



2019 年一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 5 月 28 日

2019 年一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

逆周期稳增长，供给侧破僵局

—— 一季度杠杆率数据发布会点评

核心观点：摩根士丹利中国首席经济学家邢自强提出，中美贸易摩擦给全球经济周期带来巨大风险，私人部门的信心受挫，全球经济下行压力加大。面对外部环境不确定性的上升，我国短期内应以稳增长为重点，在此过程中，杠杆率预期会有所上行。中长期来看，可以通过进一步的改革开放来提升实体经济的生产率，用好外资弥补我国的国际收支缺口，盘活国企收益来弥补将来伴随人口老龄化的债务缺口，三箭齐发推动我国跨越中等收入陷阱。

邢自强：

一、中美贸易摩擦导致全球经济衰退

全球私人部门信心回撤，政策再次主导经济周期



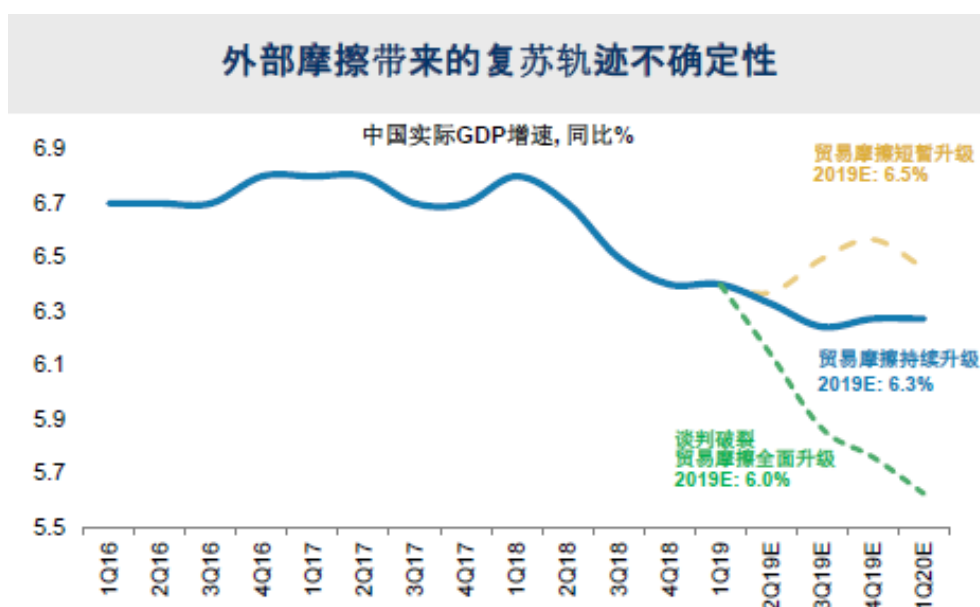
结合对于海外市场的研究，我比较认同李扬老师、张晓晶主任所介绍的，由于外部不确定性的上升，目前国内的政策重心可能以稳增长、稳就业、稳杠杆为主，接下来杠杆率会有进一步的上升。关键在于是什么类型的杠杆，哪种形式的上升，以及杠杆去了哪里。关于中美贸易摩擦对全球经济周期带来的风险，我认为这个风险对全球来讲都是巨大的，特别是目前全球私人部门信心不足（如上图所示），在此背景下，贸易摩擦升级又带来了当头一棒。假设中国价值三千亿美元的商品也被加征关税，那么全球经济会在两到三个季度之后会进入衰退。这轮贸易摩擦升级之前，我们判断以中国为代表的全球逆周期政策逐步取得成效，去年底以来，中国信贷放宽、减税降费、基建投资三箭齐发，我们之前判断随着下半年外部格局趋于稳定，企业信心也将有所恢复，今年经济将会是前低后高的温和复苏。全球的 GDP 增速也将在年底回升到 3.5% 左右，略高于目前的 3.2%。

但是当前这轮关税会使得下半年全球 GDP 增速回落到 2.7% 左右，比现在 3.2% 还低。美国经济也不能独善其身，出口、资本开支、金融条件都会受到影响。

其中对金融条件的影响比较重要，可能收缩100个基点左右。不考虑政策支持，美国GDP增速今年年底将回落到1.8%，明年年底是1.3%。作为应对，美联储可能再下半年降息50个基点，明年上半年再降50个基点。

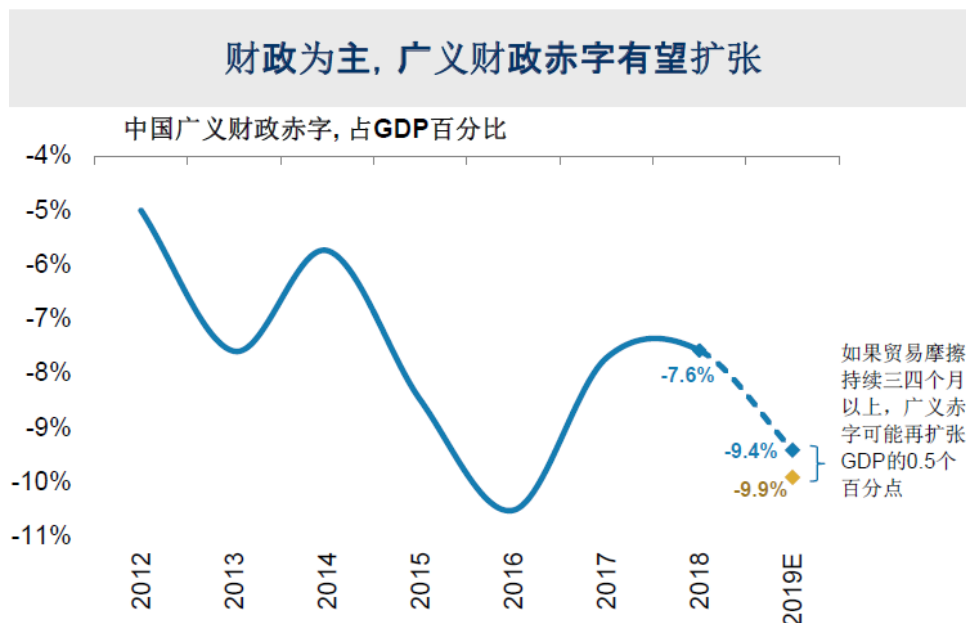
当然，更加极端的情形是中国三千亿美元的商品也被加征关税。升级到全面关税战后，全球经济都面临着贸易摩擦升级之后的衰退风险，全球GDP增长将有可能跌到2.5%左右。美国金融条件紧缩力度会更大，经济增速有可能在年底低至1%，明年初陷入衰退。美联储的宽松会也更加激进，在明年一季度重新触及零利率。

二、进一步开放带动全要素生产率的提升



为何要关注外部环境的变化？刚才分析在下半年，我国经济本将温和复苏，但是现在面临较大的外部不确定性。尤其是，今年实施的一揽子逆周期政策的重头戏，即减税降费，其效果部分取决于企业和消费者的信心。若信心比较低迷，这种政策的效益就比较小，传导作用就有限。比如去年下半年企业信心低

迷的时候，经济的下行压力确实会更大。

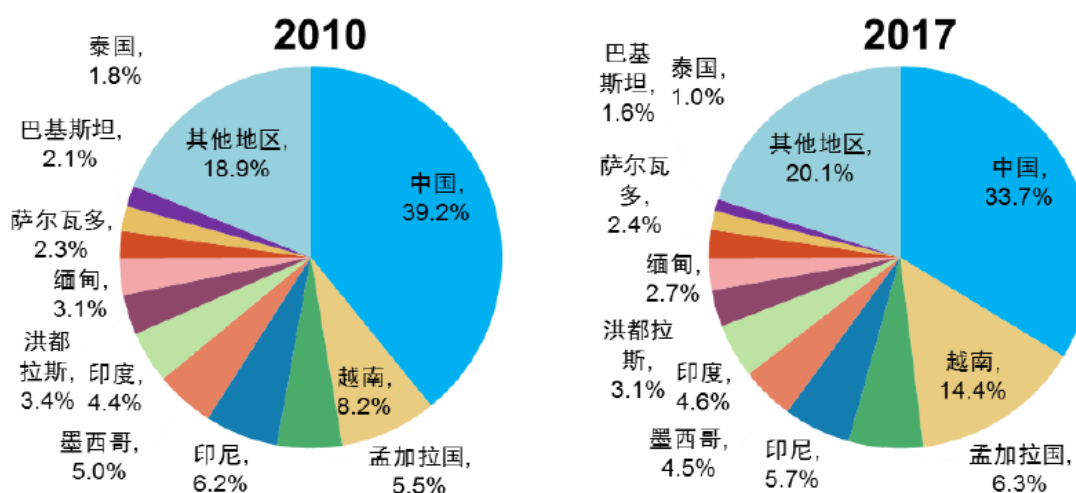


我认为美联储可能会降息缓冲贸易摩擦。中国显然也有一定的政策空间，特别是广义的财政赤字可能会进一步加大，同时货币和信贷条件为了配合财政扩张会相应放松。在此过程中，杠杆率将有所上升，其中大部分是由于政府和家庭部门带动。但是金融监管的定力还要保持，表外非标还要继续回表，金融部门的杠杆率可能是收缩的状态。

我们认为这种比较透明的政府杠杆的温和上升是情理之中。但是外部环境的变化可能是长期的，如何应对？会不会影响我们跨越中等收入陷阱？关于去杠杆和应对外部风险，怎样取得一个平衡？跨越今年的维度，从中长期来看，还得靠开放和改革。从开放的角度来讲，包括两个层面，一是金融市场的开放，利用好国际资本，弥补我国国际收支不平衡的问题；二是为了维持对于产业链和外商直接投资的吸引力，实体经济的进一步开放也是应有之意。我们最近对75家跨国企业做了调研，面对贸易摩擦带来的冲击，很多跨国企业都处于两难的状态：如果不搬，长期成本会上升；但是搬家难度高，一次性代价高。假设

搬到越南、墨西哥，当地的基础建设不如中国好，熟练的劳动力不如中国多，工程师水平也不够，所以成本在初期三到五年会上升 10%左右。但是如果贸易摩擦越来越长期化，那么部分企业还是会选择搬。如何增强中国对外商直接投资的吸引力？我认为需要进一步加大开放，把减少股权限制、保护知识产权做到位，以此占得更高的全球高附加值出口份额。

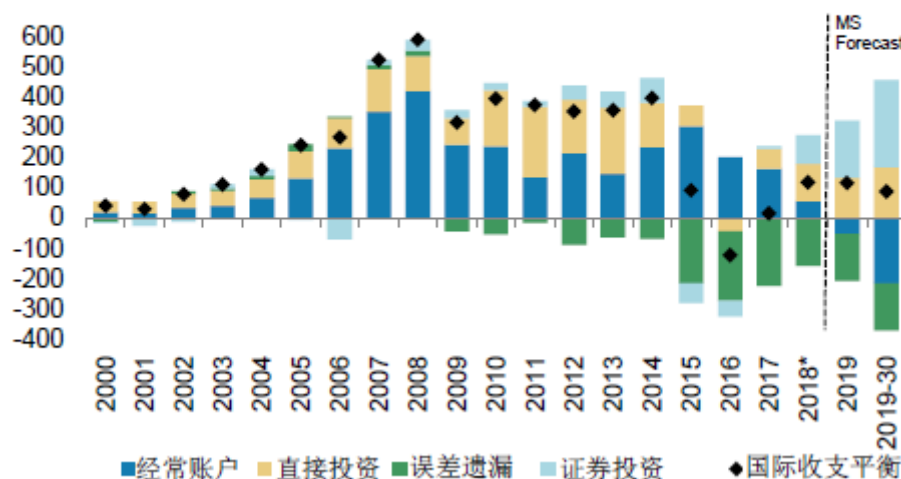
美国成衣进口



纵览过去十年，没有贸易摩擦的前提下，这种搬迁通常是比较温和，渐进的，不会对我们的就业和全要素生产率产生立竿见影的冲击。以中低端的成衣出口为例，过去十年，中国在美国成衣进口的份额仅丢失6个百分点，目前仍占据百分之 34 左右排在第一。可见这种由于劳动力、土地成本上升而产生的自发性转移是比较渐进温和的。但是贸易摩擦会加剧这种转变，进一步的开放因而特别有必要。从加入 WTO 以来的经验来讲，开放得更彻底、限制越少的行业，生产率提升反而比较快，更激烈的竞争也催生了我们的自主创新能力。比如手机这个行业诞生了自主品牌，竞争力非常强，之前多数人使用苹果手机，现在则更多人使用华为手机。这恰恰由于该行业保护很少，既无本土的保护，也不需要外资成立合资公司，入网和销售的门槛也很低。相反有些行业，比如汽车，

虽然有诸多例如合资比例的限制，但是自主品牌的发展反而不尽如人意。从这个角度来讲，我认为通过开放提升全要素生产率还有很大空间，但是要真开放，减少限制。

证券投资将加速流入支撑经常账户长期结构性逆差



开放的第二个环节，是利用好外资弥补我国未来国际收支缺口。近年国内整体储蓄率在下降，投资率虽然也在下降，但降得没有储蓄率那么快。储蓄和投资率差距收窄使得经常账户盈余与GDP之比呈现下降的趋势。我国经常账户顺差占GDP曾经高达10个百分点，但去年已不到0.5个百分点，今年甚至有可能出现小幅的逆差。这种情况下，如果资本账户也是逆差，国际收支逆差及相应的外汇储备的下降，可能是一个隐忧，这也是监管层比较重视债券市场发展的原因。

我们比较看好债券市场的发展，因为中国国债市场为全球投资者提供了一个收益与风险比较平衡的匹配点。中国的国债跟发达国家特别是美国国债的关联程度是极低的，不像日本和欧元区，是分散资产配置很好的起点。第二，我国国债收益率比美国国债平均高出80-100个基点，关联度低的同时，还有一定

的收益率吸引力。如果把金融市场的开放也逐步做到位，就像前几年我们提出的一系列路线图、时间表——纳入各种国际基准指数，纳入比例提升，提供相对完备的风险管控金融工具，以及完善债市通、股市通等——如果未来都执行到位，每年可以吸引接近一千亿美元左右的债券投资流入。从这个角度来说，国际收支的压力基本可控。对于我们刚才说到的杠杆率的上升，其中政府杠杆也促进了人民币债务的国际化。

三、如何做活国有企业

回到国内改革的问题上来，相对较难破局的一点是，我国人口还未老，债务率已经较高，其中债务多是生产性的，不像很多发达国家是在人口老龄化之后，由于社会保障、医疗保障等等的压力而导致债务上升。将来人口老龄化进一步加剧，该如何应对？债务水平会在现有基础上进一步扩张？要回答这个问题，我们还是要强调盘活国有资产收益，去缓冲这些潜在的债务压力。

用好国有资产 国企改革，盘活国有资产收益

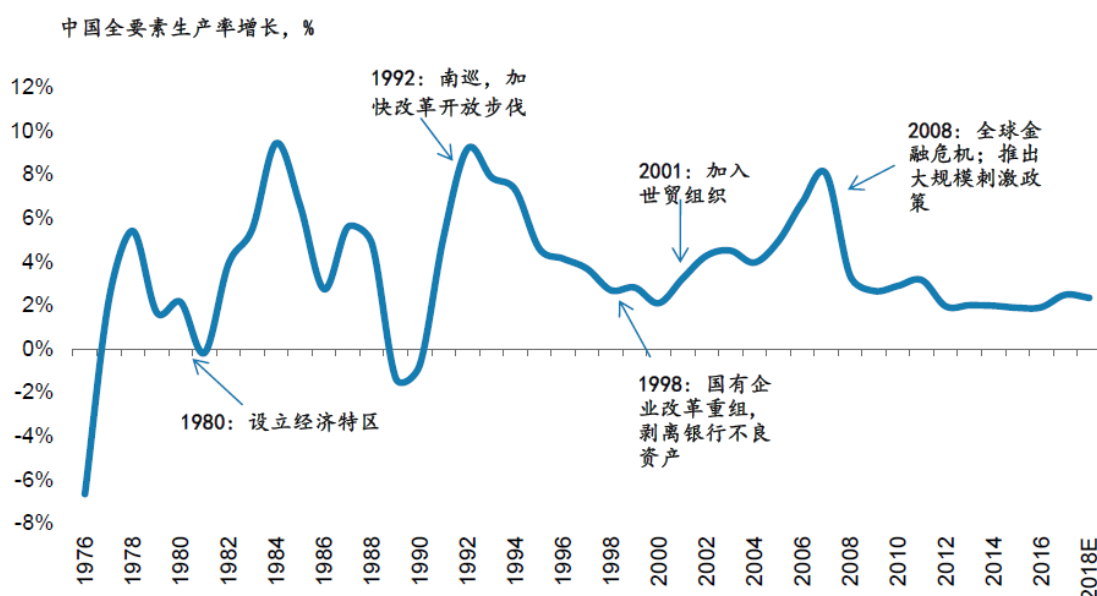
中国国家资产负债表 - 2016年

(万亿人民币)	居民部门		非金融企业		政府部门	
	资产	负债	资产	负债	资产	负债
非金融资产	177.2		198.9		45.6	
固定资产	177.2		77.7		14.3	
存货			93.5		0.6	
其他非金融资产			27.6		30.7	
金融资产与负债	180.6	39.2	141.0	339.9	100.5	27.3
通货	5.6		0.6		0.1	
存款	88.3		53.1		27.1	
贷款	1.7	39.2		93.6		0.4
未贴现银行承兑汇票			3.9	3.9		
保险	9.4		4.0			
金融机构往来						
准备金						
债券	2.7		0.6	17.9	0.5	22.6
股票及股权	37.9		66.1	169.3	52.0	
证券投资基金份额	14.1		3.5		1.9	
中央银行贷款						
其他	20.8			35.4	18.8	4.3
直接投资			9.1	19.8		
国际储备资产						
合计	357.8	39.2	339.9	339.9	146.1	27.3
资产净值		318.6		0.0		118.9

发生政府债务危机的可能性低

国家金融与发展实验室编制的国家资产负债表里，可以看出来，有一点中

国和别的国家不一样，就是主权净资产占 GDP 超过 150%，其中国企资产是大头。通过改革发挥国有资产保值增值大有可为。目前国企的分红比例并不高，国企股权划分给社会保障基金的比例也不高，这两个比例都提升到一定幅度后，将足以弥补未来老龄化之后产生的债务风险以及养老基金收支缺口。关键在于如何做活国有企业。近年各地开始尝试混合所有制改革，有些不错的地方国企拿出一部分股权让私人资本进入，甚至通过这种方式给管理层一定的激励机制。这种改革如果更大范围的推广，一方面可以完善国有企业本身的激励机制，另外一方面，在部分出让股权、引进战略投资者的过程中，也实现了国有资本的收益。当前中国的财政赤字可控，但是如果下半年或明年外部环境继续恶化，我们就必须动用更多的财政储备。推广混改，国有资产的收益可以支持更多逆周期政策，不仅投向高铁和 5G 网络等新型基建，还可以投向社会保障领域，比如户籍改革，落实两亿农民工落户的社会保障。



如果实现了上述计划——高水平开放提升实体经济生产率，利用外资维持国际收支平衡，深化国企改革盘活收益弥补人口老龄化的债务缺口，全要素生产率大概可以保持在 2%左右的平均增速，虽然比 2017-18 年的 2.5%略有下滑，

但仍处于较高水平，是美国的两倍以上。预计 2020 年实现建设小康社会目标，之后的潜在增速还能维持在 5% 以上。大概到 2025 年，中国人均收入将触及世界银行定义的高收入经济体的标准，成功跨越中等收入陷阱。

我非常认同李扬老师、张晓晶主任提出的观点，由于外部环境不确定性上升，短期以稳增长为重点，杠杆率预期有所上行，并采取比较透明的政府加杠杆的方式。如果中美贸易摩擦持续升级，全球经济衰退的风险较高，各国央行采取新一轮主动刺激稳增长的可能性较高，这也意味着全球债务压力会进一步上升。从中长期来看，我国需要靠进一步的改革开放来带动全要素生产率维持在高水平。

提问：美国特朗普基建政策其实也是在对冲一些中美的影响，或者经济周期搞外延，进行政府的逆周期调节，按照咱们国家的行为逻辑在走，基建政策会不会落地？对冲的能力，对冲的影响会不会让美国经济保持高位的稳定？

邢自强：不看好美国今年继续推出财政刺激政策，基建议案也不太可能在大选之前通过国会批准。美国一季度的 GDP 年化环比高达 3.1%，二季度可能已经回落到 0.6% 到 0.8% 之间。下半年，由于去年的财政刺激消退，叠加贸易摩擦的升级，美国经济的下行压力会非常大。