

关于中国经济的随想

在 G20 召开以后，随着最新一线城市的公布，这些城市房价的迅速增长也成为了最近热门话题。

现下中国房价的基本态势应该大城市持续增长，中小城市基本维稳，有些甚至在缓步下跌。所谓买涨不买跌吧，记得在上半年的时候北京上海市中心的房价已经超过了十万一平，几近纽约曼哈顿地区，不得不说这是带有中国特色的奇迹。

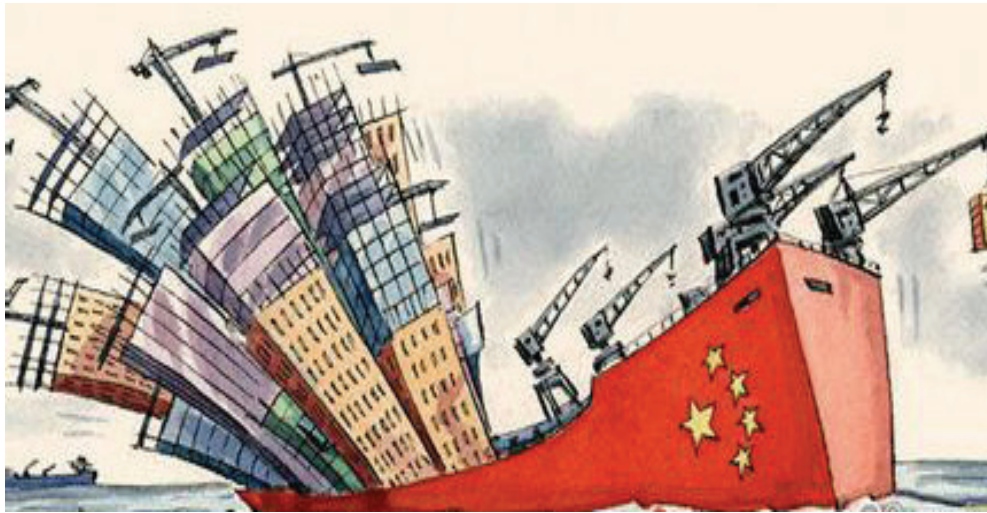
自然，这奇迹是绝对离不开刚需的，但它的背后站的绝对不仅仅是刚需。房地产商与一些投机者的炒作，国人买涨不买跌的心理，中国政府近些年对房地产市场的逐渐放松都是一线城市房价暴涨的原因。

中国在前些年一度陷入因房子太多，供给远大于市场需求而陷入了不小的危机，但最近这几年，住房储备迅速被消耗，特别是在东部沿海地区，进入一六年以来房地产市场逐渐走好，很多人将这视为中国经济逐渐回暖的标志。当然，中国的经济整体走势在近几年的确是比不上过去每年百分之十以上的增速，但比较是牺牲环境以及低廉的劳动力价格换来的，绝不能，也不可能成为常态，现在的经济主要处在一个维稳的状态，政府想要改革，让中国的制造业往高新智能的方向发展，如果成功，那么中国经济必然会迎来一段较长时间的繁荣。

当然，这成功并不是那么容易的，就我所知，高新技术企业的申请是有较大的问题的，比如三分之一以上的员工必须拥有专科以上

学历，这个真的十分令人为难。一个公司必然是拥有许多纯劳动力的，在现下的中国这是很难避免的。而申请成为高新技术企业后政府给予的巨大优惠实在诱人，就最简单的税收来说，有能力申请的公司一年最少有可以节省数百万，还有各种政策的倾斜。这就使一些企业以不正当的手段来得到这个称号，国家有巨大的付出却不能完全达到他们预期的效果，这就使这条路变得愈发难走起来。

其实就我个人认为，眼下的中国经济已经开始慢慢有了起色，较之前些年那种空气中弥漫的萧条，各个实业领域遭受的创伤，



功挤入了一线城市的队伍中，而且其发展风头正热，未来更是还有亚运会，所以其房价便是理所当然的大热了。

历史与社会的因素固然极其重要，但是在其中扮演最重要角色的还是我们消费者了。前几天经常看到，说什么哪家房地产门口人山人海，哪家售楼处排起了长队等等诸如此类的新闻。从消费者的立场上来讲，眼看到杭州未来的发展势不可挡，任谁都希望能够靠近比较发达的城市居住，正所谓人往高处走，任谁都想享受更好的生活，就像玛格丽特·杜拉斯笔下的欲望，处于这种消费者心理的人们，必然擦破脑袋也要去抢购到一处甚至于更多的房产。

据我所知，天朝的借贷成本一向来都是比较低的，而房市火爆现象背后的一个关键词，便是借贷。人们买房需要支付一定量的金额，当然很少有人会全额支付，大部分的人都会付清了首付之后，选择申请按揭贷款的方式。我国为了刺激经济，银行被鼓励多放贷，人们会大胆用借来的钱买房，房产升值，业主感觉财富增加，促使经济的繁荣，但与此同时会产生一个房地产借贷过热的现象，而一旦借贷过热，银行的坏债就会增多，金融的风险也会加剧。因此，在杭州房价大热过后，杭州市政府便实行了限购的政策，不仅给大热的房价降了降温，也有有效的降低了一下金融的风险。

著名哲学家斯宾诺莎说过：现象的背后，有因素的支撑，也有许多可知与不可知的影响。杭州房价的“发烧”莫不如是。



CDS 将击垮中国？

最近各大媒体都用“曾经引爆美国次贷危机的工具”来描述 CDS，而这次中国则将该工具引入。大家纷纷猜测，中国房市是不是要重蹈 08 年美国地产的惨剧，而 CDS 是不是政府在暗示些什么。

不过，金融衍生品并没有这么恐怖，造成以上种种恐慌现象当然是媒体肆无忌惮的吹嘘，而 CDS 创设的意义也绝非让你们做空房地产市场这么简单，现在就得弄清楚这次引入的 CDS 是个什么东西。

中国版的 CDS 其实是 CRMA、CRMW、CDS、CLN 四类产品构成，这四类产品的具体情况如下表所示：

产品	信用风险缓释合约	信用风险缓释凭证	信用违约互换	信用联结票据
英文	Credit Risk Mitigation Agreement, CRMA	Credit Risk Mitigation Warrant, CRMW	Credit Default Swap, CDS	Credit-linked Notes, CLN
类别	合约类	凭证类	合约类	凭证类
变化	2010 年 10 月发布		此次新增的两个品种	
创设备案	不用备案，对创设机构没有要求	创设机构严格准入条件	不用备案，对创设机构没有要求	创设机构严格准入条件
买卖限制	没有规模限制	不超过标的债务余额	没有规模限制	现金保证，没有规模限制
标的债务	所有券种，也可以是贷款或其他债务		金融企业债务或只能是非金融企业融资工具（不包括公司债、企业债、贷款）	
结算方式	实物结算、现金结算和拍卖结算三种，但除非纯粹风险对冲手里有相应券种，否则一定现金结算			

合约类产品只能在场外交易，而凭证类则是在场内交易。从严格意义上讲，这四种信用风险缓释工具并不是纯粹的做空工具。一级市场上创设和买入是一个风险担保的工具，二级市场如果有活跃交易则是一个对信

用评级很好的补充（相对评级，信用风险溢价给定情况下，CDS 交易价格能更灵敏地反应一个微观主体的信用状况；在信用评级给定情况下，信用风险溢价本身波动也可以及时反应市场对信用偏好程度）。只是有了信用风险缓释工具之后，或许比之前更能够及时发现企业问题，将信息公之于众，这或许是大家理解为“做空”的缘由。只要将信用风险缓释工具看作是债权类资产风险溢价的剥离工具也许就不难理解了。

不过我们可以发现，这次新推出的两个产品标的债务范围非常窄，只能用于金融企业债务或只能是非金融企业债务融资工具，

而且不包括企业债、公司债、贷款。而 CRMA 和 CRMW 的投资标的与国外更相近。

但所有的金融衍生品都是应运而生的，其中很大一部分原因都是为了规避现有的政策及监管。银行可以基于贷款创设和投



第254期
2016年10月24日
顾问：陈荣达 蔡国金
叶 秀 王聪聪
朴哲范
指导老师：武 鑫 吴轶韵
主编：王宁宁 钱晨霞
许昊程
编委：徐潇寰 陈宇晗

资 CRMW、CRMA，这也是条规指引明确的地方。但局限于具备金融衍生品交易的银行，目前具备衍生产品交易资质的银行覆盖面仍然有限。同时，目前银行理财投资信贷类资产受到较多约束，主要是不能直接或间接投资本行信贷类资产；投资不良类信贷资产仅限于机构投资者；农村银行业金融机构自营和理财投资非标同监管评级挂钩，且合计不能超过同业负债 30%；所有银行理财投资非标受到 35% 和 4% 比例限制。但值得注意的是此次交易商协会特地扩展了信用风险缓释工具的标的债务，包括了贷款。尽管暂时场内的凭证类产品暂时无法覆盖贷款，但合约类产品可以基于贷款进行创设。

至于新产品的最基础用法，举个简单例子，两银行 A、B，银行 A 买入基于自身信贷资产作为债务标的 CRMA/CRMW，在现有条件下，银行 B 可以创设 CDS 为银行 A 提供担保。当然现实环境中 B 公司需要对 A 银行信贷资产进行充分了解过才能进行担保。目前在海外利用 CDS 和 SPV 进行信贷资产结构调整是一种主流的信用衍生品。其中的 SPV 担负着缓释风险的作用（破产隔离）。当年美国的 CDO 也是基于这种模式发展出来的。至于风险方面由于国内外政策监管的环境截然不同，构成产品的基础标的也不尽相同，因此除了违约与信用风险两种主要风险外，还需要时间的检验。

可见，CDS 并没我们所听到的那么恐怖。作为一种新型金融衍生品，我们应该抱着接受、积极的态度去面对，而不是一味的排斥。中国的金融市场还在起步阶段，需要时间去不断完善成熟。未来中国金融市场将更加完备！

15 金融工程 单督明

本期导读

中国推出 CDS 的思考

--- 详见第二版

人民币加入 SDR 的思考

--- 详见第三版

关于中国经济的随想

--- 详见第四版

中国推出 CDS 的思考

前不久中国正式推出了中国版 CDS 即信用违约互换。许多人都纷纷发出反对之声。当年，因为正是华尔街过度使用使用 CDS 这个金融衍生工具，并将信用无限扩张才引发了次贷危机。次贷危机接下来又引发全球金融危机，金融危机又导致全球经济危机，直到今天世界还没从危机中缓过劲来。但是当时的金融危机的引发的成因并不是 CDS，只是不合理的使用 CDS 放大了当时的危机。

首先我们先了解什么是 CDS？学名叫信用违约互换，是一种对贷款的保险。举个简单的例子，A 借给 B 一笔钱，但又担心 B 最终还不起这笔钱从而出现违约，此时 C 跟 A 说，不用怕，你把利润分我一点，如果 B 违约了，这笔钱我给你垫付，于是 A 就向 C 购买了这一金融衍生品，这就是 CDS。在这种情况下 A 通过减少利润而规避了 B 违约的风险。所以，所谓信用违约互换，本质上就是一种债务保险，是为了满足金融投资机构风险管理的一种金融衍生品，仅此而已。那为什么当时 CDS 对美国经济造成了如此大的打击？

在次级贷爆发之前，美国国家为了保持经济的高增长以维系其在中东的战争，没有原则地大幅放低了放贷金融机构的门槛，大批规模很小的公司或信贷中介都可以很低的门槛向投资人放贷。金融机构为了获得更高的利益，以极低甚至零首付、高利率的方式，

来补上贷款利率并从中获益，简直就是空手套白狼啊！但是，这个做法的关键就在于房价不可能一直上涨，总有泡沫破灭那天，一旦房地产泡沫破裂，由于没有首付、贷款利率又极高，买房者最终根本还不起贷款，房子也资不抵债。怎么办？放出贷款的金融机构只能收房，但收回的房子金融机构要出手变现，于是房屋严重供过于求，房价大跌，接下来房子的市值越来越资不抵债，金融机构当然也就因此严重亏损。同时按照逻辑，本来该是借款方对次级贷款的亏损负责，但借款方实际上常常是一些小的金融公司，这些金融公司的资金来源是将自己的贷款资产出售给更大的金融机构。而大机构只想拿了这些次贷中的利益后，也不想承担相关风险，于是它又将这部分信贷资产进行包装，变成分层、分级的 MBS（抵押支持债券）出售给全球的投资者。这些 MBS 资产，再被金融机构包装进行资产证券化，也就是 CDO（担保债务凭证）甚至是 CDO 的方式出手。CDO 的背后是次级贷款，次级贷款背后的担保是房屋，当房地产市场崩盘，这些资产就无法维持。于是，大家就用 CDS 对这部分信贷资产进行保险。这种担保。结果，当房地产泡沫破灭，大量次贷出现违约，这些出售 CDS 的机构根本资不抵债，也只能违约。那些购买了 CDS 的金融机构拿不到钱，风险又集中到自己身上释放，而这些钱又来自于世

无问题的，因为这不过是增加一个控制风险的金融衍生工具，不过是为市场提供一个能促进金融投资交易的金融衍生工具而已。我们真正需要注意的是，绝不能进行过度扩张信用，特别是不能在终端金融市场无度扩张信用。只要总的体系控制得当，监管到位，那么 CDS 就只是金融机构用于控制投资风险的一个金融衍生工具，对经济、对市场只会好处而没坏处。

为什么中国现在要推出 CDS 呢？一是在转型升级阶段债券开始出现违约，这增加了金融系统的风险。企业借债，如果出现违约，资金出借方就存在损失本金的风险，这种风险在中国经济转型升级阶段有更加集中释放的风险，譬如最近一两年就有多家企业债出现了违约。在这种情况下，机构就有降低金融风险的需要，CDS 作为一种金融衍生品也就应运而生了。用 CDS 对金融机构的这些资产进行保险，这相当于通过金融衍生品降低金融机构的资产风险，方便了机构进行风险管理。二是随着中国经济的发展，中国的资本冗余越来越多，市场上的流动性越来越多；随着人民币国际化，越来越多的国际资本会流入中国，中国的资金流量在不断积聚。然而，与中国资本充裕的情况形成鲜明对比的是，中国金融投资产品依然不够丰富，为了满足这些资本的投资需要，我们需要创造一些有价值的投资品出来，让那些金融机构



向那些信用低、收入不稳定的人发放贷款。这相当于美国以几乎没有首付的情况下以更高的利率向穷人卖房子。2007 年之前，由于房价不断上涨且上涨的速度远大于利率成本，这鼓励了信用低的那些人贷款购房的积极性，因为通过贷款买房不但不会承担风险，还能因为房价上涨而获利，这种好事大家当然都喜闻乐见。于是，次级贷款放得越来越多。所以很多人通过贷款买房，并通过房价增长

界各地的机构投资者。这就是为什么最终次贷危机引发全球金融危机的原因。金融危机又引发实体经济问题，从而使得世界陷入了经济危机。综上所述，你会发现美国次贷危机根本不是 CDS 导致的，而是美国整个金融系统出了问题，是金融体系过度利用信用体系释放贷款导致，单纯的 CDS 根本不可能引发危机。

也正基于此，对中国来说，推 CDS 是毫

在银行间可以进行更加丰富的交易，从而提升资本的利用效率和增强资本的活性。但是，缺少 CDS 这个产品是不利于这些投资品交易的，CDS 不但可以帮助金融机构进行风险控制，还能为进一步丰富我国金融投资市场的投资品种出力，这是一举多得的好事。

15 金融工程 范烨



北京时间 2016 年 10 月 1 日，人民币正式加入 IMF 特别提款权货币篮子。人民币纳入 SDR（Special Drawing Right）对 IMF、中国以及国际货币体系来说都是一个历史性的重要里程碑。并且更重要的是人民币在 SDR 中所占的权重为 10.92%，仅低于美元、欧元的 41.73%、30.93%；高于日元、英镑的 8.33%、8.09%。人民币加入 SDR 意味着人民币成为了全世界都认可的强势货币和全球主要储备货币。

首先我们来了解一下什么是特别提款权（SDR）：它是 IMF 创建的国际储备资产，是国际公认的“超主权储备货币”，是 IMF 原有普通提款权之外的一种补充并在 IMF 机制内充当记账单位，是 IMF 分配给会员国一种使用资金的权利。

然后我们再来思考人民币加入 SDR 对中国有什么影响。尽管中国现在 GDP 总量高居

人民币加入 SDR 的思考

世界第二，但是别忘了，我们的人均 GDP 在世界上还是倒数的。这当然有人口多底子薄的根本原因，但金融不发达也是一个重要因素。金融作用到底有多大？看英国就知道了，实体经济制造业年年萎缩，为什么还是敢脱离欧盟？因为伦敦老牌金融中心的地位摆在那，金融业的 GDP 一直在增加。这也是为什么中国一直成不了一个世界金融中心的原因。金融 GDP 比重太小，作为货币的人民币既不稳定也不强势，各国不愿意纳入它的储备货币。在这种情况下，人民币纳入 SDR，就等于整个 IMF 为人民币背书，获得了一份镀金的简历。人民币的信用会大大增强，各国央行就会更愿意提高其储备中投资于人民币的比例，人民币在世界流通范围就会大大拓展；与此同时，国际贸易中将更多人民币计价贸易，将减少外贸企业的汇率波动损失，直接性的稳定了外贸企业的预期。对于普通民众来说，出国旅游更方便了，人民币与外币的兑换将更加便利，带上人民币就可以出国旅游。海外投资置业，无论是海外买房，还是投资其他国家的股票、理财、基金、他国国债等，也将更加通畅。企业跨境投资、交易、收购、兼并，购买等也将更便利。并且会提升中国的金融 GDP，为成为世界金融中心打好基础。

虽然加入 SDR 对我们有如此多的直接好处，但是如果我们回过头来看看为什么能加入 SDR，就会发现其中暗含的风险。IMF 对人民币加入 SDR 的评估原本有两个要求：一个是看你在国际贸易中进出口比例的份额，目前中国占世界的 18%，稳居第一位，这点

没有任何怀疑；第二是“自由可兑换”，但是目前人民币自由可兑换的程度比较低，因为国内的资本账户没有完全放开，外汇受到监控与管制。从此可见，人民币从严格意义上来说，本来是不符合加入 SDR 的条件。但是现在的国际形势下发达国家货币信用贬值，全球债务总量庞大，发展中国家国际分量逐渐提升，一旦产生债务危机后果严重而且不可预测。在这种国际经济状态，美国主导的 IMF 同意人民币加入 SDR，也是为了防止或减轻全球债务危机所产生的灾难性后果考虑，是一种“维稳”之举。而且不要忘记，人民币加入 SDR 有一个先决条件，就是逐渐放开资本管制，允许货币自由兑换。大家肯定都记得广场协定，亚洲金融危机，这些大规模的金融洗劫可以把一个国家一夜打回原型，这其中关键的武器就是资本可自由兑换，方便国际炒家布置上百亿的狙击资金，成功击溃你的货币、股票或不动产市场，攫取大量财富。在几十年之间唯一经历多次经济危机，但却持续增长的就是美国。我们最大挑战，或是资产价格过高问题。在中国资本账户没有完全放开的情况下，我们相当于是在国内搞个货币大蓄水池自己跟自己玩儿；加入 SDR 后，我们这个大蓄水池逐渐要和国际公海接通，都在一个海平面上。在这种情况下，中国的资产价格早晚是要跟国际接轨，不可能偏离国际均衡太多太久。目前部分地区过高的房地产价格大概率要下行。这种下行可能不会马上发生，但是这个趋势已经存在！

15 金融工程 范烨

中国高房价的起因和影响

随着中国经济的飞速发展，中国的房价也走向了新高。在过去的几十年间高房价作为一种爱国税的存在，加速带动了中国的城市化，田野，河塘都变成了高楼大厦。然而中国的房价并未因为房屋供应量的上升而下降，这是完全违背了市场规则的存在，即使在人口不断增长的今天，中国房价居高不下真的是因为刚需吗？

近日二三线城市房价有下降趋势，然而北京上海等一线城市房价不降反升。从传统意义上来说，房价不下降的关键在政府，房屋的基本要素是土地，但中国土地与外国不同，并非私有，政府通过地块用途控制了地产，如果不从政府手里拿地，其他商业地产，工业用地，农业用地无法改变用途开发成居住商品房。对于政府来说，土地管理局，国土资源厅，国税地税，财政厅可以共同联手，一面当裁判的同时，一面通过控制拍卖土地的多少做到控制房价。

因此可见，房价是可以通过土地供给得以控制的，高房价的根源在于当房价快要降低时，地方政府立刻减少土地和地块供给，土

地的减少，房价自然就上去了，同时这种土地供应手段保证了之后土地的拍卖价格。

房价所带来的问题已经影响到方方面面，房价导致大城市的人才流失，使大城市人才难以做到真正聚集，技术难以高速发展，高房价甚至在之前被认为是人才的筛选机制，但并不是所有的精英都足以担负天价房价。住房最为民生中的重要环节，房价过度剥夺了人民的消费能力，它在人民消费中的所占比大到畸形，房价的稍一变动便会引起社会的极大动荡，或许因此政府只能维持高房价。同时在政府将房屋和户口捆绑，户口与教育捆绑的今天，房屋在某种程度上就是意味着拥有教育的资格，房屋也就成了教育的必需品，这样教育的刚需变成了房屋的刚需。

但是事实上房价并不能够下跌，在房屋市场里的大部分人都知道现今的房价大部分都是泡沫，但是这个泡沫并不会也不能破碎，中央政府也知道刚需这词是骗人的，大部分的刚需其实并不存在，因此房价一旦出现下跌预期，大部分所谓的刚需会立刻进入观望，房价会出现无量滞涨进而下跌，这将是崩溃



性的，房价崩溃之后大量投资者购房者资金链断裂，民间金融市场出现金融危机，进而传递到整个中国市场和其他行业，特别是银行业，银行为缓解自身压力，将从正常的其他企业中抽资自保，造成中国金融危机，之后危机甚至将传导至全球。中国将会陷入比日本更可怕的房价泡沫危机中。综上，房价的调控之路十分艰难，政务任重道远。

16 中英金融 2 王栩盈