



管理经济结构 转型期间的金融风险

Managing the Financial Risks
During the Economic Restructuring



协办单位 上海市黄浦区金融服务办公室



金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

国家金融与发展实验室

2017 年 4 月 19 日

金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

高占军

中信证券董事总经理

高占军：

谢谢李院长，我觉得今天论坛的题目起的非常好，“管理经济结构转型期间的金融风险”，这是当前的一个焦点问题，也确实为解决中国往前走的过程中，必须要面对的一个问题。所以，李院长刚才说这是今年重点推出的一个报告，实在是无愧于此的。刚才晓晶做了一个主旨发言，有关利息负担和债务的可持续性，正是和当前这个金融风险紧密相关的。作为点评，我想从三个角度谈一下个人的看法。

第一，正像李院长开场时所说的，债务本身不是坏事，但是债务多了，就有问题了。那么，债务过高究竟有什么后果？

第二，既然债务过高有问题，那么债务多高算高？

第三，中国现在的债务高了，我们用什么手段，来解决债务过高的问题？

下面从这三个角度，具体谈一谈。

第一个问题，债务过高有什么后果？大体说，可能会有三个后果：

第一个后果是会产生金融不稳定。我记得国际清算银行曾有一个结论，即如果私人部门的债务增长偏离长期趋势过久，那么三年后，银行体系就会出大问题。

企业部门的问题，加上银行体系的问题，就会造成金融不稳定。这是第一个后果。

第二个后果，债务过高，可能会削弱经济增长的潜力。近年大家在反思，为什么 2008 年的金融危机到现在这么长的时间，全球经济迟迟没有恢复？美国还好一点，但是美国也不是说所有的问题都解决了。你看欧洲、日本，包括现在新兴经济体，都有很多问题，尤其是经济增速迟迟回不来。大家讨论来讨论去有一个共识，可以算是一个共识吧，就是债务过多使这次经济危机之后的恢复非常艰难。

第三个后果，如果债务过高，有可能会产生债务和通缩的恶性循环。这种担心在一两年前的时候，尤其严重。现在稍微好一点，感觉全球的通缩警报开始解除。

这三个后果叠加在一起，就会产生经济和金融的不可持续，就会产生债务的不可持续。

第二个问题：债务过高问题很大，那么债务究竟是多高算高？对于这个问题，就我目前看到的文献，并没有一致的看法。去年 4 月份 IMF 推出的全球金融稳定报告，专门谈到了中国的债务问题，中国的杠杆率问题，尤其是集中讨论了中国企业部门的杠杆问题。在这份报告推出后不久的 6 月份，因例行的年度第四条磋商事宜，IMF 的第一副总裁利普顿专程来到中国，那一次他在中国停留了一周左右的时间，从深圳到北京，从官方到民间，多次出场，贯穿所有这些讨论的一个重要主题，其实就是中国企业部门的债务问题。我记得那一次他先到深圳，做了一个很长篇的演讲，那个演讲当天就在 IMF 的官网上全文登出来，其实是有备而来，所谈的就是中国企业部门的债务问题。但是无论他本人的讲话，还是 IMF 的金融稳定报告，在讨论杠杆率问题时都回避了一个重要问题，没给出衡量杠杆率高低的的标准，或者说，你说中国的债务问题严重，杠杆率高了，但是始终没有谈多高算高。当时我反复研究了这份报告，试图找出其判断的标准，没有的，IMF 强调，不同的国家有不同的情况，所以到了多高算是一个标准，这个尺度很难说，要根据各国的情况来定。

有关这个问题，还有一个研究：BIS 的前首席经济学家做了一份评估，认为如果企业部门的杠杆率超过 90%，或者是家庭部门的杠杆率超过了 85%，就可能产生严重后果。但在这份报告里，他也反复强调，这只是一种评估后的结果，很难去对照各国的情况，因为情况各有不同。

所以对于杠杆率究竟多高算高，始终没有一个共识。我个人的感觉，如果一个国家或部门，其杠杆率的水平偏离长期的趋势过久，尤其是如果同时出现增速过快和透明度低的问题，它的债务问题就需要非常警惕了。也许，这可以算是一个标准。

另外，需要强调的是，我们在评估杠杆率的时候，不能单纯看这个指标是高还是低，还需要有多重维度。我认为在水平的高低之外，至少还需要有两个维度，一个是资产端的维度，另一个是利息负担和再融资成本的维度。

资产端维度的含义是：如果我们的经济和企业效率是高的，它的盈利能力是强的，财务的各方面的指标都很好，那么就可以承担高一点的债务水平和高一点的杠杆率。

晓晶刚才在报告里，讲到利息负担和债务的可持续性，就是另外一个非常重要的维度，就是你这个融资成本究竟有多高，还本付息的难度有多大？

这三个维度，如果能够被同时考虑，其实就可以比较全面地评估债务是否可持续性这个重要问题。

我很高兴地看到，这次在晓晶的报告里面，给出了一个令人振奋结果，就是 2016 年中国的杠杆率，比 2015 年降了一个百分点。虽然降的只是一个百分点，也是一个了不起的成绩，因为这并不容易。有关这个结果，我从两个角度给大家做一个佐证。

一个是 BIS 前几周刚发布了最新一期的季度报告里。这份定期发布的季度报告，长期跟踪全球主要经济体的债务水平，其中有一个指标叫信贷缺口，主要评估各经济体的债务偏离其长期趋势的幅度究竟有多大。关于中国，前一期偏离的幅度是 30.1，这一期的数字是 26.3，有所下降。这与晓晶的结论正好是契合的。

另一个佐证是财政部公布的国有企业的资产负债率有所下降。国有企业的资产负债率数据财政部在算，每个月都算，而工业企业的指标统计局做。目前中国国有企业的资产和负债有多少？总资产是 136 万亿，负债是 90 万亿，最新发布的数据是 2 月份的数据，显示国有企业的资产负债率从 66% 以上，下降到 65.9%。

所以，BIS 的数据和财政部的有关国有企业的数据，能够佐证晓晶这个结论，它们具有一致性的趋势。

但也不是所有的指标，都指向同一个方向。比如说工业企业的资产负债率，它与国有企业的数据不同，2 月份提高了一些，为 56.2%。

还有，晓晶的报告是从部门的角度来测算中国的杠杆率，如果从债务工具的角度来讨论杠杆率，会发现中国现在债务的总量（不包括民间借贷），超过 160 万亿，而名义 GDP 为 70 万亿出头，债务每年的增幅是 10% 以上，而 GDP 的增速就算是也能达到同样的水平，但因为分子的规模是分母的两倍，其杠杆率水平是很难降的，还是会有所上升。这就涉及到我们在测算杠杆率的时候，需要一个多重指标体系。

比如说，资产负债率指标。它看负债，同时也看资产。同时看负债和资产是很重要的一个角度。从这个角度来看，李院长主持的国家资产负债表的课题，其意义是很重大的。

还有其他的指标，比如说利息覆盖倍数，ICR。我刚才提到了 IMF 所做的一项研究，他们去年在讨论中国的债务负担，讨论中国企业的在险债务和银行的不良贷款时，用的就是 ICR，即企业息税、折旧和摊销之前的盈利，比上企业一年要付的利息。IMF 认为，如果 ICR 小于 1，其债务就是在险债务，并以此推算银行业的在险贷款，再根据 60%、45% 和 75% 等做折算，推出银行业的不良贷款的规模。去年 4 月份这几个数字发布的时候，引起了很大关注。而其测算的方法，就是根据 ICR 数据，从企业的层面一步一步推到银行的层面，从而得出结论。

再有，还有一个 DSR 指标，BIS 非常重视这个指标，这个指标和 ICR 有点类似，但是又有很大不同，分母，它考虑的是税后的利润，分子，则不仅仅考虑利息负担，同时还考虑本金的负担。所以用 DSR 这个指标往前看，其实你就要同时考虑你的存量债务的期限，不仅要考虑规模、成本，还要考虑期限，因为你的本金总是要还的，每年还多少，这个虽然不定，但是有一定的办法来测。这也是非常重要的指标。

此外，还有另外一个指标叫 EBITDA 比上负债，这个指标是什么含义？息税折旧摊销前的盈利比上负债的总量。对于企业，就可以用这个指标来测。中国现在所有的非金融的上市公司中，这个指标是多少？按照算术平均法来算是 0.3，这是均值，偏离这个水平，就偏离了均值水平。

总之，当我们评估杠杆率究竟有多高的时候，一方面我们要看水平，要看资产，要看融资成本；另一方面，在水平的测量方面，也要同时从多个指标体系来看。这个问题相对而言复杂一些。晓晶在他们的报告里面，题目是谈利息负担和债务的可持续性，但如果你看内容，其实非常广泛，涉及到很多重要的层面。

最后一个问题，谈一下债务过高了，该怎么办？中国的债务过高了，这个现在毫无疑问是共识。但高了怎么办？我去年读了英国的特纳勋爵写的书，名字叫《债务与魔鬼》。关于这本书，去年他在中国做了多场的推介会，我记得李院长也做了评论，还专门讨论了不止一次。关于债务过高怎么办，他在书里提了三个建议：第一个建议，完全交给市场，让市场去解决。但是这样做，有可能会造成失控。第二个建议，就是维持现在货币信贷扩张的水平和程度，让债务盛宴持续下去。但如果这样做，有可能为未来留下更大的风险隐患。我想这应是共识，他自己也认为这两个办法不可行。所以他提出了第三个建议，就是债务社会化，债务货币化。通过债务社会化，核销、救助，或者由政府搞债务基金来承担解决的成本；通过债务货币化，央行多发货币，制造通胀，但是你要承担通胀的后果。当时读到这几个解决方案，我强烈的感觉是，如果你实在是没辙了可能会这样做，但是你要其他的办法，一定会考虑其他的选择。

我记得去年李院长曾多次强调，去杠杆要综合施策，要从多角度考虑解决方案。我在这里想强调三点：

第一，解决债务过高问题，一定要从资产端看问题。所谓供给侧结构改革，提高效率，提高企业的盈利能力，其实就是从资产端来看问题。如果我的资产盈利能力强了，效率高了，因为拉大了分母，本身就有助于降低杠杆率；同时因盈利能力和效率的提高，在其他条件不变的情况下，也可以承担相对高的债务水平。这是很重要的。

第二个，能否把现有的债务，分配到更有效率的部门和领域中去。这个也很重要。比如我们的一二三产业，不同产业里面的不同部门，怎么样有效分配资源？债务，本身也是一种资源，将它分配到更有效率的地方去，非常重要。我在这里想特别提一下的，就是比较一下国有企业和民营企业的效率差异，正好我们最近对有关数据做过测算，我们长期跟踪这些数据，刚刚又做过更新，对比一下，国有部门和民营部门的效率有什么差别？比较的角度可以很多，我只提其中的三个指标：一是利息覆盖倍数，就是 ICR，从这个角度来看，企业的息税前盈利，占其一年应付利息的比重会有多大？国有部门，2000 年的时候是 6.69，2010 年是 9.31，此后一路下降，到现在是 4.5。民营部门 2000 年是 5.48，2010 年是 9.42，现在 7.58。所以如果你看这个指标，民营部门的偿债能力是明显高于国营部门的，但是首先表现在他的分子，分子代表他的盈利能力。二是资产负债率，目前国有部门的资产负债率 61.7%——我要说明一下我所用的样本，样本是 2000 多家非金融的上市公司，我按季度和年度来测这个数据。国有部门的资产负债率，目前是 61.7%，民营部门是多少？56.5%，也就是说我们看债务的负担，国有部门是远远高于民营部门的，而我们如果把时间这个维度拉回到 2000 年，资产负债率这个指标，国有部门和民营部门是基本一样的，国有是 43.38%，民营是 46.66%，也就是说从 2000 年到现在，20 几年的时间里面，国有部门的债务，至少我们从资产负债率的角度，一路上升，民营部门也上升了，但是远没有国有部门这么大，而这两个部门的起点是一样的。三是关于盈利能力。来看一下 ROE，以 2000 年作为起点，国有部门是 7.72%，民营部门是 8.18%，2012 年的时候，国有部门是 7.7%，民营部门也是 7.7%，完全相同，而

现在，国有部门是 3.38%，民营部门是 7.72%，民营部门的 ROE 水平远远高于国有部门。这三个指标我们加在一起去看，设想一下如果是让债务，债务本身也是一种资源，有更好的分配，这两个部门你分给谁？肯定是愿意分给民营，这个是毫无疑问的。这是我想强调的第二点。

第三，就是我们在讲去杠杆的时候，在谈杠杆率的时候，其实也不能只谈实体经济的杠杆率，或者只谈企业的杠杆率，我觉得强调一下金融部门去杠杆，也非常重要。有几个数据，就侧面能反映我们现在金融部门的杠杆率：银行业的表外规模是 100 万亿（这都是我们自己所做的测算，测算这些数据，有各种各样的口径，如果大家感兴趣，我们下面可以交流），全社会资产管理的规模也有 100 万亿，银行同业资产和同业负债，资产是 60 万亿，负债比资产稍微少一点，是 50 万亿。非保理财是表外，其规模占银行表内贷款的比重，有的银行超过了 90%，25 家上市银行的平均水平为 40%；银行部门的理财占广义信贷的比重，平均为 25%。银行业总资产占存款的比重，现在上升得很多，最近这两年，上升了有 20-30 个百分点。银行部门现在和非银行部门之间的联系日益紧密，银行体系对非银行金融机构的债权，现在是接近 30 万亿，其中绝大部分都是最近两三年增加的，增加了 20 多万亿；而银行业对银行业自身的债权，与此相当，但增速很慢，在 30 万亿的水平上持续了好几年。还有银行体系的委外资产，口径很多，其中一个口径现在是 30 万亿。把所有这些数字放在一起综合看，其实我们现在的金融体系，杠杆确实是有一点高，同时尤其值得重视的就是，整个金融体系彼此之间，彼此盘根错节，如果出现问题，极容易出现共振。所以，除了实体经济去杠杆之外，金融部门的去杠杆，其实也是很重要的。

以上就是我想谈的三个主要问题，包括债务过高有什么后果？债务多高算高？债务高了该怎么办？最后作为总结，我想说债务高，不仅是中国的问题，也是一个全球现象。我最近看英国每日电信报，她援引了国际金融研究所

（IIF），也是比较权威的国际金融组织的数据，即全球债务总规模现在是 215 万亿美元，比 10 年前增加了 70 万亿美元。215 万亿美元占全球 GDP 的比重是多少？325%！所以如果我们看杠杆率的水平，从这个指标来看，不仅中国高，全球也高，当然有的国家降了一点，但总体看，这是一个全球性的问题。我们考

虑一下：如果说在 2008 年金融危机之后，大家在反思金融危机为什么发生的时候，得出了一个结论，即债务过高是其中非常重要的一个原因，所以才导致了这次金融危机；那么我们现在全球债务水平，比那个时候多了 70 万亿美元，杠杆率也上升了很多，我们现在所面临的问题，比 2008 年金融危机之前，是不是更严重了呢？是我们现在管理债务风险的能力提高了，还是全球债务的分配比以前更合理了？这很难做出一个结论，但毫无疑问，高杠杆，不仅是中国的问题，也是一个全球性的课题。如果对中国的债务问题，能够得到一个比较好的解决，对于全世界解决债务的问题，都会有非常好的贡献。我就点评这么多，谢谢。

李扬：

谢谢占军，质量非常高的评论。我也不想占太多的时间，后面我们还有两位发言，结尾部分讲了一个盘根错节的中国金融结构的状态，因为是这种状态，所以金融的总量是不容易把握的事情，M2 等等，老早大家觉得这个事不合适，结果就开始用社会融资总量，其实当时一推出也觉得不合适，我们的实验室始终在推动的工作，就是找到一个更加准确的，能够度量全社会金融规模，或者是金融总量的指标。等一回剑峰会给大家说一下，就是信用总量。他的数字你觉得很震惊，比所有的口径都大。另外一个最主要的是研究角度的区别。

迄今为止所有衡量金融总量的都是负债，比如说货币口径，M0、M1、M2，还有规模，规模加了一点权益，基本还是负债。我们一改惯例，从资产角度，从实用角度，从实体经济的角度，实体经济获得的信用的角度，对整个来讲，进行了一个重新的统计，应当说比较有实践价值，而且有理论意义。