

38

高西庆：
中国资本市场的
管理机制仍须改善

P16

王忠民：
杠杆的市场配置
和监管逻辑的有关思考

P75

晨庆平：
积极稳妥地发展
中国对冲基金市场

P78

清华五道口
TSINGHUA PBCSF

2017年创刊 50000份
2017年1/28日出版
A5(16开) 38元
零售定价 48元
邮发代号 80-119817
国内邮政特准掛號 ISBN 2095-6738



TSINGHUA Financial Review 清华金融评论

公司治理 封面专题 P14 理论与实践



ISSN 2095-6738
017
2095-6738

INTERNATIONAL FINANCE

国际

□ 鼓励私营部门投资绿色基础设施的几点建议

□ 从打击“黑钱”看印度改革



2016年11月11日，正在建设中的广西三柳高速公路施工现场。

鼓励私营部门投资绿色基础设施的几点建议

为实现联合国气候变化大会（COP21）上做出的承诺，应鼓励私人部门投资绿色基础设施项目。面对私人投资者的顾虑，本文认为，一是应当调整对手方风险权重，以考虑实际碳价格对债务人的影响；二是多边金融机构应当为合适的基础设施项目提供政治风险保险。



Introduction

☺ 毕倪 (Nicholas Beale)

在国务院副总理马凯2016年11月访英期间，他与英国财政大臣哈蒙德共同主持了第八次中英经济财金对话。其中一项重要议程是双方发布《中英金融服务战略规划》，该规划强调英国和中国共同领导金融服务的新领域，包括绿色金融。中国 and 英国计划继续密切合作，并将支持彼此成为绿色金融创新中心，进一步发展绿色金融产品。

在2016年3月的中国发展论坛上，许多发言者强调了中国改善环境的至关重要性。中国已经对污染宣战并决心拥有清洁的空气、水和土壤。全球领导人在2015年第二十一届联合国气候变化大会（COP21）上做出的承诺极为重要，但是这需要来自私人部门的大量投资。从全球来看，从现在到2030年仅相关基础建设就需要90万亿美元投资。据麦肯锡估算，全球年度基础设施支出为2.5万亿美元至3万亿美元，但每年实际需要6万亿美元。如何填补这个缺口？

历史上，政府一直是基础设施的主要投资者，政府将继续需要投资。然而，由于政府债务水平高和其他不断增长的财政承诺，更多的投资需要来自私人部门。政府可以通过政府和社会资本合作（PPP）等方案和监管改进来帮助私人投资者。英国政府设立了绿色投资银行（Green Investment Bank）以促进私人资本向绿色项目流动。同样，亚洲基础设施投资银行的卓越和具有远见的举措也将在这方面发挥重要作用。

绿色债券作为私人融资的一个来源，规模已经大幅增长。2011年至2014年期间，绿色债券的规模每年增长两倍。据穆迪在2016年2月估计，2016年的绿色债券规模可能超过500亿美元，累计总发行额超过1000亿美元，但与全球的总值超过100万亿美元的可投资资本总池子相比，这是微不足道的。

联合国环境规划署对可持续金融体系设计的出色调查工作、中国央行对绿色金融的新指南以及相关倡议，已对绿色金融规模产生显著影响，但各方还需要更多的努力。

造成投资缺口的根源

造成投资缺口的根本原因是什么？一方面，

我们有大量的资本没有被非常高效地投资。美国和欧洲的公司囤积现金：在其资产负债表上总共有大约3万亿美元的现金或类似现金的投资。发达世界的养老基金有41万亿美元的投资在寻求长期实际回报，对于这些投资，总体上的基础设施投资，尤其是绿色基础设施投资，从观念上看是适合的。那么为什么会存在缺口呢？在我们看来，有三个重要的基本问题：

不当激励

不当激励发生在当人们获得的激励导致他们以不良的方式行事时。不幸的是，在经济体系中有许多这样的例子。我在这里只提一个例子。假设你是一家公司的首席执行官或首席财务官，该公司拥有的现金超出了你目前的需要，并且你有很好的理由不向你的股东分配这些现金——例如你想保持灵活性以进行重大收购。你有机会把这些现金投资于将带给你5%的实际回报的基础设施债券，或者以零利率存款持有这些现金。经济理论认为你应该投资基础设施债券。但是这些债券的价值受短期波动的影响，并且根据现行会计准则，投资债券会影响公司的季度盈利。分析师们对公司的季度收益是否超过预期——用华尔街的行话说，“战胜市场”（beats the street）——非常感兴趣，并且即使1美分的减少也可以被看作是证据，表明公司的管理不如分析师此前预期中那样好。虽然基础设施债券投资将带来更好的回报，但它可能导致短期波动的风险太大了。

当然，这恰恰是金融体系的存在所要面对的那种机会。但是，自金融危机以来为巩固银行和金融机构而实施一些监管规定，已经产生的意想不到的后果是使得银行和金融机构更难提供这些类型的服务。

金融体系监管的其他方面也值得研究。存在向有影响力的项目投资的社会压力，但由于对受托人的受托要求，一些机构投资者这样做是有麻烦的。在美国，新的指导方针已经改善了问题，但还有很多工作要做。

跨境投资还面临其他障碍。在进行国际投资时，跨国的税务、法规和报告要求变得非常复杂，这需要简化。各国需要共同努力。随着专利



和知识产权的国际化，这已经实现。

运用碳交易对手方风险权重来解决监管扭曲

监管上的一个潜在变化领域是把碳风险增加到交易对手方风险。中国工商银行与中国人民银行马骏博士合作，已经发表了关于这一主题的创新研究，展示了他们如何做压力测试，这些压力测试解释了环境标准的潜在收紧。他们不仅考察这些标准变化的一级后果，而且考察了二级影响。

巴塞尔委员会有一个关于将风险权重标准化的咨询服务，但目前其建议的方法是向后看，不考虑碳风险。我们的建议则是以此为基础，但对于除了适当的绿色贷款之外的任何事情[我说“适当”，因为不是所有的绿色贷款都免受碳或其他资源定价的不利影响。同样重要的是，如果碳价格上涨，一些绿色贷款的风险实际上会降低。这些将为银行提供针对碳风险暴露的某种形式的对冲，要增加基于如下项目的额外风险权重：

- a) 符合COP21承诺的碳价格影响；
- b) 在贷款/风险暴露的寿命期内这样的碳价格的概率；
- c) 在寿命期之中的中期碳价格的影响和概率；
- d) 在相关情况下，纠正对资源使用的其他不可持续的定价（例如水）所带来的影响和概率。

这种调整在风险方面是完全合理的，也有非常令人满意的结果：

第一，短期内，它抵消了不需要绿色认证和额外的可持续性报告的非绿色债券的成本优势。

第二，随着时间的推移它还逐步和顺利地调整风险加权，这应当会避免英国央行行长马克·卡尼所说的“地平线的悲剧”。没有人预期在未来18个月内现实的全球碳价格是多少，但几乎每个人对18年以内的碳价格都有一个预期。

第三，如果没有这种调整，存在的危险是，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）的本来高度可取的目标——使得银行之间的交易对手方信用风险不那么多变——将带来高度不受欢迎的副作用，即阻止银行考虑其交易对手方信用风险中的碳风险。

由谁设置场景和概率是一个微妙的问题。如果银行自己做，很多银行将面临把概率设置得尽可能低的诱惑，更糟的是，将为了反对引入现实

的碳价格而努力游说。因此，在过渡期之后，最好由巴塞尔委员会与政府间气候变化专门委员会（IPCC）联络设定这些。

碳风险不是银行可以轻松分散的风险，除非是进行绿色投资。并且所涉及金额相当可观。一家大型综合石油公司的年总排放量约为6亿至7亿吨。一般来看，为实现COP21承诺，全球碳价格需要保持在每吨50~80美元。这是每年350亿~600亿美元，与这样的大型综合石油公司的通常利润（每年200亿~600亿美元）或自由现金流（40亿~120亿美元）相比，这是很大的金额。当然，这样的碳收费对所涉企业的财务的确切影响要复杂得多，很难量化：产品需求会下降，价格会上涨。关键是，即使对于一个大规模的高度有利可图的采掘公司来说，这也不是一个小的调整，而是会对其交易对手方风险带来根本的影响。

应二十国集团（G20）的要求，金融稳定委员会（FSB）聘请私营和公共部门审查金融部门如何将与气候有关的问题纳入财务报告。FSB成立了气候相关财务披露工作组（TCFD），以制定自愿的、一致的气候相关财务风险披露，供公司用于向投资者、放款机构、保险公司和其他利益相关者提供信息。工作组将考虑与气候变化相关的物理、责任和转型风险，以及是什么构成了跨行业的有效财务披露。工作组的工作和建议将帮助公司了解金融市场想要从披露中获得什么，以便衡量和应对气候变化风险，并鼓励公司将其披露与投资者的需要结合起来。

政治风险

基础设施投资者面临的另一个主要威慑因素是政治风险。投资者不希望暴露于例如由新的民粹主义政府没收资产而导致的政治事件的风险之下。但是如果投资者必须为政治风险保险付费，这是非常昂贵的，可能抵消其回报。这种保险的成本是如此之高，因为保险公司是基于损失潜力和不良事件发生的概率给保单定价，并且保险公司需要获利。

相反，我们建议多边金融机构（MFIs）通过附属机构提供保险，东道国政府或有关政府对每

个项目给予赔偿。投资者将需要为该保险支付定期的保费，以覆盖多边金融机构的经济成本。如果诸如征用之类的负面政治事件发生，投资者将收到付款，东道国政府将被要求通过其赔偿来偿还多边金融机构。

然而，价格应当是由市场驱动的。我们的建议是，多边金融机构通过提供一种“伞”（即通过要求赔偿）激励政治风险市场的发展，但是这个“伞”之下的价格是由市场设定的。运用商业保险公司将降低风险并提供价格规则，并激励政治风险市场的发展，而不是缩减该市场。实现这一目标的最自然的方式是“配额份额”安排，通过这种安排多边金融机构放下了政治风险保险市场中的比如50%的风险，并运用从该市场获得的价格对整体的风险进行定价。在实践中，市场可能需要一些时间才能确信违约概率真的与经济理论所认为的一样低，因此价格的调整可能是逐渐的。这可能并不很重要，因为基础设施项目需要时间才能有成果。可以合理地假设价格的显著下降将导致规模的显著增加，因此对保险业的总体影响将是积极的。

这项保险的实际经济成本将大大减少。保险的经济成本当然是所有情境下预期损失与该损失的概率的乘积的总和再加上该保险公司的利润。用符号表示：

$$\text{政治风险保险的成本} = \sum s (E[\text{损失}] * p(s) * (1 + PM))$$

但是，如果有赔偿，那么提供保险的多边金融机构只有在国家对赔偿违约时才承担损失，并且，即使这样，违约损失率可能不是100%。略微简化后得出：

$$\text{获赔偿的政治风险保险的成本} = \sum s (E[\text{损失}] * pD(s) * RLGD(s) * p(s) * (1 + PM))$$

这里， $pD(s)$ 是东道国政府就其担保违约的概率， $RLGD(s)$ 是违约下多边金融机构遭受的相对损失（0~100%）。

注意，在这里 $pD(s)$ 和 $RLGD(s)$ 都小于1，并且可以合理地认为 $pD(s)$ 通常远小于1。目前按价值计算，世界银行发放的贷款的违约率大约在0.44%，并且自2008年以来这个数值从未超过1.2%。当然，一个国家可能导致政治风险事件的许多情境是这个国家处于某种压力下，因此比没有压力的国家更有可能违约：同样，经济实力强劲的国

家往往不需要世界银行的贷款。

因此，我们认为 $pD(s)$ 通常处在0.5%~5%的范围内。对此，那些愿意没收国际投资者投资的国家很可能同样愿意在其对多边金融机构的责任上违约。在一些情境下这显然是正确的，而在其他情况下则并非如此。这在很大程度上取决于对所涉国家的影响，而这种影响可能取决于诸如是否存在交叉违约条款或者违约是否意味着这些国家将遭受直接经济损失，例如在该多边金融机构存放的担保品或者持有该多边金融机构的股份。同样重要的是，政府的变化永远不会是永久性的。即使在一个新的激进政府否认其前任的国际义务时，继任的政府也常常决定履行这些义务，哪怕只有为了重返资本市场。

事实上，成本影响可能甚至更加有利。

第一，由于东道国政府将需要赔偿任何支出而导致不良事件的概率将下降的概率。此外，多边金融机构的影响力和解决冲突的能力将进一步降低概率。

第二，东道国政府也有动机减少投资者在发生不良事件时所遭受的损失。

降低保险的经济成本将允许投资者减轻政治风险，同时仍然从基础设施投资中产生足够的回报。这将显著吸引更多的资本流入基础设施投资，并帮助缩小投资缺口。

如果投资者没有持有政治风险，并且商业保险公司正在将较小的风险进行再保险，那么风险去哪儿了？由于东道国政府必须在违约的情况下付款给该多边金融机构，因而大部分风险已转移给东道国政府或其继任者。保险政策造成了逆向的道德风险，即东道国政府有更强的动机不造成问题。

结论

我们需要合作行动，以解决这个全球性问题。我们需要填补基础设施投资缺口，并专注于绿色解决方案。通过共同努力调整激励机制、转变监管要求以把碳风险包括在内，并为政治风险提供具有成本效益的解决方案，我们可以缩小投资缺口，创造一个更加绿色、更具创造力的未来。英国和中国可以成为这方面的先驱，共同创造一个绿色的黄金时代。①

（毕倪为思特Sciteb董事长、迈克·蒂森为思特顾问。本文是基于毕倪受中国环境科学学会邀请在其2016年5月3日举行的年度峰会上发表的演讲整理而成。本文翻译/孙世选、编辑/陈咏）