



# 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

张晓晶：

大家下午好，下面我来讲一下二季度的主报告。这块是由两部分组成，先是我这块的主报告，另外还有我们主要的团队成员刘磊，将会对于 IMF 第四条款磋商报告讲到的中国信贷激增及相关分析，还有其他国际组织，包括穆迪、标普等对中国的一些认识及判断作出他的分析，还会有其他一些关于杠杆率方面的认识。

首先是一些大的判断，这是我们杠杆率报告的一个基本做法，对于总体的杠杆率的变化，我们希望找到季度的变化特点。当然这里面有一些困难，和 GDP 是一样的，当我们发现它上升、下降以及波动的时候，其实也很难就某一个季度的情况给出一个趋势的判断，因为有时候季度的变化其实不一定是趋势性的。比如我们现在看到，非金融企业部门的杠杆率二季度下降得比较快，下降了 1.4 个百分点，但是能否形成趋势，我们就会有点担忧。包括政府部门杠杆率上升很小，但是根据季节性的变化，很有可能在下半年会上升多一点。所以我想提醒大家注意，不能专注于本季度的数据和变化，还需要从更长的角度、更长的时间跨度分析，比如我们从 1996 年开始就有杠杆变化的估算。实际上，从亚洲金融危机之前的变化一直到现在，我们应该用更长周期的视角来看待，得出的判断可能会更有价值。

首先，总体的杠杆率相对平稳，只是略有上升。希望提请注意的是我们这里讲的是实体经济部门的杠杆率，没有把金融部门的杠杆率一起加总。并不是说金融去杠杆不重要，我们发现危机以来包括美国等很多发达经济

张晓晶

国家金融与发展实验室

副主任

国家资产负债表研究中心

主任

体在去杠杆，但是如果区分开金融部门和实体部门，我们会发现实体部门的杠杆率几乎没有下降，现在还处于上升阶段，去掉的是金融部门杠杆。这次金融工作会议上总书记的讲话里面强调的是“经济去杠杆”，克强总理强调的是“积极、稳妥推进去杠杆”，说法有一点点不一样，但是不影响对应的是实体部门还是整个经济部门。

对于整个经济体来讲，我们可以完全做到去杠杆，而且根据今天的数字，我们应该是已经去掉杠杆了。大家如果把实体部门和金融部门的数字相加，总杠杆是在下降的。我们为什么用实体经济杠杆率来衡量，而没有把金融部门搁进去？这样实际上有利于我们看清楚，实体部门所背负的债务中间，我们所做的努力、取得的成效。我们的成效体现在结构的改善，这一点大家可以看我们简要的报告。现在很多的国外机构，包括评级机构、投行、国际组织，对于中国的评价，特别是债务风险的分析，强调的是中国的总杠杆已经非常高了，中国的总杠杆几乎没有变化还在不断上升。如果我们的总杠杆基本稳定，但是结构有变化，虽然他们没有进一步分析风险是上升了还是下降了，我们认为风险是下降了。

内部的杠杆率改善体现在居民部门的杠杆率上升，而非金融企业部门杠杆率下降。居民部门杠杆率上升很快，这个仍然有风险。但是总体杠杆率里面不同部门的杠杆率，比如政府的高一点，居民的高一点，企业的低一点，金融风险是下降的，后面会具体分析原因。

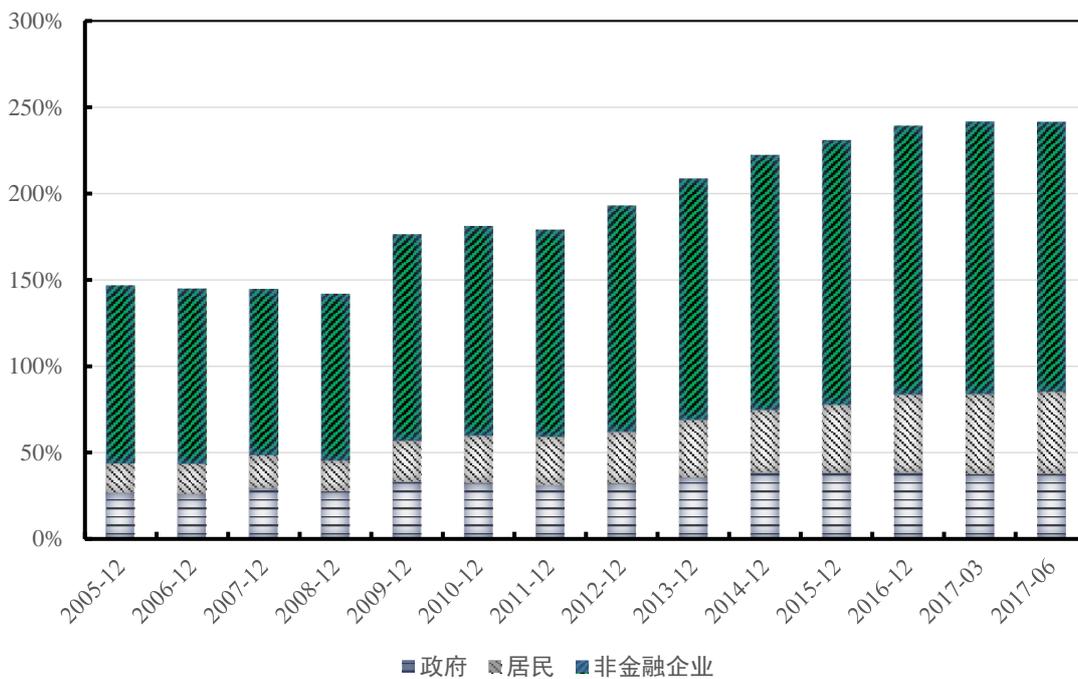


图1 中国实体部门杠杆率的变化

这是一个总判断，大家可以看这个图，实体部门的杠杆率在不断上升，金融部门杠杆率在下降，加总的结果是杠杆率略有下降。

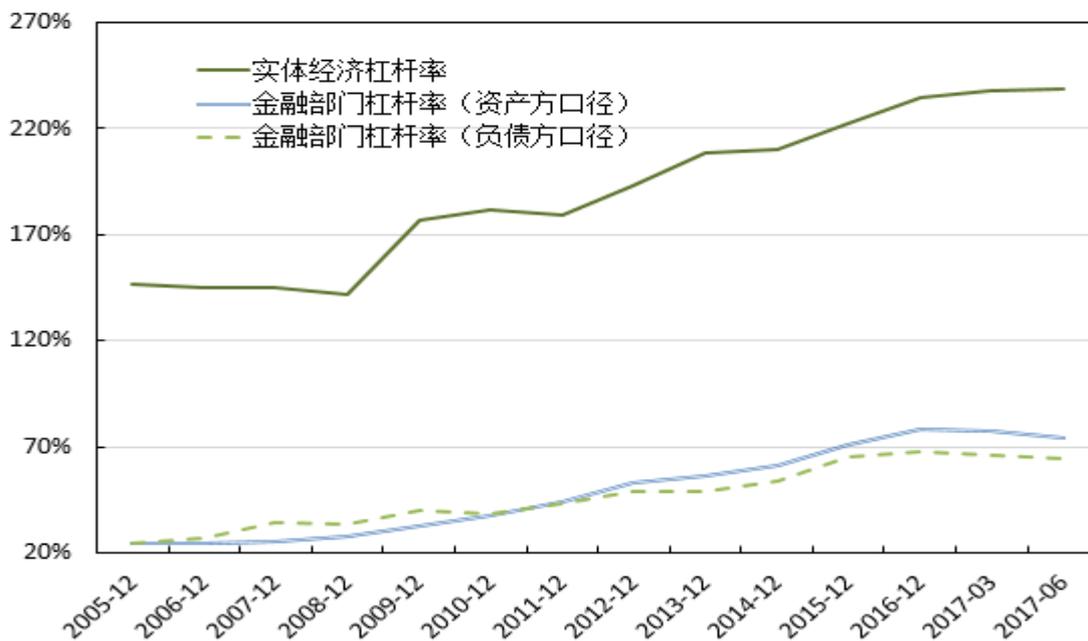


图2 实体经济杠杆率与金融部门杠杆率

这是发达经济体很典型的特点。实体经济部门杠杆率在不断上升，但危机以后上升的斜率变小了，也就是说杠杆率上升的速度放缓，这实际上是我们现在要追求的。因为我们现在去杠杆基本是“三步走”战略，第一步是速度要降下来，第二步是把总量稳住，第三步才是总的杠杆率下降。上图金融去杠杆比

较明显，但是实体部门杠杆率是上升的。这是第一个总的判断，实体部门的杠杆率相对稳定，但是内部结构有所改善，我们的金融风险在下降。

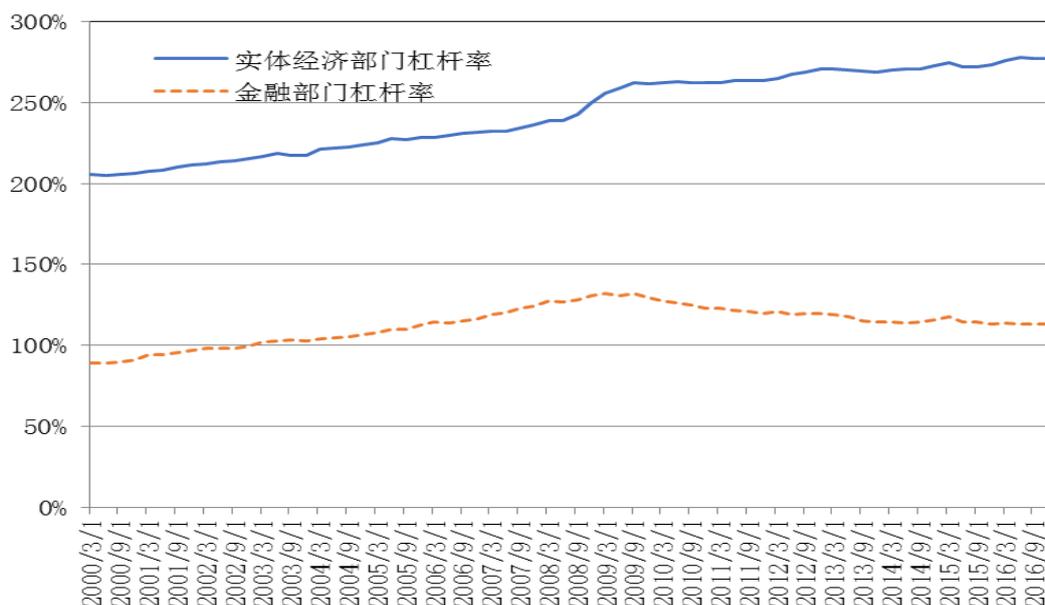


图 3 发达经济体：实体经济杠杆率与金融部门杠杆率

下图是居民部门杠杆率的变化，2016 年的变化是最大的，2017 年 3 月、2017 年 6 月好像看到居民部门杠杆率上升放缓。这里大家要注意，前面是年度的，现在是季度的，如果季度加总的话说不定就能赶上 2016 年的上升幅度，这是我们的风险所在。我们一个季度增长 1.3%，如果四个季度都是这样就是 5 个百分点，我们在 2016 年就上升了 5 个百分点左右，如果是这样，居民部门杠杆率上升的风险也是非常大的。

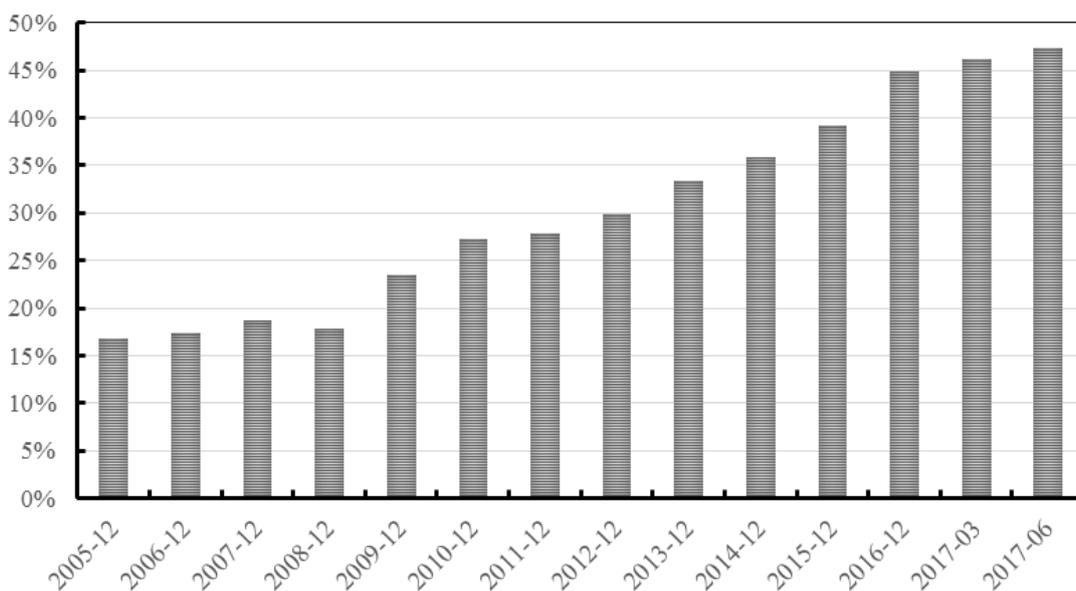


图 4 居民部门杠杆率的变化

由于房地产的调控，由于整个去杠杆政策的贯彻，居民加杠杆已经面临很多困难，特别是买房子，要获得房地产抵押贷款难度非常大。在这样的情况下居民部门杠杆率为什么还在上升？这里面专门强调了短期消费信贷，短期消费信贷上升得非常快，上升了 32.7%。中长期消费性贷款基本就是抵押贷款，短期消费信贷以前一直要比它低得多，现在已经超过了。这是二季度居民部门杠杆率上升的非常重要的原因。

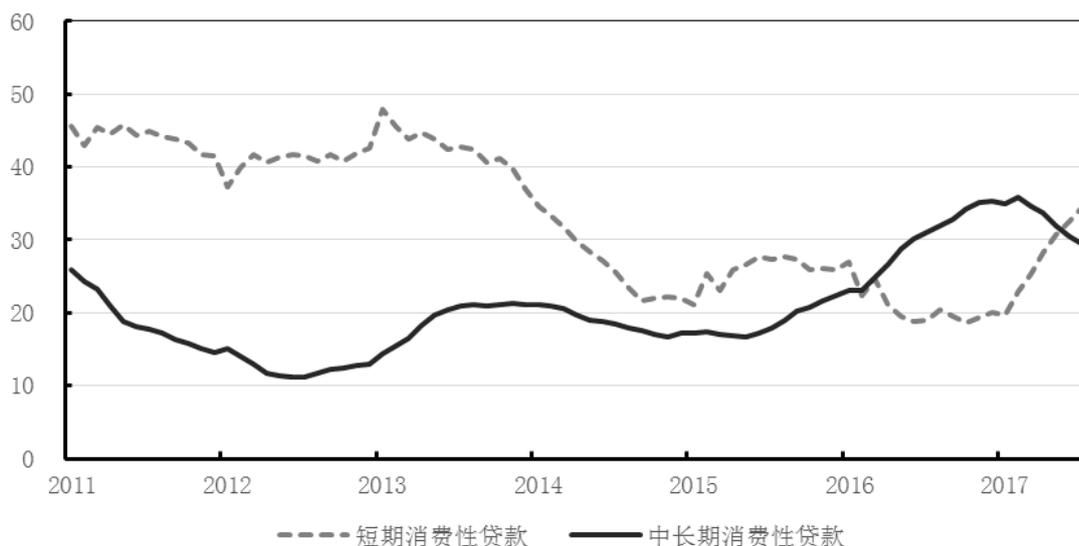


图5 居民消费性贷款增速 (%)

杠杆率在一二线城市控制得很严，三四线城市相对来讲放松一点。一线城市的杠杆率已经远低于二三线城市，杠杆率发生了空间上的转移。我们首先认可一二线城市的调控是有效果的，但是就全国来讲杠杆率之所以还能上升这么多，实际上发生了空间转移。

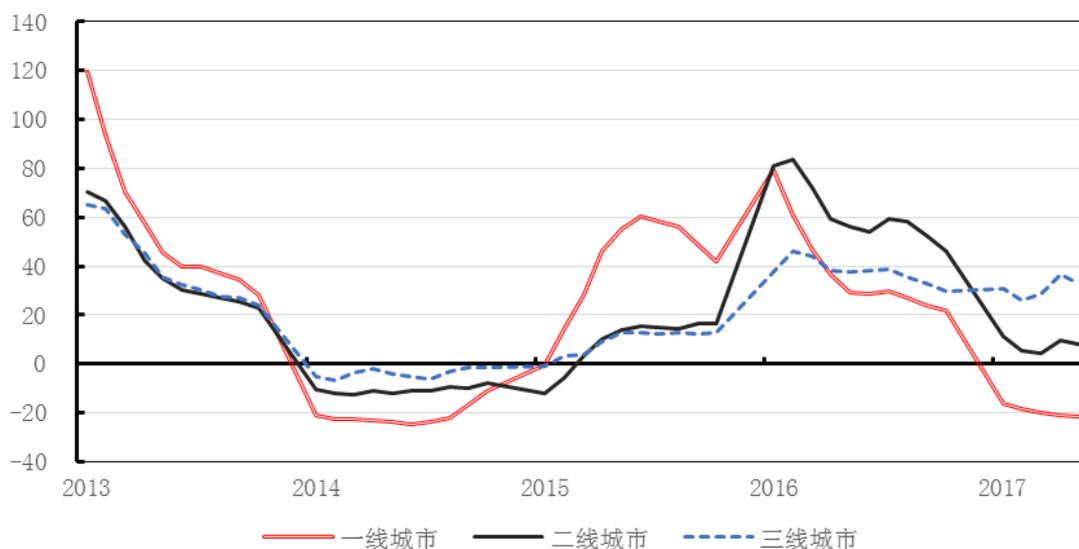


图 6 居民杠杆率的空间转移（从一线转向二三线）

大家看这个图，占比 61%的中长期消费性贷款实际上是居民抵押贷款，抵押贷款占比还是最高的。如果把它控制住，对于居民总体杠杆率上升是最大约束。短期的风险已经显现，很多银行已经推出更严格的政策，比如北京银行 9 月 5 日开始采取更严厉的措施。如果购房需求存在，即便不是短期消费信贷，也会有别的变成变相房贷。跟理财的性质一样，银行有动力提供这方面的贷款。所以大家看到消费金融的发展是非常迅速的，也支撑了短期消费信贷的扩张。

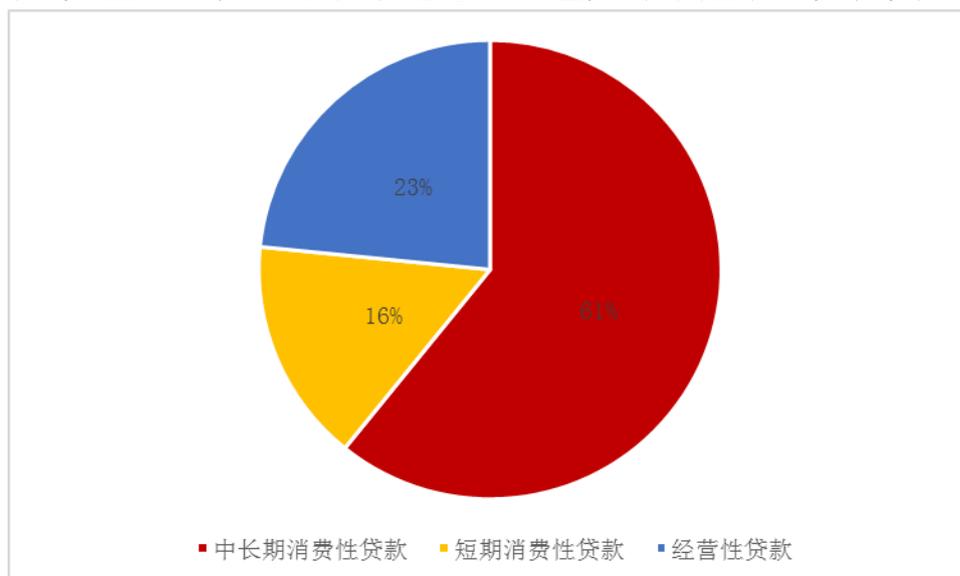


图 7 短期消费信贷成变相房贷

居民部门除了短期消费信贷增长太快，我们认为居民部门杠杆率目前的水平并不构成非常大的危险，主要是因为居民的净存款还是非常高的。从这个角度来看，我们不认为居民部门具有极大风险。

非金融企业部门的杠杆率下降得比较快，下降了 1.4%。我认为有两个主要原因：一个是企业债的发行受阻，大家可以看到前面几年都是正的，今年一季度、二季度变成负的，几千亿规模的企业债发行受阻，当然这和企业债发行成本有关，信用利差走高增加了企业债的发行成本；另一个是非金融企业的去杠杆，刚刚李老师也特别强调政府对于国有企业去杠杆高度重视，从边际上我们看到也取得了一些成绩。最上面的虚线是国有企业的资产负债率，尽管是波动的，但有一点点下滑，后面又翘上去了。国有企业的总负债与营业收入之比也在下降，可能是营业收入上升了，因为今年上半年工业企业特别是国有工业企业利润的上升幅度还是比较鲜明的。这是一些积极的变化。但是总体来讲，国

有企业和非国有企业相比去杠杆效果差的太多。

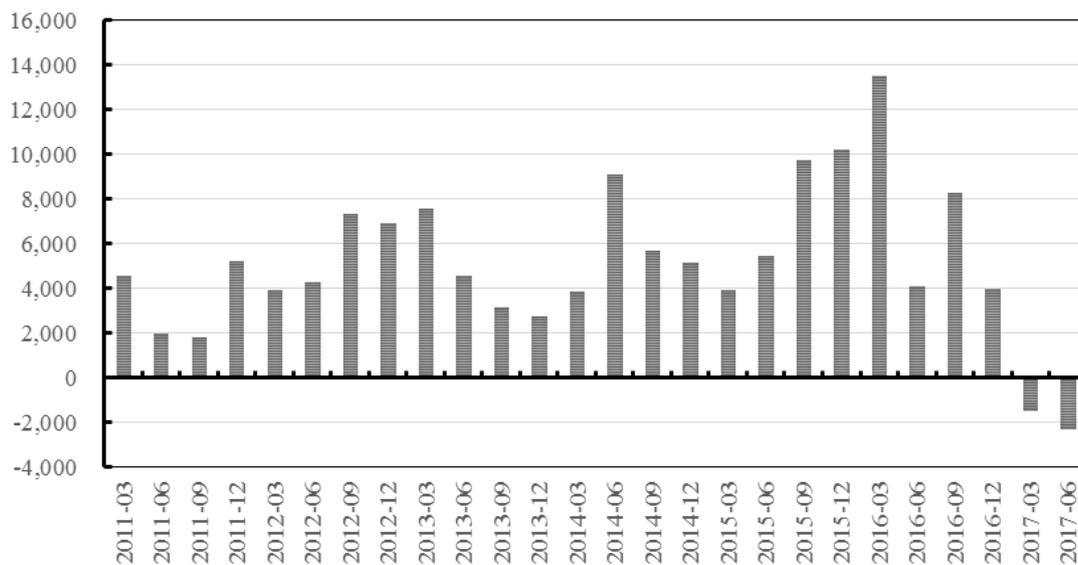


图8 企业债发行受阻

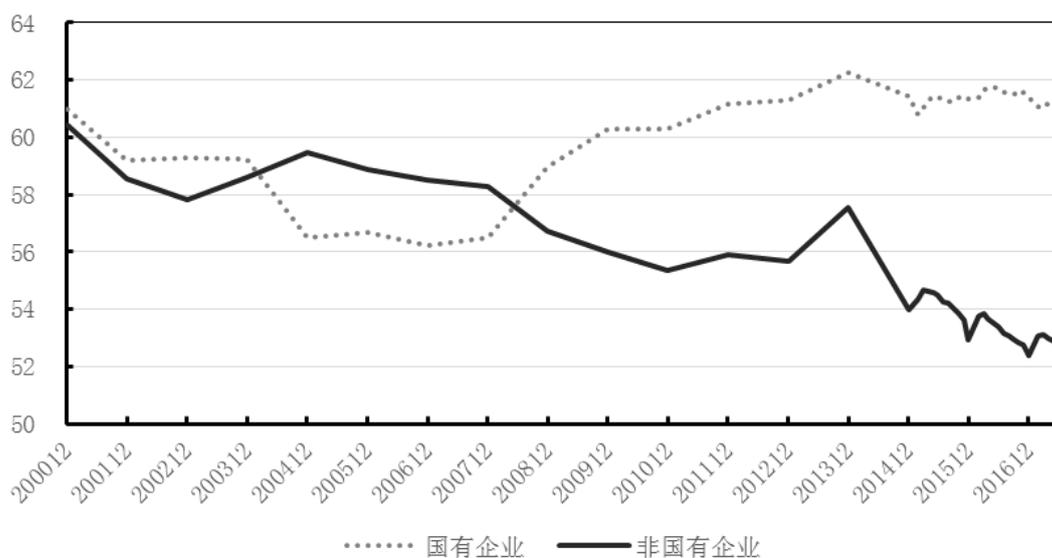


图9 国有与非国有工业企业资产负债率 (%)

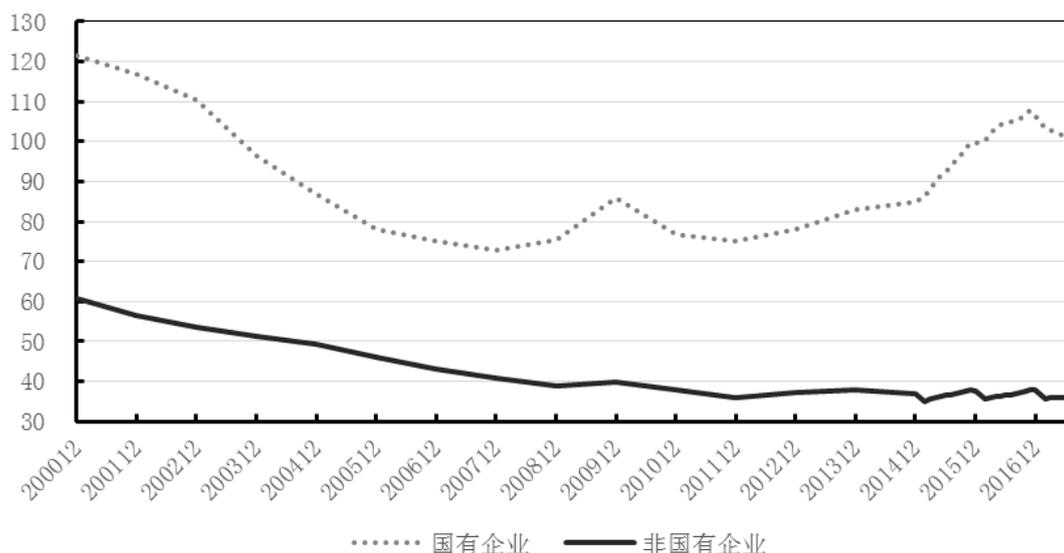


图 10 国有工业企业与非国有工业企业总负债与营业收入之比 (%)

非国有企业的杠杆率基本直接下来了。这里面有主动和被动两方面的原因：主动的原因是它看见市场的变化主动地去杠杆，被动的原因是在去杠杆过程中非国有企业博弈不过国有企业，被动地承担去杠杆的成绩。从资产负债率、总负债与营业收入比的角度来看都是这样的，非国有企业的杠杆率一直在下降，但是国有企业的杠杆率危机之后一直在上升。

下图可以看到国企债务占整个非金融企业债务的比重，在 2012 年的时候很高，占比 60%多，后来降到较低水平，但是现在又上升较快。可能是因为国企的债务削减相对较慢，而非国有企业的债务削减相对较快。

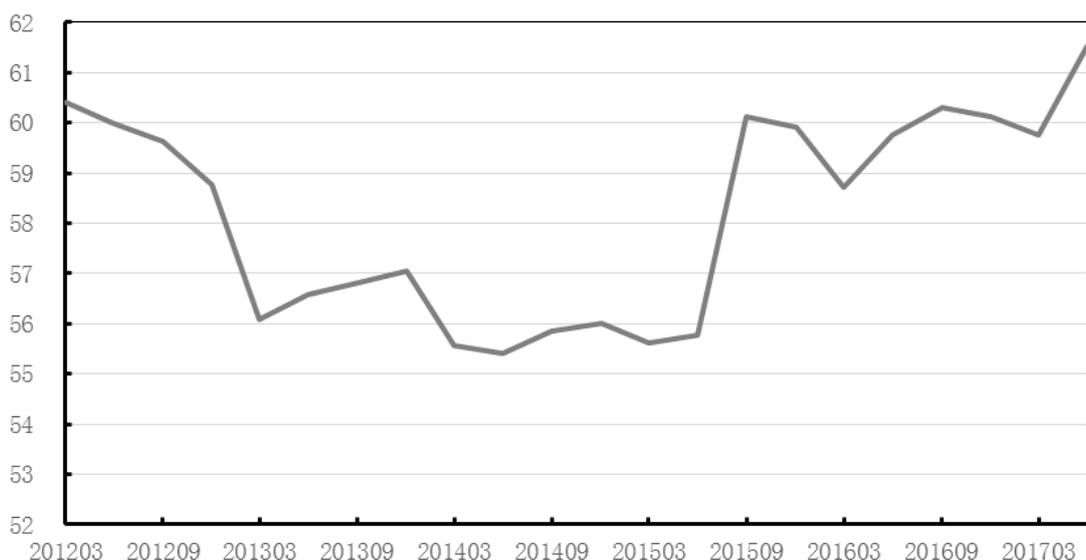


图 11 国企债务占非金融企业债务比重 (%)

这些指标表明，在边际上国企去杠杆已经取得了一些成绩，但是就整个非金

融企业去杠杆来讲，它做出的贡献还远远不够，所以我们认为它还处在很初期的阶段。

政府部门的杠杆率基本稳定，上升了 0.1%。我们也很难说这是一个趋势性的变化，因为国债和地方债的发行在前两个季度相对来讲都比较少，下半年都面临较大的发债压力。这是国债发行的季节性规律，二、三季度的发行一般都会比较高，所以 2017 年特别是三季度国债发行相对来讲会比较高。

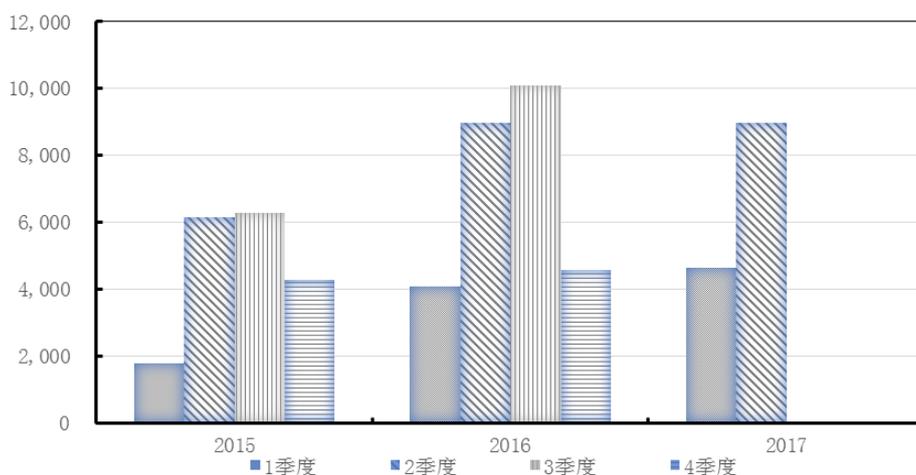


图 12 国债发行季节性规律（亿元）

尽管我们的财政收入在今年上半年是不错的，但是财政支出也非常高。大家可以看到 2017 年和前几年都不一样，2017 年前两个季度都出现了赤字，都出现了缺口。面对这样的情况，下半年我们的压力会比较大，从赤字的角度和发债的角度都可能面临上行的压力。

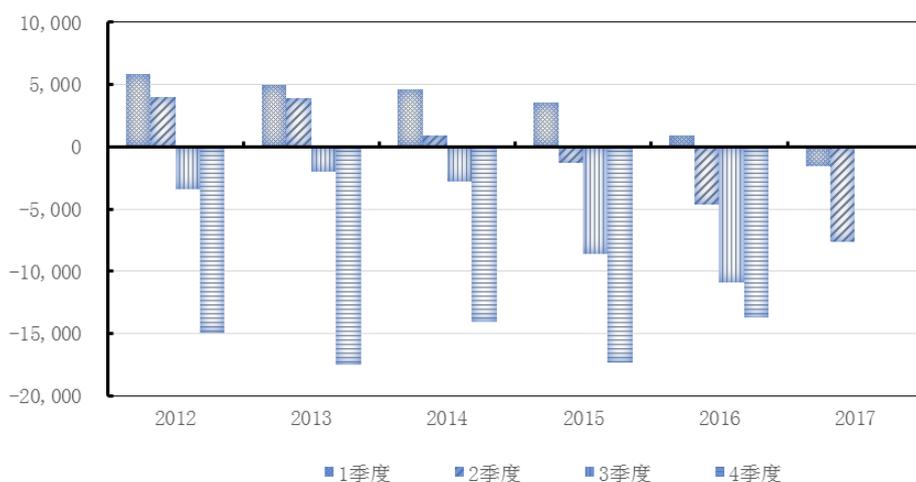


图 13 财政收支缺口（亿元）

对于金融部门的杠杆率我们确实是做了一定的区分，在进行国际比较的时候

往往不去比较金融部门的杠杆率。因为确实一个国家的经济发展程度、金融发展程度不一样，包括金融体系结构不一样，使得我们在认识金融部门杠杆率的时候会存在很大差异，并不是说多高的金融部门杠杆率，就代表了你的金融发展水平较高，或者是你的金融风险较大。所以我们采取区分开的方式，没有和实体部门放在一起比较。

过去我们主要是用窄口径的金融部门杠杆率估算，主要是一些金融债，大概是 30%多，这是最简单的。但是用宽口径的金融部门杠杆率估算，主要考察金融机构间的资产负债对应关系，一个是资产方，一个是负债方，我们估算出来大概是 70%多的水平，而且杠杆率水平的降幅是非常大的。资产方口径和负债方口径来看，一季度大概下降 1%左右，二季度下降超过 1%，也就是说金融部门去杠杆是在加速的。但是 8 月份同业又起来了，金融部门的杠杆率有可能就不是在不断地下降，有可能是相对稳定，甚至有所上升。所以我们要密切关注金融部门去杠杆每个季度新的变化。

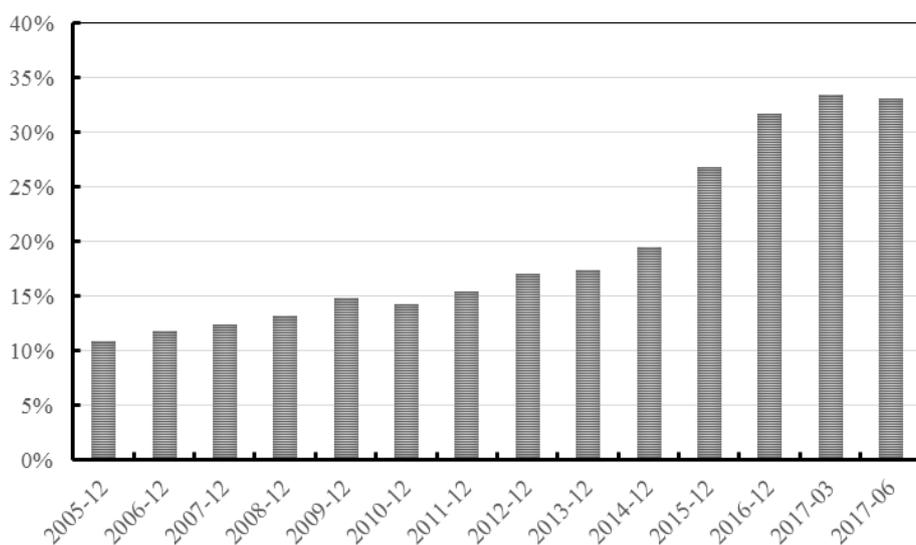


图 14 窄口径金融部门杠杆率略有下降

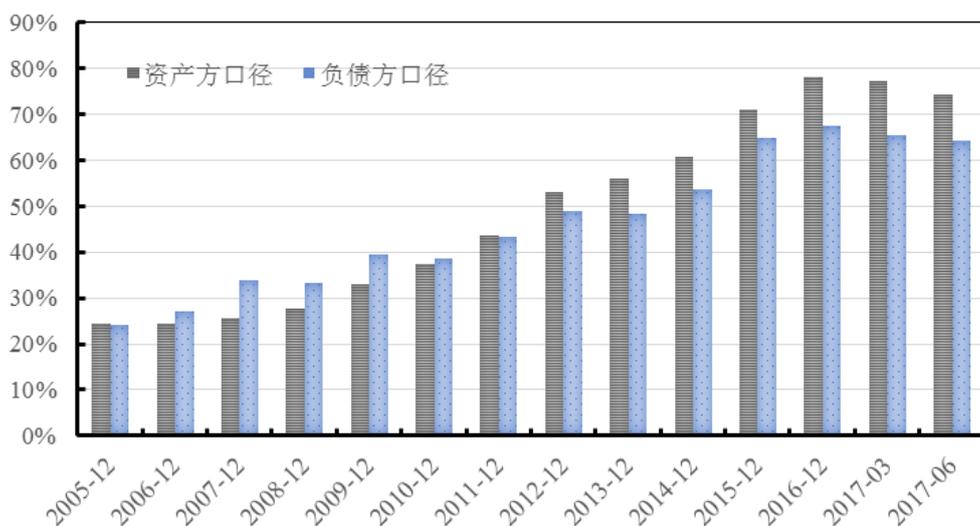


图 15 宽口径金融部门杠杆率降幅扩大

其实刚才李老师已经提到，政府部门我们比较关注的传统的融资模式没有了，怎么样去寻找新的方式？这里主要讲 PPP，PPP 现在的数量在不断上升，而且大家看很多的政府文件，包括习主席的讲话，对于政府部门和社会资本合作是高度重视。既然这样，我们认为 PPP 是非常重要的方向，未来我们对这些事情要更加关注，在此之前已经有政府引导基金、专项建设基金等等。IMF 的报告把这两个都放到政府里面了，他们认为 PPP 是候选的，即 PPP 也会造成潜在的或有负债，只是目前还没有搁进去，因为现在他们的估算已经很高了，如果把 PPP 再搁进去就更高了。PPP 之所以能发展，就是因为有隐性担保，导致 PPP 会产生很多或有负债。将来我们可能对这个事情还要更加密切跟踪。

积极稳妥去杠杆，应实行“三步走”战略：即在短期内实现杠杆率的增速趋缓，从快速的攀升到缓慢的爬升；在中短期，是实现总杠杆率的基本稳定，即总杠杆率从趋升到趋稳，在此期间，重点在于杠杆率内部结构的调整；在中长期，是实现杠杆率的趋降。“三步走”战略是基于长周期的视角。

下面我们看一下杠杆率的长周期视角。所有部门总和的杠杆率，在美国最早能推到 1850 年左右，其它的更早的数据基本上就会陷入公共债务。为什么总杠杆率是重要的？如果只有公共部门的杠杆率，会发现出现问题的时候公共部门杠杆率都上升了。大家看下图公共部门的杠杆率，都是在总杠杆率下降得最厉害的时候顶上去的，大概是 1945 年左右。从 20 世纪初一直到现在大概一百年时间，好像只有两个下降的阶段，大萧条和大衰退。也有专家说杠杆率只见上

升不见下降，除非经济崩溃，大萧条时期经济就崩溃了，主要是金融部门杠杆率下来了。

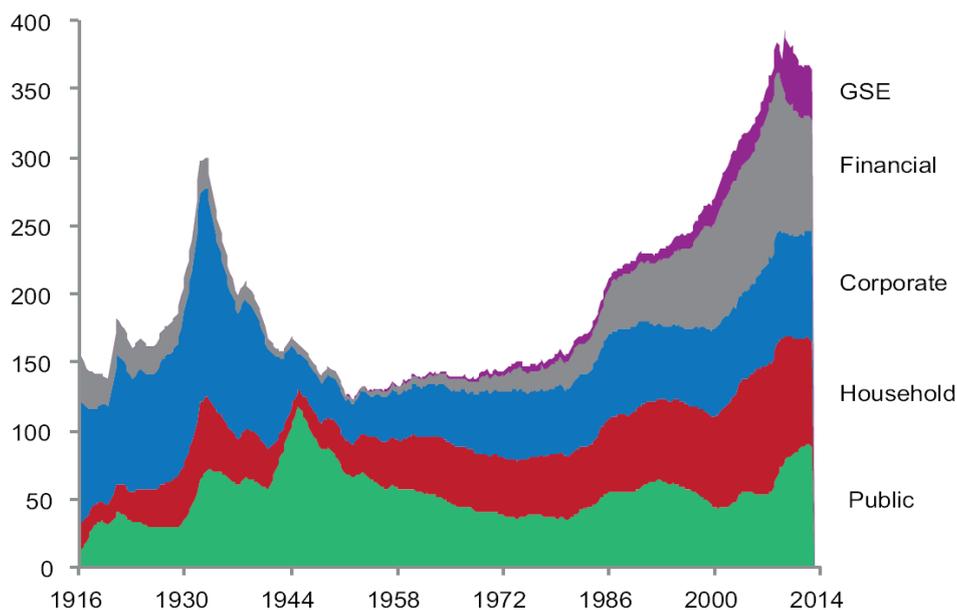


图 16 美国百年杠杆率趋势 (%)

这个图看得很清楚，最上面是金融部门，这次危机以后金融部门的杠杆率在收窄，下面三个相加是实体部门，实体部门的杠杆率还是处在相对平稳的状态。如果根据这个指标，中国也做得不错，中国金融部门在去杠杆，总杠杆相对稳定。

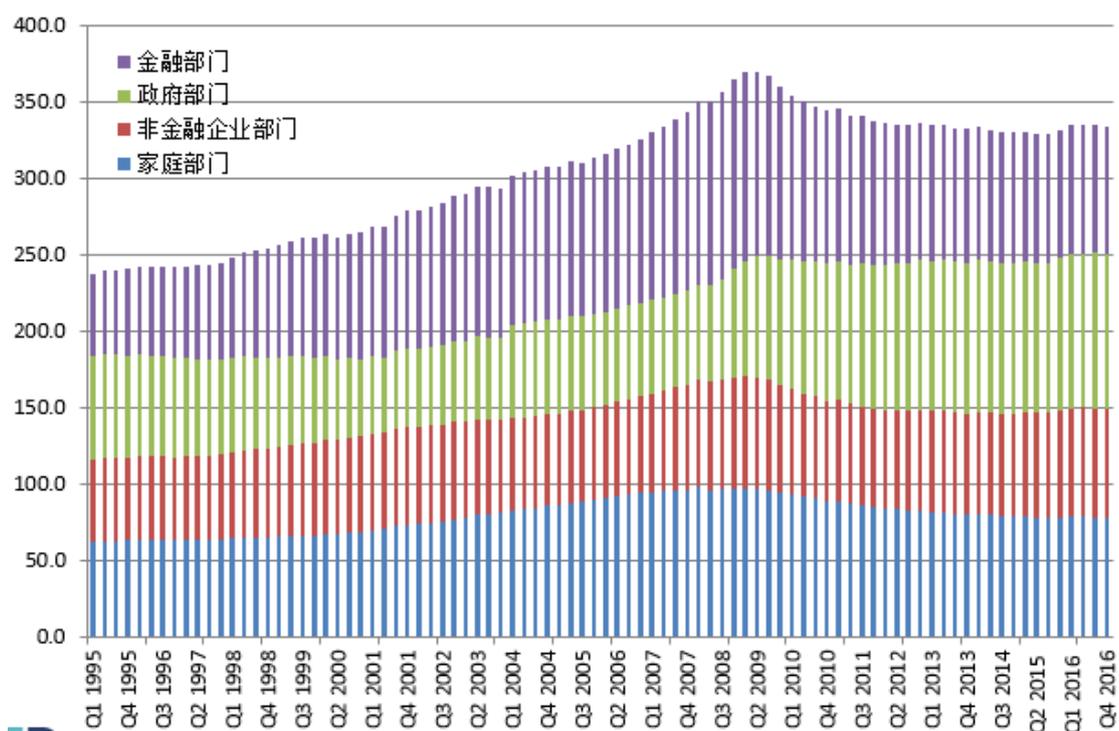


图 17 美国的季度杠杆率变化 (%)

从较长时间来看，我们发现在正常时期各部门加杠杆态势明显。美国 80 年代初开始放松管制和金融自由化，导致信贷与房地产扩张以及金融周期，这是非常重要的一件事，信贷周期和房地产周期都是在放松管制和金融自由化的前提下出现的，最后合力导致了金融周期，才形成信贷驱动增长模式。中国现在也是信贷驱动增长模式，这个模式最典型的是美国，因为美国还把外面的杠杆借来了，中国现在还没有这个能力，外面的杠杆很小。

中国也很特别。第一是投资主导，信贷扩张的软约束。其实在本轮危机爆发以后，政府投入 4 万亿的时候就发现那些约束都是形同虚设。第二，我们几乎所有的政策向来都是相机抉择的，很难设定一个界限。第三是房地产的支柱作用，国际上房地产信贷约占总信贷 60%。第四是金融监管之后的金融套利、监管套利等等。所有这些都使得信贷驱动增长成为中国最基本的发展模式。

在危机时期，特别是危机爆发以后会出现什么情况呢？第一，金融去杠杆；第二，实体经济作为一个整体杠杆率相对稳定；第三，相对于私人部门（企业、居民等），公共部门杠杆率急剧上升。

从长周期的视角，尤其是通过美国过去一百年的经验来看，一下子去杠杆是不可能的。我们现在处于“三步走”的第二阶段：在保持杠杆率相对稳定从而总需求相对稳定的情况下，通过杠杆率结构的变化，来降低杠杆率风险。

首先，每一个市场主体的负债能力和运行效率是不一样的，这就导致不同的主体来负债、承担杠杆风险是不一样的。比如为什么在私人部门出现大问题的時候，政府马上就挺身而出？因为政府有足够的信誉，掌握更多的资源，它其实并没有太大的风险。

其次，由于杠杆率本身的基点不一样、起点不一样，上升的空间也不一样。比如居民部门的杠杆率相对来讲比较低，当然有上升空间，所以其他部门的债务转移到居民部门也是降低风险的途径。

第三，同样是杠杆率，如果我们把杠杆率给了高效率的部门，结果就是总杠杆率不变，但风险一定在下降，因为高效率的部门承担了杠杆，它就产出更多。这是非常基本的道理，但是所有的国际机构和相关的投行可能对此没有强调，他们只看到我们的总杠杆率上升，没有看到我们的结构在改善。

我们要从根本上改变信贷驱动增长的模式。主要的原因还是和投资驱动

投资主导有关系，如果是投资主导就需要信贷支撑、信贷驱动，如果是消费主导就要靠收入来支撑，收入支撑的核心就在于收入分配。更重要的是只要我们完全按照信贷驱动模式来推动，最后的结果是收入差距越来越大，消费驱动根本无法完成。也就是说投资驱动会变成一个正反馈系统，它会自动实现。最后投资驱动越来越强，信贷驱动也会越来越强。中国发展到今天是需要更多的消费来驱动。

另外一个教训是美国，美国同样是消费驱动，但它是通过信贷驱动来支撑消费驱动，这是有问题的。我们需要通过收入分配来推动消费驱动，而不是通过刺激信贷。美国的次贷危机就是这样发生。这是实现“三步走”战略的第一点，改变信贷驱动增长模式。

我们需要有更多的证据来证明为什么分配是重要的。我们衡量的杠杆率是宏观杠杆率，就是债务/GDP，我们所讲的杠杆率不是资产负债率。宏观杠杆率（债务/GDP）和微观杠杆率（债务/资产）有什么关系？这和收入分配有很大关系。微观杠杆率等于宏观杠杆率乘以资产收益率（GDP/资产），当然这个资产收益率和微观资产收益率是有区别的。现在确实有人强调我们的微观杠杆率比较低，宏观杠杆率比较高的一个重要原因是资产收益率在下降。我们还想从另外一个角度解释，宏观杠杆率等于微观杠杆率乘以资产收入比，这个角度可以更好的支撑我刚才说的如果我们不是消费主导，不从收入分配着手的话，信贷驱动的增长模式很难根本改变。资产收入比是什么呢？《21 世纪资本论》研究表明发达经济体的资产收入比不断上升，中国比他们有过之而无不及。大家看这个图，红色的线是中国，最后上升的最高，尽管这个没有加上净外部财富，日本的净外部财富比较多，但是我们和他们的差距是 100 个百分点，净外部财富差距不到 50%，把两者加起来，中国的资产收入比在全世界是最高的。

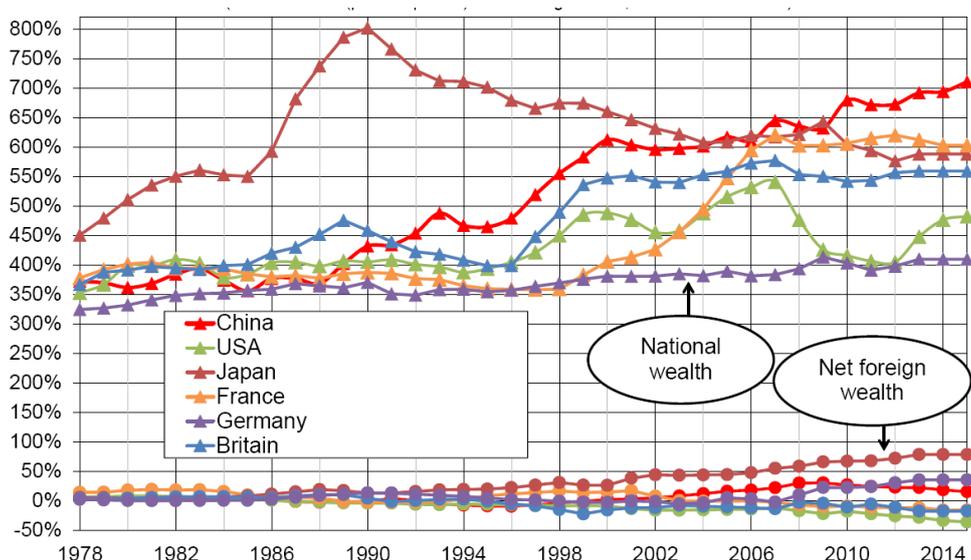


图 18 资产收入比国际比较

资产收入比最高说明什么问题？假定我们的微观杠杆率和西方都是一样的，乘以最高的资产收入比，我们的宏观杠杆率肯定也是最高的。资产收入比体现的是在发展过程中的分配关系，第一，和高储蓄、高投资有关系，资产收入比其实可以用储蓄率比上增长率来表示，我们的储蓄率 40%多，增长率 7%左右，储蓄率那么高，体现了我们消费不足，不是消费驱动。第二个因素是价格，你有这么多的资产积累，我们发展这么多年，以积累资产为最主要的任务，从这个比重可以看出来，没有以老百姓消费福利的提升为最主要的任务。我们现在的资产收入比高和房地产价格高有很大关系，如果我们希望资产收入比降下来，除了提高我们的消费，还要稍微减少积累。房地产价格要作出适当的调整，才有利于我们降低杠杆。

我们刚才这些分析想强调一点，中国目前这么高的杠杆率有太多的因素，包括我们的储蓄投资、债权融资结构、国有主导的金融体系、信贷配置的行政化等太多的原因能解释。如果要解决它，根本上需要改变增长的模式，改变基本的经济驱动的模式，这里面还涉及到利益的关系。

除了摆脱信贷驱动增长模式、纠正杠杆率错配，提高资金利用效率，还要通过改革，特别是要通过收入分配改革，改变现在的基本利益格局，使得消费驱动增长、消费主导增长的模式能够逐步建立起来。如果是这样，信贷驱动增长导致杠杆率不断攀升的模式，才有可能从根本上得到改变。

主持人/李扬：

谢谢晓晶，他 40 分钟的演讲讲了很多内容，我觉得有几点需要点一点。我们的研究肯定不仅仅是把数字擦一擦，简单分析一下。债务问题、资产负债表、杠杆等等是整个国民经济运行的反映，它的情况好坏、变化趋势和国民经济各个方面都相关。这是我们作为研究机构来做这个研究的很大不同，也是我们的优势之一。

有几个要点大家要注意：第一，从美国情况来看，它的居民在去杠杆，金融部门在去杠杆，政府在加杠杆，实际上发生了杠杆转移，由政府接下来了。很明显美联储的资产负债表扩张了两倍，现在开始要缩表了，缩表就是要卖它在救市过程中购买的各种权益。杠杆转移和去杠杆是两回事儿。我一直对美国的情况不乐观，中长期尤其不乐观，因为它没有消灭，就像变戏法一样从一个口袋掏到另一个口袋，现在又从另一个口袋掏出去，所以它的问题很大。我还是想提醒大家，金融部门风险到最后一定会转移成政府部门风险，一定会成为财政问题。现在美国最大的问题是财政问题，而且二战以来美国的经济出问题主要是财政造成的，金融部门不会造成太大问题，主要是局部的问题，只要是财政出了问题，它的经济就真有问题。根据这点我不看好美国的经济，因为它的财政存在问题。

我们也要警惕财政问题。中国是一个财政和金融最说不清楚的国家之一，总是觉得银行、财政是国家的两个口袋，这两个口袋中间漏洞太多。我们的研究就是想告诉大家，金融部门杠杆问题很严重，现在要处置它，要关注它，以后还要用更大的精力研究财政的杠杆问题。我们上次的报告里面有一个情景假设，到 2036 年中国政府的财政赤字会是什么状况？预设了 9 种情况，最差的情况是 160%多，最好的情况也得有 60%多，我们要非常注意这一点。

第二，金融和实体经济的关系。美国百年杠杆率一直都有，不可能消灭，只会越来越大。大家经常会问去杠杆去到什么程度，去到什么水平，很可能只要经济存在杠杆会永远保持下去，无非是高一点、低一点、快一点、慢一点的问题。如果是这样，我们提出去杠杆任务的时候就要把握节奏、把握规模、把握水平，这些问题都是需要深入研究的。我感觉恐怕在很长一段时间里，美国的趋势是一个世界性的趋势。随着金融上层建筑与实体经济的关系越来越密切，

可以容忍的杠杆率水平也会不断提高。这也是需要研究的问题。

第三，和收入分配的关系问题。大家知道主流经济学是不包括收入分配的，收入分配问题一直很边缘，很多人认为搞福利经济学的不是主流。但是现在这个事恐怕回避不了了，让福利问题、收入分配问题进入经济学框架之后，稍微研究一下就知道，这些都是密切相关的。这个问题也是需要展开讨论的。

最后，对于杠杆问题、去杠杆问题不能绝对化，很难说好还是不好。我记得上次提到可持续的问题，只要可持续就是好的。所以要研究可持续的条件和因素，既然摆脱不了它，如何可持续就变成常态。可持续肯定是应该有的角度，不能简单说杠杆上来就不好了，尤其要考虑到结构问题，如果把负债给效率更高的部门使用，没有什么坏处。这是一个高度复杂的问题。