



## 2016 中国金融科技“创新与融合”发展论坛

暨《互联网金融行业分析与评估（2016~2017）》金融蓝皮书发布会

国家金融与发展实验室

2016年12月20日

# 2016 中国金融科技“创新与融合” 发展论坛

## 暨《互联网金融行业分析与评估（2016~2017）》 金融蓝皮书发布会

纪敏

中国人民银行金融研究局  
副局长

纪敏：

刚才听了王老师的讲话我很受启发，我也想说两句，对中共中央经济工作会王老师讲的稳中求进的总基调，我想谈点个人的看法。王老师刚才讲的解决不确定性，我也十分赞同。所以这个稳中求进总基调虽然提了很多年，但是现在的具有特殊的重要意义。从我们自身来讲，如何做到稳中求进。我们的风险其实有很多，中央经济委点了很多风险比如资产泡沫等。我想从利率这个角度来谈一谈我对稳中求进总基调的一些看法。金融危机以来利率的走势，尤其是中国的利率还是在往下走，这是一个大势所趋。比如说像十年期国债的收益率，有一段时间降到了不到2.5。但是在年终的时候，很多人认为这个利率2.5太高了，估计今年可能会看到1.5甚至更低。一个重要的理由除了长期的趋势性特征以外，比如说人口的老龄化带来的这个储蓄率的变化，以及其他一些因素，最核心的一条就是费雪自然利率的这个观点。在新常态的这样一个格局下，投资的回报率，经济的增长率，潜在的增长率都在下降，包括通胀也在下降。按照这个理论，利率应该是不断下降，有一个附带的观点，很多的金融创新包括互联网金融的一些创新的快速发展，也都是跟利率不断的降低，跟这样一个大环境大背景是分不开的。在这个看法下，战略市场这几年一直在上涨，牛市周期已经接近3年了，但是最近随着特朗普的当选以及联储的加息，金融市场发生了一个特别大的变化，

从14号联储宣布加息开始，一直到现在证券市场经历了一场血雨腥风。3年来的震荡3年来的牛市在这几天受到了考验。比如说刚才提到的十年期国债的收益率，现在已经涨到3.2了。但在这个15号那天，七天的回购利率就算只有6%都有人借。七天的回购利率在今年大部分的时间里都是在2.5和2.6的水平。现在要涨到6%都有很多人借，正是因为债券下跌，所以需要借钱平仓，是市场自身的一个循环。这么一个持续的一个牛市在这几天发生了这么大的变化。利率的话实际上就是上升的幅度，这个力度比较大就说明这个市场很脆弱。单看基本面的数据，最近一段时间经济的基本面数据挺好的，或者说比以前是好一点，而不是说更坏。我看了一下去年12月份联储的声明，预测今年要加四次。只是一个预期，并不表示明年就真的加了这么多。就0.25的息，而且已经消化了很长时间。实际上特朗普当选以后，包括美国国债的收益率包括其他的收益，其他债券的收益率全球利率都经历了一波上涨。很显然说明中国的市场很脆弱。就是说市场所认为的那些理论所谓的增长率下降，通胀下降，全球就是一个低利率的趋势。所谓这些被无限拉长的金融、债务周期，在外部冲击到来的时候，显得是那么的苍白，那么不堪一击。这个现象就促使我们去做一些反思，我们细细反思一下强调自然利率是和投资回报率走的同时，债务率杠杆率不断攀升。杠杆率从2009年以来出现了一个快速的上升。去年中央提出来的三去一降一补，杠杆不但没有下降，反而在加速上升。如果是考虑到政府的隐性杠杆，那么可能实际上升的更快。如果是债务率不断上升，年利率就不能低下来。如果是投资回报率的下降、价格的下降、通胀的下降，会把利率往下拉，但是杠杆率不断的上升，利率就不可能低。货币政策要考虑到应对经济下行的压力，虽然是新常态，虽然是L型，但是我们也要防止经济快速下滑，所以我们的货币政策在一方面要稳定增长，另外一方面为不断上升的杠杆率争取时间，引导利率逐渐下行。核心在于市场的流动性风险也就是利息支出如果占GDP的比重是3%，那么就表示GDP的增速不能低于3%，如果低于3%就意味着不能支付利息。随着杠杆率的不断上升，我们就要把利率不断的往下拉，这样的话才使得利息占GDP的比重保持相对平衡，不至于突破上限，不至于引爆流动性风险。偿还债务或者是付利息，是分成两块。一块是GDP；一块就是依靠货币政策降低利率。这几年在加杠杆的同时，为什么杠杆率不降反升或者升的比以前更快，最核心的问题就是债务

增长1%，GDP增长越来越小于1%。就说明我们加杠杆的效率越来越低，所以就得靠货币政策把利率往下拉。直到现在为止，央行尽管是拉长了流动性的供给曲线，但是操作利率比如隔夜、7天的、14天的都没有动，7天的还是2.25，14天的还是2.4。虽然刚才我们讲7天的市场一度涨了6%，但是到现在依然没动。实际上这是货币政策做的一个很大的工作，这个副作用就是资产泡沫。比如说，在没有流动性风险的情况下，那些机构可以放心大胆地从央行拆入资金，再转手去买债券，赚取这个利差。那么债券利率的下降，债券价格的上涨，不仅导致了债券本身有一定的泡沫，同时也拉低了房贷的长期利率，对房地产泡沫的贡献也逃脱不了干系。交易所市场今年发了一万多亿的债券，其中80%都是房地产开发商发行的。它的负面作用就是可能会催生市场泡沫或者可能会催生金融市场本身的加杠杆行为。我就不展开了。在这样的背景下，利率低甚至还要低是不正常，不要认为这是一个正常现象。实际上是货币政策在为去杠杆减债务争取时间。但是这个时间不能无限延长。第一有资产泡沫；第二美国在不断加息。通过汇率的压力会进一步传导到国内的利率市场。所以在这样一个格局下面，判断金融市场走势的时候，不应该用我们希望的那样来进行判断。金融创新或者互联网金融创新的货币环境当然是越宽松越好。因为只有宽松的货币环境，才能够支撑各种各样金融创新。金融创新和金融市场的发展对宏观环境的判断尤其是利率的变化是至关重要的。我个人觉得，利率水平在高债务的情况下政策空间会越来越小。在这个情况下，它无论是作为流动性的拐点，还是作为趋势性的变化。我觉得从2008和2009年以来全球的低利率的环境可能要画一个句号，下面虽然不一定马上上升，但是债务风险的内生演变已经使得继续宽松的货币政策空间在缩小，开始往另外一个方向过度，这是我的判断。

从稳中求进的这样一个角度来看，“稳”的压力我觉得更大。因为过去可以通过把利率调低，但是现在在利率逐渐上行，汇率的风险也逐渐增大的情况下，我们怎么“稳”？这对我们来说是个非常大的挑战。唯有保持必要的宏观环境，不让利率上涨过快，汇率贬得过快。去产能核心就是把僵尸企业去掉；去杠杆的核心，就是把你的损失让大家分摊，而不是说只是停留在账面上。2017年的供给侧改革会比2016年的更加深化，风险点逐步暴露，僵尸企业被真正的去除。所以即便是从“稳”的角度，也不是就可以把风险都兜住，需要适

当的释放一些风险，这样才能换来真正的这个“稳”，这是我结合利率对宏观形势谈的个人看法。这个书呢，我觉得挺好的。正如刚才王所长所说的有数据，而且在数据的基础上，做了评级做了分类。就这一点来说意义还是十分大的，不看这些是不是很科学，但是我觉得先做出来可以不断完善。实际上对我们互联网金融的专项整治，也是很有帮助的，这是一个很大的贡献。再一个就是这本书比我看到的其他书更有深度。其他书更多的谈论面上的东西，而这本书对于信息保护、信息披露、风险管理有一定的学术价值。我们现在需要的就是更有深度、更有价值的分析，那么我觉得这本书在这方面是很有特点的。我就简单说这么多。谢谢大家。

**主持人：**

谢谢纪敏精彩的演讲。尤其是从货币政策到目前的金融分析，然后讲了整个利率的情况，讲得非常之好。利率在金融研究中已经引起了越来越高的重视，在司务界也引起了重视。从今年8月份以后，随着CPI回到1.8以上，11月份2.3，一些人就在关心中国的存款利率，因为现在一年期是1.5，如果按2.3来计算，它有负利率的概念，刚才为什么说是1.8呢？因为一些商业银行一年期的存款上浮1.2，下浮0.2倍，那么这样它就从1.5变成1.8。所以如果CPI超过1.8负利率就搁在那了。我们在2003、2004年的时候要保证存款利率为正，所以一些人说应该升利率。但是把它放在中国整个价格体系中去考察的时候，就会发现我们的PPI下降了54个月，从2012年的2/3月份一直降到今年的8月份，9月回到0.1，10月1.2，11月3.3。如果说仅仅是这种同比的话，那么今年9月以后已经回到正增长，但是这54个月的负增长是累计值。我把累计值简单算了一下，那么54个月负增长的累计值最低的时候只剩下87.53。也就意味着，如果在2012年2月份之前。某家工业企业，它出厂价格中包含有12%的毛利润，那么累计到今年的8月份已经亏损。那么现在虽然有3个月的回升，到今年11月算了一下，用这个累计概念，大概在多少在0.9左右，也就是说还没有回到1。和2012年12月份之前相比差10个以上百分点。因此情况依然严重。我们的利率不是金融机构创造的，金融机构不创造价值，当然也就不创造

利润。它的根来自于实体企业，实体企业如果说利润状况不好，就没有钱去付利息。中国的金融不是离开实体的金融，应该跟实体接在一起，实体的状况将决定中国金融的状况。所以企业在去产能、去库存过程中有很多的风险，这本来就会引起金融的风险。如果金融再加上一些风险的话，可以看出风险越来越大。下面我们有请保监会政策研究室副主任吉昱华演讲。