

中国 巨债

经济奇迹的
根源与未来

刘海影◎著



中信出版社·CHINACITICPRESS

中国巨债

刘海影◎著

经济奇迹的

根源与未来

图书在版编目 (CIP) 数据

中国巨债：经济奇迹的根源与未来 / 刘海影著. —北京：中信出版社，2014. 10

ISBN 978-7-5086-4675-6

I. ①中… II. ①刘… III. ①金融危机-影响-中国经济-研究 IV. ①F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 141050 号

中国巨债——经济奇迹的根源与未来

著 者：刘海影

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者：北京画中画印刷有限公司

开 本：787mm × 1092mm 1/16

印 张：18.75

字 数：212 千字

版 次：2014 年 10 月第 1 版

印 次：2014 年 10 月第 1 次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-4675-6/F · 3221

定 价：58.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84849555 服务传真：010-84849000

投稿邮箱：author@citicpub.com

探寻中国经济运行的真实逻辑

韦 森

中国青年经济学者刘海影撰写了这本《中国巨债》，盛情邀我作序，自欣然应允。我和海影认识已数年，也曾专门邀请过他来我们复旦经济学院做过“复旦经济论坛”的讲演，那场讲演也深受复旦学子和青年教师的欢迎。

近些年来，我一直与海影保持着密切的交流，对中国经济现状和未来走势的判断，我们的观点也比较一致，尤其是在货币内生理论和中国经济成长的阶段问题上，我们大致持相同的看法。

就我所知，海影本科就读于我们复旦大学管理学院，获本科学士学位后考入北京大学经济学院，师从胡代光教授攻读西方经济学硕士学位，工作数年后入北大攻读金融学博士。之后，海影负笈海外十余年，曾在加拿大任职对冲基金经

理，回国后任职投资公司首席经济学家，其大量的经济实证研究与评论文章主要发表于《金融时报》中文网、《上海证券报》、《中国证券报》、《财经》等，现为上海卓越发展研究院、上海金融与法律研究院研究员。由于海影在复旦和北大既奠定了古典经济学和现代经济学扎实的基础，又长期在国外和国内金融行业内进行实际操作，具备了与书斋经济学人不同的理论视野，在宏观经济上也有与媒体经济学家不同的判断，因而在国内财经媒体上撰写的一些专栏文章中，海影总是能够谈出自己的独立见解，发出一些与众不同的声音。近些年来海影对中国经济运行的观察和对经济学理论的体悟，则集中反映在这本书里了。

这本《中国巨债》，从一开始写作，海影就告诉了我，并且在其写作过程中，他不断把每一章传给我，因而应该说我这一年多是看着这本书一步步写出来的。至于书的主要观点和理论贡献，中国经济学人的又一新星张明博士所作的“序”已经做了全面评价，他确当地指出，这本书不但在观察和认识中国经济上有许多新的洞见，而且在经济理论上也有许多创新，对此我都十分同意。故这篇序言就不再赘述了。这里要指出的是，基于三大理论研究视角，即货币内生、产能过剩和有效投资，这本书分析了中国经济这些年高速增长的原因，并在结尾警示中国经济可能出现的危机。对于本书的研究方法和整体思路，我个人都非常同意。另外，中国经济未来如发生问题，可能主要不是发生在地方政府的负债上，而是出在企业的巨额负债上，近些年来我也一直持有这一判断。我在《金融时报》中文网2011年以来发表的多篇文章中，乃至2014年2月底我在纽约美中关系委员会的讲演中，都提到这一点。故此，海影这本书的论证和主要观点，我基本上都是同意的。这里，作为本书应邀之序，我这里只想补充提出以下三点，与海影一起来思考：

1. 海影在这本书中指出,“货币起源于债务,而非起源于交易需求”,由此提出“货币起源于被一个社团所认可的支付承诺,其本质是作为结清债务债权关系的支付工具”。这应该是一个新的理论洞见,其显然与马克思在《资本论》中提出的“货币是商品交换的产物”的观点形成了鲜明的对照。马克思曾说:“随着劳动产品转化为商品,商品就在同一程度上转化为货币”(《马克思恩格斯全集》第23卷第105页)。货币到底起源于交易,还是债务,抑或二者共有之?这显然还有待于进一步深入研究。如果读一下千家驹、郭彦岗二位先生的小册子《中国货币发展简史和表解》(人民出版社1982年出版)和彭信威先生的《中国货币史》(上海人民出版社1965年出版),以及加尔布雷斯的《货币简史》(上海财经大学出版社2010年出版)就会发现,无论是殷周时期的贝币、春秋时期的布币、秦燕时代的刀币,还是到之后各朝代的铜币(铸币)、宋元时期的纸币,明代的白银、清代的银圆,乃至到现代的纸币和电子货币,从形式来说无疑都首先是交易的媒介,当然也在借贷关系中作为债权债务的数字度量手段。即使从中东和西方社会古代历史来看,美索不达米亚、苏美尔、巴比伦乃至希腊、罗马时代的铜、银、金作为交易的货币原初形式,都不能完全否定市场交换与货币起源的关系。当然,中国古代的《周礼》、《国语》、《左传》,尤其是《管子》中都记载了我国古代社会的借贷关系,前几年翻译出版的霍墨和西勒的巨著《利率史》(中信出版社2010年出版),也支持了在古代苏美尔、巴比伦社会借贷先于铸币的理论。但是,现在要做出“货币起源于债务,而非起源于交易需求”这样一个重大的理论和历史的判断,显然还要做历史的考证,而非仅仅是逻辑推断。当然,人们的借贷关系与市场交易应该是同步发展的。可以想象,在古代任何社会中,借物还物,而不是还金银或其他“等价物”,应该是主要的借贷形

式。如果还金银，那不就成了“买了”？话说回来，没有交易，会有普遍借贷行为吗？故此这里还有进一步研究的必要。当然，海影提出货币实际上是一种债权和债务的关系，这是一个重要的理论贡献。由此来观察现代经济社会的运作，也有着重要的理论意义。尤其是在脱离金本位后，任何央行和商业银行的基础货币发行，实际上并不仅仅是向经济体注入一定的“流动性”，而是为全部国民负更多的债务，因而海影指出货币实际上是一种债权债务关系这一点是十分重要的。但进一步的问题是，这种央行和国民间的债务是否要还？还是最后通过通货膨胀落到由一国国民这些“债权人”自己来负担，这无疑都是需要进一步思考和研究的重重大理论问题。这自然也牵涉到理论经济学和经济哲学的一些根本性问题。

2. 就货币内生理论来说，尽管在经济思想史上凯恩斯在《货币论》（1931）中就提出了现代市场经济中的货币内生理论，但是直到后凯恩斯学派的经济学家那里，才得到了较明确的论述。对于这一点，我在2011年《华尔街日报》中文网多篇专栏文章和《大转型》（中信出版社2012年出版）一书中曾多次指出过，尽管凯恩斯在《货币论》中就提出了货币供给并不是央行可以自行决定的，而是由经济体系内的许多因素决定的，因而货币则是由一国经济活动内生创生出来的这一思想，但是这一思想的表述还不是很明确。只是到了明斯基（Hyman P. Minsky）、戴维森（Paul Davison）、卡尔多（Nicholas Kaldor），特别是摩尔（Basil Moore）这些后凯恩斯主义经济学家那里，才基本上确立了这样的观点：在人类经济社会进入信用货币阶段后，货币主要是通过商业银行贷款而产生，因而事实是银行贷款创造银行存款，而并不主要是央行在主动地向经济体内注入货币。即使我们赞同这些后凯恩斯主义者的这一内生货币论，仍需进一步考虑，商业银行到底如何创造广义货币，广义货币的创造在各国是否有内在形式上的不同，这

在目前看来还是有待于进一步研究的重大理论问题。

譬如，到2013年末，我国的广义货币已经达到110.7万亿，广义货币与GDP（国内生产总值）的比率已经达到1.95。这天量的广义货币到底是如何创生出来的？海影在这本书中确当地指出：“不是货币推升投资，而是投资推升货币；是投资过多导致货币过多而不是相反。在投资与货币的关系中，前者主动，后者响应”（见本书第四章）。这无疑是把内生货币理论运用到中国后而产生的一个重要理论洞识。实际上，在2011年3月27日发表于《华尔街日报》中文网的一篇名为“投资扩张、信贷膨胀与物价上涨”的专栏文章中，我就指出，美国后凯恩斯主义经济学家明斯基曾提出：“正当我们为保留大政府的实力而防止出现大萧条时，我们却有必要调整经济，降低由于大政府的存在而形成的通货膨胀压力。”当时我也指出：“明斯基在1986年的这一断言，好像正讲出了22年后中国经济运行的基本逻辑。这一逻辑在当今乃至未来的中国是如此明白：如果约束不住各级政府投资扩张的冲动，广义货币继续膨胀和物价上涨就或许是不可抑制和避免的。”这说明这些年来我与海影的判断是一致的。

但是，现在有一个进一步需要研究的问题是，在微观层面的银行与实体部门的运作机制上，中国现实的货币内生机制与其他国家有什么不同？这里我不妨举出这样一个真实的例子：2013年末，一家商业银行的行长找到一位成功的公司老总，对这家公司老总说：“×总，因为年底没有完成存款和贷款指标，麻烦您帮帮忙吧！我现在贷给你1亿元，你给我立即存回8000万元，可否？”因为这家公司是这家商业银行多年的客户，某公司的老总也只能帮这个忙，照此办了这两笔同时发生的贷款和存款手续。那么，这一交易是否立即创造了1亿的贷款和8000万的存款？这笔1亿元的贷款和8000万的存款是否一方面进入了央行的全

国贷款余额，另一方面又增加了央行统计出来的全国广义货币统计数字？最近，笔者征询了许多银行业界的人士，得到的消息是，近些年来，这种贷一笔款出去同时要求借贷方把一定比例的贷款存回本银行的做法几乎是普遍的，尽管没有如 0.8 这般高的比率。这种同时要求贷款人存回银行一定比例的中国现实特色的贷款，是如何在中国现实的广义货币创生中不断地内生出一些虚假货币数量来？又是如何与其他国家有所不同的呢？这是央行和银监会监管的结果吗？中国金融系统的这一“实践创新”和“操作创造”对中国的宏观经济运行又意味着什么？这些问题无疑都需要在未来进一步研究和思考，而不能简单地责怪央行超发（基础）货币而导致中国的广义货币增加。

3. 中国经济中的上述特殊运行机理，也自然牵涉到本书最后一章的一个基本理论判断：危机是否正在叩门中国？首先，从中国经济中现存的巨额负债——尤其是非金融企业的负债比率近些年来飙升的事实中（目前企业负债与 GDP 的比率已经超过 180%），我们确实得不出乐观的结论。另外，海影本人所计算出来的中国各行各业的平均产能过剩率均已超过 32%，结合之前日本和韩国的经验，确实说明在目前的中国经济中存在许多令人担忧的深层次问题。也正是根据这些事实和数据，我从 2011 年起就在《金融时报》中文网上连续发表的多篇长文中，判断中国经济在经历了 30 多年的高速增长期后，潜在增速正在下移，可能的潜在增速正在下移到 5% 到 7% 之间。对此，海影也多次发文表示同意，不过认为潜在增速可能更低一些。但是，这本书第四章提出的一个观点，即危机正在叩门中国，对此我却还不敢下确定性的判断。中国经济是到了这一轮高速增长的后期，确实存在许多问题，包括地方政府负债和企业负债在不断攀高、各行各业的产能过剩以及投资回报率在逐年下降等等。对于这些现象，海影在这本书中

给出了大量数据和数字，但是，这是否意味着中国经济已经到了危机的边缘？

2014年2月27日，笔者曾在纽约的美中关系全国委员会上发表一篇简短的关于目前中国经济形势和长期增长前景的演讲，在那篇演讲中，笔者提出：从整体上来看，尽管中国经济增速正在下移，但是在短时期内中国经济还不会出现大的问题。我的理由如下：尽管中国经济的潜在增长率已经下移，但目前中国经济仍然在高速增长的后期，未来几年仍然会有一定的惯性增长，因而至少在短期内中国经济还没有多大危险。为什么我会有这样一个判断？在那篇演讲中，我提出目前的中国经济至少还有三个“保险杠”：

第一，目前国内储蓄存款总额超过了106万亿元，加上中国经常项目仍然是顺差，这说明中国经济在整体上是储蓄大于投资。在储蓄大于投资的情况下，中国经济不大可能像美国在2007~2008年那样出现严重的次贷危机。但是，如果不转变这种政府驱动投资和增长的模式，这种“次贷”会越积越多，到了大量“次贷”需要清算的时候，也许会出现米塞斯和哈耶克的“商业周期”理论所说的“大萧条”。但是至少在短期内，中国经济的这种风险还不大。

第二，目前中国的外汇储备超过3.81万亿美元，有预计到2014年会超过4万亿美元。这无疑又给中国金融系统的风险加了一道保险杠。

第三，随着这几年外汇储备的增加，基础货币和央行的资产大幅增加。为了控制基础货币的正投放，中国央行的商业银行准备金率仍然保持高达20.5%的高位。商业银行准备金被保持在一个这么高的位置上，确实有很多弊端，给中国经济带来很多问题，其中主要是货币市场供给一直很紧，故利率尤其是影子银行的利率很高，导致企业的融资成本很高，但这实际上也替所有商业银行扣押下超过20万亿元备付金。有这样一笔超过20万亿元的商业银行准备金扣押在央行账户

上，即使一些企业像无锡的尚德集团那样破产和被清算了，像海影在这本书中所说的一些“僵尸企业”最后倒下了，中国大多数商业银行破产倒闭的风险仍不大。

根据以上三点，笔者认为，尽管中国经济增速正在下移，但是短期内中国经济还不会出大问题。当然，我和海影乃至国内许多有洞见的经济学家均认为，要看到中国经济潜在增速下行的自然趋势，不要再盲目靠更大规模的政府所推动的投资来维持已不可持续的超高速增长。中国经济增速下行并不可怕，但可怕的是还不能认识到这一经济增速下行的自然趋势而人为再靠扩大政府推动的投资来“保增长”，这样最终会把中国经济推向大萧条。

除了以上三点，笔者这些年来还坚持认为，由于中国这个特殊的经济社会体制，中国经济实际上也与目前世界上的其他国家和经济体有着不同的运行逻辑。且不说中国政府在目前的经济运行中还起着很大的作用，如投资还主要是政府来推动和驱动，政府还在驾驭整个经济运行，像贷款、存款这样的经济活动与西方任何国家都有着不同的中国特色，因而像政府的真实财政收入（一方面有土地出让金和预算外收入和制度外收入乃至各种各样的“费”没有统计进政府的“宏观税负”中去，另一方面也有不少地方政府为了完成“计划指标”而贷款交税，等中央政府的转移支付下来后再归还这类虚假税收增长所引致的贷款等等）和广义货币这样的宏观统计数据本身就有问题，因此，用标准的宏观经济学理论研究中国问题，肯定是有问题的。

另外，在快速的市场化过程中，中国的法治建设还不健全，人们的守法意识还不高，在中国社会中，从中央到地方，乃至在企业实际运行中，还有许许多多规范的市场经济下不可能发生乃至难以想象的做法和实践，这就导致利用与

西方社会，甚至日本、韩国、新加坡乃至中国台湾地区在过去经济发展道路上的对比来理解当下中国经济的实际运行和未来增长前景，可能都会有问题。因此，尽管中国经济还存在诸多问题，笔者和海影也曾经在媒体上发表过我们对这些问题的意见和评论，但是，要说中国经济已经到了危机的大门前，笔者目前还不敢贸然这样判断。

中国有句俗话，叫“爱之深，情之切”（亦言“爱之深，责之切”），海影作为一个密切关注着中国经济发展和未来国家兴盛与民族繁荣的青年经济学人，理性地提出中国经济潜在的问题，呼吁大家不要被一些表面的繁荣数字所障目，而要认识到中国经济运行中的一些深层次的问题，并希望能超前地提出并理性地解决这些潜在的问题，这充分反映出这位关注着我们国家和民族未来的年轻经济学人的高尚情操。

最后，从基本经济理论发展的层面来说，自“二战”后，国际上无论是微观经济分析，还是宏观经济理论，都在越来越数量化、模型化的大趋势中演变成了一个庞大的公理化的现代经济学理论体系。从某种程度上来说，国际上经济学类刊物每年发表的数不尽的公理化和高度数学化的经济学理论文章，与现实的经济运行并没有多少关系，因而这些文章大都是一些理论经济学家们用极其精美的数量模型构建起来的“象牙塔”中自己的“mental games”（脑力游戏）。就在这样大而时尚的理论环境中，海影回到中国经济运行的现实中来，从货币内生、产能过剩、债务比率、有效投资这些基本的宏观经济变量方面来分析中国经济运行的现状和增长前景，如果还不能说是大的理论突破的话，至少也反映了不同经济学理论的研究之路。

21 世纪全球经济的新特征乃至中国的经济运行，呼唤着新的经济学理论解

释。这本《中国巨债》，正像一艘驶出既有经济学理论港湾的一艘新战舰，开启了自己理论分析的远航。作为一位教学经济学多年的老兵，这里且站在岸上与人们一起为这艘年轻的理论战舰的远航欢呼和喝彩。

是为序。

2014年7月31日 谨识于复旦

理性客观地了解中国和世界金融问题

美联储达拉斯联邦储备银行高级经济学家兼政策顾问

王 健

非常高兴向大家推荐刘海影先生的《中国巨债》。和刘海影先生第一次见面是在2012年初，我到北京参加第一财经研究院组织的一个座谈会。当时美联储刚刚执行了第二次量化宽松政策（QE2），引起了包括中国在内的多个新兴市场的各种强烈不满。我在那次座谈会上也成为众人炮轰的对象。大家纷纷指责美联储的量化宽松政策是美国向其他国家转移国内的房地产危机，通过滥发钞票把通胀和金融危机转嫁给发展中国家。我反复解释了量化宽松政策背后的经济学逻辑，并强调美联储的目的是为刺激美国经济尽快复苏，并非转嫁危机，而中国经济中出现的问题更主要由国内政策造成。但在量化宽松政策之后，中国正好经历

了高通胀和房地产泡沫的疯狂膨胀，这种相关性让很多人固执地认为中国 2010 年之后的通胀和房地产泡沫就是美国的量化宽松政策造成的。

而刘海影先生并没有根据经济现象表面的相关性匆忙下结论，而是用翔实的数据和一致的逻辑性强调，中国的通胀和房地产泡沫问题并非主要由量化宽松等外部原因造成，而是国内 4 万亿的财政和货币政策刺激造成，为我的观点提供了很多数据支持。刘海影先生这种强调利用数据和经济模型考虑问题的态度给我留下很深刻的印象。随后我们又在北京和上海的各种会议上有过多次接触，虽然我们有时对经济问题的判断也会有所分歧，但双方都能把彼此间的讨论建立在经济学理论和现实数据的基础之上，因此每次的交流都非常愉快。

阅读完本书，我感觉这是刘海影先生对过去两年研究成果的一个总结，体现了他以数据和经济学理论思考的习惯，非常值得一读。尤其是书中对两个问题的分析给我留下非常深刻的印象。一是关于中国经济的落伍和最近 30 年的经济发展奇迹。二是对中国过去几年堆积起来的巨大债务和影子银行，以及它们可能造成的金融风险的分析。

我们从小接受的教育强调，中国是文明古国，有着灿烂的文化和历史。中国在经济上也一直是傲视全球的世界强国，直到最近一两百年才逐渐落后并曾经被各国列强欺压。然而刘海影用详尽的数据证实，事实并非如此。自古以来，中国经济的总量虽然很大，但人均产量和其他国家相比并不高，可以说是大而不强，强而不富。这个结果虽然听起来让人丧气，但也是让人惊醒、发人深思的一剂良药。

大而不强，强而不富，富而不能安居乐业这种现象，直到现在也是困扰中国经济的一个问题。中国经济总量目前已经成为世界第二，并且在不远的将来也会

超过美国成为世界第一。但中国的人均 GDP 排名仍然很低，排在世界上 90 名左右。中国经济在过去 30 年取得了非常辉煌的成就，作为生活在海外的中国人，我可以深切体会到这种变化，并深深感到骄傲，但中国最近的一些盲目乐观情绪也让我非常忧虑。有人宣扬中国经济很特殊，西方经济学理论和发展模式不适合中国。尤其是 2008 年全球金融危机后，不少人开始怀疑市场经济，重新提倡政府干预经济，走国家资本主义的模式。刘海影不仅分析了中国经济在过去几百年这个大背景下为何落后，还聚焦中国经济过去 30 年的奇迹，用已知的经济学理论解释中国的经济发展，并指出了这种发展模式造成的扭曲和隐患。通过长短结合，刘海影为观察和理解中国经济提供了一个全方位视角。

行百里者半九十。中国经济在追赶世界强国的进程中可以说还远远没有达到“九十”的程度。只有意识到自己的不足，尊重已知的经济规律，中国经济才能持续快速地前进。相信阅读本书会让大家对中国经济有一个更清晰的认识。

本书对过去几年政府债务急剧扩张的分析也给我留下非常深刻的印象。2008 年金融海啸席卷全球，各国经济哀鸿遍野。中国及时推出 4 万亿财政刺激计划，应对危机。虽然 4 万亿当时稳定了中国经济，但也造成了长期负面效果。当时地方政府抓住 4 万亿扩张政策的机会，利用地方债务平台融资，通过房地产和基础设施建设投资拉动本地 GDP 增长。信贷在短期内的迅速扩张造成了中国随后的高通胀和房地产泡沫，迫使政府不得不急刹车，收紧信贷规模。但由于房地产和基础投资属于长期投资，除非允许大规模破产，杠杆不可能短期内降下来。在正常信贷渠道被收紧，但维持长期投资的资金需求依然高涨的背景下，信托、理财和银行间业务等影子银行系统迅速膨胀，加大了整个金融系统的风险。现在回头再看全球金融危机后中国的高通胀、房地产泡沫、地方债和影子银行等一系列问题，

显然它们主要是由国内政策失误，而非美联储的量化宽松政策造成的。这些情况完全印证了2012年我和刘海影初次见面时，我们在座谈会上表达的观点。

全书语言流畅，分析深入浅出，观点立足于逻辑框架和数据支持，读来非常有启发性。强烈推荐本书给金融市场从业人员、政府和研究机构的经济管理和研究人员、财经媒体人以及对经济及金融感兴趣的大专院校在校学生和老师。

2014年6月14日于达拉斯