

# 经济转型背景下我国杠杆率结构性特征及优化

杨世峰, 胡玉

(兰州财经大学金融学院, 甘肃兰州 730020)

**摘要:**2008年金融危机后,我国宏观杠杆率大幅攀升,并存在明显的结构性特征。通过结构性调整杠杆,优化杠杆结构,解决杠杆率高企、信贷资源错配等问题对推动我国经济转型、提高经济发展质量极为重要。其中,非金融企业部门中的国有企业债务问题最为突出。我国经济正处于转型的特殊时期,但目前出现的创新效率低下、企业高杠杆、创新型企业融资难现象与经济发展从传统增长模式向创新驱动的增长模式转变的要求不相适应。对我国杠杆率结构性特征及其演变进行阐述,从理论方面解释了我国杠杆率结构性差异的原因,对杠杆率现状与经济发展方式转变的不相适应和背离进行分析,提出解决杠杆率高企问题要破除一刀切思维,在稳杠杆的同时进行结构性调整、优化杠杆的具体策略,以此推动供给侧结构性改革,加快经济结构转型进程。

**关键词:**杠杆率;债务风险;经济转型

**中图分类号:**F832.1 **文献标识码:**A **文章编号:**2095-0098(2020)02-0051-07

## 一、引言

金融危机后,我国宏观杠杆率大幅攀升,非金融企业杠杆率与其他主要经济体相比仍较高,其中,国有企业债务问题最为突出;居民部门杠杆率增速较快,但在国际上仍处于较低水平;政府部门杠杆率多年增长较为平稳,但地方政府隐性债务风险逐渐暴露,存在的问题不容忽视。我国经济正处于新旧动能的转化时期,新的经济增长点需要更多社会资源的支持,而我国信贷资金长期存在错配现象,过多进入到“僵尸企业”和产能过剩行业,对创新企业的信贷资源形成挤出效应,不利于实现经济高质量发展,影响经济转型进程,结构性调整杠杆刻不容缓。2015年底,中央经济工作会议提出“三去一降一补”五大任务,去杠杆成为供给侧结构性改革的主要内容之一,随后一系列去杠杆措施出台并落实,取得积极成果的同时给实体经济和金融市场带来一些负面影响:民企融资环境恶化,债券违约总额上升,部分中小银行不良贷款攀升。在各种风险不断暴露的严峻形势下,宏观政策进行了调整,去杠杆力度有所减弱,严监管政策也降低了出台频率。我国降杠杆不仅是经济扩张到收缩的过程,还会叠加经济转型等因素,因此去杠杆是一项长期而复杂的工作,不能一蹴而就,一概而论。

我国杠杆率存在明显的结构性特征。如何通过结构性调整杠杆,优化杠杆结构解决杠杆率高企、信贷资源错配等问题对推动我国经济转型、提高经济发展质量极为重要。为此,本文进行了相关探索。本文金融部门债务根据麦肯锡法计算得出,即加总其他存款性公司资产负债表中的“对其他存款性公司债券”和“对其他金融机构债券”两项<sup>[1]</sup>;非金融部门杠杆率数据均为2018年5月12日国际清算银行(BIS)发布的数据。

**收稿日期:**2019-09-15

**基金项目:**国家社科基金项目“区块链视角下地方政府隐性债务治理问题研究”(18XJY019)

**作者简介:**杨世峰(1974-),男,甘肃白银人,硕士,教授,研究方向为金融工程。

## 二、我国杠杆率结构性特征及其演变

### (一)金融部门:表外业务不断扩张,资金“脱实向虚”

自央行允许发行同业存单以来,发行规模不断扩大,从2014年的0.9万亿上升到2017年的20.2万亿,同业存单渐渐成为金融业进行套利的工具。从图1中看出,我国金融部门杠杆率从2008年金融危机后一路攀升,2016年达到顶峰为78.2%,2017年为最严金融监管年,一系列重大监管政策落实,金融乱象得到控制,金融部门杠杆率回落至69.7%,较上年低8.4个百分点。金融部门是引导资金脱虚向实的关键,其中2018年4月27日资管新规的落地,对资管业务发展不规范、刚性兑付、多层嵌套等问题提出了指导性意见。在严监管政策下金融部门一直处于加速去杠杆状态,2018年第三季度杠杆率下降到60.9%,杠杆率自2008年以来不断攀升的态势得到明显控制,去杠杆成效初显。

### (二)非金融部门总杠杆率:国际中等水平,增幅较大

从图2中可以看出,我国实体经济部门杠杆率水平在国际上并不高,与发达经济体相比还有一定距离。2017年发达经济体非金融部门总杠杆率为276.1%,新兴市场经济体为193.6%,我国非金融部门总杠杆率为255.7%,在BIS统计的样本国家中处于中等水平。图3显示了我国非金融部门杠杆率的总体趋势,可以看出,从2008年的141.3%上升到2017年的255.7%,增幅为81%,而根据BIS统计数据发现美国非金融部门杠杆率从2008年的240.1%上升至2017年的251.2%,增幅仅为4.6%,可见我国非金融部门杠杆率上升速度之快。

1. 居民部门:债务水平良好,增速过快。居民部门债务的统计口径,采用的是存款类金融机构信贷收支表中的住户贷款。截止2017年末,我国居民部门负债40.5万亿元,其中短期贷款11.4万亿元,中长期贷款29.1万亿元。新增贷款占金融机构新增贷款52.7%,较2008年上升35个百分点。总体来说,我国居民部门债务风险尚在可控范围内。2017年末,我国居民部门贷款占存款比为62.1%,债务目前可以被存款覆盖,另外,居民储蓄率高,偿债能力较强,加上债务期限一般较长,所以债务风险较小。图4对居民杠杆率进行了国际比较,可以看出,我国居民杠杆率总体水平并不高,显著低于发达经济体,略高于新兴市场经济体,存在较大加杠杆空间。杠杆率的绝对水平较低并不意味着产生系统性风险的可能性就小,从动态角度对居民杠杆率进行分析,我国居民部门杠杆率从2008年的17.9%上升到2017年的49%,9年上升了31个百分点,而美国居民杠杆率用了40年时间从20%上涨到50%,可见我国居民杠杆率增速十分快,隐藏的风险不容忽视。近几年房价的不断上涨让购房者产生了财富增值的幻觉,增加了居民的消费信心,信贷资金过度集中在房地产,房价进一步被推高,居民债务负担也越来越重。另外,互联网金融的快速发展,为居民提供了更加便利的融资平台,进一步刺激了居民负债消费的欲望。

2. 政府部门:增长平稳,地方隐性债务不容忽视。从图1中看出,我国政府部门的杠杆率增长较为平稳,多年维持在50%以下,从2008年的27%上升至2017年的47.6%,增加了20.6个百分点。国际比较来看,2017年末我国政府杠杆率47.6%,远低于发达经济体的109.2%,低于新兴市场经济体的48.5%,在国际上处于较低水平。但是我国地方政府债务问题突出,截止2017年末,地方政府债务达16万亿,虽然控制在限额之内,但如果将隐性债务考虑进去,地方债务规模将会很大,政府杠杆率很有可能被低估,2017年将远超过60%的国际警戒线。2017年末,城投债债务存量7万亿,2018年将有1万多亿的城投债陆续到期。许多地方融资平台由于很多现金流都是依靠政府补贴,面临着较大债务压力。

3. 非金融企业部门:负债水平较高,国有企业债务问题突出。从图1看出,2008-2017年我国非金融企业部门杠杆率均超过国际警戒线90%,2016年达到最高水平为166.4%,超过警戒线76.4个百分点。在去杠杆的背景下,2017年末非金融企业部门杠杆率回落至160.3%,较上一年下降6.1个百分点,但仍远高于发达经济体的91.6%,与其他国家相比处于较高水平。其中国有企业负债占整个非金融企业债务的62%,问题最为严重,这主要是由于预算软约束为国企提供了更宽松的信贷环境。2017年底国企负债总额118.5

万亿,其规模已远超 GDP 的规模,而且还在以当前 GDP 增速 2 倍或 3 倍的速度在增长,未来国有企业仍是去杠杆的重中之重。

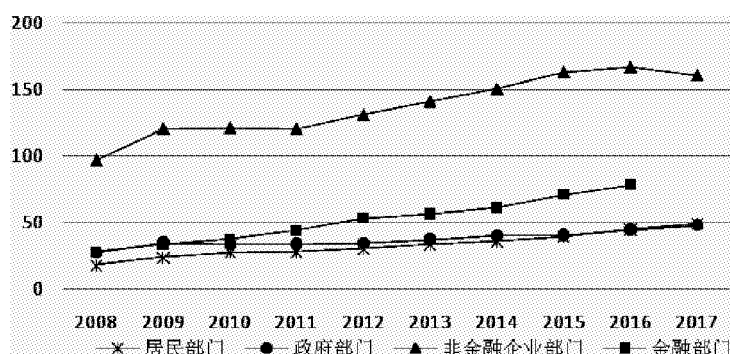


图1 2008-2017年我国各部门杠杆率(单位:%)

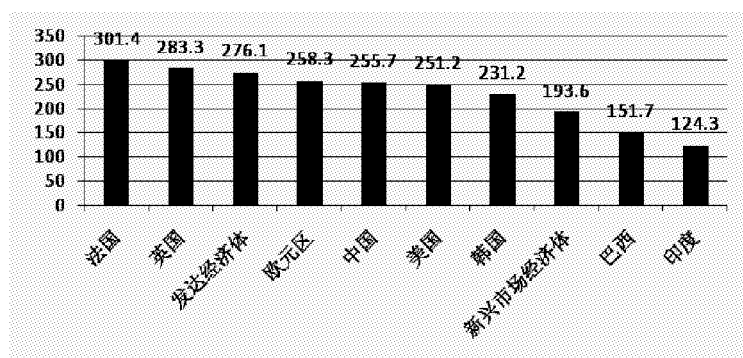


图2 2017年非金融部门总杠杆率的国际比较(单位:%)

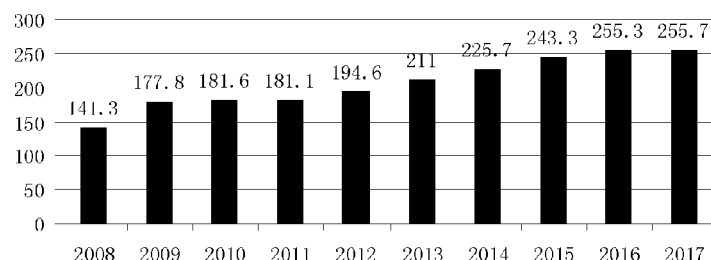


图3 2008-2017年我国非金融部门杠杆率变化(单位:%)

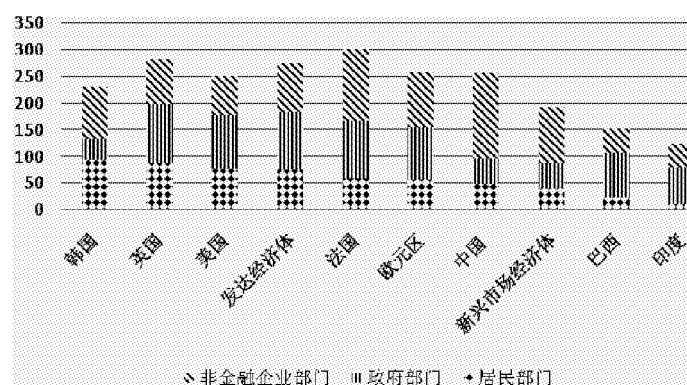


图4 2017年非金融部门杠杆率结构的国际比较(单位:%)

### 三、杠杆率结构与水平的理论分析

#### (一) 企业杠杆率特征——基于 MM 定理

1. 考虑公司税的 MM 定理。Modigliani & Miller(1963)<sup>[2]</sup>对 MM 定理进行了修正,将公司税与企业价值联系起来。债务融资的利息支出可以在税前被扣除,减少了债务融资成本,产生税盾效应。我国金融市场中主体融资渠道单一,中小企业天生资质较弱,在资本市场筹集资金存在较高门槛,所以更加偏好债务融资。而大企业信息透明度高,能得到更多银行信贷支持。债务融资下,为了得到更多减税好处,企业会提高债务融资比例,增加杠杆率。

2. 破产成本理论。Robichek & Myers(1966)<sup>[3]</sup>认为考虑了公司税的 MM 定理仅仅根据负债的税盾效应做出公司价值最大化的资本结构决策,并没有考虑负债带来的风险和成本,过度负债会使企业陷入财务危机,税收抵减作用的好处会大大降低。Kraus & Litzenberger(1973)<sup>[4]</sup>提出破产成本理论对 MM 定理进行修正,该理论指出高比例的负债融资会给企业经营带来破产风险,并且增加破产成本,企业会在负债融资带来的税收优惠与破产风险之间寻求平衡,进行资本结构决策。而我国国有企业在预算软约束下破产风险很小,加上政府隐形担保和刚性兑付进一步刺激了其过度举债的行为,使其杠杆率明显高于民营企业,对民企融资产生挤出效应。

3. 金融加速器理论。由于信贷市场中存在金融摩擦,MM 定理的信息完全对称假设并不成立,Bernanke et al.(1996)<sup>[5]</sup>提出金融加速器理论,认为市场存在信息不对称,债权人往往需要付出成本才能获得债务方的有效信息,企业外部融资成本高于内部融资成本。我国银企之间存在信息不对称现象,一些财务健全的优质企业信息透明度高,监管成本较低,更能得到银行的青睐,可以获得更多信贷资金支持,因而其负债率明显要高于中小企业。中小企业的信息可得性较差,交易成本高,所以银行出于风险考虑大多数情况下不愿意对这类企业贷款,而与间接融资相比直接融资对信息披露有着较高要求,中小企业经营活动缺乏透明度,为了减少融资成本,更加偏向间接融资,这就造成了银行不愿意贷而企业由于客观条件需要通过银行获得信贷支持的融资窘境,这也是我国当前必须破解的难题。

#### (二) 债务—通缩理论

Fisher(1933)<sup>[6]</sup>认为,负债和通货紧缩是萧条中的主要变量,其他次要变量与二者结合才会产生较大影响,正是过度负债和通货紧缩的共同作用造成了美国经济大萧条。过度负债下一旦资产价格下降,企业被迫廉价售卖资产,存款也因清偿债务而减少,进而货币流通速度下降导致价格水平下降,企业资产净值减少、偿债压力加大,企业就会减少交易和产出,最后造成货币流通速度、价格水平进一步下降。债务通缩恶性循环下为还债所做的努力反而加重了债务压力,出现了“还得越多,欠的越多”的悖论。从居民部门来看,出现通货紧缩时,债务负担加重,各种房贷、消费贷款违约率上升,银行出于风险考虑减少居民贷款,居民消费减少造成价格水平进一步下跌,陷入债务通缩恶性循环。从政府部门来看,通货紧缩下贷款及债券偿还能力下降,银行收紧信用,政府资金不足导致支出较少,价格进一步下跌,最后陷入债务通缩陷阱。

### 四、杠杆率结构、水平与经济转型发展的背离

#### (一) 预算软约束造成的资金错配和杠杆率结构失衡

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,实施创新驱动发展战略,对我国提高经济增长质量和效益、加快转变经济发展方式具有现实意义。民营企业为我国贡献了 70% 的技术创新成果,是引领创新发展的主力军,但其融资难问题一直是制约其发展的主要因素。我国信贷资源在非金融企业部门中存在明显的错配现象,大部分信贷资源过度集中在国有企业。2008 年之前国有企业和民营企业的资产负债率差距并不大,2008 年以后分化程度不断加深,2017 年末上市公司中中央国企平均资产负债率为 61.9%,地方国企为 60.1%,而民企平均资产负债率为 51.1%。国有企业凭借信用高、资产多、抵押物充足等先天优势,在贷

款时有着较大便利性。另外国有企业承担促进经济增长、维护社会稳定的社会责任,受到预算软约束的政策倾斜,得到政府的额外扶持。政府兜底幻觉使得部分国企不顾生产效率过度负债,而其自身并不能产出与债务相匹配的收益,这就滋生了大量产能过剩的僵尸企业,对创新型企业信贷资源形成挤出效应,根据国家统计局2018年数据显示,僵尸企业平均资产负债率达71.6%,远高于正常企业。

党的十九大报告指出:“中国特色社会主义进入新时代,我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。”总量问题已不是我国经济发展的主要问题,转变发展方式、调整经济结构、转换增长动力、提高经济发展质量是当前我国经济发展的重点,创新是引领发展的第一动力,加快培育科技创新型企业显得尤为重要。从我国资源配置现状来看,大量资源错配给了产能过剩的制造业以及靠“吸血”为生的“僵尸企业”,而像民营企业这种创新技术成果贡献度最高经济体却长期处于融资困难的困境,对科技成果转化、企业健康发展产生较大负面影响。2018年由于部门缺乏协调,强监管政策叠加效应导致信用收缩,民营企业融资环境恶化,出现流动性风险,债券违约事件连连发生。本该得到更多资金支持作为创新投入的民营企业却在“一刀切”的强监管政策下被“误伤”。预算软约束下信贷资源的错配现象与当前我国经济转型目标是矛盾的,长期以往将会阻碍我国经济转型进程,影响经济发展质量,优化杠杆结构、实行杠杆转移迫在眉睫。

## (二)高储蓄率和充足的资金供给推高了杠杆率的上涨

长期以来,我国储蓄率一直处于高位,居民部门是净储蓄的主要提供者,充足资金供给下企业负债水平上升,而居民相比负债经营的企业来说债务承受能力更高,存在一定的加杠杆空间,同时还需防范居民部门内部结构性的杠杆率风险。2000年国民储蓄率开始上升,2011年达到最高水平为51.8%,之后呈现下降趋势,但在国际上仍然处于较高水平。高储蓄率暴露出我国长期依靠投资和出口拉动经济增长的传统模式,储蓄 $S$ 可以用 $I + (X - M)$ 来表示,由公式可以看出,投资和出口的增加会带来巨额的储蓄。我国经济存在结构失衡,与投资及生产相比,消费略显乏力,消费不足依靠出口拉动经济,造成贸易顺差,另外为吸引外资,人民币升值,形成了“双顺差”,国内流动性过剩使得商业银行存款进一步增加<sup>[7]</sup>。我国投资率在2011年达到最高为48%,2000年以后,投资需求对GDP的贡献率达51.9%,成为拉动经济的主要动力。2001年加入世贸组织后我国的出口贸易发展势头强劲,2001年净出口为2325亿元,2008年达到24227亿元。投资拉动的经济增长模式必然推动信贷的增长,最终会造成杠杆率的升高,为此转变信贷驱动增长模式,使消费成为拉动经济增长的主要引擎,依靠收入来带动消费进而驱动经济增长,才能真正实现稳定杠杆率水平、调整杠杆结构的目标。国内消费不足依靠出口拉动经济,造成贸易顺差,为吸引外资人民币升值,形成“双顺差”,国内流动性过剩高储蓄率的成因多种多样,受个人传统观念、消费信心等因素的影响会产生主动储蓄行为,被动储蓄的重要原因是投资渠道狭窄,方式单一,另一方面反映出我国一些企业创新能力不足,创新性项目不多。在我国以银行为主的金融体系中,银行信贷是最主要的融资方式,高储蓄率为社会提供了充足的资金来源,是造成杠杆率高企的一个重要原因。高储蓄率侧面反应出我国企业创新能力不足,与经济转型提高经济发展质量的目标存在矛盾。创新是推动我国经济转型的重要力量,培育创新型企业,建立创新型项目,为社会提供更优质的投资资源,是降低储蓄率、减少加杠杆资金来源的一个有效途径。杠杆本身无好坏,如果能合理利用,是一个国家金融发达程度的重要标志,将更多金融资源配置给高效率企业也是提高生产率的一个体现,去杠杆并不是最终目的,优化杠杆结构,提高资金使用效率,配置好杠杆才是目的<sup>[8]</sup>。因此优化杠杆结构的主要任务是将更多的信贷资源配置给具有强大发展潜力的创新型企业,这样不但能够释放多样的投资机会,还能加快经济结构转型进程。

## 五、杠杆率调整与优化的对策建议

自一系列去杠杆政策实施以来,取得了一定成效,但与此同时由于政策叠加效应、部门缺乏协调等原因,信用环境过度收紧,民营企业被误伤。激进式的去杠杆方式会使经济面临下行压力,甚至出现衰退型加杠

杆。所以去杠杆是要去掉不好的杠杆,维持合理杠杆水平,在稳杠杆的同时优化杠杆结构<sup>[9]</sup>。我国经济结构处于转型时期,历史积累的风险逐渐暴露,应该理性看待杠杆率带来的影响,客观处理杠杆调整与稳增长的关系。

#### (一)优化债务部门间配置,适度增加政府和居民部门杠杆率

我国非金融企业杠杆率已远超国际警戒线,而居民部门杠杆率和政府部门杠杆率在国际上处于中等较低水平,存在一定的加杠杆空间。从可支配收入和储蓄率等方面考虑,我国居民目前债务承受能力较强,适度的居民部门加杠杆能够提升金融效率推动经济增长,增加居民收入进而刺激消费。但加杠杆的过程中存在房地产等资产价格泡沫化的风险,所以从居民部门加杠杆要适度、谨慎。我国政府部门杠杆率长期多维持在 50% 以下,远低于发达经济体,政府拥有更多资源,有更强的债务承受能力,与此同时政府还承担着更多的社会责任,为此,政府部门可以严格地在预算约束条件下适当提高杠杆率,扩大赤字,为社会提供资金支持,扩大居民有效需求。政府部门在加杠杆的同时还应该遵守市场规则,与名义 GDP 增速相匹配,避免政府部门陷入过度负债危机。

#### (二)拓宽融资渠道,助推企业发展

在我国以银行为主的金融体系中,银行信贷是企业最主要的融资方式,占比超过 60%,非标融资占比 20%,债券融资和股票融资低于 20%。自 2016 年去杠杆以来,强监管的经济政策主线引发了信用收缩,企业信用风险不断暴露,在“堵偏门”的同时还应该为企业“开正门”。对此在融资结构上应该加大股权融资力度,提高直接融资比例,建设法制化资本市场,强化资本市场对企业提升核心竞争力的支持力度。同时,一些具有较高盈利能力、持续经营的企业可以通过“债转股”将原来的借贷关系变为股权关系,推动企业股权多元化,减少负债,降低成本,提高企业经营效益<sup>[10]</sup>。

#### (三)处置僵尸企业,优化信贷资源配置

我国政府的过度保护、地方恶性竞争加上四万亿经济刺激计划,催生了大量连年亏损靠政府不断“输血”的僵尸企业,大量社会资源被其占用。所以对产能过剩、盈利能力低下、资不抵债的僵尸企业应该加速出清,对于有持续经营能力但负债压力较大的僵尸企业应该适当为其注入流动性,政府引导帮助其进行资源优化重组。当然,并不是所有的企业都要去杠杆,在去杠杆的同时,一些部门需要通过适当加杠杆来稳杠杆,将处置僵尸企业释放出的社会资源重新分配给创新能力强、有持续盈利能力的优质企业,加大对创新企业、高科技企业的信贷资金支持力度,让其为社会创造出更多的效益。

#### (四)盘活资产存量,提高资本产出效率

负债作为一种融资方式,满足了经济体各方的流动性需求,债务本身没有什么问题,关键看是否得到充分利用进而产生了相应资产,获得的收益是否可以覆盖这些债务,所以如果债务主要用于个人消费而非企业生产投资,则可能会产生资不抵债的债务风险。我国债务面临的主要风险是资产效率低下无法还本付息的流动性风险,而不是资不抵债的清算风险<sup>[11]</sup>。盘活资产存量使负债产生相应的资产,创造出更多 GDP,大力发展资产证券化,完善征信体系建设,增强资产证券化交易的流动性和透明度,提高资本产出效率。

#### 参考文献:

- [1]任泽平,冯贇.供给侧改革去杠杆的现状、应对、风险与投资机会[J].发展研究,2016(6):8-13.
- [2]Modigliani, F. and M. H. Miller. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction[J]. The American Economic Review, 1963(9):433-443.
- [3]Robichek A. A., Myers S. C. Problem in the Theory of Optimal Capital Structure[J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1966(2):1-35.
- [4]Kraus, A. and R. H. Litzenberger. A State - preference Model of Optimal Financial Leverage[J]. Journal of Finance, 1973(4):911-922.

- [5] Bernanke, B., Gertler M. and Gilchrist S. The Financial Accelerator and the Flight to Quality [J]. Review of Economics and Statistics, 1996(1): 1 – 15.
- [6] Fisher, I. The Debt Deflation Theory of Great Depressions [J]. Econometrica, 1933(1): 337 – 357.
- [7] 杨雪莲. 我国流动性过剩的“悖论”分析[J]. 金融教育研究, 2012(2): 7 – 12.
- [8] 张晓晶. 积极稳妥去杠杆 实现高质量发展[J]. 开放导报, 2018(2): 2 – 12.
- [9] 娄飞鹏. 杠杆要去也要优[J]. 武汉金融, 2017(5): 1.
- [10] 杨再斌. 融资结构优化与去杠杆路径[J]. 中国金融, 2018(17): 70 – 72.
- [11] 刘晓光, 刘元春. 杠杆率重估与债务风险再探讨[J]. 金融研究, 2018(8): 33 – 50.

## Structural Characteristics and Optimization of China's Leverage Ratio under the Background of Economic Transformation

YANG Shifeng, HU Yu

(School of Finance, Lanzhou University of Finance and Economics, Lanzhou, Gansu 730020, China)

**Abstract:** Since 2008, China's macroeconomic leverage has risen sharply; the leverage ratio of non-financial companies has continued to exceed the international warning line for many years. The debt problem of state-owned enterprises is particularly prominent. In 2019, the leverage ratio of the residential sector still rose by 3.7 percentage points throughout the year. The contradiction between the current status of the rate and the goal of economic transformation is becoming increasingly prominent. To solve the problem of high leverage, we need to eliminate the one-size-fits-all thinking, and adjust the structure and optimize the specific strategies of leverage while stabilizing the lever, so as to promote the supply-side structural reform and accelerate the economic structural transformation.

**Key words:** leverage ratio; debt risk; economic transformation

(责任编辑: 黎 芳)

(上接第 24 页)

## Gender Differences in the Impact of Financial Literacy on Household Financial Decision-making

MENG Defeng, JI Ying, LI Dan

(School of finance, Nanjing Audit University, Nanjing, Jiangsu 211815, China)

**Abstract:** Using the survey data of urban residents, this paper analyzes the gender difference of financial literacy on household financial decision-making. The results show that: (1) Financial literacy has a significant positive impact on residents' financial decision-making responsibility, which is more obvious in the male group, but not significant in the female group, and there is no group difference between the male and the female; (2) Financial literacy has a positive promoting effect on family financial planning, which has obvious performance in both male and female groups, and the improvement of female financial literacy plays a greater role in making financial planning than that of male; (3) Marriage, age, risk tolerance, family net worth, self-owned housing and members' health status are all important factors affecting family financial decisions.

**Key words:** financial literacy; financial decision-making; financial planning; gender differences

(责任编辑: 沈 五)