

摆脱债务困境

斯梯恩·克雷森斯

在居民和金融机构将其资产负债表修复好以前，许多发达经济体经济的复苏之路仍很艰难

下山总比上山易。但是金融运行似乎并不遵从万有引力定律。人们已经证实，减少债务，即“去杠杆化”，较增加债务要艰难得多。正因为如此，与不存在无法承受的债务负担的资产负债表衰退相比，当前很多发达经济体正经历的资产负债表衰退要更加严重（见本期《金融与发展》，“追踪全球经济复苏”）。

在发达经济体的金融机构、家庭和政府将其资产负债表恢复到可持续的资产和债务水平以前，从20世纪30年代大萧条以来最为严重的全球经济危机中复苏的道路仍很艰难。

现在的问题是，为什么去杠杆化如此困难，政府能够提供什么样的帮助，全球在摆脱债务的道路上走了多远，未来的政策该如何制订？

经济危机的起源

尽管超额借贷方不尽相同，但几乎所有的经济危机都涉及过度借贷。过去，政府或企业常常会过度借贷。本次经济危机之前，则是发达经济体的金融机构、家庭以及某些政府借贷过度。

某些主要发达经济体的金融企业的债务迅猛增加。经济危机前，其资产债务水平为基础经济总体规模的相关倍数（见图1，上图）。金融机构的债务资本比例（杠杆）也常常迅速增加（见图1，下图）。较为著名的例子为某些美国大型投资银行和欧洲环球银行，其杠杆增加到了资产净值的30倍，远远高于早些时候。

家庭债务也大幅增加，这常常是由于住宅和消费借贷所致。图2（上图）表明，在经济危机前几年，几乎所有发达经济体的家庭债务与可支配收入

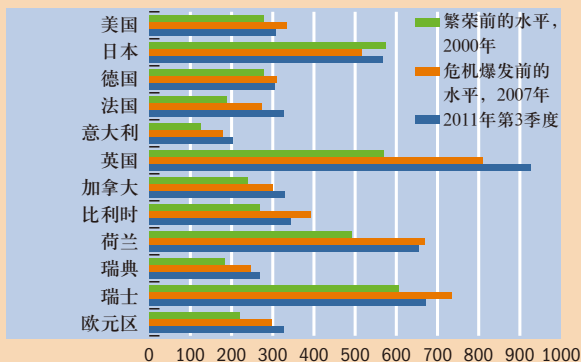


图1

债务堆积

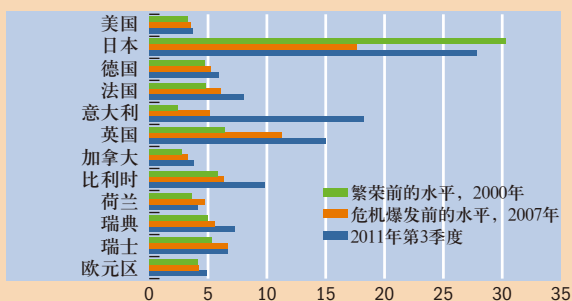
以GDP百分比计，很多发达经济体的金融机构债务出现了史无前例的戏剧性增长。

(债务占本国GDP的百分比)



杠杆（金融资产与净值的比率）也增长显著。

(金融资产与净值的比率)



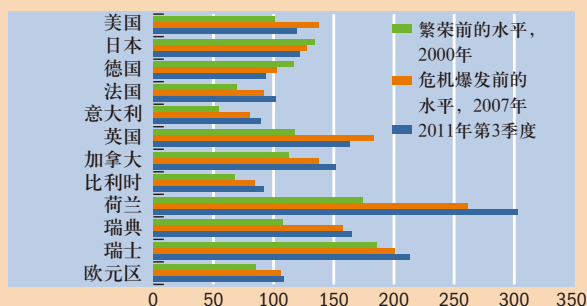
资料来源：IMF员工的计算。

图2

消费低谷

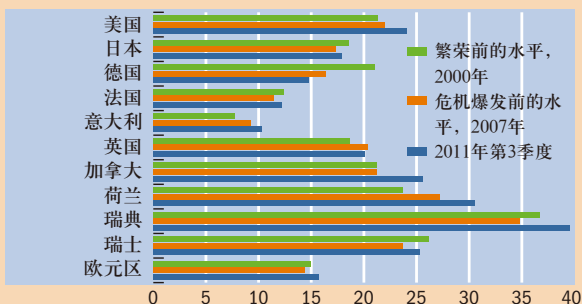
相对于可支配收入而言，家庭债务因房屋和消费借贷而出现了显著增加。

(家庭债务占可支配收入的百分比)



但是由于房地产和股票价格的繁荣，经济危机前家庭财富净值保持在高位；经济危机爆发后，房地产价格下降，财富净值减少，债务增加。

(债务占家庭财富净值的百分比)



资料来源：IMF员工的计算。

注：比利时的债务与财富净值比率数据未知。

入比均出现了显著增长。但是，由于地产和股票在同一期间出现繁荣，因此借贷并未在合计资产负债杠杆中转化为可衡量性的增加；家庭债务以及相应的资产基本稳定（图2，下图）。但是这种表面繁荣的衡量方法掩盖了家庭债务正逐渐暴露在资产价格、特别是房地产价格迅速下滑的事实之下。除此之外，还掩盖了家庭债务中的很多问题。由于处于有利资产地位的人群多为净储蓄者，而处于不利资产地位的人群相对来说则支出较多，所以，去杠杆化多发生在倾向于消费的人群身上，且对总需求产生了不对称的影响。

与前几次经济危机不同的是，非金融企业部门的杠杆（债务资本比例）并未显著增加，某些国家的杠杆与早期相比甚至出现了下降（图3）。企业通常保持较为保守的资产负债表，并常常在实际上提高它们的现金头寸，这就使得其净债务（即债务减去金融资产）减少。

为何去杠杆化如此困难？

当经济危机来袭，资产价格下降时，财富净值就会急剧下降。家庭和金融机构就会被迫减少负债。这一减债的道路较增加负债要艰难得多，其原因在于，摆脱债务需要一定的时间，并且不是每个人都可以或者应当同时从中脱身。

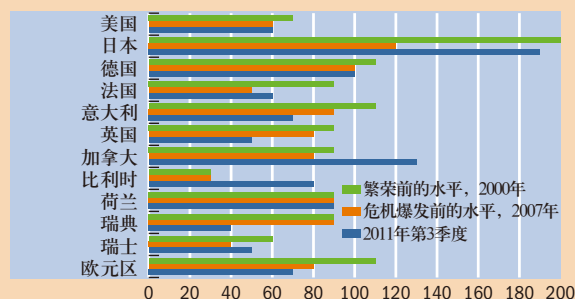
尤其从家庭视角可以看出，去杠杆化需要一定的时间。攒够第一套房子的首付可能需要几年的时间；但是一旦拥有房产，家庭的借贷额将会是其收入的好几倍。经济繁荣时，家庭可以从上涨的房价中受益，并可以享受到更为可观的净受益。但是房屋价格的下降会使贷款远远高过房屋价格，将净受益全部抹掉。再加上当今很多发达经济体国家的家庭正在面临的失业和收入减少的情况，这些问题就显得尤为突出。事实上，当房价自2007年首先开始下跌，并带来了全球

图3

公司制约

与早前的经济危机不同，非金融企业并未增加其债务资本比率，基本保持着较为保守的资产负债表。

(非金融企业的债务占资产净值的百分比)



资料来源：IMF员工的计算。

金融危机时，很多家庭意识到，相对于债务，他们的财富正在缩水。同时，由于收入下降，失业率增高，很多家庭发现，尽管利率为有史以来的最低值，但他们还是难以支付房屋贷款和其他金融债务。

在这种情况下，家庭必须增加收入来恢复净资产。但是他们在短时间内做到这一点的能力又非常有限。攒够首付需要一定的时间，而使净值复归原位同样也需要时间。对于那些发现自己违约的人而言，与贷方重新建立贷款关系极有可能需要一年，甚至更长的时间。考虑到重新获得信贷评级以使用更优惠的条件重新进行贷款的时间，整个去杠杆化的过程很可能需要花费数年时间。

这就是微观经济学理论。从总体或宏观经济学角度来分析，结果将会更加复杂。当所有人同时开始缩减开支时，整体结果将更加糟糕。如果很多家庭突然间开始大量存钱，总需求将会出现巨幅下跌，这将导致产量减少，并且致使失业率增加，收入减少，从而迫使更多的人开始减债。如果很多人试图通过卖房来回笼资金，那么房价将进一步降低，进而导致更多的违约和取消抵押品赎回权的情况，并进一步导致其他贷款人面临更为严格的借贷条件。这些问题相互交错，经济学家将其称为触发抛售，这将会导致房屋价格低于其平衡值。

历史证明，去杠杆化的过程是多么缓慢。过去30年间，在发达经济体国家，先于房地产市场萧条和衰退出现的家庭借贷的急剧上涨的情况更为严重和漫长(IMF, 2012)。房地产价格下降和衰退前的杠杆率增加这一综合情况似乎尤其能够解释经济萎缩的严重性。需要特别指出的是，高负债经济下的家庭消费减少，但仅由房价下跌所导致的经济损失还不到家庭消费减

少量的1/4。并且，这种萎缩也不仅仅是由于经济危机所造成的。家庭债务和消费支出减少之间的关系也体现在那些房屋价格下降期间未经历银行危机的经济体当中。

金融机构减债也很困难，当其减少债务时，该过程所产生的宏观经济效应等同于或更甚于家庭减债所出现的状况。未偿付贷款增加，银行投资有价证券的价值下跌（这将进一步恶化银行的债务资本比例），或者经济危机之后的政策紧缩，将会迫使银行修复他们的资产负债表。与家庭类似，除了削减分红和调整工资外，银行几乎所剩无几。他们可以通过提高新的资产净值来修复资产负债表，但是通常情况下，银行不会愿意采取这样的措施，同时，过快提高资产净值将会导致成本增加。

反之，银行倾向于通过放弃风险资产的方式来修复资产负债表，也就是说，削减新贷款。但是，由于这种应对措施将减少外部资金的筹措能力，所以往往会伤害实体经济。由于金融部门不愿提供融资，结果就会导致信贷紧缩，这样家庭和公司将会被迫进行减债，而这又将损害投资和消费。这样下去的结果就是导致恶性循环：总产量和生产活动减少、收入减少、信贷恶化、更多被动减债以及随之而来的资产减值。

政府能否摆脱经济萧条？

历史上的很多实例表明，私人融资方面的大幅增长终止于经济危机，例如20世纪90年代的北欧和东亚国家。研究表明，这类金融危机之后经常伴随着漫长而又深刻的经济衰退，与普通的经济危机相比，在这种时候，失业率和房地产价格等重要指标需要经历更为漫长的时间才会触底。有时候经济的恢复速度较快，这是由于政府采取了公共购买代替私人消费的措施。如，当20世纪90年代初面临大危机时，为了减少债务，瑞典过度借贷的私人债务人大幅削减支出。而较私人具有更好信用的瑞典政府则采取了不同的做法——增加政府支出，大大增加财政赤字。与此同时，政府迅速对其金融体系进行了重组，中央银行也采取了降低利率的措施。受益于汇率调整，经济活动的崩溃得以遏制，经济恢复，然后政府才开始削减债务。

不幸的是，对很多发达经济体来说，要采取类似于20世纪90年代那样的方法并不容易。公共债务水平早在金融危机之前就已高企，很多其他债务，包括养老金、医疗和其他社会服务，已赫然现形。经济衰退导致了大量财务赤字，这主要是由于经济活动缓慢，支出进一步增加的原因；部分是由于政府为保持银行和其他金融机构的稳定而向它们注资，从而导致了资本的重组。这导致很多国家的良好信誉遭到置疑，因此，

不少政府无法增加支出来保护经济免受私人支出被迫缩减所带来的影响。对于欧元区外围国家来说，情况更是如此，这些国家政府迫于压力，已经采取了紧缩政策。

但政府仍能在这其中起到重要作用。像 20 世纪 30 年代的美国和目前爱尔兰那样采取家庭债务重组计划就能对缓解债务起到积极的作用。美国政府接管了大约 20% 的抵押贷款，延长期限并降低了利率，很多时候，政府还采取了一笔勾销的政策，这样就大幅减少了债务压力以及很多家庭违约和抵押品赎回权取消的情况。



只有美国和德国已经成功地降低了金融部门债务与 GDP 的比率。

这些政策有助于避免家庭违约周期的自我强化、房屋价格的进一步下滑和产能萎缩量增加。

当前的情况如何？

目前，不同经济领域和不同国家的去杠杆化进程有所差异。图 1、2 和 3 展示了 2011 年第 3 季度家庭、金融部门和公司的债务情况。与繁荣期前（2000 年）债务和杠杆率的比较表明，当前家庭还需要很长一段时间对其资产负债表进行修复；金融机构也需要大幅减少其 GDP 负债比和债务资产比例；公司部门的情况则较为乐观。

某些国家在此过程中略微领先。德国的家庭债务与收入之比已经有所下降；美国的该比例尽管在很大程度上取决于违约形成的债务消除，但也已经从最高值下跌；英国的该比例尽管依然处于高位，但自经济危机以来，已经有所下降；而绝大部分其他国家的比例已经回落到经济危机爆发前的水平或不再增加。例如，法国和荷兰的家庭杠杆持续提高，这部分是由于房屋价格下降所致。

从总体上来看，金融部门的去杠杆化进程较慢。虽然美国和德国已成功降低了金融部门债务与 GDP 的比率，但是仍未恢复到危机爆发前的水平。加拿大、法国、意大利和英国等国家的金融部门尚未开始减债，其债务与 GDP 的比率或债务与资本的比率，或上述两者，仍然高企。

但是大多数国家的非金融企业并未增加杠杆，在一些国家，尤其是日本和加拿大的非金融部门的债务问题依然非常严重。

政策将会发生作用

修复资产负债表将是一个漫长的过程。尽管私人部门的修复工作正在进行，但是要彻底修复依然有很长的路要走。不少政府面临着严峻的财政问题，以至于甚至无法满足因去杠杆化所产生的需求鸿沟。

但从某种角度来说，进展缓慢也不是坏事。如上所述，如果去杠杆化的速度过快，尤其是金融机构的去杠杆化速度过快的话，由于整体需求和活动减少，将会导致整体经济情况恶化。在一些国家，在未产生

负面宏观经济后果的情况下，债务修复出现了令人可喜的迹象。所有国家面临的挑战是以适当的速度修复资产负债表；步伐不要过快，也不要过慢。

政策将会发挥作用。正常的全球去杠杆化工作的标准推荐规范包括以下要素：

- 政策制定者必须谨慎协调金融、宏观经济和结构性政策的关系，以确保金融体系处于有利于经济发展的地位。

- 作为对银行资本和准备金（见本期《金融与发展》，“修复系统”）的正在增加的补充，进一步制定银行重组和分立计划至关重要，必要时，将由官方提供支持作为后盾。政府应确保银行对股息付款和报酬采取适当的制约，以确保具备能够吸收损失的资本缓冲。

- 某些国家所经历的家庭抵押债务负担必须通过一定的程序来协助制定政策，以保证债务的可持续性。

- 许多国家进行金融整合的进程必须进行规划，在金融市场的监督下，保证或修复偿付能力，但是减债之路不应阻碍短期的经济复苏。

- 为避免不良溢出，政策制定者必须对他们的活动进行协调，并且必须要避免对其自身的经济和金融体系给予过度优惠。■

斯梯恩·克雷森斯（Stijn Claessens）是 IMF 研究部的副主任。

参考文献：

International Monetary Fund (IMF), 2012, “Dealing with Household Debt,” World Economic Outlook, Chapter 3 (Washington, April).