



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

刘磊

国家金融与发展实验室国

家资产负债表研究中心高

级研究员

刘磊：

一、居民杠杆率的分析

IMF 的报告和很多学术成果都说明，居民杠杆率对于预测经济衰退和金融危机都是极其重要的指标。从各国居民部门杠杆率数据可以看出，美国从 2000 年到 2007 年的杠杆率趋势，和中国从 2009 年到现在的杠杆率趋势几乎是一组平行线，美国当时 8 年间上涨了超过 30 个百分点，我国 10 年间也上涨了 30 个百分点，同样是快速上升的趋势。当时就是在居民杠杆率上升到顶点时，发生了全球性的金融危机，所以居民杠杆率还是很重要的。

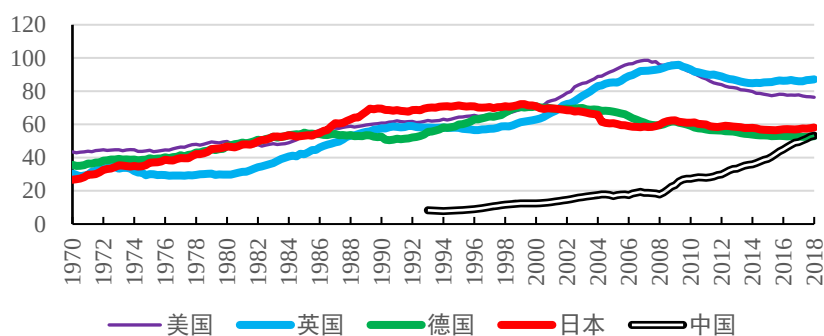


图 各国居民部门杠杆率 (%)

资料来源：国际清算银行、国家金融与发展实验室。

注：中国数据来自国家资产负债表研究中心，数据来自于国际清算银行。

如果从国际清算银行统计的数据完整的 42 个经济

体来看，2007 年到 2018 年居民杠杆率上升的有 31 个国家，居民杠杆率下降的只有 11 个国家，包括美国、英国、日本、德国等主要发达国家。所以从全球来看，大部分经济体还在加杠杆，杠杆率上升还是一个整体趋势。虽然中国现在的杠杆率和 2007 年全球金融危机的顶点相比，尚处于比较低的位置，但是从全球包括中国的杠杆率水平在 2019 年仍然会上升的趋势来看，这个风险还是比较大的。

居民杠杆率和金融危机相对同步的原因是住房价格、居民持有住房规模和居民杠杆率的升降趋势是高度一致的。美国的 OFHEO 房屋价格指数从 1975 年的 60 一路飙升到当前的 430，房地产价格在 40 年间翻了 7 倍，居民部门所拥有的房地产价值也从 1975 年的 1.7 万亿美元上涨到 2018 年年末的 29 万亿美元，上升得比较多。可以看到，2007 年住房价格领先于居民杠杆率下跌，引发了金融危机。

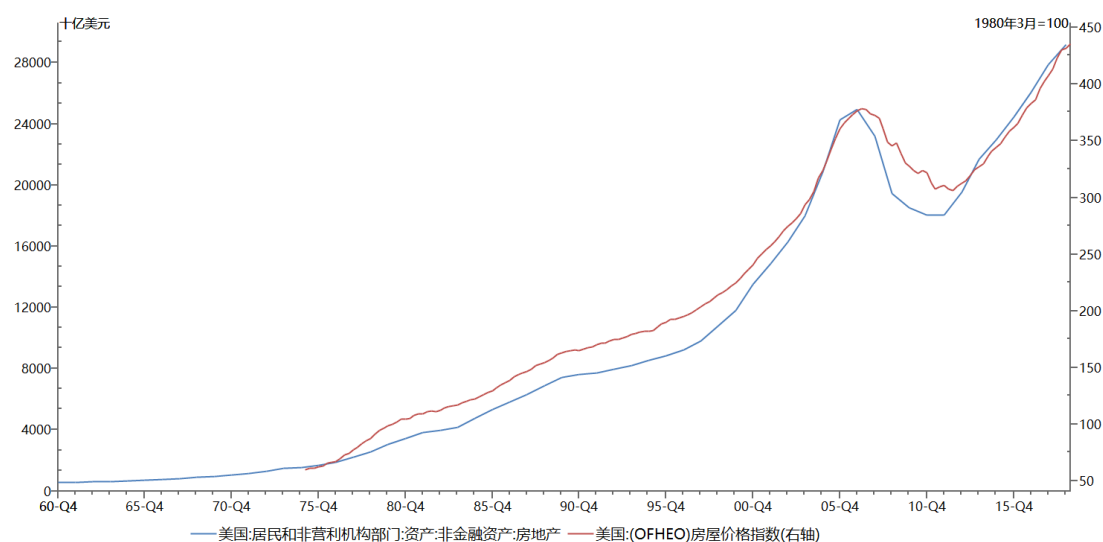


图 房价、住房资产与杠杆率同步上升

资料来源：WIND。

中国的情况和美国比较一致，美国的居民按揭贷款占其全部贷款的 60%~80%，我国居民按揭贷款占全部贷款的 54%，这也变相地说明房地产的价格和居

民杠杆率以及金融风险是高度相关的。

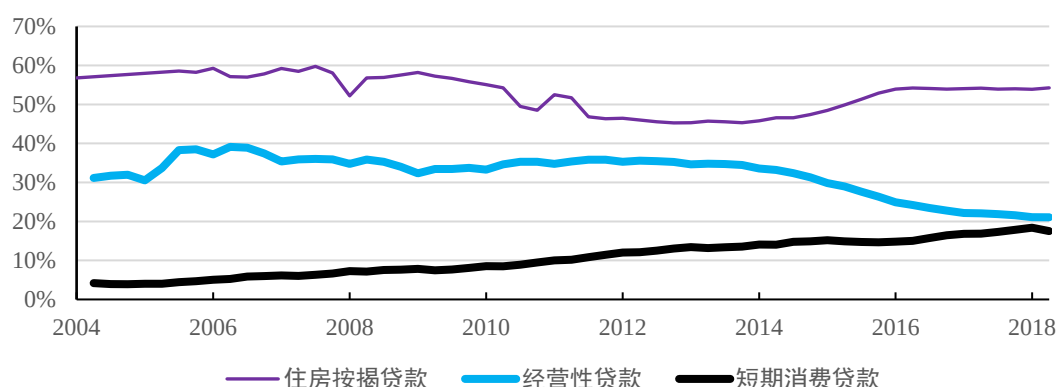


图 我国各类居民贷款占比

资料来源：人民银行、国家金融与发展实验室。

目前最大的问题是居民部门杠杆率过快上升，根据国际清算银行的估算，2008~2018 年，我国居民杠杆率上升了 34.7 个百分点，根据国家资产负债表研究中心的估算，这 10 年间我国居民杠杆率上升了 35.3 个百分点，而美国在居民杠杆率上涨最快的 8 年间，平均每年上升 4%，共上升了约 32 个百分点。

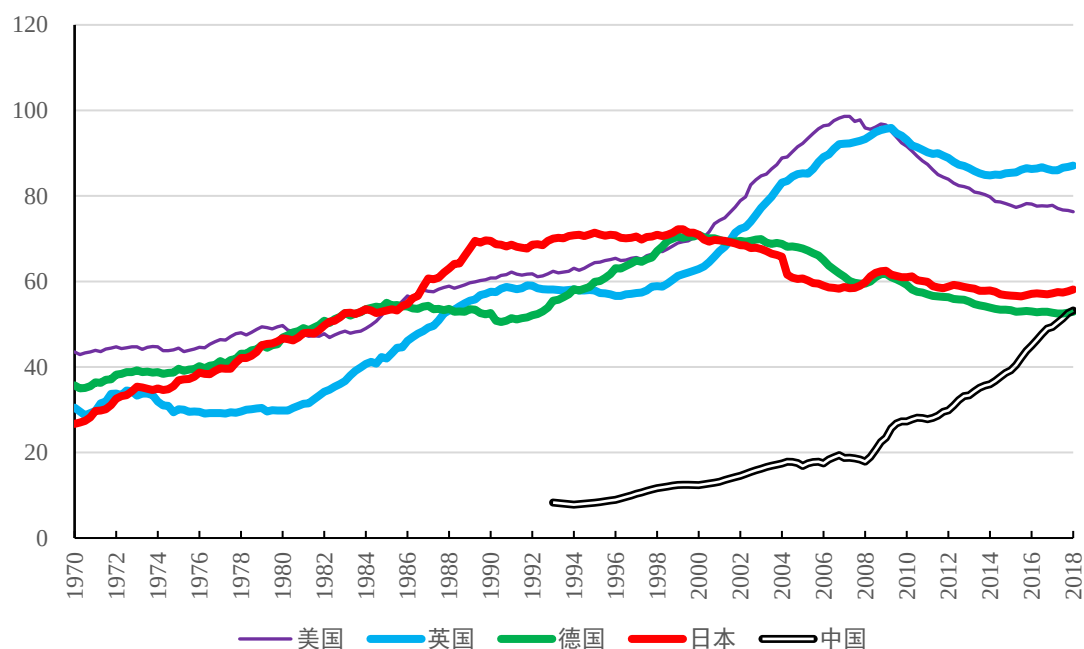


图 各国居民部门杠杆率 (%)

资料来源：国际清算银行、国家金融与发展实验室。

过去几年，我国居民杠杆率上升主要是由于短期消费贷款上升较快，这与

2017 年房地产的限购限贷政策有关，2017 年房地产市场火爆后，出台的限贷政策曾将一部分住房贷款需求挤压到短期消费贷款，短期消费贷款增速曾达到 40%。现在随着监管机构的重视及相应的监管手段加强，居民借消费贷来支付房地产首付的现象已经得到抑制，短期消费贷款的增速也出现大幅回落，但仍是拉动居民杠杆率上升的主因。

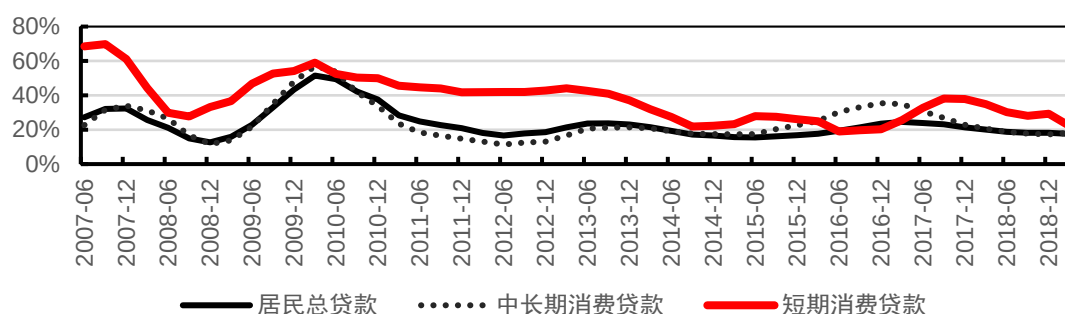


图 我国居民贷款分布

二、居民债务问题

首先，居民债务和可支配收入之间的关系。如果以“居民债务/名义 GDP”衡量杠杆风险，现在的危险程度看起来还是比较低的，但是如果换成“居民债务/可支配收入”，相应的风险程度可能会高一些，问题其实不在于增速，因为居民可支配收入增速和名义 GDP 增速在过去 20 年间基本是一致的，甚至从 2011 年到 2016 年，居民可支配收入的增速比名义 GDP 的增速更高，但是由于中国的居民债务与可支配收入之比相较于全球其他发达国家还比较小，尽管 2008～2018 年这一指标从 31%增至 86%，上升了 55 个百分点。但是在金融危机之前，美国和英国的居民债务与可支配收入之比均超过了 130%，中国目前这一指标与之尚有一段距离，但已经超过德国，和日本 2015 年的水平比较接近。所以从可支配收入的角度来看，居民部门的风险程度更高一些。

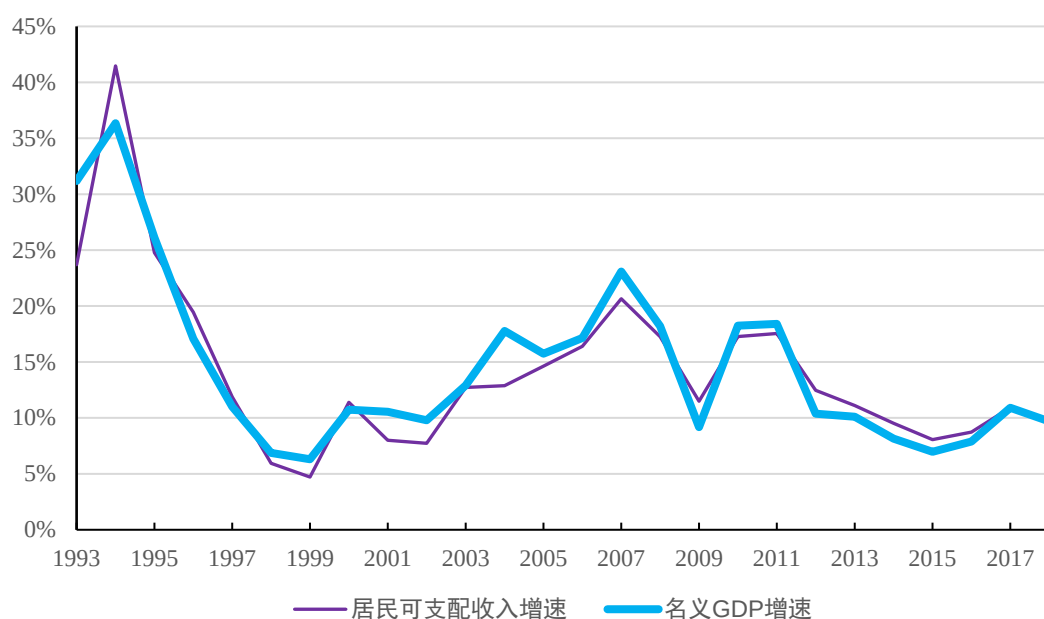


图 居民可支配收入增速与名义 GDP 增速

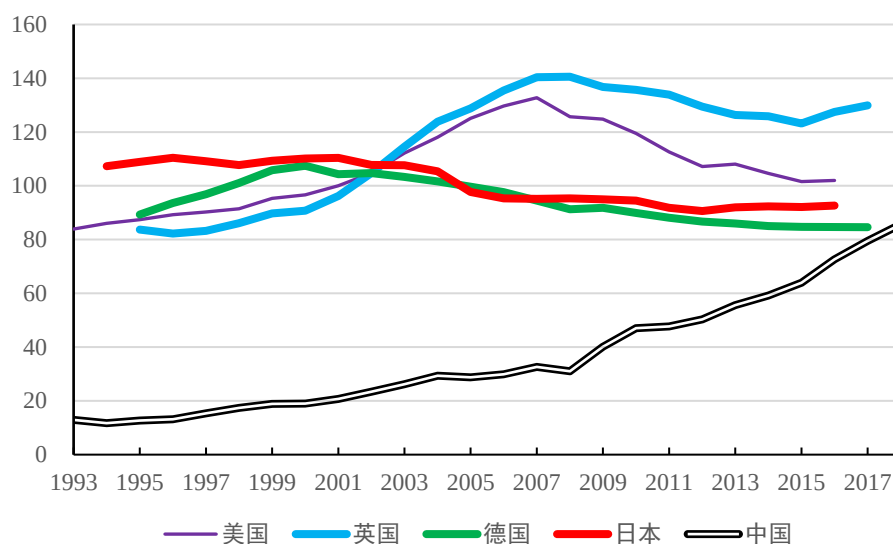


图 各国居民债务与可支配收入比率 (%)

资料来源：欧洲统计局、国际清算银行、国家金融与发展实验室。

其次，从资产负债率的视角看居民债务与居民总资产的比率。这是中国独特的优势，因为居民的储蓄率比较高，虽然从 2010 年到 2016 年，居民的资产负债率还在上升，但是和其他国家相比，仍然有一定的优势。

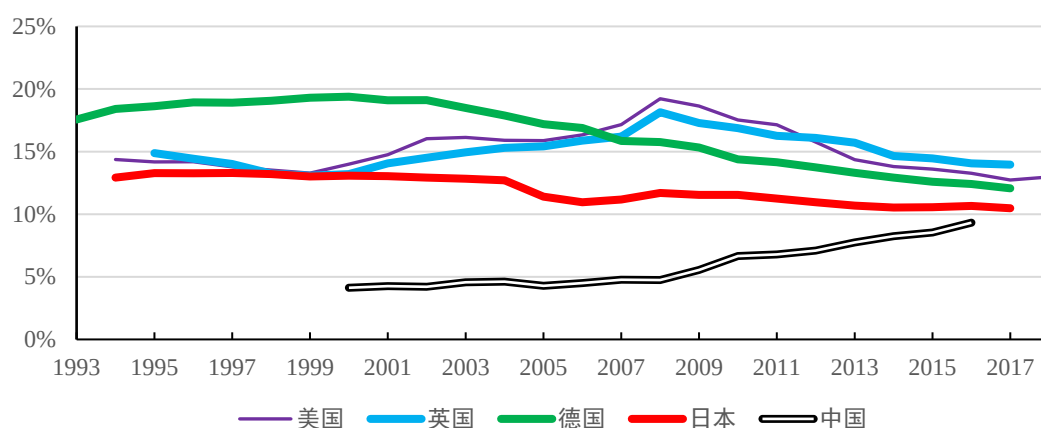


图 各国居民债务与居民总资产的比率

资料来源：各国统计当局、国际清算银行、国家金融与发展实验室。

另外很重要的一点是，资产负债率是居民债务与居民总资产的之比，而我国和其他发达国家的居民资产结构相差较大，比如比较两种资产，一种是现金和存款，另一种是股权及投资基金；一种是低风险的投资，一种是高风险的投资；一种是固定收益类的，一种是股权类的。美国 2018 年末居民部门的金融总资产为 85.0 万亿美元，其中现金与存款余额仅为 11.1 万亿美元，占比 13.1%；居民持有的股权和投资基金份额达到 38.7 万亿美元，占比 45.6%。中国 2016 年现金与存款占居民全部金融资产的比例为 52.0%，股权和投资基金份额占比 28.8%。虽然我们的资产负债率也在上升，但是由于居民还本付息的风险，以及居民受宏观经济周期和金融周期的影响相对较小，因此从横向比较看，风险也没有很大。

之后我想主要探讨一下，为什么居民债务和经济衰退以及金融危机联系紧密？实际上，居民债务是一个非常好的预警经济衰退和金融危机的指标。在很大程度上，居民新增的贷款是用于消费或者购买房地产，本身应该是促进经济增长的，但是很多实证分析认为，这是抑制经济增长的。Lombardi 等（2017）认为，存在当期和滞后期的区别，就当期而言，新增贷款对经济增长的影响基

本上是正向的，因为当年的新增贷款一定会产生消费，贷款增加一定会促进经济增长。这也是 2018 年去杠杆导致了宏观经济下行压力的原因，杠杆率下降在当期对于经济增长一定是负面的作用。但就滞后期而言， $T-1$ 期的居民债务的上升和 $T+1 \sim T+5$ 期的消费是纯负向关系。因此，加杠杆的作用在短期是有利的因素，在长期是不利的因素。IMF（2017）的一份报告也说明，居民债务上升短期内会促进增长，长期内则增加衰退的风险。Mian 等（2017）首先在实证分析中确认了居民杠杆率增加与经济增长的负面关系，进而比较了 IMF 和 OECD 对各国经济增速的预测，指出加入居民杠杆率水平会提高预测的准确性。他们认为，在 2000~2007 年，由于没有考虑到居民杠杆率升高的影响，IMF 和 OECD 的预测都高估了经济增速。Drehmann 等（2018）所得到的结论清晰地表达了，居民新增贷款在短期是促进经济增长的，在长期是抑制增长的。从脉冲响应看，短期内新增贷款和消费是直接相关的，在前三期基本上对宏观经济都是促进的作用，但是如果分离出还本付息的债务负担这个变量，那么在前几期就会产生负面的影响，这说明债务虽然能在短期内促进消费，但在长期内，由于还本付息的负担，变相地减少了居民的可支配收入，所以其实是从需求侧角度变相地减少了居民的消费以及对经济增长产生的正向影响。

还有另一个验证的途径，即分析杠杆率上升对经济增长的作用机制。实际上，信贷的增长从宏观经济的角度来看，有两个作用机制，供给侧机制和需求侧机制。供给侧机制认为，企业通过借债增加了投资，形成了新的生产能力，其推论为增加长期的生产能力，将使经济增速长期上升。而需求侧机制认为，居民通过借债增加了消费，其推论为信贷增长增加了短期生产能力，经济增速是短多长空，大量实证检验也证实了短期增长、长期下降的结论。还有一类学

术文献从可贸易部门、不可贸易部门的价格比例、就业的流动、资源的流动等方面也说明了这个问题，每当杠杆率上升时，可贸易部门相对于不可贸易部门的资源都是上升的，包括就业价格的上升、就业比例的上升，这些都客观验证了居民杠杆率对经济的影响更多是从需求侧机制。这个问题在费雪的债务-通缩理论中也已经明确指出，随着债务的积累，还本付息压力加大，经济走向紧缩。现在伯南克等的金融加速器理论，进一步说明了金融周期的存在，以及债务对于金融周期的影响。

还有一个重要的影响有一些文献也涉及到了，比如在需求侧，居民债务除了在短期促进消费、在长期增加债务负担，甚至还有可能带来长期生产能力的下降。Charles 等（2018）发现美国杠杆率高速上升时，就业率增加，专业学院的入学率下降，故而认为居民债务上升会在短期内促进经济增长、增加就业，增加的就业会使得相应的教育水平下降，通过这个机制来抑制经济增长。Borio 等（2016）发现信用扩张时，需求短期上升会带动劳动力和资本流入低生产效率的部门，再由于低效部门更容易吸引资源，使资源从可贸易的部门向不可贸易部门的流动，从而拉低了 TFP，这是长期的机制。

另一个重要的事情是信用扩张的原始动力。从宏观角度，存在三个内生因素。一是国际上部分发展中国家储蓄过剩，比如中国和其他发达国家相比居民的储蓄率比较高，导致了国际间的资本流动和全球的居民杠杆率上升，Bernanke（2005）也指出“国际资本市场中，发展中国家已经从资金流入国变为资金流出国”。二是居民收入和财富差距过大的国内因素，Kumhof 等（2015）发现在 1929~1933 年经济危机和 2008 年金融危机之前，居民杠杆率和贫富差距都有显著上升。三是金融自由化和放松管制的国内因素，这在发达国家讨论

得比较多，Di Maggio 等（2017）指出美国放松管制力度较大的州，信用扩张幅度越大。

此外，还有信用扩张与房价上涨的相互作用机制，即房价的泡沫和居民杠杆率的上升是相辅相成的，杠杆率上升肯定有利于房价上升，房价上升也会促进居民更多地加杠杆。但是这两个作用机制到底谁是因、谁是果，其实在学术界也有一些讨论，当前学界更偏向于认为杠杆率扩张是因、房价上升是果。若是如此，现在我们就需要通过控制信贷来抑制房价上升，而不是通过抑制房价来控制信贷。

三、需要回答的问题

第一，金融监管方面，是否应将居民杠杆率纳入宏观审慎政策。关于宏观审慎政策，现在各个国家都没有把居民杠杆率纳入到宏观审慎的管理范围之内，我们认为，这件事情应该提上议事日程。

第二，货币政策方面，逆周期的货币政策方程中是否应纳入居民杠杆率。如果考虑居民的债务，可能会对预测未来宏观经济增长增加准确度的话，那么把居民的债务纳入货币政策方程的考虑中，也可能会有更好的货币政策效果。

第三，金融市场方面，政府是否应该鼓励民间借贷。民间借贷实际上没有经过金融系统，换言之，民间借贷如果出现问题，其对金融体系的破坏性要远远小于银行资金，因为银行资金影响的是整个金融系统，而民间借贷就是“左口袋”和“右口袋”的问题。这种情况下，很多居民的还本付息负担和金融风险没有太大关系。

第四，应对危机方面，高居民杠杆率引发的衰退过程中，应如何降低损失。如果刚才的分析路径是正确的，那么治理的手段也比较清晰，因为高居民杠杆

率最重要的一个作用手段就是增加了居民还本付息的负担。若要降低居民杠杆率对经济的负向影响，就要降低利息，即减小居民的还本付息压力对实际可支配收入的负向影响。但是降息的同时又不能提高杠杆率的水平，所以最好的方法，一个是降低实际的利率，一个是稳杠杆（结构性去杠杆），即在宏观杠杆率整体稳定的情况下降低利率负担，这可能是应对危机的一个重要方面。