

振兴实体经济离不开金融创新

2017年1月3日，“第一届中国金融创新发展高层论坛”在全国人大会议中心举行。中国国际经济交流中心副总经济师、CCTV特约经济评论员徐洪才出席并就供给侧改革和金融创新做了主题演讲。以下是根据他的现场演讲速记整理。

徐洪才：非常感谢主办方邀请，今天是新年第一天上班，很高兴新年的第一场演讲在这儿和大家一起分享一些观点，刚才几位同事做了非常好的演讲，我都非常赞同。刚才主持人临时给我出个新题目，让我讲一讲房地产，但是论坛主题是供给侧结构性改革和金融创新，我还是围绕今天的主题，顺便讲一下房地产。

中央经济工作会议提出，要振兴实体经济，但是现在有一种看法，振兴实体经济就意味着金融不需要大发展了，或者说金融创新作用似乎在下降了。我觉得这是一种错误观点，因为深化供给侧结构性改革，提升供给侧的质量、效益和优化结构，都离不开金融创新，振兴实体经济也离不开金融创新。另外，总体而言，我国金融体系和发达经济体相比，还是有很大的差距，从供给侧的角度来看，我们的金融服务和金融产品供给，在很多领域都是很缺乏的。

现在的问题在哪里？问题就在于资金使用效率比较低，政策传导机制不通畅，资金没有流到实体经济当中，对小微企业，对三农领域，对现代服务业和高科技产业，还有民生领域，金融支持都是不够的。因此需要金融创新。

首先从宏观上看，我觉得金融创新首先是货币政策要创新。大家看到，过去的一年我们央行降准只搞了一次，2016年货币政策跟2015年相比，大家感觉反差很大，2015年是连续地降准降息，频率很高，但是2016年只降了一次准，公开市场操作发挥主要作用，但是我国公开市场操作缺乏基本条件，就是缺乏一个有深度的短期国债市场，这就涉及到货币政策和财政政策之间的协调问题。在缺乏短期政策工具的条件下，中央银行自己创造了一套政策工具，比如7天逆回购，14天逆回购，28天逆回购，主要以短期7天逆回购滚动操作，每个礼拜一到礼拜五都很忙乎。另外自己还创设一些金融工具，短期信贷便利、中期信贷便利，

就是 SLF、MLF 等等。但是实际上大家看到，现在商业银行压力很大，息差收益收窄，利润在下降，坏账在增加。在这样一个背景下，金融怎么服务于实体经济呢？

其实大家看到，中央银行通过公开市场操作释放出的资金，它的利率水平现在大体上在 2.3% 左右，但是商业银行有很多资金是锁定在中央银行账户里头的，这叫法定存款准备金，现在大银行的法定存款准备金率是 16.5%。这个资金完全可以释放出来的嘛！大道至简，货币政策没有必要搞得如此复杂。央行大可不必担心被说是在大水漫灌，因为现在货币供应量大体在 11.5% 左右，应该说是稳健中性的。我们可以通过降低法定存款准备金率适当地释放资金，在新的一年里，这方面有很大的空间。商业银行把资金存在中央银行，它拿到的利息水平是比较低的，也就是 1.7% 左右，但是从公开市场融通资金，把钱从央行借出来，它要支付 2.3% 的利息，这对商业银行是不利的，无疑是增加了商业银行的资金成本，不利于商业银行服务于实体经济。我们要构造一个从短期到中期到长期、连续光滑的国债收益率曲线，这需要货币政策和财政政策之间的协调，仅靠央行政策创新是不够的。

其次，微观主体改革也需要到位，中央经济工作会议提出未来要在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信和军工等七大领域推动国有企业混合所有制改革。大家知道，现在利率杠杆发挥作用比较弱，主要原因是国有企业、地方政府对资金价格信号缺乏敏感性，央行金融调控只能靠总量政策，靠价格信号调控实体经济效果打了折扣。那么这也需要我们微观主体改革的到位。

另外，大家看到我们要降低金融风险，明年降杠杆是一个重要任务，刚才邱总提到要用宏观上加杠杆，来对冲微观上降杠杆，但是，整体经济增长要保持在 6.5% 左右，大家看一看明年的货币供应量我觉得不应该低于 11%。因此，总体杠杆率还是上升的。2016 年我们推动经济增长主要靠消费，消费增长 10.4%，但在传统消费中，汽车消费和住房消费发挥了主要作用，但是 2017 年，这两项的力度都有所减弱，汽车和住房消费都不可能像 2016 年那么强劲了。去年固定资产投资增长了 8.4%，其中房地产投资占了相当大的比重。今年，能不能保证 8% 以上的固定资产投资增长速度，是一个很大挑战。其中大家看到，民间投资增长

速度只有 2.8%，国有部门投资增长接近 20%，靠国有企业和政府投资、一马当先来驱动经济增长，显然不可持续。在这种情况下，大家想一想，一方面要稳定增长，因为经济增长要稳字当头，今年召开十九大，经济上不能有任何大波折，但另一方面又要降杠杆，实际上有内在矛盾，鱼和熊掌兼得是很难的。

2016 年经济增长 6.7%，但是城镇居民人均可支配收入增长比较低，只有 5.7%。在两个翻一番战略目标里面，有一个目标就是城乡居民人均收入翻一番，这就很难了。大家看到，三去一降一补里面要降成本，降成本和增加工资收入之间也存在一定的矛盾，问题怎么解决？这也需要金融创新。比如，发展消费金融，现在有将近 66 万亿元的居民储蓄存款，但是老百姓居民负债也就是 20 万亿元左右，有很大的潜力。

另外大家看到，我们商业银行现在面临很大的潜在风险就是流动性风险，短期资金长期使用一直困扰着商业银行，高息揽储，这就需要推出资产证券化。或者从资产这一侧来说，我们把长期资产作为支撑来发行有价证券，融通资金，把间接融资转化成直接融资。另一方面，从负债角度来看，也可以发行长期债券，学名叫银行大额可转让存单 CD，吸收长期可稳定使用资金，来重组商业银行资产负债表，这里都需要金融创新。

关于房地产市场，中央经济工作会议提出要建立房地产平稳健康发展的长效机制，包括采取土地政策、财税政策、投资政策、法律手段等等，多管齐下，一线城市要进行疏导；三四线城市要去库存，解决两极分化问题。三四线去库存涉及到农业供给侧结构性改革问题，要增加农民收入，创造就业机会，改善社会保障。这样才能根本解决三四线去库存问题。针对一线城市，土地供给不足，因此土地制度要改革；还有大市の功能重组，把中心城市某些功能疏解分散到三四线城市，通过扩大互联互通，提升交通便利性，改善公共服务等等。这里面也离不开金融创新。比如城乡统一土地市场的形成，就需要金融创新。不盘活土地市场，怎么能够稳定一线城市房价呢？又怎么能够消化三四线城市库存呢？都需要金融创新。

而降杠杆，重要手段就是大力发展股本资本市场，不仅指发展直接融资。因为从企业资产负债结构来看，发债融资其实还是负债，通过股本融资可以扩大资

本金，但是现在 A 股市场，还有多层次资本市场体系，总体来看是很低迷的，这需要政策创新，激活股权资本市场，发挥它的直接融资功能。只有增加企业资本金，建立一个动态灵活的资本金补充机制，才能从根本上解决微观企业杠杆率过高问题，否则，单靠政策性手段，定期通过债转股解决部分高负债，但稳增长又增加负债，多年以后会形成周期性循环，这样没有什么意义，是很难解决高杠杆问题的。从根子上讲，还是要发展资本市场，要促进金融创新。

另一个重要问题，就是关于人民币汇率，我也想和大家分享几个观点。近期相关部门加强了资本流出监管。中央经济工作会议讲，稳中求进首先就是要稳定预期，但是稳定预期不仅仅是喊口号，说人民币缺乏长期贬值基础，要从科学上分析，为什么人民币兑美元不存在长期贬值基础？

第一，从经济基本面来看，中国经济增长在未来五年之内，保证 6%-7% 没有问题，美国经济增长也就是 2%-3%。因此，没有理由人民币兑美元贬值。

第二，美国长期国债收益率，在未来几年差不多始终要低于中国长期国债收益率一个百分点以上。因此，没有理由人民币贬值。

第三，在全球贸易低迷情况下，其实中国出口和美国出口都是下降的，但是美国出口下降幅度比我们多，我们出口份额是上升的。因此，没有理由人民币贬值。

第四，人民币加入 SDR 以后，我们占的比重是 10.92%，未来 5-10 年，还有 9 个百分点的提升空间，因为现在人民币在国际储备货币当中占的比重只有 2% 左右，要增加 9 个百分点，大概在全球范围内会增加 7 万亿美元左右的人民币海外需求，这是拉动人民币升值的重要因素。现在全球外汇储备只有 10 万多亿美元，不到 11 万亿，要增加 9 个百分点，用人民币来配置，境外中央银行和财政部门要持有人民币，会拉动人民币升值。

第五，“一带一路”建设，中国经济进一步对外开放，人民币海外需求会上升，人民币国际化会加快，也会拉动人民币升值。

以上理由，表明人民币有升值的内在要求，这是稳定预期的基本科学判断。另外，从美国角度来看，特朗普上台以后，对中国负面影响的确定性是很大的，

我觉得也不要过于悲观，因为特朗普要采取“积极财政政策+紧缩货币政策”，他要加息。美联储预期 2017 年加息三次，能不能加息三次，这还是一个问号，因为美国经济没有好到这个程度。在 2015 年底加息的时候，曾经说 2016 年要加息四次，结果只加了一次。这次说今年要加息三次，我觉得加息两次是比较靠谱的，也就是提高 0.5 个百分点的基准利率。另外，特朗普要扩大财政支出，又要减税，这势必会扩大财政赤字，同时美元升值导致美国出口下降，进口增加，外贸逆差扩大，国际收支不平衡加剧，因此会导致美元贬值，美元有贬值的内在要求，特朗普的宏观经济政策会导致美元贬值。

再讲一讲欧洲。我觉得对欧洲不要过于悲观，因为根据我的接触和了解，欧洲精英阶层对欧洲一体化信心是很足的，雄心壮志不可低估。其实，在外部条件变得更加恶劣的情况下，促使欧洲各国更加团结起来了。法国没有问题，德国也没有问题，意大利根本就没有问题，因为意大利宪法公投已经否了，启动公投没有法律基础。所以，我觉得欧洲大体上不会有大问题。再加上，欧洲央行在 2017 年很可能会减少 QE 规模，因此欧元要升值，意味着美元兑欧元贬值，会加大美元贬值压力。

所以说，要引导预期，把这个道理讲透。特朗普先生是搞房地产开发的，他不太懂金融，我们有责任告诉他。同时也要告诉华尔街，不要做空人民币，浑水摸鱼。对未来要坚定信心，保持人民币汇率盯住一篮子货币和保持兑美元双边汇率，在合理均衡水平上相对稳定，是可以实现的。有了这一前提条件，会进一步增强我们对 2017 年宏观经济平稳运行的信心。

谢谢各位。