



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

风险管理论坛
(2018年第1期 总第3期)

管理金融风险：挑战与机遇

► 主办单位：



► 支持单位：上海市黄浦区金融服务办公室

► 合作媒体：



► 直播支持：



2018年5月13日 上海

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

国家金融与发展实验室

2018年5月13日

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

孙涛

蚂蚁金融战略部资深总监

孙涛：

大家好，以下是我个人看法，不代表任何机构观点。我今天汇报的题目是“金融稳定政策组合与技术进步”，我想讨论这个题目有两个原因：一是假设我是人民银行或者我是监管当局团队的一员，我会如何在当前金融风险情况下设计一个政策组合。二是我在蚂蚁金服工作，我们做金融科技业务，有一些体会，所以我会把技术进步这部分放到我们讨论的政策框架里面思考。

报告内容分为几个部分，一方面从大的外部环境，讲述我个人怎么看全球金融风险和中国金融风险；另一方面结合风险点探讨下我们的政策组合可能的形式，再结合技术进步谈一点看法。

关于全球金融风险，我有一个基本判断，现在全球经济实现了比较好的增长。但当前经济正常的增长和金融稳定是在特殊政策支持和金融条件——如庞大复杂的金融体系下实现的。前面很多发言者都谈到全球化、流动性、贸易保护的问题，这都是潜在冲击的来源，任何一个来源都可能反映为市场钱荒。

从几个方面来证实我的基本判断。一是现在全球金融体系的基本情况，根据最新统计数据，全球金融体系规模越来越大，越来越复杂，尤其是央行。中央银行的资产规模在 2016 年是 26 万亿美元，其增长率是 12%，是各类金融机构中资产增长率最高的，中央银行在金融体系扩张当中发挥着举足轻重的作用。上述情况与金融危机之后所采取的量化宽松的、非常规的货币政策有关，大家知道，对于任何一个出现危机的发展中国家，国际货币基金组织、世界银行一定是坚决反对财政赤字货币化的，但是在这次全球危机中，国际货币基金组织和世界银行从来没有反对，甚至支持。这是因为现在是发达国家出现了危机，而发达国家央行的资产负债表的扩张能力极强。

二是全球主要中央银行的资产负债表情况。其中，美国的资产负债现在开始收缩，但总的规模比较大，而中国央行资产负债还是最大的，尽管外汇占比相对下降，但是我们其他渠道形成的资产在上升。

三是与全球金融资产迅速扩张相关的影子银行的发展。中国占比 16%，美国占比 31%，中国影子银行的规模是 7 万亿美元。不光是影子银行规模大，银行体系规模也很大，根据银监会公布的数据，去年年底中国银行业资产总规模 40 万亿美元。可见中国整个金融体系规模很大，这是我们在判断金融风险时必须认识到的事实。

四是我们面临的不确定性，即美国 1 年期、10 年期和 30 年期的国债收益率在历史上重合的情况可能再现。历史上美国数次出现国债收益率重合的情况，只有 1964 年的一次没有出现经济衰退。因此，这三个数据如果在今年底明年初出现重合，2019-2020 年美国发生经济衰退的可能性会大幅度增加。

以上介绍的是我们现在对全球金融风险点的一个基本判断，全球的正常经济增长是来源于非常规政策，任何潜在冲击都可能带来问题，这是全球的情况。

我们再看中国，我觉得现在中国的金融风险也没有太多新意，可以用这几个词概括，一个是银行信贷风险，一个是企业刚兑，一个是金融市场化改革滞后带来的影子银行风险。中国的金融风险，短期看是流动性问题，有没有足够的流动性、有没有足够的水蔓延到金融体系。任何流动性冲击，如美联储加息超过预期、国际投资者对中国投资信心下降，都会导致流动性风险。长期看是存量问题，即怎么样使用好储蓄的问题。这有两个层次，一是怎么样把储蓄有效转化为投资，有效提高生产率。二是怎么样防止大量的、宝贵的储蓄流向国外，尤其是以地下钱庄等各种各样不可控的方式流向国外。这是短期、长期维护金融稳定的两个核心因素，一是短期流动性，每天能生活是因为每天有工资，有工资就可以还房车贷，中国现在面临的就是类似的情况；二是长期储蓄的使用，现在大量储蓄如何用好，来保证投资、保证消费，这是中国面临的风险点。

先看中国存贷比，存贷比是反映中国储蓄-投资关系的一个重要指标。当银行的贷款比重超过存款比重的 75% 时，就可能出现流动性风险。2015 年 10 月监管当局取消了存贷比的限制之后，存贷比也与房价呈现正相关关系。有些省份的存贷比非常之高，远超 75%，甚至到 90%，这也是有些省份股份制银行的流动性风险、影子银行风险较大的原因。

再看债务，尽管中国居民债务占 GDP 比重不高，2016 年是 45%左右，但是居民债务占人均可支配收入比重高达 90%，这个比重说明现在居民每天还钱压力在逐渐显现，尽管现在每年为了偿债的现金流不高（以收入的 10%偿债），但是按照这个趋势，压力将越来越大。现在企业债务高，政府债务高，一旦居民债务也升高，麻烦就大了。此外，2017 年底中国居民储蓄总额是 64 万亿，如果用 1/3 的钱来买房子，中国的高储蓄就会出现问題。

最后看我们现在面临的利率差压力。通过 6 年前中美国债收益率曲线的差异和现在国债收益率曲线的差异比较，可见两者迅速收窄。这种缩窄说明了套息交易的出现，原先是不会发生套息交易的，而现在即使不考虑其他因素，大量资金也可能由于美国加息流向美国。

在这样的情况下，如果我们是监管当局，如果我们要预判市场，我们就要对政策框架有一个预期，如何进行市场操作规避有关风险，包括货币政策、财政政策、利率政策、结构政策。首先，利率政策是最重要的，因为 2018 年-2020 年是偿债高峰，监管当局一定会把降低偿债成本作为首要政策目标。利率每增加一个百分点，几十万亿的债务就会增加许多偿债成本，所以低利率一定是首要政策目标。第二是资本管制，资本管制目前有所奏效，但还是要维持甚至是加强。第三是财政注资以化解存量信用风险。第四是以技术进步提高 TFP 和控通胀。最后，本质的问题是市场化改革，否则储蓄没有办法用好，也不能保证流动性。

现在我们债务很高，占 GDP 比重高达 250%的债务必须要求大家有流动性来解决，来还得起，则承担得起偿债成本是重要保证。偿债成本的重要因素就是

利率，而保持低利率必须保持低通货膨胀率。要保持低通货膨胀率，必须做到三点：一是要保持较低的进口价格，因为中国进口很大，如果一国货币是贬值，进口价上升，如果货币升值，进口价格是下降，所以我的判断要人民银行基本上保证汇率稳定甚至是适度升值，以便维持进口价格通缩状态。二是要保证国内价格较低，要适当保持一定产能过剩，以维持低的 PPI，从而压低增长，以数字经济推高劳动生产率，推高产成品竞争力，降低价格。三是要保持资产市场的基本稳定，资产是大的蓄水池，我们发如此多的货币，一定要找到去向，这个去向是资产市场。上述条件具备，就不会倒逼央行加息。

我们应当把低利率作为重要举措，现实中维持低利率，同时降低准备金率以解决流动性。我们需要做的事情是什么？从技术角度有很多事情可以做，因为我们现在已经到了这个结点。我们现在研究技术进步对经济增长有什么贡献，包括对劳动力、资本、全要素生产率以及宏观政策、监管政策等，只有推动技术进步才能有效解决竞争力问题、控制金融风险问题和通货膨胀问题。

阿里蚂蚁金服的网络消费价格指数表明，网络 CPI 一直低于国家 CPI，对整个国家的 CPI 起到向下压力作用，有利于控制商品价格。

此外，中国的移动支付非常方便，为用户节约一定时间，如坐公交、坐地铁、点外卖等，吃穿住行都可以节省时间。假设中国 10 亿人口每人每天节约一秒，我们 10 亿人每年可以节约一万多年。如果把一万多年的 1/3 作为工作时间，2/3 作为娱乐时间，可以节约 140 万个工作时日。中国现在已经面临老龄化，出现刘易斯拐点，劳动力供给已经下降，所以技术进步某种程度上可以缓解这个压力。

我们现在讨论技术对市场的冲击会不会带来失业率增加、会不会带来大的损失，所以我们要回答一下这个问题。历史上看机器人出现没有带来失业率上升，但是会出现结构性挑战，银行、中介性业务和工作，如收银员等会被替代。但是研究者、分析性人员、厨师、护士等没有办法替代。

最后讲一个历史故事。1980 年代历史上有一个危机叫储贷危机：墨西哥为代表的拉美国家还不起债务，以花旗银行为代表的美国银行业无法收回贷款。当时国际上很紧张，担心由于墨西哥危机，导致美国银行出现问题，进而导致美国衰退。后来美国成功解决这个问题，一是大量资金回流美国，导致美元升值，导致进口价格下降，通缩问题出现。美联储可以在不用担心通货膨胀情况下降息，降息降低了偿债成本。二是美国财政部给花旗银行等金融机构提供短期流动性，满足美国国内流动性需求，同时基金世行组织对墨西哥等国的债务进行了重组。这样，美元升值加上流动性注入才解决这个问题，最后出现美国多年牛市。美国具备这种金融能力，现在中国也有这样的能力，因为国际货币基金组织和世界银行这样的机构，没有足够能力救助中国，但是中国可以影响它，这种情况下用一个类似思路思考金融稳定组合，是可以帮助我们摆脱短期问题。但是如果没有重要的、实质性的改革，强化市场信心，保护和我们的储蓄，我们中期会出问题。谢谢大家。

主持人 杨燕青：

非常感谢孙博士，给了我们很好的分析框架，最后关于美国储贷危机如何处理的故事，给目前中国提供了一个解决方案。总结一下他的四大判断和八大

政策。四大判断：一是全球央行目前在全球金融流动性方面扮演重要角色；二是“三合一”的美国国债收益率曲线预示着美国 2019-2020 年可能出现衰退；三是中国的金融体系已经非常庞大，中国短期的金融风险在于流动性，长期的在于如何通过结构性改革把储蓄转化成投资；四是中美收益率接近，说明中国资本外流压力在未来会加剧。此外，借鉴了 80 年代储贷危机的经验。孙博士是前央行官员、前国际货币基金组织高级经济学家，他的视野代表了政策经济学家的高水准，他提出的政策组合对中国很有借鉴意义。他建议中国保持低利率，维持资本管制，通过财政政策化解信用风险，继续进行结构性改革，坚持人民币不贬值，保持较低 PPI 稳定价格，同时减少金融市场大的波动。最后，他的观点与张平博士演讲中的观点不谋而合，即我们解决金融问题，归根到底最后还是劳动生产率问题和技术问题。