

主编:管益忻

常务副主编:启文

副主编:白卫星

学术支持:

齐桓仲父大战略研究院

清华大学新经济与新产业研究中心

中央财经大学中国改革和发展研究院

第 228 期 (总第 334 期) 2017 年 11 月 17 日 星期五 投稿邮箱:jxjzb@163.com

# 经济学家周报

本刊订阅方法:网易“云阅读”搜索“经济学家周报”即可订阅。本报所刊载文章系作者观点,均不代表本报意见

## 绿色金融发展前景:从“规模赶超”到“制度引领”

■ 鲁政委

报告指出,“中国特色社会主义事业总体布局是‘五位一体’”。在我们党的文件中,“生态文明建设”首次被提升到了“总体布局”的高度;而 2035 年将要建成的“社会主义现代化强国”,“美丽”也由此成为与“富强民主文明和谐”并列而不可或缺的五大特征之一。报告表示,我国已“成为全球生态文明建设的重要参与者、贡献者、引领者”,未来还将继续致力于构建人类命运共同体,“坚持环境友好”,推动全球绿色发展,建设“清洁美丽的世界”,“保护好人类赖以生存的地球家园”。

### 中国引领全球绿色金融制度建设条件已成熟

十八大以来,我国生态文明建设不断深化,绿色发展成效卓著。而作为生态文明体制机制的重要内容,发展绿色金融也成为了国家战略性优先事项。2015 年 12 月,人民银行等七部委发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》,提出了 35 项发展绿色金融的具体措施,成为我国绿色金融体系的“基本法”,开启了系统性的绿色金融制度体系建设进程。银行、证券、保险以及环境产权等各领域的制度体系加快成型。部分金融机构也对绿色金融业务管理和创新的不同领域,展开了深入的探索。比如,兴业银行自 2006 年起便深耕绿色金融,构建起了完善的管理流程、标准体系、专业团队以及产品体系;工商银行近年来也在环境风险分析和管理方面开展了探索。在政策推动和机构的主动作为下,我国绿色金融市场规模迅速增长。根据银监会提供的数据,截至 2017 年 2 月,国内 21 家银行业机构绿色信贷余额 7.5 万亿元,占所有信贷余额的 9%;绿色债券发行规模也从 2015 年的几乎空白,升至 2016 年的 2400 亿元,占全球总量的近 40%,2017 年上半年发行量占比继续保持领先地位,全球占比超过 20%;截至 2017 年一季度,我国绿色证券投资基金约 90 只,规模接近 800 亿元。除此之外,绿色产业发展基金、绿色信托、绿色保险等也获得长足发展。

制度的完善和规模的扩张,带来了国际影响力的大幅提升。2016 年 7 月,新开发银行在中国发行了国际金融机构首单绿色债券;而当月,中国银行开启了中资银行在海外市场发行绿色债券的进程;多家国外基金会组织通过国际合作的方式,先后进入中国绿色金融市场。2016 年 G20 杭州峰会上,我国推动绿色金融首次进入了核心议题,人民银行与英格兰银行共同主持主导编制了绿色金融综合报告,向世界提出了发展绿色金融的七项具体可落实的政策建议,受到了国际社会的高度关注与赞赏。除此之外,我国也通过“一带一路”、新开发银行、亚投行、南南气候合作基金等机制,推动国际合作,输出资金、技术和理念。

可以说,中国的绿色金融市场已经完成了“规模赶超”,并具备了向“制度引领”角色转型的基础和条件。

### 全球绿色发展与国际金融监管制度的“两张皮”状态亟待改变

绿色发展能够带来环境改善、资源节约

等公共效益,但外部性内部化的困难导致市场主体发展动力不足。绿色金融概念的提出,就是希望通过金融工具的作用,弥合公共利益与私人利益之间的鸿沟,促进绿色发展。然而从目前实践来看,推动绿色金融发展的手段依然以财税干预等行政手段为主,没有形成市场内在可持续发展的动力。在经济复苏乏力、政府疲于刺激经济、公共财政空间有限的背景下,依赖公共财政推动的绿色金融不具有可持续性,也无法支持更大规模的发展。

明确监管规则,界定环境资源产权,在此基础上借助市场自身的力量引导资源配置,是保障绿色金融可持续发展的唯一手段。全球碳市场的设立就是一个生动的案例:在联合国框架下,各成员方设定碳排放的核算标准以及总量约束,并设立市场进行交易。截至 2016 年底,全球已有近 60 个国家和城市建立了碳市场,覆盖全球碳排放总量的 10% 以上,并催生了年交易总额超过万亿美元的市场,为碳减排提供经济激励。

然而,碳市场只是绿色金融体系中的一个方面,要全面地推动绿色金融体系建设,还需要在更大范围内探索制度创新与设计。

金融市场的核心在于经营风险。随着环境、气候和资源对宏观经济和微观企业生产经营的影响越来越广泛和深远,重新考虑融资项目以及金融资产面临的风险,显得日益紧迫和必要。遗憾的是,反观现有国际治理体系,在环境治理和金融治理之间严重割裂:关注环境保护的机构与关注金融监管的机构之间,根本没有建立起任何正式的沟通渠道,似乎也没有任何共同工作语言,由此也导致环境问题影响金融、环保离不开金融,但在正式的金融治理架构中,却从未考虑过将环境因素纳入其中。由此也就事实上导致“绿色金融”在正式制度安排中是无源之水、无本之木。

比如,在国际金融监管规则的核心——巴塞尔协议及其他相关规则、标准和制度中,均没有对环境风险给予明确专门的关注和考虑。是否考虑环境问题,风险迥然不同,但绿色与非绿色融资的风险权重却完全一样。根据我国市场实践,截至 2016 年 6 月,绿色信贷不良率 0.41%,远低于同期贷款总体不良

率 1.75% 的水平;反过来,涉及落后产能、环境违法违规、安全风险问题的企业,其贷款不良率都超过 4%。巴塞尔协议甚至都愿意单独为“房地产抵押贷款”设定更低的风险,在环境问题依然相当严重的情况下,至今仍没有考虑明确绿色金融问题,这不能不说是一个重大遗憾。

在这样的背景下,我国可以考虑推动巴塞尔委员会等国际金融监管规则的调整,适当调低绿色金融资产的风险资本占用,这对于扩大全球绿色金融业务规模、提升市场吸引力,都将带来直接的影响,也将提升全球绿色金融发展的内在动力。由此将会彻底改变目前绿色融资更多需要依托财政补贴的状态。除了直接调整风险资本占用比例外,由于绿色带来的环境改善、资源节约等效应造福了全社会,因此,我国也可以在未来《破产法》的修订中,将绿色债权的受偿顺序提前,明确绿色债权优先受偿地位,以此进一步降低绿色投资风险。

党的十八届五中全会强调,要提高我国在全球经济治理中的制度性话语权。而 G20 杭州峰会后的 9 月 27 日,习近平总书记参加中央政治局集体学习时也提出,我国要提高参与全球治理的能力、增强国际规则制定的能力。十九大报告也进一步明确,我国要坚持环境友好,合作应对气候变化,保护好人类赖以生存的地球家园。绿色金融关乎我国乃至全球永续发展,而我国在相关领域已经走在了全球前列,并逐渐显现出对全球的引领作用。依托我国绿色发展迫切、绿色金融市场规模大、政治决心坚定以及特有的制度创新优势,结合我国绿色金融业务实践,借助 G20 框架下国际合作机制,推动全球在绿色金融风险相关研究领域的合作,进而通过 FSB(金融稳定理事会)等机制推动国际金融监管规则的修订和完善,加快推动我国绿色金融对全球的“制度引领”,不仅能够为实现中华民族伟大复兴创造更加有利的外部条件,同时也能够为促进全球可持续发展、落实千年发展目标,贡献中国智慧。



当前中国的经济结构有了些明显的改善和变化,但同时,在经济调整转型时期也面临着存量风险释放带来的挑战,关于这个问题我想讲一讲新格局下的金融周期。

■ 光大证券全球首席经济学家、研究所所长彭文生

所谓的新格局从国内来讲,当然是最近的十九大所带来的未来政策大环境的变化。另外最近特朗普提名鲍威尔为美联储新主席,美国作为全球最大的经济体,从某种意义上讲美联储是全球最终流动性的提供者,美联储主席的变化也会对金融经济有一些新的影响。

### 物价与资产价格分化

首先讲一个大的背景,我们看到过去这些年物价和资产价格的分化,这是个全球性的现象。比如说美国,通胀持续在比较低的水平,这几年美联储的研究人员对通胀的预测总是高估,最近的结果都是比预期低。而最近美国股市则是连续创新高,很多人拿现在的危险度和 1987 年的黑色星期一、2000 年的股市科技股泡沫相比。但也有人认为不能这样比,为什么?因为现在的利率很低,现在的利率和 80 年代、90 年代比低了很多。在资产配置中利率是一个根本性的参考值,固定收益率很低,资产配置中要配置权益类的资产。美国的利率为什么持续低,为什么美联储这次加息不像以前的加息周期那么连续,根本问题是通胀低。

中国其实也是一样,过去这两年 PPI 涨的比较多,有一些特殊的原因,包括供给端的行业产能的调整,但是 CPI 还是处在很低水平,这是一个全球性的现象。但是看资产价格,美国的房地产价格已经恢复到危机之前的水平,实体经济开始超过资产利率。我们看刚才提到的美国股市连续创新高,中国的房地产市场也是,最近热度虽然稍微降了一点,但我们还没有看到一个显著、真正意义上的调整。我们今年的股市,虽然总体指数涨的不是那么多,但有一个结构性的牛市,主要体现在大盘股,体现在传统行业和金融板块,涨的不错,这是一个大的背景。

### 金融周期

怎么理解这种现象呢?这涉及到对宏观经济的看法,涉及到实体和金融的关系。从金融周期的角度来理解,金融周期为什么会导

致资产价格上涨,而一般的商品价格不涨,根本性的原因就是贷款。企业和个人从银行拿到贷款有两种用途,一种是建立新的资产,新增投资,比如建立新的房产、新的高速公路,这是增加实体的需求。但是贷款还可以做另一种投资,在二手市场购买存量资产,比如买房子、买场地、买股票。所以贷款的过度投放,可能体现为一般物价的通胀,也可能体现为资产价格上涨、资产泡沫。

我们要问一个问题,贷款是怎么发出来的?由于信息不对称问题,银行发贷款的时候不知道借款人有没有还款的意愿和能力,怎么办?银行会要求抵押品。什么是最好的抵押品?那就是房地产,因为其他资产甚至包括人力资本,其存续期都没有土地长。房地产天然具有较好的信贷抵押品属性,所以银行信用和房地产抵押相互促进,导致金融周期上行,也就是房价涨,土地、房产作为抵押品价值上升,而银行贷款扩张更快,贷款扩张快房价就一直上升,一直呈螺旋式的到达顶点。顶点是什么呢?有可能会是房地产泡沫破裂,通过金融冲击整个经济。

我们根据房地产价格和信贷扩张的力度估算出了中国、美国、欧元区三个主要经济体的金融周期,金融周期往上走是信贷扩张、房地产价格上升,往下走是信贷放缓、房地产价格下降。我们可以看到美国上一轮金融周期顶点在 2007、2008 年,然后经过次贷危机剧烈的调整,持续了几年的去杠杆,直到 2013 年美国的金融周期见底,主要体现为房价开始上涨。过去几年显示,美国这一轮金融周期上行力度相对比较平缓,新一轮金融周期解释了美国经济为什么表现还不错,比其他的经济体复苏早一点,而比较温和的上行走势又解释了美国的经济目前并不是那么强,也就是我们看到的美联储加息的节奏没有那么快。

我们看欧元区。欧元区金融周期的底部在 2011 年,很多人把欧债危机理解为南欧等小国家的主权债务危机,其实根源是房地产泡沫和信贷破裂。那为何在希腊这些国家体现为主权债务危机?因为他们没有独立的央行,不能帮助他们渡过难关。当年西班牙、希腊的房地产泡沫破裂、银行损失比较大的时候,只能靠政府救助,所以导致了政府债务大幅扩张,政府债务没有独立的央行支持,所以就体现为主权债务危机。欧元区近来金融周期似乎在见底,体现为欧洲经济过去一年有改善的迹象。

中国在金融周期逐步接近顶部的时候,过去十几年累积的房价大幅上升、信贷扩张,

## 新格局下的金融周期

会带来金融风险释放的问题。在释放过程中怎样防止发生系统性的危机和系统的风险,这是我们面临的挑战。这是过去房地产或者说信贷扩张所带来的一系列问题,另一个问题是结构的扩张,房地产和金融行业占用的资源太多,挤压到实体经济,我们都在讲金融要服务实体经济,金融服务实体经济有很多的说法,到底金融应该怎样服务实体经济?银行给一个实体经济放一笔贷款,这个企业假设属于产能过剩的行业,是一个导致污染的行业,是不是服务实体经济?如果金融机构提供一些衍生产品,是不是就一定不是服务实体经济,也不一定。怎么判断金融服务实体经济呢?我自己的一个理解,从宏观来讲就是要看金融和实体在资源配置中所占的比例,国民收入中金融行业占比提高,可以说是金融挤压实体经济的一个体现,这是在宏观总量层面的体现。同时,金融过度扩张也会导致实体层面的资源错配和结构扭曲。由于没有按照行业划分的具体信贷数据,我们利用中国三千多家上市公司的财务数据,按照不同的行业考察其债务占总资产的比例,这个比例实际上显示的是不同行业的信贷占用情况。结果发现排在第一位的是房地产,第二位是建筑,其中地产占用信贷资源最多。还有政府的隐性担保也偏向于房地产,政府隐性担保最多的行业主要是地产、钢铁和建筑业。

国企杠杆率高。从风险的角度,我们说去杠杆,企业部门的杠杠很高,但也不是所有企业的杠杠率很高,企业的高杠杠率主要体现在两个领域,一个是国企,政府隐性担保所带来的影响,另一个是房地产行业。今年地产不错,但不能忽视房地产行业资产负债率很高。在房价涨、房地产市场繁荣的时候,这似乎不是问题,认为资产端价格高涨,但是一旦房地产行业开始调整,房地产价格下来,问题就会暴露出来。

房地产和信贷扩张所带来的另一个问题是收入分配的问题。我们估算了不同的行业实际收入对 M2 的增长弹性系数,发现金融和地产就业人员最受益于信用货币扩张。此外研究发现,美国金融行业对其他行业的收入比例,1929 年之后一路下行,在 1970 年代到达底部,从 1980 年代开始重新快速扩张,在 2007 年金融危机到达顶点,金融危机以后有小幅调整但现在已有回升。所以,金融周期或者说金融业的扩张,会加剧贫富差距,抑制消费需求。

另外今天大会的主题“新经济”。新经济是提高效率、降低成本,比如共享经济,会增

加供给、抑制物价,进而提振金融资产的价格。但是从中长期来看,未来 5-10 年人口变化是关键因素,可能导致宏观格局发生变化。从人口结构来讲,全球范围内老年人越来越多,消费需求占比还会增加,储蓄会下降。这就可能导致未来一般商品通胀,同时,由于储蓄率的下降,也会抑制资产价格的。但这个拐点会发生在什么时点,确实有很多不确定因素,比如金融周期、贫富差距的因素。

### 十九大后政策新格局

最后,在这样一个宏观背景之下我想谈一下,我们应该怎样理解十九大政策之后新格局的影响。大家都知道十九大报告里面,对经济、社会发展最重大理论的论断、表述发生变化,社会主要矛盾也已经转变为人民群众日益增长的美好生活需要和不平衡、不充分发展之间的矛盾。对“美好生活的需要”的理解相对比较直接一点,每个人都希望过更好的生活,提高生活质量,享有更好的空气、更好的水,但是对“经济发展不平衡、不充分”怎么理解,分歧多一点。我认为是多方面的,

一是需求供给发展不平衡,这是供给侧的改革,需要调整供给端的结构。二是金融和实体经济,什么叫金融服务实体经济,最终要看资源在各领域如何分配。三是上一代和下一代,日本社会同一代人之间的贫富差距是很小的,但是人口结构的变化导致了代际之间对资源占有的差距很大,这是贫富差距新的特征。四是区域发展不平衡,这是新兴市场国家本身特色的,中国作为发展中国家,东中西部发展也存在不平衡。最后是收入分配,就是刚才讲的贫富差距的因素。

要纠正这些不平衡,本质上要进行结构调整,这就带来了效率和公平的讨论。传统观点认为效率和公平难以兼顾,提高效率,让市场发挥更大作用,可能就会加大收入分配的差距,公平就会有所牺牲;我们要更多一点公平,效率就会受到影响,这是传统的观念。金融危机已经过去十年,经济学研究的思考有一些变化,更多人认为效率和公平可以兼顾,为什么?公平本身会影响效率,贫富差距越来越大,社会底层、下一代的人力资本形成会受到严重影响,进而损害未来经济增长的效率。

所以,效率和公平是可以兼顾的,怎样兼顾?要处理好市场和政府的关系。我们讲收入分配有两个阶段,一个是市场资源配置,比如通过生产要素的边际生产率来发挥作用,但这里面有一些扭曲,需要结构性政策进行纠正,比如说房地产泡沫问题,市场分配阶段扭曲,分配就需要政府财政发挥作用,以及二

次收入分配的调节。

最后,我们如何理解社会主要矛盾变化以后的宏观政策框架。第一个就是货币金融调控双支柱,货币政策和宏观审慎政策都应成为宏观金融调控的工具。这两种工具到底是相辅相成,还是相互竞争、相互替代的关系呢?我认为,不同阶段有不同的体现,某些阶段相互替代,但在现在的阶段就是相辅相成。因为我们现在在金融周期接近于顶部的时候要调整,货币就要紧一点,同时宏观审慎监管也要加强。而一旦金融周期拐点发生,房价开始调整、信用开始放缓,就体现出两者相互替代的问题,那个时候维持宏观审慎的监管就需要货币政策的放松。

再回到美联储的新任主席鲍威尔。按照他对货币政策的理念,应该会延续比较稳健、逐步的货币紧缩或者货币正常化的路径,但一般认为鲍威尔对金融监管的态度更加温和。这两天越来越多的人在关心,有些报告也在评估鲍威尔新的金融理论对金融监管的力度有多大。我自己做了个小研究,我的体会是实际可能并没有市场预期的那么乐观。其实美国现在并不是要彻底推翻金融危机以后的金融监管政策,而是说这些监管政策比巴塞尔协议三还要严格,现在他们希望稍微宽松一点,但并不是要违背巴塞尔协议三,加强监管应该还是一个总体大的趋势。第二个体会是宏观审慎货币政策有一定的替代性,假设美国的金融监管政策,尤其是对中小企业的监管放松、信贷扩张,那它货币政策紧缩的力度会比现在预期的大。监管放松导致信贷扩张对经济短期有帮助,会导致通胀比现在的预期要高,这是货币金融方面的宏观政策框架。

财政方面。除了总量以外更重要的是结构,我刚才讲的收入分配改革等问题,十八届三中全会已经讲得很清楚,我们应该降低间接税、提高直接税,目前来看我们的劳动所得税率很高,但缺少资本所得税,未来的改革发展方向很清楚。结构调整方面,之前提到的扶贫,我自己的体会,十九大报告在讲到社会主要矛盾发生变化以后,后面具体领域的阐述,更多的是一种分配或者是结构调整领域,包括精准扶贫、公共服务均等化,包括普及高中教育、以药养医、生态建设等等,这些我认为从根本上都涉及到未来公共支出结构的调整,和财政支出的调整。

把这些放在一起看,我自己认为金融周期拐点应该是越来越近了。促进公平,缩小贫富差距,就是有利于促进消费,有利于改变目前一般产品价格低迷、金融资产产品价格持续上涨的局面。