

中国宏观策略研究

从美国经验看中国去杠杆的路径

2017年5月03日

- 过去十年中，中国经济为了应对外部冲击和应对国内经济周期性下滑，加杠杆冲动十分明显。中国经济的整体杠杆率指标(债务水平/GDP)从2007年的147%飙升至2016年的279%，增长了将近一倍。而从结构上来看，主要是家庭部门和企业部门加杠杆明显。在2007年到2016年的十年内，企业和家庭部门的杠杆率分别上升了99和22个百分点，而同期政府部门的杠杆率仅上升10个百分点。家庭部门杠杆率的上升和房地产行业密切相关，而企业部门杠杆率的上升更多的是体现在基建投资规模扩大导致国有企业和地方融资平台负债率的上升。总体来看，中国经济加杠杆还是与依赖房地产和基建投资驱动的旧经济增长模式有关。
- 美国次贷危机之后，美国经济开启了去杠杆的进程。由于危机前美国杠杆率较高的是家庭部门，因此去杠杆主要集中的家庭部门，而企业部门由于经济危机的拖累也被动去杠杆。因此从美国信贷市场债务数据来看，家庭部门和企业部门的整体债务总额在危机之后停止上升，相应的债务/GDP比例指标则出现下滑。为了对冲家庭和企业部门去杠杆对经济的冲击，美国政府部门从2008年开启了加杠杆之路，美国政府的信贷市场债务总额在8年的时间内翻了一倍多，从08年末的6.3万亿飙升至2015年末的15.2万亿美元。在此过程中，美国联邦政府债务总额每隔两年左右的时间（2011，2013，2015）就会逼近法定债务上限，政府面临停摆关门的风险。而最近特朗普政府再次陷入需要说服议会再次提高债务上限的窘境。美国政府在次贷危机后的加杠杆利弊非常明显：一方面导致政府层面的债务水平迅速上升，但另一方面也有效阻止了经济在家庭和企业部门去杠杆过程中的螺旋式下滑，使得美国经济在近两年能够点火重启进入复苏的轨道。

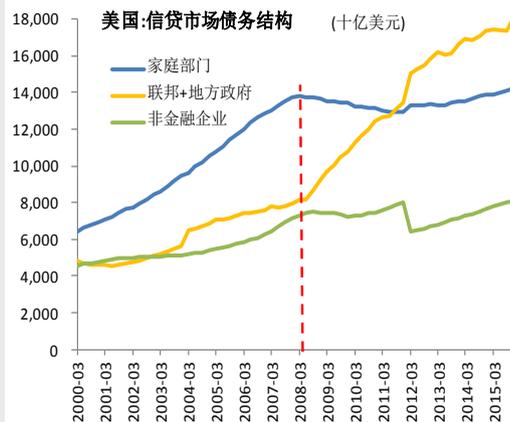
章俊
首席经济学家

联系方式:

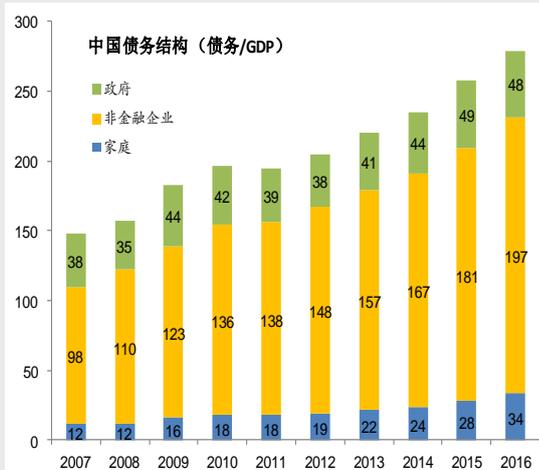
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1: 美国信贷市场债务结构



图表 2: 中国杠杆率上升



- 从去年底中央经济工作会议确立了中性货币政策到上周中央政治局召开维护国家金融安全进行第四十次集体学习会议，政府“去杠杆，控风险”的政策立场已经非常明确。在这个大框架背景下，推动企业和家庭部门去杠杆在一定程度上会加大经济下行压力，并可能在实体和金融部门之间互相传导并放大。但同时我们也看到中央也反复强调了“稳中求进”。我们对“稳中求进”中的“进”的理解是：推动结构性改革，而非经济增速层面的提升；“稳”则是为改革创造一个稳定的宏观经济环境。因此我们理解今年在“去杠杆，控风险”的同时，“稳增长”也还是政策重心，特别是在美联储加息步伐加快并考虑启动缩表的背景下，下半年海外宏观风险有重新上升的趋势。但如果要兼顾“去杠杆”和“稳增长”，那就需要货币政策和财政政策的协同：转向中性立场的货币政策着眼于“去杠杆”，同时积极的财政政策侧重“稳增长”，货币和财政政策此消彼长之间确保改革和增长的平衡。

- 美国政府加杠杆有一个明显的特征，其中几乎全部是来自于联邦政府的加杠杆，而同期州和地方政府的债务水平变化不大。而且从存量数据来看，美国政府债务也都是集中于联邦政府层面，州和地方政府占比很小。这样的债务结构的好处是：虽然整体规模在不断扩大，但由于大部分都在联邦政府的资产负债表上，而且相对透明，因此便于联邦政府使用统一的财政和货币政策加以应对。而中国政府债务结构恰恰相反，中央政府的资产负债表相对健康，大量负债都显性或隐性的存在于地方政府层面。这样的结果是由于地方政府融资方式的多样化以及不规范造成整体债务不透明，从而带来债务违约风险的不可控。幸运的是，中国政府已经认识到这个问题的潜在风险，对各级地方政府的债务作了初步的梳理，并在 2013 年公布的对全国各级地方政府的债务审计结果。审计结果显示地方政府债务情况不乐观，因此推动了中央政府在近几年开启了规模庞大的地方政府债务置换，希望通过把地方政府的债务透明化来提高风险的可控性。

- 但是今年以来央行的中性货币政策立场除了让金融市场感受到了监管层去杠杆的决心之外，实体经济包括房地产和基建投资的融资也开始收紧，3 月份社会融资总额中的银行表外业务（信托和委托贷款）规模明显反弹，其中有相当部分是涉及地方基建投资。如果这种情况不加控制的话，可能会导致中央清理地方政府债务的效果大大折扣，地方政府

债务潜在的系统性风险重新上升。鉴于目前中央政府的债务负担率和赤字率依然较低，在通过去杠杆来推动经济转型过程中，可以适当增加财政支出的力度来为经济托底。虽然这在短期内会导致中央政府的债务负担会明显上升，但可以有效避免非政府部门去杠杆过程中的硬着陆风险，以及伴随的系统性金融风险。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。