



2019 年一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 5 月 28 日

2019 年一季度杠杆率数据发布暨研讨会

重心偏向稳增长，宏观杠杆率再度攀升

核心观点：张晓晶教授指出，2019 年一季度经济形势很好，但“天下没有免费的午餐”，宏观杠杆率增长 5.1 个百分点是超预期的。这主要是由政策重心偏向于稳增长、实施逆周期宏观调节政策所致。除了季节性因素外，其分母原因在于名义 GDP 增速放缓，分子原因在于银行贷款增速提升。他认为，如果以一季度这种加杠杆的方式来支持经济增长，我们可能将重回过去杠杆率年均上升近两位数的轨道，这是非常危险的。张晓晶教授分析，如果对企业部门杠杆率进行拆分的话，六成以上是国有企业债务；在国有企业债务里，超过五成是融资平台债务。也就是说，在近 160%的企业杠杆率中，有很多是与国企、地方政府有关。所以要遏制债务攀升的势头，需要坚持结构性去杠杆的基本方向，更多的从体制上做文章，其核心是从体制上处理好国有企业和地方政府的问题。

张晓晶：

大家下午好！下面由我来汇报一季度杠杆率的形

张晓晶

国家金融与发展实验室

副主任

中国社会科学院经济研

究所副所长

势。

一、宏观杠杆率攀升超预期

首先，一季度的经济形势很好。最近公布了全国各省市的 GDP 数据，有 17 个省市 GDP 增速超过了 6.4%，剩下的都是低于 6.4%。总体来讲，成绩还是不错的。然而，“天下没有免费的午餐”，确实是这样的，我们的数据表明一季度的宏观杠杆率增长 5.1 个百分点是超预期的。

我国杠杆率经历了平稳增长、快速增长、缓慢增长甚至下降这么一个过程，所以我们才会说现在的宏观杠杆率增长是超预期的。2015 年十八届五中全会提出降杠杆，但是 2016 年没有出现真正的降杠杆。这是因为 2016 年的一季度的形势不理想，需要加杠杆，所以一二季度整个杠杆率的上升是非常快的。这是非常典型的现象，因为在降杠杆和稳增长之间，我们优先考虑稳增长。所以，在过去这些年、尤其是 2016 年，杠杆率并没有降下来。2008~2016 年，杠杆率年均上升近 12 个百分点；而在去杠杆政策的作用下，2017 年杠杆率只上升了 3 点几个百分点；2018 年还降了 0.3 个百分点，这表明宏观杠杆率快速攀升局面得到了有效控制。我们可以和中国人民银行以及国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS）的数据做一下比较，虽然这两个机构一季度数据还没有出来，但我觉得大家的结果不会差得很多，即一季度宏观杠杆率上升 5.1 个百分点是非常快的。我们将过去宏观杠杆率增长比较快的几个时期做一下对比——1998 年的亚洲金融危机、2003 年的“非典”、2009 年的国际金融危机，可以发现在“困难”的年份时杠杆率上升非常快。再看季度杠杆率，我们的数据显示，如果一季度的杠杆率上升超过 5 个百分点，那么全年就会大概率达到甚至超过 10 个百分点。

所以，这次超预期的宏观杠杆率攀升给我们的一个判断——如果我们通过这样的方式来加杠杆以支持经济增长，可能将重回过去杠杆率年均上升近两位数的轨道，我认为这是非常危险的。今年 4 月的政治局会议指出国内经济存在下行压力，这其中有周期性、结构性、体制性因素。很多投行的朋友分析政策要转向了，然而中央已经意识到经济存在的问题，所以我认为政策的根本转向是不可能的，推动力会有所减弱，但是随着内外部不确定性的变化，推动力也可能还会增强。

分部门来看，实体经济部门杠杆率在 2019 年一季度已经上升到 248.83%，与 2018 年年底美国的实体经济部门杠杆率数据非常接近。另外，从结构上看，实体经济部门的杠杆率几乎都是上升的：非金融企业部门杠杆率从 2018 年末的 153.55% 上升至 156.88%，上升了 3.3 个百分点；居民部门杠杆率由 2018 年末的 53.20% 升至 54.28%，上升了 1.1 个百分点；政府部门杠杆率由 2018 年末的 36.95% 上升至 37.67%，上升 0.7 个百分点。然而金融部门杠杆率继续回落。通过这种对比数据，应该得出一个什么样的判断呢？那就是，中央在执行去杠杆政策、尤其是结构性去杠杆的时候，解决金融部门的各种套利、管道等问题的初衷没有变。与此相关的监管政策方面也有一定的变化，但变化较小。到底是由哪些因素导致一季度杠杆率上升的呢？人民币贷款、企业债券以及地方政府专项债券增速提升；而属于影子银行的委托贷款、信托贷款等，几乎没有增长。也就是说，政府在应对影子银行这个问题时的初衷是没有改变的。就是控制影子银行，并采取更正规、更阳光化的手段。我认为手段的改变跟大家提的很多建议有一定的关系。即开前门，更多通过正规的体系来融资，而堵住一些比如说非正规或影子银行渠道。但这不是说把影子银行消灭了就是对的，影子银行还是

要保持一定的份额，因为实际上它的发展弥补了正规体系的很多不足，是金融创新的一个源头。

二、宏观杠杆率大幅攀升的解释

一季度宏观杠杆率大幅攀升的一个根本性原因是为了稳住经济增长，具体分析来看有三个原因。

一是季节性因素。2018年9月份，我们发布了《去杠杆转向了吗？2018中国去杠杆半年报》。当时出了一个问题，国际清算银行公布了一季度中国杠杆率的数据，一些媒体炒作说经历了一年半的去杠杆，我国企业的债务水平又回升了。其实BIS公布的是一季度的数据，但那个时候二季度的杠杆率数据已经出来了，于是我们很快写了一篇文章，指出BIS的数据是滞后的，而且为了对这个问题有更细致的分析，我们就研究了一下一季度是不是有特殊之处，后来我们发现，一季度有季节性的特点。一季度杠杆率相对来讲比较高。原因有两个，一个是分子因素，一个是分母因素。分子因素就是，在一季度的时候放贷比较多一些，额度也比较大，放贷较多会导致所谓的债务存量上升。分母因素就是，一季度的GDP在全年GDP的占比不到四分之一，大概是21%、22%左右，所以导致GDP稍微低一点。分子大一点，分母小一点，当然杠杆率就会高一点，这是非常简单的算术。

二是名义GDP增速偏低。2019年一季度实际GDP增长率是6.4%，与去年4季度增速持平；但宏观杠杆率的分母是名义GDP，一季度名义GDP增速回落到7.8%，去年四季度是9.2%，名义GDP增速出现了一定程度的放缓；相应地，GDP平减指数也出现了较大幅度下滑，从去年全年的2.90%下滑至1.35%。我们假定债务存量不变，名义GDP增速下降，那么杠杆率会上升。这对我们分析经济形势

有一定的启示。首先，我们要保增长，实际 GDP 增速无论是 6.4% 还是 6.3%，需要保持一定的增长水平。如果涉及到名义 GDP，大家可能会对通胀持相对容忍的态度。比如猪肉价格，水果价格上涨，会对于 CPI 产生一定的影响，从名义 GDP 增速放缓这个指标来看，政府会对于通胀采取一定的容忍度，因为推高名义 GDP，可以降低杠杆率，这是策略上的考虑。当然，对于通胀我们也不会放任不管。

三是银行表内贷款增速提升，影子银行保持稳定。从社会融资规模存量的角度来看，一季度末社融存量同比增长 10.7%，其中人民币贷款同比增长 13.8%，企业债券同比增长 10.5%，地方政府专项债券同比增长 40.4%。后两者规模较小，贷款是拉动社融增长的主动力。和影子银行相关的委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别都是同比下降了 11.0%、7.9% 和 12.1%。

三、杠杆率风险判断：规模、增速与结构

我们可以通过规模、增速和结构来分析中国杠杆率的风险。

首先是规模。相对于新兴经济体平均大概 190% 的宏观杠杆率，我国算是比较高的；和美国相比，我国的杠杆率与它接近。所以就我国人均 GDP 和发展水平而言，我们的杠杆率水平还是相对较高的。但是杠杆率没有特别的标准，也无法规定什么是合理的杠杆率。所以，杠杆率水平还不能够成为我们评判的唯一标准。

其次是增速。全球债务增长速度确实非常快，像“翻跟头”一样不断的涨。中国有过之而无不及，我国每年的平均增长速度是全球增速的两倍。当然这个增速是非常快的，居民部门更是如此。过去十年时间里，居民部门平均每年增长 3.5 个百分点，二战以后所有发达国家中增速最快的是美国，从 2000 年到 2007 年，平均一年增长 4 个百分点，我们已经逼近他们的速度了。居民杠杆率

要认真分析其影响因素。居民要去杠杆，唯一的办法恐怕就是房地产价格崩溃。只要房价维持稳定或略有上升，居民的债务水平就还是有所上升的。指望居民部门去杠杆不太现实，但可以抑制杠杆率攀升的速度。我的判断是居民部门杠杆率的增速一定跟房价有非常密切的关系。很多人会想换一个视角——消费推动经济增长，但是大家仔细分析一下消费信贷中有多少是用于了我们的日常消费，其实大部分都用在住房里面了。所以从这个视角来看，我们需要对居民杠杆率上升速度加强警惕。居民部门杠杆率形成机制很简单，主要是为了买房，相比起其他部门复杂的杠杆率形成机制、不明朗的风险承担对象，居民杠杆率的风险其实没有那么可怕。

最后是结构。主要风险在这里，这也是我一直在强调的。第一，居民部门的杠杆率，现在的杠杆率水平相对来讲是正常的，当然增速有点太快了。第二，政府部门的杠杆率不正常，显性杠杆率太低，只有 37.7%。第三，企业部门的杠杆率超级不正常，现在是 160%左右，太高了，在全球基本上是第一位的。企业杠杆率过高这里面很重要的一个问题在于企业和政府之间的关系错综复杂，一旦关系纠结不清，就没有人为杠杆率的不断攀升来负责任。

四、非金融企业部门杠杆率明显反弹

2019 年一季度最根本的变化是非金融企业部门杠杆率上升得太快。除了 2018 年一季度有一个回升之外，到去年年底非金融企业部门杠杆率是持续 7 个季度下降，这也是结构性去杠杆的成绩。去杠杆中最核心的就是去企业的杠杆，因为它太高了。去年非金融企业部门杠杆率去了不少，但是在今年一季度一下就上升了 3.3 个百分点。造成这种现象有一个很简单的原因，就是去年各部门认为对 2018 年非金融企业部门杠杆率控制的太严格，虽然取得了一定的成绩，但

同时我们没有把握好“度”，所以今年想“弥补”一下，对非金融企业部门杠杆率的上升应该是非常支持的，接下来有可能还会进一步支持。我们唯一担心的是支持了谁，有没有支持民营企业，这是很大的问题。“大水漫灌”之后，有多少“水”流到中小微企业，这存在着技术性的障碍，并不是一下就能解决的。但是我们确实要关注非金融企业部门杠杆率的快速反弹，这一定是不可持续的。

五、多在体制上做文章

一季度杠杆率的上升体现出国有企业债务在非金融企业部门中的占比还在不断攀升。如果对企业杠杆率结构进行拆分的话，可以发现其中国企债务占六成以上（一季度达68%），在国企债务里面约50%多是融资平台债务。而企业中剩下的私人部门债务处在正常的水平，比美国、英国都低。也就是说，在近160%的企业杠杆率中，有很多是与国企、地方政府有关。把中央、地方政府以及国企债务加在一起的这个数据（即公共部门债务）才是我们最需要关注的。因为这块不但是存量的问题，关键是增量，以什么样的方式和机制不断扩张债务，我们用什么方法来遏制住，这才是关键。

今天又说到体制上。我认为我们过去比较符合所谓发展型政府驱动的赶超模式。什么发展型政府，就是一群没有私利的精英，通过政府的积极干预，制定国家战略，推动产业发展。这个赶超模式为什么能成功呢？“成也萧何，败也萧何”。成是因为中央政府承担着所有的风险，起到了“兜底”的作用。各地方政府发展过程中互相竞争，产生大量借款，虽然也有风险，但它们认为风险会由中央政府承担，所以非常积极地发展经济。国有企业也是如此，规模做大做强，由政府承担风险算是对它的激励。就我们赶超的目标而言，这个激励是对的。但政府承担所有风险对不对呢？理论证明，在一定的发展阶段，政府承

担所有的风险，而其他部门不顾发展不虑风险，这样的赶超发展是对的。但是在今天这个模式行不通了，因为中央政府没有能力承担所有的风险来推进发展了。

六、从化解风险到分担（分配）风险

我们经常看到防范和化解风险的说法，化解风险意味着风险消失，大家都认为很好。但我认为这个很难。因为很多风险实际上不会消失，只是转移或分担了。比如中央先承担所有的风险，在无法继续承担的时候，地方、国企和私企都来分担风险。过去有分配利益、分配机会、分配资源的说法，现在社会学有分配风险的说法。在全球化的时代，风险变的越来越重要，越来越成为我们政策考量的第一位因素。中国的底线是不发生系统性风险，如果守不住底线就一无所有，所有愿景都不可能实现，所以从这个角度来说，如何分担风险将是关键所在。如果是由政府来主导干预发展、由政府来控制资源，那么在这种情况下经济体所发生的风险，大部分应该由政府来承担，因为风险是由政府所造成的。如果将这些资源和机会分配给其他的经济主体，例如混合所有制，PPP等，都是非常重要的分配和分担风险的方式，而只有通过这个方式，才能够超越过去发展型的政府。

七、政策展望

第一，坚持结构性去杠杆。这意味着，我们国有企业与地方政府是去杠杆的重要对象。我们希望中央政府多“发力”即适度加杠杆，因为居民部门已经“独木难支”了。

第二，要强调体制性的因素。通过分析，大家能感受到体制性因素的重要性。此外，目前各种不确定性不断上升，金融供给侧结构性改革也提出一个排

序，即经济增长位于前列，赶超和发展仍然是中国的目标，去杠杆以及稳杠杆都应该是在稳增长的基础上、前提下来进行。

第三，按照现在的发展态势，包括我们对于未来前景的不确定性的基本判断，今年的杠杆率大幅度攀升是大概率事件。