

全球债务多维分析

假如中国依靠投资实现经济增长、依靠地方政府成为投资主体的格局不变，地方发债的情形将愈演愈烈。





李扬

国家金融与发展实验室理事长
中国社科院学部委员

债务是一个极为重要、但也极具复杂性和综合性的经济金融现象。因此，对它的研究一定要和其他相关指标或现象联系在一起，形成关联架构。

第四次债务浪潮正席卷全球

根据世界银行《全球债务浪潮》研究，自1970年布雷顿森林体系崩溃以来，全球总共发生了四次债务浪潮。

第一次债务浪潮于1970–1989年发生于拉美国家和若干低收入国家，其基本特征是政府过多的外部负债。此轮债务浪潮严重地打断了拉美国家的现代化进程。

第二次浪潮于1990–2000年发生于韩国、泰国等东亚国家和一些中东欧国家，即我们所熟知的“亚洲金融危机”。起因既是过多的企业债务，也是由于这些国家过快的金融自由化和市场开放所导致。此轮债务危机迟滞了上述国家现代化的进程。而由于在此次亚洲金融危机中承诺人民币不贬值，中国国际地位反而得以大幅提升。

第三次债务危机是发生在2002–2009年的全球债务危机和东欧中亚金融危机。肇始于全球低利率环境下，这些国家大规模从国际金融市场上借款。这轮债务危机造成了全球经济衰退。

而第四次浪潮始于2010年，目前尚未结束，而且浪潮来势汹汹。截至2019年上半年，全球债务相对于2010年增加了7.5万亿美元，债务总额超过259万亿美元。这等于说，全球70亿人口，人均负债3.25万美元。

本轮债务危机有一个鲜明的新特点，即世界主

要发达经济体，包括美国、欧洲、日本等均先后陷入危机。值得注意的是，这些国家都是掌握着全球储备货币发行权的国家。面对百年不遇之金融危机和经济持续下行的趋势，这些国家当然不愿坐以待毙，而是充分利用其储备货币发行国的特权，施行货币“放水”战略，全球流动性因而长期泛滥。流动性长期泛滥，自然导致利率水平长期下行，美联储于2008年将联邦基金利率降至零水平并保持四年在前，2016年日本和欧洲先后采行负利率在后，全球金融市场被它们拖入了前所未有的负利率陷阱。

同时，由于全球经济处于长期下行通道，资本的边际产出亦呈现长期下行态势，货币当局释放出的流动性绝大多数都不会进入实体经济领域，而是滞留在金融和其他流通领域。大体说来，源源不断的货币资金，一部分进入股票市场，遂有股价不断上涨；另一部分则进入债券市场，则有债券收益不断下降，以至于出现负利率、长短期债券的收益率倒挂。国债收益率长短期倒挂，以往通常被视为经济陷入衰退的前兆，而现在却成为了一个领先的指标。不仅是美国，德国、日本、法国都已经陷入倒挂。

不仅如此，负利率现象也开始蔓延。2009年8月，瑞典中央银行首次实施名义负利率，人类“从此进入了一片未知领域”。2014年，丹麦与瑞士央行先后跟进实施负利率。2016年初，日本央行以5:4的投票结果，通过了负利率政策。自此，“负利率”经济体已近全球经济总量的四分之一。美联

储在 2016 年对大型银行开展压力测试时，把国债负利率作为测试情景，这被认为是美联储将负利率视为可行选项的明确信号。

短期看，负利率是宏观当局为了刺激投资和消费所采取的措施。长期而言，劳动人口的减少和抚养比长期上升、劳动生产率增长率下降、科技进步乏力、贫富差距拉大、全球通货紧缩等都是造成负利率的实体经济因素。当然，实际情况远比这复杂得多。

至此，我们不禁要问，负利率究竟是一个短期现象，还是金融领域的“新常态”？如果是后者，举凡金融的功能、金融与实体经济的关系、金融的发展方向等问题都需要重新审视。

中国也是这场债务浪潮的主角之一。世界银行的报告显示，本轮的债务浪潮中，新兴经济体的债务积累有相当一部分来自于中国。体现在债券市场中，中国已超过日本，成为全球第二大债券市场（见图 1）。截至 2019 年 6 月末，中国的债券市场余额已达到 13.81 亿美元，甚至比法国、德国、巴西、印度、俄罗斯和南非六国的债券余额之和（12.35 万亿）还多。不过，相对于美国达 40 万亿美元规模的债券余额而言，中国的债券市场规模仍相对较小。

放在全球债务扩张的范围来看，中国债券市场规模的扩张改变了全球债券市场的格局。从积极的意义上讲，2008 年危机以来的债券市场扩张，

进一步改善了中国的基础设施建设，随着中国金融体系的全面开放，中国债券市场也日益成为全球资本配置的重要渠道。

因此，境外机构持有的中国债券余额在持续地稳步增加。截止 2019 年 11 月末，境外机构持有的人民币债券余额达到了 2.87 万亿元，占全球债券余额的比重达 3.08%。相较于 2018 年，这一占比有所下降，这也反映了中美贸易冲突下的人民币贬值对债券市场的影响。

尽管中国经济面临着种种挑战，但在全球经济“新平庸时代”，中国仍是全球表现良好的经济体，相对较高的收益率、中央政府低债务负担率和中国过去化解一轮又一轮潜在系统性金融风险中所积累起来的经验，使中国债券市场对境外机构仍有较强的吸引力。

不过，中国债券市场发展，仍有一些结构性问题值得关注：第一，民营企业债券与国有企业债券融资不协调，前者规模太小且发行利率高悬；第二，债券违约向纵深发展，但债权人的保障机制仍然较落后；第三，地方政府债务扩张与地方政府债务稳健性、区域协调发展之间的矛盾和冲突愈发突出。

对此，中国应当采取综合对策：其一，贯彻稳中求进的宏观经济政策是保持债券市场稳健发展的必要前提。不切实际的经济增长目标，绝对不足取；其二，改善市场结构。在稳杠杆的同时，

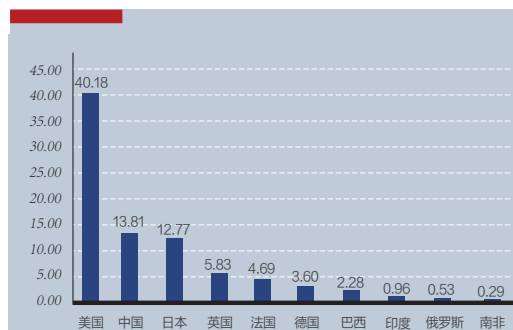


图1 中国成为全球第二大债券市场（单位：亿美元）

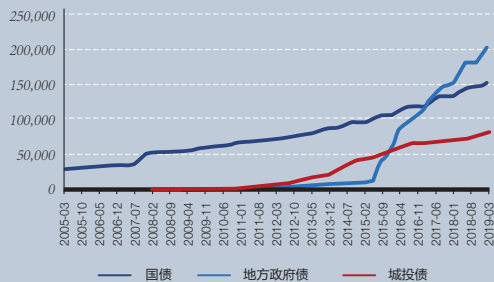


图2 中国地方政府债务增长突出

数据来源：国家金融与发展实验室，国家资产负债表研究中心

应当支持民营企业合理地增加债券发行，在债券融资方面促进不同所有企业之间的竞争中性；其三，完善债券违约处置机制，加快违约处置进度，切实保护债权人利益；其四，强化地方政府预算约束，减少中央政府的隐性担保，规范地方政府行为，阻断隐性债务形成机制；其五，慎重对待“财政赤字货币化”。

中国债务问题升级， 杠杆率持续走高

从 2005 年至今，中国的非金融部门债务与 GDP 之比的杠杆率不断攀升，但发展仍较为平缓。若放眼国际，与欧洲、日本、美国相比较，中国的杠杆率问题也不算非常突出。发达经济体政府部门的杠杆率自债务危机以来均有跳跃性提高，而中国的变化并不明显。这反映了在不同经济体制中，政府的职能存在明显差别。同时，这也决定了应对变局，不同经济体制的反应也是不一样的。从近年来中国地方政府债务增长突出的情况来看（见图 2），接下来中国的债务问题，主要是地方政府债务问题。

就居民而言，居民杠杆率保持平稳是现代发达经济体的基本特征之一。美国在本世纪初，提供了一个反面例子。在当时互联网泡沫破灭的时候，

美国政府为了刺激经济，遂放松标准，大力向不具备还款能力的居民推行“次级贷款”，致使居民杠杆率急剧上升，进一步引发了 2007 年的次贷危机（见图 3）。居民债务是同脆弱的房地产市场联系在一起的。一旦市价下落，造成住房的重置价格与住房承载的债务接近，以至于出现负资产，就会有危险。

观察中国的情况，自美国次贷危机爆发后，中国居民的杠杆率不断上升（见图 3），值得我们警惕。更危险的是，我国的居民债主要是与住房债和房地产市场相联系，假如有一天，居民债高于住房的限制，出现了所谓的“负资产”，这个市场就将彻底崩溃，就像 30 年前的日本、20 年前的香港，可能要花好几十年的时间才能够调整。

非金融企业的杠杆率和资产负债表的相对稳定是发达经济体经济的一个显著特征。而中国企业杠杆率变化却非常剧烈（见图 4）。因此，稳定企业杠杆率，建立稳健的企业资产负债表是我们未来的任务之一。而当前，尽管企业的杠杆率趋于稳定，实际上是归因于企业的投资下降，市场活力萎缩，从这点而言，企业杠杆率下降并非好消息。

我们将中国的非金融企业分为四类：国有企业、工业企业、国有工业企业和私营工业企业。负债率最高的当属国有企业。2019 年 3 月，国有企业的债务占到了全部非金融企业债务的 67% 以上。

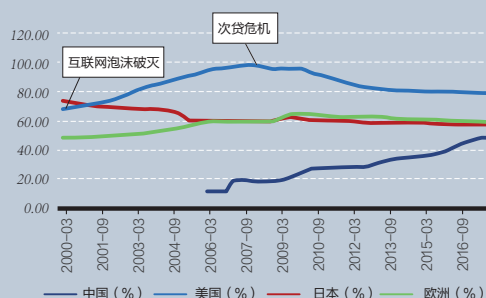


图3 美欧日中居民杠杆率比较

数据来源：国家金融与发展实验室

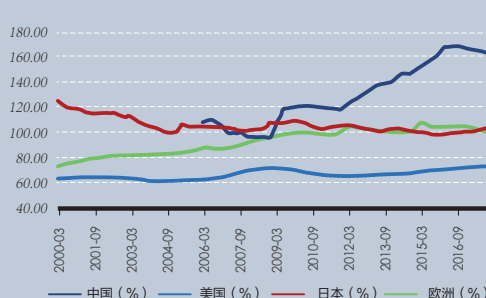


图4 美欧日中非金融企业杠杆率比较

数据来源：国家金融与发展实验室

地方政府债务风险不容忽视

地方政府债务要同当地 GDP、政府收入、公共预算收入、政府性基金预算收入四个项目相比才有实际意义。数据显示，虽然江苏、广东等经济较发达地区政府债券余额总量排名较前，但相对于他们的经济实力、财政能力等，债务风险显然仍在可控范围之内。也就是说，结构数据排名显示，经济较发达地区的排名普遍靠后，而经济较不发达地区排名则靠前。这表明，目前经济较不发达地区的债务风险已经比较突出。

就经济性质而论，各地推行的 PPP 项目（Public-Private Partnership）也应当计入地方政府的债务之中。如果将 PPP 增加到各地债务总额中，再用此数据与当地 GDP 和财政收入相比，经济较不发达地区的债务风险较大的结论仍然成立。

地方政府债务实际上是中国特有的经济体制和央/地财政关系的产物。这是因为存在着这样的逻辑链条：发展经济主要依靠投资，在企业投资不振条件下，投资主体将主要由政府特别是地方政府承担。地方政府通过借债，在稳投资中发挥着重要的作用，成为主要的经济恢复和稳定的力量。近年来，地方政府投资占全社会固定资产投资之比出现了明显的上升趋势，而中央与地方政府投资之比持续下降。

地方政府承担着更大的稳增长、稳投资和稳就业的作用，而在分税制改革后，地方政府的财政收支一直面临着突出的矛盾。在收入方面，中央财政收入与地方收入占比各约一半，而地方支出占比则远高于中央财政支出占比，收入与支出之间出现了缺口，需要通过其他途径填补，这是导致地方政府债务扩张的财政体制方面的根源。





中央政府去杠杆政策与稳增长、稳投资、稳就业之间的矛盾，很容易使得中央政府限制地方政府债务扩张的承诺落空。这反映在中央政府对地方政府债务政策的前后矛盾性变化上。地区间竞争异常惨烈是地方政府举债冲动的外在压力。地方政府债务风险具有极强的负外部性，这强化了地方政府的道德风险和举债冲动。

假如中国依靠投资实现经济增长的格局不变、依靠地方政府成为投资主体的格局不变，那么地方发债的情形将愈演愈烈。

债务问题刺激金融学说发展

随着债务不断积累，需要重新解释危机的过程，解释传统的货币政策逐渐失效的原因，进而重新研究货币政策的传导机制。

20 世纪 90 年代以来，美籍日本经济学家辜朝明就致力于运用资产负债表分析框架对 90 年代的日本经济危机重新进行研究。他认为，主流经济学对 20 世纪“大萧条”和 90 年代以来日本“失去的 20 年”原因的解释不得要领。他指出，过去的危机大都起始于产品过剩和物价狂泻，是一种生产过剩型危机；如今经济全面金融化，危机更多地肇始于金融产品违约和金融市场狂泻，而且表现出不断自我强化的趋向，成为金融危机。

其具体过程为：首先，市场狂泻，企业资产缩水，资产负债表失衡，企业进行技术性破产。随后，企业经营目标从“利润最大化”转向“负债最小化”——减少乃至停止借贷，几乎将所有现金流都用于偿还债务。由于多数企业奉行“负债最小化”对策，全社会将形成不事生产和投资、专事还债的“合成谬误”，信用紧缩。即便银行愿意提供贷款，也没有企业前来借款；到即便央行实行货币宽松政策，银行也不会提供贷款。货币向信用转变的路径

被全面堵塞。全社会形成信用紧缩局面。

金融因素一直是经济周期的重要因素。20 世纪 70 年代开始，随着金融创新的全面开展并导致经济“金融化”或“类金融化”，经济运行显著受到金融的“繁荣－萧条”周期的影响。巨量的货币和信用源源不断地注入并滞留于金融体系，不仅加大了金融体系对实体经济的偏离程度，而且使得金融方面的扭曲往往先于实体经济的扭曲发生。这导致传统的通货膨胀机制发生了明显改变——在过量的货币和信用在实体经济中转化为全面通货膨胀之前，由资产价格高位崩溃带来的金融危机就已爆发。这意味着，在现代金融体系下，危机的发生可直接经由资产价格路径而非传统的一般物价和利率路径。

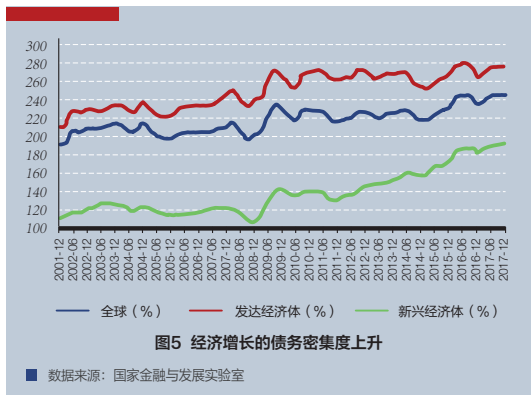
债务的积累同样引发了金融学说的的发展。早在 20 世纪 30 年代，便有学者（Fisher）开始研究“债务－紧缩”问题。并且尖锐地提出：“问题不在于过度投资，甚至也不在于过度投机，而在于过度负债。”这一金玉良言，振聋发聩。2015 年，英国著名经济学家特纳勋爵出版了一部探讨危机的新著，书名就叫《债务是魔鬼》。其实，债务本身并不是魔鬼，真正的魔鬼是深藏在每个人心中的贪婪，是那种希望通过艰苦的努力就可一夜暴富的发财梦。近年来我国金融市场中杠杆充斥，杠杆率骤升，终至市场问题频出，实在只是投资者的“发财梦”和有关当局的“速度梦”叠加的产物。

美联储前主席伯南克等在 20 世纪 80 年代的开创性研究，对货币“中性论”进行了批判，金融经济周期理论也由此取得突破性进展。所谓“金融经济周期理论”，是一种阐释金融体系显著影响经济周期的运行规律的理论体系。主要是指金融经济活动在内外冲击下，通过金融体系传导而形成的持续性波动和周期性变化。在伯南克等人看来，作为引起经济波动主要因素的投资水平，高度依赖

于企业的资产负债表状况——企业现金流的多寡、资产净值的高低，对于投资有直接或间接的正面影响。如果企业资产负债表是健康的，其现金流充裕，资产净值也高。这种状况的直接影响是增加了企业内源融资来源，降低企业融资成本；其间接影响是，充裕的现金流和高净值为其进行外源融资提供了更多的“抵押品”，从而降低了其外源融资的成本。

当企业遭受到经济中的正向冲击或负向冲击，其净值随之升高或降低时，经由信贷市场的作用，这种冲击对经济的影响会被放大，出现“金融加速器效应”。金融创新和金融自由化不断深入，金融市场波动日趋剧烈，而且显示出强烈的顺周期性和“超调”的特征。这种状况与资产负债表效应彼此呼应，相互强化，使得实体经济呈现出“繁荣—萧条”的新周期特征。这就是金融周期。

经济运行显著受到金融的“繁荣—萧条”周期的影响后，造成了这样一种局面，即随着经济增长的债务密集度上升，为了支持某一水平的 GDP 增长速度，需要的新增债务规模越来越大（见图 5）。



这种情况一方面说明金融的效率在不断降低，另一方面说明金融与实体经济日渐“疏远”，货币政策的效力递减。因此，稳定经济更多地需要依靠财政政策。

当然，我们也不能仅仅依靠财政政策来调控经济。特别是在经济下行形成趋势的条件下，财政收入的相对萎缩，加上的财政支出刚性的矛盾将长期存在，财政赤字问题就会日渐突出。弥补财政赤字只有发行债券。而到了债券层面，财政和金融又是密切联系的。本质上，债券和货币是一回事，它们无非只是同一个债务主体发行的流动性存在差别的系列而已。我国金融学界泰斗黄达教授曾经指出：在宏观层面，财政和金融是国家的两个钱口袋，而且是彼此通联的钱口袋。这就告诉我们，当经济下行成为长期趋势，运用财政、金融这种调控货币资金的手段，效果是有限的。

要从根本上解决问题，我们更多地需要对经济进行伤筋动骨的“真实调整”。供给侧结构性改革——无论是“三去一降一补”，还是“破立降”，都是“真实调整”的战略安排。党的十九届四中全会决定再次指出：“必须坚持社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，全面贯彻新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，加快建设现代化经济体系”，进一步凸显了供给侧结构性改革在中国改革过程中的长期主导地位，而金融改革必须对标整体经济的供给侧结构性改革，引导经济走上繁荣之路。■