



金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

国家金融与发展实验室

2017年4月19日

金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

李扬：

下面我们进入会议正式的议程。前面我们已经说了，是我们一个年度性的研究成果。各位手头会有这本书叫管理结构性减速过程中金融风险。这本书我前面介绍了，是我们的一个年度报告，所谓年度报告我们一般选择的时候是有些考虑，肯定是最大的事，大家知道从去年中央经济工作会开始，就是管理金融风险的问题提到了更加重要的位置，以前发展和管理风险等等是并驾齐驱的，但是现在中央提出是把管理风险要提到更加重要的位置上，那么中央有这样一个意图，根据我们的研究我们也认为风险问题日益突出，所以我们就觉得以管理风险这样一个主题作为我们年度报告的主题。

那么金融风险肯定也是无所不在了，现在大家都能够感受到。从这个题目上来看是两个主词，一个主词是经济减速，也就是说我们确认目前所有这些风险或者风险新的暴露是经济减速过程中的事情，而且也会随着经济减速日益暴露。这个就是水落石出，金融大家都知道是一个服务实体经济社会经济活动，当实体经济如果说增长速度高，而且越来越高的时候，任何金融风险都不会暴露，任何金融风险都不会危机，但是只有在经济减速的过程中，如果说减速仍然持续的时候，金融风险就会突出，这时候解决金融风险问题就成为稳定经济的一个重要内容，大家注意这样一个关系，一般来说发展和管理风险，肯定发展放在前面的，但是现在风险如果大

李扬

中国社会科学院学部委员

国家金融与发展实验室

理事长

到会危机发展的程度，管理风险就上升到第一位。我们理解就是去年年末的重要经济工作会把风险放在更加重要的位置上，说的就是这个意思。这是我们报告的第一个主词，就是经济减速。

第二个主词就是说在这个过程中金融风险，大家知道金融风险是无处不在了，而且是表现是各种各样，但是现在大家越来越觉得债务问题是风险的最集中表现，或者说各种各样的风险其实到最后都表现为或者可以归结为，或者说可以由债务风险所引发，因此我们这个报道叫做管理金融风险，我们的主要的研究的对象还是表现在各个领域，各个环节中的债务问题。我们是八章，第一章讲的是实体经济，就讲减速。中间六章都是从债务角度来加以阐述。最后一章讲的是在这样一种去杠杆，在风险越来越大，在去杠杆成为越来越重要的任务的情况下的货币政策，我们自己觉得这些东西还是体现出我们很多的考虑，等一会中间这一部分我们会挑比较重要的部分，请我们三位主要的研究人员来阐述。

我再借这个机会把前面的第一章的内容和后面的第四章的简单做一个介绍，这样的话大家有一个全面的了解。

在第一章里我们主要讲的是减速，大家注意前面我们加了一个定语叫结构性减速，所谓结构性减速也就是说确认，这个减速不是简单的周期性因素，更不是政策性因素，而是经济发展过程中不可回避的规律。也就是说我们从结构变化的角度来理解经济减速的原因，这个应当说是对中国经济减速有很多的解释，这是供应侧的解释。以前我所在的社科院，我们至少有四个机构是研究这种经济周期，研究经济增长的，大家其实不约而同的从这个层面去研究，也可以说构成了从供应侧来讨论国民经济，是构成了我们中国社科院研究周期的一个特色。那个时候非常高兴的是那个时候中央还没有明确提出这一点，但是我们一直就是从这个角度来阐述问题，我们说结构性的减速，是因为结构变化造成的，而结构实际上是供应侧的问题。那么怎样一些结构使得变化是不可避免呢？我们在这本书里面着重讲了一下经济结构，特别是以一次产业、二次产业、三次产业他们之间相互关系为主要特征的经济结构。那么大家知道我们经济发展它会表现为结构不断调整的一个连续过程，那么从改革开放初期我们看

这个经济结构，那个时候经济结构变化的主要的表现就是我们从一产，也就是农业、种植业大规模的释放，生产要素，土地劳动力转移到城市，转移到第二产业中去，第二产业的主体是制造业。那么这个结构，大家注意我们那时候获得了中国经济奇迹，平均年增长速度是9.8%，叫中国奇迹，这个奇迹的产生是结构变成造成的，因此我们也愿意把这一段时间的中国经济成长，把这段时间中国经济的奇迹解释为结构性增速，这样我的逻辑又一致了。中国奇迹怎么产生的，是经济结构不断变化产生的，过去的这样一种主要从一产向二产转移的结构性变化为什么产生了增速的结果？那是因为这两个产业的劳动生产率不一样。我们研究显示制造业的劳动生产率相当于农业和种植业至少十倍以上，也就是说当土地，人口和其他资源从农业合种植业转移到制造业的时候，就意味着大量的低效率的甚至是无效率的要素转到高效率的产业中去了，十倍。也就是说按照中国的情况，过去你如果在农业，基本上就等于自给自足，然后对社会的贡献其实是比较小的。但是进入了制造业马上就有十倍的贡献。这样的话就解释了非常多的现象，解释了我们为什么有这么高的速度，因为这个转移在中国发生了多少年呢？将近30年。规模有多大呢？每天接近1千万人。就是说每年有接近1千万人从低劳动生产率的部门转移到高劳动生产部门，而且这个转移过程持续了30年。没有奇迹那就是怪事了。这是我们解释结构性减速的时候，我们先告诉大家我们已经经历过一个结构新增速的过程。但是产业结构的变化不断在进行，现在进行到第三产业要大发展的阶段了，我们沿着这样一个结构变化，以及劳动生产率变化的分析思路下去之后，我们发现一个不可避免的结论就是该减速了。为什么呢？因为中国的服务业的劳动生产率远远低于制造业。那么现在的研究显示大概是70%，就是服务业劳动生产率相当于制造业劳动生产率70%，于是当大量的资源从制造业转向服务业的时候，我们的劳动生产率下降了，连带的经济增长率就下降了，我们把这种情况称之为结构性减速，也就是说因结构变化而导致的速度的下降，不可避免的，这是一个不可避免的事情。而且我们研究了中国之后，咱们放眼世界发现是一个世界性的规律。今天我们都知道发达经济体的经济增长速度1、2、3不得了，他也曾经有过接近10%而且延续数年的历史。那么从那个时候到今天的1%、2%这样一个速度，那么中间发生了什么事情呢？最主要的事情就是它也发生了服务业为主的这样一种

变化，整个经济的服务化会导致速度的下降，劳动生产率下降。那么这就有一个推论了，如果我们整个结构会不断地向提高服务业占比的方向去发展，速度还会下降。现在大家知道我们服务业占比已经连续三年超过了制造业，我们会把它当作一个成绩来宣传，我们今天想跟大家说的，经济学家告诉你们，在我们看到这样一个结构优化的结果的时候，你要注意它也带来了一个经济增长速度下降，劳动生产率下降的一个副作用。一个经济事态是不可能分割的，我们必须全盘接受它的结果，结果也在优化，速度也在下降，劳动生产率也在下降，所以现在这个全世界的问题，都是这样一个问题，所以全世界的问题都归结为要提高劳动生产率的问题，提到劳动生产率是个不二法门就是创新，所以世界都把创新放在最重要的位置上。这样的话我们用结构性减速，结构变化来解释速度变化，就把当今我们所知道的最主要的经济现象，当今我们最主要的政策非常有效的串起来了，这就是我们说的结构减速。当然结构减速还会有别的，比如说人口结构，人口结构现在我们从人口红利，开始转向人口负债，在人口红利的情况下，我们可以有大规模的低成本的劳动力的供应，在人口负债的情况下，这个人口供应开始减少，于是工资就要上升，至少说工资上升的压力在提高，在人口红利的情况下，我们可以有高储蓄，大家知道我们过去是高储蓄，高投资，高增长，高出口，高储备，我们过去好几个高，当人口红利消失了之后，储蓄率开始下降了，中国这几年储蓄率已经开始下降了，那么相对较低的储蓄相对应的就只能是相对较低的投资，相对较低的经济增长速度，所以这个结构它也是一个结构。其他还有很多的结构，我们在这里面特别强调的是产业结构的变化，在这个书里面第一章里面，我们就讲的是这个道理，关于这个道路我们过去也有很多的文章，也有很多的书，如果各位有兴趣可以看一下。这是我们的前面部分。

结尾部分讲到了在减速下的货币政策，今天我们不重点谈，但是我们一定要说，也许我们下次会专门来谈这个事情，总的感觉就是在危机之后，货币政策的整个的面貌改变了，我们举几个例子来说，货币政策我们说中央银行，什么是中央银行呢？中央银行是发行的银行，银行的银行，征服的银行，三个定位，也就是说中央银行是不直接地向某一个具体的经济活动提供资金的，不会向某一个具体的企业来提供资金的，所以中央银行的调控，它直接的会银行，

直接地来操纵政府的债务。但是危机之后改变了，在我们看到中央银行的资产负债表不断扩大的情况下，我们看到它的资产中的结构发生了根本性变化。拿美国来说，本来它的中央银行的资产里面主要是它的政府债务 93%，现在政府债务降到 50%以下，其他部分是购买的抵押债，也就是说中央银行是和美国的房地产市场连在一起，它的印钞机是和房地产市场连在一起的，中间还有很多金融机构的权益，也就是说中央银行的印钞机是和这些金融机构的运营连在一起的，它对于有一些金融机构它已经是大股东，这是在中央银行学中是绝对不可能存在的情况，今天存在了。

中国也是这样，中国我们从 1998 年开始所谓间接调控，我们原来管贷款这些停止了，我们从那一年开始有了货币供应的概念，我们开始调控货币供应，并通过货币供应这个中介对它的调控，开始调控信贷等等，大家看看目前中央银行的货币政策的菜单，八项贷款，我数了一下八项贷，全部恢复了信贷，原来中央银行是不搞信贷的，中央银行搞信贷变成调控货币是我们整个中国的金融体系变革中的一大步，现在全面地回归信贷。我们把学术语言概括一下，全世界的中央银行的调控去中介化，这个恰好与互联网的发展是相一致的，互联网就是一个去中介化的一个。那么它是不是一个趋势，是不是一个新的常态？就需要研究。中央银行家都觉得不是常态，所以它要恢复正常，各位一定注意美联储，美联储连续四年以来就不断地忽悠全世界，但是大家注意多的都是说它加息，但是它对加息的解释，它也不是说要刺激经济，而是说它要恢复正常，真正要命的是缩表，中央银行缩表，我们看最近的一次美联储公开，就有网络语言弱弱地说了一声我们要缩表了，市场上马上哗然，所谓缩表，我们还用刚刚的例子，它在反危机中买了很多抵押贷款的证券，这时候就要把它卖掉，买的时候是向这个市场输血，卖的时候就要从这个市场抽血，这个经济承受了承受不了这样的变化就是一个问题，所以他缩表的声音是弱弱的，在试探。中国也会这样，中国我们现在央行的资产占当年的 GDP46%，多大的规模，几乎就在央行的第一项上就操作了。这就是一个新变化，所以以后大家观察央行的货币政策的时候，就要在新的架构下，就知道它在第一线上，在这个架构上来讨论，你这样看央行采取这些措施就有了一个新的解释。

再比如说我们过去到现在还是有一个说法，叫做直接调控和间接调控相比，是间接调控优于直接调控。数量调控和价值调控相比，是价格调控优于数量调控。但是现在的结果不是，现在从美联储到中国的中央银行都是数量调控，价值调控制止不用了，至少它没有那么以来，于是就要提出原来那个命题是不是对呢？价格调控是不是一定优于数量调控？发展的方向是不是到今后是用全面的价值调控来取代数量调控呢？我自己认为不是这样。如果不是这样，中央银行以数量调控，大家又要有一种新的看法了，我看了很多的媒体的评论，你没抓住它这个要点，它不倚重价格调控。更何况这个价格现在被分割的很厉害，这又是一个变化，这又是一个新常态。总之情况在变化，那么所有情况变化，变化的基础是在于实体经济，在金融的整个底层大量的债务，而且债务和资产混淆。现在是财务和资产混淆了，债务和货币可以直接转换，所以这些东西都是一个新的情况。我们这个报告就是基于债务，各种各样的债务，我们会算总账，我们会算政府的账，会算企业的账，我们会算地方政府的账，我们会算银行的账，从他们债务的角度来铺展开来，让我们看一看中国金融到底问题在那里，这就是我们这个报告的研究思路。

下面我们就分别请几位主要的执笔人来介绍一下情况。

我刚才讲的债务，因为他们以后都不直接说债务了。比如说等一下张晓晶，本来要说中国的债务问题，可以说一大堆说半天。现在我们说了一个更关键的问题，也就是我们特别想向各界来传递的一个研究思路，债务不可怕，可怕是是不可持续，因为借债是现代社会的不可或缺的一个机制，如果不借债你就是地主了，你就是自然经济，工业经济和自然经济区别很大的特点，就是它是有大规模的储蓄和投资的转换。那么对于投资者来说，他就要借别人的来进行投资，就有债务问题，所以债务不可避免，而且债务应该在相当程度上是好事情，是一个进步，那么对于债务问题我们准确的想法是什么呢？是它是不是可持续，所以我们关于去杠杆也是这样，关于去杠杆到底去了多少是头？什么时候是合理的呢？它可持续就是合理的，可持续有很多的指标，等一下晓晶会说一些，让你瞠目结舌的结果。我们说对于企业来说，债务可持续就是你能还利益，借了钱，生产，销售，回了款，还了利息，还剩，这个贷款就是一

个良性贷款。如果可持续那就好了。现在银行大多数的贷款客户都是这个情况。对于国民经济而言什么是可持续呢？当年新增的 GDP 大于当年全社会的利息支付总额这是可持续的。当年新增的储蓄大于当年利息支出的总额，否则的话那就吃老本了。等一会张晓晶就告诉你从 2012 年开始我们已经出现了当年的 GDP 增量还不了利息总额的情况，所以我们现在所知道的很多的命题就是金融服务实体经济，为银行打工从 2012 年就开始了。