



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

李扬：

关于宏观杠杆率的研究，考虑到这个问题的极端重要性，以及大家对于数据的急迫性，我们从去年开始形成了“3+1”系列报告，即 3 份季度报告和 1 份年度报告。季度报告主要是对于负债的分析，年度报告比较综合，会对资产方多一些分析。通过“3+1”系列报告，我们的目的是给决策者、研究界、所有关心这个问题的人一个连续的、可靠的数据。可以很骄傲地告诉大家，我们这套数据在国际组织是被认可的。国际货币基金组织每年都来中国磋商，国家金融与发展实验室每次都是国际货币基金组织来中国磋商的调研机构之一，这次中美在谈汇率操纵问题的时候，正好他们刚回去，美国财政部妄称我们干预汇率，想寻求国际货币基金组织的支持，国际货币基金组织根据他们对中国磋商的结果，没有给他支持，就是说我们这样的研究还是很重要的。我们实事求是地展示中国的情况，而且特别是要全面的、符合国际惯例的来展示，这一点特别重要。

我今天的题目叫“发展资本市场：在增长与风险之间寻求平衡”。现在研究债务问题、杠杆率问题、风险

李扬

中国社会科学院学部委员

国家金融与发展实验室理
事长

问题，至少要和“增长”放在一起权衡。关于这一主题，有很多问题需要讨论，我先提出四个问题跟大家讨论。

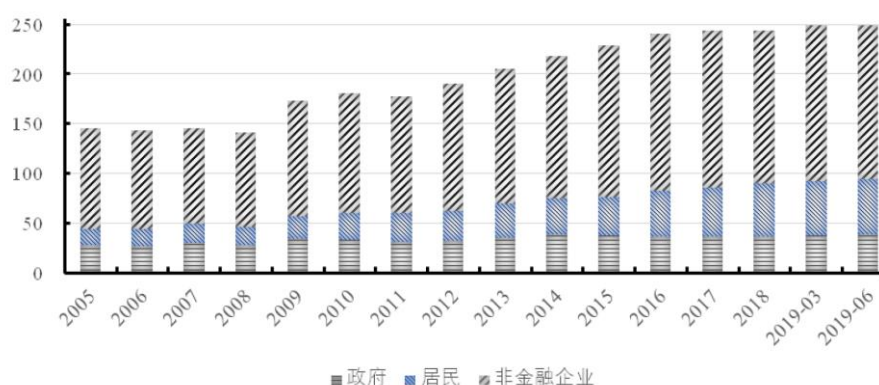


图 实体经济部门杠杆率及其分布 (%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

第一，中国的杠杆率从 2009 年开始上升，2019 年重拾上升趋势。2009 年有 4 万亿的财政刺激，9.6 万亿的新增信贷。现在回头看，财政刺激没有 4 万亿，到最后只有 2.1 万亿，而且 2.1 万亿是分两年实施的，所以这其实是典型的信贷刺激。信贷刺激之后，信贷扩张就愈发不可止了，宏观杠杆率在 2009 年一次跳跃性增长之后就维持在了比较高的水平。2015 年下半年提出“三去一降一补”，去杠杆成为国家任务，但当时并没有真正采取措施去杠杆，所以我们看到 2016 年杠杆率还在上升。然而到了 2017、2018 年，随着各项措施落实之后，我们的杠杆率实际上是有所下降的。但是，这两年也暴露出了问题，当我们收紧政策，特别是主要的监管部门共同向一个方向发力的时候，增长实际上是受到伤害的。这就构成了我们如今的一个政策的框架，就是在稳增长和防风险之间有一个权衡，这个权衡的结果就是我们看到 2019 年第一季度宏观杠杆率上升了 5.1%，第二季度还在继续上升。

在整个杠杆率继续上升的总图景下面，我认为有两个部门特别值得关注：一个是政府部门，尤其是地方政府；另一个是居民部门。

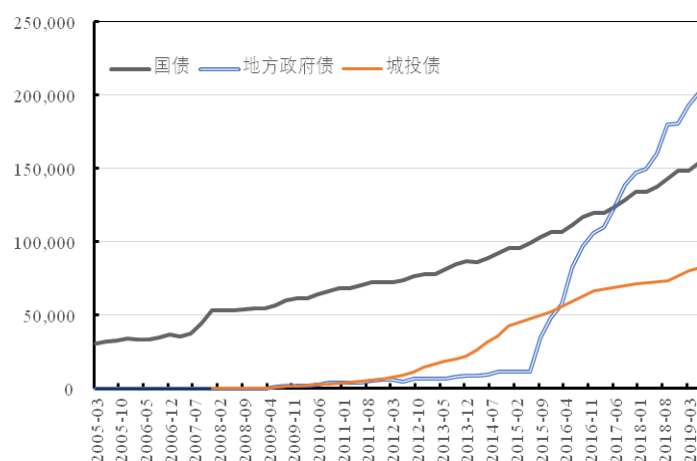


图 政府债券规模 (亿元)

资料来源: Wind; 国家资产负债表研究中心。

在“政府债券规模”图中，那条高高跳起的曲线就是地方政府的债券规模，当然这其中置换等等很多问题，不能够简单地去做比较，但是地方政府债务可能会成为我们国家整个金融体系的第一大问题。

地方政府债务增长突出，凸显了增长的深层次结构性矛盾，就是说我们还要增长，但是从领域来说现在留下的都是基础设施，而企业动力不足，并不是基础设施的投资主体，所以历史地转到了地方政府头上。

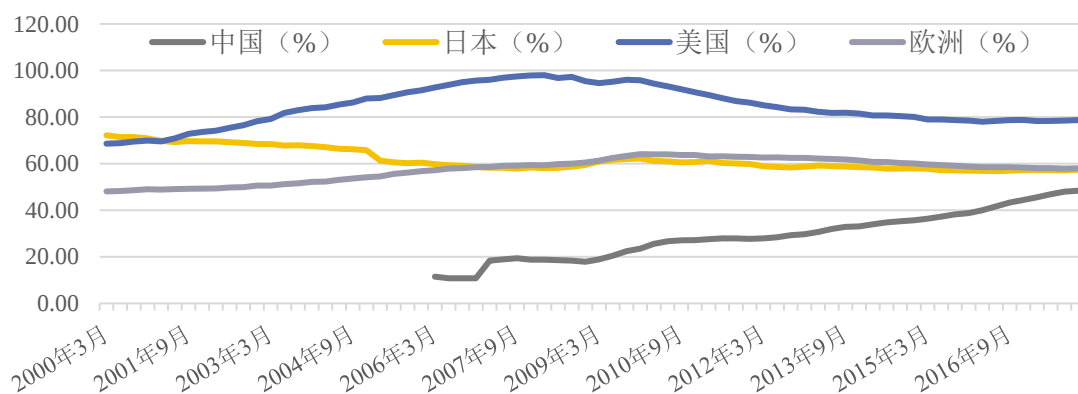


图 中美欧日居民部门杠杆率比较

居民部门杠杆率上升同样不容忽视。通过比较中国、日本、美国、欧洲的居民部门杠杆率，我们看欧洲的居民部门杠杆率很平稳，美国就有一个跳跃，并在 2008 年初达到顶点。从美国情况看，在一个发达市场经济国家，当居民部

门的杠杆率有着异乎寻常变化的时候，常常酝酿着大危机，而危机就是以居民部门的债务问题来戳破的。

再看中国居民部门杠杆率的情况，一是上的很快，二是与美国 2008 年之前的走势形成了平行线，向着比较接近极端的情况去走。我们现在在计算居民的杠杆率时都是用债务比 GDP，数据看起来并不很高，很多人比较盲目，说还有空间。但如果把分母换成居民可支配收入，我们估算将近 90%，已经接近美国居民部门在发生次贷危机前 103%的水平，并且这个数值还在往上走，现在很多部门还是要给居民加杠杆。问题严重性还在于，居民部门高杠杆和几个问题是相关联的，一是和房地产市场连在一起，无论房价是跌还是涨，对居民的杠杆率都会产生极大的影响；二是和居民的可支配收入相关，非常遗憾的是，居民可支配收入增长在下降，并且居民支出中用于吃穿住的比重在上升。比如，我今天看到新闻说浙江、福建等地的猪肉价格已经涨了 151%，这对普通百姓的影响非常大。因此，我们应该在综合性的概念、综合性的趋势下，看到杠杆率的结构、看到它的影响，这个部分我特别提出来需要大家注意。

第二，新兴和发展中经济体的债务问题已经引起国际关注，成为国际经济组织认为的头等大事。世界银行 2019 年 6 月份的《全球经济展望》，再次全面揭示了全球经济的未来下行风险，指出：“下行风险包括：贸易障碍增大、金融压力重现以及几个主要经济体减速幅度超出预期。”我们特别注意到，这份报告对新兴和发展中经济体表现了格外的两点担忧。第一点，“政府债务大幅增加，金融危机前得来不易的降低公共债务率的成果在很大程度上已丧失殆尽。”一般来说，企业债务如果变化不是非常大，一般不用担心，因为企业天生是要借债的；居民的债务必须在可支配收入的范围内。但政府部门如果负债过多，会有

外溢性的影响，比如说税收问题、通货膨胀问题、社会动乱问题。世界银行的报告明确指出，“这些国家需要在通过借贷促进增长与防范过度借贷带来的风险之间取得谨慎的平衡。”报告中指出的第二点担忧是，“在目前全球低利率且增长乏力的情况下，增加政府借贷看起来似乎是促进项目融资增长的一个具有吸引力的选择。然而，正如金融危机史所一再证明的，绝不能把债务当成是免费的午餐。”这也是我们很多地方政府需要正确认识到的问题。

第三，怎么办？目前情况已然如此，要增长必然需要增加金融支持，增加金融支持必然带来金融风险，就像世界银行的报告说的，需要权衡。我们可以在融资结构上做一些文章。中国是典型的金融驱动型国家，而且，随着整体经济的金融化程度提高，增长对金融的依赖程度日益上升，具体表现就是“经济增长的债务密集度”不断上升，即，为了支持某一水平的 GDP 增长，需要越来越大规模的新增债务。这意味着，要想稳增长，就必须容忍杠杆率攀升，容忍金融风险积累。这种情况延续下去的话，金融对实体经济日渐“疏远”，货币政策的效率递减，就会出现一系列的问题。

要摆脱困境，根本路径之一是要发展资本市场。资本市场融资融的是权益，一般不会产生杠杆率提高这样的负作用，如果我们增长所需要的资金更多的通过资本市场筹集，会有促进增长和不增加金融风险两个好处。我们看到，上世纪 90 年代以来，我们一直是在致力于发展资本市场，但是成效甚微。不断开新板，固然是解决问题的重要思路，现在科创板已经顺利的推出了，效果不错，但是我们认为，开新板的同时，绝不可忽视原有市场的改革，更不可忽视多层次资本市场的一体化问题。

发展资本市场，一要考虑中国国情，二更要仰仗创新，我们分别来看。我

们不可忽略一个基本事实：中国间接融资为主的金融体系根基厚，而且事实上一直在承担中国资本形成的重要责任。用 2019 年 4 月底的数据，我们将中国和美国做一个比较。中国存款类机构本外币国内贷款共 144.387 万亿人民币，其中，中长期贷款便有 89.808 万亿人民币，占国内贷款总额的 62%，这在世界上是最高的。而且我还要特别说一下，这是教科书所不能容忍的，教科书是不允许银行发放中长期贷款的。黄达教授著名的“公共汽车常量”理论指出，只有在常量余额下银行发一点中长期贷款才是非通货膨胀。现在我们看到国内的中长期贷款占比达到 62%，再看一下同期美国的情况，美国国内持牌银行国内贷款总额 15.045 万亿美元，其中，中长期贷款 5.152 万亿美元，占比 30%，也挺高。如果我们再做一个结构分析，中长期贷款中有一部分是住房抵押贷款，大家对住房抵押贷款的看法不同，作为经济学家，我们认为住房抵押贷款是最好的，它是自偿的，而且房子附着的土地价格是一直涨的；储贷机构的风险主要是期限错配的风险，只要有足够的钱能够跨一个周期来配置，一定能挣钱。如果从中美双方银行资产中都扣除居民房地产贷款，则，中国的金融机构提供给工商企业的中长期贷款为 54.21 万亿元人民币，占全部国内贷款之比为 37.5%；美国相应指标为 0.334 万亿美元，占全部国内贷款之比为 2%。也就是说，扣除住房抵押贷款后，美国的情况回归到教科书所认可的一种均衡的格局，而且是安全的、可持续的格局。另一方面，中国扣除住房抵押贷款后的中长期贷款占比达 37.5%，这也不能说就不对，我个人认为，这其实是中国特色，中国要发展金融机构在其中发挥重要作用的资本市场。有人认为资本市场和金融机构非此即彼，但在中国有可能就是亦此亦彼，有点类似德国和日本的模式，这是一个结论。第二个结论是，需要金融创新，而这些创新基本的机制和功能是将债务性资金

转换为权益性资金。

总的来说，在中国这样一个高度依赖金融增长的国家里，如果想不产生过大的金融风险，就必须在金融结构上下功夫，其根本方向是发展资本市场，但发展资本市场绝对不能照搬美国模式，应当考虑中国的国情，那就是机构占主导地位；同时要仰仗创新，当然创新有很多的是伪创新，我们要分辨清楚，用于债务转换权益的创新要支持。

第四，在稳增长与管理金融风险之间求平衡。我这里引用了习主席的讲话，“防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务”。这样的总题目下习主席说了三个意思：第一，实体经济健康发展是防范化解金融风险的基础。这是说，当我们看到金融领域有很多风险的时候，不要一味责怪金融，一定是实体经济先于它出了问题。习主席这几年关于金融的很多讲话，从来没有把板子只打在金融部门的头上，从来都是结合实体经济在讲，比如，习主席说实体经济和金融之间循环不畅，而没有非常直接地说贷款难、贷款贵、脱实向虚。第二，要注重在稳增长的基础上防风险，强化财政政策、货币政策的逆周期调节作用，确保经济运行在合理区间。就是说，稳增长在多数情况下是优先的，当增长出了问题的时候先保增长。第三，坚持在推动高质量发展中防范化解风险。即，高质量发展优先。可以看到，2019 年在全面支持实体经济的背景下，对风险给予了相当的容忍，我们觉得这样一个政策格局还会延续一段时间。

管理金融风险，当我们讲到这个问题的时候有很多的措施，比如表内表外、场内场外、拨备负债率、资本充足率等等，这些都重要，但是更重要的是以下几点。其一是加快金融市场基础设施建设，稳步推进金融业关键信息基础设施

国产化；其二，做好金融业综合统计，健全及时反映风险波动的信息系统，完善信息发布管理规则，健全信用惩戒机制；其三，做到“管住人、看住钱、扎牢制度防火墙”；其四，运用现代科技手段和支付结算机制，适时动态监管线上线下、国际国内的资金流向流量，将所有资金流动都置于金融监管机构的监督视野之内；其五，金融风险的源头在高杠杆，因此，去杠杆是我们的长期任务。我们的这项研究也是个长期任务，就是不断地给大家提供动态，供大家参考。