



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

刘磊

国家资产负债表研究中心

研究员

刘磊：

谢谢李老师，大家下午好。我汇报的内容与 8 月份 IMF 第四条磋商的报告比较相关。IMF 第四条磋商是 IMF 和会员国之间的协议，其中第四条写的是每年和会员国政府以及一些学术机构进行磋商，最终形成对宏观经济、宏观政策上的一些建议。今年的政策建议里有两点和杠杆率相关，其一是信贷激增问题比较严重，其二是中国政府部门未来的财政空间可能不像我们所估算的数据显示的政府加杠杆空间较大，IMF 认为这个空间比较有限，所以我的报告主要解决这两点问题。

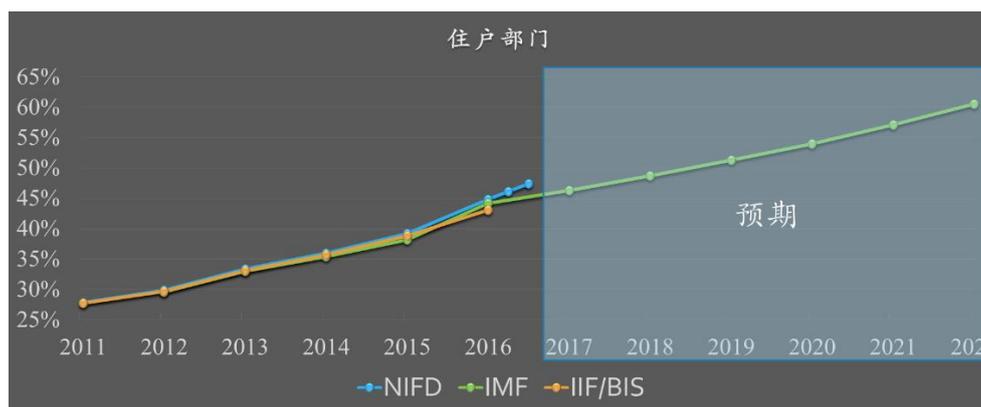
我的报告分成五个部分。

首先最重要的是认清事实，包括标普在 9 月份时下调了我国的主权风险评级，穆迪在 5 月份下调了评级，而这涉及到中国杠杆率的估算与杠杆率估算的国际比较。所以我们认为应把我们的数据与其他部门，如标普、IMF 所做的估算进行比较。第二部分是看政府债务范围的主要分歧出在哪儿。第三部分是对中国债务水平上升的简单宏观分析，第四、第五部分是债务激增问题的分析以及财政杠杆率的空间及趋势分析。

第一部分是国际比较，目前杠杆率权威数据发布的组织包括几个机构，国际货币基金组织（IMF）、国际清算银行（BIS）、国际金融协会（IIF）、国家金融与发展实验室（NIFD）以及其他估算。IMF 在居民部门、企业部门和政府部门等所有的杠杆率都由自己估算，而 BIS 和 IIF 并不是自己估算，它们的政府部门杠杆率数据直接取自于 IMF，其他的数据也有不同来源。大家在运用

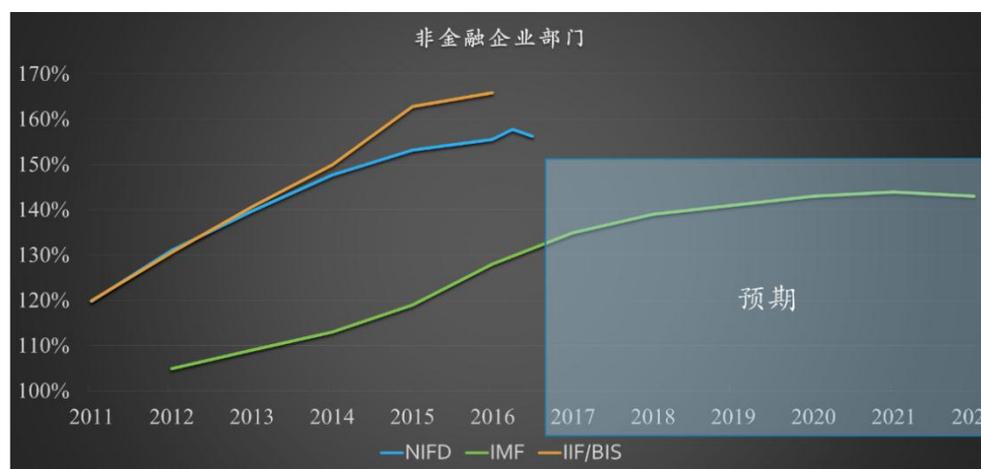
时采用不同的数据，最后得出的结论也存在一定区别。比如穆迪采用的是国际金融协会的数据，标普有自己的估算和更特殊的口径。我们比较了各方估算的区别。

【图 1 住户部门】



首先是住户部门，NIFD、IMF、BIS 和 IIF 各机构所有杠杆率数据都相仿，其中 IIF 的数据写得很清楚，直接来自国际清算银行，所以他们两个数据是一致的。可见，各机构对于住户部门估算基本一致，但是因为我们高频数据（国家金融与发展实验室目前以季度为单位定期发布中国杠杆率），可以看出 2017 年前两个季度略超预期，其原因刚刚张老师已经详细介绍过，一个是房贷，一个是短期消费贷款上涨较快。

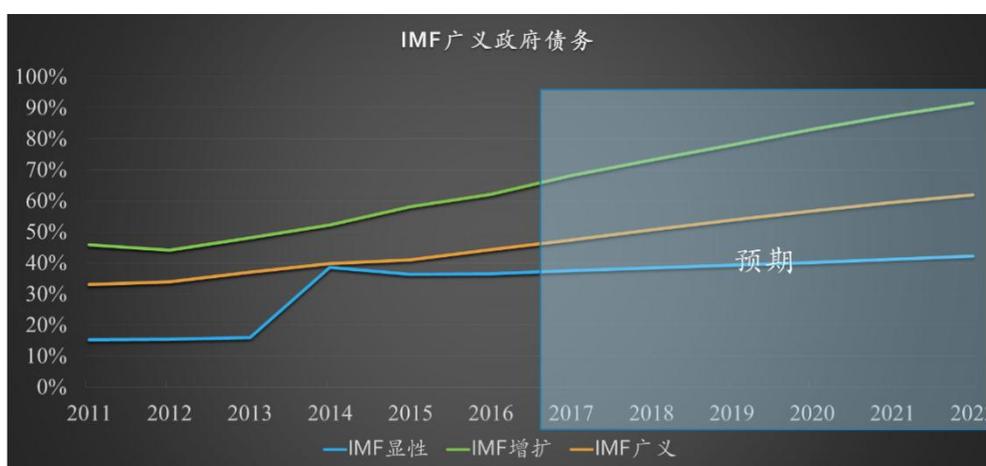
【图 2 企业部门】



第二是企业部门，其实大家区别比较大。下方绿线代表 IMF，它的口径最小，我们的口径和 BIS 之前的口径基本类似，但在 2015 年之后，由于 BIS 口径扩大

而有所区别。我们在 2016 年和 IMF 的估算大概相差 27%，我们计算在 2016 年年底是 155，IMF 是 128，中间相差 27 个点。事实上我们和 IMF 估算的实体经济总杠杆率几乎完全相同，2016 年年底我们估算的数据是 234.7，IMF 估算的数据是 234。总杠杆率相同，而企业部门存在这样大的缺口，其原因就是刚刚李老师已经提到的划分的问题，即我们将这部分债务视为企业的债务，但 IMF 将其视为政府的债务。还有不同的是 BIS 在政府部门采用的是 IMF 的另一套算法，所以总的杠杆率水平比我们估算的高出约 30 个百分点，也比 IMF 高 30 个百分点，之后我们会进行详细分析。

【图 3 IMF 政府部门】



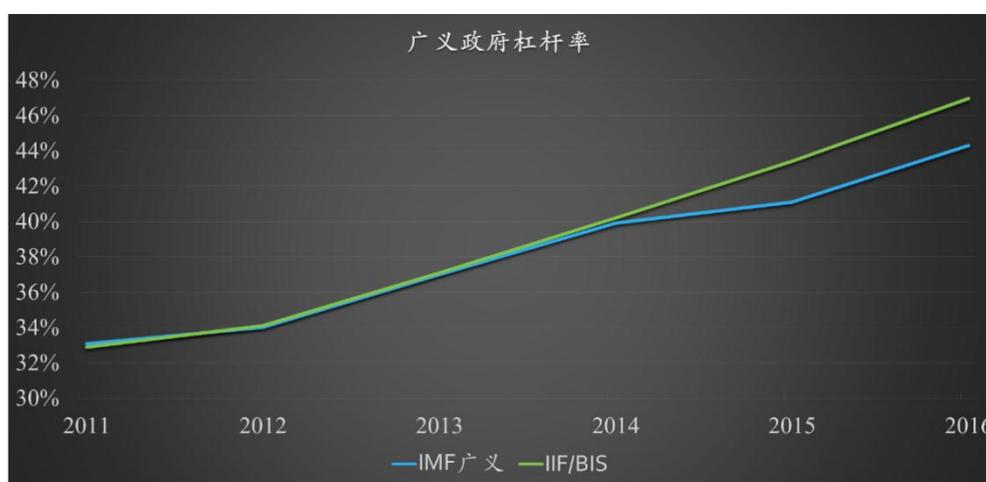
第三是政府部门，比较特殊，首先 IMF 自己有三个口径，最窄的是所谓政府显性债务，还有更宽的口径即 IMF 增扩的债务。之前李老师和张老师也提到，把政府融资平台、专项建设基金和政府引导基金部分的债务加进来，形成更广义的债务，就是增扩的债务。中间橙线代表广义的债务，BIS 实际上引用的就是这条债务估算，后面我们会分析它的区别。

【图 4 NIFD 与 IMF 政府部门】



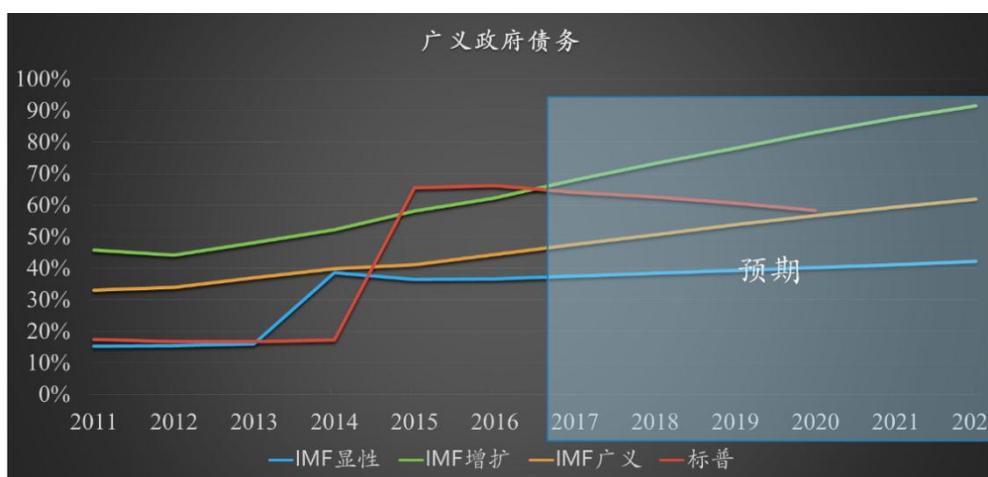
我们的数据可以看出，与 IMF 最窄的口径即所谓显性债务口径几乎相同。但是 IMF 在 2013 年和 2014 年之间有一个缺口，该缺口来自于它对于政府债务的认定。2014 年有了 43 号文和新预算法，把过去一些政府融资平台债务的部分认定成地方政府性债务，所以在 IMF 上有这样一个断点。我们对 2014 年之前和 2014 年之后政府平台的债务中的哪些部分划入政府债务，哪些部分划入企业债务作出认定，并用这样的方法将之前的数据补全，形成一条比较完善的时间序列。这个方法实际上在一季度杠杆率发布的时候常欣老师介绍得比较清楚，这里我不再赘述。

【图 5 BIS/IIF 与 IMF 政府部门】



这是 BIS 和 IMF 的广义政府杠杆率，实际上写的很清楚，BIS 的数据直接来自于 IMF，IIF 的数据是来自于 BIS，所以这几个数据应该是完全相同的，而 2015 年、2016 年的不一致是因为数据更新的问题，但实际数据应该是相同的。

【图 6 标普与 IMF 政府部门】



在 9 月份时标普给我们下调了主权债务评级，所以我们也关注了标普对政

府广义债务的估算。图中红线可以看出，起码在 2015 年、2016 年标普的口径一定比 IMF 广义口径还要大，这点标普的说明中也有，它既包括平台债务，也将部分国企债务放入其中，所以它的口径要更大一些。但有一点奇怪的是，它对于 2017 年之后的债务水平预期是向下走的，这和其他所有的估算都不一样。

以上就是我总结的我们的估算数据与国际上其他估算数据的区别，总体上我们和 IMF 基本一致，没有什么区别。唯一的差别在于对一部分政府融资平台债务是算作企业部门还是算作政府部门，因此把这一点看清是比较重要的。首先看 IMF 的口径，它最窄的口径，也就是所谓的政府显性债务在 2016 年时是 36.6%。在 2014 年一篇工作论文中比较清楚地介绍了 IMF 是如何计算增扩政府债务的，基本公式是在显性债务的基础上加上未加入显性债务的政府融资平台、政府引导基金和专项建设基金（增扩政府债务=显性债务+融资平台债务+政府引导基金债务+专项建设基金债务）。加上这几个口径，IMF 增扩政府债务为 62%，与显性债务之间相差 26 个百分点，而我们在企业部门也是差这 26 个百分点。广义政府债务，实际上是在显性债务的基础上将融资平台乘以一个系数（广义政府债务=显性债务+融资平台债务*系数，该系数每年有所不同，约为三分之二），所以它介于窄口径和宽口径之间。实际上政府引导资金和专项建设资金很少，到 2016 年约占整体 GDP 的 4.2%，而影响最大的是我们没加入到政府融资平台的债务，约占 21.5%，这一部分导致了大家的区别。最后对于显性债务，2016 年时 IMF 估算的是 36.6%，我们估算的数据是 38.8%，仅差两个百分点，估算的口径、方法基本类似。

第二部分的一个重要问题是，上述债务算作政府债务还是算作企业债务存在比较大的分歧。这个分歧很有很多主观上的意见，从法律上肯定算作企业债务，但从事实上、责任上、权益上认定，它和政府又有一定的关系。这一点从两方面来分析：

首先从政府意图，如李老师说从 2014 年开始对债务进行一系列界定：扩张预算内的、严格限制预算外的新预算法于 15 年开始生效；2014 年四十三号文将过去的政府融资平台债务进行了区分，之后是进一步的债务置换；2016 年八十八号文进一步对地方政府进行债务风险分类，其实为未来地方政府发债提供了更多的便利条件；今年五十号文是让地方政府自查。就相应的一系列事件，

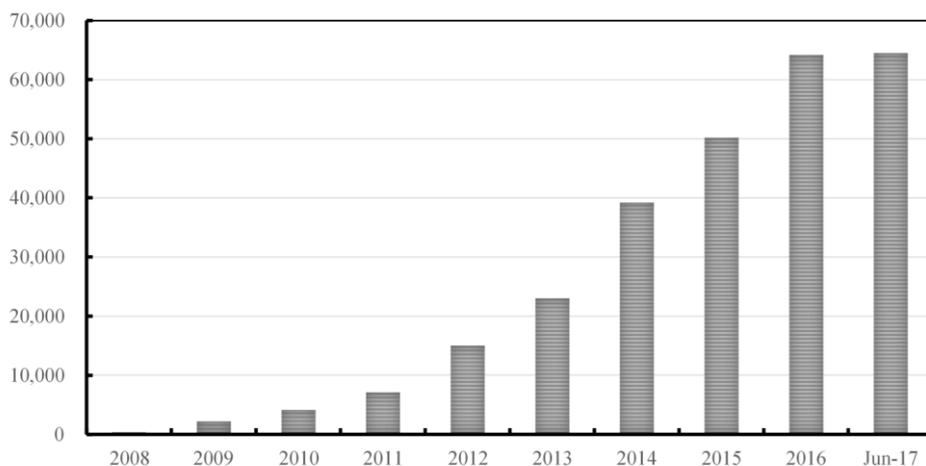
我们认为从官方角度或从政府层面上，这部分债务在未来要逐渐变成企业的行为，而不是地方政府债务，所以我们更倾向于将其认作企业债务。

【图 7 城投债、企业债、国债收益率】



第二是市场对这个问题的看法。图 7 中中间绿线代表城投债的到期收益率，上方橙线代表企业债，下方蓝线代表国债。从理论上，如果城投债的收益率略接近于企业债的收益率，则说明市场参与者对城投债观点更接近于企业债，是企业的行为；更接近国债的收益率曲线，说明市场观点认为城投债是政府债务。可以清楚看出从 2016 年第三季度开始至今，图中绿线逐渐接近于企业债，代表目前市场观点更认同于将地方政府融资平台所发行的债券视作市场债，即公司债券，相应地要承受公司企业债的信用利差。所以一是从政府本身的态度，一是从市场大家的观点，均支持我们把这部分债务划入企业部门。

【图 8 地方政府融资平台债券】



从事实上也可以看出，如上图所示，2017 年地方政府融资平台的债券发行

现在基本保持稳定。

之前李老师也提到，标普在上个星期下调中国的评级至 A+的水平，穆迪是 5 月份下调，目前这三个机构对中国的评级都有所下调，但他们的框架有一定不同。这在一季度杠杆率发布时穆迪的李总特别提到，实际上中国的财政实力在穆迪的评级中看起来较强，只是由于债务扩张它的边际效益显弱，也是这次下调的主要原因，但本身的债务还是较好的。标普的评级分成五类，将财政进一步分成债务和财政效果和稳定性，它也显示债务较强，但在边际上减弱。因此通过之前的分析，这部分债务到底归入企业部门还是归入政府部门，对于评级的影响比较大。穆迪采用的是 IMF 折中的债务数据（即 IMF 广义），标普采用的是自己更广义的债务，实际上他们都把中国债务放到更宽的口径上去估计了。

第三部分稍微补充一些关于中国债务水平上升的理论分析。

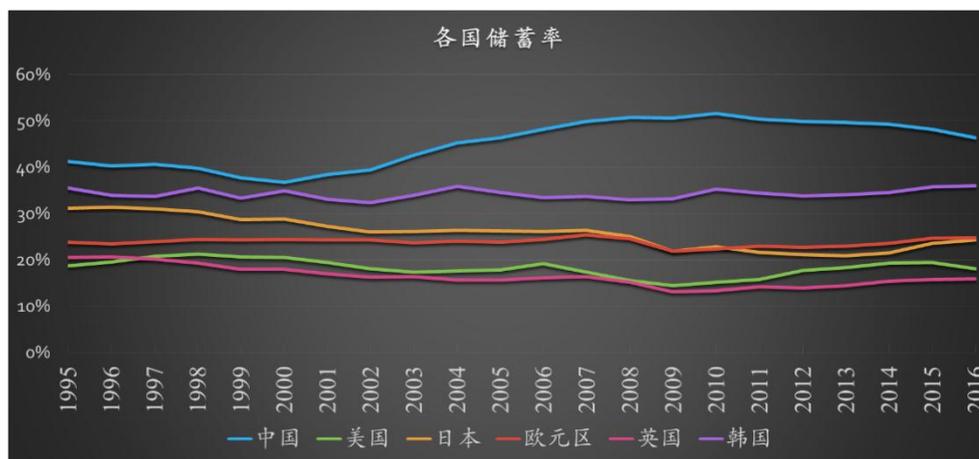
关于对信用的看法，我认为信用这个问题类似于货币的两面，关键是它在资产负债表里资产方和负债方都要有所体现。比如说企业有一笔负债，就一定有一笔银行资产负债表的资产与之对应。任何一笔负债都对应着另外一个部门的资产，而银行本身是一个中介机构，对应着居民的存款或银行理财等，因此一定会对应到居民资产。那么，中国的债务为什么这么高？反推可知，企业或政府基建项目的债务实际上来自于居民本身的存款或债券投资。那么可以通过减少债券投资的途径来降低债务，即居民或政府采用股权投资的方式直接投资到企业和政府基建项目中去。

$$Y=C+S$$

$$S=\Delta Wealth$$

这是最简单的宏观模型，居民剩余资产的配置决定了债务的增速。从宏观的角度，总收入减去消费成为了储蓄，这部分储蓄成为新增的财富，变成了新增股权或新增债权。所以债务变化的成因有两个，其一就是储蓄率。储蓄率如果高的话，每年新增的财富一定高。此外就是股权投资和债权投资的比例，若此时还要保持股权投资和债权投资比例，就会导致杠杆率上升。目前中国的高杠杆率与高储蓄率有一定相关性。

【图 9 各国储蓄率】

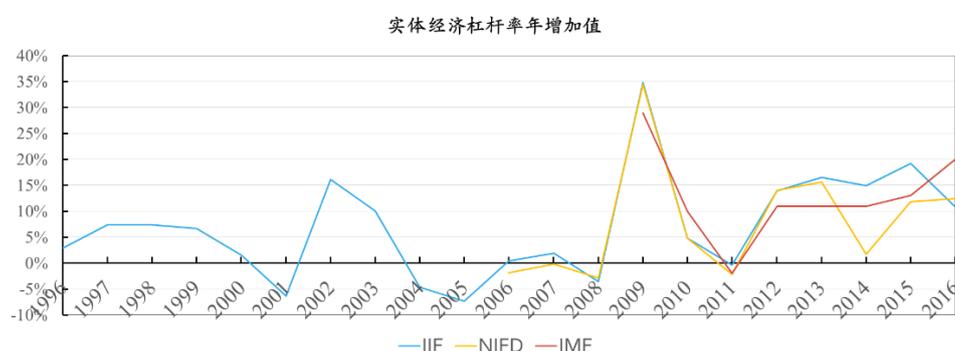


上图是各个国家储蓄率的对比，可以看到中国的储蓄率虽然从 2010 年开始已经逐渐下降，但依然远远高于其他国家的水平，目前是 46%左右的水平，这是我们宏观上的一个观点。

第四部分讨论一下中国债务激增的问题。

IMF 在这篇磋商报告里面提到一个数据，在过去五年中，中国实体经济杠杆率上涨了 60 个百分点，这与我们自己的估算也相同。还有一个客观数据指出，过去有 43 个经济体在五年中实体经济的杠杆率上涨超过 30%，而这 43 个经济体中只有 5 个没有发生经济危机，其他的 38 个全部发生过经济危机。若再考虑到基数，初期杠杆率已经超过 100%、五年中上涨超过 30 个百分点的经济体全部发生了金融危机，这是一个十分重要的提醒。中国的杠杆率在过去一段时间确实上升较多，也符合在过去五年之内杠杆率上涨超过 30%的情况，所以金融危机发生的风险确实较高。但在后面我将再具体分析细节上的差别，因为细节上的差别反映了未来实体经济杠杆率发展的趋势。

【图 10 实体经济杠杆率增加值】

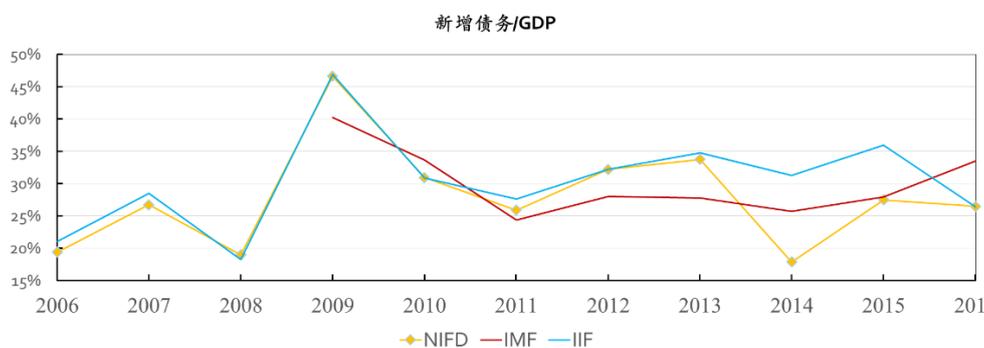


刚刚已经说明，大家对总杠杆率的估计较为一致，但对每一年的变化稍有不同。图 10 红线是 IMF 计算的实体经济杠杆率每年新增的值，即每年的增加量。

可以看出在过去的五年间，基本上每年在 10%到 15%之间，而且保持上升的趋势。我们的估算和 IMF 这五年总体上相同，但是每一年的增加量稍有不同。IMF 估计杠杆率的增加是前少后多，而我们的估算是前多后少，这其中一个主要的分歧在于过去一些债务的确认时间，尤其是在 2012、2013 年由于保增长的压力增加了很多影子银行，我们把那部分债务更多地放在了当年，因此那时债务就大幅增加，而 IMF 在 2012、2013 年新增量比我们的估算要少，但在 2015、2016 年有所增加。这点决定了未来的趋势，如果按照我们的估算，在 2015、2016 年债务增加将趋于平稳阶段，尤其是看 2017 年第二季度的数据，增加的幅度将更小。

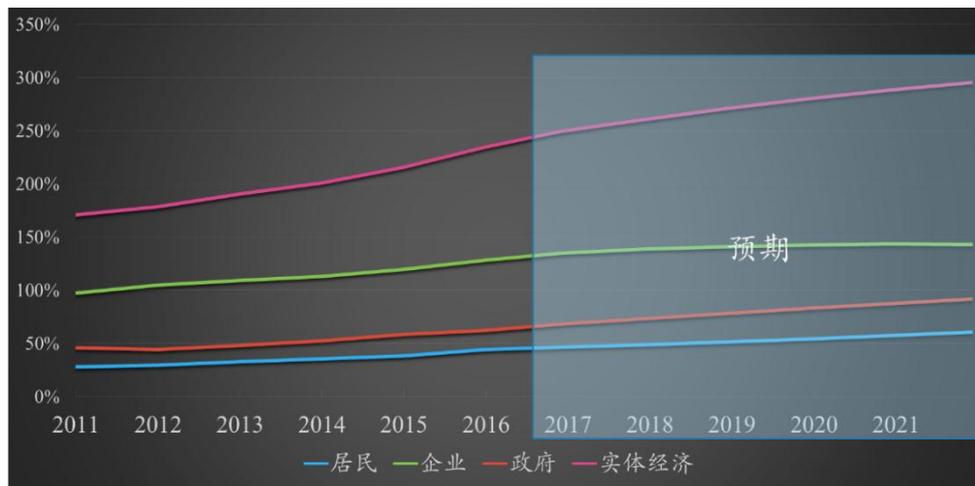
事实上，政府已经充分重视到债务水平增加较快的问题，目前债务是在下降的，但是如果按照 IMF 对债务五年内上升的估算，可能得出完全相反的未来预期。从另一角度来看，得出的结论是相同的，就是图 11 所示每年新增债务占 GDP 的比例。可以看出，代表 IMF 的红线基本上升，我们估算的黄线持平，代表 BIS 的蓝线是在下降。这个观点如果认可该分析的正确性，那么我们债务激增最危险的时期就已经过去了，之后的杠杆率在逐渐趋于平稳，也就是张老师说说的“去杠杆”第二个阶段，现在可能已经到达了。

【图 11 新增债务占比】



第五部分的问题是财政赤字的空间，也是第四条磋商里另一个重要的问题。

【图 12 IMF 杠杆率预期】



根据我们的判断，目前处于“去杠杆”第二阶段，即杠杆率由缓慢上升到平稳，然后在实体经济内部部门之间进行转移。图 12 是 IMF 所做的预测，可以看出，它对我们国家 2017 年到 2022 年杠杆率的上升预期幅度较大。其中实体经济杠杆率大概从 240 上升到 290，上升了 50 个百分点，政府部门从 60 上升到 90，上升了 30 个百分点，IMF 的预测比我们的预期高。我们可以分析下如果杠杆率按照这种方式上升的话，未来会发生什么，有哪些条件可能是做不到的。

【图 13 GDP 中新增债务占比】

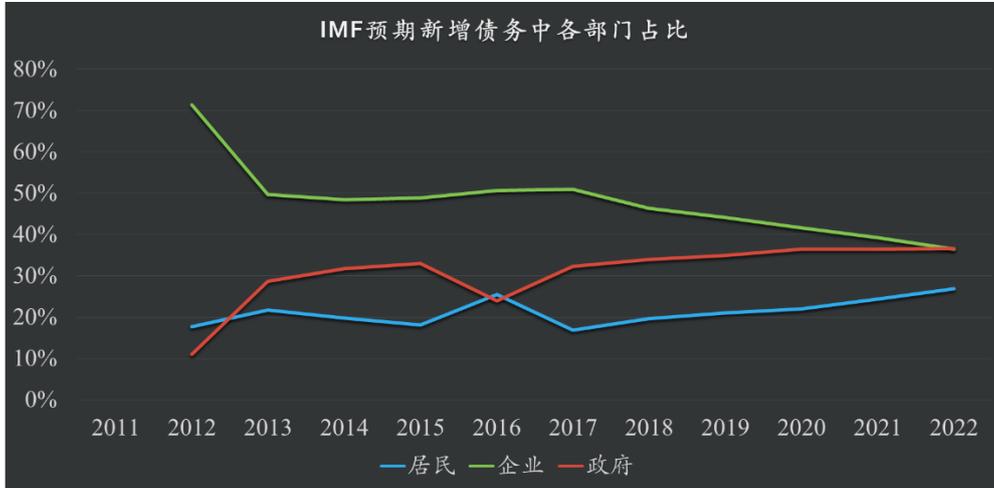


图 13 是我们按照 IMF 对 GDP 增长的预期以及对未来杠杆率的预期反推回来的 GDP 中新增债务占比曲线。其中绿色代表 GDP，蓝色代表实体经济债务，红线代表的实体经济新增债务占 GDP 比例从目前的 35% 下降到 28%，下降了 7 个百分点。但是我们认为有两个条件可能会发生变化，第一就是储蓄率下降。事实上储蓄率从 2010 年到 2017 年已经下降了 6 个百分点，如果持续降低，我们认为这条红线将下降得更多。

第二个重要的问题就是股权投资的占比。因为储蓄率最后或是形成了债权投资或是形成了股权投资，如果股权投资占比上升，那么债权投资占比将下降。

例如刚刚李老师提到的债转股，已经说了很多年了，目前也已经提到议事日程上，债转股是把一部分债权转为股权，可以预见未来股权投资占比是一定会上升的，所以到 2022 年时整体的债务水平很可能要比 IMF 预期的要低。

【图 14 新增债务中各部门占比】



在整体的债务水平的基础上还有债务分配问题，图 14 是根据 IMF 杠杆率预期反推出的新增债务中各部门占比。其中企业占比在逐渐下降，政府占比在逐渐上升。到 2022 年，每年的新增债务中政府和企业都要占到 40%，居民约占 20%。我们认为这个假设还有待考证。目前在国企去杠杆以及地方政府融资多元化、市场化的情况下，虽然政府部门的杠杆率还会上升，还会有杠杆的转移，但是究竟能不能达到每年新增债务中政府和企业占比相同，还有待商榷。如果未来趋势中政府部门占比到不了这种程度，那么最终政府的杠杆率很可能类似于我们的预期，处于“去杠杆”第二阶段，而不是像 IMF 预期政府的杠杆率从 60% 上升到 90%，这是我们主要的判断。

总结起来刚才我说的这几点：首先是我和 IMF 的杠杆率估算基本一致，但是和 BIS 不一致，这是因为 BIS 在部门之间可能有重合，有些部分既放在了企业部门，又放在了政府部门，因此它倾向于高估杠杆率。在用这些数据时需要注意，推荐使用 IMF 的数据，我们的数据更高频且基本上与 IMF 一致，也可采取。而我和 IMF 的一个主要分歧在于融资平台债务的归属问题，在计算杠杆率的时候 IMF 倾向于把融资平台放在政府部门，我们倾向于放在企业部门。此外，我们认为高杠杆与高储蓄率有关。关于过去五年的债务激增，虽然事实确定，但是从趋势来看债务激增最快的时期已经过去，未来的风险将逐步

降低。政府部门的杠杆率还是会继续上升，但是我们认为上升的幅度不会像 IMF 估计的这么大，它上升的空间还是有限的。

这就是我汇报的内容，谢谢。

李扬：

我想说一下，他的汇报中很大篇幅在讲口径，而口径主要集中在政府设立的机构是中国最大的问题。关于这一点，现在怎么讲都有道理，从法律上说是企业，但从事实上背后还是政府。所以我们主张今后在法律上确定出一个新的券种，即政府机构债。事实上我们这个研究已经做完了，但因为这可能会涉及到法律修改，是十分重大的一件事情，也许我们会等到十九大之后提出，再给新政府做一个建议。

如果这样我们许多概念都一致了，很多无畏的争论也都会消失，因为在中国目前我们许多叫做金融债的实际上都是政府机构债。其实这很简单，设定一个法律就解决了，市场也有一个评价，认为这是一个新的券种。

第二确实有一个问题，大家研究债务的时候要深入研究储蓄率高低的影响。你看中国现在大家说债务在增长，杠杆率在提高，可中国是高储蓄国家。发达国家中比较多的责难的是日本，日本政府才 400 多万，但是日本根本没事，美国就有事，希腊那一点它就出大事，所以，国民经济层面上的格局，到底对金融层面债务杠杆率有什么影响，这是值得研究的。

我们在中国从来没有觉得这会有什么事，日本也不觉得政府 400%多的债务会有什么事。日本是高储蓄，跟我们一样的，但这个因素一直没有被引到债务评价和信用评价体系里来，只是作为一个附带的因素。我觉得下一步研究的时候要将这个因素引入，这样一来我们就什么事都没有了。