

李世刚 曹玉瑾 · 著

高杠杆的 化解之道

2016年以来,我国经济增长从高速向中高速转变,高杠杆问题、金融风险问题逐步累积暴露

去杠杆成为供给侧结构性改革的一项重要工作

社会各界普遍关注,多项政策相继落地

THE
WAY
OF
DELEVERAGING

Theoretical and
Practical
Solutions

社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

高杠杆的 化解之道

李世刚 曹玉瑾 • 著

图书在版编目(CIP)数据

高杠杆的化解之道 / 李世刚等著. -- 北京 : 社会科学文献出版社, 2018. 11

ISBN 978 - 7 - 5201 - 3202 - 2

I. ①高… II. ①李… III. ①金融风险防范 - 研究 - 中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 174532 号

高杠杆的化解之道

著 者 / 李世刚 曹玉瑾

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 吴 敏

责任编辑 / 吴 敏

出 版 / 社会科学文献出版社·皮书出版分社 (010) 59367127

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367083

印 装 / 三河市龙林印务有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 19.75 字 数: 234 千字

版 次 / 2018 年 11 月第 1 版 2018 年 11 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 3202 - 2

定 价 / 89.00 元

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

 版权所有 翻印必究

THE

WAY

OF

DELEVERAGING

**Theoretical and
Practical Solutions**

前 言

2015 年 12 月，中央经济工作会议提出推进供给侧结构性改革，以及 2016 年经济工作五大重点任务，其中，去杠杆是重要的一项工作。本书收录了两位作者在过去三年（2015 ~ 2018 年）关于去杠杆、防风险领域的一些研究成果，既有关于去杠杆、防控系统性金融风险相关的理论研究，也有关于债转股、“僵尸企业”债务处置、国有企业债务风险防控相关的政策研究，还有关于 2015 年股市异常波动、中国债务风险、中美贸易摩擦的金融影响等热点评论文章。对于高杠杆问题的研究具有十足的难度，作者驾驭如此命题，颇感困难。我们对很多问题的了解，可能还仅限于一般水平；面对纷繁芜杂的金融活动，只能间接了解其运行机制；面对理论与现实政策的冲突，可能仍缺乏真知洞见。但所幸之处，在过去研究过程中，我们先后得到了诸多专家学者的热情指导和关心帮助，在此，对各位专家帮助和指导表示谢意。不当之处，欢迎批评指正。

目 录

理论探索

去杠杆一定不利于经济增长吗？

多种杠杆去化策略下的情景分析 003

高杠杆率一定会引发金融危机吗？

来自全球股、债、贷、汇、房市危机史的统计经验 014

我国企业杠杆率的行业及区域特征 026

正确看待债券违约事件的内在本质和信号意义 034

我国系统性金融风险评估及防范化解建议 043

历次美元进入加息周期导致金融崩盘的

发展中国家共性特征及规律分析 066

政策实践

市场化债转股与经济转型 077

积极稳妥降低企业杠杆率，夯实经济持续健康发展基础 083

建立制度化庭外重组机制，提高债务处置效率 088

完善优先股政策，助推市场化债转股 097

建立完善国有企业资产负债约束机制，
助力结构性去杠杆工作取得关键成果 120

以恢复资产负债表健康为核心 推进去产能企业债务处置 125

热点焦点

股市风波记 133

谨防紧货币严监管误伤实体经济 226

需要科学看待中国债务水平及趋势 233

6 月美联储如期加息，但我国无需亦步亦趋 237

美联储缩表前景展望及对我国的影响 245

“穆迪调级” 后续影响需关注 257

市场应该对中国解决债务问题提出的一揽子解决方案抱有信心
..... 261

警惕流动性紧张从银行体系向企业部门传导 266

需要关注 CDR 发行与交易中存在的四大问题 271

近期 A 股调整更多源于外部冲击而非基本面变化 277

破除地方自缚紧箍咒、稳住经济运行基本盘
——对湖南省 2018 年 1~5 月经济形势及
趋势性苗头性风险的调研 282

警惕防范中美贸易摩擦不断升级可能引发的金融风险 293

美股连续暴跌的原因、趋势、影响及对策 299

警惕新一轮债券违约暗涌成潮 304

理论探索

去杠杆一定不利于经济增长吗？ 多种杠杆去化策略下的情景分析

近年来，我国实体经济杠杆率呈现总体偏高、增速过快、结构分布不合理的趋势特征。截至 2015 年三季度末，我国实体经济杠杆率已达 248.6%，其中，企业部门为 166.3%，政府部门为 43.5%，居民部门为 38.8%。对 41 个经济体过去 20 年间杠杆率、杠杆结构与经济增速关系的实证研究发现：一是杠杆率总水平对经济增速呈现“倒 U 型”影响，即杠杆率低于 180% 时的加杠杆有助于促进增长，杠杆率位于 180% ~ 200% 时的加杠杆对经济增长拉动作用微弱，但超过 200% 时的继续加杠杆则会下拉经济增速。二是杠杆在各部门的分布结构也很重要，企业、居民和政府的杠杆率也存在最优水平或区间。当前我国实体经济杠杆率已处在这一“倒 U 型”规律的右侧区间，加杠杆不利于经济稳定增长。鉴于不同去杠杆策略对经济增速的影响差异巨大，“宏观稳杠杆、结构优杠杆、企业去杠杆”是当前去杠杆的较优策略。多情景分析显示，如果在保持实体经济杠杆率不变或适度去杠杆的情况下，通过稳步有序降低企业杠杆，在一定程度上能够稳定甚至提升经济增速。

一 我国杠杆率总体偏高，企业杠杆率尤其过高

我国杠杆率现已超过多数可比经济体。根据 BIS 统计数据，截至 2015 年三季度末，我国实体经济债务总规模约为 165.7 万亿元，以“债务总规模/GDP”计算的杠杆率为 248.6%，这一水平已超过绝大多数发展中国家和美国等一些发达国家。2008 年金融危机后，我国经济杠杆率大幅快速上升，2008 ~ 2015 年猛增 96.7%，年均增长 12.1%。

表 1 2015 年全球主要经济体杠杆率水平

单位：%

国家	政府杠杆率	居民杠杆率	企业杠杆率	实体经济杠杆率
日本	234	65	101	400
西班牙	132	73	108	313
法国	104	56	121	281
意大利	139	43	77	259
英国	92	86	74	252
中国	43.5	38.8	166.3	248.6
美国	89	77	67	233
韩国	44	81	105	231
加拿大	70	92	60	221
澳大利亚	31	113	69	213
德国	80	54	54	188
巴西	65	25	38	128
印度	66	9	45	120
俄罗斯	9	16	40	65

资料来源：BIS。

从杠杆结构看，企业部门杠杆水平最高、增速最快。企业部门

债务主要来自银行信贷、金融市场债务工具发行、类影子银行的信用融资（包括信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票等）三个方面。2015 年三季度末，企业部门债务总额为 110.9 万亿元，占 GDP 比重为 166.3%。2008 ~ 2015 年，企业部门杠杆率增长 67.7%，年均增长 8.5%，显著高于新兴市场国家年均 1% 和发达国家年均 0.8% 的增速。从国际比较来看，我国企业杠杆率是主要经济体中最高的，是新兴市场均值的 3.5 倍，是发达国家均值的 1.7 倍。

居民杠杆率较低，但近年增速加快。2015 年三季度末，我国居民部门负债 25.9 万亿元，居民债务占 GDP 比重为 38.8%。与其他主要经济体相比，我国居民部门杠杆率偏低，仅为发达国家的一半，与发展中国家均值水平相当。如果进一步从债务与储蓄之比来看，我国居民债务仅占居民储蓄的 22%，而美国为 13 倍、韩国为 7 倍、德国为 6 倍，说明我国居民杠杆率还有较大调整空间。2008 年后，在收入水平提高和政策引导等多种因素作用下，我国居民部门杠杆率增速显著提高，增量部分主要来自住房按揭贷款、汽车贷款和信用卡贷款，2008 ~ 2015 年居民杠杆率上涨了 20.3%，年均增长 2.5%。2015 年下半年以来，伴随一、二线城市房地产市场繁荣，住房按揭贷款规模呈现爆发式增长，居民杠杆率开始加速上升。

政府杠杆率较为合理，且仍有一定空间。2015 年三季度末，我国政府部门负债 29 万亿元，占 GDP 比重为 43.5%。与其他主要经济体相比，我国政府杠杆率不仅远低于日本、意大利、西班牙、英国、美国等发达国家，也低于巴西、印度等新兴市场国家，仅略高于韩国、澳大利亚、俄罗斯等少数国家。从政府杠杆率增速来看，2008 ~ 2015 年增加 9.8%，年均增加 1.2%，增速较为缓慢。

二 杠杆率总水平和各部门杠杆率 均存在明显拐点或适度区间

我们对包括中国在内的 41 个经济体杠杆率和 GDP 增速的面板数据进行建模，分析了实体经济杠杆率及杠杆增速、三大部门杠杆率和内部杠杆结构对经济增长的影响，主要发现如下。

（一）规律一：杠杆率总水平对经济增速存在“倒 U 型”影响，180% ~ 200% 是适度区间

一国杠杆率与经济增长并不是简单的线性关系，而是复杂的非线性关系。数据显示，杠杆率对经济增速存在“倒 U 型”影响，即当实体经济杠杆率低于 180% 时，加杠杆有利于经济提速，从样本均值来看，杠杆率每上升 10% 可拉动经济增长约 0.1 个百分点；但若实体经济杠杆率高于 200% 时，继续加杠杆将拖累经济下行，杠杆率每上升 10% 将会下拉经济增速约 0.14 个百分点；而杠杆率在 180% ~ 200% 区间时，杠杆与增长之间的关系十分微弱。杠杆率上升过快不利于稳定的经济增长。杠杆率如果上涨过快，超过经济增长可承担、可覆盖的范围，将导致利息负担迅速上升，造成企业、个人和政府偿债能力下降，不利于经济稳定增长。从样本均值来看，如果一国杠杆率年均增速从 5% 提高到 10% 后，年均经济增速将下降约 0.4 个百分点。

（二）规律二：政府杠杆率超过“59%”后，加杠杆对经济增长的边际拉动作用显著降低

当政府部门杠杆率低于 59% 时，扩张负债对经济增长的拉动作

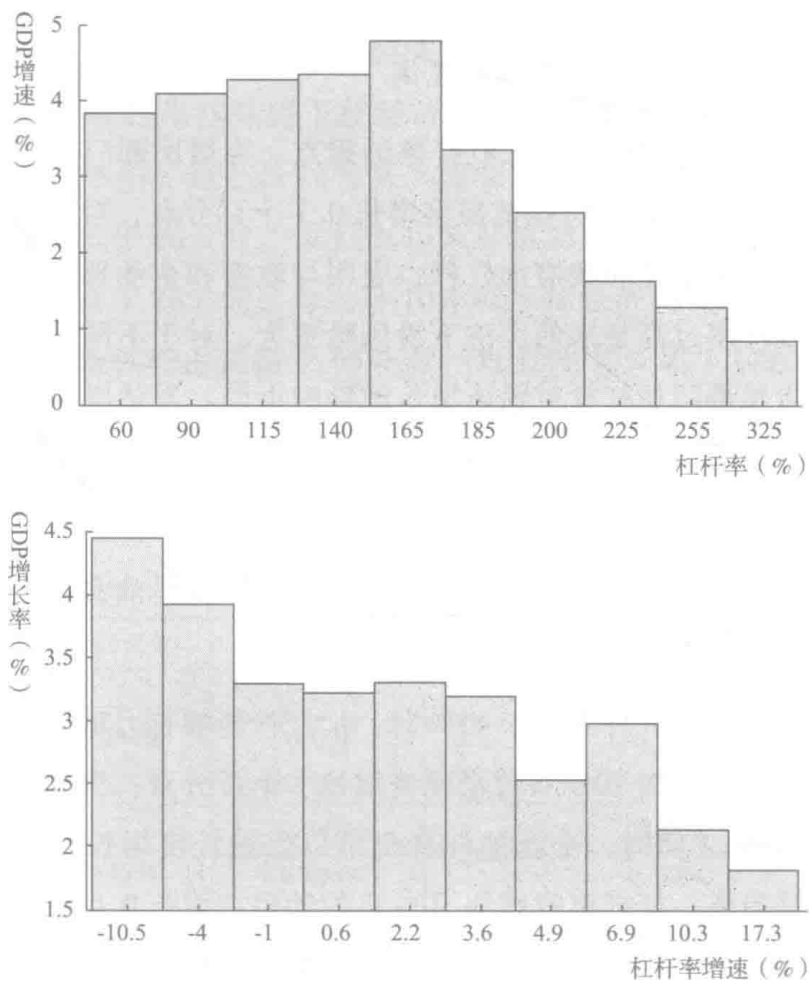


图 1 杠杆率、杠杆率增速与经济增长

资料来源：BIS 及作者计算。

用显著，杠杆率每增加 10% 可带动经济增长 0.2 个百分点，对于发展水平较低的国家这一拉动效应更为明显。杠杆率每增加 10% 可带动经济增长 0.4 个百分点。但若政府杠杆率超过 59% 时，加杠杆对经济增长的促进作用迅速削弱，杠杆率每增加 10% 仅能拉动经济增长不到 0.1 百分点。欧元区以 60% 作为政府债务警戒线虽然是经验结论，但看来也存在一定客观基础。

（三）规律三：居民杠杆率超过“82%”后，加杠杆对经济增长的边际下拉作用明显提高

数据显示，82%为居民杠杆率的拐点。当居民部门杠杆率超过82%后，每增加10%将拉低经济增长0.7个百分点，对增长的负面影响明显大于企业和政府加杠杆，表明与政府和企业部门相比，居民部门杠杆率过高带来的经济下滑风险更大。对于不同发展阶段的国家，居民部门加杠杆对经济增长的影响不同。发达国家居民部门杠杆率每上升10%，经济增速将下滑约0.3个百分点；而在同样情况下，发展中国家的经济增速将提高约0.4个百分点。

（四）规律四：企业杠杆率对经济增长的影响存在“45%”和“135%”两个分界点

当企业部门杠杆率低于45%时，加杠杆能够有力地拉动经济增长，杠杆率每增加10%可拉动经济增长1个百分点；当杠杆率介于45%~135%之间时，企业加杠杆仍可以促进经济增长，但这一作用已显著趋弱，杠杆率每增加10%可拉动经济增长0.01个百分点；当杠杆率高于135%时，加杠杆的影响将发生反转，杠杆率每增加10%将下拉经济增长0.3个百分点，其中原因主要是债务负担过重时，企业所获利润无法覆盖资金成本，过度负债将降低企业偿债和融资能力，造成资产负债表失衡，企业的现金流可能全部用于还债，经营目标从利润最大化转为负债最小化，形成信用紧缩局面，对长期持续经营产生负面影响。

（五）规律五：与杠杆水平相比，杠杆结构更为重要

从各部门杠杆在实体经济杠杆中的占比来看，即使杠杆率总水平处于合理区间，但任何一个部门的杠杆占比过高造成的杠杆结构

失衡，都将对经济增长产生负面影响。数据显示，政府杠杆占比低于33%时，每上升10%可拉动经济增长0.19个百分点；而一旦高于33%时，每上升10%将下拉经济增长0.2个百分点。居民杠杆占比高于23%时，每上升10%将下拉经济增长0.19个百分点。企业杠杆占比低于26%时，每上升10%可拉动经济增长0.26个百分点；而一旦高于26%时，每上升10%将下拉经济增长0.17个百分点；如果企业杠杆占比高于65%时，每上升10%将下拉经济增长0.26个百分点。因此，即使维持高杠杆率水平不变，单靠调整杠杆结构、改善债务分布，也会起到稳定经济增长的作用。

表 2 杠杆率水平对经济增长的影响

项目	门限值	对经济增长的影响		
总杠杆	184%	< 185%	≥ 185%	
		0.009 (0.004)	- 0.014 (0.002)	
政府杠杆	59%	< 59%	≥ 59%	
		0.0233 (0.0052)	0.0098 (0.0037)	
居民杠杆	82%	< 82%	≥ 82%	
		- 0.079 (0.164)	- 0.068 (0.0054)	
企业杠杆	58%	< 45%	≥ 45% , < 135%	≥ 135%
		0.103 (0.022)	0.0006 (0.0075)	- 0.029 (0.0028)

表 3 杠杆结构对经济增长的影响

项目	门限值	对经济增长的影响	
政府杠杆占比	33%	< 33%	≥ 33%
		0.019 (0.0064)	- 0.020 (0.005)

续表

项目	门限值	对经济增长的影响		
		< 23%	≥ 23%	
居民杠杆占比	23%	-0.004 (0.008)	-0.019 (0.006)	
企业杠杆占比	26% 65%	< 26%	≥ 26% , < 65%	≥ 65%
		0.026 (0.0092)	0.017 (0.0046)	-0.026 (0.0043)

三 “宏观稳杠杆、结构优杠杆、企业去杠杆”
是当前杠杆去化的较优策略

综合以上实证分析结果可以得出，我国杠杆率总水平和企业杠杆率偏高，从长期来看，“去杠杆”有利于稳增长，从短期来看，即使保持杠杆率不变，适度调整杠杆结构也有利于稳增长。考虑到去杠杆的复杂情况，我们对未来去杠杆的不同策略进行多情景分析，其中将基准情景设置为保持当前杠杆率水平不变，分析预测三种不同去杠杆策略下我国“十三五”时期的经济增速。

(一) 假设情景 1：继续加杠杆

假设实体经济杠杆率以每年 10% 的速度增长，但杠杆的部门分布结构保持不变。当前我国实体经济杠杆率已超过合理合意区间，如果杠杆率继续上升，债务利息负担将对经济增长将产生负面影响。影响结果：与基准情景相比，在其他因素保持不变的情况下，2016 ~ 2020 年实体经济杠杆率上升，导致每年经济增速下降 0.18 ~ 0.28 个百分点。