

中国债务增长的可持续性：银行融资与流动性视角

梁治平：

各位下午好，欢迎参加今天洪范的研讨会！今天我们讨论的问题跟债务有关系，当然这也是一个中国社会内在的很大的问题，大家非常关心。就这个问题，我们今天请到了标准普尔资深董事廖强先生，廖强跟洪范所的关系很密切，我们请他来过不止一次，他也参加过我们很多其他话题的讨论、评议，所以我们非常高兴有机会请他回到这里来主讲今天的报告。今天还有几位资深的评议人：第一位也是我们的老朋友陈兴动先生，法国巴黎银行中国首席经济学家；另外一位是北京大学的刘明兴教授；还有一位是周雷，建豪律师事务所的律师、事务所主任。我们还是像往常一样，报告人大概1个小时的报告，然后是几位评议人的评议，之后有讨论。因为来参加今天研讨会的有政府官员、学者、专家，他们都对这个领域、这些问题有相当深入的了解和关切，所以我们也期待着今天这个讨论非常的丰富、深远。下面请廖强博士作主报告。

廖强：

首先非常感谢梁所长的邀请！这个题目我自己是非常关注的。我记得洪范所之前也讨论过相关的话题，有一次是从国家资产负债表角度来讨论的，当时讨论很激烈。大家平常在关注债务问题的时候，通常会从比较宏观的角度切入，而我们金融评级机构可以从中观视角，从银行角度来观察中国债务可持续性的问题，以给大家提供一个新的思路。洪范所今天还安排了好几位资深评议人对这个话题进行评议，对此我也表示感谢。我相信不管是兴动从宏观经济学的角度，还是刘教授从财政角度以及周律师从法律问题的角度，都会对这个问题进行有益的分析。因为中国债务问题不是一个纯粹的经济问题，它包括很多的法律问题和政府治理问题。当然，我主要是从经济角度来讨论这一问题。我的分析框架大体分为三个部分：一是债务危机的触发条件。二是从触发条件看中国的债务现状以及我们目前政策的有效性。第三，在这个框架下，分析到底存在什么尾部风险会打破现状。

众所周知，大家对中国经济可持续性的担忧持续了很多年。国际上最流行的关于中国债务问题或者说对中国经济制度问题的担忧，最早可以追溯到 Gordon . Chang在2001年写的一本书——《The Coming Collapse of China》。我不知道他的中文名字叫什么，（兴动：章家敦）作者对中国的看法非常负面，他在书里预言2011年中国经济一定会崩溃。2013年，惠誉曾经也就中国债务危机问题发表了一个很有名的预测，它当时认为3年之内中国有60%的概率发生银行债务危机。但是，这些预言到目前也还没有实现。是什么原因使得这些对中国债务问题的研究作出与事实不符的判断？在分析中国经济的可持续性、中国债务的可持续性的时候，我们可能先要知道别人错在什么地方和有可能错在什么地方，这一点非常重要。在回答这个问题之前，我们可以稍微回顾一下各种债务危机理论。

这些理论大体上可以归纳为两类：或者强调实体经济失衡或者强调金融部门失衡。从前者看，比如说企业的债务杠杆过高，公司治理非常糟糕，裙带资本主义非常普遍，导致企业产生现金流的能力低下，最终出现债务清偿能力不足，从而引发一个更大范围的经济金融危机。从后者看，也可能实体部门还好，杠杆并不是很多，可是金融部门杠杆太高，由于政策或信心因素引发被动收缩，结果城门失火殃及池鱼，不管实体部门是不是杠杆可控，最后也表现为一个全面的债务危机。

这些理论主要还是从深层次理解债务危机爆发的根源。但这样一来，意见的一致性很难达成，因为多种因素可能都起作用，主要因素因时因地会有变化。但从技术条件看，之所以发生债务危机，不外乎两个原因：第一，再融资问题，企业无论以怎么样的利率条件都不能获得融资。如果个别企业出现这个问题，没关系，破产倒闭、正常清收就完了。如果大量的企业出现了再融资风险，不管它是因为企业方面的原因造成的，还是银行体系造成的，总而言之，它借不到钱了，大面积借不到钱了，那就一定会体现出债务危机、金融危机，所以再融资风险毫无疑问是一个引发金融危机的直接技术原因。第二种情况，利率风险，就是说再融资风险总体还是比较稳定的，可是对其中一部分的企业而言，名义利率负担急剧增加，导致其现金流不能够覆盖它的偿债压力，虽然可能暂时没有支付风险（因为债务风险是一个支付风险），可是越来越多企业慢性失血，最终也会演变成金融危机。这两类风险是相互关联的。因为当再融资风险上升的时候，债权人会要求更高的利率来弥补风险的增加。没有一个绝对意义上的完全没有再融资风险的经济体。我们把它分解为两个技术条件，无外乎是想强调一下哪个因素占更主导的作用。如果绝大部分企业完全没有再融资的压力，随时都有债权人愿意给它进行再融资，那么名义利率即使上升，也必然呈现为缓和上升的态势。这样一来，在很长时间里，我们都不会看到一个显性化的债务危机、金融危机。

换言之，如果从一个纯粹财务技术角度来理解债务危机，其实非常简单，一定是在再融资方面或者名义利率方面出现了风险。这就是理解债务危机诱因的一个直接技术视角。从这个视角切入，那么我们可以分析一下中国债务问题的现状，以及化解债务问题的政策有效性。关于中国债务问题现状，我归纳了以下几方面特征事实。可能还有其他的方面，但这几个特征事实相对来说可能争议会比较小。

第一，中国总的债务杠杆较高。这一点其实也是有争议的，因为“债务杠杆”似乎缺乏明确定义。比较常用的债务杠杆是总债务除以GDP。在这个意义上，中国债务杠杆很高。至于到底多高，也有争议，从200%多到400%不等，里面包含很多技术细节。但就算取最低值200%多，从全球来看，中国以此定义的债务杠杆算是比较高的。可是为什么市场上有一些人认为中国的债务杠杆不高呢？因为他们认为债务对GDP比值是一个不正确的债务衡量指标，分子是资产负债表概念，分母是损益表概念，怎么把一个资产负债表的概念和一个损益表的概念放到一块来进行衡量呢？这是不是犯了“概念错误”？所以，这类观点主张用所谓的纯粹资产负债表概念，即债务除以净资本（或者除以总资产）来衡量杠杆率。这也是我们平常理解居民、企业的债务杠杆的最常用指标，有它的意义。但为什么国际公认的债务杠杆是用债务存量除以GDP来衡量呢？这是因为偿债能力首先取决于通过资产获取收入的能力。如果不能获得收入，那么偿债能力迟早出现问题。假设你一定要用资产负债表的概念去理解这个问题的话，也可以。大家知道，资产的价值是取决于未来现金流的贴现价值，如果对资产进行了充分准确的价值重估，那么依据这两个指标作出的杠杆判断应该是一致的。

再回到第一点，尽管中国的总体债务杠杆比较高，但是在高债务杠杆之下，政府、企业和居民三个部门之间的债务杠杆确实存在着巨大差异。中国居民部门的债务杠杆是很低的，哪怕是经过了2016年的居民部门快速加杠杆，以任何一个指标衡量，其杠杆水平还是非常低。政府的话，则取决于我们定义的是中央政府还是整个政府部门，是仅仅包括政府的名义债务还是包括或有债务，这个判断会不一样。如果我们采用狭义的定义，即仅指中央政府和地方政府的直接债务，那么政府部门的债务杠杆跟其他国家相比也不太高。因此，中国的债务问题主要是企业部门的债务杠杆比较高。

第二个特征事实是投资和储蓄缺口在三部门之间存在错位。换句话说，政府部门尤其是中央政府部门和居民部门是净储蓄部门，企业部门在2009年之前也经常是净储蓄，最近这几年变成了净借贷者。由于企业部门的储蓄不能满足其投资需求，就必然要通过金融机构、银行体系进行部门转换，使得储蓄不足的部门通过借贷或股本筹集的方式获得资金，进行投资。由于中国的股本市场不发达，绝大部分转换是通过借贷实现的，这就导致中国的债务杠杆持续增加。

第三，中国的通货膨胀水平不高，尤其以发展中国家的标准看。中国相对较低的通货膨胀压力，与中国的对外净储蓄地位是有关系的。换句话说，在中国不同部门之间存在储蓄的相对富余或者不足，但就整个经济体而言，中国并没有出现投资过度的问题。这里说的“投资过度”是宏观经济学概念上的投资过度，即需要依靠国外储蓄来弥补本国储蓄不足。由于中国整个经济体是净储蓄状态，因此中国面临的通胀压力必然不会呈现出一个典型发展中国家的状态，即“双缺口”模型的经济模式。在主要发展中经济体中，中国可能是世界上唯一长期不符合“双缺口”特征的一个经济体。

第四，长期的贸易顺差下的贬值压力。国内净储蓄态势必然在对外贸易上体现为顺差。不过最近一两年在贸易顺差不变的前提下出现了新的变化？由于明显的资本外流，所以中国不但没有再继续呈现出在贸易顺差下一般表现出来的汇率升值的压力，反而出现了人民币贬值的压力。

前面几方面都是关于实体经济方面的一些刻画，第五个方面是在银行体系内部，影子银行和同业借贷在过去三、四年膨胀得非常快，这就使得银行体系的杠杆上升得非常快。越来越多的人开始担忧银行体系本身的脆弱性。我们一开始提到金融危机、债务危机可以由实体经济引起，也可以由金融体系的被动收缩引起，所以这一点需要大家特别关注。

第六，房地产价格暴涨导致住房可支付能力持续恶化。这个现象就其本身而言，在我们这个分析框架里并不见得特别的含义。但是房地产资产价格的过度膨胀，可能会加剧我们说的第四点的问题——资本外流的压力。资本外流现在看起来并不见得纯粹是一个经济基础面恶化引发的问题，它还可能是金融体系过度膨胀、资产价值过度膨胀带来的一个全球资产加速再配置的金融问题。房地产价格过高有可能会使得资本外流加剧，也可能会引发我们所担忧的再融资问题。

那么，我们目前采取了什么政策？以我们看来，主要是四个方面：第一个是存量债务的重新安排。通过平台债务置换、增加地方政府债务额度，把承债主体往上提升到省级政府。这个政策措施主要解决的两个问题：一个是降低再融资风险，因为再融资风险很大意义上取决于债权人的信心问题，通过把债务置换给省级政府，就相当于信用增强，那么再融资风险就会下降。还有一个，利率风险也会降低很多，因为债务置换把大量成本比较高的影子借贷置换成低成本债券债务。这两方面都可以促进再融资风险和利率风险的下降。因此，它在一定时间范围之内是有价值、有意义的。

还有一个手段是债务存量向流量的转换。大家知道，过去两年财政部和发改委都大力推动所谓的PPP模式。PPP模式本质上是一个存量债务的流量化。什么意思？想像一下，如果不采取PPP模式，那么政府将以什么样的方式进行融资？他就要借了钱之后再做投资，然后等到该投资项目有了收益再去还借的钱。在一开始，必然会体现为存量债务的急剧增长。这样

会给市场信心造成巨大压力。但是，如果以PPP模式融资，政府每年只需要就其购买的那一部分服务做出一个很长期限的支出承诺。严格来说，在衡量真实债务时，应该对支出承诺进行贴现。这样一来，公允债务存量其实并不见得比直接借钱要少，尤其是考虑到PPP模式下的政府融资成本有可能比直接借款还要更高，所以贴现之后，经济意义上的债务存量可能反而更高。但是，由于政府会计并不遵循权责发生制，因此PPP可以降低名义债务，帮助管理心理预期。PPP在我看来主要是发挥这样一个作用。这个东西搞不好就是当初高盛帮着希腊在金融危机之前管理希腊债务的模式的一个翻版，只是把问题遮严实了。

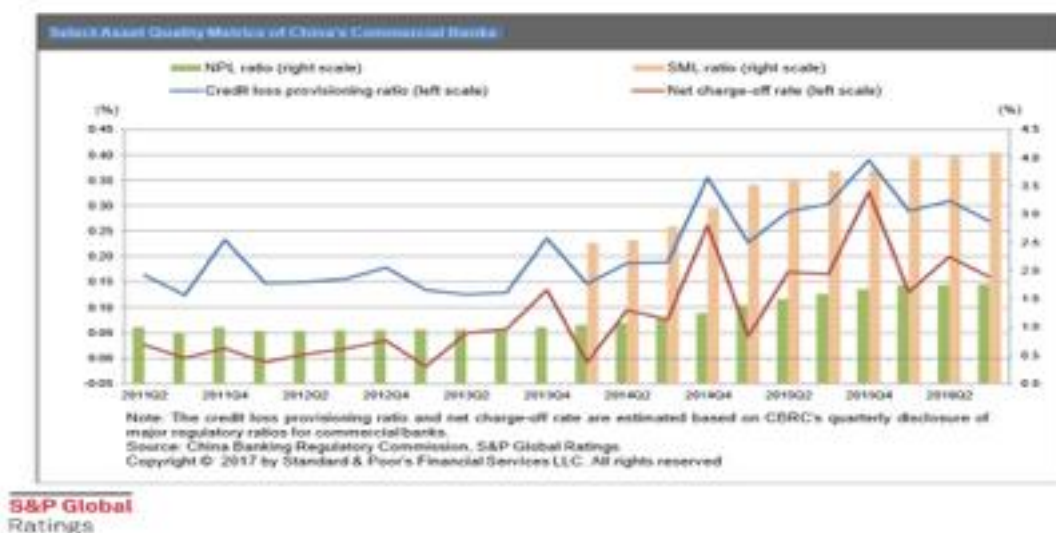
第二个方面的政策就是在供给侧方面“三降一去一补”。对债务问题来说，主要是与“去产能、去库存、降成本”这三个方面有直接的关联，尤其是“降成本”直接跟债务的利率风险是关联的。而“去产能”和“去库存”的过程中，企业相关的存量债务也会有积极的变化。

第三个方面就是正在推广的“债转股”。“债转股”从去年开始推广，“债转股”会使得企业资产负债表上的债务压力下降。但是在宏观经济层面，它其实帮不了太多的忙，因为它并不能够直接提高企业和金融业的总现金流，无外乎是现金流在企业部门和金融部门的重新分配。

第四个方主要是针对银行体系本身的杠杆过度扩张所采取的措施。这里的核心就是避免银行体系的脆弱性进一步增加，被动引发风险溢价上升和再融资风险的增加。

到目前为止，这一系列政策安排的效果从财务角度、从金融指标来看非常好。下面这张图是我们基于银监会公布的数据估算的信贷损失和净冲销率季度趋势（见下图）。

银行信贷损失水平和趋势与债务危机症候相去甚远

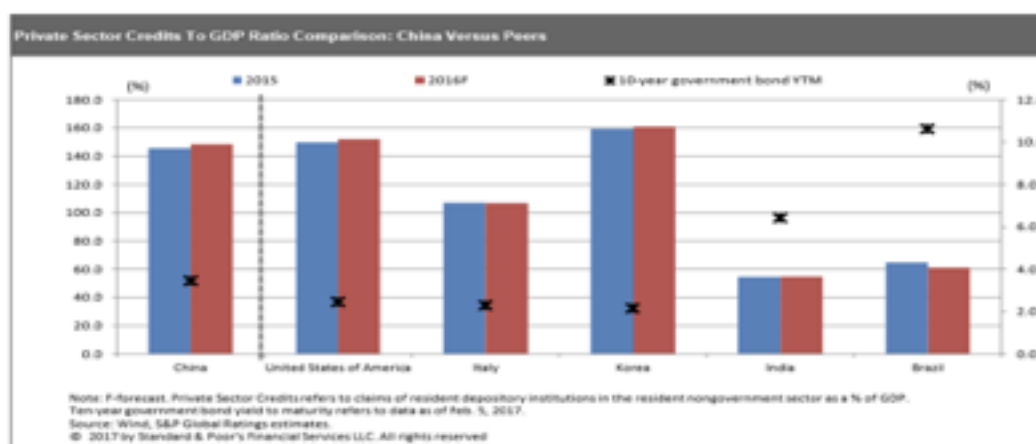


债务危机如果发生，那么在银行部门的呈现形式应是不良贷款率的剧烈上升和信贷损失的急剧增加。可是，2016年的数据很明显地呈现出了与“中国债务问题越来越重”的判断所背离的趋势。不管是关注贷款，还是不良贷款，从2013年开始有一个明显的上升。但是到了2016年，不良率开始稳定了，尤其是关注贷款也基本稳定了。为什么要看关注贷款？因为最近这些年中国银行业的资产分类标准有放松的趋势，所以比较理想的一个观察标准是不良率加上

关注贷款率。当然关注加不良是否足够揭示中国真实的信贷资产质量，也是有争议的，我们今天就不展开谈这个话题了。2016年开始，不良加关注贷款率上升得很慢，信贷损失甚至出现了逐季下降的趋势。逐季下降当然有很多原因，但最重要的两个原因：一是再融资风险没有出现任何明显恶化的迹象；二是利率风险有了一个很大的缓解。在这样的背景下，企业息税前盈利对于利息支出的保障倍数其实是在稳步改善。利率风险一直到去年三季度以前都在下降，但四季度以后利率开始上升。不过，四季度的利率上升伴随着上游企业盈利能力的快速改善，虽然利息负担四季度开始往上了，但是息税前的盈利也在扩张，所以去年的故事总体来说是一个资产质量企稳的故事。这跟我们担心的债务危机好像有点矛盾。

为了理解究竟是怎么会事，下面这张图可能给大家一个更深入、更直观的视角(见下图)。

从融资成本看中国债务的可持续性：国际比较



S&P Global
Ratings

我们知道企业利率无外乎是取决于两个变量：一个是中国的无风险利率，二是债权人所要求的风险溢价。抛开风险溢价不谈，这张图揭示了为什么中国的无风险利率可以维持在一个相对比较低的水平？为什么在这么高的债务杠杆情况下，中国没有呈现出债务危机的任何前兆？原因就在于中国的无风险利率相当的低，只相当于一个典型发展中国家的三分之一、四分之一甚至更低，而更贴近于发达国家的情况。发达国家的债务占GDP比率都非常高，从这张图上可以看到它跟中国没有什么太大的差异，但大家为什么对中国有这么大的担心，而不特别担心发达国家的债务危机呢？里面的潜台词是既然中国是一个发展中国家，那么中国的利率结构、利率走势迟早会表现出一个典型的发展中国家的模式。如果这个判断是错误的，那么当你中国的债务可持续性问题分析的时候，可能比较的对象就错了，应该把中国这个经济体跟那些相对比较发达的经济体相比，看它的债务可持续性。

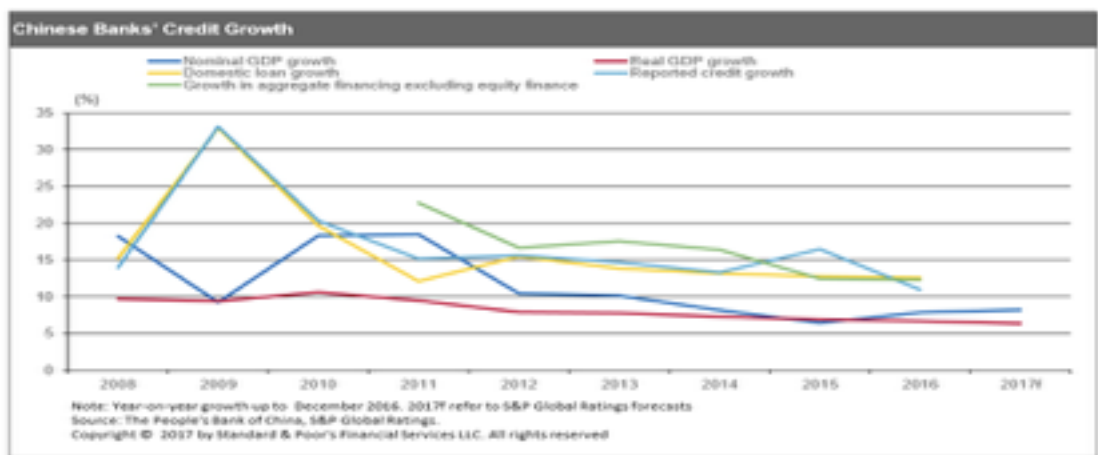
前面我们在归纳中国债务的基本特征的时候讲了，中国是一个长期的净储蓄国，所以有足够的条件来维持一个相对较低、比较稳定的无风险利率环境。有了这个无风险利率环境，就算是某一部分债务人的偿债能力有隐忧，政府总是可以通过债务杠杆的转换，消除或者避免这个风险，而这正是中国政府正在做的事情。反过来说，中国之所以能够呈现出跟发达经济体类似的利率特征，正是得益于中国的净储蓄地位。当然，大家都知道，发达经济体相对比较稳定的无风险利率特征，并不是基于一个净储蓄地位。美国显然不是，它是全世界第一大债务人，为什么它也可以保持相对非常稳定的低利率环境呢？是因为全世界的债权人、净储蓄者对美国的信心非常充足，尽管它的国内储蓄不足，可是它可以依靠国外储蓄人的储蓄

来弥补。发达经济体一般来说都具备这种优势。当然，不是每一个发达经济体都有这个条件，像欧洲的边缘国家显然不是这种情况。

很明显，到目前为止，中国还没有取得这样的地位。我们国家的债务到目前为止基本上要靠本国的储蓄来维持的。如果有一天我们国家的债务不能够完全依靠本国的储蓄来融资，那么我们的利率特征就将向发展中经济体靠拢。关于这一点，你就想想在1990年代末期之前，中国的利率结构、通货膨胀特征，其实就明白了。

刚才说的这一点很重要。尽管到目前为止中国的投融资活动完全靠本国储蓄来实现，但是由于多年来中国的债务增长速度要快于储蓄的增速，要快于名义GDP的增速，这种所谓的稳态结构正处在一个快速消解的进程之中（见下图）。

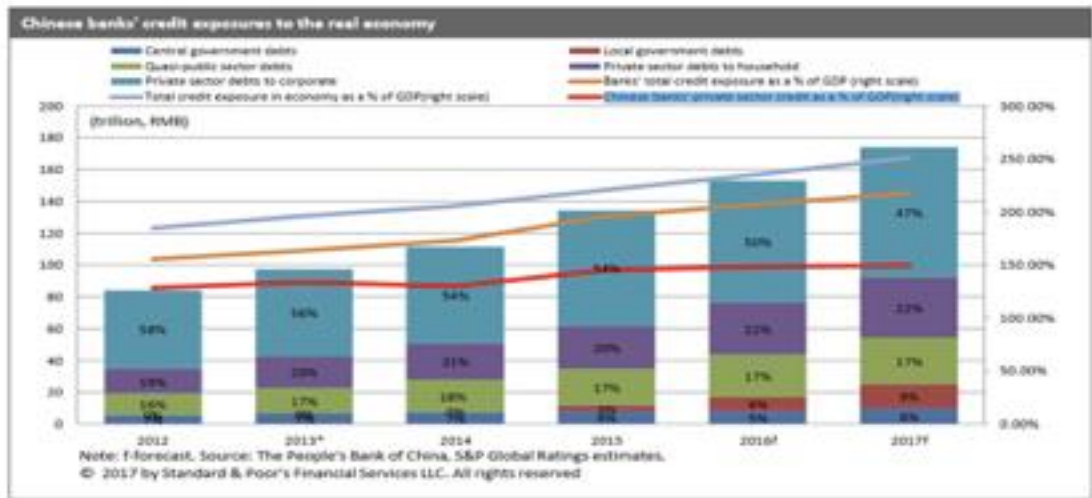
债务增速快于名义GDP增速降低实体部门再融资风险



S&P Global Ratings

刚才我谈到中国在进行债务置换、债务结构转移、维持名义利率的稳定，那么你可以看到在这张图里，最上面的蓝色部分代表的是私人部门的债务占中国实体经济加政府部门的总下面我们看一组图，可以验证刚才我们已经介绍的这些概念。首先私人部门债务占总债务的比重在逐年下降。下降的原因主要是政府部门的债务在快速扩张。到今年年底，我们估计全部债务的6%是中央政府债务，9%是地方政府的，17%是准公共部门的，22%是居民部门的（见下图），债务结构从私人部门向公共和准公共部门转移，过去五年（包括2017年）大概就是这么一个故事。这就使得所谓的非金融非公共部门债务对GDP的比值从2015年之后保持在一个相对比较稳定的水平上。当然因为公共部门还在继续扩张债务，所以总杠杆还是处在恶化的状态。

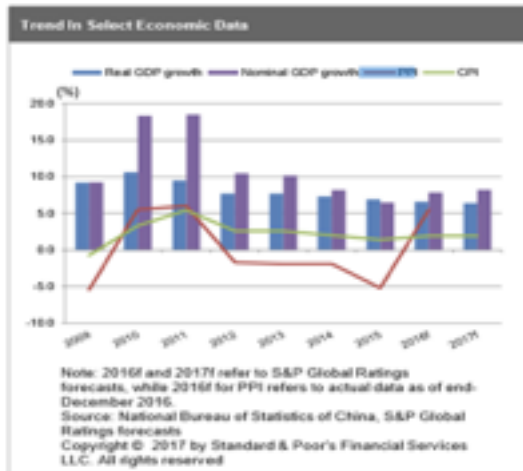
债务结构转换进一步降低实体部门再融资风险和融资成本



S&P Global Ratings

其次，我们前面已经讲到，利率一直到去年四季度以前都是往下走的，直到四季度之后才开始往上。这是银行之所以能够保持资产质量稳定的技术原因。

名义利率总体降低，通缩风险呈现解除趋势

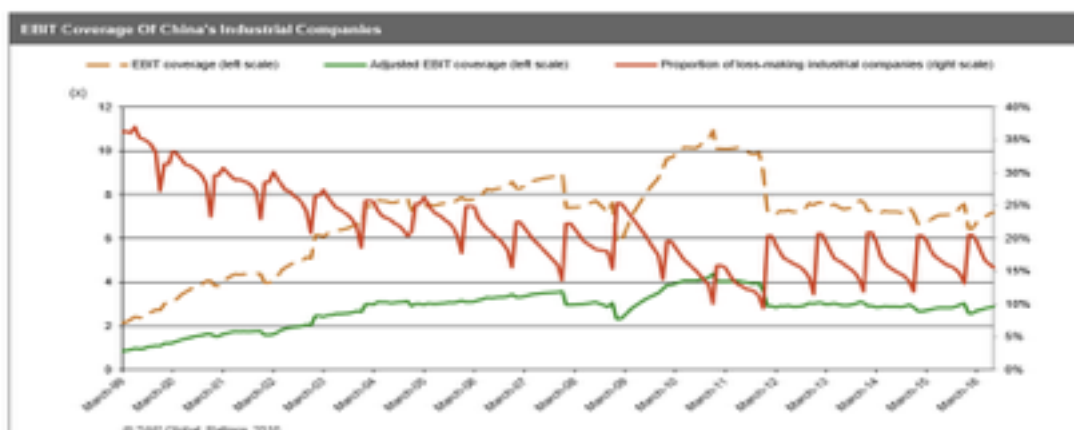


S&P Global Ratings



企业利率的下降和经济名义增速的复苏促进了工业企业的债务偿还能力的变化（见下图）。你可以看到在过去若干年里（2013年以后），虽然企业毛利率不断收窄，可是偿债能力大体还是比较稳定的。在去年四季度以后还有一个明显的反弹。

工业企业债务偿还能力基本稳定



2016 and 2017 refer to S&P Global Ratings forecasts, while 2012* for PE refers to actual data as of April-Nov. 2014.
Source for both charts: China, S&P Global Ratings

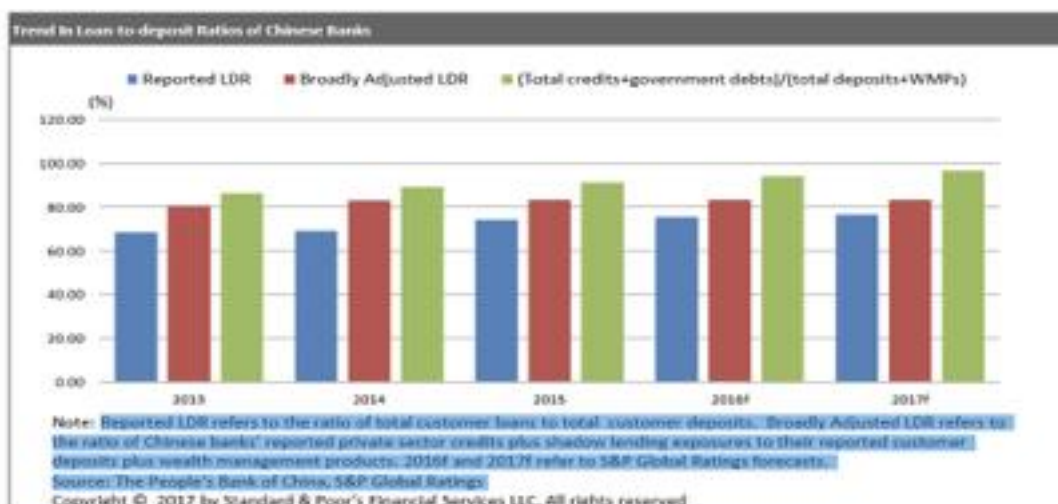
Note: EBIT coverage: The multiple of aggregate earnings before interest payments and taxes of China's 271,622 industrial companies to their aggregate interest payments. Adjusted EBIT coverage is derived by adjusting interest payments 2.5x up for capitalized interests.
Source: CBIC, S&P Global Ratings

S&P Global Ratings

10

到现在为止，我们解释了为什么中国的高债务杠杆没有引发债务危机。但更重要的问题是，现状还能保持多久？有没有什么指标可以帮助我们回答这个重要问题？我们觉得银行体系的贷存比就是这样一个关键指标。我们前面介绍了一大堆储蓄、投资的概念，那是从宏观经济变量的角度来讲的。这些概念投射到银行体系中，针对中国这样一个以间接融资为主的金融体系来说，就会体现为贷存比的变化（见下图）。

问题是现状还能保持多久？



Note: Reported LDR refers to the ratio of total customer loans to total customer deposits. Broadly Adjusted LDR refers to the ratio of Chinese banks' reported private sector credits plus shadow lending exposures to their reported customer deposits plus wealth management products. 2016f and 2017f refer to S&P Global Ratings forecasts.
Source: The People's Bank of China, S&P Global Ratings

Copyright © 2017 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved

S&P Global Ratings

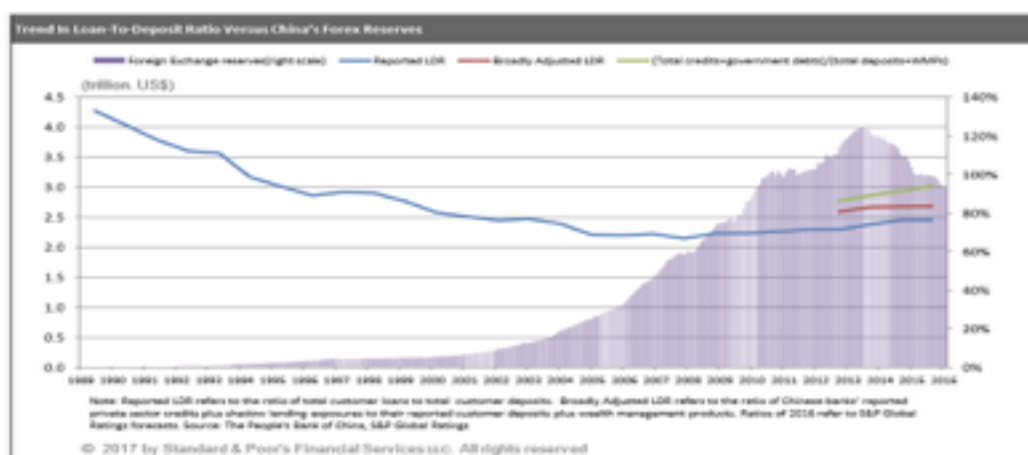
11

广义的信贷包括债券发行。在这个意义上，中国银行体系的真实信贷对储蓄的比值在过去几年上升得非常快。红色柱子代表消除影子银行影响之后的贷存比变化趋势，比代表官方报告数据的蓝色柱子要高将近10个百分点，这意味着什么呢？第一，如果前面我们描述的框架是正确的，而且贷存比能够比较好地反映真实经济体中的投融资和储蓄之间的关系的话，那么这意味着迄今为止，中国金融体系内部还有足够的剩余储蓄可以供政府继续通过“转杠杆”操作来避免爆发显性的债务危机。第二，由于调整后的贷存比在不断上升，尤其是看以绿色

柱子代表的包括了政府债务的贷存比，已经非常接近100%，这就意味着我们可能会越来越逼近本国储蓄不能完全满足本国投资的临界值。在临界值下，即便再融资风险就全局而言还是没有失控，但是名义利率的波动将会继续放大，名义利率的决定不会完全是中央银行一家的事情，储蓄人的信心将扮演越来越重要的角色。

如果大家觉得不太容易理解我刚才的表述，我们不妨看看下面这张图。从这张图可以看出，大家都已经习以为常远低于100%的贷存比，觉得这是一个常态，其实你往回看的时候，并不总是这样的，1990年代初的时候明显在100%以上。

再融资和利率风险：长时间维度下的理解



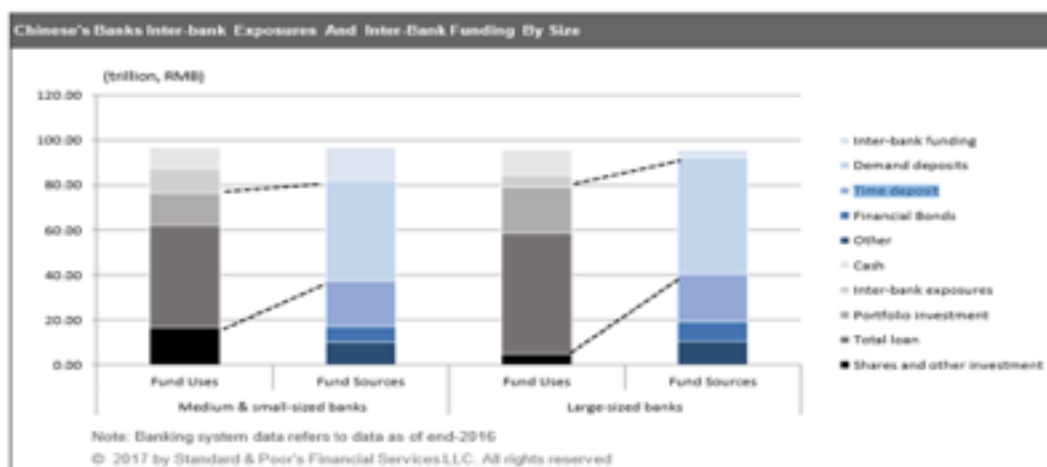
S&P Global
Ratings

我们回忆一下那个时候中国的经济金融是什么状况？稍微有点风吹草动的话通货膨胀就上来了，通货膨胀上来之后，就算是央行有心维持一个低利率也没办法，因为利率太低的话，储户就以脚投票，把钱从银行提出来，去抢购物资，导致更大的通货膨胀压力，不得不搞贴息之类等的东西，所以利率是随通货膨胀往上且剧烈波动的。在很长一段时间里，中国的经济金融呈现出典型的发展中经济体特征。

到亚洲金融危机爆发后，中国已经是处在一个非典型金融危机的状态，再融资风险凸显，有很大的资产质量压力。为了控制再融资风险，不得不采取“抓大放小”的办法，放弃一部分企业，强行去杠杆。进入本世纪以来，随着贸易顺差急剧增加，中国的贷存比越来越低，才摆脱了之前的恶梦。而今天，从图中红色和绿色对应的两条线看，我国的真实贷存比再次接近100%。估计2018年以后，随着再融资风险上升，我们将面临真正的债务危机考验，可能不得不再次放弃一部分高风险部门、僵尸企业，从而释放风险。

前面我们的侧重点是真实经济失衡带来的债务危机风险。现在我们再快速检讨一下银行体系自身失衡可能带来的压力？从资金来源和运用看，期限错配的问题还是很明显的。虽然下面这张图表明银行的资金来源还是远远大于资金运用，但我们可以从这张图上得出两个结论：第一，大银行的流动性要好得多，因为它的资金来源数倍于资金运用，所以大银行就算是有期限错配问题，也应该比中小银行乐观。第二，虽然中小银行短期资金来源大于短期资金运用，但由于缺乏更加详细的期限数据披露，我们无法判断在超短期限内是否存在严重错配。有许多市场证据表明，期限错配问题其实在一些小银行是非常严重的（见下图）。

银行体系内部融资和流动性存在巨大差异

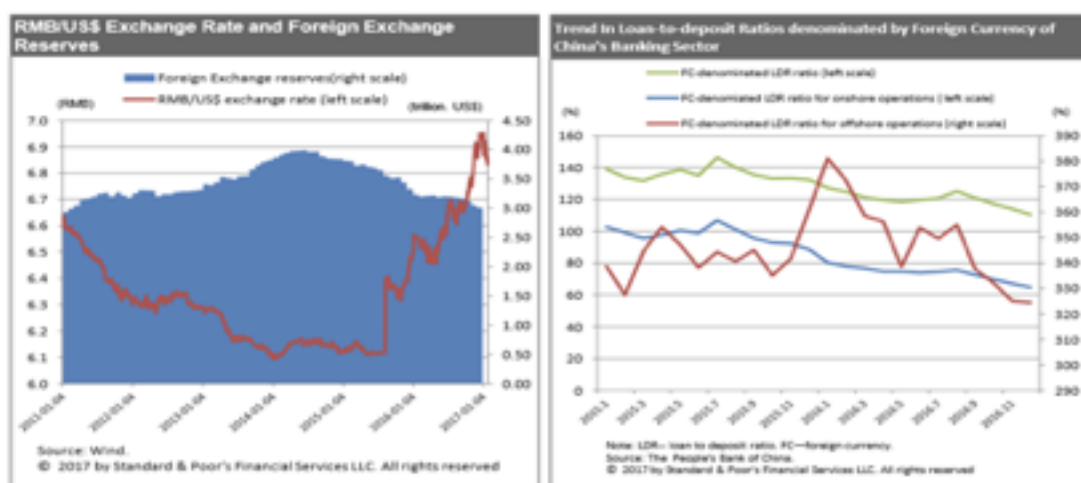


S&P Global Ratings

就此我们介绍了债务可持续性问题的分析框架。在这个分析框架下，我们的结论是2017年内或者是稍微更长一点时间，中国面临的再融资风险依然很低，因此不大可能爆发债务危机。那么是否存在一些因素，可能导致经济金融的实际表现不如我们现在的这个判断呢？基于前面介绍的分析框架，任何会改变再融资风险或者改变利率风险的经济或金融趋势，都可能构成这种所谓的尾部风险。

在此我想着重强调四大尾部风险。很显然，第一大尾部风险就是资本外流超预期（见下图）。因为资本外流代表的是客户存款的损失，对银行体系来说，资本外流对应的是客户存款下降。换句话说，贷存比的分母在下降。它的经济含义是本国辛辛苦苦通过贸易顺差获得的储蓄，却通过资本外流的方式变成了中国对其他国家债务的融资。既然这部分资金给别人融资了，就不能给本国融资。

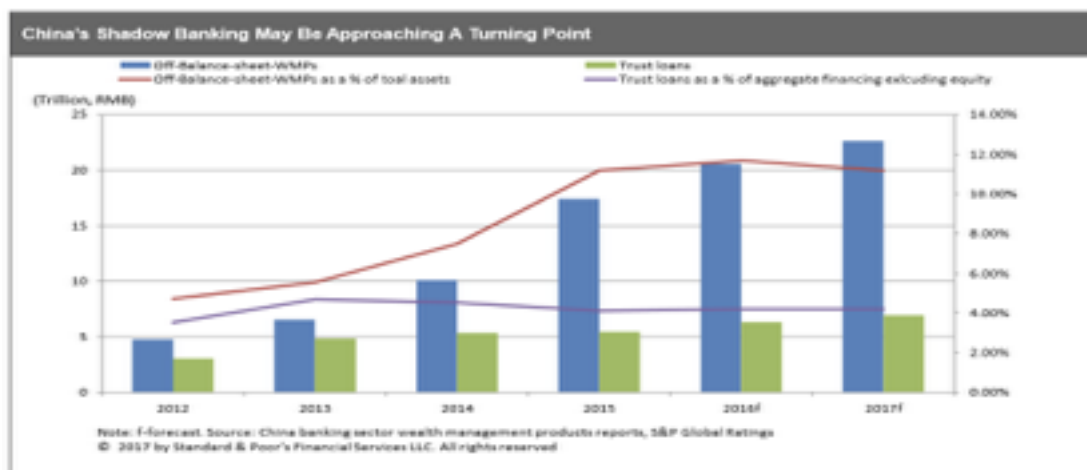
尾部风险1：资本外流超预期



S&P Global Ratings

第二个风险是影子银行去杠杆。这个主要关系到金融体系内部会不会因此引发无序去杠杆，导致一部分银行（哪怕整体来说没问题，但有一部分银行的融资出现了问题）的生存出现了问题。这样的话，它会波及到客户的再融资风险和利率风险。这个为什么重要？大家可能都比较熟悉的“DD模型”，描述了银行在经济中的三大独特功能，其中第三个功能是所谓的信息创造人。作为资金的分配者，银行通过信用分析决定谁有资格获得资金，谁没有资格获得资金。由于银行关于企业信用的信息是一种私人信息，它不能够轻易转移给其他的债权人，因此一旦银行发生经营风险，其所服务的债务人的再融资风险必然上升。这就是为什么影子银行的无序去杠杆可能会引发企业出现再融资风险。

尾部风险2：影子银行无序去杠杆

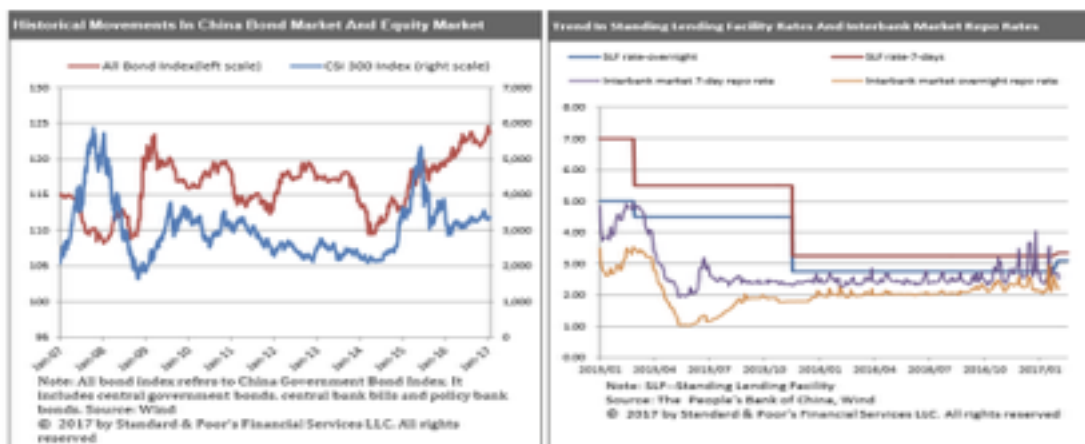


S&P Global Ratings

18

第三个尾部风险是债券市场的大幅下挫（见下图）。这种风险主要是会影响风险溢价。我们前面是用“无风险利率”解释了中国为什么没有发生债务危机，但是归根结底，除了主权债务人以外，其他的债务人都会面对债务风险溢价的问题。债务风险溢价是跟市场所预期的违约率有关的。如果债券市场出现价格下跌或者违约率上升的话，就会引发很大的重新定价问题。这里面最大的风险就是平台公司是否会出现违约？我想稍后我们的评议人可以就这个话题进行评议？在我们看来，2017年问题不大，但这是基于维稳作出的判断。另一方面，我们注意到财政部接二连三发文地强调平台公司的债务是企业债务，任何损失都应该由债权人自己承担，甚至近期还对一些地方政府发出公函，要求处理一些违规提供担保的地方政府和部门责任人，可见财政部的态度是很明确的。但是，地方政府的言行以及市场所作出的风险判断，似乎与之脱节，因为平台公司的债券收益率并没有出现大的波动，一直维持在一个相当低的水平上。这里面到底是什么情况？一会儿评议人可以评论。

尾部风险3：债券市场大幅下挫



S&P Global Ratings

19

第四个尾部风险就是房地产价格的深度调整（见下图）。中国房地产市场的价格周期是相当短的，差不多每三年就一个周期。如果按照三年一个周期来判断的话，我们或许刚刚经过了这一轮周期的顶点，正处在下行趋势中。如果周期还是三年的话，可能在2018年上半年会达到这轮周期的谷底。在过去的周期循环中，银行几乎没有太大信贷损失，原因就是每到了谷底，政府放松政策，价格反弹，相关的风险一下子烟消云散了。

尾部风险4：房地产价格深度调整



S&P Global Ratings

20

我们为什么把它列为一个大的尾部风险？大家回顾一下刚才基于我们的分析框架做出的判断，贷存比会继续恶化，到2017年年底的时候会接近100%，再往后的话，再融资风险只会变得更加明显。所以，2018年以后，流动性也许是个问题。这一点大家要特别关注。大家都知道，很多债务危机爆发的一个传导链条都是从房地产价格的崩溃开始的，然后房地产相关的贷款质量急剧恶化，再由于房地产抵押物价格下降，引发更多一般企业债权人的再融资风险。

梁治平：

非常感谢，很有意思的报告。廖强给了我们一个架构，通过这个框架来看中国的债务问题，有一些结论和我们的印象或者大家经常听到的一般说法是很不同的，当然他有很多的数据和叙事的表达。另一方面，也看到了发展趋势当中存在的问题，这些问题越来越接近于临界点。那么这里面非常有意思的就是政策的调整限度及其能力，另一方面是市场投资者的信心，这两个很重要的因素在一起，在这个过程当中就看得出来我们说的临界点问题。所以，这个报告听起来一方面好像有很多比较乐观的判断，其实危机性的东西还是很重的。那么，这样一个分析是否能够成立？如果我们假定观察的角度有些不同，或者有些人的判断是不一样的，我们在评议、讨论的过程中可以深入。好，有请兴动。

陈兴动：

谢谢梁所长！谢谢廖强！在开会之前你的PPT我已经看到了，因为作评议人，我就研究了一下。刚才听了你的讲解，比我自己看更加清晰了。我想作五点评议：

第一，关于中国的债务问题。它是一个长期受国内外各界关注，不仅仅是政府界、银行界、投资界，普通老百姓也很关注的问题。我曾经走在大街上被一个大妈问：“听总理讲，我们的债务水平很高了，究竟高到什么样，会不会很严重呢？会不会出现亚洲1997年—1998年的金融风暴？会不会出现2008年—2009年的金融风暴？”她很担心，因为这个问题的严重性。像我们作为首席经济学家、市场经济学家作全球路演的时候，没有不谈到中国债务问题的，大家都非常关心。就像你刚才讲的90年代初、10年以前、20年以前、30年以前，已经在关注中国的债务问题。但是，中国债务又不像特别悲观派所预期的那样，很多舆论权威、国际组织都作过各种各样的预警，但这些问题又没有发生。究竟怎么回事？会不会有中国特色的中国债务危机？中国特色的债务危机会怎么表现？这是一个普遍关心的问题。

第二，梁老师，你们请廖强作这个主题演讲再合适不过了。标普吃的就是这碗饭，它整天给投资者预警、中国有多少多少风险。风险评估高的时候，中国政府会出来跳脚：你们三个评级机构凭什么把我的评级往下调？所以一想到我的融资成本，一想到我的主权信誉，一想到方方面面，……。他们有一套非常完整的体系，我们经常研究这些问题的时候也都看他们的报告，看他们三家评级的时候对这些问题是怎么看、怎么评的，所以他们对形势的看法可能比我们更加专业一些。刚才我读了你们的报告，发现你的报告当中有三点对我来讲特别重要：

第一点，我们要了解什么是债务危机？研究了几十年，研究了上世纪三十年代的全球大萧条、大危机是怎么导致的，讲来讲去，经济学家辜朝明提供了一个非常好的看法，即：所谓的债务危机就是资产负债表崩塌。资产负债表崩塌了，资产就萎缩了，负债不萎缩，负债如果萎缩，那这个社会就真的危机了。这次应对不一样的地方在哪儿呢？资产萎缩了，我不能让负债萎缩，那么怎么办呢？就是资产进行注水，就是QE这种状态。那么中国的情况怎么样？如何看待资产负债表会不会崩塌？你提到的一个问题就是两点：一个就是再融资的危机；一个是利率风险。其实这二者中间有一个问题——再融资风险，在我看来，再融资问题是最关键的问题。希腊的问题不是利率问题，而是再融资的问题。就像你刚才讲它有储蓄缺口，它的债不能用国内的储蓄解决了，它只好到国外去寻求，当大家都知道它不可能还钱的时候，

你给我再高的利息，我也不借给你钱。国际组织都不愿意借了，更不用说向资本市场借钱了，根本借不到钱。所以，我觉得这一点意义非常大。

第二点，非常大的预警、预期。其实你刚才描述的非常好，就是说中国过去存在净储蓄。“净储蓄”，换句话讲就是我的总储蓄减去我储蓄的使用（也就是我的国内投资）。我不能把我的总储蓄都吃掉，我有净储蓄部分，我就有很大的空间可以继续做。换句话讲，就是宏观的LDR比较低。现在看来宏观的LDR逐渐完善了，把你的总储蓄吃掉了，那么LDR有没有可能超过100%？完全有可能，最后中国可能从一个净储蓄的国家变成一个负储蓄的国家，我们已经很有可能往这个点上走了。我跟我的经济团队在2016年早期的时候写过一篇文章——《中国的债务离悬崖还有多远？》，其实判断的也是这个问题。我们现在看，它在往那边赶，所以这个预警应该比较大的作用。从2008年、2009年以来，我们特别快速的把我们的净储蓄空间压缩得非常小。我觉得这个预警非常好，从你们专业的角度解释得非常好。

第三点，报告中讲到不仅仅是一个再融资的风险，其实如果其他没有风险的情况下，再融资的风险还不是那么太大，为什么呢？因为中国是一个非常特殊的状态——强势政府。我们过去讲“什么叫危机？”危机就是缺乏管理力、缺乏领导力。如果你有很强的领导力，危机就不会发生。但是这个只是说危机不会发生，不等于没有危机，所以你刚才提的第三点——尾部风险（你讲到四个尾部风险），这四个尾部风险其实就很有可能把危机激发出来。再就看看如何去管理这四个尾部风险。你刚才讲到四个尾部风险，第一个就是资本外流；第二个就是影子银行可能去杠杆，去杠杆可能有点走得太急或者我们影子银行在发展过程中出现了比较大的问题；第三个就是由于利率上升，债务市场下降得过快。还有一个是房地产。从评议人角度来讲，我觉得这三点特别具有参考价值。

第三，我想讲，就是不能说中国不重视这个问题，其实对于债务问题我们一直看到。从目前角度来讲，我觉得危机不是马上就到达。为什么？第（1），我们的宏观LDR没有把净储蓄完全消除掉，还有一定的空间可以让我们继续再走一段。第（2），现在采取宏观政策的缓冲办法把问题往后推。我跟地方政府的官员们去对话的时候，给我稍稍有点安慰的地方是什么呢？就是你刚才讲的地方政府置换原理和它后面的含义，其实很大的程度上是把地方政府债的一半或者是70%、80%，拿他们的话说，大概80%就解决了。所谓“解决”，就是把地方政府债（地方政府的市县甚至市县以下级别的债）承认到省债。你讲得非常好，我们同样的看法，这样做第一个好处就是把它的美誉度提高了。美誉度提高了以后，比如说原来一个市级债、一个县级债、一个镇级债，它已经变成省级债了，那么你不用担心它。另外还有一点，要知道省级债以上，从全世界角度来讲，目前国家借的债基本上不想还，所以你看日本的债，想还吗？没有。美国人借债，想还吗？绝对没有想还。一个省在中国就像西方的一个国家一样，它足够大，其实到了这个层次的债，它不是一个还不还得起的问题，而是一个trendy mission，它不是一个repaying mission；它不是一个还债的艺术，而是一个交易的艺术。有没有人交易、有没有人要，也就是反过来第一个问题，有没有再融资的能力。如果有再融资的能力，他表现出来的是Interest。所以这个问题我其实不担心，担心的问题真正在哪里呢？担心的问题真正在企业债上。现在看来，中国最大的问题就是企业债，企业债现在数量相当大，当然中国的企业债肯定不是你刚才讲的那么一个定义Private sector，很多时候它是跟政府和企业之间混着的。易纲这次在新闻发布会上提到“优化”，那么什么叫“优化”？我们去想一想，中国现在优化的债务无非第一我可以优化企业债，就是把部分的国有企业的债转移到政府债上去，这其实在你刚才的一个图上已经表现出来了。但是，企业毕竟还有相当部分的债，现在最大的困难是我们搞不清楚现在的企业债里面有多少NPL（不

良贷有多少)。你刚才谈到的是银监会给我们提供的数据,但是我可以跟你讲,我们作路演的时候把这个数据拿出去,99.9999%的人不相信,他们根本不会相信现在中国的NPL ratio只有1.8%。我们担心的地方很多。现在的问题是NPL变成了一个允不允许你曝出来的问题,当然我们不知道有多少。有两个概念是最近提出来的,我最近跟这个刊物讨论的问题也很有意思:第(1),总理说,我们通过三年时间的调查发现,2008年地方融资平台筹集的资金70%是用在相当好的项目上,是有效果的,是有回报的项目。那人家回过来问:“另外一些项目是怎么回事,是不是有回报?如果没有,是不是项目就不好?”不敢说30%肯定是一个不良贷款、不良债,但是肯定相当一部分或者大部分是用在了根本没有回报的项目上去了,是一个Wild elephant上去了,这是一个概念。第(2),郭树清在记者招待会上讲:全国已经形成了13000家的债务委员会,涉及资金14.5万亿(14.3万亿还是14.5万亿)。(廖强:曹宇说的)对,如果说这十几万亿没有问题,他成立债务委员会干什么?讲这个话的意思就是说,13000家的债务委员会肯定是想去处理这14-15万亿的债务。这14-15万亿是企业债里面有问题的,那么你简单算一下,什么叫有问题?NPL不就是有问题的债吗?所以这个地方就存在一个很大的问题,这是我讲的第三点里头我们现在如何想办法把这个问题搞清楚。现在还是一笔糊涂账,如果还是一笔糊涂账,真不知道怎么办。

第四,讲到中国债,现在大家都知道,我们去作路演,也听到很多反馈回来的信息:你们这些人讲来讲去,不就是说中国不会发生这种债务危机吗?中国有没有债务危机?什么样的债务危机?中国式的债务危机可以表现在哪些方面?

我们肯定有债务危机,我们每年冲销的量太小了。我们也可以想像中国在金融风险管理上不可能比西方发达国家的金融体系要高得多,但是这个问题怎么办?就是如何去表现出来?这也是我想去探讨的问题,也希望你能回应的时候能不能讲一讲,你们站在专业的角度讲中国式的债务危机是什么。我们从感觉角度讲,中国不会有传统型的债务危机,不会有教科书里面描述的债务危机,也不会像辜朝明那样,一下子表现出来资产负债表就坍塌了。不会的,因为政府可以命令它,我们这个政府可以命令资产负债表不会坍塌。还有另外一条路径是什么呢?比如说在一个民主社会里面,执政党不解决问题,反对党就会出来反对你,他一定要迫使你进行市场出清。中国可以不管,我们过去长期解决的办法是什么?先把这一笔不良债务挂着。简单地讲,就是山西的办法,王儒林把所有的银行叫在一起,跟他们讲:“你们不许向所有的企业逼款,这些企业只能增加贷款,不能够把它们贷款收回来。”他就是用这种办法做。但是,这样做了以后,是不是危机就没有了?不对,肯定有危机。中国的债务危机怎么表现?最大问题就是大家没有信心,因为市场没有出清,那么投资者不相信,ABCD你都不相信,然后我们的市场逐渐就开始顶格了,宏观LDR就超过100了,我们的资本市场以后向外开放了,人民币走向国际化了。所谓人民币的国际化就是第三方使用。第三方使用你必须提供一个足够大、足够强劲、可以预期、让人信服的国内资本市场,那么这些东西你怎么讨论?

最后一点,中国的债务危机怎么解决?我们现在肯定是有债务危机了,我们表现出来的是整天“搔痒”,上下都有很多痛点,不表现在一个痛点里面,没有大痛,但我们天天痛。但是,最终怎么解决?我想中国无非就是两个办法来解决它:第(1),是不是到底点你就开始激发去做?你刚才讲到一点,由于我们的储蓄率总体是下降的,必然是下降,经济增长速度在下降,我们不可能再走过去扩张性的老路。中国的经济已经进入了第二阶段,你喜欢不喜欢它,已经进入第二阶段。在第二阶段过程当中,许多东西过去可以包容的,现在包容不了了,那么你就要去解决它,你要把这些脓包挤掉,把这些癌症割除。今年不是要下决心解决几个核心的金融问题吗?我理解就是解决僵尸企业的问题,而要解决僵尸企业问题,真

正解决的实际上还是一个兑价，真真正正的所谓“债转股”，就是国有资产要置换的部分。所以，未来可能要通过资本市场直接融资。就像这次易纲在杭州新闻发布会上提到的一点，就是从现在开始可能要强化对所有企业的资本金要求，你的负债与你的资产之比，如果比例超过太多的话，那么贷款或者说进一步的债务增加就要受到限制，所以这可能会逼迫一部分企业要把许多负债性的资产变成一种股权性的东西了。第（2），最重要的还是要靠增长，没有增长，你刚才讲2018年你们预期中国可能会出现许许多多的显性的金融风险，并且越来越恶化，问题越来越严重。我也有这个担心，但我的担心没有超过50%，我还期待着新一轮的经济增长启动。如果新一轮的经济增长启动，中国能够带出去，比如说中国下一轮的经济增长的最根本的源泉来自于人的城镇化，如果这条路能走得出去，也许中国还有十年时间能够把中国目前遗留下来的债务问题带出去。

梁治平：

非常感谢！非常好的评论！

刘明兴：

感谢廖董事精彩的演讲！感谢梁老师给我这个机会！坦率地说，我并没有太多的思考，我简短地请教几个问题。首先是个技术性的问题。廖董的研究框架是用存贷比来分析中央政府的政策操作的空间。我们看到在这一两年，因为央行要把名义利率降下来，其实是把政府和企业部门的一部分债务成本转嫁，让金融机构承担一部分。这样带来的结果就是金融机构加速地脱实向虚，杠杆加得非常快，以降低自己的资金成本。央行不肯降准，而影子银行没有准备金率，于是导致存贷比的空间越来越小、越来越小。我的一个基本的问题是：对于决策部门来说，可以用哪几个技术工具对存贷比进行干预？可以是短期策略，如直接管控金融机构的杠杆率；还有一些间接的调控办法，如调整货币注入的方式。那么，哪些技术手段的组合在短期之内能够防止存贷比的空间进一步地缩小？

其次是所谓中国债务的可持续性。我们知道，用类似“双缺口”这样的宏观模型是不足以去讨论债务危机的，因为只要资产负债的期限结构有问题，储蓄率高并不足以解决债务违约的问题。当然这可能只是一个局部的债务危机。解决兑付的危机有一个难题：一是当央行向市场化的主体注入流动性的时候，这个市场化的主体会出现道德风险和逆向选择，结果注入流动性也解决不了兑付危机的问题。因此，央行注入流动性的时候，必须通过国有部门。这样，中央的政策实施过程就比较容易借助行政手段来控制。那么，这样做的代价又是什么呢？例如，温州的泡沫早在三、四年前就破裂了，用温州人自己的话说：“我们是提前突围。”政府救市，老板们也未必愿意去顶这个高风险的市场了，这些市场化的主体之间的集体行动是不容易协调的。如果借助国有部门来缓解兑付危机，可能会导致严重的预算软约束的问题，泡沫会变得更大。我们看到的就是这么一个结果。另外，央行对于金融市场的干预手段也有问题。货币政策过度借助于一些短期化的工具，甚至给不同金融机构的资金价格都不相同，便如同种类繁多的财政专项资金一样。这种做法可能影响到救助政策的实际效果。也就是说，一个比较理想的政策组合应该是怎样的？

第三，我要问一个历史性问题。在新中国的历史上，在2000年之前出现过很多次的经济过热，中央的原则是不救任何债务危机，强行用计划手段将基建项目一刀切式地压缩掉，然后用财政手段全面代替金融手段。有一种看法认为，中国政府的行政能力强，可以支撑很大

规模的债务。计划经济时期，政府的行政能力更强，为什么要“既无内债，又无外债”？当然，与宏观紧缩相伴的是中央技术官僚权力的膨胀，因为主要是靠他们去砍泡沫，重新来保障整个经济体系的稳定性。我们看到在十七大后，大约有8-10个月的时间，楼市的跌幅是很大的，中央调控的决心很大。随后，次贷危机就发生了，调控搁浅。此后至今，中央政府好像就没有如此强硬的调控了，开始去救泡沫。也就是说，在新中国的历史上，也就是最近6、7年中央才开始去救泡沫，在此之前是不救泡沫的。在此之前的债务问题是不严重的，地方政府虽然借了很多债，但是中央是不允许那些债务过度金融化的。而一旦开始救泡沫，地方政府和企业的杠杆率提升的速度都非常快。西方发达国家的债务规模都很高，但是它们可以做到稳杠杆，债务比率是缓慢提高的，而我国却做不到这一点。

周雷：

今天三个评议中我是律师，也是最接地气的。标准普尔是来自海外的知名的评级机构，我今天参加这个活动可能是因为我的一个社会职务，是我们律师协会PPP课题组这一块。实际上我对PPP研究也不深，在PPP的领域也没有什么知名度，我们去年要组建PPP研究院，是因为PPP这个大潮起得太快，我们律师跟不上。当然，律师跟上也没有什么用，因为PPP没有法律，没有PPP的立法。现在来讲，律师跟上以后也只是为咨询公司站岗服务而已，所以律师现在还没有作为，关键没有立法。我为什么能做这块呢？因为是我提出来的，我以前比较关注这个问题，所以我提出来要成立一个东西，恰好我学历也是博士、博士后。我的博士和梁老师的不一样，我是法社会学，法大的博士，社科院的博士后。因此，我们律协智库决定就成立PPP研究院。这块我们已经研究一年了，也开了很多的研讨会，参加有关论坛，现在我们这个智库大概有100多名律师，都是我们课题组的成员，他们正在操盘PPP项目，确实反馈回来好多的东西。

国家为什么要组建PPP这块？还是地方债走到头了，没法办了，预算法赶紧就起草、颁布了。之后，政府发债问题就受到了制约，地方债已经大规模的超发，并且去兑付也没办法，金融机构和地方政府在不停地打架，打得最激烈的时候，已经无法阻挡了，最后《预算法》颁布了，地方债的发行也基本上走到头了，那么就转化成PPP，让社会资本进来接盘。PPP应该是西方的舶来品，社会资本和政府合作。中国的情况能不能达到真正地实施PPP，并且落地，并且PPP也能达到政府和社会资本各方的愿望呢？我们觉得这个路还很长。因为PPP的模式是一个法治国家发展到特别高的水平，才能出台PPP。为什么？政府是一个契约者，政府首先不能站在管理者的角度上。政府搞一个合同，他说怎么签就怎么签，什么费就什么费，这不行的，他的立法必须有一个契约意识，而法治经济和市场经济成熟到一定阶段才能这样。但是，现在我们的PPP已经大面积推广了，据说近期要撬动60多万亿的PPP项目。

无论是基础设施建设，还是财政部下面的公共服务这一块，那么大，怎么撬？目前我们的法律缺乏配套，哪怕就是地方性法规，或者是全国人大常委会对于PPP的专项立法，都没有。现在基本上是在财政部和发改委在推，它出台一个政策，它出台一个部门规章，有的连规章都不是，然后两家就在打架。打架之后，2016年底说这块再出台，你们报国务院法制办，由它来统一做这一块，但是国务院法制办对PPP这块很生疏，它也没有什么新的东西，也推不动。对于PPP这一块来讲，出现一个什么问题呢？PPP大面积的扩张，但是中国的这些项目它表面上叫PPP，实际上是不是PPP？是严格意义上的经济学意义上、金融学意义上、法学意义上的PPP吗？从国外拿来的PPP有一个成型的概念和定义，这是没问题的，你要不是那个东西了，你就变了，就不是严格意义上的PPP了。上个月财政部、发改委就开始说要对虚假的PPP进行甄别，说马上查处假的。武汉地铁几号线的PPP现在已经查处了，说那个PPP是虚假

的。你们作金融的居多，我认为PPP实际上并不是一个多层资本市场的一端，严格来讲，它是金融层面的一个问题，就是说，它还是托着几十个合同加政府和社会资本。社会资本目前来看，好像金融机构居多，信托、保险公司都进入了，包括银行都组建财政基金，做PPP财政基金这一块。基本上来讲，它应该是一个金融领域的问题，基本上还是银行、保险公司这种有资金的机构来通过PPP产业基金的方式来撬动。那么以前是怎么做的呢？以前还是银行贷款，我拿着这个项目并且弄完之后，马上到银行去贷款。

未来融资市场怎么建设？因为银行资金也好、保险资金也好，它都很难支撑PPP 20-30年这个合同、这么大的体量，100亿的都是小项目，11-20亿的现在都不能叫PPP项目，所以这一块涉及到金融立法，涉及到PPP的专项立法，涉及到银行、证券、信托等金融方面的法律和PPP的法律对接问题。我想未来PPP去化解地方债务（实际上现在还没化解），要转为社会资本来帮助政府接他们走不下去的路。从现在PPP项目的收益来看，也不是说它就很低，它其实也不低，但是它是否稳定？很难说。西方国家的PPP项目严格来讲，它的收益降到比较低的程度，它稳定，但中国的资本市场能不能给PPP的收益率降到很低，降到6%、5%、4%甚至更低？能不能有这样的资金？中国有没有这样的资金产品？第二，中国的PPP是政府主导，能否在未来给社会资本带来收益？现在政府怎么办呢？基本上是社会资本来了，我把当地利好的政策给你，我把基础设施，周围的这块地以前是种苗的，现在拿来让你商业化去赚钱。这是一种短期行为，如果真正的PPP这么走长以后，是不行的，它还是会将这种收费转嫁给社会。过去是地方债转嫁给银行，现在是通过社会资本向社会摊公共服务，基础设施由公众来做，最后还来收费。无论公用事业也好，什么污水处理、海绵城市包括现在高铁、地铁等等，最后把政府的债务通过这一块的东西转嫁给社会。当然最近他不能做到这一点，就是间接地给你配套，这块你挣钱，这块你赔钱，这么做行。如果未来那块没有的话，那么未来这一大片债务还是通过这种方式转向了社会。这是购买服务，政府购买服务最终还是人民买单。

当然，它里面有更细的东西，今天也不方便展开了，就是我觉得从地方债延伸到政府债，延伸到PPP，现在的PPP到底是怎么回事？PPP到中国到了什么阶段？我觉得一是法律滞后，二是它不仅是一个资本市场的问题，我觉得政府主导的PPP实际上是一个金融领域的问题。尤其在中国，有没有一个金融产品与PPP模式的真正结合，我觉得这是我们要研究的，这个PPP未来到底怎么走？

陈兴动：

听起来你的意思就是：现在搞的PPP是一个变性的地方债？

周雷：

我觉得前两年你拿下来的PPP项目，基本上来讲，政府肯定是给你一点别的东西，给你一点别的配套。打个比方，现在有个PPP项目叫作“廊涿固保城际铁路”，被华夏幸福拿下来了，它为京津冀配套了一条铁路，是它主导的、控股的铁路，现在马上开通了，从新机场修到涿州，然后从涿州再修到保定。华夏幸福控了很大的一部分股，那么未来京津冀城际铁路的票价到底怎么收呢？但是河北说：好，我给你一个东西，你拿钱建，没问题，你不是没钱吗？城际铁路这么几百亿的资金基本上它拿钱，我给你一个办法，我们河北把离北京最近

最好的地区给你，你想要哪块就给你哪块。华夏幸福给它起的名字叫孔雀城，特别多，什么永定河·孔雀城、涿州·孔雀城，现在还有八达岭·孔雀城。政府把很低的地价给华夏幸福，并且任其挑，并且在未来还都要配套在轨道边，现在包括武清这边的也有孔雀城。华夏幸福地拿得特别便宜、特别多，只要3、400元，但现在这些孔雀城都卖到16000元、13000元、10000元了。这种PPP增长是增长了，但是你要戳穿它之后，它是假的，实际上是挣政府的钱，你花销、你柴米油盐的钱，你把配套建起来。但是，未来如果是一个法治经济的话，你这样搞肯定是不行的。未来中国PPP项目当然还有很大的问题，就是说一直讲PPP是国企、政府的事，它这个太假了，这并不是真正的让社会资本来承担。说白了，它是国家的钱，它不是社会资本的钱。希望国家和社会资本就是Promote，不可能，现在它不是，它是从左口袋掏到右口袋，我不细说了。

另外，我还想谈一点，我谈的东西没有你们的层次高，你们层次比较高，我觉得最近半年以来房价简直是不得了，从你们角度来看，政府是不是有这样一个想法：我放水，我就肯定能赚到钱，无论我朝哪个地方放水，就有人做事情，就有人把钱赚到了。放到一线城市，水抬高一定程度，我就关门，然后到二线城市，二线城市做了，再关门，然后再到三线城市，……，大水一直往下漫。现在是什么情况呢，目前有些人有钱，但在北京买不到房子，他买两套房，买不了了。现在出现什么情况了呢？今年春节前三亚的房子一般是16000元，结果过了春节以后马上就抢完了。现在这种情况演化到了北京郊区，最近一两个月，东北抢，到处房价都在窜升。在这种大水漫灌的情况下，出现了到处都在接盘的现象，我觉得这种情况比历年都要厉害。用杠杆也用得特别狠，三亚今天出了一个政策，即：买三套房的停止贷款。今天又流到海南去了。刚才你说的去储蓄，现在中国马上就要进入负储蓄时期了，中国人的理念是不存钱了，现在不敢存钱了，家里超过50万就最不得了，就是哪个地方能买到东西就买点，所以现在地产的价格问题真是一个大问题。刚刚周小川接受采访了，他说：将来去库存，一线城市的房价上涨是不可避免，但个人信贷要进一步增长，通过房地产拉动地产下游的各种产业链。那么，这就意味着政府还要再放水。究竟这个水能放到什么时间？这个泡沫已经长这么大了，杠杆这么高了，这块的情况怎么看？各位都可以回答，尤其金融机构的。我上午从延庆那边过来的，我到那儿去转了转，唉哟，售楼处简直是人山人海！延庆那儿的售楼处星期天都排卡，这个情况大家可以谈一谈。

梁治平：

好，非常感谢三位评议人！特别是兴动讲到中国式的债务的特点也好，性质也好，甚至是模式也好，其实后面像明兴讲了很多情况、现象，我觉得也是呼应了这样一个问题。这可能是非常好的一个问题，就是到底有没有问题，这些问题最后的表现以及如何去解决这些问题，还是说我们有无穷的手段可以掩盖、拖延，还是真的解决了这些问题？如果是掩盖、拖延，那么最后怎么解决？这里面有很多问题值得探讨，现在我们开放讨论。

陈兴动：

先让廖强回应一下。

廖强：

我快速回应一下，兴动的问题就是说中国式债务危机的表现特征是怎样？我们假设政策模式不会发生大的变化，那么最有可能的还是通货膨胀率开始逐步上升，推动人民币利率上升，我认为中国的债务危机将以这样的方式展现。在这个过程中，我们可能会看到所谓的滞胀，有一些企业不能承受高利率，这样的企业越来越多的话，银行体系的资产质量压力就会越来越明显。在一定的时点上，也许决策层会采取一些长痛不如短痛的强硬措施，来释放这种压力。

在这个过程中，我倒是不预期宏观贷存比会超过100%。为什么？因为总可以采取资本管制手段。在资本管制下，（旁：中国可能会出现金融账户逆差、资本账户……）如果宏观贷存比要超过100%的话，金融账户逆差是一个前提条件。但金融账户逆差在我看来是一个小概率事件，我们设想如果经济出现萧条，储蓄率是下降很快，但投资率可能下降得更快，结果经常项目可能不仅没有缩小，反而还有可能扩大。就是说，经常项目走向结构性逆差需要有很多其他的假设条件，比如假设下一代消费者的消费习惯和储蓄习惯发生变化。站在现在这个时点，我不会去假设经常项目顺差的条件会很快消失。

假设经常性项目顺差还继续存在，同时资本项目会管制，那么宏观贷存比还要超过100%就只有一种情况，就是有越来越多的人开始选择持有现金，但这个可能性很小。在90年代初的时候，贷存比确实是超过100%的，达到了120%，那个时候就是大家用脚投票的年代。当时中国的贸易顺差应该没有那么大的缺口，所以我想这可能跟大家追逐实际资产有关系。我没有去证明这一点，所以只能去假设，这是一个假设。

刚才兴动还提到一个问题，怎么解决？我们评级机构最大的特点就是不评论怎么解决，这个留给你们经济学家或者政策制定者吧。

刘教授提了一个很好的思路。他说：过去是不救，是用财政手段来替代金融手段。我理解你的意思是说：是不是我们下一轮危机到来时也可以选择救。历史上，传统债务危机都是用这种方式解决的，就是债务的硬消化、硬着陆，就像刚才兴动说的“市场出清”，当然债权人会遭受重大损失，但是它可以出清，重新洗牌、重新再来。我们国家在80年代以前也用这种办法。但它不等于没有债务危机，实际上是在非市场经济条件下把债务危机的形成和爆发模式给浓缩为一步而已。我们如果采用这样一个模式，当然会看到市场出清，但这个代价非常痛苦。所以，就像刚才兴动说的，目前基于市场经济条件的经济体，几乎可以排除掉主动选择走这条路的可能性。当然，它被动走到这条路上是另外一回事。我认为主动选择这条路是不可能的，我给的概率是0%，这是我个人的看法。

刘明兴：

计划经济时期的政府很强大，管控能力很强。我们看到，此时的中央决策者对于债务的容忍是非常低的，债务刚出现就被消灭在萌芽里。即便是90年代上半期的经济过热，中央在市场的预期反转之前就已经着手砍泡沫了。既然政府这么强大，借点债也无所谓呀！为什么不愿意让债务问题出现？对于这个历史问题的理解，有助于我们解释眼下所出现的现象。自2008年以来，政府第一次放弃了刺破泡沫的努力。接下来，负债率一直都在快速提高，政府很难像西方国家那样做到稳杠杆。

廖强：

这个得找个经济史学家，我不知道兴动想不想评论，我的粗浅理解是：第一，债务跟经济增长的关系在马克思主义经济学理论下是没有空间的。马克思分析货币的角度，主要是分析通货膨胀，他并没有考虑金融跟经济之间的互动关系。所以，用债务手段来促进投资，推动经济增长，本来就不在马克思主义政治经济学政策考虑者的视野范围内。第二，可能也是因为我们一些历史的原因吧，觉得债务很多的话就容易受制于债权人，不能获得自己的经济独立。其实我们也不是完全没有债务，1960年之前我们还是欠了外债的，欠苏联的。

刘明兴：

我前面问的技术问题……

梁治平：

我们现在还是开放性的讨论，提一些问题，因为时间比较有限，最后还会有一个总的回应时间，

张晓朴：

梁老师，非常高兴参加洪范这个研讨会。我觉得刚才廖强对债务、对流动性问题做了一个非常深刻的分析，几位评议人也做了一个挺好的评论，我听了以后，就是提出了这么几个技术性的问题，想请廖强或者兴动帮我在这方面再澄清一些认识：第一个是宏观的贷存比这个事，过去廖强和我们交流的时候，他也提到过这个概念，从银行的监管上来看，从微观上用贷存比用得是很多的，世界各国都在用。但我们国家的方向可能稍微相反一点，我们是在贷款上面激增，所以第一个问题就是：从经验上、从实证上来分析，这个指标的有效性是怎样的？它是不是一个非常好的脆弱性的预警指标？我假定它可能是的，但是它的经验的证据又是共谋性。第二个就是我们现在其实有很多方法去评估一个经济体的负债风险，廖强刚才在演讲当中都谈到了。第（一），可以从国家资产负债表的角度做分析，这可以理解是一个存量的概念，杠杆率下降特别清楚，它是一个存量配合的流量，这是一个看上去不太合理，但实际具有相当强的合理性的一个指标。为什么？因为它假定你的资产必须得给你带来所谓的现收益，必须带来GDP的增长，所以这个指标看上去似乎是存量比流量，但是实际上又有非常扎实的经济含义。其实这个跟微观当中用的所谓的债务收入比（Debt to income ratio），就是宏观上把它放大，所以它的有效性是无容置疑的。那么从微观上来说，我觉得廖强工作当中用得最多的，也是目前在监管部门用的比较多的，就是所谓的利息覆盖倍数，就是用EBITDA比上返本付息。这是一些指标，那么我们看宏观LDR这个指标，如果我没理解错的话，它主要还是从银行或者金融部门的存贷来看，但是金融部门其实跟实体就是一对范畴，金融部门的存款其实就是实体经济的资产，而金融部门的贷款对实体经济来说就是负债，所以这个指标如果把它转换过去，看成实体经济的资产负债率，似乎又不能给我们特别多的附加信息，可是为什么放在金融这一侧就突然给我增加了一个特别有价值的信息？这是我没太想清楚的。

还有一个可能稍微混乱一点的扰动因素，就是现代的这种货币创造机制，过去我们念的教科书上面是说存款创造贷款，但是现在在信用货币条件下，越来越多的是贷款创造存款。那么，这样一个货币创造的新机制对我们理解这个问题带来了一点干扰，所以这些问题怎么看？我倾向于认为这可能是一个不错的指标，但是对我来说可能还需要有更多的逻辑分析和

实证检验。另外，廖强还提到一个问题，就是他在他的PPT当中也有映证，他觉得影子银行的借贷膨胀导致银行体系的杠杆放大，那么他的数字证据就是他们计算的净资本充足率。这是廖强自己的方法，但这个方法廖强肯定也看，就是监管部门也公布杠杆率，银行的杠杆率如果我没记错的话，好像也没有特别明显的恶化，甚至还在下降，那么怎么看待这个问题？因为那个杠杆率按照新的定义它已经是表内表外的资产都算上了，是跟Primary capital tier one的比例。

一个非常简短的评论就是，我同意兴动说的，其实廖强说的这个触发条件再融资风险和利率风险其实就是现代意义上的流动性风险的含义。流动性风险在国际文献中非常明确地把它界定为两类风险：一类就是廖强所称的再融资风险，还有一种就是所谓的市场风险，就是名义利率上升的风险。所以，它的触发条件就是一个非常标准的流动性风险。我就提出这几个问题，不知道说清楚没有？

梁治平：

非常明确的问题，你可以直接回应。

廖强：

从我们的衡量指标看，中国银行体系的杠杆在增加，而从监管资本充足率看，没有看到这种趋势，主要原因是对于影子银行的处理是不一致的。刚才晓朴说到“监管资本充足率也考虑表外”，但是它考虑的是传统的表外科目，而影子银行的理财产品是不承担任何信用风险或者市场风险的一种科目，所以它不会反映到资本充足率里面去。我们在考虑这个问题的时候，跳出了法律意义上银行是否要承担法律责任，而是看银行是否出于市场声誉或市场份额的考虑会提供支持。如果会提供支持，我们就对它进行模拟并表，这样会使得杠杆增加。大家都知道，理财业务基本上是没有任何本金的。有个别的银行现在已经在提拨备，拨备可以看作是资本，但那个比例很低，央行的草案只要求达到1%就可以，所以表外业务非常高杠杆。

关于一些技术性问题，比如货币创造，存款可以通过贷款的方法来创造，那是不是说这种宏观贷存比就没有意义？我们可以做一个思想实验，如果贷款是货币的唯一来源，那么多次派生创造后，贷存比将会越来越逼近于100%。而我们的现状是远远低于100%的。正常的一个经济体系如果它没有大量贸易顺差，又没有资本流入，那么银行体系的贷存比其实就应该接近100%才对。而之所以会出现明显低于100%的贷存比，要不就是有贸易顺差；要不就是有大量的资本项目顺差。低于100%的贷存比在金融体系的另外一个表现形式，就是存在明显的官方外汇储备。所以，我们的外汇储备的下降过程，跟我们的贷存比的上升过程虽然不能说完全同步，但这个趋势是一致的，只不过在时点上会有差异。

陈兴动：

我补充一句，就是站在资本市场交易的角度来看，投资者关于宏观贷存比，马上就继续到他的市场上的东西，第二天就会反映到资本价值，那就需要看到几个东西：第一个，宏观贷存比究竟逼近100%还有多少空间可走？第二个，宏观贷存比往上走的话，看货币管理局还有多大程度上可以放松、扩张。换句话讲，它是否有货币创造能力？如果有货币创造能力并且货币创造能力超过你的GDP增长，不是由于你内生导致的货币增长，而是你凭空无故创

造之后的增长，那么后果就是下一步的通货膨胀，而下一步的通货膨胀又会导致下一步能力的……，这就是你作为资本市场的交易者，该怎么去操作的问题。如果认为货币管理当局创造货币的能力、创造流动性的能力很差，而不能赶上市场的变化，那就表现出来市场利率很快的倒下来了，它的意义在市场。就是说，宏观上可能有更多的要琢磨，刚才我就在脑子里想了想，不是理论的东西，没有很好地琢磨，但你提的问题非常合情理。

周景彤：

感谢梁所长！刚才听了廖董的介绍深受启发，我有几个问题：第一是comments。您报告的题目是“中国债务增长的可持续性：银行融资与流动性视角”，所以讨论的是杠杆率的问题。因为去年去杠杆的进展不是特别的大，所以今年的政府工作报告又特别提出了去杠杆，总之，就是这样一个逻辑。之所以有去杠杆，之所以政府工作报告又强调这点，还是觉得国家总体的杠杆率比较高。如果不同意杠杆率比较高，就不会有这个说法。那么，是不是说我们去杠杆的这个说法就成立呢？因为比较高，是否我们一定要把它去下来？这也不一定，因为这个从逻辑上来说是有矛盾的。如果说我们的杠杆率有一种衡量的方法，就是债务占GDP的比重，如果以这个比重来衡量，如果它要降低的话，那对经济的伤害是超出人们的想像的。所以，即使提出了“降杠杆”的概念，但是宏观的杠杆率仍然是上升的。您刚才讲得特别的具体，在政府部门、企业、居民部门这几个部门之间的分配有些不均衡，咱们非金融企业部门的杠杆率偏高，前几年上升得比较快，而政府部门和居民部门的杠杆率是相对比较低的，所以政府的导向就是适当降低非金融企业的杠杆，然后适当提高政府和非居民部门的杠杆。但问题就在这几年包括过去几年，政府部门的杠杆率提得太快，而这两三年居民部门的杠杆率又提得太快，尤其是这一两年如此的上涨，从这个变化的趋势来看，上涨特别快。在这个过程中，我们预期能够保持杠杆率稳定就不错了。这是向晓朴请教，咱们在政府授意上可能是稳杠杆要比降杠杆更加迫切。如果要降杠杆的话，基本上是做不到的，所以有一句话就是：保持杠杆率稳定的前提下，降低非金融企业的杠杆。

另外，PPP是干什么？从各个方面的理解，PPP好像是政府的一个融资方式，卖地的空间越来越有限，经济下降，税收也有限，就是说在减税降费的情况下，政府的钱从哪里来？似乎大家理解PPP又是一个新的融资方式。其实在去年的实际操作过程中也是这么做的，各地成立了很多产业基金，它就变成了一个类似过去的地方政府融资平台。其实PPP从西方国家产生，咱们国家的香港、北京有很多PPP项目，这上面的意义刚才周董讲得特别清楚，就是“大家利益共享，义务共担”，就是Special Purpose Vehicle，就是类似于金融里面的SPV。就是各个机构进去之后，大家都是平等的，权利和义务都是对等的，在这种情况下我们各家平等。而我们国家就越来越有些变相，政府似乎是主导一切，在这样的情况下，一方面不敢进，另一方面机制不健全，那么就会留下很多问题。比如按照您刚才说的60万亿，如果推行的话，制度不健全就会造成很多的问题。如果这么快的速度推进的话，很可能为了解决旧问题却引发了很多新问题，所以PPP我们现在最担忧的一个是泡沫问题，另外是制度不健全如何保障各方的利益问题。第三，我们在理念上还是跟进，各个主体之间是平等的，政府当然也要提供基础设施建设。

另外一个就是有些研究在背景、理念或者机制方面，是不是可以更加需要强调一下？您前面讲的逻辑是非常清晰的，后面就是四个尾部风险，这个尾部风险和前面的整个逻辑还有杠杆率之间到底是怎么传导的？这可能还要再深入的讲一讲，我就举一个例子。还有一个是

您刚才讲的工业企业的债务截止目前一定要稳住，这背后的逻辑就是经济平稳下滑。经济为什么平稳下滑？PPI上升。PPI为什么会上升？需求上升。需求为什么上升？房地产基础设施上升。房地产基础设施为什么上升？就是政府的政策发挥了很重要的作用，从前年末一直到现在。紧接着我们需要问的问题是：工业企业的债务问题未来是稳定下降还是好转？这个还是与宏观经济政策有很大的关系。否则，就可能只到这个环节，前面的环节还是感觉缺什么。第四个环节就是政府的杠杆率或者政府的债务问题，刚才陈老师的判断是小于50%，但我觉得2018年发生债务危机的可能性小于20%。为什么？主要是政府现在对这一块特别的重视，尤其是去年的经济工作会议，还有政治局会议以及政府工作报告特别提出“四个风险”（一个就是银行的不良率，另一个就是稳定银行，另一个是互联网金融，还有一个是市场），把您刚才讲的这一块作为重中之重来治理，并且有非常非常具体的政策。

吴庆：

我也作一下评论，今天脑子不是太清楚，可能睡得太晚了，我就说几条我想到的。一个就是我觉得我们把债务上限的问题其实可以分解一下，把政府、企业和居民部分这三个部分还可以分解一下。企业特别是非国有企业这部分的市场化程度是很高的，市场约束对它来说是很严肃的，居民部分近来也是如此。唯一变数比较大的就是我们的政府部门。还有一个就是企业当中，有政府、地方政府融资平台以及国有部门，它们的弹性也是比较大的。因此，我们要做的工作可能在这部分要多一点。刚才大家也说我们政府现在很强大，它要不想发生什么事，应该不会发生。但我们为什么还有这种风险？其实是它追求的目标太多了，所以才会有这个事。我们考虑它实现的是一系列目标，比如说短期经济增长目标树到现在为止，每年的投资额你划那么大，投资额划了那么大以后，你的债务比重就得上升，所以去杠杆你就去不掉。去年我们去杠杆的指标完成的就不好，这是注定的，因为你追求的目标太多了，所以才会这样。那么哪些目标是我们的刚性目标？我觉得每年我们都要做一点变化，去年我们把增长当作是刚性目标，所以最后你就放弃去杠杆的目标。那么今年我们会不会和去年一样？不一定。

张晓朴：

政策取向是没有问题的，但什么降，这可能是问题。

陈兴动：

现在不提降宏观杠杆，现在提降企业杠杆。

吴庆：

对，当年章家敦说那个预测的时候，我们也很关注，全球很多人都很关注。当时我们也说要降中国的杠杆，我们也觉得很高，我们也很难想到什么办法改善这些指标，但是忽然中国加入WTO，忽然一下你所有的经济指标增长都很快了。

廖强：

2003年到2008年，中国宏观债还是降得很明显。

吴庆：

回到我们关注的债务问题的流动目标，我们还是关注一下风险，我们刚才说到的那几个部门的杠杆率都无法增加了，或者有的企业部门也许因为特殊原因，它自己去杠杆，那么我们的总杠杆怎么维持？如果考虑到央行的能力的话，根本就不太可能有风险。就是所有问题我都可以解决的，我只要有QE，只要能够量宽，那么杠杆崩溃的事情我可以不用考虑。但是，优越的能力央行是否都具有？美联储在上一轮是做得比较成功的，日本央行做到负利率，虽然它风险是很大的，它为什么要追求2%的通胀？其实最后还是靠通胀来解决问题。说得不客气一点，我们最后解决杠杆问题也得靠通胀。如果造不成通胀，那这就不是你的选项了。就是说央行有这么几个疑问：一个就是央行能否造成通胀？造成通胀，然后重新分配一次损失。如果你做不到，那么这个损失落到谁的头上，央行就没有办法。所以，如果连续讨论的话，就可以讨论到我们的货币层面上。

荣静：

我提两个问题吧：第一个，刚才廖总讲了，现在中国发生的其实是一个“转杠杆”，你可以很明显地看到公共部门的债务率是上升的。然后兴动刚才也讲，现在一个国家只要后面有央行的支持，其实就很难发生债务危机。原因就像吴老师讲的，它就可以QE，然后买入本国发行的国债。因此，只有两种情况下，才可能会发生政府的债务危机。一种我觉得比如说像80年代拉美债务危机的时候，是因为它借入的主要是外债，所以本国的央行是不能印钱的。第二种原因就是像希腊一样，因为它的央行不掌握ECB，所以它没有办法印钱，再通过通胀或者是汇率贬值的形式来进行政府债务危机的救助。我觉得中国的情况是不一样的，因为我们95%的都是内债，而且，虽然央行名义上说一定不能买入政府债务，但是可能有最后一步，就是它可以有这个Loans relent。我想请问的一个问题就是，根据您现在的测算，中国政府广义的债务率是低的，但是考虑到现在膨胀得这么快的PPP，各个地方的各种产业基金和中央地方两级政府每年的赤字率，如果按我们自己测算可能有8-10%，甚至像财高所测算也说每年实际上有10%，那就意味着每年政府债务的水平至少是以10%的概率上升的。如果以这样的概率上升的话，您觉得是不是它不会每一天到达什么时候会有一个临界点，其实政府的债务是不能够承受的，这是我想问的第一个问题。第二个问题就是，您刚刚讲有一种可能会发生银行再融资风险的原因，在于通胀上去以后，名义利率就会上去，名义利率上去以后，有一些企业的负担会加重，所以它会发生违约。对于这一点我有点不明白，因为按道理可能有一种逻辑是说，通缩对于债务来说是最差的一个情况，您刚刚也提到了，2016年的时候我们测算银行的坏账风险，它实际上是比较稳定的，原因是在于我们的PPI的通胀起来了，所以工业部门的盈利能力是明显提升的，所以它对债务负担的能力实际上是改善的。在这种情况下，我们反而认为可能在某些程度上，伴随着通胀的上升，然后名义利率同步上升的话，其实借债人的债务偿还能力是上升的，而不是下降的。

廖强：

先说名义利率和偿债能力的关系。我觉得在一定范围之内，通胀环境其实是有助于企业的偿债能力提高的，这一点是毫无疑问的，这也是为什么在去年四季度以来，银行报告的不良率在改善的一个很重要的原因。但是，有两点会使得这个结论可能要打一个问号：第一，虽然在通胀环境下，毛利率是在扩张，可是付息成本也在上升，所以通胀并不见得是必然有利于债务人，或者说至少并不必然有利于所有债务人。第二点，我们说的这些指标都是整个行业的平均数，但你不能把它设想成所有的债务人的付息成本、债务负担都是一模一样的。所以在这个过程中，利率上升是每个借款人都要面对的，而盈利能力的改善却不见得惠及所有人。因此，有一部分隐藏的风险反而会释放出来。但在名义利率或者说通货膨胀率的上升是在一个可控的范围之内的话，这种资产质量的波动不会很大，我们应该看不到金融危机才对。所以我想说，比较明显的压力或者危机状态应当对应更高的通货膨胀，导致货币信贷政策出于社会稳定或者其他的原因被迫收紧。

关于实际债务和杠杆的关系问题，我没有什么不同意见。就是说，如果按照现在这种模式，确实是债务杠杆会很快上升，因为按照我们的测算，比如今年2017年政府提出来的信贷增长速度是12%，但你要把政府债务这一部分也考虑进去，我估计是15-16%这样一个数目，所以它会明显快于政府所预期的存款增速，当然带来的结果就是宏观杠杆的进一步上升。我完全同意你的看法，只不过这种看法不见得会立刻带来一个中国债务危机的爆发问题，因为中国债务危机爆发确实很难，它确实也没有外债压力，我们不像典型发展中国家有外债缺口，然后我们有一个自己的中央银行可以自己决定自己的货币供应量。这就是为什么我前面在回答兴动的这个问题的时候，我是觉得这个更可能是通过名义通胀和利率之间的一个演化关系，来看到一种被动的政策收紧，从而引爆危机。但是，这显然也不是典型的债务危机的模式。

陈兴动：

我有一个问题，就是刚才荣静引伸出来的，我们现在讲三部门、四部门的债，大家从宏观的角度、政策制定者的角度，习惯讲三个部门，但如果站在资本市场的角度看，四部门的问题好像更加确切一点。尤其是在中国，现在非银行金融机构现在的负债在大幅度上升、杠杆率在上升，他们筹的资根本没有到实体经济，现在提得比较多的叫“套中套”，吴晓灵、周小川都提到了，现在“套中套”，最后不知道套到哪里去了，怎么转也转不到实体经济中去。可是他给理财的投资者仍有4-5%的回报，然后经营机构自己挣到3-5%，也就是说总共是10%，甚至高过10%，那么这个过程当中的钱从哪里赚得？无非就是Passage，就是一个高利息。这样的话，最后就是一个糟糕的事情，他们担心这个。从你们作风险评估的这种机构的专业角度来看，怎么看待这块？这块如何把它引到我们债务的Wave中来？

廖强：

我们一开始就谈到过债务危机可以通过实体经济的偿债能力、再融资风险和利率风险来引发，还有一个就是通过金融部门。其实我们今天没有太展开讲金融部门的问题，如果从我个人的体会来看的话，我觉得市场投资者对中国债务问题的担忧越来越偏向于来自于金融部门的去杠杆，引发的金融危机和债务危机，而不见得说非要在实体经济层面上看见不良率等七七八八的东西。从刚才我们的分析框架看，政府现在看起来还有无穷无尽的弹药，可以帮助转杠杆、稳利率，使得实体经济的麻烦至少不显性化。但是在这个过程中，金融体系在里面扮演一个什么角色？因为金融体系很大意义上是信心驱动的，所以这个信心可以来得很快，

也可以消失得很快。在信心消失的时候，央行是不是已经做好了心理准备，不计一切地救助所有的金融机构，这是有问号的。它可能愿意花很大的代价去救实体经济的某一些企业，因为这都是看得见、摸得着的实体资产，有生产、有工人。不救的代价也很容易量化。金融体系其实很大的一个问题就是不对称性非常大，央行也未见得知道最薄弱的一环真的在什么地方，所以现在只能说它可能会对这种流动性风险非常警惕。去年12月底发生的非银行金融机构小规模“流动性的紧缩”，央行反应非常迅速，让**人行**去支持非银行金融机构，把问题赶紧先用盖子盖住，这个我相信它会去做。但是，如果盖完之后，还有一些基本面问题的话，到底央行有多大的意愿，我是有问号的。

央行从去年8月开始，为什么主动引导银行间利率上行？我的理解是，它知道这是一个问题，但它也没有一个很好的量化手段来评估这个问题，所以最好的办法是先减缓这一部分的杠杆进一步上升。至于会不会出现麻烦？不知道，这个我们没有太讨论。在我的四个尾部风险分析里面，债券市场的调整，其实谈的也是金融体系的去杠杆问题。

陈兴动：

另外，你们有没有注意到人民银行从去年以来创造出了新的基础货币发行纪录？尽管是短期的。现在是平抑基金、短期平准基金加起来，这都是新的创造基础货币，是凭空创造的。过去我们基础货币的增加通过外汇储备增加或者是收购国债、收购其他的东西，但是现在是凭空创造。从这个角度来看，你们怎么考虑这件事？我相信你们肯定注意到了。

廖强：

前面几位发言人谈到流动性问题时，都认为“央行总是可以采取手段来提高流动性，所以流动性应该不是一个问题。”短期之内我完全同意这个看法，这就是为什么用典型的金融危机理论去分析中国，总有隔靴搔痒的味道。除了刚才兴动提到的流动性创造方式，其实我们的央行还通过政策性银行直接向实体经济注入流动性，比一般的央行量化宽松操作要激进得多。这些手段可以在短期之内满足金融体系的流动性需求，但是其长期含义是什么？我们的这个分析框架下试图给出答案。在此之外，也许还有更多、更细的经济影响？比如说效率问题、道德风险等等，需要进一步研究。

吴庆：

你意思是说要等更长的时间来看这个结果。

廖强：

其实吴庆你刚才说了一个很好的现象，我非常赞同你的观点，通货膨胀也是消除搞债务杠杆的有效手段，尽管宏观经济后果可能非常糟糕。刚才我们谈到宏观杠杆，景彤认为这个杠杆一定会上升，我倒不这么认为，我觉得宏观杠杆不见得一定会持续上升。它上升与否，完全取决于通胀的速度有多快。因为债务对GDP的比值采用名义GDP计算，而不是真实GDP。

周景彤：

您的债务使用的是哪个数据？

廖强：

上面几个曲线都是债务数据，就是信贷数据。

陈兴动：

就是三部门，刚才讲的。

周景彤：

再把部门加起来？

廖强：

对！我们估计今年不包括金融部门，剩下三个部门的加总的信贷增速是15-16%（这个信贷是广义信贷，不是贷款的贷）。如果今年真实GDP 6.5%，CPI是3%，由于PPI是超过3%的，假设GDP平减指数能够达到4%，那么名义GDP增速就是10.5%。因此今年广义杠杆可能还是会上升，但它与信贷增速的缺口在收窄，这个收窄速度也很快。

周景彤：

可以假设，比如说今年咱们债务的增速低于GDP的增速加通货膨胀的增速，如果出现这种情况，你可以简单算一下，广义的GDP就没法看了。

廖强：

不见得，这个不是必然，这里面你是有一个假设。我们为什么刚才说2003—2008年中国宏观是去杠杆的？原因就在于名义GDP的增速比信贷投放增速要快，而且快很多。

吴庆：

他说的这个计算我们去年就做过，差不多，答案说的是今年，我们说的是去年。

廖强：

今年回落的话，这个我同意，但我觉得在一个更长的时间里，它有可能会收敛。

周景彤：

经济学时间很重要，一年、两年、三年到十年、二十年，这个时间界线太重要了，因为你的时间太长的话，很多事情就没法说了。

荣静：

廖老师，您刚才说2003-2008年的时候，中国，杠杆率下降的原因是因为中国的名义GDP快于债务。但是，它有两个前提：第一，我们实际的GDP增长是加速的，年均是10%；第二，在很多时期我们都是有金融抑制的，就是说我们利息的水平实际上是没能赶上通胀的水平，很多时候我们的实际利率是负的。但是，在现在已经金融放开的情况下，如果你再想通过实施金融抑制的话，我觉得难度要比以前大。

廖强：

第一点我同意，第二点我有不同的看法。如果实际利率是负的话，债务人应该是有更强的意愿去筹集债务。实际利率为正，才可能降低债务，去杠杆。所以在通缩情况下，大家都不大愿意去借钱。当然债务对GDP的比值不见得会改善，因为GDP可能会收缩得更快。

周景彤：

还有个问题，不论是债权人还是股权人，对企业都是有成分的，而这个背景与咱们的融资结构有很大的关系，从国际的比较来看，咱们的融资结构确实很不一样。

陈兴动：

那是共识。一是因为中国的储蓄率高；第二，中国的股权市场不发达。因此，就导致了中国的债务偏高。这没问题，这是大家的共识。但在这个共识前提下，现在中国债务的增长，特别是最近8年涨得太过迅速，还不仅仅是因为债务增长速度快，主要是通过债务融资的资金没有很好地用，效率很低，我觉得这是一大问题。

周景彤：

以前赚钱，然后就是金融体系所谓的空转。。

梁治平：

还有什么问题没有？我们还有最后一个机会。

王正德：

这么好的机会，我请教一下。今天我们请廖总还有专家讲整个宏观的债务情况。从分析上看，国家的整个金融结构，债权融资比例显著偏高，股权融资显著偏少，当前经济形势很严峻。虽然我们去年年底的经济数据是变得好看了一些，但今年这个时期又有一些融资倾向包括变化，让我们对未来的判断仍然具有很强的担忧。从国际上看，“黑天鹅”也在不断地发生，东北亚出现新的情况。从长远的预期来看，经济复苏依然具有极大的挑战性和不确定性。从国内的形势来看，虽然我们掩盖了一些债务恶化的具体事件，但是宏观上来看，一些

投资人、一些行业的机构有一些迷茫，对东三省的看法、对河北的看法，最近河北融投的案子就爆发出来了，河北还有更多的案子在陆续地爆发，东三省尤为严重，当然西部也有很多。我们前两天还谈过国企信仰，我还记得咱们去年在这儿的一次研讨还谈到过这个问题，现在连央企都靠不住了。刚才吴庆的分析我非常赞同，原来我们对国有企业注入过多的信用宽松。民营企业、市场主体弱的企业却受到更多的强约束，反倒是它们相对健康，即便是个别出现问题，也不会造成系统性的崩溃。特别是陈教授讲到，一个是国有企业，一个是非银行金融部门，它以前的信用是被认为比较良好的，结果它通过各种方法、各种所谓的创新手段拿到了太多的流动性的支持，现在在经济恶化或者说经济有巨大压力的条件下，会逐步的暴露出来，而不是一天两天暴露出来。刚才廖董事也讲到了PPP的问题，PPP只是地方的要支付的一些负担的一种展期，某种意义上是这样的。它还有些纯粹的是变相的。如果是纯粹的由地方政府承担，在这种情况下依然还是一个很沉重的话题。我倒是觉得刚才讲到华夏幸福的廊坊案子，反倒是一个好办法，能不能在土地上获得它的收入，那么地方政府至少把它的包袱甩出去了，这个包袱最终直接放在华夏幸福身上了，没有人为华夏幸福买单。

我想请教一下大家的问题是：在如此纷繁复杂的情况下，我们怎么来看“十三五”后半段的债务融资问题？从国家宏观政策角度来讲，怎么调试，怎样有新的启示？对于我们这些产业经济部门来说，怎么看待这些问题？就是我们做房地产的企业，刚才讲到了房地产，当然还有很多实体战略基金，还有一个很大的课题。今天各位年轻的学者和我一样，有一个很强烈的问题：怎么看东三省和部分弱省区？（我们不说贫困区域）。我们知道，长三角、珠三角大部分省份是相当好的，永远是中国经济的领头羊，这片区域的问题相对还好一些，可以用发展来解决。那么东三省还有一些弱省区域，它们爆发的区域性问题是其实是中国当前债务融资问题最大的一块，除了我们刚才讲到的非银行金融部门可能会有大乱在里面。这是一个问题，我想请教。听起来非常有感触，但是我们要落到实践上，落到我们的具体工作上，我特别想听听廖董事给我们作这方面的指导。

梁治平：

谢谢！我想时间也差不多了，廖强，你最后可以做一个总的回应。

廖强：

首先再次感谢得到这个邀请！我一开始就说了，债务可持续性比较复杂，连定义都没有完全统一，更不要说讨论到底可不可以持续了。在讨论债务可持续性的时候，大家心里面定义的那个危机图景可能也不一致，有些人会觉得就是一定要出现一个民不聊生的状态，银行关门，那才叫债务危机、金融危机。另一部分人可能会觉得债务危机就是经济处在衰退期，企业普遍面临所谓的信贷配给。如果定义不一样，大家很难就这个话题展开一个真正有效的讨论。

我今天把我们的看法跟大家分享了一下，希望在此基础上讨论保持现状的机会到底还有多大。因为现状如果能够一直保持下去，其实也是蛮不错的，虽然大家觉得有这样那样的压力，但至少银行还有信贷投放能力，通货膨胀率又不算太高。虽然现状不理想，但也不是很糟糕。可惜，压力正逐步在各个地方显现出来，我们看到银行间市场的名义利率已经开始往上，也会在区域经济上体现出来。刚才王总说了东三省的问题，如果你用我们这个框架去分析东三省的情况，你会发现东三省的存贷比很高，超过100%。全国是在100%以内，但不等于全国的每一个省都是在100%以内，也不等于每一个金融机构都在100%以内。我们已经看到好多银行的贷存比已经超过100%，其中最高的一家我就不点名字了，就是东三省的银行。就是

说背后的逻辑在各个层面、各个市场上已经开始显现，并将日益明显。这种压力正在倒逼央行提前采取措施，主动引导利率上行，释放部分风险。我不认为央行可以继续按照原来的方法进行操作。2016年9月份以来，我看到的是他们确实在采取一些行动，哪怕这些行动是在一些比较小的方面，通过一种比较缓和的措施来推进，但确实采取了一些有效措施来推进去杠杆，而不是像2016年以前那样，只是停留在口头上，说：“哦，有风险”，但行动上没有体现出来。因此，我最后的结论就是：尽管风险存在，政策空间也越来越逼仄，但也毋庸过度悲观，刚才说的宏观杠杆是不是一定会无限制的上升？也不见得。决策者正视这一风险，就意味着还是有机会能够实现缓步去杠杆，实现经济的稳步再平稳。正是因为有这个可能性，所以我们标普现在对中国主权评级尽管是负面展望，但还没有调降。对银行的评级是负面展望，暂时也没有调降。

梁治平：

非常感谢！今天的报告给我们带来很多的新的思考、新的认知，特别是最后廖强的这份总结，我觉得特别清楚，而且把他的立场也说得非常清楚。我们开始也想问，中国的主权评级是不是有什么波动？那就是负面，但是还没有做。根据是什么？今天其实就把这个根据讲出来了，我觉得这是非常重要的一件事情。当然，这些问题如果是这样来看的话，那怎么来解决这个问题？其实最后是要通过国内的、政策层面的思考来行动，还有各种措施的实施来看到它的效果。但可能最重要的是有一些前景性的认识和判断是怎么来的，刚才讲了大家其实有很多分歧，包括基本定义、基本判断都有很多的分歧，当然还有很多利益的问题。但不管怎样，我觉得有标准普尔这样的国际机构存在，这对我们经济生活观察的介入是一个非常好的事情。记得曾经有人写了一篇文章，讲西方“三权”的时候，他说还有“第四权”，就是这种评级机构。因为这些机构的存在，使得很多国家的经济政策的制定跟措施的产生会有一种约束。所以，我觉得这也是一件非常有意义的事情。感谢廖强给我们这样一个报告！感谢几位评议人的参与！谢谢大家！