



中国去杠杆（2016）：数据、风险与对策

国家金融与发展实验室

2016 年 8 月 31 日

中国去杠杆（2016）：数据、风险与对策

Jeongmin Seong

麦肯锡全球研究院中国
副院长

Jeongmin Seong:

首先，非常荣幸能参与到这么重要的国际研讨会。我是在麦肯锡研究院负责中国区的研究的，我们也出了几份关于总杠杆和去杠杆的报告。6月份我们出了一个比较长的报告，讲中国经济的转型。今天我们不能代表全世界的人民，但是我起码能代表麦肯锡的观点，分享一下我们的意见。

中国已经成为全球第二大的经济体，中国经济对全世界的贡献大家都知道，1/3 的增长来自于中国，中国面临的挑战不仅仅是中国的挑战，也是全世界的挑战。全世界的人民、全世界各个国家、企业都在关注中国发生了什么样的变化。从这个角度来看，特别是去年对冲基金或者投机者开始谈中国经济崩溃的可能性，他们往往提到中国杠杆的问题，说中国杠杆增长过快，会发生问题。我们更多的研究者要站出来，根据事实，根据中国的情况、特色，了解中国面临的挑战是什么。我们认为中国的经济有各种各样的机会。李院长提的一句话让我非常认同，关键是有一个根本性的生产力的提升。我们可以谈杠杆的问题，更关键的是如何解决这些问题。张教授提到增长的问题，李院长提到生产力提升的问题，这些都是根本性的问题。根本性的问题不是减债务，而是如何做根本性的改革，提高社会的生产力，这是非常重要的。

今天我是社科院的学生，学到了很多内容，讲一下这次研究的几个亮点。

第一，杠杆是好还是不好？这不是好或是不好的问题，从长期的角度，杠杆的问题或者去杠杆的问题是资源分配层面的问题，这是非常核心的观点。杠杆为什么从长期的角度来讲是一个挑战？如果这些杠杆率一直往上走，中国生产力更高的、能够推动创新的企业或者能够创造就业的中小企业拿不到钱，钱都给到僵尸企业，长期看，从资源分配角度会导致很严重的损失。下一步的话，能不能量化这些损失，当然从理论的角度我们都能理解。但从经济的角度，如果这样走下去，效率和资源错配会带来什么样的损失，这是我今天学到的很重要的一点。

第二，通过全球视角理解中国的杠杆现象，这也是一个非常精彩的观点。因为 2008 年以后杠杆是全球的现象，不仅仅是中国的现象。如果我们只看中国杠杆率往上走，中国经济碰到很大的问题，这样就会失去了全球的视角。杠杆升高是全球的现象，发达国家也有碰到同样的挑战，未来解决杠杆的问题，或者去杠杆的解决方案需要各个国家的协调。杠杆的问题又牵涉到货币政策、利率政策和汇率政策，张教授的团队可以多思考一下，需要什么样的国际协调，能不能得出一些很好的建议。

第三，非常精彩的部分是细节。我们自己也做过很多研究，收集数据，做各种各样的假设非常难，也非常麻烦。我在这次的 PPT 和研究报告里发现很多数据，这些数据背后，也有研究中国特色的情况，比如说政府债务，融资平台如何理解，跟财政部也有不同的观点，这是许多西方研究者比较容易忽视的地方，我觉得这个方面也是非常好。

第四，因为我们也很喜欢数据，这个模拟的计算非常有意思。把坏账率加上，做不同的模拟，更重要的是通过这些模拟得出政策方面的建议，需要保持可持续的增长，这是非常核心的观点。从模拟的方面，张教授有提到总需求的重要性，稳妥的去杠杆的重要性，我的建议是，通过量化来看接下来 10 年、20 年的路径怎么样，这是下一步有可能考虑的研究方向。

我们 6 月份在天津发布了我们的报告——中国的选择，快速的介绍一下我们的核心观点，跟张教授的观点有互补的关系。我们认为为了解决杠杆的问题，

需要经济模式有根本性的变化。中国目前的经济模式是投资主导的模式，这是在中国投资主导的模式下观察到的现象，条状图是中国名义 GDP，蓝色的线是中国融资增速，正常情况下名义 GDP 和融资增速需要牵着手同步走。中国过去十年、二十年融资增速超过名义 GDP 增速大概 15%到 35%，特别是最近几个季度出现分歧的现象，名义 GDP 增速下降，融资保持高的增长速度。这导致三个层面的挑战。第一个，中国整体经济利润分配的不平衡，我们研究过大概 1 万多家企业的财务报表，左边是中国不同行业的经济利润，经济利润是营业利润-资本成本分配，我们发现 80%中国经济利润是集中在金融业，因为在投资主导的模式下，银行的角色非常重要。我们看右边美国的利润分配是比较动态的，所以投资主导的模式面临的第一个挑战是如何使中国的经济更加多元化。

第二个，中国一直把钱放下去，放水，这遇到了一个挑战就是效率的下降。我们测算了为了产生一单位 GDP 需要多少资本？1990 年到 2010 年需要 3.4 元，现在需要花 5.3 元，意味着中国资本效率明显下降，大概 60%。

第三个挑战是债务。这方面张教授解释的很详细，我不会展开。但是因为假设等等的不同，我们的有些数据有些不同。希望以后可以多多交流我们的观点。我非常认同的一个观点是趋势，中国的杠杆率，特别是在 07 年以后，增长非常快速。从企业的角度，这意味着什么呢？开始的时候有提过 Debt to EBITDA（债务与息税折旧摊销前利润比），我们也有做过。我们大概有看过 3000 多家的公司，比较过 10 年和 15 年不同行业情况怎么样，灰色的是分布，中间有中值和平均值，我们发现过去 5 年 Debt to EBITDA 比率是大幅的上升。通常情况，在 7 以上，信用评估机构就会说它是垃圾债券。2010 年 20%的公司超过 7，今天 30%的公司超过 7，中国企业的健康程度在恶化。我们通过 Debt to EBITDA 倍数和 Interest Coverage Ratio(利息偿还能力)来估算中国目前的坏账率是怎样。刚刚有提到 IMF 的数据，我们有我们的观点，IMF 是计算 Value at Risk（风险价值），我们是 Value at Risk +违约的价值+恢复的价值。通过我们的计算，我们认为 2015 年中国银行体系中可能有 7%左右的坏账率，2019 年这个数据可能达到 15%左右。中国经济需要根本性模式的改变，我们也做过宏观经济的模拟。左边是投资主导的模式，右边是生产力驱动的模式。中国如果

能实现从投资模式到生产力模式的转型，到 2030 年，就会有 5 万亿美元的新增 GDP 和家庭收入的机会。特别是我们需要关注五个机会，这也是麦肯锡的观点。大家都谈中国经济危机，但我们认为中国有很多机会，大概是五个方面，因为时间的关系就不展开了。政策决策角度，特别是杠杆的角度，我们认为提高资本市场的效率和有序推进企业重组是非常重要的。中国很多资本是通过银行分配的，银行绝大部分都是国企，借钱的客户也大部分是国企。债券市场也是一样的，绝大部分的发行者是国企，购买者也是国企，跟银行的结构没有什么大的差别。中国股票市场也有各种各样的改革，但是对于创业者来说有很多挑战。中国有比较现代化的《破产法》，但是它的执行力量还没到位，特别是跟美国比，企业破产数是美国的 1/6 到 1/5 的水平。中国需要提高破产的执行力，国外有专门做企业重组的公司，把低效率的企业收购重组，再回到市场上，我们认为中国以后可以继续加强。这大概就是我们的观点。

这是我们最近发布的两个报告，如果有兴趣可以跟各位分享。谢谢各位。

主持人/杨燕青：

非常感谢 Jeongmin Seong 先生跟我们分享他的数据，每个图背后有大量的数据逻辑在里面，还对应着很多政策建议。我觉得非常有价值，就是给他的时间太少了，下次多找一些时间让他给我们再展开。他跟我们分享了一些麦肯锡的数据。他们计算的整体的杠杆最后是 240%，介于李老师团队和世界银行之间。他们对于 Debt to EBITDA(负债与息税折旧摊销前利润)数据分行业的测算是非常有价值的。里面有一个更有意思的测算是关于银行，一会儿杨行长可能会针对这个展开，测算银行的坏账是到 2019 年到 15%，这看起来是一个比较凶险的未来，它的政策建议还是要发展资本市场，回应了常欣博士的判断。同时，这也是在会议上第一次讲到企业的破产和重组的概念，关于银行的坏账，怎么看待银行的未来，这是另外一个特别大的核心问题。这样就引出德高望重的杨行长，有请。