



中国发展研究基金会

研究参考

第 21 号 (总 170 号)

2013 年 9 月 2 日

有关货币流动和信贷所存在的问题 及相应的改革

内容摘要：美国桥水投资公司董事长、首席投资官瑞·戴利欧 (Ray Dalio) 在本文中探讨了一个健康的经济体是如何需要健全的货币和信贷增长，并提出他的忧虑和推荐的改革。本文刊载已得到作者授权。

一个经济体如果能良好运转的话，其要素是货币和信贷能够健康运行。如果要维持一个健康的经济体系，债务增长不能超过收入的增长，而收入增长不能超过生产率的增长，而生产率的增长需保持强劲。中国债务的增长快于收入的增长（特别是大型国企）而货币和信贷市场集中向大型国企借贷，同时，公司与个人的资产负债状况不平衡。有鉴于此，货币与信贷的现状使经济处于两难处境。因此中国需要一个短期计划和一个长期计划。

关键词： 货币流动；信贷；问题；改革

有关货币流动和信贷所存在的问题及相应的改革

瑞·戴利欧¹

摘要

- 一个经济体如果能良好运转的话，其要素是货币和信贷能够健康运行。一个国家的货币、信贷和投资市场形成了一个循环体系，从央行的货币政策开始，进入银行系统，延伸至投资和市场。由于这个体系向全社会配送资源，它向谁分配和如何分配，将决定资源的有效配置。在市场经济条件下，供需决定价格，资源分配受逐利驱使，对于利润的追求使得资源有效配置，因为利润使物品的价值高于其成本，而逐利和避免亏损便自然改变了供需关系及相应价格，从而使资源可以有效配置，尽管这一方式并非完美，但相较其他则有效得多。利润导向的资源分配方式在货币、信贷和资本市场（以下统称为资本市场），也对商品及服务市场有效。在一个健康、平衡的资本市场下，供给方提供资本给需求方，并从中获取良好的回报并赚取超额利润。这一机制有效运行时，所有人都能从中获益，因为资源可以从非有效运转方转移至有效运转方，并为经济提供动力。当这一机制不能有效运转时，资本的提供方和接受方及整体经济均会受损。如果资本供给过多或过少时，特别在资本错误定价的环境下，并且/或者资本的自由流动受到阻碍时，问题就会呈现。资本供给过多，导致定价过低，并受到滥用（出现经济泡沫），导致资本的接收方不能获得足够的回报来偿还资本，如果资本供给过少，便会错失好的投资机会，从而使经济发展受挫。
- 如果要维持一个健康的经济体系，债务增长不能超过收入的增长，而收入增长不能超过生产率的增长，而生产率的增长需保持强劲。尽管债务与收入比和收入与生产力比率两者的短期提高可被预见，但这一趋势不能持续，否则便会导致债务问题和/或债务货币化。显而易见，债务与收入比不能无限上升，因为偿债的成本会在收入中占较高的部分，从而导

¹ 瑞·戴利欧（Ray Dalio），美国桥水投资公司董事长、首席投资官。

致消费受到挤压，而生活质量下降，与此同时，债务增长从高水平降到低位十分痛苦，因为这会导致以债来融资的支出锐减，换句话说，可持续的经济增长不是长期的债务收入比率的提升带来的。

- 中国债务的增长快于收入的增长（特别是大型国企）而货币和信贷市场集中向大型国企借贷，同时，公司与个人的资产负债状况不平衡，这些危险的状况之所以存在是因为，1) 资本成本定价错误，2) 绝大部分能够有效使用资本的地区和企业不能自由地获得资本，3) 资本市场的不发达。具体而言，货币和信贷过多地集中在：1) 少量的大型国有银行，2) 少量的大型国企和地方政府，3) 某些经济部门，4) 小部分人群，5) 有限的投资类别（现金和房地产）以及有限的地区（沿海城市的经济中心）。粗略而言，顶层的 10%掌握了 85%的货币与信贷，而底层的 90%，仅有 15%。这一现象导致：a) 顶层的 10%过度投资不能产生足够的收入来偿付债务，b) 底层的 90%由于投资不足，潜能不能充分发挥。

有鉴于此，货币与信贷的现状使经济处于两难处境，因为 1) 适度的债务增长（即不高于收入增长）反而使经济增长低于合理水平，2) 适度的经济增长却会使得债务增长过快。债务增长不可能一直高于经济增长，而不导致经济危机，但如果债务增长放缓便会导致整体经济疲弱。由于货币与信贷流通不畅，实际上出现了两种情况——顶层的 10%获得的货币与信贷过多，但未能有效投放，而底层的 90%资本匮乏且未能释放潜能，因此中国需要一个短期计划和一个长期计划。

► 建议的短期计划

1) 逐渐放缓货币与信贷增长，以 a) 更好识别体制上的问题；b) 向市场传达使其更加谨慎的信息；c) 减缓不合理的信贷增长。看来央行（PBoC）已着手处理这些问题。

2) 处理不可避免的债务问题。这一问题的解决方法很多，方法的选择取决于市场环境及监管偏好。例如，需要特定机构重组债务，也需要制定相关政策规范重组，具体的机构架构和政策条文取决于市场的环境和监管偏好。我相信，这次债务危机是可控的，因为 a) 中国政府有足够的资源和控制力；b) 这些债务都是以本国货币计价，当然还需谨慎处理。

3) 同时，还需将货币、信贷及经济增长转移至经济的其他部门，以平衡那些经济过剩部门。由于实现该经济转型的方式尚未出现，囿于时限，只能采取财政刺激的措施。实现这一目标的方式很多，各有利弊。

4) 准备应对好由此引起的社会不安。不管经济调整如何顺畅，一定会有人受损。

➤ 长期的计划：

- 改革货币与汇率政策，使央行能够制定和使用利率来有效调节经济。
- 将影子银行（及信托）表外业务转移至银行资产负债表内，并加以监管。
- 针对影子银行业建立严格的管理监督制度。
- 考虑将银行、国企和地方政府融资平台的所有权分离。
- 澄清和/或取消对于大型国有银行借贷的默示担保，以此减少对它们的有效补贴，不再激励银行对国企和大型企业借贷，转而鼓励向中小企业借贷。

- 建立不良贷款处理机制及具体举措并明晰可违约的贷款种类，指定哪些机构可以处置不良资产，及哪些违约由国家承担。

- 鼓励和发展小型、灵活的借贷机制，在银行体系内构建“信贷通道”，以向目前获取信贷艰难的中小借款者提供流动性。为此，可以考虑为有充足股权的借款人提供担保，如美国小型商业协会及其它国家类似机构所做的。允许银行在目前的利率上限进行放贷，并加强信贷风险的评估体系，尤其是对小型借贷者的信贷评估。

- 建立政府收益率曲线，以保证信贷合理定价，进一步促进资本的有效配置。中央政府债务水平低，因此有足够的力量建立这一市场。

- 增加金融市场中介和工具以配置资本，建立包括养老基金、保险基金和共同基金。

- 在企业债券市场中建立更长的久期，以使借款与长期投资、负债相匹配。

- 对于非战略重点的国有企业和金融机构进行私有化，尤其是那些出现经济问题且自身陷于财务困境的公司。这可通过重组来实现。一般说来，经济出现问题是改革的最佳时机，因为困难意味着需要变革。

- 为了提高生产率，必须调整更平衡的部门结构，推动国内消费及相关服务行业、建立产能性的基础设施。在这一领域可考虑使用担保以鼓励对不发达

行业的信贷支持。

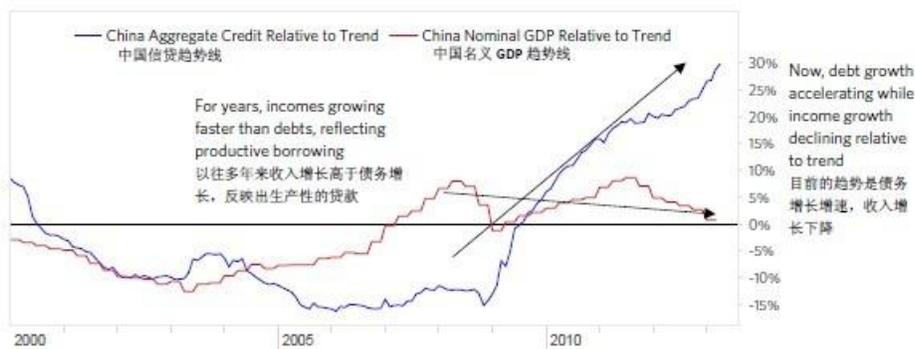
● 激励富人的储蓄更加多元化，从而更有效的配置资本。这可以通过很多方法实现，譬如，对不鼓励的投资类别征收重税，而对鼓励的投资给予税收优惠。

● 完善股票市场，以使投资者的组合更为多元化（即，不集中于房地产市场）并使公司的融资来源风险更低。您可通过使股票成为好的投资品种以吸引资金，这可通过多种方式得以实现，譬如控制 IPO 的发行，要求上市公司增加派息数，取消对股票市场兴趣浓厚的其他金融媒介（如保险基金）的监管障碍。将国内大部分资金引导至股票市场，同时引入更多的机构投资者、增加对于短期投机的税赋及保证金要求，以鼓励价值投资而非短期投机。

需要重申的是，中国的债务增速远大于收入增速（大型国有企业尤其如此），并且资金和信贷市场集中在少部分实体。此外，企业和个人的资产与负债水平也处于失衡状态。这就是说，目前的危险状况可以归因于：1) 资本成本偏离正常水平；2) 有能力利用这些资本来提高生产率的大部分人和大部分组织却无法获得自由流动的资金和信贷；3) 资本市场欠发达。下文详细讨论以上观点。

信贷呈现不可持续的高速增长

如下图所示，从 2009 年起，债务的增长速度不断加快，而收入增速则有所放缓。这反映出资本无效利用的情况在迅速增长，因为如果债务获得了有效利用，收入增速应该等于或快于债务增速。²



² 鉴于银行系统外的债务迅速增长并且对债务有重复计算的现象，因此有理由认为债务增长数据并不十分准确，可能被高估。尽管如此，事实表明即使对这些数据进行相应调整，债务增长过快且无效率的基本结论仍然有效。

以下图表显示了不同部门的债务增长情况。如图所示，债务的高速增长集中于非金融企业部门，其中主要是大型国有企业。债务增速无法持续，而放慢增速将带来痛苦。因此，一些大型国有企业不得不做出剧烈的调整，进而对这些企业的债权人、员工、业务伙伴以及支持它们的地方政府造成影响。由于在中国这些实体是相互交织的，因此很难说谁会受到这种债务调整的影响。我们相信这些影响可以得到有效地控制，但是你们的改革计划必须考虑如何处理这些问题以及它们所关联的问题。



信贷增长之所以如此之快并且规避管控，一个主要的原因在于央行不能恰当地设定利率。出现这种情况的原因部分是实行联系汇率政策，部分是非银行贷款利率脱离了央行控制。从全球及历史来看，几乎所有大国都选择了独立的货币政策。只有小国和/或新兴经济体放弃了独立的货币政策，主要是因为它们对本地货币信心不足，或者不能良好地管理货币政策。自主确定汇率是一个国家管理经济最强有力的工具，政府能够根据自身情况自主决定如何平衡通胀率与经济增长率。相比之下，信用/贷款额度作为一种工具其效力就要低得多，因为它们需要更严格的管理措施，而这会阻碍资本的自由流动。而且，随着资本市场的成熟以及各种工具的多样化，其效力也会变得越来越低，除非它们的影响能够比现在深远得多。大型国有企业和地方政府利用信托来规避紧缩措施就是一个例子。因此，资本市场的成熟给中国的决策层提供了以下选择：1) 通过额度和监管措施来维持控制，但这会更加复杂，不利于资本的自由流动；或者2) 实行独立的货币政策，让资本更自由地流动，但是会失去严格管理货币的能力。只要中国保持与美元挂钩，就很难设定利率，因为适度上调短期利率可以吸引资本，但更难以维持联系汇率。因此，汇率自由化是转向利用利率机制管理债务周期的一项重要内容。

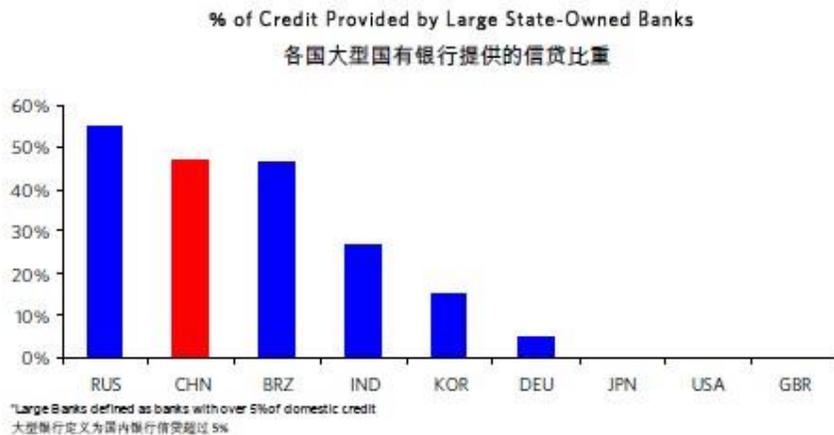
► 改革建议：

- 改革货币和汇率政策，让央行设定利率，并将利率作为一种有效工具加以利用。

另外，出现上述状况的原因还在于货币和信贷的分配方式。具体而言，就是过多的货币和信贷集中于 1) 少数大型国有银行；2) 少数大型国有企业和地方政府；3) 少数经济部门；4) 少数人；5) 某些投资（现金和房地产）和某些地区（沿海城市经济中心）。大致而言，上层的 10% 掌握着 85% 的货币和信贷，而下层的 90% 只掌握 15% 的货币和信贷。这种情况正在导致：a) 上层的 10% 出现投资浪费，无法创造足够的收入来还本付息；b) 下层的 90% 面临投资不足的问题，因此无法充分发挥潜力。

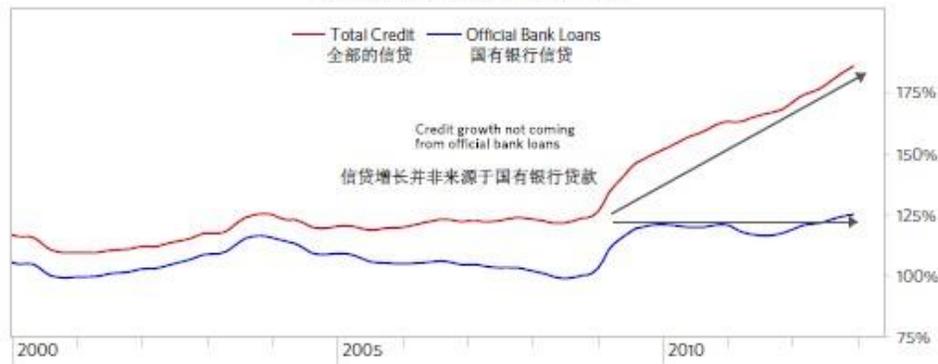
1) 过多的货币和信贷集中于少数大型国有银行。中国约有一半的贷款都是通过五大银行提供的，而这五家银行均为国有。如下图所示，除俄罗斯外，其他国家都不像中国这样有如此大量的贷款掌握在少数几家国有银行手中。这些

银行之所以处于优势地位有若干原因，包括政府为银行的债务提供默示担保。有了这些担保，贷款机构无需谨慎，从而鼓励了不经济的贷款。从全球范围看，历史表明，国有及政府担保的大型贷款机构并不是资本的有效分配者。此外，央行没有能力设定适当的利率也是导致不经济的贷款“集中在上层”的原因。根据我们的估计，中国的几大国有银行所提供的贷款约占贷款总额的 50%，其中包括正式的银行贷款和表外（例如影子银行）贷款。



由银行和非银行机构组成的“影子银行”系统在推动贷款方面发挥了重要作用。据估计，从 2010 年起，一半以上的杠杆融资都是非银行贷款，其中主要为表外贷款（通过理财产品、信托贷款、委托贷款和银行承兑汇票）和企业发行的债券，如下图所示。受财务激励和竞争优势的吸引，绕过传统银行和银行贷款而建立的非银行贷款制度是一种自然发展的结果，同时也具有相当的风险。它在收取高额利息的高利贷和其他小规模掠夺性贷款机构之外提供了另一种融资渠道，从而在一定程度上降低了针对小企业的贷款利率，不过大部分信托和理财产品是由大型金融机构、国有企业和地方政府融资平台控制的，它们的大部分资本仍旧流向了大型借款人。我们估计，只有大约 1/4 的影子银行贷款流向非房地产中小企业。

China Non-Fin Private Credit (% GDP)
中国非金融私营信贷占 GDP 比重



信托是一个尤其值得关注的行业。信托业经过飞速发展，现已成长为最大的非银行金融中介，规模超过养老金、保险和证券投资基金。信托业也是最难以捉摸的行业之一，因为相关报告有限，而监管制度又跟不上行业发展的步伐。不仅如此，该行业还具有极大的灵活性，它将许多不同类型的借款人和寻求超额回报的贷款人联系起来，而超额回报很难追踪。与信贷的整体增长极为类似，信托业似乎也在走向危险的边缘，因为人们对其无违约的预期是不切实际的。现实情况是，信托业在企业之间、银行之间以及银行和其他金融中介之间建立了更多关联，而这些联系是很难追踪的。一半以上的信托产品似乎都在为高风险借款人提供资金，由于没有其他融资渠道，这些借款人宁愿支付 12%-14% 的高利率——此类借款人主要为可能面临现金流问题和具有潜在违约风险的地方政府融资平台或房地产企业。尽管从法律上说，这些损失本应由贷款人承担，但这会导致多项严重的后果。对于信托机构来说，难以接受的损失将使其丧失信托业执照或者面临破产。对于一般通过开发理财产品来为大部分信托提供资金的银行来说，巨大的损失可能导致储户失去信心，存款基础发生动摇。而对于信托的控股企业来说（通常为国有企业或者诸如中信、平安等金融中介机构），巨大的损失将对其利润和声誉构成冲击，进而可能影响未来的融资。如果损失巨大，则不可能单靠信托股本来弥补这些损失，最有可能的情况是先由控股公司或者银行消化这些损失，然后再传递给实际贷款人——由于到目前为止没有发生违约情况，因此上述后果是否会发生尚待观察。我们假设贷款人将获得保护，但可能需要明确哪些保护措施可以依靠。这些信托贷款带有很重要的个人或企业关系，因此普遍违约的可能性很低。

► 改革建议：

- 将影子银行（及信托）表外业务转移至银行资产负债表内，并加以监管。
- 针对影子银行业建立严格的管理监督制度。
- 考虑将银行、国企和地方政府融资平台的所有权分离。

从整个体系来看，政府的默示担保鼓励了少数大型贷款机构集中为少数大型借款人提供贷款的现象，同时也造成了风险的集中。投资者相信地方政府会救助地方企业，中央政府会救助地方政府，银行会救助理财产品和信托，而国家或央行会救助银行。所有这一切扭曲了分配资本的自由市场价格机制，人为地创造了低利率，并助长了无效贷款和投资。这是造成问题的典型模式，因为借款人获得了资金，金融中介机构获利，贷款人自认为做了一笔不错的买卖，皆大欢喜。在因资本分配不当导致崩盘之前，这种模式通常会自我强化。我们知道，房利美和房地美就出现了这种情况。由于有政府的默示担保，贷款人未做适当的信用调查便大胆向这两家企业提供了贷款，使它们即便在信用质量恶化的情况下也能有资金投给不良项目。我们估计，一半以上的现有债务都带有某种默示担保。在制定政策方面，我建议先要确定想担保的对象以及适当的利率。我认为，明确和撤销一些担保实际上可以使信贷市场更加健康，使正在被挤出的中小企业能够获得更广阔的融资渠道。这将催生信用的竞争，使资金找到最有价值的用途，释放这些企业的生产潜力。尽管如此，在具体执行时必须十分谨慎，特别是在信用危机期间。

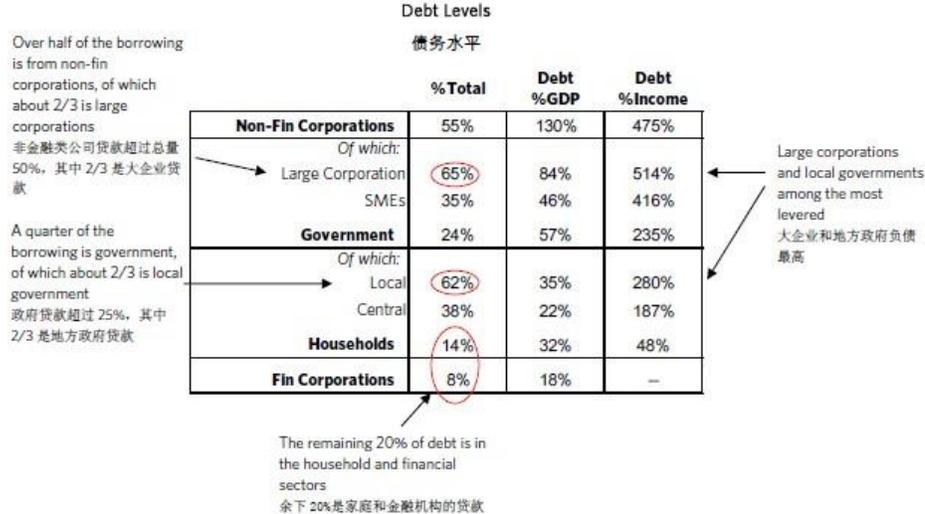
► 改革建议：

- 明确和/或撤销政府默示担保，不再实际补贴大型国有银行贷款，鼓励银行向中小企业而不是国有企业和大型企业发放贷款。
- 建立处理不良贷款的机制和计划，明确让哪些机构违约，通过哪些机构管理不良资产，国家在什么地方担保损失。

2) 大部分贷款集中于相对较少的大型国有企业和地方政府。事实表明，大型企业、国有企业和地方政府利用低成本的信贷渠道取得了大部分贷款，并且存在过度投资的问题，而那些规模较小但收益可观的机会却无从获得资金。如下所示，大型国有企业和地方政府是规模最大的借款人。它们之所以能够获得优惠待遇，不仅仅是因为政府提供了默示担保，还因为贷款额度、担保贷款标

准和利率限制鼓励银行向大型国有企业和地方政府放贷。相比于建立小规模
 的银行贷款组合，向具有政府默示担保的大型国有企业提供贷款更容易完成贷款
 额度，因为小规模银行贷款缺少担保，即使借款人更有可能高效地利用资本，
 但仍被认为具有较高的风险。此外，银行的贷款标准要求提供固定资产担保或
 保证，而小企业通常没有能力提供。而且，银行又经常为国有企业所有。从全
 球范围看，历史表明大型国有企业和地方政府并不是最有效的资本分配者，尤
 其是贷款人因为有保证而无需担心偿还问题时。如下所述，您也会清楚地了解
 到，这种情况将产生大量集中而无效率的投资。

将近三分之二的贷款流向了大型企业，其中主要是国有企业，其余贷款则
 主要流向了地方政府融资平台。



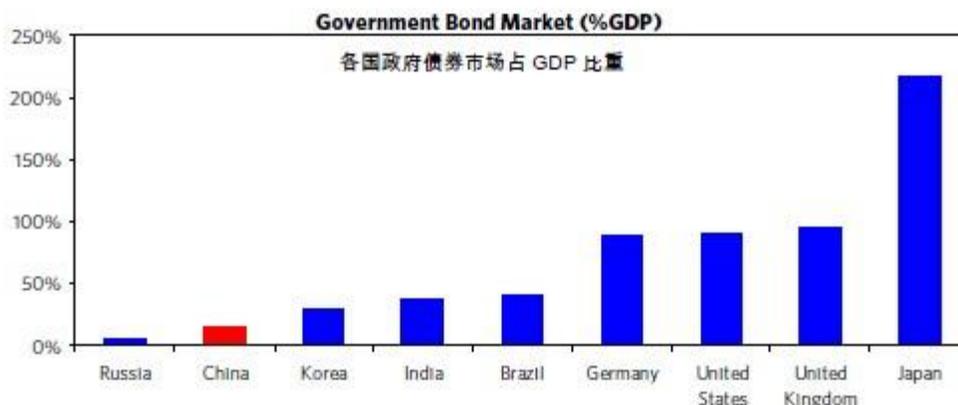
如上所述，影子银行系统略微扩大了中小企业的贷款渠道。然而，即使在影子银行系统中，小企业承担的市场利率仍然高于其他企业，因为其中的大量资本最终还是流向了国有企业和其他政府机构，它们拥有国家默示担保并且仍需借贷。虽然我们没有相应的信贷研究来证明上述观点，但从我们所做的一些信贷分析来看，利差一般都明显高于信贷风险。目前的定价是非常缺乏效率，因为：a) 资本不能自由流动，并且 b) 贷款标准并不是看利差与信贷风险相比是否恰当。如果不对现有的激励结构进行改革，中小企业从官

方银行系统获得的贷款会更少，不得不从官方银行系统之外融资，而从外部获得的资金更加有限。在这种情况下，小企业由于无法获得贷款或贷款成本过高，而不能实现经济有效的投资（即高利率会基本上将某些项目拒之市场门外）。为这些小企业建立贷款渠道，有助于以更合理的利率提供资本，从而释放它们的潜在生产力。

➤ 改革建议：

- 鼓励发展更多灵活的小规模贷款机构，并在银行中建立“信贷管道”，向目前无法获得充足贷款的中小企业发放贷款。为此，可以考虑为有充足股权的借款人提供担保，如美国小型商业协会及其它国家类似机构所做的。允许银行在目前的利率上限进行放贷，并加强信贷风险的评估体系，尤其是对小型借贷者的信贷评估。

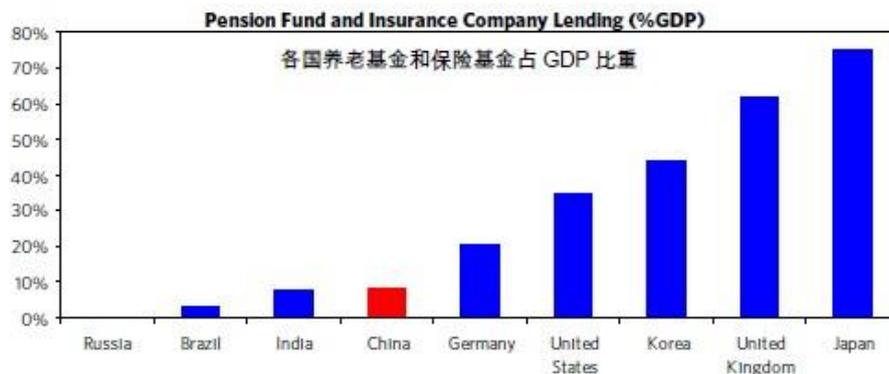
银行很难为风险定价的一个重要原因在于没有一种成熟的政府债券收益率，或者说没有一种消除或规避风险的好办法。政府债券市场不只是为政府融资，也是所有其他信贷市场的基础。例如，如果您想建立长期信贷市场为购买长期资产融资（例如，15年的抵押贷款用于购买住房，或者企业发行长期债券进行长期投资），最好是以长期政府债券市场为参照。换句话说，政府债券形成的“无风险”利率是其他利率建立的基础。在中国，流动性好的中央政府债券市场的规模非常小仅占GDP的15%左右，巴西的这一比例为40%，发达国家为100%甚至更高。实物债券总量并不能说明一切。大部分发达国家都存在一个庞大的债券期货市场，该市场不仅创造了流动性，也让市场参与者可以流动的方式选择规避或承担利率风险，而中国则尚未建立国债期货市场。此外，与更加成熟的经济体相比，中国政府债券的期限也更短。建立具有更长期限的债券市场对于解决长期投资的融资问题至关重要。



➤ 改革建议：

- 建立一条国债收益率曲线，以此为基础可以确定适当的信贷价格以及有效配置资本的定价机制。中央政府负债水平低，拥有建立该市场的强大能力。

改善资本配置方式还包括扩大金融中介机构基础，通过它们的相互竞争找到最佳的借款人。在发达的资本市场中，这些中介机构帮助大规模资深投资者寻找收益最大的投资目标。在中国，养老金和保险公司提供的贷款仅占 GDP 的 5% 左右，而这一比例在德国和韩国分别为 20% 和 40%，与发达国家的平均水平大致相当。建立养老金和保险机构不仅能够普及它们所提供的服务，而且还能推动信贷市场的发展。此外，在承担家庭不愿承担的风险以及向更多的市场参与者分散风险方面，养老金和保险基金也能发挥重要的作用。



➤ 改革建议：

- 建立配置资本的各种金融中介机构，包括养老金、保险基金和证券投资基金。非银行金融中介机构通常是借助企业债券市场来提供信贷，而不是提供直接贷款，因此建立企业债券市场非常重要。虽然企业债券市场一直在向前发展，但银行仍旧是最大的资金提供者，贷款还是集中于大型国有企业和地方政府融资平台。此外，企业债券市场有很大一部分是由短期金融工具组成的。对于潜在贷款机构和在企业债券市场中寻找长期融资的借款人来说，这是一个重大阻碍。保险基金等贷款机构对建立企业债券市场兴趣索然，因为企业债券的久期

短，无法与负债（从性质上说一般为长期）匹配。对于潜在借款人来说，如果债券的久期短，债券对于需要一定时间才能产生现金流的长期项目就缺少吸引力。

➤ 改革建议：

- 在企业债券市场中建立更长的久期，以使借款与长期投资、负债相匹配。

3) 从借款人的角度来说，信贷集中于少数经济部门。具体而言，这些资金主要用于国有工业企业、国有大宗商品企业、公用事业、材料行业和房地产业的固定资产投资。尽管提高这些领域的水平十分重要，但是其中也存在着许多导致过度建设和过度杠杆化的问题。而且，在国外对中国商品需求的刺激下，对基础设施和工业的巨额投资也从面向国内消费转向了出口。

上市公司 2012 年债务

Listed Company Leverage (2012)	Debt (% total)	Debt / Income
Industrials	28%	7.4
Materials	19%	9.0
Utilities	13%	8.8
Real Estate	12%	7.2
Energy	11%	1.8
Consumer Discretionary	7%	3.4
Telecom Services	4%	0.9
Consumer Staples	2%	2.2
IT	2%	3.7
Health Care	1%	2.9

Over 80% of the debt is concentrated in top 5 sectors, which are the most levered, reflecting their faster pace of their borrowing vs. their incomes
80%的债务集中在5大工业部门，反映出他们的贷款远远高于收入

资本配置不当的现象是由于对这些活动的成本效用缺乏周密的评估，主要原因在于决策层的决策重心常常不在于成本效用。许多市场中的价格管制也会造成定价扭曲，并进一步导致资本和资源的不当分配。这造成了资本支出不可持续的激增，对没有经济效益的资本品的投资产生了非经济性的增长。为便于理解，我以房地产为例。虽然住宅建设可以创造需求和就业机会，但它本身并不具有“经济效益”，因为住宅不会产生收入。人们住在更大、更漂亮的房子里只会觉得身心愉快而不能创造“经济效益”，因此投入其中的资本要靠价格上涨才能获得回报。虽然当房地产供不应求时就会发生价格上涨，

但它与生产性资产价格上涨的理由不同，不能说明该项资产未来可以产生更高的现金流。价格上涨引发了更多的住宅建设，也刺激了投机性需求，于是便出现了泡沫。最终，导致泡沫破裂的原因包括：1) 供给增加，2) 需求增速放缓，这就意味着借债购房者无法还本付息，并面临财富的损失。然后，整个过程发生逆转。住宅建设所需要的人员减少了，于是就业下降。这只是一个简单的例子。广泛地说，中国家庭对房地产的需求以及国外对中国商品的需求推动了投资向工业、材料行业和房地产业的集中，而不是在面向国内消费的各行业之间创造更加均衡的发展。

► 改革建议：

- 制定计划，将不具有战略重要性的国有企业和金融机构私有化，尤其是那些没有经济效益而使陷入财务困境的企业。可以通过重组来完成私有化。一般而言，经济困难时期是获得变革支持的最佳时机，因为困难意味着需要变革。

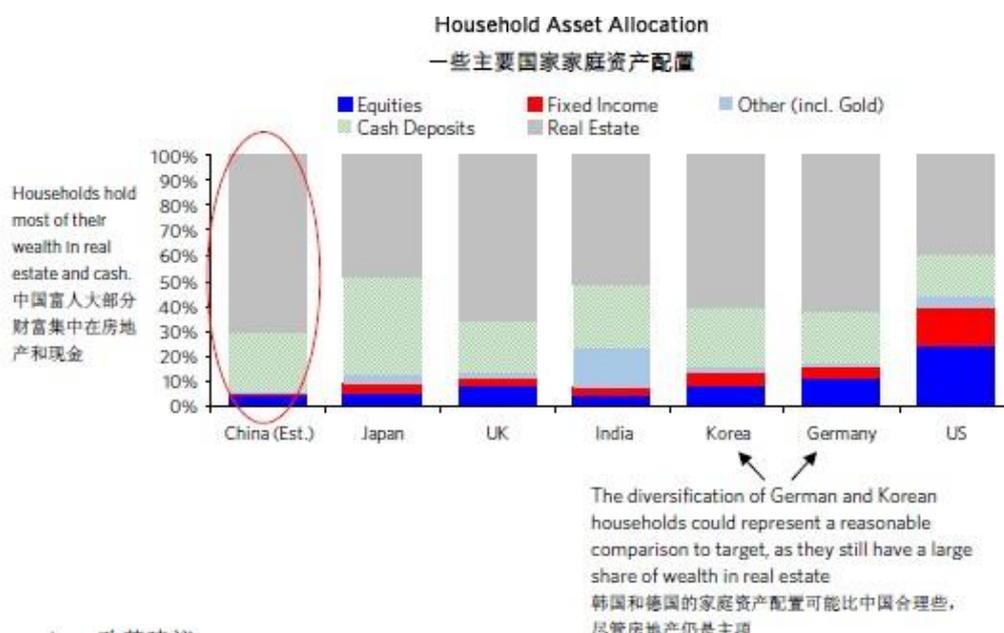
- 培育国内消费和服务行业，促进生产性基础设施和行业，提高生产力，推动各行业更加均衡的发展。在这方面，您也可以考虑审慎使用担保以鼓励对欠发达行业的贷款。

4) 个人财富呈现两极分化，面临失衡。如下表所示，10%的上层家庭的收入占总收入的比重为 57%，占储蓄率的 61%，拥有 85% 的资产。相反，其余 90% 的人口的收入占总收入的比重仅为 43%，只拥有 15% 的资产。这种情况除了会加剧社会紧张局势外，还将产生经济问题。富人的钱集中到了银行（以及之前所显示的银行贷款）和房地产行业。当富人的收入增加时，储蓄率不会下降，资本也不可能大规模转移到其他行业，尤其是在资本市场不够发达不能提供其他投资的情况下。

Household Income/Savings Distribution
家庭收入及储蓄分布

	Top 10%	Bottom 90%
The top 10% of households hold 85% of all household wealth 10%的家庭拥有 85%的财富	85%	15%
Income (% total)	57%	43%
Savings rate	61%	27%
Savings (% Total)	75%	25%
HH Assets (% Total)	85%	15%

虽然储蓄率很高，但大部分储蓄都来自富裕家庭，他们以房地产（大约 70%）和现金（25%）的形式持有大部分财富³。财富在住房领域的集中推动了大规模的房地产建设，以便满足该行业的需求和集中要求。人们之所以将财富高度集中于这些资产当中，原因是缺乏值得信赖的股票和债务市场（债券市场和货币市场）的适当发展。财富在房地产行业的集中并产生房地产泡沫，很难减缓房地产泡沫的问题，因为这样会给许多人造成伤害。如果股票和债券在资本市场中的占比较高，则对提供资本的储户和资本筹集者更为有利。投资者将更加多元化，会有更多不同的融资渠道，风险也更低（因为股权不像债务，不会产生固定负债——如果现金流没了，则股权消灭，不存在信贷紧缩和违约的情况）。如果房地产的部分“泡沫”能够转移到股票市场，情况就会好得多。你们可以做到这一点。如下所示，大部分其他国家的家庭都持有更加多样化的资产组合，其中房地产约占其资产组合的一半，而中国的这一比例为 70%，其他国家的股票和债券形式的金融储蓄更高，而中国的现金占比更高。很明显，家庭对其他能够创造收益的投资存在需求，从购买银行的理财产品就能体现出来，尽管他们并未充分理解其中的风险。



³ 这些数据以及上面的表格均是依据“中国家庭金融调查（2012年）”的结果。

► 改革建议：

- 鼓励富人持有更加多样化的资产组合，提高资本配置效率。实现这一目标可以有多种方式，比如对想限制的投资增税，而对鼓励的投资给予税收优惠。

资产组合之所以如此集中，原因之一在于证券市场未获得充分的发展。人们不相信它是一种可行的储蓄平台，而是将其看作投机的场所。目前，证券市场以国有企业为主导，私人房地产开发商也占据了重要的地位。公司的所有权同样也集中于大型国有企业。在中国，主要归国家所有的企业的市值占证券市场市值总额的 70%左右，而在巴西和印度这一比例分别为 25%和 15%左右，在其他发达国家更是微不足道。国家控股和持有流通股强化了人们的这样这种观点，即证券市场是个内幕市场，不具有广泛参与性，亦不是长期储蓄平台。



与此同时，通过 IPO 发行证券以及将国有股从非流通股转换为流通股，是造成近年来证券相对于其他资产（包括现金）表现不佳的重要原因。这种情况进一步抑制了家庭持有证券作为一种长期投资的意愿，可以看到最近家庭入市水平出现了停滞甚至下降的趋势，很多零售交易都是由短线交易组成。我们所采访的金融中介机构普遍表示，短期投机的盛行是阻挠其投资以及抑制证券市场发展的主要障碍。而且，目前的监管门槛限制了保险基金等金融中介机构的参与，而这些机构是有兴趣参与投资的（通过与这些中介机构的交流，我们发现这是一个抑制证券融资潜在需求的现实问题）。正如我们所讨论的那样，这些金融中介机构对于建立长期的成熟投资者基础以及增强

资本市场的竞争至关重要。

➤改革建议：

- **建设证券市场，使投资者可以拥有更加多样化的投资组合（即减少向房地产的集中），企业也可以获得风险更小的融资渠道。**为此，应该将证券打造成一种具有吸引力的良好投资。实现这一目标可以有多种方式，比如控制 IPO，要求增加股利，取消限制有兴趣的金融中介机构（如保险基金）参与证券市场的监管门槛，从中国的大量资源中抽调一部分用于购买国内证券等。此外，还可以引入更多机构投资者并提高对短期投机的税收或保证金要求，从而鼓励优质投资、抑制短期投机。

地 址： 北京市东城区安定门外大街 136 号皇城国际中心 A 座 15 层
电 话： (010) 64255855 邮 编： 100011
传 真： (010) 84080850 网 址： www.cdrf.org.cn
责任编辑： 任晶晶 电子邮箱： renjj@cdrf.org.cn
