



中国的债务问题

兼论“稳”

朋友圈的玩笑话，呵呵...

如何当中国著名经济学家，

出言必称高杠杆

遇事就跟日本比

房价总是有泡沫

汇率一定会贬值

转型只是个梦想，

创新几乎不可能

坏帐一定烂成堆

经济可能要崩溃

@米滚滚ETP

中国的债务问题:债务/GDP

中国债务比例接近危险水平
2015年9月底与GDP的比率%



中国的债务问题


主要国家债务情况
与GDP的比率



来源：国际清算银行

金羊毛工作坊

FT



被降级的主权信用

- 2017年5月24日，穆迪将中国的主权信用评级从Aa3下调至A1。
- 2017年9月21日，标普将中国主权信用评级由 AA-调整为A+。
- 地方债
- 企业债
- 中央政府bailout



中国的债务问题

- 根据国际清算银行的数据，到**2017**年中，中国的债务占**GDP**的比例达到**256%**。这个指标对新兴市场国家是**190%**，对美国是**250%**。
- 根据国际清算银行的数据，政府债务在**2017**年中达到**GDP**的**46%**，而新兴市场、美国、日本分别是**48%**、**98%**和**214%**。但是如果包括地方融资平台，政府债务/**GDP**将达到**65%**。

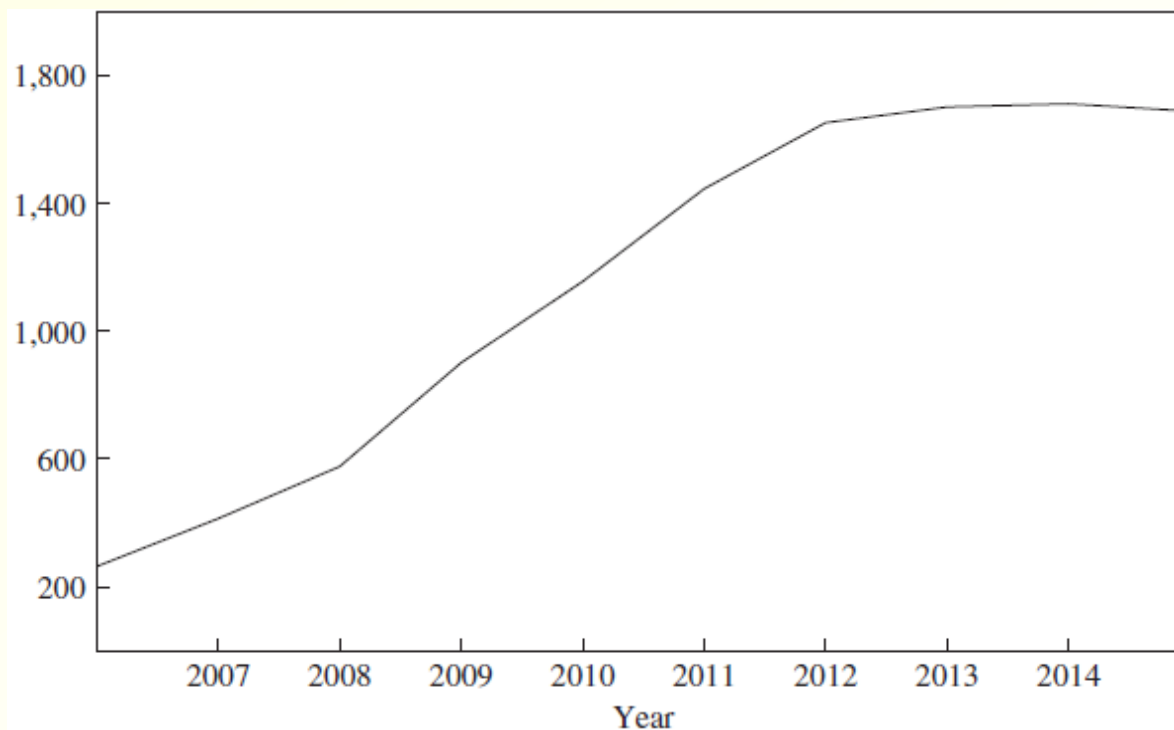


中国的债务问题

- 2019年一季度，宏观杠杆率从2018年末的243.7%升至248.8%。其中，
 - 企业杠杆率上升3.3个百分点，国企债务占比上升
 - 地方政府杠杆率上升1个百分点，中央政府下降0.3个百分点
 - 居民杠杆率上升1.1个百分点

地方债

- The number of bond-issuing local financing vehicles





为何要“去杠杆”？

- 高杠杆背景下贷款质量会变差
- 资源错配，道德风险
- 金融机构兑付危机
- 债务-通缩理论
- 企业专注于偿债，货币政策失效
- 明斯基时刻



悲观主义者

- 金融危机之殇
- 长期的增长放缓与通货紧缩（言必称日本）

拉美悲情
or 俄式悲情
or 韩式悲情
or 日式悲情



1980年代的拉美债务危机

- 低储蓄率
- 外债
 - 公共投资庞大
 - 短期外债
- 出口初级产品为主
- 财政问题货币化
- 强势美元，国际资本流动突然转向
- 本币贬值



1998年的俄罗斯债务危机

- 休克疗法：紧缩财政、私有化->收入分配、通货膨胀
- 地方政府的发债冲动
- 产业结构畸形
- 引进外资的结构不合理
- 资本项目开放
- 政局动荡
- 亚洲金融风暴



1998年的韩国金融危机

- 威权政治与强势政府
- 高负债、高信贷、低盈利的财阀企业
- 政府信用兜底
- 90年代初开放资本账户、大财阀借入大量外债→期限错配导致的流动性问题引发债务危机
- 增速换挡器结构调整不到位，寄希望于通过扩大投资和负债继续维持高增长



日本财政问题一瞥

- 日本债务问题的原因及现状

- 经济低速增长
- 泡沫破灭之后反复的财政刺激
- 社会保障与国债偿还
- 下降中的国内储蓄

- 日本为何还能维持低利率

储蓄余额大、经常账户盈余、外汇储备、对外净资产、内债为主、国内其他资产收益率低、低通胀率、宽松货币



对中国的启示

- 内债 vs 外债
- 金融开放
- 央地关系
- 宏观审慎
- 结构性改革
- 政府与市场的关系




中国的“高杠杆”率缘何而来

- 外部的货币宽松
- “四万亿”
- 影子银行
- 实际有效汇率上升、企业盈利能力削弱、逆周期的财政和货币政策
- 高储蓄率
- 间接融资为主
- 坏杠杆：非生产性资产增加、产能过剩部门




中国的杠杆率真的偏“高”吗？

- 偿付债务：GDP,or, 储蓄？
- 间接融资：债权投资VS股权投资



盲目去杠杆可取吗？ ——从“去杠杆”到“稳杠杆”

- 货币政策：紧 or 松？
- 国企加杠杆、民企去杠杆，民企的杠杆对经济增长的贡献及其利息备付率都要高于国企
- 债务/**GDP**，分子**VS**分母
- 通货紧缩、经济衰退
- 金融市场泡沫



“高杠杆”只是表象

- 高杠杆反映了投资效率的下滑和资本错配，将在长期影响经济的潜在增长率。
- 去实体杠杆，需要降低储蓄率，还需要依赖结构性改革，特别是土地、国企、金融改革。
- 打破隐性担保、刚性兑付
- 人民币一次性贬值？？



如何防止货币联盟中财政问题货币化

- 劳动力市场政策
- 财政政策
- 银行监管

- 中国：晋升锦标赛、隐性担保



“六稳”

- 中国的GDP：自2018年一季度6.8%到2019年四季度6%同比增速一路下滑
- “六稳”：稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、**稳预期**
- 不确定性：消费、投资、进出口、要素配置、企业杠杆率
- 财政赤字货币化？
财政政策的挤出效应、通胀



为什么对中国经济有信心

- 国际比较
- 预期的自我实现
- 中国经济的韧性：
 - 国内市场
 - 信用化程度较低
 - 农村在短期内可作为就业海绵