



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

李扬

中国社会科学院学部委员

国家金融与发展实验室

理事长

去杠杆政策转向了吗？

——中国去杠杆报告（2018年二季度）

主持人 李扬：

大家都知道国家金融与发展实验室一直在进行“国家资产负债表”的编制工作，基于这张表衍生出很多研究方向，例如杠杆率、债务问题，甚至可以深入到国企等。为了使这个研究更加系统化，我们去年设立了一个论坛叫“国衡论坛”，从字面上能够看得出来是“国家之均衡”，讨论的是大事，一个季度至少讨论一次，今天也是季度的例会。参加今天讨论的有很多人，有一些是老朋友，还有一些是新参加的朋友，总之这个事是非常大的事，需要持续不断地讨论。

过去关于数字问题众说纷纭，经过这段时间大家讨论、交流、相互批评，关于数字方面的问题没有特别的歧义了，最多还存在一些重复计算的简单问题，对于数字问题的现状如何，大家也都达成了共识。现在的问题进一步深入了，从这次会议的标题可以看出来是讨论去杠杆政策是否转向。我自己觉得需要深入研究的很多，其中有两个问题可以深入展开。

第一个问题是杠杆对经济影响的判断，有人说是“好杠杆”、“坏杠杆”，我最近比较喜欢说杠杆的可持续性。前天在中国发展高层论坛上我主要讲的是债务的密集度问题，在经济增长期，如果讨论实体经济和金融之间的关系，二者之间是有一个比例的。传统上我们可以大致观察出一个稳定的状况，为了支持经济增长，

比如增长一个百分点，大致需要多少货币和金融予以支撑，我们把这个比例叫做“经济增长的金融密集度”。现在我们注意到一个现象，金融密集度在提高，如果确认这是一个事实，也许是中性的，那么关于杠杆的状况、去杠杆政策的力度、方向可能就要有不同的判断。

“经济增长的金融密集度”这个词不是我发明的，类似的说法在文献中早就有，最近我是看 Turner（《债务与魔鬼》作者阿代尔·特纳勋爵）用过这个词，他比较详细地分析了密集度的提高，提出了三个原因：

第一，房地产在经济增长中的重要性在提高。这个命题是可以挖掘的，他把房地产金融密集度、杠杆率等放在一起讨论，是有文章可作的。房地产是一个长期资产，房地产进入之后给金融的结构带来了一大块长期且大规模的金融资产，大量的金融创新就是围绕着它展开的，上世纪七八十年代开始从抵押贷款证券化扩展到资产证券化，使得金融上层建筑因为房地产领域的长期资金需求一下子膨胀了，这是很值得研究的。

第二，关于收入分配不公的问题，他认为收入分配倾斜了。危机之后有很多很吸引人眼球的说法，1%和 99%、10%和 90%，这些虽很难得到非常严密的统计上的支持，但是收入分配两极分化是事实。两极分化之后就产生一个问题，富人的消费倾向是很低的，但是资金、储蓄等大量掌握在他们手中，他们喜欢玩金融游戏，而金融机构又大多以他们为对象，为他们理财，私人银行、财富管理这样一些行业产生之后当然就会出现大规模的嵌套、通道，反反复复的交易，寻求一个最佳的均衡点，这个过程中金融上层建筑也在迅速膨胀。

第三，从国际视野看，国和国之间经常账户严重不平衡。美国出现越来越大的赤字，而其他国家像中国保持长期盈余，需要持有美元定值的资产特别是美国的政府资产来对冲。类似美国的主导型国家、国际储备货币的发行国，经常项目长期大量的逆差会使整个国际上产生应对这种问题的需求。本世纪初，国际货币基金组织、世界银行接连有好几个研究报告都观察到一个现象，即广大新兴经济体的外汇储备处于异常高位，所谓“异常”就是已经超出了正常为短期进口、短期外债做准备的范畴。现在回头看确实有问题，这给金融的膨胀

特别是债务的膨胀增加了一个国际因素。

这些问题交织在一起，演化成如今的金融上层建筑膨胀的结果，但是实体经济还是保持在 3.6%、3.7% 的全球增长水平。金融上层建筑膨胀得很厉害，于是两者相除，自然得出经济增长的债务密集度或信贷密集度提高的结论，换个说法就是杠杆率提高了。今天大家都知道杠杆肯定是不可避免的，现在就看怎样的杠杆是可以接受、可持续甚至是对我们有利的，这个问题值得好好探讨一下，这是第一个需要深入讨论的问题。

第二个需要深入讨论的问题是去杠杆过程中的艺术。我们首先假定去杠杆是对的，前面也讨论了去杠杆在什么时候是对的，那么应该采用怎样的方式和节奏？一方面，去杠杆过程中一定是多重政策同时发力，政策之间的协调配合等成了一个大问题。另一方面，去杠杆本身有可能触发金融危机，说得直白一点，去杠杆是为了消除金融危机的隐患。我们认为杠杆率过高会出现问题，于是要把杠杆率降下来，但是降杠杆的过程有可能会触发金融危机，就是降杠杆把潜藏的危机挑明了，还有种可能是杠杆本来是可持续的，增上去就会触发危机。

现在讨论这个问题是基于中国上半年的实践，上半年首先看到了非常严厉的去杠杆的“组合拳”，无论是货币政策角度还是金融监管角度都同时发力，最强的时候是在上海陆家嘴论坛，几位监管当局的领导人都发出了非常强的声音，从那之后也出现了一些问题。现在回想起来，我觉得主要还是协调不够，各个部门都从自己的角度制定去杠杆的政策，很少考虑到其他部门也有很强甚至更强的政策在推出、叠加、共振，因此就会出现这样的问题。

客观地说政策还在调整，最明显的标志就是对于资管新规的调整。去年 11 月资管新规征求意见稿发布，社会上舆论哗然，7 月份三个部门在同一天顺序推出了对资管新规的新解释，现在还属于征求意见阶段，但是根据市场上的观察来看，原来说要做的很多事情基本都暂停了，包括接续的问题、时间的节奏问题、对很多产品与行为的认定问题、定价问题等。征求意见稿刚公布后我参加了一个会议，听说中国有几十万人对这份文件翘首以盼。这个现象有点不正常，

如果几十万人都觉得有问题，等着有关部门去纠正，就反映出缺少沟通的问题了。部门之间缺少沟通，特别是当局和市场缺少沟通。现在看起来沟通渠道通畅了一些，包括信贷的供给，以及货币当局向市场上投放大量流动性，都表明政策在有所调整，但是调整不意味着不去杠杆。现在可以达成共识的是去杠杆从根本上来说肯定是对的，是需要的，杠杆率过高对经济的长期影响是不好的。但是接下来要判断杠杆去到怎样的程度，去杠杆的阈值在哪里，而且这个阈值肯定是随着经济金融的发展不断变化的，还要解决如何掌握节奏、掌握艺术、掌握过程、掌握配合等一些问题。

这就是今天开这个会议的主要意义，这恐怕是个长期的过程，所以一个季度开一次讨论会，希望所有与会者每个季度都能来，大家一起议一议，建立良好的沟通。不沟通的话肯定会发生极端的情况，对经济的损害是很大的。尤其是中国的情况目前高度复杂，比如这轮的“国进民退”和过去的“国进民退”有不同的原因，我们提出很多改革措施，不能说那些措施不好，而要考虑到做不到的话怎么办，因此我们一定要提出能做到的事情，平缓、平稳、有效地解决这些问题。

我的发言里有一部分没有展开讲，其实关于国企、民企此涨彼消、此进彼退的状况，在西方国家有很成熟的应对经验，和我们可能不在同样的范畴里。比如救市，美国危机最严重的时候政府出手把企业买了，企业度过危机、市场恢复景气之后再不断地把国有部门卖掉，进行私有化。出问题了买进来，调整好之后又卖掉，从国家管理自己资本的角度来说也是有效率的，政府救市的行为给政府财政创造了丰厚收入，就是最简单的低价买、高价卖的思路。而我们的国企什么时候会卖？有问题了才会卖。美国的做法是遵循市场规则，吸引民间资本，而我们的国企放在手里，出了问题才贱卖，因此根本说不清楚什么是国有资本流失。

我们要把传统的关于国企、国进民退和救市这些事情连在一起看，十八届三中全会关于国企改革提出“管资本不管企业”，这是非常高明的，如果只管资本的话这种操作会立于不败之地，如果管企业的话永远无法盈利。现在到了一

个新的时代，债务等问题高度复杂，我们应该提倡冷静地分析，有什么事？怎么解决？有几种方案？要权衡利弊得失。今天这个会议就是这个目的，而且我们也想听听今天邀请到的这些高手们的智慧，谢谢。