



McKinsey&Company

麦肯锡全球研究院

# 债务与（微弱的） 去杠杆化

2015年2月

## 麦肯锡全球研究院

麦肯锡全球研究院 (MGI) 成立于1990年, 是麦肯锡公司的商业和经济研究部门。麦肯锡全球研究院的使命是帮助企业、政府、社会领导人形成对全球经济发展的深入认识, 提供他们在关键管理和政策问题方面进行决策的事实依据。

麦肯锡全球研究院融合经济学与管理学两门学科, 结合经济学的分析工具与商业领袖的深入见解, 通过“从微观到宏观”的方法, 分析微观经济的产业趋势, 以求对影响商业战略和公共政策的宏观经济因素有更多的了解。其深度研究报告目前涵盖了20多个国家、30多个产业, 现阶段研究重心围绕着六大主题: 生产力与经济增长、自然资源、劳动力市场、全球金融市场演进, 科技与创新的经济效应, 以及城市化。最新研究报告包括全球流动性, 巴西、墨西哥、尼日利亚的经济, 中国的数字化转型, 印度的脱贫强国之路, 以及解决肥胖问题的经济效益。

麦肯锡全球研究院的研究由麦肯锡公司合伙人提供资金, 不受任何企业、政府部门和其他机构的委托。如欲了解麦肯锡全球研究院更多信息或下载报告, 请访问[www.mckinsey.com/mgi](http://www.mckinsey.com/mgi)。

# 债务与（微弱的） 去杠杆化

2015年2月



Richard Dobbs | 伦敦

Susan Lund | 华盛顿

Jonathan Woetzel | 上海

Mina Mutafchieva | 布鲁塞尔

# 前言

2008年世界金融危机爆发后，为了分析引发危机的全球信贷泡沫，了解其规模及影响，麦肯锡全球研究院启动了有关这一课题的深入研究。2010年1月我们发布了第一份报告，其中分析了世界十大经济体的债务增长，明确了自1930年以来历史上的45次去杠杆化过程。我们发现，去杠杆化过程通常持续5—7年，期间伴随着经济的低增长甚至负增长——这一结论现在已经得到了残酷的证实。2012年1月，我们对最初的研究继续跟进，跟踪考察了受金融危机影响最严重的三个国家——美国、英国和西班牙的去杠杆化进展。

这是麦肯锡有关债务与去杠杆化的第三份重要报告，我们将分析范围拓展到了全球47个国家。我们发现，2008年以来，部分国家的去杠杆化仍然仅限于少数部门。总体来看，大多数国家债务相对GDP的比例都已高于危机前的水平。不仅政府债务继续增长，许多国家的居民和企业债务也在不断扩张。中国债务总额占GDP的比例已然超过美国。债务水平上升带来了有关金融市场稳定性和部分国家是否面临危机风险的问题。令人欣慰的是，金融部门已经开始去杠杆化，许多风险最大的影子银行形式已在逐步淡出市场。但总体而言，根据本报告的描述，尽管全世界都遭遇了金融危机之痛，各国的债务水平仍旧达到新高。这就要求我们采用全新的方法降低债务危机的风险，修复债务危机造成的破坏，同时构建稳健的金融体系，为企业和经济增长提供资金，避免让破坏力巨大的繁荣—萧条循环重演。

本项研究由麦肯锡全球研究院全球资深董事Richard Dobbs（常驻伦敦）、麦肯锡全球研究院全球董事Susan Lund（常驻华盛顿）、麦肯锡全球研究院全球资深董事Jonathan Woetzel（常驻上海）共同负责领导。项目研究团队由麦肯锡布鲁塞尔分公司项目经理Mina Mutafchieva领衔，成员包括Samudra Dasgupta、Florian Fuchs、Ritesh Jain和Wendy Wong。研究团队还包括麦肯锡全球研究院中国副院长成政珉（常驻上海）。两位麦肯锡前同事Aaron Foo和Jan Grabowiecki也对前期研究工作有所贡献。

我们的外部顾问团为本研究提出了洞见和质疑，我们谨此深表谢意，他们是：哈佛大学Maurits C. Boas国际经济学教授Richard Cooper，Phoenix Group董事长、英国金融服务监管局前任主席、伦敦政治经济学院前任院长Howard Davies，经纶国际经济研究院特聘杰出研究员、中国银监会首席顾问沈联涛，以及新经济思维研究所资深研究员、英国金融服务管理局前任主席Adair Turner。我们还要感谢加州大学戴维斯分校经济学教授Oscar Jordà的慷慨贡献。Emerging Advisors Group的创始人Jonathan Anderson也曾提供帮助。感谢纽约联邦储备银行金融/经济分析师Joelle Scally提供协助。

感谢与我们分享宝贵专业经验的诸位麦肯锡同事，包括全球资深董事Daniele Chiarella（常驻法兰克福）、全球资深董事Toos Daruvala（常驻纽约）和全球资深董事Philipp Harle（常驻伦敦）。其他对本报告给予帮助的麦肯锡同事包括：Stephan Binder（白德范）、Philip Christiani、David Cogman（岑明彦）、方溪源、Paul Jenkins、Raj Kamal、Johannes Luneborg、倪以理（Joseph Luc Ngai）、曲向军（John Qu）、Badrinath Ramanathan、Christoffer Rasmussen、Christian Roland、Joydeep Sengupta、Ole Jorgen Vetvik和张海濛（Haimeng Zhang）。我们还要感谢协助研究工作的诸位麦肯锡知识专家：Sonam Arora、Asako Iijima、Hyunjoo Lee、李秀军、肖凌霄、John Loveday、Juan Tres、Hui Xie和周敏君。

本报告的制作得到了麦肯锡全球研究院员工的协助。Geoffrey Lewis提供了编辑支持, Julie Philpot负责报告的制作管理。我们还要感谢平面设计师Marisa Carder和Margo Shimasaki, 知识运营专员Tim Beacom, 对外联络部Rebeca Robboy、Matt Cooke和Vanessa Gotthainer, 以及人力资源和行政经理Deadra Henderson。

本报告贯彻了麦肯锡全球研究院的一贯使命, 即帮助政商两界领袖洞悉全球经济转型力量, 明确战略位置并为下一轮增长做好准备。如麦肯锡全球研究院的其他研究一样, 本项目完全独立开展, 除上文提及的信息输入与合作外, 没有以任何方式接受任何企业、政府或其他机构的委托或赞助。我们欢迎您就本报告提出意见或建议, 请发送邮件至MGI@mckinsey.com。

**Richard Dobbs**

全球资深董事, 麦肯锡全球研究院  
伦敦

**James Manyika**

全球资深董事, 麦肯锡全球研究院  
旧金山

**Jonathan Woetzel**

全球资深董事, 麦肯锡全球研究院  
上海

2015年2月

## 概述

# 债务与（微弱的）去杠杆化

2008年，全球金融危机爆发并导致了第二次世界大战结束以来最漫长、最严重的全球经济衰退，此后，人们普遍预计各经济体将会开始去杠杆化，可实际上并没有发生。与此相反，几乎所有国家的债务都在继续增加，债务绝对值和对GDP的比例均在上升。这在部分国家造成了新的危机风险，许多国家的增长前景也受到制约。

- **债务继续增长。**自2007年以来，全球债务总额增加了57万亿美元，债务对GDP比例上升了17个百分点。其中，发展中国家占到近一半，在许多国家这反映出了健康的金融深化。在发达经济体中，政府债务大幅增加，私人部门的去杠杆化则受到限制。
- **减少政府债务需要更为多样化的解决方案。**政府债务自2007年以来增长了25万亿美元，从当前的经济基本面状况看，许多国家的政府债务还将继续增加。对大多数高负债国家而言，若要着手去杠杆化，就需要实现高得令人难以置信的实际GDP增长，或极大地削减财政赤字。政府减债需要考虑更为多样化的解决方案，包括增加资产出售，课征一次性税收，提高债务重组项目的效率等。
- **影子银行已经淡出，但非银行类信贷仍然很重要。**好消息是：金融部门已经开始去杠杆化，危机期间带来最大危害的影子银行正在淡出。但是，企业债券、非银行中介贷款等其他类型的非银行信贷依然十分重要。自2008年以来，企业新增信贷成长几乎全部来源于非银行信贷。由于银行贷款在新的监管环境中继续受到限制，此类非银行机构有可能会快速填补信贷空白。
- **居民借贷增加。**在金融危机的四大“重灾国”——美国、英国、西班牙、爱尔兰——居民债务已开始去杠杆化。但在其他许多国家，居民债务占居民收入的比例则继续上升，部分国家甚至大大超过了危机国家的历史最高水平。为了妥善管理较高的居民负债水平，确保安全，就需要更灵活的住房抵押贷款合同、更清晰的个人破产规则，以及更严格的放贷标准。
- **中国的债务正在快速增加。**受房地产行业 and 影子银行系统推动，中国的债务总额已经翻了两番，从2007年的7万亿美元上升到了2014年中期的28万亿美元。中国债务对GDP的比例为282%\*。尽管仍属于可控水平，但已然超过美国和德国。有些现象令人担忧：有一半债务同中国房地产市场存在直接或间接联系，近一半的新增贷款来自透明度低的影子银行系统，而许多地方政府的债务有可能无法维持。

目前，去杠杆化的力度十分微弱，解决方案仍然远远不够。考虑到大部分高负债国家的债务规模，只依靠现有的手段刺激经济增长、减少财政赤字还不够，需要借助新的工具开始去杠杆化，同时管理并监控债务。新方法包括：促进住房抵押贷款和其他债务合同的创新，更好地分摊风险；制定更为清晰的债务重组规则；取消债务的税收优惠；采用宏观审慎的措施抑制信贷热潮。债务仍然是经济增长融资的必要工具，但发起、使用、监控和（在必要时）解除债务的方式必须改进。

---

\* 该比例包括金融部门债务。

# 在全球负债时代 中寻求稳定

## 去杠杆化进展如何？

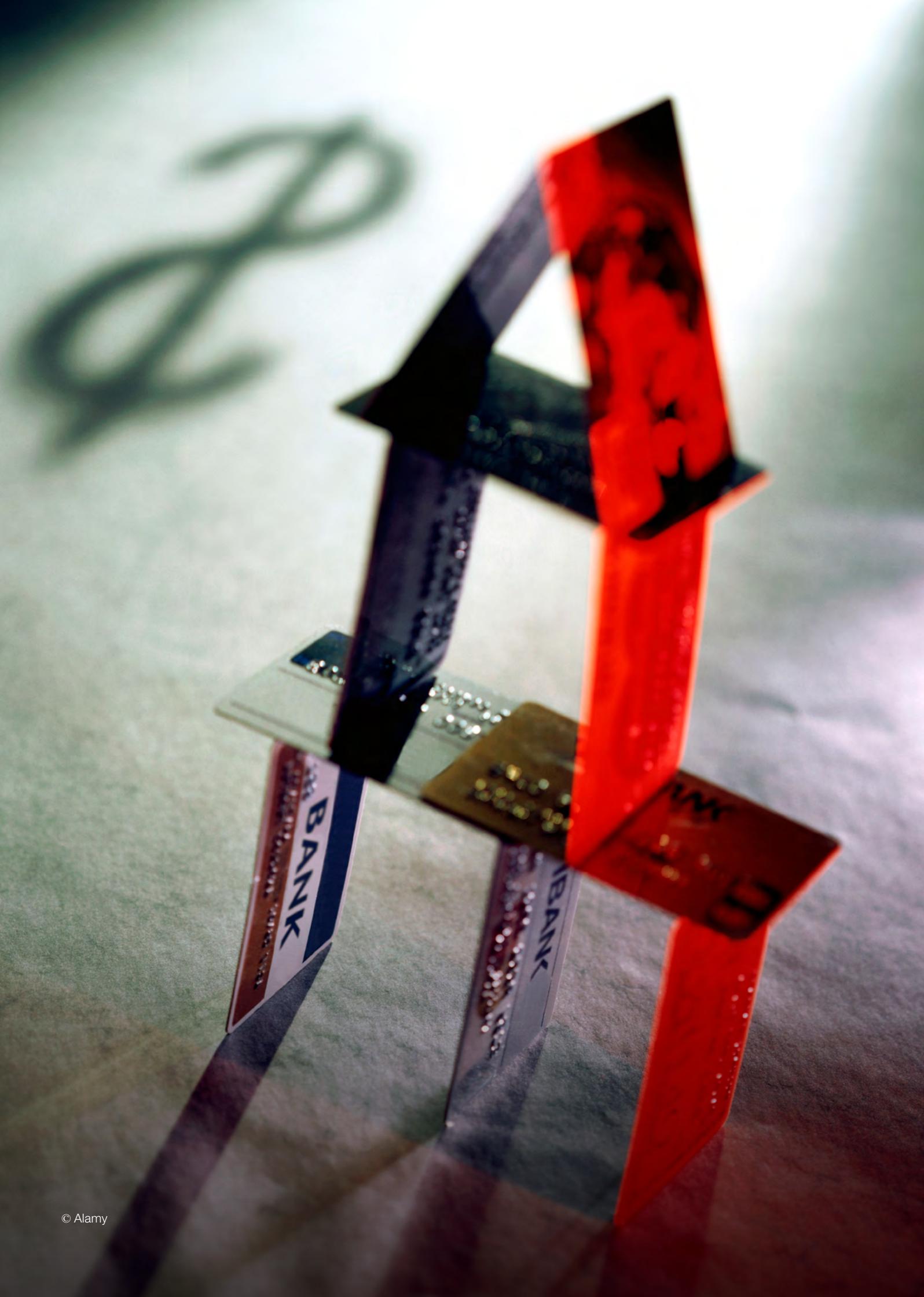


## 在各个行业和地区都存在一些令人担忧的迹象：



好消息是，金融部门去杠杆化较为成功，变得更加安全  
存在风险隐患的影子银行日渐式微，而非银行借贷的重要性不断显现





# 内容摘要

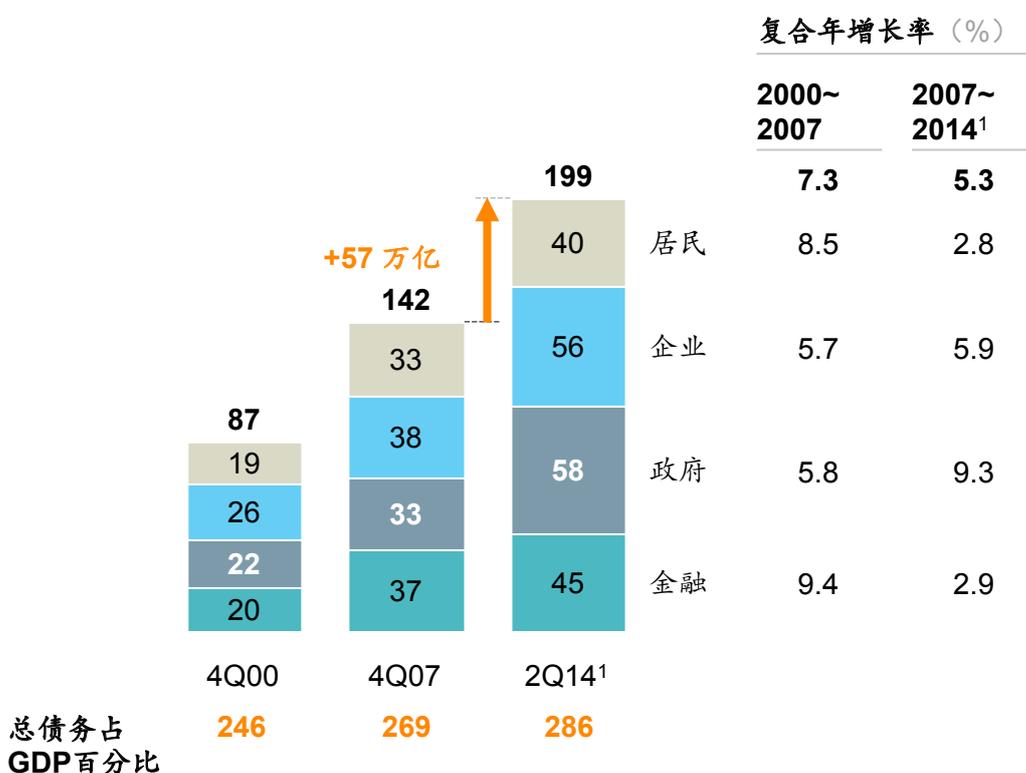
全球金融危机发生之后的7年里，全球债务和杠杆水平仍在持续升高。从2007年到2014年第二季度，全球债务总额增加了57万亿美元，全球债务对GDP的比例上升了17个百分点（见图1）。这虽然低于危机之前7年内增长了23个百分点，但也足以引发新的担忧。为了在危机之中筹集救市资金，也为了弥补经济衰退期间的需求下降，发达经济体政府大规模举债，而众多国家的企业和居民债务也继续快速增长。

图1

全球债务总额自2007年以来增加了57万亿美元，速度超过全球GDP增长

全球各类型债务总额<sup>1</sup>

单位：万亿美元，2013年固定汇率



<sup>1</sup> 发达经济体和中国为2014年第二季度的数据；其他发展中经济体为2013年第四季度数据

注：由于四舍五入，各项之和可能不等于总计

资料来源：Haver Analytics；各国官方数据；《世界经济展望》，IMF；BIS；麦肯锡全球研究院分析

没有任何现象表明当前负债水平的上升趋势将会改变——尤其是在经济增长预期不断降低的情况下。有关债务去杠杆化的基本假设，以及现用于管理债务、规避未来危机的工具的有效性受到质疑。我们认为，非金融债务总额相当于GDP3-4

倍的国家不可能仅凭经济增长摆脱过多的债务。而政府负债最高的国家去杠杆化所需财政预算规模很大，从政治角度看，减债之路困难重重。

当前形势要求我们寻找更多样化的方法。债务仍将是全球经济发展不可或缺的基本工具，它为基础设施建设、企业扩张和城市化发展提供所需的投资资金。但历史经验表明，无论是在公共部门还是私人部门，高额债务都会拖累经济增长，加大引发金融危机并导致深度经济衰退的风险。<sup>1</sup>应当考虑采用更为多样化的工具来避免过度借贷，高效地开展必要的债务重组。

---

历史经验表明，无论是在公共部门还是私人部门，高额债务都会拖累经济增长，加大引发金融危机并导致深度经济衰退的风险。

---

我们在此前有关全球债务与去杠杆化的研究工作中考察了各国私人 and 公共部门的债务情况，本次研究借鉴了这些调研成果。<sup>2</sup>本报告分析了22个发达经济体、25个发展中经济体的债务演变情况和去杠杆化前景。我们的研究重点关注“实体经济”债务——居民、非金融类企业、政府，与金融部门有关的债务分开探讨。在本次研究中得到的好消息是：发达经济体金融部门的负债水平已经下降，同时安全性有所提升。

我们在研究中分析了金融危机之后全球债务几大重要发展趋势：世界各地杠杆率持续上升；政府债务不断增长，有哪些潜在的债务管理方法；部分国家居民债务继续快速增长，增加了未来出现危机的风险；中国债务不断增加造成潜在风险，自2007年来中国债务约占全球债务增加总额的1/3；最危险的影子银行逐渐衰落，其他形式的非银行类贷款持续增长。我们的结论是：如果没有进一步行动，不采用新的手段，那么企业领袖应当预料到，未来债务将会拖累GDP增长并继续导致金融市场出现波动、状态脆弱。政策制定者需要考虑采用全方位的应对方法以减少债务，同时全面推动创新，降低债务风险和未来金融危机影响的严重程度。

### 危机以来，大多数国家并未出现去杠杆化，债务不减反增

大量学术研究表明，高额债务与GDP增长放慢、金融危机风险升高存在关联性。<sup>3</sup>令人吃惊的是，尽管2008年金融危机如此严重，主要经济体的“实体经济”债务对GDP比例却无一降低（实体经济包括居民、非金融类企业、政府，不包括金融部门的债务），只有5个发展中经济体的债务对GDP比例出现了下降。相反，有14个国家的债务对GDP比例提高了50个百分点以上（见图2）。<sup>4</sup>图3列出了各国各经济部门自2007年以来债务对GDP比例的变化，国家按总体债务对GDP比例由高到低排列。

---

<sup>1</sup> 负债水平过高的标准一直以来争议颇多。我们认为这一定义在各个国家会有所不同，并没有普遍适用的具体杠杆率目标。我们的数据旨在为对比和进一步分析提供基础。

<sup>2</sup> Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth, 麦肯锡全球研究院, 2012年1月; Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences, 麦肯锡全球研究院, 2010年1月。

<sup>3</sup> Carmen M. Reinhart, Vincent R. Reinhart, Kenneth S. Rogoff: Public debt overhangs: Advanced economy episodes since 1800, *Journal of Economic Perspectives*, 卷26, 2012年夏第3号; Stephen G. Cecchetti, M. S. Mohanty和Fabrizio Zampolli: The real effects of debt, 国际清算银行 (BIS) 第352号工作报告, 2011年9月。

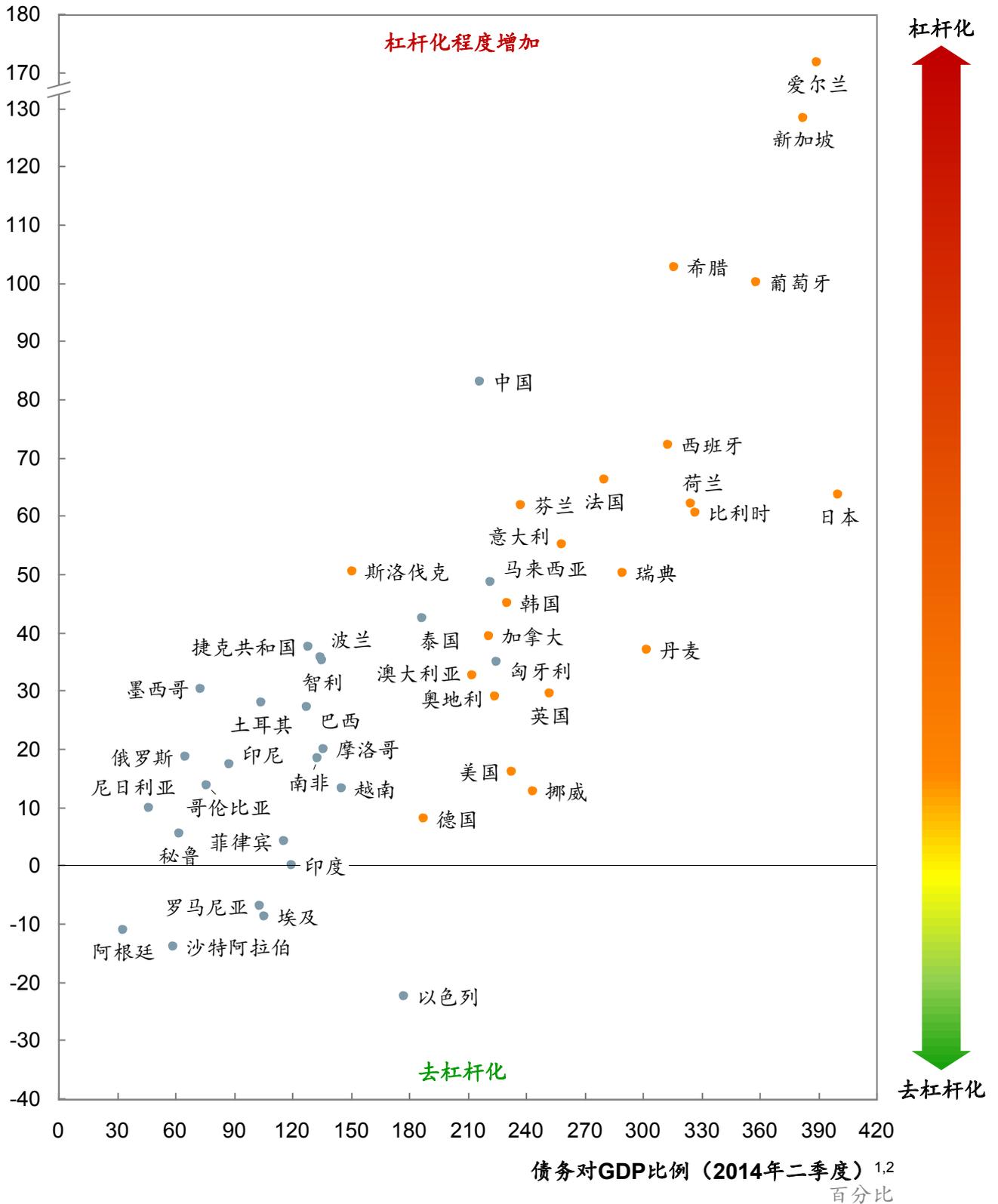
<sup>4</sup> 这一整体负债不断上升的模式在学术论文中有所提及，尤其是Luigi Buttiglione等人的 *Deleveraging? What deleveraging?*, *Geneva Reports on the World Economy* 第16期, 2014年9月。

图2

2007年来发达经济体债务对GDP的比例均有所上升

债务对GDP比例的变化<sup>1</sup> (2007-2014)  
百分点

● 发达经济体 ● 发展中国家



1 居民、非金融类企业、政府持有的债务

2 发达经济体和中国为2014年第二季度数据；其他发展中经济体为2013年第四季度数据

资料来源：Haver Analytics；各国官方数据；麦肯锡全球研究院分析

图3

## 各国自2007年以来债务对GDP比例的变化

■ 发达经济体    ↑ 杠杆化  
 ■ 发展中经济体    ↓ 去杠杆化

按实体经济债务对GDP比例排名（2014年第二季度）<sup>1</sup>

排名	国家	债务对GDP比例 <sup>1</sup> 百分比	实体经济债务变化（2007~2014），百分点				金融部门 债务变化
			总计	政府	企业	居民	
1	日本	400	64	63	2	-1	6
2	爱尔兰	390	172	93	90	-11	-25
3	新加坡	382	129	22	92	15	23
4	葡萄牙	358	100	83	19	-2	38
5	比利时	327	61	34	15	11	4
6	荷兰	325	62	38	17	7	38
7	希腊	317	103	70	13	20	1
8	西班牙	313	72	92	-14	-6	-2
9	丹麦	302	37	22	7	8	37
10	瑞典	290	50	1	31	18	37
11	法国	280	66	38	19	10	15
12	意大利	259	55	47	3	5	14
13	英国	252	30	50	-12	-8	2
14	挪威	244	13	-16	16	13	16
15	芬兰	238	62	29	17	15	24
16	美国	233	16	35	-2	-18	-24
17	韩国	231	45	15	19	12	2
18	匈牙利	225	35	15	21	-1	10
19	奥地利	225	29	23	6	0	-21
20	马来西亚	222	49	17	16	16	6
21	加拿大	221	39	18	6	15	-6
22	中国	217	83	13	52	18	41
23	澳大利亚	213	33	23	-1	10	-8
24	德国	188	8	17	-2	-6	-16
25	泰国	187	43	11	6	26	21
26	以色列	178	-22	-4	-21	3	-2
27	斯洛伐克	151	51	28	8	14	-5
28	越南	146	13	10	-1	5	2
29	摩洛哥	136	20	8	7	5	3
30	智利	136	35	6	20	9	9
31	波兰	134	36	14	9	13	9
32	南非	133	19	18	2	-2	-3
33	捷克共和国	128	37	19	9	9	4
34	巴西	128	27	3	15	9	13
35	印度	120	0	-5	6	-1	5
36	菲律宾	116	4	-3	9	-2	-5
37	埃及	106	-9	9	-18	0	-8
38	土耳其	104	28	-4	22	10	11
39	罗马尼亚	104	-7	26	-35	1	-4
40	印度尼西亚	88	17	-5	17	6	-2
41	哥伦比亚	76	14	1	8	5	3
42	墨西哥	73	30	19	10	1	-1
43	俄罗斯	65	19	3	9	7	-4
44	秘鲁	62	5	-10	11	5	2
45	沙特阿拉伯	59	-14	-15	2	-1	-8
46	尼日利亚	46	10	7	1	2	-1
47	阿根廷	33	-11	-14	1	2	-5

<sup>1</sup> 包括居民、非金融类企业、政府持有的债务；发达经济体和中国为2014年第二季度数据；其他发展中经济体为2013年第四季度数据

注：由于四舍五入，各项之和可能不等于总计

资料来源：《世界经济展望》，IMF；BIS；Haver Analytics；各国央行；麦肯锡全球研究院分析。

全球债务的一部分增长是良性的，甚至能说是可取的。发展中经济体在2007年以来全球债务增长总额中占了47%的份额，在居民和企业部门新增债务总额中则占了3/4。这在一定程度上反映出健康的金融体系在逐步深化，即更多居民和企业能获得金融服务。此外，发展中国家的债务规模依然相对较小，平均为GDP的121%，而发达经济体的平均债务规模则达到了GDP的280%。但发展中国家中也有特例，尤其是中国、马来西亚和泰国的债务规模已与部分发达经济体持平。

发达经济体债务水平的持续上升则更令人担忧。尽管放贷标准收紧，居民债务与收入的比例仅在美国、爱尔兰、英国、西班牙和德国这5个发达经济体中出现了大幅下降。<sup>5</sup>美国和爱尔兰的居民去杠杆化最为显著，尽管经由完全不同的机制得以实现（美国是通过债务违约，而爱尔兰则是通过贷款调整计划）。与此同时，部分北欧国家、加拿大、澳大利亚的居民债务比例已经超过了美国和英国在信贷泡沫的高峰时期的水平。各国企业在2008年金融危机发生时的负债水平并不高，危机后其债务仅有小幅增加。对小型企业而言，尤其是欧洲部分国家的小企业，新增贷款的额度已经枯竭。

### 政府债务：需要更为多样化的解决方案

47%

发展中国家对全球  
债务增长贡献率

从2007年到2014年第二季度，发达经济体的政府债务增加了19万亿美元，而在发展中国家这个数字是6万亿美元。在经济衰退最为严重时，政府增加支出由于可以抵消私人部门需求急剧减少造成的不良影响而受到欢迎。事实上，在华盛顿召开的二十国集团首次会议上，政策制定者敦促各国政府运用财政刺激措施对抗经济衰退。

但许多国家的政府债务已经达到较高水平，而且预计将继续增长。综合分析各国基本财政收支、利率、通胀和对实际GDP增长的一致预测，我们发现以下国家的政府债务对GDP比例将在未来5年内继续上升：日本（政府债务已经达到GDP的234%）、美国和大多数欧洲国家——德国、爱尔兰和希腊除外。

目前尚不清楚这些发达经济体中负债最高的国家可以通过何种方式减少政府债务。根据我们的计算，下列6个国家开始政府去杠杆化所需的财政调整幅度（即政府预算收支状况的改善幅度）接近于GDP的2%或以上：西班牙、日本、葡萄牙、法国、意大利、英国（见图4）。要实现并维持如此大幅度的财政收支调整将是比较困难的。此外，减少财政赤字可能会抑制降低负债水平所需的经济增长，反而会有损这些国家的自身利益。

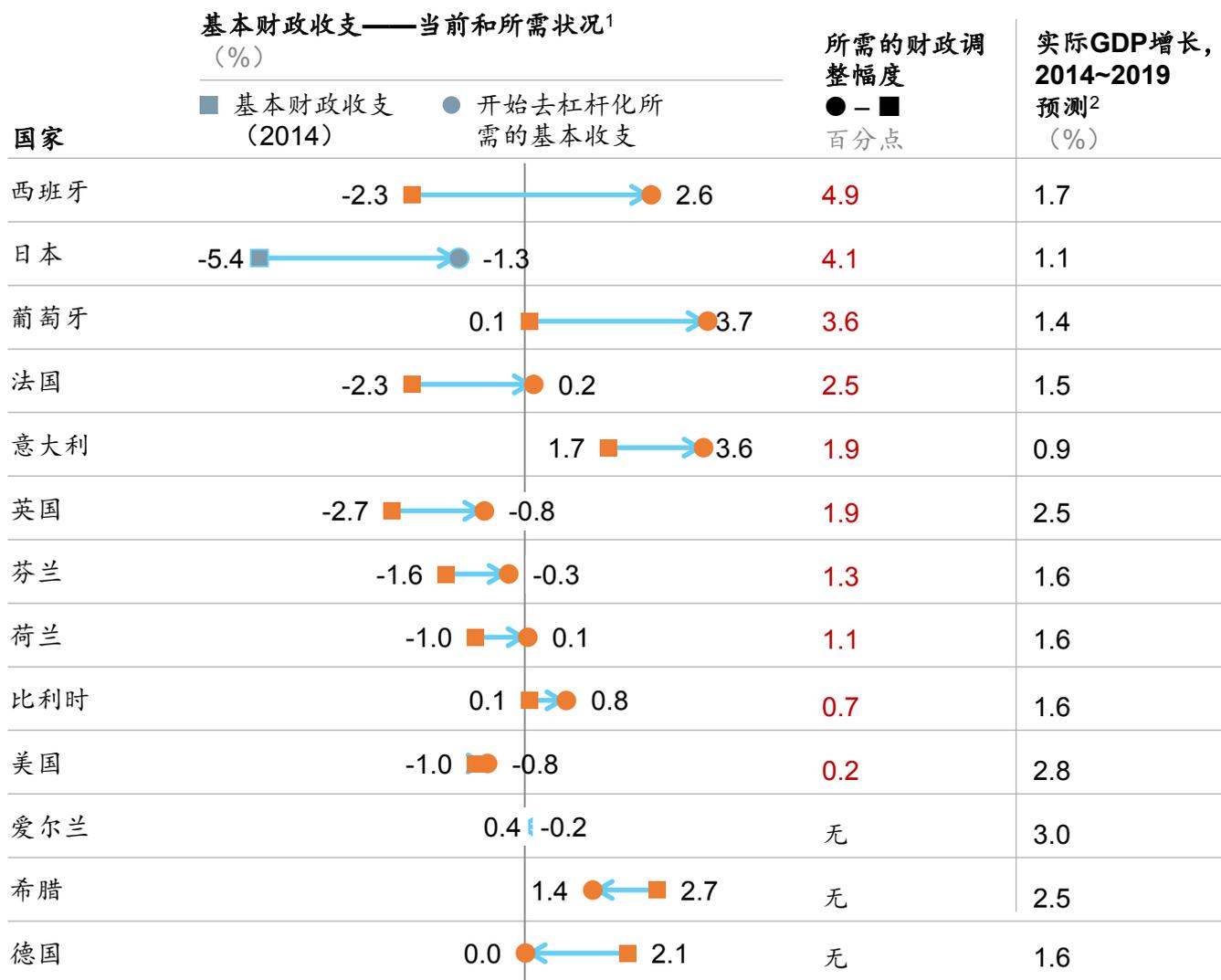
这些经济体也不可能借助经济增长来摆脱高额的政府债务。虽然依靠经济增长实现去杠杆化确有成功的先例，比如20世纪90年代的瑞典和芬兰。金融危机在两国引发了经济衰退，期间政府债务也有所增加。但瑞典和芬兰的私人部门迅速实现了去杠杆化，同时两国也得益于出口的快速增长——主要受30%的货币贬值和强劲的全球市场需求的推动。如今，在全球经济增长有限，长期持续低通胀的环境下，多个全球最大的经济体都在同时努力实现去杠杆化，而全球整体的环境则是经济增长有限，低通胀长期持续。我们的分析表明：西班牙、日本、葡萄牙、法国、意大利和芬兰等6个国家的实际GDP增长至少需要达到或者超过当前预测速率的两倍，才可能开始降低政府债务对GDP比例。

因此，实现政府去杠杆化需要更多样的解决方案。具体细节取决于各个国家的实际情况，但举例而言，可供使用的手段包括扩大公共资产出售、提高财富税或课征一次性财富税、提高通胀目标、改善债务重组计划的效率等。

<sup>5</sup> 在日本、爱尔兰、葡萄牙等国家，居民去杠杆化的效果被企业部门债务的增长所抵消。

图4

欧洲经济体和日本需要大幅度的财政调整才能开始公共部门的去杠杆化



1 基于GDP预测、当前通胀、2014年第二季度政府债务对GDP比例以及2014年有效利率

2 2014~2019年平均实际GDP增长预测，来自IMF、IHS、EIU、Oxford Economics、OECD和麦肯锡全球增长模型

资料来源：麦肯锡国别债务数据库；IMF；IHS；EIU；Oxford Economics；OECD；麦肯锡全球增长模型；麦肯锡全球研究院分析

### 居民债务继续快速增长，去杠杆化十分有限

美国及其他一些发达经济体不可持续的居民债务水平是2008年金融危机的根本原因。2000年到2007年间，美国、英国、西班牙、爱尔兰和葡萄牙等5国居民债务占可支配收入的比例增加了1/3或更多。这些国家的住宅价格同时也出现了上涨，居民债务增长本身也推高了房价。一旦房价开始下跌，金融危机爆发后，这部分债务造成了沉重负担，导致消费急剧减少，经济陷入严重衰退。<sup>6</sup>

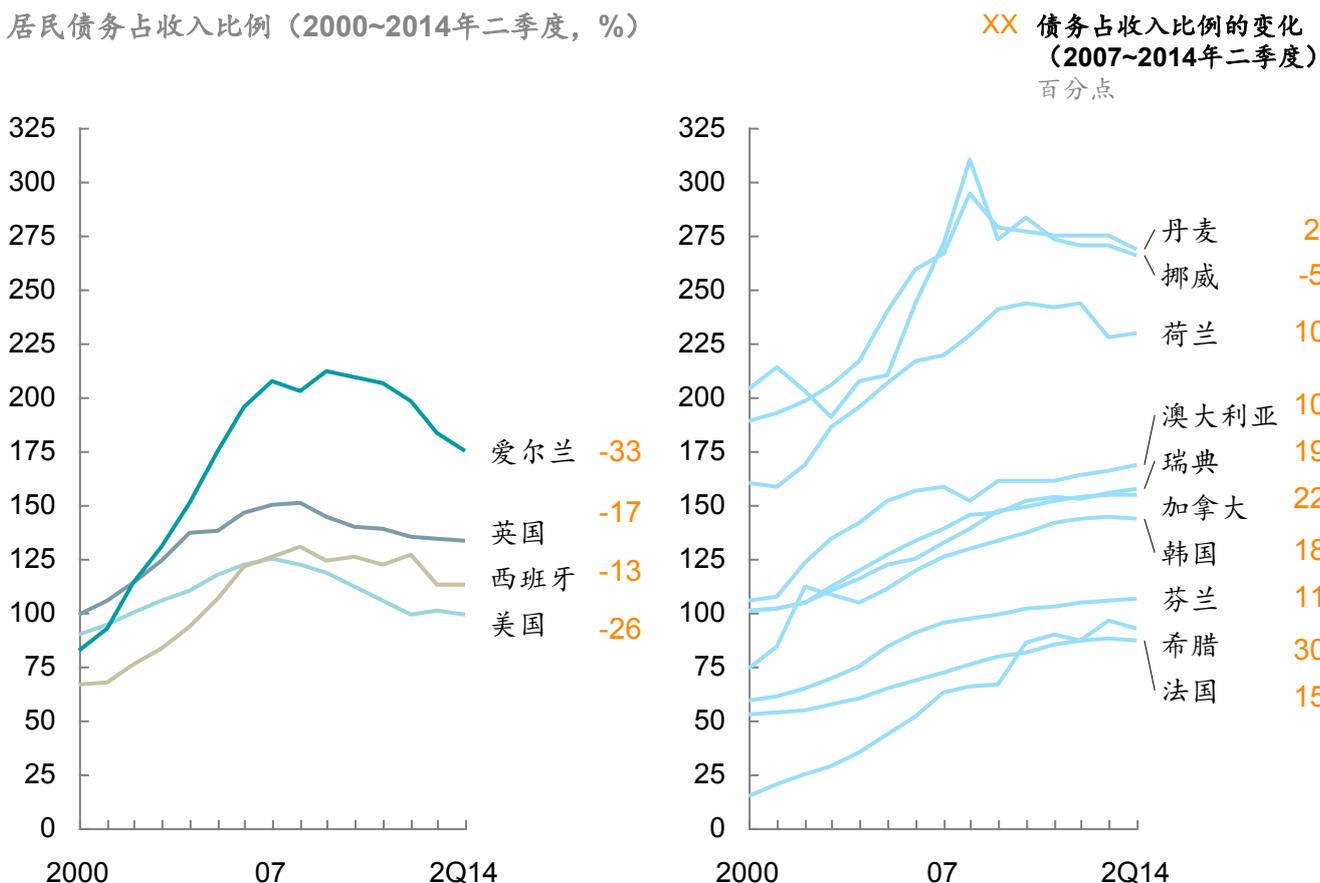
<sup>6</sup> Atif Mian, Amir Sufi: House of Debt: How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again, 芝加哥大学出版社2014年出版。

此后，这些国家的居民开始去杠杆化，其中美国和爱尔兰的成效最为显著（见图5）。但是其他许多国家的居民债务则继续快速增长。荷兰、丹麦、挪威3国的居民债务目前均已超过收入的200%——这已大大超过美国和英国居民债务的历史最高水平。加拿大、韩国、澳大利亚等其他发达经济体的居民债务也在继续增长。部分发展中国家的居民债务也出现快速上升趋势（例如中国的居民债务已增至原来的4倍），但相对于可支配收入的比例仍然远低于发达经济体（马来西亚和泰国除外）。

图5

危机重灾区国家的居民已经开始去杠杆化，但大多数发达经济体的居民债务仍然继续增长

居民债务占收入比例（2000~2014年二季度，%）



资料来源：Haver Analytics；各国央行；麦肯锡全球研究院分析

为何居民去杠杆化如此有限？在所有发达经济体中，居民债务最主要的形式是住房抵押贷款，而房价不断上涨会推动借贷增长。而且，一旦购房者获得更多抵押贷款，就会进一步推高房价。我们发现，在世界各国和美国各州，房地产价格上涨均与居民债务存在显著关联。反过来，住房价格进一步反映了土地成本，而土地成本受到物理条件限制、监管政策和城市集中度的影响。<sup>7</sup>我们发现城市化模式很重要：在人口的较大比例聚集于少数几个城市的国家，房地产价格——以及居民债务水平——要高于城市化发展模式更为分散的国家。因此，在房产价格较高的全球化都市里，政策制定者需要大力加强对其债务增长和可持续性的监控。

<sup>7</sup> 推动大城市土地与住房价格高涨的还有其它一些因素，包括高技术、高收入劳动力队伍的规模。

现在的问题是，部分国家较高的居民债务是否会引发危机。我们评估了居民债务占可支配收入的比例、债务偿还比例的现状和增长情况，以及住房价格的变化。我们通过分析这些指标发现：目前，荷兰、韩国、加拿大、瑞典、澳大利亚、马来西亚、泰国等7个经济体存在居民债务方面的潜在风险。现在亟需有效的工具来发放、监控、管理居民债务。

### 最危险的影子银行形式已经淡出，但非银行类信贷仍然很重要

# \$4.3T

自2007年，企业债券存量增加了4.3万亿美金

本次研究发现的一个亮点是金融部门去杠杆化的进展。危机发生前，全球金融体系的复杂性和连通性日益增加。信贷中介链条变得非常长，包含多个层次的证券化，负债水平高，风险分布也不透明。这反映在金融机构发行越来越多的债务，为业务活动融资。2000年到2007年间，金融部门的债务总额从20万亿美元增加到了37万亿，占全球GDP的比例从56%上升到71%。这些债务大部分存在于所谓的影子银行体系中，金融危机充分暴露了这一体系的脆弱性。

美国等一部分危机国家金融部门债务对GDP的比例出现下降，其他发达经济体的金融债务水平则趋于稳定，这些都是积极的现象。与此同时，银行也在筹集资本，降低负债水平。此外，最危险的影子银行形式目前正在衰落。例如，在美国，为进行住房抵押贷款及其他贷款证券化而设立的表外特殊目的机构（SPV）的资产减少了3万亿美元。自2007年以来，回购协议（repos）、担保债务凭证、信贷违约掉期分别减少了19%、43%和67%。

但是，如果我们考虑范围更广的非银行信贷，其中包括企业债券、简单证券化、各类非银行机构贷款，那么非银行信贷仍是私人部门融资的重要来源。自2007年以来，企业债券和非银行机构贷款——包括保险公司、养老基金、租赁公司、政府等——几乎占到了企业净新增信贷总额的全部，而企业银行贷款规模却有所减小（详见图6）。全世界企业债券存量总额自2007年来增长了4.3万亿美元，而2000年到2007年间的增长数额则是1.2万亿美元。从杠杆率、期限错配、透明度等方面看，这些非银行信贷的风险大多低于金融危机之前的影子银行。

某些类型的非银行信贷增长十分迅速，例如对冲基金和由其他另类资产管理机构运作的信贷基金。在我们调研的8家另类资产管理机构中，信贷基金资产自2009年来增加了1倍以上，目前已经超过4000亿美元。另一种规模较小但增长迅速的非银行信贷来源是P2P贷款。到目前为止，此类网络贷款平台仅发起了大约300亿美元的贷款，但私募基金、其他资产管理机构甚至银行都已开始投资P2P平台，这表明P2P信贷机构有可能进一步扩大规模。目前，与此类新型信贷中介相关的风险似乎仍然较低，当然这有可能发生变化，因此需要对此类中介进行密切监控。

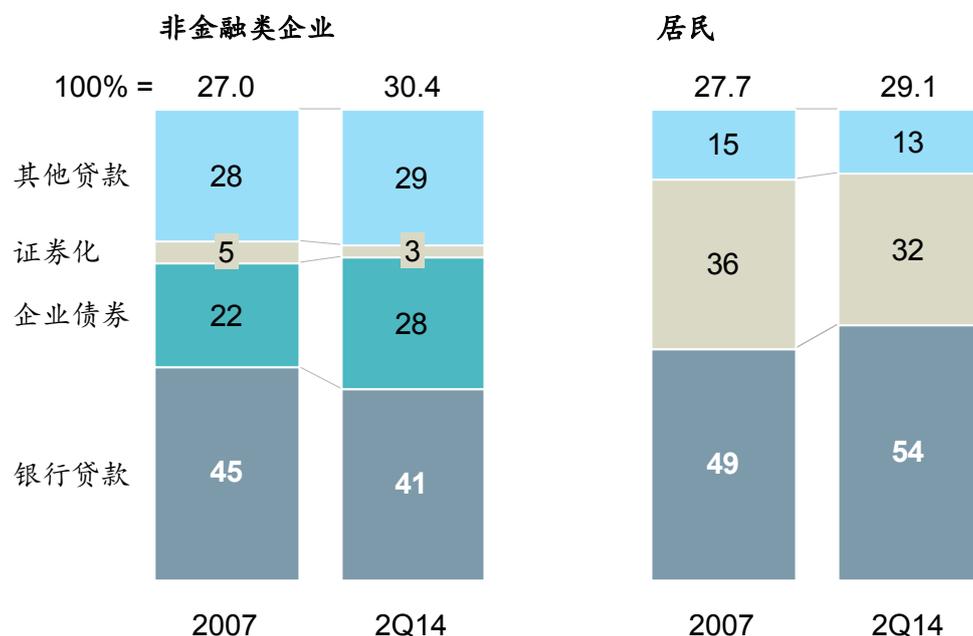
由于银行贷款未来有可能继续受到新监管规定的限制，非银行信贷或将填补不断增长的需求。如果能切实对负债水平以及复杂且不透明的金融工具的使用进行合理约束，那么非银行类中介、企业债券和简单证券化可以在经济增长的融资方面发挥重要作用。

图6

2007年以来，用于企业融资的非银行类信贷出现增长，而居民的非银行类信贷则有所减少

发达经济体未偿还债务总额<sup>1</sup>

(%) 单位：万亿美元，2013年固定汇率



1 澳大利亚、加拿大、法国、德国、日本、荷兰、韩国、英国、美国

注：由于四舍五入，各项之和可能不等于总计

资料来源：各国央行、统计部门和监管机构；BIS；ECB；SIFMA；麦肯锡全球研究院分析

### 中国的债务快速增加，未来存在几种潜在风险

截至2014年第二季度，中国的债务总额（包括金融部门的债务）已增至2007年的4倍，从7.4万亿美元上升到了28.2万亿，对GDP比例从158%提高到了282%（详见图7）。中国目前的债务总额对GDP的比例虽然已超过美国、德国和加拿大，但仍在可控范围。如果继续保持当前的增长速度，中国到2018年就将达到西班牙现在的债务水平——GDP的400%。我们发现中国主要存在三个方面的隐忧：债务集中于房地产行业，中国影子银行体系快速增长、结构复杂，以及中国地方政府的表外贷款。

据我们估计，中国居民、企业和政府债务有近一半都直接或间接与房地产相关，总计额度达9万亿美元之多。这其中包括购房者的抵押贷款；房地产开发商的债务；钢铁和水泥等相关产业的贷款；以及地方政府为房地产开发而发起的债务。债务如此集中于房地产行业构成了很大极大的风险。中国40个主要城市的房地产价格自2008年以来上涨了60%，上海和深圳的涨幅甚至更大。上海黄金地段的住宅价格目前仅比巴黎和纽约的同类地区低10%。过去1年间，新一轮的价格调整已经开始。全中国的房地产交易量已减少约10%，未出售库存逐渐积压：内地小城市目前的库存量达到48-77个月。房地产市场发展放缓，主要会冲击建筑业和其他相关行业，而非居民部门，因为后者负债水平并不高。但是，住房建设行业规模巨大，占到GDP的15%。行业中存在成千上万的小企业，其中有很多都依赖于高成

本的影子银行贷款经营,如果市场增长长期放缓,这些企业的债务偿还将发生困难。

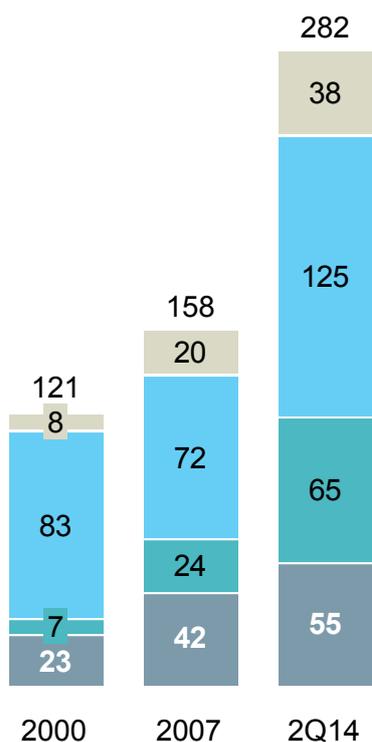
图7

2014年中国的债务已达到GDP的282%，超过部分发达经济体的债务水平

债务对GDP比例 (%)

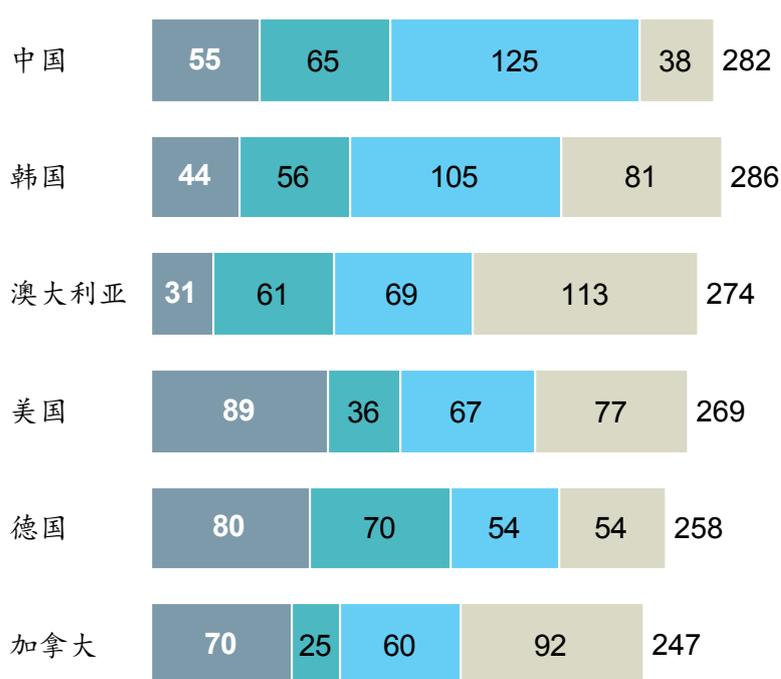
■ 政府 ■ 非金融类企业  
■ 金融机构 ■ 居民

中国



总债务 2.1 7.4 28.2  
单位: 万亿美元

国家 (2014年二季度)



注: 由于四舍五入, 各项之和可能不等于总计

资料来源: 麦肯锡国别债务数据库; 麦肯锡全球研究院分析

中国影子银行体系的快速增长是第二个令人担忧的方面: 影子银行实体发放的贷款总额达到6.5万亿美元, 占了中国未偿还债务总额的30% (不包括金融部门), 以及新增贷款总额的一半。大多数贷款的去向都是房地产行业。影子银行的主要工具包括: 信托账户, 为富有的投资者承诺高额回报; 面向零售客户的理财产品; 企业之间的委托贷款; 以及各类融资公司、小微信贷机构和非正规放贷者。信托账户和理财产品通常由银行进行市场推广, 给消费者造成有担保的错误印象。此类基金的管理者采用的审核标准和风险管理方式也都不甚清晰。委托贷款涉及企业之间的互相借贷, 因而极有可能因为一家企业破产而导致一连串违约行为发生。中国影子银行的风险水平有可能很快就会受到房地产行业增长放缓的考验。

中国的第三类潜在风险是地方政府表外融资平台不断累积的债务, 这些债务主要用于资助基础设施建设 (如机场、桥梁、地铁、工业园区)、社会保障住房及其他

项目。地方政府税收权有限，且必须与中央政府共享税收收入，并且直到最近才获准发行市政债券，所以需要依靠上述这些表外融资实体。自中国2009年实行经济刺激计划以来，地方政府贷款急剧增加，总额已达到2.9万亿美元。中央政府已经认识到这一不断加剧的风险，在2014年开展了地方政府财务审计，结果发现有40%的债务偿付资金来自土地出让金，而20%的新增贷款用于偿还旧债。随着房地产市场增长减速，这些表外融资实体存在违约风险。

---

我们发现中国主要存在三个方面的隐忧：债务集中于房地产行业，中国影子银行体系快速增长、结构复杂，以及中国地方政府的表外贷款。

---

一旦发生金融危机，中国中央政府有足够的财政力量来应对——政府债务仅为GDP的55%。根据我们的计算，即便有一半的房地产相关贷款发生违约，价值暴跌80%，中国债务对GDP比例将提高到79%，用于帮助金融行业救急。然而，更大的问题是，中国能否在这样的情况下避免GDP增速大幅减缓（这将进一步加大政府的财政压力）。中国当前的挑战是制定改革措施，缩小不断扩大的信贷和房地产泡沫，加强整个金融体系的透明度和风险管理，同时需要建立高效运作的破产法院及其他机制，在不影响市场稳定、不引发金融危机的前提下妥善处理不良债务。

### 未来发展之路：学习与债务共存

世界经济体系的债务持续增加是金融危机爆发之后这7年内的一大负面趋势。债务增加会拖累经济复苏，加大引发新危机的风险，还会削弱世界应对新危机的能力。对许多国家而言，虽然大幅减债可能难以实现，但债务增长亟须得到有效控制，必要时还应减少新增债务。我们提出下列观点以供进一步讨论：

- **鼓励住房抵押贷款合同创新。**更为灵活的住房抵押贷款合同能够规避房产止赎以及相关的社会和经济成本。一种建议方案是“责任分担型住房抵押贷款”，如果房产价格跌至购房价位以下，贷款偿付金额就减少，等房价回涨后再恢复贷款偿付额；作为回报，当房屋出售时，放贷机构可获得一部分资本收益。<sup>8</sup>而另一种“滚动调整型住房抵押贷款”则会根据经济衰退、借款人失业等触发因素自动调整偿付金额，让借款人可以继续偿付贷款，避免违约。<sup>9</sup>也可以通过激励措施鼓励（或规定）房主购买抵押贷款偿还保险，确保失业或其他事件不会影响自己的偿付能力。这些方案的效益、成本和风险都应仔细分析权衡，但它们有可能改善金融体系的稳定性。
- **改进私人部门的债务解决流程。**贷款违约造成的破坏性可以减小。无追索权住房抵押贷款在美国得到了广泛应用，此类贷款如果出现违约，仅允许债权人扣押抵押品。这有助于相对较快地解决不良债务，让居民能通过违约来终止债务，继续正常消费。有追索权贷款在世界其他大部分地区比较常见，贷款人有权追索借款人的其他资产和未来收入。因此借款人不论处境如何都会想方设法尽力偿还欠款，同时这也会极大地鼓励借款人控制债务金额。其不足之处在于，居民为了偿还欠款，会大幅削减其他开支，进而加深并延长经济衰退。无追索权贷款必须同强有力的宏观审慎原则相结合，以此限制过度贷款，但如果出现不良债务，此类贷款可能有助于提高债务解决效率。

---

<sup>8</sup> Atif Mian、Amir Sufi: House of Debt:How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again, 芝加哥大学出版社2014年版。

<sup>9</sup> Robert J. Shiller等: Continuous workout mortgages, 美国国家经济研究局(NBER)工作报告17007号, 2011年5月。

- **运用宏观审慎工具抑制信贷循环。**2008年的金融危机提醒世人：一有机会，有些借款人就会过度负债。宏观审慎措施的目的正是减少这样的机会。举例而言，这类措施有可能会限制贷款对资产价值的比例（简称贷款价值比，LTV）；或者限制某些特定类型的抵押贷款，例如无本金贷款。此外，宏观审慎措施还可能包含反周期对策，例如提高银行资本的相关要求，在信贷强劲增长期间用来抑制贷款。目前大多数发达经济体都已落实了一部分宏观审慎规定，未来这方面还应进一步加强和拓展，将经济体系的总体负债水平纳入考量。
- **减少鼓励负债的税收政策。**考虑到居民债务和房地产泡沫在金融危机中的作用，现在或许应当反思住房抵押贷款利息抵扣税收等一系列鼓励贷款购房的税收优惠政策。利息抵税政策的最大受益者是高收入居民，这一政策会鼓励居民为追求最大的抵扣金额而提高贷款金额。减少企业债务利息抵税额度或淘汰企业债务利息抵税政策将会更加困难，但政策制定者应当考虑能使债务和权益更加平等的措施。这可以改善企业的资本分配，同时减少鼓励企业投资资本而非劳动力的因素。此类改革可能需要与企业税法的其他调整同步推行，包括降低边际税率等。税收政策方面的改变总是难度较大，值得我们密切关注。
- **考虑采用更加多样化的工具来解决主权债务。**对受困于公共债务无法维持的国家而言，单边违约是最极端的选择。但现在债务重组方式的选择范围可能更广。以希腊为例，该国在2012年商定的债务部分重组方案只变更私人投资者持有的债务。更强的集体行动条款可以迫使债券持有人接受由多数投票通过的贷款修正方案，从而实现此类债务重组。此外，在评估政府债务的可持续性时，应当更多关注净债务（其可以被定义为不包括由其他政府机构和中央银行持有的债务），而非总债务。从某种意义上看，由政府其他机构和中央银行持有的债务充其量只是会计条目，代表政府这一分支机构对另一分支机构的债权。此外，中央银行持有的债务到期后可以无限地置换，免去了未来增税或削减政府开支的需要，支付的利息则上缴国库。重点关注净债务有助于更清楚地了解政府债务的可持续性。
- **改进债务数据的收集和监控。**要避免未来出现信贷危机，就必须掌握更完善的信息。政府和企业应当投资于改善债务数据的精细度和可靠性。政府债务报告相对来说仍然不够透明。例如，各国政府对于未来养老金缺口和医疗保险债务，以及政府间贷款的处理方式各不相同。目前只有部分发达经济体掌握了有关居民财务状况的微观经济学数据，包括个体居民的负债、资产和收入，这一做法应当向更多国家推广。建立中央信贷资料库，收集来源于各个渠道的特定规模商业贷款的相关信息，可帮助监控企业债务状况。收集的信息也可为监管方和贷款机构所用。
- **创建银行和非银行中介合理并存的健康的信贷体系。**由于新监管规定对于银行贷款的限制，非银行中介将在未来的经济增长融资中扮演重要的角色。为大型公司提供资本的企业债券市场可能会在大多数国家得到大幅扩张，而面向保险公司、养老基金和其他投资者的私募债券可以帮助规模较小的企业筹集资金。普通证券化经证实能为住房抵押贷款市场提供可持续的流动性，此类证券可以成为金融体系一个有益的组成部分，并可应用于其他形式的债务，例如中小企业贷款。信贷基金、网络P2P贷款平台等增长迅速的新兴的非银行类中介可成为银行贷款的另一重要来源，但应监控其继续增长和演变的过程。应当重视提升所有非银行中介的报告标准并加强监控，避免累积过高风险和债务。
- **推动发展中国家的金融深度。**发展中经济体债务对GDP的比例应该仍会持续上升，这些经济体需要为企业、基础设施和住房的发展提供资金。在此期间，发展中经济体应当拓展金融产品服务种类，引入更多金融中介，同时促进债务和股权资本市场的发展。但现在的发展中经济体应当从近年来的错误中吸取教训，采取实际行动避免未来金融危机重演。具体措施包括：加强贷款监管，落实宏观审慎规定，拓展财务披露规则，同时建立保护小股东利益、通过破产

程序高效处理不良债务的法律体系。许多发展中经济体已将这些措施写入文件,当前的挑战是确保其在实践中有效运作。



# 中国的债务：关注三大风险

曾有一段时间，中国前所未有的经济崛起并未同时带来债务的大幅扩张。从2000年到2007年，中国债务总额的增长速度仅略微超过GDP增速，对GDP比例达到158%，与其他发展中经济体的水平持平。<sup>10</sup>然而此后，中国的债务开始快速增加。到2014年年中，中国债务总额达到了GDP的282%，大大超过了发展中国家的平均水平，甚至高于部分发达经济体，包括澳大利亚、美国、德国和加拿大（详见图7）。2007年以来，中国经济体系新增债务总量达到20.8万亿美元，占全球同期债务增长总量的1/3以上。这波债务增长的最大动力来自非金融类企业借贷，包括房地产开发商。中国的企业债务对GDP比例为125%，已然处于世界最高水平。

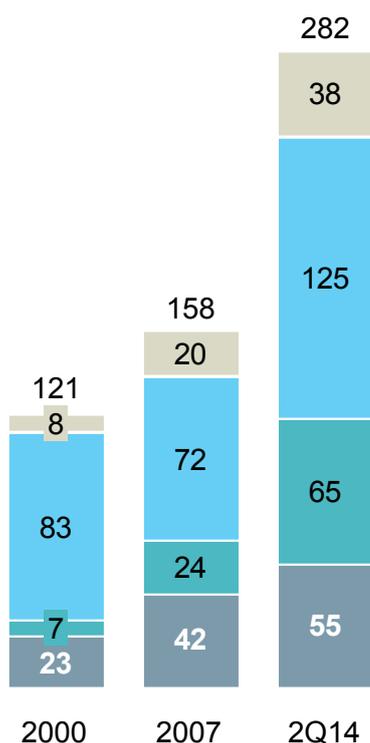
图7

2014年中国的债务已达到GDP的282%，超过部分发达经济体的债务水平

债务对GDP比例 (%)

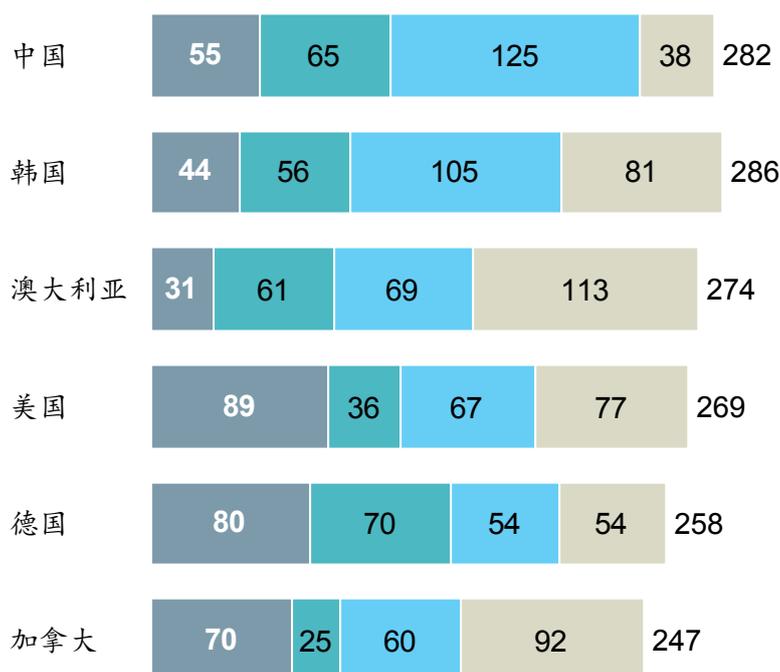
政府 非金融类企业  
金融机构 居民

中国



总债务 2.1 7.4 28.2  
单位：  
万亿美元

国家 (2014年二季度)



注：由于四舍五入，各项之和可能不等于总计

资料来源：麦肯锡国别债务数据库；麦肯锡全球研究院分析

<sup>10</sup> 这里我们指的是总体债务，包括政府、非金融类企业、居民和金融部门。

世界各国的历史经验表明，债务快速增长之后通常会发生金融危机。<sup>11</sup> 现在的问题是，中国能否避免走上这条发展道路，能否逐步减少信贷增长，与此同时不损害正常的经济增长。虽然中国目前的债务负担仍然可控，但我们发现了三个方面的风险。首先，居民、非金融类企业和政府的债务约有一半同房地产存在直接或间接的关联。其次，地方政府融资平台（LGFV）借贷的快速增长也会带来风险，许多平台可能难以还清债务。2014年开展的地方政府财务审计发现，近期新增贷款中有超过20%用于偿还旧债，而债务偿付资金有40%来自于土地出让。<sup>12</sup> 第三种风险的成因是，中国约有1/3的未偿付债务是由快速增长、透明度低的影子银行体系提供的。

---

中国总债务已达到GDP的282%，大大超过发展中国家的平均水平，甚至高于澳大利亚、美国、德国和加拿大的债务比例。

---

一种担忧是：房地产行业过度延伸，地方政府财务运作不可持续，两者结合有可能在中国引发一波贷款违约潮，破坏常规银行系统，进而有可能导致一批将资金投入影子银行体系的投资者和企业遭遇损失。虽然这有可能对经济造成严重破坏，但我们还发现，即便违约率达到足以引发危机的水平，中国政府也有能力救助金融部门。如果政府决定救市，就基本上能避免发生全面的金融危机。由于中国的资本账户并未完全自由化，对于全球经济的溢出效应很可能是由于中国GDP增速减慢带来的非直接影响，而非通过金融市场直接传导危机。

要排除这些隐忧，就必须在未来果断进行改革。目前已在进行的市政财务体系改革尤其至关重要。对中国有益的改革措施还包括加强放贷机构的透明度和风险管理，改善房地产行业数据，建立统一、清晰的破产流程以处置不良债务。最后，增加投资的选择种类将会减少对于高风险影子银行工具的需求，提供房地产行业之外的投资渠道。

### 中国近一半的债务与房地产市场相关

中国2007年以来的信贷热潮有很大一部分与房地产相关。自2008年以来，北京、上海等一线城市新增建筑量（以总建筑面积计）的年增长率为9%，二线城市为11%，三线城市为18%（详见图8）。

居民纷纷购买住房，或者在房产市场投资，寻求高于银行存款的收益，导致房地产价格也不断上涨。包含中国40个城市的房地产价格指数在2008年到2014年8月之间上升了60%；深圳的房价上涨了76%，而上海的房价则上涨了86%。上海黄金地段的住宅价格目前仅比纽约和巴黎的同类地区低10%（详见图9）。

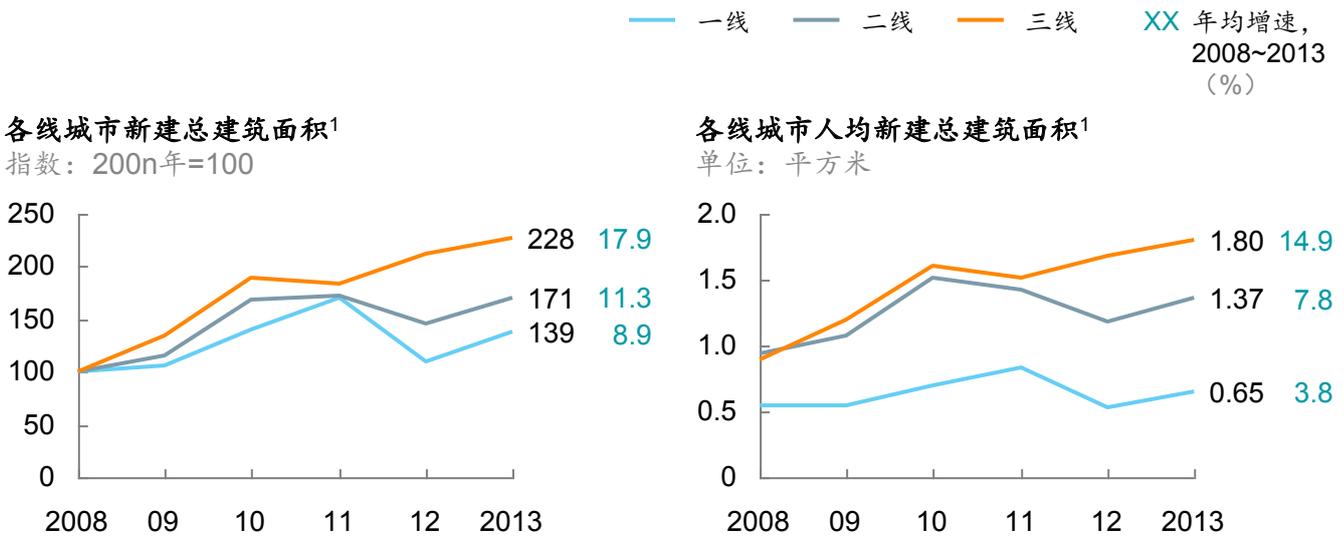
---

<sup>11</sup> 主要参见Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff: Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten, IMF工作报告第13/266号, 2013年12月; 以及Atif Mian, Amir Sufi: House of debt: How they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again, 芝加哥大学出版社2014年版。

<sup>12</sup> 中国国家审计署:《全国政府性债务审计结果》, 2013年12月30日; Leo F. Goodstadt:《地方政府危机2007-2014: 当中国的金融管理在动摇》(The local government crisis 2007-2014: When China's financial management faltered), 香港金融研究中心工作报告, 2014年第27号, 2014年10月。

图8

三线城市新建总建筑面积的增长速度快于一、二线城市

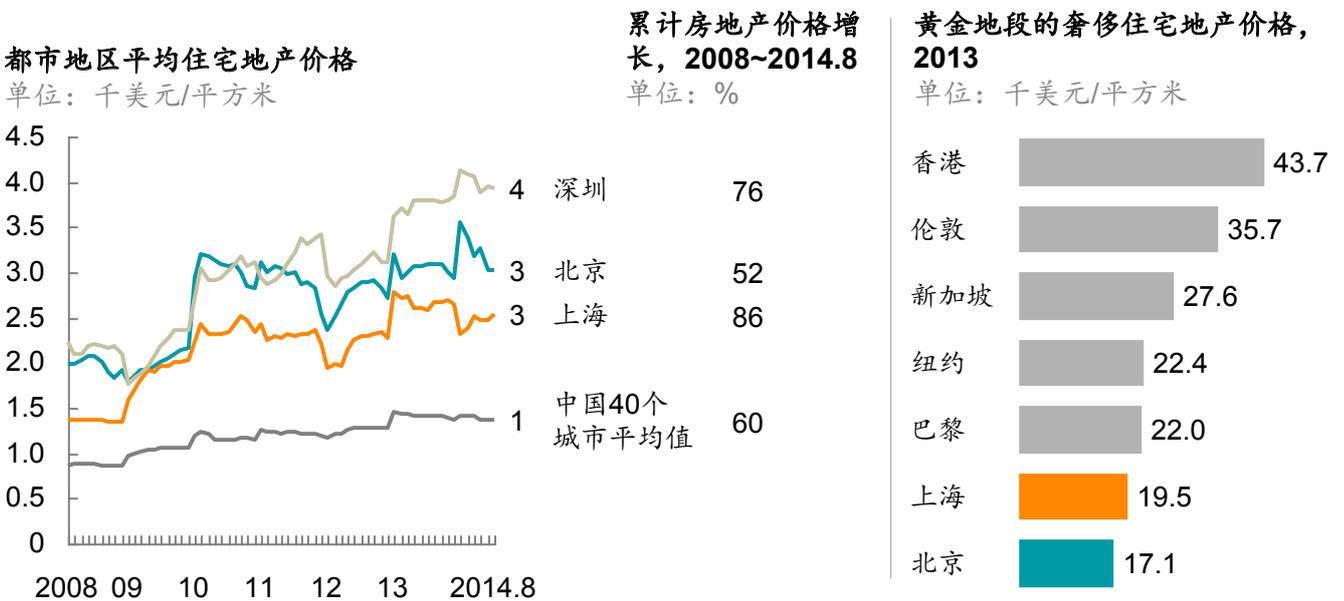


1 一线城市：北京、广州、上海、深圳；二线城市：长春、长沙、成都、重庆、大连、福州、哈尔滨、杭州、合肥、呼和浩特、济南、昆明、南昌、南京、南宁、宁波、青岛、沈阳、石家庄、太原、天津、乌鲁木齐、武汉、厦门、西安、郑州；三线城市：贵阳、海口、兰州、西宁、银川

资料来源：中国国家统计局；专家访谈；麦肯锡全球研究院分析

图9

上海和北京黄金地段的住宅价格自2008年来稳步上涨，现在已经接近纽约和巴黎同类地区的水平

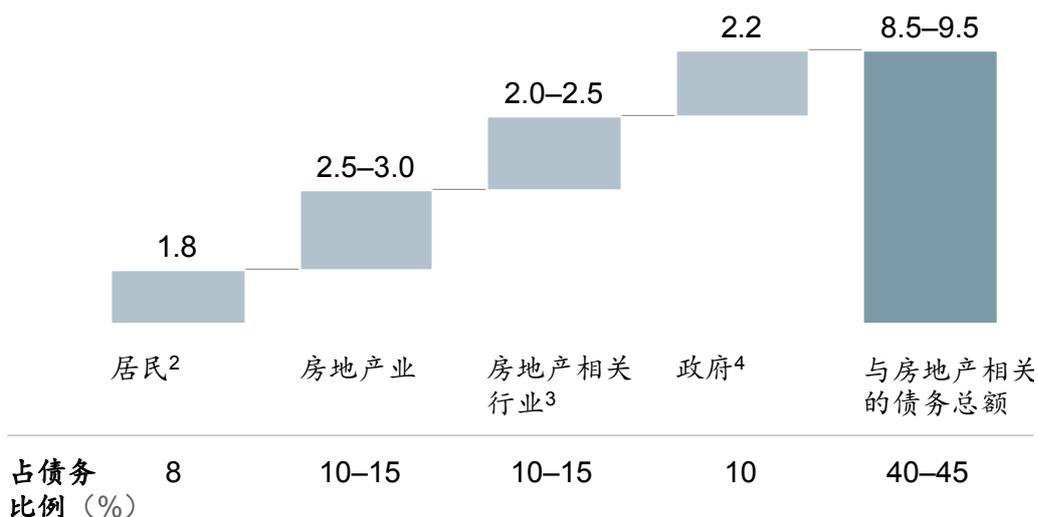


资料来源：中国国家统计局；莱坊（Knight Frank）2014年财富报告；麦肯锡全球研究院分析

我们估计中国有45%的债务（不包括金融部门债务）与房地产行业直接或间接相关，总额达9万亿美元（详见图10）。贷给房地产开发商的款项占未偿还贷款的10%—15%左右，水泥和钢铁等建筑相关行业企业的贷款也占到相似的比例。地方政府融资平台的债务占贷款总量的10%。个人住房抵押贷款仅占实体经济债务的8%——远远低于发达经济体的水平。

**图10**  
中国近一半的债务与房地产行业相关

实体经济中与房地产相关的债务（2014年第二季度）<sup>1</sup>  
单位：万亿美元



1 实体经济债务不包括金融部门  
2 住房抵押贷款计入居民债务  
3 包括基础材料、采矿及其他高度相关的行业  
4 地方政府融资平台、社会保障住房支出及其他建设项目  
注：由于四舍五入，各项之和可能不等于总计  
资料来源：中国人民银行；国家审计署；麦肯锡全球研究院分析

## 45%

中国债务的45%与房地产行业相关

房地产市场衰退给中国经济带来的主要风险是房地产开发商与从事钢铁和水泥等建筑相关行业的企业有可能受到影响，个人房主受到的潜在影响并非风险因素，因为中国的购房者并未过度负债（参见附文：《中国的居民债务》）。中国有89000多家房地产开发商，对GDP的贡献率约为15%，占固定资产投资总额的28%。中国整个房地产行业的利润率正不断下降，利息覆盖率在萎缩，营业现金流开始变得不稳定。占行业80%的营收和资产的中小型房产开发商尤其脆弱。平均而言，小型开发商的税后利润率约为8%，而大型开发商可以达到15%。据我们估算，2011年到2013年间，小型开发商的利息覆盖率从5下降到了3；大型企业的覆盖率通常可达到16。我们调研的小型开发商还承担着更多的短期债务（占总债务的45%，而大企业为31%）。<sup>13</sup>

<sup>13</sup> 基于对135家房地产开发商的分析：40家大型开发商，总资产至少为50亿美元，65家资产在10亿—50亿美元之间，另有30家资产在10亿美元以下。

## 附文：《中国的居民债务》

截至2014年第二季度，中国的居民债务几乎已经增加到2007年时的4倍，从1万亿美元上升到3.8万亿美元（详见图11）。虽然增长较快，但中国居民债务仅相当于可支配收入的58%——远低于大多数发达经济体，也低于泰国和马来西亚等发展中经济体。中国居民债务快速增加的部分原因是金融体系深度和信贷普及程度提升。自2007年以来，住房抵押贷款存量年均增长21%，汽车贷款和信用卡的普及范围也在不断扩大。到目前为止，放贷标准依然较高：住房抵押贷款对资产价值的比例最高可为70%。此外，有超过30%的中国居民债务属于小企业经营贷款（小微企业贷款），由租赁公司、小微金融机构和农村合作银行发放。

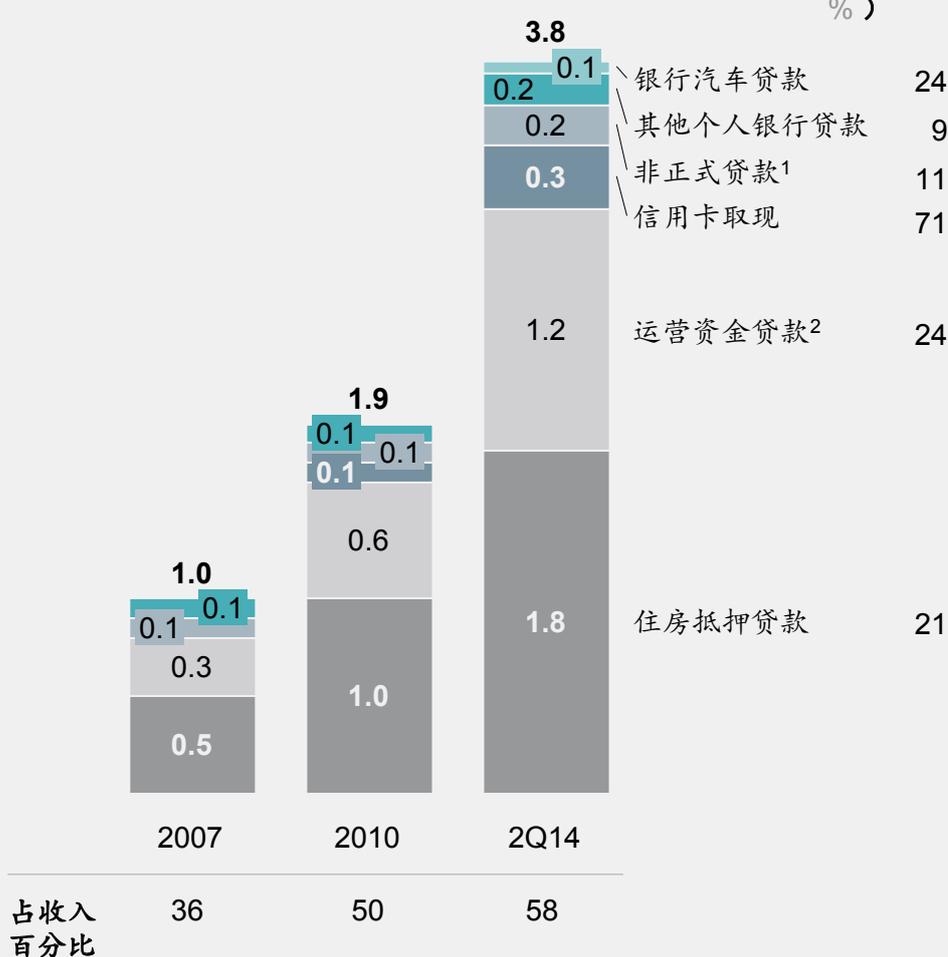
图11

住房抵押贷款在中国居民负债中的比例最大，但居民运营企业贷款所占比例与之相差无几

中国总体居民债务结构（债务余额）

单位：万亿美元，2013年固定汇率

年增长率  
(2007~2014  
年二季度，  
%)



1 假设30%的非正式贷款为居民债务，基于中金公司和高盛的估算

2 用于小企业经营居民贷款，主要由融资公司、租赁公司和农村合作银行发放

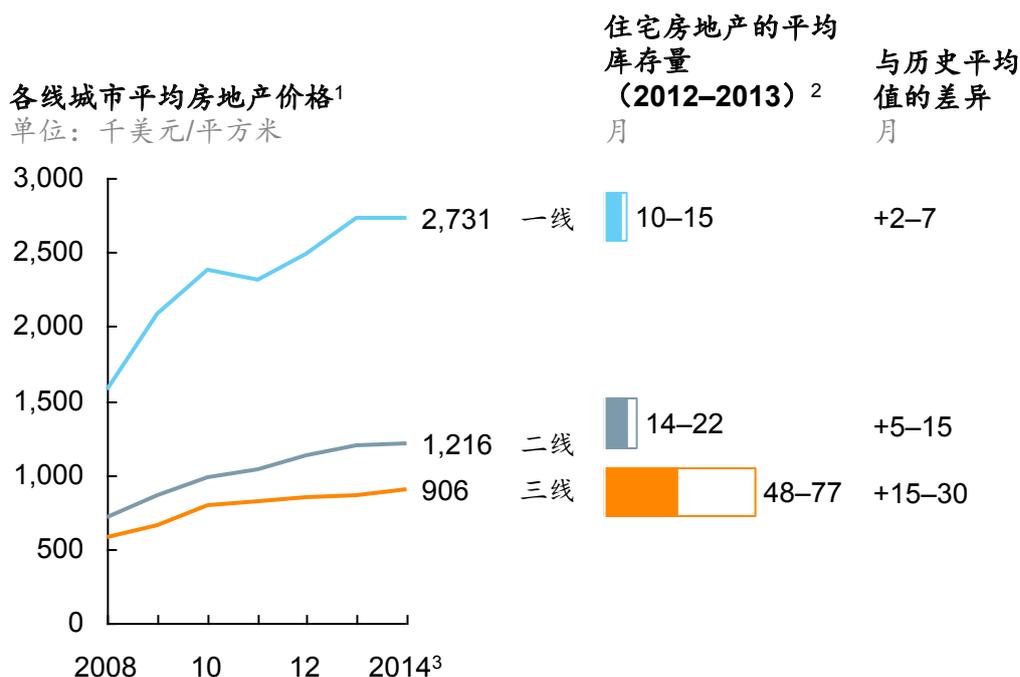
注：由于四舍五入，各项之和可能不等于总计

资料来源：中国人民银行；中金公司；高盛；麦肯锡全球研究院分析

中国的房地产市场已经失去增长动力，一波调整正在进行。这有可能会对房地产开发商和供应行业造成重大影响。在以26%的年均速度连续增长10年之后，中国40个城市住宅地产的交易价值在2013年4月到2014年8月之间下降了14%。部分大城市的衰退现象更为严重：在这段时间内，北京的房地产交易价值下降了33%，上海下降了21%，深圳则下降了31%。在三线城市，未售出住房单元库存已经等同于48—77个月的销售量，比历史平均值高出15—30个月。即便是在一线城市，库存水平也已达到10—15个月，远高于历史数据（详见图12）。

图12

中国的房地产价格并未大幅下滑，但未出售库存不断增加



1 一线城市：北京、广州、上海、深圳；二线城市：长春、长沙、成都、重庆、大连、福州、哈尔滨、杭州、合肥、呼和浩特、济南、昆明、南昌、南京、南宁、宁波、青岛、沈阳、石家庄、太原、天津、乌鲁木齐、武汉、厦门、西安、郑州；三线城市：贵阳、海口、兰州、西宁、银川

2 库存量范围来自花旗研究机构、渣打银行和JP摩根的估算

3 截止到2014年8月

资料来源：中国国家统计局；渣打银行；花旗研究机构；JP摩根；专家访谈；麦肯锡全球研究院分析

如果房地产市场继续降温，许多小型房产开发商有可能面临严重的财务问题。若能经由破产法院进行有效处理，这一趋势可以促进市场整合，具有积极意义。但有些银行——以及为众多小型企业提供资金的影子银行系统——将会遭遇损失。城市商业银行及其他小型放贷机构也有可能受到冲击，因为它们对房地产行业的敞口要高于大型银行。在这些机构，房地产行业贷款占其贷款组合的20%-30%。<sup>14</sup>

<sup>14</sup> 参见北京银行、上海银行、江苏银行等城市商业银行的年报。

## 地方政府债务是一大潜在风险

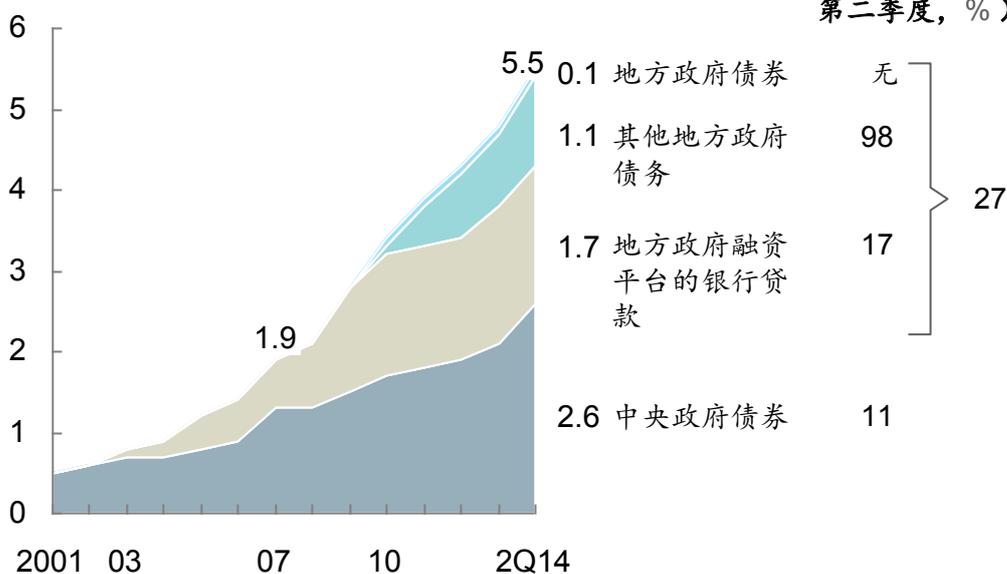
中国政府债务对GDP比例为55%，按国际标准衡量，仍然属于较低水平。但是，其中有一半以上是地方政府债务。地方政府债务自2007年每年增加27%，增速是中央政府债务增速的2.5倍（详见图13）。这其中部分原因是中国2009年推出的经济刺激计划，在全球经济衰退的背景下，中国政府希望通过鼓励贷款给地方政府开展建设项目来刺激经济增长。

图13

地方政府是2007年来公共债务增长的关键推动因素，目前占中国政府债务总额的51%

中国各类来源的政府债务未偿还余额  
单位：万亿美元，2013年固定汇率

复合年增长率  
(2007~2014年  
第二季度，%)



资料来源：中国人民银行；国家审计署；IMF；麦肯锡全球研究院分析

# \$1.7T

地方政府融资平台  
债务达1.7万亿美元

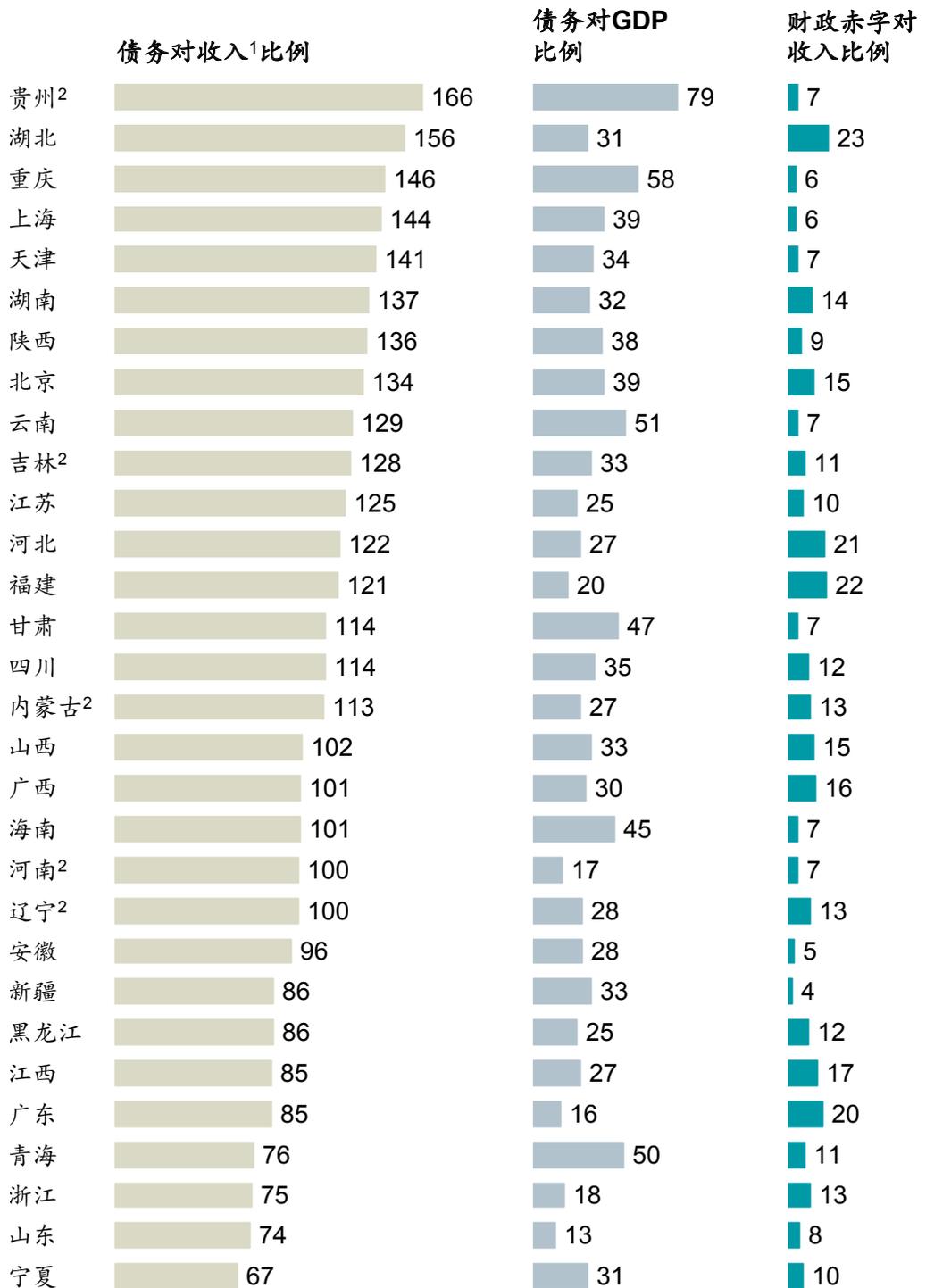
中国的地方政府债务在两个方面尤其存在风险隐患：依赖土地出让，以及使用资产负债表外的地方政府融资平台。这些融资平台为基础设施及其他项目提供资金，用国有土地作为抵押品。从2007年到2014年第二季度，地方政府融资平台借贷已经由6000亿美元增长到了1.7万亿美元。此外，地方政府还开始通过新型实体获取贷款，又产生了1.1万亿美元的额外债务。由于市政财务系统的限制，地方政府主要利用土地出让金收入来偿还贷款。自1994年起，中国就规定地方政府必须向中央政府上交50%的税收收入，它们也无权课征房产税或其他地方税种。直到最近，市级政府才获得有限的债券发行权。

地方政府融资平台能否偿还1.7万亿美元的贷款，这已成为一个问题，至少在某些地区确实如此。我们通过分析发现，2013年有8个省份的财政赤字达到财政收入的15%或以上，而大多数省份的债务对收入比例均已超过100%（详见图14）。有多个地方融资平台已经出现贷款逾期未还，标准普尔在2014年11月发布的一份报告称，如果对中国的省级政府进行评级，将有一半省份的级别为：投资级以下。<sup>15</sup>

<sup>15</sup> 《中国信用聚焦：公共财政的快速改革是打造省级政府信用的关键》(China credit spotlight: Speedy reforms of public finance are key to provincial governments' creditworthiness)，标准普尔，2014年11月。

图14  
中国部分地方政府债务已超过财政收入的100%

各省级政府债务比例和财政表现 (2012)  
%



1 政府收入包括税收和费用收入、非预算类收入（主要是中央政府补贴），以及政府管理基金的收入（70%~80%来自于土地出让金）

2 由于缺少政府管理基金的收入和成本数据，这些省份的数字通过国家政府提供的收入和支出占总收入比例估算得出

资料来源：国家统计局；地方政府审计办公室报告；穆迪；麦肯锡全球研究院分析

中国的中央政府已经认识到了这一风险。2014年的地方政府财务审计发现，地方政府有1/3的资金是从影子银行系统筹得的，包括高息信托账户。一部分地方政府融资平台能够盈利，足以偿还债务和负担利息成本，但其他一些融资平台——尤其是专注于社会保障住房和高速公路建设的平台——则需要补贴。审计发现有20%的新增贷款被用来偿还旧债。为了帮助减少成本，提高市场透明度，财政部于2014年8月宣布允许地方政府将贷款置换为市政债券。但是该计划范围有限，仍处于早期阶段；这项改革的成效如何还有待观察。

如果地方政府融资平台无法偿还贷款，整个银行系统都将蒙受损失。国家开发银行是地方融资平台最大的债权人，总计发放了6000亿美元的贷款。四大商业银行（中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行）一共向地方政府融资平台发放了约3000亿美元的贷款。城市商业银行和其他放贷机构向地方政府融资平台提供了6000亿美元的贷款。<sup>16</sup>其余的资金均来自影子银行系统。

---

影子银行贷款占中国未偿还贷款总量的30%，金额达6.5万亿美元。

---

### 影子银行贷款占债务的1/3

中国金融体系稳定的第三大风险来自于不断增长的非银行金融机构贷款，即影子银行贷款。发达经济体的影子银行系统在金融危机后已经逐渐衰落，而中国的影子银行系统却仍在扩张。到2014年第二季度，影子银行机构放出的贷款达到了6.5万亿美元，相当于居民、非金融类企业和政府未偿还贷款总额的30%。总体来看，非银行类贷款在2007年到2014年第二季度间的年均增速为36%，而银行贷款的年均增速仅为18%（详见图15）。

影子银行在中国快速增长的动力主要来自于中国投资者对高收益投资产品的需求。中国人民银行规定银行存款的利率上限，目前为3.3%，扣除1.6%的通胀后，收益寥寥无几。<sup>17</sup>影子银行机构则已经开发出了一系列理财和信托产品，以满足这类投资者的需求。这些基金通常投资于无法从银行获得融资的小型企业，因为银行贷款通常都以政策为导向，而政策并不鼓励银行贷款给这类企业。

中国的影子银行系统主要包括四大信贷来源：理财产品、委托贷款、信托贷款、融资公司和非正式贷款（详见图16）。

---

<sup>16</sup> 陆茵秋、孙涛：《中国地方政府融资平台：是幸还是不幸？》（Local government financing platforms in China: A fortune or misfortune?），IMF工作报告第13/243号，2013年10月；Yuanyan Sophia Zhang和Steven Barnett：《中国地方政府财政脆弱度及风险》（Fiscal vulnerabilities and risks from local government finance in China），IMF工作报告第14/4号，2014年1月；中国银行、中国农业银行、中国建设银行、中国交通银行、中国民生银行、深圳发展银行、中国光大银行、上海浦东发展银行、中国中信银行（国际）、招商银行2013年年报。

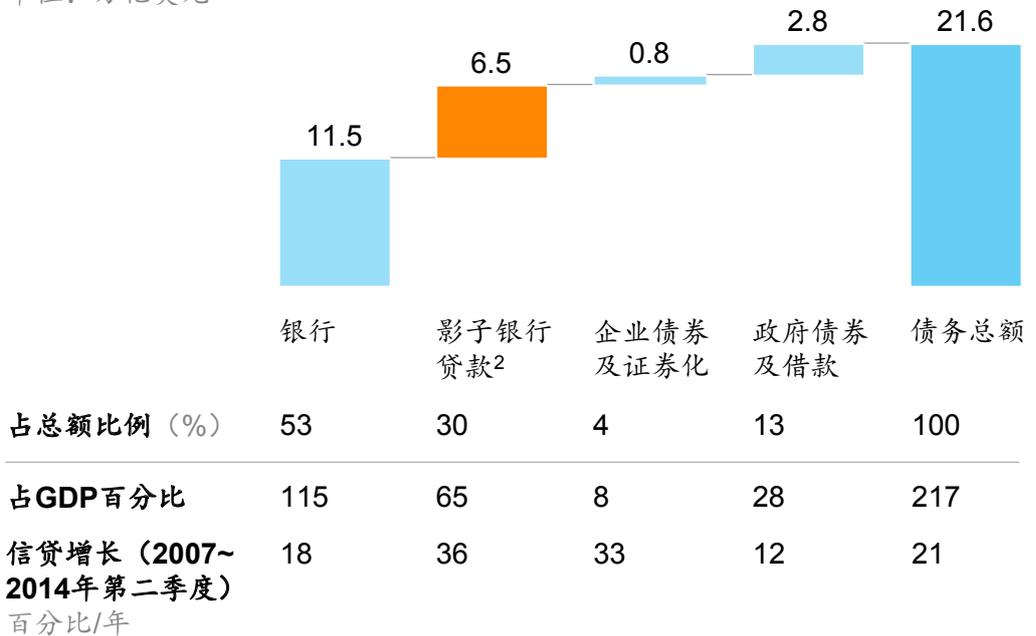
<sup>17</sup> 2014年11月，中国人民银行将存款基准利率下调0.25个百分点，降至2.75%。但央行同时允许商业银行的实际存款利率最多上浮20%，比此前10%的限制多了1倍。因此，银行存款利率上限并没有实质变化，但银行体系中的竞争空间得到扩大。

图15

中国有30%的债务由影子银行机构提供，这部分贷款自2007年以来年增长率达到了36%

债务结构（2014年二季度）<sup>1</sup>

单位：万亿美元



1 不包括金融部门债务

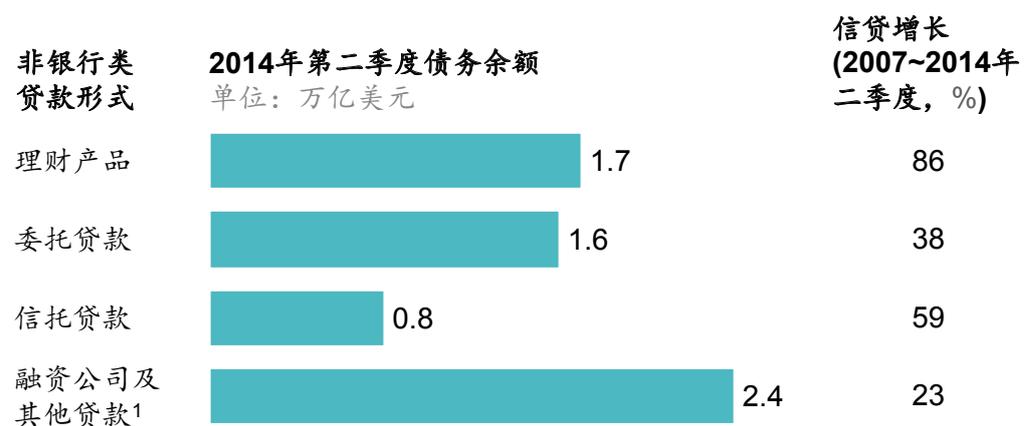
2 包括委托贷款、信托贷款、来自理财产品的信贷、融资公司贷款和其他非正式贷款

注：由于四舍五入，各项之和可能不等于总计

资料来源：中国人民银行；国家统计局；国家审计署；BIS；中金公司；高盛；专家访谈；麦肯锡全球研究院分析

图16

中国的影子银行系统有四大信贷来源



1 包括来自农村合作银行贷款、小微信贷机构贷款、互联网P2P贷款和非正式贷款

资料来源：中国人民银行；专家访谈；麦肯锡全球研究院分析

■ **理财产品。**理财产品与货币基金、存款凭证类似，但其风险要大得多。这些产品由银行或其他机构向零售客户出售。通常情况下，理财产品的认购下限为人民币50,000元(\$8,000)，产品持有期限短于一年。有些产品有固定收益率且能保障本金，而其他产品则提供更高的收益率，但没有任何保障。但是，与投资短期、高评级流动资产的货币市场基金不同，理财产品通常是向房地产开发商、相关行业企业和大型公司提供贷款。这些贷款期限通常是1-3年，比产品期限要长，可造成久期错配风险。理财产品的资产自2007年以来的年增长率为86%，目前占中国非银行类贷款总额的20%，至2014年第二季度的总额已经达到1.7万亿美元。自2011年起，中国银监会就已开始尝试加强理财产品监管，将理财产品持有的“非上市类”资产限制在集资总额的35%，其余资金必须投资于公开交易的资产。2014年，银监会要求商业银行设立独立部门监控并管理理财产品业务，对风险加以管控。

■ **委托贷款。**大型企业会为其他企业提供“委托贷款”，向这些较小的企业收取高于自身较低借款利率的利息，从而进行套利。国有企业通常会用委托贷款为其子公司或相关企业提供资本，但也有一部分委托贷款则发生在完全没有亲缘关系的企业之间。据估计，委托贷款提供的信贷总额约为1.6万亿美元，自2007年来这部分贷款的增长率为38%。委托贷款的利率不受监管，但通常不会超过中国人民银行基准利率的4倍。放贷的一方通常不会使用杠杆，委托贷款也不涉及久期转换。但是委托贷款的风险传导效应更大，因为一家借款人违约就会导致另一家蒙受损失。此外，企业经常依据业务关系发放贷款，却未能妥善监控信贷风险和贷款组合的整体风险。

随着中国的GDP增长放缓，部分行业的过剩产能不断积累，委托贷款的风险也有可能上升。中国人民银行的一份报告显示，在山西省的中部地区，最近新增的委托贷款有56%都集中于产能过剩、利润率下滑的产业，如炼焦、炼钢企业等。<sup>18</sup>这些产业的企业交叉贷款有可能会放大违约影响，导致其他企业发生第二波、第三波违约。<sup>19</sup>

■ **信托贷款。**信托产品主要出售给高净值投资者（通常门槛是100万元人民币），这些投资工具可提供10%-15%的回报率，主要投资于私募贷款和证券。这些产品有时会通过银行来销售，给人造成有担保的错误印象，投资者一般的信托期限需要两到三年。信托账户的投资总额已达1.3万亿美元，2007年以来的年增长率为59%。信托账户资金主要用于向房地产、基础设施、采矿等行业的公司发放贷款。由于信托公司在追求高回报方面更为激进，因此，信托贷款的风险可能高于理财产品。同时，信托公司并没有可供分散风险的大规模投资组合。仅仅一家借款人（某钢铁企业）未及时支付利息，就造成了一家大型国有信托公司本金逾期未付。2009年以来，中国银监会对信托公司的产品营销做出了更加严格的规定。2014年4月，银监会颁布新规则，告知信托公司股东：一旦违约发生，他们应当随时做好准备出售股份以弥补资金损失。<sup>20</sup>

■ **融资公司和其他贷款。**影子银行借贷还包括来自其他一系列机构的贷款，包括融资公司、农村合作银行、小微信贷机构、互联网P2P贷款，同时还包括居民和小企业从场外交易市场获得的非正式贷款。我们估计融资和租赁公司的未偿还贷款总额为1.2万亿美元，具体贷款种类从车贷到耐用家居产品消费信贷等无所不包。此类贷款从2007年以来的年增长率为25%。居民和小企业都会使用非正式贷款，这部分借贷的年均增速为22%，至2014年第二季度的总额约为

<sup>18</sup> Lingling Wei, Dinny McMahon: 《中国崛起的风险: 新信贷来源引发预警》(China's rising risks: New found of credit raises China alarm), 《华尔街日报》2014年5月2日。

<sup>19</sup> Cheng Lan: 《交叉担保攻击实体经济》(Cross guarantee attacking real economy), 新华社2014年4月23日。

<sup>20</sup> 《中国因违约风险上升收紧信托监管》(China tightens oversight of trusts as default risk rises), 彭博新闻社2014年4月14日。

1.2万亿美元。非正式贷款通常低于100万元人民币，一般无需抵押品，但年利率可达40%-100%。

总体而言，与金融危机前发达经济体影子银行系统中各类工具、机构相互交织的核心网络相比，中国的影子银行体系并没有如此复杂：没有漫长的中介链条、多层次证券化或是高度杠杆化的机构。大多数贷款都只涉及一家中介，杠杆和汇率风险很小或基本不存在。

但是，中国的影子银行体系仍然存在巨大风险。为了获得10%-15%的收益，信托账户经理不得不投资于投机性的房地产项目，同时为其他高风险借款人提供资金。目前也不清楚他们妥善评估信贷风险的能力究竟如何。由于信托期限短于贷款期限，此类投资通常会产生久期风险。理财产品的收益率相比较低，但风险与信托产品类似。此外，这些产品尤其可能将风险传导到正规银行系统。许多产品都由银行进行代理分销，投资者因此可能会误以为自己的本金受到担保。万一出现重大损失，政府确实有可能不得不介入，补偿投资者的损失，避免对金融部门造成进一步破坏，防止社会出现动荡。委托贷款也有可能造成大规模风险传导，因为借款人违约有可能会影响放贷的大型企业的财务状况，导致其无法偿还自身债务，进而引发连锁反应。此外，许多发放委托贷款的企业并不具备承保能力，而是依据企业之间的关系来发放贷款。

### 即便贷款违约达到危机水平，中国政府也有能力拯救金融体系

由房地产崩盘和信贷泡沫引发的金融危机将会对中国的增长造成巨大的损害。因此，在不扼杀增长的同时减缓放贷，就成为一项异常艰难而又迫在眉睫的工作。不过我们发现，就算危机发生，中国的中央政府也有足够能力为金融体系纾困解围，如果它选择这样做的话。诚然，鉴于政府在过去购买商业银行的不良贷款的做法，我们也确实可以预期政府在危机中可能会选择施以援手。这种反应可能有助于避免危机的酝酿成形，但也会限制政府进一步提供经济刺激提振该国增长下滑的能力。

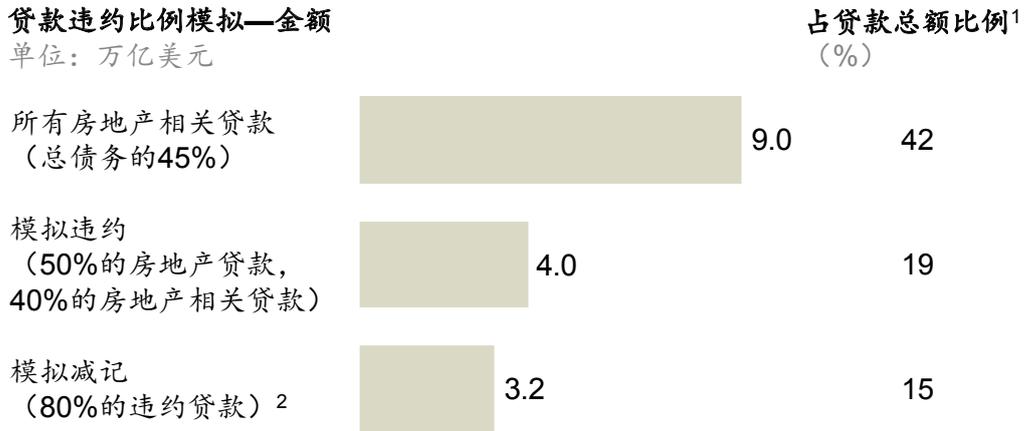
政府负债仅占GDP的55%——而中央政府负债仅占GDP的27%（截至2014年二季度）——即使所有房地产贷款的违约率达到50%，中国政府也具备救助金融体系的借贷能力。我们的估计建立在若干假设的基础之上。首先，我们假设贷款仅能收回20%的票面价值。同时，我们利用相似的假设，通过模型建立了地方政府融资平台贷款违约（最高违约率50%、收回率20%），以及房地产行业贷款（违约率40%、收回率30%）违约情景。

从整体而言，在这些极端情景下，损失可达到GDP的24%（2014年二季度），也就是3.2万亿美元。如果中国通过发行债券来填补这一缺口，政府总负债将上升至GDP的79%——依然低于目前许多发达经济体的水平——而中央政府负债将保持在接近GDP50%的水平（详见图17）。然而，该债券必须以人民币发放，以避免货币升值，同时，债券的发放将导致中国本国货币债券市场的极速扩张。而对此类债券的需求是高是低，仍不明朗。

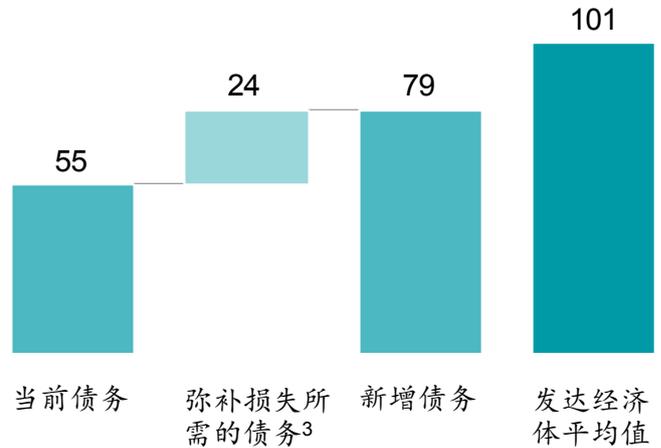
有些看法是，若危机发生，中国巨大的外汇储备（截至2014年中期约为4万亿美元）可用于救助金融体系。但是，这些储备其实不可能作为抵御金融危机的第一道防线，因为动用外汇储备意味着出售投资的国外资产，并将其转换成人民币。这势必造成人民币大幅升值，进而贻害出口行业。实际上，中央政府累积外汇储备，就是为了限制货币升值，如果将这部分资金用于国内金融纾困，则适得其反。

图17

即使一半房地产贷款发生违约，中国政府也有充足的负债空间，有能力为金融体系重新注资



**政府债务对GDP比例**  
(%)



1 政府、非金融类企业和居民贷款

2 根据资产管理公司 (AMC) 2013年贷款损失回收率 (20%~30%) 估算

3 总体贷款损失 (GDP的32%) 减去地方政府融资平台的贷款损失 (8%)，避免重复计算政府债务

注：由于四舍五入，各项之和可能不等于总计

资料来源：中国人民银行；专家访谈；麦肯锡全球研究院分析

### 通过政策操作来减少中国债务危机的风险

55%

中国政府债务与GDP的比例

中国政府已经认识到上述诸多风险，着力采取措施遏制影子银行增长，并开辟了地方政府通过发行市政债券改善财务状况的渠道。要断定这些措施的有效性，目前还为时过早，但必须采取进一步措施，以确保当前和未来的负债保持在可持续水平，同时确保目前房地产业的颓势不会演变为一场金融危机。政策制定者可以考虑如下5个方面的举措：

## 加强地方政府财务状况

中国已经意识到地方政府债务膨胀的危险，并已采取措施来阻止潜在危机的发生，包括在2014年8月推出了地方政府债券试点项目。2014年10月，国务院宣布了地方政府融资平台禁令，同时推出将1.7万亿融资平台负债中的相当一部分转化为地方政府债券的计划。<sup>21</sup>然而，还必须进一步进行全面改革，赋予地方政府对自身财务状况更大的掌控权，降低其对表外负债、中央政府补贴和土地出售收入的依赖。在中国，地方政府无权自行征税；在34个经济合作与发展组织（即经合组织）成员国中，只有4个国家设有此类限制。<sup>22</sup>他们可以采用的一个选择方案是征收房产税，这种做法在全球得到了普遍应用，能提供稳定的收入流，同时易于管理。中国在重庆和上海进行了房产税征收试点，但截至目前，它们对税收收入的贡献仅为0.5%。<sup>23</sup>另外，此举还可减少对省、市级政府官员倚重经济增长和资本密集型项目的激励。2013年，中国出台了更加宽泛的关于增长的判断标准，涵盖可持续发展、社会和谐和环境保护。随着一系列改善计划的到位，全国范围内一以贯之、及时的落实与执行将成为重中之重。

## 为整个金融体系注入更强的风险管理能力和更大的透明度

中国金融机构可进一步加强贷款审核和风险管理能力。目前，银行贷款更倾向于大型国有企业，债务价格往往无法恰当地反映其风险。更加强大而独立的评级机构有助于银行制定明智的信贷决策，找到能最大程度创造效益的资本使用方式，使贷款更多流向私营公司和中小企业。对于业已稳健成熟的企业而言，更加精确的信用风险评估有助于降低对影子贷款的依赖。

另外，中国的整个金融体系也需要营造更高的透明度。销售金融产品时，应向投资者充分揭示理财产品和信托账户的风险。与地方政府融资平台相关的风险，亦应进一步明确。中国银监会等监管者以及其他债权人，必须了解地方政府的融资用于什么项目，收入如何产生（或者是否产生收入），是否能通过项目收入收回贷款。近期推出的中国法律实体标识符系统（the China Legal Entity Identifier system），依照国际标准为机构分配唯一身份识别码，能帮助显示借款人的累计负债总额以及跨机构、跨境贷款流。

## 更好地开发房地产及其他行业数据

在发达经济体国家，土地登记系统通常可提供有关土地和房产销售的详细数据，土地使用管理部门则会发布施工建设活动数据。房地产价格指数，是理解市场发展状况的关键数据，可由政府机构或私营公司构建。如凯斯—席勒（Case-Shiller）指数是私营部门房产价格指数（这是由标准普尔发布的房价指数，是衡量美国住房价格变化情况的指针），自1991年以来对美国20个城市的房屋销售价格进行跟踪，可提供长期而可靠的指数。在中国，政府和私营公司都会发布部分房产数据，但是数据库的范围和细化程度均很有限。例如，国家统计局每月会发布相关数据，包括价格和交易量，但仅限于中国660个城市中的其中40个。由于房地产开发商往往不会及时报告项目延期或取消情况，因此，精确的施工建设数据也很难找到。单单是准确的房地产价格信息并不能阻止泡沫产生，正如2007年发生的那样，但是，在泡沫形成时进行有效识别，这是首要步骤。更丰富、更详细的房地产市场信息，将有助于中国的政策制定者和投资者识别正在抬头的风险，为他们提供早期预警。

<sup>21</sup> Pete Sweeney, Lu Jianxin: 《中国出招破解地方债困局或又埋下新隐患》（China local debt fix hangs on Beijing's wishful thinking），路透社，2014年10月23日。

<sup>22</sup> Xiao Wang, Richard Herd: 《中国的收入分配和财政转移制度》（The system of revenue sharing and fiscal transfers in China），经合组织工作报告第1030号，2013年2月。

<sup>23</sup> Esther Fung: 《中国开征房产税计划面临阻力》（China stumbles on property tax plan），《华尔街日报》2013年7月18日。

---

必须采取进一步措施，以确保当前和未来的负债保持在可持续水平，并确保目前房地产业的颓势不会演变为一场金融危机。

---

### 让破产成为一个高效及可预测的流程

有效的破产制度能够有条理地处理坏账，其对于经济体的重要性不亚于融资和贷款体系。允许没有竞争力、无力偿还债务的公司以债滚债的方式生存下去，只会创造无效的市场，对更有能力的竞争者则会形成拖累。持有坏账也限制了银行为更具生产力的企业提供融资的能力。中国在1986年颁布了基本的破产法，当时主要适用于国有企业。2007年，该法的覆盖范围延伸至其他类型公司，包括外商投资企业及合资企业。现在所缺少的，是一套统一、可预测、公平适用的流程，在公司仍能重组时即可适用，而不是到进入清算程序时才能派上用场。自愿破产申请依然是一个困难重重的过程：官方的破产数据显示，每年仅有5,000到6,000个相关案例，不到美国年均企业破产数量的1/7，更多的中国公司只是草草倒闭而已。<sup>24</sup>

### 继续推动金融体系市场化，创造更多投融资选择方案

企业对债务的过度依赖仍将继续，如果没有其他选择，投资者也会继续涌向影子银行。中国的股票市场尚不发达，上市公司总市值仅占GDP的45%，而相比之下，在美国这一比例是115%，而韩国则为97%。<sup>25</sup>中国零售投资者的投资集中在银行存款和房地产行业，银行存款占金融资产的比重为57%，而在美国这一比例仅为13%。中国已经认识到这一挑战，开始尝试放开监管，以创造更多的投资选择。中国证监会已经简化了首次公开募股流程。2014年11月上海和香港交易所的互通互联，大幅提振了股票投资。<sup>26</sup>中国还在2007年推出了合格境内机构投资者计划，允许国内的机构投资者在海外交易所进行投资，并在2013年降低了合格机构投资者的资本门槛。但是，还应鼓励中国国内资产管理业的发展，为居民投资系列产品创造更多选择。此外，应建立更加广泛的社会安全保障网络，中国的大部分居民储蓄之所以都将钱存在银行，一个关键原因就是在看病或其他紧急情况下能轻而易举地取出备用。公司拥有进入资本市场的更佳途径，投资者拥有更丰富的选择，那么，中国就能打造更加广泛、更加强韧的金融体系。

---

<sup>24</sup> Victoria Ruan: 《耻辱心何以阻碍中国的破产法》(Why stigma holds back China's bankruptcy law), 《南华早报》2013年8月12日。

<sup>25</sup> 上市公司市值(占GDP的百分比), 世界银行官网2012年数据。

<sup>26</sup> 中国大陆投资者可投资268只香港股票, 而香港证交所的投资者可投资568只上海股票。



HUNDRED SHILLINGS  
MBA MBILI  
PRESIDENT OF KENYA  
WILSON KENYATTA  
BOARD OF DIRECTORS  
MEMBER  
DF 0623209  
GOVERNOR

CỘNG HÒA XÃ HỘI CHỦ NGHĨA  
VIỆT NAM  
MƯỜI NGHÌN  
ĐỒNG  
10000  
FA 07335972

民銀行  
50  
五拾圓

RWANDA 1000  
RWANDA 1000  
ONE THOUSAND  
FRANCS-ONE THOUSAND

100 DOLLARS  
JF 14295969 A  
SARAWAK  
SATU RINGGIT  
DIPERLUKUKAN  
DENGAN NILAI  
WANG KERAS  
INI SAHA  
MALAYSIA

FEDERAL RESERVE NOTE  
ONE HUNDRED DOLLARS  
FRANKLIN D. ROOSEVELT  
SERIES 2009  
FB 38814734 A  
B2  
FOR THIS NOTE IS LEGAL TENDER  
FOR ALL DEBTS, PUBLIC AND PRIVATE  
SECRETARY OF THE TREASURY  
T. ROBERTS  
AJ4711535  
RWANDA  
KURU Y'U RWANDA  
SERIES 2006  
HK 80389  
MALAYSIA

[www.mckinsey.com/mgi](http://www.mckinsey.com/mgi)

麦肯锡全球研究院部分报告的电子版可以从麦肯锡全球研究院网站、亚马逊Kindle书店、苹果iBooks商城下载。

麦肯锡全球研究院的播客节目可在iTunes或以下网址下载收听：  
[www.mckinsey.com/mgi/publications/multimedia/](http://www.mckinsey.com/mgi/publications/multimedia/)

封面图片: Stacked coins © Alamy  
Infographic by Darby Films, Inc.

麦肯锡全球研究院  
2015年2月  
Copyright © McKinsey & Company  
[www.mckinsey.com/mgi](http://www.mckinsey.com/mgi)

 @McKinsey\_MGI  
 McKinseyGlobalInstitute