

NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

信息通报

2018年第33期

(总第61期)

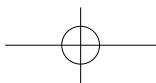
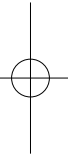
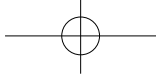
中国社会科学院国家金融与发展实验室

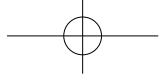
2018年9月

稳定不稳定的经济

殷剑峰

- 造成市场经济不稳定的根源在于债务融资驱动的投资活动，因为债务融资取决于一个不断变化、内生的融资“安全边际”——今日之货币换取来日更多货币的可能性。
- 债务融资活动可分为对冲融资、投机融资和庞氏融资三种，取决于债务人的现金流是否足以偿还债务的本金或利息。在我国不稳定的经济背后，迅猛扩张的地方平台、城投公司以及家庭部门、中小金融机构很可能从事着投机融资，甚至是庞氏融资。
- 稳定不稳定的经济，采取稳健的货币政策是一方面，根本上还是要全面深化市场化改革，把改革落到实处，让市场发挥决定性作用。



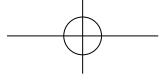


在经历了 2016 年 3 季度以来的“小阳春”之后，目下的种种迹象表明，我国经济再次进入到不稳定的状态。除了消费、投资（尤其民间投资）和出口等主要经济指标愈发显露疲态以外，激进去杠杆造成的信用紧缩正在让此前积累的风险迅速暴露出来。为此，在“731”政治局会议上，中央提出当前要“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。简而言之，要稳定正在走向不稳定的经济。

一 市场经济不稳定的根源

经济是如何变得不稳定的呢？明斯基在《稳定不稳定的经济》中指出，正统的新古典经济学极大地忽视了金融部门对整个经济的影响。事实上，市场经济是内在不稳定的，所谓的“充分就业均衡”只是刹那间的风平浪静。**造成市场经济不稳定的根源在于债务融资驱动的投资活动，因为债务融资取决于一个不断变化、内生的融资“安全边际”（margins of safety）——今日之货币换取来日更多货币（money-now-money-later）的可能性。**如同凯恩斯在《通论》中描述的“动物精神”一样，除了受到货币政策等外部冲击的影响之外，安全边际的大小依赖于经济当事人对过去、尤其是最近的过去（recent past）的记忆：如果最近发生的都是好消息，所要求的安全边际就会不断减少，债务融资会通过投资驱动经济越过短暂的充分就业均衡，进入亢奋状态；如果最近发生的是坏消息，安全边际就会不断提高，债务紧缩，投资减少，极端的情况就是伴随着通货紧缩和投资活动完全终止的流动性陷阱。

基于安全边际的债务融资活动有三种。其一，对冲融资（Hedge financing），债务人从投资的资产中获得的现金流足以偿还债务本金；其二，投机融资（Speculative financing），债务人的现金流只能负担债务的利息；其三，庞氏融资（Ponzi financing），债务人的现金流连债务利息也无法偿



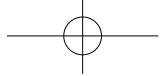
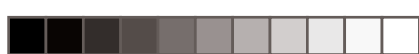
还，只能靠借新还旧苟延残喘。在经济的上行段，乐观情绪会让投机融资乃至庞氏融资加入到经济活动中，从而推动债务的累积；而在经济的下行段，对安全的追求不仅让庞氏融资显露原形，而且悲观情绪会带动对冲融资降格为投机融资，投机融资降格为庞氏融资。

二 不稳定经济背后的债务融资

那么，在我们今天这个不稳定的经济中，可能是谁在从事投机融资，甚至是庞氏融资呢？

其一很可能是国企。尽管有一些过度扩张的民企也存在问题，但总体上看，国企的债务问题要大得多，因为我们的金融市场并非一个公平、公正的市场——国企享受着政府提供的隐性担保，因而安全边际被人为抬高；相反，民企的安全边际则被隐性歧视压低。2017年，国企的债务规模相当于全部非金融企业债务（包括贷款、非金融企业债券等）的75%。在信贷市场中，国企存量贷款超过了全部企业存量贷款的50%。从年度信贷增量看，2015年国企新增信贷相当于全部新增信贷的114%，也就是说，2015年民企的信贷增量是净额减少的。2016年国企新增信贷份额有所下降，但占比依然高达89%。在非金融企业债券市场，仅仅城投债就占到市场份额的34%。事实上，在国企中，有问题的主要不是那100多家央企，而是近些年来迅猛扩张的地方平台、城投公司。可以看到，随着清算日的到来，债券市场中的“城投信仰”正在被打破。

其二很可能是家庭部门。2014年以来，在各种名为鼓励消费、实则让家庭加杠杆的政策引导下，我国家庭部门负债迅速上升。从流量看，2016年和2017年家庭部门新增的贷款分别相当于新增储蓄存款的1.23倍和1.55倍。也就是说，在流量上家庭部门已经变成一个净赤字部门。有人认为中国家庭部门储蓄率高，因而负债能力也高——这是一个假象。**原因之一**是，由于收入分配差距和财产分

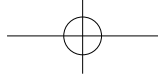


配差距的扩大，家庭部门的储蓄是分布不均的，使用借贷消费或买房的家庭恰恰是储蓄很少、甚至是没有储蓄的家庭。**原因之二是**，即使从总体看，家庭部门的收入增速也在迅速下降。我国城镇家庭的人均可支配收入自 2012 年起就急剧下降，2016 年以来已经大大低于名义 GDP 的增速，同时，城镇家庭中位数的人均可支配收入增速下降更快——这也意味着收入分配差距正在拉大。

其三很可能是最近几年蓬勃发展的中小金融机构。国企和家庭部门是债务融资活动中的债务人一方，那么，谁是对应的债权人一方呢？主要是中小金融机构。从 2010 年到 2016 年，我国银行业法人机构从 3769 家增加到 4398 家，从业人员从 299 万人上升到 409 万人，资产规模则从不到 100 万亿跃进到 232 万亿（现在规模更大）。在机构、人员、规模扩张的过程中，我国银行业的集中度迅速下降：大型国有银行和政策性银行的资产份额从 57% 下降到 47%，股份制银行、城商行、农村金融机构和非银行金融机构的资产份额都有所上升，尤其是城商行的份额上升最多。从资管行业也能看到市场结构的变化：在 2009 年前，发行银行理财产品的主要是大型国有银行和股份制银行，2009 年后包括城商行、农商行在内的中小银行迅速崛起，后者的发行份额已经占到市场的一半。

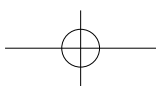
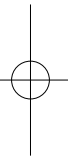
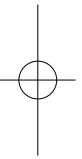
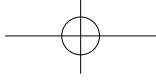
三 稳定“不稳定”的经济

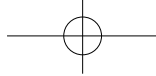
在我国这种以政府为主导，而且事权主要在地方的经济发展模式中，银行业产业结构的变化非常容易理解：**地方政府左手依靠城投平台这些地方国企搞投资，右手则利用城商行、农商行这些中小金融机构搞融资。所以，一荣俱荣，一损俱损。**未来除了要处理僵尸企业之外，恐怕还得准备好给这些中小金融机构“收尸”。此外，更为关键的是，企业和金融机构都是经济的器官，而家庭是经济的细胞。器官坏了可以修补，甚至替换，但如果家庭部门出现了大面积的资不抵债，则是不治之症。



那么，如何稳定不稳定的经济呢？桥水奠基人达利奥（Ray Dalio）在其著作《经济原则》（Economic Principle）中指出，存在三种不同类型的去杠杆。其一，糟糕的通缩型去杠杆。由于货币紧缩，名义利率超过了名义GDP增速，存量债务不断累积，信用紧缩和通货紧缩同时发生。其二，漂亮的去杠杆。宽松的货币政策刚好抵消了信用紧缩的压力，名义GDP增速高于名义利率，杠杆率持续下降。其三，糟糕的通胀型去杠杆。过于宽松的货币政策引发了恶性通货膨胀，进而带动名义利率的快速上升，对于非储备货币国家，这一过程中还伴随着本币的迅速贬值。可见，达利奥的药方主要还是货币政策，这当然值得借鉴。从当前货币政策操作以及号召市场“正确对待”信用债的行为看，事实上也正在被货币当局借鉴。

不过，在我们这个不稳定的经济中，病根还是在于政府主导，因而市场无法发挥决定性作用。过去几年，我们总在说，要用壮士断腕的精神去搞改革。但是，每当刀光闪过之后，我们都会发现，原来是民企的大腿被砍了。所谓“一鼓作气，再而衰，三而竭”，喊来喊去的口号已经没有意思了，撸起袖子干吧。





主 编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王国刚	王 君	王增武	左学金	汤世生
刘戈平	朱 玲	余永定	连 平	吴晓灵	何海峰
张晓山	张晓晶	张 平	张跃文	杨 涛	周振华
金 碚	范丽君	胡 滨	胡志浩	胡岚曦	骆立云
殷剑峰	徐义国	曹远征	常 欣	程 炼	董 昀
彭兴韵	曾 刚	蔡 真			

编辑部：

主任：程 炼

编辑（按姓氏笔画排序）：

苏 夏 李彦冰 杨 岫 范丽君 周莉萍 黄融融

联 系 人：范丽君

电子邮箱：lijun.fan@nifd.cn

联系电话：010-65973508

传 真：010-65973508

地 址：北京市朝阳区呼家楼京广中心商务楼9层