

中国经济开放论坛

潘英丽 黄益平 主编

激辩去杠杆

如何避免债务—通缩



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

激辩去杠杆

如何避免债务—通缩

潘英丽 黄益平 主编

图书在版编目(CIP)数据

激辩去杠杆:如何避免债务—通缩/潘英丽,黄益平编.--北京:中信出版社,2016.8
ISBN 978-7-5086-6328-9

I. ①激… II. ①潘… ②黄… III. ①中国经济—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第162717号

激辩去杠杆:如何避免债务—通缩

著 者:潘英丽 黄益平

策划推广:中信出版社(China CITIC Press)

出版发行:中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者:北京通州皇家印刷厂

开 本:880 mm×1230 mm 1/32

印 张:6.75 字 数:124千字

版 次:2016年8月第1版

印 次:2016年8月第1次印刷

广告经营许可证:京朝工商广字第8087号

书 号:ISBN 978-7-5086-6328-9

定 价:48.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书,如有缺页、倒页、脱页,由销售部门负责退换。

服务热线:400-600-8099

投稿邮箱:author@citicpub.com

序

2015 年末的中央经济工作会议提出了新的一年“去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板”的五大任务。其中去产能、去库存和去杠杆很大程度上是同一过程的不同侧面，其艰难险阻都是不容低估的。高杠杆任其发展极易陷入“债务—通缩”的恶性循环，而不当的去杠杆则有可能促使经济直接跌入“债务—通缩”陷阱。为此，我们财经研究领域的多个微信群都十分关注如何去杠杆的问题，认为有深入讨论的必要。在挪威银行上海代表处高级经济学家王红林博士的倡议下，2016 年 1 月 12 日来自北京、上海和香港的部分大学教授和投资银行的首席经济学家们上海交通大学安泰经济与管理学院召开了“中国经济去杠杆”的专题研讨会。会议期间我们俩共同发起了以“中国经济开放论坛”命名的学术与政策研究论坛。论坛具有开放性，没有学科专业、理论流派和研究范式的限制，可由关注和研究中国经济的海内外学者和金融机构的首席经济学家共同



参与。论坛由上海交通大学安泰经济与管理学院、上海交通大学中国发展研究院和北京大学国家发展研究院联合主办，将不定期地在上海和北京两地举行专题研讨会，对中国经济改革发展过程中的重大理论、实践和趋势性问题进行多视角的研讨和交流。本论文集是“中国经济开放论坛”的第一个研讨成果，体现了与会专家的集体智慧和理性认识，供关心中国债务问题和通货紧缩风险的财经管理者和政府部门制定政策时参考。

论文集的第一部分讨论了中国杠杆率的现状。

高杠杆作为中国经济增长过程中的一个重要特征本身没有太多争议。但究竟有多高？《杠杆下的中国：流动性过剩与信贷错配》（施康、王立升）一文提供了一个国际比较分析成果，揭示中国经济杠杆中大约有 1/3 是由中国特殊因素引起的，比国际平均水平高出 50%。在流动性过剩的背景下信贷资源的错配带来很大风险。企业融资的激励机制严重扭曲，中小型企业与民营企业融资越来越难，而信贷资源错配于大企业与低效率企业的问题出现明显恶化。因此，需要根据不同企业的规模、所有制、所处行业和区域的特征，鼓励“好的杠杆”，去掉“坏的杠杆”，优化信贷资源的配置。《中国企业杠杆率现状、影响及去杠杆的对策》（谭小芬）一文对中国企业债务的产业结构、企业结构、债务集中度及其动态变化态势进行了细致深入的分析，追索了杠杆是如何加起来的，提出：“宽松货币政策会提升杠杆；高杠杆的情况下，紧缩货币政策却未必会降低杠杆。”《中



国债务的虚与实》(胡伟俊)一文聚焦中国债务问题,逐一探究并回应了中国目前债务水平的高低、债务危机发生的可能,追溯中国债务问题的来龙、思索其可能的去脉。向我们剖析了中国非金融债务的六大特征,并且富有洞察地指出:目前国内对债务危机的担忧,大多并未触及问题的根本——中国债务问题的根源,在于体制性造成的高储蓄。最后,向我们描绘了中国未来去杠杆之路的两种可能情景。

高杠杆对于中国经济是一个“成也萧何,败也萧何”的核心要素,根源于很多“中国特色”的制度环境。中国实体经济和金融的关系与发达国家以及其他发展中国家都有很大的不同。发达国家企业更多依靠内部资本积累,外部融资除了银行信贷外还较多借助股票和债券市场。大多数发展中国家由于金融欠发达,经济发展相对缓慢,杠杆率也低。相比较,中国经济的高速增长很大程度上依赖高投资,而高投资主要得益于高储蓄背景下银行信贷的高速增长。我们认为,中国经济增长的高杠杆特征与银行体系的国家信用担保有重要关系。首先,国家控股商业银行对国有企业和地方政府的放贷存在“肉烂在同一口锅里”的所有制基础。其次,国家信用担保还助长了借贷双方的道德风险,使信贷的膨胀超出了合理的边界。这是中国社会资源错配和投资泡沫膨胀的制度背景。中国经济高杠杆的另外一个原因在于城市土地的国有制性质为地方政府获取银行贷款盘活资源存量提供了重要的抵押品支持。这使地方政府主导的

道路与城市基础设施建设的正外部性可能通过土地的升值而内部化，进而形成了中国基础设施建设的特定运行模式，成为 21 世纪中国经济高速增长的重要决定因素。但是省地县乡各级政府追求短期政绩的内在冲动与挤占银行资金的软预算约束终于让事态走向了反面。最后，股票市场功能的扭曲与瘫痪显然也是中国经济过度依赖银行信贷并导致杠杆过高的主要原因。

论文集的第二部分讨论了高杠杆的危害及其风险。

《警惕中国公司债务危机》（陆婷、余永定）一文揭示了企业高杠杆的动态变化趋势及其不可持续性。《信贷外部性与过度借贷》（王鹏飞）一文则以生动的例子阐述了高杠杆危害的相关理论，将过度信贷的负外部性归纳为资产市场的“投降式抛售”（fire sales）。资产泡沫和信贷市场多种均衡可能引起蝴蝶效应，信贷收缩与“跑路”的关系可作为蝴蝶效应一个很好的注解。《越降越高的杠杆》（徐建国）一文也揭示了在杠杆问题上货币政策作用的不对称性，认为财政尚有空间，应以政府负债置换企业负债以换取结构调整的时间。

多位作者认为，潜在的债务风险，是中国经济的一枚不定时的炸弹，拖延下去会引发全面通缩，导致传统经济持续低迷或萧条。这里存在费雪的“债务—通缩”机制，当高杠杆引发银行收缩信贷时，借款人平仓或甩卖对价格形成打压，生产者价格下降导致实际利率上升，债务负担进一步增加，以此形成恶性循环。另外，伯南克的金融加速器理论在中国也同样有其



适用性。当企业盈利能力下降、资产或抵押物估值下降，将导致资产负债表恶化。我国上市公司经营状况的恶化与股票市值的不断收缩似乎也存在这样的正反馈机制。高杠杆会自我加速，导致资源的进一步错配，加大违约和“跑路”的道德风险，并使经济预期全面恶化，引发失控的金融市场震荡。

但是，简单的货币和信贷收缩则会导致需求萎缩，产能与库存的进一步积累和生产者价格的持续下降，成为强化债务—通缩的外生性冲击。那么如何才能安全有效地降低已经过高的杠杆？

论文集的第三部分讨论了国际与国内去杠杆的历史经验。

《去杠杆国际经验的反思》（夏乐）一文认为，国外去杠杆经验大都是发生金融危机后的“被动”去杠杆。最先是私营部门出现大规模违约破产，连累金融机构破产。然后金融机构开始整顿和收缩，导致信用创造能力下降，那些未破产的企业和家庭则跟着被迫去杠杆；最后是各国中央银行不得不采取极度宽松的货币政策进行补救。这对中国借鉴意义不大。相比较，在微观层面，企业需要在减少投资、降低股利和削减工资或裁员之间进行抉择，很多情况下需要三者并行，达到去杠杆的效果。海外华人辜朝明的阴阳经济周期理论曾分析，日本企业资不抵债进入阴性周期后长期致力于修复资产负债表，即使盈利也不再投资，成为日本失去 20 年的重要原因。潘英丽引用了之前所做的 1901—2010 年间发达国家政府去杠杆的历史统计分析



成果，指出中高速的经济增长加上可控的温和通胀是去杠杆取得成功的普遍经验。去杠杆超过 50% 的国家都保持了 4% 的实际增长和 4% 的通货膨胀；相反，接近通缩的国家去杠杆基本上都不成功。

《中国反危机的经验与决策》（潘英丽）一文中总结了改革开放以来的两次调整期中政府去杠杆的经验。一次是 20 世纪 80 年代后期国有企业亏损和中央财政存在严重赤字的情况下，政府通过“拨改贷”实施银行功能财政化，将国有企业亏损与财政负担向国有银行转移；另一次是 1997 年东南亚金融危机后国有银行和国有企业均出现资不抵债的情况下，通过“围魏救赵”的股票市场功能财政化，帮助国有企业和银行体系补充资本金。银行融资功能得以恢复，并支持了经济高速增长。长期以来，中央政府通过压低生产要素价格的金融抑制政策补贴国有部门，以促进固定资产的投资和经济增长；并在需要的时候对不同部门或利益集团的资源进行再分配，实现危机成本的社会化转移或分摊，以达到维持社会、经济和金融稳定的效果。但是长期来看，这种结构扭曲的成本转移造成严重的效率损失和贫富差距的扩大。某些利益集团凭借特权获取长期补贴，某些利益集团受到持续的伤害。特别是特权利益集团做大后阻碍改革的推进，更使中国金融和经济的结构扭曲与社会矛盾不断加深。

论文集的第四部分提出了化解高杠杆、避免债务—通缩的



对策。五位作者通过六篇论文，分别从宏观、部门、地区、股市、汇市和多目标兼容的综合层面，多视角探讨并提出去杠杆的政策建议。

《当前降低宏观杠杆的政策选择》（汪涛）一文指出，2008年以来宏观杠杆（负债与GDP之比）增加了70%。其一需要通过稳增长防通缩做大分母。这要靠积极的财政政策；但央行补水也很重要，除了稳增长、降债务成本，还可以起到稳定通缩预期的作用。其二是做小分子，即通过债务重组和核销坏账，削减债务存量，通过降低利率和债务成本削减债务增量。降杠杆需要控制风险，把握速度，把握做大分母和做小分子之间的平衡。

《大力补短板，小心移杠杆》（邵宇）一文认为，当下中国经济问题的核心在于如何重建激励机制和让农民工分享增长成果。应建立一支10万亿元量级的公共服务均等化基金，完成1万亿元的农民工安置（人均一般转移支付10万元），为他们提供公共服务，主要投向教育、医疗、就业、文化等公共服务，兼顾公共住房、旧城改造、智慧城市等。此举可带来新的生产力和新的需求。

《突破股市稳健发展的制度瓶颈》（潘英丽）一文就如何突破制度瓶颈促进股市稳健发展提出“一个中心、两个基本点”的改革思路。发挥市场配置资源的决定作用需要：（1）提高市场整体投资价值；（2）提高金融犯罪成本。建立有效的立法、司



法和执法制度，是退出行政管制、引入发行注册制的前提条件。健全法律制度更深层次的问题在于如何推进行政和政治体制改革，实现政府立场和职能的真正转变：从帮企业筹集廉价资本，转到保护投资者防范商业欺诈；从亲企业、重 GDP，转到亲民众、重社会公平和正义。这是股票市场健康发展的核心所在。

《汇率机制：杠杆的枢纽》（鲁政委）一文认为，汇率机制是杠杆的枢纽。基本逻辑是企业负债率与其所在行业的可贸易程度相关，其原因在于人民币有效汇率高估降低了这些行业的盈利能力。文章引入 11 个新兴市场经济体的算术平均有效汇率与人民币有效汇率的比较，2011 年以来这一人民币相对有效汇率已高估 40%。其变化态势与 GDP 增长率、财政决算赤字率，以及社会融资总额 GDP 占比在统计图表上都有明显的正向联系。而人民币有效汇率持续高估，很大程度在于盯住美元的汇率制度安排使人民币汇率随美元升贬而高估或低估。因此需要尽快完成人民币汇率形成机制的改革，实现人民币汇率的自由浮动。

《去杠杆需要结构性策略》（陆铭）一文认为，去杠杆要有结构视角与空间思维。必须尊重区域经济和城市发展的客观规律，对于东部（特别是大城市）要充分拓展其规模效益，释放增长潜力，以做大分母的方式降杠杆，而对内地（中小城市）则主要采取破产、核销、债务重组、债务置换等降低分子的方式。经济和人口集中在少数都市圈，既有利于效率、又有利于平衡，即实现人均 GDP 的均等化。因此建设用地指标的配置应与人的流动方



向一致起来，以此促进人口流动。制造业和服务业规模效益强，集聚（人多、企业多）有利于提高人均 GDP；而农业、旅游、资源等产业的产出分别受到土地、风景、资源数量制约，这些产业需要减人来提高人均 GDP。为此不同地方应实施差别化的公共政策。中央政府应对人口流入地增加公共服务和基础设施投入，促进人口在流入地安居乐业；而在人口流出地，应放弃对 GDP 增长的考核，加强对当地公共服务和基础设施的转移支付，减少对偏离当地比较优势的无效产业进行投资。

最后，《多重目标兼容的去杠杆政策》（潘英丽）一文以多目标兼容的视角提出了“财政精准刺激 + 货币定向宽松”的综合方案。文章建议，省政府发行 10 年期债券，以议价折让方式收购重点县城库存房产，以小额现金支付的福利分房置换农民宅基地转为农业用地，并加大这些卫星城市的公共产品与服务的供给。农村居民的农地经营权可长期出租给现代农业公司，促进农业现代化发展。农村留守老人和儿童进城集中居住既可提高公共基础设施的规模效益，又可刺激消费需求，促进商业和民营经济发展。另外，中央政府需要发行 10 年期国债，为去产能过程中劳动者的分流安置和再培训再就业工程提供资金支持。建议政府发放避免倒卖的实名虚拟教育券，由下岗工人或农民工自行选择专业技能学习，实现再就业，并以此促进教育培训产业的繁荣与优胜劣汰。两类债券可分别由商业银行和中央银行购买，以实现货币信贷的定向宽松。此方案的成功条件



是实现中高速增长和适度可控的通货膨胀。因此需要辅以人民币 10% 左右的一次性贬值（并向 $\pm 5\%$ 的窄目标区管理浮动汇率制度切换）、强化的外汇管制、避免房地产泡沫的再行膨胀等维护汇率和金融市场稳定的相关举措。

我们关于创设开放论坛的创意主要源于杰弗里·萨克斯曾在其《贫穷的终结》一书中呼吁，探索一种把理论与实践、一般原理与具体情况结合起来的“临床经济学”。他认为，科学研究在几乎互不关联的各专业领域分别进行，很少交织在一起；即使解决复杂系统的难题，人们也大多只在各自领域寻求对策，因此很难找到正确的药方。对此我们深切认同。当今世界，经济金融全球化正在不断加深，而参与其中的复杂中国正面临前所未有的挑战。世界之复杂，信息之爆炸式增长，已经超越了我们个人的认知能力。个人对这个世界的认识无异于盲人摸象，但是这并不排除盲人摸象后坐下来交流仍有可能把握大象的全貌。我们倡导并联合主持“中国经济开放论坛”的基本宗旨就是将其建成这样一种盲人摸象后的交流平台，一个对中国经济重大发展问题进行多方会诊的平台，以期弥补经济学家个人的局限性，并在为政府决策提供分析依据方面做出微薄的贡献。

潘英丽 黄益平

2016 年 3 月

作者简介

胡伟俊

加州大学戴维斯分校博士。麦格理集团首席中国经济学家。2013年加入麦格理负责中国经济研究，曾任美银美林和中金公司经济学家。

陆 铭

上海交通大学经济学院特聘教授，中国发展研究中心主任。担任《经济学》（季刊）副主编。曾作为富布莱特学者工作于美国哈佛大学和国家经济研究局（NBER），作为兼职（客座）研究员受聘于复旦大学、北京大学林肯研究院和日本一桥大学。曾担任世界银行和亚洲开发银行咨询专家。研究领域为劳动经济学、城乡和区域经济发展。研究成果获得包括全国百篇优秀博士论文、上海市哲学社会科学一等奖、教育部中国高校人文社会科学研究优秀成果奖等在内的多个奖项。获得的荣誉包括教育部“新世纪优秀人才”、上海市



教委“曙光学者”、上海市领军人才和上海市十大青年经济人物。已出版《空间的力量》《中国的大国经济发展道路》《中国区域经济发展：回顾与展望》等多部专著。其论文也发表于多本国内外权威杂志。

陆 婷

经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，曾在中国人民银行做博士后研究。主要研究领域为国际金融、金融稳定与资产定价。在《世界经济》《金融研究》及 *China & World Economy* 等学术期刊上发表 10 余篇论文，主持和完成多项省部级课题，在《人民日报》《经济日报》等主流媒体发表多篇财经评论。

黄益平

北京大学国家发展研究院教授、副院长，北大互联网金融研究中心主任，本届中国人民银行货币政策委员会委员。主要研究领域为宏观经济与国际金融。兼任澳大利亚国立大学克劳福特公共政策学院 Rio Tinto 中国经济讲座教授，为中国金融 40 人论坛成员。曾经担任国务院农村发展研究中心发展研究所助理研究员，哥伦比亚大学商学院 General Mills 经济与金融国际访问教授，澳大利亚国立大学中国经济项目主任，花旗集团董事总经理、亚太区首席经济学家，Serica 投资基金董事，财新传媒首席经济学家和巴克莱董事总经理、亚洲新兴市场经济首席经济学家。



鲁政委

经济学博士，兴业银行首席经济学家，华福证券首席经济学家，兴业经济研究咨询股份有限公司副总裁。2010年12月被上海市金融工作委员会确定为“上海金融领军人才”。2011年7月在新华社上海分社举办的评选活动中荣获“首届沪上十大金融创新人物”称号。2011年和2012年连续两年被香港专业投资者杂志《财资》评为亚洲“人民币债券最佳分析师”。2014年，在《证券市场周刊》举办的一年一度的“远见杯”评比中，获得中国宏观数据月度预测第一名。曾在《经济研究》和 *The Chinese Economy* 等专业学术刊物上发表文章10余篇，著有《预测背后的逻辑》一书。

潘英丽

上海交通大学现代金融研究中心主任、安泰经济与管理学院教授，上海市政府决策咨询研究基地潘英丽工作室首席专家，中国世界经济学会常务理事，上海世界经济学会副会长。主要研究领域为宏观经济学、国际金融理论与政策。近期主要成果有：《国际金融中心：历史经验与未来中国》（2010，三卷本）、《十字路口的金融体系：国际经验与中国选择》（2013，中英文国际论文集，主编之一）、《国际货币体系未来变革与人民币国际化》（2014，三卷本）。1996年因为发展我国社会科学教育事业做出的突出贡献，获得国务院特殊津贴。2002—2011年担任中国海运集团公司专家委员会委员。2011年以来担任招商银行



独立董事。

施 康

香港中文大学中国经济研究中心副主任、副教授。2006年 获加拿大英属哥伦比亚大学经济学博士，同年任香港中文大学 经济系助理教授，2012年起任终身制副教授。2015年起任香港 中文大学中国经济研究中心副主任。主要研究包括国际宏观经 济学、货币政策和中国经济。迄今已在国际学术期刊发表多篇 论文，内容涉及中国货币政策的各个方面。1994—2000年，在 中国工商银行浙江省分行工作，对商业银行的经营管理有比较 丰富和深入的研究。曾任香港金管局金融研究中心客座研究员 和中国人民银行研究局访问学者。2013年起，受邀成为《中国 评论》的编辑部成员。

邵 宇

东方证券总裁助理、首席经济学家。金融学博士，中国社 科院在站博士后。牛津大学 John SWIRE 学者，复旦大学金融 研究院研究员，南京大学工程管理学院兼职教授。陆家嘴沙龙 理事会秘书长，中国首席经济学家论坛理事，新供给经济学 50 人论坛成员。央行货币政策委员会专家成员。美国《华尔街日 报》、英国《金融时报》、中国财新网专栏作者。曾任职上海宝 山区发改委副主任，复旦大学国际金融系副系主任、CFA项目 主任，西南证券研发中心总经理，宏源证券研究所首席分析师。 同时广泛参与媒体和公众事务。研究领域覆盖全球宏观、中国