



2019 年二季度杠杆率数据发布暨研讨会

国家金融与发展实验室

2019 年 8 月 27 日

2019 年二季度杠杆率数据发布暨研讨会

邢自强

摩根士丹利中国首席经济
学家

邢自强：

去年以来，中美贸易摩擦升级，而跨国供应链调整耗时长、难度大、成本高，因此任何经济体很难在贸易摩擦中独善其身。基于此，笔者所在的大摩全球经济团队，自今年 2 季度以来不断预警全球经济下行风险，提出了全球衰退的风险不可不防。几个月前在此场合，我曾阐述这一意见，可能被认为有点耸人听闻。但到如今，全球衰退的风险已然不仅仅是隐忧，体现在如下两个方面：

首先，全球主要经贸指标同时触及多年新低，凸显经济活动恶化。其中，全球制造业采购经理人指数处于 7 年最低；资本品进口增速在去年贸易摩擦升级后急转直下，目前处于 3 年最低；贸易量增速则位于 2012 年以来的最低水平。预计到三季度，全球 GDP 增速将下滑至近 6 年新低，而到明年一季度进一步回落至 2.6%，距离 IMF 定义的 2.5% 衰退荣枯线仅仅一步之遥。

核心原因是，贸易摩擦的传导渠道广泛，不仅直接影响出口订单，还通过供应链传导至相关上下游产业。最后，伴随着持续的关税不确定性以及订单减少后利润

下滑，企业信心下滑，最终导致削减投资甚至裁员。

有鉴于此，贸易摩擦没有赢家，不仅仅影响出口依存度高的经济体如中国，对美国经济而言，加征关税初期的影响可能的确偏小，但由于随着外部不确定性持续，企业逐步削减投资，并减少生产要素投入，包括削减雇员的工作时长，最终劳动力市场走弱，也会波及美国消费以及非贸易部门。这种传导链条正逐步发生。摩根士丹利的美国上市公司商业信心指数，在 5 月和 7 月两度以最近十年罕见的幅度大跌。同时，新增非农就业以及雇员工作时长已经在上半年显著放缓。美国经济暂时没有倒下的最后一张王牌，是依然坚挺的消费，但随着其 2018 年财政刺激效应消退，叠加贸易摩擦传导至就业市场，美国经济面临的下行压力将更为显著。

在美国经济下行，全球衰退风险上升的大背景下，中国发挥逆周期政策，做好底线思维，是题中应有之义。尤其是通过公开透明的方式适度增加政府杠杆，譬如通过增发地方政府专项债，弥补减税降费和举债规范之后的地方财力压力，有助于避免经济持续大幅下滑。

鉴于此，专项债发行可能在今年和明年仍有较大幅度扩容空间。今年 2.15 万亿的额度即将在 9 月发行完毕，按照目前每个月三千多亿左右的发行规模，为了保持融资的后劲，全年额度可适度提升 1 万亿左右。当然需要明确用途，跟着城市化相关的互联互通、管道等项目，专款专用，拉动有效投资。

政府加杠杆，为其他实体部门的杠杆率趋稳创造了条件，尤其是居民部门。大摩银行业研究团队发现，今年以来居民的消费信贷，包括过去野蛮生长的 P2P、消费金融公司信贷等，也得到了明显的抑制。从短期看，消费信贷减速可能拖累消费。大摩综合了消费信贷、在外就餐、航空客流等指标编制的消费者活力

指数目前处于 2008 年全球金融危机后的低位。但从中长期看，居民杠杆增幅趋于温和，意味着消费者对举债消费的态度更趋谨慎，实际上有利于长期可持续增长。

与此同时，货币政策在当前逆周期调节中可能更多起到辅助性作用，以配合财政发力为主。最新实施的 LPR 新机制有望从边际上降低企业的融资成本，而 9 月份伴随着美联储继续降息，中国央行可以考虑下调公开市场操作利率和准备金率，带来 MLF 利率下行。但 LPR 贷款利率的降幅预计较为温和，因为市场化定价灵活性提高的同时，银行对风险偏好的考量不可忽视。

从中长期看，贸易摩擦若持续，企业界可能会担心未来“去全球化”风险，甚至出现“一个世界，两套供应链”。目前，中国仍具产业链优势，例如齐全的工业门类、充足的高技术劳动力、完善的基建，以及日益上升的研发能力。这些优势暂时限制了跨国产业链的腾挪空间。证据之一是，虽然中国接收的外商直接投资自 2018 年来略有放缓，但东南亚及其他地区的外商直接投资并未随之显著上升。但外部不确定性持续越久，企业面临的代价就越高，也就更有可能通过转移生产地以规避不确定性。这需要中国以更大程度的开放、更具胸怀的广纳人才、更完善的知识产权保护体系，去维护在全球产业链的地位。譬如，对于研发人才的长期居住证进一步改革便利化，增强个人和公司所得税税率的国际竞争力，以及在基础设施上加强访问海外学术网站的便利程度，继续夯实全球知识交流和外溢效应。

与此同时，笔者认为内需层面，特别是新型城市化仍然大有可为。第五次中财委会议明确提出要进一步增强中心城市和城市群等经济发展优势区域的经济和人口承载能力，和过去发展小城镇的思路有所不同。如何在增加城市集

群密度的同时控制大城市病？首先，需要交通层面的互联互通，特别是在五大城市群（长三角、珠三角等）密集建设城际通勤铁路。这类线路连接城市和远郊，速度更快，车站之间距离比普通地铁更远，但全程运行时间往往不到一个小时；与此同时，车次密度远高于高铁，更适合通勤，推动城市群一体化。此外，通过投资 5G 网络、物联网、人工智能，有望有效缓解交通拥堵、污染、治安等传统意义上的大城市病。例如大数据应用可以促进共享出行，提高路面交通的使用率；物联网布局后对交通信号和导航线路的优化可以进一步减少拥堵。这些皆有助于缓解过去由于对大城市病的担忧，放松户口限制，形成数个人口过亿、衔接紧密的世界罕见城市群，推动生产率提升。

综上所述，当前全球经济面临衰退风险，通过政府债扩容等相对透明可控的方式托底经济是题中应有之义，也符合“防风险”和“房住不炒”的政策定力。而面对全球长期的逆全球化之不确定风险，应加大开放力度，维持产业链的竞争力，推行新型城市化，实现中国生产率持续改善。