

以资产负债率计量杠杆率更合理

□中国社科院学部委员 中国人民大学财金学院 王国刚

住房改革新方向 指引房地产业 回归健康发展轨道

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

党的十八大以来，在加强房地产调控的同时，房地产长效机制建设、住房制度改革全面起步。2016年底的中央经济工作会议，首次明确“房子是用来住的、不是用来炒的”的住房新定位，这成为长效机制建设、住房制度改革的总纲。党的十九大报告提出：“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。彰显了让住房回归“居住属性”、实现百姓“宜居梦”的改革导向，也明确了推进住房制度改革的目标，即包括外来人口等新市民在内，要让全体人民住有所居。唯有此，房地产行业才能回归健康发展轨道、行业与经济才能相得益彰。

改革开放近40年来，特别是“房改”20年来，我国住房发展迅速，城镇常住居民人均住房面积达到36.6平方米，超过发达国家的平均水平，不仅迎合了快速城市化期间，每年新增2000万左右城镇人口的居住需求，而且极大地改善了计划时期受“短缺经济”约束的住房需求，城市面貌和公共服务也因为房地产发展而大为改观。但是，近几年来，房地产有偏离居住和民生属性，滑向资产和金融属性的迹象。

根据国家统计局的数据，截至2016年底，我国有2.45亿城镇外来人口。由于缺乏稳定的、相对体面的、低成本的居所，这部分城镇化“生力军”，目前多数在城镇处于“漂”的状态。2016年，我国常住人口城镇化率高达57.35%，但户籍人口城镇化率仅41.2%，与前者相差16个百分点；集中外来人口近50%前30大城市，二者更是相差了20-40个百分点。

目前，大多数城市，户籍人口的住房自有率可以达到70%左右，很多三四线城市高达90%左右。因此，住房问题主要集中在非户籍人口等新市民。住房供求错配，就需要改革现有的住房制度。“租售并举”、“先租后买”，这是堪比1998年“房改”的我国住房领域又一次重大的制度创新。

2016年，我国农民工月均收入仅为3275元。但是，根据链家地产统计，当前大城市商品住房套均平均租金超过3000元。

租金高、不体面、不稳定，导致新市民无法结束“漂”的状态而“安顿”下来。“租售并举”、“先租后买”及渐进实现的“租售同享”，这是新市民结束“漂”的状态、安顿于城市的重要路径。相比较“漂”，“安顿”最大的不同，就是预期改变了。“漂”意味着随时可能离开，“安顿”则意味着，未来较长的一段时期内，将会在这里工作和生活。

新市民体面、低成本、稳定地“安顿”下来，也意味着被买房积蓄、就业融入城市消费和决策行为“短期化”、无望融入城市而将积蓄寄回乡下（建房或为养老储备）等无法在城市实现美好生活的消费诉求，将会被释放出来。

从调研看，凡在城市居住3-5年的，多数人会举家迁往城市或在城市组建家庭，并想方设法买房，这就是在城市“扎根”。因此，十九大报告中，对于住房新制度，除了租售并举，还提出“多主体供给、多渠道保障”。由于收入限制，新市民中短期内购买商品有一定难度，近期京沪大规模建设、得到住建部高度评价、提出“希望形成可复制、可推广试点经验”、“政府让利、市场建设”的共有产权住房，已推广至深圳、厦门、福州、海南等地，这就是“多主体供给、多渠道保障”的一个类型。

收入水平提高后，新市民还希望拥有完整产权，甚至更高质量的居住。因此，除了壮大租赁、实施共有产权及对最低收入人群的保障外，还有市场多主体、多层次供应的商品房和租赁房。总的来说，上述新的住房供应制度，能够契合新市民为主体的多元化住房需求，住房才能回归居住属性，全体人民才能住有所居。新市民“扎根”城市以后，不管是改善居住条件，还是追求更好的城市生活，消费需求将会明显释放，并且带动交通、教育医疗、休闲娱乐等基础设施和公共服务需求发展。

上述路径的住房制度改革，不仅确保楼市不会大起大落，还能确保以有效需求代替无效的投资投机需求，让高房价渐进“软着陆”，这是房地产行业健康发展的唯一选择，也是房地产、新型城镇化、经济增长相得益彰的体现。

目前，“3个一亿人”战略中，“1亿农业转移人口在城市落户”将在2020年实现，届时户籍人口与常住人口城镇化率将缩小2个百分点。下一个5年是进一步深化改革的5年，在住房领域，土地制度改革、住房供应制度改革将会取得更大进展，配套改革（如户籍制度、社保制度、金融制度、公共财政建设等）也将同步推进。

到2030年，“3个一亿人”战略将全面实现，我国城镇化水平将达66%，还将新增城镇人口3亿左右。届时，住房居住和民生属性进一步彰显，房地产行业步入健康发展的轨道，与经济也将更加协调。

国家发改委

我国企业杠杆率稳中趋降 债务风险趋于下降

国家发展改革委近日表示

在降杠杆各项途径综合作用下，我国企业杠杆率呈稳中趋降态势，债务风险趋于下降

根据国际清算银行（BIS）数据

截至一季度末

我国总体杠杆率 ----- 257.8%

■ 同比增幅较上季度末 --- 下降4.7个百分点

连续4个季度保持下降趋势

■ 环比增幅较上季度末 --- 下降0.8个百分点

连续5个季度保持下降

我国非金融企业杠杆率 ----- 165.3%

■ 连续3个季度环比下降或持平

我国信贷/GDP缺口 ----- 22.1%

■ 较2016年末 ----- 降低2.4个百分点

已连续4个季度下降

截至今年7月末

规模以上工业企业资产负债率 ----- 55.8%

■ 同比下降0.7个百分点



新华社图片

以债务总额/GDP计算杠杆率不科学

经济金融领域中的“杠杆”一词借用于几何学，它指的是某一经济主体在某个时点以某一经济指标所承担的负债总额；与此对应，“杠杆率”是指这一负债总额与这一经济指标的比率。在经济金融领域，从不同角度发出，选择不同的分母和分子，可以得出含义不同的杠杆率指标。例如，资产负债率=负债总额/资产总额，资本负债率=负债总额/资本总额，资产流动负债率=流动负债余额/资产总额，资本充足率=资本余额/贷款余额，财政债务率=政府部门债务余额/政府部门综合财力等。不难看出，“杠杆”和“杠杆率”是一个内涵丰富的范畴，针对不同的对象和不同目的，可选择适合的指标予以具体分析和探讨，因此，过于笼统地讲“杠杆率”缺乏实践意义，在理论上也容易因对象和含义的差别引致误导。

2008年美国金融危机之后，在计算杠杆率的过程中，债务总额/GDP之比成为对比各国和地区间杠杆率高低的一种流行公式。国际清算银行等国际机构常依此展开各国和地区的杠杆率对比，一些人更是将这一比率运用到了一个国家中的工业企业层面、实体企业层面和金融层面等。从表面看，这一公式能够比较直接地反映出对比国（或地区）的负债率高低，从而，有利于衡量和把握债务风险的高低；但实则把“杠杆原理”搞乱了，既不利于弄清楚“债务”在经济金融运行中的机制和效应，还可能给“去杠杆”以严重误导，不利于这一政策落到实处。主要理由有五。

第一，存量与流量的直接对比缺乏合理性。对任一经济主体而言，债务是多年累积的存量，GDP是当年（或某个时点，如月、季等）

的流量，以债务存量为分子、以GDP流量为分母进行直接对比，既缺乏最基本的经济金融机理，也难以说清经济金融运行中的相关问题。从杠杆原理上看，流水不能作为杠杆的固定支点；同理，在经济金融运行中，作为流量的GDP也不可能成为债务的“固定支点”。具体来看，虽然一些国际机构（或学者）以年为单位计量了相关国家和地区的“债务率”，但如果将时点前移到1月1日，则可发现此时或者因作为分母的“GDP”为零而债务率为零或者因作为分母的“GDP”极小从而债务率近乎无穷大，因此，要准确计算和把握债务率是极为困难的。与此对应，在一年的时间延续中，由于债务总额的增长速度低于作为流量的GDP创造速度，债务总额/GDP的比率呈现快速下行走势。

毫无疑问，在财务指标中，也有流量与存量对比的指标，如资产利润率、资本利润率等，但这些指标均以存量为分母、流量为分子，且有着明确的指标概念。债务总量/GDP比率的名字可用“GDP债务率”予以标识，其直接含义是创造单位GDP所耗费的债务数量。但这样一来，问题就发生了。因为影响GDP创造的资产，除了债务性资产外，还有资本性资产（即净资产），并且在资产总额确定的条件下，资本性资产和债务性资产之间有着此消彼长的机制关系，将债务总额与GDP直接对比并且用“债务率”（或“杠杆率”）如此综合的范畴予以标识，就失去了必要的经济金融意义。

第二，债务总额和GDP之间缺乏直接因果关系。在经济金融运行中，GDP通常是指一个国家或地区在一定时期内（如1年）所生产

出的全部最终产品和劳务的价值。它的大小受到诸多因素的制约，即便舍去技术进步、经济结构、产能效率、价格变化、对外贸易等诸多因素的影响，仅就资产规模而言，一个国家或地区的GDP大小也不是由债务规模及其变化的单方面因素直接决定的。债务规模大、债务比率高的国家或地区不一定GDP就大，债务规模小、债务比率低的国家或地区也不一定GDP就小；反过来，GDP的增加不见得能够减小债务规模，GDP的减少也不见得必然增大债务规模。可见，将两个缺乏直接因果关系的经济指标放在一起比较，说明不了什么问题，是不符合经济金融原理的。

第三，缺乏实践的适用性。GDP属于宏观经济的总量范畴且以最终产品和劳务价值计量。对具体的工业企业、金融机构和服务业企业等来说，在经营运作过程中，很难运用财务机制直接计算出它们各自创造的GDP数额，这决定了很难用“债务总额/GDP”公式具体地计量微观主体中的某家实体企业、某个金融机构和某个居民家庭等的杠杆率高低，也很难用这一公式来计量明示和导向这些经济主体的“去杠杆”时机以及相关举措。另一方面，政府部门（包括中央政府和地方政府）本身并不创造价值，也就不直接创造GDP，但却有着多种负债。如果以债务总额/GDP的方式来计量政府部门的杠杆率，则政府部门的杠杆率数值无穷大。鉴于此，在相关研究分析中，人们只好转而选择马约标准或政府资产负债率来研讨政府部门的负债率。这充分说明了“债务总额/GDP”在实践中的缺陷。

第四，无法指明偿付债务的能力。弄清杠

杆率高低只是“去杠杆”中的一个方面，从防范和化解债务风险来说，更重要的问题是，相关经济主体能否有效清偿到期债务从而降低债务率。从理论上讲，在“债务总额/GDP”公式中，债务总额与GDP之间不存在函数关系，即债务总额不是GDP的构成部分，不可能通过GDP总额的变化来削减债务总额；从实践上看，对任何经济主体而言，在任何条件下，到期债务数额都不是用当年新创造的GDP数额予以偿付的，不论“债务总额/GDP”高低都无法有效透明偿付到期债务的可能性和潜在能力，也无法指明降低“债务总额/GDP”的可选择举措。

第五，难以表明杠杆率高低与经济金融危机的直接关联性。从宏观调控角度看，计量杠杆率高低的一个主要目的在于，预测和分析引发经济金融危机的可能程度，提早选择防范和化解债务风险的举措。但债务总额与GDP之间缺乏直接关联，决定了“债务总额/GDP”缺乏这方面的基本功能。李扬等（2015）计算了2014年中国与主要发达国家的“债务总额/GDP”数值，结果是中国为217.3%，低于美国的231%、日本的400%、英国的252%、西班牙的313%、法国的259%等；马建堂等（2016）做了同类计算，结果是中国的总杠杆率为241%，低于美国的279%、日本的512%、英国的507%、法国的346%、西班牙的363%等等。2008年金融危机由美国引致，但它的杠杆率明显低于日本、英国、法国等诸多发达国家，依据“债务总额/GDP”的高低通过国际间对比来预测和分析债务危机（从而经济危机或金融危机）可能性是缺乏可靠性的。

计量杠杆率的合理公式

在经济运行中，如果说债务数额（“总额”或“余额”）是“杠杆”的话，那么，作为固定支点的就应是“资本总额”（或净资产总额）；资本总额通过撬动负债总额形成了资产总额。这种资产总额=资本金+负债金的关系，即可以通过资产负债表反映出来，也可以通过资产负债表所运作的资产总额观，也可以了解到在总资产中资本与负债的比例关系，从而准确地把握由资产负债率走势变化引致的各种风险效应。

第一，资产总额与负债总额同属存量范畴。不论是一国（或地区）还是实体企业、金融机构或是居民家庭，“资产”和“负债”都是在时间延续中累积而成的。虽然在具体年份中有着与“增量”所对应的流量，但在下年中，上年的“增量”又以“存量”的方式进入营运之中，因此债务总额与资产总额可以直接对比。负债与资产的这种存量关系决定了，在经济金融运行的任何一个时点（如月、季和年）都可以对相关主体的资产负债水平进行计量，并依此选择应对措施。

第二，资产总额与债务总额之间有着内在的因果关系。资产负债表的恒等式是：资产总额=负债总额+所有者权益（即净资产总额）。在所有者权益数额不变的条件下，负债总额的增减直接引致资产总额的增减；在所有者权益数额减少的条件下，负债数额的增加大于所有者权益减少的数额，也将引致资产数额的增加，因此，债务是自变量，资产是因变量，二者之间存在着明显的函数关系。从杠杆原理上说，负债总额由资本总额撬动，即债权人总是

要根据债务人的资本总额（从而偿付债务能力）来界定借贷给债务人的债务数量边界。在无负债条件下，相关经济主体运作的资产总额=资本总额；在资本撬动负债的条件下，他们运作的资产总额=资本总额+负债总额。因此，通过资产负债机制，既可以了解到相关经济主体所运作的资产总额观，也可以了解到在总资产中资本与负债的比例关系，从而准确地把握由资产负债率走势变化引致的各种风险效应。

第三，有着普遍的实践适用性。资产负债表制度的实施已有100多年的历史（在此之前，复式会计制度的实施已有400多年的历史），已为世界各国和地区的财务人员所熟知。在资产负债表基础上，发展了利润表、现金流量表、股东权益变动表等一整套表格，并且定期编制和披露（对上市公司而言，这些财务表格的数据披露是法定义务）。如今，企业内部财务活动围绕资产负债表而展开，企业的经营运作、资产结构、负债结构、资金借入、债务偿付、营业收入、投资收益、缴纳税收、利润变化等诸多财务指标都通过以资产负债表为基础的各项表格反映；企业之间的商业往来、资金借贷、发行证券（如股票和债券等）也都以资产负债表等数据为基础条件。不仅如此，在各方的努力之下，资产负债表制度已拓展到了事业单位和政府部门，中国也已开始尝试编制国家资产负债表。这些事实说明，资产负债表制度有着广泛的社会经济基础，以它为计量杠杆率的方法，符合经济金融机理，容易为各方所接受，相关举措也容易落到实处。

第四，容易明示偿付债务的能力。在资产负债关系中，经济主体借入的债务形成了对应的资产。通过资产-负债=资本的计算，就可直接弄清楚它的资本数额，从而可直观地把握用于担保债务偿付的资本能力。通过对资产负债表中相关科目的分析，可以弄清楚它的资产结构、负债结构、经营运作状况以及对应的现金流状况，从而把握它的资产负债匹配状况、资产效率和偿债能力。如果“货币资产”持续增加，可判断它的资产效率不高（即缺乏运用货币资产的业务空间），它继续扩大负债的可能性较小；如果“应收账款”持续且大幅增加，可判断它的经营运作可能面临资金回流不足的难题；如果“库存”持续且大幅增加，可判断它的产品销售不畅，现金流将面临困难等。另一方面，通过将资产负债表的数据与利润表、现金流量表等的数据相连接，可判断出它的“营业收入”现金流、证券出售现金流、借款现金流、利润现金流等，从而评估它到期偿付债务本息的能力。不难看出，在实践中，只要对以资产负债表为基础的财务数据进行分析就可弄清楚经济主体的偿债能力。与债务总额/GDP的方法相比，这既明晰又简洁。

第五，有利于表明杠杆率高低与经济金融危机的直接关联性。2008年美国金融危机爆发引起了世界各国和地区对系统性金融风险的高度关注。梳理此轮金融危机的内在机理，可以发现，这种系统性金融风险主要是指建立在高杠杆和脱实向虚基础上的金融交易，通过资产—债务联动机制和扩散传染机制，在金融市

场价格持续下行条件下所引发的有毒资产多米诺骨牌效应和金融危机。其中，资产—负债联动机制是触发危机的基本条件。正因如此，在金融危机期间和金融危机之后，人们对高杠杆引起了严重警惕，提出了“去杠杆”的政策主张。所谓的资产—负债联动机制，是指任何一家企业（包括金融机构）所得到的负债（资金和实物等），总是另外一家或几家企业的资产。通过债务链机制，各家企业的资产—负债就形成了一个联动机制。一家企业不能偿付到期债务，就将影响到直接关联的其他几家企业不能偿付到期债务，后者又将以涟漪方式在更大规模上引致债务违约圈的扩展。不能偿付到期债务的直接表现就是资产负债表恶化，如果这种情形得以延续，就将引致资产负债表衰退。由此，要有效防范和化解系统性金融风险，就必须着力“去杠杆”，减弱各家企业之间的资产—债务联动机制，防范资产负债表的恶化乃至衰退。显而易见，资产负债机制与系统性金融风险、金融危机有着密切的内在联系，从债务总额/资产总额的机制入手来研讨“去杠杆”的实践而举措，是符合“去杠杆”的意图的，也是比较容易实施的。

一些人认为：“在宏观上，‘杠杆率’可以用国家的总负债/总资产来计算，也可以用总债务/GDP来计算”。如果说，这两种计量方法相差无几，那么，替换着运用也许无妨。但如上所析，这两种方法有着诸多差别，且债务总量/GDP的方法不易把握，那么，舍简从繁就缺乏最基本的必要性了。