

杠杆率如何影响资产价格^{*}

——来自中国债券市场自然实验的证据

王永钦 徐鸿恂

自 2008 年国际金融危机爆发以来，“杠杆”受到了学术界的广泛关注，“去杠杆”也成为各国政策讨论的焦点。危机前的高杠杆和危机后的快速去杠杆，往往伴随着资产价格的周期性上涨与下跌。

在现代金融体系中，基于抵押资产的金融市场和货币市场变得越来越重要。如果投资人需要借入资金，可以将其持有的资产作为抵押。例如，如果质押的折扣率（Haircut）为 20%，意味着可以借到资产价格 80% 的资金，这里的 80% 即质押率（Loan-to-value），杠杆率就是 5；一般而言，对于某种资产而言，其杠杆率 $= 1 / (1 - \text{质押率}) = 1 / \text{折扣率}$ 。折扣率反映了放贷人对抵押资产的担心程度：对抵押资产未来的价值波动性越担心，折扣率越高，杠杆率就越低。

杠杆周期理论证明，金融资产的质押率（相应地，杠杆率）上升会提高资产价格，因为杠杆可以使乐观者的观点更充分地反映在价格中，但由于做空机制的不足，悲观者的观点不能反映在价格中。这种由杠杆驱动的繁荣—衰退周期加剧了金融的脆弱性和经济活动的波动。历史上曾出现过多次杠杆周期，如投资者的高杠杆引发了美国 1929 年的股灾和

^{*} 原文刊载于《金融研究》2019 年第 2 期。

作者简介：王永钦，经济学博士，教授，复旦大学经济学院；徐鸿恂，硕士研究生，复旦大学经济学院。

随后的“大萧条”；房地产市场的高杠杆导致了美国 2008 年的金融危机和随后的大衰退等。尽管理论和历史都表明了杠杆周期的重要性，但由于杠杆率和资产价格都是内生的，在实证上一直很难确立杠杆率与资产价格之间的因果关系。

为识别杠杆率与资产价格之间的因果关系，本文尝试通过如下的自然实验，分析杠杆调控政策对债券市场产生的影响。中国债券市场由交易所债券市场和银行间债券市场组成，其中，交易所债券市场包括上海证券交易所和深圳证券交易所。交易所债券市场由证监会监管，其公司债的登记、托管和结算业务由中登公司实施。银行间债券市场由人民银行进行监管，其公司债的登记、托管和结算业务由银行间市场清算所股份有限公司（上海清算所）实施。从两个债券市场的功能与架构来说，交易所债券市场上发行、流通的公司债与银行间债券市场的中期票据（MTN）类似，但监管和清算使用的是不同的体系。2017 年 4 月 7 日，中登公司对交易所债券市场上流通的信用债券质押入库资格进行了调整，将之前的“信用债券入库开展回购，需满足债项和主体评级均为 AA 级（含）以上要求”，改成了“需满足债项评级为 AAA 级、主体评级为 AA 级（含）以上要求”，另外制定了新老划断原则，在 2017 年 4 月 7 日（不含）前公布募集说明书的债券采用旧规定，2017 年 4 月 7 日及以后公布募集说明书的债券采用新规定。

本文利用这一难得的自然实验来检验新规实施前后，交易所债券市场和银行间债券市场的 AA 级债券发行价格利差的变化是否具有显著差异。以 2017 年 1 月至 8 月在上海证券交易所、深圳证券交易所、银行间债券市场发行的主体评级和债券评级均为 AA 级的债券为样本，将交易所挂牌的 AA 级债券作为实验组，在银行间债券市场挂牌的 AA 级债券作为对照组。研究发现，中登公司出台新规之后，交易所债券市场发行的 AA 级债券的利差变化要显著大于银行间债券市场发行的 AA 级债券的利

差变化，差异可高达 70 个基点。

本文从实证上确立了杠杆率与资产价格之间的因果关系，对理解金融市场和货币政策的传导机制具有重要意义。长期以来，经济学家和中央银行将利率看作经济中最重要的变量，但在基于抵押资产的现代金融体系中，杠杆率或许发挥着更重要的作用。历史经验表明，无论是 1929—1933 年的“大萧条”，还是 2008 年国际金融危机，人类历史上几次重大金融危机都是由杠杆周期引起的。繁荣期的杠杆率上升往往会带来资产的泡沫，埋下金融危机和经济危机的种子。因此，有必要考虑将杠杆率作为宏观审慎监管政策的核心工具。政府应实施反周期的杠杆率监控，在经济繁荣期限制杠杆率上升，在经济下行期则要防止杠杆率过度下降，以避免资产价格暴跌和经济紧缩。中登公司对债券进入质押库资格的管理，实际上是控制债券市场杠杆的一种手段，从本文的实证结果来看，该方法能够有效地影响债券价格，对防止杠杆率增加带来的债券价格虚高发挥了一定作用。

本文研究具有重要的政策含义。资产合约包括收益率（利率）和质押率两个维度，而各国的货币政策长期以来只关注利率，忽略了质押率的调节，从而在一定程度上导致了资产价格泡沫的产生。实际上，在 2008 年国际金融危机之前的杠杆周期中，利率基本上没有大的变化，资产价格波动主要由杠杆率变化导致。如何将资产杠杆率纳入货币政策的考量范围值得研究。监控杠杆（资产杠杆、金融机构的杠杆和金融体系的杠杆）应成为中国宏观审慎监管和货币政策工具箱的重要工具。