

论文 NO. 2017 年 10

发表时间：2017 年 10 月 1 日

中国去杠杆进程

张晓晶 常欣 刘磊 李育

摘要：金融去杠杆在短期内缩减了流动性，但长远看，清除繁复的中间环节有利于降低金融服务成本

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

总判断：实体经济杠杆率有所上升，金融去杠杆初见成效

1. 实体经济部门杠杆率有所上升。2017年一季度末，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2016年末的234.2%增加到237.5%，上升了3.3个百分点；上升趋势较为平稳，主要是居民和非金融企业部门的杠杆率上升所致。

2. 金融部门杠杆率出现回落。从银行业存款类金融机构的负债端来衡量，金融杠杆率从2016年末的72.4%下降到2017年一季度末的71.2%。从银行业存款类金融机构的资产端来衡量，金融杠杆率则从2016年末的78.1%下降到2017年一季度末的77.3%。这两种口径的金融杠杆率，基本上是下降了一个百分点左右，可见金融去杠杆初见成效。

从国际比较看，自本轮国际金融危机发生以来，发达经济体实体经济部门杠杆率一直处于上升态势，与此同时，金融去杠杆非常显著，从2009年一季度的132%跌到2016年第三季度的112%，持续了7年，下降了20个百分点。相比而言，中国金融部门的去杠杆才刚刚开始，因此还需要一个过程。

中国各部门杠杆率分析

1. 居民部门杠杆率进一步上升。居民部门杠杆率从2016年末的44.8%上升到2017年一季度末的46.1%，上升了1.3个百分点。具体来看，居民部门贷款的同比增速达到25%，中长期贷款的增速更是达到了31%，是近两年以来的最快增速。主要原因在于，随着房地产交易量的上升，居民住房按揭贷款快速增加。

在政策趋紧、房贷限制趋严的情况下，一季度居民加杠杆态势应

有所抑制，但并未在数据中反映出来，可能是由于：一方面，调控政策对房贷的影响或存在滞后效应，前期高企的商品住房成交量对个人住房按揭贷款仍存在一定的拉动作用；另一方面，居民部门加杠杆有可能从一二线城市转向三四线城市。

2. 非金融企业部门杠杆率上升趋势又有所抬头。非金融企业部门杠杆率从 2016 年末的 155.1% 上升到 2017 年一季度末的 157.7%，上涨 2.6 个百分点。2016 年非金融企业杠杆率的上升趋势已得到抑制，杠杆率全年仅上升了 2.1 个百分点。但从 2017 年一季度数据来看，杠杆率的上升趋势又有所抬头。具体来看，企业的传统贷款融资和以信托贷款及未贴现票据为代表的影子银行融资均有较大上涨，其中影子银行融资上涨尤其迅速。

出现这一现象的原因有三。第一，由于对宏观经济的预期更为乐观，企业通过加杠杆扩大生产的意愿再次加强，使得资产负债率本身有所提高，从而带动企业杠杆率的上升。第二，随着金融监管的强化，过去一些未能统计进来的企业债务融资表面化。第三，在企业资产负债率变动不大的情况下，企业的资产和负债增速仍高于 GDP 增速，导致杠杆率进一步上升。

3. 政府部门杠杆率有所下降。中央政府杠杆率从 2016 年末的 16.1% 下降到 2017 年一季度末的 15.7%，下降 0.4 个百分点；同期地方政府杠杆率从 22.7% 下降到 2017 年一季度末的 22.0%，下降 0.7 个百分点；政府总杠杆率由 38.8% 下降到 37.7%，下降 1.1 个百分点。

中央政府杠杆率水平短期有所下降，不宜过度解读。中央政府债

务主要以国债为主，而财政部的国债发行历来集中于每年的后三个季度。地方政府债务微弱去杠杆可能由于：一是与中央政府类似，在于财政安排的季节性差异；二是基础设施建设资金来源的进一步多样化，一季度地方政府通过 PPP 等方式的非债务融资规模有所发力，将过去的纯债务模式融资转化成为风险共担的新型融资安排；三是地方债发行规模下降。

4. 金融部门去杠杆明显。我们采用的是宽口径的金融杠杆率。宽口径金融杠杆率的下降，意味着 2017 年以来金融行业去杠杆初见成效。

正确理解金融去杠杆，需要关注：首先，监管加强确实起到了去杠杆的效果。其次，真实的去杠杆效果要大于我们在杠杆率数据中所看到的下降水平。第三，其他一些指标，如银行同业存单发行量、银行间债市杠杆率、股市杠杆率以及银行理财产品规模等均明显反映了金融部门杠杆率的下降。第四，金融去杠杆在短期内缩减了流动性，拉升了市场利率，但从长远看，清除繁复的中间环节有利于减少重复加总的金融总资产规模，降低金融服务总成本，从而降低实体企业的财务成本，最终实现金融服务脱虚向实的目标。

稳妥推进去杠杆

第五次全国金融工作会议重申稳妥推进去杠杆。我们认为，经济去杠杆的核心是把握稳中求进的总基调，在“稳”中纠正杠杆率错配，逐步达成由局部到总体的去杠杆目标。

1. 稳妥去杠杆率的底气和定力。首先，稳妥去杠杆要有底气。这个底气来自于净国民财富。截止 2015 年，中国主权净资产超过 100

万亿元，剔除掉变现能力较差的行政事业单位国有资产及国土资源性资产，政府部门资产净值仍超过 20 万亿元。这表明中国政府拥有足够的净资产来应对高杠杆，从而在去杠杆过程中，可以从容不迫，稳中求进。其次，稳妥去杠杆要有定力。杠杆率攀升既有周期性因素也有结构性因素，去杠杆决非一日之功。尤其是结构上的调整，涉及整个经济体制的改革，须有定力。

2. 杠杆转移旨在纠正杠杆错配而非简单的“风险转嫁”。中国目前的高杠杆，尽管也有总量问题（即总杠杆率在新兴经济体中偏高），但主要是结构性问题，即存在杠杆率的错配。一是部门之间的错配：企业部门杠杆率过高，而其他部门还有余地；二是部门内部的错配，如高效企业可能配置低杠杆，而低效企业却配置高杠杆。

通过杠杆转移，纠正杠杆错配，实际上是要解决金融资源的优化配置问题。因为不同部门或主体效率不同，承担风险的能力也是不一样的。通过杠杆转移，一定程度上能够实现风险与效率的合理匹配。这样，就有可能在保持总杠杆率相对稳定的情况下，尽量将杠杆风险降到最低。杠杆转移应遵循市场原则，由市场发挥决定性作用，决不能由行政安排、政府主导，更不能采取政府诱导的方式。否则，会加剧杠杆转移过程中因政府（有形或无形）担保所导致的道德风险，后患无穷。

3. 国有企业去杠杆乃重中之重。根据我们的估算，国有企业债务约占全部企业债务的 60%。从不同所有制类型资产负债率水平看，国有企业高居各类型之首。国企高杠杆，一方面在于容易获得信贷，另一方面，难以破产清理。这也是为什么第五次全国金融工作会将国有

企业去杠杆作为重中之重的原因。破解国有企业高杠杆率困境，关键在于淘汰落后产能和有偿债困难的低效率企业，果断打破刚性兑付，坚决关闭“僵尸企业”，把其占用的信贷资源和其他生产性资源（包括土地、设备、人力资本等）释放出来，重新优化配置，推动增长，进而缓释高杠杆率风险。

4. 警惕“花样翻新”的地方政府隐性债务。虽然地方政府显性杠杆率有所回落，但隐性债务却仍在不断增长。这些隐性债务中，最值得警惕的是“花样翻新”的替代性融资方案，比如政府投资引导基金、专项建设基金、政府购买服务、PPP项目等。尽管中央连发数个文件禁止地方政府变相举债，全国金融工作会议也强调了终身追责，但恐怕还是会屡禁不止，旧马甲换新马甲。其根源在于，地方政府要干事（这是必须的），却没有合理合法的足够资金来源。因此，在加强政府监管、强化问责的同时，下一步要防范和化解地方政府隐性债务风险，还需进一步推进深层次的体制性改革，包括政府职能转变、央地间财政关系安排、投融资体制改革、财税金融改革等。