

产业金融评论

2015 年第 11 期(总第 35 期)

2015 年 12 月

目 录

新形势下我国货币政策面临的挑战.....	2
如何看待当前金融监管体制改革.....	8
社会养老服务产业亟待金融支持.....	14
韩国文化创意产业融资模式借鉴.....	20
新常态下的银行新逻辑	25
《房债》：解读金融危机的另类视角.....	28
全球分化带来金融变革压力	32

新形势下我国货币政策面临的挑战

在 2016 年到来之际，国内外经济形势变得更加复杂，也使得央行货币政策抉择面临新的两难境地。

从外部环境看，主要是全球货币政策的分化进一步凸显。日前美联储宣布把联邦基金利率目标区间由 0-0.25% 上调至 0.25%-0.5%，这也是美国近 9 年来首次加息，市场普遍认为，未来几年美联储将进入缓慢加息通道，这使得美元计价资产的全球吸引力逐步上升。与此同时，其他一些发达经济体却有不同选择，例如日本央行近期公布政策决议，维持货币政策不变，并维持货币基础年增幅 80 万亿日元的计划。欧央行也继续维持低利率政策，并延长 QE 结束时间 6 个月至 2017 年 3 月。

进一步看其背后原因，则是各大经济体的金融风险和经济波动的周期变化差异越来越大。当前政策分化的原因，很大程度上是美国的经济增长前景相对明朗，而欧元区、日本和新兴经济体却多数仍经济低迷。综合来看，各发达经济体央行的政策目标存在某些共性：当金融体系流动性枯竭时，以解决金融稳定性为主；当经济衰退而金融资源流向实体部门乏力时，则以促进经济增长和就业为着眼点。但是，由于这些前提经常出现周期性错位，所以不同经济体货币政策的重心必然分化。在全球金融日益一体化的今天，这也增

加了新的政策协调难度。可以看到，欧美货币政策的日益背离，不仅使得新兴经济体面临各类矛盾因素的冲击，而且对于陷入经济通缩风险的许多国家，形成了进一步宽松的外在制约。

这种困扰对于我国央行同样非常突出。一方面，伴随美元进入加息通道和逐渐走强，如果 2016 年进一步采取降息政策，则相对来说会加重人民币汇率贬值，助推各方对于美元资产的避险与投资需求，同时使得资本外流压力增加。但是另一方面，尽管 CPI 仍然在 1% 以上，但更能反映经济状况的 PPI 已从 2012 年 3 月开始就持续负值，呈现出明显的通缩状态。就 2016 年来看，经济下滑压力仍然不容忽视，稳增长的局面仍将维持，这使得偏向宽松的货币政策还难以弱化，从而保障市场流动性的充足和对冲外汇占款下降。

在刚结束的 2015 年中央经济工作会议上，特别指出“稳健的货币政策需要加大灵活度”，对此我们认为，2016 年货币政策能否保持灵活性，重点需关注几方面问题。

首先，一方面，近年来央行在推动利率市场化改革、货币政策操作机制完善方面做了诸多工作，结合经济结构优化调整，货币政策重点也走向“滴灌”、“定向”的结构性选择。实际上，在外汇占款逐渐失去银行体系流动性供给主渠道作用的背景下，货币政策的结构性调控确实非常重要。本轮流动性趋紧的背景下，央行通过在公开市场的货币净投放、开展 SLO 和 MLF 等操作，主要旨在短期内对冲和弥补流动性不足，用来维持市场流动性的充裕和货币市场利率的稳定。总的来看，货币政策需要进一步创新调控思路和工具，

有效结合区间调控和定向调控模式，增强政策的针对性、准确性和前瞻性。另一方面，结构性调控对于避免流动性恐慌起到一定作用，但是在特殊时期却不能只依赖这些手段。因为在形势更加严峻时，更宽松的一般性工具已经成为各国货币政策常态，重视结构调整与特定时期的宽松取向并不矛盾。虽然降息的空间相对有限，但是继续下调法定存款准备金率，仍然是央行可行的政策选择。

其次，需高度重视开放条件下的货币政策选择。伴随人民币加入 SDR 以及金融市场开放的稳步推进，未来货币政策制定将受到包括美联储货币政策变动等外部因素的更多制约，货币政策的多目标困扰也更加突出。这就需要充分考虑货币政策的跨境作用机制，以及对于金融稳定的引导模式。进一步来看，将来人民币国际化从国内驱动，变成了依托 IMF 等国际组织的多边驱动，因此将面临更加复杂的目标权衡，同时也承担了更多的国际金融责任。例如面临的挑战包括：如何更适应国际化要求，推动金融市场体系、政策体系、数据标准与国际接轨；怎样更好地应对“特里芬”难题，在为全球提供流动性与币值稳定之间达到平衡；如何增强汇率政策透明度，做好国内与国外政策目标协调平衡；推动汇率机制的改革，加快利率市场化并完善国债收益率曲线，练好“内功”并推动国内金融深化，构建能够承载跨境资金流动的“蓄水池”；完善人民币的“流出”和“流入”模式，建立市场化干预手段和风险监控机制。

还有，既然在当前特殊背景条件下，宽松货币政策的操作空间有限，那么就更需要使得“有限能力”发挥“最大效果”，这就需要在

理顺和优化政策传导机制方面大做文章。现有的货币政策传导机制不畅，已经成为各方的共识。一方面，从数量工具来看，首先是货币供应量的可测性不断降低，金融创新导致货币的计量更困难，当前指标已难以反映货币供应的实际情况；其次是货币政策的可控性降低，货币供应体现出强烈的经济增长中的内生性；再就是货币供应与 GDP 的相关性下降，主要是“金融脱媒”使通过银行体系的调控效果有限。另一方面，从价格工具来看，利率市场化不足、利率与汇率政策缠绕在一起、利率与数量工具难以联动等，也使得利率政策效果实在有限。因此，当前的重心就是要为货币政策传导机制优化创造外部条件和要素。除了持续推动利率市场化、金融市场完善之外，如还需要不断完善以支付清算体系为代表的跨境金融基础设施，有效打造全球背景下的人民币“水利设施”。还需要适应信息时代的特点，充分运用互联网、大数据等，准确把握政策作用目标和对象，提升货币政策操作的有效性。

最后，则是如央行行长周小川所强调的，需要“完善以财政政策、货币政策为主，产业政策、区域政策、投资政策、消费政策、价格政策协调配合的政策体系”，因为货币政策除了稳定预期之外，也是为其他政策应用创造更好的环境，这就需要构建更加有效的宏观、中观、微观政策协调机制。我们看到，就当前通缩风险积累的背后来看，更多是实体经济层面的问题，包括总需求的萎缩和总供给效率的下降。从需求层面看，在投资需求拉动短期内仍然难以消失之时，更多是要解决投融资的中长期资金来源和弱化金融资源期

限错配问题。从供给层面看，则是从简单的产业扩张、产业间结构调整，过渡到产业内部的调整升级问题。对于解决这些矛盾来说，在财政和货币政策这两大工具中，可能财政政策更加重要一些。

长远来看，财政与货币政策协调需要抓住几方面重点。一是从总量目标来看，作为传统的两大政策协调重点，往往致力于“松”“紧”结合的需求管理政策。将来这方面的政策创新，不仅应注意尝试更多的“松”“紧”搭配方式，而且需理顺政策传导机制，对“松”“紧”的程度从模糊目标到逐渐量化，此外更需要围绕政策服务对象与功能，进行多样化的配套合作。例如，一方面货币政策主要作用于总需求，但通过推动构建适应新型城镇化、新型工业化与消费主权社会的金融服务体系，能够对于资源配置和生产率提升有正面促进；另一方面在政府亟须“瘦身”而且“让利于民”、“让权于民”之时，与动用投资性支出为主的财政支出政策相比，更重要的是采取灵活的税收政策，尤其是更有力度度的减税政策，可以通过不同税种更有效地影响总需求和总供给。所有这些着眼点，都拓展了两大政策的协调空间。

二是从结构性目标来看，财政和货币政策协调一直没能充分发挥作用。对实体经济结构问题，应该是财政政策为主，货币政策为辅；对金融结构问题，则是货币政策为主，财政政策为辅。当然也有二者并重的，例如，国内储蓄投资结构失衡下的流动性管理问题，就是两大政策协调都大有用武之地的领域。三是重视基于开放经济条件下的政策协调。在开放经济条件下，宏观政策选择面临更

多外部约束，也有了更多协调配合空间。例如，在浮动汇率条件下货币政策对实体经济作用要大于财政政策，随着人民币汇率机制的市场化改革，货币政策也受到制度约束而产生内外平衡困境。在此情况下，财政、货币、汇率等政策的协调配合和避免冲突，成为具有挑战性的新领域。四是着眼基于特定领域或市场的政策协调。例如，在发展绿色和生态经济方面，既需要财税政策的引导，也需要金融创新工具的支持。再如，解决中小企业融资“难”和“贵”的问题，除了从金融视角着手，更需要先解决降低税费压力的问题。

如何看待当前金融监管体制改革

在近期的“十三五”规划和五中全会决定中，都提出了改革和完善现有金融监管体制的要求。习近平总书记在《关于制定十三五规划建议的说明》中特别指出，“近来频繁显露的局部风险特别是近期资本市场的剧烈波动说明，现行监管框架存在着不适应我国金融业发展的体制性矛盾，也再次提醒我们必须通过改革保障金融安全，有效防范系统性风险。要坚持市场化改革方向，加快建立符合现代金融特点、统筹协调监管、有力有效的现代金融监管框架，坚守住不发生系统性风险的底线。”

对此我们看到，之所以要强调金融监管体制改革，也是因为近年来交叉监管领域的所谓“新金融”的蓬勃发展，以及各种“影子银行”或“银行的影子”所带来的挑战。正如前银监会副主席阎庆民曾经撰文指出“随着新金融的发展，风险跨机构、跨市场、跨时空关联和传染的可能性显著上升，逐渐呈现出网状分布特征。这对监管的统一性提出了更高要求：跨种类金融机构监管、对跨种类金融机构监管、跨时空交易监管。”

其一，以促进监管协调为主要抓手。

现有分业监管格局下的最大问题，在于各部门的协调困难。自2000年以来，关于金融监管协调的讨论在国内一直不绝于耳，2003

年“三会”之间的协调尝试，以及2008年央行“三定方案”里对协调机制的强调，2013年确定央行牵头的金融监管协调部际联席会议制度，但这些都没有从根本上促使这一机制真正落实。

2008年金融危机之后，统一监管还是分业监管，再次成为全球热议的焦点，而监管一体化的声音似乎也更响亮一些。但总体来看，两者监管模式并存的格局还没有根本打破。即便是美国强化了联储的功能，但这个“大管家”还是受到很多限制，同时其改革后参与“多边监管”的机构数量反而有所增多。对于我国来说，金融监管改革显然不能采取简单的“拿来主义”，各国的统一或分业监管选择也都依据不同的国情而定，关键在于避免走极端，实现二者的适度融合。如：在分业体制下，重视监管协调；在统一体制下，重视功能制衡和责任细化。因此，对于我国来说，金融监管体系改革，还尚未到达进行方向性选择的阶段，当前关键在于加强和落实监管协调机制建设。

之所以强调协调监管的重要性，既因为银行、证券、保险的边界变得更加模糊，也是由于交叉监管领域的所谓“新金融”的蓬勃发展，以及各种“影子银行”或“银行的影子”所带来的挑战，这特别体现在现在的各种互联网金融创新上。在历次市场动荡和风险积累中，我们都看到某些“失控的创新”往往发生在监管部门的职能重叠或空白区，使得资金流向和产品创新都超出了原有机构业务边界，监管者很难预判风险点。因此，迫切需要强化更高层面的常设性监管协调机制。

具体而言，一方面，在没有实行统一监管的国家中，为了更好地实施多部门之间的监管协调，往往都需要以制度形式明确承担该职责

的常设机构。例如，在美国被赋予此职能的是美联储，而在澳洲，储备银行、审慎监管局、证券与投资委员会共同组建金融监管理事会来主导协调功能。现有部际联席会议“不刻制印章，不正式行文”等，使其仍然难以成为法律意义上的常设机构。未来进一步改革和完善的关键，应该是努力推动这一机制的常设化。另一方面，为了真正落实协调功能，应着眼于交叉监管领域，以创新型、融合型的功能和产品为关注对象。从偏重金融机构的监管协调，转向金融产品的功能监管协调，例如从大财富管理时代的客户需求出发，协调不同金融业态的产品与服务。这些尝试，都是为将来真正进入金融混业时代后监管改革与统一做好准备。

其二，重视金融监管面临的新挑战。

首先，需高度重视支付清算体系的监管完善与协调。因为金融混业的趋势背后，首先是金融基础设施的一体化融合。以支付清算体系为核心的金融市场基础设施，也不断面临新技术、新制度和金融中前台业务变化带来的冲击，迫切需要进行更有效的监管协调。美国次贷危机的最主要教训之一是使人们认识到防范系统性风险的重要性，除了大银行和大投行之外，全球近年来都更关注金融市场基础设施。2012年4月，CPSS（后更名为CPMI）和IOSCO共同发布了《金融市场基础设施原则》，成为指导各国金融基础设施建设的纲领性文件，包括支付系统）、中央证券存管、证券结算系统、中央对手以及交易数据库等。

虽然各国对PFMI的落实执行进度不尽相同，同时体现在本国法

律、法规、政策中的具体要求也存有差异，但各国均在朝着完整、一致遵守 PFMI 的方向在努力，这体现了危机后各国在对金融市场的认识以及金融监管的思路存在某种共识。实际上，现有支付清算市场发展面临的一些问题和挑战，很大程度上也源自于在制度协调、监管协调方面面临的跨界挑战。借鉴《多德-弗兰克法案》赋予美联储更丰富的支付清算体系监管协调职能，我们也可考虑尝试由央行牵头设立国家支付体系协调委员会或工作小组，有效服务于完善金融市场基础设施的目标。

其次，在人民币国际化和金融市场开放程度不断提高的背景下，金融监管协调也需注意对外协调问题，应充分考虑国际因素的冲击，加强与各国监管部门的协调，同时在有效对接全球金融监管主流规则同时，积极探索适合国情的发展道路。可以说，随着金融对外开放的加快，必须更重视跨国监管问题。一要注意监管边界问题，防止重复监管，二要将加强国际间监管标准的统一性，防止监管标准不同导致市场中出现监管套利。并且可能逐渐与经济关系紧密的各国应努力制定共同的监管标准、共同的监管框架和共同的风险处置方法，通过国际合作，防范一国出现的金融危机扩散到其他国家。

其三，着力解决互联网金融监管的难点。

在金融监管体制完善中，互联网金融成为最“难啃的骨头”，因为其产生背景与发展状况最为复杂。作为讨论的起点，必须明确“网络金融”或“互联网金融”的真实内涵，因为不同的具体模式，其风险收益特征是完全不同的，也面临不同的监管路径。要认清这一点，必

须从金融功能入手，亦即资金配置、支付清算、风险管理、信息发掘等，因为这是金融的本源。互联网并不能颠覆基本金融功能，只是改变其实现形式。

在多种多样的模式中，与资金配置相关的互联网金融活动，其风险特征更复杂，也是大家最关注的。其中，网络融资平台也就是通称的“P2P网贷”，其潜在风险令人瞩目。究其原因，一是这种网络间接融资在我国是主要的互联网金融形态，受到公众广泛关注，而众筹等直接融资模式，则由于规则限制，相对较难发展。二是现在国内许多所谓的“P2P网贷”，往往都是“挂羊头，卖狗肉”，有的是小贷公司、担保公司、民间投融资等中介机构，靠着互联网金融东风一哄而上。由于运作不规范，资金用途存在问题，所以出现许多风险也必然。日前相关部门已经推出了《网络借贷信息中介机构业务活动暂行办法（征求意见稿）》，预计这一行业也将逐步走向规范。实际上，“P2P网贷”风险背后，反映的是民间金融固有问题，因为它们就是典型的民间融资活动，只是增加了互联网元素而已。

从投资角度来看，多数被热炒的互联网金融产品，实质上并没有完全脱离传统金融范畴。例如，余额宝只是在货币基金基础上，增加了互联网购物支付功能，并降低了投资门槛。同时作为相对规范的互联网理财产品，它也并非完全没有风险。货币市场基金虽然风险较低，但在历史上的特定时期，也可能陷入困局。随着利率市场化的推进、存款利率的放开等，货币基金相对储蓄存款的吸引力也会下降，这就是潜在风险之一。另一个风险来自支付企业备付金管理的可能变化。

现有的备付金管理规定仍待完善，随着将来支付企业备付金账户规模的扩大，在支付结算功能之外，与金融产品的进一步结合，也不排除会有新的规定和规范。

同时，在互联网金融的发展过程中，需要实现服务对象的平衡。是重在解决资金需求者的难题，还是优先满足资金供给者的需要，因为二者在某种程度上利益相反。与传统金融体系不同，目前互联网金融对资金需求者的重视还有所不足。例如，若是互联网融资产品的收益过高，就意味其贷款产品的成本也高，这使得部分模式的普惠金融功能值得商榷。

总体来看，未来的互联网金融监管重点，一是要深入研究互联网金融的理论基础、体系框架、风险所在等，否则就会出现“瞎子摸象”；二是尽快加强金融消费者保护，例如监管部门曾对于网络销售理财产品的混乱状况予以警示，即便是银行理财线下销售都经历了多年的“磕磕绊绊”，才使得各种信息误导、披露不足等有所降低，更不用说野蛮发展的线上理财市场，更容易成为消费者的投资“陷阱”。对于监管规则的完善来说，也可从几方面着手。一是对某些新型的具体互联网金融模式，逐渐出台有针对性的规则；二是使得线下已有的规则，进一步在线上落实，而不是任其成为“飞地”；三是加快民间融资法律制度的完善，为互联网融资健康发展奠定根本性基础。

社会养老服务产业亟待金融支持

自 1999 年我国步入老龄化社会以来，人口老龄化加速发展，老年人口基数大、增长快并日益呈现高龄化、空巢化趋势，需要照料的失能、半失能老人数量剧增。面对人口老龄化的严峻挑战和迫切需求，建设完善的社会养老服务体系、发展社会养老服务产业，是确保社会经济各领域健康可持续发展重要举措，也是一项重要的民生工程，更是我国全面建成小康社会的一项紧迫任务。着眼于我国社会养老服务产业面临的投入总量不足、结构不合理和投融资方式单一以及体制机制滞后等现实困境，全社会亟待探寻现阶段金融支持社会养老服务产业的有效路径，在改善民生和创新管理中加强社会建设，提高社会养老资源配置效率。

一、我国社会养老服务产业投融资特点

（一）养老服务基础设施建设仍以国家和集体投入为主。社会养老服务产业具有福利性、公益性，有较强的公共产品特征。政府、集体办养老机构仍起着主力军作用，各类福利院、敬老院、公办养老院等机构及相关基础设施投入，主要靠各级政府财政和福彩公益金及少量的社会募捐、养老机构的微薄经营所得收入等维持。

（二）非公有制养老服务机构发展较快。2000 年 8 月《中共中央、国务院关于加强老龄工作的决定》强调，由国家统包统管社会福

利事业的局面向动员全社会力量投资兴办社会福利事业转变，允许民间资本进入养老事业领域。经济发达地区开始进行养老服务社会化、产业化和市场化的实践探索。相对于国营与集体养老服务机构而言，非公有制养老服务机构入住门槛较低，市场竞争力较强，呈现快速发展态势，将逐渐成为社会养老服务体系的重要组成部分。

（三）社会养老服务投融资空间较大。根据第六次全国人口普查报告，2010年我国60岁以上的老年人口已经达到1.776亿，占总人口的13.26%，比2000年人口普查上升了2.93个百分点，其中，65岁及以上人口占8.87%，比2000年人口普查上升1.91个百分点，正以每年3%以上的速度快速增长，是同期人口增速的5倍多。预计到2015年末，全国60岁以上老年人口将增加4300多万人，达到2.21亿人，届时80岁以上的高龄老人将达到2400万人，65岁以上空巢老人将超过5100万人。与此同时，目前我国社会养老服务产业发展迟缓，投融资潜力较大。

（四）社区居家养老模式、居家机构养护基地成为投融资新领域。目前，我国城乡90%以上的老年人居家养老。以社区为载体的社区居家养老具有方便易行、针对性强、参与面广的特点，能给老年人带来心理上的认同感和归属感。因此，具有现代化社区服务功能的社区居家养老服务模式符合我国的国情和民意，是社会化养老服务基本产业业态和产业化发展的方向，特别是社会养老服务机构和社区居家养老服务站以及引领高端养老服务的大型综合社区养护基地，将是我国现阶段发展社会养老服务业的投融资重点领域。

二、养老服务产业的发展困境

(一) 养老服务市场不成熟，处于起步阶段。首先，市场缺乏外部评价、监督机制，服务标准不明确，在国家政策鼓励的大环境下，社会资本存在投机冲动，对风险缺乏足够的认识。其次，养老服务业运营主体规模小、管理水平有待提高，由于老年人相较健康成年人对服务更挑剔，喜欢距离家人近，因此养老服务场所具有分散、规模小的特点，与此同时，政府不愿意直接参与养老服务运营，致使其参与主体多为中小型民营企业，实力较弱，管理经验不足，服务人员队伍不稳定，服务质量有待提高。

(二) 养老服务业呈金字塔形。根据服务需求层次及老年人口数量的多寡，养老服务业呈金字塔形的三个层次：顶层是满足失能、半失能老年人的基本养老服务，具有需求刚性、受众少的特点，目前市场供给不足，一般由养老机构提供养老服务，运营模式较为清晰；中间层是满足健康老年人的养老服务，特点是受众较多，行业衍生度较大，与休闲、医疗、旅游、文化、体育等产业融合程度高，目前最成熟的模式是医养结合的养老模式；位于金字塔底层的是居家养老，这种模式受众最多，未来市场潜力最大，行业衍生度最高，但目前仍存在市场主体不规范、运营模式不成熟等问题。

(三) 养老服务供需存在结构性矛盾。首先是数量的矛盾，由于养老服务欠缺规划，缺乏深入调研，没有深入分析养老需求和付费能力，导致供不应求与供过于求同时存在。农村敬老院床位所占比重较大，但其只针对农村特殊老年群体，床位闲置多，护理水平不高，而

城镇养老床位占总床位数的比重较小，造成城镇入住机构养老一床难求的现象。其次是服务项目上的结构性缺陷，主要表现为面向中高层收入群体的养老服务多，面向低收入群体的养老服务少；普通的养老服务多，个性化的养老服务少，尤其是针对高龄老人、空巢老人和失能老人的服务极少，精英养老和粗放式养老居多。

（四）养老服务产业发展过度依赖政府性资金。一是养老服务业提供的产品和服务中有大部分属于公共产品，具有公益性，养老机构的平均利润率还比较低，一些企业处于保本经营状态，甚至出现亏损的情况，大多依赖政府持续投入和补贴。二是对从事养老服务业的企业缺乏直接有效的政策扶持，投资门槛仍然较高，从而难以吸引民间资本投资。三是在特定的发展阶段，特别是在中国老龄事业逐步向产业化发展过渡的过程中，机制不够完善，市场不够成熟，资金进入养老服务业的风险较大，需要的周期长，且投入成本较高，因此商业银行作为我国融资结构的主流不愿意大规模进入，其他非银类金融机构也缺乏畅通渠道介入。

三、金融支持社会养老产业的建议

（一）加快出台金融鼓励政策，激发金融机构支持社会养老服务体系建设的积极性。首先，将国家和地方财政安排的财政性专项基金按照一定比例提取，设立风险补偿基金，用于对金融支持社会养老服务体系建设造成的呆坏账进行风险补偿。其次，应对支持社会养老服务体系建设的金融机构给予税收优惠和财政奖励。考虑减免支持社会养老服务体系建设贷款利息收入的营业税；实行年度考核，对支持社

会养老服务体系建设力度较大的金融机构给予财政奖励。

（二）积极探索采取贴息或直接补助等方式，破解社会养老服务体系融资难。一是制定社会养老服务体系贷款财政贴息办法，确定贴息规模、期限和贴息率，对相关金融机构给予贴息补助或财政定向补贴，引导信贷资金流向社会养老服务体系。二是相关政府部门应减少金融机构为社会养老服务体系提供信贷支持所需要的审批环节，并降低相关服务收费，对金融机构支持社会养老服务体系建设予以适度政策倾斜。

（三）鼓励政策性、开发性金融支持养老基础设施建设。养老基础设施建设是目前我国养老服务的薄弱环节之一，具有投资大、投资周期长的特点。应鼓励政策性、开发性金融可以项目贷款的方式提供贷款服务，支持养老服务基础设施建设，重点支持专供老年人使用，符合老年人体能心态特征，满足老年人居住、生活照料、文化娱乐、健康护理等多种服务需求的居住建筑及公共服务设施，要求项目建成后必须为老人提供养老服务。

（四）吸收民间资本进入，拓宽直接融资渠道。一是政府主导投资、建设的社会养老项目，尝试采用政府主导下的非盈利性机构运作的 PPP 模式。二是充分吸纳民间资金，采取“民办公助、公办民营”的办法，采用以项目未来经营收入为主要还款来源的市场化运作模式，引导社会力量投资社会养老项目，形成国家、集体和个人等多元化投资格局。三是积极争取社会捐助。加强社会养老服务工作宣传，广泛筹集捐款，鼓励社会团体、慈善机构、企事业单位和个人向社会养老

项目捐资、捐物或提供无偿服务，以补充社会养老资金的不足。

（五）探索创新金融产品和服务模式。金融机构应降低社会养老服务产业的融资准入门槛，对国家或地方政府批准设立的社会养老项目，在其各种手续完备和风险可控的前提下，适度降低其资本金比例等贷前审查条件。同时，合理定价，对于符合贷款条件的社会养老项目贷款，在遵循“收益覆盖风险”原则的前提下，尽量降低贷款利率，同时对社会养老项目以土地、房屋、设施等抵押融资的，应提高其抵押率。此外，还应创新产品，通过住房反向抵押、发行专项理财产品和地方政府债、对符合条件的下岗失业人员兴办社会福利机构和符合劳动密集型小企业规定的养老服务机构给予小额担保贷款等方式，支持社会养老项目发展。

韩国文化创意产业融资模式借鉴

知识经济时代，文化创意产业成为经济发展的一个新的增长点，已经成为在国民经济中占有举足轻重地位的主导产业。韩国是目前国际上文化创意产业较为发达的国家，又因为地缘、文化的接近，成为对中国而言较有比较意义的参照系，通过探讨双方之间文化创意产业融资差异，从韩国融资当中吸取经验教训，无疑将有利于我国文化创意产业融资。

一、韩国文化创意产业发展现状

在韩国，信息服务、新闻出版、杂志出版、书籍出版、电视、电影、唱片、广播、广告、游戏、游乐场、赌场、运动、网络等都属于文化创意产业的范畴。近二十几年来，通过振兴文化创意产业，韩国实现了国家的战略性发展，具体可以分为如下几个阶段：

1. **起步期。**韩国国民经济蓬勃发展源自于韩国以制造业为主的经济振兴战略，在 1986 年，韩国政府意识到其文化创意产业相比制造业的滞后发展，提出“文化与国家的发展相统一”的国家发展战略，自此，确立了韩国文化产业的发展。在 1990 年韩国政府出台的《文化发展十年规划》中明确指出：文化要面向全体国民。五年后，韩国提出“文化繁荣五年计划”，同年，韩国成立了隶属文化产业部的文化观光局，并使其专职负责文化创意产业发展以及出台各项法律法规

协助文化创意产业之发展。此即韩国文化创意产业的起步阶段，随着亚洲金融危机的爆发，韩国深刻意识到文化创意产业发展对国民经济的重要性，由此拉开韩国文化创意产业的成长阶段。

2. 成长期。1998 年遭受亚洲危机重创的韩国迅速调整国内产业结构向文化创意产业倾斜，金大中在职期间明确提出“文化立国”，随后成立了文化产业振兴院，以将韩国发展文化强国的目标贯彻落实。至二十一世纪初起，韩国文化创意产品跻身世界文化创意产品前五位，约占世界文化创意产品消费总量的 3.5%，影视业的发展尤为突出，十年间增幅几十翻，为韩国的国民生产总值做出了杰出贡献。

3. 稳定期。近十年来，韩国政府主张为文化创意产业提供“援助但不干涉”的宽松环境，并出台各种保障、推动性政策文件，使得韩国国民既认识到了文化创意产业的重要性，又享受到了文化创意产业的丰硕成果。受制于金融危机的小幅发展，2009 年，韩国加大对文化创意产业的投资，并希望拓展海外市场份额以发展文化创意产业。2010 年韩国文化产业振兴院计划在采用民间直接投资及政府基金投资支持下完成了两百个项目，极大的推动了韩国文化创意产业的发展。

二、韩国文化创意产业融资模式

1. 政府主导。韩国文化创意产业的发展一直在韩国政府的主导下进行，其融资模式最主要的是政府的直接投资。韩国文化创意产业发展初期，由于市场体系、市场结构尚不健全，因此既缺乏有效资产投入也无法有效配置资产并运作经营，此时韩国政府起到了投入资源以及合理配置资源的作用，使得韩国文化创意产业顺利度过起步起。

韩国政府的集权思想使韩国的文化创意产业发展始终在政府制定战略、设置相应机构、出台法律法规的推动下发展，“文化立国”的提出标志着韩国政府意识到文化创意产业的战略性发展是提高韩国国民生产总值的突破点，韩国政府设立的“文化产业基金”对文化创意产业的投资提升到国家预算的1%。自此之后，韩国政府连年增加文化创意产业财政预算，从1998年的2.2%，到1999年的11.7%，至2000年文化创意产业的财政预算已到15.3%，发展至2011年，韩国文化创意产业财政预算创韩国政府历年文化创意产业财政预算新高，达到3003.709亿韩元。

由此可见，在韩国文化创意产业的发展过程中，政府的直接投入是文化创意企业融资的最主要来源。韩国政府除了对文化创意产业的直接投资外，为更好地促使文化创意产业的蓬勃发展，韩国政府对资金投放的领域和方式的选择也对文化创意企业形成了多层次完善的资金扶持体系。例如韩国政府为促进游戏、影视等文化创意产品的出口，专门设立了影音分轨公司以政府补贴之方式全额资助将出口产品由韩文翻译成外文，因此提高了出口贸易额。在直接财政投资的基础上，韩国政府也制定了政策法规，丰富了文化创意产业融资模式。例如中小企业基本法将给予表演业减免税收的政策促使其发展，无疑为文化创意产业融资提供了直接的支持和帮助。再如，韩国政府设立奖项对影视动漫出口给与奖励。

2. 财团支持。从二十世纪九十年代后期开始，三星、现代、大宇等私人财团被韩国政府允许参与到了韩国电影产业，利用其自身生产

经营之便利条件，其为韩国电影产业提供了庞大的资金支持和销售网络，而对具有较强经济属性和经济价值的产业部门和生产环节，鼓励并支持通过市场融资方式做大做强，通过市场融资使韩国文化创意产业迅猛发展。

3. 合作经营。从风险管理角度来看，如果盲目进入外国市场，可能因当地政府的政府行为以及当地消费者的抗拒情绪而难以推销，此时与当地企业合作经营便可有效的化解风险，并且由于更具适应性地开发被当地普遍接受的优秀产品。韩国企业正是这样做的，与当地企业合作经营也无疑是韩国文化创意企业得以发展的融资模式之一。

三、韩国文化创意产业融资渠道

韩国文化创意企业的发展历程通常经历起步期、成长期、成熟期以及衰退期，企业的融资活动贯穿始终，但在不同的时期，企业的融资活动又各有侧重。在起步期，企业往往采用内源融资的形式，大多由发起人出资投建企业；在成长期，企业往往会采用想银行等类似金融机构取得借贷款等融资形式；发展至成熟期，标志着企业往往具备在证券市场上市发行股票或债券的融资资格，而成熟期的企业也往往会采用这种融资形式。

1. 银行贷款。韩国银行等类似金融机构大多为新兴高科技等类似具有成长潜力的文化创业企业设立专项基金，以为其文化创意产品提供金融支持。韩国著名的三大信用担保基金即韩国科技信用担保基金、韩国信用担保基金以及韩国信用保证基金联合会目前已处于世界担保体系的第二位。出保费收入外，政府援助和金融机构资助也为其提

供了稳定的资金来源，这些基金共同运作建立了担保和再担保体系，使得违约损失的半数以上都会由担保基金承担，因此韩国文化创意企业易于向银行等类似金融机构取得借贷款，这种融资渠道也成为其融资的基本渠道之一。

2. 债券融资。由于债券的财务杠杆效应，公开发行债券成为文化创意企业优先考虑的融资渠道。由于发行债券的过程中通常引入如韩国科技信用担保基金和韩国信用担保基金等第三方提供担保的形式以确保债务人即融资的文化创意企业具有偿还到期债务的能力并降低其不能偿还到期债务的风险，使得公开发行债券融资在文化创意产业中得以推广开来而普遍存在。

3. 股票融资。在纳斯达克证券市场上市的公司总市值跻身世界第四位，其换手率和成交量等主要指标也仅次于纳斯达克的成熟创业板市场，不俗的业绩使得很多投资者的目光聚焦于科斯拉克市场并为其提供了源源不断的资金，纳斯达克已成为韩国文化创意企业扩大发展规模扩充资金的必由之路。，加上韩国政府对高附加值的新兴技术文化创意企业优惠的上市条件，不但上市门槛低，不需要刚性的财务指标，上市费用也不足纳斯达克的十分之一，此外加之税收优惠政策，使得韩国文化创意企业普遍乐于在纳斯达克市场采用公开发行股票融资。

新常态下的银行新逻辑

当前，中国经济社会发展面临“新常态”的挑战，银行业的发展环境也发生了根本性变化。如何在新的历史条件下稳健发展、规避风险，同时积极抓住机遇和把握大势，成为新时期银行业开拓创新战略新起点。

在新形势下如何判断一家银行是否好银行，过去一方面从技术、制度来衡量，主要在于判断银行在漫长的历史周期波动中能否成为“长青树”，另一方面则是更多从道德层面、社会责任层面来强调。长远来看，除了这些标准之外，还需要有更有效的外部度量机制，促使整个银行业发展能够致力于营造良好的金融生态环境。

就此出发，我们认为银行业需重点处理好几方面关系。首先有些老生常谈的，是银行部门与实体经济的关系。从宏观来看，金融结构中的一些矛盾与银行是分不开的，如某些时期社会融资总额与银行信贷规模的偏离，还有货币政策依托信贷的传导机制不顺畅等，都意味着宏观金融层面存在问题。对此，作为我国金融业主导者的银行需做什么？这是一个重要的切入点。从微观层面看，银行与企业的关系，更多是需要构建一个共赢生长的状态。许多调研发现，在经济形势比较好的时候，银行积极向企业放贷，对企业内在成长关注有限；一旦遇到系统性冲击，首先肯定是抽贷，许多中小企业只能靠过桥贷款和

高利贷来还款，后来没办法也开始赖账，使得风险通过信用互保链蔓延，最终整个间接信用生态体系都受损。这种恶性的银行服务生态，是必须通过利益与风险共担机制建设，而予以改变的。

其次，是综合经营跟特色化经营的关系。美国 1999 年通过《金融服务现代化法案》，银行业的发展出现了分化，实际上也并没有一个全面混业的趋势。2008 年金融危机之后，以美国为首的国家对综合经营进行反思，对银行的证券自营等业务进行限制。实际上从全球来看，很难简单判断银行业总体潮流是什么，综合经营只是一种正常选择模式而已。我们现在虽然在法律层面对银行综合经营还有部分约束，但现实中已经直接或间接实现了业务跨业。着眼未来，一方面对综合经营的大型机构来说，更重要的不是跑马圈地，而是实现不同功能之间的布局协同；另一方面，综合性经营也并非所有机构的必然趋势，究竟做“金融超市”还是“精品店”，是每个银行都值得思考的命题。

还有，是线上和线下的关系。众所周知，互联网金融给银行业带来巨大挑战，当前在经济周期下行时银行遭受较大冲击，因此都想突出布局互联网金融的业绩。但现有各银行业的互联网金融业务，仍然缺乏明确概念与顶层设计，许多在于抢占市场和发掘噱头。需要承认的是，大数据、云计算、平台经济、物联网、移动支付等必然给现代金融业带来“翻天覆地”的变化，银行在其中也难以独善其身。未来银行业的改革与发展中，需要深刻思考影响这个时代的技术究竟是什么，给金融活动带来怎样的变化，与此相应的制度规则会有怎样的变化，以此来把握技术与制度变革的脉络。应该说，线上业务的前景不

言而喻，线下业务也不会简单被摒弃，基于现实如何更好地实现二者融合，才是银行核心竞争力的来源。但无论如何，银行业最终都要走向开放型、共享型的平台建设，而不是自我主导的游戏和闭环模式。

最后，银行更多需从供给驱动转向需求驱动。就是充分面向当前金融体系中的短板，即红海业务加上蓝海业务。所谓红海业务，是现有的经济短期内仍然靠投资拉动，银行需引导和改善对大企业、大项目的支持方式。所谓蓝海，包括居民金融和小企业金融。居民缺的是消费金融和财富管理，是便捷、智能、低门槛的服务；小企业金融不仅是资金支持，而且有对企业风控、信用、管理、文化的协同支持。

《房债》：解读金融危机的另类视角

始于 2007 年的美国金融危机，给全球经济金融体系带来了深远冲击，迄今为止已经接近 10 年了。关于危机的研究文献，也可谓汗牛充栋。但是，正如 2015 年 1 月美国金融年会（AFA）主席 Luigi Zingales 尖锐地指出：“危机以后，学者用危机前的数据就得出了金融增长的负面效用。因此，危机前相同的证据是可以搜集到的，但是彼时却没有人搜集。为什么呢？可能的原因是，学者受限于时代潮流，学者寻找的证据类型被时代潮流影响。”由此看来，跳出“时代潮流”来预测危机是困难的，然而即便在事后剖析危机，同样也难以脱离实证分析的“自我验证”，真正抓住众多繁杂线索的源头。

中信出版社在 2015 年 5 月出版的、由两位美国学者阿蒂夫·迈恩和阿米尔·苏非完成的《房债》(House of Debt) 一书，以其独特的视角分析了次贷危机给美国带来的大衰退，并为如何避免重蹈覆辙提出了有力的政策建议与方案。

就其研究特色与核心观点来看，重点体现在几个方面。一是从纠缠不清的危机爆发动因中，找到了从家庭债务入手的分析思路，提出了在家庭抵押贷款类债务的不同杠杆支撑下，资产价格泡沫是如何被催生起来的；而在快速衰退过程中，“止赎”的外部性使得泡

沫破灭加剧，危机则进一步蔓延。二是探讨了债务对于收入趋势分化与财富不平等的影响，指出“一个金融体系过渡依赖债务，那么他将放大社会财富的不平等”。并且，在政府、企业、金融和家庭这几大部门中，与多数学者更关注危机中的其他部门有所不同，《房贷》则触及到了家庭债务失控与金融危机所带来的严重再分配效应，尤其是发现对房贷负债高的家庭影响更大。三是作者认为债务其实增加了非理性乐观者对于资产价格的影响，进而助推价格泡沫的产生，同时他们并不同意多数人所认为的只能通过救助银行、恢复流动性、畅通信贷渠道等方法来应对危机，并指出“信用中介需要论在每一位思考这个问题的思想者中几乎成为广为接受的原则”，以及“银行受损的真实原因就是家庭支出骤减导致的经济衰退。如果我们想要拯救银行，最好的方式就是直接处理家庭杠杆问题。”四是围绕政府对于衰退的干预，提出了要着眼于怎样有效提高产出和减少失业。作者认为可以探索家庭债务的重组和减免机制，而财政货币政策组合并不能替代这些尝试，同时整个金融体系需要更有效的风险分担机制，尤其是以更多的股权融资来替代债务。

虽然作者的某些建议听起来比较激进，但是其围绕家庭资产负债表展开分析的洞察力却令人佩服。结合我国国情，可资借鉴的亦有几方面。一则，当前我国同样面临迫切的去杠杆压力，但是去杠杆与新常态的矛盾混杂在一起，加上不同经济部门的杠杆错配问题，使得现实中的问题变得更加棘手。值得思考的问题如：在金融业自身与企业部门强调去杠杆的同时，伴随着股市配资、互联网金

融“灰色地带”、场外要素市场与民间理财等种种现象的泛滥，家庭部门的杠杆率似乎有所上升。如此，再加上“全民金融热情”的爆发，会否带来新的风险转移与危机转嫁，甚至在周期波动中引发埃文·费雪在1933年所言的“债务通货紧缩”，最终严重损害经济稳定与公众利益。

二则，具有类似性的是，对于我国监管者来说，金融中介机构的稳健性更加具有系统重要意义，家庭部门往往被缩略成为“存款提供者”或“金融产品服务对象”，在对宏观金融稳定、风险积累、增长与就业等问题进行考量时，家庭金融尚未受到足够的重视。党的十八届五中全会着力强调了“共享”发展的意义，这就意味着，能否有效控制家庭部门面临的金融风险、优化金融服务、实现消费者金融主权，使其更好地分享金融改革的成果，就成为现代金融体系构建的重中之重。否则一旦危机爆发，将会给公众带来比欧美更加严重的福利损害。

三则，需理性看待金融结构的完善。《房债》显然寄希望于融资模式的改变，能够缓解危机与动荡，作者认为，“我们相信更多的股权类融资有助于避免痛苦的衰退再次发生，同时有助于支持经济的可持续增长”。可以看到，我国同样面临直接融资与间接融资的权衡问题，提升直接融资比重也成为当前的重要政策方向。但是仍然有许多困惑值得思考，如：《房债》作者认为“过于便宜”和“存在补贴”的债务造成了杠杆高企，而股权资产的高溢价对此有所缓解，但在我国却面临债务融资的“难”和“贵”问题，加上股权市场的

制度不够坚强，则股权替代的逻辑似乎有所不同。再如，直接融资与股权融资的关联，场外股权市场与场内股票市场的权衡，企业、金融机构与居民在股权融资中的利益协调，等等，都使得这一“药方”难以简单拿来使用。当然毋庸置疑的是，即便在直接融资比重全球领先的美国，学者认为股权融资仍需大力发展，而在资本市场仍在规范和踟躅中前行的我国来说，更需要探索适合国情的股权市场深化之路。

应该说，《房债》一书的某些研究路径还值得进一步商榷和检验，在某些方面也只是提出问题，但难能可贵的是，作者运用大量数据素材提出了关于杠杆化损失的分析框架，把家庭金融更好地引入到宏观分析之中，而且叙述方式兼具学术性和通俗性，对于读者理解和认识美国金融危机的实质，以比较思维看待所处经济体的内在困扰，都带来极具价值的阅读体验。

哈佛大学的卡门·莱因哈特和肯尼斯·罗格夫在 NBER 工作论文《关于重大金融危机复苏期间的实证分析》中，通过分析历史上近百次危机，发现从危机中复苏需要的平均年限为 8 年，中位数是 6.5 年。当美国似乎率先“独树一帜”地走出了危机的阴影，并且于 2015 年底进行 10 年来的首次加息，以及华尔街的投行家们又欢呼于金融创新盛宴与金融技术的绚烂之时，我们不禁要问，作者所描述的那些金融危机的“魅影”，真正离我们远去了吗？

全球分化带来金融变革压力

当前，各国经济增长的差异性与货币政策分化日益明显，这给我国带来了许多新的机遇与挑战。

2015 年底，美联储首次把利率从近零水准上调。近期，包括副主席费舍尔 (Stanley Fischer) 在内的几名美联储官员都表示，2016 年预计有几次升息。例如，旧金山联储主席威廉姆斯 (John Williams) 在 1 月 8 日表示，只要经济继续成长、核心通胀指标趋于稳定、且失业持续减少，美联储今年就会 4 次升息。可以看到，部分联储官员的预测依据主要是美国经济的复苏早已稳固，与其他国家面临通缩压力截然不同。如作为政策关注的重要目标来看，美国 2015 年 12 月非农就业报告显示，当月就业岗位增长 29.2 万个，说明就业市场持续好转。

由此来看，目前全球经济格局变迁的主题成为强势与分化，除了美国经济的“热度”突出之外，欧元区等发达经济体、新兴经济体都面临各自的困境。在此动荡的“战国时代”，虽然给我国带来诸多不确定性，但在实施国际化战略过程中，也有更多的“合纵连横”机遇。

其中尤其需要注意的是，面临经济新常态挑战的我国，既要充分考虑未来中美经济走势与政策选择的相互影响，更需要深刻反思现代金融的发展与转型困境。

一方面，是需要强调当前阶段金融改革的核心目标，是如何更好地服务实体，改变金融业“自我游戏”的倾向。一则，自2008年全球金融危机以来，发达经济体也在普遍反思金融创新的失控，以及金融能否真正促进“美好社会”的发展。同样在我国，金融改革与发展不应该只有利于金融部门的自身利益，而是应当真正使得更多企业获得良性的金融“血液”支持，从而得以健康发展和增进就业，并最终落到增进个人的福利之上。这也就是五中全会所强调的“共享”，亦即要使个人真正能够充分分享经济增长和金融发展的成果。

另一方面，随着中国金融体系的“跨越式”改革与发展，各类“总量性”、“规模性”指标已经发生了巨大变化，逐渐在全球都位居前列。以包括金融相关率在内的早期金融深化指标来看，我国在世界范围内也已经比较突出。但是，这并不意味着金融改革的成功，因为规模并不能代表一切。例如，我国目前的P2P网络借贷平台的交易规模已经号称全球第一，但是其中确实“沉渣泛起”，在涌现出诸多优秀创新平台同时，也有大量“劣币”跻身其间。再如，在上世纪末期以来的历次危机和动荡之中，国际上许多“资产巨无霸”式的大银行都消失在历史长河中，尤其以日本的银行为例。所有这些意味着，过去偏重于规模的金融改革衡量标准需要重新被审

视，应该更加重视金融结构、金融服务功能等层面的问题，跳出金融“绚丽面纱”而着力解决所掩盖的金融低效与失衡。

书籍推荐：《互联网金融理论与实践》



一、图书信息

书名：互联网金融理论与实践，经济管理出版社，2015年1月

作者：主编：杨涛 副主编：程炼

书号：978-7-5096-3556-8

定价：68.00元

开本：16

印张：19.5

字数：318千字

二、图书简介

迄今为止，关于互联网金融的研究对象、思路与范式的混乱和无序，实际上已经影响了互联网金融实践创新的可持续发展。有鉴于此，我们试图从概念分析和理论框架设定入手，以国内外的的发展状况及监管特征比较考察为补充，以国内外的典型案例为点缀，努力使互联网金融的研究线索更加清晰一些，使互联网金融在人们脑海中有更明晰的“镜像”。本书共分为八章，其中前三章是理论分析部分，主要包括：互联网金融的概念辨析与研究背景；互联网金融的发展探究：基于文献综述的视角；互联网金融的理论基础。其后的两章是基于全球和海外视角进行比较分析的部分，主要包括：全球互联网金融发展的状况考察；国外互联网金融的法律基础与监管模式。最后三章则是围绕我国的现实展开研究，主要包括：中国互联网金融发展的基本格局；中国互联网金融的监管现状及改革方向；互联网金融发展的历史趋势与前景展望。

三、作者简介

杨涛：1974年生，山东淄博人，研究员，博士生导师。现任中国社会科学院金融研究所所长助理、产业金融研究基地主任、支付清算研究中心主任。主要研究领域为货币与财政政策、金融市场、产业金融、政策性金融、支付清算等。

程炼：1976年生，江西德兴人，经济学博士，副研究员。现任中国社会科学院金融研究所《金融评论》编辑部主任、支付清算研究中心副主任。主要研究领域为国际金融、金融地理与金融监管、支付清算等。

声 明

主 办： 中国社会科学院产业金融研究基地

主 编： 杨 涛 （ytifb@cass.org.cn）

《产业金融评论》为内部交流刊物，其中的报告均由中国社科院产业金融研究基地（以下简称“研究基地”）的研究团队或特约研究员独立完成，研究报告中的观点、内容、结论仅供参考，研究基地不承担任单位或个人因使用本信息材料而产生的任何责任。本刊物的文字内容归研究基地所有，任何单位及个人未经许可，不得擅自转载使用。

研究基地是由中国社会科学院批准设立的院级非实体性研究单位，由中国社会科学院金融研究所作为主管单位，专门从事宏观经济与金融政策协调、产业与金融相结合、支持产业发展的金融政策、促进产业发展的金融组织和产品创新、金融业自身发展等领域的重大理论和实践问题研究。

研究基地的名誉理事长、学术委员会主席为中国社科院原副院长、国家金融与发展实验室理事长李扬研究员，理事长为中国社科院金融所所长王国刚研究员，主任为中国社科院金融所所长助理杨涛研究员。

地址：北京市朝阳区曙光西里 28 号中冶大厦 11 层中国社会科学院金融研究所

邮编：100028

电话：010-59868209

传真：010-59868203

E-mail: rbif@cass.org.cn

网址: www.rbif.org.cn

联系人：齐孟华

手机：13466582048