

第二届“天津绿色金融论坛”召开

中国金融四十人论坛(CF40)和北方新金融研究院(NFI)联合主办的第二届“天津绿色金融论坛”于8月19日召开。来自联合国、中国人民银行、发改委、中投公司、巴黎银行等机构的数十位专家学者围绕“绿色金融助力实体经济发展”论坛主题进行了深入探讨。本次论坛上,CF40成员、中国人民银行研究局首席经济学家、中国金融学会绿色金融专业委员会主任马骏发布了《雄安新区绿色金融规划报告》。

本届“天津绿色金融论坛”聚焦“绿色金融体系的能力建设”、“雄安新区绿色金融规划”、“绿色金融助力京津冀绿色发展”以及“绿色金融助力”一带一路“建设”等热门话题,邀请到了CF40常务理事、北方新金融研究院院长蔡鄂生,国际绿色经济协会名誉会长、联合国前副秘书长、联合国可持续发展大会秘书长沙祖康,联合国驻华协调员、联合国开发计划署驻华代表 Nicholas Rosellini,英国驻华大使馆公使、英国国际贸易部中国区司长 Richard Burn,中国投资有限责任公司副总经理刘珪,NFI理事长、渤海证券董事长王



春峰,上海新金融研究院(SFI)理事单位代表、蚂蚁金服战略部资深总监孙涛,法国巴黎银行大中华区环球市场部主管、董事总经理赖长庚,CF40成员、中国人民银行研究局首

席经济学家、中国金融学会绿色金融专业委员会主任马骏,CF40成员、中国城市和小城镇改革发展中心主任徐林,环保部政策法规司副司长别涛,NFI创始理事、兴业金融租赁

有限责任公司总裁郑常美等数十位专家学者,政、学、商三界专家学者就“绿色金融助力实体经济发展”主题展开交流与探讨。论坛嘉宾直面先水资源紧缺、环境污

染严重、生态系统退化的严峻形势,为京津冀协同发展如何实现绿色金融创新建言献策。同时,嘉宾们更将绿色金融视角放大到了如何为实体经济提供高效的融资服务从而推动绿色经济增长,以及如何将绿色理念融入“一带一路”战略之中。

在第二届“天津绿色金融论坛”上,CF40成员、中国人民银行研究局首席经济学家、中国金融学会绿色金融专业委员会主任马骏发布了《雄安新区绿色金融规划报告》。《报告》作为下一步雄安新区发展规划正式出台后,制定绿色金融发展规划的前期研究基础,将在雄安新区建设总体规划推进之际,为推动雄安新区绿色创新发展起到积极的智力支持作用。

CF40是中国最具影响力的非官方、非营利性金融专业智库平台,专注于经济金融领域的政策研究,旗下包括四十人和新金融两大实体型智库系列。CF40每年召开双周圆桌会议、金融四十人年会、国际学术交流研讨会等百余场闭门研讨会,开展课题研究近30项,出版周报、月报、要报、《新金融评论》以及经济、金融类专著共计100余册。(贾立梁)

今年是人民币资产全球配置转折点

■ 刘利刚 花旗银行中国首席经济学家

中国资本项目开放已让步于加快国内资本市场开放,这种战略转变不仅将大大降低由于金融改革排序失当而引发的银行业或国际收支危机风险,同时也标志着人民币深度参与全球资产配置的转折点。

金融改革排序转变

中国资本项目开放已经让步于加快国内资本市场开放,扩大外资参与力度。金融改革排序的战略转变,意味着中国不再采取非正统的顺序来开放资本账户,即在不考虑国内金融市场条件的情况下开放资本账户。

这不仅将大大降低由于金融改革排序失当而引发的银行业或国际收支危机风险,同时也标志着人民币深度参与全球资产配置的转折点。

未来5年-10年中国资本市场改革加速,将重塑全球资产配置。事实上,这不过是过去30年来中国在世界经济和金融市场中发挥变革作用的新的篇章。

首先,中国通过贸易渠道重塑全球生产网络。然后,随着中国出口、基建投资和房地产开发蓬勃发展的需求,世界大宗商品市场迅速膨胀。2009年人民币国际化推出后,人民币和中国金融市场的波动对全球经济产生震荡。其中最为显著的也许是,2015年8月的人民币贬值对全球金融市场发出的冲击波。

随着中国向外国参与者开放资本市场,这种联系将更加密切。鉴于中国经济和金融市场的规模,外国机构投资者的人民币资产严重不足。取消中国金融市场准入壁垒,加上最终将中国资本市场纳入各种全球资本市场指数,将提高中国金融市场的外资占比,可能进一步加快市场扩张和深化。

根据测算,到2025年,中国的金融市场将会和美国的金融市场规模相当,但金融市场的结构将发生改变,以美元计价的国内生产总值(GDP)则会略高出美国。在不久的将来,机构投资者如果想要获得高于基准水平的回报率,就一定要配置人民币资产。因此,由于中国改变了金融改革的排序,重新优先聚焦于国内资本市场开放,2017年是全球资产重新分配的转折点。

重新聚焦国内市场开放

2013年开始实施的自由贸易区计划是一项战略计划,不仅是开放服务贸易,而且还进一步鼓励资本项目在自由贸易区的开放。

例如,上海自贸区有一个具体的政策议程,通过允许合格的中外企业设立资本账户进行跨境人民币资本项目交易,如公司间贷款、RQDII和其他相关资本账户下的交易项目。

这些贸易和资本账户的开放计划也应印“一带一路”倡议。而后中国又在天津、福建、广东设立了三个自由贸易区。2017年3月31日,国务院宣布将上海自贸区试点扩大到另外6个省以及重庆市,并发布了新的政策文



件。迄今为止,中国有11个自由贸易区,每个自由贸易区都有各自的地缘经济重点,是不同经济领域的改革措施的试验台。一旦成功,这些试点将有望推向全国其他地区。

尽管有战略重点不同,但这些自由贸易区设立的共同目标是加速改革,开放内陆经济,推动“一带一路”,通过消除或放宽对外商投资和资金流动的限制来推动经济增长。此外上海自贸区有一项新的任务,即作为“一带一路”的金融中心。

亚洲基础设施投资银行是一家以中国为主导的多边开发银行,旨在资助“一带一路”计划。该计划的授权资本为1000亿美元,成为类似于欧洲投资银行、世行和亚洲开发银行的全球大型开发银行。中国的资金占有率目前为26.1%。

该行的建立可以为亚洲的基础设施融资提供新的思路,并增加人民币在其他经济体中作为投资货币的使用。参照其他开发银行的贷款资本比率,亚洲基础设施投资银行可能将基础设施支出的贷款扩大到其授权资本的175%,即1750亿美元。

由于直接对外投资增长和外商直接投资放缓,中国资本账户逆差扩大,但是中国在2015年和2016年还是国际投资的净债权人。中国的直接对外投资在过去十年中从2006年占国内生产总值的0.8%稳步增长到2016年的1.6%,而外商直接投资的比例在同期从2.6%下降到1.1%,虽然投资总额度从727亿美元增长到1260亿美元。

有趣的是,自2011年以来,外商直接投资已经稳定在1200亿美元左右,这可能是由于中国庞大的储蓄,对外资的依赖程度越来越低。虽然中国去年出现直接投资的净逆差,然而在2017年,得益于对外直接投资的限制和吸引外资的若干新措施的推行,直接投资净流入截至5月份达到163亿美元。

资本市场开放提速

中国债券市场的开放是中国金融改革和金融市场对外资开放的重要组成部分。短期内,这一举措可以吸引新的资本流入;中长期的来说,外资参与国内债券市场将有助于加快人民币对冲市场和各种利率衍生品市场的发展。外资参与将有助于建立一个大型、深入和高效的债券市场。

随着对影子银行监管的加强,当局一直鼓励公共和私人部门通过发行债券融资进行直接融资,同时减少长期以来一直存在的投

资期限错配问题。虽然中国的债券市场已经成为世界第三大债券市场,其市场规模从2013年的4.8万亿美元翻了一番,到2016年底达到近10万亿美元,但成交量依然较低,产品类型与发达市场相比数量有限。

在2010年,中国人民银行首次启动了试点,允许三种类型的机构(外国中央银行、人民币结算银行和跨境人民币结算参与行)在银行间债券市场进行投资。

随着政策的逐步放宽,截至2017年6月,进入中国银行间债券市场的外国机构数量增长到508个,外资机构在中国债券市场的托管余额达8000亿元以上。

中国债券收益率使其对许多外国投资者保持吸引力。自2010年以来,中美国债利差一直呈上涨趋势,部分反映了中国债券的持有风险和流动性不足方面导致的较高的风险溢价。另一方面,持有中国资产所涉及的较高风险意味着投资者的回报较高,有利于吸引追求高盈利的投资资金。

市场预计今年晚些时候将公布中国纳入几项全球债券指数。2月,中国债券被彭博(以前的巴克莱指数)列入两项新指数,即全球总体+中国指数和新兴市场+中国指数。3月,花旗将中国债券纳入三个政府债券指数(新兴市场、亚洲和亚太地区政府债券)。

虽然这些包括指数不能吸引直接的被动投资,但它们在不久的将来为中国债券包含在全球债券指数中铺平了道路。近期推出的基于香港机构投资者的债券通计划也将有助于支持中国纳入三个主要债券市场指数。

为了消除境外机构投资者的担忧,中国人民银行明确了投资银行间债券市场在资本汇出、套期保值和税收政策方面的政策。首先,只要外汇资金没有重大的货币错配问题,就没有汇出方面的限制。第二,中国人民银行首席经济学家马骏博士表示,国家外汇管理局正在着手研究国内外汇套期保值市场的具体措施。三是中国明确了对境外机构投资者的税收政策。目前,银行间债券市场交易不征税;而投资者担心需要追缴之前的税款。

中国人民银行还在寻求通过加强银行间债券市场基础设施,为国际投资者交易人民币债券提供便利。延长交易时间和加强结算措施有望改善该投资的流动性。

中国的证券市场开放始于2002年。随着合格境外机构投资者(QFII)和合格境内机构投资者(QDII)计划先后推出。截至目前,QFII和RQFII计划各有281个和184个机

构。QFII和RQFII计划的批准投资配额逐渐上升,QDII的扩张由于资本外流的压力而从2015年初开始停止。

证券通是将中国证券市场与世界其他地区或金融全球化相结合的又一步骤。沪港通于2014年11月开通,北向流量每日交易量最高达人民币130亿元,南向流量为人民币105亿元。出于对资本外流的担忧,深港通的推出推迟到了2016年12月份。虽然日交易量的限制与沪港通相似,但对总额度并没有限制。截至今年6月,南向通累计投资已达近10万亿元,北向通投资仅为南向通的一半。2017年6月22日,A股以0.7%的权重被纳入MSCI,意味着约为140亿美元的额外基准配置。

虽然MSCI的纳入并没有产生有形的短期影响,但长期的影响应该是显著的。

首先,外国机构投资者将改变以散户为主的中国投资者结构。第二,纳入MSCI指数之后的定期审核和中国权重增加,是国内市场规模和成熟程度的有力反映。第三,中国“国企改革”在下一阶段可能会引起更多的外资参与到中国的A股和香港的H股市场。

2025年的金融市场

为了回答这个问题,需要分析当前的金融市场结构。

首先,比较美国和中国的GDP大小。以美元计算,中国GDP比2016年的美国GDP小7.4万亿美元。以购买力平价(PPP)为基础,2016年中国的国内生产总值已经超过美国。

其次,中国拥有世界上最大的银行体系,银行业主宰中国金融体系命脉。中国的银行体系相当于GDP的314%,虽然小于日本的364%、法国的373%,但是远远大于美国的119%、德国则为249%。

第三,中国拥有世界第二大市值的证券市场,尽管仅占GDP的60%,远低于美国(151%)、日本(130%)和英国(123%)。

第四,中国债券市值约为10.2万亿美元,相当于2016年的名义GDP的92%,远低于日本(266%)、法国(157%)、德国(147%)和美国(133%)。

由于中国的经济总体规模以美元计价,预计到2025年将与美国大致相同,所以美国金融市场是分析中国金融市场潜在规模的有效基准,同时假设人民币兑美元汇率从2015年的6.8下降到了5,即有对美元36%的升值。然后,我们利用国际货币基金组织的以本国货币计价的GDP预测(2022年为止),并按美国3%的GDP增长率和中国5%的GDP增长率延长到2025年。到2025年,估计美国的名义GDP为26万亿美元,中国为28万亿美元。

中国的金融市场在2025年将有多大?由于GDP预计在2025年相似,中国和美国的金融市场规模将在2025年也大致相当。

为了消除2008年全球金融危机的影响,应用过去15年来美国金融市场的历史增长率估计2025年美国的整体金融市场规模为137万亿美元。这也将成为届时中国金融整体市场的规模。由于2万亿美元GDP的差距,中国金融市场在2025年将占GDP的489%,低于美国的526%。

中国的金融结构将会发展转变,但银行业在2025年可能继续占主导地位。目前中国

银行业占国内金融市场份额的三分之二左右。在美国,银行业资产、股票和债券市值几乎平均分配。资本市场和直接融资的发展表明,中国银行资产的份额将逐渐下降。假设银行业的份额将从2016年的67%下降到2025年的50%,债券和证券的份额预计将增长到27.5%和22.5%。

应用上述假设和预测,估计中国的债券市场规模将在2025年达到188万亿美元(约合37.6万亿美元,比目前高出近3倍),其与GDP比例将为134%(2016年为86%)。证券市场,预计市值为154万亿元人民币(约合30.8万亿美元),相当于GDP的110%。银行资产将达到342万亿元人民币(68万亿美元),相当于GDP的244%。

深度参与全球资产配置

即使使用一套相对保守的假设,到2025年,中国金融市场规模的估算已然对全球资产配置有重大影响。外资银行资产目前约占中国银行业总资产的1.3%。如果这一比例达到5%,就像2001年中国加入世贸组织时那样,那么额外的资本流入将达到2.38万亿美元。

债券市场方面,随着中国债券市场加入三大指标,到2025年,保守估计资本流入约为7790亿美元,加上外资已持有的在岸人民币债券,外资在中国债市的参与率也不超过3.5%。对于证券市场,到2025年预计会有额外的2000亿美元的流入,如包括外资已持A股股票,外资在中国股市参与率也很低,不超过1.5%。而把三者加总到一起,意味着中国的金融市场有可能吸引到3.36亿美元的资本流入。

但外国机构投资者一定会增加持有人民币资产吗?答案是肯定的。最初,由于结构性不平衡、监管风险、资本管制以及仍然不透明的税收制度,境外投资者将保持谨慎。但是中国的改革加速和市场规模使国际投资者不得不持有人民币资产。

首先,中国已加快金融市场对外开放。在中美贸易百日计划的早期成果协议中,中国承诺向两家合格的美资银行提供债券市场承销和结算许可证。美国的全球评级机构现在可以进入中国的债券市场来评估公司债券。此外,美国信用卡公司也将全面进入中国的电子支付市场。

同时,中国人民银行行长周小川反驳了中国的金融服务保护主义,支持更多的外资参与到中国金融市场。在现阶段,外资进入中国银行体系仍受限于银监会业务产品和分支机构网络的许可授权,阻碍了外资银行参与中国庞大和利润丰厚的银行市场。中国民间资本进入银行业已经放宽,预计外资银行的许可限制将逐步放宽。

二是2016年以来中国的债券市场已经开放给外国机构投资者,我们认为债券通计划和全球债券指数的纳入可能会吸引更多的资本流入中国债券市场。

第三,中国A股纳入MSCI指数也将为更多的资本流入创造动力。

总之,一旦中国的金融和资本市场对外国机构投资者开放,它们是会进入中国市场的。鉴于中国的市场规模和潜力,没有机构投资者能享受高于基准回报的前提下同时不持有人民币资产。笔者认为,2017年可被视为人民币深度参与全球资产配置的转折点。