

## 新金融家联盟微信群内部交流系列

### 专题讲座第十四期

(2016 年 3 月 12 日)

(本纪要为新望院长发起的新金融家联盟微信群的群友内部交流工作笔记,新金融家联盟微信群由经济观察报研究院发起,是新金融代表性企业家及知名专家的精英生态圈。联盟将发掘相关部门相关行业的资源,为联盟企业提供服务 and 讯息,致力于推动国内外互联网金融企业交流学习,抱团取暖,互助共赢,促进互联网金融行业的健康有序发展,加快中国互联网金融国际化步伐。本群并为各参与群友认可。本工作笔记不代表任何机构的意见,本期报告由新金融家联盟群群秘岳昊整理,仅供内部参考,请勿对外提供,谢谢。报告经主讲嘉宾本人审阅,错误在所难免。)

主讲嘉宾: 刘宏海 新金融家联盟学术委员会委员  
中国邮政储蓄银行资产负债管理部总经理  
分享课题: 市场收益率问题讨论  
主持: 贾寒冬 新金融家联盟秘书处

活动时间: 北京时间 3 月 12 日(周六) 15:00-16: 30

交流方式: 微信群在线语音及文字结合

本期纪要整理: 岳昊(群秘)

## 【会议纪要】

**贾寒冬：**各位领导、群友们大家好，很高兴今天来主持此次讲座。本次分享课题：《市场收益率问题讨论》正式开始，掌声先给我们的嘉宾@刘宏海

**刘宏海：**各位大咖下午好！根据院长安排，下午用一个半小时向大家汇报关于市场收益问题的想法。此想法主要源于去年对经济中的一些观察，文章尚未发表。

新望：这是大家都关心的问题。

刘宏海：今天想谈一下几个问题：一是市场上的一个现象引入；二是收益率的利率思考；三是中国市场过去二十年情况的一个回顾；四是一些分析和解决建议。由于时间限制，谈到哪里算哪里吧。希望大家拍砖。

2015年9月28日，万科企业股份有限公司成功发行50亿元5年期人民币公司债券，票面利率3.5%，创下同类房地产企业发债利率新低。该发行价格已极其接近甚至低于同期限的地方政府债券（AAA级，下同）和国开行政策性金融债，二者的价格分别为3.4529%和3.5072%，另外根据中国债券信息网数据，9月28日5年期国债到期收益率为3.0929%。

企业的债权收益率已经低于主权级的政策性金融债，而且是房地产企业。此现象引起我的一些思考。

第二，P2P公司高收益屡屡成功的背后，除人性的贪婪还有什么原因哪？

我们先看看收益率曲线的确定。收益率曲线构建理论即利率的期限结构理论，是金融领域一个十分基础的研究问题。涉及到金融市场资产定价、风险管理、货币政策应用等诸多领域，受到国内外理论界和市场参与者及管理者的广泛关注。

收益率曲线中，既有一条曲线的期限结构问题，又有不同曲线之间的价格关系问题。通常第一个问题体现为期限结构理论，此类文献浩如烟海。第二个问题主要涉及信用溢价的问题，此类研究也是汗牛充栋。从宏观讲，利率水平本身还有一个高低的问题。就是金融市场出清的均衡利率水平的问题。此问题主要关系到储蓄投资的转化，并因此关系到经济增长的问题。因此是宏观经济学的一个关键参数。

宏观利率水平问题主要是在

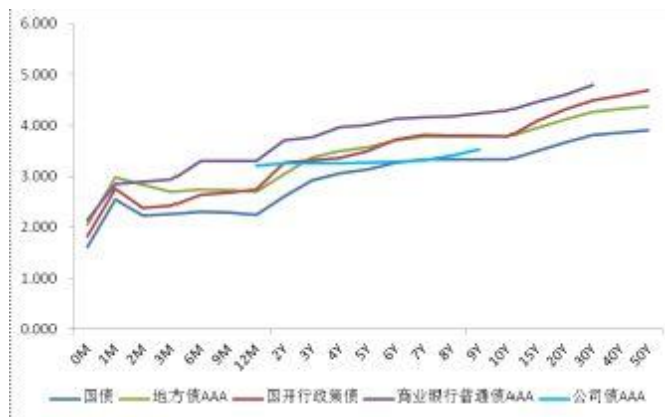
- 1、IS-LM模型
- 2、哈罗德-多马模型
- 3、金融抑制与金融深化

几个方面进行解释。

第四方面与市场收益率有关的问题是实际利率水平问题。就是名义利率与CPI之差，如何影响宏观和微观主体行为的问题。

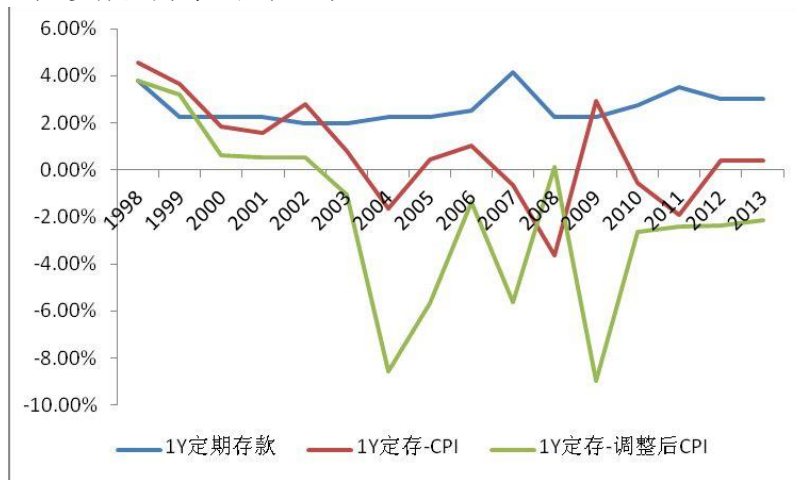
今天主要想和大家讨论关于信用溢价和真实利率的问题。我观察经济中的第一个现象是收益率曲线族中信用溢价不清晰，造成收益率曲线关系的混乱。

2015年下半年，信用债价格快速走高。8月31日：7Y公司债：3.3213% < 7Y国债：3.330%。这代表着低信用等级的公司债比国债收益率还低。信用溢价的关系破坏就破坏了市场上信用定价的基础。



信用溢价的破坏是收益率曲线建设过程中的一个关键问题。这反映了经济中的总量问题、信用文化问题等诸多问题。目前信用溢价的混乱，产生几个衍生的问题。一是产品定价准确性问题；二是资源配置扭曲的问题；三是真正的人民币无风险收益率曲线无法建设。而真正的无风险收益率曲线建设是人民币国际化的关键。也是未来二十年人民币定价权争夺的核心内容。

人民币走出去后，将面临大量的普通产品定价。更多的是要面临衍生品的研究。而无论利率、汇率衍生品的定价，核心是无风险收益率。若没有一条中国央行可调控、反应市场供求、大家认可的收益率曲线，人民币定价权将旁落他国。另一方面，过去很多年，中国的名义利率不低，但实际利率却未必如此。



从名义上，过去十年我们的实际利率还不错。用一年期存款利率与CPI比较，多数时间处于正的范围。但各位，不知大家是不是有一个感觉。就是钱越来越不值钱了。

数据背后一定有故事。直觉应该不会骗人。比如，生活在北京，如果15年前没买房，我们可能都买不起了。除了本群内的大咖。

哪里出了问题呢？

我自己的研究有以下几个结论。供大家拍砖。

第一，是信用制度和文化的建设落后导致信用利差紊乱。

银行等金融机构面临的隐形担保和刚兑，造成市场上所有的理财、债权均为风险无差异。信用利差的溢价被我们伟大的信用体系抹杀了。这里关于隐形担保、刚兑等涉及的制度、文化问题过于复杂，就不多说了。基本结论是打破刚兑是真正建设信用溢价的第一步。

第二个方面，也是我要深入讨论的，数字背后的问题。

首先，大家知道 CPI 的构成吗？

根据国家统计局相关信息，我国 CPI 指数的调查内容包括八大类：食品 33.57%，居住 17.82%，娱乐教育文化用品服务 14.15%，交通通讯 9.25%，医疗保健个人用品 9.04%，衣着 8.54%，家庭设备及维修服务 5.84%，烟酒及用品 3.99%。

根据万德咨询，CPI 八大类占比合计 102.2%，其中食品类 2011 年占比 31.39%，2012 年占比 32.21%，2013 年占比 32.64%，2014 年占比 33.25%，2015 年调整为 33.57%。但是其余七大类占比仍保持 2011 年占比权重。其中居住类消费并不包含居民用于购买商品房的支出。

那么问题来了。占我们大家家庭收入 50% 以上的房款支出并未在 CPI 中体现。这是事实。

结论是，不考虑房价的 CPI 那算不上真正的 CPI。

根据我的研究，1998-2013 年的名义 CPI 平均值是 1.9%。一年期定期存款利率平均值是 2.65%。名义利率为正。但同期全国房价指数涨了超过 7%。若考虑商品房在实际支出中占比超过 50%，与名义 CPI 加权后，过去二十年我们处于实际年化超过 2% 的负利率环境中。如果您有幸生活在北京，这个数据就更大一些。

**肖庆平：**房子兼具消费与投资特征。就是说把住房消费的系数考虑到 CPI 里，结果是否是过去 20 年利率为 -2%。

**刘宏海：**如果您有幸生存在北京，并且没有买房。根据我的模型，您 1998 年的 100 万元，到了 2013 年就剩下 38 万元的购买力了。此为现象。就是长期的负利率。但其背后的原因是什么哪？

汇报一下，超量的货币发行是推手。95 年到 15 年 M2 年平均增速超过 17%。同期 GDP 增速大体 9%，CPI 的宏观估计大体在 8% 左右。这是长期承担负利率的一个根本原因。这是长期承担负利率的一个根本原因。结果是二十年的快速注水之后，2014 年我们的 M2 是 GDP 的 1.9 倍。万恶的美帝，经过多轮量宽，是 0.7 倍。

过去的二十年房地产成为国内最大蓄水池。当 2014 年房价停止快速上涨后，股市开始异动。但由于其内在的一些制度和机制问题，造成无法承载这个总量。

所以出现了债券波动。高收益理财的盛行也是除了任性贪婪外，大家对实际负利率的恐惧。结论是，负利率造成市场收益率曲线紊乱。紊乱的曲线背后是经济调控理念的冲突。同时我们要思考的是，为什么会产生如此多的货币哪？难道政府真的希望如此吗？

这可能是要考虑到指导我们经济宏观调控的哲学思想和经济学理论基础问题。今天实在没法展开。加上我自己才疏学浅，没考虑清楚的不敢妄言。

我看时间差不多了，我要汇报的也差不多了。

总结一下：市场收益率曲线比较紊乱；收益率曲线紊乱造成市场行为紊乱和资源配置不合理；背后的原因是货币供应；根本原因是哲学思想和经济利率需要升级，在于指导经济调控的哲学思想和经济理论还太落后。

本人才疏学浅，所讲为一家之言。多有不当，也恐多有得罪。望群内大咖拍砖。

这里时间恐怕不允许再多占用了。

**贾寒冬：**感谢刘总的精彩分享。大家有什么问题？现在可以开始互动。

**赵鹞：**也就是说算上房价的权重后我们已经早就负利率了，这是否也是造成全球经济失衡的原因之一？

**刘宏海：**全球失衡与中国的利率肯定有关系，但似乎更复杂一些。

**赵鹞：**我记得周小川行长早年前提到过“池子理论”，看来房地产就是一个最大的蓄水池呀。

**何飞：**刘总，一开始您提到 p2p 利率之高的问题，不知该利率与目前市场上哪一种标杆利率进行对比更合适？

**刘宏海：**P2P 利率主要是和居民可获得的其他投资渠道利率比较。负利率的问题将是下一阶段金融和经济学研究的重点。可能会对整个利率大厦产生重构性冲击。

**何飞：**您认为 p2p 利率与民间借贷利率，如温州民间市场借贷利率关系是否会比较紧密？当前两者下降的趋势有些类似，似乎存在联动效应。

**刘宏海：**其实 P2P 某种程度上是对民间借贷的一种替代，利率应该有一定的相关性。

**和平：**人民币无风险收益率曲线的建设可否分享您的观点？

**刘宏海：**无风险收益率曲线的建设是个很复杂的事，据我所知央行马俊在带领一批人研究此事。

无风险收益率曲线的建设更多可能需要金融基础设施及产品建设。还有好多。可以当面细聊。

**肖庆平：**超量货币没有导致更为严重的通货膨胀的原因是什么？产量货币有没有上限？目前主要的蓄水池是房产和理财产品，都随再生产转移到当期成本中转化为 CPI，由此是否会有加速可能性？

**刘宏海：**你说的超量货币没有引发恶性通胀，我认为还主要要感谢房地产这个大盆装下那么多水。

**肖庆平：**利率和汇率的关系目前到了很难调和了。超量发行是任性还是有据而为？

**刘宏海：**感觉超量发行者没有内外均衡的大思路。

**贾寒冬：**感谢刘总的分享。今天的线上分享主要环节就到这里，也欢迎大家在后面的时间多多交流。或者有更多的观点，也欢迎各位大咖与秘书处沟通安排时间分享。

**新望：**刘总思路非常清楚且有建设性。

**刘宏海：**感谢院长提供高端平台，让我有机会向群内诸位大咖汇报一下浅见。还望大家以后多多指教。

谢谢大家！