

金融杠杆水平的 适度性研究

A STUDY ON THE APPROPRIATENESS
OF FINANCIAL LEVERAGE

朱澄◎著



中国金融出版社



金融杠杆水平的 适度性研究

A STUDY ON THE APPROPRIATENESS
OF FINANCIAL LEVERAGE

朱澄◎著



中国金融出版社

责任编辑：董 飞

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目（CIP）数据

金融杠杆水平的适度性研究（Jinrong Ganggan Shuiping de Shiduxing Yanjiu）/朱澄著. —北京：中国金融出版社，2016. 10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8704 - 4

I. ①金… II. ①朱… III. ①金融—经济杠杆—经济理论
IV. ①F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 225602 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 保利达印务有限公司

尺寸 170 毫米×230 毫米

印张 23.75

字数 310 千

版次 2016 年 10 月第 1 版

印次 2016 年 10 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8704 - 4/F. 8264

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

前 言

2008 年全球金融危机是可以全方位比肩“大萧条”的系统性危机，其对世界经济的时空影响甚而过之。危机后，人们开始深入反思主流经济、金融学理论，并一度将危机源头锁定在高杠杆（或超额杠杆）之上。然而，对于经济史和经济思想史的梳理使我们发现，高杠杆并非此轮危机的本质原因（甚至不是特有现象），危机前持续、高速的信贷扩张才是。显然，信贷扩张绝不仅是一种经济繁荣的附带现象，而是引发经济波动和金融脆弱性的重要渠道。

人们已日益认识到，高杠杆只是表象，更深刻的变化是实体经济与虚拟经济的失衡。“实虚关系”是一对矛盾，其表现形式和互动模式随经济、金融的发展和制度变迁而变化。特别地，随着货币形式的演进，货币与信用的互动关系乃至作用于实体经济的机制亦发生变化，这引发实虚关系的异化，并孕育出增长与危机这样一对“孪生兄弟”。在实体经济与金融之间做类似“摆体运动”的上述过程中，金融杠杆水平呈现出历史性的螺旋上升趋势，这种上升趋势中既有合理的成分，也包含了金融异化的不良倾向。逻辑上，超额信贷是危机之源，而高杠杆是超额信贷的必然结果，并成为危机的“传导器”和经济波动的“扩张器”。遗憾的是，理论界对超额信用的界定和分析并不能令人信服，相关理论也不具有令人满意的解释力和预测力。

超额信用和高杠杆在本质上源于金融发展脱离了其服务于实体经济

的正确轨道，实虚之间的相对运动状态是失衡的。因此，研究何谓超额信用、何谓高杠杆，就需要首先探究金融发展与实体经济运行的宏观平衡是什么，弄清二者在各自周期上是如何相互影响和协调的。辩证地看，“需求遵从”与“供给引领”都没有错，二者不过是金融发展在不同阶段和情势下作用于实体经济的特有机制，这两种互动机制甚至是可以同时发挥作用的，而且，二者同时发挥作用更有利于实虚之间的协调互动；货币与信贷扩张、金融加杠杆也没有错，关键是寻求金融杠杆在收益与成本上的动态平衡。“过犹不及”，实虚之间具有“非线性”关系，因而金融发展和金融加杠杆必须有个“度”的约束，在适度性区间的两侧，金融发展、金融杠杆对实体经济的作用要么不足，要么过度。此轮危机后，业界一直在热议“去杠杆”，但却始终对杠杆“去到什么程度”的问题避而不谈，对“如何去杠杆”的问题莫衷一是，对去杠杆的经济后果（效率与稳定）缺乏系统的理论与实践分析。与此同时，全球范围内还广泛存在着欠发达国家杠杆水平过低的现象，杠杆不足是否与经济发展严重滞后有直接关系，这同样值得深思。此外，既然高杠杆并不是危机爆发的本质原因，那么对金融杠杆的“度”的衡量以及超越“度”的后果分析就显得尤为重要，且难度颇大。理论界认为金融发展与经济增长之间存在非线性关系，但缺乏对此的系统性定量分析，更缺乏对这种“非线性关系”的成因和演进的深入考察；同时，非线性意味着存在“拐点”，但拐点的具体位置以及拐点两侧的轨迹究竟如何仍然是“未知数”和“黑匣子”，亟待人们去探索。现实中，高杠杆并不必然引发危机，危机也并不一定会诱发去杠杆，两个“不一定”使得金融杠杆水平与金融危机爆发概率（或宏观经济稳定性）二者之间的关系变得扑朔迷离，而这正是值得深入研究的地方。显然，探讨金融杠杆的适度性水平具有重要的理论和现实意义，这一问题与历史上以及现如今全球范围内的诸多重要经济、金融问题休戚相关，是探索实体经济与虚拟经济二者动态

互动关系和内在机制的关键切入点。而这将涉及如下几个方面的内容：其一，研究全球范围内的金融杠杆水平具有怎样的时间变化趋势和国别差异，分析这种一致性规律和跨国差异的形成机制；其二，寻找一个一般意义上的阈值，确定该阈值的标准和依据是，当金融杠杆水平超过该阈值后，金融加杠杆对实体经济的负面作用开始迅速显现（而非仅限于危机爆发概率或金融稳定性下降）；其三，在实虚关系的大框架下分析金融杠杆水平的适度性问题，研究判定金融杠杆水平是否适度的原则、思路和具体标准；其四，研究金融杠杆水平偏离适度性区间的经济绩效（包括增长与稳定两个维度），关键是将金融杠杆水平的周期性变动（作为金融周期的重要衍生周期或代表性周期）与实体经济的周期性波动相结合，分析金融杠杆作用于实体经济的动态机制；其五，以世界主要经济体为研究对象，采用定性与定量紧密结合的方法来判断其各自金融杠杆水平的适度性；其六，以历史经验和各国的国家禀赋、制度基础为出发点着重研究经济去杠杆的“程度”、“时机”和“方式”；其七，全面、系统地分析我国金融杠杆水平的适度性，包括金融杠杆的总水平、内部结构、变化情况等多个角度，从国家资产负债表的视角探讨我国金融发展中存在的问题，并尝试分析相关问题的解决思路，寻找我国金融杠杆结构失衡与经济结构失衡之间的关系；最后，探索判定金融杠杆水平适度性的指标体系。所有上述问题的核心在于探索实虚互动特别是金融周期与经济周期之间的关系问题，以及金融杠杆在其中的作用。

需特别指出的是，我国改革开放以来的经济成就举世瞩目，但经济制度发展的路径依赖性使得我国进一步深化制度改革的难度与日俱增。近几年，我国经济增长速度有所放缓，经济、金融乃至社会领域的问题和矛盾不断涌现，以前在改革中发挥积极作用的诸多制度性安排变得不再“优越”，甚至开始成为制约我国经济进一步深化发展的“绊脚石”，客观地讲，这是新中国成立以来所遇到的最为棘手的内外经济形势与环

境。当前，我国宏观经济总杠杆水平较 21 世纪初有了明显上升（尚低于主要发达国家），但鉴于我国实体经济增速仍然较快（在全球范围内仍然居首位），因而这种高杠杆尚不足以在短期内引发系统性金融危机和宏观经济的剧烈波动。然而，近几年来，我国宏观杠杆水平的上升速度超过预期，债务负担的上升已开始压缩经济进一步深化发展的空间；与此同时，我国经济各领域中存在着广泛的结构性失衡，这直接导致我国宏观杠杆结构亦处于严重失衡状态，主要表现在非金融企业部门的超高负债水平上，并进一步加剧了我国社会层面的资本配置和收入分配上的不公平。很显然，我国当前宏观杠杆水平以及近年来的杠杆水平乃至结构的变化充分提示了我国的金融发展与实体经济增长之间存在着较为严重的失衡。从国际经验来看，将某一经济部门的过高杠杆转移到其他部门，是经济去杠杆、调结构以及降低系统性风险的重要渠道，前提是其他部门的杠杆水平较低，具有进一步加杠杆的空间和余地。“冰冻三尺，非一日之寒”，本书将指出，我国企业部门（主要是国有企业）的巨额存量负债是政府主导的经济、金融（垄断或垄断竞争）发展模式长期运行的必然。因而，杠杆结构以及水平的系统性调整势必产生对经济金融制度的“倒逼”机制，并对宏观经济运行产生深远影响。而且，需要特别指出的是，去杠杆的途径有很多种，但从根本上最为“真实可靠”的方式还是依赖实体经济的切实增长来去杠杆（Growing out of Debt）。

基于上述原因，本书将尝试着在“实虚关系的大框架下”来研究金融杠杆水平的适度性问题，并且，实体经济与虚拟经济之间的“倒 U 形”关系（当然这有待本书进行系统的分析与验证）意味着对适度性的分析将从两个方向进行，即超额杠杆与杠杆不足，同时这也将金融杠杆水平自然地划分为三个关键区间。在金融杠杆水平的不同区间内，金融杠杆水平及变化对实体经济的影响有很大差异，而金融杠杆水平变化的完整图谱构成了金融杠杆周期，它与实体经济周期之间持续发生着互动，

这种互动在很大程度上决定着金融发展的经济后果。在具体行文和分析中，本书将着重从流量与存量、总量与结构、时间与空间相结合的视角来分析金融杠杆水平的经济效应，始终以金融和实体经济的自有周期与周期互动（叠加）为线索，从绝对水平、变化幅度、变化速度、相对速度（弹性）这四个方面深入分析金融杠杆水平的适度性问题，积极探索判定适度性的相关标准。

具体地，本书各章的结构和内容安排如下：

第1章以“大萧条”与“次贷危机”的对比开篇，探讨超额信贷与高杠杆问题，提出金融服务实体经济的“适度性”问题，并指出全球经济中普遍存在着“超额信贷—高杠杆综合征”，这是金融资本与实物资本相竞争阶段的突出特点之一。本章的主要目的有三：其一，指出信贷的超额供给和高杠杆在历史上是重复出现的，此轮危机的关键在于高杠杆的机制更加复杂，现代金融技术和金融发展使得经济过度金融化；其二，对金融杠杆进行较为系统的概念界定和分析，提出对金融杠杆进行科学分析的必要性；其三，概述全书结构、内容、研究方法和主要结论。

第2章从历史视角研究了19世纪至今全球范围内不同国家宏观金融杠杆水平的跨时空变化情况，分析了“杠杆化”的历史趋势，并着重对金融杠杆水平与经济增长的关系进行了历史归纳，为其后各章的分析打下基础。本章的研究发现：其一，金融杠杆水平的变化趋势具有时空一致性，金融杠杆变化具有周期性，同时呈现出某种螺旋式上升的特征；其二，国家之间的金融杠杆水平差异是多种因素共同决定的；其三，金融杠杆水平的变化（水平、结构、速度等）与实体经济运行趋势之间存在着显著互动；其四，杠杆化趋势是金融发展的必然，也是西方国家滥用金融霸权的结果，更是全球经济金融不平等的根源之一。

第3章从经济思想史中寻求研究货币、信用与经济增长之间内在互动逻辑和规律的启示，从理论思想与逻辑演绎角度来阐述金融杠杆水平

的决定、变化和经济影响。本章的主要内容包括：其一，从金融“非中性”问题出发，阐述了金融发展的两个不同阶段及内在成因；其二，从探讨金融作用于实体经济的机制中阐述了经济运行的“信用渠道”以及信用扩张和收缩中的“金融杠杆机制”，为研究“实虚”之间的非线性关系打下基础；其三，利用制度分析探讨了金融杠杆水平的决定和历史变化；其四，重点分析了金融异化的过程和超额信用—高杠杆综合征的形成；最后，从金融杠杆的顺周期性特性切入，研究了金融杠杆、资产负债表乃至流动性的顺周期性，分析了金融加速器效应、投资分流效应在加速金融异化过程中的作用，对金融异化进行了初步的理论分析。

第4章研究金融杠杆水平的决定因素。经济、金融发展是多元决定的结果，本章从实体经济、金融体系以及第三因素（非经济因素）三个宏观层面撷取了可能影响金融杠杆水平的因素（变量），并利用面板回归方法对各影响因素进行了细致研究。在尝试了不同样本时期、变量组合、模型设定和计量方法的基础上，得出对金融杠杆水平有显著影响的核心因素，指出了其影响的强度和方向。这有助于我们更好地理解金融杠杆的内生性变化，同时为制定有关金融杠杆的宏观经济政策提供了参考和依据。

第5章是全书的核心，在前4章基础上提出了金融杠杆水平的“适度性假说”，并利用该假说对全球范围内主要经济体的金融杠杆水平的适度性进行了研判，初步建立起研究金融杠杆水平适度性问题的分析框架。本章的主要内容包括：其一，利用实证方法（动态面板回归、二值回归）证实了实虚之间的“非线性”关系，得出金融杠杆水平的适度性区间（阈值），并依此将金融杠杆水平划分为不足、适度、轻微过度 and 严重过度四个区间；其二，分析了经济运行周期的不同典型状态，将金融杠杆的不同水平放在经济运行周期中进行分析、解读，进而提出了金融杠杆水平的适度性假说；其三，提出并初步建构了经济增长“变化”、金融杠

杆“变化”、宏观经济稳定性“变化”的三维空间，尝试着将诸多重要历史事件纳入这一分析框架，并据此结合适度性假说来对主要经济体的金融杠杆水平进行评价；其四，用较大篇幅细致分析了我国经济金融发展中的问题和金融杠杆水平的适度性，并初步给出了解决我国宏观杠杆结构失衡的思路；最后，总结性地分析了金融杠杆与实体经济之间的存量和流量关系，在“存量—流量”框架下分析了现实中宏观债务水平及其对实体经济压力的动态变化逻辑，给出了科学评价金融杠杆水平所需的必要信息和指标体系。

第6章总结全书，指出了本书的价值，展望了未来的研究方向。特别地，本章对全球主要经济体当前所处的外部环境及其经济运行所处的典型状态进行了判断，并对经济、金融周期中进行去杠杆或杠杆结构优化的宏观经济政策选择进行了讨论。最为重要的是，本书在篇尾指明了我国经济调结构、杠杆调结构、金融调结构、政府职能转变、金融制度改革这一系列关键问题的内在一致性和逻辑一贯性。

目 录

第1章 导论：源起与初步探讨	1
1.1 “大衰退”始末：现象分析	1
1.2 对高杠杆的诟病：“主流”观点	5
1.3 过度虚拟化与金融杠杆的适度水平：问题提出	8
1.4 金融杠杆：概念、本质与分析价值	13
1.4.1 物理学中的杠杆	13
1.4.2 经济中的杠杆	14
1.4.3 金融杠杆的本质与属性	21
1.4.4 科学评价金融杠杆水平	23
1.5 研究的逻辑：思路、结构与方法	24
1.5.1 基本思路与结构安排	24
1.5.2 方法论	25
1.5.3 逻辑结构图	27
1.6 前瞻性结论	28
1.7 本书的创新点	29
第2章 金融杠杆水平变化的长期经验与初判	31
2.1 有关经验研究的基本思路与说明	31
2.1.1 时间序列与跨国考察	31

2.1.2	金融杠杆的结构考察	32
2.1.3	核心变量与统计数据	32
2.2	现代资本主义制度的建立（1800—1900 年）	34
2.2.1	西方工业革命与经济大发展：“立”	34
2.2.2	全球债务水平	35
2.2.3	世界范围金融发展情况与总杠杆水平估算	36
2.2.4	国别研究：西欧、美国	41
2.2.5	基于观察的小结	45
2.3	两次世界大战与“大萧条”（1901—1948 年）	46
2.3.1	战争与经济危机交替爆发：“乱”	46
2.3.2	全球债务水平	47
2.3.3	世界范围金融发展情况与总杠杆水平估算	48
2.3.4	案例研究：“大萧条”	52
2.3.5	基于观察的小结	56
2.4	“大缓和”与资本主义黄金发展期（1950—1975 年）	57
2.4.1	资本主义黄金发展期与布雷顿森林体系：“稳”	57
2.4.2	全球债务水平	58
2.4.3	世界范围金融发展情况与总杠杆水平估算	59
2.4.4	基于观察的小结	64
2.5	新兴市场发展与危机（1980—2000 年）	64
2.5.1	新兴市场崛起与牙买加体系：“变”	64
2.5.2	全球债务水平	67
2.5.3	世界范围金融发展情况与总杠杆水平估算	71
2.5.4	案例研究：东亚金融危机	74
2.5.5	基于观察的小结	78
2.6	“大衰退”与 21 世纪（2006 年至今）	79
2.6.1	次贷危机与“大衰退”：“危”与“机”	79
2.6.2	全球债务水平	80

2.6.3 世界范围金融发展情况与总杠杆水平估算	81
2.6.4 案例研究：次贷危机	84
2.6.5 基于观察的小结	89
2.7 金融杠杆变化的历史图景：本章小结	90
第3章 金融杠杆的经济分析	96
3.1 金融作用于实体经济的一般机制	96
3.1.1 金融体系“非中性”	96
3.1.2 金融发展的两个阶段	97
3.1.3 金融作用于实体经济的机制	98
3.2 制度变迁与金融杠杆水平变化	110
3.2.1 货币制度变迁：价值保证、可兑换性到符号性	110
3.2.2 银行法定准备金率：100%与货币创造乘数	113
3.2.3 金融发展触发“超额信用—高杠杆”综合征	116
3.2.4 制度变迁的复杂性与金融杠杆水平的决定	119
3.3 金融杠杆的长期经济影响	122
3.3.1 复杂的作用机制	122
3.3.2 阶段Ⅰ：资本形成的变化	126
3.3.3 阶段Ⅱ：经济金融化	127
3.3.4 阶段Ⅲ：债务积累与风险积聚	128
3.3.5 阶段Ⅳ：杠杆周期	129
3.3.6 增长与稳定的“两难”	130
3.3.7 金融杠杆“撬动”实体经济基础	135
3.3.8 文献综述与模型分析	137
第4章 金融杠杆水平的决定因素	167
4.1 直觉判断	167
4.2 样本、变量与数据	170

4.2.1 样本选定	170
4.2.2 变量选定与数据来源	176
4.2.3 描述性统计与相关性分析	185
4.3 决定因素分析	189
4.3.1 混合回归	189
4.3.2 静态面板回归	193
4.3.3 金融体系结构的影响	197
4.3.4 文化、法律与宗教的影响	199
4.4 实证结论与讨论	214
第5章 适度性假说	216
5.1 对最优的偏好“落空了”	216
5.2 适度性是一个动态的“范围”、“区间”	219
5.3 判定原则：初步猜想	221
5.3.1 原则1：实虚匹配	221
5.3.2 原则2：兼顾效率与稳定	222
5.3.3 原则3：国家禀赋“非中性”	223
5.3.4 原则4：周期性	224
5.3.5 原则5：分配公平性	226
5.3.6 原则6：绝对水平与内部结构	227
5.4 “适度性”的量化：模型与实证	228
5.4.1 金融杠杆水平与经济关系的“倒U形”关系	228
5.4.2 金融杠杆引发危机的“警戒线”	242
5.4.3 金融杠杆水平的区间划分：不足、适度与过度	246
5.5 适度性假说	249
5.5.1 经济系统运行的八个状态	249
5.5.2 经济运行状态与金融杠杆的适度性：实虚互动视角	252

5.5.3 金融杠杆水平的“适度性假说”	256
5.6 各国金融杠杆水平是适度的吗：中国与其他国家的 比较	262
5.6.1 三维空间与经济系统的状态转换	262
5.6.2 “加杠杆”与“去杠杆”的轮回	267
5.6.3 典型国家分析	273
5.6.4 金融杠杆水平的适度性评价：指标体系	318
第6章 金融杠杆的诸多“悬疑”：结论与展望	324
6.1 全书总结	324
6.2 悬而未决的问题	328
参考文献	337
后记	360

第1章 导论：源起与初步探讨

1.1 “大衰退”始末：现象分析

1929年10月29日，史称“黑色星期二”，在这一天，美国股市暴跌达到极点，两星期内，300亿美元财富在股市中蒸发。从1930年起，全球经济陷入“大萧条”（the Great Depression），直至凯恩斯主义登上历史舞台。

2008年9月15日，星期一，创建于1850年的雷曼兄弟（Lehman Brothers）以创纪录的6130亿美元债务申请破产保护，破产时其总资产为6390亿美元，杠杆率高达24.6，^①从此揭开美国次贷危机大幕。随后的几年中，欧盟经济深陷泥淖，世界相当部分国家和地区至今仍在与“危机后遗症”做痛苦斗争。在西方国家“自利”的量化宽松货币政策下，全球范围（特别是新兴市场国家）的“大衰退”（the Great Recession）拉开帷幕……既有经济学理论缺乏解释力，一场理论范式革命势在必行。

.....

① 根据美国证券交易委员会（SEC）的统计，雷曼兄弟在2003—2007年的杠杆率持续走高，依次为23.7、23.9、24.4、26.2、30.7倍，在2008年初更是达到32倍。（参见：<http://www.secinfo.com>）事实上，在2007年，根据美国官方的事后（2011年）统计，五大投行（贝尔斯登、高盛、雷曼兄弟、美林和摩根士丹利）的杠杆率已高达惊人的40倍。

人类历史上两次最为严重的经济危机，均从美国发端并波及全球，同样引发股市崩溃、价格暴跌、大规模失业、经济衰退……历史惊人的相似。然而，我们不得不问：人类真的再次“踏入同一条河流”吗？^①为什么对大萧条颇具解释力的经济理论在此次危机中却如此无能为力？人们为何总是秉持“这次不一样”的侥幸态度？到底是宏观经济运行的哪一环节出了问题？我们究竟应该从现象本身做历史归纳，还是从微观主体的行为逻辑以及微观加总为宏观的机制逻辑进行演绎分析？奥地利学派和德国历史学派方法论之争的余响犹在耳畔，直至今日，对于经济学的研究仍存在着旗帜鲜明的两类：历史学派和演绎学派——只不过二者之间的对立性在减弱。所幸的是，众多经济史学者^②的努力让学界一直以来都能够在遭遇理论困境时认识到回归“历史”与“现实”的价值。对此次危机成因的分析要从历史经验的时空对比以及理论逻辑的升级两个方面同步推进，关键是发现历史上的差异并找到“这次不一样”的根源。

概括而言，两次大危机有如下差异：其一，金融体系的恢复速度不同，“大萧条”更快——这不难理解，因为进入21世纪，金融在全球范围的发展程度和联系程度远高于20世纪30年代；其二，物价水平变化不同，“大萧条”引发了严重的通货紧缩，“大衰退”则是持续的通货膨胀——次贷危机后，美国经济进入“流动性陷阱”，量化宽松的货币政策未能有效刺激经济复苏；其三，股市表现不同，“大萧条”出现了股市的

① 对两次大危机的通常描述大抵如下：大萧条以股市暴跌为起始，进而通过财富效应引发人们在消费和投资上的连锁反应，导致农业、采掘业、物流业等行业的生产停滞，直接引致后续的失业，并通过国际贸易渠道将危机传遍全球。次贷危机以经济全球化、金融一体化为大背景，以美国房地产市场繁荣的终结和长期以来以此为基础建立起来的金融创新、金融衍生品交易链条的断裂为导火索，通过信贷与资产价格渠道将危机的“火种”蔓延开来。

② 这些学者包括 Karl Marx、John Hicks、Simon Kuznets、Raymond Goldsmith、Charles Kindleberger、Milton Friedman、Anna Schwartz 等以及近年来的 August Maddison、Carmen M. Reinhart、Kenneth S. Rogoff、Alan Taylor、Thomas Piketty 等人。