

一箭双雕:中国如何同时做到降杠杆和稳增长

欧乐鹰 陈世渊

2015年3月



作者简介

欧乐鹰 (Tom Orlik)

欧乐鹰是彭博在北京的首席亚洲经济学家。他及他的团队主要关注中国、日本、印度和东盟国家的经济。此前，欧乐鹰是《华尔街日报》的首席中国经济记者。在2007年来中国之前，他为国际货币基金组织(International Monetary Fund)英国执行董事做顾问，并在英国财政部做政策分析师。他是《了解中国的经济指标》(*Understanding China's Economic Indicators*)，一本关于中国经济数据的指南书的作者。

陈世渊 (Fielding Chen)

陈世渊是彭博在香港的经济学家。他对中国进行实时分析并为彭博的《亚洲简报》和《中国简报》撰写关于东北亚的专题研究报告。他曾是毕尔巴鄂比斯开银行(Banco Bilbao Vizcaya Argentaria)资深亚洲经济学家。他拥有乔治亚州立大学的经济学博士学位，厦门大学金融硕士学位。陈是多本书的作家，他出版的书的内容关于金融风险、中国的国债市场的发展。他也曾执教于香港中文大学商学院。

引言

迈入2016年，中国面临多重挑战。供给侧改革和出口缩减带来的紧缩效应给经济增长和就业带来了潜在威胁。贷款的急剧增加加大金融风险，引发更多对中期增长的担心。作为央行的中国人民银行虽然稳住了人民币汇率，但距离汇率市场化这个远期目标则渐行渐远。

为了应对这些挑战，本政策备忘录提议从三个方面采取行动：

首先，采取旨在扩大公共服务和提高中国低收入家庭消费能力的财政刺激，在提振增长与就业的同时，还可以避免以新一轮信贷刺激增长的负面影响。

其次，切实改善透明度可以使中国的金融市场更加有效地运作。通过把更多的资金导向高回报的私有和服务行业公司，中国的经济能够通过更少的信贷产生更多的产出。

再次，采取措施重振对中国短到中期增长前景的信念，并改善经济数据和政策思路的透明度，这将有助于提振信心，并为中国人民银行创造条件，实现市场化程度更高的汇率制度。

本备忘录对这些措施逐一展开讨论，并在讨论的基础上给出一些更具体的建议。

适当地采取财政刺激

过去,中国的货币政策一直起到支持经济增长的主要作用,虽然事实证明有效,但代价不菲。

2008年以来,银行资产增加了两倍,不良资产总额达到1.3万亿元,目前相当于中国GDP总额的2%。¹ 中国的企业和地方政府承担沉重的债务负担。由于产能过剩导致价格下跌,利润下滑,使偿还债务变得更加困难。

即便现在对大规模货币刺激有需求,但能这么做的空间实为有限。1.5%的存款利率意味着,在银行的净息差被侵蚀之前,已经没有什么进一步降低利率的空间。事实上,利率下调还会拉大与美国的利率差值,给人民币造成更大的贬值压力,而这正是短期内中国人民银行想极力避免的。

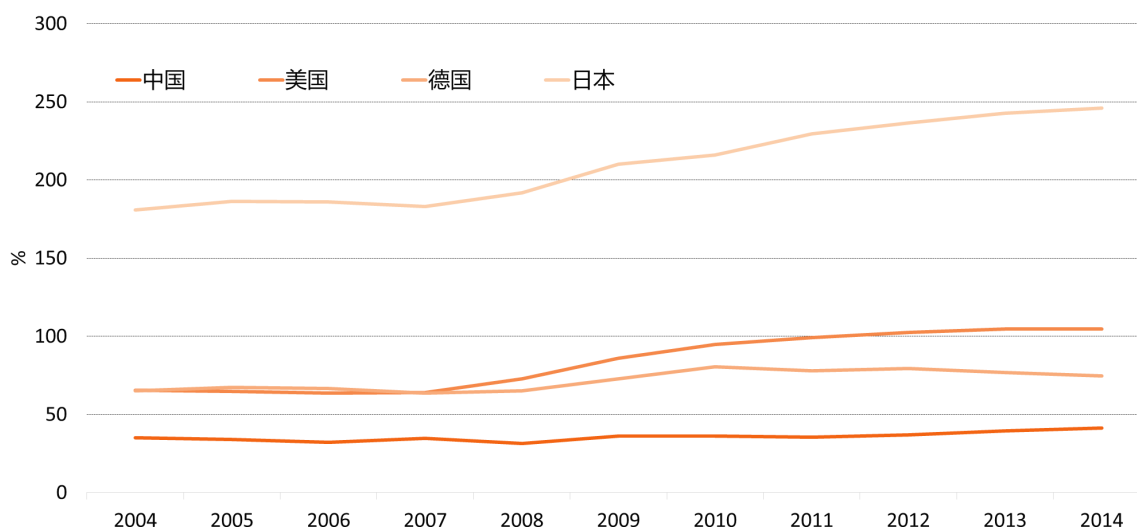
但要明确,这不意味着已经失去货币支持的余地。中国人民银行已经在通过更加隐蔽的方式,指导市场利率下行,鼓励给中小企业提供更多贷款。但这也的确意味着,采取更多的大规模刺激必须要在货币政策之外另辟蹊径。

而这这就要求必须把注意力直接放到财政政策上。

据国际货币基金组织的统计,中国的政府债务占GDP比例仅为43%,与国际水平相比并不高(见图1)。² 即使这个数字没有考虑进中国政府的所有负债,可控的债务水平意味着政府负债尚有进一步增加的余地。

政府支出确实已在支持需求方面起到更大的作用,2015年第四季度的年化增

图1. 中国较低的政府债务意味着积极财政政策的空间



数据来源: 彭博。

长率已达到20%。³ 李克强总理在2016年工作报告中承诺, 将财政赤字占GDP比例从2015年的2.3%提高到今年的3%。⁴ 以扩大社会服务, 提高低收入家庭消费能力为主的财政刺激将极大地提振短期增长。通过加速提高家庭收入, 也会给经济再平衡增添动力。

直接提高政府支出带来的影响最为直接。以往, 财政刺激的重点放在公路、铁路和发电厂建设上。将重点转移到提高教育、医疗和其他社会服务等方面后, 不仅能给经济增长带来类似的提振效果, 同时还能支撑就业, 收入增加, 并使服务行业起到更大的作用。

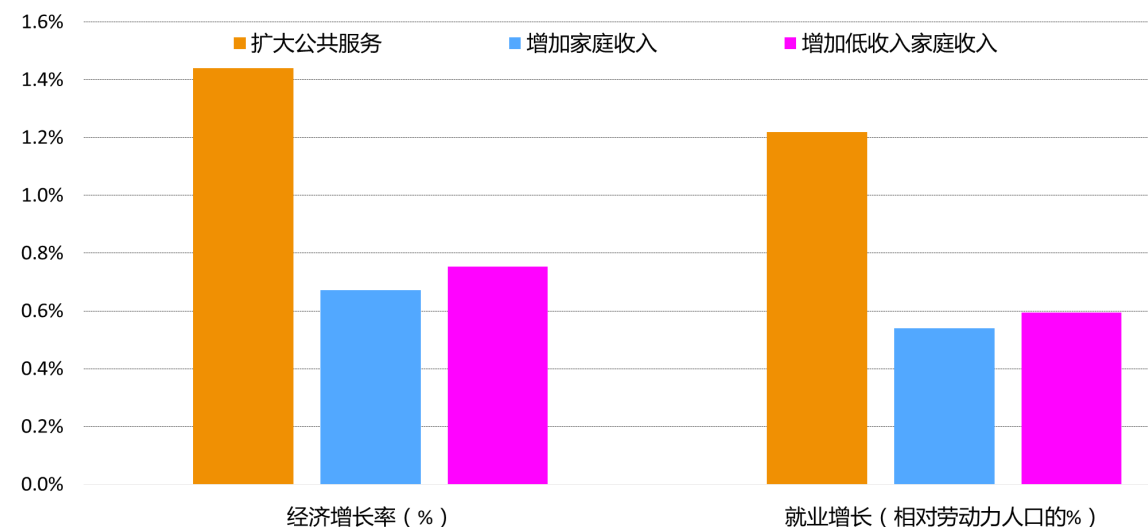
一般来说, 对于面临多重市场失灵, 债务水平低下和民间信贷需求薄弱的国家, 财政乘数应该更大。中国符合全部条件, 并且学术界也基本认同中国的财政乘数较大。2013年, 清华大学的Wang Xin和

美联储圣路易斯分行的Yi Wen估计财政乘数大于2。⁵ 中国财政科学研究院的叶文辉和楼东伟估计2004年到2010年的财政乘数为1.4。⁶ He, Zhang和Zhang曾较早试图估算中国2009年庞大刺激政策的影响, 他们得出的财政乘数是1.1。⁷

鉴于近期信贷需求下降可能已经降低了财政支出对私人投资的挤出效应, 因此我们保守一点, 在上述范围内取中间数字, 假设财政乘数是1.5。这意味着相当于GDP1%的财政赤字增加, 将促使中国的GDP增加1.5%。如果财政支出增加的大部分用来提高公共服务板块的产能, 那么将创造1,000万个新工作岗位。这一数字是根据服务业和制造业占新增产出的比例以及各个部门劳动占产出的比重计算得来的。

这一方法当然也有缺点。增加对学校和医院的投资对增长的短期积极效应最

图2. 相当于GDP1%的财政刺激带来的经济和就业增长



数据来源: 彭博。

大,也会提高未来提供公共服务的能力。但相当一部分额外支出的短期效应将体现在建设投资上。

但是,增加对护士和教师的支出则不会给增长带来同样的短期刺激。这是因为如果没有供给方的回应,支出增加会导致工资有提升,但服务却没有增加和改善的可能。鉴于中国的物价下滑和经济的严重放缓,造成更广泛通胀的风险不高。

鉴于上述所有挑战,还有一种做法是将赤字支出用到提高家庭收入上来。削减所得税,或者复制英国和其他国家对低收入人群采取负所得税税率的政策,可以直接提高家庭收入。

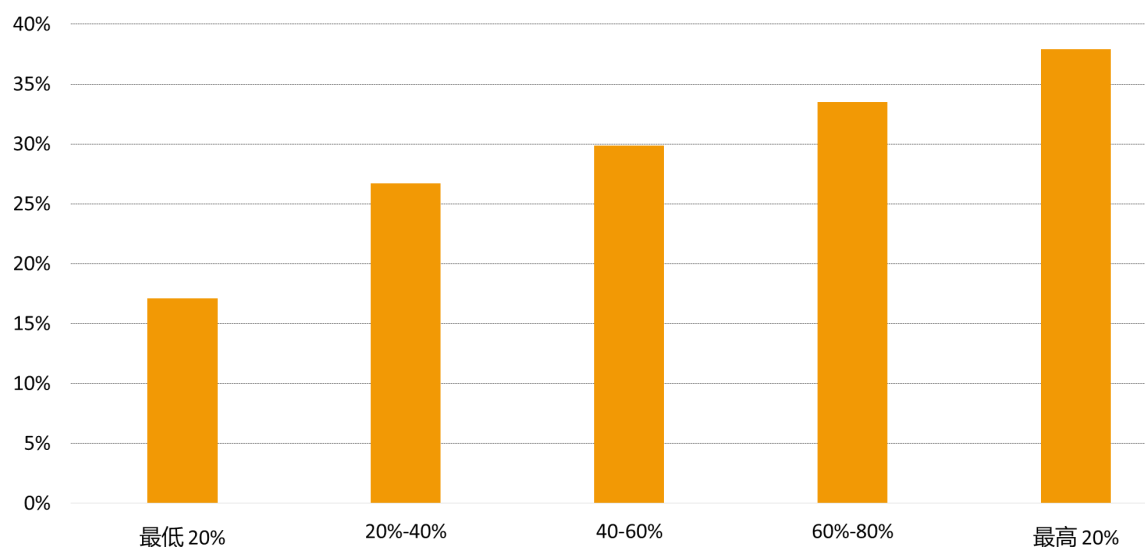
这一做法的问题是,在家庭储蓄率较高的情况下,增加的收入中有一部分会被存起来,降低政府赤字支出的刺激作用。根

据城市家庭的平均储蓄率计算,针对提高家庭收入的刺激政策的乘数可能只有0.7。占GDP1%的赤字支出只会带来相当于0.7%的GDP的额外产出(见图3)。⁸

如果以家庭收入为主导的财政刺激针对低收入家庭,其有效性会得到增强。流行的观点是中国“节俭的穷人”推高了全国的储蓄率,但恰恰相反的是,中国大部分储蓄实际上来自最富裕的家庭。低收入家庭有更高的消费倾向。这就意味着,有针对性地提高底层40%家庭收入的财政刺激很可能带来稍微高些的财政乘数,可达到0.8左右(根据中国国家统计局对城市家庭的统计)。⁹由于这一数据不包括外来务工人员,他们的收入甚至更低,消费倾向也更高。因此0.8是保守的假设。

对旨在提高最贫穷的40%家庭收入的财政刺激来说,每占GDP1%的支出可以将

图3. 低收入家庭的储蓄率更低



数据来源: 彭博。

GDP提高0.8%，其中约有半数来自服务行业的额外产出，并创造450多万个新工作岗位。

如果将两种方法结合起来，即0.5%的GDP刺激用来扩大公共服务，同样比例的刺激用来提高低收入家庭的收入，产生的结果会处在两个极端之间。GDP会增加1.1%，其中大部分来自扩大后的服务板块，并创造多达700万个新工作岗位。

理论上有理由谨慎看待任何财政刺激政策的有效性。以十九世纪英国经济学家大卫·李嘉图(David Ricardo)命名的李嘉图等价假说表明，如果家庭看到目前的政府支出增加，他们预计未来就会征收更多的税费。如果他们以更高的储蓄作为回应，那么刺激的效果就会削弱。

但现实世界里这一假说是否成立一直是经济学家们热烈辩论的问题。近年来，中国家庭目光短浅的行为比比皆是，最近的一个例子是大家一股脑地投资中国充满泡沫的股票市场。即使不考虑这些担心，并且假设中国的家庭足够理性，有足够的前瞻性，符合李嘉图的理论假设，也还是有理由相信有的放矢的财政刺激会起到效果。

希望看到的情形是，有针对性地增加赤字支出带来一个良性循环，收入的提高促使服务需求的增长，进而创造新工作岗位，并最终实现收入的进一步增加。增强家庭对未来收入的信心可以抵消他们对未来纳税增加的担忧。

提高透明度：不仅能够降低金融风险，还有助于去杠杆

过去7年中，中国的信贷增长超过实体经济的增长，而且差距往往很大。虽然这最初是对全球金融危机的合理应对，但贷款的加速已经形成了自己的势头。

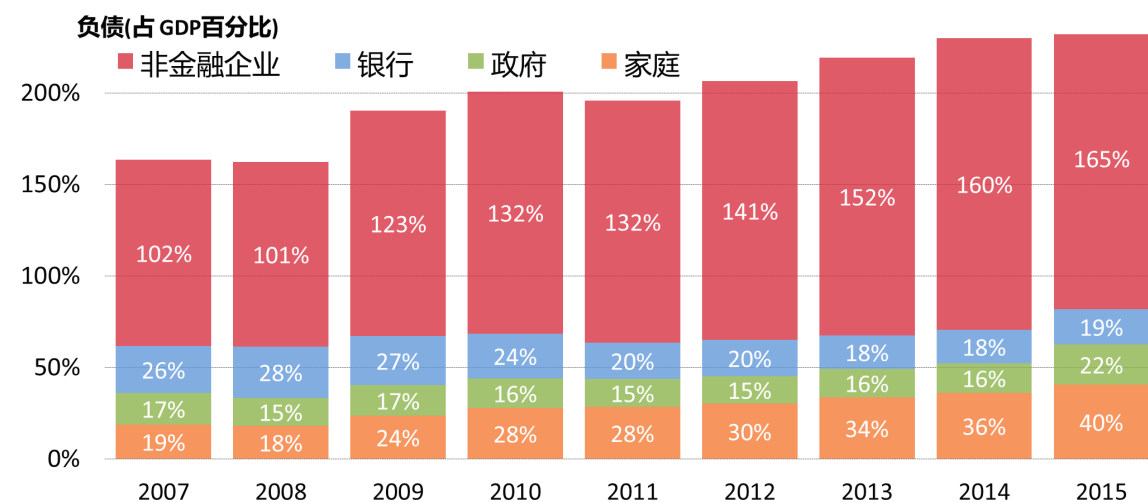
这对中国的金融体系和实体经济都造成了深远影响。2015年，中国经济整体债务占GDP比例上升到250%左右，远高于2008年的160%（见图4）。¹⁰ 假设贷款平均期限是10年，并且所有贷款年利息为百分之五（仅比贷款基准利率高一点儿），还本付息的成本已经占到GDP的37.5%。

如果债务按照当前的趋势继续发展，到2020年，未偿债务总额将达到GDP的310%，还本付息成本将逼近总产出的50%。这也是外国投资者担心中国中期

前景的最根本原因。毕竟，如果需要越来越多的贷款来推动越来越低的增长，结果迟早好不了。

中国面临金融压力的实例也逐渐增加。彭博经济研究(Bloomberg Intelligence Economics)有一个数据库，专门收集债券发行人违约、理财产品无法兑付，以及其他体现支付困难的新闻报道（见图5）。2015年，共有38起案例被报道，从海南一家地产开发商逾期无力支付2600万人民币贷款，到投资者抗议泛亚金属交易所冻结400多亿资金，并逮捕16名涉案人员等。¹¹ 这38起案例和过去相比有明显地增加，2014年，2013年和2012年分别只有12起、3起和1起。2016年迄今为止，已经发生了山水水泥逾期无力支付18亿元人民币债券。¹² P2P贷款平台e租宝涉嫌诈骗投资者近500

图4. 债务与GDP之比快速上升



数据来源：彭博。

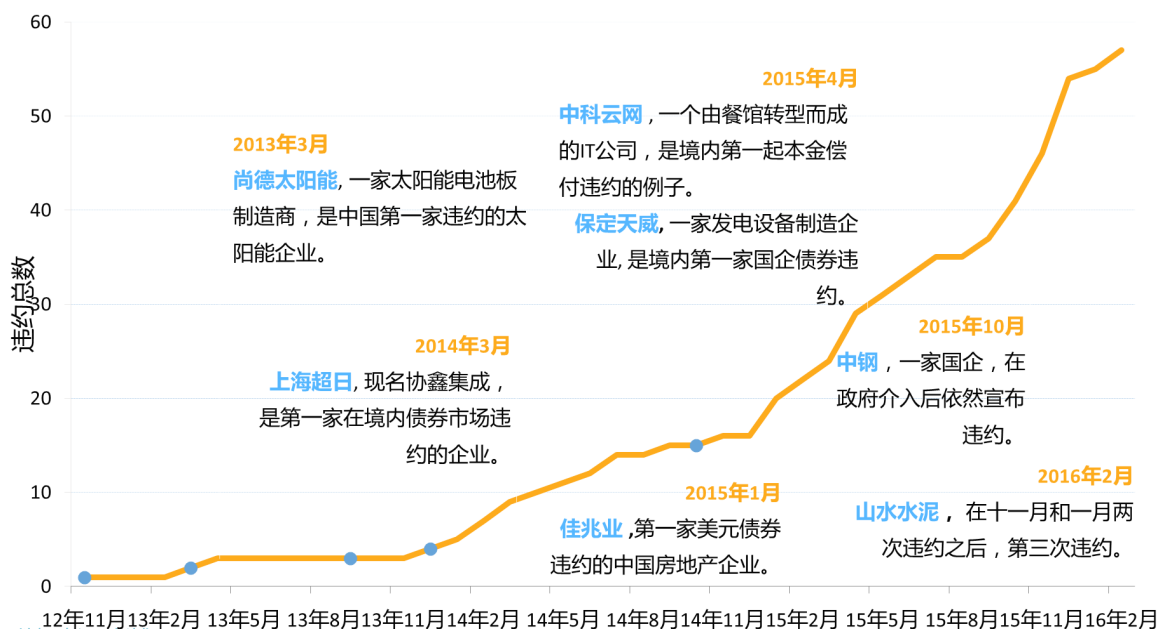
亿元资金，堪比美国金融骗子莫道夫 (Bernie Madoff)。¹³

从某种意义上讲，中国金融体系出现违约也有积极的一面：没有违约，就会滋生道德风险，就无法对风险适当地定价，金融体系也因此无法履行有效配置资金的核心职能。但即便如此，中国违约的上升还是令人触目惊心。这就说明，如果信贷的扩张速度持续超过偿还能力，将有可能产生更加严重的问题。

只是看看报道出的信贷数据，读读财经媒体中不断涌现的负面新闻，一些投资者就得出这样的结论，认为中国已经陷入难以逃脱的债务陷阱。在我们看来，如此的悲观情绪是错误的，有多个原因：

- 中国的债务基本都是内债。截至2015年第三季度，外债为8,560亿美元，只占债务总额的几个百分点。¹⁴即使所有的外国债权人都将资金抽出，对中国金融体系的影响也很有限。这不像亚洲金融危机中的韩国，或者欧洲主权债务危机中的希腊，外国债权人的撤出带来了灾难性的后果，中国与它们有着明显的不同。
- 中资银行的资金基础稳定。中国有16家上市银行，大到中国工商银行这样的行业巨头，小如上海浦东发展银行等，存款占到银行负债的四分之三以上。¹⁵这和2008年举步维艰的雷曼兄弟和美国投资银行也有显著不同。它们对隔夜货币市场的依赖意味着一旦投资者对银行信心发生突然逆转，那么挤兑的情况就会发生。

图5. 违约案例在逐步增加



数据来源：彭博。

- 从借款人方面看, 杠杆率仍在控制范围内。以整体工业板块为例, 过去十年中, 总负债一直稳定地保持在股本的135%左右。¹⁶ 这表明整体来看投资是有效的, 创造了利润对股本加以补充。同时也显示这些公司有很大的缓冲, 可以抵御不良贷款和破产的风险。¹⁷

综上所述, 这些因素意味着基本没有立刻引发危机的触发因素, 因此中国的决策者们尚有时间。但如何在降低信贷扩张的同时不对实体经济产生严重打击, 或者引发高杠杆率带来的金融不稳定性, 的确是不小的挑战。

因此解决方案必须是多个层面的。中国人民银行在利率市场化和通过债券市场扩大直接融资方面已经取得了重要进展。作为2016年政府首要任务的供给侧改革若得以积极落实, 就能够通过消除国企借款人的隐性刚性兑付的方式, 帮助解决道德风险。

那么, 结局方案中唯一缺失的就是增加信息透明度了。更加透明的信息能使投资者将资金导向高增长的成功投资, 避开低潜力的“柠檬”, 从而实现更为有效的信贷配置。

中国新老经济之间公司资产回报率的巨大差距展示了改善的空间。2014年, 私营公司的总资产贡献率在18%左右, 国有企业是11%。钢铁公司的总资产贡献率仅有7%, 而汽车制造行业则高达19%。¹⁸

换言之, 如果更好的信息获得途径能使投资者将资金更好地投入到高回报的企业, 这就意味着存在很大的空间降低信贷增长。

2016年, 李克强总理为融资总额制定的目标是增长13个百分点, 意味着将产生17.9万亿元的新贷款。中国债务占GDP的比例, 以及还本付息的负担势必再度增长。贷款效率的提高可以实现用更少金额的新贷款支持同样幅度的增长, 将债务拉到更加可持续的轨道上。

汇率改革：学会如何浮动

对中国短到中期增长前景的担忧已经影响到投资者情绪，扰乱中国人民银行采取最后步骤实现中国汇率市场化的努力。2015年8月，央行采取措施修正人民币中间价和市场价格之间的错配，将重点从人民币对美元汇率转移到对一篮子货币的汇率上来，并给予市场更大的影响力。但持看跌观点的国际投资者将这些措施解读为竞争性贬值的的第一步。因此，中国人民银行被迫重新干预外汇市场，消耗外汇储备以防止人民币无序贬值。

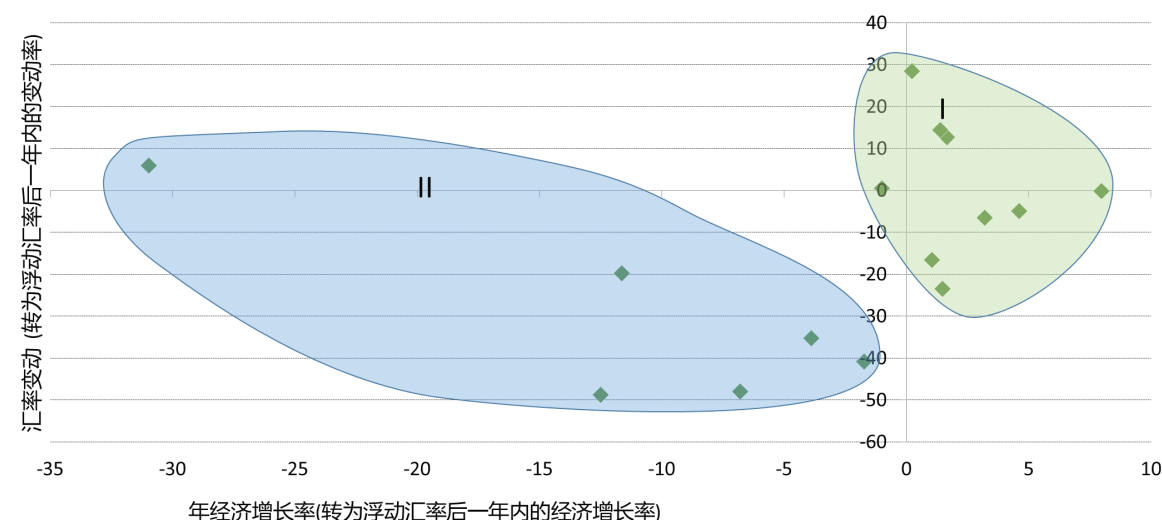
中国的政策制定者们现在已经成功地稳住人民币，但距离实现汇率市场化的目标，这一中国改革进程中不可或缺的重要组成部分，却渐行渐远。

那么中国应该如何创造条件，从当前汇率压力的环境和央行干预中解脱出来，实现有管理的浮动汇率制度？

有针对性的财政刺激和提高透明度将起到很大的帮助，原因如下：

首先，2000年以来从汇率盯住制中脱离出来的15个国家中，只有那些实现经济增长的国家才得以维持比较稳定的货币(见图6)。¹⁹ 这就意味着如果中国希望稳住对汇率的预期，就必须重塑对增长的信心。老式的宽松货币政策只能提振短期增长。但加重杠杆的问题又会使中国的长期挑战愈发难以解决。就像日本在“安倍经济学”时代所发现的那样，中期存在重大问题意味着，即使短期很激进刺激都无法扭转对基本面的负面看

图6. 强劲经济增长有助于汇率市场化改革



I: 经济增长和汇率都稳定 II: 经济增长和汇率同时下滑

数据来源: 彭博。

法。相反,以服务行业 and 低收入家庭为重点的财政刺激则可以激发对中国短期乃至长期增长前景的信心。

其次,市场上的一个广泛看法是中国的GDP数字高估了增长率。彭博经济研究(Bloomberg Intelligence Economics)组织多位经济学家开展的非正式调查显示,对2015年第三季度“真正”增长率的估计从3.1%到6.4%不等,即使范围的最高值也比官方的6.9%还要低一些。在这一背景下,中国人民银行8月的动作被众多市场参与者解读成并非是对人民币的技术修正,而是证实了市场对增长的负面观点没有错,并且央行已经开始采取绝望的刺激努力。

更加细致地说,高频率地发布增长数据,提高统计方法的透明度,会消除对中国官方数据的一些不信任,给央行提供一个更加宽松的支持性氛围,实现向有管理的浮动汇率制度的微妙过渡。

再次,中国人民银行在8月动作发生后未能及时地进行任何沟通,这是导致困惑的另一个因素。虽然随后的几个月沟通有了很大的提高,但在主要问题上仍然不够明确,例如中国人民银行在制定汇率时参考的一篮子货币的构成问题等。

若干建议

依

据本文的分析,建议可在三个领域采取行动:

以2016年3月的全国人民代表大会承诺采取更加积极的财政政策为基础,中国财政部应该把更大范围刺激的重点放在改善公共服务,提高低收入家庭收入上。一套目标宏伟的宏观经济政策应该包括,积极的供给侧改革以降低经济中国有企业的效率低下,扩大并有针对性地采取财政刺激以抵消传统行业破产对需求造成的拖累,以及中性的货币政策以避免过度信贷带来的债务压力。

为了建立对官方数据的信心,中国国家统计局应该以发布足够详细的数据和足够透明的方法为目标,这样才能使独立

分析师复制出官方GDP系列数据。对地方政府财政进行全面细致的定期报告也会给省级政府债务问题带来以市场为导向的解决方案。

企业同样也应该采用更高的信息披露标准,以有利于投资者、分析师和媒体获得信息。

虽然转型到有管理的浮动汇率制度的若干条件超出中国人民银行的控制范围,但有些没有。其中包括化解对债务风险的担心,提高金融体系数据的透明度以及政策的沟通等。中国人民银行应该制定清晰的方案,以稳定信贷增长,提高金融系统和跨境资本流动数据的细致程度,并制定定期的政策沟通渠道,取代不定期举办新闻发布会的做法。

尾注

¹ 见中国人民银行“其他存款机构资产负债表”，网址www.pbc.gov.cn，及中国银行业监督管理委员会“2015年商业银行主要监管指标情况表(季度)”，网址www.cbrc.gov.cn。

² International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook, accessed at www.imf.org.

³ 见财政部“2015年财政收支情况”，网址www.mof.gov.cn。

⁴ 见李克强总理《政府工作报告》，网址blogs.wsj.com/chinarealtime。

⁵ Wang, Xin and Yi Wen, Federal Reserve Bank of St. Louis, “Is Government Spending a Free Lunch? – Evidence from China,” 2013, <https://research.stlouisfed.org/wp/2013/2013-013.pdf>.

⁶ 见中国财政科学研究院叶文辉和楼东伟的文章“对中国财政政策有效性的分析”，2010年，http://www.crifs.org.cn/crifs/html/default/caijingshilun/_content/10_08/18/1282117310650.html。

⁷ He, Dong, Zhiwei Zhang, and Wenlang Zhang, Hong Kong Monetary Authority, “How Large Will Be the Effect of China’s Fiscal Stimulus Package on Output and Employment?,” 2009, http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/research/working-papers/HKMAWP09_05_full.pdf.

⁸ 见国家统计局《2015年中国统计年鉴》，网址www.stats.gov.cn。

⁹ 见国家统计局《2015年中国统计年鉴》，网址www.stats.gov.cn。

¹⁰ Bloomberg Intelligence Economics calculations based on PBOC and NBS data, accessed at www.pbc.gov.cn and www.stats.gov.cn.

¹¹ *Bloomberg News*, “Chinese Investors Protest After \$6.7 Billion Frozen, Caixin Says,” accessed at <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-22/chinese-investors-protest-after-6-7-billion-frozen-caixin-says>.

¹² *Bloomberg News*, “China Shanshui Dispute Intensifies as Unit Files Lawsuit Onshore,” <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-04/china-shanshui-dispute-intensifies-as-unit-files-lawsuit-onshore>.

¹³ *Bloomberg News*, “China Arrests Ezubo Executives in \$7.6 Billion P2P Fraud Case,” <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-01/china-arrests-ezubo-executives-in-7-6-billion-p2p-fraud-case>.

¹⁴ Bank for International Settlements, Consolidated Banking Statistics, accessed at <http://www.bis.org/statistics/b4-cn.pdf>.

¹⁵ 见银行财报中的数据, 例如中国工商银行“2015年三季度财报”, 网址<http://v.icbc.com.cn/userfiles/Resources/ICBCLTD/download/2015/8Third20151030.pdf>。

¹⁶ 见国家统计局《2015年中国统计年鉴》, 网址www.stats.gov.cn。

¹⁷ Lardy, Nicholas R. *Markets over Mao: The Rise of Private Business in China*, Peterson Institute for International Economics, 2014.

¹⁸ 见国家统计局《2015年中国统计年鉴》, 网址www.stats.gov.cn。

¹⁹ International Monetary Fund, “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014 and The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies,” accessed at www.imf.org。

保尔森基金会《政策备忘录》简介

保尔森基金会《政策备忘录》收录的是内容详实、风格简洁的短文。每一期备忘录均由相关领域专家执笔，探讨的是与保尔森基金会工作目标相关的某一特定领域中的公共政策挑战。

保尔森基金会《政策备忘录》提供对政策挑战的背景介绍与分析，但是更重要的是为政府、企业和其他能够促成切实且积极的政策改变的对象提供现实、具体和可行的应对方案。

保尔森基金会《政策备忘录》的内容为作者个人观点。

保尔森基金会简介

保尔森基金会是由美国前任财政部长、高盛集团前董事长兼首席执行官亨利·M·保尔森先生于2011年创立设于芝加哥大学的一所独立的、非党派机构，其宗旨为促进全球经济的可持续发展与环境的保护。基金会恪守的理念是只要世界的主要国家能够通过优势互补开展合作，那么全球最紧迫的经济和环境挑战便可迎刃而解。

有鉴于此，保尔森基金会初期工作主要针对世界上最大的两大经济体、能源消费大国和碳排放大国，即美国和中国。如果中美两国能够相向而行，许多重大的经济和环境挑战便可通过更有效及更高效的方式得以解决。

我们的目标

具体而言，保尔森基金会的国际合作项目旨在实现以下三大目标：

- 促进能够创造就业的经济活动，包括中国对美投资；
- 支持城镇化发展，包括促进环保政策的优化；
- 培养在国际关注问题上的负责任的行政部门领导力与最佳商业实践。

我们的项目

保尔森基金会的项目旨在促进政府政策制定者、公司高管以及国际知名经济、商业、能源和环境的专家开展合作。我们既是智库也是“行动库”。我们促成现实世界经验的分享与务实解决方案的实施。

保尔森基金会的项目与倡议主要针对五大领域：可持续城镇化、跨境投资、行政部门领导力与创业精神、环境保护、政策外展与经济研究。基金会还为芝加哥大学的在校生提供实习机会，并与芝大合作，为来自世界各地的杰出的学者提供思想传播的平台。

© The Paulson Institute
All Rights Reserved

5711 South Woodlawn Avenue
Chicago, IL 60637
paulsoninstitute.org