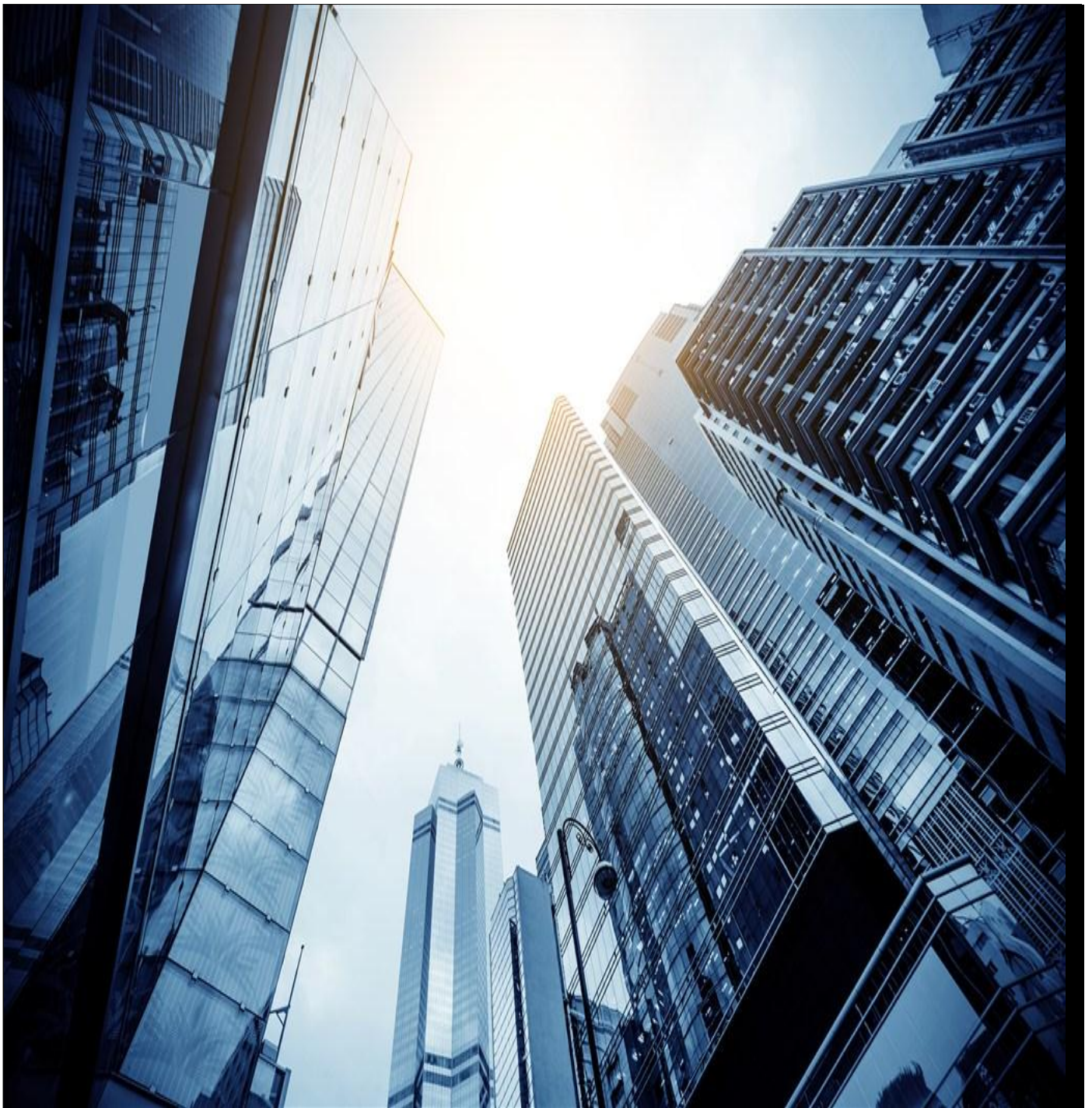




去杠杆政策转向了吗？

——中国去杠杆报告（2018 年二季度）

国家金融与发展实验室

2018 年 9 月 18 日

去杠杆政策转向了吗？

——中国去杠杆报告（2018 年二季度）

任泽平

恒大集团首席经济学家

恒大经济研究院院长

任泽平：

现在国内经济学家太多、经济思想太少，观点太多、逻辑太少，大判断太多、证据太少。这份报告一以贯之，建立了自己的体系，研究也在不断深入，有框架、有体系、有证据。有时候坚持真的很重要，国家金融与发展实验室对这个领域的研究将在国内树立起品牌。整个报告的内容非常扎实，数据也做得非常扎实，有些判断真的非常好，体现了我们很多的研究在不断深入。

我提几个建设性的具体意见：第一，总判断可以进一步延伸。大家讲了很多数据，包括晓晶在 PPT 中也讲了很多理论、思想以及数据背后的内容，这些内容很好。金融部门杠杆率持续回落，实体经济杠杆率略有微升，再加上杠杆率结构出现了恶化，这真的不是靠简单的金融松紧能够解决的。中国的杠杆跟美国不一样，中国的杠杆带有大量的结构性问题。好的去杠杆和坏的去杠杆也和美国不一样。好的去杠杆是温和通胀去杠杆，坏的去杠杆是恶性通胀或过度通缩去杠杆。中国的好的去杠杆不简单是温和通胀去杠杆，而是要解决背后大量的结构性体制问题。去杠杆只是一个工具，最终要实现市场配置资源的效率提升。如果表面上杠杆下降了，但都退回到以国有经济为主，这种去杠杆有什么意义呢？这其实为整个经济发展埋下了更深的隐患，我们现在是否存在这样的问题？

第二，短期消费贷是拉动贷款余额上升的主要动力吗？这还需要进一步分析。居民消费贷的上升是因为消费的蓬勃兴起，还是资金大量流入房地产？这很难区分，但是可以作一个验证。如果大量的消费贷是用于消费，也就意味着我们的消费是不错的。但是今年社会零售总额也就是消费出现了明显的下降，处于近几年来的新低。由此可知，大量的消费贷不是用于居民消费，居民甚至出现消费降级。

第三，对房地产的判断。现在住房贷款高位回落，今年房地产市场有两个重要的迹象：一是房地产开发企业的资金来源，现在个人贷款和房贷都出现了负增长，只有预收账款即来自居民买房的现金还出现增长，说明整个经济金融形势对房地产的压力已经开始传导，对未来的消费和投资都会产生明显影响。二是今年 1-8 月共有 800 多宗土地流拍，土地流拍的原因很简单，一是企业没钱，二是企业要谨慎投资。这就意味着房地产投资恐怕也是有压力的，这对整个宏观形势、金融形势都会产生影响。

第四，报告把一些重要的地方点出来了，这个非常好。比如，去杠杆过程中国企民企的问题，国企的杠杆率下降了，民企的杠杆率上升了。国有企业和民营企业杠杆率的上升下降是通过市场竞争实现的，还是因为其他原因？刚才晓晶讲了一句话我非常赞同，由于利润的挤压和融资的歧视，使得一些民营企业主动投靠国企。杠杆不仅是总量问题还是结构性问题。目前来看，中央政府有加杠杆的空间，非金融企业和金融部门的杠杆率比较高，需要去杠杆。但是我们要好好考虑居民是否真的有加杠杆的空间？我们跟发达国家比较有时候要分析背后的一些东西，比如和美国、欧洲国家相比，他们社保支出的压力不大，没有后顾之忧。即使我国居民负债率和发达国家差不多，但可支配收入实际上是差很多的，他们没有医保、社保、教育支出的压力。我是支持政府可以加杠杆的，例如加大减税降费力度。政府杠杆加在基建上也具有合理性，因为中国的基建还是有潜力的，但是也要分区域。

最后，我觉得整篇报告非常扎实，标题能不能换成“如何实现好的去杠杆”，或者下一次可以讨论这个。对于好的去杠杆一定要坚持下去，坏的去杠杆要早

早结束。

其实中国的杠杆问题真的不是总量问题，而是大量的结构性和体制性问题。一是我国地方政府的杠杆，原来是显性债务，2014-2017 年是隐性债务，PPP、融资平台都在扩张。我国和发达国家地方政府债务扩张的原因是不一样的，因为我们存在预算软约束，西方教科书中没有这个。我国地方政府的收益和风险承担是不匹配的，收益是当期的，风险被甩到后面了。关于我国政府的杠杆问题，也可以从国民收入分配角度分析：收入方面，中国政府在整个国民收入分配里占比较高，居民部门占比较低，所以我国宏观税赋较高；支出方面，政府用于社保、医疗的支出却比较少。政府占有大量收入但没有用于社会保障支出，而是用于财政供养和基建支出。我国每百万 GDP 的财政供养支出是发达国家的几倍，基建支出还能有一定的生产效率。中国的杠杆问题如果没有从结构和体制的视角分析，只考虑总量问题一点意义都没有。即使现在把杠杆总量压下来，但没有进行结构性优化，未必是好事情。

二是企业的杠杆，具体指非金融企业。最近国企杠杆下降了，民营企业杠杆上去了，这究竟是什么原因呢？中国民营企业长期比国有企业的盈利能力强，但是最近两年出现了反常。国有企业尤其是上游资源型行业的利润呈 50%、100% 的增长，主要是靠涨价，涨价的原因在于环保风暴的驱使。这种利润的调整不是靠市场竞争获得的，跟行业开放有很大关系。上游资源型行业以国有垄断为主，下游制造业以民营企业为主，上游的民营企业被迫退出，所以国企利润很高，再加上民企融资的歧视问题，现在民营企业出现困难的原因也在于此。现在中国整个基础性成本其实都比美国高，我们的汽油、天然气、柴油、土地、电力都比美国的高，因为这些行业都是垄断的，都存在开放不足的问题。

最近发生的中美贸易摩擦是因为中国对美国有大量的货物贸易顺差，因为中国制造业竞争力很强大，制造业中国有企业占比较小，我们在不断地向民营企业和外资企业开放，竞争充分。但是中国的服务业存在巨额的贸易逆差，我国服务业中国有企业占比百分之七八十，基本是不开放的。企业更多要靠对内对外开放，通过竞争、通过提升效率来降低成本，等到最后杠杆加不动企业就

退出了，这是一个自然出清的过程。

三是房地产。国内能把房地产问题说清楚的人太少了，网上很多高点击量的帖子讲得都很差，因为里面只讲情绪，不讲理性的逻辑。为什么房地产是高杠杆部门？房企为什么加杠杆？因为有涨价预期，如果预计资产价格未来要下跌肯定不会加杠杆。房地产的涨价预期是造成房企加杠杆的根本原因，不要因果颠倒，不是因为加杠杆所以涨价了，是因为有涨价预期所以才去加杠杆。为什么房地产会有涨价预期？我认为一是我们的城市规划错了，二是长期的货币超发，问题不在房地产上。过去二十多年，中国城市规划政策的指导思想是“控制大城市人口、积极发展中小城市和小城镇、区域均衡发展”。这个城镇化思想真的很完美，但是太理想化了，太不尊重市场了。按照联合国的统计数据，美国、欧洲、日本的城镇化率都达到 80% 以上。全球人口迁移的基本趋势是往大都市圈迁移，因为大都市圈更节约土地，更节约资源，更有效率，更能为有才华的年轻人提供实现梦想的机会，更能为高净值人士提供优质的公共资源，所以人口在不断地向大都市圈和区域中心城市流入。人的流动是市场化的，而我国的土地供应是行政管制的，通过数据可以看到，人口在向大都市圈流入但国家在减少或控制大城市的土地供给。

我在北京将近二十年，十年前北京要把人口控制到 1500 万人，当时按照 1500 万人规划这座城市，现在北京 2200 万人了。过去十年北京房价涨了 10 倍，价格背后是供求关系，人口在增加，但是土地供给没有增加。我们做了一个测算，从人口经济分布平衡的角度看，未来北京人口要增加到 3000 万人，这是基本趋势，但是北京要减量发展了。价格只是结果，都是有逻辑可以推导的。一二线城市高房价、三四线城市高库存的根本原因是人地分离、供求错配，再加上货币超发，以及一度的监管缺位。这篇报告讲得很清楚，货币超发主要是表外影子银行的部分。我们的银行理财产品从无到有现在将近 30 万亿，券商资管、基金子公司、信托加起来也有几十万亿。杠杆总量是表面问题，深层次的是结构性和体制性问题。

我非常赞同这篇报告的主题，以市场化的方式、以提高全要素生产率的方



式来衡量究竟是好的去杠杆还是坏的去杠杆，下一次我们深入讨论这个。非常粗浅的点评，谢谢大家！

主持人 张晓晶：

非常好。先是给了我们一个很好的评价，接着提了一些具体的建议，包括报告的题目，我建议下期的报告改成那个题目，我们认真做。中间有一个小问题我回应一下，就是短期消费贷，之前几次报告都有大量分析，短期消费贷其实是一个马甲，还是为住房贷款服务的，这次的报告因为是个延续，有时候稍微简略一点，我们也不认为它对于真正的消费能够有什么贡献，实际上是变相的贷款。另外，杠杆率不是水平的问题而是错配的问题，配到效率高的企业和市场主体身上什么事都没有。再次感谢任院长的精彩点评。

任泽平：

我最后再说几句。我在金融市场工作多年，感触很深。直接融资与间接融资、股票市场与债券市场，这不简单是一个市场的问题，而是是否具备这样的制度环境的问题。银行这种间接融资方式的市场和证券市场不简单是两种市场，实际上是两种制度。大家都想通过美国那样公开、透明、法制的证券市场来融资，因为更有效率、更透明、更公平，这对于法制的环境、对于会计准则的透明度、对于监管能力都是巨大的挑战。如果做不到这些还不如老老实实在把原来的东西做好，否则将会暴露出很多风险。

马险峰：

我觉得资本市场与银行信贷市场相比，是更加分散化的市场力量。资本市场中资金的买方卖方可以较为自由的选择，个人投资者可以自由选择投资看好的企业。如最成功的资本市场纳斯达克激励创新创业，全球十大科技类企业有六个在纳斯达克上市，这是一个投资者选择的结果。包括特斯拉，现在有点变

化，前一段时间特斯拉是全球市值最大的汽车公司，历史上福特、通用、克莱斯勒、上海汽车产量是最高之列的、盈利是很高的。特斯拉虽然还是个亏损企业，但市场选择代表了未来。资本市场看的是未来，银行贷款看的是过去，资本市场代表投资者去选择了市场力量更强的企业，所以市场化投资更高。我认为现代金融体系的核心是资本市场，因为它反映了更强的市场化的力量，配置资金的效率更高。但是现代资本市场体系发展起来还要有个过程，是逐渐发展起来的。

提高直接融资比重是个大趋势。直接融资比重这个概念最开始是来自美国的一篇文章，1984 年中央文件第一次采用直接融资比重的概念。从发展来看，“十一五”我国直接融资比重是 11.5%、“十二五”是 16.4%、2016 年最高达到 23.8%，2017 年因为降杠杆、宏观调控等原因降到 7%左右，不到 10%。直接融资比重的降低，是金融资源配置中应该要注意的现象。我们要加快发展直接融资，在金融资源配置中要优化杠杆率，该降的降，该加的加，通过提高直接融资比重、提高权益资本来增强整个经济的抗风险能力、创新能力、投资能力，让经济的可持续性更强一点。传统计划经济下也能够持续若干年，只不过效率低、发展慢。现在我国经济面临着和国际经济接轨，中华民族崛起、实现中国梦处在关键时期，我们需要充分调动市场的力量强化市场配置资源，通过市场竞争优化金融资源配置，实现经济可持续发展。在这种情况下，我们要发展出一大批有创新能力、有可持续发展能力的企业，引领中国经济走向现代化强国，这是中国经济发展必须的目标和模式。

主持人 张晓晶：

感谢，因为时间有限我们不再讨论了，特别感谢各位点评嘉宾，也感谢在座的媒体朋友以及为我们会议服务的人员，也感谢我们两位报告者，希望大家以后持续关注我们的研究，支持我们的报告特别是这样的讨论会，谢谢大家。