

信贷、杠杆率与经济增长： 150 年的经验与启示

■ 张晓晶 刘磊 李成

内容提要：本文分析了信贷增长与经济增长之间的关系，信贷本质上是借助实体经济活动促进增长，若出现错误配置，过多的信贷将不能带来更快的增长。本文通过对美英日德等发达经济体 150 年来的杠杆率和经济增长关系的分析发现，杠杆率具有长周期特征，大致呈现三四十年的变化周期。中国改革开放 40 年至今，宏观杠杆率基本处在一个周期的峰值附近，因此，去杠杆成为必然之选。在政策层面，中国去杠杆过程需稳中求进，要将强制性的市场出清作为去杠杆的前提，警惕强调宽松环境下的去杠杆，故总体上需保持偏紧的货币环境。

关键词：宏观经济 信贷 杠杆率 经济增长

中图分类号：F015 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1770(2020)01-06-08

2008 年国际金融危机以来，尽管去杠杆成为主要发达国家摆脱危机、回归常态的基本共识，但十年过去了，各大经济体债务攀升、杠杆率高企再次成为令人担忧的全球性现象。信贷规模、宏观杠杆率（债务占 GDP 比重）伴随着经济周期起伏，但却可以不断上升且屡创新高，这背后到底是什么机制在起作用？信贷变化与经济增长有着怎样的关联？本文考察了发达经济体自 1870 年以来近 150 年的杠杆率长周期变化，探讨其与经济增长之间的关系，并尝试对上述问题做出回答。

一、信贷与增长：理论梳理

（一）货币观点与信贷观点

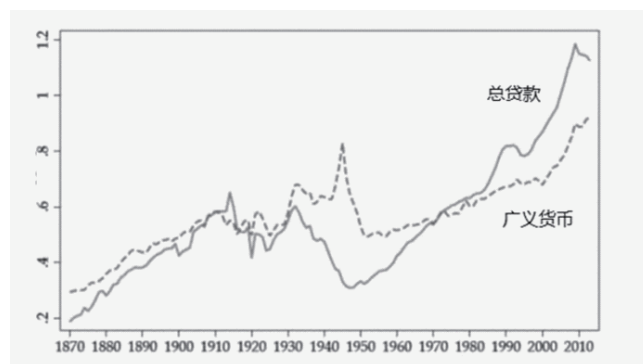
关于货币、信贷与经济的关系，在经济学思想的长河中一直有着广泛的探讨。

19 世纪末及 20 世纪初的经验加上 30 年代的大萧条，形成货币观点（currency view）的基础。这里最突出的贡献是弗里德曼的货币史研究（Friedman and Schwartz, 1963），他认为，狭义与广义货币供给的水平在短期会严重影响产出，因而央行必须对商业银行总负债施加适度的间接调控。除此之外，银行的实际运作、通过贷款进行的信用创造，在长期内对实际经济均不重要。

20 世纪 80 年代以来，信贷观点（credit view）得到了越来越多的重视。这一观点强调，单纯的货币观点已经无法解

释货币（政策）对经济的影响。这一观点源于米什金（Mishkin, 1978）、伯南克（Bernanke, 1983）、格特勒（Gertler, 1988），还可以追溯到费雪（Fisher, 1933）以及格利和肖（Gurley and Shaw, 1955）。信贷观点的最突出特点就是：影响经济的不仅仅是银行的狭义和广义货币，事实上，整个银行的资产负债表——其资产方、杠杆率及结构——都会对经济产生作用。最典型的是伯南克提出的金融加速器效应（Bernanke and Blinder, 1992），指出信贷渠道是对传统货币传导机制的加强。不过，伯南克也强调，这一信贷渠道并不是真正独立的或平行的渠道，而是强化机制。从这一意义上，信贷渠道是有点“被动”的。

信贷渠道的出现与银行与金融发展有关。二战以来，信贷开始脱离广义货币而快速增长（见图 1），主要基于两方面



资料来源：转引自 Jordà 等（2017）

图1 广义货币与总贷款（占GDP的百分比，%）

原因，一是银行杠杆的提高，二是银行的非货币负债使资金来源增加。此外，在银行资产负债表中，安全性资产开始下降，资产组合中政府债券占比自1950年以来大幅下降。这些变化强化了信贷作用，同时也带来了金融风险的上升。

在这些微观变化背后，是更重要的宏观制度性变化。自20世纪70年代中期以来布雷顿森林体系崩溃，80年代以来金融全球化与金融自由化的发展使信贷出现了前所未有的增长。由此，经济周期的变化开始由信贷金融主导，所谓金融周期开始出现。实际上，金融周期突显了信贷周期以及房地产周期的共同作用。

（二）信贷驱动增长的机制

讨论增长，一般会涉及生产函数。而在生产函数中，较少涉及到信贷。就信贷与产出的文献而言，也主要关注信贷对产出波动的影响，直接探讨信贷与增长关系的也不多见。不过，信贷推动名义需求增长，并在一定时期内推动经济较快增长，这一点基本上是理论共识。如果观察20世纪80年代以来的现象，这一特征表现得更为明显。那么，信贷驱动增长的机制是什么？

其实凯恩斯的货币先行理论就已经阐述了货币信贷对产出的重要性，甚至是经济活动的“第一推动力”。进一步考察信贷与增长的关系，最直接的机制就是信贷对投资与消费的驱动，即促进资本形成与扩大最终消费，从而带来经济增长。

伯南克的金融加速器理论也阐述了信贷作用于实体经济的机制。不过，他强调，这个信贷渠道并非单独起作用，而是要借助于更根本的机制发挥作用，信贷渠道不过是顺势而为，抑或是推波助澜。这其实道出了信贷影响实体经济（无论是增长还是波动）的根本特征。

因此，强调信贷作用的同时，一定不能忽视信贷其实是借助于实体经济活动才能促进增长的：要么是需求侧对投资、消费或净出口的促进，要么是供给侧对生产要素的驱动，如促进资本形成、推动技术创新等。

二、过多的信贷为什么不能带来更快的经济增长

信贷驱动增长，尤其就短期而言，几乎是没有什么争议的。即使弗里德曼的货币观点也支持这一判断。不过，现实的故事却是，过多的信贷未能带来更快增长，相反，信贷过度膨胀之后，往往出现的是危机。著名的凯恩斯主义经济学家、诺奖得主托宾则将“过度信贷”称为经济体系中的“阿基里

斯之踵”（Tobin, 1989）。

那么，为什么过多信贷不能带来更快的增长呢？首先，金融自由化、创新与发展导致信贷增长脱离实体经济。信贷也好，金融也好，其存在的依据是为实体经济服务。但随着金融自由化、金融创新与发展，通过银行资产负债表扩张的传统信用创造机制，现在由于银行表外业务和非银金融机构的参与而增加了信贷扩张的新途径。而由后者所创造的信贷，大多并未流向实体经济，而是被房市、股市、债市所吸收，在金融体系内部“空转”，从而形成信贷与实体经济的脱离，产生了“异化”。

其次，为现存资产融资导致的信贷扩张对产出增长作用甚微（特纳，2016）。以现存资产作抵押的信贷业务绝大多数是房地产抵押贷款，这部分信贷虽然也有一些用于新房的购买（从而支持新增房地产投资），但更多的是对存量房产的购买（这部分支出不计入GDP，且不形成新的投资）。图2显示，即便发达经济体完全不进行新建房地产投资，银行信贷同样会集中于房地产融资。截至2010年，17个发达经济体房地产信贷接近全部银行信贷的60%。并且，随着社会富裕程度不断提升房地产在财富中的重要性不断上升。以2010年为例，发达经济体房地产占国民财富（非金融资产加上对外净金融资产）基本是在50%以上。其中，英国57.4%、法国61.3%、德国55.8%、美国42.2%、加拿大51.4%（皮凯蒂，2014）。这意味着，房地产对于信贷扩张仍起到了重要的推动作用。

金融周期的经验事实表明房地产价格与信贷规模存在同步的周期性。信贷增长支撑了房地产价格上涨，房产价值的增加反过来又支撑了信贷需求的上升。这部分贷款并不直接创造GDP，并且具有更强的顺周期性，其本身便可形成与实

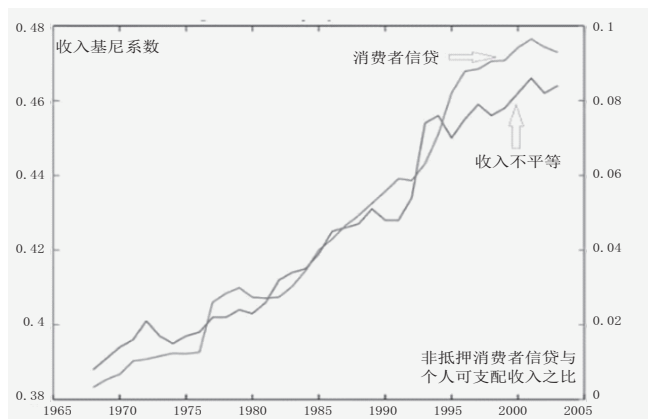


资料来源：转引自 Jordà 等（2016）

图2 17个发达经济体房地产信贷占总贷款比重

体经济无关（或关联较弱）的信贷周期。由此，当为现存资产（特别是房地产）融资导致信贷扩张时，往往并不伴随着新的投资，因而仅仅是信贷增长，却没有相应的产出增长。

第三，贫富差距导致信贷扩张成为很多政府的致胜法宝。信贷或者债务的产生在于经济体系中储蓄与投资的不匹配。储蓄转化为投资一般有两条渠道：债权融资与股权融资。到底采用哪种方式，可能与很多因素有关，但为什么我们常常看到的是信贷（或债务）不断攀升？一个重要的原因在于贫富差距的存在。贫富差距扩大使不可持续的信贷扩张成为维持经济增长的关键。一般来讲，社会中相对富裕的群体都会将收入中的更大比例用于储蓄。贫富差距的扩大会导致储蓄率上升，并抑制名义需求增长。而信贷增长能够作为抵消因素。银行信贷部门或其他中介可以把更多的储蓄借给穷人，支持他们在实际收入不变甚至下降情况下维持或提高消费水平。典型的就是美国的房地产抵押贷款（特别是次贷）。通过这种方式，给穷人贷款，扩大消费，从而支撑经济增长。这是很多发达经济体，包括发展中经济体所采用的办法。政府通过扩大信贷，一方面缓解了穷人困境（部分掩盖了贫富差距，这就是为什么我们看到，美国过去几十年贫富差距不断拉大，却没有导致不同收入阶层消费差距的扩大），另一方面也推动了增长，达到一石二鸟的效果。从图3可以看出，美国的收入不平等程度与消费者信贷占比自20世纪60年代以来以类似的趋势增长，由此带来的危害有目共睹。事实上，那些借债的穷人在危机冲击中所受的损失，要远远大于有钱且杠杆率较低的人群。



资料来源：转引自 Krueger and Perri (2006)

图3 美国收入不平等与消费者信贷走势一致

第四，金融全球化、跨境资本流动与全球失衡进一步推

动信贷攀升。就全球看，也存在着储蓄与投资的不匹配，如伯南克所说的中国储蓄过剩问题，以及发达经济体的储蓄不足问题。在贫富差距不断扩大的社会内部，穷人以信贷融资的消费扩张对应于富人的储蓄增长，而纵观世界，美国、英国、西班牙、爱尔兰等国以信贷融资的房地产价格泡沫和消费繁荣则对应于中国、德国、日本等国居高不下的储蓄率。全球失衡（正体现了全球储蓄与投资的不匹配）造成了信贷扩张，发达经济体一定意义上是在借助外部（即国外）杠杆支撑本国增长。此外，金融自由化与全球化的发展也导致了与实际资本形成无关的大规模跨境资本流动。由此产生的信贷膨胀不仅对产出增长的积极作用有限甚至，那些反复无常的跨境资本流动往往还会带来波动与危机，严重抑制增长。

以上从四个方面给出了信贷过快增长为什么不能带来产出快速增长的原因，实际上是讨论了信贷误配置是如何形成的，更进一步，是什么原因造成了金融未能很好地服务于实体经济。

三、杠杆率长周期：典型案例分析

为了更好地理解杠杆率和产出增长的关系，同时也基于长时段数据的可获得性，我们选取美、英、日、德四个典型经济体进行案例分析。这几个国家的杠杆率数据可以追溯到1870年。为了考察杠杆率长周期的变化，我们把1870年到现在近150年的时间跨度大致分为四个时期。

周期划分与考察问题的视角有关。我们这里的四个时期划分（每个时期大约三四十年），主要是考虑到制度、政策范式（paradigm）的较大转变（如从金本位到信用本位，布雷顿森林体系与后布雷顿森林体系，金融自由化与金融全球化的发展等）和大的外部冲击（如两次大战、两次大危机等）。具体来说：

1870—1914年，第一次全球化繁荣时期。除英国外，对其他三个国家而言，也是一个快速工业化的时期。大部分国家在这段时间都有较高的经济增速，但杠杆率并未显著上升，债务与经济活动以近似的速度增长。

1914—1946年，一战、大萧条和二战，这可以说是“非常时期”。这段时期发达国家的金融体系波动极大，主要特征表现在三个方面。首先，大部分国家在这段时期都曾放弃过金本位制度，各国均处在寻求信用货币锚的探索阶段。第二，危机发生频繁，大萧条达到了危机的顶点。第三，金融制度

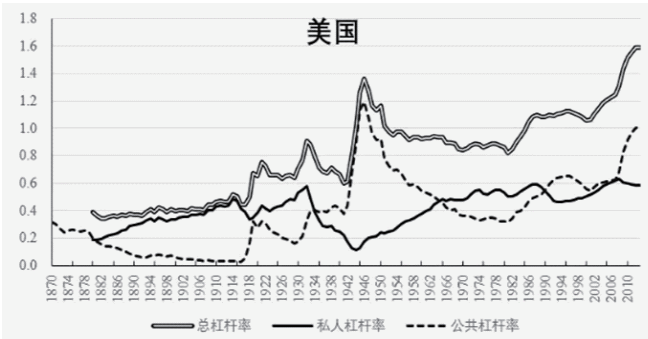
大量创新，以美国为例，1913 年出现了美联储，1933 年出现了《格拉斯—斯蒂格尔法案》，这个法案既建立了联邦存款保险公司，还规定了金融分业经营的制度。

1946—1975 年，西方战后增长的“黄金时代”。基本上由布雷顿森林体系主导，特征是国际资本管制与国内金融压抑，在我们研究的样本中，几乎所有国家在这段时期都未曾发生过金融危机。

1975—2013 年，布雷顿森林体系崩溃，金融自由化、金融全球化发展阶段。这段时期的最大特征是金融资产迅速增长，并且伴随着危机的回归。以英国为例，1964 年时金融部门总资产仅占 GDP 的 34%，到 2007 年这一比例已经增长至 500%，2008 年全球金融危机的爆发是这段时期不稳定状态的顶点。

（一）美国

美国历史上发生过 3 次较为明显的去杠杆过程，包括 1932 年大萧条之后的去杠杆、1946 年二战之后的去杠杆和 2010 年全球金融危机之后的去杠杆，如图 4 所示。



资料来源：<http://www.macrohistory.net/data>

图4 美国杠杆率

美国经济 1929 年陷入通缩与萧条，1930—1933 年连续四年 GDP 出现负增长，总杠杆率和私人部门杠杆率从 1932 年开始下降。在 1930—1932 年这段时期，经济下滑伴随着杠杆率继续提高，政府杠杆率上升加快。在经济连续几年紧缩促使债务出清后，1933 年美元与黄金脱钩出现大幅贬值，相对宽松的流动性带动了经济复苏，私人部门和总杠杆率开始下降。2008 年的全球金融危机起源于过高的居民部门杠杆率，随着房价下跌居民部门出现资不抵债从而引发连锁的债务违约。美国 2009 年开始出现了连续六个季度的经济紧缩，私人债务下降的同时政府杠杆率上升。2009 年起美联储实行了三轮量化宽松，同样是在债务和经济出清的环境下通过放松流动性环境来实现去杠杆。

这两次去杠杆有较多的一致性。首先，完美的去杠杆并不产生于债务增速下滑，而是得益于经济增速复苏。债务增速下滑时的杠杆率反而在加大。第二，在去杠杆之前都经历了经济滑入负增长区间的过程。在经济负增长过程中，债务实现了出清，理想中的“无痛去杠杆”是不存在的。第三，在债务出清后，适当的流动性宽松环境会促进经济加速增长，实现完美去杠杆。

我们进一步划分四个区间予以分析，如表 1 所示。前两段时期的美国实际 GDP 增速明显快于二战后。二战前平均增速为 3.5% 左右，二战后降至 2.7%。第二段时期的债务增速最快，三、四段时期的债务增速高于第一段时期。排除第二段特殊时期，美国战后较高的债务增速并未起到拉动经济增长的作用，相反，工业化初期，在杠杆率基本稳定的环境下，美国经济保持了平均 3.5% 的稳定增长。第二和第四段时期的杠杆率上升最为明显，其共同特征是政府债务增速超过私人债务。私人债务增速最快的是第三段区间，平均增速达到 11.8%，如果排除 1946 年和 1947 年这两年战后经济负增长时间，这段时期是美国历史上经济增长最稳定繁荣的时期。私人债务增长与经济稳定增长的对应关系非常明显。与之形成反向对比的是第二段时期，这段时间经济波动最大，私人债务增速也最低，平均仅为 1.6%。

再比较经济增长与衰退情况下的债务变化。私人债务在大部分经济衰退环境下都表现为增速下降，而政府债务则是在大部分经济衰退环境下表现为增速上升，逆势加杠杆。以第四段区间为例，1975 年以来美国总共出现过六年经济增速低于 0 的情况，在这六年中政府债务的平均增速达到 12.5%，而私人债务的平均增速仅有 0.3%。从总债务看，经济衰退期间的增速全部低于平均水平，可见私人债务的收缩幅度要高于政府债务的扩张幅度，债务增速总体放缓。在经济增长的

表1 美国不同时期信贷与产出关系（%）

		样本 年数	实际 GTP 平均 增速	实际 GTP 标准 差	名义 GTP 平均 增速	私人 债务 平均 增速	政府 债务 平均 增速	总债 务平 均增 速
1870—1914	全部	33	3.5	4.8	4.0	6.5	-1.7	4.6
	经济增长	27	5.1		5.8	7.6	-2.5	5.3
	经济衰退	6	-3.4		-3.8	1.7	1.8	1.4
1914—1946	全部	32	3.6	9.1	5.5	1.6	16.8	8.6
	经济增长	22	7.8		10.7	3.3	18.2	11.5
	经济衰退	10	-5.6		-6.0	-2.3	13.8	2.3
1946—1975	全部	29	2.6	2.8	6.6	11.8	2.3	5.4
	经济增长	24	4.3		7.2	10.7	2.4	5.5
	经济衰退	5	-5.3		3.8	16.2	1.9	4.8
1975—2013	全部	39	2.8	2.0	6.1	6.2	9.0	7.6
	经济增长	34	3.4		6.5	7.1	8.5	7.8
	经济衰退	5	-1.3		3.1	0.3	12.5	6.3

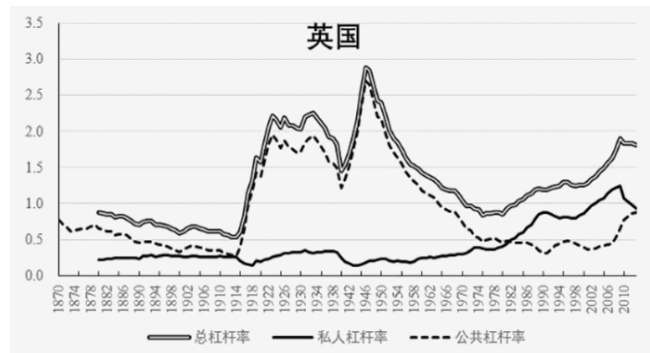
环境下，私人债务和总债务普遍呈现出更高增速。仍以第四段区间为例，1975—2013 年中有 34 年经济增速大于 0，这 34 年私人债务和总债务的平均增速分别为 7.1% 和 7.8%，略高于整个区间的平均水平 6.2% 和 7.6%。由此可见，私人债务的顺周期现象最为明显，且总杠杆率变化方向一般由私人部门债务所驱动。

以上特征可归结为三点。首先，私人债务表现出较强的经济内生性。无论在不同时期之间，还是在同一时期的不同增长背景下，稳定环境下的高增长总是伴随着更高的私人债务增速。第二，信贷环境萎缩一般也会伴随着经济增速的下行。市场一般会在这样的环境下实现债务出清，经济衰退的幅度普遍大于债务紧缩的幅度，表面看到的是杠杆率不降反升。第三，政府大部分时候都采用逆周期操作，在经济下行时提高债务增速对冲私人债务的紧缩。

（二）英国

与美国较为类似，英国历史上有四段明显的去杠杆过程：一战前、大萧条后、二战后和全球金融危机之后，而加杠杆比较明显的三段时期分别是：一战开始后至 1925 年、二战期间和 1975 年至全球金融危机前，如图 5 所示。

英国持续时间最长的一段去杠杆过程出现在 1947—1975 年。当时的全球大环境是发达国家经济普遍快速增长，整体杠杆率比较平稳。由于战争期间的大量负债，英国杠杆率自 1940 年开始快速上升，到 1944—1947 年实际 GDP 连续四年出现负增长，债务也在这个过程中实现出清。1948 年英镑汇率出现大幅贬值，相对于黄金和美元都贬值了 30%，出清后宽松的货币环境促进经济恢复增长。这个过程与美国的几次去杠杆进程非常类似，唯一的区别是英国在这段时期的私人债务水平很低，总杠杆率主要依靠政府部门的债务驱动。



资料来源：<http://www.macrohistory.net/data>

图5 英国杠杆率

分时期来看，如表 2 所示。前两段时期的经济平均增速

较低，均低于 2%；战后两段时期平均增速为 2.3%，且战后经济增长的波动性更低。私人债务增速与经济增速的变化方向一致，四段时期的平均增速分别为 2.6%、2.8%、10.8% 和 9.8%，战后的私人债务增长明显快于战前。第三段时期是英国经济增长最平稳快速的阶段，私人债务增速也相应最快。相反，第二段时期的经济增速最低，波动性最大，私人债务增速也相对较慢，平均仅有 2.8%，远低于同期名义 GDP 的平均增速 4.3%，私人部门杠杆率下降。政府债务的走势在大部分时候与私人债务呈反向关系，第二段时期政府债务增速最高，而在第三段时期政府债务增长较为缓慢。总杠杆率在第四段时期增长最快，经济增长的信贷密度有所加强。

再结合不同经济环境来看，英国的私人债务增速在增长和衰退的不同环境下并未表现出明显的区别，但政府债务普遍表现出在衰退时期增速更快的情况，由此导致总债务在后两个时期也都表现出衰退时以更快的速度增长。

表2 英国不同时期信贷与产出关系（%）

		样本 年数	实际 GTP 平均 增速	实际 GTP 标准 差	名义 GTP 平均 增速	私人 债务 平均 增速	政府 债务 平均 增速	总债 务平 均增 速
1870—1914	全部	33	1.9	2.2	2.1	2.6	-0.5	0.6
	经济增长	27	2.6		2.8	3.3	-0.9	0.6
	经济衰退	6	-1.5		-1.1	-0.6	1.2	0.5
1914—1946	全部	32	1.4	5.0	4.3	2.8	11.0	9.1
	经济增长	24	3.7		6.6	1.6	12.5	10.0
	经济衰退	8	-5.6		-2.6	6.4	6.4	6.6
1946—1975	全部	29	2.3	2.0	7.7	10.8	2.4	4.2
	经济增长	23	3.2		8.0	10.8	1.8	3.7
	经济衰退	6	-1.4		6.2	10.9	5.0	6.0
1975—2013	全部	39	2.3	2.1	7.6	9.8	9.0	9.4
	经济增长	33	3.0		7.4	9.7	8.1	9.1
	经济衰退	6	-1.7		8.8	10.4	13.8	10.8

资料来源：作者计算

从以上分析中可以总结出如下特征：首先，私人债务增长与经济增长在不同时期内方向一致，但同一时期内不同环境下则没有明显的规律。第二，英国的总债务受政府债务影响较大，这一点与美国有所不同。第三，与美国类似，英国政府普遍采用逆周期操作，在经济下行时期偏向于扩大政府债务。

（三）日本

日本杠杆率的显著特征是除了二战战败后出现过一次彻底的去杠杆和经济出清外，几乎没有发生过明显的去杠杆过程。1945 年日本战败后，杠杆率从 1944 年的顶点 274% 跌落至 1948 年的 33%。此后，随着私营经济和金融体系的发展，私人部门杠杆率出现快速上升，这一过程持续至今，如图 6 所示。



资料来源：<http://www.macrohistory.net/data>

图6 日本杠杆率

自20世纪70年代以来，政府部门杠杆率一直在快速增长，1965年日本政府杠杆率仅为6.5%，到2013年已增长至243%。但90年代之后经济增速开始回落，陷入了长期通缩，私人杠杆率出现下降，而政府杠杆率仍在快速上升。与英美两国不同的地方在于，日本经济没有实现出清（大量僵尸企业的存在就是证明），也就无法实现完美去杠杆（Dalio, 2012）。过高的杠杆率成为抑制经济增长的重要因素，至今也未走出低速增长的阴影。虽然债务增速大幅下降，但经济增速下降更多，杠杆率持续增长。

分时期来看，如表3所示。日本经济增长最辉煌的时期是二战后到1975年这段时间，实际GDP平均增速达到8.6%，且仅在1975年出现过一次经济衰退。这段时期的债务增速也最快，私人债务增长领先于政府债务。1975年后，日本经济发展模式发生了较大幅度的转变，平均经济增速滑落至2.3%，债务增速也相应下降，且私人债务增速降幅更大。政府债务增幅仅是略有下降，平均增幅仍达到10%，总杠杆率也在政府债务的带动下快速增长。政府债务的逆周期现象非常明显。比较前两段时期，第一段时期经济平均增速略低于第二段时期，但波动性较小，私人债务增速在第一段时期也相应高于政府债务，但两段时期总债务增速基本保持一致，平均都为11.8%。政府债务在全部区间里的平均增速基本一致，每个阶段的平均增速都在10%—15%之间。私人债务的波动性更大，第三段时期平均增速达到22.6%，而1975年之后仅为4.0%，因此总债务增速主要是由私人债务决定的。

结合不同环境看，在战后的两段时期里，私人债务都在经济增长时以更快的速度上升，而政府债务并无明显规律，总债务也具有顺周期性，在增长时增速更快。而在前两段时期里，私人债务增速的变化并不明显。

表3 日本不同时期信贷与产出关系(%)

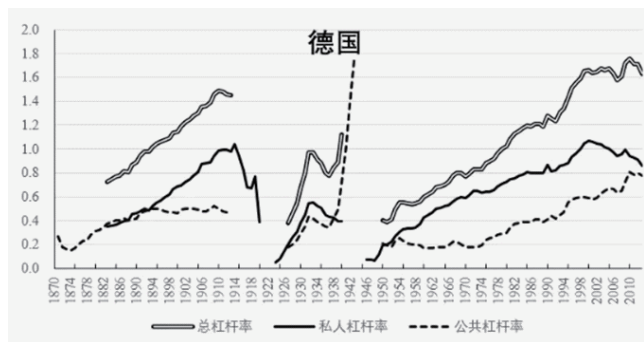
		样本 年数	实际 GTP 平均 增速	实际 GTP 标准 差	名义 GTP 平均 增速	私人 债务 平均 增速	政府 债务 平均 增速	总债 务平 均增 速
1870—1914	全部	38	2.4	4.9	5.9	18.0	10.2	11.8
	经济增长	28	4.6		7.9	17.7	11.8	12.7
	经济衰退	10	-3.6		0.4	19.0	5.9	9.2
1914—1946	全部	31	3.4	13.9	8.5	9.8	12.9	11.8
	经济增长	25	5.1		10.2	9.5	11.8	11.1
	经济衰退	6	-3.7		1.5	10.9	17.1	14.7
1946—1975	全部	28	8.6	3.2	20.0	22.6	15.9	19.9
	经济增长	27	8.9		20.1	23.1	15.6	20.1
	经济衰退	1	-1.3		17.7	10.4	22.7	12.8
1975—2013	全部	39	2.3	2.3	3.3	4.0	10.0	6.8
	经济增长	35	2.8		4.0	4.5	10.5	7.2
	经济衰退	4	-2.3		-3.0	-0.4	5.9	3.2

数据来源：作者计算

从上述分析可以总结出以下特征：首先，日本私人债务同样在经济稳定增长的第三段时期增速最快，而在波动性最大且增速较慢的第二段时期缓慢增长，这与其他国家的经验类似。第二，与美国类似，日本信贷环境萎缩时同样也伴随着经济增速下行，杠杆率不降反升。第三，政府债务在战后体现出逆周期操作的规律，与其他国家类似，这并没有推动经济增长。

（四）德国

德国曾在一战后由于糟糕的战后和约造成了严重的经济后果，在魏玛共和国时期通胀率极高，1922—1924年通胀率都在200%以上，1923年甚至超过了2000%。这段时期债务增速与名义GDP增速也极高，社会金融体系遭到破坏。由于恶性通胀的作用，存量债务被稀释，到1923年地方政府债务仅占当年GDP的0.09%，去杠杆得以实现。二战后的情况也与日本类似，债务被强制出清，杠杆率降到最低点。杠杆出清后，总杠杆率开始上升，至今尚未出现显著的去杠杆过程，如图7所示。



资料来源：<http://www.macrohistory.net/data>

图7 德国杠杆率

由于出现过几次剧烈震荡，德国数据在前两个阶段的缺

失点较多，我们排除掉这些异常点及数据缺失年份后进行分段分析，如表 4 所示。私人债务增速最快的时期仍然是第三阶段，这一时期经济增速最快，波动性最小。政府债务增速与名义 GDP 增速持平，政府杠杆率保持稳定。在第四阶段中，经济增速下滑，波动性上升，债务增速也随之下降，但由于经济增速下滑更快，杠杆率依旧上升。比较特殊的是 2000 年以来，私人杠杆率开始下降，政府杠杆率以更快的速度上升，总杠杆率趋于稳定，但这段时期宏观经济的波动性更大，政府债务对经济的拉动作用有限。

从不同经济增长环境看，除第二段时期外，德国的政府债务表现出较明显的逆周期性，在经济衰退时更倾向于提高政府债务增速。这一规律在第四段时期最为明显，政府债务增速在衰退时期达到 13.1%。相反，私人债务则更多体现出顺周期特征。德国的总债务增长受政府债务影响较大。

表4 德国不同时期信贷与产出关系 (%)

		样本 年数	实际 GTP 平均 增速	实际 GTP 标准 差	名义 GTP 平均 增速	私人 债务 平均 增速	政府 债务 平均 增速	总债 务平均 增速
1870—1914	全部	30	3.0	3.6	2.9	6.3	3.7	5.2
	经济增长	28	3.3		3.0	6.5	3.3	5.2
	经济衰退	2	-1.3		0.7	3.1	8.4	5.5
1914—1946	全部	13	3.2	20.3	3.7	8.9	14.4	11.9
	经济增长	9	6.6		10.5	9.9	17.4	14.2
	经济衰退	4	-4.4		-11.6	6.4	7.5	6.9
1946—1975	全部	24	5.6	4.4	9.4	14.5	9.0	12.4
	经济增长	24	5.6		9.4	14.5	9.0	12.4
	经济衰退							
1975—2013	全部	39	2.4	4.7	4.2	5.0	7.8	6.0
	经济增长	33	3.1		4.5	4.9	6.9	5.6
	经济衰退	6	-1.6		2.8	5.6	13.1	7.9

资料来源：作者计算

德国的情况可以归纳如下：首先，私人债务在稳定增长环境下的增速最快。第二，债务紧缩时，经济增速下滑更快。第三，政府债务的逆周期特征也很明显。

总结这几个国家的经验，发达经济体的长周期杠杆率与经济增长呈现出以下特征：

第一，政府债务相对私人债务来说更不稳定，逆周期现象明显，且对经济增长的拉动作用有限。在经济陷入衰退期时，大多数政府都更倾向于加大债务增速以对冲私人部门投资意愿的下降。从对经济增长的影响看，各国经济繁荣时期，往往对应着私人债务温和增长而政府债务增速有限的时期。可见，私人部门主动加杠杆是经济增长的重要动力，有助于实现长期稳定的经济增长；而政府杠杆率一般不具有可持续性。在政府加杠杆的早期，经济依然可以维持一定增长，但随着政府债务的积累，对经济增长的拉动往往缺乏后劲，最后总

是以经济衰退或危机收场。由此，也可以区分私人部门与公共部门杠杆率在增长中的不同角色。一般来说，公共部门杠杆率的作用是“补台”，是熨平波动；而私人部门杠杆率才是在短期内推动增长的真实动力。

第二，20 世纪 70 年代以来，经济的信贷密度在上升，迎来了一个对信贷依赖度持续攀升的新时期。一方面，金融自由化与金融全球化带来了信贷的快速增长，另一方面，发达经济体经历了二战后增长的黄金时代，经济增长趋于下滑。这两者的结合导致信贷占 GDP 比重（信贷密度）不断上升。从另外一个角度看，发达经济体普遍较高的杠杆率，基于两个原因：一是经济对信贷的依赖是由整个经济范式（paradigm）（包括制度、体系以及相应的政策安排）决定的，并不简单取决于决策者或市场的偏好；二是成熟市场经济体的经济增速回落是无法阻挡的规律，债务增长对经济的拉动作用有限，只有创新才是增长的持续推动力。这种信贷依赖症在未来的较长一段时间也难以有变化，因为这将取决于国际货币体系、金融监管与法律框架、跨境资本流动以及金融科技等诸多方面的发展与变革。

第三，杠杆率变化呈现某种长周期特征。从最长的时段来看，150 年的变化基本上经历了两次大的债务高增长，且以危机告终。如果进一步细化，则杠杆率大致呈现三四十年的变化周期。这实际上与后发经济体快速追赶的时间相一致，事实上，20 世纪 90 年代末亚洲金融危机国家（或地区）基本上都是经历了三四十年的高速增长。考虑到中国改革开放 40 年的后发赶超，当前宏观杠杆率也基本处在一个周期的峰值附近，因此，去杠杆政策成为必然之选。这不仅着眼于杠杆率本身蕴含的风险，也着眼于 40 年快速发展累积的各类风险在杠杆率上的体现。

四、结论与政策建议

过多的信贷为什么不能带来更快的增长？我们从理论层面给出了四个理由：一是，金融自由化、创新与发展导致信贷增长脱离实体经济，产生“异化”。二是，为现存资产融资导致的信贷扩张对产出增长的作用甚微。三是，贫富差距导致信贷扩张成为很多政府的致胜法宝。四是，金融全球化、跨境资本流动与全球失衡进一步推动信贷攀升。国际经验表明，金融资源的配置效率（比如杠杆率的配置）在经济增长和管控宏观风险中扮演着重要角色。有关决策者应高度重视

金融活动——特别是信贷行为——能否以最低的成本和风险将储蓄转化为有效投资，进而带动经济增长。这是促进金融业更好地服务实体经济、防范化解金融风险、实现经济可持续发展的关键。

认识到杠杆率的变化是一个长周期过程，特别是它在不同阶段对产出增长的不同作用，就需要在政策层面对杠杆率攀升有合理的应对：

首先，杠杆率本身的变化取决于诸多因素，除了一般的周期性因素（如经济波动甚至危机），还和社会经济范式有关，这包括制度、体制、政策等诸多层面。制度上，后布雷顿森林体系、金融自由化（放松监管）、金融全球化，这些都推动了信贷膨胀；体制上，是否存在对市场主体信贷扩张的约束机制以及是否存在因政府担保带来的道德风险，也使不同经济体对信贷依赖的程度呈现差异；政策上，货币当局在经历滞胀阶段后积累了治理通胀的经验，且货币政策的关注点只在通胀而非资产价格上，这些都会纵容信贷扩张而忽视其潜在风险。制度、体制与政策安排既是社会经济范式的主要内容，它们的组合也反映出当局的治理能力。总体上，发达经济体的治理能力更强，对债务的承受能力也更高，也就是说，面临较高的杠杆率，仍然可以正常地发展。当然，发达经济体的治理能力与债务耐受力强都是相对的（即相对于发展中国家），本轮国际金融危机也暴露出对信贷的过度依赖终会超过其治理能力的限度，遭致巨大损失。

其次，公共部门杠杆与私人部门杠杆率往往呈现此消彼长的特征，这实际上是政府干预经济、熨平波动、保持增长的重要职能的体现。可以想象，没有政府杠杆率在非常时期（包括危机或战争）的“补台”（这时候私人杠杆率往往都接近于崩溃），要度过难关是难以想象的；同时，这种补台也预示着实体部门的总杠杆率会越升越高，后一个周期的峰值甚至会超过前一个周期的峰值。

第三，针对杠杆率变化的长周期，在去杠杆过程中就要有定力。要稳中求进，不能操之过急。尤其是，危机以来，我们看到，各大经济体都是金融去杠杆取得成效，但实体经济部门的杠杆率仍在攀升（当然内部结构上有所变化，比如私人部门去杠杆，政府部门加杠杆）。这就意味着，我们在强调去杠杆的时候，也要更加理性、客观、务实。从一般性去杠杆到结构性去杠杆，就是务实精神的体现。国内一些学者一提到去杠杆，恨不得每个部门都能做到去杠杆，认为这样

风险才会得以化解。这种片面的、一厢情愿的想法，未能着眼于中国经济发展的全局，未能着眼于杠杆率变化的长周期，以及未能着眼于改革、发展与稳定三者的统一（张晓晶等，2018）。

第四，典型案例分析揭示了实现完美去杠杆的前提条件。达里奥（Dalio, 2012）区分了糟糕去杠杆与完美去杠杆。糟糕去杠杆要么体现为货币支持不足（即通缩式），要么体现为货币支持过度（即通胀式）；而完美去杠杆，则体现为货币支持适度，实体经济复苏，使得名义增长高于名义利率，最终实现去杠杆。当前有人强调要以宽松的环境实现完美去杠杆，却忘记了达里奥并非提供了去杠杆的“三种武器”由我们自由选择，而是指出了去杠杆的三阶段。完美去杠杆的前一阶段是市场出清的过程，会出现糟糕的通缩式去杠杆；而下一阶段是过度加大信贷刺激力度，导致糟糕的通胀式去杠杆。因此，我们可以将强制性的市场出清导致的经济收缩看作是完美去杠杆的前提。没有市场出清（伴随着企业破产倒闭和债务清理），就难以出现之后的经济复苏和杠杆率下降。那种只想要完美去杠杆而不想要市场出清过程的提法是一厢情愿的，完全没有理解达里奥去杠杆的实质。此外，还要警惕那些一味强调宽松环境去杠杆的观点，鉴于信贷刺激措施作用较强，以至于与政府的其他选项相比，它们很可能会被滥用，从而导致“糟糕的通胀去杠杆”。从这个意义上看，中国的去杠杆需要总体上偏紧一点的货币环境。

作者简介：

张晓晶 国家金融与发展实验室副主任

刘 磊 国家资产负债表研究中心研究员

李 成 国家金融与发展实验室研究员