



中国去杠杆：季度分析

国家金融与发展实验室

2017 年 9 月 27 日

中国去杠杆：季度分析

张平

国家金融与发展实验室

副主任

张平：

非常高兴做这个评论。正好李老师讲负债的持续性，我也做有关可持续性的研究。先回应一下报告里的内容，我觉得确实要把实体和金融拆开来讨论。因为金融受到其他干扰因素太多，比如8月份同业激增与债券通有关，中国利率高，大量国际资金在这儿进行套利。由于只有单项流，所以大量流入中国买同业，跟原来的同业激增又不太一样，这是一个特殊的套利，因为收益率非常高，而且人民币一直在坚挺的升值。

接下来简短一点的探讨。第一个探讨的是中国只要一复苏，就开始要降杠杆。全球也是这样，只要复苏迹象一强，信用收缩就开始。而中国上半年经济形势很好，6.9%，连续6个季度回升，但没有想象的那么好，因为环比并没有任何改善。增长速度显示出一系列复苏的迹象，也就有了降杠杆的需求。

第二个特征，央行本身就有信用收缩的现实特征，因为央行负债表是基于外汇占款进行货币释放，所以外汇占款的持续下降一定会导致货币释放的下降，唯一的弥补方式主要是靠增加货币乘数。中国整体信用由于外汇占款的下降已经在收缩，再加上经济情况好，所以就开始另一项收缩计划，加强监管。降低杠杆也就是降低乘数，因为中国的货币释放持续下降主要是靠货币乘数，连创新高。现在通过一系列严监管降低杠杆，信用开始收缩。央行基于外汇占款持续下降，必然会导致央行基础货币释放的下降，再加上严监管，降杠杆，乘数也会下降，所以整体信用收缩是中国的一个特性。

我想用两句话回顾一下国际上的情况。国际上主要发达国家经济都在改善，美国相较于欧元区和日元区弱一点，日本强于预期，英国也强于预期，所以现在全球量化宽松的扩张周期基本上宣告结束。美国依然维持今年年底的加息，尽管市场原来的概率已经降到 50% 以下，但是耶伦表示，将继续加息，而且宣布缩表。所以中国可能早期经济复苏以后也要进行信用收缩。收缩的最简单结果是资金成本上升，中国的十年期国债率和美国十年期国债率有非常好的相关性，大概差 120-140 BP。现在中国的资金成本上升，这就是为我们下一阶段去杠杆还是增杠杆，有一个很大的所谓可持续性。可持续性最重要的就是跟资金成本非常有关系。现代金融的最大特征其实都是接近于永续债，大家不关心本金问题，就是借新还旧。大家通过金融市场陆续融资，只要能弥补我的利息，我就干，这就是所谓现代金融的一个基础，也是危机的来源。2008 年的金融危机，美国为什么要救市？非常简单，打破了永续融资过程就是大崩溃性，必须阻断。

负债可持续性核心是如何能挣到你的钱，弥补掉你的利息。从上市公司的数据看，复苏还可以，但 2016 年净资产收益率仍然偏低，中国 2015 年净资产收益率（扣除非正常损益）开始覆盖不了融资成本。上市公司得天独厚，收益率又高，融资成本又低，在这种条件下，2015、2016 年都没有覆盖。我们分规模来看，大企业收益率难以覆盖资金成本，中小创平均值高可以覆盖，但整体差异大。企业收益率太低，而利息太高，中小创能覆盖，但是大企业覆盖不了，国企更难覆盖，所以永续过程就非常难。

企业依然是理性的。我觉得有两点好的迹象，第一，基于上市公司看，净资产收益率，尤其是今年上半年我们大致监测好像已经开始能覆盖资金成本了，因为最近利润上升比较快。第二个良好的迹象就是资本支出角度，上半年传统产业资本支出都是负的，而新兴产业资本支出都是在 14% 以上。中国企业从上市公司角度看是良性的，传统产能过剩，资本支出现在都在下降。而好的欣欣向荣的企业制药、生物等都上升的很快。现在能看到企业都在积极表现，最起码上市公司可以看出在积极表现。所以我觉得比较良性，主要是国企的一些东西处置掉，否则整个企业从微观层面来说较为良性。

现在政府债确实是问题比较大，我也比较同意 IMF 的观点。比如说 PPP，PPP 天生就是高杠杆，它的融资架构有两层，第一层是 70% 的银行贷款，30% 自

有资金，30% 自有资金里又有 60% 政策银行贷款，有 12% 的自有资金就能撬动，更何况再做一次夹层融资，所以杠杆率高的不得了。取代地方债务平台公司以后，显现出更多的高杠杆特征。所以地方政府负债确实是一个非常大的问题，与中国的税收体制安排高度相关。中国当前的税收体制是基于工业化税收，核心是增值税和营业税，这两个税收占总税收的比重实际上是持续下降，地方政府原来是靠土地财政，因为土地财政是真正有收入的，包括土地转让基金收入，从土地建设得到的所谓七种税或者六种税，这些增长很快，也是弥补地方财政的一个重要问题。但是 2013 年以后出现了很大的变化，就是城市化率越来越高，土地的转让从 2013 年开始持续下降，到 2016 年下降至 50%。虽然土地转让收入还保持 3-4 万亿，主要靠价格上升，相对来讲对它的真实需求已经开始弱化了。这几年地方靠什么？靠的是土地金融、土地抵押面积，2016 年比 2013 年增了一倍。真正转让土地面积下降，主要靠抵押了。所以地方如果是没有财税新的来源仅仅靠土地，则受到城市化率不断提高的限制，未来负债压力更高。2016 年城市化率突破 58%，2020 年突破 60%，城市化速度逐步减缓，已经谈不上“化”字了，城市化率提高已经主要不是农民转过来，而是靠着城市人口自然生育率和农村人口生育率的此涨彼消来获得。所以这么一来土地财政问题到了土地金融问题就没有办法去解决了，大致都要靠土地金融抵押，导致地方政府负债非常严重。但是并不是说这是无解的空间，因为全世界在城市化的时候都要开始进行税制改革，要使得个人家庭纳税与你享受的公共服务相匹配，否则从工业里纳了税，觉得企业污染又赶人走，用于城市服务，这是不可取的，一定要转向直接税，让税收与他享受公共服务持平，这才能形成基于城市化的税收体制。所以中国的税收并不是无路可走，而是原来的路已经走到尽头，再用土地弥补的话，到 2014 年已经快弥补不了。因为地方政府不是靠土地财政的收入，是靠土地金融举债了，当前税收收入增长减缓，原来土地财政还是净收入现金流，现在是土地负债，这就是利滚利了，这非常严重。所以我同意如果不基于整个税收改革，财税改革的话，地方政府负债是持续上升。

现在对家庭支出的测算比较多，尤其是这两个问题值得关注，一是家庭的收入是跟 GDP 有关，2016 年由于经济的增长下降，整个工资报酬增速其实还低于了 GDP，如果 GDP 继续低，即使是全面就业，工资报酬也上不来。经济放缓，

如果不在分配上进行劳动份额改造，你的一定份额是会继续下降，这是非常严重的。二是贷款支出占比现在各种各样的测算大致都指向占家庭人均可支配收入的 8%。如果利率成本上升和负债率进一步上升，测算结果都会比较严重。现在居民的购房热情非常高涨，买房子的热度依然不减。所以整个居民问题还是比较大，这不能完全说是风险下降。

未来可以假设一些情景，比如美国 2019 年目标利率达到 2.75%，中国未来银行贷款利率上升到 6%以上，GDP 可能会降到 6.5%以内，负债率还会上升。企业是结构性问题，会有些冲击，但是我认为企业还好。地方政府的债务如果没有财政改革，债务上升是必然的。部分地区房价过高，如果收入减速和利率成本上升，对居民负债也会出现违约问题，会有局部的冲击。这是对未来的展望，我的发言到此为止。

张晓晶：

张平教授其实是我们实验室副主任，今天作为独立评论人，希望表现的更客观一点。我其实比较认同他的几个判断，他分部门来看，企业部门、政府部门、居民部门。企业部门他的看法应该说有一些问题，比如说净资产收益率覆盖资金成本会有一些问题，但是看到新兴产业，看到希望，这个问题应该不是太大。

第二，地方政府他认为危险比较大，认可 IMF 的广义的占比。他提出财税改革措施，鼓励财政、鼓励金融，特别是提出来过去以工业化为主的税收模式到现在可能是城市化阶段，城市经济阶段的税收模式，我觉得这些方面的政策建议非常重要，特别是我觉得一定程度上跟我们讨论的比如要改变信贷驱动增长，需要从收入分配角度、从财税角度着手有很大的关联。

第三，家庭部门他做的更细。我们提出来从大的空间上居民部门没有那么大的风险，但是从局部上，特别是近期信贷增长比较快，他认为局部会有风险的冲击，这是值得警惕的。