



清华五道口全球金融论坛速记（2017.6.3（全天））



吴晓灵：金融业交叉地带越来越多 需重视金融安全问题

以下为发言全文：

尊敬的各位来宾，老师们、同学们、朋友们：

大家上午好！

首先，我谨代表清华大学五道口金融学院的全体师生向出席论坛的各位领导、各位嘉宾、师生和朋友们表示诚挚的欢迎和衷心的感谢！

五道口金融学院由中国人民银行与清华大学合作，在中国人民银行研究生部的基础上建设而成，是清华大学第十七个学院，是我国金融高等教育平台和金融学术政策研究平台。

近年来，学院延揽国际、国内一流师资，既包括一批享有国际声望的知名教授陆续加盟或来院讲学，又涵盖很多政府和业界资深人士担任兼职导师和授课教师。学院秉承教育强国理念，以培养经邦济世人才为目标，金融学博士、金融专业硕士、本科辅修、双学位金融 MBA、金融 EMBA、全球金融 GFD 以及高管教育等项目顺利开展，为中国金融界培养输送了大批高层次、创新型、国际化的金融人才，得到社会的广泛认可。

在未来，我们要以学院使命“培养金融领袖，引领金融实践，贡献民族复兴，促进世界和谐”为共同信念，以“修齐治平”为行为准则，树立“教书育人，以德立身，以德施教”的理念；加强对中国金融问题的深度研究，努力打造世界一流的金融学院，建设一流的金融智库。

五道口金融学院的长足进步，离不开各界对学院的支持和帮助，在此我对大家的支持表示感谢，并期待大家能一如既往地支持清华五道口金融学院和清华大学国家金融研究院的发展。

去年，习近平总书记在清华大学建校 105 周年时寄语清华，希望清华大学为祖国的发展做出更大的贡献。这一寄语也深深鼓舞了我们。五道口金融学院身在清华大学这个大家庭，秉承着清华一贯的爱国奉献、追求卓越的精神，密切贴近实际，坚持践行金融事业服务国家和人民、效力改革创新和人民福祉改进的时代课题。尤其是今年 4 月中共中央政治局专门就国家金融安全进行集体学习，更给当代金融人提出光荣的使命和要求。

正是按照总书记的期望和要求，紧贴中国经济金融现实，直面当下中国金融发展中最迫切的问题，我们想通过举办论坛，碰撞智慧火花、凝聚各方力量，为中国金融发展做出支持和贡献。

本届论坛主题是“经济全球化与金融业规范发展”，为什么选定这一主题？大家应该都注意到，2016 年以来，有一个词组出现的频率非常高，就是“防控金融风险”，对于防风险，不同的人、不同的行业理解各不相同，但它的频繁出现无疑在提醒我们，中国到了一个比以往任何时候都要更加注重保障金融安全的时期。随着中国经济长期持续发展，金融在中国经济中的作用日趋显著。金融是撬动中国经济发展的有力杠杆，是中国走出去的重要推动力量，同时也是未来经济持续、健康、稳定发展的保障。当前，中国经济步入新常态，我们正面临新旧动力转换的时期。金融作为资源配置的龙头，既要支持新动力的发展，又要维持传统经济的转型升级，我们的任务复杂而艰巨。随着金融创新增多，金融业的“交叉地带”越来越多，并且由于行业规范发展上存在一定问题，金融风险有所积聚，因而中央把防控金融风险放到了更加重要的位置。无数经济危机的教训提醒着我们，金融安全、金融稳定一旦出现问题，很有可能导致金融危机进而引发经济危机，经济发展和积累的成果将受到重大影响。我们需要高度重视金融安全问题，尤其是要回答在经济全球化、中国经济与世界经济深度融合的背景下，如何在提升金融服务效率的同时维护中国的金融安全这一问题。

清华五道口全球金融论坛已成功举办两届。前两届论坛汇集了金融界的各路精英，共同为中国金融的发展献言献策。正是在各位的积极参与支持下，论坛的影响力也越来越大，

受到海内外金融界的广泛关注，成为论道中国金融发展的平台，希望大家以独到的见解和思想充分讨论，开放交流，共同打造一届贡献智慧的高品质论坛。
谢谢大家！



中投副董事长屠光绍：一带一路为企业跨境投资提供机遇

以下为发言全文：

中国投资有限责任公司副董事长、总经理屠光绍：

尊敬的各位嘉宾、各位老师、各位同学，我非常感谢五道口金融学院吴晓灵院长对我发出的邀请，同时我也感觉到这也是给我提供了一个非常好的机会，来谈一谈“一带一路”的建设，特别是有这样的机会，谈一谈“一带一路”建设与中投有关的跨境投资这样的内容。

我想今天这个机会难得，这么多的专家、学者还有这么多的新老朋友，我们聚集一堂，也是和大家一块儿交流，也是向大家学习的一个机会。

大家也知道，刚才鞠教授也谈到了“一带一路”，“一带一路”大家看看主题词或者是关键词，你要点击“一带一路”，这个是全国乃至是全球点击率出现的频率最高的词，为什么呢？因为它不仅仅是聚集了全球的注意，同时它也反映了全球广泛的利益以及前景发展的诉求。

关于“一带一路”的重大意义，各位专家、学者和朋友已经读过很多讨论“一带一路”的重要意义文章、著作，包括各种“一带一路”的延伸文章，关于经济全球化、全球治理，引出了很多方面的问题。

但是我觉得，最能够说明或者是全面地、高屋建瓴地说明“一带一路”的重大意义，就是前不久在北京举办的全球的“一带一路”高峰论坛上，习近平总书记的具有很高战略高度的讲话，当然他的讲话我们还在进一步学习。

我主要是从跨境投资角度来谈一谈对“一带一路”的认识，同时也对“一带一路”在下一步的跨境投资当中，特别是中投作为国家的主权投资基金，作为在国家乃至全球重要的机构投资人，我想谈一点这方面的认识，主要谈三个问题。

一、“一带一路”的建设为跨境投资创造了良好机遇。

二、中国在推动“一带一路”跨境投资中发挥的重要作用。

三、中投怎么样发挥好自身优势参与“一带一路”建设。

下面我想谈第一个问题，就是“一带一路”建设为跨境投资创造了良好机遇。

为什么说我要谈跨境投资和“一带一路”的关系？因为我想这不光是说我目前所在中投的机构就是做境外投资的，我觉得其实更重要的一点，大家也知道，作为全球面临的一个共同问题，怎么样促进全球的投资？这个是在全球的金融危机之后，各个国家和地区都共同面对的一个问题，就是怎么样通过投资的增加，或者是进一步地促进投资来进一步促成增长，通过进一步促进投资和促进经济结构的调整，同时通过促进投资来进一步形成全球下一步的发展能够不断注入一些新的活力。

所以我想怎么样促进投资，大概是全球金融危机之后，各个国家和地区面对的问题。因为在全球金融危机之后，全球的经济增长乏力，当然现在这两年从美国开始，看欧洲，也包括新兴市场，全球的经济在复苏的过程当中。但是增长的乏力大家都会关注到一个问题，面对增长的乏力，或者说下一步复苏，促进经济下一步的增长，就是如何促进投资。

所以大家也看到了，无论从发展中国家、新兴市场还是从发达国家，当然包括全球最发达的国家美国都有怎么样促进投资的问题。所以我们也看到了，这是一个全球普遍面对的问题。我想恰恰中国提出“一带一路”的倡议，在推进“一带一路”建设的过程当中，为跨境投资创造了良好的机遇。

所以从这个意义上讲，通过“一带一路”促进跨境投资，在推进“一带一路”建设的同时，实际上为全球的经济增长和结构调整不断提供这样的力量。

为什么说“一带一路”建设为跨境投资创造了良好机遇？我想从这么几个方面来认识。

第一，“一带一路”的建设带动了大量的投资需求，这里面当然包括很多，我简单地举出来了，包括基础设施的问题，包括自贸区、产业园区的问题，当然也包括其他领域，比如说像能源、资源和农业合作。

大家可以看到这样一个表，全球从现在到 2030 年基础设施的投资需求，需求量是 57 万亿，这里面 80% 可能来自于这么几个方面。在全球这样大的结构版图里面，来自于亚洲的需求大概要占据一半。所以我也找到了一些数据，就是把它的构成主要的内容提出来，无论从全球还是从亚洲地区来看，大量的投资需求是存在的，而且需求也是在这儿的。当然“一带一路”我们也知道，它是一个开放的体系，当然有“一带一路”沿线，但是实际上它的开放和包容性，远远不止沿线的国家和地区，所以它可能覆盖的范围更广。也就是说大量的投资需求，通过“一带一路”的建设会不断地带来投资的需求。

第二，从中国实际情况来看，我们作为“一带一路”积极的倡议者和积极的参与者，中国对于“一带一路”建设的投资需求，包括我们跨境投资的需求，应该说也有来自于中国自身这个方面的需要。所以我们也从这么几个方面给大家做了这样的一个概括。

我想这不光是“一带一路”建设带来了大量的投资需求，带动了大量的投资需求。同时我们也要看到“一带一路”的建设为推进跨境投资也创造了有利条件。因为我们知道投资需求如果有的话，投资需求怎么样能够变成实际的投资，这个是需要一系列的条件。所以我们恰恰也可以看到，“一带一路”建设就是为这种潜在的投资需求，或者是这种投资需求变成实际的投资创造了有利条件。

第三，“一带一路”建设提到的“五通”，从基础设施、资金、贸易、政策、人为方面，这个实际上为“一带一路”建设，特别是推进投资也有利于形成良好的环境，所以“一带一路”为跨境投资也是创造了有利条件。

还有一个很重要的方面，就是“一带一路”的建设也为跨境投资搭建了跨境投资的重要平台。

这个平台的搭建是从各个方面来形成合力，搭建了这样一个投资重要的平台，当然包括政府间、贸易和民间资本的参与，当然也包括里面巨大的项目储备和项目的释放。

所以应该说从这几个方面来认识，我旁边也有一些数据，来说明“一带一路”建设为跨境投资创造了良好机遇。

二、中国推动“一带一路”跨境投资中发挥的重要作用。“一带一路”建设为跨境投资创造了这样良好的机遇，中国的跨境投资包括两个方面。

一方面，中国改革开放 30 多年以来，我们的 FDI，一边吸引境外投资，“一带一路”建设继续会为中国吸引对外投资扮演好吸引外来投资大国的角色。

另一方面，中国随着经济的发展，中国对外投资的需求也在不断增加，中国对外投资需求这几年也有着快速的增长。当然除去一些短期的因素以外，我觉得是有内在需要的，中国的经济发展到了一定的阶段之后，从历史发展的进程来看，中国也在走着过去一些国家发展过程中，随着经济的发展，随着全球配置资源需求的增加，中国的对外投资也必然会有一个不断规模的增加，需求也在不断提升。

所以应该说中国本身就会在“一带一路”建设当中、在跨境投资当中发挥重要的作用。这几个作用主要是从这几个方面来观察。

第一，中国对外投资规模，总体来讲是规模增长和能量提升的。我想，针对这点我们也用一些数据来进行说明。

即使“一带一路”倡议提出来，到现在就几年的时间，但是大家也可以看到，就在“一带一路”建设过程当中，中国的跨境投资，包括在“一带一路”上的对外投资，也在不断的增加。为了促进中国对“一带一路”的投资，我们有一系列的措施安排。对于“一带一路”的跨境投资，中国也在扮演着重要角色。

同时，另外一个方面大家也要看到，实际上“一带一路”沿线的国家和地区，对中国的投资，也是有相当规模的。

另一方面，中国随着经济的发展，中国对外投资的需求也在不断增加，中国对外投资需求这几年也有着快速的增长。当然除去一些短期的因素以外，我觉得是有内在需要的，中国的经济发展到了一定的阶段之后，从历史发展的进程来看，中国也在走着过去一些国家发展过程中，随着经济的发展，随着全球配置资源需求的增加，中国的对外投资也必然会有一个不断规模的增加，需求也在不断提升。

所以应该说中国本身就会在“一带一路”建设当中、在跨境投资当中发挥重要的作用。这几个作用主要是从这几个方面来观察。

第一，中国对外投资规模，总体来讲是规模增长和能量提升的。我想，针对这点我们也用一些数据来进行说明。

即使“一带一路”倡议提出来，到现在就几年的时间，但是大家也可以看到，就在“一带一路”建设过程当中，中国的跨境投资，包括在“一带一路”上的对外投资，也在不断的增加。为了促进中国对“一带一路”的投资，我们有一系列的措施安排。对于“一带一路”的跨境投资，中国也在扮演着重要角色。

同时，另外一个方面大家也要看到，实际上“一带一路”沿线的国家和地区，对中国的投资，也是有相当规模的。

第二，利用好中国因素。

我刚刚说到了，中国在全球的定位里面，我们既有 FDI，同时有 ODI，这实际上是个很好的循环。中投的优势或者也是中投一个很重要的背景，因为这就是立足于中国的市场，中国的市场巨大，中国的产业结构优势非常明显。所以，要利用好中国因素，实际上通过中投境外的投资，能够跟中国国内的经济和国内市场形成很好的对接，这就能够实现中投投资和中国经济的经济转型和结构调整，形成良好的循环，所以我们要利用好中国因素。

第三，寻找好合作伙伴。

因为，中投在长期财务投资方面，中投的投资定位不是做产业投资，也不是做控制性投资，中投主要做财务投资。所以，怎么样能够寻找到很好的合作伙伴，这对中投成功来说也是很关键的因素。从中投十年的经验来看，恰恰也是在国际上有一批很好的合作伙伴，同时在国内能够跟中国“走出去”的企业能够形成合力，形成资源的共享，形成一些投资的合作，在国际国内建立起这种合作伙伴的关系，对于保证中投投资的成功，也意义非常重要。

第四，我们要参与好投后管理。

投资、投资，当然投资项目、投资决策非常重要，但是投后管理更加重要。我们在境外投资，从中投的实际经验体会来看，投后管理是我们的一个短板，这不光是对中投，对于中国往外走的企业、往外投资的企业，投后管理都是一个重大的挑战。所以，做好投后管理，对于“一带一路”跨境投资，是我们面临的一个重要任务。

中投不是做控制型投资的，而是做财务投资的，那怎么样既发挥好我们作为积极股东的作用，来搞好投后管理、完善公司治理结构，还能够通过中投的参与，形成价值的增加。所以，在投后管理方面，这是我们要把它做好的。

第五，实现好投资目的。

中投在投资过程当中，首先考虑我们的商业原则，要考虑商业收益，但是不仅仅于此，在考虑商业原则、商业收益的基础之上，我们还要能够形成被投资的标的，被投资国和地区，我们还要能够带动，比如创造就业，增加发展的机会，促进在当地的经济发展，这也是我们的目的，这样我们才能够形成综合投资的良性循环。

所以我想，今天在这儿，利用这个时间，谈谈“一带一路”的建设和跨境投资方面的情况，同时介绍中投我们参与“一带一路”的考虑，说的不对，请大家批评！

谢谢大家！



朱民：特朗普政策是全球经济最大不确定 美国股市也是政策市

以下为发言全文：

感谢各位嘉宾，特别是感谢各位的参与者在星期六(15.120, -1.68, -10.00%)的上午来参加我们这个大会，特别是主办者很大的容幸，所以借此机会向大家表示衷心的感谢！谢谢大家！

这个会是关于经济的全球化和全球的金融稳定，让我讲讲实体经济，我想在今天全球经济金融格局下，最大的一个变化是美国经济政策的变化，是特朗普的政策变化。特朗普的政策对全球经济的全球化和金融的稳定，在根本上产生了巨大的冲击，也产生了一系列的不确定性。

所以今天这个发言我就想这个机会把我观察到的现象给大家做一个报告，我称之为《特朗普不确定性》。为什么不确定呢？因为他说了无数的话，他要搞基础设施，刚才屠总经理讲到了 5500 亿到 10000 亿，要搞公司税的改革，要搞贸易战，要搞放松监管。最有意思的事情，他半夜两点钟睡不着觉了就开始跟全世界讲他是怎么想的，全世界是不太有这样的事情的。

但是我们都不知道他会做什么，他怎么做我们不知道，所以刚才屠光绍总经理也讲到他也为他着急，我们也很着急，因为我们不知道他怎么做的话，我们就不知道他的政策对全球的影响是什么。我们不知道他怎么做，这个世界就开始猜测，这个世界开始猜测，这个事情就比较麻烦了。

所以他上台以后，因为他的这些言行，这个市场发生了很大的变化。我们可以看到整个市场第一对美国利率水平预期发生了很大的变化，这是大选举之前预计十年国债的利率水平大概也就是 2% 左右，而且是一个比较正常的生态分布，尾巴很大。但是我们一谈到在他当选以后，整个预期急剧上升，而且高度集中，把国债十年期的利率水平提高到了 3%，几乎上升了 1 个百分点，这是巨大市场波动。

因为他要做 10000 亿基础设施的投资，所以通货膨胀的预期上升，大家可以看到美国的通货膨胀预期上升，利率水平上升、通货膨胀上升，在股票市场是什么意思？股票市场会上涨，所以果不其然，整个股票市场有很大的上升。

大家可以看到，在这个地方是他当选的 10 月 8 日，从 10 月 8 日开始，大家可以看到股市一直上升，一直上到前几名，要到他有可能被弹劾时股市才下跌。所以这一个特朗普预期，股市上升了 20% 左右。

人是一个听故事和讲故事的动物，特朗普改变了这个故事，改变了市场预期，所以他就改变了市场的行为。这个是很意思的，我们做金融，我们得看市场行为，得看预期，特朗普改变了之后这个影响是很大的，股市开始上升。更有意思的是，股市上升的时候，我们可以看到很多跟他政策有关的股市上得非常厉害。

大家可以看到，去杠杆的这些行业股票上升的 25%，基础设施有关的行业股票上升 25%，要打贸易战有关的行业保护上升了 20%。所以说市场马上就开始动了，这是很有意思的一件事。

所以我一直想，我们都说中国的股市是政策市，我看美国的股市也是一个政策市，而且比中国的股市政策还厉害，政策走向非常厉害。但是股市波动也产生了一些很有趣的现象。

在这张图里，我把美国不同的股市，从股市到信用产品，到股市的波动，从去年的 9 月 30 日到今年的 3 月 31 日，整整六个月波动做了一个分析。白点是去年的 9 月 30 日，黑点是今年的 3 月 31 日。

所以我们可以看到，整个股市在不同的波动，有些上升又返回了，都在不断地往上走，大家可以看到。这是一个普世权威的变化，这个不是我要说的。在这张图里，我标着不同的颜色，我前面讲的是指数的上升，我在这边讲的是市场的估值，如果估值是蓝的，表明这个估值还是比较安全的，进入绿的、黄的还是可以，如果进入红的，就表示估值已经偏高，市场风险加大。所以我们看到经过这期特朗普预期，整个的资本市场其实都从一个比较安全的估值水平，进入了一个比较高的红色的估值水平。

美国的股票市场从我们的周期来看，是周期的第九个阶段，已经进入了周期的尾部，这个阶段是波动很大的阶段。特朗普提前把这个第九个阶段移到了第十个阶段，进入了高风险的阶段。所以这个是对市场一个很大的冲击和影响。

顺便说一句，我发现特别有意思的是，中国人相信特朗普（特别是中国的投资者）超过美国人，因为在整个股票市场上升的过程中，我们发现很多中国的资本流入美国市场。当然他们也赚了不少钱，在前面一张图中，他们赚了不少钱，就是股市上升得很厉害。但是从这张图来看的话，大家要小心，因为股市已经进入了高风险的阶段，这对全球的金融市场也是会有波动的。

特朗普预期最有意思的是，他改变了债券市场的预期。大家可以看到这个蓝线是去年 10 月 1 日美国的债券收益曲线，这个蓝的实线是美国 12 月 30 日的收益曲线，大家可以看到整个债券的收益曲线是上升的，特别是在 10 年期和 30 年期尾巴的部分，上升的非常厉害，就是这一截。所以可见这个市场对未来的预期看好，这就是因为特朗普讲的故事改变了人们的预期和行为。

但是问题不在这里，问题在于我把中国的债券收益的曲线放在一起，红的是中国的债券，是 12 月 30 日的，这是 10 月 1 日的，实线是中国去年年底债券收益曲线，当美国的债券收益曲线上升的时候、平移的时候，中国的债券曲线同样上升，这个简直是不可理解的事情，美国出了个特朗普，中国没有特朗普。

美国债券曲线上升了，为什么中国债券曲线会上升？这就是全球经济金融的关联性，就是现在市场越来越多是由信息到信心的传导，由信息到恐慌的传导，由此改变市场行为。我觉得这个特别有意思，这个是以以前几乎很少能观察到的，美国债券收益的曲线，而且中国债券收益曲线同样在第 10 年期，就是在最后这儿，和 30 年上升得很快，和美国的债券收益曲线上升几乎是一个方向。

而且，世界上很多事情都有而且，中国债券收益曲线上升的时候，大家可以看到，1 年期收益曲线上升得非常快，远远超过美国 1 年期的国债上升曲线，表明中国的债券市场在移动的时候本身就带有一种被冲击的恐慌。所以 1 年期的利率上升很快，流动性紧张。这是一个巨大的冲击，美国的国债市场收益曲线的变化，会引起中国国债收益市场如此巨大的平行又不平行的变化，深刻地反应了全球金融市场的关联性、共鸣性，以及美国金融市场对世界金融市场，包括对中国金融市场潜在的冲击和影响力，我觉得这个影响力不可低估。

所以这是一张特别有趣的图象。

与此同时特朗普的政策改变了人们对于美联储加息的预期，黑的点是美联储公告世界他可能加息的预期，比如说到 2021 年，利息可能达到 3% 左右。这个红的线是市场对美联储基准利率的预期，因为市场永远不相信美联储加息会如此强劲，2015 年美联储加息，加了一次，没有反应，2016 年美联储加息，加了一次，还是没有反应，因为整个通货膨胀比较低，所以市场并不认为美联储会强劲加息。

这两根曲线的缺口就是我们说的风险溢价，但是特朗普改变了这个预期。特朗普上台以后所有的人都意识到这根红线必须上升向这个蓝线靠拢，发生了很大的事情。

我给大家举一个例子，2013 年当时美联储主席伯南克讲了一句对宽松货币政策放缓这个概念，引起了全球的金融市场巨大的振动，资金流回美国，新兴市场的股市跌了 20%到 30%，货币跌了 10%到 15%，理论上来说，他这一句话活动了一根曲线，动了这根红的曲线，他把红的曲线往上移了。现在看来红的曲线一定会往上移，只是不知道这个红的曲线以多大的速度和强度往上移，因为这根红的曲线移动了，会影响全球的金融资产再配置，我觉得这个一定会发生。所以这是一个很大的政策影响。

与此同时特朗普有强美元的情节，他希望美元走强。在这张图里，美元蓝的和黄的曲线是美元对欧元和日元的指数，在灰的区域里，我把美元走强发生金融危机的情况放进去，红的表明有多少国家用右边的指标来说进入金融危机。

80 年代美元走强，那是沃尔克的时代，美国那边走到 16.8%，一系列国家进入金融危机，

80 年代那是拉美危机。危机以后美元继续走弱，到 90 年代美元又一次走强，又有一系列国家进入金融危机，那是亚洲金融危机。美元现在开始下跌，又一次开始走强，这一次走强的幅度还没有达到 90 年代和 80 年代的高度，美元趋势是继续走强的。

为什么美元走强会有危机呢？因为美元走强如果公司有美元负债的话，你就要用更多的利息来付美元的债，如果你经营业绩不好，没有收入，只能破产。美元走强，货币流回美国如果当地的市场主要依靠美元的流动性来支撑，资本离开你的市场，你的市场崩溃。所以美元走强对全世界的影响是很大的一件事，我们还要予以观察。

其实还不止这些，美元不断走强，美元还有困难的地方，美元走强，我刚才说的资本流出，到现在为止我们已经观察到了国际的资本流出新兴市场，这个蓝的是零售的资本，红的是机构的投资者。大家可以看到，整个的资本在 2008 年危机中是大规模流出以后，但是以前的波动主要是蓝的部分，是零售的个人投资者的波动，但是这次经过了美国选举以后，机构投资者开始撤出经济。所以我们已经看到资本流出现金经济的趋势，而且我们可以看到资本继续在流出市场经济。所以这个影响还是很大的。

美元走强还不那么简单，因为特朗普还要增加贸易。这张曲线表明，这个蓝的曲线是美国利率的指数，红的曲线是美国的贸易赤字，美国的汇率走强、美元走强当然美国的商品不容易出口，赤字就会加大，所以这两个政策是完全向背的，特朗普要加大出口，又要强美元，这两个政策不一致。所以美元走得太强，他半夜睡不着觉，他会说美元太强了，我们让它弱一点，果不其然，第二天美元真的下跌了。

这个市场就是这么有意思，所以美元不但是走强，美元是波动，这个又会给世界产生很大的困难。

我们可以看到美元指数从特朗普当选以后，2016 年 10 月份开始，不断地大幅特朗普预期上升，以后随着美元走强，美国经济开始受到强美元的拖累，特朗普开始担心美元开始波动，美元会是一个波动的货币。这又是对全球经济一个重大的影响，可以说是一个很大的不利因素。

特朗普要搞公司税的改革，这里其实有内在的道理。大家可以看到，整个公司税的水平在 20 年前是不断由高往低走的，意大利最高，是 55%。这个灰的区域是 OECD 平均公司税水平，从 33% 下降到 22%，在 20 年的时间里，美国的税率是黑的这条线，35% 没有动过，最低的公司税，加拿大和英国是 15%，公司税具有全球竞争的因素，因为公司税低，资本会流入这个国家建厂，你的期望收益就会很高。

所以他希望降公司税，提高美国企业竞争，吸引更多资金流入美国，公司税的调整对全球经济会有重大的影响，因为它改变了全球的资本配置、改变了资本收益的回报率，对于美国经济也会有重大的影响。

我们对里根的税改做了一个分析，这是很有意思的。这条线是 1986 年里根的税改，深蓝的是公司的现金流，绿的是公司的资本支出，红的是公司税。税改以后，公司的现金流急剧增加，现金流增加以后做了什么事？他会增加负债，现金的增加为什么还要增加负债呢？这不是搞笑吗？因为现金流多了以后有更多的基础，可以借更多钱，所以增加投资，投资不断上升，同时用现金流把公司的股票买回来，提高公司的价值。

所以在这整个的过程里，一直到 2000 年到 2008 年以后，现金流上升，美国的公司股值上升，投资增加，美国经济增长强劲。

我不认为他可能把 35% 的税减到 15%，但是如果他把 35% 的税减到 28% 是可能的，这又对全世界的公平税收理念和对美国经济，会产生很大的冲击和影响，这又是一件很大的事。特别是从里根减税的经验来看，我们觉得我们还是不能低估。

美国的潜在经济增长率，这个红线是我们能算出来的美国的潜在经济增长率，蓝的是实际的经济增长率，潜在经济增长率是一个模型，算出来的数字。危机以前，潜在的经济增长率在 2.5% 左右，危机以后受到结构性的因素调整，下降很厉害，逐渐恢复。今天美国的潜在经济增长率是 2% 左右，和实际的增长率水平不相上下，所以产生的缺口已经封闭。

这就是美国的实际情况，但是特朗普的野心很大，他说要让美国再一次强大，要把美国的增长率提高到 3.5%-4%，这是一个巨大的野心和目标，如果要提高到 3.5%-4% 的话，需要大量的刺激，大量的财政政策和宽松的货币政策的刺激，一定会引起美国经济的波动。

所以美国经济的波动不可避免，而美国经济的波动又会对全球经济产生很大的影响。我们做了个模拟分析，假设美国经济波动 1 个百分点的 GDP，假设下跌 1 个百分点，会引起加拿大和墨西哥 0.9 和 0.75 百分点 GDP 的下降，这个可以理解，因为他们是美国的邻国，而且又是同一个北美贸易区。也会影响中国 0.34 百分点的下降。

我们把这个影响分成两个，蓝的是真实体的经济的影响，红的是信息和传染的影响。对于很多国家来说，因为美国是如此大的经济金融大国，它的很多影响不是直接而是间接的。

我举个例子，法国在这里，美国 1 个百分点 GDP 的下降，对法国增值 GDP，很小，0.1%左右，因为法国是一个封闭国家、农业国家，跟美国的直接交集很小，但是受到信息的影响，比如说美国经济影响中国、欧洲，再影响法国，美国经济 1 个百分点的下降同样会影响法国 0.35-0.36 百分点的经济下降。所以这个影响是很大的。

所以，如果我们把所有特朗普的政策笼起来的话，我觉得特朗普的政策是当今世界上最大的不确定性，因为他的政策实施细节不明确，所以结果不明确，财政政策会引起通货膨胀的改变、汇率的改变，他的货币政策导向和利润的导向，会引起美元的改变和美国利率水平的改变，引起全球利率水平的变化。他的公司税也会对美国经济产生影响。

所以，所有加在一起的话，今天全球经济金融最大的不确定性是美国经济的不确定性，是特朗普的不确定性，这是需要全世界予以高度关注的。政治风险、利率风险、汇率风险成为了当今世界金融最主要的风险。



邱勇：经济发展复杂度前所未有 迫切需要维护金融安全

由清华大学主办、清华大学五道口金融学院与清华大学国家金融研究院承办的 2017 年清华五道口金融论坛将正式开幕，本次论坛主题为“经济全球化与金融业规范发展”，清华大学校长邱勇在开幕式上致辞。

以下为发言全文：

尊敬的各位来宾、老师们、同学们：

大家上午好！

今天，2017 清华五道口全球金融论坛召开，我谨代表清华大学，向论坛的召开致以诚挚的祝贺！向莅临大会的各位领导、各位嘉宾表示热烈的欢迎！

金融是现代经济的核心，为全球经济的发展注入强大动力。“**金融活经济活，金融稳经济稳**”。在经济全球化的时代，金融安全在国家安全中的地位和作用日益增强。当今世界正在发生复杂深刻的变化，经济发展的复杂度前所未有，迫切需**要维护金融安全，大力提高金融研究水平**。清华大学高度重视金融学科的建设，在积极开展学校教育的同时，加强思想交流和智库建设，2014 年成立了清华大学国家金融研究院，并已举办了两届清华五道口全球金融论坛，为金融理论创新和金融政策研究持续提



供智力支撑和人才支持。在大家的共同努力下，清华大学金融学科的影响力越来越大，得到了海内外各界的关注和重视。

今年，清华五道口全球金融论坛以“经济全球化与金融业规范发展”为主题，十分贴合当前中国经济社会发展的阶段性特点，对新时期发挥金融对中国经济发展的促进作用和对经济安全的保障作用无疑具有非常重要的意义。我相信，经过各位专家学者深入的研讨，本届论坛必将结出更多、更重要、更富有影响力的成果，这些优秀的研究成果将有助于推进中国金融理论与实务的发展，有助于促进中国金融体系持续稳定健康发展。

去年，是清华大学建校 105 周年，习近平总书记在贺信中指出，清华大学是我国高等教育的一面旗帜。他希望，清华大学努力在创建世界一流大学方面走在前列，为国家发展、人民幸福、人类文明进步作出新的更大的贡献。光荣的使命时刻鼓舞和召唤着清华人。新的历史时期，清华大学积极开展包括金融学在内的人文社会科学学科建设，广育祖国和人民需要的各类人才，深度参与创新驱动发展战略实施，朝着更创新、更国际、更人文的目标奋力迈进。

五道口金融学院既秉承了深扎业界、引领学界的“金融黄埔军校”之长，更汲取了“顶天、立地、树人”的百年清华教育精髓，是金融专业教育与改革发展实践的深入结合。多年来，五道口金融学院一直努力打造国内领先、国际一流的金融高等教育平台和金融学术政策研究平台，汲取五道口沟通业界、引领实践的优良传统，扎根清华大学丰富的学术土壤，提供高质量有影响力的学术和政策研究，实现了业界与高校资源的强强联合，打造出清华金融学科的蓬勃生机和鲜明特色。希望五道口金融学院和国家金融研究院继续发挥独特优势，进一步推动金融理论创新与发展，培养高层次创新型国际化的金融人才，为国家金融发展提供有力的决策支撑。一方面立足当下服务社会，“培养金融领袖，引领金融实践”，另一方面，积极融入并参与全球一体化的进程，在社会各界的关注和支持下，“贡献民族复兴，促进世界和谐”。

清华大学金融学科建设离不开社会各界的支持和帮助。特别是在五道口金融学院成立以后，清华大学金融学科建设进入快车道，在发展过程中得到了中国人民银行、银监会、证监会、保监会和广大金融届、媒体届人士的大力支持，在此表示诚挚的感谢！期待大家能够继续关注、支持清华大学金融学科建设，继续关注、支持清华大学五道口金融学院和清华大学国家金融研究院的建设，共同为中国金融人才培养和金融发展贡献力量。最后，预祝论坛取得圆满成功！

谢谢大家！



加州大学戴维斯分校经济系教授 Wing Thye Woo

国际金融中心有两大巨人 其他都是侏儒

以下为 Wing Thye Woo 发言实录：

大家中午好！非常感谢主办方邀请我，来到这么一个精彩的大会。

“一带一路”倡议，毫无疑问是一个非常负责任的全球举措。这样一个全球公民的责任，应该扩大，将中国的金融发展包括进来。具体来说，我要说一下，人民币应该更加快速的国际化，快于当前国际化的步伐。而且，上海应该成为一个全球化的金融中心，而且这个速度也要加快。

我当然知道，这个观点实际上是不同于现在中国的情况的，因为中国现在外储 3 年连续下降，而且资本的管制在过去 6 个月也趋紧了。但是我还是觉得，这个现象是非常重要的，也就是，金融的开放是有很多方面我们需要考虑，我来说一些理由，为什么我们需要进一步金融的开放。

之前的发言人，都说到了全球的安全性，由于美国退出《巴黎气候协定》，我们更加危险了。美国确实是全球化当中一个重要的部分，特别是在过去几年。欧洲的民粹主义抬头，以及英国退欧的决定，以及最后特朗普的当选，使得全球化的进程倒退。

全球化或者去全球化，现在出现了这样的趋势，上一次是 30 年代发生的。这是肯德伯克之前所说的，“这是使得衰退成为大萧条的一个原因”。所以历史的经验告诉我们，全球化或者去全球化，对于全球来说都会有巨大的影响。确实，全球化的管理并不是特别的理想，特别是 IMF，也从 80 年代以来成为了美国银行的债务收债人，但是 IMF 对 90 年代的亚洲金融危机并没有处理的特别好，尽管如此我们还是应该保持全球化的趋势，为什么呢？就是因为全球化，这个问题还是可以解决的。

我们一定要像中国一样，做出这样负责任的做法，要加强对于全球化的产品供给，这就意味着全球化是持久的，而且是在全球化的治理框架或者机制之内。

这和我所说的金融对外开放有什么关系呢？我们来说一下，先从中国的入世说起。为什么中国需要加入世界贸易组织呢？你只要单方面的来承诺，致力于自由贸易就可以的话，就不需要加入世界贸易组织了对吧？但是，如果中国只是想，我单方面宣布就可以，不加入世界贸易组织，这将是一个愚蠢的决定。

而世界贸易组织是一个非常重要的世界贸易的团体，如果不加入可能会受到美国以及欧洲其它国家的排挤，而且会违反国际法。由此，会有一些高科技的转移给中国，比如美国国会，可能不会继续给中国最惠国待遇。

所以，当时中国入世，等于是唯一一个中国可以成为一个全球化的负责任经济体的条件。

同样，全球化对于中国也是必要的。主要是由于，世界第一大货币美元，不一定按照这种规则出牌。实际上，就是由于美元是世界第一货币，导致了 30 年代和 08 年的两次大萧条。因为这样的原因，我们一定要有多种世界货币，而不只是有一个，像现在这样美元一元独大。

所以，除了多元化以外，对于国家安全也是非常必要的。为什么伊朗就不再去造核弹了呢？为什么伊朗人现在可以参与到国际的支付体系当中来？就是之前由于美国的制裁。如果把美元的垄断打破，我们就可以进一步的金融开放，就会带来进一步地缘政治的影响，中国也没有必要来承担不必要的系统性风险。所以，对于国家安全来说，要有一个多世界货币的体系。

我们如何来推动人民币的国际化，以及上海成为国际金融中心的过程呢？历史经验告诉我们，要让一个货币成为一个世界货币的话，它本身就是一个安全的目标。有很多国家的货币，比如瑞典的货币瑞朗，等等，都没有像美元那么的地位，也就是说在非居民之间的交易他们都没有办法使用。

我觉得这也是人民币的目标，那就是要成为一个国际交易货币。

下一个目标就是，不光是打造一个国际金融中心，而且是在最高层面的，打造最高级别的国际金融中心，这是什么意思呢？如果纽约作为一个国际金融中心的指标是 100，伦敦差不多是 90，东京大概只有 30。所以基本上来讲，在全世界的国际金融中心当中有两大巨人：纽约、伦敦，除此之外其他的都是侏儒，都是小矮人，比如纽约是 100，日内瓦就只有 10。所以，这就是我所讲的两个目标，要推动金融向外发展。

我们要采用什么样的流程和过程？当一国的货币达到了国际化的地位，而一国的国际金融中心，能够成为世界顶级的国际金融中心，我们看一下历史上的金融研究文献，现在可以用三个关键词来总结，金融市场必须是开放的，金融市场必须是复杂经济的，而且不

仅仅要搞洗钱，而是要能发展各种各样的金融工具，来满足多元化的需求。第三，金融市场必须是安全的，而且是要根据不同的方面、不同纬度的标准来衡量它是安全的。

如果学术文献是正确的话，我们就会看到，这些条件如果得到满足了，不仅是日内瓦、苏黎士，还有斯德哥尔摩，都能够达到，很多世界上的国际金融中心都能够满足这些条件，他们都是金融中心，但是他们并不是世界一流顶级的国际金融中心。在学术文献当中究竟缺失了什么？缺失的正是肯德伯克所讲的，全球化是一个危险的现象。根据肯德伯克的研究，这个秘方确实就是科学，你要选择使用什么样的外币，就相当于你要用的是哪一种外语。所以规模非常重要，这也是为什么尽管斯德哥尔摩有一个开放的、复杂经济的和安全的金融市场，但是斯德哥尔摩并不是一个世界一流的、顶级的国际金融中心。

在这样一个角度上来讲，我们想问一下，我们要采用什么样的流程，来达到这个目标呢？首先要达到国际化的货币水平，然后要打造世界一流的国际金融中心。

肯德伯克强调指出，他觉得规模非常重要。也就是说，我们要看一下，相对经济体的规模，也就是一国经济体相对于目前全球经济体相对的规模大小。也就是，一国经济 GDP 的比例，而且是用购买力评价来测算持续的。我想请大家记住两个数字，也就是在 1914 年的时候，也就是一战之初，美国的经济体规模用 GDP 来衡量是相当于英国的两倍，在那个时候美元还并不是一个国际化货币，纽约那个时候并不是一个举足轻重的国际金融中心，尽管美国的经济规模是英国的两倍。

在 10 年之后，1924 年美元已经超越了英镑，成为了世界上最重要的国际货币，而在 1924 年的时候，纽约依然还不是一个非常重要的国际金融中心，纽约什么时候成为一个非常重要的国际金融中心？是在二战之后的事了。所以我们要记住第一件事情，就是 2.1 还不够大，3.2 可能就是足够大了，对于一个国家能够达到国际化的规模。所以从绝对的规模来说，是我们可以讨论的，但是最重要的就是，必须要有一个最低规模的要求。

另外非常重要的一点，我们需要意识到，当一国要建设世界一流的国际金融中心的时候，该国的货币必须要成为一个投资工具式的货币。这个时候当你的货币是开放的，外国投资人才会使用你这个国家的银行，必须要成为一个投资载体式的货币，这个时候这个国家才能够建设国际金融中心。

所以首先这个国家的货币必须要成为一个投资载体的货币，然后这个国家才有机会建设世界一流的国际金融中心。

历史上告诉我们第二个重要的经验，今天伦敦依然是世界最重要的两个金融中心之一，但是英镑并不是这样。也就是说在金融市场上有规模效应，由于平均成本不断下降。

当一个城市成为国际金融中心之后，在运行一个普通的传统金融市场的成本是不断下降的，所以伦敦能够继续维持目前的国际金融中心的地位。从这个角度来说，除非欧洲人

要设立一些障碍，来限制伦敦的发展，但是现在英国脱欧并不会影响伦敦继续成为国际金融中心的地位。

我刚才讲了规模效应是我非常重要的一个论点、论据，但是我觉得我讲的地方也有一些不对的地方，因为规模效应的逻辑就是：均衡就等于绝对的垄断。

我们看到现在的现象，我们有两大国际金融中心，我刚才说的，你如果说纽约是 100，伦敦是 90，东京就只有 30 了，这是一个排名情况。既然有规模效应之说，为什么会有两个国际金融中心，而不是只有一个呢？原因就是我们必须思考一下地理的规模效应，是这样解释的。在夜间运行的时候，成本要比日间运行成本更昂贵，因为金融行业是需要各种各样支撑性、支持性的服务，法律、财务、会计，还有其他的一些辅助性的金融服务。所以我们有这样一个前提假设，在夜间运行的平均成本会上升，也就意味着在伦敦是晚上的时候，恰好是纽约白天的时候，也就是说纽约日间成本会更低，所以为什么纽约会继续发展下去？

我们要考虑把经济规模加总在一起，再加上地理区域的规模效应，就意味着应该出现第三大国际金融中心，也就是说这个城市应该是在伦敦和纽约都是夜间运行，是关市的时候，这个城市是日间，所以悉尼、东京、上海、新加坡这些城市都可以成为候选城市，能够成为第三大国际金融中心的候选城市。

从这个意义上讲，我们问一下中国是不是符合标准？我们看一下中国相对的经济实力。GDP 的比例是可以把它细分成两个因素。

第一个比例是生活标准的比例，还有相对劳动生产力。

第二个比例是人口规模的比例，也就是我们刚才所讲的人口再生的比例，我们知道未来的升值再生的比例是多少，我们都很有信心，也就是人口规模的差异，中美的人口差异是 3.1，而中国的生活标准是美国的四分之一，你把这两个数字乘在一起，所以差不多经济规模是相当的。

如果中国能够成功追赶上，我们就说能够追上 80% 的美国生活水平，这是一个非常乐观的预测了。因为对于欧洲的生活标准是 0.7，这有一些人口的偏好和娱乐生活水平的偏好等等。我的测算结果就是，中国 GDP 对美国 GDP 的比例到 2050 年、2060 年，大概的比值是 2.56，如果中国要陷入中等收入陷阱，什么是中等收入陷阱？我们知道拉美国家的经验，也就是说你在达到美国生活水平 30% 的时候就会停滞不前了。在 1950 年的时候，拉美国家就达到了这样的水平，然后就停滞不前了，如果中国陷入了中等收入陷阱，而又继续增长，达到中国 GDP 对美国的 GDP 是 2.56，这会意味着什么呢？我要请大家记住两个数字，2.1 还不够大，3.2 才足够大。在中国现在对美国 GDP 的比例是 2.56，这说明什么呢？人民币是符合条件和资格的，但是还没有确保，自然禀赋是具备了，我们还要后天培养。我的想法就是由于我们考虑到中国有这个市场的能力，中国已

经参与到了全球交易当中，这方面是在确定大宗商品也就是确定人民币的交易价格之后，是可以谈判的。

现在澳大利亚 70%的铁矿石都卖给了中国，而且都是通过 5 年期合约的方式卖给了中国，在这样的情况下，中国很明显是有市场实力的，因此中国是能够去谈判澳大利亚铁矿石的价格，而且是人民币来谈判。更重要的是，“一带一路”战略使得中国成为一个重要的信贷者，我们是债权方而不是债务方，这样的话你可以选择贷款计价的币种，你的溢价权是更强的，就要比借款人更强。

所以中国政府应该发挥重要的作用，来推动人民币的国际化，成为国际货币，不仅仅是有自然的力量，尽管这些自然的力量可能还不够强，所以后天的培养和努力是更加重要的。而且考虑到有这样一个事实，我说了你必须自己主动推人民币国际化。第二，中国在实现人民币国际化的速度应该多快？

东欧市场经济发展也不是特别好，所以这种逐步主义、渐进主义的理论是失败的。所以中国在推动人民币国际化速度以及开放上海成为国际金融中心的速度要有多快，我们可以考虑到各种各样的监管制度。

你在启动这个过程的时候，必须要确保监管到位。很明显，如果没有如何时间限制的话，可以这样来想，中国肯定是能够慢慢地去发展，是没问题，可以承受的。但是我认为，中国是有一个机会的窗口，中国必须要行动起来，而这个行动的窗口在我看来也就是未来 10 到 15 年。如果就像日本，日本是没有抓住时间机会，也就是在相对实力比较强的时候没有行动起来，就会错失这个机会的窗口，为什么会有这样的机会窗口呢？这个机会窗口什么时候会存在？我们会忘记另外一个新兴的巨人，它叫做印度。

到 2050 年，印度人口将会比中国多出 30%，所以即便是印度的 GDP 要比中国小，但是印度的相对 GDP 的规模要比中国更大。所以对于莫迪先生的政策，我们要有多乐观呢？很明显，印度这个社会已经做出了这样一个决定，就是我们要追赶中国，并不是因为中国是一个国家安全威胁，莫迪的政策在过去 30 年中，是主宰了印度政坛、议会以及整个社会的共识，就是要发展，尽可能追赶上中国，就要像中国这样快速地发展。

我们看一下美国和中国之间有一个差异，美国是追赶速度每年 1.3 个百分点，中国是 5 个百分点，到 2060 年的时候，中国 GDP 对美国的比例达到 2.56。如果印度增长速度要比中国快 1.3%的话，就会达到中国的规模，印度跟中国增长速度一样快的话，到 2050 年，印度的经济就会比中国的经济规模更大。

所以从这个角度来说，我觉得等候不是一个好主意，主要原因就是地理的经济规模效应告诉我们，世界上还会崛起第三大国际金融中心，也就是在伦敦和纽约夜间运行的时候，第三个中心是白天，要么是上海，要么是孟买。

所以从这个基调上来讲，我认为中国应该积极地去推动人民币国际化，这不仅仅是考虑到国家安全，而且是为了促进国际的金融稳定，成为国际上的支付货币和积累财富的一种货币。

我觉得规模不光是中国一个能够打赢的因素，印度也有这样的规模，所以我们要考虑到三大条件，金融市场应该是开放、复杂精细和安全的。因此我认为这三个方面，中国应该是能够出台政策来解决这三个方面，这也就是为什么中国应该在印度市场发展到同样的开放、安全、复杂精细之前就应该出台政策，所以现在这些条件是都存在的，我也认识到有这样重要的角柱存在，也就是中国的脆弱性，中国对于抵御金融危机，尤其是在市场开放之后，对于抵御金融危机的脆弱性有多大。

比如说一场金融危机就是由于股市崩盘导致大家都是大量的抽出资金，导致股市崩盘，最后大家是从股市一下子把资金抽出来，投入到外汇市场当中，这样会出现螺旋式下降崩盘的过程。

非常重要的一点，我们要研究脆弱性，不是光看稳定性，不光是看现状，不是说要导致停滞不前，而是要理解究竟什么是构成了金融的抵御能力、抗击能力。

我刚才讲了，金融危机有两个过程是相辅相成的，一个是股市的崩溃，导致了外汇市场的崩溃，然后会导致人们从国内市场逃离。马来西亚的做法是外汇管制，这样资本就逃不出去了。而香港采取的措施是制止了金融市场的崩盘，怎么做的呢？香港经管局出手去收购了金融市场 25% 的资产，应对金融市场的崩盘，是非常规性的政策措施，也促使我们这些经济学家要思考这种急救药和常规维持药之间的区别。对中国央行来说，有了这些全球的经验，也能够帮助中国更好地去管理好这些问题。

所以讲到这儿我想说的是，“一带一路”同时应该伴随着人民币的国际化 and 上海的进一步开放，成为国际金融市场的中心。

谢谢大家！



渣打银行原行长 **Peter Sands**

渣打银行原行长：中国上市公司治理多借鉴经验少走弯路

以下是渣打银行原行长 **Peter Sands** 发言实录：

非常感谢，首先我要感谢五道口金融学院以及清华大学国家金融研究院邀请我来到这里，我非常荣幸。

我今天下午第一个发言，首先要讲一下我们讨论这些话题，也就是西方以及欧美的一些有关上市公司治理的背景，以及和中国之间的关系，因为我觉得对中国来说，实际上可以走一些捷径，可以不去走那些弯路，不再犯欧美西方的错误。

我的一些观察，基于在麦肯锡的经验，以及渣打银行也是世界几大银行之一，最老的在华经营的全球性的银行，在中国有 13 年的经验，我自己也在这里面当 CEO 有 9 年的时间了，来借鉴一下经验。主要有四点。

第一，公司治理是有关股东的利益保护。

实际上这当中有两个主要的工作。

第一个工作，要保证管理层的决策符合股东的利益，而不是说符合他们管理层的利益，这个也是我们经典的经济方面的理论。

第二个工作，要确保他们的行为是符合所有的股东，而不光是那些大股东，或者是他们喜欢的股东，或者是跟他们有个人关系的股东。在中国的情况下确实是特别适用的，因为很多上市公司是有国企的背景或者是国有的股份非常大的。

公司治理现在不光是管理层要符合股东的利益管理，同时还包括公司要作为一个负责任的企业公民，要符合社会整体的利益。上市公司如何实现这些目标呢？如果谁在上市公司做过董事的话就知道，要花很多的时间，有很多的流程，比如说年报的批准、决议的批准，以及 CEO 的任命等等，所以有很多手续上的事情，证实的事情，还要花很多时间有关战略和股东的评估等等，各种的战略，另外还有长期的公司发展战略。

他们这些做得好吗？我觉得在西方的上市公司治理是行之有效，很多 500 强美国的公司，现在都会有一些所谓的积极活动的投资者或者是股东，或者是董事，来改变他们公司的行为，这样来确保公司的治理是行之有效。虽然说他们有一些行为并不是很大，但是他们有一些是获得一些基金公司的支持。

第二，为什么现在公司治理是喜忧参半呢？

我们的立法方和监管方都会进行一些目标的审视，在这个时期是尤其重要的，特别是社会当中有一些大公司，都受到了社会的一些挑战，要面对一些挑战性的问题，管理层的

薪金是否合理，对于社会整个的态度是否是好的，像麦肯锡和普华永道做了一些调查，调查显示发现，回答问卷的人只有一部分认为他们的表现良好。从我个人的经历来说，在渣打银行我们确实是一个表现非常好的公司，但是还是会有一些不尽如人意的，并没有很好地利用到高层的时间。

为什么会出现这样的情况？为什么几十年来都是要证明我们的公司治理是行之有效，但是还是会有问题呢？

首先，我们是不是期望值太高了？一个好的公司治理并不是说确保一定会带来成功，一个公司是从长计议的，董事会也比较好的话，这可能会使这个公司更好地来抵御一些挑战，但是并不是说这就是万能药。

有一些政客和观察家、评论者说金融危机就是有利于银行的公司治理不好所造成的，但是我不认为。一个好的公司治理可能会使一些银行没有那么脆弱，但是主要是由于整个金融体系的公司治理是最为重要的。并不是说公司治理就能解决所有的问题，包括业绩、金融稳定、气候变化等等这些问题，并不是说公司治理做好了，就能解决所有这些问题。其次，那些非执行董事，还有一些监管方，在管理公司时候，他们也是有疑问的，他们会挑战 CEO 和管理层。实际上非执行的董事不应该干预，很多情况下他们的责任就在于选好 CEO 就好了，而不是说直接亲手管理、运营一个公司。

再次，使得董事会其效不张，因为给了他们很多监管的规定，使得很多的董事会等于裹足不前，没有办法做事情，绑起手脚，没有办法对真正的问题进行有意义的讨论。至少在西方，在银行业，越来越会看它的集体力量，有些时候这是可以理解的，也是有道理的，特别是在金融危机发生以后，但是会有一些副作用，在西方的银行，任何一个董事都不愿意就一些有争议的问题发表有争议的言论。他们希望的是，如果发生什么事情了，监管要找他们的事，他们就会说我当时是这么说的，有一点明哲保身。所以这样的一种心态，并不有利于公司的擅治。

有一个最基本的问题在于这种运作方式使得很多的高管没有花时间来看这个公司，而是说一年开两、三次董事会，但是实际上开得并不够，而且不光是有关开会本身，那些非执行董事他们实际上是要开一些会解决问题，我们在渣打可能是十次，一次开好几天，要花很多时间来进行培训、演讲，了解我们的客户，要了解像中国这样关键市场的发展动态。

另外，董事花了很多时间，都没有花在刀刃上，CEO 花了很多时间都是在比较短期的目标，比如说下一个季度、当前这个季度，而很多时候是需要从长计议的。所以对于一个公司短期这一个季度或者是未来几个季度好的事情，未必有利于这个公司长期几年的发展。很多西方公司的高管、董事他们认为就是由于短期的市场预期导致给这些高管很大的压力。

另外一个问题，很多公司的董事实际上管理得并不是特别好，比如说这个公司董事长太强势了，就会使得别人受伤害，有些时候如果说太弱势的话，可能就会被一些其他强势的董事把他的日程劫持掉。

所有这些都是西方上市公司治理所面临的问题。

对于中国来说都有什么样的问题，或者是可以吸取什么样的经验教训呢？

第一，这是一个历程，而不是一个终点。20 年以后我们再来讨论中国上市公司的公司治理，很有可能就不再谈过多的问题，所以只是一个过程而已。

第二，是我们的重点，在中国上市公司治理的问题，对于很多上市公司来说，还有很多东西要做，来确保满足最基本的公司治理。包括关联交易、利益冲突、小股东的利益管理等，这些都是最基本的公司治理好的表现的一些基础。

第三，不要让那些程式化的东西占用过多的时间。有一些比如说只是立法和管理部门例行的公事，不要花太多的时间。

第四，中国的公司想要请外籍的董事，并不是说这个外籍的董事特别明智或者是特别会念经，但是确实是比较重要的，对于我们渣打比较重要的，我们来自有不同国籍的董事，请外来的专家，就会有一些新鲜的血液，会了解最佳的实践。

第五，中国的 CEO 和董事长可以到国外公司去出任他们的董事，不光可以来做贡献，还可以学到很多东西。

第六，开董事会的职能对于中国上市公司来说也是很重要的，中国的很多董事长要找到更好的方式来鼓励大家进行真正的讨论。我在中国这么多年，也是开了很多会，很多组织的会议实际上都是比较官僚的，都是层级非常复杂的，这可能并不是一个最好的做法。一个好的公司治理，实际上并不是说大家一派祥和，而要有一些摩擦，这样才会产生有意义的讨论。

这是我想跟大家说的有关中国上市公司治理的一些想法，特别是对于整个经济的影响，这是一个过程，而不是我们的目的。在目前的环境当中，这些都是一些软元素，对于我们进行好的讨论来说是非常有意义的，一个好的公司治理，有关于我们要做一些艰难的决定，这要求管理层和董事要相互进行倾听和辩论，一块儿来解决那些棘手的难题。

谢谢！

主持人：非常感谢 Peter Sands 先生的演讲！



接下来，有请香港交易所董事总经理兼内地业务发展主管毛志荣先生做主旨演讲。



清华大学法学院教授朱慈蕴中国公司治理
水平在下降 独董有花瓶之嫌

以下为演讲实录：

非常高兴，今天能够受邀参加这场“上市公司治理”的讨论。正如前两位嘉宾所讲的，“公司治理”是公司领域当中一个永恒的话题，特别是上市公司。我们来看一下，现在上市公司是一个什么样的状态呢。这是 2016 年，我们叫做《公司治理观察报告》，是由亚洲的公司治理协会出版的，这个治理报告是以澳大利亚的公司治理作为一个标准，因为澳大利亚公司治理大家都公认在国际上英美法系基础上融合了对亚洲国家的影响，我们用它来做标本。

我们看到，中国的排名从 2010-2016 年我们下降了两位，已经排到了第九。说明中国的公司治理，水平实际上在下降，这是一个客观的现实。

第二张图是讲，在哪些方面我们下降的比较多，大家也可以看到我们的排名，包括我们的规则还有我们执行的情况，甚至包括我们的审计，方方面面，都有不同程度落后的现状。

对这个表我们做个简单的概括，实际上它就是在强调，从中国的公司治理整体水平来看，我们是从 2010 年的 56 分下降到 36 分，下降的速度是比较快的。当然，在这个过程中，实际上有的国家治理水平相对一直比较靠前，有的持平，但是我们处于下降。当然，当中政

治与监管环境分数下降比较多，其次就是公司治理在审计环节当中的情况差距还是比较大的。

我个人认为，中国公司治理水平，特别是上市公司的治理水平，这些年有所下降。重要的原因，可能有一些其它的，但主要的有这些方面：

比如说，我们现在的《上市公司治理准则》，大家都知道这是在 2002 年颁布的，在 2015 年我们修改《公司法》以后，2016 年适当的又做了一些修改。应该说，2002 年的《上市公司治理准则》是为 2005 年《公司法》做了一个非常大的贡献。也就是说，在 2002 年的时候我们的《上市公司治理准则》相对是比较先进的。但是，这么多年来我们做的修改都是非常非常简陋的一些皮毛的修改，基本上没有修改，所以就非常落后。

然后，我们很多公司都有《公司治理报告》，从报告的内容来看空洞化。再有就是，独立董事的功能有花瓶的问题。还有执法的问题我们也注意到了，到今天为止，我们的运动式执法问题一直没有解决。当然，投资者参与公司治理的积极性不高，也是原因之一。

除此之外，我们还引入了法国里昂证券的《公司治理观察报告》，我们看到，其实两个报告对中国公司治理水平的评价是一样的。

下面，介绍几个案例，来看一下上市公司治理的有关立法和执法问题。比如说，这是大家都比较熟悉的万科案件，独立董事张利平提出来要回避，引发的投票权争议。作为一个独立董事，在开公司董事会的时候竟然提出来要利益回避，从我们一般的常识来说，独立董事不应该出现在独立性上有问题。

当然，这个案子我们也知道，不一定张利平在选任独立董事的时候、受任的时候他的关联性就存在问题。也可能是在后续才发生的，后续发生我们应该怎么样去解决关联董事任职的独立性问题呢？这其实在我们的《治理准则》和《公司法》当中是没有明确规定的。当然，包括怎样判断是属于关联交易的一种冲突，能否在临时提案中提出来？等等，这些都是值得研究的。

再有一个案子，这也是我们大家最近津津乐道的一个案子，这个案子当中大家知道 ST 慧球，通过董事会审议了 1001 个议案，然后提到股东会上作为提案，要交给股东会去审议。我们且不说数量众多，在股东会上是否有能力全部过会，经过股东的讨论投票。暂且看他的这些案件，他提出来的议案，有相当一部分是与公司董事会和股东会应当讨论的事项无关的。

比如说，建立员工恋爱审批制度、双休日调整到礼拜四礼拜五、坚持钓鱼岛主权属于中华人民共和国的议案、公司坚决拥护中国共产党的领导。当然，包括最后这个列出来的议案，形式上看似乎有点儿合理性，但是如果分析起来其实也不具有合理性，为什么呢？因为他提到的是第一大股东每年要捐赠上市公司不少于 100 亿的现金，换句话说公司有替股东处分他的财产权利吗？这是值得怀疑的。

所以从议案当中看，我们会看到很多议案都非常奇葩，相关联的就是我们公司当中的股东提案权，在 2005 年《公司法》当中是引入的，但是这项规定实际上非常简陋。比如说持股达到 3%，当然单独可以合并，提前十天要告知董事会，董事会要在两天内做出是否受理的决定。如果董事会不受理，我们的股东怎么处理这个事情？有权力申请暂停股东会吗？当然现在的《公司法》上是没的。

接下来的这个案件，大家也是非常熟悉的，是近些年来由于并购市场的蓬勃发展，发生了若干起敌意并购的案件。从理论上讲，敌意并购并不是一个贬义词，只不过是说一起不受管理层欢迎的并购案件。但是我们会注意到，我们有大量的并购公司违反《证券法》、《上市公司治理准则》等一些规则违规进行信息披露。换句话说，就是他偷偷摸摸地进了公司，等到发现他或者是他披露信息的时候，持股比例已经大大超过了 5%，因为按照《公司法》上的规定和《证券法》上的规定，大家看到《证券法》第 86 条，明确规定了采用每 5%要公开信息披露，同时在披露期内不得再收购该公司的股份。

实际上就是我们强调的：

第一要公开。

第二在披露期内禁止交易。

第三小步慢走。

当然早期的时候中国的并购案件，特别是敌意并购是不多见的，因为中国的资本市场不具备这样的调整。但是近些年来我们看到，在资本市场的很多上市公司股权结构出现了高度的分散，同时还有很多公司的股值被低估，因为成为收购对象非常好的一个目标，敌意并购逐渐发生。

我们规定了这些规则主要学自于英国，但是也不排除跟美国一些制度相吻合。所以从这个角度来讲，规定的公开、禁止和小步慢走的规则，实际上也可能使我们的敌人并购方大大增加了他的收购成本，或者换句话说收购成功的比例是非常低的，这也是他们采取不信息披露的动因。但是面对这种不能信息披露的现状，我们的法律是非常无能为力的。比如说《证券法》第 193 条说，我们可以对违规信批人处于最高 60 万块钱的罚款。大家都注意到，我们近期有很多上市公司出现违规的行为，交易所和中国证监会经常出这个处罚书，而且都特别标明顶格处罚，也就是 60 万。大家都知道和你收购一个公司的成本来说，这简直是微不足道的微不足道。

所以从这个角度，这是一个问题。

第二，我们法律中明确说，在你没有纠正行为之前，是不可以享有表决权的，这个表决权对收购方来说是非常非常重要的一个权利，没有表决权就等于他的收购是不成功的。但是我们的法律没有解释什么叫做纠正。我信披了，公开了我的信息，包括我被处罚了，缴纳了

罚款，算不算纠正了呢？从而在很多的上市公司就发生了诉讼大战，包括这里提到的新媒跟他的收购方开南，在各级法院打了不下十几场官司，特别著名的是在上海打了一场官司，意味着原来的控股方是新的入主方。他们很重要的一个诉求就是，新得的股权没有表决权，甚至于你取得的股权是不合法的，要处理掉，但是最后没有得到法院的支持。一个没有支持的重要理由就是无法可依。

所将来以我们也得回答这类问题，怎么办？这是三个案子，来说明我们的公司治理出现了什么问题，为什么会是现在这样一种现状。当然我的理论就是，

第一。提升公司治理文化，是必须的。

除此之外，我想健全我们的立法是当务之急，大家注意到我们的《中国证券法》在两年前就推出了修改方案，但是今年我们在 3 月份的时候第二次上会，其实这次上会根本不是为了出台这部《证券法》，而且这一部的法律内容上已经跟第一稿初稿完全不一样了，几乎回归到老《证券法》的状态下。

在很大程度上，这次上会的目的是为了中国《证券法》的草案成为废案，这是采用的一个措施。

中国《证券法》的落后已经有目共睹，《公司治理准则》我刚才已经提到了，2006 年做了一次小的修改以后，再也没有明确的动作，刚才我们提到的很多新出现的问题，都没有回答。包括《公司法》，这是上市公司的根本。比如说股东的表决权应该是股东权当中的核心权力，也是固有权力，除非法律有明确规定，或者当事人同意的情况下，才可以剥夺或者是禁止他的表决权。

所以如果不在《公司法》的源头上对这些违规取得的股权做出一个相应的立法，遇到问题还是非常困难解决的。

除此之外，加强执法一定是我们在提高上市公司治理准则的过程必须的一个含义，我想我们现在说严格执法，除了对违规者要严格以外，我们的执法者也应当要解决运动式执法的问题，以便给我们的市场和上市公司以及投资人一个合理、合法的预期。

谢谢大家！



安永大中华区战略与发展主管合伙人谢佳扬

谢佳扬：上市公司内控缺失是财务造假动因

以下是她的演讲实录：

安永大中华区战略与发展主管合伙人，全国工商联并购公会副会长，上海证券交易所上市委员会委员谢佳扬：

各位来宾，大家下午好，很高兴今天有这个平台可以跟大家来分享一些上市公司的治理。刚才前面几位嘉宾都从他们自己的视角和经验、学识角度阐述了他们的观点。

我的特点，我是来自于安永会计师事务所，在过去我的 30 年职业经验主要是审计，我是中国第一批有证券业资格的注册会计师，所以我经历了最多的上市公司审计。另外我职业的原因，我也有很多机会去和管理层、治理层进行沟通，帮助公司实现他们的公司治理目标。

所以在这一方面我想跟大家分享一些我的想法和体会。我今天的题目是《强化审计委员会的制度安排，持续提升上市公司的治理水平》。

这些年工作经验我看到，其实我认为审计委员会的功能发挥是良好公司治理的基石。刚刚几位嘉宾也提到了，现在的法规建设和制度建设还有一些滞后和不够完整、不够严密、不能应对新的要求的这些具体的事例。

同时其实在上市公司这个审计委员会的职能上面也同样如此。其实我们也都知道，在公司治理过程中，我们是有股东大会、监事会、董事会、管理层等不同的层级，而在董事

会的层级里面，我们又分别以战略委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬委员会等等这些来组成。

上市公司董事会有他明确的职责，与此同时审计委员会的职责，目前无论是从交易所、上市公司董事会、审计委员会的运作指引以及《公司法》的相关规定，对审计委员会的职责也是提出了聘请外部审计机构，监督公司内部审计制度，负责内审、外审，审核公司财务信息，审查公司的内控制度。

从这个角度来说，好像是全面的覆盖和完整，但是如何去理解、如何去操作？其实这件事还是有很大的空间。

所以审计委员会在《条例》中也有明确，指导公司的审计工作，这个指导用什么来指导？怎么来理解公司建立起有效的制度？我觉得这个可能是一个比较大的挑战。同时审计委员会应该是用什么样的构成和怎么样来实施指导和监督。

上市公司现在出现的问题零零总总，我们也概括了一下，上市公司反应出来的特征，大家也看到了一些惩戒、披露、报道、讨论，可能可以把它归纳成财务造假、内控缺失、经营失败、战略失误或者是不良声誉等等原因。

我在这里想跟大家探讨一下，在这个时候我记得 **2008** 年金融危机的时候，就在欧美各国展开了一个讨论，当金融危机出现和来到的时候，董事会干什么去了？董事会是不是缺位的？是不是失职了？在这时候我们也想，出现这一类问题的时候，审计委员会他们发挥作用了吗？当这个上市公司无论是以任何一种形式表现出它的问题的时候，审计委员会是不是失职了？或者说他没有发挥出他应有的作用。

我们刚才讲了，审计委员会应该能够识别市场的变迁，能够了解外部、评价内部的内控体系，同时也能够控制风险。在这种情况下，刚刚也说了，在现在这种不确定的经济环境和大家新行业不断涌现，和网络经济的特色涌现的情况下，这个企业其实面临着方方面面很多的挑战 and 变化。

其实财务造假的动因和原因是什么？作为上市公司来说，其实常常是因为内控缺失了，因为经营失败、战略失误，导致了有财务造假的动因。在这种情况下，我们还是归结于公司治理结构的失败。所以在这个情况下，审计委员会也没有履行他的监督职责，从而导致了这样的舞弊。

我们再来看一下上市公司的审计委员会，现在谁是上市公司的审计委员会？他们都在做什么？现在上市公司的审计委员会我们可以看到，主板、中小板公司、大型上市公司、强监管上市公司、**A+H** 上市公司，在这些上市公司中，可能在审计委员会的设立和履职相对来说情况好一点，很多新三板公司并没有审计委员会这个职责的需要，也没有设立这样的委员会，中小型上市公司和弱监管上市公司，还有一些 **A** 股上市公司审计委员会基本上也是形同虚设。

在这方面，跟西方国家比较接近的公司治理像强监管的上市公司，在金融机构中间就在这方面公司治理和各个专业委员会的分工和实施中就会做得比较好。所以我们不是不知道应该做什么，而是现在有没有做和能不能做到这些。

在现有的上市公司审计委员会和他独董的履职过程中也有注意到，深交所有一个报告，即便有了这样的专业机构在 2012 年到 2014 年四年中，只有 39% 的主板独董和 52% 的中小板

独董是在董事会开会的时候到现场开会的，还有很多独董是采用通讯和委托这些方式来行使表决权。所以在审计委员会开会过程中很多时候大量的议案并没有充分讨论，只是在贯彻大股东的意愿，这也是我们现在一边是审计委员会的缺位，另外一个履职不够。

我们再具体分析一下上市公司审计委员会具体的规模和构成。根据现在上市公司审计委员会的职责规定，审计委员会中间一定要有独董来负责，必须有一位会计专业的人来完成这个工作。但是架构我们是觉得，现在审计委员会无论是人员和规模构成，在我跟各家上市公司开会的过程中，明显感到他们的专业能力、商业经验、投入的时间和他们能够诚实地面对公司出现的问题，能够充分跟公司讨论，都做得不够。所以我们也讲，在这个时候我们也是对审计委员会成员的履职能力也提出了新的挑战。

现在的审计委员会独立董事因为官员不可以担当，很多公司独立性的问题也不可以担当，其实现在我们的独立董事越来越多来自于一些学术界以及非重要岗位的一些领导干部。恰恰是这些我相信学术界也有很多丰富的专业知识，但是他们确实缺少一些更多的实际实战能力。

我记得曾经有这么一句话，习大大说的是打铁需要自身硬。在西方审计中也有一个说法，在董事会上可以斩钉截铁表态的都是身经百战的企业家。

所以我觉得，我们可能在这方面是有一点缺憾的。

另外，平时在审计委员会过程中，我们也觉得和其他专业委员会的职责定位经常模糊和不清。

审计委员会与内部和内外审计机构的互动也不够，既不能主持和把握内外审计所发现的问题，也不珍惜和内外审计沟通的机会，同时现在的外部审计通常都是由管理机构来聘请的，内部审计又是管理机构的下属机构和属下。所以在这样的情况下，审计委员如果能够负起责任，才能减少这样的非独立性可能造成的一种影响。

基于上面的这些问题，我们也是对审计委员会加强制度安排有一些建议，与同其他的立法一样，我们也是强调呼吁可以完善上市公司审计委员会的指引，要把我们现在所有的规定和出台的政策由事件推动转换为立法为先、规则领先这样的做法来做。



同时也应该建立上市公司审计委员会的评价机制，既包括社会公众的评价，也包括董事会的自我评价，也包括审计各个专业委员的自我评价。我觉得只有这样的一种态度，我们才能够提升整体的管理能力。

清华大学国家金融研究院副院长、上市公司研究中心主任王娴证监会前官员：宝万战有大量理财资金 暴露严重利益冲突以下为王娴发言实录：

各位来宾下午好，也非常感谢在座的四位嘉宾参加我们这个讨论，非常感谢大家，尤其感谢 Peter，不远万里从伦敦飞到北京参加我们这次论坛，非常感谢。

我今天下午演讲的题目是《机构投资者与公司治理》。刚才各位嘉宾在发言的时候都提到了投资者和投资者参与公司治理的问题，实际上公司治理中机构投资者的作用是非常大的，而且作用是日益凸显的。所以今天我演讲的内容将围绕着机构投资者和公司治理的内容来展开。

首先，机构投资者在全球公司治理中的作用日益凸显。

我们看下面一些统计的数据，到 2016 年底，全球机构投资者管理的资产规模已经超过了 60 万亿美元。OECD 国家机构投资者所管理的资产规模和 GDP 的比，我们看很多国家机构投资者管理的资产规模已经大大超过了本国 GDP 的总额，最高的已经接近

300%。我们再看全球 25 家最大的资产管理机构所管理的资产规模，最大的已经超过了 4 万亿美元，即使排名第 25 位的公司也达到了将近 6000 亿美元。

机构投资者作为一类为公众管理资产的商业主体，他本身有参与公司治理的积极性，也就是说当他发现一个公司的业绩因为公司治理方面存在的问题，能够通过积极地参与公司治理提高公司业绩的话，他们会努力参与到公司治理中，以提高自身管理的绩效。但是我们也发现，机构投资者参与公司治理并不像我们所想象的那么乐观，也就是说他在参与公司治理的过程中面临两个方面大的问题。

第一方面，动力不足。

第二方面，利益冲突。

具体来讲是哪些方面的问题呢？

第一，经济学上讲的代理的问题。

因为我们机构投资者是替他人来管理财产，就存在委托人和代理人的问题，代理人总是不可能像主人那样尽心尽力管理自己的事务，所以这就存在着代理人的问题。

我们来看管理人的利益动机是什么呢？从机构投资者来讲，核心驱动是管理规模，规模后面是业绩，业绩越好的公司往往在竞争中取得更大的优势，所以更关注的是业绩，而不是参与公司的治理，而且因为股权的分散，也使得机构投资者单一行动的力量是比较小的。

外部性，因为机构投资者参与单一的机构投资者积极参与公司治理所带来的业绩改善，会被所有的投资者分享。

第二，利益冲突的问题。

利益冲突的问题是代理人问题所必然引发的一个问题，它必然是存在代理人和最终委托人之间利益不一致所导致的冲突。

我们再来看机构投资者会面临什么样的冲突呢？举个现在大家讨论得最多的一个问题，就是参与宝能收购万科股份过程中，作为理财产品的管理人的保险公司和保险公司的大股东之间的利益冲突，这个大股东所代表的利益不一定是这个理财产品最终持有人的利益，这种利益冲突在大型的金融集团中可能更加突出。比如说银行也面临这样的问题。

还有就是管理人往往有多支资金，不同的资金投资的风格不同，我一会儿会讲到，不同的基金经理可能也会面临冲突，还有年金也会面临这样的利益冲突。

我们再来看，这是一个投资链，或者是一条投票的链。随着机构投资者越来越采取了委外的方式来管理资产，这就使得投资链越来越长、越来越复杂，整个链条上所引发的代理人问题，和由此产生的利益冲突也会越来越突出和复杂，利益输送的问题会更加隐蔽起来。

第四，被动投资。

大家都知道，近年来，被动投资、指数化的投资成为了一种机构投资者投资的主流，有不完全统计，可能全国有 60% 以上的资产规模是通过被动指数投资的方式来配置的，被动化投资的机构投资者就不会太关注公司的基本面和不愿意太多参与公司治理。

第五，短期主义行为。

刚才 Peter 在讲话的时候也提到了，目前来讲机构面临着短期的市场对业绩的压力，他们也会形成对管理层 CEO 每个季度、每半年的财报业绩压力。而最近五、六年以来，在全球兴起的高频交易，使得机构投资者在展开一场速度的赛跑，这些高频交易是不会关注公司治理的。

还有就是我刚才讲的，机构投资者实际上是非常多元化的，不同的机构投资者参与公司治理的积极性参与的方式、受到的激励都不同，这样就会导致不同的机构投资者他们参与公司治理的方式和方式之间的冲突也会影响到最后参与公司治理所产生的结果。

因为机构投资者是全球（尤其是在西方社会，我刚才讲到了在美国）75% 以上的上市公司的股份，在英国和日本 60% 的股份都是由机构投资者持有的，所以机构投资者在公司治理中的作用越来越受到了全球各个国家包括国际组织的重视。

推动机构投资者参与公司治理，我刚才讲到了，一方面是动力不足，一方面是可能面临利益冲突，如何解决推动机构投资者参与公司治理的机制问题？不同的国家由于文化传统，公司资本市场发展的历史，以及市场归置的长期形成的惯例，在选择的制度上也是不同的。其核心还是围绕着如何增加机构投资者自身的动力，在制度设计上加以推动。

我们也看到，全球刚才我们也讲到了公司治理一个最最重要的一步规则就是英国 1992 年 CADBURY 报告首先提出的，我们刚才提到了，多个蓝本已经成为了全球不管是 2004 年还是 2015 年 OECD 颁布的《公司治理准则》的最重要的一个蓝本，就是出自于英国 1992 年的 CADBURY 报告。这个报告首先就提出了机构投资者应该通过积极地参与公司治理来获得长期的回报。

而 90 年代，同时也是机构投资者积极主义兴起的时代，以《美国公共雇员退休金计划》为代表的机构投资者积极主义的发动者，他们倡导机构投资者积极参与公司治理，切实履行资产管理人的信义义务，机构投资者必须以最终持有人的名义参与公司的治理，不能随意投票。

这就是 90 年代以后兴起的机构投资者积极主义，也是这场机构投资者积极主义发动了 90 年代之后兴起的全球公司治理运动。

我们看到了，既然机构投资者参与公司治理有内在的要求，但是我們也需要有外部的机制作为保障才能推动它。总得来说，推动机构投资者参与公司治理的机制主要是三个方面。

第一，明确他的义务。

第二，不管是法定的义务还是自律职责。

第三，强化披露和监管。

比较有代表性的就是从法定义务来规定的，就是美国，美国是 1940 年在他的《投资公司法》和《投资顾问法》里面明确规定了投资公司作为最终持有人的代表人，或者信义义务人，必须积极地参与公司治理，代表公司去投票。2003 年的时候，美国证监会又进一步强调了机构投资者的管理职责。

英国的做法和美国不一样，英国一直强调发挥自律机构的作用，无论是在机构投资者参与公司治理，还是公司治理准则本身的发布和执行方面，英国都采取的是走强化自律监管的职责，所以他的治理准则都是由自律委员会发布的。

大家请看最后的 2010 年的英国财务报告委员会发布了《英国联合公司治理原则》，同时也发布了《英国股东职责准则》，这个《股东职责准则》，就是指作为机构投资者，要切实履行他的股东职责准则所需要的一些行为规范，这是英国的股东职责准则。

无论是英国的自律方式还是美国的法定义务的方式，都强调要发挥市场的作用，也就是说机构投资者履行股东职责，必须向市场披露他履行职责的规则是什么样的，他如何履行职责，都需要向市场说明。他通过披露强化市场的监督，促进投资者根据机构投资者履行职责的情况，来选择资产的管理人。

这是 2015 年继 OECD 发布的，刚才很多演讲嘉宾都提到了，在 2004 年《公司治理原则》基础上发表的《2015 年公司治理原则》，在这个原则里面，特别做出了一个最大的体例上的修改，就是增加了第三章《机构投资者证券交易所和其他中介机构的作用》，在这一章里最大篇幅讲到了如何发挥机构投资者在公司治理中的作用。

在这个方面，如何发挥机构投资者作用方面，一是强调了机构投资者作为信义义务人要切实履行管理人的职责，积极参与公司治理。同时也强调披露的作用，作为机构投资者要披露他的制度和履职情况。

这是 2015 年继 OECD 发布的，刚才很多演讲嘉宾都提到了，在 2004 年《公司治理原则》基础上发表的《2015 年公司治理原则》，在这个原则里面，特别做出了一个最大

的体例上的修改，就是增加了第三章《机构投资者证券交易所和其他中介机构的作用》，在这一章里最大篇幅讲到了如何发挥机构投资者在公司治理中的作用。

在这个方面，如何发挥机构投资者作用方面，一是强调了机构投资者作为信义义务人要切实履行管理人的职责，积极参与公司治理。同时也强调披露的作用，作为机构投资者要披露他的制度和履职情况。

这是联合国 2006 年发布的《责任投资原则》里面的六项原则，我们看这六项原则，非常强调的是作为一个积极的股东，三和六都是强调披露如何参与公司的治理，如何履行自己的职责。

最后我们来看一下中国的现状。刚才几位演讲嘉宾都提到了中国在公司治理原则和立法方面的缺失或者很多方面已经落后了实践，跟我们的实践不相适应。在机构投资者参与公司治理方面，依然存在同样的问题。

首先，大家都提到了 2012 年的《上市公司治理准则》，规定的非常宽泛，对机构投资者没有定义，也没有对他的职责做出规定，也缺乏相应的行为规范，我刚才讲到的，法律职责、行为规范不明。监管部门、自律组织也好都没有介入对于机构投资者参与公司治理的规则制定，没有明确的制定规则，也没有采取措施，来加强监督。

除了这个之外，可能当下最最大的一个问题（有的问题我就不细讲了）是有的说 60 万亿，有的说 90 万亿，大量的理财产品。实际上理财产品按照国际通行的定义都属于机构投资者。

我们刚才提到的万科收购案中大量的理财产品参与到了公司的并购行为中，也参与到了公司治理中，而这些理财产品谁有权力履行投票权、表决权，履行股东权力的行为规范，在我们的部门规章里都没有规定，这就出现了一系列的乱象，刚才朱教授有提到了，我就不一一阐述。里面出现了非常严重的利益冲突，这就使得最后持有人的利益是得不到保护的，而这个问题恰恰我看目前讨论的还不多。

我刚才也讲到了，我们的行政监管部门没有法律的规定，行业组织如果是行业的协会和交易所也没有相应的行业规范和监督、督促机构投资者履行职责的规则和行为规范。所以当务之急还是要弥补立法的空白。

所以我们最重要的建议就是跟刚才几位嘉宾谈到的一样，要健全法治，明确机构投资者的法定义务；明确机构投资者参与公司治理的行为规范，防范利益冲突；强化信息披露，增强市场和投资者对机构投资者履行职责的监督；有关部门正在修改《上市公司治理准则》，在修改《上市公司治理准则》的时候，一定要明确机构投资者的职责，对他的履职行为和相关的信息披露提出原则性的规定。

谢谢大家！

毛志荣：境外投资者权利不可侵犯 也无特殊待遇

以下为毛志荣发言实录：

大家下午好！非常感谢清华大学五道口金融学院，提供这样的机会跟平台，大家一起来讨论“公司治理”这个问题。

我们说，这个问题在有公司以后，就差不多是一个永恒的问题，正像 Peter Sands 说的，这是一个“旅途”，不是一个终点。我想，以前谈、今天谈，未来还会继续谈。所以，有很多有意思的事情可以谈。

但是，我从香港交易所的工作和互联互通的角度，我们设计的方面，还是非常有限，我就从互联互通这一个角度。

在开始讲之前，我想讲两个事：1、今天我在这里所表达的观点是我个人的观点，不代表我所在机构的观点（这是一个常规的说明）。2、在讲公司治理跟互联互通之前，我想还是把互联互通（我们讲的沪港通、深港通）的情况，非常简要的跟大家做个说明，然后再关联到公司治理这个话题上。

现在我们想讲的沪港通、深港通，大家所说的互联互通，这个机制很简单，国际投资者需要投资 A 股市场，内地投资者需要投资国际市场，需求都在，但是我们有一个非常重要的管制，叫资本项下管制。就是说，钱能不能自由的出境？有限制，国际上的人、国际上的钱，也不能自由的进来，这在投资领域有限制。

另外，内地的制度跟国际的制度，基础的金融制度还有相当的差别，在这样的情况下，要满足市场的需要，满足投资者的需要，就要把两个市场连起来。在 2014 年 11 月 17 日开通了沪港通，把两个市场连起来了，连起来的主要特征也是很简单。千千万万内地投资者不需要跑到香港开户，就跟在内地跟内地的交易习惯一样，投资港股，国际上的也是这样。

价格发现，在香港，香港的股票就在香港撮合成交，一个地方价格发现，内地的股票、上海的股票，去年深港通通了以后，深圳的股票就在深圳撮合，一个地方形成价格。每天过境的是订单过境，人不用过境。每天晚上做股票结算的时候，其实只有两个机构过境，一个就是内地的登记结算公司，欠的钱和券给香港，香港的登记结算公司把欠的钱和券给了中国证券登记结算公司。

所有的钱都是买卖金额打差以后过境，这样的话就达到了市场最大的效率，维护了两地的基本市场制度，也达到了最小的制度改变成本的目的。目前运行良好，我们平稳推出，平稳运行。

在这里的结构下就是跟今天有一个关连的意思，千千万万投资者没有到对面去开户，千千万万国际的投资者没有进入内地开户，但是他们买了、持有了 A 股上市公司的股票。在这个价格中有一个非常重要的结构，叫名义持有人结构，这是我今天重点想讲的，名义持有人结构向下，投资者怎么参与 A 股上市公司的公司治理。

目前来说上海的股票、深圳的股票，上海是 500 多支，深圳是 400 多支，香港是 900 多支，大家放在一起，形成了一个大家都可以交易的共同市场，市值占了 80% 左右，按交易量分的话，应该是一半以上的交易量这期股票纳入了沪港通、深港通的标记股票。

从投资的角度来看，名义持有人的结构大家可以看到，如果从北上来看，就是投资 A 股股票来看，境外的投资者是通过香港结算公司持有 A 股上市公司，当中有一个名义持有人的结构。说得简单一点，就是香港结算公司有一个大账户，在中国结算，在 A 股的上市公司股东的名册上就是香港结算，代表了背后的千万投资者。

从开通两年多来看，境外的投资者已经占有相当比例的上市公司的股份，比如说上海机场，北上境外投资者已经占了 30% 左右的持有量。

在名义持有人账户下，境外的投资者怎么样能够参与到 A 股的上市公司公司治理？上市公司治理里面，大家知道里面说到底核心是两个，一个是剩余控制权的管理，就是说所有的权力你把它一份为二，一部分就是日常的管理团队在管的，剩下的你不能管的，我们股东大家一起管的，这个是剩余控制权的管理。这里面最直接的体现在一系列的事情的权力上面，召开、参与股东大会，向股东大会提案、表决等等这些权力。从现在已经运行的情况来看，在各项股东权力当中，通过公司行为等等这些都得到了体现。大家可以看到，沪港通现在已经有 2000 多次的海外投资者参与内地 A 股市场的投票。

这里大家已经看到了，在参与公司治理的过程中，参与股东大会的表决是保障投资者参与公司治理的一个非常重要的途径，OECD 基于 2004 年公司治理规则的最近修订版上也提出了要尽量为投资者行使股东权和所有权创造条件。

第二，现在 G20 的规则里面也说了，不能到现场投票的投资者要尽量采用电子投票，另外里面也提到了要为跨境跨国的投资者提供便利，不能有障碍。

在这样的情况下，大家想想，名义持有人账户，你代表了众多投资者，投资者里面有同意、有反对、有弃权，在原来 A 股的公司表决的情况下，一票可以占三种可能，当一个大管制来的时候，就必须具备一个大管制投三种不同的票，在沪港通、深港通之下有了突破，这也是为海外投资者参与公司的一个重要的制度安排。

最后，所有权这一项我非常简要地讲，海外投资者通过名义持有人账户下的权力。

第一是不可侵犯的。

第二，名义持有人项下的投资者，对你也没有特殊的待遇。

第三，境外投资者跟境内投资者在名义持有人账户下，也是能够得到同等的保护。

最后我想讲以后接下来做什么？就是两个方面。

第一，方便海外投资者参与股东大会的表决。

第二，加强信息沟通，让海外投资者能够及时了解、充分全面了解 A 股上市公司信息披露。

谢谢大家！



中国证券监督管理委员会上市公司监管部巡视员、副主任，中证监测总经理赵立新
证监会巡视员：用大数据对上市公司画像 以分类监管以下为赵立新发言实录：

大家下午好，我今天还是以中证监测总经理的身份来谈一谈金融科技对资本市场影响，以及如何利用好金融科技做好证券期货监管。我们现在有一些初步的想法和做法，给大家做一些介绍。

首先金融科技正引发资本市场非常深刻的变革，金融科技近来正以无可阻挡的势头渗透到资本市场，包括投资、交易、风控、合规等方面的重要领域。归纳起来我想谈三个方面的场景，可能作为从业者也会有很多切身的体会。

第一，基于人工智能的智能投资顾问和智能交易。

智能投顾是自动化的线上财富管理服务，运用一系列算法、模型为客户提供投资建议和资产配置的方案。与人工投顾相比，智能投顾具有更低成本、更强的纪律性、更广阔的服务面。

从国际上来看，当前美国在全球智能投顾市场中占据主导地位，已经有超过 200 家机构涉足这个领域，既包括一些传统的金融机构，也包括一些新的金融科技公司。在我国，智能投顾的业务处于一个起步的阶段，已经有超过 20 家机构参与其中。以互联网金融理财平台及初创公司为主，也包括京东、百度、阿里巴巴等互联网金融巨头。

在智能交易方面，近期我们也看到了一些媒体的报道，包括华尔街著名的高盛，原来曾经有 600 人的团队进行股票交易，如今只剩下 2 名交易员，其余的工作全部由机器来包办了。贝莱德集团也宣布辞退一批基金经理，并用量化投资的系统来取代人工的交易。这反应出华尔街正转向如人工智能驱动的交易系统，这些系统可以获取社交平台、新闻报道、金融数据等一切有助于其理解市场变化的信息，可以持续观察、学习和消化这些信息，不断优化预测，同时还能够克服交易员的情绪波动和非理性行为，做出更好的投资决策。

一家对冲基金数据服务公司特地追踪了 23 家使用人工智能技术的对冲基金，发现人工智能表现优于人类。所以我们现在也看到在资本市场的交易领域，也出现了像 AlphaGo 这样的机器，实际上它的表现已经超过了人类。

第二，基于大数据的指数产品、交易策略和信息增值服务。

2011 年伦敦一家资产管理公司推出了全球首支基于社交媒体的大数据对冲基金，该基金将 twitter 作为观察投资者情绪的窗口，以期获得超额收益。2014 年部分境内投资机构，也借助大数据优化投资收益，在这方面也取得了很大的突破。基于股票页面访问热度，微博上关于个股文章正负面影响等因素，推出了大数据指数。此外将大数据因素纳入投资分析框架，也已成为许多专业机构的标配。

近年来境外主要交易所开发了多元化的信息产品和服务，满足了市场对其大数据信息的旺盛需求。例如纳斯达克推出了一个市场情绪分析工具，通过过去 21 天的订单信息，反应纳斯达克市场参与者的买卖证券方向和热度，便于投资者分析和预测市场的价格变动。纽交所推出一个分析平台，允许用户推动线上对纽交所海量数据进行复杂的分析，支持包括金融建模等数据分析方法，还预留了 API 可编程接口，便于用户自行编程，进行更为灵活的大数据处理。所以大数据在国外的金融市场上已经成为一种公共资源，可以提供广大的投资者进行加工，为他们的客户进行服务。

第三，基于监管科技的风控合规系统。

近年来一些市场机构开始引入数据聚合、模式分析、云计算等综合技术手段，来提升合规工作的效率，降低合规成本，以应对严格的监管规定。监管科技这一概念也应运而生，英国金融行为管理局将其定义为运用新技术促进达成监管要求。据统计，目前全球有 6000 多家企业提供公司治理、风险管理和合规解决方案，产值已经超过了 1000 亿美元。在国内深圳的一家创业企业，为上市公司新三板挂牌公司，以及拟上市公司提供专业的合规管理平台，和合规业务咨询，填补我国这一领域的空白。可见金融科技能够充分利用所有信息发现价值，降低市场交易成本，提高市场配置资源的效率，不仅能够克服人类在交易操作上的缺陷，还能为投资者提供更多、更好的产品和服务。金融科技正引发资本市场方方面面的变革，有些甚至是颠覆性的。

这是第一方面，我们看到金融科技对资本市场创新发展的巨大推动作用。

二、金融科技也是一把双刃剑。

很多人对未来人工智能发展还是存在着疑虑和担忧，这些疑虑和担忧我认为不亚于上个世纪初人们对原子核物理最新发展产生的疑虑。爱因斯坦说科技是一种工具，究竟是带来幸福还是灾难，取决于怎样用它，取决于人自己。人工智能等新技术，应用到金融领域，引发变革的，也给市场稳定运行带来负面影响，资金流动变得更为频繁，风险传染渠道更为复杂，违法违规的行为更加隐蔽，也隐含了不少风险隐患。

第一，顺周期特征及交易行为趋同可能加大市场波动。

例如智能交易虽然能够快速、准确地捕捉到市场的变化，但是这种典型的趋势跟随策略会强化市场当前的走势，从而放大市场波动。同时由于大量的程序化交易，采用算法较为类似，其交易行为也将表现出一种高度的一致性，特别是在极端情况下，这种在科技场景下的羊群效应将触发集中抛售，从而在极短的时间内给市场带来极大的冲击。

第二，技术风险和操作风险相互加强。

金融科技完全或主要依仗于技术系统，而在系统设计时隐含着一些技术上的缺陷，可能给市场带来不可估量的影响。例如 2012 年 8 月 1 日发生的骑士资本事件就是如此，骑士资本是美国一家知名的量化交易机构，由于其服务器升级过程中出现了疏漏，在当天开始后 45 分钟内向纽交所发送了数百万的错误订单，导致 150 余支股票出现了异常的大幅度波动，并引发了熔断。所以科技的应用实际上加深了或者是扩大了操作风险。

第三，投资者适当性管理遇到了一些挑战。

很多客户的收益目标可能是较为模糊的，其风险承受能力为难以准确度量，往往需要主观的综合判断。依据客户调查问卷及行为数据对其进行分类，本身也是一个模糊匹配的过程。这就对人工智能技术提出了较为苛刻的要求，如果我们完全依靠机器、人工智能对投资者进行判断和筛选，很有可能把不合适的投资者引入到市场中，突破了投资者保护的底线。

这个我认为金融科技在资本市场中的应用可能带来的一些风险和负面的冲击。

下面我简单谈一谈金融科技在资本市场监管中的应用前景。

面对金融科技给金融市场带来的挑战，监管部门作为市场的管理者和组织者，也正在紧跟市场发展趋势，因时、因势而变，用金融科技武装自己，坚持底线思维，提升监管效能，维护市场稳定运行。

第一，探索智能监管。

目前境外监管机构正在积极引入人工智能技术，提升发现违法违规交易的准确率，同时能够识别出新的违法违规行为。例如美国金融监管局正在开发智能监管系统，无需预先编程输入已知的知识或答案，就可以更快速、准确地理解哪些情况需要预警，通过自学判断何种交易模式，最终需要执法介入，从而正确标记违规行为。甚至包括此前尽管中从未发现的违规方式。美国证监会正引入机器学习的方法预测投资者行为，评估市场风险，发现潜在的欺诈和监管部门的渎职。国内机构也正在积极地借鉴境外的监管经验，常识利用大数据对投资者和上市公司进行画像，便于进行更有效的行为分类监管。刻画金融机构间的网络拓扑结构，以掌握风险、传导路径，并进行压力测试。利用数据挖掘的方法，开发交易监察模型，提高对新型市场操作行为的识别效果。

第二，完善市场监管的基础设施。

区块链技术有助于降低市场主体间的信任成本、协作成本、审查成本和操作风险，提高交易后处理环节的效率，可以有效地改善交易结算系统等市场基础设施，在境外市场中纳斯达克推出了一个基于区块链的私募股权交易平台。澳大利亚证券交易所、韩国证券交易所，也正在积极开发类似的交易系统。

目前我们正在努力建设资本市场的大数据中心，完善信息基础设施的建设，集中整合证监期货行业全市场的数据，紧跟市场变化进行深入分析研究，探索智能监管的新模式。

1.用现代信息和网络技术，建立各监管业务条件之间、各市场之间的信息关联，实现跨交易所、跨境、跨账户的交易运行监控，努力提高监管工作的信息化水平，提升违法违规线索的发现能力。

2.进一步整合全市场数据的基础上，利用大数据技术深挖数据金矿，搭建能够模拟市场环境的计算实验平台，增强对市场走势和市场主体行为的预判能力，对监管业务和流程进行集中的再造，真正实现人在做，云在看。

3.在分析研究的基础上，基于金融理论的分析 and 大数据的优势，探寻、验证甚至创立我国资本市场有关理论和方法，构建资本市场运行及系统性风险，监控监测指标体系，开展政策效果的检验和评估，努力成为市场决策者的智囊。

谢谢大家！



上海黄金交易所理事长焦瑾璞：数字普惠金融应回归金融的本质

以下为演讲实录：

谢谢主持人，也谢谢主办方，也特别感谢廖理院长邀请，使我有机会在这里就普惠金融方面的一些学习和体会，跟大家做个汇报。

刚才听了李行长非常详细、全面和系统的报告，使我们对普惠金融，特别是数字普惠金融的发展，有了很好的概要。

今天，我讲的题目是《数字普惠金融应有边界》，我首先跟大家说一下为什么要选择这个题目，我最近也参加了一些会，尽管我不具体分管这个事，但是我也感兴趣，尽管现在是卖黄金了，为富人服务，但是我心系穷人，一直想着普惠金融。

研究来研究去我感觉到有一个问题，就是现在普惠金融特别是都打着数字普惠金融的边界、名义，到底应该干哪些事，应该有一个界定。

如果大家听不明白，我说个土话，比如说一个土员外有了很多钱，在旧社会，他可以看到好的、漂亮的姑娘都拿到家里当妾，这合适不合适？占用了很多资源，另外把外面的很多光棍汉造成了很多剩余。

现在，互联网金融企业到底怎么发展？是不是靠自己有钱什么都可以干？看着哪儿好就干什么。我今天就是围绕着这个题目，讲一下数字普惠金融要有边界。

首先，我想还是要跟大家一块儿回顾一下数字普惠金融的基本概念是什么，两个概念最权威。

第一，《国务院推进普惠金融发展规划 2016-2020》，将普惠金融定义为立足机会平等要求和商业可持续原则，以可负担的成本，为有金融服务需求的社会各阶层和群体提供适当有效的金融服务。这里面有很多定语，机会平等、商业可持续、可负担，并且是适当的服务。

第二，在去年 G20 会议上，数字普惠金融的高级原则，专门把数字普惠金融的定义做了一个解释，这个解释分为四个层次，也就是说有四个概念。什么是数字普惠金融呢？运用数字技术为无法获得金融服务和缺乏金融服务的群体，提供一系列正规金融服务。所提供的金融服务必须能够满足服务对象的需求，所提供的金融服务必须是负责任的、成本可负担的，所提供的金融服务对服务提供商而言必须是可持续的。我专门把几个关键词用不同的颜色标出来了，这才是数字普惠金融，并不是说你干的什么事都是数字普惠金融，里面有很多的要求，要负责任的、成本可负担、商业可持续、满足服务对象的，并且是一系列正规的金融服务，非法集资什么的这不能叫做普惠金融。

谁来提供数字普惠金融？产品是什么？也就是数字普惠金融的多元化服务主体和产品。像对于传统普惠金融来讲，主要是依托于传统金融机构或者类金融机构提供服务与产品。数字普惠金融就是拥有更加多元的服务主体与产品。

下面，我画了一个图，这个图就是表现出什么是传统金融机构和新兴的非金融机构对普惠金融这种产品的提供，可以说数字普惠金融既包含了传统金融机构对其传统普惠金融业务的数字化创新，如手机银行、互联网银行等。但是也包括了一些新型非金融机构提供的互联网金融产品，比如说网贷、第三方支付、互联网保险、股权众筹等等。

这是给大家汇报的提供数字普惠金融的主体和产品。

数字技术助力普惠金融发展。也就是说现在大家对数字普惠金融的发展很重要的一项，就是怎么来解决传统金融的成本高、效率低，最后一公里的问题。可以说随着数字化时代的到来，普惠金融与数字技术加速融合创新，为解决上述难题提供了一条可行的路径。

我感觉可以解决重点就是三个部分。

第一，提高了获取正规金融服务的可获得性。

第二，提高了金融服务的覆盖面，也就是说最后一公里有可能被覆盖。

第三，解决了成本的问题，我们用原来的思路，做银行代理需要门面房、人，物质基础很多，通过数字这种技术，大大降低了普惠金融服务的成本。

既然有有利的一面，也有风险和挑战的一面。可以说数字技术的应用极大的推动了普惠金融的发展，但是也带来了不少的风险和挑战。市场上甚至出现了许多打着数字普惠金融的旗号，借助互联网从事非法集资等违法活动。

现在来讲我感觉到几个方面还是挺突出的。

第一，跑路频繁，消费者的权益难保障。像中国的消费者权益保障应该还是空白，尽管我干过三年，确实没干出什么成绩，让大家现在还有很多跑路大家的权益保障不了。

第二，信息安全风险日益突出。用户信息泄漏、丢失、被截取、被篡改等案件时有发生，消费者个人隐私、资金安全已受侵犯。

还有一个金融风险不可忽视。互联网金融产品覆盖面广，产品风险普遍较高，产品间关联度也高。现在一下子所有的互联网金融企业全是全国性的，没有地域性的，这就很麻烦了，风险。

还有一个问题，还在学习，就是什么是数字普惠金融的高级原则。

第一个原则，我感觉很有必要再给大家念念标题：要倡导利用数字技术推动普惠金融发展。它重点是要采取协调一致，可监测、可评估的国家战略和行动计划。

第二个原则，一定要平衡好数字普惠金融的创新和风险的关系。

第三个原则，构建恰当的数字普惠金融法律与监管框架。

第四个原则，扩展数字金融服务基础设施生态系统。刚才李行长也论述得很清楚，数字普惠金融不是单个发展的，有赖于基础。



我记得很早以前我去孟加拉考察小额信贷，我回来得的结论是孟加拉的小额信贷理念我们可以吸收，形式吸收不了，因为那个地方跟咱们的农村不一样，可以开启小组会，咱们现在在农村都打工了，哪能开启小组会？所以说这个东西要动态结合发展过程。

第五个原则，采取负责任的数字金融措施，保护消费者。

第六个原则，重视消费者数字技术基础知识和金融知识的普及。

第七个原则，促进数字金融服务的科普身份识别，这是一个大漏洞，怎么来识别，把它百分之百识别。

第八个原则，监测数字普惠金融的进展。

我们刚才讲了基本原则以后，我没有详细扩充，但是这八个原则就是指明了我们发展数字普惠金融的框架，但是我想怎么来体会一把？我特别感觉到非常重要的一点，就是数字普惠金融应回归金融的本质，但是不忘普惠初心。

这里面有两点非常重要。

第一，普惠金融有别于政府扶贫，它不是慈善金融，也不是扶贫金融，它是实实在在的商业金融，就必须履行金融的内涵。

第二，它的经营必须要建立在商业可持续的基础上，而不是一锤子买卖。

怎么来建立这种商业可持续的普惠金融体系呢？我这里谈了五个着力点。

第一，加强金融基础设施建设。

第二，完善普惠金融组织体系。

第三，探索普惠金融的可持续发展模式。

第四，规范数字普惠金融发展，防范金融风险。

第五，加强消费者金融教育，保护金融消费者权益。

这些都是框架式的东西，我们还要回到金融的本质，而不是去漫无边界的。

最后，也就回到我标题的主题，如果回到本质，我们讲数字普惠金融的概念、框架、高

级原则、表现、挑战、意义以及我们对它的反思，我感觉到数字普惠金融应该有边界，这是对机构来讲。监管需要有新思路，数字普惠金融的发展需要加以引导和规范，才能保证其走上健康的轨道，甚至真正成为普及大众惠及民生的事业。

这里面我做了一个图，就是左边和右边，左边我们一定要解决行业边界模糊的问题，这个模糊下去，有可能变成互联网金融与传统金融行业边界十分模糊，形成大而不能倒，互联网金融巨头，到时候倒不了了。一会儿发言的还有这种金融、那种金融，之后我就感觉到微软怎么没搞金融？要是微软搞金融，那全球就是微软金融，将来垄断的问题怎么来解决？这个不解释了，大家想想吧，我今天讲的最重要的就是这个事。

监管体制错配，现在是分业监管体制，互联网金融一出现，金融业的混业经营格局错配，导致监管主体间职责不明确，谁是主监管的？以前咱们常说的谁生的孩子谁抱，现在不知道是谁生的孩子，谁都不管，出了问题以后也找不到人。

还有一个法律体系滞后，面对数字普惠金融的快速发展，相关法律体系往往显得比较滞后，怎么办？我感觉有四个思路。

第一，明晰互联网金融业务的边界。

第二，要在数字普惠金融服务中，金融机构与非金融机构之间的界限不明显，传统牌照制度下的机构监管方法并不适用，因此更需要行为监管。这是一个新的，我看咱们 CFCA 的领导也来了，2008 年金融危机以后监管的新动向。

第三，加强金融监管协调，构建适应金融市场发展的新型法律与监管体系。

第四，发展监管科技，不能说利用数字技术你去发展普惠金融，还要利用数字技术提升金融监管能力，这是一个最新的动向。像刚才李行长讲的，老同志也要适应我们的新动向，监管也要搞数字监管。

这就是我今天给大家汇报的主要内容，不对的地方请大家批评指正。谢谢大家！



京东金融首席执行官陈生强陈生强：未来的
金融服务将不分线上与线下

以下为演讲实录：

大家下午好。今天我们论坛的话题是普惠金融，京东金融作为一家服务金融行业的科技公司，实际上这几年来也一直在践行普惠金融。所以我想在这跟大家分享一下我们对普惠金融的理解。

普惠金融的定义由联合国在 2005 年提出，指用可负担的成本为有金融服务需求的社会各阶层、群体提供适当有效的金融服务，包括小微企业、农民、城镇低收入人群等弱势群体，都是重点服务对象。然而，即使从全球范围来看，目前大部分做普惠金融的机构都很难发挥出全力。其中有一个很重要的原因，就是没有找到一个可持续的模式，从而制约了普惠金融的推行。

那么目前制约普惠金融发展的最主要因素是什么呢？我们研究认为，是可负担成本。我们需要从经济学的理论角度来分析这个事情。

经济学中，企业成本有一个划分维度是分为固定成本和变动成本。成本结构的不同，让经济实体所能服务的对象的广度和深度也完全不同。拿金融行业来讲，如果一个金融机构固定成本低、变动成本高，那么只能去服务高收入人群和高价值的大公司，向下覆盖是不经济的。反之，如果固定成本高但变动成本低，则相对没有边际的限制，可以快速复制，覆盖更多群体，实现规模效应，这是符合经济学规律的。

但就目前来看，金融机构的成本结构恰恰是以前一种为主。拿对小微企业的信贷业务来说，金融机构在获取用户、风控以及运营操作三大环节，基本上都是在依靠传统的模式——靠广告、靠地推去获客；靠人工调查来做风控；在申请、受理、授信、放款、贷后等一系列流程管理上也都是大量的在使用人工来审批和操作。如此一来，就造成了做小微信贷的变动成本过高。

我们此前看到的一份调查报告显示，在拉美、东南亚、非洲等地区，金融机构做小微信贷每个账户的运营成本，包括获客、信用风险管理以及流程管理的成本加起来要占到总成本的 30%-40%。再加上小微企业经营风险相对大，并且抗周期性风险能力弱，因而金融机构做小微信贷的坏账率相对会比较高。这两个因素加起来使得做小微金融盈利十分困难。

要做普惠金融，必须找到低成本、可持续的模式。就目前来看，传统金融机构践行普惠金融急需解决的就是变动成本高、信用风险高的问题，而科技公司正好可以助力金融机构改变自己的成本结构、并通过贷前、贷后管理降低信用风险，优化服务能力。

首先，科技公司可以通过互联网的方式触达到传统金融难以触达的人群。尤其以互联网为基础的科技公司通过自身的生态建设，拥有了很多场景。大家都很清楚的是，像京东金融，大量的金融服务是在真实的生活消费场景和产业场景中实现，我们将这种场景开放给传统金融，就可以降低金融机构的获客成本。

其次，科技公司可以在生活消费和产业交易场景中获得大量的数据，这些数据真实反应了客户需求和实体经济的产销情况，通过这些数据+风控技术可以去做风险管理与风险定价。金融机构可以跟科技公司展开技术层面的合作，让科技公司的风控技术和金融机构的风控能力进行结合，就可以降低欺诈和信用风险。

第三，在流程运营层面，科技公司基于更好用户洞察能力、产品洞察能力，可以在交易场景中嵌入金融服务，实现从客户申请、授信、放款、贷后的全流程贯通，让客户在交易场景中获得贷款，不仅可以降低成本，还能极大地改善客户体验。当这种能力与金融机构进行连接，也将极大地降低金融机构的流程运营成本。

上面这几个点，京东金融都在实践。下面，我简单介绍一下京东金融是如何去做普惠金融，以及如何为金融机构提供助力的。

第一个，批量获客方面。例如，面向个人的消费金融，京东金融基于京东数亿用户的基础以及电商交易场景，2014 年推出了业内首款互联网消费金融产品“白条”。这几年来，我们基于对原有场景的深耕以及外部场景的扩展，为很多的 90 后提供了人生第一笔授信，切入了传统金融不便触及或者触达成本较高的弱信用人群或较低收入群体，帮助他们发掘和变现了信用价值。

第二个，在风控方面。不管是刚才提到的白条，还是京东金融最早做的供应链金融，都是在依据大数据和人工智能等新技术在做风控，没有一个人工信贷审批员。当我们的智能风控体系建立起来之后，几乎就不再产生变动成本，为 1 个人放款和为 1 亿人放款，除了带宽成本外，我们的成本几乎没有增加。所以，即使用户 1 次只借 100 块钱，我同样可以借给他。并且，我们的产品几乎都是按天计息，随借随还。

第三个，在流程运营方面，拿我们的农村金融的养殖贷来说。首先我们基于对行业的深刻理解构建风控模型，通过对养殖结果的收益测算而为农户提供授信。授信之后，并非不管了，而是继续做养殖过程的全流程贷后管理，帮助农户做养殖管理。包括为养殖户提供免费的云端的养殖管理系统、监控系统、物流管理系统等等，帮助养殖户建立一套集物流管理、信息流管理和资金流管理于一体的现代化农业养殖管理体系，实现养殖技术的升级，促进养殖的集约化、规模化。

基于这样一套养殖管理体系，我们有能力精准的把资金定时、定量、定向的投放到养殖过程中，让农户实现资金使用效率的最大化。拿养鸡这件事来举例，养一只鸡 42 天，大约需要 15 元饲料款。传统做法是在第一天贷款给农民 15 元，42 天后连本带息收回，农民为这 15 元支付 42 天的利息。但我们知道，其实小鸡在第一天只吃很少的开口料，可能只需要 2.3 毛钱，一周之后需要另外 1 元的饲料。我们现在就可以做到把饲料的用

量精确到天、精确到克，并据此匹配贷款资金，其结果是农民最终支付的利息非常之低，覆盖养鸡过程中需要的 15 元饲料款，总共只需要支付利息 6 分钱。

如此一来，我们不仅提高了整个贷前、贷中、贷后的流程效率，实际上还在这个过程中降低了信用风险。不仅农户对贷款利息可以承受，京东金融也可以赚得利润。由此可见，不管是哪一个环节，科技实际上都是实现普惠金融的重要手段，但科技公司本身做金融服务是难以满足普惠金融的需求的。实现普惠金融，传统金融机构的力量不可或缺，他们应该是推动普惠金融的主力。近年来，中央密集出台多项扶持政策，力推银行设立“普惠金融事业部”，有力推动了金融供给下沉，包括几家国有大行在各地的分支，以及遍布各地的农村商业银行，几乎是覆盖全国各个角落。这些金融机构如果能够通过科技赋能，将线下优势与线上打通，将很快发挥出最大的效能。我们认为，未来的金融服务将是不分线上与线下的，而是要融合在一起，形成一个“O+O”的模式。

从普惠金融延展到所有的金融服务，逻辑是一致的。放眼全球，传统金融拥抱新兴科技，利用科技的能力降低成本、提高效率、增加收入正在成为一股不可逆转的潮流。美国、欧洲，高盛、摩根斯坦利、瑞银等传统老牌金融机构无不在将科技视为参与全球竞争的核心能力。科技能够为传统金融带来的赋能，并非只是流量、渠道等浅层次的东西，而是真正能对其核心业务进行重塑。在这个大的时代潮流下，中国的金融机构完全可以在做好普惠金融的同时实现模式的迭代，也完全可以借助科技的力量重塑在世界金融体系中的地位格局。

谢谢大家。



中国互联网金融协会会长李东荣
李东荣：数字普惠金融面临四大挑战

以下为文字实录：

中国互联网金融协会会长李东荣：

各位嘉宾、各位朋友：大家下午好！

我很高兴出席今天的清华大学五道口全球金融论坛，与各位专家共同探讨“技术驱动下的普惠金融创新”这一重要议题。

我们知道，自从 2005 年联合国首次提出普惠金融的概念以来，经过十多年的探索和发展，我们注意到普惠金融的内涵、外延，以及实现手段，都在不断的丰富和完善。

各国逐渐形成了一些好的做法和典型经验，中国也不例外，目前在中国，普惠金融的发展呈现出服务主体的多元，产品服务的多样，服务覆盖面较广等特点。简而言之，金融服务的可获得性，在不断提高。

根据世界银行在普惠金融指标上的最新数据，目前中国的大部分指标，均排在发展中国家的前列。特别是账户的普及率和储蓄的普及率等指标，甚至优于 G20 国家的平均值。

虽然我们取得了这些成绩和进步，但我们国家与其他国家一样，依然还面临着普惠金融成本高、效率低、服务不均衡、商业不可持续等全球化的共性难题。

这些难题，成为实现全面普惠金融目标的主要障碍，需要我们进一步的努力去破解。

我们也欣喜看到，近年来在新一轮科技革命和产业变革的时代背景下，以云计算、大数据、移动互联网、人工智能等为代表的数字技术，在不断取得新的突破。一个以技术为主要驱动的数字普惠金融新模式，正在全球范围内加快形成。这为解决上述全球的共性难题，提供了可行的路径和技术支撑。各国正在加大这方面的理论研究和实践探索。

这里，我们也尝试对数字普惠金融的未来发展，做了一些分析：

一是有助于解决“普”的难题。

数字普惠金融通过电脑、智能手机等终端进行操作，可不受时间、地点、气候等客观因素的影响，使金融血液持续的流向更深、更广的经济末梢神经。

今天，可以说，只要网络普及到哪里，金融服务就有可能拓展到哪里。使得更多的人普遍的分享到金融服务的雨露甘霖。

二是有助于解决“惠”的难题。

数字技术在普惠金融领域的创新和广泛运用，可以减少以往的信息不对称，提高金融交易效率，实现规模经济效应。从而有效降低金融服务的边际成本，使得小微企业、农民等服务对象能够获取价格相对合理、安全便捷的金融服务。

三是有助于解决服务质量的难题。

传统的普惠金融服务内容和质量，往往受限于物理网点、机具布设，以及人员的安排，难以做到基础服务均衡化，特色服务精准化，而依托数字技术和移动终端，我们可以实现线上与线下的有机结合，场景与流程的有效整合，为客户提供高效、便捷，服务要素标准化程度较高的一站式综合金融服务。

随着国家基础设施条件的改善，我们的老百姓，包括边远地区的工人农民，只要手持一部普通的手机，就可以享受到上述的基础金融服务。

四是有助于解决商业可持续的难题。

数字普惠金融在解决“普”、“惠”和服务质量等问题的基础上，凭借更广泛的客户群体，更低廉的渠道成本，更精准的风险定价，有助于解决传统普惠金融服务成本与收益不对称的问题，实现普惠金融发展的商业可持续性。

然而，我们在肯定技术进步带来金融服务质量效率提升的同时，还应该看到，由于数字普惠金融在业务模式、技术属性、风险特征等方面的新特点，也带来了一些前所未有的新挑战，需要引起普惠金融从业者的高度重视。

一是风险治理的挑战。

数字技术的应用，并不会改变金融风险的隐蔽性、突发性、传染性和服务外部性的特征。在多维开放和多项互动的网络空间，金融风险、技术风险、网络风险更容易产生叠加和扩散的效应，使风险传递得更快、波及面更广。

二是数字鸿沟的挑战。

农民、低收入人群由于往往缺乏足够的数字支持，技术与技能，容易形成不同教育程度、年龄结构、地区居民之间的数字鸿沟，导致不同群体从金融服务中获益的能力有所分化。而且弱势群体对于物理网点的依赖度相对更高。一旦数字技术越来越多地替代物理网点，也可能引发技术性的金融排斥。

前段时候我遇到一些银行界的老前辈，他们就跟我们提这个问题，就说现在的互联网技术发展之后，确实很方便、很快捷，但是我们要考虑到他们年纪大的人，特别是 60、70 岁的人，眼睛也不好使，新东西玩得也没有那么熟练，怎么让老同志在使用这些新的工具方面能够更加容易操作。这还是银行界的老前辈提出来，不能光考虑年轻人的想法，还要考虑老同志的习惯。

三是基础设施的挑战。

数字普惠金融创新依赖于支付清算、信息通讯等基础设施的有效延伸和扩展。但是作为公共品或准公共品的基础设施，在建设升级方面往往需要较长的时间和较多的投入。

此外，数字普惠金融的快速创新，还对普惠金融信用信息体系、数据统计和监测评估体系、数字普惠金融的标准体系等基础性工作提出了更高的要求。

四是监管适应性的挑战。

在监管体制方面，数字普惠金融的跨界特征明显，需要完善综合监管和穿透式监管，加强监管的协作和信息共享。监管资源方面，数字普惠金融模式众多，创新速度快，给监管人员、监管工具提出了更高的要求。在监管能力方面，需要注重利用数字技术对现有的监管流程和系统进行优化和改进，否则我们是难得实现有效的在线监管、实时监测。

基于上述分析可以看到，数字技术在解决普惠金融老课题的同时，也会带来新挑战。因此在推进数字普惠金融的过程中，不能仅依靠技术单兵突进，或者把技术过度地神化、泛化，而应该研究推动包括政策、制度、技术等在内的一揽子系统性的普惠金融解决方案。

第一，构建数字普惠金融的政策支持体系，坚持普惠金融服务主体的公平准入。

现在的主体是多样化的，既包括传统的金融机构，也包括很多新兴的金融机构。所以说要坚持服务主体的公平准入、公平竞争和公平归置，要按照一致性的原则来进行管理，着力破解不合理政策的约束和制度瓶颈，增强数字普惠金融发展的内生动力，通过各有侧重、相互协调、有机衔接的货币政策、信贷政策、财税政策以及其他配套政策，为数字普惠金融的发展创造良好的政策环境。要支持各地区结合基础设施条件、产业结构等具体情况，因地制宜地发展移动金融、供应链金融等有特色的业务模式。

第二，完善数字普惠金融的风险治理体系。

逐步制定完善相关法律法规，明确服务供给、需求主体的权利义务，确保数字普惠金融纳入法治化的轨道。建立完善数字普惠金融的行为监管、审慎监管和市场准入体系，注重借鉴监管沙箱、监管科技等新的理念，利用数字技术来改进监管的流程和能力，探索针对数字普惠金融的区域试点、产品实验、压力测试等创新的管理机制，使所有的创新带来的风险始终处于可管、可控的范围。

要发挥行业自律作用，通过制定信息披露、信息安全、业务经营等行业标准和规则，降低行业整体发生风险的概率，督促从业机构提高风险管理能力。

第三，建立数字普惠金融的技术创新体系。

鼓励传统的金融机构和新兴的业态主体结合自身特点，发挥各自的优势，建立完善事业部、实验室、矩阵式项目组等创新管理平台，以客户普惠金融需求为中心，加强数字技术创新应用和产品研发。如运用大数据技术，完善客户画像、市场营销、风险定价等业务功能，开展精细化、精准化的普惠金融创新。运用云计算应用，实现业务系统的弹性扩展和金融服务的集约式发展。更好地适应小微客户单笔小额海量交易的特点，运用移动互联技术和电子商务、公共服务等场景紧密结合，实现服务的实时化、随身化和移动化。

此外，还应积极探索人工智能、区块链等新兴技术，在大众理财、精准扶贫等普惠金融领域的创新方面。

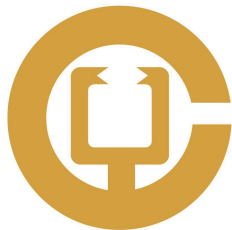
第四，建设数字普惠金融的基础设施体系。

加大公共部门、社会资本等多元化投入，进一步完善支付清算、信息通讯等基本设施体系，使普惠金融服务能够更加安全、可信、低成本地扩展到更广泛的区域和群体。要依法使用传统银行信贷数据以及电子商务、公共缴费、网络金融交易等新型数据，逐步建立覆盖全社会的普惠金融信用信息体系，推进数字普惠金融统计和监测评估体系的建设，实施动态监测与跟踪分析，加快数字普惠金融的标准体系建设，提高普惠金融在服务要素、信息安全、隐私保护、产品定价、合同文本、合格投资者认定等方面的标准化、规范化水平。

第五，完善数字普惠金融的消费者保护体系。

今天我看到我们焦瑾璞先生，原来是央行消保局的局长，今天也来了，通过安全简单的操作界面，通俗易懂的产品说明等，让金融服务变得更加易于操作，妥善解决数字鸿沟问题，避免产生新的金融不公平。要通过数字可视化的信息披露、产品登记、风险提示等，提高普惠金融服务的透明度。运用数字技术建立远程客服、在线投诉、生意处理等机制，丰富消费者保护手段，广泛利用传统媒体、数字媒体等渠道，实现普惠金融知识普及精准教育，提高消费者的数字金融能力和素养。

总之，数字普惠金融作为当代技术驱动的普惠金融新模式，既解决了一些老的难题，同时也带来了一些新的挑战。中国互联网金融协会作为国家行业自律组织，高度重视数字普惠金融的应用实践和风险治理，我们愿与各界同仁一道共同研究、通力合作，努力实现我国数字普惠金融的美好愿景。最后祝本次论坛取得圆满成功，谢谢大家！

**超赢投资**