



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

李扬：

各位下午好，欢迎大家参加我们国家金融与实验室的智库讲坛！国家金融与发展实验室下面有十几个研究中心，每个研究中心都有自己专门的研究对象，也都有自己的拳头产品，针对这些研究我们也会定期在“智库讲坛”这个平台上发布一些成果。这个国衡论坛是我们实验室“智库讲坛”下的一个分论坛，是我们实验室国家资产负债表中心的定期论坛，这已经是第三次了，非常感谢大家的支持。

我们这次的论坛以“去杠杆”为主题。我们知道去杠杆在当今、在中国金融领域是最大的事儿，在经济领域也是最大的事情之一，而且前后有很多的研究、说法，也有很多的政策推出。国际组织最近也是挺凑热闹的，比如说两个著名的评级机构对我们的主权信用给了一个新的评定。虽然变化不大，但是引起的波澜不小。国际货币基金组织、BIS 也有一些报告，当然像国际货币基金组织对中国经济和金融总体的评价很全面，比如说调高了中国经济增长预期，对中表示国债务担忧。我想说，这个事情非常复杂，所以值得认真研究。

最近这几个事态发生了之后，特别是国际组织调降了中国的信用等级之后，我们国家的有关部门也是比较重视。我们作为专业的研究机构也不断的接到一些任务。我想这个事情还是应当在学术水平上认真地去研究，而且它是一个很长时间的事，我估计今后几年这始终是一个事情。简单的意气用事恐怕是不行的，应当认真研究，跟踪它的变化。今天我们这个会议就是这样的意思。

今年 5 月份，中央前所未有地开了一个以金融为主题的政治局的学习会议。在这个会议上，习主席做了一系列的部署，其中有一个部署就是说要定期跟踪中国金融运行、做金融政策评估。我们作为研究机构当然要贯彻落实这个指示，所以我们的国衡论坛以及相关的系列论坛都是在落实这个指示来做事情。

关于中国的债务、中国的杠杆率、中国的金融风险，我想这在金融工作会议上说的比较多了，评级机构对我们也有他的一些评价。我想强调的是，我们中国党和政府对于我们的金融风险、对于高杠杆所采取的措施，这一点值得要说一说。关于去杠杆这个问题，我觉得分两个层面，一个层面就是对事实的认定。现在经过那么长时间的研究、磋商、交流，我觉得对事实的认定没有多大的差别。如果要有差别，一是有一些债务部门归属的问题，特别是像大家瞩目的地方融资平台债务，它按照法律规定也可以放在企业部门，从责任上看也可以放在政府部门，不同的研究机构可能会把它放在不同的概念里；再一个是对于责任的一些判定，地方政府有他应当负有偿付责任的债务和或有债务，有些机构把或有债务全部加总计入地方政府债务，我们觉得按照实际情况来说，应当要打个折扣。

经过这么长时间的研究，漏统的问题基本不存在了。当然，还有关于金融部门，比如金融部门同业的问题。我们都知道，这几年金融内部循环现象严重，金融机构之间互相拆借、委托等等，当然它都是为了“绕监管”。债券也是这样，商业银行发行债券，证券公司购买；证券公司发债券商业银行购买。总之，这些资金融通的活动都是在金融机构之间进行，你可以把它算成是他们的债务，但是考虑到中国的情况，很多实际上是一个“绕监管”、监管套利的活动，很多并不实际上构成债务。我觉得这是比较容易说得清楚的，说债务有哪些？怎么算？算在谁头上？这个逐渐的国际机构和中国的机构、官方和非官方大致上容易协调。

另外一个事情就是软的东西，比如说关于管理债务的体制、机制问题，向债务宣战的决心、信心的问题，能力的问题，在这些方面的判断还是有点不同。我们也能看到国际组织它是按照国际惯例来做判断。但是我们希望说的事情是，讨论中国，必须要看中国共产党对这件事情怎么认识，中国共产党采取什么措施，中国共产党的领袖怎么看待这个事情。我觉得这算是中国特有的体制机制

因素，是应当看到的。所以，考虑中国在处置一系列问题的体制机制，要来考量她的信心和决心，这个是必须要有的。

再一个我想跟国际组织交流的就是，有一些事情我们这边只做不说，或者说现在还没说。比如说现在比较大的几个问题，我们作为国家智库，都在配合有关部门在认真地做。比如说国企，国企去杠杆、僵尸企业处置，这是一个大事，国资委负责这个事情。我可以很负责任地告诉大家，我们有一只团队正在帮助有关部门研究这个问题。说实话，我想熟悉这个情况的人都知道，就是谁来买单的问题，怎么买单的问题。我们其实现在已经到这个层面了，但是在外面的你看不到啊，觉得好像我们无动于衷，其实我们不是无动于衷，是在做的。

再比如债转股，大家对它的非议很多。这一轮的债转股，大概三年前就提出来了。提出来后，大家一拥而上，应当说名声搞的很不好，然后事实上并没有开展。一直到现在，债转股现在已经形成一个十几个部门的联席会来处置。为了稳妥起见，为了国际接轨，为了在理论上更加可靠，债转股十几个部门联席会议专门成立了一个学术委员会，我是这个学术委员会的主席，我们实验室会具体参与这件事情，这是很大的一个事情。像这个事儿，西方国家肯定不是这么做的，十几个部门天天关起门来开会讨论，不到最后处置结果出来的时候，外面的人都不知道。我想中国特色的这种处置方式和治理方式希望各位多给些理解。这是我这段时间特别想说的事情。因为我们也注意到李秀军女士在上次会议上给了穆迪的评级框架，而且我在近期复旦大学演讲的时候也引用了这个框架，他们对我们的经济认为极好，财政状况也认为是极好。而我们有关的人说，你们忽视了我们经济的弹性、韧性和发展潜力，实际上人家没有忽视。所以，我觉得这个要跟有关部门要沟通好，国际评级机构说的是中国治理机制和治理能力的问题，而治理机制和治理能力问题都有很强的中国特色，我们希望把这个中国特色能够和国际组织多交流，请国际组织理解，我们不是不做，而是一做就做得惊天动地，做得很彻底。

我想说的另一点是，中国政府已经确定了下一步“去杠杆”的四个重点。第一个重点是国企，直接点出国企债务风险过高，这应当说比很多的研究机构、甚至国际机构说的更明确。8月23日，李克强总理主持国务院常务会，部署国企去杠杆五条，非常的细，对不同情况进行分类，有盈利的怎么办？现在看总

的来说有盈利的企业鼓励他们用利润冲销。没有盈利的怎么办？涉及到其他部门怎么办？银行、债权人、债务人之间关系怎么联动、怎么处置？说的非常详细。照我看，2007年、2008年美国发生金融危机的时候美联储采取好多措施，我们比他细致多了，这是中国治理的特色。这是国企的问题，我觉得大家不需要再担忧，因为国企的改革其实也在紧锣密鼓的进行。可能舆论面，媒体看到比较多的是宣传国企在中国经济中的重要性，大家从意识形态角度来理解它，没有太多地注意我们在国企改革方面现在的决心、力度、措施。当然，随着中国式的保密慢慢地公诸于社会，可能大家逐渐的能够看到中国政府在进一步推进国企改革方面的决心和措施。

第二个重点就是地方政府，这也是国际社会关心的，说地方政府的债务处在一种不可控的状态。我们对于地方政府债务分成两个阶段考察，一个阶段是2014年之前，那个时候财政部下来了一个文件，在法律上理清楚了哪些是地方政府负债，哪些不是，而且采取了债务置换的措施，顺带又推出了PPP、减债、降杠杆的一些措施。应当说，从法律意义上来讲，地方政府的债务受到了控制，但是从2015年开始，地方政府又推出了一系列新的增加潜在债务的做法，这些做法也被中央很敏锐地捕捉到了，也在这次金融工作会议中点出来。当然，我们作为国家的研究机构，我们也很高兴在此之前我们做过一个研究，署名有我、张晓晶、殷剑峰和常欣。这个研究习主席、克强总理都批示了，我们就谈到了地方政府增加债务的新途径。这个研究成果在这次金融工作会议中体现了，在习主席讲话中点出了地方政府又有了新的负债的手段，各种投资基金、政府购买、企业待建政府购买协议，包括PPP，也指出来了。我觉得特别重要的是，为了切实地能够控制住地方政府债务恶性扩张的势头，我们出了我们的杀手锏，就是把债务问题和地方官的乌纱帽连在一起，叫终身追责，倒查责任。这种处置风险的手段在哪个国家都没有，就我们就有，而且是最有效的办法。我相信这样一项政策之后，地方政府债务快速扩张的势头能迅速制止。

第三个重点就是处置不良资产。因为债务问题本身不是问题，因为借债是现在社会经营的基本格局，在一定意义上会借债的企业家会是好企业家，关键是你借贷作为成本能创造出更多的产出，还本付息，自己还能创造利润。资产的优良与否，其实是决定整个借贷活动的关键所在。所以，债务的问题、杠杆

的问题，核心是不良资产有多少，更核心的问题是如果有不良资产怎么处置的。我想对这个问题也应当可以给社会和国际社会一个交待，中央其实已经有了部署。现在首先是要求地方政府明明白白地把自己的债务问题、不良资产问题揭示出来，因为地方官有时候要隐瞒一些事情，有时候要夸大一些事情。最近几年中国官场出现了新的情况，很多时候把过去的事情和一些虚报的事情把它暴露出来，很典型的像辽宁，经济增长变为负的，自己把过去的一些水分挤掉，这是新的政治生态下的一种行为方式。我相信在金融工作会议之后，等到各级政府、各级官员深刻地体会到党中央的决心之后，这个事情会走上一条比较正确的路。首先你公开地政治正确地揭示自己的问题，然后去处置问题。因为面对处置问题，你先说你有，我才能处置，钱才能给你。这个利害关系放在这里，我相信对于我们全面地揭示债务，特别是其中的不良债务，有非常重要的影响。

第四，债务问题我们刚刚讲是结构问题，是微观问题。宏观上来说，如果货币信贷政策保持宽松状态，会使得债务的膨胀、杠杆率的提高就有了源源不断的动力。这次金融工作会议中，有句话是说去杠杆，千招万招，管不住货币都是无用之招。这话非常通俗，但是一语中的，就是说货币信贷政策要适当地配合去杠杆整个的这个战略。所以大概可以预计，今后几年货币政策总体来说是趋紧的。

这样看，我们有宏观措施、微观措施，有处置不良资产的措施，我觉得对于中国政府处置不良资产，应对高杠杆的问题的决心、信心和措施，我们应当有信心。当然要进一步看怎么贯彻落实，同时我也想说，由于中国现在正处在一个交接的时期，下个月开十九大，十九大开过之后到明年3月新政府才能组成，在这个过程中政府可能有交接的空间，甚至是真空。因此，现在确定下来的有些措施，也许因为没有执行的载体，可能会有点拖沓，但是我想说这个信心、决心是不会变的。而且我们对中国在十九大新政府成立之后，未来工作的干劲、工作的能力充满信心。说实话，我们一开始对“去杠杆”是不重视的。美国发生金融危机的时候，我们国内通常的说法是，我们杠杆低，美国去杠杆，我们应该加杠杆；美国创新过渡，我们现在创新不足。在这种比较盲目的看法指导下，我们一下子就被推到这样一个接近危险的水平。但是现在党和政府认识到了，下决心要做了，去杠杆就一定会取得成效。

我开了个头，欢迎大家来参加我们的会议，欢迎大家来在学术水平上认真地探讨这个问题，这个确实是关乎中国未来的成长，关乎世界经济。

我就讲这些，谢谢各位。