



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

宏观审慎政策： 新现象与新发展

主办单位： **NIFD**
国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

协办单位：上海市黄浦区金融服务办公室

合作媒体： **第一财经**  **第一财经**  **第一财经**
YICAI YICAI.COM



<http://www.nifd.cn/>



金融与发展论坛

宏观审慎政策：新现象与新发展

国家金融与发展实验室

2017年6月21日

金融与发展论坛

宏观审慎政策：新现象与新发展

俞平康 《市场化改革才是去杠杆的最佳路径》

摘要：次贷危机后，美国和欧洲都经历了至少六年的去杠杆过程，而我国的去杠杆进程才刚刚开始。杠杆本身不是问题，杠杆加在了低效的国企和空转的金融部门才是问题的根源。今年当货币的潮水有所消退之后，我们所面临的又是“资金荒”与“资产荒”并存的老格局，有项目的人没有钱，有钱的人没有项目。以引导资源有效分配为核心的市场化的改革才是去杠杆的最佳路径。

发言：

我今天长话短说，回答两个问题，第一，我们中国处在去杠杆的阶段，答案是刚刚开始，可能还需五到六年；第二，最佳的去杠杆路径是什么，是市场化的改革。前面几位嘉宾已发表了很多深刻的见解，重复的我不再赘述了，我主要想讲清楚一个故事的线索。

世界到底发生了什么，前几年不管是美国还是欧洲，民粹主义风起云涌，社会似乎要分崩离析，但奇怪的是股票市场不断创新高，直到今天还在不断走高。资本市场是理性的，本质还是西方经济在复苏，经济周期从次贷危机后的趋同走向复苏时的分化。美国和欧洲的经济都在结构调整后走向复苏，而我们的经济还在缓慢下滑。

俞平康

长江养老保险首席经济学家

中国保险行业协会首席
金融市场专家

美国和欧洲的经济复苏是建立在深刻的结构调整和杠杆出清的基础之上的。

首先，美国去杠杆的历程从 2008 年后经历了整整六年，2014 年后半年才开始慢慢上升，甚至在某些部门比六年还要长。分项来看，居民部门和企业部门都去了杠杆，金融部门更是极速去杠杆，唯一一个加杠杆的部门是央行，资产负债表上升。现在美联储在讨论今年年末要缩表，意味着政府的杠杆也要去，则整个经济的所有部门都完成了去杠杆过程。其中私有部门已经开始加杠杆了。

在去杠杆最彻底的金融部门中，去得最激烈的是银行，例如 2010 年破产 160 家以上，这在美国历史上还不算最严重的。我在波士顿美联储工作期间也曾研究过，上世纪八十年代末的经济危机中，美联储波士顿区行所管辖的新英格兰六个州中总共倒闭了两千多家银行。这在我们中国是不可想象的。同时，美国在劳动力市场中每年新增的高技术岗位数量远远超过低技术岗位数，所以劳动力市场也经历了深刻的调整。

再看欧洲，欧元区也经历了近六年的去杠杆过程，与美国不同的是，非金融企业、政府、家庭部门还在缓慢的加杠杆，但金融部门 2008 年以后不断地去杠杆，直到今天还在去。其中，银行贷款增速，从最高点滑落后也是经历了长达六年的时间，才回到了正增长的轨道。

我们中国呢？其实已经错过了去杠杆的最佳窗口期。但是亡羊补牢，未为晚矣。如图所示，次贷危机后我们猛加了一把杠杆，直到今天，这条以信贷除以 GDP 为指标的宏观杠杆率曲线还在不断攀升，没有下降趋势。那杠杆加在了什么地方呢？家庭和政府部门的杠杆增速其实相对来说还是比较温和的，最突出的是非金融企业部门的迅速加杠杆。我们企业部门的杠杆率是美国和欧洲的好几倍。同时，我们的金融部门的杠杆率，也是美国和欧洲的好几倍，并且美欧的金融部门在降杠杆，中国的在往上加。所以说我们的杠杆加在了什么地方？一个是企业部门，一个是金融部门。

其实加杠杆本身不是问题，经济繁荣的时候常伴随着杠杆的攀升，但关键是加杠杆以后资源用到了什么地方，这才是关键。左边的图可以看到的是国进民退，国有企业的杠杆一路攀升，民营企业不断下降；右边的图显示杠杆加在

了在什么产业，高耗能的煤炭、石化、钢铁、有色等产业杠杆不断高，而装备制造和高科技行业却在不断去杠杆。所以很显然，杠杆加在了低效的部门。以上分析说明，我国的杠杆一是加在了低效的国有企业，二是在金融部门空转，导致我们的资源利用效率降低，资产回报不断下降。

那为什么说我们已错过了最佳的去杠杆窗口期了呢？目前美联储已稳步加息并讨论年内缩表，全球流动性拐点已经到来，利率抬升。而我们不得不被动地面对。中国4月份的企业盈利已出现了尖锐的拐点大幅下滑，我们预计到今年年中补库存的周期也将走到尾声，之后，经济的动能开始全面下滑，逐渐显现，这时中美两国相对照就使得我们资本外流的压力大幅增加，流动性收紧，货币潮水消退。

在此背景之下，我们今年的资本市场又回到了以往“资产荒”和“资金荒”并存的老格局。2016年大家面临的是“资产荒”，市场上资金多，结果绝大部分项目都找到了资金，还有一部分资金没有找到项目，所以叫资产荒。今年当货币的潮水退去以后，流动性收紧，结果一部分资金找不到项目，同时由于监管限制、信贷约束、市场缺陷等结构性因素，一部分项目也找不到资金。有钱的人没项目，有项目的人没钱，所以就出现了“资产荒”与“资金荒”并存的局面。这种局面其实是我们中国经济的常态，当潮水退去之后，我们发现结构性的弊病又显露出来，发现原先被货币潮水所掩盖的本该推进的改革还没有推进，这就是我们现在面临的困境。

所以说“市场化的改革才是去杠杆的最佳的路径”，要引导资金合理流向最有效的用途。

怎么知道的？用简单的生产函数就可推导出此结论。将产出对资本求导，就是资本的投入产出，即资本回报。资本回报的倒数，就是每单位产出所需要投入的资本，就是宏观杠杆。这数学推导显示宏观杠杆取决于哪些因素呢？三个因素：生产效率下降，杠杆就上升；劳动力增速减缓，杠杆就上升；资本不断积累，杠杆就上升。目前三个因素都在推动宏观杠杆不断抬升。那最根本的是哪个因素呢？我们的人口红利已不断消失，2010年劳动人口占总人口的比重

已到最高点，其后不断下降。资本随着人均 GDP 的增长而不断积累，人均资本不断增加。这两个因素都是不可改变的。我们唯一能够改变的因素就是生产效率，通过提升生产效率来降杠杆。我们从 2015 年到现在的供给侧改革，大家往往强调的是做减法，在做减法的时候发现增长动能不断消失，怎么办呢？用基建、房地产来补一下，做的是低效的加法。本质上，我们要做的是有效的加法，像习近平总书记去年 5 月在中央党校作的重要讲话，要做有效加法。有效加法的核心是什么，就是把资源引导到最有效的地方。这需要一系列的改革，这里就不再赘述。

次贷危机后，美国和欧洲都经历了至少六年的去杠杆过程，而我国的去杠杆进程才刚刚开始。杠杆本身不是问题，杠杆加在了低效的国企和空转的金融部门才是问题的根源。今年当货币的潮水有所消退之后，我们所面临的又是“资金荒”与“资产荒”并存的老的格局，有项目的人没有钱，有钱的人没有项目。以引导资源有效分配为核心的市场化改革才是去杠杆的最佳路径。