

内部发行，未经许可，请勿转载

研讨实录

第 98 期

86

李向阳：“一带一路”面临的问题与出路
“防范系统性金融风险”研讨会



上海发展研究基金会
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼802室 Address : Rm 802, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China
邮编：200023 ZipCode : 200023
电话：86-21-62188752 Tel : 86-21-62188752
传真：86-21-62188714 Fax : 86-21-62188714
网址：www.sdrf.org.cn WebSite : www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编
二〇一七年六月

序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经活动了 90 多次，成为了基金会有一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009 年和 2010 年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

Handwritten signature in black ink, reading '胡旭照' (Hu Xizhao).

编者的话

本期《研讨实录》收录了最近二次学术活动的实录。分别是上海发展研究基金会与上海市社会科学界联合会共同举办的第128期沙龙——李向阳先生的演讲“‘一带一路’面临的问题与出路”，上海发展研究基金会和《科学发展》杂志社共同举办的2017年第3次系列座谈会“防范系统性金融风险”。

在关于“一带一路”的沙龙上，中国社科院亚太与全球战略研究院院长李向阳先指出，当前“一带一路”面临的突出问题是：1、地方政府的热情主要体现在向中央政府要优惠政策与投资项。2、学术界对于“一带一路”的研究很多，但存在“泛化”和“虚化”。3、沿途国家把“一带一路”等同于对外援助项目，存在“等靠要”的心态。4、区域外大国对中国“一带一路”的战略意图还存在质疑。对于“一带一路”的含义，他认为它是一种新型的发展导向型的区域合作机制，有别于以规则为导向的其他区域合作机制。他从四个方面对“一带一路”进行了定位：周边战略的依托；经济外交的新平台；新一轮全方位对外开放的重大举措；推动全球贸易自由化的新途径。在“一带一路”实施过程中需要处理好几大关系：1、政府与企业的关系。2、中央与地方政府的关系。3、经济目标与非经济目标的关系。4、中国与沿途国家的利益分享关系。5、利用现有比较优势与

创造新优势的关系。6、对外开放与维护国家安全的关系。

“防范系统性金融风险”研讨会邀请了原国盛集团董事长、上海发展研究基金会副会长张立平、浦发银行风险政策部总经理陆粮、上海发展研究基金会特约研究员张伟、奥迈资本合伙人施宇澄、兴业证券首席宏观分析师王涵、东方证券首席经济学家邵宇、上海发展研究基金会特约研究员刘海影、上海国际信托有限公司信托总部原总经理金志等发言和讨论，会议由上海发展研究基金会副会长兼秘书长乔依德主持。专家们认为：系统性风险在实体经济有所下降，但在金融机构却有上升；传统实体经济的持续下行，使商业银行经营中的各类风险呈上升趋势；要注意“防风险过程中的风险”，避免各监管部门多种政策引起共振效应。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一七年六月十二日

目 录

李向阳：“一带一路”面临的问题与出路.....	1
“防范系统性金融风险”研讨会.....	26

“一带一路”面临的问题与出路

李向阳

中国社科院亚太与全球战略研究院院长

上海发展沙龙第 128 期 2017 年 5 月 4 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位来宾，现在我们的沙龙演讲就要开始了。正如我们在给大家的通知中所讲到的，还有一个多星期我们国家就要开“一带一路国际合作高峰论坛”。这个高峰论坛是我们国家今年最大的一个主场外交，这两天报纸上有很多报道。为此，我们非常荣幸地请到了中国社科院亚太与全球战略研究院院长李向阳教授。李教授在中央财经大学获经济学学士，在中国社科院获经济学硕士和经济学博士，之后在荷兰蒂尔堡大学进修。他还是中国世界经济学会副会长，全国美国经济学会副会长。他研究一带一路有好几年了，两年前我就听过他的演讲。他比较全面地对一带一路所面临的问题与出路提出了自己的看法。下面我们以热烈的掌声对李院长表示欢迎。

李向阳（中国社科院亚太与全球战略研究院院长）：各位前辈，各位专家，女士们，先生们，晚上好。首先感谢乔秘书长的邀请，很荣幸来到这里和各位交流。按照咱们的惯例是 45 分钟，我控制在 50 分钟吧，现在是 7 点 10 分，我争取在 8 点之前讲完，然后我们再交流。今天我主要谈的问题就是“一带一路面临的问题和出路”。

针对一带一路，可以说，现在虽然已经三年多时间了，但在中国学术界，包括在决策部门，对待一带一路最基本的

问题并没有达成共识。虽然下礼拜即将召开一带一路的全球峰会，但很多最基本的问题没有达成共识。去年年底讨论今年峰会领导人讲话的时候，对一些最基本的定义，都没有达成共识。所以我今天从问题入手，谈我个人对这些问题的认识，在这个题目下，谈四个方面的内容。第一谈问题。然后，即将举行的峰会，我认为应该向国际社会澄清几个基本问题，第一，一带一路是什么？第二，一带一路要做什么？第三，一带一路要怎么做？所以后面的二、三、四基本上试图回答这三个最基本的问题。

首先，一带一路面临的突出问题。在开始之前，我们得肯定一带一路取得的成就非常大，国际社会对一带一路的认同度也在不断提高。但我们必须承认，一带一路在实施过程中依然存在很多问题。第一，在国内分两个方面，一个是地方政府层面，一个是学术界。在地方政府层面，可以说，各省市，包括更低一级的地方政府，大家对一带一路的融入和对接都很热心。但是绝大部分政府官员，你要问他，为什么要对接一带一路？回答是：第一，向中央政府要优惠政策；第二，要投资项目。这样一个心态，显然和一带一路底下我们要谈的定位，是不相符的。从学术界来看，我们看到两种现象，一种是泛化，一种是虚化。这两个词实际是一个主管领导用的词。我在这里（图1）列举了15个还是一部分，远不是国内学术界关于一带一路目标和定位的全部清单。我们看到这里面的问题，转移过剩产能、获取能源资源、人民币国际化、对外开放、政治、经济、安全，什么都有。看起来，每一个目标都很合理，站在不同的研究领域，把中国政治、经济、安全方方面面面临的问题都赋予一带一路，这是一个非常普遍的现象。

国内学术界：“一带一路”的“泛化”

- 1, 转移过剩产能与国际产能合作;
- 2, 获取资源能源;
- 3, 开拓海外市场;
- 4, 企业“走出去”;
- 5, 人民币国际化;
- 6, 对外开放论;
- 7, 推行经济外交;
- 8, 服务于周边战略与全球战略;
- 9, 服务于中国的西部安全;
- 10, 中国政治经济地缘战略的重构(战略转移论或西向战略);
- 11, 向世界推广中国模式;
- 12, 区域平衡发展论。
- 13, 对抗“亚太再平衡”论。
- 14, 引领经济全球化。
- 15, 推动中华民族复兴的地缘大战略。

图 1: 国内学术界: 一带一路的“泛化”

但是大家考虑一下,把这个清单放到外国人、沿途国家决策者面前,他们的第一反应是什么?首先是害怕。因为中国人要依靠一带一路完成这么多任务,那么我们凭什么要配合中国来做?一带一路最基本的三个原则:共商,共建,共享。很多外国人经常说,你也没有跟我们商量过,怎么你有这么多的目标?比如说,人民币国际化,从国内来说的确非常合理,但凭什么国外要配合人民币国际化进程?这个问题我们没有办法解释。我们一方面强调共商共建,但是这些东西又都在我们国内媒体上宣传,学者对外也这么宣传。所以,用一个词概括,叫“泛化”。

另一个词叫“虚化”,就是现在媒体,包括知名网站的论文,这几年用一带一路名头的文章非常的多。但是围绕

一带一路最基本的问题，什么是一带一路，一带一路的定义，没有最基本的共识。我在这里不是批评学术界的同行。大家谈的更多的是什么？一带一路的伟大意义、历史意义、国际意义等。尤其是最近一段时间，随着峰会即将召开，更多的是谈它的意义，积极的意义。但是基本上把一带一路作为一个黑箱。一带一路内部的治理结构到底是什么？一带一路内部未来的运行机制是什么？甚至一带一路是个什么？没有人告诉我。外国人经常来问我：你们的一带一路，说了半天都挺好，但是我们不知道它是什么东西。我们可以给出很多定义，但是官方如果没有一个统一的认识，就形成一个虚化的现象。

从国际社会来看，沿途国家和中国地方政府很相似。你问他，支持不支持一带一路？他们说我们非常支持，紧接着的一句话就是，你们准备投多少钱？就是这么一个心态。所以用一个领导的话，就是等投资的心态非常严重。我一个基本看法就是，我们现在谈一带一路成功的很重要的指标是什么呢？国际社会的支持度。这个东西是一个指标，但如果当作唯一指标，显然有问题。因为很多国家支持，是希望从一带一路获得自己的利益。我们有3万亿外汇储备，你只要舍得往外发，肯定得到国际社会的广泛赞誉。所以一带一路的成功，绝不能简单地用国际社会所谓外交辞令的肯定，来作为唯一的判定标准，注意，我在这里说的是“唯一的”。大家都反对，肯定不能说成功；但是都赞成，不一定必然是成功的标志。

从区外的大国呢？以美日为主的区外大国，对我们的一带一路，基本上是一个置疑的立场。最典型的是三种类型。第一种，认为这是中国版的马歇尔计划。现在国内已经不再

谈这个问题，因为最初的时候，包括国内很著名的学者，都持这种看法。后来官方明确表态，中国的一带一路不是马歇尔计划，所以这个论调基本上在国内已经没有市场了。但是在国际上仍然有广泛的市场，变相地把一带一路作为一个对外援助项目，中国崛起了，要推行对外援助政策。第二种，就是新殖民主义，认为这个跟 18、19 世纪西方国家在非洲，在不发达国家殖民很相似。这里当然与他们根深蒂固的对中国的敌视有关系。但是另一方面呢，我们也必须承认，跟我们自己的宣传也有关系。比如说，我们回过头来看图 1 的前三个目标，第一，转移过剩产能，第二，获取资源能源，第三，开拓海外市场。把这三个东西加起来，外国人马上就说，和 18、19 世纪的殖民者有什么区别？因为你到我们这里，把我们的资源拿走，把我们的市场占领，然后拉回去搞加工。当然对我们的敌视是一个方面，可是和我们的宣传的确有关系。第三种，就是把一带一路看成是新时期的朝贡体系。大家知道，实际上从周朝就开始了朝贡体系，一直到明清的朝贡，中国就是基于这种制度，即中央政府或者大中华的皇帝对周边国家用经济上的恩惠换取政治上的顺从。所以很多人担心一带一路会变成中国试图在亚洲恢复朝贡体系。底下我们将谈到，一带一路最初的时候，就是周边提出来的。所以现在很多周边国家担心，我们通过一带一路重建新时期的朝贡体系。

这些问题显然是由于我们对一带一路最基本的认知没有达成共识，然后对外宣传又出现各式各样的问题造成的。所以我们说，作为一个大国的倡议也好，战略也好，已经提出三年多时间了，对一些最基本的问题，我们必须给出一个基本的判断。在这里，我谈的更多的是我个人的一些看

法。因为到现在，我没有看到官方的一些说法，总书记下周才会讲他的报告。

第一，我谈一下一带一路是什么。对于一带一路呢，现在国内有两种最基本的看法，一种认为一带一路是一个区域合作机制，一种认为是多边合作机制。这在经济学里是两种不同类型的东西。有人说，因为一带一路有 60 多个国家，甚至没有边界，最后全世界都是一带一路的成员。从现在来看，似乎官方不认可这种说法。有人说，60 多个国家已经够多了，没有哪一个区域合作机制包括这么多国家。但是我们说，即使是 100 个，甚至 200 多个，它仍然不是全球的，因为它不是以全球为主的。所以在这一点上，我们坚持它是一个区域合作机制。既然是一个区域合作机制，紧接着派生出来一个问题，这和现有的经济合作机制有什么区别？外国人经常问，一带一路是一个自贸区吗？我们说不是。是一个关税同盟吗？也不是。是一个国际组织吗？也不是。你不能光说不是，还要说是什么。我们官方没有给出界定。所以，如果我们认定它是一个区域合作机制的话，最后我们只能说，它是一个新型区域合作机制，和现有的全不一样。现有区域经济合作机制特征是什么呢？规则导向，无论是东盟，欧盟，包括已经失效的 TPP，TPP 白皮书有 1 千多页。相比之下，2015 年《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》多少字？8 千字，官方的表述只有 8 千字。进入的门槛，成员国的权力，成员国的义务，成员国的争端解决机制，咱们这里面什么都没有。相比之下，我们界定它是一个发展导向型的合作机制。

如果说现有的区域合作机制是规则导向的，我们就是发展导向的。这种发展导向主要体现在几个方面。第一个特

征，是联系纽带。现有的区域合作机制大多数是地缘上相近，或政治上、经济上联系比较紧密的国家，先搞区域合作。而我们是用什么连起来呢？丝绸之路。古丝绸之路联系亚洲、欧洲、非洲、甚至包括大洋洲，四大洲 60 多个国家。为什么选择古丝绸之路呢？因为这是中国人创造出来的。虽然这个词不是中国人创造的，但是从西汉开始到明清，有两千多年的历史，是中国人开拓出来的。并且这个古丝绸之路的名声至少比十字军东征要好，也比欧洲人发现新大陆要好。因为十字军东征是以民族的灭绝，以 200 年的战争为手段。发现新大陆也是以殖民为手段。回顾一下我们的古丝绸之路，除去早期张骞出使西域有点想找同盟的军事考虑，大多数情况下，都是中国的皇帝宣传自己治国理念，顺便做点生意，郑和下西洋的主要工作不是做生意。它给人一种和平、共荣的理念，所以我们用古丝绸之路作为纽带。正如官方的“愿景与行动”里所谈到的，一带一路以古丝绸之路为基础，但又不限于古丝绸之路，所以它的开放性非常强。很多发展中国家，包括最不发达国家，根本加入不到现有的区域合作机制，但在这里可以，不管你多落后，多不发达，你只要接受古丝绸之路这个理念，就可以加入进来。

第二个特征，就是互联互通。因为现有的区域合作机制，不需要先搞互联互通。欧洲人的国界经常变，它以前的铁路、公路、航运本来就有很强的互联互通，北美也是这样。在亚洲就不一样，亚洲的互联互通非常落后，这是制约亚洲经济发展和区域合作的一个重要问题。到黑龙江满洲里看看火车就知道，到那里以后，我们的火车轮子需要换，因为俄罗斯是宽轨。连铁路宽窄都不一样，搞经济一体化肯定有问题。所以互联互通是一带一路的一个前提和基础。基础

设施和互联互通的落后，是制约很多国家经济发展的瓶颈。

第三个特征，就是这种发展导向体现在多元化合作机制。这是外国人经常比较迷惑的一个问题。你要么是一个自贸区，或者一个关税同盟，或者是一个统一的机制，但在一带一路里什么都有。比如说我们跟东南亚国家合作，首先是基于中国 - 东盟自贸区。同时，我们还有一个中国 - 中南半岛经济走廊，也是一带一路六大经济走廊的一个部分。去年总理还提出一个澜湄合作机制。我们和东南亚国家的官方合作机制有三个。到了南亚，中国和印度短期内签不了自贸区，但是我们又不能跨越过去，所以我们只能寻求其他的方法，像孟中印缅经济走廊。最后你发现，中国人在推动一带一路的过程中，在这个框架下什么机制都有。好像不太好看，因为一个框架下什么机制都有，现有的国际合作机制没有这种现象。但是我们只要能实现共同发展的目标，可以适应不同国家的实际需要。用一句俗语，“遇山开道，遇水架桥”。我们摸着石头过河，目的是要过去，目的是要发展。所以一带一路的治理结构是一个理论上特别难回答的问题。你现阶段是多元化的，未来是什么？你不能说永远是这样，你总得有个方向。有人说，摸着石头过河，但是你也得知道往哪边过。一个例子就是香港 50 年不变，这是典型的摸着石头过河的做法。但是 50 年不变这句话，大陆和香港的理解就不一样。大陆隐含地认为，50 年结束了，你要回归到社会主义共产党领导。而香港人理解是什么呢？50 年时间里，逐渐回归到西方民主制度。所以没有到 50 年的时候，就开始出来分歧了。他就认为，10 年过去了，20 年过去了，一个逐渐往那边走，一个往这边走，所以最后分歧就出来了。所以我们说，多元化合作机制还得有一个目标。

但是坦率说，现在中国学术界对这个东西没有结论。

第四个特征，就是义利观。这又是一个官方一开头就谈，但是我们媒体关注特别少的问题。义利观，可以说是一带一路一个很重要的特征。但是谈义利观，简单说，从孔子开始就是“君子喻于义，小人喻于利”。到后来呢，历代先贤把义和利的辩证关系，逐渐建立起来，确立了中国独有的义利观。把义利观放到一带一路里，又是全新的议题。我们待会再谈这个问题。我们经常会遇到一个必须要回答的问题，记得我们2015年到美国开会讨论一带一路，哈佛大学的一个教授就来问这个问题：你们与沿途国家，尤其周边国家，一带一路之前贸易投资合作都很紧密，你现在提出一带一路仍然是搞贸易投资合作，这两种投资有什么区别？这个我们没有办法回答，但逻辑上你必须回答。我们现在的学者、经济学家在做什么呢？论证过去三年我们与一带一路国家的贸易投资增长快，这是一个最典型的解释。很重要的就是义利观，义利观最终的目标就是让周边国家、沿途国家认同中国和平崛起的进程。所以这个东西，在某种程度上，是衡量一带一路能否成功的重要标志。

国际经济学里，自贸区的目标，只要成员国之间取消关税，自贸区就达成了。在这个基础上，成员国建立统一关税，就变成关税同盟。你的一带一路算什么，你的目标是什么？我们说，这是一个利益共同体、责任共同体基础上的命运共同体。但是什么叫命运共同体？我们官方没有解读，现在也在讨论。因为在命运共同体下，有一个五通：贸易畅通，道路联通，资金融通，政策沟通，民心相通。但是问到贸易畅通，有没有时间表，有没有具体目标？我们也没有。但我们可以看到，它超越了现有区域合作机制简单的贸易投

资自由化。所以在这里面，整个的一带一路是一个跟现有的全都不一样的东西，让国际社会从内心接受认同它不是一件简单的任务。

基于上述分析，我们试图给一带一路一个定义：以古丝绸之路为纽带，以互联互通为基础，以多元化合作机制和义利观为特征，以打造命运共同体为目标的新型区域合作机制。当然很多人不认同，认为它是经济全球化的一个重大举措等等，有很多种界定。

下面来谈一带一路要做什么。前面说，中国学术界赋予一带一路的任务特别多。这些任务，或者这些目标合理吗？从中国自身的角度来看，合理。中国推进一带一路，不是在国际社会搞“学雷锋”运动。现在有一种对外宣传走向另一个极端，觉得中国人在推进一带一路的过程中没有自己的利益诉求。这又让外国人难以理解，你什么都不要，你没有利益诉求，这个东西人家也不相信。如果我们把自己的利益诉求都赋予一带一路，国际社会也不接受。反过来，国际社会对一带一路的诉求跟我们的诉求肯定不完全一致。所以，谈论一带一路定位和目标的时候，我们要坚持一个基本原则，就是把国际社会对一带一路的诉求跟中国对一带一路的诉求的交集部分拿出来，满足这个条件，才应该成为一带一路的战略目标。否则的话，要么中国人不接受，要么国际社会不接受。这样也符合我们所谈的，就是一带一路不是中国一家的独奏曲，而是国际社会的协奏曲。

我们认为，一带一路的定位是：1，新时期我国周边战略的重要依托。2，经济外交的新平台。3，新一轮全方位对外开放的重大举措。4，推动全球贸易自由化的新途径。这四个方

标。一带一路是我们周边战略的一个依托。因为一带一路最初提出的时候，就是针对周边而言的。为什么要谈周边呢？因为在过去 20 多年的发展过程中，中国已成为绝大部分周边国家最大的贸易伙伴，最大的出口市场，甚至是最大的贸易顺差来源。但是另一方面，我们必须承认，周边国家对中国经济的依存度越高，他们越担心经济上的依赖会带来政治上的依附，蒙古、越南，包括东南亚的小国，都有这样的担心。我们长期以来的基本理念是觉得只要经济联系紧密了，那么政治上就自然会向我们靠拢，实践证明这个不成立。我们对香港，我们对台湾，我们国内的经济让渡很多，经济联系已经够紧密了，但是台独、港独倾向依然存在，证明这个不成立。在周边，我们实际上也面临着这样的问题。所以在一带一路概念提出的 2013 年 11 月份，中央召开了“周边外交工作座谈会”，这是建国以来第一次。在这次会议上，习主席第一次提出了“亲诚惠容”这个理念。等于在原来的“与邻为善以邻为伴”这些理念之上，对过去中国周边外交理念的升级。但是如何把“亲诚惠容”落到实处？它必须有一个依托。所以，“亲诚惠容”概念的提出，和这个一带一路，几乎是前后脚同时提出的，在时间上并不是偶然。所以，在实践中，我们也看到，六大经济走廊，五个都是对着中国的周边，只有一个是新亚欧大陆桥是大通道经济走廊，其他都是对亚洲周边国家的。

第二，就是经济外交。长期以来，我们在国际关系里有一个基本理念，就是外交为经济服务。所以做外交的同志经常说，我们驻世界各地的领事馆是中国在国际社会的招商引资办事处。2014 年习主席在中央经济工作会议上，第

一次提出“经济外交”，相对于原来的“外交为经济服务”，这显然是一个重大变化。因为经济外交意味着，外交可以为经济服务，反过来经济也可以为外交服务，最终取决于中国对外整个发展的大战略。把经济外交真正落到实处，说起来容易，做起来很难。它必须要有一个平台，一带一路是经济外交的一个平台。因为经济外交是大国的一个普遍做法。所以中国推进经济外交，国际社会是能接受的。

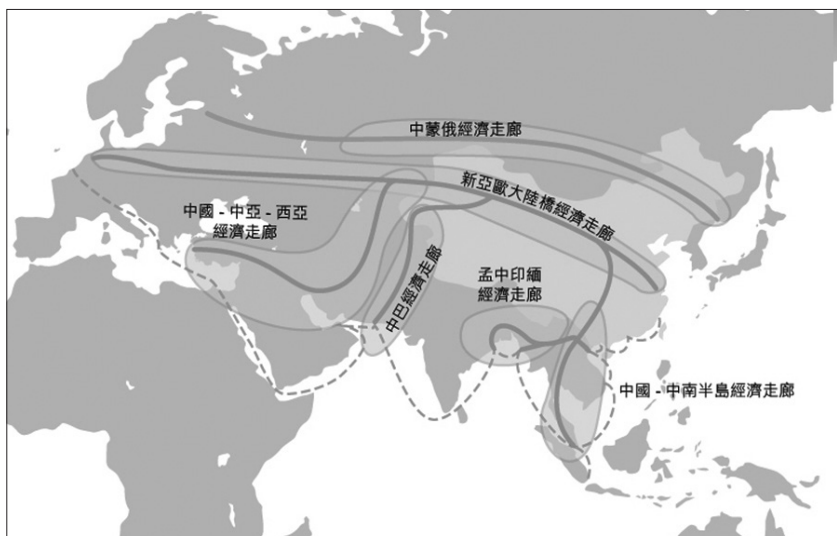


图 2：横跨亚欧非的六大经济走廊

第三，是对外开放的重大举措。改革开放近 40 年来，我们对外开放大致可以分成三个阶段。1992 年以前，可以说是全方位的也是无序的开放。1992 年南巡讲话以后，中国对外开放的目标很明确，就是加入 WTO，我们的开放目标是按照 WTO 规则来调整的。2001 年，中国正式加入 WTO，但是有一个 10 年的过渡期。2011 年的时候，中国加入 WTO 这项工作做完了。2012 年，开 18 大以前，中国经

济学界都在讨论，新一轮对外开放的方向在哪里？在 18 大报告里提到这个问题，但是没有明确。可是中国辛辛苦苦 20 年加入 WTO，完成 WTO 以后，最后发现多边贸易体制被主要大国逐渐放弃。美国、日本都不再以多边贸易体制为核心来推进经济，反而开始转向 TPP，现在又开始从区域主义转向单边主义。所以中国新一轮的对外开放，可以说，一带一路是一个重大举措。回顾过去 30 多年的对外开放进程，我们看到其中一个很重要的特征，过去 30 多年对外开放的重点是东南沿海，广大的中西部内陆地区对外开放严重滞后。这一点恰恰是中国区域发展不平衡最重要的原因。很多经济学论文都已经证明，区域发展不平衡的第一因素就是省际间就是开放的不平衡。广大内陆地区的开放滞后，导致经济发展滞后，现在已经不仅是一个区域不平衡的问题，已经影响到国家的稳定和安全。所以新一轮的对外开放，是以一带一路为契机的开放，是在原有基础上的一个新发展。所以我们的一带一路的开放是全方位的。

第四，作为一个大国提出的战略，它必须具有公共产品的特性。TPP 最初有 12 个成员，但是美国人说，我不是局限在 12 个里面，我下一步会逐渐扩展到 APEC 的 21 个成员，最后可能扩展到亚洲、欧洲，北美，乃至扩展到全世界，也就是滚雪球，成为一个多边合作机制。因为在经济学里有一个常识，只有多边合作机制能够提高全球的福利水平。所以大国提出的战略，尤其是区域合作战略，你必须能够证明这个东西是能够最终走向多边合作机制的。到现在，我们中国在这方面做的工作很少。但经济学家有一个说法，一个区域合作跟多边主义的关系取决于它的开放性，如果你是开放的，你最终可以逐渐成为多边主义的跳板。反过来，

如果你是一个封闭的组织，那么你就变成一个小集团，就变成多边主义的绊脚石。一带一路的开放性是非常明显的，一上来就搞了 60 多个国家。所以我们说，一带一路的国际合法性或者作为国际公共产品，在理论上至少是成立的。但是让国际社会接受并不容易。

最后一个问题，就是一带一路怎么做？怎么做，实际上没有结论。因为一带一路是前所未有的一个机制，从历史上，从其他地区和国家的国家，找不到类似东西可以复制。因此，很多问题可能还需要我们在实践中不断摸索。我们有一个基本理念叫共商共建，建设过程中我们商量着办。但是在理论上，有一些东西还是必须要解决的。在这里我们简单列举几对关系。

第一，政府与企业的关系，这是一带一路愿景与行动里专门提出来的。因为一带一路离开政府主导，就基本上无从谈起。如果没有政府主导，那就和一带一路之前的经济合作没什么区别了，一带一路就没有存在的价值了。政府在一带一路中，应该起什么样的作用？我认为，至少有四个方面，第一，宣传外交理念，让国际社会从内心接受一带一路。第二是构建合作机制，因为一带一路的一个突出特征是多元化合作机制，在不同的国家和地区究竟采纳或推行什么样的合作机制，这只有政府能做，企业做不了的。第三，就是构建政府间的融资机构。一带一路包括很多利益的让渡，所以单纯依靠市场化的融资机构显然是不够的。在这里面争议比较大的，就是亚投行的定位。亚投行最初的时候，的确有服务于一带一路的考虑。但是后来英国加入，又进来一大批发达国家，弄的我们自己也措手不及，所以一下子把一带一路的定位又改了，因为股权结构发生变化了，治理结构也要有相

应的调整。所以我们官方逐渐强调，亚投行是独立的国际金融机构，它不是隶属于中国政府的服务一带一路的融资机构。从实践中我们也看到，在过去二三年里，亚投行对一带一路项目提供的资助和其他金融机构相比没有差异。它作出这种决策，更多从它自己的商业利益考虑，并没有听从于中国政府的这种安排。

实际上下一步就面临着，除去私募基金，中国可能还得跟沿途国家构建新的融资机构的问题。因为涉及到金融的问题，就比较复杂。比如丝路基金，原来我们指望它能够提供一带一路的基础设施，最后发现人民银行给它一个定位，按商业金融机构来考核。按照这个考核，这个定位，就没有办法推行了。那天开会讨论这个问题，因为它是商业金融机构，它的融资成本（发债）大致是2%左右，还应该加上两个点的利润率，再加上手续、运行费用，一下子五个点，5%的贷款利率做基础设施根本行不通。所以现在讨论，各式各样的方案，包括发特种国债，都在提出来。

政府这里可能最难做的，也是最需要做的，就是如何来引导企业服务于国家战略目标。因为一带一路如果没有企业的参与，或者不以市场为基础，它最终将以失败而告终。但是反过来，企业没有义务来服务国家的战略目标，且不说民营企业、外资企业，就说国有企业，中石油，中石化，也很难让它牺牲企业利润目标来服务于国家战略，除非财政给它补贴。所以既要让企业赚钱，又要让它服务于国家的战略目标，这不是一件容易的事。这套机制，我们现在并没有建立起来。

第二，就是中央政府与地方政府的的关系。这对关系说起来比较敏感，一方面一带一路必须依靠地方政府的参与和支

持，尤其是沿海沿边省份的支持。但是在实践中，我们看到，地方政府对一带一路的认知和要求和中央政府的目标是不一致的，他们希望通过一带一路获取更多的投资项目和优惠政策，这无可非议，因为这是它的定位决定的。但是现实中，还有很多地方政府在提出新的要求。大家知道，新中国建立以来，地方政府与中央政府博弈的重点就是财税。随着开放程度的提高，很多地方政府意识到，外交自主权越大，越有助于促进地方经济的发展，尤其是沿边省份。比如山东提出来，中日韩自贸区一直无法取得实质性进展，能不能在胶东半岛建一个中日韩自贸区的先行实验区？在此之前，广东也曾经提出过粤港澳自贸区，甚至很多省份（包括西藏）都提出跟南亚国家建自贸区。但是自贸区和自贸实验区很显然不一样。自贸区至少是独立关税区之间的国际协议。如果一个省跟国外建一个自贸区，那么意味着什么呢？意味着这个省就是一个独立关税区了。比如广东要建粤港澳自贸区，广东和湖南就得设海关，和广西、福建都得设海关。所以这就不再是一个经济问题，而是一个国家的安全问题。如果批准这些省份来做的话，那么哪天新疆要跟土耳其建自贸区，宁夏要和阿拉伯建自贸区，或者是吉林延边州哪天要和韩国建自贸区，批不批？外交一方面需要决策权下放，但是另一方面，外交最基本的东西必须停留在中央政府层面。所以这对关系很重要。

第三，就是经济目标与非经济目标的关系。现在官方、学界、媒体，都忌讳提一带一路有非经济目标，这个东西是躲不过去的。比如说，我们“五通”的最后一通是什么？人心相通。人心相通很显然不是经济目标。所以我们不用忌讳，也不能忌讳一带一路有非经济目标。在实践中，虽然它

的基础可能是经济合作，但即使是一个纯经济合作，也必然会波及到非经济领域。现在军队也提出来，甚至在网上很著名的将军提出来，一带一路使人民解放军走出去，他们的主管部门很生气。但现实中的确需要这样子，比如说，中巴经济走廊。习主席访问巴基斯坦的时候，当时巴基斯坦就承诺建一支专门的部队保护中巴经济走廊。前不久，巴基斯坦政府又建立一支专门的部队保护瓜达尔港。既然中巴经济走廊是两国之间合作的事，那么巴基斯坦出军队保护了，我们军队自然出现合作。海上丝绸之路的反海盗问题，解决海上争端问题，都需要军事，需要非经济力量的合作。所以我们说，经济目标与非经济目标是客观存在的，问题在于如何协调。在经济外交里，一个难题就是把经济目标和非经济目标协调起来。可以说我们建国以来，在这方面基本上都是失败的教训，没有成功的经验。因为在改革开放以前，我们以意识形态为主导，对古巴的援助，对阿尔巴尼亚的援助，对朝鲜的援助，对越南的援助，最终绝大部分成为对手或敌人。改革开放以后呢，我们走向另一个极端，就是一切以经济为导向。那么现在就要兼顾两者，这个东西我们又没有，我们只能摸着石头过河，边干边学吧。

第四和第三是相关的，就是利益分享。这是义利观的核心问题。2014年习主席访问蒙古时提出来，欢迎周边国家搭上中国经济的快车，搭上中国经济的便车，这是最早的表述。如果周边国家都来搭便车的时候，我们能不能拉得动这个车？口号可以这么喊，但是操作起来就是问题。第二个层面，后来提出来，要“多予少取，只予不取”。什么国家和什么领域应该多予少取，什么国家按照平等的市场原则交换？“只予不取”就是对外援助了。第三个层面，就是强

调以义为先，义利并举，不注重短期目标，注重长期目标，我们把它称之为跨期收益。觉得从经济学角度更好操作的就是，微观层面企业要赚钱，宏观层面获得好名声、好口碑，这是经济学里的一个正外部性问题。如果我们把它简化，或者落到经济学的正外部性上开展义利观的研究，可能至少找到一个切入点。但是里面面临的问题有很多。我们不可能对所有国家采取统一的利益让渡。这里面就涉及到政治、安全的综合考虑。所以如何把义利观落到实处，还有一系列的机制化的安排。

第五，就是现有比较优势和创造新优势的关系。既然是一个经济合作，它的基础必然以优势互补为原则，企业自然会利用开发这种优势、这种互补关系。但是在现实中呢，有些国家根本就没有跟中国的优势互补。一个典型例子就是巴基斯坦，中巴在一带一路之前就有双边的自贸区安排，但是中巴的贸易投资一直上不去。因为巴基斯坦没有什么东西可向中国出口的，没有办法出口，也没有办法进口。原因是什么？因为巴基斯坦经济太落后。这就像我们西部大开发的时候，到贵州一个山区，你告诉他，你去参与国际市场吧，它根本做不到，缺乏国际竞争比较优势，实际上就是经济不发展造成的。因此对于这些国家，我们可能就得基于综合考虑，就得替他们创造新的优势，这又是一个难题。因此创造新优势的过程，我们一个最典型的做法就是“要致富，先修路”，把中国开发落后地区的做法挪到国际领域。这里面涉及到的问题也很多，在这里就不说了。

第六就是对外开放与国家安全的关系。一带一路毫无疑问是前所未有的、全方位的、对内跨越整个中国、对外跨越大半个世界的对外开放战略，中国的收益也将是前所未有

的。但是同时我们必须意识到，一带一路将给中国带来的风险也是非常巨大的。比如说，经济层面的风险、安全层面的风险。大家谈论最多的，就是新疆在我们的“一带一路愿景与行动”里，定位为丝绸之路经济带的核心区域。但是到你到新疆以后发现，各级政府官员关心的第一位的事是稳定。因为对新疆干部的考核，经济发展是第二位的。几大经济走廊都是从新疆出去，像中巴经济走廊，中国与中亚的经济走廊。面临一个问题，全面开放以后，三股势力怎么办？因为丝绸之路经济带要跨越好几个斯坦国，那是全球恐怖主义最集中的地区，阿富汗，巴基斯坦东北部都是这样。再说，孟中印缅经济走廊，以云南为核心，面对缅甸和孟加拉国，但是那个地方也是全球毒品的集散地，开放以后，尤其是人员往来放开以后，安全和毒品问题怎么办？另外，现在大家谈论风险的时候，更多的是谈论企业层面，如果赚不到钱，或者一带一路不可持续的风险。但是另一个容易被忽略的风险，就是我们企业出去了，多数赚到钱了，但最终仍然跟以前一样，没有树立好名声、好口碑，也是一个巨大的风险。所以在这个意义上，只有把宏观和微观两个层面的目标都实现了，一带一路才能说取得了成功。

时间限制，我就讲到这里，谢谢各位。

乔依德：首先感谢李院长给我们做了一个精彩的演讲。坦率地说，一带一路这个话题说容易也容易，报纸上天天在讲；说难也很难，有时候有一种感觉，说不清楚，说不透。这次李院长给我们的演讲，第一，我觉得他非常坦率，把很多问题放到桌面上。第二，他也讲了自己的观点。第三，他条理很清楚，我听了以后，受到很多启发，对一带一路的理解更深入了。下面我们还有一些时间，像往常一样，大家

有什么问题或者有评论也可以提出来。

李向阳：共同商量，很多问题我回答不了。

嘉宾一：我是来自企业的。想请教一下李院长，你刚才提到既要注重经济利益，又要注重非经济利益，这跟恩威并重、胡萝卜加大棒的朝贡体系，在本质上跟历朝历代有什么区别？因为听下来没什么区别，既要考虑政治，又要考虑经济。你刚才讲的这三点，不像是殖民主义，像是朝贡体制吧。

李向阳：历朝历代中国朝贡体系的目标不是经济，是为了让其他国家顺从。所以古代，属国过来的时候送个土特产，皇帝可能用加倍的礼品送还它。同时，也替它摆平国内这种事，像当时朝鲜王国国内出事，中国也替它摆平这种事。那么现在呢，一带一路首先是一个经济合作，就是经济上必须可持续，这跟朝贡体系是不一样的。

嘉宾一：历朝历代开过榷场（中国辽、宋、西夏、金政权各在接界地点设置的互市市场），其实就是经济贸易。它作为一种政策指示，你听我的，我就开榷场；不听我的，就不开。这一点其实就有胡萝卜加大棒的意思。

李向阳：从这一点看上去很像。但是古代的历朝历代，大中华皇帝有一个共同的理念：我们是世界的中心，我们不需要与其他国家互通有无。这个理念决定了它和属国的合作，不是建立在经济合作之上的。皇帝是“恩威并重”，用经济上的让渡，获得政治上的好处，获得政治上的顺从。但是我们不一样，我们首先是对外开放，我们希望通过这种方式实现中国的对外开放。

余翔：李老师你好，我有两条评论。我去年11月份在德国柏林参加德国物流协会的年会。我们在一个分会场讨

论，分会场里有来自各国的人，有一位来自哈萨克斯坦的先生站起来说，现在哈萨克斯坦严重缺乏公路铁路，中国正在努力帮助我们建设道路。如果在座的其他各国家，包括德国、英国、法国等等，如果你们不出钱的话，将来这个公路铁路会属于中国。我们需要路，只有中国人出钱，我们就会接受中国人的钱。将来中亚这些基础设施，真的会属于中国。在场没有任何一个其他国家的人敢站起来说，我们也愿意出钱。所以现在可能就存在一种情况，的确有一个真空，中国在填这个真空。这是我的第一个感觉，我的亲身体验。第二，你讲到中国现在做的事情，像是朝贡也好，或者有点殖民的意思也好，从某些侧面来讲，好像的确有这个相似性。但是更多的侧面，我觉得一点也不像殖民。英国人到印度去殖民，用了非常少的人把印度全国统治起来，这方面中国没有这种打算。中国又能够去产能，又能对外投资，又能把它们的经济拉动起来，同时在地缘政治上肯定有非常大的好处。这方面来讲，我觉得和殖民非常不一样。

左言升：李院长你好，我姓左，来自于私营企业，有一带一路的项目。我们在土耳其，在马尼拉，在印度，都有项目。但是我们发现，好的项目实际上我们很难拿到。比如说，现在的菲律宾，南方归中国，北方归日本。印度的铁路也是归日本。我们后来发现，基本上是基于金融的原因。中国的融资成本非常高，我不知道从你的角度来讲，有没有办法从上层建筑降低中国企业的融资成本。这是一带一路的核心，因为一带一路就是钱，如果钱太贵，好的项目我们拿不到，只能做一些烂的项目，将来的偿还能力还成问题，会形成一个恶性的循环，谢谢。

李向阳：这是一个难题。当然站在企业的角度来说，融

资成本是零最好，甚至是负的最好。但是让国家进行补贴，是有限度的。现在有人在讨论一种方案，就是发特种债券，前提是政府担保，实际上这也是在降低海外企业的融资成本。但是这涉及到很多技术上的问题。比如说，某个企业打着一带一路的旗号，申请优惠利率的资金，但是它干别的事了，这个怎么办？我觉得即使以后有开发性的低利率资金，政府也主要是用于有政策导向、有战略导向的项目上。只要进一带一路，都给优惠，这做不到，那样的话我们就靠财政补贴了。你说在东南亚融资成本高，主要可能是日本，因为日本有专门的银行，已经运行很多年了。现在中日之间在东南亚很多地区恶性竞争，包括雅万高铁。雅万高铁是中国在一带一路国家的第一个项目，最终之所以我们能够竞争中打败日本，是因为承诺不需印尼政府做政府担保。对于一个20年以上投资回收期的项目，没有政府担保，且不说政府的变动，就是总统的换届，政坛的轮换，风险就非常大。假定所有条件都满足，正常预计20年才能回收，运输本身赚不了钱，还得把各个车站的广告什么的综合开发都用上。中日之间的竞争，使得我们在东南亚国家面临着你说的问题。在泰国，中泰铁路最后暂时搁置起来了。泰国说你们提供的利率太高，要求提供能够体现中泰友好的优惠利率。中日两个大国之间的竞争，为这种小国向我们索取高价提供了条件。所以有两方面的原因，一个是中日之间的恶性竞争，再一个，的确像你说的，就是政府支持一带一路的融资机制还没有建立起来。

左言升：我就觉得奇怪，中信保这种信用保底的机构，为什么不放开竞争呢？因为很多项目中信保不点头，就没有人敢做。没有主权担保，要么拿资产担保，就形成恶性循

环。我觉得，你们因为和上面交流比较多，这个保险不是一个挣钱的事，为什么不开放呢？平安的老总几次开两会的时候，都写信要求开放中长期信用保险业务，但是不开放。我百思不得其解。现在我们和工行合作，工行已经说了，没有中信保，不玩。我们民营企业融资成本非常高，你们作为国家智囊机构能不能建议一下，有些东西可以开放一点，特别是保险。如果能开放市场，利率可以下降，很多项目就能做了。现在导致我们和日本无法竞争。我记得当时我们在印度投的项目，印度政府说要1%的利率，当然日本非常狡猾，企业非常团结，抱成一团，把造价弄高一点，再加上后期的东西，从它们国家借贷的角度来讲是1%。所以我们觉得，如果中国能放开竞争，放开市场，非常有利于一带一路。开放信用保险，可能是比较好的方法。

李向阳：首先保险我不太懂。但是我觉得，因为中信保是再保险机构，国家控制的一个初衷就是金融安全。因为再保险是整个金融链条的最后一环，从国际金融危机看到，美国最后就是再保险那一块出问题，越到最后再保险的风险越大。现在可能有一个变化，从国外媒体上看到，习特会谈提到百日计划，有可能美国提出的一个方案就是要中国开放保险市场，其中最具体的就是要改变中国限制外资在中资保险公司的持股比例，现在不知道能不能承诺。因为涉及到金融安全的时候，就不是一个简单的赚不赚钱的问题了，它涉及到国家整个的经济安全。

李峰：我说几句。刚才这位先生提到中信保，中信保是以国家为背景的政策性保险公司，它是服务于国家战略的，为国家出口战略服务的，不是以赚钱为目标的。你刚才说的这个问题，本身就是自相矛盾的，因为它不以赚钱为目的。

王岐山当副总理的时候也说过，你这个不是考虑赚钱，只是从这个口袋掏到那个口袋，主要是为国家走出去的战略服务的。这样一个类型保险公司是得到国家政策支持，一旦放开，商业保险公司没有愿意去做的。我也知道，平安，包括人保，都提出来，放开，我们去做。因为市场化的公司抢的一块，是出口到好的国家、好的地区，出口信用保险赚钱的它愿意做。商业保险公司可以选择，风险高的地区它可以不做，对不对？但是政策性保险公司就不一样了，好的地方你得做，坏的地方你也得做，最后要为国家信用背书，要为国家走出去战略服务。所以这是完全不一样的。你刚才那个观点，我觉得可以进一步商榷。还有呢，刚才李院长提到的再保险这一块，的确很重要。中国出口信用是一个政策性保险公司，我们现在也在进一步商讨再保险，因为它是保险的保险，在服务于国家社会战略方面，怎么为国家走出去服务，为一带一路服务，也在做这方面的工作。上海建设国际再保险中心，我们也正在搭建这个平台。这跟国家进一步在金融领域、保险领域开放，是密切相关的。下一步，我们上海建立再保险国际平台以后，会吸引国内的保险公司、再保险公司，包括国际上的大公司，都一起参与。我们也可以吸取这方面的一些经验。刚才李院长讲到的，关于特朗普要求的外资开放，这个原来有一个背景。加入 WTO 的时候，我们要参与全球化，但是国外对我们的要价，金融、人员方面的开放，保险是冲在最前面。其中有一个限制性的条款，就是寿险，外资不能超过 50%，因为它是涉及到国际民生的。但是这一块，现在其实没有很大的意义了，现在做得好的还是国内保险公司。谢谢。

赵广彬：我们作为企业也在关注一带一路。我想请教你

一个问题，一带一路国家领导人峰会很快要召开了，从你的角度，在峰会上我们可能会出来什么样的政策？特别是对于带动经济贸易方面的合作，金融上面的合作，你能否具体帮我们展望一下？这样的峰会，以后会一直举办还是怎么样？会把一带一路推向什么样的高度？谢谢。

李向阳：这是一个很难的问题，因为我不知道他们具体的决策。第一，它肯定不会是一锤子买卖，肯定会一直办下去。但究竟是一年一次，或者三年一次，现在没说。至于你刚才说的，这次峰会，中国在一带一路上能做出什么重大的政策调整，我个人不是抱太大希望。因为它是一个仪式性的。一带一路已经第四个年头了，这种情况下，需要大家坐在一起总结一下前面所做的工作，会有一些原则性的承诺。对于金融怎么办，一带一路的贸易或投资有什么特殊政策，我觉得不是这个峰会应该讨论的内容。因为在政府首脑层面上，通常不讨论这些问题，更多的是找共识，宣传一带一路的思路，从而为下一阶段逐渐规范化或深入，创造一个条件。我只能谈这点看法。

乔依德：我们今天的演讲就到此结束。请大家再次以热烈的掌声，对李院长的演讲表示感谢。也感谢各位参加我们的沙龙。

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）

防范系统性金融风险

系列座谈会 2017 年第 3 期

2017 年 5 月 31 日

乔依德（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：我们今天小型研讨会，题目是“如何防止系统性金融风险”。我想首先请上海发展研究基金会副会长、原国盛集团董事长张立平先生给我们简单致辞。

张立平（上海发展研究基金会副会长、原国盛集团董事长）：我首先代表上海发展研究基金会对各位专家参加我们的研讨会表示欢迎！

题目确实是大家现在非常关注的问题，总书记还发表了重要讲话。今年我碰到好几个国外回来的，他们觉得宏观经济去年勉勉强强，今年的情况是朝稳的方向走。但是大家在这种情况下，最担心的就是金融出问题，这几年“小炮”每年都在放。总书记提出的问题是，防止出现系统性金融风险。从这个角度讲，我们非常关注这个题目，召开小型研讨会，希望大家关门做研讨，敞开思想做研讨，能够为领导、决策者提供咨询意见。

关于系统性风险问题，大家普遍感觉企业杠杆率太高了，政府现在的杠杆率也非常高，特别是地方政府，有很多“变戏法”。这次有些国际机构对我们的评级有所调整，也引起了各方面的关注，外交部、财政部都提了很多反驳的看法。但是很多专家学者都说，现在金融上的问题、发展上的问题确实应当引起政府和企业的的高度重视。我觉得今天这个题目非常清晰，请的专家也都是比较在社会上做实务操作

的，张伟好像相对比较宏观。大家一起畅所欲言。

我本人非常高兴参加今天的研讨会，我长期在企业工作，五分之三在企业，五分之二在政府。我们赶上了改革发展的时代，我们研究最多的是偏微观、中观的，今天的研究比较偏宏观。今天参会我会受到很多启发，也是我自己学习的好机会。这就算是今天的开场白或致辞。

乔依德：非常感谢张立平副会长，也算是致辞和开场白。下面我们根据原先的议程进行研讨，刚才张副会长也提到了4月25日政治局开会习总书记特别提到防止系统性风险。在座各位来自各行各业，有银行、证券、投资，很遗憾保险的请不到，要上面批准。我们可以从几个角度，从自己所在的行业看风险点在哪里，也可以综合性角度看现在总的风险有哪些，风险是不是可控，应该注意什么，应该采取什么措施，来防止系统性风险。

今天参加会议的有发言嘉宾，也有讨论嘉宾。先请发言嘉宾，下面我们就开始吧。请陆总先发言。

陆粮（浦发银行风险政策部总经理）：今天很高兴有机会参加讨论系统性金融风险这个题目。本来是我们的刘行长要来的，因为我们核心系统上线，今天是上班的第一天，前三天所有人都为新一代系统的上线忙活，连轴转了三天，所以领导盯在岗位上统揽全局。请我代表他来参会，有关会议发言提纲材料我也发他看过了。

防范系统性风险确实是比较大的题目，过去中央文件里也一直讲不发生系统性金融风险，不发生局部性金融风险。这一次中央会议上，金融风险提到了国家安全的高度，更进一步强调了不发生系统性金融风险是当前稳定金融的重要政策。

我们前些日子到清华大学五道口金融研究院，前 IMF 副总裁朱明回来之后找老师和学生研究中国有没有系统性金融风险的问题。周皓老师在美联储工作了 13 年，回到中国来深入研究对中国的系统金融风险如何识别、研判，他的研究更多是基于央行，针对各个角落，也有侧重点。大的结论是中国现在还没有系统性金融风险，相对来讲还是比较稳定的，但是股份制银行发展的速度比较快，有些指标出现一定的偏离度，需要关注这些银行的系统风险。在一季度的分析报告中，说到了四家股份制银行。我们行领导也很重视，我带着两位研究人员专门去北京拜访，研究这件事情。我们怎么看待中国的金融系统性风险呢？有各种各样的模式和方法，但确实来讲国内对这个题目研究不多，无论是理论、模式、方法。我们怎么来评判它呢？

第一，从宏观层面上，我们国家有没有金融性风险？感觉这一段时间中国整体金融体系比较稳定，国内经济数据都企稳回升，宏观形势下的金融风险安全系数比过去有比较大的提高。大家可能也看了，最近一季度的 GDP、工业增加值、投资、零售的数据都偏好。经济状况的好转，大幅度缓解了银行的信用违约风险。银监会披露了一季度的数据，大多数银行的不良贷款率、不良贷款余额都出现了下降，这是多少个季度都没有出现的比较好的迹象。这是从大面上来看。

中国实体经济的增速恢复，企业利润的增长也缓解了商业银行资产质量的压力，这里也有一大块经济数据来支撑这样的观点。现在来看，虽然有利好的消息和宏观数据的支撑，但中国经济“L”型走势依然不能说见底。银行层面上，正在新老转换的过程中，老的还在继续滑行，新的还没

有形成一定的支撑点。因此对银行来讲，仍然面临着资产质量不断下滑的问题。调整客户结构、调整收入结构、调整业务结构都不是一朝一夕说调就能调的。所以我们感觉下半年金融风险可能还要面临挑战，这是大面上讲的。

第二，从微观层面上看银行系统性金融风险的问题。一个是商业银行的资本充足率。到目前为止，国内各家银行按照银监会《商业银行资本管理办法》，都满足了监管要求，资本充足率仍然是比较高的。风险的拨备覆盖率也比较高，国外银行的拨备覆盖率大概是 70%-80%，中国的银监会要求不能低于 150%，浦发银行是 170%。所以风险拨备覆盖率都比较高，抵御不良贷款的能力也在增强。去年到今年一季度从浦发银行来看，营收各项业绩增长比较稳，盈利能力也比较充足，去年我们有 1600 亿的营业收入，增长了九点六。我们的风险拨备计提了 500 亿，去年我们消化、打包不良贷款也达到了 500 多亿。从这方面来讲，银行还是有一定的经济基础和实力来抵御风险的。

商业银行自身也加强了信用风险管理，这有助于改变我们当前的状况。这一轮资产质量下滑已经不是一天两天的事，从浦发银行来讲应该是从 2012 年温州不良贷款大面积爆发时引发出来了。经过这五六年下来，每年在治理、化解大规模风险，加强管理体制建设、人员干部结构调整等，都做了相当大的工作。加强全面风险管理、加强信用风险管理是当前最主要的核心工作之一。从这方面来讲，摸清家底，提足拨备，加大核销，退出高风险，是我们很重要的工作内容。眼下金融监管部门也提出了“三违反”、“三套利”、“四不当”简称叫“334”的检查工作。我们也仔细对照金融监管部门最近出台的 7 个文件来梳理我们的业务。

分为两个方面。第一方面是信用风险下如何回归到做好银行本职工作。大家这几年议论比较多的创新业务、理财业务，这些业务到底有没有风险，杠杆率是不是高了，是不是空转，是不是存在着杠杆套利？我们把一些产品停掉，梳理整改存量业务，避免在严监管的大背景下出现合规性下降的风险。加强风险管理也是有效地抵御资产质量下滑的有效方法。眼下的经济环境比较复杂，中国的地域又大，浦发银行在国内各个省会城市都成立了机构，在境内有 39 家分行，海外也有香港和新加坡分行。银行的机构比较多，各地经济情况也不同。我们眼下所面临的风险管理压力，逐步从原来的温州、杭州、义乌、金华向中西部地区延伸，风险也从一般制造业、批发零售业等产能过剩、技术落后的产业逐步延伸到矿业等领域，在中西部地区这些产业明显多一点。在这种情况下，对银行来讲是春江水暖鸭先知。我们既要看到宏观经济好转的局面，但仍然深深感到风控压力并未减轻，未来仍需继续埋头苦干，扎扎实实做好工作。

第二方面是宏观上的监管政策不断出台。在各家银行里，房地产业务基本上都是赚钱的业务，经风险调整后收益也是比较高的。但是国内不断出台一些治理政策，比方说最近这一段的限贷限购政策，土地供应与消费增长挂钩的政策等，房地产按揭贷款、房地产开发贷款大多数停掉或少做不做。现在没有大规模不良贷款的暴露，浦发银行的房地产行业的不良率也比较低，远远低于平均水平，其他各家银行也大多是这样。但因为这样的强监管政策下，我估计在半年到一年后，很多房地产企业会扛不住，现金流会断掉，当初高价买的土地，建成以后不能有相应的销售，资金链会断掉。大家也经常是在讲一个观点，就是房地产绑架了中国经济，绑

架了中国金融，在我们看到的材料里，关联度达到很高的程度。其实国外也是这样，不论是在上世纪 50 年代的美国以及 70 年代的日本经济起飞阶段，房地产、钢铁、汽车都是三大支柱产业，中国也没有例外。所以有些政策的持续出台，可能会使风控的压力加大。

除了信用风险以外，利率市场化不断加速推进，对银行经营很重要的流动性风险的压力也在加大。社会直接融资的规模在扩大，以及新的融资主体等新模式也使整个社会的流动性风险加大。因此银行在这段时间里，加强资金存款的拉动，减少资金的错配，强化流动性管理，成为了很重要的工作。我们现在非常担心的是，接二连三出台大政策以及“黑天鹅”事件出来以后，对银行的正常流动性产生冲击。这种情况会使商业银行吸收资金的成本增加，资金链更紧。今年到现在为止，整个融资成本在大幅度上升。往年我们用低成本资金置换原来的高成本资金来增加收益，在今年的市场条件下，不再有这样的运作空间了。所以银行流动性风险的压力是比较大的。

第三方面，比较粗放的管理模式很难在短时间内有比较大的改观。过去十几年下来，银行的发展仍然偏重于外延式的扩张，规模、速度仍然在考核评价里占了很大的比例。要把这样模式逐步调整为以资本占用、资本消耗、风险调整后收益的价值来评价，改变风险控制的培训、教育、监控体系以及考核体系的工作量，都是非常大的。同时还有一部分是操作风险。大家可能也看到一些媒体经常报道的银行“飞单”事件，都反映出我们在内控体系上有薄弱环节，会出现一些违规销售的事情，防止私售、飞单、违规放款等都对银行的操作风险提出了很高的要求。

第四方面，新兴的网贷发行模式，像小贷、小微、网贷等及第三方支付迅速取代了一部分银行的传统业务。现在余额宝的余额已经多达 1.2 万亿，人民银行都要把它纳入到“系统性重要银行”来管理，这对银行的冲击力是非常大的。

淘宝也好、京东也好，在这类业务里形成巨大的资金链和资金沉淀。我们现在经常会买它的理财产品，像京东白条，一个白条会有一定比例的应收账款免费给你，你现在就可以买商品，买完以后分期付款。为了改变资产流动性，把应收账款作为资产证券化拿出来卖，它的违约率一般是 3% 左右，但价格可以卖到 7%。如果没有其他因素，7% 覆盖 3% 的违约，4% 的收益还是比较高的。

类似这些新金融、新业态，对银行原有的传统零售市场的取代就非常明显。银行的信用卡现在仍然还有一定的地位和市场，但我很难想象未来一二年以后会不会边缘化。前两年我们到台湾访问的时候，台湾金融界朋友跟我们讲，台湾的信用卡成了鸡肋。很多东西已经把它取代了，指望通过信用卡大量赚钱基本没有用，但是银行也不能没有这张卡，所以变成了欲罢不能的状况。我想随着国内新经济的发展，信用卡被取代也是早晚的事。在这个层面上，银行也面临着外部支付技术上的竞争。

接着讲防范金融形风险的意见和建议。主要从几方面来考虑。金融的体系是极其庞杂的，又关系到国计民生，所以要特别关注，这是必然的。一行三会金融监管部门的政策要有协同，不要各唱各的调。

比如现在一方面是“紧货币”，一方面是“强监管”，这样重复出台的话，银行金融机构受不了。人民银行“紧货币”的时候，这边的监管是不是能配合人民银行的货币政

策，在监管下有所调整？不能大家一二三，齐步走，产生的共振太厉害了，反而容易爆发系统性风险。银监会连续出台七项通知以后，新华社却发了一个声音，“资本市场不能因处置风险而发生新风险”，意义也就在这里。应该有相当的协同来应对，避免一紧大家就紧死，一松大家就全松，我们也应该有弹钢琴的一样来保持节奏。

其次，从微观层面讲银行必须加强管控，但眼下银行监管的技术、模式、理念赶不上新经济的发展。过去我们会按照每一个业务品种实施不同的风险管理，信用卡就信用卡风险管理，信用风险就信用风险，流动性风险就流动性风险，也确实在做压力测试，这些压力下强、中、弱也都做出来，也都是安全的。但我们缺的是如果几个要素同时爆发的时候的风险评价和处置方法。

第一，能不能扛住。假如外汇上涨、人民币利率变化、资金面变化等几大因素同时变化，包括我们房地产，几大复合因素一同发展的时候，压力测试做不出来，系统也模拟不出来。

第二，缺乏一个强有力的部门来牵头管理共性风险和防范举措，都是单一的，信用风险由信贷管理部门管，流动性风险由资产负债部管理，外汇交易由金融市场部管理，没有一个综合的部门来管。共同的、多元的风险同时爆发的时候，这样的模式也可能会出问题。

第三，虽然银行眼下最花钱的除了核销不良贷款就是信息系统建设，但跟外部的系统建设比是小巫见大巫。防范系统性风险不能仅仅盯着宏观环境有哪些变化，会不会引发风险，要迅速在内部形成一套体系，必须自己有强有力的系统性风险管理的监测系统，避免在外部情况对银行产生比较大

的冲击。这个工作现在必须在系统建设里形成研究的方法论，形成技术手段；打铁还得自身硬。外部的条件始终在变化，如果没有自身强有力的内控管理体系和监测系统，我们很难抵御外部的“黑天鹅”事件所引发的系统性风险。

第四，要高度重视局部信用风险而引发出大面积的信用风险。这几年我们在浙江地区非常明显地感觉到，2012年温州爆发大规模企业家跑路、担保链断链等，当时所有温州区域的金融机构都大面积地亏损，十几年下来赚的钱都归零了。温州以后，马上变成了义乌小商品的链，因此引发了所有的银行各家的浙江省分行全部都是亏损行，无论是浦发还是建设银行还是其他国有或股份制的银行，都是这样。总行要为这样的区域风险买单。江浙地区这一轮金融风险爆发，从局部地区亏损引发出全行性的计提风险预期损失，必须引起高度重视。在江浙发达地区，金融的总量都是非常大的，在各家银行里的占比也是非常高的，浙江省分行一定在各家银行的省分行里居于前十名之内。局部性风险表面上看起来影响面不是特别大，我们能够抵御它，但是全行要为这个买单。如果紧接着是江苏或后面几个地方出问题呢？很容易把局部性的问题爆成大问题，引发出一家银行的系统性风险。这也是我们在这一轮局部性风险里比较要看到的一个问题，必须要引起高度重视。

银行现在也有了“系统性重要银行”了，对这些银行要加重资本充足率管理。但系统性重要银行也不能躺在央行身上。否则就变成了全国性的大问题。对于系统性重要银行来说，外部的监管应该更严密，这里面也有一套预警监测体系和方法论。

我们赞赏五道口金融研究院对国内金融风险、系统性

风险研究的成果。我们也看到，银行自身要迅速行动起来，强化建立银行自己的系统性风险管理体制机制，这是我们在未来一段时间里必须予以高度重视的。从现在这段时间看，如果外部经济持续“L”型往下走，银行内部压力将越来越大。在这种情况下，必须“强身健体”才能改变系统性风险的问题。

我讲的稍微零乱一点，大家有什么想法和疑问在后面讨论中可以展开来。谢谢大家！

乔依德：陆总着重从银行的角度讲了银行所面临的风险，怎么化解。下面大家继续发言好了。

张伟（上海发展研究基金会特约研究员）：这一段时间一直在做不良资产处置的顾问，看到不良资产的规模非常大。不良资产在各个银行出表的这一块，银监会也做了很多规定，最近参加了几次讨论，客户都是想怎么破解银监会现在的规定，怎么更好地把它弄出表而又不被监控。这一块的量非常大，需求也非常强烈。有一个简单的道理：通胀总比爆仓好，救命总比革命强。现在那么多政策叠加上去也可能压出系统性风险。

今天我不想讲这一块，想讲的是另外一件事。刚才陆总也讲到了，房地产目前看上去是非常健康的银行信贷资产，但其实是病态的，当中隐含着很大的风险。这些风险不仅仅来自于限购限贷，而是房价实在高得太离谱了，只要国家在土地供应方面做一点改进和变化，就可能产生严重的后果。这是一个悖论：因为要解决房地产的病态，要让他健康发展，却可能会引发很大的风险。这好比要给一个病人的肿瘤开刀，开刀过程中的风险也是很大的。

在今后的一段时间里，要关注几个事情的发展：

第一，四月初国土资源部出了文件，要建立土地供应的长效机制。这意味着我国每年 800 万亩建设用地的分配机制要开始变化了。原来分配机制是不透明的，哪一个省找的领导大，或者哪个省跑部的能力强就可以拿到比较多的建设用地指标。目前的土地供应是双重垄断，地方垄断土地资源，中央垄断土地指标。在双垄断的情况下每年各地建设用地的分配是一个迷。上海能拿多少，浙江能拿多少，北京能拿多少，分配原则是什么？绝大多数的人不知道。如果建设用地是搞计划分配的话，那么计划也是按需求来的。就像很久以前有口粮定量供应那样，大人小孩不一样，男人女人不一样，强劳力弱劳力不一样。这次在土地指标的分配上有重大的变化，也就是更多地按照需求分配。这里讲的主要是住宅建设的用地指标，主要是两个依据：一个是根据城市的实际人口，人口输出型的城市和输入型的城市会有差别。还有是根据市场和库存来调整。库存高于一年的不分配，库存低于半年的要增加分配。

变化在一个城市已经开始了，北京市政府在四月初按这个变化提出了在未来 5 年当中供应 6000 公顷住宅用地，其中 30% 是公租房。每年 1200 公顷的住宅用地就是 1200 万平方米，如果 2 的容积率就是 2400 万平方米建筑面积。我查了一下北京 2016 年全年的商品房销售是 977 万平方，这样北京确实能做到今年住宅用地的供应是去年销售额的两倍。这是不得了的事，我们一直讲房价会涨，全部是建立在土地供应负增长的前提下。上海去年是 2017 万平方米的销售，如果中央政府改变供地规则，上海也能连续 5 年每年拿到 1200 公顷的住宅建设用地指标，支持高端房价的基础就不存在了，房价就会下来，下到哪里不知道。中国不是没有

土地，是人为造成了没有指标。这是规则的变化，规则变化带来的结果是房地产本身长久的健康平稳地发展，但是一段时间里对银行的房地产信贷会造成很大的压力。

第二，这一段时间很多不良资产冒出来，基本上是实体经济的不良资产，处理和消化掉不良资产是非常困难的事。但大家都发现，最终能解决这些不良资产的还是背后的土地，因为这些企业都有土地。最近很多不良资产卖资产包的时候，只要企业是有工业用地的，资产包很容易被买走，大家都是在赌这一把，未来这个土地能够改变用地性质。其实很多城市都出台了退二进三的城市更新改造政策，不良资产背后的土地既能解决银行的坏帐，降低金融风险，又能切实推进城市的更新改造。活人不可能被尿憋死，银行、资产管理公司、有不良资产的企业、地方政府都在往这方面想，只要大家惦记，总会走出一条路来的。这个增加出来的土地供应，不是国家计划的土地供应，是市场的土地供应量，对房地产会有很大的影响。

第三，去冬今春，上海、北京和全国各地轰轰烈烈展开了一场声势浩大的拆违风暴。拆违拆出来的地，对各地政府都是巨大的诱惑。我们的政府不但擅长拆除一个旧世界，更擅长建设一个新世界。这些地很快会成为城市的新的土地供应量。只要土地供应供应量上来了，就会对现在的房地产格局有很大的冲击。

第四，大家都听说过重庆的地票，一亩住宅建设用地指标大概卖 35 万，现在全国 100 个县在试点，但在穷困山沟里的农民要把自己的三块地卖掉，卖到县城里，因为县城本身的房价不高，所以卖不出什么价格来。当然也有人反对农村的土地流转进入市场。现在中央决定要在 2020 年解决中

国的贫困问题，土地流转可能会成为解决贫困问题的重要力量。有人建议用类似当年的农村土地承包责任制的思路，农村的土地流转从贫困地区开始，但这些贫困县的地票不是在当地的县里流通，而是在全国流通。如果一旦实施，这件事的意义和能量巨大，这些地票不会到别的地方去，只会到上海、北京、深圳这些高地价地区卖个好价钱。如果上海每年有 20000 亩地票冲进来，上海的房价就不是现在这个局面了。只要土地供应有市场因素进去，目前以高房价为抵押的信贷就会受到冲击。

这四个方面是房地产的供应侧正在出现和可能出现的变化。

需求侧还有一条没有明确提出，只是说要增加买房人的信用甄别。以前买房只要单位开一个收入证明就行，以此为依据做按揭贷款，谁都知道是假的。现在银行已经不完全按照单位出的收入证明了，要银行的流水来证明，但现在流水证明 5000 元中介就可以做一份。房产按揭的高杠杆建立在个人买房信用虚假的支点上，在现在的高房价下，经不起一点点风吹草动。如果回到全世界共通的方法上，都是由税务局的税单来证明你过去三年的收入，并以此作为买房按揭的依据，需求侧会有什么变化是可以想像的。

如果有上述这些变化都是正常的，都会使房地产市场在未来更健康。但是在正常化的过程中会对金融行业带来不可小看的风险。

乔依德：刚才张总讲的是，土地分配、供地制度的改革从长远来说是好事，能够使城市的房价平稳，但也会给银行带来风险。房价一下子跌太猛的话，抵押会出现问题。这值得我们进一步深思。

王涵（兴业证券首席宏观分析师）：我是证券公司的，所以我讲讲最近一段时间我们做的材料，给大家分享一下，是金融市场的。

短期内实体的系统性风险是在下降的。我们看了企业层面的负债率、流动性指标，大概 2014 到 2015 年是企业部门负债率的顶部，但过去两年资产负债率下降了，流动比是改善的。这背后非常重要的原因是资产涨了，土地涨了以后资产负债率的分母变大了。另外这两年流动性放出来了以后，很多企业把短债变成了长债。实体风险下降的同时，金融机构和金融体系的风险是明显上升的。这里是三个层面的问题。

第一，金融机构的交叉风险在两年左右的时间里上升非常快。举几个例子，我们在 2013 年时经历过一次“钱荒”，大的逻辑只不过是在银行和信托之间发生了相互的资产负债关系，银行的负债方出了问题，信托那边短期兑不了现，但当时的规模是偏小的。现在的情况是这样的，理财到去年年底已经是 29 万亿了。我们看到的数据是超过 20% 是同业理财。同业理财导致了什么问题呢？原来银行的体系，我放一个亿的贷款，实体多一个亿的负债，金融机构多一个亿的资产，这个过程就结束了。但如果是同业的话，这笔资产在几家金融机构之间倒了手，所以所有的金融机构加起来的资产负债可能是好几个亿。钱从哪里来的呢？就是相互的资产负债导致的。只要在中间任何一个链条出问题，这个风险就大了。

第二，银行对银行的权益现在是 30 万亿，银行对非盈利金融机构的债券是 26 万亿，两年上升了 50%。原来银行归银行、证券归证券，风险是不交叉的。现在的问题是，负

债主要来自于银行，而资产端则是大量投资类的金融机构，里面就有金融负债的问题，其中任何一个点出问题，负债接不上了，资产就出问题了，这个过程当中的金融风险就会交叉。具体到金融资产这一端，现在券商的资管是 17 万亿，里面 70% 是同业。出资的是银行，投向也是银行指定的，但是过了券商的手。基金公司加子公司一共是 17 万亿。基金的子公司超过了 10 万亿，这里面 30% 投向了其他的资管计划。子公司也不是直接去投资，买的是其他金融机构发的理财类产品，这也是很长的链条。我们自己统计了一下，对于股市的影响大概是 1.8 万亿，但是我们刚才说到的 20 几万亿，对接的主要是非标和债券。过去三年的债市是牛市，但现在的问题是，债市一旦出现调整，以后的风险就大了。

第三是保险。除了保监会的人事动荡以外，最近万能险除了平安在市场上只有一二家能卖，几乎都停了。万能险不是一个会持续续保的保险。上海一个民营的保险公司去年的数据是新发 200 亿万能险，赎回是 50 亿，合同上写好的，两年之后客户觉得投资收益不好就赎回了。所以最近前海人寿给保监会写信，说预计有 600 亿的退保。现在的问题是，同样的情况可能在很多家保险公司都有，现在万能险又不能发了，就算是能发，客户可能也不买了，这个东西的续存是个很重要的问题。这里面根本性的问题是什么呢？你的负债是来自于银行和保险，你的资产是在整个债券行业投，这里面有巨大的套利。

今年一行三会的协作比以前强得多，以前的协作是通过办公厅，今年是司局直接相互通信，现在定下来央行牵头，监管结构清晰化了，但问题的解决还是需要时间。

上面说的第一个问题，风险交叉的问题。第二个问题我

想谈谈期限错配问题。

两年之前的钱荒整体风险基本可控，为什么可控呢？因为当时出问题的主要是信托，信托的好处是什么呢？发了两年就不可以被赎回，也就是说其资产、负债两端的期限基本上是匹配的。而这次的问题是在于发行理财产品的是银行，是6个月左右的产品，但资产端可能投了非标以后两三年出不来，一旦出现流动性问题，风险就会暴露出来。这也是为什么二季度央行要调控金融机构的负债端，要增加负债的多元性。

第三个问题是中长期的，现在已经开始在市场反映了，就是风险溢价。今年监管层面对股市有各种各样的规范措施出台，而市场层面上，蓝筹股和小股票之间的价差也开始拉大，蓝筹涨、小股票跌。我想说的是，即使没有大规模的监管政策出台，今年市场可能也会开始反映这一分化。因为当前金融市场的一个重要特征，就是一些以前认为的“好资产”实质上是“坏资产”，它们的风险溢价开始显性化。

举个银行间市场的例子，今年年初以来，同业存单的发行利率大规模上升。但如果我们站在大银行的角度去看，大银行去年的做法是一头发理财拿钱，另一头买金融机构的同业。今年的情况是同业利率上升很多，但理财的收益没有上升很多。怎么理解这个现象呢？我认为，这背后的原因，是去年年底有一些同业理财出了问题，导致今年大银行开始重新审视小金融机构是否真的是“无风险”。这颠覆了传统的金融机构理财肯定无风险的概念，也就反映在小金融机构发的同业产品，需要更高的一个价格作为风险补偿，这是第一个变化。

第二个例子是债券市场的投资，前几年信用债一直比

利率债火。但今年利率债调整到一定程度，基本上稳定了，而信用债（尤其是城投债）还在跌，说明大家开始重新审视城投平台的风险了。对于传统意义上的“无风险资产”（城投债），大家也开始要求一个更高的风险补偿了。

上面两个例子，和今年蓝筹与小股票的分化现象其实背后逻辑是一致的。中国传统意义上来讲，股票市场的小股票是有溢价的，大股票是有折价的，因为市场个人投资者参与度高，这批投资人更偏好小股票。但 2015 年股市见顶之后，零售投资人对股票热情下降，转而大量买理财。实际上就是居民的资产配置，从高风险的资产里撤出，转向看起来更稳定的资产，即风险偏好下降。个人投资者占比下降，机构投资者占比上升，这使得市场“炒作”的比例下降，投资的比例上升。于是蓝筹走强、小股票偏弱的格局，本质上也是在反映这样一个“风险补偿”的问题。

当然，除了市场自身的力量外，这段时间监管政策也加速了这种信用风险定价的显性化过程。不论是财政部提示地方政府发的城投债不一定完全无风险，还是证监会打击市场的违规行为，都是起到了加速这个进程的效果。当然，这里面有个节奏的问题，中长期来看中国的经济可能会在底部运行，资产的收益里有无风险的部分，还有一块儿是风险溢价，原来市场理性程度低，导致风险溢价是被压得很低的，现在如果市场本身的力量和监管的方向都要把这一块风险合理化的话，意味着这一块风险高的资产的定价会跌比较多。

总结一下我的发言，中长期来看，我们现在做的监管政策对经济长期是有好处的。短期内实体经济还可以，因此政府更多地希望把金融的问题解决一下，我觉得这整体上肯定是好事。但是按照刚才的讨论，对于某些个别的金融机构来

讲，其可能真的会面临“生和死”的问题，甚至某些金融行业也会面临全行业的生存性问题。因此，这个节奏的把握还是很重要的。

乔依德：王总主要强调实体的风险这两年在下降，但是金融机构的风险反而在上升，有交叉风险、期限错配等，再加上监管又压低了风险溢价，这个问题值得我们考虑。你讲到同业，最近银监会出台同业禁止放到MPA里，这样对大银行可能影响不是很大，对小银行影响会很大，因为网点比较少，存款拿的比较少。你觉得这对小银行的冲击是不是会很大？

王涵：我觉得挺大的，这两年发展最快的是农商城，这是基本的存款。6月份又到了MPA考核，这一次会有什么样的冲击，银行业的领导会更加清楚。我自己觉得还是会有风险。

陆粮：这一段时间治理空转，套利的力度也很大，所以对解决期限错配、流动性的问题会慢慢地加强。

邵宇（东方证券首席经济学家）：金融风险是前几年金融自由化特别High的后遗症，金融流动性就是水，不管是分业还是综业，总要把资金引导到实体经济里去。中国的金融结构中，银行是大金主，只要把它的流动性导入到任何一个渠道，都会有波澜壮阔的行情。整个源头还要回到十八届三中全会给出的改革蓝图里，改革蓝图是全面的改革的路径，金融业的改革主要是流动性够多，够灵活，够市场化。实体经济发展跟虚拟经济的关系也很简单，一个是水，一个是面，水多了得加面，面多了得加水。面是各种要素，包括劳动力、资产、土地、技术、管理。

刚才张老师提到土地供应没有跟上去，那水出来后往哪

儿淹呢？只能自己造，造来造去形成套利。刚才提到共振，第一是金融反腐，第二是监管风暴，第三是流动性收缩。金融行业提了很多的建议，无非是希望央行能够松一点。我们能够理解监管者的态度和去杠杆的方向不会改变，但建议张弛有度，避免在处置风险过程中又人造出更多的风险。

乔依德：你讲了有许多事情，很多人在不同的场合也都有类似的表达。你说的共振，在其他场合大家也都讲，也都看到有这样的问题。我们国家政治上的考虑还是很重要的。我提一个问题，汇率的问题也是很重要的，最近出台了新的东西，在一篮子货币加上了逆周期因子，你对这个问题怎么看？

邵宇：这就是价格比较不透明了，但大幅度贬值和升值更加难以见到。

乔依德：谁接下来发言？

刘海影（上海发展研究基金会特约研究员）：金融风险为什么今年尤其引人注目，相信在未来一段时间之内还会继续受人注目。最要紧的因素是投资回报率的问题。

我先讲日本的案例，大家对日本金融危机和随后失去的 20 年都有解释，很多人把资产负债表作为方便的展示。大家可以看到，图 1 的红线是日本的企业资金流量表。在 90 年代经济崩溃之前它一直是负数，意味着它是资金的使用方，到了 90 年代之后它变成了资金的提供方。当企业不贷款投资的时候，日本经济的需求自然就降低了，日本的产业升级换代速度也降低了。所以要解释日本 20 年资产价格的下滑，企业行为的改变是非常重要的因素。当然还有一个改变是直接投资从正数变成了负数，80 年代之后日本向国外净投资。其他两者变化不大，蓝线是日本住户，一直是资金

的提供方；日本政府一直是资金的使用方。

➤ ROIC < 低于资金成本，导致企业存钱还债，成为资金供给方

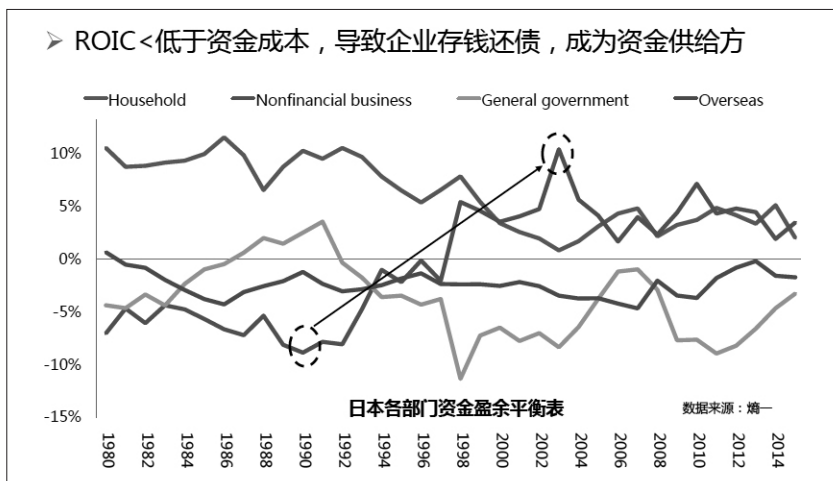


图 1：日本往事：所谓资产负债表衰退

➤ 投资回报率（ROIC）在70年代崩溃，导致日本经济危机与投资萎靡

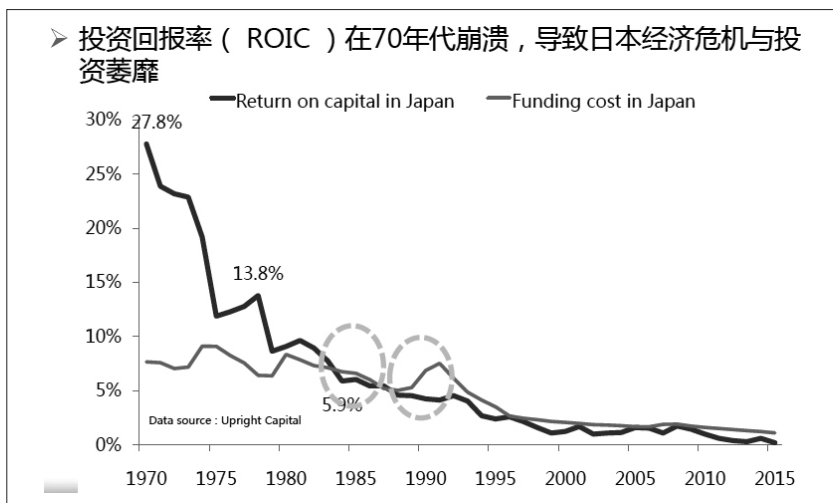


图 2：日本往事：投资回报率的崩溃

要追问的是，这么一个企业行为变化背后的原因是什么

呢？从投资回报率的角度给出的解释是最合适的解释。80年代的时候，日本的投资回报率从两位数变成了一位。有一个小地方可以讲述一下，90年代日本泡沫经济出现崩溃，日本银行开始倒闭的时候，在那个时间投资回报率是继续下跌的，但资本成本是上升的。导致的后果是日本有效汇率出现逆转，持续下滑。

为什么提出这一段呢？因为它可以解释这一段时间中国的情况（图3）。中国的资金成本在上升，尤其是企业所面临的资金成本在上升。大概10年前我们的投资回报率一直稳定在两位数，2015年跌到了4.2%，低于了资金成本。如果按照贷款成本来算的话大概是5点几。



图3：中国的投资回报率与资金成本

投资回报率最重要的因素是资本边际的降低。图5显示的是资金的边际产出从90年代初的4到5倍，多增加的投资拉动了多少新GDP增长。现在已经到了1倍的水平。过去三年我们投资完成的总额是接近170万亿，去年的GDP

是 74 万亿，所以这个比例非常高。

2014-2016年3年固定资产投资完成额169万亿元，超过2010年前50年总和



图 4: 过剩投资压低资本边际产出

2014-2016年3年固定资产投资完成额169万亿元，超过2010年前50年总和

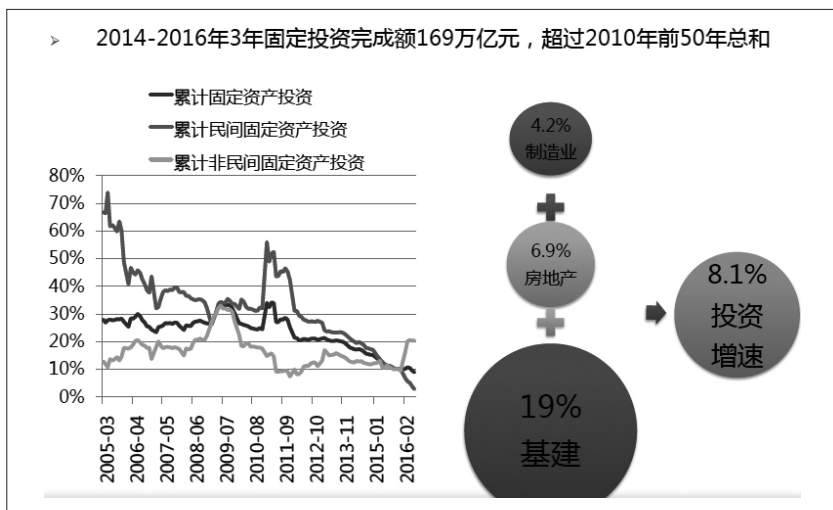


图 5: 固定资产投资

由此导致的后果是在资本边界降低的情况下，民间投资更多受资本回报的驱动。民间投资从非常高的两位数水平，2011年之后持续下滑，现在已经到了个位数。在民间投资大幅降低的情况下，为什么这些年的投资还有这么大规模呢？靠的是两大快，基建是19%，房地产是6.9%，去年整个投资增速是8.1%，还是蛮高的。在8.1%的增速里大多数是靠房地产和基建，制造业是比较低的。

投资回报率降低导致的自然后果是开始出现资金的流出，以前是每年2000-3000亿的正的FDI，去年是负的，大概600多亿。这也导致了中国杠杆率的直线飙升。这里有两个概念需要澄清一下，一个是宏观的层面，衡量债务杠杆率我们用的是债务除GDP；还有一个是微观的层面，企业的资产负债率是债务除以资产。这两者的走势是相反的，如果你做数据推导的话这是可以解释的。微观层面的债务杠杆率等于宏观层面的债务杠杆率乘以资本产出率。这些年微观层面的债务杠杆率的降低是由于资本产出率降低压倒了宏观债务杠杆率上升的结果。所以我们不能只看微观层面的企业债务杠杆率降低，就认为宏观层面的金融风险已经降低了。不是的，这是由于在公司的另外一端资本产出效率降低的速度更快的后果。

如果要谈金融风险的问题，金融风险大致可以分为两个，流动性风险和清偿性风险。流动性风险在银行这一端，主要是短期流动性管理能不能与相应的资产状况匹配的问题。这个问题我认为在央行能够比较及时地放手的情况下，不算是重大的问题。而清偿性风险体现在金融的概念，宏观数据所呈现出来的坏债资产太多，意味着有很多的资本产出率是不足以支撑资产的，这也是为什么我们这些年对金融资

产的关注越来越大。对央行、银监会而言，在不对状况进行约束的时候，“水”的生成率会降的非常低，只能通过选时间窗口让负债率降下来。

去年我做过预言，今年上半年央行的政策会是偏紧，到了下半年很有可能是偏宽松。这个时间窗口一旦过掉，我们在经济基本面呈现的负面信息会越来越多。这段时间我们都看到工业企业的利润率大幅增长，我相信大幅增长只是时间窗口现象，背后的动力很大程度上来源于这一阶段上游行业的 MPI 上行所带来的利润复苏。这是基于供应侧改革所导致的上游行业供需失衡推动的复苏，所以这种复苏远远不如前，所以很快就看到利润复苏的重新下挫。在这种情况下，微观层面的信用风险可能会进一步上升，银行所感知的量也会进一步上升，这会使央行变的更宽松一点。

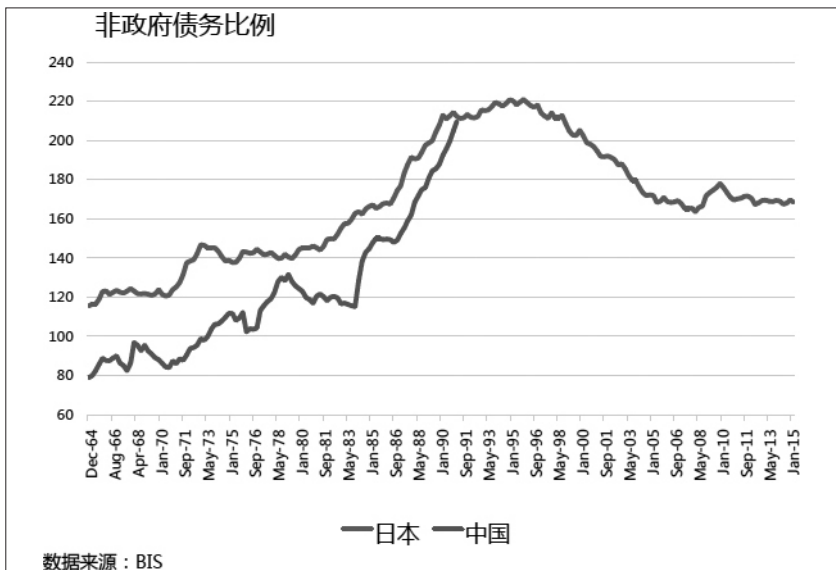


图 6：中国跟随 25 年前日本路径

现在谈金融风险的问题，对日本的比较可以看到，日本的非政府债务上升花了 20 年时间，中国只花了 9 年时间，从 110 左右上升到现在 205 左右。换言之，为什么过去半年时间里央行不得不采取更强硬的监控措施，是基于以前债务扩张速度实在是太快了。这么快的债务扩张速度和坏资产的累计行为导致资产回报率降低的速度也是不可预的。

现在的两难是什么呢？要么维持银行体系对风险进行识别、定价与配置的功能，则企业违约风险加剧之时，银行的正确应对是提高风险溢价、收紧信贷，由此催生自我加强的经济紧缩与信用风险爆发；要么禁止银行体系提高风险溢价、收紧信贷，则银行的风险识别、定价与配置功能受损。当我们的资产回报率降低到很多行业和地区无法覆盖资金成本的时候，银行和以银行为中心的金融体系，如果要维持金融体系对风险的识别和配置功能，当企业违约风险增加时，银行的利益应该是提高风险溢价，应该是收紧信贷风险，应该是对不能还款企业收缩信贷。这个行为一定会呈现出自我循环自我强化，导致需求的下滑。而需求的下滑会进一步引起金融事件的上升。所以，如果你允许银行正确去做的话，信用收紧的循环会产生。

从更长期的视角来看待这个问题，在我们不能有效复苏之前，中国金融体系的风险会是主动加大的过程。我们今年开这个会，估计明年可能还有机会再开。这是我的想法。

施宇澄（奥迈资本创始人兼管理合伙人）：我是从事风险投资工作的，今天主要是来学习的，也学到很多东西。因为职业关系，我对银行的系统风险了解的不是很多。但是既然谈到这个专题，我想稍微谈一下我的看法。

在过去十年间，我经常被同一所美国的常青藤大学商

学院的 EMBA 班邀请在香港、上海、纽约等地讲课，主要是谈创业与创新。今年 5 月的一堂课，我谈到了货币政策对风险投资的影响。我当时提出了“3M”的观点。我在这里指的“3M”并非著名的明尼苏达矿业与制造业。我指的 2008 年以后西方央行普遍实行的极为宽松的货币政策，客观上造成了三个“M”的现状：第一个“M”是对资产价格的严重扭曲（mispricing asset value）；第二个“M”是因为对资产定价的严重扭曲造成了对资源配置的严重扭曲（misallocating capital resources）；第三个“M”是因为对资产定价的严重扭曲造成了对资源配置的严重扭曲，使得部分投资人的投资决策行为也产生了严重扭曲（misguiding human behaviors），从而加剧金融风险的滋长。

在这三个严重扭曲的现实面前，同时令人担忧的是资本的边际效益明显的持续下降。这是一个不得不严肃对待的问题。我举一个例子。大家都知道，有些互联网短短几年内就获得了几百亿美元的估值，但本身却无法盈利，它们的资本回报率（return on equity）为零。但是，它们能不断获得有些投资者的青睐，除了它们对自身前景的描述使一些投资者信服，还有一个重要原因就是资金的成本长期偏低。我个人以为，在资本的边际效益持续下降的现实面前，资金成本长期的偏低会直接加剧金融风险的滋长。

乔依德：谢谢施总，他从一个比较具体的案例，从“3M”资源错配对人类行为的扭曲，从这个角度来谈论系统风险。

第一轮很好，各个发言嘉宾有不同的行业，从投资回报、企业行为等都进行了发言，我自己听了也很有收获。下面我们在座还有一些参加讨论嘉宾，你们也可以参加发言。

另外我还想再集中一下，大家已经讲到了存在哪些风险，怎么防范。另外来说，它既有风险，也会带来一些机会，在防范风险中会不会给我们带来一些机会？比如到有些人提到，信贷转让这个市场老是发展不起来，在防范风险的过程中，有没有可能，信贷转让市场发展起来？资产证券化也说了很多时候，现在从防范风险的角度，能否在一定程度上起来？大家也提到监管里面可能存在监管套利的行为，也可以谈一下监管安排如何变动，或者不变动中怎么有协调机制？我想下面大家可以随便地就上述问题简单说几句。

金志（上海国际信托有限公司信托总部原总经理）：刚才多位专家讲得很好，有很多观点我也很赞同。

我先说一件事情，就国际的评级我们必须重视，它是综合性质的，具有国际的合理性。上世纪90年代，我从政府出来，在上海国际信托。当时黄菊让几个国际评级师来上海评级。除了我们准备上海的故事、中国的故事、公司的故事以外，请来了各方面的领导，徐匡迪来讲，孟建柱来讲，黄奇帆来讲，讲浦东、讲上海的整个规划等等。后来给的评级是政府的级别，按照当时财政部的信用等级，我们是接近的，准备到美国发债。但后来发生国际金融风爆，发现这个没必要了，就取消了。但评级的整个过程，我们也是一次实践。人家不是看你单个的指标，是要评判你国家的经济增长水平，地方经济增长、投资规模，地方预算内的、预算外的，企业负债等等，是一系列的。原来国家外汇是对外公布的，但地方是保密的，请示以后实际也披露了。

针对刚才讲的问题，我有同感，我觉得我们对系统性风险的认识实际上是不到位的，至少有三个方面。

第一，整个宏观面，包括一行三会，应对的体制、机

制、运营是不成熟的。前一段时间有很多经验教训，现在吸纳了一些，但是实际还是不成熟的。

第二，我们对单个市场有所了解，但对叠加的市场溢出效应认识不到位。

第三，各类市场的信息交换还不透明。

具体我都不展开，每一个里面都有很多可以举例的。所以要加以重视，并且要提前有很多的准备。金融系统风险实际上涉及到方方面面，不光是房产、银行、证券。因为我在信托工作，我们有一个很大的“无底洞”，就是表外业务，有的讲是影子银行。这么大的资产管理市场，刚才讲 29 万亿，很多就是原来银行移出去的表外业务，也有很多是通过各种手段操作的产品。最近我接触的一个人就讲，他们对上市公司的银行做了一个综合调查，一个结论是：股份制银行的溢出风险要大于工、农、中、建、交，然后在股份制银行里点到了兴业银行、北京银行，它们的溢出风险大于其他像浦发银行等的溢出风险。

我的观点是，我们可能现在要讨论对策，刚才也讲了，这也不是短期内拍拍脑袋就可以的，实际上要有可操作性。特别是刚才讲的海内外的一些联动影响，不是原来老的模式，现在出现了新特点、新形式，可能是要好好理一理，然后要有条理的对策，然后还要有综合。

谈佳隆：我是做投资的，谈一下看法。

全世界金融危机的本质上是债务危机。看资产负债表，上面是负债，下面是资产的问题。解决这个问题只有两种办法，一个是负债的出清，就是该有的债务不还了，你就出清了。美国 2008 年就是这样的。下面是资产，资产要做大，债务要做小，在绩效提高的基础上债务缩小，把负债率

降下来，只有这两种办法。

具体来看，怎么做大资产？刚才刘海影提到投资回报率降低，核心问题还是我们对十八届三中全会提到的“在资源配置中市场要起决定性作用”的贯彻、执行不到位。客观来说，的确是国有企业比民营企业效应低。但是现在要做大做强国有企业，所以产生了金融抑制的问题。

金融机构给予国有企业和民有企业的待遇是不一样的。给予国有企业的融资成本是很低的，给民营企业的融资成本是很高的。民营企业在表内解决不了问题，只能在表外解决。成本在不停地叠加，依然是羊毛出在羊身上，民营企业的成本就增加了，所以它的投资回报率下降了。

做金融的对这个问题的理解应该是很清楚的，政府的边界到底是支持国有企业抑制民营企业，还是说打造好的营商环境，让国有企业、民营企业在同样的环境下竞争？目前的状态是对国有企业支持，对民营企业不支持。国有企业的负债是最高的，政府地方融资平台的负债率也是偏高的。

以银行为主的系统是一个捆绑的系统，风险都集聚在这当中。银行是高杠杆的大资金池，在顺周期的时候可以做大收益，但是在逆周期的时候资产负债率比较高。目前由于国有企业和民营企业地位不一样，借债金融的风险的确是比较高的，大资金池怎么破，难点比较大。

刚才提到了滴滴，我觉得反而不是问题。创新企业通过直接融资，如果破掉，就是自己破掉了，直接融资爆掉就爆掉，没有钱就没有钱。但银行间有巨大的传染性，有市场爆掉的恐惧。从大环境来说，经济增长的难点在什么呢？目前经济周期是不太好的，库兹涅茨周期的15到25年的建设业周期是往下走的。经济大周期朝下走，内部的系统性风

险又集中在国有企业和国有金融体系中，因为当中有路径依赖和道德风险的问题，看似是经济问题，其实背后是政治问题。本届政府的负债率上升是非常快的，从 100% 多上升到 200% 多，远比 2008-2009 年金融危机的负债率高很多，这也是社科院的数据。

施宇澄：我更正一下，第一我没有说是哪家公司。我讲了资源配置的严重扭曲。共享单车、网约车融了多少资金？难道那些未获得资本青睐的企业就一定一文不值？这就是资源配置的严重扭曲。资源配置为什么会严重扭曲呢？就是因为资产定价严重扭曲，这种情况下有些投资人的投资决策行为也会变得非常不理性。

乔依德：大家看看还有什么吗？如果没有什么，我想我们有话则长，无话则短。今天的会开得很好，大家从不同的角度谈了对系统性风险的看法。刚才也有人说明年还要开这个会，是从金融风险的角度。从金融本质来说，金融本身总会有问题，所谓金融就是资源的时空配置，不同时间、不同空间或者说不同种类的配置。只要有这样的配置，一定会有风险，只不过是风险怎么释放。有人说信贷是一千年中最伟大的发明，没有信贷就没有现代经济，有了信贷就有风险，风险总归是在里面的，关键是我们要及时化解、转移风险，否则对社会的损害比较大。今天就开到这里，谢谢大家的参会，我想以后大家还有各种机会一起交流。

