



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

张龙梅

国际货币基金组织

(IMF) 驻华副代表

张龙梅：

今天特别高兴有机会到这里来参会，我先自我介绍一下。我叫张龙梅，我以前一直是在华盛顿的基金总部，8 月底才来到北京。但是我从 2015 年就开始做有关中国的研究，所以在 2015、2016 年这两年在磋商债务的问题。这两年我也可以体会到大家对于债务问题的态度确实是在发生变化，从刚开始可能不是很多人觉得这是一个大事儿，到现在整个提高到了非常高的高度。

今天看到发布的这个报告，我觉得特别开心的是可以在技术的层面大家进行讨论，这对于解决债务问题也是非常有帮助的。

我接下来会就比较具体的债务问题做一些讨论，但是我想在讲这之前先跳出债务问题，来跟大家稍微分享一下在基金我们看中国的框架。当然债务不是自发的现象，是很多中国其他结构的一个映射吧。

经常说中国会再平衡，基金在看中国再平衡的框架是怎样的。现在大家看到的报道很多是关于中国经济增长预期，这个可能关注比较多。但是其实从我们国际机构角度来说，对具体的经济增长率还没有那么关心，比如是 6.5% 还是 6.8%，我们更关注的是在不同方面对中国经济结构发生什么变化，因为这是最关键的决定经济体在应对各种冲击的时候它的韧性有多少。

在看中国的时候我们主要是看这四个方面，一是外部均衡，还有内部均衡，再一个就是环境，最后一点是收入分配。我简单说一下，外部均衡指的是经济体在多大程度上依赖于经济增长，依赖于外需。金融危机以前，

中国的经济增长非常依赖于外需，所以当时有很多外部的不均衡。

内部均衡主要看三个方面。一是需求端，也是今天报告提到的消费和投资之间的相对关系。供给端会看产业结构的一些变化，比如工业和服务业的相对的占比。再一个就是信贷，看一个经济体从总体上来说经济增长对信贷的依赖到底有多大。

环境方面，大家住在北京，比较有感受，我不多说了。

收入分配方面，前面李老师也提到了，这个算是比较新的。收入分配可能以前经济学主流研究不是很多，但是近些年，无论从政策制定者到学界大家都有更广泛的认识，意识到收入分配对很多经济都有非常大的影响，这也是我们在看中国的时候比较重要的一块。

接下来主要针对今天发布的报告讲一下信贷的问题。大家前面讲到很多非常好的一些观点，我觉得有一点可能没有提到，所以我想先讲。中国的信贷的增加，其实是从金融危机以后。在金融危机以前，中国主要还是出口主导，可能在微观上企业在加债，但是从宏观上来看这个比例其实比较稳定。

金融危机之后之所以债务有很大上升，刚开始和我们 4 万亿的政府措施有关系。所以从源头上来讲，政府制定的经济增长率才是最底层的原因，就是为什么在金融危机以后会有一个过高的债务增加，因为为了达到高的经济增长目标。大家也提到前几年货币政策环境很宽松，为什么宽松？是因为政策是为经济增长目标服务的，如果要达到这个目标需要什么样的政策就会制定什么样的政策。所以当你把经济增长目标设的过高的时候，政策其实是会被束缚的，这种情况下只能提供宽松的货币、财政环境，所以导致债务很快的增加。

我们今年在报告里面有做过粗略的估算，如果在过去五年中，还可以保持一个比较合理的信贷增长的话，经济增长率就会比现在要低 0.5%到 1%。过去的信贷扩张很重要的原因可能是我们最高层对经济增长目标设的过高，而且也对经济政策产生影响。所以如何设立合理的经济增长目标，是不是做成硬性的目标，这对宏观层面的债务扩张是有很大影响的，所以这点我想先强调一下。

报告里还提到，虽然现在总的债务率还是在增加，但是在部门之间的分配发生了变化，所以相应的风险也会降低。在我们看来不管是居民、企业、还是政府，如果经济增长模式对信贷的依赖程度还是那么高的话，经济增长目标又

没有变，必然总信贷还是会扩张很快，只不过可能在部门之间会有一些变化。所以这是我们最关心的，中国怎样可以改变依靠信贷来增长的模式。

前面张老师提到的很好，要从投资向消费去过渡。我想补充一下，除了要减少投资量以外，还要提高投资的有效性。金融危机以后因为过度投资，投资的有效性降低的是很快的。这也是很根源的问题，跟大家前面提到的国企问题相关，就是如何来提高投资的有效性，在分配的时候一定不要把更多的资源分配到这些不是很有效率的国有企业里。最近几年国企的占比又增加了，如果把更多资源分配到低效国企，会把投资有效性拉低，所以国企改革在这方面是非常重要的。

接下来从比较技术的层面来评论一下这个报告。首先特别感谢刘磊，真的是把基金的报告看的非常非常详细。我觉得债务方面这两年有一个很大的成果就是大家现在算是达成了一个共识，虽然我们对有些企业债到底应该划分到企业债还是政府债还是有争议的，但是对于总的非金融企业的债务大家已经认清了历史，现在有一些分歧可能就是对未来的展望上面。对未来的展望，我想分三个部门分别说一下。

首先从总体的债务来说，如果对信贷依存度还是这么高，总体债务必然还是会上升比较快，如果这个现象不改变，只不过是每个部门之间如何分配的问题。分不同部门来看，首先是政府的债务。刘磊前面也提到了 IMF 今年特别强调了政府的债务，我给大家稍微解释一下，为什么我们会提高政府债务。主要是我们把中国中期的经济增长预测提高了，内化了政府所宣布的一些政策，就是说到 2020 年人均收入，包括 GDP 要翻番。为了达到这个目标，意味着接下来几年中平均经济增长率要达到 6.4% 的水平。我们觉得要达到这样的经济水平，在现有的改革速度下，它的必然结果是财政政策需要非常的积极，政府还是要继续举债。现在有很多新的规定出台限制地方政府去融资，但是有这样一个经济增长目标，地方政府还是会采取各种方式达到这个目标，只是融资方式有变化，从本质上还是债务的积累才能够达到这样的经济目标。所以这就是为什么我们今年会调高对于政府债务的预期，我们觉得只要经济增长目标不变，国企改革还是现有速度，为了达到经济增长，唯一的方式就是通过政府举债，可能形式会变化，不再是地方平台债务，会有另外新的形式出现。

其次是企业部门，报告中把国企和民企分开，所以看到的去杠杆是非常清晰的。过去几年如果说在企业部门有进展，主要是非国有企业。国有企业进展非常缓慢，所以在我们的预测里也是假设国企的去杠杆未来得速度可能和现在的是差不多的。报告也是在不断的说希望国企债务去杠杆做的更快一些。

最后是居民债务。我 2015 年刚开始做的时候，也是分不同的部门来看中国的债务。当时我们一直在跟别人说中国的居民债务其实根本不用担心，因为很低，和国际上其他的经济体去比较的话。但是我做中国的工作才两年时间，变化太快，在过去短短两年时间，中国现在居民债务已经高于新兴经济体的平均水平了。如果按照 2017 年现在的速度看，之后的发展趋势真的是非常快的。虽然张老师说债务转移到居民部门会降低风险，但是我觉得大家可能也还是要比较警惕这个风险。因为我觉得在中国很多事情发展的速度非常快，所以还是要以发展的眼光看它之后会是怎么样的，风险这方面还需要一点警惕。

刚刚讲的三个部门，政府、企业和居民。我想再讲一下金融部门的去杠杆。我们在基金报告里面也说了，觉得政府确实是取得了非常大的进步。从 2017 年开始在宏观审慎，包括监管的措施等方面开始完善整个体系，这方面取得的进展真的是非常的大的，也希望可以继续下去。有两点建议，希望政府可以做的更多一点，一是关于经济增长目标，要把它设的更合理一些，不要设的过高，过高的经济增长目标必然带来比较宽松的环境，也会促使信贷的增加。二是真正解决企业的债务，像李老师前面说的希望国企改革下一步速度能够更加快一些。

我就讲这些，谢谢。

李扬：

谢谢，咱们提了好多问题，都是可以研究的。现在金融机构我觉得从最近开始应该有较大的改变，以债务融资为主会有较大的改变。另外从投资者感受来说，收入并不主要依赖价格的变化，主要依赖于企业的效益，市场开始正常化了。再一个，不断采取直接增加融资的措施。总融资需求不变，如果融资结构发生变化，有利于普遍融资。假定一些条件不变，如果要保持经济增长速度，就要有信贷增长，这是对的。对债务融资的问题，一是要实实在在的增加资本

市场的力度。另外，权益的筹措是不是可以通过银行来解决一些。现在银行全是在信贷，经济增长越快，它的债务越高，投贷联动转移到其他方向了。所以金融结构也在变化，是有利于降杠杆的变化。居民债务风险连带的是和房地产市场风险一起的。中国房地产市场如果有风险，跟西方国家风险完全不一样，西方国家是负资产风险。中国房地产依然是银行最好的资产，从银行来说，他的覆盖率太高，不可能出现负资产。中国不存在这个问题，所以要结合国情研究。