



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# 深入推进金融供给侧结构性改革

## ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

# 深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

# 深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

张晓晶：解剖债务灰犀牛

大家下午好！很荣幸能够用大概 10-15 分钟时间跟大家交流一下关于债务的问题和一些个人的想法。我的题目叫“解剖债务灰犀牛”，用的是比较媒体化的题目，但是做的是很深入的学术研究。

**解剖债务灰犀牛，第一个比较重要的问题是我們怎么来看待现在的债务水平状况？**2018 年底，我国实体经济部门的债务占 GDP 的比重是 243.7%，但是不同部门有不同的算法，央行易行长的数据是 249%，国际清算银行 2018 年第三季度的数据比这个数还要高一点，所以我们一般认为就是 250%左右，与美国的水平大体接近，美国大概 240%多；远高于新兴经济体不到 190%的平均杠杆率。更重要的，**我们讲解剖，就要看债务的结构，我觉得我们的问题主要在结构。**日本的杠杆率比我们高得多，人家也没有说日本出多大的问题；还有一些国家其实杠杆率是很低了，像德国才 170%多。杠杆率水平跟发展阶段、跟很多因素都有太大的关系了，简单地用水平来衡量很有问题，所以我们得看结构，结构往往能够看出细节，结构就是重要的细节。结构问题我们从三个实体经济部门来分析——企业、居民、政府。除此之外，还有增长速度问

张晓晶

中国社科院经济研究所副  
所长

国家金融与发展实验室副  
主任

题。2000 年全球债务是 6 万亿，2008 年是 12 万亿，2018 年是 18 万亿。我们可以算一算他们的增速，他们的增速和中国比起来基本就是中国的一半，全球大概一年增长 6 个百分点左右，中国是 12-13 个百分点。我认为，债务水平不一定是最大的问题，结构可能是最大的问题，同时，增长速度也是构成今天关注这个风险的最重要原因之一。

讨论问题的时候往往就要问到终极问题，我认为中国债务最终的问题是体制问题。关于中国杠杆率之所以这么高，大家有了太多的讨论，列出的原因有很多，包括信贷周期、金融周期、债务周期，这都是一些周期性的因素；也结构性的因素，比如人口因素，认为人口因素影响到储蓄率，高储蓄导致高投资，然后形成更多的债务，因为投资主要靠银行贷款，但我不认为这是问题的症结所在，德国也是以银行为主的体系，德国企业的杠杆率才不到 60%；结构性的问题还包括技术进步、TFP（全要素生产率）等等，有很多人都讲我们杠杆率高是因为我们 TFP 不行了。如果把所有这些因素都抓出来，逐一去解决，中国的高杠杆问题根本解决不了，而且还会不断上升。

把体制原因作为一个终极的原因提出来，实际上是想说我们解决杠杆率的问题就要抓住主要矛盾，抓住主要的症结，而不是有一个清单，觉得所有问题逐个解决，就能够解决中国杠杆率问题，我认为这是一个错误的方向。

我们简要地从各个部门来分析一下杠杆率的风险。居民杠杆率增速过快，2018 年底居民部门杠杆率为 53.2%，这个水平其实不能算非常高，尤其跟发达经济体比较起来，但它的快速上升值得警惕。我做了一个对比，“二战”以后发达经济体整个的杠杆率上升都特别快，特别是居民部门。美国最快的时间段是 2000 年到 2007 年，也就是说在危机爆发前的 7 年，最快速度每年增长 4 个百分点；中国居民部门杠杆率从 2008 年到 2018 年的 10 年间，每年 3.53 个百分点，已经接近美国最快的增长速度了，我认为这是居民部门杠杆

率主要的风险，当然还有短期消费贷成为变相的抵押贷等其他的风险，我这里不做细致的分析。这意味着，未来我们很难靠居民部门来稳增长，我们需要政府发力，政府要更多地加杠杆。

企业部门，我前几天去了韩国，有一个很有名的教授也分析了中国，他认为中国最大的债务风险是在企业部门。他下来我就跟他说您的分析表面上看是对的，实际上是错的，为什么？**中国企业的问题根本是在政府**。从数字上看，中国的企业杠杆率就全球而言都是数一数二的，2018 年达 153.55%，有的分析是 160% 多。但是仔细分析，其中国企债务占比超过六成；而这些国有企业杠杆率中，又有一半左右是所谓融资平台债务，这部分和地方政府有直接关联。所以，核心问题其实不是在企业部门，如果我们把国企去掉，我们私营企业部门的杠杆率大概也就是 53% 的水平，跟国际上的水平差不多。当我们看结构的时候，发现我们政府部门的杠杆率才 37%，太低了，根本原因在于国企和地方政府之间的剪不断理还乱的关系。

**政府部门杠杆率方面**，我们也庖丁解牛一下。无论中央还是地方，就国际比较而言，我国政府杠杆率都处在较低水平，但这是指显性的政府杠杆率；如果考虑到地方隐性债务，政府部门的债务水平就会很高。根据我们的估算，2017 年这部分预算外的隐性债务大约为 45.3 万亿元人民币，占当年 GDP 的 55.2%。如果将这部分隐性债务与政府的显性债务加总，政府部门杠杆率会超过 90%，这是第一个解构。第二个解构我们要分析一下**私人部门和公共部门**。我们回顾了发达经济体 150 年的杠杆率的变化，发现私人部门更多的是推动经济增长，当然要排除消费信贷、次贷等等因素，而公共部门是熨平波动的，两者的主要作用是不一样的。我们把居民部门杠杆率加上非国有企业杠杆率记为私人部门杠杆率，则我国私人部门杠杆率为 103.9%，这个数字在国际上我觉得是比较正常的；我们把国企与政府杠杆率合计，形成公共部门杠杆率，

则这个数字会达到 140%，实际上是不太正常的，公共部门是私人部门的 1.4 倍，这个现象在国际上是少见的。除了日本，其他国家都是私人部门杠杆率远高于公共部门杠杆率。

综合以上，尽管居民杠杆率风险也值得关注，但更大的问题在国企与地方政府。而这两个部门的债务攀升有着鲜明的“中国特色”，是体制性因素造成的，根源在于国有企业、地方政府与金融体系“三位一体”的错综复杂关系。政府最后还会兜底，国有企业的“结构性优势”还没有打破，硬约束的问题没有建立起来，最后形成“有组织的不负责任”，这是社会学一个专有名词，也就是说我们看起来是这样的一个运行这么多年还非常有效的制度，但是实际上也是当前杠杆率攀升与风险积累的根源，政府很难做到兜底，我觉得这是最终的一个看法。

所以，我说政府兜底看似是 Hold 住了风险，但是它的代价更大，所以我们要改革，包括向竞争中性、所有制中性靠拢；规范地方政府行为，约束扩张冲动，重塑央地关系；破除政府兜底、隐性担保，硬化预算约束，强化退出机制，发挥市场的决定性作用；推进金融供给侧改革，优化信贷配置。

其实地方政府是不会破产的，但是如果它的财务指标非常差的话会影响到它的支出，会影响到它的公车使用、“三公”经费，会影响到所有的行为，这个时候他发现他有硬约束了，当然会调整。所以这里面我最想讲的不是说“三位一体”导致了现在坏账有多高、债务有多高，而是说如果我们不解决这问题，比如说政府兜底这个事不解决，地方政府、包括银行部门道德风险问题不解决，最大的问题是导致一开始它的行为就是扭曲的，如果最后它不用承担责任的话，它一开始的扩张就是盲目的，一开始的扩张就是没有任何约束的，这样的话，整个抑制杠杆率的机制就没有办法建立起来，我们就根

本没有办法解决今天的债务灰犀牛问题，所以最后只有推进供给侧结构性改革。

谢谢大家。

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。