

演讲 NO: 2018 年 4 月

2018 博鳌论坛发言实录

李扬 时间: 2018-04-09

来源: 财经网

演讲背景:“最近中国政府做出非常强的政策,要解决国有企业的问题,要解决国有企业中的僵尸企业的问题。联系前面所说的,企业负债无所谓,但是负债如果变成僵尸,不生产就有问题了。中国政府已经下决心要处理僵尸企业问题,大约计划用三年时间把这个问题基本解决。”4月9日,国家金融与发展实验室理事长李扬在“博鳌亚洲论坛 2018 年年会”上表示。

李扬在谈及新兴经济体负债问题时表示，最关键的问题是各国国内的储蓄和投资的关系。如果说一个国家储蓄率很高，资本流动其实对他来说是无所谓的，凡是发生了危机的，无论是新兴经济体还是发达经济体，只要国内储蓄率跟不上，一定会发生危机。中国最近这两年外汇储备曾经流出大概 1 万多亿美元，但这个流动对中国的经济本身没有什么伤害，很关键的原因是中国的储备积累是通过中国经常项目的顺畅而获得，而不是通过资本项目借钱获得的，更多是因为中国是高储蓄率的国家。

以下为发言实录：

李扬：目前我们讨论的话题首先是一个老故事，同时，这个老故事中又有新的因素，所谓老故事，就是说这个世界资金的流动是从发达经济体向新兴经济体流动，这个老故事曾经在这次危机之初发生了一点变化，各位可能还能回忆到当时有一个概括叫“双轨脱钩”，所谓“双轨”是指新兴经济体和发达经济体的经济增长是两个轨道，新兴经济体的发展比较高，发达经济体发展比较低，而且关联度不高，很多人讨论这个事情是过去的情况就永远过去了，这次是不一样的。现在事实证明还是一样的，没有发生特别大的变化。

老故事当中新的因素指的是过去都是新兴经济体负债，他们借钱，而这一次，发达经济体也负债，而且负债非常高，这是一个新的情况。所以，我们必须研究这些新的问题，简单的用过去发展经济学的范式来说明现在的肯定是不行的，应当研究新问题。

我领导的团队最近几年一直持续研究这个问题，我们注意到，最关键的问题是各国国内的储蓄和投资的关系。如果说一个国家储蓄率很高，资本流动其实对他来说是无所谓的，凡是发生了危机的，无论是新兴经济体还是发达经济体，只要国内储蓄率跟不上，一定会发生危机。比如说美国的储蓄率就低，还有欧洲一些国家也都是储蓄率低的问题。亚洲金融危机的时候，韩国很快就恢复，因为韩国储蓄率很高。

说中国，中国最近这两年外汇储备曾经流出大概 1 万多亿美元，但这个流动对中国的经济本身没有什么伤害，很关键的原因是中国的储备积累是通过中国经常项目的顺畅而获得，而不是通过资本项目借钱获得的，更多是因为中国是高储蓄率的国家。我们观察资本流动、债务的积累是不是对一个国家造成伤害，关键是看那个国家储蓄和投资的对比关系。

李扬：中国是一个发展中国家，我们对债务是高度警惕的，所以我们在这方面做了非常多的工作。我刚才说观察债务的风险要投资和储蓄率的关系，从流量的角度来看。同样一个重要的角度，从存量角度，从一个国家的资产负债表来看。我们这个团队，编制了从 1996 年以来中国所有的资产负债表，为了做比较，西方其他国家的资产负债表我们也进行了分析。分析资产负债表是存量的概念，中国的资产负债表是很健康的。

我刚刚说为什么一些新兴经济体有问题，这一次很多发达国家也有问题，不只是储蓄和投资流量的问题，资产和负债的存量也有了问题，存量、流量两个角度来看才能全面的观察它的变化是否会引起危机，对中国来说，因为外界老是在说中国的债务、杠杆率，不断的唱弹中国，我们必须严肃的对待，债务是非常复杂的东西，必须找出架构，汇率动了是短期的现象，我们要看是不是会造成伤害，流量：储蓄和投资，存量：资产和负债，这样看，中国的问题就不大。杠杆率

本身并不说明什么问题，做经济活动的都知道，如果能够多借钱，能够多生产，能够多创造财富，这是你很能干的表现，很有能力的表现。关键是说有没有不良债务，有没有不良资产，如果有不良资产，而且不良资产占的比重比较高，那是问题。现在我们在分析中国的事情，应当说到现在为止还没有非常危险的信号出现。

李扬：中国的债务分政府、企业和居民，中国的居民虽然最近这几年的杠杆率提高的很快，但还在比较安全的范围之内，按照世界的标准，按照中国的标准都还在安全的范围之内。中国的政府分中央政府和地方政府，中央政府应当没有问题的，是非常健康的一个资产负债表。中国的地方政府是有一些问题的，现在这些问题正在逐步的处置，我们最近通过好几个法律修正案，通过了一些规定，都是要处理这部分问题。我们的统计显示，到去年第四季度地方政府债务的增长已经持平了。

中国的企业也分两个部分，一部分是民营企业，一部分是国有企业。中国企业的杠杆率在去年年末略有下降，但只是其中的民营企业下降的很快，而国企的杠杆率还在上升，也就是说中国的问题说到最后还是国有企业的问题。这是大家都有共识的，最近中国政府做出非常强的政策，要解决国有企业的问题，要解决国有企业中的僵尸企业的问题。联系前面所说的，企业负债无所谓，但是负债如果变成僵尸，不生产就有问题了。中国政府已经下决心要处理僵尸企业问题，大约

计划用三年时间把这个问题基本解决。

我想告诉大家的是，中国政府的问题，首先没有到非常严重的程度，第二是中国政府已经看到这个问题，一是国有企业的问题，特别是僵尸企业的问题。第二是地方政府的问题，现在已经着手在采取措施。我相信经过三年的努力，问题会有较大的改善。

李扬：关于投资这个世界性的问题，也不是说新兴经济体特别需要，发达经济体也特别需要。特朗普刚上任的时候也说美国有大量的基础设施的投资需求，但是并没有资金支持。在我看来四个因素最重要，第一是产权能否得到有效的保护，基础设施建设投资时间非常长，产权能否得到有效的保护。第二，能否有可持续的商业模式，投资是要讲回报的。第三，政治环境是否稳定，经常会出现一个政府更迭，用中国的话来说后面的政府不认前面政府的帐。第四是要有政府的支持，各国也在做，但都做的不是很好。中国也曾经寄望于 PPP 来解决，中国老百姓把 PPP 说成“骗骗骗”，我们的 PPP 项目已经很多了，但是其中只有不到 10%是私人资本，也就是说还是各级政府出的钱，也就是地方政府出的钱，地方政府也没有钱，就是融资钱，所以地方政府的债务主要是这些地方。

中国是新兴经济体，我们从别的国家学习，我们觉得很好，但是学了之后发现它不怎么好，其实在别的国家也没有特别成功的经验，中国在探讨另一条路，用长期信用机构的方式来提供基础设施的投资

资金。中国有一个金融机构可能是世界上很特殊的，国家开发银行，它们自己还创造了一个词叫开发性金融，在国际文献中没有这个词，但是它们叫开发性金融，开发性金融是综合开发的概念，赚钱的，不赚钱的都打包，成为一个整体来推进。

中国在这方面很多地方是比较成功的，根据中国金融改革的方案，下一步，我们会在基础设施领域、城市住房领域、城市化领域会建立相应的长期信用机构。机构的资金来源会有政府的，也有私人的，但是运行起来是政策性机构。我刚才所说的一些问题就可以回避，比如说产权问题、商业可持续问题、政府的支持问题，通过这个能够有效的回避。

其实中国在“一带一路”的项目上很多也是用长期信用机构的方式，而不是直接投资的方式，这个可能还是一个探讨。

李扬：中国改革开放 40 年以来经济获得很大程度上的发展，相当程度上是归因于私有资本市场的发展，这也是事实，中国政府也认同这一点，在领导的讲话里，法律文件中当反复强调这一点。但事实上执行的不好，人们总觉得把自己的资金放给国有企业，在政治上比较安全，这个在纠正。我认为在今后的几年里，大家会看到越来越多的支持私人资本发展的政策，如果这样的话，中国的经济获利是肯定能够保证的。

关于风险问题我想补充一点，刚才大家都没有谈到资本外流、债

务风险，其实最主要的问题是人口问题，人口的老龄化，人口的参与率过低，抚养比太高，这是债务真正的问题。现在分析这个问题，那这个问题，其实都不是问题，中国在十几年里面不会有任何的问题，不会有很大的冲击。但是十几年后，当中国人口开始真正老龄，而且中国积累的退休金没法覆盖的时候，那是真正的问题来了。

当然，现在各位可能会注意到中国政府一直在解决这个问题，早在上个世纪成立中国社保基金理事会，觉得 20 年后会出问题，那个时候把一部分的财政支出放在这里。这次机构改革，社保基金理事会划归财政部管理，也就是说这一部分的钱是要进入财政去操作的，是因为认识到今后这个问题会越来越突出。

另外一个最重要的举措，现在开始逐渐的把国有企业的利润划到这个基金里面，甚至把国企的资本划为它持有，都是为了解决今后十几年会出现的养老金的亏空问题，那个时候真会出问题。

我们也注意到，现在发达经济体别的都没有特别大的问题，人口，相应的养老金的问题是真正的问题。

李扬：中国在 2015-2016 有大量外币储备的流出引起世界的关注，中国资本的流出有两种类型，一种是移民式的流出，用经济学来说是资本外逃，中国居民带着资本到美国去了，成为美国公民，这一部分在中国国家财富里是永远的消失了。但更多的是投资，用外币到美国去投资，这一部分是健康的。所以，要分析中国一万多亿的外汇储备

的减少，相当部分是后面的情况，中国国内的投资机会慢慢的减少，发现美国投资机会，于是到美国去投资。2015 年是一个界限，中国的投资者发现，在 2015 年之前，从国际市场借钱，然后换成人民币，投资人民币定值的市场是最有效的，但是那个时候利益发生变化，从国内借人民币换成外币到外国去投资是最好的，覆盖人民币，资产美元化，是有这样一个变化。我感觉这个变化其实是一个正常现象，中国开始对外投资了，这一部分其实不是资本的外逃，我们担心的是移民式的外逃，那是中国财富的流失。

这个进程和人民币国际化有什么关系？是没有什么关系？因为人民币是带着外币到外面投资，如果我们带着人民币到外国去投资，而且被东道主接受，这是人民币国际化一个大的进展，但目前还不太能做到。现在沿着“一带一路”的国家，很多国家接受了我们用人民币到当地投资的事实。

借这个机会对中国的外汇储备的减少问题没有这么大，因为它的大部分是对外投资，而不是移民式的外逃。

李扬：两个大国发生贸易战是对两个国家各自都没有好处，对世界也没有好处，我想这点都是看到的。美国单方面用它的单边主义面对中国的多边主义，我们国家的政府有明确的表态，我作为研究者也同意政府的看法。

对于中国资本外流的问题，对中国汇率的问题，对人民币国

际化的问题，当然会产生影响，都受损，中国受损也是全面的。但是我想说的是，中国经济发展到今天，我们对外的依赖已经没有那么强了，对外依赖无非两样，食物、货物，在国际收支的经常帐户下反应，还有资金在国际收支的资本与金融帐户下反映。

看这两快，经常帐户的总盈余不高，去年年底占 GDP 只有 2.6%，我们曾经高到百分之十几，包括 G20 对我们有 4%的限制，现在中国逐渐的压，现在只有 2.6%，2.6%对 GDP 没有特别大的影响了，当然肯定是有影响。

如果过去的资本积累通过借债形成的，那问题就大了。中国的资本过去是通过长期的贸易积累而形成的，那问题就不太大，它当然是我们的财产损失，但是这个损失对中国经济的负面冲击就没有那么大。中美贸易争端肯定是得到都不愿意看到的，一下子使得这个世界充满了不确定性，我们看到金融市场率先反应，美国的金融市场反应的非常强烈，中国的金融市场也有所反应。汇率方面，我自己觉得没有那么大的反应，整个世界还是维持相对稳定的汇率，如果汇率波动的话，世界就会混乱，我相信不会发展到从贸易战打到汇率战，还不会到这个程度。国际上的政治家们应当有这个理智。

李扬：外管局没有披露我也没有数据可披露。说到这个事情是值得关注的，有日本的教训在前，30 年前日本和中国的情况是比较接近，经济增长为世界第二，国内有很多外汇储备，国内的储备也很高，

国内的投资机会也少了，大量的日本人带着美元到各国去投资，看当时的报道“在美国人的心脏上插了一把刺刀”。现在国内有一些房地产企业也走了这条老路，当局注意到之后就及时的制止了，当然不可能完全的制止。中国的资金外流有很多渠道，官方不可能完全管的住，香港有很多渠道可以转移资金。这个事情不应该让日本的悲剧在中国发生，我的理解中国的货币当局采取比较严格的管制措施的原因。