



去杠杆政策转向了吗？

——中国去杠杆报告（2018 年二季度）

国家金融与发展实验室

2018 年 9 月 18 日

去杠杆政策转向了吗？

——中国去杠杆报告（2018年二季度）

马险峰：

今天是学习的过程，刚才晓晶主任和刘磊博士像用显微镜一样，把杠杆问题的方方面面都探讨得很仔细，特别是晓晶主任最后的结论。去杠杆还是要减少政府对财政、信贷资源配置的引导，要调整市场的力量，强调市场导向，用十八届三中全会中的内容口径来说就是“使市场在资源配置中发挥决定性作用”。我觉得这个报告的结论是重要的，但是报告中有些观点和想法我也不完全同意。总体而言，这份报告数据详实，把杠杆问题讲得很详细，方方面面都关注到了，我也在学习了解的过程中有几点认识想与大家讨论。

首先，合理的杠杆究竟在哪里？我认为从企业角度来讲，特别是从资产负债表角度来讲，合理的杠杆率是净资产收益率，也就是权益资本的收益率和借贷资本的成本是一样的，即权益资本的收益率高低取决于杠杆率边际的大小。在经济增长速度快的时候，权益资本的收益率高说明负债的能力就强一点，收益率低的话杠杆率就要降一点，所以提出了“三去一降一补”。这是假定借贷成本是不变的情况，如果假定权益资本收益率是不变的，则降息后企业就会倾向于增加杠杆率，加息后企业就倾向于降低杠杆率。我们从高速增长到中高速增长阶段，从粗放式增长进入到高质量发展阶段，客观地讲有一个降杠杆的趋势和过程。那么在这个趋势和过程中，

怎么样发挥好市场配置资源的作用同时更好地发挥政府作用？这与我国的经济发展阶段有关。我们国家现在整个经济状况是转轨经济，从传统计划经济向现代市场经济的过渡中，我们的现代市场体系还在建立之中，在这个过程中我们的金融问题、杠杆问题、经济的宏观调控问题都难以脱离转轨经济的状况。当我们和国际相比较的时候，国际上基本是市场经济国家，比如美国、英国、德国、日本等，市场经济国家中的市场力量和政府力量处于大致均衡状态，有若干年的经验。我们的转轨经济是从原来几乎百分之百的计划经济向理想中的百分之百的社会主义市场经济过渡，向市场力量比较强大的阶段过渡，我们目前还处于半山腰，在这种状况下我们的杠杆问题、金融问题都受到发展阶段比较严重的制约，这些问题对我们的认识、对我们的理论研究、政策建议、宏观调控都带来比较多、较大的挑战，而且西方发达国家的经济学家、政府管理、金融政策制定等方面的许多条件是我们所不具备的，或者说他们的这些经验都是我们难以直接借鉴和适应的，所以中国发展阶段的特点还是比较特殊。

第二，我们去杠杆的关注点应该在哪？感觉还是要关注企业，因为企业提供了广大的就业、提供了税收、提供了经济发展的动力。企业在降杠杆过程中获得的金融资源减少，也在政府宏观调控中受到压力。改革开放以来我们 GDP 增长从最高约 14%到现在 6.7%左右，在市场的调整过程中，企业面临的压力也是巨大的，因为市场本身就是优胜劣汰，这是很正常的。企业竞争失败以后，有些甚至要破产、倒闭，有些要转型发展，经济杠杆率一定会降低。所以宏观调控和金融政策还是要维护企业的发展，企业就是生产力，在杠杆受经济发展阶段制约的情况下，政府宏观调控要关注它、支持它。我们经济体制改革也是这样的，在计划经济里放松一部分，减少管制，企业就慢慢成长起来了，如果管制再加强企业就面临更大的挑战，我们要关注企业的发展，关注企业的困境，要解决融资难、融资贵的问题，这是我要强调的第二个问题。

第三，我们是转轨经济，金融发展过程也是转轨的。金融的基本特点对杠杆率的影响是巨大的，是不可逃脱避免的。在一定的金融结构下，企业的杠杆率逃不出金融结构的约束。那我们的金融结构有什么特点？习总书记在全国金

融工作会议上讲过“金融是经济的血脉”，就像中医号脉就能知道病情如何，通过杠杆率问题也可以诊断出我们的企业问题、我们的经济结构问题、我们的发展阶段问题。通过几十年来的发展，这些问题依然存在。货币多、资本少是我国金融结构的基本特征，这个特征从改革开放初期到现在，可能在未来 20 年、30 年、40 年这个基本特征都不会改变，但程度会有变化。我举个例子，2017 年底我国的货币化率大家都清楚 M2/GDP 是 191%，美国是 72%，英国是 121%，说明我们的货币多，接近美国的 3 倍。降杠杆、控制房价上涨都是因为货币先增加起来了。事实上金融的问题都来自于经济，实体决定虚拟，产业决定金融。那么这种情况下，货币多了资本就少了，这是长期发展形成的。资本市场是什么情况呢？资本有不同的概念，一年以上的资金叫资本，我们从最狭义的、能够反映大多数资本的角度来考虑，用股票市值加债券市场未清偿的余额与 GDP 作比，我国是 149%，美国是 376%，英国是 400%。我们的货币化率加上资本化率等于金融化率，当然这个金融概念囊括了百分之八十以上的金融资源，未包括租赁、担保等。我国的金融化率是 341%，美国是 448%，英国是 521%，通过简单的比较发现，我们的金融特点是货币多、资本少、金融发展滞后，金融不是发展过度了而是发展不足。这种情况下，权益资本少自然负债就高了，企业就要增加资本，但资本市场发展受各种各样的制约，比如排队上市的企业很多，较多时有五六百家，而市场容量有限。在资本市场发展还不够的情况下，企业的长期资金少，长期投资就会后劲不足，融资难、融资贵现象肯定会突出，实体经济杠杆率必然高，因为金融结构就是这样的。于是资本市场就成为金融体系的短板，不利于经济的可持续发展，货币多的话有什么好处或者是有什么特点呢？特点是货币资产集中在银行体系。根据上市公司半年报的比较来看，在 3500 多家上市公司总利润中，25 家上市银行的净利润能够占 40%左右，因为在这个金融结构下，货币多数资源都集中在银行体系。因为银行掌握了大量金融资源，千家万户的中小企业根本没有和它议价的能力和条件，这种情况下银行利润必然就高了，实体企业利润必然就低了，且创新能力、研发能力、长期投资能力都不够，高质量发展面临巨大挑战，这是金融结构决定创新能力。以上是高杠杆

率长期存在的一些问题。

企业杠杆率理论上是要降，但是怎么降？加资本还是减负债，还是减少生产能力？我认为应该是加资本，要发展股权资本市场，要增加企业股权融资的能力和条件，创造更好的条件加大股权融资。金融资源的目的是想得到合理的回报，这个回报是靠企业创造利润来支撑的。当然政府也有创造的能力，比如提供公共服务等，但是从市场角度来看国民经济的基础分配还是在企业。所以要把企业做强，要把企业发展起来，中国要高质量发展、建设现代化强国、实现中国梦还是要靠企业。杠杆率从表面上看是来自企业的，但核心是要解决企业发展的融资难、融资贵问题，要着重解决企业发展面临的问题。对宏观经济调控出谋划策，实现经济可持续发展，不能仅仅是就事论事，不能脱离中国的发展阶段，不能脱离企业面临的问题特别是中小企业面临的问题，如果纯粹从杠杆率本身看问题，容易看不到全貌，容易看不到未来的政策方向和着力点在哪里。

我国现有的金融资源从总量上来讲规模还比较大，而金融落后的原因是我们的金融资产规模并不是很大。瑞士信贷银行 2017 年全球财富报告测算，我国的财富总值居世界第二位，达到 29 万亿美元。由于测算口径不同，这份报告不一定那么客观和全面，但是我们可以看到一个趋势。从成年人的人均金融财富水平看，我国与主要发达国家还存在着比较大的差距，我们成年人人均金融财富是 1.3 万美元，美国是 32 万美元，英国是 17 万美元，日本是 15.4 万美元，亚太地区平均是 2.8 万美元，全球平均是 3.6 万美元，所以中国还是个穷国，随着将来不断地发展，未来金融财富还会不断增加，那么在杠杆中可借出的钱还会越来越多。所以要合理配置金融资源，使创新能力强、可持续发展能力强的企业进入金融体系。因此，怎么实现降杠杆的宏观调控政策目前，咱们这个课题确实很重要，应持续关注，以后要研究解决企业融资难、融资贵问题。转轨经济过程中政府拥有大量的资源，和市场经济国家不同，我们的政府除了拥有财政收入之外，还拥有土地资源、国有企业，这是西方国家所不具备的。所以在宏观调控过程中发挥政府作用很重要，同时政府的力量除了配置好自己的

三方面资源之外，还要加大对企业的支持和扶持。通过改革开放建立社会主义市场经济体系是我们的发展目标，在建设现代市场经济体系过程中如何把各种类型的企业支持好、扶持好，也是政府调控的非常重要的任务。

我有这几点感想，显然也不太全面，供大家参考。

主持人 张晓晶：

非常感谢马院长的精彩点评。首先，他提出我们现在很多问题和转轨经济有关。第二，他提出“货币化率+资本化率”的概念，这是很有意思的，我们用的是金融总资产，我们觉得这个概念有可能能囊括您这个概念，如果用金融总资产的概念，我国除了比英国低一点，比美国都高了，这是不同的角度。第三，您在证监会工作，您的工作不是降债务而是要补充权益资本，发展资本市场，也是很好的建议。我们认为融资结构的变化不能根本改变最后的高杠杆，和您判断可能会有点出入，但是我们讨论本来就是在争论、在推敲，再次感谢马院长的精彩点评。