分报告三

从去杠杆到提高可持续杠杆率

——主要经济体去杠杆历史经验比较

摘要：高杠杆率被认为是包括中国在内，当前世界经济所面临的重要问题。不同经济体之间结构性因素的差异使得简单的横向比较并不能成为判别一个经济体债务水平是否可持续的标准。在给定一国特征的前提下，杠杆率是否合理取决于经济增长预期、通胀率、实际利率和金融发展水平。基于现有制度条件下过高的杠杆率不可持续，需要通过去杠杆来让经济重新恢复活力。通过比较历史上主要经济体摆脱债务困境的经验，一个成功的去杠杆过程可以总结如下：短期内通过让公共部门加杠杆来稳定实体经济，并为结构性改革创造时间；然后再通过结构性改革带来的中长期潜在经济增速的提高来降低公共部门杠杆率和整体杠杆率。这种方式实际上利用了公共部门负债所特有的代际资源配置功能把改革成本进行了代际转移。二战以来成功的去杠杆过程后都伴随着杠杆率的重新恢复甚至上升得更高，这实际上是通过各种措施提高可持续杠杆率的结果。最后我们总结了这些经验对于中国经济的启示。

一、前言

债务是一个双刃剑,适度而且使用恰当的债务可以增进福利。但如果不小心使用,则会带来灾难。宏观经济中的高杠杆率会导致金融体系的脆弱性,从而被认为是发生金融危机的重要前兆。在金融危机后,杠杆率的降低被认为是经济重新恢复活力和增长的重要前提。跟历史上屡次金融危机相似,本次全球金融危机前主要经济体也都经历了杠杆率的持续上升,但是各主要经济体在危机中和危机后的宏观杠杆率变化差异很大。一些在危机后宏观杠杆率得以保持稳定甚至下降的经济体(如美国和英国)被认为实现了成功的经济调整,其经济前景受到各方看好;那些遭受了金融危机而且在危机后宏观杠杆率并没有降低的发达经济体(如欧元区的很多国家)则被认为在面临下一次经济困境时具有很强的宏观脆弱性;而一些在危机发生以来宏观杠杆率提高的新兴经济体(如中国),则被认为可能会成为下一次金融危机爆发的源头。(BIS,2015;Buttiglione etc, 2014)这一观点的前提是认为只有通过降低杠杆率,才能让经济实现可持续发展。

关于债务率如何影响经济增长,以及危机过后如何实现去杠杆等问题,已经有了不少的大样本计量分析(如 Cecchetti etc, 2011; Rogoff and Reinhart, 2010; Chen etc, 2015)。这些计量研究能够让我们更好地总结出高杠杆率和宏观经济发展之间关系的某些共同特征,从而为如何实现经济的可持续发展而提供政策建议。但是大样本计量分析主要追求不同样本之间的共同特征,而相对忽视不同样本的特异性;只分析计量结果也会掩盖不同样本之间的细节,尤其是在这些计量分析中,大量的研究对象为小型经济体,这些经济体在其政策的效果、传导机制等方面的特征会跟大经济体之间存在较大的差异,所得到的经验不一定完全适用于中国这样的大型经济体。因此,本文希望通过对历史上主要经济体的去杠杆过程进行案例分析,通过比较去杠杆的成功和失败经验,对在不同外部环境和发展阶段下降低杠杆率,以及降低杠杆率的后果等进行总结。

二、世界主要经济体杠杆率对比

2.1 决定债务可持续性的因素

对于一个企业来说,债务的可持续性取决于其未来收入和偿债支出之间的关

系；因此一个企业的负债能力(即债务相对于企业现金流之比)取决于这个企业未来的收入增长率和债务的名义利率。类似的，一个经济体宏观债务水平(总债务/GDP，即宏观杠杆率)的可持续性也取决于该经济体的名义GDP增长率和名义利率，或者可以进一步地分解为实际GDP增长率、通胀率和实际利率三个因素。简单来说，实际GDP增长率越高、通胀率越高、实际利率越低，则一个经济体所能维持的杠杆率水平就越高。

对于一个经济体来说，除了跟上述基本因素以外，还有其他社会经济因素也会影响宏观杠杆率的高低。这些因素包括金融深化程度、宏观经济的波动性、储蓄偏好、鼓励借贷的政策等，这些因素的变化被认为是解释1980年代中期以来发达经济体宏观杠杆率上升的重要原因(Cecchetti etc，2011)。同时，债权人的结构也可能影响到可持续杠杆率的水平高低(Buttiglione etc，2014)。具体来说，金融深化程度越高、宏观经济波动性越低、储蓄偏好越高(如社会保障不健全、人口老龄化以及对于危机的预防性动机等原因所致)、对于贷款的鼓励政策越多(如对于借贷的税收优惠)、对外净债务规模越小(或对外净资产规模越大)，都会促进一个更高水平的可持续杠杆率。

综上，决定一个经济体杠杆率是否可持续的因素很多，所以不同经济体在同样的经济环境下能够维持经济持续发展的杠杆率水平也会有很大差异。

2.2 不同类型债务的功能差异

除了整体债务杠杆率以外，债务的部门结构也非常重要。我们可以把经济分成金融部门和非金融部门两大部分，然后非金融部门中还可以进一步区分为公共部门、非金融企业部门和家庭部门三大块。不同部门的债务在其功能上存在差异。正如我们所知，经济个体进行借贷的主要目的是进行跨期消费平滑和当期风险匹配。比如当家庭面临变动的收入时，债务可以帮助其平滑消费；当企业面临变动的销售收入时，债务可以帮助企业平滑投资和生产。同时，给定经济中个体的风险偏好不同，借贷行为还通过把风险配置给那些最能承受它的人，从而优化了社会资源配置。

在上述四个部门中，从整体国家资产负债表的角度来看，金融部门的债务和资产在一个经济体内部可以相互抵消(当然这并不意味着金融部门的负债不会产生问题)，因此我们更关注另外三个实体经济部门的债务。

在实体经济部门债务中，需要区分公共部门和私营部门债务的不同作用。因为政府的债务是依靠未来的税收收入现金流来偿付的，因此政府负债可以看做是

一项支出在当代人和未来代人之间进行成本分配(Cukierman and Meltzer，1989)。比如政府现在要建设一个能够造福未来代际的项目,那么政府的最优融资方式就是通过政府债务来融资,然后让未来世代的受益群体来偿付债务。同样,如果政府现在要为一个能够提高未来世代福利水平的金融拯救计划融资,政府就应该通过政府债务而非提高税收来获得收入。相比之下,私营部门债务则不能起到这种代际转移作用。因此,通过私人部门和政府部门之间债务的转移,能够把救助成本在代际之间进行重新分配,从而减轻对当前经济活动的负面影响。

2.3 宏观杠杆率横向比较

我们对世界主要经济体2015年一季度末的宏观杠杆率及其结构进行了对比。(见表1)

首先比较杠杆率的整体水平。可以发现,从全部经济体来看,中国的宏观杠杆率处于中间水平,尤其是政府杠杆率相对较低。但如果只是比较新兴经济体,结果则有较大差异,中国是主要新兴经济体中宏观杠杆率最高的,尤其中国企业部门的杠杆率更是显著高于其他新兴经济体。

但是,正如前文所述,不考虑各经济体间错综复杂的各种差异,而只是简单对比不同经济体的宏观杠杆率,很可能会得到完全错误的结论。比如虽然日本的非金融部门债务/GDP水平远高于希腊、葡萄牙等欧元区外围经济体(见表1),但是日本具有高额的对外净资产,而希腊和葡萄牙等国则具有高额的对外净负债,由于预期日本国内不同部门之间在出现危机时可以互相救助,所以投资者对于日本债务可持续性的担忧程度要远低于希腊和葡萄牙。因此,要比较不同经济体之间的债务风险,还必须进行更为深入的分析。

其次,可以对比一下各国杠杆率的结构。各国的部门负债占GDP比重差异很大。日本、希腊、印度和阿根廷是政府负债为主,其他经济体则是以非政府负债为主。其中,美国、英国等国家以家庭负债为主,而韩国、法国和中国则是企业负债为主。

但也必须指出,不同经济体之间的部门杠杆率比较也需要考虑到很多其他因素。以非金融企业债务/GDP比重为例。一国企业的债务率,既跟该国金融市场的融资方式偏好相关,也跟一国的对外投资水平有关。如果一个经济体的金融市场更偏好股权融资,其企业负债率就会低于其他国家(如美国);而如果一个经济体对外投资很多,其企业的很多负债可能是服务于其海外项目的,由于这些海外项目获得的收入并没有计入母国的GDP中,因此就会显得企业债务率偏高(如新加坡、中国香

港、卢森堡等金融中心)。与之相反,很多新兴经济体实体经济部门的很多项目融资是通过其他国家来进行的,这就使得这些经济体的宏观杠杆率维持在一个较低的水平。另外,家庭债务率的可持续性也跟家庭部门的负债机构有关。如果是富有家庭的负债率较高,因为他们的资产偿还能力强(虽然负债/收入之比较高,但是负债/资产之比较低),因此一般不会出现太大风险。如果是贫穷家庭的负债率较高,则风险会显著加大。因此,在进行跨国对比的时候,也必须考虑到这些差异。

2.4 宏观杠杆率纵向比较

我们比较了部分主要经济体从 1999 年以来的宏观杠杆率变化(见图 1)。可以发现,不管是哪一类经济体,在 1999 年以来宏观杠杆率都出现了显著上升。其中宏观杠杆率上升得最多的几个经济体包括中国、韩国、日本等东亚经济体和英国,相对来说,美国和欧元区的上升幅度稍小,而印度的宏观杠杆率则保持稳定。

事实上,如果我们把视角延伸到发达经济体的整个金融自由化时期,一个很重要的特征就是各个主要经济体的杠杆率都是不断提高的(见图 2 和图 3 关于美国和韩国非金融部门总负债/GDP 比值的长期表现)。尤其值得注意的是,在经济衰退过后,宏观经济杠杆率会迅速恢复并继续上升;而在严重的金融危机以后(如韩国 1997 年金融危机和美国 2008 年金融危机),虽然企业部门和家庭部门的杠杆率可能会出现短期下降,但也会在不久的将来重新恢复并超过原来的杠杆率水平。而且,在危机期间和结束后的一段时期内,公共部门的杠杆率都会上升,从而使得整体经济的杠杆率并不会明显降低。

2.5 关于宏观杠杆率比较的小结

决定一个经济体乃至经济体中不同部门的杠杆率是否可持续的影响因素很多。简单来说,实际经济增速、通胀率和实际利率是影响债务可持续性的三个基本因素,这三个因素的动态变化很大程度上将决定债务前景。但是在这些因素以外还存在大量的结构性因素,不同经济体在这些因素上存在的广泛差异使得简单横向对比很难得到有说服力的结论。比如对正处于金融深化进程中的经济体来说,金融深化会同时带来资源配置效率的提高和债务率的提高,一定程度上的债务率提高并不会成为经济发展的掣肘。此外,因为不同部门通过负债进行资源配置的能力存在不同,因此进行部门之间的杠杆转移能重新分配负债的偿还成本,因此在面临债务负担调整压力时,部门之间的转杠杆是有意义的。

表 1　　2015 年第一季度各经济体非金融部门负债率对比

	非金融部门负债/GDP(%)	政府部门负债/GDP(%)	私营部门负债/GDP(%)	其中:	♯非金融企业	♯家庭
卢森堡	415	23.4	391.5		334.8	56.7
爱尔兰	392.7	118.7	273.9		194.3	79.7
日本	389.7	220.2	169.5		103.6	65.9
葡萄牙	349.1	144.6	204.6		124.4	80.1
比利时	342	132.5	209.5		151.6	57.9
荷兰	321	79.4	241.5		129.3	112.2
瑞典	300.2	48	252.2		168.6	83.6
中国香港	297.4	5	292.4		226	66.4
法国	296.6	114.1	182.5		126.4	56.1
丹麦	295.7	54	241.6		114.5	127.2
西班牙	293	112.6	180.5		110.5	69.9
英国	291.7	162.7	129		66	63
意大利	279.7	159.1	120.6		77.8	42.8
♯欧元区	276	109.4	166.6		105.7	60.9
加拿大	273.9	73.3	200.6		107.2	93.5
希腊	269	107.8	161.2		74.3	86.9
挪威	250.8	29.7	221.1		131	90.1
瑞士	247.6	34.3	213.3		91.5	121.1
芬兰	246.3	68.6	177.7		111.7	66
奥地利	246.2	100	146.2		95	51.2
新加坡	242.6	100.8	141.8		81.3	60.5
中国	240.4	42.1	198.2		161.3	37
美国	239.1	92.5	146.7		69.5	77.1
澳大利亚	236.1	36.4	199.6		79.6	120
韩国	231.2	40.8	190.4		106	84.4
匈牙利	197.6	88.3	109.2		85	24.2
德国	192.3	83.1	109.2		55.2	53.9
马来西亚	188.2	53.4	134.8			

续表

	非金融部门负债/GDP(%)	政府部门负债/GDP(%)	私营部门负债/GDP(%)	其中:	＃非金融企业	＃家庭
泰国	151.9	30.9	121		51.2	69.7
巴西	142.7	66.7	76.1			
捷克	136.6	48.6	88		57.6	30.4
波兰	132.9	51	81.9		45.9	36.1
南非	126.5	54.7	71.8		34.6	37.2
印度	126.1	66.1	60		50.7	9.3
土耳其	111.5	34	77.4		56.5	21
俄罗斯	92.8	17.3	75.5			
墨西哥	71.5	34	37.5		22.2	15.2
印度尼西亚	65.2	25.9	39.3		22.5	16.8
阿根廷	57.4	42.4	15			
沙特阿拉伯	53	1.6	51.3			

数据来源:BIS 数据库。

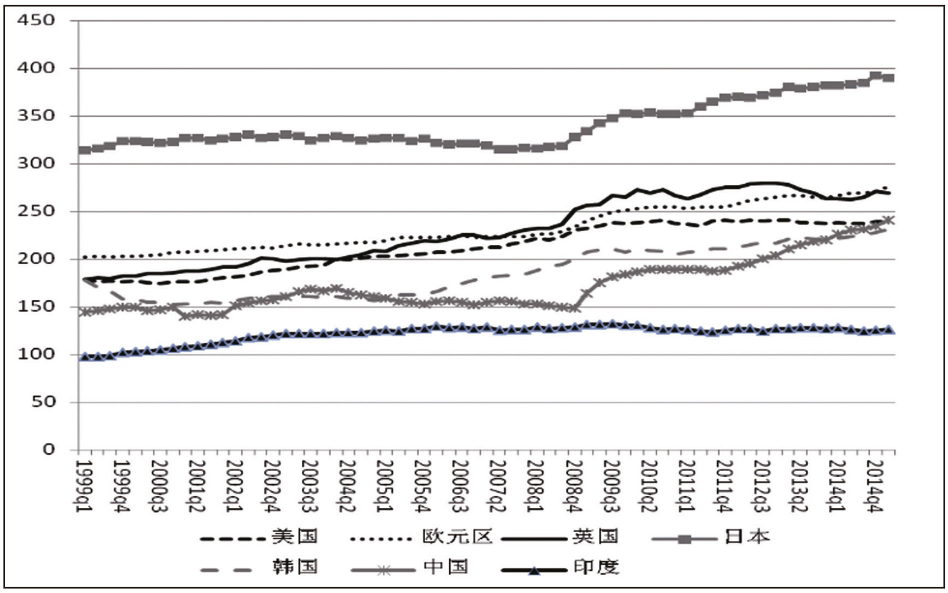

图 1　主要经济体 1999 年以来非金融部门总负债/GDP 比值(%)变化对比

数据来源:BIS 数据库。

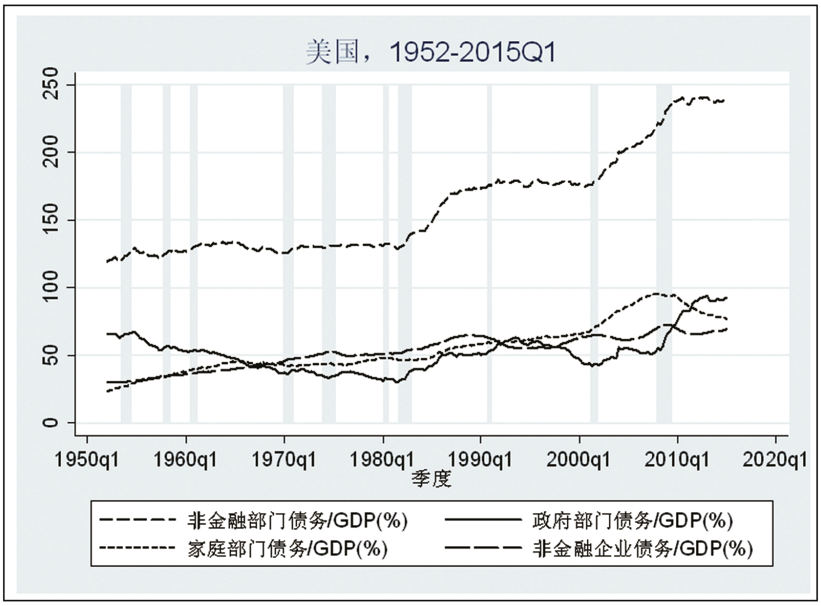

图 2　美国战后宏观杠杆率变动

注:数据来源为 BIS 数据库;非金融部门债务＝政府部门债务＋家庭部门债务＋非金融企业债务;阴影部分为经济衰退时期。

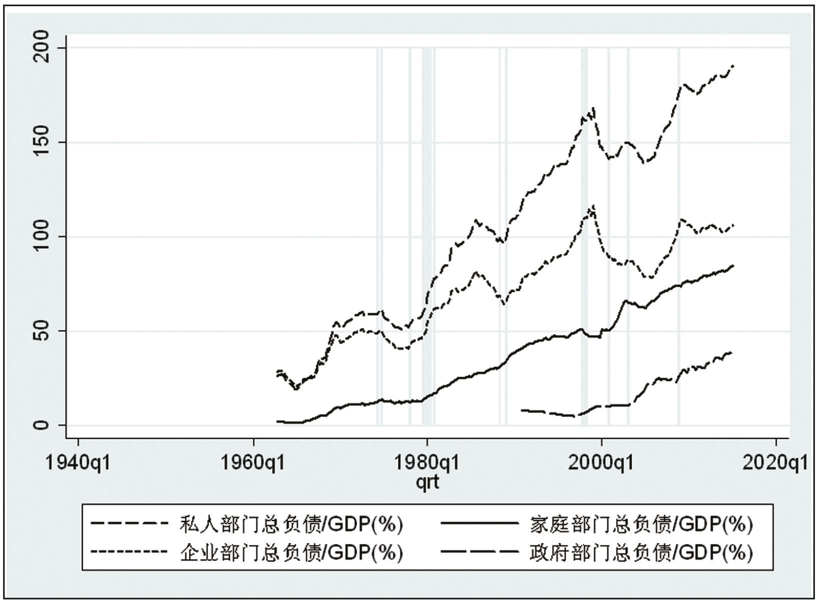

图 3　韩国经济起飞以来宏观杠杆率的变动

注:数据来源为 BIS 数据库;私人部门总负债＝家庭部门总负债＋企业部门总负债。阴影部分为 GDP 增速低于 0 的时期。

三、历史上主要经济体的去杠杆经验

接下来我们将对主要经济体的去杠杆历史经验进行案例分析。虽然各经济体均具有不同的个体差异因素,使得难以进行横向比较。但是如果只对单个经济体经验进行分析就可以让我们从这种难以比较的困境中摆脱出来,专注于他们各自的经历。尽管大部分去杠杆时期都发生在金融危机以后(McKinsey,2010),但是也有少数经济体在没有发生金融危机的情况下成功实现了去杠杆。在这些去杠杆过程中,一些经济体成功恢复了增长,而另外一些经济体则陷入了长期经济不景气。我们将对其中的差异进行分析并总结。

经济体需要降低杠杆率的原因是其杠杆率相对于当前的制度环境和经济境况显得过高,因此需要降低杠杆率到可持续水平来重新恢复经济活力。但我们看到主要经济体的宏观杠杆率在短暂去杠杆过程后又会重新升高,而且往往在不长的时间后就重新超过去杠杆之前的水平,但在同样的杠杆率下这些经济体却不再受债务水平的困扰。这往往是因为在这段时间内,这些经济体通过各种措施提高了其可持续杠杆率的水平。正如前面已经分析的那样,提高可持续负债能力可以通过提高实际经济增长率、提高通胀和降低实际利率三个因素,以及改变国家个体间的其他制度差异来实现。为了简化分析,我们在下面的案例阐述中重点围绕着前面三个影响可持续杠杆率的因素,即潜在经济增速、通胀率和实际利率来进行分析。下面我们分别分析不同案例如何在短期内实现杠杆率的降低和在中长期内实现可持续负债能力的提高(或者是在杠杆率没有降低的情况下让可持续负债能力提高)。

2.1 英国 1947—1980:金融抑制时期的去杠杆经验

战后从 1947 年到 1980 年,英国经济的宏观杠杆率大幅下降。而分部门来看,只有政府负债率大幅下降。政府通过平衡预算(快速降低支出,并维持战争时期的税率)使得名义债务水平保持稳定;同时名义 GDP 快速增长(主要来自较快的通胀率)。这些因素结合起来使得政府部门的负债率显著降低。英国的例子显示了如何在一个较长的时期内通过政府部门的去杠杆来降低宏观杠杆率。需要注意的是,在政府债务去杠杆的同时,企业和家庭部门的杠杆率上升了,因此经济依然维持了稳定增长(虽然经济增长速度要低于其他可比的欧洲国家以及英国在 1980 年

代以后的增长速度)。事实上,英国的例子体现了政府把二战产生的巨额经济负担利用公共部门债务负担的变化进行了代际转移,这种代际转移避免了经济的大幅波动。

在实际经济增速较低的情况下,这一个时期英国经济控制杠杆率的主要手段是通过金融抑制来降低实际利率。英国 10 年期国债在不同时期的收益率对比见图 4。可以看出,1960—1980 年间 10 年期国债的实际收益率(用 10 年期国债收益率减去 CPI 同比增长率)平均只有 0.62%;大大低于 1981—2007 年间 4.48%的平均值。事实上,利用金融抑制来降低实际利率,并以此降低宏观杠杆率是战后大多数西方经济体的共同做法。

值得注意的是,2008 年金融危机爆发以来 10 年期国债的实际收益率重新变成 0.20%,当再次潜在经济增长率下降的情况时,英国再次通过压低实际利率来提高其负债能力。

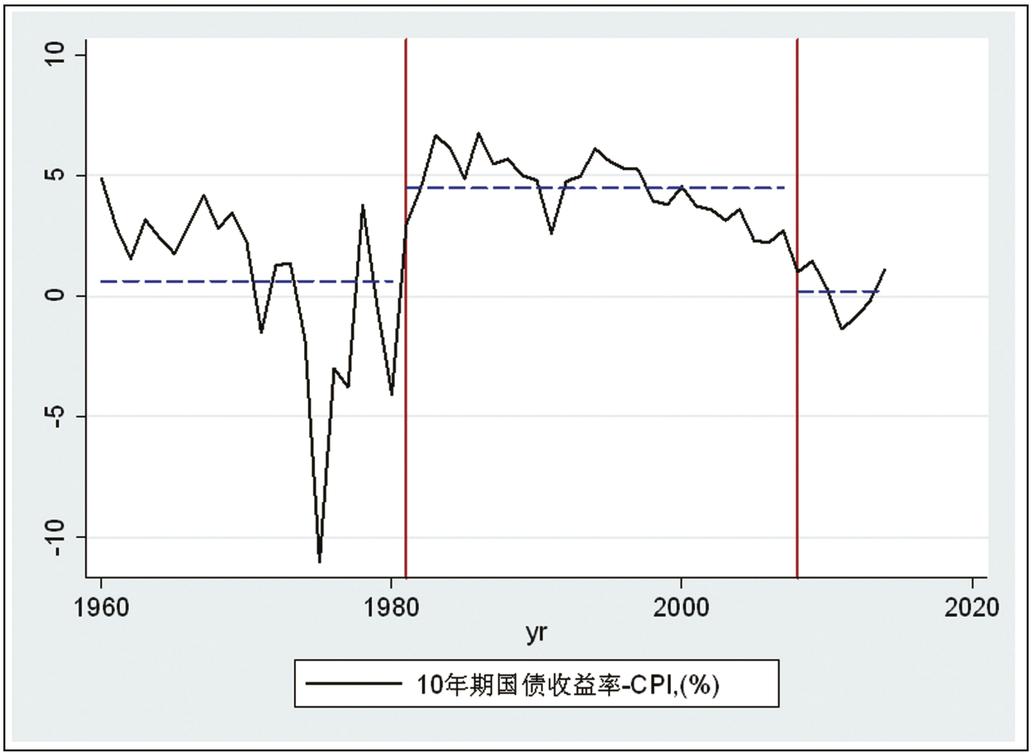

图 4　英国 10 年期国债实际收益率变化(1960—2014)

注:数据来源为 OECD 数据库;图中的虚线分别表示 1960—1980,1981—2007 以及 2008—2014 年三个时期的实际收益率均值。

2.2 北欧经济体 1990 年代:金融危机后的去杠杆经验

瑞典、丹麦、芬兰等北欧经济体在 1990 年代初遭遇了金融危机,但是通过成功的经济结构重整,这些经济体都逐渐从危机中走出,并使得宏观经济杠杆率不断下降。下面以芬兰为例对北欧经济体在金融危机后的去杠杆经验进行总结。

芬兰的信贷繁荣开始于 1980 年代,政府开始让其金融体系自由化,逐步引入新措施,包括放松利率控制,允许使用浮动利率贷款,放松按揭贷款要求,允许企业和家庭向国外借款。债务/GDP 水平从 75%上升到 108%(1986-1991)。信贷和货币增长最终引发了通胀,从而损害了出口竞争力。同时苏联解体也导致芬兰失去了重要的市场。经常项目赤字激增,芬兰央行在 1990 年迅速收紧货币政策,短期实际利率从 2%迅速上升到 12%,那些借入浮动利率贷款的家庭和非金融企业损失惨重。芬兰经济从 1990 年第 3 季度到 1993 年第 2 季度陷入了严重衰退之中,GDP 在这次衰退中降低了 13.3%。政府迅速出面采取措施,通过各种救助政策首先使得家庭部门的杠杆率下降,然后晚些时候也让企业部门的杠杆率得以降低。通过政府杠杆率的上升稳定了整体经济。在此期间,芬兰宏观杠杆率的上升几乎全部体现为政府部门杠杆率的上升。

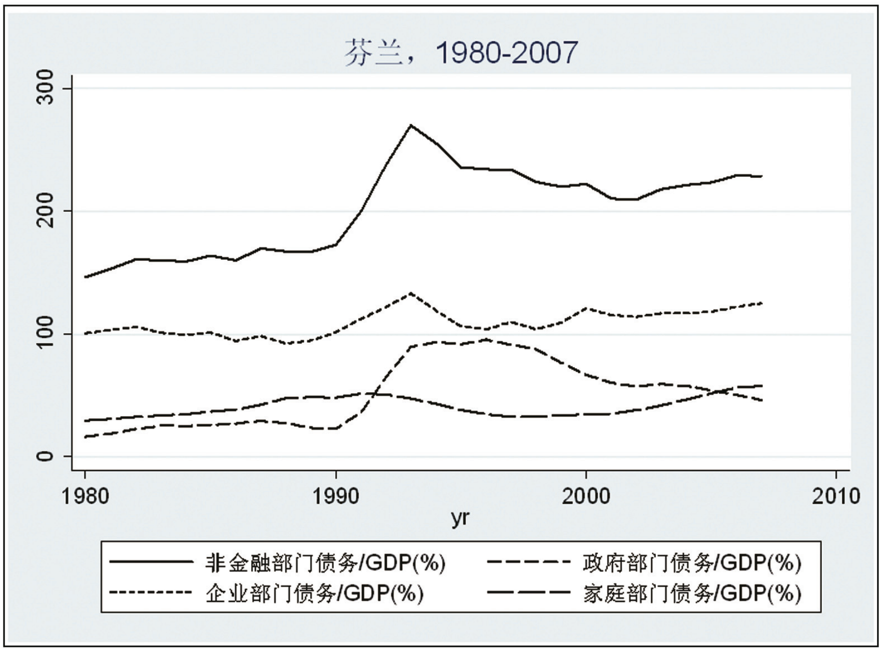

图 5 芬兰 1990 年代初的金融危机及其后的去杠杆过程

注:数据来源为 BIS 数据库;非金融部门债务=政府部门债务+家庭部门债务+非金融企业债务。

在政府对金融体系和家庭部门实施了有效救助和重组的同时，在国内也进行了各项改革，重新恢复了企业部门的竞争力；与此同时，该国货币的大幅贬值也有助于出口竞争力的提高。在上述因素的共同作用下，芬兰的实际经济增速重新恢复，尽管同一时期企业和家庭部门的杠杆率缓慢上升，但政府杠杆率的逐步下降依然使得整体经济的杠杆率不断降低。但即使杠杆率不断下降，但芬兰实体经济的杠杆率再也没有回到1990年爆发经济危机之前的水平。虽然在1990年代中期以后芬兰的宏观杠杆率一直高于危机爆发前的水平，但宏观经济却一直保持稳定，这是因为通过一系列的改革，芬兰重新恢复了其潜在经济增速，从而提高了该经济体的可持续杠杆率水平。

2.3 美国2008至今：全球金融危机以来的去杠杆经验

在2008年金融危机前，美国经济杠杆率的上升主要体现为金融部门和家庭部门杠杆率的上升。在其他实体经济部门，非金融企业和政府的杠杆率基本保持稳定。

在金融危机爆发后，通过资产剥离和政府资助，金融部门的债务/GDP比率降低了37%；家庭部门债务/GDP比率降低了17%，地方政府债务/GDP比率降低了2%（部分程度上都来自破产）。与之相反，联邦政府的债务/GDP比率提高了38%，而政府资助企业的债务/GDP比率则提高了50%。整体上来看，相比危机之前，实体经济部门的杠杆率并没有下降，甚至还提高了。

在整体杠杆率提高的同时，杠杆率的部门结构发生了巨大的变化，公共部门的杠杆率上升换来了家庭和非金融企业部门杠杆率的下降（见图6），有助于这些更有活力的经济部门更好地配置资源，以及有助于经济的长期增长。而公共部门对私营部门的救助也成功地降低了经济调整的成本。

虽然美国在危机以来并没有大幅降低杠杆率，但是通过实际利率的大幅下降显著提高了负债可持续能力，同时及时的金融重组也使得长期经济增长前景并没有太严重的恶化。这两点结合起来解释了为什么美国在维持高杠杆率的同时经济能够得到逐步恢复。此外，美国的一些制度特征，如按揭贷款中主要为无追索权的按揭贷款（non－recourse mortgage），贷款者只能对于抵押金额有追索权，而不能让借款人用其他资产来还钱；这种类型的按揭有助于借款人能够从破产中迅速恢复。

但是必须看到的是，美国债务可持续性的提高主要是依靠降低实际利率来实现的，一旦未来实际利率重新走高，如果美国的实体经济前景不能迅速改善的话，美国依然有重新陷入债务困境的危险。

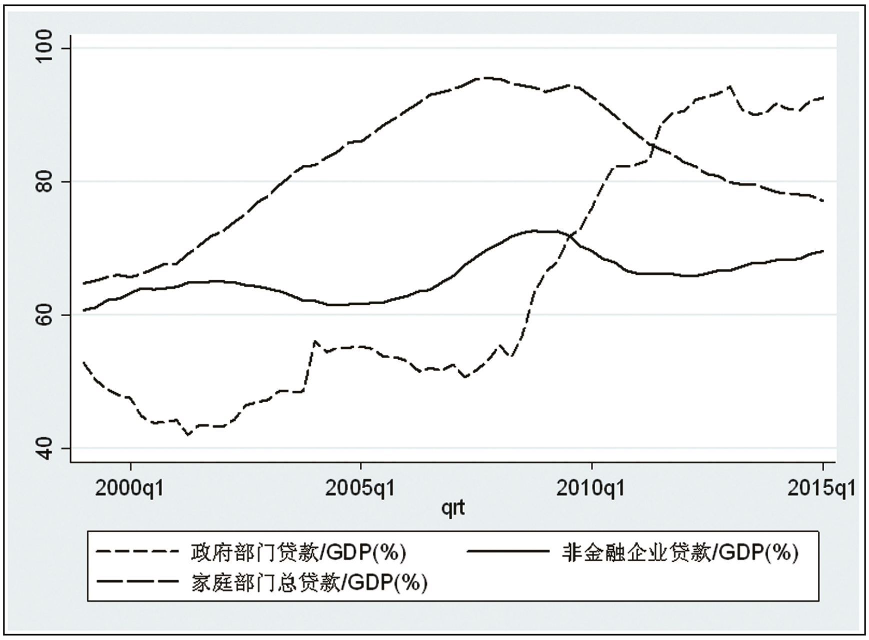

图 6 美国分部门杠杆率变化(1999—2015Q1)

数据来源:BIS 数据库。

2.5 日本 1990 以来:金融危机后漫长的去杠杆过程和经济不振

最后一个关注的案例是日本。1990 年危机前日本非金融企业和银行持有大量的房地产和股票,这使得其经济内部的“金融加速器”效应非常明显。1990 年以前,尤其是 1980 年代中期开始金融自由化改革以后,资产价格大幅上升,同时经济内部的杠杆率也大幅上升。从 1980 年到 1989 年,企业负债/GDP 比重从 98.5%上升到 139.2%,而家庭负债/GDP 比重则从 47.7%上升到 68.8%。这两个部门的负债率分别上升了超过 40 个百分点和超过 20 个百分点。

资产泡沫破灭使得日本企业和银行在整个 1990 年代的杠杆率都没有下降。而如果以所持资产/企业净值来衡量杠杆率的话,因为企业净值受损严重,所以导致企业被动地加杠杆,这个过程直到 2003 年以后才结束。非金融企业的杠杆率水平大概在 2002 年左右降回 1989 年资产泡沫破灭前的水平。(见图 7)

日本 1990 年代初刚刚陷入债务通缩循环的时候,依靠政府的财政刺激政策让经济增速维持在一定的水平上。但是同时日本银行业贷款不断萎缩,金融体系的效率不断降低。因为相应的金融体系改革并没有及时推进(直到 1996 年底才开始推进被称为“大爆炸”的金融改革计划),导致金融体系的问题在 1997 年的亚洲金融危机爆发后全

面凸显出来。虽然日本在危机后也采用提高政府杠杆率的方法来力图帮助走出危机。但是由于金融体系的改革不断延迟,实体经济的效率不断降低,政府杠杆率提高所换来的时间并没有被充分利用进行改革,当长期经济增长前景恶化以后,即使是原来看起来可持续的债务水平也变得不可持续,最后私人部门只能通过持续地去杠杆来降低债务负担,总需求的不足使得日本经济在这一阶段表现为频繁的经济衰退。(见图 7)

当日本政府下定决心推进金融机构的改革计划(2001 年小泉内阁进一步提出以解决银行坏账问题为中心的“经济结构改革计划”),经济开始有所起色(见图 8);但是由于经济的长期可持续负债能力已经大幅下降,虽然整体经济(尤其是非金融企业)的杠杆率已经大幅下降,但是宏观经济依然处于高度脆弱之中。当 2008 年的全球金融危机和 2011 年的东日本海大地震带来对日本经济的大幅负面冲击的时候,日本经济再次陷入困境,宏观杠杆率再次大幅上升(见图 8)。

通过日本的经历可以发现,日本非常规货币政策推出的目的是让金融系统的流动性恢复,但并没有想到让本来已经存在各种错配问题的金融市场完全恢复正常。因此,虽然金融系统一直没有出现明显的大波动,但是其内在的低效率也同样没有改变,导致实体经济一直没有从金融系统的改善中受益,于是这样的非常规货币政策只能起到让金融体系不出现崩溃的作用,却没有真正起到让实体经济复苏的作用。

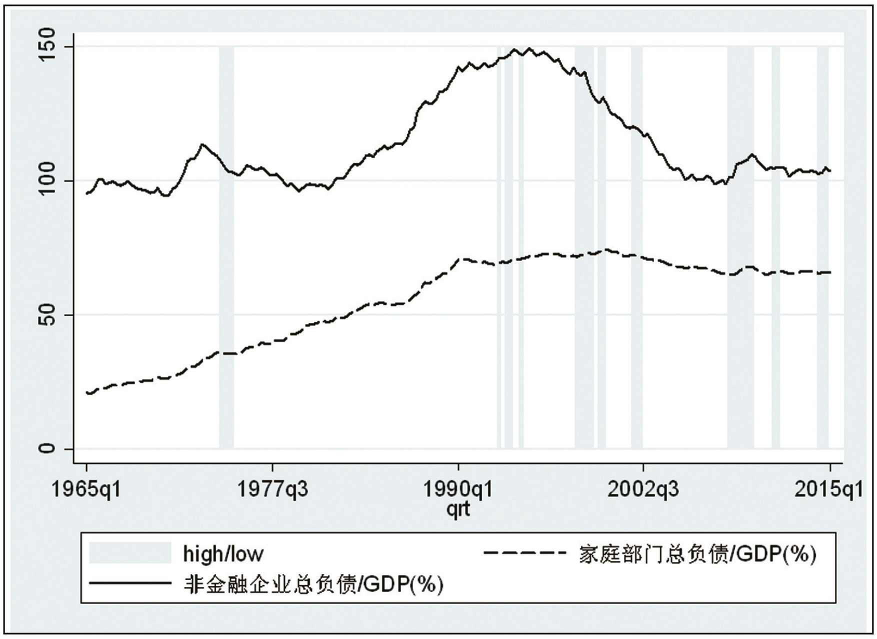

图 7　日本家庭和非金融企业部门杠杆率变化,1965—2015Q1

数据来源:BIS 数据库。阴影部分表示 GDP 增速为负的时期。

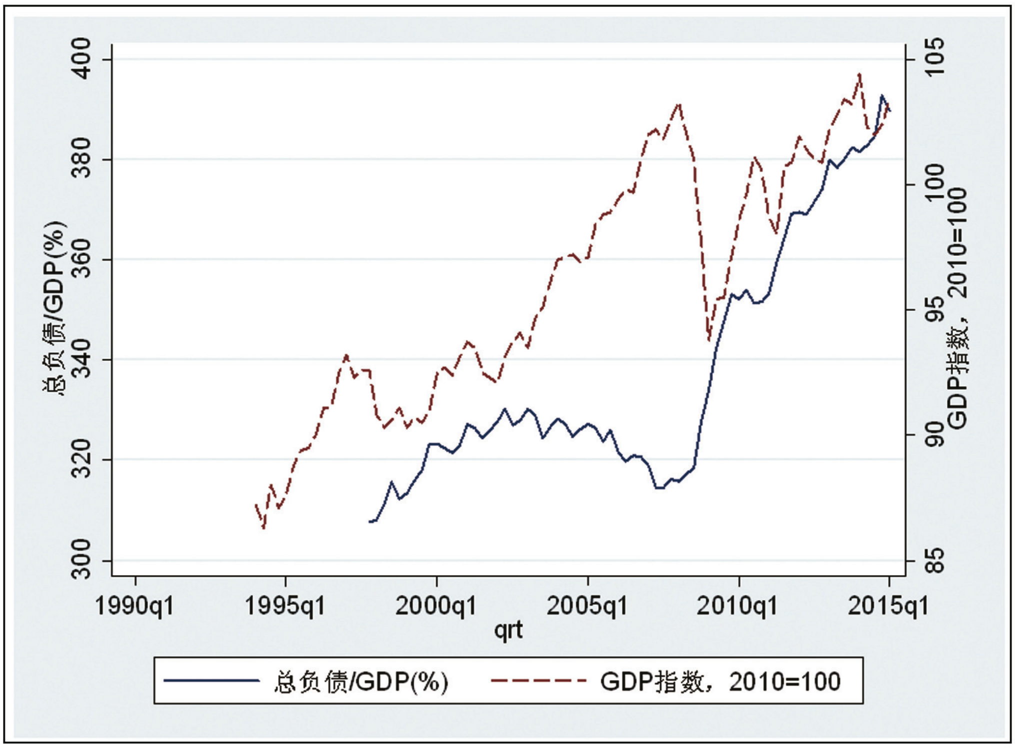

图 8　日本 1994 年以后总负债率和经济增长情况的变化

数据来源:BIS 数据库和 OECD 数据库。总负债＝公共部门债务＋私人部门债务,因为可比口径公共部门债务数据只在 1997 年以后才有统计,所以总负债只有 1997 年以来的数据。

四、总结和启示

(1)去杠杆主要都是通过经济增长来实现的,单纯通过大规模债务重组带来的去杠杆往往并不持久。在经济增长过程中,宏观杠杆率的整体下降主要通过政府负债率的下降来实现;与此同时,非金融企业和家庭部门的杠杆率往往呈上升趋势。

(2)一个经济体的可持续杠杆率取决于经济增长预期、通胀率和实际利率这三个因素,同时也跟金融发展水平等制度性因素相关。经济增长预期过高或者实际利率较高等因素可能会导致一个经济体承担了过高的杠杆率,这个时候降低杠杆率到可持续水平有助于重新恢复经济活力。

(3)成功解决债务问题的经济体,其宏观杠杆率在短暂去杠杆过程后又会重新升高,且往往在不长的时间后就重新超过去杠杆之前的水平。但是,在跟危机前相同的杠杆率下这些经济体却不再受高债务的困扰。其原因一般是在这段时间内,这些经济体通过各种措施提高了其可持续杠杆率的水平。这些措施包括通过结构性改革来提高潜在经济增速,通过加强宏观经济运行的稳定性而降低风险溢价和实际利率,金融深化等等。通过观察主要经济体的历史经验可以发现,去杠杆往往只是短期现象,金融深化带来的长期杠杆率上升跟长期经济增长之间并不矛盾,关键在于如何使经济体的负债能力和可持续杠杆率水平提高。

(4)通过对比日本和美国、芬兰等国的经验,可以发现,对陷入困境金融体系的重组延迟将会导致金融体系效率下降,最终破坏经济的长期增长潜力和经济的长期负债能力。随着长期负债能力的下降,虽然杠杆率不断下降,但经济依然会陷入高债务和低增长的困境而无法走出(日本 1990 年以来的经历就是很好的例子)。Chen etc(2015)对主要经济体 1960 年以来非金融部门的去杠杆经历进行研究后发现,当非金融部门面临债务问题时,规模较大且较迅速的解开这些债务链条,能够实现较高的中期经济增长;同时加速私营部门资产负债表修复的政策有助于经济较快恢复增长。

(5)在解决债务困境的初期,通过政府杠杆率的上升可以为私营部门的改革赢取时间,同时由于公共部门负债具有代际资源配置功能,政府的救助可以实现改革成本的代际重新分配,从而降低经济调整的痛苦程度。但是,如果政府只是纯粹为了解决流动性危机而负债,不能利用所获得的时机来进行结构性改革,改进经济体系本身的效率问题,那么这些负债并不能提高经济的潜在增速和为未来世代带来福利改善,最终只是对问题的一个没有意义的拖延。在这方面我们尤其需要吸取其他经济体的已有经验。