

寻求均衡的中国

——增长和稳定中的转型困境

科姆罗希·劳乌拉，瓦尔高妮·哥尔曼迪·捷尔基

中国的经济发展与稳定不仅仅对中国人来说意义非凡。同时，中国是世界上第二大经济体，其经济规模可想而知，再加上中国外贸朋友圈越来越大，如果中国的经济发展发生意外或产生重大偏离，那么全球经济都会或多或少地受到影响。近几年，中国经济中所存在的重大不平衡和风险不断增加，专业经济人士对中央政府是否可以成功实现软着陆并将经济拉到一个更平衡和可持续发展的道路上，是否必须进行计划外调整，经济衰退现在是否已经成定论等问题议论纷纷，各执一词。本文中，我们介绍了可持续发展的保障政策、让政策实施更加复杂化的相关风险，以及为降低此类风险在经济层面所采取的对策。

经济文献期刊（JEL）编号：E61，P21

关键词：中国；新宏观经济均衡；稳定风险；软着陆

一、引言

中国政治领导层的首要任务是保证经济增长，控制相关的风险，因为经济增长是政局稳定的一大基石。因此，中国在不断地权衡短期增长目标实现和长期可持续性发展之间的平衡。以提效为目标的重组和风险缓解措施可助力长期可持续性发展的实现（Székely-Doby, 2018）。但是，风险也在不断积累，人们对是否能实现经济软着陆，是否必须进行计划外调整，且现在不确定的是否仅仅是明斯基拐点¹产生影响的时间和严重性等困惑不已。

本文回顾了与可持续增长相关的话题：可持续增长的政策、阻碍政策实施的风险（尤其是可能发生类危机调整危险的一类风险），以及为缓解此类风险采取的经济政治措施。相应地，我们指出了经济结构转型的相关风险、人口和环境挑战、债务积累引发的问题、资产价格特别是房地产价格的内在风险，以及金融体系相关模式面对的挑战。我们希望一一阐明，全面地表现出各要素之间的相互关系；但是，由于涉及的话题很多，再加上本文篇幅有限，不在此赘述。

科姆罗希·劳乌拉（Komlóssy Laura），匈牙利国家银行经济分析师。电子邮箱：komlossyl@mnbb.hu
瓦尔高妮·哥尔曼迪·捷尔基（Vargáné Körmeny Gyöngyi），匈牙利国家银行高级经济分析师。
电子邮箱：kormendigy@mnbb.hu

本文原文发表在《金融与经济评论》2019年第3期。<http://doi.org/10.33893/FER.18.3.114134>

¹ 指在一个经济体中若干隐性风险突然并同时显现，资产价格暴跌，接着便发生破产浪潮的时候。

二、增长目标和结构改革

在过去的四十年里，中国围绕提效这一目标进行改革和经济结构调整。其中一个措施就是实现从²计划经济到市场经济的部分转换。中国并没像中欧和东欧国家一样发生迅速、彻底的经济转型，只是在特定时间放开政治领导层指定的领域。过去几十年，动态增长的含义发生了翻天覆地的变化。之前，中国以两位数增长为目标，现在人们认为切实可行的是更加温和的增长。认识到并接受这一观点对中央管理机构来说具有重大意义。在2012年³公布2020年相关增长目标时，中央政府已清楚说明，平均增速会比之前明显降低，且中央政府会坚定致力于这一目标的实现。

中国政府根据当前出现的机遇、风险的积累和国际环境，对增长战略进行过多次重大调整。最初，通过建立和鼓励乡镇企业实现劳动力从农业到工业的转移，之后则是通过境外投资和技术的开放。所有这些措施都大大增加了劳动力效率（Hu - Khan, 1997）并同时提高了资本水平。21世纪初期，出口导向增长策略崭露头角，但是2007-2008年经济危机后却难以为继。之后，虽然当时投资比例已经很高，但是仍然通过增加该比例以抵消萎靡的外部需求。但是，几年后，这种方式的风险和局限也逐渐显现，新的策略刻不容缓。通过刺激国内消费、强化服务部门和现代工业、推进重工业的转向稳增长的新政策应运而生。中央政府将其称为高速增长到高质量增长的结构调整⁴。先前模式积累的问题、发展的转换和此类问题的管理构成一项严峻的挑战。再加上国际环境、人口结构发展过程和环境问题等外部因素，这一问题变得更加纷繁复杂。

2.1. 寻求新宏观经济均衡

毋庸置疑，中国在过去四十年中交上了一份靓丽的经济答卷。不仅实现了经济量的增长，加大了对全球经济的开放，中国在世界经济之林的重要性也在不断增加。在过去四十年中，中国采取了经济开放政策，这让中国更容易接触到外国资本，同时，中国加深了其在全球价值链中的作用，且经济增长显著提速——特别是从2001年中国加入世界贸易组织（WTO）后。不仅如此，中国人的生活水平也在逐渐提高，贫困率出现明显下降（Gyuris, 2017）。在过去的四十年中，中国从世界上最贫穷的国家之一变成世界第二大的经济体。已达到全球三分之一的经济体。

但是，中国也面临着两大挑战：增长趋缓和的不平等加剧。这两大挑战相互关联，越来越突出。2007年，中国实质国内生产总值（GDP）增长超过14%，而近几年降了一半，到2017年，由于结构性因素所致，这一比率仅为7%左右，此前快速增长的刺激因素正逐渐消失。由于独生子女政策的实施，2010年开始工

² Ideological Foundation of the CPC. <http://en.people.cn/206215/206216/7997750.html>. 下载日期：2018年12月14日。

³ China's new economic target: double its 2010 GDP by 2020. <http://en.people.cn/90778/8010379.html>. 下载日期：2018年11月

⁴ 例如，中国央行的新闻稿。 <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3656521/index.html>. 下载日期：2018年12月7日

作适龄人口的数量开始下滑，中国也面临着与发达国家一样的社会老龄化问题。过度投资造成的冗余及增量资本产出比率（ICOR）⁵都拉低了资本收益，这也表明投资在拉动经济增长上的作用越来越有限（图1）。

图1 增量资本产出比率（ICOR）的变化



来源：经济合作与发展组织的社会经济调查：中国2017

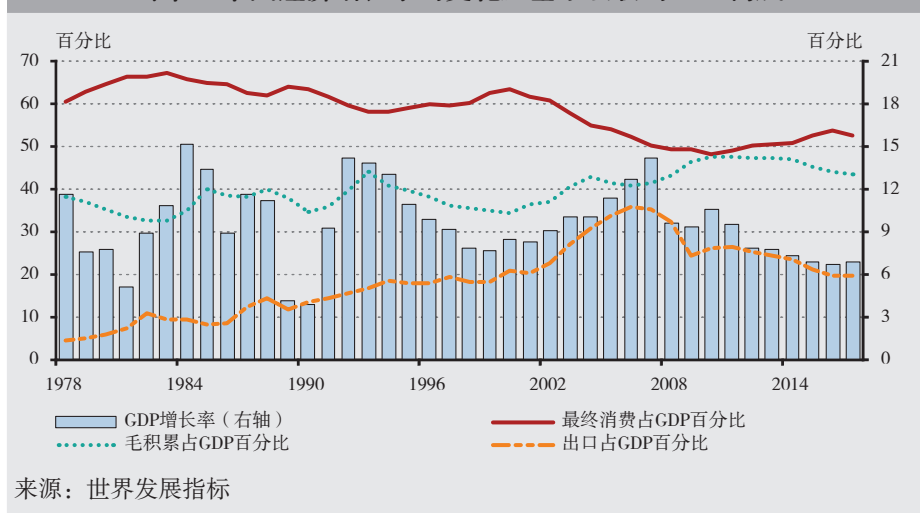
并且，全要素成产率（TFP）也明显放缓。根据文献记录，21世纪潜在增长的平均值为10%左右，而最近几年已经下降到7-8%⁶，预测可能会降至6%以下（Dieppe等，2018）。

危机前的增长模式主要是基于工业生产和人民币的低估，这就大大造成了外部失衡。在危机前的几年中，中国的国际收支经常项目顺差高达GDP的10%，在危机之后这一数据出现明显下滑。外部平衡的恢复部分是由于过去十年中实际汇率的升值，同时也反映出了需求的变化。自2008年开始，外部需求下滑的同时，投资的作用首先被强化（图2），中央政府通过扩大投资来抵消危机导致的负面影响，从而造成了企业负债的明显增长。在后危机时代，投资比例非常显著（甚至与相同工业化水平的其他亚洲国家相较来说），且持续超过47%，除外部失衡外，这还导致了内部失衡的增加。最几年投资收益率明显下滑，同时相关借款偿还问题日益突出。

⁵ 投资比例与GDP增长率的商。比率增加表明投资效率下降。

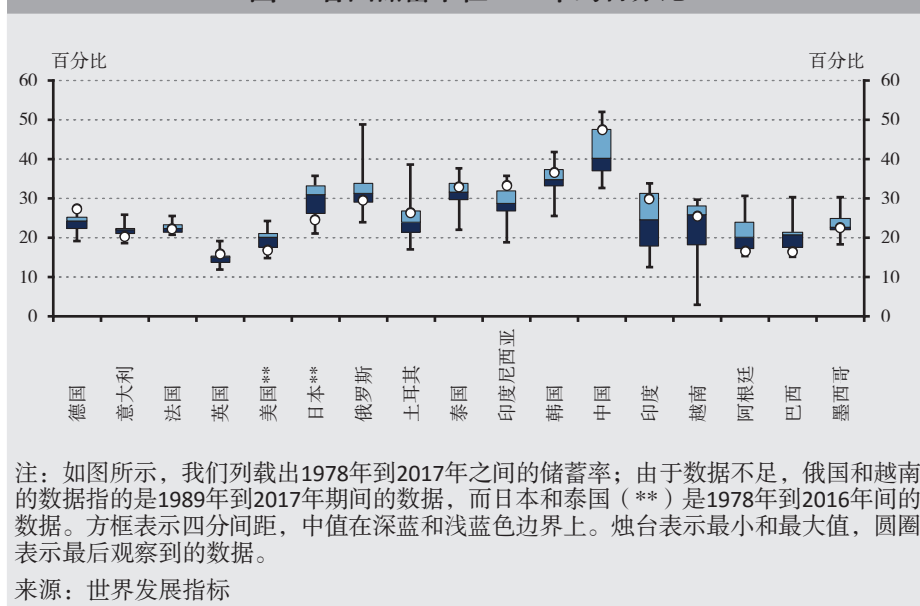
⁶ 更多详细信息，请参见Alberola等（2013）、Alberola等（2015）、Maliszewski – Zhang（2014）和国际货币基金组织（2014）。

图2 中国经济增长率的变化及基于吸收的GDP构成



中国经济的失衡是相互关联的。较高水平的外部失衡以及内部失衡使得家庭储蓄率居高不下，这一数值即使按照国际标准来看也是非常突出的（图3）。

图3 各国储蓄率在GDP中的百分比



从高企的储蓄水平可以看出中国实施独生子女政策和社会政策中的人口结构变化趋势，包括有限的福利水平和医疗服务（Choukhmane等，2016），较高的收入和福利差距（国际货币基金组织 2017）。同时，金融抑制和（主要）资本账户的关闭也迫使储蓄率水平增加。此类政策也会妨害风险合理评估和资本分派，从而导致投资激增和债务累积（Huang-Tao, 2011; Pettis, 2013）。因此，尽管近几年中国的不平衡形式发生了变化，但是诱因都是类似的：即，当前经济政策和政治体系的影响（Dieppe等，2018）。除了内部因素之外，其他因素、对外贸易或者甚至地缘政治事件也会影响中国的经济效应。特朗普政府强调，就目前来说，很难评估所有这些因素产生的长期影响。最重要的因素之一便是2018年开始的中美贸易战。2018年，美国三次提高关税，共计2500亿美元的中国产品深受其害。此外，美国总统唐纳德·特朗普宣称如果当前谈判破裂，有可能会对价值约2670亿美元的中国产品征收额外关税。中国对约1100亿美元的美国产品加收关税。中美贸易关系仍然具有很大的不确定性。根据经济学家们的预测，加收关税会对两国的GDP增长都产生消极影响，但是贸易战对中国的消极影响主要表现在对改革进程的减速上。⁷

2013年习近平当选中国国家主席，同时认识到管理体制的不可持续性。所实施的十三五计划确定了2016到2020年的“经济和社会发展”目标，其中包括到2020年GDP比2010年翻一番、加大研发活动、环境考量、社会措施，包括放宽独生子女政策，扩大城市福利事业，重组国有企业，实现人民币的充分可兑换性⁸。

提高家庭消费对经济结构调整发挥着至关重要的作用。近几年政府通过努力，一定程度上拉高了消费在GDP中的百分比。政府采取的措施包括降低工资缴款、推出更先进的个人所得税计划，增加社会、卫生和教育支出。但是，较高的家庭储蓄率可能会稀释政府努力的效果。社会保障体系中存在（退休金和健康保险计划）的缺点、独生子女政策的影响、自己买房的倾向，及很多大城市中仍存在的“户口”制度都促使人们增加储蓄。“户口”阻碍社会的流动性，是引起中国地区差异的主要因素。虽然近来西部和中部地区的经济效益出现快速增长，但是人均GDP仍然明显低于东部沿海地区。东西部地区县级差异也可通过乡镇和乡村间的收入差距中看出（Gyuris, 2017）。近些年中国整体的收入差距越来越明显（基尼系数并没有改善），尤其是在欠发达的西部地区，问题更为严峻。

2013年中国提出了“一带一路”倡议，2015年提出了“中国制造2025”概念，两者都可以助力改善先前经济结构造成的生产率缓慢发展问题，降低工业中所积累的过剩产能。很多重工业和建设公司都存在重大过剩生产力问题，在“一带一路”倡议框架下，他们可以效力于大规模的基础设施投资。基础设施建设有利于高质量的商品向中国涌入，有利于中国产品和服务走向国门。随着劳动力、资本和技术的流动，效率会显著提升，同时交

⁷ <http://www.geopolitika.hu/hu/2019/03/12/kereskedelmi-haboru-az-usa-es-kina-kozott/>。下载日期：2019年4月9日

⁸ https://en.ndrc.gov.cn/newsrelease_8232/201612/P020191101481868235378.pdf。下载日期：2018年12月6日

通基础设施的开发也会改善竞争力。增效是生产较高附加值产品的关键，而较高附加值产品的生产是经济可持续、均衡增长的基础。为进一步提升家庭消费，必须缩小东西部地区经济和收入差距。该倡议也是为了缓解东西部的差距，因为西部地区是通往中亚的必经之路。铁路影响货物运输，中国十五个东中部地区已经开始改善铁路运输，多个城市中建立了经济带和物流中心（Brown, 2017）。“中国制造2025”倡议中制定了改善制造业产出质量的目标。虽然过去几年中，制造业效益为中国经济的强劲增长做出了很大贡献，但是制造业部门附加值仍然较低，仍然属于劳动密集型产业。这一目标的关键是以质量和网络整合为基础建立具有创新性且可持续发展的制造业，让中国跻身最大制造经济体行列（香港贸易发展委员会 2016）。除此之外，国有企业的改革及僵尸公司（运营中不断产生重大损失）的清算对生产率的提高来说也是必不可少的。国有企业的生产率来说远远落后于私营企业，但是所拥有的资产和投资份额非常之巨（Székely-Doby, 2018），这就进一步阻碍了内部均衡的改善。

2.2. 人口趋势

中国于二十世纪七十年代末开始实施独生子女政策，这一政策的实施造成了人口年龄和性别结构的重大扭曲（NBSC, 2016）。生育率的急剧下滑，中国面临着同发达国家一样的人口老龄化问题。自21世纪中期开始，老年人口不断增加。根据联合国的预测⁹，65岁以上的居民人数将会从当前的1.31亿增加到2050年的3.71亿，其中80岁以上人口将从0.22亿增加到1.21亿。中值年龄增加，同时工作适龄人数将大大减少，因此，老年人口抚养比也会大大增加。中国社会老龄化的速度之快，给社会和经济的发展都带来了巨大压力。全国范围内养老制度的建立为快速老龄化的人口提供适当财政支持，但对中央政府来说是一项巨大的挑战。此外，在医疗保健系统的巩固和进一步发展中也会出现一些挑战。

除了人口老龄化以外，性别比例失衡也不容小觑。独生子女政策的实施，让男孩的出生比例增加，2017年中国男性居民数目超过女性居民3000多万。虽然近期这一比例有所改善，但是与理想状态仍然相去甚远。

近来，中央政府就此采取了众多措施，从支持计划生育开始，到严格遵守禁止性别歧视。为降低社会老龄化的速度，政府同时放宽独生子女政策，推出二孩政策。此外，政府强调当前的养老制度要以家庭护理为主，以社区和政府的老年人社会福利机构为辅。人口老龄化的出现滋生财政压力问题，为缓解此压力，政府同时计划逐渐提高退休年龄。除前述事项以外，近几年，中央政府大手笔投入旨在提高教育质量，特别是在自然科学教育方面。2010年到2014年间，接受高等教育的学生比例明显上升（Losoncz, 2017）。中国现在不仅可以复制外国产品，还可以制造自主设计的产品，特别是高科技产品。该趋势的进一步发展能大大保障工作适龄人口的减少不会导致GDP增长的大幅下滑。

⁹ https://esa.un.org/unpd/wpp/publications/files/key_findings_wpp_2015.pdf。下载日期：2018年12月6日

除了人口问题以外，从农村到城市的广泛内部迁移也是一项挑战。中国的城市人口包括两种类型：在本地登记（有“户口”）的居民和未在本地注册的居民。很多从农村来到城市工作的人已经在城市中工作多年，但是仍然被视为“临时移民”，面临着被遣送回原户口的风险。

这一不确定性因素，加上没户口居民所受的限制，割开了很多中国家庭。劳动者来到城市中工作，而他们年迈的父母、年幼的孩子、甚至是配偶却不得不留在乡村中生活。在过去的十年中，数亿中国农民涌入城市当中希望获得更好的生活，他们为中国经济的增长和城市发展做出了重大贡献，但是他们的基本权利却常常得不到中国法律的适当保护。虽然中央政府的2016–2020¹⁰五年计划将“户口”范围扩展到1亿通勤员工，但这部分仅占当前“流动人口”的40%。¹¹为贯彻远大的城市化计划，中央政府提出了多项策略，其中包括城市和农村地区的和谐发展，促进城市化进程，改善中小规模城镇，支持农村人口到城镇中定居。

2.3. 环境问题

每每谈及长期均衡增长，无论如何我们都无法忽略环境问题。正如塞凯伊-多比（Székely-Doby, 2017）强调的一样，由于环境污染和环境退化的巨大严重性，环境问题对经济、社会和政治来说都是一个重要问题。环境污染和退化也会对健康和经济造成重大损害，而若要改善已经发展的状况或消除此类状态成本也是非常巨大的。除前述事项外，能源和材料利用效率的改善也是一种提高效率的重要形式，考虑到资源的有限性和资源利用的环境效应，必须利用此类改善，以确保随着经济不会与所需原材料和燃料及污染程度不会出现正比例增长关系。过去通常为了增长而牺牲环境；但是，由于污染的增加，这种选择越来越不可持续。现已开始投入大量财政资源进行逐步改善¹²。但是由于存在诸多限制因素，大部分情况下只有通过极其缓慢过渡的方式才可实现目标。这是因为，当前单纯降低现有污染源的排放已经无法解决问题，因为还要考虑到动态经济增长导致的大规模新排放。

几十年来，环境保护一直是中国政治领导层的一个重要议题：宪法和法律中都规定了相应原则，五年计划中也分出独立章节描述了相关的策略。此外，还包括对自然和生物多样性的保护、材料利用率的增加、减少排放的预期、废物废水治理的扩大、耕地保护及全球气候变化相关问题等。通常对这些目标进行集中化定义，然后分派给不同区域单位，而计划的详细阐述和贯彻一般是地方政府的责任。除实施基于标准和禁止规定的定量限制和控制要求，还利用财政激励促进此类目标的实现。例如，银行监管通过窗口指导限制高污染、高能耗的企业借贷，且在中期借贷便利（MLF）范围中，央行

¹⁰ https://en.ndrc.gov.cn/newsrelease_8232/201612/P020191101481868235378.pdf。下载：2018年12月6日

¹¹ 根据中央统计局的数据，2017年“流动人口”达2.44亿。http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201802/t20180228_1585666.html。下载：2018年12月12日

¹² 2007年中央和地方政府的预算中，0.37%的GDP用于环境保护，而在2015年和2016年，该值分别为0.70%和0.64%。在这八九年间，GDP翻了一番。需要强调的是，经过努力之后，空气污染减少，因为过去几年该领域一直受到特别关注。根据国家统计局的日期记录，在30个大城市中23个出现污染水平二级及以上天数减少了。

同意接收绿色贷款和债券¹³（中国人民银行，2018）作为抵押，这便促进了环境投资的融资。

三、金融体系中的增长模式方面

混合经济结构和早期的增长模式使得金融体系中积累了很多重大风险。对于此类风险，中央管理机构希望通过改革和加强管制进行修复。1998年中国取消信贷配给，改由银行自主决定其贷款政策，并就此承担全部责任，但是中央管理机构在实施其增长计划时，仍然过度依赖于国家或地方政府占主导所有权的信贷机构。在申请信贷时，国有企业仍然占据实质性优势，因为如果是国有企业借款，放款人会认为受到国家的隐性担保¹⁴。地方政府也会进行大量借款和发放债券，以利用政府投资和基础设施开发项目取代外部需求——全球金融危机导致外部需求的丧失。因此，在实施基于投资的增长模式时，非常依赖动态信贷的扩张（图4）。但是，正因为这个原因，国有企业的低效投资也会融到资金，因此银行部门面临的风险会远远超出其放款时所假设的风险。

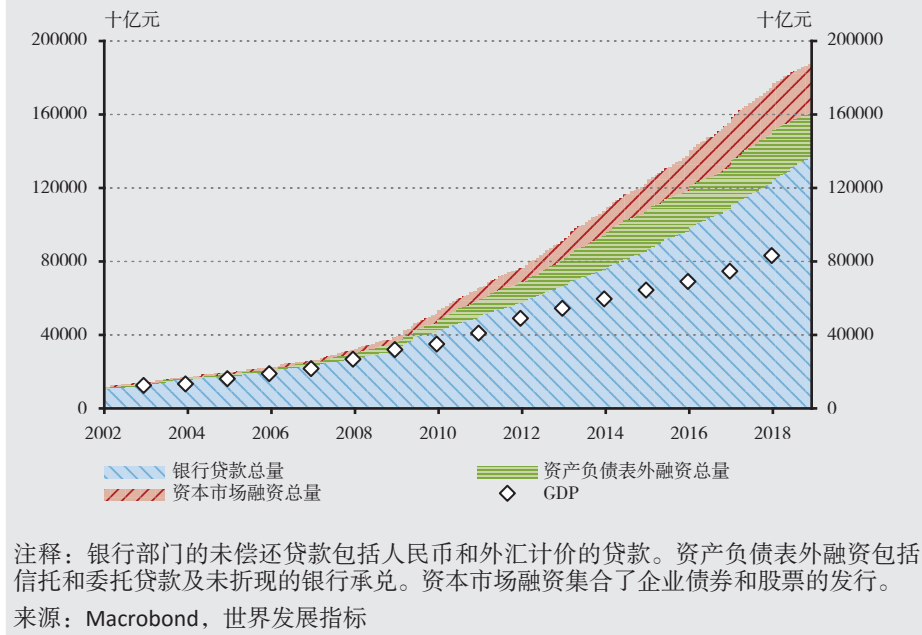
该过程也会以稍微不同的结构方式出现在银行资产负债表之外。通过影子银行系统，社会资本也会因为国家隐性担保为某此项目提供贷款（这里不涉及借款人，而是国有和地方政府所有银行作为中间人），社会资本无法审慎评估其中的风险。因此，这种形式的中介现象也会产生大量交易，其收益风险要远远超过投资人的预测，进行此类投资会降低宏观经济资本分配的效率。多年以来，银行部门资产负债表外的贷款经营大行其道，主要得益于其对中央政府增长目标的支持，以及影子银行系统通过其接近市场机制的价格设置促进了金融自由化的进程。由于现在已不需要第二个功能，且其对增长的支持被具体化的风险大大降低，所以中央管理机构已经开始对影子银行系统进行更严苛的管控和打压¹⁵。

¹³ 绿色债券在中国非常受欢迎；按照国际定义，2017年中国是全球第二大绿色债券发行国，市值为229亿美元。同时，根据中国特点，中国法规适用了较国际标准更广泛的定义，从而将额外的142亿美元债券归类为绿色债券。一方面，中国的绿色债券定义并不排除化石燃料相关项目，另一方面，它不仅允许为新项目融资，还允许再融资和营运资本融资（CBI-CCDC，2018）。

¹⁴ 央行副行长潘功生于2018年11月6日发表的讲话也证实了这一点。<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3660929/index.html>。下载：2018年12月6日

¹⁵ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-23/china-s-15-trillion-shadow-banking-edifice-showing-more-cracks>。下载：2018年12月17日

图4 实体经济的融资总量



除之前增长模式所遗留的问题之外，新模式也对银行部门提出了挑战。基于消费的增长需要以私营企业、家庭、小型企业和农业部门为融资对象实施更加平衡的贷款策略，而不是之前主要为国有企业提供融资的银行为对象。但是，零售市场所取得的业绩成就要求银行规程进行重大改变，以达到潜在客户群，合理评估贷款应用和管理风险。随着新市场的增长，银行风险也在增加：由于抵押贷款，银行受到房地产市场变化影响的风险增加，而因为小型企业和农产品生产者在运作和功能特点方面与大型公司完全不同，所以它们也具有先前暴露的内在风险。

除了改变宏观经济策略以外，中央管理机构还计划通过增强金融中介的效率来支持增长，长期来看其可从近几年的自由化进程中获得支持。但是，改革措施的贯彻需花费多年时间，而其生效也需很长一段时间。由于预期利差收缩，需要适应不稳定的市场行情，自由化进程对信贷机构提出了新的挑战。

3.1. 旧模式的遗留：不同形式的过度负债

即使按照国际标准来算，中国的企业负债（无论其融资来自银行部门基金还是影子银行系统基金）也非常之高（图5）。根据先前危机总结的经验，高水平企业负债会引起严重焦虑，因为贷款的不断外流通常会伴随着更加弱势的资本分配，因此增加收益风险。

图5 企业负债和经济发展



大型银行作为出借人对大型国有企业进行放贷时会强烈感觉到这些企业存在的效率问题。企业改革已经拖延了很多年，到目前为止仅有少数公司取得了实质性进步（Székely-Doby, 2018）。一直到现在，国家也未提供任何帮助来降低未偿付贷款水平。目前来说，不良贷款仅转移到集团内部的资产管理公司，也就是说，它的风险和损失会继续影响银行的资本充足率。虽然在政府倡议下设置了债转股计划，但是公司并没有进行实质性改革，作用着实有限。较大型银行不良贷款率看起来依然非常低¹⁶，但是管理机构预测的亏损覆盖范围却非常高，从而促使银行对“长久有效”贷款进行扩展。小型农村商业银行的情况与此不同，它们较少关注大型交易，但是由于客户基础不同，它们所汇报的不良贷款率较高，即4.23%。对标国际标准，这一比率并不高，但是却说明这些机构非常脆弱。它们的损失覆盖范围水平远远低于大型机构，但是仍然超过100%¹⁷。

¹⁶ 根据中国银行保险监督管理委员会2018年9月的数据，中国五家最大国有银行的不良贷款率平均为1.47%，以有限公司形式运营的银行的不良贷款率平均为1.7%，而城市银行的不良贷款率平均为1.67%。

¹⁷ 根据中国银行保险监督管理委员会2018年9月的数据，中国五家最大国有银行的不良贷款减值覆盖率平均为205.94%，以有限公司形式运营的银行不良贷款减值覆盖率平均190.47%，城市银行的不良贷款减值覆盖率平均198.85%，而农村商业银行为125.6%。

国际专业人士一直关心的一个问题就是过度的贷款外流和信贷风险的发生（与之前的信贷危机类似）将迫使银行进行重组，而重组则需要大量资源支持。监管当局试图通过常规严密的措施和严格审计阻止问题的升级，央行因此出台宏观审慎政策。此外，目前为止，中央管理机构都没有采取任何实质性干预，这也可被解释为一种要打破隐性国家担保迷思的行为，将有利于未来贷款评估。之前也有先例，为限制负债，根据中央管理机构指导，企业的未偿付债项增速被限制在GDP增长率以下，这一措施持续了大约一年半的时间。¹⁸同时，这些措施并未解决现有问题，因此如果不良贷款大量出现，银行可能需要通过国家进行资本重组。作为所有者，国家如果具备所需资源可在其能力范围内相对顺利地实现这一操作，因此也就会避免发生市场扰动和需要牺牲实体经济的信贷紧缩。但是，如果涉及到大量资本注入，便有可能造成信贷周期暗自转换，因为如果银行对国有企业和私营公司的要求相同，便会降低企业的贷款动力。

源自影子银行系统的信贷组合质量参差不齐。由于借款人的异质性，缺乏统计数据的支撑，但这也是不可避免地。一方面，很多公司需要借助这一融资方式，因为作为私营公司，它们无法在传统银行部门中获得贷款。

可假设，其中很多此类公司都具备较低风险。但是，即使借款人通过风险评估看到短板，也会故意选择这种融资形式，因为如果进行真正评估，它们是没有任何机会获得融资的。受到法规限制的借款人无法获得银行贷款，例如污染源行业的公司。此类情况下，环境法规的变化和潜在的排放限制出现在信贷风险中，会造成风险的增加。

在影子银行借贷中信贷机构仅承担代理人的角色，理论上信贷风险由投资人承担。到目前为止也发生过破产，但是一般不会公开投资人的赔偿额度。在这种情况下没有任何制度框架可以保障投资人的收益，投资人可能通过个人协商分担损失。相应地，国家引起的损失程度也是无法确定的。

对影子银行的态度已从之前的宽容转向日益严格。银行业监管委员会推出了新的规则，首先针对资产管理产品，其后针对委托贷款（Varga, 2017）。但是，仅在2017年新领导郭树清就职后才获得的显著成果。新规实施之后，这一市场细分大幅缩水，对防止风险进一步累积来说，称得上是非常重要的积极的一步。同时，新背景下的融资对很多公司来说不容易，私营企业能够获得充分的银行融资比以前更加重要，这也是央行一直以来的重点所在。

但是，影子银行系统的机制和产品结构并不总是这么简单。同时，该系统还会形成一个非常复杂的产品或机制结构，这通常是因为监管机构之间存在分歧，各个地区的法规不同，某些监管法规可以被规避¹⁹。在问题根源的管理方面，首先采取了协调一致的行动，之后2018年实现了监管部门的部分整合；然而，现在不透明机构依然存在。即使预期损失发生概率最小的机构也可能发生损失，解决监督和监管问题的难度非常之大，因为对于一项新规或限制来说，无法提前评估其全部重大影响。

¹⁸ 根据国际清算银行数据，2016年下半年和2017年全年，企业的未偿债项占GDP的百分比下降。

¹⁹ 在2017年3月2日举行的新闻发布会上，郭树清提到相关法规的标准化是他最重要的目标之一：“监管机构的不同、法律法规的不同都会引起混乱。”

对于负债，除了需要关注公司经营部门外还应关注地方政府。2007–2008年全球经济危机爆发后，地方政府也尝试贷款融资发展基础设施建设，以替代日益降低的出口需求。地方政府一般通过信贷机构或国有企业（Wu, 2014）获得基金，或通过地方政府筹资工具从影子银行投资人处获得贷款（Csanádi, 2014）。但是，投资形成的收入通常不足以偿还贷款；贷款最终会增加地方政府的预算负担，因此进一步阻碍地方发展。根据国际货币基金组织的评估（国际货币基金组织，2018:47），2017年底，直接债务和间接债务分别占GDP的20%和24%。

认识到问题的严重性，中央政府意欲通过采取更加严格的管理措施，阻止地方政府债务进一步累积。为降低现有债务成本，2015年发起了一个三年计划，通过债券取代现有贷款²⁰。中央政府从多个方面收紧新借贷。一方面，限制地方政府的借贷，禁止向国有企业贷款，同时银行仅可以债券形式发行贷款。由于上述内容的实施，无论是在新达成交易方面还是再融资组合方面，地方政府的新借贷都出现大幅下滑。此类措施实施后，地方政府的投资活动减少，很多发展建设项目延后。为此，中央政府开始促进新融资方式的渗入。新一代政府债券的一个重要特点是投资完成后实现的收益必须足以偿还利息和债券。银行可以购买债券；大型事业单位为此进行单独配给，以保障中央政府有关发行的远大计划能够实现²¹。但是，仍然无法确定是否能够利用中央确定的工具实现较高的收益率（按照经济术语来说），或者一旦项目收益率很差利用此类工具是否能够实现中央计划，这明显加重了银行业的负担。

因此，负债相关的最大问题便是现有投资组合的风险；风险升级可能会导致重大损失，进一步削弱增长。政府正在不断深入地解决这一问题，努力防止风险的进一步累积。从上述内容中可知，现有高风险投资组合也对未来构成重大负担，但是在政府采取适当措施前，风险以不受控、危机式方式发生升级的可能性较小。

3.2. 新模式的挑战

新增长模式是建立在国内消费的基础之上的，可引导信贷机构从为过度负债的国有企业融资转向实施更加平衡的策略，即也为私营企业和零售部门提供借贷。监管当局（中国银监会，2017）在其年度报告中建议，银行应当重点向创新型民营企业融资，改善中小企业对贷款和其他银行服务的获得度。关于零售借贷，直到现在为止，也主要是以抵押贷款的渗入为主要特点，因此可支持中产阶级购买房屋。同时，报告突出强调了小额贷款，信贷机构可利用此类贷款来消除贫困。借贷限制的放宽可以产生新动能，而通过银行中介的介入，可以让借贷风险保持在控制之下。虽然点对点借贷的渗入似乎提供了可替换方案，事实上，此类借贷会造成风险的累积及层压式推销的形成，从而造成投资人的损失²²。

²⁰ https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2018/vw201817_6/。下载日期：2018年12月12日

²¹ https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2018/vw201836_6/。下载日期：2018年12月12日

²² 在短短几年内，中国的点对点借贷便超过了世界其他地区的点对点借贷。尽管与银行业未偿贷款相较，其贷款数量看起来很小（约占银行未偿贷款的1%），但是因为它涉及到的投资人和借款人非常之广，所以相关违约率的大幅上升（部分归因于层压式推销）便促使监管机构采取了紧缩措施。该平台只有一小部分可以满足新规定要求，因此，预计这种中介形式将会大大缩减

中小型企业的管理人在汇报中指出其面临着信贷供应不足的情况，银行也发现自己设立的借贷条件太过严苛，企业根本无法满足²³。由此可知，对于中小型企业来说，还存在实现潜在高收益投资的空间。同时，银行面临着一定困难，它们获取的有关中小企业的信用信息有限，这一方面，银行可在较小程度上利用其在国有企业上累积的经验。而且，由于相关交易规模要小得多，投资组合建设也需要更长时间，因此审慎行为下很难实现动态增长。各种经济政策都强烈鼓励和支持中小企业部门可以获得融资²⁴。

零售信贷限制的放宽促进了销售的平稳实现，增加了房地产市场需求，因此为新增长模式提供了支持。家庭领域中，抵押贷款在未偿还贷款中占据很大比重，而无抵押银行贷款则以信用卡为主²⁵。在小额贷款领域，传统银行竞争对手强劲：网上贸易公司相关贷方，它们通过客户的贸易数据在该市场上获得了重要的信息优势。旺盛的抵押贷款需求得益于中国人自己买房的倾向。除此以外，投资炒房的现象盛行，出于宏观审慎的考虑，银行的抵押贷款融资受到了部分限制。近年来，零售贷款呈动态增长，超过企业贷款和GDP增长。

虽然在过去为建设项目融资的银行也受到房地产价格变化的影响，但随着抵押贷款的渗入，它们各自面临的风险也在增加。同时，按照国际标准，家庭负债水平不高；央行、银行监管委员会和地方政府试图通过收紧贷款条件来防止重大风险的累积。主管机构通过规定个人强制性出资，限制个人可拥有的房屋数量，来减少房地产价格变化的风险。通过此类宏观审慎措施，主管机构不仅限制了银行可能承担的风险，而且降低了房地产价格的波动性。价格上涨特别强势的城市（一些城市中所观察到的价格涨幅高达20-40%），主管机构通常会介入干预。同样，在价格明显下降的地区，主管机构则采取了旨在刺激需求的措施²⁶。根据70个城市的统计数据²⁷，自2006年以来，价格曾三度出现停滞或下跌，最后一次是2015年。因此，应当去思考当前价格是否存在重大高估这一问题。如果答案是肯定的，根据迄今为止的经验，为了防止类似危机发生，如果出现任何问题，国家很有可能会再次进行干预。因此，虽然房地产市场动荡会降低经济增长，但发生真正危机的可能性很小。

由于金融自由化，波动性（由银行解决）增加的原因不仅仅在于资产价格的起伏。由于无法获得央行的一系列货币政策工具，小型银行更容易受到银行同业拆放市场的影响，因此，必须调整其流动性管理以适应市场上不时发

²³ <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-policy-smallfirms-analy/lost-in-transmission-chinassmall-firms-get-more-loans-on-paper-but-not-in-reality-idUSKCN1MQ0JT>。下载日期：2018年12月17日

²⁴ 中国人民银行在中期借贷便利（MLF）中为银行业提供较长期的融资，而对于基金的利用，中国人民银行则确定了首选贷款领域。中国人民银行鼓励参加该计划的银行向农业部门和中小企业部门提供贷款（中国人民银行，2014）。同时还为中小企业提供支持，要求其他银行把因法定准备金比率下降释放的部分流动资金用于中小企业部门的融资。<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3567947/index.html>。下载日期：2018年12月12日

²⁵ 根据中国银监会的数据，截至2016年底，零售银行贷款的73%为抵押贷款，其中17%为信用卡（中国银监会 2017:211）。

²⁶ https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2016/vw201614_4/。下载日期：2018年12月17日

²⁷ 根据国际清算银行70个大城市的汇总统计：https://www.bis.org/statistics/pp_selected.htm?m=6%7C288%7C596。下载：2018年12月12日

生的大幅波动。此外，机构也需关注到人民币汇率变化更加频繁这一事实，就此央行已多次提醒信贷机构。利率自由化促进了机构之间的竞争，因此之后的利息差幅可能会缩小，这便对机构的盈利能力构成了挑战。针对过程变化进行调整和做好准备工作对于银行和整个金融体系来说都是至关重要的。

尽管中国金融中介的主要形式仍然是银行业，但其资本市场无论是在规模上还是在重要性上都在经历动态发展。与房价类似，中国在股票交易价格超支和调整方面也积累了经验：2007年以及2015–2016年在股价交易价格急剧上涨之后均进行了重大调整。在这两次情况中，政府都采取了协同行动，通过购买股票，经济刺激性政策措施等来应对价格下跌，并试图通过监管工具遏制调整。在未来类似情况下，政府也可能会积极干预，因此，在思考潜在新动荡的影响时，除了应考虑消极影响外，还应考虑到干预措施的成本。

四、总结

过去几十年中，中国所采用的增长策略导致其宏观经济和金融上出现重大失衡。中央政府也认识到该体系缺乏可持续性，因此从量的增长转向质的增长，并努力通过实体经济和金融领域的一系列改革来实现这一目标。尽管对于中央管理机构是否能够实现软着陆，或者由于风险的累积计划外调整是否已经不可避免这类问题圈内专业人士意见不一，但考虑到中央政府之前的危机经验和对解决问题的承诺，整个经济崩溃并产生溢出效应的可能性非常小。

考虑到发展失衡和风险，亟需干预的领域是国有企业。由于效率低下，它们从其他领域吸收资源。此外，它们未偿还债务过多，增加了信贷机构面临的风险。此外，直到全面改革设法消除低效运营机制时，短期增长目标仍然优于可持续发展的改革，这一选择潜在地加剧了问题的恶化。因此，在投资驱动型增长向消费驱动型增长的转型中，国有企业改革至关重要。

除了国有企业改革外，中国政府也需要在影子银行体系的贷款和地方政府的未偿债务方面做出重大改变。而且，中国已就此采取了重要监管措施，以打破之前的发展趋势。此类过程的持续和完成对于显著降低所累积的风险至关重要。此外，为确保可持续新型增长以尽可能动态地方式实现，抵消不利的人口发展趋势、大幅减少环境污染、并放宽私营公司和零售部门相关贷款限制也至关重要。

参考文献：

Alberola, E. – Estrada, A. – Santabábara, D. (2013): *Growth beyond imbalances. Sustainable growth rates and output gap reassessment*. Banco de España Working Paper, No 1313. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2338504> (《超越不平衡的增长。 可持续增长率和产出缺口重新评估》)

Albert, M. – Jude, C. – Rebillard, C. (2015): *The Long Landing Scenario: Rebalancing from Overinvestment and Excessive Credit Growth. Implications for Potential Growth in China*. Banque de France Working Paper Series, No 572. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2671760> (《长期着陆景象：过度投资和信贷过度增长的再平衡——对中国潜在增长的影响》)

- Brown, F.J. (2017): *China Paves the Way for a New Silk Road*. <https://worldview.stratfor.com/article/china-paves-way-new-silk-road>. Downloaded: 12 December 2018. (《中国为新丝绸之路铺平道路》)
- CBRC (2017): *Annual Report 2016*. China Banking Regulatory Commission. (中国银监会年度报告, 2016)
- CBI – CCDC (2018): *China Green Bond Market 2017*. Climate Bonds Initiative – China Central Depository & Clearing Company. (气候债券倡议组织与中国中央国债登记结算有限责任公司《2017年度中国绿色债券市场》)
- Choukhmane, T. – Coeurdacier, N. – Jin, K. (2016): *The One-Child Policy and Household Savings*. https://personal.lse.ac.uk/jink/pdf/onechildpolicy_ccj.pdf. Downloaded: 12 December 2018. (《独生子女政策与家庭储蓄》)
- Csanádi Mária (2014): *Állami beavatkozás, lokális eladósodás, túlfűtöttség és ezek rendszerbeli okai a globális válság alatt Kínában*. *Tér és Társadalom*, 28(1): 113–129. <https://doi.org/10.17649/TET.28.1.2592> (《全球经济危机下中国的国家干预、地方债务、产能过剩及这些问题的体制性原因》, 匈牙利《空间与社会》杂志)
- Dieppe, A. – Gilhooly, R. – Han, J. – Korhonen, I. – Lodge, D. (eds.) (2018): *The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area*. ECB Occasional Paper Series, No 206. European Central Bank. (中国过渡到可持续增长对全球经济和欧元区的影响)
- Gyuris Ferenc (2017): *A kínai gazdasági csoda okai és korlátai*. *Földrajzi Közlemények*, 141(3): 275–287. (《中国经济奇迹的原因与局限》, 匈牙利《地理公报》)
- HKTDC (2016): *China's 13th Five-Year Plan: The Challenges and Opportunities of Made in China 2025*. Hong Kong Trade Development Council. <http://economists-pick-research.hktdc.com/business-news/article/Research-Articles/China-s-13th-Five-Year-Plan-The-Challenges-and-Opportunities-of-Made-in-China-2025/rp/en/1/1X000000/1X0A6918.htm>. Downloaded: 12 December 2018. (香港贸易发展局《中国第十三个五年计划：中国制造2025的挑战与机遇》)
- Hu, Z. – Khan, M. S. (1997): *Why Is China Growing So Fast?* IMF Economic Issues 8. International Monetary Fund, Washington DC. <https://doi.org/10.5089/9781451940916.051> (《中国为何增长如此迅速?》)
- Huang, Y. – Tao, K. (2011): *Causes of and Remedies for the People's Republic of China's External Imbalances: The Role of Factor Market Distortion*. ADB Economics Working Paper Series, No 279. Asian Development Bank. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1810682> (《中华人民共和国国外向失衡的成因与对策：要素市场扭曲的作用》)
- IMF (2014): *People's Republic of China: 2014 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report, No 14/235. International Monetary Fund, Washington DC. <http://dx.doi.org/10.5089/9781498308571.002> (《中华人民共和国：2014年第四磋商报告》)

- IMF (2017): *People's Republic of China: Selected Issues*. International Monetary Fund, Washington DC. <https://doi.org/10.5089/9781484314722.002> (《中华人民共和国：问题选编》)
- IMF (2018): *People's Republic of China: 2018 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report, No 18/240. International Monetary Fund, Washington DC. (《中华人民共和国：2018年第四磋商报告》)(国际货币基金组织国别报告)
- Losonczi Miklós (2017): *The Dilemmas of China's Shift in Growth Trajectory and Economic Governance*. *Financial and Economic Review*, 16 (Special Issue): 21–49. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/miklos-losonczi.pdf> (《中国经济增长的路径转变与经济治理的困境》，匈牙利《金融与经济评论》第16卷专刊)
- Maliszewski, W. – Zhang, L. (2015): *China's Growth: Can Goldilocks Outgrow Bears?* IMF Working Paper, No 15/113. International Monetary Fund, Washington DC. <https://doi.org/10.5089/9781513504643.001> (《中国经济增长：适度增长能够战胜低迷吗?》)
- NBSC (2016): *China Statistical Yearbook 2016*. National Bureau of Statistics of China. <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2016/indexeh.htm>. Downloaded: 29 April 2019. (中国国家统计局《中国统计年鉴2016》)
- PBC (2014): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2014*. People's Bank of China. (中国人民银行《2014年第三季度中国货币政策执行报告》)
- PBC (2018): *China Monetary Policy Report Quarter Two, 2018*. Peoples' Bank of China. (中国人民银行《2018年第二季度中国货币政策执行报告》)
- Pettis, M. (2013): *Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring*. Carnegie Endowment for International Peace. (《避免下滑：中国经济重组》)
- Székely-Doby András (2017): A kínai fejlesztő állam kihívásai. *Közgazdasági Szemle*, 64 (június): 630–649. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2017.6.630> (《中国作为发展中国家的挑战》匈牙利《经济评论》杂志)
- Székely-Doby András (2018): *Why Have Chinese Reforms Come to a Halt? The Political Economic Logic of Unfinished Transformation*. *Europe-Asia Studies*, 70(2): 277–296. <https://doi.org/10.1080/09668136.2018.1439453> (《为什么中国的改革停下来了？未完成的转变的政治经济学逻辑》)
- Varga Bence (2017): *Current Challenges Facing Chinese Financial Supervision and Methods of Handling these Challenges*. *Financial and Economic Review*, 16(Special Issue): 126–139. <https://en-hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/bence-varga.pdf> (《中国金融监管上的挑战与措施》，匈牙利《金融与经济评论》第16卷专刊)
- Wu, Y. (2014): *Local government debt and economic growth in China*. BOFIT Discussion Papers 20/2014. The Bank of Finland Institute for Economies in Transition. (《中国地方政府债务与经济增长》)