



中韩金融与发展论坛

国家金融与发展实验室

2016年10月13日

中韩金融与发展论坛

张晓晶：

尊敬的各位领导、嘉宾以及韩国朋友们大家下午好，本节进入专题讨论，专题是关于人民币国际化的，我个人在几年前跟韩国朋友交流时就专门讨论过这样的主题，也写过这方面的论文。今天讲的跟这个没有那么密切的关系，是为人民币国际化的探讨提供一个大的经济背景，中国处在什么样的发展阶段？特别在结构性改革方面面临哪些问题？我们需要从哪些角度解决或者尝试处理这些问题？

国家资产负债表的研究是李扬理事长一直以来主抓的项目，从2011年开始出了很多成果，大家可以简单看一下。这是两本书，各位手上拿的去杠杆的研究报告也是资产负债表研究的阶段性成果，我们每年都会有年中的发布和年底的发布。基于我们资产负债表的扎实研究，从这个角度看一看中国的结构性改革应该怎么去做？怎么来解决这些问题？

首先，从资产的角度，我们对中国的资产有大量的估算，这里面简单提供一些数字，大家对中国总的资产水平和净资产水平有一个概念，特别是净资产水平很重要，我们有一个简单的估算，大概是60多万亿的水平，有一个参照是美国，美国大概80多万亿。这个变量的界定非常重要，也会存在一些不同的看法，比如说美国的财富有可能比中国还要多得多。我们只是提供一个视角，中国目前净资产的水平大概是60多万亿，其中包括土地资源。但是更重要的是结构的区别，我们也是从

张晓晶

国家金融与发展实验室副
主任

国家资产负债表研究中心
主任

这个重要的区别中看出来，中国的结构性改革应该从资产角度，大量的社会存量资产的角度应该怎么去推动？

大家看这个柱状图，中国在这些可比较的国家中广义政府的占比是最高的，20%多的水平，超过1/5，美国是负的，英国是负的，日本基本也是负的，德国不到1%的水平，也就是说在中国和其他国家进行比较过程中，我们发现中国广义政府所掌握的资源要远远大于其他国家。这里没有列出韩国，我个人的估计，我们也是远远超过韩国的水平。这里有很多的解释因素，有一个重要的因素是制度性因素，中国是一个以公有制为主的国家，所以在我们广义政府里面，我们是包含了国有企业，现在国有企业100多万亿的资产，但是这是总资产，国有企业也有很多负债，我们现在说国有企业杠杆率很高，净资产其实并没有这么高。我们在算广义政府的资产里面，除了包括大量国有企业，还包括了我们的土地资源，这是希望提醒大家注意的。在国际比较中，政府掌握的资源在所有可比较的国家中是最高的。我们居民财富的占比大概是50%的水平，但是其他的发达经济体基本上是70%到90%的水平，中国有一句话叫藏富于民，怎么藏富于民？老百姓真正掌握财富，我们离这个目标还比较远。

这样一个统计数据和国际比较，已经给我们提供了未来怎么样进行结构性改革的重要方向。政府掌握这么多资源有没有好处？这是非常重要的，政府文件和官方都是非常强调，在危机刚刚过去复苏还很艰难的阶段，尤其中国还有很多潜在危机要爆发的时候，政府掌控这么多资源，有极大的国家能力来应对各种危机，这是好事，在应对风险方面这是非常重要的指标，掌握资源多，有能力动员这么多资源，这是好事。但是风险和效率是相对的，当我们觉得风险比较小，特别是静态风险，也就是当前我们风险比较小的时候，我们需要考虑到它的动态效率，它对未来是怎样影响？未来我们的增长、效率能否大量的提高？这里面有一个问题，如果说政府掌控太多资源，它的效率是受损的。西方国家也有很多是政府运营的企业、机构，最近出了一本书《新国富论》，这是瑞典的一个经济学家写的，探讨政府运营资产的效率是怎样的？总的来讲，认为这里的效率是相对低下的，我们可以通过发掘政府的公共资产带来生产力的提升和财富的增长。和发达经济体相比，中国也面临这样的情况，掌握这么多的公共财富，我们有没有把它配置好，特别是配置效率的提高。改革的方向我

们提出来，要重新优化配置社会存量资产，提高资源配置效率。这也是供给侧结构性改革首要的任务和目标。具体应该怎么去做呢？很有意思，这些政策建议其实我们之前就提出来了，最近深化体制改革小组刚刚通过了一个文件，这个文件印证了我们这些前瞻性的建议。这个文件是《关于创新政府配置资源方式的指导意见》，“创新政府配置资源方式要发挥市场在资源配置中的决定性作用，以及更好发挥政府作用，大幅度减少政府对资源的直接配置。”这里面提到经营性的政府资产要通过竞争性的方式使大家更多介入，从而改变它的运营模式，政府不要直接干预了，更多引入市场机制和市场化手段，这里包括国有企业的改革，还有 PPP，公私合营、公私合作以及发展混合所有制的方式，来提高资源的配置效率。政府的非经营性资产，科教文卫，科学技术、文化卫生、体育，包括医疗、社会保障等。这些方面是政府提供公共服务最重要的方面，这是它的责任，它应该去做，但是由它直接来配置会使得效率并没有那么高，所以我们还是建议可以采取一些市场化的方式来提供公共服务。这是从存量资产的角度，或者是国家资产负债表资产的角度提出我们结构性改革的一些方向。

接下来是从负债的角度，去杠杆的问题在中国是最大的问题之一，也是我们今年经济工作的一个任务，到今天出台了很多政策，但是效果并不是太理想，这里关键是什么？我们遇到了什么障碍？首先，去杠杆不是中国一个国家的事，这是全球的事。危机以后大家都认识到全球杠杆率太高了，包括麦肯锡、国际货币基金组织，很多国际机构、国际投行都有大量的研究，总体的结论是，危机以后全球杠杆率不降反升。这个图暖色的是加杠杆，冷色是去杠杆，图里面暖色的居多，迄今为止全球来看是加杠杆为主，发达经济体很明显，韩国的情况我不太了解，应该是加杠杆的过程，特别是政府部门，G7 是非常明显的。在中国来讲杠杆率已经非常之高，中国实体部门杠杆率居民、非金融企业和政府加起来 230%左右。IMF 最新的财政统计给出来一个数字，截止 2015 年全球实体部门杠杆率是 225%，跟咱们几乎是一样的，这里有大量的发达经济体，杠杆率远远高于 200%甚至是 300%的水平，通过这样的国际比较，我个人认为中国的杠杆率已经很高了。

这是全社会的杠杆率，主要是实体部门，越来越高。居民部门杠杆率的上升比大家想象的要快，因为中国跟发达经济体的居民部门相比，我们的杠杆率

是相对比较低的，只有它们的一半左右，我们大概 40%，其他经济体，韩国 81%，这个数据是来自于麦肯锡的研究，韩国朋友自己统计可能跟这个数有一些出入，但估计不会差距太大，美国是 77%，几乎是我们的两倍左右。大家可以对应一下，对应中国居民部门的净财富，我们的债务是占 GDP 的比重，但是要比起净财富，有可能中国居民部门债务水平并不是很低，因为前面提到我们居民部门的净财富比发达经济体低得多，现在的债务水平比起净财富，中国居民的债务比现在看到的要高，现在的债务 40%是以 GDP 为分母的，这是一个重大区别。居民部门杠杆上得很快，特别是今年的前三季度非常快，所以现在大家也很关注居民部门杠杆上得这么快的潜在风险，因为大量是居民购买房地产的抵押贷款。10 月份已经开始了房地产的新政，9 月 30 号来了这个新政以后，对这一块可能是一个约束，也是有利于控制风险。

非金融企业是我们最重要的去杠杆对象，这个问题其实我们一直在强调，因为中央就提我们要去杠杆，我们更倾向于去企业杠杆，最近我们这个提议、想法得到了印证，因为中央专门出台了如何降低企业部门杠杆的政策建议，这个也是对此问题的深化认识。一开始很可能觉得，我们是不是可能把 200%多的杠杆整个降下来？今天发现，那个是降不下来的，能降的是具体的某一些部门，比如说企业部门，而与此同时，要稳增长、稳需求，其他部门杠杆率在不断上升，包括政府部门、居民部门。

政府部门在 2015 年是略微的去杠杆，但是这个问题我们不要把它看作是一个趋势性的变化，它根本就不是。因为这里面涉及到我们如何来统计政府部门的杠杆率，尤其是地方政府，这里面有一个大家不太容易理解清楚的，地方融资平台的债务。2015 年开始，按照新的《预算法》，所有通过地方融资平台借的钱财政部都不认，这个钱是不合法的，所以在 2015 年很多地方融资平台债务被划归到了企业部门，企业部门我们现在估算的是 130%多的杠杆率，如果加上融资平台是接近 160%。如果说政府部门去掉了融资平台，它的趋势变化就是下降的，但实际上政府部门对于融资平台的债务是负有责任的，最终中央政府作为最后贷款人是不可能不认账的，我们认为政府部门杠杆率还会上升。这里有一个模型进行情景的模拟，我们得出来的结论是什么？通过模型估算发现，未来 20 年中国政府部门的杠杆率是不断上升，不会收敛。这个对我们有很大的警

示意义，如果政府部门的行为方式、产生债务的做法，包括坏账率形成的机制没有发生根本性的变化，政府部门杠杆率将会不断的上升，它要收敛的话也是二十多年以后了。这是一个重要的情况。

金融部门不细说了，因为金融部门的估算有两种，我们自己的估算是 20%、30%左右，宽口径的估算是 60%、70%左右，因为这里加上了其他一些变量。尤其重要的是，金融部门杠杆率在国际比较中容易产生一些误解，比如说一些国际金融港，像伦敦、新加坡、布鲁塞尔，它们是为国际进行金融业务的服务，所以它们金融部门的杠杆率非常之高。中国还远远做不到这一点，它相应的程度是比较低的，参考意义也是比较弱的。

我们面对负债方问题，这么高的杠杆率，特别是企业部门的杠杆率，应该怎么来采取一些政策措施？我们报告里面有，这里简单说一下。首先强调一下，中国把去杠杆放在供给侧改革的最重要内容之一。但是我想说，如果仅仅是供给侧改革其实是去不了杠杆的，如果不从需求侧着眼，这个杠杆就不可能去掉，因为加杠杆就是需求扩张，去杠杆就是要需求收缩，这是最简单的道理。所以我们去看这个图，我们的杠杆率上升跟什么有关系？跟很多企业的行为、银行行为、地方政府行为都有关系，但是跟中央银行有非常大的关系，它要求我们每年信贷的增长、M2 的增长达到一定比例，在这个前提下我们的总体杠杆率必然会上升。现在大家可能形成共识了，前一段时间周小川行长说话了，我们为了应对高杠杆率的情况，中央银行货币政策是要适度收缩的。只有从更大的宏观的角度、系统性的角度，我们才能够真正的做到去杠杆。

中国的总体杠杆率还要上升，刚才只是说通过模型、通过坏账率的产生、通过地方债务的产生来分析中国政府的债务要不断的上升，但是总体来讲是什么状况？重要的是跟发达经济体比较，一个国家到了发达阶段，货币成熟、市场机制成熟，其实它的借债能力更强，也就是说它能够借助全球的杠杆来支撑其经济增长，最典型的的就是美国。所以这也跟我们现在的主题有关，随着人民币的国际化，人民币成为国际储备货币，中国在国际上的借债能力也将会不断增强，中国有能力借助于国际的杠杆推动经济增长。在这样的前提下，未来中国杠杆率的上升不是一个坏事，相反，它是中国国家治理能力提升的一个指标，所以我们也不要吧杠杆这个事都当作坏事、当作风险来说。

最后，短期内去杠杆可能还需要做出一些实质性的措施。比如说要拿出真金白银，我们在过去毕竟产生了那么多坏账，4万亿也好，还是过去的粗放式增长方式也好，我们这些扭曲实际上是带来了这样那样的一些坏账，这些坏账总是要还的，我们怎么还？各种方式，其中一种方式就是要拿出真金白银，李扬老师在很多场合都讲过，包括外汇储备、国有企业的优质资产都是应该拿出来的。但是很有意思，在地方来讲，它们都不愿意拿出自己的优质资产。第一，不愿意拿出国有企业的优质资产，这是我们在调研中发现的。第二，也不愿意大量的短期内的供地，就是通过卖地获得很多收入来抵偿债务，因为通过饥饿方式可以获得更大土地财政的收入。这个和我们现在提的这个方案是不完全一致的。

去杠杆要和整个的体制改革、结构性的改革结合起来，特别重要的就是国有企业改革。最近中央出台了两个重要的文件：第一个文件是“保护私人资本产权的问题”，这里面专门讲到了“原罪”问题如何对待？过去的做法基本是要认账的，而不是认为它都是违法的，可能不符合现在的规定，但在当时的情况下要认账，这是非常重要的，给私营企业、私人资本很大的信心。第二个是“国有企业”，国有企业改革在很多层面都在推进，现在最重要的问题是，对于中央提出来的这些，无论是混合也好、PPP也好，特别是很多的试点，都已经给它们提出来了具体的要求，我们现在最担心的是中央好的文件精神能不能真正落到实处，如果这些做法能够按照中央的精神推行下去，我认为中国未来的十年、二十年的增长一定是有保障的。谢谢大家！