

演讲 NO: 2018 年 3 月

李扬：中国杠杆率比较高已成为突出问题

李扬 时间：2018-03-24

来源：21 世纪经济报道

演讲背景：“中国的杠杆率变化和全球有些错位。当全球杠杆率都在上升的时候，中国的杠杆率不高。当全球开始去杠杆的时候，中国的杠杆率开始上升了。到今天，中国杠杆率比较高已经成为突出的问题。” 中国社会科学院原副院长、国家金融与发展实验室理事长李扬 3 月 24 日在中国发展高层论坛（2018）上表示。

李扬介绍，关于去杠杆，中国采取了五类措施：一是推进企业改革，特别是推进国企改革，处理其中的僵尸企业。二是控制地方政府债务。三是准备处置不良资产。四是对大资管行业实行非常严格的管理。五是控制宏观债务的扩张。

李扬还特别提醒，必须在资产负债表的框架中来考虑债务问题。李扬的研究数据显示，2017 年底中国的主权资产总额为 241.4 万亿元，主权债务是 139.6 万亿元，所以中国的主权净资产是 101.8 万亿元，也就是 14.6 万亿美元。

“这是一个很大的数字。当然这是一个毛数字，我们扣除当中不流动的部分，中国的主权净资产仍然有 20.7 万亿人民币，也就是 3.04 万亿美元。”李扬说。

据悉，中国发展高层论坛由国务院发展研究中心主办、中国发展研究基金会承办。自 2000 年举办首届论坛以来，每年举办一次，已经连续举办 18 届。

作为“两会”后首个国家级大型国际论坛，中国发展高层论坛坚持“与世界对话，谋共同发展”的宗旨，形成了专业化、高层次的鲜明特色，是中国政府高层领导、全球商界领袖、国际组织和中外学者之间重要的对话平台。

以下为演讲实录：

最近几年来，关于中国经济有很多的议论，大家特别关注中国的债务和杠杆率问题。所举出的数据和分析也各有不同。今天我同大家分享我们的研究成果，参与大家的讨论。

大家都知道，2008 年开始的全球危机是一场债务危机。所以，减少债务、去杠杆是走出危机的必要条件。但是，我们在实践中感觉到去杠杆非常困难。因为各国当局都面对着稳定经济和去杠杆两个任务，而这两个任务是矛盾的，一般的稳定经济必须加杠杆。各国当局都信誓旦旦地要去杠杆，但是实体经济部门的杠杆率还在上升。

（PPT）从图上可以很清楚地看到，如果把杠杆率拆分一下，它有两个不同的趋势。金融部门的杠杆率在下降，实体经济部门的杠杆率仍然稳步上升。如果把杠杆率的上升作为经济状况，特别是财务状况不断恶化的指标，情况并没有好转。

（PPT）这是发达经济体和新兴经济体的情况，走势是不一样的。

美国的情况如何呢？从美国的四个部门看的很清楚，它的金融部门、非金融公司部门、住户部门的杠杆率自危机以来是下降的，但是，它的下降是以美国政府的杠杆率不断上升为代价的。所以，我们感觉到如果对杠杆问题有所处理，今后美国政府要面对的主要问题是它的赤字和债务问题。

下面我会用一系列图来展示中国的杠杆率情况。中国的总杠杆率是不断上升的，但是要分两段。2009 年对中国来说是非常关键的年份，当年有很强的财政刺激计划和金融刺激计划。在那之后，刺激力度一直不减。在此之前，中国的杠杆率是相对稳定的。

分部门来看，中国的住户部门杠杆率一直是比较低的。自本世纪初，杠杆率开始上升。从那个时候开始，中国的住房市场进行了改革，中国居民开始用自己的钱来购买住房。相应的，银行信贷、按揭贷款增加很多。最近两年，为了鼓励消费，中国的各个金融部门对消费信贷也给予很大的鼓励。住房信贷和消费信贷都大规模地提高了中国居民的杠杆率。

中国企业的情况，中国企业的杠杆率，做国际比较的话，应当说是比较高的。这是很具有中国特色的一件事情。但是，最近两年的杠杆率相对稳定了。从企业的结构来看，非国有企业杠杆率相对较低，而且危机以来，去杠杆的进程非常迅速。国有企业的杠杆率是比较高的，而且还在不断升高。

中国政府的情况，我们把地方政府和中央政府放在一起来看，杠杆率是控制在 60%这样一个国际安全线之内的。大家比较多的会说到中国地方政府的问题，我们和国际组织、国外的分析者关于情况的判断有所不同是获得数据的来源，对这些数据的处理方法不同。我们注意到国际组织通常会把地方融资平台作为双重计算，把它也算成地方

政府的债务。因为我们的正式统计把这部分算成企业。所以，两部分债务加在一起会重复计算。

金融部门的走势有点不太一样。中国金融部门刚开始的杠杆率是比较低的。研究中国问题的人都一定记得在危机刚刚开始的时候，普遍的意见认为如果说美国的杠杆率很高，中国还需要加杠杆。在相当的程度上是在这样一种指导思想的引导下，中国金融部门的杠杆率上升得很快。从 2017 年开始，已经有所下降。

杠杆率的国际比较，这是 2016 年的数据，很清楚地看到中国比较的国家中，杠杆率不算是高的，但是，中国的非金融公司的杠杆率是非常高的。考虑中国的问题，应当从结构上来考虑，中国企业的杠杆率是个问题。以上数据表明，中国的债务和杠杆率并不是非常严重，而且是在可控制的范围内。

考虑中国的债务问题、杠杆率问题，要考虑一个特殊的中国国情，也就是中国的政府是从事生产的政府、从事投资的政府。因此，中国政府拥有大量的升息的固定资产。也就是说我们必须在资产负债表的框架中联系资产来考虑债务。

根据我们的数据，中国的主权资产总额在 2017 年底 241.4 万亿，相当于 35.8 万亿美元，主权的债务是 139.6 万亿人民币，相当于 20.32 万亿美元，所以中国的主权净资产是 101.8 万亿，也就是 14.6 万亿美元，这是一个很大的数字。有一些朋友看到我们的数据说中国

只能够应付 1.5 次金融危机，根据其实在这里，当然这是一个毛数字，我们扣除当中的不流动的部分，中国的主权净资产仍然有 20.7 万亿人民币，也就是 3.04 万亿美元。

我们讲债务不仅仅是说债务，而是要讨论它会在多大程度上造成危机。我们认为中国的债务不会造成危机还有一个原因，就是中国和其他国家都不一样是一个高储蓄的国家。这一点跟日本略有相似，中国是一直储蓄大于投资的国家，即使中国出现了一些债务的问题，我们也能够在自己的国民内予以有效地解决。

当然，去杠杆仍然是问题。从 2014 年开始，去杠杆就已经成为我们政府的主要任务。十九大之后，它更成为首要任务。关于去杠杆，我们有五类措施：

一是推进企业改革，特别是推进国企改革，特别是要处理其中的僵尸企业。

二是对地方政府债务进行管控。因为地方政府是债务产生的源泉，我们要通过各种各样的措施，包括通过行政措施来约束地方债务的增长。

三是要准备处置不良资产。也就是要用过去多年积累下的资产来平复现在的债务。

四是对大资管行业实行非常严格的管理，市场已经感受到监管的力度，它当然会使得债务上升的势头得到有效遏制。

五是在宏观上会控制宏观债务的扩张，控制货币供应的增长。

最后我想给大家展示去年中国杠杆率分季度的变化情况。这是非常大的事情，国内外都关注。我们作为国家智库，认真地跟踪分析了中国的杠杆变化情况。去年，中国整个非金融部门杠杆率上升了 2.5 个百分点，结构有所改善。所谓结构有所改善就是说转移到住户，其他都有所变化。中国非金融公司的杠杆率是有所下降，但这是总的，其中国各部门还在上升，所以下一步的去杠杆任务还是很繁重的。

总之，中国的杠杆率变化和全球有些错位。当全球杠杆率都在上升的时候，中国的杠杆率不高。当全球开始去杠杆的时候，中国的杠杆率开始上升了。到今天，中国杠杆率比较高已经成为突出的问题，中国政府在下决心处理这个问题，并且取得了成效。