

论文 NO. 2017 年 10

发表时间：2017 年 10 月 15 日

正视当前风险处置

李扬

摘要：我讲几个问题。我们先看杠杆，去杠杆是解救此次危机的一个必要条件，这一点不用多说了。在中国，对这个问题的认识，实际上是有一个层次的。在去年的中央经济工作会议上，对当前面临的经济问题以及这些经济问题所连带的其他问题有概括：今后一个时期，我国实体经济的主要风险，将集中体现为经济增速下滑、产能过剩、企业困难加剧、失业率上升。这是反映在实体经济领域的情况。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

及时去杠杆

作为它的镜像，金融领域也一定有所表现，那就是杠杆率攀升，债务负担加重，成为不良资产。今年7月份的全国金融工作会议就集中体现为这样一个判断：金融风险的源头在高杠杆，从而确认了下一步整顿金融秩序也罢，加强监管也罢，所有工作的重点就是去杠杆。

去杠杆这问题，如今愈加的紧迫，我们说国际评级机构连续调降我国主权信用，凸显了我们去杠杆的紧迫性。今年5月24日，穆迪公司把我们的评级调降，它的理由是中国实体经济的债务规模将快速增长，他给了一个很负面的评价，政府将继续通过刺激政策，维持增速。我们今天这个会不是说未来五年吗？他看到我们的五年是这种状况。

在9月21日，标普也调降了我们的评级，依据就是长时间强劲的信贷增长，提高了中国经济的金融风险，同事尽管政府近期加大控制企业杠杆水平，有望稳定中期的金融风险趋势，但是他们预计未来两到三年的信贷增长速度仍不低，会继续推动金融风险逐步上升。

我们当然是不同意这些机构的看法，作为国家级的智库，最近这几个月，我们也和国际评级机构紧锣密鼓的磋商，告诉了他们一些我们的看法，我们的算法，以及我们的评价，他们也告诉我们一些他们的看法，他们的判断，特别是告诉了我们，他们判断的重点是什么。

主要问题其实还是涉及到两块，一块就是实体经济，在基本面的间

题上，国内外没有争议，我们喜欢拿基本面反驳他们，但是他们在给我们降级的时候，不否定你基本面好，这就是鸡跟鸭讲，不能在一个问题上讨论。

但是在金融风险的高杠杆问题上，我们的识别能力、管控能力和效力，仍有进一步改进之处，也就是说国家治理金融风险的能力有待提高。

分类去杠杆

我们现在说第二个事，实际上从2007年开始就说去杠杆，但无论是国际上还是国内上，去杠杆都非常的不一样。很重的原因就是去杠杆是一个紧缩措施，稳经济必须加杠杆，在金融结构没有变化的时候，金融科技的使用没有改革性突破的情况下，去杠杆喝稳经济是矛盾的，那么在经济下行压力依然很大的情况下，在全球经济依然没有向好的情况下，稳经济是世界各国的一个政策重点，所以在杠杆总是受到损失。所以我们看到全球现在言必称去杠杆，但是去杠杆的成绩并不显著。

去杠杆，涉及到金融部门的去杠杆，也涉及到实体部门的去杠杆。金融部门的 杠杆率在本世纪初一路攀升， 直升到触发了金融危机，对实体经济产生了不利的影响。于是从那以后，一路向下，现在去杠杆基本上成功了。

但是，实体经济的杠杆率一直在攀升，所以我们在讨论这个很复杂问题的时候，首先要搞清楚，飞金融部门的去杠杆喝金融部门的去杠杆

是两回事。而所谓金融部门的去杠杆，我们在金融工作会议上说的，金融体制内循环，A银行发一个产品，B银行买，B银行发一个产品，保险公司买，保险公司发一个产品，证券公司买，就是不给实体经济，金融体制内循环。在这个过程中和实体经济无关。现在去杠杆，就是把上层建筑挤下来，让金融回归简单，回归标准，回归场内，回归表内、回归线下、回归本心，这是要做的事情。

但是对于实体部门的去杠杆，不能够那样简单的说。因为它是由于技术的结果所造成的，因为企业，特别是在现在工业经济的情况下，好的企业，都会依赖外部融资，这是技术决定的，依赖外部融资，就有杠杆率，所以非金融部门的杠杆率，是由实体经济部门的技术条件，经济发展的水平，经济发展的阶段所决定的。不是说降就降，一降经济发展速度就下来了，所以我们必须记住这两条线，讲到去杠杆的时候，一定分别说两个部门。

我们看美国的情况，我们分成四个部门，它的住户部门去杠杆成功了，金融部门去杠杆成功，大家知道，住户部门杠杆成功，居民债小了，同时连带了一个产业，居民去杠杆基本成功。公司的情况呢？当地的稳定，所以我们现在这些危机的时候，研究债务的问题的时候，我们发现一个让我们不得不重视的问题，就是美国经济风险再大，危机再怎么样，它的企业相当稳定。这是一个成熟经济体的表现。

这就是发达经济和新兴经济的区别，什么时候我们企业任凭风浪起，

稳坐钓鱼台的时候，我们的经济就稳定了，就成为一个发达经济。我要指出的是，一般政府的杠杆率，迅速的攀升。基于这种情况，我们可以得出一个结论，所谓美国去杠杆成功，现在很多媒体都这么报道，我根本不认同这样一个看法，无非是杠杆转移成功。

中国非金融部门的杠杆率是从2009年突然增上来的，2009年之前，非常的平稳，2009年大家记得，这可是四万亿的财政刺激，9.6万亿的新增信贷，也就是说，在这个时候，我们向市场上投入了巨额的资金，这些资金，都变成债务。

下面居民部门的情况，中国居民本来没有什么负债，因此杠杆率不高。所以现在很多做政策研究的人，寄希望于把居民的杠杆率提高，来吸收其他部门的杠杆，这是糊涂主义，2015年的那次股灾，背后驱动的因素就是这样，事实上，我们市场不接受糊涂主义，2009年，这是它的一个起点，2009年提高，从此不可收拾。

非金融企业部门，我们要看到2009年之前，中国非金融企业部门的杠杆率，也是很平稳的，从财务上来说，是很健康的，2009年那么一档子事，以及从此以后急剧的扩张，很强的刺激，造成这样一个结果。在这里边，我们开始这样提出第一个大家要注意的问题，非金融企业杠杆率上升值得关注。外国人诉病中国金融，话病中国杠杆，说的就是这个事。2008年，我们企业杠杆一直稳定100%以内，以及之后，上升比较明显，横向比较，美国只有80%，我们跟发达国家还是有距离的。

从结构上来看，中国非金融公司的债务中，65%是国企，而且危机以来，在去杠杆的过程当中，非国企去杠杆非常迅速。然而有一些我们不愿意看到的情况，比如说把资产负债全消灭了，这种方式来去杠杆，但是，总之非国有部门去杠杆比较快。问题是一到国企，就麻烦了，从改革开始就是国企，一直到现在，还是国企。这个话，有时候还不好说得太多，只好提醒一个。这次金融工作会议明确指出，我国债务的突出问题就是部分国企风险太高，要解决这个问题，所以真正打到七寸上了。

地方政府债务还要动手术

我们再看政府，中央和地方放在一起，同样的趋势也是2009年开始上升，总的情况，应当说是没有问题，放在一起来看是没有问题的。那么从负债率看，根据估算口径的不同，我们截至2016年底，全国地方政府债务规模约为GDP的22.7%到28%之间，大家注意，我们现在给了一个区间数，这也是为了和穆迪，标普谈判，因为我们中国杠杆率很大区别就是口径，你说这个是债，这个不是债，我们给了一个债是什么样子，不是债是什么样子，就有一个区间。中国政府的负债率在37.4%到43.1%之间，这一块落在了他们的A级主权政府2016年的债务负担的终值上面。

你为什么要用上限，不能用我的终值，最好你用我的下限，他不敢，他用你的上限，他又说你超了，你超过这个终值，于是就把你降了。我们觉得美国政府，总体政府债务仍属于安全范围，这些机构给我们调降主权信用等级，依据是不充分的。这是这个债务的第二个问题，地方

政府最近这些年来，一直是我们经济中的一个大问题。2015年之前，地方政府债务骤增卖地卖不完这一条路大概被挡住之后，就开始发债了。开始借钱。2015年之前，随着财政部一个文件下达，全国人大有一个决定下达，得到了整肃，但是按住了这一头，那边飘起来了，现在政府潜在负债手段四个：

第一，政府投资引导基金。第二，专项建设基金。第三，政府委托代建购买服务协议。第四，PPP。我一说这个，同学们心里就有数了，这些东西，不是我们正在研究的吗？我们给别人出主意，不就是这一件事吗？这一件事，是新增债务的手段，是在限制之列的。

所以对于中国政府，特别是地方政府的债务问题，还要动大手术，不动大手术，中国的债务问题，杠杆问题，始终会受到外界的诟病。当然这是一个大事，不是简单的借钱问题，中国政府去借钱干嘛，天天被人追的，到处要想办法，那是一个体制机制的问题。

因此，我们需要一个全面的改革，来使得地方政府减少它负债的动力，主要有四个：第一，进一步理顺政府市场关系，少做一点，不就不借钱了吗？现在什么都要做，就要借钱。第二，硬化政府的预算约束，他预算是软的，可以借民间，可以向政府要钱。第三，最重要的就是让民营资本进入现在由你干的这些领域，但是这些领域，已经喊了很久，就是不进来，原因我们这里提了至少有几个：一个是产权得不到保护，去年 n 月 3 号，中共中央国务院联合下文，关于加强产权保护的意見，

再次重申非国有资本的产权，神圣不可轻犯。再一次豁免了它的原罪，这在法律制度上，已经非常宽了，已经不能再宽了，但是民营资本还是不进。原因有别的了，你政府没有良好的信誉机构，你说了不算，特别是政府这么快的更替，政府后任不认前账，这是普遍现象，我找谁？还有制度框架不可预见。所以在这方面，还需要进一步深入的努力。第四，理顺中央和地方的财政关系，这是一个大题目，十八届三中全会提出了，但是没有实现，我们等待十九大之后的进一步现实。

中国的对外部门的杠杆率不高，是世界上最好的，没有之一，因为我们实际上有很多对外投资头寸的净额。这是一个情况，我们都是讲的债务。负债总是有原由的，在这个过程中，它有资产形成，特别是分析中国的问题的时候，资产的这个问题，尤其需要我们关注，因为如果发达国家政府从事债务融资，主要是弥补其公共消费弥合养老金缺口，中国基本用来投资。用途不同，结果是天壤之别，我们讲，如果债务直接用于投资，这些投资形成资产，并有现金流产生，这便为偿债奠定了可靠的物质基础，反而会降低风险。

提升治理能力

我给大家汇报一下我们最年做的工作之一，中国自本世纪以来，国家资产负债表，这个账我们已经算清楚了。根据这个账，2016年，按宽口径算，中国的主权负债139.6万亿，主权资产241.4万亿元，资产净值为101.8万亿元。当今还有比我们更好的吗？我们把土地建筑物扣除，只剩下储备，只剩下黄金，白银和我们在国外资本市场上的上市公司，

还有 20.2 万亿，非常高。所以无论怎么算，中国不存在清偿力的风险，中国危机爆发的风险是很低的，忽略中国这个特色，那就是妄下结论，我们觉得这是不负责任的。我们说中国债务问题不会成为问题，还有一个很重要的原因，中国从 1994 年起就是一个储蓄大于投资的国家，总体来说，我们是向外输出资本，而不是输入资本。

但是国际评级机构仍然给我们降级，逻辑是什么？这里我们给了一个评级机构提供的评你我们有四类评价机制：第一，经济实力。第二，体制实力。第三，财政实力。第四，应对突发事件的风险敏感性。

我们财政实力是加分的，但是如果加上突发事件的敏感性，国家治理能力可能分数就下来了，是这么一个逻辑。这八年来，我们金融领域出现了很多事情，比如说有四万亿财政经济刺激，提高债务水平非常快。2013 年出现钱荒、互联网金融元年拆借利率度飙升到 30%。股市，无所不用其极，4000 点刚起步，转年来，于股跌停。房地产，2015 年刺激，2016 年打击，如果回过头来看，一年刺激，一年打击，一年刺激，一年打击。外汇市场，811 汇改，从 6.229 一路下泻，现在相对平稳。外汇储备，我们心痛的不行了，按照我们研究人员的计算，两年里，净减少 1.25 万亿美元，如果再加上这两年我们经常项目顺差 5000 多亿，就将近两万亿。

我想说这些事本身已经够头疼了，但是对国际上我们没有一件事情说清楚了原因，所有的事情都有可能再发生。稍微搞一搞，又钱荒了，股市又停了，汇市没了，这些事情，我们很难说治理能力很强，这就是

他山之石，好在中央英明决策，这次开会开得严厉，金融工作会议决策之强硬是前所未有的，所以我们向高风险宣战。

2016年底，中央经济工作会议就已经明确指出，要把防控金融风险放到更加重要的位置。金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础，金融活，经济活，金融稳，经济稳。本次全国金融会议，将整顿金融体系，强化金融监管和防范金融风险。

大家经常会问，去杠杆本身不太容易说清楚，往哪儿去？重点在什么？这次也确定了三大重点：一，国企。二，地方政府。三，处理不良资产。

第一，国企这次讲得非常厉害，说到僵尸企业的问题，也就是说去杠杆的问题，在企业这个部门里面去杠杆，主要是国企，而且主要是僵尸企业。僵尸企业对应的表现就是不良资产，于是就是不良资产谁买单一个问题。我们作为国家智库，现在正在给有关部门做这些方案。

第二，地方政府这个情况屡禁不止，怎么办？我们传统最有效的手段，乌纱帽掉起来，终身问责，你还敢干？倒查责任。我注意到现在很多外国机构，一看中国开这个会，行了，这个问题不会再恶化了。

第三，风险处置，要真实披露和及时处置风险资产。不仅如此，还有一招，去杠杆于招万招，管不住货币，都是无用之招。这个话，已经给我们预示了未来的前景。前面都是说强的信贷刺激，强的政府融资等等，控制货币信贷，我们已经清楚的认识到，管不住货币是无用之招。所以，今后若干年，货币政策趋紧，是主要倾向，穆迪和标普的预估是

有误的。

不仅如此，8月23号，国企去杠杆五次，一个国企，一个地方政府，地方政府乌纱帽掉起来，国企还要解决，分类，大家可以看一下，我把最重要的五条概况在这里，条条还是很切实的。讲了金融，又更广的在讲经济和金融，这次金融工作会，防黑天鹅，还要防灰犀牛。我体会的意思就是大家要把现在的风险点都给我找出来，只要熟视无睹。准备拿一些钱，解决它。这个措施，这是世界上任何国家都不可能有的。

最后的结语，结语是两个评价，一个评价，国际评级调降中国主权信用等级，确实短视。他忽视了三个事，一个是他高估了中国地方政府和国有企业的债务状况，高估了中国的杠杆率。第二，他用了一把已经被实践证明了过时，而且诸多缺陷的同样的尺子，来衡扯中国的情况，而中国跟别的国家就是不同。中国就是不同，忽略了中国经济的弹性、韧性，能力和智慧。

第三，他不懂什么叫做社会主义中一国，马上召开十九大，他会进一步的理解，他无视了党和政府去杠杆的决心，他无视了我国治理能力的潜能。我觉得对于国际评级机构，应该有这样的评论。但是反过来，我们对自己还要有个忠告，一定要落实全国金融工作会议精神，降低杠杆率，防范金融风险，这一点做不到，我们前面的批评是瞎批评。

最后归结我们个会议，展望五年，我认为今后五年主要是处置风险，为未来更长时间的增长，奠定基础，谢谢。