



供给侧发力去杠杆成效初显

摘要：本文通过回顾过去一个时期以来货币供应量、利率变动与杠杆率变化的对比关系，指出降杠杆与管住货币之间的密切关系。同时通过 2017 年宏观杠杆率上升速度明显放缓的事实，分析了去产能去库存等供给侧结构调整措施对提升价格、企业效益以及降杠杆的促进作用，指出未来一个时期的降杠杆需要在管住货币的同时，更多从供给侧发力，深化改革提升经济运行效率。

关键词：去杠杆；供给侧改革；货币控制

作者：中国人民银行研究局 纪敏 李宏瑾

声明：《中国金融论坛工作论文》旨在促进与经济金融学界的学术交流与研讨，推动社会力量加强对相关问题的研究。论文内容仅代表作者个人学术观点，不代表中国金融论坛、中国人民银行研究局及中国人民银行金融研究所的观点。任何公开报道或引用，请注明来源为《中国金融论坛工作论文》。来源网站：

<http://www.cff.org.cn>。

去杠杆大致分为两种政策思路，一是减少债务，二是做大GDP。实践中，由于减少债务可能带来GDP更大幅度的下降，即出现“债务-通缩”风险，除非危机时被迫，否则一般都不会直接减债，而是通过扩张债务做大GDP以降低杠杆率。

但问题是，采取扩张债务刺激需求的方法降杠杆，前提是名义GDP增长快于债务增长，实践中做到这一点并非易事。事实上，全球金融危机后，在大规模需求刺激政策作用下，包括我国在内的主要经济体的宏观杠杆率却不降反升，名义GDP增长慢于债务增长，需求刺激政策并未降低反而扩大了杠杆风险。

以上情况在近年来得到初步转变。根据国际清算银行数据，2017年2季度我国非金融各部门（居民、非金融企业和政府部门）总体宏观杠杆率为255.9%，六年来首次与上一季度持平；非金融企业杠杆率为163.4%，连续4个季度环比下降或持平。之所以出现积极变化，我们认为，主要得益于从供给侧而非需求侧发力去杠杆这一政策思路的转变。

一、2016年下半年以来的两个积极变化

2016年特别是下半年以来，与宏观杠杆率增速放缓相伴随的，是以下两个积极变化。一是货币及债务增长放缓的同时，名义GDP增速反而大幅上升。2016年特别是下半年以来，中央银行积极创新货币政策调控手段，在满足实体经济合理融资需求的同时，有效控制货币供给，金融监管也得到明显增强。2017年5月以来，M2增速首次降至10%以下，至今保持在9%左右的水平，社会融资增速也略有放缓。但与此同时，名义GDP增速却显著上

升，大体从 2016 年的 9% 上升到 2017 年前 3 季度的 12% 左右（图 1）。债务和名义 GDP 增速一降一升，宏观杠杆率自然得以控制。

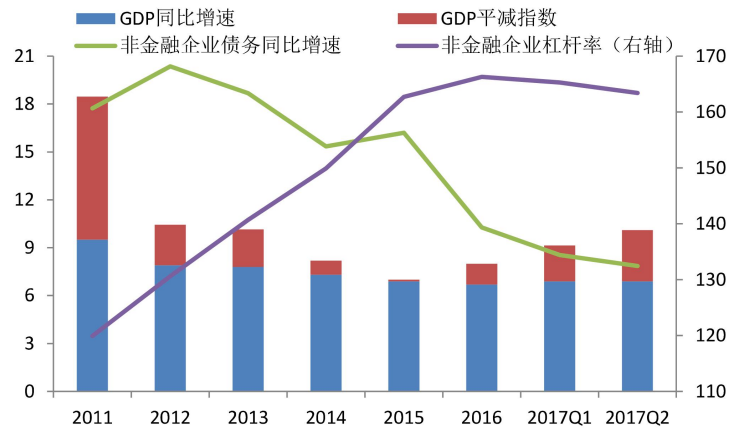


图 1 GDP 实际增速、平减指数、非金融企业债务增速和杠杆率 (%)

注：实际 GDP 增速与 GDP 平减指数之和为名义 GDP 增速，2017 年季度数据根据 BIS 数据推算而得。

二是各类利率均有上升的同时，企业效益反而显著好转。2016 年下半年以来，不仅在杠杆率分子分母数量指标（名义债务与名义 GDP）对比上呈现积极变化，而且在价格指数对比上也是如此。从债务融资成本——利率看，2017 年国债收益率、信用债利率以及贷款利率均有不同程度上升，其中国债利率上升幅度更是达到 100 个基点以上，贷款利率上升也有 40 基点左右。但尽管利率明显上行，企业效益以及投资回报率反而显著上升。2017 年 11 月规模以上工业企业利润累计同比增长 21.9%，较 2016 年 11 月的 9.1% 加快两倍多，上升幅度明显大于利率涨幅。以上两方面的积极变化，无论是债务数量与名义 GDP 增速对比的改变，还是利率与投资回报率变动关系的变化，无疑都反映了经济效益好转、经济运行质量提升对降杠杆的促进作用，特别是非金

融企业杠杆率，由 2016 年 2 季度的 166.8% 的阶段高点，降至 2017 年 2 季度的 163.4%。

二、供给侧发力是宏观杠杆率出现积极变化的主因

2016 年下半年以来的积极变化，固然有出口改善、库存变化等周期性因素的影响，但供给侧结构改革特别是去产能的显著成效，是市场供求关系变化以及企业效益回升的关键。

2016 年，钢铁、煤炭产能分别退出 6500 万吨和 2.9 亿吨以上，超额完成目标任务；2017 年上半年，钢铁去产能完成了全年目标，煤炭上半年共退出产能 1.11 亿吨，完成年度目标任务的 74%。2016 年末，商品房待售面积同比下降 3.2%，其中住宅待售面积同比下降 11.0%。2016 年“营改增”试点全面推开，截至 2017 年 3 季度，累计降低企业税负成本 1.06 万亿。棚改、重大水利工程等薄弱环节取得重要进展，环保力度空前增强。

以上这些大力度的措施，使得即使在短期内，供给也能发生较大调整，供求关系得到逆转，PPI 走出长达 54 个月的通缩，持续大幅反弹，企业效益也因此显著回升。2016 年下半年以来，产能利用率持续回升，2017 年 2、3 季度已连续保持在 76.8% 的历史最高水平。与此相对应，工业企业利润总额 2017 年 3 季度已大幅反弹到 22.8%，我们测算的全要素生产率 (TFP) 也从 2015 年的 3.17%，回升到 2016 年的 3.25% (图 2)。由于在债务增长得到有效控制的同时，名义 GDP 仍大幅上升，宏观杠杆率也得以显著企稳。

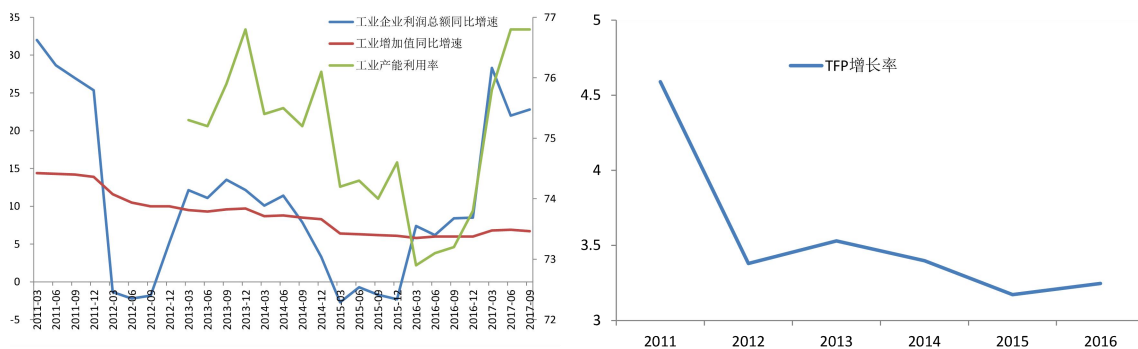


图 2 工业企业经营效益情况和 TFP 增速 (%)

三、政策启示

综合这次的积极变化和之前不尽如人意的降杠杆进程，一个重要的政策启示，就是降杠杆需要更多从供给侧发力。

从过去一个较长时期看，尽管债务扩张能够扩大需求，降低利率有助于降低企业融资成本，但长期来看，囿于体制机制性障碍尚未根本消除，扩张性宏观政策容易使大量资源投入到低端同质化的产业，最终导致无效供给和严重产能过剩，PPI 下跌，企业投资回报率下降，宏观经济反而面临更大的通缩压力。具体看，2012 年以来，我国实际 GDP 增速降至 8% 以下的中高速水平，虽然实际 GDP 增速下降幅度并不大，但 2012 年 3 月以来，PPI 却开始由正转负，当年 GDP 平减指数仅为 2.5%，较上一年大幅下降 6.5 个百分点。之后开始降息降准，2009-2016 年一般贷款加权平均利率由 7.97% 下降到 5.44%，年均降幅 6.64%，但囿于 PPI 持续下跌，企业效益仍逐年下滑，制造业上市公司 ROE 由 2011 年最高的 10.76%，降至 2015 年最低的 6.02%。2014、2015 年 GDP

平减指数分别仅为 0.8%和 0.1%。经济反而面临通缩风险，宏观杠杆率也因此加速上升。

相反，这一次在管住货币的同时，集中在供给侧发力，去产能、去库存、补短板，大量低端无效产能迅速退出市场，经济结构和企业效益得到明显改善，由此带动 PPI 迅速上升并在 2016 年 9 月由负转正并持续上升。两相比较，虽然需求扩张政策在短期也能推动物价上涨和企业效益改善，但其对物价的拉升作用远不如供给侧结构性改革明显，并且还要大量增加债务，并可能伴随低利率环境下的资产泡沫、脱实向虚等金融乱象。

从今后一个时期看，尽管去杠杆政策已取得初步成效，但应当认识到，高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源，我国宏观杠杆率仍处于较高水平，潜在风险尚未得到根本消除。尤为重要的是，债务扩张的体制机制性障碍尚待进一步破解，非金融企业杠杆率虽有所下降，但僵尸企业和低效投资项目大量挤占金融资源的现象仍然存在，国有企业杠杆率仍然偏高；地方政府隐性债务迅速膨胀；居民部门杠杆率水平虽然相对较低，但上升速度较快。

下一步，应按照十九大和 2017 年中央经济工作会议精神，继续深化供给侧结构性改革，提高经济发展质量和效益，从总量和结构两个方面控制债务过快增长，切实巩固去杠杆成果。一是稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，更好地满足高质量实体经济发展的需求；二是深入推进金融监管体制改革，完善问题金融机构和资产处置机制，切实打破刚性兑付，为真正硬化企业和金融机构的

预算约束提供良好制度条件；三是要把国有企业降杠杆作为重中之重，坚定不移深化国有企业改革，完善公司治理，健全市场化退出机制；四是大力发展多层次资本市场，以市场化、法治化方式，推进债转股和资产重组，鼓励发展多种形式的混合所有制企业；五是深化财税体制改革，在加强地方政府预算约束的同时，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。

The Supply Side Measures Gains obvious Effectiveness on Deleverage

Abstract: With the comparison on the changes of leverage ratio and the money supply as well as interest rate in the past period, this paper point out the closely relationship between deleverage and money supply control. Based on the slowdown of the macro- leverage ratio in 2017, we analysis the effects of supply side measures, such as the cut of excess industrial capacity and destocking, on the price hiking, profit and deleverage. To decrease the leverage ratio effectively in the future, we should take more supply side policies and promote the effectiveness of the economy with deepening reform as well as monetary control.

Keywords: Deleverage; Supply Side Reform; Monetary Control