



中国去杠杆（2016）：数据、风险与对策

国家金融与发展实验室

2016 年 8 月 31 日

中国去杠杆（2016）：数据、风险与对策

高占军：

很高兴今天来参会。国家金融与发展实验室今年正式开张，自5月份以来，已举办了很多场活动，频率很高，备受关注。我有幸参加了其中好几场，每次感觉都很有收获。其中有几个场次是专门讨论债务问题的，今天又迎来了新一期国家资产负债表阶段性成果发布。

国家资产负债表在NIFD是一个成系列的重要研究项目。除了研究报告外，目前已经有两本书出版：2013年底出版了《中国国家资产负债表2013》，主要讲理论、方法和风险评估，第二本《中国国家资产负债表2015》主要是讲杠杆调整和风险管理。今天的报告是个阶段性报告。这些报告每期、每个系列都有重点，启发性很强。我们今天手上的阶段性报告，除了很大的篇幅讲施策之外，其中还增加了一个技术环节，大家看第19页讨论了杠杆率变动的情景模拟，这个是没有的，非常有吸引力。这个情景模拟报告中只是针对政府部门，如果能进一步扩展到其他部门，意义会更大。因为它评估的不仅仅是当前，也评估了未来在不同的情景参数条件下会发生什么变化，和如何施策是密切相关的，有很强的政策含义。所以，我觉得这个报告在施策、技术环节等方面都有非常突出的亮点，看了之后很有收获。

结合李扬院长的主旨报告和各位的讨论，我从三个角度谈些体会。第一，怎么样看杠杆率？第二，杠杆率指标之间的关系？第三，怎么样施策？

高占军

国家金融与发展实验室

高级研究员

中信证券董事总经理

怎么样看待杠杆率？看杠杆率需要三个维度。第一个维度是杠杆率的水平。我们现在所使用的各种各样的指标，其实很重要的一点就是衡量杠杆率究竟到了什么样的水平，横向、纵向比。刚才杨行长对此也有强调。杠杆率我们来看去看去，究竟它到了多高的门槛才是值得关注的？这个问题的提出是很重要的。记得 IMF 的报告有一个原则，即它在做各国杠杆率水平比较的时候，不做主观评估，即你的高了就是有风险，他的低了就没问题，IMF 不做这样的判断，只做测算和比较。总体看，杠杆率水平的高低并没有一个绝对的标准。但即使如此，从历史上看，杠杆率到了一定程度便很容易出问题，只不过不同国家在不同的条件下不太一样。

第二个维度是融资成本。这是我们在考虑债务问题严重程度时候一个很重要的角度。因为这个成本对应着的直接是负债。国家资产负债表的方法，是既考虑资产同时也考虑负债。成本，从一个角度看是当前债务的压力，也涉及到流动性问题。成本很高，而如果同时债务期限也比较短的话，一时的流动性问题就能把企业逼垮。回顾历史，很多国家、很多企业出现过这样的情况。而中国企业现在的融资成本，常欣刚才的报告提到，本息合计要占到 GDP 的 138%。我补充另外一组数字，每年中国企业的利息支出要有 8、9 万亿，在每年 16 万亿的社会融资总量中，要占到一半左右，这还不包括本金；或者说，每年 16 万亿的社会融资总量中，有一半左右是用来付利息的。所以这个压力是蛮大的。所以考虑杠杆问题，从负债端一定要看融资成本。

杨凯生：

我插一句啊，现在讲到企业去杠杆的时候，实际上往往忽略了一个问题，经营效率的提高对降杠杆的作用。刚才你说每年利息支出是 8、9 万亿，实际上前些年我们每年信贷增量还不到 9 万亿，这两年超过了，每年的信贷增量大体相当于企业每年所需要支付的利息，贷款干嘛？就是还利息的，是不是贷的太少了，还要继续贷？不是的，过去都讲贷款的周转率，贷款的存量 100 多万亿，每年能够多周转一次是什么概念呢？多周转 0.5 次是什么概念呢？现在没人讲，

这个数字 80 年代、90 年代都讲，贷款的周转次数，现在不讲了，这个问题不解决，资金的使用效率不解决，杠杆率下不来。

高占军：

谢谢杨行长的评论。第三个维度是盈利能力，这个盈利能力其实是从资产端的角度讲的。刚才李院长提到的很多杠杆率指标，比如债务收入比等，不少都是兼顾了负债和盈利能力的，这是很重要的一点。我们现在看得比较细的也包括企业层面的，比如非金融上市公司的 ROE 最近几年都在下滑。当然，国企和民企的情况不太一样，工业企业和整体的非金融企业情况又有所区别。刚刚公布的 7 月份工业企业的利润率，同比有较快的增长，这是值得关注的。总体看，杠杆率水平、融资成本和盈利能力，这三个纬度是我们在看待杠杆率问题的时候，一定都要看到的。这也体现了今天这个会上重点强调的资产负债表的方法。当然，并没有排斥其他的方法，看 NIFD 的报告，里面也是兼收并蓄的。以上是我的第一个体会。

第二个体会是关于不同指标之间的关系。不同指标之间的关系是很重要的，有的时候，我们看一个指标很高，但同时另一个指标可能并不高。比如说，我们现在看债务占 GDP 的比重，无论是全球还是中国，最近几年上升都非常快。但很多国家企业的资产负债率，都是在下降的；即使是被认为杠杆率增长全球最快的、最危险的中国企业部门，其工业企业的资产负债率最近却呈现下降的态势，非金融上市公司的资产负债率也在下降，虽然幅度有限。

出现这么大的反差，原因是什么？这就涉及到指标之间的关系。

我的观察是这样的：资产负债率指标分子是负债，分母是资产；债务/GDP 指标，分子是债务。负债和债务是完全不同的概念。债务，有一点类似 BIS 报告所指的核心债务（core debt），主要指债券和贷款；而负债除包括债务外，还包括应付、预收等企业间信用。所以，债务的规模较负债的规模要低很多。低多少呢？在李院长主持的《国家资产负债表》这本书里有测算，低 40% 左右。

比如，2012 年企业间信用的规模是 65 万亿，而当年所有企业的总负债是 130 多万亿。债务与负债有这样大的差异，很值得关注，而这一区别并非被广泛关注到了。

杨凯生：

在 50 年代是绝对禁止企业间有任何预收、预付行为的，一切信用为银行。如果有预收、预付行为都是违反结算纪律，要受到银行的结算制裁。改革开放以后，已经完全不存在这个概念了。企业间是可以有企业性预收、预付的，包括企业经营自己的商业汇票也是可以的。高总刚才说的就是这块的问题，包括三角债的问题，但是企业之间的债务约束要比银行之间的债务约束要强，就是说宁可欠银行的，也不欠企业的。

高占军：

另外一个原因是，资产负债率指标的分子是负债，分母是资产，负债和资产都是可以估值的，是动态的。这个问题也是和资产负债表的分析方法直接相关的。BIS 在测算杠杆率指标时，对于资产和负债，首先使用市场估值法，得不到市场估值的数据时，才会用成本法估。现在中国企业经审计的财务报表，其资产也大多是按市场价值得的，这很大程度上影响了资产负债率指标的动态变化。所以，对于资产负债率指标的下降，要考虑到估值的变化，而估值的变化，很大程度上与身处的不同周期有关，而周期因素是动态的，变动有时也频繁，所以资产负债率指标下来后，在多大程度上体现了债务风险的变化，我觉得是要具体分析，要考虑到动态性以及逆周期的性质。

关于指标测算的口径。刚才常欣在报告里提到，测算企业部门的债务，是不是在企业部门内部，彼此要有一个抵扣。这个问题有很大争议。比如，前不久人民银行批评 BIS 对中国杠杆率的测算有夸大，其重要依据之一便是有些该抵扣掉的没有抵扣掉。这个角度是有道理的；从部门的角度，考虑到部门和部

门之间的边界，抵扣掉是必要的。但是，从风险的角度，企业间的债务、部门内部的债务，绝不是可有可无的，因为像刚才所讲的企业间信用，若出问题可能起到连锁反应，不容忽视；即使是在指标里面不反映，也一定要加上必要的说明，否则可能会误导。杨行长是华融资产管理公司的首任董事长，也曾主掌中国最大的商业银行，对企业间信用、三角债一定有深刻体会。这些连锁的反应，如果完全屏蔽掉，很多的风险就被屏蔽掉了。这是我在指标的关系方面，想讲的第二个内容。

第三个体会，是关于如何施策。在讨论如何施策的时候，需要先回答两个问题。第一个问题，杠杆是不是只能转换不能消失？这个问题很重要。这么多年大家都在谈杠杆，尤其是危机之后，不只中国的杠杆在升，全球的杠杆也都在升。这个杠杆是不是只能升不能降，或者说只能在各部门间相互转换呢？两个月前，英国的阿代尔·特纳勋爵到中国推广其《债务和魔鬼——货币、信贷和修复全球金融》这本新书时，有一次线下的讨论，我当面就问了一个问题。他也提到，现在有一些发达国家的杠杆率下降，只是它把这些杠杆转移到了新兴市场的结果。从全球的角度是这样，从一个国家的角度，是不是也是这个样子？对于杠杆率的这个认识，涉及到最后要采取什么样的决策。

第二个问题，中国现在的债务问题究竟有多严重？李院长刚才重点讲到了这个问题，我听下来是很受启发的。李院长在刚才的演讲中说，中国不存在债务危机，我们有资产端方面的优势，有高储蓄，同时债务大都是国人相互持有，再加上以间接融资为主的金融结构，债务危机是没有的。

我觉得从这些角度来看问题，重要的一点在于，在评判中国债务问题的时候要保持一个客观性，否则容易自乱阵脚。当然，中国不存在债务危机，并不意味着中国债务问题不值得关注；事实上，这个问题已经到了不能被忽视的地步了，需要采取措施。大家可能注意到李院长之前写的报告，以及在一些会议上的发言，对这一点都很强调。我的理解，这也就是为什么今天这场讨论的要点落在“如何施策”上。

一个国家的债务是要求保持在一定的水平、稳定的增长，所谓去杠杆，核心是适当减缓杠杆的增速，并不是一味地将杠杆率降下来；否则，也可能有问题。中国债务最大的问题是增长得太快，而且透明度低，这是最大的问题。晓晶刚才在演讲时提到，去杠杆本身也是去需求，很有道理。那么，去杠杆、去需求和稳增长这之间的关系怎么去摆布？如果没有一个适度的增长，债务问题也很难解决；稳增长本身，就是解决债务问题的重要一环。我们做过测算，用债务占 GDP 的比重来测算中国的杠杆率，如果以社会融资总量来衡量，分子是 150 万亿，而每年的 GDP 是 70 万亿，分子的规模是分母的两倍以上，分子的增速也是 GDP 增速的两倍以上，从这个角度看，未来五年和十年的演进，在其他条件不变时，这个指标只能是往上增，很难降下来。

另外一个，在中国谈去杠杆问题，还有一个比较重要的话题——大经济小金融问题。中国债务问题这么高，其实中国的金融在全球仍然是小金融。金融资产占非金融资产的比重这个指标，即我们常说的金融相关比，以此来看中国金融在全球的位置，中国是很低的，对这个问题也需要适当考虑。就是去杠杆，也不是所有部门都要去杠杆。

晓晶刚才提到去杠杆要拿真金白银。这个观点很重要。IMF 在讨论解决债务问题的时候没有直接这么讲，但背后有这层含义。要找到切实有效办法，把债务问题系统的解决，之后立即谈治理结构的问题。这是当问题严重到一定程度的时候，需要特别关注的。有时，拖延无助于问题的解决，反可能加重。当然，如李院长刚才所说，重要的原则之一是不能以牺牲市场化和法制化为代价来解决杠杆率的问题，否则，我们三十多年的改革开放成果有可能毁于一旦。李院长刚才提到正在设计机构债方案，这个很重要，不知道后面会生成什么样的报告，我极为关注。这有可能是解决中国杠杆率问题的一个利器。

就说这么多。非常感谢！

主持人/杨燕青：

我们今天讨论了三个问题。一、中国现在杠杆、债务是怎样的状况？趋势是怎么样？二、怎么看待现状，怎么看待趋势，未来怎么办？我们都进行了非常深入的讨论，也有非常重要的数据答案和趋势的判断。根据不同数据做出的判断指向了非常多的方向，这些数据也都是非常有价值的。

第一，对整体杠杆的判断，BIS、实验室、麦肯锡的三组数据，非常有价值。

第二，我们判断微观企业的时候，习惯把非金融企业当作整体来看。一个值得大家关注和警惕的数据是麦肯锡给出的比率，很多企业的 Debt to EBITDA 比率都已经在 7 以上了，这个从微观角度看是比较令人担忧的现状。常博士这边的数据，债务本息占 GDP 的比重已经占到了 138%，这是不是庞氏融资的格局是要谨慎判断和深入研究的。债务发展角度，占军给了一个角度，债务增长速度是 GDP 增长速度的 2 倍，同时这个趋势在非常快的上升。晓晶博士讲，整体杠杆债务还会往上走，而这不仅是债务增加的问题，还是经济增长的问题。债务最后会成为前行的一个阻碍，包括效率的下降，包括 ICOR（增量资本产出比）的下降，包括融资成本的上升，最后会使得我们增长越来越困难。如果没有增长，中国就没有未来，因此，债务问题是中国头等大事。李老师的判断非常重要，我们不会有债务危机，这个让大家短期内可以放心，但是中期还是非常严峻的，会影响中国的经济增长。

到底怎么办？李老师给出了重要的方向，比如说供给侧改革，实际提高效率，重组国企、改革国企，这是最核心的一部分。这个过程中，赵敏博士讲到要分清政府和市场的边界，就是我们要定义什么叫一般性政府，这个是在供给侧改革，包括国企改革、十八届三中全会所有改革里面都要做得非常核心的一点，没有这一点就没有供给侧改革，没有供给侧改革，债务就不会解决，这是对最本质格局的解决方案。对于李老师讲的机构债，我和占军博士的看法高度一致，我们非常期待，也想知道最后这个会如何演进。最后，在稳增长和改革之间，究竟应该怎么进行艰难的抉择和精巧的平衡，使得我们既不会因经受债务的重压无法前行，同时又保证金融市场不会出现短期极大的动荡；在金融大致平稳的情况下解决目前所面临的巨大问题，重新获得增长的动力。如何获得

增长的动力是最核心的问题，而债务太重就没法增长。要处理债务，不是一个短期的问题，我们需要几年的时间解决，我们这个项目在未来五年会不断讨论，最重要的到 2019 年看杨行长和麦肯锡的判断谁会胜出。

感谢李院长，感谢我们团队，感谢各位专家的点评，关于去杠杆、资产负债表的问题我们将会持续的讨论，谢谢各位的参与。