



## 从去杠杆到稳杠杆

### &全球经济金融展望

国家金融与发展实验室

2018年11月16日

## 提问:

请教张老师一个问题，我们也研究杠杆率的问题，我有两个想不太明白的，第一个杠杆率它的，我们老是从量上来说杠杆率，它的含义是什么？分子和分母之间可能存在一些关联，在去杠杆的过程中到底是增大分母还是减少分子。我们现在采取是减少分子，在减少分子的过程中两个弹性不一样，比如我减少一单位的分子，可能代表 1.2 的分母。如果是债务紧缩的话是一个正反馈的过程，这就比较麻烦，这种去杠杆可能是出现我们不想看到的宏观波动。另外一个问题债务的属性实际上为什么杠杆率大了呢，包括日本，日本这几年陷入 20 多年的后退，我现在思考的这是一个一般均衡的联系，分子和分母之间，我们在去杠杆过程中能不能，结构性去杠杆，能不能去掉这些不好的债务，对 GDP 拉动没有特别有效的债务，但是我们感觉我们这个去杠杆是出了一点问题，可能是逆向选择。

第二个问题，也是我们的思考，杠杆率这个指标我们找不到微观基础，我们在研究过程中张老师说微观的去杠杆，债务比 GDP，实际上对微观基础上，一个企业里面是债务比它的营收，大约是这个意思。在我们宏观的用债务比 GDP 的话，一个

存量比流量，反映不到结构性的问题，反映不到流动性的问题。有些债务杠杆率特别高，但是流动性没有问题，有些杠杆率不算太高，但是流动性出了问题，我以前在银行工作，我们以前银行大股东，一大堆银行，20%的不良率，但是它一直活着，我发现流动性没有问题就一点没有问题，我们现在用债务比GDP，用这个指标可能反映不了结构性的期限错配问题。用在企业上更多是用流动比率这样的指标，今年我觉得我们写了很多报告，今年是一个流动性危机，实际上杠杆率反映不了国家资产负债表稳定这块的，现金流量表这块流动性没有问题。这是我两个想不明白，一个是分子分母一般均衡的联动，另外是存在杠杆跟流动性的问题，现在流动性危机已经爆发，想救流动性，但是对杠杆和流动性之间的理解没有想明白。

### 张晓晶：

你是做了很多评论，也提出很好的见解。这个问题一下子都解决不了，为什么呢？第一个问题分子和分母问题，我记得2016年权威人士讲话，人民日报上，权威人士说什么呢？我们已经不能靠刺激分母、刺激GDP来降杠杆，大概说了这个意思，也就是说是否定了这样一种方式。现在等于是说我们就坚持还是要把债务去掉，你刚才说的很有道理，我去谁的债务？去好的债务还是坏的债务，其实回到非常简单的道理，杠杆率的问题核心不在于杠杆率的水平，是在于杠杆率是否出现了错配。你把杠杆率配给谁了？比如说金融去杠杆如果去掉的都是你的违规甚至违法的，你就应该去掉，它肯定对GDP没有非常积极的作用，我只能这么概括，而且你甚至不能说那些绕来绕去的通道就跟GDP一点关系没有，很难说，但是我们说关系不大，所以要去掉。还效率低的，僵尸国

企肯定要去掉，民营企业太过剩了，你的东西都卖不出去，去掉。所以我们从这个角度的话就好理解，其实不是一个简单的我们直接把债务去掉就能解决问题，确实可能会带来当你去债务的时候，你发现去掉更多的 GDP，那就完了。你越去你的杠杆率会越来越高。这是第一个问题，我们现在关注的其实不完全是杠杆率的水平，要更关注杠杆率的配置。

第二个问题，其实我们就想说了，杠杆率的指标，尤其宏观杠杆率的指标不是一个唯一的重要的指标，我们现在之所以用它是因为第一国际可比，第二从大宏观的角度。它是一个总体概括，对于金融风险总体概括，我们去它是有意义的。就像 GDP 一样，GDP 那么完美能反映多少东西？是我们的幸福指数吗？作为宏观可以反映很多问题。我们就回来了，我们现在的杠杆率跟流动性有多大的关系呢？其实你很难说能够反映东西，所以我们在去杠杆的过程中确实是不能仅仅关注指标的变化，比如说每个季度杠杆是升了还是降了，也要看到这个过程中企业实际所处的情况，包括整个市场所处的情况，如果出现了类似于金融恐慌，流动性不足，甚至是过度紧张的情况，你就需要采取一些措施，这个措施就像央行也好，还有其他的监管部门所采取的柔性化的处理，这是有必要的。因为我们就是要应对短期的问题，你要从资产负债表角度，因为我们估算。清偿性是没有问题的，在很大程度上，至少在整体的实体经济没有问题，国家层面的，没有问题。从政府层面也没有问题。包括国有企业，国有企业的进值是正的不是负的，尽管还有那么多债务，也形成了那么多的资产，所以我就说杠杆率不是一个完美的指标，但是在目前来讲它还是可以作为一个衡量金融风险的重要的指标，所以在这个基础上我们还是可以做一些事情。

**主持人 殷剑峰：**

第一，你说美股明年可能会跌，会跌多少，10%、20%？

**胡志浩：**

如果明年要调整的话，我觉得接下来12个月来看应该是20%。因为不会特别剧烈，这个过程是互动的过程，美国这次跟2000年的调整和2008年的调整不一样，2000年的调整那时候是技术刚产生，是资金追逐技术。这次的科技股变成消费股，所以本身有消费基础有业绩基础，这个调整是逆向循环，消费下降、盈利下降，它下的过程也比那个快，不像2008年的调整是信用周期的收缩，那是特别剧烈的。

**主持人 殷剑峰：**

第二个问题，你分析到这么多汇率的问题，在未来比方说明年上半年之前，人民币汇率会不会破7？

**胡志浩：**

周期的分析可能是一个统计性的，随着时间趋近，概率越来越高，目前来看如果说美国的趋势向好的话，明年我们贬值的压力依然很大，而且越接近那个过程，因为12月份有可能加息，明年年初美联储再公布加息，但是那个过程很焦灼，因为市场对它加息的分歧越来越大，但是加息之后息差倒挂，现实的压力绝对存在的，这个时候对于我们外汇决策者来讲，就是第一得看它还可以

撑多久，如果它撑不住，可以这时候干预一下，如果它是趋势性向好，这时候干预没有任何意义。

**主持人 殷剑峰：**

有可能破 7。

**胡志浩：**

对，而且我觉得看欧洲和日元的汇率，如果要想成为一个大国，这种变化我觉得应该是不足为据的，大家可以看到外汇衍生品的管理，那是相当于 GDP 的多少倍，但我们基本上个人投资者和企业参与这个是非常有限的，我们就是找银行买锁，我们的银行没有开发定价的能力，我们找国际大行开发产品，我们买它，我们在汇率管理上弱，很被动，总是希望当局替我们把汇率管理好，这跟整个市场经济的定价和风险管理的机制是违背的，压力存在。

**主持人 殷剑峰：**

人民币汇率如果存在贬值压力，会不会传导到比方说房地产市场？

**胡志浩：**

肯定会，但是现在我们对资本流动增强，出去越来越困难，进行套利的成本提高了。

**主持人 殷剑峰：**

明年应该买什么？

**胡志浩：**

因为我们看的这个是衍生品和我们看全球市场，如果你作为一个投资者，无论是涨和跌，都有机会，因为觉得不好可以看空，有利差可以做利差。以传统做多的投资者来看市场的话，没有什么好产品，因为大量的产品受到流动性收缩的影响。

**主持人 殷剑峰：**

还是桥水基金那个词，2019 年看空一切。

**胡志浩：**如果是我的话会买波动率，波动率肯定上升，但是一般的投资者不习惯这种投资。在往下做空更好做，桥水做空赚钱，还有包括索罗斯赚钱，但是一般人看不准，不敢做这种东西。

**提问：**

你们这边的货币条件指数主要是包含哪些，它的经济意义是什么，你们在构建的时候考察了哪些方面，或者说你们的条件指数的构成是怎样的？

**胡志浩：**

我们这个报告在我们实验室网站上有，我们用的是金融条件指数，其实很多家机构做这个东西，总体来讲大差不差，而且取决于你的频率和数据的选取

不一样，我们这个基本上是国内的利差，包括汇率，主要是反映资金流动情况，包括股票的，包括汇率买卖价差是算在里面，把二十多个指标综合在一起，不同频率指标我们用混评做的。

**提问：**

经济意义是什么？

**胡志浩：**

流动性好的时候意味你在金融市场上更容易完成交易，更容易借到钱，更容易卖出要卖的东西，交易成本很低。形势不好的时候，不是太绝对的利率水平，你会很容易达成交易。