

## 中国特色的杠杆率转换游戏

根据华泰证券的估算，截至 2015 年底，中国实体经济部门（不含金融业）的整体杠杆率已经达到 263.62%，其中家庭部门杠杆率为 39.95%、政府部门杠杆率为 57.37%、非金融企业部门杠杆率为 166.30%。在政府部门杠杆率中，中央政府杠杆率约为 20.07%、地方政府杠杆率约为 37.30%。

如果进行国际比较，可以发现，中国的居民杠杆率在全球主要大国中是偏低的，中国的政府杠杆率在全球主要大国中位于中游（低于大多数发达国家、但高于很多新兴市场国家），中国的企业杠杆率是全球主要大国中最高的。BIS 在 2011 年的一篇工作论文指出，家庭、政府与企业部门杠杆率的警戒线分别为 85%、85%与 90%。按照这一标准，中国企业部门杠杆率已经显著超过阈值。

更重要的是，中国经济的杠杆率在本轮全球金融危机爆发后经历了快速上升。根据华泰证券的估算，2008 年至 2015 年，中国的国民总杠杆率上升了 105 个百分点！毫无疑问，这七年间中国经济杠杆率的快速上行，与危机后中国政府实施的极其宽松的财政货币政策密切相关。此外，鉴于 2008 年以来中国企业层面的“国进民退”相

当明显，我们也看到，国有企业杠杆率的上行速度，显著超过了民营企业。

当前，全球经济处于长期性停滞的怪圈，经济增速依然远低于 2008 年危机爆发前的增速，中国经济也处于增长率持续下行的轨道中。内外需的持续低迷，意味着中国企业无疑会面临严重的产能过剩问题。产能过剩会降低企业的盈利能力，从而导致企业部门去杠杆。未来几年，中国企业部门杠杆率显著下行，是个大概率事件。

企业部门去杠杆会导致商业银行体系出现大量坏账。届时，中国政府将会面临如下两难选择，第一，如果中国政府大规模救助商业银行，这会导致政府杠杆率快速上升，甚至逼近国际警戒线；第二，如果中国政府不救助商业银行，这就可能爆发大规模银行危机。在通常情况下，中国政府未来需要通过自身加杠杆来应对企业部门去杠杆，这也是爆发过大规模金融危机的国际惯例。考虑到中国中央政府的杠杆率远低于地方政府，且中央政府的财力远高于地方政府，这就意味着，中央政府未来加杠杆是大概率事件。

然而，从 2014 年起，中国政府貌似在进行一种尝试，即试图通过激活中国股市来帮助企业部门去杠杆。如果股市能够交投活跃，企业就能够以较低成本获得长期股权融资，从而成功降低杠杆率。不过，2014 年启动的这一波牛市，一方面具有典型的政府推动的色彩，另一方面却是以居民部门加杠杆为典型特征的。中国股市投资者大多数为散户，而这些个人投资者在 2014 年至 2015 年大量使用了融资融券、伞形信托与融资公司等方式进行配资，试图通过提高杠杆率来提高收益，最终却因为使用了杠杆而赔得倾家荡产。用杠杆率转换的视角来看，2014 年至 2015 年这波牛市，实质上反映了政府期望通过居民部门加杠杆来帮助企业部门去杠杆的尝试，但这种尝试最终以失败结束。

从 2015 年年底起，中国政府似乎开始了另一种更加危险的尝试，即试图通过再度激活中国房地产市场来消化商品房库存，从而帮助中国房地产企业以及其他相关行业企业去杠杆。例如，除一线城市外，居民购买商品房的限制被放宽、首付比例显著下降、贷款利率明显下调。又如，居民购房的各种税费被显著调低。在相关政策刺激下，北上广深房价开始显著上升，其中又以深圳与上海尤为明显。值得注意的是，在当前这一波房价上涨过程中，购房者的杠杆率显著上升了，首付贷就是一个典型的例子，沈阳还出现了零首付的神话。无论是按照房价收入比还是房价房租比等指标，目前北上广深的房价水平已经位居全球最高水平之一，这其中蕴含了重要风险。尤其令

笔者扼腕长叹的是，想当年政府花了多少心力，才将一线城市房价控制住，现在却为了帮助企业去库存与降杠杆，而将当年的努力毁于一旦。

近年来股市与房市相继发生的故事，都折射出一个信号，也即中国政府目前不愿意通过自身加杠杆来帮助企业去杠杆，而是试图通过激活股市与房市来诱导居民部门加杠杆，以此来帮助企业部门去杠杆。此外，最近出台的债转股，又反映出中央政府试图通过银行业加杠杆来帮助企业部门去杠杆的新尝试，这种尝试也是非常危险的。

政府部门之所以寄希望与居民部门，是当前居民部门杠杆率远低于国际平均水平，看起来有加杠杆的潜力。然而，如果考虑到以下两个问题，中国居民杠杆率似乎就不那么低了：第一，中国农村居民很难举债，因此实际上居民部门负债主要是由城镇居民来承担的。换言之，中国城镇居民的真正杠杆率，可能远高于 40%；第二，中国当前在教育、医疗、养老等公共产品供给方面存在很大的不足，导致中国居民预防性储蓄的动机很强、举债的动机较弱。这就意味着，直接把中国家庭杠杆率与发达国家家庭杠杆率来比较，是不太合适的。

总之，笔者认为，中国政府部门以公开、透明、市场化的方式，通过中央政府加杠杆来缓解企业部门去杠杆的压力，才是解决问题的正道。那些试图通过居民部门加杠杆来应对企业部门去杠杆的尝试，可能带来非常危险的结果。

未来中国经济的可持续增长有赖于两种最宝贵的资源，一是中国居民部门还有大概 50 万亿人民币的储蓄，二是中国政府还有 3.2 万亿美元的外汇储备。在中国人口年龄结构日益老龄化、国际收支双顺差格局已经终结的未来，上述两种资源将变得更加稀缺与珍贵。我们切切不可各种看似正当的名义、轻易挥霍掉这些资源。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任、研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。