



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

李秀军

穆迪信用评级策略与标准

部 副总裁

李秀军：

我每次来都能学到很多，上一次来大概是几个月前。其实本来我这次没有准备 PPT，这个也不是为这次准备的 PPT，只不过我的有些观点正好跟前面几位有不谋而合的地方，所以我想用 PPT 来突出一下，但是没有也没关系。几个月前我参加过这种会议，当时做了一个讲演。和刚才 IMF 的张女士讲的观点非常相似，第一个讲一下我们很早提出来的中国的三角论，三角平衡很难达成。要保持增速，要保持债务不增长，同时还要推进改革，因为改革涉及利益，所以短期内、长期内三角之间如何融合，这是政策制定者需要关注的问题。我们做降级决定最重要的一点是，我们也认为经济增速目标设的比较高，跟潜在增速有差距，这份差距要靠政策去弥补，在货币政策受制约的情况下，财政政策必须发力，所以财政的债务上升是必然的结果。

另外，虽然财政上升，对财政实力本来我们给的评分是“极高”，我们也认为中国政府在财政实力方面是比较坚挺的，但是因为这样一个三角关系，需要保持高速增长，所以对中国未来的财政实力是有损坏的，因此我们给出了一个中期财政实力受损的判断，到现在为止这个分数还是维持不变。

我觉得学术界的观点很容易不谋而合。我们 8 月份刚出的一个报告，也是关于这个观点的，计算了信贷密度。在过去信贷密度一直在激增，但是我们也关注到从 2016 年信贷密度已经开始下降，而且据测算 2017 年第一季度降到了 3、4 年前的水平，这也是我们金融去杠

杆的政策效率所在。

当时我们也提出来两个问题，第一个是在这种情况下经济增速如何保证；第二个是去杠杆的有效性，即去杠杆的有效性是否可持续，反过来就是债务可持续性。在看到下行风险的情况下，我们的政策是否还可以保持这么大的力度以使信贷的力度持续往下走，经济增速持续往上走。

我从宏观层面大概说一下我们的观点，就这个报告做一些点评。我觉得这次报告的亮点有以下几个，第一个是提出居民杠杆、短期消费信贷，我觉得我会把它纳入到我们下一期的影子银行的报告里去做一些分析。居民部门增杠杆背后的因素是什么？虽然短期消费信贷总体比较小，但是边际效应比较大，它对于金融系统、影子银行方面有什么样的深入影响，这一点我们希望做一些深入的研究。

第二个是国企去杠杆成效不明显。大家可以看到，非国有企业杠杆下降，导致国企在总体的杠杆的比率里是持续上升的。其实从数据层面来看，国企上半年表现还不错，不管是收入还是利润方面都是向好的，但是只是因为它好得没有别人快，所以它的占比反而升高了。接下来要考虑的问题也是可持续性的问题，待会儿我也会具体讲到，它的利润反弹或者是向好能保持多久。

第三个亮点是专门把 PPP 拉出来。我们知道在地方政府融资平台功能被大幅限制的情况下，PPP 后续的功能会大幅地提高。在这种情况下，它背后支持的资金到底是哪些？其实现在看到的大部分都是国有背景的平台在支撑。刚才也提到了一个数据，自有资金可能占百分之十几，一些地方的 PPP 项目的政府资金至少要去掉三分之二，剩下三分之一中有多少是自己的还不清楚，如果这些项目，比如说地方的基建项目资金没有被满足后面怎么办？到年底的时候只能找政府要钱，只有一层一层上报，看能不能把限制放宽。这就回到了我刚开始谈到的问题，在增速遇到压力的情况下，政府是不是还能保持各方面的限制和改革的力度。

最后一点是刚开始谈到过的信贷增长的模式。张老师刚开始提到一点很好，把信贷增长模式和消费增长模式两者联系起来分析，从消费角度又进一步提到了储蓄以及收入分配的问题。至少之前我没有从这个角度想过，我觉得非常新颖，而且是把中国经济增长的根本相联系起来了。所以这是这个报告里非常好

的几个亮点。

另外我谈一下我们对中国近期宏观经济的一些看法，或者是我们希望能够进一步深入研究的东西。第一，我们所知道的经济上半年增速变好，企业的指标变好，是基于去年就开始的去产能这一点。去产能的各个方面，包括煤炭、工业等指标都已经达标，今年其实也做得不错。但是同时我们看到有些数据显示，比如产能利用率，它去年是向好的，现在有一点变坏的趋势，这个值得关注。后续的产能需求向好，同时资金虽然紧，但还够用的情况下，产能限制方面会不会出现反弹的问题？这也是我们国企方面去杠杆和去产能的政策能不能有持续性的问题。关于刚刚我提到过的利润和收入这方面是否可以持续，也属于第一点，这是它的可持续性。

第二，国企的盈利是用于还债，还是用于进一步扩张生产经营。我们看到政策层面上对于资本外流管控很严，有一个原因是以前很多国企向外扩张，它们希望各方面能够得到更好的收益，但是有可能由于它们没有很多在外经营的经验等方面的原因，导致了它们表上的数据表现得比较差。所以，我们看到利润增长的同时，需要思考这个是用来还债还是扩张生产的，因为它们是有不同的影响的。如果用来还债，杠杆可能就降了，如果拿来扩张的话，杠杆可能不变，这对经济的短期增长是有显现性的。我认为我们接下来可以讨论一下这个问题。

第三，影子银行和正统银行的接口问题。之前我们一直在说它们之间有很强的关联性，我们曾经想尝试算一下关联性有多大，但是算不出来，影子银行像理财产品、信托等，它们之间的重合性太多，跟正规银行的渠道的重合也很多，所以比较难测算关联性到底有多大。为什么要算？因为这样才可以知道现在的信贷是更多地被挤压到了正常的信贷，像委托信托一方面，这方面央行监管比较好，还是别的一些方面。在这种情况下，不太受到监管的影子银行到底流出去了多少钱？这些渠道服务的到底是哪些行业，比如说是比较好的新兴行业，还是传统行业？这种情况下，从产业的角度来看，如果新兴产业本身需要信贷，不管是从什么渠道来的信贷，都是一件好事。但是如果信贷流到了一些不应该去的方向，比如房地产、短期比较上涨的一些产业，整体来讲，可能潜在的危害比较大。

最后，我想谈一下关于中国的高储蓄率，以及和日本的比较，我们一直都在研究这个问题。每次做日本主权分析和中国主权分析都会拿出来对比，中国的储蓄率非常高，所以对整体债务有支撑作用，日本也是如此，它可能更多的是企业部分来支撑，支撑了日本的高负债率。我们领导一直都在问日本什么时候破掉，和中国的债务一样，但至今为止大家都没有出问题。大家都知道，日本出现经济持续低迷的状态，消费等各方面都非常低迷，未来中国是不是也会同样走这样的道路。这两个国家有比较高的储蓄率，所以不管它的储蓄率从哪里来，在一定时间内都能支持非常高的债务率，但是对经济潜在的内伤损耗在哪里？哪些部门受到内伤的冲击力比较大？比如说，我们看到居民部门债务上涨得比较快，它对消费可能会有抑制性，这样回过头来看，经济从投资往消费转是不是会受到一定的阻力，这就是博弈论，这就需要政策制定者思考深层的二次冲击的状态。

基本上就是这么几点，下一次有机会再参与这个会的时候，我相信我们也会有新的报告，因为我们大型的报告差不多是一年一出，我希望下一次能提出更新的观点来，谢谢。

李杨：

谢谢，每次都给我们提出很多新的标准。我说两点，一个是影子银行问题，这是具有中国特色的。我不知道你是不是了解我们这边，殷剑峰曾经做过一个研究，叫影子银行和银行的影子，很细地区别了中国的影子银行和国外的影子银行。OECD 对影子银行有非常细的分类，按照它们的分类和统计，现在发达国家影子银行已经占到信用总量的 30%，我们比较少一些，不到 20%。中国大部分都是打着创新之名，干的是传统银行的业务，所以才有银行的影子之说。下次我们把这方面作为重点之一研究展示一下。

李秀军：

我们做过国际比较，中国的银行本身资产比较大，所以导致影子银行在整个银行体系当中资产占比不是很大，目前为止还没有很大的风险，但是它的关联性越来越大，它可能把银行信贷传达到本来不应该去的一些渠道，很难受政府

监管，这种情况下会减弱政府的效率。

李杨：

下一个季度把影子银行这个事情再梳理一下。我和剑峰说了，你这是几年前写的，非常有见解，但是那个时候对银行的关注远没有今天这么高，这个问题今天确实需要说清楚。再有，我特别想强调的是，所有的事情都没有中国政府改革的决心和改革的事情影响大，我们的改革要真得进行的话，所有东西都会迎刃而解。你认为的那个三角不可能同时实现，其实，改革搞好其它都好了。大家也都看到了，十八大以来，中国关于改革提出了一系列的改革方案，三中全会是金融，四中全会是十三五，五中全会是党制，但是得到落实的不多。我们可以展望十九大之后这些逐步落实，要是真正落实，前景是非常光明的。外界讲到债务支出，害怕中国政府太拘泥于只想把经济增长搞上去，在金融结构没有变化的情况下自然加杠杆，其实我们领导并不是特别关注这个事情。我想把中国人能认识到的一些东西，通过一些渠道让国际社会知道。十九大之后，我们相信中国的政治体制会上一个新台阶，目标也会更加明确，效率也会提高，所以我们对于中国的债务问题还是很乐观的，尤其是在国际比较时。

特别感谢各位的参与，我们诚邀大家下次还来。下次应当是年度报告了，三个季度，再加一个年度，现在差不多成型的研究都是这样。下次我们还有一个总体中国金融风险的评估。