

支撑中国经济：信贷刺激与财政刺激

作者：[Sophia Chen](#) 和 [Lev Ratnovski](#)

2017年12月13日



中国广东清远的一项建筑工程：财政刺激是推动增长的强有力工具（图片：Imagine China/Newscom）

信贷繁荣让人沉迷其中。信贷能支持经济增长，支撑人们眼中财富的价值。但信贷繁荣也具有危险性，往往伴随其后的是金融萧条和经济放缓。挑战在于如何在不损害经济增长的情况下控制信贷。

中国大陆正在经历一轮信贷热潮。截至2016年底，社会融资总量（广义信贷的衡量指标）超过GDP的200%。在国际清算银行跟踪的44个经济体中，中国大陆的信贷与GDP缺口（衡量金融脆弱性的指标）[排名第二](#)，仅次于香港特别行政区。

信贷增长如何促进了中国的产出增长？随着中国经济的信贷趋于饱和，信贷配置是否出现了恶化？诸如财政刺激等其他手段能否用于支持产出增长？

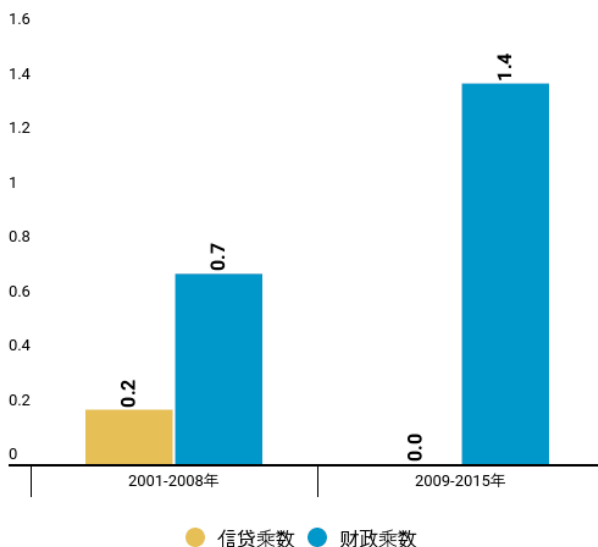
这些问题对于中国当前有效制定政策至关重要，但也很难严格给出答案。这是因为信贷和财政政策立场不仅能影响产出增长，也会受其影响。因此，简单的统计方法可能会高估或低估信贷或财政政策立场对产出的真正因果效应。

近期，[基金组织的一项研究](#)使用“工具变量”方法应对这一挑战。该方法基于以下观察，即各省领导们往往在任期的后期推出更多与当地经济状况无关的信贷和财政刺激——可能是因为更高的增长结果会增加他们留任和/或提拔的可能性。研究得出的结果十分惊人。

报告估计显示，从历史上看，信贷的确支持了中国的产出增长。2001年至2008年，信贷与最初GDP之比每变化10个百分点，GDP就会相应增加2%。但在2010年至2015年，信贷对产出增长的影响几乎下降为零。这可能是由于中国经济信贷达到饱和，新增信贷配置到了低效的部门，如[过热的房地产市场](#)、[低效的国有企业](#)或[地方政府融资平台](#)。结果表明，目前信贷已不能有效支撑中国经济的进一步发展。

信贷已是强弩之末

信贷已不能有效支持中国的经济增长。财政刺激若运用得当，则会发挥更大的效果。



来源：CEIC中国数据库和基金组织工作人员的计算。



相比之下，本报告发现如果财政刺激运用得当，可能会起到很大效果。2010年至2015年，预算内支出的财政乘数为1.4。换言之，预算内支出与初始GDP之比每变化1个百分点，GDP就会提高1.4%。这一乘数不仅在国际上处于较高水平，在中国也高于2001年至

2008 年的历史较高水平（0.7）。因此，面对潜在的冲击（包括[信贷增长减缓](#)带来的冲击），财政政策可以有效支持经济增长。

关于我们的分析，有三点需要注意。首先，预算外支出的财政乘数可能低于我们估计的预算内支出财政乘数。因此，预算内和预算外支出的总体财政乘数也低于我们的估计值。若要使未来财政政策的功效最大，就应该使用预算内措施。

其次，财政优先工作的选择十分重要。从历史上看，大部分财政刺激针对的都是基础设施和与制造业相关的支出。[正如基金组织最近所指出](#)，未来的财政刺激措施应优先考虑社会支出和转移支付，以促进中国经济持续向服务业转型。

第三，信贷配置也很重要。虽然信贷对经济增长的总体影响似乎很低，但对高效率企业谨慎提供信贷依然是可取的，并且能够支持经济增长。

总的来说，我们的分析结果表明，中国近期为解决金融部门风险开展的工作是适当的。基金组织最近完成的[中国金融体系稳定评估](#)对上述工作以及为加强这方面工作可进一步采取的政策进行了探讨。



Sophia Chen 是基金组织研究部的经济学家。此前，她曾在欧洲部担任经济学家，负责基金组织在塞浦路斯的规划项目。她的研究兴趣包括宏观金融联系、银行业、公司财务和研发税收政策。她拥有密歇根大学的经济学博士学位。



Lev Ratnovski 是基金组织研究部的高级经济学家。他的工作范围涉及金融监管和结构、金融与主权危机、影子银行和全球流动性等方面。此前，Ratnovski 先生曾在基金组织负责美国和加拿大的工作，并曾于英格兰银行金融稳定局工作。他曾在《金融评论》、《金融中介期刊》、《银行与金融期刊》、《国际中央银行业期刊》、《经济政策》等刊物上发表多篇文章。