

导致效率降低，影响社会福利的总水平和长期的经济增长。我们用中国过去60多年的数据做过一些实证分析，初步证明大概65%左右的消费率对长期增长是最有利的，而我们现在的消费率只有50%左右。我们需要适度提高消费率，降低储蓄率，怎么样才能把储蓄率降到一个合理的水平呢？我认为有下面几个方面的事情要做：

第一，产业投资的功能应该回归市场。产业投资应该主要由企业来进行，而不是由市场来进行。第二，政府主要承担公共服务的职能。减少不必要的政府投资和行政支出，以扩大公共服务的供给来实现社会保障的应保尽保。第三，加大对人力资本的投资。我们在这个领域的投资还很缺欠，而且人力资本投资相比物质资本投资而言长期回报更高。第四，减轻企业的社保缴费负担，促进社保的全覆盖。现在企业社保缴费大约是工资总额的40%—50%，对企业来说，是很沉重的负担。改变这种情况非常重要的一点就是用国有资本来充实社保基金，这一点在十八届五中全会已经提出。首先这种充实的力度要大，另外在这样做的时候要减轻企业的社保缴费负担，如果说现在是40%的话，那么至少降低10个百分点，才能起到作用。第五，改善收入分配，缩小收入差距。目前过高的储蓄实际上和过大的收入差距有直接关系，收入两极分化导致了高储蓄低消费。第六，减少垄断，维护公平的市场竞争。最后需要加快推进户籍制度改革，让2亿多没有户口、没有被社保覆盖的新城镇居民与其他居民享受同等的福利待遇，能够在城市安家落户。

概而言之，中国长期增长仍然有巨大的潜力，但是需要一些条件：合理的收入分配，平衡的储蓄和消费结构，健全的公共服务和全覆盖的社会保障来维护社会公平，加快人力资本的增长速度，保持企业的合理负担水平，维护企业的创新能力，保护公平竞争的市场环境，维护城市化协调和健康的发展。

新形势下的老问题：债务和软预算约束

许成钢 香港大学教授

2008年以来中国经济发生了一个非常显著的变化，一方面经济增速迅速下降，另一方面投资在上升。经济增速持续下降的直接原因，简单地说就是内需不足、产能过剩和与此连在一起的债台高筑。债台高筑的问题是我们关心的长远的经济增长问题，因为债台高筑会给经济带来非常重大的危险。

另外，为何近年来中国经济出现了严重的产能过剩，而杠杆率一直居高不下。实际上产能过剩和债台高筑背后有一个共同的机制，即软预算约束问题。软预算约束问题的核心在于国有企业和地方政府在资不抵债的时候不会破产，他们靠政府对其进行救助。这会带来非常严重的问题：他们不受破产的威胁，没有自我约束，不负责任地扩张，形成严重的道德风险问题。软预算约束是个老问题，是计划经济和转轨经济中早就有共识的最基本问题。换句话说，苏联和东欧在经历长期的经济改革失败后，最后最解决不了的就是软预算约束问题。软预算约束问题也一直是国有企业和政府机构面对的最基本问题。

中国在过去的二三十年里有很好的经济发展，原因就在于中国早期的改革部分解决和缓解了软预算约束问题。这里面解决的部分可被称为硬预算约束，最突出的就是八九十年代私有部门的快速发展，产生了大批民营企业。现在的中国经济中，民营企业占了中国经济的主体，这部分是硬预算约束，也是中国经济改革与苏联、东欧经济改革最不同的地方。90年代后期和21世纪前几年，大批中小国有企业民营化，就是当时所谓抓大放小里面“放小”的部分，这一部分也明显硬化了预算约束，但是还有非常大的一部分并没有解决，而只是缓解。缓解就是包括本世纪早期的几个重大措施：一是剥离国有银行坏账，二是向国有银行大规模注资，三是抓大里面的改造大型国有企业。这些都使得一段时间里，软预算约束问题有所缓解，但是并没有根除。目前的问题是当初“抓大”带来的问题积累到现在，这个老病开始以新的形式复发。“抓大”的一面就是国企越来越大。另一方面地方政府以土地作抵押在银行大量借债，不过不是以债券的形式在市场上发行，而是银行债务。软预算约束以新的形式重新产生，无论是国企还是地方政府，预期面对的都是软预算约束，因此没有金融纪律。

以新形式出现的老问题现在极端严重，表现在以下几个方面：第一，地方政府以土地抵押的融资平台欠债30多万亿。第二，各类国有企业以巨额的银行债务为支持快速扩张。在去年的一年中，全国的总债务量占GDP的比例，已经超过了280%，这个数字非常高，超过了美国。真正最严重的问题还不是单纯的数字，而是增长的速度非常快。由迅速扩张的债务作为支持，中国的国有企业积累了大量的产能过剩，根据OECD的估算，2014年中国对全球的产能过剩贡献了37%，而另一个研究结果是2012—2014年间全球增加的41%的产能都来自中国。最严重的问题就是当整个经济下滑而债台还在继续增高的情

况下，谁来还债？如何还债？这是一个非常严重的基本问题。

现在中国经济面对的真正最大的问题不是债务本身高，而在于它恶化的速度和债务的性质。数据显示，2008 年全国总债务占 GDP 的比例是 76%，从 2008 年到 2014 年的短短几年时间就已经涨到了 280% 以上。2015 年 9 月中国全部国有企业债务一个月内增加了 6 万亿，也就是 10%。按照这个恶化速度，危险是非常大的。再看债务的性质，也是非常危险的，无论是美国、英国、日本，所有发达国家的政府债和企业债，主体是以债券的形式在市场上发行，而中国债的主体是银行，这是相当危险的。因为银行债务大量是以抵押贷款的形式发行，当经济下滑时，抵押贷款的价值在下降，导致原本不是坏账的银行债务都变成了坏账，这会严重威胁中国的金融财政乃至经济的稳定和安全。

中国的软预算约束还有一个特别新的形式，就是进入证券市场。软预算约束在证券市场的表现形式为：第一，上市企业资不抵债时，不会破产，也不会退市，而是由政府通过各种各样的方式向这些业绩差、严重亏损的上市公司注资。这里想要强调的是，之所以发达国家的证券市场这么重要，之所以风险资本主要集中在证券市场发达的国家，原因就在于证券市场是一个硬预算约束的市场，因此在操作的时候，不容易产生严重的道德风险问题。换句话说，硬预算约束实际上是保证证券市场健康的必要条件，当把这个约束破坏后，整个证券市场便会出问题。

那么，软预算约束问题从何而来呢？根本的原因就在于政府是不是能够对硬预算约束做出承诺并信守承诺，这是第一点。在改革和规划的设计中，在法规的制定与合同的设立中，是否事先非常清楚地规定当一个机构资不抵债的时候必须破产。事实上政府机构和国有企业几乎不存在这种硬性承诺，因为这本身就是顶层设计和具体设计中的第一个问题，可以被视作认识问题。第二，在有了这个承诺之后，当某个机构资不抵债时，我们的制度能否真的执行破产，这个承诺能否得到信守，决定了预算约束的软硬。我们知道，事实上得到中央政府帮助的国有企业和地方政府不会破产，而相比之下，受市场制约的民营企业资不抵债时就会破产，所以我们可以看软预算约束和硬预算约束的清楚界限。这实际上也可以看成是对改革的顶层设计和对合同的具体设计中的第二个基本问题。

必须强调的是，信守承诺是整个金融发展的基础，为了金融发展政府必须做出承诺，并信守承诺，这是对市场的尊重。这次股灾的教训表明，政府必须

承诺并且信守不把股市当作政策工具。与此相关的两个基本问题是：第一，为何中国最强的创新型民营企业大多数在执行英美法系的境外市场上市；第二，推进沪港通这些改革措施会带来什么后果，也就是说，如果我们不能解决软预算约束问题，不能解决企业治理中的最基本问题，一旦在海外出现问题，会有什么后果。

能否信守承诺取决于制度，当把所有的权力集中在一起的时候，这个制度实际上是不能信守承诺的，这里面就包括预算约束方面的承诺、经济方面的承诺、法律方面的承诺和政治方面的承诺。在没有约束的权力下，即便政府是完全善意的，它也会善意地用它的权力违反自己的诺言。只要违反了诺言，由此带来的后果和它是善意还是恶意就不再有关，因为只要违反了承诺就破坏了市场秩序。换句话说，制度的力量超出了意志。在信守承诺的制度中，不同的权力之间一定是相互独立的，原因很简单，只有相互独立的权力才能够保证这些权力之间的相互制衡，这才是管住政府、管住企业的预算约束的基础，硬预算约束依靠的一定是这种制度上的安排。这些独立的制度包括独立的产权和控制权、独立的司法权。民营企业面对的是硬预算约束，道理非常简单，因为每一个民营企业都有各自的产权，它们之间的产权不联在一起。控制权相互之间独立决定了它的硬预算约束。如果我们通过大规模集权进行金融监管，虽然能解决某些协调问题，但是无法从根本上解决软预算约束的问题。

从软预算约束的角度来看金融监管，可以给我们新的启发。金融市场产生于法治也成长于法治。简单看一下历史便知，在宪法的保护下，即便早期全世界的金融市场都没有政府监管，也获得了巨大的发展，支持了人类前两次的工业革命。在没有金融监管的时候，维持金融市场秩序靠的就是法治和独立的司法。直到1933年，美国才率先出台了金融监管法律，但是，其基础和背景仍然是独立的司法。由此可见，这其中的核心问题是法治要求政府受独立司法的约束，使政府无权直接把市场作为工具。这些就是硬化预算约束，也是促进金融发展的基础。

投资结构与经济增长

白重恩 清华大学经管学院副院长

在考察经济结构转型与经济增长时，除了传统上的投资与消费的结构外，