



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

风险管理论坛
(2018年第1期 总第3期)

管理金融风险：挑战与机遇

► 主办单位：



► 支持单位：上海市黄浦区金融服务办公室

► 合作媒体：



► 直播支持：



2018年5月13日 上海

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

国家金融与发展实验室

2018年5月13日

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

张平：

非常高兴能够有机会来这里进行讲演。我讲一个学术上的研究，也是关于风险的一个讨论。每一次金融危机必会说一个非常朴素的道理，就是全要素生产率下降，劳动生产率下降，或者是技术进步不足。1997 年亚洲金融危机的时候，“克鲁格曼-杨”质疑说“亚洲无奇迹”；2008 年金融危机之后，2014 年美国著名经济增长史学家戈登也谈到“戈登之谜”，自从 70 年代以后，美国经济增长基本停滞，不得不使用一系列稳定需求的刺激政策。真实经济周期理论（RBC，Real business cycle）把所有经济周期波动都归结为技术进步冲击，金融危机以后，大家又反过来讨论危机的金融周期的事实。

研究发现，80 年代石油危机结束以后，很多发达国家普遍使用住房金融政策作为新的稳定经济的政策。一直到 2008 年金融危机以后，这个条件似乎也没有变化。

张平

国家金融与发展实验室

副主任

中国也面临同样的问题，我们现在比较关注金融风险问题。中国进入经济结构服务化以后，劳动生产率出现明显的下降趋势，这个下降使得中国金融继续加杠杆的特征愈显强劲。在中国如何重塑效率模式，让经济更有效率运行？只有通过供给侧改革提升我们的效率，适当降低实体经济向非实体化的转移，我们才能够稳定金融部门，降低金融部门的风险。

简单来讲，今天讨论的问题就是“戈登之迷”。戈登认为，1970-2014 年这段时期美国劳动生产率中的技术进步和工业化时期（1920-1970 年）不可同日而语，充满了对工业社会的赞美；上世纪 70 年代后互联网虽然很强，但与工业化时期电气化技术进步对经济的贡献没有办法比。2014 年《美国经济评论》专门有一期集中讨论戈登之谜，是测量问题还是其他问题？这些问题都在讲 70 年代美国工业化结束以后，整个经济开始服务化，整个经济增长速度、劳动生产率下降，全要素生产率、技术进步也同样下降。技术进步的非连续性与经济稳定的持续性，二者本身存在矛盾，这个冲突也就是后面我们将要提到的不断引入房地产金融周期平缓整个经济周期的根本性讨论。美国总统顾问报告认为 1995-2001 年新经济带来了劳动生产率的提高，但互联网和金融危机直接冲抵了劳动生产率和全要素生产率的增长，危机后效率是下降的。

全球劳动生产率增长逐步放缓可以得出两个结论：第一，只要是金融危机时期，劳动生产率、技术进步一定是停滞的；第二，经济增长、TFP、劳动生产率具有同步特征，技术进步不独立于增长。现在很多作者提出“新周期理论”，上个世纪 80 年代以后，欧美 17 个发达国家抵押贷款大幅度上升、房屋自有率不断上升、房价不断上涨，总之以房子为基础的金融活动不断增加，发

达国家房地产-金融周期成为稳定经济的重要引擎。所有波动也与这个周期相关。

中国的事实很简单，中国劳动生产率一路上升，到 2007 年见顶，然后开始下降。我们使用最一般的衡量货币杠杆的指标 M2 比 GDP 可以看到，当劳动生产率上升时，政府不太使用货币杠杆，一旦劳动生产率下降，我们就要积极使用货币杠杆，所以住房与货币似乎是经济下滑周期的对冲手段。现在各国都是如此，17 个发达国家也是如此，中国也在走这个路。原因是中国也进入经济结构服务化的过程，服务业比重越来越高，而服务业比制造业劳动生产率低，所以引致我们劳动生产率的增长速度一定会放缓。随着其比重越来越高，整个经济的增长也会放缓，如果不想使中国经济增长过快放缓，就要大幅度提升现代服务部门的效率，或用金融-地产不断进行对冲。中国对冲力度大，全要素生产率的贡献更低，经济增长的主要贡献是在资本投入上。这些都表明技术进步增长放缓，依靠金融-地产来维持稳定。在微观理论上，伯南克的金融加速器讨论了破坏均衡条件的机制，收益率低于融资成本，金融部门不断要求增加抵押物，直至融资机制破坏，引起金融市场波动。在微观层面上，中国实体经济的非实体化进展过快，2015-2016 年为了稳定经济，把金融业拉起来了，然后把房地产也拉起来了。我国金融业增加值占 GDP 比重已经是全球最高的。房地产行业也不断增长，融资水平也不断上升。

用上市公司的数据仔细看，金融和房地产的息税前利润占上市公司比重原来是均衡的，说明制造业还可以，工业不错。现在来看，大家认为金融业和房地产业的利润占比过大、增长很快。ROE 也是这个情况，实体经济现在逐步向非

实体化投资，因为非实体经济的收益比实体经济收益好得多，微观来讲出现了不均衡的状态。这些风险我们不能完全依靠微观的一般控制，整个宏观管理框架是不是要进行一些调整，让这种非常不合理的金融和房地产行业收益过高的情况得到一定遏制。

从杠杆率的数据可以看出来，居民的负债也在向房地产上配置。地方政府的土地金融也是一个强劲的过程。从全球负债角度来讲，中国的杠杆其实上升得很快，居民部门的情况比发达国家要差，我国的城市化率很低，不到 60%，发达国家是 80%到 90%。由于实体经济效率下降，加上特殊管制和鼓励，使得金融与房地产部门收益率很高。高收益率使得我们很多资源现在转向非实体部门，如果这种情况得不到遏制，就难以重塑效率模式。关于中国的货币体制，我们也认为原来是基于工业化和出口创外汇，不断增加外汇占款进行人民币发行的这种模式现在不可持续，怎么进行货币调整也很重要。

目前，民企 2A 信用债基本上和国债的收益率差了 500BP，国债是 4%，民企信用债约 9%，这种情况下民企负担很重，加上一系列规则，使得我们在债券市场的永续性正遭到破坏，信用息差达到 400 个基点说明民企已经进入衰退状况。中国重塑效率模式，不是只讲降低金融风险，不是特别简单的降杠杆过程，而是提升效率，综合改革金融，包括之前讲的财政体制调整，否则现在地方政府收入占总收入的 52%-53%，支出占比 83%，缺口只能靠土地融资去弥补，这个缺口弥补不了，仅仅靠转移支付不够，这时候财政不改革降低政府杠杆也是很难。所以关于降风险我认为应该对一套大的体制改革进行讨论，不仅是单一的降低杠杆问题。包括十九大报告中指出，“坚持房子是用来住的、不是用

来炒的定位”，这需要有一套机制来保证，降低房地产市场收益率，以稳定整个中国实体经济。另外关于供给侧改革，供给侧改革讲了很多，归根到底一是要降成本，如减税问题；二是要放松管制，打开更多服务业空间；三是要尊重企业家创新，保护产权，进行整个生产效率模式重组，从而提升我国实体经济并降低金融风险，谢谢大家！

主持人 杨燕青：

非常感谢张平教授，他的演讲把宏观经济、经济增长、经济理论和金融能够全部打通，这一点尤为难得，使人非常入迷。首先他回归了一个特别基本、重要的经济学理论，当经济的结构从制造业转向服务业时，劳动生产率是下降的。这个研究不仅限于美国，西方针对低收入国家的研究发现，他们经济增长不能起飞的原因在于从农业直接走向了服务业。所以西方比较新的经济学家认为还是应该再回到制造业。而今年在国际货币基金组织的国际年会上，报告中有一个相反的结论，如果有新的服务业，而不是过去旧的服务业，也是可以提高劳动生产率的。

所以这是“戈登之迷”，到底未来的变化对经济增长的效率是怎样的结果，这是学界一个特别核心的议题。张平教授将此议题和金融做了一个完美的结合，因为我们的劳动生产率不断下降，所以总要有一个办法来解这个问题。从美国、中国乃至全球来说，是用金融周期来对冲了经济周期下行的劳动生产率。所以这既是全球的一个现象，也是中国的一个现象；既是一个宏观的概念，也是一个微观的概念；既是一个经济增长的概念，又是一个金融的概念。

从全球来看，劳动生产率的下降在短期内无法解决，也就只好靠金融，所以会酝酿金融危机，在美国发生了，在中国虽然不是危机，但也面临去杠杆的问题。这是一个非常清晰的分析框架。

张教授的政策建议也非常重要，从货币政策角度，多次讲到我们需要有一个货币政策的新范式，这个范式目前还未成型。从金融风险测量的角度，信用差价风险的高位说明金融风险很大，最近市场发生的很多违约事件也与此相关。在劳动生产率无法提高、金融又需要去杠杆的条件下，张教授给出的政策建议是要降低房地产和金融业的收益率，不要让金融完全操纵和控制经济周期，根本还是要提高劳动生产率，而这是一项系统工程，包括综合的改革开放、财政政策。从产业的角度是针对服务业建立一个政策框架，给服务业一个升级的空间。