

两次危机的“脱实向虚”与“脱虚向实”¹

近段时间，有关中国经济“脱实向虚”的现象引发广泛关注。主要原因在于一行三会加强金融监管，重点关注金融业的各类影子银行风险，强化金融“去杠杆”。然而，这样的强监管举措似乎与“脱虚向实”的目标事与愿违，一方面，实体经济难言乐观，强监管带来的融资成本上升对企业资金来源造成负面影响；另一方面，金融机构表外业务压缩，短端利率上升抬高银行负债端成本，经济体“脱虚向实”的局面并未出现，反而有向“脱实脱虚”的状况演变。

这种“脱实向虚”的局面很容易与二十年前爆发的亚洲金融危机和十年前爆发的美国次贷危机联系起来。客观而言，经济体出现“脱实向虚”的趋势是这两次危机爆发前的共有特征，危机的爆发则是对“脱实向虚”的一种比较强力的纠正。但是，这种纠正是向着“脱虚向实”的良性轨道上发展，还是向着“脱实向虚”的轨道上恶化，则值得进一步讨论。本文将首先分析两次危机引致原因与“脱实向虚”有关的因素，再分析危机之后经济体是否实现了“脱虚向实”的目标，最后分析对中国的启示。

一、两次危机的引致原因：都有“脱实向虚”的因素

首先来看亚洲金融危机，引发金融危机的“脱实向虚”因素可从内外两个角度加以解读：内部视角来看，内源资金“脱实向虚”，国内金融部门加杠杆带来不稳定性上升。东南亚多国采取了金融业优先发展的战略，同时本国仍然存在较为严重的金融抑制，金融监管缺失严重，这导致金融市场投机严重。根据 BIS 的

¹ 删简版本即将发表于《中国外汇》

信贷统计（图 1），1997 年前夕，印尼、马来西亚和泰国的银行对私人非金融部门信贷的规模占 GDP 的比重均处于峰值，特别是马来西亚和泰国的这项比重最高时达到 160%-170%。大量的银行信贷扩张使得杠杆率过高，在经济风向出现逆转时，呆坏账快速累积，造成巨大的金融风险。

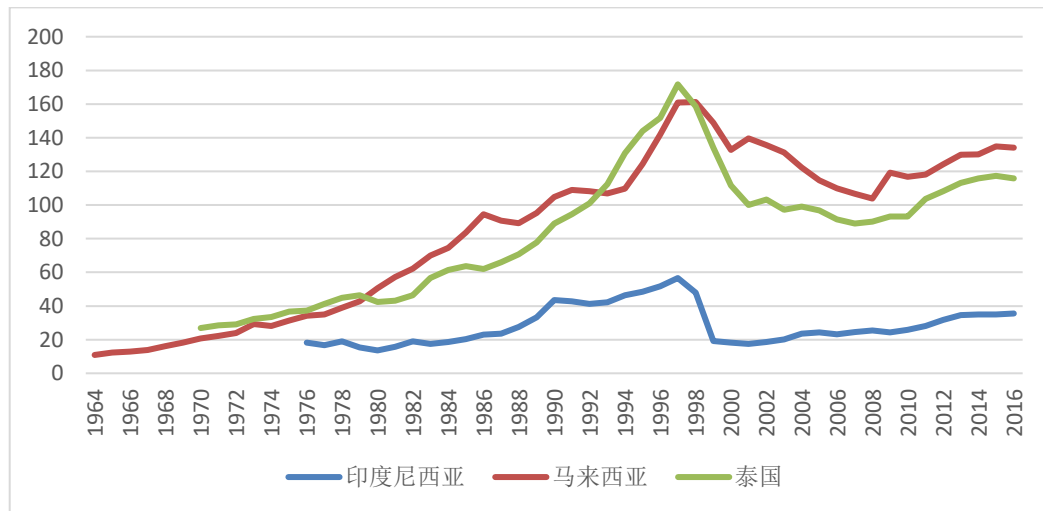


图 1 银行对私人非金融部门总信贷额占 GDP 比重 (%)

数据来源：BIS Statistics, Credit to the non-financial sector

外部视角来看，外源资金“脱实向虚”，外债规模出现上升（图 2），但对国内经济促进较少。东南亚国家大多选择在金融体系尚不成熟以及固定汇率制下就开放资本账户，这导致了资本无序流动、资本外逃压力上升以及外债规模累积。与此同时，开放资本账户带来的多是短期投机资金的流动，而非促进长期增长的 FDI，外来资金“脱实向虚”的性质非常显著。以泰国为例，在国际市场上以低利率筹集短期资金，再回到国内市场以高利率贷出长期资金，这些资金又最终流向国内股票市场和房地产市场等高投机部门，形成期限错配、货币错配、标的资产风险大的“脱实向虚”资金闭环，为危机埋下祸根。

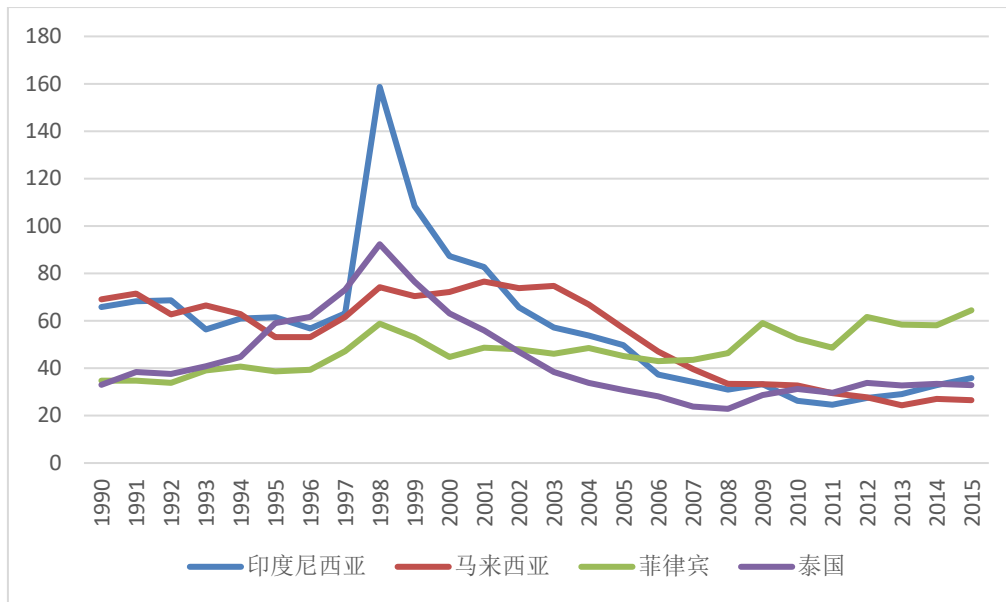


图 2 东南亚国家外债水平占 GDP 比重 (%)

数据来源: World Bank DataBank

再来看美国次贷危机，引发危机的“脱实向虚”因素主要源自于内部。“向虚”主要体现为房地产市场以及住房抵押贷款市场的繁荣乃至泡沫。从大的背景来看，货币政策宽松是引致“脱实向虚”的宏观大背景。自从 2001 年科技股泡沫宣告破裂，美联储逐步调低联邦基金利率并长期将其维持在较低水平，形成了长时间宽松的资金环境，导致了流动性过剩。从分部门信贷总额占 GDP 比重来看（图 3），居民部门在 21 世纪后次贷危机前的信贷规模大幅上升，远超政府部门和非金融企业部门。

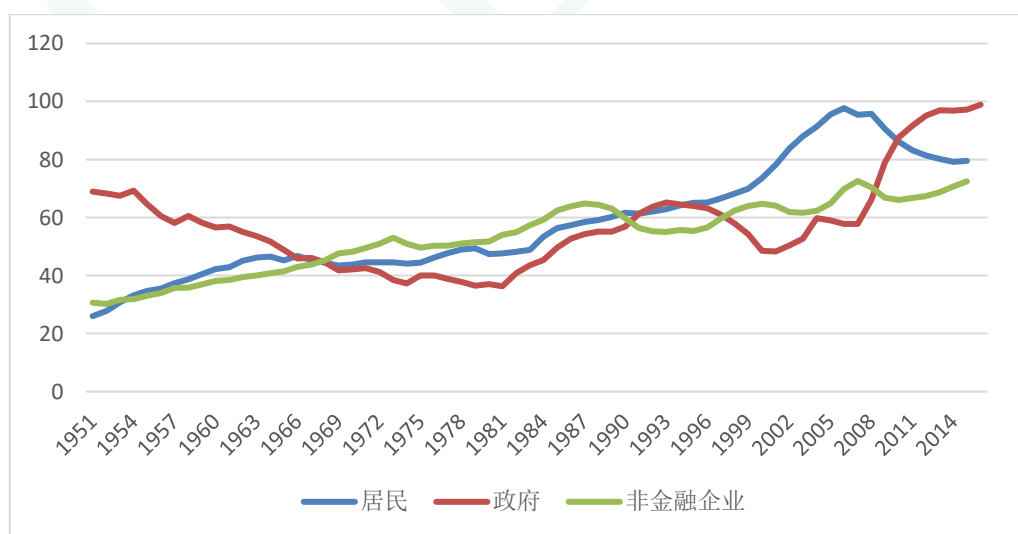


图 3 美国居民、政府及非金融企业信贷额占 GDP 比重 (%)

数据来源：BIS Statistics, Credit to the non-financial sector (% of GDP)

监管宽松进一步推动经济“脱实向虚”，资金进入房地产市场，房地产抵押贷款及其衍生品市场过度繁荣，为金融危机埋下导火索。为了实现“居者有其屋”的目标，监管及贷款标准放松，催生了房地产市场泡沫，美国房地产价格指数在2000年1月至2006年5月上涨了1.24倍²。房地产抵押贷款市场次贷化态势明显，2001年美国次贷总额占抵押贷款市场总额的比率为5.6%，2006年这一比率上升到至20%；无需或可较少提供财务资料的房贷自2001年的28.5%上升到2006年的50.8%³。

这一“脱实向虚”的格局本身是不可持续的，若要其得以维系，需要房地产价格稳定上升的预期及利率维持在低位带来的流动性宽松。然而，伴随着美联储因通胀压力重新开启加息周期，房地产价格预期也随之急转直下，住房抵押贷款市场的再融资变得十分困难，违约和放弃抵押物的情况开始大规模出现，终结了“脱实向虚”的格局，次贷危机随之而来，并最终演变成影响至今的全球金融危机。

二、危机是否促进了脱虚向实

从某种意义上来说，危机是一种纠正经济体“脱实向虚”的强力药方，通过创造性破坏过程，危机促使资金在各领域重新分配，以实现更有效的资源配置，但同时，危机这剂猛药，也意味着处理不善的情况下将产生持久的副作用，两股不同方向的力量将经济带向何方，危机能否促进经济“脱虚向实”，是本部分要讨论的问题。

1. “脱虚向实”的直接目标是否达成？

脱虚向实的直接目标可以理解为金融业的过度发展是否得到纠正，实体经济的重新振新是否得以实现。

对于金融业过度发展的纠正即“脱虚”，可以观察危机之后的信贷规模。首先来看亚洲金融危机，内源性的“脱虚”可以观察图1中危机后的情形。印尼、马来西亚和泰国银行对非金融部门的总体信贷规模在危机之后出现了显著的下

² 张明，全球金融危机的发展历程与未来走向. 国际经济评论, 2009(03): 5-8.

³ 郑联盛，美国新金融危机与大萧条的历史比较. 国际经济评论, 2009(01): 50-55.

降，且危机爆发以来二十年信贷占 GDP 之比都没有再超过危机时的水平；外源性的“脱虚”可以观察图 2 中危机后的情形。印尼和泰国的外债在危机之后出现了显著的下降，且至今未在超过危机时的规模，马来西亚外债规模在危机之后较为平稳，2003 年之后开始平稳下降，菲律宾外债基本可控，没有显著上升，可以认为，外源性“脱虚”在一定程度上也得以实现。

再来看美国次贷危机，危机前的“脱实向虚”主要出现为居民部门信贷规模的上升，非金融企业部门和政府部门的信贷也呈趋势性上升，但上升的幅度较为缓和（图 3）。危机后，居民部门的信贷规模出现了较为显著的下降，但是，政府部门的信贷则出现了显著攀升，非金融企业部门的信贷在 2009 年后也开始缓慢回调。因此，相较于亚洲金融危机总体的去杠杆，美国次贷危机之后总体杠杆率并未降低，并没有显著的“脱虚”情况，调整主要体现为在各部门间的杠杆转移，这与危机之后实施大规模的救助方案和量化宽松政策密切相关。

对于危机之后的结构调整即“向实”，可以以制造业作为实体经济的代表，看其增加值规模在 GDP 中的比重在危机前后的变化。首先看亚洲金融危机后（图 4），大约在危机爆发后的 3-5 年间，各国制造业占 GDP 的比重有一个较小规模的提升，此后便保持平稳或出现趋势性的缓慢下降，目前的水平均不及亚洲金融危机之前，大约在 20%-27% 之间。如果不考虑新兴市场国家转型带来的制造业占比趋势性下降，这种态势可能被解读为，由于危机重创了金融业，因此在危机之后，制造业在 GDP 中的占比相对上升，但实质上危机之后对制造业的金融支持仍然缺乏，“脱虚”并未转化为“向实”的动力，制造业的后续发展并没有持续动力。信贷低迷导致融资成本提高不利于实体经济的发展，这是金融危机对实体经济负面影响的体现，最终体现为“脱实脱虚”的双重格局。

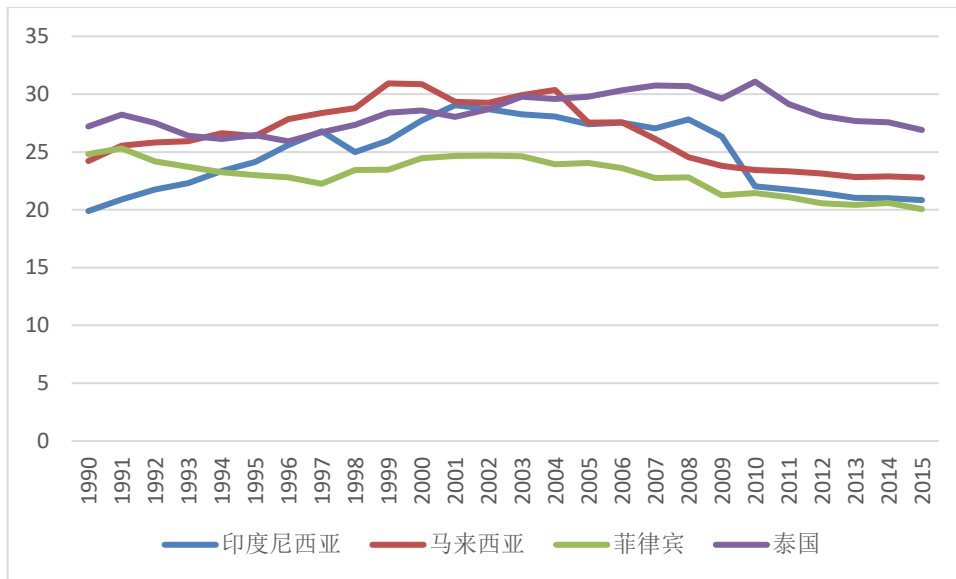


图 4 东南亚各国制造业增加值占 GDP 比重 (%)

数据来源: World Bank DataBank

再看美国次贷危机后的情况 (图 5), 危机之后至今的制造业增加值占比保持相对稳定的水平, 与危机之前持续下降的趋势形成明显对比, 美国制造业增加值占 GDP 的规模从 1997 年的约 17% 连年下降, 到 2007 年时约为 13%, 在危机的头两年有进一步下降, 但随后就稳定在 12% 左右, 止住下跌态势。危机之后, 美国历任政府均强调制造业的重振, 制订了详尽的制造业振兴战略, 甚至不惜押上与邻为壑的名声。因此, 基于美国制造业仍有较大竞争优势, 以及在危机之后各种对冲负面影响的措施, 美国的“向实”可以被认为在一定程度上得以实现。

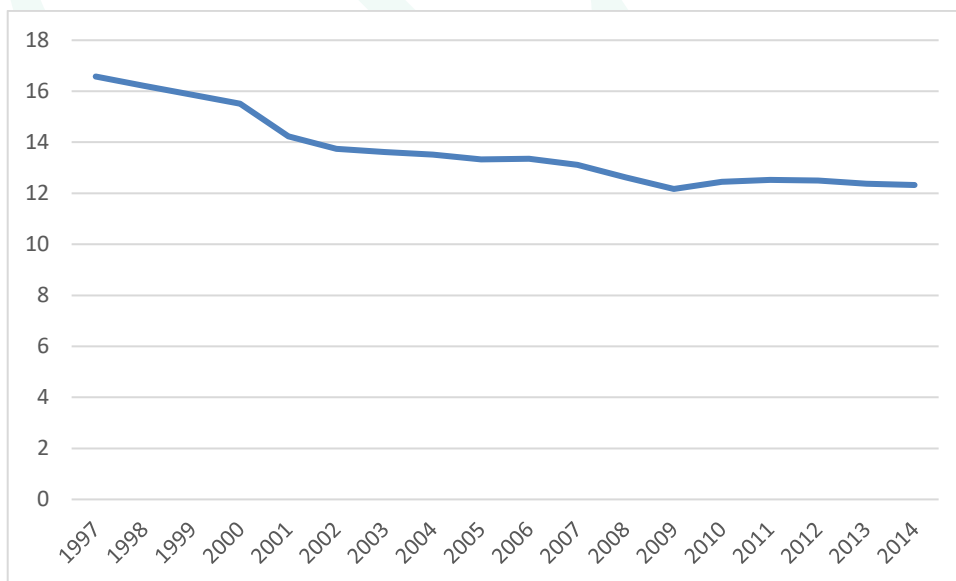


图 5 美国制造业增加值占 GDP 比重 (%)

数据来源: World Bank DataBank

2. “脱虚向实”的最终目标是否达成？

“脱虚向实”的最终目标，应当是经济增长恢复到较为合意的状态，即：既保持相对高的经济增长，又实现适度低的通货膨胀。

首先看亚洲金融危机（表1），在危机之前（1990-1997年），印尼、马来西亚和泰国的GDP增速均较高，大约在7%-9%之间，危机之后按照次贷危机的爆发划分为两个时间段，分别是2000-2007年和2008-2016年，在这两个时间段中，印尼、马来西亚和泰国的经济增速均没有超过危机之前，马来西亚和泰国的经济增速还出现了持续恶化。菲律宾是一个例外，经济增速有所提升，但当年菲律宾并未处于金融危机风暴的中心。

再看通货膨胀水平（表2），和危机之前相比，在第一个阶段，印尼的通胀水平高于危机之前，在第二个阶段才有所下降。因此，印尼是由危机前的“高增长、高通胀”转变成为危机后第一阶段的“低增长、高通胀”，直到第二阶段，通胀水平才有所回调，但仍然偏高。马来西亚和泰国的通货膨胀水平在危机之后的第一阶段有显著下降，但在第二阶段通胀水平又有所上升，在全球金融危机的背景下，两国出现了经济放缓、通胀反而上升的局面。总体而言，三国在危机前后的经济状况可以概括为由“高增长、高通胀”转变为“低增长、低通胀”。按照“总供给-总需求”的简单分析框架⁴，危机之前可以理解为总需求过剩而总供给不足，危机之后则总体呈现总供给和总需求均偏弱的局面。

亚洲各国经济状况未能向合意状况调整。从需求面来看，金融危机重创了此前因信贷宽松带来的需求狂热，此前的需求强劲局面不复存在；从供给面来看，这些国家的供给面并不强劲，这正是克鲁格曼在《东亚奇迹的神话》⁵中指出的，经济增长主要依赖资本积累和密集劳动力投入，缺乏真正的知识进步和技术创新，也缺乏有效的制度支持，这一模式无法提升经济的潜在产出水平，不能带来经济的持续增长。从这个视角来看，这些国家在供给面的问题，并没有因为金融危机而得到解决。亚洲金融危机未能帮助这些国家实现“脱虚向实”的最终目标。

⁴ 姚枝仲，美国金融危机：性质、救助与未来。世界经济与政治，2008(12)：28-34。

⁵ Krugman, P. The Myth of Asia's Miracle. Foreign Affairs, November/December 1994 Issue.

表格 1 东南亚三国实际 GDP 增速平均值

	印度尼西亚	马来西亚	泰国
1990-1997 年	7.58	9.20	7.11
2000-2007 年	5.05	5.51	5.26
2008-2016 年	5.67	4.62	2.89

数据来源: IMF World Economic Outlook Database

表格 2 东南亚三国通货膨胀率

	印度尼西亚	马来西亚	泰国
1990-1997 年	8.36	3.63	5.16
2000-2007 年	8.79	1.99	1.71
2008-2016 年	5.77	2.44	2.02

数据来源: IMF World Economic Outlook Database

美国在次贷危机之后的调整时间较长,可以说,迄今为止,美国乃至全球都没有从本轮调整之中走出,因此,对于次贷危机是否实现美国经济“脱虚向实”的最终目标,虽然还没有最终的结论,但目前并不乐观。总体情况来看(表 3),在危机之前,美国经济总体呈现“高增长,低通胀”格局,反映出因创新带来的供给面和因流动性宽松带来的需求面的共同繁荣。危机之后,增长和通胀均有所下降,反映出金融危机对供给面和需求面的双重负面影响。

表格 3 美国实际 GDP 增速平均值及通货膨胀率

	实际 GDP 增速平均值	通货膨胀率
1992-2006 年	3.33	2.65
2010-2016 年	2.09	1.61

数据来源: IMF World Economic Outlook Database

三、对中国的启示

本文的分析表明,两次危机的爆发与经济体“脱实向虚”有紧密关联,对于当前中国经济出现的“脱实向虚”情形,需要谨慎对待,做好系统性风险防范。但这并不意味着,过快追求经济的“脱虚向实”是一个合适的政策选择,相反,两次危机的经验告诉我们,这么做可能事与愿违。

基于对于上述两次金融危机的分析,“脱虚向实”的目标达成实在不易:如果“脱虚”直接指向金融机构降杠杆,从资金运行的角度来看,金融机构的每一笔资金,无论背后经历了多么复杂的产品化,其最终还是要流向实体经济,那么这样的“脱虚”如果没有采取充足的救助措施,就势必将打击实体经济,最终更

可能是走向“脱虚脱实”，这对应的是亚洲金融危机的情形；而如果采取宽松的货币政策和财政政策，“脱虚”则很难实现，这对应的是美国次贷危机的情形。

如果“脱虚”指向打击资金在各类资产间腾挪空转，那么只有在实体经济也具有类似的投资回报率时，“脱虚”的资金才会流向实体经济行业，才能实现真正的“脱虚向实”，如果在实体经济投资机会仍然缺失，空转的资金无处可去，就会出现两种情形：如果资金的来源是国内，就可能趴在账上不再流转，即便宏观层面货币宽松，微观层面的流动性可能仍然趋紧，这一情形，在两次危机中都有体现；如果资金的来源是国外，则可能出现较为严重的资本外逃，这在亚洲金融危机时表现得淋漓尽致。

因此，在这两次危机中，我们看见了经济体的“脱虚脱实”和“向虚向实”，而“脱虚向实”则如同尼斯湖的水怪，只曾听说，并未亲见。

此外，“脱虚向实”其最终指向的理想目标应当是经济增长恢复到较为合意的“高增长，低通胀”状态。然而，两次金融危机之后，相关经济体既没有实现“脱虚向实”，更没有调整至更佳的增长状态。

一个值得关注的事实是，亚洲金融危机后的二十年，在平行的时间上，中国取得了快速的增长，而亚洲金融危机核心国家的发展则深受危机影响。下图可以看出，以人均 GDP 来看，中国在 1997 年之前低于印尼、马来西亚、菲律宾和泰国这四个国家，但经过二十年的发展，中国人均 GDP 已全面赶超印尼、菲律宾和泰国，与马来西亚的缺口也在缩小。这至少说明，对于新兴市场国家来说，以危机作为调整经济的契机，尤其是在外部环境日趋复杂⁶和新兴市场资本流入放缓⁷的当下背景下，需要付出的代价太大。

⁶ IMF, World Economic Outlook: Gaining Momentum? April 2017.

⁷ IMF, World Economic Outlook: Too Slow for Too Long. April 2016.

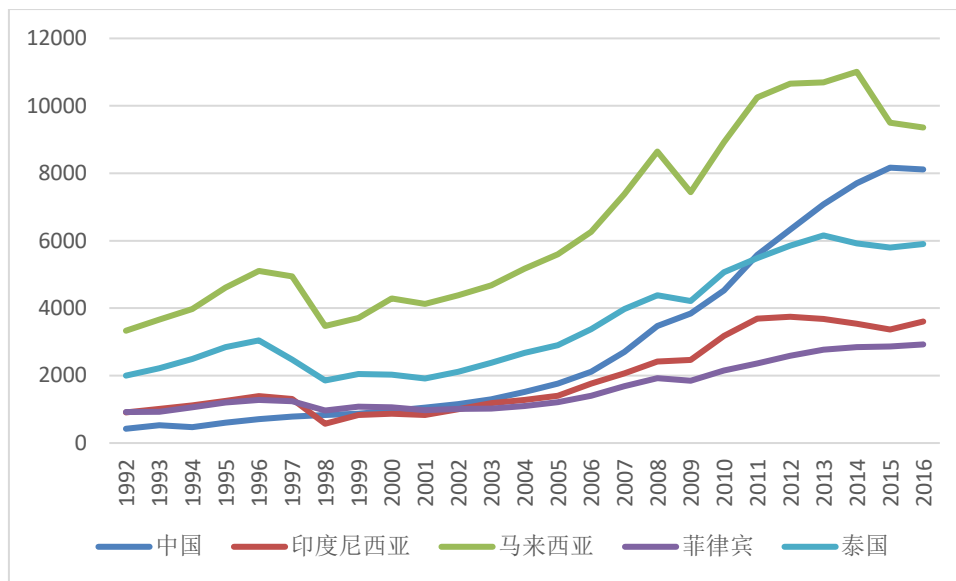


图 6 人均 GDP（单位：现价美元）

数据来源：World Bank DataBank

（杨盼盼 中国社会科学院世界经济与政治研究所，唐雪坤 北京师范大学经济与工商管理学院）
作者感谢自科青年基金 71503263 的资助

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所世界经济预测与政策模拟实验室所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。