

[2009. 04. 07]

加杠杆化：或能让中国率先走出谷底

✍ 李迅雷

☎ 021-38676523

✉ lixunlei@gtjas.com

王虎

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

本报告导读：

- 中国可以采取“加杠杆化”的措施来扩大内需，消化过剩产能，从而在一定程度上对冲发达国家“去杠杆化”的影响。

摘要：

- 1、本轮金融危机可以概括为一系列的去杠杆化过程，其本质上是全球信用的收缩。这种信用收缩引起了外部需求的收缩，由此，严重影响到了中国的出口部门，使得中国经济面临产能严重过剩的严峻局面。
- 2、中国可以采取“加杠杆化”的措施来扩大内需，消化过剩的产能，从而在一定程度上对冲发达国家“去杠杆化”的影响；
- 3、无论从中国政府的负债比率（08年债务占GDP为16.2%）、金融机构的杠杆率水平（1.2倍）还是消费者的负债比率（08年消费信贷占GDP为12.8%）来看，加杠杆化的空间都非常大。中国政府可以通过适当的政策来提高政府、金融机构、投资者以及消费者的杠杆率水平，并将其转化有效的需求，来消化外部经济去杠杆化造成的过剩产能。
- 4、在目前经济周期向下的趋势下，投资“手段”（如已经运用或即将采取的措施所带来的相关行业机会）可能比投资“目标”（如经济回暖、企业普遍盈利）的胜率更高些。

相关报告

美国经济：即便见底又如何

(09.04.02)

保增长与扩内需之间量化分析

(09.03.25)

缺乏效益的增长模式下更需注重草根研究

(09.03.13)

用“广义流动性”来评价经济质量

(09.03.10)

做好低端：中国同样能崛起

(09.02.12)

中国能否摆脱土地困局

(09.01.21)

“去杠杆化”(Deleveraging)如今正成为从基金经理到普通百姓都耳熟能详的词汇。过去曾经让国内从事金融研究的学者们倍感学习压力的金融创新工具,却成为这轮经济危机的罪魁祸首。不可否认,美国金融创新对美国经济的持续繁荣和推动全球经济发展都起到了至关重要的作用,如90年代末的风险资本拉动网络经济的爆发式增长以及本轮次贷危机前的美国房地产业的蓬勃发展,都是衍生品的推陈出新或杠杆化的杰作。但所谓成也萧何、败也萧何,擅长逻辑思维的西方人在引领现代科技文明的同时,也时常亲手推倒自己精心构建的多米诺骨牌。

加大公共投资难改“去产能化”的大势

相比西方国家较高的杠杆化率,东方国家的杠杆化率普遍不高,如,亚洲国家几乎都是以银行为主体的金融,银行系统的存贷比是杠杆化率的一个重要指标。而亚洲国家中,韩国的存贷比最高,08年达到135:100,日本是77:100,中国最低,只有64:100,而且是呈逐年下降趋势。而从事直接融资业务的投资银行的杠杆化率,东西方差距更大,美国的投资银行杠杆化率平均是25倍,日本野村证券的杠杆化率大约在8倍左右,而中国证券公司的杠杆化率平均只有1.2倍。因此,当西方国家金融产品和金融机构去杠杆化的时候,却发现我们的杠杆化太低了。但是,我们不得不面对的却是“去产能化”,因为美国的经济增长是靠信用消费来推动,中国则主要依靠美国的消费需求获得巨额贸易顺差,并使得外贸依存度达到60-70%。迄今为止,世界历史上还没有过一个大国可以达到如此高的外贸依存度。如今,欧美日都陷入了经济萧条之中,中国则面临产能过剩的困境。

政府为了应对经济滑落,早在去年就提出了4万亿投资方案,其中大部分用于基础设施建设。2009年的财政预算中,用于公共投资部分增加了116%,远远超过在医疗卫生、教育和社会保障等方面的增长率,这对于拉动GDP应该是有积极的作用,但对于解决产能过剩问题却没有多少作用。而且,由于中国目前的高速公路和港口等基础设施已经处于过剩状态,不如98年刺激经济时处于“基础设施瓶颈”状态,目前我们面临的是“消费瓶颈”。

“加杠杆化”才能真正拉动内需

“转换经济增长的方式”这样的口号提出已经不下十年了,之所以启动不了内需,原因有三:第一,过去30年人均收入增长约落后GDP增长2.5个百分点;第二,社会保障和福利发展滞后,居民只能储蓄而少消费;第三,城乡收入差距和贫富差距过大,基尼系数达到0.5。从短期看,要大幅提高居民收入水平几乎不可能,尤其是农民收入,即便能够实现十七届三中全会提出的2020年农民纯收入翻番的目标,也意味着每年只有6.23%的增长率。而要缩小贫富差距(富人的消费倾向很低),则意味着社会制度的改革,难度更大。因此,政府可以作为且见效快的主要还是在医疗卫生、教育和社会保障方面。如目前已经推行的新型农村合作医疗,准备到明年将农村每年的人均医疗费用从目前的40元提高到120元,财政只需要追加600亿元的投入,就将大大

减轻农民的就医负担。

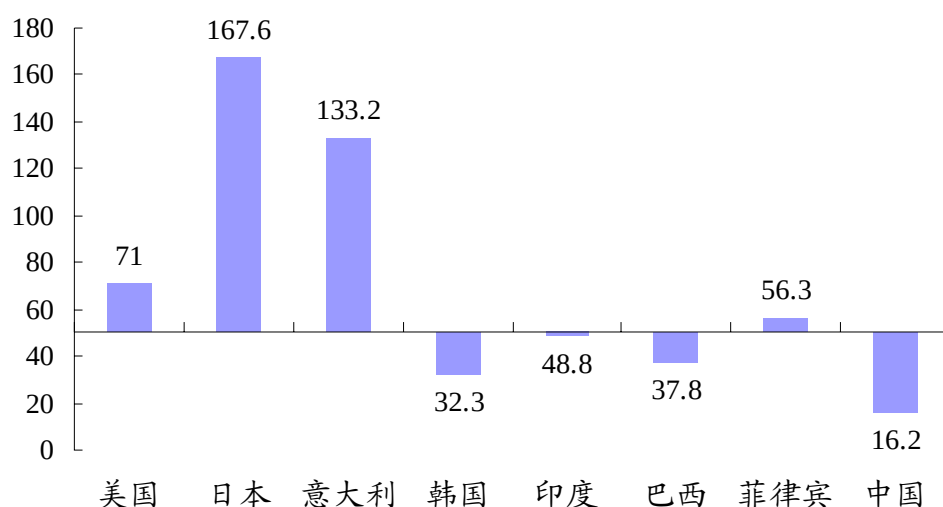
过去30年，美国等发达国家通过透支信用、提高杠杆率来拉动经济，而中国则通过透支要素（劳动力、土地等资源）和牺牲环境来换取外来投资和经济增长。次贷危机爆发后，美国从金融产品到金融机构，再到投资者，并进一步到消费者正逐步经历着剧烈的去杠杆化，而对于大洋彼岸的中国，面对由外部的去杠杆化引致的经济收缩，我们则可以考虑通过加杠杆化来对冲这种冲击。如果我们不改变这种得不偿失的增长模式，那就意味着我们必须等到美国等经济复苏，才能恢复世界工厂地位。因此，中国不妨借鉴美国，尝试从未全面运用过“杠杆化”手段。

中国“加杠杆化”的空间有多大

无论从当前中国政府的负债水平来看，还是金融机构的杠杆化程度以及中国居民的负债率，我们在加杠杆化方面都有着巨大的空间，唯一需要的是用合适的手段把这一系列的杠杆效应撬动起来，并将其转化有效的需求，来消化外部经济去杠杆化造成的过剩产能。同时，加杠杆化的过程也能推进中国社会和经济领域的结构调整，从而为中国在下一轮经济周期的良好发展打下坚实的基础。那么，我们的加杠杆化究竟有多大空间呢？

首先是可以提高政府的杠杆率，目前中国政府的国债余额占GDP的比例只有16.8%，几乎是世界最低水平。日本政府的负债率高达167.6%，与中国同为金砖四国的印度和巴西这一比率则分别达到48.8%和37.8%。如果将中国的国债余额占GDP的比率提高到40%，则政府可以融到7.2万亿元的资金，因此从赤字财政政策的角度来看，中国政府仍有相当的作为空间，但政府增加的投入应该主要用在解决就业和社会保障等方面，意在刺激消费，最终形成消费与税收增加的良性循环。因此是税收导向型的杠杆化，而非目前的GDP导向型。

图 1 各国 2008 年底政府的债务水平（用国债余额占 GDP 的比率衡量）



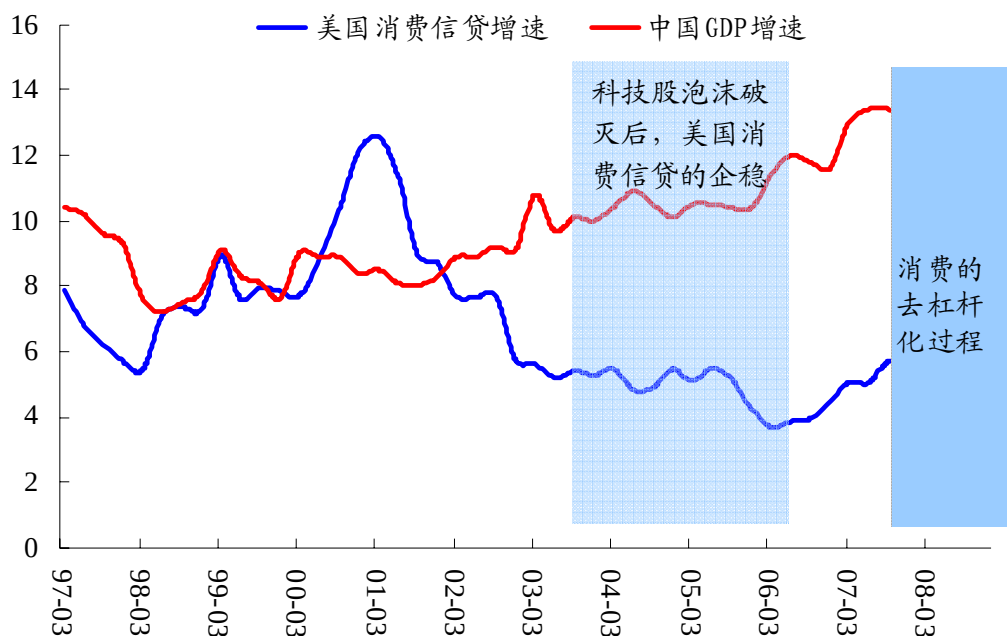
数据来源：Bloomberg、CEIC、国泰君安证券

注：中国的国债余额用2009年2月末市场国债托管总量来衡量。

其次，提高金融机构的杠杆率。英国经济学家希克斯(1969)曾指出，“英国工业革命中所使用的技术在工业革命之前就已经存在，真正引发工业革命的是银行和金融市场的发展而不是通常所说的技术创新，通过向需要资本的大型项目融资，金融发展使这些技术得以实现并贡献于经济增长”。而在金融危机的背景下，资产价格的严重缩水严重削弱了企业通过担保进行融资的能力，从而对大量企业的正常经营造成了严重的冲击，使得很多具有良好成长性的企业甚至濒于破产。与此形成鲜明对比的是，在金融危机深重的2008年，中国商业银行系统的不良资产率不升反降，到2008年12月末，中国商业银行系统的不良资产率已经降到2.45%的历史最低水平，说明中国的银行系统相当健康。而在亚洲金融危机蔓延的1997年，中国商业银行的不良资产率高达40-50%，因此，目前政府可以加大对各地担保公司的财税扶持力度，鼓励商业银行对中小企业（吸纳了90%的就业）的信贷支持；同时，政府也应放松金融管制、加快金融体制改革，为民间金融的发展创造更大的空间，使之更好的服务于中小企业和民营经济。

第三，提高投资者（尤其是高收入阶层）的杠杆率。如上所述，在金融危机时期，资产价格泡沫的破灭，使得投资者的资产负债率迅速提高，进而导致外部融资成本的提高。在金融加速器机制的作用下，经济将会加速收缩。为了抑制经济活动加速收缩，可以考虑在现有的35万亿国有资产中拿出一部分向具有良好信誉的投资人杠杆化转让，以增加国家财力；可以通过融资融券、股指期货等杠杆化和金融创新手段，大力发展资本市场和成熟的金融衍生产品，为中高收入者的储蓄向投资转化拓展更多的渠道。

图2 美国消费信贷的变化与中国的经济增长



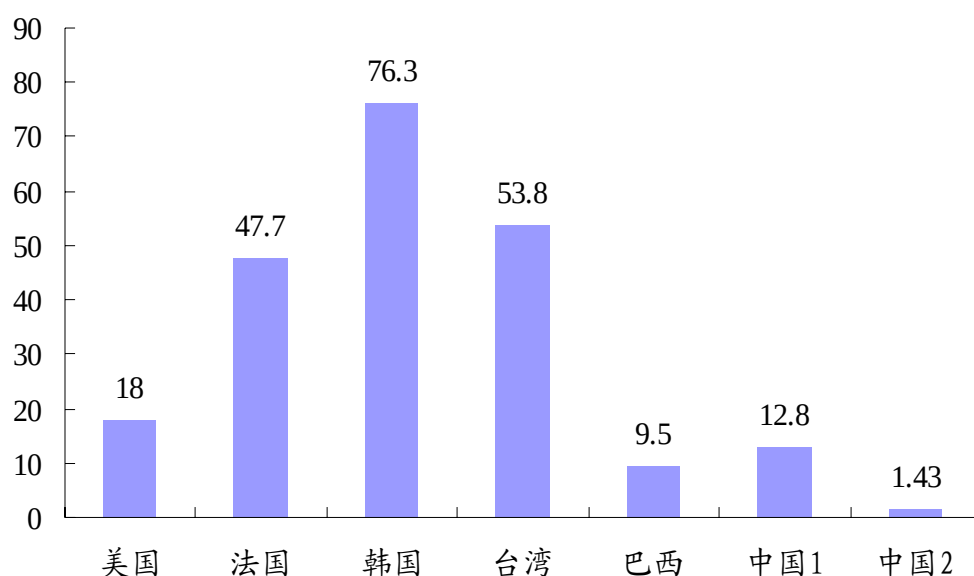
数据来源：Wind、国泰君安证券

第四，提高消费者的杠杆化率。观察1997年亚洲金融危机之后中国GDP增长的轨迹，我们可以发现，中国经济的加速增长发生在2003年之后，而这一时期也正是美国经济经历科技股泡沫破灭后，消费信贷企稳的过程。实际上，正是这一时期美国宽松的货币政策和消费信贷政策推动了美国居民的过度举债消费，但是这种旺盛的外部需求也

推动了中国出口导向型经济的快速扩张。随着金融危机的蔓延，这样一种经济增长模式在2007年底终结了。随着美国家庭资产负债比率的剧烈上升，美国的家庭不得不进行消费的去杠杆化，面对这种外部需求萎缩导致的产能过剩，最佳的方法就是能撬动中国居民的消费，来缓和“中国制造”终端需求的剧烈紧缩。

虽然当前中国政府正通过一系列的收入政策来努力改善中国居民的消费能力，但增加居民收入，调整社会阶层的收入结构都属于一种见效慢的长期性政策，而设法提高中国消费者的杠杆化率则有可能在更短的时期内发挥作用。如果用消费信贷占GDP的比重来衡量消费者的杠杆化率，中国也处于一个相当低的水平。观察2008年消费信贷占GDP的比率，台湾为53.8%，韩国为76.3%，法国为47.7%，巴西为9.5%，美国2008年12月份的消费信贷余额占08年GDP的比重为18%，占08年个人消费支出的比重为25.5%，而中国居民的消费信贷占GDP比重仅为12.8%，如果把以房贷为主的中长期消费贷款剔除掉，这一比重仅仅为1.43%，从这种横向的比较来看，中国发展信用消费具有较大的空间。此外，最近五年城镇居民收入增长较快，接近10%，政府可以采取类似补贴家电下乡的做法，投入资金作为违约坏账准备金，大力提倡信用消费，普及信用卡，而近年来中国银行征信系统的逐渐发展和完善则为信用消费的发展提供了技术上的支持。

图 3 各国 2008 年消费杠杆比率的比较
(用消费信贷占 GDP 比率衡量)



数据来源: Bloomberg、CEIC、国泰君安证券

以上这些构想，有些是政府已经在实施的，如医改、家电下乡等，有些是否会实施尚不清楚，但通过我们上述的分析来看，政策空间还很大，政府财力也没有问题。对于投资者而言，在目前经济周期向下的趋势下，投资“手段”（如已经运用或即将采取的措施所带来的相关行业机会）可能比投资“目标”（如经济回暖、企业普遍盈利）的胜率更高些。

作者简介:

李迅雷: 国泰君安证券有限责任公司总经济师、首席经济学家。

王虎: 经济学博士, 毕业于南京大学商学院, 2008 年 7 月加入国泰君安证券研究所, 从事宏观经济研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comEMAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com