



高杠杆的前世和出路

摘要

从宏观调控的角度来讲，经济改革与经济周期是密切相关的，改革是倒逼出来的，改革的契机往往出现在经济下行甚至衰退时期，但是衰退时期，到底选择什么样的方式去应对，也是一个问题。所以，归结到一点，就是在通货紧缩时期如何进行去杠杆的问题。

简而言之，通货紧缩的根结有两个，一是企业负债率过高，资产质量恶化，导致银行惜贷，实体经济流动性不足；二是总需求不足，有可能是供给过剩或者需求不足，或者两者兼有。那么从宏观政策上讲，有哪些可以用的办法呢？

一个是通过货币政策直接释放金融体系的流动性，有公开市场操作这样的喷灌型，也有降准降息那样的漫灌型。但通货紧缩时期，在企业债务高企，资产质量恶化，银行惜贷的情况下，即使金融市场释放再多流动性，也无法引导资金流入实体经济，就像 2014/2015 年大放水那样，起不了没有任何用。所以，货币政策无法单独发生作用，必须和财政政策结合起来，除了财政货币政策之外，扩大外需也是一个方法。于是，问题归结为：采用什么样的财政政策扩大内需，以及如何扩大外需。

财政扩大内需的方案有两个：一、通过央行透支财政且财政直接支出的方式扩大内需；二、通过央行透支财政的方式豁免企业债务；二、通过减税方式扩大内需。

第一种方式已经被否定，即使不考虑财政支出效率低下的问题，扩大财政支出必然会再一次推升地方政府和国有企业的杠杆；

第二种方式并不能解决企业的微观经营机制问题，如果采用中央银行向财政透支，大量增加财政支出，豁免企业尤其是国营企业债务，那就有可能导致赖账经济的出现。

所以，最后只剩下第三种方式，就是通过减税政策扩大内需，尽管这种方法见效较慢，但是将支出的自主权赋予微观个体，效率将会更高，可以看到这也正是近两年宏观政策的主要导向，预计未来的减税力度还会进一步加大。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

高杠杆的前世和出路

一、银行独大的金融结构的形成

故事还得从80年代的金融体制改革说起。

从80到90年代，是中国金融体制的大变革时期。这段时间的金融体制改革主要由两部分组成，一是银行与金融机构的改革，主要是中央银行与商业银行的分离，宏观调控机制的建立，以及商业银行的市场化改革；二是金融市场的建立，主要就是股票、债券和期货市场从无到有的一个过程。

为什么中国会形成一个银行资产占大头的金融格局，导致高杠杆成为日后一个摆脱不了挥之不去的梦魇，说到底也是一个特定历史条件下的选择。

在计划经济时代，社会发展所需要的资金全部由财政拨款，别说没有股票和债券市场，连银行也只是财政的会计和出纳，自身并没有独立性，整个金融市场基本是一片空白。十一届三中全会改革之后，社会流通的钱变多了，也更为分散，财政无法再发挥资金聚集的作用。于是，金融体制改革的问题开始浮上水面。

当时，要不要让银行独立出来，还是一个问题。1984年十二届三中全会通过《中共中央关于经济体制改革的决定》，提出“改革财政体制和金融体制”，至于怎么改，并不清楚。在这种情况下，国务院决定先成立金融体制改革研究小组。关于金融体制改革突破口在在哪里的问题，形成了两种意见，一种是先改革银行，另一种是先建立金融市场，再带动银行改革。

对于这两种意见，改革小组研究后认为，长远来看建立金融市场是正确的，但当时的条件还不具备，最主要的原因，是在当时的环境下，在还没有提出以建立市场经济体制为经济改革总体目标的情况下，建立资本市场还是一个理论禁区，不宜作为金融改革的突破口。另一个主要原因是，在转轨时期，国家通过银行调控和实现经济目标要更为容易。

所以，最后决定先抓银行改革，然后再逐步建立金融市场，80年代主要是推进银行改革，80年代后期才开始研究和推进金融市场建设，但金融市场真正发展起来也是90年代之后的事情了。这种历史选择也奠定了我国银行一头独大的金融结构体系。

二、金融结构缺陷带来的高杠杆问题

金融体制改革，毫无疑问是复杂和困难的，在观念和理论上，就涉及到意识形态之争，以及对社会主义经济实际运行和理论认识的颠覆。发展金融市场，抛开姓资姓社的问题，从务实的角度来看，是为了解决企业杠杆率过高的困境，从经济理论的角度来讲，本质上则是一个金融资产结构变革的问题。

从中国整个金融结构和宏观经济问题来看，无论在哪一个时期，银行资产占比过高和企业负债率过高都是一个棘手的事情，繁荣时期如此，萧条时期亦如是。90年代中国金融资产的大部分是银行和金融机构的存贷款，1995年存贷款占金融资产总量的比例高达83%，这种宏观的金融资产结构必然反映到企业的资产负债结构上，那就是贷款是企业资金来源的主渠道，而债券和股票融资比例过低，造成企业负债率不断抬升。

企业负债率过高，意味着要付出相当大的财务成本，本质是利息支出过高侵蚀了企业利润，这是一个以银行为主体的金融结构所带来的根源问题，它决定了一个国家的收入分配结构是银行拿得多，企业拿得少，所以企业的大量利润都被银行拿走了，国企上缴财政的利润越来越少，还得国家倒贴。与此同时，整个金融体制是不健全的，由于利率定价的失效和国企预算软约束问题，又导致银行资产质量比较差，银行虽然吃得多，但吃的不安全，时常有食物中毒的风险。

所以一方面金融资产集中在银行手里，银行捞走了大量油水，包括企业的利润，国家的财政收入，居民的收入，但另一方面整个金融制度非常缺乏效率，银行的资产质量很差，坏账还要向财政部报销。这说明什么，经济上行时期，国企和国家的收入没有相应增长，经济下行时期，国家还要为企业和银行的坏账兜底。

所以90年代理论界提出的解决方案，一是金融资产结构要调整，必须放开资本市场，发展股票和债券市场，提高企业股票和债券融资的比重，降低银行贷款的比重；二是银行商业化，利率市场化，必须提高银行的风险管理能力，解决信贷资产定价效率的问题。

但是，理论上的问题解决了，实践中的改革直到今天都没有取得太大的效果，按照当时的方法计算，存贷款占金融总资产的比例依然高达70%以上。由于90年代资本市场经历了从无到有的一个过程，这段时期的金融资产结构确实有一定改善，但2000年至今，这个结构没有太大变化，实体经济的高杠杆依然是中国宏观经济逃不开的魔咒，个中原因，是复杂的。

三、去杠杆的历史经验及局限

这么多年来，国企的坏账处理，经历了财政发债核销，债转股，AMC，股市融资等各种方式，面对国企的严重债务问题，最早的债务重组办法，首先是银行对呆坏账进行核销，中央银行相应地核销银行再贷款债权，再把债权改成财政特种国债，其他的债权就换成股权，包括银行债权换股权，国家财政贷款换股权，企业之间的债务关系变成股权关系等等。

1999年成立的四大资产管理公司，同样是财政拨款注资成立，用来对口剥离处置四大商业银行的不良资产。近几年成立的地方资产管理公司，除了地方政府注资之外，也引入了一定的社会资本。

总的来说，去杠杆的方式大致有四种，第一种是违约，第二种是财政兜底，企业债务变成国债，由央行发行货币进行认购，就是所谓的债务货币化，第三种是债权变成股权，以上三种都是把杠杆率的分子做小。最后一种是把分母做大，如何做大？有两种方式，在经济上行周期，企业利润和资产总额快速增长，能够迅速做大分母，消化债务，但前提是这种企业的经营效益良好，利润率高于利息率，这是做大分母的一种方式；另一种是增加资本金，主要就是到股市圈钱了。

近几年搞地方债置换，无非是借新债还旧债，延长债务期限而已，至于居民加杠杆，最终还是转化为地方政府的卖地收入，缓解地方的财政压力。这些手段，指导思想都是一致的，就是左右换右手，拆东墙补西墙。当然，客观地说，很多处理方案都是当时历史条件下的权宜之计，确实也避免了某些时期的硬着陆风险，但终究也不是长久之计。

为什么这么说呢？因为去杠杆的难点并不在于怎么把杠杆率降下来，而在于如何消除经济体系中极容易推高杠杆率的体制机制缺陷，比如金融结构问题，比如国企预算硬约束问题，比如刚性兑付传统所导致的投资者风险管理能力低下问题。

Ray Dalio 把世界各国去杠杆的经验总结成“好的去杠杆”与“坏的去杠杆”两大类，但是他没有总结什么是“好的加杠杆”与“坏的加杠杆”。实际上，加杠杆和去杠杆都是经济周期必然会产生正常现象，加杠杆不是贬义词，而是中性词。在经济上行期，只要增长率高于利率，企业就有加杠杆的动力，因为加杠杆能使企业利润不断增长，但前提是市场化运行下的利率定价有效，这是好的加杠杆。坏的加杠杆是什么，就是金融市场结构有巨大缺陷，利率定价是混乱的，坏的企业，效益差的企业，都能以较低的利率融到钱，并且不断地抬高杠杆率，积累违约风险，而效益高的企业反而拿不到信贷资源，这就是坏的加杠杆，是我们过去几十年重复出现的问题。

如果存在某种制度或传统，让企业觉得有人为自己的负债兜底，让投资者觉得企业不会违约，那么债务人的借款行为就得不到约束，投资者也不会对资产质量加以甄别，利率定价是混乱的，垃圾企业很容易借到钱，在推高杠杆率的同时，违约风险也迅速增大，与此同时，没有人觉得需要为自己的经济行为承担责任，无论是借贷行为还是投资行为都不能得到有效的约束。这就是“坏的加杠杆”，货币财政政策无疑不可能解决这样的问题，所以必须先打破“坏的加杠杆”容易产生的机制。

从宏观政策的角度讲，“坏的加杠杆”意味着什么，意味着我们难以通过“好的去杠杆”方式解决问题。好的去杠杆是在温和通胀的条件下去杠杆，或者说，在央行适当放水的情况下去杠杆，这个前提是杆杠率不是很高，负债总额不是很庞大，以及市场主体责任明确、经营效率较高的前提下，相对较高的经济增长速度可以消化债务。这种办法在国内其实没有太大的适用性，因为前提并不存在。

四、治理微观机制与总需求政策

从宏观调控的角度来讲，经济改革与经济周期是密切相关的，改革是倒逼出来的，改革的契机往往出现在经济下行甚至衰退时期，但是衰退时期，到底选择什么样的方式去应对，也是一个问题。所以，归结到一点，就是在通货紧缩时期如何进行去杠杆的问题。

社会主义市场经济的特点，决定了其货币政策当局既需要考虑宏观调控问题，也需要考虑微观机制问题，不过微观层面的去杠杆，我们已经很清楚，这里主要想谈的还是宏观层面的政策会怎么走。

简而言之，通货紧缩的根结有两个，一是企业负债率过高，资产质量恶化，导致银行惜贷，实体经济流动性不足；二是总需求不足，有可能是供给过剩或者需求不足，或者两者兼有。那么从宏观政策上讲，有哪些可以用的办法呢？

一个是通过货币政策直接释放金融体系的流动性，有公开市场操作这样的喷灌型，也有降准降息那样的漫灌型。但通货紧缩时期，在企业债务高企，资产质量恶化，银行惜贷的情况下，即使金融市场释放再多流动性，也无法引导资金流入实体经济，就像 2014/2015 年大放水那样，起不了没有任何用。所以，货币政

策无法单独发生作用，必须和财政政策结合起来，除了财政货币政策之外，扩大外需也是一个方法。于是，问题归结为：采用什么样的财政政策扩大内需，以及如何扩大外需。

财政扩大内需的方案有两个：一、通过央行透支财政且财政直接支出的方式扩大内需；二、通过央行透支财政的方式豁免企业债务；二、通过减税方式扩大内需。

第一种方式已经被否定，即使不考虑财政支出效率低下的问题，扩大财政支出必然会再一次推升地方政府和国有企业的杠杆；

第二种方式的问题上文已讨论过了，人民银行行长易纲在2000年发表的一篇论文中谈到：“在规范的市场经济中，只要有中央银行对经济中过度负债企业进行注资，阻止债务危机的扩散，经济就还可以继续运行下去，也即是说，是以经济体系其他部分基本有效率为前提的。在中国，这个解决方法行不通。对中央银行来说，它面临着一种两难的局面：增发货币并不能解决国有企业的微观经营机制问题；而坚持贷款条件又意味着痛苦的通货紧缩局面可能还要持续下去。

在目前的情况下，如果采用中央银行向财政透支，大量增加财政支出，豁免企业尤其是国营企业债务，那就有可能导致赖账经济的出现。这些措施对经济的危害主要表现在它对守信用企业和个人的道德的摧毁。

毫无疑问，最根本的问题就是提高经济绩效。一个充斥着不可持续的信用扩张的经济结构最终是要坍塌下来的。一个充斥着大量的不良债权的经济体系是不可能持续发展下去的。

中国的问题主要不在宏观政策调整，而是在经济的微观机制上。”

所以，我们最后只剩下第三种方式，就是通过减税政策扩大内需，尽管这种方法见效较慢，但是将支出的自主权赋予微观个体，效率将会更高，可以看到这也正是近两年宏观政策的主要导向，预计未来的减税力度还会进一步加大。

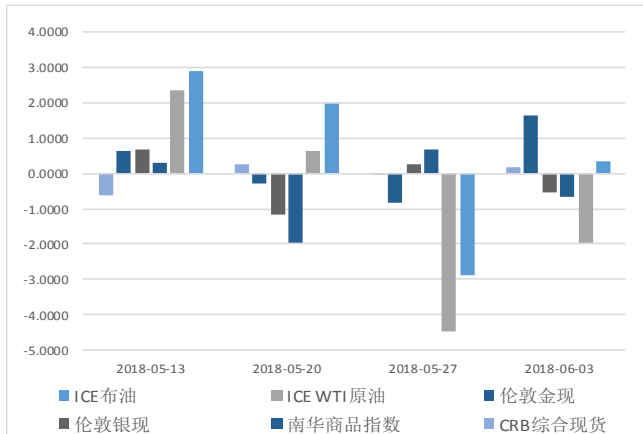
另外一个有意思的问题，是当局对待扩大外需的态度到底是什么。从客观的经济周期来看，目前海外经济持续复苏，对我们去杠杆是有利的，但美国人掀起的贸易战，让这种有利条件反而变成不利。不过可以肯定的是，并不存在当局为了与美国人打贸易战，为了与美国人硬碰硬，而放松国内改革的情况，这是无稽之谈。反过来看，为了实现国内的成功去杠杆，而适当对美国人让步，倒是正在发生的事情。然而，如果美国人要求太过分，超过我们可以容忍的底线，最终贸易战开打，出口大幅下滑，同时美元上升周期下人民币大幅贬值，资本外流导致国内流动性越发紧张，这时候货币政策放松一点应是可以预见的，但也无法给金融市场带来增量的红利。

目前可以看到的一个比较清晰的政策思路，倒不是扩大外需，而是通过减税降低进口成本，扩大内需，从而弥补外需下滑带来的冲击，这其实也和我们一直以来扩大消费的政策导向是一致的，也和上文提到的以减税为主的财政政策相契合，同时降低进口税的方式在某种程度上也可以促进外需增长。

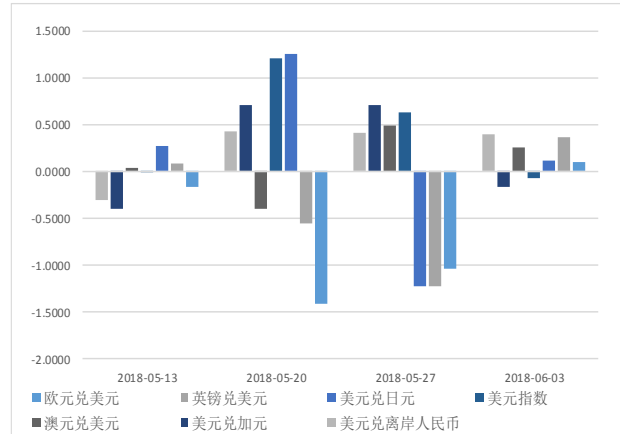
【本周全球大类资产表现】

2018年6月3日

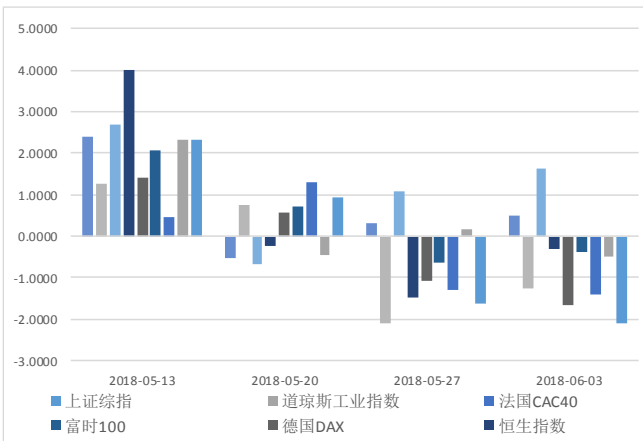
主要大宗商品涨跌幅



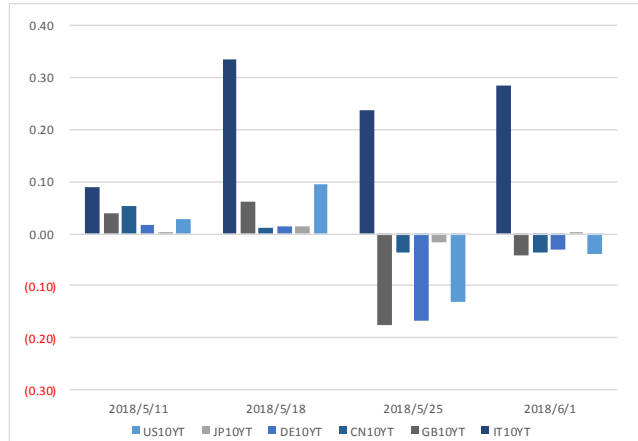
全球主要货币对涨跌幅



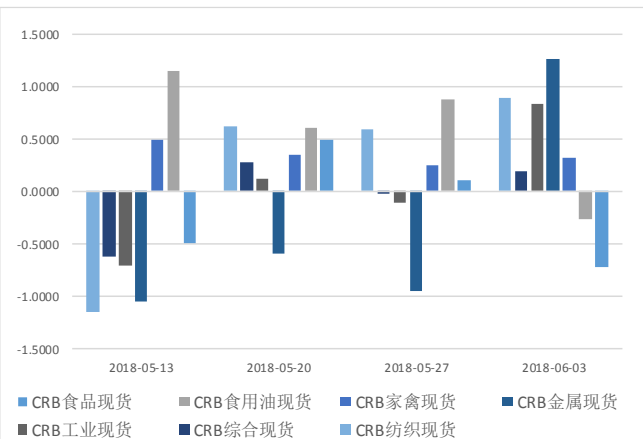
全球股指涨跌幅



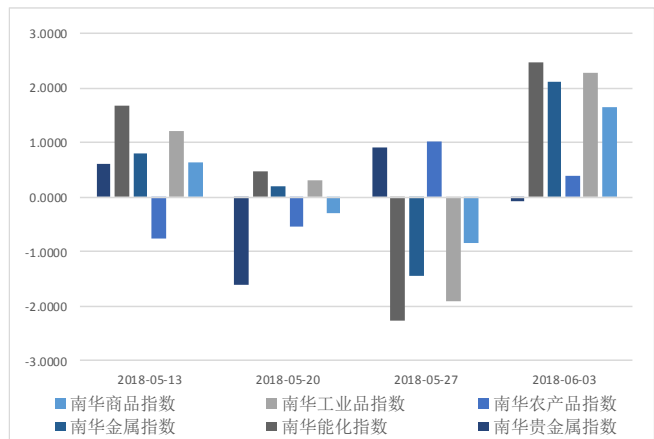
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net