

中国居民加杠杆未到很危险的程度

李扬 时间：2018-03-24 来源：中国经济 50 人论坛

中国居民加杠杆现在还没有加到很危险的程度

从 2015 年下半年到 2016 年，居民经历了一个非常剧烈的加杠杆过程。但首先一个数字，中国居民加杠杆现在还没有加到很危险的程度，虽然加的快，但是过去非常低。其中蕴含的风险就是像当年日本和香港一样，当市场向下的时候出现负资产。当年香港的那个负资产让人谈虎色变。所谓负资产，房价跌得使房子现在的价格已经低于买房子的贷款。拿的这个资产还抵不上负债，那就没有任何意义了。

这种情况在中国基本上不会发生。因为香港当年首付率是很低的，所以房价稍微跌一点就跌到负资产了。中国表面上是 30% 的首付率，实际上都会高于它。就是房价跌到一个什么程度，还不至于造成负资产。现在大家看房价涨，觉得它是一个问题。到底问题是什么？大家都没有很好的答案。我们最近组织了很多人在研究房地产问题，觉得能够得出一些不太相同的看法。

中国现在的这个状况不是特别的危险。因为看中国这一轮房价涨，是那几十个城市涨。如果分的话，一线城市和二线城市在涨；三线以下根本就没涨。要注意到中国现在的城市化已经开始分化了。因为房价和城市化密切相关，城市化开始分化了。一方面是超大城市化，像

上海三千万人，北京接近三千万人了，广州两千多万人，深圳两千多万人，东莞一千多万人，一个城市是中等国家的情况。另一方面，三四线其实逐渐在缩小。这些人到城市里来，对城市形成压力，那么出现房价上涨这个变化，我觉得是一个平衡因素。

此外，研究人员衡量所谓刚需用什么来衡量？最初的时候大家用人均面积。这个其实没有什么经济分析意义。后来说套，每家有多少套。现在觉得最好的指标是人均多少间房子。按这个算，美国人均 2.1，中国是 0.9。每一个人至少要有一间自己的独立空间，这就是刚需。笼统的说多少套没有用，面积更是没有什么意思。我们做了更深入的一些研究，来衡量到底这里面是不是有问题，倾向于问题还不

大。

房价和汇率没有直接关系

目前房价不会再迅猛上涨了，现在采取了一些措施。而且现在这个市场本身也使得涨势不会特别的高。回头看前几年，当时大家普遍的看法是中国房地产市场进入中期调整，也就是五年。要算的话，房地产是个很长周期的市场，从五年的角度看，就不会有这么诧异了。

保房价还是保汇率这两个没有直接关系。特别是房子这种事情，它是一个不动产、不可交易物品；汇率涉及的都是可交易的物品，虽然说在资金这一面上是可以有共通的，但是毕竟不是直接沟通。所以把房价和汇率、和资本流动、汇率连在一起，本身我是质疑的。

至于说到美国，美国跟我们国土差不多，它人口少。另外一个，中国虽然面积大，但是我们可用的只有百分之十几，大部分是山地、沙漠，根本就无法住。美国多大，所以美国的房价历来是比较低的。这种比较意思不大。

实体经济不好是世界性现象，中国没什么特殊

实体经济有问题，首先它是一个世界性的问题。整个世界从 2007 年开始进入危机，全世界没有一个国家幸免，而这个危机还没过去。这次危机的主要原因是生产力危机，就是生产率、增长率下滑，导致收益率下滑，那也导致实体经济的收益下降。全世界都是这样。实体经济不好是一个世界性现象，中国在这方面没有什么特殊。至于金融脱离实体经济等等也是一个世界性现象。中国这些现象，美国、日本都有，这没有什么特别大惊小怪。

刚结束的两会每个代表团都提到税负的问题。政府说在减负，但是企业没感受到。我有个说法，中国这种间接税为主的税制结构，减税其实是很难做到的。大致上来说，中国是间接税为主，美国以直接税为主。直接税为主减税，纳税人是很容易感觉到的，因为直接税是钱装在百姓口袋里，再把它拿出来，这就是直接税。间接税看不到，通过价格就转移了，通过价格让普通百姓承受。中国是间接税为主，就没有非常有效地实施减税的税制基础。

这就造成了我说的叫做出力不讨好的情况。从中央政府来讲，实

实在在在降低税率，特别是增值税税率是降了一些。当然这还是计算出来的，并没有现实的说真减少这么多的收入。只是说税率从十三降到十一，那么就减少了多少收入。

总理的政府工作报告里面谈到了税制的改革。应该是上个世纪就开始说逐渐增加直接税。现在直接税占税收大概是 24-25%，企业所得税 18%，个人所得税大概 6-7%，大概就是这样。像其他国家主要是所得税，增值税、销售税占比较低的，它们减税、税负是很清楚的。中国的税制不容易说得清楚。

资产荒就因为实体经济的收益率不高

货币当局面对经济下行，它的传统思路就是给钱。但是由于实体经济收益不高，钱不会在这里面。这一点我觉得应当看到，美国也一样。资产荒的问题，你说香港有没有资产荒？这也是全世界的问题。资产荒就因为实体经济的收益率不高。

当然资产荒在中国引起了一个问题，大约是 2015 年上半年之前，我们是外币的债务，本地的资产。人民币资产很多，因为相对而言中国的收益还很高。从 2015 年上半年开始就变了。其实并不是说中国收益比外面就低，而是说收益开始下降。这个时候情况倒过来了，人民币负债外币资产。外币负债人民币资产在国际收支上结果是外汇储备不断增加。人民币负债外币资产在国际收支上的表现就是外汇不断流出。这个情况要说有什么影响的话，我觉得这个影响比较大。但是

现在经过这一年多将近两年了，我觉得最严重的时候过去了。