

AFR电子期刊

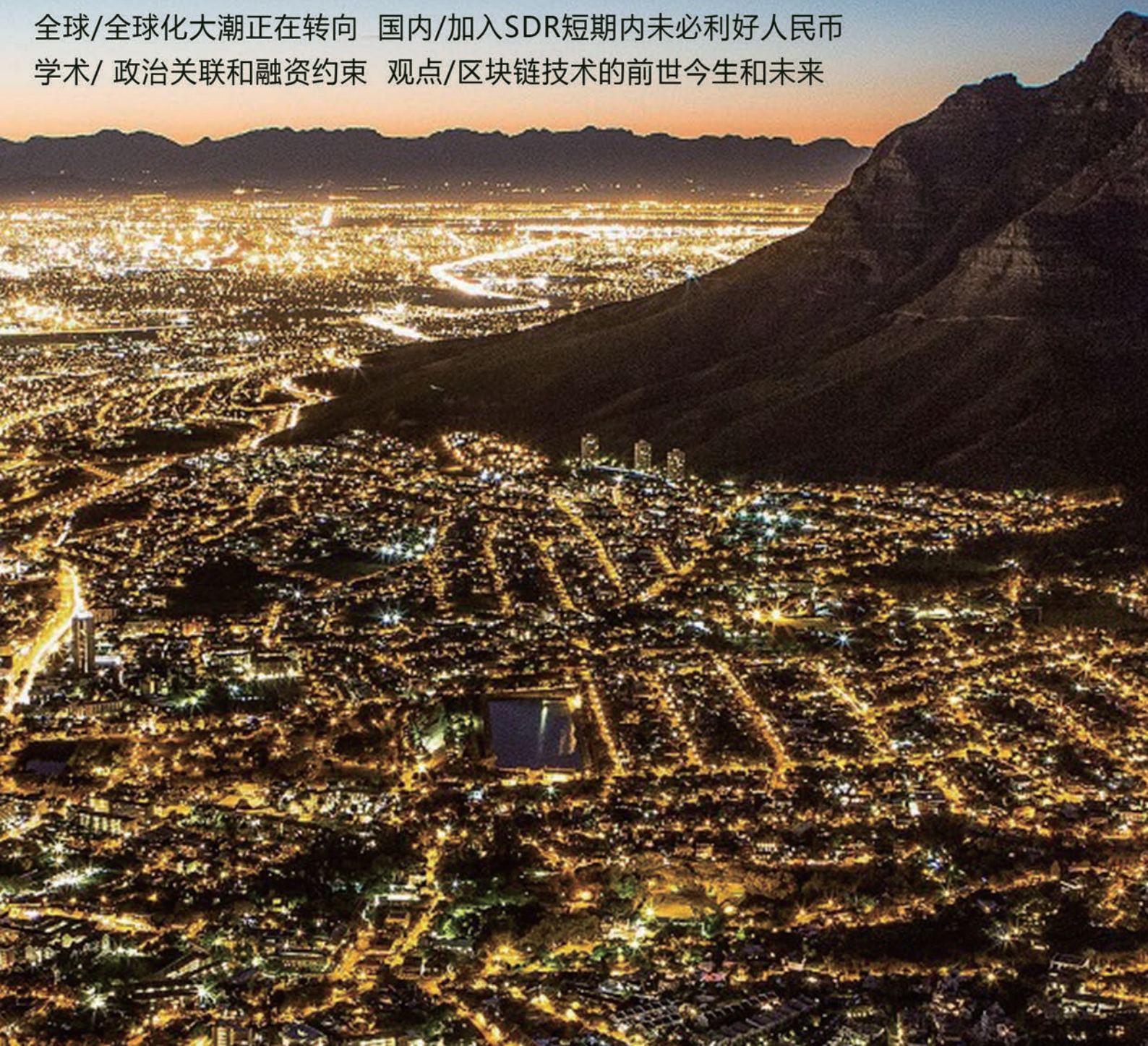
2016.10

第3期/总第3期

浙江大学金融研究院

新思想·新思路·新动态

全球/全球化大潮正在转向 国内/加入SDR短期内未必利好人民币
学术/ 政治关联和融资约束 观点/区块链技术的前世今生和未来





《AFR电子期刊》

2016.10 第3期/总第3期

目录

Publishing\出品
浙江大学金融研究院

General Editor\主编
史晋川

Executive Editor\责任编辑
王义中 常 青

Editor\编辑部
史小娟 胡书欣 洪泽坤

Address\本刊地址
浙江大学经济学院

Contact Information\联系电话
86-571-87953210、15757131846

欢迎广大读者投稿。来稿请至：
zjuafr_ejournal@163.com

03 | AFR季度动态

07 | 新思想

07 攫取之手、援助之手与中国税收超GDP增长/方红生

08 政治关联和融资约束：

信息效应与资源效应/汪淼军 金祥荣

12 | 新思路

12 区块链技术的前世、今生和未来/徐建明

14 从华为站队Hyperledger看国内外区块链布局/姚皓楠

15 基于区块链技术的比特币运行及特征/洪泽坤

17 | 新动态

17 美国亟需加大基础设施投资/金融时报

19 低利率世界不应一切指望央行/金融时报

22 一项不会损害经济增长的碳排放税/华尔街日报

24 该和欧元说再见了/金融时报

26 全球化大潮正在转向/金融时报

29 意大利银行的救星：摩根大通/华尔街日报

31 卷土重来：新兴市场再次受到投资者的欢迎/经济学人

32 负利率并不可怕/金融时报

34 美国商业投资：经济难题/经济学人

36 中国为G20峰会调整政策/华尔街日报

37 加入SDR在短期内未必利好人民币/金融时报

38 中国的财政预算赤字：夸张的事实/经济学人

40 中国地方政府融资平台卷土重来/金融时报

42 G20在贸易投资方面没有交出好成绩/金融时报

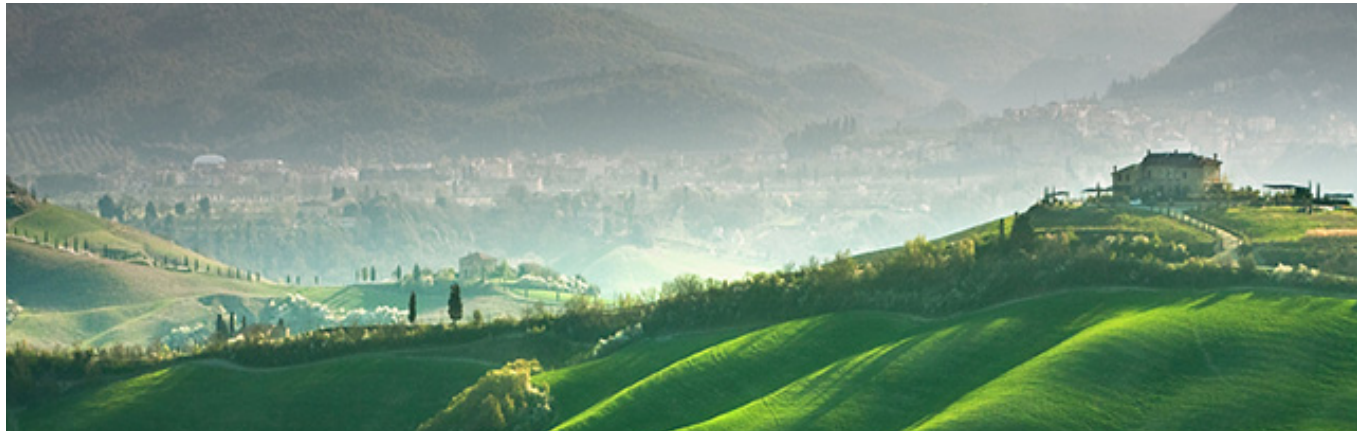
44 中行纽约分行获准担任美国人民币业务清算行/金融时报

45 G20杭州峰会记忆：

中国又一次让世界眼前一亮/人民网

48 中信银行杭州分行推互联网金融

“智能清结算”业务/新浪浙江财经



卷首语

“浙江大学金融研究院”（Academy of Financial Research, Zhejiang University 简称：AFR-ZJU）和“浙江省金融研究院”（Academy of Financial Research, Zhejiang Province 简称：AFR-ZJP）是以“省校共建为基础、政产学研结合”模式组建的新型科研平台。浙江大学金融研究院联手浙江省金融研究院创立本刊，旨在聚焦国际学术前沿，追踪最新金融理论进展。从总体版面看，本刊分新思想、新思路、新动态三大块；每期围绕金融领域出现的新问题展开，涵盖与理事单位相关的所有金融领域。

“新思想”主要是研究员正在撰写或者已经完成学术论文的核心内容介绍，重在介绍文章的思想性以及对现实的启发意义；由 AFR 博士研究生对最新出现在国内外金融学权威期刊的学术论文进行总结分析，提炼文章的核心思想和现实启发意义。

“新思路”主要是研究员或者研究生针对现实领域出现的问题给予评论；请金融界人士撰写与实务相关的内容；通过现实调研（以理事单位为主）而形成的在现实领域出现的新情况；通过网络搜索而形成的在现实领域出现的新情况。

“新动态”整理了近期全球金融动态及大事件，站在更广阔的角度上观察经济运行，立足中国金融发展现实，探求区域金融发展规律。

《AFR 电子期刊》（第一期）已于 4 月顺利创刊发行。我们希望能以知识传播、服务理事单位和回报社会为主旨，充分发挥 AFR 在金融理论与知识向社会传播的作用；并作为服务理事单位的一项内容，能够为理事单位在金融领域提供新的思想、新思路和新理念。



· 承办首届紫金峰会



2016年7月9日，由浙江大学主办、浙江大学金融研究院与经济学院、工程师学院互联网金融分院（筹）共同承办的首届“新金融规范、创新与发展”紫金峰会在浙江大学紫金港校区召开。浙江大学副校长任少波、经济学院院长黄先海及国内外代表性新金融专家学者、省

省内外金融企业与学校的负责人及代表等400余人参加了会议。在主题演讲环节，中国人民银行货币政策委员会委员黄益平、中国银行协会首席经济学家巴曙松、发展中国家科学院院士兼中科院虚拟经济与数据科学中心主任石勇分别发表主题演讲。在峰会上，浙江大学工程师学院（筹）互联网金融分院正式揭牌成立，AFR学术委员会主任、浙江大学工程师学院互联网金融分院院长金雪军就“互联网金融人才创新培养”发表演讲，该学院未来将打造互联网金融专门的学科教育和人才培养计划。在AFR研究员杨晓兰副教授主持的专家演讲环节，AFR常务理事、浙江网商银行行长俞胜法就“变革中的商业与消费金融”发表了看法。■

· 承办2016浙江·台湾合作周（杭州）之黄公望产业基金峰会

2016年9月25-26日，作为2016浙江·台湾合作周（杭州）系列活动之一的“黄公望产业基金峰会”在浙江富阳成功举办，本次峰会由省金融办指导，杭州市人民政府主办，省金促会联合浙大金融研究院、富阳区人民政府共同承办。国务院发展研究中心研究所副所长李佐军，省台办主任庄跃成，AFR常务理事、工



行省分行行长沈荣勤，省金融办新金融业务处处长钱斌达，市台办有关负责人，富阳区委副书记、区长黄海峰和副区长杨俊等领导，台湾力仁教育基金会董事长李庸三、台湾中华经济研究院院长吴中书等台湾金融界专家学者，以及私募股权投资机构负责人近200人参加会议。AFR常务理事、工行浙江省分行行长沈荣勤围绕“产业基金概念界定及发展前景”做主旨演讲。分论坛分为“资本市场开放与浙台合作”、“风险投资、创新和产业发展”、“并购市场发展和产业整合”三个专题，AFR研究员、省金促会秘书长汪炜教授，AFR兼职教授、台湾淡江大学林苍祥教授分别担任分论坛一、二的主持人。会议期间，浙大金融研究院院长史晋川会见了台湾力仁教育基金会董事长李庸三、台湾中华经济研究院院长吴中书等一行嘉宾。■

· AFR 特聘高级研究员 2016 年会圆满召开



2016年7月12日，AFR特聘高级研究员2016年会暨第二届AFR特聘高级研究员聘任大会在浙大玉泉校区圆满召开。AFR常务副理事长陈国平主持会议，AFR理事长金德水、副理事长兼院长史晋川、副院长杨柳勇、学术委员会主任金雪军、AFR研究员汪炜、院长助理章华以及特聘高级研究员等50余人参加了本次会议。史晋川院长汇报了金融研究院第一届工作情况及2016年工作计划。

陈国平常务副理事长介绍了2016年初AFR理事会换届情况和第一届特聘高级研究员工作情况。大会通过了聘任蔡惠明等33人为浙江大学金融研究院第二届特聘高级研究员的决定，并举行了聘任仪式，第二届理事会理事长金德水为特聘高级研究员颁发聘书。金德水理事长代表理事会和浙江大学对受聘为AFR第二届特聘高级研究员表示祝贺与感谢。他指出，研究院要从开放式角度不断加强队伍建设，汇聚更多金融领域的名师大家，进一步加强各项工作，出更多更高水平的研究成果，服务国家和浙江金融发展。他要求，研究院要在学习国外先进理念经验的同时发扬创新精神，提出更多符合中国国情的实用性研究成果和建议，希望各位特聘高级研究员多出高水平的调研报告和论文，发挥“智库”作用，为国家和地方经济的发展出谋划策，浙江大学也将全力支持金融研究院的工作，与各位同仁一起努力使AFR未来的发展更上一个台阶。会议中，AFR研究员汪炜教授介绍了省政府重点课题“钱塘江金融港湾发展规划”，使大家全面了解浙江金融产业新的发展思路和规划安排，以便特聘高级研究员结合实际提出政策建议。■

· AFR 研究团队学术交流与调研活动

(一) 赴我省金融特色小镇调研。2016 年 7 月 6-7 日, AFR 研究员杨晓兰、朱燕建、张小茜等与浙江大学经济学院金融系师生共同赴我省金融特色小镇进行调研。调研团队一行先后调研了西湖区云栖小镇、玉皇山南基金小镇和余杭梦想小镇, 并参观了数梦工场等优秀的行业代表性企业。



(二) 赴贵州大学开展学术交流。2016 年 9 月 4-7 日, AFR 院长史晋川教授率 AFR 研究团队一行赴贵州大学进行学术交流和金融调研。贵州大学校长郑强教授, 经济学院院长王秀峰教授、副院长马红梅教授等接待了 AFR 调研团队一行。在学术交流会上, AFR 副院长杨柳勇教授主持会议, AFR 研究员黄英教授、方红生教授、杨晓兰副教授、王义中副教授、张小茜副教授、骆兴国副教授、洪鑫副教授、邬介然助理教授分别作了学术报告, 并与贵州大学师生围绕报告进行了专题讨论和交流。此次交流将促使双方在学术研究上的进一步发展, 为今后的进一步交流奠定了良好的基础。■

· 召开首次 AFR 理事单位联系人联席会议

(一) AFR 兼职教授、台湾淡江大学林苍祥教授来杭助力两岸金融交流。为了促进政府、学术界、资本市场三方融合, 推动浙台资本市场合作与交流, 探讨资本开放时代的风险和机遇, 支持产业发展和结构转型, 2016 年 7 月 13 日, AFR 兼职教授、台湾淡江大学财务金融系教授、博导、两岸金融研究中心主任林苍祥应邀来杭, 就共同筹备“浙台活动周”事宜进行沟通会谈。AFR 研究员汪炜、办公室主任常青等参与会谈。

(二) 台湾中信金融管理学院施光训校长来院交流访问。2016 年 7 月 31 日, 台湾中信金融管理学院校长施光训教授、美国西佛罗里达大学卫军教授一行赴 AFR 交流访问。AFR 副院长兼经济学院副院长杨柳勇教授、浙江大学经济学院金祥荣教授接待了施光训校长一行。双方就学院间的沟通和交流、师生互访、招生工作进行了交谈, 并就两岸高校在经济金融的共同发展方向进行了探讨。■

· 专家学者来访 AFR 开展讲座

(一) AFR 兼职教授高俊博士来院做专题讲座。

2016 年 9 月 20 日, AFR 兼职教授、普林斯顿大学高俊博士来研究院做“金融资产评估及应用”专题讲座。AFR 副院长杨柳勇教授主持。高俊博士深入讲解了“贴现法中的价格和收益率”、“最重要的投资决策指标”、“私募股权估值”、“汇率定价机制”、“金融投资风险”等金融知识,为经济金融类专家、学者及浙大师生提供了良好的交流与学习的机会。

(二) 举行浙江大学经济金融大讲堂系列五:田利辉教授报告会。

2016 年 9 月 26 日,教育部“利率市场化和金融风险”重大课题首席专家、南开大学金融学教授(百青学科带头人)、金融发展研究院负责人田利辉教授来院做主题为“两权分离、利益侵占和简政放权”的报告。AFR 院长史晋川教授主持会议,省银监局、省工商银行等 AFR 理事单位代表,AFR 研究员杨晓兰、张小茜、骆兴国、洪鑫等参加了报告会。

(三) 美国德州农工大学及西南财经大学甘犁教授来访洽谈合作。

2016 年 9 月 20-21 日,AFR 院长史晋川教授接待了美国德州农工大学及西南财经大学甘犁教授,共同探讨合作建设中国家庭数据库事宜,AFR 副院长杨柳勇教授、学术委员会主任金雪军教授参加会谈。■





攫取之手、援助之手与中国税收超 GDP 增长

方红生

20 世纪 80 年代中期以来，中国税收占 GDP 比重的时间变动表现为一条 U 型曲线（见图 1）更有趣的是，该比重由降转升的转折点恰好是在中国分税制改革后的第二年。无疑，分税制改革为理解中国税收超 GDP 增长现象提供了一条非常有价值的线索。目前，围绕这条线索进行研究的学者大体可分成四派：第一派强调税收征管效率的提升对

于中国税收超 GDP 增长的重要作用（贾康等，2002；高培勇，2006；周黎安等，2011）；第二派强调稳定性的分权契约关系对于税收征管效率的正向激励（崔兴芳等，2006；吕冰洋、郭庆旺，2011）；第三派强调中央征收集权程度的提高是导致税收征管效率提高，进而是税收超 GDP 增长的根源（王剑锋，2008）；第四派则强调不是稳定的分权

契约关系，而是以动态变化的税收集权为特征的分税制改革对于税收征管效率和发展高税行业的正向激励效应（即新税收集权假说）（曹广忠等，2007；陶然等，2009；汤玉刚和苑程浩，2010；Su et al. 2012；张军，2012；Zhang, 2012）。由此，我们不难看出，后三派都在试图将第一派所提出的税收征管效率内生，只是侧重点不同。具体而言，第四派侧重分税制改革所要实现的税收集权的目标，而第二和第三派则侧重实现税收集权之目标而采取的两种手段。在我们看来，如果分税制改革不是以税收集权为目标，很难理解原有手段会诱发出税收征管效率的强激励效果。因此，从这个意义上讲，我们更偏向于第四派的研究视角。不仅如此，第四派的优势还在于发现了税收集权影响税收超 GDP 增长的另一个渠道，即激励地方政府为提高财政收入而大力发展高税行业，而第二和第三派则将这些产业看成是经济发展阶段自然演进的结果。

然而，第四派也存在一定不足。众

所周知，分税制改革本质上只是税收集权的改革，并没有对事权在央地之间做出有效调整。因此，分税制改革导致的结果就是央地之间的纵向收支的不平衡（Huang & Chen, 2012）。为了尽量缓解这种不平衡，中央将税收集权所筹集到的大量资金以转移支付的形式在地区之间进行再分配（李永友、沈玉平，2009）。换言之，分税制改革后，中央政府实质上是以攫取和援助两只手来试图实现对整个中国经济的宏观控制以保障经济的持续增长。如果说中央政府的攫取之手导致地方政府巨大的增收或增长压力的话，那么中央政府所伸出的援助之手无疑会缓解其攫取之手给地方政府所造成的压力。这意味着，中央政府的攫取之手对中国税收超 GDP 增长的正向激励效应将受到其援助之手的抑制（即假说 1）。因此，不将援助之手纳入到中国税收超 GDP 增长的分析逻辑之中，是很难对攫取之手整体激励效果做出恰当评估的。

除抑制攫取之手的间接效应外，中央



政府的援助之手对于税收超 GDP 增长还具有正的直接效应（即假说 3）。一方而，我们认为，当追求财政收入最大化的地方政府而对不规范的转移支付制度时，都会选择一个偏向于基本建设的财政支出结构。另一方而，与攫取之手一样，中央政府的援助之手也可以通过提高税收征管效率来增加税收占 GDP 的比重。换言之，中央政府的援助之手是通过促进高税行业的发展和提高税收征管效率两个渠道来增加税收占 GDP 比重的。

此外，本文还按税收净流出和净流入地区拓展了以上两个假说。我们预期，相比于税收净流出地区，中央政府的攫取之手对税收占 GDP 比重的正边际效应在税收净流入地区更大，且会随其援助之手而显著减弱（即假说 2），而相比于税收净流出地区，中央政府的援助之手对税收占 GDP 比重的正效应在税收净流入地区更显著，且会随其攫取之手而显著减弱（即假说 4）。

本文利用中国 1995-2007 年 27 个省份的平衡面板数据和系统 CMM 方法证实了以上四个假说。首先基于整个样本，我们发现，攫取之手和援助之手存在显著正的直接效应和负的间接交互效应，这与假说 1 和 3 一致。其次，基于分样本，我们发现如下三点支持假说 2 和 4 的证据。（1）攫取与援助之手存在明显的彼此抑制现象只发生在税收净流入地区。

（2）援助之手的显著正效应也只发生在税收净流入地区。（3）攫取之手的正边际效应在税收净流入地区更大。再次，我们用 Acemoglu et al.（2003）的方法考察了假说背后的两个渠道的相对重要性。我们发现，对于税收净流出的地区，攫取之手主要通过提高税收征管效率而不是高税产业的发展来提高税收占

GDP 比重，而对于税收净流入的地区，中央政府的攫取和援助之手主要通过激励地方政府大力发展高税行业而非提高税收征管效率来提高税收占 GDP 比重。

与既有研究相比，本文的贡献有以下几点。第一，首次基于新税收集权假说和粘蝇纸假说提出了以攫取之手和援助之手为双内核的理论框架来解释中国税收超 GDP 增长现象，并通过考虑税收净流出地区的异质性设计了四个研究假说，从而发展了这些假说及其早期的税收集权假说（Brennan & Buchanan, 1980; Oates, 1985）。第二，构造了名义和真实攫取之手与援助之手的省级平衡面板数据，并界定了税收净流出地区来检验四个假说。第三，构造了被解释变量为税收占 GDP 比重的动态面板计量模型并使用系统 CMM 估计方法来考察中国税收超 GDP 增长，而既有的三篇代表性经验文献（曹广忠等，2007；王剑锋，2008；周黎安等，2011）构造的都是被解释变量为非税收占 GDP 比重的静态面板模型。①考虑到中国的地方政府行为存在典型的增量预算特征（付文林、沈坤荣，2012），我们认为选择一个动态模型相对好些。②第四，使用 Acemoglu et al.（2003）的方法考察了假说背后两个渠道的相对重要性。据我们所知，曹广忠等（2007）虽从经验上考察了高税行业发展和税收征管效率的相对重要性，但他们并没有使用一个正式的实证框架。本文在这方而是对他们的改进。第五，发现了两只手的匹配区间，这对于进一步改善两只手的治理模式具有重要参考价值。■

（作者系浙江大学金融研究院研究员，本文发表在《经济研究》2013 年第 3 期）

政治关联和融资约束：信息效应与资源效应

汪淼军 金祥荣

经济转型 30 多年来，民营经济逐步发展成为支撑我国经济持续快速增长的重要力量。民营经济创造的国内生产总值已占 GDP 的 60% 左右，吸纳的就业人数占全国城镇就业的 70% 以上（张平，2009）缴纳的税收约占全部税收的 80%（刘迎秋和刘霞辉，2008）。尽管民营经济成就如此巨大，但是民营企业的成长依然面临诸多瓶颈和制约，其中以融资约束问题最为突出（罗党论和甄丽明，2008）。外部融资是影响企业发展的重要因素（Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1998; Rajan & Zingales, 1998），而我国民营企业却长期遭遇融资困境，对企业发展相当不利（林毅夫和李永军，2001）。世界

银行投资环境调查显示，75% 的中国民营企业把融资约束视为企业发展的主要障碍（Claessens & Tzioumis, 2006）。

伴随民营经济蓬勃发展的同时，一个非常有意思的现象是，民营企业家的参政议政积极性急剧提高。越来越多的民营企业家主动参政议政，并且取得了一定的政治地位（陈钊等，2008）；尚未参政的民营企业家也有很高的“争当人大代表、政协委员”以及“与党政领导人经常联系”的意愿（冯天丽和井润田，2009）。最近，学界开始关注民营企业踊跃参政议政的动因，不少学者从融资约束角度理解民营企业家建立政治关联的积极性。来自美国（Houston et al., 2011）、马来西亚（Johnson &



Mitton, 2003)、巴基斯坦(Khwaja & Mian, 2005)、泰国(Charumilind et al., 2006)、巴西(Claessens et al., 2008)以及跨国研究(Faccio 2007; Boubakri et al., 2009)的经验证据都表明,政治关联显著提高了企业的信贷获得能力,具体表现为贷款金额增大、贷款成本降低和债务期限延长。除了银行信贷方面的融资优惠,政治关联还能显著降低企业的股权融资资本(Boubakri et al. 2010)。

胡旭阳(2006)以浙江省2004年百强民营企业为研究对象,发现企业家的政治身份有助于企业进入金融行业,提高资本获得能力。白重恩等(2005)利用全国工商联调查数据所做的研究表明,政治关联有助于民营企业获得银行贷款。余明桂和潘红波(2008)以民营上市公司为样本的研究显示,建立了政治关联的企业更容易获得银行信贷,从而有更高的负债率。Fan et al. (2008)以23例省部级官员腐败案件作为自然实验,也发现政治关联能够帮助企业获得更多的银行贷款,尤其是长期贷款。罗党论和甄丽明(2008)以投资一现金流敏感度作为融资约束的衡量指标,发现了政治关联帮助企业缓解融资约束的直接证据。他们的研究表明,有政治关联的民营上市公司,投资对内部现金流的依赖程度较小,融资约束较轻。

国内外经验研究都发现政治关联有助于缓解企业融资约束,但至于政治关联究竟通过何种微观机制起作用,现有研究大多语焉不详,仅笼统地把融资约束的缓解视为由政治关联带来的“政治租金”(Khwaja & Mian, 2005)。胡旭阳(2006)以及罗党论和甄丽明(2008)等认为,政治关联之所以能够帮助民营

企业缓解融资约束,一个可能的原因是政治关联具有信号传递的功能:有政治关联的企业更有可能是那些绩效较好的优质企业。不过遗憾的是,上述研究都没有为此提供直接的经验证据,也没有验证政治关联缓解融资约束的具体作用机制。而只有厘清了机制,才能采取对症的政策措施切实破解民营企业的融资难问题,这就是本研究的核心所在。

本文通过全面考察企业政治关联、信息不对称与民营企业融资约束之间的关系,探讨政治关联影响企业外部融资的微观机制。首先,我们利用证券市场微观结构数据构造反映资金供求双方信息不对称程度的指标,对政治关联与信息不对称之间的关系加以直接检验,发现政治关联起到了信号发送功能,有助于缓解信息不对称;其次,基于Almeida et al. (2004)提出的现金一现金流敏感度融资约束识别策略,检验政治关联缓解民营企业融资约束的微观作用机制。在控制信息效应的基础上,研究发现政治关联缓解融资约束还存在资源效应,且资源效应占主导地位。本文的发现表明,要解决民营企业融资难问题,构建公平的市场环境,消解政策性歧视,给予所有企业同等的资源获取机会,比缓解信息不对称更为关键和紧迫。

本文其余部分安排如下:第二部分结合文献讨论政治关联缓解融资约束的作用机制;第三部分描述本文使用的数据并定义相关的变量;第四部分是实证分析,首先检验政治关联是否有助于缓解信息不对称,其次检验政治关联是否有助于缓解融资约束并检验其作用机制;第五部分是稳健性检验;最后是结论。■

(作者系浙江大学金融研究院研究员,本文发表在《经济研究》2012年第9期)



区块链
Blockchain

区块链技术的前世、今生和未来

徐建明

区块链，英文 Block chain，是指由各个包含固定时间段内信息的块连接而成的信息链条，实质是个由时间前后链接而成的信息数据库。

区块链技术是伴随比特币的产生而出现的。区块链技术最早由比特币开发者兼

创始人日裔美国人中本聪在《比特币：一种点对点的电子现金系统》中首次提出。区块链技术最重要的表现在于可以依据网络协议、硬件设备而不依靠第三方信用平台（如支付宝、银行等）的方式实现人与人、点对点的安全交易，具有信息共享（去

中心)、安全可靠(可信任)、保护隐私(匿名性)的特质。利用区块链技术可以记录一只 IPHONE 7 手机的产地、序列号、物流过程、经销商、消费者、转让者、交易金额等时间空间人物三维信息,形成有关这只 IPHONE 7 的信息链,给交易带来极大便利。

根据区块链技术的特质,研究者通常将区块链技术的应用分为三个层次。第一层次:区域链技术应用于数字货币(如比特币、瑞波币等);第二个层次:区块链技术应用用于交易所、保险、基金、股权交易等金融领域的其它方面;第三层次:区块链技术应用用于政府管理、物联网、各种交易等更广泛领域。

目前,区块链技术仍处于初级发展阶段,处于研究和有限使用阶段。许多国家和机构已经开展了对区块链技术的研发和小范围的试用。美国、法国、德国等开始了对区块链的相关立法,英国政府于 2016 年 1 月发布了研究报告,中国也成立了区块链技术的研究机构,加快基于区块链技术的数字货币研究。区块链技术目前主

要使用在比特币、莱特币、瑞波币、以太坊等数字货币中,在其它金融领域的尝试主要有:2015 年,美国银行、德意志银行、汇丰银行、三菱 UFJ 金融集团等 22 家银行参与 R3CEV 的区块链技术项目;美国证券交易委员会批准了在线零售商 Overstock.com 通过区块链技术技术在互联网上发行股票;纳斯达克首次在个股交易上运用区块链技术。

区块链技术作为一种安全可靠的数据链有着广泛的应用发展前景。具有去中心化、去中介化、安全可靠特质的区块链技术是吸引向往自由、民主、公平、透明的人类发展进步的改革“利器”,这是区块链技术不断发展的主要原因。未来,区块链技术或许如蒸汽技术革命、电气技术革命、信息技术革命一样,掀起第四次技术革命,彻底改变人类的交易、管理、生活模式,人们基于区块链技术摆脱银行、交易所乃至国家等第三方的限制和控制能力也越来越强,全球化联系也将越来越广泛和紧密。■



从华为“站队”Hyperledger 看国内外区块链布局

姚皓楠

近日，由 Linux 基金会领导的区块链超级账本项目（Hyperledger）宣布迎来 10 名新成员，其中包括华为和诺基亚。此前在今年五月，中国区块链初创公司 Onchain 宣布已正式加入 Hyperledger 项目，成为该项目第一个来自中国的区块链技术公司；九月，万达旗下的飞凡科技则作为第一个来自中国的核心成员加入了该项目。此次华为作为首个公开支持区块链技术的大型智能手机供应商，它的“站队”又进一步表露出了中国企业对区块链技术特别是超级账本项目的重视。

2009 年，因比特币的惊鸿初现而进入人们视野的区块链技术，在经历了七年的发酵，脱去比特币的外壳后，已经成为人们愈加关注，甚至评价其能带来与互联网同等级的技术革命。在觉察到这项技术的无限潜力之后，不少机构自发组织成联盟共同研究发展，而其中最令人瞩目的便是 Hyperledger——超级账本项目。

超级账本是 Linux 基金会于 2015 年发起的推进区块链数字技术和交易验证的开源项目，截至落笔，它的成员已经包括 R3、荷兰银行、埃森哲、IBM、华为等 95 个成员，成为全球首屈一指的区块链联盟。这个联盟已经逐步向世界展示其影响力：作为项目参与成员之一的 R3 联盟已经设计出一款名为 Corda 软件，并将会在今年 11 月 30 号将其代码贡献给超级账本项目，R3 期望将自己的区块链解决方案打造成全球银行的运作标准，一旦这份平台代码成

功开源，毫无疑问将会给全球的银行业带来爆炸性的影响。

正所谓大树底下好乘凉，在区块链技术异军突起的今天，国内以平安、万达和華為为首的众多企业纷纷向 R3 联盟和超级账本大平台靠拢，企图跟上变革的速度。

事实上，中国的 BAT 三巨头也早已开始布局区块链：

腾讯：2005 年 9 月，腾讯以财付通为入口进军互联网金融。时至今日，腾讯在互联网金融领域已经布局了支付、贷款、理财等九大业务板块。2016 年 5 月 31 日，腾讯作为发起单位之一，与京东、华为等一起成立了金融区块链联盟（深圳），简称“金链盟”，宣告自己在区块链研究领域占有一席之地。

阿里：今年的云栖大会上海峰会上，阿里巴巴内部人员透露该公司可能会提供基于区块链技术的云服务平台。除此之外，阿里旗下的蚂蚁金服也在“互联网公益”分论坛上表示区块链技术即将上线。

百度：区块链革命战火愈演愈烈，作为 BAT 三巨头之一的百度自然不甘示弱。应该说百度金融的布局一向具有前瞻性，由其战略投资美国 Circle 公司可见一斑。受到包括 IDG、中金、万向等行业巨头青睐的 Circle 是一家基于区块链技术做支付的公司，该公司提供的面向未来金融形态的支付应用或将给金融界带来革命性改变。百度能否成功借鸡生蛋，能否利用区块链技术拓展自己在金融领域的布局，只有时间能够说明。

近期，中国政府发布了《中国区块链技术和应用发展白皮书》，将区块链技术摆到了一个显著的高度，并特别指出金融是该项技术的第一个应用领域。为达到当下我国金融机构向数字化转型战略目标，区块链技术

及 P2P 等去中介化新兴模式显得尤为重要。10 月 9 日，区块链金融发展联盟在上海陆家嘴成立，这意味着中国政府也已经正式加入到区块链金融的角逐之中。相信区块链技术在我国的步伐必将越走越快！■

基于区块链技术的比特币运行及特征

洪泽坤

1945 年，奥地利经济学派经济学家哈耶克在他的大作《货币的非国家化》中，创造性的提出了非主权货币世界的愿景：取消法定货币制度，政府不被允许印钞，通过私人印制、发行货币，让货币自由竞争，就会产生最完美的货币。这在信息技术欠发达的时代无异于痴人说梦。但是，时间到了 2008 年，一名有着日本名字“中本聪”的人，使用区块链技术，给哈耶克的愿望点燃的希望之灯，一种被称为“比特币”的电子货币被设计了出来。比特币从此登上了历史舞台。2009 年 1 月，世界上第一个比特币被挖出；2010 年 5 月，第一笔使用比特币的公允交易在美国完成。

一、比特币的运作原理

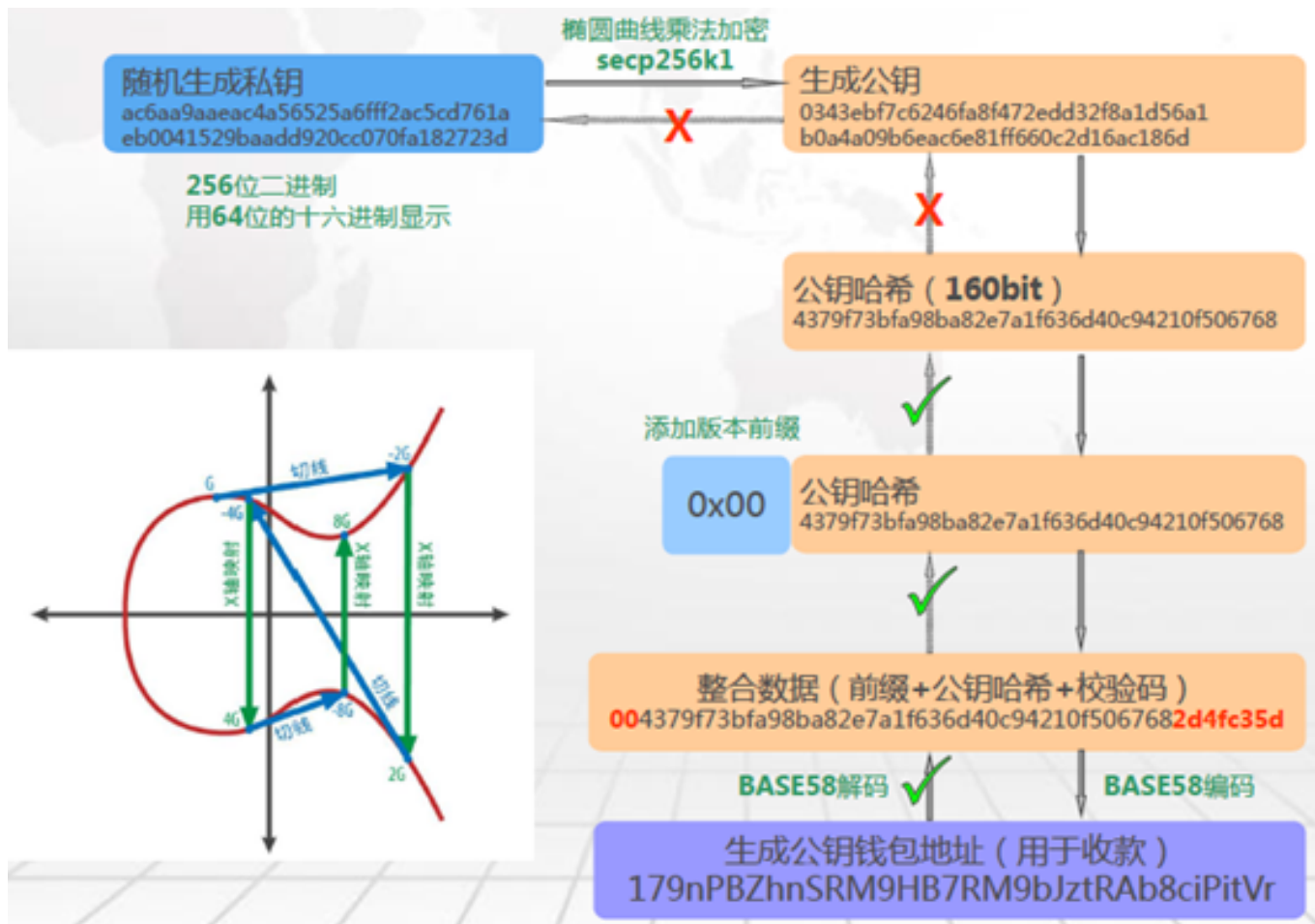
有一对希望用比特币来进行交易的买家和卖家，电脑中都拥有一个比特币钱包，可以用它来访问多个比特币地址。一个地址是由一串十六进制的字母和数字组成的字符串，每个地址都有着比特币数量余额。卖家为了收款，创造了一个新的地址。这个地址如何创造？卖家先自行创造一个私钥，这个私钥经过一系列如椭圆曲线算法

加密、哈希、BASE 编码等等数学算法，生成一个对应的、独一无二的公钥，这个公钥便是卖家新创造的地址。卖家将地址告诉买家。此时，买家也输入私钥，申请由自己的地址向卖家的地址转比特币。

在一段时间内，同时有很多对买家和卖家在进行交易。矿工将所有的交易信息打包成一个区块，连接在之前的区块后面，形成“区块链”。区块链由无数个区块组成，记录着从比特币诞生以来的所有交易，被称为比特币的总账本，它是按时间顺序累计的。

二、基于区块链技术的比特币的特征

去中心化：现实生活中发行货币需要中央银行的存在。而比特币网络是由无数平等的服务器组成的网络，发行比特币无需这样一个中央银行的存在。开放性：比特币可以在任意一台接入互联网的电脑上管理。不管身处何方，任何人都可以挖掘、购买、出售或收取比特币。匿名性：当发生一笔交易时，只有公钥地址会向全网发送，但对应的用户是隐藏的。信息不可篡改：比特币的区块链为记录比特币交易记录的公共账本，这个账本里面记录着自比特币诞生



以来的所有比特币转账交易。存放在互联网的各个比特币节点上，每个节点都有一份完整的备份。一旦信息经过验证并添加至区块链，就会永久的存储起来，除非能够同时控制住系统中超过 51% 的节点，否则单个节点上对数据库的修改是无效的。

三、比特币的货币属性界定探析

货币被认为具有五种职能，即流通手段、价值尺度、支付手段、贮藏手段和世界货币。

首先，作为流通和支付手段，比特币的范围过于狭隘。比特在虚拟环境中作为一种虚拟商品或服务的单位和交换媒介，已经在某种程度上成为虚拟环境中用户所认可的一种“货币”。但在现实中，比特币的主要流通范围集中在互联网上，作为线下贸易支付工具的并不多见。其次，比特币如今无法成为一种稳定的价值尺度。比特币的价格较一般法币的价值相比变化

极大，这不利于买卖双方对于货物的价格进行计算和控制。比特币若要成为贮藏手段也有许多障碍，其所依存的信息储存媒介却可能遭到黑客的破坏从而盗取信息。也需提防由于价格的波动或者不确定的政治风向而导致的隐形盗取。

综上所述，比特币仅仅在一定的区域内实现货币的功能，而在区域外则更多地表现为商品的属性。如今，比特币是同时具有货币和商品属性的一种“货币”，这种双重属性也给市场和监管带来了极大的不便和挑战。

有人将比特币称为互联网时代伟大的发明，有些人则认为其不过是时代泡沫中的一个。作为一种前景未知的新生事物，或许它最终将被证明是一次充斥着理想主义的失败实验。但或许在不久的将来，这个货币模式还将会被其他互联网货币的发明者使用，甚至成为未来货币体系的关键所在。■



World-wide 全球资讯

.....

美国亟需加大基础设施投资

金融时报 2016.09.21

萨默斯：不管大选结果如何，美国总统和美国国会应该在 2017 年春季出台一项大规模的基础设施投资计划。

目前存在一个共识，美国应大举扩大基础设施投资。各种意识形态的经济学家和政治人士都承认，这可以在短期内不构成宽松

货币政策风险的情况下，创造高质量的就业并提供经济刺激。他们还认为，此类投资可以扩大美国经济的中期产能，并缓解我们传给下一代的巨大维修负担。

长期以来，基础设施投资的理由一直充分，但年复一年，这种理由变得越来越充分，因为政府借款成本下滑，同时持续的忽视提高了增量支出增加的回报率。随着情况变得更加明朗：经济增长不会靠自己重返金融危机前的水平，采取政策行动的紧迫性加大了。就像切尔诺贝利核电站的基础设施失效突显苏联在最后几年的衰败一样，垮塌的桥梁、儿童智商因自来水含铅而下降，以及至今尚未采用全球定位系统 (GPS) 的空中交通管制系统，引发了有关美国未来的深远问题。

现在的问题不是美国是否应该加大对基础设施的投资，而是应该采取什么样的政策框架。这里有 5 个关键问题。

我们需要再投资多少？在可预见的将来，美国不会出现基础设施投资过度的风险。10 年期间增加相当于国内生产总值 (GDP) 1% 的投资，总额将达到 2.2 万亿美元，那将足以采取重大举措，一方面赶上延后的维修，另一方面上马新项目。

最优先的任务是什么？在维修延后的领域，投资回报可能最快、最高也最安全。维修支出不需要广泛规划或监管批准，因此可以快速到位。自然，维修往往发生在基础设施利用率最高的地方。

投资应如何融资？一个颇具说服力的主张是，基础设施投资会通过扩张经济和提高税基，为自己“买单”。麦肯锡全球研究所 (McKinsey Global Institute) 估计，此类投资的回报率为 20%。如果回报率仅为 6%，而政府税率大致为 GDP 的 25%，那么其赚得的投资收益为 1.5%。这远远超过了 30 年期

的实际借款成本。新基础设施投资采用债务融资完全是合理的。如果人们渴望创造收入为基础设施投资项目融资，那么最好的方法涉及用户收费。因此，提高起降费可以帮助为机场融资；根据行驶里程收取公路通行费或税费可以帮助道路修缮。

私营部门呢？一些基础设施优先项目，例如用可再生能源取代燃煤电厂、扩大宽带网络或者修建管道显然是私营部门的责任。简化监管决策并减少不确定性的政策框架，能够刺激对这些行业的投资。在此前一直是公共部门专属的基础设施领域，如机场和道路，尝试利用私营部门资金是合理的。但是，政府借款成本远远低于私营部门基础设施投资者要求的回报，这一现实值得警惕。如果为了避免赤字而向私营资金运营商发放巨额补贴，那将是不幸的。只有在私营部门在建设和运营基础设施方面的表现很可能优于公共部门时，私有化才有说服力。

我们如何能确保投资高效率实施？人们有正当的理由对此表示怀疑，而这个问题确实没有灵丹妙药。奥巴马政府在财政刺激中实行的那种透明度应成为常态。另外，支持加大基础设施投资的进步人士，应该与保守的怀疑派达成妥协，并在支出增加的背景下，接受监管流程简化以及项目应接受成本 - 收益分析的要求。基础设施采购的目标应该是将成本降至最低。

我们允许我国基础设施老化的每一年，都会加重我们这代人留给下一代人的负担。我们不可能永远以接近零的利率长期借款。不管大选结果如何，美国总统和美国国会应在 2017 年春季出台一项大规模基础设施投资计划。 ■

本文作者是哈佛大学 (Harvard) 查尔斯·W·艾略特校级教授 (Charles W. Eliot University professor)，曾担任美国财长。

低利率世界不应一切指望央行

金融时报 2016.09.19

沃尔夫：极低利率下，央行不应再扮演稳定经济的唯一角色。更大财政赤字配以更高公共投资，才能让多方受益。

正如 Mohamed El-Erian 所著那本书的名字一样，央行是“唯一的选择”。央行当然是宏观经济稳定游戏中的主要参与者。那么，央行知道自己在做什么吗？

在自由论者当中流行的一种批评意见是，央行试图维持宏观经济稳定，是傲慢之举。要么应当取缔央行，要么应当让央行遵守一种机械的规则：比如金本位。历史教训似乎绝对清晰：民主国家将不会接受金钱不受有目的的控制。对于目前和可预见的未来而言，我们将继续处在货币政策的世界里。但是，

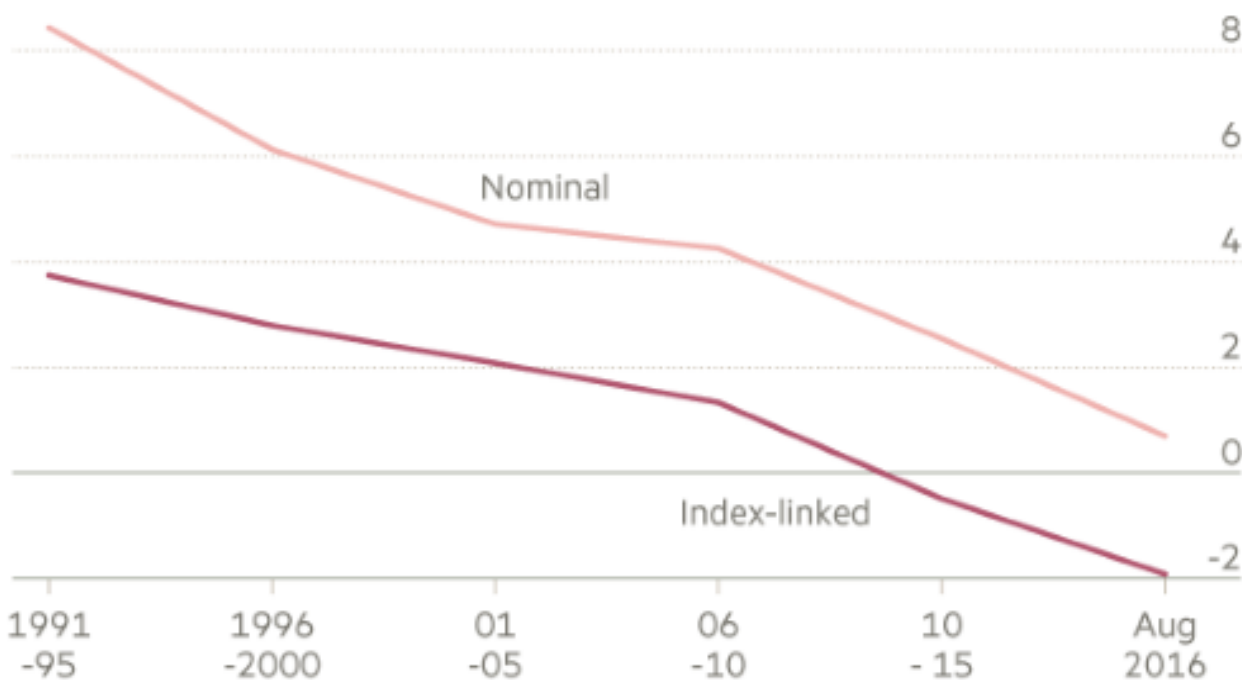
自金融危机以来，央行做了一些非常规、不受欢迎的事情。在非常规环境下，这是无法避免的。

不幸的是，如今非常规环境似乎变得司空见惯了。Lawrence Summers 对美联储主席 Janet Yellen 在今年 Jackson Hole 全球央行年度研讨会发言的批评，明确地道出了这一局面的原因以及影响。正如他所写的那样，“美联储面对的主要货币政策挑战是對抗下一次衰退”。但他担心，美联储没有能力做到这一点，这令人不安。

在很大程度上，当前世界经济状况的最重要症结是如今很低的实际和名义长期利率。不过，这代表着持续 20 年的趋势。这

Yielding less

10-year UK government bond yields; period averages (%)



一趋势的背后，是实际利率不断下降和通胀预期降低。而后者主要是货币政策的结果。但货币政策不能决定长期实际利率。实际上，货币政策措施或许对短期实际利率都不能产生太大影响。强大的实际因素在起作用。

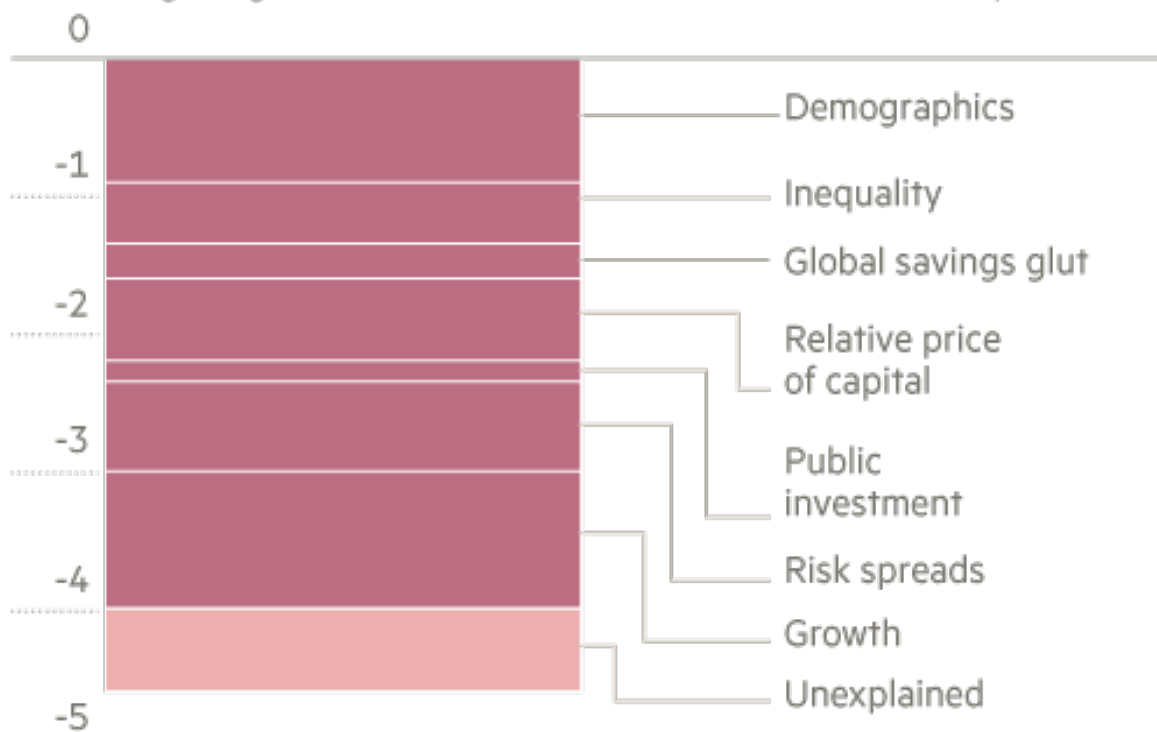
不久前，旧金山联储的 John Williams 公布了自然利率的估算值。他把自然利率描述为“平衡货币政策、使其既非宽松又非紧缩”的经通胀调整的短期利率。到 2015 年，英国自然利率估计值降到了 1.5%，

美国降到接近零，欧元区降到零以下。注意：这是人们在正常时期、而非衰退时期预计的利率水平。

实际自然利率（或中性利率）长期下降的决定因素是影响资金供求的力量。其中包括老龄化、生产率提升速度放缓、投资品价格降低、公共投资减少、不平等加剧、“全球储蓄过剩”和偏好转向风险更低的资产。英国央行 (BoE) 的一项研究发现，自 1980 年代初以来实际自然利率下跌的 4.5 个百分点，大多数可以用这些因素来解释。

Driving forces

Causes of change in global neutral real interest rate 1980-2015 (% points)



实际自然利率估计值的陡峭下跌，以及对其背后原因的分析，都具有重大意义。最重要的一点是，近期内这一趋势很难逆转。我们可能要忍受超低利率更长时间。这意味着，以通常手段应对下一次衰退将相当困难。

假定在下一轮衰退到来前夕，短期名义利率略高于自然利率。那么在美国，短

期名义利率或许为 3%。而欧元区或许更低。但是，正如耶伦发言所显示的那样，在 1960 年代末以来美国的每一次衰退中，短期利率都下降了至少 5 个百分点。那似乎意味着未来要实行绝对值很高的负利率。美联储相信，其手中掌握的一系列工具将能够在这种环境下起作用。但是，正如萨

默斯所指出的那样，我们有充分理由对此表示质疑：大规模资产购买的效果是有争议的（并且可以说，它对资产市场的副作用是破坏性的），而绝对值很高的负利率在政治和制度方面是否行得通，也是存在疑问的。

可能由于上述原因，威廉姆斯指出，“反周期的财政政策应当成为我们对抗衰退的第一对策。”实际上，让这一点成为可能，似乎将成为政策制定者的第一要务。同样重要的还有对财政政策构成补充或替代的货币政策形式。人们立刻想到“直升机撒钱”，即直接支持消费。或者，也可以提高通胀目标或制定价格水平目标。最重要的是，我们不能想当然地认为，一切注定会好起来。现在有必要为未来准备工具箱。或许不久之后就会用到它。

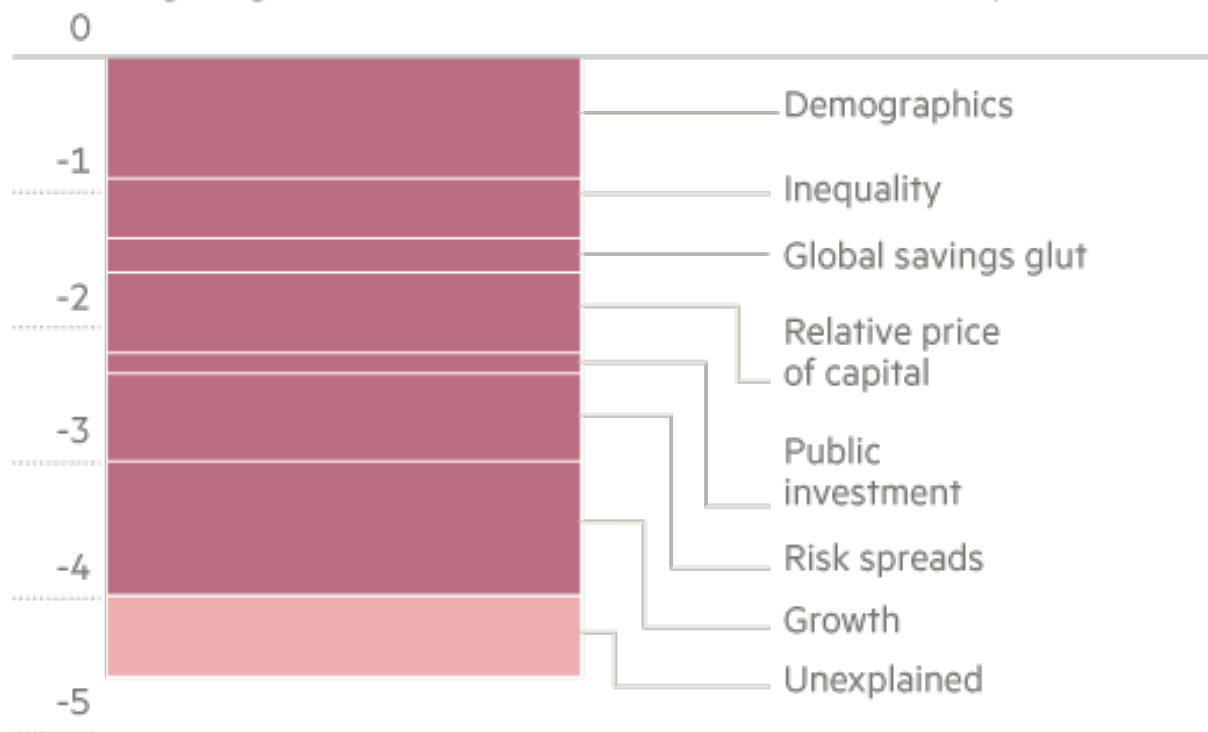
还需要考虑另外两个问题。第一个关系到现在怎么办。首先，我认为，在下一轮衰退之前，利率将已经大幅升高。不过，

如果经济能够发展出强劲的势头的话，这种可能性会更高。过早加息或许会引发比人们预期更严重的放缓，并把央行置于最坏的处境：在利率维持极低水平时应对衰退。出于这条原因，正如美联储理事 Lael Brainard 所指出的那样，“需求高于预期给经济造成的成本，可能比需求大大弱于预期给经济造成的成本低”。过早收紧政策是比过晚收紧政策风险更大的政策。

第二个问题是，现在政策的主要目的应该是消除超低自然利率的根源。更大的财政赤字配以更高的公共投资，将两头受益。这不但将让货币当局的工作变得更容易，如果做得好，还将提高潜在经济增长率。一个普遍看法是，公共投资注定总会造成浪费。但这种看法过于悲观了。从历史上看，公共投资经常成为私人投资的催化剂。如今的超低实际利率意味着，这是最适合大力推动公共投资的时机。务必不能让央行继续成为唯一的选择。■

Driving forces

Causes of change in global neutral real interest rate 1980-2015 (% points)



一项不会损害经济增长的碳排放税

华尔街日报 2016.09.29

华盛顿的气候变化已经着陆，共和党州长和商业小组提出了推翻温室气体排放协议的控告。政客们关于“究竟是气候变化还是经济增长重要”这一问题所持态度两极化差异明显，而这一诉讼仅仅是近期的一个很小的例子。

11月，华盛顿州会基于国家的首个税收中立的碳排放税进行公民投票。通过将二氧化碳排放的成本植入消费者和企业支付的能源价格中，这样的税收政策自动鼓励了能源节约的观念，使得可再生能源更加有吸引力，并且不会扭曲投资或是削弱经济增长。因为这笔收益是用来削减其他税收的，因此不会扭曲收入或者破坏企业竞争力。

在环境保护观念强的州，公投732——作为广为人知的一项公投，理应是一项轻而易举的事。但事实却不是如此——一项民意调查表明，投票者们在这个问题上观点不一。许多环保人士将气候变化看成是重置经济顺序的一个良机。他们希望使用二氧化碳税收来为可再生能源和绿色科技提供资金来源，并且为因为气候变化而利益受损的工人和团体提供补偿。不论这些目标的优点在何处，影响是将气候政策与政府权威同等对待，这使得获得广泛支持更加不易。

华盛顿州提出的税收政策是一名经济学家脑力劳动的产物：Yoram Bauman，他曾经是华盛顿大学的经济学教授，现在是一档经济学脱口秀的主持人。民

主党州长 Jay Inslee 提出了一项模仿加利福尼亚州现有制度的限额交易制度，但是没能通过。Bauman 的 Carbon Washington 小组提出了 I-732 作为备选。它提出了第一年 15 美元每吨二氧化碳的标准，第二年提升到 25 美元每吨，之后每年剔除通货膨胀因素后上升 3.5%，直到达到 100 美元每吨。这项政策将每加仑汽油的价格提高 25 美分，将每月电费账单提高了 8 美元。所有的税收——大约 20 亿美元——将会通过 1% 的消费税的削减来返还给纳税人，以及给予 40 万名低收入工人的最多 1500 美元 / 每年的退税。

I-732 是基于不列颠哥伦比亚于 2008 年一项类似的税收政策制定的，那项政策目前每公吨收取 23 美元税费。不列颠哥伦比亚大学的 Werner Antweiler 和 Sumeet Gulati 发现这项政策已经将人均燃料消费降低了 7%，并且将平均汽车燃料效率提升了 4%。

基于上述优点，为什么没有更多的环保人士支持它呢？在某种程度上是内部政治的原因：一些组织感到有些恼火，他们没能够在 I-732 的制定上有更多的发言权。其他人认为 I-732 不会被通过，他们自己的成果才能够更好的作出贡献。没能够通过限额与交易立法，Jay Inslee 已经像奥巴马一样，制定了一些关于排放上限的规则。

其实主要的原因是 I-732 将税收

返还给纳税人，而环保人士更希望收税被用于其他地方。华盛顿环境委员会（Washington Environmental Council）不支持 I-732，并称税收应该被用于“清洁能源经济、清洁充足水资源基础设施以及健康森林”等领域的深耕，并且成为“最脆弱工人和团体”的辅助。

其他气候活跃分子正在积极寻找驱逐政治反对者的方法，而这些反对者主要是共和党人。他们的立场是非常目光短

浅的。首先，当碳排放税制定了排放上限和补贴冗余时，他们也可以通过将消费者挤向同一个方向来补足。第二，这个立场冒了将气候变化变成单一党派议题的风险。

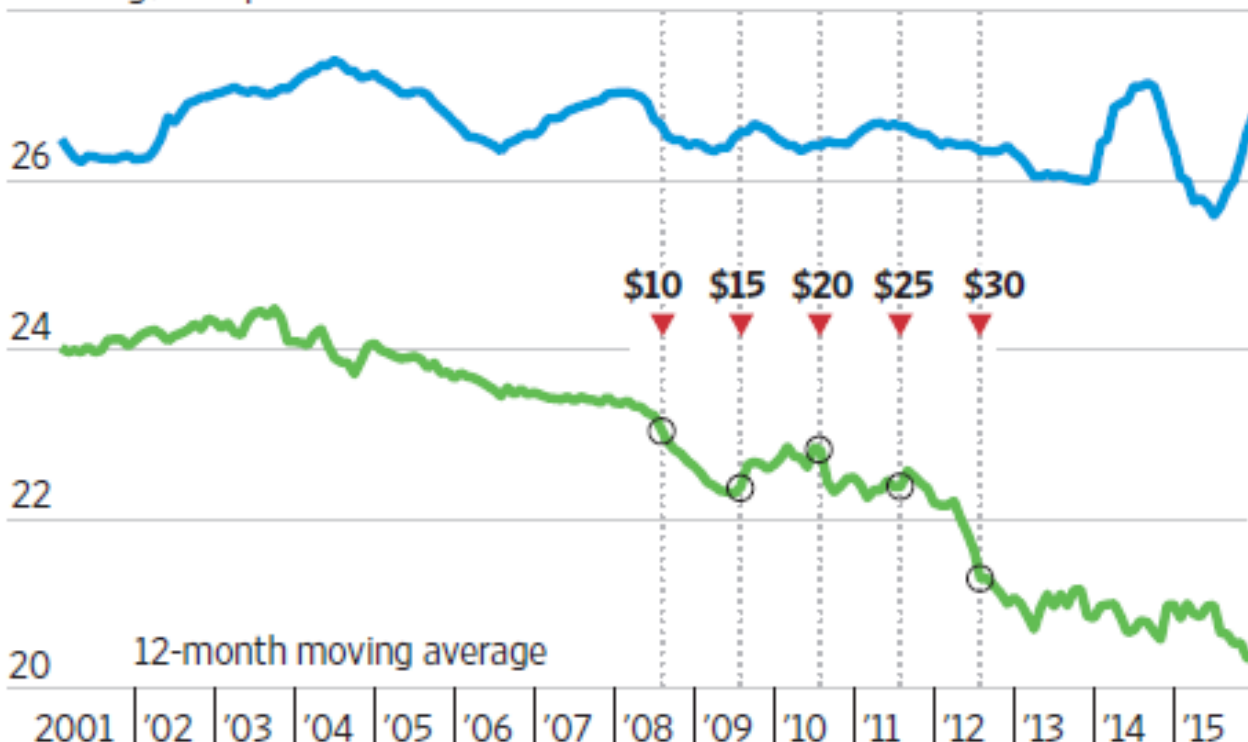
Bauman 表示，一些环保人士“有着共和党跳下悬崖的梦想，然而事实是共和党仍将徘徊一段时间”。这很正确，因为税收中立的碳排放政策不会被如此多的辅助社会目标打倒，很有机会吸引持有不同政治观点的人。■

A Climate Policy Leaves Its Mark

A proposed revenue-neutral carbon tax in Washington state is modeled on British Columbia's, which has led to relatively faster declines in gasoline consumption.

Per capita gasoline consumption

28 U.S. gallons per month



Source: Werner Antweiler and Sumeet Gulati, University of British Columbia

THE WALL STREET JOURNAL.

该和欧元说再见了

金融时报 2016.09.13



斯蒂格利茨：就紧密经济和政治合作而言，单一货币既非必要条件也非充分条件。要拯救欧洲一体化，或许不得不放弃欧元。

自2008年金融危机以来，欧洲——特别是欧元区——便一直没有健康过，这是无可争议的。单一货币原本应该带来繁荣并巩固欧洲团结。但结果正好相反，一些欧元区国家遭受的萧条甚至比“大萧条”(Great Depression)时期更严重。要回答“该怎么办”这个问题，人们必须先回答另一个问题：哪里出了问题？一些人声称政策制定者犯下了一系列错误——推行过度紧缩的政策和设计糟糕的结构性改革。换句话说，欧元没什么问题，换个人执掌就能解决问

题。

我不这样认为。欧元区的结构、指引和构建欧元区的规则和制度存在更为根本的问题。这些问题可能是无法克服的，因此引出了一种前景——是时候更全面地反思欧元了，甚至可以考虑放弃欧元了。

简单地说就是欧元先天不足。剥夺了利率和汇率这两项关键的调整机制、而不加入取代它们的工具，几乎不可避免地使得宏观调控难以进行。再加上央行的使命是聚焦于通胀，而成员国仍然进一步受到财政赤字上限的约束，结果就是超高的失业率和持续低于潜在产出的国内生产总值(GDP)。在成员国借入不在其控制范围的货币、且没有控制贸

易赤字的简单机制时，爆发危机是预料之中的。

调整名义汇率的替代选择是调整实际汇率——使得希腊的物价相对德国物价下滑。但是，没有规定可以强迫德国物价上涨，而压低希腊物价将带来巨大的社会和经济成本。有人可能会指望希腊生产率增速超过德国作为“调整”的替代选择，但是没人知道如何实现这一点。西班牙和葡萄牙也是一样。在没有总体战略的情况下，国际机构的三驾马车四处出击，为新鲜牛奶的定义或者面包的标准出台琐碎新规。对于这些措施是否可取，可以展开辩论；但它们不会取得调整实际利率的理想效果是不容置疑的。

从经济学角度看，只需要小幅改变规则就可以拯救欧元。建立一个共同的银行业联盟，最重要的是共同的存款保险体制；制定遏制贸易顺差的规则；发行欧元债券或建立其他类似的债务共担机制。货币政策在更大程度上关注就业、增长和稳定，而不仅仅盯着通胀。与此同时，产业和其他政策应该定位于帮助落后国家赶上领头羊。最重要的是：从紧缩政策转向以增长为导向的财政政策。但是这些似乎远远超越了当今欧洲的政治现实，德国仍然主张“欧洲不是拨款联盟”。

良好的货币安排无法确保繁荣；但有缺陷的安排会导致衰退和萧条。长期以来的经验表明，与衰退和萧条关联的种种货币安排都存在挂钩机制，即一国货币的币值紧盯另一国货币。单一货币既不是紧密经济和政治合作的必要条件，也不是此类合作的充分条件。欧洲需要聚焦于实现目标的关键。结束单一货币并不意味着终结欧洲一体化。欧盟

的其他制度仍将存在：自由贸易和人口自由流动仍会继续。

有必要平稳过渡退出欧元，尽力实现友好分手，也许是转向一种“灵活的欧元”体系，包括强劲的北方欧元和较疲软的南方欧元。当然，这不会轻易实现。最难的问题是处理遗留债务。最简单的办法是对所有欧元债务进行重新计价，改为“南方欧元”债务。

随着我们进入数字化经济的时代，现代技术为一系列市场化改革创造了条件，这些改革通过信贷拍卖和电子交易令牌，可以兼顾完全就业、贸易平衡和财政平衡这三大目标。在目前的全球体系中，我们依靠央行来设定利率，指望由此带来恰到好处的贸易平衡、投资和消费。结果通常并不理想。替代选择聚焦于我们所需要的投资和贸易平衡的数量，然后让市场设定价格以实现目标。

随着时间推移，汇率差异有望随着制度发展而变得更有限。灵活的欧元将是一种策略，在整合经济一体化现有成果的同时，为改革提供空间。

单一货币本应该是一种达到目的的手段。但现在它本身成了一个目的——这个目的破坏了欧洲一体化更为根本的方面，因为它带来了分歧、而非团结。友好分手——相对平稳地终结欧元，或许建立上述灵活欧元制度——可能使欧洲恢复繁荣，使之可以重新团结起来，再次专注于它面临的很多真正挑战。为了拯救欧洲和欧洲一体化，欧洲或许不得不放弃欧元。■

本文作者是诺贝尔经济学奖得主，著有《欧元：单一货币威胁欧洲未来》(The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe)

全球化大潮正在转向

金融时报 2016.09.08



全球化大潮转向了吗？这是一个极其重要的问题。答案与全球经济和西方政治状况密切相关。

移民提出一些非常特殊的问题。各国并未在全球化时代普遍承诺实现人员自由流动。因此，我这里将主要谈谈贸易和资本流动。这些领域的证据似乎非常清晰。全球化已遭遇瓶颈，并且在某些领域发生了逆转。

华盛顿彼得森国际经济研究所 (Peterson Institute for International Economics) 的分析认为，自 2008 年以来世界贸易与产值的比例几乎没有发生变化，从而成为自二战以来此类停滞持续时间最长的一段时期。据全球贸易预警组织 (Global Trade Alert)

表示，全球贸易规模甚至在 2015 年 1 月至 2016 年 3 月期间也出现了停滞，尽管全球经济继续增长。跨境金融资产存量与全球产值的比例在 2007 年达到 57% 的峰值，到 2015 年降至 36%。最后，外商直接投资 (fdi) 流入与全球产值比例依然远低于 2007 年的 3.3%，尽管该比例还在缓慢增长。

因此，进一步经济一体化的动力停滞，甚至在某些方面还发生了逆转。全球化不再推动世界增长。如果全球化进程真的趋于结束、乃至发生逆转，这将不是自 19 世纪初工业革命以来的首次。另一次全球化发生在 19 世纪末的帝国时代。第一次世界大战

让那次全球化进程停止，“大萧条”(Great Depression)则完全摧毁了它。美国经济和外交政策在1945年之后主要致力于重新构建全球经济，但此次全球化是主权国家之间开展的，并受到国际经济组织的指导。如果今年11月支持保护主义并诋毁全球机构的

Donald Trump 当选为美国总统，战后的美国政策核心将会遭到否定。

鉴于历史记录以及当前围绕贸易的政治纷争（尤其是在美国），人们自然会问，如今的这个全球化时代是否会重蹈覆辙。这需要我们理解背后的驱动因素。

Trade stalls

Global bilateral trade in goods and services as % of world GDP



全球化步伐放缓的部分原因在于，许多机遇即便不是完全消失，也是急剧减少。例如，当基本上所有的劳动密集型制造商都将生产搬离富裕国家的时候，此类产品的贸易增长必定下降。同样，当全球历史上最大的投资热潮（发生在中国）放缓的时候，许多大宗商品的需求也必定下降。这将会影响它们的价格和数量。还有，“一生一遇”的全球信贷热潮的结束，当然会导致跨境金融资产持有量的下降。最后，在数十年的外商直接投资之后，可从中受益的许多公司应该已经抓住机遇并取得成功了或者失败了。

然而，这并不是故事的全部。贸易自由化已经停滞，人们可以看到保护主义举措日益增多。此次金融危机催生了监管举措，其中许多举措肯定会减缓跨境资金流动。排外情绪上升和贸易放缓全都可能减缓外商直接投资的增长。简言之，政策支持度下降。

政治方面的支持度下降得更厉害。美国再次处于故事核心。特朗普是上世纪30年代以来最具保护主义色彩美国总统候选人。但颇能说明问题的是，制定美国“重返亚洲”战略的 Hillary Clinton 开始反对《跨太平洋伙伴关系协定》(TPP)。美国和欧盟

Assets decline

Cross-border financial assets, amount outstanding as a % of world GDP



正在谈判的《跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定》(Transatlantic Trade and Investment Partnership, TTIP) 现在深陷困境。多哈回合的多边贸易谈判奄奄一息。最重要的是,西方民众中的一些重要群体不再相信增加贸易会让他们受益。相对实际收入和对进口日益增长的适应方面的证据,为此类怀疑提供了一些支持。

因此,全球化往好里说也是出现了停滞。它可能会发生逆转吗?答案是肯定的。全球化需要大国之间保持和平。一些人还会说,全球化需要一个霸权国家:1914年前的英国和1945年后的美国。在主要高收入国家经济表现疲弱、不平等加剧以及全球力量平衡发生重大转变之际,全球化完全有可能再次崩溃。想想假如美中围绕南中国海发生任何冲突会带来什么影响吧,尽管那样的灾难性事件让人不寒而栗之处将远不止是它对经济领域的影响。

全球化停滞重要吗?答案是肯定的。在全球化时代,全球家庭收入不平等出现了自19世纪初以来的首次下降。从1980年到2015年,全球平均实际收入增长了120%。全球化提供的机遇非常重要。彼此封闭起来不可能有未来。

全球化的错误在于未确保更平等地分享益处,尤其是在高收入经济体内部。同样令人遗憾的是,全球化未能保护遭受不利影响的人群、努力减轻他们所受的冲击。但我们无法让经济变化停止。生产率增长和新技术对就业的影响,远远超过进口增长的影响。我们不能把所有问题都怪到全球化头上。

如今全球化已经停滞,驱动全球化的政策同样如此。它还可能发生逆转。全球化即便停滞,也会让经济进步变慢,并减少全球穷人的机遇。推动全球化前进需要不同以往的政策。全球化的未来取决于管理的改善。这种改善可能实现吗?反正我不乐观。■

意大利银行的救星——摩根大通

华尔街日报 2016.09.27

在采用了无数种拯救意大利困境中银行的努力后，政府正寄希望于一个自称为救星的人：James Dimon。这位摩根大通（J.P. Morgan Chase）联合主席和主要执行官是一个喜爱意大利文化的人（Italophile），他的银行很久之前就就在意大利有了分部，并且与政府建立了紧密的关系。意大利政府已经委派摩根大通实行相关救助计划。

复苏意大利银行是一项满载风险且令人生畏的任务，并且是欧洲金融的一项主要挑战。意大利银行系统负着上千万欧元的坏账，许多它旗下的小银行都难以维系。危机后规则削弱了意大利政府出手救助的能力，将这一难题留给了私有部门。

似乎情况正在变得越来越糟糕。邦卡蒙台达电子锡耶纳牧山银行（Banca Monte dei Paschi di Siena SpA）已经长久地陷入困境，股票市值在三个月内下跌了超过一半。

摩根大通（J.P. Morgan）将自己定位为意大利最佳的希望。七月，它将所有的竞争对手挤在了门槛外，并且在于意大利高层政府官员详谈后，制定了一个拯救邦卡蒙台达电子锡耶纳牧山银行的充满风险的计划。它同时也是众多提出要帮助意大利最大的银行意大利联合信达银行（Unicredit SpA）的机构中的一个，并且募集了至少 80 亿欧元的资本金。同时，

它近期还帮助了一个名叫 Banca Popolare di Bari SpA 的小银行摆脱了五亿欧元的坏债。它的角色并没有被忽视。Pietro Laffrance 说：“我认为摩根大通正在对意大利银行施加越来越大的影响”，他是意大利力量党（Forza Italia）反对党的成员，同时也是意大利金融事务议会委员会的成员。

今年夏天，Dimon 前往意大利去庆祝摩根大通的一百周年庆典。在于意大利总理 Matteo Renzi 共进午餐的时候，他们讨论了意大利商业银行（Monte dei Paschi）的现状。Dimon 说：“我自己非常热爱意大利”。他的曾祖父是意大利人。

摩根大通最大的挑战将会是意大利商业银行（Monte dei Paschi），意大利第三大的银行。它必须筹集 50 亿欧元的资产并变卖 280 亿欧元的坏债。摩根大通正在着手这个工作，评估坏债并将它作为单独工具售出，也在想方设法召集投资者向 Monte dei Paschi 投入新鲜资本。

摩根大通和其他银行的加入究竟会产生多大的回报仍然是一个未知数。Monte dei Paschi 董事会决议，如果资本被成功地全额募集，将支付给它的咨询机构 2.4 亿欧元。银行董事会最近给主席和 CEO 以极大的信心，承诺新计划将进行顺利。新计划将在今年 12 月 4 日开始实



James Dimon visited Italy this summer to celebrate J.P. Morgan's 100th anniversary in the country.

行，也可能被推迟至明年上半年。为了募集 5 千亿欧元的资金来进行资产重组，初级债券持有人现在可能被鼓励将债权转换为股票，这将产生最多 2500 亿欧元的资金。为了填补剩余的空缺，银行家们希望主权财富基金或者对冲基金能够出面扮演锚定投资者的角色。

初始阶段，卡塔尔基金（Qatari funds）投资了 1 千亿欧元。最后的障碍将是说服 Monte dei Paschi 遭受重创的股东停止稀释股权的交易活动。如果拯救 Monte dei Paschi 的交易失败了，投资者的资金无法收回，恐慌会家具，最终将对意大利脆弱的银行系统给予巨大的打击。如果摩根大通成功，将会声名远扬，作为意大利政府钟爱的咨询机

构，来帮助众多当地需要重建或合并的银行。

意大利银行在过去的三年内已经竭尽全力，希望将银行系统的坏账剥离。今年年初，摩根大通帮助政府制定了相关计划。作为摩根大通计划的一部分，意大利政府将以 20% 的价格收购一些不良贷款。如果其借款人们有可能还款，那么摩根大通就会把这些贷款卖给自己的投资者们，其投资者将持有这些不良贷款以获得债券到期收益。而如果这些借款人正处于非常糟糕的财务状况之中而无法偿还贷款，那摩根大通将会提供债务减免。

摩根大通，这家美国银行，已经成为了拯救意大利银行的“全球协调者”。■

卷土重来：新兴市场再次受到投资者的欢迎

经济人 2016.09.27

新兴市场卷土重来了。发展中国家的股票市场在过去 20 年间受到的投资者关注起起伏伏，因为投资者已经从对长期增长预期盲目的热情转向了对风险的高度关注。今年，新兴市场股票重新受到欢迎，收益率达到 13% 以上。

这是 2010-2014 年间情绪的突然变化，那时候市场与俄罗斯运动员的兴奋剂检验几乎同样受欢迎（如表所示）。在这些年间，投资者似乎全心关注于负面消息。许多新兴市场的增长率，即使是中国，也显得十分动摇不定。商品生产商受到了原材料价格下降的沉重打击。有关近期热门投资目标（如巴西、土耳其）的政治担忧也开始重现。

最终，然而，市场总是倾向于下跌到足够差的境地，来适应所有负面新闻。Robeco，一个荷兰基金管理团队，测算出新兴市场以 30% 的折扣交易富有国家的股票，依据他们的市盈率计算（股票市值除以下一年的收益）。

经济基本面方面可能有些好消息。今年四月的预测中，国际货币基金组织预测新兴市场 GDP 增速将会适度提升，从 2015 年的 4% 上升至今年的 4.1%，并且在 2017 年会有力反弹至 4.6%。特别地，两个困境中的经济体——巴西和俄罗斯——在明年可能会停止萎缩。在很长一段时间的下降后，新兴市场专家提出了经济正在平稳化的证据；在数量方面，五月份同比上涨了 3%。虽然近几周油价走弱，

今年以来原材料价格大体上较为平稳，一个重要的因素是由于发展中国家是商品生产者。

结果是，投资者开始恢复热情了。根据美银美林（Bank of American Merrill Lynch）基于基金经理的月度调查，大部分基金经理自 2013 年后对新兴市场的关注度一直低于正常水平。五月开始，他们转换至高于正常水平的关注度，虽然他们的乐观还远不及 2008 年金融危机前的水平。

新兴市场正受益与人们对可观回报的渴望。许多经济体的现金持有率接近甚至低于零，数以亿计的政府债券正在以负利率交易，投资者愿意承担一定程度的风险。结果，新兴市场货币和政府债券也在今年重振旗鼓。历史证明，对于新兴市场来说，



最危险的时期是当投资者热情最高涨的时候和溢价交易的时候。从估值角度看，这两种预警都未被激发。

投资者依然应该防范这样天真的想法：由于新兴市场比发达经济体增长速度快，他们一定是一个更好的选择。伦敦商学院（London Business School）的 Elroy Dimson, Paul Marsh 和 Mike Sraunton 的一项研究表明，从 1900 到 2013 年，五年期经济人均增长值和经通胀调整后的股票汇报实际上呈负向关系。这样反常结果的原因是，国家的股票市场不是国内经济的复制。另一个原因是，少数投资者可能不

会受到公司增长的福利。

可能对于新兴市场最大的威胁将会是 Donald Trump 上任。最直接的威胁是——他计划退出北美自由贸易协定，或者是他退出世界贸易组织的暗示——这会对发展中国的经济增长造成极大的打击。他的外交政策声明中还包括脱离海外防务联盟的计划。花旗银行认为，韩国和台湾可能会从这样的转变中受到伤害，而俄罗斯将从中大大受益。Donald Trump 极其不稳定的政策可能也会导致全球投资者的风险厌恶。随着投资者逐渐变得谨慎，新兴市场将会失利。■

负利率并不可怕

金融时报 2016.09.09

普森：负利率只是又一种货币政策工具，对有些经济体有用，对另一些经济体不那么有用，不应该对它小题大作。

推行量化宽松政策的美好时光一去不复返了；当初央行行长们对于需要采取什么措施来刺激经济增长看法一致。现在不再如此了。在东京，日本央行 (BoJ) 行长 Haruhiko Kurod) 刚重申，他不排除“进一步降低”该国负利率的可能性。相比之下，英国央行 (BoE) 行长 Mark Carney 宣称，他“不是负利率的粉丝”，而瑞士央行 (Swiss National Bank) 行长 Thomas Jordan 重申，包括负利率在内的“当前做法是正确之举”。与此同时，美联储 (Fed)

主席 Janet Yellen 在今年 5 月向美国国会表示，“尽管（她）不会完全排除使用负利率的可能性”，但它们将是最后手段。

负利率只是又一个政策工具，人们对它有些小题大作了。央行行长们的戏剧性反映和分歧反映出扭曲货币政策讨论的两个认知错误。同样是这些错误促使人们将量化宽松政策妖魔化，称其为“非常规政策”，因而是危险的，但实际上它在降低利差、鼓励购买更高风险资产以及调整汇率方面非常符合预期。事实将会证明，负利率没有那么普遍适用，但它的影响是可预测和有用的。

第一个错误是相信大多数财务决定将

在显著程度上回应政府借款成本的变化。金融危机爆发前，政策制定者们假设，微调短期利率就足以影响所有重要的财务决策。从美国20年的非典型经历来看，这只是一厢情愿。其他经济体仍需要额外的政策工具，就像危机后的美国所做的那样。从信贷增长与利率之间缺乏稳定关系，从央行业务实践的历史看，政策制定者和投资者应该明白，政府债券市场不是唯一“游戏”。

遗憾的是，在有关负利率担忧的炒作中依然没有提及此类结构性差异。还忽视了一个简单的事实。负利率对德国和意大利等经济体的益处较少——这些国家很大一部分储户只将资产放在银行存款账户，大部分企业从银行贷款获得融资。如果有什么利弊，那就是它们将承担直接成本。相比之下，在美国和澳大利亚等经济体，储户的储蓄和公司的融资手段更为灵活，他们会撇开银行，采用其他形式的储蓄和融资。

第二个错误是忽视了政治背景。有机构就会有政治利益。围绕负利率的讨论没有考虑这些。当然，官方声明在多大程度上承认受到政治影响是有约束的。然而，此类忽视限制了讨论，导致了错误的政策设计。

如果银行和官员的小圈子致力于让存款捆绑在传统银行业体系，而储户又依赖这种安排的话，政治上对负利率的反应将会较大。如果储户有更多选择，他们往往会持有更为多元化的资产，对负利率的阻力也会较小。对企业有更多选择从而不那么依赖银行的经济体来说，道理同样如此。

如果货币政策对此类问题作出反应，它将反映出政治压力，由此带来保护银行和储户免受负利率影响的措施。但是，如

果央行保护储户不受负利率的影响，那么他们就没有动力移动资金，该政策的整体效果将会非常小。

同样的分析错误也导致央行忽视资本自由流动对负利率有效性的重要意义。理论上，除了中国以外的所有大型经济体都有开放的资本账户。然而，即便是在最富裕的经济体当中，资本市场一体化水平也有极大的差异：与瑞士储户相比，日本储户远远不太可能将资产转移出境。尽管这两个国家的大型跨国公司都在全球筹集资金，但瑞士其他企业的国际资本敞口远高于日本同行，它们的适应性也更强。政治的发展强化了这些模式：瑞士公民和企业认识到，他们避免不了全球溢出效应，而日本公民和企业期待政府保护他们。

因此，人们不应感到意外的是，瑞士比日本有更多的政治空间追逐负利率。正如欧洲央行已经发现的那样，人们应该预计德国或意大利会做出类似于日本的回应。在传统银行业和小企业占政治主导地位的地方，融资和储蓄选项往往更为有限，不满意的储户进入全球市场的可能性更小。在此类情况下，负利率对汇率也没有明显影响。其结果是，可以预计在那些经济体中，负利率不太有效。

考虑到这些往往被忽视的因素，英国央行和美联储（尤其是后者）在推行负利率方面应该减少犹豫。与日本或许多欧元区国家相比，美国和英国家庭有更多的选择，人们的理财方式也展示出更高灵活性。负利率只是又一种货币政策工具，在某些情况下有用，在另一些情况下没用，不需要认为它有多神秘或者有多戏剧性。

本文作者是华盛顿彼得森国际经济研究所 (Peterson Institute for International Economics) 所长

美国商业投资：经济难题

经济学人 2016.8.27

美国人正在不断消费和雇佣。为什么公司不投资？

美国经济正处于一个昏昏沉沉的状态。过去六年里，公司处于招聘热潮中，没有丝毫景气衰退的迹象；工资水平由于劳动力供不应求而不断上涨。美国人将上涨的薪资统统花掉：第二季度，人均消费上涨了5.5%，与十年内最高涨幅持平。然而，GDP年均增长率却仅有1.2%。究其原因，似乎是已经连续下降三个季度的商业投资造成的。商业投资数据已较一年前下降了1.3%——这是自2010年来最大幅度的下降——那时美国正在挣扎着摆脱金融危机。如果公司仍在继续招聘，消费水平也在上升，为什么投资会减弱？

最开始，这是由于石油价格的长时间下跌造成的。愈发便宜的石油造福了美国大众，为每户人家平均节约了约1300美元的开支，这极大地促进了其他领域的消费。同时，这也造成了2015年石油行业投资水平接近50%的下降，页岩油和天然气均停止开采。相比，其他领域的投资上升了4.3%。但是，就算将石油排除在外，2016年上半年，投资水平依然有轻微的下降（见表）。

当能源公司削减开支时，他们的供应商也同时感受到压力。其他和石油有关的部门均受到影响。例如金融公司，2016年第一季度的投资额同比下降21%。受此影响，日常消费品行业的投资竟然也下降了。

对于此次普遍的投资荒，有三种可能的

解释：第一种是对公司商品的需求减弱。受到全球需求不景气和强势美元的影响，出口商。但是这也无法解释当消费走强和公司提薪时，家庭内部对商品需求减弱的现象。

第二种是紧缩信贷。联邦储备系统在12月提高了半个百分点的利率。根据联邦储备局的调查，在放宽标准五年后，更多的银行在2016年收紧了信贷。2月，金融市场的动荡局势向债券市场蔓延，使得这一最能精确衡量信贷状况的指标大幅波动。

由于美国公司资金充裕，紧缩的信贷不太可能对投资产生大幅影响。去年年末，美国公司持有1.7万亿美元现金，这足够为Hillary Clinton的基础设施计划买六次单。根据金融专业人士协会（Association for Finance Professionals）的研究，事实上，自2011年7月起，公司正在以最快的速度积累现金。

这引出了第三种解释：尽管支出水平很高，增长趋势放缓正在使得正收益长期投资机会愈发少。从这一观点来看，近期商业投资的衰退更不像是周期性波动，更像是信号。

当劳动力数量增多或者现有劳动力工作时间增长，经济会愈发繁荣。前两种情况美国都不符合。劳动统计局（Bureau of Labour Statistics）预计，由于婴儿潮一代的老龄化以及低生育率，在2014-2024年间，劳动力将以年均0.5%的增长率增长，低于1994-2004年间1.2%的年均增长率。生产力增长也停滞了。2005-2015年间，

每小时产出年均仅增长 1.3%，低于 1995-2005 年均 3% 的增长率。2016 年上半年，生产力实际上下跌了 0.4%。

乐观主义者辩驳道，这是经济衰退的残留影响造成的，这很快会结束。生产力提升的一个因素是资本数量——例如，每个员工可使用的机器或者计算机数量。经济衰退使得这一比率急剧上升，因为公司解雇了许多员工。公司又如何会在加薪之前要再一次投资呢？但是这种解释正在变得越来越没有说服力。员工持有资产比率回到了 2014 年的长期水平。生产力增长率是时候恢复了；然而实际上，它正在进一步下降。

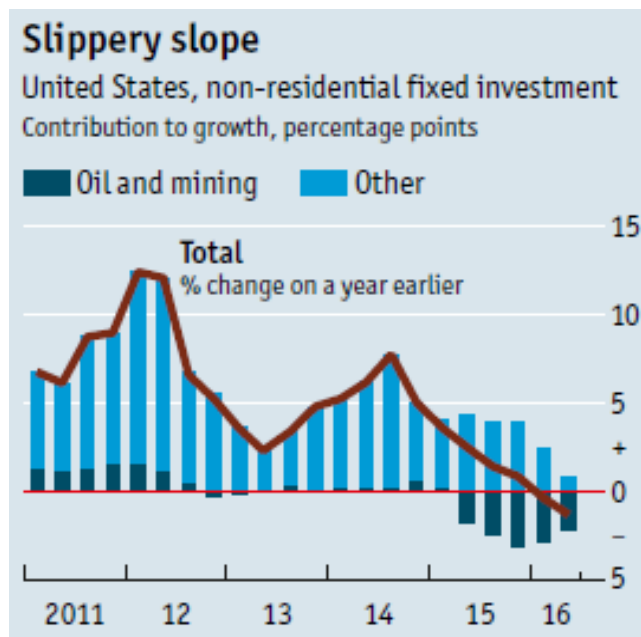
悲观主义者认为生产率问题是周期性的。他们认为技术进步比原来更不具有变革性：优步的推出技术进步远比不上汽车的发明，智能手机也没有像个人电脑那样影响办公。乐观主义者预见到机器学习和机器人技术将有巨大进步，而悲观者认为这是一派胡言。

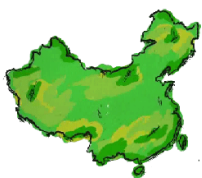
目前，数据支持悲观者的观点。技术进步最佳的测量方法是全要素生产力，它在控制劳动力数量和资本数量的前提下衡量了产出。2015 年它仅仅增长了 0.2%，远低于金融危机发生前二十年间年均 1.1% 的增长率。

经济正在慢慢变得愈发僵化。根据考夫

曼基金会 (Kauffman Foundation) 的数据，1977 年，每 10 万人能够新创 160 个创业公司；到 2013 年，这个数字减半到 80 个。瓦解主要发生在像旧金山湾区和纽约这样的枢纽地区，但是工人们已经在地理上变得更不可移动（可能是因为这些地区的居住成本太高）。在大部分行业中，大公司的市值正在上升，表明着竞争缺乏。

企业期望稍慢的长期增长速率，不能期待他们投资过多。政治家们也不可能那么容易地促进技术进步。但是他们可以促进竞争，简化税收和规则，投资于基础设施和教育，这些都将提升美国的生产率。■





Domestic 国内要闻

中国为 G20 峰会调整政策

华尔街日报 2016.9.3

十九世纪五十年代前后，中国北方涌现的鼓风炉成为了国家工业发展的象征。在习近平主席接见各国领导之前，工人们开始将他们拆卸。

这次峰会给习主席提供了一个影响国际政策的全球舞台。在会议前，中国提出了一系列关于市场、贸易和投资的举措，似乎在细微处向各国传达经济政策的方向。

包头钢铁（集团）公司 2 号鼓风炉是中国历史年代的特征产物。内蒙古钢铁制造商曾经以每三天内生产出的钢铁量足以建造一座埃菲尔铁塔而闻名。当中国的钢铁出口量过大，成为了世界各国的困扰时，中国不得不减少生产量。这也与习主席为 G20 制定的考虑结构改革与解决污染之间优先顺序的计划相一致。包头钢铁公司的企业规划负责人刘志宏表示，“通过供给侧改革，我们会削减产量，促进绿色发展和改善弱点”，这传达了国家重组钢铁行业的愿景。

但鼓风炉的拆除仅削弱了中国产量的一小部分，不太可能对将中国钢铁行业的过度产量视为全球经济拖油瓶的 G20 成员产生深刻印象。在周五的一次采访中，中国财政部副部长朱光耀表示，生产力过剩已经成为了一个“全球问题”，需要“全球行动而不是相互指责”来解决。他还表示，中国政府正“坚

定地推进”降低过剩生产力的举措，为达成目标已经采用了“强有力的手段”。

中国在峰会前，签订了一系列关于股票和债券交易、汇率变动、出口目标、对外投资、环境保护和网络空间控制等方面的灵活协议，似乎在回应 G20 伙伴国的相关批判，同时也是习主席近期目标的支撑。周二，习主席组织了关于全面深化改革中心领导小组的会议，会议主题包括绿色金融、智能产权、资源分配和扶贫工作，承诺将更多地依靠市场力量来推动改革。近期的政策声明包括对钢铁产量的削减政策，上海国际研究机构分析师 Yu Ye 表示，“这一政策与中国是 G20 主办国高度相关”，并且中国近期的政策“与国内政策日程高度吻合”。习主席为 G20 制定了广泛议程，包括鼓励领导人考虑恢复经济增长，促进长期贸易关系。来自多伦多大学的 G20 研究小组成员 John J. Kirton 表示，“他真的非常希望 G20 成为创新峰会。”

对于 G20 来说，中国本身就是一个关键问题。国际货币基金组织估计中国公司债务将达到 GDP 的 1.3 倍，近期还预测直到 2021 年中国经济增长将会逐年下跌。周三北京宣布了 7 个新的自由贸易区，将总数升至 11 个，是习主席关于 G20 重振全球贸易的愿景的政策体现。 ■

加入 SDR 在短期内未必利好人民币

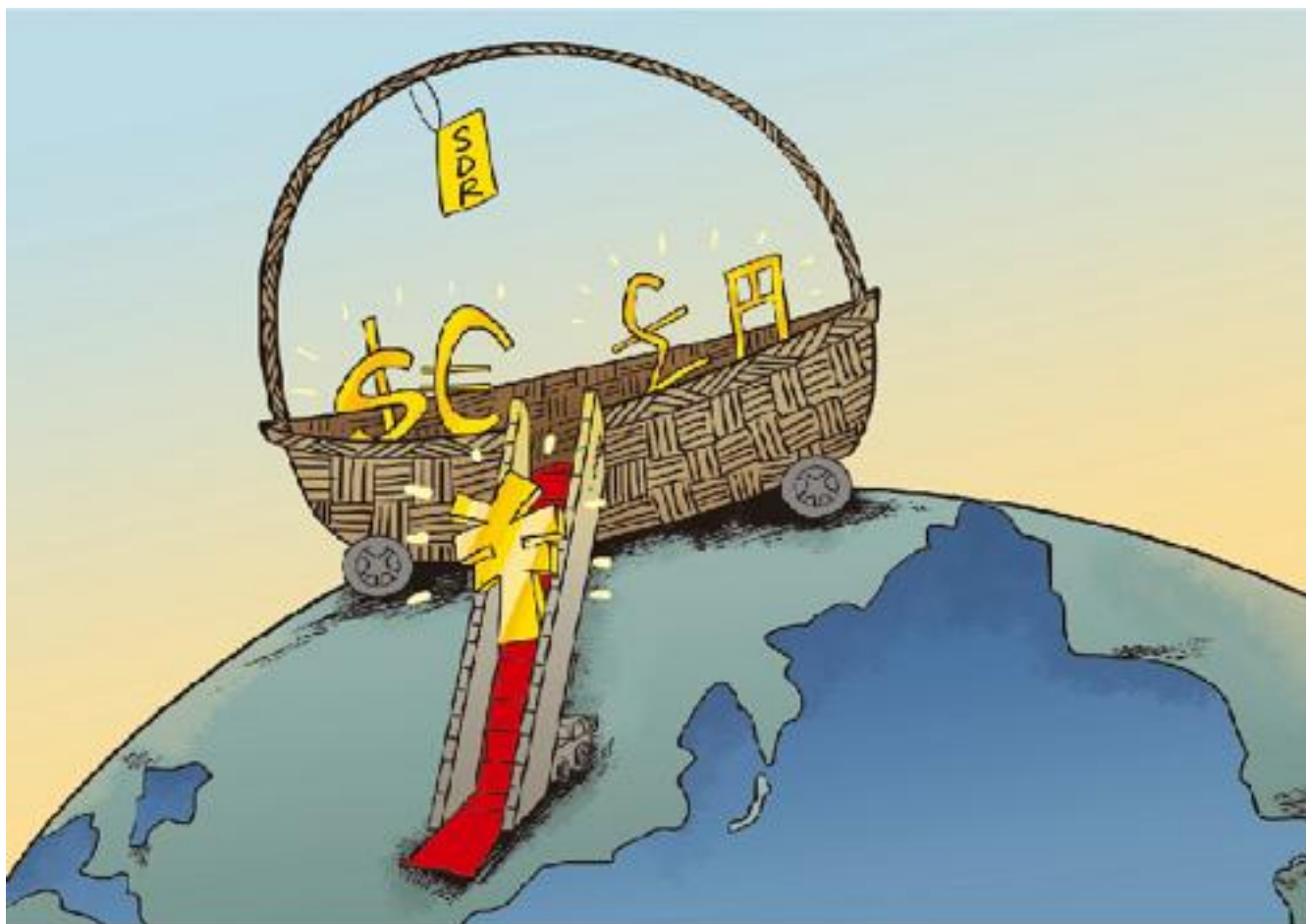
金融时报 2016.09.27

加入 SDR 货币篮子会使人民币升值吗？凯投宏观的经济学家认为，10 月 1 日人民币加入 SDR 后反而可能迎来一段疲弱期。

今年 10 月 1 日，人民币将成为国际货币基金组织 (IMF) 特别提款权 (SDR) 货币篮子的正式成员，中国自此将加入“硬通货”发行国的高级俱乐部。但这究竟意味着什么？人们为什么认为此举会对人民币起到支撑作用？更重要的是，真的会这样吗？

凯投宏观 (Capital Economics) 的 Julian Evans-Pritchard 和 Mark Williams 周一提出了一个强有力的论点，认为情况很可能并非如此。相反，他们认为，最有可能的情况是，在计算 SDR 利率的时候将需要考虑中国国债收益率（每个成员国都被给予一个 SDR 配额，如果某一国持有的 SDR 超过其配额，超额部分可以获得利息收入；反之，低于份额的部分就要支付利息）。

正如经济学家指出的，SDR 被视作一种



潜在权利，即成员国有权获取 SDR 篮子中各种货币的基础现金流动性。就此而言，人民币被纳入 SDR 只意味着 IMF 成员有了出售 SDR 换取人民币流动性的选择权。然而，它们是否决定要进行这样的兑换，完全取决于它们在这种基础货币方面是否存在国际收支压力。就目前来说，它们不太可能换取人民币，因为人民币还没有在国际贸易中广泛使用到产生此类压力，并且人民币受管制过多，不利于吸引人们在贸易中使用人民币。

即便人民币有可能被认真作为一项储备资产对待，这种可能性在过去一年左右的时间里也被削弱了。中国领导层通过使资本更难转移至国外来回应对资本外流的担忧，通过让许多股票暂停交易——实际上是阻止资产所有人出售资产——来回应股市泡沫破裂的担忧。外汇储备管理机构将会考虑再三，是否要将本国资产委托给有意碾压投资者权利——只要对自己有利——的政策制定者。因此，凯投宏观指出，人民币在 10 月 1 日被纳入 SDR 后可能会在无意之中开启一段时期的疲弱，因

为在加入 SDR 前使人民币保持稳定的动力将会消失。

实际上，如果说人民币确实被高估的话（相对于市场自然流动的状态下），那可能只是中国央行在孤注一掷地押注人民币被纳入 SDR 会扭转资本流动的糟糕状况——这无疑是在寄望于，大多数人并不真正明白 SDR 体系的运作方式、而误以为它在本质上会对人民币起到支撑作用。

Julian Evans-Pritchard 和 Mark Williams 提醒我们，过去数月的资本外流加大了人民币贬值压力，中国央行加大了干预，从而使得人民币无论按兑美元计算还是按贸易加权计算，总体上依然保持稳定。

他们得出结论称（他们强调称）：需要明确的是，我们预计中国汇率政策在人民币被纳入 SDR 后不会发生重大改变——看起来最有可能的仍然是人民币继续走有管理的渐进贬值之路。不过我们认为，加入 SDR 对人民币的潜在利好被夸大，如果说有什么影响的话，短期而言也偏向于负面影响。然而，市场并非总是理性的，看接下来会发生什么情况将会非常有趣。■

中国的财政预算赤字：夸张的事实

经济学人 2016.08.20

如果一个国家的财政赤字五年来达到了 GDP 的 10%，你可能会合理判断它的财政状况堪忧。所以当中国面临着关于它可能已经陷入如此境界的评论之时，它理所应当地很恼怒。官方数据显示，中国是财政

清廉的楷模：它的年度赤字在过去五年仅为 1.8%。但是国际货币基金组织 (IMF) 和高盛 (Goldman Sachs) 提出了一个相当夸张的估计值——接近 GDP 的 10%，几乎是官方数据的五倍。

面值上，这些估计值表明中国正承受着严重的预算赤字困扰。事情真的有这么糟糕吗？当然不是这样的。这些夸张了的数字勾勒出中国健康的财政状况的前景。但是这些数字的测量方法和传统测量方法在很多方面都有所不同，因此存在误导性。

国际货币基金组织几年前设计了一个替代的概念，来追踪未被记录在中国公共资产负债表上的支出数目。由于中央政府对地方政府债务作出了严格的限制，省市长期以来使用地方政府融资平台（LGFVS）来从银行贷款或者发行债券。而这些仅仅是公开借款的替身。2016年的政府规划目标为将官方赤字控制在GDP的3%。但是加上地方政府融资平台借款，国际货币基金组织预计数字将升至8.4%。

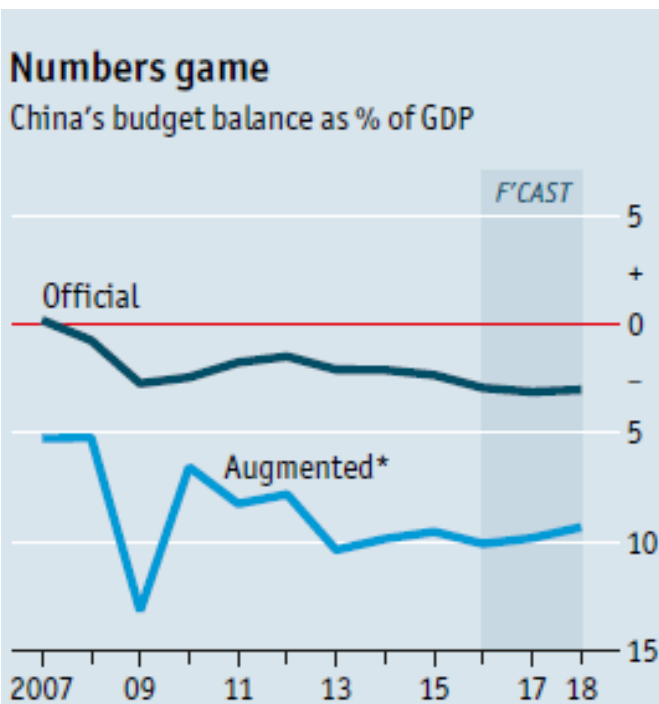
夸张的估计值也纳入了其他几种类似财政支出的形式。在去年，财政当局自由利用国家开发银行（China Development Bank）的资金，这家银行最初就是一家为支持政府运作而设立的政策性银行。土地出售同时也是融资的一种重要来源。将所有项目加总，国际货币基金组织表示，2016年中国的财政赤字占GDP将升至骇人听闻的10.1%（见表）。然而显而易见的问题是公共债务是否的确比宣称的要高得多。财政问题终将显现。确定的是，中国政府默认了国际货币基金组织测算的数字，至少在某种程度上，当它在前几年将资产负债表以外的债务计入官方账本时。中国的债务占GDP的比例从2013年的15.9%猛增至2014年的38.5%。

但是这一放大的赤字数字不如表面上这样可怕——更不像中国巨额的公司债务这样令人担忧。首先，它不代表新的隐藏债务，这是一次勇于承担责任的表现。第二，通过售卖土地来融资并不增加负债。销售必须被谨慎处理——资产卖完了就没了——

但是如同发展奖金（development bonus）一样，随着城市化的进程逐渐累积。

最后，中国的赤字和其他发展中国家不同。社会项目的支出虽然呈上升趋势，却依然很低。大部分赤字项目都是公路、铁路建设项目。美国美林银行（Bank of America Merrill Lynch）的经济学家 Helen Qiao 表示：“这些不仅仅是一般支出项目，它们生成的结果是政府资产。”只要这些资产是合宜的，净负债就仍将在控制范围内，允许中国缓慢控制赤字。的确，国际货币基金组织预测到2021，赤字占GDP比例将降至9%。

然而，这也引发了另一种担忧。中国的财政赤字占GDP比例高达10%，社会支出却仅仅为富有国家的一半。随着中国人口快速老龄化，退休金、福利和健康保障系统将需要更多资金来支持。一个强有力的国家后台也会给人民以增加支出的信息，支撑经济重新向消费主导平衡。所以当中国有能力将赤字逐步控制，它也必须加快转换消费习惯。更多的资金应该流向医院和退休金，而不是向发电站。■



中国地方政府融资平台卷土重来

金融时报 2016.09.22

中国正在放弃通过逐步停止地方政府利用融资平台举债来加强地方财政纪律的承诺，这些平台可以让各省、市、县绕开对地方举债的限制。

在两年前出台的被称为“43 号文”的具有里程碑意义的政策指引中，中国国务院规定，地方政府融资平台 (LGFV)——政府旗下的投资公司，但表面上独立于财政预算——“不得新增政府债务”。

但经历了 2015 年的下降后，预算外债务今年又出现了回升。万得资讯的数据显示，截至 9 月底，地方政府融资平台的净债券发行额达到了 1.07 万亿元人民币（合 1600 亿美元），高于 2015 年全年发行的 9460 亿元人民币。

这一回升反映了中国决策者提振经济的努力，他们试图利用国有企业对基础设施的准财政支出缓冲私企制造业投资的放缓。国际货币基金组织 (IMF) 估计，2016 年中国“扩大后的”财政赤字——包括地方政府融资平台举债以及中央和地方政府债券——将达到国内生产总值 (GDP) 的 10.1%，高于财政部为 2016 年确立的 3% 官方赤字目标。

“从一开始就有一定的妥协。开始，他们说是要彻底关闭地方政府融资平台。但在那份官方文件中，没有严格的最后期限，”摩根大通 (JPMorgan) 驻香港首席中国经济学家朱海滨表示，“会有几年的缓冲期。尤其是在地方政府面临融资困难之际，（地方政府融资平台）债券将派上用场。”

2008 年金融危机爆发后，由于北京方面

允许地方官员自由利用银行贷款、债券和影子银行信贷为基础设施项目融资，地方政府债务出现了暴涨。大多数地方债务都是通过地方政府融资平台举借的，这些平台既与政府所有者保持密切关系，又拥有公司的法律地位，使得它们能够避开对于地方政府直接举债的法律禁令。根据 IMF 的数据，截至 2015 年底，地方政府债务共计达 28.2 万亿元人民币，相当于 GDP 的 41%。

布鲁金斯学会 (Brookings Institution) 上周发布的一篇文章中，清华大学经济学家、中国央行货币政策委员会委员白重恩认为，地方政府融资平台支出恶化了资本配置，可能导致“总生产率增长率及 GDP 增速的长期下滑”。

意识到债务激增将危及金融稳定后，中央政府于 2014 年开始对地方举借债务进行严格限制。在“修明渠、堵暗道”的政策下，全国人大修订了预算法，首次允许省级政府根据其批准的年度限额直接发行地方政府债务。与此同时，43 号文似乎禁止通过地方政府融资平台发行新债。但几个月内就出现了对于地方政府融资平台融资态度软化的迹象。2015 年 5 月，中国国务院指示银行继续贷款给地方政府融资平台支持已启动项目，这对于几个月前要求完全停止贷款是一种让步。

现在，分析师们表示，43 号文实际上从未打算停止地方政府融资平台举债。相反，文件目的是要澄清，地方政府融资平台今后将与其政府所有者之间真正保持一定的距离，意味着它们的债务将不再是“政府”债务。



“地方政府融资平台仍然可以从市场上借款，但投资者应该清楚，地方政府融资平台正在转型，而且它们与政府所有者之间的关系正在变化，由此投资者不应想当然地认为政府会提供隐性支持，”评级机构穆迪(Moody's)大中华区信贷研究负责人钟汶权说。“我们看到，在中国国内债券市场上，数百家地方政府融资平台的定价差距越来越大。更穷或债务更重地区的市、县和区的地方政府融资平台，开始给出更高的债券利息。”

正如对待其他国企一样，政府从来没有替地方政府融资平台偿还债务的法律责任。然而市场参与者普遍认为，地方政府融资平台的贷款和债券享有隐性政府担保。地方政府经常提供现金补贴或注入资产，以维持旗下融资平台的偿债能力的做法，加强了这种看法。

43 号文被认为标志着一个新纪元。继一次揭示地方政府融资平台债务总规模的官方审计之后，财政部于去年推出了一项债务置换计划，以把地方政府融资平台的银行贷款置换成新合法化的地方政府债券。2015 年，3.2 万亿元人民币的地方政府融资平台贷款被置换为地方政府债券，而今年的置换目标是 5

万亿元人民币。

分析人士称，债务置换相当于一次性特赦，得到隐性政府担保的地方政府融资平台债务被转化为地方政府债券，成为省级政府的明确债务。到 2018 年左右，上次审计发现的全部地方政府融资平台银行贷款（截至 2014 年底），都将被置换完毕。至于 2014 年后形成的债务，地方政府融资平台就要完全靠自己解决了。

地方政府融资平台与政府各自不同的职能被分离开。新原则是‘谁用，谁借；谁借，谁还’，”中债资信评估有限责任公司 (China Bond Rating) 的公用事业部分析师闫丽琼说。

但 IMF 仍不相信地方政府融资平台的所谓独立性。IMF 估算，如果计入地方政府融资平台的债务，2016 年中国的地方政府债务将增加 4.2 万亿元人民币，远高于官方规定的今年 1.2 万亿元人民币的省级政府发债限额。

闫丽琼认为，中国在经济增速放缓之际寻求戒掉预算外融资，妥协是不可避免的。“由于基础设施建设是用来稳定经济的一根重要杠杆，投资需求非常大。仅靠官方债券发行额度是不够的。”她说。■

G20 在贸易投资方面没有交出好成绩

金融时报 2016.09.05



在G20 峰会召开前，“全球贸易预警”发布的报告显示，G20 国家近年采取的贸易限制措施远多于贸易自由化措施。

20 国集团 (G20) 领导人上周末在中国举行峰会，东道主敦促各方采取行动，推动贸易和投资自由化。这个要求很难办到。

上周发布的一份报告显示，在投资相关商品领域，G20 国家近年采取的贸易限制措施远多于贸易自由化措施；同时，新生产活动中“绿地”外商直接投资 (FDI) 所占的比率已经放缓——该报告的第一作者形容 G20 在政策制定方面的成绩很“糟糕”。

中国已将促进贸易和投资作为今年担任 G20 轮值主席国的核心要务。在 G20 官网上

的一则消息中，中国国家主席习近平指出，人们日益担忧全球贸易增长的持续下滑，贸易和投资领域的保护主义措施明显增加。一位高层官员表示，与海外市场的保护主义作斗争如今是北京政策制定者的重中之重。

但独立机构“全球贸易预警” (Global Trade Alert, 简称 GTA) 上周发布的报告显示，在反对保护主义方面，即便真有什么进展也是微乎其微。该机构监测了 G20 国家自 2008 年 11 月举行首届峰会以来在贸易和投资政策方面的变化。上述报告称，仅今年初到 8 月中旬，各国出台的歧视外国商业利益的措施就接近 350 项，而贸易自由化措施仅 100 多项。在资本货物领域，贸易限制措施与贸易

自由化措施之间的数量差距更大——如图一所示，该图显示出自首次 G20 峰会以来此类贸易保护措施总数。

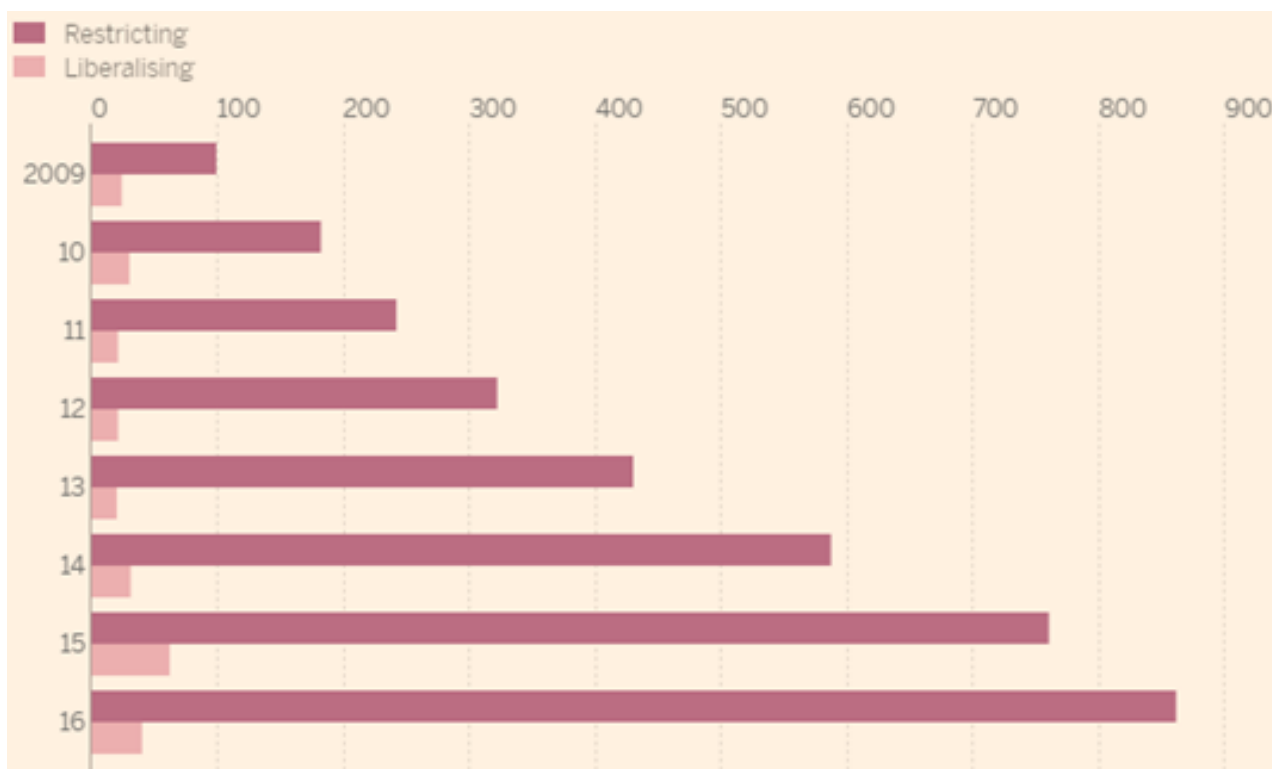
GTA 认为，这些保护主义措施已对 FDI 及全球增长造成了明显的负面影响。该组织发现，按实际值计算并选择恰当的参照指标进行衡量，绿地 FDI 仍然远低于 2008-09 年全球金融危机前的水平。GTA 负责人、瑞士圣加仑大学 (University of St Gallen) 英籍学者 Simon Evenett 称：“在贸易和投资方面，G20 的表现令人大为失望。”“G20 的主要目标是恢复增长，它将投资作为这个目标的核心，”他接着说，“但各国政府做得更多的是扭曲投资品贸易，而非推进自由化。他们的成绩很糟糕。”

“上述报告指出，在资本货物贸易方面，G20 各国政府实施的限制措施数量是自由化措施的 10 倍以上。报告补充说：“很难再想象出一项更能突出 G20 目标与手段之间缺乏一致性的统计数据了。”报告称，去年全球绿地 FDI 的好转（这是联合国贸易与发展会议 (UNCTAD) 依据 fDi Markets 提供的数据

进行分析得出的结论），掩盖了近年来实际数值的下降。

GTA 表示，经通胀调整后，绿地 FDI 自 2008 年以后出现下降，目前仍远低于全球金融危机前的水平。同样，按占全球固定资本形成总额或者现有 FDI 存量的百分比计算，绿地 FDI 也仍远低于金融危机前的水平。

这说明了目前有多少 FDI 在促进全球增长的问题，”伊夫尼特说，“如果 FDI 减少，整个体系中的动力也会减少”。fDi Intelligence 的内容主管 Courtney Fingar 表示，近年来，贸易与投资领域的保护主义已经走到了一起。“我们看到的贸易方面的收缩还影响到了投资，”她说，“问题是新兴市场投资方面出现了限制性规定，它们本该从吸引绿地 FDI 中受益最多。”她说，有些国家的政府已经被他们在采掘业的外商投资吓怕了。“这些政府有一种害怕被压榨的心理，这通常源自他们在资源领域的经历，”她说，“他们于是把相关经验用到了可使本地民众受益的制造业及其他领域。”■



中行纽约分行获准担任美国人民币业务清算行

金融时报 2016.09.22

此举填补人民币离岸机构网络的又一空白，此前香港、伦敦、新加坡、悉尼等地均已指定人民币清算行。

中国央行授权纽约市一家中资银行担任官方人民币业务清算行，填补了旨在促进人民币国际化的离岸机构网络最后的显著空白。

中国人民银行 (PBoC) 周二表示，选择中国银行 (BoC) 纽约分行担任官方清算行。之前中国人民银行已经授权一系列中国国有银行在香港、伦敦、新加坡、法兰克福、巴黎、约翰内斯堡、悉尼等地履行同样职能。中国银行在其网站上表示，中行纽约分行是此举填补人民币离岸机构网络的又一空白，此前香港、伦敦、新加坡、悉尼等地均已指定人民币清算行。

中国央行授权纽约市一家中资银行担任官方人民币业务清算行，填补了旨在促进人民币国际化的离岸机构网络最后的显著空白。

中国人民银行 (PBoC) 周二表示，选择中国银行 (BoC) 纽约分行担任官方清算行。之前中国人民银行已经授权一系列中国国有银行在香港、伦敦、新加坡、法兰克福、巴黎、约翰内斯堡、悉尼等地履行同样职能。中国银行在其网站上表示，中行纽约分行是美国最大的中资银行分行，资产超过 500 亿美元，国际结算量占中美贸易总额四分之一。

继周一与美国总统 Barack Obama 会晤

之后，中国总理李克强周二在华尔道夫酒店 (Waldorf Astoria) 会晤了美国人民币贸易结算工作组 (Working Group for US RMB Trading and Clearing) 的领导人。华尔道夫酒店如今隶属中国一家保险集团。

美国前财长、工作组联席主席 Timothy Geithne 表示：“在美国建立一家清算行将推动美国人民币活动的增长，并帮助适应人民币产品和服务的规模和需求的增加。”纽约市前市长 Michael Bloomberg 和另一位美国前财长 Henry Paulson 都是工作组的联席主席。

获得授权的人民币清算行促进了离岸人民币贸易和跨境结算，因为它们获得进入中国在岸外汇市场的特别待遇，使它们能够向离岸中心提供流动性。

迄今为止，只有中资银行的离岸分行获准担任中国人民银行的官方清算行，但李克强暗示这种情况可能发生改变。

李克强周二在一个商务晚宴上表示：“我们也欢迎纽约那些符合资格要求的外资（非中资）银行成为人民币业务的清算行。”随着人民币因资本外流承受贬值压力，过去一年人民币国际化步伐放缓。

今年 7 月，主要离岸中心香港的人民币存款触及 3 年来的最低点。在 2016 年上半年，人民币在全球跨境支付货币中的排名也下降至第六名，低于加元。■



G20 杭州峰会记忆：中国又一次让世界眼前一亮

人民网 2016.09.06

G20 杭州峰会成果丰硕，亮点频出，全球媒体深入报道峰会。随着峰会的闭幕，再来为您梳理一下 G20 杭州峰会上的那些热点。

热点一、全球媒体瞩目中国开“新药方”

一段时期以来，世界经济增长乏力，一些经济体甚至出现了经济倒退。反观中国，虽然受到内外环境影响，经济有所下行，但是依然保持了稳定的中高速增长。中国作为世界经济“稳定器”和“发动机”的作用日益加强。此次 G20 杭州峰会正好搭建了一个平台，让中国智慧可以助力世界经济发展。

习近平主席在 B20 峰会上的主旨演讲引起广泛关注，“真诚”、“务实”、“全面”、“鼓舞人心”成为各界评价这次演讲使用的最多的词汇。

“习近平主席的讲话向充满不确定性的世界注入了信心，”法国国际问题专家、中欧论坛创始人戴维·戈塞说。印度尼西亚世界事务理事会执行主席易卜拉欣·优素福说：

“习近平主席为世界经济开出的药方对于恢复世界经济活力具有重要意义。”

同样，习近平主席在 G20 峰会上的开幕词也被广泛关注，习主席在开幕词中用“三个新起点”展望中国未来，用“四个建设”

发挥 G20 担当并开出全球药方，用“三个共同”寄语 G20。

西班牙《国家报》报道说：“作为 G20 主席国，中国不仅展示了其在外交和世界经济上的重要性，还展现了积极为全球经济治理作贡献的意愿。G20 已经不仅仅是七国集团（G7）的扩展，而是真正的全球经济治理中心。”

埃及《金字塔报》援引埃及财政部长阿姆鲁·加里希的话说，G20 杭州峰会为埃及等国提供了同世界各国深化经贸合作的机会。深化世界经济改革对推动发展至关重要，是“强心剂”。

热点二、中美领导人杭州会晤

G20 杭州峰会上，各国领导人之间的会晤成为媒体报道的热点之一。尤其引人注目的是中国和美国这两个国家领导人的会晤。众所周知，中美关系是目前世界上最重要的双边关系。并且，中美经济的好坏直接影响全球经济的走向。

习近平主席指出，应对气候变化合作已成为中美关系中一大亮点。中美率先批准《巴黎协定》并共同向联合国秘书长交存批准文书，率先完成二十国集团框架下化石燃料补贴同行审议报告，再次为国际社会共同应对



这一全球性挑战作出重要贡献。

明年1月，美国总统奥巴马即将卸任，本次G20杭州峰会将是他任期内最后一次参加G20峰会，在卸任前与中国一起率先批准应对气候变化的《巴黎协定》可谓是给本届G20峰会献了一份大礼。

热点三、B20中国企业唱主角“中国力量”走上前台

在G20杭州峰会之前，B20峰会首先召开，全球工商界巨头云集杭州。今年，B20将作为唯一一场与G20峰会配套的活动，为国际工商界领袖和G20成员领导人提供了一个直接交流和对话的平台。此次参会的中国企业众多，800多名工商界代表中半数来自中国，中国500强企业中100多家到会，其中不乏马云、李彦宏这样的业界大咖。在往届的B20舞台上，中国企业的参与度没有这么高。对比之下，这一变化固然存在主场优势，但更多还是与近年来中国企业逐渐崛起，参与全球经济活动、经济治理越来越多、越来越

深入有关。

中国企业不仅参会数量多，而且向世界发出了如G20智慧创新倡议、加强基础设施互联互通、完善全球投资政策环境等倡议等“中国好声音”，从以前的“买票看戏”到当今的“登台唱戏”，中国企业的影響力正得到更广泛的肯定与认可。中国企业的崛起，也让世界渴望用中国钥匙，打开全球经济前行的新大门。

中国企业的抢眼绝不是昙花一现。B20杭州峰会议结束后，聚合全球工商界共识的政策建议并不会随着B20主办权的交接而终止。未来，相信中国企业也会越来越多的参与到类似的国际性舞台，为促进全球经济发展贡献中国智慧。

此次杭州峰会通过了多项行动计划，包括《二十国集团落实2030年可持续发展议程行动计划》、《2016年二十国集团创新行动计划》、《二十国集团新工业革命行动计划》等。《公报》重申，二十国集团创始精神是

主要经济体平等合作并共同采取行动。“凡所承诺，定将落实”。

热点四、G20 杭州峰会上的中国范

本届 G20 峰会选址杭州可谓是独具匠心。杭州，不仅有这天堂般的景色，也是中国的历史文化名城，同时杭州又是中国经济最发达、现代化程度最高的城市之一。传统与现代在这里有机的融合在一起，这也体现了本届峰会“包容”的主题。

从充满中国山水画气息的本届峰会的会标设计，到与会各国领导人和嘉宾收到的“国礼”中的“苏绣”，以及媒体包里放置的贴心的“杭扇”“杭丝”，还有会场里面无处不在的中国元素，都透着中国范儿。

在媒体特别关注的欢迎晚宴上，一道道国宴菜品名字如：八方宾客、大展宏图、紧密合作、共谋发展、携手共赢等等，不仅体现了筹备者的巧思，也向世界展示了中华文化的博大精深。

“半湖月色偏宜夜，十里荷香已欲秋”。一曲琵琶演绎的《春江花月夜》将观礼嘉宾带入了一幅波心荡月、桨橹添声的山水长卷，拉开了水上情景表演交响音乐会《最忆是杭州》的序幕。演出不仅有中国曲目，也有德彪西的《月光》贝多芬的《欢乐颂》，在展示中国文化博大精深的同时，也把中国文化的包容性展现在世人面前。整场演出可谓是本届峰会上中国元素的点睛之笔。

热点五、G20 杭州峰会获得各方频频点赞

本届峰会，由表及里都得到了各界广泛的赞誉。

在会议组织举办方面，联合国秘书长潘基文在接受采访时高度称赞中国在筹办峰会方面表现出的卓越领导力，认为中国作为轮值主席国所作的积极努力“使二十国集团峰会的包容性提高到一个新的水平”。世界贸易组织总干事罗伯特·阿泽维多表

示，中国作为 G20 主席国做了非常充分的准备工作。

经济合作与发展组织秘书长古里亚在接受采访时为中国经济成绩点赞的同时，对中国在相对短时间内筹备出如此高质量峰会表示赞赏，并期待峰会取得丰硕成果。

面对当前世界经济形势，在中国举办的本届峰会，把如何解决世界经济乏力当作主要议题，赢得了很多称赞。哈萨克斯坦总统纳扎尔巴耶夫表示，G20 峰会被视为解决全球经济问题、协调成员方宏观经济政策以及改革国际金融体系的最重要机制。作为 G20 轮值主席国，中国着重推动创新、新工业革命以及数字经济，哈方对此表示全力支持。

埃及总统阿卜杜勒·法塔赫·塞西表示，G20 杭州峰会以“构建创新、活动、联动、包容的世界经济”为主题，契合当今世界经济的需要。

国际货币基金组织总裁拉加德特别赞扬了中国在世界经济中发挥的关键作用，以及在推进改革方面做出的持续努力。她认为，中国今后在投资和贸易等领域能为全球稳定做出新的积极贡献。

赞比亚当地报纸“新时代”引用南非国际事务研究所专家皮特·德拉帕的话说：“G20 与会国领导人应共同寻找出迎接当前所面临挑战的办法，中国会向世界传递出更多的经济发展正能量。”

G20 杭州峰会展现了中国作为东道主的好客与包容，向世界展示了中国的博大文化与发展成就，也向是经济发展和全球治理贡献了中国智慧，留下了深刻的中国印记。同时，本届峰会也勾勒了未来数年的世界前景，让各国更加坚定了发展的信心。相信，本届峰会必将在历史上留下浓墨重彩的一页。■

中信银行杭州分行推互联网金融 “智能清结算”业务

新浪浙江财经 2016.09.16

在爆发式生长的同时，异军突起的互联网金融经历着“成长的阵痛”，行业乱象、风险问题频频暴露，平台跑路、提现困难的情况屡有发生。在此情况下，一系列互联网金融“基本法”和管理办法出台，互联网金融监管元年也应运而生。

处于转型升级中的商业银行，接纳并拥抱互联网金融，是迎接挑战，亦是大势所趋。

中信银行杭州分行自主设计的“智能清结算”业务，则是主动为互联网投融资平台提供了综合服务。互联网金融与商业银行的关系，从“颠覆”走向“融合”。

记者了解到，除了与中信银行杭州分行签订了合作协议并正式上线业务系统的互联

网金融平台聚有财和51信用卡管家外，在刚刚举办的“智能清结算”发布会上，盈盈理财、铜板街、大树金融等互联网投融资平台也与中信银行杭州分行签订了合作协议。

那么，何为“智能清结算”？

所谓“清”，是指建账和记账，建立多级账户体系，清晰核对并记录交易流水；所谓“结”，是指划账和扣账，通过银行网关支付或第三方支付，实现资金安全而快捷的支付；所谓“算”，是指算账和对账，通过匹配并核对资金流和信息流，把控好“出入金”关口；所谓“智能”，是指业务实现智能路由、智能理财、智能报表等“八大智能”，辅以专人负责处理差错。



实施实名认证 设三级账户体系

在“智能清结算”业务中，中信银行杭州分行接入了第三方支付实名认证通道，对平台新开户投融资人采取实名认证，并且为投融资人在“智能清结算”系统中开立虚拟账户，确保其安全。“在进行投融资人实名认证的时候，需要提供姓名、证件类型、证件号码、手机号码、银行卡号、银行卡交易密码，其中前四项需要发卡行来校验，手机号码由银行通过发送短信验证码进行验证。”“智能清结算”业务负责人表示。此外，为了确保绑卡行为是投融资人的本人意愿，投融资人需在绑卡交易时验证银行卡交易密码。

另外，“智能清结算”系统将在平台交易资金账户内建立“三级账户”体系，全方位提升投融资平台的资金安全。“就像如果你用支付宝买东西，具体的流水银行端是看不到的，但是支付宝会在内部建一个虚拟账户。同样的道理，我们也在系统下建立这样的虚拟账户，为每一名投融资客户建立一个子账户，核对并记录其名下的平台投融资业务项目信息和交易流水，经过投资者授权，将信息在银行端进行存储，映射投融资人和项目资金情况。”业务负责人解释道。

账户分离专款专用 谨防“挪款补洞”

在“智能清结算”系统中，投融资交易撮合平台的自有资金和投融资交易资金是分离的，两个资金账户的分离，能防止平台擅自挪用资金，提高消费者的资金安全。

“我们遵循专款专用的原则，重点把控交易资金‘出金’关，只有资金账户信息流和资金流匹配了，才允许钱往外走。”业务负责人说。

从去年就开始与中信银行杭州分行合作的互联网金融平台聚有财，在这一点上感

触良多。聚有财的董事长仇建峰告诉记者：“以前有一些平台可能存在‘拆东墙补西墙’的状况，而智能清结算系统要求信息流、资金流一一匹配才能出金，这就对平台提出了更规范的要求。这样可以有效地规避掉庞氏骗局这种挪款补窟窿的方法，维护互联网金融市场的规范和健康发展。”

此外，中信银行杭州分行还引入了多家技术先进、综合实力强、市场占有率高的第三方支付机构，搭建银行综合支付平台。这种自接支付渠道不仅支持市场上主流银行卡支付，还能支持多种支付方式，满足投融资人需求。投融资人入金时要确认项目信息及交易对手信息，了解资金用途，从而更具安全性。

“信E通”及时更新 信息安全透明

谈起“智能清结算”系统的受益者，除了互联网投融资平台外，最大受益者就是广大投资人了。“以前，投资人在平台上投资，投资余额、交易流水、项目信息、借款合同这些信息和数据，有的平台会提供，但有的平台其实是提供不全的。即便对这些信息有提供的平台，一旦平台出现问题，整个网站往往随之瘫痪，这些信息也找不到了。投资者想取证、维权都比较困难，就算能提供截图信息，也总缺少一些公信力。”

但通过“智能清结算”系统，这些信息都可在银行端查询到，互联网金融行业的信息透明度也大大地提高。“对老百姓来说，最方便的是他们可以通过中信银行杭州分行公众微信号‘信E通’来查询在互联网投融资交易的投资项目，得到相对完整的信息，也能更放心。”仇建峰说。

另外，智能清结算系统还会定期向平台利益相关方，分析和展示平台投融资业务的统计数据，并对异常情况进行系统预警提醒。■

