

采访 NO: 7 月 3

采访主题：中国有足够力量化解金融风险

采访时间：2018 年 07 月 03 日

采访对象：李扬

摘要：今年上半年，中国市场过得并不平静：在继续推进金融去杠杆以及中美贸易摩擦带来的外部不确定性下，股市、债市、人民币汇率等均出现波动，这让市场对于中国金融市场能否继续稳定发展产生一些疑虑。国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院学部委员李扬 2 日在接受《环球时报》记者专访时表示，当前金融风险确实是多发易发，但无论是实体经济还是金融方面，中国都有足够的准备、足够的力量解决问题。

环球时报：近日，包括股市、债市、人民币汇率等在内的国内市场出现了一些波动，引起了上到监管层，下到普通民众的关注。我们应该如何看待这样的波动？

李扬：中国市场当前发生的一些情况，需要放在历史发展的长过程中加以理解，否则，容易出现“只见树木，不见树林”的片面性。

2008 年以来，中国经济发展的最大变化，就是从高速增长转向中高速增长，或者说，进入了“新常态”。十九大以后，这个转变又被进一步概括为“从高速增长转向高质量发展”。这两个继起并逐步深化的概括，全面刻画了中国经济的转型及其主要特征。我们观察一切问题，特别是观察金融问题，一定要牢记这个大背景。

事实上，关于中国的金融风险问题，我们正是基于这一背景展开分析的。2017 年 7 月召开的全国金融工作会就曾明确指出：我国“经济金融经过上一轮扩张期后，进入下行‘清算’期”，换言之，从上世纪八十年代开始的中国经济发展，已经经历了 30 多年的“上行期”，现在，由于经济规律的作用，经济增长总体开始下行，而且会延续一个不短的时期。更重要的是，如果说在经济上行时期，泥沙俱下、鱼龙混杂不可避免，那么，在经济增长的下行期内，由于水落石出效应，我们经济金融体系内积累的大量问题不断暴露，我们需要集中精力、财力，花去一定的时间，去加以处置。应当说，当前及近来中国市场中发生的诸多问题，正是上述规律的不断显现。

进一步分析，金融和实体经济之间实际上存在某种减函数关系，

即，如果经济增长很快，则金融业便会扩张得更快。例如，过去近 40 年中，中国经济年均增长 8.5%，而中国金融业，按照资产规模来计算，则年均扩张 15%；反之，在经济增长逐渐减速时期，金融收缩的速度一般会比经济下行的速度要快。这就意味着，在中国经济重大转型过程中，我们不仅需要下决心“挤泡沫”，需要去解决过去几十年高速扩张时期想解决，但是一直缓不过手来解决的一些问题，而且需要高度警惕这些问题出现某种“加速度”。

毋庸讳言，当前我国金融风险正处于多发易发时期。但是我想指出的是，早在 5 年前，我国政府就已经对当前的问题、问题主要出现的领域、问题的严重性有了比较充分的估计，而且，早在几年前，我们就开始采取了一系列管理风险措施。应当说，几年坚持下来，有些措施已初见成效。也就是说，目前市场上发生的大多数事态，基本上都未超出我们的预料，因此，一旦市场出现异动，我们也就能够快速反应，及时应对。例如，最近一段时期，我国若干市场发生了异常波动，监管当局采取了快速且力度很大的措施，市场很快就稳定下来了。

处理金融风险是高度复杂艺术，尤其是在监管体系乃至整个金融结构都在剧烈调整过程中，尤需小心。当下，包括银保监和证监会在内的监管功能在调整，“两监会”作为一个总体和货币当局之间的功能也在重新调整，整个货币部门同财政部门之间的关系也在重新界定，整个国内经济部门和整个对外部门的关系也要重新协调。客观地说，上述调整都还没有到位。在这样一个功能还没有完全确定的监管框架

下，出现一些应对不及时甚至应对适当的情况，并不奇怪。

总的来说，我们对中国金融发展仍然充满信心，对中国经济发展也充满信心。我们信心的基础，并不是说中国经济金融没有问题，而是来自我们对存在的问题认识的比较清楚，对存在的问题有比较冷静的判断，对于问题的解决，有方向正确的思路。

环球时报：中国是否可能发生金融恐慌，判断依据是什么，如何应对？

李扬：中国目前并未发生金融恐慌。但是，在某些领域，某些时段，确已出现恐慌的苗头。从理论上说，对市场波动反应过度，便可认定出现了一定程度的金融恐慌。对照这一标准，我们尚未达到那种程度。金融恐慌典型的状态是 2008 年的美国，当时，雷曼兄弟破产，一下子触发了市场下泄的动力，出现那种情况，任凭当局如何解释，采取什么举措，都止不住市场下泄势头。与这种状况相比较，中国至多只是出现了一点恐慌的苗头。我们所以提出整个问题，就是要防止苗头演成趋势。

另外，需要特别指出的是，如今市场上出现的若干问题，恰好是我们推进金融改革的结果，更不能与恐慌相提并论。

典型的例子是债市违约。如所周知，论及中国债券市场的改革，大家一致同意，打破“刚兑”是最重要的任务之一，舍此，便无法形成正常的市场纪律和市场规范，中国的债市便无法健康发展。2015 年，市场上出现了债券违约问题，从理论上和实践上说，这都是中国债市

走向健康发展之路的必要一步。然而，非常遗憾的是，我们的市场上却出现了相反的声音，有些言论将之视为市场危机。这种“叶公好龙”的毛病，在我们市场上多有存在。实际上，今年我国债市的问题，正是 2015 年问题的延伸，这都是中国债市打破“刚性兑付”的必要条件。当然，今年，债券违约问题不仅发生在国企身上，也出现在民企、上市公司，甚至一些地方政府的债务上，但是，“打破刚兑”的方向没有变。这就要求市场主体，特别是筹资主体，一定要让自己的信用和风险在市场上充分暴露，让投资者有一个理性选择的基础，只有这样，我国的债市才能是健康的。如果从这个角度看问题，我们就不应对这几年债市上出现的问题大惊小怪。当然，在这样一个有代价、有痛苦的过程中，我们尤其需要创造并保持一个良好的法治环境、宏观经济环境，需要与市场充分沟通，需要把事情讲清楚，当然，更重要的是把事情做得干净利落。

过去一个多星期以来，央行针对市场采取了很多措施，比如定向降准、大规模逆回购等，向市场释放了很多流动性，可以说，多数领域的波动由此基本平复。这就告诉我们，中国的问题远没有金融危机期间的美国这么严重，只要政策说清楚，政策做到位，就不会发生金融恐慌。

环球时报：金融风险的源头在于高杠杆。一段时间来，中国各机构也在努力推进去杠杆。但我们也注意到，在刚刚举行的央行货币政策委员会的例会上提到，把握好结构性去杠杆的力度和节奏。您认为

应当如何把握这种力度和节奏？

李扬：去杠杆没有一个绝对的、统一的标准，我们认为，鉴于杠杆操作是现代经济社会正常运行的基础，因此，去杠杆的要义是防止借贷过度，是要保持杠杆的可持续性，一旦出现杠杆率过高的问题，解决问题的关键，是处理其中的不良资产。

虽然杠杆操作是现代经济的基本特征，但若使用过度，便会出现问题。在过去几年里，尤其是在房地产市场和股票市场中，过度使用杠杆是突出问题，所以要对它们要进行去杠杆。问题在于，经济是由很多不同部门构成的，各部门承担杠杆的能力也存在差别，所以去杠杆不能一刀切，于是就有了稳妥地进行结构性去杠杆的安排。

从国际经验看，政府部门杠杆率高是最不好的一种情况，因为政府部门杠杆率高，赤字多，债务多，其影响是全面的、宏观的、长远的，而且容易引致大量发债以及征收苛捐杂税等问题，总体来说不利于经济的健康发展。

对中国而言，还需要警惕企业的高杠杆。我们的研究显示，中国经济的总债务、总杠杆率在几个主要国家中是相对较低的，但是，企业债务较高，是中国的突出问题，这也是中国经济结构非常显著的特点。正是因为如此，在结构性去杠杆的过程中，我们的首要重点是企业，企业去杠杆的关键是国企问题，国企去杠杆问题的核心是处置僵尸企业，而僵尸企业问题的本质是不良资产问题。这样理清楚，我们去杠杆就不至于平均使用力量，就会有有的放矢。

中国杠杆率的第二个问题关乎政府，特别是其中的地方政府。客观而论，解决这一问题，非常复杂，因为它牵涉到政府与市场的关系，涉及多级政府间关系，且牵连到财政与金融的关系，因此，要彻底解决中国地方政府债务和杠杆问题，还须深入改革我们的体制机制。

环球时报：最近一段时间，中美间的贸易摩擦成为市场最担忧的外部风险。您如何看待中美贸易之间出现的问题？

李扬：中美间的经贸摩擦今年开始显露，但其实问题很早就已经存在。我们必须清醒地认识到，二战结束不久，西方国家针对当时新兴的社会主义国家成立了“巴黎统筹委员会”，对这些国家实施高科技领域、军事领域的产品禁运，中国就属于被禁运的国家之列。更应引起我们警惕的是，上世纪 90 年代，前苏联东欧集团解体之后，巴黎统筹解散，取而代之的是《瓦森纳协定》。该协定已经解除了对原苏东国家的禁运，但是对中国的禁运依然保持，且延续至今。我们提出这一点，是想提醒大家，二战以来，中国一直就被视为“另类”，因此，我们无须对当下美国的政策感到吃惊。

其实，美国现在提到的贸易逆差，只要他改变一点贸易政策便可全部解决，只要他卖一些高科技也就是高价值的东西给我们，逆差极易消失，但是他不这么做，反而对我们指手画脚，这背后的问题就复杂了，已经超出了经济问题的范畴。我的一位经济学家朋友最近仔细研究了 301 调查的相关文件，他冷静地告诉我，其实，美国政府并非根据 301 调查做出的制裁决策，他们的很多调查实际上是很不负责任

的。因此，我想说的是，对于中美贸易摩擦，我们一定要丢掉幻想，以平常心去从容应对。

今天的情况无非是历史的延续。这背后其实是全球治理机制的调整问题，是对于全球化向何处走的一个看法问题。中国始终强调这个世界是多元的，正是基于多元共赢的理念，我们有了“一带一路”倡议。“一带一路”倡议实际上是把原来的以美国为首的发达国家领导的全球化中被忽略的一些新兴国家、发展中国家，将它们联系起来。这代表了一种完全不同的发展思路，完全不同的全球治理模式，所以与原有模式产生了冲突。这种思路的冲突，文明的冲突，并不容易通过谈判来解决。

当然，我还要强调，要解决所有这些问题，基础是把中国问题解决好。

环球时报：近来，中国资本市场对外资开放的节奏明显加快，但也有人担心开放带来的冲击和风险。您如何看待中国资本市场的开放。

李扬：我相信中国资本市场对外开放的速度会比以前快。

我们对外资的考虑经常会在控制权上纠结，其实研究显示，在一个开放的世界中，如果一个经济体出现问题，外资往往是其中最稳定的部分。因为本国资本有一万种途径来逃避风险或实施自救，而外资则唯有依赖于经济的稳定，方能存活并发展。因此，我们在对待外资进入中国资本市场时，必须克服“必须我说了算”的心态，现在到了彻底抛弃这种心态的时候了。

所谓外资进入中国金融体系，无非是说外资可以持有并买卖人民币定值的金融资产。因此，人民币定值的金融资产市场发展如何，我们对这些市场的监管如何，我们的法律制度如何，决定了外资进入的利弊和发展方向。所以，我们又回到问题的起始点，引进乃至更大规模引进外资的利弊得失，取决于我们市场体系建设的好坏。

我从来不认为把市场向外资开放就是“狼来了”。但是，要想使得外资对中国经济产生最大的福利效果，需要我们把市场搞好，把政策搞稳定，把法制框架搞完善。