



金融杠杆与宏观经济： 全球经验及对中国的启示

Financial Leverage and Macroeconomy :
Global Experiences and Their Implications



中国人民大学重阳金融研究院 • 著

 中国金融出版社

金融杠杆与宏观经济： 全球经验及对中国的启示

Financial Leverage and Macroeconomy :
Global Experiences and Their Implications



中国人民大学重阳金融研究院 • 著

 中国金融出版社

责任编辑：黄海清
责任校对：李俊英
责任印制：陈晓川

图书在版编目(CIP)数据

金融杠杆与宏观经济：全球经验及对中国的启示 (Jinrong Ganggan
yu Hongguan Jingji : Quankui Jingyang ji dui Zhongguo de Qishi) / 中国人
民大学重阳金融研究院著. —北京：中国金融出版社，2017.5

ISBN 978-7-5049-8755-6

I. ①金… II. ①中… III. ①国际金融—研究 IV. ①F831

中国版本图书馆CIP数据核字 (2016) 第247757号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 170毫米×230毫米

印张 12.75

字数 158千

版次 2017年5月第1版

印次 2017年5月第1次印刷

定价 35.00元

ISBN 978-7-5049-8755-6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010) 63263947

人大重阳简介

中国人民大学重阳金融研究院（人大重阳）成立于 2013 年 1 月 19 日，是重阳集团董事长裘国根先生向母校捐款 2 亿元并设立教育基金运营的主要资助项目。

作为中国特色新型智库，人大重阳旨在把脉金融，钻研学术，关注现实，建言国家，服务大众。人大重阳聘请了来自 10 多个国家的 96 名前政要、银行家、知名学者为高级研究员，与 30 多个国家的智库开展实质合作。

目前，人大重阳被中国官方认定为 G20 智库峰会（T20）共同牵头智库、中国金融学会绿色金融专业委员会秘书处、“一带一路”中国智库合作联盟常务理事、中国-伊朗官学共建“一带一路”中方牵头智库。2014 年来，人大重阳连续三年被选入由美国宾夕法尼亚大学推出的、国际公认度最高的《全球智库报告》的“全球顶级智库 150 强”（仅七家中国智库连续入围）。

内容简介

2008 年国际金融危机之后，全球大部分经济体所共同面临的“去杠杆化”问题引起了社会各界的普遍关注和热烈讨论。但时至今日，一些关键的问题仍然没有定论，比如：金融杠杆的变化究竟如何影响宏观经济和金融稳定？金融杠杆和宏观经济中的一些结构性问题（如城镇化、人口老龄化）存在何种关联？“去杠杆化”进程中应该采取何种宏观经济和金融政策措施？如何有效控制政府部门的债务水平，以防止金融风险和财政风险叠加所导致的系统性风险？对于这些悬而未决的问题，本书尝试从国际经验的角度进行一个实证方面的分析和解释，并基于中国目前的实际情况提出相应的政策建议。全书共分 5 章：金融杠杆与宏观经济表现，城镇化、金融杠杆与经济增长，老龄化、金融杠杆与系统性风险，去杠杆化、金融稳定与经济增长，政府部门去杠杆化：如何有效削减政府债务。

课题组成员

课题组负责人：王 文 贾晋京 马 勇

课题首席执笔人：马 勇

课题执笔团队：马 勇 李 振 田 拓

朱军军 徐 律 黄 倩

前言

2008 年国际金融危机之后，全球大部分经济体所共同面临的“去杠杆化”问题引起了社会各界的普遍关注和热烈讨论。但时至今日，一些关键的问题仍然没有定论，比如，金融杠杆的变化究竟如何影响宏观经济和金融稳定？金融杠杆和宏观经济中的一些结构性问题（如城镇化、人口老龄化）存在何种关联？“去杠杆化”进程中应该采取何种宏观经济和金融政策措施？如何有效控制政府部门的债务水平，以防止金融风险 and 财政风险叠加所导致的系统性风险？对于这些悬而未决的问题，本书尝试从国际经验的角度进行实证方面的分析和解释，并基于中国目前的实际情况提出相应的政策建议。本书各章的主要内容和结论如下：

第 1 章基于 67 个国家 1985 ~ 2012 年的面板数据，分析了金融杠杆对宏观经济增长和经济稳定的影响。研究发现：（1）金融杠杆与宏观经济增长之间存在显著的“倒 U 形”关系；（2）金融杠杆与宏观经济增长的波动性存在显著的“正 U 形”关系；（3）金融杠杆的波动会直接削弱宏观经济增长，同时导致宏观经济波动增大；（4）根据相关实证结果，预计中国将在 2015 ~ 2017 年进入拐点区域，此后宏观经济可能进入 GDP 增速下降、通胀上升和经济波动上升的阶段。根据上述结论，我们提出两点政策建议：（1）考虑到中国很快就可能进入金融杠杆的拐点区域，而国际经验表明，后拐点时代的宏观经济极有可能

出现经济增速下滑、通胀上升和波动性上升的局面，在这种情况下，应加快经济转型，积极寻找新的经济增长点，并通过稳健的货币政策和积极的宏观审慎管理避免通胀上升和宏观经济大幅波动；（2）由于金融杠杆本身的波动会导致宏观经济波动，因此，应前瞻性地加强金融杠杆的动态管理，避免金融杠杆大幅波动，防止急速的去杠杆化对宏观经济产生猛然冲击，这意味着采取稳健有序的“去杠杆化”策略将具有特别的政策意义。

第2章基于143个国家（地区）1983～2012年的面板数据，对城镇化、金融杠杆和经济增长之间的关系进行了实证分析。结果表明：（1）城镇化和经济增长之间呈现显著的“倒U形”关系，当城镇化率达到60%～63%时，经济增长可能出现拐点；（2）在城镇化进程中，金融杠杆水平过低或过高都会对经济增长产生负面影响，而当金融杠杆位于合理水平时，则会对经济增长产生促进作用；（3）根据拐点区间的平均值和上限，并根据近年来中国城镇化率的年均增速推算，中国的经济增长很可能在2019～2021年进入拐点区域。基于上述结论，中国应科学看待城镇化推动经济增长的客观规律，同时前瞻性地加强金融杠杆的动态管理，尽可能争取在经济增长“拐点”到来之前完成经济转型升级和金融深化改革，用新的经济增长点和稳健的金融体系来抵御可能出现的经济和金融风险。

第3章基于119个国家1980～2012年的面板数据，研究了人口老龄化对金融杠杆的影响，结果发现二者呈现显著的“倒U形”关系，即随着人口老龄化程度升高，金融杠杆会先升高后降低，存在一个拐点，拐点位置大致出现在人口老龄化程度位于8%～11%的区间。此外，实证研究还表明，在越过老龄化“拐点”之后，“去杠杆化”进程伴随金融危机发生的概率明显上升。根据上述实证结论推算，中国极有可能在2019～2028年进入拐点区域，此后，人口老龄化、“去杠杆化”

和资产价格的下降可能产生“共振”效应，并对金融体系的稳定性造成猛烈冲击。为此，中国应尽快转向更加积极主动的宏观金融调控，通过动态稳健的杠杆管理和前瞻性的泡沫治理，确保金融体系始终保持足够的弹性，从而最大限度地避免系统性风险。

第4章基于91个国家1983～2012年的面板数据，对“去杠杆化”和金融杠杆波动对经济增长和金融稳定的影响进行了实证分析。结果表明：（1）去杠杆化对经济增长具有显著的负效应，同时，伴随着去杠杆化进程，金融危机的发生概率会明显增加；（2）金融杠杆波动与经济增长和金融稳定均显著负相关，表明金融杠杆波动程度的加大不仅会危害经济增长，同时还会对金融体系的稳定性产生负面影响。上述结论对一国的经济增长与金融稳定具有比较确切的政策启示。首先，应考虑从防患于未然的角度，前瞻性地加强金融杠杆的宏观管理，避免整个金融体系出现过度杠杆化的倾向。其次，在国际金融危机后“被动去杠杆化”的过程中，应尽可能地采取循序渐进的策略，充分考虑政策实施过程中应有的平滑操作，最大限度地避免金融杠杆急速下降所导致的经济衰退和金融不稳定。

第5章基于41个国家2001～2011年的面板数据，考察了经济增长、产业结构升级和金融波动在政府债务削减中的作用。结果表明：经济增长和产业结构升级均有助于政府债务削减，且产业结构升级的作用要大于经济增长；与此同时，金融波动不仅对政府债务削减不利，还会通过边际效应削弱经济增长和产业结构升级在政府债务削减中的积极作用。上述结论意味着，在实践中，为有效削减政府债务，必须在确保金融稳定的前提下，坚持“保增长”和“调结构”双措并举，特别是充分发挥产业结构调整积极作用，实现金融稳定和结构优化的经济增长。本章分析的一个重要结论是发现了金融稳定对政府部门债务控制的重要性和积极意义，这实际上从正面角度再次印证了“欧债危机”的主要启示：

在新的历史条件下，金融不稳定可能直接导致财政的不稳定，进而发生连环的金融危机和债务危机。

综合全书分析结论，可以认为，中国经济在越过“拐点”之后，逐渐进入“次高速增长”时代将是符合经济规律的自然趋势，届时中国 GDP 的年平均增速可能降至 3% ~ 5% 的水平。然而，即使中国的 GDP 年均增速降至 3% ~ 5% 的水平，只要经济增长总体平稳，不出现大的经济和金融危机所导致的经济增长的突然停滞和长时间衰退，那么，在相对乐观的经济增长前景下，中国的 GDP 总量将在 2033 年左右超越美国，成为全球第一大经济体；即使在相对保守的经济增长前景下，中国的 GDP 总量仍将在 2041 年左右超越美国，成为全球第一大经济体。这也意味着，在即将到来的“次高速增长”时代，中国经济和金融发展的战略原则应该首要立足于“稳中求进”，避免经济和金融危机所导致的“断崖式”下降。在这一过程中，以下三个关键问题可能需要特别予以重视。

一是城镇化推动经济增长的动力可能会在 2021 年之后逐渐减弱，这意味着 5 年之后，中国经济增长可能面临一个显著的负面冲击，对此需要有所准备，尽早培育新的经济增长动力，及时弥补城镇化“促增长效应”显著下降所造成的经济增长动力缺失的问题。

二是在人口老龄化的推动下，中国经济的总杠杆水平可能在 2019 ~ 2028 年的某个时间点之后出现自然下降，进而引发系统性的金融风险，这意味着 2019 ~ 2028 年可能成为金融不稳定的重要时间窗口，对此，宏观经济和金融政策应该前瞻性地加以预防和应对。

三是考虑到中国政府部门所存在的各种“隐性债务”负担，政府部门的“去杠杆化”（债务削减）问题应该未雨绸缪，尽早提上议事日程，以防止由财政不稳定所诱发的经济和金融危机，实践中，可采取“保增长、调结构和稳金融”三措并举的策略，确保政府债务风险长期可控。

目 录

第 1 章 金融杠杆与宏观经济表现

1.1	引言及文献综述	2
1.2	变量与数据	5
1.2.1	宏观经济变量	5
1.2.2	金融杠杆变量	6
1.2.3	其他控制变量	6
1.3	回归模型与估计方法	9
1.4	实证结果与分析	11
1.4.1	金融杠杆对宏观经济绩效的影响	11
1.4.2	金融杠杆对宏观经济波动的影响	19
1.4.3	稳健性检验	30
1.5	对中国情况的应用分析	31

1.6 主要结论与政策建议	35
---------------	----

本章附录：稳健性检验的回归分析结果	37
-------------------	----

第2章 城镇化、金融杠杆与经济增长

2.1 引言与文献回顾	52
-------------	----

2.2 研究样本、模型设定与估计方法	58
--------------------	----

2.2.1 研究样本和模型设定	58
-----------------	----

2.2.2 估计方法	61
------------	----

2.3 实证分析与检验	62
-------------	----

2.3.1 城镇化对经济增长的影响	63
-------------------	----

2.3.2 城镇化对经济增长的影响：稳健性检验	66
-------------------------	----

2.3.3 进一步讨论：城镇化进程中的金融杠杆与经济增长	71
------------------------------	----

2.4 对中国情况的应用分析	78
----------------	----

2.5 主要结论与政策建议	81
---------------	----

本章附录：研究样本国家（地区）列表	83
-------------------	----

第3章 老龄化、金融杠杆与系统性风险

3.1 引言与文献回顾	86
-------------	----

3.2	全球老龄化与金融杠杆：一个概览	88
3.3	实证分析	91
3.3.1	模型设定	91
3.3.2	变量选择	94
3.3.3	实证结果	97
3.4	老龄化拐点后的金融杠杆变化与金融危机	101
3.5	对中国情况的应用分析	106
3.6	主要结论与政策建议	108

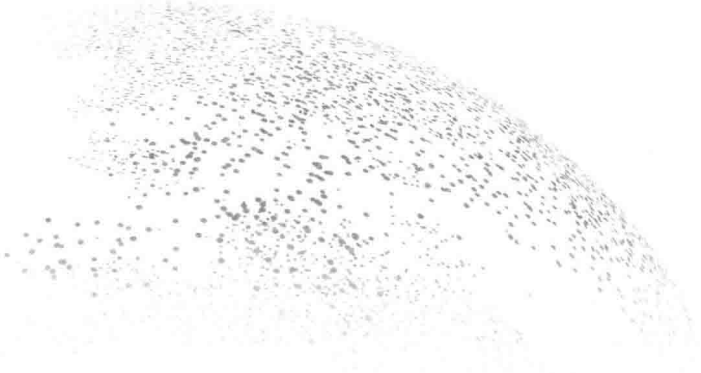
第4章 去杠杆化、金融稳定与经济增长

4.1	引言与文献回顾	112
4.2	去杠杆化和金融杠杆波动对经济增长的影响	117
4.2.1	模型设定与估计方法	117
4.2.2	核心变量定义及控制变量选择	121
4.2.3	实证分析结果	125
4.2.4	稳健性检验	130
4.3	去杠杆化和金融杠杆波动对金融稳定的影响	133
4.3.1	模型设定与变量选择	134
4.3.2	实证分析结果	135
4.3.3	稳健性检验	139

4.4 主要结论与政策建议	141
本章附录	142

第5章 政府部门去杠杆化：如何有效削减政府债务

5.1 引言与文献综述	148
5.2 研究样本、模型设定与变量选择	153
5.2.1 研究样本与模型设定	153
5.2.2 变量选择与数据来源	157
5.3 实证分析与检验	159
5.3.1 经济增长和产业结构升级对政府债务削减的影响	159
5.3.2 金融波动对政府债务削减的影响	166
5.4 主要结论与政策建议	173
参考文献	175



第 1 章

金融杠杆与宏观经济表现

- ◎ 引言及文献综述
- ◎ 变量与数据
- ◎ 回归模型与估计方法
- ◎ 实证结果与分析
- ◎ 对中国情况的应用分析
- ◎ 主要结论与政策建议

1.1 引言及文献综述

关于更高的金融杠杆水平是否可以促进宏观经济增长并削弱宏观经济波动、二者是否存在非线性关系以及金融杠杆波动是否会削弱宏观经济增长等问题，国际上的研究一直没有得出定论。国际金融危机的爆发又重新引起大家对这些问题的新一轮关注，然而各国专家学者的观点仍未达成一致。

关于宏观经济与金融杠杆的关系，一些研究强调，发达的金融体系可以起到增强经济体在资源配置及风险分散方面的能力的作用，进而促进宏观经济增长（Acemoglu 和 Zilibotti, 1997；Ang, 2008）。Popov (2011) 发现限制信贷的发展反而可能导致更低的平均增长率，从另一个角度验证了金融发展对经济增长的作用。另一些研究则对上面的观点表示怀疑。De Gregorio 和 Guidotti (1995) 等研究认为经济增长与金融之间并不存在显著的关系。还有不少研究认为经济学家们过分强调了金融发展在经济发展进程中的作用（Lucas, 1988；Stiglitz, 2000；Rodrik 和 Subramanian, 2009）。

关于宏观经济和金融杠杆的关系，本章的研究与跨国实证分析的相关文献更加接近。在这些文献中，大部分研究得出了相似的结论，即认为金融发展深度的增加将刺激经济更快增长（Beck, Levine 和 Loayza, 2000；Rousseau 和 Wachtel, 2000；Rioja 和 Valev, 2004）。与上述研究不同的是，Beck 和 Levine (2004) 不仅得出金融发展总体上将起到促进

GDP 增长的作用的结论，还发现经济增长与私营部门信贷 /GDP 间存在“倒 U 形”的非线性关系。Arcand 等 (2012) 进一步用不同的方法研究经济增长与金融发展的关系，发现二者存在稳定的“倒 U 形”非线性关系，并估计出拐点出现于私营部门信贷 /GDP 达到 80% ~ 100% 的时候。

在本章中，我们使用 67 个国家 1985 ~ 2012 年的面板数据，采用 Beck 和 Levine (2004) 中的动态面板估计方法——系统 GMM 估计 (Arellane 和 Bond, 1991) 严谨地研究了金融杠杆对宏观经济增长的影响。为了进一步考察不同变量选择对结果稳定性的影响，我们对金融杠杆的衡量使用私营部门信贷 /GDP 和 M_2 /GDP 这两种方式，并从 GDP 增长率、人均 GDP 增长率、居民最终消费支出增长率、人均国民可支配收入增长率和通货膨胀率这五个方面考察宏观经济增长。通过使用更加严谨的估计方法和更为广泛的经济和金融指标，本章的分析有助于对金融发展和经济增长之间的关系进行深入讨论。

关于金融杠杆和宏观经济波动之间的关系，一些研究人员认为，更深层次的金融系统有助于更好地分散风险，因而可以减少波动 (Acemoglu 和 Zilibotti, 1997)。Caballero 和 Krishnamurty (2001) 的研究表明，更深层次的金融系统可以通过放宽借款限制和促进风险共担来增强经济体消化意料之外的波动的能力。Denizer, Iygun 和 Owen (2000) 的研究发现，拥有更高金融发展水平的国家在实际人均产出增长、消费增长和投资增长方面稳定性更高。另一些研究则反对上面的观点，认为金融发展自身就会引起宏观经济波动。其中，一些文献认为虽然更深层次的金融系统有利于风险的分散，但是这也可能同时导致各机构间的相似度提高，从而引发新的系统性危机 (Wagner, 2008; Wagner, 2010)。还有一些研究表明，金融发展水平的提高可能使金融机构过度借款，过