

“去杠杆”： 范畴界定和操作重心

□ 王国刚

中国社会科学院 金融研究所 北京 100028

一、杠杆率的范畴界定

经济金融领域中的“杠杆”一词借用于几何学，它指的是某一经济主体在某个时点以某一经济指标所承担的负债总额；与此对应，“杠杆率”是指这一负债总额与这一经济指标的比率。在经济金融领域，从不同角度出發，选择不同的分母和分子，可以得出含义不同的杠杆率指标。

1. 用“**负债总额/GDP**”计算杠杆率的不足。2008年美国金融危机之后，在计算杠杆率的过程中，负债总额与GDP之比成为对比各国和地区杠杆率高低的一种流行公式。国际清算银行等国际机构常依此展开各国和地区的杠杆率对比，一些人更是将这一比率运用到了一个国家中的工业企业层面、实体企业层面和金融层面等。从表面看，这一公式能够比较直接地反映对比国（或地区）的负债率高，从而有利于衡量和把握债务风险的高低；但实则把“杠杆原理”搞乱了，既不利于弄清楚“债务”在经济金融运行中的机制和效应，还可能给“去杠杆”以严重误导，不利于这一政策落到实处。

第一，存量与流量的直接对比缺乏合理性。对任一经济主体而言，债务是多年累积的存量，GDP是当年（或某个时点，如月、季等）的流量，以债务存量为分子、以GDP流量为分母进行直接对比，既缺乏最基本的经济金融机理，也难以说清经济金融运行中的相关问题。从杠杆原理上看，流水不能作为杠杆的固定支点；同理，在经济金融运行中，作为流量的GDP也不可能成为债务的“固定支点”。具体来看，虽然一些国际机构（或学者）以年为单位计量了相关国家和地区的“债务率”，但如果将时点前移到1月1日，则可发现此时或者因作为分母的GDP为零而债务率为零，或者因作为分母的GDP极小从而债务率近乎无穷大，因此，要准确计算和把握债务率是极为困难的。与此对应，在一年的时间延续中，由于债务总额的增长速度低于作为流量的GDP创

造速度，债务总额/GDP的比率呈现快速下行走势。

毫无疑问，在财务指标中，也有流量与存量对比的指标，如资产利润率、资本利润率等，但这些指标均以存量为分母、流量为分子，且有着明确的指标概念。债务总量/GDP比率的名称可用“GDP债务率”予以标识，其直接含义是创造单位GDP所耗费的债务数量。但这样一来，问题就发生了。因为影响GDP创造的资产，除了债务性资产外，还有资本性资产（即净资产），并且在资产总额确定的条件下，资本性资产和债务性资产之间有着此消彼长的关系，由此，将债务总额与GDP直接对比并且用“债务率”（或“杠杆率”）如此综合的范畴予以标识，就失去了必要的经济金融意义。

第二，债务总额和GDP之间缺乏直接的因果关系。在经济金融运行中，GDP通常是指一个国家或地区在一定时期内所生产的全部最终产品和劳务的价值。它的大小受到诸多因素的制约，即便舍去技术进步、经济结构、产能效率、价格变化、对外贸易等诸多因素的影响，仅就资产规模而言，一个国家或地区的GDP大小也不是由债务规模及其变化的单方面因素直接决定的。债务规模大、债务比率高的国家或地区不一定GDP就大，债务规模小、债务比率低的国家或地区也不一定GDP就小；反过来，GDP的增加不见得能够减小债务规模，GDP的减少也不见得必然增大债务规模。可见，将两个缺乏直接因果关系的经济指标放在一起比较，说明不了什么问题，是不符合经济金融原理的。

第三，缺乏实践的适用性。GDP属于宏观经济的总量范畴，并且以最终产品和劳务价值计算。对具体的工业企业、金融机构和服务业企业等来说，在经营运作过程中，很难运用财务机制直接计算出它们各自创造的GDP数额，这决定了很难用“债务总额/GDP”公式具体地计算微观主体中的某家实体企业、某个金融机构和某个居民家庭等的杠杆率高，也很难用这一公式计算明示和导向这些经济主

体的“去杠杆”时机以及相关举措。另一方面,政府部门(包括中央政府和地方政府)本身并不创造价值,也就不直接创造GDP,但却有着多种负债。如果以债务总额/GDP的方式计算政府部门的杠杆率,则政府部门的杠杆率数值无穷大。鉴于此,在相关研究分析中,人们只好转而选择马约标准或政府资产负债率来研讨政府部门的负债率。这充分说明了“债务总额/GDP”在实践中的缺陷。

第四,无法指明偿付债务的能力。弄清杠杆率高低只是“去杠杆”中的一个方面问题,从防范和化解债务风险来说,更重要的问题是相关经济主体能否有效清偿到期债务,从而降低债务率。从理论上讲,在“债务总额/GDP”公式中,债务总额与GDP之间不存在函数关系,即债务总额不是GDP的构成部分,不可能通过GDP总额的变化来削减债务总额;从实践上看,对任何经济主体而言,在任何条件下,到期债务数额都不是用当年新创造的GDP数额予以偿付的,由此,不论“债务总额/GDP”高低都无法有效透明偿付到期债务的可能性和潜在能力,也无法指明降低“债务总额/GDP”的可选择举措。

第五,难以表明杠杆率高低与经济金融危机的直接关联性。从宏观调控角度看,计算杠杆率高低的一个主要目的在于预测和分析引发经济金融危机的可能程度,提早选择防范和化解债务风险的举措。但债务总额与GDP之间缺乏直接关联,决定了“债务总额/GDP”缺乏这方面的基本功能。李扬等(2015)计算了2014年中国与主要发达国家的“债务总额/GDP”数值,结果是中国为217.3%,低于美国的231%、日本的400%、英国的252%、西班牙的313%、法国的259%;马建堂等(2016)做了同类计算,结果是中国的总杠杆率为241%,低于美国的279%、日本的512%、英国的507%、法国的346%、西班牙的363%。2008年金融危机由美国引致,但它的杠杆率明显低于日本、英国、法国等诸多国家,由此,依据“债务总额/GDP”的高低通过国际对比来预测和分析债务危机(从而经济危机或金融危机)可能性是缺乏可靠性的。

2.用“债务总额/资产总额”计算杠杆率的优点。在经济运行中,如果说债务数额(“总额”或“余额”)是“杠杆”的话,那么,作为固定支点的就应是“资本总额”(或净资产总额);资本总额通过撬动负债总额形成资产总额。资产总额=资本总额+负债总额的关系,既可以通过资产负债表反映出来,也可以通过资产负债率反映出来。因此,从内在机理上说,计算杠杆率的合理公式应为“债务总额/资产总额”,即资产负债率。

第一,资产总额与负债总额同属存量范畴。不论是一国(或地区)还是实体企业、金融机构或是居

民家庭,“资产”和“负债”都是在时间延续中累积而成的。虽然在具体年份中有着与“增量”所对应的流量,但在下年中,上年的“增量”又以“存量”的方式进入营运之中,因此,债务总额与资产总额可以直接对比。负债与资产的这种存量关系决定了在经济金融运行的任何一个时点(如月、季和年)都可以对相关主体的资产负债水平进行计算,并依此选择应对措施。

第二,资产总额与债务总额之间有着内在的因果关系。资产负债表的恒等式是:资产总额=负债总额+所有者权益(即净资产总额)。在所有者权益数额不变的条件下,负债总额的增减直接引致资产总额的增减;在所有者权益数额减少的条件下,负债数额的增加大于所有者权益减少的数额,也将引致资产数额的增加,因此,债务是自变量,资产是因变量,二者之间存在明显的函数关系。从杠杆原理上说,负债总额由资本总额撬动,即债权人总是要根据债务人的资本总额(从而偿付债务能力)来界定借贷给债务人的债务数量边界。在无负债条件下,相关经济主体运作的资产总额=资本总额;在资本撬动负债的条件下,其运作的资产总额=资本总额+负债总额。因此,通过资产负债机制,既可以了解到相关经济主体所运作的资产总规模,也可以了解到在总资产中资本与负债的比例关系,从而准确地把握由资产负债率走势变化引致的各种风险效应。

第三,有着普遍的实践适用性。资产负债表制度已为世界各国和地区的财务人员所熟知。在资产负债表基础上,发展了利润表、现金流量表、股东权益变动表等一整套表格,并且定期编制和披露(对上市公司而言,这些财务表格的数据披露是法定义务)。不仅如此,在各方的努力之下,资产负债表制度已拓展到了事业单位和政府部门,中国也已开始尝试编制国家资产负债表。这些事实说明,资产负债表制度有着广泛的经济社会基础,以它为计算杠杆率的方法,符合经济金融机理,容易为各方所接受,相关举措也容易落到实处。

第四,容易明示偿付债务的能力。在资产负债关系中,经济主体借入的债务形成了对应的资产。通过资本=(资产-负债)的计算,就可直接弄清楚它的资本数额,从而可直观把握用于担保债务偿付的资本能力。在实践中,只要对以资产负债表为基础的财务数据进行分析,就可弄清楚经济主体的偿债能力。与债务总额/GDP的方法相比,这既明晰又简洁。

第五,有利于透明杠杆率高低与经济金融危机的直接关联性。2008年美国金融危机爆发引起了世界各国和地区对系统性金融风险的高度关注。梳理此轮金融危机的内在机理,可以发现这种系统性

金融风险主要是指建立在高杠杆和脱实向虚基础上的金融交易通过资产——债务联动机制和扩散传染机制在金融市场价格持续下行条件下所引发的有毒资产多米诺骨牌效应和金融危机,其中,资产——负债联动机制是触发危机的基本条件。正因如此,在金融危机期间和金融危机之后,人们对高杠杆引起了严重警惕,提出了“去杠杆”的政策主张。

二、“去杠杆”的操作重心

“去杠杆”的真实含义应当是把杠杆率降低到有效防范风险的阈值内。对实体企业而言,就是要避免因杠杆率过高引致财务风险集中发生。中国规模以上工业企业的资产负债率在2013—2016年处于下行走势,从58.07%降低到了55.08%。这一负债水平,与发达国家的工业企业相比也不算高,由此,风险总体可控。在此背景下,“要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重”的内在含义就集中到了企业负债结构方面。在深化供给侧结构性改革过程中,它的要点有三:一是应着力降低与去产能、去库存直接相关的产业部门及其企业的负债率。尤其是要降低钢铁、煤炭、电解铝、水泥、平板玻璃和造船等产业部门的负债率。二是应着力去掉“僵尸企业”的负债率,即对那些技术落后、效能低下、产品缺乏市场销路且长期经营亏损的实体企业,不仅不应继续通过增加债务资金予以“输血”,而且应当通过破产处置或公司并购等路径去除它们的债务。三是应着力降低乃至去除那些严重污染环境且长期治理无效的实体企业的杠杆率,以推进绿色经济的发展。与此同时,对那些技术领先、产品销路较好、盈利水平较高的实体企业,不仅不应减少债务性资金供给,而且应当及时满足它们的借款需求。

实体企业的负债可分为流动负债和中长期负债(即非流动负债,下同)。这两类负债对经营运作的影响不尽相同。虽然2011年以后,规模以上工业企业流动负债占总负债的比例有所降低(从83.47%降低到80.99%),但依然处于高位。流动负债是实体企业当年需要偿付本息的债务,它对于支持实体企业的经营运作有着积极重要的作用。但流动负债比例过高也直接意味着实体企业经营承受严重的流动性风险,一旦产品销售不畅(从而资金回流困难)、难以借新债还旧债、缺乏新的投资者提供增量资金等,就可能面临财务危机的挑战。2015年规模以上工业企业总资产102.34万亿元中,流动负债高达46.92万亿元。这不仅严重影响这些企业经营的稳定程度,而且使它们几乎每日都处于四处寻求新资金来补充现金流以防范财务风险的境地。与海外企业相比,中资实体企业在负债率方面的真正难题就

在于流动负债占比过高,换句话说,海外企业的资产负债率并不比中资企业低,但它们流动负债占比较低,中长期负债占比较高。在资产负债表右列的一级科目中,“中长期负债”位于“流动负债”和“所有者权益”之间,既具有债务性质又具有准资本功能。从债务性质上说,中长期债务也是债务,是需要到期还本付息的,因此,它统计在债务范畴内。从准资本功能上说,中长期债务有利于稳定实体企业经营的资产规模,推进它们中长期发展;同时,这些债务不是当年需要偿付本息,有利于缓解实体企业的流动性风险,不至于引致当年的财务危机。在中长期债务由债券发行形成的条件下,基于中长期债务的特点,实体企业还可依此向商业银行等金融机构借入一定数额的一年期贷款。从这个角度看,“去杠杆”的重心应当是降低实体企业的流动性负债比例,提高它们的中长期债务占比,即调整债务期限结构。

除了由商业往来引致外,实体企业的债务主要由金融借款所形成,由此,金融结构决定了实体企业的债务结构。到2017年3月底,社会融资存量规模达到了162.82万亿元,但其中属于资本性资金的“非金融企业境内股票”仅为6.07万亿元,占社会融资存量规模的3.72%。这反映了由金融机制提供给实体企业的资金绝大多数为债务性资金。在此背景下,规模以上工业企业资产负债率仅为55.08%(2016年)实属不易。这同时说明要确实降低实体企业的杠杆率,就必须大力推进社会融资存量规模的结构调整,即降低债务性融资占比、提高资本性融资占比。因此,以实体企业为重心的“去杠杆”只有深入到调整金融结构(即资金的供给结构),才能落到实处。

在金融资源主要由银行业金融机构配置且银行业金融机构放出的资金只能是债务性资金的条件下,实体企业在总体上要降低资产负债率是非常困难的。内在机理是,只有在资本性资金增长率超过借贷性资金增长率的趋势中,实体企业持续获得经营所需的足够数额的资本性资金,才有可能在满足它们经营扩展所需资金量的同时,降低它们总体上的资产负债率。但在间接金融体系中,这种趋势很难有效形成。显然,要将降低实体企业杠杆率落到实处,并将其控制在合理的范围内,仅在实体企业范围内采取措施是远为不够的,更重要的还在于深化金融体系改革,大力发展资本市场,提高直接金融比重,给实体企业提供源源不断的数量足够的资本性资金和准资本性资金。由此来看,实体企业“去杠杆”的操作重心在于深化金融体系改革。

■ 《经济学动态》2017年第7期,原题
《“去杠杆”:范畴界定、操作重心
和可选之策》,约17500字