



Carmen M. Reinhart 和 Kenneth S. Rogoff (2010) 基于 44 个国家时间跨度大约 200 年的数据研究提出了“90、60”标准^①，即发达经济体和新兴市场经济体都存在相似的“公共债务阈值”，在“正常债务水平”（公共债务占 GDP 的比重低于 90%），政府债务与 GDP 实际增长率之间表现为弱相关关系；当公共债务占 GDP 的比重超过 90%，增长率的中值大致下降一个百分点，平均增长率的降幅则下降更多。而外债阈值（警戒值）要低于整体公共债务水平的阈值。外债规模占 GDP 的比重超过 60% 的国家，经济增长出现明显恶化；这一比重超过 90% 的国家，经济大多出现衰退。

关于杠杆率进一步的研究指出，对杠杆率适度性的判断，不仅要参考杠杆率绝对值的水平，还要参考杠杆率的动态变化。高而稳定的杠杆率水平并不意味着高风险，但快速增长的杠杆率则应该引起投资者和监管者的注意。如“5-30 规则”认为，在五年的时间里，以一国国内信贷规模与 GDP 之比（DCG）为代表的杠杆水平增长幅度超过 30 个百分点，之后该国就会迎来一轮金融危机^②。典型案例包括：日本在 1985—1989 年、欧洲在 2006—2010 年落入“5-30”魔咒，而美国则分别于 1995—1999 年以及 2003—2007 年两度在满足“5-30 规则”后陷入危机。

还有研究认为，衡量杠杆率的适度性还要考虑经济增长速度。有学者研究全球金融危机时指出，在危机发生的前五年，多数国家出现了经济增速持续下滑的现象。Bordo (1999) 等研究发现，从金融危机爆发前五年到金融危机爆发时，真实 GDP 增长率平均下降幅度基本在 2%~4% 之间^③。苗永旺 (2009) 等指出，不管发达国家还是发展中国家，在金融危机爆发前 3~4 年，人均实际 GDP 开始下降，达到谷底后两年左右开始复苏^④。

上述研究在丰富了人们对杠杆率理解的同时，也提醒我们要高度关注杠杆率极限及杠杆率的利用效率。但是，到底如何应用这些经验和研究成果，从理论上和实际应用中提出一个判断杠杆率高低适度性的指标，这些成果仍存有待

① Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, 2010, *GROWTH IN A TIME OF DEBT*, NBER WORKING PAPER 15639.

② 张志威, 2013, 《我国正在升起的金融风险》, 野村证券研究报告。

③ Bordo, Michael, Barry Eichengreen, Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone [R]. manuscript, Department of Economics, University of California, Berkeley, 1999.

④ 苗永旺, 王亮亮. “百年来全球主要金融危机模式比较”. 国际金融研究, 2009, 7.

完善的地方。一是杠杆率高低的判断标准,要从静态和动态结合起来看。静态要考虑绝对水平的高低,动态要考虑杠杆率的利用效率。二是杠杆率本身作为一个经济指标存在着明显的缺陷,在计算过程中它并不区分虚拟经济资产和实体经济资产,不考虑各种资产的配置结构,只通过数值之间简单比较杠杆率高低容易产生误导。三是杠杆率的快速升高和经济危机之间的因果关系未加以辨析。如既存在经济危机之因的杠杆率变动,也存在经济危机之果的杠杆率变动,治理杠杆率也应该区别对待。四是各国经济的产业结构差异巨大,各个国家杠杆率升高的主导经济部门不同,甚至不同时期同一国家杠杆率升高的主导经济部门都有所不同,治理高杠杆率不能“一药治百病”。

综合以上分析,我们认为,对一国杠杆率适度性的分析要结合各国经济发展阶段、经济结构差异及增长潜力。宏观经济学的最基本原理认为,宏观经济平衡的基本条件是投资等于储蓄($I=S$)。若 $I < S$,则处于净储蓄状态,对外表现为净债权;反之则是净投资状态,对外表现为净负债。评估一国的杠杆率要充分考虑这些因素。在考察杠杆静态水平的同时,还要重点关注杠杆的利用结构和利用效率。

一是从静态来看,要考虑该国经济结构,包括国民收入状况、对外净负债状况、储蓄与投资的平衡情况等。例如,内债的安全性高于外债,典型的对照是日本和欧债危机的重债国。日本中央政府负债占 GDP 的比重远超希腊、西班牙等国,但由于日本政府债券主要由国内部门持有,日本国内储蓄率较高,因此没有发生债务危机,国际社会也普遍认为日本国债安全性远高于希腊、西班牙等国。再如,净储蓄国家可以容忍也应当保持较高的杠杆率。净储蓄即储蓄大于投资,要实现经济结构平衡,需要加大投资力度,这就离不开杠杆的支持。同时,净储蓄国家产出大于国内投资和消费需求,意味着偿债能力较强,债务安全性较高。

二是从动态来看,要考虑该国杠杆率水平的发展趋势及利用效率。判断一国杠杆率是否合理、是否安全,不仅要看该国当前的杠杆率水平,还要分析杠杆率增长与经济增长是否同步,经济增长能否覆盖债务成本的增长。如果我们通过借债即提高杠杆率去发展经济,最基本的条件是借债成本要小于资金投入的产出。从微观来看,即边际成本要小于边际收益;从宏观来看,即债务成本增长



模的比重达 25%，比上年高 9 个百分点。委托、信托贷款成为规避宏观调控和监管指标约束的重要渠道，且利率较高、透明度较低，风险不容忽视。

四、建议

综合以上分析，我们认为，我国经济的总体杠杆水平仍在适度范围之内，各经济主体对杠杆的承受能力仍在可以控制的水平。从长远、平稳发展的角度看，各经济主体应把握好提升杠杆的节奏，调节杠杆的力度与步伐较此前应该放缓。同时，在调节杠杆的过程中，应该把握好各类经济主体之间的联动性。如果各经济部门之间的杠杆率分布不平衡，有可能降低整体杠杆率的安全阈值，导致出现整体经济杠杆率不高，但单一部门杠杆率偏高或者增长过快而引发风险，并快速向其他部门迁移的情况。美国就是一个典型例子。次贷危机爆发前，美国政府杠杆率很低，但国民杠杆率超过 300%。次贷危机爆发后，政府的救市行为，意味着私人部门债务向政府债务的转移，即政府不得不用提升杠杆的方法来应对私人部门的去杠杆，进而私人部门杠杆率迅速下降，但美国政府杠杆率却不断攀升。

要正确认识去杠杆问题，一方面要警惕高杠杆带来的风险，另一方面也不可盲目采取去杠杆措施。在经济发展过程中，各主体部门间的联系越复杂多样，越容易引发杠杆率的叠加，造成风险。关于去杠杆的方式，有几种组合：包括紧缩政策、高通货膨胀、拖延债务、经济增长（经济增长速度高于债务增长速度）等。当前我国经济最大的风险不在于杠杆率的绝对水平，而在于经济增长的下行压力可能引发房地产、地方政府融资平台等薄弱环节风险。近几年来，我国经济增长速度已经从最高时的 10% 以上一路下行至目前的 7% 左右，相当于下去了 1/3。当前仍处于下行状态。因此，我们应该更加重视“稳增长、守底线”。要优化杠杆结构，提高杠杆利用效率。应当采取健康积极渐进的手段去杠杆，即通过经济持续稳定增长逐步化解高杠杆。对杠杆率较高的部门，要适当引导杠杆增速放缓，千万不能生压硬降。对杠杆率还有增加空间的部门，调节杠杆时要注意风险隐患。要尽可能避免或降低风险点对经济主体的冲击，为调节杠杆创造一个良好的经济金融环境。

一是高度重视保持经济增长稳定的重要性,避免经济增速下滑引发的偿债危机。从发展阶段看,对于亟须发展和赶超的发展中经济体来说,高速增长中的负债不是最大风险,不发展才是最大的风险。要防止经济出现大起大落,为企业和金融机构的经营创造良好的环境,提高金融体系稳健性,促进企业盈利增长,逐步降低企业部门杠杆率。同时,通过经济增长促进政府财政收入和城乡居民收入增加,提高其偿债能力,夯实提升杠杆的经济基础。要稳增长,就需要进一步稳投资、促消费。优化投资主体、改善投资结构,充分利用民间投资,鼓励和引导民间资本向实体经济的转化;加大对科技、环保等新兴领域的投资力度,着力提高投资效率。

二是高度关注房地产市场走势,防止房地产市场价格泡沫破裂可能引发的连锁危机。房地产行业的稳定对我国各经济主体维持或提升杠杆率水平具有重要的作用。除了房地产行业的相关企业自身是债务融资的重要主体外,土地及房产还是政府部门、非金融企业、居民及家庭等各类经济主体融资的重要抵押品。仅从土地资源来看,国土资源部《中国国土资源公报》显示,2012年底,我国84个重点城市处于抵押状态的土地面积为35万公顷,抵押贷款总额6万亿。大量抵押品价值的稳定将直接影响到金融企业信贷资金和整个债务链条的安全性。因此,加强和改善房地产市场调控,保持调控政策的稳定性与持续性,确保房地产行业平稳、健康运行,也有利于各类经济主体适度加杠杆。

三是合理引导表外业务和影子银行的发展。虽然我国金融业的杠杆率相比欧美发达经济体还不算太高,但是表外资产膨胀、影子银行、金融衍生品创新等都需要监管部门密切关注。2008年的金融危机宣告了欧美坚持的市场自律监管理念的失败,金融创新只能分散而不能消除风险。金融化程度越高,部门间杠杆率的叠加,越容易引发经济危机。从国际上看,银行杠杆率的上限通常是在10倍左右(以资本充足率和准备金比率达标为前提),证券金融以交易业务为主,杠杆率的上限随业务的风险等级而异,从1倍到33倍不等。所以在理论上,二者合一的混业经营可以把杠杆率的极限提高到300倍之多。金融业能迅速放大杠杆率,因此,金融化程度越高,杠杆率的监控应越严格。

四是完善顶层设计,加强政府负债管理。规范发展地方政府融资平台。地方政府融资平台在提升城市功能、改善生态环境的过程中发挥了重要作用,资

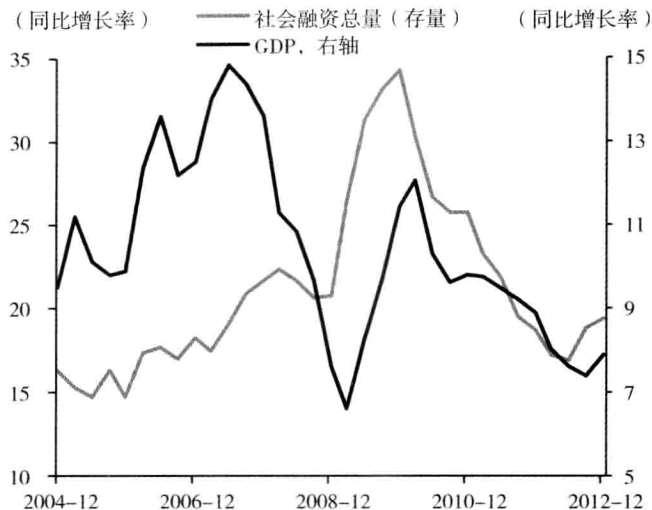


图 12 社会融资总量增速与 GDP 增速

资料来源:CEIC 和 野村国际经济研究部。

(二) 资产价格快速上涨

国际清算银行在 2009 年发布的一份报告 (Boris 和 Drehmann) 指出“金融危机之前信贷和资产价格通常会异常强劲上涨”,同时发现资产价格猛涨“成功地为一一些当时还在深陷困境的银行系统(包括美国)提供了预警信号。”

在中国,我们认为房地产价格泡沫破灭风险比股市泡沫破灭风险更大。中国已经历过股市泡沫。2005 年 5 月至 2007 年 10 月期间上证综指上涨了 461%,从 1060 点涨至 5954 点,随后 2008 年 10 月暴跌至 1729 点,目前维持在 2300 点左右。这次股市暴跌并没有对经济产生破坏性的影响,因为市场上主要是负债杠杆率较低的散户投资者,所以股价的负面影响并未波及银行业。

如果看官方房价数据,房地产市场似乎仍然状况良好。2004—2012 年全国房价保持较温和的增长态势,累积涨幅 113% (图 13)。但官方房价指数的质量值得质疑,与我们的实际观察以及相关的学术研究结果相悖。这可能是由于 2004 年之后中国的房地产市场经历了快速的发展阶段,新房与之前房屋的品质差异迥然。因此更加精确的房价指数需要考虑房屋品质变化的因素,进行相对公平的同类对比,即专业术语所说的“内涵”价格指数。

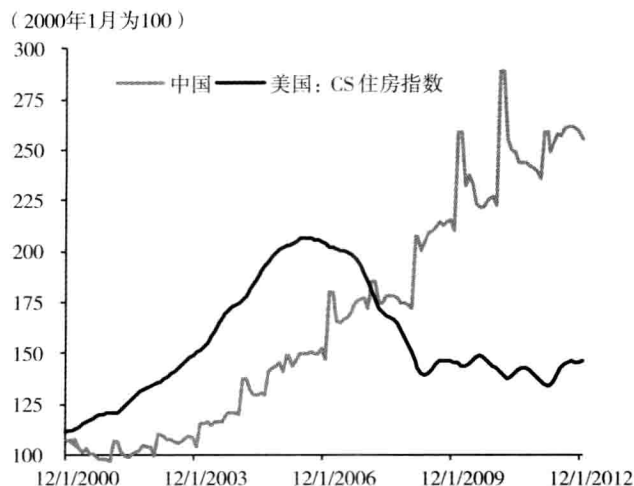


图 13 中国和美国住房价格指数

资料来源：CEIC、WIND 和野村国际经济研究部。

最近发表的一篇学术文章提供了 25 个主要城市的房价内涵指数。清华大学和新加坡国立大学三位教授(邓永恒、吴璟和刘洪玉,2013 年)的研究显示,2004—2009 年房价上涨了 250%,远远超出官方指数的增长水平。这一涨幅也超过 Case - Shiller 美国住房价格指数,后者从 2001 年至 2006 年的峰值上涨了 84%。

此外,土地价格涨幅远远超过房价涨幅(图 14)。据官方统计,每平方米的
土地平均销售价格从 2003 年的仅 573 元(按照 2003 年汇率:69.2 美元)涨至
2012 年的 3393 元(537 美元),十年间涨了 492%。另一篇学术文章(邓永恒、
Joseph Gyourko 和吴璟,2012 年)发现,在对土地品质因素进行调整后,2003 年
第一季度至 2010 年第一季度北京的土地价格上涨了 800%。而房地产每平方
米平均售价从 2003 年的 2378 元涨至 2012 年的 5791 元,十年涨幅为 143%。
难怪很多国有企业在土地拍卖中异常活跃并且囤地成为普遍现象。截至 2012
年,开发商已购买但尚未开发的土地达到 4.02 亿平方米,相当于过去十年土地
销售总量的 10.3%。



应对金融风险的政策取向

(一) 如果政策收紧控制风险

政府在 2013 年收紧政策遏制金融风险的可能性较高。我们预计政府最早从 2013 年第二季度开始逐步降低 M2 货币供应量和社会融资总额增速,加强控制影子银行活动和地方政府融资平台融资活动;另外预计央行将于 2013 年下半年加息两次。上述紧缩措施的不利影响是,下半年经济同比增速将从上半年的 8.1% 放缓至 7.3%。积极影响是,中国爆发系统性金融危机的风险降低,并避免 2013 年之后出现更为严重的经济硬着陆。

政府已经开始表示出对金融风险的关注,并计划采取措施进行遏制。政府的表态尚未变成具体行动——社会融资总量在 1 月份创出历史新高,2 月份的融资总量经工作日调整后仍维持在高位,说明货币政策依然宽松。2 月份 M2 货币供应量同比增长 15.2%,远高于 2012 年 12 月的 13.8%。不过 3 月 5 日的政府工作报告宣布 2013 年 M2 货币供应量增速目标为 13% (2012 年为 14%), 我们仍然相信货币政策最终将收紧。

投资者可能会问,为什么我们认为新政府在执政第一年会采取前瞻性的紧缩政策。市场普遍预计中国经济将在 2013 年保持复苏势头,原因是过去新领导层上任时都有意向要推动经济增长,所以大多机构认为 2013 年甚至 2014 年都会保持宽松政策不变,预计这两年的 GDP 增速将保持在 8% 以上。

我们认为市场的这种看法是错误的,原因有四点:

首先,市场低估了新领导层面临的挑战。本报告所提出的风险得到了国际组织以及国内领导人和研究学者的认同。我们认为,新一届领导班子应该会意识到在十年任期的前期就开始解决上述风险符合国家最佳利益。新一届领导层当然可以在 2013 年、2014 年保持宽松的货币政策来维持房地产和基础设施行业的投资热潮,但这只会导致问题最终变得更严重,也更难解决。

其次,领导层可以借鉴其他国家的经验。20 世纪 80 年代日本和德国的经历就是很好的借鉴。当时这两个国家都经历了经济的快速增长,但是日本发生

了资产价格泡沫并最终破灭,导致了长期经济衰退;而德国在保持强劲增长的同时未发生重大风险。一个关键的区别就是,德国央行采取了稳健的货币政策,整体经济的杠杆水平并没有像日本那样大幅上升(图 43)。这是非常有价值的经验教训。中国应控制杠杆水平来避免系统性金融风险。

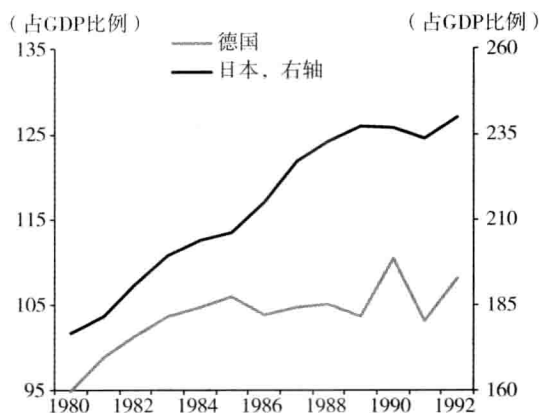


图 43 德国和日本国内债务占 GDP 比例

资料来源:国际货币基金组织、CEIC 和野村国际经济研究部。

从近些年的政策变化我们可以看出,政府其实已经借鉴了其他国家的经验。当政府在 2010 年出台房地产调控措施时,市场普遍认为这些措施可能只是暂时性的,但是过去三年的实际情况证明了政府明确意识到房地产泡沫的危害,也有解决房地产市场风险的决心。我们相信,政府是有远见的,将果断应对经济持续增长所面临的风险,即便以牺牲短期经济增速为代价。

再次,我们相信政府认识到,如果现在不能实施调控,那么未来将付出更大代价。虽然 2012 年经济增速降至 7.8%,但由于劳动力市场供不应求,经济增长放缓并未引起广泛的失业问题。我们相信中国的领导层已了解到目前就业不再是首要问题,因此政策核心不是维持 8% 左右的经济增长。现在主要的风险是金融稳定、通胀和房地产泡沫。经济增长放缓有助于解决这些问题,因此对经济增长放缓的容忍度已经提高。

最后,我们预计通胀率到年中前后将突破 3.5% 的政府目标,迫使中国央行在 2013 年下半年加息两次,利率累计上调 50 个基点。政府的宽松政策能维持多长时间最终取决于通胀这个制约因素。近期公布的数据显示,通胀已经开

如果发生系统性危机,我们认为,金融系统中首当其冲的是没有政府背景的信用担保公司、信托公司和高杠杆的房地产开发企业。由于资本金有限,信用担保公司和信托公司的杠杆水平非常高。一旦债券和/或信托市场发生违约事件,信贷利差将立即扩大,以反映实际的风险溢价,同时我们预计交易量将迅速萎缩。由于许多风险之间相互关联,危机将很快蔓延。如果没有明确的政府担保,企业很难发行新债融资。

如果政府不进行干预,那么风险将不可避免地波及到银行和企业部门。目前银行的不良贷款率普遍较低,其中一个原因是地方政府融资平台能够从债券和信托市场融资偿还银行贷款。如果地方政府融资平台无法发行新债融资,那么银行的不良贷款率可能上升。企业部门也将发生类似的情况,特别是房地产行业。

我们认为政府不会允许金融风险通过上述渠道被放大;如果发生上述情况,相信政府必然会施以援手。中国的金融行业历史上也曾发生过类似规模的政府援助。早在1999年,政府成立了四大资产管理公司处理银行业不良贷款,经营资金来自财政部拨款。目前资产管理公司依然存在,预计将在发生风险预测情境时发挥重要作用。

当然,政府可以考虑多种救助方式。一是传统的“债务重组”或银行不良贷款债务减计将由投资者(包括作为大股东的政府)来承担损失。二是还可以选择政府向银行注资,并将不良贷款折价剥离给资产管理公司,类似于1999年的情况。三是中央政府可以向地方政府拨款来偿还债务。四是出售或私有化地方政府资产来偿还债务。

我们对政府将选择哪种救助形式没有特别建议,但认为未来几年更大范围实施私有化的可能性将增大。许多地方政府在公共设施、公路和房地产领域拥有资产。随着资金压力的增大,地方政府可能不得不出售此类资产。

虽然救市有助于避免金融行业的崩溃,但不足以启动新一轮的经济增长周期。中国经济形势在21世纪初的好转不是因为政府救市,而是因为加入世贸组织等一系列积极的改革措施、有利的人口结构形成的生产力增长潜力,以及大量内陆农村劳动力向沿海城市迁徙。

中国未来的关键是改革,而通常只有当压力积聚到一定程度时才会推动改



表 1 非金融业上市公司有息负债结构分析

年份	短期负债 /有息负债 (%)	短期借款 /有息负债 (%)	一年内到期 长期负债 /有息负债 (%)	短期债券 /有息负债 (%)	长期借款 /有息负债 (%)	长期债券 /有息借款 (%)
2001	60.81	51.62	9.19		38.80	0.39
2002	59.99	51.01	8.98		39.09	0.92
2003	58.63	51.00	7.63		39.70	1.67
2004	55.41	46.10	9.31		41.74	2.85
2005	56.16	44.32	9.59	2.25	41.50	2.34
2006	55.64	44.25	9.21	2.18	41.37	3.00
2007	55.10	45.04	8.63	1.42	39.67	5.23
2008	54.36	44.39	8.68	1.29	38.65	6.99
2009	46.09	36.84	7.96	1.28	42.24	11.67
2010	46.39	36.12	9.47	0.80	40.81	12.80
2011	49.95	36.19	12.74	1.02	37.19	12.86
2012	48.68	36.23	11.23	1.23	36.10	15.22

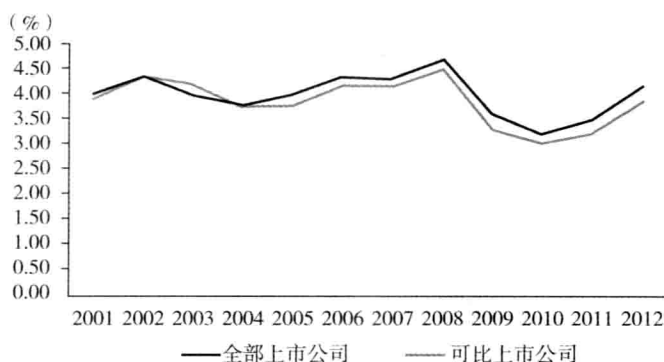


图 6 财务费用/有息负债

四、上市公司有息债务规模的扩大源于我国债券市场的快速发展,债务资本配置效率较好

近年来,随着我国债券市场的快速发展,上市公司债券融资规模发展迅猛。2007 年上市公司债券融资总额(包括可转债、公司债、短融和中票)有 92.80 亿

融资的成本在上升,有人甚至认为:“低成本融资的时代已经结束了!”按道理,融资成本上升,融资需求就应当缩小,但是在中国不是。为什么?因为预算软约束,尤其国有企业。于是融资成本在上升,融资规模还要进一步扩大,所以,分子的增速在上升。分子、分母的相对增速在变化,再加上现在的融资链条越来越长,融资的环节越来越多,每个环节层层加码,就把融资规模搞得越来越大,系统性风险越来越大。

第三个角度,从结构性因素来看。两个结构,一个是传统产业和新兴产业的关系,一方面,传统产业这边,成本上升,收益下降,很多僵尸企业在那里,如果是在国外,早就让它破产了,早就该关门了,但是在我国,却是在通过不断提供新的资金来养着它,明知道它已经没有收益了,像一些钢铁企业,银行还在不断地给它提供贷款养着它,有的企业不仅没有效益,而且是负效益!所以,债务率在不断攀升。这就是前面专家讲的“债务率的被动上升”;另一方面,在新兴产业这边,技术创新需要大量资金,但是我们的风险投资、股权融资跟不上,不得不依靠传统的融资方式。所以,整个债务率不断上升。

另外一个结构就是国企和民企的关系,刚才有专家讲的数字很说明问题,80%的债务是国有企业。国有企业再加上地方政府,软约束加上国进民退,导致国企和地方政府平台杠杆率不断攀升。

前天在飞机上看到《环球时报》刊登的一篇文章在为国有企业鸣冤叫屈,说了很多的理由,但是它唯独不说国有企业占有了多少资源?占有多少信贷资源?与产出相比是一种什么状态?这里面背后有一个因素,就是体制因素,国有银行的关联交易问题。在中国,不让民间资本进来办民营银行,最大的理由就是说怕他们进来搞关联交易,但是我们从来没想过最大的关联交易是谁?——各级政府通过控制资本金控制着各类商业银行,然后控制着商业银行的高管,然后把贷款贷给各级政府指定的项目,这才是最大的关联交易啊!这也是造成国有企业杠杆率居高不下的一个重要原因。

第四个角度,笔者想谈一下体制因素。我们现在这种半市场化或者金融压制下的所谓“金融创新”存在着明显的套利行为,也导致了杠杆率的不断攀升。一方面,在体制内,现在在体制内我们的银行实际上存在两个银行,一个是表内,一个是表外。表内是严格控制,表外是没有人管,与国外不同的是,我们这



里是在一个实体里“穿着连裆裤”，表内做不了我就表外做，表外做不了的事儿我就回到表内做，这里面的事儿就多了，造成了很多互相钻空子的事情，制造了很多杠杆。比如前面讲的表内没指标了就表外贷，贷完以后，表外还不上了就表内来抵。再有我们有很多虚假的货币创造，比如说，一些外资企业，本来他资金进来了，应该支付给供应商，但是他不直接支付，而是先存到国内银行，然后再由国内银行进行担保，到境外以后又去融一次资，因为国外融资成本比较低，然后用再融资拿到的资金来支付供货商。本来是一笔交易，人为地造出多笔交易，从中套利。再比如，有的银行，贷款之后强制性地要求企业反存到本银行，然后拿着反存的存款做质押来个再融资。总之，很多融资都是为了规避人为的各种管制，人为地制造出了很多货币信贷。

另一方面，在体制外，因为不让民间资本进来办正规的民营银行，于是民间资本就只有在体制外循环，体制外交易，没有监管。所谓民间融资，说白了就是一个民间的“炒钱”。过去炒煤不让炒，后来就炒房，炒房不好炒了，于是就直接“炒钱”了，导致体制外风险不断聚集。

总之，这种金融压制的结果，导致了体制内的低效率和体制外的高风险，核心原因就在于政府部门的过度干预。本来，银行这个事儿很简单，如果有了存款保险制度，防范风险的事儿严格地说，除了大的系统性风险以外，防范风险本来是商业银行自己的事情，由于我们没有存款保险制度，没有退出机制，于是怎么办？今天监管部门下一个指令，明天再下一个相反的指令，政府干预越多，整个机制就越扭曲，风险就越来越大。

以上，笔者主要从这四个角度来看杠杆率高不高的问题，以及为什么高的问题。

再来看解决的对策。针对这四种因素有四个方面的对策思考。

第一，针对周期性因素，我认为，应该正确认识周期性因素的作用。在市场经济条件下，周期性的危机也好，调整也好，它实际上是一个定期的“大扫除”，不完全是坏事儿。去杠杆在一个周期里也是一个必经阶段，到一定的阶段就必须要进行调整，市场经济是有周期的。但是中国目前最大的问题是，我们到现在还没有经历过完整的周期，我们只经历了繁荣阶段，对于什么是萧条，什么是真正的危机，老百姓也好，专家学者也好，政府官员也好，都没有经历过。所以，

高息揽存,先把奖金拿到手,将来出了风险再交给国家。所以说,商业银行必须民营化,民营化有两个途径,一个是“民进”,一个是“国退”。所谓“民进”就是让民间资本进来办民营银行,所谓“国退”就是各级政府在竞争性的商业银行里的资本金统统退出去,首先真正的股份化和民营化,这是必须做的。

再有一个就是建立存款保险制度,建立银行退出机制,把这个机制建立起来,如果银行自己防范风险不到位,经营失败,那就得退出市场,有了这个硬约束,商业银行的行为就会端正起来。

三是企业层面,一方面要加快国有企业的改革,改制重组。另一方面,就是要推动民营企业的改革。我们民营企业现在也需要改革,传统的家族式企业,没有现代的防范风险意识,全靠家族亲戚,靠所谓民间借贷。

总之,关于杠杆率高低与否,如果我们的监管部门,坐在北京的办公室里,看着银行们送来的报表,说房地产跌多少没有关系,风险不大,因为商业给房地产的贷款只有20%,如果坐在北京看报表可能是这个结论。但是如果你到地方上去调研就会发现,实际上通过各种渠道绕来绕去流向地方政府平台,流向房地产的资金远远不只是报表上的数字。所以,建议到地方调研可能对我们形势判断非常好。

关于是否会爆发危机,笔者的一个看法就是,当所有人都说不会爆发危机的时候,反而是危机最容易爆发的时候,无论是亚洲的金融危机,还是美国的次贷危机,或者是欧洲的欧债危机,事前都没有什么人说要发生危机了,结果都爆发了大的危机。

相反,如果人们都说要爆发危机了,危机反而有可能被规避,事前得到预防。如果说中国迄今为止一直没有爆发金融危机,我想,一个重要原因就在于总有人在提醒政府,要警惕危机。因此,从这个角度讲,我们应当感谢那些“唱衰中国”的人,是他们在不断提醒我们要警惕危机,要防范危机。

我们现在在讲杠杆率过高,有发生危机的风险,无非是说,我们应当提早进行防范,及早出售国有资产,把债务窟窿及时堵上,这样就有可能防止危机的爆发。

相反,如果我们不能意识到风险的存在,不能够加快推进改革,潜在增长率就一定会进一步下降,杠杆率就一定会进一步上升,等到危机爆发时,再想起来卖国有资产来堵窟窿,就会是越卖越不值钱,窟窿越来越大,那可就是真的要爆发大危机了!



中国经济应适度加杠杆以最终去杠杆^①

2013 年国际经济学界最有戏剧性的事件,莫过于围绕著名经济学家卡门·M. 莱因哈特(Carmen M. Reinhart)和肯尼斯·罗格夫(Kenneth S. Rogoff)2010 年前在《美国经济评论》上发表的一篇论文的争论。卡门·莱因哈特(Carmen M. Reinhart)和肯尼思·罗格夫(Kenneth S. Rogoff)2010 年利用 44 个国家时间跨度达 200 年的大样本数据分析了增长与政府债务规模的关系,结果表明,当政府债务占比 GDP 高于 90% 时,长期增长率的中位数将下降一个百分点,平均增长率下降更为显著。据说,这篇文章为欧债危机爆发后 IMF 与德法等国要求南欧国家实施财政紧缩政策的做法奠定了理论基础。而到 2014 年年初,几位美国经济学家发现,莱因哈特与罗格夫的论文在数据计算过程中存在操作失误,在样本选择过程中存在主观偏差,其加权方法也令人质疑。此外,究竟是高债务导致低经济增长,还是低经济增长导致高债务,相关关系与因果关系难以确定。一时间,对莱因哈特与罗格夫的批评声浪很大。更值得注意的是,在上述批评背后,有一种观点正在出现,即一国政府债务存量高低对该国经济增长率并无显著影响,同时对计量经济学的结果应持有谨慎和怀疑态度。

当前理论界和投行领域流行着一种观点,认为中国经济已处于高杠杆的危险地带,应该收紧政策,启动去杠杆化进程,避免经济硬着陆。卡门·M. 莱因哈特(Carmen M. Reinhart)和肯尼斯·罗格夫(Kenneth S. Rogoff)的计算失误已经被欧盟纠正,但此错误还在中国流行。

^① 本文作者为徐诺金、姚余栋。徐诺金为中国新供给经济学 50 人论坛成员、中国人民银行调统司司长;姚余栋为中国新供给经济学 50 人论坛成员、中国人民银行货币政策司副司长。本文纯粹为个人学术观点,不代表所在单位的立场或意见。

济整体上没有大的风险,新一届政府推出的改革措施也极大地提振了市场信心,但若预防性的政策调整没有真金白银式的宏观政策能量注入,温水煮青蛙式的慢性衰退也不是没有可能。经济金融领域里的房地产市场泡沫破灭风险、地方政府债务链条断裂风险、影子银行超常式增长后的兑付风险都有可能上升,而这是我们应坚决预防和制止的。我们现在一定要充分认识到稳增长的重要性,坚决捍卫“经济增长的前瞻性指导”,做好预调微调,不要忽视发展这个硬道理。

二是稳定经济增长,在促进消费的同时,要稳住投资。2005年以来中国将扩大内需、刺激消费作为基本国策,其综合效果必然是降低储蓄率。但储蓄率降低有个渐进的过程,不可能一蹴而就。在消费增长还不能弥补投资增长的过渡期内,我们赞同新供给主张,在中国当前所处的发展阶段,不能简单批评“高储蓄、高投资”,也不能照搬套用欧美国家以消费促增长的发展模式(已被实践证明是导致危机的根源),更不能认为消费产生的GDP才是高质量的GDP,而投资产生的GDP是低质量的GDP,扩大投资并不必然导致产能过剩、重复建设。实际上,没有投资就没有供给,也就没有消费(除非像欧美部分国家一样靠借债、靠印刷货币、靠进口消费);投资是消费的前提和基础,也是国家经济硬实力的依托和就业的源泉,对中国和广大发展中国家,在超常规的“追赶”阶段,投资对经济发展的重要性尤为突出。从改革开放三十多年的实际进程和成效看,由高储蓄支撑的高投资,不仅不是中国经济的主要问题,相反这是中国得以实现快速发展的重要经验。我国投资与消费的比例和结构,应当随着中国经济发展水平的提升、居民收入水平的增加而逐步合理演进而不宜人为强力调整,更不宜直接套用早已实现工业化、信息化并进入后消费时代的美国的投资消费结构指标作为中国目前所处发展阶段的参照指标,否则容易导致错误的宏观政策导向,人为造成错失当前对中国较为有利的发展机遇。

三是优化投资主体,改善投资结构,提高投资效率是加杠杆的关键。中国投资领域的核心问题不是总量和增速,而是结构、质量和效益。从结构看,未来宜重点围绕新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化、服务业现代化、国防现代化及住房、医疗、教育、环保等领域,优化投资结构,提升投资强度;从提升质量效益看,要大力深化改革投融资体制改革和金融改革,以创新投融资模式,引入



设想的“通论”，仅仅是一个部分均衡模型，没有包括经济特别是政府部门的资产负债表，存在的致命疏漏就是忽略了政府部门资产负债表。财政政策主要影响政府资产负债表。凯恩斯主义经济学蕴含着这样一条假设：有杠杆就有增长，没有杠杆就没有增长。政府资产负债表杠杆率上升到一定程度，会不可避免地产生两个效应：

一是债务陷阱。财政上经年累月地入不敷出，只靠借债弥补赤字，赤字政策常规化，政府负债越来越重。政府杠杆率上升到一定程度，利率上升，会出现债务陷阱，类似人体“糖尿病”的综合并发症，往往不可逆。2013年国际经济学界最有戏剧性的事件，莫过于围绕著名经济学家卡门·莱因哈特和肯尼思·罗格夫2010年前在《美国经济评论》上发表的一篇论文的争论。卡门·莱因哈特和肯尼思·罗格夫在2010年利用44个国家时间跨度达200年的大样本数据分析了增长与政府债务规模的关系，结果表明当政府债务占比GDP高于90%时，长期增长率的中位数将下降一个百分点，平均增长率下降更为显著。这篇文章为欧债危机爆发后IMF与德法等国要求南欧国家实施财政紧缩政策的做法奠定了理论基础。而到2012年年初，几位美国经济学家发现，莱因哈特与罗格夫的论文在数据计算过程中存在操作失误，在样本选择过程中存在主观偏差，其加权方法也令人质疑。但无论如何，过高的政府债务对经济增长带有严重危害性是传统智慧。

二是“明斯基时刻”，即自我实现的政府债务危机。明斯基的观点主要在金融市场，提出了金融不安定假说。笔者把它应用于政府债务：好日子的时候，政府敢于财政刺激；好日子的时间越长，政府冒险越多，直到过度冒险。一步一步地，政府债务会达到一个临界点，其资产所产生的现金不再足以偿付他们用来获得资产所举的债务。投机性资产的损失促使政府债券投资者收回其贷款。国际金融危机后的一个基本共识就是人类无法准确确定资产价格，就是实际利率是多均衡的，不是唯一均衡的。欧债危机是最好的例子。希腊债务危机当中，每个投资者都会担心希腊“破产”，从而抛售希腊国债或者拒绝购买新的希腊国债，以规避可能的损失，这会导致利率大幅度飙升，希腊国债价格急剧下跌，收益率大幅攀升，最终导致希腊融资成本剧增，无法发行新的国债，希腊反而更加快速地接近“破产”边缘。

全球政府债务已经远远超过 1936 年《就业、利息与货币通论》发表时的水平,达到一个令人担忧的程度,财政空间已经越来越小。IMF 数据库没有直接提供全球债务的整体数据,有学者利用国别数据进行了大量计算,结果显示:从规模看,2014 年,全球债务总量预估值为 61 万亿美元,自 2002 年以来连续 13 年同比上升,并首次超过 60 万亿美元大关。根据 IMF 的预估数据,2014 年发达经济体的总债务为 51 万亿美元左右;发达经济体总债务占全球总债务的比例为 83.5%;发达经济体的负债率为 108%,超出 100% 的技术破产线。2014 年,新兴市场体的总债务为 10.07 万亿美元,负债率则为 34% 左右。从分布来看,债务过高的风险主要集中在发达经济体,这非常不利于债务重组。

亚当·斯密早在 1776 年《国富论》中就有关于“国家破产”制度的设想:“当国债积累到一定程度,我相信,就不会有完全偿清的时刻。如果说利用国家收入解脱国债的事例曾经有过,那也总是通过破产解除的。当一个国家需要宣布破产时,就如同一个个人需要宣布破产时一样,一个公平、光明正大和公开承认的破产不论对债务人的名誉和对债权人的利益都将是一个损失最小的措施。”但政府债务重组缺乏国际机制。2001 年,前国际货币基金组织(IMF)副总裁安妮·克鲁格(Arne Kruger)尝试了主权债务重组机制,可惜没有成功。政府债务的“明斯基时刻”一旦来临,很可能导致零利率,经济陷入流动性陷阱的“黑洞”。中央银行不得已背水一战,实施大规模量化宽松(QE)。但能否把经济拉出流动陷阱,还不得而知。当前日本和欧洲就面临这个困境。

降低政府杠杆率是个全球性难题,“去杠杆化”的漫长过程,对经济增长确实构成了挑战。麦肯锡全球研究院的《债务与去杠杆化:全球信贷泡沫及其经济后果》认为,去杠杆有四种途径:紧缩政策,高通货膨胀,拖延债务和增长(经济增长速度高于债务增长速度)。该报告认为,政府部门去杠杆往往在企业部门去杠杆之后。笔者认为,政府资产负债表存在野村证券辜朝明提出的资产负债表衰退,对应着凯恩斯主义的极限,也就是在企业 and 家庭部门完成去杠杆化进程后才能恢复。

既然去杠杆如此艰难,那么最好的药方是预防政府杠杆率过高,不能过度使用凯恩斯主义刺激政策。凯恩斯主义存在极限,也就是说,政府债务杠杆率必须低于某一个“红线”,必须将凯恩斯主义“关进笼子”。凯恩斯在《和约的经