



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

邵宇

东方证券首席经济学家

邵宇：

各位下午好，能够坚持到现在已经不容易了。学到很多东西，因为其实我也做资产负债表做了很长时间。首先我感觉大家利用的数据可能更多是一个样本一个片段，因为我主要评论是企业这一块，其实我们也做过很多研究，我们发现有一个特征。这样一个企业的，特别是中国企业的负债率上升，它有三个特点，第一可能是一次性的，也就是在 08、09 年反危机的时候突然起来了，以前大概在 1% 左右，没有太多趋势性。第二个主要是国企，为什么呢？很明确的理解，因为在那里面加杠杆都是国企，包括铁路、中铁等等，这些东西基建。第三个还是挺有意思，大部分是上游，什么叫上游，除了基础设施以外差不多都是原料或者是原材料类的。下游竞争性基本上没有这个问题，我们有理由怀疑，我们这个东西究竟是漫长债务里一个特例还是一个趋势，我个人觉得更多是一次性的，但是里头有一个很重要的前提，如果我们在现在的整个信用经济大环境下。我们知道我们现在经济有一个很大特点，我们货币是用债务来产生的跟以前完全不一样。以前大概用黄金，因为是一个交易工具，但是现在我们是因为有了贷款，有了债务，从而产生了货币。

如果没有债务，大家杠杆都变零的时候，我们货币总量也会迅速下降。但是从我们的统计这样角度来看，如果把 M2，M2 是一个广义货币，因为债务或者是贷款

产生的货币对 GDP 的比例还看的话，它是永远在上升的。所以其实某种意义上说，我觉得如果从货币史，特别是这样一个信用的货币史来说，可能我们宁愿生活在这样一个货币幻觉里头。阿代尔就是英国原来前金融服务局领导，他也给了我这样一个有意思的数据，他说海外发达国家过去 30 年里头他的 M2，每年差不多也是 10%，而实体经济增长就是 5%，每年也有一个 5% 左右的增长，对中国来说更是这样，中国的 M2 增长 21%，实体经济 16%，也有一个 5% 的点。所以这一块恐怕是永恒。

再回到一个更为明确的表述，也就是从二战以后，所有主要经济体的债务是永远在上升的，我们没有看到哪一个国家的债务，或者是国家债务得到彻底的清仓，除了小的国家，拉美等等，在债务危机里面倒掉的国家，所以我觉得可能这就是一个常态。回过头来看这个问题，我们放在一个宏观框架里头，不光是谈企业负债，其实我是这样理解的，因为大家可能看过我写的关于中国杠杆的乾坤大挪移，因为一共是六个部门，他所扮演的角色非常有意思。比如说刚才剑峰提到的金融部门，金融部门是什么东西？金融部门它在正反两个方面都是用来加杠杆的，他能够让你的经济快速的接近所谓叫做明斯基的时刻，然后就很简单了，一个是国有部门一个是居民部门，这两个部门玩的游戏是什么呢，当动物精神起来的时候我的居民部门是加杠杆的，而且大家觉得这个杠杆加的是良性的。但是当动物精神消退或者是大萧条来的时候凯恩斯就复活了，大家觉得政府应该加杠杆。我看刚才大家的意见都是政府应该再加一点杠杆。毫无疑问我们现在用的方法是什么，还有一个是货币当局，也就是中央银行干什么，中央银行很简单，它主要是在资产负债表上堆垃圾的。为什么他比别人要适合堆垃圾，因为很简单，他可以通过货币的发行，保持资产质量的，资产价格相对稳定，美国联储就是这样做。因为看到现在大家都觉得美国去杠杆去得很开心，但是你有没有看到过，美国经济增长并不是挺强，但是资产价格，不管是股票价格还是它的房地产价格，已经远远超过危机之前的水平。所以大家都觉得我又开始富有了，我的财富现在又开始了。而这里头联储的资产负债表的扩张是必不可少的一个环境。大家可以看到我们其实从 2015 年 3 月份钱荒开始，中央银行已经开始收缩他的资产负债表也就是中国。

今年会有更紧密的，很简单。如果货币当局不再堆放更多的垃圾，他一定会迫使我们的一般商业银行、影子银行或者是类似我们证券投资机构来减缩他的杠杆。这样的话我们离明斯基的时刻就会靠得更近而不是更远。这就是我们担心的无序去杠杆一个关键原因，刚才连总也抱怨了这样一个原因。不光是体现在监管，不管你叫什么名字，叫宏观审慎也好，叫野蛮人也好等等你都是反对所有的金融机构去加杠杆。那一样的，那我们就很清楚了，在这五个宏观部门里头，中央银行是堆垃圾的，短时间堆积垃圾的，而动物精神跟凯恩斯在居民部门跟国企，或者说政府部门不断的平衡。这里头还有一个部分是谁，就是整个把经济体视为开放经济体对外部门，比如说美国，大家都说宏观数据都想作为美国，因为美国可以到全世界去骗钱，然后去支撑他的养老体系和他的这样一个国民的收支体系。

除了储备性国家有这样一个特权以外，其他人都不敢干这件事情，为什么，因为你干得不好的话，所有的外债都是要偿还的，即便你可能是储备货币。所以中国就走到一个非常尴尬的境地。金融的高速发展，你导致我们的影子银行，导致我们的金融债整个产出里头，因为杠杆上升，而你获得更大份额。但是始终没有等到居民部门能够把整个其他部门的杠杆再接回去。因为这个动物精神始终没有启发，大家明白，什么叫做动物精神，那我们说我们就在等待所谓叫做史事性创新，也就是重大技术创新，让我们能够突破，让我们居民部门能够获得利润，从而调动他们的动物精神，我们没有等到。我们所有拖延都是在等待这一天来临，如果你等不到，而你现在开始从央行资产负债表收缩，排除垃圾收表，或者同时逼迫金融系统来收缩的话，那你可能慢慢就来到一个临界点，这个临界点其实对我们来说并不是特别有利，而且我们对外部门你还要做人民币国际化，还做一些对海外有保护的连通。但是大家看到通过 811 大家看到这个连通带来更多是冲击，因为毕竟你现在不是一个行走江湖，耀武扬威再多人不愁的储备型经济体，你只不过一个新兴经济体而已，所以你着急把这个门关上了，所以这六个部门的平衡现在变得日益困难。但是我要强调一句，我们总的前提，中国债务的空间就放在那里，因为如果你的目标是新兴市场参照性，或者说是发达经济体，你的空间仍然是有的，因为其实我研究过很强的债务史，偿还债务就那么几种方式，大家老说不能靠分母策略，最终你发现就

是分母策略，分母策略就是增长策略。当然我们认为现在获得同量级的增长要困难的多。

大家刚才提到这种方法，比方说现有的资产我明白，其实大家没有把它说透，其实就是私有化，把这个资产变现来提升你的这样一个资本充足力。那就是大家看到的，那同样我们通过股权的充实，你也看到了，包括我们想发动一场改革牛，最后变成了一个杠杆熊，这是我们可以预见的，在这样一个政策框架，以及我们居民在目前货币幻觉的框架下，他的博弈心态肯定是有史以来最强的。那我们可以做什么，大家都提了很多意见，我觉得可能得从这个角度考虑问题。也就是说如果我们六个部门可以有一次机会重新再造并且再次启动的话，其实我们已经做了一个再平衡，大家现在指责我们居民部门杠杆升得太快，但是很简单如果你作为一个政策执行者，恐怕这是你的 last resort，你如果不让居民买更多房地产，让他们成为接班侠接住这些资产的话你怎么能够把地方政府这些债务跟资产转让给他们。当然是有代价的，代价可能是巨大的，我们也都知道，大家也都知道你的国家可以承担更多债务，你的居民部门还有一定空间。但是这要持续多久，我们可以用一个更大框架来考虑。

我记得那天剑峰看到你在 FT 上那篇文章我很受启发，其实我们有机会去重新调整这六个部门的结构，重新启动我们的这样一个增长。比方说我们能不能把外汇储备全部卸下来，也就是对外部门，我们不再用跟美国货币政策去挂钩，不再要受到反复冲击，我把所有外汇用等量国债置换让我们的货币基础全部调整完，让准备金能够降下来，让银行能够用更低成本来发动它的杠杆，而不用折腾影子银行那么多事情，那当然还有更多考虑。比方说如果我们建立是以国债为货币基础供应方式，中央政府跟地方政府债务应该怎么样匹配。从这种方式就意味着我们可以重建我们的财政以及我们的货币系统，来为我们提供一个内生增长的大股东模型，当然没有人说这一点很容易。特别是如果你全部外汇储备脱钩成为股权基金以后，你没有外汇储备，你的汇率是不是应该放开，这会引发什么样的风险，当然大家并不确定，因为这一个未知领域。但是恐怕也到了慢慢要做出最后决定的时刻了，因为这个时间是在不断在响。没有人能

够等到动物精神重新回到居民的部门，可能在未来预见十年内都不可能会做到，恐怕调整迟早要来。

所以这里头更说不上是评论，我有更多的困惑或者是更多问题跟大家做探讨，这就是我的发言，谢谢大家。