



# 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

李育

国家资产负债表研究中心

成员

李育：

各位老师、各位来宾大家上午好，很高兴有机会为大家展示我在李老师和张老师带领下做金融部门资产负债表研究的一些发现。金融部门在国际比较中通常不纳入杠杆率比较的计算中，金融部门负债与实体部门负债也不适合直接相加。这是因为，本质上来说，金融部门作为金融中介，它连接各个实体部门，连接资金最终的供给方和需求方，实体部门之间的借贷关系最终也会反映在金融部门的资产负债表中，因此，如果将金融部门与其他部门的杠杆率直接相加，会有重复计算的部分。但是，金融部门内部各机构之间也会有借贷关系，金融机构之间借贷关系的变化也会影响到整个金融部门的负债水平和杠杆水平，这就涉及一个核心问题：不同金融机构之间的资产负债表的并表问题，是合并报表还是直接加总，这会对金融部门的负债水平和杠杆率的计算造成很大影响。

目前，发达国家编制金融部门资产负债表主要基于他们定期公布的金融部门资金流量表，金融部门资金流量表对金融体系中资金的流向（来源和运用）进行了详细统计，能够清晰反映金融部门内部各机构之间的借贷关系。而包括中国在内的很多发展中国家还未公布类似的金融部门资金流量表，或只有简化的资金流量表，这就为编制金融部门资产负债表带来了困难。因此，我们对中国金融部门资产负债表的编制是在中国金融统计

数据的基础上，按照 SNA2008 规则，借鉴麦肯锡的方法，形成我们自己的编制方法。

下面我为大家展示一下我计算的方法、结果，以及对这个结果的理解。

金融部门的负债包括从银行部门资产负债表中得到的银行业总负债，从证券业资产负债表中得到的证券公司负债，从保险业资产负债表当中得到的保险业负债，减去存款，存款包括两方面——一个人和单位在金融机构中的存款，以及其他存款性公司和金融公司在货币当局的存款，再减去短期间的银行间借贷。我们得到的结果是，中国金融部门的债务占 GDP 比重从 2011 年以来有一个持续的上升，刚才张老师也提到，金融部门的杠杆水平与国家的金融体系和融资结构有关系，所以这个结果不宜作为直接的国际比较对象，但仅就中国金融部门的变化趋势来看，这个曲线还是有意义的。是什么原因导致金融部门加杠杆呢？我们通过一个简单的回归分析发现，造成金融部门债务/GDP 上升的主要原因是银行业总负债的上升，这是因为中国银行业规模极其庞大，银行业负债占到金融部门总负债的 70% 以上。最后，我还计算了游离于银行监管体系之外的影子银行的规模，中国的影子银行总体规模比 GDP 的变化也是在上升的过程中，所以影子银行部门也处在加杠杆的过程中。

如何理解这些数据和变化呢？首先，我在前面提到，金融部门连接实体部门中的借贷双方，实体部门的负债变化也会反映在金融部门资产负债表中，因此，中国实体部门加杠杆会带动金融部门加杠杆。但同时，我们也看到，金融部门杠杆的扩张速度与实体部门杠杆的扩张速度存在一定的差异，我认为，这个差异可以反映金融部门服务实体经济的总体效率，当金融部门杠杆的提升速度远远超过实体部门杠杆提升速度时（如图中的 2013-2014 年），可以认为金融机构之间的相互借贷增速较快，而实体部门之间的借贷关系并未同比例增长，金融部门服务实体经济的效率下降。刚才张老师和李老师都提到，去杠杆在中长期的供给侧改革和短期的需求管理中都是非常重要的，特别是货币政策的制定，可能需要在二者之间有所权衡。金融部门杠杆率的变化，可以为长期供给侧改革的过程中制定短期货币政策提供参考，例如，通过比较金融部门与实体部门杠杆率的变化速度，我们可以判断增发的货币是否真正进入实体经济，还

是仅仅在金融部门内各个机构之间循环。最后，由于金融部门天然的特殊性，简单考虑银行部门或者金融部门杠杆的意义并不是非常大，更重要的是要区分不同的资产、负债类型，区分不同金融机构资产、负债的质量。比如在债转股的过程中，金融部门的负债水平下降了，是不是一定能够有效降低金融风险？这些都是需要进一步探讨的问题。

**主持人/杨燕青：**

多谢李育博士，她也做了关于金融部门非常好的研究，她刚才的解析非常有意思，这是不是从另外一个角度反映了我们在过去几年中，直接融资有一段发展之后又让位于间接融资？银行业在过去 N 年无比强大，银行的力量太大了，占 GDP 的比重越来越大，如果这么来定义杠杆，杠杆越来越大。金融业是不是还有另外一个杠杆？巴塞尔协议III指的杠杆，这两个概念大家可能会混淆，这个杠杆指的是金融部门越来越大，但金融部门自己从风险和金融监管角度的杠杆是另外一个概念，建议把这两个杠杆分清楚，后面可以做更多关于金融业本身的探讨。