

“一带一路”料掀起国内第四次投资热潮

□民生证券 管清友

3月28日,《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》公布。从国内层面看,“一带一路”可能点燃继1993年、21世纪初入世和2009年“4万亿”之后的第四次投资热潮。随着“一带一路”战略进入落实阶段,投资低迷的趋势可能出现逆转。

一、新供给主义： 摒弃需求紧缩,加快供给改革

2014年初开始,决策层首先在需求端采取更加积极的调控政策,标志性事件是央行在2014年1月通过SLF锁定利率上限,随后央行又在2014年4月启动定向降准和PSL,这种定向货币宽松在二季度取得一定效果,经济增长也暂复企稳。但到了2014年下半年,在房地产的拖累之下,经济增速再度下行,决策层随之进一步调整思路,不再拘泥于定向的思路,而动用了所谓的全面宽松工具,即降息和降准。

表面上看,在这个阶段已经放弃了需求紧缩,开始进行“中国式供给主义”的尝试,即“需求端宽松+供给端结构改革”的政策搭配。实际上,由于主客观环境的影响,需求端并没有看上去那么宽松,甚至还是偏紧。

从货币政策来看,还是偏向“稳健”。货币宽松关键要看利率,从去年降息到现在,尽管实体中的贷款利率有所下行,但银行间利率不降反升,就连春节后都没有出现传统的季节性宽松。面对这种情况,央行虽然下调了逆回购利率,但还是连续四周净回笼,这种“有价无量”的操作导致银行间短端利率一直下不去,这直接制约了长端利率下行以及银行配置实体资产的意思,也制约了实体经济成本的下行。

从财政政策来看,积极的财政政策还有较大空间。横向来看,我国的预算内赤字率一直比较保守,而近两年的一些客观原因也进一步制约了财政步伐。财税改革的推进导致地方政府的公共支出有些力不从心,尤其是“43号文”相当于给地方政府戴上了债务的紧箍。同时,房地产下行导致土地财政大幅受限,地方政府失去了最重要的收入来源,政府性基金增速大幅放缓。这些因素交织在一起,导致去年以来预算内和预算外的公共支出几乎大幅下滑,一定程度上造成了中国式的“财政悬崖”。

所谓的积极财政和稳健货币在实际执行中似乎变成了财政货币双紧,这似乎并不符合当前经济转型升级的要求。一方面,偏紧的政策加剧了传统产业的下行压力,可能会造成系统性金融风险;另一方面,新兴产业的生长空间也可能在偏紧的政策之下受到挤压。

所以,我们预计决策层可能会在宏观管理的思路有所调整,2015年可能就是具有转折点意义的一年,这一次转折的核心抓手就是“一带一

路”战略的实施,这不仅会改变中国的宏观政策取向,而且可能改变经济运行逻辑。

二、“一带一路”战略可能掀起国内第四次投资浪潮

历史上看,任何一个新兴大国在经过起飞的初期都是依靠投资和出口,而经过高速的投资和出口增长后,当外部环境发生变化、经济增长点青黄不接的时候,都容易陷入产能严重过剩的困境。这个阶段往往需要政府政策思路的大胆突破和转型。美国在二战之后推出马歇尔计划,日本上世纪70年代提出列岛改造计划,都是如此。这两个计划对美国和日本经济带来了深远影响。如今,“一带一路”大战略也可能成为中国经济的重大转折点。

从国际层面看,这是中国在新常态之下对国家资产负债表改造计划,也是中国在国际舞台上重构亚洲乃至全球秩序的一次战略尝试。过去中国的开放是以贸易为中心的、被动的单向开放,未来中国的开放将是以投资为中心的、主动的双向开放,既要引进来,又要走出去。

在连续三十多年的高速增长之后,我国不仅积累了巨额国内财富,同时积累了大量的海外财富。截至2014年,中国已拥有6.3万亿美元海外资产,净资产达到1.8万亿美元,是仅次于日本的全球第二大海外净资产国。但遗憾的是,如此庞大的海外净资产一直伴随着“负收益”,这主要源自对外资产和负债结构的不匹配,即我们的对外资产60%以上是央行手中低收益的外汇储备,对外负债则有接近60%是高成本的外商直接投资,两者的收益差导致我们在手握巨额净资产的同时,却要向别人支付投资收益。从宏观上讲,这实际上是通过牺牲GNP来换取GDP,并不符合国民福利最大化的原则。

扭转这种困境的关键在重构国家的资产负债表,即加快非央行部门的对外直接投资,优化对外资产结构,提高对外资产的战略收益。过去央行集中管理外汇资产的结果是大量配置美债等资产,这种资产不仅经济收益低,而且在一定程度上为美国和美元做了嫁衣,妨碍了人民币国际化,不符合中国的利益。现在通过“一带一路”等国际战略的实施,推动国内企业赴海外投资,既能推动国家对外资产的多元化,又能拓展中国的海外存在,推动战略外交,一举两得。

中国国家资产负债表的重构还将深刻改变国际金融版图,未来中国主导的亚投行将大有作为,有望打破美国主导的世界银行、IMF和亚洲开发银行对国际金融版图的垄断。历史上,日本和美国在这个阶段同样都积累了大量的外汇储备,而当国家需要通过对外产能输出化解产能过剩时,外汇储备恰好可以用于为国内企业的海外拓展提供融资支持,最好的方式就是建立多边金融机构。美国主导建立了世界银行,日

本主导建立了亚洲开发银行,这一方面可以支持本国的海外投资,另一方面也让两国在国际舞台上掌握了更大的话语权。这正是目前中国最为需要也最为欠缺的,而亚投行的出现将彻底改变这一窘境。英国、德国、法国、意大利等美国的西方盟友已经先后宣布加入亚投行,韩国、澳大利亚也确定加入,由美日垄断的国际金融版图开始悄然瓦解,这或许意味着一个金融多极化的新时代正在到来。

从国内层面看,“一带一路”可能点燃继1993年、21世纪初入世和2009年“4万亿”之后的第四次投资热潮。改革开放以来,中国经历了三次投资热潮。第一次是1993-1994年分税制改革之前,各地掀起市场经济的第一波投资热潮,当年全社会固定资产投资增速达到创纪录的62%;第二次是2003年,亚洲金融危机之后的产能收缩首一段落,在2001年入世的制度红利和人口红利叠加的影响之下,房地产和制造业投资迎来黄金增长期,推动全社会固定资产投资连续三年保持25%以上的高增长,直到2008年国际金融危机爆发;第三次是2009年,面对全球金融危机带来的巨大压力,决策层推出“4万亿”的一揽子刺激计划,当年固定资产投资增速达到30%,拉动中国经济迅速触底回升。在那之后,投资便在产能过剩的压力之下持续回落。尤其是2013年以来,全社会的固定资产投资增速从20%以上大幅滑落至15%,创2001年以来新低。不过,随着“一带一路”战略进入落实阶段,投资低迷的趋势可能出现逆转,中国经济的第四次投资热潮可能即将拉开序幕。

从纯经济角度,相关项目建设将直接或间接拉动投资和经济增长。我们根据公开收集的信息统计,各地方“一带一路”拟建、在建基础设施规模已经达到1.04万亿元,跨国投资规模约524亿美元。考虑到一般基础设施的建设周期一般为2-4年,2015年国内“一带一路”投资金额或在3000-4000亿元左右;而海外项目(合计524亿美元,每年约170亿美元)基建投资中,假设1/3在国内,2015年由“一带一路”拉动的投资规模或在4000亿元左右。考虑到基建乘数和GDP平减指数的影响,我们预计将拉动GDP增速0.2-0.3个百分点。

更重要的是,“一带一路”可能重新改变地方政府的行为模式,新一轮的地方政府投资冲动可能随之引发。各地方政府都已经认识到,“一带一路”是当前最重要的国家战略。从2015年地方“两会”透露的信息来看,各地都在上项目,对接“一带一路”战略,希望把自己打造成“一带一路”的关键节点。这可能使地方政府被压抑的投资冲动重新爆发。

总体来看,决策层宏观管理的思路可能在2015年出现重大转折,从紧缩需求倒逼结构性改革的思路,逐渐转向需求扩张配合供给改革的思路,而“一带一路”就是这种转变过程中最重要的催化剂。

中国式P2P行业发展远未成熟

□中国社会科学院金融研究所 曾刚

最近以来,互联网金融的热度超出想象,P2P网贷尤其引人关注。任何政策面的风吹草动,都会掀起一番波澜。应该说,中国式的P2P网贷,从诞生之日就争议重重。在支持者看来,P2P网贷突破了金融市场信息不对称的痼疾,可以有效降低融资成本,提高融资可得性,并推动普惠金融的发展;在批评者看来,P2P网贷(尤其是中国式的P2P)并非真正意义上的互联网金融创新,不过是传统民间借贷披上互联网外衣后的卷土重来,昙花一现之后注定会是一地鸡毛。与其在国外发展的低迷相比,如何看待P2P网贷在中国的异军突起?这是很值得探讨的问题。

一、中国式P2P网贷的创新与异化

尽管争议不断,P2P的实践一直如火如荼,从早期的个人创业为主,快速发展到各路资本云集,数十家商业银行、证券公司以及上市公司先后介入其中,进一步激发了相关概念在资本市场上的关注度。据不完全统计,截至2014年12月底,网贷行业总体贷款余额达1036亿元,是2013年的3.87倍。而到2015年2月末,网贷平台数量已超过2000家。其中,仅2月份新增平台52家,同比上升23.81%,活跃投资人接近100万人,是上年同期的5倍,活跃借款人则达到16.18万人,是上年同期的6倍。目前来看,这一迅猛发展的势头预计还会持续一段时间。

所谓P2P(Peer to Peer),本意是点对点或端对端,在融资市场中,P2P贷款则是对“Peer-to-peer Lending”,即“点对点(人对人)信贷”的概括,是一种聚集小额资金借贷给有资金需求人群的商业模式。一般认为,该种借贷模式发端于尤努斯在孟加拉国的实践,也有认为这种借贷类似于中国早期的“标会”。简言之,P2P网贷,是通过互联网的信息平台来实现资金出借人和贷款人直接对接的一种融资模式。在理论上,由于互联网平台的信息收集成本较低,加之去除了资金中介,P2P网贷可以服务于更为小额、零散的融资需求。国外的P2P平台基本沿着上述这种基准模式展开,纯线上交易、信息平台、个人借贷以及直接融资等关键词,基本是代表性P2P平台的主要特征。因为其直接融资的基本属性,美

国在2008年将P2P网贷划入了证监会(SEC)的监管范围。

不过,由于各种各样的原因,中国P2P网贷行业的发展并未沿着国外既有的路径展开,而是迅速创新和异化为多种不同性质的形式,大致有以下几个方向。

一是模式上的异化。目前,除了极少数的完全信息中介(即平台本身仅作为提供借贷信息的角色,完全提供线上服务,在债务出现违约时,网贷平台不承担支付本金和利息的责任),其他平台或多或少都偏离了P2P网贷的基准模式,性质趋于复杂化。

第一类模式创新是线下与线上交易的结合,即P2P网络借贷平台在线上提供交易信息,具体的交易手续、交易程序,以及对于借款人的资信审查等,都在线下完成。当然,不同的平台基于成本收益的权衡,在线下渠道的布置上采取了不同的方式。有的是完全自建渠道,有的是加盟管理,有的是外部合作(如与小贷公司合作推荐客户)等。除负责借款人信息审核外,多数平台还作为贷款人本金提供担保,有借助外部机构(如担保公司、保险公司)的担保,也有隐性担保(如风险准备金,类似于银行的拨备计提)。所有这些安排,让P2P网贷平台开始从信息中介演化为准信用中介,其职能、风险与法律特征都逐渐向银行靠拢。

第二类模式创新是非标准债权的打包与转让。一些P2P平台除贷款中介外,还将非标准债权(即企业、个人借款或票据)进行打包,分割成小额标准化债权,在网络平台供投资人认购。与一般意义上的民间借贷和网络借贷不同,这类交易涉及的金额相对较大,更重要的是,这种交易模式已接近于信贷资产证券化,属于金融市场交易较为初级的模式,远远超出了民间借贷应有的范畴。

第三类模式创新是融资租赁平台。在这种模式中,购买、出租特定物品的交易,被转换为一种固定收益的股权投资。投资人的投资,实际上是向供货人购买租赁物件,并租给承租人使用,承租人则分期向投资人支付租金(投资收益)。在租赁期内,租赁物件的所有权属于出租人所有,承租人拥有租赁物件的使用权。目前不少平台与融资租赁公司合作开展此项业务。

二是产品上的异化。与国外的基准模式相比,中国式P2P网贷在交易模式上的创新,也极大拓展了其产品类型及其目标客户范围。在信

贷产品上,基准模式以信用贷款为主,而在中国的实践中,除信用贷款外,抵押贷款(住房抵押、汽车抵押,等等)、供应链融资、资产支持型证券(如融资租赁类产品、票据类产品等),不一而足,几乎涉足到了银行信贷业务的主要方面,由于不存在相应监管,其便捷程度甚至超过银行。在客户上,P2P网贷平台的服务对象(更多是资产端客户)也远远超过了个人客户的范围,相当多的企业涉足其中,作为其正规融资渠道之外的补充。目前来看,这种客户偏移的趋势日益明显,以至于一些观察者认为,P2B(即个人对企业的直接融资)将成为未来P2P平台发展更为主流的方向。

二、中国式P2P网贷方向

在创新和异化道路上一路狂奔的中国式P2P网贷,未来的发展趋向会是怎样?经过大浪淘沙的风险洗礼后,是否会回归其本源模式?要回答这些问题,就必须先搞清楚中国式P2P网贷创新和异化的根源何在。在我们看来,这与中国目前的金融环境密切相关。

其一是一信用环境相对滞后。到目前为止,我国的征信体系仍在完善过程中,尽管经过多年建设,人行征信体系已经积累超过3亿的个人和企业信用信息,但对整个经济体而言,覆盖仍不充分。此外,对失信行为的惩戒制度也不够健全,导致借款人违约成本较低,难以有效抑制违约风险。这种状况,给P2P网贷带来的现实问题就是无法利用互联网大数据的比较优势。由于不能接入人行征信的征信系统,其在借款人信息获取和筛选上较银行还处于劣势,而不得不采用线下模式,利用人海战术来获取相关信息,并实施信贷风险管控。

其二是一金融管制对民间(商业)信用的长期压制,使许多合理、正当的融资需求不能得到满足。长期以来,我国的金融业管制相对严格,金融业务被局限于持有牌照的正规金融机构,个人和实体企业难以介入。在成熟经济体中普遍存在的财务公司,商业票据等事物,在我国都受到严格的限制。这种管制的直接后果,是在一定程度上使金融供给与需求脱节。从金融机构角度对业务风险的判断,往往不能反映实体经济的真实状况,而且,正规金融机构过于刻板的业务流程,也容易使产品、服务脱离实际需要。所有这些,为民间金融的长期活跃创造了最基本的条件。P2P网贷的横空出世,为这些压抑已

久的民间(商业)信用找到了一个爆发的出口。在这个意义上,或许我们也可以将P2P网贷的繁荣,看作是民间(产业)资本争取金融民主化和金融市场化的一种尝试,是中国金融管制放松和利率市场化进程不可分离的内容。

基于以上两点不难理解,中国式P2P网贷为何会在创新和异化的道路上一路狂奔。抛开监管不谈,在市场主体主导下,行业未来的发展会有以下几个可能的方向。

第一,回报趋于正常,大型互联网企业的优势将逐步显露。在中国的实践中,对个人的小额贷款是许多P2P平台最初的主要领域。但正如我们前面介绍的,在现有的信用环境下,普通平台无法利用大数据的优势,反而更多采用传统银行的线下模式。而且,在资金来源方面,除了要付给投资人具有竞争力的收益外,线上导流成本也异常高昂,这给P2P网贷平台的借款利息提出了很高的要求。从目前的数据看,在2014年,网贷平台借款人的综合成本大致在11.97%-29.14%之间,部分借款人甚至会更高。如此高的借款成本不具有可持续性。而且,高利率水平也必然意味着高风险。一旦信用风险上升,网贷平台难免会被波及,过去一段时间的跑路潮,在很大程度上应与风险暴露上升有关。基于以上,我们认为,由于资产端的高收益难以维持,目前P2P平台产品的收益将趋于正常化,而且,考虑到高昂的运维成本,大型互联网企业由于有低成本客户流量保障,其竞争优势将会逐步显露。主要的业务方向会根据这些互联网企业本身的业务重心,而集中于个人消费信贷等零售领域。

第二,银行在P2P领域有着巨大的想象空间。与普通的网贷平台相比,银行在P2P领域有明显的先天优势。资产端,银行掌握着质量最好、数量最为庞大的各类金融资产,能提供稳定的回报,且风险较低。负债端,银行体系也拥有最为广泛的零售和企业客户群,能以较低成本获取资金。这些天然的优势,为银行涉足P2P网贷奠定了良好的基础。从性质上看,银行涉足P2P网贷,在资产端的效应类似于信贷资产证券化,但更加便捷、监管成本更低;在负债端,由于直接联通着客户,网贷业务能增强银行对客户间的竞争或提高客户粘性,是应对利率市场和互联网金融挑战的一种手段。目前,已有不少银行先后通过与第三方的合作,开始涉足P2P网贷业务。不过,尽管有先天的优势,但银行在该领

“一带一路”战略的三个关键点

□中国国际经济交流中心 王军

“一带一路”战略的提出,是中国适应经济全球化新形势、扩大同各国各地区利益汇合点的重大战略,是构建开放型经济新体制的重要举措,有利于中国与相关国家和地区实现共享机遇、共同发展、共同繁荣。《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》公布后,“一带一路”战略进入实际操作阶段。

多轮驱动 统筹兼顾

“一带一路”战略构想体现了在坚持全球经济开放、自由、合作主旨下,促进世界经济繁荣的新理念,也揭示了中国和亚洲经济合作进程中如何惠及其他地区、带动相关区域经济一体化进程的新思路,更是中国站在全球经济繁荣的战略高度,推进中国与亚洲乃至欧洲和非洲合作跨区域效应的新举措,显示了中国不谋求排他性的区域经济集团的基本立场。

“一带一路”战略涉及面广、相关利益者众,要实现其宏大布局,必须经济、外交、安全和个人等多轮驱动,有效整合相关资源,统筹协调各方力量。

具体来看,要做好“四个统筹”:一是统筹好改革与开放,以国内的配套改革支撑对外开放,通过开放倒逼促进国内改革;二是统筹好国内区域战略布局与国际战略,把国际国内“两个市场、两种资源、两类规则”充分运用好,尽可能降低或减少彼此间的疑虑猜忌和战略误判;三是统筹好中央与地方,在尊重基层首创精神的基础上,中央规划好战略方向和战略重点,统筹协调国内相关部门、各界及省区市;四是统筹陆上“一带”和海上“一路”建设,两大战略彼此呼应、相互支撑、互为补充,强化海陆结合,形成有效的战略联动。

循序渐近 市场运作

“一带一路”战略在操作和实施上,应先易后难,循序渐近;分类施策,重点突破。从优先合作领域来看,应聚焦于以下七个方面:交通基础设施互联互通,贸易与投资,能源资源,金融,生态环境保护,海上合作领域,以及软性的科技、教育、文化、卫生和旅游等人文领域。初始阶段要注重加强

低敏感领域的合作,强调早期收获特别是近一两年的收获。从重点合作地区来看,应由近到远,突出重点,从与我国经济往来密切、经济利益关联度大的相关国家开始,以加强双边合作为切入点,逐步建立若干巩固的全面战略伙伴关系。

“一带一路”战略的实施,既要充分发挥市场作用,更要强化政府引导,实现市场驱动与国家支持相互促进。政府的引导主要应体现在顶层设计、宏观谋划、政策支持、资源投入和指导服务等方面。此外,还应以官带民,尽可能广泛调动智库、媒体、非政府组织等多方力量积极参与。在强调政府作用的同时,更要遵循国际通行规则,充分发挥市场配置资源的决定性作用,激发企业的主体作用,通过完善市场机制和利益导向机制,以商业化原则、市场化机制和手段推进重点项目建设。

优化存量 创造增量

在“一带一路”战略构想所涵盖的广袤区域内,不同国家在不同时期提出了多个相近或类似的计划、战略,已经产生和积累了大量的存量资源。为此,利用好现有政策和现有平台,将产生事半功倍的效果。我们可更加科学合理地规划和利用好沿线多个现有的行之有效的国际组织和合作平台,比如,上海合作组织,东盟10+1、10+3和10+6框架,东北亚合作机制,博鳌亚洲论坛,中国—东盟博览会,中国—亚欧博览会,中国—南亚博览会,中国—阿拉伯国家博览会,中国西部国际博览会等。

在积极盘活现有存量的同时,也要注重努力创造增量。除抓紧筹建亚洲基础设施投资银行和丝路基金之外,我们还应有效整合和动员我国日益增强的金融能力和基础设施建设能力,从亚洲区域和基础设施领域继续向纵深拓展。比如,可以考虑通过大规模的金融动员力量,为“一带一路”战略构想的落地实施做好坚实的金融准备。从组织保障上,应整合分散于多个部门的对外援助、国际开发合作的职能,在中央层面成立一个服务于这一宏大战略的国际开发合作机构,加强统筹协调,引导服务企业,协调我国经济“走出去”和在沿线国家的经贸活动。