

从 2009 年起,中国政府开始大力推动人民币国际化,尤其是跨境贸易投资的人民币结算以及离岸人民币金融市场的发展。这被市场解读为中国政府对推动亚洲区域金融合作意兴阑珊,转而致力于推动本币国际化。此后,人民币国际化进程充分地吸引了区域乃至全球的眼球,而亚洲区域金融合作再度停滞不前。

中国当下应推动亚洲区域金融合作

■ 张明 中国社科院世经政所研究员

1997 年至 1998 年东南亚金融危机的爆发驱动了第一轮的亚洲区域金融合作,清迈倡议应运而生。清迈倡议的核心是东盟十国与中、日、韩之间签署的双边货币互换。这些双边货币互换的累积金额一度达到 800 亿美元左右,但从未被使用过,部分原因是因为 90% 的额度动用要与 IMF 的贷款条件性挂钩。

2008 年爆发的全球金融危机驱动了第二轮的亚洲区域金融合作,清迈倡议多边化取得重大进展。首先,作为多边化的成果,东亚国家建立了总额 1200 亿美元的外汇储备库(在 2014 年扩大至 2400 亿美元),这实质上将双边货币互换扩展到多边,显著扩大了一国爆发危机后可能获得的潜在援助规模。其次,与 IMF 贷款条件性的挂钩比例由 90% 下调至 80% (后来又下调至 70%),这增强了一国爆发危机后获得援助的可预期性与及时性。再次,东亚地区创建了自己的宏观经济监测机构——亚洲宏观经济研究办公室(AMRO)。然而,遗憾的是,扩展后的清迈倡议迄今为止依然没有被动用过。例如,韩国在 2009 年遭遇资本外流冲击时,选择了向美联储申请援助,而没有寻求启动清迈倡议。

之所以亚洲区域金融合作进展缓慢,一个重要的原因是,虽然东亚国家在经济周期、贸易与投资方面的协同性日益增强,然而在数量较多、经济发展程度相差较大、利益考量分歧较大的国家之间要形成集体行动,面临着很多困难;此外,在中国与日本两个地区性大国之间,也存在着区域金融合作的主导权之争。这从 AMRO 第一任主任居然由中国人而与日本人分别担任一半时间的安排中,就可以窥见一斑。因此,亚洲区域金融合作具有很强的危机驱动特征,也即一旦危机来袭,则合作向前推动一步,而一旦危机缓和,则合作通常会停滞不前。

从 2009 年起,中国政府开始大力推动人民币国际化,尤其是跨境贸易投资的人民币结算以及离岸人民币金融市场的发展。这被市场解读为中国政府对推动亚洲区域金融合作意兴阑珊,转而致力于推动本币国际化。此后,人民币国际化进程充分地吸引了区域乃至全球的眼球,而亚洲区域金融合作再度停滞不前。

笔者认为,当前可能是推动亚洲区域金融合作的新的机遇期。主要理由如下:

第一,当前全球经济增长疲弱(长期性停滞的阴影越来越浓厚),金融风险日益凸显。尽管东亚经济体当前的基本面在全球新兴市场国家中是较好的,但还是会周期性地受到



美国货币政策不确定性的冲击。例如,一旦美联储加息超过市场预期,则东亚国家通常会面临资本外流与本币贬值压力。这就导致东亚经济体普遍通过经常账户顺差来积累大量外汇储备,以此来增强本国抵御金融危机的能力。然而,如果外汇储备的规模超过适度水平,则积累外汇储备的成本将超过收益。如果能够通过增强区域金融合作来降低各国积累外汇储备的必要性,这会增进整个亚洲区域的福利水平。

第二, 中国经济在亚洲区域中的重要性已经显著上升,以至于中国经济对亚洲各国经济的溢出效应也相应加大。为了应对这种溢出效应,亚洲很多国家在汇率制定过程中已经越来越多地参考人民币汇率变动。目前已经有很多经验研究指出,人民币在亚洲各国汇率货币篮中的比重,已经显著上升,在个别国家甚至已经高于美元的比重。人民币地位的上升,既与中国经济的总量大与增长快有关,也与中国在亚洲国际生产网络中的枢纽位置有关。在这一背景下,推进以中国为主导的亚洲区域金融合作,符合有关各国的利益。

第三, 按照过去路径推动的人民币国际化已经进入一个瓶颈期,亟需新的思路来重新推动。2009 年迄今的人民币国际化,在很大程度上受到跨境套利与套汇行为的推动。随着国内外利差的缩小以及人民币升值预期的逆转,人民币国际化的速度从 2015 年起已经显著放缓。例如,香港人民币存款规模一度达到 1 万亿人民币,但截至 2016 年 2 月底已经下降至 8000 亿人民币。笔者认为,未来中国政府推动人民币国际化的重点应该放在中国周边,应该将推动亚洲区域金融合作与推动人民币国际化二者结合起来,通过实现人民币的周变化来最终推动人民币国际化。个

中原因在于,一方面中国与亚洲国家之间存在密切的真实贸易往来,另一方面在于中国对亚洲国家存在总体上的贸易逆差,这就有助于重点推动具有真实贸易需求支撑的人民币国际化。

第四, 推动亚洲区域金融合作有望缓解目前亚洲国家在外交方面面临的紧张局势,形成防御地缘政治冲突升级的缓冲垫。近期以来,在朝核、东海、南海等问题上,亚洲各国的对立情绪明显上升,甚至有擦枪走火的风险。为了避免地缘政治冲突的加剧,推动亚洲经济的和平发展,亚洲国家有必要继续加强在区域层面的金融合作,以此来强化彼此的共同利益,避免对立性情绪的升级。

第五,对中国自身的国家利益而言,经略东盟意义重大。从世界经济的发展历史来看,每一个大国经济崛起的背后,都有一批邻国的支撑。例如美国经济背后有整个美洲大陆国家的支撑、欧元区经济背后有中东欧、北非国家的支撑。而中国经济的崛起,离不开周边国家的支撑。当然,这种支撑并非单向的资源输送,而是亲诚惠容式的共赢发展。当美国政府正在通过 TPP、TTIP 与 TISA 重塑全球经贸投资规则之时,通过 RCEP 与一带一路向南、向西拓展就成为中国政府的必然选择。与丝绸之路经济带相比,海上丝绸之路的国家在经济发展水平、制度质量方面与中国更加接近,潜在合作空间也更加广阔。因此,未来推动亚洲经济金融一体化,应该成为中国政府的重要战略。如果说 RCEP 构成了亚洲版本的 WTO、AIIIB 构成了亚洲版本的世界银行的话,那么基于清迈倡议多边化的区域金融合作机制就有望成为亚洲版本的 IMF。一旦这些亚洲区域的经贸金融合作机制能够扮演更为重要的角色,亚洲区域一体化就有望继续前行,而中国与其他国家也都将从中获益。

外眼看中国

3 月份中国经济显示趋稳迹象

数据显示,在经历了最近几个月的放缓之后,中国经济正在趋稳。这种局面减轻了人们对“硬着陆”的担忧,但也让人们怀疑政府是否会致力于经济再平衡。

作为中国传统的增长引擎,制造业和房地产业的大幅下滑急剧拉低了全球大宗商品的价格,并导致依赖日增长模式的中国企业的利润大幅缩水。钢铁、煤炭等产能过剩行业计划中的裁员,已引发了劳工抗议和对失业的担忧。不过,最近的数据显示这一趋势正在逆转,至少暂时是如此。3 月份,财新制造业和服务业采购经理指数(PMI)均呈现显著上升:制造业 PMI 为 49.7,达到一年多来的最高水平,而且也远强于预期;服务业 PMI 则从 2 月份的 51.2 升至 52.2。PMI 读数以 50 为荣枯线。

这些最新数字表明,近期的刺激努



中国土地出让收入去年下滑 21.6%

中国财政部发布的官方数据显示,楼市低迷使土地转让交易所带来的财政收入在 2015 年受到沉重打击——对已经财政吃紧的地方政府来说,土地转让交易是关键资金来源之一。

多年来,常常债务缠身的中国地方政府一直依靠征用和出让其管辖范围内的土地来获取利润和弥补预算缺口,助长了房地产过度开发。但财政部本周公布的数据显示,来自这类土地交易的财政收入去年锐减 21.6%,至 3.365 万亿元人民币。

房地产建设用地同比也下跌了 20.9%,至 11.98 万公顷。这一跌幅小于 2014 年 25.5% 的跌幅,但那年来自土地交易的财政收入总计增长了 3.1%,这似乎表明,去年大多数地方政府国库面临着大得多的财务压力。

财政部将财政收入减少归因于市场需求不足和土地价格上涨逐渐放缓。该部还将第四季度财政收入年化增长 9.5% 归功于政

力——尤其是在房地产行业——已成功遏止了放缓势头。不过,对房地产业实施的刺激,可能会加剧中国经济对固定资产投资的依赖,阻碍其实现政策制定者所追求的那种向消费及服务业带动型增长模式的转型。

FTCR 商业活动指数的飙升也是主要由房地产业贡献的。这个由英国《金融时报》旗下的《投资参考》不久前推出的指数,衡量的是房地产、出口和物流行业的活动。尽管出口和物流行业依然疲软,该指数却从 2 月份的 50.6 升至 3 月份的 57.9,达到 2014 年 10 月以来的最高水平。

《投资参考》写道:“我们预计,房地产销售的攀升会在今后几个月里开始推动建筑活动”张,帮助带动更广泛的复苏。”

(FT 中文网)

府政策支持等因素,但这一增长远远不能弥补前三个季度介于 26% 至 38% 的下滑。

没几个地方政府免受财政收入下降的影响:财政部名单上仅有深圳、西藏、厦门和甘肃这几个行政区域来自土地交易的财政收入同比有所增长。在另一端,东北港口城市大连的财政收入年度跌幅最大,相比 2014 年暴跌了 56.4%。

(FT 中文网)



中国债务问题到底有多严重?是“高枕无忧”还是“岌岌可危”?如何防范中国债务风险?显然已是困扰政策制定者与市场人士的重要话题。今年中国发展高层论坛上,同样有不少围绕中国债务风险的讨论,观点激烈碰撞之下,有关上述问题的讨论更加辩证与深入,笔者通过对部分观点进行总结与分析,试图理清思路,为化解中国债务风险提供有益建议。

中国高债务风险之辩

■ 沈建光

中国债务风险是否可控,这一争辩已持续数年。一直以来,悲观者认为,中国高杠杆率过高已不可持续,是危机的前兆,如几年前便有观点提出中国将迎来“明斯基时刻”,近一段时间又有国际评级机构陆续下调中国主权债务评级,对冲基金加大做空中国等例证;而持相反观点的人认为,中国债务虽然有一定风险,但主要是企业杠杆率过高,属于结构性问题,且中国的独特性使得国际标准并不完全适用,中国债务风险整体可控。

中国债务问题到底有多严重?是“高枕无忧”还是“岌岌可危”?如何防范中国债务风险?显然已是困扰政策制定者与市场人士的重要话题。今年中国发展高层论坛上,同样有不少围绕中国债务风险的讨论,观点激烈碰撞之下,有关上述问题的讨论更加辩证与深入,笔者通过对部分观点进行总结与分析,试图理清思路,为化解中国债务风险提供有益建议。

首先,中国是否有债务风险,其主要体现在哪里?中国社科院李扬团队的资产负债表显示,虽然中国债务整体可控,但仍有一定风险,主要体现在:一是整体债务增长过快。2008—2014 年,中国经济整体债务占 GDP 的比重,从 170% 上升至 235.7%,6 年上升了 65.7 个百分点。剔除金融机构,中国实体部门债务占 GDP 比重从 2008 年的 157% 上升到 2014 年的 217.3%。可以说,无论取何种口径,中国杠杆率增长过快都不可否认,需保持高度警惕。

二是非金融部门杠杆率过高。2008 年之前,中国非金融企业杠杆率一直稳定在 100% 以内,全球金融危机后,加杠杆趋势非常明显,非金融企业杠杆率由 2008 年 98% 上升到 2014 年的 149.1%,扣除地方政府融资平台债务,杠杆率提高至 123.1%,高于美、英、德、日等对比国家情况。

除此以外,IMF 曾在 2015 年 8 月发表的

对中国的年度第四条磋商报告(2015 ARTICLE IV CONSULTATION)中提出,危机以来中国社会融资总量与私营部门信贷额均增长过快,信贷/GDP 已超过 BIS 信贷缺口(credit gap)并在国际比较中处于高位,值得警惕。此外,IMF 警示,未来中国债务风险是否可控在于能否推行改革,使得未来五年中经济保持中高速增长,IMF 认为,如果不推行改革,中国经济增长率将在 2020 年跌至 5% 左右,届时负债率将会显著提高。

对于上述中国债务增长过快、非金融企业债务过高、以及增长大幅下行会加重债务负担等基本事实,中国决策层的基本基调是整体债务风险可控,局部风险特别是企业债务过高风险值得警惕。例如,去年中央经济工作会议上,去杠杆位列 2016 年经济工作五大内容之一;中国副总理张高丽在此前中国发展高层论坛主题演讲中提到防范金融风险,特别是对于可能出现的股市、汇市、债市、楼市风险,要高度重视防止交叉感染。

中国央行行长周小川在中国发展高层论坛上坦言中国企业债务偏高存在风险,认为“十三五”要大力资本市场的发展,减少企业对于借贷杠杆的依赖;全国人大财经委副主任吴晓灵在论坛上提出,中国的整体债务率并不严重,只是企业债务偏高,结构优化后,风险并不大;中国银监会副主席王兆星则表示,中国的金融风险是可控的,当前拨备覆盖率已超过 180%,完全可以覆盖不良贷款。银行业资本充足率达到了 13% 以上,有能力抵御可能出现的风险。总之,整体而言,中国决策层对于债务风险的判断谨慎偏乐观的。

然而发展高层论坛上,金融时报首席经济评论员马丁·沃尔夫对中国债务不糟糕的观点进行了反驳。他提出,危机爆发前决策层往往都认为没有问题,如英国银行在遭遇 300 年来最严重金融危机之前也称其资产负债表表现很好,但危机往往在忽视中爆发。

马丁·沃尔夫所言不虚,但遗憾的是,其未能就问题的关键,即如何识别危机,什么是引爆危机导火索,以及危机如何传导等关键细节给予更多说明,信息量仍然有限。毕竟过去五年来,颇为流行的几大中国危机论,如影子银行危机、地方政府债务危机、房地产市场危机都被提及但从未被验证。

从这个角度而言,理清上述问题的逻辑关系,客观分析中国抵御债务危机的有利与不利条件,并对可能引发危机的导火索加以高度防范,或许是避免中国债务危机的爆发更为务实的方法。

在笔者看来,当前中国总体而言,仍是具有防范债务危机爆发的有利条件的,具体体现在如下几点:

第一,中国经济增长潜力仍然巨大,服务业与消费是中国经济的新增长点。可以看到,当前面临债务危机的主要是国有企业以及传统产业,但中国已经出现转型迹象,去年服务业占 GDP 比重达到 50.5%,首次过半,消费对 GDP 贡献率更高达 66.4%。在此背景下,如果未来中国新供给改革持续推进,特别是国有企业改革深入,中国经济转型将有助于支持经济增长,并在增长中缓解债务矛盾。

第二,中国杠杆率较高局面与特定背景因素有关,可以通过加速改革缓解。周小川行长在发展高层论坛上列举了中国债务率较高的历史性原因,如中国国民的储蓄率高,股本市场发展比较晚以及民间的财富比较少等独特因素。同时,不难发现,当前中国债务问题主要集中在企业债务与地方政府债务。针对企业债务过高,通过债转股、发展资本市场等方式有助于缓解,而对于地方政府债务一方面可以通过中央政府债务进行置换以及加快财税改革应对。

第三,中国债务主要以内债为主,并没有大量外债。发展高层论坛上,汇金公司副董事长李剑阁曾对马丁·沃尔夫的提问觉得颇为有

趣,他提出,为什么海外对于中国债务情况如此担忧,但日本债务数据比中国更高,仅公共债务占 GDP 比重便高达 250%,也未见做空?实际上,在笔者看来,中日债务问题均值得警惕,但未见得出现危机有一个关键的因素在于二者均以国内债务为主,与债务危机爆发的国家、海外债务过多的普遍情况有明显差异。

第四,中国政府有化解危机的成功经验。发展高层论坛上,桥水基金 CEO 达里奥的这一观点非常独特。他认为,中国本世纪初面临的债务危机严重程度远远高于当下,而且帮助中国渡过难关的主要执行者仍在岗位,相信凭借他们处理危机的经验,中国债务危机不会出现。此外,与欧美日等发达经济体不同,中国政府往往能在危机出现之时,迅速动用国家资源,如释放流动性,降低了因流动性不足引发债务风险爆发的可能。

综上,笔者认为,当前中国债务问题并非危机前兆,中国经济增长潜力,中国处理危机的成功经验都将为避免一次更深层次的债务危机打下基础。但对待当前企业债务增长过快的局面,过度自信的态度并不可取,甚至有可能贻误时机。因此,更为理性的方式是直面问题,增加危机意识,并加大化解债务风险的改革措施,未雨绸缪,将危机化解在摇篮之中。

在笔者看来,如何处理好以下几大关键问题,以免触发债务危机的导火索至关重要:

第一,切勿忽视系统性金融风险。在笔者看来,金融领域风险容易相互传导,正如中国副总理张高丽所谈,应注重防范系统性金融风险,特别是防止汇市、债市、股市、楼市风险交叉感染。

其中,对待防范汇率风险,笔者坚持早前观点,在今年 G20 会议中国召开以及人民币正式加入 SDR 的有利背景下,人民币一次性大幅贬值以及重启资本管制战略层面冲击较大,当前保持汇率稳定预期是必要的;对待楼市风险,要防止因三四线城市去库存目标而

引发的一二线城市房价过快上涨,防止新一轮房地产泡沫;而对待资本市场方面,吸取去年股灾的教训,从制度建设方面发力才能实现对资本市场对实体经济融资的支持作用。

第二,切实推进供给侧改革,并注重改革的协调。不少认为中国债务危机即将爆发的质疑来自于中国改革进展缓慢的担忧。可以看到,自十八届三中全会以来,中国改革层面的文件不断出台,但政策不协调,改革走回头路的情况同样存在。如 2015 年大刀阔斧的财税改革便由于经济下滑,地方财政过紧,而采取了扩大地方政府债务的过度措施;而备受期待的国企改革既强调国企市场化运作,又强调高管限薪,以及国企做强做大,也让人看不清方向。金融改革方面,注册制面临资本市场波动也面临推迟。

此外,当前化解债务的良方之一债转股,但正如笔者在文章《去产能不应止于国企解困》中所提,债转股虽然从理论上可以起到作用,但在国有企业改革进展缓慢的当下还是有局限的。试想进驻被整合的国有企业的董事会成员,在现有体制下,行政级别很可能低于需要纾困的企业管理者,这种情况下,如何履行其对公司治理监督的职责效果存疑。因此,加快国有企业改革,并从供给端改革协调发力,才能从根本上解决问题。

第三,注重金融监管协调能力的提升。近一段时间,中国政府对于经济管理的能力遭到质疑。如去年 811 汇改与岁末年初中国汇率市场遭遇大幅波动,与当时决策层与市场沟通不畅,导致市场预期混乱密切相关,其后资本流出造成外汇储备大幅下降,最后不得不采取加强资本管制以防止做空;此外,去年的股灾,几年前出现的钱荒,以及如今屡屡爆发的 P2P 风险,也说明监管层对金融危机的防范能力亟待加强。

从这一角度而言,改革当前金融监管框架应该提高到战略高度,以避免系统性金融风险的出现。当然,对待如何改革,当下仍然处于激烈讨论当中。在笔者看来,正如此前专栏中所提,无论是超级央行也好,成立更高层次的金融协调监管机构也罢,尽快凝聚共识,改变一行三会各自为战的局面,适应混业经营的时代是必要的,毕竟这对于防范系统性危机的爆发已经十分迫切。