

演讲 NO: 2018 年 6 月

不是要去除杠杆 而是要让杠杆有可持续性

李扬

时间: 2018-06-01 来源: 搜狐财经

演讲背景: 国家金融与发展实验室理事长李扬在国家金融与发展实验室/国家资产负债表研究中心《去杠杆的破产法思维》论坛做如下讲话:

演讲内容：

大家都知道，对金融领域来说防范和化解金融风险是第一任务。中央要用三年时间打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险。习近平指出金融风险的源头就在于高杠杆。因此完成攻坚战聚焦在去杠杆上。去杠杆涉及到很多的方面，我们概括为五点。

第一，地方政府去杠杆

这涉及到中央和地方政府之间权责利的划分，涉及到中央和地方财政关系的调整，更深的其实涉及到政府和企业的关系、政府和市场的关系。地方政府为什么要借钱？为什么不顾中央的三令五申依然在提高杠杆？因为他认为更重要的、压力更大的事情迫使他这样做，比方说地方经济发展问题。所以这实际上是体制性矛盾，希望能在这三年时间理出头绪。

第二，非金融企业去杠杆

非金融企业不能笼统地讨论。我们过去这些年多次告诉大家，非金融企业的杠杆率事实上也在下降，但结构不平衡问题突出。国企部分的杠杆率还是在上升，民企杠杆率下降的非常快。民企杠杆率下降的办法非常简单，就是关门不干了，他的资产负债表就消失了。如果没有进一步贷款，一些企业只能关门。这种情况在今年上半年也相当突出。由于这涉及到更广泛的其他问题，今天不讨论，但是这是一个

研究重点。

企业去杠杆重点在于国企，国企去杠杆的重点在于僵尸企业。所以在 2017 年年底的中央经济工作会议上，把供给侧结构性改革进一步归纳为“破、立、降”。所谓“破”就是破除无效供给，处置僵尸企业，无效供给的载体就是僵尸企业。这句话一下子把事情说的非常直接，而且大家不要去猜了。供给侧改革不是形而上学的说建些什么东西，而是让供给有效。无效供应已经没有社会需求了，但因为各种各样的原因还在维持运转，还有大量的资金投入。这些资金都是提高杠杆率的因素，而且会形成不良资产。所以中央这个概括非常清楚的，就是僵尸企业的问题。

第三，从宏观上收紧货币银根

去杠杆，千招万招，管不住货币供应这个闸口都是无用之招。要从宏观上全方位来看待去杠杆，创造一个有利的宏观环境对于去杠杆非常重要。

第四，金融去杠杆

过去几年，以理财、资产管理为各种各样的形式的嵌套问题、平台问题都很突出，金融杠杆率也上升过快。所有的嵌套、所有的平台、所有的资产的重组，用的都是杠杆操作，客观上提高了金融杠杆率。所以这个形势下，形成大国资的管理办法，也是去杠杆有效的行政手

段。

第五，花一些钱处理不良资产

杠杆本身是现代经济运行的特点。比起小农经济、比起自然经济来说，用杠杆操作肯定先进得多。所以我们的目标不是要去除杠杆，而是要让杠杆有可持续性。社会上说要搞到大家都没有杠杆，这肯定是错误的。杠杆要可持续，可持续微观上有标准、宏观上也有标准，这才符合现代经济运行的特征。公司金融理论中有关于企业杠杆率的设定，进取积极有成就的企业往往可以通过高杠杆来进行公司运营。因此把基本的理论和我们要解决的问题结合起来看是大家真正要做的，让大家对这个事情有正确认识。我们货币当局最新的表述是稳定宏观杠杆率，他用的是“稳定”，而不是“降低”，可见对这个事情大家已经逐渐的理性看待。

在我们看来，杠杆的最大问题是其中那些形成不良资产的部分，那部分不良资产所对应的负债是死负债，是永远还不了的，是我们真正要处理的部分。如果没有不良资产，杠杆率高一些也很好，购销两旺、借贷两旺，源源不断的产品生产出来，还了本、还了息，再继续借贷两旺。但如果负债形成了不良资产，那问题就大了，就不会循环，问题也是出在这里。