

中国经济专题——2020秋北大国发院双学位课程

第十四讲 中国的债务问题与金融乱象

《宏观经济学二十五讲：中国视角》第22讲

徐高

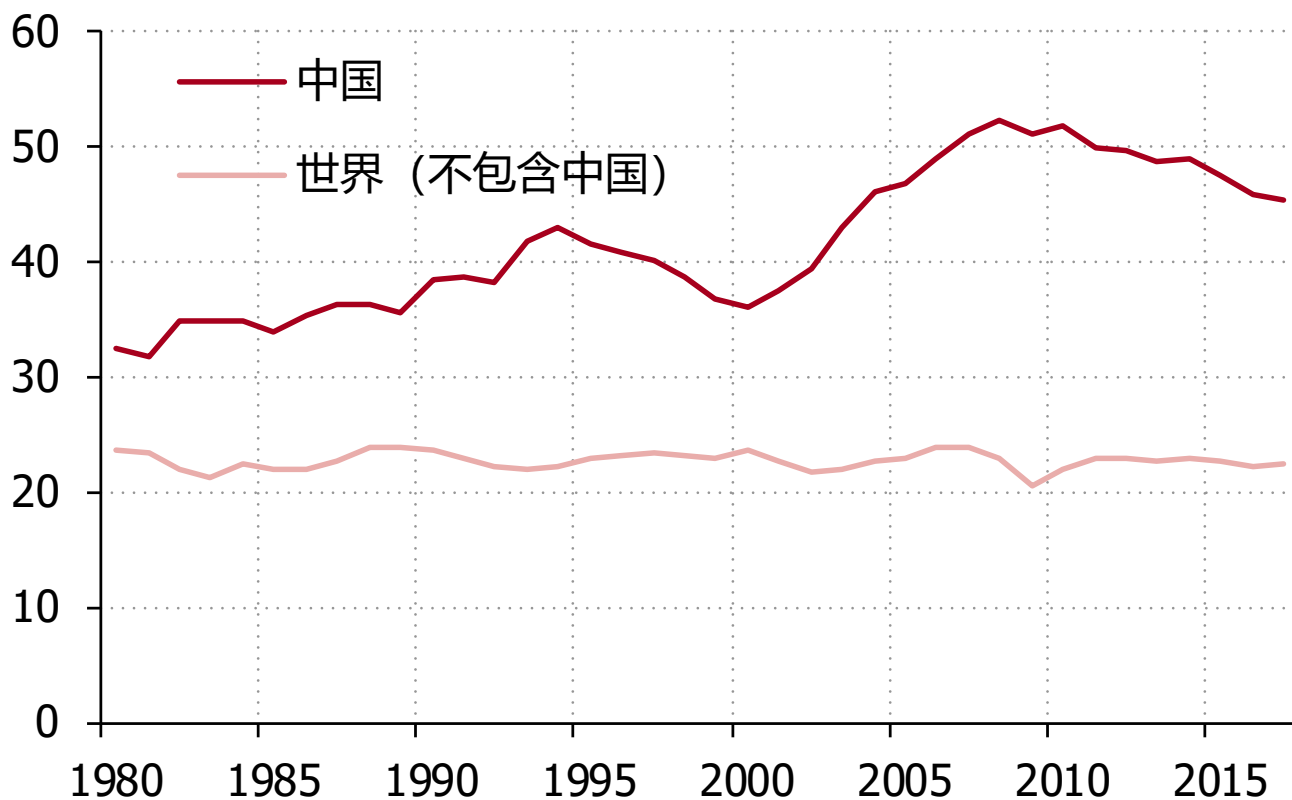
2020年12月26日



北京大学国家发展研究院
National School of Development

中国的储蓄率明显高于世界其他经济体的平均水平

储蓄占GDP比重（%）



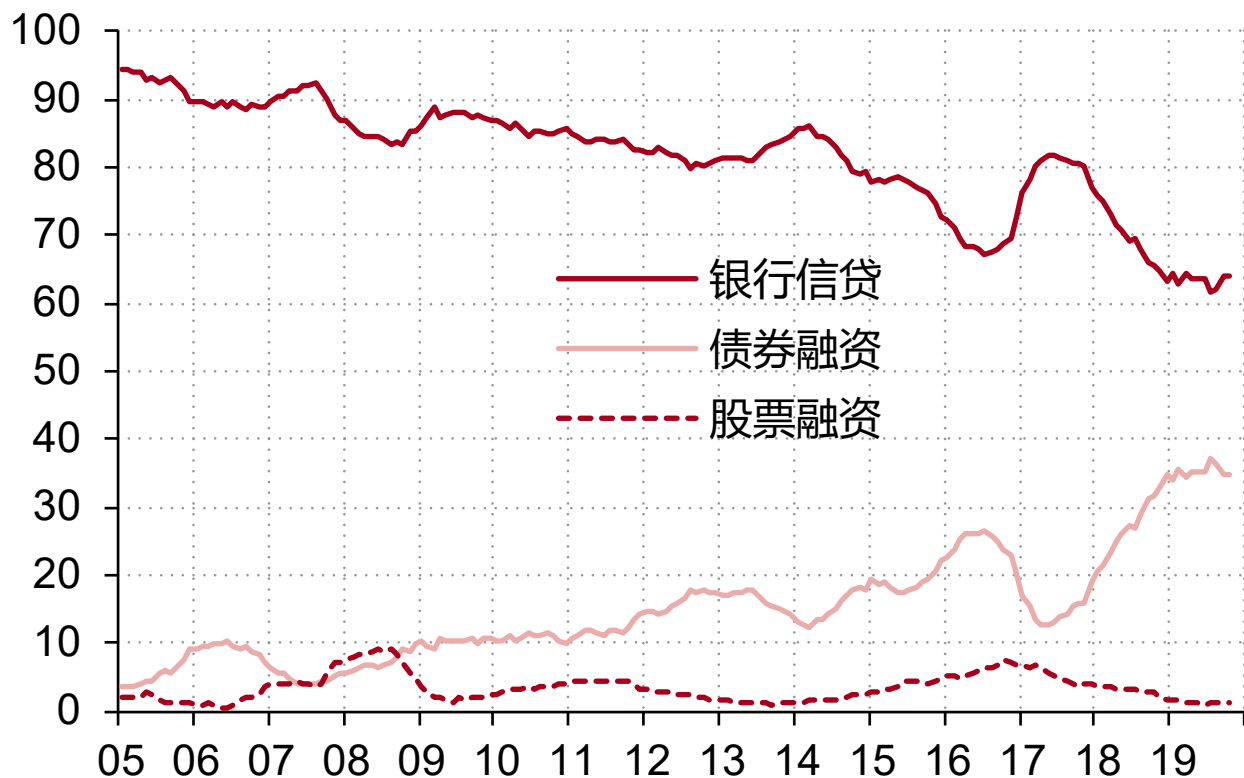
数据来源：WEO



北京大学国家发展研究院
National School of Development

中国的金融融资体系为债权型融资所主导

占社会融资规模比重（%，12月移动平均）



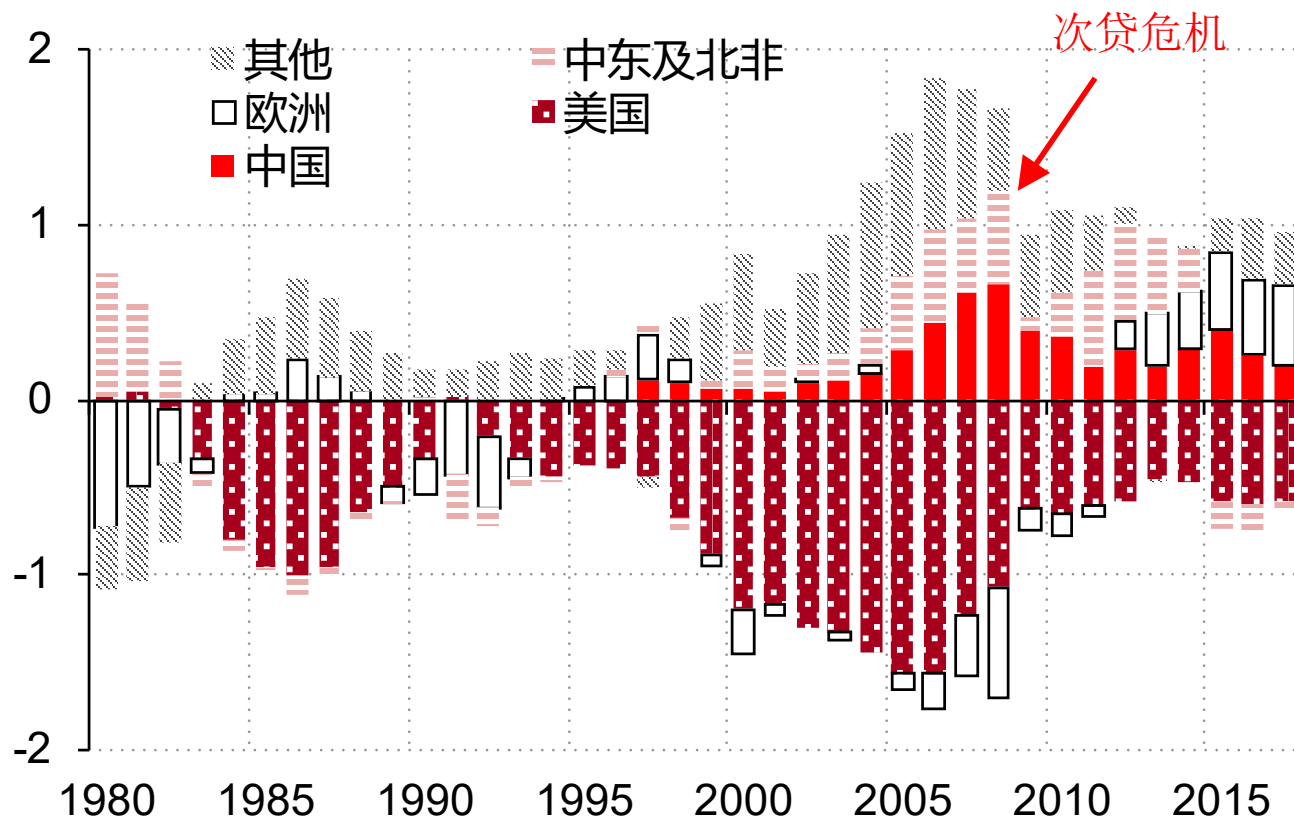
数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

次贷危机的爆发阻碍了中国国内储蓄向美国的流动

经常账户盈余（%，占世界GDP比重）

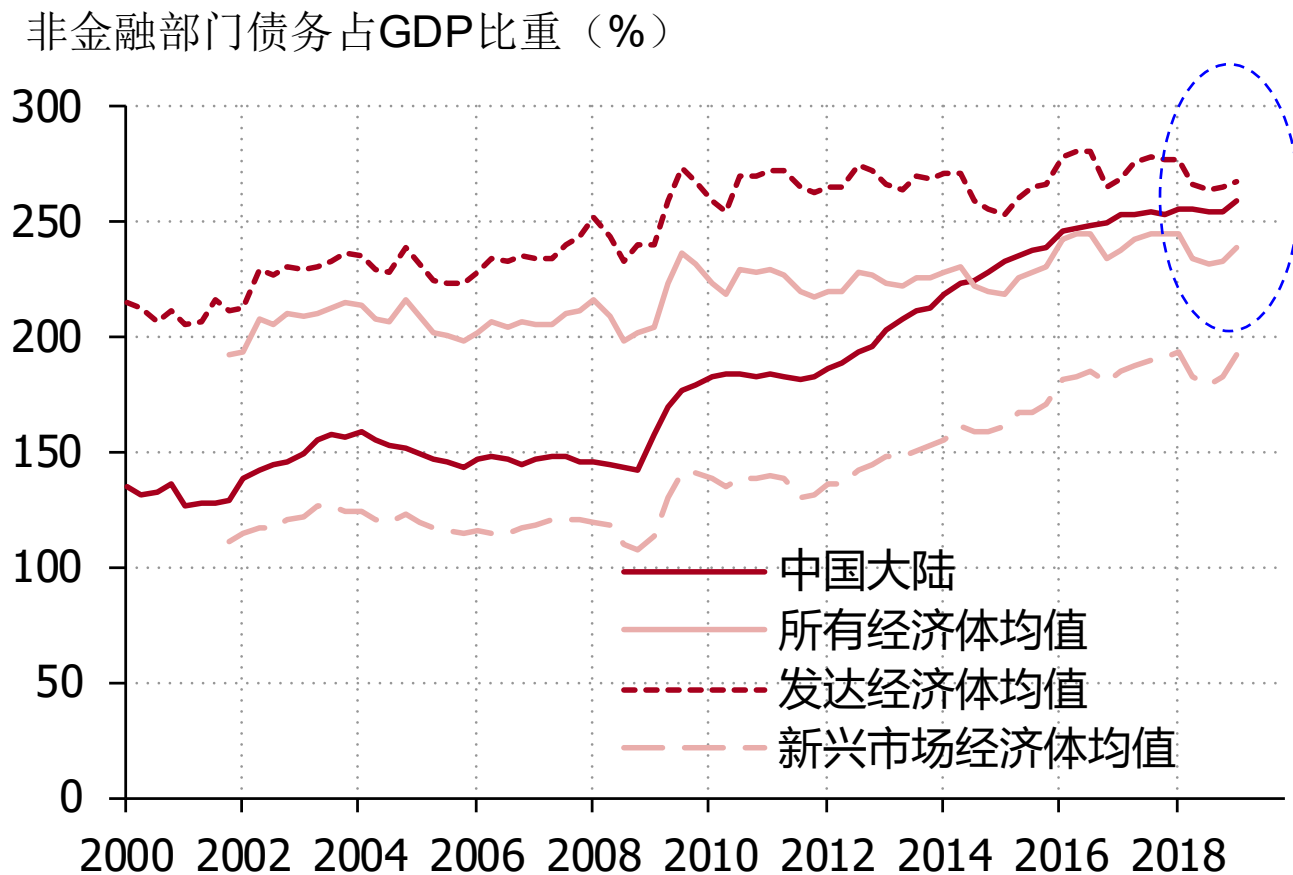


数据来源：IMF



北京大学国家发展研究院
National School of Development

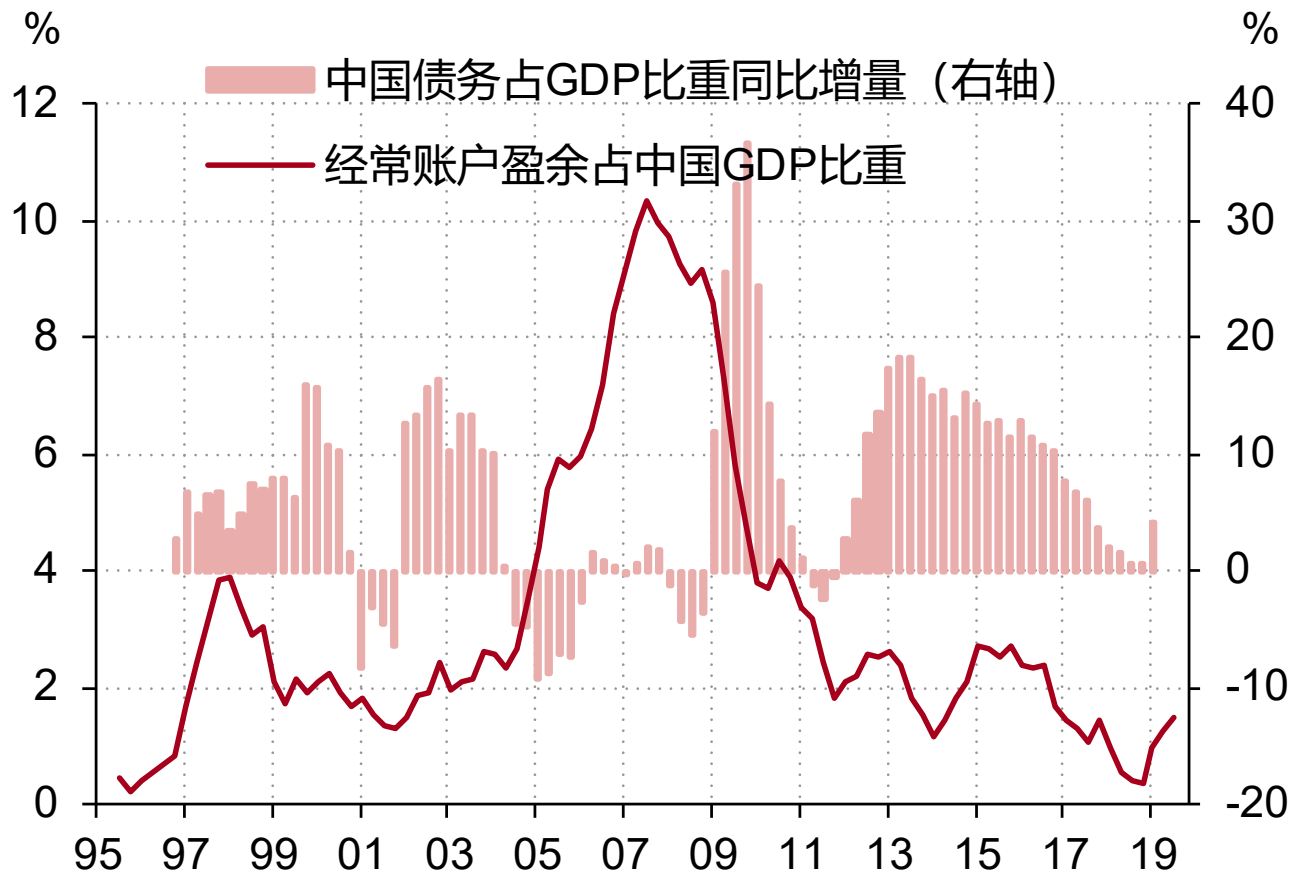
次贷危机后，中国储蓄中的更大部分需要在国内消化，因而带来了国内债务规模的更快上升



数据来源：BIS



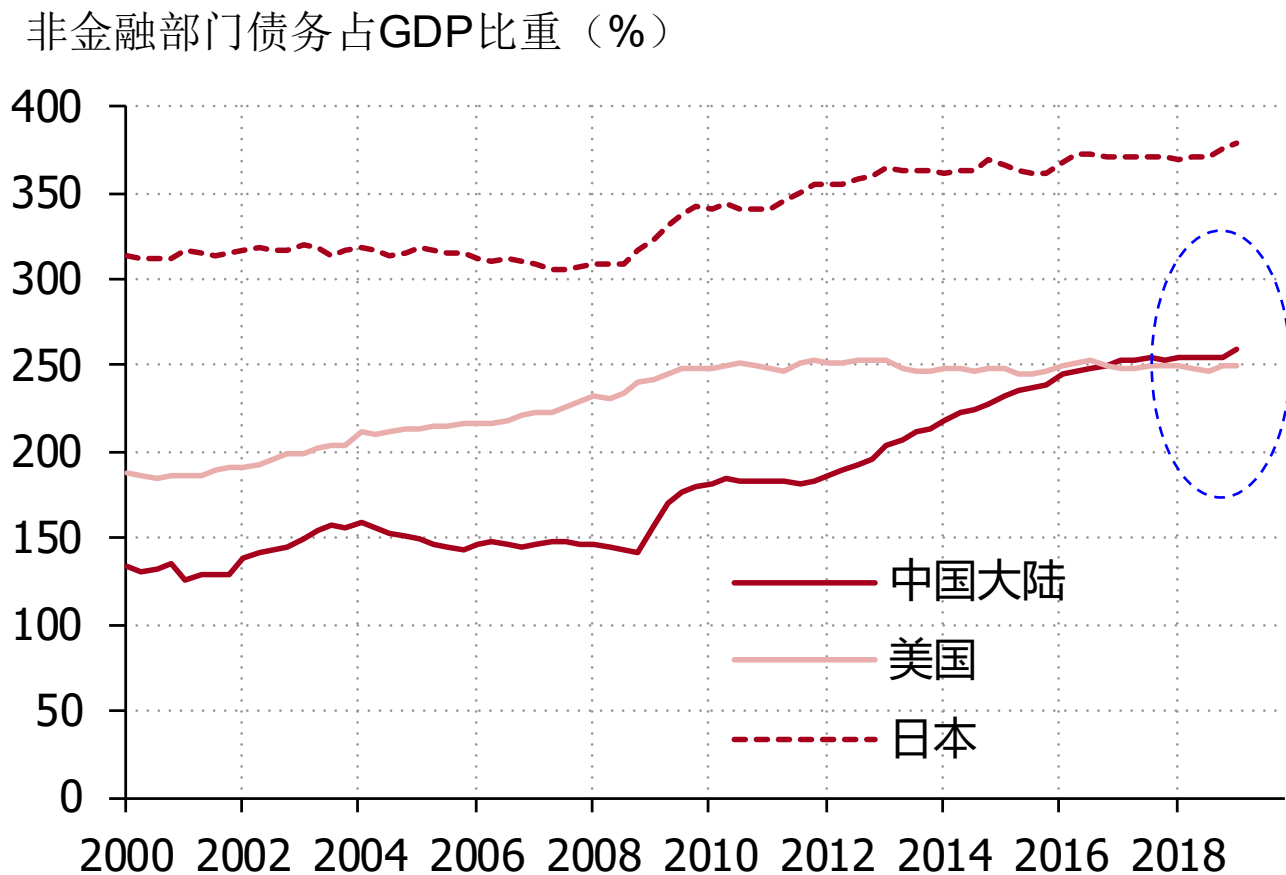
中国大陆的总债务变化与经常账户负相关



数据来源: BIS, Wind



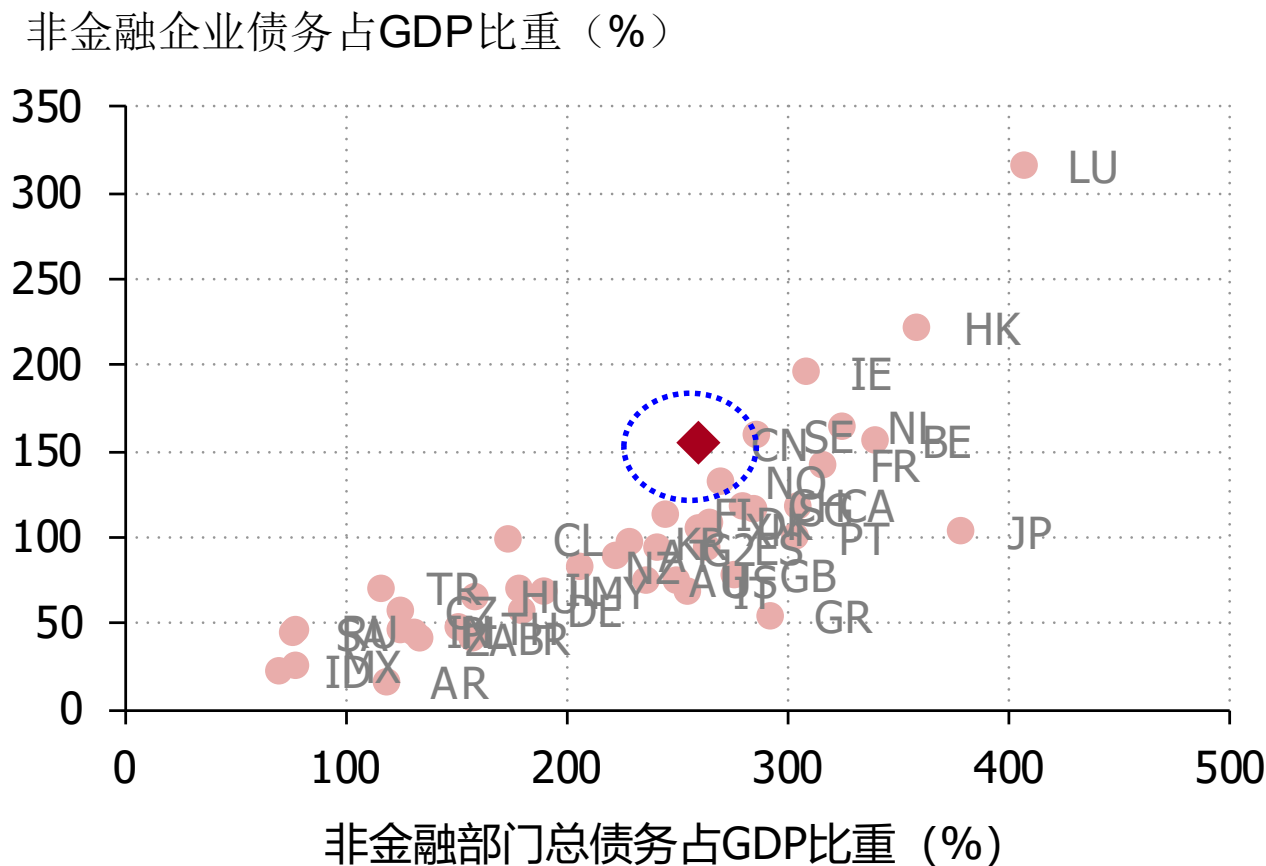
中国大陆非金融部门债务占GDP比重与美国接近，远低于日本的水平



数据来源：BIS



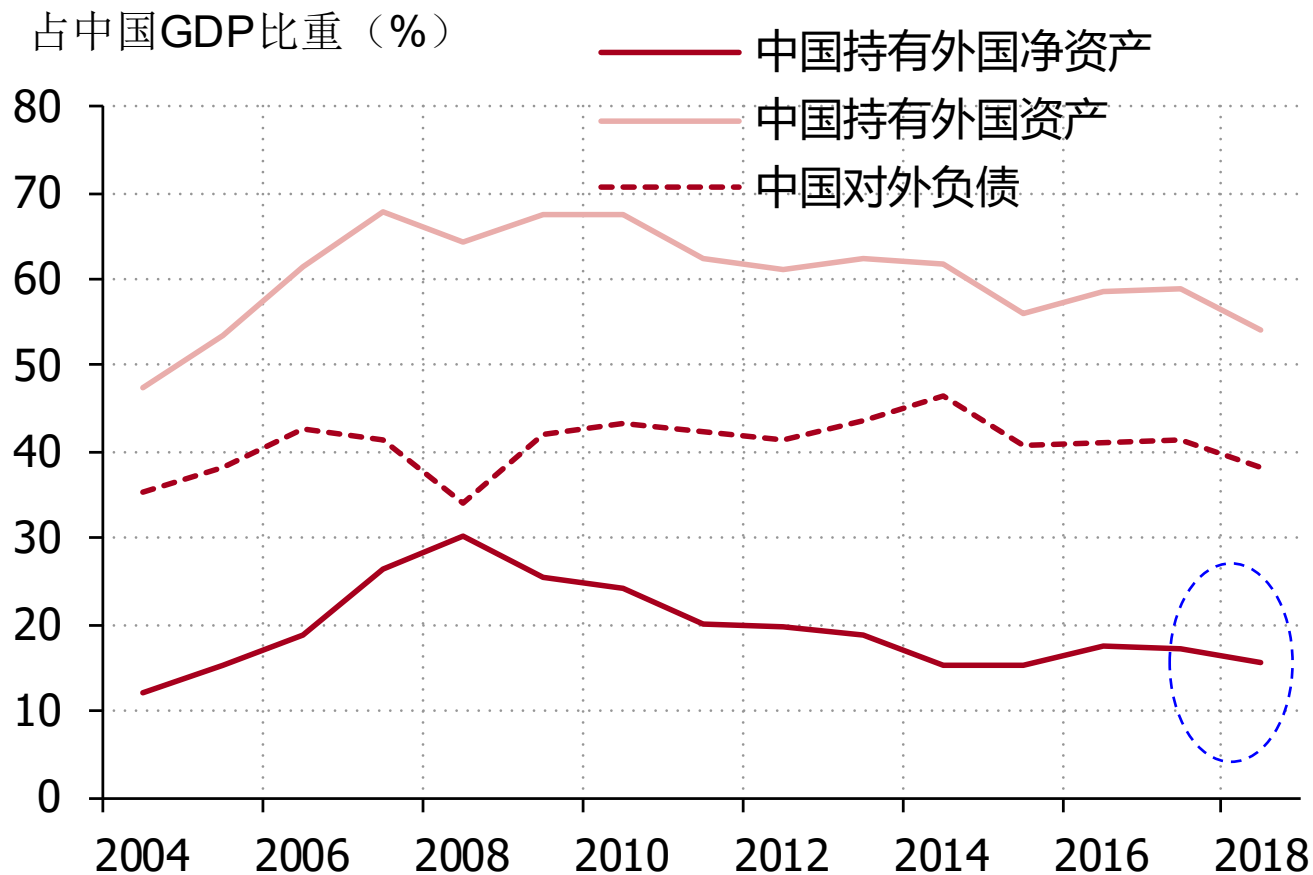
中国大陆非金融部门总债务居于世界中游，但非金融企业部门债务略高



数据来源：BIS



中国仍然拥有规模庞大的对外净资产



数据来源: Wind



对中国债务问题的常见误解

- ◆ 面对较高的债务与GDP比例，传统认知中的四条出路
 - 节衣缩食还债——去杠杆政策
 - 通过实体经济增长来稀释债务
 - 通过通胀来稀释债务
 - 债务违约——债务危机

- ◆ 误解之一：中国存在爆发债务危机的很大可能
 - 中国整体债务已经太多（尤其是非金融企业部门）
 - 债务流向低投资回报率部门（是庞氏骗局）

- ◆ 误解之二：中国经济需要去杠杆（压缩债务）来避免债务危机的爆发

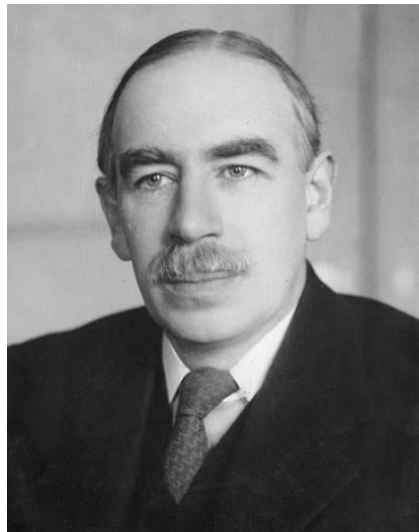
对中国债务问题的正解

- ◆ 传统债务风险框架对中国不适用
 - 传统认知在评估债务风险时只看债务方行为，实际上对债权方行为有隐含假设——债权方在乎回报率
 - 中国的债务是国内过剩储蓄造成的——存在不在乎储蓄回报率的刚性储蓄者
- ◆ 中国的债务累积不是庞氏骗局，是合理而可持续的，不会产生债务危机
 - 地方政府融资平台的模式有其合理性和可持续性——把基建投资的社会效益考虑进来，基建投资回报率并不低
 - 储蓄者不在乎储蓄回报率，债务流向回报投资项目就是合理的
- ◆ 金融体系的扭曲很大程度上是实体经济结构失衡在金融层面的表象
 - 高货币存量是高储蓄的货币表现形式
 - 金融体系的融资投向反映了实体经济的结构失衡

重温凯恩斯的“挖坑理论”

“财政部可以用旧瓶装满钞票，然后把这些旧瓶，选择适宜深度，埋于废弃不用的煤矿中，再用垃圾把煤矿塞满，然后把产钞区域开采权租与私人，让私人企业把这些钞票再挖出来——如果能够这样办，失业问题就没有了；而且影响所及，社会之实际所得与资本财富，大概要比现在大许多。当然，大兴土木要比这合理些。但如果有政治上或实际上的困难，使政府不能从事于此，则以上所提对策，也聊胜于无。”

——约翰·梅纳德·凯恩斯，《通论》，10(VI)
1936年



金融的本质功能是将资源从储蓄者转移给投资者

- ◆ 以物易物的环境中：银行将储蓄者手中表现为实物形式的储蓄（比如粮食种子）转移给投资者（用种子来种地）
 - 消费者之间因为偏好差异而做的消费借贷，其总量为0——不同消费者的消费借贷需求相互抵消
 - 古典经济学的看法（萨伊定律）：借贷利率的变化使得借贷市场出清（对储蓄的需求等于储蓄的供给）——前提是储蓄者的行为要对借贷利率的变化做反应（利率下降就减少储蓄，增加消费）
- ◆ 以黄金为货币的环境中：银行将消费者手中表现为货币形式的储蓄（黄金）转移给投资者
 - 转移的实质是黄金所代表的对实物的购买力——投资者用黄金去购买种地的种子
 - 如果储蓄者没有储蓄，银行也就没有黄金，就无法向投资者借出黄金
 - 在储蓄者无储蓄的情况下，就算银行可以凭空创造黄金，将其创造的黄金借给投资者，黄金相对实物的扩张会导致黄金的贬值，让人们不再使用黄金作为货币——货币只是一层面纱，关键是货币对应的购买力

金融的本质功能是将资源从储蓄者转移给投资者（续）

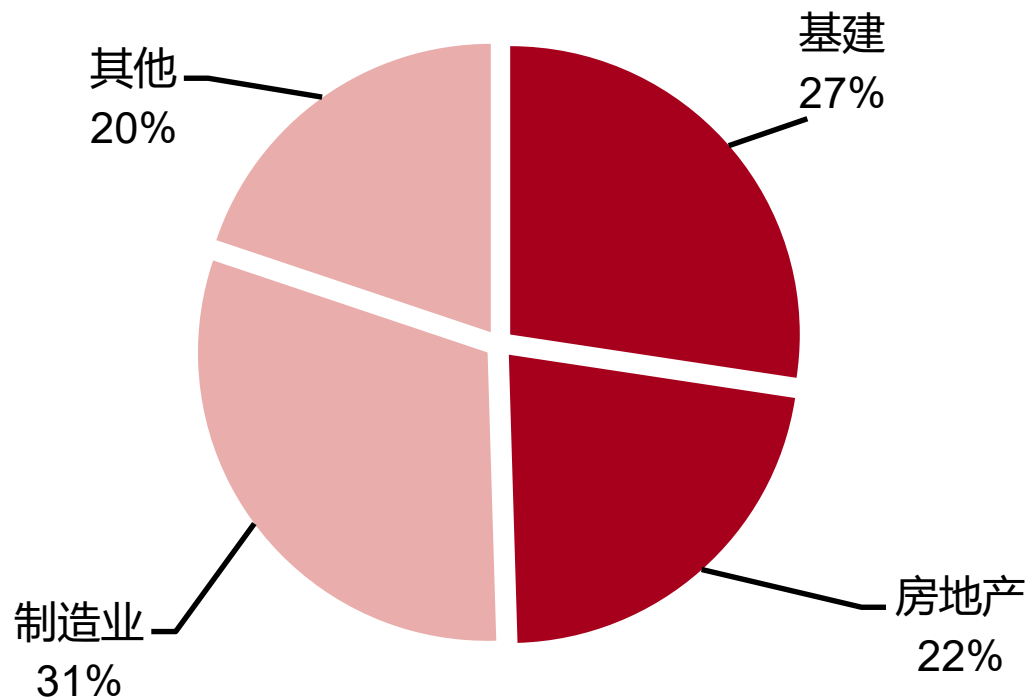
- ◆ 在法币体系中，银行虽然可以无中生有地创造货币，但货币的创造受到经济中储蓄规模的影响
 - 如果储蓄者没有储蓄（储蓄者很快将其持有的货币花出去来购买实物），而银行又在通过信贷创造货币，那就会让货币贬值（通胀失控）
 - 银行要想在不推升通胀的前提下通过信贷创造货币，一定需要在储蓄者方有货币的购买力没有发挥出来（货币没有被花出去，而被存了起来）
 - 银行给投资者发放信贷，是通过创造购买力的形式而将储蓄者方没有动用的购买力转移给了投资方

金融是实体的镜子，二者不可割裂——失衡的实体经济带来失衡的金融体系，与反感失衡的政府形成矛盾

- ◆ 中国诸多金融现象的根源在于实体经济
 - 持续攀升的M2/GDP比例——中国高储蓄导致了货币购买力没有充分发挥出来（没有充分变成对实物的购买行为）
 - 实体经济的储蓄过剩导致银行有向外放贷的很大能力和意愿——储蓄过剩带来了银行大量可贷资金（**loanable funds**）的沉淀
 - 银行信贷的不足会导致全社会购买行为不足（总需求不足）——储蓄者不会因为储蓄利率的下降而增加其货币支出
- ◆ 次贷危机后中国金融运行的主要矛盾：实体经济失衡所带来的融资流动的失衡局面，与政府对融资失衡流动局面的不认可之间的矛盾
 - 融资流动与政策导向之间的矛盾
 - 金融机构与金融监管者之间的持续博弈
 - （失衡的）市场无形之手与政府有形之手之间的持续博弈
- ◆ 在市场与政府的博弈中，政策的有形之手对货币政策传导路径进行了多种形式的干预，从而催生了各种金融乱象

基建与房地产是中国后危机时代的两大增长引擎，也是金融市场的两大融资需求者

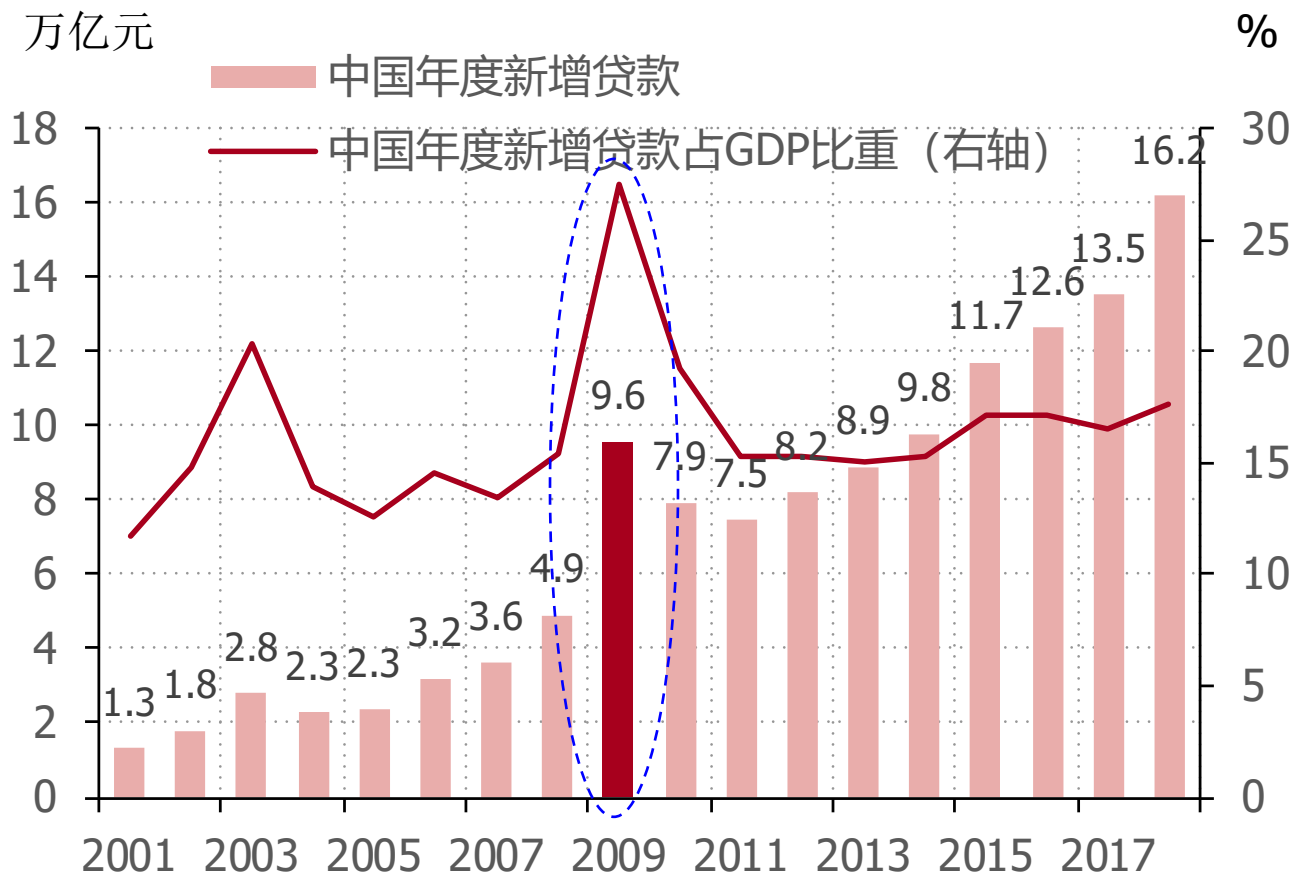
中国固定资产投资构成



数据来源：Wind



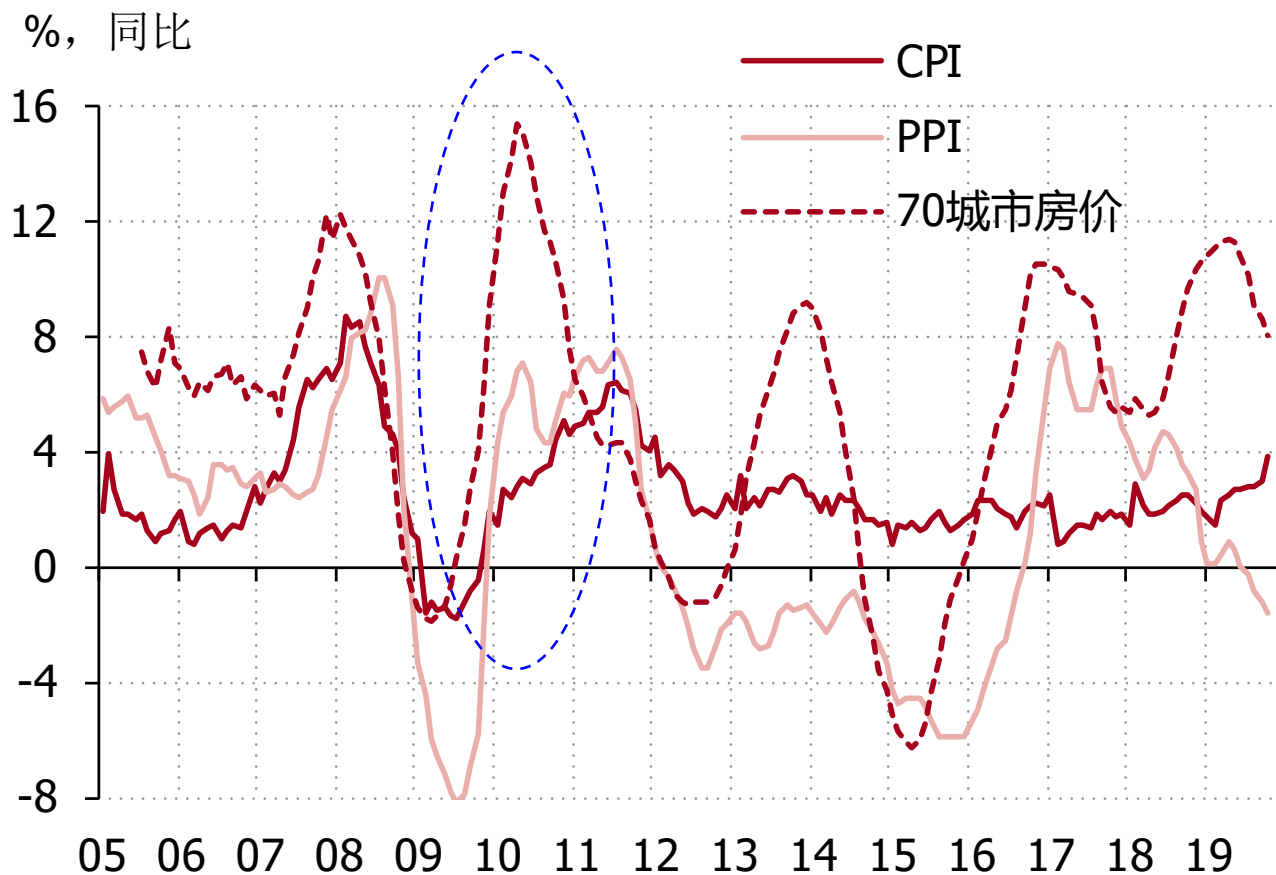
2009年在“四万亿”刺激的带动下，年度新增信贷倍增至接近9.6万亿元的高位



数据来源: Wind



“四万亿”刺激很快带来了房价的飙涨，并推升了通胀，从而引发信贷的紧缩



数据来源: Wind



随着信贷的紧缩，2010到2011年上半年，未贴现票据占社融比重攀升至高位……



数据来源：Wind



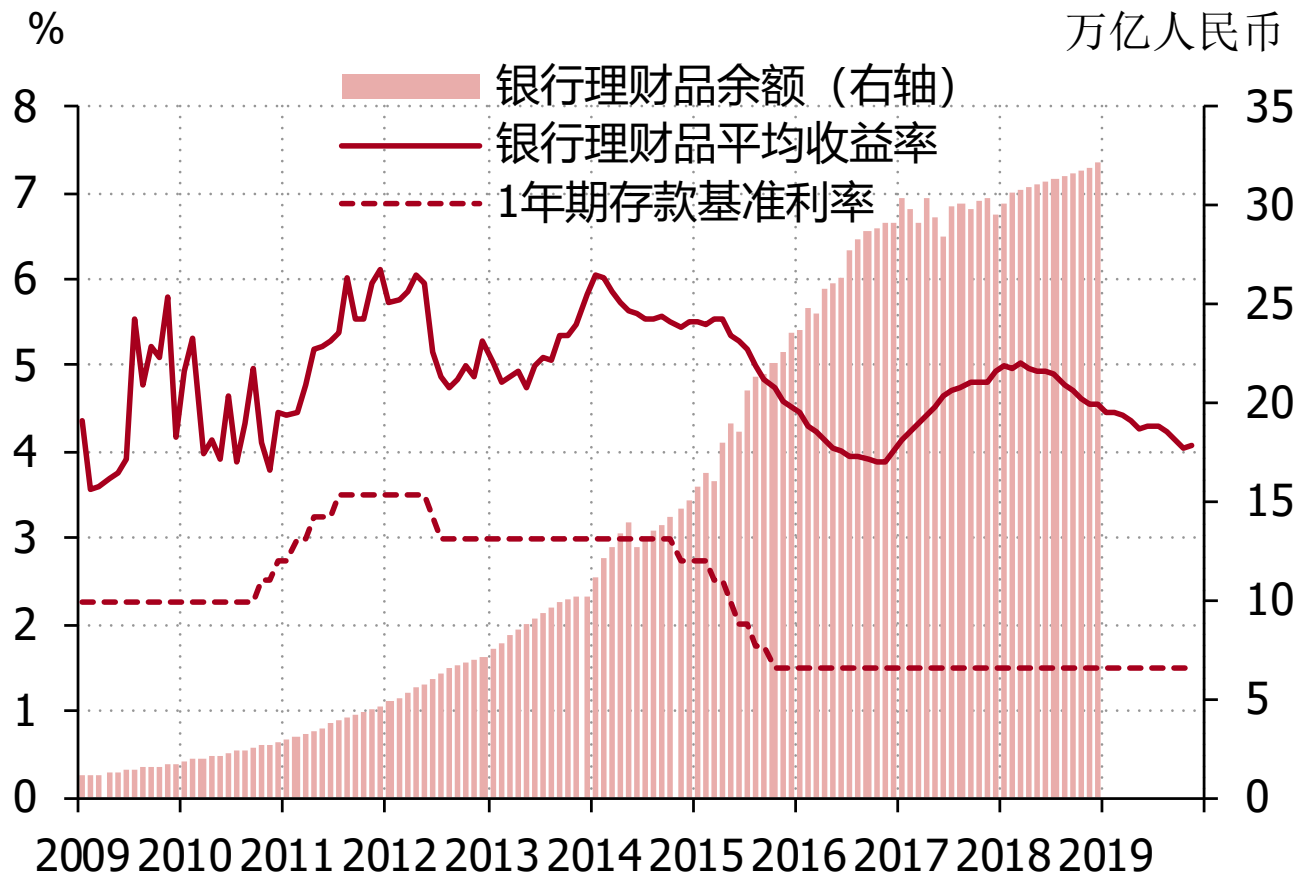
.....从而引发2011年下半年对农信社“倒票”的清查，
令票据利率飙升至历史高位



数据来源：Wind



2012年，利率市场化改革加速推进，带来了银行理财、影子银行的快速发展



数据来源: Wind



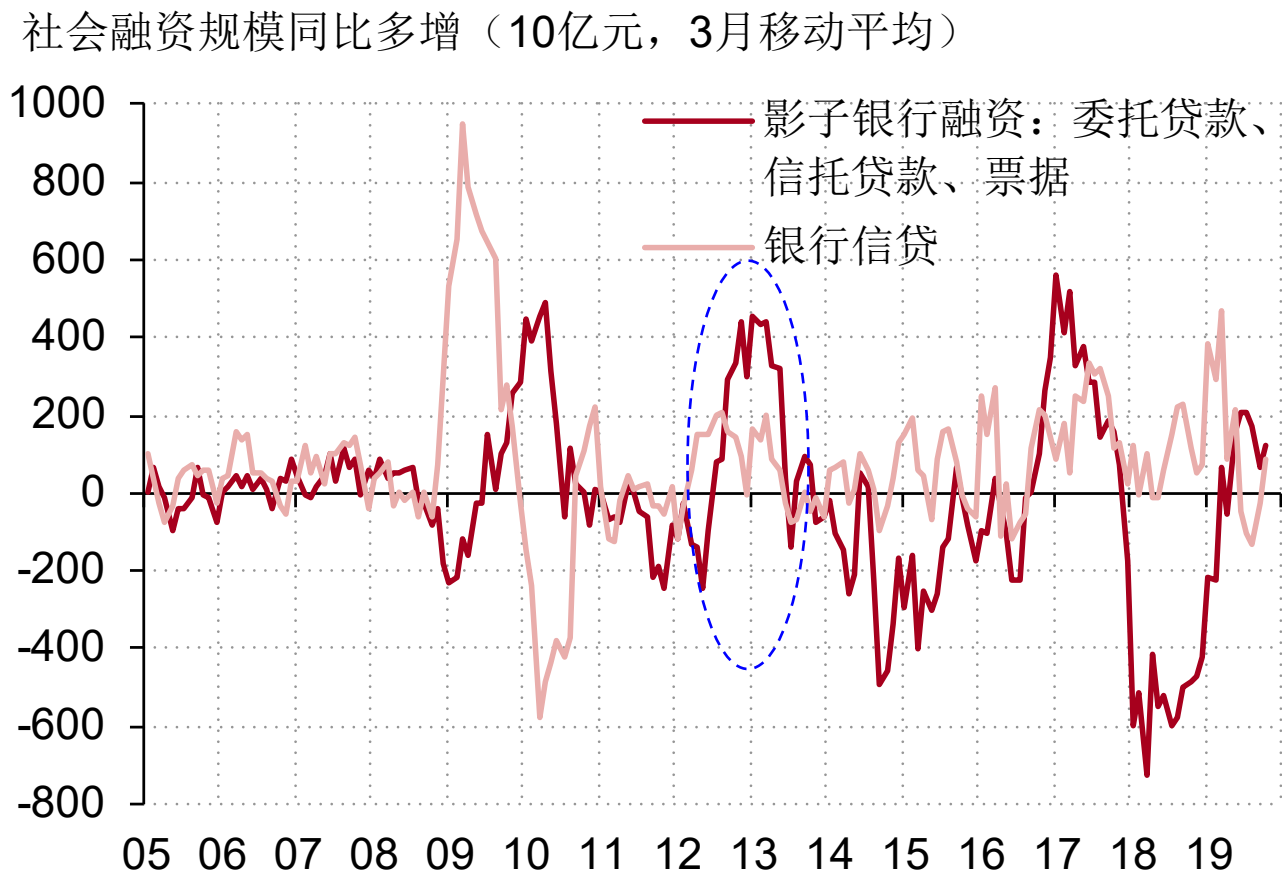
2012-2013年，利率市场化改革带来大面积的金融创新，令影子银行业务快速发展



数据来源：Wind



“非标”（影子银行）融资在2012-2013年快速增长



数据来源：Wind



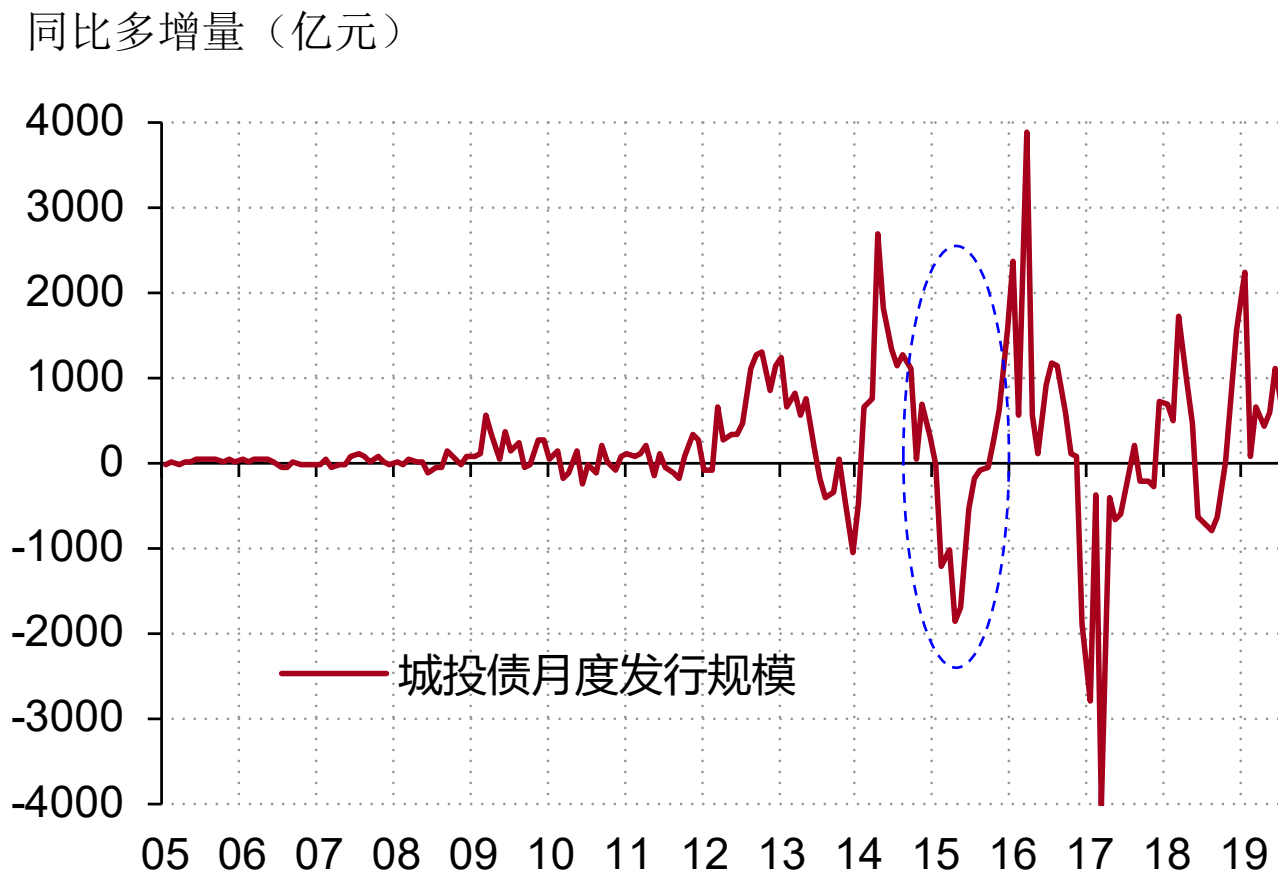
为遏制社融的过快增长，央行不得已在2013年6月发动“钱荒”



数据来源：Wind



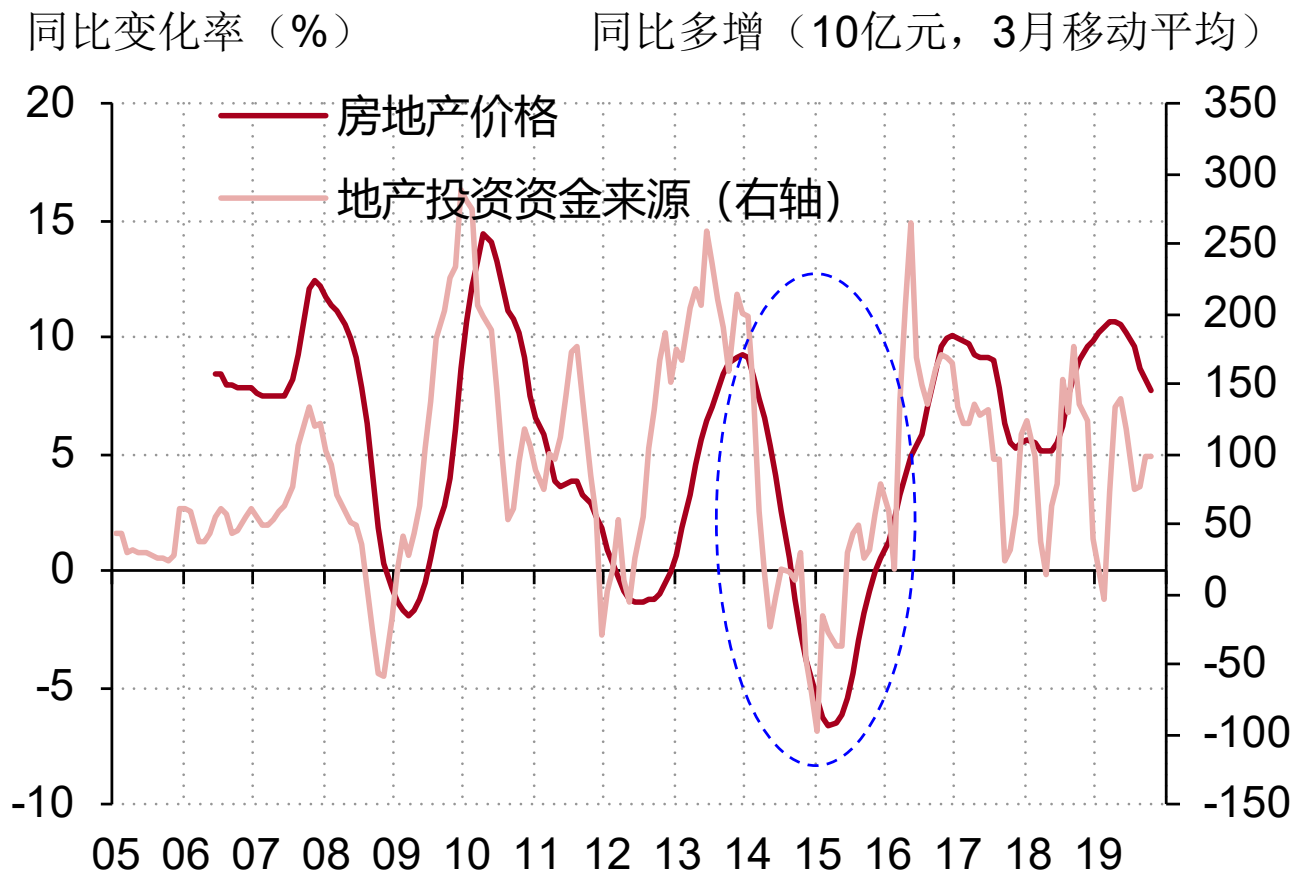
进入2014年后，货币政策虽已放松，融资投放却受阻： 2014年国务院“43号文”令城投公司融资大幅萎缩



资料来源：Wind



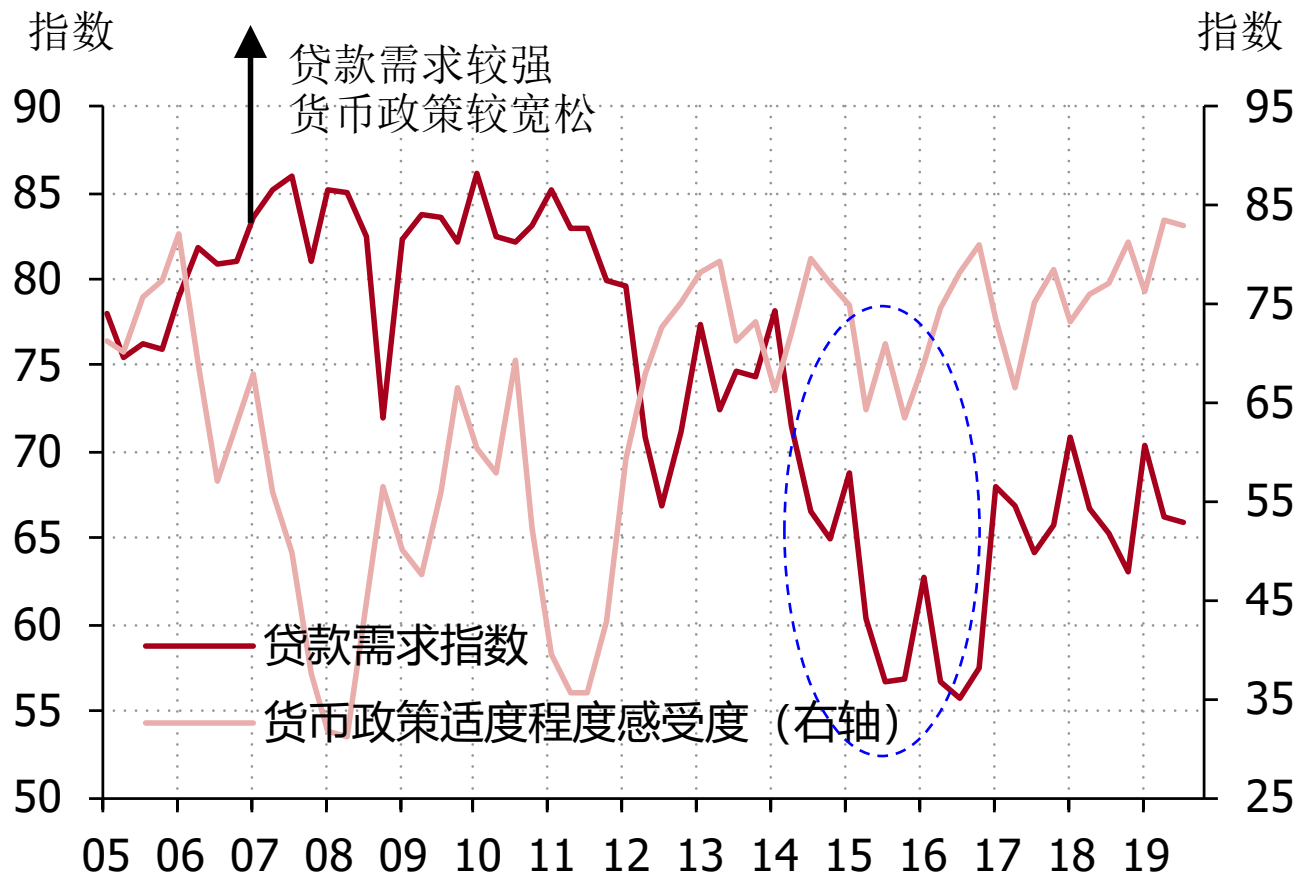
进入2014年后，货币政策虽已放松，融资投放却受阻： 地产调控在2014年让地产融资明显收缩



资料来源: Wind



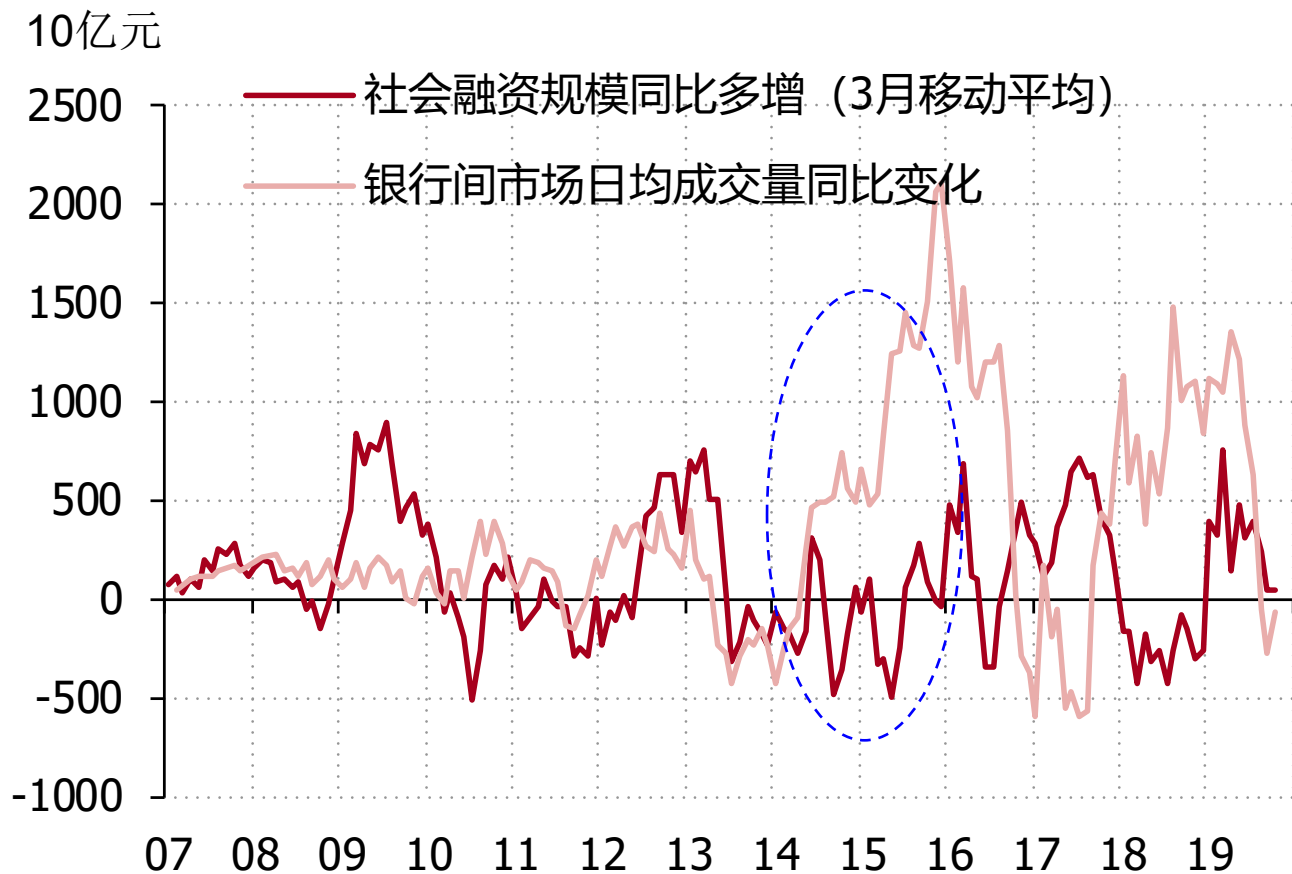
实体经济融资需求因而明显萎缩.....



资料来源: Wind



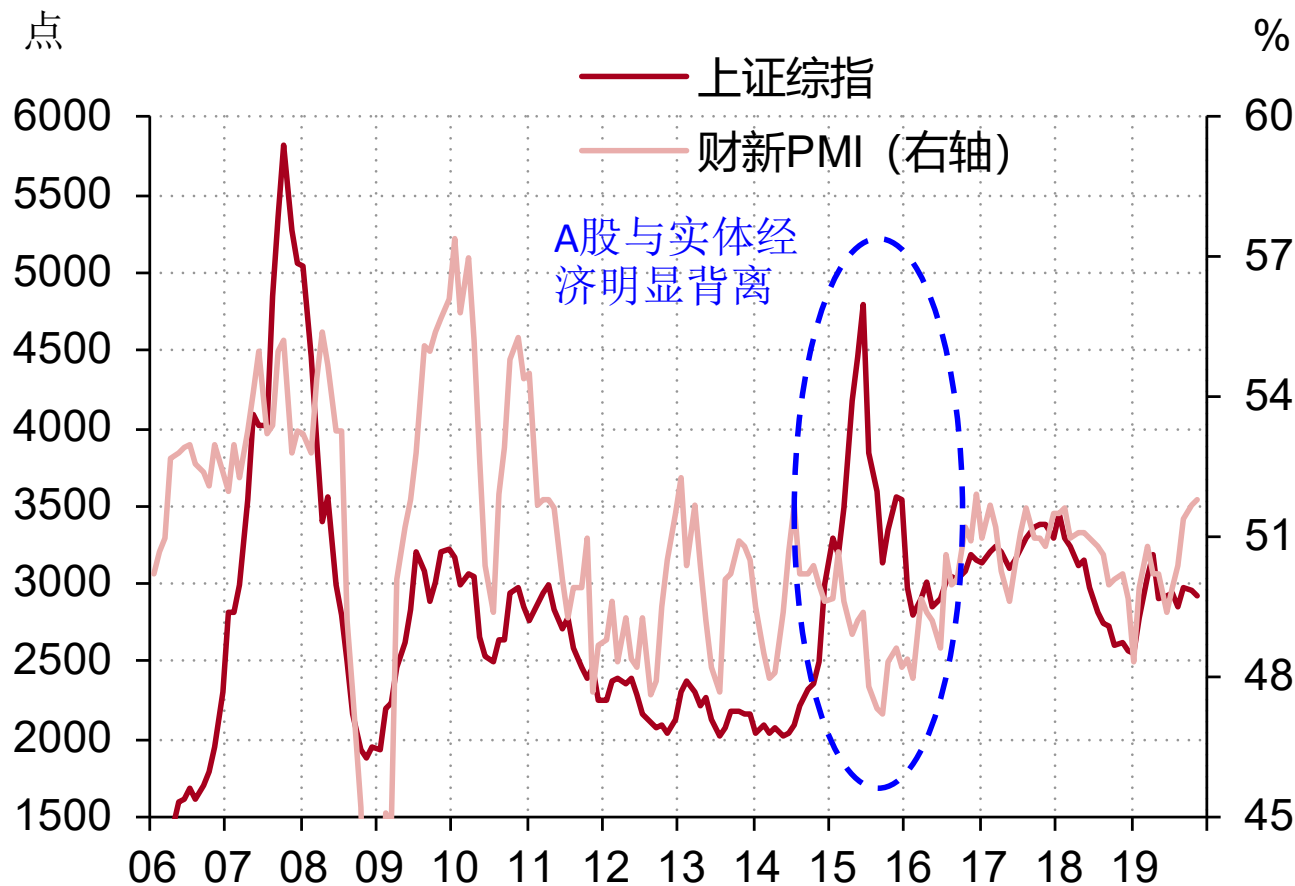
货币政策传导路径因而受阻，金融市场出现“流动性堰塞湖”



资料来源：Wind



..... 形成金融资产价格泡沫，催生A股的大牛市和随后的“股灾”



资料来源: Wind



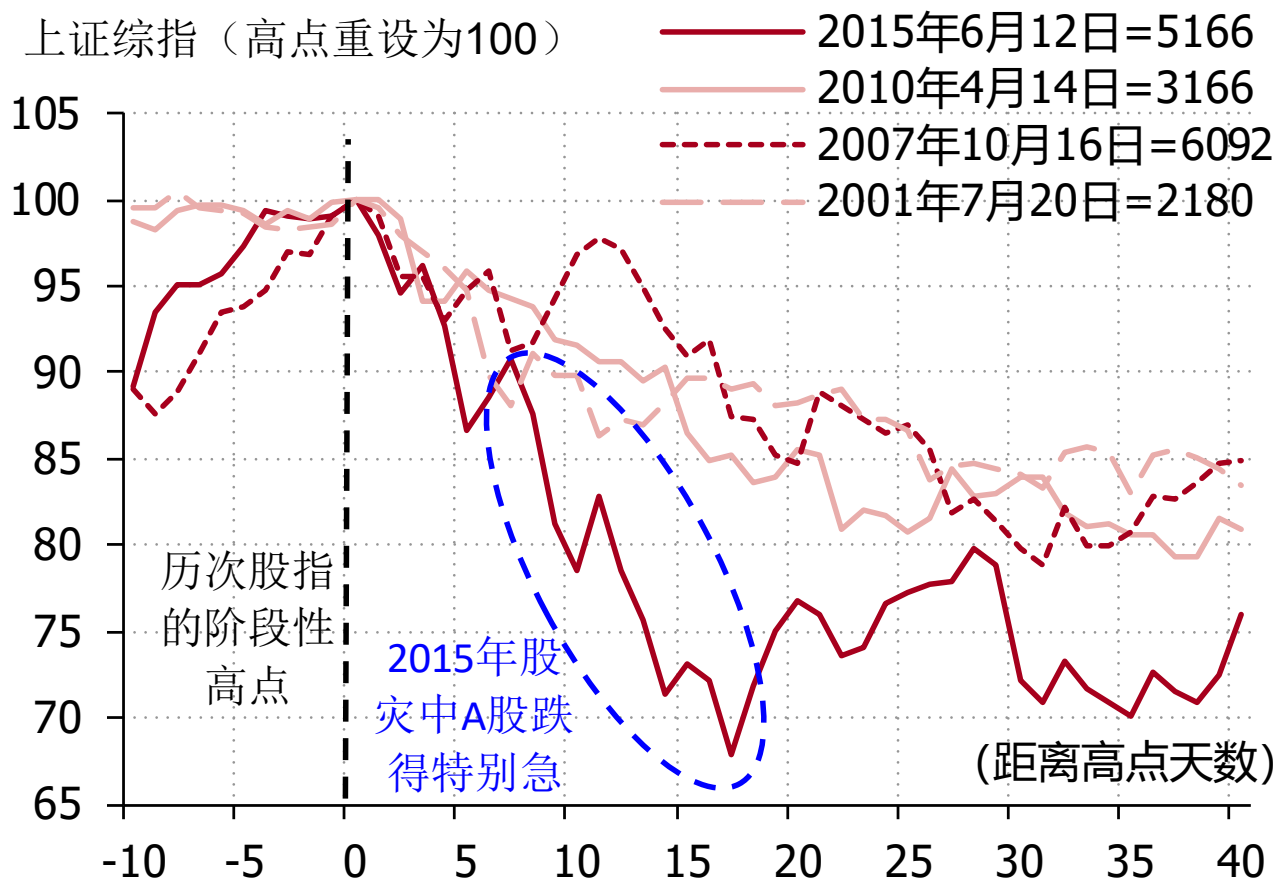
2015年的股市大牛市不仅是个大泡沫，还是一个建立在杠杆交易上的“杠杆大泡沫”



数据来源: Wind



“杠杆大泡沫”的破灭让A股市场在2015年6、7月间急跌，形成“股灾”，冲击了金融体系稳定



数据来源：Wind



股灾之后资金流入债券市场，令债市杠杆大幅攀升，广义基金债券头寸爆发性增长



数据来源：Wind



央行不得已在2016年下半年结束了“利率走廊”的尝试，推行了债市去杠杆的政策……



数据来源: Wind



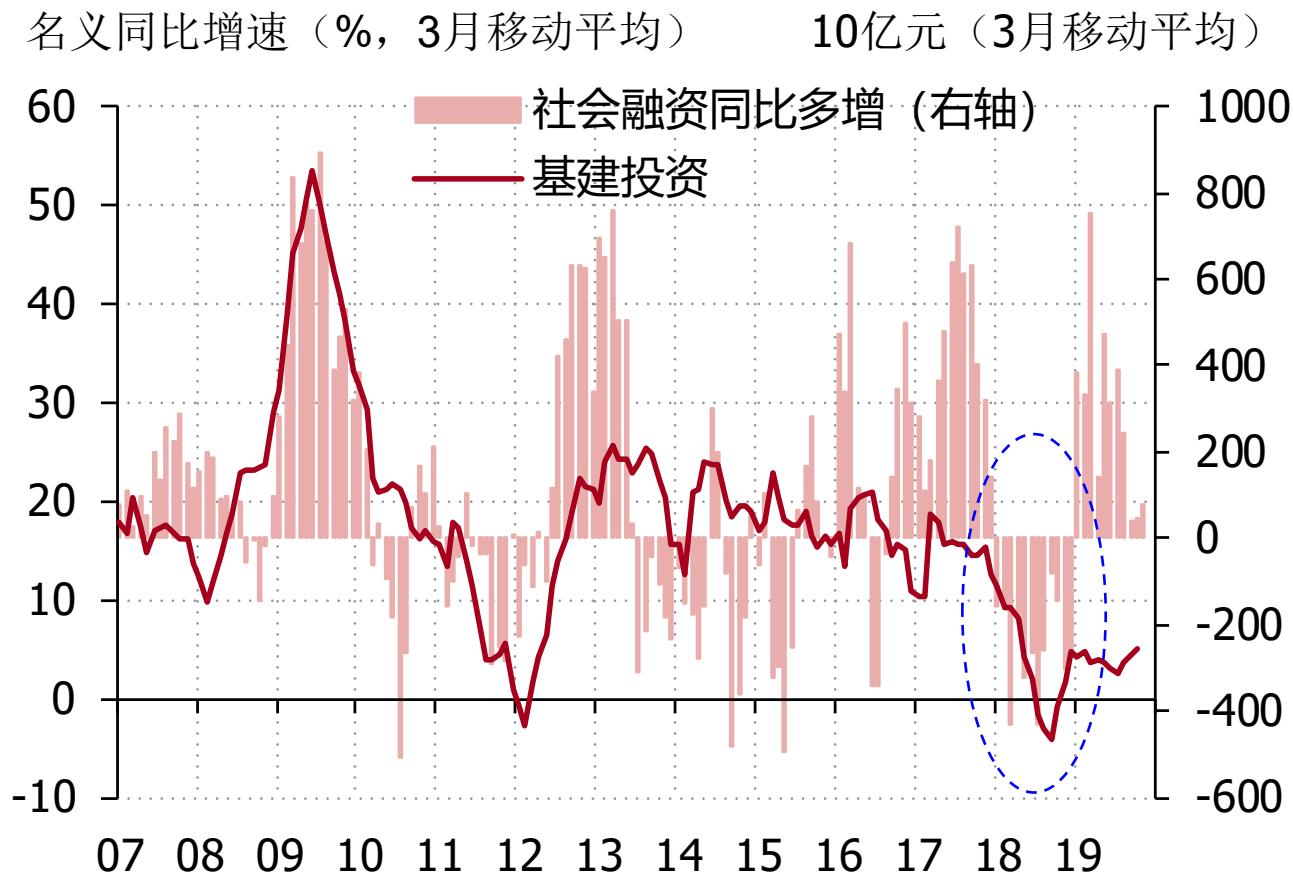
.....从而让债券市场在2016年4季度进入熊市



数据来源: Wind



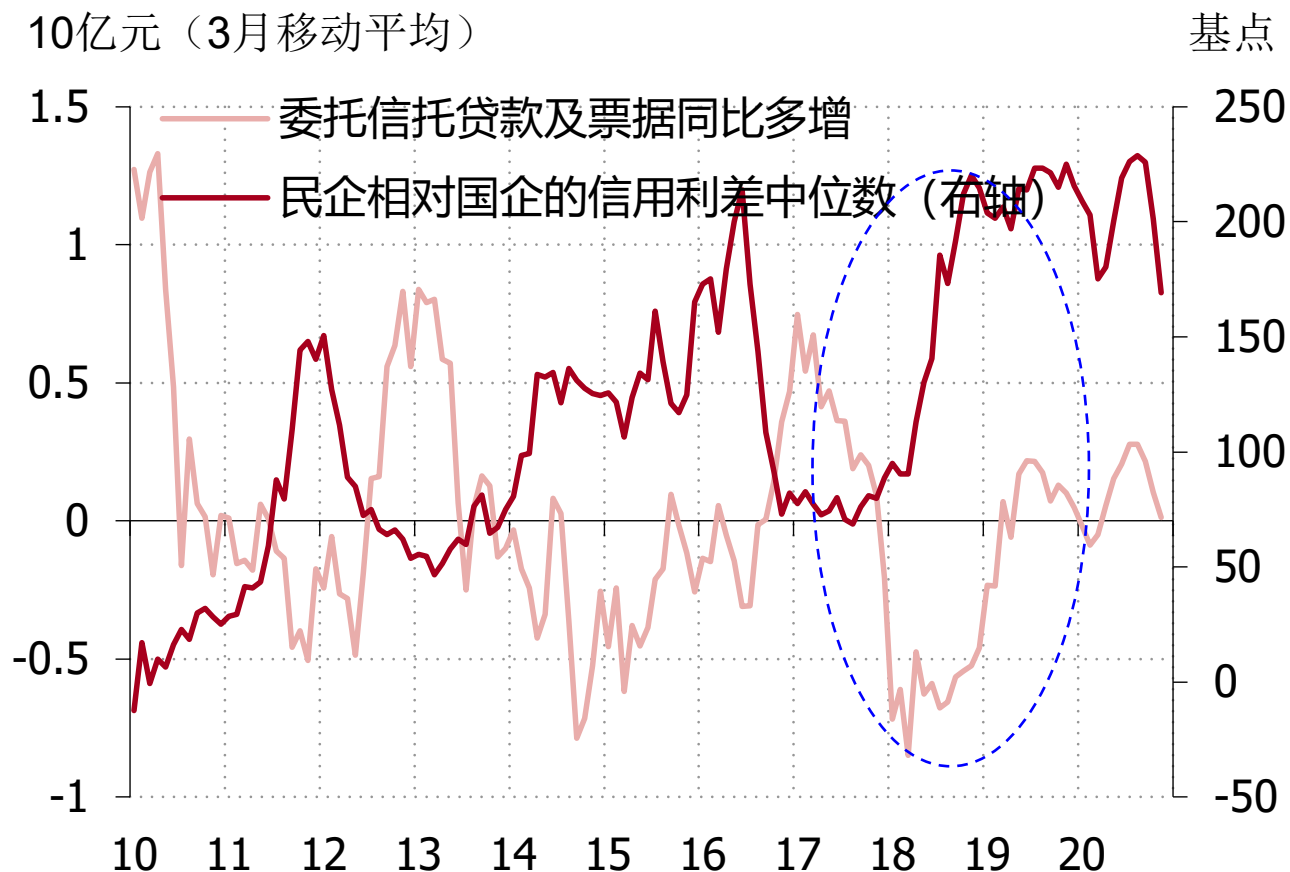
2018年的强力去杠杆打压了社会融资，收紧了基建投资的融资瓶颈，让基建投资从增长稳定器变成增长压力源



数据来源：BIS



2018年开始的对非标融资的严厉清查使得民企相对国企的信用利差攀升至十年来的高位



数据来源：万得



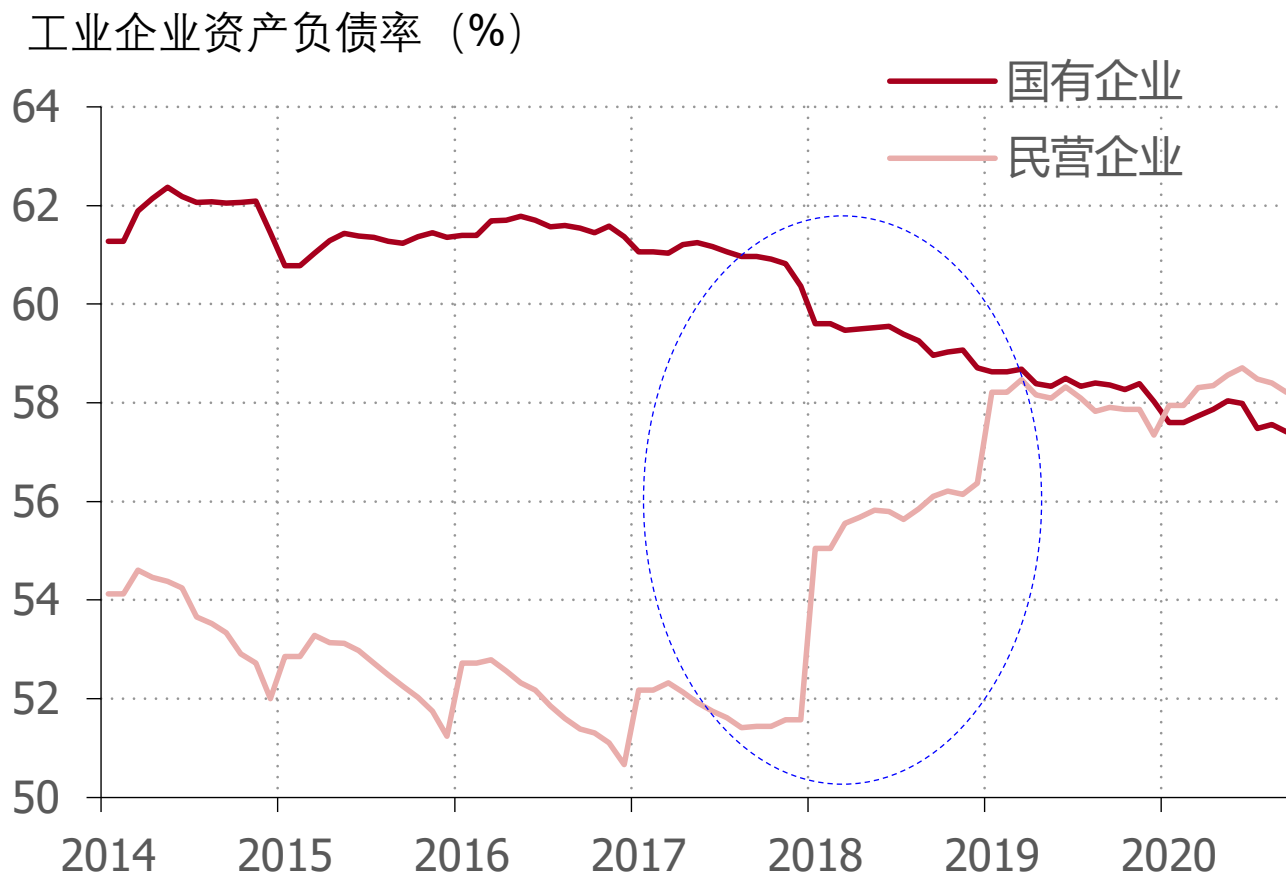
2019年的“包商银行事件”让小银行的融资成本明显上升，并最终对小微企业的融资带来不利影响



数据来源：万得



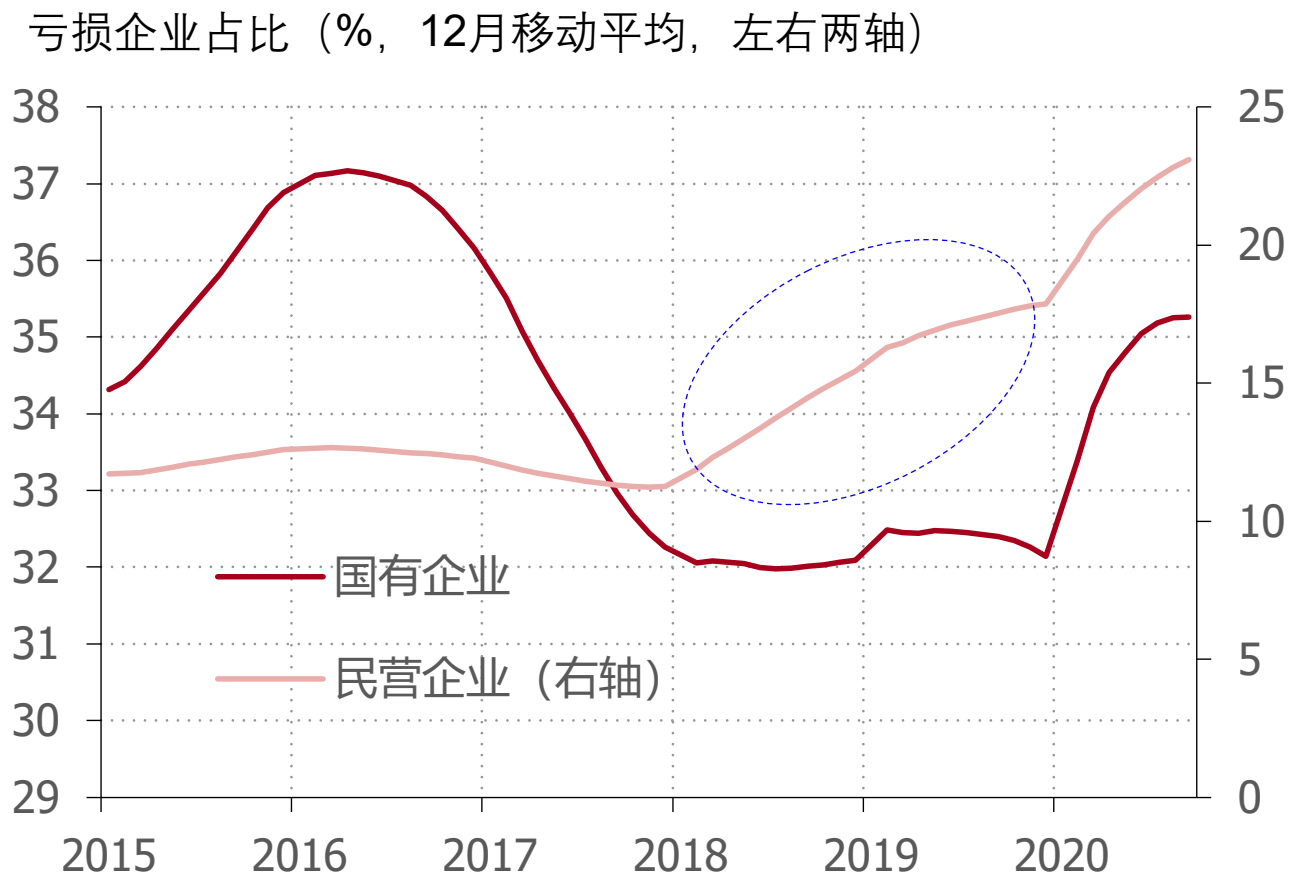
“去杠杆”让民营企业的杠杆率明显攀升



数据来源：万得



民营企业的亏损比例也随之上扬



数据来源：万得



谢 谢

授课教师简介

徐高博士是中银证券总裁助理兼首席经济学家，分管公司的研究部和机构业务部。他还是北京大学国家发展研究院兼职教授，在北京大学给研究生和本科生开设宏观经济学、金融经济学和投资研究等课程。他目前还是中国首席经济学家论坛理事，中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员。之前，徐高曾历任光证资管首席经济学家、光大证券首席经济学家、瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家等职。徐高毕业于北京大学国家发展研究院（原中国经济研究中心），获经济学博士学位。徐高出版了《宏观经济学二十五讲：中国视角》和《金融经济学二十五讲》两本畅销的经济学教科书。

