**解剖中国债务灰犀牛**

　　2008年国际金融危机以来，全球范围内的债务高企，引起各方面关注。国际货币基金组织推荐使用宏观杠杆率(实体经济部门的债务/GDP)来评估各国债务风险；国际清算银行也相应提出了杠杆率偏离长期趋势的所谓杠杆率缺口来作为金融不稳定的预警。

　　在此期间，中国宏观杠杆率则以更快的速度攀升。中国社会科学院国家资产负债表研究中心(CNBS)的数据显示，2008～2016年，中国宏观杠杆率平均每年上升12.4个百分点，是同期全球宏观杠杆率增速的两倍多。截至2018年底，中国宏观杠杆率为243.7%，与美国的水平大体接近。

　　高杠杆率是金融脆弱性的根源，因此社会上也将高杠杆问题称为“债务灰犀牛”。如何应对债务灰犀牛成为当前防范重大风险的重要内容。

**中国债务水平及其分布结构**

　　从债务水平上看，中国实体经济部门杠杆率约为250%，远高于新兴经济体不到190%的平均杠杆率，接近于美国的水平。从这个角度，这只灰犀牛的个头还是蛮大的。但从威胁性、危险性来看，灰犀牛的内在结构才更重要，这就是为什么，我们需要解剖这只灰犀牛——也就是分析杠杆率的结构及其风险。

　　从结构上看，2018年居民部门杠杆率为53.2%，企业部门杠杆率为153.6%，政府部门杠杆率为37%。国际比较发现，居民部门杠杆率还相对“正常”，而企业部门杠杆率畸高，政府部门杠杆率偏低。那么，杠杆率的风险到底在哪里呢？

　　首先是居民杠杆率风险。一是杠杆率增速过快。居民部门杠杆率这些年的快速上升值得警惕。不过，这并非中国独有的现象。“二战”以来，发达经济体普遍经历了这么一个过程。美国居民部门的杠杆率在1950年代仅为20%，到2008年金融危机前的最高点已接近100%。其中上升最快的一段时间是2000～2007年。2000年美国居民杠杆率为69.9%，仅7年时间便上升了28个百分点。而中国目前也正处于杠杆率增速较快的时期，从2008年的17.9%上升至2018年的53.2%，10年间上涨了35个百分点，增速与美国2000-2007年间相当。

　　二是短期消费贷成为变相的抵押贷，加大了风险。2017年以来各地纷纷推出住房限贷政策，银行收紧了房地产贷款额度，批贷周期也相应拉长，使得部分贷款渠道转向了短期消费贷。这部分贷款缺少实物资产的抵押，银行面临的风险敞口更大。在新一代消费群体借贷意愿增强、互联网金融持续发展、银行零售业务加快转型的背景下，预计短期消费贷款仍会保持一定增速。目前来看，在个人贷款总体不良率特别是个人按揭贷款不良率保持较低水平的同时，信用卡不良率和消费金融不良率相对较高，未来或会持续提升。下一阶段要关注包括信用卡、基于互联网的信用类产品、消费金融类贷款、现金贷等在内的信用类消费贷款的共债与杠杆风险。

　　三是较大的贫富差距使得平均意义上的杠杆率不能完全反映实质上的结构性风险。一般寻求消费贷来降低首付比例的家庭，其金融资产规模也势必有限。而拥有大量存款类金融资产的家庭，其贷款比例也一定有限。这种因收入与财富差距造成的居民部门内部资产结构扭曲，使得平均意义上的杠杆率风险加大。拥有负债的家庭缺少相应的金融资产作为覆盖，一旦其收入流出现问题，就会出现违约风险。

　　其次是企业杠杆率风险。非金融企业部门延续了2017年去杠杆的势头，杠杆率由2017年的158.19%回落至2018年的153.55%，下降了4.6个百分点。企业杠杆率自2017年一季度达到161.4%的峰值后持续下降，当前水平相比峰值时期已下降7.8个百分点，除今年一季度稍有反弹外，下降趋势已保持了7个季度。非金融企业去杠杆取得成效，但其贡献主要在民营企业。2018年，国有企业总负债上升了16.0%，而民企为主的工业企业总负债仅上升了2.9%，结果就造成国企债务占整个非金融企业部门债务的比重在不断攀升。

　　根据我们的估算，2018年国企债务在非金融企业债务中的比例为66.9%，比上年上升了5.5个百分点。比起2015年第二季度的较低水平，更是上升了10个百分点。尽管我国企业杠杆率水平就全球而言都是数一数二的，但仔细分析，其中国企债务占比超过六成；而这些国有企业杠杆率中，又有一半左右是所谓融资平台债务，这部分是和地方政府有直接关联。如果扣除掉融资平台债务，企业部门杠杆率风险也就不那么凸显了。

　　第三是政府杠杆率风险。从政府部门来看，无论中央还是地方，就国际比较而言，其杠杆率都处在较低水平，但这是指显性的政府杠杆率。如果考虑到地方隐性债务，也就是所谓的预算外债务，这包括传统的融资平台债务，以及后来有所“创新的”政府投资基金、专项建设基金、政府购买服务、PPP等新马甲，政府部门的债务水平就会很高。根据我们的估算，2017年这部分预算外的隐性债务，大约为45.3万亿人民币，占当年GDP的55.2%。如果将这部分隐性债务与政府的显性债务加在一起，政府部门杠杆率会超过90%。

　　我们把国企与政府杠杆率合计，形成所谓公共部门杠杆率，那么这个数字会达到140%，大大超过私人部门杠杆率(即居民部门加上非国有企业部门，合计为103.9%)。这个现象在国际上是少见的。除了日本，其他国家都是私人部门杠杆率远高于公共部门杠杆率。

　　综合以上，尽管居民杠杆率风险也值得关注，但更大的问题在国企与地方政府。而这两个部门的债务攀升有着鲜明的“中国特色”，是体制性因素造成的，这才是最大的灰犀牛。

**“稳中求进”去杠杆**

　　有效抑制债务的快速积累必须从体制改革入手。不过，改革、发展、稳定需要统筹考虑。我们既需要推进体制改革从根子上解决问题，又需要宏观稳定来创造改革的大环境。

　　当前面临着内外部冲击以及下行压力加大、增长前景不确定性的挑战，更是需要在稳杠杆与稳增长之间取得平衡。因此，就应对债务灰犀牛而言，要坚持“稳中求进”，不可操之过急。

**首先是“稳”。强调的是稳杠杆。**

　　2019年仍面临诸多不确定性，稳增长是重要政策目标；相应地，稳杠杆就非常有必要，因为稳住总杠杆才可能稳住总需求。中央提出结构性去杠杆和稳杠杆，一个基本要求就是实体经济总杠杆率要保持稳定；与此同时，将去杠杆的重点放在国企与地方政府。于是，企业部门与政府部门的杠杆率都是处在严控的范围，最好是只降不升，结果就只有通过居民部门杠杆率上升来维持总杠杆率的相对稳定。2018年的杠杆率数据就是很好的印证：非金融企业部门杠杆率比上年下降了4.6个百分点；政府部门杠杆率微升0.5个百分点，而居民部门杠杆率则比上年攀升了3.8个百分点。

　　现在来看，这样的政策需要做出调整。也就是说，不能再仅仅由居民部门来支撑杠杆率不倒，其他部门也需要发力。这里最重要的是中央政府加杠杆，以及地方政府隐性债务的显性化。目前中央政府的杠杆率非常低，2018年仅为16.5%，具有很大的政策空间；并且中央政府信用高，发债成本低(远低于一些融资平台的成本)。因此，中央政府要加杠杆。对地方政府而言，是要将原来的隐性债务(已经划归企业部门的融资平台债务)通过债务置换等方式将其“阳光化”、显性化，这也有利于监管与风险处置。在强调“堵后门”的同时，还要适当多放开些“前门”，即适当提高地方政府一般债务限额与专项债务限额，保持地方政府投资支出的稳健性。

　　稳杠杆还涉及监管政策的把握。特别是要接受去年的教训，不能多部门政策叠加，防止出现处置风险的风险。由此来看金融监管，恐怕要把稳增长放在重要位置，充分考虑政策发布的时机和节奏，正确看待影子银行在正规金融体系之外的有益补充作用。

**其次是“进”，突出供给侧结构性改革。**

　　一是稳步推进破产重组，让市场清理机制发挥“强制性”作用。这包括推进国有企业的破产重组，清理僵尸企业；同时，对于债务问题较为严重的地方政府进行债务重整，形成较强的外部压力。在此过程中，要有其他保障性政策形成配套，减少破产重组带来的社会震荡。

　　二是硬化国企与地方政府的预算约束，破除政府兜底幻觉。无论是国有企业还是地方政府，核心是要在现代企业制度及现代治理框架下建立起规范的行为模式和激励约束机制，弱化扩张或赶超冲动，打破刚兑、破除隐性担保，硬化预算约束。国企或地方政府不能在去杠杆过程中享受“特别照顾”，或以种种理由请求“豁免”。事实上，只有市场经济规则的硬约束以及中央政府兜底幻觉的消除，才能够真正地让市场在去杠杆过程中发挥决定性作用。

　　三是突出竞争中性，纠正金融体系的体制偏好。金融体系的体制偏好，恰恰反映出它是风险规避的。正是认识到给国企或地方政府融资，一定会获得政府担保的“加持”，在信贷投放过程中才会产生歧视和偏向。

　　未来看，必须突出竞争中性，即无论什么性质的企业，它在获得金融信贷方面待遇应该是平等的。最终的平等尽管难以做到(这与企业的规模等因素有关)，但至少在法律法规上要建立这样的平等意识。最近中办国办发布的《关于加强金融服务民营企业的若干意见》就是在努力纠正金融体系的体制偏好。效果如何，我们拭目以待。

张晓晶（中国社会科学院经济研究所副所长、国家资产负债表研究中心主任）

本文首发于总第890期《中国新闻周刊》

原文链接：http://www.inewsweek.cn/finance/2019-03-13/5217.shtml