

结构性去杠杆的路径

◎彭文生

摘要：降低宏观杠杆率的关键在于结构性去杠杆，主要是国企、地方政府债务和房地产行业的杠杆率调整。国外相关研究表明，去杠杆的过程中，经济增速会超过信贷增速，即从加杠杆时期的“无增长的信贷”转变为“无信贷的增长”。我国结构性去杠杆的政策组合应该是在允许一定程度的债务违约的前提下，“紧信用、松货币、宽财政”。在去杠杆的理想路径下，我国金融扶贫的宽财政措施有利于提高低收入群体的消费能力，从而促进经济的增长，降低对货币放松的依赖，但房地产行业的高杠杆仍是最大的不确定性因素，因此要防范相关的金融风险。

关键词：结构性去杠杆 路径 风险点

一、宏观杠杆率的国际比较及中国杠杆的结构性特征

2018年4月2日，习近平总书记在中央财经委员会上提到“要以结构性去杠杆为基本思路”。以往我们更多关注宏观杠杆率的降低和稳定，而对结构性去杠杆关注较少。事实上，笔者认为去杠杆的目标就是要降低宏观杠杆率，而途径就是结构性去杠杆。

作者彭文生系光大证券全球首席经济学家。

图1显示了中国、美国和欧元区目前处于金融周期的不同阶段。我国的金融周期在顶部，风险比较高，映射到宏观杠杆率上，也对应了中国过去10年杠杆率持续上升的情况；而美国和欧元区的金融周期都经历了2008年国际金融危机后的向下调整，美国宏观杠杆率下降，欧元区处于基本稳定的态势（见图2）。

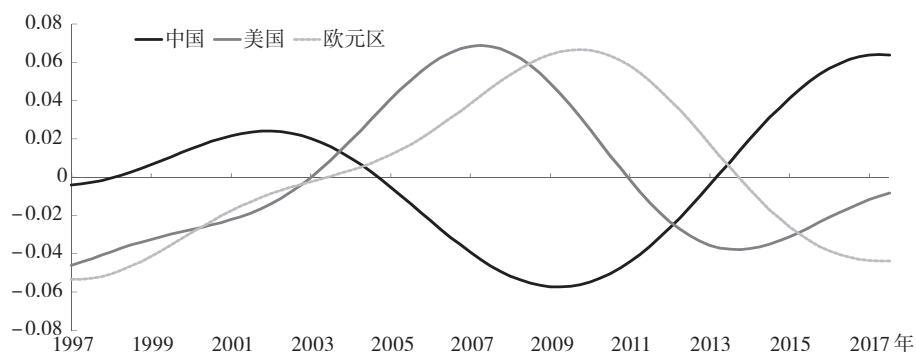


图1 中国、美国、欧元区处于金融周期的不同阶段

资料来源：BIS、CEIC、Wind、光大证券研究所。

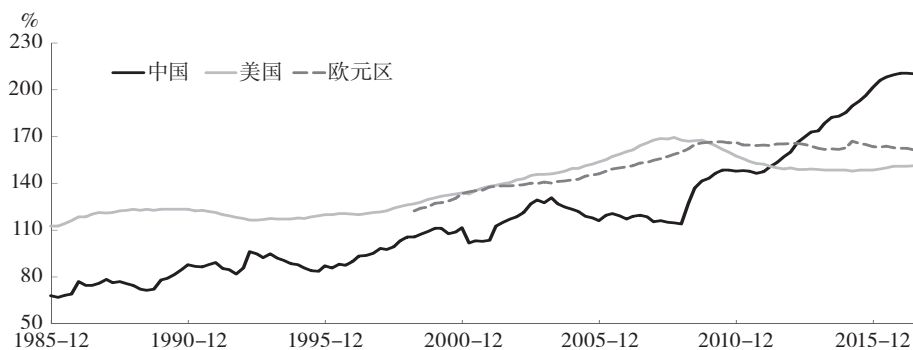


图2 中国、美国、欧元区宏观杠杆率对比

注：BIS对PNFS Credit定义：从所有部门融资综合，包括国内银行、国内其他非银行金融部门、非金融企业部门和国外部门，融资工具主要包含贷款和债券两种。

资料来源：BIS、CEIC、Wind、光大证券研究所。

为什么要结构性去杠杆？因为杠杆本身是结构性的，每个部门享受的金融条件不同，所处的发展阶段不同，所以在某一个时点的杠杆率也不同。但杠杆是结构性的并不代表其影响不是宏观的，结构性杠杆可能带来系统性金融风险：一个部门违约会影响到整个金融体系的信贷功能，甚至使经济增长受到冲击。

我国的结构性杠杆有几个特征。一是按所有制划分，国企杠杆率高，因为国企有政府的信用担保，容易拿到贷款（见图3）。二是按行业划分，首先是房地产行业杠杆最高，因为银行对信贷没有进行真正的信用评估，而是需要抵押品，房地产正是最好的抵押品；其次是产能过剩行业；最后是非金融实体行业。过去10年非金融实体行业的杠杆率已经基本稳定，所以风险最突出的就是房地产行业（见图4）。三是地方政府的债务问题，我国地方政

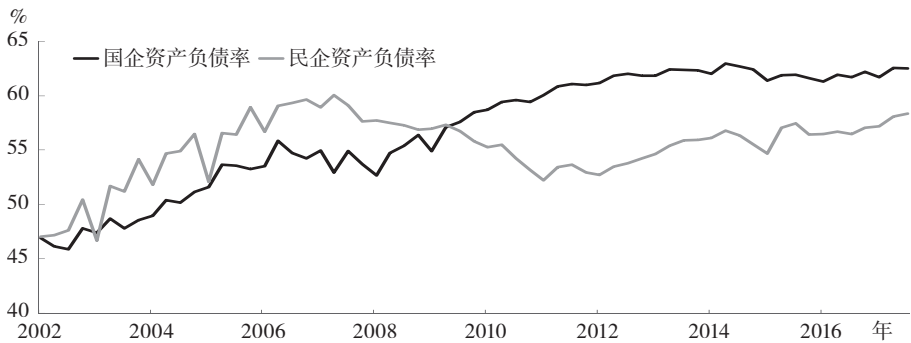


图3 我国国企和民企杠杆率对比

资料来源：Wind。

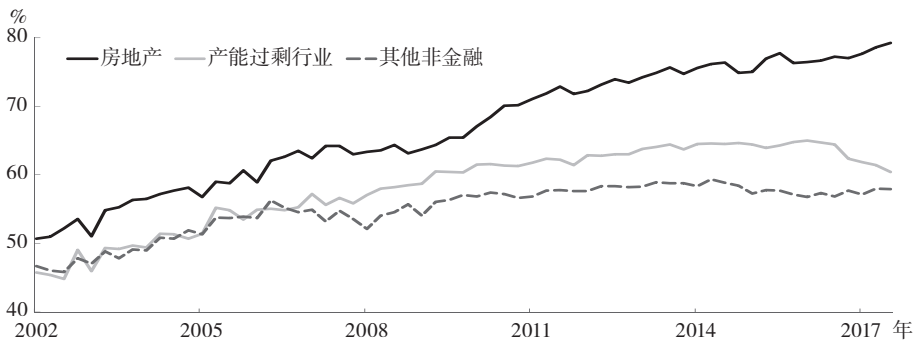


图4 我国特定行业的杠杆率情况

资料来源：Wind。

府债务规模对GDP之比相较于其他国家不是很高，但政府所享有的信用和融资条件存在错配。政府信用形成的地方政府直接债务占比约为三分之一，而商业信用形成的地方政府隐性债务占比约为三分之二。隐性债务期限短且利率高，未来应该向期限长、利率低的方向修正。所以地方政府债务存在两个问题，一个是新增的地方政府债务如何规范，这个问题监管机构的措施已经非常明确；另一个是存量债务如何通过债务置换等方式，把期限短、利率高的债务置换成期限长、利率低的债务，本质上还是有序的债务违约问题（见图5至图7）。

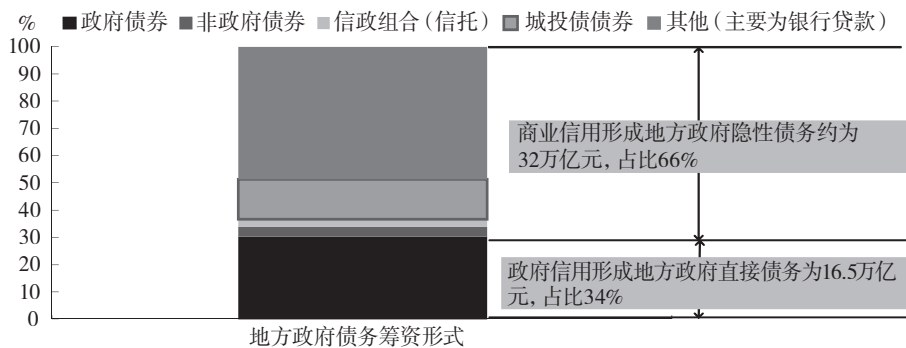


图5 地方政府债务筹资方式

资料来源：Wind、光大证券研究所估算。

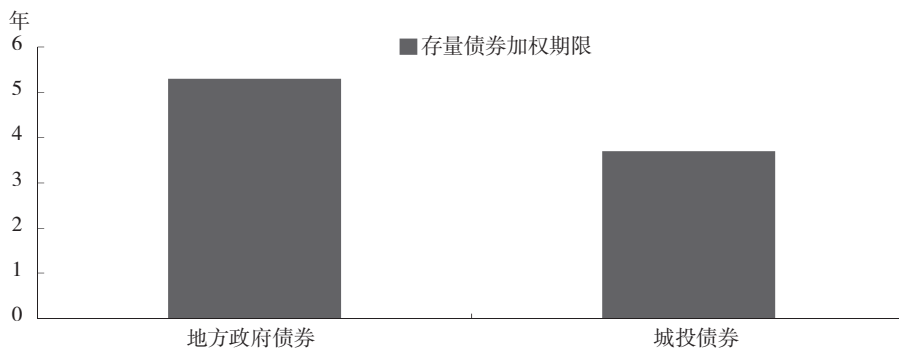


图6 地方政府隐性债务期限短

资料来源：Wind、光大证券研究所。

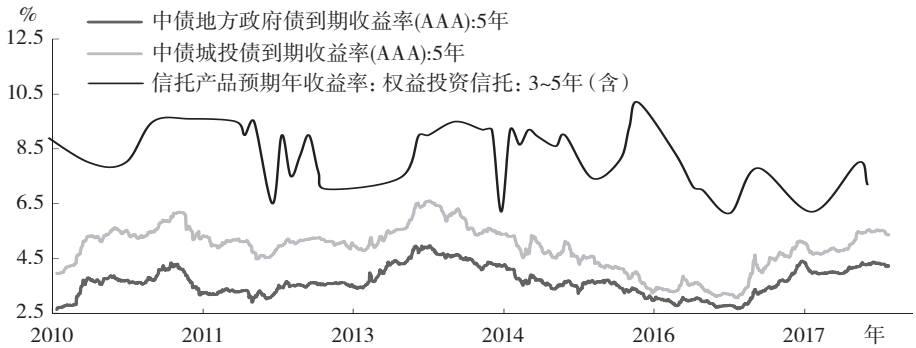


图7 地方政府隐性债务利率高

二、结构性去杠杆对经济增长的影响

国外很多研究显示，在金融周期达到顶点之前，信贷的增长超过经济增长，即出现“无增长的信贷”；但是过了拐点以后，去杠杆的过程中，会有一段时间出现经济增长的速度超过信贷的增速，即出现“无信贷的增长”，信贷萎缩、杠杆下降，但是经济增长不是那么差（见图8）。

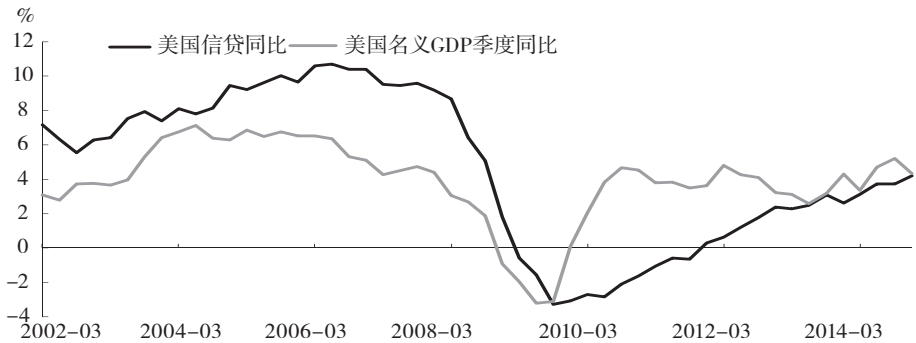


图8 美国从无增长信贷到无信贷增长

资料来源：BIS、CEIC、Wind、光大证券研究所。

那为什么会出现这种情况？这涉及我们看待债务可持续性的两个视角：一个是微观视角，从企业层面的考量；另一个是宏观视角，从政策层面的考量。

从微观层面看，古典经济学派认为“先有收入再有投资”，企业先要挣钱，有利润，才能投资。从这个意义上来讲，债务还本付息（微观去杠杆）有以下几个方式：

第一，用挣的钱（收入或者利润）来还债。这样会抑制投资，不利于经济增长。

第二，用新贷款偿还旧贷款。信贷增长对经济增长的影响是正面的。但随着债务规模越来越高，还本付息的压力越来越大，超过了新增贷款对于经济增长的拉动作用，就会出现“无增长的信贷”。而拐点之后新增贷款少了，还本付息的负担也小了，就会出现“无信贷的增长”。

第三，通过变现资产还债。如果只是一个企业变现资产，那对经济的影响是正面的，但如果大家都变卖资产就麻烦了。

第四，债务违约。如果只是少部分企业不还钱，对于经济增长应该是正面的影响，但是大部分企业都违约就会带来金融危机。

所以债务问题实质上是个平衡的问题。高债务应该由债务人与债权人双方共同负担的，完全由债务人负担而没有任何违约不利于经济增长；而完全由债权人负担全部违约，就会产生金融危机。关键在于如何平衡两者之间的关系。

从宏观层面看，凯恩斯认为“先有投资后有收入”，需要推动宏观层面的投资以帮助企业增加利润，使债务还本付息出现正循环。其中最重要的就是依靠财政扩张、放松货币以降低利率，以及外部的贸易顺差，以增加投资。

与金融周期相对应的，近10年来，美国金融周期拐点过后，还本付息负担对GDP之比明显下降，而中国还本付息压力则持续上升（见图9）。美国该指标的下降有两个来源：一个是利率下降，另一个是债务违约。而我国还本付息占新增信贷的90%，这也解释了为什么现在信贷拉动增长的效率越来越低，因为新增贷款基本都用来还本付息了（见图10）。

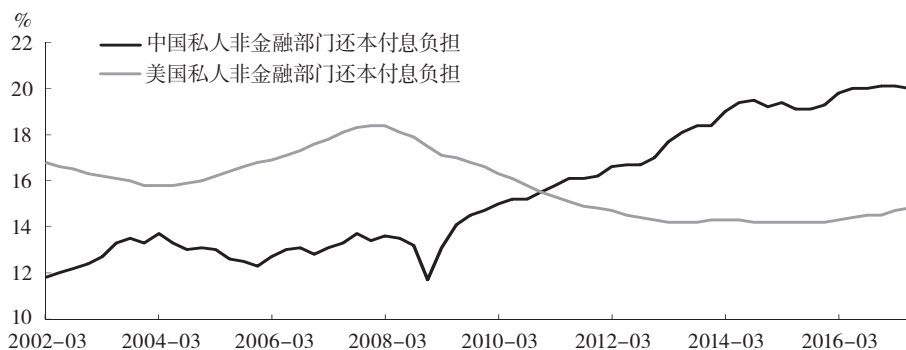


图9 中国债务还本付息负担上升到高位

资料来源：BIS、CEIC、Wind、光大证券研究所。

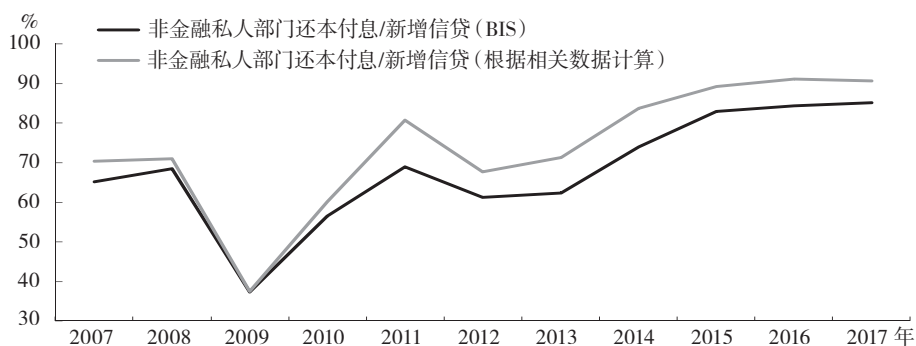


图10 中国非金融私人部门还本付息占新增信贷近90%

资料来源：BIS、CEIC、Wind、光大证券研究所。

如果把还本付息分解为付息支出和还本支出，可以看到美国的利率下降起到了一定的作用，但前提是要保证一定程度的债务违约，让本金也下降。而中国的还本支出持续上升，付息支出基本稳定，所以我们的根本问题不是货币政策太紧、利率太高，而是信贷扩张太快（见图11和图12）。

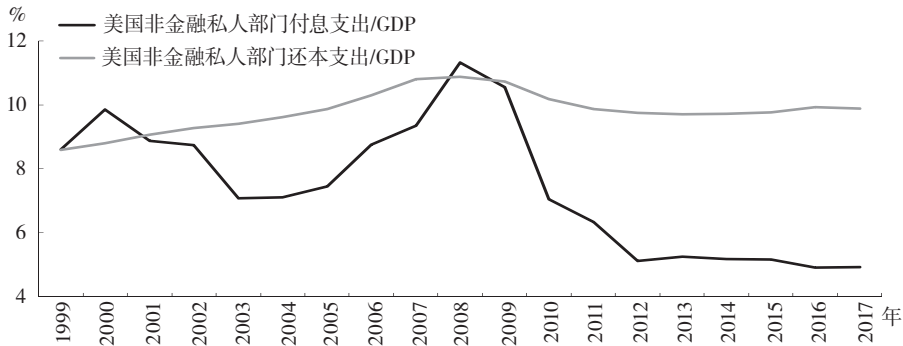


图 11 美国还本和付息支出

注：居民部门还本年限为 18 年，企业还本年限为 13 年，利率为美国 7~10 年期企业债利率。

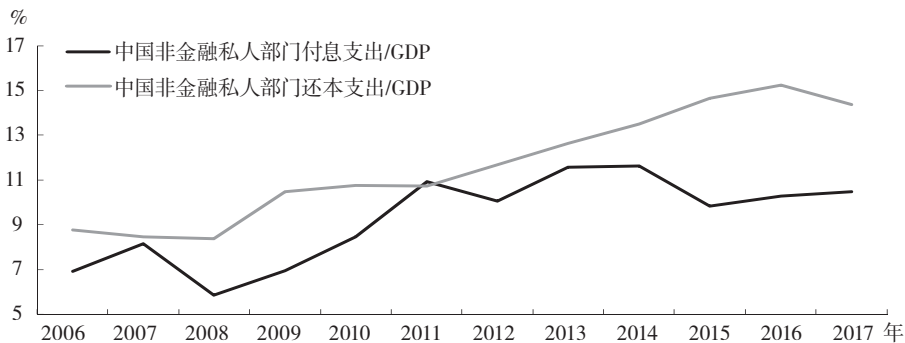


图 12 中国还本和付息支出

注：居民部门还本年限为 18 年，企业还本年限为 13 年，利率为中国银行贷款加权平均利率。

三、结构性去杠杆的路径思考及风险点

从宏观政策来看，去杠杆的政策组合应该是“紧信用、松货币、宽财政”。紧信用去杠杆，松货币降低利率，宽财政增加总需求。从微观政策来看，要允许一定程度的债务违约，如果让债务人承担全部负担，那债务人只能缩减消费和支出，对经济非常不利。债务违约包括以下几个方式：一是债

转股，但要解决实际操作中的明股实债等问题。二是地方政府债务置换，地方债务置换本身是好方法，但过去几年在债务置换的同时，地方债仍在提高，是由于资产端没调整，特别是房地产、土地价格没有调整，所以把债务负担降低了反而更有空间、更有能力去举债。三是直接违约，这里是指个体真正的市场导向的违约，而不是政策组织的违约，这是不可避免的。不能指望地方政府债务置换解决所有的问题，因为这里面有很大的道德风险，所以市场必须要有自己的纪律。

目前国家的宽财政，包括过去一年扶贫力度的加大和公共服务均等化等措施的推进，可以算是中国版的财政转移支付，这对于我们判断是不是能够达到“信贷比较紧、经济增长还可以”的状态非常重要。2018年预算内的狭义财政赤字会下降，但预计中义财政应该小幅扩张，这对经济增长有积极的影响。

美国宏观杠杆率的下降依赖于货币的放松，这导致了贫富差距的加大，而贫富差距加大以后进一步增加了对货币放松的依赖，这是个恶性循环。相较之下，在金融扶贫政策的大力支持下，中国未来两三年是不是有可能出现在防范化解金融风险、降低杠杆率的过程中，贫富差距减少，从而有利于消费，降低对货币放松依赖的现象呢？预计财政扶贫力度在未来一两年还会继续加大。因为农村低收入群体的消费倾向很高，扶贫对于促进消费的影响非常直接，这是我们相对于美国的优势，对于“无信贷的增长”是件好事。

第一季度我国总体融资条件比较宽松，我们是否到了从“紧信用、紧货币”转向“紧信用、松货币”的时候了？这还要从宏观层面进行考量，包括对资产价格、尤其是房地产价格的调控。松货币的前提是紧信用，如果未来杠杆确实下降了，那么就为松货币创造了条件。

上述描述毕竟是一种理想的路径，房地产行业的高杠杆仍隐含着巨大的不确定性。如果房地产不调整，那么债务调整就不可持续，会带来很大的道德风险。这实际上是个结构性的问题。房地产要调整，房地产开发企业的高杠杆就会暴露出来。而房地产行业的高杠杆比国企、地方政府都要厉害。国企、地方政府的债转股都是政府组织的，但房地产开发企业如果出问题了，怎么救？应不应该救？应该以何种方式来救？这是现在还没有引起足够重视的一个风险点。

The Path of Structural Deleveraging

PENG Wensheng
(Everbright Securities Co. Ltd)

Abstract: The key to reduce the macro leverage rate lies in structural deleveraging, mainly in the leverage adjustment of state-owned enterprises, local government debt and the real estate industry. Foreign related research shows that in the process of deleveraging, economic growth will exceed the growth rate of credit, that is, the “non growth credit” from the period of leveraged to “non credit growth”. China’s structural leveraging policy portfolio should be “tight credit, loose currency and wide fiscal” under the premise of allowing a certain degree of debt default. Under the ideal path of deleveraging, the wide financial measures of financial aid to the poor in China will help to improve the consumption ability of the low-income group, thus promote the economic growth and reduce the dependence on the monetary relaxation, but the high leverage of the real estate industry is still the biggest uncertainty, so we should guard against the related financial risks.

Key words: Structural Deleveraging, Route, Risk Point