

长期停滞还是金融周期*

——中国宏观经济形势分析与展望

汤铎铎 刘磊 张莹

摘要:中国经济和全球经济面临的问题相似。“长期停滞说”和“金融周期说”既相互竞争,也相互补充,从不同角度提出了解决问题的方案。从结构性总需求不足的视角看,零利率下限要求财政政策充分承担责任,甚至可以通过债务货币化。从金融周期的视角看,决策者要特别警惕信贷扩张和资产价格上涨,以避免掉入债务陷阱。从我国各部门的具体情况看,既有长期停滞因素抑制总需求,也有金融周期影响的逐步扩大。短期看,由于全球经济面临巨大的不确定性,我国宏观经济政策应该以静制动,保持定力。在坚持金融去杠杆的大方针下,适时适度推出措施稳增长。同时,要有意识预留政策空间以应对未来可能发生的剧烈变化。

关键词:长期停滞 金融周期 消费 地方政府债务 中美贸易摩擦

一、引言

2019年,全球经济增长前景的不确定性增加,各种风险和脆弱性持续积累。在6月的《全球经济展望》中,世界银行延续了此前的悲观论调(World Bank, 2019)。报告侧重两大问题:贸易紧张升级和全球债务上升,并认为这最终会导致金融市场无序波动和经济复苏失去动力。国际货币基金组织7月的《世界经济前景》再次下调全球经济预测,并且指出最新预测面临的主要是下行风险,包括进一步加剧的贸易和技术紧张关系,以及金融脆弱性继续累积(IMF, 2019)。同样,经合组织在9月的《中期经济展望》的最新预测是,2019年全球经济增速为2.9%(比之前下调0.3%),2020年为3%(比之前下调0.4%)(OECD, 2019)。亚洲开发银行9月的《2019年亚洲发展展望更新》也指出,随着贸易和投资势头减弱,亚洲地区的增长前景黯淡,且各经济体面临的风险不断上升(ADB, 2019)。

笔者在2019年初判断(汤铎铎, 2019a),“随着逆周期宏观经济政策和扶持民营经济相关政策的推出和实施,2019年下半年我国经济增速放缓压力有望缓解。”目前来看,局势比预计的压力要大一些。2019年2季度,我国GDP增速为6.2%,低于1999年4季度的6.7%和2009年1季度的6.4%,创我国自1992年开始GDP季度统计以来的新低。2019年8月,我国社会消费品零售总额累计同比增长8.2%,房地产投资累计同比增速10.5%,基建投资(不含电力)累计同比增速4.2%,均处在历史低位。受中美贸易摩擦影响,8月我国出口贸易总额同比下降1%,进口贸易总额同比下降5.6%。各大机构在下调全球经济预测的同时,也下调了对我国的经济增长预测。比如,经合组织对2019年中国经济增速的最新预测为6.1%(比之前下调0.1个百分点),2020年为5.7%(比之前下调0.3个百分点)(OECD, 2019)。

在全球经济疲弱的大背景下,我国经济下行压力加大,二者的相关性不难理解。然而,除了彼此影响外,更要高度关注的是其相似性和同构性。也就是说,我国经济和全球经济某种程度上面临相

* 汤铎铎、刘磊、张莹,中国社会科学院经济研究所,邮政编码:100836,电子邮箱:duo_duo0405@sina.com。本文是中国社会科学院经济研究所宏观经济分析课题组的阶段性研究成果,课题组负责人汤铎铎。参加讨论的还有黄群慧、张晓晶、张平、常欣、刘煜辉、钱学宁、张磊、李成、刘学良、王佳、陈汉鹏,特此致谢。当然,文责自负。

似的问题，而相似的问题必定有相似的根源和解决办法。或者退一步讲，我国可能位于发达国家所遭遇问题的早期阶段，可以借鉴其发展过程中的某些经验。这个问题一定程度上可以概括为特纳(2016)的“世纪之问”：如何转变信贷密集型经济增长模式？信贷密集型增长模式所产生的存量债务积压应如何解决？当然，这个问题也可以更一般化地表述为如何协调金融和实体关系，或者，什么是合理的金融结构和适度的金融业规模。

值得注意的是，全球经济增长前景晦暗和我国经济下行压力增大背后隐藏的并不是一场普通的衰退，而是经济格局重构和增长方式嬗变。从现实层面看，除了笔者强调过的三大结构性隐患(债务高企、贫富差距拉大和逆全球化)(汤铎铎, 2019a)以外，发达经济体还面临着持续的低利率、低通胀、低增长并存的问题。从理论层面看，经济学家们已经开始了宏观经济研究的全新探索。比如，“菲利普斯曲线已死”，“自然率假说”面临严峻挑战(Blanchard, 2018)，长期停滞、金融周期、安全资产短缺等一批思想和概念陆续提出。正如习近平总书记 2018 年在中央外事工作会议上所概括的，“世界处于百年未有之大变局”。

二、长期停滞说和金融周期说

对于当下的全球经济困局，比较有影响力和说服力的理论解释有两个：第一是“长期停滞说”，第二可以概括为“金融周期说”^①(Borio, 2017)。美国前财政部长萨默斯在 2013 年提出“长期停滞说”，经过不断演说和论争，目前该假说在学界已经占据一席之地(图 1)。“长期停滞说”更准确讲应该是“结构性总需求不足说”，即在某些外部因素冲击下，经济出现储蓄倾向增加和投资倾向减少的现象。其结果是消费和投资不振拖累总需求、压低增长和通胀，储蓄和投资之间的不平衡进一步拉低均衡实际利率。这就同时解释了低利率、低通胀和低增长。低利率会从各方面破坏金融稳定，造成资产价格泡沫甚至爆发金融危机。导致总需求不足的外部因素是多方面的，包括人口老龄化、贫富分化加剧和技术变革导致有形投资下降等。总之，长期停滞说的逻辑是，外部因素冲击降低总需求，总需求下降造成低利率、低通胀和低增长，低利率妨碍金融稳定(Summers, 2014a, 2014b)。

“长期停滞说”简洁地描述了主要发达经济体普遍面临的事实，尤其是对低利率的解释，这是其优势。其劣势是对金融层面刻画不足。金融风险积累背后有更复杂的机制，低利率导致金融不稳定过于简单。在“长期停滞说”的逻辑下，由于存在零利率下限，传统货币政策无效，因而要寄望于非常规货币政策和财政政策。如果单纯使用非常规货币政策迁就低均衡利率(甚至负利率)，那么金融稳定就难以保证。所以，“长期停滞说”对财政政策寄予厚望，政府赤字和债务不仅有助于保证金融稳定(Summers, 2018)，而且，如果没有此前 40 年的政府加杠杆，发达经济体的均衡实际利率比现在还要低 2%，从而会陷入更严重的长期停滞(Rachel & Summers, 2019)。

所谓“金融周期说”不仅仅是狭义的金融周期测度(Drehmann et al, 2012)，而首先是一种思想和方法论。金融因素对实体经济的影响不是仅局限于经济崩溃之际，而是长期而持久的(Borio et al, 2019)。金融有相对独立性，会反作用于实体经济。因此，宏观经济研究必须将金融因素置于核心地位(Borio, 2014)。从这个意义上讲，“金融周期说”更具理论创新性，而“长期停滞说”仍落入储蓄—投资决定均衡实际利率的窠臼^②。

“金融周期说”的思想至少可以回溯到凯恩斯和明斯基(Borio, 2014; Borio et al, 2019)，近期的很多研究主要来自国际清算银行(BIS)^③。国际清算银行对金融周期的相关研究在全球金融危机之前

^①Borio(2017)称之为“金融周期拖拽”(financial cycle drag)假说。虽然含义精准，但可能由于稍显累赘，这一名词并没有在学界和舆论获得广泛征引和认可。我们采用接受度更广的金融周期一词，同时，在金融周期这个更一般化的表述下，可以纳入更多内涵。

^②这一评论同样适用于 Bernanke(2005)的“全球储蓄过剩假说”和 Caballero et al(2016, 2017)的“安全资产短缺假说”(Borio et al, 2019)。

^③篇幅所限，本文不能详述其他研究。

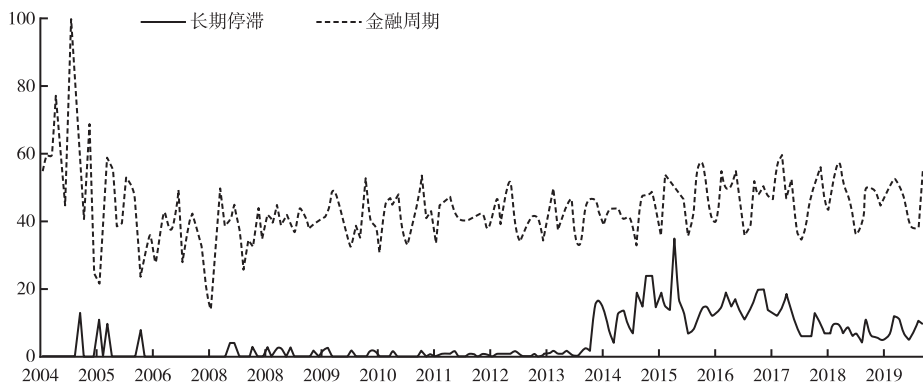


图1 “长期停滞”和“金融周期”的谷歌趋势指数

数据来源: trends.google.com。

就已经起步(Borio,2017)。这些研究对低利率现象提出了全新理解,除了质疑央行将利率调整到均衡水平的能力,还质疑目前理论界所谓均衡利率是否合理。他们指出,在通胀指示器变得不敏感的时候,央行调整利率已经失去依据。他们更是尖锐指出,“长期停滞说”的逻辑推理存在缺陷:如果说均衡利率走低最终导致金融不稳定,那么,导致金融不稳定的均衡利率还是均衡利率吗(Borio et al, 2019)?

“金融周期说”主张在均衡利率的决定中加入货币政策和金融周期的考量(Juselius et al,2017; Borio et al,2019)。大量经验研究表明,相较于通胀,信贷和资产价格包含着更多的未来产出信息。这意味着需要把金融周期纳入货币政策目标,而不仅是通胀。否则,货币政策通过鼓励金融脆弱性的积累而增加金融不稳定性,进而增加实体经济未来的下行风险。Borio et al(2019)发现,考虑金融周期之后的所谓“金融中性”均衡利率要比传统均衡利率高,而且,目前的低利率更多源于此前不合时宜的货币政策的累积效应。央行面临短期产出和长期产出之间的权衡取舍。更高的政策利率提高银行资金成本,以短期经济活动低迷为代价,促进形成强健的金融部门,从而确保经济的长期发展和稳定。但是,短视的政策制定者过于重视眼前增长,对低利率导致的金融风险累积无动于衷,因而大大削弱了金融部门,也缩小了未来的政策选择空间。当低利率带来危机和衰退的时候,更低的利率就是合理的,于是低利率导致了更低的利率。

“金融周期说”没有对当前的低增长和低通胀提供系统解释。在其论述中,低增长是金融周期波动尤其是金融危机损害实体经济的表现,而低通胀可能主要体现了积极、良性、长期的全球供给因素,而不是总需求不足(Borio et al,2019)。在“金融周期说”的逻辑下,除了宏观审慎政策以外,货币政策也必须关注金融周期和金融稳定,因为货币政策会经由金融渠道影响实际均衡利率。总之,央行需要对信贷扩张和资产价格上涨给予充分关注,以避免掉入低利率导致更低利率的债务陷阱(Borio et al,2019)。

比较两种主要理论可以发现,“金融周期说”将当前难局主要归咎于政策制定者,很多经济体也对其政策主张进行了有益的尝试和探索。虽然也有各种担忧,但是其对全球经济的看法总体偏乐观。“长期停滞说”将当前的难局归咎于一系列外部因素,其对未来的看法偏悲观。回到前已述及的特纳(2016)的“世纪之问”,“金融周期说”的主要政策主张可以用来回答第一个问题,即增长方式和政策框架转变,而“长期停滞说”的主张则可以用来回答第二个问题,即存量债务处置。目前,无论是特纳本人(2016),还是其他研究,包括安全资产短缺论者(Caballero et al,2016,2017)和反思金融危机最为活跃的布兰查德(Blanchard,2019),最终似乎都将第二个问题的答案指向债务货币化,而其实施方案和未来前景需要密切关注。

此外,无论是“金融周期说”还是“长期停滞说”,都把金融稳定作为重要的宏观经济政策目标,也都不排斥引入宏观审慎政策。我国宏观经济政策框架也正在经历这一深刻转型。在本轮经济政策

扩张中,决策层明显关心金融稳定。在“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”中,稳金融被放在第二位。在2019年5月猪肉价格上涨导致CPI走高之后,各方认识也相对一致,持“滞胀说”的只是少数,没有引发过分的担忧(汤铎铎,2019b)。这就是笔者一再强调的,我国实体经济目前仍处在低波动状态(汤铎铎、张莹,2017),我国宏观调控的主要矛盾,已经从传统的就业和通胀的折衷,转变为更广泛的经济稳定和金融稳定的折衷(汤铎铎,2019a)。如图2所示,我国宏观经济政策框架从旧三位一体(计划、财政、货币)转向新三位一体(总需求管理、宏观审慎、增长)(汤铎铎,2019c)。

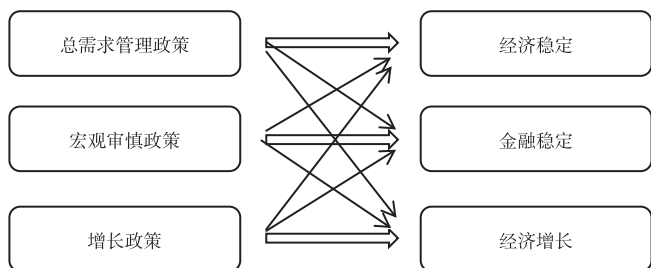


图2 我国宏观经济政策的新三位一体框架

可以说,我国的宏观调控政策框架一直是多目标多工具的(汤铎铎等,2019),金融因素也一直被高度关注。这可能是我国近些年来相对而言能保持金融稳定的重要原因。图3是我国各部门杠杆率。近期,我国非金融企业部门和地方政府债务都得到有效抑制,中央政府债务仍然保持平稳,居民部门债务继续快速增长。

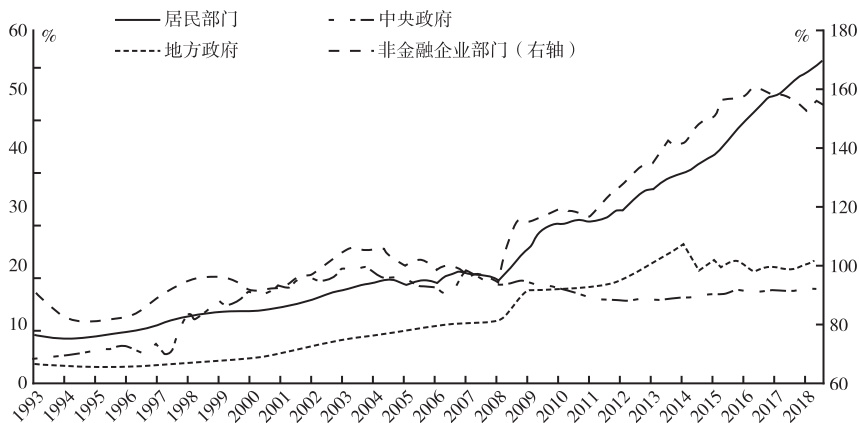


图3 中国实体部门杠杆率

数据来源：国家资产负债表研究中心。

三、居民资产负债表重构和消费疲弱

改革开放以来,中国居民的收入水平和财富结构发生了巨大变化。一方面,这些变化反映了长期停滞说的核心内涵,即外部因素降低总需求;另一方面,居民资产负债表的规模扩张和结构变化,也使得金融周期对实体经济的影响越来越大。如图4所示,我国居民储蓄存款减去居民债务^①占GDP的比重在2003—2006年达到60%的高点,此后开始一路下滑,目前已经低于30%。其原因是,居民储蓄存款占GDP的比重长期稳定在80%,而居民部门债务占GDP的比重已经从20%左右迅速上升到目前的50%(图1)。这意味着在居民部门资产负债表的扩张过程中,资产方流动性最高的存款相对没有增长,快速增长的是其他高收益金融资产和房地产。与此相对应,负债方居民债务也

①这个指标可以用来简单刻画居民部门的流动性状况,类似企业的营运资本。

迅速扩张。这种变化,一方面使整个居民部门的流动性下降,另一方面则导致利息支出上升,使一些购房者还债压力增大。在这个过程中,消费品零售总额的同比增速一路下滑,CPI也逐步进入低波动阶段。在我国经济发展的这一阶段,一个结构性特征就是金融和房地产对居民部门资产负债表的重构,对消费需求产生了抑制。

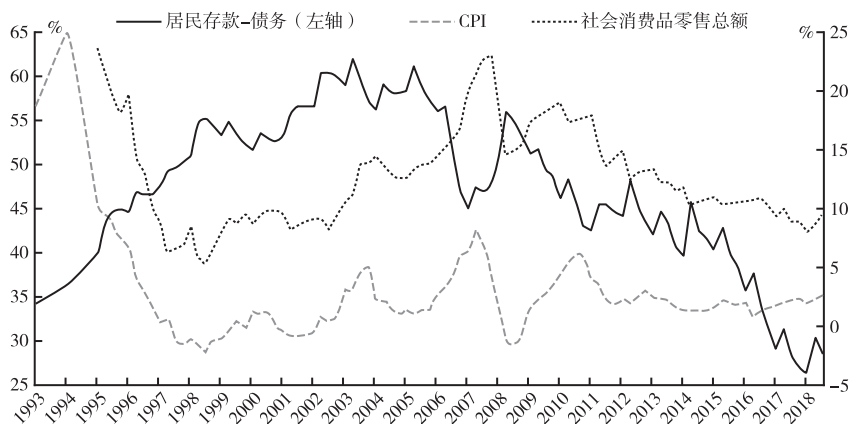


图4 中国居民部门资产负债表重构

数据来源:Wind数据库、国家资产负债表研究中心。

贫富差距拉大是“长期停滞说”所强调的抑制消费的另一重要外部因素。资本和劳动在收入分配中的相对地位一直是经济学研究关注的焦点,近来的一些重要研究都给出了悲观结论。经由资本收入膨胀,市场经济似乎天然有导致不平等的趋向(Piketty, 2014),而消除不平等除了“四骑士”(战争、革命、国家崩溃、瘟疫)外似乎别无良方(沙伊德尔, 2019)。图5显示的是我国的收入和财富分配情况。从左图的收入分配情况看,顶层10%家庭的收入占比不断上升,目前已经超过国民收入的40%,而底层50%家庭的收入占比只有15%。从右图的财富分配情况看,顶层10%家庭的财富占比不断上升,目前已经达到全部财富的67%,而底层50%家庭的财富只占全部财富的6.5%。

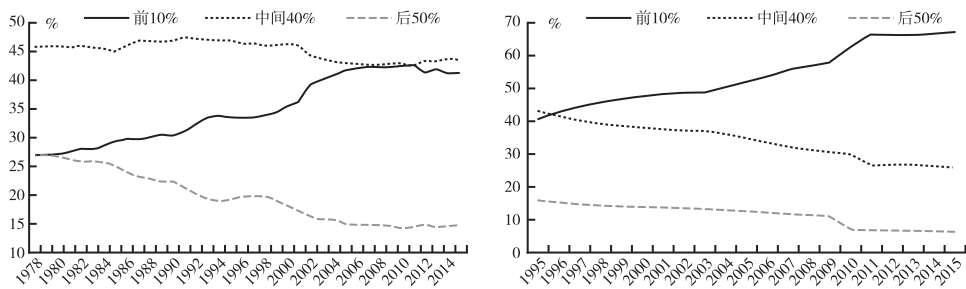


图5 中国的收入(左图)和财富(右图)分配

数据来源:WID-World Inequality Database。

图5数据来自法国经济学家皮凯蒂团队的研究(Piketty et al, 2019)。他们指出,1978—2015年,中国的人均国民收入增长了9倍多,美国只增长了59%。无论在中国还是美国,底层50%家庭的的增长都小于平均增长,而顶层的增长要高于平均增长。中美之间的关键区别在于,在中国底层50%也从增长中受益,在美国底层50%则一无所获。1978—2015年,中国底层50%平均收入实际增长5倍以上,虽低于平均水平,但仍非常可观。相比之下,美国底层50%平均收入在此期间增长率为负。中国的这种增长可能使日益加剧的不平等现象更能为人们所接受。但是,如果未来绝对经济增长下滑,那么分配问题的回旋空间就会急剧收缩。

党的十九大报告指出,要坚持在经济增长的同时实现居民收入同步增长、在劳动生产率提高的同时实现劳动报酬同步提高。宏观经济政策仅仅着眼于经济增长是不够的,还要注意经济增长的分配效

应,即哪些社会群体受益较大,哪些社会群体受益较小。而且,很多宏观经济政策本身并不是福利中性的,而是会有强烈的再分配效应,对不同社会群体造成不同的影响。在这种情况下,宏观经济政策就要尽可能偏向底层家庭,因为底层家庭边际消费倾向较高,这种策略将更加有利于经济稳定和金融稳定。

全球金融危机和随后的大衰退,为学界提供了金融周期透过居民资产负债表影响实体经济,而随后的政府政策具有强烈再分配效应的绝佳案例。大衰退期间,美国政策制定者面临艰难抉择:救银行还是救家庭?美国财政部和美联储最终选择了前者,而这也成为美国宏观经济政策最为人所诟病之处。迈恩、苏非(2015)的研究指出,大衰退的主要诱因是高杠杆购房家庭的消费大幅下降。他们最近的研究进一步证实了存在信贷扩张的家庭需求渠道(Mian et al, 2019),称其会放大经济周期,导致更严重的衰退。在这种情况下,危机中宏观经济政策的首要目标应该是稳消费,手段是对高杠杆购房家庭进行债务重组和减免,以阻止其资产负债表恶化。

中国需要对居民部门杠杆率上升、消费疲弱和贫富差距保持足够的警觉。在资产价格剧烈变动的金融周期中,获得杠杆化收益的主要是顶层家庭,遭受杠杆化损失的主要是底层家庭。由于二者消费倾向的差异,会导致金融周期对经济周期的不对称影响。在金融周期的繁荣阶段,实体经济的波动性往往不高,可是一旦资产价格泡沫破裂、金融周期走向衰退,实体经济就会遭受重大冲击,造成严重衰退。因此,除了有意识地抑制和调节金融周期,尤其是限制底层家庭过度扩张资产负债表而外,还要格外注意宏观经济政策的再分配效应,做到“损有余而补不足”。比如,在金融周期繁荣阶段,累进财产税就是一种良好的自动稳定器,而在金融周期的衰退阶段,就要积极致力于底层家庭的债务重组,修补其资产负债表以稳定消费。

四、地方政府债务困境

我国地方政府债务大规模发展是在2008年金融危机之后(图6)。2009年地方政府融资平台大量出现,地方政府也通过给平台担保的方式积累了隐性债务。债务规模上升造成风险积累,这一问题日趋受到重视。国家审计署在2011年和2013年分别公布了两次对地方政府性债务的审计结果。2014年,国务院出台了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(43号文),正式开启了地方政府债务的治理。2015年,我国宏观经济出现较大下行压力,对地方政府债务的监管有所放松。2017年,随着宏观经济的企稳,监管的方向发生变化。金融去杠杆彻底控制住了影子银行对地方政府隐性债务的支持。因此,2017年也被称作金融监管元年。随着基建和房地产投资下滑,经济下行压力加大,地方债务的监管空间在2019年又出现放松迹象。2018年末的中央经济工作会议提出“积极的财政政策要加力提效,较大幅度增加地方政府专项债券规模”,强调了宏观政策的逆周期调节功能。

纵观我国地方政府债务的发展与监管过程,其周期性规律是较为明显的。我国地方政府实际上承担着宏观调控政策实施者的职能。从“长期停滞说”的角度看,地方政府一直扮演着对抗结构性总需求不足的重要角色;从“金融周期说”的视角看,地方政府的债务积累蕴含着很大的金融风险。除了宏观层面的这一基本矛盾,我国地方政府债务还存在一些特殊问题。这些问题主要表现为地方债市场不健全和各部门对隐性债务的推诿。

(一)显性债务的困境:地方债市场尚未健全

2015年债务置换之后,地方政府显性债务主要是政府债券。从其用途看,绝大部分地方政府债券都被用来稳增长。目前,我国地方政府债券规模的快速上涨并没有与更完善的管理相对应,很多方面都存在问题。

第一是流动性问题。我国地方债券二级市场的流动性偏低,市场参与者少,不利于形成市场化定价。2018年全年地方债换手率仅为8%,相比国债66%的换手率而言流动性偏低。导致流动性偏低的直接原因是地方政府债券的持有主体过于单一,缺乏足够的做市商。

第二是定价机制问题。地方政府债券主要由地方政府信用担保,相对于国债来说一般都具有一定的风险溢价,且债券评级会随着地方政府财务状况的变化而随时调整。澳大利亚和加拿大的地方

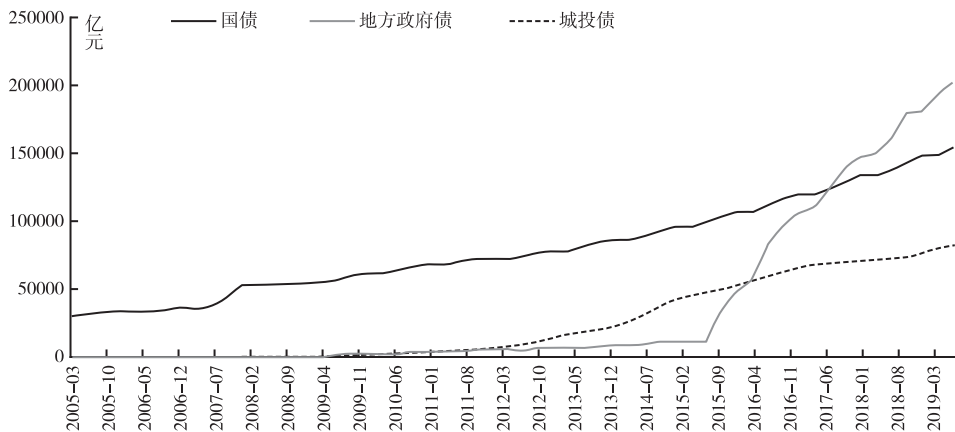


图6 中国政府债券规模

数据来源:Wind数据库。

政府债券风险溢价都在0.5%左右,美国2000—2014年的风险溢价中位数虽然为负,但不同地方政府之间的差距较大(Sola & Palomba, 2015)。而我国地方债最大的风险溢价仅为0.3%左右,且不同省之间的差距非常小。Lam & Wang(2018)用中国各省地方政府债券的风险溢价对代表各省经济发展程度和财政能力的变量(包括经济增速、债务率、财政收支等)进行回归研究,结果发现风险溢价与这些变量之间并无明确的相关关系。而其他国家的实证结果表明这种关系是存在的,即使在德国这样的单一制国家,风险溢价与经济增速也呈现出一定的显著性。分析结果还表明,我国不同省份之间的地方债利差主要反映的是流动性溢价而不是风险溢价。可见,地方政府债券缺乏完善的定价机制,损害了其正常市场化流动的基础。

第三是信用评级问题。从对地方政府债券的评级结果看,我国地方政府债券无论是发达地区还是欠发达地区目前全部是AAA的最高信用评级。这无法体现出地方政府偿债能力和信用风险的差别,不利于通过地方政府债券发行利率充分体现出债务风险。根本原因是缺乏一个明晰的违约清算机制。中国政府体系属于单一制,地方政府不存在破产机制,市场普遍预期在危机来临时中央政府会对地方政府实施救助。但新《预算法》中明确说明了中央对地方政府债券违约的不救助准则。这种认识上的混淆,扰乱了地方政府债券的信用评级基础,使评级机构难以进行有效评级。

第四是信息披露问题。相比于美国市政债发行说明书,我国地方政府债券相关的信息披露极为有限。另外,我国尚未编制出各省级政府的资产负债表,缺乏最为关键的资产负债规模与结构、债务负担规模和财政风险等相关信息。

第五是债务风险管理问题。我国地方政府债券规模发展过快,但尚未建立起与现有规模相适应的监管框架。尤其是在地方政府出于发展经济的需要而产生融资需求时,可能会与金融体系的长期稳定相冲突。与此同时,地方债涉及监管当局较多,有些领域存在重合,有些领域则并未被完全覆盖。地方债交易存在场内与场外两个市场:场外市场是银行间交易,目前是地方债最主要的交易市场;场内市场是证券市场交易,其活跃度也在上升。涉及地方政府债券的监管部门包括了人民银行、银保监会、证监会、财政部、审计署、全国人大、地方政府和市场评级机构。财政部和地方政府是地方债发行、运行和偿付的最主要管理机构,他们对债券发行规模共同负责。银行间市场和证券市场的交易分别由人民银行和证监会负责监管。银保监会既负责银行和保险机构持有地方政府债券的风险资本权重管理,同时也会涉及未来可能涉及的债券违约互换衍生品的监管。

(二)隐性债务的困境:财政与金融的两难

在显性债务难以满足地方政府支出需求的情况下,地方政府只能依靠隐性债务来获得资金支持。在过去十年里,隐性债务快速增长,成为主要的债务风险隐患。2014年国务院下发的“43号文”明确规定了地方政府只能以地方政府债券的方式举债融资。从原则上说,2015年之后政府的隐性

负债不会再增加,新增债务只能是法定框架下的显性债务。这种简单的认定方式忽视了已然大量存在且仍不断增长的隐性债务。地方政府的支出行为并未发生根本变化,在显性债务额度有限的情况下,依然会积极寻求各种类型的隐性渠道来增加债务。这就造成了我国财政金融体系的两难困境。一方面,在新《预算法》和“43号文”的框架下,政府只承认显性债务规模,对事实上存在的隐性债务既不给予官方口径上的确认,也缺乏相应的违约清算机制。这直接威胁到金融体系的稳定性,形成系统性违约风险的隐患。这部分隐性债务,在债务方(隐藏在背后的地方政府)角度被认为是纯市场化的债务,并无政府信用的背书,但在债权方(金融机构,主要是商业银行)角度则一向被看作是准政府债务,最终的还本付息都需要地方财政的兜底。事实上,大量城投公司承担了众多地方政府的基建投资项目,而这类项目普遍缺乏经济性,或者回收期较长,在纯市场环境下很难顺畅地得到融资。由于其规模较大,一旦这类债务出现违约,会严重影响到金融机构的资本金。更严重的情况则是违约风险在金融网络体系中不断传染,从而形成系统性金融风险(Glasserman & Young, 2016)。另一方面,这部分隐性债务一旦被地方政府承认,政府杠杆率会显著上升,直接影响到财政政策的政策空间。换句话说,承认这部分债务可能会面临财政风险,不承认这部分债务则会面临金融风险。

估算中国地方政府隐性债务,主要有三种方法:第一种按照融资主体分类进行估算(Bai et al, 2016;张志威、熊奕,2017),第二种按照融资工具估算(Chen et al, 2017),第三种从政府支出缺口的角度估算(Zhang & Barnett, 2014)。三种方法各有优劣。笔者用三种方法同时进行估算,结果如图7所示。从融资主体看,2018年末地方政府隐性债务规模为53.6万亿元,占GDP的60%;从融资工具看,2018年末地方政府隐性债务规模51.1万亿元,占GDP的57%;从资金缺口看,2018年地方政府隐性债务为59.3万亿元,占GDP的66%。总体而言,地方政府隐性债务一定程度上得到抑制,结构性去杠杆初见成效。

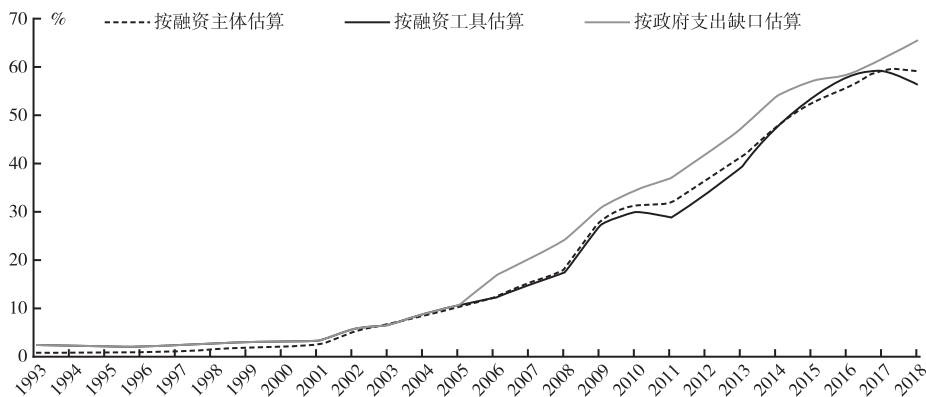


图7 中国地方政府隐性债务与名义GDP之比

我国地方政府债务高企的主要原因可归纳为三点:地方财权和事权不匹配的体制扭曲、地方政府发展经济的冲动和地方财政配合宏观调控的需要。从宏观经济政策角度看,我国地方政府实际上承担着重要的宏观调控任务。当经济下行需要“逆周期”调控时,地方政府总是通过开展大规模公共投资来促进经济增长。与此同时,这些支出所形成的债务,又时时威胁着金融稳定。这再次凸显了我国宏观调控框架的转型的必要性,稳增长和防风险、经济稳定和金融稳定,将在很长时期内成为我国宏观调控的主要矛盾。

五、贸易摩擦和金融风险

自2017年4月20日美国启动对华“301调查”至2019年9月,中美两国已经进行了12轮高级别经贸磋商,却始终未能解决分歧、达成协议。不断扩大的征税商品清单和不断提高的双边关税水平,对两国经济的负面影响正在逐步显现,也大大增加了全球经济的不确定性。

在美国把中国列为“汇率操纵国”后,贸易摩擦有向金融领域扩展的趋向。美国将在1年内与中国磋商改善汇率低估的问题,若1年内达不成协议,美国可以通过限制中国的海外融资、政府采购歧视、在IMF发起对中国汇率政策的严格审查,以及协商双边贸易协定等多种方式升级中美贸易摩擦。根据日本、俄罗斯、伊朗等国的历史经验,美国可能采取的经济手段还包括:迫使目标国货币升值,助推并刺破目标国的资产泡沫,引发金融危机;在目标国经济疲弱时,做空该国股票和债券市场,引发资本外逃,导致汇率大幅贬值;利用SWIFT、CHIPS等金融基础设施制裁目标国金融机构、企业和个人,切断SWIFT结算与支付渠道,直接冻结资产;在目标国国际收支恶化的背景下,利用信用评级机构大幅下调目标国主权信用和企业信用评级,提高该国海外融资成本,引发债务危机等。现阶段应警惕人民币贬值预期和外商撤资可能带来的金融风险。

(一)人民币汇率波动与外储充足性

2019年8月1日,美国宣布将对3000亿美元中国输美商品加征关税,随后8月5日美国财政部宣布将中国列为“汇率操纵国”,人民币兑美元汇率三天内贬值1500个基点,快速跌破“7”这一心理关口,贬值幅度达2.4%。事实上,中国当前采取的是盯住一篮子货币、有管理的浮动汇率制度。央行早在2017年便已经退出对人民币汇率的常态化干预,此次贬值主要是受市场力量的驱动,而非主动贬值。如图8所示,中美贸易摩擦开始以来,人民币兑美元汇率的波动性显著上升,每一轮美国宣布对华加征关税后都会出现汇率大幅波动和贬值的情况。

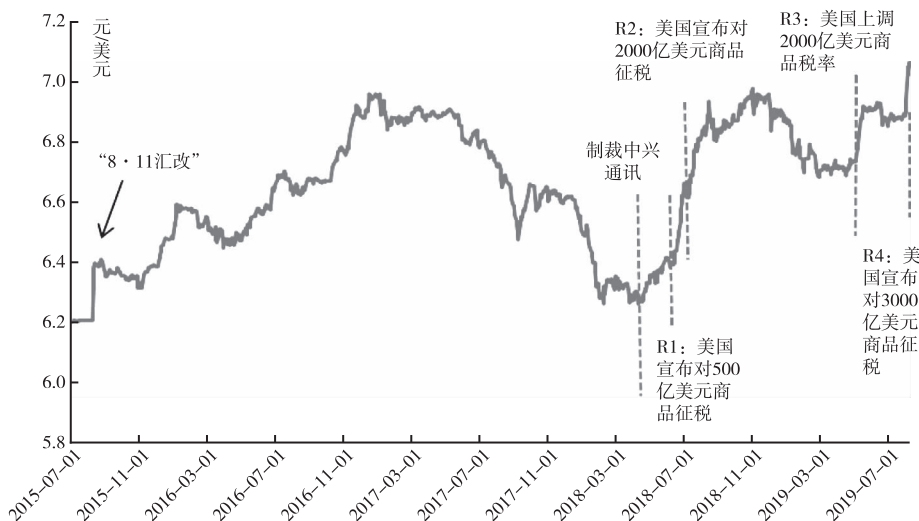


图8 中美贸易摩擦与人民币兑美元汇率波动

数据来源:美国圣路易斯联邦储备银行(FRED)。

然而,虽然中美贸易摩擦愈演愈烈,人民币兑美元贬值幅度明显,但人民币对一篮子货币仅出现了小幅贬值。根据国际清算银行数据显示,自2018年4月16日美国宣布制裁中兴通讯至2019年8月9日,在岸人民币兑美元汇率贬值12.5%,而同期人民币对一篮子货币(CFETS指数)贬值仅为5.6%,人民币名义有效汇率(NEER)贬值5.2%。如图9所示,近年来人民币名义与实际有效汇率(REER)的相关系数接近1,二者高度拟合,即使出现偏离,幅度也很小并很快得到修正。这在一定程度上为央行减少汇率干预提供了佐证。

过去央行一直努力避免人民币汇率的大幅波动和贬值预期,这是因为汇率的剧烈波动可能会造成福利损失。一方面,汇率波动会通过价格传递效应、收入效应和支出转移效应对一国价格、出口、总需求产生影响。另一方面,汇率波动带来的不确定性会增加交易成本、提升风险溢价,对贸易与投资造成负面影响,而贬值预期则会强化这些影响,并在短期造成国际收支恶化。

但是,Ghosh et al(2010)、Gagnon & Hinterschweiger(2011)和Frieden(2014)的研究表明,汇率波动不是长期经济增长或产出的重要影响因素,实行钉住汇率或浮动汇率制度国家的平均增长率差

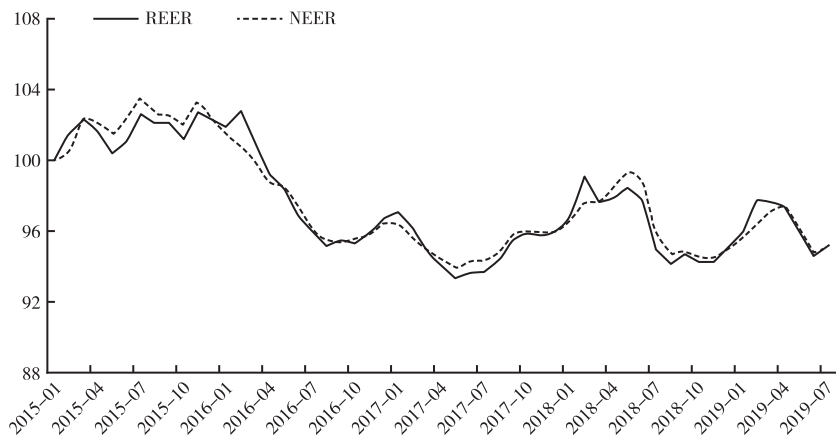


图9 人民币名义和实际有效汇率(2015.1=100)

数据来源：国际清算银行(BIS)，美国圣路易斯联邦储备银行(FRED)。

异很小。并且，汇率的波动往往不会完全反映在价格变动上，即价格传递效应不完全。对于许多发展中国家而言，浮动汇率与更高的通胀水平和价格波动相联系的主要原因是这些国家不稳定的货币政策。此外，Bergin & Tchakarov(2003)和 Bergin(2004)的研究表明，汇率波动对贸易的影响有可能为良性。在大多数情况下汇率波动造成的福利损失可能小于货币当局为维护汇率稳定而付出的努力，如对国内经济造成的扭曲和外汇市场干预的成本。只有对某些贸易依存度过高的小国，以及难以在国际资本市场以本币进行融资的国家，保持汇率稳定才利大于弊。

由于中国现阶段具有的经济特性，央行应减少对人民币汇率，特别是人民币兑美元汇率的干预。其一，我国的经济增长模式正在逐步转向内需驱动，对外贸易依存度已经显著下降，由2006年64%的高点下降至2018年的33.7%。其二，人民币汇率的价格传递效应不完全，名义汇率波动对我国宏观经济稳定性的影响较小。其三，考虑到中美贸易摩擦的持久性，中美经济的相关性会逐渐下降，美元作为货币锚的重要性亦将进一步下降。其四，受贸易摩擦和人口老龄化的影响，在短期和中长期我国的国际收支会趋于恶化。考虑到近年来外债规模的快速上升和外资企业撤资的不确定性，保证外汇储备的充足性对保障经济安全有着更为重要的意义。

根据国际货币基金组织(IMF)“外汇储备充足性”标准，我国的外汇储备依然充足。如表1所示，考查外储充足性涉及的四个核心指标分别为：(1)满足偿还30%的短期外债需求。2019年一季度，我国全口径外债余额为1.97万亿美元，其中64%为短期外债，67%为外币外债。风险较大的为短期外币外债，但人民币外债同样有可能消耗外储，因此需要外储约3782亿美元。(2)新兴市场经济体需要满足20%其他资产组合负债流出需求。2019年一季度，境外投资者持有我国股票总额约为2500亿美元，需要外储约500亿美元。(3)满足5%~10%的国内居民资产流出需求。2019年一季度，我国广义货币M2约为28万亿美元。由于中国存在较为严格的资本管制，只需满足2.5%~5%国内居民资产的流出需求，需要外储0.7万亿~1.4万亿美元。(4)满足3个月的进口需求。2019年一季度，我国进口总额约为4750亿美元，需要约4750亿美元外储以满足进口贸易的支付需求。受贸易摩擦引致的产业转移和供应链重配以及经济增速放缓等影响，未来进口支付需求可能会下降。

截至2019年一季度，我国外汇储备约为3.2万亿美元。在无资本管制、固定汇率条件下，我国需要约3.3万亿美元的外汇储备，略高于我国目前的外储水平。而在较为严格的资本管制、固定汇率条件下，只需要约1.9万亿美元的外汇储备，约为当期外储的59%，基本不存在风险。若实行浮动汇率制度，则安全阈值进一步下降至1.2万亿美元，外储充足性将进一步提高。

但也应注意到，同资本流出最为严重的2016年相比，我国的外储充足性有所下降。其中，若将外储的安全阈值与当期外储的比率视为风险指标，在无资本管制条件下外储充足性比2016年底降低了21个百分点，在资本管制条件下外储充足性比2016年底降低了13个百分点。

表 1 我国外储充足性的估计(2019 年第一季度)

	2019 年 第一季度	无资本管制				资本管制			
		固定汇率		浮动汇率		固定汇率		浮动汇率	
		(亿美元)	%	(亿美元)	%	(亿美元)	%	(亿美元)	%
短期外债	12608	30	3782	30	3782	30	3782	30	3782
其他债务	2500	20	500	15	375	20	500	20	500
广义货币	281530	10	28153	5	14077	5	14077	2.5	7038
进口	4750	10	475	5	238	10	475	10	475
安全值			32910		18472		18834		11795
安全值/当期外储(%)			103		58		59		37

数据来源:中国国家外汇管理局(SAFE),中国人民银行(PBoC)和作者估算。

(二) 跨境资本流动与对外资产负债

据商务部数据,中美双边投资自 2018 年起便出现了显著下滑。2018 年,中国企业在美直接投资 50.6 亿美元,同比下降 33.4%。2019 年上半年,美国企业在华直接投资为 16.3 亿美元,同比下降 16.4%。双边直接投资的下滑主要有三个方面的原因:一是投资者担忧贸易摩擦引起的两国经济增长放缓,以及贸易制裁和反制措施的扩大化增加投资的不确定性;二是美国方面借国家安全的理由,对中国企业在美投资加以限制;三是中国方面加强了对本国资本流出的管制,虽然并没有特别针对美国。尽管如此,在进一步扩大开放的政策支持下,外商在华直接投资总体仍保持增长。2019 年上半年,全国新设外商投资企业约 2 万个,同比下降 32%,实际使用外资 707 亿美元,同比增长 3.5%。其中,欧盟、东盟、一带一路沿线国家对华直接投资均实现了增长,增速分别为 17%、3%和 4.3%。

目前我国的双向跨境资本流动保持基本平衡,贸易摩擦对我国跨境资本流动的影响总体可控。如表 2 所示,如果将我国国际收支平衡表上 2014 年以来的净误差与遗漏项计为本国资本流出,则 2014—2018 年我国私人部门均是资本净流出。经修正后的数据显示,2018 年外国资本流入规模为 4838 亿美元,是近年来的高点;而本国资本流出规模虽显著低于 2016 年的水平,但依然超过 5100 亿美元,净流出规模较 2017 年显著收窄。在国际收支平衡表上,2018 年我国私人部门为净流入 1306 亿美元,修正后则为净流出 296 亿美元,而银行结售汇数据也显示 2018 年为逆差 560 亿美元,这印证了本文的修正结果更加贴近现实。

表 2 中国私人部门跨境资本流动规模估算(亿美元)

	外国资本净流入	本国资本净流出	净值	NEO	本国资本净流出(修正) ¹	净值(修正) ²
2012	2670	-3030	-360	-871	-3901	-1231
2013	5633	-2203	3430	-629	-2832	2801
2014	4115	-4629	-514	-669	-5298	-1183
2015	-1010	-3335	-4345	-2130	-5465	-6475
2016	2596	-6756	-4161	-2295	-9051	-6456
2017	4419	-3324	1095	-2130	-5454	-1035
2018	4838	-3532	1306	-1602	-5134	-296

数据来源:国家外汇管理局,汤铎铎,张莹(2017)和作者估算。

注:1. 根据国际收支恒等式, $CA = -KA = \Delta R - NFI = \Delta R - (FI_{inward} - FI_{outward})$, 其中 CA 为经常账户余额, KA 为资本和金融账户余额; ΔR 为官方储备资产变动, 这里同国际收支平衡表中的记账处理不同, 储备资产增加为“+”, 减少为“-”; NFI 为私人部门资本净流入, FI_{inward} 为资本流入, $FI_{outward}$ 为资本流出, 则 $FI_{outward} = CA + FI_{inward} - \Delta R$ 。
2. 净值为等式中的 NFI , 即私人部门资本净流入。

当前我国跨境资本流动趋于平衡的局面是建立在加强本国资本流出管制和放宽外国短期资本流入的政策基础之上的。这对中国对外部门资产负债表的直接影响是对外资产增速放缓, 同时对外负债持续扩张, 从而净资产增长缓慢甚至下降。如图 10 所示, 2018—2019 年一季度我国对外资产和负债小幅增加, 净资产小幅下降。其中, 总资产增加了 2328 亿美元, 增幅为 3.3%, 总负债上升了

3825 亿美元，增幅为 7.6%，净资产减少 1496 亿美元，增幅为 -7.1%。

此外，我国对外部门资产负债表还呈现出以下几个主要特征：

一是资产持有者结构发生了显著变化。私人部门持有的对外资产在总资产中的占比自 2016 年首次超过 50% 后，2019 年一季度进一步提升至 56.7%，而官方储备资产占比则下降至 43.3%，这体现了私人部门配置国外资产的需求仍在持续增长。

二是外汇储备规模稳定，黄金储备有所增加。2018—2019 年 7 月，我国的外汇储备下降了 577 亿美元，但依然在 3.1 万亿美元之上，在储备资产中占比约为 96.6%。其中，美国国债约为 1.1 万亿美元，自 2018 年 6 月以来减持了约 810 亿美元，约占储备资产的 35%。此外，黄金储备规模有所上升。自 2018 年 12 月来央行连续 8 个月增持黄金约 300 万盎司，在储备资产中占比提升了 0.35 个百分点。

三是负债结构方面，国外投资者增持以人民币计价的股票、债券等资产，对我国对外负债的来源结构产生较为深远的影响。外国在华证券投资从 2016 年底的低点 3.03 万亿美元上升到 2019 年 3 月的 5.47 万亿美元，推动证券投资在总负债中的占比由 17.8% 上升至 23.1%，同时直接投资占比降至 52.7%。由于证券投资有顺周期特征，外国在华证券投资占比的提高意味着资本流动波动性和汇率超调可能性的上升，这也是一种潜在的不稳定因素。

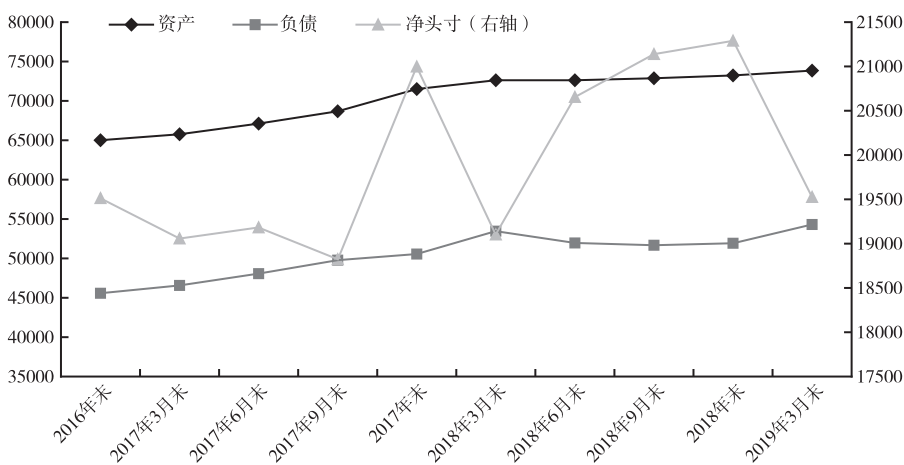


图 10 中国对外部门资产负债情况(亿美元)

数据来源：国家外汇管理局。

六、结束语

新凯恩斯主义宏观经济学代表人物曼昆最近给出一张美国就业和平均时薪图，强调“菲利普斯曲线活得很好”(The Phillips curve is alive and well)^①。以金融研究见长的著名经济学家科克伦立刻强势反对，批评曼昆有选择地使用数据，并且明确宣布“菲利普斯曲线已死”(The Phillips curve is still dead)^②。这很有象征意义。宏观经济学已经不能漠视金融问题了，或者说，金融已经强势进入宏观经济学。从这个意义上讲，“长期停滞说”代表传统理论的坚守，而“金融周期说”包含着更多的创新思想。当然，二者都对当前的全球经济困局进行了有益的解说，也都可以用来理解我国宏观经济的现状。

从居民部门看，金融和房地产对我国居民部门资产负债表的重构，一方面抑制了消费需求，另一方面也使金融周期有了发挥作用的物质基础。对于近期居民部门杠杆率的快速上升，决策者必须给予足够的重视。在杠杆化的金融周期中，获益的是顶层家庭，受损的是底层家庭。由于二者消费倾

① <https://leaders.economicblogs.org/mankiw/2019/mankiw-phillips-curve>。

② <https://seekingalpha.com/article/4273423-phillips-curve-still-dead>。

向的差异,会导致金融周期对经济周期的不对称影响。因此,除了有意识地抑制和调节金融周期外,宏观经济政策还要兼顾分配。

我国地方政府实际上承担着重要的宏观调控任务,这是形成地方政府债务困境的根源。每当经济出现下行需要“逆周期”调控时,地方政府总是充当关键的角色,通过开展大规模公共投资来拉动经济。与此同时,这些支出所形成的债务,又时时威胁着金融稳定。这再次凸显了我国宏观调控框架转型的必要性,稳增长和防风险将在很长时期内成为宏观调控的主要矛盾。

中美贸易摩擦有向金融领域扩散的趋势。鉴于现阶段我国经济的特点,央行应减少对人民币汇率,特别是人民币兑美元汇率的干预。考虑到近年来外债规模的快速上升和外资企业可能撤资的前景,保证外汇储备的充足性对金融稳定有着更为重要的意义。当前,我国双向跨境资本流动保持基本平衡,贸易摩擦对我国跨境资本流动的影响总体可控。我国对外部门资产负债表出现一些值得关注的变化,如私人部门配置国外资产的需求持续增长,以及国外投资者增持以人民币计价的资产。

短期看,全球经济面临巨大的不确定性,同样,我国经济目前也面临这一不确定性。我国宏观经济政策应该保持定力,在坚持金融降杠杆的大方针下,适时适度推出措施稳增长。最重要的是要有意识预留政策空间以因应未来可能发生的剧烈变化。

参考文献:

- 阿蒂夫·迈恩 阿米尔·苏非,2015:《房贷:为什么会出现大衰退,如何避免重蹈覆辙》(中译本),中信出版社。
- 沃尔特·沙伊德尔,2019:《不平等社会:从石器时代到 21 世纪,人类如何应对不平等》(中译本),中信出版社。
- 阿代尔·特纳,2016:《债务和魔鬼:货币、信贷和全球金融体系重建》(中译本),中信出版社。
- 汤铎铎,2019a:《金融去杠杆、竞争中性与政策转型——2019 年中国宏观经济展望》,《经济学动态》第 3 期。
- 汤铎铎,2019b:《全球低通胀趋势尚未改变》,《经济参考报》6 月 19 日。
- 汤铎铎,2019c:《创新和完善现代化经济体系的宏观调控》,载《现代化经济体系建设理论大纲》,人民出版社。
- 汤铎铎 张莹,2017:《实体经济低波动与金融去杠杆——2017 年中国宏观经济中期报告》,《经济学动态》第 8 期。
- 汤铎铎等,2019:《后危机时期中国经济周期波动与宏观调控研究》,中国社会科学出版社。
- 张智威 熊奕,2017:《地方政府融资平台债务风险分析》,德意志银行宏观报告。
- ADB(2019),“Fostering growth and inclusion in Asia’s cities,” Asian Development Outlook (ADO) 2019 Update, Sept.
- Bai, C. E. et al(2016), “The long shadow of a fiscal expansion”, NBER Working Paper, No. 22801.
- Bergin, P. (2004), “Measuring the cost of exchange rate volatility”, FRBSF Economic Letter, No. 2004-22, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Bergin, P. & I. Tchakarov(2003), “Does exchange rate risk matter for welfare?”, NBER Working Paper, No. 9900.
- Bernanke, B. (2005), “The global saving glut and the U. S. current account deficit”, Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March.
- Blanchard, O. (2018), “Should we reject the natural rate hypothesis?”, *Journal of Economic Perspectives* 32(1):97-120.
- Blanchard, O. (2019), “Public debt and low interest rates”, *American Economic Review* 109(4):1197-1229.
- Borio, C. (2014), “The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?”, *Journal of Banking & Finance* 45(C):182-198.
- Borio, C. (2017), “Secular stagnation or financial cycle drag?”, *Business Economics* 52(2):87-98.
- Borio, C. et al(2019), “What anchors for the natural rate of interest?”, BIS Working Papers, No. 777.
- Caballero, R. J. et al(2016), “Safe asset scarcity and aggregate demand”, *American Economic Review* 106(5):513-518.
- Caballero, R. J. et al(2017), “The safe assets shortage conundrum”, *Journal of Economic Perspectives* 31(3):29-46.
- Chen, Z. et al(2017), “The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes”, NBER Working Paper, No. 23598.
- Drehmann, M. et al(2012), “Characterising the financial cycle: Don’t lose sight of the medium term!”, BIS Working Papers, No. 380.
- Frieden, J. A. (2014), *Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy*, Princeton University Press.
- Gagnon, J. E. & M. Hinterschweiger(2011), *Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy*, Peterson Institute for International Economics.

- Ghosh, A. et al(2010),“Exchange rate regimes and the stability of the international monetary system”, IMF Occasional Paper, No 270.
- Glasserman, P. & H. P. Young(2016), “Contagion in financial networks”, *Journal of Economic Literature* 54(3): 779—831.
- IMF(2019), *World Economic Outlook (update): Still Sluggish Global Growth*, International Monetary Fund.
- Juselius, M. et al(2017), “Monetary policy, the financial cycle, and ultra-low interest rates”, *International Journal of Central Banking* 13(3):55—89.
- Lam, W. R. & J. Wang(2018), “China’s local government bond market”, IMF Working Paper, No. 219.
- Mian, A. et al(2019), “How does credit supply expansion affect the real economy? The productive capacity and household demand channels”, *Journal of Finance*, forthcoming.
- OECD(2019), “Warning: Low growth ahead”, Interim Economic Outlook, Sept.
- Piketty, T. (2014), *Capital in the 21st Century*, Harvard University Press.
- Piketty, T. et al(2019), “Capital accumulation, private property and rising inequality in China, 1978—2015”, *American Economic Review* 109(7):2469—2496.
- Rachel, L. & L. H. Summers(2019), “On falling neutral real rates, fiscal policy, and the risk of secular stagnation”, BPEA Conference Drafts, March 7—8.
- Sola, M. S. & M. G. Palomba(2015), “Sub-national government’s risk premia: Does fiscal performance matter?”, IMF Working Paper, No. 117.
- Summers, L. H. (2014a), “US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound”, *Business Economics* 49(2):65—73.
- Summers, L. H. (2014b), “Reflections on the ‘New secular stagnation hypothesis’”, in: C. Teulings & R. Baldwin (eds), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR Press.
- Summers, L. H. (2018), “Secular stagnation and macroeconomic policy”, *IMF Economic Review* 66(2):226—250.
- World Bank(2019), *Global Economic Prospects: Heightened Tensions, Subdued Investment*, World Bank Group.
- Zhang, M. Y. S. & M. S. Barnett(2014), “Fiscal vulnerabilities and risks from local government finance in China”, IMF Working Paper, No. 14/4.

Secular Stagnation or Financial Cycle:China’s Macroeconomic Outlook

TANG Duoduo LIU Lei ZHANG Ying

(Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)

Abstract: China’s economy and the global economy are facing a similar predicament. The secular stagnation hypothesis and the financial cycle hypothesis compete against and complement each other and offer solutions from different perspectives. From the perspective of a structural insufficiency of aggregate demand, the zero lower bound on interest rates requires fiscal policy to fully assume responsibility, even at the cost of debt monetization. From the perspective of financial cycle, policymakers need to be particularly wary of credit expansion and rising asset prices to avoid falling into a debt trap, where low interest rates lead to even lower interest rates. Examining from the specific situations of various sectors in China, there are not only secular stagnation factors suppressing aggregate demand, but also the gradual expansion of the impact of financial cycle. In the short term, as the global economy faces huge uncertainties, China’s macroeconomic policies should be stable and stay focused. Under the main principle of financial deleveraging, measures should be introduced in a timely and appropriate manner to ensure steady growth. At the same time, space should be consciously reserved for policies to cope with the drastic changes that may occur in the future.

Keywords: Secular Stagnation; Financial Cycle; Consumption; Local Government Debt; Trade Friction

(责任编辑:杨新铭)

(校对:何伟)