



要正确理解中国经济“去杠杆化”

(徐洪才在天则经济研究所双周论坛上的发言, 2014-8-29)

非常荣幸来到天则, 和大家一起讨论一些问题。这是我第一次来, 对于天则我是仰慕已久了, 特别是几位前辈, 像茅老、张老师。我经常拜读他们的文章, 应该说是读他们的书成长起来的。

回到今天的主题, 中美之间新常态的比较, 我觉得汪博士做了一个非常好的研究, 而且研究方法也是处在一个前沿水平, 得出的结论我都基本同意。我就他的话题展开一点讨论, 谈一点自己的独立思考。我想讲两个方面问题, 第一个方面是关于中国经济新常态特征的理解, 第二个方面是关于中国经济发展动力。

首先, 我要谈谈对中国经济新常态特征的不同理解。汪博士把债务周期处在“去杠杆阶段”视为最近几年中国经济“新常态”的一个特征, 我觉得不太完整, 或者说不太准确。有人认为, 克强经济学的一个特点就是“去杠杆化”, 这是针对 2008 年底爆发全球金融危机以后, 中国实施了 4 万亿的刺激经济政策, 当时杠杆确实放得比较大, 现在要对前期政策予以消化, 像产能过剩, 还有地方政府债务风险等等, 都需要逐步消化。因此, 确实需要“去杠杆化”。但是我觉得, “去杠杆”这个观点只注意到问题的一方面, 对此要做具体分析。

第一, 从中国总体公共债务比率来看, 并不是很高。当然, 地方政府债务相对高一些, 主要是由于中央和地方财税关系, 财权与事权分配关系没有理顺。但是中央财政杠杆率, 实事求是地讲并不是太高, 还是有一定的增长空间。第二, 从企业债务水平来看, 总体来看现在有点高, 但也要具体分析。一方面, 我们资本市场不发达, 银行间接融资仍然占主导地位, 融资结构、金融结构决定企业资产负债结构, 因此企业负债率总体偏高。进一步看, 国有企业债务率总体偏高一些, 而民营企业债务率参差不齐, 总体上还是比较稳健的。第三, 从居民、家庭部门来看, 总体债务率不高, 而且可以说杠杆率还是偏小了。现在有近 50 万亿元的银行储蓄存款, 但是住房按揭贷款仅有 10 万亿, 说明消费金融发展严重滞后。

再看一些其他部门的资产负债结构, 我们发现, 现在商业银行资产负债表存在严重的期限结构错配。由于金融创新缓慢, 主动创造负债这一块还比较滞后。今年, 银行大额可转让存单 (CD) 这种新的金融产品, 已开始试点向居民和工商企业发行, 但仅仅是刚刚起步, 银行主要靠吸收居民和工商企业存款来解决自身资金来源问题。从资产这一边来看, 银行资产现在有点长期化、固化, 资产证券化发展严重滞后。这两个严重滞后, 就导致我们商业银



行系统性风险、流动性风险偏高。

从中央银行资产负债表来看，也存在严重的结构错配现象，主要是货币错配。我们有大量的以美元计价的境外储备资产，负债本币化，资产外币化，这是中央银行资产负债的典型特征。因此也有潜在风险。现在大家议论比较多的就是我国外汇储备收益率偏低，风险偏大，没有很好地使用，没有藏富于民，包括企业“走出去”，也没有充分利用外汇储备资源。另外，币种错配对货币政策也有很大影响，导致货币发行、货币供给被人家牵着鼻子走，主要通过外汇占款这一渠道投放基础货币。

因此，如果要对新常态下中国经济资产负债结构做一个总体判断的话，我觉得应该是“面临结构性调整”，而不能简单说在“去杠杆”，实际上有的要“加杠杆”，有的要“去杠杆”，不能一概而论。下一步，我们要鼓励金融创新，要在商业银行资产负债表两边同时做文章，优化商业银行资产质量，提高流动性，提高整个金融资源配置效率。

目前，我国中央银行迎来了一个比较好的时间窗口，今年以来，金融机构外汇占款降低，美国退出 QE，资本向美国、向发达国家回流，而且贸易顺差也在减少，特别是随着服务贸易开放，逆差可能还要增加。因此，经常项目顺差收窄，甚至可能出现汪博士所担忧的“逆转”。我认为，短期出现贸易逆差并不是坏事，这为中央银行资产负债结构调整提供了契机，我们可以趁机下调金融机构法定存款准备金率，调整中央银行资产负债结构，从而增强货币政策的主动性、灵活性。要藏汇于民，鼓励企业走出去，加大对外投资。另外，扩大进口也有利于增强经济竞争力，弥补短板，优化结构。这是第一个想法，就是对债务周期处在“去杠杆阶段”有一点不同看法。

我要谈的第二个方面问题是，新常态条件下中国经济增长动力何在？很多人很担忧。我觉得，动力有五个方面。第一，就是新型城镇化，以及与此相关的工业化、信息化和农业现代化，“新四化”的稳步推进其实会拉动基础设施投资，有利于促进消费结构升级。因为农民变成市民以后，他的消费结构、消费特征会发生一些变化。所以，斯蒂格里茨讲了这样一句话，把中国的城镇化机会和发达国家的资本、技术相结合，就可以推动世界经济的可持续发展。这个机会属于中国，也属于世界。未来几年，我们要在 2020 年以前解决三个“一个亿人口”的问题，围绕人的城镇化，最终会增强我们经济发展的动力和后劲。

第二个动力，就是深化改革、制度创新。我们要建立社会主义市场经济体制，要让市场在资源配置当中发挥基础性作用，过去那些制约资源优化配置的体制机制、消极因素将会逐步被消除，因此会释放生产力、解放生产力。这也是值得期待的。

第三个，是技术创新的动力。总体上讲，我们的技术水平和发达国家还有相当大的差距，



特别是和美国、德国、日本等，是垂直的的产业分工，这就导致我们在很多产业更多是相互弥补，相互补充，而不是直接竞争。所以，有很多观点，包括刚才程博士讲到美国一些政客提出通过对人民币单方面施加升值压力来解决中美之间贸易经济不平衡的问题，我认为这是找错了对象。过去我国加工贸易发展很快，这是由经济发展阶段决定的。在加入 WTO 之后的 2001~2008 年期间，我国人口红利、资源红利等已经得到较充分释放。未来我们还可以在技术上继续追赶，通过体制改革和自主创新来提升技术水平。下一步，国有企业混合所有制改革将会激发企业创新动力，对此大家都寄予期待。特别是通过借鉴、吸收、消化先进技术，改造我们的传统产业，缩小与发达国家的差距，有很大的潜力。有好几块进口，每年都要消耗国家上千亿美元，如精细化工、能源、高端制造业等等，包括 PX 这些高污染化工产品，其实发达国家技术上早已解决了。如果我们把技术差距补上，就可以大大减少外贸逆差，提高经济质量，优化经济结构。

第四个是人才红利。现在老龄化社会渐行渐近，人口红利、低用工成本优势正在消失，这些好日子似乎渐行渐远了。但是，随着人口素质提升，人才的红利会慢慢释放出来。从“中国制造”到“中国创造”，这是一个大的转型，人力资本红利还有很大的空间。目前，我国人才匮乏和人才浪费同时并存，特别是现在海外人才未能得到很好利用。最近几年，我们出去留学的学生增多，回来的学生也在增多，怎样用好这些人才，应该引起有关方面的高度重视。

第五个方面，就是全球化的红利。在新的全球化背景下，贸易自由化、投资便利化和金融全球化对中国仍然是机遇。一方面，可以在国际产业分工中提升层次，提高我国经济的竞争力；另一方面，加大海外投资，通过对外投资拉动商品出口，在资本输出的同时，引进国外有用资源，提升企业管理水平，提高国际竞争能力。另外，人民币国际化红利也不能忽视。我一直认为，未来十到二十年是人民币国际化的难得历史机遇期。现在有两种观点，一种观点认为现在资本账户开放过快、过急，风险太大了，我们还没有准备好，要慢慢来。另一种观点，是机不可失、时不再来，要抓住机遇，随着人口红利消失、改革红利消失，十年、二十年以后这两个红利肯定都要消失的，那个时候靠什么来支持中国经济可持续发展？因此，必须抢在这“两个消失”之前，把人民币国际化问题解决了，使人民币成为国际储备货币，赢得一个和中国经济在国际经济中相适应的地位。当然，在这个过程中必须和美国协同发展。所以，我觉得汪博士提的建议非常好，要避免与美国脱钩。我的想法是将人民币与美元绑定，美元在未来二三十年仍将是全球主导性货币，它的地位不会发生根本性改变，而我们有强大外汇储备做支撑，同时经济仍将保持中高速增长，可以支持人民币汇率平稳升值，会呈现一个渐进式、温和升值态势，要抓住这个机遇推进人民币国际化，要与重要贸易投资伙伴实行



本币直接交易和结算，这方面已经取得初步进展。下一步主攻方向和重点领域就是欧洲，要尽快和欧元直接交易，在欧洲地区将人民币作为结算工具。今年前 7 个月，人民币在欧洲地区投资结算比重急速上升，这是一个可喜现象。我认为，如果不抓住机遇推进人民币国际化，我们就要犯历史性错误，就要丧失历史机遇，对不起子孙后代；但在这个过程中，又不能掉以轻心，不能过快开放导致国内金融稳定受到外部冲击。因此要把握好平衡。有些同志担忧，开放过快将导致金融不稳定，甚至引发金融危机。余永定老师说这是一种颠覆性错误，他的观点是正确的。但是，我们不能犯历史性错误，也不能犯颠覆性错误，更不能因为害怕犯颠覆性错误而丧失历史机遇。

怎么防范这个风险呢？一个比较可行的办法就是征收金融交易税或者是托宾税。比如说资本进来、出去都分别征收它 1% 的税，征收这个税以后，对短期资本是很大的抑制，增加了它的成本，但对长期资本影响微乎其微。这样的话，就可以引导市场通过长期资本供求来决定人民币汇率水平，这样，汇率杠杆、资金对外价格的杠杆就可以引导国内资源优化配置，发挥积极作用。当然，我们货币政策也应考虑内外两种不同情况，并做出相应调整，这对货币当局是一个挑战。我们长期是在相对封闭环境里面，货币政策怎样适应人民币即可以充当本币，也充当国际货币，这是一个挑战。人民币流出去，在国际市场中流通，就变成外币了，但它在国内仍是本币，拥有双重身份，怎么样协调统筹？对此我们要深入研究。

总体来说，由于有这五个方面的动力，或者说有这五个方面的发展潜力，我觉得新常态下中国经济将保持可持续发展，未来几年将在合理区间内平稳运行。

我就讲这么两点。谢谢大家！

徐洪才：

我想补充说明的是，美国经济新常态是美国自身内部因素决定的，中国经济新常态也是由于中国自身，主要是中国内部因素决定的。美国经济新常态是总体趋势向好，这对中国一定是好消息，如果美国经济向下，那才是坏消息。展望未来，中美两国之间的分工和合作，我觉得会进一步加强。通过双向进一步开放，我们更多是要学习美国现在主导的国际游戏规则，不能自我封闭，要承认我们有相当大的差距。现在美国经济好起来了，可以从容地搞 TPP、TTIP 这些东西，制定新的游戏规则。我们也要主动作为，进一步参与全球分工。特别是服务贸易开放，包括农业、金融业开放，短期看我们会吃点亏，但是长期看对我们是有利的。现在我国拥有大量外汇储备，我觉得总体看是麻烦，是包袱，怎么样把它花掉，用好，好钢用在刀刃上，这将考验我们的智慧。

另外，刚才讲到我们要跟美国绑定，这一点很重要，要淡化竞争，强化合作，特别是金



融方面合作。人民币走出去，并不是挑战和削弱美元领导地位，在一个相当长时间内是有利
于巩固美元地位的。当年美元崛起的时候，它和黄金绑定，现在我们和美元绑定，要承认美
元地位，帮他分担风险、分担责任，建立一个风险适度分散的多元化的国际储备体系，这对
全世界都有好处。要争取在 2015 年，在 IMF 对 SDR 重新评估时把人民币加进去，这不仅
仅有象征意义，而且可以提升人民币国际形象和影响力。上一次美国芝加哥商品交易所总裁
来北京的时候，我跟他提出，能不能尽快推出一些人民币和美元交易的金融衍生品，因为不
仅对它存在商业利益，对推进人民币国际化也是有利的，可以互利共赢。他非常同意我的观
点，觉得是个好事。总之，人民币国际化不是挑战美元地位，而是和美元共同承担责任，将
有利于重建一个相对平衡、公平合理的全球经济治理体系。