

2020亚洲金融展望

构建亚洲新金融体系

作者

沈联涛

香港经纶国际经济研究院院长

黄祖顺

香港经纶国际经济研究院“亚洲金融2020”项目总监

艾宏德 (Christian Edelmann)

奥纬咨询亚太区负责人及合伙人

目录

1	前言	1
2	亚洲发展故事	2
3	亚洲金融体系的不足之处	6
3.1	亚洲金融体系的应变能力	6
3.2	《巴塞尔协议III》对亚洲金融业的影响	7
3.3	亚洲金融体系的结构缺陷	9
4	2020年亚洲金融展望	18
4.1	推动因素1：区域协调政策	20
4.2	推动因素2：风险管理和压力测试能力	21
4.3	推动因素3：中央银行目标明确的融资扶助行动	25
4.4	推动因素4：以中小企业和零售为重点的支付结算系统	26
4.5	推动因素5：高效的、日益一体化的资本市场	28
4.6	推动因素6：激励机制	29
5	结论	30

1. 前言

亚洲的财富水平在绝对规模和全球相对地位方面均不断上升。在过去的十年期间，亚洲经济在全球GDP总量中的占比从24%上升至31%。财富增长的同时，亚洲庞大人口城镇化趋势日益显著，中产阶级群体不断壮大。

由于欧美经济体仍深陷在由于金融危机而引发的严重衰退中而经济复苏乏力，全球再度寄望亚洲发挥其主导作用带动世界经济增长。然而，今天的亚洲同样处在需要做出重大抉择的十字路口上。亚洲经济亟需从现有的以“传统工业”为主的出口拉动型增长模式向新型经济模式转变——一种更侧重于国内消费、提高社会公平度和环境可持续性的新模式。

在实体经济转型进程中，亚洲金融业应发挥推动作用。遗憾地是，亚洲金融业目前还不能胜任这个角色。亚洲金融业由短期银行贷款主导，资本市场尚不完善，拥有“实业资本”的长期投资者数量不足，如保险公司和养老基金等。此外，它还缺乏为小企业或创业者提供融资支持所需的财务数据、信用管理技术专长和激励措施。

简而言之，现有亚洲金融体系适合于长期以来所服务的“传统工业”实体经济。为推动亚洲各国经济体现代化，本地区金融体系也必需进行现代化升级。

本报告阐述了亚洲金融体系目前存在的缺陷和不足（参见第3章），并在此基础上为亚洲决策者提出了相关建议（参见第4章）。建议内容包括：通过政策协调来创造一个高效率 and 区域一体化的金融体系，通过提高透明度来降低信息不对称，通过确保本地支付系统的安全性和效率促进向移动时代的过渡，我们还呼吁亚洲各国中央银行建立目标明确的融资扶助计划，支持中小企业和贸易发展，并通过税收激励政策，进一步鼓励股权融资及其他长期融资。

如果亚洲金融业实施上述现代化行动方案，我们预测亚洲经济三大增长支柱（中小企业、基础设施建设和进出口贸易）可望拉动GDP年化增速提高0.5%以上，同时促使亚洲金融业的市值规模增加2万亿美元。

2. 亚洲发展故事

亚洲经济向2020年的发展将建立在三大支柱上。中小企业¹拉动新增就业岗位和创新；区域贸易激发增长活力；基础建设投资改善市场准入，拓宽资源来源渠道，从而降低交易成本、促进社会劳动分工，并改善亚洲居民生活水平。

除上述三大支柱以外，宏观政策、法规和制度改革等驱动因素也有利于提高本地区生产效率和经济增长速度，但这些驱动因素不是本研究的重点。

第1支柱：中小企业

中小企业是大部分经济体重要的组成部分，发挥创造就业岗位和创新的重大作用。以高科技行业为例，1993年至2009年美国中小企业创造了65%的净新增就业岗位，员工人均专利权注册数量达到大公司的16倍²之多。

亚洲经济体也不例外。实际上，在一些亚洲国家，中小企业在经济中发挥了显著的作用（参见图1）。以中国为例，2011年中国大陆共有5,000万家中小企业，占全国企业总数的99%，占GDP的60%和进出口贸易额的68%。

我们预测，在下一个十年里，随着亚洲各国决策者着力改善中小企业经营环境、提供技术培训和加强信息传播等一系列优化商业决策措施的实施，中小企业的重要地位将进一步上升。以马来西亚为例，政府推出计划，2020年之前将中小企业产值占GDP的比重将从目前的33%提高到42%。

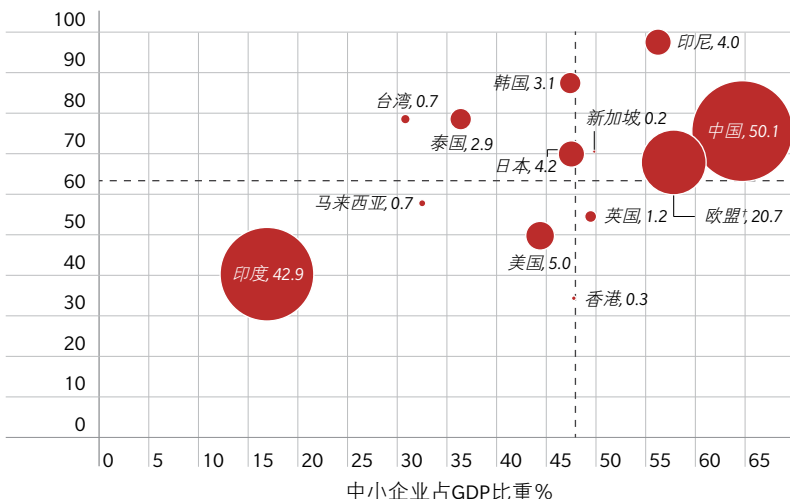
¹ 请参阅经纶国际经济研究院关于中小企业的研究文章。

² 《重振活力的全球经济增长》，2013年4月，万事达卡顾问公司。

图1: 中小企业对本国GDP增长及就业的贡献度
2012*

中小企业就业人口占比%

圆圈大小: 中小企业数量, 单位百万



* 非2012年数据: 中小企业占GDP比重: 日本 (2006), 韩国 (2009), 台湾 (2010), 香港, 泰国 (2011), 马来西亚 (估算值); 中小企业就业人口占比: 日本 (2008), 马来西亚 (2010), 泰国 (2010), 韩国 (2011), 印度, 香港 (2013); 中小企业数量: 美国, 韩国, 泰国 (2010), 英国, 新加坡 (2011), 香港 (2013)。

† 欧盟包括英国和部分东欧发展中国家。

信息来源: 世界银行、经合组织、政府数据、奥纬研究。

亚洲开发银行的研究表明, 中小企业一般通过创造“集群”带动本国经济增长。

“集群”效应是指中小企业按照供应链的不同环节进行组合和聚集, 在生产流程和销售渠道方面形成互补作用。这种情形下, 中小企业通过竞争带动了快速创新。竞争和创新环境有利于创业者的生存和发展, 同时使中小企业更易获得来自各类外部经济中介组织 (如原材料供应商、技术熟练的工人和贸易伙伴) 的服务³。因此, 中小企业的发展对于带动经济增长、创造就业机会, 激发创新以实现可持续的、兼容并蓄的亚洲具有重大意义。

3 亚洲开发银行2012年研究报告《新兴亚洲的中小企业融资新体制: 鼓励中小企业成长建立充满活力的国民经济体》, 作者Shigehiro Shinozaki。

第2支柱：贸易

借助廉价劳动力的优势和推行出口导向型的增长模式，亚洲已成为全球领先的贸易枢纽。我们估计全球贸易流量的50%来自于亚洲地区，与此同时，亚洲占银行贸易融资业务的40%。

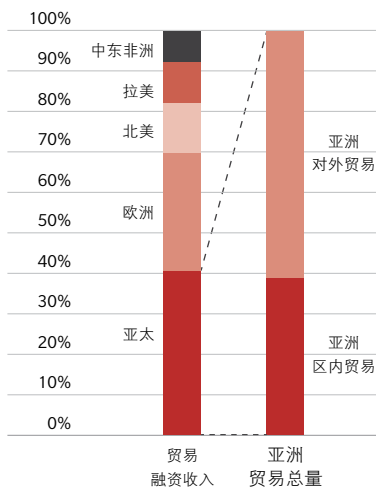
尽管贸易仍是未来拉动亚洲经济增长的主要动力，但随着亚洲内部贸易重要性的提高，贸易活动的性质将发生变化。目前亚洲区域内贸易活动约占亚洲贸易总量的40%（参见图2），并且增速最快。我们预测在未来十年中，亚洲区内贸易在以下三个地区的发展最为迅猛：北亚、大中华区和东南亚联盟。

随着亚洲企业将经营重点逐渐转向本地区消费者，我们预测到2020年，亚洲区域内贸易额将突破8万亿美元，较2012年的3.3万亿美元实现大幅度增长。地区贸易合作将进一步加强这一增长趋势，如2015年东盟经济共同体框架下正在讨论的贸易制度、东盟十加三自由贸易谈判以及东盟全面经济伙伴关系计划（RCEP）。区域内贸易一体化有助于亚洲向以本地区居民消费拉动的增长模式转型，该区域各经济体之间也会有互惠互利的的作用。

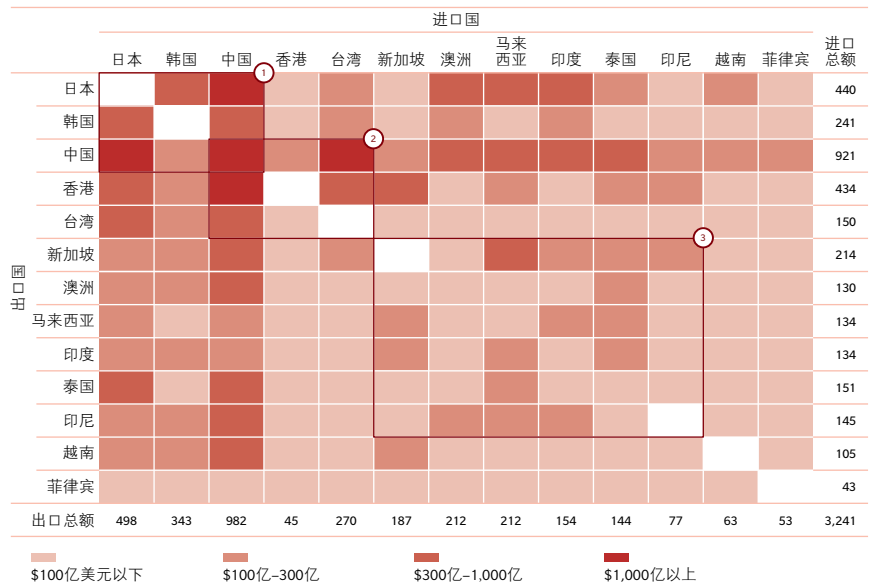
图2: 亚洲地区贸易往来

亚洲占全球贸易总量的比重
2012年

占全球贸易总额的比重



亚洲区内进出口贸易活动
2012年，单位10亿美元



- ① 亚洲区域内大部分贸易活动集中在北亚。
- ② 与大中华市场的贸易活动得益于地理位置毗邻、文化背景渊源以及贸易监管优惠措施。
- ③ 随着区域内部合作的进一步加强（如东盟组织）未来贸易前景良好。

信息来源: 数据服务商Trademap, 奥纬咨询自有数据。

第3支柱：基础建设

中小企业和贸易活动是开发亚洲经济增长潜力的首要驱动力，它们需要一流的基础设施来支撑，基础设施投资占GDP的比重与一国经济规模密切相关。为实现经济增长，未来亚洲需要投入总计约8万亿美元的基础设施投资，这意味着在这十年中，亚洲基础设施投资占全球总量的比重将从过去十年的20-30%上升至40-50%。此外，亚洲快速的城镇化进程也将进一步刺激基础设施需求的增长。

亚洲基础设施的开发建设将越来越需要区域合作。中国昆明至新加坡的泛亚高速铁路规划即是很好的范例。这条铁路预计2020年通车，线路规划从昆明出发，全程仅需10个小时，途经老挝、泰国和马来西亚，终点至新加坡，抑或取道越南、柬埔寨和缅甸。该高速铁路项目的规划和建设涉及沿线诸多国家，它的成功建成将极大地促进亚洲经济发展潜力的释放。

亚洲面临的真正挑战在于，实施经济增长模式转型的同时需满足全球对促进环境可持续发展的需求，这意味着政府需要选择一条成本更高的发展道路。如果各国政府都不主动承担可持续性发展带来的成本上升，很可能会损害长期经济增长，从而导致因环境污染、居民健康水平下降以及自然资源短缺造成的成本增加。例如，中国大部分页岩气储量位于最干旱少水的地区，供水不足限制了页岩气的开采生产。据世界银行估算，中国因供水问题付出的代价达到年均GDP的2.3%，其中包括经济损失和居民健康危害。

上述三项支柱的稳固存续都需要可满足实体经济企业融资需求的金融产品和服务渠道，这是亚洲决策者应该担忧的问题，因为亚洲金融体系目前尚不具备提供上述融资服务的能力。我们将在下一章阐述亚洲金融体系存在的不足之处，并在接下来的第4章向亚洲决策者提出能够加强和完善地区金融体系的举措建议，第5章将总结我们为亚洲金融业未来领导者提出的行动目标建议。

3. 亚洲金融体系的不足之处

一些评论家担心由美国退出量化宽松货币政策及欧美利率从历史低点回升导致的资本外逃可能引发新一轮亚洲金融危机。根据下文3.1小节的分析，我们质疑上述重大风险事件的可信度。此外，《巴塞尔协议III》监管新规造成经营成本增加也不是业界和决策者需要关注的首要问题（参见3.2小节）。相反，我们认为最可能阻碍亚洲各国的经济转型和未来发展的是亚洲金融体系的结构性问题（参见3.3小节）。

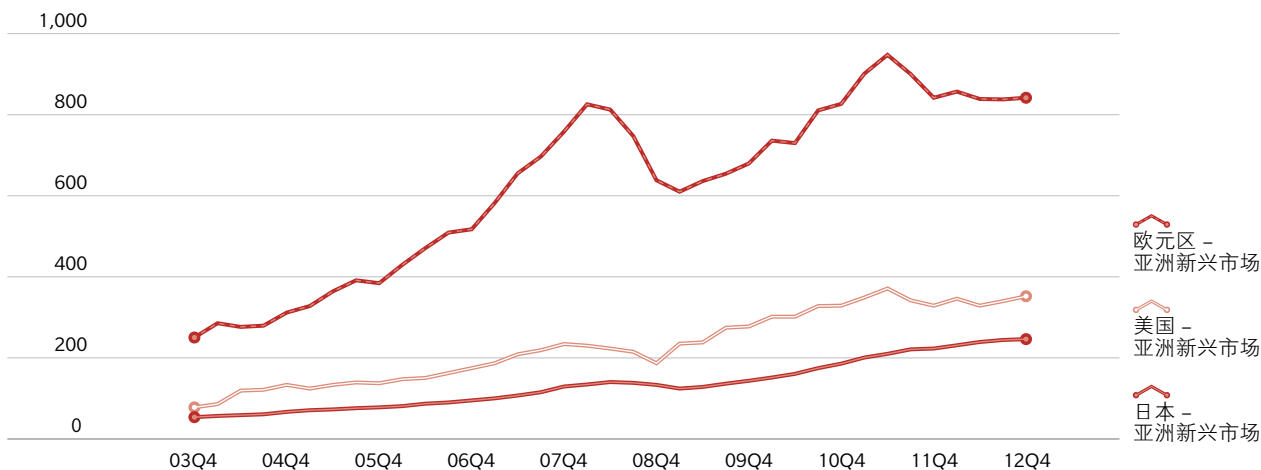
3.1. 亚洲金融体系的应变能力

全球金融危机期间，亚洲金融体系显现出稳健的活力。2007年至2010年亚洲银行业资产减值额占银行贷款及证券总额的1.5%，远远低于美国和英国7%和5%的减值比重。

目前亚洲金融业占全球银行业及保险业市值总额的37%，远高于2003年的16%和2007年的28%。近期以来有关美联储“退出量化宽松货币政策”的讨论引发亚洲金融体系震荡。2013年5月以来亚洲主要市场的金融服务板块市值跌幅已达到5%至20%。投资者纷纷撤出亚洲新兴市场，尽管撤资规模占基金投资总量的比重未超过5%。

除了受到金融危机的影响以外，外资银行面向亚洲客户（包括金融机构和公司）开展的业务经营依然保持着良好势头（参见图3）。由于长期受困于本国零利率市场环境，日本银行为寻求投资收益而成为亚洲金融体系主要的资金供应来源。

图3: 外资银行对亚洲新兴市场的信贷发放规模*
单位10亿美元



* 包括外资分行本币及外币计价的跨境债权和本地债权。
信息来源: 国际清算银行, 奥纬研究。

虽然未来利率在美国, 日本或欧洲的显著上调可能会导致这些资金的快速流出, 但这给亚洲新兴市场融资需求带来的风险相对较小。亚洲经济体国内存款吸纳速度极快, 目前仅需14天国内存款即可替代四分之一的外资流失。即使排除中国市场, 也只需32天时间。

简言之, 仅仅因外资撤出还不可能引发新一轮亚洲金融危机。但是, 亚洲金融体系仍然面临诸多挑战, 其中最突出的便是《巴塞尔协议III》造成行业经营成本上升。

3.2. 《巴塞尔协议III》对亚洲金融业的影响

《巴塞尔协议III》的出台主要针对欧美银行业资本严重不足和过度依赖短期批发融资的监管漏洞, 新规公布后亚洲各国金融监管机构很快加入新规实施工作⁴。

亚洲银行业的资金来源主要是居民个人储蓄, 初步测算显示监管新规令亚洲银行业融资成本仅仅上升2-5%, 而相比之下欧洲和北美银行的融资成本上升幅度高达35%⁵。

监管新规对贷款业务的影响并不明朗。近期的货币政策报告显示银行成功地提高了资本充足率, 同时未造成整体信贷成本上升或严重抑制信贷供应。然而, 我们认为目前充裕的资金流动性掩盖了监管新规对银行贷款带来的真正影响。由于资金充裕, 亚洲银行扩大贷款业务规模的成本仍较低, 也几乎没有必要投入精力积累巴塞尔协议中资本充足指标评估所需的产品层面的详细数据。

⁴ 请参阅经纶国际经济研究院关于《巴塞尔协议III》的研究文章。
⁵ 2011年《全球银行业批发业务及投资业务前景展望》, 摩根士丹利和奥纬咨询合作。

然而，一旦信贷需求超过了存款创造，银行资产负债表的资源受到的制约将逐渐显现，届时银行和借款人将在实体经济中切身感受到由监管新规实施带来的成本上升：

- **中小企业贷款：**根据监管新规，由于需要持有更多且质量更好的权益资本来对应贷款量，银行向中小企业发放贷款的能力被大大削弱，特别是因为中小企业贷款的预期损失普遍高于公司贷款。根据我们的测算，监管新规实施将导致中小企业贷款业务的平均股本回报率下降大约3个百分点。未来银行为转嫁部分新增成本可能会提高中小企业的贷款利率，从而抑制信贷需求。
- **贸易融资：**增加资本的要求还将导致贸易融资贷款的成本上涨。虽然贸易融资在2011年从巴塞尔委员会决定不提高对一年期贸易融资的资本要求及部分贸易融资工具的国别限制的决定中受益，但是他们在计算杠杆比率时保留了信用证（以及其他表外资产）100%的转换系数。杠杆率及杠杆上限可能限制银行资产规模对贸易融资业务的承受能力，同时改变贸易融资相对于其他产品的“机会成本”。此外，我们认为监管新规对应收帐款融资的资本核算处理方法可能产生较大隐患，因为相关产品被视为面向中小企业的短期贷款，按照净稳定资金比率（NSFR）要求，相关产品的长期资本覆盖比率应达到85%或50%。
- **基础设施建设融资：**基础设施融资具有长期性特点，监管新规的补充资本及净稳定资金比率要求增加了此类长期资产的持有和融资成本。基础设施融资通常采用土地等质押品，但这类质押品可能遇到大幅的估值折扣。我们估算监管新规的实施将使项目融资业务的净资产收益率下降约5个百分点，事实上，如果考虑到对冲投资风险所需的长期衍生品（如交叉货币掉期）监管成本增加因素，股本回报率下降幅度甚至可能更大。

考虑到监管新规对本国金融体系的重大影响以及影响的不确定性，美国等许多国家都在推迟实施监管新规。基于上述分析和背景，我们对亚洲国家的建议是深入了解监管新规对银行业具体产品的影响，在分析研究的基础上形成在监管新规实施问题上更具有统一性的亚洲观点，并在全球范围内表达。

3.3. 亚洲金融体系的结构性缺陷

虽然《巴塞尔协议III》对亚洲银行业的利润回报和经营活动构成了实质性影响，但这仅仅是冰山一角。亚洲金融体系存在更深层次的结构性问题，并且需要更长时间来解决。在这一小节中，我们将探讨亚洲金融体系存在的五大结构性缺陷：

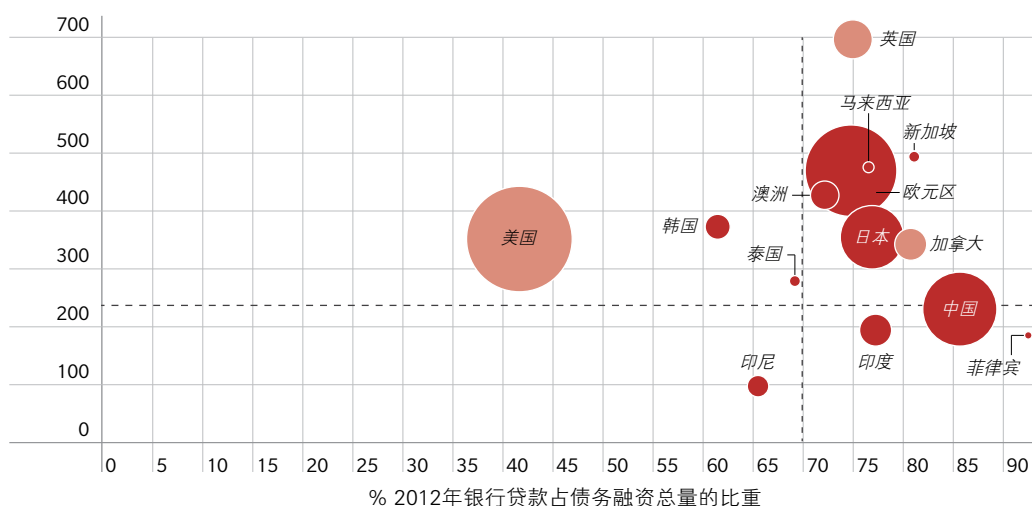
- 过度依赖短期银行融资来提供资金
- 长期投资者数量不足，缺乏风险转移机制
- 缺乏金融普惠
- 支付系统没有着力于服务新兴客户
- 在保持金融稳定性能力方面存在结构性缺陷

3.3.1. 过度依赖短期银行融资来提供资金

银行贷款占亚洲融资总量的47%，占亚洲GDP规模的160%。由于中国资本市场仍处于发展阶段，银行贷款主导的特点在中国市场表现得尤为突出。2012年中国银行业资产接近13万亿美元，提供了70%的社会总融资，即85%的债务融资总量（参见图4）。与之形成鲜明反差，美国银行业资产仅占全国融资总量的22%，占全国GDP总量的97%。

图4: 部分国家的融资结构

融资总量占GDP的比重*
圆圈大小: 2012年GDP



* 融资总额包括股权融资、公司债券融资和银行贷款三者之和。

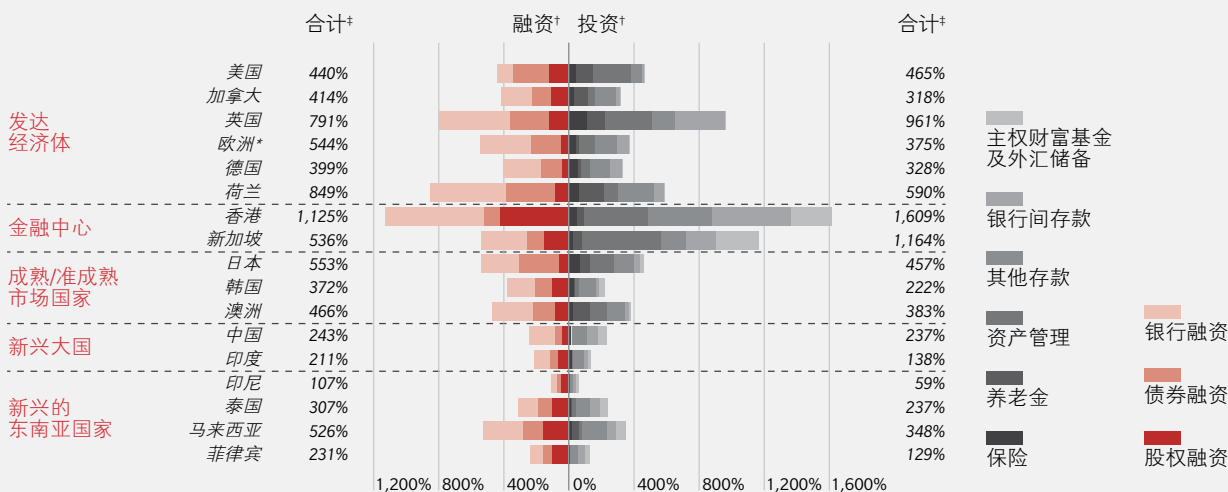
信息来源: 国际货币基金组织、路透社、国际清算银行、经济学人信息部、欧洲银行联合会、奥纬研究。

图5是亚洲主要国家的资金来源与投资结构和发达国家的对比，资金来源一方代表了公司资金来源的形式（股权、债券和银行贷款），投资一方代表了各类投资者，如保险公司、养老基金、资产管理公司等所提供的资本规模，以占本国GDP比重的形式表示。

图5: 全球资金来源与投资结构

2012年

占GDP比重



* 欧洲仅指欧元区。

[†] 在融资方面: 股权融资包括该国股票交易所的市值总量, 债券融资包括非金融机构和银行发行的所有债券, 银行融资是指银行系统向消费者及其他非金融机构发放的贷款资产总量。

在投资方面: 资产管理包括所有主要的资产管理来源渠道, 如共同基金、对冲基金和私募基金; 不包括养老金和保险资产以避免重复。其他存款不包括银行间业务。银行间存款是指金融部门内部的存款。

[‡] 融资总额与投资总额的差值源于一国外商投资流动的净值变化。

数据来源: 世界银行, 国际清算银行, 经济学人信息部, EBF, 牛津经济学, Lipper, 欧洲基金和资产管理协会, Towers Watson, 经合组织、亚洲开发银行研究所、保险信息服务商Axco, 欧洲央行, 美国主权财富基金研究院、各国央行、当地政府、奥纬研究。

亚洲新兴市场的融资结构的发展水平相对落后于发达国家, 除香港和新加坡以外, 亚洲各国股权融资水平普遍较低。然而, 一个健全的股权资本市场是必要的, 因为它可以作为为实体经济提供融资的银行的替代平台。由于亚洲保险和养老基金等常见的长期投资者发展水平相对迟缓, 股权资本市场投资者的投资期限也往往无法满足实体经济部门的长期资金需求, 这意味着一些国家需要依赖外商投资来满足当地的资金需求。

相比于存款各占美国银行融资和欧元区银行融资的70%和50%，存款在亚洲占银行融资之比高达80%。从储户行为偏好角度而言，储蓄存款具有长期性特点，因而《巴塞尔协议III》将存款视为最佳融资来源。然而，由于金融危机期间存款期限大幅缩短对合约上短期活期存款和储蓄账户的依赖将会制约银行为实体经济提供长期融资支持的能力。

亚洲新兴市场的银行契约型长期融资⁶占GDP的比重仅为4%，而在美国则占大约10%，欧元区⁷约27%。我们并非建议亚洲银行业应该重蹈金融危机的覆辙，因为假设融资的稳定性和资产的流动性会为表外结构性业务提供大量短期批发融资，最终导致危机的发生。相反，我们认为亚洲银行具有显著的潜力去展开更加积极的资产负债表管理，例如透过资产证券化可以为银行提供稳定可靠的资金来源，这种做法已成功应用于马来西亚和香港等市场。

亚洲一些发达国家，如澳洲、新西兰和韩国，已建立了担保债券市场。截至2012年底亚太地区担保债券发行量合计660亿美元，其中澳洲占比超过80%。与此同时，新加坡和印度的金融监管机构正在研究规范担保债券的管理法律。担保债券在发行方和投资者两方面都拥有良好的市场需求潜力。

上述举措亦有助于缓解亚洲金融体系资产负债表存在的结构性错配问题，最终有助于避免因为短期流动性不足而对实体经济造成的融资困难。

3.3.2. 长期投资者短缺以及缺乏风险转移机制

养老基金及保险公司等长期投资者是满足实体经济长期融资需求的最佳投资者，遗憾的是，亚洲新兴市场的保险⁸和养老基金⁹尚处于发展阶段。美国保险及养老基金资产规模达到银行业资产的1.5倍，但在亚洲地区这一数字仅为38%，亚洲新兴市场（13%）和中国市场（11%）的水平甚至更低。以养老基金和保险的资产管理规模占GDP总量比重衡量，亚洲大部分新兴国家的保险和养老金渗透率不足20%，远远落后于欧美等发达国家，如欧元区的64%，澳洲的130%，以及美国的152%（参见图5）。

亚洲长期投资者发展程度低是因为居民家庭持有的个人资产以现金和存款形式为主，金融资产比重较低：（参见图6）亚洲居民家庭现金和存款占比55%，北美占比15%。亚洲新兴市场的大部分人口仍然依赖于“传统的”由子女赡养的养老模式，而非由保险公司或养老基金提供的制度性养老金支持模式。

6 批发融资包括第1级、第2级和第3级资本、有担保债券和有担保优先债券，2013年10月。

7 国际货币基金组织《全球金融稳定性报告》，2013年。

8 参见经纶国际经济研究院有关保险课题的研究文献。

9 参见经纶国际经济研究院有关亚洲养老金课题的研究文献。

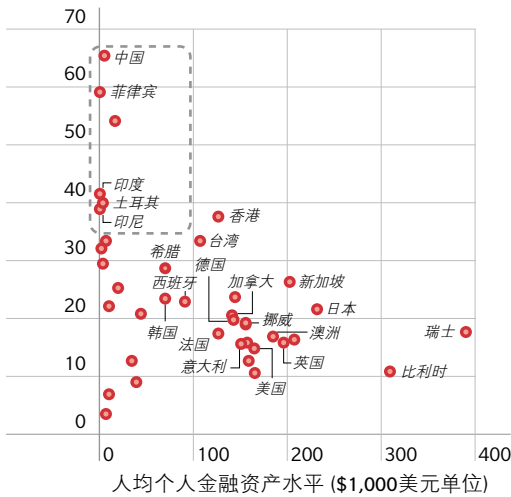
在亚洲新兴市场国家中，马来西亚的长期投资者资产规模最为雄厚。受国家强制性的高水平养老保险覆盖率驱动¹⁰（占GDP的46%），养老金资产规模快速增长，截至2012年底养老金资产累计1,400亿美元。相比之下，印尼的养老金资产仅有160亿美元占GDP的比重只有2%。

图6: 全球各国居民个人金融资产构成情况

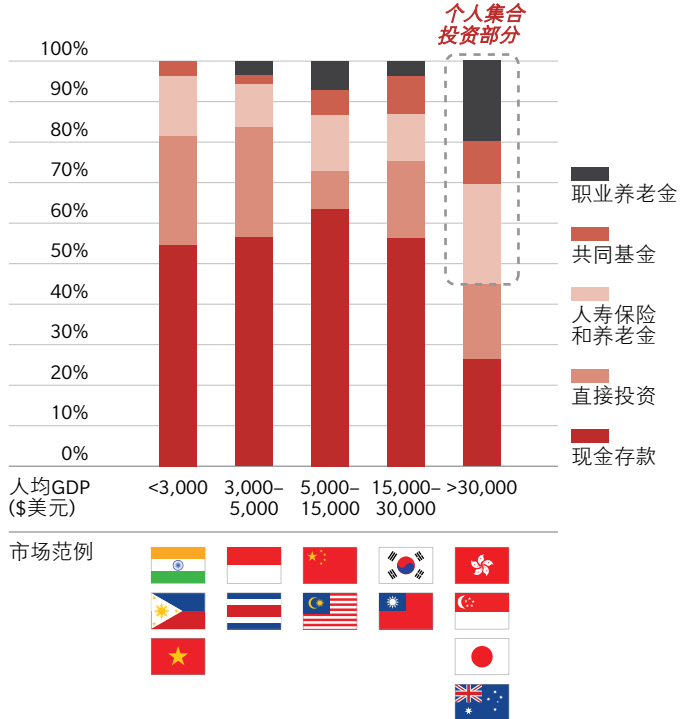
2012年个人金融资产份额

各国以现金、存款和储蓄账户形式持有的个人金融资产

现金存款所占比重 (%)



全球各国居民家庭金融深度, 2012年*



* 不包括住房产权。

信息来源: 国际货币基金组织《世界经济展望报告》数据库、经合组织、奥纬研究。

长期投资者的短缺造成了国内资产管理行业发展水平偏低，加剧了亚洲新兴市场利率和汇率震荡幅度。虽然经常账赤字引发了近期亚洲多国货币币值大跌，但更令人吃惊的是受影响最严重的国家都缺乏强有力的长期投资部门。拥有强有力的国内大型长期投资资产池可保证该国对国外资金较低的依赖程度，因此可以减轻受外国投资者抛售金融资产所带来的影响。

10 测算方法为养老金资产总额占GDP总量的百分比。

近年来，亚洲大部分国家的通胀率保持在3%-13%的高位水平，再加上缺乏丰富多样的投资产品，严重抑制了投资者赚取更高实际投资回报的能力，这一困境对于面临人口老龄化和抚养比率日益增高的亚洲国家尤其严重。

在成熟经济体中大部分的衍生品交易主要用于管理和对冲投资组合的风险。长期投资行业在亚洲新兴市场的成熟意味着其衍生品市场亦处于发展初期阶段。从金融衍生品场外交易来看，亚洲仅占全球交易总量的8%，在这8%中，有超过80%的衍生品交易集中在日本、新加坡、香港和澳洲。由于利率或汇率风险对冲难度较大，这也影响到实体经济部门。

上述现状使许多亚洲新兴国家实体经济部门承受基本的汇率和利率风险。如果相关国家的风险转移机制更为完善，企业将能更好地管理它们的风险，投资者将能更好地构建投资组合，使其风险承受能力和收益要求相一致。

3.3.3. 缺乏金融普惠

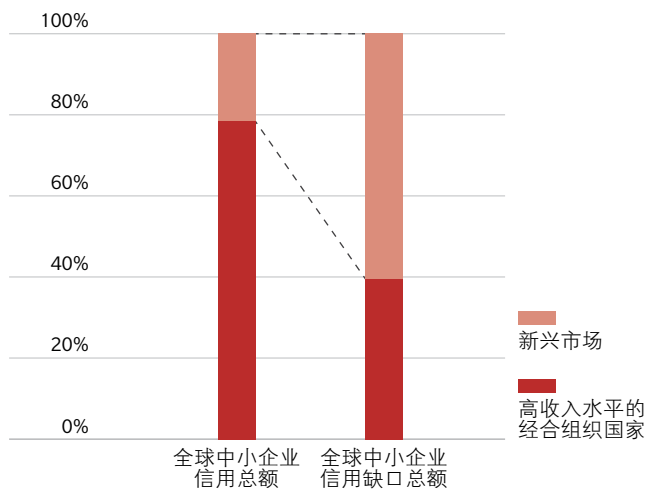
中小企业和创新行业对于亚洲经济发展具有重要意义，然而这些部门却无法从传统的融资渠道中获得充分的金融服务。

如图7所示，新兴市场中小企业融资额只占全球中小企业融资总额的22%，但却占全球中小企业信用融资缺口¹¹数额的60%。从新兴市场来看，亚洲中小企业的信用融资来源尤其少。亚洲中小企业中获得银行信贷的比重不足15%，落后于拉丁美洲（24%）、中亚和东欧（28%）。

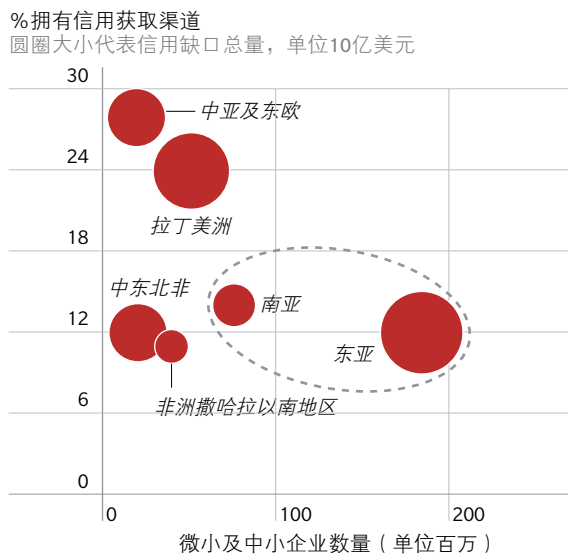
¹¹ 融资缺口是指发放给中小企业的实际融资额与中小企业融资需求之间的差额。援引自2013年8月国际金融公司《小微及中小企业信用融资缺口》文献

图7: 全球中小企业融资缺口

相对于中小企业存量信用缺口的信用缺口总量
2011年



中小企业融资缺口
2011年



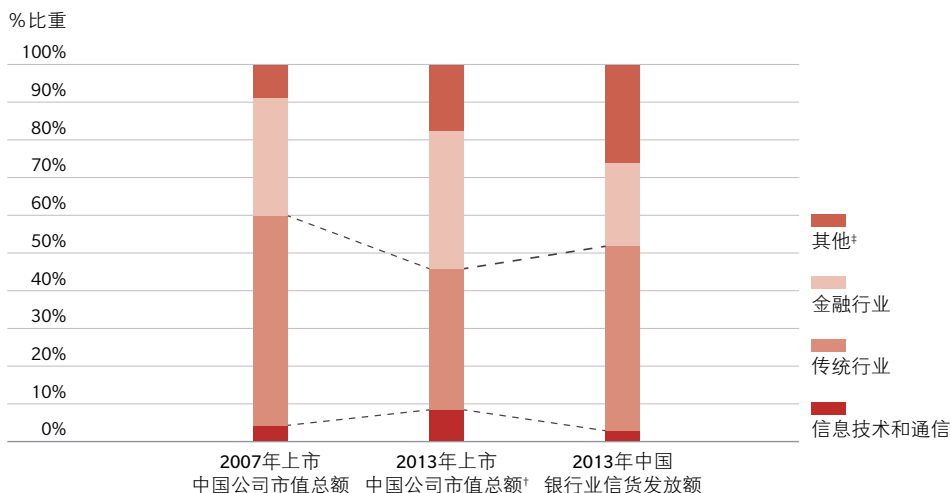
信息来源: 国际金融公司, 奥纬研究。

中小企业融资难问题在中国格外突出。在中国大陆企业中，中小企业总数占比高达99%，就业人数占70%，产值占GDP总量的60%，占国家税收的50%，占专利权注册数量的65%。然而，中小企业获得的银行贷款不足中国银行信贷总量的20%。

中小企业融资困境的原因是多方面的：首先，数据匮乏造成中小企业信用评估存在一定难度；其次，中小企业违约率及服务成本均高于大公司（相对于贷款规模）；另外，某些市场还缺乏由政府出资支持的信用担保。从行业分布来看，专注于开发知识产权的中小企业由于缺乏可用做贷款担保品的有形实物资产，因而获得银行贷款尤为困难。

在中国，“传统行业”获得的金融资源份额远高于其市值规模比重。2007年至2013年，尽管中国传统行业的市值比重从56%下降到38%，信息和通讯技术的份额仍然较低，维持在4%（参见图8）。然而，传统行业依然获得了银行贷款资金发放总量的一半。如果亚洲要培育自己的创意中心，股权和债务融资必须覆盖到这些新的行业。以美国为例，其信息和通讯行业占美国公司总市值的20%。

图8: 2007年和2013年中国不同行业所获得的金融资源
2007年和2013年*



* 所有数据均为2013年第三季度数据。

† 中国股票市场市值测算涵盖所有在中国本地注册的境内和境外上市公司，包括采用ADR形式在美上市的中国公司及在香港证交所上市的中国公司。

‡ 行业分类依照全球行业分类标准（GICS）。在此基础上我们将10大行业进一步细分为信息技术和电信、传统行业（能源、原材料、工业制造、公用事业）、金融行业（金融机构和房地产）及其他行业（非必需消费品、医疗保健、消费品）。

信息来源: 彭博、中国经济信息库、中国银行业监督管理委员会、经纶国际经济研究院、奥纬研究。

大部分金融监管机构目前正在采取措施鼓励银行开展向中小企业贷款的服务。然而，我们认为许多正在实施的措施尽管初衷良好，但其结果可能与金融普惠的目标背道而驰。举例而言，一些在印度经营的国际性银行正在努力减少由政府“优先重点行业”贷款目标带来的制约，它们甚至可能考虑集体退出当地市场。

从更积极的角度来看，一些银行正在改变它们传统的信用风险评估方法，采取以现金流为基础的评估模式¹²。这便提供了一个更为准确的评估中小企业短期财务健康状况的方法，此外，依靠着更易于收集的数据信息，信贷申请的审批时间得到大大缩短。我们预测这一变化有望解决因中小企业财务数据不佳造成的授信困难问题，有助于扩大银行放贷的中小企业客户群范围，同时增加信贷发放规模，最终降低中小企业融资成本。

亚洲新兴国家股权资本市场的筹资主体几乎都是大公司。在中国，高科技公司正在排队等待IPO公开募股上市，特别是因为2012年10月以来中国暂停了新股发行。

¹² 现金流授信法包括基于借款人实时现金流的贷款授信及监控，采用借款人往来帐户和交易结算数据设定贷款额度，贷款定价基于借款人的现金流水平及稳定性。现金流授信法为银行小额贷款提供了准确、实时的风险评估数据，降低了人工授信额度决策的运营成本并且创设了可扩展的操作机制。

亚洲股权资本市场多年来发展滞后迫使许多高科技公司纷纷前往海外市场¹³上市筹资，如中国的即时通信服务商腾讯、搜索引擎百度、门户网站新浪及互联网安全软件与网络服务公司奇虎。另外，亚洲还没有建立起一个成熟的，偏好投资于高风险、创新型企业的风险投资或私募股权市场。

私募股权融资渠道不发达意味着中小企业和高科技公司发展必需依赖政府扶持。范例之一便是新加坡政府标准、生产力与创新局推出的新兴公司种子资本计划，该计划为已获得天使投资的创业公司提供融资支持。

为帮助中小企业筹集资本，中国政府正在“新三板市场”基础上试点发展私募股权投资基金¹⁴，为私募股权基金或风险投资入股的公司提供有限的股权交易，使其成为一种新的资本退出策略。这一计划为尚不具备在深圳创业板市场上市的公司提供了融资渠道，有助于建立完整的融资生命周期链条。为鼓励和改善创业及创新企业融资条件，亚洲各国还需要采取更多类似的扶助计划。

3.3.4. 支付系统没有着力于服务新兴客户

许多亚洲国家很早就投资开发了实时总额清算系统（RTGS），在银行批发业务领域建立了稳定性。然而，现有的支付系统可能无法满足亚洲各国日益频繁的小额货币结算处理的需求。

美元的国际货币地位在一定程度上缓解了对全球高效跨境支付系统需求的紧迫性，然而随着亚洲中小企业和零售行业越来越希望以当地货币进行交易，未来亚洲地区对本地支付结算解决方案的需求将逐步增强。

电子商务的快速发展也需要完善支付基础设施和监管规范，尤其是在零售业务领域。2012年，亚洲企业对个人（B2C）电子商务销售额达到3,150亿美元，接近于北美的3,700亿美元和西欧的2,550亿美元。未来亚洲各国电子商务规模预计将保持年均30%至75%的高速增长。

另一方面，数字式零售支付解决方案在亚洲市场逐渐推广，例如移动支付设备（如Square）和虚拟货币（如比特币、Facebook信用币、QQ币），互联网巨头的业务领地已扩展到金融服务领域。在中国，支付宝在第三方支付系统业务市场占有大约50%的市场份额，腾讯通过在线支付平台财付通加快拓展网上金融，将支付解决方案与手机实时通信工具微信整合起来。

总而言之，首要的问题是，上述新兴产品和服务是否可靠、灵活、安全，并且可与现有零售支付系统交互兼容。因此，一个完善的，可以保护消费者权益的监管制度是至关重要的。

13 根据新兴媒体《亚洲高科技》的统计数据，2012年中国10大高科技公司中9家公司选择在纳斯达克、纽约证交所和香港证交所公开上市。

14 参见经纶国际经济研究院有关私募股权基金课题的研究文献。

3.3.5. 在保持金融稳定性能力方面存在结构性缺陷

我们认为亚洲金融系统稳定性面临以下四个方面的威胁。

首先，亚洲80%的跨境贸易（以贸易额衡量）以美元结算，尽管目前美元流动性充裕，但是长期以来美元的流动性短缺问题曾多次使亚洲蒙受严重的融资风险或承担高昂的融资成本，最近一次便发生在2012年初。更令人担忧的是，美元流动性充裕与否在很大程度上取决于美国市场中少数几家拥有雄厚融资条件的金融机构。

其次，亚洲影子银行业务发展迅猛。中国影子银行规模近三年以来保持着35%的年均复合增长，其规模在2012年末突破5万亿美元，相当于银行贷款总额的50%，中国GDP¹⁵总量的70%。近期召开的金融稳定委员会亚洲区域咨询工作组第五次会议就对中国影子银行的高速扩张给予了关注。然而，影子银行中很大一部分是通过信托公司和理财产品等非银行工具来解决银行投融资产品匮乏的问题。因此，相对于影子银行业务规模而言，我们更关注该类业务的信息不透明问题，因为信息不透明正是在其他市场中是导致金融危机发生的一个重要原因。

第三点，亚洲多国中央银行制定和实施货币政策所依据的金融数据远远少于成熟市场，例如如何评估房价下跌对借款人资债表、银行抵押品及其信用风险的影响，这使得亚洲央行在监控和管理系统性风险方面存在着较大难度。此外，亚洲只有少数金融监管机构具有开展系统压力测试所需的工具和能力。

第四点，亚洲金融监管机构缺乏相互协调配合。长期以来在欧美国家发起的金融监管制度的设计制定以及它们主导的谈判和实施中，亚洲各国一直没有形成强而有力并且统一的观点和声音，例如对《巴塞尔协议III》或美国海外账户纳税法案（FATCA）的制定和实施。相反，亚洲各国通常各自按照本国法律、会计和税收制度对国际监管规则进行相应调整或达成单独的双边协定，由此忽视并拖延了需要亚洲各国政策协调的系统性风险，最终甚至无法达到约定目标。

¹⁵ 中国影子银行业务规模目前官方没有公布统计数字，对于影子银行业务的定义也缺乏统一的定义标准。市场估算中国影子银行业务存量大致30万亿至40万亿人民币；2012年底摩根大通估算36万亿人民币，惠誉测算34万亿人民币，东京国际货币研究所测算结果是34.4万亿人民币。

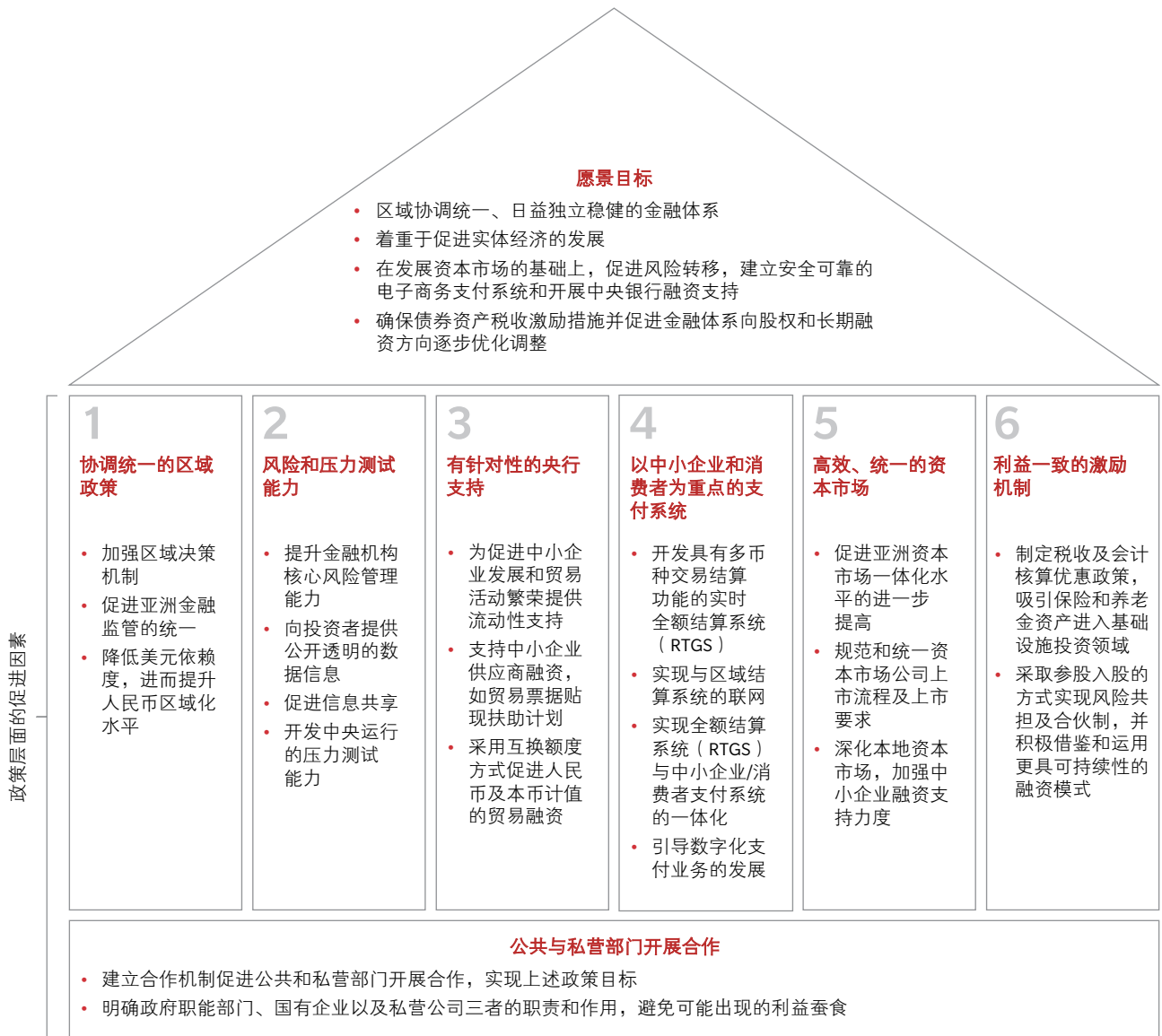
4. 2020年亚洲金融展望

亚洲各国决策者应通过制定相关法规，建立一个高效、具有金融普惠且稳健的金融体系，以支持本国实体经济的不断发展。为实现上述目标，我们认为亚洲监管机构应实施六大“政策推动要素”（参见图9）。

亚洲金融业很大一部分拥有国有背景。从全球范围来看，金融业属于受到严格监管的行业部门。因此，成功推行六大“政策推动要素”的必要条件是政府与私营部门间的有效合作¹⁶。

¹⁶ 更多分析请参阅奥纬咨询与30国集团合著报告《新模式：金融机构董事会及监管者》。

图9: 2020年亚洲金融业发展对地区监管机构的启示



4.1. 推动要素1: 区域协调政策

亚洲金融政策受到三类组织机构的影响（参见图10），这三类机构在提供有效的政策协调方面面临种种挑战。

图10: 金融政策基础设施—亚洲视角

	政策性组织（范例）	涵盖亚洲/以亚洲为重点	以金融行业政策为重点	影响力	适用性差距
政府间组织	亚太经合组织成员国财政部长程序会议	高	中	高	<ul style="list-style-type: none"> 高级别、泛亚太区议事流程，议事范畴也包括不涉及金融业及亚洲地区的具体事务
	亚洲合作对话组织	高	中	中	<ul style="list-style-type: none"> 核心重点围绕地区贸易，金融服务政策议题不是重点
	东亚中央银行行长级会议	高	高	中	<ul style="list-style-type: none"> 着重于亚洲地区，注重重大政策问题—在制定政策目标方面的资源有限
	东盟资本市场论坛	中	高	中	<ul style="list-style-type: none"> 支持资本市场监管一体化趋势，但是仅限于东南亚地区
	东盟十加三（中韩日）	高	中	中	<ul style="list-style-type: none"> 涵盖整个亚洲地区，但是对金融服务业的重视程度不高或政策影响有限
非政府间独立组织	亚太金融服务协会	高	中	中	<ul style="list-style-type: none"> 主要侧重于保险行业议题，缺乏正式的政策职能作用
	亚洲影子金融监管委员会	高	高	中	<ul style="list-style-type: none"> 学术研究机构，以亚洲地区为工作重点，但是对具体政策的影响力不够
国际组织	巴塞尔银行监管委员会	中	高	高	<ul style="list-style-type: none"> 影响力强，近年来对亚洲国家的关注度增强，但是更偏重于涉及北美/欧洲、中东及非洲的问题
	国际证监会组织	中	高	中	<ul style="list-style-type: none"> 逐渐加强发挥亚太区分会的作用，根据本地区的行业需求制定行业监管规范标准
	金融稳定委员会	中	高	高	<ul style="list-style-type: none"> 各分会组织讨论交流，对金融稳定委员会的行动举措及其在亚洲地区的实施进行论证质询，然而政策行动通常由欧洲/美洲地区主导
	经合组织	中	高	中	<ul style="list-style-type: none"> 对新兴市场金融系统面临的具体问题关注度有限

优先级/重视程度: 高 中 底

政策协调的难度可以从近期的衍生品场外交易监管制度改革中体现。亚洲各国监管机构在电子交易平台、中央结算、交易信息报告和保证金要求等关键问题上存在不同的立场。例如，关于交易信息报告监管规则在内容、范畴以及对“集合”实体的规范方面无法达成共识。另外大部分亚洲监管机构对中央结算及保证金和资本要求尚未作出最终决定，这给市场参与者带来了进一步的不确定性。

某些金融监管议题的本土化，如投资者权益保护，虽然会使开展跨国经营的金融机构承担更高的成本，但却不会造成实质性的系统风险或套利风险。然而，另外一些监管议题则需要通过区域协调避免产生负面的系统影响，例如上文涉及的场外衍生品交易监管。此外存款保险也是一个需要区域协调的例子，尤其是考虑到人民币国际化进程这一背景。

我们不认为人民币会完全取代美元，但是未来人民币的发展将降低亚洲对美元货币的依赖度。中国国际收支资本账户的开放将有望使得人民币融资资金规模增至100万亿人民币（约合16万亿美元），这包括境内银行间借贷以及居民和公司存款。从另一个角度来说，目前亚洲地区的美元短期流动性资金大约有1万亿美元。如果人民币真的能实现自由兑换，并成为在亚洲地区广泛使用的货币，存款保险水平的变化可望促使较大规模的跨境资金流动。近期南欧与北欧之间的资金流动应视为风险预警信号。

我们建议建立一个正式的、具备充分技术能力的、并以亚洲为导向的决策机制，让亚洲监管机构来影响全球议程上的区域系统性问题，并在需要时促进达成区域共识。这种新的协调机制将有助于缓解目前全球银行业出现的分崩离析的“巴尔干化”趋势，即各国监管机构仅强调保护本国居民利益，从而导致金融业跨境交易成本不断提高。

4.2. 推动因素2：风险管理和压力测试能力

我们认为亚洲金融监管机构应在下列四个维度制定“风险行动计划”：

- 加强私营部门的风险管理能力
- 领导展开提升信息透明度工作，并协助建立泛亚洲信用评级机构
- 进一步朝着组合风险管理方法方向努力，支持财富管理行业的发展
- 培育集中进行压力测试所需的相关能力

4.2.1. 加强风险管理能力

亚洲金融监管机构应发挥领导作用促进整个行业提升风险管理能力，降低对单纯的量化风险模型的依赖，加深对相关不确定性和压力因素的理解。这需要金融机构在风险种类方面考虑除了信用风险、市场风险和操作风险等传统风险以外的领域，建立能够解决下列所有问题的全面的风险管理体系：

- **战略：** 风险战略是什么？公司的风险偏好度有多大？
- **不确定性及相关情景：** 目前存在哪些重大不确定性因素？在不同情景条件下这些不确定性因素将会如何发展演变？
- **治理：** 风险委员会承担哪些职能？风险限额是多少，以及如风险限额是如何设立的？风险治理的流程及政策是什么？
- **管理流程：** 如何开展战略规划及资本配置？如何进行产品开发和定价？如何监督资产负债管理及投资管理？
- **计量评估：** 如何计算经济资本、风险偏好分析及价值评估？
- **信息报告：** 内部管理信息报告及外部信息沟通包括哪些内容？

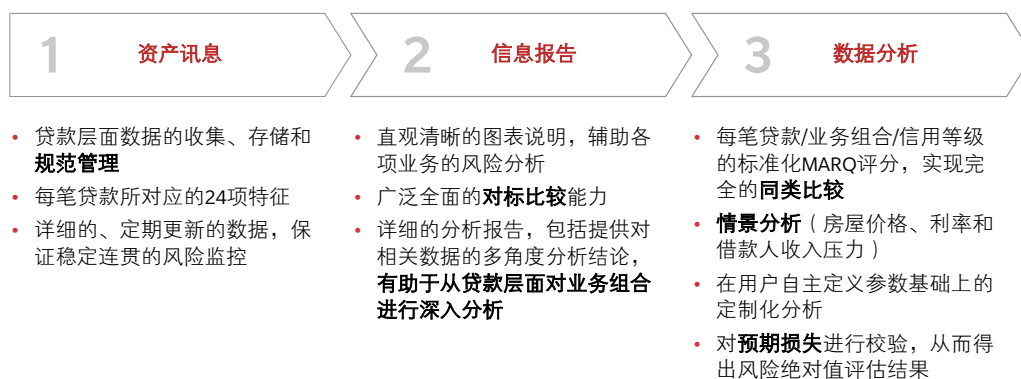
量化风险模型仅仅解决一般情况下的特定“风险类型”，经常忽视重大的不确定因素，实施上述风险管理优化行动有助于克服对量化风险模型的过度依赖。

另一方面，金融机构还应着重提升中小企业客户、贸易及基础设施融资业务的传统风险管理能力，以保证它们自身具备支撑这些主要增长动力的能力，这包括加强授信流程及信用文化，强化资产组合管理的数据分析，建立稳健的风险集中度监控流程和信用评级转移，重视业务组合对宏观经济及地缘政治因素的敏感性、优化中小企业业务数据等诸多方面。

4.2.2. 提高信息透明度

为加强投资者信心，亚洲金融监管机构应大力提高市场透明度。市场数据收集和分析在大部分情况下可以并由私营机构提供，例如澳洲的按揭贷款资产风险评估机构（MARQ）。该机构是一家成立不久的按揭市场“基础设施”供应商，提供澳洲个人按揭贷款数据和风险量度数值（参见图11）。该评估结构为投资者提供风险转移交易所需的准确可靠的数据信息，因而无需完全依赖信用评级机构出具的信用评级意见和关联度假设。另一个例子是新加坡征信局，征信局为一家私营公司，借助政府的支持来进行信用研究分析。

图11: 按揭贷款资产风险量化评估（MARQ）的主要优点



信息来源: MARQ, 奥纬研究。

鉴于信息透明度对于投资者信心的重要性，我们赞同呼吁建立亚洲信用评级机构的观点。目前“三大”国际信用评级机构占据着市场主导地位，但它们在亚洲地区的业务覆盖面较为有限。2012年，大约三分之一的由香港上市公司发行的美元债券用于未经三大国际信用评级公司评估，从而阻碍了许多机构投资者投资者的申购意愿。

4.2.3. 促进财富管理行业的发展

亚洲（不包括日本）的财富规模将在现有水平（14%）的基础上实现大幅上升，到2020年，预计达到全球财富总量的五分之一（不包括日本）。亚洲金融监管机构应调整财富管理行业监管方式，摒弃现有的注重“产品风险”的监管模式，更关注整体组合的风险/回报情况和风险分散化。

美国和欧洲的各大银行已经纷纷投资完善数据基础设施建设，从而优化咨询业务流程——例如掌握更深入详细的客户背景、针对每位客户开展定制风险评级、促进销售环节与客户的互动讨论以及后续交流。

业界普遍认为，在亚洲，富裕的投资者更倾向于“亲自动手”打理资产投资，不习惯接受专业理财顾问服务。然而，我们认为亚洲私人投资者自助式理财模式是一般富裕投资者¹⁷在购买基金等理财产品时需要支付高昂的服务收费的结果。发达市场在推动财富管理服务接受度方面采取了一系列行动，如英国的金融零售分销审查、澳洲的金融顾问未来目标、新加坡¹⁸的金融顾问行业评估等，亚洲地区借鉴相关举措将有助于改善消费者对理财顾问服务的态度，最终促进亚洲投资者的资产配置重组。随着各种形式的“业务准入”协定的酝酿和推行，亚洲基金管理行业逐步发展和兴起，在此背景下亚洲资产配置重组还可能成为推动行业发展的催化剂。

4.2.4. 集中的压力测试

亚洲各国政府应迅速建立必要的能力来进行金融行业整体压力测试。2012年西班牙银行压力测试¹⁹和欧洲央行尚未开展的资产质量评估工作，是评估银行系统对宏观经济和市场环境恶化等严重负面情景承受能力的两个典型的例子。此外，监管机构还应提高压力测试结果和金融机构风险偏好两者与战略规划挂钩的监管要求。

17 大众富裕投资者是指可投资资产金额不低于25万美元的消费者客户。

18 零售分销审查（RDR）是一项以英国零售投资市场为重点的消费者权益保护策略。财务顾问未来计划（FOFA）是一项旨在加强澳洲个人投资者对财务规划服务信任度和信心的改革行动，该项行动着重解决利益冲突问题，确保财务顾问的专业服务质量。财务顾问行业审查委员会成立于2012年，主要任务是提升财务顾问行业的规范标准和专业化水平。

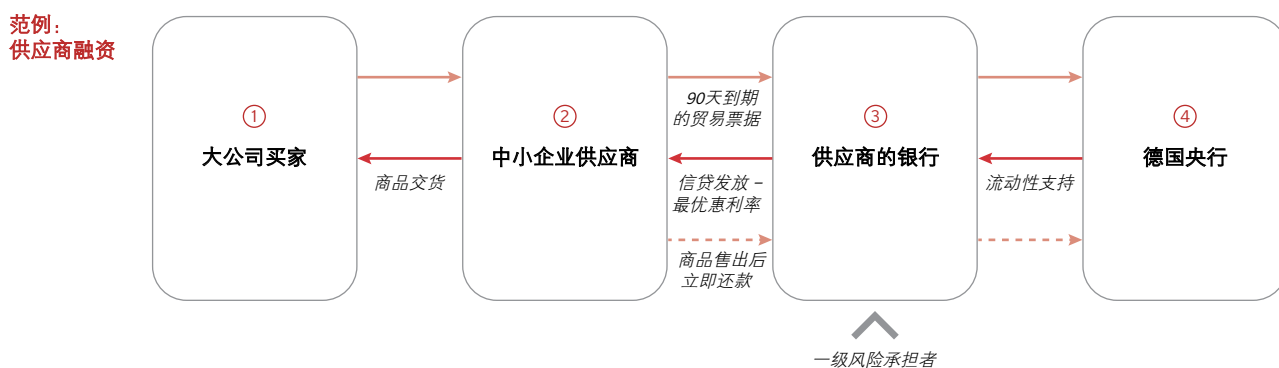
19 2012年奥纬咨询开展的西班牙银行压力测试工作。

4.3. 推动因素3：中央银行目标明确的融资扶助行动

贸易融资是亚洲经济的生命线。由于贸易融资具有期限短和自偿性的特点，银行在遭遇财务压力的时候通常选择大幅度缩减贸易融资贷款，从而加剧实体经济压力。为缓解上述恶性循环造成的后果，亚洲各国中央银行应发挥支持作用，确保在银行系统出现财务压力的时候贸易融资贷款仍然能够流入实体经济。我们提倡采用有的放矢“步枪点射”的方法，不赞成美联储和欧洲央行的量化宽松或长期再融资操作方法，“步枪点射”法能从根本上帮助银行修复自身资产负债表。

央行支持贸易融资的例子之一是德国中央银行支持中小企业供应商融资²⁰的“贸易票据贴现计划”（参见图12），该计划将信用风险控制在商业银行系统内部，同时消化吸收流动性风险。该计划的另外一个好处在于通过自动收集的财务报表数据库建立了中小企业风险模型，这一实践经验可以直接被用于大多数亚洲市场。

图12: 德国中央银行的贸易票据贴现计划



流动性

- 德国央行是最终流动性资金的提供者
- 该计划接受的贸易票据包括多种融资品种（供货商融资、商家融资）

风险

- 最初的支付责任由中小企业承担（在上图范例中是供应商）：
 - 一旦发生供应商还款违约，供应商的银行承担“第一损失”
 - 一旦中小企业和供应商的银行均发生违约，则由德国央行承担损失*

* 德国央行条例第19条规定，如果任何一方发生还款违约，央行保留以拍卖方式或按照市价出售抵押品的权力。

20 作为欧洲经济和货币联盟第三阶段内容的一部分，该计划于1999年停止。

中国人民银行近年来加快了与国外同行建立双边货币互换机制，到目前为止先后与英国（320亿美元）、香港（630亿美元）、韩国（570亿美元）等国家和地区达成了双边货币互换协议，近日还同意与欧洲央行签订货币互换协议（550亿美元）²¹。我们相信这一资金流动性计划有助于推动处于起步阶段的人民币国际化进程，更重要的是，能够增强外国公司在跨境贸易活动中的以人民币作为结算货币的信心。

4.4. 推动因素4：以中小企业和零售客户为重点的结算支付系统

亚洲监管机构应通过下列途径进一步完善现有结算支付系统：

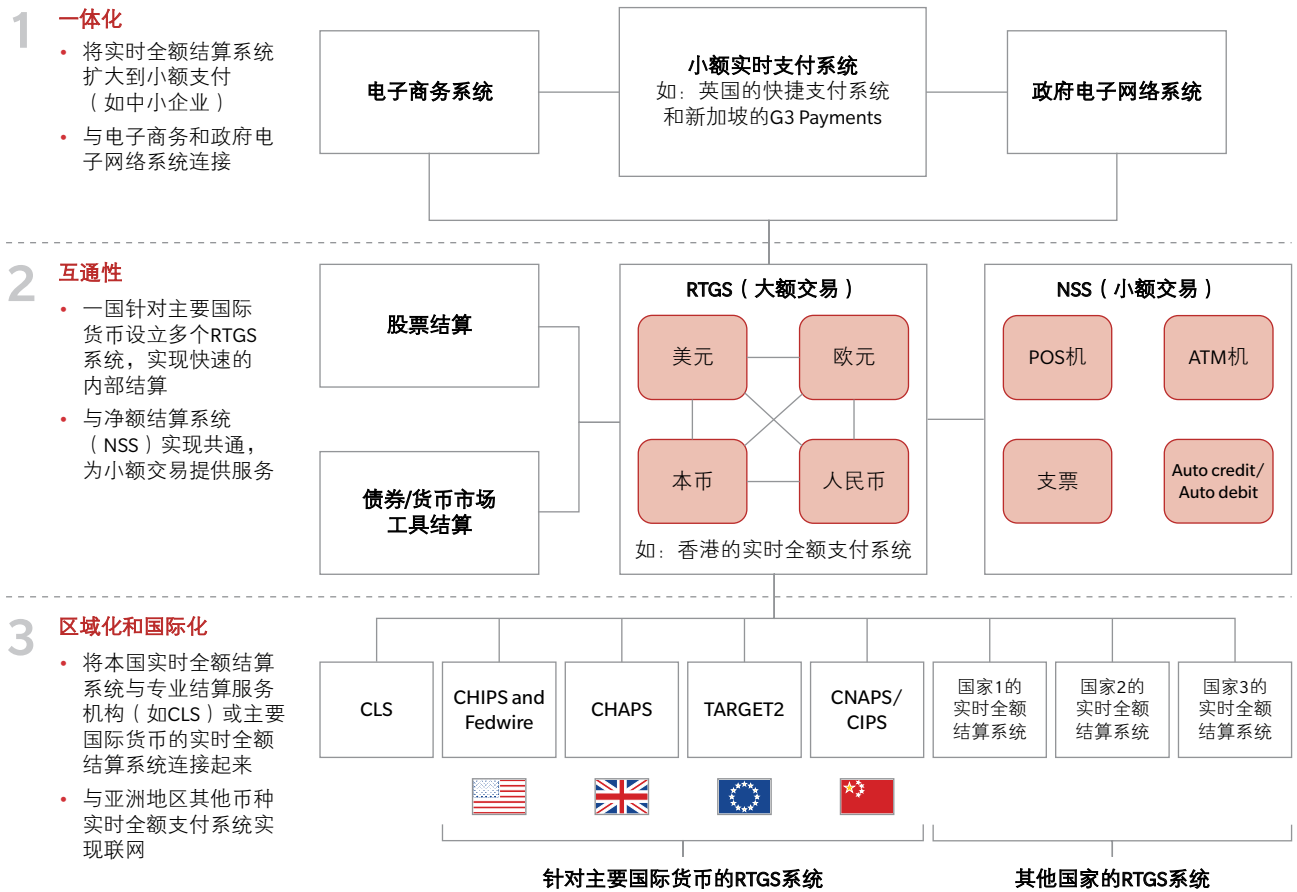
- 提供多币种支付结算基础设施，扩大服务范围，覆盖更多的小额交易
- 支持电子支付的国际化标准，提高效率和连接性
- 密切关注从私营部门兴起的数字支付解决方案，增强安全性

跨境交易规模的增长客观上需要可处理多种货币的即时全额支付系统（RTGS），亚洲在该领域取得了较大进步，例如香港等领先市场已达到“最佳实践”模式，成为美元、欧元和人民币结算一体化中心。但是，亚洲监管机构仍然需要加强合作确保即时全额支付系统的连接性以及与中国跨境支付系统（CIPS）这一未来离岸人民币清算系统的对接联网。

未来最佳结算支付技术应确保各系统相互兼容，包括即时全额支付系统、零售支付、电子商务和电子政务。图13演示了整体结算支付系统框架范例。

21 中国政府签订的人民币互换双边协议合计约3,500亿美元，包括韩国（570亿美元）、香港（630亿美元）、马来西亚（280亿美元）、印尼（160亿美元）、新加坡（480亿美元）、泰国（110亿美元）、澳洲（320亿美元）、英国（320亿美元）、欧洲央行（550亿美元）和阿联酋（60亿美元）。

图13: 同业领先的支付系统框架范例



注释: NSS – 净额结算系统; CLS – 银行外汇资金交易的持续连接结算系统; CHIPS – 美国银行间支付结算系统; CIPS – 人民币跨境支付系统; CHAPS – 伦敦票据交易所自动支付系统; CNAPS – 中国现代化支付系统; TARGET2 – 泛欧实时全额自动清算系统; 。

信息来源: 奥纬研究。

我们认为在系统设计基础上，电子商务立法将有助于提高效率并加强与全球其他地区的系统连接，如实施电子银行账户管理及ISO 20022信息传递标准化格式，通过这些举措将最终降低终端客户承担的成本开支。银行支付责任（BPO）等解决方案还有助于降低高度纸质化或“人工操作”的信用证融资系统成本。

与此类似，银行支付责任解决方案甚至可以扩大到跨境电子商务等领域。相比于电子商务在中国的快速增长，跨境电子商务在亚洲相对落后。低成本的电子支付模式可以解决亚洲跨境电子商务面临的巨大挑战，即用于买卖双方对交易欺诈的顾虑而导致的“一手交钱一手交货”的思维定式。

最后，我们预测未来电子钱包支付解决方案及由零售商发起的支付应用软件将逐渐兴起²²。监管机构可以通过保证新型支付解决方案的安全性建立消费者信心，实际上，一些支付解决方案已经悄然兴起。例如，为解决香港公众对本地交通八达通卡发卡机构联俊达公司的充值余额管理出现的恐慌心理，香港金管局批准联俊达成为存款信托公司并纳入金管局监管体系，由此快速消除了公众的恐慌。除此以外，监管机构还应为网上金融服务商和银行系统建立公平的竞争环境，包括存款保护及相关的审慎要求。

4.5. 推动因素5：高效的、日益一体化的资本市场

资本市场有效性是经济增长的基石，除了上文3.3章节讨论的长期资本投资者不足因素以外，亚洲资本市场还存在资本市场随国界相互分化的问题。这一缺陷影响了资本市场流动性，增加了最终投资者承担的交易成本，因此亚洲应该积极推动资本市场的一体化发展。

我们看到，东盟和大中国区资本市场之间的区域合作正不断加强，然而，为构建高效率、一体化的资本市场，亚洲决策者还应考虑规范统一公司上市流程及申请文件要求、市场交易执行模式（如交易单位、交易时间、停板措施）以及税收政策，另外，随着投资活动区域化趋势的深入，甚至还可以涉及区域化的税款征收。

资本市场对于推动亚洲财富资源的“流动”也具有关键作用，尤其是中国市场。目前外部世界普遍担忧中国即将陷入“中等收入陷阱”，即人均收入在实现现有的中等收入水平后停滞不前。我们赞同中国国内财富收入日益集中化的观点；中国的基尼系数已经上升至47%，已达到全球范围的最高水平²³。

但是，中国的房地产财富分配覆盖面非常广泛，这一因素可以帮助消除上述顾虑。中国的住房产权自有率高达90%，远远高于英国的69%，美国的65%以及德国的44%。然而问题在于，虽然中国的房地产财富总值已达到约22万亿美元，几乎相当于日本全国房地产财富总值，但却几乎无法自由买卖转让。资本市场解决方案及银行产品创新有助于实现部分房地产财富流通转让，或者帮助住房产权所有者赚取额外收入，例如通过反向抵押贷款产品。这些举措虽然无法从根本上解决中国收入不平等的长期性问题，但随着中国经济进一步的结构转型，将有助于扩大收入分配的覆盖面。

²² 更多观点请参阅奥纬咨询研究报告《零售商能否赢得这场移动支付战争？》

²³ 基尼系数是衡量收入差距的指标。如果所有居民的收入均相等，该系数为零。如果一个人占有全部收入，而其他居民一无所有，则基尼系数为1。

奥纬咨询全球消费者个人金融资产数据显示，中印等国人均金融资产大约为4,500美元，其中现金类存款占57%（参见图6）。根据新兴市场的发展经验，若2020年前，亚洲人均金融资产翻番增长到9,000美元，现金类存款比重预计将下降至40%。未来高风险收益产品将逐渐流入亚洲资本市场，这类产品可观的实际回报将成为推动亚洲经济体打破中等收入陷阱的又一工具。

4.6. 推动因素6：激励制度

激励制度是推动本文呼吁的变革行动实施的重要组成部分，激励制度的范畴广泛，本文我们着重强调以下三个领域：

- 扩大亚洲长期资本投资者资产规模的激励措施
- 鼓励亚洲长期资本投资者买入长期资产的激励措施
- 更好地协调激励机制，确保更多的“风险共担”而不仅仅只是风险转移

扩大长期资本投资者的资产规模就需要为它们提供更有利的会计制度和税收优惠。许多国家已付诸实践，如丹麦、荷兰和澳洲，它们同时也在奥纬姊妹公司美世提出的全球养老金指数中排名前三位。这三个国家都针对养老金缴纳出台了一定程度的纳税激励政策。

为鼓励投资长期或流动性较低的资产品种，我们建议考虑对相关资产投资，如住房按揭贷款、中小企业贷款支持证券、基础设施融资或资产担保债券的收益所得采取暂免纳税及降低税率等措施。此外，监管机构应放松目前不利于长期资产和低流动性资产投资的现行监管政策。以成熟的澳洲市场为例，该国超级年金计划5%以上的资产配置于基础设施领域。虽然澳洲的超级年金具有长期性特点，但是监管机构的流动性要求仍然是抑制其作出长期投资的因素之一。

最后一点，《巴塞尔协议III》监管新规是对全球金融危机经验教训的反思和总结，亚洲金融业在实施监管新规的同时，也有机会汲取危机带来的经验教训。金融危机源于各类融资产品过于追求风险转移，同时过度回避风险共担。虽然伊斯兰银行业自身存在各种问题，例如完善的治理机制和风险管理要求均不属于伊斯兰教理事会职责范围，但是我们仍然相信它的一些基本元素，比如通过披露来减轻信息不对称，和实现更高水平的风险共担等，都是在向一个更规范的、更可持续的融资模式转变过程中所值得借鉴的。鉴于上述原因，亚洲监管机构需要重新思考债券产品相对于股票资产所享有的传统纳税优惠政策，即债券利息收入为可减免纳税的商业开支，而股利收入则不享受优惠。

5. 结论

亚洲经济在过去十年里增长迅速，今天的亚洲正处在需要做出重大抉择的十字路口上。未来亚洲需要从现有的“传统行业”出口拉动型经济增长模式转向以国内消费为主的新模式，与此同时注重社会公平和环境的可持续发展。

为释放亚洲的经济发展潜力，金融监管机构必须重新设计政策制度，鼓励金融资源直接流向实体经济的重要部门，降低对短期银行融资的过度依赖。应该将发展资本市场和财富管理行业作为优先任务，因为这两项任务对向亚洲经济发展“三大支柱”提供融资支持至关重要。这“三大支柱”包括：中小企业、贸易融资和基础设施建设投资。

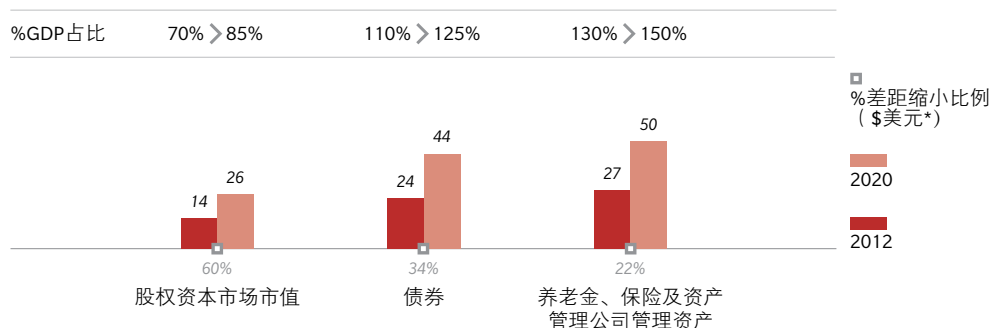
我们预测到2020年时，随着公共与私营部门的积极合作以及正确改革举措的开展，亚洲金融体系将由银行主导模式转变为结构更趋优化的实践模式，资本市场体系进一步深化和完善，股票和债券将在实体部门融资中发挥更大作用，其占亚洲GDP总量的比重可望从目前的180%上升至大约210%，与美国市场的差距可望缩小40%。

保险、养老金和资产管理也将在产品多元化方向上取得重大进展，从而促进资本市场发展。我们预计保险、养老金和资产管理三大行业占GDP比重将从现有水平130%上升至大约150%，这意味着它们的资产总规模将从2012年27万亿美元增加至2020年的50万亿美元（参见图14）。

图14: 亚洲金融业发展前景预测

亚太区资本市场发展核心指标

2012年与2020年预测比较
US\$万亿美元



* %差距缩小比例的定义是以美国资产渗透率（占GDP比重）作为发达市场可实现目标的对标准的一般情形估算。
信息来源：经济学者人信息部、世界银行、各国央行数据、奥纬研究。

如果上述措施都得以实现，我们预测到达2020年，这个未来更具活力及一体化的亚洲金融体系将为全球经济持续稳定和发展及亚洲市场中的领军机构的兴起做出积极贡献。要成为行业领军者需要主动迎接变革，尤其需要着重于以下方面：

- 针对亚洲客户的新需求提供创新产品：例如亚洲客户的健康医疗、退休养老及财富管理需求。我们预测未来帮助客户提高资产流动性的产品将逐渐兴起（如逆向按揭）
- 大力提倡以客户为中心的经营理念，具体内容包括加强客户信任度、实现员工与客户利益统一、提高收费透明度、确保客户信息沟通的真实性、通过提升客户利益获取银行利润，避免利用客户对金融知识和信息缺乏和缺乏控制约束而从中牟利
- 加快资产负债表周转率，根据基础资产公开透明的数据推出新的资产证券化产品
- 在结算支付业务领域，至少通过“掌握”零售客户及中小企业支付核心基础设施的方式与拥有新技术的竞争者展开防御性竞争
- 提升风险管理能力，降低对计量风险模型的依赖度，加强对重大不确定性及各种压力因素的深入研究分析

如果亚洲金融体系的核心利益方能够实施本文提出的一系列改革方案，仅凭三大发展支柱（中小企业、基础设施和贸易）的融资额的增加即可拉动超过0.5%的亚洲GDP年化增幅，同时，亚洲金融业的市值规模有望增长2万亿美元。

鉴于金融体系改革对区域经济及行业发展的重大影响，我们呼吁亚洲金融业采取迅速而果断的行动。

奥纬咨询是一家国际领先的管理咨询公司，结合了深厚的行业知识和丰富的专业专长，提供战略规划、运营、风险管理、组织架构改造课题广泛的咨询服务。欲了解更多信息，可通过电子邮件至info-FS@oliverwyman.com联系本公司市场部或拨打以下联系电话：

香港	亚太地区	北美地区	欧洲、中东和非洲
+852 2506 0767	+65 6510 9700	+1 212 541 8100	+44 20 7333 8333

www.oliverwyman.com

经纶国际经济研究院是一家设在香港的独立智库机构。经纶国际经济研究院从亚洲的角度出发，创造和传播创新性思维和针对全球事务、与企业相关的研究。如欲了解更多信息，请发电邮至fgicontact@fginstitute.org或致电+852 2300 2728。

www.fungglobalinstitute.org

版权所有 © 2014 奥纬咨询和经纶国际经济研究院保留所有权利。未经奥纬咨询书面准许不得复制或发布本报告所有或部分内容，奥纬咨询对第三方的上述行为不承担任何责任。

本报告中的信息和观点均来自奥纬咨询。本报告不构成针对某家金融机构实施公司战略的定制化专业咨询意见。本报告并非投资建议，报告内容不应该作为相关专业投资意见的依据，也不应该将本报告作为专业会计、税务、法律或金融顾问意见的替代。奥纬咨询已尽力使用可靠的、最新的、完整的信息和分析，但奥纬咨询对所含信息不作任何明示或暗示的保证。奥纬咨询不承担更新报告中的信息或结论的责任。奥纬咨询对于因本报告内容、引用此处信息的任何报告或资料来源采取或放弃的任何行为而产生的损失，或者对任何后果性的、特殊的、相似的损害（即使得知该损害发生的可能性）不承担任何责任。

未经奥纬咨询书面同意，不得出售本报告。