

研讨实录

第 67 期

67

“利率市场化、货币政策传导机制和融资成本”国际研讨会



上海发展研究基金会
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼2201室 Address : Rm.2201, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China
邮编：200023 ZipCode : 200023
电话：86-21-62188752 Tel : 86-21-62188752
传真：86-21-62188714 Fax : 86-21-62188714
网址：www.sdrf.org.cn WebSite : www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编
二〇一五年五月

序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经活动了 90 多次，成为了基金会有一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009 年和 2010 年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao).

编者的话

本期《研讨实录》是“利率市场化、货币政策传导机制和融资成本”国际研讨会的实录。

近来中国经济增长速度下滑，货币政策和金融改革如何为实体经济注入新的活力成为人们关注的问题。金融改革正在进行之中，利率市场化是其中的重点之一，利率市场化的后果是什么？货币政策如何实现利率的传导机制？中小企业融资难融资贵问题应如何认识和解决？

为探讨这些重要问题，上海发展研究基金会与国际货币基金组织、中国金融协会于3月18日共同举办了“利率市场化、货币政策传导机制和融资成本”国际研讨会。来自国内外的数十名专家学者齐聚一堂进行了学术交流和讨论。研讨会上有十几位专家学者发表了演讲，主要围绕着三个专题：利率市场化和金融市场发展、货币政策传导机制和收益率曲线、中小企业的融资成本。每个专题在演讲结束之后皆有热烈的提问与讨论。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一五年四月三十日

目 录

会议议程.....	1
会议纪要.....	5
一、利率市场化和金融市场发展.....	5
二、货币政策传导机制和收益率曲线.....	8
三、中小企业的融资成本.....	15
开幕式致辞.....	21
专题讨论一：利率市场化和金融市场发展.....	23
Steve Barnett：中国的货币政策框架问题.....	24
马国南：中国金融市场化：利率、汇率变动何者优先?.....	29
胡一帆：利率市场化：金融改革之基石.....	34
姚余栋：利率市场化、利率走廊、改革顺序.....	40
提问与讨论.....	45
Raphael W. Lam：影子银行和银行间利率.....	46
王健：利率市场化、影子银行和金融市场风险.....	52
余波：利率市场化：金融工具、曲线与风险管理.....	56
提问与讨论.....	66

目 录

专题讨论二：货币政策传导机制和收益率曲线.....	72
Simon Gray：利率自由化和货币传导：国际经验	73
林曙：中国货币政策框架的构建.....	83
马骏：新货币政策框架下的利率传导机制.....	86
洪浩：收益率曲线在货币政策传导中的角色.....	92
李麟：货币政策传导与中长期收益率曲线的缺失.....	100
刘海影：期限溢水与杠杆率的周期波动： 一个内生货币模型.....	106
提问与讨论.....	113
专题讨论三：中小企业的融资成本.....	118
高路易：金融改革、借贷成本和中小型企业.....	119
王宇：融资难、融资贵的结构性原因与对策.....	123
牛慕鸿：中小企业融资成本较高的制度原因.....	127
沈建光：中小企业融资难的化解之道.....	134
提问与讨论.....	141
闭幕致辞.....	148

会议议程

2015年3月18日 3楼共享厅	
08:30-09:00	注册
09:00-09:30	开幕式致辞 胡延照 上海发展研究基金会会长、 上海市原副市长 主持人： 乔依德 上海发展研究基金会副会长兼秘书长 卓越发展研究院院长
专题讨论一：利率市场化和金融市场发展 中国正稳步推进利率自由化/市场化，除了存款利率上限以外，其他利率都已经放开。为完成利率自由化/市场化进程，哪些金融工具有利于市场参与者更好地管理波动和风险？金融市场该如何进一步发展？利率自由化/市场化、其他金融方面的改革以及汇率、资本账户自由化三者之间又有何关系？ 主持人： Alfred Schipke IMF 驻中国首席代表	
09:30-09:40	演讲嘉宾： Steve Barnett IMF 中国处处长 演讲题目：《中国的货币政策框架问题》
09:55-10:10	演讲嘉宾： 马国南 布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室 (Bruegel) 学者 演讲题目：《中国金融市场化：利率、汇率变动何者优先？》



10:10-10:25	演讲嘉宾： 胡一帆 海通国际证券首席经济学家 演讲题目：《 利率市场化——金融改革之基石 》
09:40-09:55	演讲嘉宾： 姚余栋 中国人民银行金融研究所所长 演讲题目：《 利率市场化、利率走廊、改革顺序 》
10:25-10:40	茶歇
10:40-10:55	演讲嘉宾： Alfred Schipke 国际货币基金组织驻华首席代表 Raphael W. Lam 国际货币基金组织驻华代表 演讲题目：《 影子银行和银行间利率 》
10:55-11:10	演讲嘉宾： 王健 美联储高级经济学家 演讲题目：《 利率市场化、影子银行和金融市场风险 》
11:10-11:25	演讲嘉宾： 余波 全国银行间同业拆借中心市场二部 副总经理 演讲题目：《 利率市场化：金融工具、曲线与风险管理 》
11:25-12:00	讨论
12:00-13:30	午餐
<p>专题讨论二：货币政策传导机制和收益率曲线</p> <p>中国正从数量型的货币政策转变为更多地依赖价格的政策。应该如何完成这一政策转变？如何构建完整的国债收益率曲线？何种利率最适合成为央行基准利率？这一专题试图借鉴国际经验回答这些关键问题。</p> <p>主持人：马骏 中国人民银行研究局首席经济学家</p>	

13:30-13:45	演讲嘉宾： 马骏 中国人民银行首席经济学家 王红林 香港金融管理局 演讲题目：《 新货币政策框架下的利率传导机制 》
13:45-14:00	演讲嘉宾： Simon Gray 国际货币基金组织首席金融行业专家 演讲题目：《 利率自由化和货币传导：国际经验 》
14:00-14:15	演讲嘉宾： 洪浩 中国人民银行研究局 牛玉睿 中央国债登记结算有限责任公司 演讲题目：《 收益率曲线在货币政策传导中的角色 》
14:15-14:30	演讲嘉宾： 林曙 复旦大学经济学院教授 演讲题目：《 中国货币政策框架的构建 》
14:30-14:45	演讲嘉宾： 李麟 浦发银行战略发展研究部总经理 演讲题目：《 货币政策传导与中长期收益率曲线的缺失 》
14:45-15:00	演讲嘉宾： 刘海影 上海发展研究基金会 / 卓越发展研究院特约研究员 演讲题目：《 利率和收益率曲线：内生货币分析 》
15:00-15:30	讨论
15:30-15:45	茶歇

专题讨论三：中小企业的融资成本

对于一些中国企业，尤其是中小企业来说，获得融资仍是挑战。利率自由化将会如何影响这些企业的短期和长期融资？需采取怎样的措施和结构性改革来帮助这些企业减少融资障碍，改善融资环境？

主持人：**乔依德** 上海发展研究基金会副会长兼秘书长
卓越发展研究院院长

15:45-16:00	<p>演讲嘉宾：高路易 苏格兰皇家银行中国首席经济学家</p> <p>演讲题目：《金融改革、借贷成本和中小型企业》</p>
16:00-16:15	<p>演讲嘉宾：王宇 中国人民银行研究局副局长</p> <p>演讲题目：《融资贵的结构性原因与对策》</p>
16:15-16:30	<p>演讲嘉宾：牛慕鸿 中国人民银行研究局货政处处长</p> <p>演讲题目：《中小企业融资成本较高的制度原因》</p>
16:30-16:45	<p>演讲嘉宾：沈建光 瑞穗证券首席经济学家</p> <p>演讲题目：《中小企业融资难的化解之道》</p>
16:45-17:15	讨论
17:15-17:30	<p>闭幕致辞</p> <p>Alfred Schipke IMF 驻中国首席代表</p> <p>马骏 中国人民银行研究局首席经济学家</p> <p>余永定 上海发展研究基金会学术委员会主席 中国社科院学部委员</p>
18:00	晚宴

会议纪要

2015年3月18日，上海发展研究基金会与国际货币基金组织、中国金融协会共同举办了“利率市场化、货币政策传导机制和融资成本”国际研讨会，来自国内外的数十名专家学者齐聚一堂进行学术交流和讨论。IMF驻中国首席代表 Alfred Schipke、中国人民银行首席经济学家马骏、中国人民银行研究局副局长王宇、中国社会科学院学部委员余永定等数十位专家学者就中国金融改革与发展进行了深入的交流和探讨。与会者围绕三个专题展开讨论，分别是：利率市场化和金融市场发展、货币政策传导机制和收益率曲线、中小企业的融资成本。

一、利率市场化和金融市场发展

中国正在稳步推进利率市场化，除了存款利率上限以外，其他利率都已经放开。为完成利率市场化进程，专家们探讨了利率改革、汇率改革和资本账户开放的顺序，哪些金融工具有利于市场参与者更好地管理波动和风险，利率市场化有哪些途径以及可能存在哪些市场风险等。

（一）关于利率市场化的顺序

IMF驻中国首席代表 Alfred Schipke 认为，关于利率的市场化，教科书上所介绍的时间排序放到中国应该是不适用的。这个过程中会触发一些不稳定因素，重要的是，我们要更多关注如何提高系统稳定性，与其说要避免破产，不如说要帮助企业和个人更好的管理风险。

经纶国际经济研究院高级经济学家马国南认为，对于利率、汇率变动何者优先的问题，回答是汇率变动优先。因为

中国的金融体系在供给方面仍由国家银行主导，在需求方面是国企和当地政府主导，所以应优先释放汇率，然后再推进利率市场化。利率自由化会带来更高、更不稳定的地方利率，可能会造成新的扭曲，这对本身疲软的中国经国会造成进一步的损害。而更具灵活性、更稳健的人民币汇率，将给中国经济带来更多益处。

（二）关于利率市场化的后果

海通国际证券首席经济学家胡一帆认为，一旦放开，存款利率肯定会大幅上涨，这是所有商业银行一个常见的、正常的选择。在中国，短期内银行业肯定会有大的波动，我们要落实存款保险制度以应对可能会出现的银行破产。我们跟西方国家又不太一样，西方国家在利率市场化的时候，市场相对来讲比较受限制，但我们已经有很多事实上的利率放开的产品。因此存款利率上限完全取消之后，存款利率会立即大幅增长，但是利差并不一定会缩窄，不会完全挤压银行的息差收入。因为中国银行在金融市场里有主导的作用，它们可以把自己的成本转嫁到客户身上，尤其是中小企业身上。

（三）关于影子银行

国际货币基金组织驻华代表 Raphael W. Lam 认为，如果某个银行有很多的理财产品在月底到期的话，相对来说它的流动性压力就比市场更大，它在市场上报的价格肯定比银行间利率要更高。如果进一步加强对于理财产品的管制，可能会出现流动性的进一步紧缩，但一定是表内表外移动性的加剧。理财产品可能是出于监管套利的需求，可能是为了满足某些特定时间的存贷比。此外，理财产品到期和银行间利率波动有联系，但对银行存款的严格监管似乎改变了理财

产品到期与银行同业利率之间的联系。

美联储高级经济学家王健认为，利率自由化、影子银行和金融风险，这三方面是紧密相连的。在目前这个阶段，中国的影子银行体系还没有像美国的规模那么大，因此风险也不像在美国金融危机之前那么严重。影子银行会增加金融风险，但还没有达到系统性风险的水平。政策制定者有一个非常微妙的平衡要去保持，一方面希望能够让银行业以外的主体参与，给传统的银行业带来压力以推进改革；同时又需要把风险纳入在可控的范围内。

（四）关于金融市场发展

王健认为，对中国来讲，金融市场改革不仅仅是要消除价格控制，更艰难的任务是要建立一个以市场为导向的利率形成机制。P2P 金融提供的是直接借贷直接融资，即出贷人承担所有的风险。标准的 P2P 商业模式是对传统银行的一种补充，是非常好的金融创新。但它对出贷人是高风险的，流动性也比较低。中国企业有一些金融创新，有些 P2P 贷款会有保险或担保。尽管这是聪明的创新，但其实和美国经历过的次贷危机是类似的模式，因此会带来很大的金融风险，需要政策一直盯着，进行审慎地监管。

中国社科院学部委员余永定认为：市场化并不等于自由化，不等于政府不管了，放开了就完了，它涉及非常艰苦的制度建设问题。我们必须纠正各种各样的扭曲，建立各种各样的市场机制，然后再加上自由化，这样的利率市场化才真正有助于资源的有效配置。比如说，一个金融机构为了利润最大化，根据各种各样的信号采取某种行动，从金融角度是合理的。但你不解决软约束问题，金融最大化的结果是实体经济资源配置的高度扭曲。我们需要知道到底哪些制度建设

是必须要做的，这样才能使金融改革取得圆满成功。因为金融改革一旦做不好，会引起危机，历史上很多国家的金融危机是改革引起的，至少改革是它的直接原因，所以我们绝对不能把它改坏改错。

二、货币政策传导机制和收益率曲线

中国的货币政策正从过去的以数量型调控为主，逐步地向以价格型调控为主转型。我们需要深入研究如何完成这一政策的转变，收益率曲线在货币政策传导中有什么作用，构建完整的国债收益率曲线的方式有哪些，有哪一些国际经验可供我们借鉴，以形成货币政策的“新框架”。

（一）关于货币政策及传导机制

中国人民银行金融研究所所长姚余栋认为，在国际金融危机之后，我们需要对货币政策进行反思。仅仅靠公开市场的隔夜利率未必正确，通胀目标盯住制或许也不完全正确。可能是要一个货币政策加上一个宏观审慎的目标的框架。货币政策是多目标的，至少有4个目标：增长、就业、国际支付、价格的稳定。政府工作报告里还是制定了M2的目标。在未来，M2可以不用，但现在还不行，还需要时间，我们还在过渡期。

利率走廊框架是未来中国货币政策转型的合理模式。但是，它的操作非常之艰难，不是一年或几年之内就能做到的。不光要考虑金融市场的问题，还有三个大的冲击。一是财政冲击，包括财政库款、财政收支、财政花销。二是中国春节的冲击，央行要在春节前一个月提供至少一万亿的现金，春节后这些现金又要回流到银行体系。三是目前中国的IPO的扰动，这也是不容忽视的。利率走廊毫无疑问是中国

转型的大致框架和方向。但相关的改革也不是靠人民银行就能完全做到的，它要伴随着中国的财政改革，包括新预算法的实施，包括注册制以后 IPO 对货币市场的季节性冲击等综合方面的改革。

中国人民银行研究局首席经济学家马骏认为，姚余栋先生提出来的用一些量化的方法跟其他一些因素综合起来考虑一个中等期限的政策利率，是比较有意思的想法。中国可能不会走美国的路，即在新框架下完全抛弃量化的政策。在一些情况下，中国还得用更灵活的一些方法来用量化的政策。在中期目标的时候，可以考虑一些量化的政策，比如说 M2 缺口，比如说用欧洲央行的框架作一个参考，可以考虑 M2 或者 M2+ 的措施，作为一些中期的参考，而非一些非常短期的目标。在监管层面，我们也需要一些量化的措施来确保银行能满足资本储备的要求等。这都可能是我们在新的监管框架下，用到的新的量化措施的情况。

复旦大学经济学院教授林曙对于中国货币政策的新框架，做了一个大胆的提议：一个弹性的通胀目标可以作为未来新的框架目标。实证研究的结果发现，对新兴国家来讲，通胀目标制是有好处的。比较汇率目标制和通胀目标制，也发现通胀目标对新兴市场的效果非常好，这个制度适合发展中国家。通胀目标制有两个挑战，第一个挑战就是在汇率很低的时候，货币政策如何处理。如果我们采用通胀目标制，在中国还有一些技术、制度上的条件需要满足，至少要能够把通胀作为重点，理解通胀的变化。但是我觉得这应该不难实现，技术上的问题是容易克服的。第二个挑战是需要一些制度条件的存在。比如说政策的透明度，承诺，还有很好的沟通。这些条件可能现在还不够满意，但是以后是可以到位

的。关于未来的研究，我们需要做四方面的工作：首先，对于中国的通胀状况要有更好的理解；第二，要有正确的政策工具；第三，也要了解传导机制；第四，要有相关的制度安排，各种各样的制度安排要到位。

马骏指出，货币政策的最终目标，除了产出、就业、收支平衡、物价稳定这四个之外，实际上还可以再加两个，金融稳定以及改革。我认为应该要以物价稳定、就业和通胀为主要锁定的目标，其实各国央行都是主要关注这些。

姚余栋先生提到的几个对流动性的冲击，比如说财政的问题、春节的问题、充实点的问题，实际上都是央行对流动性预测的能力问题，当然其中包括央行和财政沟通的渠道问题。如果好好做一下的话，这些不需要5年的时间，应该在短中期可以获得比较大的改善。因此在这方面做一些努力，降低短期利率的波动性是有较大空间的。

理财产品已经成为市场上的无风险利率，这在很大程度上冲击正常的无风险利率作为货币政策传导机制的作用。如何解决这个问题，需要我们进一步的研究。

怎么建立长期流动性补充的机制？存款准备金率下调是一个非常重要的方式。另外就是中长期再贷款的机制。

IMF 首席金融行业专家 Simon Gray 认为，实际上多数央行只看短期利率，只是把从今天到下一次召开货币政策委员会的上大概4周的时间段里，保持收益率曲线的平衡。如果央行希望短期利率达到一个什么水平，就应该告诉市场，然后就围绕这个目标去操作。让别人去猜央行的政策实际上一点好处都没有，这让央行的工作复杂，让市场参与者的生活复杂它也让金融业发展不能有效构建。央行要引导市场跟得比较紧的短期的银行间利率。但是，如果你想要这个市场

充满活力，那么长期利率就应该由市场来主导。央行的货币政策要达到最有效的效果，需要市场中有充分的竞争，并且在市场参与者之间有不同的套利，这样才能实现。央行的政策也非常重要，如果央行的可信度非常高，即使利率走廊扩大，市场也会按照一个适时的走廊趋势去走，而这个走廊实际上会是非常窄的。

市场套利有两种。一种是监管套利，这通常是坏事情，因为这说明市场绕过你的控制做你不想让他们做的事情。但市场套利是好事，这是因为市场和央行合作，把短期的政策利率跟长期的政策利率联系起来，所以应该鼓励市场套利而打击监管套利。

浦发银行战略发展研究部总经理李麟指出，要想完善货币政策传导机制，当前的重点是从以下几个主要方面入手，全面系统推进改革。第一，在利率调控体系要确立央行的政策利率。第二，如果考虑到央行货币政策的周期问题，要考虑央行给整个货币市场注入长期性的资金，或者至少稳定这方面的预期。第三，加强国债市场建设，突出国债发行的金融属性。真正使国债市场发挥作用，使国债市场利率走廊进一步扩大。第四，深化相关的配套改革。

预算软约束的问题在过渡期可能要从两方面去看。一方面，地方平台类可能是抢占比较大的新增投放领域；另一方面，它是风险和收益匹配比较符合大家预期的一个领域。从市场认知的角度来讲，这个领域可能是现在的理财产品比较能承受的一个范围。大部分银行类的客户还是比较中意这一块的情况。从市场来看，这一块可能风险和收益在大家的预期之内。

P2P 这么高的原因，是因为贷款人知道借款人就是要用

于长期的，所以就非常高。政府的融资平台，包括一些房地产项目、工程类项目，期限很长，都是用期限错配，短借长用来搞的。

中国社科院学部委员余永定认为：最近一段时间央行的货币政策有点乱。货币政策的中间目标如果是 M2，就有点问题了。M2，特别是 M2 里包含的储蓄存款之类的，是内生变量，是不能控制的。M1 加上 M2 就更不能控制了。

还有结构性的货币政策。把钱给了国开行，这叫做结构性货币政策？给了多少钱我们不知道，什么条件我们不知道，国开行能不能有效用这个钱我们又不知道。这里有没有竞争？有竞标吗？这些问题是值得讨论的。

（二）关于收益率曲线

姚余栋提出，在研究中发现，7 天回购率可能可以作为未来中国利率市场化中基准利率的一个重要参考。因为中国货币市场的冲击依然很大，不能预期公开市场操作能够完整或者完全地达到新泰勒规则所指示的方向，但如果把 7 天期作为学术界、市场界、政策界共同参考的一个政策利率，是可以有所帮助的。

全国银行间同业拆借中心研究部总经理余波认为，金融工具的创新、基于工具价格形成的收益率曲线、利率市场化所必需的风险管理实际上是不可分割的三个部分。完整的金融工具序列是利率市场化的重要的推动力。构建一条比较完整的人民币收益率曲线，要考虑到对于产品与证券的选取，包括其规模、流动性、证券或者产品的可得性，以及其流通速度等。初步设想是：对于一年之内的，可以选用货币市场的利率，可以参考 Shibor，也可以参考回购定盘利率或同业存单发行的利率。对于中长端，可以结合国债曲线与利率互

换曲线，组成人民币比较完整的定价曲线。

对于将 7 天回购利率作为政策利率一个重要参考，我们往前回溯 10 年可以发现，基本上隔夜回购交易的活跃度在持续上升，而 7 天回购的活跃度在持续下降。如果把 7 天回购作为政策的一个基础，目前市场是走了一个反向的过程。

中国人民银行金融研究所博士后洪浩认为，有风险的利率不应当是央行首要关注的，央行主要看的是无风险的利率。在很多种方法研究收益率曲线后，得出的结论是：如果债券期限增加，政策工具对债券收益率的影响会降低；存款利率和存款准备金率都会对短期市场产生重大影响；货币政策的变动可以通过短期市场利率对中长期市场利率产生重大影响，这是一个复杂的传导机制。GDP 增长能预测 10 年和 2 年之间的债券收益，所以 GDP 增长应该包含在期限结构里面。政策也能通过影响期限结构来影响最终的政策目标。

中央国债登记结算有限责任公司债券信息部副主任牛玉锐认为，中国的国债市场发展还有一些问题，主要依据是现在中国国债市场的中长期，尤其是长期市场的价格点，还比较缺乏。主要原因是长期国债的流动性还不太高。这首先是制度上的原因，没有给国债明确金融市场功能的定位，这是财政部现在面临的一个比较大的问题。再就是财政部的国债发行，现在比较关注的是 1、3、5、7、10 这 5 个期限的国债的存量和流动性。对于中长期，尤其是长期，20 年、30 年、50 年的发行，还不够充分。但中国现在做了 5 个关键期限的发行已经相当不容易了。中国财政部也在努力提高长期国债的发行利率。可以预期，如果长期国债发行量能够在发行规模和频率上进一步提高的话，就从一级市场发行

这个角度给市场流动性提供了一个比较好的基础。

到了二级市场上，中国的情况是商业银行大量持有长期的国债，这是因为中国商业银行是债券市场最大的玩家。主要是因为它们觉得长期国债利率的风险比较大，现在中国没有比较好的利率管理工具，市场也不是非常发达，所以它们把大量的长期国债都放到持有到期，这也是阻碍流动性的主要原因。

长期国债流动性比较低还有一个原因，跟中国做市商制度也有关系。我们目前只要求做市商对 1、3、5、7、10 中短期国债进行报价，对于长期没有要求它报价。如果将来人民银行和财政部能够明确要求做市商对长期的国债，比如说 30 年、50 年，进行报价，它的流动性也能够起来。实际上，10 年以下国债的流动性还是相当不错的。

胡一帆认为，金融市场不仅仅要放开存款利率，还要有非常可信的基准利率体系。虽然现在有 Shibor，但是大多数 Shibor 是短于一年的。需要形成市场化的机制，还需要改进无风险的收益率曲线。现在还没有完备的债券产品，大多数的债券都是年期超过一年的，我们应该要锁定一些关键的年期，这样才能为零风险收益率曲线提供关键的价格指数。我们需要为关键的利率评估提供一些指引，也需要对一级券商制度进行标准化改革。除了零风险收益率曲线之外，我们还需要一系列的收益率曲线，像国债、政策性机构金融债、公司金融债、市政债等等。新的制度还不够市场化，我们要逐步完善最优惠利率体系，要允许贷款最优惠利率的贷款可以超过一年。现在最具潜力的有 Shibor 利率，还有隔夜再贷利率，7 天再贷利率等等，其中 Shibor 相对来说比较市场化。这需要分三个阶段来实施，从短期到中期到长期，再把

Shibor 和银行的存款利率和贷款利率挂钩。最后，要推动债市的发展，包括有公开市场操作的系统。

三、中小企业的融资成本

中小企业在中国经济和社会发展中具有举足轻重的作用。但是对一般中小企业来说，如何获得融资仍然是一个难题和挑战。我们需要探讨中小企业融资成本较高的制度原因，探讨如何使商业银行更好地为中小企业提供有效的融资服务，如何推动中小企业的创业投资服务和股权融资等等。

（一）中小企业融资难问题及解决办法

苏格兰皇家银行中国首席经济学家高路易认为，其实全球都有中小企业融资的问题。如果看总的一些数据，银行向中小企业的贷款、小型或微型企业的贷款增长速度以及它跟整体贷款增长的关系，实际上它增长的速度比整体贷款增长速度要快得多。

在中国金融数据里面，怎么定义中型企业、小型企业、微型企业，不是一个小问题。实际上不同的行业有不同的标准。一个是基于营业额，一个是看雇佣的员工数量。地方政府融资平台在最近几年积累了相当多的债务，但工资单上也许只有 8 个人，会被认为是一个微型企业。

在多数成熟的金融体系里面，多数中小企业的贷款还是由主流的银行来做的。这有很好的理由的，因为它们有专业知识，有风险管理体系，有这方面的很多经验，所以它们在给中小企业贷款方面实际上具有很强的竞争力。

中国人民银行研究局副局长王宇认为，中小企业融资难、融资贵的根本问题不是总量而是结构，这个结构问题不同程度地存在于我国的体制、产业、企业和金融等各个方

面。从经济体制看，一些国有企业和地方政府融资平台的预算约束软化，占用大量信贷资源却不能向社会提供相应的资金回报，造成资金供需紧张。另外一种软约束是由于政府的隐性担保，使那些无望恢复升级的企业免于破产倒闭，形成僵尸企业。从产业部门上看，房地产市场的挤出效应和产能过剩行业的沉淀效应，一起推高了企业的融资成本。从企业部门看，现在企业存在较高的杠杆率和较低的利润，共同推高了企业融资成本。从金融部门看，银行部门的负债成本上升和风险溢价上升，也推高了企业的融资成本。从根本上讲，产权明晰是市场交易的基础，要通过硬化预算约束，促进市场竞争，淘汰落后企业，出清过剩产能，消除金融抑制，打破金融垄断，使资源从效率比较低的地方流向效率比较高的地方，这是解决中国的中小企业贷款难，融资贵的根本。

中国人民银行研究局货政处处长认为，融资难和融资贵实际上是两个不同的问题，融资难是一个融资可得性的问题，而融资贵则是一个价格的问题。中小企业融资难有几大问题值得从金融角度来分析。第一，中小企业融资难不仅仅是资金成本的问题，还包括融资的交易成本。大部分的成本来自于融资的交易成本，而不是从金融机构尤其是正规金融机构的所谓资金成本。这个交易成本的内容非常广泛，比如说评估费、抵押担保费、抵押质押的登记费，大概有 20 项左右。第二，经济发展结构对中小企业融资的挤出效应。在中国过去 30 多年经济高速增长主要依赖于投资，这就造成了资金供求的所谓紧的平衡，大项目、大企业相对比较有优势，实际上削弱了中小企业的融资能力。在经济处于下行阶段的时候，中小企业面临很多困难，比如经营的困难、

原材料价格上升的困难，这些实际上是企业硬约束的成本。企业只得把自己的经营困境更多归结于融资成本，这实际上是经济下行过程中，中小企业面临的困境的一个综合表现。第三，金融结构缺陷。中国现有的银行结构是以大银行为主导的，实际上使中小企业在市场上处于一个相对不利的地位。第四，中国的信用担保体系增加了小微企业融资的风险成本，贷款过渡依赖于传统的抵押质押，过渡依赖于商业化的第三方担保机构。

缓解中小企业、小微企业融资难的问题，有几个可供选择的政策选项。第一，应该为小微企业创造一个良好的融资环境。在这个结构下，通过总量注入流动性的方式很可能达不到降低小微企业融资成本的目的。因此，应该维持一个稳健的货币政策，为市场保持一个相对适度的流动性环境。第二，应该丰富满足小微企业融资需求的金融生态，在这个金融生态中，要增加微型金融的供给，建立一个覆盖广泛的微型金融组织。应该推动商业银行面向小微金融做一个战略转型。第三，需要积极推动利率市场化。利率市场化的过程中，很可能会进一步会恶化小微企业的融资环境。但从中国改革的大趋向而言，我们希望坚持一个市场化的改革趋向，通过市场自发的作用，把僵尸企业从市场中清除出去，这实际上有利于中小企业融资。最后，还希望加强小微企业信用诚信体系。人民银行也在做这么一个尝试，质押贷款的登记系统可以为现在不能进入信贷市场的小微企业提供更多的融资机会。

瑞穗证券首席经济学家沈建光认为，从总的金融数量来看，对中小企业的贷款，特别是对小微企业的贷款支持其实是很大的。但私有的与国有的企业反差很大。

马骏认为：为了帮助中小企业，我们需要有更高的流动性，从而帮助它们降低借贷成本。但流动性并不是中小企业融资成本这么高的第一原因，在发达国家中小企业和大企业之间融资成本差 5% 左右，但是在中国有百分之十几，所以中国还有很多结构性的问题需要解决。一个具体的例子是村镇银行的准入问题。村镇银行因为可以吸收储蓄存款，负债成本低，所以给小企业的利率是 11% 左右，比小贷公司低 9 个百分点。可是银监会规定，任何一个村镇银行的股权结构中，必须要有另外一家银行发起这个村镇银行，但银行一般不愿意当主发起人。此外还有监管问题。但是，只要上面下决心，事情都可以办，关键是决心有多大、重要程度有多高。

马国南认为，对于中小企业来说，如果是新企业，也许股权融资是一个最好的办法。从这个角度看，也许融资对他们的挑战是一个好事。

李麟认为，从财务的融资结构来讲，小企业越小，越重成长性。企业的融资成本是由它的融资结构决定的。随着杠杆的增加，它的成本会降低，成长性会放缓，放缓以后商业银行会介入。因为从一个成熟体的结构来讲，种子和大田是不一样的，在种子阶段主要是种子基金，VC 一轮、二轮、三轮，然后是 Pre-IPO，Pre-IPO 前后是银行贷款的大量介入。这是融资的基本规律。企业融资难不等同于银行贷款难，融资成本跟贷款成本是两码事。

就中国国内的情况来看，以前银行给央行、银监局汇报，报表上有国有企业标识，但是随着市场化程度的加深，现在已经没有这个标识。现在各个银行的规范都是按照信用等级发放贷款，在信用等级里面，可能国有企业的信用等级

高一点。在经济下行期，我们陷入 PPI 和债务陷阱里，我的数据表明，越是民营企业，PPI 越下降，负债越高，越愿意用负债解决它的问题。现在信用担保比较好的是 3A、2A 以上的，如果说你的资信评价低，你贷款的利率是会高于 3A、2A 的企业，这是必然的。黑市对大企业和 3A、2A 以上的企业影响非常小，但是对越小的企业、对越是贷款紧缺的企业贷款影响越大。而且黑市用的是边际定价法，你资金非常紧缺，需要救命钱，比如你需要融资 2 千万，前 1 千万按银行的成本，然后你用信托，最后你还差 100 万资金，你怎么办？肯定 60%—70% 你都乐意借，因为是救命的，这样就导致标杆虚高，这是一个重要原因。

（二）关于民间借贷

牛慕鸿指出，我们对民间借贷的态度还是比较清楚的，它应该是正规金融的一个有益的补充，在满足民营企业临时性资金的需求方面，它发挥了很重要的作用。但是部分企业把民间借贷变成一个所谓全民办金融的泛化的趋势，有脱离民间借贷小额的、短期的、有信担保的这样一种趋势，我们也比较关注这个问题。我们在民间借贷比较发达的一些地区，比如说温州，也建立了比较完备的实时的监测系统，在长三角和珠三角都有监测，对利率和融资量也有一定的监测。到目前为止，这些还没有发展到所谓的区域性或者系统性金融风险程度。去年我们对长三角的联保互保做了比较完善的调研，得出的基本结论是：有金融风险，但还是可控的。

洪浩指出，关于联保互保，我们有一个所谓的网络模型。比如说你有上千家担保，我可以基本计算出来最重要的一个担保是在什么位置，重要的担保量是在什么位置，我只



要保住这个担保量就可以保住这个担保范围。关于民间借贷，我们的关键认识都是一样的，民间借贷肯定是正规金融的一个有益补充。

（本文由上海发展研究基金会根据会议发言整理）

开幕式致辞

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长，卓越发展研究院院长）：各位来宾、女士们、先生们，上午好！我们的会议马上就要开始了。

今天我们有幸请到国际货币基金组织、中国金融协会和上海发展研究基金会 / 卓越发展研究院，在这里共同举办国际研讨会，研讨会的主题是“利率市场化、货币政策传导机制和融资成本”。现在会议开始。

首先让我们热烈欢迎上海发展研究基金会会长、原上海市副市长胡延照先生致辞！

胡延照（上海发展研究基金会会长、上海市原副市长）：在这春雨连绵的时节，各位来到了东海之滨，参加关于“利率市场化、货币政策传导机制和融资成本”的国际研讨会。在此，我谨代表本次会议的主办方之一上海发展研究基金会，向尊敬的各位来宾、女士们、先生们，表示热烈的欢迎！

这次会议是在一个合适的时机召开的。大家知道，今年的全国人大刚刚闭幕，李克强总理在政府工作报告中提出了中国将推进利率市场化的改革，要健全中央银行利率调控框架，这与我们本次研讨会的主题非常切合。我们今天所要讨论的，不仅仅是学术界关心的问题，也是政府当下重视的问题，我们的会议与中国金融改革和发展的进程是合拍的。中国正在稳步推进利率市场化，除了存款利率上限以外，其他的利率都已经放开。为稳妥的完成利率市场化的进程，我们需要探讨和了解利率的改革、汇率的改革和资本帐户放开

的程序应当如何进行，哪些金融工具有利于市场参与者更好地管理波动和风险，利率市场化有哪些途径，以及可能存在着哪些市场风险。

中国的货币政策正从过去的以数量型调控为主，逐步地向以价格型调控为主转型。我们需要深入研究如何完成这一政策的转变，收益率曲线在货币政策传导中有什么作用，构建完整的国债收益率曲线的方式有哪些，有哪一些国际经验可供我们借鉴，以形成货币政策的“新框架”。

中小企业在中国经济和社会发展中具有举足轻重的作用。但是对一般中小企业来说，如何获得融资仍然是一个难题和挑战。我们需要探讨中小企业融资成本较高的制度原因，探讨如何使商业银行更好地为中小企业提供有效的融资服务，如何推动中小企业的创业投资服务和股权融资等等。

针对这些问题，国际货币基金组织、中国金融协会和上海发展研究基金会共同召开了这次会议。我们邀请了国内外有影响的资深专家和学者，共同进行学术交流和深度探讨，为我国的金融改革和金融环境的进一步完善提供真知灼见。

最后，衷心地祝愿本次讨论会能取得圆满成功。衷心地祝愿来自国内外的专家和朋友们在上海期间生活愉快！谢谢！

乔依德：谢谢胡市长。下面我们就开始专题讨论。在专题讨论以前有两个事情讲一下，特别是有关于我们的各位演讲者。第一，我们安排给每个演讲者 15 分钟的时间，希望大家严格控制时间。大家都知道，这次会议有互动讨论，这是很重要的，因为一个会议能不能成功，很大程度上取决于有没有充分的讨论。第二，大家早先准备发言的时候，可能并不了解排在你们之前的演讲者要讲的内容。我基本都

看了你们的 PPT，知道其中可能有一些重复，所以希望后面讲的人尽可能减少与前面的重复，别人已讲过的可以讲得快一点。

下面我们开始第一个专题的讨论，主持人是国际货币基金组织驻中国首席代表 Alfred Schipke 先生。

专题讨论一：利率市场化和金融市场发展

Alfred Schipke（IMF 驻中国首席代表）：非常感谢！

女士们、先生们、各位同事、各位朋友，今天我们特别高兴能够参加这个会议，而我本人也为能够担任第一个专题讨论的主持人深感荣幸。中国正在进入一个新的阶段，我们也正与中国政府紧密合作。

第一个专题讨论的第一个部分是利率市场化，第二个部分是金融市场发展。当今中国所处的局面，私有企业发挥的作用不大，以后要引入更多市场的力量，这也意味着更大的波动性和更高的风险。这时候，金融系统便有机会来提供更多的金融服务，以金融工具和金融机构的形式，帮助个人和企业来管理这些风险。我想在这一方面，中国正刚刚开始踏出第一步。所以在今天早上第一部分的讨论中，我们将探讨这些问题。先从宏观层面来看，然后再具体到细节，探讨以价格为主的利率框架将如何影响金融业的发展。

我们有幸邀请到非常杰出的演讲者们参加本节的讨论，他们有来自私有企业的，也有来自国有企业的，有来自各个国家的，这正很好地吻合了本会议的主题。

我们先请第一位演讲者，我们 IMF 的 Steven Barnett，他在中国十年，算是个中国通了。他负责着 IMF 在中国方面的工作。下面有请 Barnett 先生！

Steve Barnett: 中国的货币政策框架问题

Steven Barnett (IMF 中国处处长): 非常感谢! 我也为有幸参加本会而激动不已。我想用普通话发言, 但我怕大家听不懂我的普通话, 所以还是说英文更好些 (笑)。

我为什么会激动不已呢? 不仅是因为我们适逢良机, 更因为我们所面对的问题正是中国改革的关键。更好的金融能带来更好的经济增长, 这也是我们今天会议的命题: 中国如何努力持续高质量的经济增长——更好, 并且更加可持续的增长, 而金融业的改革正是是这整个努力的核心。如果金融业的改革做不好, 便很难想象我们整个改革能取得满意的成果。所以我很高兴能来到这里, 我要感谢本会的两个主办单位, 中国金融协会和上海发展研究基金会邀请我来与会。

我会尽量言简意赅, 因为我真正希望大家记住的就只是这一页 PPT (图 1) 而已。首先, 大家都看得到, 现在中国的增长速度正在放缓。我认为这样的放缓是好的。为什么这么说呢? 第二, (图 2) 这样的放缓其实是一个增长模式的转型, 是向一个更安全、更可持续的增长模式的转型。

关于这点我们已谈了很多。前面谈到了改革所产生的风险。我要说还有一个或许更大的风险: 不改革所产生的风险。所以说, 我们需要在改革太慢的风险和改革太快的风险之间取得平衡。目前的经济增长无疑是不可持续的, 所以, 改革是必须的。

Main Messages

Growth

Good slowdown

Reform

More sustainable and safer

Finance

Key for success

图 1：主要讯息

Growth is slowing...

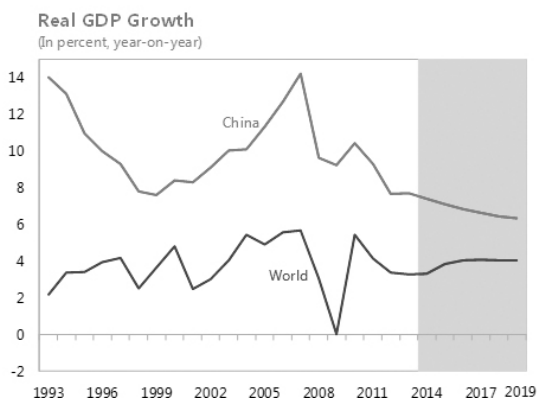


图 2：经济增长在放缓

第三，金融业的改革，这是我们这个会议的主题。这项改革对整个改革的成功是至关重要的。中国的增长正在放缓，我们预计中国未来 GDP 增长会放缓。或许听起来滑稽，但我们认为这种放缓是好事。为什么是好事呢？因为这代表着中国正在转向一个更加安全的路线。我们可以从很多角度来谈这个问题，但因为我们今天的主题是金融行业，所以还是着重谈谈金融行业的风险吧。

在全球金融危机之前，中国的社会融资总额基本上稳定在 GDP 的 130% 的水平，例如 2008 年是 GDP 的 129% 的水平上。为应对全球金融危机，中国开始放宽限制以刺激增长，当时这么做是受欢迎的也是合乎时宜的，并且卓有成效，它让中国乃至整个世界的经济都取得了增长。但是同时，它也使得信贷有了极大的增长，社会融资总额增长到 200% GDP 的水平，这样的增长是不可持续的。不过之后信贷增长开始有一些变得平缓的趋势，我们说这是好事，其中一个原因在于这是有助于控制风险的。信贷过度增长的风险不仅是自明的，也是从国际经验上得到证实了的。但是我们也要谨慎，因为其中的一些信贷增长可能来自于资本市场本身的自然增长，哪怕是影子银行也是进一步基于市场化的转型的体现。中国在同等收入水平的经济体当中，在银行信贷量这个指标上是比较领先的，但还是落后于许多较发达的经济体。所以至关重要的一点是，对金融市场的发展，我们不能轻下结论说，信贷的快速增长就一定不利，而中国的信贷增长水平仍然低于许多发达国家。

为什么金融业改革如此的重要？其实我不算是金融方面的专家，而是宏观经济学家。如果我们把经济增长分解开来看，把各种不同增长时期进行一个比较：2001-2008 年，

中国增长速度超过 10%。图 3 中，绿色部分（最上一层）是由人力资本贡献的增长，粉红色（第二层）是物质资本积累的贡献，蓝色（最下一层）是来自全要素生产率（TFP-Total Factor Productivity）的贡献。可以看到，中国的经济增长一度在大程度上依赖于粉红色的部分，即资本积累，资本促进投资，而投资再促进增长。而全要素生产率（TFP），实际上在前一个阶段从 4% 跌到 2.5% 以下。如果中国要转型增长模式，更多依赖消费而减少对投资的依赖，那么粉红色这块一定要缩小。为了让增长能够可持续，蓝色的这块则要增加。

Sustainable Growth...

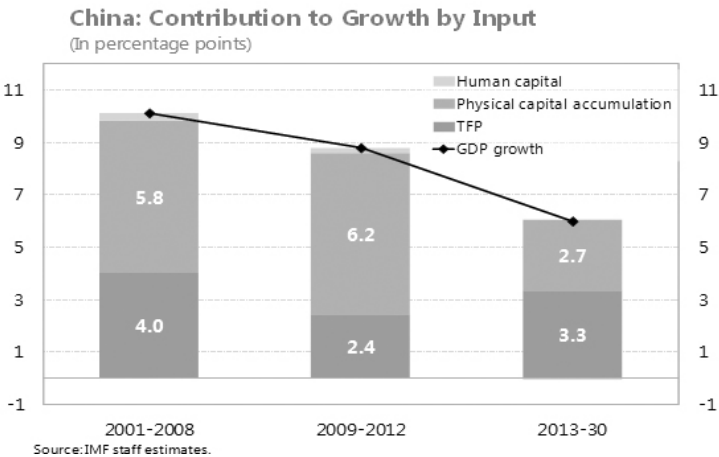


图 3：可持续的经济增长

我相信这个方针是可以持久的。大家看最近的第三轮改

革，大部分的措施都是在增长蓝色的（TFP）方面，甚至李克强总理在政府工作报告中提到了增长全要素生产率的重要性。

但是，金融业改革是可持续经济增长的关键所在。原因简而言之，是因为金融业改革能确保居民家庭的投资能得到合理的回报，能够促进好的投资习惯、合理的存储习惯，带来更好的收入。金融业改革也将确保企业和企业家们能够以合理的利率来获得融资，让他们能够创业和雇佣员工，来促进经济的活跃增长。

为什么 2001-2008 年增长这么快呢？你可以说是因为 1990 年代到 21 世纪初的各项改革。国企改革、加入世贸组织确实很大地促成了这样的活跃增长，而且带来了大量的民营企业、私营部门的增长，当时制造业增长全部都来自于私有企业，所以说我们现在需要的是类似的这样的改革来提高我们的全要素生产率。

最后一点，因为我们 IMF 还要关注世界上其他地区，现在中国经济增长放缓也会导致世界其他地区的增长放缓。从某种意义上讲，可能中国的增长放缓对其他地方来说是好消息。我认为，这样的放缓不仅对中国是更可持续的道路，对全球经济也是有利的，原因有二。其一，因为全球经济也需要中国拥有可持续的健康的需求，不仅仅需要今日的快速增长，更需要今后几十年快速稳健的增长，也就是说适宜的增长步伐，不宜过速，因为今日过快的增长往往意味着未来过慢的增长，未来世界经济是不堪承受这样的起伏的。其二是个数学问题。中国很大，而且它变得越来越大，即使中国增长速度放缓了，但因为中国本身已变得更大，所以它对全球经济的贡献将变得更大。实际上，中国已然是，未来

也继续会是全球经济增长最大的贡献者——大概会是美国的两倍乃至三倍。所以我们需要中国强劲稳定的增长。

谢谢大家！也非常期待接下来各位演讲者的发言，因为金融业的改革和完善对中国的增长至关重要。谢谢大家！

Alfred Schipke: 非常感谢 Steven Barnett 先生，你在两方面做得非常好。第一是你时间把握得很好。第二是你从各方面提醒了我们在座的各位，我们之所以要有这么一个金融体系主要还是为了增长实体经济。随着向新模式转型，我们希望更加可持续的经济发展，达到所谓的“最高可能增长率”，我们认为这可以通过增加投资、减少对信贷的依赖来达成。我觉得你给我们这个专题定了一个非常好的基调。

我们下一位发言人是经纶国际经济研究院高级经济学家马国南先生，他将给我们谈的是“中国金融市场化：利率、汇率变动何者优先？”。有请！

马国南： 中国金融市场化：利率、汇率变动何者优先？

马国南（经纶国际经济研究院高级经济学家）：各位早！我今天要讲的课题是“中国金融市场化：利率、汇率变动何者优先？”。

在这个阶段，我想提出的问题是，哪一方面变化应该主导。最简单也最安全的答案是两者平衡，这样自是最好，也可以想见最终也会是这样。但为使我们的逻辑更清晰，我选择有所偏重。就如我们在市场里不想总是说“持有”，我们要说的是“买”或者是“卖”。这就是我所采用的逻辑和方法。

作为我们讨论的框架，我想说两个论题，一是结构上、制度性的情况，二是是目前市场的周期性。我首先会从结构制度方面谈一下道德风险、存款保险和货币政策机制，要经过有效的测试才能够开始完全实施，当然还有货币政策机制和完全利率市场化之间的关系。第二个方面，目前人民币非常稳定，有可能太稳定了，但是相比之下中国增长放缓恐怕不太稳定。经济在不断削弱，其中有健康的元素，也有不健康的元素。这些是我们讨论的背景。

中国人民银行正在从现有的金融体系当中进行转变。目前资本帐户是受到控制的，人民币也是受到管制的，利率也是部分受到管制的。现在它在进行转型，随着金融市场化的推进，这些方面都要进行改变。

迄今为止，中国采取放开策略基本上是同步进行的三方面小幅度转型。第一个方面，增加资本帐户的开放，比如说扩大资本的跨境流动，还有人民币的国际化，实际上这就是逐步的在放开资本帐户。第二个方面，中国人民银行也在增强货币的弹性，放宽交易区间，减少央行干预，以及增加更广泛的外汇交易基地。第三个方面可能是争议最大的，就是部分取消国内利率的管制，通过 CD 发行的增长，包括一些影子银行，除了基准存款利率之外的基本上都放开了。

问题就在于，今后哪一方面的放开应该占主导地位？多数人可能会同意，在资本开放之前，应该推进更加自由的兑换和利率。对资本帐户的部分管制，在初期可能促进加速汇率和利率的市场化，因为这样能够更好控制风险，特别是在全球市场不稳定的情况下。最后一个问题是，利率市场化和汇率变动谁应该占主导？根据我从两方面的考虑，我觉得应该是货币汇率的变化来主导。当然我认为这里没有非黑即白

的答案，但是我还是想列出一些原因。因为中国的金融体系在供给方面仍由国家银行占主导，在需求方面是由国企和当地政府占主导，所以我觉得应该优先释放汇率，然后再推进利率市场化。首先，从结构和制度性的方面来讲，道德风险与软约束的存在意味着对于利率的响应可能会慢一些，并且我觉得利率市场化的好处未必有许多人想象得这么大。此外，大量的信贷差额可能会在一个利率更完全市场化的环境下造成更多的扭曲。第二，我们觉得应该先有一个存款的保险机制起作用，并且是经过测试的这样一个机制，在完全利率放开之前就应该到位，否则的话更加广泛的利差就会出现。第三，如果利率完全放开了，中国人民银行到底做好准备了吗？许多人会谈这个问题，所以我也就不多讲了。

现在中国人民银行依然使用价格幅度、数量和管理手段的货币政策，目标依然是 M2，希望能够在货币政策方面实现模式的转型，并且使用目标政策短期利率来影响中期利率。另外，收益率曲线也并非完全基于市场。中国人民银行已经积极推出一些新的工具，旨在改变流动资金，现在已经在做一些工作。这些新的手段要想体现出效果的话，需要时间来检验，而且需要进一步的精炼和熟悉，也就是说，市场首先要充分理解这些工具的作用，它们的效果才能够充分地显现出来。

接下来，货币弹性的调整应该提前于利率放开。在这里，道德风险、存款保险、新的货币政策都需要加速推进，这样才能够很好地去释放货币的潜力。也就是说，各项配套改革必须要先落实，与此同时不能够放慢整个金融市场化的改革。我想强调的是，人民币相对美元的波动性还是太低，这会造成对中国经济的不稳定，而且也会造成热钱交易的增

加。另外，利率自由化会带来更高、更不稳定的地方利率，可能会造成新的扭曲。我只是提出来，抛砖引玉，供大家讨论。另外，正如我刚才所说的，更高更不稳定的地方利率对本身疲软的中国经会造成进一步的损害。

图 1 是人民币和美元汇率的波动，还包括了其他主要货币的汇率情况。人民币对美元的平均波动大概是其他新兴市场货币波动的 1/10 左右，这个波动率就太低了。

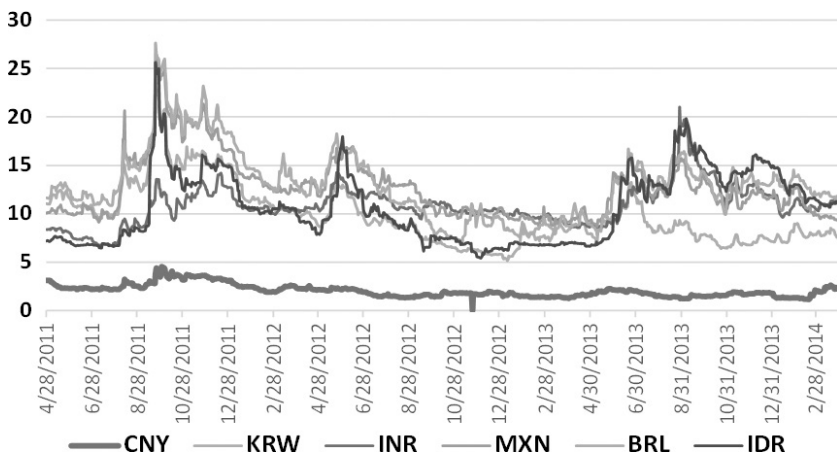


图 1：极低的外汇波动更强调货币弹性的紧急性
(3m daily dollar rate vol)

我刚才讲的本地利率的变化，可能是形成新的经济扭曲的标志。图 2 左边是 GDP 增长率，右边是零风险收益率曲线的变化，这两条曲线的变化是很不一致的，这是不令人满意的。

对于周期性和结构性的问题，经济增长放缓首先需要的是更低的利率，而不是更高的利率。那么现在放缓的经济

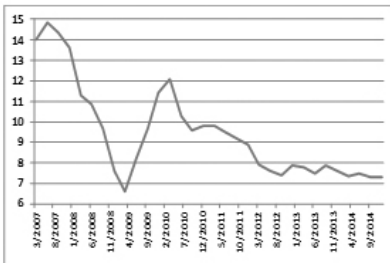
增长最需要什么呢？我觉得应该是更强的货币弹性来抑制货币升值。第二，要更稳健更低的利率来支持国内的需求，来应对不平衡的状况。另外，要有更少的套息交易波动来控制金融风险。最后我要强调的是，在利率放开之前，我们应该有更大的货币弹性。

上升的中国政府债券实际1年和10年期收益率——是新的平衡还是更加恶化的迹象？

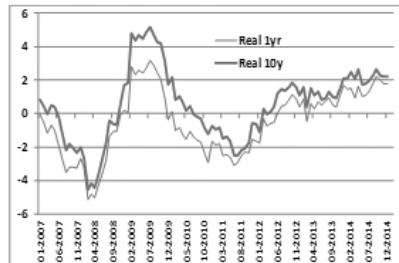
Real GDP Growth and Real Chinese Government Bond Yields

Graph 2

Real GDP Growth Rate (YoY %)



Real CGB Yields (%)



Sources: Bloomberg and CEIC.

图 2：新的平衡还是恶化的迹象

总的来讲，中国现在要有更好的汇率灵活性，在全面解除利率管制之前就要实现这一点。有了更具灵活性、更稳健的人民币汇率，将给中国经济带来更多益处。利率的放开，当然是好的，但在现在的经济情况下，潜在的利益有的时候被过度放大了。最后，我们也认为，利率的放开将需要更大的政治上的承诺，也就是说，有的时候要对货币市场进行大幅的调整，这时就需要央行来进行巨大的投入。谢谢大家！

Alfred Schipke: 刚才马先生的开场非常好，事实上也

清晰地表达了观点，有些观点很鲜明。你说的是一个改革事项先后顺序问题，这一点大家也有很多的讨论。另外，与顺序相关的一个话题，就是经济的周期性因素，以及潜在的经济放缓等等，这些都是必需考虑的。

接下来我们有请海通国际证券首席经济学家胡一帆女士，她将与大家进一步探讨：“利率市场化如何成为金融改革的基石”。

胡一帆：利率市场化：金融改革之基石

胡一帆（海通国际证券首席经济学家）：谢谢大家！这里我要从非银行金融机构的角度来探讨利率市场化对市场的影响。

我们都知道，现在仅剩存款利率还没有放开，这是最后一步了，而这最后一步将会对中国下一轮的改革至关重要。它是一个基石，不仅仅是对银行、金融市场，而且会影响到整个经济的方方面面。中国的利率改革其实从 1996 年就已经开始了，至今已有近 20 年的光景。最大的一步改革是 2013 年的时候放松了所有贷款利率。现今，整个贷款利率完全放开了。最近的举措是把存款利率波动上限调整到了 1.3 倍，市场上对于下一步的改革动作也有非常大的期待。

事实上，大家对我们要进行利率市场化这一点已经达成共识，但是放开的速度和进展，大家还有不同的意见，因为这会对整个金融和经济体系带来非常大的影响。从现在的平衡要进入到下一轮的平衡，我们可以通过低的利差来形成新的平衡，而利差对于很多银行来讲已经低于 3%，也就是说在一个新的平衡中，比如说 2% 或者 1.5% 的利差，我觉得

在中国也是可行的。但是在转型的过程本身可能会非常关键，因为它可能会引起一系列的波动。因此，中国是不是能够准备好去应对这个波动，才是下一步政策决策的关键。

所以，并不是简单的说完全放开存款利率就大功告成了，我觉得还是要考虑到我们没有建立完备的资本市场。因此，还是要做很多系统性的改革，并且要有可行、有效的货币政策和收益率曲线，以带给市场清晰的信号——到底什么样的利率比较合理。另外，存款保险制度也相当关键，我们一直在讲这个事情，讲了好多年，每年我们问央行的专家，人家都说可能很快了，应该今年就要宣布了，每次都是这么说。周行长刚刚也提到这个事情，我也不知道是不是可以马上落实。

对中国来讲，在过渡的过程中，利率放开是非常重要的。我们觉得一旦放开，存款利率肯定会大幅上涨，这也是所有商业银行一个常见的、正常的选择。在日本和美国的情况也是这样。此外，存款利率上升的同时，利差可能也会收窄到最小化，而这个收窄会带来市场上巨大的波动。美国在利率自由化的过程当中，有很多的银行出现破产，对当时的美国来讲也是一个“最后一跳”，即使在5年之后，还是继续出现这样的情况。

因此，我觉得市场上对此还是比较紧张的，到底会出现什么样的情况？对于这个波动如何来应对，尤其是短期怎么应对？对于地方政府的债，还有影子银行等等，我们是否能承受利率自由化带来的波动？我觉得短期内银行业肯定会有大的波动，我们也预期存在这样的可能性。我们要落实存款保险制度以应对可能会出现银行破产。但是我们跟西方国家又不太一样，西方国家在利率市场化的时候，市场相对

来讲比较受限制，但是我们已经有很多事实上的利率放开的产品。因此我们觉得，存款利率上限完全取消之后，存款利率会立即大幅增长，因为这是商业银行自然的选择。但是利差也并不一定会缩窄，不会完全挤压银行的息差收入。因为中国银行在金融市场里有主导的作用，因此对它们来讲，可以把自己的成本转嫁到客户身上，尤其是中小企业没有多少讨价还价的余地，因此这种融资成本的上升很可能会转嫁到中小企业身上。为什么这样讲？中国存款利率去年10月提高到1.2倍，最近提高到1.3倍，我们进行了深入调查，发现银行可以很容易就把融资成本转嫁到中小企业客户身上。大家请看图1，这些都是收益率曲线，左上的是国债的收益率曲线，右上是政策银行（CPB）的国开行的债券，左下是地方政府融资平台的债券，右下这个是3A企业国债。我们发现，随着信贷注入的加速，这些收益率曲线都上升了。

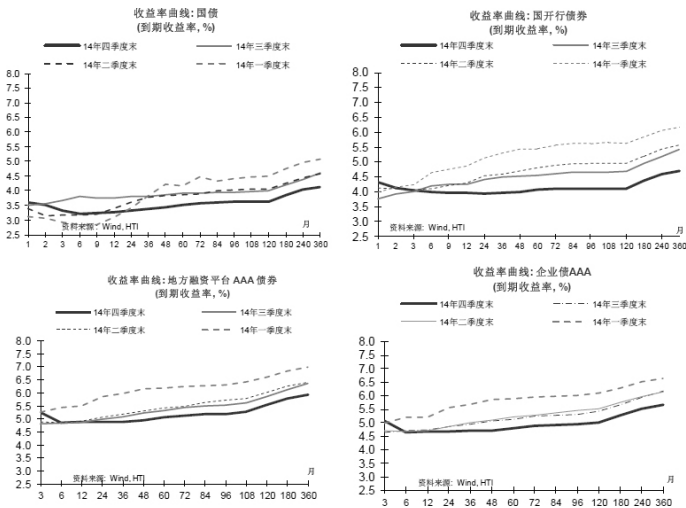


图 1: 中国收益率曲线一览

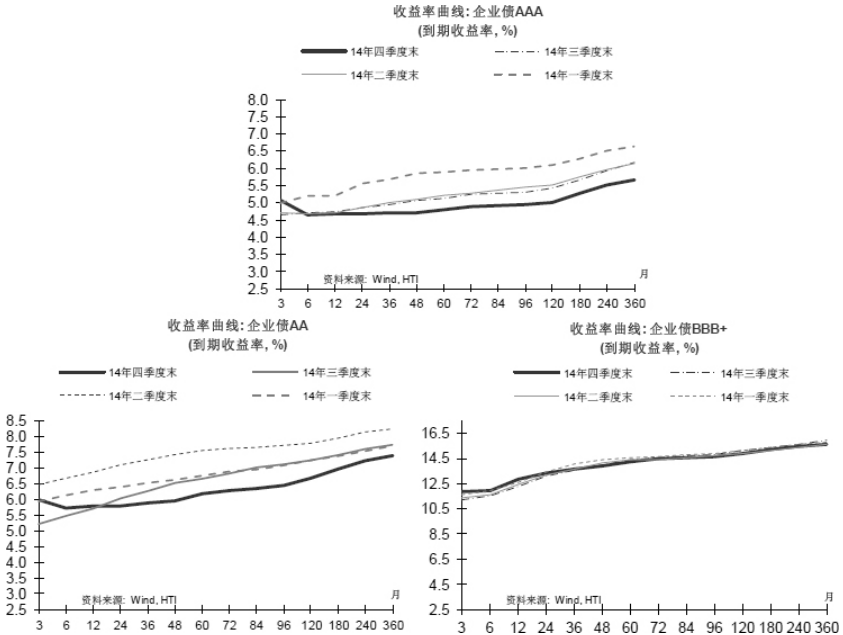


图 2：中国收益率曲线一览（企业债）

与此同时，我们看到双 A 的企业债，也就是上市公司的企业债，收益率曲线也改变（图 2）。但是，3B 的企业债（多数是中小企业，中小企业应该最高的评级就是 A 了，多数是 3B）的收益曲线基本看不到什么变化。在中国对市场无论注入多大的流动性，中小企业并没有从中获益。尤其是去年的 11 月份，我们在浙江、江苏地方做了一些调查，调查了大批的城市商业银行，还有农商行，我们发现随着存款的利率增加到 1.2 倍，他们没有办法把这些成本转移到国债或者是国企身上，也没有办法转移到上市公司也就是 2A 级的上市公司，但是他们把 A 级和以下的企业的融资成本立马平均提高了 30%。这意味着尽管央行努力带给资本市场

更大的流动性，降低利率以试图让中小企业能够获得更好的融资，但是效果却适得其反。所以回到应对短期波动性的问题，原因在于银行可以很容易把这些成本转嫁给中小企业，这是第一轮的影响。然后，正因为利差收窄之后更高的融资成本，可能导致中小企业违约的增长。另外对中小企业的借贷往往都是一年期的，所以大多数银行会让中小企业先交钱还款，然后才给它发新的贷款，这也会催生很多的小贷、微贷，还有 P2P 借贷，比如说十日、两周为期的这种过桥贷款的大幅度增长。这也让银行有一边倒的主动权：它们在收回现期贷款之后，可以决定要不要继续借给那些中小企业，然而中小企业是没有选择的余地，只有承受这些成本。

在西方国家，银行之间的竞争非常激烈，这会带来资本的重新分配。但是中国的问题是有很多的理财产品，还有信托产品，信托可能有 10 万亿，其规模和理财产品相当。事实上这些产品用非常高的存款利率吸引客户购买。当银行的存款利率放开之后，这些钱又会流回到银行，这是因为银行不会再去和信托或是理财产品讨价还价这些利率。所以我认为，存款利率的放开不会在实际上缩窄利差。

但是同时，我觉得经济波动风险可能会造成银行间市场还有回购市场违约的增长。因为 70% 的信托产品是由银行作为最终放款人的，所以银行、信托和理财产品这三者的关系要理顺。最终来说，还是银行之间竞争过度——小银行提高利率，大银行也不得不跟进。这在经济波动的时候，就会带来更多风险，放大整体的系统风险。最终，可能会出现西方国家的情景，出现大批量的破产和兼并。

不过，长期来说，对金融市场这是积极正面的，关键在于怎么管理过渡的过程，使过渡更加顺利。

最后有几点思考和大家分享，尤其是针对非银行金融部门，因为它们对资本尤其资本价格特别敏感。金融市场不仅仅要放开存款利率，还要有非常可信的基准利率体系，虽然现在有 Shibor，但是大多数 Shibor 都是短于一年的。我们需要形成市场化的机制，我们还需要改进无风险的收益率曲线。现在还没有完备的债券产品，大多数的债券都是年期超过一年的，我们应该要锁定一些关键的年期，这样才能为零风险收益率曲线提供关键的价格指数。我们需要为关键的利率评估提供一些指引，也需要对一级券商制度进行标准化改革。除了零风险收益率曲线之外，我们还需要一系列的收益率曲线，像国债、政策性机构金融债、公司金融债、市政债等等。新的制度还不够市场化，我们要逐步完善最优惠利率体系，要允许贷款最优惠利率的贷款可以超过一年，现在是不能超过一年。

另外，目前还没有特别明晰的政策目标利率，央行还是直接来干预利率的，所以有待建设可信的、可行的货币政策目标。现在最具潜力的有 Shibor 利率，还有隔夜再贷利率，7 天再贷利率等等，我本人比较喜欢 Shibor，因为 Shibor 相对来说比较市场化的。这需要分三个阶段来实施，从短期到中期到长期，再把 Shibor 和银行的存款利率和贷款利率挂钩。最后，我们要推动债市的发展，包括有公开市场操作的系统。以上是我的主要观点，谢谢！

Alfred Schipke: 真是特别好的发言！我本来担心你会给我们报告很多关于风险的负面信息，而并不提出任何的应对之道，但是你确实提出了很多很好的办法，看来关键在于过渡期如何管理好主要的风险，尤其是破产、违约的这方面。希望一会儿我们能有时间再进行更充分的讨论。下一个

演讲嘉宾是姚余栋先生，中国人民银行金融研究所所长。

姚余栋：利率市场化、利率走廊、改革顺序

姚余栋（中国人民银行金融研究所所长）：各位嘉宾早上好。

首先，关于货币政策。大家谈到利率市场化，包括怎么向价格型的转轨，金融市场的发展这些题目，一个非常关键的问题是，什么是合理的或者理想的货币政策框架？是不是就是采用隔夜利率，采取类似的泰勒规则（Taylor Rule）？国际金融危机之前，确实如此，难道国际金融危机之后还是这样吗？难道不应该有所反思吗？如果完全按隔夜利率在公开市场上进行操作，那么还会有金融危机吗？难道这种通胀目标盯住制是对的吗？我想这些东西都是非常重要的，需要反思。

我想我们可能得到一个很重要的结论，就是仅仅靠公开市场的隔夜利率，按照一定的规则，哪怕泰勒规则也未必是正确的，通胀目标盯住制或许不是完全正确的。我觉得很重要的一点，就是要在国际金融危机之后，对货币政策进行反思。可能是一个货币政策加上一个宏观审慎的目标的框架，这个框架怎么结合呢？我觉得现在还没有一个完全合适的考虑，实际上我们也在探索，有一点就是光靠货币政策或许是不行的，可能还要结合一定的宏观审慎。从宏观审慎的角度，我们知道巴塞尔规则（Basel III）中的 Credit Suisse Group PE Ratio 非常重要，这一点是大家的一个共识。Credit Suisse Group PE 将会联系到央行的资产负债表，或者 M2 的扩张，所以可能会产生的是一个完全像量化操作的货

币政策。我们人民银行金融研究所的谭海鸣、牛慕鸿、张翔提出的一个双工具下的货币政策框架：一个工具是价格和利率，另外一个工具是量化目标，以价格为基础，结合以量化目标这样一个工具，这是不是金融危机之后更为理想的货币政策框架？我们没有很好的结论，我们这次只是想跟大家进行一些探讨。

第二点，毫无疑问，利率走廊框架就是未来中国货币政策转型的合理模式。但是，它的操作是非常之艰难的，不是说大家想象中可以在一年或几年之内做到的。我向大家报告一下，过去3年，我在人民银行货币政策司负责公开市场业务，可以说遍尝艰辛，让心脏也受到了很多挑战。

首先是我们不光要考虑金融市场的问题，还要考虑到我们的财政冲击。这个财政冲击，包括财政库款、财政收支、财政花销，这些相对来说是不容忽视的。这个过程中，我们的财政库款依然保持在3.7万亿左右，可能将来还要逐渐下降。所以，财政冲击问题与中国构建现代的财政体系的目标是直接相关的，而这个目标是按照财政部提出的应该在2020年达到。所以按照新的预算法，我们要更合理地配置用钱。我相信各国都有财政冲击，只是我们还需要随着现代财政体系的改革，逐渐把它变得更平滑一些，让财政库款有所降低，这是很重要的。

第二个冲击就是中国春节的冲击。我想，没有哪个国家居民能够在任何一个节日前需要如此多的现金，央行要在春节前的一个月左右提供至少一万亿，是天量的现金。然后在春节结束之后，这些现金又要回流到银行体系来。所以我们银行体系就要经历一个在春节之前需要大量的现金投入，而春节之后又要回收流动性的过程，而这个过程是不容易的。

可以说从每年 2 月份到 5 月份都完成不了或者不一定完成得了的流动性的平滑过程。这是别的国家没有的，而中国这样的 Seasonal Shocks（季节性冲击）是史无前例的。

第三个冲击，目前中国的 IPO（首次公开募股）扰动，而这种扰动也是不容忽视的。它虽然没有完全冻结或者撤出流动性，但是改变了流动性在银行体系的分配。大家也知道今年 10 月份以后或者明年，中国要实行注册制改革，将来会有更多的中国公司上市。这样的话，在目前这种机制下 IPO 依然会形成扰动。所以我想跟大家说的是，利率市场化这件事看起来容易，事实上不容易。它事实上跟我们的财政体制改革连在一起，跟我们的春节冲击连在一起，一定程度上又跟我们的 IPO 的扰动连在一起。当然，这和传统上的银行的冲存款，包括银行的业绩考核，特别是在每年的半年和 12 月 31 号，银行业绩考核的冲动，也是连在一起的。我们周行长以前确实说过，利率走廊将来是一个合理的方向，但它有一个过程，不能说一步就会到位，它是伴随中国综合的改革来做的。

第三想跟大家汇报的，就是我们这次报告的核心观点，我们不能认为中国的货币政策纯粹是 M2 利率。我们实证检验表明，中国的货币政策已经是一个混合的、以价格为主、以定量为辅的双工具政策框架。我们提出了一个新的双工具规则，它有三个指标：一个是传统上的产出缺口，第二个是通胀预期，第三是结合传统 M2 的缺口。M2 作为一个广义上的、被大家所接受的中国经济流动性的重要指标之一，看它有没有超出范围。比如说，每年政府工作报告都会确定一个 M2 的目标，我们以它为产出缺口，把这三个指标放进去。为什么要把 M2 放进去？这是我们的一个模型推导方

法，结合了量化指标，同时也结合了中国实际上很早就开始采用的宏观审慎管理。M2 作为一个负债，它也是考虑 GDP 的关键问题的指标。模型也结合了整个宏观杠杆率，这也是人民银行实际上比较早就开始的动态准备金调整机制。我们不单关心货币政策和货币利率的变化，同时我们也关心 GDP 的问题和整个银行体系的贷款情况。我相信这个模型代表了方向。

同时，大家可以看到，令人惊讶的是经验测试也证明了本模型是比较合适的，新泰勒规则经受了测试。我们使用了 7 天期回购利率，我们做了回顾的规则、实时的规则和前瞻性的规则，我们发现前瞻性规则是比较好的。我们使用了 Cunnig Filter 来处理我们的预期产出缺口，发现 7 天期的解释力是非常强的，可能有的参会者已经拿到这个报告。7 天期的产出缺口大约是 0.60，通胀的缺口是 0.41，而 M2 的缺口是 -0.28，符合预期。这跟以前传统的不一致之处可能是产出缺口的系数大于通胀缺口的系数。因为整个中国经济，至少在过去，就如周行长说的，是“易热不易冷”的，很多是随着银行体系对实体经济的放缓。实体经济可能过热，过热之后它可能就会导致整体上一些变化，所以产出缺口会导致流动性产生紧缩，这点是比较明显的。然后我们又作了 1 天回购利率（隔夜利率）和 14 天回购利率的比较，发现隔夜利率不是特别理想，在通胀产出缺口上没有意义。14 天利率则在产出缺口上没有合理的意义。可以说，隔夜利率可能对中国具有更多的冲击，而公开市场操作往往还不至于有那么高的频率，不像美联储。14 天回购利率交易量相对太小。中国的货币市场核心是 1 天和 7 天的，我们研究认为，7 天回购率可能作为未来中国利率市场化中

基准利率的一个重要参考。关键是我们的目标是什么？你不会想看到隔夜利率，隔夜利率冲击太大，也不是未来公开市场每天操作的方向。14天回购率的交易量则过小，所以我们认为7天回购率可以作为将来政策利率一个重要参考。

但是，虽然这个文章表明，7天期可以作为将来的政策利率或者是基准利率，但我们认为它只是一个参考。为什么呢？因为中国货币市场的冲击依然是很大的，不能预期公开市场操作能够完整或者完全地达到新泰勒规则所指示的方向，它伴随着财政改革、中国的季节性冲击以及IPO扰动。但如果7天期作为一个学术界、市场界、政策界共同参考的一个政策利率，我觉得会是有所帮助的。

再重复一下，像政府工作报告指出的一样，我想中国毫无疑问需要加强利率市场化，包括货币政策框架向利率型转型。但不一定是完全盯住某一个利率，它还是有一些数量指标的。这种指标是不是最优的，我没有答案，但我相信它肯定是以价格为准的，辅之于一定的宏观审慎目标，这个宏观审慎目标包括一定的数量目标，将来可能是一个发展方向。

第二点，伴随着利率市场化，利率走廊毫无疑问是中国转型的大致框架和方向。但是相关的改革也不是靠人民银行就能完全做到的，它要伴随着中国的财政改革，包括新预算法的实施，包括注册制以后对货币市场的季节性冲击等等综合方面的改革。不要给货币政策以太严苛的预期。可以这样说，我自己的感受是，过去若干年，人民银行在货币政策的操作和执行上也是蛮拼的。

最后一点，我们认为可以把7天期隔夜利率作为未来中国利率市场化基准利率的参考，但仅是参考，不能要求人民银行能够完全达到这个，但是可以作为一个重要的市场的、

央行的和学者们的纳什均衡点。谢谢大家！

Alfred Schipke: 谢谢！这又是一个非常有意思的发言，回答我们之前提出的一些问题，到底用什么样的利率做基准利率比较有意义。而且你在这里面又加了一个因素，可能是我们之前关注不够的，你谈到一些季节性的冲击，比如说中国春节的冲击，你也提出很多好的见解。我很高兴地宣布，我们第一部分的发言环节就结束了。我们在茶歇之前，暂时还不进行讨论的环节，如果说大家对刚才的发言有什么具体问题想要提出或澄清的，可以先简要地提出来。

提问与讨论

Patrick D'Arcy: 你是说，量化指标应该在目前的货币政策中起一个次要作用吗？如果是的话，你怎么从这个政策角度得出这样一个结论呢？

姚余栋: 是的。我们在模型设计里面，把 Taylor 规则和 Magaloni 规则综合在一起。关键在于速度的因素，因为现在货币的速度是变化的，有隔夜的变化，也有季节性的变化。比如说春节，如果我是银行，我会多留一些现金，因为这个时候利率一定会上升，这时速度就有一个很大的变化，会上升也会下降，这种变化在中国是周期性的，我们必须考虑到这一点。在国际上这个速度和利率有相关性。我们把 Taylor 规则和 Magaloni 规则在这个论文里面结合起来，发现量化可以部分解释宏观审慎的一些因素，这在我们货币框架内起到一个次要的作用。

马国南: 对 Shibor7 天利率你有没有类似的结论？

姚余栋: 我们测试了因果关系，但到底是用 shibor7 天

还是回购 7 天依然很难说。但如果看更长期的一些利率，你可以看到回购利率和 shibor 利率之间出现差异了。从我的经验来看，我们应该更加关注和信任一些回购利率，至少这是有担保的。从实证来说，可能两个都可以用。

Alfred Schipke: 我觉得我们接下来整天都会讨论这个问题。还有没有什么其他的要问的。如果没有，我们就先进行茶歇。（茶歇）

Alfred Schipke: 我觉得我们应该坐下来继续演讲了，因为我们希望留足够的时间进行讨论！大家都很有兴趣进行讨论，这正好是我们这个会议的重要目标。

接下来发言的是我的同事，Raphael W. Lam，他是我们北京办事处的同事，他会给我们谈一下影子银行的问题。他会介绍我们正在做的一篇报告的内容，里面讲到影子银行和银行间利率的关系。

Raphael W. Lam: 影子银行和银行间利率

Raphael W. Lam（国际货币基金组织驻华代表）：很高兴来到这里，感谢我们的主办单位中国金融协会和上海发展研究基金会。

今天我们来谈一下影子银行及其与银行间利率的关系。我今天要讲的主题专门性比较强。影子银行确实有它的益处，但同时也带来的风险，不论对于金融系统还是对于政策考量都是如此。我们这里主要看的是理财产品，这是影子银行一个子集。我们的关注点也非常窄，主要是理解银行如何发行理财产品，这些问题如何在财务报表上体现出来，以及这些程序所表现的是什么。

我们主要有两个发现。一个是理财产品是和银行间利率是有关系的，而当央行转向价格为主的机制时，这一点的影响会更大。此外，我们也会讨论，过去一年对于理财产品方面有更多监管措施的出台，着对于银行以及对银行间利率产生了什么样的影响。

大家都了解，理财产品的规模是相当之大的，它在2010和2013年之间有一个比较大的增长，到2014年有所放缓。多数理财产品都是一些小银行在发行，尤其是在一些小城市和农村地区的商业银行里增长非常快。理财产品在四大银行的增长，相对来说不是那么明显，但也在增长。

说一些背景知识：银行发行的理财产品都有一定的期限，多数是一个月到三个月，并会有一个预期的回报。主要有两种类型的理财产品，一种是有担保的，放在银行自己的资产负债表上，并且其到期日是活的，客户可以随时购买并且赎回，就像存款一样，流动性很强。还有一种是无担保的，这是我们比较关注的，银行不保本，多数时候银行是用它来融资，比如说购买货币市场基金、债券或者其他信托产品等。这种理财产品通常是在资产负债表之外处理的，在2014年之前还没有相关的监管制度，所以其相关的资金是用另外的会计方式进行快捷处理的，在放入或者移出资产负债表时会产生一些影响。

理财产品的预期收益率通常比存款率要高一点，所以会有一个利差。我们看理财产品的时候，特别要关注的是其到期日和发行日往往在月末或一个季度末，这就可能引起比较大的波动，波动可能达到几千亿人民币，这都是在移入和移出资产负债表时产生的。这种情况有什么影响呢？你可以说这些理财产品只不过在月底移进移出，可能影响不是很大。

但是我们有一个不同的看法，特别是和银行间利率联系起来看，因为月底有大量理财产品到期，银行要去给用户赎回，同时要发行新的产品，这和银行间利率有很强的相关性。所以我们发现在月底和季度底，通常银行间利率会有一个急剧的上升。如果再进行一些严格的分析，我们也可以验证理财产品各因素和银行间利率之间的相关性。但哪怕是初步的分析，我们都可以看得出来，它们之间是有强相关性的。因为现在月底和季度底，银行间市场有一个收紧，所以会造成其利率的上升。同时，这个利率由于货币政策的使用，相关的程序也变得更复杂了。姚余栋先生也提及了在不同时间点银行间联动性因为季节性因素可能比较紧，还有 IPO 的因素等等。

Empirical regression estimates on interbank rate

Variables	2004-2009		2010-2013		2010-2013	
					last ten days of a	
	Full calendar month 1-day repo rate	7-day repo rate	first half of the month 1-day repo rate	7-day repo rate	calendar month 1-day repo rate	7-day repo rate
Maturing WMP guaranteed	0.238 (0.426)	0.097 (0.576)	0.401 (0.244)	0.239 (0.234)	-0.11 (0.252)	0.202 (0.242)
Maturing WMP non-guaranteed	-0.592* (0.317)	-0.24 (0.429)	0.175 (0.123)	0.149 (0.100)	0.319*** (0.102)	0.188* (0.098)
Other controlling variable	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1504	1503	640	640	359	359
R-squared	0.047	0.024	0.083	0.031	0.06	0.036

1/ Parentheses indicate standard errors. "****", "***", and "*" denote statistical significance at 1 percent 5 percent, and 10 percent level.

图 1：实证结果：测试到期理财产品
与银行间利率之间可能的联系

我们做了一些更进一步的分析。我们设定了几种不同

的假设，来测试到底理财产品到期是否和银行间利率相关。第一个是比较不保本和保本的理财产品对银行间利率影响的差异测试，因为有保本的通常是放在资产负债表内的，我们预期它不会对银行间利率产生影响；而无担保的可能会影响月底、季度底银行间流动性紧缩。我们也比较理财产品在月底和月中到期的情况，如果说没有很大的差异或者说没有往一边集中，说明它可能不太会影响到银行间利率。我们也尝试观察，这种相关性是一个市场整体的现象，还是个别银行的问题。我们的估计是根据 He 和 Wang 在 2011 年一篇文章的理论。

VARIABLES	(3)	(4)
	Deviation of 1-day SHIBOR	Deviation of 7-day SHIBOR
Net Maturing WMP (t)	0.460*** (0.161)	0.661*** (0.229)
Net Maturing WMP (t+1)	0.440** (0.176)	1.114*** (0.345)
Net Maturing WMP (t+2)	-0.108 (0.205)	0.683* (0.384)
Net Maturing WMP (t+3)	0.200 (0.198)	0.339 (0.258)
Net Maturing WMP (t+4)	0.323* (0.182)	0.451* (0.253)
Net Maturing WMP (t+5)	0.0536 (0.140)	1.147*** (0.378)
Net Maturing WMP (t+6)	0.164 (0.137)	1.776*** (0.358)
Constant	-0.000964 (0.00126)	0.00227 (0.00258)
Observations	6,227	3,805
R-squared	0.004	0.021

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

图 2：实证结果：从银行对银行间利率的报价中所得证据

在 2010 年之前，理财产品这个市场还比较小，多数时候理财产品对利率影响不大，不管是保本还是不保本的。保本的理财产品肯定没有什么影响的，大家看图 1 的第一行，不同的期限都不会影响到银行间的流动性。至于非保本的理财产品，因为他们会在资产负债表表内表外进行移动，最后一列是 2010 到 2013 年，每个月最后 10 天的情况，大家看到有一个统计学上显著的增长。比如说 1 天的回购利率在非担保理财产品上会受到 0.3% 的影响，这是统计学上显著的。根据 7 天或者 1 天回购利率的平均值来看，一般来说一月期的理财到期产品规模大概是 3 千万人民币，这个规模已经相当大。

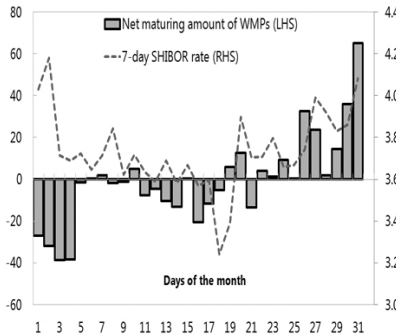
我们也在银行层面上研究了这个问题。如果说某一个银行有很多的理财产品，那么在月底到期的话，它们相对来说流动性压力就比市场更大，它们在市场上报的价格肯定比银行间利率要更高。我们找到的这个结论也是统计学上显著的。比如说一个银行的理财产品一两天之后要到期了，通常银行间报出的利率要比平均水平更高。

我们第二个讨论的问题是，在研究理财产品到期和银行间利率之间的联系时，我们还考虑到会否有其他因素让利率在月底、季度底上升。我们发现监管机构在这方面加强了监管，特别是去年 9 月份实施的监管要求，限制了银行在表内表外移动理财产品的可能性，导致理财产品对银行间利率的影响在 2014 年 9 月份有了明显的下降。

图 3 是监管政策出台之前和出台之后的情况，之前银行间利率（红色）和到理财产品到期之间有比较显著的相关性。但是 2014 年 9 月以后，这个相关性就不那么明显了。此外，我们也做了一些估算，发现现在的情况跟 2010 年之

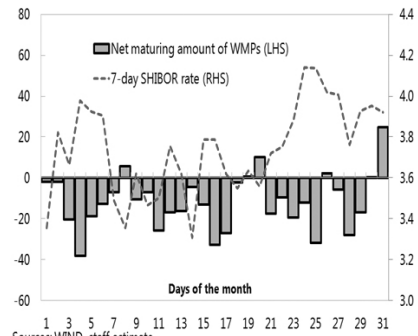
前的情况比较像了，现在理财产品到期和银行间利率的关系确实有了一个削弱，到期时利率飙升的情况不是那么明显了。但是同时银行间的流动性还是比较紧，所以波动性也在加剧，这个可能是其他因素造成的，可能对央行基于价格的货币政策还是有一些挑战。如果要进一步加强对于理财产品的管制，可能会出现流动性的进一步紧缩，但一定是表内表外移动性的加剧，这就是我们论文的主要结论。

Maturing of Wealth Management Products and Interbank Rates
(Jan-Sep 2014 before regulatory measures; in billions of RMB (LHS) and in percent (RHS))



Sources: WIND, staff estimate

Maturing of Wealth Management Products and Interbank Rates
(Oct 2014- Feb 2015 after regulatory measures; in billions of RMB (LHS) and in percent (RHS))



Sources: WIND, staff estimate

Note: Average SHIBOR rates partially adjusted for IPO effects.

图 3：理财产品和同业银行利率的联系已经发生了改变

所以我们的结论是，我们发现理财产品可能是由于监管套利的需求，很多研究也说到，可能是为了满足某些特定时间的存贷比。此外，理财产品到期和银行间利率波动有联系。严格对银行存款监管似乎改变了理财产品到期与银行同业利率之间的联系。但是对未来有什么影响呢？我们拭目以待，谢谢大家！

Alfred Schipke: 非常感谢！我觉得这里最重要的洞见与之前讲的一点很相关的，那就是中国在一个转型的过程中

有很多结构性的转型，会涉及到金融体系的转型，但是也会溢出到其他领域，比如说刚才发言讲到的，会使货币政策变得更加复杂，而且涉及到利率的目标。我们要问的问题是系统继续变化的时候，会否有更多的溢出效应，我们都需要进一步考虑。

接下来我们请下一位发言人，美联储高级经济学家王健！

王健：利率市场化、影子银行和金融市场风险

王健（美联储高级经济学家）：首先要感谢会议主办方邀请我来参加这个论坛，我要做一个免责声明，所有讲的观点都是我个人的观点，不代表美联储的观点。我在过来的航班上修改了我的幻灯片，因此我的新版没有中文版，不好意思！

我发言的话题是关于利率自由化、影子银行和金融风险，这三方面是紧密相连的。金融改革非常关键，这对于推动中国的经济增长来讲至关重要。中国在经历金融改革，影子银行在自由化的过程中还会进一步转型，也会迅速增长。

首先，流动性推动 FDI，这也和我的论文有关系。另外我也要讲一下 P2P，互联网金融的情况。最后一点，在转型过程中，对于系统性金融风险的控制是关键。有了这种控制，我们才能够实现金融改革的成功。

中国经济的增速在放缓，我相信这方面有经验的专家都知道，这是我们的现状。有几个因素带来中国经济的放缓，其中一个因素叫做“中等收入陷阱”。很多新兴市场经历几年迅速发展，在人均 GDP 达到五千美金到一万美金的时候，

大多数新兴经济体都会陷入中等收入陷阱，与此同时带来很大的金融危机。有一些经济体成功爬出了这个陷阱，但是它们的经济增长还是会出现显著放缓。比如香港、新加坡、台湾就是这样的情况。香港在 1990 年代金融危机中，GDP 增长从 8% 骤降到 4% 左右。台湾也是经历了结构性的放缓，他们经济增长从 10% 降到 4%。

其他的因素也会影响到中国的经济。比如说人口的老龄化，还有环境问题。如果中国想要避免台湾、香港所经历的情况，要吸取这些经济体给我们带来的三方面的教训。一个是金融市场的改革；一个是司法体系的建设，也就是说要让商业合同得到合理的执行；另外就是劳动力市场的流动性。在这三个要素当中，金融市场改革是最重要的，也是挑战最大的。对中国来讲金融市场改革不仅仅是要消除价格控制，之前几位演讲者也都提到要消除对利率的人为控制而转向利率市场化。但是，利率市场化中更艰难的任务是要建立一个以市场为导向的利率形成机制。

在这个过程中，当中国逐渐进行金融市场自由化，让更多的产品在市场上进行交易的时候，影子银行这块肯定会迅猛的增长。当你有价格扭曲的时候，就会出现影子银行。一开始是地下的，规模比较有限，它带来系统性风险也是非常有限的。但是现在影子银行增长非常快，我在这里简单提两种形式的影子银行。一个是出于流动性要求的 FDI，另外一个就是 P2P 的互联网金融。传统上我们觉得 FDI 的出现主要是由于外资企业的技术优势，尤其是很多外商投资进入到中国就是出于这个原因。但是最近的一些研究表明，很多 FDI 是由于金融市场的缺陷造成的。在我和肖先生写的论文中，我们研究了 FDI 对中国企业的影响，在这里看了

FDI 和企业表现的联系。我们看了两类企业，一类是外商收购的企业，另外一类是被另一家国内企业收购的国内企业。我们发现这两类企业之间并没有特别大的差别，这告诉我们，FDI 其实并不是由于外资企业的技术优势而产生的。但是我们发现，外商收购的企业的财务条件得到很大的改善，包括杠杆率，还有流动率，这更有点像是一个国际性的银行给国内企业供资而不是提供更好的技术或更好的管理技能。当然，这也涉及到 FDI 政策的走向，在这里我没有时间进一步细谈，如果有时间的话，欢迎你们去阅读我的文章。在这里，我想说的是，这不仅仅是中国所独有的情况。Alquist 也发现了这种流动性推动 FDI，在 16 个新兴经济体都出现过，这是一个非常常见的现象，在全球各地都有，而不是中国特有的现象。

Internet + Finance = Flying Pigs?



图 1：互联网金融 = 飞猪？

接下来我想谈一下互联网金融，互联网金融是最近才发展的，在中国非常流行，如果你去搜索的话，你可以看到700万条结果搜出来是关于互联网金融的。

当我跟很多人去讲的时候，互联网加上金融就变成“飞猪”了。这个背后的逻辑到底是什么？

我想特别提到一种互联网金融，我们叫做P2P借贷。如果把P2P借贷和传统银行相比的话，银行在这里作为金融中介，也就是说银行承担所有的金融风险，为了控制风险，他们借贷的标准自然就非常高。但是在这种过程中，传统的银行对个人和小企业的服务是非常有限的，即使是在美国也是这样，不仅仅是中国如此。另外一个问题是，传统的银行的业务是期限错配和高流动性，也就是说有可能造成挤兑。很多国家，包括美国会以央行作为最后的贷款人，也是作为存款的一种保险来避免挤兑。而P2P金融提供的是另外一种金融中介的形式，也就是说它是直接借贷直接融资，也就是说出贷人承担所有的风险。P2P平台只是一个平台，它提供信息服务，在这种情况下P2P不会有挤兑的风险，和传统的商业银行所承担的挤兑风险是不一样的。我觉得，标准的P2P商业模式是对传统银行的一种补充，这是非常好的金融创新。但是它有自己的问题，比如说对出贷人是高风险的，它的流动性也比较低。中国企业非常具有创新性，搞出一些金融创新，有些会有保险或者是担保给到P2P贷款，另外还有可转让的债务、债券等等。尽管这些是非常聪明的创新，但如果大家知道次贷的原理，其实这和美国经历过的次贷危机是类似的模式，因此会带来很大的金融风险，需要政策一直盯着，进行审慎地监管。在目前这个阶段，中国的影子银行体系还没有像美国的规模那么大，因此我觉得

风险也不像在美国金融危机之前那么严重。

接下来我想再谈一些政策方面的问题。影子银行促进竞争，可以带来更多的服务选择，也给正式的传统银行带来一些压力去提高他们的服务。可是，正如我刚刚所讲的，影子银行会增加金融风险，当然还没有达到系统性风险的水平。如果政策制定者不很好地去处理这些问题的话，可能会带来一些危机，也可能让反对改革的人有理由提出要放缓金融改革的步伐。所以，政策制定者在这里有一个非常微妙的平衡要去保持。一方面，政策制定者希望能够让银行业以外的主体参与，这样能够给传统的银行业带来压力以推进改革；但与此同时，政策制定者需要把风险纳入在可控的范围内。

关于影子银行，IMF 还有中国央行、美联储等都做了很多的研究。因此我觉得大家要常交流，不同的政策制定者在这些方面多交流也会帮助中国的金融市场改革取得更大的进步。谢谢！

Alfred Schipke: 非常感谢！演讲中有一个关键词，就是要找到一个正确的平衡，我想这对金融体系和金融改革都是如此。还有一个问题，你刚才讲到金融市场改革会导致更多的影子银行出现，但是有人有相反的主张和分析，这点一会儿我们可以讨论。

我们现在有请全国银行间同业拆借中心研究部总经理余波。

余波：利率市场化：金融工具、曲线与风险管理

余波（全国银行间同业拆借中心研究部总经理）：接下来我还是用中文跟大家做报告，我想在座一半的专家可能会

比较喜欢中文。

我今天跟各位报告的题目是“利率市场化金融工具创新曲线以及风险管理”。我想尝试从金融市场建设这个角度看利率市场化的进程，或者说通过金融市场的建设来配合利率的市场化。

从市场这个角度来看，我们可以发现金融工具的创新、基于工具价格形成的收益率曲线、利率市场化所必需的风险管理实际上是不可分割的三个部分，所以我今天尝试把它放在一个框架来进行解释。

首先是金融工具。完整的金融工具序列是利率市场化的重要的推动力。从引入机制上来看，有很多研究表明金融工具的创新实际上有助于推动利率的放松，并且构建起完备的市场化利率体系。从国家实践来看，10多年以来，金融工具的创新对人民币利率市场化有一个助推的作用。

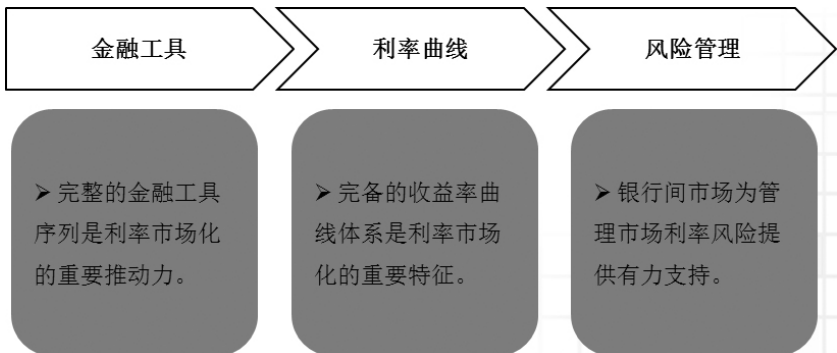


图 1：利率市场化的推进与金融市场发展密不可分

金融工具创新推进市场化进程，我们主要的考虑是金融工具的创新，创新的金融工具一般都采用了市场化的利率定

价方式。随着这些工具的推出并且逐步被市场主体接受和使用，金融体系当中利率市场化的程度也会表现出由点到面不断提升的情况，会为进一步推动利率市场化进程创造条件。有很多的论文讨论过，特别是像美国在 1970-1980 年代利率市场化的过程中，实际上表现为金融产品创新与管制之间的斗争过程，直到最后导致利率市场化的结果。

► 美国

1970年，市场化利率的大额可转让定期存单（CDs）；
1971年，货币市场基金（Money Market Fund）；
1972年，可转让提款通知单账户（NOW账户）；
1978年，货币市场存款账户（MMDA账户）；
1983年，超级可转让提款通知单账户（Super NOW账户）。

图 2：金融工具创新在发达经济体利率市场化过程中
起到重要作用——美国

► 日本

1979年，市场化利率的大额可转让定期存单（CDs）；
1983年，短期货币市场拆借利率、票据利率完全自由化；
1985年，与市场利率挂钩型存款账户（MMC）。

图 3：金融工具创新在发达经济体利率市场化过程中
起到重要作用——日本

日本当年在实施日元利率市场化的时候，曾经出现的相关的创新工具。如果作一个比较，在美国表现出来的是一种市场跟监管之间相互作用的自然演进过程，而在日本可能更多是政府有意识的推动，去安排一些工具的创新来推进利率市场化。我们也可以遵循这两个国家的一些经验，不管是市场的自然演进，还是由政府主动推进的市场化的过程。

- ▶ 银行间同业拆借——1996年，全国统一的同业拆借市场建立，拆借利率由市场决定，我国利率市场化进程启动。
- ▶ 银行间债券回购——1997年，推出银行间债券回购交易，采用全国统一的债券回购主协议，利率由交易双方协商确定，加上之后票据利率的市场化，货币市场利率全面放开。
- ▶ 现券交易与发行——1997年，现券交易价格实现市场化；1998年和1999年，政策性金融债和国债先后实现市场化发行。
- ▶ 利率衍生品——2005年债券远期交易推出，2006年利率互换开始试点，2007年远期利率协议推出，2008年利率互换正式推出；2014年标准利率衍生产品推出。
- ▶ 同业存单——2013年末，同业存单推出，被视为存款利率市场化的重要进展。

图 4：金融工具创新助力人民币利率市场化

接下来我想说的是，从市场的角度来看，我们整个金融工具的创新在推动利率市场化过程中所起到的一些作用。时间的跨度可能要往前回溯 20 年的样子。我们在 1996 年的时候，建立了一个全国统一的同业拆借市场，从那个时候开始，中国的拆借利率实际上可以由市场来决定，从某种角度上也可以说，我们利率市场化的进程开始启动。

在 1997 年的时候，我们推出了银行间债券回购交易——刚才很多专家也在讨论过程当中提到回购利率——我

们从这个时候开始采用了全国统一的债券回购主协议，利率由交易双方来确定。加上之后票据利率的市场化，可以说从这个时候开始，我们中国债券市场的利率全面放开了。

再接下来是关于债券交易与发行。也是从1997年开始，我们逐步采用一个市场化的债券发行方式，具体是在1998年-1999年的时候，我们政策性金融债和国债先后实现市场化发行。我们在2005年的时候，债券远期交易在市场上推出。在2006年的时候，我们对人民币的利率互换进行了一个试点。2007年的时候，我们尝试在市场上推出远期利率协议。这些利率的衍生产品和利率市场化进展还是有相当大的关联的。

我们也看到从2013年开始，我们推出了一个非常重要的工具，就是同业存单。很多市场上面的评论都认为，同业存单的推出应该被视为利率市场化非常重要的进展。对于金融工具创新跟利率市场化关系这一块，我简要地做一个回顾。

我们从2013年推出同业存单以来，到目前为止累计发行规模有1.35万亿，到今年二月底为止存量大概是8500亿人民币。可能大家都会同意，这个产品对于推动存款利率市场化有非常重要的意义。还是以刚才举的美国金融市场为例，我们发现在美国利率市场化的过程中，大体上它的大额存单所占存款比重在高峰时达到25%，通常可能在15%到20%。我们现在的这个比例还不到1%。在这种情况下，我相信存单的发展在中国有比较大的潜力。大家知道下一步会推动面向企业和个人发行的大额存单。这是关于工具这一块。

接下来我想谈一下，在这些金融工具市场化交易的基础

上所形成的，可以说是必然会产生的，市场化的利率价格体系。这样一个体系我们可以认为是一个利率曲线的体系。在这一部分，我们探讨的就是完备的收益率曲线体系，它也是利率市场化一个重要的特征，我想这个过程是一个渐进的过程。过去 20 年来，利率市场化所产生的一个效果是，我们形成了相对完备的利率曲线体系，可以从三个方面来阐述。第一，从银行间市场来看，目前基准利率以及基准曲线的体系相对比较多样化、比较完备。第二，从国际经验来看，对于一个国家或者一个货币的收益率曲线的构建，通常会选用多种的数据来源，包括不同市场产生的价格。最后，回归到我们可以探讨的一个话题，就是将来人民币的收益率曲线或定价曲线怎么构建，我们可以充分利用现在货币市场、债券市场，以及利率衍生品市场的数据源来构建一条相对比较完整的人民币收益率曲线。

首先，关于目前已经形成的基准体系，会涉及到我们大家都非常了解的基准利率这块。一个是经常提到的 Shibor，Shibor 目前发布平台是银行间同业拆借中心。关于这方面的一些工作机制以及 Libor 可能存在的问题，我们跟 Libor 的发布机构也曾经有过非常深入的探讨。总体来看，可能目前 Shibor 的机制，相对于受到各方批评的 Libor 机制，存在一定优势。

然后是关于基准利率的。2003 年我们授权发布 LPR 基准贷款利率供市场作为参照。关于基准曲线，我们多年前也做了很多的工作，目前来看我们也形成了多样性的曲线体系，包括货币市场的曲线、债券的收益率曲线、衍生品的曲线。

图 5 就是我们曲线体系非常真实的展示。这上面总共有

6张图，左边两张主要是关于货币市场的，中间两张主要是关于国债收益率，包括实时的收益率曲线和收盘的收益率曲线。最右边两张是从2009年开始构建的关于人民币的利率互换曲线，目前我们一天会发布两条人民币互换曲线，一条是在中午发布的定盘曲线，一条是下午5点发布的收盘曲线。从这可以非常直观地看到，利率市场化过程实际上跟形成中的曲线体系有非常有紧密的关联。

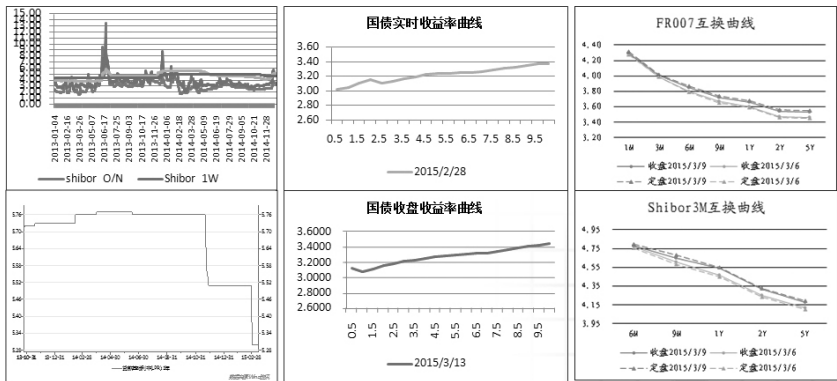


图 5：银行间市场的基准利率与基准曲线

接下来我想花一点时间稍微探讨一下现阶段收益率曲线所发挥的作用及其存在的一些局限。首先我们看到，现在市场上存在多重的利率，或者存在多重的曲线体系。总的来看，它们会对不同的金融产品定价提供一些支持，但同时它们也面临一些本身的局限。这就意味着我们仅仅拿金融市场曲线来讨论整个市场问题可能是不够的。

我们也看在国际上，比如说在英国做名义收益率曲线时，他们会考虑使用质押式回购的利率，也会用国债的收益率曲线，实际上进行了一定程度的拟合。从我们对意大利的

研究来看，短端跟中长端也是用了不同的利率，他们可能会考虑 Libor 还有 SwapRates。

英国——名义/实际收益率曲线

- 名义收益率曲线源自国债价格和普通可抵押(GC)回购利率——短端的国债缺乏流动性，GC 回购利率被用于估计期限低至一周的名义曲线；
- 实际收益率曲线则源自英国的联系指数债券价格。

意大利——名义收益率曲线

- 短端（1-12个月）：利用伦敦同业拆借利率(Libor)
- 中长端（2-10年）：互换利率(swap rates)

图 6：成熟市场的经验

构建一条比较完整的人民币收益率曲线，要考虑到对于产品与证券的选取，包括其规模、流动性、证券或者产品的可得性，以及其流通速度等。我们初步设想，对于一年之内，我们可以选用货币市场的利率，这中间可以参考 Shibor，也可以参考回购定盘利率，也可以参考同业存单发行的利率。对于中长端，我们可以结合国债曲线与利率互换曲线，组成人民币比较完整的定价曲线。

隔夜至3个月期限选用Shibor数据

6个月至10年期限选用
Shibor3M利率互换曲线数据

15年至50年期限选取国债收益率曲线数据

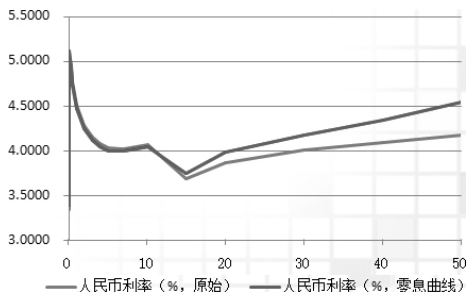


图 7：构建完整的人民币定价曲线

图 7 是我们内部研究时做的一个拟合，我们尝试形成一条能够代表人民币收益率的曲线。它的构成是这样的，隔夜到 3 个月期限我们用了 Shibor 的数据，对 6 个月到 10 年期限我们采用了 Shibor3M 利率互换的曲线，这个数据应该说是可以持续得到的。因为我们现在在市场上组织了大概有 24 家银行，每天对 Shibor、Shibor3M 这些产品进行持续的利率互换的报价，这些报价保证我们会有非常充足的数据源来构建这样一条中期的收益率曲线，所以我们考虑可以用互换利率来做一个数据源。再长一点的数据，我们也可以考虑用国债收益率曲线进行构建，目前这是一个初步的设想。画出来的图形主要有两条，其中红色（上方）一条我们做了一些技术处理，展示的是一条零息的曲线，图看起来比较直观。

最后一部分，对于利率市场化的推进过程来说，如何管理利率市场化过程中利率波动的风险。我们的银行间市场在过去几年以来，为这方面的利率风险管理也做了一些支持。

首先，是整体的利率曲线，其完整性也为金融机构内部的风险控制提供了一个估值的依据。其次我们逐步在开发一些金融衍生产品，这些工具可以直接用来管理整个利率波动所带来的市场风险。最后，我们正努力构建一个非常具有深度和广度的市场，使得在利率市场化过程当中，大家可以非常方便地参与这样一个市场，来管理他们的流动性风险。

最后，跟大家探讨一下关于市场规模对流动性风险管理提供保障。现在总体来讲，银行间市场成交规模 2014 年会达到 361 万亿，这其中货币市场成交了 262 万亿。从 361 万亿的数据来看，这大概相当于我国 GDP 的 6 倍，也就是说目前我们的金融市场规模应该说初步具备了利率市场化

的条件。从债券市场角度，去年情况来看，我们整个市场规模在亚洲大概会名列第二，也可以为进一步的利率市场化提供足够的支持。同时我们也看到风险管理工具作为一个利率衍生品，整体发展也非常迅速，去年市场规模增长达到接近50%。

从管理利率风险，或者管理流动性风险的角度来看，图8是一个展示。左边的图是我们截取昨天银行间市场隔夜回购利率的走势，在市场化的方式下，利率运行还是比较平稳的。右边的图是上交所的回购走势，这个利率相对波动比较大一些。在利率市场化过程当中，我们需要去构建一个什么样的金融市场的基础，去支持这样的一个过程？这也作为探讨的一点吧。

银行间市场价格能更好地反映市场真实资金供求状况，有助于金融机构管理日间风险。

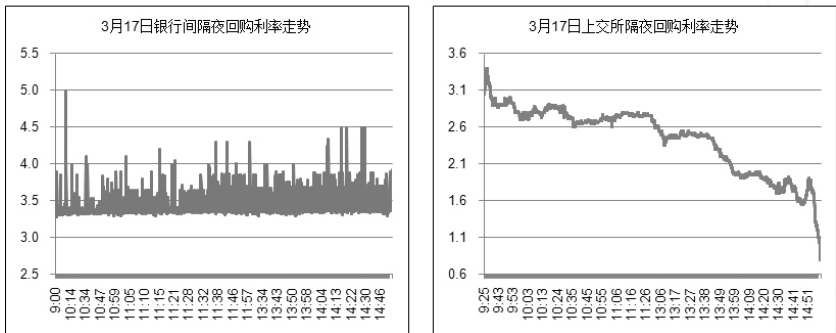


图 8：市场深度与广度为流动性风险管理提供保障

今天我介绍的内容就这些！因为之前也有专家提到了一些研究的成果，这边我想做一些简单的补充。

刚才姚所长有一个研究结论，提到把7天回购利率作为

政策利率一个重要参考。我们从市场上观察到目前存在一个现象，我们往前回溯 10 年可以发现，基本上隔夜回购交易的活跃度在持续上升，而 7 天回购的活跃度在持续下降。这种情况实际上告诉我们，今后我们怎样从市场基础设施建设的方面考虑，去支持利率市场化。比如，如果把 7 天回购作为政策的一个基础，目前市场是走了一个反向的过程。

另外场中休息的时候，有人问了我一个问题：中国债券市场是不是存在分割？我想这方面的问题确实说明一件事，对于各位专家来说，如果方便的话，可以到我们交易中心走一走。对于刚才讲的分割问题，实际上从我们整个债券市场体系来看，我们银行间市场从过去 20 年发展来看，主要的定位是一个机构间的市场，这样就产生了很多相关的利率跟收益率。出来的效果是这样的，交易所的市场更多是面对广大的散户投资者，所以它产生的价格跟我们看到的有很大的差异。我个人认为，这实际上不是一个债券市场的分割问题，银行间市场是一个不同的有机组成部分，它和其它债券市场共同组成了一个完整的中国债券市场，我的介绍完了，谢谢大家！

提问与讨论

Alfred Schipke: 非常感谢！很全面地介绍了中国银行间市场的一些工具，还讲了一些人民币曲线的构建过程。我们要花 15 分钟来做讨论。希望大家发言尽可能言简意赅，问答简洁一些，以便有时间进行第二轮的问答，让大家都有机会。

马骏（中国人民银行研究局首席经济学家）：我先讲几

点。首先是马国南的论文，央行在 2014 年第二季度已经从常规的汇率干预中退出了。关键是我们是否希望更多的自由度或灵活度。实际上在过去 10 个月间我们没有什么干预，这个市场还是很稳定的，这已经是一个事实了。

更重要的问题是，假设我们有一个很理想的针对美元贬值的机制，这个幅度有多大，今年是 5% 吗？如果今年针对美元贬值 5%，会不会造成中国恐慌性的抛售？因为可能有 100 万亿人民币会外流。这对今年来说是更加切实的一个问题，你考虑人民币自由度的时候要考虑这个问题。

第二点，胡一帆刚才提出利率市场化的风险，我觉得这个风险比我们大家认为的可能要低得多。最近央行刚刚把存款利率的波动区间升到 1.3 倍，现在很多银行没有到 1.3 倍，至少 90% 的银行还没有到这个波动区间。也许小的银行现在差不多达到 1.3 了。

我们宏观比较稳定，通胀比较低，经常帐户盈余也比较健康，财政情况也很稳定，这些情况都要考虑进去。我们央行可以提供足够的流动性让回购率处于一个比较稳定的区间。

最后，刚才姚余栋先生提出来的方法，我觉得就是把一些量化的方法跟其他的一些因素综合起来考虑一个中等期限的政策利率，是比较有意思的想法。我觉得中国可能不会走美国这条路，在新框架下完全抛弃量化的政策。在一些情况下，我们还得用更灵活的一些方法来用量化的政策。比如说，有一种情况姚先生也说了，在中期目标的时候，我们可以考虑一些量化的政策，比如说 M2 缺口。比如说，用欧洲央行的框架作一个参考，我们可以考虑 M2 或者 M2+ 的措施，作为一些中期的参考，而并不是一些非常短期的目标。

在监管层面虑，我们也需要一些量化的措施来确保银行能满足资本储备的要求等等。这些都可能是我们在新的监管框架下用到的新的量化措施的情况。

Alfred Schipke: 有没有人想做一个回应？

马国南: 谢谢马博士！我们是本家。我先回答你的第二个问题，人民币汇率跟美元以及一揽子货币汇率的关系。首先，我觉得人民币今年不能再盯住美元了，今年不能像在亚洲金融危机时那样盯住美元，肯定是不行的。这主要有两个原因，一个是如果再次盯住美元的话，如果贸易加权汇率急剧上升，这将是中國不希望看到的局面。第二，如果不断这么做，对市场的预期来说，等于央行似乎要卖出美元，这对于中国的长期是不利的，中国应该避免这种针对美元的单边操作，这是最不好的一种做法。

你说央行也开始减少日常对汇率的干预，我也同意你的说法。但是这个常规干预只是央行的手段之一，中国还有其他工具来干预汇率。你提到汇率的波动区间，还有外汇交易机构的多元化等等，这些都让企业起到更多的作用，而不是采用常规的干预手段。而且我觉得央行可以更加坚决地去做这个事情，因为现在资本帐户还没有完全放开，所以在这方面步子可以迈得大一些。谢谢！

胡一帆: 谢谢你的评论！我有两个回应。首先银行不是对于 1.3 倍上限没有反应。其实 2014 年 11 月的时候，我发现这些大银行大概花了一个月来真正做出响应，把它们的存款利率上升到 1.2 倍左右，一般来说小银行主动，大银行可能是跟进。我预期因为现在快接近季度末了，小银行会有存

款压力，所以它们会把存款利率提升，大银行可能会跟进。还有，目前对于中国的许多银行来说，它们是提供理财产品的，这实际上已经把利率上升了，因为它们要吸引各种方面的存款，。不是说银行没有响应，只不过它们是用不同的方法、不同的速度做出了响应。

另外，我也认同中国宏观经济状况肯定要比其他国家好。我对这个利率市场化也是充满信心，我觉得最终这对中国的资本市场发展是有好处的，这也是必经之路。但是我对短期的情况不那么乐观。央行能够提供足够的流动性，这也是我们去年在市场中看到的情况，但是同时我们也注意到，流动性并没有真正进入到实体经济当中，因而实体经济中的融资成本并没有下降，所以实际上这里面的货币传导机制是扭曲的。随着经济放缓，你如果不断注入流动性，实际上在使资本市场的泡沫变大，比如说证券市场一个月上升了50%。我们如果觉得流动性是万能的，能解决所有的问题，可能会存在更多的风险。

PatrickD' Arcy: 杠杆率在去年有所放缓，这也导致了实际利率可能要下降。审慎的政策需要通过监管来控制影子银行的发展以及杠杆率的积累。对我来说，我想了解的是，央行具体的目标是什么？如果既要放低信贷增长，又要降低直接利率，这是可能的吗？我很难看到怎么可以实现这一点。我只是想把这个问题提出来，听听大家的意见。中国在利率市场化的过程中，中期目标是不是真正是管理风险、减慢信贷的增长，在短期里是否可能更多依赖其他央行的一些量化的工具？

Alfred Schipke: 应该要给马骏一些时间来回应。之前请 Louis 提问。

Louis Kujis（苏格兰皇家银行中国首席经济学家）：如果我们看过去 8 个月的情况，汇率市场在经过资本流入的控制之后，有一个比较正常的收支平衡，所以没有更大的市场压力存在。但是我并非百分之百地确定汇率机制就变成一个弹性的汇率机制了。我个人在想，如果有更大的升值压力，央行还是会控制干预的。所以要区别市场上发生的情况，是因为情况所致，还是真正的货币机制影响。

Alfred Schipke：我们继续提问的时候，回到刚才讲到的一个问题，如果贬值的话会有什么样的影响？大家可以想一下，一会再来讲。

Ratna Sahay（IMF 货币与资本市场部副主任）：我现在看到的就是利率市场化，涉及到一个顺序，大家也担心系统性风险的增加。我就在想这么一个问题，当你去市场化的时候，无论是利率、是汇率还是资本帐户，一个经济体或一个企业之前如果是有保护或有补贴的话，当市场化进程推进的时候，将会受到什么影响？我的问题就是，政府是不是要去考虑改善破产法，还有其他的一些制度，这样大家就不会那么犹豫。第二个问题是，市场化过程当中，无论是私营经济还是政府，到底由谁来承担损失？

Shaun Roache（IMF 香港特别行政区分办公室代表）：大家现在还是想不清楚央行到底下一步要怎么样？不仅仅对我们来讲很难理解，确实让市场参与者也很费解。比如说大银行的相关的人，你跟他们去聊，他们会说不知道货币市场现在的状况到底怎么样，而他们正常的反应自然就是要有更高的流动性，而且他们不愿意承担超过 7 天以上的利率风险，当然这意味着会有相应的成本。所以你看到一年的掉期利率在上升，而且这种传导系统也会给实体经济的融资成本

带来压力，而且我们也看到这正在发生。

马国南：我有一个问题问姚余栋先生，你刚才讲货币政策的 M2 缺口，到的作用，而中国在找价格和量之间的平衡，还有一系列的可变量等等。所以我想问。是不是这些要平行进行？

另一个相关的问题，中国把利率和汇率作为同时发展的目标，我在想，是不是打算同时推进这两方面的改革？

Louis Kujis：大家现在不理解官方的货币政策到底是什么，因为官方的政策之间缺少统一。我们理解央行方面正稳步向市场导向的改革推进，但是这需要很长的时间。与此同时，也没有明确的合理性因素来证明为什么银行间的利率会有这么大的波动。我们现在看到在基准利率和银行间利率之间有一个很大的差异，所以我就在想央行是不是可以决定银行间市场有什么样的利率，到底是高还是低，并且能提供相应的担保，这样大家就不用猜这个目的到底是什么了。

姚余栋：货币政策是多目标的，也就是说我们至少有 4 个目标：增长、就业、国际支付、价格的稳定。在操作层面，我们已经从一个过渡期向以价格为基准的阶段慢慢转变。

我们可以看一下泰勒规则，还有通胀，还有 M2。根据我们的测试，这就是一个新的泰勒规则。我们按新的泰勒规则，在政府工作报告里还是制定了 M2 的目标。有的时候要经过一个过渡期，你要让公众理解这个货币政策是可信的，这需要时间。在未来，M2 是可以不用，但现在还不行，还需要时间。我们还在过渡期，这就是我想说的。

即使是现在，中期来讲的话，其他的量化目标可以和利率目标结合，比如说货币政策还有宏观审慎，这是金融危机

给我们带来的经验，我们要学习。不要觉得靠利率就可以做所有的事情，这是不可能的。

马骏：马国南讲到以市场为导向的汇率机制，我觉得很有意思，基于市场非常的关键。关于波动区间，我觉得我们有一些工作可以做。我觉得区间本身不是问题，我们现在是2%，这个区间是够大的，可以让汇率进行波动。专业的交易员也非常关键，可以向国内更多的交易员开放，并且让外资的交易员来参与汇率市场的交易。

另外还有一点，为了帮助中小企业，我们需要有更高的流动性，从而帮助它们降低借贷成本。今天最后一节也会讲到，有很多结构性的原因造成非常高的借贷成本，不仅仅是流动性的问题，流动性并不是中小企业融资成本这么高的第一原因。我之前研究过，在发达国家中小企业和大企业之间融资成本差5%左右，但是在中国有百分之十几，所以中国还有很多结构性的问题，我们需要解决这些结构性的问题。这些我们可以在下午的最后一个环节来讲。

Alfred Schipke：我们现在已经超时了，下午我们再继续谈。虽然讨论占用了午餐时间，我就把这个超时当做精神食粮了。下午的讨论还会更精彩！

专题讨论二： 货币政策传导机制和收益率曲线

马骏（中国人民银行研究局首席经济学家）：欢迎回来！会议的第二阶段就要开始了。这一阶段我们专题讨论

“货币政策传导机制和收益率曲线”。这跟早上的课题也是相关的。

在我们的十三五规划里，在金融改革议题下面这是个最重要的课题了，或者说是最重要的课题之一，因为利率市场化很快就要完成了。新的阶段，至少对于央行来说，怎么样打造新的货币政策机制和制定我们中期的政策，我们货币政策最终的目标，以及如何制定一系列的工具，这些问题跟许多的市场问题是相关的，比如说收益率曲线。也有一些结构体制的问题，比如说软预算限制，这都会影响传导机制的有效性，特别是在未来的货币政策框架下会有很大的影响。正是基于这样一个背景，我们有6位专家在今天下午来讨论货币政策传导机制和收益率曲线的作用。由于Simon Gray先生要赶他的航班，所以先请Simon Gray先生发言！

Simon Gray: 利率自由化和货币传导: 国际经验

Simon Gray (IMF 首席金融行业专家): 非常感谢! 因为接下来15分钟时间比较紧, 所以我就不多讲PPT里的内容了。

有四个领域。第一是央行在实施货币政策当中的作用。一方面是短期的目标, 一方面是长期的目标。因为很多央行忽视了长期的目标, 所以它们会特别关注某一定特定类型的工具而忽视了其他工具。

第二点, 市场工具实际上比行政工具效率更高。因为长期来说行政工具未必能达到你要实现的目标, 而市场工具要有效的多。

第三点, 货币政策的实施, 这里特别关注央行的资产负

债表。

第四点，缓冲区，也就是央行在市场开放时有怎么样的缓冲，以避免不可预见的情况造成太大的问题，所以有这个缓冲机制。

多数央行以非常短期的利率作为手段。我们今天早上谈了隔夜利率，7天利率，这主要是一个学术界的讨论。实际上多数央行只看短期利率，只是把从今天到下一次他们开货币政策委员会的时候，保持这个收益率曲线的平衡，所以基本上大概4周的时间段里尽可能平衡。

还有一个市场套利的问题，今天早上我们也触及到一点套利的问题。这里要记住几点，一个是监管套利，通常是坏事情，因为这说明市场绕过你的控制做你不想让他们做的事情。市场套利是好事，市场套利是因为市场和央行合作，把短期的政策利率跟长期的政策利率联系起来，所以我们应该鼓励市场套利而打击监管套利。

图1是什么意思呢，我来讲一下。有人在玩抢椅子的游戏，5个人抢4把椅子，音乐响起大家开始走。很多时候政策制定者就是这样，他们让市场猜，不知道什么时候音乐会停下来。这个时候市场的反应会很小心，会互相看动态，他们不再想长期的发展，非常紧张地只是看短期，这其实是游戏控制者创造出来的短期状况。二三年前有一些央行醒过来了，我们干吗做这个，如果我们知道要做什么，希望短期利率是这样一个水平，我们就告诉市场嘛。然后我们的操作就围绕这个目标去做。让别人去猜央行的政策实际上一点好处都没有，它让我们的工作复杂，它让市场参与者的生活复杂，它也让我们金融发展不能有效构建。如果5个人只有4把椅子，多一把椅子不就行了嘛。



图 1：抢椅子游戏

关于市场的最后一点，我想谈一下行政控制，就是你告诉市场，要么你直接告诉它，或者通过暗示的方法告诉它，或者你用杠杆来告诉它。

这里面我也提出来制定存款利率的问题，一方面因为银行不能盈利，所以它不愿意要存款，另外一种情况是存款的人不愿意要银行。前者有一个很好的例子，伊拉克因为央行把利率定在 6%，大概 35 年都没有变过，银行付不出 6% 的利息，所以银行不让人家去开户。银行没有办法通过合理的利率去盈利，所以存款人得不到银行的服务，这是一个失败的情况。

在美国当时有 Q 条例，一些存款银行不能够付利率，结果存款者不用银行的服务而用影子银行的服务，比如说货

币市场，这不是监管者实施 Q 条例的目标。最终到 2011 年才废除这项法案。这两个例子中，央行控制利率，不管是 0 还是 6%，都完全没有达到央行的目标，反而是背道而驰了。所以我们要思考的是，这些目标是不是我们真的要央行实现的目标，这些工具是不是帮助了我们。

我这里再简单地讲一点，不仅仅是对利率的控制会扭曲市场，不合理的准备金要求也会影响到整个市场。如果说对于商业银行的准备金要求太高，肯定会造成的结果就是储蓄者把钱拿出银行，这样银行就失去了它的媒介作用。有时候很多央行用这个方法冲销所谓多余的准备金，但实际上造成市场风险的增加，或对市场多了不必要的控制。

关于市场问题的最后一点，我觉得作为央行来说，它们要记住它们的目标和市场的目标是不一样的。最简单的来说，央行一般来说想实现低通胀、汇率稳定、金融稳定的目标，但市场是想盈利。所以，央行如果用行政的工具把这两个目标结合在一起，通常来说市场会躲避行政的控制。所以，行政控制如果会造成比较大的负担，随着时间的推移会造成大家躲避的行为越来越多。货币政策的目的是帮我们填补空缺，就是行政手段所达不到的目标，我们通过货币政策来做。对于货币政策来说，利率肯定是更有效的。如果你知道你的目标是什么，那么用利率这种工具，如果使用得当，能更有效帮助你实现目标。

图 2 是英格兰银行货币政策委员会，他们每个月一次来讨论货币政策的一些问题。图 3 是一些学生，他们是模拟一个货币政策委员会，这是英格兰银行的一个项目，让学校里的学生也能尝试去理解货币政策。这些学生会说，他们觉得这个货币政策应该讨论什么样的问题，应该有什么样的姿

态，你们觉得市场应该听哪帮人？



图 2：英格兰银行货币政策委员会



图 3：学生模拟货币政策委员会

不是说货币政策委员会的人多，不是因为他们穿着西装

打着领带，不是说他们的博士头衔更多，真正的理由是央行有资产负债表。当央行做出货币政策决定的时候，它可以通过跟市场对手交易，比如说跟证券机构交易，而这些交易是对于对这些对手的盈利成本等等都会造成影响。这里其实有一些显而易见的原理，但是央行都会忘掉，就是关于资产负债表的重要性。你要知道你的资产负债表的构成是不是能实施你的政策目标，或者能促进你这个目标的实施。你可以有效地用你的资产负债表，也可以无效地用，你有一张资产负债表，并不意味着你一定有好的货币政策以及好的执行。英格兰银行曾经有一段时间实施非常差，它把它转成了有效的执行。

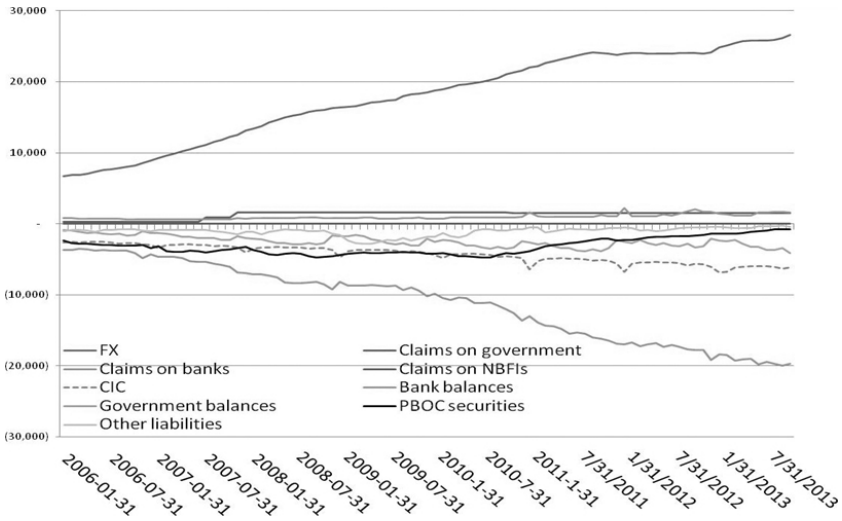


图 3: 中国人民银行资产负债表 (较长期的)

图 3、图 4 是中国人民银行资产负债表，图 3 是比较长期的，图 4 是比较短期的。上面是资产，下面是负债。对

于央行来说，重要的工作是购买外汇，对手就是商业银行。这个资产负债表的推动因素是央行要购买外汇，其他人只能跟着走，这是央行能够起到的作用。大家看图 3 中间有一条黑线，曾经有一段时间比较高，后来几乎到了零，这是央行的票据，是一个市场工具，用来吸收市场中多余的流动性。看最近的情况，现在外汇储备量基本上稳定了，所以不用进一步增长了。但是因为多余储备量已经很多了，除非央行做一些新的措施，否则那这些储备会一直在这里。所以说，如果看这个资产负债表，我们会问，这对于央行有什么样的影响，有什么样的限制，他们又怎么样能够消除这样的限制呢？

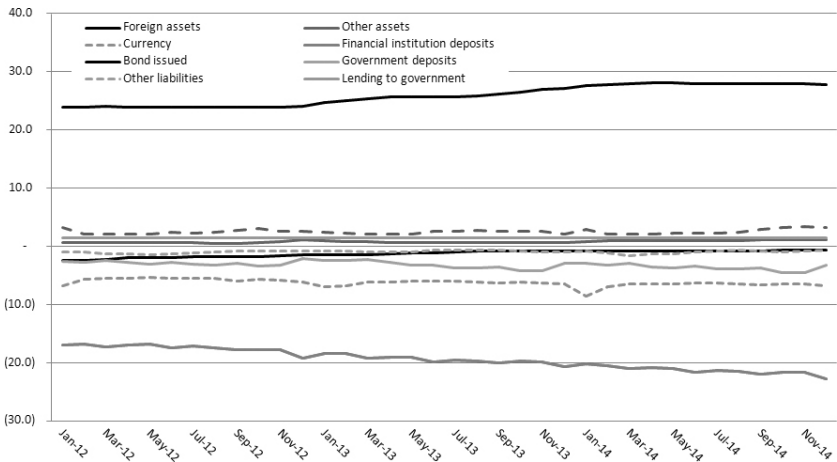


图 4：中国人民银行资产负债表（较短期的）

我们最后看这个缓冲机制，图 6 是英格兰银行货币机制的情况。上面的红线是隔夜贷款利率，大家看这个利率曾经非常低，把这个走廊给缩小了，最后隔夜贷款利率把走廊

又扩大了，利率有了比较大的变动。其实在整个过程当中，英格兰银行一直以通胀为目标，它没有量化的控制，它唯一做的变化调整就是在货币政策方面实施了调整，而结果对整个市场的竞争产生非常大的影响。

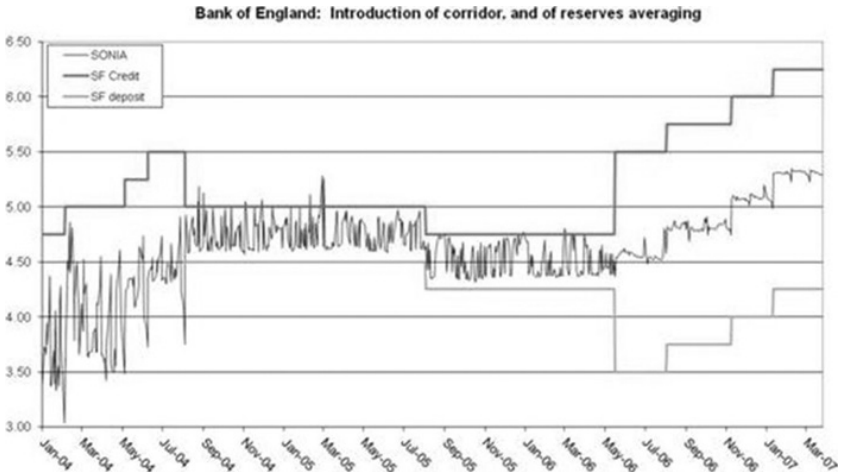


图 5：英格兰银行 2006 年变化

首先，我想说，央行要引导跟得比较紧的短期的银行间利率，但银行确实需要引领这个市场，我们希望短期利率有一定目标并且能够实现这个目标，这是重要的。但是，如果你想要这个市场充满活力，那么长期利率就应该由市场来主导。央行的货币政策要达到最有效的效果，需要市场中有充分的竞争，并且在市场参与者之间有不同的套利，这样才能实现。这种竞争的套利，对于央行来说，是把短期利率和收益率联系在一起的最有效的方法。

最后一点是关于缓冲机制的。有许多不同的方法让央行去控制利率不至于失控。可能在市场放开过程当中，利率放

开要大，你要去学习，有时不能很好控制，需要这样一个缓冲。有时你要有一个政策利率走廊，加上竞争，加上透明度，还得有好的监管措施。监管机构不能仅仅看短期的利率，得有一揽子计划，才能有效安全地实施你的政策。我就说的这里，谢谢。

马骏：非常感谢！刚才你 PPT 里的图体现了这个利率走廊，意思就是说利率走廊可以应对波动。但与此同时，央行政策也非常重要，即使利率走廊扩大，但如果央行的可信度非常高，市场也会按照一个适时的走廊趋势去走，而这个走廊是非常窄的。因为 Simon Gray 马上要走，大家有什么问题可以先问。

马国南：谢谢 Simon Gray。听你的发言，好像觉得资产负债表还有央行的可信度等等都需要到位，才能够保证你有一个平滑平稳的货币政策，无论是现在还是前瞻性的指引都必须要有连贯性。但是我觉得中国现在的问题是指引比较缺乏连贯性，也就是说，一方面政策是一个方向，但是另外一方面央行希望大家不要把现在的政策解读为宽松。所以我就在想，能不能有一个更加清晰的解释，这样才能够让我们理解这个政策的真正意图到底是什么。

洪浩（中国人民银行金融研究所博士后）：这个发言非常精彩，我想问一个问题，你这里讲的内容都涉及到独立的央行，如果央行没有独立性，比如说是政府的一部分，对这类央行你有什么特别的建议？

Simon Gray：1990 年代的时候，英格兰银行已经有货币政策的独立性，1997 年时可以独立设置利率，之前是由财政部来管理。从 1992 年开始英格兰银行已经有一定的独立性，也就是说他们每个月会去见财政部的人，跟他们讨论

政策利率应该是什么。英格兰银行也会根据自己的研究来发布对宏观经济的一些评论，如果财政部长不喜欢英格兰银行的政策，他就必须公开讲，而这有很大的尴尬。因此，这是非常透明的一种央行的政策发布。

马骏：我再补充一下，央行需要高度的独立性。你可能觉得一方面我们在降低利率，但与此同时又在维持原有的货币政策。国务院有这样一个想法，货币政策不应该大水漫灌，就是有针对性的宽松，这是过去几年的一个政策。去年12月份，还有今年3月份，人大也是在强调，这是货币政策沟通的一个大的信息。在技术层面上，我觉得可以说最近的降息不会改变货币政策，而是防止货币政策变得进一步收紧，因为CPI已经下降很多。我们降息就会缓解实际利率上升的影响，这样可以有一个中立的货币政策。

Shaun Roache：当你做一个决策，你可能要提前一两个星期来做决策，那么前瞻性指引，也就是让大家去预测，比如说12月到18个月之后这个利率会出现什么样的情况。在这种情况下，我们需要找到一个利率锚，而这方面具体的操作是很不一样，我觉得这也有很大的改进空间。

Simon Gray：我的理解是，要放弃一些对于货币市场的控制，对央行来讲是很难的，英格兰银行也是这样。2006年的时候，英格兰银行放弃了非常短期的针对商业银行的控制。我们经常听到人们讲，我们不希望把孩子丢到浴盆之外，但是我们希望把浴盆里的水倒掉。很多国家非常严格的控制政策，没有办法及时修正货币政策一些量化的控制，这些都是浴盆里的水。

马骏：谢谢 Simon Gray。我们下面听另外一位发言人，复旦大学经济学院教授林曙！

林曙：中国货币政策框架的构建

林曙（复旦大学经济学院教授）：谢谢！首先我要感谢主办单位请我参加这个精彩的会议。我要跟大家沟通一下中国货币政策框架的问题。我觉得中国的货币政策框架已经进入到一个关键阶段，接下来要往什么地方走，这是我们需要思考的。

首先，我会讲一下旧框架，以及旧框架存在什么问题，希望可以激发大家的思考。我要先厘清一些概念，货币政策框架指的到底是什么？当大家讲货币政策框架的时候，其实大家的意思往往是不一样的。我在这里说的货币政策框架，指的是由国际货币基金组织所定义的货币政策，包括利率、汇率相关的政策，包括汇率目标制，这里涉及到汇率作为名义锚或者货币政策中介目标。还有货币量目标制，比如说像美联储，它并没有一个名义的锚，但是它有相应的通胀目标。

我们看一下中国的货币框架，首先我会介绍一下 1994 年的情况。1994 年中国采用了严格的汇率目标制，属于严格的货币目标制，接下来中国采用了双框架制里的货币量目标制与爬行盯住，也就是说对汇率目标制进行了放宽。

接下来，给大家讲一下旧的汇率目标制存在什么样的问题。我们知道中国采用汇率目标制，名义的固定汇率可以起到名义锚的作用。1990 年代，中国货币政策的效果非常好，一方面高通胀得到遏制；与此同时，高信誉度的盯住汇率加上资本管制和重组，使得中国在东南亚金融危机中受到的冲击比较少。

但是，汇率目标制在 2000 年之前显示出很大的问题，

尤其中国加入 WTO 之后。首先是汇率水平过于僵化，中国必须进行实时的调节。另外为了维护盯住，必须有大量的外汇储备，也有较大的对外投资损失。另外一个挑战是，尽管有资本管制，2000 年之前货币政策独立性受到大幅的削减，这就导致股市和楼市的泡沫。此外，央行也不得不依赖一些非传统的货币政策，比如说存款准备金率非常高，很多专家都指出这么高的准备金率会造成影子银行的活动，会鼓励影子银行的产生。此外，中国也面临着国外的政治压力。在 2005 年之后，中国开始汇改，让人民币可以升值，并且逐渐进入到双框架制。然而这个升级的时机特别不好，因为在人民币升值之后，恰逢国际全球的金融危机，而全球是一个低利率环境，因此升值的预期和利差使得大量热钱流入，导致新一轮的资产泡沫。

这个双框架制的效果怎么样？效果很好。主要的问题是什么？我觉得这是一个过渡模式，早晚我们将会找到新框架。关键的问题就是双目标制是否适合中国？我觉得有几个原因告诉我不适合，货币量目标制不适合中国。如果你看中国的货币数据的话，你发现中国对于广义货币量并没有非常精准的统计。另外我们也知道货币量很难控制，因为它是内生的，它的乘数是不断变化的。此外，随着金融市场的开放，有很多的监管放松，这就使得这些衡量的指标都不一定准确。另外我们知道，货币量和一些产出等主要宏观变量关系在不断变弱，也不稳定。

新框架是什么呢？在这里，我想做一个非常大的提议，至少我们可以去思考这样一个问题：一个弹性的通胀目标可以作为未来新的框架目标。有很多相关的研究，如果你看实证研究结果的话，你会发现对新兴国家来讲，通胀

目标制是有好处的。我自己也做了一些研究，在我 2010 年的文章中，我也介绍了通胀目标制对新兴市场国家的好处，并且提到了对金融稳定性的作用。比较汇率目标制和通胀目标制，也发现通胀目标对新兴市场的效果非常好。然而，通胀目标制在发达国家的表现在金融危机中受到争议，但我觉得这个制度适合发展中国家。

通胀目标制有两个挑战，第一个挑战就是在汇率很低的时候，货币政策如何处理。另外有些人认为金融危机是由于货币政策的缘故，有些学者认为货币政策不可能实现价格稳定和金融稳定，也就是说还需要用宏观审慎的政策。如果我们采用通胀目标制，在中国还有一些技术、一些制度上的条件需要满足。你如果想要做通胀目标制，至少要能够把通胀作为重点，理解通胀的变化。但是我觉得这应该不难实现，应该很容易克服技术上的问题。

第二个挑战是需要一些制度条件的存在。比如说政策的透明度，承诺，还有很好的沟通。这些条件可能现在还不够满意，但是我觉得以后是可以到位的。

因此，如何慢慢从现在的框架进入到未来的框架，这也需要大量的研究。

关于未来的研究，我们需要做四方面的工作。

首先，对于中国的通胀状况要有更好的理解。第二，要有正确的政策工具。第三，也要了解传导机制。第四，要有相关的制度安排，各种各样的制度安排要到位。这些都会帮助我们设计下一步的路径，从现有的框架过渡到下一步的框架。这是我的发言内容，谢谢各位！

马骏：非常感谢林教授！林老师讲货币政策的最终目标。他列了 4 个，产出、就业、收支平衡、物价稳定，实际

上还可以再加两个，金融稳定以及改革。周小川也说改革是我们的目标之一，因为我们正处在过渡的阶段。所以有 6 个最终目标。

我们也感觉到，目标的数量可能要再精简一下。用我们副行长的话来讲，要整合到更有限的一些目标。我认为应该要以物价稳定、就业和通胀为主要锁定的目标，其实各国央行都是主要关注这些。但这个问题我还是留给大家讨论。

接下来是我自己，我们做的新货币政策框架下的利率传导机制，我想听听上海人士的想法。

马骏：新货币政策框架下的利率传导机制

马骏：今天讨论的新货币政策框架内容非常广，包括最终目标，也可以包括中介目标到底是货币供应量还是利率，也可以是政策工具，到底是几个，包括去年启动的很多政策工具。今天我讨论不是最终目标，最终目标也需要讨论，但中介目标是我今天想讨论的一个重点，我这篇文章的内容就是从货币供应量向政策利率的转变。

我们看了过去 30 多年其他国家货币政策框架，主要是中介目标转型的经验，我们发现这些国家之所以能从量转到价，它们都满足了三个条件。

第一个条件，数量目标与实体经济指标之间的相关性弱化。比如说 M2 跟实体经济指标的相关性明显弱化，实体经济指包括 CPI、GDP 等等。

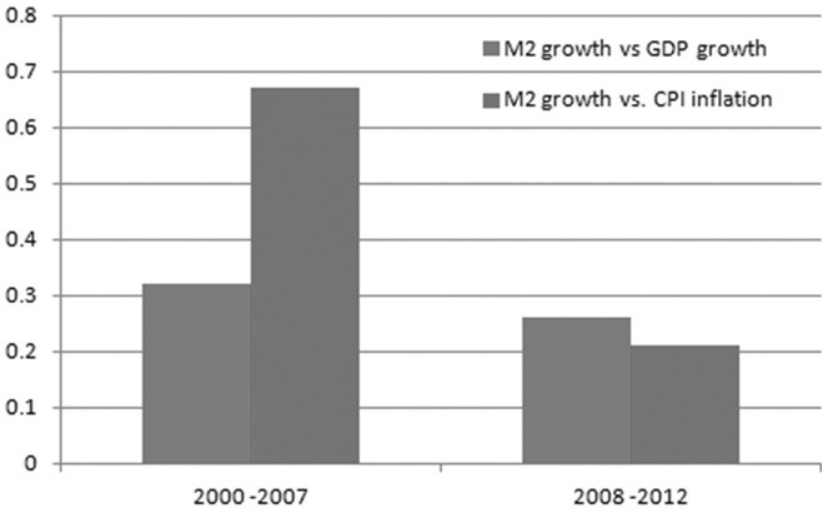
第二个条件，盯住货币供应数量目标导致市场利率过度波动。理由很简单，对货币的需求会面临很多冲击。

第三个条件，资本市场比较成熟，允许政策利率信号

比较有效地传导到其他利率。比如说贷款利率、存款利率，中长期债券收益率。

我们问题的是，中国是不是满足这三个条件，我的回答是我们满足 2.5 个条件，大概还有半个条件还需要我们去构建。

Correlation between M2 growth and real economy indicators



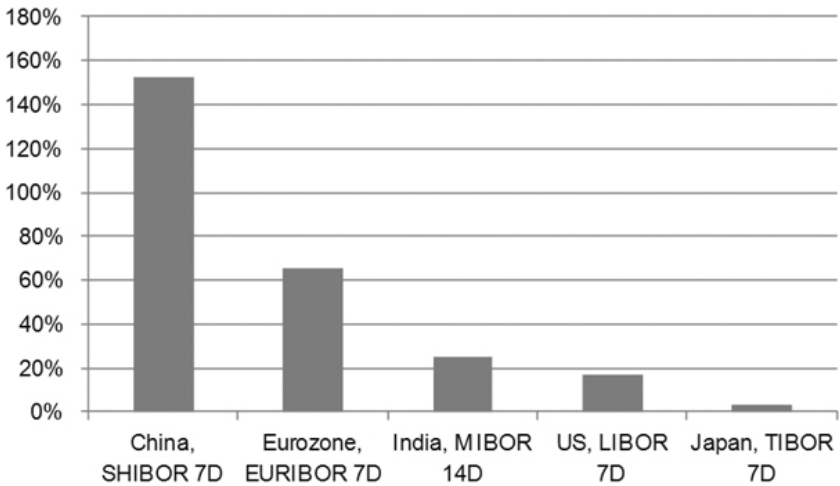
Source: authors' calculation, CEIC

图 1：中国：货币供应量与实体经济的相关性大幅减弱

第一个条件（图 1），关于货币供应量与实体经济的相关性。你可以看到 2007 年以前相关性是比较高的，2008 年以后大幅度下降。

第二个条件（图 2），过去几年我们市场利率的波动性远远高于其他国家，是日本的 20 倍，美国的 10 倍，自然满足了我刚才讲的第二个条件。

Interbank rate volatility: China vs. other countries, 2012-2014



Source: Bloomberg

Volatility definition: annualized standard deviation of day to day logarithmic historical price changes from 2012 to 2014 Aug, expressed as a percentage.

图 2：中国市场利率的波动率高于其他国家

第三个条件，货币政策传导机制到底是不是有效的。这个问题很复杂，而且你不能随便在实体经济当中实验。在货币框架转型之前，尽量要用我们的研究做实验。用政策利率作为重要的中介目标，你动了政策利率，其他利率是不是有效跟着动。第一，在理想状态下，假设没有体制性约束的条件下，政策利率应该是如何向其他利率传导？第二，给定中国目前已经有的各种各样的体制约束，比如贷存比、对贷款的数量限制、很高的存款准备金率、软预算的约束、流动性不足的问题，这些因素在多大程度上阻止了货币政策或者政策利率向其他利率的传导？第三，如果刚才讲的那些

确实是阻碍因素的话，我们怎么改革？

我们这个课题从去年 5 月份开始做，我挑 4 个初步的结论给大家介绍一下。

- 马骏和王红林（2014）的静态一般均衡理论模型
- 马骏、施康、王红林等（2015）的DSGE模型，可以用来模拟传导机制效果（DSGE）
- 洪浩、牛玉睿等（2015）：利率通过债券市场的传导
- 杨媵（2015）：地方平台软预算约束与利率市场化

图 3：我们对传导机制所作的几项子课题研究

第一个是我跟王红林一起做的关于利率传导机制理论模型。这是一个静态的一般均衡模型，在这个模型当中我们构建了 4 个主体，商业银行在贷款和债券之间可以做资产配置，居民可以选择储蓄或投资债券，企业可以选择发债券还可以贷款，还有央行。研究结论是：贷存比、合意贷款规模，很高的存款准备金率，企业和预算软约束和债券市场流动性不足，都会不同程度地弱化货币政策传导机制对银行存贷利率的传导效率。由于资产配置的调整不充分，使得它的利率变化也不充分，传导效率被弱化。在极端的情况下，假设每家银行都受到合意贷款规模的约束，那么政策利率的变动将无法传导到贷款利率。直观的解释就是，政策利率变动的原意是想通过改变贷款利率去改变银行资产配置的行为，但是银行资产配置行为已经被固定住了。因为如果监管机构

告诉银行要放多少贷款，就没有必要通过贷款利率的变化产生这个作用。政策含义是，在今后几年当中，应该逐步取消贷存比，淡出合意贷款规模，降低准备金率，为货币政策框架转型创造条件。这几项改革应该推进。

第二个是 DSGE 模型，是动态的，不光是理论的模拟，我们还做了实证的有数据的模拟。第一，证实了理论模型的结论，各种各样的管制扭曲和弱化了政策传导的效率。第二，对贷款数量的限制对利率传导的弱化效应要大于贷存比导致的扭曲。

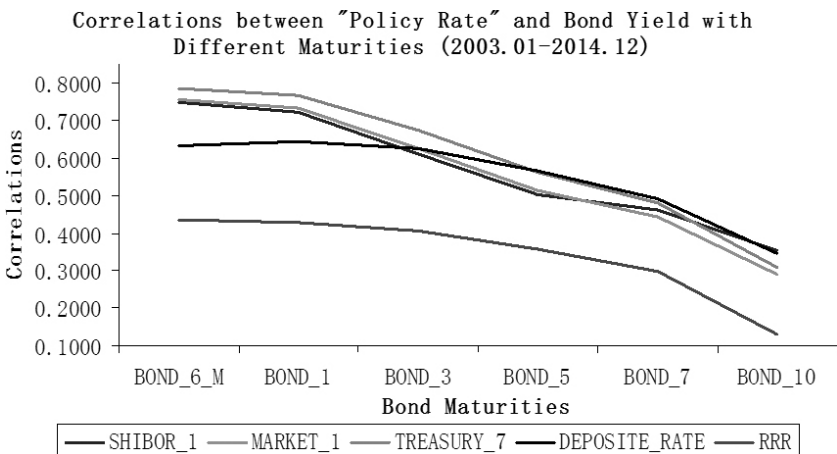


图 4：“政策利率”与债券收益率的相关性

第三个研究，过一会儿洪浩和牛玉锐会详细介绍，我这边就点到一下。我们用了各种各样的模型，去判断我们在债券市场上能够有多大程度的政策利率的传导，比如说短期利率动了一下，我们的中期、长期债券收益率是不是能够比较同步的传导。结论是，利率传导在债券市场上基本有效。

另外一个结论是，债券收益率曲线有对 GDP 和 CPI 的预测功能，而预测本身能够强化政策传导，通过影响实体经济主体（包括企业，包括消费者对 GDP 和 CPI 的预测），从而达到影响经济活动的作用。当然证券市场中长期有不通畅的部分，这跟流动性等等一些体制问题有关。他们的一个结论是，短期利率动了以后，中长期利率一起动的相关性，你可以看到在短端的传导，如果动 7 天或者是隔天，有 7% 的传导率，这基本正常，美国也是这么一回事。

最后一个子课题是关于软预算约束对利率定价和传导的影响。为什么专门拿这个出来做？因为很多人担心由于软预算约束，很多主体（包括国企）对利率没有敏感性，或者这些企业面对的利率不反映其基本面。如果转向新的货币政策框架时只用利率作为政策工具，就无法调控这些企业的融资和投资的行为，使得货币政策在这个意义上失效。这是一个很大的担心，是我们货币政策转轨最大的担心之一。我们以 1000 多城投债数据为基础的实证研究表明，这些融资平台的融资成本已经有了较为明显的市场化定价特征，融资规模与资产的比例、违约事件、债券评级、显性担保，所在地政府的债务状况等都对发行利差有显著影响，因此软预算约束问题在部分平台中已经得到了制约。

把刚才讲的总结一下，我们货币政策框架转型应该要满足的三个条件当中，第一和第二基本上都满足，第三个条件得到部分满足。在债券市场上，短端利率向中长端利率的传导正在形成。因此在转型过程当中，应该逐步淡出合意贷款规模管理，适时降低存款准备金率，取消贷存比限制，推动硬化预算约束的改革，改善债券市场。关于退出合意贷款规模，短期内可考虑从以小微企业和三农贷款为主的地方小金

融机构开始试点取消合意贷款规模管理，以后逐渐扩大到其他银行。

我们向新的框架转轨的条件，成熟度可能比有些人想象的要高一些。当然还有很多融资主体，尤其是没有在市场上发债的主体，情况可能是比较严重的。要通过其他的改革，比如说执行新的预算法，用地方债逐步替代平台融资方式，公布地方资产负债表等等来解决。混合所有制改革将有助于硬化国企的预算约束。

关于债券市场缺乏传导效率的问题，主要政策是改善市场的流动性和预期的传导。具体的做法是通过改善发行管理来提高中长期债券的流动性，主要是指10年期以上的国债，要发行与通胀挂钩的国债，这些工具有助于强化预期，尤其是把通胀预期作为政策传导的一种渠道。谢谢大家！

马骏：下面我们请中国人民银行研究局的洪浩作演讲，他是我们团队的成员之一。还有牛玉锐，他是中央国债登记结算有限责任公司的。

洪浩：收益率曲线在货币政策传导中的角色

洪浩（中国人民银行金融研究所博士后）：大家好，很高兴来到这里向大家发表论文。我将介绍我们论文的结构、论文的目标、利率的期限结构、研究收益率曲线的主要方法，最后是一些结论。

央行只关心无风险的利率。要说明一下，从历史上看，很少有央行会去关心有风险的利率，当然这是我个人观点，不代表官方立场。我想说的是，有风险的利率不应当是央行首要关注的。所以我们这里主要看的就是无风险的利率。

这个论文要研究央行如何实施货币政策，这个传导机制如何运行。我们要对收益率曲线建模，以便更好地了解政策利率如何转化到更长期的收益率当中去。另外，要了解期限结构中包含了哪些宏观的信息。

基本上来说，利率的期限结构有 4 种理论：市场预期理论、市场细分理论、流动性溢价理论、期限偏好理论。我们用什么方法研究呢？一个是案例研究，主要看货币冲击。第二种方法是做回归分析，一会儿会详细介绍。还用一些不同的模型。我们用了很多种方法研究收益率曲线。

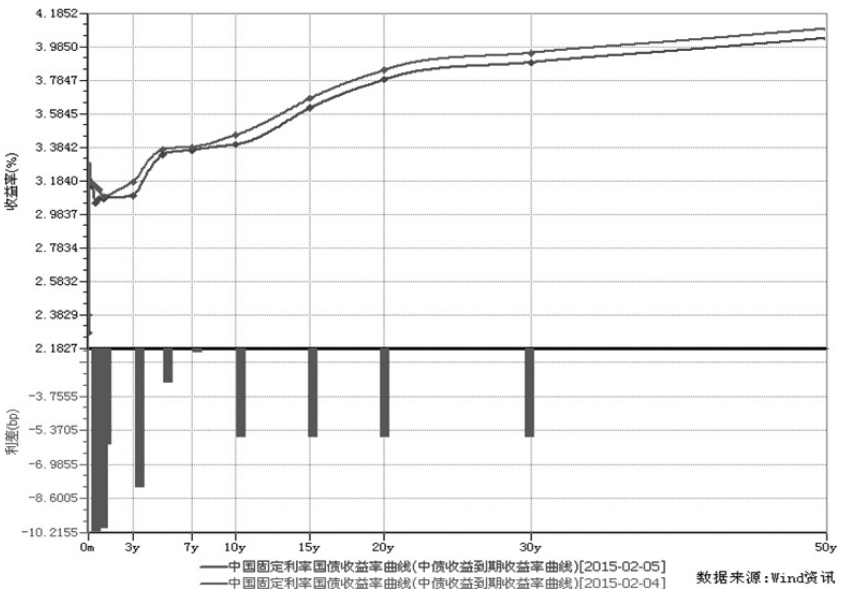


图 1：公告日 2015 年 2 月 4 日（存款准备金率降低）

2015 年 2 月 4 日是降息宣布日（图 1），你看预期前后利率收益线降低了。2015 年降准公布的话也可以影响收益

率，当然这是我个人的解读。图 2 是存款利率和贷款利率降低，公告日是 2014 年 11 月 22 日，可以看到收益率改变前后情况。案例研究表明，央行的消息公布是可以影响收益率的。

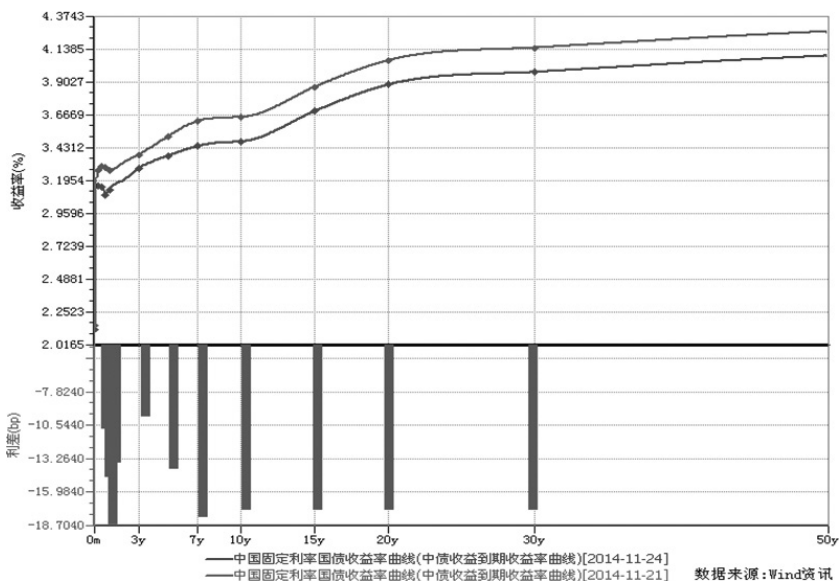


图 2: 公告日 2014 年 11 月 22 日（存款利率和贷款利率降低）

我们看一下两个相关度的研究（图 3），市场利率和不同债券收益率的比较。央行通过短期利率的调整可以影响到债券收益率，确实有一定相关度。

我给大家解释一下，我们这里关注的是政策工具，这里的一些变量，有些人关注的可能是 M2，有的人看的是 shibor，我们关注的是存款利率和存款准备金率，这是央行可以控制的，而且它们相对独立。我这里评估，如果改变这

两个工具，是否可以影响到短期利率。就是 shibor、拆放利率。我用的都是隔夜的利率，我也做了一些测试，可能用隔夜数据作回归分析的结果并不是非常好（图 4）。

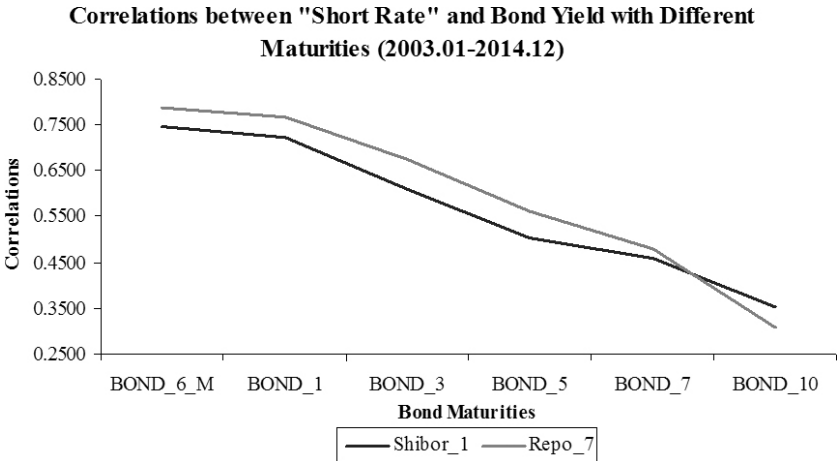


图 3：短期利率和不同到期日债券收益之间的相互关系

$$Short_rate_t = \alpha + \beta DR_t + \gamma RRR_t + \sigma Short_rate_{t-1} + \varepsilon_t$$

变量	上海银行 间同业拆 放利率_1	市场_1	购回债 券_7
c	-1.30***	-0.10***	-0.06***
存款利率	0.35***	0.20***	0.20***
存款准备金率	0.09***	0.03***	0.03***
上海银行间同业拆放利率(-1)/市场(-1)/购回债券(-1)	0.46***	0.58***	0.67***

图 4：工具和短期利率 OLS 回归分析

$$R_t^{b,5} = \alpha_5 + \rho_5 R_{t-1}^{b,5} + \beta_5 \Delta DR_t + \gamma_5 \Delta RRR_t + \sigma_5 TM_{t-1} + \varepsilon_t$$

变量		上海银行间同业拆放利率_1	市场_1	购回债券_7
c	0.21***	0.36***	0.22***	0.24***
债券_5(-1)	0.93***	0.84***	0.89***	0.88***
D(存款利率)	0.39***	0.42***	0.39***	0.40***
D(存款准备金率)	0.20***	0.26***	0.24***	0.22***
商标	N/A	0.06***	0.05***	0.04***

图 5: 短期利率和债券收益 (5_Y) OLS 回归分析

$$R_t^{b,10} = \alpha_{10} + \rho_{10} R_{t-1}^{b,10} + \beta_{10} \Delta DR_t + \gamma_{10} \Delta RRR_t + \sigma_{10} TM_{t-1} + \varepsilon_t$$

变量		上海银行间同业拆放利率_1	市场_1	购回债券_7
c	0.24***	0.52***	0.24***	0.23***
债券_10(-1)	0.93***	0.84***	0.91***	0.92***
D(存款利率)	0.33***	0.38***	0.36***	0.33***
D(存款准备金率)	0.11***	0.15***	0.13***	0.12***
商标	N/A	0.03***	0.03***	0.02***

图 6: 短期利率和债券收益 (10_Y) OLS 回归分析

如果改变政策利率，是不是能够改变中长期的债券利

率？我用了5年、10年的债券利率，这里可以很明确地看到确实是产生了影响，政策利率的变化确实改变了债券的收益率。

另外我们要关注就是变化，我想看一下如果改变这些政策工具的话，通过shibor或者市场利率或者回购利率的改变，对于10年期债券收益率的影响有多大。我个人感觉，相对来说shibor和市场利率的影响大一些。如果你要改变10年期的收益率，可能shibor是最好的工具。

然后我们用了一些风险值的模型。我们也看了通过10年期的债券收益来影响短期债券的收益率，那是不是可能相应影响到GDP增长和通胀的数字呢？我用了完全的准备金率，我加了一些额外的准备金率，这个我称之为完全的法定准备金率，这是整个经济内生的一个情况，所以我把它放在模型里面。如果大家看一年和三年期的债券收益率，你改变可以影响到5年期的债券收益率。如果通胀进行改变，也可以影响到5年期的债券收益率。所以说，如果在5年期的债券里面，你考虑到一年期、三年期，可能会影响到你最终结果。你要用不同的短期利率去试，我们这里用了shibor，用了市场利率，还有回购利率，都是一样的结果。所以基本的结论是，我们认为如果你改变政策利率，你是能够改变短期的隔夜市场利率或shibor，而隔夜利率能够影响到短期和长期的债券收益率，也能影响到我们最终的目标。

最后给大家看图7和图8，是把5年期债券、10年期债券的收益作一个分解，用CPI和GDP来看。

最后是关于预测，如果能够把GDP增长和通胀率考虑进去，这个因素其实有很大影响，特别是在通胀预期方面，这是完全符合我们假设的理论的。

$$R_t^{b,5} = \alpha + \beta CPI_{t-1} + \gamma GDP_{t-1} + \varepsilon_t$$

Decomposition Bond Yield: 5_Y

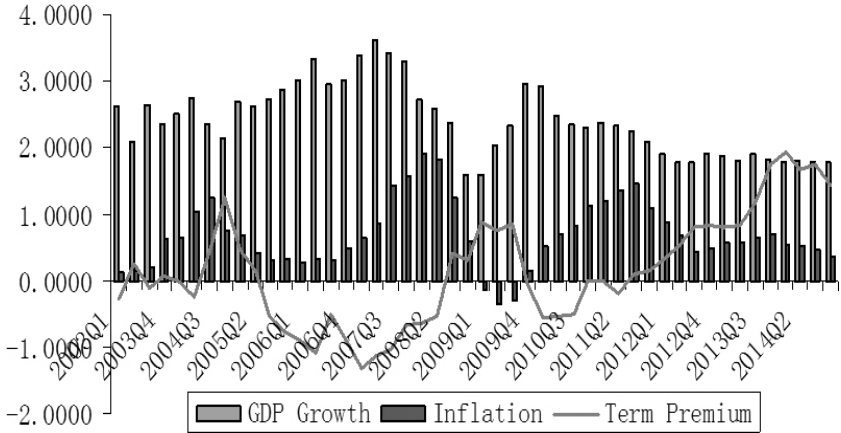


图 7：分解债券收益率：5_Y

$$R_t^{b,10} = \alpha + \beta CPI_{t-1} + \gamma GDP_{t-1} + \varepsilon_t$$

Decomposition Bond Yield: 10_Y

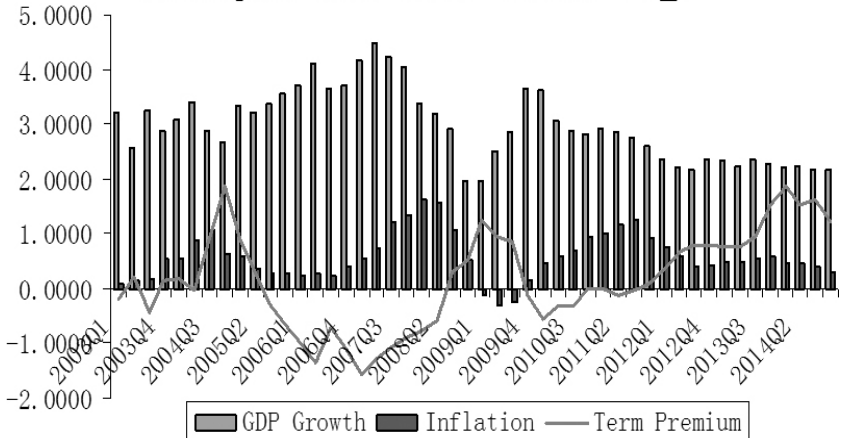


图 8：分解债券收益率：10_Y

变量	可变系数
GDP_增长(-1)	0.88***
债券_10_2(-1)	1.12***

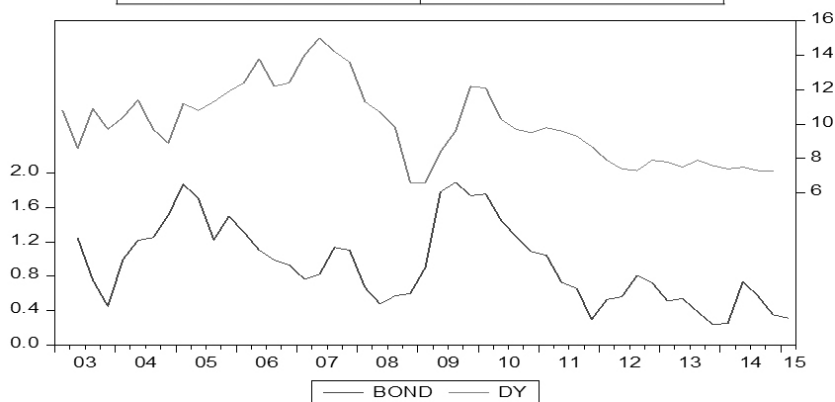


图 9：债券收益率 GDP 预测：10_2

变量	可变系数
债券_10_2(-1)	-2.32***

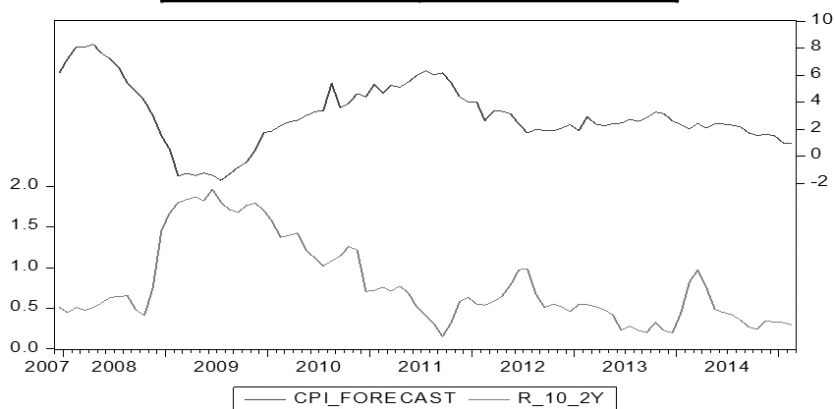


图 10：债券收益率 CPI 预期：10_2

我们结论是：如果债券期限增加，政策工具对债券收益率的影响会降低；存款利率和存款准备金率都会对短期市场产生重大影响；货币政策的变动可以通过短期市场利率对中长期市场利率产生重大影响，这是一个复杂的传导机制。GDP 增长能预测 10 年和 2 年之间的债券收益，我做了不同的测试，这应该是最合理理论的结果，所以 GDP 增长应该包含在期限结构里面。政策也能通过影响期限结构来影响我们最终的政策目标。谢谢！

马骏：谢谢洪浩！下面一位发言人是李麟，他是浦发银行战略发展研究部总经理。

李麟：货币政策传导与中长期收益率曲线的缺失

李麟（浦发银行战略发展研究部总经理）：我简单给各位做一个汇报。我假设货币政策分析的前提可能不是一个纯理论的框架，它应该符合中国当前的一个特点和实际中的一个感受。虽然我的标题非常理论化，但提供的素材可能跟我实际中的观察结合得更紧密一点。

在实际情况中，央行的货币政策可能体现出三个方面的特点。

第一，央行的非中立。央行的货币政策要完全保持中立，不但在中国的环境，即使在国外的环境也是不现实的。这个非中立体现在市场上不发达的非中立，还有转型中不成熟的非中立，当然它面临的压力是不一样的。

第二，货币政策和实体经济的关系。马博士已经讲得非常清楚，我就不一一追述了。实际上 M2 或者货币政策和实体经济的脱钩，已经是整个世界面临的问题，这是一个公开

的秘密。

第三，在中国当前的情况下，我们货币政策没有久期的情况，可能导致我们央行资产负债表的重塑乃至企业的资产负债表的重塑都没有方向。前面也讲到无风险利率，但是无风险利率之后的风险议价的两个内生的变量没有办法决定，结构性的风险议价，或者单一投资体的风险议价没有办法确定。这就导致我们长期无风险利率的构建缺失一个长期考虑，没有预期。所以我们货币政策的利率锚或者利率走廊就出现非常大的波动空间。我们央行无周期可能是导致这个情况的一个重要的根源。既然货币政策和实体经济已经不产生关系了，为什么我们定义流动性还用 M1、M2 和 GDP 的比例，这就是一个突出的矛盾。我在后面的内容里就着重说明这三方面的问题。

第一，货币投放由“被动”向“主动”转变。我们的货币政策步入了新常态。新常态就是一个转型体的非中立向发达体的非中立的一个过渡。一个突出的方面是从被动向主动。中国的特色，以前是外汇帐款，外汇帐款从预期来讲是长期的，有利于长期的投资。但是近来这种情况发生了变化，国际收支的均衡发生变化，外汇帐款必须向主动转变。但短期的货币政策工具会导致长期的收益率曲线进一步扭曲，导致我们市场，特别是黑市会出现高达 40% 到 50% 的利率，为什么会出现这种情况？是利率锚失去了方向。

第二，货币调控由“数量型”向“价格型为主，数量型为辅”转变。我们发现一个突出的问题是，互联网已经发生非常大的作用，资本市场已经成为互联网技术配置资源的一个主要渠道。但是在货币政策传导这个领域里面，我们忽视了这种作用。第一个是忽视了互联网金融。第二是忽视了互

联网在市场上给实体经济的利率传导的作用。第三是长端的风险利率曲线是缺失。P2P为什么这么高呢？因为贷款人知道借款人就是要用于长期的，所以就的非常高。但是这种利率在我们的收益率曲线上是根本不会反应出来的。实质上我们在货币总量预测上，处在从发展体的货币政策向成熟体的货币政策的过渡中间，我们依靠数量型的估计，就会出现偏差。一方面，我们会对货币总量估计得偏少；另外一个方面，根据经济总量，又可能估计得偏大。偏大和偏少，导致了我们的按M2比GDP来框定的流动性的波动空间就会很大，也就会导致马博士刚刚说的利率波动的幅度相当得大。调控方式我也不说了，大家都熟悉。这会导致几个方面的问题。

第一，流动性的内涵已经发生变化，需要重新进行界定（图1）。如果是有流动性问题的话，那么它的久期是什么？如果央行资产负债表有久期，那货币政策有没有久期？以短借长用来弥补长期投资的欠缺，这一块长期投资欠缺的利率远远高于国债的利率，因为它的性质发生了变化，它是用一年期、两年期的短借长用和自己心中的期限错配来界定长期线投资的收益，所以这一块的黑市利率非常高。流动性如果界定不清楚的话，我们长期国债利率构建就没有办法解决，因为它的期限风险和结构性风险根本没有办法度量。

无风险利率在货币政策的作用是下行的，但是我们忽视了余额宝替代了无风险利率，它比国债利率高得多。无风险利率为什么高呢？由于是隐性担保，导致大家把余额宝的收益作为无风险利率，所以你要以低于余额宝的利率是吸不来存款的。

第二点我就不说了，大家看一下。

第三，中长期收益率曲线缺失，国债收益率曲线还未成

熟。从长期收益率曲线根本导不出 10 年、20 年的。政府的融资平台，包括一些房地产项目、工程类项目，期限远远比这个长，都是用期限错配，短借长用来搞的。我们的国债，是可以参考，但实质上这个利率不能用。我们发行的国债如果作为无风险利率的参考的话，它是一个橄榄型，1 年期少，1 年到 10 年期多。市场就按照它自己预期的风险再加价，所以长期利率风险曲线的传导基本上是失真的。

1. 流动性的内涵已经发生变化，需要重新进行界定

央行如果仍然用 M0、M1、M2 来判断流动性的话，已经很难适应新的环境变化，表现两个方面：

第一，经济结构变化以及经济增长速度变化导致传统衡量流动性的标准需要调整

- 过去是以长期基础设施投资为主的增长拉动方式，资金周转较慢，所以要求货币存量很大；
- 伴随经济的转型，出现许多新业态，其资金周转较快，将来可能不再需要那么大的货币存量。

第二，电子货币、虚拟货币与真实货币的界限越来越模糊，降低货币政策的有效性

- 互联网技术催生了越来越多的虚拟货币。一类是网络游戏币，一般用于游戏道具、装备购买和交易；一类是门户网站或即时通讯工具服务商发行的多用途专用币。尤以**比特币**最为引人注目，发展非常迅速。
- 电子货币和虚拟货币目前虽然只在一定范围内起着**流动手段或承担交易媒介**的职能，但未来有可能最终成为真正意义上的货币，而且是**跨主权的世界货币**。
- 电子货币和虚拟货币对传统货币金融理论形成极大挑战，使货币计量更加困难，加大了中央银行制定和实施货币政策的难度，直接导致中央银行控制基础货币的能力被削弱。

图 1：流动性的内涵已经发生变化，需要重新进行界定

第四，经济转型时期体制机制的特殊性也导致货币政策的传导和预期效果不符。我们货币政策传导还是在正规的渠道，对影子银行、地下钱庄和灰色金融基本上没有影响。在央行、商业银行，在报表内的影响传导整个是畅通的。但是出了这个之外，一涉及到市场的因素，加上无风险利率的

上升，银行的融资成本是上升的，最近利率市场化以后利差收窄非常明显。如果考虑风险议价因素的话，银行可能面临更大的挑战。那商业银行怎么去经营呢，它在资产端配置资产的利率就会升高。

3、多重基准利率并存，但中央银行政策利率“预期锚”缺失

第一，央行主动投放的货币均趋于短期化。

- 以前央行通过外汇占款投放的基础货币均为长期性货币投放。
- 转为主动投放后，无论是公开市场操作还是中期借贷便利（MLF），投放的期限均为数月。
- 期限较长的再贷款期限最长也不能超过一年。虽然再贷款可以持续供应，但其是否可以作为长期的资金支持仍不确定。

第二，短期与长期流动性的协调问题。

- 在国际收支顺差，央行被动投放货币的情况下，长期货币投放是可以预期的。但现在转变为由央行主动进行货币投放，对未来的预期将变得不稳定。

图 2：多重基准利率并存，
但中央银行政策利率“预期锚”缺失

要想完善货币政策传导机制，当前的重点是从以下几个主要方面入手，全面系统推进改革。

第一就是利率调控体系要确立央行的政策利率。我们是一个转型体，央行的非中立是客观的，特别是在中国经济下行过程中间，它面临的挑战可能是几大模块里面最大的。

第二，我们如果考虑到央行货币政策的周期问题，我们要考虑央行给整个货币市场注入长期性的资金，或者至少稳

定这方面的预期。

第三，加强国债市场建设，突出国债发行的金融属性。真正使国债市场发挥作用，使国债市场利率走廊进一步扩大。尽管利率走廊扩大以后，也许会失真，但是走廊区间会对市场未来的期限和结构起一个引导的作用。

最后就是深化相关的配套改革。比较有争议的就是预算软约束的问题，但是在过渡期对这个问题可能要从两方面去看。一方面，地方平台类的可能是抢占比较大的新增投放领域；另一方面，它是风险和收益匹配比较符合大家预期的一个领域。从市场认知的角度来讲，这个领域可能是现在的理财产品比较能承受的一个范围。虽然最近三板资本市场起来以后，从风险和收益配比的角度来讲，市场日益理性，高收益和高风险的资产日益显现。但是大部分银行类的客户还是比较中意这一块的情况。从市场来看，这一块可能风险和收益在大家的预期之内。这是我对这个问题一个基本的意见。

我们要建立长期的收益率曲线，要关注一个最重要的因素就是多层次的资本市场。中国由于资本市场不健全，商业银行涉及利率，考虑一个重要因素就是企业的负债率。如果资本市场不健全，资本股权的份额不上升，那么企业的资产负债率隐性或公开地就会非常高，非常高就会导致大家对企业、对固定收益率的判断失真，判断失真的直接后果不利于长期收益率曲线的构建。这里面要分隐性和显性。显性资产负债率是企业资产跟负债的一个比例，这个比例包括正常的从股市融资表上的情况。隐性的最大挑战是企业从影子银行和民间融资，而这一类东西进来以后是不进表的，缩小了企业真实的风险。但是如果对企业 and 客户真正了解的话，那么

放贷机构一般会把风险议价打进去，这样又会导致这个市场的混乱。所以既有我们转型期的因素，又有我们制度安排的因素。我们长期的货币政策可能会在降低系统性风险的前提下，达到降低整个融资成本的作用。谢谢大家！

马骏：谢谢李总，他讲了非常重要的观点，我们自己的收益率曲线和传导机制研究也都要吸收。他讲两了点特别有意思，一个是宝宝类的利率现在被很多金融机构作为无风险利率的基准，以后怎么让真正的无风险利率变成大家的基准，这是一个问题。第二，李总提到要向金融体系注入永久性的流动性，长期的流动性，至少两个选项，一是存款准备金率的下调，另一个是长期的再贷款，这也是一个可探讨的题目。

下面请刘海影，卓越发展研究院的特约研究员！

刘海影： 期限溢水与杠杆率的周期波动：一个内生货币模型

刘海影（上海发展研究基金会 / 卓越发展研究院特约研究员）：今天我要汇报的题目是关于“期限溢水与债务杠杆率的周期波动”。我在货币内生性的框架里提供一个理论模型，同时给出这些理论模型的实证验证，所以它是偏理论化的探索。

我所谓的货币内生性讲的是，货币的数量在根本性的程度上，尤其在现代金融体系里，是由金融机构资产负债表的规模来驱动的，而后者是内生于经济本身的一个运作。所以，从银行所承担的经济功能这个角度讲，是把储户的高流动性、低风险的资产转化成高风险，低流动性贷款的回报。

在承担这个功能时，银行和贷款人之间具有充分大的自动度去扩展它们的债券债务关系。如果发生一笔新的贷款，从会计学角度讲，它是在银行资产负债表的两端，同时增加它的资产和债务。负债是企业在这家银行的存款，资产是这家银行拥有的对这家企业的债权。

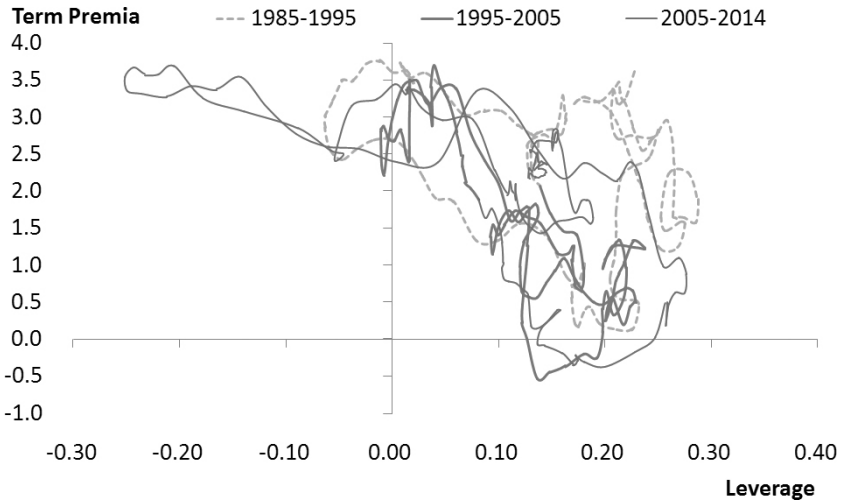


图 1：美国过去 30 年的期限溢水 - 杠杆率呈现周期性走势

所以，对于银行而言，它需要管理它的资产端的流动性，它持有不同流动性的各类资产，从具有最高流动性的（比如说在中央银行的现金储备），到比较低流动性的，到最低流动性的各种抵押贷款。银行需要对自己的流动性组合进行一个合理的管理来让自己有能力去履行自己的各种清算业务，而它也有这个能力去对自己的流动性进行管理。在这种情况下，银行有能力比较自由地去扩展自己的资产负债表，只要它能够跟企业达成这种意愿的合意，它就可以

比较自由地去发放新的贷款，同时扩大自己的资产负债表。唯一的约束是银行需要担心这笔贷款违约的可能性。所以，从这个意义上讲，银行所收取的贷款利率应该视为是对于发行这笔贷款所对应的债务杠杆率所收取的风险的估价。关注利率水平或者关注期限溢水的时候，应该把它与债务杠杆率联系在一起来考察。这个图我显示的是美国过去 30 年来期限溢水与债务杠杆率周期波动的情况，可以看出比较明确的周期运行的特征。

我下面想要建构的一个模型是要解释期限溢水和杠杆率之间的关系。它涉及到三个学术资源，第一是我刚才讲过的货币的内生性，第二是利率的期限结构理论，第三，尤其在 2008 年之前，很多经济学家更多关注危机中金融因素所起的作用。

我现在所要建立的模型的基本想法是 1997 年经典论文提出的每一笔贷款都隐含着一个卖出期权，在期末的时候如果企业违约，实际上企业执行卖出期权，银行承担这个损失。这个卖出期权针对企业的总资产，而以债务的面值作为它的执行价格。我们也可以计算单位卖出期权的价值，这里的核心度量就是债务面值除以企业的总资产，那就是企业的债务杠杆率。

所以要达成一个双方合意的信贷合约，对于银行来说，它所收取的利率差，也就是它的利率减去无风险利率的差额必须要大于它给予企业的隐含的卖出期权。同样对于企业而言，它参与的条件是，它的资本回报率 r 与无风险利率之差，加上它所获得的卖出期权的价值应该要大于它付给银行的利率与无风险利率之差。所以任何一个期权溢水其实是可以视为两个期限溢水之差。

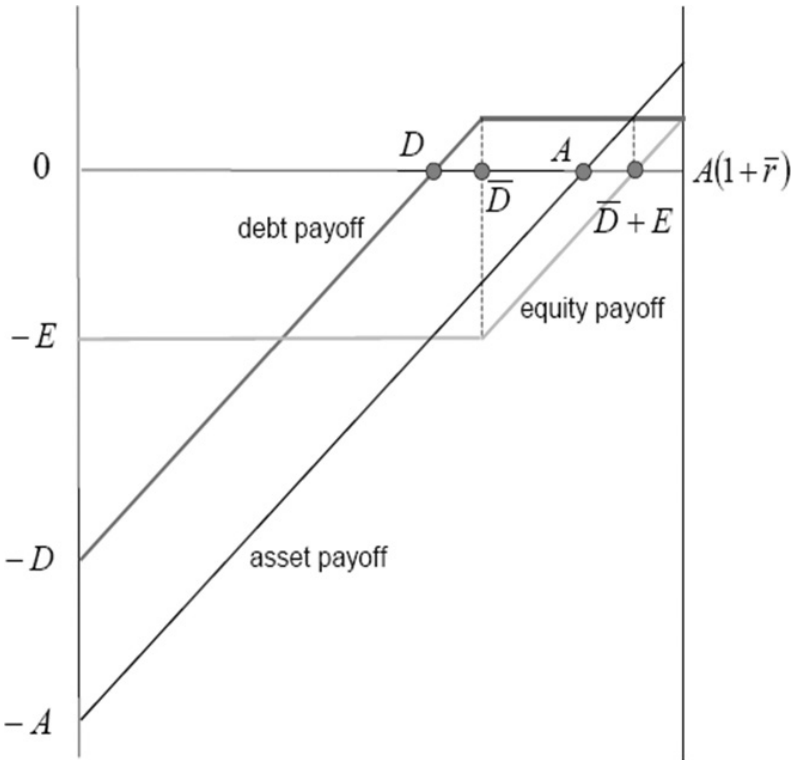


图 2：债务隐含卖出期权损益分析

从这个角度而言，企业债务杠杆率与期限溢水是在一个均衡过程中达到解的，它取决于债权人的曲线和债务人的曲线，其中核心变量是这一份信贷所内嵌的隐含的卖出期权的定价。

而正是这个期权的定价，显现出它在不同的周期阶段有不同的走势。我对美国经济的实证数据做了一个周期划分（图 5），从数据分析里，我们可以看到期限溢水与债务杠杆率随着经济复苏、繁荣而形成一個顺时针走势。

◆ 债权人参与条件

$$i - r_w \geq 0(\bar{d}, T, \sigma(\delta_s), r_w)$$

◆ 债务人参与条件

$$i - r_w \leq \frac{r - r_w}{d} + \frac{0(\bar{d}, T, \sigma(\delta_s), r_w)}{d}$$

◆ 期限溢水

$$i_t(\tau_2) - i_t(\tau_1) = (i_t(\infty) - i_t(\tau_1)) - (i_t(\infty) - i_t(\tau_2))$$

图 3：期限溢水的决定

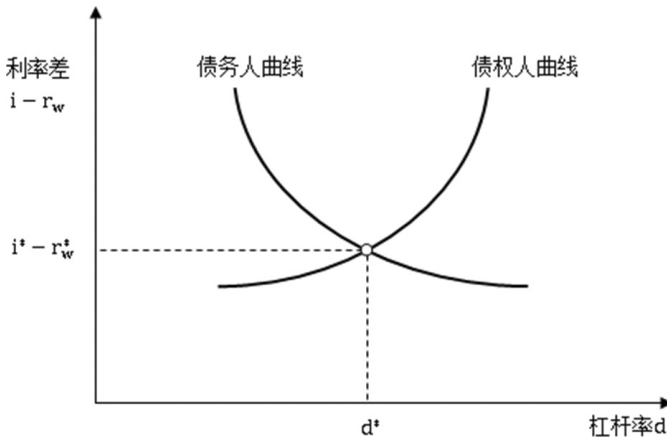


图 4：期限溢水作为债权卖出期权权利金

在衰退期为什么会出现期限溢水的扩张和债务杠杆率的收窄？模型的解释是，在衰退期的时候，卖出期权的价格是行为人对于目前经济状态空间的估算，所以在衰退期的时候，银行会估算债务人违约的概率是上升的，所以期权的价值上扬，它的债权人曲线是上移的。而在同期，债务人，也就是企业，会预计未来一段时间资本回报率可能下滑，这

段时间里它的债务人曲线是向左移动的，所以均衡解就会出现债务杠杆率的下滑与期限溢水扩张的合并行动。曲线溢水扩张在衰退期的典型体现形式，是短期利率的下滑远大于长期利率的下滑。对短期利率而言，它所包含的期权价值所遵循的经济信息是比较明确的，是可以得到评估的；对长期利率而言，这种信息评估是比较含糊的，所以它的价值变化不是特别大。

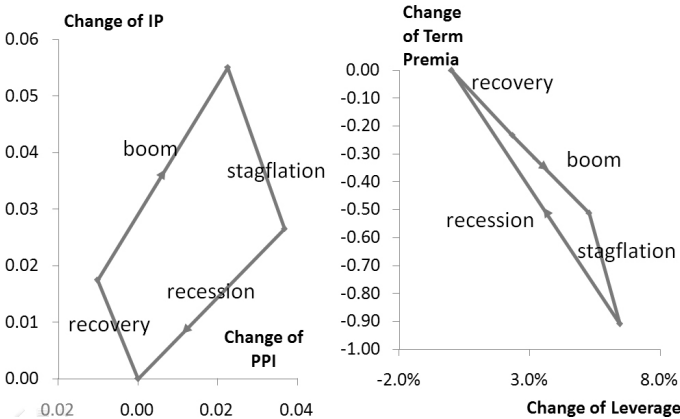


图 5：期限溢水的周期变化

做一个总结，我提出的这个理论模型是放弃传统上对于利率所遵循的随机过程假设，也就是放弃一整套的利率的期限结构的研究，而具体追问利率决定背后的具体机制，以此能够将宏观经济影响引进到利率期限和债务杠杆率的决策过程中。从这个角度而言，央行对于货币运动，或者金融运作肯定是有影响力的，但更重要的是渠道。第一是通过对于无风险利率的掌控；第二是通过在金融危机期间，对流动性的管理而达到的。而不是特别容易直接管理货币的总量，

因为按照模型，货币总量是企业债务杠杆变动的自然后果，而后果是完全内生于刚才这个模型所描述的均衡过程中的。这个是我想要报告的理论模型就是这些，谢谢大家！

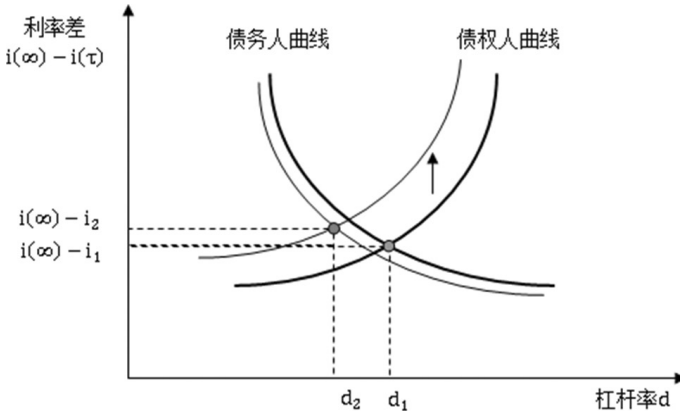


图 6：衰退期期限溢水 - 杠杆率运动

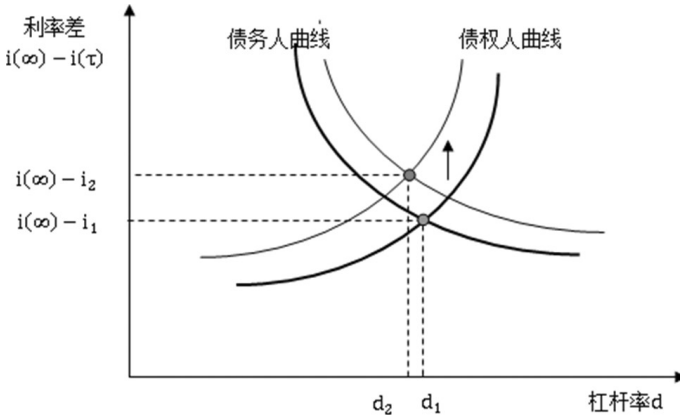


图 7：滞涨期期限溢水 - 杠杆率运动

马骏：谢谢刘海影，他讲的东西比较有技术性，我们自

已做的课题，部分就是要理解中长期收益率到底由什么东西组成的，比如说有通胀预期的成分，有对未来的短期政策利率的预期，还有一个就是刘海影讲的方面。

我们现在有 15 分钟左右的时间做一些讨论，牛玉锐你要不要先讲几句？

提问与讨论

牛玉锐（中央国债登记结算有限责任公司债券信息部副主任）：大家下午好，我想先用一点时间给大家讲一点国债收益率曲线的事，分享一点我们的认识。

因为我所在的单位是中央国债登记结算公司，这是中国的 CSD（中央托管机构）之一，主要负责债券托管结算业务。这里面很大的一块业务就是负责国债的托管和结算。因为这个原因，我们跟财政国债管理部门，以及央行货币政策管理部门打交道比较多，对国债收益率曲线的建设和国债市场的发展有我们的一点看法。同时，我们公司也编制中国国债收益率曲线。去年 11 月份，中国财政部在官网上正式公布了中国国债收益率曲线，那个曲线就是我们公司编制提供的。

最近一两年以来，尤其是央行提出来利率市场化加速推进，我感觉大家对国债收益率曲线关注度在日益提高。在今天的会上，也有相关专家提到了国债收益率曲线问题，包括刚才洪浩博士的研究成果，以及刚才李麟先生的一些看法，我们也看到国际上朋友的一些研究成果。整体来说，明显有两种不同的认识。一种认识，当然是我们中国的学者为主，他们做了很多大量的实证，证明中国国债收益率曲线，从长

期来看，比较好地反应了利率水平的变化以及宏观政策的变化，以及市场对未来的预期等情况，这些都是相当好的实证成果。但是也有另外一种声音认为，中国的债券市场还不太好，国债收益率曲线还不成熟，甚至有人说中国还没有国债收益率曲线等等。从我自己长期编制国债收益率的工作经历来看，感觉大家可能还是对这个事情的认识还是有很多地方交流不够，或者我们透明度还不够高。

应该说中国在任何一个债券市场，交易员每天在他做交易的时候，已经在心目当中有一个收益率曲线了，不能说一定要市场中出现一条曲线才说有这样的曲线。如果非要从有型的曲线来说，中国 1999 年开始就推出了最早的国债收益率曲线。我们编制的收益率曲线，中国、全世界、整个金融行业都在大规模使用，直到去年 11 月份中国财政部采用我们的曲线作为中国的国债收益率曲线来发布，得到最高的认可。

当然认为中国的国债市场发展还有一些问题的论点也有它的道理，主要依据是在现在中国国债市场的中长期，尤其是长期市场的价格点，还比较缺乏。主要原因是长期国债的流动性。换一种说法，中国长期国债流动性还不太高。这个不太高有好几方面我们的体会。

首先是制度上的原因，没有给国债明确金融市场功能的定位，这应该说是财政部现在面临的一个比较大的问题。我们知道国际上很多国债的管理部门，明确国债发行要担负一定的金融功能，在中国还没有这个，这是一个政策上问题。

再就是财政部的国债发行，现在比较关注的是 1、3、5、7、10 这 5 个期限的国债的存量和流动性。对于中长期，尤其是长期，20 年、30 年、50 年的发行，还不够充分。但

是从我个人角度来说，如果要求中国财政部在 30 年、50 年都要做到像美国财政部那样的发行，恐怕也有点难度。因为即使在美国，它的长期国债发行也就做到 30 年。国际上真正做到 50 年的没有几个国家，中国是一个、英国是一个，还有另外一个国家现在想不起来了。很多国家国债的关键期限只有两个，比如说日本，日本只有一个 5 年、10 年。中国现在做了 5 个关键期限的发行已经相当不容易了。中国财政部也在努力提高长长期国债的发行利率。我们可以预期，如果长期国债发行量能够在发行规模和频率上进一步提高的话，就从一级市场发行这个角度，给市场流动性提供了一个比较好的基础。

到了二级市场上，中国的情况是商业银行大量持有长期的国债，实际上许多国债的品种都由商业银行大量持有，这是因为中国商业银行是债券市场最大的玩家，这是一个客观的现实。商业银行不愿意把长期的国债放到它的交易帐户做交易，主要是因为好几个因素。比如说，它们觉得长期国债利率的风险比较大，现在中国也没有比较好的利率管理工具，市场也不是非常发达，所以它们把大量的长期国债都放到持有到期，这也是阻碍流动性的主要原因。

长期国债流动性比较低还有一个原因，应该跟中国做市商制度也有关系。我们目前只要求做市商对 1、3、5、7、10 中短期国债进行报价，对于长期没有要求它报价。如果将来人民银行和财政部能够明确要求做市商对长期的国债，比如说 30 年、50 年，进行报价，它的流动性也能够起来。实际上，10 年以下国债流动性，以我们的观察来看，还是相当不错的。

马骏：牛玉锐讲了很多原因，包括财政部没有发行足够

长期的中长期债券，银行过分持有到期这些债券，还有做市商的问题等等，这些都要进入到以后课题研究当中去。我们还有 7、8 分钟的讨论时间。

马国南：刚才讲到软预算的问题，听你们观点以后，地方政府和国企对利率的反应跟私营企业是不一样的，这是不是会影响到无风险利率？今天牛先生讲的 1、3、5、7、10 年期限，你把时间拖太长不一定是好事情。人民银行也好，财政部也好，是不是有一个 3 个月或者 6 个月的这样一个时间？

Louis Kujis：我想提一个问题，问一下牛先生，在成熟的系统中经常说收益率曲线反应的是市场认为未来短期利率将是多少。在中国你认为收益率曲线反应的是什么？它能告诉我们什么？它反应的是哪一种潜在的利率，或者反应的是央行政策的哪一个方面？

Alfred Schipke：刚才洪浩老师讲收益率曲线，我们看了一个很漂亮的图表，看到新政策公告之日，收益率曲线整个下移。不知道你做这个研究，怎么评估整个收益率移动的现象？我们也经常看到，实际上所做的公告和前瞻指引无关，尤其是当市场假说不成立的前提之下，收益率曲线代表什么？另外一个问题，我不知道大家能不能回答。有大量信息出来，前几天收益率曲线上移，谁能解读一下？

洪浩：我想要告诉大家一个关于数据曲线的故事。从央行的角度，收益率曲线能够反应政策的意图，但是在中国关键在于沟通。我们做前瞻性指引，我们可以做这个曲线，验证这个曲线。央行是高度前瞻的，但是市场并不理解货币政策，不理解央行政策背后的用意，所以市场是往后看的，不是往前看的，他们以为政策总是同样的，但是如果冲击，

比如速度冲击、流动性管理，市场就会感到紧张，因为不知道央行接下来会做什么。所以对于收益率来说，如果你认为收益率曲线有问题，关键问题在于央行和市场的沟通之间，这是唯一我们可能需要改进的。第二我想强调的，我们不仅有债券的收益率曲线，我们还有储蓄利率的曲线，或者储蓄收益曲线，有不同的期限的曲线。我们还关心哪一种曲线更可以进行货币政策的传导。

Raphael W. Lam: 保险型的企业，特别是寿险型的企业，他们可能成为长期债券的购买者，因为他们长期持有的期限是很长的。一般来说，在成熟市场和新兴市场的保险公司以及主权债券市场的参与者，在帮助这个市场成熟时都能起到很好的作用。另外你也谈到对于某一个交易方，债券市场的流动性不是特别好，它有自己的对于收益曲线的看法，能不能做一个区分，这些交易者对于央行的政策或者对于通胀的期望，他们是用什么样的理论来做出预期的呢？

牛玉锐: 我先回答刚才马先生提出的问题，增加短期国债发行的问题。就我个人所知，已经在中国财政部发债的规划当中了。按照中央决定，他们准备在 2017 年之前，把中国的关键的收益率曲线进一步丰富。现在中国的关键期限是从 1 年期到 10 年期，他们下一步肯定要丰富的，从短端到中长端。

第二，我想回答一下最近两次降息之后，国债收益率曲线为什么反而上行这个问题。刚才洪浩做的事件研究，跟很多事件研究方法都是一样的，如果一个消息早被市场预期到，等到它发布之后市场不会出现明显变化，甚至是反向的，这在研究文献中都已经证实过了。最近中国央行的两次降息是在市场预期之内的事件，市场是这么来解释的。

马骏：关于短期利率的预期，就是洪浩的模型里计算短期利率的方法，它分解了比如说 10 年的收益率，分解成三个部分：一个是通胀的预期，一个是未来实际利率，还有一个是期限溢水。

关于马国南先生提出的问题，软预算限制是否影响到无风险利率，这取决于我们讲的是哪一个无风险利率。如果是债券收益率，它是不会影响的，因为这跟国企和地方融资平台是无关的。但是软预算限制确实减少了地方融资平台的融资成本，所以他们会借太多。而对于中小企业来说，是把这个融资成本推高了。

我觉得我们这一部分讨论差不多就到这里为止。

专题讨论三：中小企业的融资成本

乔依德：我们今天最后一个专题讨论是“中小企业融资成本”。大家都知道对于中小企业来说，获得融资是一个世界性的问题，但是对于中国来说这个问题可能特别突出。对于中小企业来说，融资的成本要高于大企业，获得融资仍然是一个挑战。所以我们今天想在这里讨论，为什么中国会有这样的情况？我们需要采取什么样的改革来解决这些问题？如果我们把利率完全自由化，对于这个问题会产生什么影响？我们在这个会议中讨论这些问题。

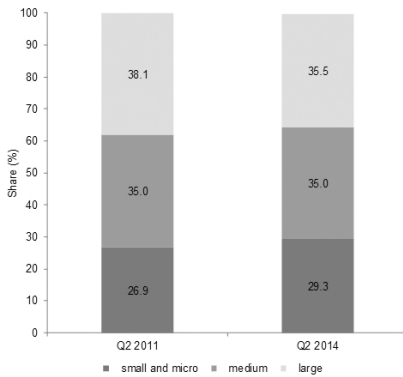
这个环节的第一位发言人是苏格兰皇家银行中国首席经济学家高路易先生。

高路易：金融改革、借贷成本和中小型企业

高路易（苏格兰皇家银行中国首席经济学家）：非常感谢！我要感谢中国人民银行和 IMF 能够邀请我与会。我这里想做一些介绍，也想提出一些问题，就是关于货币政策和中小企业贷款成本的联系。

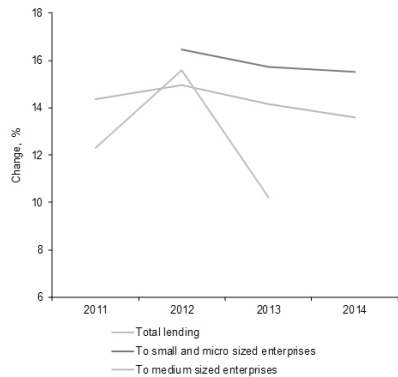
首先，我想提一个数据方面的问题和数据之后的一些道理，如果我们看总的一些数据，银行向中小企业贷款这些数据，我听到很多抱怨，但实际上数据看起来没有这么糟。

数据表明贷款给中小企业是充足的



Source: CEIC, PBoC, RBS

贷款给小型或者微小型企业的趋势正在上涨



Source: CEIC, PBoC, RBS

图 1：关于中小企业的贷款

看不同类型企业贷款的情况（图 1 左边），这是根据不同规模的企业来分类的。实际上我们看到，2011 年第二季度，所有的银行业贷款贷给小微企业的比例大约是 27%。而在 2014 年这个比重更高一点，几乎达到 30%。

如果你看小型或微小型企业的贷款增长速度以及它跟

整体贷款增长的关系（图 1 右边），实际上它增长的速度比整体贷款增长速度要快得多，似乎这里没有什么问题。

接下来我就讲这个数据的具体方面。在中国金融数据里面，怎么定义中型企业、小型企业、微型企业，这不是一个小问题。实际上不同的行业有不同的标准。

注：大型、中型和小型企业须同时满足所列指标的下限，否则下列一格；微型企业只须满足所列指标中的一项即可。

Industry	Indicator	Unit of measurement	Large	Medium	Small	Micro
Farming, forest, herd, fishery	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥20000	500≤Y<20000	50≤Y<500	Y<50
Industry	Employees (X)	Person	X≥1000	300≤X<1000	20≤X<300	X<20
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥40000	2000≤Y<40000	300≤Y<2000	Y<300
Construction	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥80000	6000≤Y<80000	300≤Y<6000	Y<300
	Total asset (Z)	10000 yuan	Z≥80000	5000≤Z<80000	300≤Z<5000	Z<300
Wholesale	Employees (X)	Person	X≥200	20≤X<200	5≤X<20	X<5
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥40000	5000≤Y<40000	1000≤Y<5000	Y<1000
Retail	Employees (X)	Person	X≥300	50≤X<300	10≤X<50	X<10
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥20000	500≤Y<20000	100≤Y<500	Y<100
Transportation	Employees (X)	Person	X≥1000	300≤X<1000	20≤X<300	X<20
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥30000	3000≤Y<30000	200≤Y<3000	Y<200
Warehousing	Employees (X)	Person	X≥200	100≤X<200	20≤X<100	X<20
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥30000	1000≤Y<30000	100≤Y<1000	Y<100
Postal service	Employees (X)	Person	X≥1000	300≤X<1000	20≤X<300	X<20
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥30000	2000≤Y<30000	100≤Y<2000	Y<100
Lodging	Employees (X)	Person	X≥300	100≤X<300	10≤X<100	X<10
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥10000	2000≤Y<10000	100≤Y<2000	Y<100
Catering	Employees (X)	Person	X≥300	100≤X<300	10≤X<100	X<10
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥10000	2000≤Y<10000	100≤Y<2000	Y<100
Information transmission	Employees (X)	Person	X≥2000	100≤X<2000	10≤X<100	X<10
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥100000	1000≤Y<100000	100≤Y<1000	Y<100
Software and IT services	Employees (X)	Person	X≥300	100≤X<300	10≤X<100	X<10
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥10000	1000≤Y<10000	50≤Y<1000	Y<50
Real estate	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥200000	1000≤Y<200000	100≤Y<1000	Y<100
	Total asset (Z)	10000 yuan	Z≥10000	5000≤Z<10000	2000≤Z<5000	Z<2000
Property management	Employees (X)	Person	X≥1000	300≤X<1000	100≤X<300	X<100
	Operating revenue (Y)	10000 yuan	Y≥5000	1000≤Y<5000	500≤Y<1000	Y<500
Leasing and business services	Employees (X)	Person	X≥300	100≤X<300	10≤X<100	X<10
	Total asset (Z)	10000 yuan	Z≥120000	8000≤Z<120000	100≤Z<8000	Z<100
Others	Employees (X)	Person	X≥300	100≤X<300	10≤X<100	X<10

图 2：从数据看潜在趋势如何

从这个表格可以看出，不同的行业实际上有两套标准，一个是基于营业额，还有的行业看的是雇佣的员工数量。所以你要找到一个规律是很难的，这方面我也不是专家，所以我不想下什么结论。但是最近有一个问题一直困扰着我：我们知道地方政府融资平台因为在最近几年积累了相当多的债务，它们通常被分类成为公司，是国企这种类别，他们没有很多员工。你如果看最后一行，这一行里其实包括了在基

基础设施行业里的公司，如果你是基建行业，如果你是地方政府融资平台，你的工资单上只有 8 个人，不管你的营业额有多大，你借的钱有多少，都会被认为是一个微型企业。我对这个不了解，我没有办法对这个发表意见。但是我有一些困惑，能否将小微企业贷款数据以及大家观察到的现象统一起来，因为这两者都在发生。

其实好几位发言人今天都谈到过，我们在谈货币政策以及它对于实体经济参与方获得贷款难易程度的影响，实际上对不同类型的企业，是有不同的影响的。当然这跟利率变化肯定也是有关系的。还有就是在不同的时间也有不同的表现，比较著名的例子是，利率下降后银行间利率反而上升了。媒体经常会提问题，基准利率下降是不是真的传导到了实体经济呢？当然是这样的，对于许多类型的企业都是这样的，有很多的企业是从主流的银行业贷款，所以它们肯定是看到贷款利率是下降的，因为基准利率下降，它们贷款利率也下降。但是我们知道，也有一些企业的贷款是基于影子银行的体系，它们依赖的是银行间的利率，情况就完全不一样。所以这就让我考虑金融改革和货币改革对于中小企业获得贷款会有什么样的影响。

我想简单说一下。在我看来，现在我们正在转向一个更加以利率为基础的货币政策，而不是像以前那样过于重视量化的措施，这不一定会降低中小企业的利率，但是应该会帮助他们更好地获得贷款，所以这是一个好事。因为现在有一些量化的限制，中小企业通常是被排在优先级最后的，他们没有得到的足够重视，很难获得这个信贷，这不是一个很公平的环境。当然，这仅仅是我个人的意见。

近年来，一些大银行不愿意贷款给中小企业，这意味着

我们需要建立一些特殊的机制服务于这些中小企业。我觉得这是有道理的，因为很多其他国家都有这样的做法。但同时，我们也想强调，在多数成熟的金融体系里面，多数中小企业的贷款还是由主流的银行来做的。这有很好的理由的，因为它们有专业知识，有风险管理体系，有这方面的很多经验，所以它们在给中小企业贷款方面实际上具有很强的竞争力。从这个角度来说，中国越是向一个基于利率的体系转型，实际上它的银行业在向中小企业贷款方面也更有竞争力，我们竞争环境就会更加公平，中小企业也能更多地得到主流银行的重视。我不仅仅谈到中国的情况，在其他国家也做过分析，其实全球都有中小企业融资的问题。

但是归根到底，在许多国家，一般来说大银行有专门的部门，在这方面做得特别出色，把高科技风险管理策略与本地对于公司的了解结合起来，能够尽可能在贷款时做到利益最大化，并且使资本以恰当的方式流向中小企业。我觉得如果中国能够减少量化方面的政策，肯定也会往这个方向走。同时，还要考虑其他方面的措施，如信用评级、融资担保等等方面的措施。

其他方面的一些措施也会产生积极的影响，这可能是在金融部门之外的措施，比如行政方面的精简，流程的简化。目前政府还是比较重视这方面的，李克强也专门指出政府要重视这一方面。另外，可能还需要进一步深化改革，在国企和其他公司之间打造一个更加公平的环境，在监管方面能够一视同仁，当然这不是我们今天会议讨论的主题，所以这个我就不细讲了。谢谢！

乔依德：谢谢！你讲了一个非常有意思的观点，首先展现了你收集的数据，而且这些数据和我们的常规理解和感知的

不一样。也就是说中小企业不见得就真有融资难问题，这一点我们可以进一步探讨，尤其是从银行融资的角度可以进一步探讨。

另外你也讲到，按逻辑来讲，因为大的银行不愿意去贷款给到中小企业，所以企业自然而然就会去找中小型金融机构解决这个问题。但是按你的经验，在其他国家，尤其是发达国家，主流的金融企业其实很喜欢给中小企业放贷，因为它们有相应的技能进行很好的风险评估，我觉得这也是很有意思的一点，我们一会可以再探讨。

接下来我们就请下面一位发言人，中国人民银行研究局副局长王宇！欢迎！

王宇：融资难、融资贵的结构性原因与对策

王宇（中国人民银行研究局副局长）：大家下午好！很高兴也很荣幸今天能参加重要的会议，前面听了各位专家的发言，很受启示。下面我发言的题目是“融资难、融资贵的结构性原因与对策”。

这里面主要有三个问题。第一，这个问题是怎么提出来的，我们为什么提出融资难、融资贵这个问题。第二，对中国面临的融资难、融资贵的问题进行一些理论分析。第三，提出一些相应的对策建议。

下面先看第一个问题，这个问题是怎么提出来的？

实际上中小企业融资难、融资贵是一个很受社会关注的热点问题，不仅在中国，而且在国外都很受社会关注。到目前为止，中国国内关于中小企业融资难、融资贵的讨论还存在比较大的分歧。有人认为，这是一个总量问题，应当通

过加大经济刺激力度来解决；也有人认为，这是一个结构问题，必须通过深化经济改革来解决。这些讨论关系到今后中国宏观经济政策的趋向，关系到中国未来实体经济和金融市场的发展，所以需要讨论清楚。实际上，中小企业融资难、融资贵在很多国家都曾经存在过。最近在我国它之所以成为一个比较突出的经济甚至社会问题，有其特殊的历史背景。我们都知道，2012年以来中国经济从高速增长进入中高速增长，随着中国经济增长速度的放缓，过去被高速度掩盖的一些深层次结构性问题和体制性问题逐渐暴露出来。中小企业融资难、融资贵是这些问题的集中反应，这是我个人的看法。也就是说，中小企业融资难、融资贵的根本问题不是总量而是结构，这个结构问题不同程度地存在于我国的体制、产业、企业和金融等各个方面。

下面就融资难、融资贵的具体原因进行分析。

我们先从经济体制看，有两种预算软约束共同推高了中小企业的融资成本。一种软约束就是科尔耐的预算软约束，在产权制度不善的情况下，由“父爱主义”而产生的投资饥渴症，形成资金黑洞。一些国有企业和地方政府融资平台的预算约束软化、运行效率低下，占用大量信贷资源却不能向社会提供相应的资金回报，造成资金供需紧张，推高了企业融资成本。另外一种软约束是科伊的预算软约束，是由于政府的隐性担保，使那些无望恢复升级的企业免于破产倒闭，形成僵尸企业。

如果从产业部门上看，房地产市场的挤出效应和产能过剩行业的沉淀效应，这两个效应一起推高了企业的融资成本。一方面随着房地产价格的上升，大量资金涌入房地产项目，对中小企业融资形成挤出效应。根据2013年末的统

计数据，在人民币贷款余额中，房地产贷款占了 20% 以上，当年房地产新增贷款占全部新增贷款的 28%。另一方面，我国产能过剩问题也比较突出，产能过剩行业投资收益率低，资金周转速度慢，形成大量资金沉淀。有关数据显示，2014 年上半年，我国工业企业产能利用率只有 78%，处于 2006 年以来的史较低水平，其中钢铁、水泥、电解铝、光伏等行业产能利用率还不到 50%。这是从产业部门看。

我们再从企业部门看，现在企业存在较高的杠杆率和较低的利润，共同推高了企业融资成本。一方面企业杠杆率上升比较快，2007 年我国企业部门的杠杆率已经达到 97%，2013 年大幅上升到 118%。另一方面，现在企业的盈利能力却出现了下滑，中国工信部最近发布的报告显示，2014 年我国企业的毛利率由 2013 年的 19% 下降到 16.3%。高杠杆率与低利润率的矛盾导致企业还本付息能力下降，相应它的融资成本就会上升。

从金融部门看，银行部门的负债成本上升和风险溢价上升，共同推高了企业的融资成本。这些年我国的利率市场化改革加快，而国际经验表明，在利率市场化打破金融抑制的过程中，往往会伴随着利率水平的一个阶段性的上升。在商业银行负债成本增大的情况下，贷款作为其主要的资产运用方式，金融机构贷款利率往往存在上行压力。

另外根据银监会的数据显示，到 2014 年三季度末，商业银行不良贷款余额和不良贷款率都在上升，在这种情况下，金融机构通常会采取提高风险溢价的方法来覆盖未来潜在的损失。

下面是第三个大问题，就是相关的对策。

从以上分析可见，目前我国中小企业融资难、融资贵的

问题是结构问题，是经济转型中结构性矛盾和体制性矛盾的集中表现。要真正解决这一问题，加大经济刺激力度会适得其反，深化经济改革才是唯一的选择。相关的对策是：

第一，要完善产权制度，健全公司治理结构，形成企业部门和金融部门的预算硬约束。

第二，加快国有企业改革，加快财税制度改革，加大对中小企业的税收支持力度。

第三，打破金融垄断，降低金融市场准入门槛，支持民间资本进入金融领域。发展直接融资，建立多层次资本市场，鼓励金融创新，推出更多适合中小企业的金融工具。

第四，加快发展民营银行等中小金融机构，支持商业银行通过社区、小微支行和手机银行等提供多层次的金融服务，鼓励互联网金融向小微企业提供规范的金融服务。

第五，建立普惠金融服务体系，适应小微企业的需求，推动具备条件的民间资本，依法发起设立中小型银行等金融机构，鼓励国有和股份制金融机构开拓小微企业市场，建立大中小型金融机构并存的普惠金融机构体系。

最后一点，也算是一个小结。从根本上讲，产权明晰是市场交易的基础，其实只有明晰的产权，它才能够有真正的交易。优胜劣汰是市场配置资源的要意。通过硬化预算约束，促进市场竞争，淘汰落后企业，出清过剩产能，消除金融抑制，打破金融垄断，使资源从效率比较低的地方流向效率比较高的地方，这是一个国家实业发达、市场繁荣的根基，也是解决中国的中小企业贷款难，融资贵的根本。以上是我的发言，仅仅是我个人的见解！谢谢大家！

乔依德：非常感谢王宇女士！她做了非常简洁的发言，给我们分析了非常复杂的问题。她的结论是，中小企业融资

难不是总量的问题，而是结构性的问题，我觉得在某种程度上可能和刚才高路易先生讲的比较类似。另外她也分析了在中国融资难的一些具体原因，简单总结一下，包括经济体系、预算约束、产能过剩、房地产行业占用资金等等。从企业的层面看，杠杆率高，盈利能力低也是一个原因。此外金融行业里，由于不良贷款增长，因此希望有更高的风险溢价，这些都是非常好的进行下一步讨论的切入点。

我们下一位发言人是中国人民银行研究局货政处处长牛慕鸿。

牛慕鸿：中小企业融资成本较高的制度原因

牛慕鸿（中国人民银行研究局货政处处长）：非常感谢会议主办方给我一个机会，在这里跟大家分享一下有关中小企业融资成本的一些因素分析。近两年我一直在关注这个问题，刚刚关注这个问题的时候，我尝试用一个经济学的方式，用一个数量或者比较技术性的方式来研究这个问题，但是近两年我发现这种尝试失败了。谈到中小企业融资问题，在分析问题中出现很多的困境，很多的矛盾，最大的矛盾体现在三个方面。

第一个矛盾，总量和结构之间的矛盾。刚才王宇女士已经对这个问题做了很很详细的阐述，我就不在这里展开了。

我们面临的第二个问题在于宏观和微观的矛盾，刚才 Louis Kujis 提到一个观点，是从宏观上给我们一个结论。微观上我们发现很多中小企业向市场上不停地发出一个声音：我得不到钱，或者我拿到贷款的价格非常高。这是一个很大的矛盾。刚才 Louis Kujis 还提到另外一个问题，地方融

资平台雇员很少，它符合我们对小微企业分类的标准。从另外一个角度讲，我们把这一部分贷款从现有的统一口径剔除后，还得出一个结论，小微企业贷款规模的增速依然高于社会平均的贷款增速，证明 Louis Kujis 提出的论断——总量是不缺的。这就是宏观和微观的矛盾。而且在这个宏观和微观矛盾中，我们又面临另外一个矛盾，融资难和融资贵实际上是两个不同的问题，融资难是一个融资可得性的问题，而融资贵则是一个价格的问题。融资难很可能会被归结到一个结构性的问题。融资贵是总量问题还是结构问题呢？这是放在我们面前的一个很大的难点。

第三个大的矛盾就是长期和短期的矛盾。我们谈融资难和融资贵的问题，不是今天才开始，过去 10 年，我刚开始从事金融学学习和研究的时候，我一直在关注这个问题。为什么在短期内这个问题又得到了如此多的关注，成为市场如此关注的焦点呢？我觉得研究中小企业的融资问题，还是回到我刚刚给大家表达的一个观点，它很难用一个完整的经济学的数量统计的规范方式来研究。因此我只能在这里跟大家讲故事，讲故事可能是很不完备的，希望大家能够谅解。

谈到中小企业融资环境的时候，我们做一下国际比较。我们按照 IFC 国际金融公司向 G20 首尔峰会提交的报告，他们发现在 G20 新兴经济体中，中小企业从正规金融机构获得融资的比例为 10%—15%，是不是和中国金融结构发生一个不匹配呢？这是第一个国际比较。

第二个国际比较，把信贷可得性再做一个国际比较，中国的信贷可得性在 2014 年全球经营环境报告当中排位是 96 位，它是不是和我们现有的金融结构有一定的冲突。下面我尝试从原因分析的角度给大家讲一个简短的故事。

➤ 根据世界银行国际金融公司（IFC）中小企业融资工作组2010年9月向G20首尔峰会提交的报告，G20国家新兴经济体中，小企业从正规金融机构获得过融资的比例为10%~15%。从我国情况看，根据西南财经大学中国家庭金融与研究中心2013年的调查数据，在全国范围内，小微企业获得过银行贷款的比例为46.2%，远高于其他新兴经济体。

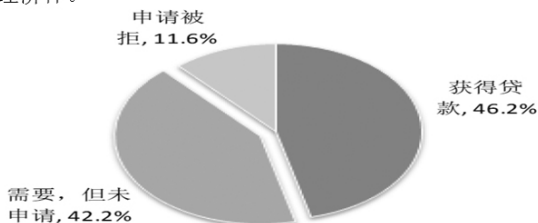


图 1：中国小微企业的银行信贷可得性

➤根据IFC《2014年全球经营环境报告》对全球189个经济体的排名，我国中小企业综合经营环境排96位，但信贷可得性单项排名列73位，高于综合排名

	2014年营商环境综合排名	信贷可得性排序
美国	4	3
英国	10	1
德国	21	28
日本	27	28
法国	38	55
南非	41	28
俄罗斯	92	109
中国	96	73
巴西	116	109
印度	134	28

图 2：小微企业融资环境的国际比较

我个人认为中小企业融资难有三大问题值得我们从金融角度来分析。第一，中小企业融资难是一个非常复杂的问题，它不仅仅是资金成本的问题，更是一个综合的概念，

还包括融资的交易成本。从 2007 年以来长期的大数据观测我们发现，资金成本近 5 年来没有发生大的变化，对于中国规模最小的微型企业而言，这个利率一直在 7% 左右，资金成本一直在 7% 左右。最大的问题来自哪里？来自于我们下面讲的第二个问题，就是融资的交易成本。这个交易成本包括的内容非常广泛，比如说评估费、抵押担保费、抵押质押的登记费，很多项目，列起来大概有 20 项左右。经过我们实际调研发现，这些项目加在一起有可能达到 20% 的成本的程度。刚才也有专家说，小微企业在市场上的融资成本有的最高可能达到 40%。大部分的成本来自于哪里？来自于融资的交易成本，而不是从金融机构，尤其是正规金融机构的所谓资金成本。这是我认为从金融角度来讲，第一个需要分清的概念。

❖ 融资成本是一个综合的概念

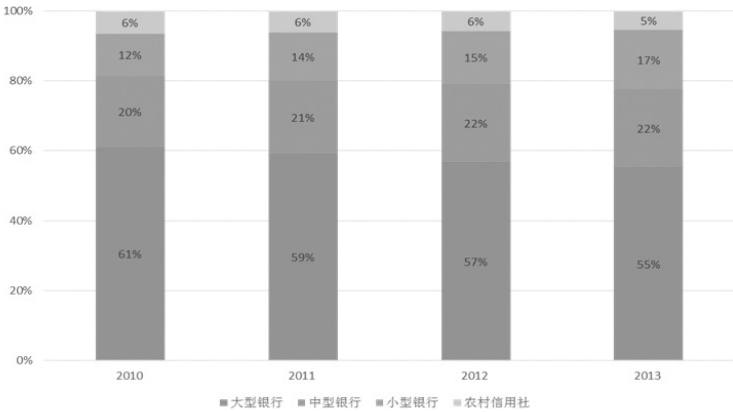
$$\begin{aligned} &\text{➤ 融资成本} = \text{资金成本（贷款利率、债券发行利率等）} \\ &\quad + \text{融资交易成本} \end{aligned}$$

- ❖ 对一些中小企业或者风险较大的项目，融资交易成本占比较高。如果通过资产管理公司或其他公司担保，这部分增信费用可能高达 7%~8%，在加上其他第三方收费，总体成本接近 20%。

图 3：中小企业融资成本的构成复杂

第二，就是我们通常所讲的经济发展结构对中小企业融

资的挤出效应。这个挤出效应刚才王宇女士在演讲中已经做了非常详细的描述。在中国过去 30 多年经济高速增长的过程中，我们主要依赖于投资，这就造成了资金供求的所谓紧的平衡，这个平衡是非常紧的，大项目、大企业相对比较有优势，实际上削弱了中小企业的融资能力。在经济处于下行阶段的时候，中小企业面临很多困难，比如面临经营的困难，面临原材料价格上升的困难，这些实际上是企业硬约束的成本，它只得把自己的经营困境更多归结于融资成本。因此融资成本实际上是经济下行过程中，中小企业面临的困境的一个综合表现。

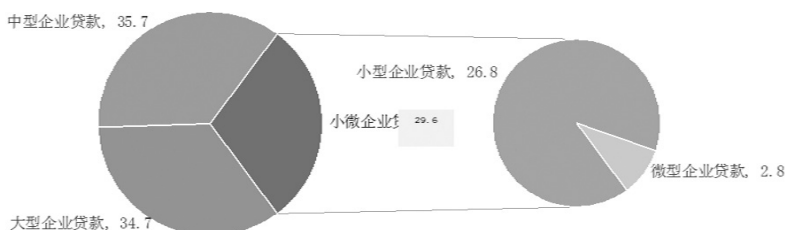


各类银行金融机构资产比重结构 (%)

图 4：金融市场存在结构性缺陷：大银行主导的银行结构

第三个金融结构缺陷，在于中国现有的银行结构是以大银行主导的银行结构。刚才乔依德秘书长也提到这么一个问题，中小企业融资是不是要依赖于大银行，这是一个值得考虑的问题。按照一般理论描述，中小企业的融资应该和中

小银行业金融机构相匹配，这是所谓的最优金融结构理论告诉我们的结论。中国以大银行主导的银行结构，实际上使中小企业在市场上处于一个相对不利的地位，在这样一个不利地位上微型金融的供给又不足，因此中小企业融资成本问题在现有的金融结构下显得更加突出。



2014年9月末大、中、小微企业人民币贷款占全部企业贷款比重

图 5: 金融市场存在结构性缺陷: 微型金融供给不足

信用担保体系不健全，增加了小微企业融资的风险成本：

- 小微企业缺乏有效的抵押物，贷款过度依赖传统的抵押押
- 过度依赖于商业化的第三方担保机构

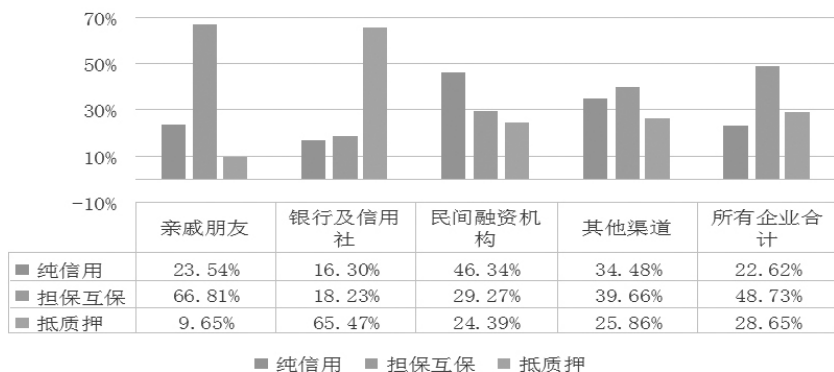


图 6: 信用担保体系不健全

第四，是中国的信用担保体系。信用担保体系增加了小微企业融资的风险成本，贷款过渡依赖于传统的抵押质押，过渡依赖于商业化的第三方担保机构。更多是依赖于抵押和质押，2/3的贷款必须依赖于抵押和质押。

从这个金融结构来看，如果我们需要缓解中小企业、小微企业融资难的问题，有几个可供选择的政策选项。

第一，我们应该为小微企业创造一个良好的融资环境。在这个结构下，通过总量注入流动性的方式很可能达不到降低小微企业融资成本的目的。因此，我们应该维持一个稳健的货币政策，为市场保持一个相对适度的流动性环境。

第二，我们应该丰富满足小微企业融资需求的金融生态，在这个金融生态中，要增加微型金融的供给，建立一个覆盖广泛的微型金融组织。应该推动商业银行面向小微金融做一个战略转型。

我们也需要积极推动利率市场化。这个时候可能出现另外一个问题，利率市场化的过程中，很可能会进一步会恶化小微企业的融资环境。从中国改革的大趋向而言，我们希望坚持一个市场化的改革趋向，通过市场自发的作用，比如把刚才王宇局长所说的僵尸企业从市场中清除出去。这实际上有利于中小企业融资。

我们还希望加强小微企业信用诚信体系。人民银行也在做这么一个尝试，我们增加质押贷款的登记系统，这个系统可以为现在不能进入信贷市场的小微企业提供更多的融资机会。这个工作我们从2013年开始做，目前已经取得比较好的成效。

这是我对中小企业融资的一个简单分析。还是回到我最早讲的，我们讲一个故事，故事永远是不完备的，肯定会出

现很多无法量化的因素。我们也希望通过改革，通过未来中国金融的发展来逐步解决这些问题。谢谢大家！

乔依德：非常感谢牛先生！他的发言充分印证和支持了前面王宇老师所讲的内容，而且这两篇发言可以说是互为补充的。对我个人来说有两点特别有意思，第一，他用国际比较来说明中国小微企业的融资困难其实没那么严重。另外，他用了一个算式算出总的融资成本，就是举债成本加相关交易成本，这是个特别值得参考的信息，因为大量的成本并不是借贷成本，而是与第三方服务提供商相关的一些费用。

最后一位要发言的是瑞穗证券首席经济学家沈建光。

沈建光：中小企业融资难的化解之道

沈建光（瑞穗证券首席经济学家）：谢谢乔秘书长的邀请，我今天也学到了很多。作为最后一个演讲者其实是一个好的条件，我听前面的演讲者，发现很多东西基本上都给讲到了，特别是王宇局长把结构性问题讲得非常透彻，我准备的PPT也有讲这些问题。

我准备的东西可以对一些问题提供一些印证，我有很多图比较直观地来表达融资难、融资贵的现象问题，还有关于结构性的问题。

第一，根据国家统计局的数据，中小企业在中国的作用其实是非常大的，占了97.3%的数量，城镇工作岗位80%是中小企业提供的，利润总额占比60.7%。这里有很多定义上的探讨，包括地方政府融资平台是否也算小微企业，很多企业到底是不是中小企业，这些问题还是有一些争议的。

第二，我们讲到中小企业，有一个很重要的区分，是私

有的还是国有的。因为从总的金融数量来看，对中小企业的贷款，特别是对小微企业的贷款支持其实是很大的。是私有的企业，还是国有的，或者地方政府的企业，这里边的反差很大。

图 1 是 IFC 做的调查。你可以看到中国私营企业的初创阶段，基本上都是靠自我融资，很难得到银行支持。根据招商银行做的调查，银行对一般的中小企业，基本上都要求你有担保，有抵押品，自己要有钱。遇到融资难、融资贵的问题，一般都是私人企业，利率水平基本上在 20% 左右，基本上很平稳，一般利率就在这个水平。这也突出说明私人的中小企业其实跟国有中小企业还是有很大差别的。

融资方式/ 经营年限	自我融资	银行贷款	非金融机构	其他渠道
3年以下	92.4	2.7	2.2	2.7
3-5年	92.1	3.5	0	4.4
6-10年	89	6.4	1.5	3.2
10年以上	83.1	5.7	9.9	1.3
总计	90.5	4	2.6	2.9

图 1: IFC 对私营企业创业初期融资情况调查

从国际比较或者从理论上来看，中小企业融资难是世界性的话题。一个是担保，一个是抵押，这在中国是最重要的，对银行来讲基本上以这个为首要条件。这是中国目前的情况，也是一个全球性的问题。中国可能更多的是由于基层银行的授权有限，一层一层授权。在美国有 8000 多家金融

机构，有很多是小银行，它可以比较灵活地应对它的客户。中国基本上都是大银行，中国 100 多家金融机构，都是一些分支机构，授权有限，这是中国特别的现象。

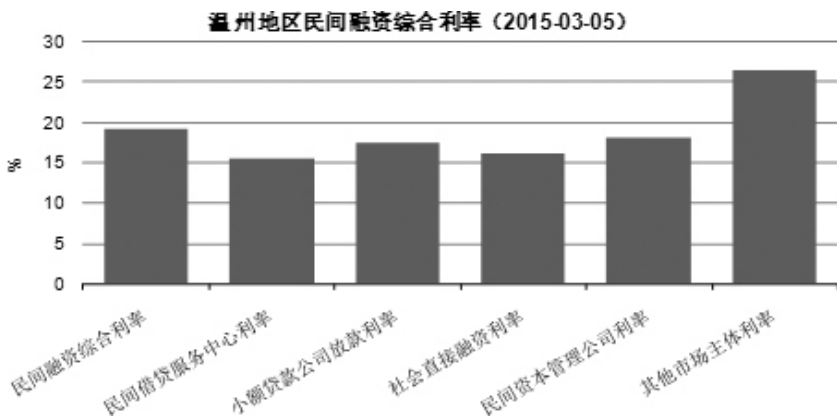


图 2：当前民间借贷利率较高

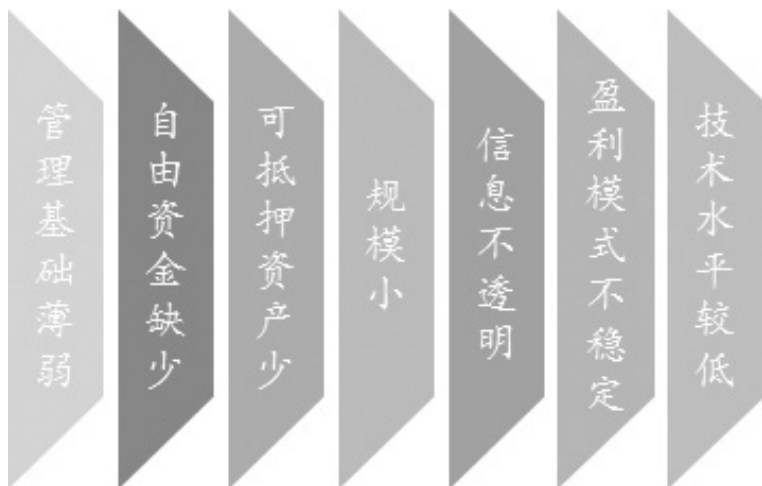


图 3：中小企业自身特点决定融资难

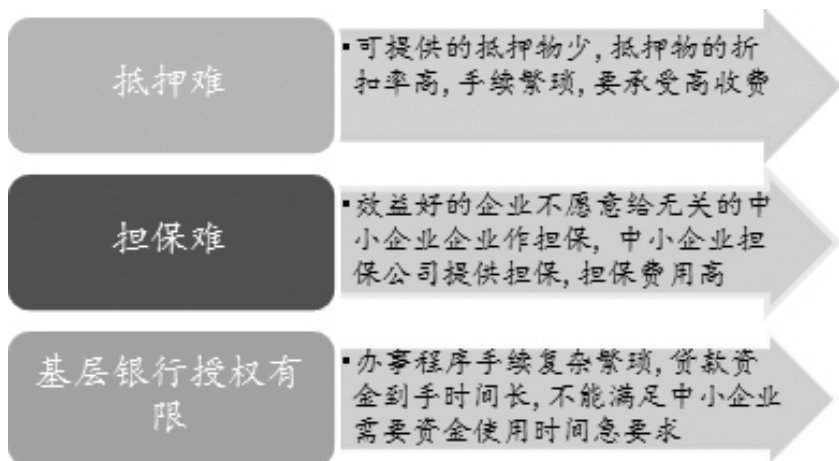


图 4: 银行管理体系限制中小企业贷款

这里我想讲一些结构性的问题。这也是中国现在利率市场化改革中出现的一个问题, 总的方向是很好的, 但是有一些结构性的问题。

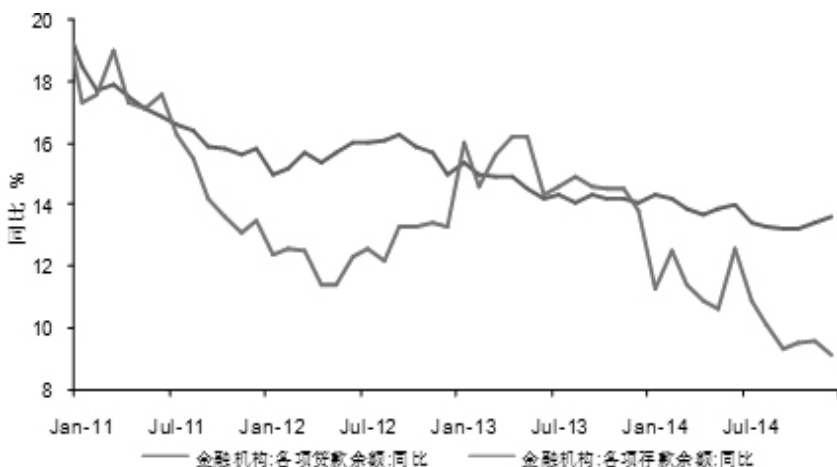


图 5: 存款流失贷款管制加大银行业信贷困境

红色那条线代表现在存款的增速，蓝线代表贷款的增速。你可以看到特别是这几年，从2014年开始，贷款的增速还是相对比较平稳的，但是在银行体系存款的增速是大幅度下降的。对于银行体系来讲，它的贷款能力就受到了制约。对银行的制约，有贷存比，包括贷存比的一些数量型限制，还有合意贷款规模。银行本身的存款在下降，能贷款出去的资源本来就有限，当然它可以有选择性，肯定是选择比较优质或比较成熟的企业，这对小微企业肯定是一个很大的压制。

互联网金融也是一个原因。影子银行的利率明显要比一年期的存款高，所以这也分流很多钱到影子银行，这个趋势以后还会继续。银行体系以后存款的增速会一直低于贷款的增速，所以对整个银行的贷款供给会有一个影响。我觉得银行还是要取消贷存比，还要大幅度降准。

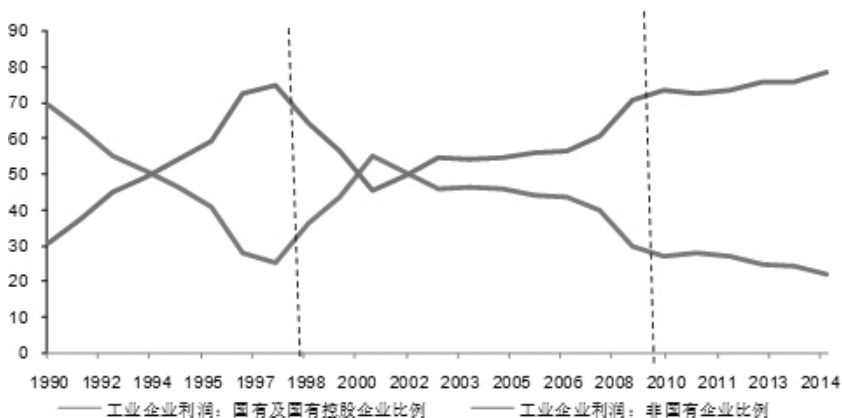


图 6: 国有企业占据较多资源，但利润不高

还有就是预算软约束，也是呼应刚才两位央行同志讲

的。现在国有企业的利润水平其实在下降，刚才王宇局长讲到整个利润水平在下降，但是国有企业的下降要远远快于私人企业。另一方面，私人企业的贷款可得性要比国有企业难。这就深刻地反映了一个结构性的问题，国有和私有之间的界限怎么打破？我自己也在困惑。

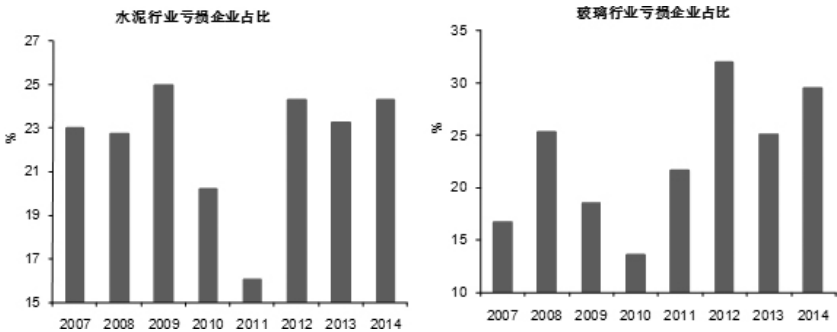


图 7：僵尸企业不乏大量国有企业

看图 7，2014 年约 24% 的水泥企业是亏损的，玻璃也是，包括钢铁也是。三年多不断的亏损，但是它的产值越来越高，这就突出反应了预算软约束。特别是去年很有意思，钢铁行业利润率很低，亏损面增加，但是钢铁产量还增加 10%，这简直有点不可思议。在这种情况下，它们靠什么生存？肯定需要大量的新贷款去还旧的，而且要填补它的亏损。整个贷款比例在下降，供给在下降，一方面又给这些产能过剩的国有企业大量贷款，房地产贷款增加很大，你说还有多少留下来给中小企业，有多少留给民营企业。这只是证明刚才央行同志的观点。我们股票融资的比例只有 3%，在全球范围内少得可怜，而且债券的比例也是非常低的 10%。整个来看，我们还是以银行为主导的融资体系，银行本身的

问题已经有这么多了，这也呼应了还是要发展资本市场。

解决中小企业融资难，国际上的经验也是需要政府的补贴，或者优惠政策，或者政府的介入，包括建立担保机构，加强对信用的弥补，建立创业板，这些中国政府也在进行。周小川行长在两会上已经讲得很清楚，利率要市场化，汇率浮动也会越来越大，包括资本管制的逐渐放开。所以整个金融改革也是走在很前面的，这里面就是怎么管控风险，特别是在利率市场化和汇率管制开放的时候。这里面利率市场化很关键，为什么银行的存款流失这么多？因为影子银行的利率市场化变相冲击存款的利率。我们看到今年财政体制改革才真正开始起步，包括中央和地方财政关系的理顺。怎么解决国企改革，方案还没有出来。国企的利润率在下降，国企的亏损数也在增加，我后来看了这些数据也很吃惊：全国国有企业亏损的已经有5万多家企业，每年都在增加。那么多亏损企业怎么去解决？亏损就意味着可能很多企业需要借新钱还旧债，也很少有动力再投新产能。

财税体制改革也很关键。中国去年年底有4万多亿的财政存款，财政存量怎么利用，怎么对中小企业进行一系列的包括对它的担保机构的财政投入，其实有很多空间可以做。但是我们看到，现在的财政支出其实是在下降的，真正的宽松财政我觉得还没有体现出来。所以总的来看，对中小企业的政策还有很大的空间，一方面积极的财政政策可以得到更大的体现，另一方面就是降准，降息。PPI现在是-4.8，企业的实际贷款现在从7降到6.8左右，其实还是很高。总的来看，货币政策，财政政策有巨大的空间可以支持中小企业的融资。我就讲到这里，谢谢大家！

乔依德：非常感谢。沈建光的发言基本上涉及了我们这

个问题方方面面，一个是把私企和国企的不同情况做了一个区别，这一点非常重要。因为之前的发言人似乎没有具体讲到这一点。另外，他还指出国企亏损企业的数量还在不断增加，而利润率在不断缩小，这其实是一个结构性的问题，而且会越来越严重。他还指出，可能由于利率自由化进程放缓，存款的比重也在下降，这也可能造成中小企业融资越来越困难。我们这一环节的发言就结束了，现在可以开始进行提问和讨论环节。

提问与讨论

马骏:我想补充一点关于中小企业融资贵的问题。各位都讲到要民营资本更多进入中小金融机构这个领域，但是没有展开。我想有必要展开讲一点比较具体的内容，就是村镇银行的准入问题。为什么讲这个事呢？我在几个地方都做了调研，到贵阳，到江西，一个村里有两种不同的金融机构，它们提供给小企业的融资成本非常不一样。第一种是小贷公司，小贷公司不可以吸收存款，所以它的融资本身就是二手的或者三手的，是借来的，融进来的成本就是12—13%，所以贷给小企业的利率就是20%左右。第二个就是村镇银行，因为它可以吸收储蓄存款，它的负债成本一般是在4%—5%，法定是在3.3%，但是给一点回扣变成4—5%，所以给小企业的利率是11%左右，比小贷公司低9个百分点。那你多搞几个村镇银行不完了吗，你融资成本不就下来9个点了吗，为什么不搞呢？理由很简单，我们银监会有一个规定，任何一个村镇银行的股权结构中，必须要有另外一家银行发起这个村镇银行，而且这家银行必

须占到 15% 以上的股份，这叫主发起人制度。这个很多年前就有，以前还必须要占 20% 以上的股份，这几年因为各方面的呼声把 20% 的门槛降到了 15%。我们就问很多民营企业企业家（他们对设立村镇银行很有兴趣），你对这个东西怎么看？他说这个东西就是使得我没法设立村镇银行，因为我找不到一家银行愿意当主发起人。银行为什么一般不当主发起人呢？你想想看，工商银行的资产是十几万亿，利润是每年 2000 亿。它如果用 300 万资本金发起一家村镇银行作为它的子公司，而这家子公司倒闭了，对它来讲是声誉上的巨大损失，说不定明天它的市值就掉下来十几个亿。但是它能获得多少利润呢？即使投下去 300 万，100% 的利润，明年也就是赚 300 万。巨大的利益不对称，使得银行不愿意发起小银行，包括村镇银行。

那又涉及一个问题，既然这成为民营资金进入村镇银行的障碍，我们为什么要搞主发起人制度？这个理由是，万一村镇银行倒闭的话，可能有系统性风险。一家银行倒闭后出现挤兑，风险我们吃不消。我们很快就有存款保险制度了，这个风险已经基本被消除。在这个情况下，其实改革可以走得快一点。当然还有另外一个问题，银监体系没有监管能力，县里面没有足够的人手。其实银监在县里面有很多人手，只要上面下决心，事情都可以办，关键是决心有多大、重要程度有多高而已。所以我想各位在座的，如果充分理解这个事，多做点研究，多做点呼吁都是有帮助的。

马国南：我有两个问题。我们这个主题的名字叫中小企业的融资成本，其实应该是借款成本，不是融资成本，我们这里讲的不是股权融资，而是借款的成本，我这里想澄清一下。

对于中小企业来说，如果是新的企业，也许股权融资是一个最好的办法。比如说德国的一些中小企业有很多年的历史，它们获得银行贷款是完全没有问题的，因为他们声誉很好。但是对于一些小的，新成立的中小企业，可能会出现骗局的问题。所以股权融资可能是最好的办法。从这个角度来看，也许融资对他们的挑战是一个好事呢。

第二个问题，我也是问所有的发言人，能不能找到一些理由，中国的中小企业借款的条件比其他企业要更难。我们把其他的理由都排除以后，跟其他新兴经济体比，跟其他一些有管制的或者放开的环境比，中国的中小企业借款真的特别难吗？

王宇：我回答一下第二个问题。马先生问中国中小企业的借款条件是不是比其他国家更难一些？从某种意义上来说是这样。因为可能只有中国才把企业分为国有企业和非国有企业，而我刚才在发言中所提到预算软约束的其实就是国有企业。非国有企业，私人企业不存在这个问题。私人企业借款或者融资的时候，比其他国家又多了一条困难。银行把钱借给国有企业，这个钱亏损了没有关系，是失误交学费。银行如果借给非国有的中小企业，可能就有更大的麻烦。我觉得这是对你第二个问题的回应，这是中国特殊的经济体制，或者说中国正在转轨的过程中，未来这个问题一定会得到解决。

你刚才说的第一个问题，其实我也认为股权融资是一个比较好的选择，而借贷其实不是最好的选择。可是问题也是同样的，中国的企业要上市，用股权融资，也需要有关部门的批准。一般国有企业就更容易一点，而非国有企业在所有制方面确实不占优，这是中国的一些比较特殊的情况。所以

你这个问题对中国来说是有意义的，也是未来我们中国经济体制改革一定要解决的。

沈建光：补充一点，我非常同意关于中小企业特别的难处。对于国有企业来讲，基本上银行坏账率很低，或者地方政府，或者国家可能会来解决。所以对银行来说，它在这个方面大量贷款之后，就挤压了对纯民营企业的贷款。在中国有一个特别情况，老板跑路了，对银行来说确实是比较大的风险。德国老板逃到哪里去？在中国就逃走了，包括以前韩国企业也跑路。在这个情况下，从宏观来讲，虽然私人企业盈利率更高，似乎应该是更安全的。但是实际情况是银行趋向于国有企业。至于股权融资的问题，这次两会的政府工作报告上提到了股权众筹，各方面资本市场也在考虑怎么融资给中小企业，新三板，新的方向已经得到最高领导人的重视，这个方面我觉得可能会有一些改善。

李麟：马老师这个问题提得非常好，我一直也在思考这个问题。中国企业的融资难，融资贵，其实在我们财务上来讲，是按投资的内部收益率来算的，是两个层次，一个是投资的股权结构，股权的投资收益率，二是资产的投资收益率。从企业经营的情况来看，说中小企业融资难融资贵，其根源是他分不清什么是股，什么是债。中国的企业家，特别是民营的中小企业家，他从工行拿的钱，然后存到建行去，说这是他自己的钱，你说这是股权还是债权？这就是这个问题的根本，如果这个问题分不清的话，你就两个层次的问题根本谈不清。

我们就说第一个层次。中国的企业融资难融资贵，从财务的融资结构来讲，小企业越小，越重成长性，一个企业的融资成本是股权加债权。如果说它的股权收益，小企业的成

长性基本上是资信标准的第一位，按三板来算现在基本上都是100%。企业的融资成本是由它的融资结构决定的。随着杠杆的增加，它的成本会降低，它的成长性会放缓。放缓以后商业银行会介入。所以我们第一个先要分清楚，企业融资难不等于银行贷款难，这个事情要搞清。因为从一个成熟体的结构来讲，种子和大田是不一样的，在种子阶段主要是种子基金，VC 一轮、二轮、三轮，然后是 Pre-IPO，Pre-IPO 前后是银行贷款的大量介入。这是融资的基本规律。融资成本跟贷款成本是两码事。

第二个就中国国内这个情况来看，其实国有企业是一个历史的概念。从现在来看，以前企业给人民银行，给银监局汇报，报表上有国有企业标识，但是随着市场化程度的加深，现在已经没有这个标识。10年前讨论这个事情，可能这还是一个大问题，但是现在这个标识已经取消了，你要统计都是个问题。现在各个银行的规范都是按照信用等级发放贷款，在信用等级里面，可能国有企业的信用等级高一点，这是一个标准问题，有这个可能。但是从我的数据来看，在经济下行期，我们陷入 PPI 和债务陷阱里，我的数据表明，越是民营企业，PPI 越下降，它的负债越高，它越愿意用负债解决它的问题。长三角最近出大量的不良企业，老板跑路的企业大部分是虚壳企业，资金都出去了。为什么跑路呢，他自己什么都没影响，只留着空壳和土地，银行愿意要就拿走，不愿意要拉到。看这个问题有两个层次，一个层次是对不同类型的企业的征信标准不一样，越小越关注成长性，越大越关注稳定性，的基本上就是这样。

你看这个问题，什么角度都行，但是越到小的这个层次，是否国企的差别不大。因为现在大部分是按照资信好坏

来说的，现在信用担保比较好的是 3A、2A 以上的，它是按这个来说的。所以我说如果考虑第三个因素的话，如果说你的资信评价低，跟债券一样，你即使贷款的话，利率都是会高于 3A、2A 的企业，这是必然的。但是为什么会要高得非常多？这是有各方面原因的。有一个原因就是我在前面在演讲中说到的，黑市对大企业和 3A、2A 以上的企业影响非常小，但是对越小的企业、对越是贷款紧缺的企业贷款影响越大。而且黑市用的是边际定价法，你资金非常紧缺，需要救命钱，比如你需要融资 2 千万，前 1 千万按银行的成本，然后你用信托，最后你还差 100 万资金，你怎么办？肯定 60%—70% 你都乐意借，因为是救命的，这样就导致标杆虚高，这是一个重要原因。谢谢！

乔依德：我也想提一个问题，刚才你们发言当中好像有一个事情一直没有提到，到底应该怎么来看民间借贷？最近江苏省有个学校让我去讲讲中国经济，我提了一些要求，能不能请一些当地的企业家和我们聊一聊。我们那天晚上吃饭，有一个人是某品牌在这个地区的总代理，去年营业额 6 千万人民币，亏了十几万，但是整个生意是赚钱的。我问他怎么赚钱的，他开始不愿意讲，笑笑，他最后还是讲了，就是民间借贷，借给人家钱，不是有四倍利率的上限规定吗？他笑笑，我有办法的，他把一笔钱打到另外一个铁哥们那里去，以后打官司也没有用，因为他帐上没有钱。就像马骏刚才讲到的，是否可以搞一些正规的民间的银行。

另外还有一个事情你们没有提到，这个事也很多。温州的家族生意做得特别好，他们互相担保，有一家不好就影响另外一家，其实其他企业的经营状况还是不错的。从你们的角度看，民间借贷，民间联保，这个情况是不是非常严重，

或者有没有什么办法解决这个问题？

牛慕鸿：首先，从对民间借贷本身的认识来讲，我们对它的态度还是比较清楚的，它应该是正规金融的一个有益的补充，在满足民营企业临时性资金的需求方面，它发挥了很重要的作用。但是部分企业把民间借贷变成一个所谓全民办金融的泛化的趋势，有脱离民间借贷小额的、短期的、有信担保的这样一种趋势，我们也比较关注这个问题。我们在民间借贷比较发达的一些地区，比如说温州，也建立了比较完备的实时的监测系统，在长三角和珠三角都有监测，对利率和融资量也有一定的监测。到目前为止，这些还没有发展到所谓的区域性或者系统性金融风险程度。

刚才你讲到联保互保，去年的时候我们有一位副所长带队，对长三角的联保互保做了比较完善的调研，得出的基本结论是：有金融风险，但还是可控的。这个有比较完整的报告，后来我们在金融论坛上把那个报告都发表了，里面有比较详细的数据，大家有兴趣可以看一下。

洪浩：谈到联保互保，我们有一个所谓网络模型，比如说你有上千家担保，我可以基本计算出来最重要的一个担保是在什么位置，重要的担保量是在什么位置，我只要保住这个担保量就可以保住这个担保范围。关于民间借贷，我们的关键认识都是一样的，民间借贷肯定是正规金融的一个有益补充。但是这里面出现一个问题，为什么会出现民间借贷，需求是不是有效地被满足了，民间借贷是不是有效需求？这可能还需要我们进一步探讨。从数据来看，如果把数据分为供给和需求两方面的冲击，融资成本的推高从供给方面来讲，其冲击可能要大于从需求方面来的，但这样的话它就没有办法回答民间借贷出现的原因。

乔依德: 如果没有进一步的问题, 我们就结束这一节的论坛。请三位主办机构代表来做总结发言。

闭幕致辞

Alfred Schipke: 非常感谢, 我简单说两点。我认为在第一节的时候, 我们谈论了利率的市场化, 说明教科书上所介绍的不同改革的排序、时间上的排序放到中国应该是不适用的, 而且无论按什么时间顺序来做, 一定会是不容易的, 会有这样那样的难度。这个过程当中会触发一些不稳定因素, 更加重要的是, 我们需要更多关注如何提高系统稳定性, 与其说要避免破产, 不如说要帮助企业和个人更好的管理风险, 要加强这方面的框架。我们都知道存款保险制度可能很快就要实施了。但是除此之外, 还有一个要素没有具备, 就是没有一个清算框架。

我们在第二节讲到货币政策传导机制。我听下来中国正在走向更加以价格为基础的的货币政策框架, 但还是会以量化工具为辅助手段。如果是这样的话, 应该要锁定什么样的利率呢? 我个人感觉, 不会是隔夜利率, 至少我听大家发言总结下来的感觉就是这样。

我们也听到有一些障碍, 目前来讲妨碍货币政策发挥应有传导作用的, 可能是存贷比, 可能是量化限制等等。对这样的一些限制, 我们应该要一一来研究, 要想办法来克服, 要取消这些限制, 而不是说接受这些限制的存在, 然后另外去实施一整套新的工具来应对这样那样的限制, 我个人会偏向于解决根本性问题。也就是说要治本, 不是去治标。还有一个措施是低成本、高效果的立竿见影的措施, 就是改进沟

通，让各方更多的在一起交流，这应该做起来很容易。

就中小企业的融资问题而言，当然这对中国来讲是至关重要的一个课题，因为现在需要推动新的增长模式，要更多依靠私营部门，尤其是中小企业来带动经济的发展。虽然对数据还是存在一些疑问，但是至少从调查中来看，所存在的最大挑战是融资困难。我个人有一些疑虑，大型国有金融机构到底是不是一个最合适的融资机构来为中小企业服务。我们可以回顾历史，20世纪初的时候成立了很多信用合作社，这是一种新型机构，专门用来克服和应对大机构为小企业服务所必然带来种种不便的困难。我个人认为，不适合由大机构来为小微企业提供融资，往往它没有这个能力去评估风险。而且有一些根本性的瑕疵存在，也可能是市场的瑕疵，政府应当发挥作用解决这些矛盾。比如说信息不对称，这是非常明显的，如果有信用局等等辅助机构和措施，可以弥补和解决这些信息不对称的问题。

另外还有一些新的挑战，像互联网融资、互联网银行，无论你怎么说，用互联网得到信息或资金来解决这些问题，最终必须要有更多的竞争，必须有更多元的金融机构，如果没有这些话，我想中小企业很难说在短期内获得更充分的融资机会。

最后，我今天特别享受我们这样一个对话，我个人也包括从IMF角度来讲，特别希望明年再搞一次类似的活动。特别感谢上海发展研究基金会和央行研究局，感谢你们。

马骏：首先我代表央行研究局感谢大家能够坚持到现在。我牵头的小组在做新的货币政策下利率传导的研究。我讲九点。

第一，今天上午姚所长提到的几个对流动性的冲击，比

如说财政的问题、春节的问题、充实点的问题，实际上都是央行对流动性预测的能力问题，当然其中包括央行和财政沟通的渠道问题。这些不需要 5 年的时间，如果好好做一下的话，应该在短中期是可以获得比较大改善的。因此在这方面做一些努力，降低短期利率的波动性是有较大空间的。

第二，新的货币框架下中介目标的决定因素中，可能可以考虑进某些数量指标。从某种程度上来讲，可以吸收 ECV 模式。具体怎么参考法，说不定可以用这种方式在确定我们短期利率目标的时候，考虑到中长期 M2 或者 M2+ 的数值。当然，这个权重不会特别大，如果权重特别大就回到原来以数量作为目标的体系了。

第三，关于李麟提到的我们怎么建立长期流动性补充的机制。这个里面我也简单回应过，存款准备金率下调是一个非常重要的作用。另外就是中长期再贷款的机制，现在国开行已经搞了一个亿的再贷款支持保障房建设。其他有些行业，我觉得也可以考虑，比如说绿色的行业，需要结构性支持等等。

第四，李麟提到的理财产品已经成为市场上的无风险利率，这在很大程度上冲击正常的无风险利率作为货币政策传导机制的作用。如何解决这个问题，我提了这个问题，但是没有人回答，下面需要我们进一步研究。

第五，央行沟通肯定在很多方面可以做得更好，但是也涉及到今天讨论的央行独立性的问题。这一方面在座的学者和国际专家们比我们想得更深一点，从国际经验的角度，而且你们说话更方便、更直白一点，如果一个央行自己不能决策未来的利率，不能决策未来的存款准备金，你叫它怎么沟通，怎么引导？美国式的独立性在可预见未来，在中国的

可行性非常小。但是有一种可以考虑的模式，货币政策委员会本身能不能有更加独立的决策功能，比如说在未来新的货币政策框架之下，十几个人组成的委员会是不是可以独立决策政策利率，如果有了这么一条，就有了底气，市场就知道政策形成机制在比较大的程度上是受委员会管制的。

第六，虽然有利率走廊，如果央行调控没有足够的可信度，你可能会不断冲击走廊的上限。即使走廊稍微宽一点，但如果你建立了可信度，实际利率的波幅也会比较小。如何建立可信度是非常有意思的问题。

第七，马国南今天上午提到的都非常有用，让我们市场化的形成机制更加完善。

第八，某种意义上帮助央行解释经常发生的奇怪的现象，比如说经济周期下行的时候，央行减了政策利率，但是小企业发债的融资成本还是往上走。这可能并不是因为央行的利率下降不起作用，它起作用了，但其他因素完全抵销了央行政策利率的作用，如何能把这两部分的作用讲清楚。

第九，关于软预算约束，下一步如何细化怎么具体使国企和平台的预算约束硬化。

乔依德：最后一个发言请余永定老师讲讲。

余永定（上海发展研究基金会学术委员会主席，中国社会科学院学部委员）：谢谢！首先对央行对国际货币基金组织，特别是对你们三个主持人表示感谢。今天的会开得非常好，含金量很高，所以我坐在这老是动脑子来听，很多东西还没有消化。如果你能吸引一大批人坐在这从头到尾听下去，而且不断动脑子，说明这个会开得非常成功，希望明年还能开这种会。

我发现在所有参会者中我的年纪最大，1960年代饿肚

子，60年代中后期文化大革命，改革开放一直到现在。我现在岁数大了之后，开始越来越倾向于相信感觉，因为人生经验丰富点了，有的时候就觉得感觉可能比较重要。我最近的感觉有点不安，我10年前跟一位朋友打赌，我说我敢保证，在2015年之前中国不会发生危机，中国经济没有问题。过年之前我就跟他要钱了，他说不对，2015年还没有过去。但我总有点不太安定的感觉。

显然中国经济是进入了一个新阶段。过去经济学界有争论，有人认为进入一个新阶段，有人认为不是这样。我认为中国确实是进入了一个新常态，你把它叫新常态也行，叫新阶段也行，这意味着中国经济不是处于周期变动的某种状态中，而确实是一个发动机要换挡了，这个时期最重要的或者最简单的标志就是经济增长速度。中国在这段时间到底能够保持多高的经济增长速度，也就是说潜在的长期经济增长速度是多少，这是需要认真考虑的。

人们喜欢把中国和日本高速经济增长的时期相对比，日本从1950年代末期到1971年，维持了14年的高速增长，平均经济增长速度是9.7%。你仔细看一下，在这14年中，日本的劳动生产率的增长速度是10%以上，日本的劳动供给的增长速度是3%，10%加3%，理论上讲就是它那个时期的潜在经济增长速度。这段时间坚持了14年，在这段时间里日本的人均收入从7千美元涨到了1.5万美元。中国现在的情况是什么样呢？跟日本非常相似，中国现在是进入了7千到8千美元这个阶段，从这点来看，中国的发展跟日本应该有相似之处。但是你比较一下中国的劳动生产率的增长速度和劳动供给的增长速度，这个差距就比出来了。中国劳动生产率的增长速度在最近这些年，特别是4万亿

刺激之后持续下降，现在大概也就 7% 多一点，假设是 7% 吧。劳动供给的增长速度现在我没有正式的数字，但是我们知道劳动适龄人口的绝对量在下降，它是一个负增长。人社部分析，三四年之后，劳动增长速度也会随着劳动适龄人口量的下降而下降。看来中国从潜在经济增长速度这个角度来讲，确实进入 7 以下的水平。所以李克强总理在报告中讲 7 左右，我觉得这是非常明智的提法。实际你的长期增长速度已经是这么一种水平了，你用强大的刺激政策，可能在某段时间让它升一些，但是最后还会掉下去，我们从 2011 年之后就不断这样感觉，希望起来，又失望。现在大部分经济学家已经接受这个现实了，中国经济增长速度进入比较低，当然跟其他国家还是比还是较高的阶段。我们的许多政策就应该适应这种形势。

现在的第二感觉，是有种似曾相识的感觉，跟过去我的历史经验相比有种似曾相识，跟 1998 年东亚金融危机发生之后到 2002 年，中国所谓的通货收缩时期有点相似。但是那时候跟现在又有一个很大不同。当时在中国的学术界发生一场争论，因为大家都知道当时中国的不良债券已经处于非常高的水平，根据非官方统计有 30% 多，有人甚至说 40% 多。虽然当时中国的公共债务占 GDP 的比例并不太高，如果把不良债券加起来，很多经济学家认为可能就超过 50%，甚至 60%，超过欧美的安全线。所以有一部分经济学家认为，不应该采取扩张性的货币和财政政策。另外一部分人认为情况不是这样的，因为你要不让财政恶化，一个重要的方法就是保持比较高的经济增长速度，同时也能够保证财政赤字占 GDP 的比例不超过一定范围。当时的数字是这样的，经济增长速度基本上是 7 到 8 左右，财政赤字占

GDP 比是 3% 以下。大家为什么假定财政赤字占 GDP 的比能维持在 3% 以下，一个关键问题是在那个时候，中国的利息率很低，老头老太太晚上排队去买国债，所以你不用太担心利息率的上升。所以 3% 除以 8%，就是 38%，中国的公共债务占 GDP 增长的比例趋于这个值。整个动态路径是稳定的，它趋于 38%，只要我能保证比较高的经济增长速度，同时保证不让政府的财政赤字失控，我就能够通过增长解决问题。

现在情况变了，我认为这样一种故事没法重复了。我们最近对企业债做了一个模拟，我们得到一个令人吃惊的发现：你现在已经不能通过经济增长来解决债务问题了。为什么呢？基本原因就是中国的经济的效益全面下降，比如说资本产出率不断提高，企业的盈利水平不断下降，另外还有所谓融资难、融资贵，利息率水平一直在上升。你把所有东西加在一起就发现，要维持 7 的经济增长速度，你就要有比过去大的投资，同时因为企业经营不好，你为了大的投资，要更多借债，分子分母赛跑，分母赛不过分子了。我们债务确实比较严重了。还有一个跟过去不同，以前是趋于稳定值 38%，现在没有稳定值，过 4、5 年就超过 200%，再过多少年就是 250%，我们看不到一个极限值，这是非常危险的，因为最后你得解决还债的问题。当然有人说我们国家有很多资产，我们卖资产能解决债务问题，这个说起来容易，做起来难。你也可以说，我宣布所有债务都作废，是不是解决问题了？它解决不了问题。所以我觉得，我们必须非常严肃地对待这个债务问题。非常遗憾的是，在上个礼拜的人大的政府工作报告中，我们没有听到谈这个问题。经济学家，特别是民间经济学家，有责任把这个话说出来。如果因为你

位置变化了不便于说这个话，这个话还得由我们来说。

刚才我们所有的讨论是为解决这个问题做贡献，因为资金的合理配置有助于改善我们的经济效益，这样的话就有可能使我们不断恶化的经济效率指标逆转。如果你不逆转那个指标，中国经济就确实进入一个长期停滞状态了。今天所谈论的这些问题，我觉得基本已经涵盖了十八届三中全会提出的所有东西，我觉得讨论非常全面，大家提出很多有技术含量的观点，我受益匪浅。从刚才讨论中，我有这么4点启发。

第一，大家都强调金融改革，特别提到利息率的市场化，我觉得大家都有一个非常明显的共识，就是市场化并不等于自由化，不等于政府不管了，放开了就完了，它涉及非常艰苦的制度建设问题。你必须要把各种各样的扭曲，建立各种各样的市场机制，再加上自由化，我们的利率市场化才真正有助于资源的有效配置。比如说从一个金融机构的角度出发，它为了利润最大化，根据各种各样的信号自己采取某种行动，从金融角度是合理的；但你不把软约束问题加以解决，金融最大化的结果是实体经济资源配置的高度扭曲。这一点共识非常重要，要知道到底哪些制度建设我们需要做，这样的话我们可以使金融改革取得圆满成果。因为金融改革一旦做不好，会引起危机，历史上很多国家的金融危机是改革引起的，至少改革是它的直接原因，所以我们绝对不能把它改坏改错。

第二个问题是关于货币政策。最近一段时间央行的货币政策，说句不客气的话，有点乱。今天讨论的是货币政策的中间目标问题，到底中间目标是什么？我记得李克强总理的报告中是 M2，我觉得这就有点问题了。我相信大家在

座的都会同意 M2，特别是 M2 里包含的储蓄存款之类的东西，是个内生变量，是不能控制的，M1 加上 M2 就更不能控制。为什么在正式的官方文件中还在讲盯住 M2？这个已经好几年都不讲了，怎么又把这个讲出来，我搞不懂。

还有大家非常夸奖结构性的货币政策，什么叫结构性的货币政策，我搞不懂。你把钱给了国开行，这叫结构性货币政策？给了多少钱我们不知道，什么条件我们不知道，国开行能不能有效用这个钱我们又不知道。你这里有没有竞争？我们说这是从欧洲学的，但人家是有竞标，我们有竞标吗？这些问题是值得讨论。否则货币政策不能推动我们的金融体制改革，不能改善我们的资源配置，使我们中国能渡过目前这段困难时期。

第三，关于债务的问题，我再简单提一提。国外有很多讨论，我们是否在这个线上，到底应该怎么看我们现在的债务挑战，我们应该有一些具体的路线图、方针方法。这方面我们做得是比较差的，特别是在政府工作报告中不提，我感觉非常遗憾。

第四，前面提到的关于 3.7 万亿美元，这个在国外讨论非常多。中国这些年积累了这么多的海外净资产，为什么我们效率下降，这是其中的原因之一。但是我们在政府工作报告中也没有涉及这个问题。可能很多外国的研究报告都是不对的，我们是不是可以跟他们纠正一下，告诉他们错在哪了。回避问题不能解决问题，所以我希望以会议为契机，把问题摆在桌上，大家开诚布公，深入讨论。不在乎马骏高兴不高兴，也不在乎周小川高兴不高兴，大家敞开来讨论，我觉得一定会对中国经济稳定和发展做出我们的贡献。谢谢大家！

乔依德：谢谢余老师最后的总结。大家不要以为余老师是关起门来说讲的，余老师是全国政协委员，他在全国政协会议上也是讲了差不多同样的话。那次我刚好在山东，有一位政府官员说，昨天政府报告讨论的时候，好像社科院有一个人对政府报告提出了一些批评。我问那人叫什么名字，他说我记不得了，我想大概是余永定老师。我后来问他，他说社科院还有谁讲，当然是我讲了。

我们今天的会议不是一个孤立的会，前天 IMF 跟央行在北京开了一个会，是每年都要开的，因为 IMF 有义务跟成员国沟通或者帮助他们。他们研讨会的题目就是金融开放创新和稳定，也讲到资本帐户开放等等，当然也涉及到利率市场化，但没有像我们今天讨论得那么细，那么多。刚才 Alfred Schipke 也讲，他们也喜欢我们这样的一个开会模式，在北京开了一天很正规的会后，到我们这里来听听市场人士、学术界的想法。如果明年还开，我们将继续尽我们的地主之仪。下面我们有晚宴，希望大家尽可能参加！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）