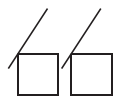


徐高·有关中国经济的3个故事



光证资管首席经济学家徐高。据网络



由莫干山研究院主办的“2019春季莫干山会议”于4月12日在北京召开。主题为“财政与金融：趋势、挑战和选择”。光证资管首席经济学家徐高出席并发言。徐高称，中国当前面临的真正约束是思想上的约束——思维受限，画地为牢，人为使得经济局面很被动。他认为，我们需要做的，是解放思想、实事求是。“分析中国经济需要不唯书、不唯上、只唯实，实事求是地具体问题具体分析。”

能持续，很大程度上决定于债务对应的资产的回报率，进而很大程度上决定于经济的增速。经济增速下来了，不是问题的债务也是债务；经济增速上去了，有问题的债务也能变得没问题。这就引向了我要讲的第三个问题。

第三个是自行车的故事。

在座的虽然都是高级知识分子，但我估计没有几个人能说清楚为什么自行车不会倒。但不能因为讲不清自行车平衡的物理学道理，就一定认为骑自行车存在很大的失稳风险。

一个观察者看见一个骑手骑着自行车，觉得骑手失稳的风险很大，因而把骑手给叫停下来，试图解决失稳的风险，结果会怎么样？那自行车肯定倒了，因为速度慢了就平衡不住。这个观察者肯定又会说：“我一开始就说要倒吧。”但问题是，一个本来骑得好好的自行车被叫停后倒地了，究竟是骑手的问题呢，还是这个观察者的问题呢？答案应该是

显然的。

这个道理对中国经济也是成立的。有人说中国经济的高速增长不能持续，有诸多问题需要解决，因而要降速，要市场出清，好像把增长速度降下来就什么问题都解决了。但其实却因为经济的减速而引发了更多的问题。

今年1月份我参加“中美经济学家对话”项目，访问了美国。期间我们在华盛顿拜访了一个与美国企业关系密切的智库。交流中，我们代表团有人问对方，说在过去中美发生摩擦的时候，美国企业家一般都站在中国这边帮助中国说话，这次为什么不一样了？美方智库人员的回答也很诚实。他说过去美国企业的CEO一看他们在华的利润增长很高，那其他问题都不重要。而现在他们一看在华利润增长这么低，自然就什么都觉得什么都不满意了。

所以，中国经济就像一辆自行车，速度越低平衡起来越困难。要降速去解决问题，会发现问题越多。今年我们宏观政策一调整，经济状况马上就有明显改善。这个事情本身就说明去年的经济下行压力很大程度上来自于政策中的问题，是画地为牢产生的问题。

把视线看得更远一些，中国经济现在虽然面临不少困难，但这些困难中并没有不可逾越的物理性资源约束。世界上有些国家产能不足、外债很多，经济增长需要依赖外部资源。这样的状况下，别国要抽走资源，这些国家的经济就必然遭受重创。而中国是一个产能过剩，并且向外输出富余储蓄的国家，并没有面临什么资源约束。没有把我们的资源充分用起来，而且把这些资源视为自己的负担，那就真的是守着一屋子财宝还在愁穷。

所以，中国要解决现在面临的问题，需要发扬莫干山的精神，解放思想、实事求是。过去，我们通过解放思想、实事求是冲破了计划经济的障碍。在这个过程中，我们也借鉴了很多西方的成功经验，引进了很多西方经济理论来指导我们的工作。但现在看起来，我们对西方经济理论的崇拜似乎有些过头了，一些人把西方的理论视为金科玉律、盲目照搬。

从西方理论的视角来看中国经济，确实会觉得问题多多。其中有些问题确实是中国体制机制需要改进的地方；但也有些是西方理论对中国经济的误读。因此，分析中国经济需要不唯书、不唯上、只唯实，实事求是地具体问题具体分析。过去我们讲实践是检验真理的唯一标准。这句话现在仍然不过时。中国经济在过去40年取得了伟大成就，使得一个曾经的世界第一在跌落了宝座之后，又重新崛起。这是在人类历史上从来没有发生过的事情。如果这都不算伟大成就，什么算伟大成就？如果说中国什么事情都做错了，那这样历史性成就又怎么来的呢？因此，在改革开放40年之后，我们仍然需要解放思想、实事求是，总结经验教训，把中国经济碰到的各种问题解决好，让中国经济走向下一个40年的辉煌。

据今日头条

之前很多观点谈到我国面临的财政约束和货币约束。但在我看来，中国当前面临的真正约束是思想上的约束——思维受限，划地为牢，人为使得经济局面很被动。我用三个故事来说明这一点。

第一个是大家都知道的“盲人摸象”的故事。

一头大象，有人摸起来像柱子，有人摸起来像墙，有人摸起来像蛇，都很片面。在中国经济中，我们经常也能看到这种片面的分析，并尤其表现在对中国地方债的看法上。

我们加总了总共2175家地方政府融资平台的数据，发现这些融资平台在2017年的平均总资产回报率(ROA)只有2%，而同期它们发债的票息率平均起来有5.8%。看上去，融资平台的投资回报率远远覆盖不了它们的融资成本，所以被一些人认为是庞氏骗局，认为要爆发债务危机。但这是相当片面的看法。

必须要看清楚，融资平台所做的投资项目主要是公益项目，很大一部分回报体现在社会层面，是项目的外部性。这种外部性尤其表现在土地的增值上。举个例子，政府修条地铁，卖地铁票卖不了多少钱，但地铁活跃了经济活动，把房价地价推了起来，增加了地方政府的卖地收入。这卖地收入应该算成地铁创造的回报，但没法变成地铁项目的直接现金回报。所以，对这种公益项目不能用私营项目的评价标准去评价，而要站在社会层面算大账才能做出正确的评价。中国仍然是一个发展中国家，基础设施的短板仍然很多，从社会层面来看，补短板的基建投资项目的总体回报率是很高的，绝对不像微观层面的项目总资产回报率显示的那么低。

单独来看，地方政府借用融资平台借债搞基建存在问题，土地财政推高房价地价也有问题，但把这二者结合起来看，其实是一个成立的、而且可以持续的商业模式——地方政府负债搞基建，然后通过土地财政来获取收益覆盖债务。当然，这个模式虽然是成立的，但并不意味着这个模式是最好的。

其实更好的办法就是用公益性的资金、也就是财政资金来支持公益性的基建投资项目。但现在主要的问题是我们财政正规融资的口子开得不够大。今年地方政府专项债的总额度也就2.15万亿元。而就算不包含公共事业部门的投资，我国2018年基建投资的总盘子也大概有12万亿元。与这个总规模比起来，地方政府专项债这个“正门”开得还是不够大。“正门”开得不够大，又要堵“后门”，自然就会带来基建投资增速的下滑和经济增长的失稳。

因此，要全面看待地方政府债务，而不能妖魔化地方政府债务，也不能妖魔化地方政府的融资的需求。要认识地方政府融资的合理性，肯定它在中国经济发展中发挥的重要作用，地方政府融资确实需要规范，但是不能对其做全盘否定。这是我讲的第一故事。

第二个故事同样是大家耳熟能详的“小马过河”的寓言。

同样一条河，能淹死小松鼠，但也只能淹没牛蹄，你说这河是深还是浅？你得有参照物才能说是深还是浅。

根据国际清算银行的估算，中国总债务占GDP比重接近260%——这算高还是低？在国际清算银行所估计的40多个国家和地区中，中国的债务占GDP比重高于发展中国家的平均水平，但是低于发达国家的平均水平。但我们还必须看到，中国的储蓄率虽然在近些年有所下降，也有大概40%，是其他国家和地区平均水平的两倍。此外，根据国际投资头寸表的数据，中国目前扣除外债后的对外净资产超过1.5万亿美元。认为中国这么一个高储蓄、少外债的国家债务太多了，要发生债务危机了，就是在犯小马过河的错误。

此外，债务到底能持续还是不