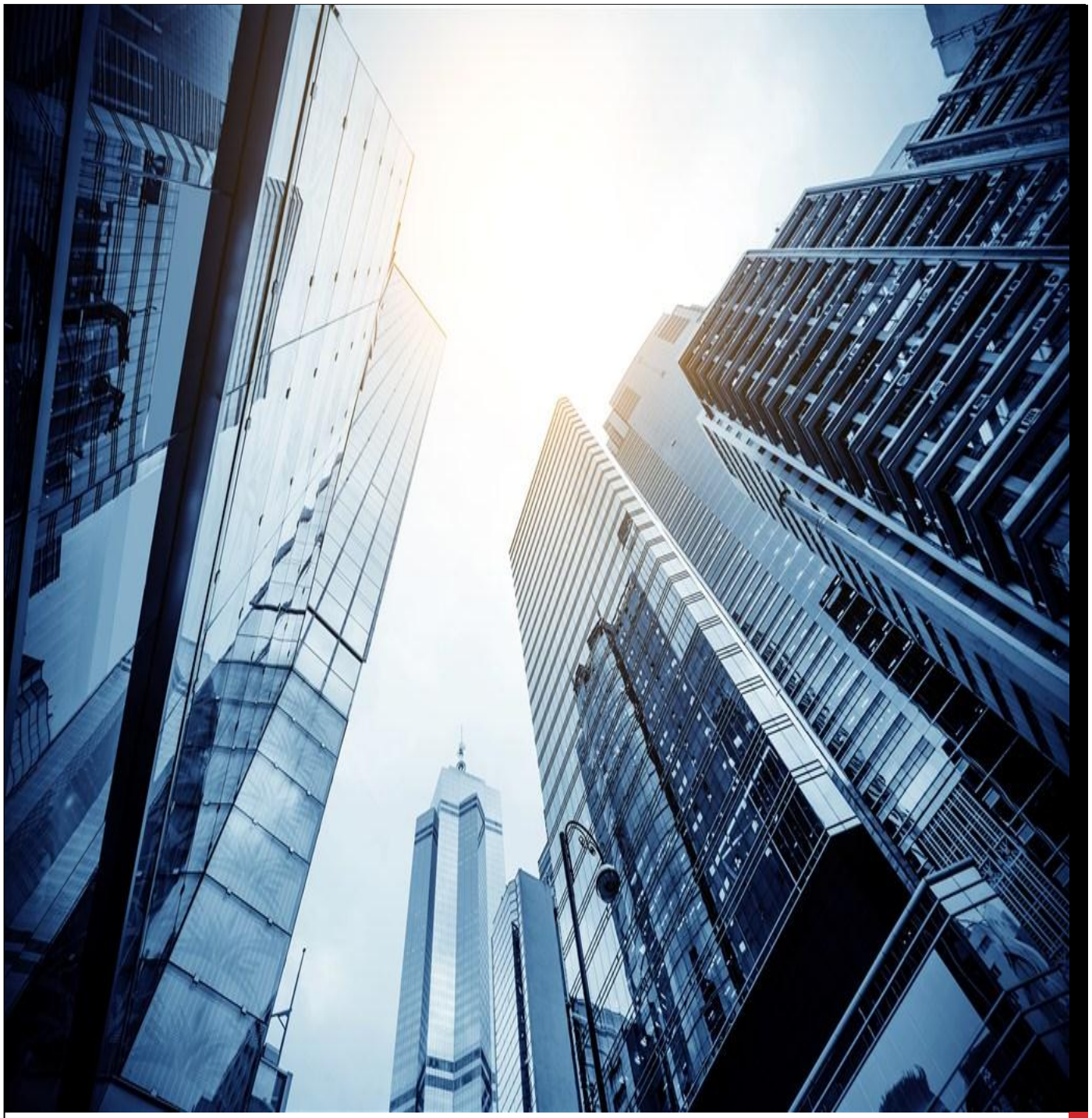

去杠杆政策转向了吗？

——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）

张晓晶

国家金融与发展实验室

副主任

国家资产负债表研究中心

主任

张晓晶：

关于去杠杆我们做了很多研究，非常感谢各位点评嘉宾能参与我们的讨论。下面我给大家简单介绍下我们近期的研究成果。先说一下数字，我们是跟踪数字的杠杆率，在国内是首屈一指的，能够这么快地反映季度杠杆率的变化，我们可能是独此一家。这个数字显示的总体杠杆率是不是越去越低呢？实际上是越去越高，这是一个我们挡不住的现实。2018 年二季度末，实体经济杠杆率由 2017 年末的 242.1%增加到 242.7%，上升了 0.6 个百分点，基本保持稳定，但是每年还在增长，这一点是一定要告诉大家的。杠杆率可能会增长得少一点，过去每年增长 12.3 个百分点，今年我估计会增长 1 到 2 个百分点，这是很大的进步了。

实体经济各个部门的变化是什么情况呢？实际上是有增有减，这就是结构性去杠杆。结构性去杠杆的意思非常明确，政府告诉大家不要盯着每个部门的杠杆率都降了没有，要是只有几个部门降了，剩下的上升了也是正常的。这跟结构性减税是一样的，大家不要觉得个税调整是不对的，这不是减税，而是结构性减税，大家要理解这个政策的艺术。非金融企业部门和政府部门的杠杆率都下降了，非金融企业部门由 157.0%下降到 156.4%，政府部门由 36.2%下降到 35.3%，二者共下降了 1.4 个百分点，但这里要强调政府部门的杠杆率是显

性的下降了。

金融部门的杠杆率也下降了，已回落至 2014 年水平。这其实很好理解，因为金融企业和实体经济没有直接关联，所以去杠杆相对容易一点。只要领导态度坚定，各个银行、各个金融机构就会去落实，尽管过程会很难受。但到了实体部门，由于存在僵尸企业等种种因素，去杠杆不是难受那么简单的事，而是根本去不动。

我们可以说杠杆率得到了有效控制，就是因为过去一年涨 12.3 个百分点，现在一年涨 2 个百分点。也有一些官员说既然我们一下子从 12%变成 2%，接下来是不是会出现负增长？我认为不一定。收益确实是递减的而且递减得非常快，这是因为我们采取了一系列强制措施，也叫政府强制去杠杆。这跟西方的市场强制完全不一样，市场强制是市场来清理。政府强制的特点是企业感到痛苦难受时，会到政府部门“叫屈”，这时候政府可能会进行柔性化处理，所以就会出现“要不要转向”或者“应该怎么转向”的标题，我觉得这是一个非常关键的问题。

我们金融部门去杠杆和实体部门去杠杆的态势跟国际上的统计数据一模一样，结果是很正常的。从全球来看，八大经济体实体部门杠杆率都是不断上升的，甚至是美国。我们不要说美国去杠杆非常成功就怎么样了，它在早期去了一定的杠杆，是结构性去杠杆，居民部门去了杠杆，但企业部门没有太大的变化。国外去杠杆经常强调的是金融去杠杆，到今天美国金融业仍然在去杠杆，但已经很微小了，甚至个别已经在加杠杆了。我们和美国的周期是错位的，2015 年底我们开始去杠杆的时候，他们正准备货币政策正常化。虽然金融业要进一步开放，要提高效率，但缺乏真正激发活力的东西，这种长期错位也是值得研究的事情。

目前我们金融部门去杠杆很明显，但实体部门去不掉。去不掉并不意味着去杠杆一点成绩都没有，刚才我已经说了成绩，这个成绩里面也有一些令人担忧的地方。

首先，居民杠杆的增长速度仍然是很快的，从 2017 年末的 49.0%上升到

2018 年二季度的 51.0%，半年内上升了 2.0 个百分点，一年可能是接近 4.0 个百分点，下半年有可能会少一点，总体来讲增速还是非常快的。但相比去年上半年杠杆率上升 2.8 个百分点，居民部门杠杆率增速有所减缓，所以不能说政府的政策没起作用。其实我想说为什么现在强调去杠杆的时候，还要强调增加或发展居民消费信贷，这是因为消费驱动增长是一个根本。如果经济增长模式是投资驱动的话，一定会把信贷放在最重要的位置，但如果是由消费来驱动的话，要更多地依赖于收入。当然并不是说消费信贷不起作用，只是这个信贷支持的更多是住房而不是一般的消费。

我们可以看到二季度的居民债务余额上升到 44.1 万亿，同比增长 18.8%，短期消费贷款当前余额 7.6 万亿，同比增速是 30.3%，比居民总贷款同比增速高了 10 余个百分点。其中，住房抵押贷款占了将近 80%，是它带动了杠杆率的上升，这里面房地产的作用非常重要，而且可能越来越重要。这个情况下，大家想一想居民杠杆率有可能去得掉吗？我不太同意各个部门都去杠杆，我认为居民部门是要稳杠杆。从长期看居民的杠杆不算高，几乎没有办法去掉，通过降房价来降总体的杠杆是个误区。

其次，我们来看非金融企业部门杠杆率，非金融企业部门杠杆率从 2017 年末的 157.0%下滑到 2018 年二季度末的 156.4%，半年下降了 0.6 个百分点，除 2018 年一季度稍有反弹外，下降趋势已保持了五个季度，我认为这是非常好的一个现象。早期是民营企业去得多，今年上半年国有企业做的贡献稍微大一点。但这不代表整个形势发生变化，整个企业杠杆里国有企业占六成左右的事实仍然没有改变。

另外，在统计过程中我们发现总体上国有企业杠杆率相对来讲变化比较平稳，应该是有所下降的，其中国有工业企业下降得稍微多一点，但是民企资产负债率上升。为什么会出现这个情况？民企并不是在债务的缩减方面做了多大的贡献，更多的是资产方出现了比较大的问题。二季度末工业企业负债相比 2017 年末下降 0.6%，其中私营工业企业下降了 0.3%，负债都出现了负增长。但资产方降幅更大，上半年工业企业总资产下降了 2.5%，其中私营工业企业总资

产下降了 7.8%。总资产相对于负债以更快速度下降，导致了民企资产负债率的被动上升。国企资产负债率下降，虽然负债减少也有所贡献，但贡献更大的是资产上升。国企上半年负债增长了 11.4%，资产增长了 12.8%，其中国有工业企业负债下降了 0.5%，但其资产上升了 0.9%。大家能看到很多现象，上游产品的价格上涨、PPI 上升、民营企业投靠国有，这些都是导致资产上升的重要方面。而民营企业恰恰是资产在大幅缩水，当然我们可以再深入讨论，这恰恰能解释为什么现在出现了跟大家预期不一样的现象。你们总说去杠杆过程中有歧视，现在国有企业去得好，民营企业去得反而不好，仍然是这个问题的延续，只不过是用另一种方式呈现了。如果我们从资产的缩水角度和资产膨胀角度来看的话，恰恰说明这样一个比较大的问题。

从国有企业和民营企业的总负债与营收比我们可以看到，国有企业的负债与营收比增速是非常快的，这说明国企的状况尚未好转，这一比值从 2017 年末的 191.0%上升至 200.6%，上升了 9.6 个百分点，相比而言，工业企业只有 56.8%，私营企业也是略有上升的。因此，仅从偿付能力来看，国企的债务风险依然较重。

最后，再分析政府部门，政府部门杠杆率都在下降，政府总杠杆率从 36.2%下降到 35.3%，总共下降了 0.8 个百分点。其中，中央政府杠杆率从 2017 年末的 16.2%下降到 15.9%，下降了 0.3 个百分点，地方政府杠杆率从 2017 年末的 19.9%下降到 19.4%，下降了 0.5 个百分点。我们也要注意到这个下降是季节性的，后期肯定会略有上升，这是我们的直觉。由于国债季度发行额具有很强的季节性，现在政府已经在安排抓紧把债发完，我想随着三季度的进程加快，政府显性杠杆率会略有上升，关键不止是显性杠杆率，还有隐性的。

什么叫隐性负债？政府给了一个定义，即地方国有企事业单位（包括公立学校、公立医院等）替政府举借，由政府提供担保或财政资金支持偿还的债务，以及地方政府在设立政府投资基金、PPP、政府赎买服务等过程中，通过约定回购投资本金、承诺保底收益等形成的政府中长期支出事项债务。我看到相关文件上还做了这么一个规定，地方国有企事业单位都可以作为公司平台，我们原

来理解是国有企业，其实不是，事业单位也行。现在政府是严令禁止，这恰恰说明地方隐性债务正在发生。除了原来用企业作为融资平台，现在事业单位也作为融资平台，这是非常危险的。

隐性债务怎么估算呢？我们想从数据的视角给大家一个判断，今年上半年除了政府显性杠杆率在下降，隐性杠杆率也在下降，这就是成绩。隐性杠杆怎么衡量呢？一个是资金的来源，另一个是资金的运用。非标主要进入了房地产、地方隐性债务和违规的产能过剩的行业，一般是 20%、25%左右的非标进入了地方的隐性债务，也就是地方融资平台债务。将融资平台贷款、部分非标、存量债券，加上新型融资模式和政府付费型的 PPP 落地项目，以及 PSL，再减去置换掉的债务部分，就得出隐性债务规模。

我们从资金来源方和资金运用方同时来看，就知道隐性债务在下降。第一是以融资平台和 PPP 为代表的，融资平台债务在下降，PPP 退库整改将近 5 万亿，规模在减少，这是一个下降。第二是影子银行，金融去杠杆使得影子银行规模出现大幅下降。第三是基建投资也下降了，隐性债务来源不够所以才导致基建下降。这三个指标前面两个是资金来源，后面一个是资金运用。

在这个情况下，我认为政府部门可以适度提高杠杆率。首先我讲一个必要性，在结构性去杠杆的大背景下，指望持续推进企业部门去杠杆，就需要其它部门有所支撑。鉴于居民杠杆率的攀升已经到了一个限度，单靠居民部门“独木难支”，政府杠杆率的适度提高是有必要的。第二个是可能性，可能性是很简单的，政府拥有那么大量的资产，作为债务抵押也好，作为未来的清偿也好，都不会有问题。第三是怎么加，其实也非常简单，一是中央政府要加，因为相比之下中央政府杠杆率太少了，二是要把地方政府的隐性债务显性化。我们现在有一般性债务限额、有专项债务限额，一般性债务限额是支持没有任何收益的项目，专项债务限额是支持有一定收益的项目。我们可以对不同地区分类施策，各个地方可以采取不同政策，适当增加财政实力强、债务风险较低的地区的债务限额，原则上不增加地方政府债务风险预警地区的债务限额。这个完全可以做到，今年的债务限额还没有用完，这就是所谓的“开前门”。

我们一直在想，既然地方政府要花那么多钱，市场又没有办法解决政府中长期融资的难题，那必须要有一个可持续的机制来支撑。我们要么通过发债，要么通过银行、房地美、房利美等类似机构来支撑。如果没有这些当然还是靠地方税收支撑，最后的结果是隐性负债不断上升。我们讲一个变化，2008 年之前，地方政府不是完全靠债务来发展的，原来靠外部资金招商引资就可以了，而且发展得很好，但是到 2008 年以后出现大的危机了，于是开始启动融资平台。融资平台借债原来都是不允许的，但是那个时候允许了。地方政府不但可以出现经常性赤字，也有资本性赤字，由此形成地方的债务驱动模式。

现在来看一下金融部门。后面刘磊博士会详细解读金融部门杠杆率，我先简单说一下情况。从 1993 年到 2016 年，金融部门杠杆率一路攀升，从不到 10%分别上升到负债方统计的 67.7%和资产方统计的 78.2%。但 2017 年开始，金融去杠杆迈出实质性的步伐，这与非金融企业的去杠杆是步调一致的。2017 年，金融部门杠杆率分别回落 8.4 个百分点（资产方）和 4.8 个百分点（负债方）。相比于实体经济部门，金融部门可以说是加速去杠杆，且资产方口径杠杆率与负债方口径杠杆率之间的差距继续收窄，表外业务仍在向表内回归。

金融部门去杠杆是在严监管背景下做的工作，取得的效果还是不错的，但是要去到什么程度是现在讨论得最激烈的。我们经常会说政府要降房价，房价降到什么时候是合适的？我认为金融去杠杆是同样的，我们不知道均衡点在哪。如果大家不再说金融套利、金融无效力等一大堆问题，等慢慢淡出大家的视野之后，去杠杆这个事就没了。我们常说三年攻坚战，三年是不是能解决所有问题？三年时间去杠杆问题未必能解决，但可能有比较大的把握，到了三年以后，去杠杆这个词将不再是一个热词。如果我们建立了比较好的制度框架和政策框架，去杠杆或者对杠杆率的约束是天天要做的事，而不是一场运动，这是我要说的最重要的意思。

关于去杠杆有四个似是而非的观点，一是去杠杆要求各部门杠杆率均下降，二是优化融资结构就能去杠杆，三是降房价就能去杠杆，四是宽货币才能去杠杆，这四点是我们在研究过程中发现的误区。接下来我对这四个误区进行具体

分析。

第一个误区，指望全面去杠杆。我们国家的经济在近三十年来发生了很大的变化，有三个重要的表现，分别是房地产越来越重要、贫富差距问题和国际收支不平衡。这些其实都推动了信贷杠杆率的提高。我们用美国和日本近 150 年的杠杆率数据给大家展示一下，除了大危机、大萧条和战争时期，杠杆率都是越来越高。一共有 17 个发达经济体也都展示了这一点，1870 年到现在基本经历了四个杠杆率周期，每个周期是 30-40 年。每一个周期以后，下一个周期都比上一个周期更高，下一个周期的峰值会超过上一个周期的峰值。这 30-40 年的周期跟什么相关？跟后发经济体的赶超时间相关。如果大家研究亚洲金融危机可以发现，亚洲国家基本增长了 30 年左右爆发了危机，中国增长了 40 年。我们认为这是一个周期的顶点，也是杠杆率的顶点，这是一个非常重要的判断。

再接下来的判断是从长周期看，杠杆率攀升不可能避免。这个逻辑更简单，我们就看分子分母。从分子看，只要经济范式不发生革命性变化，经济对信贷的依赖程度将保持不变或有所加剧。经济范式是由国际货币体系、信用本位、各种金融全球化、金融自由化等决定，大家可以想一想这个范式在短期内会不会变。从分母看，分母是 GDP，随着不断进入高收入阶段，经济增速放缓，分子对信贷的依赖不会变化，但分母 GDP 的增长会下台阶，杠杆率只可能越来越高。我们去看发达经济体的杠杆就是这样，但是他们为什么能持续下去，就是因为治理能力很强，这是个核心。

给大家一个重要的判断，长期看杠杆率是不断上升的，我们指望各部门都去杠杆，最后实现总体去杠杆是做不到的，但是我们可以做到杠杆率内部的优化，促进各部门杠杆率的更加平衡。

第二个误区，指望优化融资结构去杠杆。通过直接融资发展多层次资本市场是不是能解决去杠杆的问题？我认为不可以。我们说日德模式和英美模式不一样，德国主要是依赖银行体系，企业杠杆率应该很高。2017 年，德国企业杠杆率仅为 54.4%，而英国、美国却分别为 83.8%与 73.5%，比德国还高，这是第一个不符合我们直觉的判断。第二个判断更重要，如果我们把企业的债务总额

占整个实体部门债务总额的比重再测算一下会发现，日德英美基本都在 30%左右，这就说明企业债务在整个经济体里面的债务比重没有太大的变化，符合他们长期发展的态势。相比而言，中国企业债务占比为 65%，是发达经济体的两倍还多。考虑到中国企业债务中约六成是国有企业债务（其中不少是融资平台债务并过来的），如果将这部分国企债务归到政府部门，中国企业债务就与发达国家持平，并没有什么异常之处了。所以我们要分析为什么有那么多国企债务以及跟政府相关的融资平台债务？由此，融资结构不是关键，体制问题是关键，杠杆之困就是体制之困，杠杆率这个小小的问题相对来讲是一个层面的问题，但是反映的是整个体制改革遇到的大问题。

第三个误区，指望房地产价值缩水去杠杆。即便发达经济体完全不进行新建房地产投资，银行新增信贷同样会集中于房地产融资。我国与住房贷款相关的信贷约占银行信贷 40%，居民抵押贷款则只占 20%左右。相较而言，我国房地产所吸纳的杠杆率并未到“可怕”的地步。并且就银行来说，居民抵押贷款仍是最安全的贷款。

随着社会富裕程度提高，房地产在财富中的重要性不断上升。发达经济体房地产占国民财富基本上是 50%以上，中国不到 40%。这意味着房地产价值占整个社会财富的比重还会上升，也意味着原来看起来没有涨的房子一定还是要涨的，因为这是经济体发展的规律，我们先不去讨论泡沫，我们应该看长期发展的规律。

第四个误区，指望宽货币去杠杆。以宽松的货币环境实现完美去杠杆实际上是一种“误读”，为什么叫误读？桥水基金提出去杠杆的三阶段。完美去杠杆的前一阶段是市场出清的过程，会出现糟糕的通缩式去杠杆；而完美去杠杆的下一阶段是过度加大信贷刺激力度，导致糟糕的通胀式去杠杆。因此，可以将强制性市场出清导致的经济收缩看作是完美去杠杆的前提。没有市场出清（伴随着企业破产倒闭和债务清理），就难以出现之后的经济复苏和杠杆率下降。我们现在阻止市场机制发挥作用，僵尸企业就去不掉。不排除我们现在太严了，是不是可以用流动性支撑一下，让大家活过去。问题在于当前给出了一个“大

帽子”是宽松环境去杠杆，这是一个根本性的误解。因为我们的去杠杆跟有些国家不一样，我们是政府强制性，有些国家是市场强制性，政府强制性总有讨价还价的余地，市场强制性则不会，所以我们一定要避免这个情况。我们讲的这个也跟今天的主题有关——去杠杆政策转向了吗？我认为在实际过程中有所转向，但是我认为应该坚持去杠杆。从这个意义上看，当前去杠杆需要总体上偏紧的货币环境而不是相反。

归结到我们要讨论的最根本的问题，为什么说杠杆之困为体制之困？去杠杆是去地方政府隐性杠杆和国企杠杆，除此之外，还有金融杠杆。在金融去杠杆中，金融机构起了什么作用？金融机构对前两者起推波助澜的作用，这是非常重要的事情。国有企业、地方政府与金融体系三位一体，其所体现的“结构性优势”，包括政府兜底、刚性兑付、软预算约束、“政企不分”以及在信贷、税收、准入、退出等诸方面的“优待”等，这些曾经是中国经济赶超的秘诀，我们不能说不好，但现在“不太好使了”。我们要分析过去为什么行，今天为什么不行？因为现在没有充足的资源可以随便用，需要存量改革；风险累积模式不可持续，不再有高增长可以来“捂盖子”。过去我们在不断积累风险，但是经济增长速度太快了。今天我们增长速度在下降，在这个情况下,我们应推进破产重组，让市场清理机制发挥作用；破除政府兜底幻觉，硬化约束，推进杠杆率风险的市场化分担。

最后我想说一句，未来的改革，要以市场经济为基本信仰，并以此来调整政府的行为，不是以政府主导为信仰，让市场经济来配合。谢谢大家。