

张明

zhangmingcass@vip.126.com

未来十年，中国经济的风险何在？ ——展望未来 5-10 年中国经济的 系统性风险在何处？

系统性风险不是指孤立单一的风险，而是指同一时间内各个部门之间相继爆发的风险，这些风险汇总起来可能影响经济体的中长期增长潜力。以下分析主要基于系统性风险，而非单一风险。

以下我将从三个部门入手进行分析。一是私人部门，该部门包含三个主体，即居民、非金融企业及金融机构。二是公共部门，也就是通常所说的政府。政府又可分为中央*政府与地方政府，由于二者之间的利益有别，因此二者的行为方式也有一些分别。

*张明：盘古智库学术委员，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资室主任、研究员、中国世界经济学会中青年委员会主任。

三是对外部门，在全球化的时代，中国通过贸易、资本流动、投资者预期等渠道与全球宏观经济、金融市场紧密相连，从而会导致两种溢出：一是全球风险向中国溢出，二是中国风险向全球溢出，即双向风险传导机制。过去，中国更多是面临全球风险溢入的问题，而自去年汇改后，中国国内汇率变动及资本市场波动也对全球经济产生了显著影响。上述三部门框架是分析中国经济系统性风险的总体框架。

下面我来谈谈三个部门各自重要的风险点及风险爆发与传递的机制，即风险可能爆发在哪个部门，风险爆发后将如何在各部门之间传递。

私人部门目前面临两大风险。

一是非金融企业的高负债，也即企业高杠杆。企业加杠杆的目的是放大收益，但加杠杆后潜在亏损也可能放大，因此，杠杆是成倍增加风险或收益的机制。如何衡量中国企业的杠杆？既可以参照企业自身的负债与权益比，也可以采用各部门杠杆与GDP的比率。据最新统计，目前，中国总体国民负债占GDP的比率为225%，其中，家庭负债与GDP比率约为40%，政府负债与GDP比率也约为40%，而企业负债与GDP比率高达145%，中国企业债务与GDP比率高居全球主要大国之首。

实体企业放大杠杆是为了构建产能，而中国企业高杠杆对应的则是中国经济的过剩产能。过剩产能现象之所以会发生，主要缘于全球危机爆发后，世界经济增速与中国经济增速均开始下滑、内外需求都在萎缩。在这样的情况下，中国企业长期高投资形成的产能不能被充分利用，由此形成过剩产能。当前中国面临的过剩产能并不局限于钢铁、水泥、煤炭这样的传统制造业，诸如光伏、风电、造船以及部分基础设施领域均存在普遍的产能过剩，对经济的直接作用是降低企业投资回报率。据估算，全球金融危机爆发前的中国企业平均投资回报率在10%以上，而目前回报率已降至5%以下，可以看出，中国企业的整体投资回报率发生腰斩，导致该问题的主要原因正是产能过剩。

如果内外需持续萎缩、产能过剩加剧，未来企业盈利能力会持续下降，企业就会不可避免地遭遇“去杠杆”的问题。这不是基于企业自身意愿的“去杠杆”，而是由于企业盈利能力下降无法向银行还本付息的被动的“去杠杆”，其背后则是很多企业被动违约的过程。这是第一个风险点。

二是房地产的高库存。这一问题要分城市看待，一线城市的库存并不算高，房价居高不下；而中国很多三四线城市的房产库存巨大，去库存要耗费相当长一段时间。曾有研究表明，中国整体的房地产去库存需耗费 4-5 年时间。房地产库存高企，自然就会面临如何去库存的压力，照全国目前的情势来看，按照当前价格出清房屋是非常困难的。因此，去库存很可能会以相当激烈的方式展开，这期间，必然会有部分开发商融资链条断裂，无法向银行还款，产生违约。

因此，企业去杠杆与房地产去库存都会导致一个结果：债务违约，而承受这一后果的正是银行部门，企业的破产清算与开发商资金链条断裂都会导致银行业风险的爆发。过去几年间，国内金融风险开始陆续释放，金融风险爆发的链条是这样的：起始于风险极高的表外融资部门，如 P2P 领域，随即蔓延至信托产品、理财产品，事实上，近几年影子银行产品违约事件屡有发生。今年上半年，风险进一步蔓延至信用债市场，即中国企业债市场。去年以前，中国企业债市场的违约数量累加起来不到 10 起，但今年上半年，中国信用债市场累计违约达 20 多起，其中以民营企业居多，但也不乏国有企业。未来，风险暴露可能会集中于银行部门的表内，银行业不良资产比率快速上升将成为一个大的风险点。

公共部门主要面临的问题是地方政府债务高企。中央政府目前的债务是可控的，但由于近几年地方政府债务上升很快，因此，自 2014 年起，中央政府开始治理地方政府债务，主要依靠的手段是：首先进行了两次全国地方政府债务审计，评估债务问题的严重程度。2014 年年底，中央政府又推出地方债置换计划，置换计划的主要思想是什么？就是省级地方政府发行一笔长期的地方债券，用发债募集到的资金去还省级平台此前欠商业银行的贷款。在此过程中，债务置换计划把过去省级平台欠银行的债务变成省政府欠公众的债务。迄今为止，地方债计划已推进了两年时间，进展如何呢？这里存在一个很大的问题：地方政府债券收益率很低，在中国目前的环境下，这样的收益率无法鼓动老百姓与企业自掏腰包，所以，被迫购买这些债的机构还是商业银行。过去，商业银行的资产是省级平台的欠款，省政府承诺还清这部分债务，期限为 6-8 年，收益率在 8% 以上。而现在变成了省政府发行的债券，期限由 6-8 年延长至 15 年左右，收益率也从 8% 降至 4% 以下。因此，大规模进行地方政府债务置换的做法必将进一步恶化银行资产端。

当前，银行面临两个冲击：一是企业部门去杠杆与房地产去库存导致不良资产比

率上升；二是地方债置换导致其他优质资产质量下降。未来，如果银行爆发危机，公共部门通常要施以援手，而唯一有救助能力的就是中央政府，一旦中央政府插手救助银行，其自身债务水平必然会显著提高。

再来谈对外部门面临的风险，对外部门指的是中国的国际收支，包括对外贸易和跨境资本流动。过去，中国拥有国际收支的双顺差：出口大于进口，资本账户的流入大于流出。双顺差意味着资本不断流入，储备不断累积，人民币面临升值压力。而自2012年之后，中国双顺差开始变成一正一负，资本账户逆差意味着中国发生了资本外流。据外管局统计，自2012年2季度至2016年2季度，中国已连续九个季度出现资本外流，这一状况仍将持续下去。

资本外流与公开市场干预导致外汇储备缩水，我国的外汇储备目前已缩水8千亿美元左右。在此情况下，人民币升值预期发生逆转，目前，人民币兑美元汇率中间价已从6.1左右贬至6.7左右。而资本外流与汇率贬值预期可能相互加强，贬值预期会导致更多的资本外流，资本外流在外汇市场会导致人民币抛售，这会加剧人民币贬值预期。我们的研究表明，过去十年内，导致中国短期资本外流最重要的因素就是人民币贬值预期。而这二者，谁是因，谁是果，不容易区分，但可以肯定的是，二者互为因果、相互推动。

第二个问题，在什么情况下，风险会开始相继爆发？风险将如何在各部门之间传递与联动？

中国的系统性风险可能会从对外部门引爆，而可能成为风险扳机性因素的正是大规模的资本外流。导致资本外流的原因有两个：一是外生原因，如美联储加息。二是内部原因，尤其要注意金融风险上升导致国内外投资者对中国市场的信心下降。而资本外流会导致流动性下降，流动性下降则会导致利率上升。在此情况下，央行必然会加以干预，央行可以通过冲销的方式防止流动性下降，而冲销未来最可能使用的工具是降准。我们预测，今年下半年还有两次左右的降准机会，其目的就是为了补充因资本外流而降低的流动性。但随着资本持续外流，央行的冲销能力开始下降，冲销成本上升，一旦央行的逆市冲销不能完全对冲资本外流，这就会导致流动性下降、利率攀升。一旦利率上升，私人部门马上就会起反应：企业的负债水平已经很高了，而利率上升会进一步抬高企业负债的成本；利率上升也会恶化本身面临下行压力的房地产市

场的处境。如果内外需依然没有改善，房地产市场依然没有好转，去杠杆和去库存的压力就会加大。在这种情况下，如果私人部门加速去杠杆、房地产部门加速去库存，金融风险就会加速显性化，最后很可能导致银行坏账加速上升。众所周知，中国目前是间接融资占主导的市场，如果银行坏账不断上升，那么银行业危机便会迫在眉睫。而照中国目前的情况来看，中国银行业出问题往往是从中小银行开始。

至此，对外部门风险开始转移到私人部门，而风险还在轮转。一旦银行出了大问题，政府必然会出手相救。只有中央政府有能力救助银行，救助的方式要么是向银行注入本金，要么帮助银行剥离不良资产，或是为银行资产提供担保，无论哪一种救援方式都会导致中央政府债务上升。根据我们的估算，如果本轮商业银行坏账凸显，若全部依靠中央政府来帮助银行消化坏账，这势必会导致中央政府债务显著上升，乃至突破国际的公共部门债务警戒线。换句话说，为了救援银行，中国公共部门可能要被迫举债，直接导致公共部门债务上升。此时会出现怎样的风险？公共部门债务上升后，中央政府将会怎样降低自己的债务？

中央政府去杠杆的方法有二：一是加税，二是通胀。如果居民部门对政府的加税或通胀有了预期，这势必会使他们的信心下降，从而诱发更多的资本外流。此外，银行业坏账上升也会导致居民部门对本国金融市场的信心下降，同样也会导致资本加速外流。

至此，居民对未来的信心下降，进而做出风险规避反应，这将导致资本外流，资本外流会使央行冲销能力下降，央行冲销能力不足会致使流动性下降，利率由此加速上升，这就形成了一个闭环。

第三个问题，上述风险在过去几年内都普遍存在，但为什么迄今为止没有引爆呢？为什么迄今为止中国金融体制还算是比较安全呢？从三个部门的分析框架来看，迄今为止，三部门各自都有减震器，为缓释金融风险提供了良好的政策空间。

私人部门的减震器是高储蓄。过去，人民币汇率尚未实现市场化，国内金融环境处于抑制状态。高储蓄意味着居民部门资金充裕，由于金融抑制，居民储蓄无法流向国外，因此，居民储蓄会集中于国内银行，政府可以把利率定得很低，这就给了企业部门与银行以利好。企业可以以较低成本维持较高的杠杆，而银行可以赚取不菲的利差收益。高储蓄与金融抑制环境很好地保护了企业和银行部门，这是第一个缓冲垫。

公共部门的减震器是低水平的政府债务。尽管目前中国政府债务已经开始上升，

但中国政府拥有大量资产，例如，各级政府部门不仅拥有大量土地，而且还握有国有企业的股权，二者构成公共部门防范系统风险的缓冲垫。

对外部门的减震器是大量的外汇储备，过去十余年间，中国积累了大量的外汇储备，中国外汇储备存量一度达到 4 万亿美元，这被认为是坚不可摧的堡垒，足以防范未来任何风险。

由于存在上述三个减震器，因此，即使过去也有上述金融风险，却并没有酿成危机。那为何我们现在开始担忧了呢？我们注意到，近几年发生的一些变化使得这些减震器开始陆续失效。

第一个减震器：高储蓄。

近年来，中国国民储蓄率趋稳，甚至出现轻微下降，人口老龄化是导致这一变化的原因之一。2010 年是一个拐点，2010 年后，中国劳动人口占总人口比例开始由上升变为下降。而生命周期是导致储蓄率变动最重要的因素之一，与人口老龄化相对应，中国的居民储蓄率开始下降。

此外，近年来，央行加快了国内金融开放的步伐，利率、汇率正在进一步市场化。资本账户开放意味着金融抑制的环境被打破。去年年底，央行取消了金融机构一年期存款利率的上限，这也意味着对居民存款利率的压制被取消。在这种情况下，金融机构为了获得居民存款，不得不被迫给居民以更高的存款回报率，这便压缩了金融机构的利差，金融机构的盈利能力开始恶化。如果银行不得不提升存款利率，相应地，银行为企业提供贷款的利率自然也会上升，由此便削弱了对企业与银行的保护。

第二个减震器：总体债务水平较低

自 2008 年以来，地方政府债务显著攀升。尽管我国目前有很多国有资产，但是国有资产需要用的时候能不能变现很重要。一般情况下，如果私人部门爆发危机，国有资产要变现将会变得很难。例如，国有资产很大部分是土地，随着房地产市场的向下调整，现在地方政府想卖地就没有以前那么容易。随着房地产市场的下行，以及地方政府债务的高企，公共部门的传统减震器也开始失去效果。

第三个减震器：大量外汇储备

过去大家一度认为，4 万亿美元外汇储备足以抵御任何风险，但是从去年开始，外汇储备缩水很快。目前为止，中国外汇储备缩水超过 8 千亿美元。因为央行有很多

手法可以掩盖外汇储备的真实消耗规模，因此市场上认为迄今为止中国央行的外汇储备缩水规模可能显著高于 8000 亿美元。换句话说，资本不断外流和持续贬值预期会削弱 4 万亿美元外汇储备的缓冲能力。

综上所述，由于三个部门的传统减震器正在失灵，未来金融风险的爆发和传递对中国经济的冲击是在加大的。

第四部分，为避免未来系统性危机的爆发，我们提出以下五点建议。

第一，为了防范系统性风险的爆发，一定不能中国经济增速跌到太低的水平，保增长依然是非常必要的。请注意我所指的保增长不仅仅是指短期增长，也包括中长期增长。所以需要两个手段，一是结构性改革。这里指的结构性改革和最近的供给侧结构性改革不太一样，供给侧结构性改革是结构性改革的一部分，我这里指的几点是，一、开放服务业。目前中国很多服务业被国有企业垄断，我们需要向民间资本真正开放服务业。二、推动国内要素价格进一步市场化。三、加快收入分配改革。包括国有企业上缴更多的红利给社保，还有居民部门内部的收入分配改革，比如房产税。第二个手段是需求管理。我们仍然需要扩张性财政货币政策，来维持短期的经济增长率。增长非常必要的原因在于，只有适度的增长才能帮助我们更好地解决风险问题。举个例子，一个人骑自行车，保持一定速度的自行车会很稳定，一旦速度越来越慢，就很难维持平衡，对中国这样需要权衡各种利益的大国来说，适度增长是非常重要的。

第二，我们要高度重视未来企业去杠杆与房地产去库存可能导致的金融风险。对这种金融风险，过高估计比过低估计要好，未来银行业压力会很大，所以我们应该提前预防。我们需要更高的资本充足率和更高的拨备覆盖率，同时要做好监管部门的预防，监管部门要留一些的政策空间来应对风险。政府部门要做好银行业风险防范的预案，需要高度重视相关的金融风险。

第三，我们需要采用一些更加透明和市场化的坏账处理方式。银行面临危机时，政府一定会救援银行业，而救援的方式也很重要。目前，我国很难重演 1998 年政府全部买单的方式，那时候是把问题全部传递给政府，而且对未来银行业经营没有激励机制改革，所以透明化和市场化的坏账处理方式很重要。所谓市场化，就是要让不良资产有一个公开定价，要用市场化手段让资产管理公司对从银行购买的不良资产进行处置，也要允许银行根据市场化价格将坏账出让给另外的金融机构。未来坏账处理过程，应该是银行先靠自身力量消化不良资产，然后再通过市场化的方式转让一些不良

资产，最后在坏账暴露比较充分之后，政府最终才介入，注资或者是提供担保，三管齐下是比较好的方式，这有助于部分切断风险由银行部门向公共部门的传递。

第四，中国政府依然应该管理国际资本流动，避免资本持续过快流出。在我们的风险传递链条中，大规模资本外流是触发风险的重要因素。所以我们的建议是，未来几年依然要审慎地管理我们的资本账户，特别是要避免过快开放资本账户。在3年前，2012年至2013年左右，国内有一个重要的政策辩论，也即在当前环境下要不要加快资本账户开放，当时人民银行在正方，他们觉得有必要，认为当时是时间窗口和战略机遇期，但我们团队坚定反对，反对的主要原因是在中国国内的现有风险没有得到妥善处理的前提下，过快开放资本账户可能会导致危机加快爆发。

第五，针对危机形成预案。中国是新兴市场国家，从国际金融的历史来看，由新兴市场国家变成发达国家，没有哪一个国家没有经过金融危机的洗礼，即使我们做得非常好，但依然有可能在特定情形下，中国会迎来一次金融危机。危机的爆发并不可怕，但是危机爆发之后的束手无策很可怕。我们针对金融危机要形成一系列的预案，为危机爆发做准备。从国际经验来看，大多数国家在危机爆发之后惊慌失措，以至于危机打断了增长，结果高增长阶段转为低增长阶段，很多国家由此进入中等收入陷阱。还有的国家则是把危机变成了动力来促进变革，典型例子是1997年之后的韩国，以及北欧金融危机之后的芬兰。对中国来讲，要做好危机预案，一旦危机爆发之后，能够秩序井然地做好调整，而且利用危机进一步倒逼国内的改革，这样才能充分利用危机给我们造成的冲击与机遇。

总之，我们讨论的是未来5-10年中国经济面临的风险。中国未来有两种情景，一种光明的情景是中国能够通过前面讲的种种对策来化解未来面临的风险，避免系统性危机的爆发。或者即使爆发危机，我们也能够通过我们的预案化解危机，继续保证增长，最后翻越中等收入陷阱，从人均7500美元左右上升到人均15000美元左右，成为发达国家，这是我们都希望发生的光明前景。中国如果未来对风险应对不当，可能会遭遇两种比较黑暗的情景。在2012年的时候，我跟我三位朋友写了一本书《刀锋上起舞》，其中提到美国经济学家（哈罗德）的经济增长模型，他说经济增长好像把一把刀子竖起来，刀刃朝上，一只蚂蚁沿着刀锋前行，稍不注意下滑下去，就再也回不到刀锋上去了。未来中国经济的增长，就犹如一只蚂蚁在刀锋上爬行，稍有不慎就可能跌入两个陷阱之一。

一是日本陷阱。导致 1980 年代末 1990 年代初日本经济陷入困境的原因，可以用三个特征描绘。一、资产价格泡沫破灭导致日本出现资产负债表衰退。日本 80 年代有两个泡沫，房市和股市，泡沫破灭之后所有部门的资产负债表同时陷入危机，以至出现了资产负债表衰退。国家一旦陷入资产负债表衰退，恢复的时间会很长。二、日本爆发危机之后，没有像欧美一样让很多企业和金融机构倒闭，危机之后总会有很多企业和金融机构资不抵债需要破产，但是日本没有让这些企业倒闭，不断用财政和金融输血方式，以至于形成大量的僵尸银行和僵尸企业，所谓的僵尸银行或僵尸企业，就是没有政府注入资源的话，就生存不下去的银行或企业。大量僵尸企业和银行的存在，会导致长期竞争力下降。三、日本经济过去致力于修复资产负债表，也在清理银行不良资产，但却在资产负债表基本上修补完成后，遭遇到人口老龄化的冲击。人口老龄化会导致储蓄下降、竞争力下降。中国目前经济某些方面具备和日本相似的特点。

二是拉美陷阱。根据世界银行的定义，几乎所有拉美国家目前都处于中等收入陷阱中。阿根廷一战前人均 GDP 和当时日本相差无几，而现在，阿根廷人均 GDP 是日本的几分之一。拉美陷阱的特点是民粹主义和民主机制的结合。民主机制是多党竞争，每个政党上台前都拼命给老百姓许诺，说上台之后提高工资和养老金。谁承诺多老百姓就选谁，但该党上台之后本国经济竞争力跟不上，承担不了这么高的承诺怎么办？就靠举债，无论是内债还是外债。靠举债支撑高福利的国家注定会迎来债务危机的爆发，或者就不得不依靠通货膨胀来撇清债务。因此，很多拉美国家几乎每十年一次，定期在债务危机和失控的通胀之间徘徊，这就是拉美陷阱。中国经济在某些层面上是否具备与拉美相似的特点呢？

现在总结一下，今天我一共讲了五个问题，来刻画中国经济未来十年可能面临的风险。

第一个问题，基于三个部门，私人部门、对外部门、公共部门，把各部门当前的风险点列举出来。

第二个问题，我们给出了未来风险爆发的路径，风险弄不好是从对外部门开始，在特定内外冲击之后资本加速外流引发的，会导致风险从对外部门传递到私人部门，这主要是通过流动性和利率渠道，通过私人部门到公共部门，主要是因为银行危机需要政府救援，最后从私人部门和公共部门传到对外部门，导致居民信心下降进而引发更大的资本外流。

第三个问题，过去我们风险没有爆发的原因在于三个减震器的存在，但这些减震器现在正在失效。

第四个问题，针对如何避免系统性金融危机的爆发，我们提出五个政策建议。

第五个问题，我们对前景进行了展望。

我们希望中国经济能够成功翻越中等收入陷阱，避免系统性风险爆发。我们对未来依然审慎乐观。

郑联盛老师点评

郑联盛：张明教授的股份，从框架、专业性、知识性等都进行了探讨，他讲中国未来十年中国金融体系面临的挑战。对我更大的挑战是我昨天晚上准备了今天发言，后来发现他讲的不仅仅是书，他讲的框架更大，所以我的挑战是怎么点评评论。

我就着张明教授刚才的讲演发表一点自己的学习心得。

今天张明教授宏观分析的框架，我现场总结不一定对：“12335”。

1是开放条件下宏观经济的体系。2是两个要素，一个是汇率，一个是利率。3是什么，第一个3是三个部门，刚才提到私人部门、公共部门、对外部门。第二个3是三张表格，是用私人部门的资产负债表、公共部门资产负债表和国家国际收支平衡表，用3个表格分析整个经济运行过程中3个部门会存在什么样的风险，风险演进逻辑是怎么样，如何应对。5是五个具有针对性的举措。用这个框架分析未来十年中国面临的风险和演进机制。

我之前是在社科院金融所做微观金融，也在金融机构工作过，关注更多的是金融体系的风险。现在，大家讲得很多的是所谓的系统性风险。刚才张明教授把系统性风险的分析框架跟大家进行了展现。实际上系统性风险的分析框架，一个是时间的维度，一个是空间的维度。时间维度，即现在所谓的顺周期效应等等，这是时间的要素。但对中国来讲，系统性风险最大的领域就是空间领域，刚才张教授把开放条件下宏观经济体系里面三个部门，三张表进行了分析，实际上是以完整视角分析国内目前系统性风险核心的渠道。

金融部门角度，除了风险外，我们还面临其他的风险，我做一点补充。

现在的金融体系发生很多“想不到”，使我们的风险预案没有很好的应对举措。比如说流动性的问题，“620”是中国金融体系第一次压力测试。刚才张教授讲的是流动性的问题，利率的问题，实际上最核心的市场依托就是银行间市场，我们本来叫四大或者是五大，工农中建国开行。但是2013年的时候“620”，那时候流动性特别紧张。20号早上突然有一家银行出来借500亿，本来要向外借钱，现在自己要借500亿，使得市场预期发生了逆转，这是典型的流动性风险，不能说是流动性危机，但是确实是很大的流动性风险。这是我们没有想到的。

问题发生的背景是什么？是金融机构的过度发展的金融空转问题。比如说银行过度依赖银行间市场做期限的配资，借短贷长。收益怎么来获得？资产负债表怎么可持续？实际上这又跟我们的地方政府部门，房地产部门加杠杆紧密相关。所以是拿着房地产部门，地方政府部门的高收益来做期限的错配管理。我们可以看到，以小小的风险事件来看，背后关联着银行间市场，我们的银行理财、信托、地方融资平台。对于外部的风险来看，金融体系内化为整个系统性风险非常聚焦的地方。

第二个“想不到”是负利率。实际负利率我们比较熟悉，现在是名义负利率出现，而且是欧洲这种大型经济体负利率出现。非常重要的点是什么？就是零的约束，未来货币体系，货币政策传导会发生什么样的变化，我们不得而知。现在出现很多奇怪的事情，日本量化宽松最多，也是负利率的国家，现在日本成为升值的货币，这与以前市场投资操作过程中有差异，而差异如何应对，我们不知道。在发展过程中现实比想象更丰富，给我们政策带来了很大的挑战。

第三个“想不到”是资产荒的问题。以前资产，包括定价、投资，都有基准。但是现在我们发现基准在慢慢模糊。从全球的角度上来讲，美元、黄金是最好的无风险资产，或者是避险资产。但是我们发现美国债务率高悬的过程中，美国主权信用有问题。以美国信用支撑的美元安全性受到了很大的挑战。你可以想象一下，如果美元主权信用发生很大的问题，就相当于整个全球，整个国际金融市场无风险定价标准没有了，那我们怎么办？回到中国来看，我们的利率现在6亿市场化，以前我们定价基准是一年期的存款利率。一年期的存款利率上限放开之后，已经变成可变化的东西，那么金融机构如何定基准利率，我们不知道。你说7天的利率，银行间市场过3个月，利率基本上没有。中长期利率有国债，但是国债市场不发达，我们没法形成收益率曲线，

这要怎么解决，这就是现在我们讲的资产荒，因为我们资本资产发生很大的变化。

第四个“想不到”是跨界的问题，以前我在基金公司工作，基金发展8年，货币基金大概是5000亿左右的规模，余额宝出来后，1年增长了1.5万亿，1年的时间是过去8年时间的3倍，金融和技术的跨界影响非常大。去年P2P交易规模1.18万亿，今年上半年8000多万亿。人民币新增贷款去年12万亿，互联网金融一个领域就占新增人民币贷款规模的10%，跨界导致的风险我们也不知道。建设银行首席风险官跟我们交流的时候，他说“现在我不怕不良资产双升的问题，因为这些我们都是看得见的。但是很多跨界风险我看不见。”比如说刚才提到流动性风险，它是很简单银行间市场的问题，但是它跟私人部门、公共部门，甚至跟对外部门是紧密关联在一起的，跨界性使得风险抵御应对更加困难。

有这么多风险如何应对，我也提一点小小的补充。

第一，我们有这么多的系统性风险，但是谁来应对，这是很大的问题。我们不知道核心的应对主体是谁，是人民银行吗？好像也不对。是国务院吗？好像国务院也不是太专业。如何构建系统性风险应对的主体非常重要。因为中国是执行力最高的经济体，只要明确这个是谁的，那就都好办，现在风险是谁来应对。

第二，系统性风险应对的机制是什么样。比如说私人部门、公共部门、对外部门，有金融体系的风险。如何在系统性风险的框架里面来应对不同种类的风险，甚至是合成风险都非常重要。如何以这么宏观的视角，开放条线宏观经济金融体系应对系统性风险，现在对中国是非常重要的问题。

第三，我们在系统性风险应对的过程当中的核心环节。刚才张明教授讲了，包括之前文章和书里也有，九论系统性风险，核心环节是需要我们重点把控的问题，比如房地产市场风险，这连接这私人部门，现在私人部门储蓄率下降，未来负债率提升，它和房地产部门未来去杠杆，包括私人房地产投资，有紧密的相关性。核心环节如何应对？我们现在做得还不够。

第四，信息的投资。如何建立统一全国金融信息系统，这比现在热门的金融体系监管改革更加重要。股债是有配资，所以领导问证监会同志“配资有多少？”证监会同志说：“领导不好意思，配资是银行来的。”领导就把银行抓来问“配资有多少？”银监会领导说：“领导不好意思，我也不知道，是通过理财来做，理财在表外我不掌握。”内外风险共振大的情况下，如何把信息纳入统一的框架下，这也是从金融角度

比金融监管机构改革更加重要。现在讲大数据，不是大量的数据，如何通过大数据形成统一的框架，形成统一的风险控制机制，这对整个金融体系安全很有帮助。

张明教授以非常宏观的视野，开放条件下宏观金融体系，以三个部门，三个表分析整个金融风险的主要环节，演进机制、应对举措，他给我们提供了很多很广阔的视角，对我个人来说是一个学习机会。我们的风险更大，需要应对的任务更大。但是我们要相信我们国家有充分实力抵御住系统性的风险。

谢谢大家！

Q&A 环节

Q: 我们观察到 2015 日元年中是低点，一直涨到现在，只看到拼命撒钱，却没有看到日本经济有改善，为什么日元会涨成现在这个样子？

A(张明): 最近我见了日本央行行长，我午宴时问他一样的问题，为什么日元这么强对美元还有如此高的涨幅。他说“我也不太清楚。但是反对市场流行的日元是安全资产。”目前市场解读，今年以来日元很强是因为市场很动荡，特别是英国脱欧，目前市场上安全资产一个是美元，一个是黄金，过去还有瑞士法郎。问题是美元过去几年涨得很强，今年一季度还在往下调，黄金价格也在上升。瑞士法郎因为瑞士政府通过一些制度性机制瑞士法郎的增值，所以日元成为热门资产，这是目前市场流行的说法。

还有一种说法，大家知道日本的投资者在海外有很多投资，包括日本金融机构也在海外放贷。全球金融资产突发的时候，日本会撤回全球的其他投资，这样资金会回流日本国内，这在外汇市场会催生日元。另外一个解释是，即使日元套利交易逆转，不导致回流国内，就在离岸市场发生，同样会反应到日元价格。目前是几个显示日元上升最重要的原因。

做一个广告，下周会发布盘古宏观团队夏季全球季度报告和中国季度报告，全球季报专题报告就是专门讲日元汇率上涨以及走势，大致判断日元上涨很难在持续，今

年下半年日元对美元汇率会有回调，请大家关注。

Q：下一个问题关于人民币，您觉得中国央行大概持有多少美元的关口上会放弃现行以市场化为主的干预机制？

A（张明）：目前计算方法最低 2 万亿美元，最高是 2.8 万亿美元，现在官方数字是 3.2 万亿，但是我前面讲市场有猜测央行通过其他渠道花更多的美元，但是没有在账上反应出来，把这个账扣除，目前有可能央行真实储备在 3 万亿美元左右。换句话说，如果未来资本外流再快，按照这样的速度下去，有可能到明年，或者是什么时候，如果储备进一步下降，汇率变动有可能会加大，或者是资本管制幅度加大。

Q：现在人民币要贬值，对美元来讲，半年内会走到什么样的程度？

A（郑联盛）：夏季报告要出来，我们对此也做了比较基础的判断。因为，我们认为美国经济形势相对中国来讲还是比较好的，所以不管是短期还是中期，我们都是这样的判断。短期看利率的变化，现在降准压力比较大，降息或者是政策利率下降压力比较大，美国是加息的过程，所以在利率方面，我们还是有一定的贬值的压力。

第二，物价。作用的购买力平价，现在有很多的房地产金融化、泡沫化程度比较明显，美国由于页岩气革命以及原油供给物价比较低，购买力角度来说人民币有一定的压力。

第三，全要素生产力角度来说。我们现在告别了所有要素低成本的时候，美国要素不仅成本低，而且技术比较好。

从以上三个角度来讲，我们觉得美元周期升值趋势还是很明显，我们认为下半年人民币对美元双边汇率 6.8-7，甚至有可能看到突破 7 的情况。因为脱欧之后，跟据外汇储备相关的情况，包括对人民币三个篮子跟踪发现，近期人民币汇率中间价决定更加市场化，人民币贬值趋势比较明显，这使得整个央行对人民币机制调控更加市场化。所以人民币有贬值趋势。所以我们认为下半年是 6.8-7 的区间。

Q：现在投资建议已经很明确了，那么如果换了美元我该投资什么，是去美国买

房还是买股票债券？

A（张明）：这个问题非常关键。我们都讲人民币要贬值，很多人都说换美元以后没有收益，或者是收益很低怎么办。下面是我们建议，如果你在未来有美国真实需求，那么买美国房子还是不错，但是要避开三藩、硅谷这样的城市，在美国买房持有成本还是比较低。现在美国有个资产创新高。美国债券市场，美国国债收益率降到 1.5%，是史上非常低的位置。美国股市创历史新高。美国处在了很尴尬的局面，风险资产和避嫌资产都处于历史新高，未来怎么办呢？我们建议今年春季和今年夏季报告中持有美元资产，最近不妨持有一些货币市场基金，或者是持有美元现金，等待这两个市场调整。如果美联储加息，我们觉得今年下半年美国股市和债市都有可能出现调整。

目前中国居民持有美元相当于买保险，先是防范特定情形下人民币对美元大幅度变质，我们买保险不是很在乎保险的收益。这个角度讲，买美元是为了防御风险，不要过多看避嫌价值。总而言之，在国内国际目前现金为王是比较明智的投资策略。

Q：如何看待互联网产品的安全性，未来互联网金融监管发展的政策趋势又是什么？

A（郑联盛）：互联网金融风险最近非常明显，刚才张明教授提到互联网金融是监管更少，更加市场化，收益率也是最高，风险也是最大，这成为目前中国金融体系风险最早爆发的领域。根据产品风险来讲，可以有一些基本的判断标准。

第一，收益率高不高。我现在平均的收益率 8%，他的收益率 18%，你就要考虑。经济增长是 6 点左右，相当于要素收益率是这样的水平，你要找 18%，是平均水平的 3 倍的收益率，资产是什么呢？可能是比较困难的。

第二，产品有没有风险机制，风险补偿机制，比如说风险拨备。另外是否有担保机制，有没有保险机制。这三种机制是各自运行，或者是三种都有，如果没有这三种机制，代表它“裸奔”，没有风险拨备在里面。

第三，平台。平台的信息披露是怎么样，信息披露越细致你对风险了解就越明显，你可以打开他有的产品，里面有所谓的净值调查，调查可能是 1/3 A4 纸，这样是不行。如果是 3 页纸，对借款人和风险净值调查比较完备。

第四，自己产品的识别很重要。期限也很重要。因为 P2P 基本上是民间借贷产品，

期限是比较短的，如果看到有期限比较长，而且很奇怪的期限，那它可能会有比较大的问题。所以应该从收益率高低、风险、信息披露、自身产品风险识别进行判断。

第五，监管框架。互联网金融模式特别多，第三方支付、P2P、货币虚拟等等领域特别多，包括线上线下理财特别多，整体的框架有指导意见。但是现在大家最关注的是 P2P 指导什么时候出来，目前来看还存在很大的争议，他把 P2P 定义为信息中介，但是 99.99%P2P 是准信用中介，但是又不能这样定义，所以监管现在面临很大的问题。信息中介和信用中介定位存在错配问题。还有中央和地方的监管部门，现在银监会不想管，他让地方政府来管，但是地方金融办又没有实力管，所以中央和地方关系错配问题是一个很大的问题。最后是线上线下，P2P 本来是线上产品，现在地推很厉害，扫码很厉害，他就做地推，你就没办法监管，所以现在压力很大。现在征求意见稿，之前也征求过专家意见，现在什么时候出来我也不知道，回答不了这个问题。

Q: 整合一下关于宏观经济问题，我们点评上半年经济数据的时候，一直在网上做直播，网友评论特别有意思，在数据没出来之前网友讲数据是 6.7，为什么是这样？因为我们经济是 L 形，所以一定是 6.7，最后印证了他的说法。之前的 6.7 和现在的 6.7 有什么不一样，我们讲了这么多改革和调整之后，能不能看到中国经济发展的亮点和希望？

A (张明): 二季度和一季度结构上有什么不一样，民间投资下降很快。尽管都是 6.7，但是民间投资下降很快，国有投资占比上升很快，这代表在恶化。大家知道民营企业的效益要高于国有企业。这是第一点。第二，单位推动信贷增长在下降。二季度无论 M1 还是 M2 要高于一季度，这说明单位信贷 GDP 数量在下降。

说下有什么亮点，我个人感觉亮点是消费，还是出现了一定的反弹。大家知道今年上半年贡献经济增长的 60%，中国完成从投资驱动向消费驱动的转变，从这个角度来看这点是可喜的，我想说导致贡献上升原因，可能是消费很强，也可能是消费下降很快。目前中国结构性改善与真正结构性改善有关系，也与经济周期变化有关系，对这样的改变也不要花太多，因为可能是不稳定。

A (郑联盛): 从增长动力来看，目前是消费贡献率在增加，使得增长可以稳定在相应的水平。第二个特点是投资下得比较快，一季度投资的主要来源是房地产投资和基建投资。二季度只有基建投资在增长，同时基建投资里面增长最快是中央政府的项

目。也就是说民间投资不行，民间投资创八年新低，只有 3 点几。这使得未来宏观经济可持续性面临很大的挑战。一季度条件时就认为，一、二、三季度经济增长稳定性没有太大的问题，但是未来随着去库存、去杠杆、去产能，对总需求是一种复的贡献。对私人部门也是负的贡献。在信贷支撑，房地产支撑，基础支撑情况下，不能延续。比如说今年年底，经济下行压力又重新凸显出来。

Q：考虑到上半年经济增长 M2 增速特别高，两位老师讲很难延续这个过程，那么在大环境下改变下，或者经济结构调整背景下，我们还能不能买房，或者是怎么配置我们的资产？

A（张明）：我们盘古春季国内报告就是讲房地产，总体是三个判断。

第一，去年二季度启动这波房地产上涨，不是过去房地产自然去库存周期的结果，而是政府人为推动的结果。这一点一是与政府货币信贷放松有关。二是政府取消过去的很多宏观调控。

第二，短周期来看，2007 年之后中国房地产市场差不多每三年一个短周期，分四个阶段，房价加速上涨、减速上涨、加速下行、减速下行。已经持续一年多时间，今年判断全国 30 多个城市总体房价出现加速下行的趋势，短期会有下调。一线城市房地产经过一年暴涨后现在越来越像投资品，很难说一线房市价格一定会暴跌，但是我们想说如果是投资品属性越来越强，波动性会增强。房价起落会比以前更加显著。因此我们要高度重视房价波动性风险。比如，如果你是正常购房者，首付 30%买房还可以，如果我现在只有 10%到恋家配 20%再到银行配，杠杆率变成高后未来风险会更高。如果房价跌 10%你的本金就没了，那时候很可能房子就不是你的了，大家要高度重视这个风险。

A（郑联盛）：从宏观信用基础扩张到微观投资的问题。但是这个过程是有很大的跨越。从宏观角度上来说，货币政策作为总量政策，必须保持适度的宽松，特别是国家财政政策以收定支的模式，所以货币政策重要性更加凸显。所以我们可以看到，现在增长特别快，但是能不能进入到实体经济，是很大的问题。现在大家讲金融空转的问题，我们讲发行债券，实际上金融机构之间自己买，并没有进入到实体经济里面。没有进入到实体经济里面，就没有创造实际的产出。这对于私人部门未来投资就是很大的挑战。

资产配置角度讲，房地产投资，一线城市整体房地产风险很大，一线城市有结构性的机会，但是因为互动性在增强，我们不一定能把握得到。所以房地产投资是需要谨慎的。

第二，资本市场投资。对我个人来讲，能够进入债券市场是通过基金方式，高等级利率债和信用债，配一些这样的资金没有问题。

第三，股票市场。我个人不是太悲观，一些结构性的机会还是有。我们可以看看今年的经济形式，经济形式很差，但是我们股票里有很大一部分股票在今年翻番了。像消费类里的白酒，这还是很明显的。为什么最近经济增长和消费趋稳向上有很大的关系。大类配置方面，是这些建议。

Q：有结构性机会，但没有宏观系统机会，这样理解对吗？

A（郑联盛）：应该是对的。整个经济形式不好，内外风险共振情况比较明显。外部风险比较明显，人民币汇率、人民币资产都时刻面临重估的风险，风险溢价要提升。全球视野上来讲，人民币到了估值比较均衡的水平，没有趋势性的机会。内部股票市场支撑，所谓的估值，要么是价格下来。现在价格下来一定程度，所以估值不是那么贵。另外就是收益率，每股收益要提升，现在经济形式很差。个人配置角度讲，还是要跟有实际需求支撑的领域，或者是往相对新兴技术领域靠，比如医药、生物、消费，国防军工也算比较好的领域，财务配置角度来看这几个角度比较好。

Q：新三板内部分层之后流动性没有明显得到改善，能不能就这一问题具体讲一下？

A（郑联盛）：新三板是国内发展最迅速的市场，现在已经成为国内挂牌加速最多的市场。新三板存在很多的问题，但是这也是市场发展过程中发展中的问题。它现在和2、3岁的小孩一样，最大的问题是流动性的问题。到7月中旬是7770家挂牌公司，但是创新层是953家规模，大部分还是这个基础层。创新层股票流动性更好，使后面股份转让融资有好的支撑，定价有好的市场机制。现在研究来看，创新层流动性确实在变，整个基础层流动性变差。市场化角度来说，不一定是非常健康的。为什么？新三板是要解决融资难、融资贵、中小企业的问题，分层之后就使得接近7000家大

部分基础层的公司，未来定价、股份转让、再融资没有多少的机会，所以向培育大公司的模式，而不是从融资筹资便利模式弄。现在系统已经看到流动性的问题，放慢投资加速进度，所以分层制度，或者是流动性问题，不仅仅是交易制度的问题，还是发行制度的问题。所以现在控制了节奏。我觉得这需要一个过程，新三板流动性不好，短期内可能解决不了。

Q：现在资本市场整体来讲也是多面的，资产证券化是宏观上化解金融风险的办法，还是增大了整个金融市场的供应关系？

A（张明）：大家知道很多工具有两面，既有好的一面，也有坏的一面，关键看你怎么应用。证券化本身是很好的工具，可以帮助融资者盘活资产，比如银行房贷通过证券化转让出去，提前获得流动性。但是证券化并不是消灭风险的工具，只是转移风险的工具。如果证券化有序推进，你要保证证券化产品信息披露的透明性，没有重复的衍生，链条不是很长，投资者能够充分的理解产品的风险，在当前阶段证券化这个事情是好事情，无论银行表内优质资产还是不良资产，只要按照市场化、透明化方式做。

如果相反把这件事作为任务，这件事一定要推1万亿元证券化产品，变成银行来做，在这个过程中信息披露不太透明，产品重复衍生现象比较明显，证券化链条比较长，以至于最终投资者不知道他买的产品背后基础资产是什么，这种情况下，证券化不仅没有帮助我们消化风险，反而放大了风险。

在充分借鉴美国次贷危机经验教训后，中国做证券化还是稳步有序推进，而不是盲目政府放大招，来一个比较宏大的计划，短期有很多的任务，这样下去后，在中国这样特定格局下不容易变形。

Q：在朱镕基总理时代大规模实行过一次利用债转股来化解债务风险，那么有没有用这个办法降低金融机构风险，或者是降低宏观经济整体的风险？

A（张明）：我们团队一两个月前写了一个周报。我们对当前大规模债转股有忧虑，债转股对银行要求很严格，银行需要有两个前提。第一，银行要能甄别比较好的企业和比较差的企业。债转股尽管目前遭遇流动性困难，但是未来长期来看企业还是

有生命力的企业才是有效，否则就是不良资产。第二，债转股银行要持有股权，银行能不能作为负责的股权投资者参与企业的经营。除了给企业钱外，是不是能参与企业的经营，给企业提供附加的服务，提升企业的价值，最终保证股权的价值。目前要做到这一点非常困难。

我们认为债转股可以小范围实施，但是不要期望短期内大规模使用。过去那一次债转股最后是中央财政出钱，帮助国有企业解困，最后中央财政又出一把钱帮银行把资产负债表修复，那样的做法需要中央政府有很大的财政空间。过去讲中央政府的财政空间，过去 5、6 年已经显著收窄，不能全靠政策出钱帮银行脱困，未来更多要采取市场化、透明化方式处置银行不良资产，债转股也好，不良资产公司也好，债券化也好都是方式。所以未来大规模债转股我比较忧虑。

Q: 如果我商业银行和投资银行放在一起，全放贷款，如果不行的话再把股权拿回去，包装后再卖出去，这样会不会好一点？

A (张明): 如果我们的银行是全能银行，除了放贷跟风险管理能力外还有股权投资能力，投资银行能力，或许会做得好一些。中国目前最大的问题不是这个，最大的问题是商业银行，如果我是商业银行信贷经理，我把钱贷给国有企业，国有企业最后违约，信贷经理不会遭遇太大的处罚。如果我是信贷经理贷给民营企业，民营企业违约我就要承担终身责任，在这样激励下，哪怕国有企业没有竞争力，收益率很低，信贷经理仍然愿意把钱贷给国有企业，激励机制坏了，债转股就会成为再次挪动国有资源。

Q: 宏观上我国人民币要贬值，五年之内对外贸形式是否有一定的改善，对宏观经济拉动作用是否可以像以前一样显著的看出来？

A (张明): 我个人感觉，未来几年不要对外贸形势太乐观，主要是三点。

一、目前全球经济增长仍然低迷。危机之后，2009 年世界经济几乎零增长，2010 年反弹到 5%，2011 年到 2015 年经济每况愈下，去年只有 3.1 增速，今年世行预测今年有 2.6%，这个不改变中国外需会疲软，这会影响出口前景。

二、尽管人民币汇率发生修整，但是汇率还是非常高。除非人民币汇率对美元汇

率大幅度下行，否则汇率对出口影响还是偏负面。

三、最近全球经济低迷情况下，未来 4-5 年总体中国出口会有改善，但是总体不会太大，保增长依然要靠国内的增长动力、消费投资、结构性改革。

Q：我国在进行“一带一路”战略，又成立了亚投行，咱们现在在国际上做出行动，并使用美元到国际上进行海外投资和资本运作，有没有助于化解国内的风险？

A（郑联盛）：从内外风险化解角度上来说，“一带一路”战略提出是产能的合作，趋势通过区域，或者是“一带一路”两个经济带产业链的合作，是有助于我们降低宏观金融风险的。但是这个问题操作上会面临更多技术问题，沿线 50 个国家，各个国家风险不一样。比如说典型的项目，就是亚洲互联互通项目，就是跟东南亚合作铁路，到曼谷、新加坡、吉隆坡，运作很多年，技术上没有太大的问题，但是各个国家政治风险差异很大，比如说泰国换了领导人，他就有变化。所以这块有比较大的困难。如何通过新的战略有效实施，这对政府和企业是挑战。但是从政策初衷讲有利于化解问题。

A（张明）：想期待靠“一带一路”这样的对外战略显著降低中国经济的风险很难实现，要化解中国经济目前的系统性风险依然要靠国内的政策发力。“一带一路”我最大的担忧是未来怎么实现收入，怎么算大账。考虑到政治外交收益之后，怎么确保中国花出去的钱能够有合理的回报，这是我个人最担忧的。

Q：海外投资俄罗斯是否是较好的选择？

A（张明）：我不太了解，研究室团队有一个产品叫中国海外投资国债风险评级，评级里面俄罗斯等级排名是中等偏下，投资俄罗斯风险还是比较高，现在主要是两个风险。

第一，全球大宗商品价格下行，俄罗斯经济主要靠油气出口，油气出口萎缩的话经济显著萎缩，这是基本面的问题。

第二，尽管俄罗斯跟中国外交关系总的不错，但是企业层面来讲，中国企业在俄罗斯投资遭遇很多问题。俄罗斯子是地域很辽阔的地方，各个州，行政区内部对中国投

资态度不太一样，过去几年有很多的案例说明中国在俄罗斯投资遭遇了挫折甚至是失败，我个人觉得风险比较高，还是要慎重考虑。

Q: 现在中国资本向下还是管制性的国家，在这个情况下，很多人民币想要外走，但走的渠道又比较少。前一段时间海外并购非常盛行，在这样的背景下，商务部较为着急，并且在想办法限制这个事情。海外并购到底是真的买东西，还是就想往外走，它面临什么样的风险，为什么这样急迫？

A (张明): 前一段时间我和一个朋友有一篇文章专门解释这个问题，市场上传闻 ODI 数据和官方数据有很大的差异，这里有很多原因，比如统计口径的原因。但是我们发现一个趋势，目前其他两个渠道，证券投资渠道还有跨境债权债务渠道被收死，上半年通过我们也听到一些小故事，我们单位很担忧，其实外管局已经收紧，5、6 月份外管局明显趋于严格。没有真实交易目的出去很难。

为什么这个数字很大呢？大家知道一季度有一个重大并购事件，中化收购瑞士一家公司金额据说 400 多亿美元，这不意味着 400 多亿美元都是从中国除去，这也就是为什么数据差这么多，把 400 多亿算进来就 1000 多亿，商务部算的时候可能没有算进去，这导致数据统计口径差异很大的原因。但是海外杠杆收购有很大的风险，一旦项目本身收益率很低，你要怎么还钱未来也是很大的问题。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。