



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

主持人/杨燕青：

各位专家，各位朋友上午好，感谢大家来到国家金融与发展实验室的研讨会，我们讨论的重点是中国供给侧结构性改革五大任务中最为艰巨的一项任务——“去杠杆”。要去杠杆，首先要搞清楚杠杆到底有多高。看杠杆有多高，在全球范围内有两种切入方式，一种方式是金融危机前后，全球用金融周期，而不是产业周期来看待金融和经济，这种方式以 BIS 国际清算银行为代表，在全球也有一些比较顶尖的经济学家从这个角度看杠杆；另外一种切入方式是通过国家资产负债表，这个方式过去几年在中国成为主流。过去几年，在这个领域有几个研究团队在推进研究。其中，坚持到今天，而且做得最好的，一直在潜心做这件事情的就是李扬院长领导的这个团队。我这两年一直在看着这个团队的数据，也看到这个团队的数据声名鹊起。以前国际上讲中国杠杆的时候都在用 BIS 的数据，这两年看到国外都开始用李扬老师的数据，我们这个数据正在超越 BIS 的数据。从这个角度来看，我觉得首先要祝贺实验室的这项成果，在全球范围内已经代表了中国的学术研究、学术研究和实证研究很高的高度，我们期待研究的下一步成果。

另外一个核心问题是，如何去杠杆？这个问题的研究和实践才刚刚开始。事实上，这个问题有很多层面，中国杠杆率高和中国金融市场有很大的关系。比如说我们股本很少，我们资本市场没有办法承担很大的角色，这就需要依靠银行，需要依靠银行债务，在这样的机构

李扬

国家金融与发展实验室
理事长

杨燕青

《第一财经日报》副总编

下，杠杆天然就会形成。而从这样的结构出发，我们又要面对中国经济下行的大的困境，在某些领域又不断会产生泡沫，金融周期非常不稳定，金融风险非常大；同时，不管是李老师团队的数据，还是 BIS 团队的数据都显示我们的杠杆非常高，而且集中在非金融企业部门。所以，要把所有的因素都衡量起来，得出一个很好的评估方案，同时给出解决办法，这是中国未来五年的头等大事。特别高兴李老师带领他的团队不仅在度量这个数据，而且也在给出解决方案，我们期待今天这个讨论可以基于数据，基于风险，以及我们的应对措施做一个非常深入的探讨。

下面有请李扬院长给我们做主旨演讲。

李扬：

首先代表国家金融与发展实验室对各位嘉宾的到来表示衷心的感谢和热烈的欢迎，特别感谢世界银行和麦肯锡的两位高级研究员，尤其要对德高望重的杨凯生行长能够参加这个会表示感谢。

今天我们这个会聚焦于中国的债务、杠杆，想探讨去杠杆的问题。我们已经提供了两份材料，一份是我写的去杠杆应综合施策，还有就是我们课题组今年推出的截止到 2015 年底的中国杠杆率的相关数据，以及初步的分析，由晓晶和常欣主笔。今天我们会有所侧重来介绍这些情况，我先就综合施策这样一个主题，就六个问题跟大家做一些探讨。

首先一个问题就是，我们用什么指标来衡量杠杆？现在通行的是债务比 GDP，国际上也都用这个数据，这个有好处，数据比较容易得到、比较直观，容易和其他相关指标相联系，但是有个问题就是，债务是存量，GDP 是流量，存量对流量之比，它的经济含义是比较模糊的，解释力有些问题。所以，我们必须用其他一些手段，比如把债务和资产相比，这是我们团队一直在使用的方法。债务不会无缘无故的产生，杠杆率也不会无缘无故地提高，借债的主体总是要做一些事情。我们用资产负债表的框架进行分析，就因为负债一定有资产，因

此，必须和资产相联系，分析债务才有意义。这里有个技术性问题，有人会说，资产负债表是永远平衡的，拿一个永远平衡的分析架构来分析这样一个变化多端的经济现象，是不是有些欠缺呢？确实是这样。我们在国家层面上，用国家资产负债表的框架来分析这个债务问题，只是在一定意义上借助资产负债表的分析方法，使得分析更有逻辑性。关键在于，我们要确认有负债就可能会有资产这样的思路，从这个角度研究问题。我们团队一开始研究这个问题的时候，是从研究国家财富角度出发的。我们当时发现，中国 GDP 增长很快，但是财富积累极慢，这表明中国的经济发展泥沙俱下，有很多虚的、假的东西、有水分的东西，存在大量浪费。十年前，我们讨论这个问题的时候着眼点是财富，财富就是存量。现在债务问题突出之后，我们把研究的问题引申到整个国家的债务、资产和杠杆率方面。我们主张，特别是研究国家问题的时候，一定要联系它的资产来看负债，债务是多是少，有问题还是没问题，要看与它关联的资产是多是少，有问题还是没问题。如果没有资产，少量的债务都会出问题；如果有丰厚的资产，有很大的债务也不会出问题。在学术界，特别在西方的学术界，对政府债务问题都是高度警惕的，因为它有一个假定的前提，这就是：政府是不从事生产的，政府借债是用来消费的。特别像西方国家的地方政府，借债通常是用来发工资的，或者用来发养老金的。这些资金发了就发了，并没有相应的还债安排，于是，这笔债就成为政府的硬负担。但是，在中国，从中央到地方政府，借钱主要是用来生产或投资的，它们的使用，通常会有现金流，会有资产形成。所以，结合资产来研究债务，或者说我们在一个完整的资产负债表的架构下研究中国债务问题、杠杆问题，就有了特殊的意义，因为这和中国特殊的国情密切相关。这是我们首先要说的，我们为什么在国家资产负债表这个架构下研究债务问题。我们注意到，国外机构的研究大多只说债务，基本不提资产，我觉得这不容易看清中国债务的本质，尤其找不到中国处理债务的潜力和方法。

我想说的第二个问题，也是我们的一个基本结论——中国不存在债务危机。原因有三：

第一，联系资产来看债务，我们发现，我们债务固然很高，增长也很快；但是，我们资产更多，而且增长也更快。因此，当债务出现问题需要处置的时候，我们是有足够的资产去覆盖它们的。这其中涉及到上面所说的中国特色。西方政府，负债和资产肯定是在不同主体手里的，这个主体负债，那个主体有资产，互不关联。除非极特殊情况，西方国家是不可能出现用那个主体的资产来处置这个主体债务的情况。而且，即便存在这种安排，它们中间还会出现新的债务关系。但是，在中国，我们的情况就简单得多。就是说，在中国共产党领导下，我们可以移山填海。一个很简单的例子，上世纪末本世纪初，我们处置不良资产的时候，首先是财政统一冲销，然后，我们动用国家外汇储备和部分国有资本对国有银行进行再资本化。这种情况在西方国家看来是不可想象的：外汇储备是国家的钱，国有资本是纳税人的钱，这几个银行怎么能拿纳税人的钱来处理自己办坏了的事呢？但在中国是可以的。追根溯源，是因为企业也罢，银行也罢，在我们这里是同一个经济主体。如此推演下来，我们现在还存在这种可能，即债转股，国有银行解决国有企业问题，这在逻辑上没有任何缺陷的，这是中国很典型的体制性特征。在观察中国债务问题，特别在分析中国解决债务问题方法的时候，特别应注意到这些特征。

第二，中国是一个高储蓄率国家。中国虽然债务很多，但我们基本上是自己的人欠自己的债，左口袋欠右口袋。现在媒体、学术界经常会说，中国企业杠杆率很高，政府和居民还可以加杠杆，这个说法的根据，就是我刚才说的事实。中国是高储蓄率国家，去年年末的储蓄率是 47%，虽然已经有所下降，仍然是高得不得了。这一点就不同于欧洲那些国家，比如希腊，它们就不具备这个条件，希腊遇到有人逼债的时候，它没有任何东西偿还，只要向国际组织借款，向欧盟借款，同时接受城下之盟。但是中国就不会。全世界还有其他类似中国这样的国家，比如说日本。日本政府的债务已经高到大家觉得不可持续的地步，但是日本还是很平滑地在继续运行，其中一个很重要的原因就是，日本是自己的人欠自己的债，政府欠居民的债，政府欠企业的债，其国家作为总体，对外不负债，而是一个对外净资产国家。中国也是对外净资产很大的国家，欧洲的绝大多数国家都是净负债国家。其实，美国也是这个情况，但是美国很特殊，

因为美元是全球公认的储备货币，因而美国可以用自己的负债去处理自己过去的债务，这是另外一回事，是个特例。总之，债务融资的来源如何，十分重要，中国债务融资来源是国内储蓄。

第三，中国的金融结构是间接融资。多年来，我们说了间接融资无数的坏话，但是在解决债务问题的时候，发现它有它的好处。好处在于，如果是直接融资为主，市场上只要有机构出现清偿力不足的问题，马上就会出现多米诺骨牌效应，演变成一场系统性风险。而间接融资为主的金融结构下，不良债务轻易不会在市场上表现出来，而且，一旦表现出来，其主要形式也只是流动性问题。不像直接融资为主的国家，马上就是债务违约，我们这个隐蔽表现为银行不良资产在缓慢增长，而银行的腾挪空间是很大的，不会急剧地演变成债务迸发的情况，会慢慢以流动性不足的方式缓释出来。如果问题只涉及到流动性，货币当局就有足够的能力去应对。这又是一个区别，在西方国家，美联储量化宽松政策，把它的利息打到零水平，也不太容易解决市场上的问题，因为它的金融机构并不占主导地位。在中国，央行则可以比较平缓地这些解决。说到这里，我可同大家交流一个体会，这就是，千万不要非常绝对地说一个事情、一个现象、一个机制是好或是不好，因为万事都有两面性。当我们遇到债务问题时就发现，间接融资体系使得我们债务问题不会以非常尖锐的形式爆发出来。这是我想说的第二个问题。

第三个问题是，在研究过程中有几个基本的理论问题要事先说明。主要讲三点。

一是，现在大家谈债务色变，我想，对于债务融资、杠杆率提高等等，要有一个正确的认识，要用正确的理论对之分析。在工业化社会中，负债经营是正常情况，否则，就回到了农耕社会的自给自足状态，从而陷入马尔萨斯轮回，不可自拔。

这里就涉及到第二个问题，债务和杠杆在多大程度上是正常的？微观上说，有一个指标，即债务和付息纳税之前的利润之比，如果说超过1就有问题了，如果低于1，对于微观企业来说，就是可持续的。这个指标用马克思主义经济学

最好解释。马克思主义经济学说认为，全部利润是由生产资本创造的，是生产资本把一部分剩余价值交给借贷资本去分润，所以，利润率一定要超过利息率。如果利润率不能超过利息率，也就是说，出现借贷资本侵蚀生产资本利润的情况，这个事情就不可持续了，经济就出大问题了。这意味着，一个微观主体的债务很高，但若其效率更高，能创造出付息的收入，自己仍有利润，这样的债务就是可持续的。宏观层面，我们给的指标是债务与可付息收入流之比。如果比值低于 100%，债务对于国家来说，在宏观上就是可持续的。一般可付息收入流用的是国民储蓄的概念，还有利息、债务保障率等一些指标。大家可参加我的文章。这些指标基本的含义就是说，你是负债了，但是你负债的同时也创造出了新的收入，如果创造出的新增量超过付息的部分，你的负债就是理性的，就是可持续的。这里面就体现出经济增长、劳动生产率对于整个经济正常运行的极端重要性。这是第二个要点。

第三个要点是，我们在处理债务问题时应当清楚地认识到，所谓处理，就是要用一些好的资产去冲抵不良资产，也就是说，我们很多创造出来的优良资产在处理债务过程中要被消灭。从国民经济总体而言，这意味着我们要将过去的水分挤掉，我以为，这是去杠杆、解决债务问题的核心。过去经济高速增长，泥沙俱下、鱼龙混杂，现在水落石出了，就要把虚的部分挤掉，“挤”的本质，就是用好资产覆盖坏资产。举个简单的例子，比如说，企业破产是解决债务的方法之一。企业破产了，其资产化为乌有，而在债权人那一边，则要核销一部分债权。

第四个问题，我想特别说一下，去杠杆战略真正的涵义是推行供给侧结构性改革，这个过去我们强调得不多。在我们的报告中，我们列举了去杠杆的九种方法，经济增长、通货膨胀、冲销、债务核销、资产积累、金融资产价值重估等等。我们还可以由国家财政来承担，可以由中央银行承担（如 QE），在中国还可以债转股，等等。但是，这些办法都不是特别地有效，尤其是在经济增长速度还在下滑的时候，所有措施都不奏效。然而，正是在经济增长下滑的时候我们才看到了债务的危险性，或者说，债务的危险性这时候才显示出更加面目狰狞。经济增长速度不行了，GDP 减速了，企业没有利润了，债务负担相应就

加重了。所以，在经济增速还在下滑的情况下提去杠杆、减债务，它的真实涵义是要把整个经济的运行，特别是宏观调控的侧重点，从持续不断的“需求管理”全面转向“供给侧管理”。为什么会有债务，而且还不断增加？就是因为持续不断地进行需求管理：货币政策方面，就是不断地增加货币和信贷供应，财政政策方面就是不断地增加赤字，货币、信贷、赤字猛增，杠杆率当然就会提高。毋庸讳言，我们用加杠杆的方式去调控经济，用得太久、太频繁了，可以说是积习久远，以致于它现在边际效率递减，而且留下大量不平衡、不协调、不可持续的副作用，要想从根本上摆脱困局，唯有从供给侧加以解决。这也决定了去杠杆会是一个非常漫长的过程，尤其在经济增长速度还在下滑的情况下，GDP 增长速度在下降，但债务一点也少不了。所以，用债务去除 GDP，杠杆率当然在不断提高，这是一个不可避免的事实。在这种情况下，把更多的力量，如宏观调控、经济改革等，放在供给侧上，从根本上提高劳动生产力，从根本上使得经济重回较高增长路径，才是解决债务的治本之策，这个结论，是我们在研究过程中不断深化并明确的。从研究债务、解决不良资产、去杠杆的实践中发现，供给侧结构性改革是一个非常高瞻远瞩的战略要点。

第五个问题想说的是，去杠杆是一个非常综合、全面、长期的事情，因此要综合施策。强调四个要点：

一是，去杠杆解决债务问题，一定要和企业改革密切结合起来。中国债务主要在企业，企业中 65% 是国企，从这个意义上说，中国的债务问题、杠杆率问题主要是国企的债务问题和杠杆问题。因此，我们要以去杠杆和解决不良资产为契机，进一步推进国企改革。我相信各位一定会很敏感地看到，关于国企改革的政策和领导讲话在不断地发生变化，变化的方向是非常健康的。所以，综合施策，第一是要和企业改革结合起来。

二是，要法制化，要于法有据。与法有据是党的十八届四中全会做出的一个战略决策。它解决了一个长期困扰我们的两难问题。大家想一想，我们上一轮解决债务问题，效果是好的，但法律根据是不充分的，作为依据的，顶多是国务院一个文件甚或是领导的一个讲话。毋庸讳言，这样做，我们很难建设一个成熟的法治社会。说穿了，这里问题的关键在于，所谓改革，就是突破现有

规章、条文、甚至法律，有人甚至极端地说，所谓改革，就是违法；在另一面，所谓建设法治社会，则要求一切在法律的规范下进行，非法勿视，非法勿动。这样，在中国，推进改革和遵从法律，就常常处于剧烈冲突之中，而且，这是一个原生性的矛盾。我们进一步推进改革和促进经济发展，必须解决这一矛盾。四中全会比较有效地解决了这一问题，其中最值得称道的案例，就是自贸区建设。过去，说起试点和改革，那就什么都可不顾了。试想，如果将法律都置于这种说破就破的地位上，我们的法治社会何时才能建立起来？这次推进自贸区建设和过去的各类改革特别是特区建设有一个很重要的区别，那就是，这一次，我们首先在全国人大常委会上做出一个决议，指出，为了推动自贸区改革，特决定，有关外资企业的二项法律在自贸区暂不实施，今后随自贸区实践探讨深入，再将其新鲜经验固定为法律，在全国复制和推广。这样做，我们的改革就与法有据了。它确立了一个规矩，就是，改革现有的法律法规，也要有法律授权。这样，我们的所有事情便都可能被纳入法制轨道了。

三是，要市场化。过去，我们解决债务问题是不惜代价的，这在今天也是不行的。在市场经济运行中，成本、代价等是具有核心意义的概念，所谓经济工作，所谓资源配置，最重要的工作之一，就是要平衡比较各种代价，选择最小代价的方案推行。如果因为要去杠杆、减债务，就抛弃了市场原则、失去了商业原则，这个债务宁可不减。为了减一个债务，把整个体系都破坏了，近四十年的改革成果付诸东流水，这是绝对不允许的。我们坚持认为，在处置不良资产过程中，所有的环节特别是定价环节，一定要符合市场规律，这样，才会使得我们处置不良资产、降低杠杆率的行为成为强化巩固市场原则的行为。若能做到这一点，减债和去杠杆就是一个非常值得庆幸的事了。

四是，要国际化。我们上一轮处置不良资产，基本上是自己人解决自己的问题，左口袋向右口袋掏，这次要有全球眼光，中国已经明确提出建立“外向型经济体”的目标，中国已经成为全球经济不可或缺的组成部分，中国的企业已经不纯粹就是中国企业了，你中有我，我中有你。因此，在处置中国问题的时候，一定要考虑到国际社会的感受。非常高兴地看到，国内一些看起来不值

钱的企业在一些外国企业看起来很珍贵，他们很希望带着真金白银来解决中国这些不良债务问题。

第六个想探讨的问题，就是地方政府债务。就现在的情况来说，政府、居民、非金融企业这几个部门中，企业部门债务比较突出。但是，就潜在发展，就其破坏力来说，是地方政府债务问题最大。一般西方国家研究债务问题，主要是研究政府债务，因为企业债务是自己的事，经营不下去的话就破产倒闭。在中国也是这样。中国政府尤其是地方政府，从来都是，今后还将会是经济增长的主要动力，所以，对政府经济行为进行研究，对其经济行为施以约束，就是一件关乎全局的大事情。我们注意到，现在笼统称为地方政府债务的东西中，有大量的法律不明确的地方。比如说地方融资平台，从它与政府的关系来看，把它统计为地方政府债务是可以的。但是又不能完全统计在这里，所以分成几类，包括负有偿还责任的债务、负有担保责任的债务、可能承担一定救助责任的债务等等，一下子说不清楚。但是，从另外一个角度，这些平台又会说我是企业，可是，真的要从企业角度去约束它们，它们又会说我是地方政府兴办的，有一定的公共职能。总之，对于地方政府债务特别是融资平台等等，已经到了要设一个专门的法律对之加以管束的时候了。我们初步研究认为，可以用“政府机构债”来规范这个品种。中国现在机构债事实上是很多的，开行和大部分金融机构的债就是机构债。我们认为，只有这样把地方债关进法律的笼子里，其中的隐患才能最终消除。为什么要对这部分债务进行特殊处理呢？因为它很特殊。它是政府发起的，但是它又是独立法人，这个身份非常多面。从法人角度讨论的时候，它又承担一部分的公共职能；当讨论它公共职能的时候，它又是市场化运作，非常复杂。对于这类机构债务的管理，国际上有成熟的经验，比如，大家非常熟悉的房利美（Fannie Mae），它就是一个依法设立的机构，最初完全国有化，中间一段时期，做得很好了，就完全私有化，危机之后又国有化。在美国这类机构是非常多的，美联储也是这样一个机构。在那里，为了做成某件事，设定一个法，为了落实这个法，设立一个机构，整个的逻辑关系就是这样的。我们有这样的考虑，也向最高领导汇报过这个想法，接下来要进行进一步研究。

总之，我们研究债务问题应当深入，不要简单的局限在那几个账本上，那几个账是死的，背后联系的是丰富多彩的中国的经济活动。我们总的理论倾向就是把这样一些死的数字和活的中国经济结合起来研究，这样得到实事求是的一些看法，才能得到有可操作性的一些方案。不当之处，请大家批评指正。谢谢！

主持人/杨燕青：

非常感谢李院长的主旨演讲，他从资产负债表、从杠杆这个角度切入，把中国经济，包括中国改革目前面临的困境，把大的局面说清楚了。我觉得，最重要的是四个观点。第一个观点是，我们看杠杆的时候不能只看债务，还要看资产，这样才能把全局看得更清楚。第二个是他一直强调说的，中国不会有大规模的债务危机。

另外两点，我觉得李院长和他的团队做出了两个非常重要的政策判断和政策建议。其一是说，去杠杆是我们供给侧改革最重要的一部分，供给侧改革这个概念不止于去杠杆本身，而是如何从企业的角度、经济体的角度，来真正的提高效率。回到经济学的概念上，增量资本产出比（ICOR）还是需要下降的，因为我们真的是特别高；同时，全要素生产率是要上升的，这个我们过去一直在下降。我还想给大家提供两个数据，从这两个数据的角度来看，为什么供给侧改革和去杠杆这么重要。刚才李老师讲到好几个指标，比如债务/EBITDA，根据这个数据最近国际有一些研究，包括 IMF 做了一些国际的比较。从新兴市场的角度来看，2007 年、2008 年金融危机以后，中国的债务/EBITDA 上升非常快，超过了所有新兴市场国家，这个数据看起来还是有点吓人的。另外一个，李老师刚才也讲到，企业的利润和债务的关系。我记得 IMF 在今年报告中有一个测算，它提出一个概念叫做“有风险的债务”（Debt at Risk），就是用利润能不能还起债务作为衡量标准，看哪些债务是有问题的。他们把中国所有上市公司的数据算了一遍，最后的结论是我们有 15% 的债务存在风险，就是利润不够还。从企业的角度它就是效率的问题、利润的问题，因为企业不盈利、经济下行，

所以它还不起债务，从而这个问题变得很严重。从整个经济体的角度，债务的问题本质上是供给侧结构性改革最最核心的问题，李老师把这个点得特别深刻。可以看到和这个事情相关的国企改革很重要，法制化这些东西也很重要。

最后一点，我觉得李老师提出了一个非常闪光的政策建议，就是过去我们在看待地方政府融资平台、地方政府债务未来该怎么走的时候，都只讲“市政债”的概念，今天李老师提出“机构债”这个概念。当然，这两个概念是从不同的角度解决不同的问题，也有不同的职能，但是这是一个非常重要的政策建议，我想在后面讨论中还可以把这个有所展开。非常感谢李老师带我们从全局的角度更深入地了解中国债务问题，而且引发了非常多的研究视角和方向。