



# 中国去杠杆（2016）：数据、风险与对策

国家金融与发展实验室

2016 年 8 月 31 日

## 中国去杠杆（2016）：数据、风险与对策

常欣

国家资产负债表研究中心  
副主任

常欣：

刚才李老师跟晓晶已经就报告的主要内容做了非常全面的阐述，我用一点时间对局部的问题、我个人比较感兴趣或关注的问题，做进一步的阐述。我想讲五个方面：第一，杠杆率为什么高度集中于非金融企业部门？第二，分析一下金融部门的加杠杆反映了什么？第三，如何看待居民部门的加杠杆现象？第四，如何理解对外领域（从国外部门借入的外债）去杠杆趋势？第五，地方政府的去杠杆是可持续的吗？

第一，杠杆率为什么高度集中于非金融企业部门？

根据我们算的结果，现在来看非金融企业的杠杆率占全社会杠杆率将近 62.7%，大概占实体部门杠杆率的 68.5%，也就是说杠杆率 2/3 是来自非金融企业部门。把非金融企业债务占整个债务的比重做一个国际比较，中国的债务水平比国际高 10%到 30%。为什么会出现这样的状况呢？可以从两个方面来理解。

第一个角度，高储蓄率和低股权融资结构的结合。这个图反映中国的国民储蓄率和分部门储蓄率的结构，我们用的是资金流量表，相对比较滞后一些，是截止到 2013 年的数据。中国的国民储蓄率最近几年虽然有一个下降的过程，但是我们和国际进行比较看一下。这个是世界发展指标数据库 2014 年的数据，可以看出中国的国民储蓄率仍然远远高于全球的平均水平，即使像东亚这些高储蓄率的经济体，中国也是明显高于这些国家。中国的国民储蓄率比较高，特别是居民部门储蓄率比较

高，这是一个特点。进一步分析一下它的内部结构，这些储蓄如何在部门之间进行分布？可以通过资金流量表净金融投资这一项大致看一下它的格局分布，下边深蓝色的是代表企业部门，是净的借贷方，上边浅蓝色代表的是居民部门，主要是净储蓄的来源方。在净金融投资部门的分布当中主要是家庭部门提供净储蓄，家庭部门的高储蓄意味着大量的储蓄盈余可以转化为企业部门的投资。

这个转化过程中还有一个非常重要的因素，就是整个社会融资结构的特征。此图反映 2002 年以来社会融资结构的变化，间接融资的比重一度趋于下降，但最近两三年的情况来看，人民币以及外币贷款的间接融资占比不降反而上升；直接融资比重虽然有所增加，特别是企业债券这一块，但总体来说升的不是特别明显，尤其是股权融资 2015 年仅占不到 5%，2016 年上半年占 6% 多一点，总的来讲是这样的融资结构。高储蓄率和低的股权融资相结合，导致的是什么呢？当家庭部门的储蓄盈余转化为企业部门的投资过程当中，如果不能通过直接融资实现，就会导致企业部门积累过多的债务。这是从一个角度解释杠杆率为什么高度集中于非金融企业部门。

另外，高储蓄率和间接融资为主的融资结构的结合，还可以用于看待 M2 与 GDP 之比的上升趋势。如果把 M2 比 GDP 在某种程度上理解为全社会杠杆率的话，我们可以看出，中国广义货币与 GDP 之比在过去几年中上升非常明显，为什么和高储蓄和间接型融资结构是相关的呢？从融资结构角度来说，如果是间接融资为主，银行融资占比的比重就会比较多，所以就导致货币总量相对比较多，与 GDP 之比相对比较高，这是从货币创造角度来说，银行的资产扩张行为，包括发放贷款也好，购买非银行的债券和外汇等等，会直接派生存款，存款是构成货币统计的主要一部分，会相应提高货币总量与 GDP 之比。从储蓄率的角度来说，高储蓄率为什么会引致较高的货币供应量以及较高的 M2 与 GDP 之比呢？从货币统计的角度来说，货币主要是来自于存款，储蓄率比较高会增加对存款的需求，货币供应量会相对上升，M2 与 GDP 之比也会相应提高。所以，中国的高储蓄和间接融资为主的结合，从一定程度上解释了中国的高杠杆率。我们通过国际比较可以看到，M2 与 GDP 之比比较突出的两个国家是中国和日本，这两

个国家的共同特点都是高储蓄和间接融资为主的融资结构的结合，这也是理解中国目前杠杆率的部门特征和总体上升态势的一个视角。

分析为什么非金融企业的杠杆率比较高？还可以从另一个角度看，我个人概括为二元融资结构，即国有大型企业和非国有中小微企业融资条件的差异。中国现在企业债务中 2/3 是来自于国有企业的债务，国有企业债务的债权方主要是国有银行，所以企业部门的债务主要是在国有企业和国有银行之间发生的。由于中国目前的体制特征，特别是由于政府信用背书的存在，大型企业对有一定风险厌恶特征的国有银行来说是相对优质的客户，所以它的融资条件相对于中小微企业来讲比较优越一点。如果把杠杆率在企业内部做一个分解就可以看到，国有部门和私营部门的趋势是不一样的。上面粉色的是国有部门的工业企业资产负债率变化情况，下面黄色的是私营部门的变化情况，基本上来讲，国有企业在过去几年当中是在加杠杆，私营企业是在持续的降杠杆，这是工业企业的情况。如果我们看整个国有企业情况，我找到财政部发布的国有企业运行报告，看整个国有企业资产负债率，过去三年中还是持续上升，从 65.1% 上升到 66.3%。这样的二元融资结构导致了非金融企业部门特别是国有企业杠杆率的上升。

另外要看到，国有企业中，特别是出现了一些僵尸企业的时候，实体经济新创造的收入可能就不足以覆盖到期债务，就会出现明斯基意义上的投资性融资，即现金流仅能够覆盖利息，甚至庞氏融资，即现金流无法覆盖利息的局面，这样会导致持续的借新还旧，经济体资源大量用于维系债务，也会不断推升杠杆率的水平。我们引用了一些数据说明，现在中国经济体内已经出现了一定程度的庞氏融资，这种僵尸企业的存在导致的庞氏融资格局对于推升非金融企业部门特别是国有企业的杠杆率是需要重视的一个视角。

最后补充一点，我们现在算杠杆率的时候主要考虑的是企业部门和金融部门间形成的债权债务关系，如果非金融企业部门杠杆率把企业部门内部的债权债务关系考虑进来，情况可能会进一步复杂。这里涉及到如何处理企业部门内部债权债务关系的两种不同方法：一种是并表法，即对部门内部的债权债务做轧差，剔除部门内部的债权债务关系；另一种是不并表，即把所有债务数据进

行加总，不剔除部门内部的债权债务关系。我们目前算的时候基本上是做轧差的处理，因为考虑杠杆率的时候更多的是企业部门和金融部门之间的关系，但考虑风险的时候还涉及到企业部门内部的债权债务关系，从更广义的杠杆率来看，企业部门的杠杆率风险可能更高。由于我们现在没有拿到一个比较全的关于企业部门资产负债表的数据，尽管可以掌握企业之间通过金融机构发生的负债，如委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票，但对于企业内部未通过金融机构发生的负债如应付款、预收款等项目并不完全掌握，所以无法得到一个全景式的企业部门的杠杆率。应该说，未通过金融机构发生的企业间负债，其对社会的影响可能要小于通过金融机构发生的负债，但这方面的缺失仍是值得关注的。在未来我们把这个问题考虑进来，会进一步加剧非金融企业部门的债务水平。

## 第二，金融部门的加杠杆说明了什么？

无论是窄口径还是宽口径，金融部门整体是一个加杠杆的趋势，这样的加杠杆反映了整个金融部门资金内部的自我循环和自我服务，特别是同业业务的快速扩张，拉长了资金的链条。用其他存款性公司资产负债表当中“对其他金融机构的债权”和“对其他存款性公司债权”两项加总作为同业业务的近似替代指标，看同业资产占总资产比重的变化情况，可以看到过去几年中处于较为明显的上升趋势。进一步来看，资金在融入、融出过程中，银行间市场主要资金来源是大型商业银行，融入方是中小银行、信托、资管等机构，目前是这样的一种金融格局。同业业务的扩张在某种程度上体现了金融抑制下创新异化的产物，它实际上是一种监管套利，金融机构试图避开行政色彩比较浓的金融管控措施，特别是包括信贷额度的控制、信贷投向的控制等等，也包括对资本金的约束、存贷比的约束等等，同时追求利率没有完全市场化的套利空间。而要降低金融部门的杠杆率，要治理这样的监管套利为目的的同业业务扩张，需要进一步放松行政性的管控，改用监管指标的治理，同时要推进实质性的利率市场化，缩小体制内外资金成本的双轨利差，这是未来降低金融部门杠杆率的一个方向。

## 第三，如何看待居民部门的加杠杆现象？

今年以来在居民部门加杠杆方面出现了一些更明显的迹象，特别是居民的个人购房贷款。从规模上来看，今年月增个人购房贷款大概是 4000 亿，2014 年是不到 1500 亿，规模上升得比较快。从增长率来看，连续一年多个人购房贷款增长率保持上涨态势。把居民部门和非金融公司两个部门新增的中长期贷款做一个比对，我们可以发现，从 4 月份开始，居民户部门新增中长期贷款开始超过非金融公司，中长期贷款基本上都流向了居民部门，居民部门的加杠杆今年在进一步加剧。

如何来看待居民部门加杠杆？现在主要是通过居民加杠杆实现房地产去库存的目的，这个要遵循市场规律，在这方面要谨慎为之。我认为，要真正实现房地产的去库存，最本质还是要回到人的城镇化的问题，解决不完全城市化的问题，缩小户籍人口城市化与常住人口城市化的差距。最近国务院有个《关于实施支持农业转移人口市民化若干财政政策的通知》，这是前一段时间发布的，它的本质是要进一步推进人的城镇化。总之，要实现房地产的去库存，可能还要回到这个方面来，不能过度的通过加杠杆的方式实现。

#### 第四，如何看待对外领域的去杠杆？

总体中国是在加杠杆的，但是值得关注的是，如果我们考虑扩展的情形，整个国民经济从国外部门借入的外债的情况，出现了去杠杆的趋势。之所以出现这种情况，这是和中国目前的汇率变动趋势直接相关。2014 年下半年以来，人民币汇率趋于均衡水平，对于人民币汇率的预期由单边升值预期转向双向波动的预期。这样一种预期改变的情况下，私人部门包括居民部门、企业部门的财务运作发生了改变，从过去资产的本币化，债务的外币化，转向资产的美元化，负债的去美元化。私人部门财务运作格局的转变，导致对外负债的去杠杆，用外管局 2015 年 3 月起发布的全口径外债数据，我们可以看到外债余额是逐渐下降的。外债总规模在下降，整体债务风险在下降，这个领域去杠杆趋势需要作为补充加以认识。

#### 第五，地方政府的去杠杆是可以持续的吗？

我们在估算地方政府债务的时候，把融资平台和非融资平台做一个加总，地方政府的杠杆率有一个微弱的下降。如果用财政部披露的数据，可以看到相较去年全国人大所发布的数据，不但杠杆率在下降，总体的绝对规模也在下降。这样的情况是不是说明地方政府在去杠杆呢？我个人觉得要回到对于地方政府债务处理的方法差异上。按照财政部门的理解，融资平台债务从新的预算法出台之后，就不再作为地方政府的直接债务，只是根据出资比例承担相应的债务。尽管有这么一个变化，我们在处理的时候，仍然把地方融资平台的债务考虑进来，这个方面之所以有这样的考虑，有两点原因：一个是存量意义的考虑，有些是在新预算法出台之前发生的，有必要加以考虑；另外一个过渡意义上的考虑，融资平台债务从过去直接或显性债务未来要转化为或有或隐性债务，转化过程当中是有一个平滑过渡期的。目前融资平台债务占整个地方政府债务的60%，占全部政府债务的43.7%，这么庞大的债务规模，如果在某一个年度突然不再核算，会形成明显的结构性断点，从数据平滑的角度看，我们也暂时把它做一个加总。

未来从地方融资平台，或者地方政府杠杆率的走势来讲，尚难以判断出现去杠杆的趋势，因为地方政府的债务问题还面临很多挑战，特别是从体制、机制方面看，包括政府的职能转变、财税体制、金融体制等等，尤其像投融资体制。我们希望通过PPP的方式化解政府的债务风险，PPP中第二个P是私人部门，但从实际的运作情况看，整个融资结构当中真正私人部门只占10%多一点，其他都是混合所有制企业和国有企业，是一种社会资本而不是真正的私人资本。由此看来，通过引入更多的民间资本化解政府债务风险还面临很多挑战，今年以来民间投资增速下滑也反映这样的趋势。如何增加民间部门的信心，如何提高政府部门的可信程度，强化政府部门的契约精神，这是更重要的，未来政府部门去杠杆仍然任重道远。

主持人/杨燕青：

非常感谢常欣博士，她从数据角度挖得越来越深，给我们展现了每个领域经济的现状、困境，包括可能思考的途径，有几个结论特别重要，值得我们分享。从现金流量表的角度来看，为什么杠杆这么高？因为我们的金融结构很独特，所以必然导致杠杆率比较高，这个是一个硬币的两面，这是经济结构深层次的问题，我们以前尝试过要发展直接融资股票市场，因为种种原因我们也没有想好，来回的反复，最后又回到了银行主导的格局，这必然导致高的债务，这是长期的战略选择，虽然看起来是一个比较模糊的事。她给出了非常重要的视角和数据，比如怎么来看国企和民企？从工业的角度来看，我们现在产能过剩的行业主要是工业，这是中国目前最困难的行业，工业中国企杠杆在不断上升，民企杠杆在不断下降。有一个数据非常有价值，现在整个非金融部门的债务本息额占到 GDP 的 138%，这是非常重要的数据，按照明斯基理论分成三种，健康（对冲）融资、投机融资、庞氏融资，庞氏融资是赚的利润都不够付利息，只能靠借新还旧，永远欺骗下去。现在 138% 的数据还不能说明我们全部在庞氏融资里面，但显然我们是在投机融资和庞氏融资中间，某些产能特别过剩的企业可能已经在庞氏融资里面了，这给我们提示了一个非常好的判断中国产业的角度。这里面可以做更多的研究。常欣博士还给我们提供了很多其他的信息，比如我们现在数据是轧差处理过的，低估了企业部门杠杆的真实原貌，有可能企业的问题比数据显示的还要严重，这是一个很重要的判断角度。关于金融部门，怎么来判断金融部门加杠杆？常欣博士说这是金融异化、监管套利，这是非常好的政策视角，对于未来的金融监管改革有重要的指导意义。个人购房的角度也是大家非常关心的，从数据上面得到足够的印证，这里面有多少风险大家需要考量，去了库存又加了杠杆，是不是这个风险只是转移了？供给侧改革把这个改了一部分，但是问题又加重了，这个到底怎么看待？对外在去杠杆，因为人民币贬值趋势比较厉害，资本外流是一件很大的事，人民币国际化受阻是件很大的事。资产负债表是一种极好的分析方式，可以切入任何视角、领域，做出分析判断，得出非常好的结论。关于平台的问题，我们看财政部的数据，平台债务情况在改善，但课题组对这个数据的深入分析觉得平台债务问题没有改善。财政部的数据是不是把债务置换的数据考虑在里面，所以是下降的？PPP 里面也隐藏了更多的风险，现在有一些分析和有一些数据显示，地方融资平台

包括地方政府因为转不下去了，现在用 PPP 在提供日常的融资，这也是一个新的金融创新。