



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

宏观审慎政策： 新现象与新发展

主办单位：



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute for Financial & Development Research

协办单位：上海市黄浦区金融服务办公室

合作媒体：

第一财经
YICAI

第一财经
YICAI.COM



<http://www.nifd.cn/>



金融与发展论坛

宏观审慎政策：新现象与新发展

国家金融与发展实验室

2017年6月21日

金融与发展论坛

宏观审慎政策：新现象与新发展

彭文生：

非常感谢李扬院长的邀请，也感谢他刚才对我这本书的推荐，尤其要感谢他为我这本书写了序言，我看今天在座的有不少年轻人，大家如果对货币理论有兴趣，我强烈推荐大家不仅要看我的书，更要看李院长写的序言，我觉得这是非常反映院长的学术功底，货币理念的演变，非常简练的语言讲的非常清楚。我这本书 400 多页，我借这个机会推广一下，不能所有的都讲，结合当前的问题讲讲我自己的一些看法。

其实有些东西刚才李院长提到了，过去我们的宏观政策框架有误解，包括通胀目标值，物价稳定宏观经济就稳了。其实背后根本的问题我理解这涉及到我们怎么看当前金融监管的问题，金融到底是货币的问题还是信用的问题。为什么我们讲这个问题，过去几十年主流的观点是把货币和信用等同起来，或者说大家只重视货币，不重视信用。比如说我举两个很简单的例子，为什么房价高，解释是货币超发，重视货币不重视信用。第二个很简单的例子，大家知道每年中国人民银行公布 M2 的增长预测，或者 M2 增长目标，不是信贷，背后的逻辑什么？这样的主流框架出了什么问题？含义是什么？

这个就不多讲了，刚才李院长也提到了，其实我们讲的过去几十年金融为什么突然那么快，金融自由化加上政府对私人财富的隐性担保越来越好，政府兜底。

彭文生

光大证券全球首席经济学家兼研究所所长

其实自由化本身不一定就是个问题，如果真正受市场制度约束，那就没有问题，关键是我们金融自由化加上政府兜底，使得那些冒险的，风险偏好高的他们得意，谨慎的就相对受损。

宏观政策框架，一个是稳定物价为首要目标，物价稳了经济就稳了。货币政策框架就是重视货币不重视信贷，我们中国央行越来越多也是依靠利率，M2 是唯一的中间目标。金融这块金融自由化，尤其是混业经营，我们 2015 年开始混业经营，美国是八十年代逐渐打破限制的分业经营，到 1999 年废除法案。浮动汇率制，财政稳健。

主流的框架重视货币，轻视信用。误区是什么，带来什么误解。如果我们把央行和商业银行的资产负债表放在一起看的话，有两个重大的差异，通过央行发行货币，或者是通过财政投放货币，它的资金不会流到资产，政府不会炒卖资产，政府会做实体的支出，比如说基础设施投资，或者是社会保障福利这块，社会保障这个钱就是给低收入家庭，大家知道低收入家庭的消费率高，所以政府给他钱就是支持消费，所以政府的财政扩张，投放货币支持的是实体需求。但是贷款投放货币，银行贷款投放货币到了企业和个人手里，我们可以做实体支出，建一个新的厂房，也可以购买二手资产，土地、房子、股票。所以信贷投放货币太多，可以体现为通胀，也可以不体现为通胀，体现为什么呢？体现为资产泡沫。所以我们看弗里德曼讲了一句大家引用的话，通胀任何时间任何地点都是货币现象。我们都在讲货币超发，过去的几十年，跟外国一样的，为什么没有带来通胀问题？是弗里德曼错了吗？不是的，因为弗里德曼讲这句话是 1963 年，1963 年是什么时代呢？是财政赤字货币化的时代，那个时代金融是有压抑的，银行信贷受严格的政府管制，货币主要是靠财政赤字投放出来，所以刚才讲的政府投放货币太多带来的问题是实体需求太强，政府占用的资源太多，供给不足，通胀问题，但是没有资产泡沫问题。所以大家看哈佛大学教授他在 2011 年写的这本书，这次不一样，这本书里面有一个很有趣的发现，人类历史，过去几百年只有 30 年时间没有连续的发生金融危机，这 30 年就是战后一直到 70 年代初。为什么这三十年没有发生金融危机呢？就是因为金融受到严格的管制，银行信贷扩张没有那么快。但是是不是那个时代没有金融危机就

很好呢？也不是，那个时代的问题是通胀，是经济短缺，政府的财政赤字太大了。所以我们货币投放两个渠道，一个是政府，一个是银行信贷，五十年代、六十年代、七十年代太多的财政赤字投放过多，所以是通胀问题。过去这几十年，银行信贷投放货币太多，没有通胀，资产泡沫，金融危机问题，我们要在中间找一个平衡。

这是一个总结，这个总结还有一个重要的含义，重视货币跟重视货币政策，不重视金融监管。比如说 M2，M2 是一个总量，我们不知道 M2 是从什么地方发出来的，但是信贷不一样，信贷是一个结构，信贷的投放我们都是有记录的，到了哪些部门，哪些行业。重视信贷就是重视结构，就是重视金融监管，所以我们现在反思金融危机以后反思货币和信贷的问题，为什么要提宏观审慎监管，其实就是要规律，要重视信用，所以我们才重视监管，整个宏观政策框架。

这是我们理解当前宏观经济金融领域的反思，就是过去重视货币，不重视信用带来的问题。第二个要反思的问题，高房价到底是土地供给有限还是金融问题？这个最近讨论的很多，我看主要的观点是房价高是土地供给问题，这个观点非常有吸引力，因为大家脑海里很简单的逻辑，一个商品的价格你需求多的话，供应跟不上，价格当然要上涨。但是看似简单的逻辑背后是有问题的，我今天讲一个观点，高房价根本上是金融问题，不是土地供给限制的问题，我不是说否认土地供给限制有一定的影响，但是不能搞错根本性的问题，搞错根本性的问题，在政策应对上，在判断未来走势的问题上，可能就是抓住了芝麻丢了西瓜。为什么说土地供应可能不是一个大的问题呢，或者根本的问题，这是因为土地的特殊性，土地和其他的商品生产性资本都不一样，土地不是可以再创造的，土地是空间上不可移动，时间上不可转移，我们不能因为上海的房价高了，我们把浙江的土地搬过来，搬不了的。所以土地的使用有一个很强的外部性，这个和一般的资本不一样，一般的资本有一个规模效应，规模越大单位成本越低，包括人群聚集也有规模效应，为什么大家都聚集在大城市，因为聚集在大城市，信息的沟通，交易成本的下降，使得效益提高，但是土地是反过来的，你占用这个土地空间多了，别人的空间就小了，土地也有反规模效应。所以高房价到底是土地供应有限，还是人口密度高，刚才殷剑峰博士也讲了人

口密度的问题，其实大城市的房价高，说土地供应有限，那只是一个表象，根本的原因不是这个，内在的另外一个层面的体现是人口密度高，除非我不搞城市化，你搞城市化人口密度高，每个人占用的空间降低，单位的空间价格租金就上升，这是一个自然现象，或者是一个大的趋势是一个自然现象。

土地供应可能有一定的影响，但是不是根本的问题。根本的问题是土地的金融属性，土地天然和金融联系在一起，所以信贷的过度扩张，是房地产泡沫背后的一个机制的关键地方，土地为什么有金融属性，最根本的原因是土地的存续期长，土地的回报期限长，当前的回报率很低，当然了搞一个交易买卖套利那是另外一回事。单纯的租金回报期限非常长，这使得拥有土地的人要有耐心的等待回报。谁有耐心呢？大家想想谁有耐心？年轻人有耐心，但是更重要的是有财富的人有耐心，富人有耐心可以等，穷人是等不起的。所以它天然和金融联系在一起，地价对利率非常敏感，就是因为它的回报期长，存续期长。同时购买土地要靠外部融资，当前的租金相对于未来 70 年的租金很小的一部分，所以买卖土地要靠外部融资。我们说开发企业，空手套白狼，不光是我们中国，其他国家也一样。还有一个房地产是信贷的抵押品，所以房地产天然和金融联系在一起，还有一个特殊的因素，我们中国特殊的因素，我们没有房产税有土地出让金，有人说土地出让金是税，其实不是税，它是一个资产价格，如果你非说它是税的话，它是房地产税的资本化，它是把未来 70 年的房产税通过利率折到现在合适的价。但是一旦资本化以后，首先它的买卖是不是一般人买得起，要靠外部的因素，然后这个资产价它的价格要区别于羊群效应，心理预期，所以是和金融天生联系在一起。

我们看地产进化，房地产行业杠杆率高。相对其他行业，我觉得还有一个值得我们要关注的或者警惕的倾向，房地产开发企业的盈利模式从产销模式向资产管理模式转变。地产越来越金融，过去我们开发企业盈利模式是买地建房卖房，现在不是了，七十年代的房子土地不让你卖，借款人出租，但是也是大家都抢，这么高的价格单纯靠租金怎么来收回这个回报，未来的资产证券化，金融地产和金融越来越联系紧密，带来的问题是什么，其实就是我们看美国次贷危机之前就是这样，美国次贷危机之前为什么银行有能力和意愿给低收入家

庭发了那么多不该发的按揭贷款呢？这和地产，和金融的联系，尤其是银行和资产市场的联系越来越紧密是有关系的，通过资产证券化衍生品等等把这些所有的风险分散有一定的关系，我们现在也有这样一种危险的倾向。

所以我们讲金融要重视信贷，房地产要重视金融，把房地产和信贷放到一起看，是我们讲的金融周期。房地产作为信贷的抵押品，它和房价相互之间是相互促进，相辅相成的。抵押品价值越来越高，银行就愿意发贷款，房价进一步上升，银行抵押品贷款的价值进一步上升，这样一个螺旋上升，一直到不可持续的那一天，拐点发生了，那一定会调整。我们中国和美国处在一个什么样的态势，金融周期，刚才那位殷剑峰博士讲美国的杠杆调整，我们说美国的金融周期不仅仅已经结束了，新一轮的金融周期已经开始了，它是在 2013 年、2014 年触底，然后到现在开始房价上升，信贷扩张，这是为什么美国经济相对其他国家，发达国家好一点，美联储开始加息的原因。我们中国从 2008 年开始，过去十年金融周期的繁荣，现在似乎在接近底部，虽然不敢肯定，但是现象越来越明显。

这个就是非金融部门，也就是非金融部门还本付息负担快速上升，GDP 产出里面多少是作为信贷资金的负债还本付息。这个数据不是我们估算的，这是国际清算银行估算的，按照统一的口径。我们可以看到美国在金融危机之前有几年时间还本付息的负担对 GDP 的比率明显上升，当然最近大家讲的新的周期开始，也不可能一直往上走。中国在 2008 年之前相对稳定一点，2008 年以后信贷的扩张我们还本付息的负担越来越大，而且我们现在的水平已经明显超过美国在危机时的水平。这样一个还本付息的，第一个是金融风险，越来越多的新增贷款要用于旧债的还本付息，一旦新增贷款放慢，比如说加强监管或者其他原因，债务违约就会增加，金融风险。另外一个结构的合理，也就是说经济里面越来越多的资源分配给实体企业，不是分配给劳动者，也是带来经济结构的扭曲，贫富差距越来越大。

我们看金融周期接近顶部的风险点，从金融稳定的角度来讲一个是理财产品，最近加强监管，理财产品和银行监管期限错配，信用风险更大。理财产品的坏账率增加，怎么办，这个损失由谁来承担，过去几年没有理财产品真正的

违约过或者打破刚性兑付，都是中介机构承担了损失，往年都是中介机构，银行或者其他的中介机构，券商等等承担损失。我们应不应该打破刚性兑付，有的观点是应该打破刚性兑付，我觉得应该要定义清楚，打破什么产品的刚性兑付，金融的历史告诉我们，真正的刚性兑付打破只能在资本市场，也就是股价市场和中长期公开交易的债券市场，尤其收益率高的产品不可能打破刚性兑付。理财产品如果可以打破刚性兑付，为什么不打破对银行产品的刚性兑付，为什么银行存款由政府担保，小投资者都是处在弱势，没有能力也没有意愿真正辨识金融产品的风险，所以我认为理财产品未来出问题它的损失应该也将是继续由中介机构承担，所以探讨未来的金融风险有一个重要的方面。第二个分析点就是和这些有关系的，中小银行对批发市场资金依赖越来越大，导致银行所谓的流动性风险，期限错配的问题。这个我们现在越来越像美国金融危机之前，大家看美国次贷危机的根源就是典型的商业银行的根源，银行发了太多的贷款给低收入家庭，收不回来。但是危机的体现不是一般的零售存款，没有一家发生，当然英国百年银行那一天是有那么几个人在银行门口排队，主要的问题还是批发市场挤兑，就是在同业经营的模式下银行和资本市场的联系越来越紧密，换句话说银行越来越不像银行，资本市场越来越不像资本市场。两个联系在一起，相互失去独立性和互补性，要繁荣一起繁荣，要完蛋一起完蛋。

最后讲讲对未来政策的考量，我们怎么讲这个问题，宏观政策我觉得应该是紧信用，松货币，宽财政。我们要重视信用。我认为应该要维持高通胀率，要紧缩信贷。那怎么支持实体经济，央行应该扩表，央行应该扩大资产负债表，央行要投放货币，干什么？支持财政扩张，可以是美国式的财政支出增加，央行购买国债，也可以是中国特色的政策信贷，总之商业银行应该缩表，中央银行应该扩表。第二金融应该回到分业经营，过去我们讨论问题的时候是讨论金融监管框架怎么改革，实行混业经营，似乎没有人质疑混业经营本身是不是对的，现在反思这个问题。在一个法律法规不是很清晰，机制不是很高的环境之下，我们应该回到分业经营，银行就做银行的事情，券商就做券商的事情，不要互相交叉，责任不清。讲一个国际上新的趋势，去年美国大选的时候，共和党 and 民主党都一个语言，他们有个提案，21 世纪银行法，他们要把分业经营重

新引回美国，这个似乎和特朗普的放松金融监管是不是相互矛盾的，但是特朗普反对的是非常繁杂的监管，对金融机构微观的干预越来越多。按照英国金融时报报道，特朗普政府对归置，对政府的清晰划分，对回到分业经营是保持同情的态度。国际方面金融监管很大的争议，是回到分业经营，还是加强混业经营，这是两条不同的路径，我们更应该反思，要加强金融边界的规管。回到分业经营，存款就是存款，投资就是投资，把它分清楚。