

# 中国金融 复旦之声

CHINA FINANCE  
VOICE  
OF  
FUDAN

2015年3月

第 1 期

An aerial photograph of a river winding through a green landscape with buildings. The characters '中国金融' (China Finance) are written in large, dark, stylized font across the river. The text is positioned in the lower right quadrant of the image.

**新常态下房企如何危中求机？**  
**宏观投资制胜之道**  
**“六座大山”，多维度解读国企改革顽疾**  
**丝路的争鸣**  
**欧版QE，残局中的一步正着？**

# 目录

## CONTENTS



23



42



48

### 旗舰产品

04 第十七、十八、十九期复旦-ZEW 经济景气指数

### 活动掠影

- 08 复旦大学中国金融家俱乐部会长年终会议
- 09 宏观投资及应用  
——复旦大学中国金融家俱乐部 2015 新年首场沙龙
- 11 关于国有企业改革的理论与实践  
——复旦大学中国金融家俱乐部 2015 年二月沙龙
- 13 新时代，新经济，新机遇  
——复旦经济金融界校友 2015 年春季圆桌会议
- 15 宏观投资制胜之道  
——复旦大学中国金融家俱乐部 2015 年三月沙龙

### 活动专题

- 17 宏观投资及应用
- 19 宏观投资制胜之道
- 22 链接：全球宏观投资策略发展历程
- 23 “六座大山”，多维度解读国企改革顽疾
- 26 丝路的争鸣

### 热点专题

- 28 新常态下房企如何危中求机？
- 30 REITs 的新常态机遇与中国现实
- 32 互联网大潮下的机遇——在线房地产企业格局转变
- 35 老龄化下的机遇——房企养老地产盈利模式探索
- 38 欧版 QE，残局中的一步正着？  
——专访复旦大学欧洲研究中心主任丁纯教授

### 人物访谈

42 汪新芽：命运的漂流

### 财经书评

- 46 《繁荣与萧条》——被遗忘的经典
- 48 《大数据时代，保险变革研究》书评

### 经济热点观察

50 2015 年 1 月——3 月经济热点观察

### 政策建议

- 56 破除“大而不倒”，健全系统重要性金融机构处置制度
- 59 积极稳妥鼓励国内金融资金跨境流动

### 编辑部

**主办** 复旦发展研究院（金融研究中心）  
复旦大学中国金融家俱乐部

**协办** 复旦大学校友会

### 责任编辑

沈婵婧  
于杨

### 记者

董博 复旦大学经济学院 2011 级本科生  
邢妍菁 复旦大学经济学院 2014 级研究生  
徐昕 复旦大学经济学院 2011 级本科生  
黄梦颖 复旦大学经济学院 2012 级本科生  
钱程 复旦大学经济学院 2012 级本科生  
张舟 复旦大学经济学院 2012 级本科生  
庄嘉 复旦大学经济学院 2012 级本科生  
龚懿婷 复旦大学经济学院 2011 级本科生  
史晋星 复旦大学经济学院 2014 级研究生  
吴祖鹏 复旦大学经济学院 2014 级研究生  
谢欣辰 复旦大学经济学院 2012 级本科生  
池青 复旦大学经济学院 2011 级本科生  
唐季一 复旦大学经济学院 2012 级本科生  
余安琪 复旦大学经济学院 2014 级研究生  
崔文娟 复旦大学经济学院 2011 级本科生  
魏佩琳 复旦大学经济学院 2011 级本科生  
夏梦舟 复旦大学经济学院 2012 级本科生

### 微信编辑

杜虹 复旦大学新闻学院 2014 级研究生

### 刊物设计

庄嘉 复旦大学经济学院 2012 级本科生

**地址** 复旦大学光华楼东主楼 7 楼  
中国上海市邯郸路 220 号

**邮箱** cfc@fudan.edu.cn  
**微信号** CFCFudan



复旦大学中国金融家俱乐部微信公众账号

感谢复旦大学中国金融家俱乐部会长们的大力支持！

## 复旦-ZEW经济景气指数

### 第十七期

中国经济增长的新动力日趋成型

2015年1月10日，复旦发展研究院金融研究中心主任孙立坚教授在“2015复旦大学地产金融同学会新年论坛”开幕式上发布第十七期“复旦-ZEW中国经济景气指数”。本期的复旦-ZEW经济景气指数显示，中国经济的景气指数由6变动为6.5，反映出专家对经济发展形势研判的谨慎判断。美国经济的景气指数从38升至48，反映出美国经济复苏势头稳定；欧元区经济的景气指数从-18变为-12.9，经济复苏势头依然不容乐观，预期的持续性还有待观察。复旦发展研究院金融研究中心主任孙立坚教授认为，“政府所推进的扩张性货币政策以及市场的预期推动了资本市场的利好预期。受到内外经济复苏的影响，国内的消费和就业出现双双利好的格局，区域经济呈现复苏态势。”

本期CEP分析结果显示，2014年增长率预期值为7.4%。

12月调查数据显示，2014年的中国经济增长预期为7.37，与11月的调查数据（7.33）相比略有上升。未来3个月中国的通胀率为1.56%，未来一年的通胀率为1.86%。与11月数据相比，通胀预期出现略微下降。孙教授指出，“受到大宗商品价格低迷和全球原油价格指数的下滑影响，通胀指数受到拖累，无论是中国还是美国都继续保持低通胀的态势。”

本期发布的商业银行景气指数比11月调查的景气指数上升约31个点；投资银行的景气指数上升16个点左右；保险业的景气指数上升约15个点。孙立坚教授认为，“由于存款保险制度以及同业存款回归一般账户的利好商业银行政策的推动，商业银行的景气指数反弹强劲。

而随着市场对股市的信心和投资活力的增强，与资本市场相关的投资银行和保险业都出现了利好的判断。”

此外，与11月调查结果相比，只有香港和重庆地区的经济景气指数略有下降，但香港下降幅度较小，其余地区景气指数均有不同程度上升，其中天津上升幅度最大，从6.25变为24.19。第17期最高经济景气指数继续由深圳保持，为43.55；香港经济景气指数最低，为-20.97，较上期有小幅下滑。从房价景气指数来看，代表性城市的房价景气指数大多呈现下行趋势。孙立坚教授认为：“除香港外，在内外利好政策作用下，大部分地区景气指数呈现了反弹的迹象。这种反弹与过往由房地产业拉动的经济增长模式不同，出现了新的增长动力的可能性。”

▼第十七期——中、美、欧经济形势景气指数



### 第十八期

多方利空因素影响内外经济景气复苏

2015年2月2日，复旦发展研究院金融研究中心(FDFRC)发布第18期CEP的调查结果。

本期的复旦-ZEW经济景气指数显示，中国经济的景气指数由6.5变动为-2.6，经济发展形势依然不容乐观。美国经济的景气指数从48下调至43.4，但和其他地区相比，美国依然保持经济复苏势头；欧元区经济的景气指数从-12.9变为-35.5，经济复苏势头依然严峻。复旦发展研究院金融研究中心主任孙立坚教授认为，“近来中国公开的宏观经济数据表现和地方债以及房地产市场的下行调整对中国的前景指数的判断产生了较大的负面影响，导致一月份的调查结果出现了-2.6的低落数据。”本期CEP分析结果显示，2015年增长率预期值为7.1%。

1月调查数据显示，2015年的中国经济增长预期为7.2，与12月的调查相比下降了0.04%。未来3个月中国的通胀率为1.58%，未来一年的通胀率为1.87%。与12月数据相比，通胀预期出现略微上升。孙教授指出，“受到货币政策的宽松以及政府扶持实体经济的投资需求发挥的支撑作用的影响，无论是长期还是短期，中国CPI呈现上升态势”。

本期发布的商业银行景气指数比12月调查的景气指数下降约7个点；投资银行的景气指数上升5个点左右；保险业的景气指数上升约10个点。孙立坚教授认为，“实体经济活动的疲软严重影响了商业银行景气指数上扬的走势，地方债问题的再次凸显，房地产资金链的紧张等因素都对商业银行的景气指数产生了较大的负面影响。而股市繁荣的

行情则继续利好投资银行和保险业的发展，景气指数呈现上扬的态势”。

与12月调查结果相比，只有香港和重庆地区的经济景气指数略有上升，其余地区景气指数均有不同程度下降，其中深圳下降幅度最大，从43.55变为18.42。第18期最高经济景气指数变为重庆，为22.97；香港经济景气指数依然最低，为-17.11，较上期有小幅上升。从房价景气指数来看，与12月调查相比，代表性城市的房价景气指数均出现了不同程度的回暖。孙立坚教授认为，“受到各个城市楼市新政的扶持，和央行货币政策放宽等因素的影响，本期所有样本城市房价景气指数出现回暖迹象。而除重庆以外，各地方实体经济却和国家整体的宏观经济同步下行，呈现出疲软的状态”。

▼第十八期——中国银行业利率预测



▼第十九期——中、美、欧经济形势景气指数



## 第十九期

市场期待改革红利发出力量

2015年03月09日，复旦发展研究院金融研究中心(FDFRC)发布第19期CEP的调查结果。

本期的复旦-ZEW经济景气指数显示，中国经济的景气指数由-2.6变动为2.5，形势有所复苏；美国经济的景气指数从43.4上调至45，和其他地区相比，美国依然保持经济复苏势头；欧元区经济的景气指数从-35.5变为-25，经济略有复苏，但具有波动性，依然不容乐观。复旦发展研究院金融研究中心主任孙立坚教授认为，“中国景气指数的复苏更多的体现在结构的调整上，包括核心产业的竞争力，软实力的提升，包括政策的扶持带来的景气复苏。而经济增长的下行则反应在产业规模收缩以及产能过剩当中。”根据本期CEP

分析结果，中国2015年GDP的增长率为7.1%。

2月调查数据显示，2015年的中国经济增长预期为7.16，与12月的调查数据下降了0.04%。未来3个月中国的通胀率为0.95%，未来一年的通胀率为1.14%。与1月数据相比，通胀预期出现下降。孙教授指出，“因为物价指数的滞后性，指数也反应在中国经济目前的疲软现象中。美国要达到通货膨胀的物价标准还有一段距离。”

本期发布的商业银行景气指数比1月调查的景气指数下降约5个点；投资银行的景气指数下降17个点左右；保险业的景气指数下降约8个点。孙立坚教授认为，“对金融行业的改革，金融规范，金融监管力度的加大暂时会影响金融行业

景气指数的复苏。由于金融市场处于一个资金市的格局中，经济基本面的改善还没有完成，市场的波动特征也反应在投资银行和保险业景气指数的变化之中。”

与1月调查结果相比，除去天津有微小下降，其余地区景气指数均有不同程度上升，其中深圳和重庆上升幅度最大。第19期最高经济景气指数重庆，为39.47；香港经济景气指数依然最低，为-10，较上期有所回暖。从房价景气指数来看，代表性城市的房价景气指数表现不一。孙立坚教授认为，“区域经济受到国家‘一带一路’，区域协调发展，自贸区等国家战略，包括两会的影响，景气指数复苏。而房地产整顿持续发酵，景气指数依然处于调整之中。”



复旦发展研究院金融研究中心主任孙立坚教授进行指数发布

# 复旦大学中国金融家俱乐部 会长年终会议

文 / 《中国金融·复旦之声》编辑 沈婵婧

2014年1月12日晚，复旦大学中国金融家俱乐部会长年终会议在复旦燕园宾馆举行。

首先，金融家俱乐部秘书长徐晓羽博士向各位会长回顾了俱乐部2014年度的工作情况。俱乐部在过去的一年中，分别在深圳和上海举办了秋季论坛和冬季论坛，共举办了11场月度沙龙，1场高端政策研讨会，1场业界座谈，旗舰产品“复旦-ZEW经济景气指数”每月发布一期，自2014年4月起每期指数都在第一财经频道同步直播。

紧接着，复旦大学对外联络与发展处副处长章晓也老师和复旦发展研究院沈婵婧老师分别介绍了俱乐部2015年的工作计划。在去年工作的经验上，俱乐部将按季度继续举办高规格的论坛，并且走出上海，与北京、深圳等地的校友会合作举办季度论坛暨“复旦-ZEW经济景气指数”

发布会。每月第三个周五的俱乐部沙龙在汪新芽会长的赞助下已初具规模，2015年将继续定期开展相关活动。此外，俱乐部今年还将组建“中国金融·复旦之声”编辑部，提升刊物内容的深度，提高出刊频率，将这刊物打造成俱乐部的品牌产品，使之成为发出复旦之声的重要平台。

这次会议成果颇丰，会长们集思广益，还就如何提升“复旦-ZEW经济景气指数”的社会影响力，进一步扩大专家库样本提出了建设性的建议，有力推动了复旦大学中国金融家俱乐部的良性发展。



## 宏观投资及应用 复旦大学中国金融家俱乐部 2015 新年首场沙龙成功举办

文 / 《复旦人》学生记者 沈诗懿

摄 / 《复旦人》学生记者 郑旦庆

2015年1月24日下午，复旦大学中国金融家俱乐部一月沙龙于 Inno Coffee 如期进行。本次沙龙邀请到鑫田基金首席投资官、92级物理系校友戴霖昕担任主讲嘉宾。创办鑫田基金之前，戴霖昕曾长期就职于索罗斯旗下基金公司，并被派驻香港担任索罗斯基金香港子公司的业务负责人，在投资界负有盛名。

花旗银行中国区副行长、金

融市场部总经理胡盛华校友，花旗国际董事总经理、汇率与本地市场交易主管尤炯校友，复星国际执行总经理姚圣校友，加拿大帝国商业银行纽约投资银行分部执行董事卢菁校友，山顶资本总经理杨海山等来自业界的10余名校友、来宾出席沙龙并参与了讨论。

本期沙龙主题为“宏观投资及其应用”，戴霖昕回顾了宏观

投资如何在布雷顿森林体系崩溃之后，于全球金融领域逐渐自成一体的历史，并细致讲解宏观投资在全球资本市场中的运作策略，尽述其自上而下操作方式的优势。

他认为索罗斯基金公司是该领域的先驱之一。英国加入欧洲汇率体系一年半之后，遭遇了全球经济衰退的猛烈冲击，英国政府无力维持英镑的汇率下限，宣



## 关于国有企业改革的理论与实践 复旦大学中国金融家俱乐部 2015 年二月沙龙

文 / 《中国金融·复旦之声》 学生记者 史晋星

布与固定汇率机制“脱钩”，索罗斯的量子基金通过做空英镑获得巨额利润，几乎使得英国国家金融系统崩溃。戴霁昕称之为“宏观投资真正走上金融舞台”的事件，是宏观投资在国与国之间的金融体制和货币政策变动中获胜的典型案列。

其后，戴霁昕还就近日瑞士央行突然宣布降息并放弃瑞士法郎汇率下限的事件进行解读。他指出，这些新近政策实际上与欧洲央行即将要实行的量化宽松政策（QE）一致，瑞士法郎如果与欧元继续挂钩，升值压力势必增加，并引发市场极端不平衡，进而影响瑞士整个宏观经济的出清。相比先前英国国行的失败，瑞士央行的举措颇具前瞻性。

他特别提到，人民币在全球金融市场所占的份额逐年增加，未来会成为各大央行的主要储备货币，看好人民币的前景。同时他也提醒我国监管者可以从以上述案例为代表的国际金融大变动的失败与成功中学习精要，充分抓住历史机遇，通过汇率定价机制，债券市场多元化改革等措施，抓紧推进人民币国际化，在全球金融角逐中稳步向前，争取应有的地位。

戴霁昕以历史宏观策略投资案例，简明地揭示了在全球市场急剧变动之下，国家的汇率政策、政府用以刺激经济的宏观经济工具，以及 2015 年大银行自营及对冲基金交易可能的交易策略，与会校友和来宾都深受启发，演

讲后，大家意犹未尽，相互提问，继续探讨如美元、油价走势、欧洲央行 QE 政策以及李嘉诚内地撤资等热门问题。本次沙龙气氛热烈，取得圆满成功！

感谢复旦大学中国金融家俱乐部汪新芽会长为此次沙龙活动的成功举办所作出的贡献。

（《中国金融·复旦之声》编辑部  
吴祖鹏、龚懿婷两位同学对本文亦有贡献）

精彩观点请见本期杂志第 17 页

2015 年 2 月 14 日下午，复旦大学中国金融家俱乐部二月沙龙于嘉定区国金融大厦如期进行。本次沙龙邀请到复旦大学世界经济系 94 级研究生校友马咏华先生担任专题报告主讲嘉宾，专题报告主题为“关于国有企业改革的理论与实践”。本次沙龙由复旦大学中国金融家俱乐部副会长、复旦大学管理学院钱世政教授主持。

国泰君安总裁杨德红先生（俱乐部联席会长），美丽境界投资管理有限公司创始合伙人汪新芽女士（俱乐部联席会长），嘉定区人民政府副区长周文杰先生（俱乐部副会长），上海飞机制造有限公司党委书记肖云先生（俱乐部副会长），上海大众公用事业（集团）股

份有限公司总经理陈靖丰先生（俱乐部副会长），雅本化学股份有限公司董事长蔡彤先生（俱乐部副会长），美国普衡律师事务所合伙人严嘉先生（俱乐部副会长），上海城投建环保基金总经理辛强先生（俱乐部副会长），俱乐部会员瑞士银行董事总经理侯延琨先生，东方证券首席经济学家邵宇先生等来自政界、业界、学界的近 30 名校友、来宾出席沙龙并参与了讨论。嘉定区委副书记、区长杲云到会支持。沙龙开始前，与会嘉宾还参观了嘉定新城规划展示馆和嘉定工业区的上海金融谷。

国资国企改革的理论争鸣

1995 年 6 月的“北大交火”林张之争（林毅夫、张维迎）以及引发的系列讨论，比较全面地代表了学术界关于国企改革的各种观点，马咏华先生认为，20 年后回过头来看，双方的很多观点至今依然很独到，但从实践中来看，国企改革的问题应该做多维度解读：它是计划经济体制向市场经济转轨的问题，涉及政府和市场的关系梳理、社会保障体系的建立、就业制度的改革、软预算约束的硬化和财税制度的改革；它是产业发展战略的问题，涉及封闭经济下发展起来的重工业体系如何应对开放经济的挑战；它是企业产权问题，涉及产权

缺位、资产人格化；它是委托代理问题，涉及信息不对称、败德和内部人控制；它更是企业管理问题，包括人事、就业、工资三项制度改革。只有梳理清楚思路，才能辨别哪些问题是我国国企真正面临的独特问题，比如国有产权性质的所有权缺位、“新三会”“老三会”复杂治理结构、代理人选拔廉价投票权等。

### 国企改革实践回顾与展望

马咏华先生回顾了国企改革实践自改革开放以来的不同阶段：从改革开放初期到十四届三中全会 15 年是扩大经营自主权阶段，国企从原来的计划统一下达、资金统贷统还、物资统一调配、产品统购统销、就业统包统揽走向利润递增包干、承包经营责任制改革；十四届

三中全会到十六大之前 10 年是制度创新和结构调整阶段，建立“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度，抓大放小，实行鼓励兼并、规范破产、下岗分流、减员增效和再就业工程，形成企业优胜劣汰的竞争机制；十六大提出的以国资管理体系改革推动国企改革发展的阶段，建立中央政府与地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制；国资委成立之后，在清产核资、建立业绩考核制度、经营者薪酬制度、职工收入总水平管理、国有产权转让规范化、加强外部监管等方面有了长足的进步，但不足之处也很明显，包括没有对企业监管进行分类、国企领导人员的市场化改革迟

滞、管得太多太细等等。有鉴于此，十八届三中全会积极发展国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体，同时以管资本为主加强国有资产监管，准确界定不同国有企业功能，实行分类监管，进一步破除各种形式的行政垄断，建立职业经理人制度，深化企业内部管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的制度改革。

本次沙龙气氛热烈，嘉宾讨论意犹未尽。

感谢嘉定区人民政府副区长周文杰先生、嘉定国资总经理李峰校友为此次沙龙活动的成功举办所作出的贡献。

精彩观点请见本期杂志第 23 页



## 新时代，新经济，新机遇

### 复旦经济金融界校友 2015 年春季圆桌会议

文 / 《中国金融·复旦之声》编辑部 学生记者 余安琪

2015 年 3 月 7 日，复旦经济金融界校友 2015 年春季圆桌会议在北京成功举办。复旦大学中国金融家俱乐部、北京校友会经济金融分会、上海校友会金融同学会共同参与。本次论坛以“新时代，新经济，新机遇”为主题，来自银监会、保监会、证监会、中国银行、发改委、民生证券、信托业协会、海关总署、基金公司、企业等经济金融界校友、学校外联处、复旦发展研究院、宁波研究院、复旦大学校友会等单位共 30 多人莅席，北京校友会范文仲

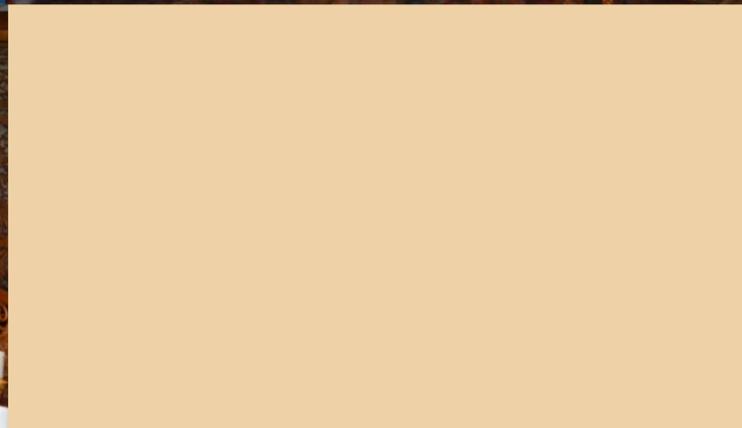
副会长主持了圆桌会议。

复旦发展研究院学术服务中心主任张怡副教授首先介绍了复旦发展研究院的历史、架构、品牌以及近几年发展研究院在高校智库建设中的引领作用等，张怡号召复旦经济金融界校友积极加入研究院的研究团队，为“复旦-ZEW 经济景气指数”、《中国金融·复旦之声》等各平台、项目建言献策，倡议得到了校友们的积极响应。会上，校友们畅谈了对母校智库建设的构想。校友们纷纷表示，在中国社会、经济深刻变

革的今日，高校智库建设对国家发展意义重大。而复旦作为国内一流高校，最具国际视野，屹立沪滨，学科综合优势明显，更应该承担起智库建设的重责。

之后，与会校友又针对两会热点展开积极讨论。其中，“一带一路”成为讨论焦点。校友们分别从经济、科技、外交、企业的角度对“一带一路”的战略意义展开了多元化的分析。大家普遍认为，“一带一路”的战略构想和布局无论是于我国资本主动输出，增加国际事务话语权，还是于国内深化各





项改革都有十分重要的意义。同时,大家也热议,地方政府、以及企业、研究机构在解读中央“一带一路”建设的文件精神上存在一些误区,还需学界、企业、政府扎扎实实多做调查研究,形成合力,推动国家战略的顺利实施。中央汇金丁国荣校友、北京控股姜新浩校友、国务院发展研究中心张昌彩校友、外交部陈松校友、央视品牌顾问李光斗校友等纷纷发言带来精彩观点。

北京校友会监事长、中柬金边特区主席徐彦平校友、中柬金边经济特区有限公司总裁张金鹏校友以自己海外拓展的实践和经验,生动地为校友们讲述了“一带一路”中“五通”的重要性。海外拓展中的关键

是如何发现这些区域的实际需求,结合自身的发展实现与这些地区的深入合作。他认为,仅仅依靠地方政府号召各类企业参与项目建设,而不实地了解、研究对于投资是不利的。对所经区域的政治、经济、风土人情都需了解到位,其中特别不能忽视人脉和文化的影响力。徐彦平校友当场表示要支持复旦发展研究院用于东盟地区的专项研究。

如何发挥复旦在诸如“一带一路”等国家战略发展中的作用?银监会范文仲校友认为,可以将这类项目作为复旦智库建设过程中的研究课题。他认为,凭借发展研究院的科研和社会资源,无论在理念还是研究方法上都可以在对“一带一

路”等所涉国家和地区的各项研究上走在国内外前列,以学术研究促实践拓展是他对母校未来助力国家战略的期许。

会议气氛热烈,各位校友意犹未尽。晚餐前,外联处处长、复旦大学校友会副秘书长潘俊给大家介绍了学校校庆安排,欢迎大家回母校。今年恰逢建校110周年,复旦大学校友会为校友们带来“校庆110周年”红围巾,大家纷纷戴上红围巾,祝福母校,现场气氛温暖,洋溢着浓厚的复旦人情谊。

本次活动得到了北京校友会常务副会长,央视金桥董事长陈新校友的大力支持。

精彩观点请见本期杂志第26页

## 宏观投资制胜之道

### 复旦大学中国金融家俱乐部 2015 年三月沙龙

文 / 《中国金融·复旦之声》学生记者 唐季一 徐昕

2015年3月20日晚,复旦大学中国金融家俱乐部三月沙龙于The Press咖啡如期举行。本次沙龙主讲嘉宾是复旦校友胡盛华先生。胡盛华先生现就职于花旗银行,在宏观投资方面有丰富的经验。

上海陆家嘴管委会主任周小平(俱乐部副会长),上海大众公用事业(集团)股份有限公司总经理陈靖丰(俱乐部副会长),太保安联健康保险股

份有限公司副总经理徐勇(俱乐部副会长),上海广播电视台、上海文化广播影视集团有限公司副总裁吴斌校友,中国银联支付学院副院长武光校友,上海市商业投资(集团)有限公司副总经理姚福利校友,上海喜世润投资管理有限公司总经理关歆等20余名校友出席沙龙并参与了讨论。复旦大学中国金融家俱乐部汪新芽会长主持了沙龙。

本期沙龙的主题为“宏观投资制胜之道”，胡盛华先生以宏观投资的一些基本概念引入，继而总结宏观投资的制胜之道；最后，他通过讲述自己的几个经历将本次沙龙引向高潮。

胡盛华先生首先指出，宏观投资就是通过对宏观形势的正确判断而获得额外收益或规避风险的投资策略，而考察这些宏观形势的因素包括经济增速、失业率、贸易平衡、货币政策和地缘政治等。紧接着，他简要介绍了外汇、汇率、利率等投资标的和长线、短线、全面与专业等不同的投资风格。

随后，胡盛华先生阐述了自己总结的宏观投资制胜之道：

他认为首先要对基本面有准确的分析，其次要全面了解市场参与者的观点和市场的仓位，最后要做到对过去、现在和未来影响市场走向的因素有一定把握。对第二点，他特别提到了逆向思维的重要性，归纳出“观点正确、与众不同”的经验。另外，“先人而动”也很重要，交易员不能等到有百分之百成功的把握的时候才行动，只要对大趋势把握正确，在70%把握的时候就可以行动。

最后，他讲述了四个自己的亲身经历，指出长线投资回报大，领先指标威力强，相信直觉，不能忽视短期行情等实际操作中的制胜点。而对于不可预测

事件，则应抱有一个良好的心态，并注意风险控制。

演讲结束后，在场嘉宾就宏观投资、人民币汇率等问题又进行了交流，吴斌和陈靖丰分别做了精彩点评。本次沙龙气氛热烈，取得圆满成功。

感谢复旦大学中国金融家俱乐部汪新芽会长为此次沙龙活动的成功举办所作出的贡献。

精彩观点请见本期杂志第19页

## 宏观投资及应用

复旦大学中国金融家俱乐部 2015 年首场月度沙龙观点集萃

学生记者吴祖鹏、龚懿婷 整理编辑

2015年1月24日下午，复旦大学中国金融家俱乐部一月沙龙于 Inno Coffee 如期进行。本次沙龙由复旦大学中国金融家俱乐部联席会长汪新芽女士主持。本文根据现场嘉宾讨论内容整理而成。



本次沙龙邀请到鑫田基金首席投资官、92级物理系校友戴霖昕担任主讲嘉宾。创办鑫田基金之前，戴霖昕曾长期就职于索罗斯旗下基金公司，并被派驻香港担任索罗斯基金香港子公司的业务负责人，在投资界负有盛名。

花旗银行中国区副行长、金融市场部总经理胡盛华校友，花旗国际董事总经理、汇率与本地市场交易主管尤炯校友，复星国际执行总经理姚圣校友，加拿大帝国商业银行纽约投资银行分部执行董事卢菁校友，山顶资本总经理杨海山等来自业界的10余名校友、来宾出席沙龙并参与了讨论。本文根据现场嘉宾讨论内容整理而成。

### 以史为鉴，把握未来发展机遇

1992年英镑危机：  
固定汇率之殇

1990年，英国加入欧洲货币体系，英镑开始采取盯住德国马克的固定汇率制度。尽管到了1992年，英国经济形势不甚理想，并采取了紧缩的货币政策，但是固定汇率制度决定了英镑必须随着德国马克波动，因此英镑依然坚挺。这种经济形势和货币价值背离的情况在以索罗斯为首的投资者看来是

不合理的，因此他们开始大举做空英镑，最终逼迫英国在1992年放弃了固定汇率制度。

2015年瑞郎脱钩欧元：  
情理之中，意料之外

近日，瑞士央行突然宣布放弃瑞郎欧元的汇率下限，瑞郎与欧元脱钩从而实现汇率的自由浮动。对于这一现象，现场嘉宾表示瑞士央行的做法从交易者的角度来看是合理的，但

是这一做法对于市场的影响远高于预期。现场嘉宾指出，在欧元对美元不断贬值的情况下，如果瑞郎与欧元继续挂钩，瑞郎对美元的升值压力必将增加。在这一情况下，瑞士央行做出放弃汇率下限的决定是在情理之中。但与此同时，瑞郎脱钩欧元出乎市场的意料，因此给市场带来的冲击远高于预期。瑞郎一天之内的变化幅度高达40%，创下了历史上发达国家





# 宏观投资制胜之道

文 / 《中国金融·复旦之声》 学生记者 徐昕

货币单日的变动幅度之最，造成了全球汇市的极大恐慌，给市场带来了重创。

人民币国际化：  
大力发展外汇市场

目前，人民币仍然是非自由交易的货币，因此中国尚且无法做到人民币的国际化，也就无法使上海成为与伦敦、纽约等并肩的国际金融中心。人民币国际化的前提是中国具有一个成熟的外汇市场，因此中国政府需要在未来大力推动外汇市场的发展。而从全球宏观投资策略的角度来看，中国的外汇市场在未来也必然会得到长足的发展。全球宏观投资策略的一个特点是从全球的视角看问题。放眼当前的全球金融市场，外汇市场的日交易量远远超过股票市场的日交易量。因此，尽管当前中国股票市场的发展相较于外汇市场更加成熟，中国的外汇市场必然会得到更加长远的发展。

利率市场化：  
大力发展债券市场

中国的另一个热点话题利率市场化。目前，中国的利率定价体制很不成熟，利率的长期扭曲不利于企业的融资，也导致了经济体中的资源错配。这在很大程度上抑制了经济长期增长的动力。因此，做好利率市场化是推动中国经济未来健康发展的必要之举。利率市场化的前提是一个成熟的债券市

场，但当前中国债券市场非常不完善，98%的债券由银行发行，这将不利于利率市场化的推进。因此，为了促进中国经济在未来的长足发展，从而可以在世界经济中有一席之地，中国政府需要通过大力发展本国的债券市场来保证利率市场化的推进。

2015年交易策略：看好欧元资产，谨慎对待美元资产

目前，欧洲央行明确宣布会在一段时间内执行量化宽松的货币政策，直到欧洲实现通胀目标。从经济增长的角度来说，欧洲央行的做法有利于团结欧洲国家，提振欧洲经济。相比之下美国方面的利率变化给美元资产价格的走势带来诸多不确定的因素，因此对于美元资产的交易需要谨慎。

## 未来资产价格走势和资本流向

油价暴跌：石油需求疲软所致

2014年油价暴跌的根本原因在于供给旺盛，需求不振。油价价格急剧下跌的导火索是欧洲过低的通胀率。2014年初，欧元区的通胀率目标是2%，但现实情况是2014年上半年欧元区通胀率在0.5%左右徘徊，进入下半年后，8月份的通胀

率为0.4%，9月份的通胀率更是只有0.3%，欧元区经济复苏缓慢的现实吹响了油价下跌的号角。与此同时，另外两个原油消耗大国中国和日本，前者告别10%的经济增速而进入中高速增长“新常态”，后者则在“安倍经济学”政策作用下并无明显起色反而陷入技术性衰退，该国第三季度的经济增长率为-1.6%。与整个市场需求不振形成强烈反差的是，原油市场供给非常旺盛，其一是美国页岩油产量稳步增长，2014年美国原油总产量相比于2013年增速超过80%，另一个是传统产油国如利比亚和伊拉克2014年生产开始恢复。总体来看，在全球需求不足的情况下，原油生产仍在不断增长，供求不平衡，是导致原油价格下跌的最主要原因。

李嘉诚撤资香港：必然之举

当前香港政治生态动荡，社会贫富差距拉大，社会阶级流动性下降，属于李嘉诚的时代已经过去。关于李嘉诚撤资，重点应关注李嘉诚购买的是什么样的资产。放眼全局，在整个欧洲市场，李嘉诚主要购买基建、电讯、能源等回报率较高的大型资产，其资金也多流向政治稳定的低经济增长国家，同时当前欧洲经济复苏缓慢，企业估值偏低，李嘉诚此番举措也合乎其一贯的低价收购、谨慎投资的风格。

“如果我掌握的情况保证我做出正确决策的可能性只有40%，我便不做决定。但是，我也不等到我掌握的情况足以保证我做出决策的正确性达70%时才做决策，因为那个时候肯定是太晚了。到我获得的情况能保证我决策的正确率达到40%~70%这个范围时，我便凭我的直觉做出决断。”

——科林·卢瑟·鲍威尔（美国前国务卿，第一次海湾战争美军参谋长联席会议主席）

瞬息万变的战场等不起一个迟疑的决策，谨小慎微者往往无法取得大的胜利——战地指挥者需要完备的军事策略与战术技巧，也需要做决策与担风险的魄力。而在金融市场，置诸风云变幻的国际宏观环境，也有这么一批人，他们如战场的指挥家一样沉着分析，从容决断，他们就是宏观投资中的交易员。

2015年3月20日晚，复旦大学中国金融家俱乐部三月沙龙于The Press咖啡店如期举行。本期沙龙上，涉猎多国金融市场、拥有25年交易员从业经验的复旦校友胡盛华嘉宾与我们分享了宏观投资的点点滴滴。

所谓宏观投资，即以外汇、利率、股指、大宗商品等为投资标的，通过对经济增速、失业率、

货币政策、地缘政治等宏观因素的考察，形成关于宏观形势的正确判断，继而采取相应交易策略获得额外收益抑或规避风险的投资方式。宏观因素中，地缘政治是一个非常重要而有趣的因素，例如2014年俄罗斯与乌克兰发生的地缘政治冲突，就给俄罗斯经济带来一波又一波的打击——首先是货币的大幅贬值，继而是国

际油价的连续下跌。尽管油价下跌受到美国页岩气革命以及全球需求疲软的影响，但也有阴谋论认为，由于欧洲对俄罗斯能源供给的依赖性，传统的经济制裁不能行之有效，故而美国采取要求其他石油输出国家不减产的方式变相制裁俄罗斯。由此，宏观投资交易员所需要的敏锐洞察力以及广阔视野可见一斑。

战争有全面与局部之分、闪电与持久之别，同样，宏观投资的风格也各有不同。有些交易员纵横于全球、涉猎多种投资，有些交易员则专注于区域、精研一项标的；方法上量化或酌情，期限上长线或短线，也是各有取舍。

交易员在宏观投资中如何致胜？首先是建仓。建仓伊始，对基本面有准确的分析是必要的，但又远远不够。市场上的交易者既多又乱，其观点也需要了解。如果市场上的观点相似，相同的建仓方式太多，往往就很难再有利好。一个好的交易员会根据市场仓位情况反向建仓。这也就是宏观投资“大鳄”索罗斯提倡的逆向思维——人弃我取，人入我退。例如在美国，每个月都会有非农就业指数发布，正常思维来看，就业指数上升，市场情况也会强势，但事实上这样的关系并不明显，原因就在于一些市场交易者基于判断提前建仓，交易员在市场仓位已高的情况下，就不会“再趟浑水”。交易员的另一关键素养是先人而动，

第一次海湾战争美军总参谋鲍威尔在拥有能保证40%-70%正确率的信息时便能果断做出决定，先发制人，宏观投资交易员在技术技巧之外，也需要这样的魄力与担当，因为等到100%时，市场的机会已错过。

建仓之后，交易员则要对过去、现在、未来影响标的价值的因素进行跟踪分析，研究其随时间推移的动态变化。在这些后续策略方面，主讲嘉宾以亲身经历生动的予以呈现。

正如与会嘉宾笑言，宏观投资的交易员每天都像在打仗，每天也都在考虑如何打胜仗。战争的打法是一门艺术，宏观投资亦如是。宏观投资制胜之道，既依赖分析钻研，也借助经验积累，在校友胡盛华的分享下，我们也领略了些许奥妙。

（本文根据此次沙龙主讲嘉宾胡盛华先生发言整理而成）



胡盛华

花旗银行（中国）有限公司金融市场部总经理。

调任中国之前，胡盛华先生曾在新加坡主管当地利率市场并负责亚洲期权交易，还曾任职于贝尔斯登公司和汇丰银行，在宏观投资方面有丰富的经验。

## 01

### 长线投资回报大。

1990年，嘉宾初涉宏观投资时，以趋势跟随法估计利率期货的走向，在相对较长的期限内每每能够获取较大收益。而加入其他变量，考虑短期止损之后，反而收益大不如前。因此，宏观投资中并不需要过分纠结于短期的忽上忽下，风物长宜放眼量，要相信趋势。

## 02

### 先行指标威力强。

美国是典型的需求决定型经济，产能并不像中国一样可以投入到投资、建设中，因而往往零售、库存、就业这些指标备受关注。1994年年初，就业、零售等数据稳定向上，美联储启动加息。但是到了年底，尽管就业数据持续向好，但是零售数据却大大不如预计。零售即是需求决定型经济中的先行指标，很多投资者以就业数据推断加息还会继续，殊不知零售下降导致库存积压，在劳动生产率较为固定的美国，之前盲目雇佣的雇员只有被裁减，美联储的加息也难以为继。对零售这一先行指标的把握，是当时看准利率变化趋势的关键。

## 03

### 相信直觉。

泰国是世界上军事政变最多、权力交替最频繁的国家之一。以前每一次政变，都会使投资者觉得政局动荡而失去信心。2006年底，泰国的他信政权不受国内军方和精英界的支持，政变一触即发。泰国当时的股票、汇率、投资等纷纷下行，因而利率也一度大幅攀升。据嘉宾回忆当时情景，在政变发生的次日早晨，市场做出了利空的第一反应。股票大跌，利率飙升。但嘉宾本人的直觉是，政变是一国“家务事”，虽然不是治国上策，却大大降低了泰国政局的不定性，总的说来应该是利好消息，利率会依照原先趋势继续下行。事实上，这样的直觉是正确的。最终，在巨大的压力下，嘉宾把握住利率下行的趋势，致胜泰国市场利率投资。

## 04

### 不能忽视短期行情。

在2008年金融危机中，市场的悲观情绪各有不一，嘉宾对于市场的悲观情绪较大，因此认为市场不可能在短期内走出来，因而2009年利率的短期上升并没有引起他的重视。然而最终，2009年升息较为厉害，业绩也受到不利影响。事实证明，虽然他对利率走向的长期分析完全正确，短期内市场的反弹也不能忽视。即使在美国上世纪三十年代的大萧条中，也同样存在降息与升息的交替，这些都不失为宏观投资中的宝贵教训。

## 05

### 不可预测事件的应对。

不可预测事件，在加大宏观投资难度的同时，也增添了宏观投资的魅力与传奇性。2001年9月11日，恐怖分子对美国世贸双子塔以及五角大楼发动了恐怖袭击。当天袭击发生的时点，市场上很少有人能够意识到这是一起恐怖袭击，据嘉宾回忆，当时他尚有12分钟左右的时间进行平仓，但由于没有意识这是恐怖袭击，最终也不可避免地蒙受了损失。面对这些突发事件时，交易员应当保持良好的心态，往往要在经验的积累中才会渐为敏锐。

链接 >>

## 全球宏观投资策略 发展历程

### 全球宏观投资策略 发展历程及定义

全球宏观投资策略，顾名思义，就是在全局的视野下，通过对不同国家的政治生态、经济处境的总体分析，优化包括股票、债券、货币及期货市场的买空卖空头寸等资产在内的资产组合，从更加宏观的角度捕捉全球套利投资机会。

回顾全球宏观策略的发展历史，可以发现这一投资策略的最终形成可以追溯到历史上的两个不同群体的投资方式。其中一个群体是以索罗斯为首的基金公司，这一投资群体在1992年成功通过做空英镑获取了高额利润，引起了金融界对这一群体投资方式的注意，使全球宏观投资策略真正走进了公众视野。这一群体是推动全球宏观投资策略的第一股力量。另一个群体则以一批交易员出身的投资人与学术界人士共同在新泽西创办的公司为代表，这一公司在做商品交易的过程中，逐渐发现汇率对商品交易所产生的影响，因而开始关注

影响各国货币汇率的货币政策。在这一过程中，这一投资群体形成了一种自上而下的宏观分析方法，成为使用全球宏观投资策略的第二股力量。最终，这两股力量逐渐汇合并发展成熟，创立了著名的“全球宏观投资策略”。

### 全球宏观投资策略的应用

进入二十世纪下半叶后，全球经济一体化现象趋于明显，尤其是布雷顿森林体系崩溃后，市场越来越注重宏观经济的发展方向，而且全球市场的联动也在加强，每一次重要经济数据的变动都会引起市场或上或下的动荡，这种趋势的加强为自上而下策略在投资领域的大展拳脚提供了有力的背景条件。实际操作中，自上而下的宏观投资策略一般从全球经济的各个方面进行分析，认定一个主题，然后挑选投资工具来实现这个主题所代表的投资机会。其直接的投资工具往往也是与宏观经济有关的指标，如利率、外汇等等。当然，股票也可以是其投资工具，但是经常使用的往

往是与各国的股票指数相关的工具，如ETF或者是股指期货。自上而下的投资方法也适用于一般股票投资中的行业配置，像美国这样的成熟的股票市场，就有无数极其细分的行业ETF。在行业配置的基础上，再进一步，大宗商品也经常是宏观投资的一部分，因为大宗商品市场往往与经济周期及政府的经济政策尤其是货币政策有紧密的相关性。值得注意的是，自2008年的经济及金融危机以来，股票市场越来越受到宏观经济发展及宏观数据的影响，自上而下的宏观分析开始更多地渗透到那些通常是基于基本面分析的投资者中。从更广泛的角度，宏观投资的优点不仅仅局限于对股票投资组合进行指导。自上而下的投资还有一个特点，那就是其很多投资手段不受股票市场上涨或下跌的限制。比如说货币及利率的投资，在股票市场上涨或下跌时都有盈利机会。因此投资组合中如果加入宏观投资则会扩展投资机会，增加盈利概率。

编辑 / 沈婵婧

2015年2月14日下午，复旦大学中国金融家俱乐部二月沙龙于嘉定国资金融大厦如期进行。本次沙龙邀请到复旦大学世界经济系94级研究生校友马咏华先生担任专题报告主讲嘉宾，报告主题为“关于国有企业改革的理论与实践”。本次沙龙由复旦大学中国金融家俱乐部副会长、复旦大学管理学院钱世政教授主持。

国泰君安总裁杨德红先生（俱乐部联席会长），美丽境界投资管理有限公司创始合伙人汪新芽女士（俱乐部联席会长），嘉定区人民政府副区长周文杰先生（俱乐部副会长），上海飞机制造有限公司党委书记肖云先生（俱乐部副会长），上海大

众公用事业（集团）股份有限公司总经理陈靖丰先生（俱乐部副会长），雅本化学股份有限公司董事长蔡彤先生（俱乐部副会长），美国普衡律师事务所合伙人严嘉先生（俱乐部副会长），上海城投建环环保基金总经理辛强先生（俱乐部副会长），俱乐部会员瑞士银行董事总经理侯延琨先生，东方证券首席经济学家邵宇先生等来自政界、业界、学界的近30名校友、来宾出席沙龙并参与了讨论。嘉定区委副书记，区长臧云、嘉定区副区长周文杰先生、嘉定国资总经理李峰校友到会支持。

本文根据与会嘉宾发言整理而成。

## “六座大山” 多维度解读 国企改革顽疾

文 / 《中国金融·复旦之声》 学生记者 池青

1995年6月的“北大交火”林张之争（林毅夫、张维迎）以及引发的系列讨论，比较全面代表了学术界关于国企改革的各种观点，20年后回过头来看，双方的很多观点至今依然很独到，但从实践中来看，国企改革的问题应该做多维度解读。



国企改革面临  
“六座大山”  
的阻碍

## “六座大山”

### 计划经济体制的问题

从计划经济体制到市场经济体制，政府与市场的关系还没有处理好；国企员工的生老病死绑定在国企之中，没有建立完善的社会保障体系；国企成为了政府对于城市工人中大量失业人口的就业问题的解决方案。

### 产业发展战略的问题

战斗机、原子弹、钢铁的年代里，国企是国家发展战略的重要输出地，尽管彼时国企在国际同行业竞争者中并无一较高下之力，但好在计划经济的封闭经济温床很好地保护了国有企业，为其带来了相对竞争优势。但这个优势在开放经济下还能延续多久？——原来上海一时盛极的纺织业在开放后，不可避免地迎来了迅速的崩盘。

### 企业产权的问题

国企终极产权人缺位的问题。国有企业效率低可归因于法人主体的非人格：原因在于行政任命。国有企业存在的选择企业经营层过程中的廉价投票权问题。

### 委托 - 代理问题

交易费用理论。

腐败是国企中的常见问题。（大企业和跨国公司也屡见不鲜）究其原因，主要是组织结构过多，形成层层委托代理关系，导致大量信息不对称、创造巨大寻租空间，诱发了内部人控制。

### 企业管理问题

人事、就业、工资三大方面急需改革——改变国企原先只上不闲人愈养愈多的问题，可以下岗辞退，对其工资的计算引入绩效机制。（另一方面来看：提高工资对社会消费存在正效应，可以实现：给员工加工资—员工消费—企业效益提升 / 社会消费提升的互动效应，在保证国企效益基础上，可以适当提高员工工资，但要注意遏制高薪团队的规模，避免高水平大锅饭现象。）

另外，企业管理涉及方方面面，即使体制全部到位，依然面临技术和潮流的挑战，其中包括技术、人才、产品、经济周期、资源、市场竞争环境、文化、劳动力成本等。

### 企业法人治理结构问题

党政工团不同语系带来困扰：党委、经济班子、厂长负责制、职工代表大会；公司法实施之后的董事会、监事会、股东会，参与企业管理的人员过多。内部人腐败。

## 关于国企改革未来的一点意见

企业是企业，资本是资本，国有和民有只是成分不同的区别。国有控股在 50% 以下的企业应当实现市场化运作，不参照国企管理，借鉴联想、万科、绿地等成功经验；

国企改革战略地位应当重视，但不可忽略其作为国资企业收益上缴的责任，以及对员工薪酬制度进行管理的必要性；

不同类型国企的发展趋势：  
——竞争性国企：已逐步放开；  
——功能性国企：将来放开  
——公共服务类国企：先稳住，体制稳健后逐步放开。

### 扩大经营自主权阶段

改革开放以前，国家对国有企业实行计划统一下达、资金统贷统还，物资统一调配，产品统收统销，就业统包统揽，盈亏由国家买单，企业经营没有自主权。

党的十一届三中全会提出：要让企业有更多的经营管理自主权，通过利润递增包干和承包经营责任制试点，调整国家和企业的权责关系，明确企业作为利益主体的地位。

### 制度创新和结构调整阶段

十四届三中全会明确 16 字方针：产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学。

十五大提出，要把国企改革、改组、改造和加强管理结合起来，抓好大的，放活小的，鼓励兼并、规范破产、下岗分流、减员增效和再就业。

其中，上海市作为贯彻落实兼并破产和下岗分流的国企改革领先城市，实现了“先调整 + 再

破产 + 后发展”的带头示范。（先建立国企员工协保劳动关系和协保社保关系的社会保障体系，再进行企业兼并破产，最后通过资产注入鼓励帮扶发展一批企业。）

### 以国资管理体制推动国企改革发展阶段

十六大提出，建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制。

主要任务包括：

- 1) 清产核资
- 2) 明确主业和发展战略
- 3) 制定经营目标和业绩考核制度
- 4) 建立薪酬管理和考核机制
- 5) 管理职工收入总水平
- 6) 规范国有产权转让
- 7) 加强外部监督和审计
- 8) 建立国有资本经营预算制度



>> 链接

# 中国国有企业改革历程回顾

中国国有企业改革的漫漫长路，到今天为止一共经历了三个不同的阶段：扩大经营自主权阶段、制度创新和结构调整阶段、以国资管理体制推动国企改革发展阶段。

凿空还是复制？ ●●●●

**有** 关注便有争鸣，人云“一带一路”无异于拾人牙慧，是上世纪中期美国马歇尔计划的复制；亦有人对其称道，认为千载过后再遇凿空，必大利于华夏之中兴。在刚结束的复旦经济金融界校友 2015 年春季圆桌会议上，来自京沪两地的杰出校友们对此作出别样的解读。

校友认为，无论从历史渊源还是现时战略定位而言，“一带一路”都不能说是美国马歇尔计划的复制。就前者而言，早在 2000 年前，丝路精神就曾为中国沟通西域，通达四方。因此可以说，建立与欧、亚、非友好往来的传统如今得以很好的传承；而针对战略定位的角度审视“一带一路”计划，则显见其与马歇尔计划的区别。如同本次两会期间外交部部长王毅所言，“一带一路”是全球化时代下以深度开放合作为目的，多方共同参与的“交响乐”，而并不是冷战时期服务于两极对抗的“独奏曲”。另外，正因为处于全球化、国际分工空前的当下，“一带一路”无论从覆盖的地理区域还是涉及到的社会经济领域也都是空前广大的，因此该计划不失为新中国成立之后的一次“凿空”。

单项输出抑或双向交流？●●

伴随中国经济进入新常态，“一带一路”计划也就承担着多种责任。国内外许多声音认为，在当下中国国内面临多个传统行业的产能过剩从而掣肘中国经济增长的大背景下，“一带一路”最主要的任务在于对外输出过剩产能，从而甩掉未来发展的一大包袱。进一步的，一些不乏阴谋论的评论认为，此番资本输出，

势必带来强势中国强势的意识形态输出。

不可否认，该计划的实施的确将有利于我国消化过剩产能。有研究表明，与传统的商品出口以制成品贸易出口为主要特征完全不同，“一带一路”下的资本输出可以带动初级产品与制成品双重出口，从而有效化解产能过剩。以高铁为例，未来“丝绸之路经济带”区域需建铁路总长为 1 万公里左右，而铁路行业的钢材需求量占钢铁需求总量 3% 左右，修建一公里高铁需要钢材 3000 吨，是修建普通铁路的十倍。高铁出口可以帮助国内钢铁行业消耗一些过剩产能。

但这仅看到了计划对中国单方面的浅层次意义。深入分析观察不难发现，“一带一路”所涉及到的国家和地区中，发展中国家占了大多数，尤其是亚非地区。这些国家和地区在交通、通信等基础设施建设方面远远低于世界平均水平。这一方面是因为许多国家财力不足，政府不足以支撑起庞大的基建开支，另一方面也有技术约束的原因。因此，中国通过“一带一路”计划对外进行以交通为首的各类投资，为这些国家带去我国相对先进的制造业技术，于这些国家本身的发展而言也是颇为有益的。从计划公布后各方的反应也可看出，“一带一路”计划沿线的国家，尤其是一些贫穷的国家十分希望通过这一系列项目来改善积弱的基建状况，修建通往富裕繁荣的大道。更深层次的双向意义在于，伴随产能与资本的输出，与之相关产业的中国标准、惯例以及十分重要的——人民币也将顺利走出去，实现我国在经济、金融领域话语权的提升，对构建多极化的国际环境也将有卓越的贡献。



“问道寻源使，从此天路回。牵牛去几许，宛马至今来。”是杜工部对盛世大汉博望侯的赞叹与向往。而今，21 世纪的中国对外大战略——“一带一路”计划——与新一届政府一道，阔步走入世人之眼。作为新一届政府未来长期重点规划的大工程，“一带一路”已经吸引了来自国内外各界的高度关注。

文 / 《中国金融·复旦之声》编辑部 学生记者 余安琪

资本未至，人力先行 ●●

“一带一路”的计划是宏大的，愿景是美好的，然而付诸实践却需要的是具体的一系列完整周密的步骤。虽然从战略定位初衷与他国初步的反应来看，“一带一路”被普遍看好，但不可忽视其在推进的过程中已经遭遇了诸多阻碍。

比如，政府外交与民间外交的脱节，对他国各类前期“尽职调查”的缺失，忽视他国民意情绪等问题，让既行的许多资本一尝被他国排斥的艰难。这些问题一方面根源于过去我国的公共外交都由政府开展，民间外交缺乏与他国沟通的经验，同时民间各类企业并没有形成比较有聚合力的商会组织予以开展公共外交，使得民间企业在与别国对话谈判中势单力孤；另一方面，很重要的一点在于我国的高校智库没有很好的与政府、企业对接，没有能够切

实解决市场之需。

在本次春季论坛上，校友就以其投资印度尼西亚为例，说明了先期详细研究投资环境的重要性以及我国在这方面的空白。有校友表示，其公司当时的尽职调查很大程度上依赖于彼时工商银行关于印度尼西亚的研究报告。而国内对印度尼西亚，乃至对整个东盟的研究尽管卷帙浩繁，却多流于形式，浮于表面，国内十分缺乏对这一地区翔实的研究干货。须知我国 1996 年就与东盟建立了对话机制，2010 年就正式签署自由贸易协议，东盟每年对我国贸易贡献也十分巨大，但就是在这样的背景下我们也没有对我们的贸易伙伴有足够的了解与认识。

在本次两会召开期间，中央也提出了“政策沟通，道路连通，贸易畅通，货币联通，民心相通”的“五通”目标，相比前四通这些看得见、摸得着的直观目标；民

心相通”最难实现，也同时对前四个目标存在着隐形的制约。因此，资本未至，人力先行是必要的。

此处之人力，不应局限于由企业或政府聘请的专业咨询机构人员。发挥高校智库的真正功能在此时便显得尤为重要。比如，开放与“一带一路”计划沿线国家的学校、研究所等机构大批量的交换学生便能够多管齐下：前往交流的留学生一方面本身就是学术科研的骨干储备力量，理论知识有一定基础，便于其在相对其他人群有一个高屋建瓴的视角的同时，更易吸收大量他国知识和技术经验；另一方面，深入他国实地生活，对切身感受别国之风土人情，社会法规十分有利，远胜于通过文献、影视的资料间接感知的效果。如此，将为各大高校开展对这些国家深入翔实的研究，进而进行政策、商业咨询

提供宝贵的资料与经验。

开放交流是国际研究之基，此后一系列科研分工与系统研究需要积极跟进。而相比于传统的理论研究，智库的定位在于服务国家战略与社会经济发展实际，因此研究工作重点应放在挖掘他国实际需求，以需求为导向进行政策或企业战略的咨询将大幅度提高智库研究的效率与实用性。

而这一系列行动的开展离不开政策鼓励和资金支持，尤其是后者，对参与者将会是莫大的激励。政策为交流往来打开闸门，搭建平台之后便需要投入专项基金对那些切实可以解决“一带一路”需求的研究予以大力支持。专项基金的组成可以由政府、学校和企业等多渠道构成，因为这些研究成果也将服务于多个领域，如是，将形成一个多赢的局面。

# 新常态下 房企如何危中求机？

文 / 《中国金融·复旦之声》学生记者 余安琪

过去十余年，房地产行业携人口之利和政策之便，协同一众关联行业成为中国经济增长的重要引擎。来自CEIC的数据表明，在过去十年中，房地产投资占我国固定资产投资比重超过20%，并且对GDP的增长贡献平均达到1.2%。然而这一趋势自2014年伊始便没能延续，地产与中国经济一道，步入“新常态”阶段。

## 何为中国地产行业“新常态”？

根据易居中国对东、中、西部20个代表城市的统计数据，2014年前十一个月，全国商品房销售面积为101717万平方米，同比下降8.2%，其中住宅成交面积同比下降19%。需求的疲软让房企谨而慎之的同时仍旧无可避免的承受着巨大的压力——2014年前十一个月，全国经营性土地成交建筑面积同比下降20%，房地产开发企业土地购置面积同比下降14.5%，房屋新开工面积同比

中国房企的“新常态”——库存、资金双压力。

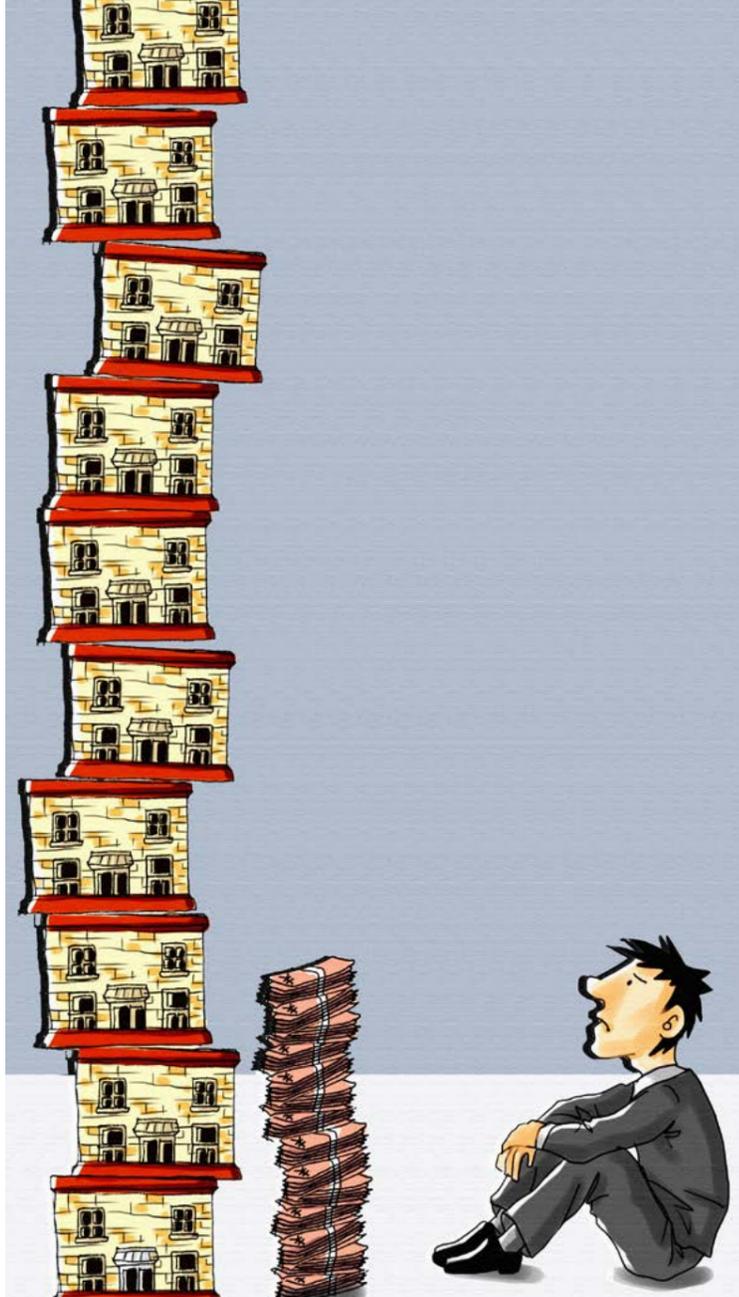
也下降了9%。房市显见退热之象。

尽管拿地与投资的热情减退，但新竣工面积同比增长5%。叠加需求不旺使得行业库存压力与资金压力暴露明显。同样来自易居的数据表明，2014年11月末，商品房库存面积为59795万平方米，同比增幅为27.8%。与此同时，面对国内信贷收紧的政策导向，房企在2014年前十一个月回笼资金仅增长0.6%，这一数字创

历年新低。不仅如此，多个城市的二手房指数增速从2013年起便开始放缓。

所有的数据似乎描绘出中国房企的“新常态”——库存、资金双压力。

然而这还不是新常态的全部。如前所述，地产在过去十余年中充当着中国经济增长的重要支柱角色，房企的压力山大拖曳着与之相关的钢铁、建材和建筑设备、家电、家具甚至银行等产业同样叫苦不迭，



如此一来，地产的“新常态”又反作用于宏观经济，双双由高速增长的“黄金时代”换挡至中速发展的“白银时代”。

这样的状况会持续多久？今年1月初，在复旦大学地产金融年会上，复旦的ZEW指数以及中信证券首席宏观经济学家褚建芳均表示，从人口周期以及新一届政府逐步降低我国经济对房地产依赖的政策导向而言，地产行业拐点已现，“新常态”在中期来说将会持续。

## 大周期中如何危中求机？

经济学家巴曙松先生的研究认为：“一个国家的住宅房地产需求总量是由人口数量、年龄结构及家庭的裂变速度决定的，商业房地产的需求则是由产业结构变迁过程中第一、二产业的就业人数向第三产业即服务业的转移速度决定的。”我国从1955—1975年经历了第一个人口出生高峰，1980—1990年则经历了第二个次高峰，1995年中国妇女的总和生育率下降，从而正式进入低生育时代。历史经验表明，20~40岁的青壮年人口是住房需求的生力军。因此，我国上世纪中后期的两次生育高峰以及个人住房私有化改革支撑了1998年至本世纪第一个十年高速增长的地产行业发展。如今，地产的拐点也正是由于人口结构变化所致——低生育时代的持续让2013年以后的地产总量需求变得疲软。

据此推断，在目前我国人口

生育政策没有出现关键变革的背景下，房企面临的危机已然显现。但能否说我国房企“青春”不再？答案应当是否定的。

如前所述，住宅需求固然逃不开人口数量的大周期，但商业地产的需求驱动力却是产业结构的变革升级带来的产业间人口的配置变动。

就人口年龄结构而言，我国正小跑进入老龄化社会。根据我国2010年第六次人口普查显示，60岁及以上老年人口的数量为1.78亿，联合国预计，到2050年，这一年龄段的人数将增长到4.37亿。这部分人口对地产的需求有其特殊性。随着我国居民收入水平的提高，以及低生育率、少子化的沿革，青年一代赡养老年人的负担不单单是体现在硬件物质层面，软件服务层面也亟需针对性的得到供应。由是，未来我国健康和养老地产将应人口年龄结构之便迎来发展的黄金时期。而从人口的区域分布以及区域经济发展的趋势而言，我国的城镇化以及户籍改革将为房企创造区域性的机会。根据国务院发展研究中心的数据显示，2013年，我国拥有7亿城市常住人口，但是如果仅计算拥有城市户籍的人口，这一数字将下降很多，由此计算出的城镇化率也仅有35%，据此可见我国城镇化仍将持续纵深推进。

2015年2月，《关于全面深化公安改革若干重大问题的框架意见》及相关改革方案，已经中央审议通过，即将印发

实施。而多个省份也在深化户籍制度改革。这一改革将加速我国城镇化的步伐，释放我国更多城市经济的活力，吸引更多人口由农村转移入城市，同时推动更多人口在产业间流动，有助于增加城市住房、商业地产的需求。

另外，不得不引起地产行业重视的是当下越来越高的互联网渗透率。衣食住行在今天越来越离不开互联网。传统房企，无论是开发商还是地产中介，都需要培养互联网思维，利用互联网技术，深度发掘客户需求，培育客户黏性，消化增量的同时盘活存量，增强地产交易的活跃度。在线房企市场未来会是不可小觑的一块蛋糕。

以上几个方面对房企开辟新的市场，做大蛋糕很重要。但也应明确，存量的消化对房企甩掉包袱、实现转型同样关键。

那么问题来了，如何甩掉库存包袱？从发达国家的实践经验来看，发展房地产信托投资基金(REITs)是比较好的选择。单就房地产本身，其作为投资品而言，流动性很差，而REITs多采取公募基金的形式筹集资金，发行后可以在公开市场上进行自由交易，通过资产证券化提高了地产标的的流动性，于去库存而言也就十分有利。

危中求机轻言易，具体推行待分析。本专题将在后续系列文章中从国际比较的视角出发详细剖析房企在诸多机遇中何去何从。

# REITs 的新常态机遇与中国现实

文 / 《中国金融·复旦之声》学生记者 余安琪

本世纪初，在美国等发达资本市场已经活跃了几十年的房地产信托投资基金（REITs）被我国所提及。从2003年起，我国开始探索以房地产信托模式为房地产开发项目提供新的融资，但是直到2013年才有完整的项目落地。如今，我国地产业面临普遍的库存与资金回笼压力，REITs是否能成为扭转局面的灵丹妙药呢？

## 地产新常态是 REITs 发展的机遇

在专题开篇的引文中已经指出，目前国内住宅地产的新常态最明显的表征便是库存、资金双压力，库存节节攀升。来自易居的数据表明，2014年11月末商品房库存面积为59795万平方米，同比增幅为27.8%。这样的状况着实让地产商压力山大。而美国等市场的经验表明，利用房地产信托投资基金可以很好的减轻这方面的压力。

REITs是一种主要以能够产生稳定现金流的不动产为基础资产的投资品。这种投资品以标的不动产的租金收入和增值收入为主要收入来源，而且会将收益中的主要部分分配给投资者的。单就房地产本身，其作为投资品而言，流动性很差，而REITs多采取公募基金的形式筹集资金，发行后可以在公开市场上进行自由交易，通过资产证券化提高了地产标的的流动性，从而对去库存也就十分有利。

值得注意的是，针对去库存这一作用来说，REITs对商业地产的意义更胜于住宅地产，因为它为商业地产的退出提供了较大便利和较好的收益。商业地产较住宅地产而言运营时间更长。举例来说，商场正常养商期3年左右，林地从树苗到养成甚至需要5年以上，如果到期正常退出对于现金流的压力很大。而REITs是基于既有资产未来收益的折现实现当期退出，当期退出就相当于资产真实出表，并且退出后开发商仍然具有项目的实际管理权，还可以通过持有REITs的特殊实体股权享有收益分成，以及项目实际管理产生的管理收入，这样便能够有效解决地产商的资金压力。

广泛的去库存需求呼唤REITs，未来的利率环境与商业地产的发展势头又为REITs提供良好的条件：其一，REITs在我国发展尚处于初级阶段，已发行的项目计划屈指可数，发展空间无疑是巨大的；其二，在无风险利率下行的大环境中，就同等收益率的标的物来说，REITs产品较过去利差的扩大会刺激其投资需求明显上升；其三，我国商业地产在过去三年的投资开发的增长速度均保持在20%以上，增长势头强劲。并且，由于住宅地产的低迷，过去依靠住宅销售反哺持有商业的综合体模式正面临困局，因此未来综合体中的持有商业正在由住宅依赖逐步转向文化、旅游、养老等其它产业依赖，这会进一步刺激

对REITs的需求。

如此，地产商与REITs在互惠互利中形成良性循环，似乎可以打开地产行业的新局面。

## REITs 面临的中国现实

理想是丰满的，机遇也是丰富多样的，但也不能忽视现实是错综复杂的。为什么在国际上活跃的REITs在中国从开始关注至今的十余年却进展缓慢呢？不得不说，当下中国仍有很多现实约束制约REITs的开拓土。

首当其冲的便是成本拉低收益的问题。较高的成本来自多方面，首先是融资成本，一位资深的商业地产投资人透露，我国一线城市的物业贷款成本动辄12%，甚至更高。如此高的融资成本源于地产商融资渠道的狭窄，对贷款的依赖程度较高。须知美国这部分的融资成本可以低至2%-3%。两相比较，中国的商业物业在融资这一环便已被抽走很多收益；其次，税收成本又是另一座压低收益的成本大山。据悉，美国的REITs得以蓬勃发展的重要驱动力便是税收优惠。在美国，REITs的房地产运营收益在企业层面不需要交税或少缴税，投资者仅需在个人收益部分缴纳个人所得税，从而避免了重复征税。而在中国，REITs产品不仅涉及个人所得税，企业所得税还有高昂的土地增值税。据前述商业地产投资人介绍，以中信启航专项资管计划为例，由于中信有众多

子公司和自有物业，其租户也基本都是中信的各类子公司，所以收益可以做到7%以上，这要好于国内行业平均水平。但即便如此，在考虑了企业所得税和个人所得税等税收负担之后，其收益率水平最终也只有不到4%。这个收益率水平甚至低于同期限的国债。

另一个现实约束则来自于成熟系统的监管制度的缺乏。以发行制度为例，目前我国REITs的推出取决于政府的审批，对发行机构和投资规定比较严格，门槛很高。也因此，投资者对未来这一产品的增长速度预期并不高。

此外，我国目前的经济情况和政策趋势给REITs的发展种下一些不确定的因素。地产业的财务杠杆很高。政府已经明确，要在未来3-5年实现房地产的去杠杆。目前地产行业的库存巨大，如果按照这个时点去杠杆，需求尚未跟上，则意味着物业需要折价出货或降低租金水平，而这会直接影响基于物业发行的REITs的定价。据悉，方兴酒店的REITs就曾因实际收益水平低，为了实现退出，按照息税前利润和要求收益率倒算，最后折价上市。

机遇与约束并存，未来REITs在中国何去何从，能否成为助力中国地产行业打开新局面重要推手，我们拭目以待。



# 互联网大潮下的机遇 ——在线房地产企业格局转变

文 / 《中国金融·复旦之声》学生记者 邢妍菁

Search

在过去十年时间内，房地产行业的蓬勃发展催生出一系列与其相关的新兴产业。互联网搅动了这个传统行业，在线房地产企业、线下代理商、中介商都面临着一次利益格局的重新分配。



在过去十年时间内，房地产行业的蓬勃发展催生出一系列与其相关的新兴产业。在2010年以前，在线房地产企业以搜房网、易居为代表，凭借其丰富详实的地产信息吸引潜在买房者浏览网站，并依靠在网页上展示房地产及相关广告获得收入，这是典型的互联网企业盈利模式。而这一行业的真正爆发却得益于2011年以后行业环境的变化带来盈利模式的革新。

2011年，“国八条”、“国五条”等政策密集出台，上海、重庆房产税改革，存款准备金率上调，导致全国很多城市成

交易萎缩，开发商急于去化却资金受限。在线房地产公司的一种新的盈利模式应运而生，即电商服务。消费者通过向在线地产公司缴纳一定费用，在购房时便可从开发商处以更大的折扣购得房屋。而提前缴纳的费用即为房地产电商的收入。这一方式有助于开发商降低宣传成本，摸清市场行情，很快获得了开发商的接受。可以说是当时的行业背景成就了垂直房地产电商的黄金时代。

那么，在线房地产的行业规模究竟有多大呢？2013年我国商品房销售金额超8万亿，以房地产开发企业的营销费用率

约为2%计算，相关行业的市场规模为数百亿。由于社会每年的住房需求是相对稳定的，房地产及其相关行业的规模也是相对稳定的。互联网搅动了这个传统行业，在线房地产企业、线下代理商、中介商都面临着一次利益格局的重新分配。

## 在线房地产企业盈利模式

根据盈利模式的不同，在线房地产企业可以分为两类。第一类是以网络广告起家的传统在线房地产企业，比如搜房网、乐居、安居客等。它们在2011年以后开始提供电商服务，正

式介入线下交易环节。收入如下表所示，2013年搜房网、乐居、安居客分别位列前三，各企业相关业务的收入规模如下（搜房网及乐居数据来自公司年报，安居客数据来自公司在公开渠道上披露的信息）。

第二类是以房多多和好屋为代表的进入该市场的企业。这些企业与传统在线企业的经营模式存在较大差异。首先，传统在线企业的阵地还在PC端，但是它们已经将移动端作为主要平台。使用移动端获取房源

信息是未来的趋势，以美国最大的在线房地产公司Zillow为例，2013年65%的客流来自移动端，在周末高达70%，年增长率达到57%。其次，它们不自己卖房，而是通过房源（主要是一手房）的网上分销，

部分传统在线房地产企业收入  
(单位：万美元)



向经纪人收取佣金提成。根据企业自己披露的信息，房多多2013年成交额400亿，2014年预计2000亿，好屋2013年成交额600亿。按照1%的佣金率计算，收入规模不容小觑。

在线房地产企业打得火热，传统线下中介公司也无法一直静观其变，纷纷开始了从线下向线上的渗透。进入在线房地产领域的第三类公司是以世联行、链家为代表的线下中介商。这些中介商深耕当地资源，在线下服务的广度和深度上具有优势，向线上渗透也获得了不错的效果。2014年7月10日，搜房网宣布战略入股世联行，堪称行业内的一件大事。对于搜房网来说，其目的是“为搜房网更靠近交易的平台发展思路，引进丰富和专业的经验”。因为世联行的业务以新房代理销售为主，2013年该业务占其营收的74%，与世联行的合作将有助于搜房网电商服务收入的增长。

而对于世联行来说，这项合作的意义却更为深远。公司富有互联网思维，未来发展方向明确。2014年推出“祥云战略”指导下的O2M模式，O代表线下组织能力，M代表移动互联网解决方案。搜房网的入股不但为世联行的O2M平台建设提供了资金，而且在研发、网站运营、移动端推广等方面提供技术支持，将弥补世联行的互联网短板，助其快速实现转型升级。O2M平台成熟后，不但将对代理和咨询两大传统业

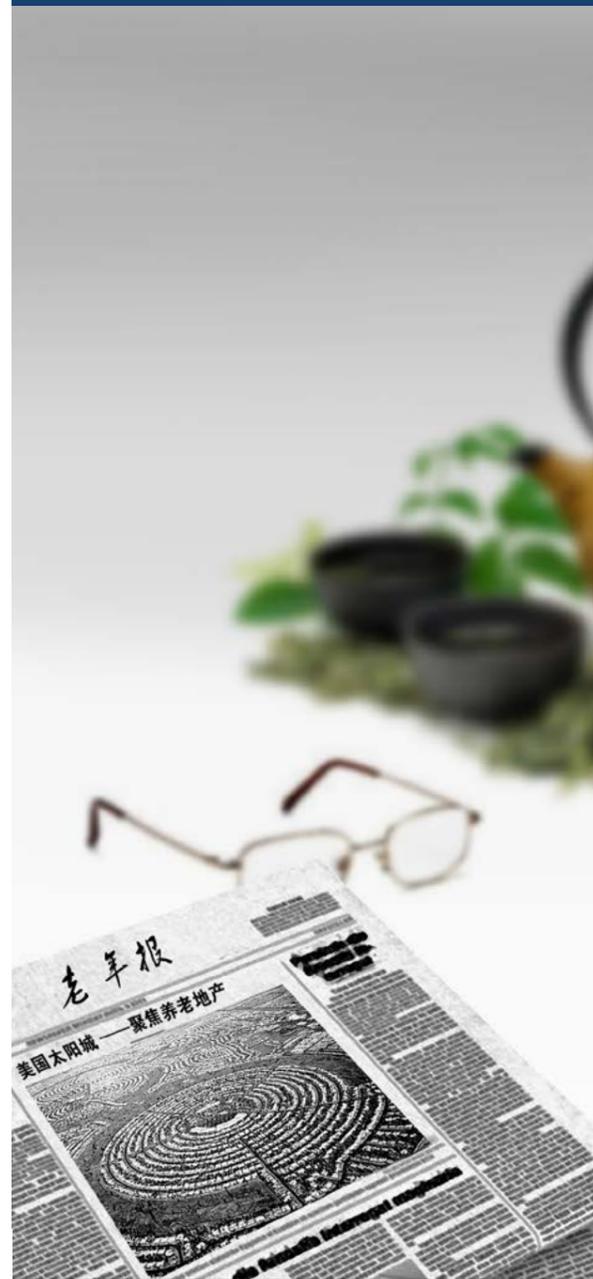
务起到促进作用，而且将形成社区服务、线上中介、物业评估、金融小贷等新的利润增长点。

### 在线房地产未来格局展望

线上互联网公司向线下渗透的两种模式中，搜房网的优势是强大的消费者引流能力，劣势是线下资源不足。这也是搜房网去年7月战略入股世联行和合富辉煌的首要原因，双方的合作领域包括广告服务、电子商务、挂牌服务、新房和二手房销售代理和顾问业务、房地产互联网金融等。合作将对搜房网的原有业务起到促进作用。房多多本质上来讲是经纪人的平台，这种盈利模式本质上与中介的一二手联动售房无异，但是借助互联网将更具有规模优势。而且直接服务经纪人，有助于线下服务能力的提升，在未来将比传统在线房地产企业更具竞争优势。但是目前仍依靠庞大的地推团队与经纪人建立、维持联系，经纪人使用黏性和信任程度尚不清楚。线下代理公司的优势是充分掌控当地资源。在一些主要城市，一二个龙头公司能占据过半甚至更多的市场份额。除了上文提到的世联行外，比如链家在北京地区覆盖率在50%以上，根据公司披露，自有网站已经能带来24%的成交，2014年目标带来28%的成交。另外，中原地产在深圳，我爱我家在杭州都有过半的市场份额，这些公司通过线上的渗透不断提

升市场份额，未来至少可以成为区域性的龙头。

2013年以来一些平台开始推出“房地产+互联网+金融”的模式，瞄准了更大的蛋糕。比如新浪和易居推出的“一宝六贷”、搜房网推出的“天下贷”、搜狐推出的“首付贷”、世联行的“家圆云贷”，主要瞄准用户购房过程中的首付款、抵押贷款等问题。但其根本目的还是为了提高开发商意向客户转化率，同时锁定顾客，提供后续服务。又比如平安好房推出的“好房贷”，其目标是发挥自身长处，推广金融产品。房地产市场已经发生变化，开发商卖房不再像过去那样容易，未来针对消费者的服务将受到更大的重视，房地产与互联网、与金融结合的新经济正孕育着更大的机会。



## 老龄化下的机遇 ——房企养老地产盈利模式探索

文 / 《中国金融·复旦之声》学生记者 邢妍菁

我国2010年第六次人口普查显示，60岁及以上老年人口的数量为1.78亿，联合国预计，到2050年，这一年龄段的人数将增长到4.37亿。国际上通常看法是，当一个国家或地区60岁以上老年人口占人口总数的10%，或65岁以上老年人口占人口总数的7%，即意味着这个国家或地区的人口处于老龄化社会。可见，我国在2010年早已达到世界公认的“老龄化社会”标准。我国养老设施需求规模巨大、增长迅速，而供应却严重不足。面对这一巨大的“银发”蛋糕，房企、

险资积极投身养老地产。2013年7月，民政部关于贯彻落实《养老机构设立许可办法》和《养老机构管理办法》的通知要求，既要保护房地产业参与社会养老的积极性，又要防止简单地把养老地产当成养老机构的现象发生。9月，《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》要求大力发展养老服务业，提供方便可及、价格合理的各类养老服务和产品，满足养老服务多样化、多层次需求。可见，政府在鼓励各类机构积极参与养老产业的同时也提出了严格的监管措施。

在近几年的实践中，养老地产的运营模式和盈利模式都处于不断探索的阶段。对于房地产企业来说，养老地产经营周期长，回报率不高，不能用传统的盈利指标评价，如何寻找切实可行的盈利模式成为头等大事。下面，我们通过分析美国养老地产开发模式，以期为我国养老地产开发提供借鉴。

### 美国养老地产模式简析

以美国为例，美国养老地产开发有三种主流模式：太阳城模式、持续护理退休社区模式（Continue Care of Retirement Community, CCRC）和以 REITs 为主导投资的模式。太阳城在全美有十多个项目，分布于亚利桑那州、加利福尼亚州等。以出售为主，部分出租。不强调专门医疗、护理等配套服务，主要依赖社区中综合性医院、医疗诊所。CCRC 主要采取出租方式，提供专门护理人员，满足老人对健康管理、护理和医疗等不同生理年龄阶段的基本养老需求。第三种模式——由金融机构（REITs）参与投资，通过出租或委托经营回收成本。金融机构参与养老地产的优势在于，可有效解决养老地产资金占用较长的问题，并为开发商提供了更好的退出机制。

太阳城模式以 Del Webb 公司为代表，重资产经营，由地产开发商主导，通过销售养老概念住宅收回投资并产生盈利。

CCRC 模式由运营商主导，只提供地产租赁权和服务享受权，通过收取房屋租赁费和服务费赚钱。代表是 BROOKDALE，全美最大的养老地产运营商，成本中三分之二为人工费用。虽然 BROOKDALE 一直没有盈利，但是市场对它的模式比

### 我国养老地产发展情况

在我国，万科、保利、北京太阳城、花样年、绿地、绿城等著名房企均已进入养老地产领域，取得的效果却不尽相同。比如，万科幸福汇秉持住宅开发思路、实行销售为主的策略

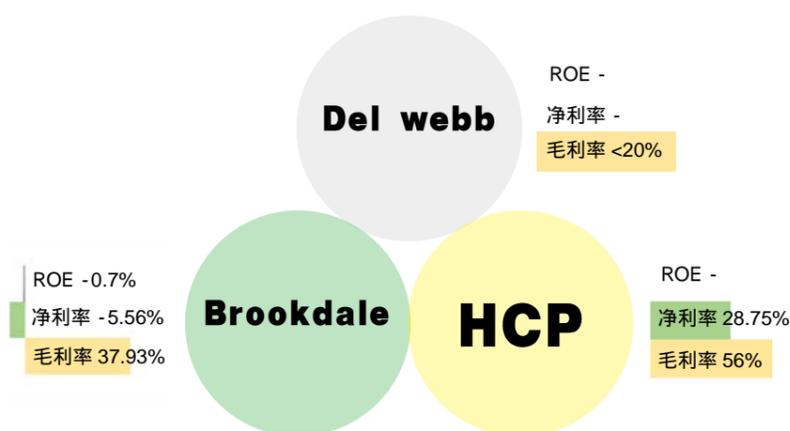
也相对低，因此开盘后供不应求。此后面积得以成倍扩大，房屋和设施也越来越高档。Del Webb 的太阳城除住宅外，还提供康乐会所和户外运动设施，颇受活跃健康老人的欢迎。在我国，相对于舒适的生活，老年人更看重医疗服务水平。因此，在国家投资优惠还不完善的情况下，开发商必须精确定位，才能平衡自身盈利和目标群体实际支付能力。

传统以开发商为主导的重资产运作模式，利润微薄，且受制于养老设施等配套的建造，资金回笼速度比一般产业更慢。目前，一种较新的开发模式是房企与运营商、投资商分工合作，构建一个角色明晰、风险收益平衡、利润划分得当的金融生态，以专业服务获得增值。2013 年 4 月 19 日，远洋地产与美国最大的养老运营商 Emeritus、投资商哥伦比亚太平洋（Columbia Pacific Management）签署战略合作框架协议。该协议约定，三方在北京共同开发及运营养老设施。远洋地产第一个中美合资养老服务项目椿萱茂，远洋地产和哥伦比亚太平洋将各投资注册资本的 50%，并共同监督项目的运作。目前来看，在这一金融生态中，最薄弱的是投资商这一环，未来仍然需要找到能够接受资金回笼期长，风险低，并且投资回报率也略低的机构投资者。

我国养老地产在盈利模式上探索了多年，始终没有公认的

成功案例。养老地产的健康发展是关系到国计民生的大事。综观国内外养老地产的发展情况，一方面是需要开发商、运营商、投资商消除原先的预期误差，认识到养老地产是运营周期长、回报率低的项目。另一方面，养老地产需要长期稳定的成本资金支持，也十分需要国家在养老地产方面给予明确的政策优惠和税收优惠，以及建立一个监管框架，确保质量控制与行业标准，迎接我国已经到来的老龄人口大潮。

### 美国三种养老地产开发模式代表公司收益情况



较认可，作为 CCRC 模式的龙头企业，愿意给他一个高估值。REITs 模式下运作成功的案例有 HCP，截止 2013 年期末，旗下共有 444 个养老地产项目。上图是三种模式代表公司的收益情况。可见，即使在养老地产发展成熟的美国，除了提供成本资金的金融企业，对地产商和运营商来说，这仍然不是一个赚钱的行业。

获得了良好的效果，而保利嘉兴西塘越因为定位过高、区位不佳等原因并未取得预期效果。我国地产开发商以住宅开发的思路介入养老地产，以养老的概念差异化打造产品，最终以产品销售实现投资回报，本质上类似于 Del Webb 的模式。总结 Del Webb 成功的经验，一个好的项目应该包含以下几个要素：医疗、经济、人性化。20 世纪 60 年代，Del Webb 的第一个项目在亚利桑那州，此地的气候非常适宜老年人疗养各种慢性疾病，而且该州房价



万科幸福汇

## 欧版 QE，残局中的一步正着？

——专访复旦大学欧洲研究中心主任丁纯教授

文 / 《中国金融·复旦之声》学生记者 庄嘉 池青 张舟

2015年3月9日，万众瞩目的欧版QE终于正式启动，欧元区国家主权债券收益率创新低。在美元持续走强的背景下，近期欧洲经济向好的苗头并未能扭转欧元贬值的趋势。而希腊经政局洗牌后，与欧元集团就援助计划的谈判也胶着至今。这是否会为欧元区的未来增添变数？又会如何影响欧版QE的发展进程？对此本刊记者采访了复旦大学欧洲研究中心主任丁纯教授。丁主任摆脱传统的单一视角，深入剖析欧版QE背后欧元区各国的真实考量，各项条款措施隐含的深意，对政策效果作出预判，并从大局把握欧版QE对中国的启示。

### 原因： 破釜沉舟，振旅而行

此次欧版QE的推出基于以下三点原因。

第一，通货紧缩问题加剧。欧洲中央银行（以下简称欧央行）的首要目标是确保物价水

平稳定，在中长期内将欧元区的通货膨胀率维持在略微低于2%的水平。据欧央行官方数据显示，自2011年5月以来，衡量通货膨胀和物价稳定的消费物价指数HICP震荡下跌。去年12月跌至-0.2%，为2009年10月份以来首次跌至负值，今年1月通货紧缩势头延续，HICP为-0.6%。欧元区在“通缩泥沼”中越陷越深，欧央行朝着盯住通货膨胀的目标渐行渐远。

第二，前期措施收效甚微。为走出通货紧缩的阴影，欧央行早已打出了一系列“组合拳”。去年6月份的欧央行议息会议上，欧央行宣布存款负利率、结束证券市场计划（SMP）购债的冲销操作、引入规模为4000亿欧元的定向长期再融资行动（TLTROs）、准备实施资产支持证券（ABS）购买计划。其中运用的最为频繁的政策工具是降息。欧央行将主要再融资利率（MRO）由0.25%下调至0.15%，隔夜存款利率（DF）

由零利率降至-0.1%，边际贷款利率（MLF）由0.75%降至0.4%。存款负利率意味着商业银行在欧洲央行留存隔夜存款要付出成本，从而使得商业银行从央行存款转出资金投入市场，打压通缩预期，抑制欧元升值。

而在这些措施中规模最大的是长期再融资操作（LTROs）和之后推出的定向长期再融资操作（TLTROs），通过释放流动性以降低银行融资利率，鼓励银行放贷。丁主任说，这里面其实存在着一个三角关系，《马斯特里赫特条约》规定的“不能救助原则”（no-bailout）使得欧央行不得越分妄为，其没有权利直接购买重债国国债，只能通过LTROs、TLTROs等方式给银行注入流动性，再由银行间接给予重债国以救助。然而，这一系列货币宽松计划却如水过地皮湿，刺激效果远未达到市场预期，欧元区经济通缩的局面故态依然。以去年的两轮TLTRO为例，实际

申购额度分别为826亿欧元和1298亿欧元，共计2124亿欧元，远未达到4000亿欧元的目标额度，与此前市场预测相去甚远。既然“组合拳”劳而少功，作为欧央行最后一根救命稻草的大规模欧版QE呼之欲出。

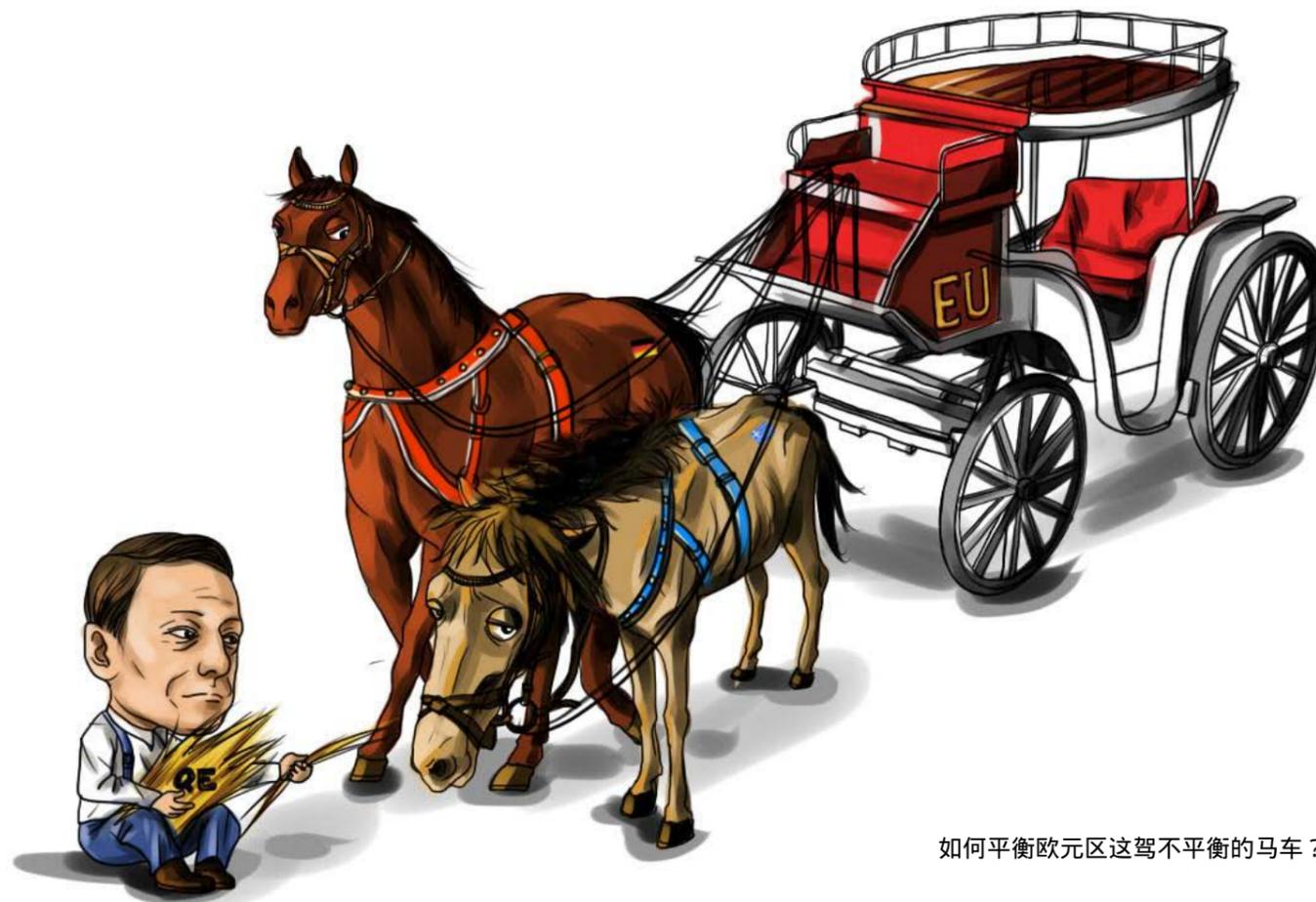
第三，存在政治博弈。去年6月欧洲央行行长德拉吉就曾经表示大规模欧版QE已经是箭在弦上，而欧版QE迟迟按兵不发似乎是在等候一个恰当的时机，背后还有政治上的考虑。

欧版QE的目标不再是“救急”，而是“助长”——支持增长，改善通缩。德国、荷兰等核心国家与希腊等外围国家之间关于“紧缩”还是“增长”的争端仍在持续。德国认为既然欧债危机祸起萧墙，以外围国

家债台高筑、财政赤字为主因，那么外围国家不能“好了伤疤忘了疼”，应当增收节支，度己以绳。而希腊等外围国家自然心中有数，减薪、增税、裁员和私有化等紧缩政策也确实让希腊的财政状况有所改善，但这同时也让希腊人民的生活水平受到了影响。失业率居高不下、逐渐萎缩的经济形势让“勒紧裤腰带”的希腊人民的忍耐达到了极限，产生“破罐破摔”的倾向。齐普拉斯领导的希腊激进左翼联盟的崛起正是在这个契机。齐普拉斯给出的终结“国耻”、反对撙节计划、拒绝援助的承诺给了希腊民众一剂强心针，同时也让欧央行为希腊“脱欧”捏了把冷汗。

欧央行进行大规模欧版QE的议案曝光是在2015年1月22

日。丁主任认为，欧版QE选在欧洲部分国家大选前的时机提出是有其政治意涵的，目的是提振选民们的信心、缓和选民的情绪。欧央行不希望希腊退出或被逐出欧元区，因为可能存在导致整个欧元区解体的风险。欧元区各成员国相倚为强，一旦希腊向市场发出退出的信号，就立马会受到市场上那些做空者的追逐。就像木桶一样，一旦希腊这块“短板”倒了，木桶也就散架了。因此，为了遏制那些反对“紧缩”的激进政治势力上台，欧央行必须向选民那一方先发制人。这样看来，欧版QE是向“增长”政策靠拢的，这里面有核心国家的妥协。



如何平衡欧元区这驾不平衡的马车？

措施：  
本同末离，别有深意

本次欧版 QE 的具体措施如图 所示。基于欧元区经济复合体的特殊性，欧版 QE 有着一个显著的特征：在刺激经济的同时，防范欧元区内部道德风险，以保证欧元区的稳定长久。这是异于此前美国、日本、英国 QE 的明显区别。从欧洲央行行长德拉吉对欧版 QE 提出的具体措施中，可以看出条款的目标非常明确：走出通缩。但追求物价指标只是第一步，如何平衡欧元区这驾不平衡的马车才是“欧翁”之意。

份额，而边缘国家并没有得到太多的风险均摊。在上述列出的庞大债券基数中，欧洲机构的债券由央行和各成员国承担，只占 20% 的比例，剩余 80% 的债券则由各国央行自行负担；而在这 20% 的比例中，也只有 8-12% 的比例由欧央行承担。更多的压力在各成员国自身，这种有比例的担保协议说明欧版 QE 从设计之初就对道德风险的防范。

但另一方面，在可以购买的债券中，一般要求必须达到可

它施行救助。

丁主任指出，欧版 QE 反映了核心国家为欧元区的团结作出妥协、牺牲的意愿，是公共财政主权的开始，在现实和道义的夹击下逼迫而出的一体化深化。欧央行作为一个超主权机构和技术部门，可以解决一些政治上无力解决的现实问题。此次 QE 的一大突破就是欧央行从原来的股份制银行成为了最后的实际贷款人，可以最终通过印钞来增加流动性。

效果：  
缓兵之计，任重道远

欧版 QE 的推出，毫无疑问将对提振欧元区的紧缩经济起巨大作用，但值得注意的是，失去了原先沉重举债负担的压力，经济实力较差的国家也会相对缺少改革动力。欧债危机至今，希腊的财政紧缩已取得一定成果，经济实现了六年来第一次正增长。然而 QE 政策实施后，可能会延缓改革，助长其不必再通过减薪、减福利、裁员征税等措施偿还债务。近期希腊大选中左翼政府的上台就映射了底层民众对紧缩财政的反对甚嚣尘上。不可忽略的事实是希腊庞大的债务基数导致以偿还债局面的形成，长此以往，债务危机并未有效解除。

与其说欧版 QE 是大刀阔斧的改革，不如说是改革前的一枚缓释片——暂且供输能量给经济千疮百孔的欧元区，使其在改革之前能够度过眼下的债务难关。但长久来看，QE 只是一种政策层面的手段，而欧元区需要的，是一个能自我良性循环的机制。

欧元区内部，希腊的经济问题众所周知，而事实上甚至是作为大国的法国和意大利，其实也存在结构性的问题，这些欧元区的大国通过发货币搞经济，却始终缺乏一个能正常供血给实体经济的良性循环。因此，这一剂 QE 缓释片，不仅给了希腊等“欧猪”国家喘息的机会，更重要的是为整个欧元区存在结构性问题的国家，

创造了病入膏肓前最后的改造时机。

丁主任将其比喻为黎明前最后的黑暗。欧债危机后，欧元区市场已经“出清”，欧洲的先发优势会带来增长动力。虽然欧版 QE 会带来泡沫，但整体能为欧洲带来战略调整期。需要考虑的是如何在下一个危机发生前，吸收掉泡沫——这就需要真正的结构性改革，甚至是战略层面的，如 IT 行业等等。但目前的欧洲有心无力，反而是美国最可能实现突破，这也恰恰是站在全球经济格局重整期的中国所担忧的。

中国：  
知时识务，稳守反击

目前形势下，一方面欧元走低程度无法对冲美元走强势头，另一方面外界对欧洲经济复苏的信心可能导致资金回流。而今年以来，各项数据显示中国经济下滑、预期走弱的趋势。时逢欧元贬值，中国对欧出口下降，人民币面临贬值压力。在此背景下，可能引发大量的资金外流。

中国目前的情况是，资本流出要求人民币升值或不断加息，但经济下滑又要求人民币贬值或不断降息。2005 年至今，中国一直采取人民币匀速升值的策略。丁主任建议，央行应改变原先小幅贬值不断整调的举措，今后加快调整汇率，人民币贬值要一步到位。这源于金融市场的特殊性。与其留给市场无限想象空间、无限贬值预

期，不如在综合考虑出口、经济、游资的基础上，提供一个均衡汇率、一个对内对外的平衡点，从而打消外界对人民币尚有贬值空间的预期。

在政策建议上，丁主任提倡稳守反击。中国目前的经济体量、发展经验已远超五年前，但在全球金融格局洗牌后那些爬出泥潭的先行者面前并不能刚愎自用。在欧元贬值、美元走强、各主要经济体都在调整汇率布局的大环境下，中国要走向世界，人民币要国际化，当务之急是定位。要认清并反省在金融危机、欧债危机至今的全球金融格局中，中国经济到底排行几何。丁主任把美元及欧元的强势调整比作巨型船只的紊流，冲击其后的船只。有的国家主动抵御，如瑞士通过升值瑞郎打造防火墙，以图免受欧元贬值的大火波及，颇显勇气与果断。作为第五大结算货币，人民币完全有能力谋求机遇，以期成为真正的储备货币。而这要求数据、信息透明，在危机中出色的应对。中国人民银行要有明确的货币政策目标，不应承担太多调整经济的功能，最近降准、降息的一系列动作都显示了其明确目标的决心。

（责任编辑：刘骞文 复旦发展研究院金融研究中心博士后  
汪洋 复旦发展研究院金融研究中心博士后）



欧洲央行行长德拉吉

- 1 欧央行每月购买 600 亿欧元资产，包括国债、欧洲公共机构发行的债务证券和私营部门债券。
- 2 欧盟机构债券相关风险将由各国共同承担，但其他国债的购买不遵循损失共担原则。
- 3 每只债券的购买不得超过该债券发行规模的 25%；对于同一发行者，购买量不得超过该发行者债务总规模的 33%。
- 4 购债计划持续到 2016 年 9 月以后，可接收展期，直到有迹象表明年化通胀率已朝欧洲央行制定的目标攀升，并于中期达到欧洲央行设定的略低于 2% 的目标为止。

如果我们简单估计欧洲机构和成员国的债券量，这个数据将远远大于市场估计的 5000-10000 亿，从规模上来说，央行的资产负债表目前已经超过 2.2 万亿。但条款规定的购债原则参照成员国在欧央行的资产比例，可见排名前列的德国、法国等大国将获得大部分 QE

投资级别，但对于“欧猪”国家，也开放了 IMF 等国际组织的债券，在限制道德风险的同时，对此类国家算是网开一面。当然 33% 的最高额限定，几乎是给一颗甜枣再打一棒，如果“欧猪”国家选择用无法无天的赤字财政来刺激经济，那么欧元区将不会源源不断地对

## 人物访谈

### ▽本期人物 汪新芽： 命运的漂流

文 / 尚靓 尹娜

复旦大学中国金融家俱乐部联席会长、美丽境界投资管理有限公司创始合伙人。



“新年都未有芳华，二月初惊见草芽。”

在 Inno Coffee 见到的汪新芽，她正处于人生新的转折期。从国际投行辞职，与几位朋友合伙创立“美丽境界”投资基金。

在转型的过程中，喜得第二个儿子，忙里偷闲，在丈夫蔡彤在张江的办公楼底层，按自己的喜好做了间“INNO COFFEE”，把自己文艺的精神，用经济的形式演绎到这温暖的方寸之间，让同事、朋友、包括路过的人，在美食咖啡的香气中纵览时局之流变，品味人生之百味。

“不要逆流而上，而是顺势而为。”

这就是我们熟悉的汪新芽，人生从未停止创造，为自己、为家人、为朋友，为有幸生于的这个伟大的时代。她恬淡温柔地招呼我们坐下，美丽温婉，难以想象她已走过如此波澜壮阔的人生。

汪新芽喜欢用“命运的漂流”来描述自己的人生状态，“不要逆流而上，而是顺势而为。”这样的描述，既显示了她大气的性格，也符合一个文艺爱好者的意象。

复旦：“像游泳的人换不过气来一样”

毕业于扬州中学的汪新芽，成长于书香之家，父母思想非常正统，对女儿寄予的期望很高。1989年，大学招生数量削减一半，文科尤甚。为了考上心仪的复旦大学，也为了实现母亲一直以来的复旦梦想，“天生的文科材料”汪新芽放弃对复旦新闻系的向往，选择理科，最终被复旦化学系录取。

四年化学系的学习对汪新芽来说一点都不轻松，“像游泳的人换不过气来一样”。一直

地考上了世经所研究生。学业优秀的汪新芽记得自己几乎就是在读书实验中渡过的。如果没有和蔡彤曲折的“恋爱”经历，四年本科可能会黯淡很多。虽然学业紧张，但彼时的复旦校园文化生活是精彩纷呈的，符合所有她对于复旦的想象。汪新芽说：“89级的学生被称为‘复旦最后的贵族’，还保留着浓厚的人文气息和理想主义精神，这对我们今后的人生轨迹都有很大影响。”

复旦校园也活跃着一批大学生偶像，令后来者“仰视”，如参加亚洲大专辩论赛载誉归来的辩手、新闻系的顾刚和李光斗，从中学时就已发表文章、后来任校学生会主席的胡劲军等等。也许是为了圆自己做新闻记者的梦，在学业之外，汪新芽最着迷的是给系报写文章，清新自然的文笔让汪新芽成为化学系著名的才女。

大三时，与父亲好友、时任复旦中国经济研究中心副主任王战的谈话之后，汪新芽决定报考复旦世界经济研究所（“世经所”）的研究生，一是顺应时代潮流，二是想和文科更近一点。“王战是我的大恩人，他建议我考世经所，也建议我去找余开祥教授谈一谈。”汪新芽记得，余开祥教授属于“中国‘五十年代’以来的学者，治学严谨，不求名利”，而王战“既有前瞻性又有高瞻性，既有说服力又有大家风范”，两人对自己都产生很深的影响。两位师长的指点也让汪新芽后来在世经所的起点很高。汪新芽开始利用课余时间旁听世经所的课程。本科毕业后，汪新芽很顺利

地考上了世经所研究生。

学经济后，汪新芽似乎获得了重生，如鱼得水，“能量一下子释放出来了。”在校园里也开始活跃起来。她在世经所读完硕士，又读完国际金融博士，这关键的六年为她今后的事业奠定了坚实的基础。1999年，汪新芽被浦发银行总行录用，开始正式进入金融行业。

### 浪潮： 中国外资市场梦幻十年

刚进入浦发银行两个多月，汪新芽就被派去法国培训。因为英语口语好，除日常工作外，汪新芽还兼职做银行行长的翻译，陪同接待各个外资银行的高管。

当时德国商业银行刚刚进入中国，求贤若渴，急需具有金融专业知

识、对海外金融市场和产品有所了解、同时又熟悉中国国情的人才，而汪新芽恰恰满足兼具这些条件。在浦发银行工作半年后的汪新芽萌生了跳槽的想法。当时行里竭力挽留，可是“外面的世界太精彩”，汪新芽最后还是决定去了德国商业银行，成为第一个没有国外大学学历背景，直接进入外资银行总部的中国人。加入德国总部后她被派到新加坡工作了3年。这之后，汪新芽又曾跳槽到香港富通银行（现法国巴黎银行），后担任瑞士信贷中国首席代表等，一路走来，事业可谓风生水起。

“时代造就了机遇，这是别的行业不能体会的。”

回望从1999年到2008年全球金融海啸为止大约十年的时间，中国逐步放开外资金融市场，外汇储备从微不足道到跃升为全球第一，外资银行为了开拓中国市场，分享中国市场的红利，大举进入中国市场。中国国内资本市场从无到有，与国际资本市场不断对接。这波巨大的时代浪潮，裹挟着很多人的努力，个人的命运在其中乘风破浪、受益颇多，真的是一场精彩的“漂流”。可以说，在这一波浪潮中，汪新芽走在了前列，亲身经历了中国资本市场从无到有、从无序到有序的令人激动的历史进程，见证了中国证券市场的崛起，各大券商合并、演化的过程。用汪新芽的话说，这是“梦幻的十年，最好的十年”。

“时代造就了机遇，这是别的行业不能体会的。”一批从

复旦经济学院走出的同学当中，有人参与筹建了万国证券、有人参与创建了上海证券交易所、有人参与了上海外汇交易中心成立……汪新芽还列举了2010年前后在各大外资银行的首席经济学家，可以说“复旦校友占了大半：瑞穗银行的沈建光，德意志银行的马骏，中金公司的哈继铭、野村证券的孙明春……”这群在金融市场声名响亮的复旦校友，同属浪潮中人，他们共同造就了复旦世经的名声，汪新芽说自己很幸运，在这样的浪潮中，除了顺势而为，不会有多余的想法，或选择的迷茫。

## 专注专业造就“美丽境界”

2012年年底，在很多人梦寐以求以求希望进入的投行，资深的管理者汪新芽决定辞职了。汪新芽考虑得非常成熟：“经历过亚洲金融危机和2008年全球金融危机以后，全球金融的大潮流风向已经发生了转变。再反观中国的金融资本市场，本土金融行业改制，民间资本开始进入，缔造了有中国特色的金融行业，外资的竞争优势不再明显，市场格局已经发生了巨大变化，对我来说，可上升的空间已经不大。”一向能够把握大势的汪新芽觉得：“继续做下去，是逆流而动。”

此外，多年的工作经验也逐渐让汪新芽明白，在大机构中，往往很难表达自己的观点。投行作为中介机构，她给客户的意见必须专业，也就是尽可能地中立。在工作中，汪新芽时常会在客户的利益和行业的利益之间有动摇。

“看到金融市场的大起大落，客户的损失也让我很难受。”汪新芽是性情中人，有着中国传统的价值观，重情重性，“独乐”不如“与人乐”。在大投行，elephant hunting 才是生存规则，没有大的单子，很难得到提拔。但事实上，“要做适合的事，并非越大越好。”汪新芽逐渐明白了自己的价值取向，决定转型。

“爸爸一直希望我能做一名绵中带刚的女子。他不希望我辞职后完全陷入到家庭生活中。事实上我骨子里是那种不安分、

**“放弃是另一种获取方式，放松是最好的竞争状态，放心是真正的自信心。”**

求新求变的人，‘不疯魔不成活’可以说是我的人生信条。所以我自己也没有就此放松。”在丈夫蔡彤创业的雅本化学正式上市后的第二年，汪新芽向瑞信递上了辞呈。“40岁转型对我来说还不是太晚，而且现在这个时代，专注做自己喜欢的事情，才能成功，才是幸运。”

从瑞信退出后，汪新芽一边调整一边重新定位，“放弃是另一种获取方式，放松是最好的竞争状态，放心是真正的自信心。”2013年年终，汪新芽在微信上总结了辞职一年来在生活、家庭、事业上的诸多收获，这是一份令人满意的答卷。

2013年汪新芽和蔡彤收获了第二个“复二代”蔡西岳，也圆了她少女时代的梦，将海明威写作的圣日耳曼大街式的咖啡馆，孕育孵化为自己的“一亩三分地”，2013年10月18日，一个富有浓郁文艺气息的InnoCoffee在张江正式开张营业。

2013年，汪新芽与志同道合的好友一起，发起创立了美丽境界（欧洲）投资基金，成立了美丽境界投资管理公司，投资欧洲环保、医药、消费类的中小型企业。“我们相信专注加专业才能达到至美境地，请相信我们十五年在欧洲银行的工作经验，对于中国这片沃土的了解。”当

年12月2日，美丽境界正式宣布基金的第一笔交易完成，对于意大利环保企业Newlisi的投资交割完毕。

“没有复旦就没有我现在的家庭，没有世经所就没有我现在的事业。”复旦让汪新芽站得更高，看得更远，也让汪新芽始终有家的感觉。在香港时汪新芽担任了复旦香港校友会金融联谊会副会长，她为此投入很多，也非常享受校友亲密无间、为校友服务的乐趣。2008年汶川大地震期间，汪新芽发动香港校友捐赠，短短两三天筹了几十万元，在青海等地购买到稀缺物资，载满整整一辆卡车送往灾区。当时此举在香港金融界都为为之震动。

回到上海后，2013年5月，汪新芽与复旦大学校友会和发展研究院一起，共同创建了复旦大学金融家俱乐部，金融界校友共聚一堂，讨论自贸区、城镇化、参加上海论坛，其乐融融。这是2013年汪新芽的另一份成就。汪新芽觉得，来到金融家俱乐部，是“从一个潮头到另一个潮头”，相比香港，国内的校友背景相对多元，如何融合不同的声音，整合校友资源，工作充满挑战，需要学校这面大旗，也需要以更加积极的态度和投入更多的精力促进校友融合，回报母校。

而今，拥有两个“复二代”的汪新芽蔡彤夫妇，终于一家四口团聚在上海。对于孩子的教育，他们并不要求孩子复制自己的轨迹。他们带着大儿子蔡东望爬黄山，“到半山腰的时候，我们跟孩子说，爸爸妈妈可以带你走到这里，已经可以看到很美的风景了。再往上的路要你自己去探索、攀登。”无论孩子如何选择，在心底里，汪新芽希望他们跟自己一样，把命运掌握在自己手中，顺势漂流，有所作为。

（原文刊载于《复旦人》第17-18期合刊）



汪新芽一家四口

# 《繁荣与萧条》

## ——被遗忘的经典

文 / 《中国金融·复旦之声》学生记者 徐昕



《繁荣与萧条》  
【英】欧文·费雪 著  
李彬 译  
商务印书馆

与凯恩斯同期的美国人费雪，我认为是二十世纪最杰出的经济学者。可惜经济大萧条时他破了产，少人重视他，风头当时是被凯氏占尽的。费雪的天才贡献，关于利息与投资那部分，要到上世纪六十年代赫舒拉发大事推广才受到注意。我认为这注意是不足的。

——张五常《凯恩斯的无妄之灾》

**欧文·费雪** (Irving Fisher)，美国第一位数理经济学家，货币主义和计量经济学的创始人。其人天资禀异，涉猎广泛，不仅是数学家，经济学家，还是健康事业的终身斗士。他曾是百万富翁，名噪一时，是“华尔街的先知”，却也因大萧条而破产，声望大跌，落寞寡闻。

也许正是破产后声名跌去许多的缘故，如今被大家反复提起、争论、追随的人物是凯恩斯，而费雪则在凯恩斯的光辉下黯然失色，影响甚微。如果还有人记得费雪，或许就是1929年大萧条前夜他作出的“有史以来最糟糕的股市预测”，抑或是利率理论自费雪而并然、货币主义以费雪方程式为奠基云云，很少有人能想起费雪“痛定思痛”后对大萧条的见解。然而恰恰是这些为人淡忘的见解，放诸今日仍能适用，毫不过时，其贡献也并不在凯恩斯之下。

《繁荣与萧条》收录了这些见解。这本书是费雪1932年在美国科学促进会演讲后，对演讲的

内容进行深入研究的成果。在费雪看来，1929年爆发的大危机以及其他几次经济危机所产生的大萧条，都是九个因素产生作用的体现——过度负债、货币数量、价格水平、净值、利润、生产贸易和就业、乐观或悲观情绪、流通速度以及利率。在阐述有关这些因素的理论之外，费雪还以大萧条为例，根据当时美国经济中这九个因素的变化情况分析了造成萧条的根本原因，也提出了挽救经济的治本措施。由于撇开了其他宽泛内容、仅以九个因素为切入，更有大萧条为案例依托，本书主题明确，条理清晰，篇幅较短也更易读懂。

理论部分中，费雪所述的九个因素互相影响，盘根错节，可以以任意一个为起点，相互作用直到一个悲观的局面。典型的如费雪债务—通缩理论所描述的多米诺骨牌：廉价抛售以清偿债务 -> 价格水平下跌 -> 实际债务和实际利率上升 -> 更多的廉价抛售 -> 周转速度下降 -> 净资产减少 -> 更多破产 -> 银行挤兑 -> 信

贷萎缩 -> 银行抛售资产 -> 信心越来越低迷 -> 囤积现金。

也有人对此提出质疑：实际债务的增加令债务人经济更拮据，但使得债权人更富裕，所以最终总效应应该为零。美联储前任主席伯南克在费雪的理论基础上进行了完善，回应了质疑：产出下降和价格下跌（实际的债务负担增加）导致了借款人普遍的财务困境并降低了抵押品的价值，由于信贷以抵押品为基础，借款人流动性受损的同时，债权人的风险也会有所增加。伯南克的研究方向决定了他的应对危机的作为——2008年危机重现时，他努力防范一个资产价格迅速下跌与违约行为恶性循环的“金融加速器”。今日中国的情景也是略有相似的，中国庞大的债务问题由来已久，时下的通缩风险也不容小觑，如果基础抵押品（主要是房地产）价值下降或是企业收入缩减，债务的实际负担将会随之增加。债务状况的恶化将给银行带来冲击，迫使资产被抛售并推动价格进一步下跌——费雪在书中展示了这样一个恶性循环是如何把小衰退变成大萧条的。去岁今年央行降息降准的连番应对，也正是在防范这样的风险。因而从这个层面上来说，无论有没有人想的起费雪，至少他的思想正在为决策者所践行《繁荣与萧条》的价值也愈得彰显。

书中以大萧条为依托的事实分析同样不失精彩，置身于宏大的历史图景下，费雪的理论更显其魅力。费雪首先不吝笔墨，介绍了当时世界范围内的过度负债情

况，继而按照冲击事件的时间顺序，支持以大量的图表和数据，全景再现大萧条发生的过程。最后回归九个因素进行总结，提出了大萧条的决定因素——实际债务的增加。一个饱受萧条摧残的人能够直面痛苦的回忆，极力从中探寻繁荣与萧条的法则，其乐天精神和学术定力可见一斑。但令人唏嘘不已的是，费雪成也乐观，败也乐观——正是对1929年股市的盲目乐观使他被市场的惊涛巨澜所吞没。

如费雪在序言中所说，“本书的主要结论是，萧条多半是可以预防的”。因而费雪在后续章节中提出了应对萧条的治本措施，这些措施主要集中在货币政策领域。同时，始于1929年的大萧条是世界性的，各国不断遭受来自彼此的货币与关税政策冲击，费雪也对此提出了促进全球货币稳定的重要性——寻求更为合理有序的国际货币体系仍然是当下国际金融的主题。值得一提的是，费雪认为要结束通货紧缩则必须放弃金本位，有关论述可见诸书中附录。

当然，纯货币政策应对萧条是有局限性的。凯恩斯主张的积极的财政政策克服了费雪的局限，更重要的是，凯恩斯打造了一部自己的理论体系——《就业、利息与货币通论》，而费雪没有。但这些并不妨碍这本《繁荣与萧条》成为经典，毕竟80年过去，这些见解仍然光芒闪耀，而且在不知不觉中，早已渗入了当今决策者的脑海。



“大数据时代”、“云计算”、“互联网金融”，随着这些词汇逐渐进入人们的视野，并达到目前这般轰动，我们也逐渐意识到，未来各个行业的发展，恐怕是离不开这些伴随着互联网发展而产生的新技术上。在这种趋势下，金融业与互联网毫无疑问要进行着一定程度上的融合，但是这两个行业如何融合、怎么融合，这将成为关键，也是目前学者们所热烈讨论的焦点。

作为金融业重要的部分，保险行业在大数据时代面临着重大机遇和挑战。保险业需要数据进行预测，数据的全面性对于保险业的预测是至关重要的，因此保险业需要大数据思维，而这将对于传统保险业起到颠覆性的作用。在这种大背景下，王和老师的著作《大数据时代，保险变革研究》为我们开启了

大数据保险的大门。王和老师，高级经济师，国务院“政府特殊津贴专家”，国家减灾中心特聘专家，中国保险学会常务理事。厦门大学、中央财经大学、南开大学、对外经贸大学客座教授，全国投资建设项目管理师考试专家委员会委员。国际认证审核员注册协会（IRCA）主任审核员，中国合格评定国家认可委员会委员。这些头衔显示了他深厚的学术功底和行业背景。在这部专业性和学术性很强的书里，他通过分析大数据给我国保险业带来的机遇与挑战，探索大数据时代下中国保险业变革之路，如此全面而系统的分析大数据时代下的保险业变革，在目前的研究中尚属首例，因此他的这部著作对保险业今后的发展意义重大。然而，研究一个行业的未来发展方向及策略，并不是一件

容易的事情，需要很深刻的行业知识和敏锐的目光，还要有效的研究思路和研究方法。而这本学术性较强的书中，就具备了这样的特点，作者首先通过研究大数据的本质和保险现有业务模块分析，利用经济学和信息科学等不同学科的理论，得出大数据时代下保险业外部环境变化带来的挑战和机遇，在此基础上提出业务变革的方向和策略，思路明确，论证严谨。

在王老师看来，在大数据时代，应用催生开放式平台，精确挖掘是亮点。在平台经济中，平台最大的特征就是通过一种特别环境的构建，吸引两个或更多的特定的群体，为他们提供互动的机制，满足他们交流和互动的需要，继而形成一种具有强大自我成长能力的“生态圈”。而目前我国的保险业，恰恰急需建立一个完善而有效

的新平台。通过搭建保险平台，投保人将有更大的选择空间，构建相同风险特征和偏好的基金池，从而有效的分散风险。此外，利用平台的优势不断创造新的商业模式，颠覆既有的商业模式，改变保险业目前在国内发展乏力的尴尬局面。

在传统保险市场，保险产品、服务、渠道、营销推广等聚焦于一个大范围的客户群，或是针对某一特定市场的需求定制，或是在细分市场中针对不同需求的群体有所区别。因此这个群体的详细数据，对于整个保险产业链至关重要。大数据时代下，通过采集社交平台等信息，对消费者进行数据挖掘，分析人们的行为模式和消费习惯，从而可以为不同的消费者提供个性化和定制化的服务，并开展精准的风险控制。因此，个性化和定制化，便是未来保险发展所要达到的目标。

除了新平台建设及个性化定制化服务，王和老师还更为具体的从保险业的几个方面进行论述。比如保险定价方面，大数据可以使得保险精算变为基于社会和全量数据的定价模式，引起车辆保险车型定价模式及人寿保险生命表的变革；在营销模式方面，保险公司需要完善精确营销理念，并发展互联网保险；在车险方面，构建基于云计算的车险信息共享平台，并推广应用车联网保险模式等等。这些研究为保险业发展提供了更为具体的发展方向，比

起宏观的研究更加“接地气”。总的来说，这本学术著作给了保险人深深的思考。大数据应用的未来十分光明，因此保险人应当认识到数据的重要价值。随着城镇化进程推动，保险行业应更加倾向于风散性客户营销，而在新的互联网技术，会使得客户和业务的数据大量涌现，因此保险业发展战略也在真正意义上从产品为中心开始转向以客户为中心，基于精确数据分析，构建个性化和定制化的

但笔者更赞同王和老师的观点，风险不是互联网金融的“专利”，不能总拿“风险”来抵制互联网金融的发展，但也不能简单地用传统金融的风险观来看互联网金融的风险。要更多地用互联网的思维和技术去管理互联网金融风险，实现“以技制技”。传统金融与互联网金融应当融为一体，相辅相成、优势互补、协同发展。

在新的历史条件下，人力资源仍然是最重要的资源之一。正如刘大为所言，“在互联网大数据时代，最重要的技术，是人才”。在大数据时代，保险业如果想借力，就必须拥有同时具备传统金融保险知识和数据信息理论的高端人才，但是目前这种人才是非常少的。因此，从保险公司角度来看，保险公司应当注意培养拥有双重知识背景的复合型人才，构建有效的培训机制，从而加强人才积累。而从保险从业者角度，作为大数据时代下的保险人，也应该注重计算机和数据分析技能的学习，从而能够在大数据的固有的数据中发现了新的商机、新的服务。

王和老师的著作《大数据时代，保险变革研究》，为我们揭开大数据的本质特征，分析了大数据对我国保险业的机遇与挑战，给我们指出了大数据时代下中国保险业变革之路：做好IT技术储备，提炼战略价值，支持各项决策，无疑这就是保险业着眼未来的焦点。



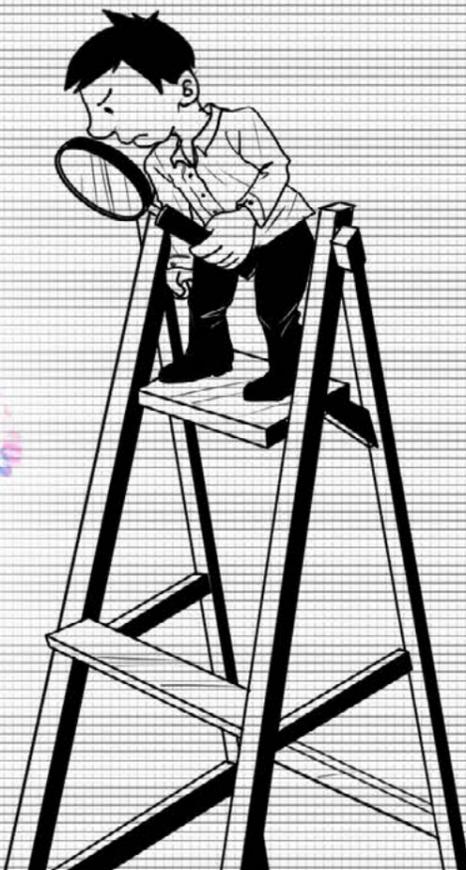
《大数据时代，  
保险变革研究》  
王和 著  
中国金融出版社

服务体系。

同时大数据时代为保险业务发展和技术创新带来了新机遇。保险企业应大胆尝试，借助大数据应用，不断地把搜索引擎的营销、社会化网络的营销、网络视频互动的营销、即时通讯的营销、论坛营销和微博营销等应用于渠道和模式创新上。当然在新的条件下会出现新的风险，比如社会化媒体的交互、多渠道交叉式销售、电子商务和其它新的数据源等带来的数据安全，这些风险需要有效的风险控制措施进行管理，也会给保险经营带来一系列的挑战。

# 大数据时代 保险变革研究 书评

文 / 《中国金融·复旦之声》学生记者 董博



# 经济热点观察

二〇一五年一月——三月观点集萃



林采宜

国泰君安首席经济学家  
中国首席经济学家论坛理事  
复旦大学研究生专业学位兼职导师

## 政府工作报告精神：以速度换质量

2015年中国经济面临通缩，各项增长目标普遍下调。财政政策“积极”体现在“完善地方政府融资机制”，适度扩大预算赤字；铁路和水利工程投资增长；继续向民生倾斜，刺激消费，促进社会和谐。货币政策“稳健”，政策工具进一步灵活化、弹性化，信贷和社会融资规模平稳增长。金融改革深化，存款保险制度将为民营资本进入商业银行领域和利率市场化创造低风险的制度环境；人民币资本项目可兑换进程将逐渐开启；利率市场化改革将进一步推进；IPO注册制改革将不仅改变政府的监管角色和功能定位，还将改变金融市场结构。劳动力成本优势已基本丧失殆尽，为促进外贸转型，增强中国在全球产业链中的综合竞争力，基本国策是积极促进制造业升级，打造经济全球化下的工业企业竞争力；扩大跨境电子商务综合试点，增加服务外包示范城市数量，提高服务贸易比重。环保仍然是重要目标。以速度换质量将是未来一年经济政策和社会发展的基本思路。

(记者 张舟、吴祖鹏整理)

## 较高效率支撑下的中高速增长才是我们希望建立的新常态

今年以来，大多数人已经认识到中国经济高增长、低效率、靠大量投资支撑的旧常态已不可维持，在较高效率支撑下的中高速增长，才是我们希望建立的新常态。这需要做到以下几点：一是控制和消解风险，保持宏观经济稳定：比如，停滞对“僵尸企业”的投资，对于前一个阶段的过度投资，要盘活“死资产”，降低资产负债表的杠杆率。二是坚定有序地推进改革，实现合意的新常态：有经济学家认为中国必须要维持8%的增长率，因为要包就业，事实上，就业与GDP增长之间的关系并不是线性的，增长有一个结构的问题，有的行业增长1%，其就业增长可能超过1%，近年来服务业快速发展带来就业机会增加就是一个例子。

(记者 唐季一整理)



吴敬琏

著名经济学家  
国务院发展研究中心资深研究员  
复旦大学校友

## 中国需继续降准应对通缩风险

由于农历新年效应，中国2月CPI同比上升1.4%，高于上个月的0.8%。环比而言，CPI上升1.2%，主要由于食物价格在农历新年出现上升。由于节日效应将逐步消失，我们预料，3月份CPI将可能跌至1.0%左右；2月份PPI继续下跌4.8%，跌幅超过上个月的-4.3%，由于中国今年将固定资产投资的增速目标从去年的17.5%下调至15.0%，PPI很难由负转正，制造业的去杠杆化的过程仍将持续。

2月份的通胀走软的状况意味着央行需要进一步放松货币政策来应对通缩风险。尽管2月底时央行已再次下调存款利率，但目前而言，相关政策对于降低实体经济融资成本的作用仍然有限。由于资本大量流出，境内的市场利率水平仍处于高位。例如，用于衡量市场流动性状况的7天回购利率在过去几个月中甚至出现了上升。

因此，央行需要进一步加大力度为市场注入流动性，如降低存款准备金率，以此来降低实体经济的融资成本。我们预料，央行在接下来的两个季度中将再降准100个基点，第二季度还将再降低存款利率25个基点。■

(记者 史晋星整理)

## 今年降息降准将常态化

2月最后一个工作日，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率并扩大存款利率浮动区间。对央行这一举措，瑞穗证券首席经济学家沈建光认为，央行此举既是应对当前“弱增长低通胀”局面的积极举措，也传达出央行继续推动利率市场化改革的意图。此次降息的大背景是国内疲软的经济基本面和已然加大的通胀风险，因此更加积极的货币政策与市场预期相吻合。此外，央行在降息的同时进一步放开了存款利率上浮空间，在利率市场化的进程中又迈出一大步。考虑到目前国内疲软的经济形势以及央行对于推行利率市场化的决心，沈建光预测今年央行将进一步降息降准，取消存款利率浮动限制并推出存款保险制度，以此扭转经济的下滑态势并完成利率市场化的最后一跃。(记者 龚懿婷整理)



刘利刚

澳新银行(ANZ)大中华区经济研究总监  
复旦发展研究院客座教授



沈建光

瑞穗证券首席经济学家  
复旦大学经济学院客座教授

# 经济热点观察

二〇一五年一月—三月观点集萃



邵宇

东方证券首席经济学家  
复旦大学金融研究院研究员

## 一带一路主题将贯穿羊年始终

“一带一路”是全球化 4.0 背景下习主席提出的伟大战略构想，为我国解决工业过剩产能、获取资源、开拓战略纵深提升国家安全及主导区域经济贸易的必然选择。我们认为该主题能长时间持续，在 2015 年有望高潮迭起，贯穿羊年始终。“一带一路”主要受益公司要从区域和行业属性两个维度来寻找。首先，处于“一带一路”战略节点地域的上市公司将直接受益，如边境地区的新疆、云南、广西和东部沿海港口等。其次，从行业属性上看，“一带一路”沿线国家大部分为基础设施较为落后的欠发达国家，基建需求最为明显，因此具有走出去能力的大基建行业龙头公司最先受益，同时战略推行离不开金融支持，基础货物往来离不开港口铁路交通运输，后期实现互联互通后的工业制造输出也就成为常态。（记者 史晋星整理）

## 经济学界对 GDP 增速“断崖式”下降理解有误

关于中国当前的经济形势，比较流行的看法认为，这几年中国经济的降速很大程度上是必然的。这种理解是有缺陷的。从东亚经济的发展历程，尤其是日本和亚洲“四小龙”以往的经济增长轨迹可以看出，潜在增长率的回落应该是一个缓慢过程。中国 GDP 增幅从平均 10% 突然降到 7%，这个现象说明一定是受到了外部冲击。现在首要的是要把利息降下来，未来支付的利息规模即使不能完全停下来，起码也要让它慢下来。此外需要加大债务重组的力度，上世纪 90 年代为处理银行和国有企业之间的大量“三角债”积累了不少经验，这些经验今天应该可以继续发挥作用。还要进行大规模债务核销。（记者 邢妍菁整理）



张军

复旦发展研究院副院长  
复旦大学经济学院院长  
复旦大学中国经济研究中心主任

## 新常态下必须把金融改革开放扎实推向纵深

当前，中国经济已经跨入新常态，着眼于保持中高速增长和迈向中高端水平的“双目标”，相比较而言，实现迈向中高端水平的目标更加需要促改革和调结构的稳步推进。其中，深化金融改革有为重要。

十八届三中全会以来，利率市场化、资本和金融账户开放、汇率形成机制改革以及人民币国际化等积极稳妥地向前推进。利率市场化改革将提高资金配置效率，推动企业技术进步，促进我国经济从简单粗放型转向内涵集约式增长模式；开放民营资本进入银行业，目前坚冰已经打破，必将有助于改善中小企业融资环境，为“大众创业”和“万众创新”提供更好的金融支持；涉外金融方面的各项改革措施，有助于我国企业和公民在国际经济活动中降低交易成本，更好地服务于我国经济国际化。（记者 崔文娟整理）

## 建立激励绿色投资的金融体系

央行研究局经济学家马骏近日表示，“用经济的手段治理雾霾不可或缺。我们需要建立一个激励绿色投资的绿色金融体系，引导大量民间资金进入绿色行业。”马骏阐述了四项绿色金融政策：其一是绿色金融理论，包括：通过消费者的社会责任感提升对清洁产品的需求，拉动产业市场价格的提升。其二是绿色金融产品，包括：绿色贷款；绿色私募股权和风险投资基金；绿色债券；绿色银行；绿色保险。其三是财政手段对绿色金融的杠杆作用，包括：对绿色贷款贴息；对环保产业的产出提供价格补贴（其中上网电价最常见）；政府对绿色项目提供担保，以降低融资成本；政府采购；对绿色债券免税；政府设立绿色银行或投资基金。其四是金融制度建设对绿色投资的引导，通过立法明确金融机构（如银行）对所投资污染项目的法律责任。

（记者 余安琪整理）



连平

中国首席经济学家论坛理事长  
交通银行首席经济学家  
复旦大学校友



马骏

中国人民银行首席经济学家  
中国金融四十人论坛成员  
复旦大学校友

# 经济热点观察

二〇一五年一月——三月观点集萃



沈建光

瑞穗证券首席经济学家  
复旦大学经济学院客座教授

## 全球通缩或扰我国经济达目标

目前日本和欧元区等发达经济体面临通缩风险，中国和印度也面临物价下滑过快的问题，这种全球性的通缩风险，对我国经济而言意味着非常大的挑战。我国一部分经济通缩是通过海外通缩输入的，发展中国家的出口业务如今面临着非常困难的境地，这加大了我国经济对抗海外通缩风险的难度，且国内经济本身处于改革的攻坚期，因此经济增速维持7%是今年非常好的目标，但要达到仍有很大的艰巨性。（记者 黄梦颖整理）



许闹

复旦发展研究院中国保险与社会安全研究中心主任  
复旦大学经济学院副教授

## 建议我国采用浮动费率的存款保险制度

3月15日，国务院总理李克强在记者招待会上再次强调我国要出台存款保险制度，使金融更好地为实体经济服务。目前，我国采用的是固定费率收取制度，这一制度是按存款额的一定比例收取存款保险保费，因而使储户更愿意存款于支付高利息的银行，而忽视银行自身的经营风险。因此在长期中，固定费率收取制度容易使储户缺乏风险意识并导致相应的道德风险问题。

正是出于这些原因，越来越多的国家取消了原先采用的固定费率收取制度，并建立引入了风险调整保费概念的存款保险制度。以风险调整保费为依托的存款保险制度根据银行自身的资本充足率对不同银行收取不同的保费，从而抑制银行的高风险投资配置，减少道德风险问题。除去资本充足率之外，我国的国有行与中小型金融储蓄机构在资产规模以及专有权方面存在巨大差异。因此，我国存款保险支付的推行应顺应我国金融安全的内在要求，以存款规模和银行息差等作为参考指标来对存款保险进行差异化费率定价。（记者 龚懿婷整理）

## 自贸区与“一带一路”未来将会结合

自贸区成为两会的热点话题，孙立坚认为尽管广东、天津、福建也将设立自贸区，但人民币离岸业务仍将是、也必须是上海自贸区的“拿手好戏”。自贸区目前已经到了产生成果的阶段，“一带一路”则是中国可持续发展、多元化外交的后力，但现在还处于前期基础环境的建设，需要相当长的一段时间来实现。在“新常态”背景下，“一带一路”和自贸区建设将是2015年乃至今后数年中国经济内外需扩张的关键因素，尽管两者在时间维度上的要求不一样，但同样都是为了发出更多的中国声音，将中国自身提升对外开放水平的努力和争夺新一轮全球化浪潮中的主动权结合起来，未来两者还将会结合起来。（记者 崔文娟整理）

## 为什么要收紧“自由行”

近日，香港特首梁振英在香港自由行的问题上表示，将与内地商讨收紧“自由行”政策，以缓解日益增长的大陆游客给香港带来的压力。为什么要收紧“自由行”政策？它究竟给香港带来什么样的影响？对此复旦大学经济学院教授陈诗一认为，“自由行”对香港的重大影响主可以分为积极和负面影响。

从积极的角度来看，大陆游客在港的旅游消费支出对刺激和提升香港经济起到了积极作用。游客的旅游支出带动了香港一系列产业的发展，缓解了香港的就业压力，也进一步加深了香港和内地之间的联系。但与此同时，很多负面影响正逐渐显现。“自由行”人数和购物消费数量增加的情况，给香港现有基础设施及人民生活带来相应的压力，使香港人民产生了一定的民怨，成为引发2014年“占中”运动的重要因素之一。

最后，陈诗一教授指出，香港政府应充分发挥特区政府政治智慧，政策调整在顺势而为的同时也应着眼长远，在保证香港旅游业与整体经济繁荣发展的同时，进一步提高香港的宜居程度和香港人民的幸福指数，促进香港与大陆的交流与沟通。（记者 龚懿婷整理）



孙立坚

复旦发展研究院金融中心主任  
复旦大学经济学院教授



陈诗一

复旦发展研究院沪港发展联合研究所联席所长  
复旦大学经济学院副院长

# 政策 建议 报告



## 破除“大而不倒” 健全系统重要性金融机构处置制度

王进

武汉大学国际法研究所国际金融法专业博士  
现为复旦发展研究院金融研究中心博士后，研究方向为国际金融法

**健**全、有效的系统重要性金融机构（SIFIs）处置制度应能促进全球金融与经济的发展，约束市场纪律，防范道德风险和化解全球系统性金融风险与冲击。然而，当前系统重要性金融机构普遍存在“大而不倒”现象，其发生危机所造成的损失从本质上看是由政府和纳税人承担。本轮金融危机充分暴露出处置系统重要性金融机构的制度真空，为此，二十国集团（G20）在多轮首脑峰会中均强调在全球政策一致性的前提下，各国监管当局应建立有效的银行处置机制和程序，确保有问题的系统重要性金融机构能被安全、快速地予以处置。我国十八届三中全会也明确指出，应建立存款保险制度，完善金融机构市场化退出机制。为此，就系统重要性金融机构处置问题分析如下：

### 一、当前我国系统重要性金融机构处置中存在的问题

#### （一）处置机关和权力设置尚不明晰

根据金融稳定理事会的要求，每个国家应指定一个主管部门对处置制度范围内的倒闭机构行使处置权力，如果涉及多个部门，

则应明晰各部门之间的角色和责任并确定一个牵头部门来协调处置工作。然而，目前我国银行业的处置机关尚不明确：从监管的角度来看，银监会应具有处置权；从银行的业务和其交叉性产品的

发展来看，证监会、保监、中国人民银行等部门均应有一定的处置权力，特别是央行作为维护金融体系稳定的主要部门和最后贷款人职责的实际履行部门在处置中发挥着重要作用；财政部、审计署从维护国有资产的角度来看也应有处置权。上述部门之间如何协调处置权力并界定职责尚无明确的规定，这将直接影响到中国银行业处置目标和原则的确定。此外，我国的银行处置机关尚未与其他国家的银行处置机关在跨境机构处置权力方面达成协议，因此对于海外机构的处置策略的选择还无法明确，这也加大了处置系统重要性金融机构的难度。

#### （二）相关法律和法规制度有待完善

当前我国尚不存在专门的商业银行破产处置法律制度，实践中也未适用过银行破产制度，相关

银行处置规则散见于《企业破产法》、《商业银行法》、《银行业监督管理法》、《金融机构撤销条例》和《中国人民银行紧急贷款管理暂行办法》等不同层次的法律法规中。此类法律法规对金融机构的处置多为原则性规定，尽管在处置方式上规定了破产、撤销、关闭、解散并清算、重组、接管和托管等方式，但主要采用撤销和重组方式；在处置启动标准、处置程序、各方的权利义务、各相关政府机构的具体职责及协调机制等方面也欠缺实践操作性。

#### （三）机构处置风险分担机制尚未建立

国际上较普遍的做法是建立有效的存款保险制度来对参保金融机构在市场退出时进行限额存款给付，从而合理确定国家、金融机构、股东和存款人应承担的金融风险损失。但我国当前缺少市

场化的机构处置风险分担机制，对商业银行解散或破产时存款人的保护只有“按照清偿计划及时偿还存款本金和利息等债务”及“在商业银行破产清算时，在支付清算费用、所欠职工工资和劳动保险费用后，应当优先支付个人储蓄存款的本金和利息”的原则性规定，并不足以充分保障存款人存款免受损失。由于缺少风险分担机制，处置成本最终仍将转嫁给纳税人，无法达到有效处置的目标。

## 二、关于促进系统重要性金融机构可处置性的操作建议

为确保系统重要性金融机构有序平稳的退出市场，防止其倒闭可能带来的系统性风险影响，在操作层面提出如下政策建议：

### （一）尽快制定和发布银行破产处置条例

要破除“大而不倒”的现象，就必须建立一套有效处置的制度机制，以减轻系统重要性金融机构的倒闭可能对金融体系造成的负面影响。为此，应由银监会牵头，与人民银行和财政部等机关加强沟通与协调，建立符合中国实际的金融机构有效处置框架，该框架以行政处置为主导，分清银行监管机构、中央银行、存款保险机构和财政部等机构在处置中的地位和职责，明确处置原则、处置程序、处置工具等前提条件。鉴于银行业务性质的公开性和银行危机的传染性，处置必须快速有效，这就要求立法应赋予处置机关强大的处置权力，可以适用多种工具处理银行危机，尤其应允许处置机关可以不经债权人的同意转让危机银行的资产和负债，以防止债权人为维护自身利益而延误处置。

### （二）建立存款保险制度

根据我国的国情，存款人和银行机构的实际情况，我国存

款保险制度的根本目标应该是最大限度地保护中小存款人利益，以此维护银行信用、促进金融体系的稳定。因此在设计和实施存款保险制度的时候，应完善存款保险法规，采用限额保险，在设立保险费率、确定对有问题银行机构的监管和处置方式上不再过多地考虑银行机构的意愿和要求。在融资来源上，我国的存款保险制度应采用基金的形式：政府一次性注入资金、央行认购、金融机构按照净资产的一定比例认购股份并每年缴纳保险费。

### （三）指导制定“恢复与处置计划”

建议处置机关在进一步加强对“恢复与处置计划”研究的基础上，跟踪金融稳定理事会和英美等国关于“恢复和处置计划”的监管要求，尽快出台相关监管规则，明确监管要求，督促和指导我国系统重要性金融机构及其境内外子行、分行制定“恢复和处置计划”；同时，考虑到相关国家可能要求银行评估其子行、分行“恢复与处置计划”与其母行整体“恢复与处置计划”的一致性，建议我国相关商业银行在制定“恢复与处置计划”时，应当考虑一致性问题。

### （四）适时建立危机管理工作组

鉴于“恢复与处置计划”需提交母国监管当局和东道国监管当局联合组成的危机管理工

作组审议，建议在我国监管部门现行监管联席会议制度框架基础上，尽快建立针对系统重要性金融机构的危机管理工作组，完善内部运作机制，促进信息共享和协调进程，以满足金融稳定理事会的要求；同时，应当充分考虑保守国家秘密与商业银行商业秘密的需要，确定跨境监管合作与同行评估的策略，明确“恢复与处置计划”可以提交金融稳定理事会和东道国监管当局的适当内容及不宜内容等。



## 积极稳妥鼓励国内金融资金跨境流动

刘骞文

经济学博士，复旦发展研究院金融研究中心博士后

主要研究领域为中国国际收支、金融改革、货币政策以及全球经济平衡等领域

**最**新的数据研究表明，新兴市场的外部资金流动中，国内投资者与国外投资者的资金流动特征存在显著区别，两个主体的资金流呈现弱相关或者负相关关系。而且，在同一个经济事件冲击下，内外主体的资金出现方向相反流动。客观上国内主体的跨境资金流扮演了对冲国际资金的“稳定器”角色。因此，鼓励和促进国内金融资金“出海”，不仅有助于我国的企业“走出去”，也有助于稳定我国的外部资金流动。我们提出，建立监管部门牵头、金融机构、市场主体多方参与的信息平台和数据追踪系统，一方面加强资金供需与监管方的沟通，另一方面有利于加强资金流向监测。同时，通过放松金融机构海外设立、资金规模、业务创新方面的限制，促进资金跨境流动。

一、经济增长“脱钩”的背景下，新兴市场国家的外部金融头寸不断调整，国内投资者与国外投资者的不同角色，国内跨境资金与国际跨境资金的流动呈弱相关联系或负相关联系。

新兴市场的经济及金融基础较为薄弱，外部资金的异常流动往往可以对其产生重大影响。诸多新兴经济体都对外部资金的自由流动持谨慎态度。进入新世纪以来，在全球经济一体化的推动下，新兴市场出现了两个方面的新变化，一方面，其经济增长速度持续高于发达经济体，成为了全球经济的一个重要增长极，经济“脱钩（Decoupling）”在国际经济领域中逐步引起广泛关注，被用来描述新兴经济体与发达经济体在全球经济周期中联动性下降的现象。另一方面，新兴经济体的外部资金组合也在不断调整，负债方从以外债为主转为以直接投资和组合投资为主，资产方则强调积累外汇储备。这使得新兴市场国对外部金融的依赖

程度逐步下降，应对资本流动波动的弹性也有所增强。

我们对包括中国在内的17个新兴市场国家构造了季度异常外部资金流动数据，即与本期前12个季度相比，资金流动规模偏离均值在一个标准差以上的，被视为出现资金流动异常现象，研究的对象是具有高流动性的证券投资和其他投资账户数据。以往的研究表明，这种资金流动规模出现突然放大或者缩小的情况，可以很好地反映一国面临的外部风险。我们的回归结果显示，美国经济变动等国际因素对国际资金在新兴市场异常流动的概率产生了显著影响，但对新兴市场本国资金的作用并不显著。而且，在同一个经济事件作用下，国内资金的流向与国际资金相反。总体

上看，新兴市场国内外两个主体的资金流相关系数为显著的负值（-0.7）。自2005年汇率改革以来，中国内外主体资金流的相关系数绝对值较小（-0.19），但也从另一个侧面反映了两者之间的弱相关关系。

虽然对新兴市场而言，国际资金的流动规模一般都大于国内主体的跨境资金流动（中国的情况也符合这一特点），使得其外部资金的流动格局在很大程度上被国际资金流决定。但是，通过数据分析的结果可以发现，由于内外投资者资金流动的弱相关联系或者负相关联系，意味着经济冲击下，两个方面的资金流方向形成一致的概率较小，反而很有可能形成相反的资金流动，这使得国内资金的跨境流动在客观上扮演了减缓外部资本冲击的角色。

二、由于新兴市场国资本背景以及本国金融发展程度与发达国家间存在差异，其国内主体持有的境外投资组合与国际投资者的跨境投资组合亦存在不同，这造成了两类资本在面临同种经济冲击时流动方向的迥异。也使得国内跨境资金具有了“稳定器”效应。

与我们数据分析的结论相似，IMF 的研究者也观察到新兴市场的国内投资者在国际资本对本国的冲击中扮演了一个稳定器的角色。但是他们也没有深入的探讨形成这种现象的原因。我们认为，经济变动之所以对两类资金的流动方向起到不同的刺激作用，主要是因为两种投资者的投资组合存在较大差别。对于国际资金来说，在证券投资和其他投资项下，基本以短期的高流动资本为主，这类资金在美国或者说以美国为代表的发达国家与新兴国家之间摇摆，并在短期内集中地涌向其中经济状况更好的一方，对美国以及世界市场的利率、股市走向等非常敏感。而新兴市场国家的投资者所持有的资金对国内的产出增长以及货币供应量变化等更为敏感，显示出更多考虑内部因素的成分，在国内经济向好并且面临紧缩的时候，国内资本更有可能走出新兴市场，前往海外投资。结合两方面的表现，我们推论认为，由于新兴市场金融发展相对滞后以及境外投资规模限制等各方面原因，其国内投资者的海外投资组合相对注重回避风险，很可能与贸易、海外产业融资等结合紧密，而国际资金则偏向投资更为复杂和风险溢价更高的金融工具。这种投资组合偏好是由一国投资者本身的特点决定的，在短期内，即使投资规模有所放

大，新兴经济体的投资组合也难以向国际资金组合发生巨大转变。同样的，对于中国来说，如果承认当前国内投资者的跨境资金流动具有一定的“稳定”效应，那么，对资金“走出去”投资持开放和肯定态度，也对中国的外部资金管理起到平衡作用。

从上世纪八九十年代的“严防资本外流”，到 2005 年以后，逐步鼓励资本“走出去”。中国对国内资本跨境流动的管理态度经历了巨大转变。究其原因，主要包括这几个方面，一是在中国经济持续高速增长，以及国际收支多年保持“双顺差”格局下，中国已经由一个外汇紧缺国成为全球外汇储备第一大国，相对充裕的外汇资源必须通过多样化的投资途径寻求更高的投资收益。第二，在“双顺差”带来巨大外资流入压力的情况下，人民币汇率形成机制尚未调整完善，为了维护人民币汇率稳定，货币当局不得不采取大量的央行票据等数量型工具进行对冲。单向的资本对内净流动给国内流动性带来了很大冲击，也给人民银行的货币政策调整带来了很大的挑战。第三，市场上对人民币的升值预期一直较高，大量的国际“热钱”涌入，加大了我国的资金管理难度。通过鼓励国内资金“走出去”，可以起到扩大双向资本流动、减缓资金流入压力、减缓人民币升

值压力等多种效果。同时，也对提高我国外汇投资收益以及推进人民币国际化进程有不小帮助。

虽然中国在近年也面临着经济增长放缓的问题，但相对其他发展中国家而言，中国还是保持着稳健的经济增长，国内的货币增长以及物价水平也比较稳定。即使是在美国收缩非常规货币政策的前景下，中国也还是一个具有吸引力的外资流入地。同时，中国的金融开放进程在近两年得到了进一步加快，对资金流动的管制逐步放松，国内的利率市场化等进程也在不断推进。对外资更开放的态度，必然吸引更多的外资流入，同时国内主体的对外投资门槛也在降低。资金跨境流动的规模必然会逐年扩大。值得注意的是，在 2012 年间经历了资本“走出去”的高峰后，自 2013 年起，中国对外金融投资的规模出现一定的下滑，这与国外的经济形势不明朗有关，也与国内的经济调整相联系。最后，关于人民币汇率走势的预期也是引起资金跨境流动的一个重要动因。

目前我国对资本海外投资的鼓励措施，基本上集中在直接的外生产性投资上，也就是集中于直接投资项下。但是对金融资本的跨境流动，还是持相对谨慎的态度。随着金融改革开放的进一步推进，对国内外资本跨境流动管制的更大放松，成为一个重要趋势。而且这也有很多显而易见的益处，利于中国企业海外发展；使得资本的海外投资多样化，分享全球发展的成果等等。促进国内资本“出海”，可以从以下几个方面进行：

一是建立多方参与的信息互通平台和互通机制，联接企业、金融机构及监管机构等，使得各方信息能够充分沟通。具体可以建立行业协会、外汇管理、银监及人行等相关部门的定期联席会议机制，加强海外资金供求以及管理的多方交流，一方面有助于金

三、采取措施，积极鼓励国内资金进行海外投资，扩大海内外资金存量。鼓励金融资本“走出去”。

融机构了解企业解决海外资金需求困难，另一方面可以帮助企业寻求和识别海外投资机遇。同时，有助于监管部门了解最新的行业和金融需求变化，适时动态地调整相关的资金流动监管措施。

二是适当放宽海外金融机构的设立和资金规模管理，放宽金融机构海外业务限制，支持国内金融机构跨境金融业务积极创新。近年来，我国跨境金融业务已经得到了快速的发展，在跨境支付、贸易融资、外汇交易、境外理财、私募融资、大宗商品融资、金融租赁等方面的交易规模都有显著的放大。目前，国内金融机构的跨境金融大多结合企业“走出去”以及居民海外资金需求进行，但是，对于相应的非居民金融需求，相关业务还有很大发展空间。例如，海外销售大型机电产品的融资租赁、买方信贷等等。通过放

开限制、鼓励创新，满足这些资金需求的同时，也有助于中国企业及金融机构的发展。

三是做好资金流向监管和模型预测。一味加强资金流动的管控，对其进行高度限制已经不符合中国的发展需求。因此，目前要做的是提高对资金流的监管，对合法合规的资金流动进行有效记录与统计，及时准确地把握资金的流动状况。可以利用当前的大数据趋势，由外管局牵头，建立一个由银行、市场主体以及监管部门共同合作的数据库和信息库，动态记录不同主体的结汇信息、交易信息和资金流向信息。另外，利用当前的大数据，加强数据分析与模型预测，监测资金的流向转变，防范内外资金在一定冲击下发生“共振”，对我国宏观经济形成负面影响。





復旦大學

FUDAN UNIVERSITY