and say panic is right around the corner, I do not agree at all.

First of all, there's a lot less leverage in the system than there was before the last crisis. Banks are much better capitalized with transparent liquidity requirements, perform stress tests and have resolution plans. I believe that despite we are at late cycle, the credit markets of the U.S. economy and the banking system are in a very strong shape.

The last down turn was led by the consumer and particularly mortgage borrowing that was too risky which led to a collapse in house prices and many mortgage delinquencies. Right now

U.S. housing market is in an extremely conservative shape. Home equity is almost 17 trillion, our mortgage debt is about 10 or 10.7 trillion, but the home values are worth over 27 trillion. So the home equity cushion is extremely high.

So when people talk about the corporate market, by comparison, corporate debt has risen quite a bit. Total corporate debt is at a secular high of 48% of the GDP. More public companies operate with lower ratings, down to BBB, as they are rewarded by buying back stock and financing themselves more aggressively.

I think at the margin, if we had a recession, you attend to see maybe more impact on the US corporate credit market than the consumer market

initially. Some of that debt is financed in the CLO market. I think the CLO are well-structured, the risks are well described, and I think investors know what they're buying. There are AAA tranches that are purchased by banks and other conservative, institutional investors. Also higher yield bought by hedge funds and others. I think most people know what they are buying. The size of the CLO market is less than a trillion dollars. So it's just not big enough really to move the whole U.S. economy. So we might have some setback within the cycle at corporate debt, probably rotating based on sectors.

Craig:我认为美国经济目前非常健康，并没有看到什么崩盘或金融恐慌迹象。因此每 当人们高呼恐慌就要来到时，我并不同意。第一，我们现在有着比金融危机前更低的杠杆，银行的资本充足率更高，它们有透明的流动性要求，进行压力测试，并有解决方案。我认 为尽管我们处于晚周期，美国经济的信贷市场和银行系统都处于一个非常好的状态。

上次危机是由消费者、尤其是风险极高的抵押贷款导致的，这导致了房价暴跌和许多 抵押贷款拖欠。目前，美国房地产市场处于极度保守的状态。房屋净值接近 17 万亿美元，我们的抵押贷款债务约为 10 万亿或 10.7 万亿美元，但房屋价值超过 27 万亿美元。因此房屋净值安全垫非常高。

公司债市场有所不同，公司债务有所上升，其占总 GDP 比重已经到达了 48%的历史高点，这主要是由于上市公司不断回购股票回购，融资更为激进。因此目前上市公司中 BBB 评级的公司更多了。

边际上看，如果我们将迎来一场衰退，美国企业信贷市场受到的冲击可能比消费者更大，而在企业信贷市场中的部分债务融资是通过担保贷款凭证（CLO）完成的。我认为担保贷款凭证结构良好，风险描述清晰，换言之购买者知道他们在买什么——银行和其他保守投资

者往往持有 AAA 评级的部分，高收益型部分被对冲基金与其他机构买走。此外，担保贷款凭证的市场规模在万亿美元以下，而整个杠杆贷款市场加起来也不过是 1.3 万亿美元，体量不足以撼动整个美国经济。因此，在企业债务周期内，我们可能会遇到一些挫折，会根据行业出现轮动。

四、金融监管/ Regulation

MJ: Now turning the topic to regulations.

Last June, Bloomberg News described you as the architect of much of President Trump's plans for relaxing regulation for our financial institutions and capital markets. Where does that initiative stand?

蒋女士：我们来聊聊金融监管吧，去年 6 月，彭博将您描述为特朗普放松金融机构与资本市场监管计划的总设计师，他为何这么说？

Craig: Part of the task I had was just leading a study of regulation. And our general belief was that since the crisis there have been layers and layers of regulation introduced to our financial institutions that have become burdensome, particularly for smaller financial positions. So one of the main developments we advocated for relief for community banks and regional banks. So we did pass a major piece of banking legislation that raised the threshold for CCAR and exempt banks under $10 billion of assets from the Volcker Rule and a series of other things.

But for largest banks, there hasn't been much change at all. So I think that attitude initiative has been good to get credit flowing better, less burden on consumer and on decrease unnecessary regulation. Our largest banks still have the same level liquidity, capital and capital rules with a little more transparency and things like stress testing.

But I think the vision is laid out, the banking bills passed, and the current regulators are finishing the process. Some of the rulemaking does

take a while. So there are still things in motion.

Craig：我的部分职责是领导一项关于监管的研究。我们的总体观点是危机之后金融机构被施加了过多的监管，以至于对它们造成了沉重的负担，尤其是小金融机构。因此，我们的一项重要任务就是为社区银行与区域银行减负。相应的，我们通过了一项提高 CCAR（美联储综合资本分析和审查）审查门槛的重要银行法案，并免除了资产低于百亿美元银行包括沃尔克法则在内的一系列限制。

但对于大银行来说，监管还没有改变太多。我认为我们的出发点是让信贷更自由地流通，降低消费者的负担，并减少不必要的监管。大银行在流动性、资本充足率以及资本规则上没有变化，并且还有更多的透明度，以及压力测试之类的要求。

但我认为前景已经确定，银行法案已经通过，目前的监管机构正在完成这一过程。一些规则的制定确实需要一段时间。所以仍然有一些行动还处在过程中。

MJ:The Administration wants to end the conservatorship of Fannie Mae and Freddie Mac. What does that mean for international investors and the U.S. housing market?

蒋女士：政府打算结束对房地美和房利美的接管，这对国际投资者以及美国房地产市场意味着什么？

Craig: The US government plays a large role in housing finance. In the U.S., we have a number of insured and guaranteed programs, 40% of the housing finance is funded by Fannie and Freddie. Brining the whole government share to 65% or 70%.

And so the government part is a big part of the system. Fannie and Freddie failed during the last crisis and were put into conservatorship. Our recommendation was that they be rehabilitated as private company, They will be allowed to build capital again to be able to absorb losses

during times of stress and to protect the taxpayer.

Treasury has advocated for legislative changes that reform the system and support the release from conservatorship. But in the absence of such legislation, the Administration favors ending the conservatorships through administrative means. Preparation of that work appears to be well underway. Treasury stopped sweeping the dividends into U.S. Treasury and Fannie and Freddie are both companies are now building up capital through their earnings. These two companies earn in aggregate over $25 billion a year, so over the course of four years, they would build up a hundred billion capital. Under the most recent capital rule that is still under consideration, they would require total capital of $150 to 160 billion, so some external capital-raising is required.

Since we are having election year, this process might be paused. Obviously, that raises some risk. If President Trump is re-elected I believe we will see and end to the conservatorships of the GSE early in the next term.

Craig: 美国政府在房地产融资市场扮演重要角色，我们拥有一系列政府担保项目，40% 的房地产融资都是通过房地美和房利美完成的，这使得政府在房地产融资中的占比达到 65%~70%。因此政府是美国住房体系中的重要角色。房地美和房利美在上次危机中失败并接受了政府接管，我们的建议是私有化，允许它们重新建立资本，以便在压力时期能够承受损失，并保护纳税人。

美国财政部主张对住房金融体系进行立法改革，并支持解除政府对两房的接管。但在缺乏相关立法的情况下，政府更倾向于通过行政手段终止接管。这项工作的准备工作正在顺利进行。财政部停止了两房对财政部的股息发放，两房现在都在通过收益积累资本。这两家公司每年的总收益超过 250 亿美元，所以在四年的时间里，他们积累了 1000 亿美元的资本。根据最新的仍在考虑中的资本规则，他们将

需要 1500 到 1600 亿美元的总资本，因此需要一些外部融资。

由于 2020 年是大选年，这一进程可能会暂停。显然，这带来了一定的风险。如果特朗普总统再次当选，我相信我们将在其下一个任期初就看到改革方案，以及政府结束对两房的接管。

MJ: On affordability of housing and house ownership, what did US policies makers do or can do in the future in these area to maintain the affordability to the general public?

蒋女士：在房屋可负担层面，美国的政策制定者做了什么，或者未来能做什么来帮助普通大众买得起房子?

Craig: One reason the government is so active in the market is people in the US prefer a 30 year fixed rate mortgage, and the only way to create a 30 year fixed rate is to give originators the ability to sell into the secondary market through securitization.

But the problem is there're shortage of housing built up over time since the crisis. We are very concentrated areas of tremendous economic growth and activity, both in San Francisco and New York. In those areas, It's just harder for the average person to afford a house, so housing affordability is a major social issue.

You can only do so much of that to financing, because if you make risky address your mortgages, you're just recreating the subprime crisis, which is no good. So I think policy makers need to keep working on other factors of effect, the creation of more housing supply, more affordable supply, some of that is the individual building laws and local laws. This requires looking at policies that help homeowners but also renters.

Craig: 政府在美国住房金融市场上如此活跃的一个原因是美国人通常选择 30 年期的固定利率抵押贷款，而创造 30 年期固定利率抵押贷款的唯一方法是将其证券化。问题是，自金融危机以来住房建造不足，且美国是经济活动非常集中的经济体，经济活动集中在旧金

山地区、纽约等地，一般人很难在这些地方承担购房支出，住房负担是一个主要的社会问题。

而关于融资政府也无法做更多，因为过高风险的抵押贷款会带来下一次次贷危机。显然这并非好事。所以我认为政策制定者需要继续研究其他影响因素，如提供更多的住房供应，更多的负担得起的住房供给，个人住房及相关本地法规的制定。这就需要制定政策来同时帮助购房者和租房者。

五、金融科技/ FinTech

MJ: Fintech has been a hot topic among the financial professionals for many reasons. You are the architect of Fintech/Blockchain report published by the US Government, can you share your views on the current status of Cryptocurrency, and more broadly, block chain application in business?

蒋女士：金融科技一直是金融从业者们的热门话题，这其中原因有很多。您是美国政府发布的金融科技/区块链报告的起草者，您能否就加密货币的现状，以及更广泛的区块链在商业中的应用，分享您的观点?

Craig: All the financial technology is booming here in the U.S. amongst companies of all sizes. And it's going across the whole ecosystem, impacting banking services and deposit accounts, consumer and commercial lending, mortgage lending, and payments. Almost every aspect of the financial system is benefiting from increased speed, use of data and mobile computing. So first of all, I'm extremely positive on the value of ongoing innovation.

We think this would be a level playing field. So people are in banking, they should regulate it like a bank. Encouraging financial institutions to partner with technology companies, and having regulatoion

that facilitates that, helps accelerate innovation. So while the biggest banks in the country can create their own financial innovation, most banks need a partner or buy services. I think it lowers the cost of credit, increases access to financial services, and also just modernize the other system. Block Chain is one part of financial innovation and will play an important role in the financial system.

So the SEC and the CFTC are working with regulators around the world to create a consistent and predictable regulatory environment for digital assets. So I think the block chain market will expand and it will be a meaningful role in the technology. I think the crypto market has the catch up with that.

Craig：金融技术正在美国各种规模的企业中蓬勃发展。它正在跨越整个金融生态系 统，影响银行服务和存款账户，消费者和商业贷款，抵押贷款和支付。金融系统的几乎每 个方面都受益于速度的提高、数据的使用和移动计算。首先，我非常肯定持续创新的价值。我们认为这将是一个公平的竞争环境。从事银行业的业务，应该按照银行来进行监管。

鼓励金融机构与科技公司合作，并推进便利双方合作的监管，有助于促进创新。我认为这降低了信贷成本，增加了金融服务的可及性，也使其他一些体系更加现代化。区块链就是其中之一，并将会发挥重要作用。

SEC 和 CFTC 正在与世界各地的监管机构合作，他们正在试图为数字资产创造一致的、可预测的监管环境。因此，我认为区块链市场将会扩大，它将在科技中扮演重要角色，加密货币已经迎头赶上。

MJ: Do you follow Libra of Facebook?

蒋女士：您关注 Facebook 的 Libra 吗？

Craig: Facebook encountered a lot of resistance to their ideas

watching a currency back coin to be used as payment. They did have a consortium of companies that would use it. I think they just had a little ahead of themselves in terms of working with the financial regulators around the world on the plan. Also, as a company, there's such a big difference between being a social media company and a financial services company, something Facebook perhaps did not given evough consideration to. In policy circles, the company had a reasonable amount of unresolved issues around trust, privacy and other issues. So I think unfortunately the reaction was less about the cryptocurrency and more about Facebook entering financial services. I hope Facebook and their partners can find a way to move forward with this innovative idea. The idea of having a stable coin crypto and an inter-connected global payment system is an interesting one.

Craig：Facebook 在用于支付的电子货币 Libra 上遭遇了许多阻力。他们确实有一个使用它的公司联盟，但我认为他们在与世界各地的金融监管机构就该计划进行合作方面有点超前了，社交媒体公司和金融服务公司之间有很大的区别，这一点他们缺乏考虑。在政策圈，该公司在信任、隐私和其他问题上有相当多的未解决问题。所以我认为不幸的是，人们的反应更多的是 Facebook 进入金融服务领域，而不是加密货币。我希望 Facebook 和他们的合作伙伴能够找到一种方式来推进这个创新的想法。拥有稳定的硬币密码和相互连接的全球支付系统是一个有趣的想法。

MJ: Can you share with us the landscape of FinTech in US? How are the big tech giants shaping up the financial industry and how have the traditional banking system overhaul itself due to the new challenges from outsiders?

蒋女士：你能和我们分享一下美国的金融科技吗?大型科技巨头是如何塑造金融业的？传统的银行体系又是如何在外界的新挑战下

进行自我改革的?

Craig: the biggest thing happening in the US is probably the same as China that people just want to leverage their mobile connectivity. Simply stated, people expect to access financial services by their phone – it is the new bank branch. Speed, better use of data and lower costs are all part of that. It should also help financial inclusion. You have to have the right approach to cyber security is, to protect data and avoid idendity fraud, among other things. increase to the digital identity theft and other factors.

There is a surge of banks partnering with fintech innovators and that is a very positive trend.

Craig: 美国今天的情况和中国类似，人们更偏好移动互联网系统。因此，人们希望通过手机获得金融服务，手机成为了新的银行分支。速度、更好的数据利用和更低的成本都是其中的一部分。它还应该有助于提高金融包容。你必须有正确的方法来处理网络安全，保护数据，避免身份欺诈和数字身份盗窃等因素。

与金融科技创新者合作的银行数量激增，这是一个非常积极的趋势。

巴曙松教授：

Hi Mr. Phillips, Maggie and all the friends here

Thanks for your time and insightful views. Mr. Phillips's researches cover different fields, ranging from the financial markets and the economy to the forefront of Fintech. All his influential researches enriched our minds. Among them, China-US relations are one of the most important bilateral relations. Currently, the whole world is concerned with the economy and financial markets of China and the US as well as trade relations between them. All the issues undoubtedly affect the global economy. The outbreak of coronavirus in 2020 affected the global industrial chain, which makes us deeply feel that the whole world's

manufactures and industries are closely linked. Under this situation, our dialogues are proved to be more worthwhile.

At the same time, I also want to thank Maggie for her actively organizing and facilitating this interview. The Wall Street dialogue has lasted for 141 sessions. The event was originally set up to promote exchanges between the financial instituts of China and the U.S. Under the background of trade war, it is more valuable to continue the non-official dialogue between China and the U.S. Thanks to the initiatives from many friends like Maggie, Wall Street dialogue can last for more than six years. I hope that more friends from the financial fields of the two countries continue to contribute your wisdom and enhance the exchanges. Thank you for your participation. And thanks again to Mr. Phillips for his wonderful speech.

Phillips 先生和 Maggie，以及线上的各位朋友，大家好！

谢谢 Phillips 先生带来的富有洞察的观点。Phillips 先生今天涉及的领域非常广泛，从金融市场、宏观经济到最前沿的 Fintech 都颇有研究，给我们带来了一场内容丰富的问答。其中，中美关系是全球最重要的双边关系之一，中美各自的宏观经济金融运行以及中美经贸关系到全球经济的冷热，无疑是全球最为关切的问题。2020 年新冠肺炎疫情爆发对全球产业链的冲击，更让我们深刻的感受到，各国的产业已经是环环相扣。在这个背景下，这次讨论也更有价值。

同时，也感谢 Maggie 积极组织联系促成了本次访谈。连线华尔街对话，从我 2013 年到哥伦比亚大学商学院担任高级访问学者时发起，至今已经持续了 141 期，活动设立的初衷是促进中美双方金融界的交流。在当前中美贸易战的背景下，坚持中美间的市场与民间对话更有价值，他们的讨论都仅仅代表个人的意见，不代表任何机构的看法。正是有像 Maggie 等不少来自中美两国金融界的朋友积极联络

推动，连线华尔街能够持续 6 年多的时间。也希望各位中美金融界的朋友继续贡献智慧，加强中美金融界额交流。感谢大家的参与。也再次感谢 Mr Phillips 的精彩演讲。

六、Q & A

Q: I have a question about the coronavirus. I'm interested to hear more about your thought on the pandemic in China and as well as on the world economy in the short term and long term impact.

我有一个关于冠状病毒的问题,我很想听听您对于疫情对世界经济的短期和长期影响方面的看法。

Craig: I am not an expert in any aspect on this and I really don't have any unique information. I think that what we are now dealing with a large unknown. Cases in China have become significant enough to create a large reaction in China and the virus is spreading to other jurisdictions.

While we are in early days, we are just seeing how fear of the virus will impact the global economy. That may be the larger risk relative to the medial risk that the virus presents. I think the stock market reaction is probably appropriate. There are a lot of unknowns.

Craig:首先，我不是这方面的专家，所以我没有任何特别的信息可以透露。我认为我们现 在仍然处在未知中。中国的病例之多在中国引起巨大反响，而病毒正在向其他国家和地区 蔓延。虽然我们还处于早期阶段，但我们刚刚看到对这种病毒的恐惧将如何影响全球经济。这可能是相对于病毒风险而言更大的风险。我认为股市的反应可能是适当的。目前仍有很 多未知数。

Q：Will the spread of coronavirus have negative impact on the global industry chain，will it speed up the decoupling，especially between China and the United States？

冠状病毒的传播是否会对全球产业链产生负面影响，是否会加速

脱钩，特别是中美之间的脱钩?

Craig: The virus is clearly interrupting businesses in China. That presents an immediatel supply chain problem to U.S. companies. We don't know yet the magnitude，I mean in some cases businesses have been closed, people been sent home – the real question is how long that will continue. Obviously personal and business travel is being interrupted to and from China which in turn will have a second order impact. So it is too early to assess the impact but it clearly might be significant.

Craig: 病毒显然正在干扰中国的商业活动。这给美国公司带来了迫在眉睫的供应链问题。我们还不知道其规模。我的意思是，在某些情况下，企业已经关闭，人们被送回家——真正的问题是这种情况会持续多久。显然，往返中国的个人和商务旅行正在被中断，这反过来又会产生二次影响。因此，现在评估其影响还为时过早，但它显然可能影响巨大。

Q：How do you think the election will go and how will it influence the US market?

Craig: I think the difference between some of the potential candidates are very large. From the international side, the most important thing is to wait and see who is running against President Trump. So while President Trump has a clear identity the others in the Democratic field are less well know. They also lack, for the most part, wide scale funding. Personally, I think we will end up with a more moderate candidate that arises with the nomination, but that remains to be seen.

Craig: 我认为潜在的候选人之间的差异是非常大的。从国际层面来看，最重要的事情是静观其变，看谁会和特朗普总统的竞选。特朗普总统风格鲜明，相比而言人们对民主党其他候选人缺乏了解，因此在很大程度上他们也缺乏大规模的竞选资金。就我个人而言，我认为

随着提名的出现我们最终会有一个更温和的候选人，但这还有待观察。

Q：Do you think there will be any adjustment on the Phase One agreement because of the coronvirus?

Q：你认为第一阶段的协议会因为疫情而有任何调整吗?

Craig: I must say I haven't really thought of it. I hope that the coronavirus is not of a magnitude that it requires sort of a global repositioning of anything, trade or any other laws，hopefully we don't really get to that point. I don't know any humanitarian reasons, at this day, that would result in any change in policies or trade policies. The U.S. people are compassionate and worried about the humanitarian impact of the virus in China and around the world.

Craig:我得说我还没有真正想过。我希望冠状病毒的冲击不那么大，不需要全球重新定位任何贸易规则或其他法律，希望我们不会真的达到那个程度。我不知道有什么人道主义原因会导致任何政策或贸易政策的改变。美国人民很有同情心，并对该病毒在中国和世界各地造成的人道主义影响感到担忧。

第 142 辑

(2020.3.16)

与病毒共存：2020 年中国经济预测

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

招商银行首席经济学家丁安华先生，曾任招商证券副总裁兼首席经济学家。丁先生于 1992 年赴香港招商局工作，期间曾在香港中文大学研究院攻读博士学位，1997 年赴北美工作和学习，曾任职于加拿大皇家银行，2001 年重新加入招商局集团，历任招商局集团战略研究部总经理兼招商银行董事、招商证券董事。丁先生于上世纪 90 年代初开始关注中国，特别是广东的改革开放，并发表了多篇学术文章。现在主要关注中国经济与资本市场，并出版了《资本市场札记》等著作。丁先生现兼任香港中文大学深圳高等金融研究院客座教授和湖南大学特聘教授。

投资界的朋友，非常高兴又跟大家以电话会议的方式见面。正如主持人所说，现在是一个关键的时刻。从目前的形势变化来讲，未来的一个星期全球市场可能会急剧波动，甚至会出现一个摊牌式的下跌。

我们都知道，美联储刚刚决定紧急下调利率。事实上，如果一切正常的话，中国会在今天公布重要的经济数据，包括 1~2 月份的工业增加值、用电量、工业企业经营效益等数据。我知道大家对当前的

形势比较忧虑，各种情况都在迅速发展。我今天跟大家讲的课题是集中在这样一个题目上——在与病毒共存这一背景下，如何看待中国经济的发展曲线。3 月 11 号，招商银行团队发表了一个研究报告，全面下调中国经济的年度预测。接下来我主要讲四个方面的内容。

一、当前市场所关注的一些问题

我们都知道全球股票市场已经出现了巨幅的波动，或者说大跌已经跌到了一个熊市区间。回顾一下资本市场对疫情的反应，有一个过程，中国作为新冠病毒疫情的爆发地，在中国武汉封城之后一个月左右的时间，我们看到海外和 A 股市场都没有出现剧烈的反应。

以全球股票市场的反应模式来讲，主要的下跌始于 2 月下旬，也就是武汉封城一个月之后，这就说明投资者在疫情刚刚开始的时候将这个疫情本身视为一个短期和局部的冲击。在这种假定之下，市场没有做出强烈的反应。事实上，中国内地的研究机构，包括我们招商银行的研究团队，在 2 月初所做的分析也都是这样一个判断，认为是一个局部和短期的外部冲击。现在看起来这种假设已经是不成立了。

新冠疫情已经从一个区域性的传染病向全球大流行转变。世卫组织已经确认，新冠疫情成为了一个 global pandemic，也就是说全球的大流行。在这种情况下，全球市场开始产生剧烈反应。疫情发展到今天，经济影响应该说出现了一些新的情况。在 2 月初的时候，招商银行的研究团队对今年一季度经济增长的预测是 3.9%，当时这已经是一个悲观的情景。现在的情况已经打破了我们在 2 月初最悲观的预测，这就说明我们基于 SARS 经验来对经济活动进行的评估，在相当程度上已经失去了说服力。因此我们需要对新冠病毒肺炎对中国经济乃至全球经济的影响做一个重新评价，所以我们在上周出了一个新研究报告，全面下调今年的经济展望。

为什么说 SARS 的经验失去说服力了呢？主要有三点原因。第一，从病毒的性质来讲，新冠病毒应该说跟 SARS 完全不一样，就我们得到的一些传染病学专业信息来看，它有一个很特别的现象，就是无病症传染的特征，也就是说存在隐形患者。没有症状但是具有传染性，这个就跟 SARS 完全不一样。第二，各个国家在防控措施上，做法是明显有差异的。但是不管差异如何，新冠病毒对当地医疗资源的冲击 大大超过了 SARS。第三，从疫情影响的时间和空间范围上来讲，也跟 SARS 处于一个完全不同的量级。从社交疏离以及由此对人们生活所产生的压力和恐惧来看，新冠病毒大大超过了 SARS。所以新冠病毒对经济生活持续施加负面影响的程度，是我们从未经历过的。

由于扩大的社会距离，以及普遍采用的检疫隔离、出行限制和边境管制等防御措施，都将明显制约生产效率、抑制市场消费。所以我们觉得在 2 月初对中国经济做的预测需要进行一个下调。在这种背景下，我们对今年中国和全球的经济增长做了一个新的研判。

二、一季度中国经济预测的判断

到今天为止，我们看到大多机构给出的预测位置，最悲观的是零增长，也还有一些预期正增长。我们招商银行的研究团队通过仔细地反复测算，确认一季度会出现负增长，而且是一个明显的负增长，所谓明显，就是说它并不是在零附近的负增长，情况是比较严峻的。我跟大家大致讲一讲我们测算的逻辑。我们是从支出法角度来看，如果从生产法来看情况会更糟糕，中国现行的 GDP 统计方法主要是支出法。

消费支出测算

从消费支出的角度来讲，中国经济运行具有一定的季节性的特征。

在每年的一季度，经济增长主要是靠消费拉动的。在过去 5 年，消费贡献一季度经济增长大约 70%，最高的是 2016 年，达到了 78.4%。这个其实很容易理解，因为春节对中国人来说意味着更少的工作，更多的旅行和消费。所以判断一季度的增长速度，重点还是消费支出的增长。

然而非常不幸的是，疫情对经济活动的冲击正是以消费为甚。由于疫情防控要 求，居家隔离、出行受限，外出的消费大幅萎缩。疫情也改变了消费结构，使得部 分线上消费替代了线下消费。可选消费明显下降，包括汽车、手机销售等大幅下挫，卫生健康支出上升。

从数据上来讲，观察消费活动的变化，主要以社会消费品零售总额作为替代数据，1-2 月的数据应该也快公布了。虽然在 GDP 统计中，消费支出与社会消费品零售总额口径有差别，但这两者关系还是比较稳定的，我们对两者的关系做了一些测算。我们逻辑是，通过限额以上企业商品销售总额的变化来推算全社会社零总额的变化，进而估算一季度消费支出的增长。这里有好几步测算过程。当然，疫情对各项消费的影响都不是线性的，所以要仔细地做一些情景假设。

如果略去复杂的测算细节，我们预计一季度社会消费品零售总额会下降 1.3 万亿，降幅是 14.3%。其中，实物商品销售金额降幅是 9%，餐饮业降幅是 57%。社会消费品零售总额同比下降 14.3%，是一个大幅下滑。但是我们观察到，历史上 GDP 统计中，最终消费支出受到负面冲击的幅度要小于社零下降的幅度。其中的原因有：第一，社零不包括服务消费，消费支出包括服务消费。在服务消费领域中，居住性消费比重比较大，大概是 1/4。居住消费采取虚拟支出的方式进行统计的，因此它受疫情的影响不大。第二，最终消费包括居民和政府两部分，居民消费在收缩的同时，防疫时期各级政府的消费在扩大，形成了一定的对冲。第三，居民自产自用的产品也算在最终消费

当中。所以我们只能通过观察社零与最终消费的关系，来评估一季度消费支出对 GDP 的拖累。测算的结果是，最终消费支出将拖累一季度名义 GDP 1.4 个百分点。

投资测算

投资的情况简单说一下。从房地产、基建和制造业投资的角度来讲，应该说一季度的情况都是不理想的。房地产投资情况可以通过观察房地产销售、开工等进行判断，基建投资要考虑到目前复开工节奏的变化，制造业投资是最为悲观的。我们认为房地产投资、基建投资和制造业投资分别有 0.6 个百分点、0.1 个百分点和 0.7 个百分点的拖累。当然，在我国所统计的固定资产投资之外，还要考虑到存货投资的影响。我们对最新的钢铁、石油、煤炭这些高频存货投资的数据做了一些观察，考虑到存货投资的影响，认为它可能会拉动 GDP 的 0.3 个百分点。所以，综合而言，投资对经济的负向拉动应该是 1.1 个百分点左右。

净出口测算

大家都知道，1~2 月份的货物贸易的数据很不好，出口大幅下滑，进口也受到拖累。商品贸易的差额由正转负。但是净出口里有一项可能对我们 GDP 增长形成了一定支撑，就是服务贸易，服务贸易的逆差在明显收窄。2017 年以来，服务贸易一直保持 4000 亿以上的逆差，其中主要是旅行、留学、旅游、就医。每年一季度的服务贸易逆差大约是全年总逆差的 90%。新冠疫情爆发以后，出境旅游受到限制，最近在海外疫情恶化的背景下，还有明显的回流现象。这些都使得服务贸易的逆差大幅收窄，甚至有可能转正。综合考虑来讲，净出口对 GDP 的拉动应该是一个微弱的中性情况。

基准情形下，1 季度 GDP 同比-3.7%

综合测算，新冠疫情对我国一季度的经济增长形成剧烈冲击。基

准情形下，一季度名义 GDP 增长是-2.5%，其中消费拖累-1.4%，投资拖累-1.1%。考虑到价格平减因素，我们把平减指数设定在 1.2%左右，过去是在 1.4%附近，由于近期石油价格大幅下滑，平减指数可能会有一些变化。对应的实际 GDP 同比增速就是-3.7%。

三、全年经济增长展望

如果我们观察疫情对经济增长曲线形态的冲击，唯一比较有说服力的就是回顾历史。可以通过经验的方式确定新冠病毒疫情对经济潜在影响的路径。

第一，广义的 V 字型。从历史上看，一百年来，各种大流行传染病冲击下的经济增长曲线全部都是广义 V 型。从 1918 年的西班牙流感到 2003 年的 SARS，疫情冲击下经济增长的轨迹形态都是广义 V 形，只是经济受影响的长度与深度的不同。比如西班牙流感，它冲击的时间就比较长，深度也不一样。

第二，V 型曲线右侧的高点都超过左侧的高点。观察过去 100 年来传染病对经济影响的 V 型态，我们发现右侧的高点都超过左侧的高点，反映出疫情结束之后，经济报复性增长的特点。

在上述观察下，我们对全年的经济增长形态和区间做了一个判断。基准情况是： 疫情已经在海外快速发酵，特别是一些防控失败的国家，或者说医疗资源不够的国 家可能会更加容易受到冲击。在这种背景下，疫情会对经济生活产生持续的扰动和 负面的影响。

虽然经济 V 型反弹的形态具有很大的不确定性，但是我们的基准估计是：二季度经济会稳步回升，但是回升的高度有限，也就是说经济依然会受制于疫情在海外的蔓延情况，我们依然在病毒的阴影下生活。虽然我们认为二季度经济会稳步回升，但是增速难以回到趋势增长水平。三季度，随着夏天来临和刺激政策的加码，以及疫情逐渐

稳定，我们认为经济会出现报复性增长，增长的速度会明显高于潜在的趋势增长水平。进入四季度，一方面高于趋势的增长水平带来价格上行的压力，过快的经济增长不可持续，另外一方面冬季来临可能使得病毒再次活跃，经济增速可能会回到趋势的水平。

因此我们对今年经济增长的预测是这样一条曲线：一季度会有一个明显的负增长，基准情形是-3.7%；二季度会回升，但是仍然低于趋势水平，基准情形下是 5.5%；三季度是 8.0%甚至以上；四季度在6.5%。如果按照这种基准情形，全年的经济增长是 4.5%，这个是我们的基本判断。我们也做了乐观情形的判断，乐观情形的判断就不展开了，只是对经济下跌幅度和上升幅度稍微做一些调整。

四、关于全球陷入衰退的判断

海外疫情尚未达到高点

最后我讲讲对全球衰退前景的分析。现在看起来，疫情正在快速地在向全球扩 散和演变。其中表现出了一些令人担忧的特征，疫情在海外的演变轨迹跟我们国内 有一些差异。。第一，部分国家的疫情蔓延速度显著快于我国。比如韩国和意大利，从爆发到确诊人数达到百万分之五，仅三天时间，中国大概是五天，如果我们观察那条确诊人数曲线的话，海外国家上升更加陡峭。第二，海外整体的疫病死亡率高于我国。把湖北剔除掉的话，我国疫病的死亡率是不高的，而国外目前的情况相对比较高。差异可能与这些国家的检测能力相关。现在海外的疫情变化还没有达到一个峰值。

金融市场的波动反映了全球衰退的预期

我们看到，目前金融市场的大幅下挫，正在定价一个典型的衰退前景。主要的信号是：权益大幅下降，国债利率下行，再加上信用利差走阔，这是一个典型的衰退预期。今天我不对此具体展开，但如果

我们观察一下，疫情发生的时机事实上很不巧。去年下半年开始，在各个国家采取的宽松货币政策刺激下，全球经济复苏有了些许起色，微幅的改善受到疫情的剧烈冲击，会使得一些国家本来就很脆弱的经济情况更加严峻。

其中，欧洲受到的冲击最大，所以我们预计欧洲在今年上半年会陷入负增长。美国经济增长在二季度大概率出现收缩，上半年会在零的附近。疫情的短期影响是影响消费，但是疫情拖得越长，它就越会破坏供给、破坏供应链。现在市场的一个最大忧虑在于，虽然各个国家的政府都推出了很多的工具（财政的、货币的），，但疫情所导致的经济走势形态的变化，其根源在于病毒本身，而这些经济政策对于病毒本身是没有什么作用的。

今年上半年全球大概率陷入技术性衰退

所以看当前市场的恐慌，你可以说它是一个过度反应，但我们不能否认目前全球经济比较脆弱的事实。如果要说全球陷入到衰退的机会有多大，按照世界银行和 IMF 的定义，全球增长在 2%左右，就应该可以说是技术衰退了。今年上半年，全球经济几乎可以肯定是陷入到这样一种技术衰退中。在病毒大流行的前景下，依靠传统的经济政策和工具来应对一个典型的公共卫生危机，我们会觉得很无能为力。所以，现在我们还是要观察疫情变化的影响以及对实体行业的冲击。当然，其中夹杂着很多的地缘政治变化，包括石油问题，这个是另外一个话题，我们今天就不展开了。

总结来看，今天讲的内容其实是要表达一组非常简单的信息，第一，我们相信中国一季度的经济增长是一个负增长，而且是一个显著的负增长。第二，就疫情目前在全球快速演变的情况看，全球经济将受到负面冲击，陷入技术性衰退几乎不可避免。第三，经济增长的曲线最终还是服从一个 V 型的反弹格局，而且 V 形的右端高度会明

显高于左端高度，虽然反弹有先有后。这个就是我们对经济增长轨迹的一个判断。我今天就讲这些，谢谢主持人。

五、Q&A

Q1：丁总，我想请教一下，您刚才预测咱们一季度经济是负增长。如果负增长的话，还能够实现全面建成小康社会经济翻一番的目标吗？

A1：可以这样说，如果一季度是负增长的话，今年全年要达到 5%以上增速概率是相当小的。除非有神奇的魔法，我们做了各种测算，这个概率是很小的。我们要完成翻一番的目标，经济增长应该要接近6%，从数据上来讲，翻一番的目标应该说是不可能达到的。

目前，官方的表述发生了一些变化：第一，早已经不讲翻一番了，现在的讲法叫全面建成小康社会。也就是说，把一个典型的数量型目标变成了一个叙述性、综合性的一个社会经济增长目标。第二，总理刚刚讲过，只要就业稳了，经济增长高一点低一点也没什么大不了的。显然是在给市场一个信号，这是实事求是的态度。所以我们不应该拘泥于一个具体的数量目标，不要非常机械地理解这个问题。

我们如果能够在今年妥善应对疫情，继续推动市场化的改革，吸取深刻教训，我觉 得在年底达到全面小康社会目标，这个判断还是可以成立的，不会有多少人去较真。

Q2：如果一季度经济负增长，就业会受到多大的影响？

A2：就业的影响我们一个个来看。

第一，讲讲负增长和正增长的问题。我国统计数据一直是为很多机构所诟病的，也就是说我们的统计数据在长期走得非常平滑，好像背后有一个调节力量。从目前的数据测算来看，特别是从商业银行的一些内部数据来看，到今天为止经济生活依然还没有恢复到正常水平。

现在已经是 3 月中旬，一季度都快过去了，现在还预测一个正增长，这是很难以成立的，数据上很难以成立。

第二，关于就业的影响。就业影响主要体现在受疫情冲击最大的小微企业、中小企业和弱势群体，这个问题应该说是比较严峻的。最近，招行通过交易部门做了一个企业调研，发现小微企业生存空间、生存压力是非常巨大的。这就需要我们有一定的社会托底政策。

在过去我们经济下行期间，为什么就业没有出现大的问题？就在于我们中国自身劳动力供给是收缩的，它与劳动力需求收缩是同步的。所以我上次讲的主题就是我们中国的人口结构变化。进入到就业市场的年轻人数量是在下降的，劳动人口总体也是在下降的，这对冲了相当一部分由于需求不足带来的就业压力。

这个疫情的影响，从历史长河来讲，它还是一个短期的现象，当然，还是比我们当初用 SARS 类比预测的情况要来得长。所以我相信主管部门完全能理解，对就业的短期冲击，需要一些社会政策来托底。

Q3：美联储周日下午紧急降息 100 bp 基本到 0，然后也进一步颁布 QE purchase 计划。然而 future market 上又跌停了。想问一下您对美联储这些 政策的看法，是过度反应吗？很多人会担心，是不是以后就没有弹药了。想问一下您美联储做法的看法。

A3：对于美国的紧急降息，用简单的表述来讲，它对市场是个惊吓。因为根据正常的日程，马上要开议息会议，再出台政策不迟。现在采取紧急降息，出乎意料。金融市场不喜欢被惊吓，它会导致恐慌。

目前看起来，市场对紧急降息的理解是情况在恶化——超越预期的恶化。我们观察，上周周末中国央行宣布普惠定向降准，明显安抚了市场的恐慌情绪。目前美联储这 样一个举动是非常紧急的，市场

恐慌程度明显上升。如果从外部观察者的角度来讲，我认为没有必要这么惊慌失措。紧急降息对市场的冲击非常大，因为这不是美联储 一贯的市场沟通和前瞻引导的行为方式，肯定对美联储的公信力造成损害。大家可 能认为，是不是美联储知道某些东西，而我们不知道。这就是阴谋论的来源，我们 现在没有足够的证据来证实这个问题。

从利率政策工具来讲，美国已经没有空间了。我相信美国是极度不愿意走到负利率 这一步的，会在零利率这个地方坚守相当长的时间，除非重构美国主流的货币政策 框架，美联储可以采取的措施就从利率政策角度，已再次走到金融风暴后的极致了。

我觉得美国要处理的问题主要还是控制疫情的扩散，这本质上是个公共卫生问题，不是财政或货币政策问题。降息本身不能抑制病毒的传播。在疫情受到一定的控制——不管付出多大代价——从而经济处于回升轨道的时候，货币政策的功效才能凸显出来。面临公共卫生危机，紧急降息的效果存疑，有可能加大恐慌，扩大信用利差，使得情况变得更糟糕。

总的来说，我觉得这个事情很奇怪，美联储打了市场一个措手不及，有中国传统的夜半鸡叫的味道。

Q4：那么对于当前的政策建议，您有没有什么一些好的提法？最近大家也在讨论新基建，我看到有一些经济学家也出来讲，新基建的总体量实际上是难以担当重任的。您觉得接下来如果政策要进一步发力的话，有哪些好的抓手？

A4：从短期政策来讲，我们现在出台的政策力度还是很大的，特别是目前货币和财政政策的结合，通过一些财政贴息的方式，使得我们的企业部门的资金成本明显下降。

你刚才说的新基建问题，这是一个取巧的语言陷阱，新基建在我们中国当然有灿烂的前景。只是新基建毕竟在我国的基建投资构成中

的份额相当有限，传统基建项目在基建投资里还是占有一个绝对大的比重。从短期政策来讲，新基建对于应对疫病外部冲击，难堪大任。

这个阶段主要的问题，还是要妥善应对疫情对于特定行业部门造成的损失，特别是一些消费部门的损失，因为这有可能最终会影响到供给侧。也就是说，我们需要更多的社会托底政策来支持小微企业和稳定就业。

正如我在今年年初曾经讲的两个问题，一个是救亡，一个是启蒙。现在救亡的主题又再一次彻底地摧毁了启蒙主题。所谓启蒙，就是要从这一场严重的公共卫生危机之中，深刻反思社会治理的巨大不足，进一步推进市场化改革。这些问题，如果有一个正确的回答，那我们中国经济和社会发展还是前景光明。

第 143 辑

(2020.3.20)

病毒与环球资本市场

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李山泉先生，奥本海默基金原董事总经理，现任美国景顺基金高级基金经理。李山泉先生于 1978 年考入中国人民大学国民经济计划专业学习，1982 年进入国务院经济研究中心工作，1987 年 9 月进入布兰德斯大学攻读国际金融和经济学，2 年后获得硕士学位。李先生就学期间被阿凯典投资管理公司雇用，开始了投资管理的研究和实践。1991 年 3 月到纽约华尔街，被著名的老牌华尔街投资银行、布朗兄弟公司聘任，在投资战略部任高级分析师，从事投资战略的分析研究。他创立的“动态投资分析法”，创造了高回报，引起了美国主流社会的重视。1995 年 11 月他进入到奥本海默（Oppenheimer Funds）基金公司，任副总裁、基金经理，负责该公司环球股票投资的管理工作。李先生还当选为中国旅美金融协会首任主席，人称“新一代华尔街战略家”。

很有幸在这儿又跟各位朋友见面。大家都是业内人士，我尽量少讲，留出更多时间进行交流。现在开始，我讲一讲今天的要点。

一、病毒的特殊性

第一个问题是病毒的特殊性。这个我不多说，现在全世界的舆论都在讲，各种消息都有。这次病毒比较特殊，不是过去常见的。既然很特殊，所以处理起来就比较麻烦，没有现成经验可循，这就造成了病毒在全球范围内带来的震动，比过去每一次都来得强烈，我不展开，现在主要讨论金融市场。疫情爆发后，市场非常震动，过去我经历过几次“市场震动”，但这次好像比以往更加惨烈。尽管没人说全球目前陷入了一场空前的金融危机，暂时还没到那一步，但市场剧烈波动之大、可预见性之难，是前所未有的。

为什么会形成这个状况呢？大概有三点原因供大家参考。

第一，疫情影响的地理范围广。这一次疫情的影响不像 911 事件，911 事件只在一个城市发生，虽然全球关注度很高，但实际影响并不如人们想象的那么大。

第二，疫情不止影响一个行业。此次疫情与 2008 年金融危机也不同。2008 年金融危机主要爆发在行业，首当其冲的就是金融行业。金融出问题可能会造成金融危机，再从金融危机过渡到经济危机，但最开始还是以行业影响为主。如果不是做金融或经济工作的人，不会觉得金融危机的影响特别大。

第三，过去的危机持续时间比较容易预测，这次疫情持续时间很难预测。以前是知道此次情况可能是一次性的，解决方法也非常明确，人们大体上能够预见到危机多久可以结束，或者什么时间可以缓下来，然后跨过去。这一次难在我们不清楚疫情持续时间。到目前为止，对疫情的预测非常难。不管是医生、卫生专家还是各类经济学家，要做预测都很难。因为其牵涉到具体的医疗知识，具体到各个国家的政策是不是到位，疾病的控制程度、疫苗研发等一系列复杂的问题。

基于这三点，市场的恐慌性应该要比过去大很多，而且恐慌原因也不止上面这三点。

二、恐慌和市场剧烈波动是为何?

市场的恐慌和剧烈波动到底是什么造成的?

第一，政策空间太小。就市场本身而言，全球资本市场在过去十年发生了巨大的变化。一个变化是：2008 年金融危机到现在，大规模的量化宽松和各种措施出台，但效果不彰。拖的时间太久，经济上却没有明显的起色。这种情况下，各个国家要实行利率正常化，基本上不可能。利率没有正常化，而且很难正常化。过去，在经济比较好的情况下，发生危机后，调整的周期不需要很长，政策就能回到正常化，也就是各种政策的作用空间马上就可恢复。这次疫情来看，政策工具的空间基本上已经很小了。

第二，各个国家存在突出的结构性问题。每个国家都有自身的结构性问题，但结构性问题调整起来非常困难，所以当前国际摩擦加剧，国际社会上也出现各种矛盾和问题。中国有中国的结构性问题，美国有美国的结构性问题，欧洲有欧洲的结构性问题。在全球都有结构性问题的情况下，又出现重大疫情，那么要解决结构性的问题，所需的调整时间就更长。但是结构性问题的解决又不依赖于一个特定国家，因为它是一个全球化的副产品，就比如中美贸易争端。一个国家努力作为，只能部分解决问题，不能全部解决问题。

第三，此次重大波动跟过去金融市场发生的巨变有关。过去快 20 年的时间里，金融领域里的革新变化非常快。

第一个变化是，信息传递速度变快，信息传递渠道骤增。获取信息的渠道越来越多，包括自媒体的兴起，如美国的推特、中国的微博微信等，对舆论有放大的作用；并且真假信息夹杂，对舆论的影响比

十几年前复杂了很多，这对人们的行为影响非常大。

第二个变化是，市场参与者更加多元。不管是企业还是个人，对于投资的参与度都越来越高。这个参与度，不只是参与的广度，还包括参与的深度。金融产品越来越多，参与市场的人越来越多，持有复杂金融产品的人也在增多。

第三个变化是，金融投资中的手段在不断创新进化。在金融领域里，高科技含量越来越多，华人在这方面的贡献比较大，比如各种杠杆产品、AI 产品、高频交易等。这些手段有的时候作用非常大，可使市场很有效，但有时候产生的后果也难以琢磨或难以控制。

第四个变化是，金融产品大发展。金融产品类型更加多样，复杂程度越来越高。这类高端复杂产品所吸纳的资本占比越来越高，对资本市场波动的影响就会越大。这种波动有时与基本面背离，因为完全是靠量化驱动的。这种量化驱动的价格波动，很难说是否合理，流动性驱动的走势是很难用价值判断来进行衡量的。金融产品的复杂程度越来越高，这为金融交易提供了更广阔的空间；参与的投资者越多，这种叠加效应对市场波动的影响也越大。比如现在有一些建立在 ETF 上的产品，两倍或三倍于市场 ETF 涨跌的产品——ETF 如果上涨 1%，此产品就上涨 2%或 3%，还有反向于市场 ETF 涨跌的产品——ETF 下跌 1%，此产品上涨 2%或 3%。

第四，现在的应对策略有很大的特殊性。过去，在策略上来说，发生了危机或者一个地方金融出了问题，一般情况下，不管是货币政策还是财政政策，出来之后都比较有效，因为是对症下药。这次的话比较麻烦，很难用传统的方法去解决，有三点原因。

一是疫情的影响是多方面的。过去的经济政策之所以有效，因为货币政策、财政政策都是针对性的。只要进行逆周期操作，就可以减少经济周期的影响。如果是供给问题，就解决供给，如果是需求问题，

就解决需求。这次疫情不一样，病毒打击任何经济活动，任何经济行为骤然间都停止了，供给和需求都受到影响。这种情况下，传统的政策是没有办法的，也没有别的有效政策，只能起到缓解的作用。

二是面对这次疫情，全球协调性不好。这一次比较糟糕的是全球的协调性很差，全球几乎就没有协调。这可能跟美国有关系，特朗普上台后，跟全球很多国家在经济政策上都很难协调。疫情爆发以后，全球的协调几乎没有。2008 年美国金融危机以后，全球各个国家都采取了相应的对策来对付金融危机。但这次几乎看不到，除了欧洲央行跟随美联储采取了一些措施外，其他地方暂时还没有看到太多的特别大的动作。当然各国央行都采取了一些措施，比如对预期的调整。美国如此大幅降息，如果政策一点不动，可能对自身国家不利，所以各国不得不被动地配合美国的政策调整而做一些调整，但是没有像以往的协调性那么好。

三是当下政策只能缓解疫情冲击，而且可能有后遗症。眼下各个国家的政策实际上只能缓解当前情况，其目前对经济的冲击只能起到缓解的作用。任何国家都一样，现在还没有一个真正有效的政策，目前出台的这些措施可能还会产生一些后遗症。目前国际上对这种后遗症的估计不足，包括美国也好，各种经济学家也好。目前各国基本上还是老路子，用的还是那套熟悉的政策和方法，可这套方法用来应对瘟疫或者病毒，到底能在多大程度上起到作用？或者说它的后遗症到底有多大？现在这方面的分析还比较少，过一段时间可能会多起来。

三、未来的发展趋势

最后我谈一下未来的发展趋势。相比较而言，我可能会比较乐观。为什么我有这个最基本的定调呢？人类遇到瘟疫或者大的自然灾害的挑战，也不是只有今天才有。现在人们都过分悲观，但人类还是要

生存、要发展，未来人类会完全从阴影中会走出来。哪怕是花费的时间长一点，人们也会从中解脱出来，不会从此以后暗无天日。所以我们要保持一个比较乐观的心态来看待这次疫情。

有了最基本的观察后，我有几点具体的操作层面的建议。

第一，未来要保持一个谨慎向好的判断。目前看到的这种很大的冲击，对社会也好，对经济、金融、市场也好，它会慢慢减弱。这种减弱符合自然发展规律，任何事情都是一样。

第二，要相信人类肯定会想尽各种办法，创造出很多新技术、新方法来对付病毒。在这种情况下，人类遇到了新的困难、新的麻烦，但是要相信人类肯定会想尽各种办法，创造出很多新的技术、方法来对付病毒。与此同时，我们也会总结出很多有效的经验，生活方式上也会有所改变。不只是养成简单的讲卫生的习惯，在社会组织出行、各类经济活动当中，我们的生活方式可能都会发生很大的变化。如果不能马上消灭病毒，或者未来病毒有可能卷土重来，怎么办？人们总会总结出一套方法来对付它，我们要想办法与它共存。发生问题就解决问题，使死亡率减到很低，使感染的可能性减到最低，这都是顺理成章的要做的事情，所以说现在不用特别担心。

人的本性是健忘的。一个事情发生以后，人们对该事件慢慢地就看淡了。比如，最开始通知一个人得了癌症，第一天他肯定很难受，一段时间之内他也会很难受，但过了这段时间后，就知道这是不能改变的事实，对个人产生的震动就会变得越来越小。这种也叫递减规律，就像一个大石头扔在平静的水面上，一开始波纹很大，随着波纹往外扩散，它会越来越小。即使往里不断地抛石头，只要不产生多维共振，就不会产生危机。其实疫情也一样，人们慢慢都知道病毒已成事实，就要学会与它共存。所以我们要看到病毒带来的震动也在不断减弱。

第三，奉行谨慎积极的原则。在具体操作上，我认为没有特别好

的方法能一概而论。但是有一个大体的原则，我自己也奉行这种原则来操作基金，我称之为“谨慎积极”。谨慎是什么？首先是保命，你得确认你有足够的现金头寸，有足够的流动性。在保证流动性的情况下，可以适当地进入市场。

我要强调一下“适当”。什么叫适当？这个词要解读的话，就取决于你个人对疫情时间的判断。如果你觉得疫情时间很快就能过去，可能对你来说进入越快越好。如果你觉得疫情持续时间会很久，你就可以在有选择的情况下，不着急慢慢来，在价位好的时候就可以适当进入。具体操作上取决于你的产品和投资的行业，行业特点和具体产品，以及你个人的判断，这两者加在一起才能形成你最佳的操作策略。

第四，要做好大幅波动反复出现的思想准备。一定要有市场可能会出现反复波动的思想准备。遇到这么大的事情，市场本身有点像惊弓之鸟了。遇到一个负面消息，就会很悲观；遇到一个好消息，就突然间觉得事情好转，一下子出现的反弹压力也很大。所以，要做好波动有可能反复出现的思想准备。

第五，次生灾害影响可能比疫情和市场的表现更糟糕

最后我要给大家共享一点，目前我看到有关这方面的研究和评论还不多。有时候，人们想不到的次生灾害可能比疫情和市场本身来得更糟糕。

这里隐含着各种意思，举例子的话会很多。比如现在对付疫情，各个国家都出台了各种政策，这些政策有的是反经济规律的，有的是完全破坏经济规律的，这种政策出台后，对总体经济或者未来发展的影响需要评估。宽松可以——这不是单纯的货币政策宽松，而是一些经济原则的宽松——但之后该怎么办？比如政府发钱、欠钱不用退还等，有些影响会不会是永久性的？有些措施对某些领域的影响可能是永久性的，经济规律会受到破坏，市场行为也会受到伤害。

此外，目前疫情没有诱发大的金融危机，但是并不排除有些薄弱环节会受到影响。有些企业根本生存不下去，可能会倒闭。这种由于企业倒闭诱发的危机可能就是第二波危机。这个可能性并不能完全排除，现在一些薄弱环节并没有完全暴露出来，因为疫情毕竟刚刚开始。比如航空业，比如最近石油暴跌后，美国就面临着页岩油、页岩气生产企业能不能活过去的问题，油价低了之后企业不赚钱，政府要不要保他们？要保多久？如果沙特在低油价的情况下年收入减了很多，没法满足国内巨大的开支需求，会不会出问题？俄罗斯又会不会发生问题？这些都很难说。

前段时间市场动荡，人们传言说可能是桥水出问题了，后来又听说桥水出问题是因为沙特大额赎回，因为沙特在桥水有很多投资。沙特想迅速把钱取走，桥水没有办法，只能想办法卖各种投资。在市场短期暴跌的时候，要想卖一个产品谈何容易，只能是能卖什么就卖什么。如果持有大量黄金，就可能会抛售黄金；如果持有大量和黄金相关的 ETF，可能就会卖 ETF。这就是为什么黄金、黄金相关的 ETF、货币市场等发生一系列违反常规的波动的原因。很多人想象不到为什么会发生这种波动，完全是流动性在推动。为什么在那个时点上大量的投资者都想往外跑呢？投资者只能卖掉他能够卖的资产，补充流动性，否则就会出问题。

如果薄弱环节出问题，完全有可能会形成一场很大的次生灾害，这种次生灾害的危险并没有完全消除。至于在哪个领域发生，现在还不知道。疫情不仅对航空领域影响很大，而且对旅游业、酒店等的影响都很大，对零售也有影响。

次生灾害里还要考虑什么呢？这次危机以后，目前因疫情新出台的一系列金融政策到底有多大的破坏力？现在来讲，这些政策意义也不是特别多。比如像美国政府直接发钱——一人发一千块钱，有人认

为一千太少，发四千；允许租户不付或延迟交付租金；银行不能收回拍卖的房子等等，听起来的确可能解决现在的危机问题，但是一个政策出台容易，撤销却很难。什么时点上撤销？多大程度上恢复原状？谁来为这一段时间所造成的损失买单？这一系列问题，并没有考虑得特别清晰。这些政策的后续影响，都是值得观察，而且有待观察。

我要讲的大体上就是这些，大家有问题我们可以交流。最后有一句话要跟大家说，祝大家身体健康，既不要倒在疫情里，也不要倒在市场里。谢谢各位。

四、Q & A

Q1：疫情以来，中美关系发生急剧变化，特朗普公开宣称“中国病毒”，您预计接下来中美关系会有怎么样的变化？此轮疫情结束之后，全球化会不会因为疫情这一个偶发性的事件而有一个新的调整？

A1：这个问题很有意思，全世界都关注中美关系。就特朗普而言，有人说很多问题是他引起，其实也不完全是这样。美国政府历来就是如此，在世界各地制造各种摩擦。那么中美关系有没有转机，我认为这个转机要靠双方两个国家的智慧，要想办法把那些不必要的摩擦尽量减少，在未来这要考验双方的智慧和意愿。

目前来看，中美关系并不是没有可能发生某种变化。疫情爆发会使美国为了解决疫情而暂缓对付中国的行动。在记者会上，有记者问特朗普，是不是准备暂时停止对中国征收高关税？特朗普表示，中国并没有提出来。这是什么意思呢，中国是不是应该提出来。随着情况变化，中美关系并不是没有可能发生转变，但这要取决于双方的智慧，尽量减少不必要的摩擦。因为有些摩擦，指责来指责去，在没有结果的情况下，会严重地损及两国的关系。

Q2：就像您之前所言，现在的媒体在各方面都和以前有很大差

别，很多东西会过度解读。那么我想了解现在海外对当前危机程度的预期怎么衡量，究竟在什么位置？比如金融危机最终引发经济危机，然后有很多行业会受到资深影响，这点大家可能有一定的预期。再比如债务问题和其它一些自身问题，大家似乎也有一定的预期。未来市场或基本面会往哪个方向走，走到什么程度就可能算超预期？即使情况恶化，但是低于预期，是不是资本市场上也会进一步地过度解读？关于境外投资者对市场预期这方面的情况，想听听您的观点。

A2：你说的可能跟我理解的有一点差别。国内比较注重宏观、讲总体、讲未来趋势、讲未来几个月的时间表等。其实海外投资人往往侧重于具体事物具体分析，不愿做这种特别宏观的、总体的分析。疫情的影响肯定会拖很长时间，这是毫无疑问的。目前来说一个最基本的判断，在宏观上已经是可以成为不争的事实——经济肯定会大幅度下滑。但经济是不是会进入衰退，现在还有争论。有人认为，如果疫情结束得早，经济不一定会进入衰退；但大部分人倾向认为，进入衰退的概率在不断增加。

中国的情况可能跟全球有所不同。中国疫情发生得早，再加上春节严控，各种政策力度又比较大，目前来看疫情似乎过去了。如果用中国作为蓝本来评估世界，假设世界也能像中国那样防控疫情，那就能够预期，似乎这次疫情的影响也就那么大、持续时间不会很长。但目前就除中国以外的地区的疫情情况来看，情形不容乐观。西方人控制疫情跟中国人控制疫情的力道不一样，而且自身文化和政府的行为也不一样。所以，就海外而言，疫情持续时间很难说。

更重要的是，我强调要具体分析。为什么说具体分析？你很难分析疫情是不是已经过去。举个简单例子，美国其实跟中国差不多，政府如果要资助那些有困难的企业，企业有困难就可以申请，那一下就会出来很多困难企业，但应当说这类企业的资本资金使用效率会很差。

这时候就要做具体判断。在疫情爆发的过程中，有一些企业受影响比较小，经营管理有方，可能会脱颖而出，疫情对其造成的影响就比较小。这些企业就是投资的好标的。如果有些企业本身活力不够，只是想存活一段时间或者想趁机得到一笔好处，作为股票投资人来说，这种企业基本上就不考虑，因为其没有太大的竞争力。至于疫情持续时间的长短，我到现在还看不清楚。如果看海外目前的舆论，最糟糕的消息是认为疫情会持续 18 个月；即使是特朗普也说要到七、八月份才能得到控制。他在记者会一说此话，当天股市就往下跌了近 1000 点。所以疫情持续时间的长短，直接关系到人们的投资行为。

Q3：像您所言，金融产品现在非常丰富，这次也看到这种卖出踩踏很严重，您觉得这种一波一波的连环踩踏，现在到什么阶段了？怎么能看出来它是不是接近尾声了？

A3：这个实在很难看出来。一个是取决产品投资的主要标的是什么。能想象出来，如果一个很大的基金，资金基本上都投在了一些特殊领域，如果客户要赎回，没有别的办法，只能把手里持有的头寸大规模砍掉。就如我管理的基金，如果客户短时间内要求赎回几个亿，我能怎么办？基金经理不是印钱的，我只能把我手里的投资卖掉。如果我在这个市场影响力大，是个很大的基金，那我卖什么，什么就遭殃。这个道理非常简单，所以说这个问题很难判断。

但是有一个最基本原则，还是要具体问题具体分析。假设市场开始的时候已经增长了 100%，这时有些人会主动出来，有些人则是遇到风险被动出来；市场往下跌了 20%，还剩 80%的收益，想实现这 80%收益的投资者会接着卖；如果继续往下跌，跌到只剩下 20%的收益，有些投资者认为 20%收益也不错，也会继续卖，但这只是一少部分人了，很多人就会像：既然都已经跌了那么多，80%的收益都让掉了，现在出来没有意义，就待在市场里面。在遇到危机的时候，“信

心很重要"。到那时候，人们的心理都差不多，都想着跌还能跌到哪去？到这个时候也就不怎么会跌了，或者说，到这个时候就是基本面分析了，任何数量的东西都不起作用。比如这个企业手里现金有 5 个亿，现在它的市值跌到 5 个亿左右，如果你买这个企业，光它的现金就值了，后面的那些生产功能完全是附加白送。那它还能往下跌吗？它不会往下跌了。

如果你要问我是不是到了什么阶段，其实要定一个阶段也是蛮难的。就像中国人经常说抄底，问题是你不知道哪是底，你能抄到哪个底，这个才是关键。所以预测这个的难度比较大。我还是主张个案分析，哪家公司、哪个投资标的，仔细研究还有多大的向下空间，恐怕这更靠谱。因为这种宏观分析最后没有操作的可能性，我告诉你到什么阶段了，这还是个空的东西。所以我觉得国内跟海外一个最大的差别就是，国内讲宏观的人特别多，海外投资人，总体判断分析会适当观察一下，但大量的工作还是做具体分析。具体标的具体分析之后，再决定要不要投。

Q4：我有两个小问题想跟您请教，第 1 个问题，在美国是不是已经感受到了比较大的赎回所带来的流动性问题？第 2 个问题，最近市场讨论比较多，联储后面会不会突破一些现有的限制去直接购买企业债或者股票，您觉得是否有这个需要，以及是否有可能性？

A4：谢谢。你说的第 2 个问题现在还在议论。有人提出来美联储会不会直接去购买股票，如果真到这一步，我认为反而有点麻烦。麻烦在哪，此举对于控制危机或者防止危机发生是有好处的，但也违背了美联储最基本的初衷，美联储账目平衡表上有风险的产品会越来越多，这对美联储的功能或者对美国的金融体系或货币体系的安全都会产生很大的影响。

举个简单例子，由于飞机失事事件，波音本来还没喘过气来，现

在又逢疫情爆发，但波音很会管理，他把银行贷款额度一下全用完了。一般情况下，这种企业在银行里都有信用额度，比如波音有 100 个亿的信用额度，他就把这 100 亿全拿在手里再说，因为他知道这个事可能对他的影响很大，有 100 亿在手，至少可以活得久一点。如果全球的航空业恢复不是特别好，航空公司面临压力，还有人定货吗？还有人买飞机吗？可能就不会有人买了。这么一来，波音现金流可能就会出问题。当然这种大公司倒闭会很难，其实无论是从军工的角度，或从对国家的重要性的程度来讲，美国都不会让波音倒闭。既然不让它倒闭，就只能想办法救它，但无限制往里面投钱也不行。有人就提出来，不如在某种程度上将其变为国有，政府拥有波音的一定股票。那现在暂时还没有这种必要性，未来是不是会出现，或者出现以后要不要这么做，这都是个问号，这都是美国需要考虑的。

这就是我刚才讲的次生灾害，像这些会对整个金融体系产生很大的影响，并且一旦实施起来，边界很难划定。此外，政策的退出更困难。美联储真买了股票，将来怎么办？股票卖给谁？所以，美国面临的问题严重程度也并不小，像这种政策，可以调整腾挪的空间并不是特别大，因为这可能会改变过去原有的市场经济原则，或者人们对美国资本市场的长期信赖。这是搞金融的人比较担忧的事情。

关于流动性的问题，我认为因基金而异。我每天都在观察，各个基金的增长减弱是不一样的。比如在黄金领域，平常时候，GDX 不会有那么大的波动，这次波动很大。道理很简单，它的赎回量很大。因为 GDX 交易很快，假设一天有 10 个亿的赎回，它就必须卖掉 10 个亿，而且这种 ETF 必须在当天结算，压力会很大。至于共同基金，它往往是长期投资，还有它的赎回机制不一样，不是当天交易。如果是大客户赎回，并且赎回数量很大，必须要事先通知，提前筹措，要分几次拿走等，这都有很详细的退出机制。但像 ETF 市场这种交易，

就很难说了。所以流动性问题要看产品。就共同基金本身来说，产品也不一样，有些专门投资于防止疫情扩散的专业领域，不但没有赎回，资金反而还在流入。如果是投资旅游相关的领域，行业景气一时都回不来，把钱放在里面，还不如卖掉。所以每个行业的影响不一样，很难看到一个总体的数据。

困难时期，现金为王，大家都想拿着现金，像这种情况，美元过去应当是跌的，但是这次不但不跌，反而猛涨，因为大家都要现金头寸，现金为王，谁都需要流动性，全球整个结算系统都需要美元，这没有办法。美元是一个中转站，资金在任何财产之间转移，美元都是第一个关口。如果我有基金要投入澳大利亚，第 1 件事就是说要先把这边资产卖掉，拿到美元，之后把美元换成澳元，再去买澳洲的股票。所以美元是一个关口，往回走的也是一样。

有的时候赎回或不赎回，总体上来说是很难判断的。但是这个市场本身的状况，已经告诉你现金为王。能想象出来，风险产品首当其冲肯定会被卖得最快。

Q5：我想问一下，美联储前两天出的货币市场基金的救助措施 MMLF，它是只针对货币市场基金的还是针对整个公募基金的？此外，他为什么在那个时间点上去出台这个政策，是因为美联储观察到什么问题了吗，还是市场确实有这块的需求？

Q5：我认为这还是一个流动性问题。这个时候，如果我是美联储的主席，我最担心的就是流动性，会不会突然间资金链就断裂了。刚才我举的例子，比如波音，大公司都需要钱，这都是为了缓解流动性方面的危机。这是美联储跟财政部要想一切办法来解决的问题，如果资金链一断裂，突然间有公司倒闭，对市场的震撼太大，就会人人自危。那个时候，再被动应对就更麻烦，与其这样，不如主动出击。就像美联储这次把利息降到零，都是在极特殊情况下突然间公布出来，

虽然公布出来之后并没有止住市场下跌，但是总体上来说，这么低的利息率，不管是企业还是金融公司，或者市场当中的参与者，可能都会从心理上得到一定安慰。

这个政策措施应该是只针对货币基金。如果不分类，每类基金都能申请，这种可能性不大。因为风险比较高的基金，比如桥水，基本上都是高端客户，在理论上来说，就应该有风险承受能力。这就是为什么桥水只能自己想办法解决问题，出问题后，桥水也不会跑到央行去要钱，央行也不会给他。因为你是对冲基金，你的客户都是高端客户，像沙特这种。所以说桥水不得不卖掉很多投资，只是传言桥水一下子爆仓倒闭了，这倒是不会倒闭的，只是它的运作规模可能没有原来那么大而已。另外，这种对冲基金杠杆都很高，遇到风险的第一件事就是减杠杆，不会等着大规模跌起来再减，不减杠杆就无法生存。像我们这种基金和共同基金，风险相对小一点，包括退休基金，但也不能等到人家跟你要钱，把你现金完全抽走，你再去卖资产，那你肯定不是个成熟的基金经理。好的基金经理一定要预期到这个情况，一定要提前做准备，把你能卖的或者说本来就是可以卖的，得想办法卖一点，筹措一些现金。一个基金这么做影响不大，如果是几千个上万个基金都这么做，你想这是多大的影响。

作为美联储，像这种基金也保的可能性，我估计不大。保货币基金是因为它跟商业银行连得太近。美联储还是要保商业银行，其他投资类基金，它不可能花费过多的精力去保护。

Q6：现在国内流传一种说法：前期美国很多公司借贷来回购股票，这段时间市场一跌，比如说股票的市值已经下到一半以后，实际上会造成公司资产负债表快速恶化，负债率一下子成倍数地上升。然后说这一轮实际上美国最大危机在公司层面。像国内这种说法是对的还是不对的？

Q6：这个绝对是对的。公司本来从海外汇回很多钱，都买了自己的股票，本来买的就是一个风险比较高的资产。这么多年，很多钱撤回来都买了自己公司的股票，股票上涨以后，公司的管理层能够获取很多利益，不用这钱扩展业务，而是直接买股票，对于股票持有人是有好处的，对于搞投资的人都有好处。特朗普说要把制造业弄回美国来，但公司认为美国可能没那么好的生意，这些公司回到美国来建厂的不多，经过分析就发现在美国建厂，你的利润大打折扣，不如在中国建厂，可能利润还高一点，或者在其他国家建厂。特朗普施压，但这钱回来一部分就买了股票。现在股票暴跌，资产负债表恶化是毫无疑问的。

但是话说回来，最根本的检验还是看这个公司到底能够创造多少毛收入和纯利润，这个才是关键。其实下一步的影响还不在这，下一步的影响主要是正常的经营生活。会不会对这个公司的运营，也就是对毛收入会产生多大的下行压力。第二个影响是要不要裁员降低成本。如果你降低成本了，能保证一定的利润率，这个公司股票可能下跌空间还不大。如果没有足够的余地去砍成本，毛收入下降，成本又不能降下来，利润肯定会大规模损失。每股盈利减少，股票还要继续跌。所以你刚才讲的是个很重要的问题，也应当算在我讲的次生灾害里，这是第二轮的影响，现在没有展开讨论。分析师也好，包括各种研究机构，一天到晚讲的都是疫情的事，还没有顾及公司盈利的影响。等到华尔街有分析师开始大规模往下修正公司盈利或者股票目标价，股价可能还会下跌。当然不是所有公司都这样，但肯定有一些公司的下跌还没结束。

美联储对这个没有太多办法，美联储的政策主要是对银行系统对金融的。但政府的财政政策对这类企业有影响，比如现在国会参议院要制定的一些具体措施，里面就有一些是属于保企业的措施，包括减

免税收、各种费用适当减少，也就是说让企业的负担减轻。这都是政府要做的，美联储在这方面可做的东西不多，只能说在贷款上或企业债券上给一定的好处。美联储不会有更具体的偏财政政策方面的措施，这个不归美联储管。

Q7：我想跟您请教一下，这次是美国金融领域的问题刚好遇到疫情灾害，这两件事情合在一起是不是会有一些相互的影响？现在美国一方面在抓疫情，一方面在抓金融领域的政策，您能不能给我们梳理一下，这两边会不会有些互动，甚至是相互制肘相互影响，将来的发展可能会是什么样子？如果说美国疫情不见好转，市场救助措施是不是就发挥不出效果？

Q7：面对疫情各种经济手段的作用有限。不会因为美联储降息了，美国疫情就很快结束了，这是两个不同的事儿。但还是要出宽松的货币政策和比较有刺激力度的财政政策，目的是防止金融危机，防止最坏的情况发生。这两者肯定会相互影响。疫情本身有它自己的一个轨迹，货币政策财政政策又是另外一个轨迹，这两者暂时有了交集，但并不代表这两者是一回事儿。两者的相互影响，关键是看疫情的发展。疫情结束得早，货币政策就可以慢慢退出，尽管退出来的难度也很大，会有很多后遗症，但是已经不需要那么多的刺激。如果疫情拖很久，后续政策支持也没办法退出，可能就只能想办法防止最坏的情况发生，只能起到这么一个作用。

将来也是一样。如果疫情拖到一年，货币政策、财政政策不能说走到尽头，但也差不多了，因为没有招可使了。美联储现在的子弹基本打光了，利率为零了，下一步怎么办？只能量化宽松。财政呢？就是发钱。直接把钱发到百姓手里，把钱就发到企业，那么带来的问题就是美国政府债台高筑，财政赤字会成倍增长，会达到 GDP 的 10%或者更多。这种可能性有没有？完全有可能。疫情持续时间久了，这

就是结果。

最后，美国没钱了就借，越借钱美元越升值。当然会有一个临界点，但是现在距离临界点似乎非常遥远。也就是说，美国政府也好，美国金融领域的人士也好，并不是特别担心现在会达到临界点。美国再多印些钞票，出台 2 万亿美金刺激计划。美国政府债务多 2 万亿，又如何呢？也不会因为这个事儿，全球就放弃美元，也放弃不了。尽管有人说这是很流氓的做法，但是确实没办法，美元的地位这么多年已经形成，它要退出历史舞台，我估计花的时间也会很久，不是一个短时间的事。可能等到全球逐渐放弃美元，美国政策又会调整到对美元有利的立场。

任何一个事情放到历史里去，好像就显得微不足道。现在的疫情也是一样。我有时候比较正面，经常跟大家说，如果把疫情放到 20 年的区间里，你可能觉得问题也不是很大。美元也是这个道理，把美元放到 50 年或者 100 年的历史里去，你就会觉得这种担心也不一定就是那么重要。

Q8：在美国，大家都是长期投资，特别是那些养老金等大机构，那么在这次赎回过程当中，像这种长期投资机构，他们有赎回吗？

A8：这个要视情况而定。遇到这种危机，一般人的话，如果这个基金已经有了一定的回报，大家都愿意抢在它继续下跌之前赎回。这个是什么？这是人最基本的心理，谁也改变不了。如果你在一个基金已经赚了 60%，哪怕跌去 30%，还有 30%，剩下的 30%收益，人们就会赶紧把它锁定住，这就会造成赎回。

包括大学的管理基金，管理者都会想办法来应对这种情况。为了使资本用起来更有效，资本市场把资金链条拉得太紧，通常不会保有那么大的现金头寸，尤其是在利息率如此低的情况下，也就是说投资的比重非常之高。可是危机一来，作为成熟的基金经理，绝对会提高

现金头寸。包括大学基金的管理者，大学也要运作，突然间可能会要钱，如果基金跌了很多你再赎回，赎回的钱就少了。所以在还没跌那么多的时候就进行赎回，都是很正常的。具体到每个基金，是不是一定要赎回，完全取决于投资人。有些大学基金很聪明，就在这个点上赎回很多，完全不排除有这个可能。当然，也有很多愚蠢的做法，经常会有人在最高点买入，在低点上卖出，刚卖出又涨很多的情况，这种情况还不是少数。所以说这个仍取决于心理，如果心理没有这方面的训练，判断失误，你就会越跌越害怕，最后就不敢介入了。实际上，真正的好的投资人，肯定是在别人都不进的时候你敢进，别人都特别狂热的时候你就出来，这样好出也好买。但真正能做到这一点太难了，心理挑战非常之大，特别是对普通大众来讲更为困难，因为这是一个人的最基本的特性。所以，投资基本上要反人的基本特性才行，要做到这一点，心理训练很重要。

Q9：我有两个小问题。第 1 个问题，现在全球主流金融市场其实都面临着零利率或者负利率的情况，其实这对大量的固定收益类资产来说，应该不是一个特别好的消息。如果长期都是这样一个情况的话，它对整个投资的影响应该是什么样的？第 2 个问题，其实现在中国还是维持在一个比较高的增长水平上，虽然说现在还是有外资在流出中国，但其实不管从疫情的角度上还是从经济恢复的角度上来看，中国是领先于其他国家的。从这个逻辑上讲，中国会不会是一个比较好的投资方向？此外，国外投资中国，到底有什么障碍？

A9：第 1 个问题，其实在资本市场上早就出现了。不止是零利率，就是利率过低，也就是资本的最基本的回报太低，这对资本市场的损害实际上是很厉害的。利息本身来说就是资本的成本，我读大学的时候，过去设计的产品都是设定 5%的无风险利率，因为那个时候政府债券有 5%的回报率，你现在到哪找去？25 年前设计的那些产品，

尤其是保险产品，都是按 5%收益算的，现在的话根本达不到这个水平。这就逼着这些退休基金等去承担高风险，去想办法把低利率的差额补上，不补上，就达不到预期回报，这个产品本身就失败了。过去 20 年，很多基金都在不断地往高风险产品上靠，包括退休基金。按照标准来讲，过去退休基金不让投资高风险产品，后来不也照样投吗？

高风险的产品在不断扩张，可能原因之一就是各类基金产品要补足收入上面的缺口。现在利率到零了，又会把这些资金压到风险比较高的领域去，否则这些产品基本上达不到预期回报。这恐怕是金融领域里边一个比较大的问题，其实这个问题早就发生了，现在没有特别好的解决方法，只能等着这些产品不断的调整。包括各类退休基金，实在不行就违约，不认账，延长你的领取计划等等，往后拖，把矛盾往后拖就行了，这可能是一种方法。

第 2 个问题，中国投资最大的问题就是外国人很难直接进入。中国虽然搞了沪港通、沪伦通等等，但实际上有最关键的问题没解决，第一，中国控制流入量；第二，人民币不可自由兑换，资本项未开放，外国投资者不能直接买卖股票，尽管 MSCI 把中国股市也纳入到其指数里，但资本进出有限制，这个风险就会高很多。实际上，投资中国有障碍，这个问题不在外部，这个问题需要中国自己解决。

中国现在也是两派。有些人主张改革，认为人民币要国际化，另外要放开人民币可自由兑换，按照西方所期望的那样去走，包括股票市场也可以慢慢对外逐步放开。另一派就认为，凭什么要把人民币国际化？为什么要开放资本市场？不开放可以保护我国的一大批企业和工业。我经常看到这方面的文章。

中国是不是好的投资标的，外国投资者是用外国的标准来衡量来检验的。当然，有些人说即使这样，在西方这种环境下也愿意投资中

国，那是另外的问题。其实我们公司也愿意投资中国，包括有些基金也愿意投资中国，看好中国市场的肯定是越来越多的，并不是越来越少，这是毫无疑问的。

当然，你要给中国一定的时间，中国市场也在变，或多或少它在朝着西方成熟市场的方向在变化。尽管说中国特色也好，政府的各种政策也好，似乎跟外国不太一样，但是我认为这些干扰会越来越小。中国在习惯法制，习惯遵从市场规律，这些都在逐步好转，尽管走得比较缓慢，但也还是朝着这个方向在进步。所以，对于中国市场，我历来有一个很乐观的前景判断。我认为中国人并不傻，知道怎么去管理，知道怎么样把事业越做越好，所以中国市场肯定是一个很好的投资市场。中国股票市场在世界上会有举足轻重的地位，要跟第二大经济体的地位相适应，应当说这不是一个很长时间的事，可能比我们想象中要快。这是我的一个最基本判断。

第 144 辑

(2020.3.20)

利用量化方法预测全球重点国家疫情演化

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陈剑博士现任信风金融科技的创始人兼 CEO，MSCI 公司亚太区 ABS 业务高级顾问，财新智库高级顾问，上海金融系统知联会理事，世界华人不动产学会副秘书长，曾担任点石金融服务集团管理合伙人，美国安富金融工程集团董事总经理，美国联邦房贷公司（“房地美”）的信用风险及建模总监，美国花旗银行信用风险副总裁，美国国民房贷协会（“房利美”）的信用风险管理总监。他同时在上海高级金融学院担任兼职教授，北京大学国发院-纽约福坦莫大学管理金融博士班兼职教授。并为财新传媒、《文汇报》、《南风窗》等财经杂志撰写专栏文章。他在西安交通大学获得电机工程学士，上海交通大学获得电机工程硕士，美国马里兰大学史密斯商学院获得量化金融博士学位。疫情以来，陈剑博士与上海援鄂医疗队合作完成多篇关于中国及海外疫情的预测模型发表于医学预印网站 MedRxiv，模型的稳定性和预测性经受了回测的真实检验。

今天做讲座的时间稍微短点，多留一些时间和大家交流。如果大家对模型的细节感兴趣，可以到我的财新网博客

（http://chenjian.blog.caixin.com/ ）上去看详细的模型内容。

一、信用风险量化模型为什么可用于病毒疫情的预测?

先简单说一下为什么信用风险量化模型可以用于病毒疫情的预测。实际上，疫情传染有高度的路径依赖。路径依赖是指事件直接存在着关联性：1）一个健康人可能和一个被感染的人接触；2）接触之后，此人成为密切接触者，密切接触者在我国会被送去隔离，这段时期叫医学观察期，医学观察期间要进行病毒检测；3）如果检测结果呈阴性，并且隔离结束后没有发热等症状，那就可以解除医学观察，解除医学观察是一个好事件，也是一个终结性事件；4）如果两次检测呈阳性，同时又有感染症状，就会被确诊感染；5）如果是轻症患者，就送到方舱医院（以武汉为例，其余地方可能是定点医院）治疗，如果是重症患者，就送到定点医院治疗（以武汉为例），重症可能转化为危重症，危重症患者送进 ICU 进行治疗，如果治不好，危重症患者就会死亡，死亡也是一个终结性事件。

轻症、重症、危重症，这三个状态之间是可以相互转化的，相互转化的影响因素其实有很多，比如病人自身的免疫力、病人接受的治疗等。湖北武汉发生疫情后，为什么全国各地有大量医疗队伍驰援武汉？其实，主要是为了减少向坏状态转化的可能性，降低危重症死亡率，增加轻症治愈率。

同样，贷款的状态也有路径依赖。假设某人有一个贷款（一般是消费类贷款），该笔贷款开始是一个正常的贷款；如果贷款人的收入减少（比如最近很多人没有办法复工，他的收入可能就会减少），贷款人无法及时偿还贷款，那么该笔贷款就会变成轻微逾期贷款，他的其他贷款，像房贷、车贷、信用卡分期贷款可能也没法偿还。轻微逾期贷款恶化，会变成严重逾期贷款；如果严重逾期贷款继续恶化，最

后就会发生违约，违约是一个坏的结果。

如果借款人在期间能得到某些救助，比如对该笔贷款条款做一些变更、免除一部分利息、推迟一部分本金支付、或者延长贷款期限，那就有可能缓解贷款人的还款压力，这时候，轻微逾期贷款就有可能转化为一个正常的贷款。一个正常的贷款很有可能会被提前支付，相对来说这是一个好的结局。我们在做信用风险管理的时候，同样也要尽量采取一些措施去减少坏的情形发生的可能性，也就是减少贷款违约的可能性，提高逾期贷款向正常贷款或提前还款转化的可能性。

在信用风险管理里，经常用到一种模型，叫做状态转移矩阵。状态转移矩阵有比较简单的模型，也有比较复杂的模型。这个模型经常用于分析美国房地产贷款。美国的银行经常用这种模型来预测未来半年到一年有多少贷款会转为轻微逾期贷款，有多少贷款会转为严重逾期，有多少贷款会违约。

对银行而言，它需要根据贷款处于不同阶段来分配不同的人力。如果是轻微逾期，就是早期催收；如果是严重逾期，就是负责减少贷款损失或贷款条款变更的团队去进行该笔贷款的修复；如果是违约，有专门对资产进行处理的团队去负责。这个思路其实可以移植到对疫情的预测上来，因为疫情感染也存在多个状态，每个状态需要的医护人员和设备是不一样的。

对于轻症患者，方舱医院的 1 个护士可以看护 10 人左右；如果是重症患者，送到定点医院，可能是 3 个或 4 个护士看护 1 个病人；在 ICU，基本上是平均 4.5 个护士看护 1 个病人（和郑院长交流的结果）。在疫情不同阶段，需要配置的人员是不一样的，而且需要的医疗设备也是不一样的。所以，实际上疫情预测是为了能够更有效地分配医疗人员、医疗设备以及医疗物资。

二、状态转移模型和 SIR 的区别

我们的模型和其他模型相比，作用要更多一些——它能够预测疫情期间的中间状态分布，而不是简单预测感染人数。如果大家最近关注了一些临床或者传染病学的学术文章，就会知道，其实学术界常用的模型并不是我们使用的这个模型。传统的模型是 SIR 模型，这个模型将人群分成三类，分别是易感人群、受感染人群和移出人群，移出人群包括治愈者和死亡者。传染病学的模型主要是用来预测疫情的峰值和时点，以及疫情的全部发展过程，但是它不能预测中间状态（轻症、重症、危重症）的分布情况。

由于状态转移模型是相对比较灵活的，可以预测从接触到医学观察，再到确诊、轻症、重症、危重症所有中间状态的情况，在湖北省的医疗队也使用了这个模型，我本人和郑院长的团队一起合作写了两篇论文，都已经在医学预印网站 MedRxiv 上发表。

三、模型的预测效果

发表的第一篇预测模型论文，是 2 月 9 号发布的模型预测，主要是预测湖北省的拐点、重症、危重症峰值人数，日期等重要节点。总的来说，模型的表现非常出色，据郑院长介绍，是他见过的目前最好的关于疫情预测的模型。详细回测数据可以在我的财新博客《如何借鉴中国经验？与张文宏主任探讨全球抗疫策略》找到。

发表的第一篇预测模型论文，是 3 月 10 日发布的模型预测，当时主要是预测几个疫情比较严重的国家的后续疫情情况，就是意大利、韩国和伊朗。这三个国家比较有代表性，一个是亚洲国家，一个是中东国家，一个是欧洲国家。我们运用的中国经验数据作为参照，主要是新增确诊人数的变化率，也就是累计确诊病人的二阶导数。

湖北以外地区的防治效率是非常高的，从武汉封城到全国（湖北外）新增确诊人数拐点出现，大概是 15 天时间；武汉从封城到新增

确诊人数拐点出现，差不多是 20 天的时间。我们估计的模型参数也明显表现出这种关系，湖北的新增确诊的变化率是湖北省外地区的60%左右。换而言之，在本地疫情已经严重爆发的情况下，按照湖北省的严控措施去防控疫情，其效率是湖北以外地区的防控效率的 60%。我们把这两种场景作为预测其他国家疫情的一个基准。

在模型中，我们把这两种情景用于这三个国家疫情的预测，此外，我们又增加了一个额外的场景——假设其他国家达不到湖北省的防控效率（60%），只能达到湖北以外地区防控效率的 40%，相对来说这是一个比较悲观的情景。病毒的传染性非常强，参数稍微变化，对结果的影响是非常大的。这三种场景，我们分别将之叫做 S1——湖北以外地区的防控情景，S2——湖北省的防控情景，S3——额外假设的悲观情景。一个是 100%的防控效率，一个是 60%的防控效率，一个是 40%的防控效率。

意大利疫情预测

在 S1 情景下，意大利的新增确诊人数大约在 3 月 12 日见顶，峰值是 1000 例左右；如果是 S2 情景，意大利的新增确诊人数应该是 3 月 18 日见底，峰值是 3000 例左右。如果是 S3 情景，意大利的新增确诊人数应该是 3 月 25 日见顶，预测的峰值是 7000 例左右。

大家如果关注意大利疫情变化的话，就知道现在意大利新增确诊人数是接近 5000 例，这其实已经远远超过了 S1 和 S2 的情景，现在是接近 S3 情景，也就是说，意大利的疫情扩散趋势确实不容乐观。在这种情况下，意大利的全国累计感染人数最终会达到 20 万人左右。而且这还不是最悲观的情景，如果意大利达不到湖北以外地区防控效率的 40%，那么最后的累计感染数肯定比 20 万还要多。

韩国疫情预测

我们对韩国疫情也运用了同样的方法进行预测。韩国新增确诊人

数的下降速度非常快，接近湖北以外地区新增确诊人数的下降速度。但是韩国疫情最近两天有所反弹，今天新增确诊是 152 例，昨天是 93 例，这跟我们预测的指数型衰减情形有一些偏差。

韩国为什么没能 100%达到湖北以外地区的防控效率？这和韩国采取的防控措施有关系。韩国没有展开全国防控，韩国是在保持生活、工作相对正常运行的情况下，对疑似人群做快速检测，然后把轻症患者送到生活治疗中心（类似方舱医院），也没有实施 14 天的医学观察措施，而且韩国没有实施集中隔离，而是居家隔离，虽然有人监督，但隔离效果应该要比我国要差一些，但比欧洲好一些。

最近几天，韩国疫情有所反弹，分别在几个不同的地方出现了小范围的聚集性感染。这些小范围聚集感染情况会不会恶化，现在还不知道。但从目前来看，基本上韩国的防控效率非常接近湖北以外地区的防治效率。

伊朗疫情预测

模型对伊朗疫情的回测效果不是很好。伊朗现在几乎每天的新增确诊人数都是 1000 例左右，这比较让人感到困惑。一般来说，一旦疫情爆发，新增确诊病例会指数式增长，见顶后又会很快衰减下来，这是因为采取的防治措施在发挥作用。病毒的传染效率非常高，所以最开始新增病例会指数上升；一旦隔离传染源，采取各种各样的防控措施，新增病例也会指数性下降。但是在伊朗看不到这种现象：伊朗 3 月 7 号新增 1234 例，3 月 20 日新增是 1046 例，也就是说，从 3 月 7 号到 20 号一共 14 天时间，伊朗的每日新增病例趋势基本上是水平的。这个现象很难解释，我们也不便妄加猜测。

四、其他国家的防控情况

现在看来，全球对抗疫情的办法基本上有两种，一种是中国的办

法，一种是类似韩国或新加坡的办法。

中国的办法大家都了解，就是密切接触者医学观察，并尽快检测，把轻症患者集中收治；疑似患者隔离观察；重症患者极力救治。此外，为了防控疫情，春节后两个星期，全国几乎“社会停摆”，这是一个代价非常大的防控措施。

韩国采取的措施跟中国基本类似，除了最后一条“社会停摆”，韩国没有在全国范围内进行疫情封锁。但是韩国的这种防治措施，它的隐患就是没法非常彻底地根除疫情。到目前为止，韩国每天的新增病例还是在 100 例左右，不像我国，新增病例很快降至 0。现在我国本土已经没有新增确诊病例，尤其是湖北省外地区，已连续很多天没有新增病例了。韩国的防控方法对社会生活和对经济的影响比较小，但是它有一个潜在的危险，就是对病毒的检测不可能特别全面。

现在看看欧洲的情况。如果把爆发 50 例作为坐标原点，那么意大利和西班牙这两个国家的疫情上升曲线其实跟湖北非常像，但是湖北是在 549 例的时候开始封城的，意大利是在超过 9000 例的时候封城的，而西班牙是在将近 6000 例的时候开始封城的。现在可以看到实施封城的国家越来越多了。法国实施 15 天的全国封锁，德国也号召民众减少不必要的出行。今天美国新增病例也很多，现在累计应该是 14000 例左右。

现在很多国家都在采取类似中国的防控措施，也有和中国、韩国的防控办法都不一样但又没有出现疫情爆发的国家，就是日本。日本既没有做大量病毒检测，也没有进行严格的防控和隔离。目前为止，日本确诊人数还是比较少。有很多人对日本的疫情数据表示怀疑，我们也不清楚，日本病例少，到底是因为感染人数确实少，还是因为很多人没有得到病毒检测。

总的来说，欧洲的情况比我国当时的情况要严峻得多。欧洲的病

例数和死亡数已经超过我国，而且其死亡率远远超过湖北省情况最恶劣时的死亡率。死亡率在刚开始的时候会比较高，然后会下降，之后又会上升。湖北省最早的时候死亡率大概是 2%，后来因为轻症患者都被确诊，分母上升进而死亡率下降，但是后来累计死亡率又上升到 4%左右。原因很简单，因为到现在还未治愈的患者，基本上都是危重患者，这些人的死亡概率是非常高的。这就是为什么我国湖北省内和湖北省外的疫情曲线完全是两个走势。湖北省外最早的时候死亡率是 0.2%，现在大概是 0.9%，在患者能够得到充分救治的条件下，这是能达到的最好的死亡率曲线。

还有一个国家也类似湖北省外的情况。德国现在的死亡率大概是 0.2%，德国为什么能做到这么好？这跟德国的医疗条件和政府有关系。在欧洲，各个国家不管是在人文还是政府效率方面，差别还是很大。在欧洲，意大利和西班牙这两个国家的疫情是最严重的，这与拉丁语系国家人民的生活习惯其实也有很大关系。德国虽然确诊人数比较高，但是现在死亡率却只有 0.2%。德国的医疗条件很好，德国 ICU 病床数在全球是领先的，每 10 万人大概有 30 张病床。中国每 10 万人有 3.6 张，美国最高，每 10 万人有 34 张病床。所以美国应该说是世界上医疗条件最好的国家，但是美国现在的死亡率其实还比较高，大概是 1.6%。

美国死亡率高，和美国政府前期不重视，尤其是病毒检测不够有很大关系。看一下美国的检测数，3 月 19 日检测了 27,000 人，这个数字在 10 天前大概是 1000 人。现在美国总确诊数和检测数的比例大概是 10:1，这个比例其实不算很高，韩国是 25:1，湖北省外地区是 30:1，香港是 80:1。

做的病毒检测越多，就越有可能发现感染病例。美国现在的检测数显然是不足的。美国病毒检测能力提升非常快，5 天前每天检测不

到 10000 人，现在已经达到 27000 人了。随着检测能力的提高，美国的确诊人数肯定还会大幅增加。

美国是一个地理范围广阔的国家，不管是接受检测的人数还是每周确诊的人数，各个州的差异非常大。我们做了一个简单分析，发现民主党控制的州的检测数和确诊数要比共和党控制的州要多很多，差距大概是 3 倍。并不是说在民主党控制的州更容易感染，而是在民主党控制的州更有可能得到检测和确诊。现在美国必须把病毒防控去"政治化"，尽量把疫情防控做好。不只是专业人士，包括华尔街日报头条也在说美国在病毒检测上是失败的，现在必须把检测重新做起来。总的来说，美国政府的效率应该比欧洲一些国家更高一些，而且美国的医疗条件确实也非常强，如果美国政府能够快速运用这些能力和资源，我认为美国在疫情防控上优势还是很明显的。不管是中国模式还是韩国模式，都必须进行快速检测和隔离，如果这些都可以做到，我认为美国能够把疫情控制住。

前面我讲了亚洲、欧洲和美洲主要国家的疫情，其他国家我目前没有花特别多的时间去看。像印度，现在才累计确诊 100 多例，这个数据是不是可靠，大家可以自己判断。如果没有一个相对来说比较准确的数字，我们的模型是没有办法做的。为什么我们的模型预测中国疫情比较准确，因为中国的疫情数据披露得还不错。和美国 CDC 比，我国披露数据非常及时，美国 CDC 周末是不更新数据的，你必须手工把周末两天的数据补上。现在如果去 CDC 网站去查看，它披露的确诊数量是 7000 例，实际上已经到 14000 例了，美国政府的官僚主义其实也挺严重。

如果 CDC 披露更多的数据，我们的模型可以做得更精确一些。比如接触人数、接受测试的人数等，现在都是各州自己在公布，没有一个统一的机构去收集这些数据，我们也是在网上四处寻找数据来看

美国的疫情趋势。希望美国之后能更高效透明地公布数据，我们就可以把美国分成几个大区域来做预测，效果可能会好一些。

欧洲的趋势其实也很明显，西班牙的疫情爆发趋势应该是和意大利类似，目前来看德国还是最好的，法国在两者之间。英国很特殊，因为英国的死亡率非常高，达到 4%。英国患者如果死于和肺炎相关的病情，是需要去做病毒检测的，所以分子是比较准确的，但是分母是不准确的。因为英国现在不鼓励疑似患者去做检测，所以之后死亡率可能还会有所增长，但并不意味着病毒在英国的感染性比在其他国家差。

五、Q&A

Q1：陈博士，根据您的模型预测，美国疫情什么时候能见到拐点？

A1：这个问题有很多人问，我听说有人预测三周之后美国疫情出现拐点，我没见过他们的模型，我只能说，我现在的模型预测不到。如果把中国的经验数据放到美国上，我觉得没有特别大的意义。美国不是中国，美国内部各个地方完全不一样，纽约州和华盛顿这些地方做的病毒测试特别多，但是其他一些州就非常少。

美国国内的医学专家说，现在根本不知道美国是在爆发的哪个阶段。所以在这个时候预测美国疫情的拐点其实没什么意义，我们必须知道疫情已经到哪个阶段，才能预测它什么时候达到拐点。我们现在预测主要是针对那些疫情已经完全爆发并且采取了一些措施的国家，这类国家我们才可以采用模型去预测，美国现在就是非常难以预测！首先不知道美国疫情在哪个阶段，其次不知道每个州政府会采取什么政策。比如加州今天刚刚“封城”，但纽约州州长说他不会考虑封城。这种情况下是没法做预测的，所以我认为现在谈美国疫情的拐点还为

时尚早。

Q2：您刚才提到民主党州比共和党州的检测可能更彻底一些，这种政治上的博弈，包括对数据的透露情况，怎么去理解？

A2：我们现在在分析美国的数据，所以我们也比较关注美国不同的州的情况。各州的差异性体现在什么地方？我们现在确实看到民主党州的检测做得更多。当然，美国疫情主要是在东西两岸，比如纽约州、加州、华盛顿州，两岸的感染几率确实比中西部地区要多，这是一种可能性。但是从另外一个数据来看，如果检测之后的确诊率是一样的，那就表示确认人数是和检测人数高度相关的。目前来看，共和党州做的病毒检测确实是不够的。

我们在谈论这个问题的时候，是希望美国能够把政治上的分歧放到一边，病毒并不在乎你是共和党还是民主党，它的传染性是一样的。只有把搁置意见分歧，然后集中力量来对抗疫情，美国才有可能把疫情给抑制住。现在特朗普发表的很多言论，我认为是非常不合适的，这些言论除了对他当选有帮助，对抵抗病毒是没有任何帮助的。但是没办法，今年是美国大选年，肯定会有很多人把病毒政治化。

美国现在的检测能力还没有饱和，特朗普 13 号说下周争取做 200 万份的检测，现在一天才 27000 份，这和他们最初的设想差距还挺大。随着检测速度加快，美国确诊人数肯定还会爆发。

Q3：最近欧洲疫情扩散得非常快，不只是新增确诊上升快，而且意大利的死亡率也非常高。前几天一度看到意大利的新增确诊有疑似拐头的迹象，但这两天好像又起来了。我想请教一下，您预测意大利、西班牙、法国、德国等新增确诊的高峰大概会是在什么时间？如果美国那边也有做类似的预测，也请您和我们讲讲。

A3：我们有意大利的预测模型，就是我刚才说的意大利疫情的三个场景，可以在财新博客上查看详细情况。在悲观情景里，我们预

测拐点大概是在 3 月 25 号，峰值大概接近 7000 例。意大利现在新增确诊是 5300 例，其实和我们的峰值预测也非常接近了。虽然增长数字很高，但增长率确实已经降下来了。现在的 10 日平均增长率是 12.7%，3 月 12 号，这个数字是 22%。这个数字一直降到零，就会看到峰值的出现。现在来看，下降确实还是比较慢的，比我们当时设想的情况要慢一些。在模型的悲观场景里，新增确诊的增长率到现在应该是降到 5.3%左右，但现在仍然还有 12.7%。

我认为这个跟民族性有很大的关系。大家可能在网上看到意大利市长恳求民众不要出门。还有中国医疗队的专家意大利看到的情况是，现在还有很多人不戴口罩，很多人在街上走，公交也没有停。中国的医疗专家说这是一场没有旁观者的战争，所有人都得参与进来。我认为我国在这方面确实做得非常好，几乎所有人都在努力配合。西方比较强调自由，而不是强调集体利益，西方国家要做到这点，真的还有难度！意大利跟西班牙应该非常类似，这两条增长曲线几乎是一模一样的。

我们现在没有做美国的预测模型。首先我们现在不知道美国疫情曲线在哪一阶段，其次美国内部很复杂性，各个州的救治能力差别也很大，病床数也不一样。意大利的死亡率这么高，但实际上意大利的病床数在欧洲算是很不错的，每 10 万人有 12.5 个病床，法国只有 11.6 个，英国只有 6.6 个，这就是为什么英国人要搞集体免疫，英国知道一旦出现大规模爆发，他们的医疗系统很快就会崩溃。

Q4：大家现在都比较关注前两周英国首相所说的“群体免疫”，这和其它国家的措施不太一样，您们有没有对英国作预测，英国未来的情况可能是怎么样的？

A4：我看了一篇这篇论文，其中假设人群大概有 50%~60%感染，英国最后可能死亡 25 万人。我们的模型假设政府一定是采取措施的，

没有对这种情况建模，因为如果放任疫情扩散，基于抑制疫情假设的预测模型就没有意义。我们一开始就假设疫情是能够被控制住的，差别就在于控制的效率。

Q5：这两天很多人都在传看帝国理工大学的预测，他们的预测还是比较吓人的，不知道您怎么看？

A5：我看过这个预测。从事金融的人做模型预测其实和医学预测差别很大。就我而言，我不愿意给一个范围非常宽的预测。当时我在做伊朗疫情预测的时候，有人预测说，德黑兰可能有 40%的人口会被感染，那就是 320 万人。我们对伊朗疫情的预测，在最恶劣的情况下，也只有 20 万人感染。这个不一定准，但是在给定假设的情况下，我们这个结果是可以被验证的。全国人口 40%都被感染，我不知道这是一个什么样的场景。从我的角度来看，做预测的目的是为了能够指导合理分配医疗资源。如果给一个特别高的数字，那对于医疗资源分配就完全没意义了，这是我对预测的看法。

为什么模型预测会有如此大的差异？关键在于我刚才说的参数假设。我们的假设是疫情可以被控制，也就是说，最后的感染率是会低于 1 的。只要感染率高于 1，最后就会传染所有人。所以参数设置是最关键的差异。

Q6：根据您最新更新的模型来看，相关国家的重症率和他们目前的重症病床数大概是一个什么样的关系？

A6：这个问题挺好，但本身其实没有特别大的参照意义。尤其是对大国来说，不可能把病床从一个地方挪到另外一个地方。我们国家病床数最高的据说是武汉，但疫情爆发的时候，其他地方的 ICU 病床是挪不过去的。所以只能在武汉立刻新修两个医院，增加了大概 2000 个病床，最后武汉市总共的病床大概是 25000 个。这些病床基本上能够应付重症和危重症患者的治疗，但是轻症患者还是没法用的，

所以很多轻症患者就被送到方舱医院。

同样的道理也是用其他国家。意大利每 10 万人有 12.5 个 ICU 病床，意大利现在每 10 万人的感染人数是 100 人（19 日数据），假设重症率跟我国一样，为 20%，那么每 10 万人有 20 个重症患者，早就已经超过 ICU 床位了。何况意大利的病床大多数集中在北部大区，就是伦巴第大区。我看到一个消息说，这个地方的病床利用率已经达到 250%，这是什么意思呢？就是这个地方肯定搭建了很多简易的病床来收治病人。在局部区域爆发疫情的情况下，病床数肯定是不够的，这和平时有多少床位没有特别大的关系。

Q7：像德国、法国这些国家会不会也出现重症病人数超过重症病床数的状况？因为一旦发生，意味着医护人员的感染率会很高。

A7：我看到一个数字，意大利医护感染率是 20%左右，荷兰好像是 25%。但法国和德国的情况，我们现在还没有进行模型预测。

Q8：您刚才提到伊朗的每日确诊人数基本上持平，可能是受限于它的检测能力，这其实非常可能。但我有个疑问，因为伊朗现在目前还处在一个感染人数不断增加的过程，随着感染人数的基数扩大，每天就算抽一样的人数去检测，检出率应该也是显著增加的，您怎么看这个问题？此外，其他哪些国家跟我们目前的模型背景很相似的，是我们可以拿来参照的？

A8：从中国来看，我们的检出率其实一直都很稳定，大概在 3%，变化不是特别大。所以，如果感染人数占总人口的比例相对较少，那么检出率的差异应该不会特别大。此外，伊朗检测能力有限，只是我们对伊朗特殊情况的一个原因推测，因为这个情况完全没法用常理来解释。

我们的模型在国内也主要是用于预测湖北省内的疫情情况，所以这个模型基本上是适用于疫情爆发之后的国家。比如新加坡，疫情没

有爆发，模型预测可能不会成立。比如日本也没有出现大规模的爆发，所以也不能用于日本。

我们这个模型最主要有两个假设。一个假设是，疫情爆发的时候，新增确诊呈指数增长；另一个假设是，疫情爆发后，政府会采取各种防治措施，新增确诊会迅速减缓。然后再利用中国的经验数据做基准进行预测，这是模型最主要的假设。如果前期防控做得好，疫情没有爆发，那这个模型没必要用；如果实行群体免疫，不防控，那么这个模型也没有用。所以，这个模型的应用范围是比较窄的。

Q9：您刚才也说了美国疫情不太好预测，我还是想向您请教一下，用您的预测其他国家经验，您能不能拍一个美国峰值的数？以及可能会在多长时间范围内出现？

A9：我们用 50 例确认数作为坐标原点的话，意大利和我国差了 38 天，西班牙比我国差了 45 天。其实我可以凭空猜一个数字，但我认为没有这个必要，因为这个数字肯定不准。我可以告诉你的一点是，美国确诊 50 例的时间和我国差了 46 天，也就是说美国和西班牙只差一天，你可以按照这个去线性外推，猜测美国接下来的疫情发展。

美国各个州的差异性非常大，很难把一个模型运用到所有州的情况上去做预测。我们现在还在收集数据，每个周的数据其实还是比较全的，包括 ICU 病床数等等。有了数据后，其实就可以预测每个州的疫情演化，最后再把所有州的情况加总起来。美国 50 个州，还有一个华盛顿 DC，州内的很多政策都是独立的，所以很难把一个模型用到美国的每个州里去，当然我们也不必要关注美国的每个州，观察一些人口或经济大州就可以了，所以加州、纽约州肯定是我们关注的重点，但是现在我们确实没有办法对美国疫情做预测。

Q10：很多医学模型都有 R0 的概念，您的模型里面有没有和 R0 有对应关系的参数？或者说，您是不是也假设了 R0？

A10：我们模型中的 R0 是隐含在模型里面的。因为 R0 是没办法直接观测到的，但是每天新增人数、密切接触人数等等，这个是能观测到的，我们没有对 R0 进行明确的估计。就如之前所说，我们的模型和医学模型的差别在于，我们的模型是可观测的。我们完全可以直接用实证数据来进行测算，因为 R0 确实要降到 1 以下，疫情最后才会收敛，否则就会一直扩散。所以我们不需要假设 R0，只要假设新增确诊人数会依据某个规律持续减少。那么这个规律就取决于防控的力度，这是我们最重要的参数。这个参数能够做到达到同样的效果。我认为一些没法验证的假设，没有必要引入到模型中来。我们直接把防控效率作为参数，就可以了。

Q11：您的模型是基于每日新增人数来判断疫情的发展，但新增人数其实会随着检测量的增加而不断增加，这是不是会高估趋势的变化？此外，现在国外的隔离措施的效率是不够高的，那新增要降到零，就很难了。在这样的情况下，如果防控措施稍微放松，新增人数可能又会增加。这样的话，他们是不是可能就在这种状态中保持下去，等待疫苗的出现？如果疫苗没出现，那在国外上是不是只能靠群体免疫了？

A11：第一个问题，这肯定是会高估的，但是我们主要是看它的二阶导数。此外，我们是用 10 天移动平均数来做预测的，这个数相对来说是比较稳定的。

第二个问题，张文宏医生比我专业，我不是传染病学专家，但是我们可以简单讨论一下。我国疫情爆发，政府出台措施，全国人民在家好好地待了两周。但是意大利到现在还有民众想出门放风，这个差距是很大的。所以，欧美国家要达到我们这种防控力度，确实非常难。

欧洲国家什么时候会停止封城呢？我认为现在还太早。疫情峰值都还没到来，是不可能停止封城的。意大利和西班牙基本上是防控最

严格的两个国家了，但他们什么时候会解封，我也不知道。我国本土新增已经是零了，但湖北还没有完全解封。其实，现在都是走一步看一步，希望疫苗能够尽快研发出来。否则就像张文宏医生所说，疫情要拖到下半年，到下半年，病毒很可能就会和流感混在一起，这种情况下更难防治。那个时候，我们可能真的要长期与病毒共存了。

如果没有疫苗，只有我们国家情况能好一点，因为我们的基数少，并且防控力度大。一旦某地爆发疫情，可以先封城。但是全国封城的代价实在太大，欧美国家很难做到。比如我国的情况，1-2 月份，经济指标都下得很快，社零同比跌幅甚至超过 20%，这个代价确实太大，我们也很难再像今年春节一样，实施一次全国性的联防联控。所以，我认为疫苗的研制进度很关键，否则大家可能真的只能提高免疫力了，就像张文宏医生所说，现在最好的药是提高免疫力。

如果隔离措施长期化，对经济的影响就很明显，所以未来我们肯定是要做好二者平衡的。疫情爆发之始，尚不清楚病毒的危害性，我认为采取极端的措施是非常有效的。现在回头看，也不能说当时做的决定是错的。相对来说，韩国的防控就更灵活一些，对经济的伤害更小。但不是每个国家都能学习韩国的模式，从理论上讲，欧洲国家也可以采取像韩国一样的措施，但是没有一个国家像韩国那么做，因为做不到。我认为这还是跟民族性有关系，东亚国家民众的自律比欧洲，尤其是南欧这些国家要好多。所以我和张文宏主任都强调，除了政府的管控措施要更加得力，民众也必须配合，仅靠政府和医务人员的努力是没法战胜病毒的。

第 145 辑

(2020.4.10)

开放金融：DeFi 与金融业的演化

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

火币大学校长于佳宁博士

我加入火币集团创建火币大学之前，是在工信部信息中心的工业经济研究所当所长，当时是作为一个宏观经济或者产业经济专家的身份参与工信部的政策执行调研，以及一些报告的撰写工作，其中包括各种给领导的报告和对外公开发表的报告。2018 年 8 月份我从研究所离职，完全投身于区块链行业的研究和教育工作，事实上我对于区块链是从 2013 年开始研究开始关注，直到 2017 年，有一个政策宣布 ICO 是非法的金融行为，当时出台了一系列政策，很多人对区块链未来就基本上丧失了信心，觉得区块链只能去做 ICO，但事实上我认为不是这样。通过很多年的观察，我认为区块链可以和各行各业很好地结合，未来它一定是像现在的互联网、云计算，甚至像交流电、自来水一样，成为各行各业的基础设施。所以在 2017 年底我提出了产业区块链的概念，在 2018 年我们做了全行业非常全面的调研，对于区块链行业的总体发展情况、运营落地的情况进行了梳理，并在 2018

年 5 月 20 日发布了 2018 年中国区块链产业白皮书，当时我还在原单位以工信部信息中心名义发布，我是编委会的主任。在白皮书中我们系统性阐述了区块链落地利用，以及发展趋势的一些判断，其中核心内容就是 PPT 中这个图。

图 1：2018 年中国区块链产业生态

2018 年区块链已经在 24 个产业场景，包括 11 个金融场景和 13 个实体经济场景落地，现在看当时的预言总体没有什么错误，区块链落地速度还是比较快的，尤其是在去年 10 月 24 日，总书记把它列为核心技术自主创新的重要突破口之后，整体的发展速度是超预期的。如果大家有兴趣的话，可以到工信部官网去搜索一下报告，去具体看一看其中的内容。

我今天演讲实际上是分两部分，前一部分就是对于区块链为基础的分布式商业的一些基本逻辑的探讨。为什么我不直接去讲 Defi 的项目，因为我觉得今天来参与的朋友不一定人人对 Defi 都很了解，可能有很多人对区块链还并不是非常了解。如果现在就看 Defi 的一些具体项目，说实话每个项目都不值得看，因为它很小很弱，而且在市场出现大的波动以后，很多项目纷纷就不行了，所以说它是一个方

兴未艾的东西，并不成熟，所以关键还是要梳理逻辑。

今天我就先把区块链的基本商业价值逻辑梳理一下，总书记的讲话我就不重复了，大家可以再去多去关注一下。这两天可能大部分的研究员都应该在分析昨天党中央国务院发布关于完善要素市场化的决定指导意见，其中对数据作为一种要素提了很多发展方向，我们觉得对数据要素的充分承认，继续深化市场化改革，实际上会带来数字经济发展。数字经济发展是离不开区块链的，数据要变得有价值，数据要变成真正意义上的生产要素，离不开区块链的催化。为什么？其实逻辑是比较简单的，因为之所以数据现在值得重视，是因为互联网读写数据的传输效率增加，数据的传输成本降低了，然后衍生出了新的商业模式。但是问题是为什么前一阵有那么多大数据公司遭到了警方的调查？圆通大数据公司在调查之后，业务中确实是有不少的违规行为，为什么出现这种情况呢？因为数据在传统的信息互联网上，是以复制粘贴的方式传输。复制粘贴传输数据的一个坏处，就是尽管它可以让数据传输很快，但是它实际上使数据变得没有价值。就像不会有人偷偷溜进电影院去看一下电影，但是可能会有很多人在网上去下载一部电影，在家用盗版的方式来看，不会有人去书店偷纸质的书回来看，但是很多人会在网上下载免费的盗版电子书来看，差别在于在纸质书和 DVD 光盘那是实物，不是简单的复制粘贴，每一项都有对应成本，每个人很自然都会认同其中的所有权，所以说不太会去轻易侵犯的这种所有权。但是到了数字化方式存在之后，由于传输的方式是复制、粘贴，传输的成本甚至可能接近于 0，所有权属性被模糊掉。所有权属性模糊掉之后，实际上就不是真正意义上的资产，没有办法去成为经济联系。但是区块链的出现正好补上了这一块，区块链可以使信息还是非常高效、非常便捷的传输，但是它的所有权属性非常明确，每一套数据具有非常明确的所有权属性，然后实际上正好帮助数

据从所谓的这种简单的散落的状态，变成真正的资源、真正的资产，构成数字经济关键一环。

信息互联网是对应的信息高效传输，区块链价值互联网对应的是数据的确权、存证、清算以及分配，还有数字身份的确定。事实上我觉得要想达到真正意义上的这种数字经济，就需要区块链作为一种确权的机器，为所有数据以及未来会逐渐数字化的这种世界，提供非常低成本、高效率的确权服务平台，然后去解决数字经济中大量信息、大量数据、大量资产产权不清的情况，真正意义上释放这个数据的价值。只有确权才有资产，有资产才有交易，有了交易才有经济，所以说数字经济离不开区块链。

区块链的另外一个核心价值来自于新型的交易业态。我就举一个例子，在 5G 时代，实际上很多的新兴业态都会爆发，因为它是一种技术融合的时代。5G 相信很多研究员对他是非常深刻的理解，它实际上有三大支柱，第一个是增强移动宽带，第二个是海量机器通信，第三是超高可靠低时延通信。5G 的主要的变革应该会来自于万物互联和工业互联等等这些方面，它实际上是多项技术的融合爆发。因为如果没有 5G，就没有真正意义上的万物互联，没有万物互联就没有真正意义上的大数据，没有大数据的话，就没有真正意义上的人工智能。没有这些东西，区块链也没有用武之地，所以说 5G 是牛鼻子。5G 将牵引这些所有技术的爆发，当然其中很关键的环节是区块链。对于这个逻辑来说，我们还是需要讲一个简单的例子，来给大家帮助梳理一下。现在展示的是一系列卡车在高速公路上开的图片，这是德国的博世公司，和德国的一个区块链项目合作，搞的一个在 5G 无人驾驶、车联网的环境下，实现车与车之间互相交易，然后来实现高效协作的一个案例，具体怎样？

图 2：德国博世公司的区块链项目案例

如果说在 5G 环境下，车与车之间是网络相连，那么车就可以挨着很近的开。也就是后面车几乎可以贴前边车开。在这种情况下，前面车对后面车破风，后面车可以降低风阻进而降低能耗。然后在这种情况下呢，如果所有车都这么开的话，整个卡车运行的成本会显著的降低。但是其中有一个问题就是怎么补偿第一辆车，因为没有车会自己主动去做雷锋的，必须要有一个办法，去补偿第一辆车。让第一辆车觉得给后面说破风是一件有利可图的事情，这就实际上涉及到车与车之间的交易。这件事可能会有一些解决办法，但事实上好像经过博世公司的研究，最后还是觉得其他办法都是不靠谱的，车与车之间的交易，可能仅仅能通过区块链和家庭资产来实现咱们再来实现。所以说他们相当于在哪个车上装了一个装置，然后通过区块链的这种方式，使得后面的车可以实时的支付一些费用给前面是而且这种支付并不是通过某一个系统去集中记账，而是一种直接的这种点对点的支付，可以做资金的点对点支付。在这种情况下，实际上就可以给前面的补偿，使得这样的让卡车像一列火车一样开的这么一种新型的开车的方式，能够成为现实。简单总结，区块链的技术核心价值是实现了一种新型的交易，也就是车与车之间的这种直接的交易，然后这种交易创

造了公平的分配。后面车能够省下这些钱，但是也要付点钱给前边车，那时候进行公平的分配，然后公平带来的效率，带来了整体的这种效率的提升，成本降低，效率引发了新型的协作，使得车在街上开的形态不一样，未来卡车的组织方式就变得完全不一样。从这个话题再进一步衍生下去，实际上我们就会看到，区块链它可以作为一种分配方式，这种分配方式之所以重要的就是在于它实际上是对应了数字经济中核心的一些劳动生产方式。

比如说一个音乐软件，核心功能是推荐，实际上是基于所有用户大数据来实现的，每一个人的点赞行为、转发行为、评论行为都会做一些贡献。但事实上这个软件尽管它离不开用户的数据，但是并没有为用户大数据去买单、去付款，在这个体系中贡献很多的用户，比如创建了很多的歌单等等，可能并没有办法得到很有效的回馈。这带来什么问题？事实上在真正的数据经济时代、平台化的经济时代、众包的时代，为平台创造价值的这些人永远不只是开发者、不只是股东，还有上下游的好多人，但是实际上没有办法形成很好的价值分配。实际上这里边的缺陷是什么？在工业经济时代，大家觉得钱应该分给谁？应该分给资本家，他们都有机器设备，但是到了信息经济时代，最关键的是谁？最关键的实际上是这些写程序的人，这些人需要被激励，后来出现了期权等等一些工具，来去激励他们。到了数字经济平台经济时代，有更多人需要被激励，但是现在缺乏有效的激励工具，所以说我们认为这种数字劳动成果需要得到有效的分配。我们看到很多新的商业电影，可能离不开 Token，离不开这种所谓的战略资产来实现有效的价值创作，有效的协作体系的创作。它的本质是什么？它是一个货币级权益，它既是一种 Token，代币资产，既是一种可流通的品种，但同时又是一种价值分配的股份。上下游这些股东，所有人都能够去贡献，所有人就能够从这个体系中得到自己应有的价值，收入即

分红。每次进行交易结算之后，本质上不光是我们给你现在的价值，还分配给你程序价值。实际上我认为这就是期权工具的升级版，就相当于把这种期权股权激励的范围，从公司内部的员工扩展到了更多的上下游利益相关者身上去，然后这种商业带来影响的商业自主制，或者说是经济社群。商业自主或者是经济社群，形成一种主流的这种组织形态，从这种公司制逐渐演化，向社群制演化，相应的经营理念，也会从公司价值最大化，这样的理念逐渐演化成生态价值最大化的理念。这种生态价值是开放的，内部是一种公平的分配和自发的协作。所以这种生态逻辑是可以不断的自组织自增长，是这样一套自我发展的逻辑。

前面简单的讲了一讲，区块链的一些底层的基本商业逻辑，当然这挺复杂的。大家可能现在关注的多了，比如说比特币以太坊等等这样的一些所谓的主流资产，这个到底是怎么回事？现在可能很多人都会关心，去年我也做了很多路演，大家更多关注还是在比特币或者是区块链本身，我觉得其中的商业逻辑还是未被重视，所以在前面给大家介绍一下。当然在对金融的改造也是比较明确的，我们会讲到稳定币，稳定币的核心作用是支付，为什么稳定币支付能逐渐成为主流的方式呢？绝对不仅仅是因为所谓洗钱的需要，或者说是逃避一些监管的需要。我相信绝对不会是核心的原因，其中之一的原因是稳定币带来直连性的网络，因为过去的金融支付网络效率肯定很高，但是他的问题在于结算资金流跟信息流实际上是分离的，而且信息流会周转太多机构，反复的验证，导致整体效率太低。但是区块链提供了点对点直连的方案，他们实际上让所有矿工接入作为证人，但是不经手钱，所有钱都是从 A 点接入到 B 点，而且它是一种现金流和信息流合二为一的一种新的经营方式。记账即交易，交易即清算，然后包括现在加密资产，未来各国的数字法币最大特点就是这种信息流资金流合二

为一，账就是钱钱就是账，这样的一些改变实际上当然在移动支付时代已经开始初步显现，我们觉得在未来它会有更大的价值和发挥的空间。数字金融是一种区块链来衍生出了一套金融体系。数字金融体系更多是一个高效的流动性的供给体系，它是更像是类似于外汇市场的概念，和外汇市场是逻辑比较接近的，包括一些产品和外汇的一些衍生品的产品是比较接近的。但是它的流动性创造能力确实是非常强。外汇是各个国家政府发行的货币，全部也就那么 100 多种是吧？所以说整体上还是品种还比较少。但是在区块链数字资产这个领域，主流已经有几千种，数字金融体系作为新兴的体系，确实为这些资产创造了比较有效的流动性。目前我们看到区块链的核心产业链是以公链作为确权清算的平台，然后以智能合约作为分配的方式，然后在交易平台进行交易，完整构成了流动性创造的产业。区块链确实没有能力把空气变成黄金，不可能把没有价值的东西变得有价值。很多会议在之前尤其在发币盛行的时候还是妄图发个币来解决什么问题，当然是不可能的。但是我们可以把固态的黄金变成液态的黄金，把这种大量沉睡的、流动性很低的资产，在传统的确权交易流转体系下，因为流转成本原因沉睡的、价值没有被充分发掘出来的资产能够通过这个体系通过成本更低效率更高的确权、定价、流转的体系，能够给他释放出来，这样的话，如果说全世界大量资产实现数字化，那么区块链对世界经济带来的强烈释放，是不可限量的。资产数字化它有些层次，过去比如说传统的股权债权等等那些，我们还会通过传统的一些交易体系来去实现，那么对于一些就刚才反复强调的数据，知识产权等等一些半虚拟化的这样在过去体系不太容易实现资产化的东西，区块链正好有非常强的用武之地。但是对于实物资产等等这些，确实还不是特别容易实现。因此区块链作为一种新的物种，我们看待它有需要新的眼光。

抗疫方面的区块链应用，之前在新华社经济参考报上面刊登了对我的专访，讲在抗疫过程中区块链的新应用。事实上，在去年 10 月 24 日总书记讲话后，区块链方面公司越来越多了，但确实在疫情初期，当时区块链的一些应用还是比较少，到了现在各地很多人都在使用具有区块链元素的一些系统。我想强调的是，它实际上大部分只是具有区块链元素，它不是整个系统都是去中心化了，都是基于公链的，其实并不是，因为时间实在太短太仓促了，很多应用还没有继续去开发、去部署，整个过程在可能比较仓促的情况下，最后大多数还是选择比较传统的一些方式，大家加入一些区块链元素，其中包括区块链加政务，最后列了一些比如说很多事件在疫情的这种数据管理方面、数据同步方面，都开始使用带有区块链元素这样的一些系统。实际上大部分目前能够和政务系统结合，能和政务大数据结合的系统，往往就是把一些核心数据目录，以及日志数据库的操作日志去上链，这样加强整个数据库之间可以互相校验，增加共享，增加数据可共享性，同时通过操作日志的方面，去增加整个系统的可审计性，降低监管成本。然后区块链跟大数据的结合，而且包括复工复产期间，最近也有很多系统加入了区块链的元素，尤其在各地的复工复产的管理系统中，我们都看到了一些信息，但和我刚才说的逻辑基本上是一致的，都是把数据目录以及数据日志上链。

我们也看到一些新的区块链加金融的一些服务，包括国家层面的、北京市的，还有地方层面的。去打造更加精准的对金融扶持的平台，区块链也是可以发挥到作用的。但由于现在整个过程比较仓促，能做到多大程度，说实话我自己也不是特别的确定，可能还相对是形式大于实质。未来毫无疑问，真正想要进行精准化，要进行真正意义上普惠化，甚至说能把所有的资金追踪到追踪到位，实际上离不开区块链，当然也离不开法定数字货币，这两点都离不开的。事实上我们之前看

到的就是区块链，就算美国这次给所有人发基本工资的过程中也在法案中提到了要搞数字美元，希望不要通过传统的邮寄支票这种比较麻烦费钱的方式去操作，更倾向于用更简单的数字美元的方式去操作。事实上后来条件不成熟就取消掉了，但是我觉得未来这应该是一个方向，而且法定数字货币推出之后，在中国经济当中，也包括一些金融扶贫项目和公益项目，实际上法定数字货币能够发挥核心作用。

当然公益的逻辑也是差不多的，在疫情期间区块链应用还是涌现出了很多，包括各种各样的一些捐赠的管理，包括捐赠物资的查询、复原等等，这些都涌现出了一些应用，但是实际上它也还是和刚才说的大数据，基本的数据上链的逻辑基本是一致的。不过是把信息和物资的管理相应的数据目录上链，确实把每一件物资全部通过物联网去识别，实时上链实时追踪，目前还没有太多的系统能够支撑起来这个事情，这个事情可以做，但是可能会太消耗成本以及难度还是比较大。

我们认为在疫情之后，区块链会迎来进一步的发展。因为区块链对应了一个核心，也就是分布式商业模式。过去我们讲要开会，大家坐在一起开，学习方面高校一起来上课，看起来是很难改变的逻辑，在疫情之后会发生很大的变化。包括未来简史的作者，他之前跟校方沟通了很久，希望自己的课程能够基于互联网授课可以让学生学的也更轻松一些，教的也更轻松一些。校方一直不同意，结果疫情来了，一个月之内校方就开发出来远程教学系统，导致现在估计全世界绝大部分高校采用的都是远程教学方式的授课，而且我们认为这种变化一旦跨越门槛，实际上就很难回去了。未来高校的形态就彻底改变几千年的教育传统，就会因为疫情一次性的变成长期性的变化，远程办公、远程教育、分布式协作的方式的进一步的普及，实际上使得当然包括5G 的普及。这些变化会带来区块链更多的应用场景，给区块链带来更多的发展机遇也会让更多的人接受区块链内在逻辑、内在精神。区

块链真实的价值在于把两个核心的商业工具，一个是过去看到的这种网络效应，还有一个是长期存在的金融杠杆，这两大最具有威力的商业工具合并，互联网思维、乘以经营思维，乘以产业思维这种新型的区块链思维。我在这个 PPT 上，讲到这十大趋势，接下来会正式开始讲 Defi 是其中的一个趋势之一。

图 3：21 世纪 20 年代区块链的十大趋势

① 数据成为主要生产资料，数字经济成为主要经济形态。
② 人类资产加速数字化，数字财富成为财富的主要形态。
③ 社群化成为经济组织主流形态，生态价值最大化成为商业主流思想。
④ 前沿技术加速融合，5G时代万物基于区块链实现自主交易。
⑤ 从金融科技到开放金融，区块链重构全球金融体系。
⑥ 法定数字货币呼之欲出，为商业加速智能转型提供基础和动力。
⑦ 区块链改造产业步伐加快，百行千业纷纷“上链”，万亿市场呼之欲出。
⑧ “新基建”引爆“新经济”成为经济发展的主要动能，区块链彻底改变基础设施的建设方式和运营范式。
⑨ 区块链打破数据孤岛，带来可信数字化加速电子政务服务效能。
⑩ 区块链带领人类走向“新文明”，“区块链思维”成为基础性思维方式。

从金融科技到开放金融，区块链有可能会重构全球的金融体系。我们还是要再回到原点，从比特币开始，因为区块链也是从比特币中脱胎换骨发展出来的。比特币是不容易理解的，我当时花了很多时间去理解它，在早期的时候，我认为比特币它可以说是现有金融体系的平行宇宙，玩法机理和现有金融体系完全不一样的，但是又是独立存在的。比特币我想大家可能都比较熟悉了，我也不具体来讲。但是一开始它想搞的是什么？是电子现金系统，比特币本身是一种点对点和电子现金系统，事实上他没有办法成为电子现金，而更是像数字黄金。最近可能有很多人讨论比特币原理和黄金的一致啊，数字黄金只是个比喻，只是说它是一种更加明确所有权属性的，然后相对来说可以成为一种价值储藏手段的这么一种资产，不代表它和黄金是一致的，它不代表是黄金的数字版。实际上，比特币不是一种交易媒介，原因在

于其投机性确实还比较强，高波动性还是比较严重的。所以说，区块链搞支付打造电子现金，说实话还是可行的方向。区块链资产作为非常有效的确权手段，然后作为一种高效的直连式的一种支付方式，在承载方面、效率方面还是有非常强的优势，怎么去做支付还是很值得思考的问题。后来就出现了所谓的稳定币，比如泰达币 USDT，实际上是在 2014 年，香港的泰达公司开始发行开始做。但到 2017 年之前，没有人去理会泰达币 USDT 这个东西。但到了 2017 年突然间火爆，原因是什么呢？当时在中国出了政策，这次政策之后，所有的中国交易所都全部迁到海外去。迁到海外过程中，就不再以人民币作为单位资产计价单位，然后以美元计价，然后相应的一些出入金的方式，也从过去的直接的这种支付改成了用人民币作为间接的媒介，来实现出入金。实际上 USDT 是美元的影子，比特币实际上就在这一刻变得更加是储备了，本身的计价逻辑也发生变化。

以太坊实际上和比特币不一样的在于不是简单的设计成的是一个交易网络，而是一开始就希望能够承载更多的应用成为一个所谓世界计算机。而这个概念世界计算机的概念，能不能成立？说实话只是口号，但是它作为一种新型的计算系统，现在还是在运行起来，从一种分布式的账本、变成了一个可执行分布式代码的技术平台，一个操作系统，然后可以继续更加复杂的计算和经营的逻辑，同时有更加简单开放的开发环境。然后在以太坊，以及后来的一系列供应链的推动之下，实际上越来越多的 DAPP。D 是 decentralize，去中心化的 APP，实际上这种 DAPP 和传统的 APP 的差异就在于后台中至少有一部分是要在链上的一个程序的方式来运行，相当于过去传统 APP 核心的部分是在一个中心化服务器上，所以说这个服务器的管理员就是想关掉它，想修改它，想影响运算结果都是很容易的，因为它是在服务器管理员的掌控之下。我用任何 APP，都是相信 APP 服务器的管理者，

因为管理者一旦给你篡改数据，你实际上没法用了。像之前 P2P 贷款的时候，接下来出现了很多类似的问题，大家看到人的一定程度不可信的情况下，就开始转向了 DAPP，把一些内容关键的逻辑都放到链上去。这个时候实际上就使得在整个运行中，代码一旦启动，脱离了原来编写者的控制，代码会拷贝成千上万份，然后所有的运算输出的结果都会完全依据代码来设定的规则，而不会受人操作，去实现使用结果的产出，所有的运算的相关的信息结果也没有办法随便删除修改。这是 DAPP 的一个好处。当然它也有很多问题，比如说内在缺陷，如果代码公司的一些缺陷，很难去升级，升级需要大量绝大部分用户的共同同意。但是如果出现一些利益的纠纷，可能会使得这种升级变得非常困难。同时它不是一个法律实体，是一个程序，你相当于做所有的交易，所有的业务都是跟一个代码跟一个程序再去做交易，这点是很难想象的。如果 Defi 广泛成立的话，也会意味着以后银行就是一段程序，希望所有的服务都是机器人来给你完成的。然后比如说前期成功抢了银行，银行都没有法去诉讼，因为它都不具备法人主体、这不是概念，这都是现实。当然在 Defi 层面去抢银行那就不是物理层面的，而是黑客去攻击，后面我们会去看到一些案例，最终带来一些很复杂的法律问题。

DAPP 现在还是在非常早期的状态，但是为什么还有这么多人来热衷开发？就在于他还确实给人很大的机会。因为比如说在 2010 年的时候，当时苹果的 APP store 里面 20 万的应用，如果你不能提供最新的娱乐，已经很有可能不会被通过。在 2010 年的时候，苹果商店已经觉得我这么多 APP 已经足够用了，不需要新的东西。事实上当时的观念肯定是错误的，到现在都不敢说什么已经足够用了对吧？但是事实上确实从传统 APP 的逻辑来说，开发已经过于成熟，机会确实比较少。这种新兴的领域虽然不成熟，问题比较多，但是机会相对

大一些。

Defi 诞生实际上是当时在一开始诞生的时候，有一个基本的概念制定，有 4 个条件：一、采用区块链技术；二、服务于金融业；三、代码开源；四、有一定的开发人员群体。这个当然现在也适用于 Defi 的检验标准。而第二条可能是值得讨论的，当时概念是服务于金融业，是不是未来它就可以成为金融业的本身，比如说从一种所谓的金融科技变成金融业本身还是非常有可能实现的。Defi 可以分为：1、货币银行服务（类似于稳定币）；2、非货币银行的服务（比如说点对点的借贷）；3、然后还有证券业相关的一些服务（比如说互换、衍生协议、预测、资金等等）；4、一些其他的包括身份认证等相关的一些应用。最核心的在前三个方面，第一个是以 MakerDAO 为代表的稳定币，第 2 个是以 Compound 为代表的借贷，第三个以 Uniswap 为代表的去中心化交易所。

稳定币毫无疑问都是基于区块链的，可以分为三种。第一种是叫抵押稳定币，以 DAI 为代表；第二种是以非区块链资产抵押的稳定币，特点就是有的是受监管的，有的是不受监管的，像 USDC，发行受监管的一种稳定币，还有不受监管的，如 USDT。还有一种是无抵押算法稳定币，这个是用的相对比较少一些。如果大家去伊斯坦布尔开会旅游的话，真的非常强烈的建议大家都到大巴扎旁边的店去看一下，非常有意思。在土耳其伊斯坦布尔的街头，现在出现了很多这种挂的比特币、泰达币这种牌子的一些店，都是一些场外交易的一些商家，实际上发现土耳其有差不多可能最近 1/3 的人都持有这些资产，但持有的原因并不是要去炒币要去投机，而是去持有数字美元来进行有效的跨境汇款，这是他们的核心作用。因为土耳其人很多人都会在国外去工作，去在国外赚钱，把国外的钱全都汇回来，所以说国内的钱汇出去一直是个难题，尤其是在土耳其里拉快速的下跌之后，大家

对里拉实际上是严重的不信任，但是传统美元是不好持有的，无论是纸币还是银行存款都是缺乏便利性，所以说很多人就把它转向了这种持有方便、安全性高，同时支付便宜的数字美元 USDT。摩根大通前一阵也发行了 JPM Coin，这个是锚定了美元的另外一种 B2B 层面的稳定币。当然大家很关注 Libra，它也是一种稳定币。我只提醒大家注意几点，Libra 不光是稳定币，有一条自己的链，这个链还有自己的算法、自己的开发语言，而且是现在全球是开发者关注最多的项目之一。事实上他也是希望不是像其他项目一样依附于现有的基础设施、以太坊之类的，还是希望自己做基础设施。

我们核心讨论一下，基于以太坊的算法稳定币 DAI，DAI 实际上就是中文借贷的贷的拼音，当然 DAI 不是个中国项目，它是一个横跨全球的，真正意义上分布式办公，欧洲、美国都有非常多参与人员的区块链项目。它以太坊为基础，主要再通过质押以太坊，当然不只是以太坊，然后算法自动生成 DAI。它还有另外一个代币，叫 Maker，Maker 和 DAI 形成一个双 Token 的系统，来维持 DAI 这个稳定币的稳定，一比一地锚定美元，如果说价值下跌了，不能够锚定美元了，就是要有机制注入新的抵押物，注入新的资产价值。实际上是通过另外一套 Maker 的代币系统，通过经济系统去实现价值恢复。DAI 推出之后是非常受欢迎，它一定程度上被称为是以太坊上的央行，为所有其他项目提供了关键性的可变成货币提供了流动性基准。因为确实如果任何的金融服务没有底层的货币是不可能去做的。如果底层货币是像 USDT 那样是注册到一个离岸小岛上的公司，也不受监管，也没有保障，整个体系也是不安全。储存货币是整个服务金融服务的基础，就像央行之于金融机构一样。事实上我们看到最新的情况，发现 DAI 不太稳定，而不太稳定又来自于一些深层次的原因。基于 DAI，出现了一些借贷服务，是一种类似 p2p 的服务，但是和 p2p 还不太一样。

它包括一些好处，一是超额抵押，二是他确实没有跑路的风险。这个算法本身可能会出现问题把钱亏光，但是它至少不会跑路，亏光钱的缺陷确实存在，但至少跑路风险没有的话，我相信这一点还是很大的价值。DAI 构建了一个连接，或者说全球的利率市场，这也是 DAI 项目最可怕之处，它实际上是真正意义上跨越国际的服务体系。而且在大多数国家这种服务目前还都是合法的，但是唯一例外是韩国。韩国现在有明确宣布，由于 Defi 无法监管，其中的风险无法监管，明确宣布是非法的，但是韩国政府毫无疑问的也没能力，阻拦大家使用 Defi 的服务，他能够阻拦的是那些提供 Defi 服务的钱包，钱包会作为一种入口，这就是相当于真正层面的东西是没有办法去阻拦的，但是入口是被屏蔽的，在目前能做到这一点。而这个法案是刚刚通过，大家也可以关注一下。

去中心化借贷有很多好处，一是联通全球的借贷市场，低利率国家可以享受高于本地市场的利率，二是透明度确实是非常高，同时灵活性也是很强的。而且从没有跑路风险角度来说，安全性是很强的，但风险也是毫无疑问存在的。最典型就是在 3 月 12 号，当时大家应该都印象很深刻，就是全球资产出现了广泛的暴跌，数字加密资产也不例外，那天价格在一天之内，从 9000 多开始达到了 3800，后来又反弹回来了。在这个过程中就出现了网络堵塞，以太坊价值本身出现了暴跌。在这个情况下，很多的超额质押逻辑也都失效了。以太坊的信息堵塞导致本来是非常有效的信息传输路径被堵乱了，也出现了一些失灵的情况，这些也反映了其中的不成熟之处以及风险。

还有去中心化交易所，就目前来说，区块链行业的主要生态逻辑还是交易平台，参与者是为了配置资产、套保或投机，这和传统金融市场是类似的，而就交易所来说参与者最担心的毫无疑问是造假，比如说拔电、插针、跑路等等一些问题。目前在这个领域的主要是一些

不太正规的比较小的交易平台，且其中还存在着一些强大的中心化组织，这些中心化组织是存在风险的，比如说门头沟，全世界早期最大的交易所，突然间就倒闭了，产生了很大的冲击。我们希望交易所未来也是在链上去实现，区块链交易所基本上就是逻辑。事实上这种去中心化交易所核心的问题在于它更多的是兑换功能，不是交易和定价功能，基本上没有办法实现撮合的交易定价。它主要是兑换的功能，真正的交易、定价，还是来自于更高性能更多人参与的中心化交易所。

总体上我们已经可以看到这样一个 Defi 体系，以以太坊为核心基础，然后以 DAI 作为央行，以 Compound 作为商业银行，然后以 Uniswap 作为去中心化交易所，已经形成了一个自洽运行的金融体系。当然最底层的核心价值是以太坊、以太币以及以太坊网络提供的基础支撑，Defi 和传统金融的差别，可以看乐高模型这个图。

图 4：以太坊的货币体系

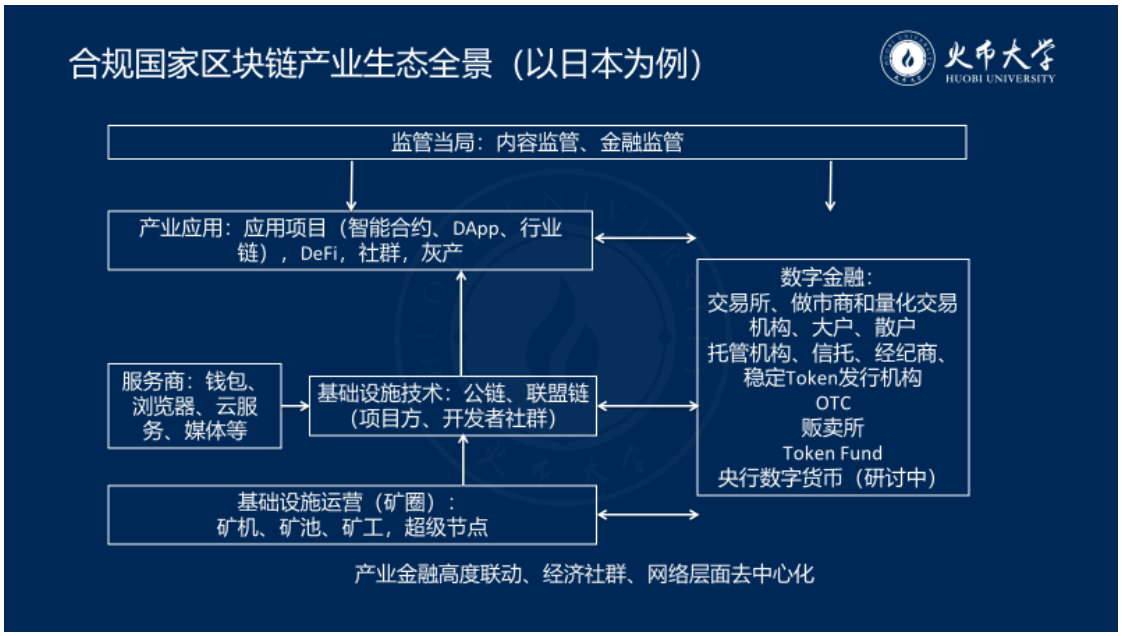
不同的资产逐渐拼接起来，它是可组合性的，绝对开放的，任何人都可以去引用，任何人都可以进入。利用这大量的基础性金融服务，可以创造更多的衍生服务，所有这些金融能力，都可以拿去调用，这是传统金融中并没有实现的，也是后面我们讲的方向，开放性的代表

方式。我简单描述一下，这个图就是以最底层的以太坊的基础，然后在上面拼接了很多层，比如 DAO、compound、Uniswap 这样一些服务，然后这些服务可以不断的组合拼接，衍生出无数新的服务。当然这种 Defi 项目数量是巨大的，图中只是放入了主要的项目，全景图的话项目就非常多了，但有用户有流动性的还比较少。在这个体系中，基础设施核心是关键，而且我们认为以太坊能不能行，可能就看他在今年推出以太坊 2.0 到底能不能兑现升级，不管是从性能、稳定性各方面，还是币价的稳定性方面。基础设施一旦完备之后，可能带来的发展和机会将是非常巨大的。

Defi 的本质是新智能商业，它是一种完全以代码为核心的，就是自动化的程序化的商业。这个和我们过去熟悉的商业机构组织方式、形态是完全不一样的。目前的以太坊性能还是不行的，新的公链可能需要经过严格的考核期，甚至说是 5~7 年甚至 10 年左右时间，Defi 不会马上走向主流，但如果以太坊 2.0 取得超乎预料的成功的话，Defi 的发展速度有可能会非常的快，这很难讲。各国的政策可能会有差异，但确实没有看到任何国家政府有能力去彻底把 Defi 系统干掉，可能性很小。我认为 Defi 它也代表了开放金融整体的演化方向，金融业走向开放是大家共同认同的逻辑，包括在传统的金融体系中，比如说 API 银行、开放银行，也包括一些不面对客户只提供 API 服务、金融服务的机构确实越来越多了，如果要搞开放金融的话，Defi 可能是最好的方式，区块链可能是最佳的承载技术。当然目前来看 Defi 还很难成长很快，快速成为主流，但是我觉得它是方向，目前的开放银行等逻辑可能都会成为未来的方向，但最终我觉得要归到区块链上去了。下面这个图非常重要，这是整个的区块链产业的前景，从最底层的矿圈，到上面的所谓的技术开发的链圈，再到右边的数字金融的体系，再到上边具体的应用，我们今天讲了很多 Defi 是在应用层，包括最

上边的监管，确实构成了完整的世界体系。

图 5：合规国家区块链产业生态全景（以日本为例）



从区块链的发展简史看，从 2009 年挖矿开始，2010 年的交易所，2011 年的山寨币这些快速发展的历程中，可以看到区块链经历了非常快速的发展，区块链金融系统在迭代中不断走向完备，在短短几年走过了过去金融业上百年甚至几百年的历史。

图 6：区块链发展简史

现在很多交易所中都已经有了方方面面的衍生品，包括最简单的

杠杆，到期货期权，甚至衍生出一些全新的永续的各式合约，也包括波动性产品等等，可以看到这个市场还是非常值得关注，它的发展速度之快超出了绝大部分人想象，所以虽然 Defi 目前还有很多问题，但它的发展还是很有可能快速爆发。不管是以太坊 2.0，还有央行法定数字货币，以及 Libra 推出，都有可能会加速这一过程。区块链究竟怎么理解？最后我给出一个图的总结，它是四位一体的体系，以技术创新为基础，以数字金融为动力，以社群组织为承载，以产业应用为价值的体系。

图 7：区块链：四位一体，深度融合

Q&A

Q1：APP 已经相当丰富，DAPP 在什么样的情况下，它的整个活跃度才能够起来？

A1：我觉得还是需要非常多的要素完备才能实现。为什么讲现在它还是趋势，它需要很多条件，首先是基础设施的完备，因为确实现在区块链是很不用户友好的，比如说你现在想去用一下数字钱包，可能不知道该怎么去开，也不知道如何去购买这样的一些 Token，然后也不知道这些服务该怎么去使用，你会发现用起来跟传统的金融服

务感觉非常不一样。用户的教育、用户的学习是很重要的，而且一些二次接口的开发，怎么保证让这东西变得更好用，实际上需要加入更多的中心化的因素，但中心化因素又会降低整体的安全性，所以说还需要很多创业者的探索。

另一方面基础设施本身的价值的波动性还是太大，以及整个市场目前还是以交易者为主要生态，这不是未来方向，未来的方向应该是以产业应用为主要生态，这些生态逻辑在未来会有很大变化。同时还有政府的合规问题，刚才讲到政府在 Defi 领域有太多的政策，韩国在最近一周之内突然出台法案，宣布 Defi 在韩国是非法的，我们很意外，但会不会有更多国家效仿？有可能，但我觉得肯定不是长期的。就像一个国家，比如说你可以宣布互联网是非法，但是互联网非法的结果是什么？我想是很容易想象到的。所以说从长期来看，它可能纳入监管，走向新的跟政府能够良性互动的方式。在新技术面前，政府的立法速度还是偏慢，政策是不可或缺的，同时也可能成为有利条件。

另外危机也会带来新的变化，比特币为什么会走入大家眼帘，很大程度上来自于 2008 年金融危机，AIG、花旗等等被救助，让大家看到这些看似非常强大、牢不可摧、没有任何风险的顶级的百年老店式的大型金融机构都是很虚弱的，风险是存在的，大家才开始把眼光投向去中心化的金融领域，当然这也是中本聪推出比特币的原因，如果传统金融系统运作很好的话，也不会有更多人去关注这个领域。到了 2020 年这次的危机，我个人判断现在可能只是危机的起点，真正的危机还没有到来，在这种情况下，如果出现更多的一些传统的信用风险事件，让大家看到这种主体信用是不那么靠谱的情况下，更多的人会把注意力转向这种去中心化金融领域来寻求新的资产安全。

我觉得这些变化可能并不会很慢，比如说前面说的用户友好、基础设施完备、监管等等问题，Libre 他们推的情况确实不特别顺利，

但是 Libre 后面会不会一直不顺利，就根本不搞，我觉得也不太可能，因为最近还有很多新的消息，说 Libre 还是在努力的往前推进的。如果 Libre 搞出来之后，他带了自己的链和币，实际上可能会成为非常好的全球性的 Defi 的服务，那个时候在美国也好，在东南亚、非洲、南亚等等一些国家也好，如果说这些国家的人都开始用上 Libre，去转账、发工资、储蓄，那个时候对应的去中心化金融服务很有可能会快速普及，很自然的就用上了基于 DAPP 的 Defi 服务，这个过程可能很快。所以说这些条件现在看起来虽然还都不太满足，而且有很远的距离，但可能某一个节点就把它引爆了，它就可能很快的发展，就像一开始比特币兴起的时候，也绝对想象不到今天能够这么主流的来讨论区块链这些话题。事实上区块链应该是在给我们惊喜，发展速度是超出我们想象的，我回答完了。

第 146 辑

(2020.4.15)

全球大流行病下的中国经济

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

野村证券中国首席经济学家陆挺博士

一、全球的经济形势

目前全球疫情的大致形势：确诊约 200 万人，最早的一波在中国，现在已经基本控制。现在的重心主要在欧美，尤其是在美国。以新增的确诊人数来看，美国曲线高峰期已过，已经进入曲线右侧，欧洲的主要国家类也有类似情况。以每日死亡人数来看，欧洲也许已经进入平台期，但还没有看到明显的拐点，美国这边较为明显，还没有到达拐点。现在真正令人担心的是一些新兴市场国家，部分可能因为信息和数据方面的不太充分和不太透明，我们很难知道真相。但可以肯定的是，这些国家问题正趋于严重，还处于曲线左侧的上升期。

接下来几个月疫情会如何发展？我本人不是流行病专家，也不是病毒专家，但是有几点我相信大家现在有共识：第一，无症状传播是这次疫情非常重要的特征，也给我们防疫工作带来非常大的挑战。中国现在对这个问题非常谨慎，政府每天都公布新的无症状感染者人数。

第二，病毒能够变异的，这和 1918 年大流感有一定相似之处。第三，药物研制现在看来并没有特别大的突破。第四，因为病毒本身会变异，所以研制疫苗的难度较大，而且疫苗的研制期往往较长，一般最起码需要 18 个月。第五，新兴市场国家的公共卫生体系一般比较落后，病毒有可能在这些新兴市场国家流行更长时间，也对全球抗疫带来更大挑战。总之，我认为现在不可掉以轻心。

全球经济形势究竟会怎样？疫情作为铺垫，展开具体讲四点：第一，短期影响非常大，肯定超过 08-09 年的全球金融危机。第二，中长期疫情对经济的影响会怎样？关键是针对疫情做好预案分析。第三，影响会不会超过 1930 年代的大萧条？很多人对这个问题非常关心。第四，金融方面的影响会不会超越 08-09 年的全球金融危机？

第一，从短期影响来看，这次的危机目前可以 100%确认是过去 100 多年来最大的，甚至已经超过了 1930 年代大萧条。为什么？大萧条时期最艰难的是 1932 年，当时全年美国经济增速大概是-12%，但是全球其他国家并没有这么糟糕。当时美国花了一年的时间才降到-12%，而在这次疫情全球蔓延开始之后，发达国家两到三个星期左右就出现了经济暴跌，比如美国在过去三个星期申报失业人数就已接近 1500 万，已经相当于美国就业人口的 1/10，这意味着实际上在两三个星期之间，美国经济基本上就下行了 10%。而在相关行业，尤其是餐饮、旅游、酒店和相关制造业方面来看，冲击可能是百分之七八十、甚至接近百分之百。从对全球的就业影响来看，根据我们的测算，平均可能有 40%的就业人口受到影响。

对各国 GDP 的影响方面，全球各大投行和国际机构正在不停下调他们的预测，我们估计全球经济 2020 年负增长 3.6%（2019 年正增长 5%），美国经济负增长 9 个百分点，欧洲负增长接近 8 个百分点，中国正增长一个百分点左右，如果接下来疫情无法得到完全控制，一

个百分点的实现难度也很高。此外，新兴市场国家也面临冲击，我们预计 2020 年印度也是负增长，也就是说我们 2020 年可能出现自 2009 年以来首次几乎所有国家都负增长的情况。IMF 预测全球经济 2020 年负增长三个百分点，预测中国经济增长 1.2%，也跟我们的判断比较接近，从季度频率来看，IMF 预测中国一季度负增长 5 个百分点（实际-6.8%），这在新中国成立以来确实比较少见，最起码自 70 年代末改革开放以来从未有过。二季度我们测算欧洲和美国的负增长在-13%到-15%，环比折年来看的下降幅度可能达到-25%到-40%。

第二，三四季度会怎么样？2021 年会怎么样？实事求是的说，对所有做预测的人来讲，要预测 2020 年下半年和 2021 年的经济情况，目前都面临着非常大的不确定性，这也是为何包括 IMF 在内，各大机构都在做情景分析，根据我的观察，大家基本上都是以 1918 年大流感作为背景：1918 年大流感是从当年的春季、夏季开始爆发，中间平息了一段时间，但到了 1918 年底出现二次爆发，且情况更加糟糕，1919 年初再次下行后，进入春季又再度复发，所以现在大家做的情景分析基本都围绕着疫情是否将复发、复发时究竟会有多严重来进行判断。最糟糕的情况是出现冬季和 2021 年春季的复发。2020 年下半年到 2021 年究竟怎么样？我认为更多要看疫情的发展情况，如果我们假定 2020 年疫情不会有二次复发，或者说如果二次复发，仅在 2020 年冬季、并且力度仅相当于普通流感的话，全球各国的经济增长，无论从同比还是环比都会有一个明显的好转，甚至可能会出现一定程度 V 型反弹（尤其是环比角度）。

第三，类似于 1930 年代的大萧条会不会出现？一方面我们不能过度乐观，一定要充分认识到疫情对全球经济、包括中国经济的巨大冲击，我们实际上现在仍处于冲击的初级阶段。另一方面，随着越来越多人采用了 1930 年的大萧条的情景假设，我倒也认为没有必要过

度悲观。很多人采取了类似采取季度环比再年化的计算方式，得出目前的经济下行幅度已经超过了 1930 年代。1930 年代的大萧条从 1929 年开始到 1932 年初，美国经济下行共计是 30 个百分点。如果我们把季度 GDP 年化，确实将超越这个幅度。但另一方面，我们在考虑冲击对经济的影响究竟有多大的时候，不仅要考虑它在短期之内对经济冲击有多大，更重要的是考虑它对经济冲击的时间有多长，我们不能忘记时间维度——1930 年代的大萧条之所以是大萧条，除了它对全球经济，尤其是美国和欧洲的经济冲击幅度非常大之外，另一方面是其时间长达 4~5 年，甚至有人认为是 10 年左右。

这一次的疫情会不会导致经济持续负增长达 4~5 年？一方面，从疫情本身来看我认为可能性不大。除非疫情半年冲击一次，病毒的毒性不会降低，并且疫苗和解药无法找到，那么是有可能的，但发生这种事件的概率比较小。另一方面，疫情后的逆全球化也可能造成未来几年经济持续下行，我们认为有一定可能性。但不至于是一个快速过程，也不至于导致全球经济的长时间萎缩，毕竟过去几十年全球化所取得的成就摆在那里，市场经济的主导权、全球的公共治理模式都尚在。

如果把这两个原因去除之后，我认为由于疫情在 2020 年前两季度的重大冲击而导致长时间萧条的可能性比较小。最大的原因其实比较简单，与金融危机也有同理之处——大萧条之所以持续时间极长，是由于当时全球金本位制的存在，导致各国央行无法像现在的美联储和欧央行一样，大规模地提供流动性和信贷。所以在大萧条导致银行危机的时候，美联储基本上选择了袖手旁观，原因是担心大量的货币供应会使得美国无法保证金本位制度，而金本位的存在也导致了 1930 年代美国的经济萧条传导到了其他国家。可以肯定的是，无数的学者，包括美联储前主席伯南克的研究都证明，当时大萧条非常重要的原因

来自货币政策（当时的央行不能像今天的央行这样提供流动性），我们甚至可以说，如果过去的一个月没有美联储和其他央行大量提供流动性，那么美国经济现在要面临的情况要比大萧条时期还要糟糕。

另外一个原因就是和金本位相关，但相对比较独立的银行危机：1930-1932 年美国发生了三次大的银行倒闭危机。到 1933 年罗斯福上台的时候，美国一半的银行已经倒闭，但现在世界各国央行，尤其主要国家央行不会对银行坐视不管。2008 年雷曼的破产导致全球经济和金融系统出现危机，这次最起码短期和中期不会发生这样的情况，所以我们对大萧条的可能性不用过度悲观。

第四，有没有可能发生类似 2008 年的金融危机？我觉得可能性也比较小。三月初到三月中旬，相信大家有感觉到，可能会发生一次类似于 2008 年的金融危机，当时欧美股市大跌，幅度高达 30%以上，VIX 恐慌指数冲到接近 2008 年的水平，黄金和香港的美元债都出现价格暴跌，再加上当时石油价格暴跌反过来冲击全球金融市场，很多人觉得可能会发生全球性的金融恐慌。但是我认为发生全球性金融问题的可能性不是很大。第一，2008 年全球金融危机的问题来自于金融系统，而这次是来自于疫情对实体经济的冲击，两者的原因首先是不一样的。第二，吃一堑长一智，2008 年时美联储让雷曼破产，但造成的后果巨大，但这一次美联储明显是下定决心不让任何一个大型机构破产，而且这一次美联储推出流动性措施的速度要比 2008 年快得多，保证了美国本土与全球美元流动性充裕。美联储出手之快，一方面是 2008 年的教训还在，另一方面是 2008-09 处理危机的那一批人还在，当年他们申请的各式项目从国会拿到的授权也大都还在，所以这次几乎不需要国会的授权，就能够快速向市场提供流动性。除了美联储，另外非常重要的是 2008 年以后，全球、尤其是美国大型金融机构的杠杆率大幅降低，目前仅相当于之前危机时期的 1/3 左右，

这有效降低了全球发生金融危机的风险。但同时需要注意的是，金融机构杠杆率的降低也使得美联储本身需要更多承担提供流动性的功能。以上就是我对全球经济的四点表述。

二、中国的经济形势

中国面临的挑战一点都不比欧美少。一季度我们估计中国经济GDP的下行幅度大概在9%左右，最近一轮调查中位预测已经到了负增长6%，所以我相信现在负增6%左右已经是个共识了（实际-6.8%）。那么二季度会怎么样？现在最乐观的预测认为二季度中国经济会回到5~6%的增长，甚至会超过6%，很多人认为我们短期之内就会有一个明显的反弹。但是也有人相对比较悲观，包括我在内。我认为二季度中国经济还会保持负增长。我的预测是-0.5%。

到底负增长来自于哪些因素？从先行指标和高频率指标来看，交通运输部全国发送旅客总量跟2019年同期相比只有一半，如果看北京、上海、广州地铁的客流量，北京市只有2019年的30%，而上海、广州也只有50%左右。如果看六大电厂的耗煤、跟2019年同期相比还下降10%左右。我不得不说，很多地方政府都用发电量和用电量来作为衡量经济复苏进度的指标，这也使得这些指标的价值和可靠性下降。如果我们再来看汽车和房地产销售，汽车销售下降百分之三四十。房地产销售下降百分之二三十。现在已经在4月中旬了，我们最起码4月份看不到同比增长。

现在我们中国经济面临的问题在哪几个方面？我先说三个方面：

第一个方面是疫情有二次复发的风险，当然肯定不会像我们一二月份时候那么紧张，但是过去两三个星期我国有些地方又开始封城，尤其在河南和黑龙江绥芬河的局部地区，以及广州的医院，星星点点的疫情问题仍然存在。另外中国和世界各国有着广泛的联系，过去这

一段时间 95%的新增病例来自于输入型。所以我们的疫情尚未得到完全控制。

第二方面是外需冲击。如果大家需要一些计算和分析的细节，我三个星期前写了一篇文章——我们最简单的分析方法就是采用“中国以外的全球经济每下降一个百分点，对我们出口的影响应该是 4~5 个百分点”，这个规律在过去的十几年都是比较有效的。如果我们看到欧美经济在 2020 年二季度要下降百分之十几，我国的出口不可能有明显复苏，必然会是在非常糟糕的水平。那么大概是什么情况？保守估计我国二季度出口同比下降 30%左右。有人可能会说我们看到 3 月份数据似乎好起来了，千万不能被短期的数据所迷惑，3 月份的出口订单可能在 1 月份和 2019 年年底的时候已经签了，所以没有受到太多的影响。和 2 月相比有反弹的原因在于，2 月份很多地方还在封城，所以 3 月份要赶订单，但正因为很多工厂在 3 月份就赶完了订单，后面也没剩太多活要干了。

第三个方面，疫情后期与疫情结束之后逆全球化和产业链脱钩问题。我认为这个问题需要谨慎看待，但是短期内大家也不用担心，现在各国企业在华的生存是最主要目标，不至于在这个时候搬家，我们主要担心是在疫情后期或者疫情结束之后，出现一定程度的逆全球化。过去 40 年全球化的最大受益者可能就是中国，从 70 年代开始的这一轮全球化的第一个重要推手，就是中国从 70 年代末开始的改革开放。第二是前苏联的解体使得世界两大阵营融合。第三个重要推手是西方国家在 80 年代开始的私有化和去管制化。综合这几个方面，可以说从 70 年代开始直到 2008 年全球金融危机之前，全球化突飞猛进，但过去 10 年全球化进程实际上已有小幅倒退。另一方面，逆全球化确实也和中国崛起之后、中美之间的矛盾加大有一定关系，这个方面的影响尚小，但这次疫情可能会加速这个逆势，未来的 5~10 年间，逆

全球化可能会是我国面临的第三个风险。

如果要再加一个风险的话，中国经济本身也存在固有问题。过去十几年我国经济虽然在快速增长，但面临了很多的问题：我国的债务在快速上升，外汇储备在 2014 年后快速下降，投资回报率在过去 5 年间明显下跌，国际收支实际上在快速恶化，我们的金融系统实际上也面临着各种各样的问题。所以即使没有 2020 年的疫情，中国经济还是在下行周期。我在 2019 年年底的时候就和一些同行针对这个问题有过很多争论，辩论中国经济能不能"保 6"、以及政策应该怎样应对。2020 年中国经济本来就是在经历下行过程，本来就有各种问题，现在又出现了一个新问题，导致中国经济面临着更大风险。这就是我们对目前中国经济的分析。

三、国内政策预测

接下来的政策会怎么样？大家现在肯定非常关心中国经济接下来会往哪里走，中间非常重要的变量就是政府会做什么，应对的措施、应对的能力究竟如何？应该说全世界也在盯着中国，因为在过去十几年间，每次像中国有问题或者全球有问题，中国政府在逆周期调节方面做的相对都是比较好的，尤其在 2008-09 年时。2009 年全球经济是负增长的，如果去掉中国的话，全球经济负增长的幅度会更大（但也不会有 2020 年那么大）。当年中国不仅经济体量大，且经济增长速度达到了 9.4 个百分点，4 万亿刺激计划实际规模要远大于 4 万亿人民币。现在很多人都在问，中国政府这一次会不会再度推出大规模的刺激计划？可以说到目前为止很多人对已有的刺激计划是比较失望放入。

从基本面来看，疫情导致经济下行的特征是什么？第一，疫情冲击既是需求冲击，也是供给冲击，而 2008-09 年全球金融危机只是需

求冲击，跟供给没有关系，对中国来讲完全是被动地受到了一次全球金融危机对出口的冲击。这次不一样，疫情对我国有非常大的供给面影响，即使现在疫情已经得到较好的控制，但实际上我们对企业复工还是会有诸多担心，尤其是服务业方面：如果人群过度聚集，可能会导致疫情复发风险，这是第一个基本面。第二个基本面是这次疫情既是外部冲击，也是内部冲击。第三个基本面是冲击本身还有非常大的不确定性，2008-09 年虽然也有很大的不确定性，但是雷曼破产以后，后期美联储已经下定决心不惜代价去挽救危机，因此 2009 年春季时不确定性已经比较小了。但现在接下来将面临大量的企业破产倒闭和大量的失业，这个问题要比 2008 年严重得多。以上三点就是疫情目前导致经济下行的基本特征。

目前的政策怎么评价？我认为在疫情控制方面我国是做的非常好的，尤其在 1 月 23 号以后。经济政策方面的话，我认为总体而言还是可以的，但后面应该要有很大的调整，才能够应付真正问题所在。第一，政策力度方面，也许我们低估了我们中国经济和全球经济下行幅度的风险，也低估了企业和很多家庭所面临的困难。第二在政策方向方面，我们究竟是应该以纾困为主（救企业救家庭为主），还是需求刺激为主？前一段时间我认为很多市场讨论浪费在了需求刺激方面，甚至很多人不停地提出我们要大力发展新基建之类的主张，而忽视了我们现在的政策重心应该是让家庭和企业在危机时刻能够生存下去。第三个问题是在政策工具选择上面，很多人在讨论究竟是采用财政还是货币政策，其实这是非常教条主义的。我们看美国是采用财政还是货币政策？毫无疑问财政政策一马当先，但实际上背后很多是货币政策，很多是美联储在执行职能、提供流动性，大量的政府支出实际上都是美联储在背后的货币化。最起码短期之内要货币化，不然美国联邦政府短期之内要拿出两万多亿美金纾困是不现实的。所以我

们在这个方面不应过于教条主义。

如果要做政策预测的话，我认为有以下几个重点方向：

第一，未来肯定会加大对企业和家庭的疏困力度，尤其可能在湖北、在武汉，不排除直接的现金发放。主要目的是保障企业家庭能够生存下去，保持国家经济、社会、金融系统的基本稳定，纾困的主要措施可能会在信贷、税收、租金、失业救助这些方面。

第二，大量的纾困资金最后实质上会由央行来提供，可能会通过特别国债的形式。

第三，基建方面也会有相当的力度，但主要将围绕都市圈。新基建方面，我认为除了 5G 之外，其他方面短期来看，基本上都可以说是意义不大的。

第四，之前刺激房地产的教训还在，也是这次迟迟不肯放松房地产的主要原因。虽然我认为最后还是会小幅放松，但主要还是会围绕中心城市和城市群，可以与土地改革和户籍制度改革结合起来。其中重要的一方面就是增加这些城市的土地供给。我认为要素市场化相关的政策内容相当好，关键看怎么去执行。总体来说，我们应该从供给侧角度推动中心城市和城市群的房地产发展。

最后在消费品方面，我认为实际上我国的空间是很小的。很多人盯着汽车，但实际上汽车方面能够刺激的空间已经很有限，上轮的刺激在 2017 年才结束。

四、后疫情时代的机遇和挑战

我们在后疫情时代的机遇与挑战在什么地方？我认为未来的两大主题，一是逆全球化和产业链的转移，二是量化宽松。关于逆全球化和产业链的转移，虽然我不认为短期幅度会比较大，但是从中长期的角度来讲，大家还是应该未雨绸缪。

其中中国企业的机遇在哪？第一是进口替代，逆全球化的过程必然是原先大量的货物、服务进口变成由国内来提供，核心部件、高科技产品更多由国内企业生产制造，国内旅游业可能会有更好的出路，教育等方面也有更大空间。第二是对于我国一些企业来说，产业链转移并不一定就是失去机会，很多企业可以到外面去投资，这样能够打破关税壁垒。在逆全球化的倒逼之下，我们反而很有可能会看到国内改革和开放的加速，第三、我们政府可能会大幅推动一些要素市场的改革，这和城市基础设施建设、户籍制度、农村土地改革可能都相关。基础设施建设方面，疫情可能会带来我国对一些新型基础设施建设的重点投入，尤其是在都市圈方面。上一轮宽松周期中我国快速上马的很多基建项目投资效率并不高，这一轮在国际收支等各方面风险下，政府可能会更加注重投资效率。最后一点大家也有共识，也就是内需可能会变得越来越重要。

还有一个后疫情时代的政策和机遇，我认为应该考虑量化宽松。我们能够避免金融危机和大萧条，非常重要的一点是现在已经是全球的信用货币时代。大家不要以为信用货币是由来已久的东西，其实只有从 1971 年布雷顿森林体系瓦解之后，全球才真正进入到现在的信用货币时代。信用货币时代的优点就是我们能够避免大萧条，甚至能够避免长时间的金融危机，但它的缺点可能也比较明显。第一是利率过低，第二是全球政府支配资源的比例在上升，第三是利率过低衍生出的两个结构性问题：一方面社会贫富不均、阶层分化越来越严重。另一方面，大量的低效企业能够得以生存。

量化宽松本身对我们投资者而言也有一定的机遇。比如美国股市跌了 30%以后，就不再往下跌了，甚至在过去这几周已经有了 20%左右的反弹，这实际上也是一个量化宽松带来的机遇。又比如信用债在大幅下跌之后，也很快出现了反弹。此外，国内一线城市核心地段

的房地产已经比较火热了。再比如前一段时间黄金跌了之后重新上涨，其实都跟量化宽松有一定关系。从股票角度来讲，盈利和派息比较稳定的龙头股票也有一定投资价值。

五、Q&A

Q1：您现在对于中资美元债、尤其是中资美元地产债是什么观点？现在虽然说定价上涨了一些，收益率有所回落，但包括恒大在内大部分还是在 20%+的收益率，您觉得这是真实反映了他们的信用风险，还是一个流动性导致的错误定价？

A1：真正的市场上可以说从来没有错误的定价，现在的流动性问题暂时在我看来不算很大，主要还是担心基本面的问题。一方面，从中国中长期来看，房地产本身是否会还有很大的空间有一定的不确定性。另一方面，政府这一次在房地产行业方面也确实非常有定力，也使得市场对房地产保持相对谨慎，当然其实也没有那么大的恐慌。对于中资美元债整体而言，我相信前一阵子确实有些过度恐慌，但大家也确实要注意一定的风险：第一、中资企业美元债存量确实已经很大了，规模已经到了 9000 亿美金了，虽然 9000 亿美金对我们 15 万亿美金左右的 GDP 而已不算什么，但对于我们 3 万亿美金的外汇储备来讲，已经是个不小的数字，所以这个数字如果不停往上涨的话，政府和市场就需要越来越小心。但如果接下来政府下决心要控制总体规模和额度，我认为这里面还是有很多的机会，主要来自于两个方面：第一，抓住基本面比较好的一些企业。另外一方面，我认为最关键的一点还是总体规模，规模如果不再快速上涨的话，我觉得还有投资机会。

Q2：大类资产配置角度来看，A 股的估值相比国外比较低，但另一方面疫情冲击下，A 股相对欧美也跌的没那么多。现在大家比较

担心疫情冲击下的基本面的恶化，您觉得是否会有另一波下跌？还是目前的水平在低利率环境下是一个机会？

A2：起码从最近这段时间的市场表现来看，如果未来不出现很严重的疫情二次复发，那么应该说最糟糕的时刻是过去了。但是这个“如果”太重要了，我还是想强调，我们在面临疫情所导致的市场波动时，还是应该保持我们作为投资者的谦卑和恭敬之心。确实我们还面临很大的不确定性。如果我们通过 PE、PB 这些估值角度来看，中国的龙头股票、尤其是港股一些大的龙头股票都不算贵。另一方面，我们很多中小盘股票的估值在全世界来看也不低，所以中国的股票应该会出现一个跟全世界相比两极化的局面。后面怎么来看这个机会？我觉得第一就看疫情，第二就看我国后续的政策能否一方面很好地应对疫情，另一方面能否在未来几年抓住各种机遇，真正推进各种改革，尽量避免逆全球化，避免产业的转移和脱钩。这几个方面如果做好了，我相信中国股票的基本面还是不错的，后面还是有很多上升空间，但如果这几个方面如果做的不够好，我们确实需要更加谨慎。

Q3：怎么看疫情恐慌消退之后，此前全球注入的流动性？这对宏观经济到底是通胀还是通缩？这么多流动性放出来以后，水往哪边流的可能性更大？

A3：过去 10 来年，尤其是全球金融危机之后世界各国大放水造成的负利率实际上已经给了我们一些答案，回答这个问题也不是特别难，但是这次疫情对供给面也有不小的冲击，所以我们有可能会面临这么一个情况：并没有一个非常明显的疫情结束点。疫情可能会在一两年之内，甚至更长时间里面内不断困扰各国的经济和政策制定，这就有可能会产生一定程度的通胀和经济萎缩并行的局面——世界上一些国家开始禁止粮食出口，国内还有海底捞涨价等等，说明最起码有些产品，尤其是食品的价格在过去一段时间里是上涨的。原因是什

么？疫情本身所造成的供给面冲击，使得各方面运营的成本在上升，再加上一些恐慌囤积行为。如果疫情类似 2003 年的 SARS，到了六七月份以后就没了，那么后面的几年可能就会重演我们过去几年出现的情况，就是通胀起不来，但资产价格可能会再次上行（全球利率水平很低）。那么为什么利率走低之后，全球反而出现低通胀的局面？有一个解释是利率下行拉大了贫富差距，因为低利率主导了资金流向各类资产，而一般来讲富人的资产更多，尤其是流动性的资产，如股票、信用债等，还有一个原因是低利率养活了大量僵尸企业，所以造成了全球的产品供给的过剩，使得全球的 CPI 都比较低。但另一方面，很多地方的房价起来了，股票也只有中国是例外，包括像黄金在内的大宗商品价格也都起来了。所以如果后面几年出现类似情况，我不会觉得意外。

Q4：信用货币理论上一直可以发下去，但未来可能会碰到什么方面的阻碍和瓶颈？

A4：总结一下过去十几年全球因为 QE 所带来的问题：第一个问题是利率过低，现在很多地方出现了负利率（主要是指不少发达国家的国债出现了负利率），很多民营部门的发债利率也很低。低利率所带来的一个问题，就是不能合理地进行风险定价，所以刚才我讲了一个很大的问题就是僵尸企业太多了。有人做过一个统计，现在欧美国家的企业债，有 1/6 左右是僵尸企业发的债。僵尸企业的标准是什么？收入刚刚够付（甚至不够付）利息但无法偿付本金的企业。这可能会带来什么问题？第一就是资源错配，全球金融系统因为利率过低，导致效率降低，从而带来低增长。第二是低通胀，僵尸企业的过量供给使得 CPI 起来的难度比较大。第三是贫富差距的拉大，不仅仅是在收入方面，更主要是在财富方面，社会阶层割裂导致逆全球化和民粹主义兴起，对当下的全球治理体系带来一定挑战。此外，随着政府要支

付的利率越来越低，再加上这场大危机，整个政府部门在经济中支配资源的比例越来越高，又一轮的大政府现象正在出现（上一次还是在二战之后）。那么在低利率环境下，政府的融资成本非常低，甚至完全不需要成本，这将造成政府掌握的资源越多，最后可能使得整个社会资源配置的效率越低。如果由于寻租等方面的原因导致政府在资源分配上不能真正地缩小贫富差距，实际上有可能导致社会问题越来越大。以上是对信用货币问题从经济效益、通胀、资产价格到社会矛盾的各方面描述。

Q5：信用货币理论终极的风险点可能在哪？

A5：我们以美国 70 年代作例子，通胀控制不住之后，最后必须要有沃尔克这样的一个强人出来，通过紧缩政策来治理通胀，但代价是经济萧条。持续大规模的量化宽松可能催生出大量的僵尸企业，使得 CPI 始终保持低位，但僵尸企业的问题终会累积爆发而非长期存在，由此通胀低位可能无法长期维持。CPI 终于起来之后，世界各国可能会面临高通胀局面，这个局面最后会带来各种各样的问题，以至于必须得有像沃尔克这样的强人来收拾局面。而在收拾局面的过程中，经济要承受极大的痛苦，就像美国在 80 年代初一样。

第 147 辑

(2020.5.27)

为什么特斯拉可能成为物联网超级平台

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

王川，独立投资人，本科就读于中国科技大学，罗切斯特大学材料科学硕士，乔治亚理工学院计算机硕士。多年高科技投资经验。目前专注未来科技趋势和投资研究，并通过其微信公众号 investguru 发表了两百多篇原创文章。

今天分享的主要是对特斯拉远景的展望，疏漏和错误在所难免，一些估算非常粗糙，精确度无法保证，重要的是大方向和数量级的准确度。

过去五六年，特斯拉的话题一直很有争议。华尔街很多传统金融分析师一直认为特斯拉股票估值过高，烧钱过多，债务负担过重，迟早破产等等。2019 年 5 月之后，特斯拉股票一度跌到只有 180 美元，做空者对特斯拉持悲观态度。但现在看来，特斯拉股价已经是最低点的四倍以上，而且在电动车产业链的很多指标上，已经建立起了明显的领先地位。截止到 5 月 23 号，特斯拉市值约 1500 亿美元，与汽车行业市值最高企业丰田的 1640 亿美元的差距不到 10%。即使很多人

看好特斯拉，但人们对特斯拉的长期发展路径和潜在市场规模缺乏更精细的理解，因此不敢长期持有或怕高位购买，导致错失很多投资机会。这本质还是投资者缺乏对特斯拉竞争优势和商业模式的深刻理解。当然，特斯拉也有很多风险，其中最大风险就是特斯拉对 CEO 马斯克的依存度过高。

一、特斯拉竞争优势的分析

第一：软件操作系统。特斯拉有完全自主设计的软件操作系统，硬件零部件自主生产，完全垂直整合，有自己一体化的软件结构。但传统的汽车制造公司没有真正的软件基因，只有在外形设计和发动机生产上有些差别而已。所以把特斯拉和传统汽车制造厂商比较并不科学。二者的区别是晶体管和真空管的差别，商业模式完全不同。传统汽车厂商要依靠 tier1 供货商（例如博世）提供汽车的基本硬件。比如，一辆车需要几十个 ECU，软件需要在 ECU 上完成，传统汽车厂商很难摆脱 ECU 供货商的控制，去开发自己的软件架构，因为一旦这么做，原来的供应链就过时了，其基于传统供应链的生产竞争优势也就不存在了。举例说明，大众汽车的柴油减排软件造假的事情，实际上这个软件是大众找 tier1 供应商博世写的。2017 年 2 月，博世同意给美国消费者赔偿 3.2 亿美元，因为它参与了写这个软件来躲避柴油减排的检测。由此可见，很多传统汽车厂商没有自己的软件基因，要靠 tier1 供货商帮助。而不同的 tier1 供货商之间的硬件信息接轨非常有限。随着 ECU 数目的增加，软件开发的难度也迅速增加。要想构建统一的易于开发的软件系统，必须把现有的架构完全推倒重建。所以从软件架构来看，特斯拉和其他汽车厂商的差别是智能机和功能机的差别。特斯拉生产的是电动车，内燃机技术相关的积累了几十年的电子控制系统全都不需要。对于特斯拉来说，推倒重建反而更容易。

现在只有特斯拉能实现空中软件更新。这些软件更新涉及到很多对汽车操控的物理细节参数，而其他厂商最多只是把娱乐系统更新一下，并没有太大意义。今年 3 月份有新闻，奔驰，宝马，大众这三家德国汽车巨头正在磋商，讨论联合开发电车操作系统。但他们讨论的操作系统，是特斯拉在 2012 年，也即 8 年以前已经做好了的。由此可以看出，他们和特斯拉在软件操作系统上的差距有多大。

第二：电池技术。电池技术是一个非常复杂的系统工程，涉及到很多不同的技术细节的参数，而且是一个不断创新的过程。电池不仅仅是价格的问题，还涉及到电池的能量密度、温度控制、使用寿命、阴极阳极电解质的材料、软件控制、大规模工业化生产效率、原材料的运输费用等等。这是一个非常复杂的系统工程。特斯拉最大的优势在于两点。一是没有那么多条条框框，这个公司的做事风格就是持续创新。二是对电池的需求是世界上最大的，所以对任何对电池研究有创新的小公司而言，特斯拉是他们最大的客户，二者是合作关系。最近有一个值得关注的消息，特斯拉今年可能会推出一个充放电 6000 次以上，寿命超过 100 万英里的电池。这个技术，加上逆变器技术，可以把电车变成一个储能设备，不仅可以从电网充电，还可以给电网反向供电。网上有一个福特的工程师，号称把特斯拉的 Model3 拆开研究，发现 Model3 实际上已经具有双向充电的能力。这是一个巨大的潜在竞争优势，相当于把每辆车都变成一辆潜在的储能电池。这可以把更多的客户吸收到特斯拉的生态系统里边，也可以让没有此功能的电车贬值。在市场规模上，特斯拉在内华达州的超级工厂的电池生产能力计划最高可以达到 100gwh，一个 gwh 相当于 100 万 kwh 。内华达超级工厂目前生产能力不到 30gwh，但他的车载电池使用量已经比其他竞争者加起来的总和还要多。并且他计划有新的技术，把电池生产能力提升到 1 个 twh，一个 twh 相当于 1000gwh。一个 twh 相

当于可以支持年产 1300 万辆电车的生产能力。当然不是所有电池都用于电车，有的电池会放到电网上用作储能设备。那特斯拉是如何提高他的电池生产能力呢？下边一两个月特斯拉会公开介绍更多细节。传闻说，特斯拉去年收购的两个公司，一个是 Maxwell Technology，一个是 Hiber System 有几个技术可以把生产效率提高十几倍以上，，同时降低成本，所以这个东西我们拭目以待。其他制造电车的竞争者，他们基本上都不愿意干这种脏活累活，都只是想把它外包出去。而这样做的实际效果是这些公司需要造车的时候，因为电池工艺限制，产能上不去。而且因为没有属于自己的原创技术，这些公司的电池成本上，实际上没有任何竞争优势。

第三：特斯拉依靠海量的用户数据支持其自动驾驶软件技术，同时有自己研发的高性能的专属人工智能芯片。特斯拉的自驾技术最新软件版本已经可以识别信号灯等等，很快它可以实现在城市的一些地段自动转向，到了年底达到所谓功能完备的状态。如果未来它的自动驾驶车队 Robotaxi 被监管者放行之后，它运输成本可以达到每英里 20 美分以下，而且还有潜力不断继续下降。做个比较，现在美国普通的日本普瑞斯大概每英里的成本是 2 美元以上。在自动驾驶的领域里，其他造车的公司可以演示一些简单的高速路上的自驾功能，但是他们没有特斯拉这样庞大的车队。特斯拉现在车队已经超过 80 万，很快要超过 100 万，但是其他的公司没有这种庞大的车队去积累海量的数据，用海量的数据来培训人工智能和自动驾驶的人工智能神经网络。第二点，其他造车公司没有自己研发的专属的人工智能芯片来进行高速计算，就只能够买像 NVIDIA 这种芯片，性价比就不会有专属人工智能芯片那么好。第三点，其他公司没有特斯拉这样巨大的销售量，所以没有办法分摊研发费用。有的公司偷了一些特斯拉老的 autopilot 的代码，拿出去做演示，或者推出一些形式的产品来圈钱，

但是因为没有海量的数据和销售量，它实际上没有这种研发能力，缺乏后劲追赶。而且现在因为疫情的缘故，美国大部分自动驾驶的研发团队，包括谷歌在内，都停止了人工测试。而特斯拉的车队是靠用户自己开车来积累的数据，所以不受影响，用户开车积累的数据可以自动的帮助他不断提升技术的水平。还有些软件公司，比如谷歌、苹果，他们幻想只做软件，让汽车公司做底下的脏活。但汽车公司不干，凭什么我要把软件和数据控制权拱手交给你们这些软件公司，所以大家就在这僵持着，都处于一种半吊子的状态。像谷歌搞了 11 年半，搞了半天就拉了一个二流的汽车公司，订购了 2 万辆测试车。迄今为止，谷歌靠司机只积累了 2000 万英里的真实测试数据，只相当于特斯拉一天收集的测试数据。自动驾驶技术发展到一定程度，实际上还可以制造专门运送两个人的小型轿车，这个体积重量都比现在马路上的汽车压缩很多。所以实际上运输成本还有很大的空间继续压缩。像现在特斯拉出售的就叫做 full self-driving，就是全自动驾驶的软件。对于已经购买了 autopilot 的用户而言，需要再支付 4000 美元，而且价格 7 月份之后还会再上涨 1000 美元。据说购买服务商交易软件的人占总用户的已经有 25%，猜测随着技术的慢慢成熟，购买者的比例会越来越多。所以我们可以看一下，假设未来一年有 10 万人购买特斯拉 full self-driving 的软件，假设这个软件 7 月 1 号之后涨价单价 5000 美元，这实际上就是 5 亿美元的年收入，而且收入还会随着购买人数的增长和软件单价的增长指数型上升。我们可以做个比较，谷歌搞自动驾驶的独立分出来的公司叫 waymo，他号称 2020 年 3 月获得来自外面投资者的 22 亿美元的投资，但是他这个钱是来自外面人的投资，而特斯拉自动驾驶软件的研发，实际上已经具有自我造血功能。他靠用户的真金白银的支付的收入，再过几年很快就会超过其他自动驾驶研发团队的 vc 资金投入的总和，这基本上都是可以看得见的。这里

面有个关键点，一旦自动驾驶技术的安全性被验证，被监管者开始允许在某些地段，某些城市，或者在某个时间段可以先放行——我现在猜测这个时间可能是 2022 年或者稍微再早一点——，对传统汽车公司市场的打击是摧枯拉朽的。有人做过分析，一辆自动驾驶车的运营，可以取代大约 5 辆传统汽车的市场需求。自驾车做出租的费用非常便宜，可以用自驾车来打出租了，没有必要再去买车了。一旦过了这个转折点，这对传统汽车公司市场的打击是摧枯拉朽的，很有可能出现销售额大幅下降，二手车迅速贬值，最后很多银行要终止授信，很多汽车公司很难避免迅速破产的最终命运。

第四：特斯拉正在做 virtual power plant，中文是虚拟电能厂。刚才我们提到过，特斯拉今年可能会推出一个电池，它可以达到充放电 6000 次，行驶 100 万英里以上的寿命。这样的话，这个车就会变成一个移动的储能设施，可以在电网低价时充电，高价值放电。我来解释一下，像美国全国每天大概耗电量是 100 亿度，在中午 12:00~1:00 之间，太阳高照，电力供应是过剩，或者有的时候突然刮大风，导致电网上的电力过剩。电力过剩就会出现负电价的情况。反之，下午 4:00~7:00 太阳下山了，很多人下班回家了，用电量突然暴增，需要马上开启天然气或者火力发电，来平衡突然增加的电力需求，这个时段电价最高。所以我们可以想象，比如像特斯拉 100 万辆车，每辆车都可以存储 70~100 度电，这就是将近 1 亿度的电。闲置的电车就可以用来平衡高峰期的电力需求，可以自动驾驶到附近的电站，中午低价的时候充电，傍晚高价的时候放电。如果赚到这个差价，甚至可能导致它的实际的能源成本是负的。所以以后特斯拉如果推出自动驾驶出租车服务的话，在能源价格上，他就比别人电价要便宜，这是它的一个巨大的竞争优势。

第五：特斯拉辆车有 8 个左右摄像头，围绕前后左右，给他提供

了海量的实时的每个地方的街区的地图数据。特斯拉自带的实时的精细度极高的街区图像信息，比像苹果和谷歌雇佣司机人工积累地图信息，数量和质量都要高很多。这样特斯拉就有可能以其优质的地图数据为基础推出的很多新的增值服务。

第六：建造机器的机器，就是新的 the machine that build machine，主要反映在特斯拉建造新的大规模工厂的生产能力。我再给大家举个例子，特斯拉第一批的 model3 是 2017 年 7 月在 Fremont 的工厂出厂，到 2018 年 6 月，花了 11 个月的时间，达到每周 5000 辆的产能。当时限制产能提升的重要瓶颈主要是电池供应不足。特斯拉在上海的工厂是 2018 年 12 月开工，2019 年 12 月底开始交付第一批 model3。上海工厂单位产能的建造成本据说已经比美国的工厂下降了 65%。据说 2025 年 5 月中旬，现在上海的工厂可以达到每周生产 4000 辆的产能。特斯拉在柏林的超级工厂已经开始打地基的状态，因为疫情最近拖延了一段时间，预计 2021 年 7 月份完成建造，大规模生产的交付可能要在 2021 年底。另外还有谣言称特斯拉在美国德州奥斯汀的超级工厂要开工，预计到年底第一条生产线就可以投产。我们可以整体看特斯拉的超级工厂是在不断的迭代，它的工厂本身是一个产品，工厂从开始建造到第一条生产线投产出货的时间，从过去从 7 个月到 18 个月不等，现在在上海就已经缩短到了只要 5 个月。我们预计随着生产经验的丰富，流程的简化，供应链的完善，它新的超级工厂建造的时间和单位成本还会继续压缩。所以特斯拉在大规模工厂生产能力方面，竞争优势也是其他竞争者很难追的。它的销售额越多，生产规模越大，单位成本就越低，单位成本越低的话，它的价格也会更有竞争力，它的销售额也就越多。这样就形成一个强者恒强的良性循环。

第七：特斯拉电车的控制屏幕已经正在慢慢成为除了手机和电脑之外的第三个屏幕，而且用户使用这个屏幕的时间在未来将会迅速增

长。电车屏幕的入口控制权在未来的价值就可能等同谷歌的搜索入口，可以想象以后商家也会像谷歌搜索竞价排名一样，可以竞相出钱搞竞价排名。这个地方想象空间极大。其实现在我自己开车，在大屏幕上我就看到 I'm hungry 之类的这种按钮，它会自动推荐我到哪去吃，到哪去玩，然后就可以直接开去。所以以后你可以把星巴克麦当劳的这种菜单，还有这些支付的界面全部都直接嵌入到特斯拉的车载电脑系统里面。因为特斯拉在美国已经有了车主的信用卡号码，操作起来非常方便，所以特斯拉抽点佣金就赚翻了。这个软件系统要建设起来，它的利润率基本上是 100%。所以我们值得关注的一个点是特斯拉未来什么时候把他的软件平台开放给第三方开发者，开发者越多，应用越多，和特斯拉的生态绑定就越厉害，对特斯拉本身的估值贡献就越大。车载的电脑计算平台可以调用的资源远远超过手机或者桌面平台。比如你，车载平台可以和特斯拉网络上附近的别的车打游戏，交换各种资源，大家可以搞线下活动，这就非常方便了，一下子可以把别人定位，然后大家一起开到什么地方去。还可以自己迅速的找到特斯拉网络里面的充电站，可以去充电放电。而且还有我们前面提到特斯拉平台上，地图数据非常高精度，非常丰富的地图信息，这里面有很多我们现在恐怕都无法想象的可以开发的应用。

第八：重型载货卡车也就是 Tesla Semi。我这里给大家讲几个数字。美国的物流业在陆地运输上，卡车货运的营业额大概是 7000~8000 亿美元，火车货运的营业额大概是 700 亿美元，所以卡车货运是火车货运的规模的 10 倍左右。卡车货运人工成本大约 43%，燃料成本大约 21%。卡车货运如果以后慢慢的变成全自动驾驶，它可以压缩 80%~90%甚至更多的人工成本，而且自动驾驶就不存在疲劳驾驶的问题。，所以卡车货运不再受制于缺乏司机的问题，那么三班倒就没有问题。而且因为是电车，燃料成本、人员成本也可以压缩的

非常低。所以我有个计算，一旦 Tesla Semi 自动驾驶实现的话，它每英里的运输成本可以降到大概 8 毛钱左右。现在美国的卡车货运每英里成本大概平均一块 1 块 8 左右。那么如果按照每吨乘以英里的运营成本来算的话，现在美国卡车每吨每英里大概将近是 16 美分，火车是 5 美分，但是卡车比火车货运在时间上灵活的多，装卸的时间也要短，而且对于高价值的货物的安全，卡车运输也比火车运输要更有保障。所以可以想象，卡车运输成本和火车运输成本接近的时候，可能会有更多的火车货运的生意转向卡车，这可能会导致铁路货运的生意会进一步萎缩。

第九：特斯拉可以用全方位优势，打造一个物联网超级平台。我下面还讲一点，这个是我们现在可以看得到的，测算出的竞争优势。特斯拉实际上未来有很大一块基本上是呼之欲出，我先给大家就打个比方。像军事战略的一个常识，实力决定意图。很多事情并不是说事先计划好了，我要做，然后我就去做，而是随着物质条件的完备，突然发现我有能力可以做某件事情，然后我就自然而然的进入实战区，某一个市场。所以尽管某人承诺会做或者说不会做某些事情，这个意义实际上是不大。如果他的实力增长到某一天做某件事情会获得很大的利益，他肯定会去做。但是如果实力不到的话，再信誓旦旦，赌咒发誓要做什么事情也没有什么用。

可以给大家举一个历史上的例子。我们知道 1842 年的时候，鸦片战争，英国人最后打到逼近南京签了南京条约。实际上鸦片战争在 1827 年的时候，就已经可以看得很清楚，这个冲突是必然的，只是最后的表现形式和具体时间点有差别而已。第一，1824 年的时候，英国和荷兰人修订了条约，瓜分了东南亚的势力范围，确认了英国人对马六甲的控制。所以英国人整个供应链离南中国，离广东就越来越近。第二点就是 1827 年之后，英国的海军全部变成蒸汽机动力。蒸

汽船可以第一次从大海逆流开到内河，逆流而上，自带动力开辟运河。以前在内河里面要逆流而上，没有蒸汽动力的时候是做不到的。所以后来 1842 年 7 月 12 号，英国人开进了长江内河，打下了镇江，卡住了大运河的漕运，马上满清就被迫签约求和。但实际上你如果在 1827 年的时候，对双方实力有个基本的了解，就知道后面的结果是必然的，实际上跟 1839 年林则徐有没有烧鸦片的关系都不大，没有林则徐和鸦片也会有别的导火索，引发战争。但最后的结局实际上不会改变的。在 1827 年的时候已经大局已定。

今天我站在 2020 年的 5 月，根据我了解的特斯拉的整体技术实力，很容易得出这样一个结论：特斯拉将利用它在全方位优势，打造一个物联网上的超级平台电池、能源、自动驾驶和大规模工业化生产的全方位优势，打造一个物联网上的超级平台，极大的降低物流成本，这是一个很自然的实力决定意图的结论。所谓物流，英文叫 logistics，本质上就是这样一个东西，把它从点 a 运到点 b，以最快的时间最低的成本到达，这本质上是一个能源成本和交通成本的问题。现在我看到很多一些研究机构关于物联网的宣传，说是在很多货物上加一些传感器，可以更加准确的跟踪位置。这种分析实际上都是隔靴搔痒，没有抓住问题本质。我们可以看到特斯拉下面继续发展，它会拥有最低的能源成本，最智能的交通车队，而且它的自动驾驶车队不再受司机人力匮乏的限制，所以他会打造出世界上最高效、成本最低的物联网，这基本上就是一个必然。特斯拉未来的物流网络，最终演化的状态不仅仅会是普通的重型卡车，或载客的 robotaxi。它很可能包括数量巨大的小型的智能机器人。所谓机器人，按照经典的定义，本质上就是一个电脑操控的机器，可以自动完成一系列复杂的操作。从这个角度上，特斯拉的自驾车就是目前最大的机器人应用。而且因为特斯拉在电池方面的成本优势和人工智能研发方面的优势，可以开发出非常重

要的应用，专门从事货运的小型机器人，可以把现有的自驾车的设计进一步压缩，做出一个能耗更低，价格更低的，可以自动驾驶的小型智能的物流的机器人。特斯拉可以生产出上百万千万甚至上亿的低能耗低价格的小型智能物流机器人，并以此为基础，打造出一个低成本、低延迟的物联网市场。

我再打个比方，可能大家就好理解。半导体行业的晶体管最初是1946 年被发现，应用到工业界并研究出集成电路是 50 年代末开始的事情，1965 年 Gordon Moore 就总结出著名的摩尔定律。之后，晶体管不断小型化。1970 年之后，通用的 CPU 的芯片开始涌现，70 年代末便宜的个人用电脑慢慢出现，先是 1976 年、1977 年的苹果电脑，然后是 1981 年的 IBMTC，后来 1986 年微软上市，1991 年之后 windows3.0 逐渐做大，到了 90 年代末，整个半导体行业的老同志们，突然恍然大悟，搞了半天，我们都是给 1955 年出生的盖茨这个小年轻打工，因为到 90 年代末，微软的市值等于这些半导体公司市值总和还多。

现在电车行业有一点类似集成电路在 60 年代的状态。我们可以看到电池成本不断下降，就类似于晶体管的密度不断提高。再过两年当自动驾驶被批准上路之后，也许相当于个人电脑的出现。随着个人电脑的价格不断的下降，自动驾驶的电车、智能送货的小型机器人会爆炸式增长，达到上百万上千万上亿的量级，那么物流的成本和送货的时间不断被压缩，就会慢慢的形成类似互联网的这样一个物联网的生态。

目前来看，特斯拉极有可能利用它的技术优势，率先成为一个完全自己垂直整合的超大规模的物联网的运营平台，干着类似于现在互联网上的台积电+英特尔+IBM+微软+谷歌+亚马逊的活。现在大部分人对于特斯拉的估值模型，还只是从硬件角度分析的卖车的这部分的

估值，还只是算着相当于台积电加英特尔加 IBM 这一块的估值。

我再打个比方，如果回到 70 年代，你给做芯片的人解释，随着集成电路小型化，这个东西将如何变成一个便宜的个人电脑，电脑上再装操作系统，这个操作系统、应用软件、各种增值服务如何可以赚大钱，可以比做芯片这块赚更多的钱。电脑的互联网上面搜索广告如何赚大钱，比做硬件舒服多了等等。如果你要在 70 年代的时候给那时候做芯片的人讲，对方肯定会一头雾水。他会说，我做芯片赚钱赚的好好的，你这虚头巴脑的东西没有意义。就像以前 AMD 的老总杰瑞·桑德斯说过：真正的男人会有自己的芯片工厂。但是实际上后来产业的价值是迁移到软件上。AMD 的股价从 1980 年到 2016 年这将近 40 年间长期不景气。

现在随着特斯拉解决了电池、自动驾驶、大规模工业生产这几个关键问题以后，这种未来以小型智能机器人为基础的新的物联网结构呼之欲出，而物联网上创造新的财富的前景远超现在的汽车市场和物流市场的想象。因为特斯拉对于底层硬件是完全掌握，是完全垂直整合自己做的，所以他很自然的可以控制上面的软件操作系统，可以控制上面的主要的应用软件和各种复杂的增值服务。

这个物联网以后发展是什么样子？我不觉得我自己现在能够做出完全准确的预测，但是可以稍微勾勒一点雏形。这个就好像说我很难在 window 软件的时候，精确预测后面出来的 power point，mobile APP 这些东西。但是整体的方向是很多东西会越来越便宜，很多事情可以越来越快，各种各样的资源会越来越丰富。比如说以后常用的日用品网上订购，大部分货物可能可以在不到 5 分钟甚至不到 3 分钟之内都可以由智能机器人精准送货上门。当物流费用是如此便宜的时候，很多公司的仓储需求也会下降，不需要那么多仓储存货。进一步降低了很多募资的成本和价格。而物流成本和时间延迟低到一定程度，任

何人都可以用比如 python 这样的编程语言，写一个程序，调用互联网上的资源，把各种东西随意的从点 a 位移到点 b，提供类似云服务一样的互联网上的复杂的增值服务。整体上，特斯拉的技术创新是属于最底层的，硬核的技术创新，和那些搞营销和应用开发的创业者不可同日而语。

二、特斯拉的估值

特斯拉成长的前提当然是马斯克能够继续健康的活着，为股东再辛勤的工作 10~20 年。在前提的基础上，还有在对特斯拉巨大的全方位多维度的垄断优势的理解前提下，我现在稍微谈一下一些粗略的估值。

第一个角度，它有 4 个超级工厂：加州、德州、上海、柏林。估计到 2025~26 年，每家如果年产能达到 100 万辆，总共产能 400 万辆，每辆车的毛利润 1 万美元，这是 400 亿美元的毛利润，乘 20 倍 8000 亿美元的估值。如果到 2030 年产能超过 1000 万辆，那么这个毛利可以破 1000 亿，这就是 2 万亿美元的估值。

第二个角度，如果智能驾驶最终放行，比如全美国 2 亿人出行，每人一年出行 1 万英里就是 2 万余公里。假设 10%的市场的行驶里程用特斯拉的 Robotaxi，这就是 2000 亿英里。假设每英里赚 10 美分，这就是 200 亿美元的毛利。到时候可能因为价格便宜，更多人出行，行驶里程可能比原来要翻番。比如行驶里程变成 4 万亿英里，假设特斯拉能够占据 30%的市场份额，每英里只能赚 5 美分，这也是有 600 亿美元的毛利，有 1 万多亿美元的估值。这个东西还没有考虑美国以外的市场的情况。

第三个角度，virtual power plant 的估值。美国每年能量消耗是 4 万亿度电，工业用电成本大概平均是 1 度 7 美分，住宅用电大概是平

均 13 美分。如果特斯拉的虚拟电厂可以获得 10%的市场份额，每度电它可以中间赚 1 美分，这就是 40 亿美元的利润。如果说市场份额达到 20%，而且因为低廉的电价使得用电量翻番，更多人不烧汽油去改充电了，利润可能可以接近 200 亿，这就是至少 4000 亿美元的估值，这还仅仅是美国国内的。

第 4 个角度，自动驾驶卡车货运的估值。特斯拉有可能把现有卡车货运的成本降低一半以上，假设他的 Tesla Semi 能够占据市场 25%的份额，货运量不变的话，整体的营收我估计是 1000 亿美元左右。假设他能够分享货运公司收入的 10~20%的利润，那么这一块可能是 100~200 亿美元的利润，2000~4000 亿美元的估值。当然这是一个非常粗糙的估算。

实际上到最后随着很多东西成本不断降低，很多操作不断标准化，我觉得特斯拉潜力最大的是它的软件生态系统，还有它的大规模的智能机器人组建的物联网的估值。这个估值有潜力比我前面说的几块加起来还要多。所以基本上现在任何从事能源和交通行业、物流行业的公司，如果不考虑未来特斯拉技术的全方位的竞争，会非常危险，最后可能是折腾了半天一场空。

三、特斯拉未来发展的视角

我们观察特斯拉接下来的发展，主要从三个角度。

第一是看它自动驾驶技术的进步，第二是看它电池成本和产能的进步，第三是看它整车的产能性的进步。只要这几个指标保持良好的增长，季度的财务报告基本上都不重要。

再看竞争者市场的竞争，我们短期实际上是看不到竞争者。因为传统汽车厂没有软件基因，也不愿意去干脏活，建立大规模的电池生产产能。软件公司也不愿意干脏活去造车。所以新的造车势力大多缺

胳膊少腿，产能上不来。

四、总结

特斯拉的电池现在是产能最大，成本最低，它打造的智能电网未来会规模最大，成本最低。

特斯拉的自动驾驶车队规模最大，学习速度最快，导致未来它打造的物联网上的运输能力和成本无人能敌，而且会形成一个强者益强的良性循环。而且这种物联网将不受人工数量的限制，没有缺乏工人这种瓶颈的限制，可以迅速大规模扩张，24 小时工作，而且还可以允许上层的一个应用软件来调动支配，创造出无数的财富。

五、Q&A

Q1：您觉得在电池领域，像 lg、松下、宁德时代这些公司跟特斯拉有没有竞争关系？具体是怎么样一种关系？

A1：我觉得特斯拉跟 lg、宁德时代这些公司，实际上更多的是合作关系，不是竞争关系。因为对于任何造电池的公司而言，特斯拉实际上对是他们最大的客户。而且电池实际上是个非常复杂的系统工程。哪怕是 lg，和其他这些造电池的，实际上也只是一部分。因为这还涉及到整个电池组的软件控制。要把这个放到车里面，不是说仅仅是造电池。就像现在特斯拉跟松下在合作。松下是制造 battery cell，那么特斯拉还要把它变成 battery pack，还有电池组的软件控制的整个东西。还是回到原来的问题，他们不是竞争的关系，更多的是大家合作和互补的关系。

Q2：特斯拉从事的不管是造车还是建工厂等业务，从传统上来看都是一个重资产投入的行业。它把这个行业变成一个逐渐迭代，有一点轻资产的这样的一个模式。在它不断的发展的过程里面，会不会遇到资产边界这方面瓶颈的问题？它的业务像您说的会铺得非常的

广，可能不只涉及到产能的建设，也会涉及到很多层面的投入。您觉得它的资金的问题会不会成为它发展的一个瓶颈？或者是在未来某个时点会成为它的一个限制？有没有什么边界？

A2：目前我倒不觉得是这个问题。我给你举个例子，大概在 2014 年，它在内华达造超级工厂的时候，所有的汽车公司的行业人都在嘲笑他，都觉得他是疯了，都觉得他是重资产。但是到现在，这些汽车公司的巨头，他们想要去造电车，他们一旦造电车他们就傻眼了，因为他们发现他们没有超级工厂。没有超级工厂就意味着他们的电池的产能根本不够。即使别的东西好，他今天想要造 10 万辆车，但是他可能只有造几千辆车的电池，所以他还是在那干瞪眼。所以我现在看过去十几年，特斯拉做了很多这种重资产的、需要很多资金投入的活，它还是有它的道理。很多竞争者只想偷懒，不想干脏活累活，结果到最后关键时刻发现没有核心竞争力，就很容易被淘汰

Q3：在您看来，特斯拉最大的风险点在哪？

A3：它最大的风险是对马斯克个人的依存度。马斯克个人如果有个什么三长两短的话，它的创新步伐可能会突然减慢，这是无法避免的风险。因为这个公司实际上本身深深的有马斯克个人的烙印，没有马斯克就没有这么疯狂的创新能力，但同时也对他个人依赖非常大。

Q4：您怎么评价马斯克这个人？

A4：觉得他在工程技术和商业上的广度和深度，可以说是人类历史上不说绝后，但是肯定是空前的。与爱迪生、乔布斯这些人相比，实际上肯定是迟早要超越。他这种打法以前是没有人这样做的，所以很容易会被误解。有些人看不懂，会觉得他是在吹牛，甚至说他是骗子之类的。但是实际上你可以看到它在火箭发射，还有很多行业现在都一步一步把这些东西都做出来。所以我觉得我们作为投资者能够享受就是这么聪明厉害的人，他能够辛勤的给大家工作，我们作为投资

者还能够享受他的劳动成果，我觉得这是一个很好的事情。

Q5：特斯拉在电池方面它建了这么大一个产能，但是电池的产能对于它未来的几个大的布局，实际上并不是一个非常核心的点了，您怎么看他在电池上的布局？

A5：所知，至少迄今为止，特斯拉的电车使用的电池产能是其他所有的供货商的产能加起来总和还要多。所以现在很长一段时间他的电车的产能很大程度上是受电池的产能的限制。所以对他来说，很长一段时间，都会存在电池仍然短缺的这样一个状态。所以电池产能和电池的效率这块始终是一个核心的竞争力。

Q6：未来 lg、宁德时代、松下他们也生产了足够多的电视产能，电池的成本也降到了一个市场平衡的水平，这个时候特斯拉还有必要把电池也放在自己的手里吗？如果说 5 年或 10 年后，第三方的电池供应商能够把电池产能的问题解决了，您觉得在这种情况下，特斯拉对于电池的战略还会是跟现在一样吗？

A6：我觉得电池的技术进步可能至少有 10 年以上的发展空间。因为电池技术是一个系统，不仅是一个价格的问题，还有能量密度，还有它的使用寿命，可以充放电多少次。也就是说它整个是一个系统工程，它实际上还有很多很大的空间可以压缩。据说今年它的 battery pack 可以降到一个 kwh 大概是 100 美元以下，但是我觉得他还有很大的空间。它在发展 10 年以后，如果能够再降百分之七八十，性能越好，效率就越高，成本就越低。所以不是说好像过了 5 年这个技术就到头了，就不用再发展了。

Q7：比如过 5 年或 10 年之后，电池的边际技术改进没有那么大。比如说续航里程，假如不能普遍达到 800 或 1000 以上，大家觉得续航里程的渴望可能不像现在这么迫切，电池可能会不会就从一个供应链紧缺的东西变成比较传统的领域的东西？

A7：它不仅有续航里程的问题，还有一个使用寿命上的问题。比如说充放电，如果说原来是只能充放电 2000 次或 1000 次，他以后如果能够充放电 1 万次甚至更长，这也是竞争优势。所以它是有很多参数，有重量、成本、寿命、温度等。所以它的技术提升的空间应该还是很大的，不是说过了 5 年这个技术就成熟的。

Q8：您认为电池技术在可预见的一个比较长的时间内，对特斯拉的重要性跟那几个核心的竞争力是同等重要的，对吗？

A8：是的，至少 10 到 20 年以上。

Q9：单纯从技术迭代上看，一些国际的巨头像 lg 松下这些老牌公司有几十年的积累，为什么您觉得特斯拉会走在他们前面？

A9：因为他敢于创新，我只能这么说。开始比如他想建造超级工厂的时候，松下是老牌的做锂离子电池的，都觉得他这种计划很疯狂。现在过了五六年之后，他一点都不疯狂，实际上他的路径是正确的。我觉得他的它的特点是不给自己设限，从第一性原理来分析问题，然后不断的各个方向探索，这是它的优势。他没有给自己设限，你可以看到他后来的在工程技术上的选择的方向，实践证明是正确的。汽车公司很快都要完蛋了，现在自己想要造电池，那你来不及。

Q10：您能对比一下马斯克和乔布斯吗？

A10：我觉得马斯克涉猎的领域要比乔布斯要宽很多。因为他不仅仅是软件，造车是一个非常硬核的生意。他涉及到造车，电池，而且还有火箭发射，工程技术上的广度深度要比乔布斯高很多。所以马斯克超越乔布斯只是个时间问题。而且我觉得再过几年，只要他这样发展的话，成为世界首富，基本上也就是时间问题，可能四五年。特斯拉的发展路径深深印上了马斯克的烙印。过去几年好几个困难时期都是他基本上是一己之力克服了困难，克服了别人以为都无法克服的难关。所以这就是这个公司的特点，你如果投资这个公司就必须要接

受潜在的风险。

Q11：您好，想请教一下市场现在预期完全自动驾驶大概什么时候能够实现？

A11：因为我自己是已经买了它的自动驾驶软件，可能它今年所谓的自动驾驶的功能都齐备，然后之后要在路上真正积累个几十亿英里的实际里程，看他安全记录，然后再争取监管者能够放行。所以我猜测应该是 2022 年的某个点，可能在美国某个州或者哪个城市先允许特斯拉的自动驾驶的车队可以开始运营，然后再慢慢的展开。2022 年，我觉得可能是他自动驾驶技术的一个一个转折点。

Q12：您好，想请教一下市场现在预期分布式发电业务大概什么时候能够实现？

A12：这个可能要等到特斯拉 battery day 后我们才知道。但是我知道他最近好像已经在英国申请作为一个发电厂的执照，所以他在英国可能今年就会开始做试图做发电厂。我知道他在澳大利亚已经有做过一些实验了，有跟好像大概有 1000 个住户在家里安装 powerwall，然后去运营这个软件。他 virtual power plant 这个软件已经在澳大利亚有运营的经验了。所以我想英国可能今年铺开，美国的话也许明年也许后年。

Q13：您认为什么样的公司在国内能够有特斯拉这样的潜质，什么类型的公司有可能在中国成为中国的特斯拉？

A13：这个我不太了解，而且目前我没有看到有别的公司能够在各个方面有特斯拉一样的全面的竞争优势。

Q14：特斯拉现在在上海生产，可能也会带动中国的一些零部件的产业，走向全球，我不知道您认可这样的一个观点吗？或者说什么样的中国的零部件企业可能会比较大的胜出？

A14：零部件企业我不够了解，所以我没有办法回答你的问题，

而且我个人觉得零部件企业基本上还是吃的残羹剩饭，利润空间比较小。

Q15：马斯克做的业务很多很杂，做的也都很出色。从他经营企业来讲，您觉得这个人最后想达成的一个意愿是什么？

A15：像他这种人最后的发展都是叫所谓实力决定意图。有的东西他开始没想好，比如说他开始 03 年造电车的时候，他没有想要去做什么 powerwall，他也没想到去做能源。但是他造车中发现，电池实际上是电车的最关键一个东西。然后他就发现电池能源行业这个机会可能比交通行业的机会还大，所以他 2014 年就造了 gigafactory。所以我觉得他发展方向主线就是能源和智能交通这两块，但是随着它的工程技术能力的提高，他发现了新的市场，他就自然而然的去做，实力决定意图。就好像他发射火箭，最后 SpaceX 他发现成本越来越低了，然后他就发现我发射成本那么低的话，我自己可以发射卫星，我凭什么给别人去打工，只是帮别人发射卫星，因为我自己造卫星，我造的比别人更好，所以他后来去做 starlink，所以就是他的轨迹。

Q16：马斯克的业务，目前看起来他都很重视。您觉不觉得他每一块都很重视的原因是在于他都想把它做大，还是说他觉得别人的创新能力跟不上他，做他生态的过程里面，某个环节发展不好的话，会影响他的整个的战略发展？比如说电池这个环节，他目前这么重点的做电池，包括自己建工厂，像电池或者是类似的环节，他还做的目的是在于他觉得别人创新的节奏跟不上它，所以他决定自己做？在未来比如说创新空间变小，他是不是会有所侧重？

A16：对，像他后来觉得松下造电池的水平没有他想那么快，他觉得他自己可以做一些创新，可以比松下造的电池还好。可能未来一两个月的 battery day 特斯拉自己的电池的技术会发布一些。因为我知道在内华拉州的超级工厂，松下造电池的那块车间和特斯拉的是隔开

的，里面有些地方特斯拉的工人还不能进去，所以对这两家公司还是有一定区别。但马斯克这个人他创新的风格是不给自己任何设限，所以他发现他能够做的比别人的好，他就会做。如果他觉得有的地方改进空间不大，那就叫别人做。

第 148 辑

(2020.8.5)

疫情之下的中美关系和投资风险

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

初放博士是总部位于纽约的精品投行 KC Group 首席执行官，专注中国，美国，欧洲，日本和俄罗斯之间的跨境投资和并购。在此之前，曾担任纽约知名犹太裔家族办公室十亿美元私募基金的投资分析师，并协助美国犹太议会 American Jewish Congress 主席与美国政商领袖定期战略沟通。他在天津大学获得学士学位，并在新泽西理工大学 NJIT 获得博士学位，并被该校校长任命为顾问委员会理事 Board of Visitors。他还担任波士顿学院 Boston College 校长顾问，俄罗斯新经济学院 New Economic School 校长顾问。有译著《犹太人的大梦想》（2011）。

一、目标与框架

目标

在分析具体中美问题之前我想首先说一下通过分析想要达到的目标。

第一，需要强调的是，特朗普团队和美国国会领袖是中方必须要

去关注的。因为在研究中美关系的过程中，除了对美国的体制和政策延续性需要做分析，更需要了解特朗普政权中以及美国参众两院中一些核心人物的观点和特性都是具有颠覆性的，与传统政客不同，会直接影响中美关系走势。在过去的一段时间内，尤其是在 2018 年 5 月贸易战开打以后，其实中方也意识到，中方过去并不熟悉的一些美国官员在一些具体行为上已经超过中方通常的预期和想象。因此在美国目前的政府中（注：包括白宫和国会），必须强调关键人物在政策之中的重要性。

第二，建议关注美国制度在 2016 年以后已经出现了重大的转变。从美国的宪法学家和政治学家的角度来看的话，这是一场巨大危机。这个危机由民粹引发，并且民粹运动不局限于美国，其实已经充斥到整个欧美世界，这也是必须关注的时代大背景。

第三，在当前的复杂局面下，做判断时不得不更多从系统性的思维角度分析问题。过去在大概隔一周甚至一周之内就有几件与中美相关受到广泛关注的事件，这就客观上要求我们着手尝试提炼出系统化的思维框架，而不仅仅是就事件谈事件。对于金融行业，如果中方无法对未来的风险比较好的评估，也就无法对风险有基于时间轴的预测。

建立系统性框架

如何建立系统化的思维，个人认为有两个方向需要关注。

第一是历史维度，不仅仅要跟中美建交 41 年发生的事件对比，而要在美国 240 多年历史中进行相关对比。第二是美国的政策行为和一些言论也必须放在具体场景下分析，而不能单独拿出来。这样会有极大的误导性，如果仅从中国的角度分析会给金融投资带来很大的不便甚至误解。

今天的主题是从美国视角分析，因为大家现在很熟悉中国视角。最近中文媒体出炉了大量的报道和分析，多数是基于中国视角。个人

认为在中美之间胶着的状态下，需要更深层次理解美方的立场。因此，中国的专家在判断中美形势时，需要像美国政治专家一样看待美国的行为。只有在信息对称以后，中方才能更好去发掘美方的某些政策动向和动机，才能对未来风险进行预防和预判。如果能做到以上几点，那么很多中美事件可能都不再应该列为黑天鹅事件，都将可能是有迹可循的。短则可以提前两三周形成预判，长则可能对几个月甚至几年事件进行预判，我也会在接下来的演讲分享具体案例。

我今天的分享框架如下：首先按照提到的目标尝试建立逻辑框架，希望通过逻辑框架从投资人的视角解释目前中美发生的事件。主要目标是为了风险筛查，然后对风险评估，以及对风险做出预测。贸易战之后，中国资本市场对美方的一些行径反响剧烈。因为没能提前做出预测，导致很多时候中方比较被动。通过建立系统性逻辑框架，能对过去几周发生的重大事件，如香港自治法以及中美的外交交锋进行更好的理解。在此基础上对未来进行展望。

二、中美关系分析框架 1.0

建立逻辑框架探讨中美关系有助于中方用系统性眼光分析问题，在建立框架之前，需要提醒大家注意最近中美之间发生了很多事，特别美方的很多做法远超中方的想象，甚至在某种意义上完全不合情理，这其实并不是孤立的突发事件。往前追溯，在 2018 年美方

发动贸易战后，中美之间时有风云大变，美方的立场动辄 180 度转弯，令人震惊。因此在探讨中美关系对投资的影响之前，需要先回顾贸易战期间的变化，这对现在的实践具有借鉴意义。归根结底是中美在贸易谈判过程之中，中方很难把握美方的节奏，美方的很多动向都显得不可思议。其原因在于这届美国政府的特殊性——这届政府是美国建国 240 多年以来第二届民粹政府，而上一届民粹政府是 100

多年前的安德鲁杰克逊政府。中方在分析

问题时往往最可能类比的是过去 41 年来尼克松总统到奥巴马总统执政之间中国与美国打交道的经验，以此作为参照系，但是中方可能并不熟悉民粹政府的特色。什么是民粹？民粹是在美国现有的政治框架下，部分民众的诉求难以得到满足，因此转而挟持领袖，希望能在精神上和心理上得到最大程度的慰藉。看待民粹总统，就要回归到之前提到的贸易谈判场景，固然可以将特朗普视为商人，但他并不是纯粹的商人，他代表的是民粹的势力。按照之前的逻辑，如果民粹提出的要求在现有的美国政治框架和国际秩序框架之下得不到满足，那么这个商人就是贪得无厌的。因此与其贸易谈判的结果很多不是出于真心，毕竟他本身及其选民都不知道究竟要达到什么目的，也不清楚要表达什么可以实现自身利益，这就是民粹主义的本质。特朗普是美国 240 多年历史以来第二次民粹当选，这样的民粹政府的真正特色是对美国的国内制度和国内内政敏感度极高。这是中美关系的标志性变化，特朗普与过去中方相对熟悉的美国总统有本质区别。过去的美国总统往往都有一定原则性，在一定程度上坚持本国的价值观和意识形态。但是特朗普代表的民粹政府不同，表面上是在和各国做交易，其实主要都是为了讨好民粹选民，达到在美国的政治博弈中，仍不处于下风的根本性目的。

特朗普受到美国政治制度制约的来源

美国现有的政治制度通常对总统有很强的制衡安排，原因在于其特殊性。其一是两党制—民主党对共和党的制约远超通常的想象，虽然共和党在台上，但是民主党的势力并没有因此衰减，反而扩大了。其二是三权分立—虽然白宫控制行政权，但是司法和立法相对独立，对特朗普制约较强。在 2019 年 4 月之前，特朗普都没有统一白宫的声音，白宫内部还有很多与其分歧的重量级的声音，最近备受关注

的几个高官，例如美国国务卿、司法部长、国家安全事务顾问、国防部长等直到 2019 年 4 月前都不属于特朗普阵营，甚至与特朗普对立。这就在一定程度上解释了为什么在发动贸易战将近一年的时间后特朗普的政权才出现重大的态度转变，因为那时候他才逐渐统一了白宫的声音。其三是媒体监督—虽然特朗普当选之后对美国的媒体进行直接打击影响了美国媒体报道的客观性，但总体上美国媒体的关注度还是影响到其政治判断。在特朗普当选后的很长时间并未公开表示与中国关系恶化，当选一年多之后才开始对华做出重大调整。因为美国媒体在很长的一段时间内关注的焦点是美俄冲突，也即是俄罗斯在 2016 年究竟如何操纵美国大选，如何对特朗普造成实质影响，如何影响美国的民主选举，如何影响美国接下来的政策。直到 2018 年的 5 月份后，美国的媒体关注重点才开始逐步转向中国，这也发生在特朗普发动贸易战之后。虽然美国自由派主流媒体一直对特朗普 2016 年赢得大选耿耿于怀，并且坚信俄罗斯人帮助他赢得了选举，但无奈的是，在 2018 年 5 月份以后，尤其是在 2019 年 4 月以后，随着特朗普的团队全面占据白宫主要职务，特朗普也最终掌握了议题话语权导向。在一定程度上为了分散媒体监督焦点，特朗普才逐步把美国媒体的关注点从俄罗斯问题转向了中国问题。

模型构建

特朗普在贸易谈判中态度和立场发生重大转变的主要驱动力是他对美国国内政治和制衡的敏感度。如果建立简单的经验模型，也就是特朗普在谈判时的态度其实与美国国内对他的压力成反比，具体表现为美国国内对他压力越大，他的表现相对越缓和，越希望与北京达成一定程度的贸易共识；他的压力越小，跟北京谈判的态度也将越强硬。不管特朗普采取什么做法，他的最终目的并不是为了达成某种协议，而是为了实现他在选民面前获胜者的地位，这是根本原因。随着

特朗普大选压力上升，这个问题表现得越明显。特朗普在达成第一阶段贸易协议时，很大程度因为当时正是弹劾案如火如荼的时候。

因此理解这届美国政府的新的特色，以及与中国在贸易谈判方面的特殊变化，是需要在一个系统化的思维之下去理解，而且需要以美国视角为基础才更容易把握。

模型边界

但是任何的模型都是有边界的。

第一个边界是美国经济出现衰退。2019 年八九月时，华尔街经济学家曾预测 2020 年一季度美国出现经济衰退的概率超过 36%。在当时预测的衰退显然没有考虑疫情带来的危机，现在的疫情只是美国经济衰退的催化剂。可以看到美国在疫情下已经出现了经济危机，观察美国第二季度经济数据，可以看出疫情对美国经济产生重大影响。所以这一模型的第一个边界已经被打穿，需要对这个模型进行调整，才能解释目前和未来中美之间可能发生的事情，从而预判未来的风险（注：模型 1.0 是针对贸易谈判中对美国立场可能出现变化的预测经验模型，而后面的升级版模型 2.0 是针对近期和未来中美关系走向的风险评估模型；升级的依据是 2020 年 3 月后疫情的发展所引发的经济危机满足了模型 1.0 的边界条件）。

第二个边界是美国在伊朗可能会发动局部战争。美国实际上一直在国内探讨以军事方式制裁伊朗，所以美国在伊朗的一系列举动离发动战争只是差之毫厘。如果美国在伊朗出现局部战争，中美的贸易谈判以及中国议题在美国的优先级要下降很多，这直接会给中国在贸易谈判方面一个喘息的机会。在此条件下，模型将不成立，因为美国国内关注的重点是军事冲突，而不是对华的贸易战。

二、中美关系分析框架 2.0

我们尝试对上述模型进行进一步升级，以解释未来中美关系的冲突点，对未来的风险进行预判。从投资角度出发，提炼出时间轴，知道潜在冲突点对所做工作才有意义。在此时间轴中最重要的是 2020 年 11 月初美国大选（注：现在已经定在 11 月 3 日）。这一节点的重要性在于大选之前和大选之后将可能出现完全不同的几种场景，所对应的风险强度也大相径庭。下面通过时间轴中的重要节点对模型进行升级和细化。

大选前——斗而不破

我们认为在 11 月大选之前，只要中方能够进一步履行第一阶段贸易协定，那么美方的立场应该不会出现重大的转变。中美冲突依然存在，但是应该是斗而不破的状态，也就是处于风险可控的状态。原因如下：特朗普现在还在台上，如果他想连任，则必须对选民有政绩方面的陈述。即是展示正面政绩是他竞选的主要追求。以前特朗普自豪的无非是美国国内的市场、股市繁荣。虽说现在股市繁荣仍在延续，但是里面多了很多水分。所以特朗普真正能拿出手的政绩也只有在贸易战方面与中国的成就和突破。令人疑惑的是特朗普为什么在 2016 年大选时采取相反的策略—通过否定希拉里、细数希拉里的种种过错赢得了大选。因为当时特朗普处于竞争者地位，而目前他在台上，与之前的角色完全发生了转变。对于在位者是不能靠抹黑对手当选，而必须要展现正面政绩。

大选后——三个场景

在大选之后会出现不同的场景。

第一个场景是特朗普连任。回归模型 1.0，那么美国国内的制衡力量(民主党和另外两个权力机构：国会和最高法院)以及美国的媒体将会受到进一步削弱。其实特朗普 2016 年当选后已对国内制衡势力削弱很多；若他能继续连任，说明美国民粹在美国社会中的根基扎实，

美国社会的制衡力量将会被进一步打压。因此特朗普连任后对美国传统价值观或一贯战略主张会有更少的顾忌，可以全心全意讨好民粹。因为民粹的诉求在美国现有政治制度下难以得到满足，特朗普也没有心思真正改造制度，从根本上解决民粹需求。所以接下来可能会出现恶性循环，恶性循环下因为民粹深不见底的欲望，未来特朗普采取的政策对国际、对中美关系的影响，将很可能会没有底线，导致的风险没有上限。

第二个场景是特朗普小负，这一场景的概率要大于特朗普连任的概率。在 2016 年，希拉里大胜 200 多万张普选票，在摇摆州中的 4 个州仅输了 1 万多张普选票；由于美国特殊的选举人票制度，最终在选举人票中的失利输给了特朗普。2020 年选举中拜登很有可能在普选票中大胜特朗普，但是在摇摆州中可能拜登会很努力与特朗普去争同样一批选民的支持，因此在选举人票中有可能会以微弱的优势取胜。接下来的问题是特朗普会不会轻易交出政权。过去 41 年唯一一次与现在情况较为接近的是在 2000 年大选，美国在戈尔对小布什的政权交接中出现问题。虽然如此，戈尔在最后一刻相对高风亮节，承认自己失利，没有让美国总统的交接出现耽搁。在美国历史上还没有在总统层面上出现权力交接失控的局面，但是在州一级别的选举中曾出现过。换言之，美国现有的政治体制自身无法阻止权力交接危机的出现。前段时间特朗普发推特，内容是认为美国可能出现大规模选票造假，声称要推迟大选。中方专家往往容易更多关注后半句，但是在美国宪法和选举专家的眼中他们更多关注前半句。特朗普这一举动显然是埋下伏笔，如果他小负，他可能会通过控诉选票造假而制造交接失控的局面，拒绝交出权力。他可能采取的极端手段包括对内主要通过法律方式对某些州选票提出质疑和控诉，这是比较容易实现的方式。在美国现有制度下，过去 240 多年历史中选举历史中，州一级也曾

出现类似情况。而对外，他特别需要制造一个危机氛围，要让美国国内选民意识到，不可一日无总统。外部风险点之一可能与中国相关，中方可以结合具体情况具体分析。在 11 月初大选之后到 1 月中的新总统上台之前的这段时间可能是中美风险出现概率最大的时刻，这是值得中方最值得关注的时间段。

第三个场景是特朗普大败，拜登当选。中方专家对拜登的研究还需要加强，因为可能他当选的概率较高。拜登的政策纲领中最重要的立场就是回归本土，休养生息。与其类比的是 2008 年奥巴马上任之后，首先是缓解金融危机对美国经济带来的重大影响，另一方面做得较多的是"道歉之旅"。小布什发动伊拉克战争，不仅导致美国跟伊斯兰国家关系非常的恶劣，同时也疏远了美国跟传统盟友（比如法德）之间的关系。在美国，疫情出现不是特朗普的错，但是疫情没有治理好，确实有其责任，疫情失控对美国经济的打击远超 2008 年金融危机。而且他上台后，美国与盟友之间关系的糟糕程度也远超伊拉克战争时期与盟友的关系。因此拜登上台后，估计会沿用奥巴马的基本班子，预计他会采取与奥巴马类似的方式。一是对美国国内的经济和民生进行休养生息。二是重塑跟欧洲和亚洲的盟友关系，这可能会花费他绝大部分的精力，而且耗费很多时间。假设他能任职一届达到四年，可能至少需要花费两年时间做上述安排。中美关系并不会因为拜登上台得到扭转，因为客观上中美之间的问题因为特朗普的推波助澜加之美国极端右翼民粹势力的高涨已经有积重难返的迹象，很多立法并不会因为换了总统就会改变。拜登上台，中美问题会相对缓和，并不是因为他是亲华友华的代表，而是由于他精力有限，关注重点不在于中美问题，优先级下降。虽然中美脱钩似乎难以逆转，随着拜登的工作重心转移、脱钩速度将有可能放缓。因此在这一场景下的风险应当是可控可防的。

三个选举场景的概率分析

接下来中方专家必须对上述三个场景做出概率分析，概率分析基于美国的民调数据。在 2016 年大选以后，很多人认为民调不准确。首先，单一民调可能有倾向性，因此可以采用多种来自美国左派中派右派具有代表和公信力的民调，再进行加权平均。其次，通常人们对民调的误解在于认为民调中的领先者一定能当选，但这不一定。因为民调主要通过打电话等方式调查意愿，前提是受访者必须要进行投票，一旦没有实质投票，这一调查就没有意义了。2016 年希拉里失败很大程度上是因为投票率低，而不是因为民调不准。因此，在探讨民调时需要建立在加权平均基础上，同时，不仅仅要考虑普选票的全国民调，而更要参考选举人票民调。选举人票制度是美国的特殊制度，简单而言，就是谁先获得 270 票谁将得天下。最新的加权民调数据显示，民主党最多可以获得 308 票选举人票，超过基准票 38 票，一周之前的数据预测是 278 票，也超过了基准票 8 票。在一周时间民主党的优势大幅提高的原因在于一周之内美国经济数据糟糕（注：发布二季度经济数据），疫情不受控制，在很大程度上动摇了特朗普在 2016 年选区的支持基础（注：2018 年中区选举中特朗普选区的近郊家庭已经出现大规模松动，甚至倒戈）。可以结合这一情况对之前的场景进行概率分析。

此外，2020 年大选不仅是美国总统大选，也是美国的议会大选。2019 年最大的事件是特朗普的弹劾案，弹劾案虽然通过，但是罢黜没有通过，其原因在于美国共和党控制着参议院，因此参议院意义重大。现在的权力分布是 100 个参议院的议席中有 47 个民主党，52 个共和党和 1 个中立派。最新民调显示，47 个共和党席位还比较保险，但是有多达 5 个共和党席位和 1 个中间的席位目前处于极其胶着的状态，甚至有可能倒向民主党。因此 11 月关注美国总统大选的同

时还需要关注美国的议会大选。

还需要补充一点的是，许多中国的投资者担心中美之间的风险可能会出现不可控的倾向，很大程度上是因为习惯于站在中国的视角。如果也可以透过美国的视角看同样一些现象，中方专家才能更好地做到信息对称。在目前复杂的国际形势下，从中国的角度出发，把中美关系看做最重要的风险点，完全可以理解。但是从美国的角度来看，中美关系仅仅是特朗普可操弄议题中的一个选项，虽然近期优先级不断提高，但是和美国国内极其残酷的政治环境相比，仍然不属于最高级。

举个例子，随着大选临近，特朗普持续在中国议题上做文章很大程度出于选举考量，但其实这并不是他唯一或最有效的工具来增加连任概率。直到在 2019 年中美贸易战几度恶化，才造成中美交锋成为《华尔街日报》、《华盛顿邮报》、《纽约时报》的头版头条，而其它情况下，中美关系都仅仅是商业版的内容，而且不属于头版新闻。原因在于对特朗普而言，连任是其主要目的，因此他需要不断出手博得民粹力挺。操弄中美关系可能有效，但他的工具箱里还有很多其它工具，而且相比之下其它工具可能用起来更顺手，成本更低、效果更好。比如，特朗普在 4 月 8 日发布一则推特，内容是号召共和党的州长团结起来，加强投票人资格认定，防止在州范围内的邮寄投票中出现欺诈现象。从通常外部的分析角度出发，这点似乎没有得到太大的关注，但是这一行为被美国选举专家重点讨论。实际上，民调其实只是一方面，在选举过程中最重要的还是投票率。希拉里失败的原因很大程度是因为传统的民主党票仓的有色人种和中低收入阶层的投票率太低。特朗普当然深知这一点，他是 2016 年希拉里投票率低的实际获益者，所以他现在需要人为制造危机控制投票率。在现有的美国法律框架之下，他是可以做得到的。因为美国的州长有权利划分美

国州内的选区（注：gerrymandering），并对选举人资格做一些认证(注：voter supression)。美国 50 个州中 26 个州是共和党州长，还有一个是相对中立，民主党的席位其实不多。在 26 个州中有好几个是重要的摇摆州，例如佛罗里达州（注：美国政治圈子笑谈"得佛罗里达者得天下"）。这些州的州长已经下达最严苛的投票人资格认证的命令，无非是为了打击民主党的基础票仓，这个消息对特朗普是重大利好。另外还有 10 个州将会在下一阶段，也就是大选之前很有可能通过相关的法律去加强对投票人资格认证，这将进一步削弱拜登基础选民的投票率。这样的举例是为了说明特朗普的工具箱里还有很多的工具，他可以在相对成本可控的情况下达到更好的政治目的。因此，如果他选择跟中国大动干戈可能造成失控情形，对他的连任其实不会有实质帮助。另外，值得指出的是，他任职三年多以来基本上都在履行对民粹选民的承诺，包括"反干涉主义"—从中东，甚至德国撤军，表明真正回归美国本土的决心。

拜登政策纲领

现在回过头看特朗普三年半的执政，其实他代表的民粹就是对美国现有制度的全面清算。他提出来的问题本身都是一些正确的问题，但是采取的做法往往会让美国国内矛盾进一步激化，无法对美国现有的制度进行真正意义的改革。代表建制派的拜登一定会尽其所能对现有的制度进行一定程度的改良，这其中需要关注的有经济、工人的权益、医疗改革、教育改革等议题。

之前美国大规模街头游行的群体事件固然是由黑人运动或者种族矛盾所引发，但是这个问题的本质与美国现行制度的一个重大缺陷有关，这个缺陷就是美国在过去 40 年推崇的新自由主义经济学及一系列全球化的主张，造成了美国社会贫富差距拉大、工人阶层中产阶级被挖空，这也是民粹上台的根本原因。美国现在的工作只有两类，

一类是金融服务业、电子、高科技等高收入、高技能工作，主要集中在东西海岸和主要大学城；另一类是低技能或无技能的服务性工作。在疫情期间，后者里很多人将永久失去工作，只能依靠政府救济，而且政府的救济也无法及时到位。因此由种族矛盾引发的美国社会矛盾是根本的结构性问题。这是拜登想要解决的问题，即使无法解决也要尽力缓和。因此他的政治纲领中涉及中国的段落很少，而 70%-80%内容与美国国内相关，20%左右与盟友相关。涉及中国的可能就几段话，其中最重要的是如果民主党上台，将不会对中国采取贸易战提高关税的形式，也不会采取冷战形式对抗。

三、分析框架下的中美问题探讨

香港问题

在分析框架下能够更好理解过去中美之间的事件。三周以前通过的《香港自治法》在中方专家中引起震撼，但是，美方的《香港自治法》并非突然出炉，也并非在《国安法》出炉之后紧接着出炉。2019 年香港街头暴乱直接引发了民主党控制的众议院和共和党控制的参议院的支持。其实他们在 2019 年就已经在酝酿相应的法案，但是特朗普的态度很暧昧。因为特朗普在 2019 年面临巨大的弹劾压力，对他在选民和美国国内的威望是极大的打击，因此他有求于北京，希望能够在贸易谈判方面取得突破。这也是特朗普在 2019 年缓和立场背后的根本性原因。到 2020 年态度反转，签订《香港自治法》，一方面《国安法》的公布是催化剂，但另外还有两个根本性原因。其一是在疫情爆发之后，特朗普发布一系列紧急法案，加固自身权力，因此在目前的美国政治制度之下，相对来说对他的制衡是有限的。其二是特朗普与美国国会之间有频繁交易。2008 年奥巴马政权要通过 7000 亿的救市法案都极其困难，对比之下，特朗普已经通过 7 万亿法案，

还有 1 万亿的法案也即将通过。特朗普为何如此顺利？众议院管理钱袋子，众议院在救市方案上完全可以提出异议，只是背后有很多交易进行。众议院和参议院都想通过的法案，需要特朗普的支持。因此特朗普依赖于美国国会进行推行救市方案稳固市场，使得他能在选民面前保住颜面。

《香港自治法》中制裁措施里很重要的一条是限制中资金融机构的美元流通性。未来探讨这一条措施时，我认为重要的还需要根据时间轴分析。这一措施什么时候会付诸实施？如果仅从中美博弈的角度，很难确定时间框架。换一个角度，从美国国内的角度出发，若要限制中资机构的美元流通性，需要华尔街出手，华尔街出手的重要前提是美国的民粹必须有压倒华尔街的优势。但是目前的情况是民粹与华尔街在大选之前完全绑定利益以维护市场秩序和股市的繁荣。换言之，特朗普代表的民粹目前依赖华尔街，也不会让华尔街做出与自身意愿违背的事情，这样成本太高。因为目前美国的货币政策是美元宽松的一系列政策，即便在某个区域贸然收回美元的流动性，对华尔街而言成本难度可能无法承受。但是在 11 月大选节点后可能出现反转。如果大选之后特朗普继续连任，说明美国的民粹将有压倒性的优势。另外还需出现的先决条件是美国的疫情得到控制，美国国内的利率政策需要调整。这样华尔街出手收回流通性也就是顺势而为。

外交战

此外，在过去两年，中美已经从贸易战上升至科技战，而香港问题可能是金融战的前哨，之后又上升到外交战，中美关系似乎短期内呈现出了自由落体似的下滑局面。从中国视角看，美国政府的很多行为令人费解，因此大家亟需发掘中美之间深层次的问题。2019 年 4 月当时的美国政策研究室主任发表言论认为中美矛盾是文明冲突，但中方专家多数并不认为是文明冲突，即使是，也是次要矛盾而非主要

矛盾。因为中国跟欧美的文明冲突，至少也存了两百年，这样的论述无法解释爆发的时间点。

蓬佩奥认为中美矛盾就是意识形态的冲突，但中方专家多数也不认同。引用美国最重要的外交智库 CFR（美国外交事务理事会）的主席、前美国国务院的政策研究室主任、曾担任国务卿鲍威尔特别顾问的 Richard N. Haass 在 2020 年 7 月 25 日发表在《华盛顿邮报》上的署名文章对此作出辩驳。他抨击蓬佩奥不了解中美建交的基础以及中美关系的基础。美方根本不是要在意识形态方面对中国进行改造，而是当时美国要拉拢中国对抗苏联，而拉拢中国完全是在冷战策略中对美国国家利益最大的保护。事实证明，美国也不认为自身有能力真正在意识形态方面改造中国。所以中美之间即使存在意识形态矛盾，也不是中美之间的主要矛盾，这也仅仅是次要矛盾。

回归到前面建立的思考框架，中美之间的主要矛盾在于美国这届政府和之前中方打交道的政府不一样，因此才会让中方棘手，处理起来非常困难。不仅如此，在美国 240 多年的历史中，这也只是第二届民粹政府，中方可以说相对缺乏对付民粹政府的经验。而目前美国的右翼民粹的根本诉求是反对二战后，尤其是冷战后确立的全球化世界秩序。也就是说，目前的美国政府是逆全球化的，而中国是全球化的获益者，也是进一步全球化的推手。因此从美国的内政出发，中美之间的主要矛盾是全球化和逆全球化的博弈。因此从这一点也容易理解在中美外交战开打之后，在双方互相关闭领事馆过程中，中国与德国外长第一时间通电话，中国外长王毅明确表示要加速与欧盟的贸易谈判。显然中国在处理美国问题上，并不是局限于就美国谈美国，而是站在更高的维度，即是从全球化和逆全球化博弈的角度看待美国问题。解决中美关系最主要矛盾的路径可能不在于中美，而在于其他地区和国家。

从这个角度看美国大选，也是全球化（建制派候选人拜登）和逆全球化（民粹派代言人特朗普）的较量。

四、未来展望

从历史角度看，虽然民粹运动有很多不合理、不可思议的举动，但是民粹提出的问题确实是合理的问题—新自由主义全球化给欧美带来了重大结构性危机，尤其是新自由主义全球化的始作俑者英美。英国脱欧和特朗普当选都是同一个原因：中产阶级被掏空，社会结构出现重大缺陷。拜登未必能在任内解决好这一问题，只是在一定程度上缓解这个问题的负面影响。逆全球化在美国还有进一步的惯性，并不会因为白宫是否易主而出现逆转。在 80 年代初由里根总统和撒切尔夫人推崇的新经济主义的一系列经济政策，再由克林顿和布莱尔推广到全球，中国也随即纳入全球产业链。这一体系在 2016 年英国脱欧和特朗普当选之后引发重大意识形态和公共政策危机。一些悲观的经济学家甚至认为，新自由主义已死。因此世界格局将从美国为首的稳定态进入到一个过渡态。在过渡态中，只有少数主要经济体能够做相对独立的政治判断和政治决策，这主要包括：美国、俄罗斯、欧盟和中国。其中美国和俄罗斯站在逆全球化这一端—美国是推手，而俄罗斯是获益者。中国与欧盟站在全球化的一端。这四者形成的四边形是不稳定的结构，因此是过渡态； 和任意一点的距离取决于和另外两点的距离。四点之间可能会有冲突，也可能会有合作。在这个过渡态模型中，要想解决好和美国之间的问题其实需要更好得处理和欧盟以及俄罗斯的关系。

首先需要强调中欧关系。继续改进全球贸易框架是中欧之间最大的共同利益，但同时中国与欧盟也存在冲突，冲突主要集中在意识形态领域。中方与美国民主党相处困难主要是在意识形态方面，而欧盟

可以说是一个大号的美国民主党，他们对意识形态的坚持可能更加根深蒂固。如何处理好中国与欧盟之间的最大公约数——全球贸易（以及二战后，尤其是冷战后建立的国际秩序），尽可能缓解次要矛盾，将是接下来中国需要解决的问题。

其次要着重强调的是中俄关系。美国一直以来在南海的举动其实可以说重点在于威胁中国的能源走廊。因此过去一两年加强中国和俄罗斯之间的双边关系回看是极其重要的。因为在能源危机面前，俄罗斯是能够尽最大程度保障中国能源安全的重要盟友。如果贸易战只是让中国制造的产品难以出售，那么能源问题将是直接影响中国稳定的基础。因此处理中俄关系也需要抓住主要矛盾，尽可能缓解次要矛盾。次要矛盾是在苏联垮台、普京上台之后的二十年，中方和俄罗斯企业家之间可能存在的互相不了解和不信任的现状。在过去几年调研中我发现，这个问题很深刻，如果处理不好可能会影响中俄在能源和国家安全领域的盟友关系。

最后，虽然新自由主义已死，但并不代表世界经济学界会陷入混沌状态。因为早在 50 年代初，西德刚刚恢复元气就违背占领军英美的意志，开始建立一套自己的经济政策体系。到了 70 年代末 80 年代初，当里根和撒切尔夫人开始推广新自由主义时，德国采取了完全不一样的发展模式叫做秩序自由主义（注：ordoliberalism），收效显著。秩序自由主义核心理念是要平衡国家、市场和个体之间的动态平衡关系，尤其是强调国家在建立公平有秩序的市场竞争环境中必须扮演的重要角色。也许在新自由主义已死的命题下，秩序自由主义将会给世界经济学界带来一个新的发展机遇。尤其是德国的政策特别鼓励实体经济发展，保障全民就业和基本福利，实施稳健的货币政策和财政政策，这些政策和引发英美经济结构性危机的政策主张形成鲜明反差。

五、Q&A

Q1：初博士，请教两个问题。第一是为什么欧盟支持全球化，俄罗斯支持逆全球化？第二个问题是可否展开讲解从新自由主义到秩序自由主义的转化？

A1：时间原因我简单讲，感兴趣可以私下讨论。

首先为什么欧盟支持全球化？因为在英国脱欧之后，欧盟的主要领导就是德国和法国，最重要的领导力量是德国。关注 2010 年之后欧洲出现的欧债危机、克里米亚危机、难民危机，直到英国脱欧，就可以发现德国在其中扮演了越来越重要的角色。欧洲和美国的政治学家其实在判断欧洲共同市场以及欧盟的命运一直存在深层次冲突。英美很多主流政治经济学家倾向于预言欧元区，甚至欧盟的瓦解只是时间问题。这个重大分歧需要放到二战后欧盟成立的历史框架中解析。由于众所周知的历史原因，德国在二战后不能独立领导欧洲，因此必须将法国拉入共同领导阵营。而法国本身是联合国常任理事国的成员，并且是有核国家，欧洲的双领导模式在当今世界，即使面对美国，仍然可以有相对的独立性。这就是为什么在之前过渡态的描述中，我特别将欧盟单独拎出作为“一极”，而没有考虑日韩，完全是从政治的相对独立性而非纯粹的经济视角。中方并不奢望欧盟能够亲华或友华，但至少他们不会在大是大非的问题上受制于美国，这其实是 2010 年之后，尤其是 2016 年之后才逐渐出现的势头。在这个框架下，中方就能理解欧洲共同市场、欧盟以及欧元的建立主要是通过经济一体化实现政治目的，即避免欧洲，甚至世界再次卷入大国战争。因此德国，以及德法对欧盟的实质领导地位必须通过欧盟、北约、欧元区、联合国以及国际货币基金和世界银行这些在二战后以及冷战后建立的国际组织来实现。欧盟现在的实际领袖德国更加不能脱离这些组织单独

存在，否则会给周边国家及全世界带来巨大的警示。如果德国，以及德法同盟希望进一步增加自己的全球事务的影响也必须建立在现有国际秩序的基础之上，进一步改良或者改进全球化进程，而不是像美国一样采取单边主义或者发动贸易战，不会屈服于英美右翼民粹势力。在欧盟这个全球化的小型示范场里，德国扮演的角色类似于美国在 1980-2016 年间在全世界所扮演的角色—通过贸易和价值观推进全球化，而且取得了很大的成功。因此，从德国，以及德法同盟的政策理念到他们的过往经验，中方都能清楚得看到全球化对他们的存在和发展意义。

事实上在特朗普上台后，与默克尔几个回合的交手也可见一斑；默克尔在事关北约、欧盟以及 WTO 生存的重大问题上都坚持了独立自主的主张。默克尔主张维持国际秩序的完整性，顶着巨大压力没有将希腊扫地出欧元区，都充分体现了她对国际秩序本身的尊重和推崇。中国在恢复联合国席位，尤其是加入 WTO 体系后，经济和民生得以长足发展，也充分体现了融入国际秩序和全球化体系的意义。从利益最大公约数角度出发，继续推进全球化是中国与欧盟的最大公约数。

另一方面，俄罗斯的主要经济问题在于结构单一化，仍然依赖能源重工业和军火产业。因此在相对和平的国际环境中，其创新力不足导致企业竞争力不够，发展相对缓慢。当国际出现危机，例如“911 事件”后以及这几年的叙利亚和伊朗危机时，俄罗斯反而成了巨大受益者。从另外一个角度看，国际秩序的设立除了在二战后维系世界和平外，冷战以后建立的很多机制都针对俄罗斯。例如北约以及欧盟显然有针对俄罗斯的军事和经济目的，这些都是全球化体系中的重要组成部分。在苏联解体后，俄罗斯受制于在二战或冷战建立的国际机制吃了很多亏，例如国际货币基金组织和世界银行，还有诸多欧盟非营利

组织，也一直也在想办法进行反击，而成本最低、效果最好的反击手段就是离间。自 2014 年克里米亚战争后俄罗斯面临来自欧盟最严苛的制裁伊始，到 2016 年欧美右翼民粹兴起导致英国脱欧，特朗普上台，以及 2017 年法国的 National Front 一度成为大选焦点，2018 年德国的 AfD 在地区选举大放异彩背后都有俄罗斯企业、组织和寡头的身影。美国 2016 年大选受俄罗斯黑客影响是不争的事实，因此"通俄门"，以及之后的"通乌门"事件才会在美国引发轩然大波，甚至造成特朗普面临弹劾压力。除此之外，普京是欧美右翼民粹大会主要召集人，所利用的就是英美以及欧盟社会中拥护全球化的自由派和极右翼民粹保守派之间的尖锐矛盾，并不断强化和加深英美和欧盟之间的发展分歧。他清楚的看到了特朗普的当选其实代表着英美已经和很多自由主义价值观做了切割，在逆全球化的路上渐行渐远，而欧盟则会继续坚持现有国际秩序，因此会尽全力组织右翼民粹在主要国家的上台。这就很容易理解为什么法国 National Front 的领袖 Le Pen 夫人在第一时间受到了特朗普的接见，在财务困难之际获得了俄罗斯银行的资助。特朗普派到德国的大使不仅没有加深德美盟友关系，反而鼓动德国右翼民粹，涉嫌干预德国地区选举，旨在削弱默克尔领导地位和德国在欧盟中的领袖地位（注：特朗普刚刚任命了一个新的驻德大使，德方认为会加剧德美矛盾）。

第二个问题，秩序自由主义很重要的一点是承认国家在市场秩序建立过程中的重要作用，不仅仅是监管者和救市者，而是作为规则和秩序制订者存在。不少英美主流政治经济学家认为在过去十年时间内，德国已经从全球制造业和出口龙头逐渐成为了欧盟实质的政治领导者，在国际事务中有越来越大的话语权。仔细观察就会发现德国政治理念，尤其是秩序自由主义，已经在欧盟的体制得到不断强化，并渗透在每一个政策制订环节，比如对希腊意大利等国进行财政限制（注：

austerity)，和美国推崇的救市方案相左。欧元区建立伊始其实欧盟主要国家希望可以对成员国的财政预算以及银行监管统一管理，但是直到过去十年德国的领导地位被不断强化之后才有所突破。德国在过去十年欧盟范围内的成功经验很大程度上是基于秩序自由主义经济学的主张和以德国国家利益为导向的实用主义，相信可以在欧美得到更为广泛的认可和推广。

Q2：美国目前针对抖音的系列措施对整个时代的发展非常不利。作为美国总统在竞选之前，做出伤害市场化模式的行为，不利于其连任。是不是他这样做连任的概率更小？以及他这样做的目的在哪里？如果事态发酵，形式会如何发展？

A2：先说抖音事件。最近爆出来大家关注度比较高，但其实早在 2019 年 11 月美国共和党著名“反华参议员”马克卢比奥就提出来了，只是那时候许多人没有关注到。抖音的母公司字节跳动因为想收购美国 Music.ly 公司，直接触发了美国外资审查程序（CFIUS）。美国参议院一直在酝酿加强版外资审查法案（CFIUS FIRRMA)，这一法案在 2020 年二月得以实施。卢比奥自 2019 年开始一直试图建立先例，很不幸抖音和另外几家中国公司在美国的收购案都被重点提出。因此分析的时间轴应该追溯到 2019 年 11 月。不只是抖音，之前的海康威视和华为事件也都不是突发事件，其根源至少可以追溯到半年甚至更长时间。因此需要首先还原事件时间轴的完整性。第二，如果大家还在纠结特朗普是否会按照规则出牌，以及不遵守商业规则可能对选情带来的不利影响，就说明判断标准还没有与时俱进。如果按照常规，以及中方专家熟悉的过去 41 年以来的美国价值观和商业规则，特朗普在 2016 年就无法上台。记得特朗普在 2016 年选举中叫嚣，即使自己在纽约第五大道开枪打死人，其选票也只会增加不会减少。他的言论和行为不仅是在挑战市场秩序，更是挑战美国司法体

系以及世界秩序。这才是美国现在的政治现状，不是中方相对熟悉的过去 41 年的美国。中方最为熟悉的美国是里根所推崇的新自由主义发展如火如荼的美国，那不仅仅是共和党建制派的政治理念，也是民主党克林顿总统随后坚持和力挺的政策纲领，并在全球化中得以推行。所以如果从市场化角度出发，特朗普跟之前中方打交道的美国总统都不同。因为他的基础选民的诉求不同—这些选民的诉求不是基于市场规律或者道德准则，甚至不是基于法律，而是右翼民粹对现有秩序的挑战和清算。所以特朗普在位 4 年对美国国内的政治秩序和市场秩序的破坏已经远远超过中方专家通常所能够理解的范畴。更为严重的是，美国在救市资金的发放过程中缺乏相关第三方机构监督，这也是特朗普主导的，和 2008 年奥巴马救市采取完全不同的路径，对美国引以为豪的价值观和体制带来了前所未有的冲击。此外，在 2016 年，甚至 2019 年初之前，美国司法部长及高级官员都明确效忠于美国宪法，因此相对于总统还是有其独立性，对白宫有制衡，这在尼克松"水门事件"中有展现。但前段时间美国国会听证会上，司法部长 Barr 明确表明忠于特朗普，并认可总统利益可以在美国宪法之上，这可以说动摇了美国制度优越性的根基。

总而言之，中方专家在了解抖音事件的走向需要了解它的根源，即 CIFIUS FIRRMA 的酝酿和实施。特朗普采取的对抖音的态度不会对他的选情有负面影响，毕竟也不是他先提出来的。对于接下来的发展必须要考虑到目前美国民粹和几家大数据公司之间的博弈，以及美国的权力分布和政治生态。

Q3：7 月 23 日蓬佩奥在尼克松图书馆发表演讲，曾提到"distrust and verify"，这与中岛条约时期美国对苏联的态度"trust and verify"形成态度转变。但这一事件没有后文，请问这仅仅代表其个人的态度还是美国政府的共识？

A3：我认为质的改变是在 2016 年发生的。现在看待中美问题，如果不能放在历史的框架、全球化的框架，以及全球秩序改变的框架中，就不能很好分析这些个体事件根源和走向。蓬佩奥此次演讲没有后文的根本原因在于蓬佩奥可能是有意识形态的人，他也有坚持的原则，但他毕竟不是总统。现在的美国总统是民粹推出来的人物，不受传统原则和意识形态约束，所以国务卿的言论仅代表国务卿的立场，却无法代表美国现在的国家立场。民粹势力正是对 2016 年以前以美国为首建立的国际秩序的清算，这是现在的美国政权和以往最根本的不同。即便大家从价值观角度理解，看看他的欧洲之旅，除了英国之外几乎没有受到响应，就是因为美国在欧洲的传统盟友不仅仅关注他的言论，更加关注特朗普的行径。其实蓬佩奥的日子也不好过，毕竟在特朗普上台以来国务院有超过半数的位子空着，而且派到德国的大使还引发了默克尔的漠视和反感。他说的一套和特朗普做的另外一套是不搭调的。

Q4：第一个问题是感觉美国这届政府从某种意义上说都有"Deep State"概念在其中，也即是美国在过去很多年都想对中国进行遏制，但是因为各种各样的原因转移了注意力。而特朗普因为民粹主义和选情需要，是不是也有在联邦政府以及两党共识方面对中国进行遏制的策略。第二请您再展开讲解一下中美最大的风险点。

A4：从美国角度来讲，一定要重视信息搜集的渠道准确性和完整性。

您说的 "Deep State"在美国其实有很大的争议。不仅仅对精英而言，甚至对一般学者都是贬义词，主要因为其阴谋论属性。其实，限制中国和打击中国，完全是不一样的概念。做一个简单的对比，不管是在克林顿还是在奥巴马时期，从客观上来说最核心的任务是把中国纳入美国的体系中，再在体系内制衡中国，寄希望中国按照这些规则

的限制去发展。特朗普政府的打法完全不考虑规则，因此他们在贸易谈判中今天提 2000 亿，明天加到 5000 亿，甚至到了疫情爆发时都在全世界拉帮索赔中国无下限—一次又一次证明民粹主义的诉求是没有上限和下线的。从这个角度出发再做判断就可以清楚分辨现在的美国对华政策和之前最大的区别。无论如何，过去的美国政府有自己的原则和底线，虽然中方不一定认同，但是还是可以对他们采取的做法有判断和预见。从金融投资的角度来看，投资者不应该惧怕可知的高风险事件，而会惧怕未知的高风险事件，即黑天鹅事件。现在最让人担心的特朗普连任之后会造成多少黑天鹅事件，这是完全不可预料的。再次强调，民粹主义的领袖不会从自身找问题，不会改变自身体制，甩锅是常态。

第二个问题，我认为在 11 月以前不会出现重大的危机点，原因是在于特朗普连任需要中国的配合。这样他在选举时才能向选民公布自己在与中国贸易谈判时的成果。此外，在选举还未进行时，以特朗普的个性和为人以及美国现有的选举机制，特朗普是绝对不会认为自己已败。2016 年希拉里在领先优势最小的时候民调也领先 3%-5%，但特朗普最终取得胜利，所以不到投票结果的最后一刻特朗普不会做出重大政策转变，这是基本判断。但是一旦票选结果出来，若特朗普小负，他可能会在美国国内采取极端手段，并通过国外危机去创造条件施压国内必须在规定时间选出总统。特朗普可以在选举框架和法律范围之内采取极端手段。例如可以以投票造假为由不承认结果的真实性。我认为风险比较高的是 11 月到 1 月之间，也就是在美国的新总统上台之前时间。

Q5：之前特朗普提到美国养老金中中国投资不少，万一特朗普不按常理出牌，会不会真的在制度上限制外资对于中国公司的流入流出？

A5：目前我还没看到具体案例，但是我也关注到了加州养老金事件。特朗普无端对加州养老金的 CIO 进行直接人身攻击，已经超过正常伦理范畴。CIO 虽然是华人，但是也是美国公民。特朗普攻击的依据是加州养老金中有一些中国二级市场的配置，但其实这种攻击也没有道理。因为首先加州养老金不归联邦管理，其次 CIO 是美国公民。这样的攻击没有法律依据，也确实不合理。当然，他可以向对付抖音或者微信一样诉诸国家安全法案。

我不觉得目前美国有大规模针对中国的投资，并且资金领域的限制也确实是中美关系恶化的方向标。此外美国 2020 年年初出台的关于在美上市公司披露的法案，很大程度上也是与对中国公司未来进入美国资本市场获得美国资金的限制相关。所以我觉得宏观上肯定属于一个方向，但是具体案例需要具体分析。

第 149 辑

(2020.8.12)

TiKToK 对赴美投资的启示

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

张劲松律师是国际律所奥睿（Orrick）北京和纽约办事处的全球合伙人，在交易、监管与合规各类法律事务中，广受中国和国际投资机构及跨国公司客户的信赖，他的业务涉及多个行业领域，包括金融服务、科技以及能源与基础设施等。张律师在纽约、中国香港和中国内地法律服务市场均执业多年，作为一位获得《亚太法律 500 强》认可的国际并购律师，他的业务专注于涉及中国的并购与私募股权交易。此外，他还为跨国公司、金融机构和私募股权基金，就一般公司业务、资本市场和监管合规事宜提供咨询。张律师先后获得美国杜克大学法学博士、美国西北大学凯洛格商学院 EMBA 学位，他目前担任杜克法学院国际顾问委员会委员，并获委任为杜克法学院高级讲师。在复旦大学就读期间，他曾获得中国国际贸易领域最高学术奖——安子介国际贸易研究奖，并保持了跨学科研究的浓厚兴趣。他在工作之余为纽约非盈利机构全美华人金融协会担任义务总法律顾问。

在讲座展开之前，需要说明，今天的讲座不代表我们事务所的观点，也不代表其他合伙人的观点，同时也不构成任何的法律建议或者意见，所以更多的是我根据公开信息，对于目前和 TikTok 案相关的一些美国法律方面的热点问题做了一些简单的梳理和个人的思考，仅

供讨论之用。

一、分析框架与思路

那么我首先简要讲一下分析的框架与思路。

法律行业可以说是全球化进程相对滞后的行业，不像其他服务行业例如会计行业，在 IFRS 出台以后，会计的规则出现了全球的趋同，但是法律仍然是每个国家的法律，我们今天提出的一系列问题也都是基于美国法治土壤产生的特定问题。所以需要去先了解一下美国的法治土壤。

我简单地梳理了一下 TikTok 案涉及到的美国的几个法治原则。第一，行使行政权力，必须要有明确的法律依据，也就是说总统行使权力的基础是国会的立法，或者得到国会立法的明确授权。第二，行政权力的行使要受到司法权力的监督和制约。在美国有违宪审查制度。具体体现在，对于一个像字节跳动这样的民事主体，可以就政府的行政决定要求联邦法院去做一个合宪性的审查，也就是当政府的决定可能侵犯字节跳动的权利特别是财产权利的时候，它有权利在联邦法院去挑战这样的政府决定。第三，如果政府的行政决定牵涉到一个公司或者一个民事主体的财产权益，它是不是构成某种程度上的一个政府征收行为。如果是涉及到政府征收的行为，美国法律并不简单地否定政府征收的行为和合法性，但是对于政府征收的行使要件或者是条件有相当明确的规定，比如说征收的目的是不是为了某种社会公共利益，征收的过程是不是符合正当程序，对于征收行为造成的损害后果，是不是因为对受到财产权益侵害的一方进行了合理的或者是公正的补偿而受到救济。

目前就上述第三个角度的讨论还不够深入。特朗普认为，如果 TikTok 最终由一个第三方收购，不管是微软还是推特还是思科，因

为政府在这个过程当中促成了交易，美国政府应当去“提成”。但这个问题需要深究：政府提成的明确法律依据是什么？如果提成，美国政府应该是向哪一方去提成？是向买方提成还是向卖方提成？提成比例是否和最终交易价格挂钩？如果收取提成费的商业依据是字节跳动在政府时间表的压力下“贱卖”了 TikTok，也就是美国市场上所谓的“fire sale”，那么 TikTok 的市场公允价格应该如何确定？政府提成是否应该和市场公允价格以及最终成交价格的价差挂钩？如果美国政府提成的经济学依据，是市场机制由于政府压力受到了扭曲，使得 TikTok 成交价格低于市场公允价格，从而字节跳动“割肉离场”，这是否可以成为字节跳动要求补偿的法理依据？美国政府收取“佣金”的行为是否构成政府征收行为？

另一个角度，目前美国市场上传说的买家包括多家科技公司和基金，是否可以认为最终的最高竞标价格就是通过市场机制确定的公允价格？这些都是值得探讨的话题。

按照以上的分析框架，下面围绕着这三个法治原则来提出几个进一步的问题，并且就这几个问题尝试做一些解答。

二、美国政府对 TikTok 的两层关切

首先简单做一个事实回顾。TikTok 属于总部在中国的母公司字节跳动，字节跳动 2016 年在中国市场上推出了抖音，之后推出了 TikTok，而且在 2018 年合并了美国市场非常受欢迎的 APP——Musical.ly。Musical.ly 总部也在中国，虽然它的产品在美国市场得到更广泛应用，从美国的角度仍然认为是一家中国的公司，或者说是受到中国控制人控制的一家公司。合并之后，在美国市场重新推出的 TikTokApp 非常的受欢迎，在美国市场到目前为止下载量一亿七千五百万，已经将近美国人口的一半（当然并不是说每一次下载

都是有一个新的用户，单就数量上做一个比较），在全球范围内已经达到 10 亿次的下载，所以这个产品非常成功。

那么美国政府对于 TikTok 的担心和关切是什么？在总统禁令出来之前，媒体已经从国会议员渠道，或者美国行政部门的渠道做过一些零散的报道。总统令中对这些关切做了一个小结，简单而言，有两层关切：

第一层关切，美国政府认为 TikTok 会收集并且存储美国用户的个人数据，而中国政府因此有可能获得这些数据。如果中国政府获得这些个人数据，美国政府进一步的推论是，存在着中国政府可以跟踪美国政府工作人员以及美国政府的合同商的风险。具体到美国的一般的消费者，美国政府认为存在着中国政府可能建立个人的信息档案，用于胁迫美国个人从事商业间谍活动等等风险。

这里需要强调，美国政府做了一系列推论。例如，因为 TikTok 收集到了美国用户的个人数据，会使得中国政府获得这些数据，但这个逻辑链条是跳跃式的，这只是一种可能性。从以前有关华为和中兴案件的公开报道里面，美国表达过对中国一些特定法律的关切，例如中国《国家情报法》规定“任何组织和公民都应当依法支持、协助和配合国家情报工作”，美国据此认为中国的公司和个人在国内都有义务去配合中国政府提供相关信息。这个条文本身，是一个非常粗线条的法律条文，具体在实践当中如何得到实施，我觉得目前业界没有答案，这只是美国的一个推论。另外一个推论，就是在拿到这些信息以后如何使用，美国认为，可能用于一些对美国来说不利的用途，但没有给出任何具体的实例，所以这方面字节跳动的反击也是比较有力的。字节跳动表示，获取的这些美国用户信息是存储在在北美的服务器里面，这些服务器不在中国，所以从逻辑链条上 TikTok 主张，中国政府没有办法拿到这些信息。这是对美国政府提出的第一层关切的回应。

第二层的关切，更多的是就字节跳动的算法技术或者一些内部政策上，美国政府提出了一些担心，依据主要是 TikTok 是一个内容提供商，那么通过算法技术或者政策执行，它提供的内容会更符合中国政府的“偏好”。这里美国政府主要指出了两种“偏好”：第一种是有可能会去自我审查和过滤一些政治敏感信息；第二种是一种更积极的行为，中国政府可能会利用这个平台去传播有利于中国政府的虚假信息。如果大家比较关注中美话题的话，第二类行为在过往更多的是指控在美国大选期间，俄罗斯对于美国的一些公共社交平台的操纵。美国政府在表达这第二层关切的时候，更多的是指向了一些公开报道。具体涉及哪些政策敏感信息，或者是哪些虚假信息，总统令做了一些列举，这里就不展开了。在阐述这两层关切后，总统令中做了一个小结，认为这些都是真实存在的风险。所以美国政府对于 TikTok 的拥有者或者所有者必须采取强有力的措施以保护美国的国家安全。风险存在是一个可能性的区间，可能会发生也可能不发生。就可能存在的风险去做一个行政决定，不能说完全没有依据，但是肯定是可以去挑战，例如这个风险是不是如总统令中所说是真实存在的，被指控的一方有没有通过正当的程序来辩驳的机会，都是可以从法律层面检讨的。

三、CFIUS 审查制度

下一个问题是，美国政府或者美国的行政部门，是不是有权力要求字节跳动将 TikTok 出售给市场上的买方。那么在这里直接适用的法律框架，就是大家已经比较了解的美国外国投资审查委员会（CFIUS）对于外国公司在美国并购的国家安全审查。

这个委员会我相信已经有很多的介绍，这里重点再讲一下它的历史沿革，CFIUS 可以说是“九龙治水”的部门，有 9 个政府机构联合办公，财政部长牵头，有权管辖外国公司在美国的并购交易，就交易

是否可能威胁到美国的国家安全进行审查。在 1988 年，国会在原来制度的基础上又做了一个修正，修正案明确授权美国总统，如果这些交易可能会威胁到美国的国家安全，可以动用行政权力去阻止合并并购。大家也许有记忆，在 80 年代，更多的是日本的公司来美国进行收购，所以该修正案的出台跟当时的时代背景是很相关的。当时日本的资金不仅收购了美国很多产业，也收购了很多的美国的地产项目，那个时代的特征，有两点和现在类似：一个是在跟日本竞争中，美国政府保护美国产业的决心；另外如果是外资收购，美国社会也持比较反对的态度。

中国资本来美国收购的历史，我相信大家也很了解。第一个小高潮是 04 年联想对 IBM 的 PC 部门的收购，当时美国主流媒体非常关注，因为毕竟 IBM 是一个非常重要的美国品牌。如果大家对美国的舆论场有印象，当时美国媒体的报导已经渲染一些政治色彩或者是说感情色彩在里面，就是“红色中国”终于来了。之后紧接着在 05 年，中海油试图去收购美国的一个很大的石油公司 Unocal，当然交易之后没有做成，也是跟国家安全审查有很大的关系。在过去这 5~6 年的时间中出现了一个更大的高潮，特别是在 2015 年到 2017 年前后，大量的中国买家到美国来收购美国的企业和资产，CFIUS 的关注重点也很自然地转向了中国。这几年大量的 CFIUS 审查的交易主要是是中国买家的收购交易，而且因为数量巨大，CFIUS 审查的时间越来越漫长。CFIUS 本身有一个法定审查期间，但是允许当事人提交审查的报表主动回撤，做一些资料上的补充，这样的话，可以在原来的法定时效内多次的循环，从而出现一年或者一年以上的审查期间。

具体到这个案件，字节跳动收购 Musical.ly，这个交易是在 2017 年 10 月份宣布，在 2018 年 8 月份交割，双方以 10 亿美金成交，不算是小的交易。我们事后去看，当时没有去 CFIUS 主动申报，这

里面肯定有交易双方的一些考虑。目前一些评论家提到一个观点，认为 Musical.ly 本身是一个中国总部的公司，它不是一个美国公司，是一家中国公司在买另外一家中国公司，所以不需要去申报，这个概念是错误的。因为在 CFIUS 制度下，如果是收购美国的一个资产，或者说美国的一个商业存在，就需要考虑申报的问题，美国商业这个概念在外缘上是非常广泛的。任何的实体，不管它的实际控制人是哪个国家的，只要是在美国有所谓的跨州际商业活动，它都属于美国的商业存在。所以按照这个概念，很显然 Musical.ly 是符合这个概念，因为它当时在美国已经相当成功，有数以百万计的用户，在美国从事跨州际的商业活动，所以从管辖权的角度来说，CFIUS 去审查该交易，是没有问题的。

从 TikTok 后面的发展来看，我们刚才也讲到美国政府在过去这一段时间里反复表达了关切，所以到了 2019 年 11 月份，在并购已经完成之后，差不多一年零三个月的时间，美国政府启动了对交易的审查，这种政府行为不是简单的事后审查，而是依据 CFIUS 制度下本身就有的规定，无论当事人有没有主动去申报，如果美国政府认为这个交易可能会跟美国的国家安全相关，或者威胁到美国的国家安全，那么政府始终是有权要求对已完成的交易进行重新审查的。在过去几年涉及到中国公司在美国的并购被 CFIUS 事后审查的案例有好几起。从 CFIUS 审查流程来说，总统的审查是整个审查流程的最后一步，也就是说如果 CFIUS 委员会没有同意交易，而且交易当事人没有主动撤回申报，那么交易当事方可以要求总统对是否批准交易做最后的审查，总统有 15 天的时间完成最后的审查并做出是否批准交易的行政决定。

CFIUS 本身的审理流程是不透明的，牵扯到国家秘密或者说跟国家安全相关的信息的处理，所以是不对外公开的。所有 CFIUS 审

查的各个听证会或者沟通都是在私下里进行，但是最后一步是需要公开的，也就是说如果被提交到总统那里，总统最后是同意还是不同意，一定要通过总统令的方式做一个公开决定，在这个案例里面，到目前为止，我们还没有看到走到这一步。从时间上来说，从 2019 年 11 月份开始审理到现在，也有将近 9 个月的时间，那么具体它走到哪个环节，我们没有办法去判断。我们能够唯一能确定的就是这个案件如果已经被提到总统那里，他还没有完成对这个案件做 15 天的最后的审查[1]。

如果退一步说，现在特朗普总统做了一个行政决定，根据 CFIUS 法律框架去否决并购交易，要求双方解散交易。在收购完成以后，已经没办法把标的重新卖给原来的卖方，那么具体怎么样去解散，一个很简单的办法，只能在市场上找一个第三方，或者是从若干个第三方中去争取找到一个合适的买家，他愿意出合适的价格受让标的。当然我们看到过往还有别的一些处理办法，比如说因为政府提出了一些关切，那么买卖双方，特别是交易成功以后的买家，去自动的受限，去采取一些措施，对于政府的关切做充分回应，比如说政府关切个人信息保护，可以把这些个人信息交给处在中立立场的第三方保管，并且向 CFIUS 承诺，作为标的实体的拥有者，不会去主动地去获取这些信息，但是这通常是在交易双方事先主动申报情况下才可能达到的一种安排。

那么对于总统的决定，回到我们讲座一开始回顾的法治原则，作为财产权可能被侵害的买家的权利是什么？它永远可以去法院去提诉，这是一个程序性权利，永远是受到法律保护的。

[1] 本讲座举行之后两天，也即 2020 年 8 月 14 日，特朗普总统已按照国家安全审查程序(CFIUS)，就 Tiktok 案颁布第二份总统令，禁止字节跳动收购 Musical.ly 美国业务的交易，要求字节跳动在 90 日内剥离涉及 TikTok 美国运营的资产，并销毁涉及美国用户的相关数据。详见：https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/order-regarding-acquisition-musical-ly-bytedance-ltd/

我刚才讲了历史上有这么多的 CFIUS 审理的案件，但是到目前为止只有一单案件由中国买家去提告。2014 年三一重工的一个在美国设立的关联实体，当时收购了美国一个风电资产，风电资产距离美国的一个军事基地非常的近。当时的总统奥巴马否决了交易。三一重工随后向美国联邦法院提起了诉讼。诉讼的结果是，在程序上三一重工的权利或者权利主张受到了法院的支持，法院主要的理由认为美国总统在出具行政性命令的时候，应该给相对方，也就是三一重工，有一个答辩的机会，即提交信息来证明自己的并购，不应受到总统的否决，或者说能够回应总统或者 CFIUS 委员会提出的一些有关国家安全的关切。联邦法院对于案件事实进行审理后认为美国政府或者是奥巴马政府在这方面做的是不够的，也就是没有能够真正的保护三一重工有关正当程序的权利。但是在实体上最后这个案件的处理，大家仔细去看的话，双方做了一些低调化的处理，最终应该是三一遵循了美国政府的意见，对相关资产做了处置。

具体到 TikTok 这个案件，如果按照上一周国内的报道，字节跳动可能最快于 8 月 11 日就会在美国法院提起诉讼，但是目前没有看到确定的消息。字节跳动当然有程序性权利，因为 CFIUS 委员会也好，或者特朗普总统也好，他们如果没有真正的保障字节跳动的程序性权利，或者能够给字节跳动机会提供更多的补充信息，总是可以去抗辩。但根据过往的经验，是不是可以在实体上也能够把案件赢下来，这个根据目前的信息是需要打问号的。通过三一重工的案件启示，大部分的美国法律界人士可能会认为是不乐观的。那么如果去提起这样的诉讼，是不是能够为了一些策略上的考虑，比如说拖延一些时间，争取更多的时间，我觉得这是一个见仁见智的问题。最近国内经济学界也有教授根据博弈论的角度去分析这个问题，认为字节跳动接受在市场上卖掉 TikTok 的政府安排是最不坏的结果，从法律角度这个意

见我倾向赞同。如果是目前不接受美国政府的决定、而去挑战这个决定，可能在时间上可以去延缓一些事情的发生，但是不是最后能够避免这样的结果，比如说 45 天限令生效以后，在市场寻找买家，是不是会更加的被动？而且如果到时候想在市场上找一个或者多个合适的买家，目前的业务是不是能够维持正常运营？这些都是存疑的，交易的不确定性会显著的增长。

四、国际经济紧急权利法案

涉及到 TikTok 案件，特朗普总统行使行政权力的两个法律授权，一个是上面讨论的 CFIUS 审查，在 CFIUS 这个框架下，总统有最终的权利去否决一个交易，而且他有权要求当事的买家把涉及国家安全的这些资产处理掉，但是 CFIUS 流程目前没有走完，我们还没有看到根据 CFIUS 流程做出的最后的行政决定。[2]

另外一项总统行使行政权力的法律依据，或者可以说是总统法律工具箱里面的第二个工具，是根据《国际经济紧急权利法案》颁布总统令。这个法案要求总统宣布国家的紧急状态。这个国家紧急状态必须是针对对于美国国家安全造成非同寻常的威胁的情况。如果有这样的情况发生，总统需要先做宣告，确认这样一个非常紧急的对于美国国家安全产生威胁的状况。在做完这个宣告后，总统有权采取相应的行政措施，这个行政措施简单来说，是可以把行政令的相对方列为一个被制裁的实体。一旦被列为一个被制裁的实体，就有一系列的含义，包括第三方不能和被制裁实体交易，例如，交易往来方都不能再继续与其进行交易，不能向其进行支付，在被指定为被制裁的实体以后，实体本身的资产可能会受到美国政府的冻结等等。这些措施对于被制裁实体而言，实质上对于其受到美国法律管辖的财产权利是一个毁灭

[2] 最新情况参见脚注 1。

性的打击。因此，和 CFIUS 的框架下面的法律安排相比，可能是一个更严重的后果。

具体到这个案件里面，在特朗普总统 8 月 6 日的总统令中，他没有就 TikTok 是不是给美国国家安全带来威胁直接做一个宣告，而是沿用了 2019 年 5 月颁布的对于华为和 ZTE 的那份行政令，那份行政令也是根据《国际经济紧急权利法案》所做的行政令。在那份行政命令中，总统已经做了美国国家安全紧急状态的宣告。大致是说，如果一个敌对方拥有或者控制或者受其指示的实体，由于其对美国的信息和通讯科技以及服务的使用或者占有，而增强该敌对方利用或者操控使用这些美国的信息和通讯科技以及服务的能力，从而产生潜在的灾难性的后果，那么就构成对美国国家安全，外交政策以及经济的重大威胁。在华为和 ZTE 的禁令中，特朗普总统认为已经达到了宣告国家紧急状态的一个程度，所以他做了这样一个宣告。那么对于 TikTok，他认为构成了和华为和 ZTE 同一种性质的对美国造成了国家紧急的状态程度。所以这一次对 TikTok，他直接沿用了前一份总统令中的行政授权。

我们可以看到在 CFIUS 和《国际经济紧急权利法案》这两个制度产生了一个交叉，这两个工具都可以单独使用，也可以交叉地去使用。就 TikTok 而言，实际上是把这两个工具做了一个结合同时适用于 TikTok，由其两害相权择其轻者。先有《国际经济紧急权利法案》中 45 天的直接限制禁令，但是又留了一个口，45 天内如果在市场上找到一个合适的买方，愿意被收购的话，美国政府乐见其成，而适用 CFIUS 之下对于被收购标的进行切割的制度。

具体到限制令本身，实际上目前还是比较粗线条，用语非常的广泛，比如说限制令里面用了一个词“transaction（交易）”，但留了 45 天的时间给美国的商务部长推出一个更细致的条例去具体定义受限

制的这些交易是什么，大家也提出了一系列的问题，比如是不是仅限于下载？是不是仅限与 apple store 或者美国其他的实体交易？是不是牵扯到个人的交易？这个外延，法律界的人士也都在尝试去做出一些解释，共识是现在没办法确定的那么清晰，有些事项可能公认是不可以做的，但是在看到商务部条例正式出台之前，没有人可以下定论。但是可以看到它的适用意图是非常广的，例如在定义什么是受到限制的美国个人也做了非常广泛的解释。不只是美国的公民、美国的永久居民、美国法律上设立的实体，也包括了美国境内的外国个人。然后也留了一个比较常见的兜底条款，也就是说，如果是当事人双方或者各方通过一系列的安排试图去规避该限制令，那么这些行为也是很明确的会受到禁止，这可以说是一个外延上非常广泛的禁令。

但是对于禁令会具体产生哪些后果，法律界有一些共识，比如说 TikTok 应该是不能在 App Store 或者 Google Play 上被提供下载，另外它不太能够维持它在美国境内的服务器，以及维持在美国的任何运营和资产。如果这个禁令在 45 天内生效实施，媒体报道，TikTok 提到一个可能的方案是把总部迁到美国以外的国家去，比如英国，比如新加坡，这些都被讨论过。但肯定是不能被迁到中国。无论是迁去英国还是其他第三国，那么实际上是 TikTok 在做只卖掉美国的业务，而保留美国以外其他国际业务的努力。它可能会做一个分拆，也就是把美国以外的业务作为单独的实体分立，继续保留原有的股东结构，继续通过独立的管理层和董事会去运营这个公司，甚至承诺不受中国政府的影响，而希望获得美国政府对于非美国境内的 TikTok 业务持续运营，豁免适用禁令的的许可。

但是这种安排肯定对 TikTok 的技术和应用都会提出很多的挑战，因为在 TikTok 拆分以后各实体如何互相关联，能否保证各个实体互相需要的一些支持，如技术上的支持或者其他一些方面的支持，

美国实体以及其他国际业务能不能向各自独立运营做一个非常平稳的过渡，在交易架构设计都上需要仔细考量。特别是在美国政府禁令本身的限制外延和内涵不是很明确的时候，去做这样的交易设计，对于交易双方都提出了很大的挑战。如果 TikTok 最终能够保留美国境外的国际业务，相对来说肯定是更理想的一个方案，但是还有非常大的不确定性。

五、TikTok 案例对在美投资并购的启示

从上面的分析，可以大致梳理一下，对于未来中国公司来美国的投资并购、以及已经落地完成的一些投资并购，有哪些我们可以去总结的经验。

第一是在来美国收购之前，要把国家安全审查这套制度做一个非常充分的理解和评估。这是目前所有的并购项目，大家都应该去首先考虑的问题，以降低交易的不确定风险。在 2018 年的时候，美国有进一步的立法 FIRRMA，这是在过往 CFIUS 审查制度基础上最新推出的法律，对于什么是必须要做强制申报的项目，也做了明确的规定。有强制申报就有自愿申报。对于属于自愿申报的项目，交易双方应该去做更充分的评估。在目前的大环境下，在 CFIUS 面前，买卖双方和他们的交易的信息，哪怕交易规模比较小，也不应该认为是可以瞒过 CFIUS 的。我觉得对于买卖双方来说最安全的做法，应该是假定交易信息肯定是会被 CFIUS 通过不同的渠道获取，而在这个框架下去评估交易的风险，以及要不要去报 CFIUS 做安全审查。对于买卖双方未申报的交易，可以说不确定性在交易交割以后永远存在。

第二，对于过往未申报而已完成的交易，是不是应该去做一些预防性的措施？比如说交割后，如果运营实体接收到一些美国消费者的个人信息，应该对这些信息做妥善的安排。刚刚也提到，比如说找一

个第三方中立机构去保管这些信息，并且确保中国背景的投资人和董事高管等不会获得这些信息，以降低风险。类似于这样的安排，最好主动通过律师去跟政府交流，而不是让政府来找你，因为如果政府来找你，就只能是一个被动的状态。TikTok 现在的情况就是一个非常生动的例子，政府给一个非常紧急的时间表，规定期限内必须要去找到一个合适的买家卖掉，否则禁令生效后，可能会造成更大的损失。特别是，并不是每一个标的都会像 TikTok 一样吸引多个买家。从法律框架下的分析也好，或者从和政府博弈的角度经济学分析也好，中国投资方都应该主动地去管理这样的风险，而不是消极的等待。

六、Q&A

Q1：张律师你好，我想问一个问题。您刚才说限制令的定义范围很广泛，对吧？如果比如说 appstore 上面不能有 TikTok，也不能有微信的 app，这个影响可能对字节没有那么大，对腾讯可能更大。我想问是，如果没有把 TikTok 卖掉，怎样能规避这个问题呢？就是说他只能完全退出美国市场才可以？对微信是不是有一个比较简单的解决方案，比如直接退出美国市场就可以了？

A1：这两家公司的情况确实有很大的差别，因为 TikTok 在美国有非常大的团队，在美国有资产有运营，也有相应的知识产权。最新的公开报道的估值是 500 亿美金，跟它在 2018 年的收购对价相比，有非常大的差距。微信相对来说，目前的广泛的使用应该还是集中在华人社区里面，使用人数有各种不同的统计，华人人口在美国统计应该是在 500 万左右，但并不是说 500 万左右都是第一代华人移民，微信的使用群体更集中的应该是第一代华人移民以及与他们紧密交流的人群。在禁令生效以后，就能够选择的退出的方案来说，我同意你的分析，Wechat 应该是更容易做到，TikTok 相对要面临的压力是

更大的，因为他必须要成交。

Q1 追问：对于微信来说，不太可能分拆 Wechat 北美对吧？像您所说，如果这个 transaction 定义是非常广泛的话，他是不是大概率是没有其他选择，他只能关闭在美国的微信的运营，等于是采取断臂求生的这样一个做法？比如说在中国的星巴克里面，如果微信支付都用不了的话，这对于微信的影响是非常大的。

A1：微信的功能很多，可以简单到只作为一个个人即时通讯工具，而个人转账是否会划到交易的范畴里面，有待政府澄清。“断臂求生”可能是最简单的做法，否则会产生很多技术和法律上的难题。如刚才讲的我们需要商务部去定义什么是 transaction，但实际上目前信息是非常不对称的，因为商务部并不比腾讯更了解什么是技术上可以做的，什么是做不到的，这应该也是商务部很头疼的问题。最理想的状态是在 45 天这个期间，腾讯去跟商务部沟通得很清晰，并且得到商务部的认可，争取商务部在 transaction 的列举定义中会列出一些豁免 exemption，以求微信功能在美国的有限保留。

Q2：总统禁令在发布之后，可以再签另外一个总统令取消这之前的禁令，对吗？实际上在外国投资的范围内有没有出现过这种情况？

A2：如果取消掉禁令，肯定是一个非常大的事态变化。原来的事实依据都产生了一个变化，也就是说他原来做的行政决定的事实依据不存在。应该说最近的案例中没有见到过，我觉得从交易的角度来说，这应该不是一个合理预期。

Q3：最近美国财政部也对中概股方提出要求，如果不符合美方的审计要求，就面临退市的风险。您觉得接下来这个问题会怎样演化？对于接下来还要在美国上市的中资企业，您有什么样的建议？

A3：最近媒体的报道可以说非常的密集，而且因为最近的中美

热点问题实在是太多，很多信息业界可能还没有充分消化。

具体到这件事情上，6 月 4 号，总统给财政部长的指示是，要求他牵头的工作委员会提出一些 emerging market 来美国上市的公司如何符合美国市场监管要求，提出一些政策建议，工作组花了约两个月的时间提出了五条建议。大家比较关注的是中概股合规期限的缩短。我觉得如果仔细去看的话，和参议院在 5 月底通过的法案相比，实际上也应该看到一些积极的变化，在这 5 条建议当中，最主要的第一条就是会计底稿的处理上面，如何缩小双方分歧，工作组实际上做了一些努力。对这个问题背景情况比较熟悉的朋友，应该知道这个里面牵扯到会计主权的问题，牵扯到会计信息由谁来提交，怎么样提交给美国的监管机构。工作组在建议中对于会计底稿的提供方式提供了一个新的选择，可以由一个美国境内的，但是和中国境内会计事务所有关联关系的会计事务所来提交。也就是说美国监管机构的管辖对象或者要求其提供材料的主体变成了美国境内的这家会计师行。那么美国境内这家会计事务所信息源从哪里来？当然还是中国境内的关联的会计师事务所实体。下一步的重点是，中国的会计师事务所根据什么样的一个合规指引来确定提交这部分信息给美国的关联机构，并且在什么双边监管框架下提供，是不是两边的监管机构能够像在 2013 年那样再次通过备忘录的方式，架设一个传导或者间接传输会计底稿的机制，都是值得期待的。就这一点而言，和参议院的法案相比，我觉得工作组的建议更有创造性。这是我个人的一个观察。

Q4：对于现在实际上已经进入美国黑名单的一些中国的企业，比如说像华为、海康就这样的企业，是不是现在在美投资完全没有可能性，即便是遵照您刚才提到的这一系列的流程，是不是这个概率也是微乎其微的？

A4：对于进入实体清单的机构来说，目前的背景下困难的确非

常大，因为本身在美国政府那里这些机构是完全透明的。但是即使上了实体清单，也应该利用美国法律提供的救济方案去争取解决或者明确问题，比如从清单上拿下来，或者要求美国政府做一个明确的实体范围界定。刚刚提到这些公司都是非常大的跨国公司，它有不同的分支机构，是不是所有的机构都在上面？对于不在名单上的关联机构，如果去美国做一些交易和并购，无论是否属于强制申报的情况，建议都主动申报，因为毕竟公司本身是被美国政府重点关注的，去争取跟美国政府部门主动的沟通的机会，还是有积极意义的。

第 150 辑

(2020.9.8)

疫苗竞争与 K 型复苏

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陶冬，瑞信的董事总经理、亚洲区首席经济分析师，中国首席经济学家论坛理事 。于 1998 年加入瑞士信贷第一波士顿，主管亚洲区经济研究。侧重于对中国经济的研究，但同时兼顾亚洲区其它国家和地区的研究。此前，曾任香港宝源证券高级经济分析师及中国研究部主管。陶冬为美国犹他大学博士，瑞士信贷第一波士顿（CSFB）亚洲区首席经济学家，瑞士信贷第一波士顿的董事。连续多年入选权威业内杂志、美国《机构投资者》亚洲区优秀经济分析员排名榜。曾对 1997 年亚洲金融风暴和 2004 年中国宏观调控作出过前瞻性分析和预警。曾于中国、美国及日本任职，自 1994 年起长驻香港。

一、疫情背景介绍

百年不遇的疫情带来了史无前例的经济停顿，把已经过期的全球经济衰退推上来，这件事情本身对人民的生命财产安全带来巨大的创伤。这次经济下滑与正常的经济周期不同，正常的经济周期是由信用周期、库存周期等因素带来的，而这次是由疫情触发的，并且出现了人类历史上前所未见的人群管制，这一情况给经济带来的变化和过去

有明显的不同。尽管北半球的多数国家疫情有所缓和，但疫情并没有真正远离我们。之所以认为疫情有所缓和，最大的因素是感受上的。疫情刚开始的时候，给大家带来了巨大的恐慌，因为大家不太了解需要怎么做。最开始最大的冲击并不是病毒本身带来的，而是病毒所带来的恐慌情绪，恐慌对于经济的影响，比病毒本身更大。

目前我们看到有三个特点：

1. 北半球季节性流行，大致上出现有明显的缓和，尽管病毒本身不会因为气温的上升完全消失，但它蔓延的速度有所放缓；

2. 最开始的时候对病毒没有了解，同时准备不足，在医疗器械和医疗手段方面出现了真空期，这带来了公共医疗资源的紧缺。目前南半球是病毒传染的高峰期，并且贫困国家由于居住环境、医疗环境不合格，导致流行越来越严重。在过去一百年中，唯一一次在传染性上可以与新冠病毒相比较的是西班牙流感，由于西班牙流感的发生，使得一战戛然而止。西班牙流感持续大流行了 3 年（1917、1918、1919），在感染率方面，1918、1919 年远比 1917 年更高。在病毒变异过程中，传染性加强但死亡率有所减小，因为病毒本身的致死率降低，同时医疗诊断方面有所改善。

3. 目前病毒的感染出现了年轻化趋势，可能是由于老年人对病毒更加审慎，尽量减少出门，但年轻人参加更多的活动，并且不戴口罩前往人员密集的场所。年轻化的趋势是否是在全自然情况下也成立，还需要进一步的研究。

二、三种疫苗的研发与对比

疫情下一步怎么发展，很大程度上取决于疫苗什么时候面世。今年冬天，随着北半球进入新的流感高峰期，疫情会死灰复燃，目前人类寄最大希望的就是疫苗的面世和在全世界人口的注射。根据 WTO

的统计，目前大概有 260 种疫苗进入测试期，总投入超过 70 亿，是人类历史上前所未有的疫苗研究高潮。疫苗的问题已经不止是科学家的研究，并且已经上升到了大国科技竞争的水平，变得很政治化。

疫苗大概有几种技术平台：灭活疫苗技术、减毒灭活疫苗技术、病毒样蛋白技术、RNA 技术、DNA 技术、病毒载体、蛋白质亚基载体技术等不同的技术平台。目前，领先的是三种技术：

第一种是灭活疫苗，这种技术的代表是中国的两个科技团队的三款疫苗已经进入了三期实验。

第二种是 mRNA 疫苗，mRNA 疫苗虽然 20 年前已经开始研究，但在世界上还没有过一款成品，这种技术相对简单，并且针对病毒的变异有其特殊之处。在 mRNA 疫苗领域，主要是德国和美国药厂相对领先，这两款疫苗在今年 10 月都可以完成三期测试，并分别提交至各国监管部门审批。由于这件事情不只是疫苗的研发，而是国家科技的竞争，同时更有政治意义，所以审批的过程会非常迅速，甚至有可能在美国选举之前几天，白宫就会宣布 mRNA 疫苗的成功，并且批准在第四季度开始注射。中国的灭活疫苗如果能够成功完成第三期测试，也会很快出来。这两种疫苗，在第三期测试之后才能确定，目前从 1、2 期结果以及 3 期非公开的数据来看，有效性和安全性都是至少可以接受的，相信国家会以最快的速度往前推进。

第三种疫苗是腺病毒疫苗，是在腺病毒上接入了新冠病毒的基因。在这项疫苗技术上，领先的是中国军科院、牛津大学和美国一家药厂，但在第三期试验过程中进程慢了一点，第三期结果估计可以在今年年底或明年年初出来。

各种疫苗都有各自的优势和问题，但每一种对世界的影响取决于产能，以及三期得到国家批准之后，产能多久能够出现，使得接种的人口大幅度上升。在这个方面，德国和美国的 mRNA 疫苗可能最快，

灭活疫苗本身是传统产品，生产和运输流程上要求高。目前估计，中国厂家一年大概有 2-3 亿生产能力，由于疫苗需要打两针，所以大概有 1-1.5 亿的人口能够在第一年得到注射。由于这件事情已经变成了国家的竞赛，所以国家后续会增加产能，但增加产能也要在明年第二第三季度才能开始，中国预计约有 1-1.5 亿的人口能够在第一年受惠。由于 mRNA 制作相对简单，明年大概有 20-26 亿支疫苗产出，这两种疫苗大约今年大约会有 10-15 亿人口受惠。腺病毒疫苗在明年大概有 1-1.8 亿产能。这三种疫苗加在一起，基本可以决定全球疫情的发展。

三、疫苗相关时间点与经济复苏

有两个时间点需要注意，这两个时间点对未来的经济复苏和经济发展至关重要。第一个时间点是今年的 10-11 月，预计至少会有 2-3 支团队三期结果是成功的，疫苗会很快进入国家审批环节，而且以预征的形式开发出来，在今年 10-12 月有多种疫苗同时面世，就可以开始在特殊群体中接种，在这个时间点，最重要的结果是人们对于新冠病毒的恐慌情绪开始有所舒缓。第二个时间点是明年 6-7 月，预计几个大的发达国家人口（美国中国和欧洲），三大疫苗研发国大约 1/3 的人群可以接受 1-2 次注射，尽管距离群体免疫（60-70%的人口有抗体）还有一定距离，但这 30%左右也带来了新的确定性，这个确定性的核心因素是政策的决定性会相对清晰一点。

疫情是不可控的不确定性，但经济衰退是可控的不确定性。随着群体免疫的逐渐形成，就业市场的不确定性、人群管制的不确定性等会变得更加明朗化，可以带来更高的货币政策、财政政策的确定性。市场最害怕的是不确定性，不确定性会带来很多麻烦，更可能让疫情死灰复燃。明年 6-7 月是第二个大的转折点，对应的是不可控的不确

定性（疫情）的逐渐消失，经济的衰退变成了目前我们需要关注的主要问题，这种情况会给财政、货币政策带来新的变化。

从经济复苏角度看，中国遥遥领先于其他世界发达国家，中国的政策已经从危机处理向衰退处理转移，政策逐步正常化，而除了中国的其他国家还在经济衰退的挣扎中。从今年 5 月开始，人流管制在逐渐开放，我们目前看到的是小 v 的经济复苏，从极端低迷的统计基数上，各国经济的统计数据出现了比较强烈的反弹，但是这只是在统计数字上的大的反弹，而这背后的经济因素并不是很强烈。

在今年的 9-10 月，经济反弹的第一期将会结束，接下来的第二期的经济复苏将会非常漫长、非常曲折。由于这一次的经济停顿已经足够长，有一些就业情况可以恢复，但另外一部分的就业机会会永远消失，这一部分人找到下一份工作的时间会非常长。如果在欧美国家，他们找到下一份工作的时间是以年来计算的，并且新的工作的收入会比上一份工作大幅度降低，这就带来了许多连锁反应，比如消费、投资上的变化。同时，还有一些其他疫情后遗症也会逐步爆发，其中最核心的是银行资产质量的恶化，这一后遗症目前我们认为才刚刚开始。目前会看到，美国大公司开始申请破产保护的数量超过了 2008 年，并且这种情况还会继续蔓延下去，而这一问题直接带来的是资金对实体经济投入上以及银行坏账处理方面会出现很多问题，这一连锁反应也会延缓经济复苏的步伐。

在经济复苏方面，第一期只是短暂的 v 型反弹，大概反弹到 70-80%之后，接下来第二期的反弹是 u 型的，这个过程会持续至少 2-3 年，这就决定了货币政策、财政政策会持续维持宽松的环境。目前我们看到的数字，是在 ICU（急救室）中的生命迹象，只能说身体的数据有所改善，但是存在于一个人为的医疗封闭的环境下产生的，病人的身体情况有所改善并不代表病人可以很快出 ICU，接下来第二期的康复

要依靠病人自己的机能来恢复，这个过程会非常漫长。在这个情况下，财政政策会进一步维持，甚至在某些方面进一步扩大，这就决定了货币政策不能真正正常化。在 2008 年之后的 3 年半的时间，美联储的资产负债表扩张了 3.5 万亿美元，这次 3 个半月美联储资产负债表就扩张了 3.5 万亿美元，所以这一次相比 2008 年力度更大时间更长，后面的路会非常艰巨。

四、宽松货币政策下的 K 型复苏

如果货币政策不能短期收缩，尽管新增的货币量可以慢慢收，整体超宽松货币环境会持续下去，结果如何？这次全球的经济复苏会呈现 K 型复苏。K 型复苏包含几个不同的涵义：

1、股市是典型的 K 型复苏。今年 3 月几乎所有股票都下跌，但之后，以新经济为主的巨头和旧经济（尤其是交通、能源有关的）股市走势明显不同，一个是上涨一个是继续下跌，这就是市场的分化，龙头的科技股和旧经济的传统经济之间有明显的差异，当然这之间和资金和情绪都有关系。科技巨头的盈利水平是非常好的，是疫情的受益者，同时可以借助疫情转型，旧经济在盈利方面会受到巨大的损失。

2、实体经济也是 K 型发展。美联储将大量的流动性注入金融体系，但以美国目前的经济状况，无法吸收这些新增额度，而新出现的流动性绝大多数滞留在金融市场中，这就导致债券投资从投资回报率和风险比率来讲，对于正常的资金不值得投资，因此在资产配置上，明显资金在往股市转。另外，由于银行利率不断降低，资金会通过其他渠道进入股市。有一个明显的例子就是，过去从不投资的年轻人也开始通过免费的交易平台参与投资。

3、在经济方面，国民收入也呈现 K 型复苏。有能力做金融投资的人和没有能力做金融投资的人（靠死工资和储蓄生活的人）的未来

收入预期也会出现 K 型分化。不仅在美国发生，在世界其他国家也在发生，只是印钞数量相对美国较少，但都会发生经济和收入 K 型复苏。由于经济的复苏和央行极度宽松的货币政策，分化的距离会越拉越大。美联储不能收紧财政政策不在于决策者愿不愿意收，而在于美国财政缺口很大，同时要保证国债利率低，所以政府新发行的债务，无论是一级市场还是二级市场，大部分都会被央行吸收，国家的财政状况就决定了这一轮的规模会更大、时间会更长。这种 K 型的复苏会非常明显，直接导致了社会的撕裂。社会撕裂从 2008 年金融危机之后就开始了，这背后有更长远的原因，比如发达国家就业机会随着全球化的发展而消失，但 2008 年的经济危机和之后的刺激政策是这一次社会撕裂的重要催化剂。一般人如果没有能力在投资领域赚到钱，哪怕工资上涨，也跟不上通货膨胀的步伐。如果以 CPI 为标准来衡量通胀，在世界多数国家都没有太明显的通胀现象。这是由于实体经济受益相对不大，钱在金融市场打滚，企业拿到了钱，而且以很低的成本发债，但主要用于回购自己的股票或者进行并购，这些对于实体经济和就业机会的创造用处不大，于是实体经济中不能直接受惠于资产价格的上升的人慢慢被抛弃。实际上在多数发达国家，中产阶级的人数在持续的减少，这就是收入上的 K 型分布，当你没有能力通过这些东西在金融市场得到你的第二收入源的时候，你的相对购买力会下降，如果这种情况继续持续，贫富悬殊会持续增大。上一次金融危机之后，带来的是逆全球化、民粹主义、极端政治思潮，这次的 K 型复苏会导致什么样的结果，我们还不知道。

五、Q&A

Q1：美联储最近推出新货币政策框架，是否是强调了未来更加偏向于宽松的立场？因为会议特别强调要将通胀抬起来，但以过去的

经验来看，短期通胀是否难以改变？

A1：结论是这件事情对预期的影响比对直接的货币政策的影响更大，这的确导致货币政策会宽松更长的时间，市场会炽热更长的时间。这个平均通胀目标不是新闻，美联储副主席在过去两年不断的提到这个事情，并且大家已经做了很多研究，华尔街经济分析员对这些事情非常了解，实际上一直在预期什么时候发生。首先美国的通胀在短时间内很难起来，尤其是与物价相关的通货膨胀。如果看核心的 CPI 大概在 2%左右，但他们主要关注的是个人花费的通货膨胀，其中服务业中医疗开支占比较大，医疗由于这一段时间的改革，结构性的偏低，这段时间一直是 1.7 左右，数据有扭曲。第二点，现在的通货膨胀应该看 FPI，是金融的通货膨胀而不是消费的通货膨胀，目前没有 FPI 这个衡量指数，用来衡量房价、股价，所以央行无视金融价格的上涨，使央行在判断经济过热问题上有明显的盲点，是自愿选择无视金融价格上涨，除非金融资产上涨可能带来金融的系统性的风险，进而导致实体经济的系统性风险，否则央行不会干预。在这样的大的框架下，央行不过在找借口，来说我暂时不会紧，实现了这个目标，只要不看 FPI，美国的通货膨胀短时间内不会上升，有些人认为短期可能经济衰退，长期可能通货膨胀，结果就是看美国的国债收益率曲线开始出现陡峭形式，个人认为由于科技创新、生产合理化、经济处于有机增长、长期激励的状态，通货膨胀不会有明显的上涨，如果有，只会在金融资产价格方面显现出来，所以要进行合理的金融投资。美联储一直都在做这件事情，但目前把这件事情公布出来是在管理市场预期，其他政策已经在弹尽粮绝时，把市场利率拉在比较低的水平，尽量通过金融资产价格上涨，让实体经济复苏，助力大选。

Q2：美国大选中如果特朗普连任，中美关系是否会继续恶化？

A2：大选方面，不要低估特朗普作为现任总统的行政资源。特

朗普是异类，出招与其他政治家不同，对上一轮的经济复苏的贡献是有目共睹的。在今年之前，特朗普的民意很高，但今年在处理几件事情上犯了错误：1、疫情的应对问题；2、对美国国内“黑命贵”政治浪潮的处理上，这几个问题带来的后果是，更多人憎恶特朗普。如果看特朗普和拜登的民意调查，我不认为拜登值得如此高的支持率，（从政四十几年，没干成过任何事情，最终只是民主党大佬的傀儡，大家愿意为他投票更多是因为憎恶特朗普，如果在今年 6-7 月的话，可能会把拜登推上去，如果按上一次选举结果来看，克林顿输掉选举的原因主要因为，很多人认为她一定能赢得选举，而没有进行投票，尤其是有色人种，这些有色人群多数是投给民主党的，这些微票差使得克林顿输掉选举。如果由于“黑命贵”事件，大家同仇敌忾把特朗普选下去，拜登是有机会的。但是有两个问题：1、拜登的政治理念、讲错话和思维逻辑不清楚，三轮的总统辩论中拜登差的机会会很大。2、特朗普拥有行政资源，包括疫苗的推出时间、为了疫苗推出造的声势，特朗普是有能力控制的，甚至是目前国会争执不休的救援案，也可以做文章，特朗普可能在最后两天利用行政资源帮助自己选举。在民意测验中拜登领先于特朗普几个百分点，同时选举中的赌博涉及诸多利益，在过去几届中是非常准的，此时拜登和特朗普已经处于 50/50 的状态。过去在赔率上的折让上已经完全消失了。如果特朗普当选会怎么样？中美之间的争端是老大之争，美国无论是民主党还是共和党，无论是蓝领还是白领，无论是民主党精英还是共和党精英，在反华立场上是一致的，可能内容上会有不同，拜登个人色彩可能与特朗普不同，但核心不会改变，民主党可能会少一些贸易方面的问题，在人权和言论自由上会更加紧逼。但无论哪个党派上台，大格局会不变，目前中美还是会争端不断。在 10-20 年后，可能会发展成一个地球两个科技体系，两个互有交流但中间有防火墙的内需市场。

Q3：疫情欧洲出现了反复，这是否意味着秋冬二次疫情已经来临？欧洲疫情的二次复发对全球经济有什么影响？

A3：欧洲和美国都出现了疫情的二次反弹，我认为这是第一次疫情的延续，而不是一轮新的疫情的展开。随着人流管制的放开，感染反弹是无法避免的，但不把它看成二次复发，是由于总体来讲，反弹力度不是很大，造成的恐慌也不是很大。反而我对于今年冬季的下一轮疫情更加担心，新冠疫情应该看成流感的一种，冬季是流感的季节，新冠病毒传染性也明显增加。目前，无论是欧洲、西班牙的反弹，我认为是可控的，毕竟目前气候相对温度高、湿度低，不利于病毒大规模爆发，我认为目前我们接触的只是季度性的反弹，只要保证一定的居住环境和重视程度，不完全把此当作一回事，这一轮疫情反弹会下去，政府也不会再做出新一轮封城堵路措施，无论是欧洲还是美国很不幸有所反弹，但目前看来，整体来讲，北半球发达国家疫情开始缓和。在经济上，在一开始的极端反弹之后，大概 9 月份之后，就可以看到无论是工业生产还是 GDP，大概见顶，9 月份是这一轮经济反弹的高点。由于疫情的反复出现，就业机会恶化，信贷环境恶化，导致第四季度统计数据比起第三季度更差。

Q4：8 月份中国出口数据维持较高增速，明年出口是否会保持高增长？

A4：不同意这种看法。我认为经济复苏将遵循小 v+大 u，小 v 是一个较快的反弹，是统计上的复苏，接下来是 u 型复苏，u 型大是由于就业和信用上的问题，没有可能持续经济复苏。近几个月出口反弹是统计学的反弹，由于前一段时间，中国和外国先后封城，有很多订单无法送达，有些订单被取消，另外一部分，随着交通等方面的复苏，企业开始补库存。这是在极端人流控制之后出现的反弹，不能够持续。明年是否能保持持续高速增长，取决于出口国的就业、收入的

复苏，但目前认为这些国家很难回到正常的水平。

Q5：在您的描述中，未来中美关系可能是脱钩状态，两个经济体之间有防火墙，这种前景下，对资产配置有什么样的前景和推荐？

A5：两个维度

1、全球经济变化，全球长周期发生变化。第二次世界大战之后，以美国为首的强权国家建立了新的秩序，这段时间发生了很多事情，包括欧洲共同体、日本的崛起、亚洲四小龙、北美自贸区、中国成为世界加工厂、欧元区，核心的词是全球化，全球化带来了人类历史上前所未有的生产力的提高和收入的提高，并且没有大规模的战争，全球化带来了世界经济大周期中的一次上升周期（70 年）。但到本世纪初已经出现了问题，比如发达国家就业机会丧失、新兴国家多次债务危机等，但一直没有处理这些问题，甚至在 2008 年金融危机之后也没有进行处理，这就带来了政治环境的极端化。逆全球化已经逆转了全球趋势，而逆转的标志是特朗普的当选和欧洲极端思潮的崛起。不仅是中美出现摩擦，美国和欧洲、日本和韩国之间，出现了各种问题，所以逆全球化是大趋势。在未来的 20-30 年中，逆全球化必然带来全球潜在增长的下滑、产业链碎片化，这意味着全球增长的趋势过去了。在未来 20 年中，全球增长只能达到之前的 1/2-2/3，所以在资产配置上要随趋势转变，与分工有关的内容需要重新考虑。

2、产业周期变化，世界在进入数据时代。未来几年，时代在变化，资产配置需要更多向着未来的时代发展。中国 1995 年站在历史的门槛上，进入劳动力红利时代，如果那时判断中国未来会成为世界加工厂，那么在国内和国外都可以做下去。2009-2010 年中国进行第二次大转型，进入水泥红利时代，现在中国在准备进入新的时代，数据红利时代，资产配置需要向这个方向移动。和前面两个趋势相对称，在有机经济增长无法持续出现的时候，货币政策会长时间处于超宽松

的环境下，利率会非常低，日本和欧洲已经进入了负利率时代，美国也接近于零利率，中国在下一次经济下滑的时候也会向零利率方向发展，全世界都在向负利率发展时，所有固定收益产品都不行。如何在固定收益趋零的环境下，让我们的收入增长维持在通胀水平之上，资产为王，不能把钱放在银行、国债中，投资的产品要么通过盈利增长带来资产升值，要么提供稳定的、超过资金成本水平的持续固定收益回报。现在的环境和过去三代都不同，一方面新经济所带来盈利模式变化和想象空间；另外一方面是保险型投资所带来的收益的缺失又是 k 型复苏。

Q6：在未来长时间的逆全球化趋势下，中国要不要继续大力度开开放？是顺应趋势做好内循环，还是坚持更大力度的开放打开制度红利？最近中芯国际传言会被制裁，会比较担心 5G 和中国自主科技的趋势。您刚刚提到未来会两边科技体系并存，您对这个问题怎么看？是以时间换空间慢慢建立自己的体系，还是会有其他转换的方法？

A6：逆全球化无可避免的，美国对中国打压不止贸易和科技，未来会有更多领域，特朗普和拜登的做法可能有所不同，但战略性打压是不会改变的。中国在应对方面，内循环是好的策略，但是是在目前环境下不得已而为，一个是美国的打压，另一个是外部循环暂时起不来，只能维持。以目前的全球的收入增长预期、中国在国际市场已经占据的比重、以及大家分散风险的共识，中国的外部循环面临和过去 20 年不同的环境。同时，在内循环为主体的条件下，中国依然需要外部循环。对于全球经济来讲，目前的情况会造成研发浪费，这也许就是美国的星球大战，所有的科技企业都在研究自己的备胎，研发的成本极大，但备胎只有投入没有产出。冷战就是不打仗但是持续消耗对方的体力，苏联就是这样被拖垮的。内循环的核心概念不是国内，是否成功的评判重点是循环，如何把生产、流通领域的障碍去掉，能

够真正循环起来，是中国内循环能不能成功的核心，需要的是提高经济效率。在科技体系方面，中国可能被迫创造新的体系，中国不能依赖于美国主导的体系，因为可能会出现国家安全问题，所以中国在全方位和时间赛跑，军事体系一定脱钩，比如北斗体系，之后再发展民用体系会相对更容易一些，但同时会存在很多问题。在 10-15 年之后，中美之间就会出现很大的体系上的分割。作为中国的芯片公司，以目前的情况来讲，在芯片领域想要赶超以美国为主的科技体系至少需要 10-20 年。但如果芯片技术再有一个巨大的进步，技术路径不发生巨大的变化，整体的思路就不同了。如果只是在芯片上进行研究，至少需要几年的时间，主要是由于不仅研究的是芯片本身，还包括上游的材料、机械等问题。如果有一天手机变成了单纯的输入输出系统，所有操作都在云上，那么芯片的需求量就会大大减小，芯片就不是一个很大的问题。当科技出现转身的时候，是中国有弯道超车机会的时候，所有两套科技体系是可以存在的，但是潜在的经济成本和浪费是巨大。

Q7：华为最近推出了云手机，是否是正确的希望？

A7：目前被制裁的企业，手机业务短期会损失巨大，但是在下一个科技转身的时候，可能会有很大的反弹，因为在被置于死地只有一条路的情况下，而其他的企业有其他的路径，对于科技变化的反应可能会慢一些。最简单的例子，美国最领先的手机公司，就是因为 4G 时代太成功，导致 5G 没有及时的研发出来。

Q8：美国由于财政问题，导致央行宽松的政策，导致实体经济、金融市场、居民收入都呈现 k 型曲线，美国作为很大的经济体和世界的经济的中心，从 k 型的角度来讲，美国局势对国内影响？

A8：美国经济和国力在衰退，这种情况和英国在第一次和第二次世界大战中间的时期的情况比较相似，英国当时国力也已经衰退，但金融还非常强大，英国还通过金融实力站稳脚跟。美国有类似的情

况，在国力上，美国实力在下降，所谓的把制造业移回美国，但多数可能只是移出中国，但没有移回美国。但美国国力没有明显的暴跌，只是相对下滑，30 年美国依然是世界第一。从美国的需求来讲，1、大趋势是产业链移出中国；2、特朗普通过贸易战打压中国得到好处是暂时的；3、美国需要控制的是战略高地而不是所有的产业。所以，“made in China”的产品还是会有相当一部分留在中国、输向美国，只是份额会小一些，美国市场对于中国来讲依然是极其重要的，中美贸易顺差极度不均衡，美国贸易的顺差占中国贸易顺差的 2/3。由于中国对美国消费市场的依赖以及美国对于中国高端服务业的依赖，使得中美的关系是处于斗而不破的状态，与美苏冷战是不一样的，但中美之间的依赖会逐渐减少，但是需要 10-20 年的过程。对于中国最重要的几点：1、靠内需；2、舒缓脱钩；3、运用市场和政治环境彼此妥协，维持一定的关系。如果美国对中国贸易顺差进行打压，中国对美国的贸易顺差会有大幅度下降，中国的贸易顺差也会大幅度减少，中国购买美国国债的数量也会大幅度减少，但这些情况对中国和美国都不是震撼性的事情，美国是因为国债收缩，美联储收购国债，中国是因为内需市场起来了，中国进口替代。中国和美国之前是斗而不破的关系，对金融市场会带来很多震荡，但是在“made in China”的消费产品和美国的高端产品方面会继续维持。

第 151 辑

(2021.2.2)

关于建立金融系统重要性风险和压力测试中心的建议

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李祥林，现任上海交通大学上海高级金融学院教授，中国金融研究院副院长，风险管理研究中心、金融科技研究中心主任，金融硕士项目联席主任。加入高金之前，在中外一流金融机构工作二十多年，在风险管理、金融新产品开发和研究、资产管理、保险和信息技术等领域有丰富的高级管理经验。曾担任中国国际金融有限公司首席风险官，花旗银行和巴克莱资本全球信用衍生品数量分析和研究，美国国际集团资产管理分析部门负责人。

李教授拥有加拿大滑铁卢大学统计学博士学位，以及精算、工商管理和经济学硕士学位和数学学士学位。李博士是信用衍生产品早期开拓者之一,发明的信用组合定价公式被市场广泛使用和学术界认可，并获华尔街日报（WSJ）头版,金融时报（Financial Times），日本经济新闻（Nikkei）,加拿大国家广播公司新闻（CBC News）等报道。

一、背景介绍

两年前上海市金融局招标，希望大家对上海市政府规划提出一些建议，其中一个课题是想让上海市在十四五期间成为风险管理和压力

测试中心，上海不光要变成全球国际金融中心，也想在细分行业能做一些工作，所以当时作为风险管理研究中心主任，我就申请了这个课题，然后拿到这个课题做了一些研究。所以今天提出来的建议，就是根据原来研究的基础上面，我先把这个结论告诉大家，下面给大家稍微谈谈它的背景。

过去几年中国的经济已经由高速增长阶段转向高质量发展阶段，也处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。从国家的层面来讲，对金融行业非常重视，金融行业从国家层面上大家最关心的是两个问题：一个是如何管理好系统重要性风险，第二个就是说如何能做好普惠。关于第一点，国家成立了国务院金融稳定发展委员会，大概已经成立了将近三年，有国务院及一些银行和金融单位参加。从这个角度上来讲，可以反映出国家对系统重要性风险的重视。普惠这一块，因为中国如果想进一步的发展，要更多发展各种管理经济，如何能让金融服务广大的中小企业甚至个人，也是国家管理的一个重点，这是大的一个背景。

从中央对金融稳定委员会工作的期望的角度来讲，习主席专门提出一段话，从风险管理的角度来讲，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置。科学防范，然后早设计、早预警、早发现、早处置，重点防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。这是从国家层面上来讲，对于风险管理，特别是对国家金融稳定委员会提出的一些要求，这是反映出目前中国的最高领导人对风险金融方面的一些期望。成立三年的国家金融稳定委做了大量的工作，但是从我们大家观察到的情况看，风险事件还是不停出现。过去几年，比如股票质押、处置包商银行，以及一些大的金融事件，比如 2020 年发生的原油宝，最近大家比较关注的蚂蚁事件，最后在上市之前 11 个小时把上市的过程停止。从风险管理的角度来讲，中

国还可以看到很多案例，但是从政策方面，很多人都在努力解决风险处置方面的问题。

我在思考如何建立一套完整的机制，把风险真正的扼杀在摇篮当中。风险管理方面的问题很多是公司治理问题，有些是新产品和新现象导致的风险问题，但比如像蚂蚁代表的新现象，或者有的时候出现了一些源于网上的新产品或者新的做法，从海外成熟的企业来讲，管理新产品应该有一套比较完整的流程。

今天讲的主要问题，从系统重要性风险管理的角度来讲，如何做一些系统方面的工作。压力测试是风险管理的重要手段，在美国有很多人在做这方面的工作。在金融危机之后，美国花了大概十几年的时间，一直在做压力测试，在这一点上是需要向西方学习的，美国体制在有些方面的纠错能力是比较强的，比如 2000 年初的时候，安然公司发生的财务造假事件和美国出台的《萨班斯-奥克斯利法案（Sarbanes-Oxley Act）》。因此，到金融危机的时候，美国实体经济资产负债表总体上是真实的，实体经济没有出现问题，主要是金融问题。金融危机之后，过去十几年包括我 2012 年在美国工作的时候，一定程度上也在帮助公司做压力测试，通过十几年压力测试，使美国的金融行业的资产负债表不断变得坚实。

2020 年发生的新冠肺炎对美国的实体经济影响还是非常之大，但是到目前为止没有听说哪家金融机构出了大的问题，美联储原来把每年做一次的压力测试专门增加了一次，3 月底的时候公布结果显示，美国大型经济机构资本比例还有所提高。前一阶段，美联储一个经济学家在高金给我们做了一个报告，他搜集了美国 34 家银行持股公司，包含存贷款持股公司，所有的资产负债表的详尽信息。比如像贷款，几乎可以看到每一笔贷款的信息，如果一旦掌握这类信息之后，就可以做详细的分析，从宏观和微观真正把风险转换搞清楚。因此，我们

有必要借鉴一些美国在这个方面积累的经验知识。

回到压力测试，在座有很多来自中国的金融行业。中国的金融行业从金融危机之后一直在做压力测试，大概 2009 年开始，证券行业、银行行业、保险行业都在做这方面的努力。在保险行业方面，过去几年 IAIS（International Association of Insurance Supervisors，国际保险监督官协会）推行全球保险资本标准，要求很多系统重要性保险机构，比如中国的平安集团进行一些测试。

但是从另外一个角度来讲，比较中美压力测试，有好多美国的东西都值得我们借鉴，因为中国压力测试通常比较重视数量，有比较硬性的规定，比如券商的风险控制，要求财务部门将数据和报告上交给地方证监局，这些数据中 99.9%都没有问题，所以很少有人看这个数据。银行行业也是，每个月将数据报告上去。但如果你要真正拿个放大镜看的话，比如说我们前面列举的这些风险事件在压力测试当中是否包含进去了呢，这里也是要打一个问号。在美国，压力测试不仅注重数量，压力测试本身对公司也有很大的影响，这个测试通过不了就不能做新业务，不能在国际上扩张，公司也不能付股息。压力测试中很大一部分是关于公司内部的治理，另一方面，在不同的行业要求是不一样的。

目前中国国内进行的压力测试，按照国内的说法叫做静态压力测试，就是在某一个时刻，我们情况怎么样，在下面一秒钟市场发生一些变化。但是海外包括美联储的压力测试，按照国内的说法是动态压力测试，考虑到今后三年，宏观变量及市场持续性的变化对整个公司影响。因为从压力测试角度，有的时候你仅仅做一个短期的压力测试很难发现问题，反过来长期影响更大。举个很具体的例子，比如说利率突然下降，对保险公司是好的，因为保险公司持有大量的债券投资，但是如果持续性低利率对寿险公司可能是一个很大的压力。最近国内

也在开始考虑动态压力测试，正在与证券行业进行交流。

另外一点，美联储最早是做的银行总公司，几乎包含美国所有的大型金融机构，但是在国内目前完全是分行业的，比如说银行做银行、保险做保险、证券做证券。如果压力测试情景不同，在从国家层面很难把风险相加起来，国内这段时间一直在强调对金融控股公司的管理，但到底金融控股公司有什么特殊性呢？在做压力测试的时候，大家已经把资本从一个地方流到另外一个地方，如果对整个金融控股公司做压力测试，同时用同样的情景可以把金融控股公司当中每一家单位做的压力相加起来，这个时候可能会发现一些问题。

二、关于建立金融系统重要性风险和压力测试中心的建议

第一个建议就是由金融稳定委主导，成立一个系统风险管理和压力测试中心，可以建立统一的银行、证券、保险行业综合压力测试管理标准和办法，进而强化宏观审慎管理和系统性风险防范的机制，这样才能真正确保金融安全。

压力测试中心可以做以下几件事情：第一，中心可以收集所有系统重要性金融机构的资产负债表当中的每一条信息。在早期金融危机发生不久的时候，美国有一些学者就提出过这个观点，但是当时大家认为美国社会是更加分散的，相对更难限制，但是美联储的报告显示，美联储已经收集到所有的比较大的金融公司资产信息，当时在给我们做介绍的时候详细的分析了美国三十四家银行子公司和存贷款公司每一笔贷款的信息。通过这个过程，我们也可以建立中国的金融数据标准，真正保证利率压力测试的数据完整性和准确性。

这段时间所有的金融机构都在谈金融科技，但是任何一家银行、保险公司、证券公司的内部数据程度不同地仍然还是可能有问题，这个层面上也反映出目前金融机构内部的数据还是有很多的改善的空

间的。但如果不通过国家层面的制度设计和努力，单靠每家银行自己的努力短时间内很难建立一套标准，同时今后数据到底在什么样的一个程度进行对外公开和使用也可以建立一套标准，这就是我讲的中心的第一个功能。

第二个功能就是说拿到这个数据之后，我们建议成立的系统重要性风险国家技术中心可以集中进行独立的压力测试，但需要强调压力测试中心并不是要代替每家金融机构自己做压力测试。因为压力测试真正的目的，除了满足国家对系统风险的度量要求之外，很大程度上是用来提高金融机构内部风险管理能力、决策能力的。如果说花了这么多钱、报了这么多人，仅仅为了满足监管的要求，也是一种浪费，很难长久持续下去。为什么要做集中的压力测试？因为压力测试当中还是有很多技术问题的，比如国内所说的动态压力测试，是在一定的条件下未来资产负债表当中每一项的价格怎么变化，从定价的角度来讲还是一个很大的挑战，即使在美国相对成熟的金融体系中，对很多拥有很强风控能力的金融机构仍然是有一定的挑战。中国的金融机构目前这方面能力都很薄弱，没有一家国内的券商能进行公司层次的压力测试。我们每家券商都有金融工程，但在国内券商金融工程组属于研究部门，研究部门任务主要是提供卖方研究报告。

银行方面，到目前为止，每家银行也没有独立的测试能力，比如一些金融产品，特别是金融市场产品，从定价到风控系统，基本都是海外的系统，几乎没有一家银行目前有独立进行定价和风控的能力。如果通过行业的力量把大家组织起来，特别再加上一些外部专家，用中心和全行业力量把定价和风控系统建立起来，反过来把得到的成果倒推，让每家金融机构建立起定价和风控的能力，同时也可以用中心压力测试结果来检验每家银行的提供结果，从而根本改变目前我们只看结果不看过程的局面。

另外一点是压力测试中心每年根据宏观经济、金融市场等提出跨金融行业的压力测试情景。我们目前每个行业有不同的情景，很难把结果相加起来。美联储的压力测试是美联储提供大约 18 个变量，把变量转换成一个典型的机构和成千上万的所有的资产负债表当中的一项，这个过程在海外叫做情景扩充。情景扩充的过程也可以解决金融危机之后很多人在关注的到底风险的转换机制在什么地方的问题，压力测试中心可以帮助全行业，通过研究宏观经济指标转换成每一个行业中的每一个产品，也能真正抓住这个风险来源从宏观到中微观的传递机制，对央行或者金融稳定委员会提供更细致的指导。最后，既然测试情景是一样的，压力测试的结果也可以相加，金融稳定委员会能够快速地掌握金融业的整体风险。

同时压力测试也是一个技术问题，中心可以代表全行业和国外的金融行业压力测试和系统风险管理方面进行一个交流，这些是压力测试中心需要完成的几件事情。

三、压力测试中心与金融科技

这段时间不论是在海外还是在中国，大家都在谈论金融科技。我认为活跃的金融科技在很多方面，特别是在 C 端方面做的相当不错，积累了很多经验；但反过来在 B 端，从微观来看，跟海外相比差距仍然很大。刚才我们谈到定价、风控，甚至比如说保险公司资产负债表的长期预测，以及资产管理部门大型的这种管理系统，现在国内大家经常谈到黑石，目前国内有很多机构都感兴趣并且也在做，但如果没有一定的案例可以理解的话，还是很难做出这样一套系统出来。

因此我认为这方面如果最终要实现，也可能对发展中国金融行业在 B 端的金融科技有所帮助，甚至可以将新的技术应用到当中来。我们应当建立一套标准化，并且实现数据对外共享的压力测试标准。

到底能建立一套什么样的标准，这当中有很多的技术问题，在这个过程中，也可以通过全行业的方法来解决。我想讲的就这么多，最主要想了解一下大家不管是在海外还是在国内，对这个建议是怎样的看法，中国目前是不是可以推这件事情，还是大家认为中国应该和国外走不同的道路。下面来看看大家有什么这个问题或者甚至批评大家可以提出来。

四、Q&A

Q1：因为压力测试一般是对极端情形的一种测试，但是近两年全球不论是政治还是经济层面极端的稳定风险越来越多，您觉得在全球这样的大背景的变化之下，我们在做压力测试的时候，要做哪些调整？会有哪些注意的地方？

A1：这个问题可以从两个方面来回答，第一个如果纯粹用统计的方法看历史数据，我们之前做的风险值，可能很难抓住这些事件，比如上次金融危机，大概在 5 个标准差之外，我们的压力测试 99.9%的概率不会包含这些例子，但是后来金融危机之后，再进行银行工作的时候，大家主要应用历史模拟方法，不管现在做什么样的压力测试，我们都在问这个问题，如果说 08 年事件再次发生的话，我们金融机构会怎么样。这是一个方法，就是回溯历史来预测对未来的影响。

第二点，黑天鹅事件是一个大家难以预测的事件，在压力测试情景设计的时候，我们也会做一些假设情景（hypothetical case），比如美联储压力测试每一年设计的情景都不一样，在设计情景的时候，也会考虑到在今后三年之间可能会发生的问题。比如在利率方面，2011 年我们主要担心的是利率上升和利率下降，并且要求每家金融机构根据自己的情况增加几个情景。

从两个方面来讲，一个是历史上发生的事件对我们的影响，另外

一个是未来进行预测并且进行专项测试。从这两个角度来讲希望能解决这个问题，但是现实生活当中总是有一些事件难以预测。高盛有一位总裁曾经讲了一句话，很大程度上现在去担心未来发生的风险，是为了一旦风险发生之后能够反应的比别人更快一点。这一点也是金融机构可以做到的一件事情，比如说的通俗一点，大家日常防火做得再好，有时候也会发生火灾，一旦发生火灾，消防队最关键的问题是能不能反应得更快一些。从这个角度上也希望能解决一部分问题。

Q2：您提议是关于建立统一的的压力测试的平台，我认为是非常好的建议。比如美国尽管美联储统一颁布了压力测试的情景，包括宏观的重点因子，但是每个金融公司在具体执行的过程中，使用自己的数据和模型，就会出现数据和模型的差别，包括公司高层对关键风险因子的选取会有所差距，会导致汇总的报告有一些差距。如果有统一的压力测试平台，那么不同公司应用统一的数据和模型，这样得出的结果从分析上看可能是更有效。

A2：美联储在过去好多年经常就一些具体的产品在做比较，而我提出的成立系统风险管理压力测试中心，相当于建立独立的压力测试系统。但对于每家公司而言，风险管理是除了注重系统重要性风险之外，也是公司管理最主要的部分。

Q3：这样就更有利于去做比较不同的公司自己做的东西，一个是比较误差，一个是比较其他项目，如果相差较大就可以找出来问题在哪里。

A3：另外还有一个问题，国外的人可能不太理解，国内还有很大一个问题是建设问题，就是如何把基础设施建立起来的问题，这个问题也是很难解决的，而且从每一家金融机构单独的角度来看，都很难把这套系统建立起来。

另外一个挑战就是，在美国不管是最大的银行 JP Morgan 还是小

型金融机构，过去几年的风控方面都增加了上百上千的人，但是中国短时间内很难做到，所以这个时候集中全行业的力量先把中国的压力测试中心建立起来，然后反过来指导每一家企业，也是减少成本的一种做法。

Q4：对，要建立一套独立的系统，除了人员配置，从技术，从各方面挑战是非常大的。

李祥林博士的问题：我对于美联储搜集的信息的详细程度感到很吃惊，所以在美国的同事能不能谈谈美联储收集信息到底搜集到什么样的程度，目前是不是包含资产负债表当中的每一项。

一位美国市场的参与专家回答：美联储很早就要求银行每个季度向美联储提供每一笔贷款的信息。美联储实际上内部把这几个大银行报上来的数据，挑出做的好的让别人照着改，这样推进银行之间的竞争，把这个东西逐步给做好了。我是不知道中国要做到这一步，所以说我不知道央行或者是哪个机构有这个能力把所有的银行的数据拿到，让别人来做这个模型，就是到央行的层面，让大家像赛马一样，通过竞争把工作做好，还是说央行想建立一个统一的中心、统一的方法。不知道你对中国的情况是怎么看的？

李祥林博士：我目前也听说原来的银监会也收集了类似数据，但是这个数据到底涉及到多么细致的程度，这方面我还没有看到，这是其一。

第二个美联储大概 14 年提出来的收集信息，但是 14 年提出来至少好几年才能把这个事情做完，但是最近我就看到美国已经把所有的数据来做分析的这点，从我们研究的角度来看还是很吃惊的。

第三点就是，我希望中国监管机构慢慢的就是说把注意力从结果放到过程中。因为不同公司通过不同的方法可能得到不同的结果，也不经过检查，很难知道到底哪个地方出问题。反过来，如果从数据开

始着手，数据上面来作假反而更困难一点，比如少报两个贷款少报两个头寸，这就很容易抓住问题，影响可能更大一点，如果只知道报告的结果，就完全取决于公司的计算方式。

Q5：对于主要的资产组合是中资美元债的情况下在做压力测试的时候，我们应该选什么样的情景比较合适？对于违约率参数来说，如果选用 08 年美国债券市场的违约率作为我们的参考参数是否合理？

A5：关于中资美元债，也就是债券方面的压力测试，首先要从定价角度上测试，压力测试的时候就考虑到利率跟利差曲线的变化，这是第一点。

第二个是动态压力测试，需要考虑在今后一段时间，一旦把这个时间拉长了之后，信用本身的质量会变化，比如信用会升级或者降级或者甚至违约的话，要把这方面信息也在考虑进去，所以在做压力测试的时候需要应用信用转换矩阵，就在压力情况下到底怎么样的一个设置。这个设置我们当时用的很简单的模型，用股票指数变化对信用变化的影响，这是大概目前我们做的方法，当然这涉及到一些技术性的问题，最终还是跟定价有关系。

Q6：关于 gamestore 逼空的事件，在过去资本市场也很多见，也有比这次市值比重高得多的。市场上有一种担忧是因为社交媒体导致的逼空的幅度更大，可能会导致如果基金要回补空头追加保证金，可能就要减持多头。看短期的涨幅，被做空的这一部分的涨幅导致了另外一部分股票的下跌，这方面开始有一定的苗头。市场有这种担心，市场上一小部分极端的这种压空，会不会引发这种传染，导致更大幅度更大范围的市场的波动，或者说有没有从个别的交易、个别公司的风险变成一个系统的全市场的风险的？现在国内的基金抱团也很明显，这样的行情使得股价的成交量低、集中度高，现在一旦出现这个

情况，很可能导致整个市场的脆弱性会提高。你怎么看这个情况？

A6：这方面我没有研究的很深入，但这是一个新的现象，是因为这个问题代表了市场不仅仅是原来讲的整个市场都是有效的，因为一个假设是每一个人都不能影响市场，目前我们大家遇到的问题是，虽然每个人资金都很少，但是大家通过特定的社交平台可以变成一致行动人。所以在这种情况下就很难定义这些人到底是一个个人还是一个群体。我每个人买一股，聚集了这么多人，最后大家再通过社交媒体链接，我觉得还是一个比较新的现象，不管是对监管，还是对整个市场来说。另外一点就是做空本身原来是很困难的事情，在短时间内会产生一些非常特殊的现象，比如早期做的 CBS，CBS 违约之后，也要做现金留存，但是一旦违约发生之后，大家没有那么多债券，所有人都到市场上去买债券，大家突然发现一个现象，违约了之后，反而债券的价格上升，所以造成了很多很多这种现象，这部分我觉得还需要进一步研究。

第 152 辑

(2021.2.25)

2021 年中国宏观政策走向：财政与货币政策的配合

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

丁爽，2015 年 4 月加入渣打银行担任大中华区经济研究主管，现任大中华区及北亚首席经济师。丁爽先生在公共和私营部门拥有 20 多年的行业经验。在加入渣打之前，他在花旗银行工作四年，担任中国高级经济师，负责宏观经济研究。他于 1997-2010 年在美国华盛顿国际货币基金组织担任经济师，先后跟踪非洲、中亚和欧洲的经济体，从事经济研究、政策制定和贷款审查。他于 1993-1997 年担任中国人民银行的经济学家。丁爽先生拥有中国人民银行研究生部（现清华大学五道口金融学院）经济学硕士，约翰霍普金斯大学工商管理硕士和复旦大学学士学位。

一、宏观政策走向判断

今天的题目是中国 2021 年宏观政策走向及货币财政政策的配合，几乎每一家银行每一个机构都在去年年底就对中国的经济做了预测，对政策也做了一些预判。但是今天的时点比较特殊，下周中国将要召开两会，其中会涉及中国 2021 年经济增长是否还有增长的目标，预算赤字是多少，同时对货币政策也会有进一步的定性。除此之外，今

年还比较特殊的就是今年是十四五规划的第一年，去年中央确定了十四五规划的主要方向之后，十四五规划的具体纲要也应该会获得通过。我们已经很接近两会，所以今天很多的判断也很快会见分晓。

今天主要侧重三方面的问题，第一个问题是宏观政策的走向，主要是政策的退出，也就意味着政策向收紧的方向发展。第二点，从货币政策和财政政策的角度提出具体的政策判断，主要在财政政策方面分享我与普遍看法不太相同的判断。第三点是谈短期和中长期角度的货币财政政策的配合。

第一点：为什么政策的走向是退出？这个判断主要是根据当前的经济形势，以及对未来一段时间的经济走势做出的判断，其中主要涉及三点。

首先，去年四季度以及今年到目前为止经济走势较为强劲。下面我列举几个数字说明，第一是去年第四季度 GDP 同比增长达到 6.5%，环比增长达到 2.6%。另外去年第四季度的工业增加值同比增长达到 7%左右。目前服务业指数越来越重要，重要性未来将要超过工业增加值，因为服务业占中国经济的比重已经达到 55%，远远超过工业增加值，服务业生产指数同比增长 7~8%。根据这些数据进行判断，去年四季度，经过政策的刺激，中国经济的运行是在潜在增长率之上的，当然这是指四季度，不是指全年，全年增长只有 2.3%，低于潜在增长率。因为四季度的数字是与 2019 年的四季度相比，也就是跟疫情之前相比，2019 年四季度中国 GDP 增长 6%，如果 2020 年四季度 GDP 增长达到 6.5%，工业增加值和服务业生产指数达到 7~8%，那就是超过了正常的增长水平。第二是失业率，失业率在 12 月份达到了 5.2%，也就是疫情发生前中国的失业率，虽然各个地区、各个行业的就业状况不一样，但是从全国来说，失业率是回到了疫情之前。这两点说明经济走势比较强劲。如果看今年一季度，因为春节前就地

过节的政策和措施，一季度对比去年四季度的增长会明显减弱，但是减弱的幅度不会很大。我们也看到春节之后的数据，其中一个就是春节 7 天零售的增长，更可比的应该是与 2019 年，而不是跟 2020 年去年相比，跟 2019 年相比增长 4.9%，说明 2021 年春节处于比较正常的消费状况，消费的增长率比较明显，虽然并不是非常强的增长。最后，渣打银行对四五百个中小企业进行了月度调研，根据调研发布了一个中小企业的指数，与官方的 PMI 指数有很大的一个相关度。这个指数显示 2 月份相较于 1 月份走弱，而且 1 月份相比 12 月份也是走弱的，所以 1 季度整体经济走势可能弱于四季度。同时调研也包括农民工回到工厂的比率，调研显示，在春节假期结束后三天，80%左右的工人已经回到了岗位，所以从生产的角度一季度恢复会比往年要快，而且之前的订单状况看需求还是比较强劲的，所以有了需求，有了工人在岗，一季度虽然比四季度可能会走弱，但是还是处在增长的轨道之上。另外加上去年政策刺激的滞后作用，接下来的经济增长为政策退出创造了条件。

第二个原因是海外的状况也有所改善，一方面是美国的拜登新任总统之后，虽然大家对中美关系并不太看好，但是螺旋式下降的双边关系会有所改变，虽然很难恢复，但至少应该是止跌了，至少减少了中美发生碰撞的几率，当然美国对中国的各种限制，比如高科技的限制和关税问题仍然会维持一段时间，但是整体的政治气氛有所改善。另一方面从海外的经济角度，疫苗的接种和美国的财政刺激使得最近市场上大家对美国和全球的经济都有所看好。从疫苗的接种来说，英国的接种率已经达到 24%，美国达到了 12%左右，欧洲相对较慢，大多数经济体还没有达到 5%，但是他们签订了协议，能够保证较为充足的疫苗的供应，下半年预计欧美的经济会出现比较强劲的反弹。去年测算全球经济衰退 3.5%，今年预计全球经济可以达到正的 5.3%。

美国去年经济萎缩 3.5%，今年我们预测是 5.5%。目前市场共识正向更高的方向在修订，如果疫苗还继续有效，并且财政刺激措施推出，全球的增长状况会有所改善。

第三个原因涉及中国的宏观杠杆率，由于去年的宏观刺激政策，中国的债务率占 GDP 的比重上升了 25 个百分点，达到 GDP 的 280%，在经济走势恢复，而且略超过潜在增长率的情况下，稳杠杆又提上了议事的日程，因此我们判断政策的退出是大概率的事件，当然政府也强调了不急转弯。

二、具体政策判断

首先的问题是，2021 年还有没有经济增长目标。目前很多地方两会已经召开，已经制定了地方的 GDP 的目标，所以这一点已经成为既成的事实。从全国的角度来看，普遍的看法是不会强调 GDP 增长的目标，但是仍然会有 GDP 增长的预期，因为需要 GDP 增长预期对整个经济提供预期的管理和预算的制定。

我们判断会将 2020 和 2021 年合并，预期两年平均增长率达到 5%左右，也就是略低于潜在增长率，考虑到疫情状况，这将会是一个可接受的状况。我们的预测是 2021 年中国 GDP 增长 8%，加上去年的 2.3%，平均在 5%左右，这个预测在市场上相对较低。其中一部分原因是我们对政策的判断，具体来说我们认为政策会向疫情前的水平靠拢。

从货币政策角度，从量和价两个方面来看。

量的方面，社会融资规模和广义货币是目前央行的重点目标。首先，社会融资总额央行提到要与名义经济增长基本匹配，我们预测 GDP 增长 8%，加上通胀的名义 GDP 增长 10%左右，因此预测社会融资规模的增长会降到 10~11%的水平，去年社会融资规模增长有

13~14%，今年会有比较明显的减速，但是并不是非常紧的信贷政策导致的，因为 10~11%是 2019 年疫情前的水平。由此我们根据过去几年的社会融资总额和广义货币的关系推测广义货币的增长可能是 8~9%。为了让广义货币能有 8~9%的增长，我们预计在没有降准的情况下，央行需要增加 2 万亿左右的基础货币。关于 2 万亿的创造方式，涉及到之后提到的与财政政策配合的问题，但是其中央行不可避免的需要向银行体系注入流动性，在不降准的情况下，就需要增加中期借贷便利的金额，或者是通过再贷款再贴现这些工具来增加对商业银行的信贷。

从价格的角度，政策利率今年大概率不会调整。政策利率是指公开市场操作的利率，比如短期政策利率中的逆回购利率和中期政策利率中的一年期中期借贷便利利率。针对这两个利率，很多人经常问的问题就是说会不会加息？减息大家的期望几乎是没有，因为央行这方面期望管理也是做的比较足。中国为了维持正常的货币政策，尽可能保持正常的货币政策，会保留更多的利率空间，轻易不会再降息。特别是今年下半年通胀还会往上走，加息的可能性也是非常小。我们预计通胀会上升，但是 CPI 全年的平均增长可能也就只有 1%左右，其中涉及到粮食，特别是猪肉的价格会下降的比较多。但目前仍然有一个值得关注的不确定因素，也就是猪瘟是否会出现。假设猪瘟不会大规模出现，预期的猪肉的供应应该会使今年粮食的价格会相对较低，但是非食品的价格会上升，总体我们的测算是 CPI 到 2021 年底会达到 2%左右，但是全年平均可能只有 1%左右。PPI 就不一样了，PPI 我们的测算比市场的共识要高很多，我们预计 PPI 今年平均可能会超过 3%。这个也是与近期的大宗商品，包括石油、铜的价格的上升有很大关联。央行也对通货膨胀做出了一些大体的预测，指出中国没有通缩和通涨的基础，所以央行的判断也是不认为存在通胀的危险。

另外一个使我们认为不会加息的一个原因是涉及到人民币汇率，目前人民币利率，特别是 10 年国债的利率在 3.2%左右，虽然近期美国 10 年国债利率有所上升，但是两者的差别还是维持在近 200 个基点。央行曾经强调，10 年国债收益率高于美国 100 个基点是比较合适的，目前接近 200 个基点属于差异较大的情况。如果中国继续加息，可能会造成热钱的流入，对汇率形成更大的升值压力。第三，由于去年的主要目标是保就业，整体政策使企业部门和政府部门的债务都有所上升，而且有些债务的质量存在问题，包括债券发行的质量也会较弱。如果此时继续加息，会明显增加这些实体的负担，造成金融风险。因此，从防止系统性风险的角度，也不会加息。但是政策利率与实际的市场利率不同，实际的市场利率在更多的时间内会略高于政策利率，央行经常强调让市场利率围绕政策利率活动，但是实际情况很可能是市场利率在政策利率之上的时间会超过在政策利率之下的时间。市场利率我主要关注的是 7 天回购利率（DR007）和一年期的 NCD 利率，这些利率在大部分时间会运行在政策利率之上，以上是关于货币政策的判断。

财政政策我认为在中国讨论得不太透彻。货币政策大家都很关心，包括每天早上央行的公开市场操作、每个月的 MLF 操作、贷款报价利率的讨论，关注度较高。但是财政政策更多讨论还是停留于官方的预算数字、每个月的财政收支。我认为财政政策的重要性在研究中与货币政策不匹配，但实际上财政政策对经济整体的影响是非常大的。如果只读官方的财政数字，可能会被误导，包括财政是扩张的还是收缩的，扩张的程度有多少？政府的预算有四本账：第一个账本叫一般公共预算，也就是大家普遍讨论的预算；第二个是政府性基金预算，其中包括地方的土地收入和地方的专项债的发行所提供的融资，受到越来越多的关注，也是非常重要的一部分；第三和第四个重要性相对

较低，是国有资本经营预算和社保基金的预算，这两个预算总体相对平衡，对宏观的影响相对较小，并且这两项预算是年度数据，很难通过这两个账本密切地跟踪财政的运行状况。因此对中国的预算做判断主要是根据前两个账本：一般公共预算和政府性基金预算。这两个账本如果是按照比较合理的分类方法和定义进行计算，得出的数字与官方的数字不同，我主要以三组数据举例。第一，2019 与 2020 年相比，2019 年官方预算赤字是 2.8%，2020 年是 3.6%。如果从这个角度看，2020 年的财政政策扩张程度不大，还不到 GDP 的 1%，应该说不是很积极的财政政策。第二组数字是广义预算赤字，官方的预算赤字一般只根据一般公共预算，但广义的预算包括一般公共预算和政府性基金预算，同时又做出了一些调整。调整主要有两个方面：第一，政府以往年份积累的财政存款的调度，在政府计算中是把它算作收入的，但因为这部分并非当期收入，而是遗留的存款，所以在我们的计算中将其计算为赤字的融资项；第二，政府的预算中是把地方专项债的发行所获得的金额算做收入的，这其实是一个比较大的差异，我们将其作为赤字的融资项目，因为发债获得的收入不应算作财政收入，它的处理方法应与国债的发行相同。按照这种计算方式得到的 2019 年广义的预算赤字是 6.7%，2020 年的广义预算赤字是 11%，可以看出是非常扩张的预算，赤字的增加超过了 GDP 的 4%。第三组数字是广义预算的执行情况，因为预算和执行可能不同，如果是执行没有到位，即使预算大幅扩张，但是对经济的支撑也会打折扣。2019 年实际执行的赤字是 GDP 的 5.6%，2020 年实际执行是 8.6%，说明预算没有得到足额的实施。但是这个数据同时说明 2020 年的财政政策比 2019 年有明显扩张，程度在 GDP 的 3%左右。我们进一步根据财政乘数测算，财政政策对全年 GDP 的支撑达到 2.3%左右。以上是简要地介绍一下我们预算分析的方式。

接下来对 2020 到 2021 年的政策进行判断。2020 年实际执行的财政赤字是 8.6%，预计到两会期间赤字会调降到 6%，当然 6%我们在两会期间肯定是看不到这个数字的，因为这是一个广义的概念。政府公布的赤字很可能从去年的 3.6%降到疫情前 2019 年的 2.8%，也就是官方的赤字增长可能会回到 3%以内。但是对于经济真正有意义的是广义的预算赤字，从 8.6%到 6%。我们预计赤字为 6%，这个数字主要取决于两点：一个是从财政的可持续角度，因为中国整体的政府债务率官方数据为 GDP 的 45%，按照我们的估算（包括一些隐性债务）达到 GDP 的 60%，在这种情况下，考虑到中国的经济增长率，比较可持续的年度赤字率应该是在 4~5%左右，而 8%以上的预算赤字明显是不可持续的。从长期来讲，中国广义赤字会向 4~5%趋近，但是考虑到一方面要使得财政更加可持续，另一方面也要防止所谓的财政悬崖，也就是如果一年之内赤字减少过快，可能会对经济造成比较大的影响。

不论是从货币政策的社会融资总额的增长率会下降近三个百分点，还是从财政政策广义预算的赤字下降超过 GDP 的两个百分点，这两个政策都是朝紧的方向在收缩。这就是我们在预测 GDP 增长的时候考虑的政策假设，虽然 8%还是一个比较高的数字，但是要考虑去年的基数比较低。

三、财政政策与货币政策的配合

这一点实际上是非常重要的一项，因为我以前也是在 IMF 做了很多年，去过很多国家，在很多国家财政部跟央行是很难充分配合的，但由于中国央行与财政部都是国务院的下属机构，按理说应该更加容易协调。以去年为例，政府采取非常扩张的财政政策，政府的发债规模达到了 8.5 万亿，包括中央政府和地方政府的一般债券、地方的专

项债券和特别国债，应该说是以前从来没有过的发债规模。从货币政策的角度，发债必然会对流动性造成很大的影响，去年的货币政策相对宽松。从一方面来说是支持信贷的增长，同时也是为了能够解决政府发债对流动性的需求，防止流动性不足，造成政府债券的利率往上走，增加政府的债务负担。另一方面，还要防止因为财政扩张造成的对实体经济的挤出效应，这就涉及到央行与财政部、货币政策与财政政策的配合。因此去年央行在年初降准较大幅度，平均下降了 100 个基点，同时央行增加各类贷款，包括通过中期借贷便利、再贷款再贴现等直达工具，这也是财政政策与货币政策配合的比较典型的例子。因为两者的密切配合，去年虽然 10 年国债的收益率有所波动，但是在 2020 年底几乎回到了年初或者疫情前的水平。

今年的情况比较特殊，去年的广义预算赤字是 GDP 的 11%，但只执行了 8.6%，这说明预算没有得到充分的实施。去年为了弥补 11%的预算赤字，相应的债券发行是足额发出的，但执行的赤字低于预算赤字说明筹措的资金已经到位，但是没有足额支出，金额有 2.5 万亿左右，这是一个比较大的数字。一般公共预算大概有 0.5 万亿没有用完，政府性基金预算有 2 万亿的资金没有用完，这些资金今年可以继续使用。我们认为今年的预算赤字有一部分会用去年剩下的资金来弥补，如果用财政的剩余资金或者财政存款来弥补赤字，会使得政府投入流动性，所以我们预计今年的发债规模比去年明显减少。今年预测预算赤字是 6%，相当于 6.7 万亿元，假设动用 2 万亿左右的剩余存款，需要通过发债弥补的赤字只有 5 万亿左右，跟去年的 8.6 万亿相比大幅减少。因为货币政策的目的是保证市场的流动性合理充裕，所以央行不会过多地投放流动性，只要保证流动性基本足够。

由于发债的需求下降和政府财政存款的投放，预计今年的货币政策在提供流动性方面相比去年较少，首先很可能就没有降准的措施，

同时发放贷款的金额也会降低，相比去年明显减少，但是这并不意味着央行货币政策非常紧，货币政策究竟紧不紧，最终还是要看利率，如果市场利率没有明显偏离政策利率，即使很多时候市场利率高于政策利率，我们也可以基本判断货币政策比去年偏紧，但并不是非常紧的货币政策。

从长期来说，财政和货币政策的配合会涉及到今后中国的货币增长模式，因为中国需要保持货币供应量的增长与名义 GDP 基本匹配，而中国的名义 GDP 增长在今后 5 年会保持在 8~10%左右，所以货币增长每年会有 6~9%的增长。但因为存款准备金率已经接近了历史比较低的水平，并且今后降准更可能是被用作非常强的政策信号，而非例行投放流动性的工具，所以降准的可能性会明显下降。如果需要广义货币增长，央行就需要扩表，增加储备货币或者说基础货币的供应。所以在今后的几年将看到央行的资产负债表，特别是储备货币会有明显的上升。而扩充储备货币也涉及财政和货币政策的配合，近期更多的是用央行对商业银行的贷款，但是从长期来讲可能开始考虑在二级市场购买国债，因为购买国债从法律的角度并没有这方面的阻碍，同时如果购买国债是在央行的主导之下，它并不是财政赤字货币化，相反如果央行能够在债券市场上发挥一定作用，能够帮助管理国债的收益率曲线，而国债收益率曲线对于债券市场和信贷市场都是一个非常重要的基准。央行如果开始使用国债的购买来管理收益率曲线，将有利于利率向实体经济的传导。

四、Q&A

Q1:3 月份大家会关注信用债到期的风险，您认为是否有降息的可能性？

A1：前几年在某些时候经常会出现一些不可预见的流动性波动，

比如债券的违约。所以央行会密切关注流动性的供求状况，特别是财政货币政策的配合，以及月度的财政收入，比如 1 月、4 月、5 月、7 月、10 月都是交税的季节，而季末是财政大规模拨付的季节，所以这些因素都会被纳入考量，再加上一些不可预计的事件来管理流动性。因为央行每天都在进行操作，所以央行有足够的能力通过短期和中长期的流动性的释放让市场利率几乎不偏离政策利率。但在这种情况下市场对于流动性的管理就会更加的疏忽，认为央行会提供足够的流动性，反而使金融机构承担更大的风险，所以央行会时不时地向市场表达自己的政策偏向。刚才您提到的金融市场债券的到期等金融事件是一个因素，同时经济的走势也是非常重要的因素。如果 1 月和 2 月的经济走弱很快结束，回到比较强劲的反弹，在不加息的前提之下，我判断央行总体会更加鹰派，但是如果出现了一些金融风险，我觉得在这种情况下，我们也可以观察一下去年的做法，在这种情况下，它会在短期投放更多的流动性，甚至让市场利率低于政策利率，来防止恐慌情绪的扩散。

Q2:国内的利率的水平相对国际是相当高的，然后有一些算法说是有 10 倍之巨。那么我就想问一下，在国内发债需求较大的情况下，是什么原因使国内利率下调的趋势并没有那么明显，以使得发债的成本相对来说降低一点呢？

A2：对，这个涉及到了央行对中国经济自然利率的看法，当然央行内部肯定是有讨论，只是没有公开地给大家指出中国的自然利率究竟是多少，自然利率就是在经济处在潜在增长水平下，没有通胀压力和大量产能过剩的情况下的比较正常的利率。但是曾经有央行的研究所所长谈到中国现在的实际利率是低于自然利率，所以虽然目前利率比发达经济体高，但央行总体的判断是目前的利率水平低于自然利率，也就是说他认为目前的利率并不是太高，虽然是比发达经济体要

高。你说的十倍这是完全有可能的，如果是政策利率的话，很多都是零利率，倍数放大会非常明显。这个当中涉及到中国的潜在 GDP 的增长判断，有一种比较简单的看法是跟名义 GDP 挂钩，就是说中国 GDP 如果是正常情况下，实际 GDP 增长 5~6%，名义 GDP 增长 6~7%，正常的利率不会比 6~7%低很多。目前普遍的贷款利率是 5~6%，应该说是处于比较正常的水平，是与潜在 GDP 相对应的利率水平。

在这一前提下，因为看到发达经济体实行量化宽松和零利率后政策的空间有所缩小，所以央行没有这个意愿让利率降太低，这个也涉及到利率的零下限的问题。中国希望长期维持正常的货币政策，并且在利率并没有偏离自然利率反而低于自然利率的情况下，避免利率过低形成资源的错配，使很多本不应该得到支持的项目因利率过低得到支持。此外，利率过低会造成金融风险的增加，低利率更可能造成金融房地产等方面的泡沫，而央行对于泡沫的担忧更大。央行不会在这个时候使得利率过低，助长泡沫的形成。

Q3：近两年虽然资金情况还可以，但是因为 2020 年曾多次发生爆雷事件，未来对信用市场不是特别乐观，这一方面的因素需不需要纳入到央行的考量中，会产生怎样的相互作用？

A3：我认为央行肯定是要考虑信用市场的因素，也是不急转弯的一个重要的因素，政治局会议对此做出了定性。一个是去年信贷发放的速度很快，并且涉及大量作为重点帮扶对象的中小企业，而中小企业向来是坏账率较高的，还有还本付息的延期政策。延长还本付息意味着商业银行的一些贷款不能回收，如果要发放新的贷款，就需要新的资金，而央行间接地需要提供支持。另外一个在这些短期的政策到期或者退出之后，很多信贷和债券需要按期偿还贷款，不像去年可以延长偿还。所以在这种情况下，虽然今年经济预测增长 8%，但是从季度环比的角度，我们预计下半年会出现减速，并且对一些企业造

成压力，这个时候债券市场的违约事件可能会有所增加。央行在年初或者说在违约事件没有发生之前，会维持现在偏紧的政策取向。但是如果大范围发生违约事件，容易形成一些系统性的问题的时候，会根据情况防止风险的扩散，但是不会事前就因为这个考虑释放流动性。

Q4：今年的支出预算严格意义上讲有 2.5 万亿元没有完成。据您的研究，您觉得 2020 年支出预算没有完成的原因是什么？

A4：这个原因有两个方面，一个是收入，一个支出。

去年的收入状况高于预期。因为去年编制预算时点是 5 月份，两会推迟，那时候对经济的总体的预测是比较悲观的。所以特别是对土地收入的预测较低，对税收收入的预测较低，但是最终税收收入超过了预期，这说明虽然政府对实体经济有减税措施，但是涉及个人所得税部分有大幅度上涨，特别是三四季度经济强劲复苏的速度超出了预期，所以收入高于预期，但是政府没有因为收入的上升进一步强化减税降税的政策，这是赤字低于预期的一个原因。

另外一个是支出方面，主要体现在政府性基金方面。虽然政府特别强调，希望加快基建，但是由于各种原因基建投资的数字三四季度开始减速，所以基建投资的资金没有花完是一个非常重要的原因。这当中涉及到了项目的准备，去年项目上报并且举债，但是最后在实施阶段发现条件并不成熟，或者质量不是特别好，由于对于基建投资的要求较高，对于地方官员有问责制度，所以如果质量不过关，地方政府不一定会执行投资，特别是在下半年经济走势有所恢复，推动投资的动力有所减弱的情况下。

第 153 辑

(2021.2.28)

全面解析 SPAC

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

过大江博士，现任老虎证券合伙人，致力于发展投资银行和销售交易等机构证券业务。在此之前，过博士曾任华兴资本首席战略官，主要职责包括战略规划，战略投资和国际业务发展。中信证券投行部首席运营官，中信证券战略规划部负责人，中信证券国际（美国）首席执行官，并在中金公司香港美国担任高管职务。过博士曾有十几年任职于花旗集团全球市场部、苏格兰皇家银行、苏黎世金融服务再保险公司，专注于资产证券化和衍生产品业务。他在纽约保险学院和圭尔夫大学担任助理教授，在同行评审的金融期刊上发表了许多学术论文。他在多伦多大学获得金融经济学博士学位，并拥有 CFA 特许证书。

张劲松律师是国际律所奥睿(Orrick)北京和纽约办事处的全球合伙人。他的业务涉及多个行业领域，包括金融服务、科技(含汽车技术、生命科学和金融科技)以及能源与基础设施等。张律师在纽约、中国香港和中国内地法律服务市场均执业多年，作为一位获得《亚太法律 500 强》认可的国际并购律师，他的业务专注于涉及中国的并购与私募股权交易。此外，他还为跨国公司、金融机构和私募股权基金，就

一般公司业务、资本市场和监管合规事宜提供咨询，并拥有帮助中国客户解决在美监管和合规领域问题的丰富经验。张律师先后获得美国杜克大学法学博士、美国西北大学凯洛格商学院 EMBA 学位。他目前担任杜克法学院国际顾问委员会委员，并获委任为杜克法学院 Senior Lecturing Fellow。在复旦大学就读期间，他曾获得中国国际贸易领域最高学术奖——安子介国际贸易研究奖，并保持了跨学科研究的浓厚兴趣。他在工作之余为纽约非盈利机构全美华人金融协会担任义务总法律顾问。

赵颖女士，现任 Edoc Acquisition Corp 的董事和首席财务官，这是一家在纳斯达克上市的专注于医疗卫生方向的特殊目的收购公司（SPAC），D&Z Media Acquisition Corp.的董事和审计委员会主席，这是一家在纽交所上市的专注于媒体和教育技术的特殊目的收购公司（SPAC），纳斯达克上市的生物制药公司 Beyond Spring Inc.和金融科技公司 Urban FT 的董事会成员，元明资本（一家跨国私募股权基金公司）的风险投资合伙人。此前曾担任 Whittle School and Studios 的全球首席财务官，这是一家总部位于纽约的全球营利性私立教育企业，得到了大型私募股权基金和捐赠基金的支持。曾任百世集团首席财务官，这是一家上市前估值超过 30 亿美元的中国独角兽公司，主要投资者包括阿里巴巴、软银、高盛、世行国际金融公司和其他大型私募基金，目前在纽约证券交易所上市。曾任美国美林银行董事总经理和摩根大通执行董事，在总部、全球企业和投资银行业务部门担任高级职位，工作横跨广泛的领域，包括资金部、流动性产品、资本管理、风控，及交易银行和企业银行部门的区域首席财务官/首席运营官。她也曾在美国运通企业战略规划和风险投资业务部、高盛投资银行部、联邦快递公司企业融资/企业发展等部门任职。她曾在纽约、

伦敦、新加坡、香港和中国大陆工作，管理过遍布四大洲的团队。

一、SPAC 的总体情况和市场最新的发展

Special Purpose Vehicle 即 SPV，也就是中国人讲的壳，是一个特殊目标架构的实体。它的作用是什么？上市媒介，目前主要是在美国市场的纳斯达克和纽交所上市，未来 可能还会在港交所和其他的交易所上市。上市后，它实际上是一个 SPV，它的生命周期是 12 个月到 24 个月，它的作用是在平均周期之内选一个或者是几个比较好的并购标的，通过反向并购，将并购标的进行重组，并再次进行融资，最后开始完成并购标 的上市的过程。在纽交所或者 NASDAQ，上市的一个壳大概有两三个亿，平均一个投资单位是一股加一个期权大概 10 块钱，IPO 后在市场上就可以开始交易了。

在美国市场上，并购过程要完全符合美国的上市公司重大事件披露的条件，而这个过程最核心的是有非常好的标的，特别是有非常好的增长发展前景的标的，按照市场的估值是标的的 3~5 倍，在估值之后，就开始并购的操作，在这个过程中同时可以进行债权或者股权的再融资，叫 PIPE(private investment in public)。交易其实是三步走，第一步是 SPAC 本身的上市，第二步就是找标的进行并购的操作，第三步最后进行再融资 PIPE 完成交易。

SPAC 大概在 2003 年出现，在 2019、2020 年进入增长最快的阶段，无论是从增长的数量，还是每一个 SPAC 的量，都达到了非常高的水平，目前美国市场 SPAC 的发起人主要是 VC、PE 和对冲基金。从 2020 年看这个市场，美国市场 IPO（780 亿美元） 和 SPAC 融资量（760 亿美元）和数量基本上是各占一半。美国市场上，2021 年已经有大约 105 家 SPAC 上市，融资量大概 280 亿美元，所以目前这个市场相对比较火爆，大概一个 SPV 有两三个亿的融资量，

也有融资量更大的。如前面所述，如果可以进入的标的估值可以是它的 3~5 倍，那么它可以吃下 5 个亿、10 个亿甚至 20 个亿的标的。目前的标的行业主要是新经济行业，最多的是 TMT。对于这些科技类，特别是颠覆性的科技类的，比如电动车、自动驾驶、新能源的各种电池、医药类和基因的工作，企业的范围主要在美国，也包括东南亚，目前也开始慢慢扩展到中国大陆的企业。

实际上，中国大陆企业也有一些之前被作为 SPAC 标的，比如说和睦家、美联英语、优客工场。最近在市场上发行的 SPAC 的 PE 主要是厚朴基金的方风雷，春华基金胡祖六和香港李泽楷发起的 SPAC，所以目前亚洲也已经开始进行 SPAC，比如 Lucid 汽车等。由于 Lucid 汽车热度较高，简单以此为例讲解一下。Lucid 汽车标价为大约 120 亿美元，SPV 本身股价 20 多个亿，然后再加上融资 PIPE 25 个亿，总共大概有 160 亿。PIPE 估价原来是 1 股 10 块钱，但其股价飙升，CCIV 在宣布合并前最高达到了 60 美元，如果按照 PIPE15 块钱估值，Lucid 汽车的估值达到了 240 亿美元，如果按照公布股价调整后的 30 块钱，给 Lucid 汽车估值 480 亿，相当于福特汽车估值。

二、SPAC 的设立、结构以及发行运行的关键因素

SPAC 的结构，主要由几个部分组成，首先也是最主要的是发起人，也就是初始资本，风险资本即 Sponsor Risk Capital。在 SPAC 的运作中，投资人、证券承销商等都有一定的经济利益在其中。

发起人的风险和经济利益是什么？发起人主要出一小部分的资金，数目大概是 SPAC 上市募资额的 3%~5%左右，数额较大的 SPAC 百分比会相对小一些。这部分的资金最主要就是来覆盖 IPO 的交易成本，包括承销商、法律顾问、财务顾问、审计师等费用，同时也包

括 SPAC 的团队在上市之后到收购之前的运营成本，以及进行收购尽调的成本等，还有其他的第三方费用。发起人主要需要进行 3~5%的正式出资，风险是如果并购没有做成，SPAC 解散而交易费用已经花掉，所以有可能失去 100%出资，但同时回报可能是相当可观的。根据规则，发起人可以拿 IPO 全部融资额的 25%，相当于用很低的出资额就拿到了 25%的股权（或者上市后发起人的资产份额占 20%），这是相当高的杠杆。如果发起人在很短的时间内交易成功，回报会非常高，而且由于时间很短，所以 IRR 会非常的高。发起人相对 IPO 的其他投资人，会有比较长的禁售期，禁售期通常是收购完成后的一年左右，最短的有 6 个月。如果股票的交易情况比较好，比如在 30 个交易日中有 20 天超过 12.5 元，则发起人有可能提早解禁。

IPO 的投资人的经济利益在哪里？IPO 投资人最大的利益是有下行风险保护，在收购之前没有下行风险，同时又保持了股价上升的溢价空间，这就是 IPO 投资人的最大的经济利益。为什么投资人会有这样的经济利益？因为投资人在购买 SPAC 时，除了根据当时确定的价格，比如 10 美元一股，同时拥有 1/3 股至 1 股的认股权证（涡轮，Warrants），有些还获得在收购成功的时候无偿的转成 1/10 股的权益（Rights）。也就是说，投资人用 10 美元不仅买到一个干股，并且买到了其他的期权。而且投资人购买到的干股是受保护的，IPO 之后资金会放在第三方托管账户内。为什么投资人的干股是受到保护的？因为投资人在 SPAC 收购标的的时候有权进行投票，如果投资人对投资团队的操作不满意，他可以将原来的投资额以及产生的短期投资的利息从第三方托管中取出。目前还有一些情况投资人可以拿回不止 100%，也就意味着投资人进行的是无风险投资。在目前的低利率的经济环境下，由于 SPAC 投资人进行的是无风险的债券投资，

同时又保持了股权的上升空间，所以 SPAC 投资人有较大的经济利益。

券商承销商在 SPAC 中扮演什么样的角色，经济利益是怎样的？承销商通常在 IPO 的阶段拿到 1.75%~2%左右的承销费，这部分由发起人的初始资本负担；在完成并购的时候能够收到 2.75~3.5%左右的 IPO 滞后承销费(deferred underwriting fee)，由于这部分钱是从付给被收购公司的钱中扣除，所以实质上是由被收购的公司负担。SPAC 比传统的 IPO 便宜很多是因为，传统 IPO 只支付一次承销费用，全部由 IPO 上市公司承担，而 SPAC 中，本身承销费用就相对较少，而且被收购公司只承担了后半部分的费用，所以对于被收购的公司来说经济利益上相对较好。由于目前 SPAC 市场比较火爆，很多的承销商为了拿到这个交易，也会出一部分的风险投资。

SPAC 上市路演 PPT 的第一张，会介绍 SPAC 的 IPO 结构，比如融资的金额、每股股价、包含多少权证、权益等。SPAC 融资主要用在了什么地方？除了放入第三方托管的 IPO 投资人认购金额，最大的一笔费用是承销费用，大概在 2%左右，另外一项比较大的开支是董事高管保险，最近由于 SPAC 越来越多，这部分费用翻了 3-4 倍，是目前比较大的支出。上市后还要留下一笔资金作为 SPAC 寻找标的、完成交易的运营费用，这部分通常定在 75 万美元左右，实际支出则因各个 SPAC 而异。

为什么现在 SPAC 这么火？它与传统 IPO 相比有什么好处？它与之前的反向并购有什么区别？为什么很多主流的公司都选择 SPAC 而不是传统 IPO？目前是处于利率非常低的经济大环境下，SPAC 是一种很有吸引力的可选媒介，有以下几个原因。对于投资人，SPAC 不仅有本金的保护，同时获有期权价值，由于目前无风险利率非常低，投资的机会成本非常低。同时，相比传统的 IPO，SPAC 有

更长的窗口和更高的透明度，令投资人能够了解到并购上市的公司质量情况。这是由于 SPAC 从标的公开到交易完成窗口期较长，有两三个月左右证监会审批和 PIPE 融资时间，而传统 IPO 窗口期较短，只有在上市申请审核通过后公开招股路演的少数几个星期。而且 SPAC 是一个并购业务，没有像对于传统 IPO 存在的公布管理层对未来业务预测的限制，所以会在进行目标投资的时候公布标的公司未来业绩预测，投资者可以更清楚的了解投资标的的质量。

对于要上市的公司，SPAC 相对传统的 IPO 更加快速。传统 IPO 通常从准备到上市需要大概 9 个月到一年左右，在港股或者其他中国内地股市可能需要更长的时间。进行 SPAC 上市，如果公司方面配合到位，最短大概 4~6 个月就可以做完。相比于传统 IPO，承销费用对于被并购公司也便宜很多。同时，在 SPAC 中被并购公司对交易成功的可视程度相对于传统 IPO 更高。在 SPAC 中，公司可以在收购谈判过程就谈好定价，并且可以比较早地了解到可能的融资金额和融资结构。但在传统 IPO 中，只能在路演中看到订单的数量，再调整决定最终融资量和价格，所以具备很高的不确定性，而且传统 IPO 周期很长，资本市场大环境周期也会带来不确定性。所以在市场较好的时候，公司更倾向于选择 SPAC 这种较快的上市方式。对于发起人，SPAC 中可以用 3~5%的资金翘起 25%的杠杆，如果 SPAC 做的比较顺利的话，可以同时做好几个 SPAC，在几个月之内的收益是非常可观的，因为 SPAC 成功的话 IRR 可以是非常高的，所以很多主流 PE 现在都开始在做发起人。

SPAC 要成功，需要有哪些成功因素？投资人在 IPO 和并购的时候，看的东西相关联，但不完全相同。主要在 IPO 的时候，因为 SPAC 法律规定不可以事先有明确的目标标的，所以在 IPO 的时候，投资人只能看 SPAC 运营团队、董事会和出资人，还有投资的理念和投

资领域，在不同的时期有不同的热点，比如医疗卫生、信息技术一直是比较热的行业，这些行业也确实是高成长行业。同时，IPO 投资交易结构也是很重要的因素，有些公司为了吸引更好的投资需求，它可能会加一些好处，比如第三方托 管账户中的超本金赎回。企业并购是 SPAC 最关键的一步，决定了 SPAC 最终成功与否。IPO 通常比较容易，而并购的时候是要作为长期投资的标的来审核的，所以看的要更广一些。就像在进行任何投资，不论是一级市场还是二级市场的投资，一定要看 标的公司的团队运营、市场份额等标的质量，同时还要用合适的价格，不能定价过高。这个问题在 SPAC 中很容易看出来，因为 SPAC 有更长的窗口期，更容易看出来投资人是否满意目前的定价。有一点需要强调，在投资过程中，只看标的本身质量是不够的，还需要看其面对公开市场准备度，也就是他本身是不是已经成熟到可以面对美国的资 本市场和投资人，包括他的管理团队是否足够成熟以应对投资人，他的财务报告还有 内部风险控制是不是能够达到在美国上市的标准，很多时候并购没做成，都是卡在一关上面，所以这是非常重要的因素。同时需要考虑并购交易结构，比如有多少是新 引进 PIPE 投资人，有多少给公司既有投资者兑现，有多少是现金多少是股票等等。

就我们做的 SPAC 举例来介绍投资人对 SPAC 的看法。对于 SPAC 的投资团队和管理团队，最重要的是管理团队和董事会是否在这个领域有经验，是否有成功先例，是否能够互补，以及是否有人脉。这是因为投资人在 IPO 阶段就要看团队是否有能力找到好的标的，是否能够做出正确的投资判断，能够做成功 SPAC。我目前任职的公司 Edoc Acquisition Corp，属于医疗健康领域。我们的董事长和 CEO（Kevin Chen），除了有在华尔街进行组合投资的经验外，他的基金在美国投资了两百多家医院。而我本人除了在各大投行任职外，还担

任过医疗健康私募基金的合伙人，同时担任过上市公司的董事和CFO。另外，几位独立董事的专业知识，包括斯坦福医学院的博士，医院信息技术方面的专家和在医疗健康领域的投资经理，我们互补组合成为一个有力团队。另外一家由我担任董事的 D&Z Media Acquisition Corp.中，不仅许多董事是传媒领域的重量级人物，并且有很大比重的特别顾问。投资人在这个阶段更加看重的是在对标领域的专业技能和人脉。在美国的上市公司中，独立董事需要超过执行董事，所以每个董事会需要至少 2-3 个甚至更多独立董事，并至少有一个独立董事需要有能胜任审计委员会主席的专家资格，在财务报表审核上有专业技能。在组织结构方面，首席执行官和首席财务官是必需的，有些 SPAC 有 COO，但不是必要的。对于发起人，最重要的是实力，不仅是资金上的实力，而且有人脉。由于发起人的经济利益是非常高的，现在很多基金和名人都参与 SPAC 领域，有明星效应固然对寻找好标的有帮助，但发起人最重要的是能够在 SPAC 的专注领域对 SPAC 给与有效的资金和人脉支持。

再来谈谈另外一个重要成功因素——SPAC 的并购交易结构。一般来说，收购的标的最好是 SPAC 的 IPO 规模的 3-5 倍或者更大。这是因为发起人有 IPO 融资的 25%股权（或者 SPAC 整体的 20%股权），但不出资现金或者出资很少的现金，形成了比较大的稀释作用。如果收购的标的和 SPAC 的规模相差不多，稀释的作用就会非常明显； 相反，如果标的的规模比较大，SPAC 投资者在剩余的股权结构中占据比较小的部分，那么 SPAC 作为整体的 20%相当于比较小的部分的 20%，对整体的影响较小。正是因为标的公司相对 SPAC 公司较大，通常需要引入 PIPE 投资者作为股权投资。举一个例子，这张资金来源和用途表是 SPAC 并购交易都要披露的，显示了公司在并购过程中各方出资额。收购对象的估值，在这个例子中假设为十

亿美金，这是 SPAC 收购方和标的公司谈判的结果。第三方托管账号中的钱是 IPO 投资人的出资额，这个例子中假设为 2.5 亿美金；假设原有的债务继续转存，不做任何改变；剩下的现金出资需要由 PIPE 投资人出，能融多少 PIPE 这反映了投行的能力，以及投资人对于公司的兴趣； 而标的公司的现有投资人则以接受新公司的股票的形式出资，这几部分组成了左边的资金的来源。资金表右边的资金使用主要是体现了资金中有多少是给目前的投资人套现出现金的，又有多少是并购后真正注资入公司的。付给现有投资人的现金占比是越小越好，这是因为这部分支出越小，就显示现有投资人对标的公司并购后的信心越大，如果留给标的公司作为运营成本的资金越多，对公司后续成长越有利。这是交易结构 中投资人比较注重的部分。从交易后的股权结构看出，发起人股权占比只剩下较小的 比例，只有百分之几。比例较大的主要是原公司的投资人，通常有 50%甚至更多。同时还有 PIPE 投资人和 IPO 的公众投资者的股权转换。交易结构很大程度上会影响在并购过程中，IPO 的投资人是否稳定，以及在公布期间的股价变动，而这直接影响到并 购结束之后的股价，所以交易结构需要谨慎设计。

三、SPAC 交易执行流程，从法律角度介绍 SPAC 的关键考虑因素这部分主要介绍 SPAC 交易的执行流程和大家关心的法律问题。

总体而言，一个 SPAC 交易分两大阶段，第二阶段可以再细分为两小步。第一个阶段需要把 SPAC 的壳公司通过 IPO 上市，由于这个公司没有历史存续，完全是一个 SPV，所以这个过程比较迅速，8 周左右就可以完成从公司的注册到公司 IPO 来实现融资的目标，流程是相当快的。后面的第二阶段（也即第二步和第三步）术语上叫做“去 SPAC（De-SPAC）”的过程。这个过程可以分为两个部分，第

一部分是它自身的生命周期，传统上是 18 个月到 24 个月，目前市场越来越灵活，较短的为 12 个月，较长的有 21 个月的生命周期的 SPAC 公司。在这个阶段公司要完成的任务是锁定并购的目标，与目标公司完成尽调和谈判，如果同时进行 PIPE 融资，需要快速地与定向增发的投资人谈妥，一直到宣布交易。需要强调这只是一个区间的概念，很多公司不需要这么久。第三步的 3~5 个月的意义在于，如果公司在第二步的生命周期末端才找到合适的目标公司，那么最后 3~5 个月的时间可以让公司完成交易的批准和交割，作为第二步的收尾。由于壳公司的生命周期可长可短，所以第三阶段也可以前移到第二步的时间表之内，这就是为什么目前市场上很多 SPAC 交易去 SPAC 的速度都比上面的时间表要快。

关于交易执行过程中的时间表，从工作组的角度，主要有两个部分，一部分是律师牵头的交易谈判和文本工作，另一部分是由投行牵头进行市场推广的过程。除了参与交易双方谈判和估值的工作，投行的另一个主要的任务是第二步的过程中寻找机构投资人或者 PIPE 投资人，牵头做市场营销的工作。其中包括要为 PIPE 投资人准备投资标的介绍资料（Investor Presentation），特别是 SPAC 公司投行需要和标的公司投行合作帮助标的公司准备反映合并后公司财务状况的预测模型。

简单介绍一下法律工作涉及的一系列交易文本的关键时点。在 SPAC 发起方锁定一个目标公司时，需要签署简单的意向书，在意向书签署完毕后有几个方面的工作需要完成，投行需要为机构投资人准备准备投资标的介绍资料，目标公司与 SPAC 公司开始谈并购协议，同时需要准备与 PIPE 投资人的协议。第三个关键的时点是所有上述的协议签署后发布市场公告。在发布市场公告后的重头工作是准备主要的披露文件，也就是股东表决权意见书（proxy statement），其中

很大的工作量是对目标公司过去 2~3 年的会计报表的准备。会计报表的准备时间很大程度上决定了这一阶段工作的进度，如果目标公司在这方面工作筹备比较到位，可以很大程度上缩短交易时间表。第五个关键时间点是由 SPAC 的壳公司牵头递交股东表决权意见书，SEC 开始审核的过程。在 SEC 认可了股东表决权意见书之后，还有一个简短的路演过程，由于并购交易需要上股东大会表决，所以投行需要做一个简单的路演，对市场上的机构投资人去讲解并购交易对公司及投资人是有利的原因，以及对目标公司的估值的合理性。在市场营销的过程结束后，股东大会上股东表决批准这项交易，买卖双方就完成了合并，原来的目标公司成为了新的上市主体，成为在纳斯达克或者纽交所挂牌的上市公司，同时将之前 SPAC 的上市 ticker 改为新的上市主体的 ticker。

细化讲解一下 PIPE 的流程，SPAC 交易的一个优点是通过 PIPE 实现融资的目的。前面讲到，在买卖双方签署了意向书后，投行就开始帮助寻找 PIPE 投资人。虽然 PIPE 是私募，但是由于 SPAC 已经是上市公司，所以为了让投资人看到目标公司的信息，需要将投资人从墙外翻到墙内，才能让 PIPE 投资人看到公开市场上的股东看不到的信息。这些信息包括哪些内容？最主要的是投行将买卖双方的信息合并，为投资人制作介绍合并后公司状况的 PPT，也即 investor presentation。这份 PPT 需要清晰讲解合并后公司的财务状况、运营状况以及业务重点。另外，投资人需要看到买卖双方需要签署的合并协议，目标公司如果进行过财务审计，投资人也需要看到该信息。在机构投资人先于市场拿到以上信息后，将通过完成尽调来决定是否成为 PIPE 投资人。如赵女士前面提到，PIPE 投资人还会收到目标公司合并后未来的业务规划和盈利预测，这些预测至少包括未来 2~3 年，甚至有些包括未来 5~7 年的预测。这些信息可以帮助机构投资

人对公司未来的增长做出判断，这也是通过 SPAC 路径实现上市的一个优点。PIPE 的整个过程，从准备投资报告的材料，到进行市场营销，到与机构投资人或者 PIPE 投资人进行谈判，到最后签约，在比较理想的状态下，需要 4 周的时间。

SPAC 的交易执行过程需要几个不同的工作组配合完成，包括财务尽调、法律尽调、财务报表准备以及路演等。从法律方面看，交易文件主要包括三部分，包括买卖双方 的交易文件、和 PIPE 投资人的交易文件以及合并之后从公司治理的角度制作的一系列法律文件，以上文件均需要在前述的时间表内完成。向 SEC 提交的股东表决权意见书是主要的法律披露文件，作用类似于 IPO 中招股说明书。同时，完成目标公司向上市公司过渡的过程也是非常重要的，因为很多走SPAC路线的公司没有做好向上市公司角色的转换，在合并完成后，存续的公司在在披露方面、监管方面都需要向公众公司 的标准看齐，因此这方面的准备工作在合并前做的越多越好。

下面介绍一下在 SPAC 交易中，从交易设计和法律的角度需要重点考虑的几个问题。

首先，发起人非常重要，发起人需要牵头执行交易，同时协调外部的投行和律师顾问，把控交易的执行过程，所以发起人需要有很多年的投行或财务相关职场经验。另外，发起人需要有整合外部财务资源的能力，比如在找机构投资人的过程中，起到增信的作用，很多机构投资者是看中这个发起人背后的财务实力才进行投资，往往是通过发起人在金融圈的人脉，才能促成交易。前面提到，发起人在 SPAC 的发起阶段，进行了少量的投资，以维持从 IPO 到并购整个过程的交易费用。到了最后一步，如果 PIPE 融资不理想，还需要发起人再进一步的增信，发起人在最后也可能会成为目标公司的 PIPE 投资者。从这些角度来说，发起人都是非常重要的。

其次，从交易价格的确定角度，SPAC 与 IPO 定价方式不同。IPO 是在 IPO 前一天的 24 小时之内，几个投行团队带领公司路演，根据路演的情况进行定价，所以 IPO 的定价必然会受到市场波动和宏观因素的影响。而 SPAC 的交易价格或者说目标公司估值是买卖双方一对一谈判得出的，从估值的角度看，有很大的确定性，较少受到外部市场环境的影响，所以这是 SPAC 的一个很大的优点。SPAC 投资人主要是市场上大的机构投资者，这些投资者，在买卖双方签署了意向书甚至在合并协议的主要条款都已经接近一致的情况下，才进行投资决定，而这些投资者通过投资行为，认可买卖双方的估值，为交易价格背书。

简单说一下股权结构表（Cap table）。在法律上 SPAC 合并完成后，买卖双方合并在一起，原来的目标公司的股权结构表，包括目标公司的 ESOP 即管理层股权激励计划，很大程度上要投射到最后存续的公司上，在这个过程当中，双方要进行很多谈判和规划，最后经过投行在财务方面提供的专业意见，最终确定公司的 Cap table。

综上，SPAC 的交易过程是多方博弈和合作的过程，SPAC 的利益格局中，包括 SPAC 公司本身、SPAC 公司背后的发起人、目标公司中的想留下以及想退出的股东、SPAC 在完成合并前后的公众股东。在买卖双方谈妥价格后，由于需要在股东大会上批准交易，所以其余各方都有争取 SPAC 股东同意的需求。

今天讲的主要是市场上常见的或者有交集的交易架构。目前市场上不断的出现新的交易架构，比如赵女士提到的 Edoc 对交易架构的创新，他们对 SPAC 的存续进行大幅度的缩短，作为项目的一个卖点。目前市场上对交易架构创新最多的是 Pershing，由于 Pershing 的融资金额比较大，所以进行了一系列的创新，比如发起人在设立 SPAC 公司时通过 forward purchase agreement 锁定额外的资金对交

易过程进行增信等。

目前 SPAC 市场热度是非常高的，从 2020 年 7 月份开始爆发式增长，到 2021 年 1、2 月份，大约由 100 多家 SPAC 公司实现上市，融资额在 2 至 4 亿美金，其中有少数规模非常大的 SPAC，比如 Churchill、Pershing 等，同时还有很多跨界的名人发起的 SPAC，比如前美国众议院议长 Paul Ryan。目前，有很多新玩家进入 SPAC 的市场，市场还在爆发性的增长。

以奥睿律师事务所已经交割的 10 个 SPAC 为例，主要涉及的行业包括医疗卫生行业、电动汽车行业、娱乐（游戏）行业、太空探索行业等。这些高科技行业和新兴行业，往往对投资人来说更难判断，而 SPAC 的优势在于帮投资人发现这些公司的价值和成长性。我们在伦敦市场也完成了两起 SPAC 交易，这说明 SPAC 有全球化的趋势，全球的市场都看中 SPAC 这个融资渠道。

最后，以 Faraday 为例对 SPAC 交易流程进行复盘。这个项目中可以看出 SPAC 交易架构有一定的灵活性。Faraday 项目原本的 SPAC 壳公司融资了大约 2 亿美金。SPAC 公司是由有地产背景的两个投资人发起的，最后找了一个电动车的标的公司。从中可以看出，虽然原本的投资目标是地产项目，但是可以在过程中根据市场的情况对投资目标进行改变。发起人单纯依靠地产业的经验很难找到合适的标的，所以他们邀请了外部投行 RMG 作为共同的 sponsor，而外部投行本身又提供了一些 PIPE 融资，提高整合目标公司的说服力。通过交易，发起人一共锁定了大约 7.75 亿的 PIPE 投资，而 SPAC 本身融资了 2.3 亿，一共大约 10 亿美金的融资。而 Faraday 的估值在 23 亿美金左右。最初 SPAC 的融资额和标的公司的估值大约相差 10 倍左右，通过 PIPE 融资来缩小差距。在并购结束后，SPAC 公司的创始人将代表买方，拿到合并后公司的一个董事席位。RMG，

帮助 SPAC 公司找到很大一部分 PIPE 融资后，在合并之后也将得到一个董事席位。所以，在公司合并完成之后，需要根据每个案件的具体情况，根据 SPAC 过程中贡献力量的大小，对合并后公司的董事会的席位进行划分，各方通过妥协和博弈达成平衡。从融资额的角度，Faraday 原有的所有者权益大约为 16.25 亿，这部分反应老股东都没有套现离开，而是保留了原来的股权，原本 Faraday 有 6.71 亿的债务由合并后的公司来承接。在右边的资金用途表中，除了交易费用和支付债务之外，还包括一些股东通过债转股的方式保留股权，最后账上的现金是 7.48 亿，而这部分资金正是 Faraday 用来维持未来一年第一款汽车 FM91 量产所需的资金，所以通过 SPAC 帮助实现了未来一年的资金需求。在合并完成后，原有股东股份占比 51.1%，PIPE 股东占比 23%，债转股股东占比 17.2%，SPAC 的股份被稀释到 6.8%，SPAC 和发起人的占比较小，不到 9%。这个过程同样也是债务重整的机会，根据披露，创始人贾跃亭的个人债务的债权人选择债转股的方式抵消债务，也实现了为公司减轻合并后债务的目标。

四、Q&A

Q1：法律方面，SPAC 公布后会收到律所的诉讼，SPAC 面临的主要法律风险有哪些？通常发起诉讼原因是什么？最后如何解决？

A1：美国本身有很强的诉讼文化，尤其是牵扯到上市公司的交易，诉讼是不可避免的。诉讼的发起人，往往是经常代表原告方的律师，他们去市场寻找股东并带表他们提起诉讼。对于 SPAC，诉讼风险有很多种可能性，比较常见是从披露的角度，因为 SPAC 需要在公开市场上进行披露，特别在完成 SPAC 交易之后，披露文件（也就是股东表决权意见书中的）内容，如果有虚假陈述，有可能成为诉讼

的理由。SPAC 与传统的 IPO 不同的一个特点是，投行在 SPAC 交易的第二、第三部分过程中只是财务顾问，并不是传统 IPO 中承销人。投行在 SPAC 的第一步中是作为承销人，但第一步中上市的只是简单的壳公司，需要的披露很有限，所以很少发生 SPAC 第一步完成后对 SPAC 壳公司提起的诉讼。大部分情况下，是在 SPAC 第二、第三步完成后，可能会有一些诉讼，主要还是针对虚假陈述或者披露方面的诉讼。

而辩护也是在美国证券法下的一些辩护理由。由于投行在这个过程中不是承销 人，投行的责任相对减轻。相比于传统 IPO，投行在财务数据的准备和尽调过程中起到的作用相对较小。

怎么样防范诉讼风险？在美国的诉讼文化环境中，没有办法阻止他人提起诉讼。对于 SPAC 公司，特别对于其董事会和高管，买保险是很重要的保护自己的途径。在合并完成后 SPAC 变为公开上市公司，也应依法履行上市公司披露的责任。

Q2：为什么近期 SPAC 市场火爆？SPAC 与一般 IPO 有什么区别？SPAC 会不会又是昙花一现的情况？

A2：SPAC 最近两年十分火爆的很大一部分原因是因为它的机会成本降了很多。由于目前全世界的利率都非常低，尤其美国市场的利率尤其低，SPAC 的机会成本下降很多。所以 SPAC 相当于固定收益加股权的投资工具，它固定收益部分的替代品的机会成本很低，所以 SPAC 相当于是利率较高的无风险固定收益，同时保留了股权投资。

SPAC 市场还会继续火爆多久？如果将来利率持续低迷，SPAC 火爆的宏观环境依旧存在。另外，目前主流市场已经对 SPAC 进行了充分的应用，并且大众在投资中也意识到 SPAC 只是另外一种较好的上市渠道，通过 SPAC 上市的公司，总体来说质量上升，甚至很多

成为了很光鲜的投资案例。所以我认为 SPAC 会继续维持，并且成为主流 IPO 的有效替代品。当然股市及经济发展都有周期，股市下跌周期时对 SPAC 也会有影响

Q3：如何成为 SPAC 投资者？SPAC 二级市场的情况?

A3：SPAC 对于投资者的这个好处主要是可以保护本金，在 SPAC 存续期间最差的情况也能够归还本金，在好的情况下，SPAC 成功、股价上升，同时权证上升。对于 IPO 股东来说，投资者投资股价购买到一份股权加一部分的权证份额，在 SPAC 存续期间会有比较好的无风险回报。

作为二级市场投资者，SPAC 的 IPO 股权需要通过在承销商有账户才能认购。二级市场投资者也有其他几种办法，一个是在二级市场上寻找已经开始交易的，并且交易量比较大，发起人拥有比较强大的管理团队和顾问团队的来进行操作，也可以对市场上比较大的 SPAC 的 ETF 进行投资。二级市场的风险和波动性都比较大，所以投资人要谨慎。

Q4：SPAC 主要能够发行的主要要素是什么？

A4：在组建 SPAC 的过程中，最重要的是发起人出资作为最初的风险资本，并且要找有经验的团队进行承做，尤其是 CEO 和 CFO 作为主要操作人，以及董事会成员和顾问，需要有足够的人脉去完成这部分任务。同时要找专业的投行团队作为承销商，同时需要专业的会计和法律公司，让第三方专业的人员帮助将 SPAC 操作好是非常重要的。

Q5：标的公司在美国或者大陆有什么要求？比如行业、收入、利润，或者其他方面。

A5-1：首先标的公司必须成长到一定程度，本身已经准备好上市了，或者就是跳一 跳可以够到上市的标准，而上市的标准在各个行

业有很大不同。在大陆和香港上市公 司要求必须有盈利，但在美股盈利也不是必须的要求，特别是高成长的行业，所以取 决于行业的不同，没有一定要求营收或者盈利的数额，因为不同的行业定价对于营收 的倍数是不同的。比如 SPAC 规模是 10 亿美金，预计可以收购 3~5 倍甚至更大的标的，希望标的质量好并且能够融到 10 亿甚至更多的 PIPE，总交易规模大约 50 亿。有些行业比如远程医疗大约二三十倍的价格营收率，甚至可能是三四十倍，有些相对传统的 行业，比如医院，可能价格营收率 10 倍都不到，所以很难一概而论需要多少营收或盈利，但市场是按照刚刚提到的大体的规模操作的。

A5-2：我同意标的没有统一的标准，更多取决于行业。由于目前中国内地市场目标公司通过 SPAC 美国上市的不多，所以对大家有参考意义的更多是美国市场的市场实践。美国市场的标的公司更多是成长型公司，比较集中在刚刚提到的几个行业中，还有一个共性是在 VC 市场上做到第三轮左右的公司，这部分公司如果走传统的上市路径，每一年再做一轮新的融资，可能需要再等 2~3 年，而 SPAC 提供了一个快车道。

从财务的角度没有一定的标准，也不要求盈利，这些公司的共性是，通过 SPAC、公司的估值、业务规划和盈利预测的方式更容易被投资人理解，所以这些公司会选择 SPAC 这条路。由于市场上大部分 SPAC 的融资额在一定区间，一定程度上决定了目标公司的估值大概的范围。如果是目标公司它本身估值已经很高，比如中国内地市场上很多行业的独角兽，估值在 60-70 亿，可选择的匹配的 SPAC 可能相对较少，比如 Pershing 通过 SPAC 融资了 40 亿，需要找更大的标的公司进行合并，但是达到这个量级融资额的 SPAC 非常少。

Q6：SPAC 在并购过程中，是否能够并购成功？没有成功通常是因为什么原因？比如说中国的微商业态，通过正规的 IPO 很难成

功上市，通过 SPAC 的方式是否有可能上市？目前没有运作成功 SPAC 通常是什么硬性的指标没有达到？

A6-1：首先需要澄清，通过 SPAC 上市的公司不一定是质量差，或者传统 IPO 无法上市的公司，相反尤其是近两年的市场上通过 SPAC 上市的公司很多完全可以通过 IPO 上市，只不过认为通过 SPAC 上市更加迅速，也相对没有那么昂贵，更看重 SPAC 所具有的优势。有些公司与传统 IPO 相比还差一点点，比如一两年，但是它是个高成长的公司，只不过把上市提前了一点。但是整体来讲，标的公司必须要准备好上市，在公司的管理能力方面、面对二级市场投资人的经验和技巧方面、财务报表披露方面和内部风控方面，都需要是能够达到上市的要求，才能够通过 SPAC 上市，否则哪怕公司质量、业务再好，也不能在二级市场上一直存在。从统计的角度，历史上只有 5%左右的 SPAC 没有并购成功，但目前 SPAC 越来越多，这个比例有可能提高。所以，在 SPAC 交易过程中找的标的是非常重要的，而且需要团队的协作和控制，因为 SPAC 只有 18~24 个月，如果在一个标的上花费太多的时间，但没有成功，再次寻找标的进行操作的时间就可能不够，最后导致 SPAC 失败，所以需要在寻找标的的时候眼光比较准。

A6-2：首先 SPAC 只有 12~24 个月的时间窗口去做项目，在这个过程中会有前面找到的标的公司都没有成功，而后面第四家第五家标的才成功的情况，但由于一旦通过 SPAC 的 IPO 进行了融资，就会有成交压力，最终找到合适的公司去实现合并。从另一个角度看，SPAC 的机制是类似于信托的，在 SPAC 上市的时候，公众投资人相当于对这笔钱进行了类似信托的操作，委任市场上有交易经验，特别对本行业有经验，能够做出价值判断的团队去寻找合适的项目，对于团队找来的项目，经过尽调，在确认是合适的标的后，以合适的价

格去实现合并。

最后交易完成还需要通过两道关口的检验。一道是 PIPE 投资人，PIPE 投资人是机构投资人，比公众投资人更有经验，他如果同意以 IPO 对应的价格，或者折扣后的价格（但是一般折扣会很小），进行投资，说明他们是认可管理团队进行的尽调，是对交易增信的一个步骤。第二道是 SPAC 的公众投资人，SPAC 交易最后需要在股东大会上进行表决，如果公众投资人不喜欢这个项目，他们可以行使赎回的权利并离开。还有一种情况，为了能够增加成交的确定性，公众投资人可以一边行使赎回权力，一边在股东大会中表决同意通过合并。SPAC 可以通过这些机制维护交易的价值的确定性和公平性。

Q7：对于香港市场，如果落实 SPAC，可能遇到哪些要求？与美国有哪些不同之处？

A7-1：从市场机制角度，美国市场 SPAC 的火爆情况后导致带动了全球的资本市场的投资者和基金。无论在中国内地或者香港，本地公司需要通过在美国资本市场上 SPAC 的方式来实现 IPO。目前伦敦交易所已经有通过 SPAC 上市的公司，新加坡也在考虑过程中。SPAC 这个产品在美国并不是新的产品，它已经持续很长时间，所以并不是需要对目前的法律架构下进行任何的变动，就可以容纳的新的上市模式。但香港现有的资本市场规则是否可以容纳 SPAC，这个问题需要香港市场监管方面的权威人士来解答。

A7-2：补充一下伦敦的 SPAC，有点像美式期权和欧式期权的区别，与美国的 SPAC 稍有不同，伦敦的 SPAC 最后的并购不需要公众投资者表决，只需要 SPAC 的董事会表决。我们今天谈到的都是美国 SPAC 的操作。

Q8：目前很多国内的 PE/VC 机构也有兴趣在美国担任 SPAC 的发起人，国内 PE/VC 去美国发起 SPAC 是否有法律或者程序方便

的障碍？这些 PE/VC 机构去美国发起 SPAC 后想并购自己曾经投过的资产，这种类似于关联交易的操作是否有法律上需要处理的地方？

A8-1：对于第一个问题，目前市场已经有先例，以中国大陆或者香港为基地的投资机构作为发起人，在开曼设立公司，在美国通过 SPAC 上市，也就是流程中的第一步 SPAC 上市的过程，这个在市场上已经有好几起先例，美国市场也没有把中国背景投资人发起的 SPAC 区别对待，对于交易的成功率而言，更重要的是发起人或者机构拥有境外市场的融资经验。

第二个问题是严格的披露问题，如果在进行第一步的时候，投资机构已经有意向，无论是对曾投资的公司或在市场上已经谈过的公司，都需要在做第一步 IPO 的时候对市场披露已有的意向，否则披露会出现重大遗漏的问题。

对于发起人之前投资组合中曾投资的公司是否可以作为标的公司的问题，我认为是可以探讨的，特别是如果先前的投资组合公司只是少数股权，而经过市场上的寻找过程，最后认定最合适的标的公司还是曾投资的公司，这个问题通过公开披露应该可以完成 SPAC 下面的交易步骤。

A8-2：如果存在潜在的关联交易，需要有足够的文件显示，在 SPAC 过程中对标的公司有足够公正的评估，并且寻找了足够多的标的公司，在定价时足够公平公正，并且最好有第三方的评估，证明 SPAC 的操作不是利益输送。在 SPAC 的 IPO 的阶段有严格的规定，不能与标的公司提前交涉确定收购意向。

A8-3：如果只是在市场上进行市场调查，寻找热点行业，或中国意向公司较多的行 业，是没有问题的，也有专业团队进行相关的操作。但如果已经跟目标公司做了接触，就会触发披露问题，因为在股

东表决权意见书中需要将 SPAC 公司的董事会和管理团队寻找目标公司的过程完整披露，特别是如果已经有意向书则需要进行披露，如果不 做披露，会成为虚假陈述问题，董事会在将来的诉讼中存在责任问题。

从这个角度，董事会和管理人员需要站在公众股东的角度去尽职尽责的完成诚信义务，如果没有做到刚才提到的公正的方式，那么都有可能成为将来诉讼的对象。目前市场上有一部分 SPAC 公司会通过引进第三方的方式，背书一份价格公允意见书来增强交易价格的公正性。制度设计上，如果发起人有明确意向，要通过 SPAC 并购特定的公司，需要在第一步进行披露。在美国市场上这样的情况是非常少的，大部分是 SPAC 完成上市后，再找领域内合适的目标公司去谈。目前提出这类问题的中国的投资界的朋友比较多，但是这个问题需要非常慎重的考虑。

A8-4：简单说一下，为了避免法律纠纷，就是要保持独立性、分割性和披露系统。

Q9：PIPE 的价格也是按照 10 元一股进行投资的吗？赵总目前担任董事的 Edoc Acquisition Corp 的股票现在是一个什么样的情况？目前是处于停盘的状态吗？

A9：公司股票目前是在正常交易，价格在 10 元多一点，权证和权益已经分开交易。PIPE 通常是 10 元，但是不排除在公布之前价格已经随市场价格变动的情况。同时，因为要给 PIPE 投资者一定的空间，尤其 PIPE 投资者有几个月的禁售期，所以 PIPE 通常有对目前市场价格的折扣。

Q10：SPAC 对于标的公司的风险。

A10-1：对于发起投资人，在并购之前最大的风险是 SPAC 团队是否能够做成并购，因为如果并购不成功，所有的价值都没有了。对

于 IPO 或二级市场投资人的风险，就像一般证券投资风险，即使并购做成了，但是如果没有足够的 PIPE 或交易结构不是很好，SPAC 不是很成功或者比较艰难，这种情况都会影响合并之后的公司上市后的表现。因为在 SPAC 后，合并的公司就是独立的上市公司，就像任何上市公司一样的，看市场对于公司的看好程度和价格的比较。所以需要很仔细的看团队是否能够将业务做成并 且做好，并且有合适的定价，才能够继续上升。在并购后需要是看公司长远的成长性，由于公司的合并短期之内有上涨的空间，但如果公司长期成长性不是很好，和任何一 个二级市场公司一样，长远来说不算是个好的投资。从管理团队的角度，也就是管理 人员和董事会的角度，最大的风险就是是否对投资人尽了诚信责任 （fiduciary duty），秉着尽职尽责公平公正的原则做完交易，保护投资人利益。

A10-2：所谓的风险要看是站在 SPAC 架构中哪一个利益群体的角度去考虑。

对于 SPAC 第一步的 IPO 投资者，他们的风险相对来说是非常小的。即使在最坏的情况下交易没有成功，或是 SPAC 股东大会没有通过，由于他们的资金锁在信托账户中，他们仍然可以将本金加上一点国债投资收益撤回来。在这个基础上因为有权证的存在，在完成合并之后按照行权价格行权，他们还有一定的上涨收益。SPAC 的 IPO 的投资人主要是部分投资基金，投资人能够大概预期在合并完成后的回报，甚至是接近双位数字的回报。

对完成合并后的二级市场上的流通股的投资者，他们的风险不是 SPAC 产品特有的。通过 IPO 直接上市的散户和股东面临同样的风险。

对于 PIPE 投资者，因为有禁售期会留下来，他们面临的风险与二级市场的公众股东的风险本质上没有区别，但有一定特点，特点在

于定价机制。因为 SPAC 的定价是一对一谈出来的，并且在这个定价过程中可以包含公司的盈利预测，所以这个定价机制是双刃剑，一方面有利于成长型公司的内在价值被发现，另外一方面 2~3 年甚至更久的财务预测是有待验证的。所以如果说有风险，很大程度上也是来自于这方面。

对于 SPAC 发起人、董事和管理人员，风险大部分情况来自于诉讼方面的风险，因为他们是 SPAC 第一步 IPO 融资金额的信托人，有尽职的诚信义务，通过财务尽调、法律尽调等方式，通过谈判发现尽量合理公正的价格。如果在这个过程中有做的不完善的地方，将来投资人无论从盈利预测的角度，还是披露文件中有虚假陈述或重大的遗漏，都有可能成为诉讼的依据。这个风险从本质上来说和通过 IPO 直接完成上市的中概股公司的风险本质上没有区别，但也有它的特点。

Q11：医药研发公司为什么没有 SPAC 上市？

A11：医药研发公司有 SPAC 上市的先例，但相对来说，进行 SPAC 上市的医疗卫生技术、医疗卫生诊断、服务等领域公司较多。生物科技领域有自己的特点，这个领域的公司两级分化严重，如果公司好的情况下，IPO 非常简单，很快就进行了上市；如果公司不好的情况下，通过 SPAC 上市也比较困难。所以在医疗卫生领域，更多进行 SPAC 的是大型的服务型企业。

第 154 辑

(2021.3.3)

2021 年财政工具、货币工具和金融市场的配合、矛盾与博弈

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

郭胜北，现任天风证券股份有限公司副总裁、天风证券股份有限公司上海证券自营分公司总经理。郭胜北先生拥有超过二十年华尔街投资银行和对冲基金领域的管理和投资经验，以及在国内券商投资和交易部门的管理和投资经验。拥有丰富的宏观、量化、技术交易等多方面的国际和国内交易经验。2017 年至 2019 年任华菁证券副总裁，负责公司自有资金投资。2015 年至 2017 年任中信证券另类投资业务线负责人，董事总经理，负责公司在中国境内和境外的对冲基金类自营投资与交易；2016 年期间接管权益投资部任负责人，负责中信证券的境内股票自营交易。在 2010 至 2015 年间，曾创立了美国 GSB 奖台基金（GSB Podium Advisors）并担任总裁和投资总监。在创立 GSB 奖台基金前，2006 年至 2009 年担任加林基金和宽街资本公司董事总经理并管理德意志银行帮助设立的各项基金业务；1997 年至 2006 年任职德意志银行担任董事总经理，负责德意志银行证券部自营技术交易组，管理全球期货和全球股票交易；之前任摩根斯坦利副

总裁，负责在证券自营部门开发和交易期货及股票的自营模型。郭胜北先生获得美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院 MBA 学位；美国哥伦比亚大学理科硕士；北京大学计算机学士。

一、如果运用极端的财政货币政策对抗中长期通缩

今天的话题主要是美联储货币政策，以及货币和财政政策的互动，大致分为以下四个部分。

第一部分是谈中期趋势，在全球长期积累的通缩压力下，如何用一个非常极端的通胀财政货币政策与之对抗，这个过程会持续一段时间；

第二部分是财政工具、货币工具和市场之间的配合、矛盾、甚至对抗，以及 2021 年它们之间很可能会有很重要的博弈这个观点；

第三部分是 2021 年的总判断，既包含容易判断的大宗商品、美国国债，也包含一些短期、中期的变化，我更加强调市场内部结构的博弈，因为市场内部结构的博弈可能会成为主导；

第四部分是讨论为什么短期的市场演变路径可能跟全年的路径是不一致的，我认为最近市场的流动性相对比较合理、比较友好。

第一个话题就是通胀和通缩的相对关系。2008 年金融危机以来，市场经过一波三折的反弹后，全球整体经济结构从 20 年开始发生了巨大的变化，成为一个以通缩为主的结构，或者是彻底的通缩（outright deflation），有的时候是格林斯潘当时希望的 disinflation（反通胀，指通货膨胀率的下行）的力量，这个力量是一个结构性的、极其难以打破的力量。

需要明确的是，我们一般说的通胀（inflation）或通缩（deflation）主要是指物价，但真正意义上对市场影响更明确的是信贷紧缩（credit

deflation）。信贷体系如果收缩的话，那这个结果是难以想象的，所以很多政策也都围绕这一点。这两个问题确实有 区别，我在有些地方为了简化将它们看成是一个话题，但在很多方面这两个问题区别较大。

压制通胀的力量中包含了很多非常长期的因素，科技进步本身就是一个相对通缩 的力量，还有国际化贸易、坏账、大宗商品价格长期被压制等因素，尽管近期大宗商 品的价格开始反转，但是它长期的压制力量也是一个形成通缩的原因；贸易项产生的 资本积累的项目，对本地也产生一些相对压制物价上涨的力量；贫富差距，过去一段 时间的几乎所有政策都会导致贫富差距扩张；老龄化；另外比较严重的是金融市场危 机。这些因素，尤其金融市场危机对体系的伤害极大，它能够极快速地把一个看似有 通胀力量的市场迅速打成一个信贷的通缩，而信贷通缩要转成物价通缩是非常快速的。所以在这种背景下，央行和政府会用很多手段来对抗通缩的力量，尤其是不能发生资 产负债表相关的通缩，因为其后果是不可想象的。

另外，我讲一讲美联储资产负债表扩张和 QE 的相关问题，因为这两个词很多时候看似是一致的，但实际上不同，我需要讲一些细节。

标准的资产负债表扩张过程，其实就是流动性支持，一般是相对短期的流动性支持。比如说在 2020 年三四月份，美国很多支持方案本质上就是金融机构可以把一些抵押品抵押给联储获得短期的流动性支持，这会导致美联储资产负债表扩张，但是它并不是一个标准的 QE。

标准的 QE 是在 08 年伯南克时代进行的，一般的操作就是主要买两个产品，一个是国债，一个是 MBS。目前每个月购买 800 亿美元的国债和 400 亿美元的 MBS，这个过程是直接影响金融市场的。

美国的金融市场与其他地方不同，由于美国相对大的金融市场，央行可以跳过整个银行体系直接在市场上投放货币，投一块钱的基础货币直接导致一块钱的广义货币扩张，数量上一般是一对一的关系，这个过程同时能够改变金融定价，所以它对市场影响巨大，这就是一个标准 QE。而 08 年的 QE 和现在又不一样，因为当时的 QE 是在金融机构、企业和居民普遍要降杠杆的过程下，央行通过金融市场购买金融产品扩张货币，而当时的财政政策也并没有那么强大的持续性，所以跟现在不一样。

这次 QE 不同的是它是财政类的 QE，现在的思路，很多央行的 QE 实际上跟财政是匹配的，目的就是用财政手段向市场完成投放。比如现在超级大量的失业救济

（unemployment benefit）和薪水保护计划（PPP，paycheck protection plan)，这些都是非常标准的财政类 QE，而财政类 QE 对金融市场的影响、对通胀的影响和标准的金融类 QE 是不一样的，这就是这次一个核心的变量。

另外，美联储在 19 年、20 年完成了一个重要的政策方向转变。18 年底，我认为美联储对政策存在误判，因为当时处在缩表和加息的过程中，而利率的双底结构，上底就是超额准备金利率（IOER，interest on excess reserves），下底是逆回购利率（reverse repo rate），我判断它是无法在高利率环境下运转的，因为会产生商业银行的信贷扩张机制和央行管理机制之间的矛盾，会形成明确的全球美元枯竭的现象。实际上联储在 19 年就改变了方向，包括降息、停止缩表、IOER 向下调整、引入正回购，但依旧发生了 19 年 9 月份的回购危机（repo-crisis）。从那个时候起美联储政策开始转变，但 20 年在疫情冲击下，货币流通速度下降，形成信用体系基础货币不足，导致金融资产的抛售，引发欧洲美元系统出问题。当美元利率与其他货币比

较接近的时候，商业渠道向国际市场投放美元的渠道自动关闭，这时巴塞尔协定 III 的流动性覆盖比率（liquidity coverage ratio）和各种流动性的再回购（repo）之间的传递过程就会垮掉。这就是为什么我们当时就判断这个过程会出现一个巨大危机，但是解决方式在一个月以后就已经发生了，主要是通过央行对全球投放和无限 QE，就基本上完成了一个流动性缺乏所带来的危机管控。

二、财政工具和货币工具配合以及与市场的博弈

下一个问题与目前 QE 结合财政的思路有关。回到理论的准备过程，Stanley Fischer 是以前的美联储的副主席，前以色列的央行行长，现在在 Blackrock，他在 19 年底写了一篇文章 “How to deal with the next downturn？”，文章明确提出来，第一，如果出现危机，独立的货币工具是不够用的，甚至是无效的，独立的财政工具效果也是有限的，它需要一个新的过程，第一就是如何跳过利率渠道（ interest rate channel ），这叫“Going direct”，更极端的情形就是直升机撒钱（helicopter money）。他建议要有一系列的把财政和货币高度连接的一个控制过程，而这个过程中，为什么美联储一直在劝 政府增加财政政策，美联储和央行和商业银行的这种配合，和改进巴塞尔协议 III 的规则，都跟这个理论体系相关。理论体系的另一个角度，现在也非常火的是 MMT。Stephanie Kelton 当时是 Bernie Sanders 的经济顾问，她最近也出了一些书，在美国国内和全球都很火，StephanieKelton 就在推这个理论，而这个理论很大的一部分是财政货币化的过程，这构成了目前的总体思路。

在这个思路下，大家可以看到无论特朗普 2020 年 3 月份的 2 万亿刺激，和 2020 年 12 月份的 9000 亿刺激和现在正在讨论的 1.9 万亿的刺激，还有以后的开始有初步设想的基础设施投入的过程，

有可能未来有几万亿的投入，但还没有一个明确的数据，只是都明确地把财政的力量放大了很多倍，这是 09 年奥巴马刚刚上台以后的财政刺激规模所不可比的。央行也改变了通胀的思路，过去比如 2% 就开始认为是通胀（inflation），现在设定为平均通胀目标（average inflation target）2%，通胀不足需要用时间来弥补。这些概念在 19 年底开始被提到，但是 20 年变成政策，这就是目前的政策为什么会有通胀的倾向。这个话题是在已有的金融结构的思路上讨论，没有讨论可能改变结构的变化，包括加密货币（Cryptocurrency）、数字货币（Digitalcurrency）、ESG，还有更大的话题，可能包括我们所看得到的这种自由金融市场的理论，或者股东资本（shareholder capital）是不是有可能会发生根深蒂固的改变，我认为会的。因此我们很可能处在时代的拐点上，未来会有大量跟现在完全不一样的思路，但是我们现在进行讨论的话题肯定还是在目前金融框架下讲一些关系。

基于财政、货币和市场的关系，美国显然要发行巨额的国债，而潜在的美国国债的买家，美联储肯定是最大的，也包括商业银行、外国投资者和国内传统的投资者。其中最大的边际增量肯定是美联储，但商业银行是个潜在增量，这个潜在增量我们也会谈到是如何使商业银行可能会买入更多的国债。国外投资者是比较尴尬的，因为大家都能看到实际利率逐渐为负，所以其实从大概 14 年美国 Taper 开始，海外边际买家就很少了。

在这个过程中，第一个问题就是如何使商业银行配合美联储和国债的操作。2020 年的 3 月份左右，有一个巴塞尔 III 协议的重要指标暂停使用，补充性杠杆率（SLR，supplemental leverage ratio）暂时地停止使用，这个指标是一级资本除以总资产规模，本质上是防止银行资产过大，而总资产规模中，当美联储投放货币，会导致银行准备金的量上升，同时负债端一般是存款项的上升，只要投放是有效的，

一定会导致商业银行的资产规模扩张。所以 SLR 把两个东西从计算中去掉，一个是准备金的扩张，一个是美国国债，理论上就使得美国商业银行可以无限量地买入国债和无限量地接受 QE 所导致的准备金的上升。同时，美国商业银行起步就大量买入 MBS，MBS 供需关系肯定比国债好，但之后也买了很多国债。但这个过程有两个问题，第一个问题就是到期日，就是 2021 年的 2021 年的 3 月 31 号，估计用不了两三个礼拜，这个政策就会出来，是不是把这个例外性的安排（exception）无限期延续，或者是把准备金这个部分继续不计入，或者都不再不计入。如果美联储做了一个停止这一例外性安排（exception） 决定的话，对债券市场肯定是不利的。市场目前的下跌跟前段时间的下跌，这也是个边际的变量，这是第一个问题。

第二个问题，商业银行的债券资产是以盈利为目的的，买入过程跟央行不一样。所以一定要把商业银行的空间打开，让他们可以支持国债的发行，所以我认为长期看，商业银行国有化的程度应该越来越高，因为很难找到巨大的资产负债表空间来承接这 么大的国债发行量，这是第一个配合商业银行和国债的关系。另外央行将发行久期缩短，所以美国的存续国债目前的久期在迅速下降。前一段时间国债利率长端利率很低，但是依旧不会大量发行长端国债，因为供需关系一旦失衡，长端难以控制，如果有通 胀力量带来利率上涨，将带来巨大的财务负担。通过通胀、通过降低实际利率来突破 长期巨大的宏观杠杆率计划，是经不起长端利率大幅上涨的，所以会大量发行短端，这种情况下即使利率上涨，也不会产生过大的财政负担，因为短端是可控的。

还有一个 2020 年在国际上进行的中央银行流动性互换（Central Bank Liquidity Swaps Plan）和临时回购协议工具（Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility），其目的也是

很清楚的。因为美国是一个巨大的债务国，美国的净债务量相当于GDP 的 40%的量，国外拥有的美元资产比美国拥有的国外资产要多很多。因此在出现金融危机的时候，就会出现美元短缺，美元短缺的解决方案之一是让外国投资者抛售美国资产，这对美国是非常不利的。因此不能让国外的美元出现过度的流动性短缺，如果出现的话就会导致美国国内金融体系崩盘。美元的央行流动性互换工具是为美国自己设计的。

然后另一个工具就是我们现在讨论的利率曲线控制（yield curve control），在 40 年代、60 年代用的非常的多，因为财政类 QE 和大规模刺激，很明显是有通胀力量的，这个通胀力量就是解决长期通缩压力的核心手段之一。但是市场利率一定会上行。在 这种情况下，如果发行的国债超越了美联储可买的量，就形成了供需关系的不平衡，利率肯定是要上涨的，就会出现了刚才说的一直在讨论有没有 YCC 的可能性，因为真的通胀发生后，经济问题、金融问题，资产泡沫问题、财政更恶化的问题就会连轴转。

因此结论是实际利率是不能大幅上行的，只能压制住，但压制的方法就比较复杂 了。目前还没有到需要的时间，但我估计可能也许一年左右时间可能就会认真讨论这 个话题了。毕竟美国可以用动态的方式，逐渐解决每一个出现的问题，没有必要直接 设计到最终目标。一种方式就是控制整个利率曲线的逐个点，比如现在澳洲银行就是 这样做的，这样做缺点是虽然能压制住长端利率，但是压制住以后就会导致货币大幅 贬值，不稳定性也比较大，危害太大，因此大家轻易不愿意去做。还有一种过渡方法 是都在短端发行国债，短端发行国债就会使得长端发行量相对少，这也是一种变相的 控制的方式。但这两种方式对金融市场的影响是不一样的，因为利率曲线一个是陡峭，一个是锁定。当然我们还没有到这步，到这一步我们再讨论

这个问题。

下一个是财政部一般账户（Treasury general account，TGA），也是个很重要的工具。在奥巴马之前 TGA 余额可以理解成是美国财政部在美联储的财政存款项目，而这个财政存款在历史上是不高的，大概就是 0 附近。然后在奥巴马时代一般是保持在三四千亿美金，但是在 2020 年，特朗普的财政刺激使其一度到了 1.8 万亿美金，前两天在 1.6 万亿，现在降到 1.5 万亿。TGA 等于是财政部可以调用的资源，很可能是未来几个月对市场的最大边际变量。联储负债端的 1.7 到 1.8 万亿的 TGA 对应了资产端 1.7 到 1.8 万亿的 MBS 和国债，负债端除了 TGA 外，还有准备金（reserves），一般来说 QE 会导致准备金（reserve）上涨。

了解美联储的理论框架对我们判断未来也有帮助。我个人对美联储的这几位主席的判断是这样，我以前在一直在美国华尔街工作，我在格林斯潘（Alan Greenspan）如日中天的时候，就跟大家说这个人的理论框架有严重的问题，他一定会成为历史上最 差的央行行长，我认为现在是应验了。伯南克（Ben Shalom Bernanke）理论框架非常深，操作能力也很高，所以基本上当时的 QE 和政策跟他都直接相关。现在的财政部长耶伦（Janet Louise Yellen），也是前任美联储主席，我认为她并没有显示出她宏观框架的理论基础，所以我对这个人是有疑问的，她毕竟是个劳动经济学家。鲍威尔（Jerome Hayden Powell）并不是传统的经济学家，但是他是个快速的学习者，当时在那次缩表过程中，我对耶伦和鲍威尔的综合表现是有疑问的，但是鲍威尔的整个反应机制还是 比较快的。从大的管理框架上，这点某种程度上与当前中国国内是相反的，中国国内 的很多政策是有明确的前瞻性和预判的，而这一点我觉得可能是大的思维方式的区别，也可能是我们未来想问题需要关注的重要之处。

三、对 2021 年市场的判断

我再说一下我们对 21 年的判断。比较好判断的是大宗商品的上涨，铜锌镍铝锂这些资产的扩张，石油在疫情管理下的反弹，其实都是比较好判断的，几乎没有人看不到大宗商品上涨的力度，基本都是同方向。还有一个比较好判断的是美国国债利率的上涨，这一点几乎所有的人都看到了，但这个并不代表大家可以挣钱，因为本质上市场是以结构的或短期的分析为核心点，它涨得很快，上周涨到快一点五几，大家还是比较吃惊的。

还一个就是全球股市在利率上涨的环境下，科技等板块的股票都得益于疫情的扩张，如果疫情如预期恢复，利率上涨有明确的将成长转为价值的风格切换，这是比较好判断的东西。但难判断的是什么呢？因为成长价值切换这个思路，或者可以通过价值上涨来完成，同样也可以通过成长下跌来实现，因为成长和价值的估值方法是不一样的，成长要跌的话可以跌很多，这个过程不清晰。还有一点，美国作为储备货币的拥有国，用类 MMT 的这种方式来超发货币，其承受力远超其他国家，不会在很短期内变成津巴布韦。而同时美国是个正利率国家，而且利率曲线即使在最近的超级陡峭之前，也一直是比其他发达国家陡峭的，因此在这个结构下美元下跌的力度是有限的，它当前的下跌是因为超发，但同时由于利率结构有利，所以并不会太糟糕。如果美国经济真的是好于别的国家，美元可能会上涨；如果美国真的出现通胀，市场担忧美国在全球没有恢复之前，就出现一个利率上涨，可能推动美元加速上涨，这个潜在的隐患是明确在 2021 年会存在，因此这件事看似利好的同时之间也有明确利空的因素，这使我们对市场难以预测，因为存在 taper 的可能性。还有一个问题是美国经济快速恢复，疫苗的效果很好，各种东西都是对经济比较利好的，但有对

应的负面的问题，就是高 估值。综合这些因素理论上是慢牛，但是我们更倾向于回到我们的下一个观点，即市 场结构博弈的观点来讨论这个问题。短期从年初开始看依旧处在上升通道，但是我们 开始重点关注另一个思路的原因是，市场也都知道 Robinhood 在 2020 年的年初开始赚很多钱，规模越来越大，而且这个市场结构也产生了下一个变化。

美国的期权定价跟以前完全不一样了，put call ratio 比以前低很多，这个结构说明 了大量的投机基金在市场上能产生巨大的变化。Cathie Wood 发了巨大规模的 ARK ETF，还有以前的 softbank，买这些认购期权，包括 Gamestop 的事情，都在改变市场结构。期权市场的变化导致做市商倾向做空伽马，这个过程会产生巨大的市场潜在波动，而 客观来说 Gamestop 也是这么一个过程，这个过程一旦发生会产生连锁变化，比如那段时间市场上涨的时候，Gamestop 暴涨的时候，整个市场特别是对冲基金去杠杆，而且你可以看到量化基金做得非常不好，都跟市场的结构变化相关。如果市场结构产生问 题，宏观会把市场结构参与者的博弈力量因素放大，所以我们倾向于目前的情况是以 这个为核心。

关于中国，在 2020 年年底的时候，多数人还在讨论不急转弯这个思路，其实总体来说中国经济好过全球，疫情管理好过全球，外资持续流入中国，这个实际上是一个对中国明确利好的因素。但中国主要的宏观思路还是相对前瞻性保守型的，防通胀、防宏观杠杆率的上涨这个思路还是比较明确。从这个角度，中国的总思路有点逆全球周期，这是一个主要变量。但是中国也在 19 和 20 年这段时间做了一个重要的调整，就是以科技为中心，当时科创板的创立，科技股的崛起和定增释放，都把市场的活力给打开了。而这个力量中有一个很大的边际变量，就是中国股市为主的直接融资的量在急剧上涨，这也是

中国的一个重要的金融结构的转向。公募基金肯定是一个重要手段，量化基金也做得非常好，也跟这个相关。在这个结构下，金融结构相对于全球比较紧，但是又告诉我们不急转弯，同时市场直接融资手段的扩张，这个过程其实理论上是标准的慢牛的过程。但我们认为至少年初判断不会是慢牛，它会是个快速上涨市场，但是会有政府干预，这个过程就是个博弈。金融公募基金的抱团是合理的，至少我认为这是天经地义的做法，而且长期来看，退市制度和注册制的实施对这些绩优股龙头股非常有利。

同时量化的量太大，还有场外期权的量都比较高。它间接压制这些中小股票的波 动率，使得资金朝龙头和沪深 300 拥挤。这就会形成一个潜在的隐患，市场极端分化。而一旦分化完成，导致参与者严重受伤离场的时候，这是个博弈过程，可能出现严重 的问题。政府显然看到这一点了，目前包括 2021 年 1 月底这轮央行的超预期紧缩、央 行的前官员对金融资产泡沫的担忧、近期对房地产的担忧都跟这个思路相关。政府是 要前瞻性的去控制这个过程。这会导致博弈的力量发生一些变化，出现一些新的市场 行为。

我再说一下最近的一些变化，刚才说通胀和大宗商品，这个是比较明确的思路。在这个压力下，通胀压力太强大了，所以就出现了刚刚说供需关系的美债也不利，长端利率暴涨，这里面我觉得肯定除了刚才说的经济因素以外，还有一些相对技术性的因素，一个就是债基赎回，因为债基赎回实际上在美国在前一段时间挺严重的，这个事情在国内做债的人也知道，16 年底是有过这个情况的，因为债基赎回是产生局部流动性冲击的，债基赎回变成一个加速器了。

刚才也说到 SLR 对准备金或国债的例外处理，到 3 月 31 号就到期了，联储如何去 免掉准备金或者国债或者两个都免掉，或者长期免掉，这个事情还没有很明确的说法，我倾向于认为联储只能免，

只是现在还不知道是否发生。如果不免的话，对债券是不 好的，我上述很多结论可能就会由此改变。

现在最主要变量的是 TGA，TGA 从目前公布，从 2 月底开始，两个月内从 1.6 万亿元降到 8000 亿，到 6 月底，从 8000 亿降到 5000 亿。第一部分其实是一个对央行和商业银行资产负债表都不变的一个过程，比如说 PPP，作为一个企业去银行拿了 100 万的政府未来可免除掉的贷款，商业银行等于增了 100 万的资产，企业增了 100 万的存款就是商业银行的负债，为了应对未来的冲销（write off）和免除，财政部也发了包括企业的 100 万在内的国债，然后央行买了，所以在央行的负债表中会有资产端的现在说的 1.7、1.8 个亿，负债端有 TGA 对应的量。当去冲销的时候，本质上企业的存款是不会变的，变化是在商业银行的 PPP 贷款会被免除，会并入 100 万美金的准备金，也就是准备金量上涨，但商业银行规模不上涨，这是一个标准的对资产负债表规模不变的操作。而在央行的负债端是 TGA 的量会下降，对应的是准备金量的上升，央行资产负债表也是不变的，但这只是一部分，因为这个操作比较漫长，冲销是需要几个月的时间的，总量我估计可能是五六千亿。因此这部分扩张不大，但改变了准备金和其他的结构。因为 PPP 冲销不改变规模，所以是二阶变量，一阶变量是规模扩张，大规模的财政投放中，通过 TGA 释放除了 PPP 冲销部分会导致银行存款的上升和准备金的上升。这两个变量会引发下一个变量，就是短期在美国的货币市场会出现短期国债的量不够，而准备金量过大的一个变化。这个变化就会出现短端国债，主要指两年之内的所有的国债都可能是零利率或者是负利率。

但是在我们采用 YCC 之前，财政投放直接可以改变供需关系，长端利率大概率在 这个时间不会上涨，流动性会极度宽松，但是问题就出现了，作为储备货币的利率，如果变负很不好，所以我们刚才

说了，除了 SLR 豁免不延期外，如果操作不当还有可能的几个问题，一个是为了避免负利率，联储可能不得不把超额准备金率（IOER）和 逆回购（Reverse REPO）的利率上涨，但这个操作存在着被市场理解成为加息的风险，但即使如此，联储可能不得不上调，使得联储多少有一点回收的力度，利率不至于负。

还有一个联储可能要做的是卖短端买长端扭转操作（operation twist），而这个过程可能会对长端利率也起到阶段性的压制作用。如果利率真的是负的话，可以通过操作，放大逆回购（reverge repo）量。现在是规定一家金融机构的逆回购是有上限的，但如果真的扩大的话，是有潜在隐患，可能会出现流动性的收缩。TGA 释放的量特别大，

对流动性极度利好，很可能是个股、债、大宗商品都利好的一个市场。但如果 SLR 控制不得当或者是逆回购量放大太多，这可能会出现一个反方向作用。我倾向于认为这个失误不应该出现，所以我倾向于认为目前可能阶段性出现流动性非常宽松的情况。在这个过程中，我们看到 PPI 明显增长，企业能不能成功的转嫁这个成本，就可能变成一个社会通胀因素。这里面有可能会出现重要的惊喜（burning surprise）。我们事先进行判断也可能意义不大。

总体我们认为通胀的力量和美国的管理上是有可能有问题的，但是目前突然间出现了一个流动性宽松阶段，然后再回到我们主要思路上，这个过程中，很明确的不断的出现短期中期的矛盾，不断地出现每一个你预期的现象，而副作用就把你的预期的希望的现象打破的这个过程，而这个过程非常快。所以就回到了我们依旧是把一个宏观博弈作为核心思路。

四、Q&A

Q1：你觉得大家对这个美联储要加息的预期，原来是下半年，

现在很多人说提前到上半年，前段时间美国市场的回调，有人说跟这个也有点关系，你对这个怎么看？还有包括中国这边，其实从隔夜拆借利率的政策其实已经在收紧了，请你也评论一下中国这边的情况。

A1：美国提高利率的可能性几乎没有，而且很长时间不会有提高利率的可能性。顶多是 刚才说技术性的调整 IOER 和逆回购利率，这个如果被理解成提高利率的话，那很可能是这个月就会发生。我认为这不是调整利率，它是一个改变市场不合理结构的操作。联储如果真正加息，还不如做 taper。我倾向于认为加息比大家想的要晚得多。因为我 刚才说了这是个博弈为主的市场，我认为联储倾向于耐心。中国国内肯定是担心资产 泡沫的，所以目前的各种政策都是压制资产结构的，但是它不可逆的方向是整个市场 的以公募基金为主带来的直接融资的一个力量，这个力量对中国市场是高度利好的。所以长期的力量是明确的。短期这个过程中就回到了与公募基金的流入过程相关。如 果要是这个过程管的太紧的话，会破坏市场的规则和规律。

Q2：你对中美信用市场怎么看？

A2：信用债我是 19 年看空，20 年看空，21 年时候我也不看多，主要的原因是：一个从中国角度讲的直接融资结构的方向性变化是比较明显，边际变量是明确利好股、对信用相对不利好的过程。另一个在目前的新经济结构，尤其是在疫情以后的经济结构演变过程，信用债在性价比上不好。因为信用债的收入结构是赚钱赚利息亏钱亏本金的结构。

Q3：美联储后面如果它要进行收益曲线控制（yield curve control）的话，您觉得会是什么工具吗？还是说现有的工具就够了？

A3：我觉得现在还没有到收益曲线控制（yield curve control）的时间。目前的 TGA 形成了对债阶段性有利的供需关系。这个过程中完全可以增发短端国债，随着时间的积 累，长端国债逐渐久期缩短，

短端国债逐渐发行上涨，就形成了两个关系的变化。这 个变化中，你可以未来再决定，比如长端国债的承受力有多高。因为这个操作中必须 维护的是让整个政府发债的费用要得到一个严格的管控。所以我觉得现在讨论这个可 能为时过早。如果真到了一个不得不做收益曲线控制（yield curve control）的时间，那倒还是挺厉害的，首先金融市场可能真的会大涨，而且同时美元会狂跌，我觉得可能 还没有到真正的收益曲线控制（yield curve control）的时间，因为还有多条可走的路径。

Q4：最近还是美国 1.9 万亿的刺激，从您的角度就是说您觉得通过还有什么问题吗？另外一个就是说参议院民主党可以用一次预算的临时调整，他可以把这个用在 1.9 万亿上，也可以用在后面的基建的刺激上，您觉得就按照目前情况来讲，是用在哪一个的概率上更高一些？

A4：哪个在前面就用哪个。最终的方向就是刚才说的美国货币理论的改变，这得益于美元的特殊地位，这两个是相辅相成的。无论是 Fisher 提出的东西，还是美联储的政策，还是 MMT 的理论，都是朝这个方向靠拢。其实你回想一下，Trump 刚当选的时候也推出了巨大的基础设施支出计划，但是没有执行就回到了一个传统的减税思路上。这个过程中贫富差距的问题就会越来越大。客观来说，美国的政策某种程度上可以理解成就是政府的财政管理色彩。这方面中国财政货币相对统一，确实优于美国。

Q5：我请教两个问题，一个就是中国和美国现在因为疫情方方面面的影响采取不同的政策，我觉得是不是接下去三五年经济周期会不大一样。第二个问题我想请教 MMT 会有什么副作用。

A5：先说 MMT 问题。就美国通过通胀政策，尤其是基建相关的政策，某种程度可以理解成格林斯潘（Alan Greenspan）时代金融

化的逆过程，这个政策对美国是明确合理的，也就是说制造业部分回流的一部分，并使得政府的管控力度增强。这个方向肯定是有通胀的因素在，但毕竟美元是全球的美元，理论上这是一个全球不得不买单的过程，这个力量我估计还会是未来几年的主要的力量。更长期的力量来自于，无论是现在火热的加密货币（cryptocurrency），还是以中国央行为主的 DCEP，央行数字货币出现会改变广义货币和基础货币的关系，改变央行和商业银行的关系，改变央行对社会的关系。因此某种程度是对金融结构复杂的市场、对美元的市场是不利的。因此我们在讨论这个话题的时候，很可能在未来的长期讨论中一定要把这个放在其中的一个重要环节。

关于中国国内的情况，我同意你说的，中国毕竟有一个它的潜在的隐患，资本账户（captital account） 是一个半开放的状态，由此带来波动。我刚才提到了，这不是一个宏观能够决定的方向，最终过程一定是一波三折的，很可能 2021 年会有大跌。如果市场结构出现了冲击或者是管理过度，市场很可能会大跌，只是目前没到那一步，市场还没有被破坏到那一步，市场本身的力量是向上。

Q6：我看美国的 m1 乘数从 08 年以后掉下来，这迟迟也没怎么上去，这次到现在我看也还在 1.5 以下。这个是不是跟你刚刚说的就是联储通过银行放水的操作是有一定的关系。

A6：对，因为这个过程改变了基础货币广义货币的关系，就在货币投放的过程中，货币投放过程，IOER 机制实际上是变成了一个叫足量存储（ample-reserve）的规模，理论上提供的是央行无限量对货币市场的投放权，理论上是任何利率位置上都可以做任意量的投放，是无上限的。这个过程的核心角度是有一个回收机制。现在我们是在新的框架下，除了 08 年开始的 IOER 所引起的 QE 投放，现在又引入了一个新东西，是财政投放过程，财政投放过程就必须有一个货

币管理工具的支持，会把以前那种高度收缩的力量减缓一些，实际在做一个一个更复杂的变化。

Q7：你对加密货币和比特币未来的走势你怎么看？

A7：在这里面有一个概念，我觉得至少从我的角度我觉得是有区别的。一个是数字货币，央行发的数字货币对市场影响是深远的，改变很多央行、商业银行和社会的关系，而且过程是高度可控的。在这个情况下，央行数字货币和大家已经广泛接受的加密货 币之间存在一个潜在矛盾，这个我认为是有可能的。对央行来说，加密货币是不可控 的，确实危害到央行的权力。具体加密货币怎么演变，我觉得还有待观察。目前加密 货币一般几年一个周期，现在处在周期过程中。我觉得还有待观察，观察下一步的政 策，因为数字货币逐渐会越来越多了，可能起步是对加密货币好，但未来不一定。

Q8：就您的观察而言，您觉得国内目前整个金融市场例如外资、机构化等结构变化，会使得市场的整个调整的过程跟以往有什么样的差异？

A8：首先春节之后出现了一个大小股票的风格切换，这个切换就出现了很多前期不被看好的股票，突然间复活了，而前期抱团股出现了一些下跌，这个过程首先我认为可 能短期对市场是利好的，因为等于是我刚才说的相对明确的基金一路向上的动力阶段 性被打掉了。这个过程首先我觉得对市场是利好，但是我觉得很难改变的。只要直接 融资的比例越来越高、越来越强调这种金融市场的财富效应的话，就会不可避免的朝 集中度高、少数基金经理管更多钱的方向靠拢，公募规模是需要增量的流入来维持的。另外，量化基金交易量比较高，实际上 19 年的定增政策释放了整个科技成长股的一次性机会，量化供需关系改变了，但市场的波动率并没有足够大的上升，由此带来结构 博弈。结构的转变有可能 2021 年会发生，而一旦发生

的话，可能市场就变得不好。

第 155 辑

(2021.3.5)

美国通胀率前景及其对资本市场影响之展望

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

胡刚博士，WinShore Capital 首席投资官。曾就职于兰冠基金(BluCrest Capital)管理基金。之前任职瑞士信贷董事总经理主管全球通货膨胀业务，及美国线性利率交易业务。也曾在太平洋资产管理公司(PIMCO)任执行副总经理，共同管理规模高达 1000 亿美元的通货膨胀资金群。胡刚博士持有清华大学应用数学学士，美国加州理工学院应用数学博士学位。

今天聊一聊当前全球市场比较关注的问题——通胀。今天的内容主要有五个方面：第一，市场对美国通胀的预期；第二，华尔街经济学家对美国通胀的预期；第三，我对美国中长期通胀的看法；第四，如果通胀真的来临，资产配置应该怎么做？第五，通胀对金融行业的产业模式的影响。

一、当前金融市场对美国通胀的预期

我觉得当下市场对美国近期通胀的预期可能太高了，但是市场却对美国长期的通胀预期没有太多的看法。先说一个小插曲，美国通胀

有两种衡量方式——CPI 和 PCE，联储看的是 PCE，在市场上主要交易的是 CPI。CPI 和 PCE 非常相似，但是并不太相同。为了简化，我把市场的通胀预期转换为 PCE，这样跟联储 2%的目标比较好对应。

现在市场对 6 个月到 12 个月甚至到 18 个月的预期是，核心 PCE 会到 2.5~2.75%，但是，对于 18 个月到 2 年、2 年到 5 年、5 年到 10 年、10 年到 20 年、甚至一直到 30 年维度的通胀，市场其实并没有一个非常清晰的概念，市场基本上把通胀定价在了联储的 2%的目标左右。

也就是说，市场现在的想法是这样的，不论是民主党推进财政政策刺激，还是疫苗复苏，都会有一年到一年半的时间，产生一个通胀的脉冲。在那之后，市场对联储还是完全没有失去信心，认为联储还是能够控制住通胀。

二、华尔街经济学家对美国通胀的预期

看完了市场的预测之后，我们说一说华尔街的经济学家认为通胀如何走。以高盛的报告为例。两天之前高盛发了一个报告，认为在一年到一年半之内，基本预测是核心 PCE 到 2%左右，同时也做了上行和下行情况的考虑。高盛的经济学家认为，疫情结束之后，对通胀最大的影响其实是在于那些在疫情中受损失比较大的行业的恢复。比如航空、度假。如果高盛认为，如果咱们现在就是说他们要全部都回到疫情之前，假设本身就已经有可能 是在一年时间内受损行业恢复正常（一年之内这个时间段，我反而认为稍微有点乐观，最 起码大家在家办公这么长时间，不一定在一年之内就能完全回到以前的水平，比如我认为 酒店行业就不一定能够很快恢复）核心 PCE 大概是到 2-2.1%。再做一个更大的假设，假设有报复性消费，这显然会对通胀

产生一些影响，乐观情形下，一年到一年半之内核心 PCE 应该达到 2.3~2.35%。也就是说，市场现在对通胀的预期大概是超过了 25 个基点到 50 个基点。市场对经济重启相当乐观，这是当前市场对短期通胀的看法。虽然在市场上还没 有表现出来，但是市场现在其实也对中长期通胀有一些想法。

市场对短期通胀的预期为什么高？我认为有几个原因：

第一，疫苗的快速推进，经济逐步重启。

第二，拜登总统的 1.9 万亿财政刺激也开始要落地，1.9 万亿是印钱给社会发的。

第三，大宗商品的价格最近一直在往上走，无论是食品、铜还是能源，似乎目前不涨的是黄金。大家都认为大宗商品价格上涨也在助推通胀。

第四，美国的财政刺激是针对社会底层百姓的救济。这涉及到社会财富结构的问题，美国作为一个富有国家，但 2019 年联储做了一个调查，美国大概有 40%的人存款不到 400 块钱。这么大的一个国家，这种财富分配不均衡会对通胀有什么影响呢？举个最简单的例子，比如说现在政府把 1 万亿全都给了一个人，比如说给了巴菲特，你给了巴菲特这 1 万亿，他能干什么？他还是把那 1 万亿全都投到股市。如果像现在这种情况，给每人发 1 万块钱，这些人就拿着这个钱出去买包，买鞋，吃饭，看电影、旅游，甚至于有可能去买个 车。这样的话，消费就起来了。所以当社会财富的总量是一定的情况下，财富分配越均衡，普通消费者消费对通胀的影响越明显，如果财富越集中，资产价格就会走高。这也是这么 多年来各个央行都印了那么多钱，但是始终没有产生真正通胀的原因。相反是资产的增长，是股票越来越高，是房地产越来越贵。

第五，通胀预期。通胀预期其实是最可怕也是最重要的。通胀是

这样的，大家都不觉得有通胀，甚至认为有通缩的时候，谁也不会花钱。但是当大家觉得通胀要来了的时候，大家都会去花钱，反而推升了实际的通胀。所以通胀本身作为一个动态系统来说，它是一个正反馈的动态系统，它不是线性的，会越走越快。当通胀预期真的失控的时候，是非常可怕的，但现在其实没有到这个程度。不过现在大家这么多人来参与讨论通胀，本身就反映了大家对通胀的预期关注。

三、个人对中长期通胀的看法

我认为美国中长期通胀上不去。回头看，从 1980 年到现在 40 年的时间里，我们经历的是一个通缩的过程，而不是通胀的过程。通胀是越走越低的。在经济学理论里面，有一个很有名的理论叫菲利普斯曲线，它把就业跟通胀联系起来，越来越多的人就业，更多的人有钱花，通胀就能起来；就业少，大家都不花钱或者没钱花，通胀就往下走，这个讲起来是非常合理的，也是非常直观的，但是经济运行的事实似乎证明这个理论出错了。大家发现，最近十年甚至二十年，菲利普斯曲线越来越平，就业对通胀的影响越来越小。到最后发现当就业非常好的时候，大家都有工作的时候，通胀也不往上走；但大家都没有工作的时候，通胀也没有往下走太多。

我是这样看的，影响价格最主要是还是供需关系。当需求超过了供给，那价格就往上走，供给超过了需求，价格就往下走。大家想一想，如果很多人都有工作，有了收入大家会去花钱，但是当你有收入的时候，你确实对需求端做了贡献，但收入不是白来的，你一定也为供给端做了贡献。

所以菲利普斯曲线其实解释的是社会结构，主要反映的是美国上世纪六七十年代的社会结构。那时收入对需求端的影响要比对供给端的影响更大。现在再看一看美国甚至于全世界的就业和劳动力情况。

上世纪六七十年代的时候，美国的就业市场像一个橄榄球，两边比较小，最大的就是中间的中产阶级。现在像什么？现在像一个杠铃，两边的压力都很重，一边像高科技或者是金融这种比较高收入行业的从业者，另一边是大量没有文化的底层从业者，他们虽然有工作，但是挣的很少，根本就没有消费能力。在这种情况下，所以普利普斯曲线才变得越来越无效。

这四十年来，其实最重要的是两件事情改变了通胀和供需关系，一个是全球化，一个是科技。首先是全球化。对美国市场来说，全球化不仅是提供了供给，还“拿走了”需求。很多工作都没有了，转移到有廉价劳动力的地区，这些地区生产的东西更多更便宜。供给增大，需求萎缩，自然是通缩的过程。第二是科技。科技提高了效率和规模，以前需要 10 个人做的活，现在可能只需要一个人做，其他都被机器替代。科技的进步也使得供需关系产生了根本上的改变。

我前面谈到了五点短期通胀的影响因素，这些因素全都对，但是我认为通胀最终是一个供需关系决定的变量，经过疫情之后，全球化的趋势改变了吗？科技的趋势改变了吗？我觉得都没有改变。如果全球化的趋势没有改变，科技的趋势没有改变，那些当年美国的穷人会变得更有钱吗？我觉得可能也不会。换句话说，现在拜登要搞财政刺激，给每个人发 1400 美元，这 1400 块钱花完了不就又没了吗？消费完之后，这 1400 块钱还不是蓄积到了亚马逊的股东那了吗？所以整个社会结构不改变，我不觉得会有中长期通胀的问题，我现在还看不到这个结果。换句话说，从现在的全球游戏规则来看，我不认为会有长期的通胀。

可是话说回来，疫情确实在试图改变这个规则。虽然我们现在还没有看到会怎么改变，但是有可能游戏规则会有一些改革。比如我前几天看到新闻说谷歌内部要成立一个工会。如果都这么搞，资本的回

报和劳动力的回报比例可能在全世界会产生一些改变，但这个其 实很难说。但如果真有这种改革的话，那可能就会有通胀，而且是长期的通胀。不过实际 上我现在还是没有看到。

为什么我认为这些事情很难做到？很多人认为，如果美国变得“社会主义”了，情况会不一样，但如果你把美国和欧洲相比，欧洲要比美国“社会主义”得多，基本上把个人的医疗教育都安排好了，但欧洲也没有通胀。所以为什么有人认为社会结构能够这么快地改变，然后产生通胀呢？不一定的。

四、通胀对资产配置的影响

世界在变，结构在变，我们还是需要说一下如果通胀的尾部风险真的发生了，会有什么影响。

从资产配置的角度来说，在通胀的环境下，资产配置是非常艰难、非常痛苦的。

第一，不能持有现金。在通胀的环境里，持有现金，就是自寻死路。

第二，也不能持有资本。你会发现，通胀一旦起来，全世界所有央行或者财政都会想 要通胀打下来，因为通胀会带来很多社会问题。世界上很多的革命爆发，通胀都是引爆点。在美国来看，今天下午联储主席鲍威尔出来讲话，其实他是想出来表达鸽派，告诉市场不 要把加息预期打得这么高，完全没有必要。但是当问到他通胀如果真的来临怎么办的时候，他非常严肃的说，我们一定会把通胀控制下去，通胀是一个非常可怕的恶魔。我曾记得有 一个央行副主席跟我讲过一句话，他说在央行的天堂里，没有鸽派全是鹰派。如果通胀来 临，央行一定会去解决。怎么解决呢？就是加息缩表，让整个经济衰退来解决通胀。能不能解决是另一个问题，至少央行会这么做。我认为也

许真的到经济衰退的时候，反而倒是可能会有膨胀。但是联储不会这么想，他肯定会控制通胀。在这个过程中，就可能是股债双杀的局面。这也是我们看到这个月为什么资本市场会走成这样的原因。市场对 1 年期通胀的预期已经打到 2.5%-2.75%，已经超出了联储能够容忍的限度。联储对市场说，通胀可以超出 2%，但是现在最高达到 2.5-2.75%。联储很多发言人都讲了，2.25%的水平还是可以容忍的。但是预期到了 2.75%，联储是不是要管？如果这样的话，联储会有加息的可能，这也不是特别过分，但是市场会受不了。无论是债市还是股市，其实都一样。因为估值起来很大程度就是因为钱多，联储一旦加息，局面就全都不一样了。

所以在这种通胀的环境下，你既不能持有现金，又没有办法持有资本，几乎没有什么办法能够赚钱。除非你能够非常专业的操盘，来赚波动的钱，因为通胀会提高波动性。

其实通胀是不会在全球发生的，但是通胀很有可能在一个地区、一个国家发生，你只是不知道这个国家是美国还是英国还是日本罢了。

通胀发生的原因是什么？主要因素应当还是货币。历史上最高的通胀基本都是由于货币泛滥，现在全球没有一个造成通胀的货币氛围，但是完全有可能会有某些国家对疫情处理不到位，印了太多的钱，救了太多的市，然后货币在这个国家或地区泛滥。

那么，在这个通胀出现的国家或地区，所有的资产全部都没法投资了。如果你很倒霉，把所有的钱都压在这个国家，你的资产一定会大幅缩水。

所以在可能出现通胀的情况下，我觉得资产需要跨国配置。你不要把所有的钱都放在美国，也不要把所有的钱都放在欧洲，也不要把所有的钱都放在中国，一定要跨国配置，因为你不知道通胀会在哪个国家产生。

五、通胀对商业模式的影响

当通胀来临的时候，金融市场可能会股债双杀，那么在这个情况下，对商业模型会有什么影响呢？我这里谈的是对金融服务业的影响。金融业其实最主要是提供服务，无论是你去银行发债发股，还是让基金管理人管理资产，都是金融服务。金融服务业最重要的一点是什么？是规模。

规模在金融服务业有多重要呢？金融服务业的主要成本是人的成本。比如一个基金经 理原来管 100 亿，你给他加到 500 亿，有可能他一个人也就基本上做下来了。但是他为什么能做下来？是长期持有。如果大家去真正探讨这个问题，你会发现金融服务业的规模全都是建立在一件事情上，那就是你能够长期持有，一定要为投资者挣钱，才可以做出规模。当长期持有不再成立的时候，金融服务业的规模就不是它的优势，而是它的劣势。

六、Q&A

Q1：为什么会有这么多人关注数字货币？

A1：大家最初看好比特币的时候，是认为央行不能发钱，它不是信用货币。其实黄金基本上也是这样，我曾经算过一次，直到现在，把历史上所有挖出来的黄金放在一起，大概也只能够放两个奥林匹克的游泳池。

黄金从 2020 年的 9 月份到现在，其实一直在下跌，而比特币现在一路走高。如果把黄金和美国 30 年实际利率放在一张图上，你会发现，二者的趋势一模一样。也就是说，其实黄金是一个非常长期的实际利率产品。当通胀真正来临的时候，市场担心联储会缩表的时候，黄金是下跌的。因为当联储缩表加息的时候，黄金是会跌的。这就回到刚才所说的，如果通胀真的来临，很少有资产能不跌。

那么比特币为什么涨呢？以下是我的猜想：如果通胀真的在某一个地方发生，比如说 在美国，美国 40%的人没有 400 块钱的存款，现在这 400 块钱的存款本来可以用两个月，但现在只能用一个月。你觉得美国会发生什么事？肯定是大家上街游行对吧？美国人还能持枪。你要买黄金，那么多黄金能带着跑吗？能跑到哪去？所以看来，在这种极端情况下，比特币可能是唯一一个可以轻松在全世界带着跑的资产，其他没有一个资产能够做到这样。比如你买了股票，你只能在这里持有。如果你持有比特币，你人可以在美国在中国内地在 中国香港在欧洲，资产也不会出问题。我猜测比特币上涨，可能是因为它是真正的国际化 资产。所以最终反而变成了像我所说的那样，你的资产必须要国际化，比特币就是国际化，其他资产可能都没有办法做到。

Q2：如果真的通胀发生，股债双杀，房地产是不是一个好的投资类型？

A2：因为我不是房地产的专家，所以也只能跟大家探讨一下。

我有一个朋友就是在土耳其做投资，土耳其大家都知道，其实经历过相当严重的通胀问题。他的说法就是，在通胀的过程中，如果你用土耳其的货币来衡量土耳其的房地产的话，确实涨了很多。但是如果用美金来衡量的话，在整个通胀过程中，它其实是跌掉了 40%。曾经有人跟我说，世界上回报最好的是股市。但是很多时候，如果你用其他货币，比如美元或者欧元来衡量的话，股市的回报也是很遗憾的。

Q3：目前市场对通胀的预期比较高，但是中长期通胀又不会大幅上升的话，是否意味着目前美债收益率上升的幅度过快过高？股票是不是也是跌得过快过大，未来有什么变化能够导致市场转向？

A3：我的大概看法是：

第一，美债的收益率确实上升了很多，但是正如联储讲的，现在

再高也只有 1.5%，历史上很少有更低的时候。目前担心是因为美债利率上升的速度很快，但是从真正的价位来说，其实并不是很高。

第二，年初到现在事实上已经产生了一个股债双杀的过程，那为什么到现在联储还是没有发言来控制形势。因为联储也知道这次的衰退跟以前非常不一样。这次是疫情带来的外生冲击。如果疫苗推出全民免疫，经济的反弹速度将会非常高。我现在问一个问题，比如如果 2021 年 7 月美国社会基本上开放，也就是说美国社会完全回归了正常，在一个完全回归正常的社会里，需要那么低的利率吗，需要那么多的流动性吗？联储必然要把流动性回收。

如果联储真的回收流动性，利率还是会往上走的。当利率往上，其他的金融产品以利率为标准在定价，那这些金融产品其实也是会继续跌下去。

那么有什么催化剂可能导致市场转向呢？我认为资产跌得差不多，自然也就不跌了。但是我对这件事情比较悲观，就是说市场在寻找一个平衡点的时候，一定会走过头。因为 市场不走过，大家就不知道它已经走过了。等到股市暴跌，市场才会发现原来已经走过了。这个过程一定会来来回回发生好几次，这就会产生很大的波动性。

所以联储鲍威尔今天的讲话也表明，联储不担心利率上行，只是不希望市场出现 disorder 的情况。那么市场会不会出现恐慌呢？我觉得一定会的，只不过在什么样的情况下会恐慌，恐慌多久，还不好说。

Q4：如果中美关系在未来发生一定程度的变化，会不会对通胀有一定的影响？如果中美关系和之前一段时间相比，发生结构性的改变，这种情况会不会导致通胀大幅上升？

A4：我个人的判断是，中美关系现在无论怎么样发展，都应该是比特朗普时期要好，最起码拜登用的是一种比较温和的方式，虽然在大方向上没有什么区别。如果中美关系继续这么发展的话，我觉得

基本上不会产生太大的影响。最起码对美国来说，继续全球化还是一个抑制通胀的过程。而全球化对中国来说应该是一个通胀的过程。

那么回过头来，如果是要打贸易战，美国要完全反全球化，我觉得这对美国来说有可能是一个推动通胀的作用。而对中国来说，由于中国的产业被迫要出清，那么有可能是一个偏通缩的过程。

但是我个人的判断是中美关系会往好一点的方向前进，最起码我认为在当前的环境下 应当说是什么都可以谈，但是这并不代表我会认为中美会谈得非常顺利。因为从经验来看，这一届的美国总统可以非常容易地联合欧洲、联合日本和其他国家来跟中国谈条件。上一 届政府基本上我认为是有勇无谋。闹闹腾腾 4 年，中美贸易逆差几乎是没有改变。但是这一届政府有可能会倒逼中国进行一些改革。

Q5：人口老龄化和过度储蓄对通胀的影响；大宗商品怎么看？

A5：先聊大宗商品。我只是一个大宗商品的观察者，不敢说是一个参与者。大宗商品最近确实涨了很多，我觉得有几个原因。一是大宗商品的上涨表现了全球经济重开、需求增加的预期，二是表现了市场对通胀的预期。

就像我刚才说的，现在有很多钱，要投到股市不一定行，投到债券市场也不一定行。但是可能投到大宗商品上反而稍微好一点，最起码大宗对防通胀还是会有一些帮助。

一般来说，美联储对通胀的研究分为三个部分，一个部分是就业，一个部分是进口，一个部分是通胀预期，这三个部分是美联储研究通胀最重要的项目。

大宗商品的价格改变了什么？改变了进出口或者是原材料价格。对美联储来说这种冲 击都是短暂的，经常会有。比如石油在 2000 年初从几十一路涨到 140 美元，到 140 美元后，价格是停不住的，比如页岩油就出来了。所以要在中长期保持长期持久的通胀，仅靠 大

宗商品本身是不够的，它基本上是一个引火的引子，要让火真正烧起来，一定要有干柴。干柴就是通胀预期。当由于大宗商品价格上涨，使得社会的通胀预期改变，这样通胀才会 真正得起来。

老龄化这个问题其实很难讲是通胀还是通缩。我们知道，老龄化本身既改变供应，也 改变需求，两边都会影响。假设这世界上基本都是老人，他们出去吃顿饭，这顿饭就很贵，因为这世界上只有不多的一帮年轻人能给你做饭。但是换句话又说，老年人的很多开销相 对来说可能比较低，所以不太好说。

Q6：通胀来临，长期持有不再成立，为什么规模会变成劣势？

A6：以我自己来做个比较。当年我在另一家公司做投资的时候，当时我们三个人管了大概 1000 亿美元的基金。1000 亿美元的基金是什么概念？当时美国的发债利率大概 15%，为什么当时我们能够募资 1000 亿，商业模式是什么？关键就是我们是主动基金，如果被动基金那就很再说了。主动基金要为客户做什么呢？要给客户带来回报，这个非常重要。当时美国的主动债券基金收益，要比这个数（发债利率）多大概 20~50 个基点，我们就跟 客户说要多 100 个基点。100 个基点就是 1 个百分点。你看着一个百分点很少，1000 亿的 量，我每年就要为客户赚 10 亿美金。就算是再高明的交易员，你要让我一年挣 10 亿美金出来，我到哪去做？这是很难挣的，几乎不太可能。我们三个人得看多少东西，得有多忙 才行？那这个收益怎么挣呢？其实就是加杠杆去持有一些风险比较小但是又有回报的资产，然后长期持有。当然长期持有的过程中还有有一些技巧，但最主要的还是长期持有。

但是当长期持有不成立之后，我对客户的承诺就做不到了。其实我可以做到，但是需要更多的人协助。我后来去了一个对冲基金，这个对冲基金一年大概盈利 20 亿美金。但是需要 130 个团队，而且基

本上是最好的团队。130 个团队，一年要付多少钱呢？你赚 20 年，你就要付 4 亿美金的人力成本。当年我们三个人做，赚 10 亿，我们的成本连一个零头都没有。

所以如果不能够长期持有，真的要像我后来去对冲基金那样去做交易，我的团队最起码要增加 100~150 个人，我的成本最起码要翻 10 到 25 倍。这样一来，你整个的商业模型就全部改变了，因为你在客户那边收费你也收不了，如果不能长期持有，我们的商业模式是亏钱的，不可能赚钱的。如果仔细去想一想，PE、VC 很多都是这样。我举个例子，你投 PE，10 年里你的钱是拿不回来的，锁在一个公司里面。如果在持有的这 10 年之内，大势是跌的而不是涨的，你觉得做 PE 的人得有多大的能量才能够在大市跌的时候赚到钱？而且还得养他的团队，养分析员。这个商业模型，PE、VC 也做不成，对人的要求太高。还有这种能力的人，他对薪酬的要求肯定也非常高。

所以在整个金融行业，如果把规模做起来了，但是不能长期持有，成本就会暴增。

北大汇丰金融研究院
公众号