坚持市场化 完善纾困基金配套机制

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋 中国银河证券研究院宏观研究员 张宸

● 从纾困基金运作而言，需要对公司法、证券法以及基金管理相关法规进行完善，以有利于依法对纾困基金进行有效监管，以此实现对包括政府、国企、银行等基金发起人、合伙人与接受投资的上市企业等交易参与者合法权益的明晰与保护。同时，需要特别注意依法防止纾困基金演化为游走在监管灰色地带的金融平台。

● 在本轮纾困基金救助行动当中，不排除有此类市场主体希望利用救助资金为自己解套，甚至可能在解套之后故伎重演，利用所获得的救助资金在二级市场上继续进行违规炒作。对于此类市场参与者，监管部门应在上述全流程穿透监管基础上，对于相关行为严格防范并严厉打击。对于相关企业和经营当事人，应考虑由监管部门建立负面清单，向投资者明示风险。

近一段时间以来，为迅速化解股权质押风险，不少地方政府和金融机构纷纷从股权和债权两方面入手，设立专项纾困或发展基金，“驰援”上市公司。这些“风险共济”基金通过各种市场化的资金渠道包括民间投资机构和个人，金融机构的自有资金和政府平台等，为部分受困企业注入现金流，提供流动性，修复资产负债表，直接有效地帮助它们缓解财务困境，以期恢复市场对上市公司盈利能力与资产负债状况的信心。

从目前运作的实际效果来看，随着各类型纾困基金逐步到位，许多上市公司相继发布解除质押公告，全市场的股权质押风险进入了相对可控的状态。

但是必须指出，这类基金在配套机制的设计上，从设立到投资，直至最终的退出都应当坚持以市场原则进行运作。监管部门也应当从这个原则入手，对相关基金也应依法进行事前、事中及事后退出各环节的监管。

首先，此类基金应当遵循一般权益投资基金的设立流程，在基金业协会备案，依法市场化设立、阳光运作。一旦备案，监管部门对于该基金从设立到运作各环节都有明确的相关监管规定和程序要求。对于市场参与者来说，无论是接受投资的上市企业还是参与基金设立的投资方，遵循法定程序，以公开、透明的程序设立基金，更好地明晰各方合法权益，通过基金合同中的各种约定条款可以使得这些权益得到依法保护。

需要注意的是，纾困基金不能如同此前有些地方搞的所谓产业基金，名为股权投资平台，实则从设立、资金募集到投资、退出等各环节都是非市场化的不规范运作，实际上还是变相的政府投融资平台。这样一个无法按照市场化原则运作的非透明化的平台，没有充分及时的信息披露，既不利于接受资金的上市企业和其他合伙投资方对相关基金的运作建立起信心，也不利于基金各发起人包括地方国资等公共投资的保值增值。也无法实施基于信息披露实现全流程监管，极难保障各方合法权益。

其次，在基金投资标的选择上也要坚持市场化原则。笔者认为，基金既然依据市场化原则设立，也应当依照市场化原则运作。本轮纾困行动当中起主导作用的纾困基金中，尽管许多由地方政府引导各类国资背景主体发起设立。但其运作和管理也必须坚持市场化原则。在投资标的，也就是纾困对象的选择方面，应由有牌照和资格的基金管理人或投资顾问自主决策。政府一方面可以通过其投资平台注入资金，以财务投资人（通常是有限合伙人的身份）的角色参与基金的运作和管理；另一方面可以为基金本身进行增信以吸引其他各方的资金支持，不进行过多干预，不缺位也不越位。

对于基金管理人而言，选择投资标的应该坚持优先关注前景良好或者成长前景稳定的朝阳行业企业。对被救助公司治理结构、经营指标、盈利能力、社会责任和环境保护等方面的考察应符合市场化、专业化原则，尽力做到预期收益与投资风险的最优权衡。

再次，必须尽快强化金融市场的法制基础。市场运作无一处细节不是有着充分、详尽、统一的法律规制基础，其法制精神的统一贯彻令市场所有参与者、监管者都能实现真正的责权利统一，既没有责任缺位，也没有过度承担义务的责任越位。实际上，成熟市场特别是美国市场经过百年发展沉淀，其法制基础的完善也是历史长期演进的过程。我国证券市场毕竟还属于“新兴市场”，体制机制建设有待进一步发展和完善，但金融市场的运作有其必然规律，在法制基础建设方面就应当以更高标准与要求加以努力。

具体从纾困基金运作而言，需要对公司法、证券法以及基金管理相关法规进行完善，以有利于依法对纾困基金进行有效监管，以此实现对包括政府、国企、银行等基金发起人、合伙人与接受投资的上市企业等交易参与者合法权益的明晰与保护。同时，需要特别注意依法防止纾困基金演化为游走在监管灰色地带的金融平台。

此前，一些金融市场运营机构利用法律灰色地带，运用牌照即通道资源，违反法律规制或以游走于规则边缘的方式，在实际运作中吸纳大量资金，违反受托责任，以层层嵌套方式，甚至使得优先受益权人承担巨大不透明风险，相关投融资运作本质上存在巨大道德风险和潜在违法可能。在本轮以成立基金形式为民营上市企业纾困的过程中，应当特别注意防范相关风险。必须在完备的法制基础上，对相关投融资行为依法进行全流程穿透式监管。

最后，监管当局应该针对一些利用纾困基金在金融市场上肆行违法违规行为的市场主体，加大防范和打击力度。市场上有些上市企业的大股东此前利用股票质押的方式套取大量资金，变相抽空上市公司资产，放大其他债权人和中小股东的投资风险。有的甚至通过内部人控制或内幕交易等违规违法手段操纵价格和市场交易，之后因为市场风险而出现资金链断裂危机。

在本轮纾困基金救助行动当中，不排除有此类市场主体希望利用救助资金为自己解套，甚至可能在解套之后故伎重演，利用所获得的救助资金在二级市场上继续进行违规炒作。对于此类市场参与者，监管部门应在上述全流程穿透监管基础上，对于相关行为严格防范并严厉打击。对于相关企业和经营当事人，应考虑由监管部门建立负面清单，向投资者明示风险。

总的来说，在运作纾困基金并完善配套体制机制过程中，必须坚持法制原则，坚持市场化运作，从而营造风清气正的金融市场环境。笔者认为，一个以法制与信用为基础的金融市场可以为有效的资源配置，为实体企业经营绩效的改善，进而为我国经济行稳致远发挥不可替代的关键作用。

新能源汽车 如何实现华丽转身

□厦门大学中国能源政策研究院院长 林伯强

2018年中国新能源汽车继续保持快速增长。数据显示，目前国内有250多家企业具有新能源汽车生产资质，2017年产量超过1万辆的只有18家，70多家产量为零。新能源汽车质量参差不齐，“小、散、乱”现象突出。在财政补贴不断下降的背景下，笔者认为，虽然从目前来看，新能源汽车行业发展存在诸多不足，但各方面都需多一些耐心和智慧，以保障其健康发展，实现从“量”到“质”的突破。

削减补贴助推重“质”

财政部日前正式发布由四部委联合起草的《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。从补贴政策来看，2018年新能源乘用车施行了五个档次的补贴段，直接取消了低于150公里续航里程的纯电动乘用车补贴资格，对电池能量密度技术指标的要求进一步严格。

新能源汽车发展至今，更应该注重的是“质”而不是“量”。同传统燃油汽车相比，如何才能让新能源汽车具有自身竞争力，才是产业发展的核心问题，消费端的补贴方式是临时和不可持续的。对大中型城市来说，可以逐步减少甚至取消对新能源汽车消费端的补贴，转变补贴的方式。

逐渐减少甚至取消新能源汽车消费端的补贴主要是基于两个方面，一是这种做法缺少必要性，二是消费端补贴会带来一些消极影响。

补贴缺少必要性主要有两点原因。首先，随着新能源汽车成本的不断下降，从整个使用周期来看，成本劣势不明显。与2011年相比，目前的电池单位能源密度已经提高一倍，同时制造成本降低了50%。随着技术的不断进步，未来电池成本仍会继续下降。从电动汽车和燃油汽车的燃料成本来看，如果能够让消费者认识到电动汽车的成本劣势正在逐渐缩小，即使消费补贴下降，它的影响也是有限的。

另外，大中型城市会逐渐实施汽车限购政策，获得燃油汽车牌照中签概率非常低或者需要付出极高的成本，如果配合新能源汽车的牌照利好政策，需求会进一步扩大。

目前全国已经有北京、上海、广州、贵阳、石家庄、天津、杭州、深圳八个城市实施了汽车限购政策，随着未来城市化和汽车普及率的提高，汽车限购将是大中型城市的趋势。因此，在这一背景下，新能源汽车轮候制度可以作为一种大幅降低补贴的配套措施。一方面，轮候制度保证了消费者对新能源汽车的购买热情，另一方面，通过调节传统燃油汽车和新能源汽车的配额比例，可以有效地推动城市车辆结构的调整。

消费端补贴带来的消极影响体现在两个方面。一是补贴消费端导致生产企业利益短视，在消费端进行高额补贴很难避免“骗补”现象发生，因为在政策的制定过程中，无法对补贴产品进行完美的分类和定义。比如目前补贴政策是按照续航里程（客车按照长度）来分类的，但是单纯的续航里程无法反映新能源汽车的质量和生产成本。利益短视的生产企业就有动力去生产续航里程突出但其他方面低质量甚至无法达标的车辆。只有把这一环节交给市场，才能催生出真正有质量的产品。另一方面，补贴没有数量上的限制，使电动汽车生产商将补贴更多地用于扩大产能，而不是提高电动车的质量。

笔者认为，改变补贴方式可以从两个角度进行。如果仍在消费端补贴，可以学习美国的经验，对每家车企给予固定数量的补贴配额，用完为止。以特斯拉为例，美国政府给予20万辆的补贴额度，按照目前特斯拉的销售和预定数量，补贴配额可能将在2018年用完，之后不再享受政府补贴。

上述政策一方面可以有效防止企业的“骗补”行为，另一方面可以倒逼企业。企业必须在一定的时间内提高自身的核心竞争力。有竞争力的企业才能形成真正有“质”的新能源汽车产业。另外，补贴可以从消费端向上游过渡，支持电池等技术的研发和技术创新，这有利于推动厂家在技术方面不断突破，并迫使在补贴政策下涌现的一批缺乏先进技术及生产标准的企业退出市场。因此，新能源汽车发展到现阶段，要实现从“量”到“质”的突破，降低消费端补贴并且转变补贴方式，是非常重要的方法和途径。

政府引导解决发展难题

目前对于新能源汽车来说，充电设施的不完善也是制约其发展的重要方面。目前基本的关注点都在于如何补贴汽车，使其价格更加便宜，但这仍是不够的。充电桩的建设和电动汽车的生产需要同步开展，目前这个问题靠市场解决不了，只有靠政府来引导解决。政府目前的思路就是把新能源汽车的量做出来，同时鼓励政府部门或者公共领域强制建充电桩。另外，电网作为售电方，应该有动力来做这件事。其次是车企，售车的同时加上充电桩，那么充电桩的成本可以用售车利润来覆盖。政府可以对有动力的利益主体加以考虑，全面推广充电桩。

按照政府目前的规划来看，到2020年中国新能源汽车保有量将达到500万辆，充电桩要配备480万个，大型的集中充换电站超过1.2万个，做到一车对一桩。实现这一目标，关键在住宅小区、单位停车场充电桩的建设和普及。无论从时间成本、占地成本还是投资成本来看，公共充电桩都无法支撑整个产业的发展。目前国家规定新建住宅应100%建设充电设施或预留建设安装条件，然而现实中执行起来并不容易，电网、物业、车主以及安装商之间的利益很难梳理清楚。物业如果没有额外获得利益，将没有动力去协助管理新建设备；老旧小区配电容量偏小，需要电网的增容改造；车主对于充电费用只愿意缴纳电费而不是额外的服务费；安装商需要盈利。因此，厘清各方之间的利益与责任，是充电桩能否在私人层面普及的关键。

新能源汽车是否比传统燃油汽车更环保，这个问题涉及的因素较为复杂，计算方法也各不相同，因此众说纷纭。其实，现阶段单纯比较新能源汽车和传统汽车的污染排放意义并不大，一方面，新能源汽车仍在发展初期，考虑到自身技术进步以及中国电力结构的变化，未来必然会向更好更清洁的方向改变；另一方面，新能源汽车有丰富的外延意义，这显然不是简单计算污染排放可以概括的。

即使现阶段粗放地直接比较二者的污染排放，新能源汽车与传统燃油汽车相比也更有减排优势。根据燃油汽车最新国五标准，按照2017年国家工信部综合油耗6.05升/百公里，大致可以计算出一辆传统燃油汽车行驶排放。对于新能源汽车来说，即使全部的供电来源都是火电，根据火电厂的平均污染排放来计算，相比较虽然电动汽车的二氧化硫和氮氧化物的排放略超传统燃油汽车，但是一氧化碳、碳氢化合物以及二氧化碳排放都远小于燃油汽车。目前中国发电结构中火电比例接近70%，未来电力结构将进一步优化，随着清洁能源发电比例逐渐提升以及新能源汽车自身技术不断完善，环保优势将日益明显。

新能源汽车还有其他外延减排意义。首先，随着新能源汽车的发展，污染物的排放存在着明显的地区转移，即使不是使用清洁能源，污染也会从人口密集的城市地区，转向人口密度相对较低的其他地区，从而降低污染的治理成本。其次，新能源汽车替代传统汽车实际上是将污染物分散管理转化成集约化治理的过程。传统燃油汽车的污染源是分散在道路上的汽车，无论是约束还是治理，难度都很大。而新能源汽车则是将分散的污染源集中到大型的电厂，相比而言污染治理更容易。最后，新能源汽车可以在夜间充电、白天出行，如果形成规模，可以有效地起到削峰填谷的作用，从而提高电力使用效率，也间接地减少了污染排放。

与传统汽车技术成熟相比，新能源汽车只是刚刚走过第十个年头，方兴未艾。虽然目前来看仍存在诸多不足，但各方面都需要多一些耐心和智慧，以保障其健康发展。

多措并举 防范金融科技风险

□京东金融首席经济学家 沈建光

近年来，中国金融科技领域创新发展迅速。金融和技术的融合发展极大地促进了科技在提升金融服务效率、降低金融服务成本、推进普惠金融方面的实践。最近一段时间，众多监管人士关于金融科技监管频繁发声，强调在鼓励金融创新的同时，也应注意防范金融风险，透露出未来监管趋严的信号。

监管层关注度上升

当前中国金融科技发展水平处于世界领先地位，几乎已成为共识。中国金融科技发展迅速是诸多因素叠加的结果：一是2000年以来中国在互联网技术与产业发展方面取得了极大进步，在以信息技术为核心的新一轮科技革命中迎头赶上，大数据、云计算、区块链、人工智能（统称“ABCD”）等新一代信息技术领域均具备较高水平，为金融科技发展提供了技术基础。

二是得益于相对完善的互联网基础设施以及居民收入水平、消费能力的提升，中国零售电商蓬勃发展。2015年以来，社会零售消费品总额中实物商品网上零售额的累计同比增速始终保持在20%以上，消费者的习惯和行为发生变化，消费线上化产生了新的金融服务场景和需求。

除上述原因以外，早期监管环境宽松是中国金融科技迅速发展的一个极为重要的前提条件。传统的金融监管理念、制度及框架主要针对金融市场中已经具备稳定形态、具有一定规模的机构。金融科技作为新生事物，具有诸多区别于传统金融业的特点，体制健全和监管人才知识结构更新都需要时间，短期内监管体制出现空白也在情理之中，而这恰恰为金融科技发展提供了空间。

2016年以前，业内讨论得更多的是互联网金融。按照目前学界和业界的讨论，互联网金融与金融科技并非同一概念，但在内涵上有诸多关联及相似之处。中国对金融科技的监管真正开始进行大规模探索，就始于2016年起开展至今的互联网金融风险专项整治。从那时起，监管迅速趋严，2016年也被称为“互联网金融监管元年”。

截至目前，整治行动尚未完成，监管方面表示仍然需要一到两年的时间。但在某些特定领域如虚拟货币、网络借贷方面已经采取了强有力的措施。例如，ICO活动及部分P2P平台假借科技创新之名、行非法金融活动之实，在过去两年受到了监管的严厉打击。

总体来说，本轮整治的重点在于防范风险、治理乱象、打击伪创新和非法金融活动，尤其在十九大后被整体纳入防范化解重大风险攻坚战框架之下。需要明确的是，监管从未否定过互联网金融在提升金融服务普惠性、改善金融服务效率等方面带来的巨大积极作用，本轮整治的直接目的是引导互联网金融行业健康有序发展。随着互金专项整治的进行，监管层面对金融科技也增加了关注，并从宏观层面探索中国金融科技的发展方向。

监管逻辑和前景

中国互联网金融协会会长李东荣认为，金融科技作为以现代技术驱动的金融创新，正不断影响着金融功能的实现形式和金融市场的组织模式，展现了深刻变革金融业的潜力。大多数监管者也认可金融科技在提升金融服务效率、促进金融转型等方面的积极意义。具体来看：一方面，金融科技在促进金融业转型升级、金融普惠、提升金融服务效率、降低获取金融服务成本等方面已经体现出明显优势。另一方面，从宏观经济发展的角度来看，金融科技也为经济持续增长提供了助推力。

然而，相比于前期开放、观察为主的监管态度，最近多位监管人士公开发声，透露出监管加强的讯息。当前监管层对待金融科技创新发展的担忧，归纳下来，主要体现在如下几个方面：

一是担忧宏观经济政策有效性受到影响。一方面，现有监管体系对于金融科技新业态难以覆盖全面，监管者担忧行业发展可能会造成经济数据的统计偏差，影响宏观调控政策的准确制定；另一方面，新技术支撑下的金融业务数据维度更加丰富，可能会导致定价机制发生变化。此外，智能投顾等业务创新采用程式化交易，可能带来市场同质化问题，进而将改变宏观政策的传导机制。

二是担忧现有货币体系遭到冲击。虚拟货币伴随区块链技术而兴起，具有匿名性、去中心化等特点，第三方支付独立于银行体系规模迅速做大，对现有的央行货币发行、支付结算体系有直接影响，监管者担忧其可能影响货币政策传导路径及政策效果。

三是担忧金融组织方式变化造成监管套利。金融科技企业在经营特点、业务范围、风险属性与传统金融机构不同，监管对象难以清晰界定。而业务范围和创新边界难以把握，跨界融合对监管理念、监管协调提出了更高要求。

四是担忧“长尾”人群风险。传统机构的风控通常选择回避“长尾”人群，金融科技则使金融服务范围扩大，主要依托大数据风控。然而，有监管人士认为，大数据在改变传统金融的风控方法和对风险判断的能力方面虽然有巨大的潜力，但仍处于初级阶段，较传统方法还未体现出优势，且未经过金融周期检验，似乎也无法解决系统性风险问题。

针对上述担忧，近年来监管也在有针对性地出台一些监管措施。值得关注的是，在宏观层面，近期监管层已逐步将金融科技纳入金融监管的统一框架之下。央行、银保监会、证监会日前联合印发《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，旨在完善系统重要性金融机构监管框架，防范系统性风险。目前机构名单尚未公布，但可以预期，除传统金融机构外，部分大型金融科技企业或被纳入名单接受监管。

监管应张弛有度

基于上述分析，本质上监管层对于金融科技的高度关注或源于金融科技快速发展背景下，对宏观经济、金融市场产生的深刻影响，将大型金融科技公司纳入统一监管只是重要的一步，预期未来试点后，将有更多措施出台。

可以看到，鉴于金融创新的日新月异，在监管层面进行探索符合客观需要，也是行业规范发展与防范金融风险的必然要求。实际上，在实践领域，由于缺乏行业标准与监管规则，早前互联网金融发展鱼龙混杂，ICO、P2P平台活动中乱象频出，相当一部分活动假借金融创新之名、行非法金融活动之实，扰乱行业发展秩序的同时，也误读了金融科技创新的含义，加大了金融风险。

但需要明确的是，从本质来说，互联网金融不等同于金融科技，而是泛化了金融科技的概念。实际上，真正的金融科技是要遵从金融行业本质，以大数据、人工智能、云计算、区块链、物联网等新兴科技，为金融机构提供数字化、线上线下全场景化服务，助力金融机构在场景拓展、获客、运营、风控、研发等核心价值环节提升效率、降低成本、增加收入。金融科技在促进金融业转型升级、提升金融服务效率、推广普惠金融、降低融资成本等传统金融短板方面具有突出优势。考虑到中国金融科技探索在全球具有领先优势，且中国新经济的快速发展能在传统经济转型艰难时期，为抵消经济放缓提供支撑，对金融科技风险的担忧并不应成为鼓励其发展的阻碍。

为推动行业良性发展，应创造更加有益的监管环境，在鼓励创新与防范风险之间，监管应做到张弛有度，既要避免监管过松，产生过多伪创新，保证经济稳定，防止劣币驱逐良币，也要避免监管过度，压缩金融科技企业的生存空间，扼杀其进行有益创新的动力。建议广泛吸取国际经验，增加监管层与被监管者之间的交流与沟通，降低信息不对称程度，推广监管沙箱、监管科技等手段，促进行业规范健康发展。

相应的，金融科技企业也应该加强与监管者的协调配合，在行业创新方面先试先行，特别是行业领先的企业应发挥引领者的作用与担当，与监管层一起，共同助力行业健康良性发展。