

# 金融去杠杆、竞争中性与政策转型<sup>①</sup>

## ——2019 年中国宏观经济展望

汤铎铎

**摘要：**本轮经济增速放缓需要从两个视角分析，一个是短期视角，另一个是长期视角。短期看，经济增速放缓的主因是金融去杠杆，主渠道是房地产开发和基建投资下降，民营经济也遭受较大冲击。逆周期宏观调控是应对经济波动的正常操作，也是对货币政策和宏观审慎政策正交性的检验和协调配合的探索，不能简单解读为“放水”或政策转向。扶持民营经济的相关政策可以看作在竞争中性原则确立之前的权宜之计，也有稳定预期的作用。长期看，我国宏观调控的主要矛盾，已经从就业和通胀的折衷，转变为经济稳定和金融稳定的折衷。金融去杠杆背后并非表外业务回表和传统体制回归，而是整个货币政策和金融监管的转型。这一转型的成败，直接关系到我国建设现代化经济体系的成败，也直接关系到我国能否打破金融诅咒，续写增长奇迹。

**关键词：**金融诅咒 影子银行 金融去杠杆 宏观审慎政策 竞争中性

### 一、引言

2018 年是颇具象征意义的一年。它既是中国改革开放 40 周年，也是全球金融危机 10 周年，还是中美贸易战元年。2018 年年底的中央经济工作会议指出，“经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力”。国家统计局 2019 年 1 月发布数据显示，我国 2018 年 GDP 增长率为 6.6%，创 28 年以来的新低；工业增加值增长 6.1%，固定资产投资完成额增长 5.9%，社会消费品零售总额增长 9%，居民人均可支配收入实际增长 6.5%，均处在历史低位。数据印证了政府的担忧，全社会经济预期也普遍悲观。

经济增速放缓需要正确的应对，正确的应对来自正确的分析。本轮经济增速放缓需要从

---

<sup>①</sup> 汤铎铎，中国社会科学院经济研究所，邮政编码：100836，电子邮箱：duo\_duo0405@sina.com。本文是中国社会科学院经济研究所宏观经济分析课题组的阶段性研究成果，课题组负责人汤铎铎。参加讨论的还有高培勇、张晓晶、张平、常欣、刘煜辉、钱学宁、张磊、李成、刘学良、张莹、王佳、陈汉鹏，特此致谢。当然，文责自负。

两个视角进行分析，一是短期视角，另一个是长期视角。短期看，本轮经济增速放缓的原因大致可以归为三类：第一是税负、社保和环保等因素导致的企业负担过重，或更广泛地称作营商环境恶化；第二是中美贸易摩擦为主的外部因素；第三是主要由金融去杠杆引发的货币和信用紧缩。这些因素都会对经济产生负面影响，但要厘清主次、辨明性质。我们认为，金融去杠杆是本轮经济增速放缓的主因，中美贸易摩擦短期内对我国经济影响有限（李成、汤铎铎，2018），所谓营商环境恶化更多是经济增速放缓的结果而不是原因（汤铎铎，2019）。

长期看，本轮经济增速放缓成为观察中国经济奇迹的一个重要节点。在日本、韩国和中国台湾的经济发展相继受挫之后，作为东亚奇迹最后支点的中国大陆将何去何从？（史塔威尔，2014）具体而言，人们越来越关心这样的问题：中国能否实现“无危机的转型”？（特纳，2016）中国的渐进主义对金融发展有效吗？（Brunnermeier et al, 2017）

中国的改革开放与伟大的增长奇迹联系在一起，一直是经济理论研究的热点和焦点（林毅夫等，1994；Song et al, 2011；Yao, 2014；Naughton & Tsai, 2015；Naughton, 2017）。在庆祝改革开放 40 周年大会上的讲话中，习近平总书记三次提到“奇迹”。第一次是在总结 40 年的成绩之后，指出中国人民变不可能为可能，创造了人间奇迹。后两次在讲话结尾，鼓励中国人民创造新的更大奇迹。如何延续辉煌，再创奇迹？党的十九大明确提出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标”。建设现代化经济体系，目前来看，除了扎实推进经济转型、努力实现治理能力现代化，有两大扰动因素需要警惕，一是金融风险，一是外部环境。

史塔威尔（2014）把东亚经济体的成功归功于三项政策：实行精耕细作的家庭农业模式，制定出口导向型的制造业政策，同时还要对金融业实行密切监管，使其服务于上述两个领域的发展目标。日本和韩国利用这种政府主导的金融抑制和高投资率取得了经济腾飞，然而，在随后的转型过程中，都未能避免金融危机。中国能否实现“无危机的转型”，是大家关注的焦点。特纳（2016）精确地将此拆解为两个问题，“如何转变信贷密集型经济增长模式？原先的信贷密集型增长模式所产生的存量债务积压应如何解决？”

当日本、韩国和一些新兴经济体遭遇金融危机时，发达经济体的经济精英们认为这些国家达不到这一体系的严格要求，而且政府还犯下了一系列的政策错误。当 2008 年同样的事情发生在他们自己国家的时候，他们才发现流行范式面临严峻挑战，可能错在整个体系，需要反思和改革整个体系（罗德里克，2011；Blanchard & Summers, 2017）。关于经济体系的金融特性造成的不稳定，明斯基（2015）给出了深刻阐释。他认为，随着时间的推移，金融体系有一种内在的趋势，从稳健的金融结构向脆弱的金融结构转变。这就是所谓金融不稳定假说的核心思想。在 1997 年亚洲金融危机爆发后，人们对离世不到一年的明斯基置若罔闻。不过，2008 年全球金融危机爆发后，明斯基开始得到重视和认可，明斯基时刻也很快成为金融崩溃和经济拐点的代名词。曾任美联储副主席的 Kohn（2018）在全球金融危机 10 周年

之际总结了五点经验，其中第一条就是：明斯基是对的，藉由金融体系的运作，长期繁荣蕴含着自身毁灭的种子。

全球金融危机后，曾经风光无限的金融业屡遭挞伐，金融业膨胀和金融体系复杂化对实体经济的负面影响成为研究焦点。Arcand et al (2015) 的经验研究表明，当私人部门获得的信贷超过名义 GDP 时，其对产出增长的影响就由正转负；特纳 (2016) 强调，金融密集度与经济发展的关系是非线性的，当债务规模越过某个阈值后，金融扩张可能是有害的，自由金融市场可能就不能满足社会需求；金 (2016) 解释了货币和银行体系如何导致当代资本主义经济屡遭危机，并提出如何终结所谓金融炼金术；Cecchetti & Kharroubi (2018) 的经验研究也发现了信贷增长和人均产出增长的负相关关系，并且从企业规避风险的角度给出了理论解释。

英国著名调查记者 Shaxson (2018) 近期提出了一个非常震撼的概念：金融诅咒 (finance curse)。与所谓资源诅咒一样，过度膨胀的金融业有三方面的弊端。首先是所谓“荷兰病”，金融业的高收入推高了价格和成本，金融业的高薪吸纳了高端人才，这都会削弱其他行业的竞争力；其次，金融业的周期波动与实体经济相差较大，在金融业的盛衰循环中被挤出市场的其他经济部门，在复苏来临时不容易重建，存在棘轮效应；最后，最复杂也最根本的是金融业对治理体系的影响。过度发展的金融业包含着大量非生产性的经济“租金”，无需通过技能和努力就可以轻松获取。此时，政府就会对建设国家的艰巨挑战失去兴趣，经济也不再需要熟练、受过教育的劳动力，以致政府有可能被相关利益集团“俘获”，导致国家治理出现严重偏差。

因此，无论从哪个角度讲，中国经济 40 年的增长奇迹，首先需要面对的就是金融诅咒。我国政府一贯重视防范金融风险，1997 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机对我国经济造成较大冲击，也使得我们更为警醒和坚定。面对救市政策出台后逐渐膨胀的影子银行体系，从 2013 年的“三期叠加”论断，到 2015 年供给侧结构性改革，到 2016 年金融去杠杆，再到 2017 年的三大攻坚战，以及 2019 年 2 月的金融供给侧结构性改革，政府的政策思路逐渐清晰，各种宏观调控和金融监管措施也有序出台，实体部门和金融部门杠杆也都得到一定的抑制。我们最近几期的宏观报告一直聚焦于此。汤铎铎、张莹 (2017) 探讨了实体经济低波动背景下我国影子银行体系的发展；汤铎铎、李成 (2018) 指出我国非金融企业收入杠杆率畸高，需要高度关注；李成、汤铎铎 (2018) 描述了我国居民财富的快速积累，以及作为居民财富最主要载体的住房，其“金融属性”难以弱化，蕴含着较大风险。本文将继续沿着这一脉络，利用资产负债表方法，分析金融去杠杆政策的成效，以及其对非金融企业和实体经济的影响。影子银行不在空气中，而是附着在实体经济上。金融去杠杆和实体去杠杆一体两面，必然会伤及实体经济。稳增长和去杠杆是我国宏观经济经济当下的基本矛盾。

除了金融诅咒，中国增长奇迹需要面对的另一困难是逐步恶化的外部环境。世界银行去年 1 月发布《全球经济前景》(World Bank, 2018)，题目前半句是“基础广泛的好转”，后

半句追问“但能维持多久”。这代表了当时的流行观点，复苏已然来临，但疑虑仍普遍存在。整整一年之后，事实证明，这些疑虑是有道理的。在 2019 年 1 月的《全球经济前景》中（World Bank, 2019a），世界银行给出的题目是“昏暗的天空”，悲观情绪跃然纸上。该报告明确指出，全球经济前景黯淡。具体表现为全球融资条件趋紧，工业生产趋缓，贸易紧张加剧，一些大型新兴市场和发展中经济体面临严重的金融市场压力。面对这些逆风，新兴市场和发展中经济体的复苏已失去动力，经济下行风险变得更加严重，包括金融市场无序波动和贸易争端升级的可能性。国际货币基金组织也对全球经济增长表示担忧，2018 年 10 月的《世界经济展望》（IMF, 2018）将全球经济增长预测从 3.9% 调降至 3.7%，2019 年 1 月的《世界经济展望》（IMF, 2019）又进一步下调低至 3.5%。美银美林公布 2019 年 1 月 4 日到 10 日对 234 位基金经理的调查显示，投资者对全球经济前景的预期降到了 2008 年 7 月以来的最低点，甚至比 2001 年 1 月的低谷还低。总之，各方对全球经济普遍不看好，对比中国经济，悲观氛围甚至更为浓厚。

最为致命的是，这种悲观预期并非来自单纯的周期性因素，而是全球经济存在的三大结构性隐患。首先，IMF 和 BIS（国际清算银行）等机构的数据显示，危机 10 年来全球金融杠杆率非但没有降低，反而还升高了（李扬等，2018）。因此，阿代尔·特纳（2016）拆解出来的两个问题不仅适用于中国，也适用于全球，即如何转变债务密集型经济增长模式？如何解决原先增长模式所产生的巨大债务存量？其次，根据《世界不平等报告：2018》（*World Inequality Report: 2018*）（Alvaredo et al, 2017），近 10 年来全球的贫富差距仍在持续恶化，虽然不同经济体之间存在一定差异。这项研究由《21 世纪资本论》（Piketty, 2014）的作者，法国经济学家托马斯·皮凯蒂主导。他在最近的研究中，也专门探讨了中国的财富收入比和不平等问题（Piketty et al, 2017）。无论如何，不平等的加剧总是酝酿着风险和不安定。最后，逆全球化浪潮叠加中美贸易争端，给全球经济蒙上一层浓重的阴影，为此前数十年增长助力颇多的全球化红利可能会丧失殆尽。中美贸易问题有可能会长期化、复杂化，对此需要有心理准备（李成、汤铎铎，2018）。总之，全球经济的潜在威胁在增多和加强，不确定性不断上升，焦虑不安的情绪在慢慢扩散。从 1978 年改革开放，到 2001 年加入 WTO，中国一直都是经济全球化的受益者，中国增长奇迹的国际背景就是全球化的黄金时期。逆全球化和全球经济的晦暗前景，无疑会对中国延续增长奇迹构成巨大挑战。

## 二、金融去杠杆与实体去杠杆

全球金融危机爆发后，中国经济最令人猝不及防的发展就是影子银行的快速膨胀。这是我国经济当前发展阶段，居民资产配置需求和企业、居民融资需求变化所推动的，有其合理性和必然性（汤铎铎、张莹，2017）。许多研究指出，我国影子银行的最大特点是银行处

在影子银行业务的核心，即是银行的影子（例如，殷剑锋、王增武，2013；孙国峰、贾君怡，2015；Ehlers et al, 2018）。因此，分析我国的影子银行，重点还是要放在银行体系资产负债表。Chen et al（2018）从货币政策如何影响银行资产负债表的资产端入手，通过区分国有银行和非国有银行面临的不同约束和激励，指出紧缩货币政策在如期降低银行贷款的同时，也鼓励非国有银行增加影子银行贷款，从而抵消了传统贷款的下降，影响货币政策的有效性。Allen et al（2019）指出，容易获得正规融资的企业，通过委托贷款等形式，事实上承担资金通道功能。这些企业提供的委托贷款分为关联贷款和非关联贷款两种。关联贷款的利率接近官方利率，一般都是产业内贷款；非关联贷款的贷款利率平均为 13.9%，大约是官方利率的两倍，其投向有一半是房地产和基建行业。汪涛（2018）强调，我国影子银行往往是绕开监管、投向高风险行业，尤其是房地产和地方融资平台，对民营部门的贡献不能夸大。

对政府而言，影子银行一方面降低了货币政策的有效性，削弱了政府对货币和信贷的控制；另一方面则累积了大量脱出金融监管的债务，金融风险陡增，监管当局面临巨大挑战。我国政府从 2016 年以来出台的一系列金融去杠杆政策，虽然规范和抑制了影子银行的进一步野蛮生长，但是也一定程度上引发了金融市场动荡，并且造成实体经济增速放缓。我国宏观调控的主要矛盾，已经从传统的就业和通胀的折衷，转变为更广泛的经济稳定和金融稳定的折衷。

据穆迪<sup>①</sup>的估算（图 1），截至 2018 年第 3 季度，中国影子银行规模为 62.1 万亿元，占银行业总资产的 24.1%，与 GDP 的比值为 70.6%。我国影子银行绝对规模的最高峰出现在 2017 年，为 65.6 万亿元；我国影子银行相对规模的最高峰出现在 2016 年，当年总规模占银行业总资产的 28.5%，与 GDP 的比值为 87.2%。从总量看，2016 年开始逐步加强的金融去杠杆政策效果明显，影子银行总规模得到控制。除了影子银行本身资产规模而外，还有很多其他指标也印证了金融去杠杆的成效。从银行业资产负债表看，反映影子银行业务的同业资产的比重从 2016 年 12 月最高的 25.2%，下降到 2018 年 12 月的 20.4%，同业负债的比重从 2016 年 12 月的 13.1%，下降到 2018 年 12 月的 11%。从金融业总体规模指标看，金融业增加值占 GDP 的比重连续三年下降，金融业总资产与 GDP 的比值也连续两年下降。从货币总量看，M2/GDP 也在 2017 年第 1 季度达到 212% 的高点，此后即开始下降。

---

<sup>①</sup> “Quarterly China Shadow Banking Monitor”, 2014 September-2018 November, [www.moodys.com](http://www.moodys.com).

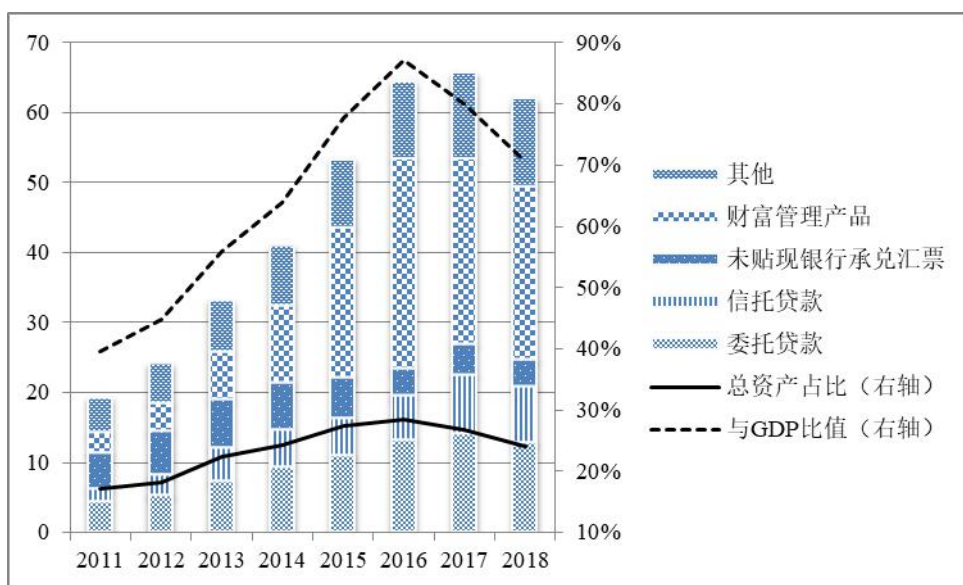


图1 中国影子银行：2011-2018（2018年为前3季度数据）

数据来源：Moody 网站和作者计算。

金融去杠杆确实遏制了影子银行的增长，同时也对金融市场造成冲击。如图2所示，从2016年年底开始，我国10年期国债到期收益率即一路攀高，从2016年10月2.69%的低点，涨到2018年1月3.94%的高点。同时，在该时期信用利差也同步走高，产业债信用利差从2016年8月的70个基点，涨到2018年7月的141个基点，翻了一番。与此同时，股票市场和汇率的波动也相当剧烈。如图2左图所示，沪深300指数从2018年1月底的4390点，一路下跌到2018年年底的不足3000点，跌逾30%。从图2右图可以看到，期间人民币兑美元汇率也经历了先升后贬的起落，一度对各经济主体的预期产生了重要影响。

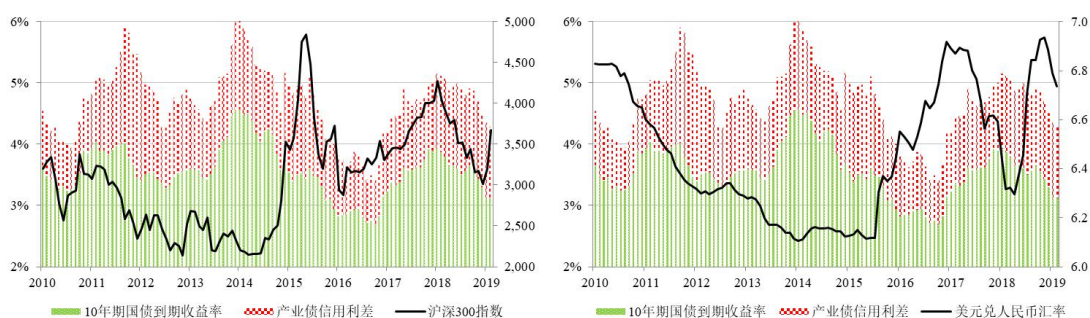


图2 金融去杠杆与金融市场波动

数据来源：WIND 和作者计算。

金融部门和实体经济互为表里，金融部门的资产是实体经济的负债，金融部门的负债是实体经济的资产。因此，金融去杠杆和实体去杠杆一体两面，金融去杠杆取得成效，实体部门杠杆率必然会有所反映。BIS最新公布的非金融部门杠杆率显示，截至2018年第2季度，我国政府部门杠杆率为47.6%，居民部门为50.3%，非金融企业为155.1%，全社会总杠杆率为253.1%。其中，政府部门和居民部门杠杆率维持了一贯的温和上涨态势，非金融企业部门则较2018年第1季度的157.1%下降了两个百分点。但是，非金融企业部门杠杆率从2018

年 1 季度起打破了此前的下降趋势，使得 2017 年 4 季度的 146.9%成为短期低点。

如图 3 所示，BIS 最新公布的数据（2019 版，截至 2018 年第 2 季度）和此前版本（2018 版，截至 2018 年第 1 季度）相比，中国非金融企业部门杠杆率做了较大调整，政府部门和居民部门则基本未做调整。首先，非金融企业部门杠杆率整体下调，2016 年以来下调幅度很大。比如，2016 年第 2 季度从 166.9%调到 153.6%，下降 13.3 个百分点。其次，这次调整没有改变非金融企业部门杠杆率从 2016 年第 1 季度到 2017 年第 4 季度的下降趋势，这是金融去杠杆和实体去杠杆相对应的直接证据。最后，这次调整放大了 2018 年第 1 季度非金融企业部门杠杆率的上涨，这最终导致全社会杠杆率大幅创出新高。这一趋势具有重要的指示意义，其稳健性和持续性需要继续观察。

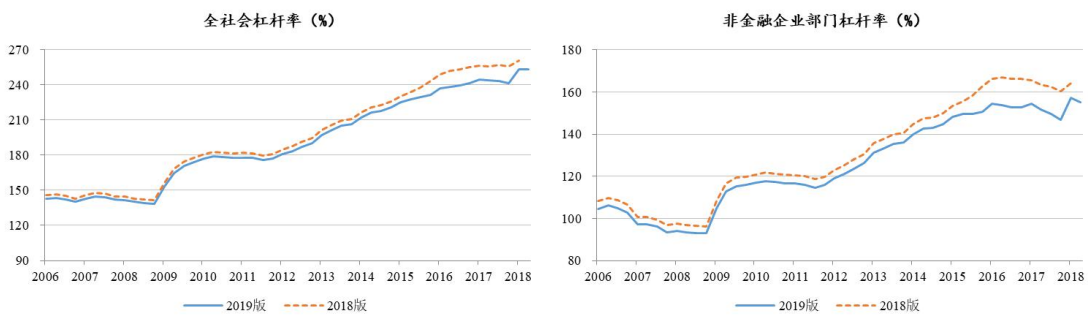


图 3 中国实体经济杠杆率 (BIS)

数据来源: BIS。

国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心 (CNBS) 的最新估算表明，2018 年 1 季度我国非金融企业部门杠杆率并未出现 BIS2019 版数据所显示的巨大逆转。如图 4 所示，整个 2018 年非金融企业部门杠杆率缓慢下降，第 4 季度为 153.6%。同时，如图 4 右图所示，地方政府杠杆率也一直维持在 20%的水平。结合前面关于金融去杠杆的讨论，CNBS 估算的 2018 年数据更为可信，更符合人们对近期经济现实的感觉。

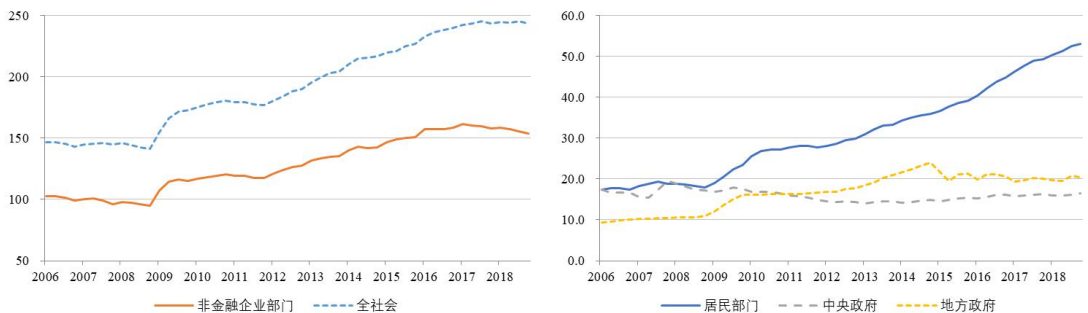


图 4 中国实体经济杠杆率 (CNBS)

数据来源: 国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心 (CNBS)。

我国实体部门的债务风险主要集中在企业部门和地方政府 (汤铎铎、张莹, 2017)。结合前面关于我国影子银行和金融去杠杆的分析，实体经济去杠杆，最终影响应该主要体现在两个领域，第一是房地产和基建等高风险、限制性行业，第二是中小企业和民营经济。图 4

中的 CNBS 数据证实了这一点。实体经济去杠杆，地方融资平台首当其冲，这会反映在基础设施建设投资。根据国家统计局发布的数据，2018 年我国基础设施投资比上年增长 3.8%，增速比上年大幅回落 15.2 个百分点。其中，水利管理业投资下降 4.9%，公共设施管理业投资增长 2.5%，道路运输业投资增长 8.2%，铁路运输业投资下降 5.1%。从房地产行业来看，2017 年以来其增加值增速明显低于经济增速，房地产开发投资增速自 2015 年触底之后虽略有回升，但仍处在历史低位。这表明金融去杠杆确实对房地产和基建行业造成了较大影响，这又进一步影响了经济增长。房地产开发和基建投资本身规模就很大，大概占全部固定资产投资的一半，再加上二者具有较大的乘数效应和拉动效应，就使得其对经济的影响非常显著。2018 年，资本形成对经济增长的拉动只有 2.14%，创下了 2001 年以来的新低。总之，本轮经济增速放缓的主要原因是金融去杠杆，主要渠道是房地产和基建投资的下降。

### 三、上市公司成本费用分析

我国影子银行的规范治理，其对实体经济的影响非常复杂，需要仔细厘清。影子银行贷款既有投向房地产和基建等高风险、限制性领域的，也有投向产业内普通企业和民营经济的，不可一概而论。影子银行贷款也并非都是增加金融风险的“坏信贷”，有些反而是促进金融稳定的“好信贷”。<sup>①</sup> 与国有企业和大型企业相比，我国民营企业和中小企业在融资、管理和销售等各个环节都相对弱势，金融去杠杆及其造成的经济增速放缓对其造成了更大冲击。

2018 年底，沪深两市 A 股共有 3571 家上市公司，其中金融企业 93 家，非金融企业 3478 家。在非金融企业中，中央国有企业 347 家、地方国有企业 654 家、民营企业 2164 家、公众企业 134 家、集体企业 17 家、其他企业 39 家、外资企业 122 家。图 5 左图显示的是中央国有企业、地方国有企业和民营企业的平均财务费用率。财务费用率是指企业财务费用与主营业务收入的百分比，反映企业的融资成本。我们再按照资产规模对 3478 家非金融企业进行五分位划分，每个分类包括 690 多家企业。图 5 右图显示的是资产规模五分位企业的平均财务费用率。

首先，从图 5 左图可以看到，在大部分时间里，中央国有企业财务费用率最低，地方国有企业次之，民营企业最高。从右图可以看到，在大部分时间里，企业资产规模越大，财务费用率越低，资产规模前 20% 的企业和后 80% 的企业差异非常明显。这是符合经济直觉的，说明中小企业和民营企业在融资方面处于劣势。其次，图 5 清晰地显示出宏观经济政策对微观企业经营的影响。2009 年的宽松政策使得所有企业的财务费用率都有下降，民营企业和

<sup>①</sup> Svensson (2018) 指出，对宏观审慎政策而言，区分信贷增长的好坏至关重要，放任坏的信贷繁荣和误伤好的信贷繁荣同样成本高昂。



中小企业受益更多。2009 年之前总体而言企业财务费用率是下降的，但是在 2008 年有明显上升。即使在这一阶段，资产规模小于 14.5 亿的后 20%的企业，其财务费用率也是一直上升的，最高时接近前 20%企业的 3 倍。这就是所谓“融资贵”问题。再次，2009 年之后非金融企业整体的财务费用率开始上升，一直到 2015 年，这在左图更加明显。这个观察侧面印证了 Chen et al (2018) 的结论，即这一时期货币政策是相对紧缩的。最后，2009 年之后逐渐出现了一个违反直觉的现象，民营企业的财务费用率下降到低于国有企业，小型企业的财务费用率下降到低于大型企业。图 6 给出了这一反常现象的解释。



图 5 中国非金融上市公司财务费用率（2018 年为 3 季报）

数据来源：WIND 及作者计算。

图 6 显示的是我国非金融上市公司短期借款和长期借款占总资产的比例，上面两图是按所有制分类结果，下面两图是按资产规模五分位分类结果。首先，从上面两图可以看出，中央国有企业短期借款占比最低，长期低于 10%，地方国有企业次之，民营企业最高，一度超过 20%。中央国企长期借款占比最高，长期高于 10%，地方国有企业次之，民营企业最低，长期在 6%左右。从下面两图可以看出，企业资产规模越大短期借款占比越低，长期贷款占比越高，资产规模前 20%的企业和后 80%的企业差异非常明显。结合图 5 可知，大型企业和国有企业在融资方面优势明显，不仅可以获取稳定的长期资金，而且融资成本较低。其次，中央国有企业和资产规模前 20%的企业，其借款的总资产占比相对稳定，受经济周期和宏观经济政策影响较小。民营企业和中小企业的借款则变动较大，容易遭受经济周期和经济政策的冲击。民营企业和中小企业的短期贷款占比，从 2005 年开始即出现趋势性下降，即使 2009 年也未出现明显逆转。民营企业和中小企业的长期贷款占比在 2009 年前相对稳定，甚至还略有上涨，但是 2009 年之后中小企业的长期贷款占比出现下滑，规模越小下滑越多。因此，图 5 观察到的财务费用率下降，并不是融资成本下降，而是根本就融不到资。<sup>①</sup>这就是所谓“融资难”问题。

<sup>①</sup> 当然，还有一种可能，在经济不景气的时候，一些民营企业和中小企业战略收缩，也不愿意融资。

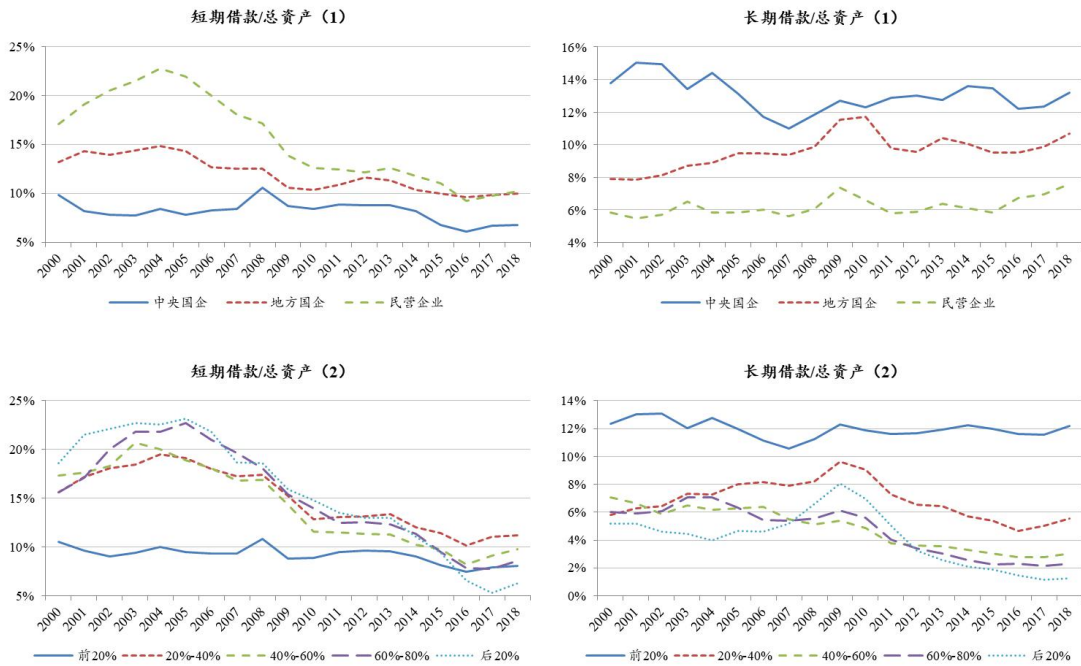


图 6 中国非金融上市公司借款/总资产（2018 年为 3 季报）

数据来源：WIND 及作者计算。

从上市公司数据看，我国国有企业、大型企业与民营企业、中小企业在融资方面差异巨大，前者在信贷和资金获取方面确实拥有特权。我国民营企业和中小企业长期承受融资压力，在 2009 年之前主要反映为财务费用率高企，即是“融资贵”的问题，但是在 2009 年之后借款占比和财务费用率同时下降，越来越变为“融资难”的问题。2016 年以来逐步加码的金融去杠杆政策，令资金本来就捉襟见肘的民营企业和中小企业雪上加霜。资产规模后 20% 的企业在 2017 年短期借款和长期借款相加仅占总资产的 6.4%，在 2009 年之前这一比例一直都高于 20%。总之，金融去杠杆在实体经济方面的直接承担者是地方政府和非金融企业部门，最终一方面反映在房地产和基建行业，另一方面反映在民营企业和中小企业。房地产开发和基建投资下降是当前经济增速放缓的主要来源，民营企业和中小企业经营状况持续恶化则率先给出警示。

除了融资难、融资贵，2018 年企业抱怨较多的还有税收、社保追缴和环保督查等造成的负担。这些因素都会导致企业的成本费用上升，而且，其对不同所有制和不同规模企业造成的影响也不是中性的。表 7 显示了不同所有制和不同资产规模非金融企业的管理费用率和销售费用率变化。管理费用率和销售费用率是指企业管理费用和销售费用与主营业务收入的百分比，反映企业在日常管理和销售过程中产生的成本和费用。从图 7 可以看出，首先，中央国有企业管理费用率和销售费用率都是最低的，地方国有企业次之，民营企业最高。企业规模越大，管理费用率和销售费用率越低，资产规模前 20% 的企业与后 80% 的企业差异很大。其次，近年来，不同所有制和不同资产规模企业的销售费用率差异逐步拉大。到 2018 年，中央国有企业的销售费用率比民营企业平均低 4.28%，资产规模前 20% 的企业销售费用率比后 60% 的平均低 5% 以上。最后，管理费用比销售费用的周期性要强，2007 年和 2018

年是两个低点。

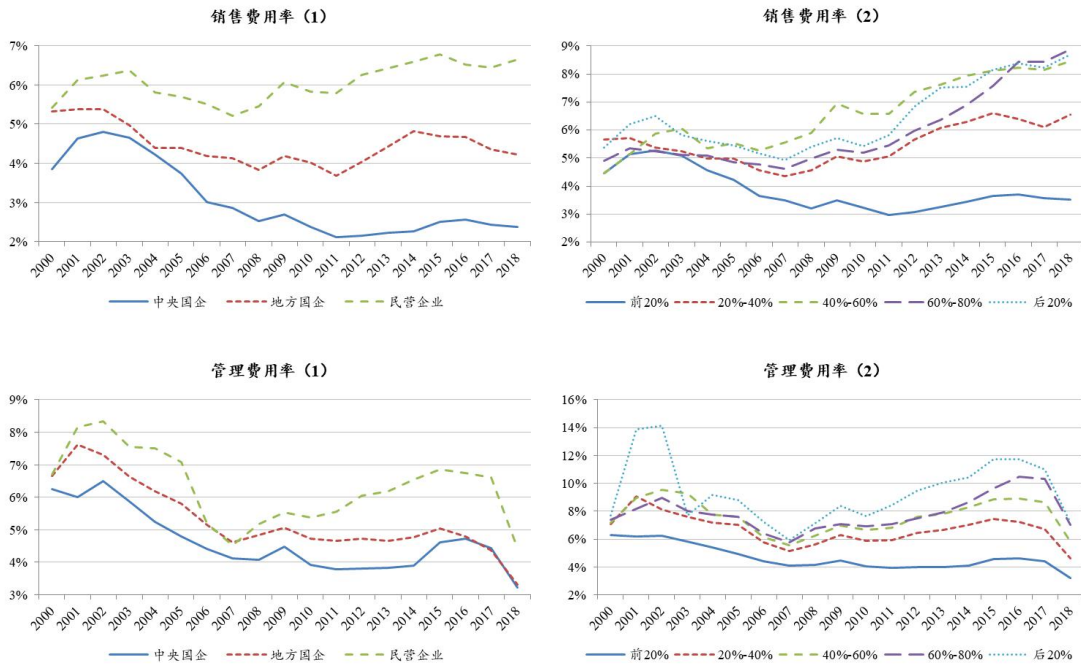


图7 中国非金融上市公司销售费用率和管理费用率（2018年为3季报）

数据来源：WIND 及作者计算。

从图5、图6和图7的企业三项费用分析可知，国有企业和大型企业不管在融资方面，还是在管理和销售的各个环节，都比民营企业和中小企业具有优势。因此，很多政策最终的实施结果不是中性的，民营企业和中小企业会遭受更大冲击。在2018年G30国际银行业研讨会上，中国人民银行行长易纲提出考虑以竞争中性原则对待国有企业。竞争中性原则的涵义是，政府采取的所有行动，对国有企业和其他企业之间的市场竞争的影响都应该是中性的。也就是说，政府行为不应该给任何实际的或潜在的市场参与者尤其是国有企业带来任何“不当的竞争优势”。

## 四、宏观经济政策和宏观调控转型

围绕金融去杠杆，近期我国宏观经济有很多问题交织在一起。影子银行体系膨胀造成金融风险增大和货币政策有效性下降，治理和规范影子银行的金融去杠杆政策一方面造成经济增速放缓，一方面也使得企业竞争非中性问题更加凸显，民营企业和中小企业遭受到更大冲击。在此局面下，政府不但要积极应对经济增速放缓，纠正和补偿竞争非中性，稳定预期，也要着眼长远，不断深化市场化改革和完善宏观调控，促进企业竞争环境改善和政府治理能力提高。

2018年年底的中央经济工作会议指出，宏观政策要强化逆周期调节，实施更大规模的减税降费，保持流动性合理充裕。2019年《政府工作报告》重申要发挥好宏观政策逆周期调节作用，实施更大规模的减税，明显降低企业社保缴费负担；支持大型商业银行多渠道补充资本，增强信贷投放能力，鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款；拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比2018年增加8000亿元，为重点项目建设提供资金支持。

虽然多次强调坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，但是社会上对相关政策还是存有疑虑，担忧这些政策会和金融去杠杆互相矛盾，就好像一边踩刹车，一边踩油门。这就引出近期宏观经济政策理论和实践中的一个重要争论：货币政策和宏观审慎政策的关系。有经济学家认为（比如，Borio，2014），货币政策和宏观审慎政策的使用方向相反，可能会造成相互龃龉的紧张关系。但是，Svensson（2018）则指出，二者的目标和机制有着根本的不同。货币政策对通货膨胀和就业具有很强的系统性影响，通常对金融稳定影响较小；宏观审慎政策对金融稳定有很强的系统性影响，通常对通胀和就业影响很小。在这种情况下，完全可以将物价稳定和充分就业的目标赋予货币政策，将金融稳定的目标赋予宏观审慎政策。二者处在不同维度，通常多少是正交的，可以避免出现矛盾。从2010年十七届五中全会提出“构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”，到2017年十九大提出“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，宏观审慎政策在我国已经从“金融机构改革”板块正式进入“宏观调控政策”板块，从改革的方向和内容成为真正落地的政策。在当下宏观审慎政策伤及实体经济的时候，适时出台宽松货币政策，正是对二者正交性的检验和协调配合的探索，不能将此简单解读为“放水”或者是政策转向。

除了强化宏观经济政策的逆周期调节，近期宏观经济政策的另一重点是扶持民营企业 and 中小企业。中国人民银行行长易纲2018年11月6日接受媒体采访，提出了支持民营经济的“三支箭”：增加民营企业的信贷，设计民营企业债券融资支持工具，以及研究设立民营企业股权融资的支持工具，缓解股权质押的风险。2019年2月，国务院发布《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，强调平等对待各类所有制企业，有效缓解民营企业融资难融资贵问题。2019年的《政府工作报告》特别指出，要加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款，国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上。

商业银行对这一政策多少存在质疑，因为民营企业和中小企业确实经营风险大，坏账率高。不过，从宏观层面考虑，这些政策可以看作竞争中原则真正确立之前的权宜之计。首先是纠偏，即纠正政策实施过程中对民营企业和中小企业的公正和歧视，不要让这些企业在经济周期波动中遭受更大冲击。其次是补偿，即有些政策很难在实施过程中兼顾竞争性，已经对弱势企业造成伤害，需要事后用其他政策进行补偿。另外，在舆论关注较多的情况下，这些措施也可以稳定预期，从而起到稳定经济的作用。

最后，最重要的是要认识到，金融去杠杆背后并非简单的表外业务回表和传统体制回归，而是我国整个货币政策和金融监管的转型。这种转型是从理论基础到实施框架的全面转

型，既反映了我国经济发展新阶段的现实需求，也反映了全球金融危机后全球层面的反思和共识。这一转型的成败，直接关系到我国建设现代化经济体系的成败，也直接关系到我国的增长奇迹能否打破金融诅咒。

我们用图 8 来刻画我国银行体系的行为，其中，中央银行总资产/GDP 反映中央银行的行为。单纯从总资产看，我国央行从 2009 年以来一直在“缩表”<sup>①</sup>。2009 年第 3 季度，中央银行总资产为 22.3 万亿，是同期 GDP 的 66%；到 2018 年年底，中央银行总资产也才增加到 37.2 万亿，与同期 GDP 的比值下降到 41%。在央行“缩表”的同时，代表银行体系资产端的贷款总额和负债端的 M2 却一直在扩张。2008 年年底我国贷款总额为 32 万亿，与同期 GDP 相当，二者比值为 100%；到 2018 年年底，贷款总额增加到 141.8 万亿，是同期 GDP 的 157%。2008 年年底的 M2 为 47.5 万亿，是同期 GDP 的 149%；到 2018 年年底，M2 增加到 182.7 万亿，是同期 GDP 的 203%。如图 8 所示，中央银行“缩表”和整个银行体系“扩表”（左图），其所导致的一个后果就是货币乘数的不断攀升（右图）。或者说，探究这一扩一缩背后的原因，可以转化为探究货币乘数上升的原因。图中所示的是 M2 货币乘数，即 M2 和基础货币的比值，该乘数从 2012 年最低时候的 3.61，已经增长到目前接近 6 的水平。

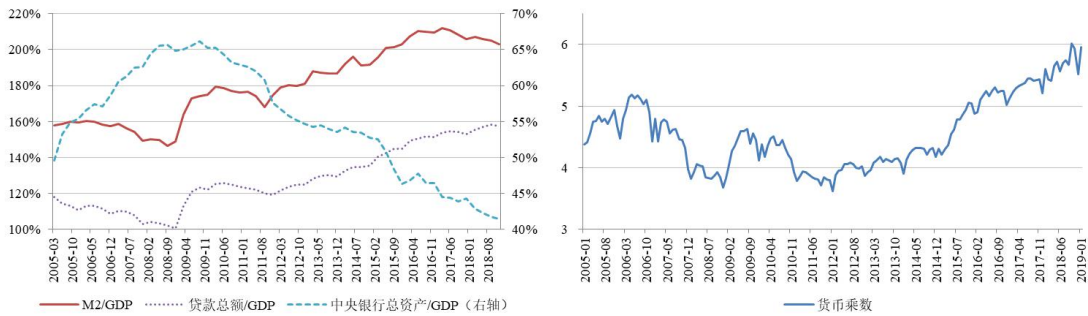


图 8 中国银行体系总量指标与货币乘数

数据来源：WIND 及作者计算。

我国 M2 货币乘数的攀升，大致有三方面原因。首先，中国人民银行从 2011 年 12 月到 2019 年 1 月，一共降低法定存款准备金率 13 次，累计降幅达 8%。大型存款类金融机构法定准备金率从 21.5%降到 13.5%，中小型存款类金融机构法定存款准备金率从 19.5%降到 11.5%。其次，降准固然是货币乘数上升的重要原因，但也不能忽视在理财、同业和委外模式下，影子银行体系在货币和信用创造中的推波助澜。孙国峰、贾君怡（2015）指出，中国影子银行包括银行影子和传统影子银行两部分，其中银行影子业务实质上也是信用货币创造过程，会改变信用货币数量。在我国，银行影子的规模要比传统影子银行大很多。最后，第三方移动支付和电子货币的发展也会使货币乘数增大，信息技术的快速发展对金融的影响需要积极关注。

我国货币政策很长时间以来以货币数量和信贷规模为中介目标，货币供给以基础货币-

<sup>①</sup> 这里是指相对意义上的缩减资产负债表，即相对名义 GDP 增长而言，中央银行资产负债表的扩张较慢，导致二者比值下降。最近美联储的缩表是绝对意义上的，即资产负债表绝对规模的缩减。

货币乘数理论为圭臬（盛松成、翟春，2015），货币需求以货币数量论为核心。显然，在我国经济发展进入新阶段，互联网信息技术突飞猛进，以影子银行为主的金融创新层出不穷的背景下，我国货币政策的有效性受到严重制约，我国货币政策的理论基础和实施框架需要与时俱进。我国未来的货币政策转型，不单单是从数量型调控转向价格型调控，而是要根本上从货币观转向金融观，从单一货币政策转向货币政策和宏观审慎政策的双支柱框架。货币供给要从基础货币-货币乘数的旧观点，迈向发端于《拉德克利夫报告》的“新观点”。该报告的核心思想是，影响经济的不仅是货币供给，而是全部社会流动性，决定社会流动性的是包括全部金融机构在内的整个金融体系（盛松成、翟春，2015）。我国的社会融资规模理论和实践，正是在这方面的有益尝试（盛松成等，2014）。对货币需求的理解也要超越货币数量论。服务于实体经济的是整个金融体系，而不光是银行体系提供的货币。宏观经济政策需要关注的也不仅仅是通货膨胀和失业，还要包括金融风险，以保证金融体系顺畅运作，发挥其基本功能。

## 五、结束语

随着逆周期宏观经济政策和扶持民营经济相关政策的推出和实施，2019年下半年我国经济增速放缓压力有望缓解。这需要重点关注三方面的数据，一是社会融资总量和信贷投放，二是房地产开发投资和基建投资，三是民营企业 and 中小企业的信贷获取状况。如果这三方面数据能够走稳走强，那2019年的经济增长和就业就有了保障。

然而，不能据此推出金融去杠杆和预防金融风险已经告一段落。2019年2月22日，习近平在中共中央政治局集体学习时发表重要讲话，论及深化金融供给侧结构性改革、防范化解金融风险、深化金融改革开放。这是一个明确信号，说明金融去杠杆是中长期政策，不可能一蹴而就，也不能半途而废。当然，未来的操作会注意节奏和灵活性，避免和其他冲击叠加，形成共振。

我国宏观调控的主要矛盾，已经从传统的就业和通胀的折衷，转变为更广泛的经济稳定和金融稳定的折衷。金融去杠杆背后并非简单的表外业务回表和传统体制回归，而是整个货币政策和金融监管的转型。这种转型是从理论基础到实施框架的全面转型，既反映了我国经济发展新阶段的现实需求，也反映了全球金融危机后全球层面的反思和共识。这一转型的成败，直接关系到我国建设现代化经济体系的成败，也直接关系到我国能否打破金融诅咒，续写增长奇迹。

参考文献：

- 李成 汤铎铎, 2018:《居民财富、金融监管与贸易摩擦——2018年中国宏观经济中期报告》,《经济学动态》第8期。
- 李扬等, 2018:《中国国家资产负债表2018》, 中国社会科学出版社。
- 林毅夫 蔡昉 李周, 1994:《中国的奇迹:发展战略与经济改革》, 上海三联书店。
- 盛松成 徐诺金 张文红等, 2014:《社会融资规模理论与实践》, 中国金融出版社。
- 盛松成 翟春, 2015:《中央银行与货币供给》, 中国金融出版社。
- 孙国峰 贾君怡, 2015:《中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角》,《中国社会科学》第11期。
- 汤铎铎, 2019:《中国经济未偏离潜在增长水平》,《中国经济时报》1月29日。
- 汤铎铎 李成, 2018:《全球复苏、杠杆背离与金融风险——2018年中国宏观经济报告》,《经济学动态》第3期。
- 汤铎铎 张莹, 2017:《实体经济低波动与金融去杠杆——2017年中国宏观经济中期报告》,《经济学动态》第8期。
- 汪涛, 2018:《中国影子银行的发展和规模》,《财经》第8期。
- 殷剑锋 王增武, 2013:《影子银行与银行的影子》, 社会科学文献出版社。
- 丹尼·罗德里克, 2011:《全球化的悖论》, 中国人民大学出版社。
- 海曼·明斯基, 2015:《稳定不稳定的经济:一种金融不稳定视角》, 清华大学出版社。
- 阿德尔·特纳, 2016:《债务和魔鬼:货币、信贷和全球金融体系重建》, 中信出版社。
- 默文·金, 2016:《金融炼金术的终结:货币、银行与全球经济的未来》, 中信出版社。
- 乔·史塔威尔, 2014:《亚洲大趋势:中国和新兴经济体的未来》, 中信出版社。
- Allen, F. et al(2019), “Entrusted loans: A close look at China’s shadow banking system”, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Alvaredo, F. et al(2017), *World Inequality Report: 2018*, Paris: World Inequality Lab.
- Arcand, J.L. et al(2015), “Too much finance?” *Journal of Economic Growth* 20(2):105–148.
- Blanchard, O. & L.H.Summers(2017), “Rethinking stabilization policy: Evolution or revolution?”, NBER Working Paper, No. 24179.
- Borio, C.(2014), “Macprudential frameworks: (Too) Great expectations?”, in: D.Schoenmaker(ed), *Macprudentialism*, A VoxEU.org eBook.
- Brunnermeier, M.K. et al(2017), “China’s gradualistic approach: Does it work for financial development?”, *American Economic Review* 107(5):608–613.
- Cecchetti, S.G. & E.Kharroubi(2018), “Why does credit growth crowd out real economic growth?”, NBER Working Paper, No. 25079.
- Chen, K. et al(2018), “The nexus of monetary policy and shadow banking in China”, *American Economic Review* 108(12):3891–3936.
- Ehlers, T. et al(2018), “Mapping shadow banking in China: Structure and dynamics”, BIS

- Working Papers, No. 701.
- IMF,(2018), *World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth*, International Monetary Fund, October.
- IMF(2019), *World Economic Outlook (update): A Weakening Global Expansion*, International Monetary Fund, January.
- Kohn, D.(2018), “From the great moderation to the great recession and beyond — How did we get here and what lessons have we learned?”, Speech at 200th Anniversary of Danmarks Nationalbank, Copenhagen.
- Naughton, B. & K.S.Tsai(eds)(2015), *State Capitalism, Institutional Adaptation, and the Chinese Miracle*, Cambridge University Press.
- Naughton, B.(2017), “Is China Socialist?”, *Journal of Economic Perspective* 31(1):3–24.
- Piketty, T.(2014), *Capital in the 21st Century*, Harvard University Press.
- Piketty, T. et al(2017), “Capital accumulation, private property and rising inequality in China, 1978-2015”, NBER Working Paper, No. 23368.
- Shaxson, N.(2018), *The Finance Curse: How Global Finance is Making Us All Poorer*, Penguin Group.
- Song, Z. et al(2011), “Growing like China”, *American Economic Review* 101(1):196–233.
- Svensson, L.E.O.(2018), “The future of monetary policy and macroprudential policy”, *The Future of Central Banking - Festschrift in Honour of Vítor Constâncio*, ECB.
- World Bank(2018), *Global Economic Prospects: Broad-based Upturn, but for How Long?* World Bank Group.
- World Bank(2019a), *Global Economic Prospects: Darkening Skies*, World Bank Group.
- World Bank(2019b), *Doing Business 2019: Training for Reform*, World Bank Group.
- Yao, Y.(2014), “The Chinese growth miracle”, in: P.Aghion & S.Durlauf(eds), *Handbook of Economic Growth*, Vol. 2, Elsevier.

# **Financial Deleveraging, Competitive Neutrality and Policy Transformation:**

## **China’s Macroeconomy Annual Report 2019**

TANG Duoduo

(Institute of Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)



**Abstract:** China's current economic slowdown needs to be analyzed from two perspectives, one is short-term, and the other is long-term. In the short term, the main cause of the economic slowdown is financial deleveraging, and the main channel is the decline of real estate and infrastructure investment. In addition, the private economy also suffered a great impact. Counter-cyclical macro-control policy is a normal operation in response to economic fluctuations, and also a test of the orthogonality and coordination between monetary policy and macroprudential policy. It cannot be simply interpreted as "releasing water" or policy reversal. Policies supporting the private sector can be seen as a stopgap measure before the establishment of the competitive neutrality principle and can also stabilize expectations. In the long term, the principal contradiction in China's macro-control has shifted from a tradeoff between employment and inflation to a tradeoff between economic stability and financial stability. Financial deleveraging is not the off-balance sheet items going back on balance sheets and the return of traditional institutions, but the transformation of the whole monetary policy and financial regulation. This transformation is not only directly related to the construction of China's modern economic system, but also directly related to whether China can break the finance curse and continue the growth miracle.

**Keywords:** Finance Curse; Shadow Banking; Financial Deleveraging; Macroprudential Policy, Competitive Neutrality