

双管齐下推进结构性稳杠杆

□交通银行首席经济学家 连平

随着宏观审慎政策和强监管政策的实施,我国杠杆率趋于稳定。但自2018年以来,国内经济增长压力明显加大。尽管2018年外贸不确定因素增加,但以美元计算的出口增速却高于2017年。考虑到当年出口对GDP的负的贡献程度减少,经济下行压力主要来自于投资与消费所构成的内需减弱。由M2、M1、社融规模、表外业务以及地方政府融资能力等数据可以清晰地看到,投资增速明显放缓主要是金融收紧所致。

2018年二季度后,宏观政策开始新一轮逆向调节,结构性稳杠杆遂成为一种共识。在中国经济进入结构转型的高质量发展时期,如何认识国内杠杆问题就显得十分重要。笔者在2017年6月就曾指出,我国杠杆率虽高于中等水平,但主要还是结构问题。本文拟就此进一步展开阐述,并提出结构性稳杠杆的政策建议。



本报资料图片

理性看待实体经济杠杆水平

按照国际通行惯例,一国实体经济的杠杆率是一国非金融部门的杠杆率,即是政府、非金融企业和居民三个部分杠杆率之和。之所以不包括金融部门,是因为金融部门作为全社会的资金中介机构,其杠杆率的计算与上述其他三个部门存在交叉和重复,因此在衡量实体经济杠杆率时通常予以剔除。

我国实体经济杠杆水平在2008年全球金融危机之后上升。根据国际清算银行的数据,2006年一季度,上述三个部门加总的实体经济杠杆率为141.8%,十年后的2016年这一数字大幅升至237.6%,2017年进一步升至241.5%。十一年间杠杆水平上升了71%,但绝对水平在国际比较来看仍处于中等水平。同样依据国际清算银行的数据,世界主要国家的杠杆率水平大都超过我国,部分与我国相接近。其中,日本为358.8%,法国300.2%,加拿大286.9%,英国255.9%,美国247.7%,意大利243.6%,澳大利亚232.9%,德国170.5%,韩国差不多与我国水平相近。

一般认为,经济发展处在较高增速和重化工业占比比较高经济体的杠杆水平会相对高一些。因为经济高速增长的同时需求会十分旺盛,利润增长相对较快,风险偏好相对较高,政府和企业的负债容易处在偏高水平。重化工业属于资金密集型行业,同时又有相对较多的资产可用于抵押,重化工业处于快速发展和在经济体内占比比较高的经济体负债水平可能会相对较高。但这一观点还很难从发达国家的样本中找到证据。

上世纪60年代,发达国家经济增长经历了较高增速的过程,重化工业占比相比当前要高得多,但美国的杠杆率水平约为130%,英国约为100%,法国约为140%,意大利约120%,都大幅低于当前水平。因此,可能还有更为重要的、影响力度更大的因素在影响这些国家的总体杠杆水平。从主要发达国家看,政治体制和财政政策对政府部门杠杆水平具有很大的影响力。1999年至2017年,美国政府部门杠杆率由54.5%上升至96.7%,日本则由107.8%升至201.5%;而同期美国居民部门和企业部门杠杆升幅很小,而日本的这两个部门杠杆率却都有下降。可见,政府部门加杠杆是2000年来两国杠杆率上升的主要因。而推动政府部门加杠杆的因素主要是选举制度和赤字财政政策。

融资结构是影响杠杆水平的重要因素。在间接融资体制为主的经济体,由于信贷投放后借助银行体系会带来货币的多倍扩张,相对于对货币扩张影响较小的直接融资来说,经济体的杠杆率会相对高一些。从发达国家情况来看,似乎可以看出来这样的特征。例如加拿大和澳大利亚都以间接融资为主,2017年信贷占GDP比例分别为215.3%和195.9%;2017年杠杆水平分别为286.9%和232.9%。韩国2017年信贷占GDP比例为193.1%,同期杠杆率比中国稍高。相比之下,美国以直接融资为主,2017年信贷占GDP的比率为151%,同期杠杆率为247.7%,低于上述三个国家。

中国是个较为典型的以间接融资为主的经济体,目前新增融资中仍有约四分之三为银行信贷。事实上,中国杠杆率的上升与信贷投放的扩张是紧密相关的。2006年中国的杠杆率为142.4%,比同期的美国、日本、甚至德国都要低得多。为了应对国际金融危机,2009年信贷增速陡升至32%,推动M2增速大幅加快,带来实体经济的杠杆水平持续大幅上升,至2016年达到了237.6%。

从风险角度看,杠杆率高的经济体并非一定风险就大。2008年全球金融危机时,日本的杠杆率最高,但危机的发源地恰恰是杠杆水平并不高的美国。杠杆水平对风险的影响最重要的是看债务主体的信用状况和抵御风险的能力。政府部门拥有主权信用且偿债能力强又无倒闭风险,即使杠杆水平高一些,风险程度并不高。而非金融企业部门和居民部门的信用状况和偿债能力相对较弱,则杠杆水平高风险就相应较大。国有企业具有政府信用隐形担保,则杠杆水平较高,风险也相对不大。民营企业尤其是小微企业的情形则相反。由于金融市场高度的信息化和一体化,金融部门杠杆水平高往往导致风险暴露。

综上分析,鉴于各国经济的发展水平、经济结构、融资结构、债务结构和债权结构有很大不同,简单地根据一些数据判断中国杠杆水平很高并不合理。从数据的国际比较看,中国经济的杠杆水平并不很高。这是由中国经济的发展阶段、经济结构以及融资结构等一系列因素所决定的。其实,杠杆水平高一些并不等于风险就一定很大,杠杆水平低的不等于就没有风险,关键要看部门的杠杆水平。

从总体上看,中国实体经济的杠杆属于中游水平,而且是个结构性问题而非总量问题,其实质是有的部门杠杆率偏高。

政府部门的杠杆由中央政府和地方政府两部分杠杆所构成。其中,中央政府杠杆由中央政府发行的国债余额/GDP指标来衡量。长期以来,我国中央政府的杠杆率处在20%以下的较低水平,2017年以来为16.2%,2018年国债发行略低于2017年水平,中央政府的杠杆率依然保持稳定。地方政府的杠杆率由地方政府债务总额/GDP的比值来衡量,地方政府债务又可分为有偿还责任的债务和或有债务两部分。

尽管国内在有关地方政府隐性债务问题上存在一些担忧,根据国家审计署和财政部公布的相关数据,可以计算出地方政府杠杆率2017年为30%。根据国际清算银行的数据,2017年我国政府部门杠杆率为46.2%,从国际比较看是个水平偏低的数字。同期美国的政府部门杠杆率为96.7%,日本的这一数字竟高达201.5%,在西方国家中表现最好的德国政府杠杆率也达63.8%,都大大高于中国政府的杠杆率。2018年下半年以来,宏观政策加强了逆向调节的力度,财政政策更加积极,政府部门的杠杆率可能会有上升压力,但也很难出现大幅上升的态势,短期内很难超过德国政府部门的杠杆水平。未来一个时期,我国政府部门依然存在一定的加杠杆空间。这是我国实施积极财政政策的良好基础,也是我国应对外部重大冲击和平稳经济运行的强有力财务资源所在。

我国居民部门的债务主要由金融机构信货收支表中,居民部门的信货余额和居民的公积金贷款余额两部分构成,居民部门的杠杆率即居民部门的信货余额加公积金贷款余额/GDP。尽管近年来居民部门负债增长很快,但从国际比较看,我国居民部门的杠杆水平依然较低。

据国际清算银行的数据,2017年,我国居民部门杠杆率为48.4%,大大低于美国的77.8%,明显低于日本的57.2%,甚至低于这方面的表现最好的德国52.7%。2000年以来,随着房地产市场的发展和房价走高,居民住房贷款持续大量增加,居民部门通过按揭贷款买房的方式进行了杠杆快速扩张,个人住房贷款余额由2006年的2.27万亿元增长为2017年的21.9万亿元,几乎翻了十倍。同期个人住房贷款余额占人民币贷款余额的比重由10.08%上升至18.23%。与此同时,住房公积金贷款也从无到有,2017年余额达到45万亿元。据国际清算银行的数据,我国居民部门杠杆率由2006年的11.5%快速升至2017年的48.4%。

由于负债水平偏高往往是风险形成的主要原因,讨论杠杆水平高低无非是要衡量风险状态。这就有必要分析居民部门在金融机构的资产和负债状况,以分析其抵御风险的能力。2017年居民部门贷款余额与住房公积金贷款余额加总为45万亿元,但同期居民存款和理财产品加总则达81.2万亿元,前者占后者的比例为56%。当然,居民还有一些其他形式的负债,但比起居民在股票、基金等方面资产规模来说可能是微不足道的。由于资产

规模庞大,目前居民部门负债增长较快并不意味着蕴含着极大的风险。

从发达国家走过的路来看,经过经济快速发展和财富大幅增长过程之后,居民部门杠杆水平出现大幅上升可能是常见现象。据国际清算银行的数据,上世纪七十年代初,美国居民部门杠杆率达43%,德国和日本这一数字分别为35%和26%;1999年,美国、德国和日本这个数字分别大幅升至69%、70%和72%;2017年美国的数字继续升至77%。事实上,在财富大幅增长之后,居民部门的负债水平也明显上升应该是正常现象。合理的负债规模是居民财富水平及其管理能力提升的具体表现。在财富水平大幅提高的同时负债有一定程度的增长,并不表明居民部门的杠杆风险明显恶化。

但应该指出的是,中国居民部门的资产构成大多集中在房地产上,资产欠多元化;不仅流动性较差,且面临城市房价过高可能大幅调整的风险;居民部门的金融资产增长虽快,比重依然偏低。考虑到中国城镇化水平偏低和人均收入水平不高以及房地产市场调控政策以求稳为主,未来一个时期房地产仍会平稳运行。因此,从总体上看,与其说居民部门负债增长很快蕴含着较大的风险,不如说负债增长太快带来了较大的消费能力收缩压力。

中国杠杆的结构性问题主要体现在非金融企业部门方面。非金融企业部门的债务主要包括银行信货、债务融资和表外融资(信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票)。考虑到地方政府债务置

换已基本完成,在非金融企业负债中已没有必要剔除地方融资平台负债,非金融企业杠杆率=(银行信货+债务融资+表外融资)/GDP。国际金融危机以来,我国非金融企业部门的杠杆率上升加快。据国际清算银行数据,2006年,非金融企业部门杠杆率为104.6%,2017年达到146.9%。从国际比较看,我国非金融企业部门杠杆率处在较高的水平。据国际清算银行数据,2017年,美国、德国、日本、加拿大和澳大利亚非金融企业部门杠杆率分别为73.2%、54%、100.1%、114.9%和75.1%,都明显低于我国非金融企业部门的杠杆水平。

进一步分析,我国非金融企业负债中国有企业的比重相对较高,这是有原因的。通常,国有背景的经济主体信用评级水平会较高,因为背后有政府信用和财政资源的支持,较好的信用评级水平为国企融资提供了良好条件。同时,国有企业债务水平较高实际上意味着金融机构对相应风险程度的认可,长期累积之后较易形成负债水平较高的局面。

近来有关地方政府隐性债务问题引起瞩目。一般认为,地方政府债务水平要比目前显性债务要高。2017年以来,伴随着去杠杆政策和地方政府债务置换的实施,非金融企业杠杆率出现了持续下降,而地方政府杠杆则出现小幅上升,可能是非金融企业杠杆率下降后,地方政府杠杆率上升的结果。地方政府债务水平要目前显性债务要高。2017年以来,伴随着去杠杆政策和地方政府债务置换的实施,非金融企业杠杆率出现了持续下降,而地方政府杠杆则出现小幅上升,可能是非金融企业杠杆率下降后,地方政府杠杆率上升的结果。

坚持结构性稳杠杆思路与政策

信贷增速的适度加快和非信贷融资的恢复性增长,仍有可能带来实体经济整体杠杆水平的波动。稳杠杆不应机械地认为杠杆率不能有丝毫的上行,应理性地允许杠杆率在一定范围内波动而不出现明显的趋势性上升。目前中国的发展阶段、经济结构、融资结构、债务结构和债权结构与发达国家有很大不同,应从中国的实际出发,实事求是、合理容忍地去看待中国经济的杠杆问题。

未来结构性稳杠杆首先要从实体经济方面下功夫,突出治理的针对性。应按照十九大提出的经济由高速增长阶段转向高质量发展的要求,着力构建质量第一,效益优先的现代化经济体系,注重效率、质量、盈利和可持续性指标,推动经济发展的质量变革、效率变革、动力变革,持续提高全要素劳动生产率,真正摒弃通过过度加杠杆实现高增长的做法。

当前和未来一个时期,仍有必要深入推进供给侧结构性改革,加大出清“僵尸企业”的力度,清除无效供给,减少无效资金占用。应加大力度不断深化国企改革。积极推进混合所有制改革和股权多元化,加大国企混改的力度和范围,推动综合性改革落地。促进国企所有权和经营权分离,完善公司治理结构,建立健全选人用人机制和激励约束机制;主动引入外部竞争,真正打破财务软约束,全面提高国企经营效益和竞争活力,将杠杆控制在合理水平。

未来结构性稳杠杆的针对性举措应双管齐下。一方面是将着力点放在国企改革方面,前文已述及;另一方面则是将着力点放在金融治理上政策用力过猛和过重,理性把握力度和节奏,尤其是要避免政出多门的举措形成叠加效应。坚定地推行结构性稳杠杆政策,并在未来一个时期保持政策的稳定性。

应该看到,在经济下行面临压力的情况下,政策逆周期调节力度明显加大,

证券化发展;培育和完善相应市场机制,持续推进市场化债转股,通过一系列的市场创新和业务培育,有效调控和转移企业债务。

发展非金融企业股权融资应该成为持续稳杠杆的重要举措。近年来,企业部门杠杆水平大幅上升与股权融资发展缓慢是密切相关的。尽管监管部门和社会各界都十分重视股权融资的发展,但长期以来,非金融企业股权融资的发展受到种种因素的制约。

在2002-2018年的十七年中,非金融企业境内股票融资占社会融资规模的比重只有两年超过5%,其余十五年均低于5%,2018年的占比仅为1.9%;在此期间,非金融企业境内股票融资年度同比增速有八年为负增长。融资结构得不到改善,股权融资处于缓慢发展的瓶颈状态,非金融部门降杠杆就难以有效实现。

但这种状况反过来也表明,当非金融企业股权融资获得快速发展后,结构性稳杠杆将会取得成效。未来应大力推进相关体制机制改革,采用更为市场化的方式来管理和调节股票市场;培育和壮大机构投资者队伍,促进市场理性投资;大力发展多层次资本市场,形成多元和立体的股权融资体系;稳步推进股票市场开放,引入更多理性投资主体和资金。通过综合性的举措,推动非金融企业部门股权融资增速超过债务融资增速,有效控制企业部门杠杆水平。

管理好影子银行是未来结构性稳杠杆的重要任务。我国非金融企业部门杠杆水平快速上升是在全球金融危机之后,与之相伴的是2009年的信贷超高速增长和2011年之后的影子银行大幅增长,这可以从委托贷款、信托贷款和非保本理财产品等主要产品的发展中清晰地看到。2011年,委托贷款和信托贷款的存量分别为3.08万亿和1.3万亿,2017年这两个数字分别达到13.97万亿和8.54万亿,期间年均增速分别高达76%和82%。2014年,非保本理财产品存量6.63万亿,

2016年快速扩张至23.11万亿,年均增速高达116%。由于信托贷款、委托贷款和非保本理财产品资金来源大部分不出自银行表内,这些融资方式比银行信货的货币扩张能力要小得多。但在一个不长的时间段内,这些融资方式以高于70%的年均增速快速增长,且流向基本是非金融企业部门,必然带来后者杠杆水平的大幅上升。

再者,这些融资方式的监管有待完善,不存在准备金率的调节,也基本不受资本充足和拨备覆盖率要求的制约,因而存在不少风险隐患。因此可以说,影子银行融资方式在2011年之后的高速扩张是金融企业部门杠杆率上升的重要推手。之后资管新规等监管政策陆续出台,其方向明确指向影子银行是完全正确的。未来监管政策应坚持这一方向,适当管理影子银行的增速和发展节奏,既要避免影子银行失控后的高速发展成为实体经济杠杆水平上升的加速器,又要保持其合理增长,成为金融支持实体经济的有力构成部分。

完善宏观审慎政策和强化统筹监管是未来结构性稳杠杆的基本政策保障。2009年以来,我国杠杆水平上升较快和杠杆结构性问题突出,其深刻的背景是逆周期政策超调和市场监管缺失。近年来,我国宏观审慎政策的框架已经搭建成型,统一的资管新规正在落地,尤其是统筹金融监管的国务院金融委已成立并开展运作,为未来结构性稳杠杆提供了良好的制度基础和政策框架。

未来应进一步完善宏观审慎政策框架,优化和加强银行体系杠杆程度、资产负债状况、负债结构、资产质量和跨境资本流动等方面的管理;完善和强化微观金融机构行为的审慎监管,抑制金融体系的顺周期波动,防控跨市场金融风险传导;尤其是要发挥好金融委的统筹协调功能,避免出现新的宏观政策调控和金融监管缺失。