



中国特色社会主义经济建设协同创新中心

## 《 成果要报 》

2017年第1期                      （总第71期）

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2017年01月03日

### 去杠杆：2017年稳中求进工作的关键一役

耿强

【内容简介】过去一年供给侧结构性改革的各项内容，稳步推进并取得了阶段性成效。在实体经济结构逐步优化，去产能去库存有效进行的同时，各类资产价格却轮番出现大涨大跌的现象。中国经济脱实向虚的原因可能包括：全球经济再平衡与信息技术革命导致传统制造业回报走弱，凯恩斯逆周期调控理论引发“流动性陷阱”以及中国金融自由化诱发制度套利。我国要通过坚定不移的“去杠杆”创造更加稳健的金融市场，同时慎重处理好三重博弈的关系，进一步深化供给侧结构性改革，确保2017年经济的“稳中求进”。

近几年，步入新常态的中国经济缓中趋稳，总体运行保持在合理区间，尤其是在供给侧结构性改革扎实有效推进以来，实体经济的质量和效率有所提高，结构不断优化，有稳中向好的趋势。但在金融领域，各类资产轮番出现大涨大跌现象，金融风险在不断累积，资金空转脱实向虚已经成为当前宏观经济运行的核心问题，在确保不发生系统性金融风险的前提下，去杠杆将成为明年确保稳中求进的关键一役。2017要把防控金融风险放到更加重要的位置上，2013以来，供给侧结构性改革深化需要完成“去杠杆”这一紧要任务。

### 一、近年来，各类金融资产价格轮番动荡

2013年6月银行间市场流动性骤然紧张，“钱荒”冲击使银行间同业交易大面积违约，隔夜回购利率最高冲击到史无前例的30%；2014年11月21日，央行降息并加快利率市场化步伐，启动了一波股票市场的牛市行情，半年后清理场外配资，造成一个月千股跌停的“股灾”，一行三会联手救市，最后勉强涉险过关；8月11日，人民币汇率一夜跳贬3%，全球震荡。2016年元旦结束后的四个交易日，两次熔断再次重创资本市场；2015年6月股灾后，深圳住宅房地产价格启动，接连带动北京、上海、厦门、南京、合肥等20个左右城市，2016年5月9日，人民日报权威人士明确提出：“加杠杆会提高经济风险，房子是用来给人住的，要通过人的城镇化‘去库存’，而不应通过加杠杆‘去库存’”，但接下来的三个月，上述核心城市的房价丝毫不见降温，相反的火爆异常；2016年7月人民币贷款增加4636亿元，其中住户部门按揭贷款

高达4575亿元，10月，中央全力抑制房地产泡沫，接连出台最为严格的限购、限贷政策，各地房地产交易量骤降。11月份银行间同业利率再次抬升，美元加息和国海证券有关债券负责人的失联引发市场恐慌，十年期国债利率抬升到3.36%（12月15日），当日上升12bp，债券二级市场下跌2%触及跌停，一个月时间崩塌跌完两年的涨幅。三年来，在实体经济结构逐步优化，去产能、去库存有效推进的同时，为何金融资产价格如此动荡，风险不断提升？

## 二、脱实向虚、金融空转愈发严重的原因

### 1. 原因一：再平衡与信息技术革命导致传统制造业回报阶段性走弱

经济结构的再平衡与信息技术革命的同步加速，是2008年美国金融危机之后全球经济两大特征。冷战结束后，以中国为代表的新兴经济体迅速融入全球价值链分工体系，资源输出国（俄罗斯、澳大利亚、巴西等），制造国（中国、印度等），消费发钞（借债）国（美国、南欧等国），三类国家稳定且互补地为全球经济带来低通胀高增长的三十年“大稳定”（Great Moderation）。但过度负债和杠杆率过高的美国，率先以流动性崩溃的形式，打破这一互补的全球链条，并且率先内部结构调整债务去杠杆，提升制造业比例，加大出口激励。各国经济内部结构被迫“再平衡”，这一趋势在特朗普任期中将会继续加强。在逆全球化和贸易保护不断增强的潮流下，资源的全球配置效率不可避免趋势性下降。

近年来，互联网技术创新速度加快，但互联网电子商务的发展并不革命性增加需求，只是将原有的线下消费转移到线上购物，渠道的改变只是存量的再分配，总需求的增加并未呈现。信息搜索的便利性催生并日趋成熟的共享模式，可能会带来一个零边际成本的未来，给消费者带来更大福利的同时，并不带来新增产能的需求。共享模式的核心是对存量资源的重新开发利用，大量闲置资源将会被快速搜索到并及时使用，传统制造业的投资需求和回报反而会减少。全球经济结构的再平衡（Rebalance），中美两国的脱钩（Decouple），降低了中国产品的出口需求，互联网技术革命又在不断冲击传统制造业的投资需求和回报。这两大原因，导致传统实业的真实回报率阶段性走低。

## 2. 原因二：凯恩斯逆周期调控理论，引发货币政策的“流动性陷阱”

凯恩斯理论强调逆周期采取货币、财政政策调控，但同时也提出，“流动性陷阱”会引发货币政策失效。所谓“流动性陷阱”是指“当一段时间内即使利率降到很低水平，市场参与者对其变化不敏感，实体投资对利率调整不再作出反应，导致货币政策对实体经济的推动作用失效。”经济下行使得全球货币持续超宽松，忠实的凯恩斯主义经济学家，“直升机”主席伯南克率先启动前所未有的非常规货币政策——量化宽松（QE），总规模达到4万亿美元的三轮QE为全球注入了巨量的流动性，至今仍是全球风险之源。日本和欧洲央行跟进QE，将利率降到负收益，直接动摇金融机构存在的意义，除了美国，超宽松的货币扩张已持续多

年，各国的实体经济并没有转好迹象，反而增加全球金融波动的风险，全球经济陷入流动性陷阱。杭州G20公报中已经展现了这一共识，提出“货币政策将继续支持经济活动，保持价格稳定，与中央银行的职责保持一致，但仅靠货币政策不能实现平衡增长。在强调结构性改革发挥关键作用的同时，我们还强调财政战略对于促进实现共同增长目标同样重要。我们正在灵活实施财政政策，并实施更为增长友好型的税收政策和公共支出，包括优先支持高质量投资，同时增强经济韧性并确保债务占国内生产总值的比重保持在可持续水平。”

### 3. 原因三：利率市场化单兵突进，加速金融资本的脱实向虚

日本经济学家青木昌彦在《比较制度分析》中着重强调，“制度是相嵌的，制度是一种关于均衡策略组合的共享的，稳定的和扼要的表征，各种制度关联使得它非常稳固地和其他域嵌合在一起。如果政策所需要的互补性技能不具备，或者缺乏互补域的支持，最终将不会引致满意的制度结果。”过去几年中国的金融自由化单兵突进，利率市场化导致理财产品收益率高居不下，各种表外业务、委外通道，创新层出不穷。相应的，财政分税体系，地方政府行为，国有企业股权，人民币资本项目等其他配套体制，依旧存在预算软约束的顽疾。将金融市场化带来的收益纳入个体钱袋，而将风险和未来的成本扔给政府，这种制度套利行为必须及时制止。Kaminsky & Reinhart (2009) 的经典文献认为，银行危机更容易爆发于金融自由化国家，平均滞后时间2.6年；利率市场化并不必然导致投资增长、实体投资效率提升，往

往导致贷款和资产价值快速增加，并加大银行间竞争，从而致使银行对高风险项目的偏好增强，银行危机发生概率加大。近三年来的实际情况基本符合文献描述，商业银行在利差不断变小的情况下，不断加大杠杆，期限错配，对资产风险偏好加大，流动性风险愈加明显。金融创新和自由化跑得太快，最聪明的“头脑”不断挤入这一领域，监管一直滞后，忙于堵漏，各类金融创新产品并不都是有益的，大量委外的方案设计也非常精巧。无法回避的是，这些“创新产品”在不断增高自己能承受的潜在风险，使得整个金融系统愈加脆弱。2016年中国金融产业增加值占GDP比例高达10.1%，远高于号称全球金融中心美国的6.5%。

### 三. 去杠杆过程中，必须慎重处理的三重博弈风险

金融系统性稳定，金融产品创新和降低道德风险（减少制度套利）成为中国2017年宏观调控的“不可能三角”。为了维持系统稳定并坚决打击各类制度套利，适当放缓金融自由化的速度也成为不得已之举，而去杠杆正是这一举措的工作落脚点。货币市场上，往往大银行流动性充裕，而中小银行与非银则非常脆弱。容忍个体性、局部性的风险暴露，可以释缓全局性、系统性风险，否则大而不能倒的博弈一定会造成严重的激励扭曲。在去杠杆的过程中，主要存在三重博弈。

#### 博弈一：去杠杆过程中，交易对手间的博弈。

借短放长的期限错配，使得商业银行大量利用银行间同业市场筹措资金，通过各种委外通道，进行各类非标的金融杠杆化。一旦风吹草动，像是黑夜中放了一枪，一群惊弓之鸟必定作猢猻

散，相互践踏。流动性危机通常的演进逻辑：偶发的黑天鹅，市场恐慌，规模大额赎回，净值大幅下跌，资产抵押融资流动性异常昂贵稀缺，交易流动性彻底丧失，并进一步负向循环反馈，08年美国金融危机时刻，又很良好的资产支撑的MBS，ABS面值100的债券，跌倒40都无人交易。各类资管公司、基金子公司、农商行、股份制商业银行，甚至四大国有商业银行，互相之间，都有着脆弱的交易信任。

### **博弈二：金融机构和央行的博弈。**

每次流动性危机都是对央行底线的考验，中国流动性传导体系是从中央银行传导到商业银行，再通过拆借或回购，传导到非银类金融机构（券商、保险、基金等），商业银行向非银的资金流动性被冻结，于是债券市场出现踩踏。央行承担整个金融体系信用并作为流动性最后贷款人。踩踏形成的损失，在多大程度上回逼迫央行释放流动性，成为2017考验中国央行的一大焦点。

### **博弈三：中国人民银行与美联储的博弈。**

外贸依存度高达50%的中国经济无法不考虑国内金融资产和汇率之间的关系。11月8日特朗普美国总统大选获胜，12月14日美联储如期加息，超预期宣布明年将加息三次。美国回归流动性步伐加快，给予中国央行调整的时间窗口越来越短，愈发强势的美元，加速回弹的美国利率，价格上浮的大宗商品和石油，都对中国央行的政策空间给予很大掣肘。

### 【作者简介】

耿强，南京大学商学院人口所所长，教授；南京大学经济增长研究中心执行主任；中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员；区域经济转型与管理变革协同创新中心研究员。