



2019年二季度杠杆率数据发布暨研讨会

国家金融与发展实验室

2019年8月27日

2019年二季度杠杆率数据发布暨研讨会

聂辉华

中国人民大学国家发展与
战略研究院副院长

聂辉华：

我从五个角度来探讨一下杠杆率。

第一，均衡角度。判断企业杠杆率的高低，并不存在行政的方法，因为这是内生的均衡结果。在信息对称的情况下，企业杠杆率是由信贷市场的供给和需求决定的，不需要政府干预；在信息不对称的情况下，则是由信贷配给决定的。对相关微观数据研究后发现，对于大部分企业而言，负债率和利润率之间并不存在简单的线性对应关系，盈利较低的企业和盈利较高的企业，其杠杆率中位数相差不多，而盈利情况处于中游的企业具有较高的杠杆率。原因在于，盈利高的企业并没有太多借贷需求，盈利低的企业则难以达到借贷的条件，而盈利处于中游的企业，既有借贷的需求，也满足借贷的条件，所以杠杆率才会高于其他企业。总体来讲，负债率和利润率之间并没有明显的线性关系，但也有特例，比如私营企业，其杠杆率和利润率之间呈负相关的关系。研究杠杆率不能忽视市场均衡的角度，要有微观基础。

第二，动态角度。社会上普遍认为中国的杠杆率较高，尤其宏观负债率达到了250%，增长速度很快。但

是总体来看，增长趋势一直处于较平稳的状态，而且中国的杠杆率同发达国家是没有可比性的。因为我国是发展中国家，这几年一直处于赶超阶段。相较于颇受关注的所有制歧视，我更关注规模歧视，大型企业相较于小型企业有着非常低的融资门槛，政府的政策也会给与大型企业更多关照，在此背景下，企业都有强烈的扩张欲望，所以中国的杠杆率比发达国家更快、更高是情理之中的，单纯将中国的宏观杠杆率同西方国家相比是没有意义的。

第三，所有制角度。私人部门的杠杆率不应受政策干预，居民、非国有企业贷款时会优化自己的组合，这与不同的行业、背景、约束条件有关，与政府无关。但是公共部门不同，公共部门使用的是纳税人的资金，具有明显的软预算约束问题。未来公共部门的资金使用需要有一个可行的警戒线，不能将债务当成“免费的午餐”，对地方的债务包括国有企业应该有一个可控的范围。但是不能忽视另一个背景因素，即民营企业同时面对严重的资金约束、信息不对称以及一定程度的所有制歧视，在这种情况下通过国有企业转贷给民营企业是资源再配置，属于次优效率，计算负债率的时候仔细考虑，避免造成重复计算。

第四，结构角度。要关注非银行企业贷款，例如网贷、校园贷等，虽然民间贷款不影响整个金融风险，但是往往一个人的贷款会影响到一个家庭的社会稳定程度，有传染效应。目前还不清楚民间贷款的规模和蔓延的速度，但是这个趋势是有风险的。

第五，功能角度。目前社会诟病最大的问题是地方政府和国有企业借贷太多，担心出现杠杆率错配的情况。2008年之前国有企业和非国有企业的借贷比例一直比较平稳，之后由于“四万亿计划”的实施，国有企业的借贷比例开始

上升，这说明很多投资流向了国有企业，对此，很多外资企业家特别有意见。这一现象的出现其实是情理之中的，中国的国有企业不是普通的企业，在一定程度上既有经济职能，又有政治和社会职能，经济衰退的时候需要国有企业来熨平经济波动，刺激宏观经济，比如推动就业，所以理所应当具有更高的负债率，因为只有国有企业才能把钱花出去。然而国有企业坐拥大部分的贷款并非是绝对正确的，取决于这个现象是周期性还是持续性的。如果国有企业拥有了大量贷款，却无法有效地利用或者转贷给民营企业，那么这就是错配的；如果此现象只是周期性的，为了刺激衰退的经济，国有企业作为宏观调控的抓手必然会获得大量贷款，此时国有企业的杠杆率上升是个再正常不过的现象。研究同时具有经济、社会、政治职能的国有企业时，不能仓促的下定论，要慎重判断。

研究杠杆率要结合国有企业的改革，其关键在于怎么给国有企业定位，对于国有企业承担的经济、社会、政治职能，要分开研究。对此，建议实行竞争中性原则，对于承担政治职能和社会职能的国有企业，要特殊对待，使其不和其他的企业竞争，同时不能越界，使承担不同职能的企业分开发展。杠杆率问题是一连串事件，建议下次报告能够在细分方面有一些延展，比如分部门、分行业、分阶段来研究，这样会更有意义。