

# 我国四次“去杠杆”政策比较研究

张冰倩<sup>1</sup> 万月<sup>2</sup> (1、中国社会科学院研究生院 北京 102488

2、华夏银行博士后工作站 北京 100005)

中图分类号: F328 文献标识码: A

**内容摘要:**从1999年到2016年,我国杠杆率先后四次达到了阶段性高峰。同时,我国也先后经历了四次“去杠杆”。这四次发生的背景各不相同,所采取的政策也不尽相同,但整体来看,“去杠杆”效果都较为满意。本文通过梳理前后四次“去杠杆”政策,发现一些共同特征,也得到一些启发:第一,托底有效需求前提“去杠杆”。不管何种原因背景下引发的高杠杆及后面的“去杠杆”,我国从来没有采取全面“紧缩性”政策去杠杆。“去杠杆”同时,始终兼顾着有效需求的稳定与扩大。其中,财政政策一直都是积极的,扮演着托底有效需求角色。第二,实质性配套改革落地推进。先后四次“去杠杆”,我国都抓住了“去杠杆”的契机,有效地推进了货币政策及监管机构领域的改革,这能够激活制度活力,从而带来市场主体活力,应对“去杠杆”带来的阵痛。第三,“杠杆率”一旦过高势必会引起系统性风险。2016年“去杠杆”以来力度决心超过以往三次,因为杠杆率越积越高,虽然前几次短时间化解了,但长期给整个经济运行带来了潜在的系统性风险。

**关键词:**去杠杆 财税政策 货币政策

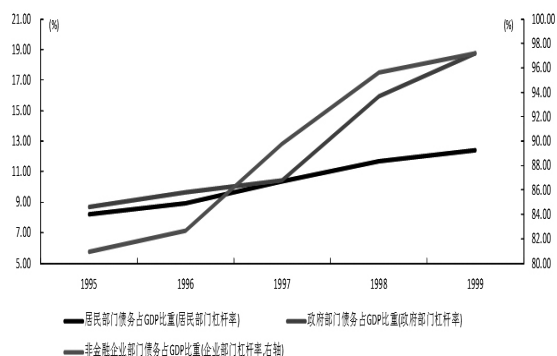
## 我国历次“去杠杆”政策回顾

(一)以国有企业改革为核心的“去杠杆”——1999年前后“去杠杆”

“去杠杆”政策背景。1997年所爆发的亚洲金融危机使我国的经济受到了极大的影响,政府通过宏观调控,从货币与财政政策两方面着手,最终在1998年使我国经济得到回升。但1999年经济增长速度又再次呈现出严重下跌的趋势,更在1999年底达到了历史最低值。经济增长速度问题的发生,不但使得我国各大企业的发展受到极大的阻碍,更易于引起高杠杆的金融风险,各类潜在风险在此环境下开始滋生。例如,国有企业大面积亏损,产能过剩,陷入通缩-债务的恶性循环之中,国有企业杠杆率极度攀升,导致银行不良率过高,金融风险升高。

根据中国社科院统计口径显示,我国在1999年达到

图1 1999年前后我国各部门杠杆率形势变化



来源:中国社科院《国家资产负债表》,下同。

了阶段性杠杆率峰值。其中,非金融部门杠杆率从1995年的8.24%增加到1999年的18.76%,居民部门杠杆率从1995年的8.24%增加到1999年的12.42%,政府部门杠杆率从1995年的8.66%增加到1999年的18.76%。从此数据可以分析得出,非金融部门上升了百分点17个,占据杠杆率的最高位置。因此,从1999年开始,我国开启了以国有企业改革为核心的“去杠杆”,具体如图1所示。

“去杠杆”政策措施。我国1999年前后“去杠杆”过程,其明显特征是国有企业改革,围绕着国有企业改革逐步推进“去杠杆”。此措施的应用与经济大背景下,与国有企业效率低下息息相关,由于其积累了大量的呆账与坏账,故而不得不面临高杠杆的运营,来保证企业的存活。包括以下几个方面政策内容:

第一,国有企业市场化改革政策。1998年第一季度末尾,我国总理朱镕基正式针对国企改革提出要求:大多数大中型国有企业应在三年左右时间范围内建立起现代化的企业运行模式与制度,摆脱当下企业亏损的困境,也就是从此开始正式确立了我国以国有企业改革为核心的“去杠杆”。并逐步开始了有针对性的去杠杆措施施行,石油、冶金等企业最终通过增资减债等方式来降低了其负债率高的难题。在坏债核销准备上,我国做了充分的工作,其中1997年为300亿元,1998年更准备了400亿元,这些资金大约每年帮助一千三到一千四百家国有企业度过了难关,最终降低了2%的国有企业负债率。

第二,为四大国有银行“去杠杆”,成立了四大资产管理公司。要对工农中建几家银行的不良资产进行剥离成

立了四家金融资产（长城、信达、华融、东方）。这部分企业的建立以管理、收购以及处置原有银行不良资产为目标，并帮助其降低金融风险，保全银行资产。

第三，积极的财政政策全面托底各项有效需求。增发国债。1999年，发放长期国债约1100亿元用以加大国内基础设施建设，同时推进高新技术产业以及重点行业，此时中央财政赤字相应增加了300亿元。同年7月伊始我国开始正式调整税收，提升了出口退税率，帮助出口的提升。同年11月份，我国在个人所得税的征收上进行了恢复，最终民生支出金额上升到了540亿元人民币。

第四，稳健偏扩张货币政策刺激消费需求。增加货币供给数量。1999年的11月份中国银行将出口准备金率进行了下调，从原来的8%调整到了6%，同时放松了对小企业的贷款。1999年三月份，中国银行启用150亿元资金用于支持农村信贷，从而帮助中小企业的发展，扩大生产经营，并在当年的十一月份发布了要求其他银行针对小企业合理贷款需求应进行满足的通知，以此来提升信贷消费。也从此开始，中国银行在贷款品种、规模以及信贷范围等领域进行了放款，更引入了免息还款期等概念来促进消费。1999年九月份，中国银行为支持居民购房，对个人住房贷款的利率给予了十分优惠的低利率价格。

“去杠杆”政策效果。有效需求回升扩大，经济增速回升。本轮以国企改革为核心的去杠杆，使得杠杆率得到了有效的控制，“去杠杆”效果显著，消费需求扩张，经济增长企稳回升。

（二）经济过热背景下的“去杠杆”——2004年前后“去杠杆”

“去杠杆”政策背景。2004年前后我国在固定资产投资领域有了急速的发展，依照2004年的GDP数据显示，第一季度GDP增长9.7%，而其中固定资产投资所形成的增长率即高达43%，而在第一季度前两月更是达到了53%，此增长速率相较于1994年来说，刷新了记录。这表明当时经济发展生产供应能力无法跟上日益增长的总需求，总需求扩大受运输、材料以及能源等条件不足的束缚，导致价格大幅上涨，宏观经济状态表现出过热现象。这使得与固定资产投资行业有关的工业部分得到了超常发展。

货币供给增速不断加快。1998-2001年间，货币供给量M2和M1平均增速大约在14%，而进入到2002年之后，增速明显加快，2002年M2和M1增速同时达到16.8%，2003年则又增快了速度。2003年，M2增加速度达到了全年19.6%，而M1增速则达到了18.7%，经济发展中的货币供应趋于活跃。

而在这一经济过热的宏观环境背景下，我国的各部门的宏观杠杆率再次呈现上升趋势。根据中国社科院统计口径显示，非金融企业部门杠杆率从2001年的92.92%增加到2004年的105.90%，居民部门杠杆率从2001年的13.17%上升到2004年的17.41%，政府部门杠杆率从2001年的22.66%增加到2004年的27.57%。结合上述结果可知，非金融部门的杠杆率在此阶段上升的范围较大，增加了将近13%。这深刻反映了当时我国经济发展过热的背景。因此，从2004年第2季度前后，我国开启了新一轮“去杠杆”。

“去杠杆”政策措施。针对这一轮经济过热引起的高杠杆，我国于2004年第2季度前后开启了以缓解经济过热为目的“去杠杆”，采取了一系列政策，如图2所示。

首先，保证货币政策稳定有序。通过利率杠杆的积极影响，能够对信贷总量的过快增长进行有效抑制。2004年，中国银行对再贷款利率及再贴现利率进行了调整，调整的幅度分别为0.63%和0.27%。同年4月，中国银行上调了存款准备金率幅度0.5%，半年后上调对短期贷款利率幅度0.27%，其他档期的基准利率也进行了调整。通过对贷款利率的市场化改革措施，能够有效建立全面的市场金融体系。

其次，积极的财政政策。为了能够实现有效“去杠杆”，

图2 2004年前后我国各部门杠杆率形势变化

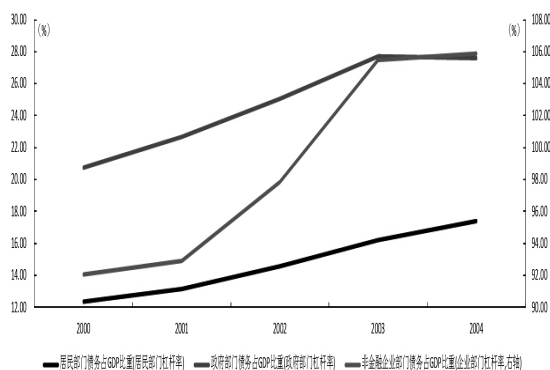
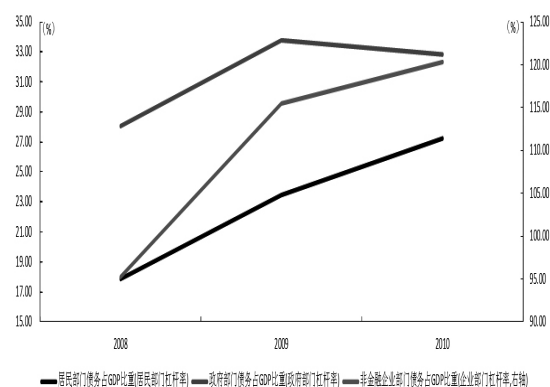


图3 2011年前后我国各部门杠杆率形势变化



国家财政支出倾向于增加民生服务范围,尤其增加“三农”专项经费支出、人民就业以及科教文卫等关系民生的财力保障。同时,对影响人民衣食住行的电力、公路、城建等多个方面进行改革。

再次,调整进出口关税,扩大改革开放力度和范围。自从2004年开始,我国的出口退税率降至12.11%,并通过完善地方、中央共担机制。此外,《中华人民共和国进出口关税条例》对进出口商品的关税进行了明确征收要求,有效践行了加入WTO的各项承诺,不仅有效加大了改革开放的力度,而且有效拉动了内需。

最后,新一轮税改拉动内需。2004年7月,我国增值税改革率先在中部及东北部分省份展开,在改革区域全面实施消费型增值税。同年,在对非农业计税土地征收的农业特产税进行改革(此次改革不包括烟草行业)。

“去杠杆”政策效果。需求结构得到了合理的改善。经过本轮“去杠杆”,杠杆率得到了有效下降,同时,也改善了需求结构,经济过热趋势得到了缓解。GDP不变价同比增速也从2004年第4季度低值8.8%增加到2006年第2季度的13.7%;居民最终消费支出名义同比增速,从2003年低点7.35%增加到2005年的13.88%,居民消费需求得到了有效满足与持续扩大。货币增速得到了大幅度控制。2004年,M1和M2的增长率都大幅下滑,其中M1降至13.6%,相比于上年下降的幅度为5.1%;M2降至14.7%,相比于上年下降的幅度为4.9%。在所有金融机构中,人民币贷款的增加额度达到比2002年增加4173亿元的2.26万亿元。随着货币增速的降低,宏观经济也出现了降温的现象。杠杆率得到了有效控制和下降。非金融部门杠杆率从2004年的105.9%下降到2008年的95.2%,政府部门杠杆率从2004年27.57%增加到2007年的30.09%,居民部门杠杆率从2004年的17.41%增加到2007年的18.75%。从上述变化趋势来看,我国的宏观杠杆率得到了有效控制。

(三)通货膨胀背景下的“去杠杆”——2011年前后“去杠杆”

“去杠杆”政策背景。通胀上升加快。CPI在我国出现了大幅上扬的现象,从2010年的1月至2011年7月增幅高达4.95个百分点。食品CPI当月同比从2010年1月3.7%达到2011年7月份峰值14.8%,而非食品CPI当月同比也从2010年1月的0.5%达到2011年6月份峰值3%。上述结果表明:经济通胀压力已经在我国各行各业中开始加大。

杠杆率在2011年前后达到峰值。如图3所示,其中,根据中国社科院统计口径显示,非金融部门杠杆率从2008年的95.20%增加到2010年的120.34%。政府部门杠杆率

从2008年的28.06%增加到2010年的32.84%。居民部门杠杆率从2008年的17.87%增加到2010年的27.26%。非金融部门的杠杆率在短短3年时间上升了将近25%,居民部门杠杆率也上升了将近10%。这说明这一轮杠杆率上升全面广泛,也反映了通胀率背景下的高杠杆率特色。我国在2011年前后开始着力进行“去杠杆”。

“去杠杆”政策措施。货币政策由前期的适度宽松慢慢向稳健偏紧发展。2008年金融危机后,我国出台了降息降准等一系列适度宽松的非常规货币政策。之后我国国民经济率先走出危机,货币政策向正常化进行转变。2011年针对存款类金融机构准备金率进行了6次上调,以增加货币的回流。同时,在2、4、7月分别不同程度的调整了存贷款基准利率。经过2011年一系列货币政策收紧措施,我国M2和国内信贷同比大幅度下降。其中,2011年,M2的增速从年初的17.2%最终下滑到13.6%,国内信贷的增速则从2011年年初的18.03%最终下滑至17.14%的比例。

增加财政政策,保障民生支出费用。2011年,我国财政机构为建设公租房、廉租房以及棚户区,抽调出了180亿元作为此类型项目的财政支持,另外,财政部门抽调出

图4 2014年12月以来各资管子行业规模

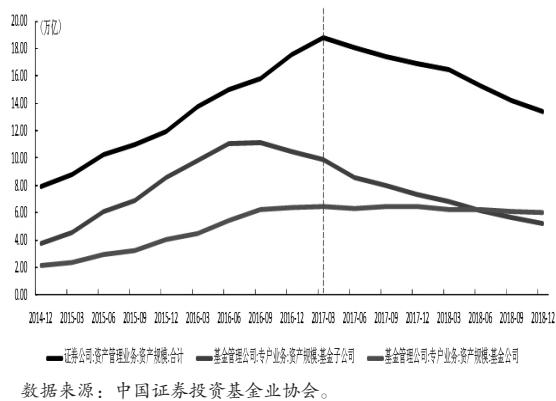
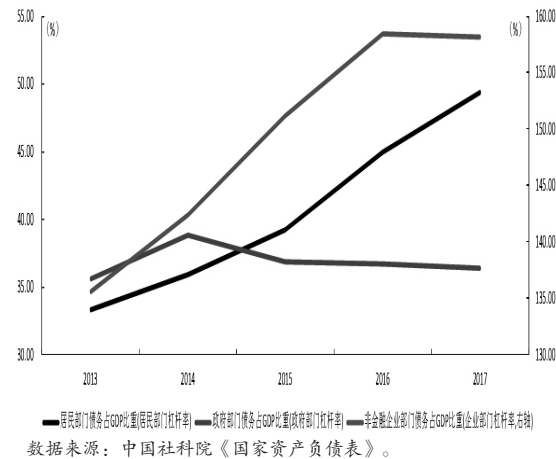


图5 2016年前后我国各部门杠杆率形势变化



了123亿元,来支持新农保试点,提升新农保的覆盖范围,覆盖率从40%上升到了60%。

严厉施行房地产调控政策。2011年1月,国务院正式颁发有关做好房地产市场调控的通知,标志着历时持久的房地产调控政策正式拉开帷幕,通知提出了限购升级等一系列管控措施,同年3月份更提出了商品房价格应按照国家明码标价的规定,5月正式施行。

“去杠杆”政策效果。高企通胀快速下降。2011年一系列财政政策与货币政策的有效实施,通胀也得到了有效地控制。我国CPI当月同比从2011年7月峰值的6.45%降低到2012年12月的2.5%,食品CPI当月同比从2011年7月峰值14.8%下降到2012年12月的4.2%,非食品CPI当月同比也从2011年6月峰值的3%下降到2012年12月的1.7%。杠杆率得到了有效地控制。按照中国社科院统计口径显示,我国非金融部门杠杆率从2011年的120.34%下降到2012年的117.79%,下降了大约3个百分点;政府部门杠杆率从2010年的32.84%下降到2011年的31.56%,下降了大约1个百分点。居民部门杠杆率从2010年的27.26%略微上升到2011年的27.81%,略微上升了0.6个百分点。本轮以抑制通胀为目标的“去杠杆”使得各部门的杠杆率增长速度得到了有效控制,我国的非金融部门的杠杆率开始降低。同时,居民用户及政府的杠杆率基本维持不变。

(四)防范系统性金融风险背景下的“去杠杆”——2016年前后“去杠杆”

“去杠杆”政策背景。分业监管导致机构监管标准不一蕴藏监管套利空间。我国从2003年4月银监会成立后,到2018年3月,形成了“一行三会”格局。由于金融行业的不断进步与繁荣,该格局下的分业监管出现了监管套利现象。2006年《国务院关于保险业改革发展的若干意见》正式实施,险资出现了持续扩大的趋势并涉及到股票等多种资产。不过,由于险资范围和数量的增加,按机构分业监管下存在监管漏洞,业内的乱象逐渐凸显。尤其是2017年前后,由于金融创新的过度表外化和融资业务的过度同业化,金融业的交叉风险一步步加剧,资管通道业务急增、资金过度运用杠杆,导致金融行业的风险系数大幅度增加。在影子银行的发展及作用下,金融高杠杆的现象越来越普遍,受此影响的结果也越来越严重。2010-2016年影子银行规模快速扩张,根据中国银保监会数据显示,我国影子银行规模从2004年的1.16万亿元持续扩张到2017年的26.94万亿元。随着影子银行规模的扩大和速度的加快,资金上行、下行的压力均有所加大。同时,影子银行在进一步扩大影响范围的过程中,持续向地方融资平台、产能过剩国企输血,

导致杠杆上升、风险堆积,整个金融行业面临巨大的威胁与挑战。同时,系统性风险随着资管业务的发展而持续增加。2012年,国家证监会进一步加大对资产管理的力度并颁布了相关管理办法。受此影响,大批次的公募机构申请并获得成立子公司的审批。接着,通过与成立子公司的强强联合,券商资管融资需求的规模持续扩大。伴随着资管业务的顺利开展,使得金融机构的融资出现了过剩现象,并存在刚性兑付等多种风险。同时,不同的风险点之间还存在较强的关联关系。如图4所示,各管子行业规模从2014年第4季度后快速增长,其峰值都基本集中在2017年第1季度前后。其中,基金子公司资管业务规模在2016年第3季度达到峰值11.15万亿元,基金公司资管业务规模在2017年第1季度达到峰值6.44万亿元,证券公司于2017年1-3月实现18.77万亿元的最好业绩。

在这一系统性金融风险不断上升的背景下,使得我国的宏观杠杆率不断攀升。其中,非金融部门杠杆率从2013年的135.56%增加到2017年的158.19%,居民部门杠杆率从2013年的33.36%增加到2017年的49.36%,政府部门杠杆率从2013年的35.65%增加到2017年的36.44%。通过上述的数据分析可知:杠杆率在一些非金融机构中的比例持续扩大,上升幅度达到将近23%,居民部门杠杆率上升了近16%。这说明本轮系统性金融风险主要集中在非金融部门和居民部门。因此,在这一背景下,我国从2016年开始,着力进行以防范系统性金融风险为主要目的的“去杠杆”,具体如图5所示。

“去杠杆”政策措施。一方面,颁布并实施有效应对地方债务风险的政策措施。《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》中提到,地方政府的债务风险具有控制的合理范围内,并通过限额管理的方式实施专项及一般债务限额管理。在限额管理方面,地方政府受限于国家经济形势的变化以及国务院据此作出的形势判断。国务院有关地方政府债务限额的决定需要经过人大的同意后方可实施,形成有助于地方政府债务分类管理的相关政策,并被纳入到预算管理的范畴。《地方政府债务性风险应急处置预案》中也明确指出了:地方政府在有效处置债务性风险时应当遵从总体部署及实施方案,并要求地方政府需要在规定的限额内发行债务,也就是设置了地方政府发行债务的上限。《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》中指出,地方政府需要建立健全债务风险的预警及防范机制,并能够及时、有效地化解各类风险。同时,《通知》中也进一步明确了地方政府发行债务的上限。对于违规违法从事担保融资的个人和组织给予严厉打击。2016年,国家财政部通过各

地专员对地方政府发行债券行为进行逐一排查，对于发现存在违规从事担保融资的单位进行批评，并督促其在规定的时间内整改完毕。

另一方面，全面防范系统性风险为主基调的金融监管政策。中共中央在召开 2015 年度经济工作会议时明确指出去杠杆为 2016 年五大改革任务之一，去杠杆表示的是通过金融风险专治措施和手段，对于非法集资的行为予以坚决打击，确保区域性地方政府债务风险处于可控、在控的状态。考虑到金融业务中由于管理不到位而普遍存在的无序扩张等前期发展带来的潜在风险问题，密集出台监管政策文件，涉及信托风险、银行理财、证券投资基金子公司管理等多个领域。2017 年金融监管向纵深推进，陆续出台监管文件超过 20 个，监管部门已经跨越原有的一行三会部委，财政部、发改委、司法部等其他部委也积极配合金融监管政策的实施落地。党中央和政府对于“去杠杆，防风险”予以高度重视并进行了科学部署，比如 2017 年度召开的国家金融会议上就指出：采取积极有效措施避免系统性风险的产生，加强宏观审慎责任的落实。在组织结构上，还专门成立了国务院金融稳定发展委员会对全国的金融业务实施监督与管理。2018 年，中国银保监会成立，这标志着我国从国家层面开始重视金融产业的健康、有序发展。同年，《关于完善系统性重要金融机构监管的指导意见》阐述了特别处置机制的重要性和必要性，并提出相应机构需要建立健全监管及处置机制。

“去杠杆”政策效果。2016 年以来的以防范系统性金融风险为主基调的“去杠杆”，随着 2016 和 2017 年密集出台的金融监管政策文件的规范，前期积累下的潜在风险得到了有效防范控制，不规范的无序的金融扩张得到了遏制。为了能够使“杠杆率”控制在合理的范围之内，需要采取积极、有效的措施防范系统性金融风险。

信贷增速和银行资产增速快速下降。其中，国内的信贷增速开始放缓，由 2016 年 1 月的 25.67% 下降到 2017 年 12 月份的 11.26%；M2 也出现增速放缓的趋势，至 2017 年仅为 8.1%，相较于 2016 年的 14% 下降 5.9%。同时，主要商业银行资产规模增速也在快速下降，尤其是在经历 2017 年历史最严监管年之后，下降幅度加快。股份制商业银行总资产增速从 2016 年 2 月份的 18% 下降到 2016 年 12 月的 17.2%，2017 年 12 月份增速下降到 3.1%。而其他城商行、农村金融机构、大型商业银行业是保持同样的下降趋势。

杠杆率得到了有效下降。根据中国社科院统计口径显示，我国非金融部门杠杆率从 2016 年的 158.48% 下降到 2018 年的 153.55%，政府部门的杠杆率从 2016 年

的 36.71% 增加到 2018 年的 36.95%，居民部门杠杆率从 2016 年的 44.96% 增加到 2018 年的 53.2%。从上述变化趋势可以看出，广大居民与政府的杠杆率能够被控制在有效的范围之内，并出现下降的趋势。另外，根据《上海证券报》央行副行长陈雨露披露，2016 年以来，我国“去杠杆”政策取得了初步的成效。2016 年 -2018 年，宏观杠杆率每年平均上升 5.8 个百分点，2018 年宏观杠杆率下降了 1.5 个百分点，相比于前些年宏观杠杆率每年平均上升 10 多个百分点，稳杠杆的目标初步实现，系统性金融风险得到了有效控制。因此，综合来看，本轮以防范系统性金融风险为目的的“去杠杆”初见成效，金融风险得到了有效控制。

### “去杠杆”政策启示

本文通过梳理前后四次“去杠杆”政策，发现一些共同特征，也得到一些启发：第一，托底有效需求前提“去杠杆”。不管何种原因背景下引发的高杠杆及后面的“去杠杆”，我国从来没有采取全面“紧缩性”政策去杠杆。“去杠杆”同时，始终兼顾着有效需求的稳定与扩大。其中，财政政策一直都是积极的，扮演着托底有效需求角色。第二，实质性配套改革落地推进。先后四次“去杠杆”，我国都抓住了“去杠杆”的契机，有效地推进了财税或者货币政策或者监管机构领域的改革，这能够激活制度活力，从而带来市场主体活力，从而应对“去杠杆”带来的阵痛。例如，1999 年“去杠杆”，我国企业开始实施现代企业制度。2004 年“去杠杆”试点“增值税”税制改革。2011 年“去杠杆”试点房产税。2016 年，国家建立了专门负责“去杠杆”工作的国家金融稳定委员会，负责落实一行三会，以及银保监会机构合并。第三，“杠杆率”一旦过高势必会引起系统性风险担忧。2016 年“去杠杆”以来力度决心超过以往三次，因为杠杆率越积越高，虽然前几次短时间化解了，但长期给整个经济运行带来了潜在的系统性风险。

### 参考文献：

1. 任泽平. 当前经济形势与 1999 年的比较及启示 [J]. 中国发展观察, 2014 (17)
2. 钟瑛. 20 世纪 90 年代以来的中国宏观经济政策调整 [J]. 当代中国史研究, 2005 (4)
3. 史福厚, 周建民. 改革开放以来我国经济过热比较研究 [J]. 内蒙古财经学院学报, 2004 (4)
4. 影子银行、资本监管压力与银行稳健性 [R/OL]. <http://www.circ.gov.cn>. 中国银保监会, 2019-1-15
5. 任泽平, 方思远. 从加杠杆到去杠杆: 全面梳理 2016-2018 年加强金融监管的背景、要点和影响 [R]. 恒大研究院, 2018-3-6
6. 陈雨露. 去年宏观杠杆率下降 1.5 个百分点, 稳杠杆目标初步实现 [N]. 上海证券报, 2019-3-5