

演讲 NO: 2017 年 12 月

## 工业企业资产负债率二十年来最低

殷剑峰 时间：2017-12-15

来源：东方财富网

**演讲背景：**第十四届中国国际金融论坛于 2017 年 12 月 14-15 日在上海召开。本次论坛主题为金融本源回归服务实体经济发展。国家金融与发展实验室副主任、浙商银行首席经济学家殷剑峰先生出席此次会议。他在会议上表示，从去年三季度以来，中国经济出现非常强劲的复苏，使得原来担心的债务恶性循环被打破，目前全部工业企业的资产负债率就是过去一二十年来最低的，这是一个非常好的现象。

以下为发言实录：

殷剑峰：非常荣幸在这里和大家分享一下我们的一些心得。

去年三季度以来美国经济进入复苏的过程，但是从复苏的进程来看，还没有一些长期的状态。

就首先来看一下全球经济复苏主要就是靠中美双轮驱动，中国跟美国在 2010 年以后对全球经济增长贡献在 50%以上，所以要理解和解决金融经济复苏的周期，就主要矛盾就诸多方面。

我们首先来看美国，美国经济确实在全面反弹，截止到去年，我们以 2007 年为基准点，到现在已经达到 112，增长了 12%，个人消费达到 115，增长了 15%，投资达到 108，增长 8%，但有一个很重要的现象就是在投资中他的非住宅投资反映非金融企业投资活动的价格，而住宅投资只相当于 2007 年的 90%，也就是说住宅投资还没有恢复，就这里就有一种奇怪的现象，就美国房价已经达到历史新高，但是他的住宅的投资却还没有恢复到危机前的水平，这说明一个现象，就是美国目前房地产价格之所以能够达到新高，就背后在很大程度上就大量资金流入美国炒高了美国资产价格。

那么从去杠杆的情况来看，左边这个图就联邦政府家庭部门非金融企业中国地方政府以及金融部门的负债，同样以 2007 年为基准年，我们可以看到就家庭部门的负债和金融部门的负债大幅度的下降，尤其是金融部门，就相当于 2017 年的 90%，家庭部门从 2013 年从 2007 年到 2013 年在去杠杆，从 2013 年家庭部门负债开始上升，迄今为止

家庭部门负债也是相当于 2007 年的水平，负债增加主要就是联邦政府，由于这种负债的变化，就我们观察到美国的非金融部门杠杆率，可以看到危机之后杠杆率实际上没有变化，去杠杆主要就是家庭部门，而加杠杆就主要就是联邦政府。

随着经济的修复，现在市场很关注就是美联储所谓的缩表，首先从美联储资产端来看，可以看到美联储的资产已经翻了将近 5 倍，在资产中翻了 5 倍的资产中主要就是什么东西呢，下面就可以看到，美联储扩表主要扩的是与房地产相关的，未来美联储如何缩表，很重要的一个方面就是缩的是与房地产相关的，缩的幅度取决于美国的资产价格，就前面已经说了，房地产价格已经达到历史新高了，就这背后恐怕反映到了就相当大程度的泡沫。

除了房地产之外另外一个重要的资产价格股市也是如此，纽交所股指截止到今年三季度已经比 2008 年四季度翻了一倍，一方面是与美国企业利润有关，一方面股市的上扬反映了企业基本面的改善，但是另外一方面，下面就给了纽交所综合指数和境外持有美国上市公司股权的这么一个指标，可以看到就这两个指标是完全是同步的，今年三季度外资持有美国上市公司股权达到 6.3 万亿，是 2008 年四季度的三倍还多，所以美国股市一方面就与企业基本面改善有关，但是另外一方面就很显然与资金流动有关，所以美联储缩表如果缩的太快，很有可能会将现在房地产和股市的泡沫戳破。

市场主要关注美联储的资产就往往忽视到美联储的负债，从美联储资产负债表来看可以看到，左边这个图给出美联储负债的结构，下

面最下面的浅蓝色的线就是商业银行在美联储的超额违约金，目前这个超额违约金占美联储负债的 50%，所以美联储资产负债表的扩张在负债端扩的是商业银行的超额违约金，美国的准备金可以看到目前美国商业银行准备金相当于存款比重大概是 15%，银行的准备金力度是 w 高的，中国是 17、18%，美国是 15%，只不过有一个很重要的差别，中国是银行想动却不能动，美国是银行能动却不愿意动的超额的违约金，这是美国私人信贷市场还没有恢复，这也约束了美联储的缩表。

与短期美联储缩表问题，更令人关注的一个问题就是潜在增长率的下滑，这个图给出了 64 年以来美国的失业率和 GDP 增速表示的美国潜在增长率，可以看到从危机之后，美国失业率从 10% 下降到 4%，就在过去几十年中，过去半个世纪当中，这下降是最高的，但与此同时潜在 GDP 的增速却只有维持在 2%，至于二战之后到 60 年代初以及 90 年代是完全不同的，这个背后反映了经济的复苏、失业率的下降背后是较低的劳动生产率，而导致较低的劳动生产率的根本因素就是全要素生产率，这说明美国从长期来看增长是有问题的。

从去年三季度以来，中国经济也在强劲复苏，经济出现了非常强劲的复苏，使得我们原来担心的债务的恶性循环被打破。

从中国经济结构来看也待改善，我们知道这个危机之后就消费已经成为对经济增长最重要的贡献力量，今年一季度以来随着全球经济复苏进出口对经济增长的贡献由负转正，推动了经济的全面复苏，那么从产业结构来看，第三产业已经超过了第二产业，成为最主要的经济的推动的动能，我们知道我们国家就全球第一大制造业国，但是从

目前经济增长的产业结构来看，我们主要就是靠第三产业。

去杠杆也见成效，比 2015 年上升，但上升速度大幅度下降，主要原因就是非金融企业的杠杆率在下降，但值得关注的是有两个部门在加杠杆，一个就是居民，还有一个就是地方政府。

如果进一步考察非金融企业中的工业企业，就可以看到工业企业全部工业企业的资产负债率从危机之后就一直在下降，即使是国有企业在 2009 年 4 万亿的时候有一个短暂的资产负债率的上升，但 2013 年之后也在去杠杆，目前全部工业企业的资产负债率就是过去一二十年来最低的，这是一个非常好的现象，就说明我们企业的基本面正在改善，未来经济的复苏企业是有能力去负债的，金融部门杠杆率来看，随着今年底开始的金融去杠杆，金融部门内部融资增速由去年的高达 30% 下降到现在，如果在其他国家金融部门内部从百分之几十的增速下降到六位数，通常会发生流动性的危机，就严重的金融危机。

随着金融去杠杆，M2 增速达到历史新低，近期 M2 增速的下降主要原因就是非银行金融机构的存款大幅度下降，这就是金融去杠杆的一个结果，那么央行三季度报告当中也提出 M2 相关性在减弱，现在市场也在关注。

与美国存在类似的问题就是我们的非农就业比重在上升，但是 GDP 增长在下降，我们也面临一些挑战，由于时间关系我就讲这么多，谢谢大家。