

## 刘胜军：求解“去杠杆”：“权威人士”的头号任务

2016年5月中国官方媒体《人民日报》刊登“权威人士”专访，深入把脉中国经济，引发海内外广泛关注。

权威人士访谈信息含量很大，但其中最值得关注的、说得最声色俱厉的当数“去杠杆”：“高杠杆是“原罪”，是金融高风险的源头，在高杠杆背景下，汇市、股市、债市、楼市、银行信贷风险等都会上升，处理不好，小事会变成大事！”

其实，2015年底中国中央经济工作会议已经提出“供给侧结构性改革”，并明确把“去杠杆”作为五大任务之一。既然如此，为何权威人士再次“语重心长”地强调去杠杆呢？关键原因是，“去杠杆”知易行难，尽管学界一直呼吁去杠杆，但最近几年中国经济的杠杆率不降反升。

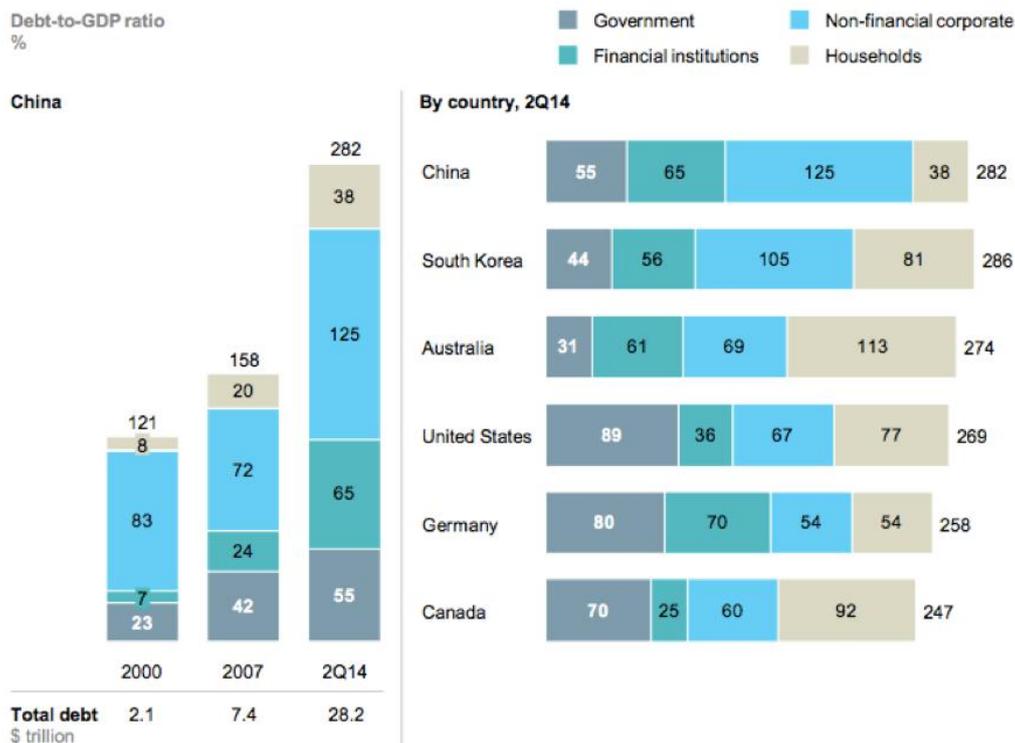
对于“去杠杆”在认知与现实之间的显著背离，权威人士给出了权威解释，“当前，确实存在一些“两难”或“多难”的问题。最突出的表现是，一方面经济面临下行压力，另一方面实体经济高杠杆，如果急于克服下行压力，杠杆率就会进一步提高，怎么办？那就要具体分析问题的性质，看看哪个问题更是要害。即使经济出现较大幅度下行，社会就业也能保持总体稳定，何况我国经济也下行不到哪里去！所以中央一直强调不以增速论英雄。但是，杠杆问题就不一样了。树不能长到天上，高杠杆必然带来高风险，控制不好就会引发系统性金融危机，导致经济负增长，甚至让老百姓储蓄泡汤，那就要命了。这么一比较，就知道工作的着力点应该放在哪儿，就知道不能也没必要用加杠杆的办法硬推经济增长，“两难”也就成了“一难”。最危险的，是不切实际地追求“两全其美”，盼着甘蔗两头甜，不敢果断做抉择。比如，一些国家曾长期实施刺激政策，积累了很大泡沫，结果在政策选择上，要么维持银根宽松任由物价飞涨，要么收紧银根使泡沫破裂，那才是真正的“两难”，左右不是！”

这段话语重心长，其核心要点是：1、杠杆率不降反升的主要原因是“稳增长”压力；2、靠加杠杆来稳增长，是饮鸩止渴；3、继续加杠杆最终救不了经济，而且很可能导致资产价格泡沫崩盘，引发金融危机。

究竟如何才能完成权威人士交代的“去杠杆”任务呢？必须正本溯源，才能理清思路。

### 一、中国高杠杆的特殊性

首先应该明确，一国经济存在四个部门：政府、非金融企业、金融机构、家庭。从国际比较来看，中国的“去杠杆”主要是针对非金融企业。

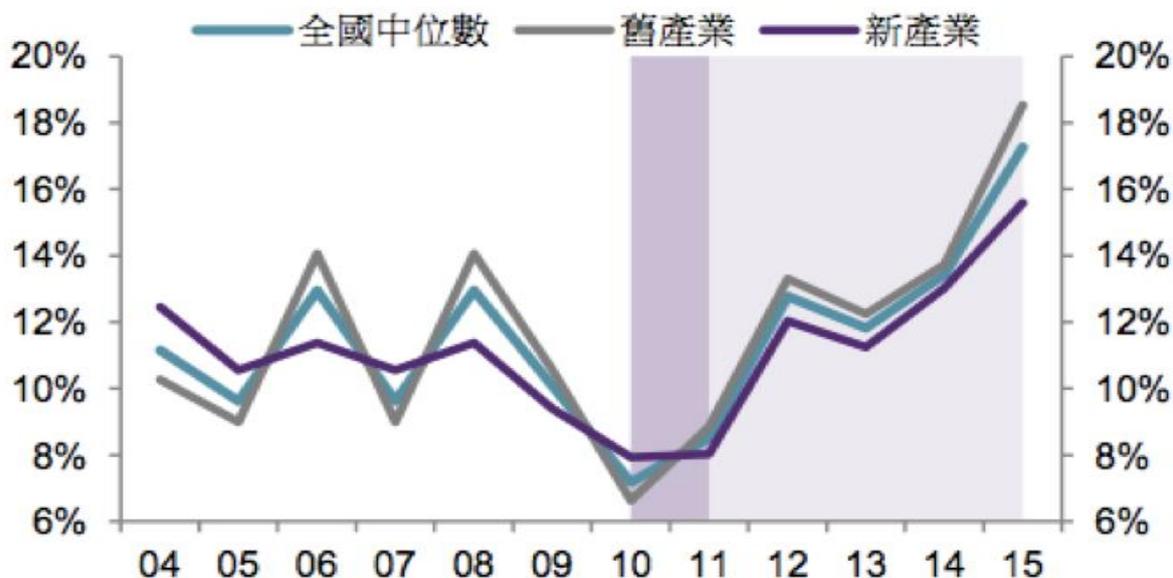


来源：麦肯锡

从国际比较来看，发达国家非金融企业债务/GDP 的平均水平为 82.8%，OECD 阈值为 90%，而中国在 2014 年就已超过 120%。非金融企业部门杠杆率过高，是极为危险的：1) 面对快速增加的债务压力，企业被迫采取保守经营策略，并对产业链上下游产生传导效应，甚至再度出现“三角债”；2) 一些过度负债的企业丧失竞争力沦为“僵尸企业”，进而实施“庞氏融资”，积累金融风险；3) 即使有市场竞争力的优质企业，为了化解债务压力，也被迫减少投资并以利润来逐步缩减债务。随着此类缩减债务的现象蔓延，实体经济投资不断放缓，经济持续下滑，这种现象被称为“资产负债表衰退”，以 90 年代泡沫经济破灭后的日本最为典型。

根据法国外贸银行的估算，中国无力偿还利息的企业占比已从 2010 年的 7% 左右猛增至 2015 年的 17% 左右。国际货币基金组织估算，息税前利润不够支付利息的企业占比达 15.5%。根据公开数据，A 股非金融上市公司中，2015 年上半年息税前利润不够支付利息的公司的债务占全部上市公司债务达 11.7%。

## EBITDA / 利息支出 <1 的企業佔比



資料來源: 法國外貿銀行估算

根据瑞银汪涛的测算，2008 年全球金融危机以来，新增债务中估计有接近 10 万亿人民币是给没有足够现金流偿付利息的借贷者用来支付利息了，相当于 15% 的 GDP，且未来几年还可能显著增长。明白这一点，就可以理解为何杠杆率不降反增了。

可见，非金融企业能否有序“去杠杆”，是一道极为重大且棘手的难题。

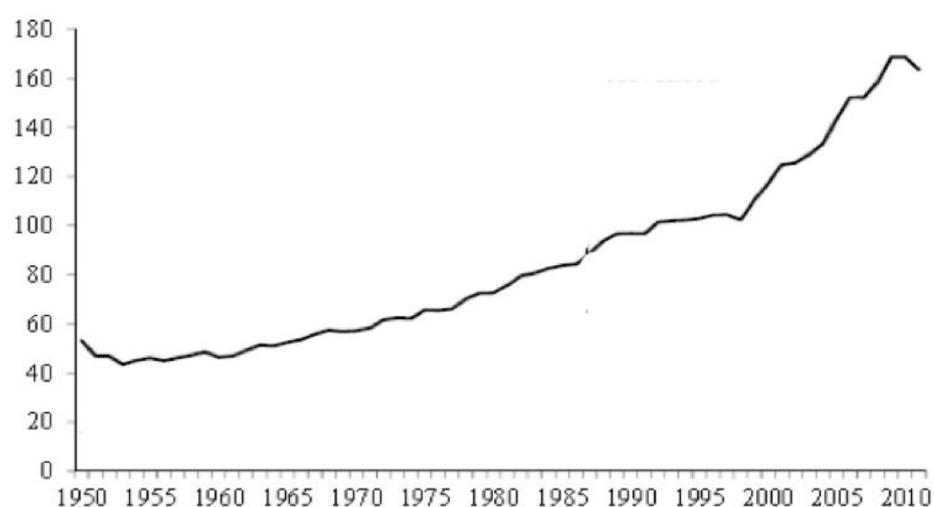
## 二、中国“非金融企业”高杠杆的成因

### (一) 共性成因

哈佛大学教授罗格夫 Kenneth Rogoff 在《800 年金融荒唐史》中一针见血地指出，“所有金融危机都源于一个简单的问题：债务过多”。为何会出现过多的债务？金融学大师明斯基 (Hyman Minsky) 提出的理论认为，是人类固有的动物精神驱动着企业家过度借债，最终陷入庞氏融资，爆发金融危机。

对于债务积压问题，原英国金融服务局主席 Adair Turner 在其新著《债务与魔鬼》中给出了具有普遍性的解释：二战后越来越多的经济体陷入了“信贷密集型” (credit intensive) 增长的轨道，这是导致债务危机的根源。由于依赖债务来驱动增长，不可避免导致债务积压：在过去半个世纪，发达国家私人信贷/GDP 从 50% 增长到 160%。

接下来一个必须要问的问题是，是哪些因素导致“信贷密集型增长”？特纳给出了三个主要解释：1) 房地产经济：在当代社会，房地产成为最主要财富，而以房地产为抵押发放贷款，很容易导致信贷供给、信贷需求、资产价格的自我强化周期。80年代末的日本和2008年美国次贷危机皆源于此；2) 贫富差距的扩大：正如皮凯蒂在《21世纪资本论》中所指出的，贫富差距的持续扩大是当代世界一大趋势。权威金融学者、印度央行现任行长拉詹指出：面对日益严峻的贫富差距，政府不愿意从根本上解决问题，而采取“让低收入者吃信贷”的方法来应对贫富差距：低收入者以价格不断上涨的房产为抵押获得信贷用以消费；3) 全球贸易失衡：1998—2008年间全球经常账户顺差/GDP从0.5%上升至2%，资本流入可能刺激信贷和资产价格泡沫。美联储前主席伯南克提出的全球储蓄过剩理论（global saving glut）就指责：中国一方面向美国输出廉价商品，压低了美国通胀水平，另一方面中国获得大量顺差，然后将外汇储备投资于美国，导致了美国无通胀的繁荣，为次贷危机埋下了祸根。



Source: *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*, C. Reinhart & K. Rogoff, 2013

对照特纳的理论，与中国的实际情况也高度吻合：中国经济严重依赖房地产；贫富差距持续扩大，根据美国国家科学院院士谢宇等在美国《国家科学院院刊》上发表的论文《当今中国的收入不平等》，从2005年到2012年间，中国基尼系数呈走高趋势，维持在0.53~0.61之间，远高于欧美日等发达国家0.2~0.4的水平；人民币的单边升值和高利率吸引了超万亿美元热钱流入中国，加剧了资产价格膨胀压力。

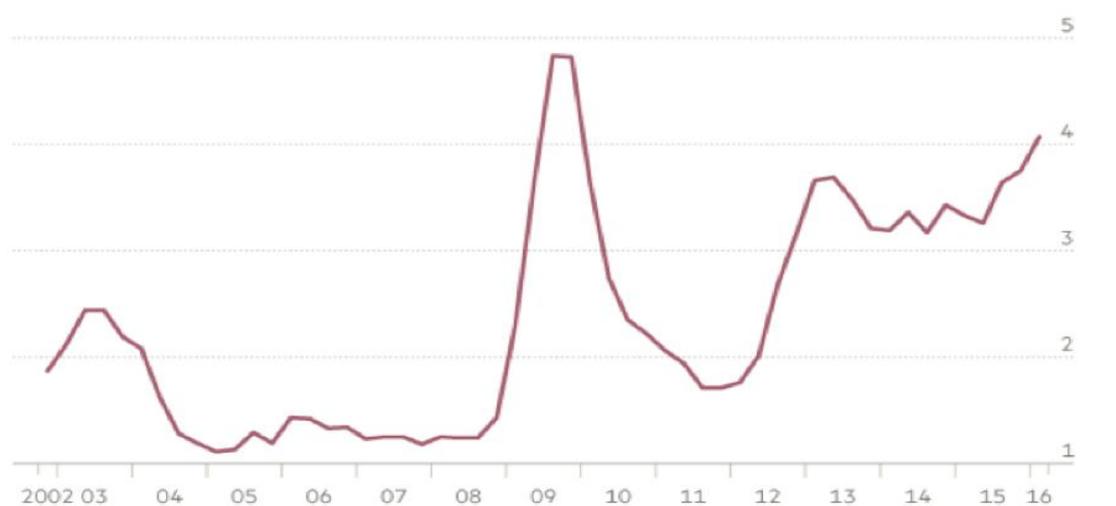
## （二）中国特殊的制度因素

第一，“四万亿”导致的信贷失控。债务失控是四万亿的两大后遗症之一（另一个是产能过剩）。1949~2008年货币投放累计47万亿。2009~2012年四年就一下子投放50万亿，超过前59年的总和。从非金融企业债务/GDP比重波动趋势来看，2009年是一个转折点：从平缓上升变为快速增加。快速增加分为两个阶段：一是在2009—2010年的四万亿推动下，银行信贷以每年近10万亿的规模激增；随后监管部门意识到其中风险开始整顿“地方融资

平台”，但为时已晚，很多项目一旦启动，银行就被“套牢”，只有继续提供融资才能避免坏帐剧烈爆发，信贷规模进入被动式增长的第二阶段。最近权威人士之所以再次明确发出依赖刺激推动增长的危险性，是因为刺激现象依然存在。伯恩斯坦研究公司(Bernstein Research)的数据显示，在截至 2009 年 11 月的一年中，中国国内信贷总量扩大了 12 万亿元人民币(合 1.84 万亿美元)，相当于 GDP 的 34%，而在截至 2016 年 2 月的一年中，信贷增量为 27.9 万亿元人民币，相当于 GDP 的 40%，前者大大低于后者。由于这些刺激计划的投资回报率降低，这意味着杠杆率未来仍会攀升。

## Inefficient Chinese investments

Total social financing/New GDP



Source: Wind Information

FT

第二，预算软约束。预算软约束是 80 年代匈牙利经济学大师科尔奈（János Kornai）引入中国的概念，指的是企业可以不顾后果地过度借债，因为出了问题政府会来兜底。大多数国企都存在明显的预算软约束，在 90 年代的改革中有所缓解，但进入 21 世纪以来这一问题又卷土重来，鲜有国企破产的案例出现。以央企中钢集团为例，资产负债率超过 90%，但依然未见破产迹象。不仅如此，在地方政府“GDP 主义”和维稳压力下，一些大型民企也出现了类似问题。在山西，最大的两家民企海鑫钢铁、联盛集团都因为债务问题陷入困境，但政府已责令山西国企西山煤电“托管”联盛集团……。事实上，预算软约束是出现大量“僵尸企业”的根本原因。

第三，国有银行体制。国企的预算软约束现象之所以长期存在，与国有银行体制密不可分。换言之，离开国有银行体制，国企的预算软约束就失去了外部条件。本世纪初，由于国有银行与国企的体制问题，银行不良资产率一度高达 30%，银行业陷入技术性破产。经过不良资产剥离、银行改制上市，银行不良资产率一路下行。但四万亿再度暴露了国有银行

的体制性扩张冲动：根据法国里昂证券 2015 年 10 月的研究，中国银行的坏账率可能高达 8.1%，是官方数字 1.5% 的六倍之多，这意味着 7.5 万亿元人民币的资本缺口，超过 GDP 的十分之一。难怪央行行长周小川在 2015 年 5 月的文章中表达了深度忧虑：“今天我们有个别需要补课的内容。因为有些改革过去曾经打算做，但由于遇到危机等各种各样的原因，被耽搁了下来。如果没有强有力措施，不下大的决心，不清理财务不健康问题，不引入市场经济规律，银行体系将很难存续！”

第四，IPO 审批制导致直接融资（尤其是股票融资）比重过低。随着金融成熟度的提高，资本市场会在融资结构中发挥越来越重要的作用，而股票融资比重越高则杠杆率越低。从国际对比来看，中国的直接融资比重长期严重偏低。其中 IPO 审批制是一个关键原因，审批制人为压低了直接融资规模。结果，银行体系成为最主要融资渠道，这不可避免导致企业负债率的高企。



来源：波士顿咨询。

第五，也是最重要的一点：投资驱动的增长模式。从国际比较（包括与日韩经济起飞阶段相比）来看，中国投资率远超正常水平，尤其是在 2008 年金融危机之后。给定银行主导的金融体制，高投资率必然意味着高杠杆率。



来源：世界银行。

### (三) 小结

综合上述分析，不难理解中国经济杠杆率的复杂制度成因，这些因素导致“信贷驱动的增长”，这是根本。如果不降低“信贷密集度”，指望把分母做大来“去杠杆”是很天真的想法。权威人士也是这么想的，“要彻底抛弃试图通过宽松货币加码来加快经济增长、做大分母降杠杆的幻想”。

### 三、如何去杠杆？

理清了中国企业部门高杠杆的成因，就不难推导出“去杠杆”的合理路径：

1、降低投资率：给定投资对推动经济增长的巨大作用，降低投资率可能意味着容忍更低的增速。要缓冲这种增速放缓的压力，就必须加快改革，让创新和消费成为新的增长动力。从日韩等经济转型的国际经验来看，中国经济放缓至5%左右的增速是合理的中期水平。

2、降低对房地产的依赖：这也是高难度的任务，因为房地产在一定程度上绑架了中国经济、金融体系、地方财政收入。当前要特别警惕地方政府把“房地产去库存”变成“房地产刺激”，最终再度加杠杆。正如权威人士的警告，“房子是给人住的，这个定位不能偏离，要通过人的城镇化“去库存”，而不应通过加杠杆“去库存”，逐步完善中央管宏观、地方为主体的差别化调控政策”。央行及时叫停“首付贷”是英明之举。要降低对房地产的依赖，关键是财税改革，终结土地财政。

3、IPO注册制不能再拖了：大力发展股票融资，是纠正中国金融结构扭曲的客观需要，亦可对“去杠杆”起到立竿见影的效果。遗憾的是，中国在注册制改革方面一直下不了决心：牛市的时候证监会不舍得“让市场发挥决定性作用”，熊市的时候要不敢“让市场发挥决定

性作用”。中国政府应该放弃这种纠结心态，义无反顾推动注册制改革，实现一次跨越。不然，注册制改革永远等不到最好的时机。

4、彻底打破预算软约束：预算软约束导致了金融资源的严重错配。政府必须下决心从制度上终结预算软约束，无论国企民企，无论规模多大，都应该“愿赌服输”，还不了债破产这是天经地义的常识。不尊重这种常识，预算软约束就不可能退出历史舞台。如果从资源有效配置的大局观考虑问题，就不会被一时一地的失业、坏帐“一叶障目”。特别是，不应刻舟求剑式地复制十几年前的“债转股”，当时的成效并非来自“债转股”本身，而是在于背后的国企体制和经济进入上升通道所带来的资产增值效应。权威人士看得明白，““保人不保企”，勇于处置“僵尸企业”……对那些确实无法救的企业，该关闭的就坚决关闭，该破产的要依法破产，不要动辄搞“债转股”，不要搞“拉郎配”式重组，那样成本太高，自欺欺人。”实现这一点，关键在于要改变地方政府的考核激励机制，减少地方官员对GDP、失业、维稳等的行为短期化压力。同时，应从制度上限制地方政府干预企业破产的能力，这有赖于财政民主。

5、新一轮银行体制改革：在90年代朱镕基总理花费巨大心血提高银行独立性，使其更加按照市场原则发放贷款而非屈从于政府压力。但四万亿所带来的信贷失控再次暴露国有银行体制的弊端：政策导向可以轻易地压倒商业性原则。从潜在坏帐率水平来看，新一轮银行体制改革不可避免。从方法论上看，新一轮银行体制改革的关键在于：1) 大力发展民营银行，减少国有银行主导的金融体制与国企占GDP比重不到1/3之间的结构性不匹配；2) 加快银行高管的“去行政化”，让不良资产的考核成为绩效考核的核心指标，根治银行高管随政策而起舞的现象。

## 结束语

当今中国企业部门持续攀升的杠杆水平，已成为诱发金融危机的头号危险。一个悲哀的事实是，全球大多数国家的“去杠杆”都是通过爆发金融危机而被动去杠杆。因此，中国能否“有序去杠杆”，并无太多经验可以借鉴。当然，首要的任务是汲取其他国家因为债务积压而引发金融危机的惨痛教训。

就“去杠杆”的方法论而言，打破预算软约束之类的制度改革要比“债转股”这样的“术”要重要得多。此外，中国政府要在推动注册制改革等重大问题上下定决心。

从中国的政策信号来看，中国政府已经充分认识到了“去杠杆”的重要性和迫切性。然而正如凯恩斯所言：*In the long run, we are all dead.* 认识到危险，不等于一定能躲过危险，其中最难克服的就是地方政府和银行的行为短期化，这一特点有可能因为即将到来的19大政治周期而变得更加明显。

对于中央政府而言，不仅要做好迎接“去杠杆”之痛苦的心理准备，更加重要的是设计出“激励兼容”的改革方案，让各级官员和银行都有正确的激励去推动“去杠杆”。这是一

项极为复杂和棘手的任务。如果中国能做到“有序去杠杆”，无疑将为世界奉献一项宝贵的独特实践经验。

文章来源：FT 中文网；本文的网址：<http://www.ftchinese.com/story/001067742>