

去杠杆的“供给侧改革”探讨

去杠杆是中国提升金融体系动态活力的重要任务，而供给侧改革则是提高经济运行效率、增强经济发展后劲的战略举措。在去杠杆过程中，我们往往关注三大类经济单位（政府、住户、企业）或两种融资体系（直接融资或间接融资）的显性差异，而缺乏对金融去杠杆影响因素的追根溯源。从这个角度讲，有必要展开对金融去杠杆的“供给侧改革”。

一、中国杠杆率水平及显性影响因素

如何看待中国杠杆率水平？其成因是什么？以M2衡量的中国货币量冠绝全球，货币化水平居高不下，超额货币也是金融领域研究热点。同时，有关中国天量信贷、债务堰塞湖的观点不绝于耳，形成了中国杠杆率居高不下的观感。显性影响因素主要有以下几点。

（一）显性因素之一：企业杠杆率过高

根据国际清算银行（BIS）的相关测算，截至2015年底，中国总体债务率达到254.8%。其中，政府债务率达到44%，住户部门债务率达到39.5%，企业债务率达到170.8%。从结构上看，中国杠杆率的主体在于企业，企业债务约占总体债务比重的2/3。虽然对BIS的测算还存在细节争议，但对大致结构则不存在异议。表面上看，金融去杠杆的关键在企业，政府部门和住户部门存在加杠杆的空间和潜力。

（二）显性因素之二：间接融资比重过高

截至2015年底，在138.14万亿元的社会融资存量中，仅贷款（包含人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款）的金额就达到了112.09万亿元，占比高达81.14%。间接融资占中国社会融资的绝大部分，直接融资的占比较少。从这个角度看，间接融资比重过高是中国杠杆率高企的重要因素。更进一步，以银行为主导的社会融资体系成为众矢之的。

（三）显性因素之三：国企预算软约束

在企业债务中，相关研究显示，国企债务占企业债务的相当部分比例，而相当部分民营企业的债务率没有达到国企的高度。从这个角度看，国企债务过高是中国杠杆率水平攀升的重要因素。针对国企债务问题，部分研究将其指向国企预算软约束、规模扩张冲动等因素。

二、去杠杆的追根溯源

针对高企的中国杠杆率水平，部分观点将焦点放在直接融资、企业杠杆率方面，强调提高直接融资比重、降低企业杠杆率等。从表面上看，这是金融去杠杆的直接应对措施，进一步追根溯源则发现这在某种程度上存在同义反复。去杠杆不能仅仅关注显性因素，也应考虑杠杆率形成的“供给侧改革”，应综合考虑以下几个方面。

（一）金融工具结构

截至2015年底，中国的金融工具总量（不含期货衍生品等）超过240万亿人民币，其中，股票市值53.13万亿，债券余额48.78万亿，本外币银行存款139.78万亿。经济杠杆率水平只是金融工具结构的一个指标，判断或应对金融去杠杆也不应局限于杠杆率，而应根植于金融工具结构这个背景，综合考虑社会财富总量、金融工具总量、金融工具结构等方面的影响。著名经济学家戈德史密斯曾认为，金融结构不仅体现在金融工具和金融机构的类型、金融工具和金融机构的性质和使用方式、各种金融中介机构的集中程度、经济规模与金融工具数量及金融机构资金总量的相对规模上，也体现在金融上层结构及金融交易量相对于国民财富及经济产值等经济基础变量的数量和质量变化。

（二）社会信用体系

社会信用体系是一个包含政府、金融机构、企业、居民等在内的体系，囊括了政府信用、金融机构信用、企业信用、个人信用等。不同经济体社会信用体系的差异将影响到杠杆率水平。社会信用体系的运转离不开参与方的信息甄别、筛选、判断能力。在社会信用体系不健全的经济体，民间信用、商业信用、个体信用的相关信息不对称情况严重，需要借助于中央银行、金融机构等重点机构维持社会信用体系的运转，改善社会资源配置。金融去杠杆不应局限于融资结构或部门结构，也需要完善全社会信用体系。

（三）居民收入结构

金融服务于经济，金融的使命在于优化社会资源配置，不同的社会资源配置结构影响金融结构，杠杆率水平也不例外。从这个角度看，为了从源头上去杠杆，有必要针对社会的居民资源配置、企业资源配置现状展开分析。在居民收入差异方面，基尼系数是一个比较有代表性的指标。1981年至今，中国基尼系数从0.2927的水平快速攀升，目前在0.47左右的水平。

（四）产业结构

在经济发展过程中，金融上层结构的发展要快于国民生产和国民财富基础结构的发展，但是当经济发展达到某个阶段，金融工具比率会停止增长或趋于稳定，超常的金融相关比率往往只限于短期内存在。产业结构影响金融工具需求总量、结构等。在三次产业当中，与服务业、农业相比，工业在成批量、大规模的资金融通方面存在较大需求。此外，在产业不同发展阶段，金融需求或存在差异。比如，在工业互联网影响下，纵向集成、横向集成、端到端工程贯穿整个价值链，将形成一个实时交互的全球生产网络。企业的小型化、网络化成为发展趋势，金融需求的规模、性质将面临调整。

（五）城市化水平

城乡差异不仅仅体现基础设施及公共服务，配套金融需求也存在较大区别。改革开放以来，中国的城市化水平从1980年19%迅速提升到2015年的56.1%，城市化进程仍将保持较快速度。伴

随之而来的资金融通、财富管理等城乡需求转换，对杠杆率水平产生一定影响。

三、去杠杆的“供给侧”建议

中国总体债务规模在200%-300%之间，从国际比较来看，总规模相对适中，细分领域则存在较大“去杠杆”需求。中国的去杠杆过程应通盘考虑以下几点。

（一）结合经济发展阶段推进“去杠杆”

在中国经济转轨的过程中，虽然政府对财政资源的掌控程度迅速下降，但政府部门始终保持着对经济金融领域的强有力控制，通过金融体系大量集中社会金融资源。同时，由于国家信用的隐性支持消除了居民和企业对国有银行的风险顾虑，支撑了中国在改革开放过程中的强大金融动员能力。去杠杆也应考虑中国经济特定发展阶段，循序渐进。

（二）基于金融工具结构促进“去杠杆”

债务水平只是金融工具结构的一个反应，金融去杠杆要根植于金融工具结构优化的整体背景，从源头上促进直接融资、间接融资的良性互动，推动包含互联网金融、传统银行、证券、基金、保险等各类金融业态的健康发展。

（三）从社会信用体系、产业结构、资源配置等方面入手“去杠杆”

互联网金融的发展从格局和体量上来看，没有颠覆整个金融行业，但促进了传统金融机构的数字化改造过程，在某种程度上缓解了信息不对称困境。现代社会正逐步从单中心的信用结构向分布式结构发展，健全的社会信用体系，良好的社会信用生态，有助于改善信息不对称困境，促进更多金融业态、信用形式的充分发展。此外，应结合产业结构及其演进规律、资源配置现状及趋势等方面从源头上推进“去杠杆”。

2016-09-22