

中国经济应适度加杠杆来最终去杠杆

■ 徐诺金 姚余栋

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·莱因哈特和肯尼思·罗格夫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。而到今年年初,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·莱因哈特和肯尼斯·罗格夫的计算失误已经被欧盟纠正,但此错误还在中国流行。

当然，降低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,没有出现金融危机,通过增长去杠杆的只有美国1938年到1943年参加第二次世界大战带来的增长。

实际上,不光是美国1938年到1943年的经验,我国在2003年到2007年期间也有“通过增长去杠杆”的成功经验。我们认为,中国能够管理更高的杠杆率,由于储蓄率大于消费率,中国经济的债务以内债为主,而且中长期利率水平不会大幅度升高,中国经济仍有杠杆适度提升空间。今后一段时间加杠杆的目的,就是以时间换空间,通过高增长来去杠杆。

一、中国目前的杠杆水平仍在可持续水平内

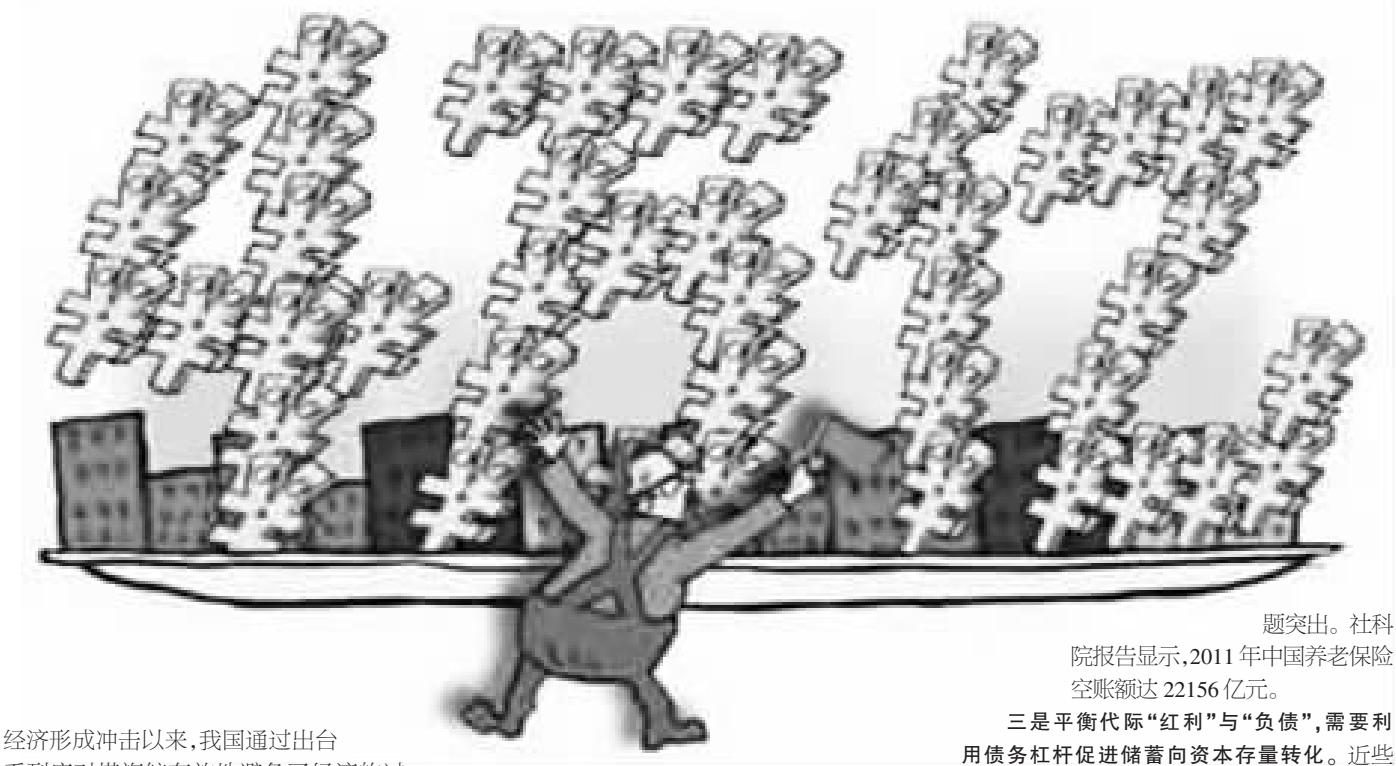
杠杆率既包括整个经济体的总杠杆率,也包括部门(金融机构、家庭、企业、政府)的杠杆率。如果不能通过去杠杆化将债务规模降低至可持续水平上,宏观经济与金融市场的复苏就会举步维艰。评价一国经济杠杆水平可持续与否,有两大核心指标,一是储蓄率(S)是否大于投资率(I),二是经济增长率(G)是否大于杠杆成本或实际利率(C)。当一国经济处于I<S(投资率小于储蓄率)状态,一国经济杠杆率较高或者一定时期内增长较快,但经济仍会处于安全地带,不会陷入外部系统性风险爆发崩盘状态。相反,如果一国经济持续处于I>S(投资率大于储蓄率)的状态,则需要继续考察杠杆成本是否小于或等于经济增速,如果杠杆成本超过经济增速,则这时任何水平的杠杆增加部分都会积累经济体内风险,引发系统性危机。对此,我们可以进行一下比较,看2007年的国际金融危机为何在美国起源,在部分欧元区国家爆发,而中国、日本及以德国为代表的部分国家则经受住冲击,处于相对安全的状态,关键的一条就是I与S的平衡条件不同。

2006年部分国家投资率与储蓄率比较 单位:%

	I>S的国家	
	投资率	储蓄率
美国	20.6	16.4
葡萄牙	23.1	12.4
爱尔兰	28.0	9.3
希腊	20.4	9.1
意大利	21.6	9.1
	I≤S的国家	
	投资率	储蓄率
中国	41.7	50.0
日本	23.8	27.7
德国	18.1	24.4
俄罗斯	21.1	30.7
巴西	16.8	18.0

再看杠杆是否可持续的条件(杠杆成本或实际利率<经济增速Growth,简称为C<G),我们知道,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产生的效益,从微观来看,即边际成本要小于边际收益,从宏观来看,即债务成本要小于经济增速。如果这一条件成立,说明债务是可持续的。在这场全球性金融危机之后,美联储、欧央行利用降低债务融资成本(即降低利率至零和量化宽松)去启动经济,而不是简单的去杠杆化,就是利用了这一原理。

自从2008年美国次贷危机爆发对我国



经济形成冲击以来,我国通过出台

系列应对措施较有效地避免了经济的过度波动,但付出的代价是经济进入了较高杠杆率状态。从资金存量表看,2008—2011年,我国经济的总杠杆率(以金融资产负债率表示)从93.5%提升到95.9%,年均上升0.8%。其中,政府杠杆率52.9%,企业杠杆率160.5%,金融机构杠杆率105.6%,家庭杠杆率25.3%,均进入了加杠杆阶段。应该承认,经历上一次4万亿元政府投资为代表的扩张性财政政策和相应的积极货币政策后,既取得了应对百年未遇的国际金融危机的重大胜利,也付出了必要的代价,就是我国通过刺激经济的安全空间已明显收窄。同时,由于许多行业产能过剩和居民在国民收入中的分配比例依然过低,扩大内需所面临的困难也很大。但是,我们认为中国经济仍处于安全区域。一是我们的杠杆水平还处于储蓄率大于投资率的安全阈值之内。从总体来看,我国这五年的储蓄率都大于投资率近2—3个百分点。从各部门来看,2010年我国家庭部门、企业部门和政府部门的储蓄率分别为42.1%、100%和26.3%,其中家庭部门和政府部门储蓄率分别比2000年提高11和36.1个百分点。二是我国的经济增速虽有所下降,杠杆成本有所上升,但经济增速在中长期内仍会明显大于杠杆成本。因此我们认为,中国经济仍有适度加杠杆的空间,然后通过高增长来实现最终去杠杆。

二、中国未来加杠杆的速度和水平取决于经济增长的节奏与效率

中国经济仍有适度加杠杆的空间,但这个空间在不断地收窄。一是由于人口红利的下降,中国经济的潜在增长率会下降。根据我们的计算评估,可能会从过去的10%左右降到7—8%的水平。二是随着经济增长和人口红利下降,储蓄率会趋于下降,全社会可利用的储蓄资源会减少。三是融资成本可能会趋于有限上升。根据何东、王红林、余向荣(2013)测算,利率市场化后中国的利率水平不会上升很多,估计利率市场化后中国的实际均衡利率水平在4—4.5%左右。在其他条件不变的前提下,利率市场化导致的存款利率和市场利率水平上升幅度会在2—3%左右,而有效平均贷款利率水平变动应该不大。四是中国式“格林斯潘之谜”存在抑制中长期利率上升。中国债券市场利率已基本放开,但长期无风险收益率水平过低且对短期利率反应不敏感,成为中国式“格林斯潘之谜”,有利于降低企业融资成本。即使利率根据市场供求自由决定,中长期利率仍然可能维持在相对较低的水平,而这将进一步刺激长期投资,推动经济增长。

综合考虑,我们认为,在这个有限的空间内,我们仍应十分珍惜这个储蓄资源,通过推动金融改革和创新,逐渐降低实际利率的水平,去把握和利用好这个适度加杠杆的进程,加快我们的发展,然后通过较高增长来实现最终的去杠杆。

(一)中国经济目前所处的阶段是一个要充分利用杠杆,加快发展的阶段

麦肯锡全球研究院测算表明,通过充分利用杠杆,刺激经济增长,事实上可以降低杠杆水平,这就是“通过增长去杠杆化”。为应对1998年的亚洲金融危机冲击,我国经济加了杠杆,但通过2003年到2007年的快速增长,又成功去了杠杆。从我国固定资产投资资金来源的细分看,我国在快速增长的同时,经济的利润也在降低,信贷占GDP的比例下降,杠杆的强劲增长使得企业部门减少了借贷。2003—2007年,企业留存收益占投资资金来源的比例翻了一番,从15%提高到29%,而银行贷款所占比例从54%降至39%。同期,企业存款和贷款的变化也充分说明了同样的问题,2003—2007年,企业银行贷款年均增长12.3%,而同期存款年均增长却达17.2%,结果企业的存贷比上升了近10个百分点。与此同时,政府也成功地降低了自身负债,根据国民经济核算账户的资金流量表数据估计,政府投资的出资比重从2003年的21%降至2007年的13%。所以说,我国有“通

过增长去杠杆”的成功经验。

当前,在客观地看到支撑过去30多年中国经济高速增长的有利因素在较快衰减的同时,也不应过分悲观,应清醒地认识到作为一个发展中的大国,在深化社会主义市场经济改革的过程中,有利于经济可持续发展的有利因素仍然不少,且能较长时期地存在。

一是中国仍是中等收入国家,提升的空间巨大。根据世界银行的数据,2012年中国人均GNI在有数据的166个国家中排名第75位,相当于美国的11.5%,日本的12.0%,比世界平均水平低42.7%。中国与美国人均GNI之比仅相当于日本上世纪50年代初、韩国上世纪70年代末与同期美国人均GNI的比值,而日韩在其后20年内保持了平均8%左右的高速增长。

二是城镇化和服务业发展空间巨大。推进城镇化对经济增长有明显的促进作用。当前中国城镇化水平不仅低于高收入国家超过80%的城镇化率,也低于与中国发展阶段相近的发展中国家60%左右的平均城镇化率水平。服务业发展滞后于城镇化,处于较低水平。根据世界银行2010年数据,在人均GDP低于中国的59个样本国家和人均GDP高于中国的70个样本国家中,第三产业占GDP比重平均为50.36%和65.72%,均高于中国同期的43.2%。

三是深化改革,释放供给端红利的空间巨大。相关增长核算说明,1978年至2004年间,生产要素流动对经济增长年均贡献2.29%。其次是水、电、信贷、土地等要素定价偏低,资源过度使用,透支了经济未来增长潜力。国有企业也因为廉价资源占用上的先天优势,在竞争性行业获得比民营企业更有利的地位。增长核算数据说明,1978年至2004年间,生产要素由国有部门向民营部门转移,对经济增长拉动达2.83%。

我国有现实可信的“经济增长的前瞻性指导”。李克强总理今年指出,总体上我国经济运行平稳并处在合理区间,这一区间的“下限”和“上限”分别是中央经济工作会议确定的全年经济社会发展的主要任务,即全年GDP增长7.5%,CPI控制在3.5%。也就是说,今年经济运行的“下限”就是稳增长、保就业。“上限”就是防范通货膨胀。根据姚余栋、谭海鸣(2011)测算,未来要将中长期通胀预期稳定在2%左右,通货膨胀稳定在4%左右,初步估计,我国非加速通货膨胀经济增长率(NAIRG)在8%左右。我国应充分利用杠杆空间,坚决捍卫“经济增长的前瞻性指导”,适度加快增长,将人均GDP提高到1万美元以上,尽快走出“中等收入陷阱”,然后再逐步去杠杆。

(二)中国人口红利与人口负债的跨代平衡,需要我们利用债务杠杆促进储蓄向资本存量转化

一是“人口红利”已经进入历史性的拐点。2012年,中国15—64岁的人口为10.03亿人,比上年微增100万人。中国15—64岁人口占比已经从2010年峰值74.5%下滑至2012年的74.1%。2012年65周岁及以上人口数量达到1.27亿人,比上年增长3.8%,占比从2002年的7.3%提升至2012年的9.4%。联合国人口署预测,中国65岁及以上老年人口年均增速将从2001—2010年的2.1%上升至2011—2020年的4.2%。

二是中国社会“未富先老”,“人口负债”问题日益严峻。2012年全国贫困和低收入老年人约有2300万人,农村留守老年人约有5000万人,其中高龄、失能和患病老人的照料护理问题亟待关注。由于最早实施计划生育的一代人陆续开始进入老年期,加上发生子女风险事件等因素,失独老人越来越多。如果人口政策在未来十年不改变,2015年中国劳动年龄人口(15—64岁)增速将低于消费者(老年人和少年)人口增速,中国的抚养比将快速提高,在2020年达到40%。随着中国老龄化率逐步提高,领取养老金的人口占比逐渐提高,养老金缺口问

题突出。社科院报告显示,2011年中国养老保险空账额达22156亿元。

三是平衡代际“红利”与“负债”,需要利用债务杠杆促进储蓄向资本存量转化。近些年来,随着我国住房公积金制度、医疗、失业、养老等各项社会保障制度的建立,以各种基金、保险形态存在和累积起来的储蓄资源数额非常庞大,如全国住房公积金余额2012年超过3万亿元,社保基金1.11万亿元、各项保费收入1.55万亿元,这些资金都是可通过各种有效手段用于长期基本建设、国家重大科技工程、环境改善工程等项目建设的资金来源,如能充分有效地利用好,我们可以发展得更快,也可以发展得更好。相反,如不充分有效地加以利用,不仅这些资金不能从储蓄资源向投资等有效需求转化,宏观经济的平衡就会受到影响;而且由于这些当期的储蓄不能形成资本存量,对未来形成有效的物质保障,宏观经济也会陷入跨代性失衡,即我们当代人对我们下一代形成欠账。因此,按照宏观经济平衡的要求,保持与高储蓄相适应的较高投资,既是国民经济当期平衡的需要,也是其良性发展、与未来构成跨代平衡的必要。

(三)中国适度加杠杆的可持续性取决于经济增长的节奏和效率

一是中国加杠杆的前提是稳定的经济增长。尽管我们认为,目前我国的经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,开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(除非象欧美部分国家一样靠借贷、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,引入多元投资主体,以公私合作伙伴(PPP)和政策融资机制,扩大融资渠道,降低融资成本。此外,对电力、公路、铁路、地铁、公交等具有正外部性且实行政府定价的公共性领域和医院、学校、环保等准公共性或公益性领域,应树立“大效益”的理念,运用综合绩效评估方式,决不应

简单以财务效益、是否亏损作为衡量其投资必要性、可行性的依据。

根据我国目前的情况,我们需要优化投资主体结构,尽量减少政府投入,最大限度动员和利用民间投资,鼓励和引导民间投资向实体经济和公共领域转化。优化投资结构,更多地把投资引入教育、科技、医疗、环保、新兴产业等领域。加强对政府和国企投资的管理,防止低效投资和坚决治理产能过剩,提高投资效率。

三、中国经济加杠杆的关键是用好活金融

(一)金融的本质就是适度加杠杆

保持足够的投资总量,既有利于促进国内投资与储蓄的平衡,又有利于保持一定的经济增长速度。扩大投资、稳定投资要充分发挥金融的作用,金融的本质就是合理应用杠杆效应,实现储蓄向投资的转化。扩大投资、稳定投资,核心是要运用金融杠杆促进储蓄,尤其是民间储蓄向投资充分而高效的转化,这就要求加快金融体制改革,搞活金融,搞活信贷,鼓励金融创新,充分发挥各种金融主体的积极性,运用多元化的融资渠道和各种高效的金融工具去把储蓄供给与投资需求有效的匹配起来,把握好金融杠杆的节奏和效率,使之更好地为促进经济发展和结构优化服务。金融杠杆的运用节奏把握的越好,金融杠杆的效率越高,经济发展的速度就会越快,经济发展的质量就会越高。

(二)金融杠杆的运用关键是创造稳定的货币环境

理论界有一个普遍的误解,认为提扩大投资就是要打开货币笼头,放松货币政策,用货币去刺激经济。这是不对的。货币环境的不稳定,不利于金融杠杆的有效利用,不利于稳定和扩大投资,相反会阻滞投资。因为投资的周期一般都较长,投资的决策要求有一个比较稳定和明确的预期。伯南克主政的美联储为应对美国次贷危机的影响推行的货币政策透明度、公开性以及具体实施中对利率、通胀率、失业率、经济增长性的前瞻性预期,尤其是对长期利率的明确引导,目的是稳定投资者预期,鼓励长期投资。因此,货币政策或中央银行在投资预期引导中的作用是很大的。但这种作用绝不是简单地要求中央银行放开货币笼头,而是稳定货币环境,稳定市场预期,创造稳定的市场环境。货币环境越稳定,越有利于金融创新和搞活金融,因此,运用金融杠杆,扩大投资、稳定投资与我国稳健的货币政策是一致的,不矛盾的。

(三)搞活金融的关键是推进金融改革和创新

在保持货币环境稳定的同时,要放活金融市场,首先降低金融业的准入门槛,拓展高效的多层次融资渠道。通过金融创新构建多层次金融体系,积极吸引民间资本参与金融机构的改造重组,提高金融业的竞争程度,使大中型金融机构和草根金融机构、正规金融和非正规金融、商业金融和政策性金融共生共存多元化的金融生态系统中。

要大力支持和鼓励金融创新。资本市场从产品、市场组织方式、投资者风险偏好、发行与交易方式等各个方面来讲,本身都具有多层次的特点。周小川行长在《资本市场的多层次特性》一文中指出,“随着经济越来越复杂化,越来越多样化,这些多层次特征正在不断自我表现。在这个过程中,是离不开金融创新的。如果我们的制度能支持金融创新,资本市场的层次就会比较丰富。如果制度障碍比较多,就不太敢支持金融创新,资本市场的多层次特性就不容易发挥出来。不管怎样,当前我们还是要重视和顺应资本市场多层次发展的要求和潮流,进一步推进改革,为金融创新扫除体制、机制上的障碍,以利于市场创造出更多的资本市场层次,为国民经济提供更好的服务”。

未来加快推进金融改革,主要是要消除和减少这些不利于金融创新、不利于金融发挥杠杆作用的因素,如从传统的数量调控为主向价格为主调控转化,通过利率市场化、汇率形成机制改革,完善价格调控的传导机制,加强宏观审慎管理,使金融搞活、宏观审慎与货币政策更加协调。

(四)深化金融改革的核心是提高资源配置效率,实现效率与风险的平衡

深化金融改革就是要把风险防控与搞活金融有机结合起来,在运用金融加杠杆的过程中,落实风险防控责任。

我国经济金融领域存在的最大问题是管理似乎很严,审批环节很多、程序复杂、权利集中,但权责不对等,风险防控不落实。新一届政府推出以简政放权为核心的体制改革是完全正确的。金融的改革也要贯彻这一指导思想。进一步深化改革,推行金融版的简政放权,应放开金融牌照准入,鼓励民办银行。完善公司治理,鼓励金融创新。尽快建立存款保险制度,防范银行系统性风险。

金融版的简政放权,也是要处理好监管与市场、监管与社会的关系,把该管的事管好,把该放的权力放掉。凡是市场能干的就交给市场干,充分发挥市场的作用。这样,防范风险就能与搞活金融有机的匹配起来,金融改革的目的也就达到了。