

# 践行产融结合 服务实体经济

翟立宏

中国的实体经济结构和金融体系结构正在发生趋势性的变化，包括信托公司在内的整个金融行业的经营模式和业务方向也将随之发生趋势性的变化。金融服务实体经济的观念已从上到下,深入人心。华澳信托之所以要投入资源组建产业金融研究所，正是因为深刻认识到在泛资管背景下,信托公司的经营转型和业务创新必须发挥比较优势,立足服务实体,从为特定实体产业发展提供整体金融解决方案的战略高度去摸索业务创新方向,调整经营管理模式，在未来形成华澳信托深入实体、服务产业的品牌特色。

虚拟经济体系的发展自产生以来就离不开实体经济的发展。资产管理行业作为虚拟经济体系的一个重要组成部分和高级形态,实践证明一味地自娱自乐是行不通的,其发展更需要深度介入实体经济的发展。事实上,自 2008 年金融危机以来,中国的实体经济结构已发生了实质性变化。在新的形势下,资产管理行业需要根据实体经济的变化创新自己的思路,更好地服务于实体经济,才能迎来自身的发展良机。我们认为,资产管理行业未来应当向走渠道效率重构等内涵式发展道路,加强长期资本供应的金融创新力度和向综合财富管理服务转型三个方向突围,紧据新一轮高速发展的良机。

## 实体经济结构已发生实质性变化

无论是决策层还是专家学者,目前基本形成了一个共识:中国未来的经济增长将由高速增长换挡为中高速增长。实体经济的增速下滑背后有着深层次的原因,我们认为以下几个因素是最主要的。

第一,制造业的扩张已接近尾声。2008 年全球金融危机的爆发是我国制造业发展史上的一个重要的分界点。全球性技术进步红利的衰退,加之虚拟经济泡沫的破裂使得全球性经济增速陡然向下,随之而来的是发达国家需求已经国际化了。在 2008 年,中国的出口经历了一个大幅的下跌,之后缓慢回升,但也只能维持在一个较低的增速上。外需难以消化的产能不但未能

在 2008 年之后被逐渐淘汰,反而由于 2009 年出台的四万亿刺激计划有所扩张。在中国经济向消费型经济缓慢转型的进程中,出口增速的突然失灵和投资的人为加速带来的负面作用不言而喻。在 2011 年货币刺激计划逐渐消退的过程中,中国经济经历了长达 7 个季度的增速下滑过程,许多行业无法消化的产能由此经历着过剩的危机。在这个过程中,地方政府和企业的负债率节节攀升,较高的杠杆率意味着较高的潜在风险。

第二,劳动力人口结构将出现重要变化。研究文献显示,在现有的生育政策下,15-64 岁年龄段的人口在总人口中的比重将在 2014 年前后达到约为 73%的顶峰,之后将一路下滑至 2078 年的 55%左右。作为推动经济增长的一个重要生产要素,劳动力占总人口比例的下降将推高中国的劳动力成本,进而削弱中国制造在全球出口的竞争力。

第三,资本投入的增速也将呈下滑趋势。过去中国高企的固定资产投资增速主要由两方面驱动,一方面是内需、外需能够消化固定资产投资所形成的产能,一方面是中国较高的居民储蓄率和利率管制为企业部门的固定资产投资提供了充足且廉价的资本。但以后这两方面驱动因素都将弱化。内需的扩张是一个缓慢的过程,而金融危机后外需受到重创,正在艰难复苏。劳动力结构的变化将使得居民的储蓄习惯发生改变,利率市场化的趋势也使得企业部门获取的资金成本不再低廉。上述因素都将影响资本投入的增速下滑。

从以上三个方面可以看出,中国经济增速的下滑是一个大趋势,经济界将之定性为“结构性减速”,而非“周期性减速”。这意味着许多过去所沿袭和依赖的扩张方式未来都将发生巨变,因为结构性减速是长期的、趋势性的过程,而非短期的轮回。

## 实体经济结构性变化的金融启示

在实体经济的结构发生实质性变化的情况下,服务于实体经济的虚拟经济体系的发展思路也要随之改变,否则迟早会遭遇瓶颈,甚至发生重大危机。

我们认为,实体经济结构性变化给虚拟经济体系的启示有以下三点:

第一,金融机构传统的规模扩张的方式不可持续。改革开放 30 年的历史,就是一部制造业扩张史。而今,由于内需和外需已基本被满足,制造业扩张的步伐将会显著放慢,对应的便是虚拟经济体系资产规模扩张速度的下滑。2013 年三季度,根据 16 家上市银行披露的三季度财务数据,净利润增速平均为 12.99%,较去年同期下降了 4.45 个百分点,这一增幅已低于沪深两市上市公司前三季度整体净利润同比增长 1.19 个百分点。2013 年三季度末,我国银行业总资产规模超过 140 万亿元,在我国金融体系中仍占据着绝对的主导地位,其利润增速的下滑代表着虚拟经济体系的整体趋势。这意味着传统的规模扩张的方式已是不可持续,金融机构需要转变发展方式,走内涵发展的道路。我们认为,内涵发展的道路有两条:一是在间接金融体系中寻求新的蓝海,如将信贷投放到民营企业和小微企业等利润更为丰厚的领域;二是在间接金融和直接金融的中间地带拓展和扩张,做大做强代理财、资产管理和财富管理等新型业务。

第二,实体经济的发展亟需长期资本的供应。国际金融危机的发生给我们的一个重要启示便是实体经济要保持合理的杠杆率,换言之便是金融体系不能无节制地扩张。当前我国地方政府债务规模屡创新高,而制造业资产负债率高企,都蕴藏着较大的资金链风险。化解高杠杆率和资金链风险的一个重要渠道便是加强权益性融资和长期资本的供应。经济发展倚重短期资金的弊端在这次金融危机后暴露无遗,许多企业因为资金链断裂而破产,地方政府也因借短债搞长期建设积累了大量风险。对于中国的金融体系而言,加大金融创新力度,增加长期资本的供应是中国经济走出困境,实现可持续发展的迫切要求。在创新的方式上,既可以通过金融体系的再造,也可以通过金融工具的创新来实现这一目的。

第三,居民财富保值增值的需求将逐步释放。在人口结构变化和利率市场化背景下,居民财富保值增值的愿望将越来越强烈。人口结构变化会降低居民的储蓄率,增大通货膨胀压力,而利率市场化则将管制利率放开。居民为了对抗通货膨胀和维持自己的生活水平,迫切需要投资专业的金融工具实现自己的财

富保值增值。在过去的十年间,居民财富保值增值的渠道主要有两个:一是投资房地产,这是房价调控为什么总是不能奏效的根本原因,但同样因为人口结构变化,房价刚性上涨的趋势将难以持续,未来资金将从房地产业大量流出;二是资产管理行业的扩张,截至 2013 年第三季度,资产管理行业的排头兵银行业和信托业管理资产规模均已突破 10 万亿元大关,基金业管理资产规模已突破 4 万亿元,券商资管管理资产规模接近 4 万亿元。但资产管理行业所提供的金融工具还不能满足庞大居民财富的理财需求,许多非金融企业跨界做金融就是来寻找资产管理行业所遗漏的空隙。

## 资产管理行业的第一次跨越式发展

实体经济结构的实质性变化,虽然使金融体系以往的扩张方式难以为继,但同时也为资产管理行业提供了难得的发展机遇。从 2008 年至今,是资产管理行业发展的黄金时期,银行作为中国最大的金融连锁商店,掌握着中国企业和居民最为庞大的资金和金融体系最丰富的客户资源,但因实体经济变化,在传统的依靠存款实现规模扩张受阻的情况下寻求与其他同业进行金融创新,以提升利润。

在银行业资金规避监管和其他金融机构迫切需要资金的情况下,资产管理行业通过迎合投资者收益和风险偏好需求,创设非标准化金融工具来承接银行体系内资金,实现了第一轮规模的跨越。

然而资产管理行业第一轮规模跨越的模式是不可持续的,单地依靠金融体系内的监管套利扶不起资产管理行业的健康发展。首先,银行业通过同业创新渠道以增加利润的空间已至极限,今年第三季度上市银行利润增速出现了大幅下滑,为资产管理行业直接输送资金的能力也已见顶;其次,利率市场化进程的加快和政策的变化使得银行业为资产管理行业输送资金的动力逐渐消失。根据 11 月 19 日周小川行长发表在官方出版物《十八届三中全会辅导读本》上的一篇署名文章所描绘的中国利率市场化路线图,以及 12 月 8 日央行公布《同业存单管理暂行办法》的相关动作可以判断,中国的利率市场化进程的近期目标已接近完成,正在进入近中期阶段。此外,银行资管直投业务试点的

扩大也将逐步切断银行外的其他资产管理机构的资金供应。

## 三方面转型将助力资管行业第二轮跨越

我们认为,资产管理行业当下尤其需要认清形势,扎实研究和服务于实体经济,苦练内功,以实现自身第二轮跨越。从趋势和方向上,以下三个方面应当是资产管理行业未来创新着力的重点。

第一,通过渠道效率重构以弥补金融体系效率损失是资产管理行业的近中期策略。渠道在具有庞大地理空间和人口规模的中国具有重要的意义,大型商业银行便是凭借渠道优势在竞争中愈加强大。而在我们看来,整个资产管理行业的渠道效率还有较大的提升空间,银行理财具有丰富的渠道资源,但在对接实体经济的项目时附加的渠道环节和成本太高,提高了实体经济的融资成本,也损伤了自己的核心竞争力。而信托等其他行业过于依赖银行渠道来获取资金和项目,制肘了自身的良性和可持续发展。

我们认为渠道效率的重构需要资产管理行业根据实际情况将联接投融资两端的渠道环节增加或减少,以最低的成本获得更高的收益。资产管理行业渠道效率的提升路径可以分为两个方面:一方面是资金端营销效率的提升,一方面是项目端的深度挖掘。当前资产管理行业在渠道效率的重构方面有两个典型的例子,余额宝的成功和影视基金信托的创设。余额宝在成立不到半年时间内便跃升为千亿规模货币基金行列,除了流动性方面的创新外,对接较大流量的互联网资金支付端是最主要的原因。而影视信托则是信托公司深入研究实体经济,在传统的影视产业投资体系内架设了信托的制度设计,从而打通了自身通往投资者和实体经济投资项目的渠道。

第二,通过金融工具的创新来解决长期资本供应难题是资产管理行业的核心优势。事实上,不仅融资方需要长期而稳定的资金以实现战略扩张,不断储蓄的居民更是期待多种金融工具能够让他们的资产实现持续保值增值。由于中国长期以来采取金融约束政策,居民可投资的渠道匮乏,仅有的几种直接投资渠道也是变幻无常,难以实现资产的长期

保值增值。本质上讲,这是金融创新不足的缘故。在这方面,中国要学习的对象是美国,美国通过共同基金和养老金已成功构建了长期资本的供应渠道,不仅使得企业的创新活力和扩张步伐得以保持,而且为居民提供了财富保值增值的可靠的金融工具。中国的资产管理行业由于制度的设计原因,发展是不均衡的。但从另一方面看,资产管理行业创新的潜力和活力释放的空间依然很大。

资产管理行业在过去几年里已经实现了一些颇具价值的金融创新,比如风险定价机制的创新方面就取得了显著的成就,较为典型的便是信托受益权的分层设计,有效地满足了不同风险偏好的投资者的需求,释放了愿意承担长期投资风险的投资者的活力。房地产基金的持续升温也从侧面反映了资产管理行业的创新活力,借助房地产基金,个人投资者可以以更高的收益和更低的风险介入到房地产的建设环节,而且所提供的资金稳定性和期限较传统贷款也有明显提升。

第三,通过扩展服务内容满足投融资双方的多样化多层次需求是资产管理行业长期发展的方向。随着民营经济的发展,越来越多的高净值客户需要资产管理行业的财富管理综合服务。麦肯锡咨询公司预计,到 2015 年,中国可投资资产达到 600 万人民币以上的高净值家庭数量将超过 190 万,实现 2010 年到 2015 年年均 17%的增长。而其可投资资产总额将达近 60 万亿元人民币,实现五年约 22%的年均增长。巨大的财富管理市场需要越来越丰富和综合性的服务。资产管理行业过去的运营模式是以产品为中心,基本上是先有项目或产品,然后再去找适合的投资者。不可否认,由于近十年来中国资本市场的羸弱,高净值人士缺乏适合的投资渠道,而资产管理行业通过提供高风险固定收益的产品赢得了一部分细分市场。随着中国金融深化的推进,越来越多颇具竞争力的金融产品 and 金融子市场将出现,靠一种产品打天下的模式将不可避免地经历更大的经营风险和瞬间失去客户资源的可能。搭建综合财富管理服务平台,不仅可以积累客户资源,而且可以通过提供一站式金融服务来降低内部运营成本,提高服务客户的效率。

(作者为华澳信托产业金融研究所首席顾问)

# 扩大境外流通 推进人民币国际化

唐加文

人民币国际化是指人民币能够跨越国界,在境外流通,成为国际上普遍认可的计价、结算及储备货币的过程。尽管目前人民币境外的流通并不等于人民币已经国际化了,但人民币境外流通的扩大最终必然导致人民币的国际化,使其成为世界货币。

目前加快人民币国际化,需要我们明确方向、创新制度、聚焦力量。

## 构建“人民币货币区”

首先,以“人民币货币区”的建设统领第二阶段的人民币国际化。在人民币国际化第一轮推进中,增加接受人民币的国家数量,无论是贸易项下还是货币互换项下,从而增加人民币的国际接受度,是隐含的战略目标。从 4 年的实践来看,这一目标初步达到。下一阶段应转入“人民币货币区”的构建上来,将广泛的推动变为聚焦式的突破。

从货币演进的内在逻辑来看,货币的国际化在功能上具有贸易结算、金融交易、货币储备的递进关系,在地域上则具有周边化、区域化、国际化的演绎路径。当前人民币国际化在功能拓展上正面临从贸易结算货币向金融交易货币提升的“瓶颈期”,需要以地域的扩展,强化周边化进而实现区域化的手段来推动。构建“人民币货币区”既是突破当前“瓶颈期”的抓手,更是促使人民币在功能上真正成为储备货币,在地域上真正成为国际货币的关键。

“人民币货币区”的内涵包括两个大的方面,一是货币区内离岸中心的金融市场建设,二是货币区内辐射相

当地域的金融服务网络建设,二者需平行推进、相互促进,不可偏废。

其次,以“东西两翼”互补式策略来具体确定“人民币货币区”的方向。众所周知,东盟作为“人民币货币区”的首选方向符合货币国际化的内在规律,毋庸置疑,应该作为我们的战略方向,坚决推进。但是,我们还必须要清醒地看到,人民币国际化是对现有国际金融秩序的挑战和冲击,而东盟地区又是传统的美元货币区,美国不会甘心放弃在这一地区的主导权。

布热津斯基曾发出过“美元的命运就是美国的命运”的感慨,这说明美元的影响力已远远超越了纯经济层面,维持美元的霸权地位,符合美国的国家战略,这也意味着美国有充足的动力遏制其他货币的崛起。目前,美国已经把中国锁定为下一代战略竞争者,美国总统奥巴马明确提出战略重心转移至亚太地区,矛头直指中国。因此,我们在确定“人民币货币区”的方向时,还要多一个备手,除了将东盟作为“东出”的战略方向选择外,还应同时展开“西进”策略,形成两翼并举的格局。

所谓“西进”,是指在中亚及其以西地区同时构建第二个“人民币货币区”,当人民币“东出”受到美国地缘政治干扰时,保有“第二战场”,推动东西两翼互补发展。

在西向上,有俄罗斯、中亚、中东等国家,中国从这些国家进口石油等初级品,并出口工业品,互补性经济特征明显。这一地区的主要国家均是上海合作组织成员国或观察员国,上合组织在加强安全反恐的同时,也启动了区域经济合作。习近平主席近期对中亚和俄罗斯的访问取得巨大成

功,他所倡议的“丝绸之路经济带”受到上合组织的普遍欢迎。尤其是,中亚及西向地区原属于卢布货币区,美国势力对该地区的掌控力量较弱,而俄罗斯又与我国一样具有推动本国货币国际化、构建多元国际货币体系的共识,因此,西向具有较好的构建“人民币货币区”的政治和经济基础。

事实上,在这个方向上,已经有国际货币合作的基础。目前,中国人民银行已经与哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、白俄罗斯、蒙古等国签订了货币互换协议。此外,中国进出口银行、中国工商银行、中国银行等国有大型银行已在俄罗斯、哈萨克斯坦、阿联酋等国家设立了营业机构或代表处。

从一定意义上说,美元之所以长期保持着全球核心货币的地位,与其 70 年代后成为石油等大宗商品的计价货币有很大关联,美元可以称作某种程度上的“石油美元”或“石油本位币”。在中国的西向周边,俄罗斯、中亚、中东地区均是全球主要的石油出口国,而中国则是全球最主要的石油进口国。如果人民币国际化能够向西突破石油国家,与卢布等西向国家的货币一道成为主要的石油计价和结算货币,将会极大地提升人民币的货币地位,构建起人民币国际化的第二战场。

## 债券市场和汇率市场双管齐下

首先,推动香港离岸金融市场的制度创新,包括人民币债券市场和汇率市场的建设。

债券市场方面,建议将内地的人民币债券市场延伸一部分到香港,即在香港市场同时引进来自大陆方面的债券发行和

购买机制,加速香港人民币债券市场的迅速成熟。在债券发行方面,大幅放宽赴港人民币债券的发行额度,简化赴港发人民币债券的审批手续;在债券购买方面,可以参照 QDII 机制创新 RQDII 机制,即设立人民币项下的合格内地投资者制度,鼓励内地金融机构通过 RQDII 机制买卖香港市场的人民币债券,并且同等量设置和提高 RQDII 的额度。此举既不影响国内发债主体的融资需求,又符合现行资本管制政策,同时,随着香港人民币债券市场的迅速扩容,将能带动香港本地和海外发行人民币债券的市场需求,更能为海外人民币拓展投资和流动性渠道,具有一举多赢的功效。

汇率市场方面,允许内地银行间外汇市场的做市银行进入香港市场,通过 RQDII 机制参与香港市场的人民币外汇交易,是可以考虑的政策选项。此举既有利于香港成为离岸人民币汇率主市场的建设,也有利于内地外汇市场的市场机制完善,更为金融机构管理汇率风险开辟了新的渠道,长远看,积极意义明显。

上述两个市场的建设,进出境的均是存量人民币,对国内货币政策的影响较小,同时,这部分人民币均置于 RQDII 机制的管理之下,额度可控,政策的力度收放自如,是短期内不放开资本管制前提下较好的变通方案。

其次,推动东盟和中亚(及以下)地区人民币结算、清算、信贷网络的建设。

构建“人民币货币区”,必然要求区内具有人民币自我循环、自我派生的机制。而结算、清算和信贷网络的建设,是基础性的工作。一方面可以发挥人民银行的作用,建设统一覆盖东西两翼的人民币清算网络;另一方面,需要发挥国有银行的作用,在货币区内有计划地设立分支行网点,建立健全海外人民币的

结算和信贷网络。

再次,充分发挥上海自贸区的独特作用。

中国(上海)自由贸易区的职能之一,是推进金融的改革开放。一般而言,其金融功能有二:一是通过区内利率、汇率、资本管制的机制创新,倒逼国内金融改革;二是构建离岸人民币金融中心,助推人民币国际化。

上海离岸市场的金融职能与香港市场基本相同,但由于城市禀赋的差异,上海在人民币债券市场和汇率市场建设上,很可能更有优势。从中央政府来说,推进香港与上海离岸中心的同步发展,是一种更为可靠的双保险策略,不论哪一个市场最终胜出,对于人民币国际化而言,都是一种历史性的贡献。

## 第二阶段战略规划：“两区、两中心、三网络”

首先,从国家层面,应制定明确的人民币国际化第二阶段的战略规划,将“两区、两中心、三网络”作为战略规划的核心。所谓“两区”是指在东盟和中亚(及以下)两个方向构建“人民币货币区”,以“人民币货币区”建设作为第二阶段人民币国际化的引领;所谓“两中心”是指在香港、上海建设人民币离岸中心,突出债券市场和外汇市场建设;所谓“三网络”是指在东西两翼货币区内建立海外人民币的结算、清算、信贷网络,构建海外人民币的内生性发展机制。

其次,从中央银行层面,应聚焦于第二阶段战略规划的组织实施。一方面进一步在全球范围内推动人民币的受理环境,另一方面,最大限度集中力量于新战略的实施上来。

再次,从国有银行层面,应主动配合

推进第二阶段新战略的实施,将各自国际化的发展战略与人民币国际化的大战略统一起来,尤其突出在东盟和中亚(及以下)地区建立分支机构,加快推进“三网络”的建设,并在人民币离岸金融市场中积极发挥主要做市商的功效。

总之,人民币国际化正面影响主要体现在四个方面:

提升中国国际地位,增强中国对世界经济的影响力。人民币实现国际化后,中国就拥有了一种世界货币的发行和调节权,对全球经济活动的影响和发言权也将随之增加。

减少汇价风险,促进中国国际贸易和投资的发展。同时,也会促进人民币计价的债券等金融市场的发展。

进一步促进中国边境贸易的发展。边境贸易和旅游等实体经济发生的人民币现金的跨境流动,在一定程度上缓解了双边交往中结算手段的不足,推动和扩大了双边经贸往来,加快了边境少数民族地区经济发展。另外,不少周边国家是自然资源丰富、市场供应短缺的国家,与中国情况形成鲜明对照。人民币流出境外,这对于缓解中国自然资源短缺、市场供应过剩有利。

获得国际铸币税收入。实现人民币国际化后最直接、最大的收益就是获得国际铸币税收入。铸币税是指发行者凭借发行货币的特权所获得的纸币发行面额与纸币发行成本之间的差额。

中国拥有数额较大的外汇储备,实际是相当于对外国政府的巨额无偿贷款,同时还要承担通货膨胀税。人民币国际化后,中国不仅可以减少因使用外汇引起的财富流失,还可以获得国际铸币税收入,为中国利用资金开辟一条新的渠道。

(作者系清华大学副教授)