

# International Experience and Enlightenment of Financial De-Leveraging Activities

## 金融去杠杆的国际经验与启示

■ 王桂虎

**引读：**自本轮金融危机以来，很多金融杠杆率较高的国家掀起了金融去杠杆的浪潮。根据雷·达里奥的理论，金融去杠杆可以分为“丑陋的通货紧缩去杠杆”“漂亮的去杠杆”和“丑陋的通货膨胀去杠杆”三种类型。

### 金融去杠杆的背景与类型

自从20世纪初欧文·费雪提出“利息理论”以来，传统的宏观经济学理论就把利率视为经济中最重要的变量。2008年金融危机爆发以后，人们才逐渐意识到，杠杆率是衡量系统性风险的更重要的指标，也是影响经济周期运行的核心要素之一。

当宏观经济繁荣时，金融机构往往会扩张资产负债表，使用短久期负债撬动长久期资产，或通过信用衍生、资金空转等方式来实现加杠杆。当杠杆率较高时，如果这些金融机构受到一些不利因素冲击，往往会出现股票、期货等资产价格螺旋式下跌、金融市场强制抛售和流动性危机发生，并对整个金融市场产生溢出效应，甚至会导致银行挤兑、大量金融机构违约和破产等现象的发生，从而引发严重的系统性金融风险。

基于以上原因，在本轮金融危机以来，世界上一些金融杠杆率较高的国家纷纷采取金融去杠杆的政策，力图使金融机构的资产负债表更加稳健，并降低系统性金融风险。雷·达里奥系统分析了世界各国去杠杆的实践，并将去杠杆进程分为“丑陋的通货紧缩去杠杆”“漂亮的去杠杆”和“丑陋的通货膨胀去杠杆”三类，其中“丑陋的通货紧缩去杠杆”是指在经济不景气、通货紧缩和没有实质性的债务货币化的背景下，去杠杆容易造成金融恐慌和流动性危机；“漂亮的去杠杆”是指经济以平衡的方式增长，中央银行提供充足的信贷支持和流动性，并实现债务货币化；“丑陋的通货膨胀去杠杆”则是指当经济不景气的同时，恶性通货膨胀消灭了债务。

由于金融杠杆具有顺周期性，在实践中美国、日本、欧洲等国家在历史上都拥有多次金融去杠杆的经验，本文将对以上国家或区域的经验进行梳理，并分析中国金融去杠杆的发展现状，最后提出国际经验对中国的启示。

### 金融去杠杆的国际经验

#### 美国金融去杠杆的经验

在过去的几十年里，美国经历了多次金融去杠杆，其中主要包括1929年开始的大萧条和2008年爆发的金融危机。下面我们分别介绍两次金融去杠杆的过程。

在1929~1933年美国大萧条时期，股票和债券市场出现了金融恐慌，一些银行出现了挤兑和倒闭，汇率市场也出现了严重的危机。在此期间，美国金融去杠杆可以划分为两个阶段，第一个阶段是1930年至1932年的“丑陋的通货紧缩去杠杆”，第二个阶段是1933年至1937年的“漂亮的去杠杆”。在大萧条刚开始时，美国政府的债务并不高，但是由于居民实际需求的崩溃、坚守金本位造成的严重的通货紧缩和贸易保护主义，导致美国的GDP从1929年的1046亿美元下降至1939年的572亿美元。在1930~1932年间，美国政府的名义债务负担每年大约增长32%，同时私营企业和居民的收入也出现了大幅下降，导致消费降级、金融恐慌出现传染效应，大量的金融机构倒闭破产。1933年，美国放弃金本位，并且宣布美元对黄金的贬值，这时宏观经济才开始反弹，物价水平从之前的每年下降约8%转变为每年上升约2%，从而消除了通货紧缩，并且没有引发高通货膨胀。在1933~1937年间，由于美国的名义GDP增长远超过利率水平，因此成功地减轻了债务负担，实现了“漂亮的去杠杆”。

2008年，由于金融创新、房地产市场过度繁荣和金融机构杠杆率过高等诸多原因，导致美国爆发了金融危机，并快速传染至其他国家。在危机爆发之后，美国经历了金融去杠杆的进程，主要可以分为两个阶段：2008年7月至2009年2月的“丑陋的通货紧缩去杠杆”，以及2009年3月至2014年10月的“漂亮的去杠杆”。在第一个阶段，美国居民的收入出现了快速下降，债务负担与GDP的比值从2008年7月的340%上升到2009年2月的370%，

股票市场也出现了大幅下跌。但是，美国政府吸取了1929~1933年大萧条的经验教训，因此，这次“丑陋的通货紧缩去杠杆”仅维持了大约6个月的时间就结束了。2009年3月美国政府实施了第一轮量化宽松政策，通过降息、大规模的资产购买和前瞻性指引来支持流动性，从这时起美国的经济开始复苏，GDP以每年3.5%的速度快速增长，并且远高于利率水平，导致金融机构的杠杆率大约每年下降11%左右。2014年10月，美国政府宣布结束资产购买计划，第三轮量化宽松也随之退出，其金融机构也成功地实现了“漂亮的去杠杆”。

### 日本金融去杠杆的经验

20世纪80年代，日本房地产和股票市场出现了过度繁荣，但是以1990年为转折点，日本开始了长达20多年漫长的金融危机和金融去杠杆过程。按照雷·达里奥对于去杠杆类型的定义，我们可以把日本的去杠杆进程分为两个阶段，即1990~2012年的“丑陋的通货紧缩去杠杆”阶段和自2013年至今的“漂亮的去杠杆”阶段。

在1990~2012年间，日本的很多私营企业经历了“资产负债表衰退”的冲击，即企业家不再追求利润最大化，反而转而追求负债最小化，努力削减债务。在这23年间，虽然日本私营企业部门的债务略有减少，但由于政府借贷和通货紧缩，债务总额占GDP的比重不降反升，从1990年的403%攀升到2012年的498%。导致这种结局的原因主要在于，在1990~2012年去杠杆的进程中，日本当局没有重视债务货币化，持续的通货紧缩使得宏观经济的实际增长大打折扣。根据日本内阁府统计，这23年间日本的实际增长率平均为1.1%，这比实际利率的平均值低2%，与此同时，日本履行了“广岛协议”，这导致日元对美元每年平均升值2.9%，这导致日本债务总额占GDP的比重出现大幅上升。图1是1990~2016年日本的GDP增速、实际利率和增长率走势图，从中可以看到，在1990~2012年的多数年份中，实际利率要远高于GDP增速，而M2增长率也往往限制在5%以内，2001年甚至下降至-17.24%。

在经历了长达23年的“丑陋的通货紧缩去杠杆”之后，日本的金融去杠杆进程终于迎来了转机。2013年“安倍经济学”得以实施，日本央行开始实行“异维度的量化宽松货币政策”，大幅购买国债和其他资产，并且将长期利率维持在零附近，这使得宏观经济开始回暖，经济增长率高于实际利率，金融杠杆率开始下降。由图1可知，自2013年开始，日本的GDP增速的数值开始超过实际利率。当然，目前日本的杠杆率仍然非常高，一些金融机构的资产负债表表现较为疲软，金融去杠杆的进程仍然需要继续。

### 欧洲国家金融去杠杆的经验

由于欧洲拥有50多个国家，很多国家在历史上都经历过金融去杠杆，因此，我们筛选了西班牙、英国和德国三个国家的经验，来解析金融去杠杆的不同类型和过程。

2008~2016年的西班牙。在2008年全球金融危机爆发之后，西班牙经历了长达九年的“丑陋的通货紧缩去杠杆”阶段。从2008年7月起，西班牙的居民收入就呈现出下降趋势，而且债务负担不断上升。根据数据统计，2016年西班牙的债务与GDP比值高达420%，远高于2008年刚开始去杠杆时的365%。由于自2002年开始，西班牙就始使用欧元作为法定货币，本国无法直接投放基础货币，因此尽管欧洲央行将大量资金投入西班牙，并通过购买其债券并向其银行提供流动性，也很难扭转西班牙通货紧缩的局面。在2008~2016年期间，西班牙的实际增长率仅为1.1%，比政府债券收益率低5.5%左右，不断上升的利息负担、新借款以及实际负增长，导致它的杠杆率不断上升。在2017年之后，西班牙的宏观经济开始复苏，金融去杠杆开始进入“漂亮的去杠杆”阶段，目前去杠杆进程仍没有结束。

1947~1969年的英国。在第二次世界大战之前和期间，英国都积累了大量的债务，并在第二次世界大战结束时宏观经济陷入衰退状态。根据英国统计局的数据，英国债务与GDP比值从1943年的250%上升到1947年的400%。但是与2008~2016年的西班牙不同，从1948年开始英国进入了“漂亮的去杠杆”阶段，用20多年的时间成功降低了杠杆率。其机理在于，自1948年起，英国的居民收入有所上升，管理层同时保持较低的利率水平，并且大量投放基础货币，这使得经济的名义增长率高于名义利率水平，到1970年时英国的债务已经削减了将近三分之二，这是金融去杠杆的一次成功经验。

1918~1923年的德国。1918年第一次世界大战结束之后，德



数据来源：日本内阁府。  
图1 1990~2016年日本GDP增速、实际利率和M2增长率走势图

国签署了《凡尔赛条约》，由此背上了沉重的债务负担。在一战期间，德国为战争支出而大量举债融资，政府债务总额与GDP的比重约为160%，签署协议后再加上赔偿金，政府债务总额上升到了913%的异常水平。为了快速降低债务和杠杆率，德国政府开始大量印刷钞票，人为制造出了严重的通货膨胀，从而进行了“丑陋的通货膨胀去杠杆”。1919年，德国央行宣布货币贬值50%，同时大量投放基础货币，根据统计，在1919年至1923年间已经将货币供应量增加了1.2万亿德国马克。于是，恶性通货膨胀产生了，物价呈现螺旋式上升，货币变得一文不值，政府的债务也被通货膨胀抵销了。1918~1923年的德国是较为极端的“丑陋的通货膨胀去杠杆”的例子，20世纪80年代拉丁美洲也出现了类似情况，由于篇幅关系，本文不再详细介绍。

## 我国金融去杠杆的发展现状

由于2008年底“四万亿”政策的刺激、房地产价格大幅上涨等诸多因素的推动，近年来我国金融机构的杠杆率呈现出快速上升的趋势。自2015年10月起，我国开始了金融去杠杆的进程，并且取得了一定的成绩。从金融去杠杆的环境看，我国一直维持稳健中性的货币政策和积极的财政政策，并且多次实行定向降准，同时GDP增速远高于实际利率，因此我国处于“漂亮的去杠杆”阶段。

图2是2000~2017年我国GDP增速、实际利率、M2增长率和金融部门杠杆率的走势图。从图中可以看到，2015~2017年，我国GDP增速的平均值为6.83%，实际利率的平均值为2.57%，M2增长率的平均值为10.93%，因此这三年间经济环境良好，GDP增速的平均值要比实际利率高4.26%。此外，在图中还可以看到，2016年我国金融部门杠杆率仍略有上升，2017年则出现了快速下降。出现这种现象的原因主要在于，2016年我国尽管对金融去杠杆在理论上达成了共识，但是在实践中还未寻找到着力点和抓手，在落实时经常出现很难执行的局面；此外，2016年我国的GDP增速为6.7%，该数据为1991年以来的最低值，对经济增速的担忧可能导致了金融去杠杆的顾忌。2017年我国金融去杠杆取得了一定成绩，而且根据国家金融与发展实验的统计数据，2018年上半年我国的金融杠杆率继续下降，已经回落至2014年的数值附近。

尽管金融机构部门杠杆率已经出现了下降，但是我国金融去杠杆仍存在以下问题：

第一，影子银行的规模较大。根据国际货币基金（IMF）统计，近年来我国影子银行的规模快速上升，2017年的规模已经高达新兴市场国家平均水平的三倍以上。这些影子银行游离在金融

监管的框架之外，金融杠杆率较高，有可能会引发期限错配、流动性危机等系统性金融风险。

第二，一些金融机构的资金空转现象仍然非常严重。资金空转是指一些资金穿梭于不同的金融市场和机构之间，并未真正服务于实体经济。部分资金进入了股票、债券等金融市场，在金融体系中形成自我循环；部分资金通过信托等金融产品进入了房地产市场；部分资金虽然进入了企业，但企业并未将其投资于实业。

第三，部分中小型商业银行面临着资产负债流动性错配的风险。资产负债流动性错配是指这些中小型商业银行的资产和负债的期限不一致，尤其是存款和贷款之间的期限错配，在面临不利事件的冲击时，有可能会严重的流动性风险。

## 金融去杠杆的国际经验对我国的启示

依据美国、日本和欧洲金融去杠杆的经验，并基于对我国金融去杠杆的发展现状，本文得出的启示有以下几点：

**在金融去杠杆的三种类型中“漂亮的去杠杆”的效果是最好的**

尽管“丑陋的通货紧缩去杠杆”和“丑陋的通货膨胀去杠杆”也可以实现金融去杠杆的目的，但是会存在很多的后遗症。例如，在“丑陋的通货紧缩去杠杆”阶段，私营部门的信贷增长率会下降，流动性也会紧张，当借款人没有足够的钱来偿还债务或对债务进行重组时，金融泡沫就会破裂。如果这种违约浪潮不能得到有效控制，就会形成自我强化的向下螺旋，进而对人们的信心造成极大的伤害，并且在未来几年内都难以回升。在“丑陋的通货膨胀去杠杆”阶段，整个社会将会产生恶性通货膨胀，本国的货币会随之大幅贬值，物价会呈现螺旋式上升的趋势，民众的幸福指数也会大幅下降，痛苦指数会骤然上升。而在“漂亮的



数据来源：wind数据库。  
图2 2000~2017年我国GDP增速、实际利率、M2增长率和金融部门杠杆率

去杠杆”阶段，中央银行提供充足的流动性和信贷支持，既可以放宽抵押品的范围，又可以对期限更长或质量更差的债务进行大量购买。在经济的增长率高于名义利率、信贷市场正常运行的环境下，“漂亮的去杠杆”不会产生令人不可接受的高通货膨胀，因为通货膨胀的形成只是为了抵消通货紧缩。

因此，综合来看，在以上三种类型中，“漂亮的去杠杆”的效果无疑是最好的。

#### 我国金融机构“漂亮的去杠杆”过程仍未结束

自2015年10月我国推行金融去杠杆之后，金融机构的杠杆率出现了大幅下降，但“漂亮的去杠杆”过程仍未结束。主要的原因在于，目前我国金融机构仍然存在影子银行的规模较大、资金空转现象仍然非常严重和部分中小型商业银行面临着资产负债流动性错配的风险等问题。以上问题如果不能得到妥善解决，就难以实现金融去杠杆的真正目标，即打消监管套利、让金融业服务于实体经济。

那么，金融去杠杆何时才会结束呢？我们认为，应当建立金融去杠杆的长效机制，当金融市场有效出清、市场中资金的来源与需求实现匹配、居民财富的储蓄和投资方式更加合理时，我国

的金融去杠杆才会结束。

#### 保持良好的经济环境对金融去杠杆至关重要

通过比较金融去杠杆的三种类型，我们发现三者最大的区别在于是否能够保持良好的经济环境。“漂亮的去杠杆”能够让物价、信贷市场正常运行，而“丑陋的通货紧缩去杠杆”和“丑陋的通货膨胀去杠杆”则会产生严重的通货紧缩或恶性通货膨胀，由此会带来违约、失业、金融泡沫破裂等一系列问题。

基于以上原因，保持良好的经济环境对金融去杠杆至关重要。因此，我国应当协调好稳增长和去杠杆之间的关系，维持稳健中性的货币政策和积极的财政政策，降低人们对金融去杠杆过程中的痛苦指数。●

(本文得到国家社科基金后期资助项目(18FJL010)、中国博士后科学基金资助项目(2018M631663)、河南省哲学社会科学规划项目(2018CJJ096)和河南省高等学校哲学社会科学创新团队项目(2018-CXTD-06)的资助。)

(作者单位：郑州航空工业管理学院经贸学院)

责任编辑：韩晓宇  
Hxymy2007@126.com

## 全球视线月度资讯

### 土耳其通胀飙升，显示危机蔓延

10月3日，土耳其统计研究所公布的数据显示，土耳其9月核心消费者物价指数(CPI)较去年同期同比上涨24.52%，刷新2003年底以来的最高纪录，前值为17.9%。

### 阿根廷两度加息，持续紧缩政策

10月3日，据彭博、路透报道，阿根廷央行将七天期Leia利率均值设定在67.175%。而就上周五，阿根廷央行宣布，将基准利率——7天Leia利率上调500个基点，至65%的高位。

### 东亚资本流动不稳，世行下调增长预测

10月4日，世行在一份报告中表示，由于贸易紧张局势和资本流动不稳影响全球经济前景，世界银行略微下调东亚及太平洋地区明年的经济增长预测。

### 沙特威胁动用“石油武器”，或将加剧市场动荡

10月14日，据彭博社报道，世界上最大的石油出口国沙特阿拉伯表示，它将对任何与《华盛顿邮报》专栏作家贾马尔·卡尔佐吉失踪有关的惩罚性措施进行报复。

### 与美国关系缓和，土耳其重返国际债券市场

10月17日，据路透社报道，就在美国牧师被释放的几天后，土耳其又以出售20亿美元新债券的方式重返国际债券市场。

### 就汇率操纵国认定标准，美国表示持开放态度

10月21日，美国财政部长姆努钦表示，对修改美国对汇率操纵国的认定标准持开放的态度。

### 法国银行发布报告，中企美元融资成本会更高

10月22日，法国外资银行(Natixis)最新发表的报告指，美联储货币政策正常化，加上投资者风险偏好下降促使风险溢价上升，中国高收益发行人于离岸债券市场融资更加困难。

### 日本两大交易所拟合并，建立综合性交易所

10月23日，路透社称东京证券交易所的母公司日本交易所集团(JPX)与东京商品交易所(TOCOM)双方将开始洽谈合并事宜，以推动建立一个一体化的交易所，吸引全球资金。