



中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

国家金融与发展实验室

2017年12月23日

中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

纪敏：

大家上午好！简单谈一谈利率和杠杆两者之间的关系。

债券市场去年三季度以来一个变化，各个期限、各种利率有明显上行。但另一方面，从 2017 年以来情况来看，杠杆率在转好。无论是整个部门杠杆率的上升速度的放缓，还是非金融部门杠杆率略有下降。整个宏观杠杆率上升速度在明显放缓，金融部门杠杆率下降的更加明显，很多指标可以反映出这一点。这两个变化大体上是同步发生的，这就使得对一些理论上的东西觉得有点诧异。从杠杆率来讲，是债务和 GDP，应该利率低，分子名义债务可以减少，分母 GDP 可以增加，因为刺激投资、刺激消费，GDP 应该增加。通常应该是利率下降时，杠杆率降低；相反，利率上升时，杠杆率上升。但去年以来出现的变化似乎相反，利率上升，包括贷款利率也有一定程度上升，但杠杆率要么是上升速度放缓了，要么出现了下降。

其实不仅仅发生在这一轮，从 1989 年到现在，往往在货币政策宽松、降息时，杠杆率是上升的，货币政策紧缩时、加息时，杠杆率反而下降。这种现象不仅是

纪敏

中国人民银行研究院

副局长

在这一次出现，在之前也有这么一个大体的规律，从1989年到现在，有四次降息、四次加息，这一次虽然没有调整存贷款利率，但调整了公开市场操作利率等利率，也算是一次加息。四次降息、四次加息都是这么一个特点，即降息时杠杆率上升，加息时杠杆率下降。

既然是这样的话，可能会有一个思考，问题出在哪里。为什么和刚才所说理论上想当然的变化不太一样，这个问题就出在资产收益率跟利率的关系上。即在降息时，资产收益率比利率降得还要快，由此就会出现杠杆率上升情况。换言之，降息能否降杠杆，其实是取决于实体经济资产收益率和利率之间变化的动态对比关系。从最近这一轮变化看，2009-2016：一般贷款加权平均利率由7.97%持续下降到5.44%，年均降幅6.64%；同期单位资本GDP所需的资本投入量由3.5上升到6.7，即以资本产出比衡量的投资回报率年均8年下降近1倍，年均下降11.25%。这种情况肯定就是杠杆率上升，不是说降息没有用，但资产收益率掉得更快，所以就出了问题。

2017年这一次为什么有变化呢？这一次的变化有一个特点，即所谓PPI相对于工业增加值的弹性明显增大。换句话说，这次工业增速，包括整个GDP实际增速的变化非常有限，6.7%、6.8%，几乎没什么变化。但是名义GDP的变化或PPI的变化——价格的变化，非常显著。去年大概名义GDP增速在9%多一点，今年估计能达到13%左右，中间差3个多百分点。

这给我们一个很重要的启示，如何才能降杠杆？以往降杠杆时，总是从需求侧角度出发，扩大需求，怎么把GDP做大。但是往往GDP增加了，通过积极的财政政策也好，通过宽松的货币政策也好，从扩大需求角度去做，方向没有问题，但问题是为了扩大需求所增加的债务，往往比GDP本身的扩大还要快，结果就容易陷入债务扩张——GDP扩大——产能扩张——产能利用率下降——价

格下跌——资产收益率下降的不良循环。最后往往事与愿违，利率下来了，杠杆率和过剩产能上去了，看起来效果并不好。

这次的变化让我们看到其实更多是从供给侧降杠杆，去产能、加强环保督察。在实际工业增速几乎没有变化，甚至于略有下降情况下，生产者的价格以及由此带来 GDP 名义值的变化非常显著。结果是企业利润的显著改善，并且这个上升速度估计快于利率上升速度，最终是既去了产能，又带来了杠杆率的下降。

进一步看，我国利率是高是低？可以从不同维度进行比较。从最优贷款利率比较，美国是 4.5%（联邦基金利率 1.5%+3%的溢价），我国是 LPR 是 4.3%；与投资回报率差不多的新兴经济体来比，我国也低于“金砖国家”。此外，还要考虑通货膨胀率，考虑汇率变动，看利率是高还是低，可以由很多视角、很多因素，不是简单拿两个利率水平相比，就说我们利率是高是低。事实上，从长期看，利率取决于由实体经济投资回报率决定的所谓均衡利率，从这个较为根本的角度，我们现在的利率不是高而是低多了。

最后小结一下，去年三季度以来利率上升，总体上是良性的，实际上是对投资回报率的还原，是对原先监管套利的还原，对资产定价不合理的还原。在利率上升的同时，由于我们从供给侧发力，去产能，加强环保督察等，相应带来企业效益的好转，实现了良性的去杠杆。

以上变化启示我们未来的去杠杆之路，既要关注适度扩大需求，更要从供给侧发力，能够使得企业的效益真正好转。过去经验教训表明，如果主要从需求侧降杠杆，就可能带来债务以及产能更大规模的扩张，导致实体经济投资回报率的下降。而实体经济投资回报率的下降，就会加剧资产泡沫、监管套利等问题，最后的结果反而是杠杆率的上升和金融本身乱象丛生。相反，从去年以来

的变化可以看到，着眼于从供给侧来做去产能等提升企业效益，同时通过适度调整货币政策和加强金融监管，使利率回归到风险和收益对称的水平，反而能够取得比较好的效果。

谢谢大家！