

不一样的杠杆

——从国际比较看杠杆上升的现象、原因与影响

张斌 何晓贝 邓欢

(中国金融四十人论坛,北京 100032;

中国社会科学院世界经济与政治研究所,北京 100732)

摘要:本文以次贷危机前美欧国家的杠杆率上升为参照,比较了中国2009-2016年期间中国杠杆率上升的现象、构成、原因及其对实体经济的影响。较高的货币增速、地方政府和国有企业预算软约束、高储蓄率等旧原因难以解释中国近年来杠杆率的快速上升。从制造到服务的经济结构转型特定背景下,债务扩张带来的真实GDP增速和通胀增速边际效力下降,带来杠杆率上升。应对中国式高杠杆,宏观层面重点是避免通缩,结构层面重点是放松服务业管制、平衡中央和地方关系并推动相关投融资机制改革,以及其他释放经济增长活力的改革措施避免政府被动加杠杆。

关键词:杠杆;债务-通缩恶性循环;经济结构转型

JEL分类号:E44, G01, N20 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2018)02-0015-15

一、引言

全球金融危机以来,中国非金融部门的杠杆持续快速上升,债务问题引发高度关注。金融业界、尤其是海外投资者,经常把中国债务问题作为中国经济的头号风险要素。穆迪和标普下调了中国的主权债务评级¹。国际清算银行(以下简称BIS)用“私人非金融部门

收稿日期:2017-09-06

作者简介:张斌(通讯作者),经济学博士,研究员,中国金融四十人论坛、中国社会科学院世界经济与政治研究所,Email: zbiwep@126.com.

何晓贝,中国金融四十人论坛。

邓欢,中国金融四十人论坛。

* 作者感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

1 2016年3月2日,穆迪将中国的长期主权债务评级展望下调至“负面”,随后把中国的25家非保险金融机构、8家保险公司、38家国有企业以及34家市政基础设施公司的评级展望下调为负面。3月31日,标普将中国的主权信用评级展望从“稳定”下调至“负面”,中移动、中海油、中石化等20家企业的评级展望也被下调至负面。2017年5月24日,穆迪宣布将中国的评级由A3下调至A1,展望从负面调整至稳定。穆迪发布的新闻稿称,在此次调降评级中所反映的预期是,随着潜在的经济增长放缓,中国财政状况未来几年将会有所削弱,经济层面的债务水平将继续上升。

信贷/GDP 缺口”作为银行业危机的早期预警指标,并定义当该指标超过 10,意味着该国很可能在三年内发生银行业危机²。据 BIS 数据³,截至 2016 年第 4 季度中国大陆的信贷缺口高达 24.6,在所有经济体中高居第 2,仅次于香港特区的 30.3。国际货币基金组织(以下简称 IMF)连续几年在与中国的第四条磋商报告中警告中国的债务问题,2016 年的第四条磋商报告特别强调了债务问题的严重性,认为中国企业债务过高且仍在持续增长,破坏性调整的风险不断上升(increasing risk of a disruptive adjustment),建议尽快采用全面综合的手段解决企业债务问题。

BIS、IMF、国际评级组织等机构主要是基于国际经验对中国的杠杆快速上升现象发出警示。这些警示值得关注,但是国际经验同样显示有些杠杆不是很高的国家发生了危机,有些杠杆很高的国家却没有发生危机;大的危机过后会普遍出现去杠杆现象,有些国家的去杠杆进程对实体经济带来了非常严重且持续的破坏,有些国家的去杠杆进程对实体经济破坏有限。针对中国非金融部门快速上升的杠杆,仅关注杠杆本身高低和杠杆变化速度远远不够。认识和评价杠杆对实体经济的影响,以及如何对应对高杠杆现象,还需要结合具体国情讨论,甄别一系列要素:杠杆提升的背景和原因、杠杆背后债务人和债权人面临的约束条件和行为特征,以及宏观经济管理当局的应对方式等等,如此才能综合认识和评价杠杆及其与实体经济之间的联系。

学术界和监管部门对中国的非金融部门杠杆的构成和原因做了许多有价值的研究。从国际比较来看,中国非金融部门当中企业的杠杆过高,居民和政府的杠杆不高。钟宁桦等(2016)基于 1998-2013 年间近 400 万个规模以上工业企业负债率的分析发现,中国企业整体在去杠杆而不是加杠杆,显著加杠杆的是数千家大型、国有、上市的企业且难以被企业层面因素所解释。这一发现的结论也被谭小芬(2016)等众多后续多数研究支持。纪敏等(2017)等指出信息和交易成本、税收负担和预算软约束激励机制与杠杆结构密切相关,大企业、市场化发育程度较差地区以及国有企业等预算软约束部门造成了高杠杆,高储蓄支撑的投资导向增长模式决定了中国较高水平的杠杆率。高善文(2017)基于上市公司数据指出,在企业负债率下降背景下,企业杠杆快速提升主要来自企业资产周转率下降,而企业资产周转率下降则与生产者价格(PPI)密切相关。

研究层面还有诸多悬而未决的问题。首先,被国内外学者普遍采用的杠杆率国际比较过于粗略,对于理解和应对中国非金融部门的高杠杆现象难有实质性借鉴价值,更细致的国际比较能得到不同结论;第二,政府主导的高速基建投资、国有企业和地方政府预算软约束一直存在,高储蓄现象一直存在,但是中国在金融危机之前的很长时间里宏观杠杆率不高,而在金融危机以后陡然上升,仅凭这些旧因素不能解释新问题;第三,中国特定背景下的高杠杆究竟如何影响实体经济迄今为止没有涉及。

² BIS Quarterly Review, September 2016, p22。具体还可参阅 Drehmann (2013)。

³ 数据链接:http://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm。

本文立足于国际比较视角,讨论杠杆与实体经济的联系,突出了中国金融危机以来中国杠杆率变化与众不同的表现、原因和可能带来的影响。文章主要发现和结论如下:(1)从构成上看,中国2009-2016年间的杠杆快速上升并非来自更快的债务增长,而是来自真实GDP增速放缓和GDP通胀因子下降,过度加杠杆的主体并非居民部门而是企业,这与美、欧等国次贷危机之前居民部门过度负债带来的加杠杆不同。(2)从原因上看,较高的货币增速、地方政府和国有企业预算软约束、高储蓄率等旧原因不能解释新问题。政府为了避免经济增速过度下滑和债务-通缩恶性循环所采取了债务扩张,债务扩张在经济结构转型特定背景下带来的真实GDP增速和通胀增速边际效力下降,并由此带来杠杆率上升。这与美、欧等国次贷危机之前金融机构放松信贷条件带来的加杠杆不同。(3)从对实体经济的影响看,中国的加杠杆有助于避免债务-通缩循环,熨平就业压力和产出淘汰压力,但也带来了一些低效率的资源配置并增加了金融体系风险。国际经验表明居民加杠杆引发危机和GDP增速持续下降的概率远高于企业加杠杆。结合中国情况来看,未来企业被迫去杠杆压力有所缓解,引发危机的概率低,对实体经济的负面影响有限。(4)应对中国的高杠杆,通过遏制货币发行、限制债权人(金融中介)或者是债务人(地方政府和国企)、债务重组都不足以解决问题。宏观层面避免债务-通缩恶性循环,结构层面通过放松服务业管制、平衡中央和地方关系并推动相关投融资机制改革、以及其他释放经济增长活力的改革措施能减少政府保稳定和就业的压力,避免政府被动加杠杆。

二、文献回顾

金融危机以后,越来越多的研究开始关注债务和杠杆对宏观经济运行的影响。Rogoff and Reinhart (2009)指出,债务杠杆提升会增加爆发危机的概率,这两位作者的文章引起了广泛关注和讨论。Cecchetti et al. (2011)的BIS工作论文中指出,现代经济运行离不开杠杆,但是过度使用杠杆不利于实体经济。杠杆上升可以区分为“好的加杠杆”和“不好的加杠杆”。预期生产率提高或者打破金融抑制都可能带来加杠杆,这些加杠杆行为是实现跨期和跨部门的资源配置改善的手段,是“好的加杠杆”;政府过度举债、金融消费者的羊群效应,或者金融中介机构忽视风险放松信贷条件等行为也会带来加杠杆,这些加杠杆行为带来跨期和跨部门的资源配置扭曲,是“不好的加杠杆”。

“不好的加杠杆”是资源配置扭曲,其负面后果在杠杆难以持续、开始去杠杆的过程中会显现和放大。McKinsey Global Institute (2010)发现,国际经验来看去杠杆平均历时6-7年,债务/GDP下降25%(中值),信贷大幅下降(前十年均值17%到去杠杆阶段4%),去杠杆的最初几年会经历经济衰退。去杠杆会带来实体经济严重下降,主要的作用机制是债务-通缩恶性循环。债务-通缩机制较早由Fisher(1933)提出,后来经Bernanke(1983)、Minsky(1986)等众多学者补充完善。过度的债务水平带来了过度的债务偿还压力,债务人低价出售产品、资产还债或者是选择破产,信贷需求下

降;金融中介因为风险上升而减少信贷供给;全社会信贷下降(去杠杆),支出水平也随之下降并导致通货紧缩,而通货紧缩进一步增加了真实的债务负担,带来更大的债务偿还压力。这构成了一个恶性循环过程。债务-通缩恶性循环会带来产出损失是因为市场失灵,依靠商品价格下降不仅难以有效地刺激需求增加,反而会进一步减少需求。

Eggertsson and Krugman(2012;以下简称EK)将明斯基时刻(Minsky, 1986)、费希尔(Fisher, 1933)的债务通缩理论,以及辜朝明资产负债表衰退理论(Koo, 2008)融合在一起,以完整的逻辑讨论了杠杆变化对实体经济的影响。EK假设经济体中有“有耐心”和“没有耐心”两种人。“没有耐心”的人更倾向于增加当期的消费,向“有耐心”的人借款并成为债务人;“有耐心”的人是债权人。EK(2012)假设“明斯基时刻”表现为债权人对债务人信任程度下降,负债上限突然收缩。在外生的去杠杆冲击下,债务人需要短期内偿还债务,支出因此大幅下降。债务人支出大幅下降,债权人必须大幅增加支出才能实现总需求与总产出的平衡。只有预期实际利率大幅下降,甚至降至负值,才能让“有耐心”的债权人大幅提高当期的支出而非将支出延迟到未来。如果名义利率不能快速下降到足够低的水平(尤其是受到零下限约束的情况),降低预期实际利率的方式只能是提高预期通胀。EK(2012)讨论在价格完全灵活的情况下,如果长期来看价格稳定在均衡水平,提高当前通胀预期的就意味着当前的价格水平的降低,因此形成了通货紧缩。通货紧缩使得债务人的实际债务负担更重,这是Fisher(1933)的债务通缩理论。如果去杠杆冲击持续,债务人始终在偿还债务而无法增加开支,则需求和产出持续收缩,这也反映了Koo(2008)的核心理论。EK(2012)关注的重点是去杠杆对实体经济的影响机制,影响程度究竟如何还要看各个国家的具体情况,尤其是杠杆提升的背景和原因、杠杆背后债务人和债权人面临的行为特征和约束条件,以及宏观经济管理当局的应对方式等等。

三、不一样的杠杆

(一)不一样的表现

自80年代中期以来,中国非金融部门杠杆率一直在围绕着上升通道波折前进。非金融私人部门债务占GDP的比重从1985年末的68.2%上升到2016年底的210.6%;包含了政府债务的全部非金融部门债务占GDP的比重从1995年末的108.7%上升到2016年底的257%。截至2016年末,中国非金融企业、家庭和政府债务总额分别为123.5、32.9和34.5万亿元,与GDP之比分别达到166.3%、44.4%和46.4%(BIS, 2016)。

中国私人部门债务杠杆率的上升势头在金融危机后明显加速,造成了今天备受关注的高杠杆。金融危机以后中国的债务和杠杆率上升可以分为两个阶段,第一个阶段是2008-2009年期间为应对金融危机而采取的大规模信贷扩张,仅仅一年的时间里杠杆率

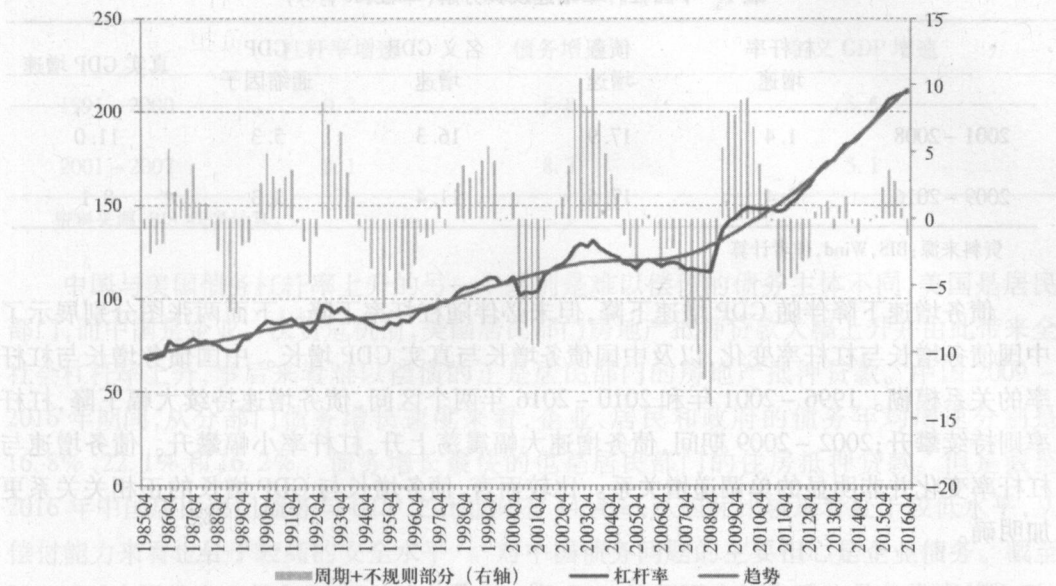


图1 中国的私人部门债务/GDP(%)

数据来源: BIS, 作者加工。

上升了25个百分点, 债务增速达到37.3%。第二个阶段是2009年以后杠杆率的稳步持续上升, 这个期间债务增速和GDP增速都在下降。下面我们重点分析的内容是2009年以后的杠杆率上升。

金融危机以后非金融部门杠杆率上升势头加快, 主要来自名义GDP增速显著放缓。杠杆率可以分解为两个部分, 分子是债务水平, 分母是名义GDP。金融危机以来的杠杆率快速上升, 主要来自名义GDP增速大幅下降。2001-2008年期间, 非金融机构债务从14.2万亿增加到45万亿, 年均增速17.9%; 名义GDP从11万亿上升到31.9万亿, 年均增速16.3%; 同期非金融债务杠杆从128%上升到141%, 年均增速1.4%。2009-2016年期间, 非金融机构债务从61.8万亿增加到190.9万亿, 年均增速17.5%; 名义GDP从34.9万亿上升到73.5万亿, 年均增速11.4%; 非金融债务杠杆从177%上升到257%, 年均增速5.4%。两个时期相对比, 后一个时期的债务增速并没有高于前一个时期, 后一个时期杠杆率大幅上升主要来自名义GDP增速的显著下降。后一个时期年均名义GDP增速较前一个时期下降4.9个百分点, 其中年均真实GDP增速下降了2.9个百分点, GDP通胀因子下降了2个百分点。前后两个时期GDP通缩因子的变化对杠杆率变化的影响很显著。如果后一个时期与前一个时期通胀因子相同, 截止2016年末的债务杠杆率为224%, 较目前低33个百分点。

表 1 中国杠杆率增速及其分解(单位:% ,yoy)

	杠杆率 增速	债务 增速	名义 GDP 增速	GDP 通缩因子	真实 GDP 增速
2001 - 2008	1.4	17.9	16.3	5.3	11.0
2009 - 2016	5.4	17.5	11.4	3.3	8.1

资料来源: BIS, Wind, 作者计算

债务增速下降伴随 GDP 增速下降, 但未必伴随杠杆率下降。下面两张图分别展示了中国债务增长与杠杆率变化, 以及中国债务增长与真实 GDP 增长。中国债务增长与杠杆率的关系模糊。1996 - 2001 年和 2010 - 2016 年两个区间, 债务增速持续大幅下降, 杠杆率则持续攀升; 2002 - 2009 期间, 债务增速大幅震荡上升, 杠杆率小幅攀升。债务增速与杠杆率变化并非明显的单调递增关系。比较而言, 债务增长与 GDP 增长的正相关关系更加明确。

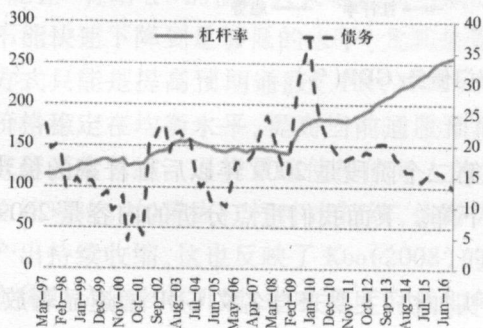


图 2 杠杆率与债务

数据来源: Wind。

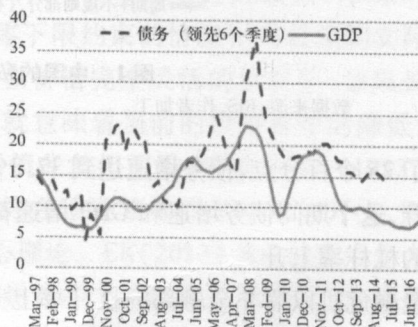


图 3 债务滞后值与 GDP

中国与美国债务杠杆率上升的差别在于美国加杠杆来自债务增长加速, 而中国来自名义 GDP 增长减速。金融危机之前, 一个典型的、以美国为代表的加杠杆过程是金融中介机构过度放松信贷条件, 并由此带来债务快速增长和杠杆率上升, 而在此期间名义 GDP 增速的变化则相对稳定。1991 - 2000 年期间, 美国年均杠杆率增速 0.3%, 非金融部门债务年均增速 5.8%, 名义 GDP 增速年均 5.5%; 金融危机之前的 2001 - 2007 年期, 美国年均杠杆率增速 3.1%, 非金融部门债务年均增速 8.3%, 名义 GDP 增速年均 5.1%。后一个时期杠杆率从 189% 上升到 228%, 主要贡献来自后一个时期债务增速的大幅上升。这与中国近年来的杠杆率上升显著不同。

表2 美国杠杆率增速及其分解(单位:% ,yoy)

	杠杆率增速	债务增速	名义 GDP 增速
1991 - 2000	0.3	5.8	5.5
2001 - 2007	3.1	8.3	5.1

资料来源: BIS, 作者计算。

中国与美国债务杠杆率上升的另一个差别是难以偿债的债务主体不同,美国是居民部门,而中国是企业。次贷危机前,美国居民部门房地产抵押贷款大幅上升并由此带来全社会杠杆率上升,事后来看难以偿债的正是居民部门的房地产抵押贷款。中国 2009 - 2016 年期间,从分部门债务增长速度来看,企业、居民和政府的债务年均增速分别是 16.8%、22.1% 和 16.2%。债务增长最快的也是居民部门的住房抵押贷款。但是截至 2016 年中国居民部门债务与 GDP 之比也只有 44.4%,从国际比较来看处于较低水平,从偿付能力来看也处于较高的安全水平⁴。对中国债务问题的主要担心是企业债务。截至 2016 年,中国的企业债务与 GDP 之比高达 166.3%,从国际比较来看这是非常高的水平。企业债务当中有相当一部分是政府或有债务,这些企业隶属于各级政府且主要工作是从事各种开发和建设,政府对其债务负有难以逃脱的责任。

(二)不一样的成因

从前面的杠杆率变化分解中可以看到,2009 年以后中国杠杆率更快的上升趋势来自名义 GDP 增速放慢。债务增速与购买力增速紧密挂钩。理解中国 2009 - 2016 年期间为何杠杆率上升,关键是回答如下问题:为什么相近的债务增长,带来的是更低的真实经济增长和更低的通胀? 回答这个问题首先需要讨论中国经济在此阶段面临的独特背景。

2010 年中国人均 GDP 为 8032 国际元,达到国际经验中发生从制造业向服务业转型的收入门槛临界值⁵,中国经济开始经历发达国家过去都经历过的、非常典型的从制造到服务的经济结构转型。从人均收入、工业增加值份额、工业部门就业份额以及工业品消费份额等一系列指标表明,2010 - 2012 年是中国经济从制造向服务转型的拐点年份(张斌, 2015)。

进入经济结构转型期后的需求结构发生显著变化。在需求方,国内市场在转型后阶段对工业品消费需求增速下降,对制造业产品的需求增速慢于收入增速,绝大多数制造业产品的需求收入弹性持续下降且低于 1,对工业品相关的投资需求增速下降。对医疗、卫生、教育、科研、通讯、金融、交通、公共管理和社会组织等人力资本密集型服务的需求扩张,人力资本密集型服务业的增速快于收入增速,需求收入弹性持续上升

⁴ 居民部门储蓄(居民部门可支配收入减去消费)与偿付债务利息之比超过 9,处于较高的安全边界以内。

⁵ 对经济结构转型理论和国际经验更完整的分析参见 Herrendorf et al. (2013)。

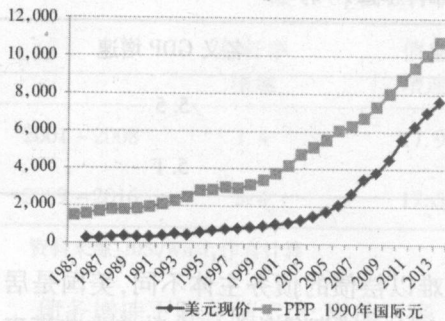


图4 中国的人均收入

数据来源: Maddison(2010)、国家统计局, 作者计算。

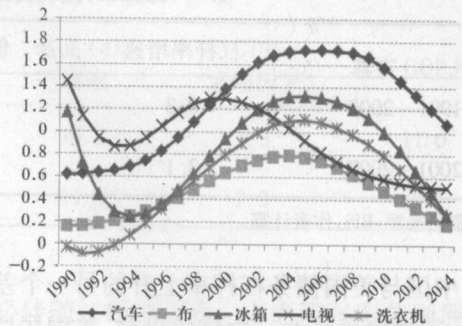


图5 主要工业品需求弹性 HP 滤波值

且大于1。

进入从制造业到服务业的经济结构转型期对宏观经济稳定带来冲击。相较于需求结构的拐点变化,供给结构很难及时地随之调整。除了技术和人力资本的制约,还有政策的制约。很多有迫切需求的服务由于私人部门无法加入而难以扩大供给,本该由政府扩大的公共服务也面临着激励机制和信息不对称困境。供求不匹配会带来结构性的失业增加和经济增速下降。大多数经济体在经历经济结构转型会经历显著的经济下滑。日本、韩国转型后十年的平均增速比转型前十年分别下降了5.5和3个百分点。中国也不例外,2010-2016年期间中国经济增速放缓,其中最突出的从需求方看是制造业投资增速下降,从供给方看是工业增加值增速下降。

结构转型给短期经济增长带来负面冲击。给定服务业供给不能对需求增长做出充分反应,经济面临持续下降的恶性循环风险,失业上升和通货紧缩压力加大,而债务增长未必下降。通过情景分析更容易说明问题。假定非金融企业债务增长等价于购买力增长,转型之前债务/购买力增速10%,对工业品和服务业的需求收入弹性都是1,工业品和服务业的增长各10%,工业和服务业增加值各占GDP的一半,通胀水平为零。转型后,对工业品的需求收入弹性下降到0.6,对服务业的需求收入弹性上升到1.4。

转型后的第一期,10%的购买力增速在新的需求收入弹性下带来6%的工业品需求增长和14%的服务业需求增长。供给方可能出现两种情景。

情景1:对服务业14%的需求增长受制于供给刚性,继续保持过去10%的数量增长,剩余部分转为高于0但低于4%的服务业价格增长。低于4%的价格增长是考虑到如下原因:一是相当数量的服务价格受到管制,短期内对需求增长的反应不敏感;二是对很多种类型服务的需求增长不能通过直接购买获得,而需要(靠近服务的)地理位置获得,这会带来对服务密集区域的房地产需求增长,而并不必然反映为服务价格的一对一增长。对工业品6%的工业品增长完全转化为数量增长,工业品价格增长继续为0(高价格粘性)。这样一来,给定10%的债务/购买力增长,真实GDP增速下降至8%,通胀低于2%,名义GDP增速低于10%。

情景2:服务业与情景1相同。对工业品6%的工业品增长当中,真实工业产出增长10%,价格为-4%(价格完全弹性)。情景2面临的主要问题是工业品价格-4%可能会让工业企业资产负债表急剧恶化,如此将陷入文章开篇部分提到的债务-通缩恶性循环,产出和物价陷入螺旋式下降。债务-通缩恶性循环使得真实产出增速就不能保持在10%。给定10%的债务/购买力增长,真实GDP增速低于10%,通胀低于0,名义GDP增速低于10%。

表3 情景模拟

	工业品需求收入弹性=1;服务业需求收入弹性=1	工业品需求收入弹性=0.6; 服务业需求收入弹性=1.4		
		情景1 保持上期债务 增速,工业品 价格不变	情景2 保持上期债务 增速,工业品 价格通缩	情景3 提高债务, 避免通缩
债务增速	10%	10%	10%	16.7%
工业增速,工业通胀	10%, +0%	6%, 0%	<10%, <-4%	10%, +0%
服务业增速,服务业通胀	10%, +0%	10%, <4%	10%, <4%	10%, <13.4%
真实GDP	10%	8%	<10%	10%
GDP通胀因子	0%	<2%	<0%	<6.7%
名义GDP/收入增速	10%	<10%	<10%	<16.7%
杠杆率	不变	上升	上升	上升
面临的问题		实际GDP增速显著下降	工业品通缩,可能陷入债务-通缩循环并导致实际GDP增速下降	债务增速显著上升

现实当中,冲击所带来的影响可能介于情景1和情景2之间,产出蒙受一些损失,工业品也面临着通缩压力。这只是一期的情况,如果这个情况继续延续下去,真实收入增速会面临持续下降。供求失衡使得经济陷入了收入下降-需求下降-收入进一步下降的恶性循环,通货紧缩压力加剧。通缩压力主要来自工业品部门,除了需求结构变化(需求收入弹性下降)带来的需求下降,还有收入不断下降带来的需求下降。服务业在转型前期还会面临来自需求弹性提升带来的价格上涨压力,但收入持续下降最终也会拉低对服务的需求增长。

走出以上不利的局面,最好的办法当然是打破服务业供给刚性,这需要价值观念和政府职能的重大调整,短期内很难实现。本文主要关心的是给定服务业供给刚性局面不变,

政府应该采取什么样的政策应对上述冲击,减少由于资源不能充分使用带来的福利损失。由于服务业供给刚性,提升总产出关键在于提升对工业品的需求。提升工业品需求有望打破上述恶性循环。

应对措施之一是扩大财政赤字,增加基础设施建设投资。这些措施非常直接地提高了对工业品需求,减少了就业损失,减少了物价下降压力。就中国 2009 - 2016 年的情况而言,财政虽然也在发力,但是力度有限。有数据可查的 2004 - 2008 年期间和 2009 - 2016 年期间,基础设施建设平均增速分别为 23.9% 和 22.5%,后一个时期基础设施建设增速并未增加。工业部门增速放缓带来了公共财政收入下降,2004 - 2008 期间和 2009 - 2016 期间公共财政收入平均增速分别为 23.2% 和 12.9%。政府部门不得不更多举债搞基础设施建设,但是缺少长周期、低成本的基础设施建设融资渠道。

应对措施之二是宽松的信贷政策环境,增加对政府和私人部门的信贷,即增加总债务/购买力水平。增加债务有刺激总需求的作用,但是作用效果较转型前大打折扣。只有债务增长分配到对工业品需求的增长才会带来真实 GDP 增长,而经济结构转型带来的需求收入弹性变化压低了债务增长对工业品需求的刺激效果;给定服务业供给刚性,分配到服务业的需求增长不能带来真实 GDP 增长,而是转化为服务价格和对服务密集区域的房地产价格上涨。即便如此,债务增长拉高了总购买力水平,对于刺激工业品需求和克服通货债务 - 紧缩恶性循环也能发挥一定积极作用。

宏观当局增加债务/信贷并非易事,中国依靠影子银行加杠杆为地方政府和企业融资。商业金融机构在需求不足、信贷风险上升而收益下降的背景下,会减少信贷,更多货币停留在央行的超额准备金账户,不能实现货币乘数扩张/信用扩张,不能实现债务增长和支出扩张。这种情况下,央行可选的做法是购买长期的、较高风险的金融产品,此举会压低风险溢价。受此激励,商业金融机构会更放心地增加信贷。上述正是次贷危机以来美国、欧元区和日本央行刺激经济的做法。中国的情况有所不同。中国商业银行和与之合作的非银行金融机构押注,即便有些项目收益回报难以保障,各级政府最终会为此买单,大量信贷资源流向地方政府的融资平台和国有企业,债务扩张力度并未显著下降。

中国近年来的加杠杆原因与日本和韩国经济结构转型期类似,与次贷危机之前以美国为代表的加杠杆不同。日本 1970 年和韩国 1992 年的人均收入分别达到了 9714 和 9811 国际元(1990 年不变价格),制造业在 GDP 中的占比达到峰值并开始进入从制造到服务的经济结构转型,在此以后日本和韩国的杠杆率都经历了更快速度上升。次贷危机之前以美国为代表的加杠杆原因则完全不同,金融周期因素和不当使用新金融工具放松信贷条件被认为是加杠杆的主要原因。

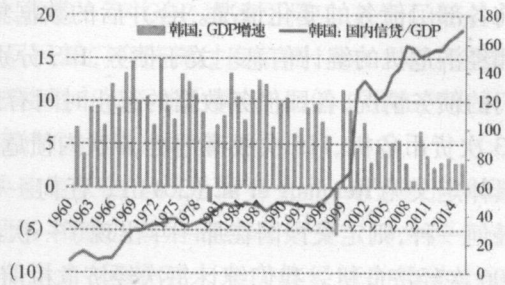
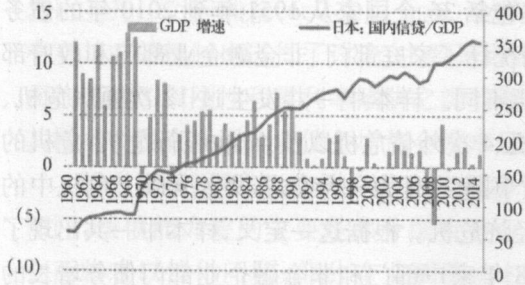


图6 日本私人部门债务/GDP与GDP增速(%) 图7 韩国私人部门债务/GDP与GDP增速(%)

数据来源: BIS。

(三) 不一样的影响

美国次贷危机以前的加杠杆包括跨部门和跨期两方面的资源配置损失。一是跨部门资源配置失衡:经济资源过度配置到房地产部门。从60年代以来的美国房地产市场周期性规律来看,2000年以后本应是美国新建私人住宅从周期高点(160万新建私人住宅套/年)向下调整,而2000-2005年期间新建私人住宅从160万套进一步上升到200万套以上,金融危机后下降到不足60万套。二是跨期资源配置失衡:加杠杆期间总支出相对于收入过度增加,具体表现为经常项目严重失衡。2000年前后美国的经常项目余额/GDP达到-4%的新低点,之后几年里更是持续放大到接近-6%。更突出的负面影响是在去杠杆阶段:一是引发了金融危机,危机期间市场严重失灵,产出剧烈下降。二是去杠杆过程中债务-通缩恶性循环带来的损失,危机后花费了近十年时间才恢复到危机前的失业率水平。

中国的加杠杆是特定环境和约束条件下的两害相权取其轻。中国是在特定的经济结构转型背景下,在服务业供给短期内难以提升、财政政策虽然效力更高但难以充分发力的约束条件下,由政府主导的加杠杆。不采取足够的加杠杆措施,面临的是更严重的结构性失业、产出增速下降和债务-通货紧缩的恶性循环。采取加杠杆,积极影响是平滑了就业和产出调整。不利影响是与正常环境下的私人部门加杠杆相比,国有企业和地方政府加杠杆效率遭到质疑。国有企业长期以来运行效率不高;地方政府支持的项目有公共物品或者准公共品性质,且有些项目设计存在问题,投资收益的回报周期长甚至难以保障,未来会带来银行不良率上升。与西方国家经验比较,中国金融危机以来的加杠杆更接近于发达国家在金融危机后的经济刺激措施,而不是金融危机前私人部门的加杠杆进程。

杠杆对实体经济的负面影响,更主要体现在债务人面临偿债压力,开始去杠杆的阶段。下面先观察国际经验,然后讨论中国接下来杠杆率变化和对实体经济影响。

企业加杠杆引发系统性危机的概率较低。从国际经验来看,大多数的危机之前都存在居民部门房地产贷款的过快增长,正所谓“十次危机,九次地产”。我们将 BIS 的债务

数据与 Reinhart et al. (2011)⁶ 的经济危机统计数据合并,能够追踪历史上每一次危机之前各部门债务的变化情况。合并后的数据集包括 36 个国家从 1951 年到 2010 年的债务和经济危机的统计信息。关于债务, BIS 分别统计了家庭部门、非金融企业部门和政府部门的债务情况,各国债务数据的起止时间有所不同。样本中一共发生过 12 次通胀危机、73 次货币危机、115 次股市危机、4 次内债危机、4 次外债危机以及 40 次银行危机,危机的具体定义见 Reinhart et al. (2011)。任何一个国家在任意一年如果发生了以上危机中的任何一种,则定义该国在那一年出现了一次经济危机。根据这一定义,样本中一共出现了 206 次经济危机。我们统计每次经济危机前 8 年家户部门和非金融企业部门债务增长的情况,并进行比较。对每一次危机,若家户部门相对 8 年前债务的增长率大于企业部门,则定义此次危机为“家庭债务主导型/住房抵押贷款主导型”,反之为“企业债务主导型”。排除缺失值后,样本中一共出现了 138 次经济危机,其中“家庭债务主导型”主导的经济危机达到了 100 次,而“企业债务主导型”主导的经济危机为 38 次。家庭部门的房地产抵押债务较企业债务更容易引发危机,主要原因可能在于房地产的同质性高、传染性强,处置过程中容易陷入恶性循环并引发危机。此外,企业债务相比个人债务更容易获得政府的救助。

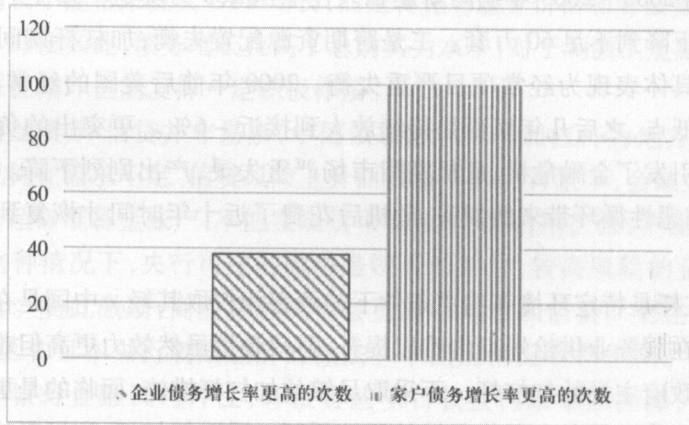


图 8 经济危机主导部门类型统计

注:经济危机包括通胀、货币、股市、内债、外债以及银行危机六种,若一国在一年发生以上六种危机中的一种或多种,则认为该国在那一年经历了一次经济危机。排除掉缺失值,样本中一共有 138 次经济危机能够追踪到危机前 8 年的债务数据。如果危机前 8 年,家庭债务增长率高于企业部门,则我们定义此次危机为“家庭债务主导型”,反之为“企业债务主导型”。

数据来源: BIS, Reinhart et al. (2011)。

居民部门加杠杆带来后续的 GDP 增速下降,企业部门加杠杆没有发现类似现象。Mian et al. 利用 30 个国家 1960 - 2012 年的数据研究发现,信贷政策放松带来的家庭债务

⁶ 数据链接: <http://www.carmenreinhart.com/databrowse-by-topic/>。

增加会带来后续几年的 GDP 增速下降,这个影响非常大。过去 3 年家庭部门债务/GDP 之比上升一个标准差(6.2 个百分点)会带来后续 3 年 GDP 增速下降 2.1 个百分点。文中对其中的机制也进行了讨论,主要是因为居民部门会选择过度负债,且在去杠杆期间会面临诸如工资刚性和零利率陷阱之类的摩擦使得市场不能出清,产出低于潜在产出水平。其样本中没有发现企业债务增加会带来后续的 GDP 增速下降。

就中国情况而言,金融危机以来债务快速增长的部门是国有企业、地方政府和居民部门,偿债能力差的主要是部分国有企业债务和地方政府的或有债务。部分债务未来会面临难以偿付问题,部分企业面临去杠杆压力,但是对未来实体经济的整体负面影响有限。

1. 随着中国经济结构转型进程的推进,尤其是工业部门去产能进程的实质性进展,工业部门供求不匹配的压力缓解,通货紧缩压力也随之缓解。债务人的偿债压力因此显著改善,降低债务的压力下降。进入 2016 年以后,工业品价格显著回升已经使得杠杆率走向平稳,制造业投资触底持续回升也说明去杠杆压力对实体经济的整体负面影响有限。

2. 整体性被迫减少债务的压力下降,陷入债务-通缩恶性循环的概率大大降低,银行部门的坏账率上升幅度有限。且在货币当局有力的流动性保障下,不会出现系统性的流动性危机。这并不意味着可以高枕无忧。高杠杆背后相当一部分企业丧失了偿债能力,特别是在结构转型背景下相当一部分企业会被彻底淘汰而债务会成为彻底的坏账,这会对金融市场稳定带来局部冲击。

3. 居民部门过度房地产抵押贷款会刺激房地产市场的过度供给,居民部门进入去杠杆阶段以后,无论有没有发生危机都会带来房地产建设的过度收缩,这会导致需求不足,严重情况下货币当局也难以通过降低名义利率使得供求重新恢复平衡,GDP 增长损失在所难免。中国大量举债的地方政府和国企主要带来的是基础设施建设增长,且 2009-2016 年期间基础设施建设增速并没有大幅超出前一个阶段。这些基础设施建设与过度的住宅供应不同,一是基础设施建设未必过度,更多是分配和设计问题,不成为未来减少基础设施的充分理由;二是政府和政府支持的国企较居民有更强的流动性支持。政府举债进行基础设施建设对未来总需求的下降压力小于居民的住房抵押贷款过度举债,对未来实体经济的负面压力也较小。

四、结 论

针对中国的高杠杆,基于简单国际比较不能下结论。在没有对杠杆上升的背景、原因、债权人和债务人行为目标和约束条件以及政府发挥的作用等一系列要素甄别的情况下,简单国际比较容易得出误导性的结论。

理解中国的金融危机以来的杠杆率上升要结合新的发展阶段背景。货币发行过多、影子银行遍地开花、国企和地方政府软约束、高储蓄等经常被认为是债务和杠杆上涨的根

源,但这些多是旧原因,难以解释新问题。金融危机以后,广义货币增速在下降而不是上升。从经验上看,即便降低广义货币增速,也未必能带来广义货币增速下降慢于名义 GDP 增速下降,不能用来解释杠杆率上升。国企和地方政府软约束和高储蓄现象在金融危机以前一直存在,而那个阶段中国的杠杆率并没有明显大幅上升。影子银行崛起是本轮债务和杠杆率上升过程中的新要素,但远不足以解释杠杆率上升。结合金融危机以后中国经济面临从制造到服务的结构转型以及由此引发的一系列挑战进行分析,有助于对杠杆率上升形成更完整的解释。

应对杠杆问题的关键在于两方面。第一是避免债务-通缩恶性循环,温和的通胀最有利于减少债务,通缩则会进一步增加真实债务并加剧杠杆。第二是通过放松服务业管制、平衡中央和地方关系并推动相关投融资机制改革、以及其他释放经济增长活力的改革措施能减少政府保稳定和就业的压力,避免政府被动加杠杆。

参 考 文 献

- [1] 纪敏、严宝玉和李宏瑾,2017,《杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验》,《金融研究》第 2 期,第 11~25 页。
- [2] 钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫等,2016,《我国企业债务的结构性问题》,《经济研究》第 7 期,第 102~117 页。
- [3] 张斌,2015,《从制造到服务:经验理论与中国问题》,《比较》第 5 期。
- [4] 谭小芬和尹碧娇,2016,《中国非金融企业杠杆率:现状和对策》,《中国外汇》第 11 期,第 20~22 页。
- [5] 高善文,2017,《企业部门去杠杆的进展——来自资产周转率的视角》,《新金融评论》第 1 期,第 96~103 页。
- [6] Bernanke, B. S., 1983, "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *The American Economic Review*, 73(3):257~276.
- [7] Borio, C., 2014, "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?" *Journal of Banking & Finance*, 45:182~198.
- [8] Cecchetti, S. G., M. S. Mohanty, F. Zampolli, 2011, "The Real Effects of Debt," *BIS Working Papers*, 68(3):145~196.
- [9] Eggertsson, G. and P. Krugman, 2012, "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher - Minsky - Koo Approach," *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3):1469~1513.
- [10] Herrendorf, B., R. Rogerson, and A. Valentinyi, 2013, "Growth and Structural Transformation," NBER Working Paper, No. 18996.
- [11] Maddison, A., 2010, *Statistics on World Population, GDP and per Capita GDP, 1 - 2008 AD*, *Historical Statistics*.
- [12] Mian, A., A. Sufi, and E. Verner, 2017, "Household Debt and Business Cycles Worldwide," *The Quarterly Journal of Economics*, *Forthcoming*.
- [13] McKinsey Global Institute, 2010, "Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences."
- [14] Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff, 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Published by Princeton University Press.
- [15] Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff, 2011, "From Financial Crash to Debt Crisis," *The American Economic Review*, 101(5):1676~1706.

China's Financial Leverage Increase in an International Perspective

ZHANG Bin HE Xiaobei DENG Huan

(China Finance 40 Forum; Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences)

Abstract: We investigate the components, causes and impacts of China's financial leverage increase from 2009 to 2016, and compare them with the experience of United States and European economies before 2008. Money growth, soft budget constraints of local governments and SOEs, high saving rate were in place before 2009, and can't be solid causes for debt leverage increase. In the context of economic structural transformation from manufacturing to service, marginal contribution of debt growth to nominal GDP growth declined due to mismatch between supply and demand in both manufacture and service sectors. To stabilize China's financial leverage, China need stability policies to get away from deflation, and structural policies to maintain growth engine, such as deregulations in service sectors, better discipline and financing instruments for infrastructure projects.

Key words: Leverage, Debt - deflation Cycle, Economic Structural Transformation

(责任编辑:林梦瑶)(校对:ZL)