

就等一粒火星了

殷剑峰

对外经济贸易大学金融学院 教授

国家金融与发展实验室 副主任

中国的信用收缩虽然痛苦，但自去年以来地方政府、国企以及金融部门的去杠杆已经取得较为显著的效果。反观美国那边，各部门债务还在不断累积，政府赤字还在不断上升，家庭部门储蓄率还在不断下降——一切迹象表明，干柴已经堆好，就等一粒火星了。

经济学界有一个古怪的流派——技术长波论，这个流派认为，由重大技术革命推动的经济长波——“康德拉季耶夫周期”一般是 50 年上行、50 年下行。1984 年，技术长波论的一个作者——日本一桥大学藤原三代平教授做出了一个颇具宿命论色彩的语言：“世界经济当然不会是过去历史的简单重演，但我们暂且假定今后的历史进程同过去是一样的：从 1970 年往后推 50 年，那么 2020 年就是下一个世界经济长期繁荣的顶点。”

无独有偶，国际货币基金组织过去两年来关于未来全球经济的预测也指出，2020 年是次贷危机后全球经济复苏反弹的顶点。最近，美国最大的对冲基金桥水首席投资官 Greg Jensen 更是将 2019 年设定为危险的一年，甚至宣称看空一切金融资产。2020 年，无论是技术长波论在 34 年前的预言，还是近期国际组织和金融机构的宏观分析，

似乎都是一个巨大的坎。巧合的是，十八届三中全会也是要求在 2020 年完成重大改革的部署。

我们知道，全球危机以来的复苏主要是得益于 2015 年后美国和中国的带动，两国对全球增长的贡献超过了 50%。至于欧洲和日本一直存在严重的结构问题、尤其是人口老龄化问题，而除了中国的新兴经济体在今年以前的复苏更多的是受益于美元流动性的泛滥和中国需求的拉动。所以，判断未来经济金融走势的焦点就在于中美。

美国经济在 2015 年后的强劲反弹并没有改变其运行的基本特点：

其一，美国家庭部门消费占到 GDP 的 70%，与美国相比，中国这一比重只有 39%，日本和德国也只有 50%多，因此，美国经济是一个典型的消费驱动型经济；

其二，美国家庭部门的资产以房地产和股票为主。2017 年，美国家庭部门以房产为主的实物资产是 34 万亿美元，金融资产是 80 万亿，金融资产中直接和通过养老金、共同基金、寿险公司等间接持有的股票占到一半左右。

所以，股价、房价的上涨，通过提高家庭部门的资产净值，就成为拉动美国家庭消费、进而经济增长的关键因素。可以看到，美国的股价尽管自今年初有所下跌，但一直横盘在历史高位，而美国的房价则是历史最高点。

关于美国的股价和房价是否存在泡沫，我们有很多分析指标——这些指标都表明当前的价格是难以持续的。例如，如果不是美国上市

公司利用量化宽松放出来的流动性进行股票回购，如果不是今年以前境外持有美股数量的急剧攀升，美股不可能有如此点位。另外值得关注的两个指标是家庭部门的储蓄率和整个经济的债务水平。

美国次贷危机之所以爆发，其中一个关键原因就在于家庭部门负债过多，而储蓄率很低。次贷危机后，美国家庭部门储蓄率一度有所回升，但 2015 年后又开始急剧下降，2017 年底已经达到 2.6% 的历史次新低——仅仅高于次贷危机前的最低点。与此同时，在次贷危机后，美国整个非金融部门并没有真正去杠杆，政府、居民、企业合并的杠杆率一直维持在 250% 的水平，只不过杠杆率的部门结构有所调整。杠杆率衡量的是债务与名义 GDP 之比，如果仅看债务水平的话，以 2007 年为 100，2017 年家庭、企业、州和地方政府、联邦政府的债务分为 107、140、106、278，所有部门都还在增加负债，尤其是企业和联邦政府。企业部门的负债缘由之一就是利用廉价债务融资回购股票，随着美联储持续加息，企业部门的债务负担将不断加重。至于联邦政府的债务问题，在特朗普减税之后，还将继续恶化，尤其是考虑到联邦政府收入支出存在严重的刚性。

对于中国经济在 2015 年后的反弹，笔者称之为“实际 L 型、名义 V 型”，因为实际潜在 GDP 并没有探底回升，反弹的主要是受价格、尤其是 PPI 影响的名义 GDP。名义 V 型既来自诸如美国经济扩张的外部因素，也有内部因素。在内部因素中，经济层面的是地方政府、国企和居民部门加杠杆推动的基建房地产投资热潮，金融层面的则是

非信贷信用扩张——在银行信贷之外的各种信用工具的扩张，如委托贷款、信托以及各种资管计划。这两个内部因素都已经或正在消失，尤其是非信贷信用正在迅速萎缩。例如，包括银行理财、保险资管、券商和基金资管等投资于非标资产的规模目前是 30 万亿左右，按照资管新规的要求，未来要么非标转标，要么回到银行表内成为信贷。如果假设有一半、即 15 万亿能够转标（这已经严重高估了），那么，未来三年资管新规过渡期中，每年平均需要有 5 万亿、共计 15 万亿的非标资产用信贷指标替补，这意味着每年新增 10 万亿左右信贷中的一半要用来消化存量资产。简言之，未来三年将会面临严重的信用收缩。

对于已经到来、并将愈发严重的信用收缩，传统货币政策基本无效，无论是降准，还是扩大央行资产端的操作，都无法修复非信贷信用创造机制的瓦解。当然，持续降准是维持流动性、防止信用风险转变成流动性风险的关键。应对信用过度收缩恐怕需要采用非传统的货币政策，即货币当局取代商业金融机构直接从事信用创造。对此，美国次贷危机后的货币政策操作已经揭示出来：除非央行直接购买那些信用风险资产，否则，资产负债表受损的商业银行是不会拿超额准备金（无论有多少）去扩张信用的。所以，最近央行扩大 MLF 质押资产的范畴或许是朝着这个方向的第一步尝试。

中国的信用收缩虽然痛苦，但自去年以来地方政府、国企以及金融部门的去杠杆已经取得较为显著的效果。反观美国那边，各部门债

务还在不断累积，政府赤字还在不断上升，家庭部门储蓄率还在不断下降——一切迹象表明，干柴已经堆好，就等一粒火星了。