



鲁政委：高杠杆如何影响利率水平



文/郭于玮， 鲁政委（鲁政委为兴业银行首席经济学家、华福证券首席经济学家）



在探讨债务可持续性问题时，人们通常使用杠杆率指标。然而，从数据上，我们却很难找到杠杆率与债务可持续性之间的直接关联。

因此，越来越多研究者提出，应当考虑利率水平与投资回报率或经济增长率之间的联系，而非杠杆率本身的高低。当债务本金不增长时，利率低于经济增长率是有利于降低杠杆的。然而，如果债务本金的增速高于经济增速，维持杠杆率稳定的难度较大；不过，此时可以通过降低利率水平将债务付息支出与 GDP 之比控制在可承受的范围内，以保障债务的可持续性。

由此，我们更加容易理解为什么“十四五”规划会提出“保持宏观杠

杆率以稳为主、稳中有降”。在其它因素不变的情况下，如果债务的增长持续高于名义 GDP 的增长，我们需要将利率水平不断降低才能够减轻偿债压力，而这将影响到我国维持正常货币政策空间；反过来，给定其他因素不变，如果宏观杠杆率能够稳中有降，利率就不需要持续下行。

就我国而言，在私人非金融部门，虽然其杠杆率波动上升，但由于利率中枢下降，最终利息负担与 GDP 之比依然相对稳定。我们在数据中观察到我国两个相关的经验规律是，当经济下行时，融资成本的下降通常会带动利息负担与 GDP 之比下降至 10% 一线附近，以提振经济增长；当工业企业税前 ROA 与融资成本之差下降到 3% 附近时，可能需要引导融资成本下降。在政府部门，其付息与 GDP 之比较低，付息压力可控。

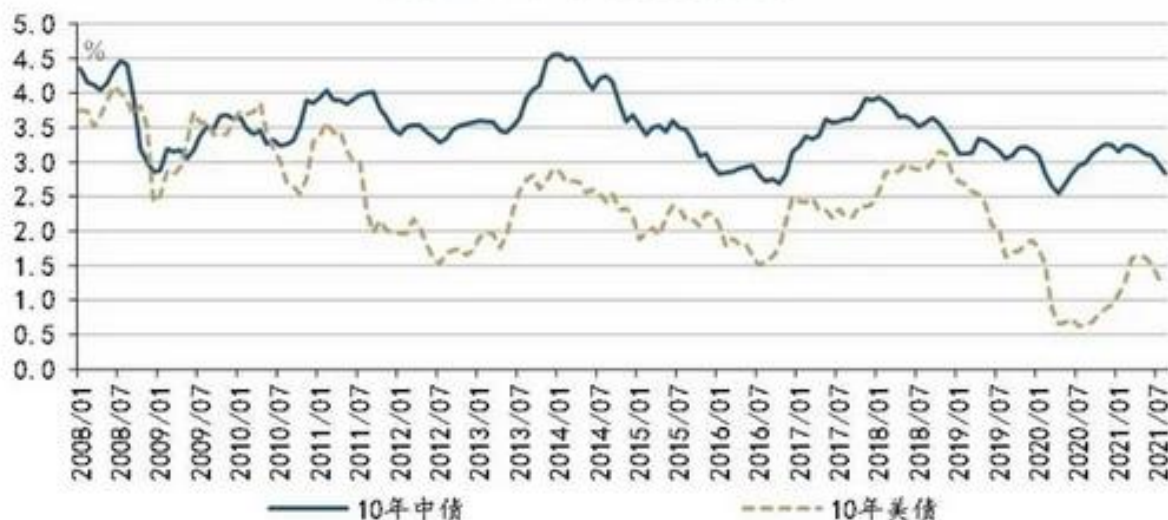
展望未来，我国为了在珍惜正常货币政策空间的前提下减轻偿债负担，还需要保持人民币汇率的灵活性，并大力发展股权融资。

在新冠疫情爆发后，中美 10 年国债利率的中枢出现了不同程度的下行。除了疫后潜在经济增速放缓外，疫情期间杠杆率的抬升可能也是利率中枢下降的重要原因。根据国际清算银行（BIS）披露的数据，2020 年第四季度中美的非金融部门杠杆率分别达到 289.5% 和 296.1%，较 2019 年第四季度分别提高了 26.6 和 42.8 个百分点。杠杆率越高，非金融部门的债务负担就越重，就越需要引导利率水平下降以减轻偿债压力。

那么，债务的可持续性与利率水平之间究竟有什么关联？我国不同部门的偿债负担有多大？如何在珍惜正常货币政策空间的前提下减轻偿债负

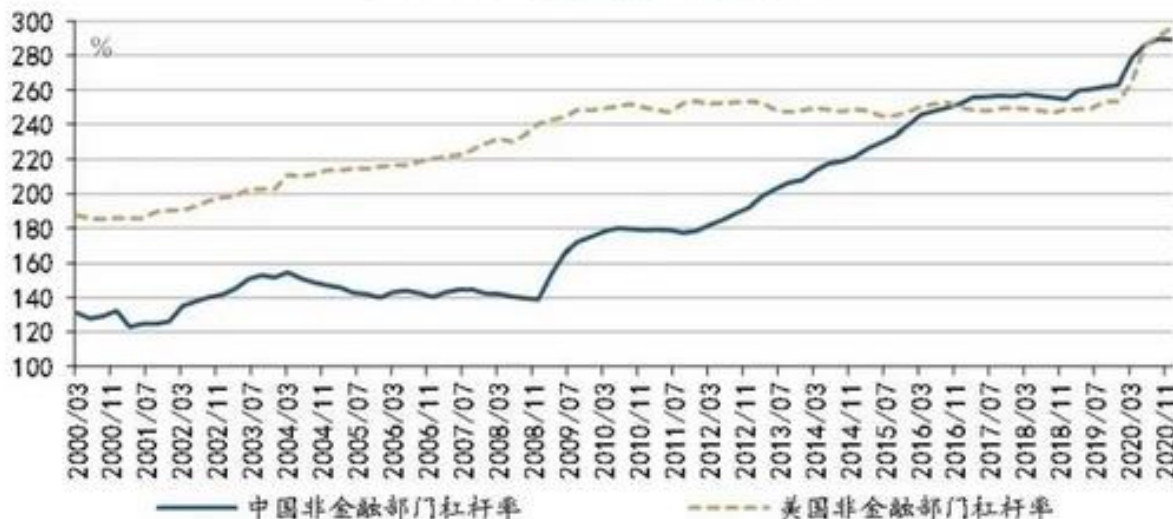
担？本文将围绕上述问题展开探讨。

图表1 10年中债与美债利率



数据来源：WIND, 兴业研究

图表2 中美非金融部门杠杆率



数据来源：BIS, 兴业研究

一、债务可持续性与利率水平

1、对杠杆率指标的反思

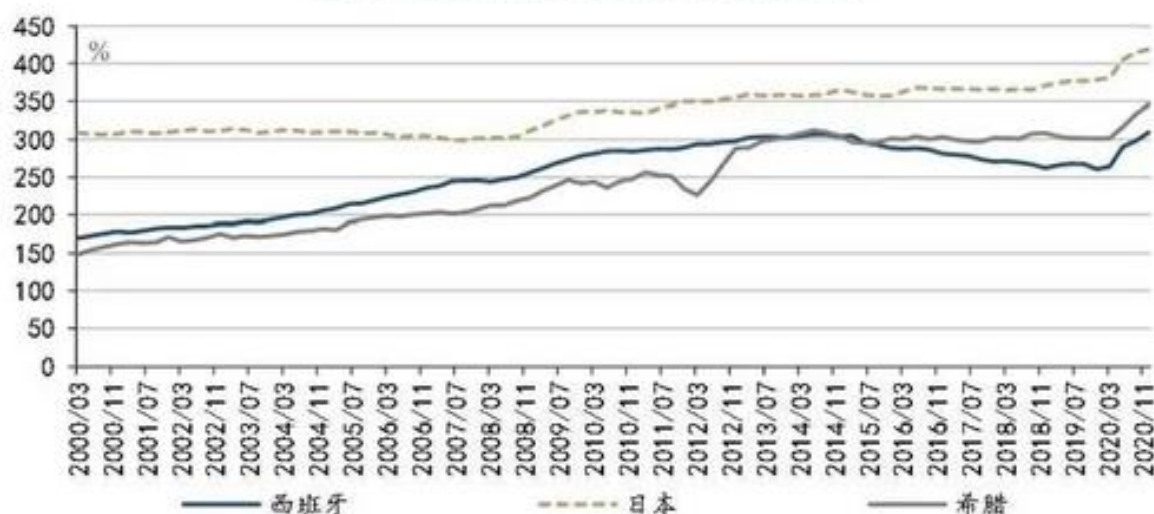
在探讨债务可持续性问题时，人们通常使用不同部门的杠杆率指标，即不同部门债务与 GDP 之比。早在 1992 年，马斯特里赫特条约就要求欧元区国家需要将政府债务与 GDP 之比保持在 60% 以下。2008 年金融危机之后，发达经济体债务与 GDP 之比显著攀升，对合宜杠杆率水平的探讨再度成为市场关注的焦点。

然而，从数据上，我们却很难找到杠杆率与债务可持续性之间的直接关联。

如果在同一个经济体内进行纵向比较，我们会发现：2008 年美国陷入债务危机时，其非金融部门杠杆率达到 240.2%（参见图表 2）；在一系列刺激政策作用下，美国逐渐走出了债务危机的影响，在此过程中非金融部门的杠杆率是稳中有升的，没有出现所谓的“去杠杆”，到 2020 年美国非金融部门杠杆率已进一步上升到了 296.1%，债务危机却没有再度上演。

如果在不同经济体之间进行横向比较，我们会发现：日本的非金融部门杠杆率显著高于西班牙与希腊，市场却更加担心西班牙和希腊的信用风险，同时把日元作为一种“避险货币”。

图表3 非金融部门杠杆率的横向比较



数据来源: WIND, 兴业研究

2、对债务可持续性的新认知

2008 年金融危机后发达经济体杠杆率普遍攀升,却没有出现严重的债务危机。这一现实使政策制定者和研究者对债务可持续性有了新的认识。

2020 年 11 月,美国前财政部长萨默斯在其与哈佛教授福曼合作的文章 (Furman & Summers, 2020) 中对杠杆率指标进行了强烈的批判。他们认为,将“债务”这一“存量”指标与“GDP”这一“流量”指标进行比较,并据此判断债务风险是不合理的。只要举债带来的 GDP 增长能够超过利息负担,这种举债就是有益的,就可以使杠杆率下降。美国现任财政部长耶伦也提出了类似的看法。2021 年 1 月耶伦呼吁忘记债务的绝对数量,重点关注债务的利率与其带来的回报率。考虑到对于通常政权稳定的政府来说,债务本金是可以通过债券的滚动续发来融资偿还的,因此,利

息负担（这里定义为利息与 GDP 之比）就显得更为重要。耶伦指出，虽然当前美国的债务总量高于 2008 年金融危机时期，但利息与 GDP 之比与那时相比是下降的。

桥水基金的达利欧在其《债务危机：我的应对原则》一书 (Dalio, 2019) 曾经举过一个例子，能够帮助我们理解上述问题。在一个正在去杠杆的经济体，假设其债务和名义 GDP 都是 100，杠杆率则为 100%，债务的利率是 2%。那么，一年之后如果债务本身的规模没有变化，该经济体的负债将变成 102，即 100 的债务与 2 的利息之和。如果这一年里，名义 GDP 只增长了 1%，则杠杆率将上升；如果名义 GDP 增长率等于利率，则杠杆率将保持不变；如果名义 GDP 增长率超过利率，则杠杆率将出现下降。

我们可以通过简单的数学演算将上述例子进行总结与推广。假设一个经济体非金融部门 t 期的杠杆率、债务本金、GDP 和利率分别为 L_t 、 D_t 、 Y_t 和 r_t 。为了简便起见，我们假设名义 GDP 增长率为 g ，不随时间发生变化。

从杠杆率来看，如果不偿债，到下一期，该经济体的杠杆率可能出现两种变化。

第一种情况，如果债务本金不增加，则

$$L_{t+1} = \frac{D_t(r_{t+1} + 1)}{Y_t (g + 1)}$$

此时，只要名义经济增长率等于利率，杠杆率即可保持不变。这也是为什么桥水基金的达利欧在其《债务危机：我的应对原则》一书（Dalio, 2019）中指出，去杠杆时央行的合理措施包括“使名义经济增长率略高于名义利率，在可容忍的限度内拉长去杠杆化进程”。

第二种情况，如果债务的本金增加，则

$$L_{t+1} = \frac{D_t(r_{t+1} + 1) + \Delta D_t}{Y_t (g + 1)}$$

此时，使利率等于名义 GDP 增长率已经不足以稳定杠杆率。要稳定杠

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34381

