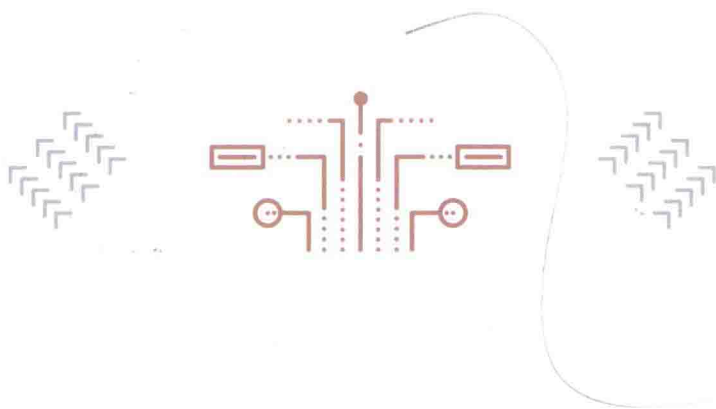


DELEVERAGING
RESEARCH

去杠杆研究



| 姜飞鹏 著 |



 中国金融出版社



去杠杆研究

娄飞鹏 著



中国金融出版社

责任编辑：石 坚

责任校对：刘 明

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

去杠杆研究 (Qu Ganggan Yanjiu) / 娄飞鹏著. —北京: 中国金融出版社, 2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9537 - 7

I. ①去… II. ①娄… III. ①中国经济—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 068666 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 17.5

字数 258 千

版次 2018 年 6 月第 1 版

印次 2018 年 6 月第 1 次印刷

定价 52.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9537 - 7

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

本书为国家社科基金重大项目“普惠金融发展视角下精准扶贫、精准脱贫的理论与政策研究”（批准号：15ZDC027），国家社科基金重大项目“中国经济走势的马克思主义政治经济学研究”（批准号：17ZDA036），教育部人文社科重点研究基地重大项目“中国人口增长与经济可持续发展问题研究”（批准号：14JJD790042）研究成果。

序

2018 年恰逢我国改革开放 40 周年，改革开放释放的活力推动了我国经济高速增长，堪称人类有史以来大国经济发展的奇迹。根据世界银行的统计，按照现价美元计量，我国 GDP 于 2006 年、2007 年、2010 年分别超过英国、德国、日本，其后至今一直位居全球第二位，并且在 2015 年超过了位居第三、第四、第五位的日本、德国、英国三国 GDP 之和。以现价美元计量的我国 GDP 占全球的比重，也从 1978 年的 1.75% 提升至 2016 年的 14.77%。如果按照购买力平价（PPP）来衡量并以现价国际元为单位，则相关测算表明，我国的经济总量已经超过美国位居全球第一位（当然这一指标仅具有特定角度上的参考意义）。在经济总量快速增长的同时，我国经济结构也在不断优化，社会发展成效非常显著。三次产业结构、城乡结构等重要的经济指标都在向好的方向发展，人口预期寿命、教育普及率等指标也都有可观的改进。人均国民收入指标已经成功步入中等收入国家行列中的上半区。

我国经济社会发展取得举世瞩目成就的背后，也存在一系列问题迫切需要通过深化改革提高增长质量来加以解决。国内经济运行面临的突出矛

盾和问题，虽然有周期性、总量性因素，但根源是重大结构性失衡，导致经济循环不畅，必须从供给侧结构性改革上想办法，努力实现供求关系新的动态均衡。2015年12月召开的中央经济工作会议提出，要在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，作为切入点的重点是“三去一降一补”，即“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”。这是我国经济发展进入新常态的必然选择，是经济发展新常态下我国宏观经济管理必须确立的战略思路。2016年，以推进供给侧结构性改革为主线，并取得初步成效。2017年，党的十九大报告明确提出：建设现代化经济体系，必须以供给侧结构性改革为主线，要求把发展经济的着力点放在实体经济上，把提高供给体系质量作为主攻方向，显著增强我国经济质量优势，“坚持去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡”。

去杠杆，作为供给侧结构性改革的一项重要内容，也是经济发展中需要着力解决的重大现实问题。自2008年国际金融危机以来，在主要发达经济体“量化宽松”加杠杆的背景下，我国经济生活中的杠杆率也快速提高。2016年，我国金融业增加值对GDP的贡献率达到8.31%，已经超过同期美国、英国和日本的水平。2009年以来，我国非金融企业杠杆率无论是与发达经济体还是与新兴经济体国家相比，都处于较高水平。我国杠杆率快速提高，的确与宏观经济增速放缓、间接融资为主的融资方式等有关，但在杠杆率快速提高的过程中，也不乏各种为了片面追求短期盈利而加杠杆的情况。杠杆率快速提高的同时，也隐藏了较大的风险隐患，许多人认为目前我国面临“灰犀牛”风险，包括影子银行、房地产价格泡沫、地方政府债务以及杠杆率快速提高等。从其形成的内在逻辑看，前三个因素都与第四个因素，即杠杆率快速提高有密切关系。

然而，我国去杠杆、控制杠杆率提高的难度却很大，面临着复杂的国内外形势。首先从国内看，以政策手段去杠杆面临较多掣肘。正如党的十九大报告所指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期”，经济改革发展已经进入攻坚阶段，容易改的基本已经改完，剩下的都是难啃的硬骨

头，其中需要解决的深层次问题多、难度大，去杠杆方面政策腾挪的空间相对较小。我国高杠杆率的结构特点突出，非金融部门中企业杠杆率较高，国有企业相对民营企业杠杆率较高，地方政府相对中央政府杠杆率较高，城市家庭相对农村家庭杠杆率较高；金融部门中非银行业金融机构相对银行业金融机构杠杆率较高，银行业内部中小型银行相对大型银行杠杆率较高，表外资产相对表内资产杠杆率较高。这种情况决定了不宜仅仅采用总量政策去杠杆，一味收紧总量可能会对弱势群体造成更大的伤害，如简单紧缩货币政策，可能会首先加剧小微企业融资难、融资贵。总量政策已面临难以有效实施以及实施效果不好的问题。而采用结构性政策区别对待，既包括合理做出区别对待的难度，也包括让杠杆率在不同部门间转移，如增加政府杠杆率以转移私人部门杠杆率，却面临地方政府杠杆率本身就比较、隐藏的风险也比较大、通过杠杆转移实现去杠杆的空间比较小的问题。

其次从国际看，去杠杆面临的国际形势依然复杂。在全球经济一体化背景下，我国经济开放程度已较高，作为经济大国对全球也有较大影响，在做出各项决策时不得不充分考虑国际形势和国际影响。2008年国际金融危机之后的复苏阶段到来后，美国、欧元区、英国等发达经济体陆续进入去杠杆阶段，并取得较好成效，这种情况显然有利于我国扩大出口，2017年货物和服务净出口对我国GDP的贡献率已明显提高。然而，目前的国际形势对我国政策灵活调整也存在掣肘：发达经济体在经济复苏态势明显的情况下，所开启的加息周期，从外部对我国货币政策灵活调整形成一定的压力；美国开始实施大规模减税计划，也在无形中增加了我国财政政策调控难度；国际贸易保护主义抬头，更是直接对我国出口贸易形成负面影响。贸易伙伴经济体政治上的“黑天鹅”事件，因地缘冲突等造成的局部地区不稳定等问题，也直接加剧了国际形势的复杂程度。

面对复杂的内外部形势和去杠杆重大且迫切的任务，需要全面深入研究，优化顶层设计，形成系统的解决方案。不仅杠杆率较高以及杠杆率快速提高形成了风险，去杠杆的过程中如果实施不当，也会引发新的风险，这在提高政策实施的难度的同时，更凸显了科学的系统化方案的重要性。

我在《中国式去杠杆：空中加油》一书的序言中曾经指出：“要真正解决好我国杠杆率适当的问题，大框架上还是需要把握好中国‘金融深化’过程中目前发展阶段上的基本特征，结合中国金融改革为全面改革和经济打造‘升级版’服务的迫切需要，以及在市场完善程度有限情况下结构问题和‘矛盾凸显’问题的挑战性，进而必须特别注重供给侧的分析，特别留心‘区别对待’的必要性和实施机制问题，而不能简单就事论事或囫囵吞枣式笼统地谈杠杆率。我们应努力从整体及细分上对问题和风险做出中肯判断，以及给出一个具有全局视野、考虑到各方面影响的较完善系统化解决方案，从国家现代化全局的高度来解读这一盘很大的棋局，并争取成为较有水平的‘支招者’，做出有决策参考、支撑价值的建议。”

娄飞鹏博士《去杠杆研究》这本书，围绕去杠杆的研究主题，研究了金融部门和非金融部门两个部门杠杆率的衡量、现状和形成机制，探讨了高杠杆率的潜在危害，分析了国外去杠杆的经验教训以及国内去杠杆的做法和进展，最后提出了去杠杆的思路、重点和建议。作者作为一名金融从业人员，在企业从事实务工作，平日工作很忙，但在工作之余挤时间积极对宏观经济和金融进行深入思考研究。他博士毕业参加工作近8年来，一直坚持不懈地研究并形成了一系列公开发表的研究成果。由于他从本科到博士研究生毕业受过正规系统的经济学理论教育，工作后注重理论密切联系实际继续加强自身的研究功底，对一些经济金融问题形成了独到的看法。这些都成为他形成此部专著的支撑因素。作为他的导师，我对娄飞鹏博士的研究成果甚感欣慰，希望他在今后更好地兼顾工作与生活的前提下，把研究工作继续坚持做下去，多出高质量的成果。

本书作为一本研究去杠杆的专著，对去杠杆进行了较为深入系统的研究，书中的一些观点既直面实际，又不乏创意，在此略举一二。书中在对杠杆问题进行描述时，从资金循环流转的角度对高杠杆率进行分析，针对我国经济与金融运行的实际，比较有效地解释了金融部门和非金融部门杠杆率同时快速提高的问题，进而也说明了去杠杆需要统筹考虑金融部门和非金融部门，并且去杠杆不能操之过急。本书在解释高杠杆的形成机制时，提出资金脱实向虚主要推动金融部门杠杆率快速提高，也导致家庭部

门、以房地产行业为代表的非金融企业的杠杆率提高，也是很具创意的观点。本书在讨论去杠杆的措施建议时，提出扩大消费来降低杠杆率，不仅从微观的企业资产负债表层面看有合理性，而且从宏观方面看把去杠杆和增强消费对经济发展的基础性作用有机统一，是很有启发性的观点。在去杠杆的建议部分，书中对党的十九大报告提出的“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”最新政策思路，进行了全面分析，时效性很强。书中还有不少富有新意之处，不再一一列举。

总之，我既为鼓励娄飞鹏博士继续坚持做好研究，又愿对本书的理论联系实际取向予以肯定，所以在他恳请我为其新书作序时，我欣然应允，在此向读者朋友们推荐这本书，相信会有益于共同深化认识、优化对策的努力。

贾 康

2018年5月

目 录

第一章 绪论 1

- 一、研究的背景 3
- 二、杠杆率的界定与衡量 6
- 三、主要内容和篇章结构 10

第二章 非金融部门的杠杆率 17

- 一、数据来源与指标说明 19
- 二、非金融部门杠杆率的纵向变化 20
- 三、非金融部门杠杆率的横向比较 24
- 四、客观看待非金融部门的杠杆率 39

第三章 金融部门的杠杆 47

- 一、金融产品层面的杠杆 49
- 二、金融机构层面的杠杆 54
- 三、金融机构的资产配置 61
- 四、金融部门高杠杆的特点 73

第四章 加杠杆的资金来源变化 75

- 一、资金来源变化 77
- 二、更多的证据 79
- 三、进一步的分析 83

第五章 加杠杆的工具同业存单 89

- 一、同业存单的特点与发行规模 91
- 二、同业存单的发行与投资主体结构 96
- 三、同业存单的套利链条拆解 99

第六章 资金循环流转视角的加杠杆 105

- 一、银行业资产负债结构 107
- 二、杠杆率提高的相互强化关系 112
- 三、加杠杆的流程与资金流动 116

第七章 杠杆率快速提高的形成机制 121

- 一、宏观流动性充裕 123

- 二、经济发展的周期性 126
- 三、债务融资为主的融资结构 128
- 四、资金脱实向虚 133
- 五、基础货币供给方式的调整 135
- 六、金融同业业务快速发展 138

第八章 杠杆率及其快速提高的危害 143

- 一、对非金融部门的危害 145
- 二、对金融部门的危害 151
- 三、对货币政策与金融监管的危害 155

第九章 去杠杆的国外做法与启示 159

- 一、美国去杠杆的做法与启示 161
- 二、日本去杠杆的做法与启示 172

第十章 去杠杆的国内实践与进展 181

- 一、国内去杠杆的实践 183
- 二、国内去杠杆的进展 192

第十一章 去杠杆的思路和重点 203

- 一、理性看待杠杆率及其现状 205
- 二、明确去杠杆的主导思想 208
- 三、合理确定去杠杆的重点 213

第十二章 去杠杆的路径建议 217

- 一、提升经济发展质量 219
- 二、用好双支柱调控框架 223
- 三、着力强化金融监管 228
- 四、加快发展直接融资 233
- 五、深化金融领域改革 238
- 六、充分利用财政政策 240
- 七、优化政策协调配合 244

后 记 247

参考文献 250

第一章 绪论

党的十九大报告明确提出：“深化供给侧结构性改革……坚持去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡。”^① 在深化供给侧结构性改革的过程中，去杠杆是需要重点推进的五大重要任务之一。2015 年中央经济工作会议首次提出去杠杆之后，去杠杆一直是国内经济社会发展中着力解决的重大问题。2017 年的总理政府工作报告明确提出：“积极稳妥去杠杆。”2017 年 7 月 14 日至 15 日召开的第五次全国金融工作会议也明确提出：“要推动经济去杠杆”，把去杠杆作为首要任务。从全球范围看，包括我国在内的全球主要经济体未来十年仍面临较大的去杠杆压力。^② 然而，作为全球第二大经济体，我国去杠杆面临的问题相对更多也更复杂，这决定了有必要加强对该领域的研究，总结国内外去杠杆的经验，以期为更好地实施去杠杆提供参考借鉴。

一、研究的背景

2008 年国际金融危机之后，无论是从纵向发展历史看还是横向国际比较看，我国金融部门和非金融部门的杠杆率都经历了快速提高，金融部门和非金融企业杠杆率较高，为经济金融持续健康发展埋下了较大的风险隐患，面临较大的去杠杆压力。

2008 年以来，我国金融部门和非金融部门杠杆率增长较快。2008 年国际金融危机之前，美国金融监管放松，次级贷款规模高涨，经济泡沫恶性膨胀，^③ 也就是杠杆率高涨，危机发生后，全球主要发达经济体纷纷进入去杠杆阶段。然而，我国却在这一大背景下出现了杠杆率快速上涨，不

① 习近平. 决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利 [M]. 北京: 人民出版社, 2017: 30-31.

② CF40 课题组. 主动去杠杆还是被动去杠杆 [J]. 中国金融, 2016 (19): 12-14.

③ 刘鹤. 两次全球大危机的比较 [J]. 管理世界, 2013 (3): 1-7.

论是金融部门还是非金融部门都是如此。从纵向发展看，我国杠杆率快速提高。根据国际清算银行（BIS）的统计数据，2008 年底至 2017 年 6 月底，我国非金融部门杠杆率从 141.3% 上升至 255.9%，增幅为 81.1%。同期，根据中国人民银行的统计数据，国内资产规模最大的金融子行业银行业总资产从 64.15 万亿元增加至 240.42 万亿元，增幅为 274.78%。从横向比较看，我国杠杆率快速提高的特点也十分明显。2008 年底至 2017 年 6 月底，我国非金融部门的杠杆率增幅为 81.1%，同期 BIS 报告的国家 and 地区、发达国家、20 国集团（G20）、新兴经济体国家的杠杆率增幅分别为 19.98%、14.33%、18.98%、77.24%。我国银行业总资产规模在经历 9 年的快速扩张后，2016 年底达到 33.2 万亿美元，是同期美国银行业总资产 16.07 万亿美元的两倍多，比同期欧元区银行业总资产 31 万亿美元高出逾 2 万亿美元。^①

在杠杆率普遍快速提高的同时，加杠杆也呈现明显的结构性特点。从非金融部门看，与发达国家相比，我国非金融部门杠杆率整体不算高，政府部门、家庭部门杠杆率较低，但非金融企业杠杆率较高。^② 2017 年 6 月底，我国政府部门的杠杆率为 45.7%，不到发达国家总体水平 108.6% 的一半，家庭部门的杠杆率为 46.8%，^③ 也属于全球范围内的较低水平，但非金融企业的杠杆率为 163.4%，是同期美国 73.3%、英国 81.8% 的两倍多。政府部门中，地方政府相对中央政府杠杆率更高；非金融企业中，国有企业相对民营企业杠杆率更高。^④ 根据财政部和审计署的统计数据，2016 年底，我国地方政府的杠杆率为 30%，中央政府的杠杆率为 16%，前者接近后者的两倍。根据国家统计局的工业企业统计数据，2017 年 9 月底，国有企业负债占我国非金融工业企业债务总额的 62.55%。

① 李迅雷：金融严管下周期还能延续？[EB/OL]．<http://www.cfi.net.cn/p20170505000659.html>，2017-05-05。

② 娄飞鹏：非金融部门杠杆率现状与去杠杆建议[J]．西南金融，2017（7）：23-29。

③ BIS 统计数据用的是家庭部门，人民银行资产负债表统计报表科目中用的是居民部门，二者并没有实质的区别。本书对二者的使用也不做区分，具体原则是，涉及 BIS 的统计数据用家庭部门，涉及人民银行的统计数据用居民部门。

④ 娄飞鹏：协调推进金融和实体经济去杠杆[N]．学习时报，2017-06-30。