

国企改革的金融背景

宏观经济判断与投资决策

中国人民银行 研究员

邹平座

13910861612

66195331

zpingzuo@163.com

提纲

- 全景概述
- 市场层面的变化与复苏的可能
- 宏观调控的误区及政府失灵的校正
- 可供选择的路径——中国经济发展动力
- 投资决策——股市、房地产、黄金、物价、利率与汇率



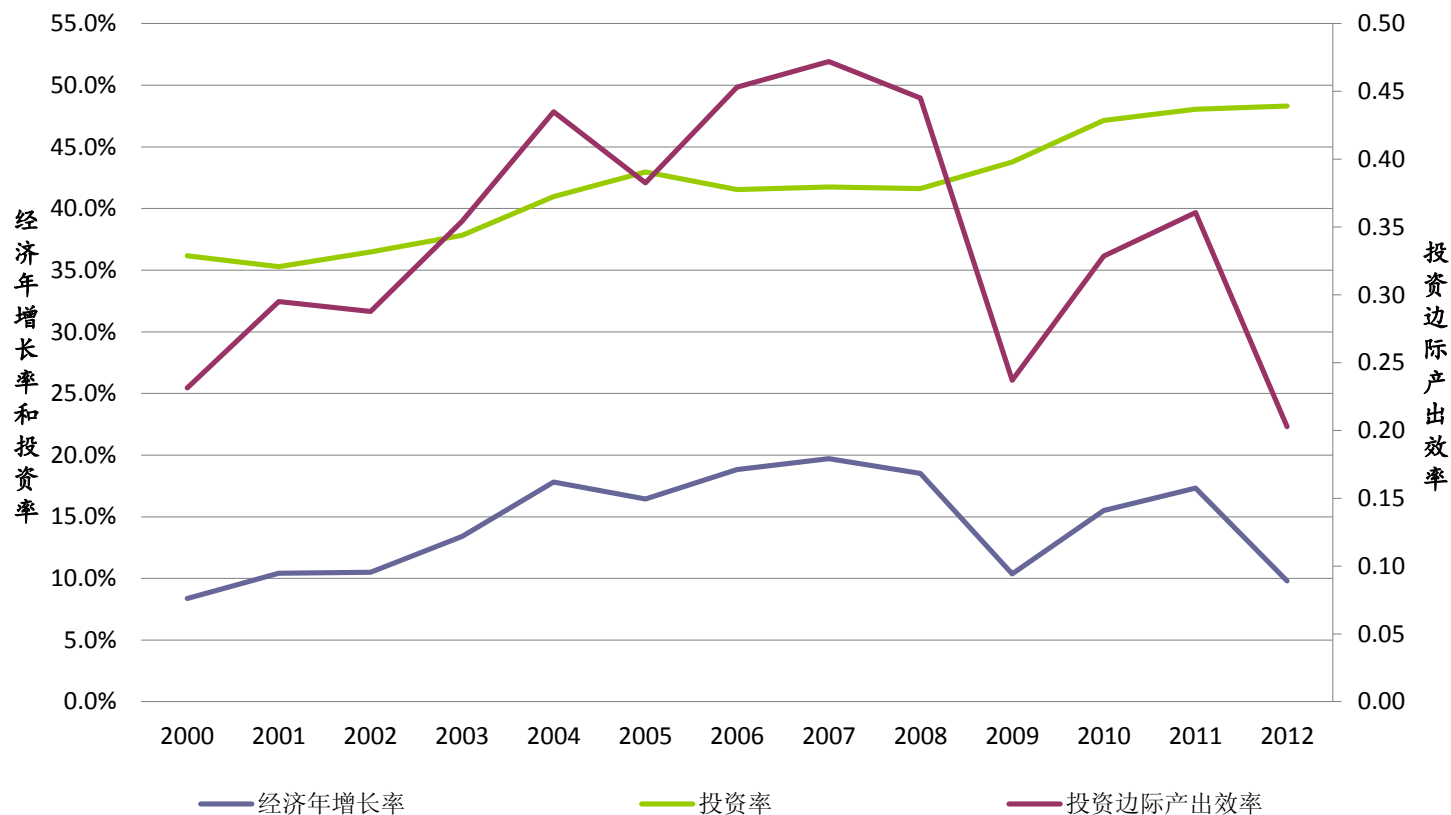
全景概述



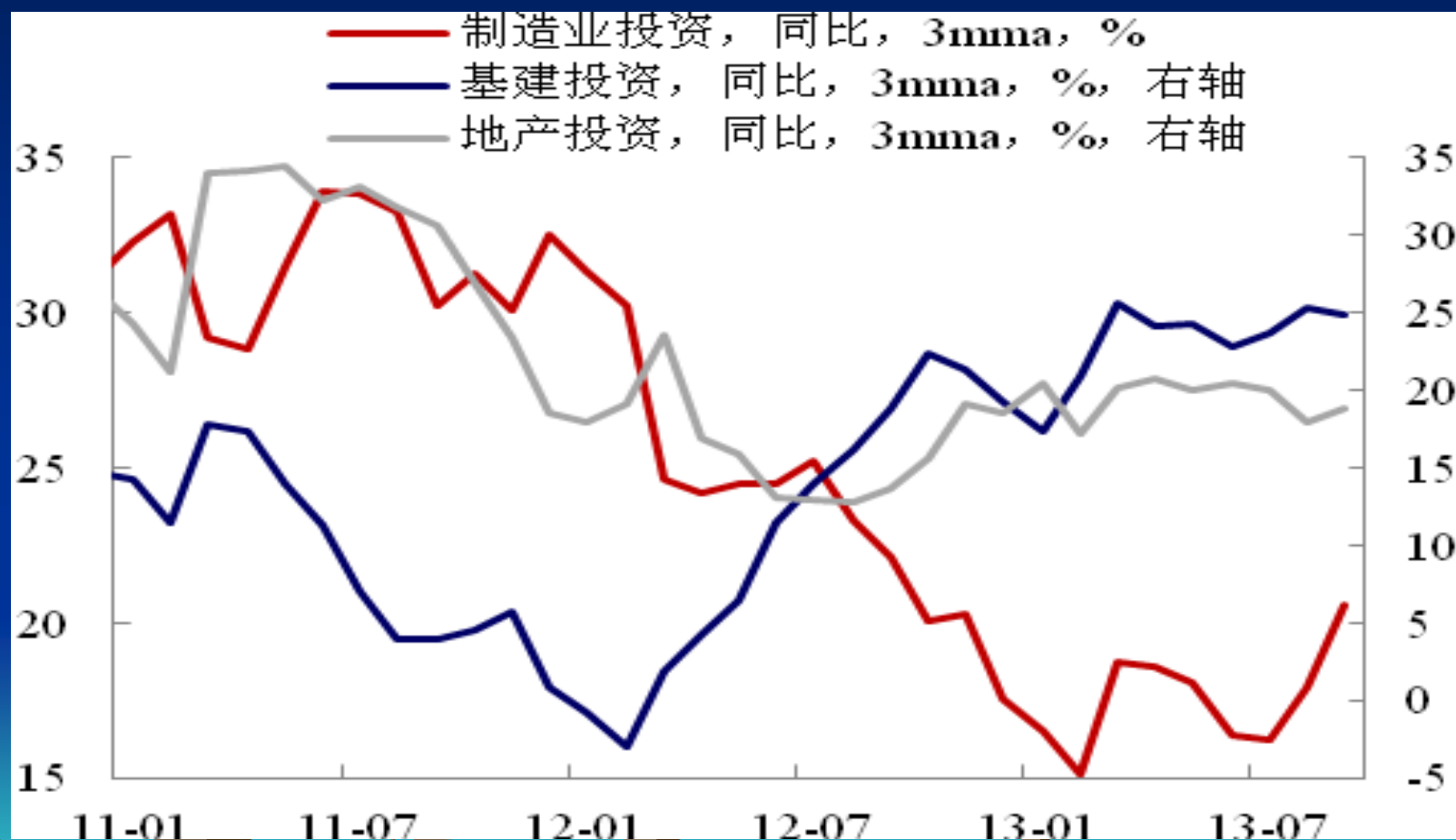
三重风险悄然逼近

- 金融危机是指金融资源错配引起的金融效率的持续下降。近几年来，由于中国金融结构的不断恶化，金融效率的持续下降，三重风险悄然逼近中国经济。危机的表现形式可能有三种：一是由“紧缩性陷阱”引起的通货膨胀与经济衰退（大量实体企业倒闭）同时发生的风险。二是东南亚式金融风险步步逼近。三是由于利率上升，家庭账户恶化，由房地产价格泡沫破裂引起的风险。
- 近期的微调虽然有所缓解，但似乎没有与市场形成有效契合，收效甚微。
- 中国的可能性金融风险并不表现于总量方面，而是潜伏于结构与体制之中。

投资边际产出效率的衰退源于社会融资边际产出效率的下降，也就是投融资体系，包括金融体系，效率的下滑。金融效率已经降到2000年之前，且继续下降



金融结构依赖和固化问题严重，使得经济结构退化。当前存在恶化的趋势。



中小企业融资难变本加厉与信用不对称

金融结构的出现异化，改变了货币政策的传导机制，原有的增长率虽然没有改变，但信贷结构发生重大变化，由于信用不对称和关系型融资的作用，进一步放大了这种结果。

2009年4万亿
以前，信贷15%
左右

2009年4万亿
以后，信贷仍然
15%左右，但
已经被“新国企”
分食

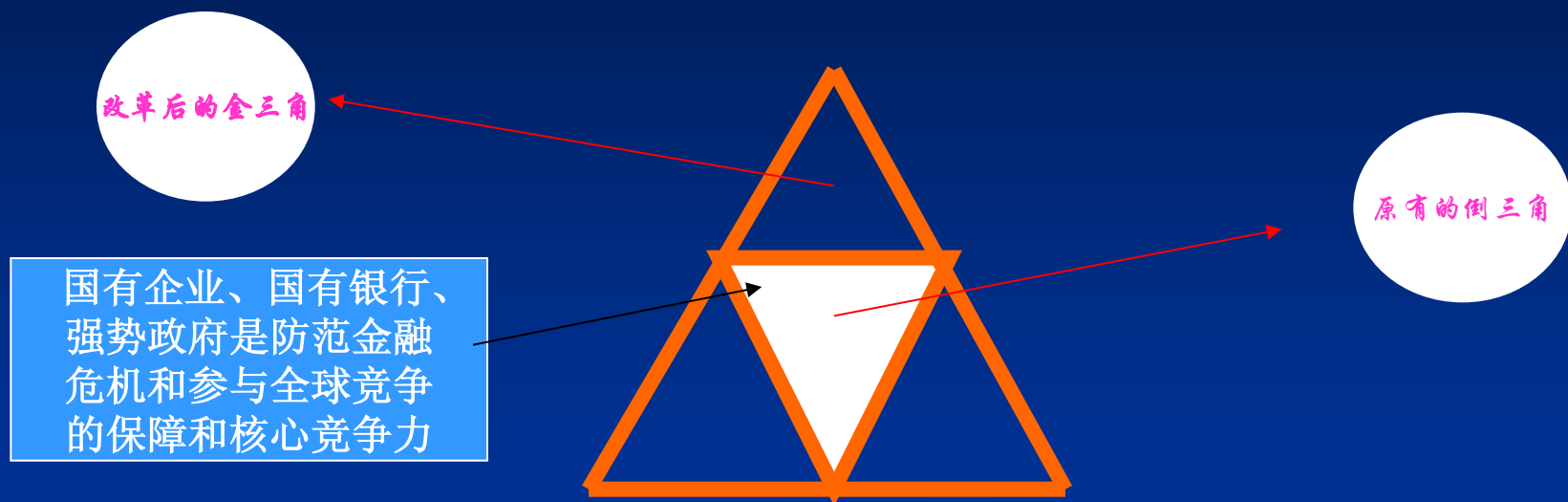
现在，大量信贷资金进
一步被地方“新国企”占用
、归还利息。实体经济
信贷进一步收缩

中小企业融资难变本加厉，金融生态全面恶化

下半年经济复苏的可能与原因

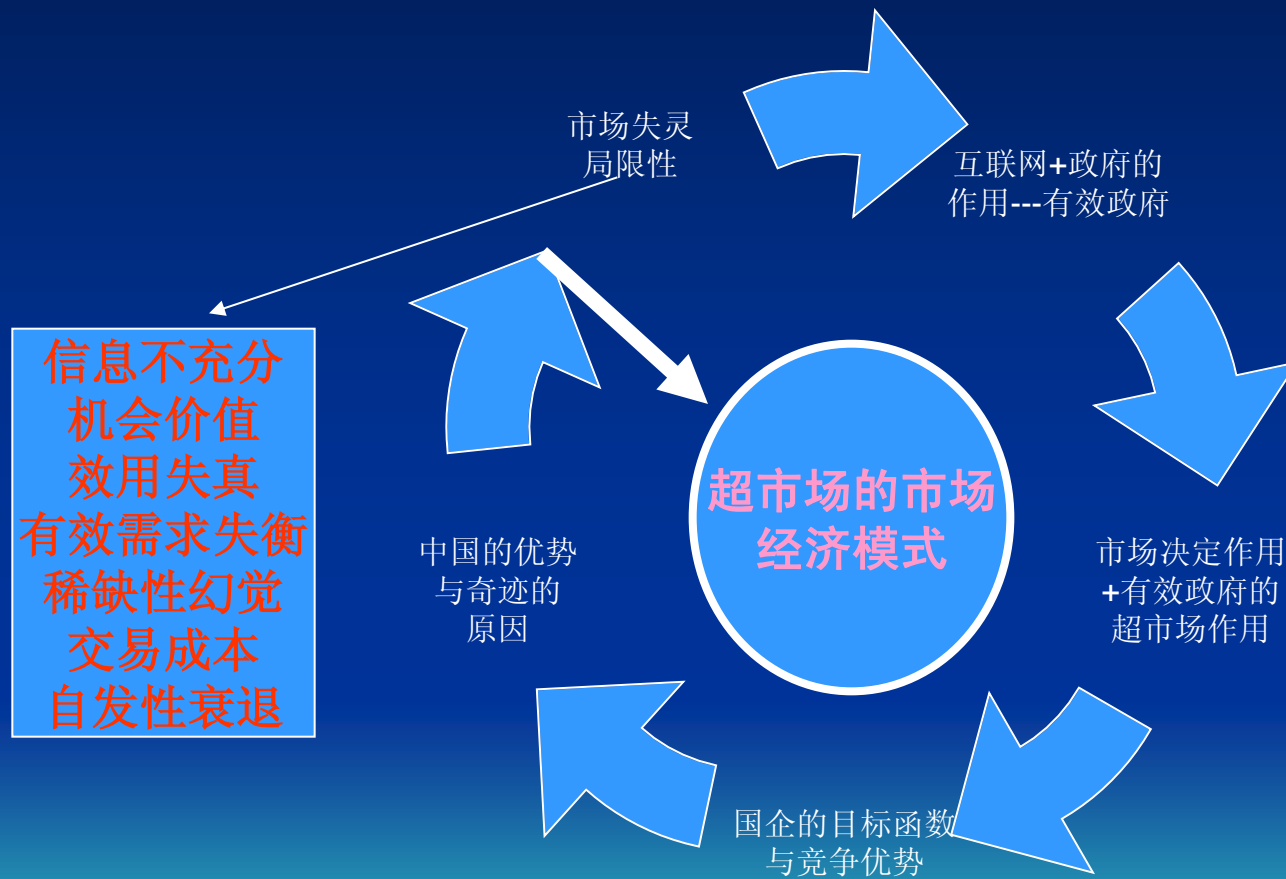


从“倒三角”到“金三角” 结构性转型



在当前情况下，中国的金融、经济和政府都是一种“倒三角”的结构，如图中的白色部分。这种结构不稳定，风险较大，不利于经济结构的调整和经济可持续发展。金融业表现为银行过大，直接融资发展严重滞后，金融资源向国有企业和政府集中，中小企业和民营企业融资非常困难。经济结构的倒三角表现为近几年，国进民退，央企、国企很大，而民营企业和中小企业萎缩。政府结构表现为上强下弱，权力大服务小，人治大，法治小。有人建议推倒重来，这是不可以的，要吸取前苏联亡党亡国的教训。应当继续渐进的增量改革，做强做好国有股份制银行，大力发展资本市场和金融市场，形成金三角的金融结构。经济方面做好国有企业，大力发展民营企业与中小企业。政府方面要提高效率，形成高效政府和大服务的组合、依法治国与以德治国的有机结合。

经济战略—超市的市场经济



理论需要突破

旦发生危机
能倒逼转向
联变革模式
OR
计划经济

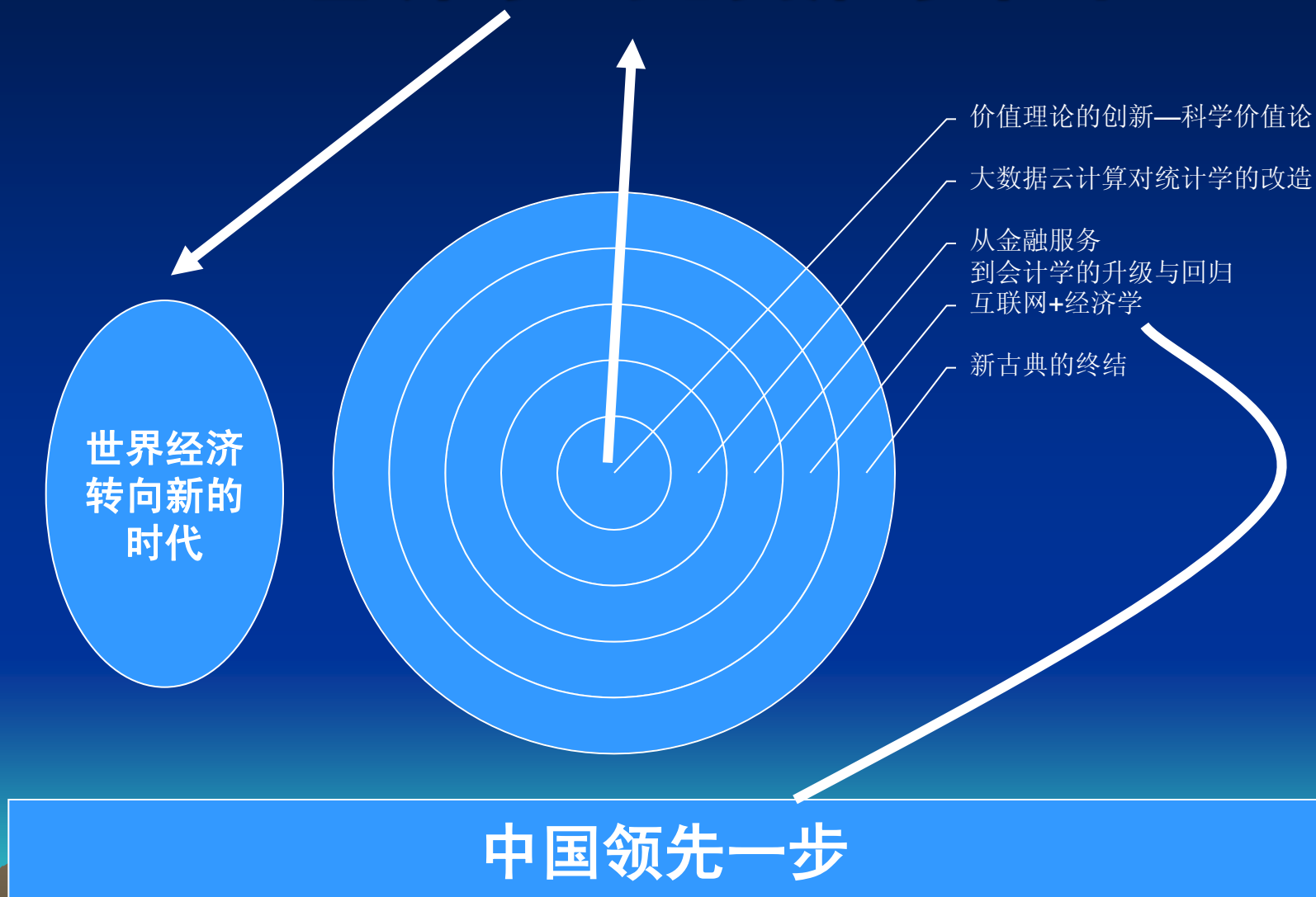
经济史证明，大国崛起需要伟大经济理论思想的支撑，不然就会变成暴发户，经济发展也不能持久。容易西方一些错误理论所误导，前苏联解体是一个深刻的教训。

西方经济理论存在系统性的错误，主要是其价值理论-效用价值论有问题，中国绝不能照搬照抄。经济危机反复证明了这个问题。

中国30年的改革开放创造了人类历史上丰富的经济文明，很多思想需要认真地总结和归纳。

中国的经济改革需要集思广益、海纳百川、立足于中国改革的经济实践和中国特色，建立系统的经济思想体系、理论体系与技术体系。形成理论与实践的良性循环。

经济学的创新与未来



市场层面的恶化 与资本市场的复苏的意义



4万亿的代价

- 近8年来，中国的经济、金融结构发生了重要的变化。由于4万亿投资是从政府财政注入，经济和金融资源向国有企业集中。央行为了控制通货膨胀又不得不反复紧缩银根，使得民营企业和中小企业融资难问题变本加厉。从2009-2015这一段时间中，中国产生了成千上万个新国有企业，如各种城投公司、交通公司、水务公司等融资平台公司。出现了较为严重的国进民退问题，市场化改革倒退。
- 有一点可以肯定，2009年启动4万亿时，从政府渠道注入资金而不是从市场注入资金是错误的。
- 由于金融效率的下降，实体经济遭受了前所未有的金融困境，高利贷盛行，大量民营企业倒闭，企业家跑路甚至自杀，国民经济损失严重。时至今日，民营企业的融资的综合成本仍高达年率20%左右。

国有企业挤出效应制造危机

- 中国近期的货币政策相对于扩张的经济需求而言，属于紧缩政策，如准备金率在**20%**左右，基准利率在**6%**左右。目前的货币供应量如果没有房地产的扩张和地方政府的投资冲动，如果没有严重的金融资源错配和金融效率的持续下降，应该能够满足实体经济的需要。但是，由于金融结构的畸形，货币政策传导机制严重扭曲，这种货币政策异化为对于实体经济的极度紧缩政策，严重伤害实体经济，并使经济结构恶化，酝酿经济滞胀的危机。



- **金融的基础是信用。中国存在严重的信用不对称问题。所谓信用不对称是指由于产权制度、金融体制、关系型融资、金融市场失灵等原因，使得金融市场上不同的经济主体的信用能力存在非市场性差异。如中国民营企业和国有企业存在明显的信用不对称。信用的基础是资产，中国的产权制度仍然以国家所有为主体，国有企业融资可以用土地、矿山等国有资产，民营企业则不可以。中国的国有企业与银行具有长期的关系型融资。正是这种不对称的信用关系形成了“倒三角”的货币结构和金融资源的错配。使得2009-2015年的2次经济波动和刺激政策中，金融资源不断向国有企业集中，民营企业不断被抽血，经济结构恶化。**



进一步恶化的可能 资本市场复苏意义重大

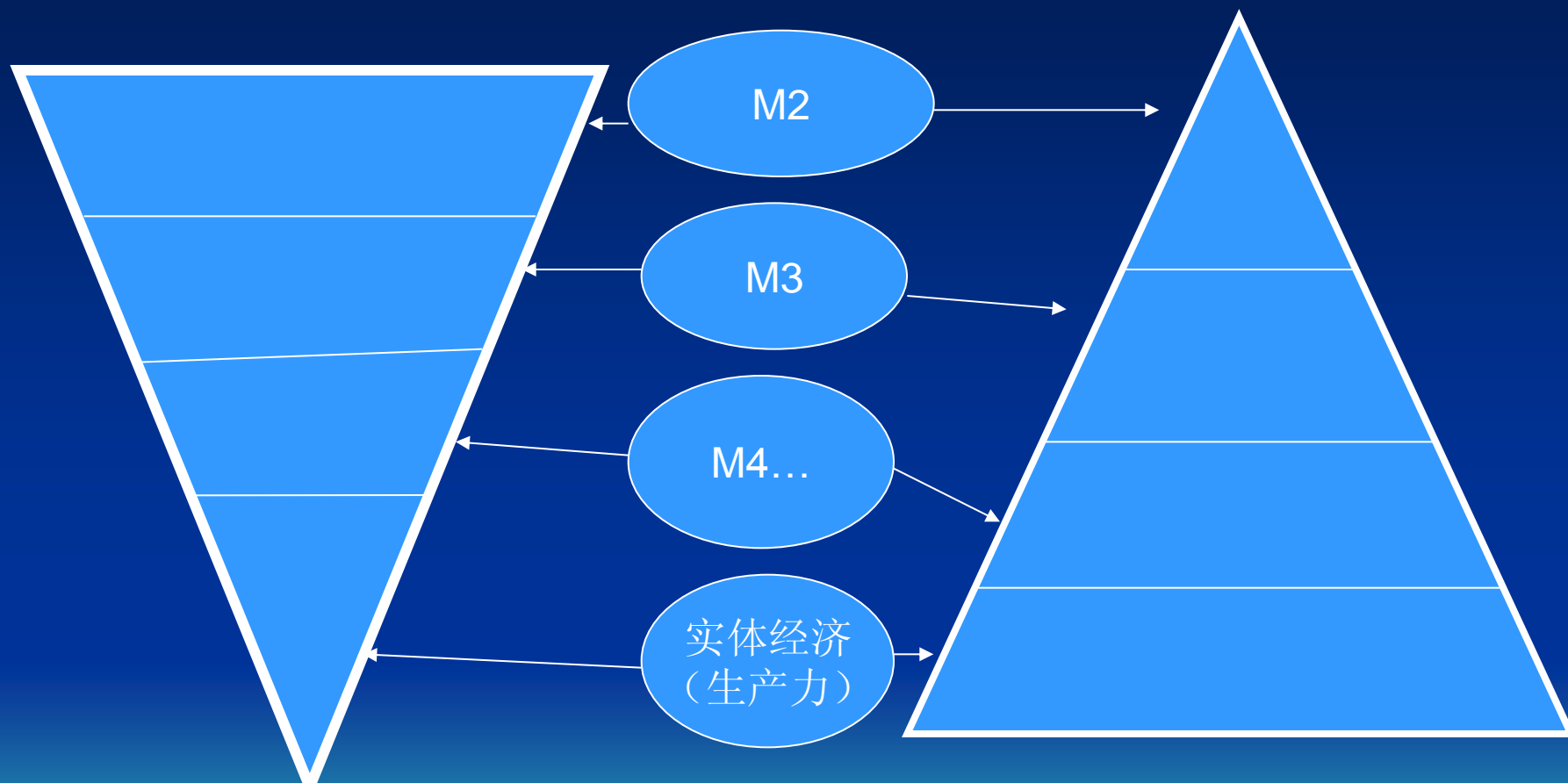
- 地方融资平台付息与新项目将占去几乎全部信贷增量。
- 利率市场化改革、价格工具调节与风险偏好的下降，由于信用不对称、关系型融资、市场效率低下等原因，将是一厢情愿，事与愿违。不可能解决问题。
- 高利贷的积累效应、影子银行的收缩加剧中小企业的融资难度。实体经济寄望与资本市场。
- 地方政府由于土地收入减少，可能会变相挤压信贷资金。
- 据山东省调研，年底，很多中小企业将倒闭。银企政关系恶化。出现了政府示意下到银行堵门的情况。金融生态恶化。
- 如果资本市场恶化，中国经济将发生危机。

政府推动的
联保和三角债，
使很多好企业倒闭

宏观调控的误区 及战略调整



中美货币结构比较（流动性）↓



中国的货币结构：不稳定状态

美国的货币结构：稳定状态

货币超发是伪命题

- 目前，中国的M2达120万亿，表面看是货币超发。但，从M3或更多的货币层次考察，情况完全不同。美国的M3达到500多万亿人民币，是中国的3倍，日本达300多万亿人民币，是中国的2倍。从M3以上的层次考察，美国的货币供给更多。中国的货币问题不是数量问题，主要是结构和效率问题。



- “倒三角形”的货币结构表明中国金融体系不稳定，较易发生金融动荡和风险，中国货币层次中，M3以下逐步减少，越距实体经济货币越少，金融对实体经济的支持小。大量货币呈现高流动性，容易引发通胀。金融资源配置效率低下，资金的信息化程度低，有效产出率不高。
- 美国货币结构特征是，货币的基础层次庞大，接近实体经济的货币供给充分，金融市场效率高；M3、M4等吸纳货币功能强，有利于治理通货膨胀，美国的货币层次甚至延伸到全球，为美国治理通胀提供了充分的工具。



中国M2/GDP过高的误区

- 中国M2/GDP过高的原因主要是，中国特殊的货币结构的倒三角形流动性货币结构，决定M2过大，形成M2/GDP过大；中国的GDP与发达国家不可比。由于经济结构、市场化水平、产权制度、统计制度的特点，中国GDP的内涵不同于发达国家，GDP可能被严重低估；中国特殊的文化和发展阶段和较大的公共物品，决定中国的投资率较高。发达国家的经济生命周期理论是以个人为目标函数，中国是以家庭为目标函数。这种函数结构决定储蓄率远高于西方国家。中国的保障制度还不健全，储蓄避险较为普遍。作为一个发展中国家，经济增长快于发达国家，客观要求较高的储蓄率。

警惕“统计失真”形成的“政府失灵”陷阱

- 近几年来，宏观调控的谜团挥之不去。在经济持续增长的背景下，实体经济却愈发困难，资本市场熊冠全球；货币供应量快速增长的同时，市场利率不断上升，中小企业融资难、融资贵的问题变本加厉；政府面临经济增长与控制通货膨胀的两难处境。原因正是“统计失真”形成的“政府失灵”的陷阱。



- “政府失灵”是指政府的信息低于市场信息的低效状态，容易引起决策失误。中国存在“统计失真”形成的“政府失灵”现象。
- 由于市场机制不健全，干扰因素多，信息不充分与不对称问题比较严重，市场失灵现象也比较严重。
- 在此背景下，企图完全利用市场机制的价格工具调控经济是痴心妄想不可能的。



- 1、中国的经济结构不同于其他国家，存在大量的内部交易，这种内部交易掩盖了**GDP**的真实性。
- 2、市场化程度决定中国经济指标的差异，**GDP**与**CPI**与常规性市场经济国家不同，具有不可比性。
- 3、中国的产权制度使很多生产资料与生活资料不可交易，使得中国**GDP**与其他国家不可比。
- 4、相当一部分产品具有公共物品性质，这部分物品占中国经济相当大的比重，使中国的经济结构中的投资与消费结构扭曲，经济数据失真



- 5、庞大的政府开支与社会性开支，挤压实体经济，同时形成政府的低效，损害生产力，进一步形成实体经济的空心化。形成收入性GDP与产出性GDP的非对称性；政府的大量补贴又形成市场CPI与实际CPI的非对称性，不但影响统计的真实性，也不断加剧社会矛盾，影响生产力的发展和经济结构的不平衡。这将成为中国经济发展的主要障碍。
- 6、中国的统计制度是从传统的计划经济过度而来，在中国复杂的经济结构中，几乎无法反映经济变化的信息，容易产生统计失真问题。

•



- 虽然表面上，近几年信贷规模呈上升状态，但是，由于地方政府融资的急剧增加，产生了巨大的挤压效应，实体经济每况愈下。结构的异化和GDP统计误差的双重作用下，加上金融结构M2过大，形成了流动性过剩和货币超发的误判，使得宏观调控左右为难。而由于这些原因形成的金融抑制被管理层忽视了，加上4万亿以后的信贷分流，形成了对实体经济的双向碾压。中国民营企业遭受了改革开放以来从未有过的金融困境。在此背景下，仍然有很多人以西方理论为依据，反复证明中国应当进一步对货币进行紧缩。包括IMF等国际研究机构都在强调中国紧缩货币的必要性，而依据是把中国套入西方传统理论模式，这正是中国经济的致命之伤。

战略调整



可供选择的 路径 → 中国经济增长动力



中国必须进行信用再造

- 改革经济制度、信用制度和金融制度成为必然的选择。通过改革使金融效率提高、信用对称，强化经济的供给管理，提高货币的供给弹性，增加对实体经济和有效供给的投入，压缩不合理支出。
- 中国想在短期内改变经济制度，把国有资产私有化是有难度的。但是，中国必须进行信用再造，以此来改革金融结构和提高金融效率。信用再造可以分三个不同的层次进行。一是营造公平、有效、结构合理的金融生态；二是对资产的使用权和收益权进行信用化和证券化，形成融资能力；三是渐进性地实施产权制度改革。



- 对于中国的信用再造而言，在支持实体经济方面，资本市场具有银行所没有的优势和功能。通过资本市场的证券化，可以使使用权和收益权实现融资。发挥资本市场的并购和重组功能，可以提高中小企业的融资能力，同时把优秀的生产力较快地导入中小企业，实现盘活存量，打造经济升级版。但，令人遗憾的是，近五年来，中国金融没有做好的正是资本市场[1]。。

• [1] 2009年,国家启动4万亿刺激计划时,我就建议通过资本市场进行投入,不但能启动经济,还可以提高金融效率,优化金融结构和经济结构,就不会出现大量的非市场化的国有企业,资本市场的功能可以得到充分发挥。历史有时让人痛心。(2009,邹平座,资本市场红周刊,拯救经济必须把资本市场做起来。)



金融再造优化增量

- 中国需要一次信用再造，来盘活存量。更需要一次金融再造来优化增量。金融再造是二十一世纪最重要的金融浪潮。通过金融信息化、金融工程技术和金融组织创新，把金融业原有的虚拟化、泡沫化、投机化的发展趋势转向服务实体经济，在金融与实体经济之间创新金融市场机制，实现高效率与低风险。



金融再造工程

在金融和实体经济之间建一个市场通道
市场通道

动态金融跟踪
服务系统

风险管理系统

价值管理系统

信用管理系统

标准化管理系
统

瓦尔拉斯交易
矩阵

经济持续增长与低通胀的密码在
于：理论创新、制度创新和经济技
术创新



- 长期战略是：要理顺政经体制和理论体系，认真归纳中国经济发展成功的基本经验，坚持渐进的增量改革模式。推进党的科学化、民主化进程和水平，对党的理论、执政能力和技术、管理水平进行提升和改造。实现党的科学治理结构和机制，形成科学的民主和民主的科学的上下有机结合和均衡。在经济上实现市场、社会 and 自然的有机统一。在尊重市场规律、社会规律和自然规律基础上，进行顶层设计和宏观管理。在理论上形成科学发展的经济理论体系与技术体系，海纳百川，形成主流的科学发展的经济思想，指导中国经济实践。



- 中期战略是：中国改革的关键是设计和管理好“六大红利”。充分利用和挖掘“六大红利”，每个红利还足以支持中国经济20年以上的可持续发展，就是说中国可以实现100年以上的可持续发展。**一是制度红利。**中国的政经体制改革可以进一步释放巨大的生产力。包括政府精兵简政，可以增加大量的生产力，**城市化**、市场化、西部大开发，海洋经济、农村土改、金融体改，形成全球最优的经济、金融生态，吸引全球的优秀生产要素向中国流动等；**二是科学技术红利。**不但能创造新的全球竞争力，还可以提升劳动力红利，是中国走出**中等收入**陷阱的关键；**三是劳动力红利**，中国劳动力转移、城市化、劳动力结构的优化调整、国际劳动力的优化配置，科学技术的提升，还可以使中国有20年以上的劳动力红利；**四是资源红利。**中国地大物薄，资源丰富，通过对资源的集约型运用和新能源开发，向资源中注入更多的科学技术，使房地产健康稳定可持续发展；**五是国际化红利。**在全球实现资源最优配置和要素的最大收益。**六是生态化红利。**

- 短期战略是：1、为实体经济营造全球最优的经济生态环境和价值洼地。2、精兵简政，提高政府的效率和信息化水平，把政府成本降到最低。3、正确处理好民生与经济发展的关系、厘清政府与市场的边界。4、做好、优化房地产市场，发挥房地产的龙头作用和资源红利作用。5、做好、做大、做强资本市场，发挥资本市场的并购重组功能，通过高效的较大规模的并购重组把中国实体经济重整一遍，从而优化经济结构，使最优秀的生产力通过资本纽带迅速向实体企业流动，可以较快提高中小企业利润水平，解实体经济之困，也是走出中等收入陷阱的应急之策。



- 6、处理好控制通胀与经济增长的关系，通过增加投入，提高金融效率，实现六大红利的增长，从而提高生产力水平和总体价值水平，防止陷入“紧缩性陷阱”，消除货币泡沫和通胀，实现高速增长与低通胀的“双赢”。当前应当进一步下调准备金率，从而降低利率和企业融资成本，促进资本市场发展。7、发展互联网金融的作用，实施信用再造和金融再造工程，提高金融效率，服务实体经济，推动盘活存量，打造经济升级版。8、加强和提高政府的科学监管水平，防止国际风险和金融风险。用外汇储备和准备金储备提高六大红利，从而使生产力和国际竞争力强劲增长！



投资决策——股市、房地产、黄金、物价、利率与汇率



- 资本市场还能飞多久？
- 10000点不为高，1000点不为低。价值大于股指
- 房地产新常态---可以投资好地盘
- 黄金不是最好选择
- 通货膨胀可能性加大---保值
- 一年内利率下降，汇率波动加大



谢谢大家！

