

从金融周期看债务增长与风险

◎ 彭文生

摘要：对于中国目前阶段而言，需要关注企业部门和地方政府的债务偿付问题，既包括违约风险，也包括债务人为了偿债而被迫紧缩开支、从而对总需求产生下行压力。当前，中国处在金融周期下行阶段，内生需求动能不足。与源于需求端的美国金融周期下行不同，中国是典型资金供给端发力触发，要求后续的逆周期调节政策予以适配。此外，有效需求不足、全球产业链“去中心化”也对缓解债务压力有不利影响。

在债务风险化解阶段，风险偏好下降，安全资产需求上升，但经济活动内生的安全资产供给面临下行压力。 M_2 （银行存款）是中国居民和企业部门安全资产的主要部分，近期信贷需求弱导致 M_2 增速下滑。为应对实体端有效需求不足、金融端风险偏好较弱的问题，宏观逆周期调节的关键在于财政扩张。可以从增量和存量两个维度思考债务化解：在债务增量方面，中央政府可以适当增加债务，政府的债务是当代人的资产，其增加提升企业和家庭部门的净资产，从而有助于企业和家庭部门去杠杆；在存量方面，以展期和降低利息为导向的债务重组则降低当前的还本付息负担。宏观政策的不同工具和不同传导渠道受到市场制约的程度不同，通过降低利率来促进需求上升可能受到汇率的约束，风险溢价下降的速度和幅度则受宏观环境的影响，包括债务化解进程本身、地缘政治等因素。总之，在当

前的形势下，中央政府债务的外生性和逆周期性最强，是最有效的应对总需求不足、化解债务风险的工具。

关键词：金融周期；债务增长；债务风险；市场约束

中图分类号：F832 **文献标识码：**A

一、金融周期视角下的债务问题

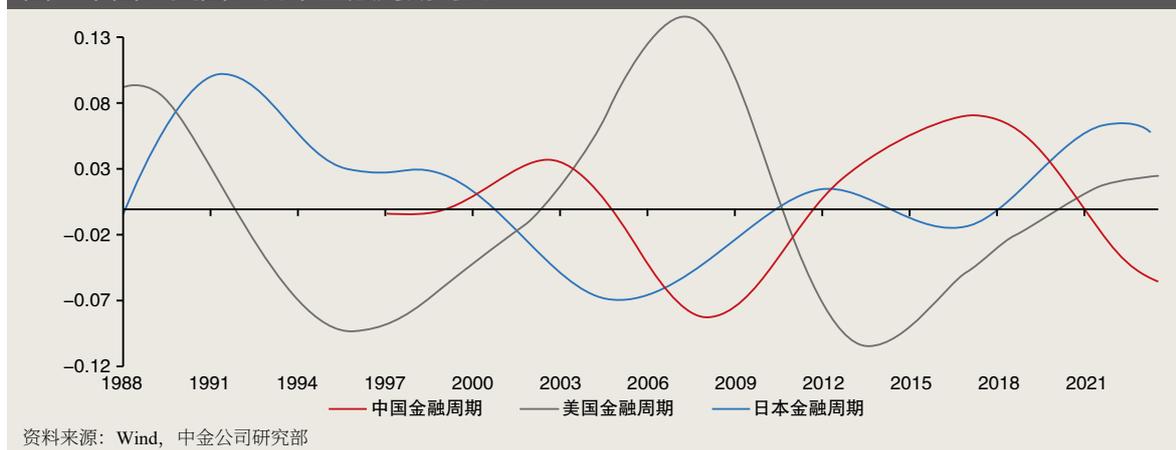
关于债务问题及其风险，首先需要明确当前关注的债务类型。对于中国现阶段而言，更为关注的是非政府部门以及实体部门的债务，其中较为突出的是地方城投企业在经营过程中累积的债务及其相关问题。地方政府及其下属的城投企业理论上具有政府部门的信用属性，但在现实中其融资条件却带有私人部门债务的特征，并不完全是真正的官方债务人。

债务风险，一种指的是违约风险，这可能使得金融系统蒙受损失，甚至出现金融危机。另一种指在未发生债务违约的情况下，债务人为了还债而被迫紧缩开支，从而对总需求产生下行压力，加剧债务的偿还压力。从这两个角度看，经济下行压力和债务风险是互相加强的。

任何债务均伴随着相应的债权，因此债务与资产是相对应的。近年来，“资产负债表衰退”成了

作者简介：彭文生，中金公司首席经济学家、研究部负责人，中金研究院院长。

图1 中国、美国、日本金融周期对比



一个热门词，它可以帮助我们形象地理解债务问题，但更多地描述了一种结果，并未深究背后的原因。理解导致资产负债表由繁荣到衰退的缘由，才能够对政策形势有完整的判断，这也是从金融周期视角看债务问题的一个关键动机。

金融周期是指房地产价格和信贷的中长期变动趋势，本质上是资产和负债的变化，前者指房地产，后者指与房地产相关的债务。房地产是信贷最常见的抵押品，二者相辅相成、相互促进，带来金融的顺周期性。当房地产行业处于繁荣时，信贷扩张促进房价上升，房价上升意味着其作为抵押品的价值上升，二者导致螺旋式的顺周期性。然而，这一特性也意味着金融周期一旦转向，下行时间会持续较久，短期内再逆转面临的阻力较大。对比中国、美国、日本金融周期的最新估算结果，可以看到中国当前正在下行阶段，美国和日本则在上行（曲线向上代表信贷扩张、房价上升），其中日本近期似乎有向下的迹象（见图1）。房地产债务紧缩对经济造成的负面影响是中国经济当前下行压力较大的内生原因之一。

值得注意的是，并非所有的金融周期下行都与经济衰退、金融危机相关联，还需要深入探究下行的具体成因。例如，21世纪初中国对信贷的控制力度较紧，当时的金融周期呈现下行状态，但同期中国的整体经济形势较为乐观。这是因为当时央行外汇占款增多、货币扩张速度较快，有一段时间M₂增长有一半都是与外汇占款的增加相关。多数情况下，外汇占款是贸易顺差带来的，代表企业与家庭

等非政府部门的净资产增多。这也是尽管当时中国面临金融周期下行，但经济表现较好的原因之一。与21世纪初有所不同的是，当前中国金融周期下行主要表现为信贷和房地产的同时紧缩。

厘清驱动金融周期下行的原因，对于政策选择有重要意义。对比中国、美国金融周期下行的驱动因素，美国是典型的以货币紧缩为起点、从需求端发力的政策驱动了金融周期下行。2004—2006年美联储加息，2006年美国房价见顶，2008年发生金融危机、信贷紧缩。中国则是从资金的供给端发力触发，以2017年全国金融工作会议监管加强、信贷紧缩为起点，2021年房价见顶。

中美两国金融周期下行的结果似乎都是房价下行、信贷紧缩，但对政策选择的含义可能有所不同。美国从需求端、利率开始发力，后续的逆周期调节也是以货币放松为主要载体，例如，利率下降有助于家庭和企业部门应对房地产和债务下行的顺周期性，而金融监管在危机之后反而是加强的。也就是说，美国的金融监管是顺周期的，由此要求逆周期的货币政策放松力度特别大，短期利率降到零。中国从供给端、信贷监管着手，后续的逆周期调节自然也是从供给侧优先开始放松，也就是说监管是逆周期的。监管的逆周期有助于降低货币逆周期调节的力度，这可能是中国的货币利率下降幅度没有那么大的原因之一。但这样的政策组合也面临挑战，供给侧（监管）的政策更多是结构性的，往往针对特定行业（如房地产），对总量扩张的推动在短期不一定很有效。例如，放松对房地产信贷的监管，

图2 中美日金融周期、信贷因素与房地产价格因素关系

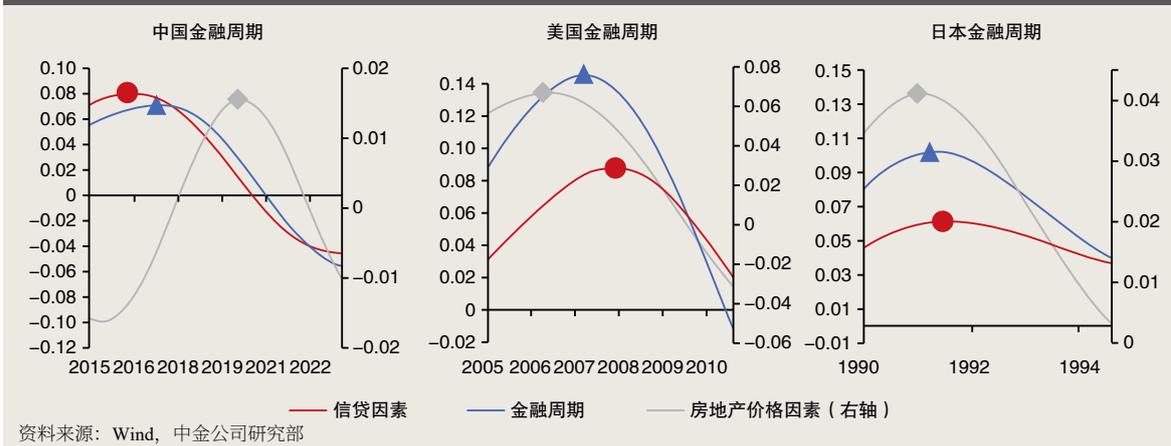


图3 人民币与美元实际有效汇率指数



但由于房地产下行的顺周期性较强，监管放松的提振效果相对有限。因此，中国本轮金融周期下行的顺周期性值得重视，需要需求侧政策配合助力逆周期调节。需求侧的总量政策，包括利率下降、降低债务偿还负担，可能面临顺周期的内生动能不足问题，而财政是真正外生的、最有效的逆周期调节工具。

二、需求疲弱增加债务偿还压力

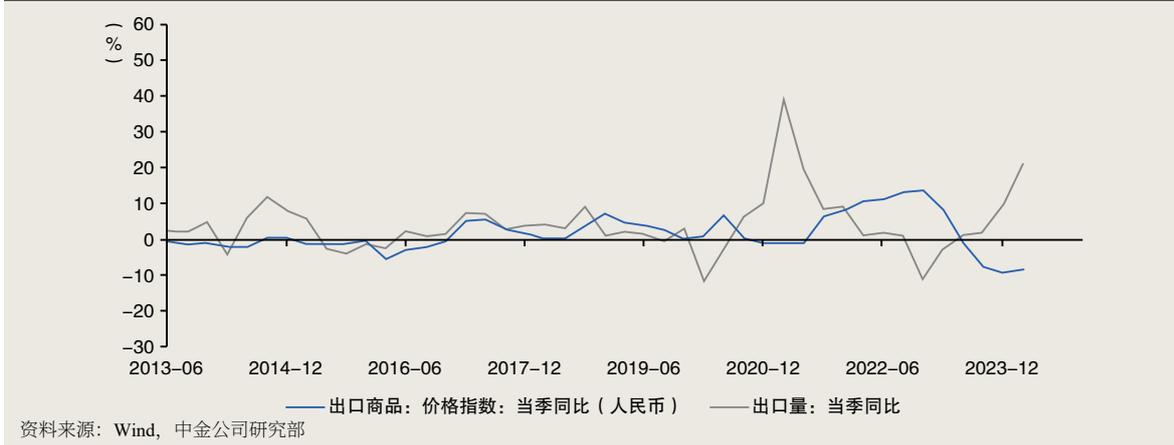
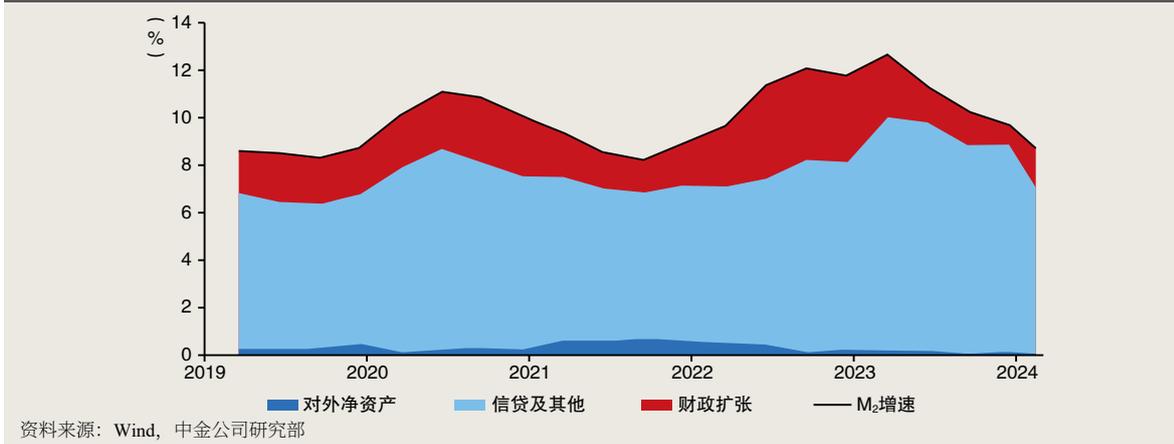
除了金融的顺周期性之外，债务问题还受到整个经济状况的影响。当前中国经济面临有效需求不足的问题，增加了债务偿还的压力。有效需求不足超越了短周期波动，具有跨周期性质。从其原因来看，中国需求不足固然有金融周期下行的影响，此外还有新冠疫情带来的“疤痕效应”。与美国相比，疫情期间中国财政扩张的力度相对有限，因此私人

部门受到的影响更大。中国面临需求不足另一个原因是全球产业链调整的影响。过往的中美贸易合作模式下，边际上来看是中国生产、美国消费。当前，美国正在推动“去中心化”，在宏观上意味着中国面临的是需求不足、通缩压力，而美国则面临供给不足、通胀压力。

中美两国之间内部需求的差异，对外则体现在汇率的变化上，即人民币实际汇率贬值、美元实际汇率升值。考虑到近期人民币实际有效汇率对一揽子货币并没有贬值，中美两国实际汇率表现的差异不仅是由名义汇率变动导致的，更多反映了两国通胀走势的不同。

理论上，两个开放经济体之间，当一方需求强而另一方需求弱时，一方汇率升值而另一方汇率贬值是正常的。然而，中美当前面临的不仅是经济问题，还涉及地缘政治层面。近两年中国出口呈现明

图4 中国出口量、价当季同比

图5 中国M₂同比增速及其拆解

显的价格下跌、数量上升的趋势，实际上在一定程度上帮助美国控制了其国内通胀水平。但是，近期欧美国强调中国的产能过剩和补贴问题，显示出贸易保护主义倾向。未来如何理解这一问题，应对所谓的产能过剩和贸易保护主义，可能也是宏观政策需要考虑的因素。

三、债务风险与安全资产

任何债务都有其对应的资产，既可能是风险资产，也可能是安全资产。在债务风险化解阶段，居民部门的风险偏好下降，安全资产需求上升。这是因为随着债务风险溢价上升，市场参与者会更多追求安全资产，但经济活动内生的安全资产供给面临下行压力。如果此时安全资产的供给不足，金融的顺周期下行可能会加剧。

M₂（银行存款）是中国居民和企业部门安全资产的主要部分，M₂增速从2024年2月份的8.7%降至3月份的8.3%。货币信贷数据具有很强的前瞻意义，近期M₂增速的下滑值得警惕，背后的原因主要是信贷需求弱和经济内生动能不足。

为应对实体端有效需求不足、金融端风险偏好较弱的问题，宏观逆周期调节的关键在于财政扩张。中国正处于金融周期下半场，理想的政策选择是在信用紧缩的情况下（或者说监管的逆周期调节效果有限），推动松货币、宽财政，这也是日本和美国此前应对金融周期下行（包括监管的顺周期性）所采取的方法。这一政策组合要求在放松货币的同时推动财政扩张，如果仅有前者，利率下降的效果较小，政策效果也相对有限。

中央政府债务增加是财政扩张的关键，问题在于如何判断中央政府债务的合适水平。任何债务都

图6 2016—2024年中国广义财政赤字率

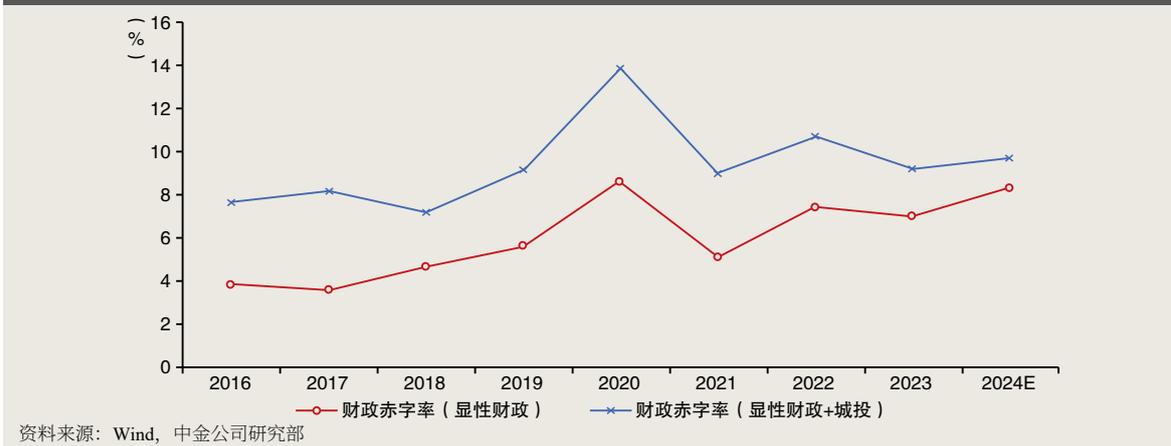


图7 中国各类贷款TTM新增占比



有债务人和债权人，中央政府债务的债务人本质上是下一代居民，而债权人是当代的私人部门，包括企业和家庭。中央政府债务增加，对应的是当前私人部门净资产上升，有助于企业和家庭部门去杠杆、化解债务风险。因此，中央政府债务水平是否合意这一问题等同于当代人是否要透支下一代人的资产，即我们是否需要特别担心30到40年以后的债务负担问题。随着技术进步，其答案应该是否定的，因为技术进步带来的经济增长能够有效地稀释债务水平和减轻偿付负担。当然，这也并不意味着政府债务可以无限扩张，如果政府债务增长过快，导致通胀上升，私人部门的资源配置将受到挤压。总之，判断中央政府债务是否可持续的标准，不在于债务规模，而是通胀水平。例如，日本中央政府债务占GDP比重已达到300%，但由于通胀水平较低，并未引发风险。

基于以上讨论，我们可以从增量和存量两个维度思考债务风险化解问题。在债务增量方面，中央政府有空间增加债务。近期，中国的广义财政赤字率增加有限，中央政府债务仍有余地帮助企业和居民部门降低债务负担。从具体数据来看，虽然2024年的显性财政赤字率（含预算内和政府性基金）有一定幅度的上升，但如果将城投等隐性财政行为考虑在内，广义的赤字率与2023年相比基本平稳。增量债务的第二个方面是政策性金融，可将其理解为一种准财政行为。当前，房地产占新增贷款的比例已降至零左右，但整体信贷水平仍显现出一定韧性，这是因为信贷受到了基建、制造、普惠、绿色等领域政策性金融的支撑，投向这些领域的信贷占新增信贷总量比重已达80%左右。政策性金融从供给侧提供了资金，帮助信贷水平维持平稳。但值得注意的是，这些信贷主要帮助的是企业，而企业投

图8 中国人民银行总资产与商业银行总资产占GDP的比重

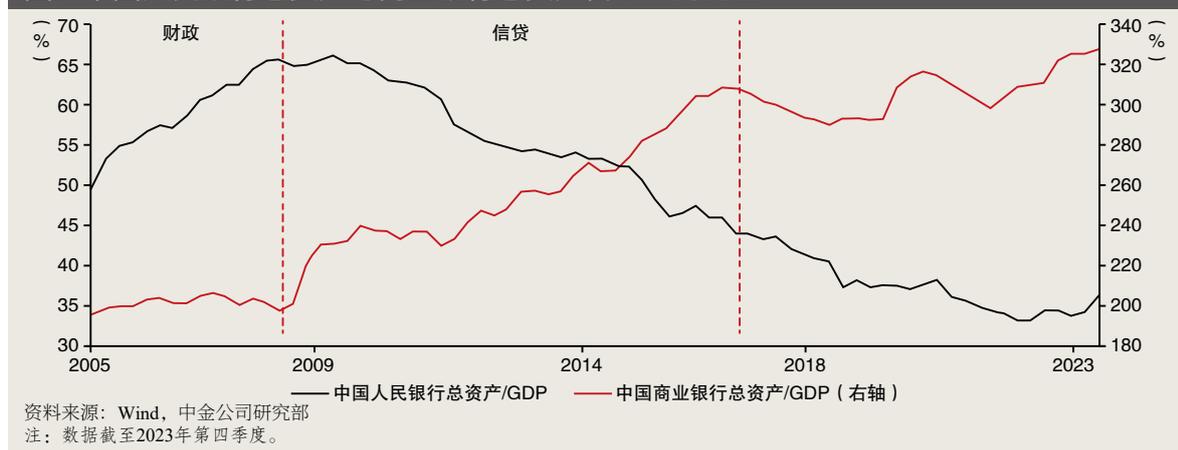
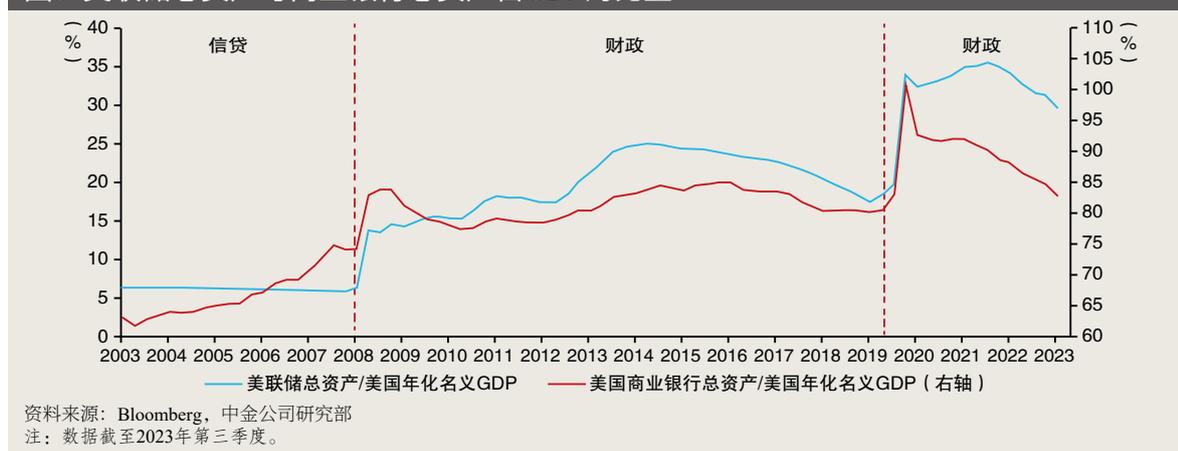


图9 美联储总资产与商业银行总资产占GDP的比重



资并不是最终需求。因此，政策性金融规模的扩大并不能有效地解决需求不足，可能加剧所谓的产能过剩问题，难以带动持续、健康的经济复苏。

在存量上，地方债务最根本的问题是其融资条件是商业性的，信用条件却是政府性的，这一组合在过去十几年给一些债权人带来了很好的投资机会，但最终是不可持续的。考虑到这部分债权人在事前享有的较高收益率，化解存量债务风险的关键在于推动债务重组。债务重组不是指大范围的违约，而是可以对存量债务进行展期，并将利率降至与政府信用相符的水平上。考虑到公开市场的羊群效应，债务重组可以主要通过非标包括信贷的渠道实现。这样的组合有助于降低中央政府债务扩张可能带来的道德风险。

具体来看，中央政府如何增加债务、提供安全资产，这涉及中央银行和商业银行谁来扩表的问题。

商业银行通过信贷创造存款，在存款保险以及政府对银行信用担保的背景下，存款也属于安全资产，但其与央行提供的安全资产背后对应的风险有所不同。21世纪初，中国面临金融周期下行，但整体经济向好，背后的一个重要原因是央行通过购买外汇投放基础货币，这本质上是一种准财政行为，体现为企业与居民部门的银行存款增加。2008年国际金融危机后到2017年，中国商业银行资产负债表规模扩张，同期央行缩表。2017年以来，商业银行扩表速度明显放缓，而央行继续缩表，整体表现为中国安全资产供给的增速放缓，这也是同期整体金融环境偏紧的根本原因。从国际经验来看，美国在2008年以及2020年期间，美联储和商业银行均启动了明显的扩表，有效配合了同期的财政扩张。美国经验的一个重要启示就在于，为配合财政发力、中央政府增加债务，中央银行可相应进行扩表。

图10 中美10年期国债收益率变化



图11 美股和A股风险溢价对比



四、市场的约束：确定与不确定性

前文提及债务问题化解的政策选项，但宏观政策的不同工具和不同传导渠道受到市场不同程度的制约。面对本轮金融周期下行，中国的政策路径是先从放松监管促进资金供给开始，再到降低利率以促进内生需求。当前来看，降低利率的方向是相对确定的。一是从弗里德曼的通胀预期视角看，以国债收益率为利率指标，当前的实际利率偏高，需要下降。二是从凯恩斯的流动性偏好视角看，以A股风险溢价作为利率的一个指标，当前的实际利率水平也处于高位。

但是，确定的政策路径背后也蕴藏着不确定性。就前一个选项而言，降低利率来促进需求上升可能需要考虑汇率端的约束，更有效的措施是通过财政扩张来提振需求，同时也通过提振信心来稳定汇率。

对于后一个选项而言，风险溢价下降的速度和幅度受债务化解进程和地缘政治形势等因素的影响，同样面临一定的不确定性。为应对这些因素、降低政策效果的不确定性，降低风险溢价这一政策选项最终同样需要财政发力予以配合。总之，在当前的形势下，财政也就是中央政府债务的外生性和逆周期性最强，是最有效的应对需求不足、化解债务风险的工具。

参考文献：

- [1] 贺力平. 美联储加息对此轮美国经济的有限影响探析 [J]. 国际金融, 2024 (2): 29-37
- [2] 彭文生. 从金融周期看货币政策 [J]. 股市动态分析 2024 (8): 15-16

(责任编辑: 辛本胜)