



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

伍戈

长江证券首席经济学家

伍戈：

刚才李扬老师、常欣主任、刘磊博士都谈到了很多问题，杠杆率包罗万象，有结构性的、有周期性的。结构性问题在上一次报告中也谈到了很多，这次常主任更强调中小微企业的问题，刘博士更强调居民杠杆率的问题，大部分观点我都认同。但是我觉得这次，市场上对杠杆率的结构性问题关注的不是那么多，因为周期的冷暖其实更关乎每个老百姓的一些切实感受。结构性问题确实非常重要，但未必那么清晰，因为短周期的事情更为紧急，重要的事情和紧急的事情同时发生时，我想多数人是先解决紧急的事情，而不是重要的事情。

这次报告的方向性非常鲜明，题目叫“杠杆率升幅骤降，稳增长助力堪忧”，从短周期公布此报告而言，这是数据所反映的信息含量，我觉得这些判断都是非常科学、准确、客观的。类似于坐飞机一样，并不在乎是在 2 万米高空还是 1 万米高空，哪怕是最后 50 米，如果一下子砸下去，心里也是非常难受的。所以我的意思是，宏观数据或者逆周期调节，重要的是在于数据的平滑性。去年去杠杆，实际很大程度上我并不认为是方向

错了，在刚刚说的节奏或各个部门加码的过程中，确实去年去杠杆非常的尖锐，所以才有常主任刚刚提到的民企受伤的问题。因此一旦出现像报告标题所说的杠杆率“升幅骤降”一词时，我觉得从短周期调控视角而言这可能是要引起注意的。

一季度宏观杠杆率大幅攀升 5.1 个百分点，但二季度仅上升 0.7 个百分点，数据反差非常大。背后的逻辑其实很简单，一季度杠杆率上升很大程度上是由于一季度名义 GDP 在明显下降，虽然实际 GDP 在上升，但我们算杠杆率是按名义 GDP 来计算的，所以一季度经济是不是像我们想象中的那么好是值得怀疑的，但是不管怎样，当时杠杆率的表现指标让决策者感觉到经济好像已经过热了，所以 4 月份时就开始了所谓的“踩刹车”，不管是从银行间市场利率的变化，还是对房地产政策的调控上，都能看出 4 月份在明显加码。国内调控政策在收紧，社融、信贷和利率在 4 月份都开始收紧，同时还有外部贸易战的加剧，内外两种压力使得我国经济处于现在的位置。中国 PMI 指数连续三个月在 50%以下，客观来讲也体现得出现在的下行压力加大，这和中央政治局会议的判断是一致的。

在当前情况下，我觉得国家金融与发展实验室发布的杠杆率报告是很有影响力的，关键是能够给大家指示宏观的方向和调控的力度、结构是不是合适。客观上我的理解，当一季度报告公布之后，不知道是受报告的影响，还是根据杠杆率自身指标或 BIS 的指标，决策者采取了相对较快的收缩，回想过来，也许方向是对的，但是力度和节奏我觉得可能未必那么适合，特别是在外需下降的情况下。当时，张晓晶主任在解释一季度杠杆率时，提到一季度名义 GDP 在收窄，所以造成了一季度杠杆率上升。但是市场或媒体不这么解读，他们认为一季度杠杆率猛增，经济有过热的风险，所以要“踩刹车”。我觉得用杠杆率这

一指标是非常的学术、非常的技术，它本身就是财务指标，不是宏观指标，杠杆率不是整个宏观经济的目标，宏观经济目标是增长、就业与通胀，不是说杠杆率不重要，只是反复强调它只是个约束条件，我很在乎这个约束条件，但是不能把约束条件作为调控的目标函数。最近的中央政治局会议上已经没有“去杠杆”一词了，前几年去杠杆是供给侧结构性改革最重要的目标之一，今年一季度开始结构性去杠杆，而到现在去杠杆三个字在中央政治局会议中已经没有了。之所以目标会漂移，体现出与其他宏观指标相比，杠杆率更愿意作为约束条件，而不是把它作为目标函数。这种情况下，科学地理解杠杆率变化是非常关键的，不能说杠杆率上升了经济就过热。

还有时间不一致的问题，当期的杠杆率升降可能预示的不是当期的变化，还可能蕴含着对未来经济增长前景的变化，杠杆率的解读比数据本身更重要。我个人认为今年经济增长区间在 6%~6.5%之间，高质量的增长并不意味着没有增长目标底线的增长，当然可以适当调低增长目标，但是在这一时点上，特别是在最近 1 到 2 个月的失业率上升、PMI 持续三个月位于枯荣线下方的情况下，稳增长确实还是要放到日程上，或者说在稳增长和调结构之间，可能需要更侧重稳增长一点，当然也不是说大水漫灌，至少把社融、货币信贷等稳住，并不是要大幅反弹。

从稳经济的角度而言，现在压力是非常大的。外需总体而言，全球经济是不好的，这也是为什么美联储上半年要到现在才降息，预计 9 月份美联储降息的概率在 95%以上。在这种情况下，现在国内基建的上升幅度是很有限的，非常温和，而且最近这一两个月甚至有向下的态势。这有什么问题呢？如果按照咱们杠杆率的算法，杠杆率是上升的，为什么基建上升速度没有那么快，甚至有

向下的趋势，我觉得可能更多地是咱们的杠杆率包含了开前门的数据，而堵后门的数据可能在杠杆率统计中是缺失的或注重不够。从广义财政角度而言，如果把非标资产、影子银行的收缩放进来，客观上今年政府的广义财政收入是收缩的。这也在很大程度上解释了为什么即使地方的专项债在提前开闸的情况下，整个基建的发力也非常有限的原因之一。所以把非标、影子银行这些纳入到国家金融与发展实验室资产负债表的研究中，我觉得还是很关键的，并不能由于数据得到的难度加大，就下意识地忽视它。

另外，要科学看待基建问题，“要致富先修路”是改革开放 40 年来中国相对于美国、越南、印度能够实现所谓的改革开放成果优于他们的很重要的方面。融资机制很重要，如果在基建融资的第一天就采取发债的方式，或许会发很多，但是基建作为投资回报率很低的事情，却用了地球上最贵的钱，用银行的非标资产、影子银行，注定第一天开始就进行不下去，但并不能证明它的存在就没有合理性，所以要合理看待基建问题。截止目前，如果在专项债扩容的情况下，下半年要稳住 6.0%~6.2%的经济增速，基建的缺口是客观存在的。这是第一个问题。

第二，杠杆率对房地产的影响。这次金融危机以来，包括日本“失去的十年”，还有次贷危机，大家对房地产市场、房地产价格有更高的关注。对于刘磊博士所讲的居民高杠杆率造成的负面效应及警示性，这些我都认同，但是中国客观上讲还在城镇化的进程中，你说居民杠杆率短期刺激经济长期可能会引发经济危机，问题是中国的高首付比例一套房在 30%以上、二套房在 80%以上，与当时美国零首付情况下的杠杆率能相比吗，更重要的一点是，没有人告诉我这个阈值在哪儿。在亚洲金融危机期间，四大商业银行技术性的破产，有一些危

险，但最后没有发生危机，这与我们的体制，以及其他约束条件有关。所以国与国之间比较杠杆率，把体制机制及其他约束条件结合在一起考虑会更合理。另外，房地产包括居民杠杆率有拉动经济的效应，也有抑制经济的效应，但现在处于什么位置是值得商榷的。当然每个人都希望房价越低越好，但对于宏观而言，打压房地产要适度。

最近中央政治局会议提到，房地产不作为刺激经济的手段，我觉得每个老百姓都很支持这一观点，但是房地产应该不应该作为打压经济的一个手段呢？在过去一到两年时间里，房地产是很有韧性的，房地产的稳定其实对于中国经济的稳定发挥了很重要的作用。在外需下降、基建还在发力的情况下，最近的房地产打压政策，市场也在不断加码，还有很多其他做法，我个人觉得还是要把握好度，因为房地产数据从 6 月份以来全面在调头。我完全赞同中央政治局的判断，房地产不作为刺激经济的手段，但是中央政治局也没有告诉我们房地产应该作为打压经济的手段。

另外还有一个与居民杠杆率息息相关的问题，一方面要降低实体融资成本，另一方面，又不希望房地产价格起来，意味着至少从融资条件而言，可能要人为的形成双轨制，降低实体融资成本，实体贷款利率成本要下降，如果要压制房价的话，可能利率就不能上涨，就人为的实行了双轨制。最近的利率并轨方案还在试探过程中，至于效果如何不做评论，但现在越来越多的证据表明，对实体的贷款利率和房贷的利率可能会有区别，不知道未来会不会产生套利的结果。如果在市场并轨过程中人为的划分两轨的话，我觉得是很有问题的，所以房地产调控还应借助一些宏观审慎的措施。

最后，国内杠杆率变化与外需变化很相关。过去很多年，特别是中国加入

WTO 之后，中国的经济增长很好，但是经济增长很好时并不必然意味着国内一定要通过加杠杆才能使经济变得很好，外需很好的时候国内不需要加杠杆，经济也会很好。所以国内的杠杆率变化还是要跟外需的变化相结合，外需不好时，国内可能不得不加杠杆，当然外需好时国内就可以少加杠杆。值得欣慰的一件事情就是人民币汇率“破 7”，汇率的灵活性加大，汇率的灵活性是抵御外部冲击很好的方式。这样我们就采取了比日本、德国当时应对美国贸易摩擦更加综合化或者更加平均化的政策策略：一是积极财政政策要更积极，这是今年的论调；二是稳健的货币政策更稳健；三是更加灵活的人民币汇率制度。

因此，在这个时点上经济压力客观上加大的时候，政策组合是非常关键的，很欣慰地看到汇率灵活性的加大，积极的财政政策更加积极，稳健的货币更为稳健，但也不期望利率市场化过程中人为地增加实际贷款利率和房贷利率的双轨制。