

经济增速放缓下的 资产泡沫研究

□ 陈彦斌 刘哲希 陈伟泽

中国人民大学 经济学院 北京 100872

经济增长放缓下的资产泡沫风险是过去很少遇到的现象,因为资产泡沫通常出现在经济稳定或者繁荣时期。为了与传统资产泡沫出现于经济稳定或者繁荣时期的典型特征做出明确区分,本文将这种新的资产泡沫现象称为衰退式资产泡沫。需要说明的是,衰退式资产泡沫只是为了与传统资产泡沫进行区别的一般性概念,其中的“衰退”并不特指经济衰退或增速为负的经济现象。在经济增速下滑时期出现的资产泡沫现象,均可视为衰退式资产泡沫。

一、典型事实

(一)“借新还旧”行为显著增多。“借新还旧”是企业与金融机构的一种融资模式,旨在应对某些短暂时期出现的偿债资金不足的问题。当经济体的融资结构以对冲性融资为主时,整个金融体系是稳健的。当经济体的融资结构以投机性融资或庞氏融资为主时,整个金融体系是不稳健的。

就中国的现实情况来看,由于缺乏大规模的债务重组出清,2012年以来企业等负债主体对“借新还旧”的依赖程度不断增强。一是从微观层面来看,依靠“借新还旧”维持生存的僵尸企业所占比重明显上升。黄少卿和陈彦(2017)测算表明,上市企业中僵尸企业数量占比由2011年的12.1%上升到2014年的16.4%。二是从宏观层面来看,通过对比债务利息支付规模和GDP增量两个指标的大小来反映负债主体对“借新还旧”的依赖程度(李扬,2017)。如果GDP增量小于债务利息,则表明经济体中投机性融资与庞氏融资的比重较大,负债主体对“借新还旧”的依赖度较强。2000—2012年,除了2009年受全球金融危机的短暂影响之外,其余时期内中国每年的GDP增量均大于债务的利息规模。恰是自2012年以来,GDP增量开始一直小于债务的利息规模。由此可见,尽管“借新还旧”是一种常见的融资模式,但近几年负债主体对“借新还旧”较高的依赖程度是以往所少见的。

(二)伴随着债务率与投资率的走势出现分化,衰退式资产泡沫现象愈加明显。理论上,债务率的攀升最终或是转化为实体经济投资率的上升,或是转化为资产价格的上涨(Turner,2015)。从现实情况来看,中国作为2008年全球金融危机以来债务率上升最快的经济体之一,2008—2011年债务率的攀升主要是推动了实体经济投资的高增长。这期间在“四万亿”等政策的刺激下,中国非金融部门债务规模占GDP比重由141.3%提高到180.6%,新增固定资产形成总额占GDP比重则由41.2%大幅上升至48%的历史最高点。然而在2012年之后,债务率与投资率的走势出现了明显分化。一方面,投资率下滑,从2011年的48%一直回落到2016年的44.3%;另一方面,债务率延续了快速上升势头,从180.6%升高到257%。

正是在债务率与投资率呈现分化走势之后,中国经济的衰退式资产泡沫现象开始出现,并且愈加明显。经济增速由2011年的9.5%下降至2016年的6.7%,2017年经济增速虽然有所回升,但下行压力依然较大。与之形成鲜明对比的是,金融体系以及与之密切相关的房地产市场表现得十分活跃。在GDP增速下滑的背景下,金融业与房地产业增加值占GDP比重逆势上扬,从2011年的12%提高到2016年的14.8%。这一分化走势进一步印证了衰退式资产泡沫现象的存在。

二、基准模型

(一)基本设定。构建含有资产泡沫的宏观模型,一般是以Samuelson-Diamond-Tirole的OLG框架为基础。为探究衰退式资产泡沫的形成机制与最优对策,本文在Martin和Ventura(2012)这一资产泡沫领域经典的宏观模型基础上,进行了三点针对性拓展。一是借鉴Minsky(1986)对企业融资方式的分类,刻画了高债务下企业部门两种不同类型的融资模式:对冲性融资与投机性融资。二是针对中国

经济的实际情况,模型刻画了两类企业:生产效率较高的生产型企业与生产效率较低而只能依靠“借新还旧”维持生产的僵尸企业。三是加入了投资者家庭部门与金融杠杆,模拟现实中个体或金融机构借助加杠杆等手段投资金融资产以追逐更大利润的行为。

(二)数值模拟 1:衰退式资产泡沫与传统资产泡沫形成机制比较。既然衰退式资产泡沫是一种新现象,那么形成机制与传统资产泡沫究竟有何区别,这是需要系统回答的重要问题。为此,本部分着重分析三点。第一,传统资产泡沫顺周期变动的核心机制是什么?为什么资产泡沫通常出现在经济繁荣时期,而很少出现在经济增长放缓时期?第二,现有观点一般认为衰退式资产泡沫与传统资产泡沫本质上没有区别,不过是经济增长放缓下货币政策过于宽松所致,这一观点是否正确?第三,本文着重强调的高债务下负债主体过多依赖“借新还旧”的行为,在衰退式资产泡沫形成过程中起到了什么作用?

针对上述三点,本文设定了三组数值模拟实验。第一组数值模拟实验中,模型不包含基准模型中有关两种融资方式的设定,只包含对冲性融资。相应地,模型不再包含僵尸企业部门。由此,模型设定与以往含有资产泡沫的动态一般均衡模型相近似。在此设定下,本文分别给予模型正向和负向的全要素生产率冲击,观察资产泡沫的波动情况并分析其核心机制。第二组数值模拟实验是在第一组模型设定的基础上,同时给予模型负向的全要素生产率冲击与正向的货币政策冲击,从而模拟经济增长放缓下实施宽松货币政策的情形,观察是否出现衰退式资产泡沫现象。第三组数值模拟实验是沿用基准模型的设定,即包含对冲性与投机性两种融资模式,同时给予模型负向的全要素生产率冲击,考察衰退式资产泡沫的形成机理。

1.传统资产泡沫顺周期变动的核心机制。第一组数值模拟实验结果较好地模拟了资产泡沫的顺周期性,无论是在正向还是负向全要素生产率冲击的影响下,资产泡沫均是产出水平同向变动。就正向全要素生产率冲击而言,首先,正向全要素生产率冲击使实体经济投资的预期回报率上升,激发了企业的投资意愿,提高了企业的借贷激励;其次,信贷增长促进了经济增长的加快;最后,经济的繁荣增强了投资者进行资产泡沫投资的意愿。由此可见,乐观预期—信贷扩张—产出水平上升与资产泡沫膨胀这一过程,较好地刻画了 Kindleberger (1978) 等研究的传统资产泡沫的形成机制。

就负向全要素生产率冲击而言,一方面它会使得实体经济投资回报率下滑,导致企业投资意愿下降,另一方面负向的全要素生产率冲击会加大企业的偿

债压力。为了缓解债务压力,企业不得不开启去杠杆进程,降低自身的债务率。相应地,投资者部门的活跃度也有所减弱,从而使资产泡沫规模缩小。可见,经济增长放缓时期负债主体为了缓解不断增加的债务压力,不得不减少借贷规模来降低自身债务率,由此导致金融体系活跃度下降,这是资产价格低迷的核心原因。这一机制类似于“债务—通缩”的理论机制。

2.宽松货币政策是衰退式资产泡沫产生的核心原因吗?第二组数值模拟实验结果显示,仅考虑负向全要素生产率冲击和正向货币政策冲击的影响时,虽然宽松货币政策下资产泡沫规模会有所增加,但产出水平上升了,不会出现衰退式资产泡沫现象。这是因为,宽松的货币政策会降低企业的融资成本并减轻企业的债务压力,从而激发企业的融资需求。由此,企业拥有更多资金可用于实体经济的生产,经济体的资本积累规模和产出水平相应地上升。事实上,经济增长放缓下实施宽松货币政策予以应对是基本的理论共识。货币政策通过推动资产价格上涨来刺激经济,也是货币政策的重要传导机制之一 (Mishkin, 2011)。

不仅如此,从现实情况来看,近年来中国货币政策也没有处于过度宽松的状态。一是从货币数量来看,自 2011 年中国货币政策定位由“适度宽松”转为“稳健”以来,基础货币的投放速度显著放缓,基础货币/GDP 由 2011 年的 46% 下降至 2017 年的 39%。二是从实际利率来看,2012 年以来利率中枢明显上移。采用银行间同业拆借加权利率减去 CPI 当月同比涨幅,可以发现,2007—2011 年的实际利率水平的平均值为 -1.53%,2012—2017 年则达到了 0.73%。因此,结合数值模拟实验结果与现实情况可知,不能将衰退式资产泡沫简单地归因于宽松的货币政策,更不能因此认为需要收紧货币政策以应对衰退式资产泡沫。

3.衰退式资产泡沫形成机理探究。第三组数值模拟实验沿用了基准模型中企业可以通过“借新还旧”来滚动债务的设定,同时仍给予全要素生产率水平负向冲击使其下降 1%。考虑企业的“借新还旧”行为后,模型的运行机制与第一组实验相比发生了一点明显变化,虽然投资回报率的下降依然会加大企业的偿债压力,但是企业可以通过增加投机性融资的规模予以一定程度上的缓解。这与第一组数值模拟实验中企业只能通过去杠杆来降低债务率明显不同,符合近年来僵尸企业与地方政府等负债主体不断通过“借新还旧”来滚动债务的现实情况。

上述变化还带来了两方面的显著影响。一是负债主体“借新还旧”行为的增多挤占了企业可用于实体经济投资的资金,而且使低效率的僵尸企业可

以继续运营。这就会加剧资源的错配程度,从而抑制经济增长。二是负债主体“借新还旧”行为增多使经济增长放缓时期企业的融资活动依然保持活跃,特别是投机性融资规模显著增加。这意味着更多新增信贷资金(“借新”)是用于偿还已有债务(“还旧”),导致大量资金在金融体系内部空转,推动了资产泡沫的膨胀。由此,经济体中出现了产出水平下滑但资产泡沫膨胀的衰退式资产泡沫现象。

需要说明的是,本文的模拟结果并不意味着“借新还旧”行为不可取,作为一种常用的融资方式,其可以平滑企业的偿债压力。真正的问题在于僵尸企业等低效率的负债主体过多地依赖“借新还旧”手段。由于这部分本应退出市场的企业依然存在,而且还需要不断地融资来滚动债务,这就相当于一个楔子分割了实体经济与金融体系,催生了实体经济低迷与金融体系活跃的分化局面。随之而来的影响是本来具有较高生产率的生产型企业进行实体经济投资的意愿也会下降,更愿意通过投资金融资产的方式获取收益。

(三)数值模拟 2:衰退式资产泡沫与传统资产泡沫的对策比较。在厘清衰退式资产泡沫与传统资产泡沫形成机制差异的基础上,本文对两者在应对策略上的不同进行比较,主要是两个核心问题。第一,应对传统资产泡沫的“双紧”货币政策与宏观审慎政策组合是否还适用于衰退式资产泡沫?如果不适用,货币政策与宏观审慎政策应该采取怎样的组合?第二,现有理论一般将抑制资产泡沫归为金融稳定范畴,核心在于抑制金融体系的过度繁荣,但之前分析表明高债务下负债主体“借新还旧”行为增多才是衰退式资产泡沫形成的主要原因。那么,降低实体经济债务率在应对衰退式资产泡沫方面能够发挥什么作用?

1.货币政策与宏观审慎政策搭配方式的比较。无论是在应对衰退式资产泡沫还是传统资产泡沫时,实施偏紧的宏观审慎政策都是必要的手段。当前尚未达成共识的问题是:为了更好地与宏观审慎政策相配合,货币政策应该定位于“紧缩”,还是“中性”或者“宽松”?首先,比较传统资产泡沫与衰退式资产泡沫下货币政策与宏观审慎政策“双紧”组合的政策效果。面对传统资产泡沫时,因为资产泡沫规模扩张的同时产出水平也有所上升,所以实施“双紧”的政策组合能很好地完成稳定增长与抑制资产泡沫这两项任务。这也佐证了2008年全球金融危机之后货币政策与宏观审慎政策应当趋紧以应对资产泡沫的理论共识(Mishkin,2011)。不过,“双紧”政策力度不能过大,否则不利于经济稳定目标的实现。而面对衰退式资产泡沫时,“双紧”的政策组合则难以发挥较好的效果。无论采取怎样的组

合,在抑制资产泡沫的同时均会带来产出的较大损失。产出水平不仅低于初始状态,甚至低于衰退式资产泡沫状态时的水平。这是因为,收紧的货币政策会抬高企业的融资成本,加大企业本已较重的债务压力,从而加剧经济的下行压力。不仅如此,由于紧缩货币政策下僵尸企业受到影响较小,更多是拉紧效率较高企业的融资约束,这就会进一步加剧资源错配程度。其次,进一步比较衰退式资产泡沫下中性和宽松货币政策与偏紧宏观审慎政策搭配的效果。当货币政策定位于中性而宏观审慎政策发挥主要作用时,由于宏观审慎政策能够抑制投资者部门的投机性行为,所以资产泡沫规模能够得到明显抑制。然而,这一组合对产出水平的促进作用相对有限。相比之下,当实施宽松货币政策与偏紧的宏观审慎政策时,政策效果出现了明显改善。一方面,偏紧的宏观审慎政策抑制资产泡沫的效果没有受到明显影响,资产泡沫规模均明显低于初始状态与政策实施前的衰退式资产泡沫状态。另一方面,在宏观审慎政策配合下,货币政策能够更加有效地降低企业的融资成本,从而提升了投资的积极性,进而显著地提高了经济产出水平。由此可见,“稳健偏宽松的货币政策+偏紧的宏观审慎政策”是应对衰退式资产泡沫更为理想的组合。

2.实体经济去杠杆的政策效果分析。由于高债务下负债主体过度依赖“借新还旧”是衰退式资产泡沫形成的核心原因,所以直观上推进实体经济去杠杆应该是应对衰退式资产泡沫的有效手段。这与应对传统资产泡沫时宏观政策主要聚焦于抑制金融体系繁荣有较大不同。当实体经济去杠杆与“稳健偏宽松货币政策+偏紧的宏观审慎政策”政策组合同步协调推进时,能够显著改善对衰退式资产泡沫的调控效果,主要表现为三个方面:一是相比于不推进实体去杠杆的情况,产出水平会进一步提高。二是资产泡沫规模的收缩幅度进一步增加。尽管宏观审慎政策在抑制资产泡沫方面起到主导作用,但是推进实体经济去杠杆后,资产泡沫规模还是比不推进去杠杆时下降了。三是资源错配程度得到改善,经济运行效率提高。

不过值得注意的是,尽管实体经济去杠杆举措十分重要,但当缺乏货币政策和宏观审慎政策配合时,单独推动实体经济去杠杆进程会加大经济下行压力。历史经验表明,高债务背景下一旦资产泡沫出现破裂,很可能导致大规模的债务违约与资产抛售情况,使经济陷入严重的“债务—通缩”危机之中。因此,实体经济去杠杆过程中需要通过“稳健偏宽松的货币政策+偏紧的宏观审慎政策”来实现经济稳定与金融稳定。

■ 《经济研究》2018年第10期,约25000字