

# 中国经济仍有适度加杠杆空间

□徐诺金 姚余栋

当前理论界和投行领域流行着一种观点,认为中国经济已处于高杠杆的危险地带,应该收紧政策,启动去杠杆化进程,避免经济硬着陆。然而我们认为,中国能够管理更高的杠杆率,由于储蓄率大于消费率,中国经济的债务以内债为主,而且中长期利率水平不会大幅度升高,中国经济仍有杠杆适度提升空间。今后一段时间加杠杆的目的,就是以时间换空间,通过高增长来去杠杆。

## 杠杆率仍在可持续水平内

杠杆率既包括整个经济体的总杠杆率,也包括部门(金融机构、家庭、企业、政府)的杠杆率。如果不能通过去杠杆化将债务规模降低至可持续水平上,宏观经济与金融市场的复苏就会举步维艰。评价一国经济杠杆水平可持续与否,有两大核心指标:一是储蓄率(S)是否大于投资率(I);二是经济增长率(G)是否大于杠杆成本或实际利率(C)。

自从2008年美国次贷危机爆发对我国经济形成冲击以来,我国通过出台系列应对措施较有效地避免了经济的过度波动,但付出的代价是经济进入了较高杠杆率状态。从资金存量表来看,2008—2011年,我国经济的总杠杆率(以金融资产负债率表示)从93.5%提升到95.9%,年均上升0.8%。其中,政府杠杆率52.9%,企业杠杆率160.5%,金融机构杠杆率105.6%,家庭杠杆率25.3%,均进入了加杠杆阶段。

应该承认,历史上一次“万亿”政府投资为代表的扩张性财政政策,以及相应的积极货币政策,既取得了应对金融危机的重大胜利,也付出了必要的代价,那就是我国刺激经济的安全空间已明显收窄。同时,由于许多行业产能过剩和居民在国民收入中的分配比例依然过低,扩大内需面临的困难也很大。但是,我们认为中国经济仍处于安全区域。一是我们的杠杆水平还处于储蓄率大于投资率的安全阈值之内。从总体来看,我国这五年的储蓄率都大于投资率近2-3个百分点。从各部门来看,2010年我国家庭部门、企业部门和政府部门的储蓄率分别为42.1%、100%和26.3%,其中家庭部门和政府部门储蓄率分别比2000年提高11个和36.1个百分点。二是我国经济增长虽有所下降,杠杆成本有所上升,但经济增速在中长期内仍会明显大于杠杆成本。

当然,尽管经济仍有适度加杠杆的空间,但空间不断收窄。一是由于人口红利的下降,中国经



新华社图片 合成/尹建

济的潜在增长率会下降。根据我们的计算评估,可能会从过去的10%左右降到7%-8%的水平。二是随着经济增长和人口红利下降,储蓄率会趋于下降,全社会可利用的储蓄资源会减少。三是融资成本可能会趋于有限上升。据学者测算,利率市场化后中国的利率水平不会上升很多,估计利率市场化后中国的实际均衡利率水平在4%-4.5%左右。在其他条件不变的前提下,利率市场化导致的存款利率和市场利率水平上升幅度会在2-3个百分点左右,而有效平均贷款利率水平变动应该不大。四是中国式“格林斯潘之迷”抑制中长期利率上升。中国债券市场利率已基本放开,但长期无风险收益率水平过低且对短期利率反应不敏感,成为中国式“格林斯潘之迷”,有利于降低企业融资成本。即使利率根据市场供求自由决定,中长期利率仍然可能维持在相对较低的水平,而这将进一步刺激长期投资,推动经济增长。因此,综合考虑,在这个有限的空间内,仍应十分珍惜储蓄资源,通过推动金融改革和创新,逐渐降低实际利率的水平。

## 通过经济增长实现去杠杆

应该看到,中国经济目前所处的阶段是一个要充分利用全球加快发展的阶段。麦肯锡全球研究院测算表明,通过充分利用杠杆,刺激经济增长,事实上可以降低杠杆水平,这就是“通过增长去杠杆”。

去杠杆1998年的亚洲金融危机冲击,我国经济加了杠杆,但通过2003—2007年的快速增长,又成功去了杠杆。从我国固定资产投资资金来源的细分

看,我国经济在快速增长的同时,经济杠杆也在降低,信贷占GDP的比例下降,利润的强劲增长使得企业部门减少了借贷。2003—2007年,企业留存收益占投资资金来源的比例翻了一番,从15%提高到29%,而银行贷款所占比例从54%降至39%。同期,企业存款和贷款的变化也充分说明了同样的问题。2003—2007年,企业银行贷款年均增长12.3%,而同期存款年均增长却达17.2%,结果企业的存贷比上升了近10个百分点。与此同时,政府也成功地降低了自身负债,根据国民经济核算账户的资金流量表数据估计,政府投资的出资比重从2003年的21%降至2007年的13%。所以说,我国有“通过增长去杠杆”的成功经验。

当前,在经济高速增长的同时,在有利因素较快衰退的同时,也不应过分悲观,作为一个发展中的大国,中国在深化社会主义市场经济改革的过程中,有利于经济持续增长增长的有利因素仍然不少,且能较长期地存在。

一是中国仍是中等收入国家,提升的空间巨大。根据世界银行的数据,2012年中国人均国民生产总值(GNI)在有数据的166个国家中排名第75位,相当于美国的11.5%,日本的12.0%,比世界平均水平低42.7%。中国与美国人均GNI之比相当于日本上世纪50年代初、韩国上世纪70年代末与同期美国人均GNI的比值,而日韩在其后20年内保持了平均8%左右的高速增长。

二是城镇化和服务业发展空间巨大。推进城镇化对经济增长有明显的促进作用。当前中国城镇化水平不仅低于高收入国家超

过80%的城镇化率,也低于与中国发展阶段相近的发展中国家60%左右的平均城镇化率水平。根据世界银行2010年数据,在人均GDP低于中国的59个样本国家和人均GDP高于中国的70个样本国家中,第三产业占GDP比重平均为50.36%和65.72%,均高于中国同期的43.2%。

三是深化改革,释放供给端红利的空间巨大。相关增长核算说明,1978年至2004年间,生产要素流动对经济增长年均贡献2.29%。增长核算数据说明,1978年至2004年间,生产要素由国有部门向民营部门转移,对经济增长拉动达2.83%。

更应看到,中国人口红利与人口负债的跨代平衡,需要我们利用债务杠杆促进储蓄向资本存量转化。

近些年来,随着我国住房公积金制度、医疗、失业、养老等各项社会保障制度的建立,以及各种基金、保险形态存在和累积起来的储蓄资源数额非常庞大,如2012年全国住房公积金余额超过3万亿元,社保基金1.11万亿元,各项保费收入1.55万亿元,这些资金都是通过各种有效手段用于长期基本建设、国家重大科技工程、环境保护工程等项目,如能充分地利用好,我们可以发展得更快,也可以发展得更好。相反,如果这些当期的储蓄不能形成资本存量,对未来形成有效的物质保障,宏观经济也会陷入跨代性失衡,即我们当代人对我们下一代形成欠账。因此,按照宏观经济平衡的要求,保持与高储蓄相适应的较高投资,既是国民经济当期平衡的需

要,也是其良性发展、与未来构成跨代平衡的必要。

## 加杠杆前提是经济稳定增长

中国加杠杆的前提是稳定的经济增长。目前我国的经济整体上没有大的风险,新一届政府推出的改革措施也极大地提振了市场信心,但若预防性的政策调整没有真正白热化的宏观政策能量注入,开水煮青蛙式的慢性衰退也不是没有可能。经济金融领域里的房地产市场泡沫破灭风险、地方政府债务链条断裂风险、影子银行超常式增长后的兑付风险都有可能上升,而这是我们应坚决预防和制止的。我们现在一定要充分认识到稳增长的重要性,坚决捍卫经济增长的前瞻性指导,做好预调微调,不要忽视发展这个硬道理。

稳定经济增长,在促进消费的同时,要稳住投资。2005年以来中国将扩大内需、刺激消费作为基本国策,其综合效果必然是降低储蓄率。但储蓄率降低有个渐进的过程,不可能一蹴而就。在消费增长还不能弥补投资增长的过渡期内,我们赞同新供给主张,不能简单批评“高储蓄、高投资”,也不能照搬套用欧美国家以消费促增长的发展模式(已被实践证明是导致危机的根源),更不能认为消费产生的GDP才是高质量的GDP,而投资产生的GDP是低质量的GDP。扩大投资并不必然导致产能过剩、重复建设。实际上,没有投资就没有供给,也就没有消费(除非像欧美部分国家一样靠借债、靠印刷货币、靠进口消费)。投资是消费的前提和基础,也是国家经济实力的依托和就业的源泉,对中国和广大发展中国家,在超常规的“追赶”阶段,投资对经济发展的重要性尤为突出。从改革开放三十年的实际进程和成效看,由高储蓄支撑的高投资,不仅不是中国经济的主要问题,相反这是中国得以实现快速发展的重要经验。我国投资与消费的比例和结构,应当随着中国经济发展水平的提升、居民收入水平的提高而逐步合理演进,而不宜人为强力调整,更不宜直接套用早已实现工业化、信息化的美国的投资消费结构指标,否则容易导致错误的宏观政策导向。

优化投资主体,改善投资结构,提高投资效率是加杠杆的关键。应尽量减少政府投入,最大限度动员和利用民间投资,鼓励和引导民间投资向实体经济和公共领域转化。更多地把投资引入教育、科技、医疗、环保、新兴产业等领域。加强对政府和国企投资的管理,防止低效投资和坚决治理产能过剩,提高投资效率。

套现退出,或者雅虎改变主意不套现退出,或者后来的投资者作为战略投资者留在场内,三者有其一都存在很大隐患。在阿里巴巴业绩不错的时候问题不大,一旦行业周期来临,增长放缓,盈利下滑,股价下挫,资本就露出冷酷嗜血面目,马云就有可能成为“杨致远第二”或“王志东第二”。这才是马云心头永远的痛。

在此,笔者想给马云先生提两点建议,仅供参考。其一,遵守规则,给中国的上市公司实际控制人树立榜样。鉴于短期内控制权不会丢失,马云没有必要搞合伙人架构和“同股不同权”的保护机制,上市地选择的难题自然就迎刃而解。上市后也不要搞内部人控制,公开透明地治理公司,为国内A股公司树立一点榜样。

其二,重新创业,中小企业需要马云。马云以“让天下没有难做的生意”为使命,帮助众多的中小企业成长壮大,建立了阿里巴巴电商帝国。但当前中小企业融资难问题尚未有效解决,还需要继续发力。另外,马云还可以学习李嘉诚,好的产业自己持有,一般产业注入上市公司,将阿里金融等公司私人持有,或者干脆另立门户,开一个马云公司,重出江湖,再创辉煌。

## 不能神话互联网金融

□中国社科院金融所 杨涛

近年来,以互联网为代表的新技术,特别是移动支付、社交网络、搜索引擎和云计算,已经开始对既有金融模式产生巨大冲击。人们更倾向于认为,互联网金融是技术所引领的全新金融模式,将深刻改变社会生产与生活方式。

然而,由于概念思路的混乱,使得人们对互联网金融的内涵、功能、业态往往有完全不同的看法。正是由于缺乏理论支撑,也使得互联网金融的产业形态、盈利模式、风险收益特征都难以明晰,互联网金融相关的投资热潮充满了泡沫,监管机制建设和制度完善无从着手。

要更有效地面对互联网金融的挑战,需要对概念进行辨析。这就要从与金融相关的两大现代学科体系——货币经济学与金融经济学入手。货币经济学的研究对象是货币的功能、形式、货币制度、货币供给与需求,核心问题是利率、汇率决定机制及定价;金融经济学的研究对象则是经济主体的跨期资源配置、金融资产特性、金融资产的供给与需求等,核心问题是资产定价机制。互联网信息技术的发展,对这两大学科体系的研究对象产生了深远冲击。

就货币经济学来看,互联网使电子货币逐渐演变出虚拟货币形成,进而深刻影响货币的概念及流通。通常认为,电子货币是指以计算机或其他存储设备为存在介质、以数据或卡片形式履行货币支付流通职能的“货币符号”,具体形式包括卡基、数基存款货币和电子票据等。我国货币,证券期货保证金、第三方支付企业的备付金、单用途预付卡等都具有初级电子货币的特征,但只有到了各类虚拟货币的出现,才在某种程度上影响央行的货币发行权,比特币是迄今为止最为高级的形态,但正如近期美国一名联邦法官在一起案件中表示,比特币是“一种货币或一种形式的资产”,目前金融属性或许要高于货币属性,因此对于整个货币体系的冲击还非常有限。

互联网金融模式下资源配置的特点是:资金供需信息直接在网上发布并匹配,供需双方直接联系和匹配,不需要经过银行、券商或交易所等中介。再如,互联网金融带来的风险变化是多方面的,既有弱化风险的一面,又有增加和创造风险的一面,这给监管带来新挑战,也使得金融创新有了新的“风险资源”。还有,过去往往把支付和信息管理作为金融体系的后台和补充环节,但是在互联网技术引领下,二者对于金融稳定和货币政策的影响日益凸显,而且也对资源配置、风险管理功能的实现,带来不可忽视的冲击。

## 另眼看美国债务上限乱局

□凯瑟琳·皮斯托

虽然最近一次美国债务违约的威胁警报已经解除,但这仅仅是暂时而已,因为另一场斗争很可能在明年年初美国政府债务上限再次调高时爆发。

在欧洲,危机的根源来自于单一政治联盟的缺陷,但美国的危机则表明政治联盟并不是根治危机的唯一良方;在欧元区,反对的声音主要来自需要重新筹措偿还的债务是如何产生的,也就是说,它们是否以斗争的债务上限相抵触;在美国,斗争的核心则是这些资金究竟将用在何处。两者的区别其实归根结底也不大,而且也都应该掩盖了真正的危机:一个高公共负债时代下的民主自我治理问题。

1773年,一群所谓“自由之子”在波士顿倾茶事件中喊出了这样一句口号:“先代表,不纳税。”而美国的建立者们也很清楚地认定,对预算的立法管制是民主治理的一大关键支柱。

在大多数发达国家,税款依然是政府收入的主要来源,但债务融资所扮演的角色也在不断扩大。随着经济的发展,政府总支出(包括征税行为)超出总收入时,为旧债务重新融资的需求也不断扩大。通往大规模高流动性国际债务市场的广阔渠道,使得政策制定者们得以绕过某些最具挑战性的治理问题,比起处理那些关于如何分配有限资源的棘手问题,政府似乎觉得自己可以独占全部好处:一面维持低税率,一面依赖充足的债务融资来取悦选民。但不断增大的债务负担表明,这种形式已经走到了尽头。过度依赖债务融资已经腐蚀

当前值得研究和关注的互联网金融形式,包括五个方面的内容:互联网金融、互联网支付、互联网投融资、互联网金融风险管理和互联网金融信息管理。只有明确了这些概念基础,才能够进一步探讨相应的产业形态和盈利模式,以及政策及监管的应对环境。

必须承认,面对互联网技术对传统金融体系的冲击,各国监管部门都感到难以把握其中日新月异的变化,并且都通过“外课”来完善法律和监管机制。监管者最为关注的问题是游离于传统金融之外的这些新型金融活动是否会危及金融体系的稳定,能否大幅削弱金融调控能力。此外,我们虽然看到了互联网信息技术对于经济金融模式带来重大改变的远景,也要正视中短期内互联网金融的实际作用。在互联网信息技术仍在潜移默化地影响经济与金融运行时,传统的金融体系组织方式尚未发生颠覆性改变。以P2P网络借贷和众筹融资为例,在欧美仍然处于规模相对较小的补充地位,近期更出现P2P网络借贷投资者对于借款标的的竞争,呈现出“供大于求”的特点。就根本而言,在各国金融市场上,传统金融机构仍是互联网金融创新的主导者。

而在我国,当前互联网金融火热的背后,还是植根于金融管制严格、利率双轨制没有彻底改变、小微企业和居民金融需求难以满足等体制性原因。由此,新的互联网金融模式在刺激和改变现状,推动金融市场化改革,但一旦达到欧美较为健全的全融与信用环境,当前热热闹闹的“转轨期”互联网金融意义,也会失去狂热的基础。就此意义上看,中国式“互联网金融在给传统金融体系带来革命的同时,也在不断“革自己的命”。

应该说,对于“火而不强”、创新缓慢、缺乏政策导向的中国金融体系来说,互联网金融浪潮的最大意义,是使得金融“走下神坛”,回归市场经济的常态,并强调开放、公开与透明,且以新技术来激发现代金融功能的“新气象”。在此过程中,要抑制对互联网金融的无序狂热,也不应过于贬低现有金融体系,刻意追求营造非此即彼的“新金融神话”。为了迎接这一新金融时代的到来,需要推动培养全新的互联网金融文化,更关注小微及个体,强化信用与安全意识、鼓励和支持自下而上的创新等,建立真正具有长久生命力的互联网金融模式。

在各路资本都疯狂追逐互联网金融“噱头”之时,更多的人需要一些冷思考:等到将来波涛汹涌的互联网金融大潮退去后,在曾经踏浪者里面,有多少人能在岸上欣然享受阳光,多少人仍在水中挣扎,多少人只能无奈裸泳,又有多少人折戟沉沙?

了民主的基本原则,因为政府财政逐渐由还债时间表决定,而非取决于选举周期。在经济增长时,债务融资可以让人轻易逃避那些艰难选择,一旦经济出了问题,债主们以及那些在违约预期中得利的人,就可以把自己的意愿强加在任何人身上。

这个力量来自于债务的本质。税款是政府对其公民财政预期的多数权益要求。在提税方面获得大多数公民的共识是极难办到的事,并随着资本流动缩小了税基引发各国政府争相降低税率而变得越来越困难。

相比之下,债务是一个答应偿还的契约承诺,但债主们大多都不知道这些钱都花到哪里去了。在一个民主政体中创设切实可行的体系来管理公共债务是相当困难的。目前提供的机制是一个以协议为基础、符合宪法的法定债务上限,以GDP的特定比率为限,或者像美国那样基于名义条款。

欧洲的经验表明,以协议为基础的债务上限基本上没什么强制力。但正如美国最近这次僵局所体现的那样,在对外部债务融资的需要增加的情况下,拥有有效否决权的少数派可以在经济不景气时滥用法定债务上限。

事实上,在债务融资侵蚀自我管理方面的行为,为党利益而滥用债务上限的行为变得越来越普遍。问题在于民主体制还未找到有效管理债务的方法。永不加税的承诺导致美国只能依赖债务融资——更可怕的是,依赖于那些时刻准备否決再融资的人。

(凯瑟琳·皮斯托,哥伦比亚大学法学教授。本文版权属于Project Syndicate)

# 控制权 马云心头永远的痛

□中国科学技术大学 叶青山

阿里巴巴上市地的选择引发全球关注。这个最值得全球期待的互联网IPO项目,目前遇到了难题。由于香港证监会坚持“同股同权”原则,否決了阿里巴巴采取合伙人架构上市的建议,阿里巴巴管理团队也只好公开表态不选择在香港上市,最近又对外宣称美国纽交所和纳斯达克交易所对阿里巴巴上市持欢迎态度。但究竟选择在哪上市仍悬而未决,不免让人浮想联翩。

## 控制权保卫战

阿里巴巴上市地的悬而未决实质是马云继续在打控制权的保卫战。虽然马云是创始人,但一个不争的事实摆在众人面前,据公开信息,就是目前马云只拥有阿里巴巴7.4%的股份,整个管理层加起来也不过10.4%,虽然马云目前仍控制着阿里巴巴集团公司,但从理论上讲他已经丧失了公司的控制权,并且这种控制在上市之后很有可能被打破。

马云怎么一步步失去控制权?这个故事并不新鲜,犹如很多美国高科技和互联网创业公司不断被稀释。经过1999年、2000

年、2004年三轮融资,阿里巴巴一共融来1.12亿美元。马云团队股权稀释到47%。转折点发生在2005年8月,经日本软银孙正义介绍,杨致远控制的雅虎用10亿美元收购雅虎中国网站换取阿里巴巴40%股权。当时好像马云占了大便宜,现在看起来却是吃了大亏,主要是这10亿美元没发挥什么作用,7.5亿美元被用来回购风投手的股份,结果就是孙正义介绍杨致远投钱,投的钱又被孙正义拿走了,雅虎成为第一大股东,马云不仅没落下钱,反而股权经稀释由第一大股东沦为二股东。

2007年11月阿里巴巴B2B在香港上市,经过公众股的吸收,马云在上市公司股权再次被稀释,但集团股权影响不大。真正的危机出现在杨致远被自己一手创办雅虎赶走之后,雅虎对马云变得非常不友好起来。按照上市条款,从2010年10月开始,雅虎、软银及阿里巴巴三个股东当时达成的“阿里巴巴集团首席执行官马云不会被辞退”条款到期,阿里巴巴集团第一大股东雅虎,将有机会按照董事会章程辞退CEO马云。幸好孙正义一直到现在都还比较仗义,如果软银与雅虎联合起哄,马云早就靠边站了。

从2010年10月开始马云正式

打响了控制权的保卫战。第一步,2012年2月宣布阿里巴巴B2B公司从香港退市,拟以每股13.5港元回购B2B上市公司股票将其私有化,交易金额为23亿美元(约为145亿人民币),当年6月完成私有化交易;第二步,2012年5月花71亿美元回购雅虎20%股权,由于软银不参与回购,马云通过借款和引入新的投资者完成交易。通过两次大手笔的资本运作,据公开资料显示,目前马云和马云引入的投资者拥有近40%股份(其中马云拥有7.43%股份,加上和他一致行动的高管成员,股份约10.4%),重回第一大股东地位,雅虎、软银分别拥有约24%和36%的股份。

表面上看马云暂时解除了控制权的危机,但实际“虎患”并未根除,雅虎剩下的股权需要高估值上市后套现才能退出,重新上市压力空前加大。另外,为除“虎患”,又引进了一批听话的“小羊”,谁又能保证小羊将来不会变成狼?实在没有办法,马云只好向美国老师学习,开始设计合伙人架构来保卫自己,可谓用心良苦也。

## 控制权还能保持多久

中美资本市场的公司控制权有着巨大的差异。美国由于公众股发行限制少,股权高度分散,创始股东往往股权较低也能控制公

司。中国由于公众股限制较多,发行数量较少,创始股东直接间接占股一般超过51%,最低也低于34%。资本市场上中国公司上演了几场让人触目惊心的控制权大戏。例如,新浪的创始人王志东在新浪上市后就被资本赶出了公司;国美的黄光裕差一点就失去了对国美的掌控,经历几场艰苦的大战才保住了控制权。

阿里巴巴集团整体上市前,马云的控制权是没有问题的。目前马云仍是阿里巴巴的核心,没有马云的号召力,阿里巴巴的估值难以达到利益各方的期望值。因此利益各方都希望由马云带领阿里巴巴完成这宗全球IPO第一大单,分享这场资本盛宴。

上市后直到资本高回报退出前,马云的控制权也是没有问题的。上市后,阿里巴巴需要业绩支撑,股价要能维持,这还要马云为阿里巴巴站台。

如果几个大股东如孙正义、雅虎等都套现退出,后来的投资者也追求高回报,作为财务投资者套现离场,阿里巴巴成为股权高度分散的公众公司,马云凭不到7%的股权就可能成为最大赢家,这样马云就能成为最大赢家,保持了阿里巴巴的控制权,这将是完美的结局。

当然,如果大股东孙正义不