

CBNRI 对话普拉萨德：中国政府面临增速的“复杂权衡”

中国的关键问题在于，维持短期增长是否会对未来发展构成更多风险。并不是说这些风险会导致经济崩溃，而是可能管理。如果中国能够坚持改革，我对其前景表示乐观。

国际社会关于中国经济的悲观声音（China Blue）正在愈演愈烈，在一些人看来，一场经济衰退和金融危机正在山雨欲来。美国康奈尔大学教授、新兴市场的顶尖学者埃斯瓦尔·普拉萨德（Eswar Prasad）近日在接受 CBNRI 专访时表示，中国政府目前面临一个复杂的权衡，增速趋缓虽非坏事，但若放缓过度，所有或有债务及潜藏风险都会立刻涌现。

曾任国际货币基金组织（IMF）中国处处长的普拉萨德是个“中国通”，在他看来，中国经济目前最大的问题仍在于金融系统，中央和地方债务问题，最终会影响到银行系统。他认为，中国仍拥有不少政策空间以处理短期问题。如果能够坚持改革，未来三至五年中国经济增速可以维持在 7% 左右。

谈到今年以来再度席卷新兴市场的新一

轮金融动荡，他表示：“几乎可以肯定的是，新兴市场将面临一段资本高度波动的时期，这是一大担忧。”普拉萨德对 IMF 治理改革在美国受阻表示担忧。“这会产生严重的长期影响。”他说。在他看来，金砖国家外汇储备库或应急基金等新兴市场地区性协议和合作会越来越多，但这些更多是具有象征性意义，最终新兴市场只能依靠自己，而自保的最终途径就是增加外汇储备。

中国经济增长将维持在 7%

CBNRI：目前西方不少人唱衰中国，尤其是对于中国的影子银行、政府债务。有观点认为，中国金融市场会出现危机，增速会继续放缓，这会拖累大宗商品市场，从而进一步拖累整个新兴市场。这一观点在西方普遍存在，你是否认同？

普拉萨德：这种看法的确存在。总有些人在讨论说中国潜藏大危机，离崩溃不远了。但我很能理解中国决策者的改革计划。他们完全意识到这些风险，意识到目前发展模式无法保证可持续增长，亦可能招致风险，中国正在努力着手解决。中国拥有不少政策空间以处理短期问题。

中国的关键问题在于，维持短期增长是否会对未来发展构成更多风险。并不是说这些风险会导致经济崩溃，而是可能管理或抵消负面后果的成本相对较高，这是一大担忧。如果中国能够坚持改革，我对其前景表示乐观。在未来三至五年，我认为中国经济增速可以维持在7%左右。再往后的事情谁也无法断言，这取决于届时采取何种政策以推进生产率发展。在现阶段，不可能指望劳动力立刻增长，资本投资亦非上策，因此必须要依靠提高生产率，而现在开始就要为之夯实基础，将全要素生产率（TFP）提高3%至4%，这才是中国需要的。

CBNRI：中国目前面临的最大问题是什么？影子银行业务是否应该纳入商业银行资产负债表，并实施更细致的监管？

普拉萨德：我认为最大问题仍在于金融系统，比如中央和地方债务，最终会影响到银行系统，因此金融系统健康运行对中国相当关键。一方面，由于中国没有利率市场化，理财产品涌现外加缺乏监管而引发风险。影子银行的存在相当于在没有利率市场化的背景下变相放开利率，但效率不足，且易生风险。但另一方面，影子银行的确向传统银行提出挑战，当然，竞争并不是坏事，但这类变相改革虽然管用，风险却也很大，我更希望看到直接的银行业改革，减少对影子银行的激励政策，之后再慢慢考虑是否要将之纳入传统银行表内业务中。影子银行之所以存在，就是因为传统银行业的限制以及缺乏改革动力，因此还是要解决根本原因，不然会酿成其他风险。

CBNRI：地方债务问题呢？

普拉萨德：中央和地方政府持续使用融资工具，这对长期财政问题造成很大隐忧。如果算上或有债务，50%的负债率会令人十分担忧。如果经济增速放缓，将会引发连锁反应，导致更多坏账涌现。因此中国政府面临的一个复杂的权衡是，增速趋缓虽非坏事，但若放缓过度，所有或有债务及潜藏风险都会立刻涌现。

CBNRI：你之前说，在未来几年7%的增长目标是可以实现的，届时或有债务问题是否会涌现？

普拉萨德：如果中国在保持这一增速的同时，能够推进改革，减少现存风险，则债务问题能够得以控制。若为保持7%的增长而继续施行过去的政策，问题就会越来越棘手。

CBNRI：对中国而言，你是否认为存款保险制度是利率市场化的前提？

普拉萨德：我认为二者相辅相成，效果更佳。各大银行竞争存款，结果相对较弱的银行可能无法争取到存款而面临资金不足的困境；此外，实力较弱的商业银行为吸引存款，不惜提供高利率。存款保险制度对解决上述两类问题较为有效，这能在银行破产时保证存款人的利益不受侵害。存款保险制度也有自身缺陷，因为实行该制度，就会降低市场纪律约束，引发道德风险。但目前中国银行系统是百分之百的隐性保险，如果能从这一基础上实行显性保险，即存款保险制度，将会更有效。鉴于目前中国的起点，我对于道德风险并不担忧。

外部因素是新兴市场动荡的“放大器”

CBNRI：随着美联储开始缩减量化宽松（QE）规模，新兴市场是否会不断面临艰难状况？

普拉萨德：几乎可以肯定的是，新兴市场将面临一段资本高度波动的时期，这是一大担忧。因为应对资本流入和流出都是非常困难的，而这就是“波动”的含义。由于美国经济与政

策的不确定性，资本流动势必会高度波动。我认为，从新兴市场角度来看，这种资金波动导致的不确定性是最大问题之一。如果美国经济能够强劲增长，进而导致利率上升，那么对世界上其他国家来说，美国需求增长带来的好处一定程度上就能抵消资金回流美国带来的负面影响。但在目前如此复杂的状况下，我不认为这种情况正在发生。美国经济复苏还面临不确定性，进而让美联储缩减QE的政策存在不确定性。在一个充满不确定性的世界里，资金回流美国就不一定是因为美国经济很强，而是因为不确定性带来的避险需求。因此，这对新兴市场来说是一个很糟糕的情况，因为它们既没有得到美国经济复苏带来的好处，又因为市场不确定性而遭遇资本逃离。从资本流动的角度来看，在第一种情境下，资本持续稳定地流出，但在第二种情境下，资本流出波动很大。

CBNRI: 由于与全球经济日益高度关联，新兴市场应对资本波动性变得愈发困难。你认为一些新兴市场国家去年以来面临困境的主要原因是什么？更多是由于自身缺乏经济改革还是更多由于外部市场的不确定性？

普拉萨德: 当市场认为美国利率可能上升后，新兴市场资金开始逐渐流出，这是所有新兴市场国家都面临的普遍状况。但问题是，新兴市场资本流出暴露了某些国家的脆弱性。如果看一下印度、印尼、巴西、土耳其等国家，它们的资本波动性更大，因为他们依赖外资，而且经常账户和财政都有赤字。在资本流入这些国家的情况下，其国内缺陷都被掩盖了；但当资本流出的时候，强弱之分就显而易见。这就是在市场动荡中，一些国家遭受更加严重冲击的原因，无论是外部波动，还是国内市场波动。

CBNRI: 你认为市场能够很清晰地对不同市场进行区别对待（differentiate）？

普拉萨德: 新兴市场目前的整体环境正在

恶化，在这种环境中，一些新兴市场国家的弱点就会暴露出来。不过，尽管如此，本轮新兴市场动荡与全球金融危机或者1997年的亚洲金融危机时期有着本质区别。以印度为例，印度近期的货币贬值压力很大，但这次并不是国际收支危机。一个原因是，过去十年流入印度的资金并非债务，而是投入到了股市，这样一来，外国投资者也分担了部分投资回报风险以及货币风险。其次，许多新兴市场国家现在都采用了灵活的汇率制度。第三，多数国家的外汇储备都比较充裕，它们的韧性已经大幅提高。但尽管印度央行储备很多，仍然不太愿意使用，因为一旦开始用外汇储备，市场就会来测试你的底线，央行将很快耗尽储备。央行更倾向于让货币作出调整。因此，这一次新兴市场遭遇困境，并非典型的收支平衡危机。

CBNRI: 美国许多人现在认为，新兴市场的好时光已经过去。一些人说，新兴市场之所以在过去十年表现良好是因为外部环境好，如今环境改变，新兴市场就陷入困境。你如何看待这个问题？

普拉萨德: 在2007年金融危机期间，许多新兴市场都采取了很好的经济政策，无论是财政政策还是货币政策，这是它们度过危机的重要原因。尽管如此，在过去三至五年内，这些国家并没有大幅推进经济改革。除了中国展现出改革的动能，许多亚洲其他国家和拉美国家的国内经济改革都几乎停滞不前。许多国家并非外债上升，而是由于国内信贷激增使得私营部门和政府债务都大幅上升，例如巴西、印尼、韩国。因此，过去两三年内，新兴市场的风险显著上升，但这些风险大多是国内风险。问题是，当外部环境恶化时，这些国内风险就会被放大。因此，我不认为外部环境好是新兴市场之前表现较好的关键原因，环境恶化也不是如今遭遇困境的主要原因，更确切来说应该是放大器。

CBNRI: 你是否认为市场对于本轮新兴市场危机反应过度？

普拉萨德：一些发达经济体为了实现投资组合再平衡而做出一些微调，这一规模对于大经济体和成熟投资者而言完全能够接受，但对新兴市场而言无异于是大动作。由于其金融市场还不够发达，国际投资者的任何小变化都会导致新兴市场大骚乱。这种情况下，预期就会发生重要作用。一旦出现新动态，若市场反应出于短期恐慌，而非基于长期改革，这种恐慌情绪将迅速在国内外投资者间铺开，事态将会急转直下。因此，沟通也非常关键。

央行的首要任务是稳定物价

CBNRI: 以印度为例，我曾向印度央行行长拉詹提问，他如何看待去年 5 月以来印度发生的经济与金融危机。他认为印度已经做了很多改革，但没有被市场认可，而且受到了媒体错误认识（Perception）的误导。你认为呢？

普拉萨德：的确，印度央行和财政部对于改革态度都很积极，例如过去一年半内推出了财政改革和结构性改革，但进展有限，而且远不及印度所需要做的。印度需要紧缩财政，政府已经取得了些许进展，但由于 2014 年大选将至，财政部很难知道需要做哪些改革才能说服议会采取措施。这是眼下的一大困难。因为大选将至，执政政府更倾向于民粹主义来获得支持。

我认为，印度央行行长拉詹上任之初就做了两件很重要的事情：首先，执行了三四年前就制定的金融市场改革蓝图，彰显了央行推进改革的意愿和决心，这增强了市场信心；第二，加息，此举乍看之下有点匪夷所思，因为印度经济增长令人担忧，但此举恰恰发出了央行决心稳定通货膨胀的信号，如果不那么做的话央行将丧失可信度。而且发出了一个重要信号，即经济结构改革是必要的，央行只能尽力而为，但最终央行并不是促进增长的唯一驱动力。其

他政策也是重要的，而央行必须以控制通胀为目标。这是对央行该做什么、不该做什么的最好诠释。

CBNRI: 危机后有关全球央行目标的讨论很多。许多发达经济体认为，央行应该不仅关注通胀目标，应该将重心转向增长和就业目标。对新兴市场来说，加息可能会伴随诸多风险。

普拉萨德：要实现平衡的确很难。现实情况是，央行支持增长能做的事情有限，如果什么都要做，包括稳定币值、维持低通胀、促进增长等，这好比中国央行的情况。但不同的是，中国的其他政策与货币政策相辅相成，其金融部门改革也正稳步进行。然而，许多国家恰恰相反，例如印度。我们需要结构性改革、改善就业市场、处理财政问题，但这些措施都会与货币政策的效果相抵触。因此，我认为央行并非只顾控制通胀而去忽略其他目标，但央行管理所有目标的能力是有限度的。如果把其他目标置于通胀目标之前，央行很难有效运作。尽管实现增长、稳定币值都是央行的重要目标，但我认为央行的首要任务还是稳定物价。

CBNRI: IMF 全球经济治理改革在美国至今仍未获最终通过，这对于全球治理有何负面影响？

普拉萨德：这会产生严重的长期影响。新兴市场会认为诸如 IMF 这样的国际组织仍然是主要为发达经济体的利益服务。我认为，新兴市场国家不会依靠 IMF，而是会通过增加外汇储备来增加自我防御能力。

CBNRI: 金砖国家正在筹备外汇储备资金池，作为强化全球金融稳定的应急基金，这是否是一条出路？

普拉萨德：例如亚洲的清迈倡议多边化协议（CMIM）以及金砖国家的应急基金等，其实都折射出国际金融秩序的缺陷及新兴市场对全球治理改革的失望。但我不认为它们会取代国际组织，因为当真正危机来临时，印度不

会愿意在必须得到中国、俄国和巴西同意后才能从资金池中获取资金。我认为，此类新兴市场地区性的协议、合作会越来越多，但这些很大程度上只是具有象征性意义，最终新兴市场只能依靠自己。今后将面临更多资本流动波动性，而地区和全球层面的救助机制仍然存在缺陷，因此自保的最终途径就是增加外汇储备。

CBNRI: 既然是象征意义，是否大家正在浪费时间？

普拉萨德: 我认为这具有一定价值，让新兴市场国家聚集在一起，团结行动，倒逼发达国家将改革等事项落实。虽然作用可能只是象征性的，但这一象征性很重要，可为改革提供更大空间，并向发达国家释放一个信号，即世界经济正在不断变化，如果你们不改变，我们

就要另寻出路。这是促使发达国家行动的重要信号，但最终发达国家是否会采取行动，就不得而知了。

CBNRI: 中国是否应向金砖国家的外汇储备库中投入更多资金？

普拉萨德: 不少包括金砖国家在内的亚洲国家都担忧中国的真正用意。目前中国的外部资源充足，若中国可以通过建立治理结构来发挥领导力，显示中国作为全球事务参与者，乐意通过这一平台同他国分享本国资源，而非意在占据统治地位，这有助于扩大中国影响力。因为目前亚洲不少国家都认为中国是为了寻求自身利益，而非出于对其他集团成员或新兴市场国家的考虑。 