目　录

主报告：中国宏观经济分析与预测（2018 年中期）

——结构性去杠杆下的中国宏观经济………………………………01

分报告 1：结构性去杠杆背景下的中国地方政府隐性债务风险研究…………109

分报告 2：从高质量发展看国有企业结构性降杠杆………………………139

分报告 3：地方政府债务风险与高质量发展………………………………159

分报告 4：杠杆率与经济增长………………………………………………179

分报告 5：衰退式资产泡沫研究

——基于含有高债务特征的 DSGE 模型…………………………209

报告总负责人：

杨瑞龙　毛振华　刘元春

报告执笔人：

主报告：陈彦斌　陈小亮

分报告一：闫　衍　袁海霞　刘心荷　汪苑晖

分报告二：杨继东

分报告三：尹　恒

分报告四：刘晓光

分报告五：陈彦斌　刘哲希　陈伟泽

主报告

中国宏观经济分析与预测（2018年中期）
——结构性去杠杆下的中国宏观经济[①]

摘要：2018年上半年中国经济平稳运行，物价水平稳定，就业形势整体向好，经济增长质量稳步提升。预计上半年经济增速达到6.8%左右，在全世界主要经济体中继续位居前列。不过在经济运行平稳的同时，需要注意的是，当前中国经济运行呈现明显的供给强劲、需求疲软的特征。供给方面，上半年工业产能利用率有所提升，增长进一步加快，1—5月工业增加值同比增速达到6.9%，比去年同期上升0.2个百分点；服务业继续保持平稳较快增长，1—5月服务业生产指数同比增长8.1%，与去年同期基本持平。需求方面，消费、投资与出口均出现疲软迹象，尤其是消费与投资需求较为低迷。就消费而言，1—5月社会消费品零售总额增速为9.5%，低于去年同期0.8个百分点，剔除价格因素之后的实际增速仅为7.8%，比去年同期下降了1.8个百分点。一季度，全国居民人均消费性支出的同比实际增速仅为5.4%，城镇居民人均消费性支出同比实际增速更只有3.4%，分别低于去年同期0.8和2个百分点。就投资而言，1—5月固定资产投资增速仅为6.1%，为该数据有记录以来的历史同期最低点。剔除房地产开发投资后固定资产投资增速更只

① 本报告为中国人民大学宏观经济论坛团队集体研究成果，执笔人为陈彦斌、陈小亮。

有 5.1％，比去年同期大幅下滑 3.4 个百分点。由于我国 GDP 是以生产法进行核算，所以供给端强劲的生产能够保证上半年 GDP 的平稳增长。但是，总需求才是决定未来一段时间内经济运行的核心要素，需求持续疲软对经济增速的影响必然将会逐步显现，这也是当前经济平稳运行态势下的主要隐忧。

下半年中国经济下行压力将有所加大，需要警惕六大风险点。一是，房价持续上涨与家庭债务压力不断加大背景下，需警惕消费增速过快下滑的风险。二是，广义财政收入增速加快虽然减轻了政府的收支压力，但需警惕宏观税负进一步加重的风险。三是，民间投资增速虽然短暂回升，但掣肘民间投资增长的核心因素没有发生本质性改善，需警惕民间投资增速再次下滑的风险。四是，固定资产投资增速放缓势头明显，加上贸易摩擦加剧背景下出口增速可能出现的快速下滑，由此需警惕下半年经济增速出现超预期下滑的风险。五是，规模以上工业企业利润增速存在一定虚高，大多数行业亏损面持续扩大，需警惕部分企业效益状况显著恶化的风险。六是，融资环境收紧导致企业信用风险加速暴露，需警惕去杠杆过程中金融体系不稳定性加剧的风险。基于上述考虑，本报告预计 2018 年中国经济运行将呈现“前稳后降”的走势，全年增速预计为 6.7％左右。

宏观杠杆率高企是现阶段中国经济面临的突出问题，国际清算银行(BIS)数据显示，截至 2017 年末，中国杠杆率达到了 255.7％，不仅显著高于新兴经济体杠杆率的平均水平(193.6％)，甚至已经超过美国(251.2％)等一些发达经济体。更值得高度重视的是，中国杠杆率在不同部门之间以及各部门内部体现出明显的结构性特点。就企业部门而言，虽然 2017 年杠杆率出现了一定下降，但总体水平依然高达 160.3％，在主要经济体之中位居首位。其中，国企与房地产企业杠杆率明显高于其他企业，高债务问题更加严重。就居民部门而言，虽然杠杆率(48.4％)低于发达经济体的平均水平(76.1％)，但是已显著高于新兴经济体平均水平(39.8％)。若以家庭债务/家庭可支配收入测算，中国居民部门杠杆率高达 110.9％，已经超越美国。不仅如此，近年来居民部门杠杆率攀升速度过快、债务分布不均以及隐性债务规模较大等一系列问题均值得高度警惕。就政府部门而言，虽然整体杠杆率不高(47.0％)，但由于中央政府杠杆率偏低，所以债务压力主要集中在地方政府之上。而且，目前地方债务的隐性债务问题较为严重，区域性的地方债务风险较大。就金融部门而言，近年来金融机构杠杆率明显攀升，由此导致金融部门脱离实体经济的

自我膨胀，突出表现为银行业金融机构总资产/GDP 和金融业增加值/GDP 等一系列指标的快速上升。其中，中小商业银行与非银金融机构的扩张态势更为迅猛，高杠杆问题更为严重。

针对于中国杠杆率的结构性问题，2018 年中央提出了“结构性去杠杆”的新思路。“结构性去杠杆”新思路与去杠杆的传统思路既有联系又有区别。就联系而言，不管是“结构性去杠杆”还是传统去杠杆，所能选择的去杠杆的方法都是降低杠杆率“分子”或者增大杠杆率“分母”的相关方法，而且“结构性去杠杆”能够更加巧妙合理地运用相关方法达到去杠杆的目的。就区别而言，主要体现在两方面。一是，传统去杠杆通常是以降低总体杠杆率为目标，没有专门聚焦杠杆率的结构性特点，而“结构性去杠杆”更加注重各部门之间以及部门内部杠杆率的结构性差异，从而使得去杠杆操作更加精准。二是，传统去杠杆往往伴随着经济的大幅波动，而“结构性去杠杆”旨在避免去杠杆进程中可能引发的经济剧烈波动，从而实现杠杆率的“稳定和逐步下降”。

要想顺利推进“结构性去杠杆”，需要做好七个方面的权衡取舍。第一，虽然去杠杆在短期内会给经济带来一定冲击，但是在长期内有利于实现“高质量发展”，因此要在保证经济平稳运行的前提下坚定去杠杆的决心。第二，既要重视债务占比高的“灰犀牛”风险，也要重视在三大部门中债务占比偏低的居民部门债务风险和在企业部门内部债务占比偏低的民营企业债务风险等“黑天鹅”风险。第三，在注重降低杠杆率“分子”、提高“分母”的同时，还要谨防触发“分子”与“分母”之间的动态联动机制，防止局部去杠杆引发全局性金融风险。第四，既要尽快清理僵尸企业，又要谨防“误伤”优质企业。第五，去杠杆过程中货币政策既不能大水漫灌，也不能过于收紧。第六，足够力度的通货膨胀能够快速去杠杆，但是在收入分配格局不甚合理的背景下，高通胀会给经济与社会带来较为严重的后果，因此不应寄希望于借助通胀去杠杆。第七，“结构性去杠杆”不仅要“治标”，更要通过深化改革来“治本”。

下半年宏观政策既要积极应对经济下行压力，谨防去杠杆带来的经济增速超预期下滑风险，又要激发经济内生增长动力，促使经济实现长期可持续发展和“高质量发展”。具体而言，需要做好如下工作。第一，如果“结构性去杠杆”过程中经济下行压力过大，可考虑适当加大财政政策的力度，重点通过减税降费等方式降低宏观税负，以应对经济下行压力。第二，继续实施“稳健中性”的货币政策，通过降

准等方式确保社会融资规模平稳增长并谨防融资成本继续升高，这既可以减轻经济下行压力，又能够为“去杠杆”创造良好的宏观环境第三，“强监管”是“去杠杆”的关键，要想平稳“去杠杆”，不仅需要加强微观审慎监管，而且需要加强宏观审慎监管。第四，产业政策应该尽快从选择性政策转变为功能性政策，并且将放松管制、促进竞争以及加强推动基础性研发作为产业政策的主要任务。第五，扩大内需的关键是扩大居民消费需求，但是不应该通过居民部门快速加杠杆实现，而应该通过完善社会保障和提高居民收入等方式释放居民消费需求。第六，抓住六大突破口，加快推动中国经济实现“高质量发展”。

表 1　　2018 年中国宏观经济指标预测

预测指标	2017	2018（第一季度）	2018（上半年）	2018（全年）
1. 国内生产总值增长率(%)	6.9	6.8	6.8	6.7
其中：第一产业增加值	3.9	3.2	3.8	4.0
第二产业增加值	6.1	6.3	6.4	6.3
第三产业增加值	8.0	7.5	7.4	7.3
2. 固定资产投资完成额(亿元)	631683.9	100763.0	297721.9	668321.7
(增长率，%)	7.2	7.5	6.1	5.8
社会消费品零售总额(亿元)	366261.6	90275.4	188743.7	401056.5
(增长率，%)	10.2	9.7	9.5	9.5
3. 出口(亿美元)	22635.2	5452.7	11823.7	25215.6
(增长率，%)	7.9	14.1	12.9	11.4
进口(亿美元)	18409.8	4968.8	10467.2	22165.4
(增长率，%)	15.9	18.9	21.4	20.3
4. M2 增长率(%)	8.2	8.2	8.3	8.4
社会融资规模存量增长率(%)	12.0	10.5	10.3	10.4
5. CPI 涨幅(%)	1.6	2.1	2.0	2.0
PPI 涨幅(%)	6.3	3.7	3.8	3.3
GDP 平减指数涨幅(%)	4.2	3.4	3.2	3.0

续表

预测指标	2017	2018 （第一季度）	2018 （上半年）	2018 （全年）
6. 全国政府性收入(亿元)	234029	65799	134928.7	272797.4
（增长率,%）	13.5	17.8	17.1	16.6
一般公共预算收入(亿元)	172567	50546	105528.4	189823.7
政府性基金收入(亿元)	61462	15253	31697.2	82973.7

注:2018(上半年)与2018(全年)的数据为预测值。

第一部分　上半年中国经济供给强劲但内需疲软

1. GDP 增速基本保持稳定，就业形势总体向好

在 2017 年中国经济增速实现小幅反弹的基础上，2018 年上半年中国经济继续保持了较为良好的增长势头。一季度 GDP 同比实际增速为 6.8%（图 1），与去年四季度持平，比去年同期略微下降 0.1 个百分点，[①]超出了之前多数专家与学者的预期。预计上半年 GDP 增速将继续保持在 6.8%左右，延续之前平稳增长的走势。6.8%的增速也将继续在主要经济体中位居前列。根据 IMF 的预测，2018 年全球经济增速预计为 3.9%。其中，发达经济体的经济增速预计为 2.5%，美国为 2.9%，欧元区为 2.4%，日本为 1.2%。新兴市场国家的平均增速为 4.9%，只有印度经济增速预计将超过中国，达到 7.4%；俄罗斯预计为 1.7%，巴西为 2.3%，南非为 1.5%。

与此同时，上半年中国就业状况也稳中向好。2018 年 1—5 月全国城镇调查失业率分别为 5.0%、5.0%、5.1%、4.9%、4.8%，均较去年同期有所下降（图 2）。31 个大城市城镇调查失业率也一直保持在 5%以下，1—5 月分别为 4.9%、4.8%、4.9%、4.7%、4.7%。此外，从新增城镇就业的情况来看，2018 年一季度我国实现新增城镇就业人数为 330 万人，已经完成了全年目标任务的 30%，快于时序进度。

① 如无特殊说明，本文数据均来自于国家统计局、中经网数据库与 BIS 数据库。

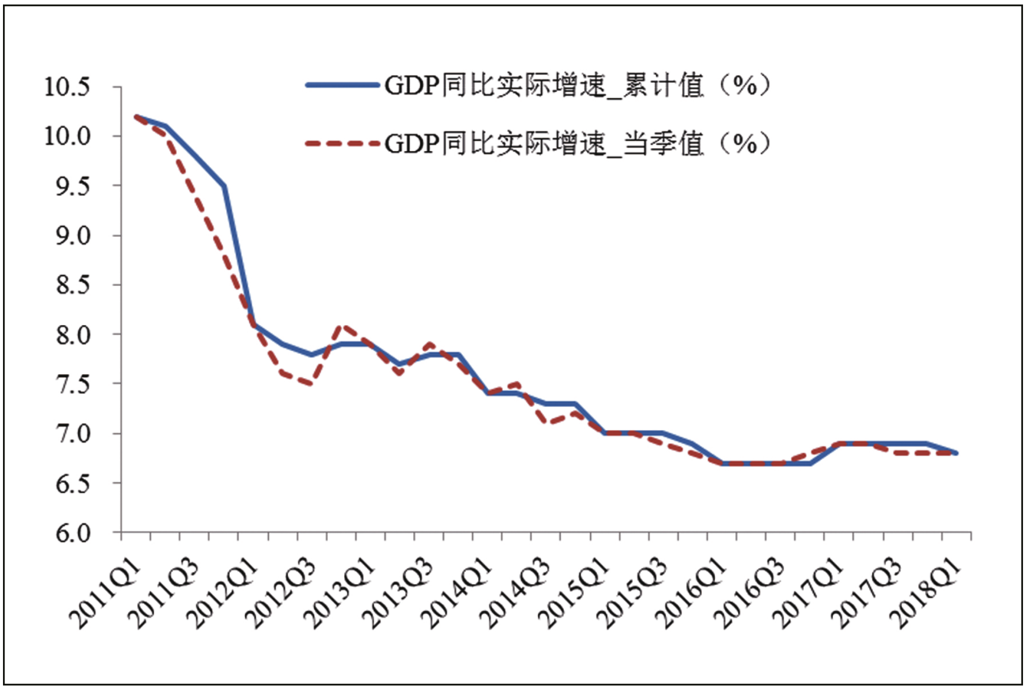


图 1　GDP 同比实际增速变化情况[①]

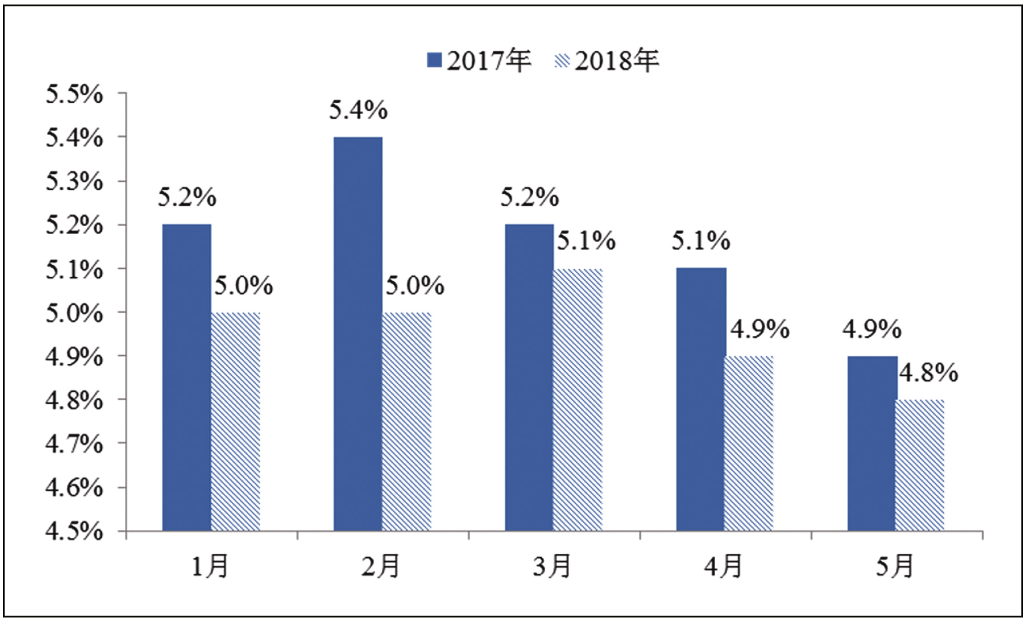


图 2　全国调查失业率变化情况

① 如无特殊说明，本文图中增速均为名义增速和累计值。以图 1 为例，“2015Q3”就是指 2015 年 1—3 季度累计 GDP 的同比实际增速。

2. 各类价格指数走势符合预期,物价水平总体保持稳定

CPI 方面,尽管年初 CPI 的同比涨幅波动较大,但主要是受到今年春节在 2 月份而去年春节在 1 月份的错位因素影响。总体上,CPI 仍保持了温和上涨的态势,通胀压力不大。2018 年 1—5 月 CPI 同比涨幅为 2.0%,比去年同期上升 0.6 个百分点;剔除能源和食品的核心 CPI 同比涨幅为 2.0%,比去年同期略微下降 0.1 个百分点。从各分项来看,服务价格的涨幅依然高于整体 CPI 涨幅,1—5 月服务价格同比涨幅达到了 2.8%,其中,医疗服务价格同比上涨 6.5%,家庭服务价格同比上涨 5.4%,旅游价格同比上涨 3.5,邮递服务价格同比上涨 3.0%。服务价格持续较高的涨幅反映了劳动力成本持续上升与居民消费结构升级的大趋势。

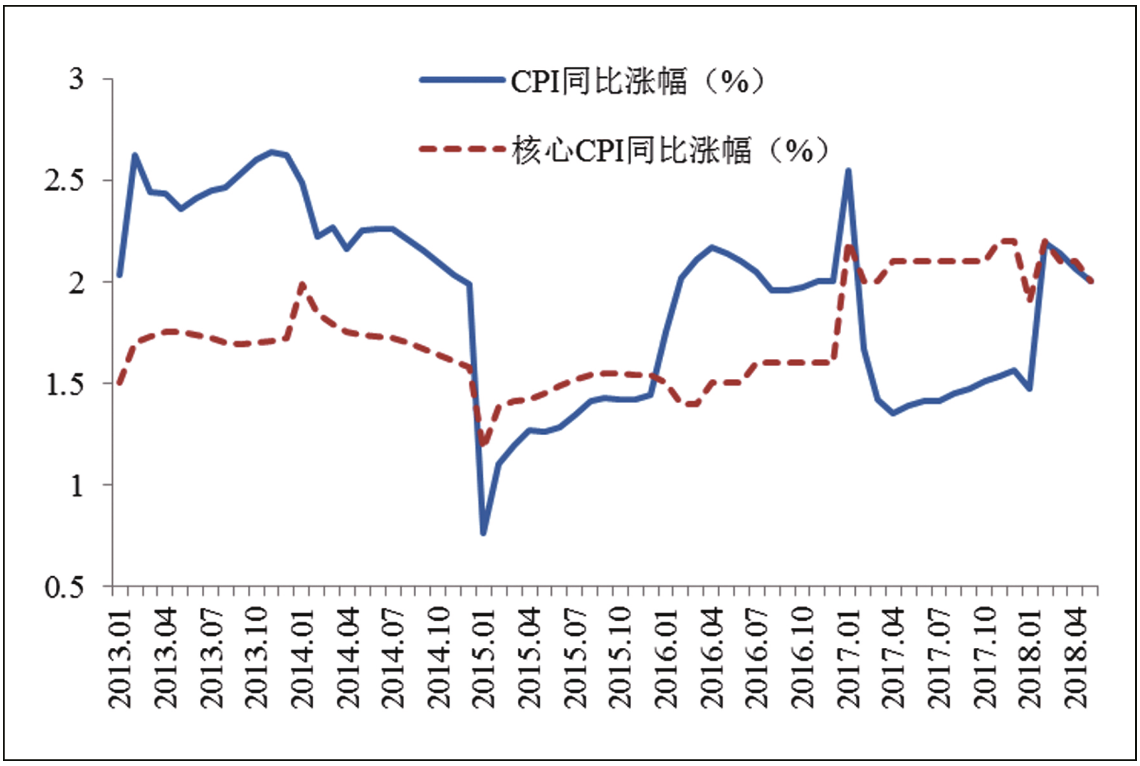


图 3　CPI 与核心 CPI 同比涨幅变化情况

PPI 方面,2018 年 1—5 月 PPI 同比涨幅为 3.7%,比去年同期回落了 3.1 个百

分点(图 4),同比涨幅的回落走势符合之前各界预期。其中,生产资料价格同比涨幅为 4.9%,比去年同期下降 4.2 个百分点;生活资料价格同比涨幅为 0.2%,比去年同期下降 0.5 个百分点。而去年 PPI 涨幅最高的行业,今年回落的幅度也最大。2018 年 1—5 月煤炭、石油和天然气、钢铁行业出厂价格同比涨幅为 4.5%、14.0%、12.2%,分别比去年同期大幅回落了 34.5、40.2 和 18.1 个百分点。

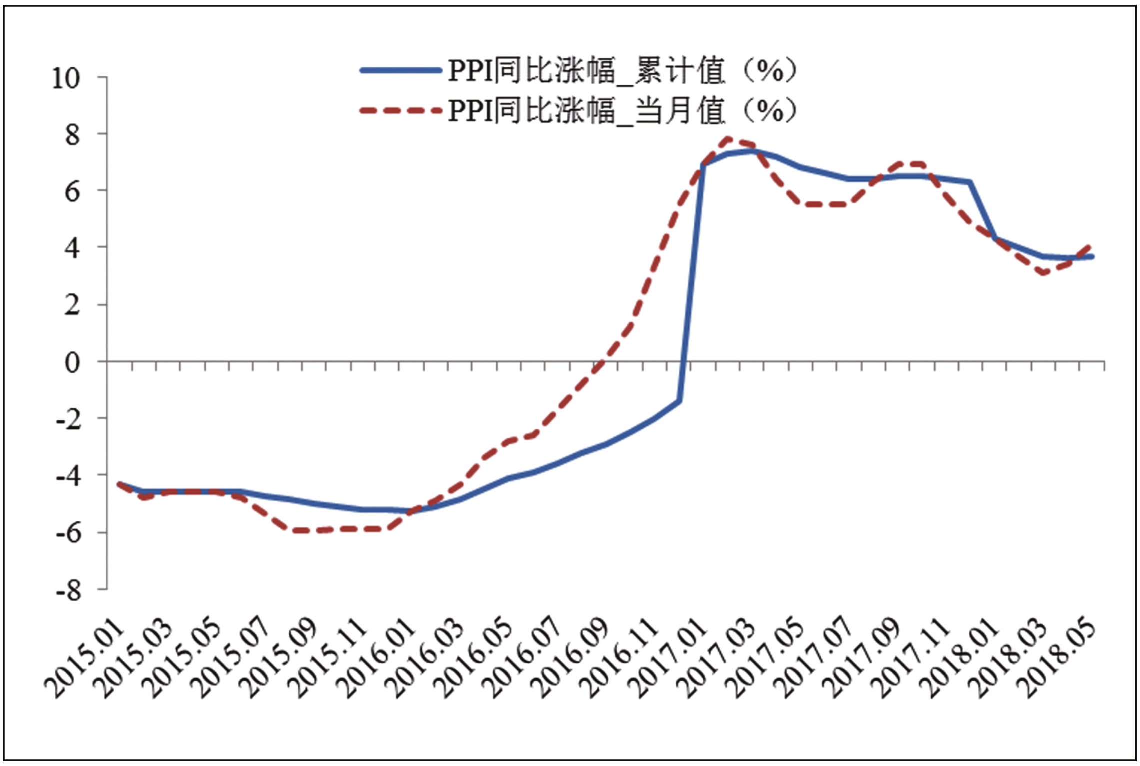


图 4　PPI 月度同比涨幅变化情况

值得注意的是,4 月份以来 PPI 当月同比涨幅呈现企稳回升态势(图 4),5 月份当月 PPI 同比涨幅达到了 4.1%,比 4 月份上升 0.7 个百分点。这一回升主要受到两方面影响。一是翘尾因素的影响,如图 5 所示,自 4 月份开始 PPI 翘尾因素开始回升,5 月份 PPI 翘尾因素比 4 月份提高了 0.3 个分点。二是受到国际原油价格上涨的冲击,5 月份石油和天然气开采业与石油煤炭及其他燃料加工业合计导致 PPI 同比涨幅扩大约 0.3 个百分点。其他大多数工业行业的出厂价格水平仍保持相对稳定,并没有出现全局性的普涨局面。考虑到下半年 PPI 翘尾因素将逐步减弱且原油价格能否持续上涨存在较大不确定性,因此下半年 PPI 同比涨幅可能会

延续温和回落的走势。

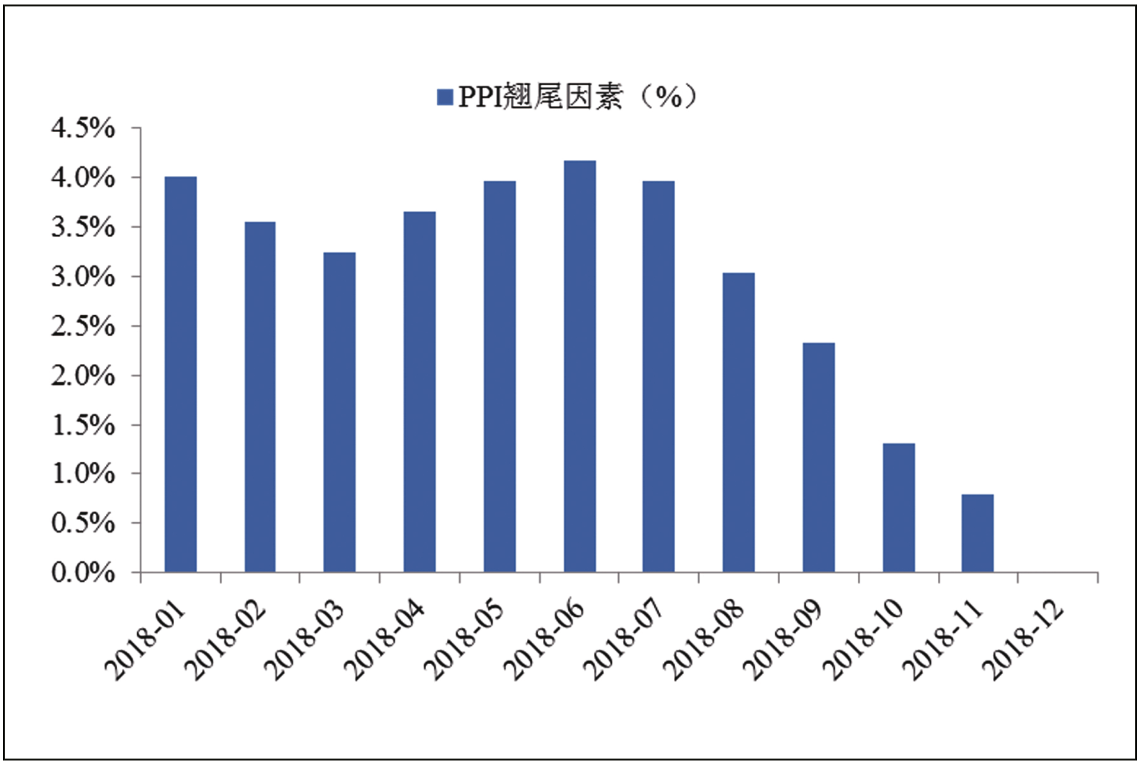


图 5　2018 年各月 PPI 翘尾因素的变化情况

GDP 平减指数方面，2018 年一季度中国 GDP 平减指数为 3.4%，比去年四季度下降 0.8 个百分点，比去年同期下降 1.4 个百分点。GDP 平减指数的回落主要是由生产领域价格水平的回落所致，走势符合预期。

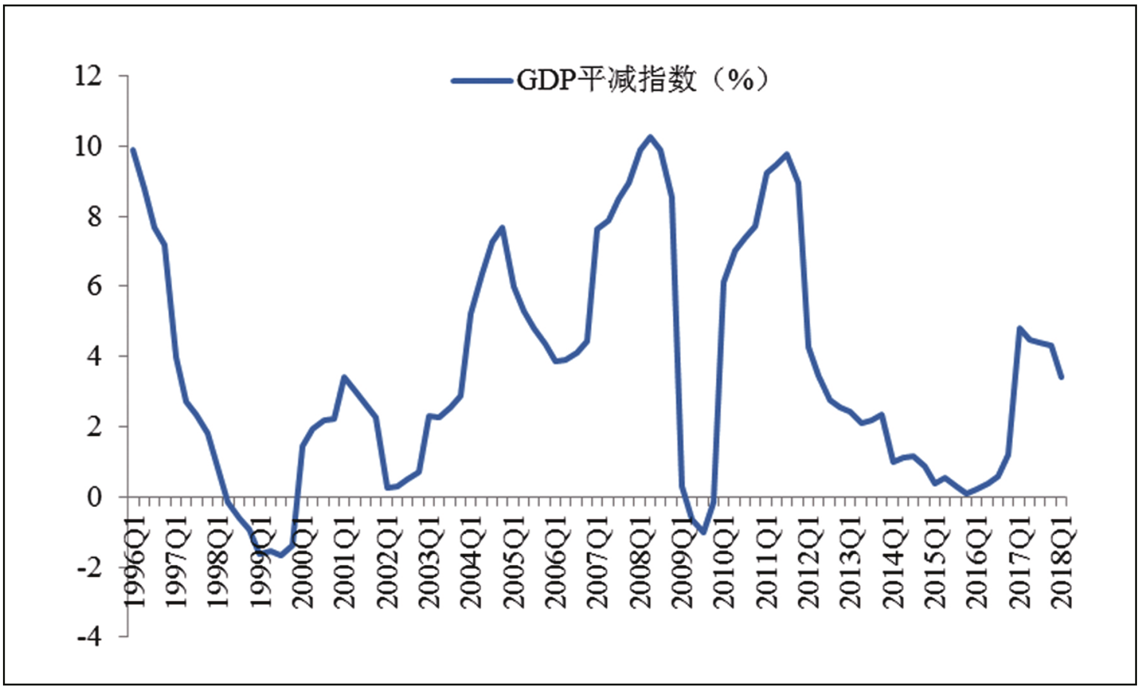


图 6　GDP 平减指数变化情况

3. 供给方面，工业增长有所加快，服务业保持平稳较快增长

2018 年 1—5 月工业增加值同比增速为 6.9％，比去年同期提高 0.2 个百分点。工业增长的加快也表现在产能利用率的提升，一季度工业产能利用率为 76.5％，比去年一季度提高了 0.7 个百分点。分门类来看，2018 年 1—5 月采矿业增加值增速由去年同期的－1.2％上升至 1.3％，增速上升幅度达到 2.5 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增速由去年同期的 8.2％上升至 10.8％，增速上升幅度达到 2.6 个百分点；制造业增加值增速反而是由去年同期的 7.2％下降至 7.0％，增速下滑了 0.2 个百分点(图 7)。由此可见，今年工业增速的回升更多是由一些传统高耗能产业的增速回升所带动，需要引起一定的警惕。

此外需要注意的是，工业增加值的单月增速波动主要由一些短期因素所致，不宜过度解读。比如，今年 4 月份工业增加值增速比 3 月份大幅上升了 1 个百分点，主要由两点短期因素所致。一是，今年 3 月份的两会时长长于去年，使得 3 月份被压制的生产更多，相应地转移至 4 月份的生产任务更重，从而导致 3 月份工业增速

偏低、4 月份增速偏高。二是,2017 年 4 月份受五一假期提前的影响,工作日仅为 19 天,比 2018 年 4 月份少一天。由此,低基数效应一定程度上也导致了 4 月份工业增速的上升。因此,4 月份工业增长的显著加快不具有可持续性,相应地,5 月份工业增加值增速相较于 4 月份有所回落也属正常现象。从 1—5 月的工业增加值累计增速来看,当前工业仍保持平稳较快的增长态势。

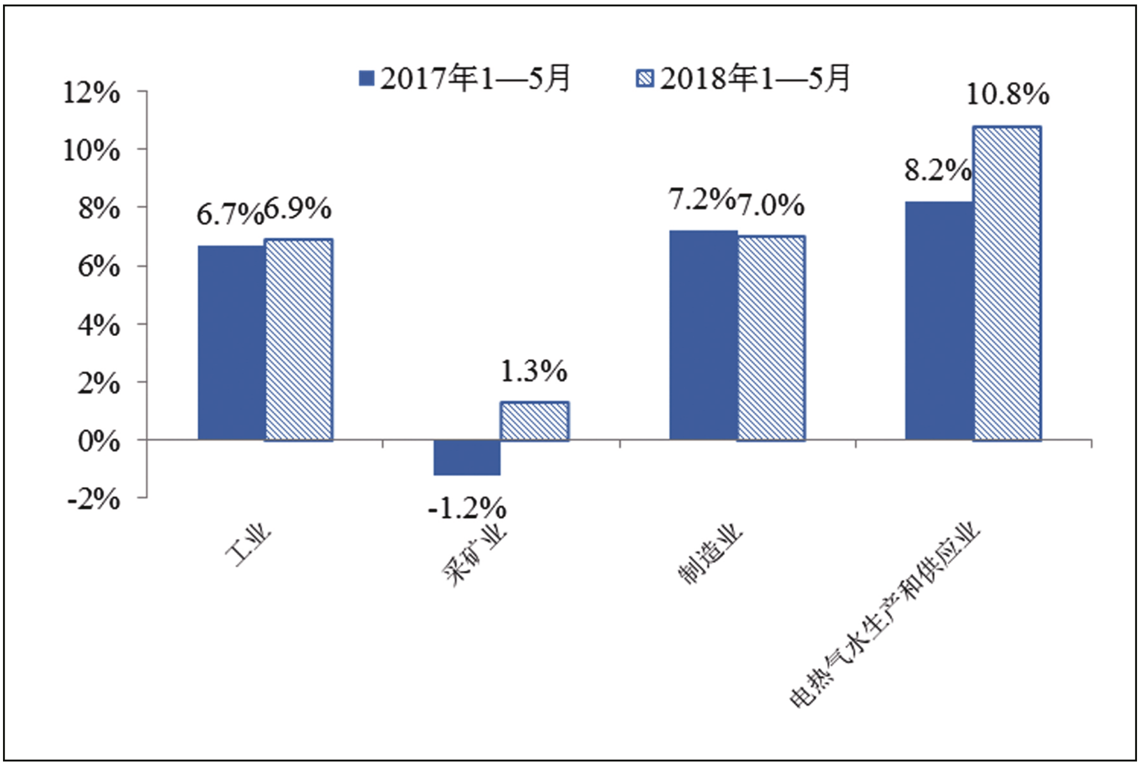


图 7　工业内部分门类增加值增速对比

2018 年上半年服务业依然延续了之前平稳增长的走势。生产方面,1—5 月,全国服务业生产指数同比增长 8.1%,比去年同期略微回落 0.1 个百分点,继续快于工业增速(图 8)。景气度方面,2018 年以来非制造业 PMI 一直保持在 54%以上的较高水平,并且 2 月份之后非制造业 PMI 持续温和上升(图 9),由 2 月份的 54.4%上升至 5 月份的 54.9%,由此也反映出服务业的平稳扩张态势。企业收入方面,2018 年一季度,规模以上服务业营业收入同比增长 13.6%,增速比去年同期加快了 0.3 个百分点。其中,战略性新兴服务业、科技服务业、高技术服务业营业收入同比分别增长 18.0%、16.2%和 14.4%,分别快于全部规模以上服务业 4.4、2.6

和 0.8 个百分点。

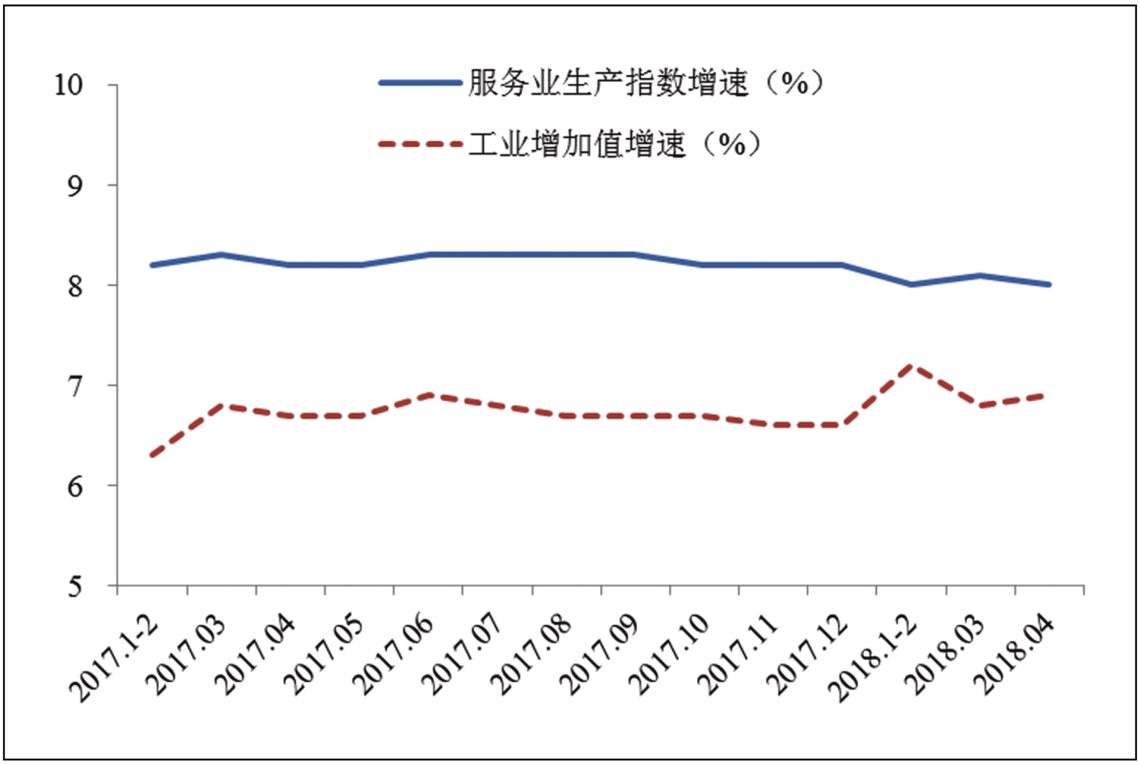


图 8　服务业保持平稳增长且增速持续快于工业

4. 需求层面，消费、投资与出口均出现疲软迹象

就消费而言，2018 年 1—5 月社会消费品零售总额增速为 9.5%，低于去年同期 0.8 个百分点，进一步从剔除价格因素的实际增速来看，1—5 月社会消费品零售实际增速仅为 7.8%，比去年同期下降了 1.8 个百分点(图 10)。从 1—5 月限额以上单位的各类商品零售总额增速来看，与去年同期相比，家具类与建筑及装潢材料类商品零售总额增速下滑较为明显，分别下滑了 4.1 和 5.3 个百分点，这主要是受到房地产市场调控升级的影响。此外，饮料类商品零售增速下滑了 4.4 个百分点，粮油、食品类商品零售增速下滑了 2.4 个百分点，烟酒类商品零售增速下滑了 1.4 个百分点。

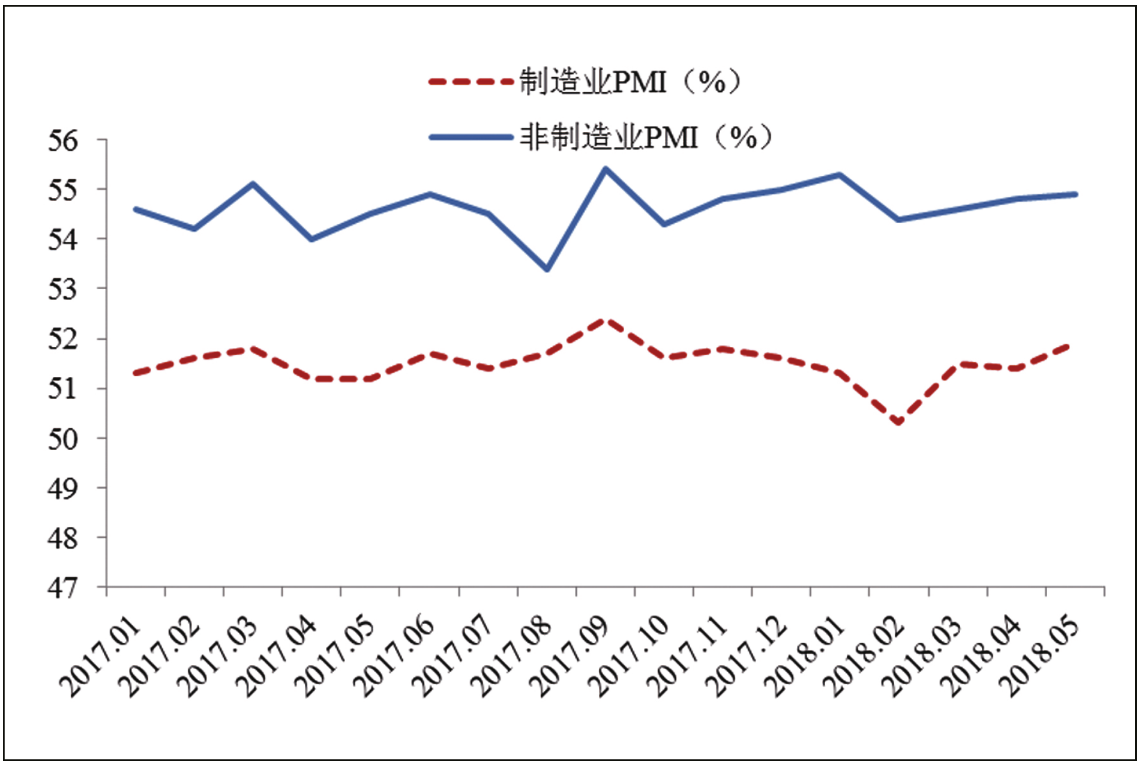


图 9　2018 年 2 月份以来非制造业 PMI 持续温和上升

消费需求的低迷也反映在人均消费性支出的低增长之上。2018 年一季度，全国居民人均消费性支出 5162 元，同比名义增长 7.6%，比去年同期下降 0.1 个百分点。进一步扣除价格因素后，全国居民人均消费性支出的同比实际增速仅为 5.4%，比去年同期下降了 0.8 个百分点。其中，城镇居民人均消费性支出的名义增速和实际增速更低，分别仅为 5.7% 和 3.4%，比去年同期下降 1.3 和 2 个百分点。

就投资而言，2018 年以来全国固定资产投资增速逐月下滑，1—5 月仅同比增长 6.1%，比去年同期下降 2.5 个百分点，为该数据有记录以来的历史同期最低点。分产业来看，第一产业固定资产投资增速为 15.2%，比去年同期下滑 1.7 个百分点；第二产业投资增速 2.5%，比去年同期下滑 1.1 个百分点；第三产业投资增速为 7.7%，比去年同期下滑 3.9 个百分点，下滑幅度最大。第三产业投资增速的快速下滑主要由基础设施投资增速的显著放缓所致，2018 年 1—5 月基础设施投资增速仅为 9.4%，比去年同期大幅下滑了 11.5 个百分点。

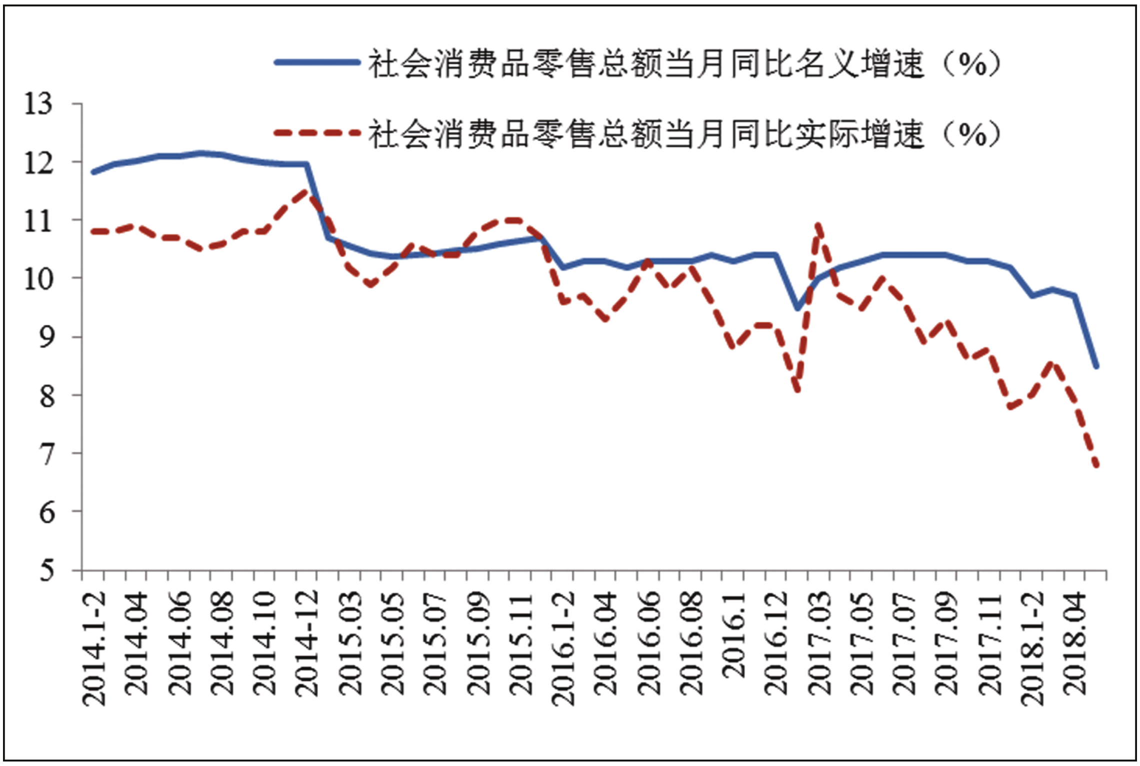


图 10　社会消费品零售额的名义与实际增速下滑较为明显

不仅如此，进一步考虑到以下两点，可以发现当前我国投资需求实际上更为低迷。一是，由于 2018 年一季度固定资产投资价格指数高于去年同期 1.7 个百分点，所以剔除价格因素后，固定资产投资实际增速的降幅更大，甚至已经接近于零增长（图 11）。二是，6.1％的固定资产投资增速还是在房地产开发投资超预期增长的情况下取得的。1—5 月房地产开发投资增速为 10.2％，比去年同期上升了 1.4 个百分点。剔除房地产开发投资之后的测算结果显示，2018 年 1—5 月，固定资产投资增速（不包含房地产开发投资）仅有 5.1％，比去年同期大幅下滑 3.4 个百分点（图 12）。

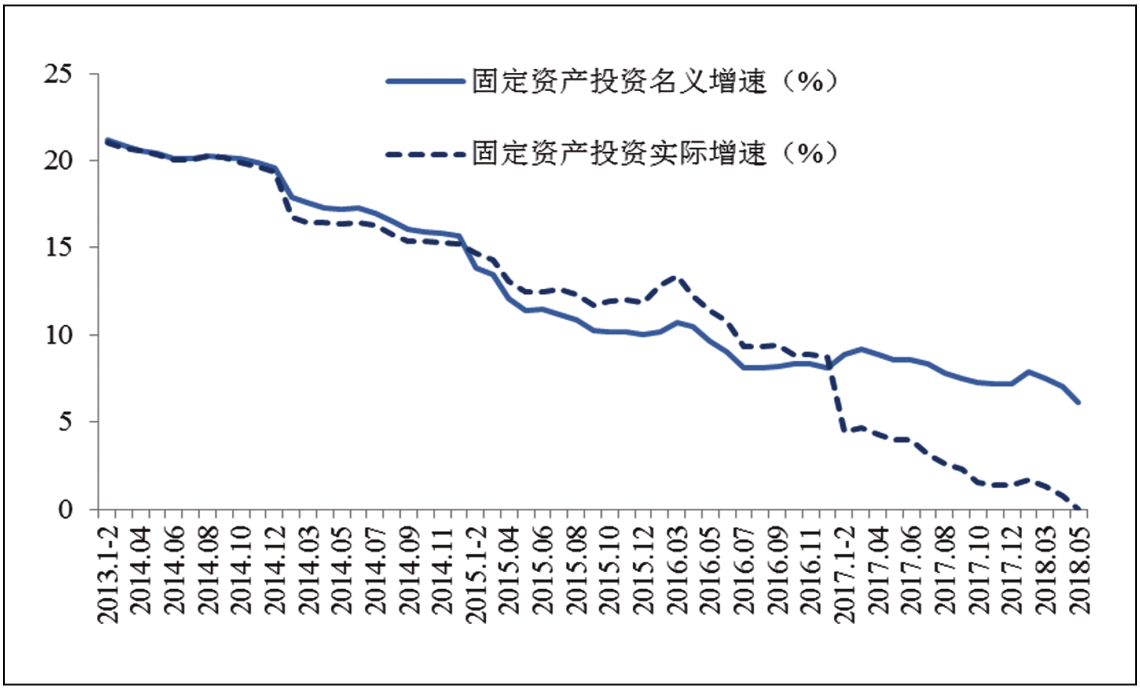


图 11　固定资产投资实际增速的降幅更为明显

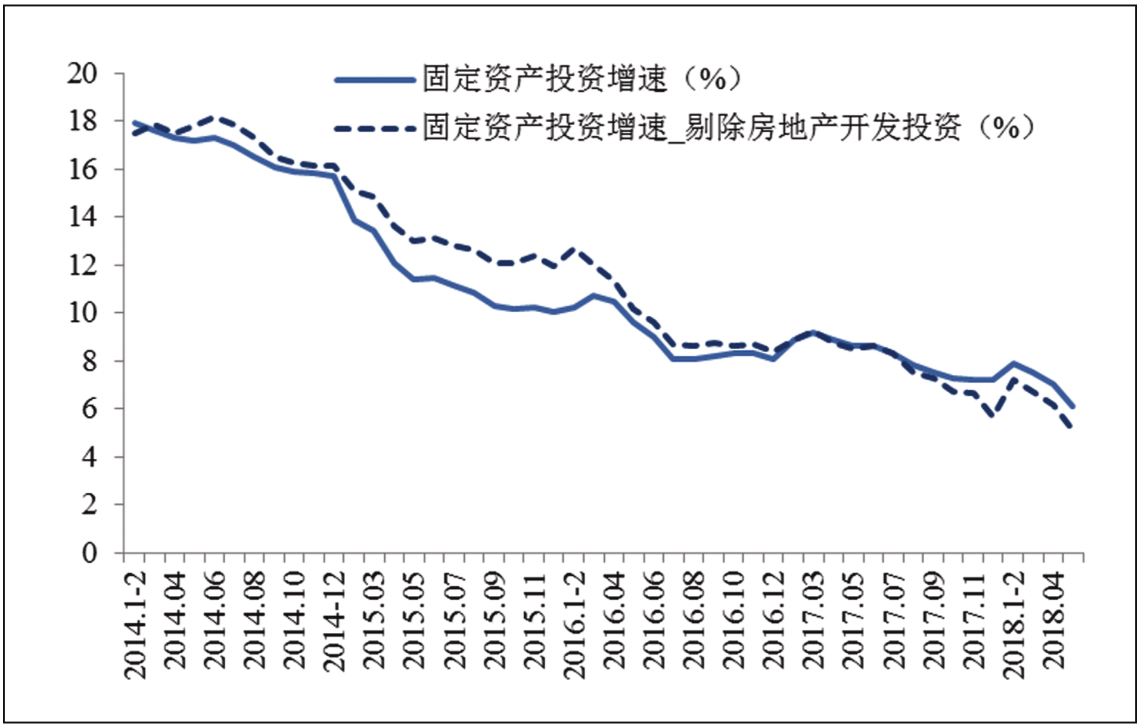


图 12　剔除房地产开发投资后固定资产投资增速变化情况

就出口而言，2018年以来，人民币计价的出口总额增速与美元计价的出口总额增速走势出现了一定的差异(图13)。2018年1—5月以人民币计价的出口总额同比增速为5.5%，比去年同期下降了8.2个百分点；以美元计价的出口总额同比增速更是达到了13.3%，比去年同期高出6.2个百分点。由于以美元计价的出口总额增速更多是受到汇率因素的干扰，所以人民币计价的出口总额增速更能反映出口的实际情况，其增速下滑表明今年上半年我国出口已一定程度受到了贸易摩擦加剧与前期人民币汇率上升等因素的影响，开始有所走弱。

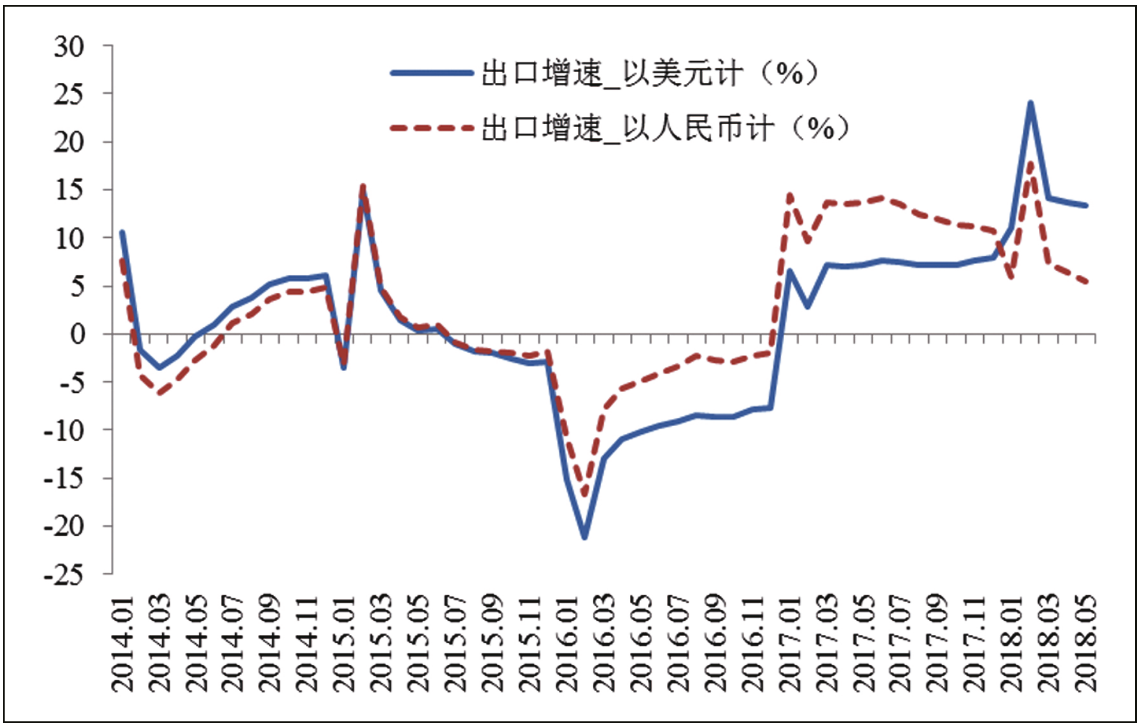


图13 人民币计价和美元计价出口总额增速变化情况

工业出口交货值增速的下滑也进一步印证了出口需求走弱的态势。2018年1—5月工业出口交货值同比增长6.4%，比去年同期下滑了4个百分点。此外需要注意的是，2018年以来一些企业由于担心下半年中美关税政策落地后的影响，所以在上半年提前进行了出口贸易，即“出口抢跑”现象。这突出表现为3月份以来我国制造业企业新出口订单指数与全球制造业PMI指数的背离走势之上(图14)。“出口抢跑”现象一定程度拉高了上半年的出口增速，同时也掩盖了实际上更为疲软的出口需求。

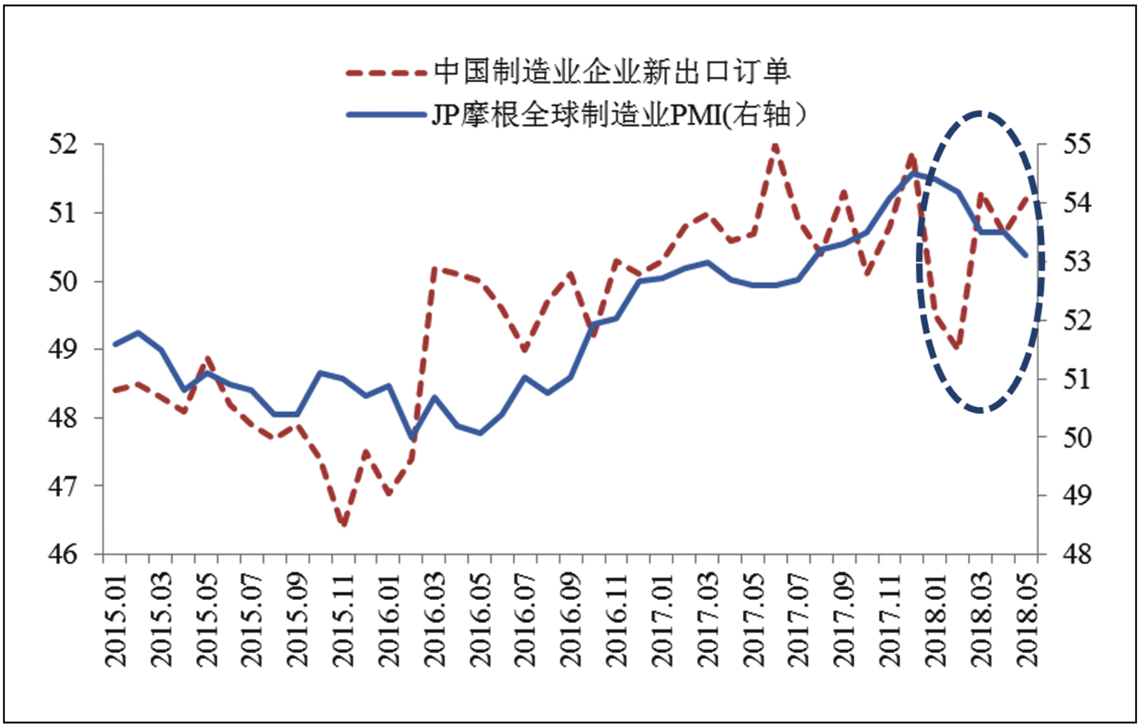


图 14　中国制造业新出口订单指数与全球制造业 PMI 指数出现背离

5. 产业、投资与消费结构有所改善，金融风险得到初步遏制，上半年我国经济增长质量得到一定提升

产业结构方面，服务业增长速度继续快于工业，从而使得第三产业占 GDP 的比重进一步上升。2018 年一季度，第一、二、三产业增加值占 GDP 的比重分别为 4.5％、39.0％和 56.6％。与去年同期相比，第三产业所占比重的提升幅度最大，达到了 0.3 个百分点。与此同时，工业内部结构也在优化升级，表现为高新技术产业呈现出较好的发展态势。从增加值增速来看，2018 年 1—5 月份高技术制造业同比增长 12.0％，装备制造业增长 9.3％，分别高于整体工业增加值增速 5.1 个和 2.4 个百分点。从新产品产量来看，2018 年 1—4 月份新能源汽车同比增速达到 113％，工业机器人增速高达 30％以上。3D 打印设备、生物基化学纤维、单晶硅、石墨烯、太阳能电池、集成电路等新产品也均呈现两位数以上快速增长。

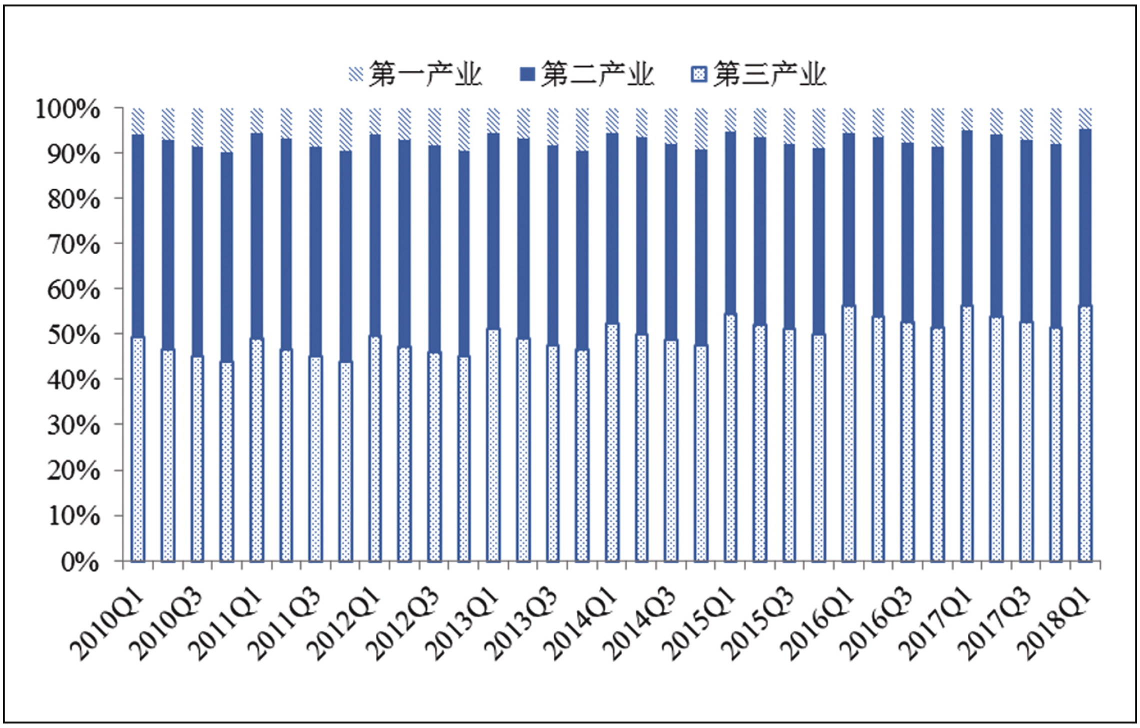


图 15　三次产业增加值占 GDP 比重的变化情况

投资结构方面，民间固定资产投资增速重新快于整体固定资产投资增速，民间投资占比有所回升。尽管 2018 年以来全国固定资产投资增速不尽如人意，但在内部结构上发生了一些积极的变化，突出表现为民间投资增速摆脱了 2016 年和 2017 年的低迷走势，出现了较为明显的回升。2018 年 1—5 月民间固定资产投资增速为 8.1%，比去年同期上升 1.3 个百分点，高于同期整体固定资产投资增速 2 个百分点（图 16）。相应地，民间投资占整体固定资产投资的比重企稳回升，2018 年 1—5 月民间投资占比为 62.2%，比去年同期上升 1.2 个百分点。

消费结构方面，虽然整体消费增长较为疲软，但居民消费结构升级势头仍在延续。从线下消费品零售增速来看，2018 年 1—5 月份限额以上单位的化妆品类、服装鞋帽与针纺织品类、家电与音响器材类以及汽车类等与消费结构升级相关商品的销售增速分别为 14.8%、9.1%和 4.8%，比去年同期上升 3.7、1.9 和 0.6 个百分点。而且，由于 5 月份汽车类消费受到了 7 月 1 日起实行进口汽车关税下调政策的一定影响，部分居民推迟了购买汽车的计划，如果剔除这一影响，今年前 5 个月汽车类消费增速的上升幅度应该更大。从线上网络消费增速来看，2018 年 1—5 月全国网上零售额同比增长 30.7%，依然保持较快增长速度。其中，非实物商品网

上零售额增速更快，达到了33%，快于实物商品网上零售额的增速（30%），这也从侧面反映了居民更加注重服务类消费的趋势。

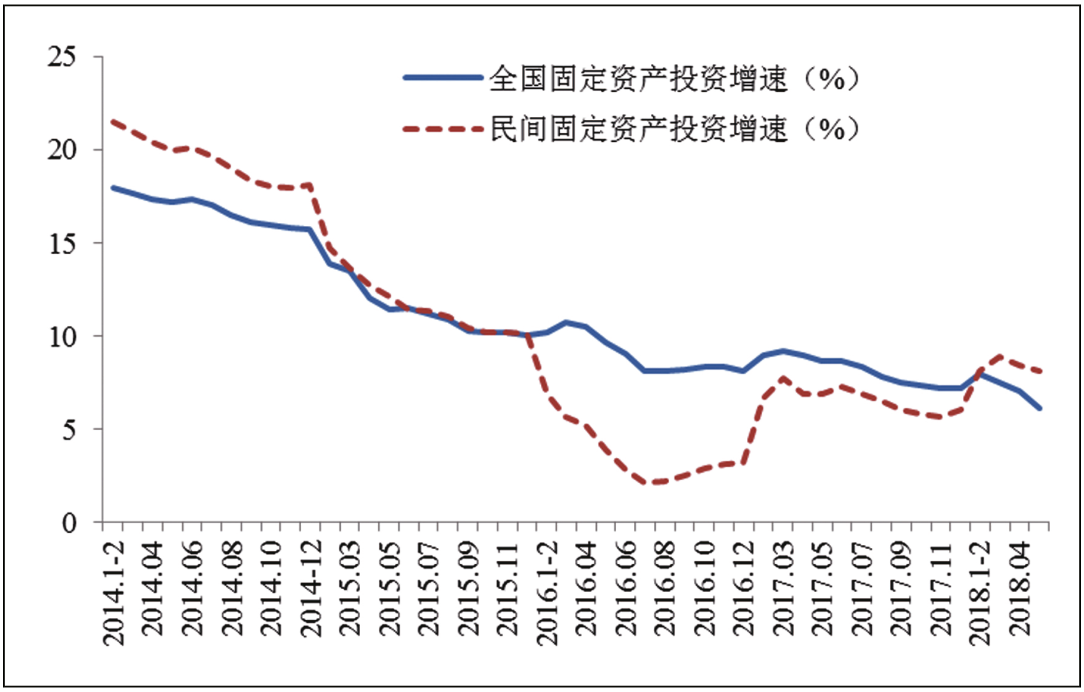


图 16　2018 年以来民间固定资产投资增速重新快于整体固定资产投资增速

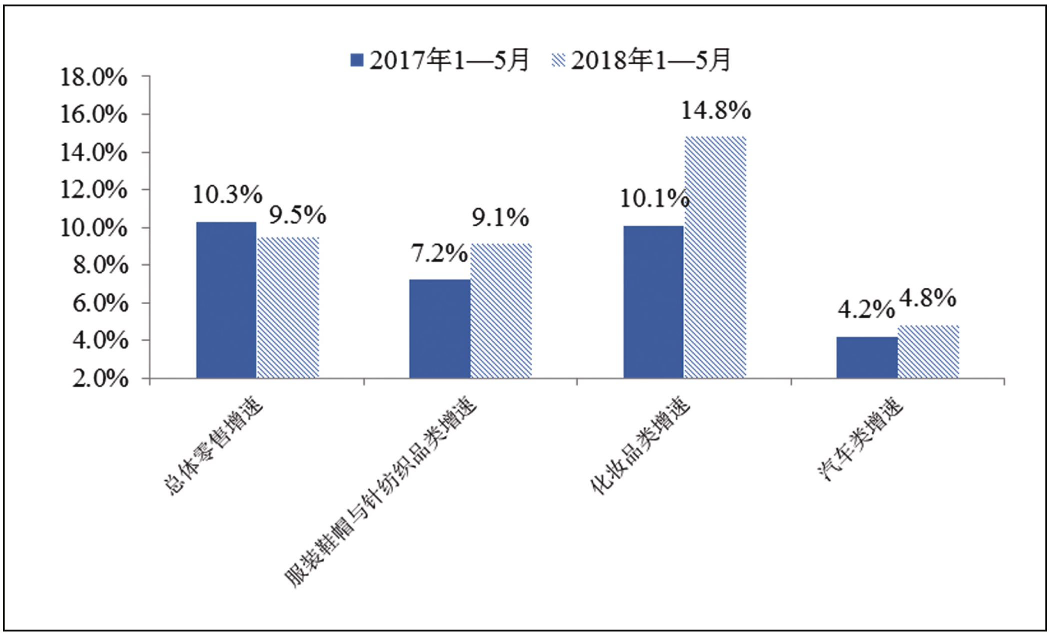


图 17　与消费结构升级相关的产品销售增速有所加快

金融风险方面，2018 年以来金融风险防控取得初步成效，部分金融风险得到一定遏制，主要表现为以下几点。一是，同业与表外业务规模增速持续放缓，金融体系无序扩张势头得到一定遏制（图 18）。截至 2018 年 5 月末，商业银行同业资产同比下降 3.7%，[①]增速比去年同期下降了 14.6 个百分点；委托与信托贷款余额同比增长 3.4%，增速比去年同期大幅下降了 17.2 个百分点。二是，互联网金融整治工作取得积极进展，大量不符规定的 P2P 网贷平台不得不退出市场，互联网金融行业的规范程度得到了较为明显的提升。根据网贷之家的统计数据，截至 2018 年 5 月末，正常运营的网贷平台只有 1954 家，相比于 2017 年同期平台数量下降了 13.1%，相较于平台数量最高点时更是大幅下降了 46%（图 19）。三是，地方的 PPP 项目乱象得到治理，大量低质量或存在“名股实债”问题的 PPP 项目被清退。财政部 PPP 中心发布的数据显示，截至 2018 年 3 月末，综合信息平台已累计清退管理库项目 1160 个，累计清减投资额 1.2 万亿元。

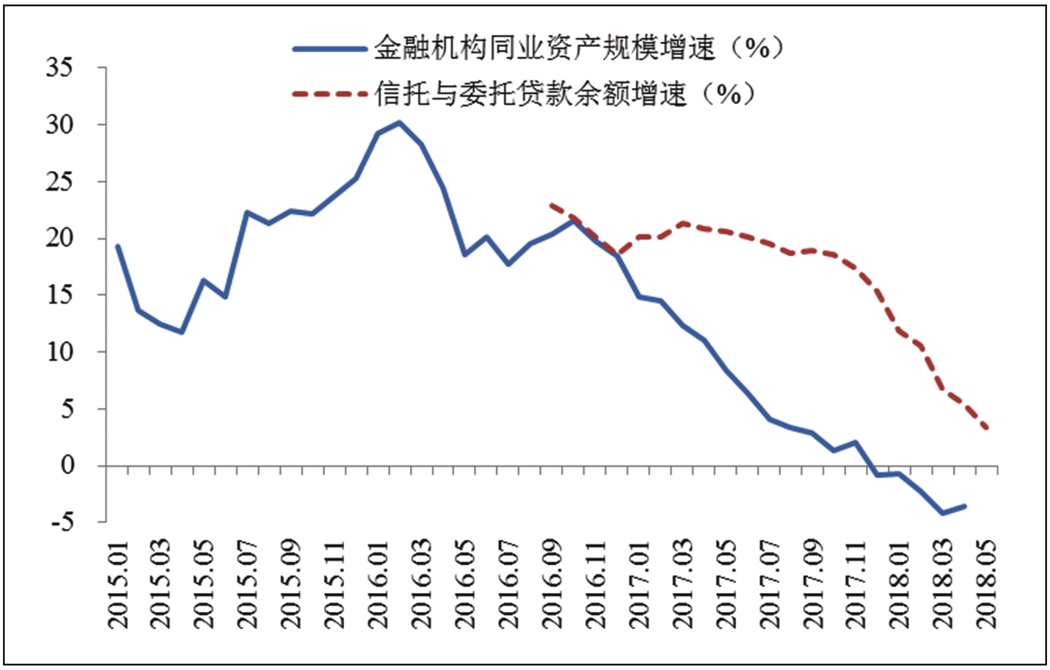


图 18　同业与表外业务规模增速持续下滑

① 参照目前普遍所采用的测算方式，本报告中同业资产包含其他存款性公司资产负债表中对其他存款性公司债权与其他存款性公司资产负债表中对其他金融性公司债权。

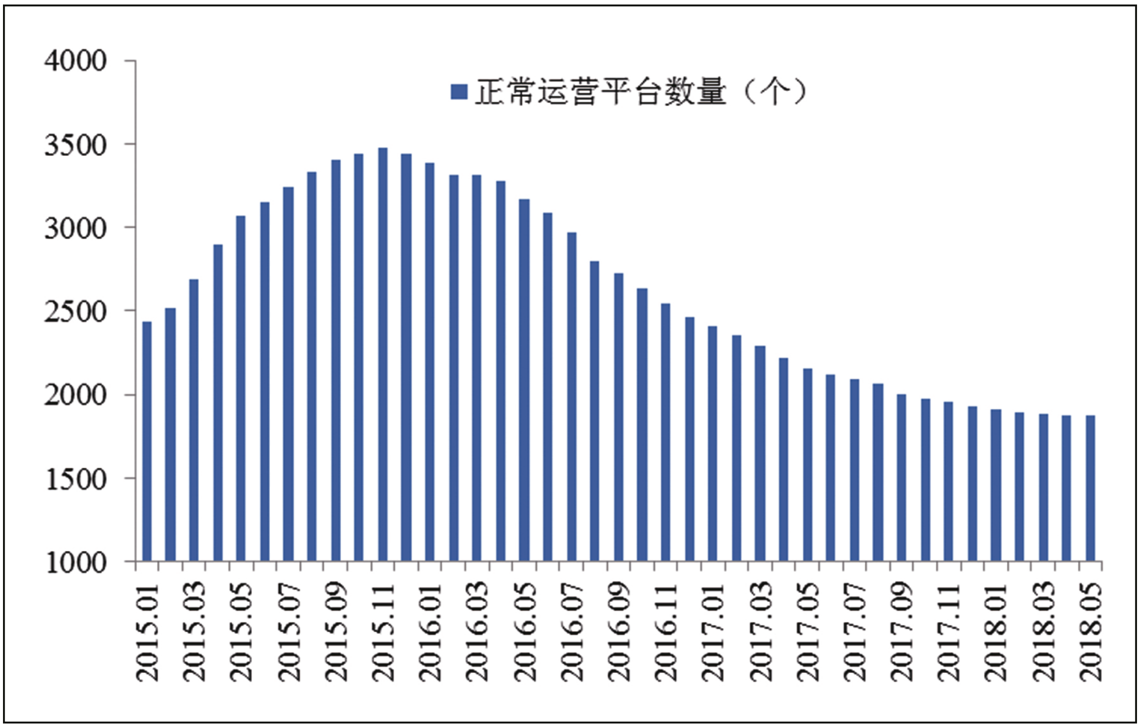


图 19　正常运营的 P2P 平台数量变化情况

总体来看，供给强劲与需求疲软，是今年上半年我国经济运行的核心特征。由于我国 GDP 是以生产法进行核算，所以供给端强劲的生产会使得上半年 GDP 保持平稳增长。但是，总需求才是决定未来一段时间内经济运行的核心要素，其持续疲软对经济增速的影响将会逐步显现，这也是当前经济平稳运行态势下的隐忧。

第二部分　下半年中国经济需要警惕六大风险点

1. 房价持续上涨与家庭债务压力不断加大背景下，需警惕消费增速过快下滑的风险

2018年以来，无论是从社会消费品零售增速还是从居民消费支出增速来看，居民消费情况不容乐观。1—5月社会消费品零售总额的名义和实际增速分别为9.5％和7.8％，比去年同期下降0.8和1.8个百分点；一季度，全国居民人均消费性支出的名义和实际增速分别为7.6％和5.4％，比去年同期下滑0.1和0.8个百分点。但从收入端来看，很难较好地解释居民消费增速的明显下滑。2018年一季度居民平均收入名义增速为8.8％，比去年同期提高0.3个百分点；中位数收入增速为8.5％，比去年同期提高1.5个百分点。不仅如此，2018年前4个月消费者信心指数一直保持在125％以上的高位，也表明居民对宏观经济保持乐观预期。本报告认为，之所以在居民收入未有明显下滑且消费者信心保持高位情况下消费增速出现了明显下滑，主要与近两年持续攀升的房价以及由此带来的家庭债务负担上升有关。

房价上涨对居民消费的挤出作用突出表现为以下两点。一是，由于房价上涨主要是对城镇居民产生影响，对农村居民影响不大，所以可以从当前城镇与农村居民消费支出增速的分化走势来印证房价上涨对居民消费的挤出作用。2017年以来在房价快速上涨阶段的一点主要变化就是城镇居民人均消费支出增速显著下滑，而农村居民人均消费支出增速趋势性上升。2018年一季度城镇居民人均消费性支出的同比实际增速仅有3.4％，而农村居民人均消费性支出的同比实际增速达

到了 8.8%，两者差距明显(图 20)。[①] 这一分化走势一定程度上印证了房价上涨已经对居民消费产生了挤出作用。二是，居民住房类消费支出占比明显上升，挤占了居民其他方面的消费支出。2018 年一季度全国人均住房消费占总体消费支出比例达到 21.4%，比去年同期大幅上升了约 1.1 个百分点，在各项消费支出中的占比上升幅度最大。21.4%的住房消费支出占比也是该项数据近五年以来的同期最高点(图 21)。相应地，居民其他几项消费支出占比出现了一定的下滑，尤其是代表居民消费结构升级方向的教育文化和娱乐支出占比较去年同期下降了 1.2 个百分点。由此可见，当前房价上涨对居民消费的挤出作用已不容忽视，或已对当前居民消费结构升级步伐产生阻碍。

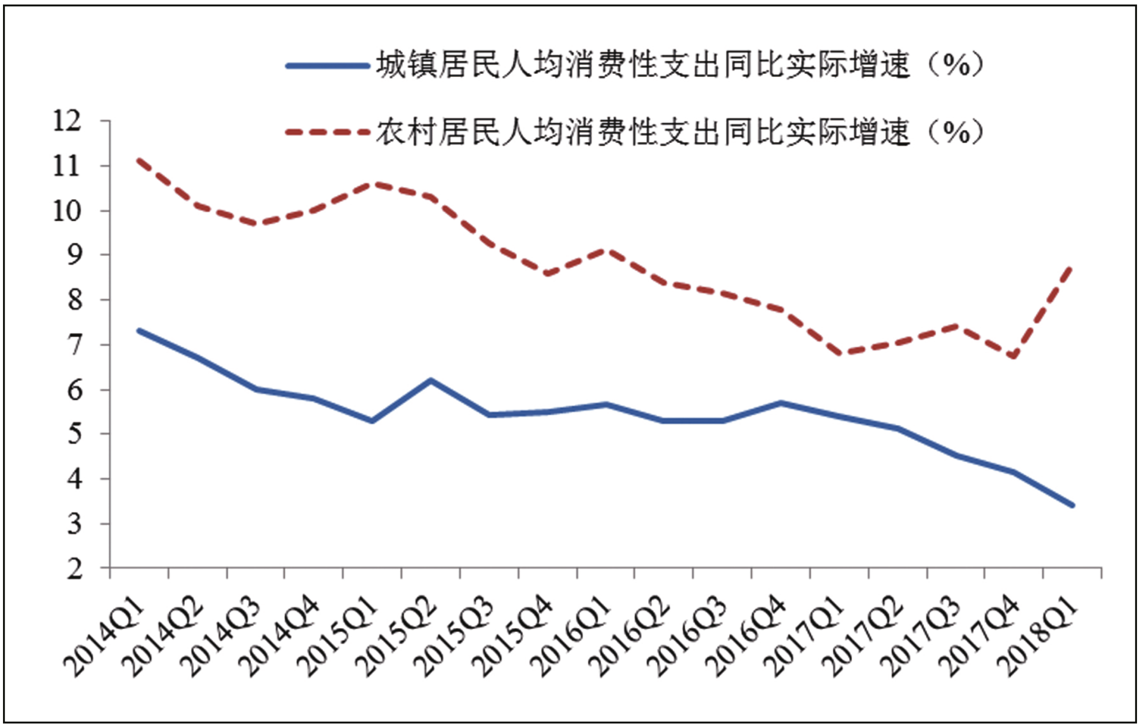


图 20　城镇与农村居民人均消费性支出增速走势分化

① 从城镇居民和农村居民收入增速来看，一季度城镇居民人均可支配收入同比增速为 5.7%，比去年同期下降 0.6 个百分点；农村居民人均收入同比增速为 6.8%，比去年同期下降 0.4 个百分点。 因此，仅从收入端难以较好地解释城镇与农村居民消费支出增速的变化。

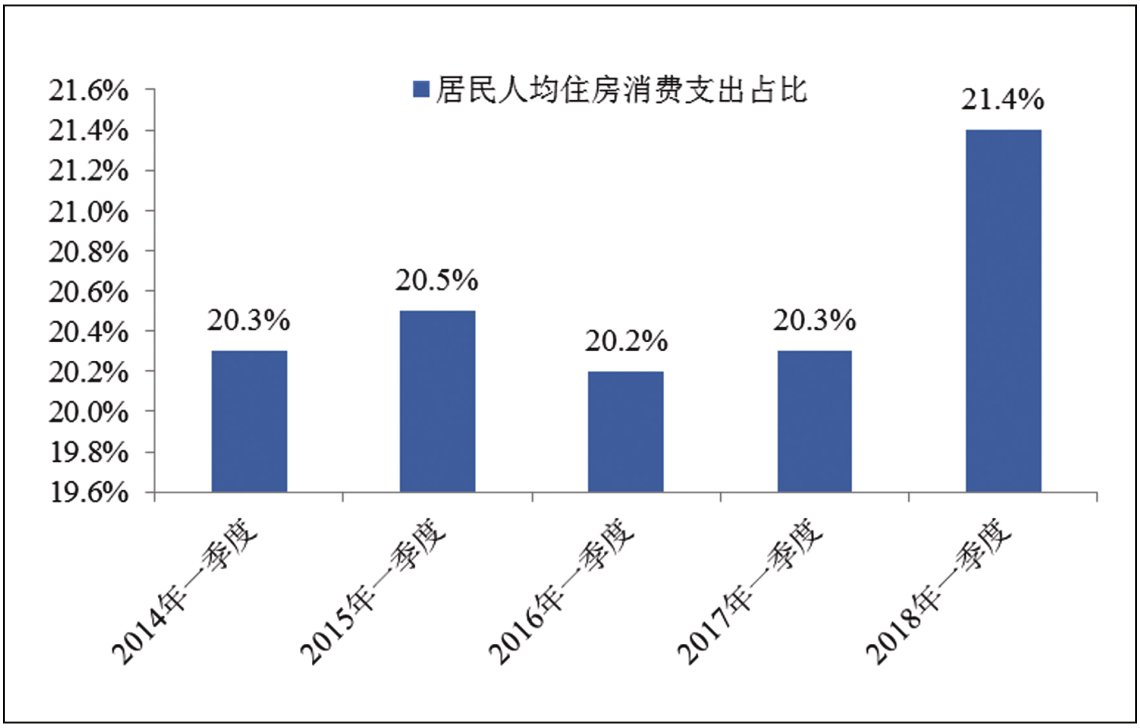


图 21　居民人均住房消费支出占比处于近五年来的同期最高点

此外,由于本轮房价的快速上涨伴随着的是家庭债务压力的大幅上升,[①]家庭债务压力的增加也对消费产生了较为明显的抑制作用。与以往几轮房价上涨不同,本轮房价的快速上涨一方面源于部分家庭加杠杆购房的投机性行为,另一方面源于一些年轻家庭在“再不买就买不起”担忧下提前集中入市。大量投机性行为与年轻家庭因为提前购房不得不增加借贷规模的直接后果就是,家庭部门贷款规模的迅猛扩张,债务压力迅速加重。根据 BIS 测算,家庭部门杠杆率在 2016 和 2017 年的两年间快速上升了 9.6 个百分点,家庭杠杆率攀升与社会消费品零售总额增速放缓的背离走势(图 22),也在一定程度上反映了家庭债务对消费支出的抑制作用。

① 之所以本轮房价上涨伴随着家庭债务规模增加，主要是因为本轮购房需求一方面源于部分家庭加杠杆购房的投机性行为，另一方面源于一些年轻家庭在“再不买就买不起”担忧下提前集中入市。 大量投机性行为与年轻家庭因为提前购房不得不增加借贷规模的直接后果就是，家庭部门债务规模的迅猛扩张。

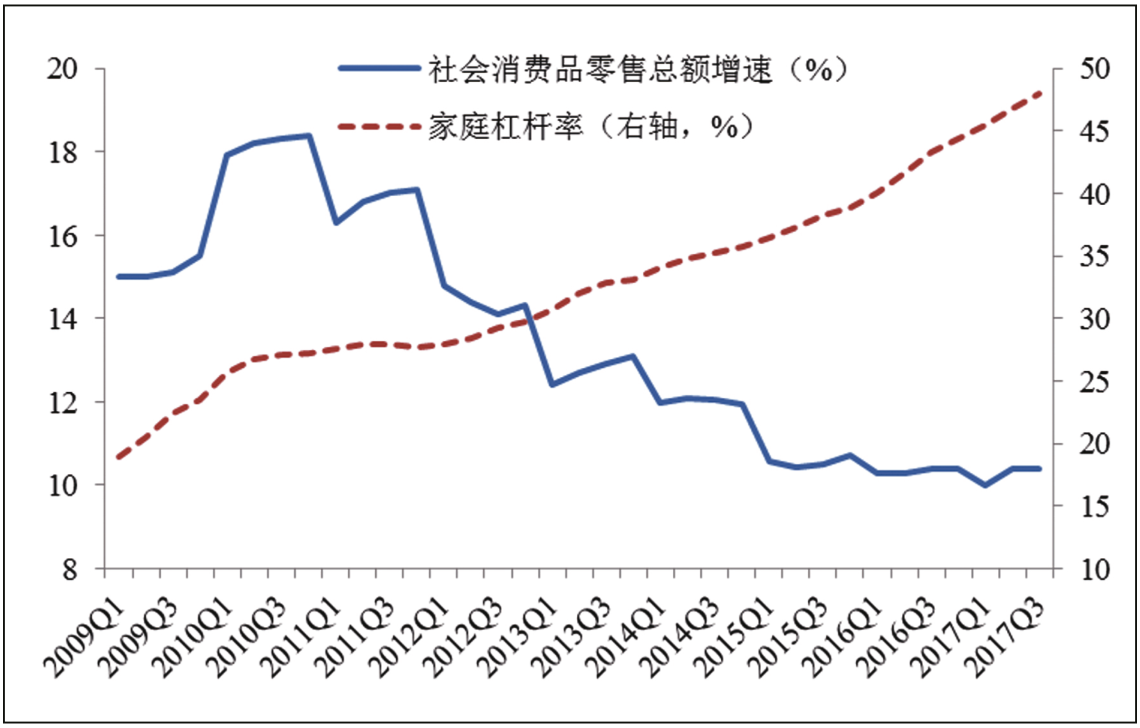


图 22　家庭部门杠杆率与社会消费品零售增速走势分化

当前，房价快速上涨的势头还未得到全面有效的遏制，截至 2018 年 5 月，全国商品房平均价格为 8647.2 元/平米，相较于 2017 年底上涨了 9.6%，相比于 2017 年同期上涨了 8.6%。与此同时，家庭贷款规模仍在快速增长，截至 2018 年 5 月末，住户贷款同比增速高达 19.3%，远远高于居民人均可支配收入增速，这意味着家庭债务/家庭收入比例仍在快速攀升，家庭债务压力继续增大。在此情况下，未来一定时期内消费增速将承受更大的下行压力。不仅如此，消费增速下行将通过导致经济增速放缓使得居民收入受到影响，从而进一步加大消费下行压力，从而形成恶性循环。由此，不排除未来消费出现快速下滑的风险，需要高度警惕。

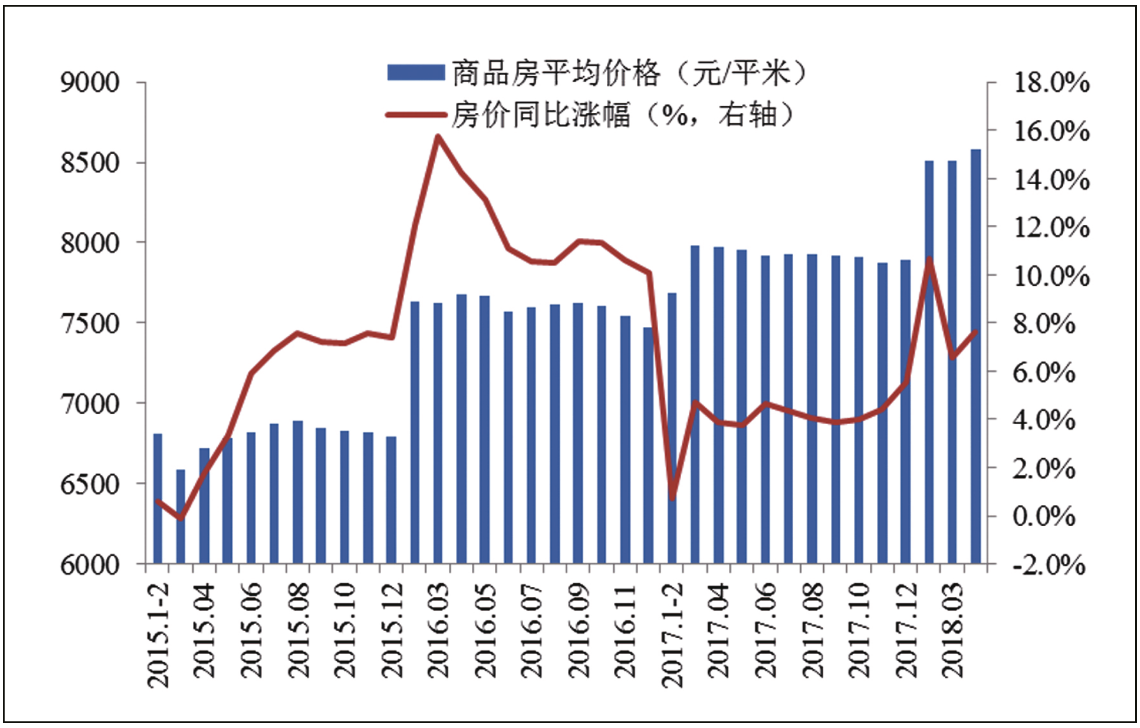


图 23　全国房价平均水平仍处于上涨态势

2. 广义财政收入增速加快虽然改善了政府的收支压力，但需警惕宏观税负进一步加重的风险

2018 年 1—5 月，全国一般公共预算收入 86650 亿元，同比增长 12.2%，增速比去年同期上升 2.2 个百分点；全国政府性基金预算收入 25722 亿元，同比增长 39%，增速比去年同期上升 17.4 个百分点。财政收入增长的加快不仅能表明家庭与企业收入的增长，还有利于缓解政府收支压力，减轻政府债务负担，因而一般被视为国民经济向好的表现。不过，如果财政收入的过快增长，尤其是显著高于 GDP 增速，那么则意味着宏观税负的增加。所谓宏观税负是指政府总收入占 GDP 的比重，它涵盖了政府向所有市场主体征收的各类税费，是衡量全社会总体税费负担的重要指标。宏观税负过高将降低企业的利润和居民可支配收入，从而抑制企业投资和居民消费的积极性，从而加大经济的下行压力。

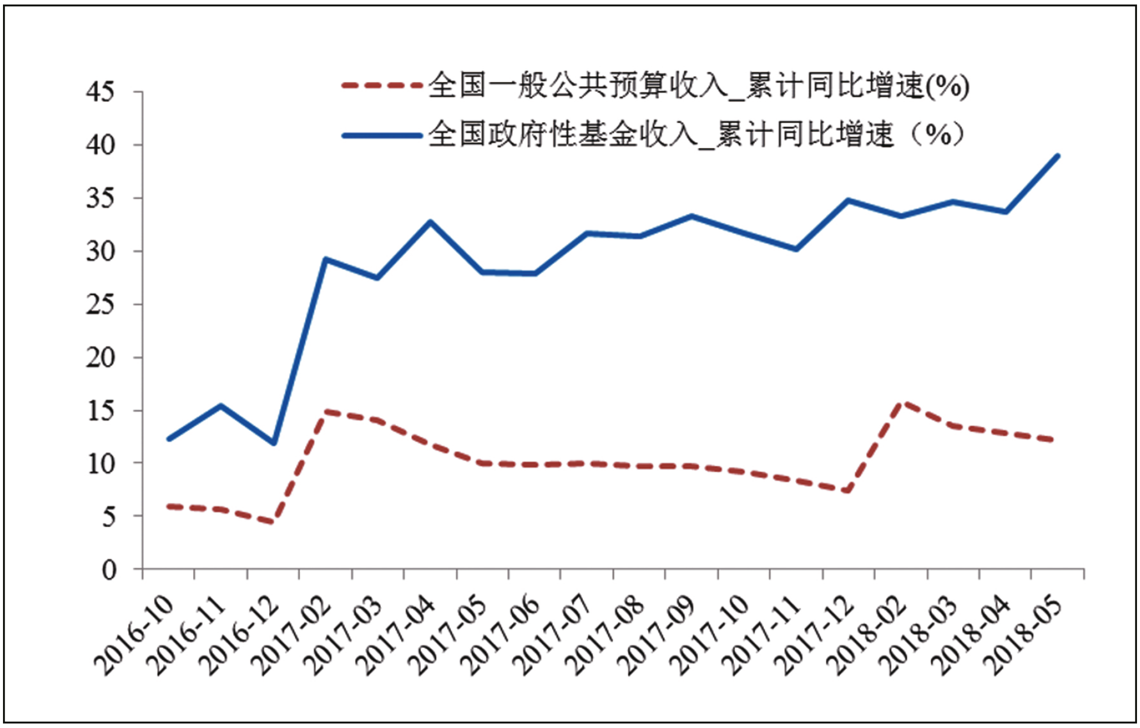


图 24　广义政府财政收入增长加快

现有研究主要基于三类口径对宏观税负水平进行衡量。一是小口径宏观税负，即税收占 GDP 的比重。二是中口径宏观税负，即财政收入占 GDP 的比重。财政收入指的是政府的一般公共预算收入。三是大口径宏观税负，即全部政府收入占 GDP 的比重。其中，政府收入是一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算以及社会保险基金预算四类预算收入之和(剔除重复部分)。[①] 上述三类口径中，中、小口径均会低估中国的宏观税负。究其原因，中国税收及财政收入之外的其他收入占中国政府收入的比重较高。根据财政部公布的数据，2017 年一般公共预算收入中的非税收入、政府性基金收入、国有资本经营收入以及社会保险基金收入之和占全部政府收入的一半左右。这部分收入同税收一样会减少企业利润和居民的可支配收入，是企业和居民的隐性负担。相比之下，大口径将全部政府收入考

① 中央公共财政收入调入政府性基金资金、国有资本经营收入调入公共财政资金、公共财政对社会保险基金的补助支出三部分内容在“四本账”之间是重复的。按照财政部以往年份公布的“我国财政收入规模及国际比较”，国有资本经营收入调入公共财政资金、公共财政对社会保险基金的补助支出这两项的数额极小，可以忽略不计。只需要将中央公共财政收入调入政府性基金资金剔除掉，即可较为准确的计算政府总收入。

虑在内,能够更准确地衡量中国的宏观税负。

测算结果表明,2017年我国宏观税负较2016年出现了一定的上升,考虑到2018年以来一般公共预算收入与政府性基金收入增速明显加快,宏观税负水平很可能进一步上升。事实上,自2012年我国经济增速呈现趋势性回落走势以来,我国宏观税负水平不仅没有明显下降,反而在个别年份还有所上升(表2)。然而,理想的税收制度下,宏观税负能够在经济下行压力加大时自动降低,实现自动稳定器的效果。比如,欧美发达国家在2008年全球金融危机期间,宏观税负均有所下降。其中,美国宏观税负在2008—2009年危机时期,相比危机前(2007年)累计下降幅度高达3.3个百分点。即使在2016年美国经济增长势头已出现明显改善,其宏观税负水平(26%)仍然低于2008年金融危机之前的26.7%(图25)。由此可见,在财政收入增长加快的背景下,当前我国更需警惕宏观税负进一步加重的风险。

表2　　2010—2017年间中国宏观税负的变化趋势

“四本账”	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1.一般公共预算收入/GDP	20.1%	21.2%	21.7%	21.7%	21.8%	22.1%	21.4%	20.9%
其中:税收收入/GDP	17.7%	18.3%	18.6%	18.6%	18.5%	18.1%	17.5%	17.5%
其中:非收收入/GDP	2.4%	2.9%	3.1%	3.1%	3.3%	4.0%	3.9%	3.4%
2.政府性基金收入/GDP	8.9%	8.5%	6.9%	8.8%	8.4%	6.1%	6.3%	7.4%
其中:土地出让金/GDP	7.1%	6.8%	5.3%	6.9%	6.6%	4.5%	5.0%	6.3%
其中:其他政府性基金/GDP	1.8%	1.6%	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.2%	1.1%
3.国有资本经营预算收入/GDP	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
4.社会保险基金收入/GDP	3.6%	4.2%	4.6%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%	5.2%
宏观税负	32.7%	34.0%	33.6%	35.3%	35.3%	33.6%	33.1%	33.8%

注:根据《新预算法》规定的“四本账”自行计算得到,而且已经扣除社会保险基金中的公共财政补贴。

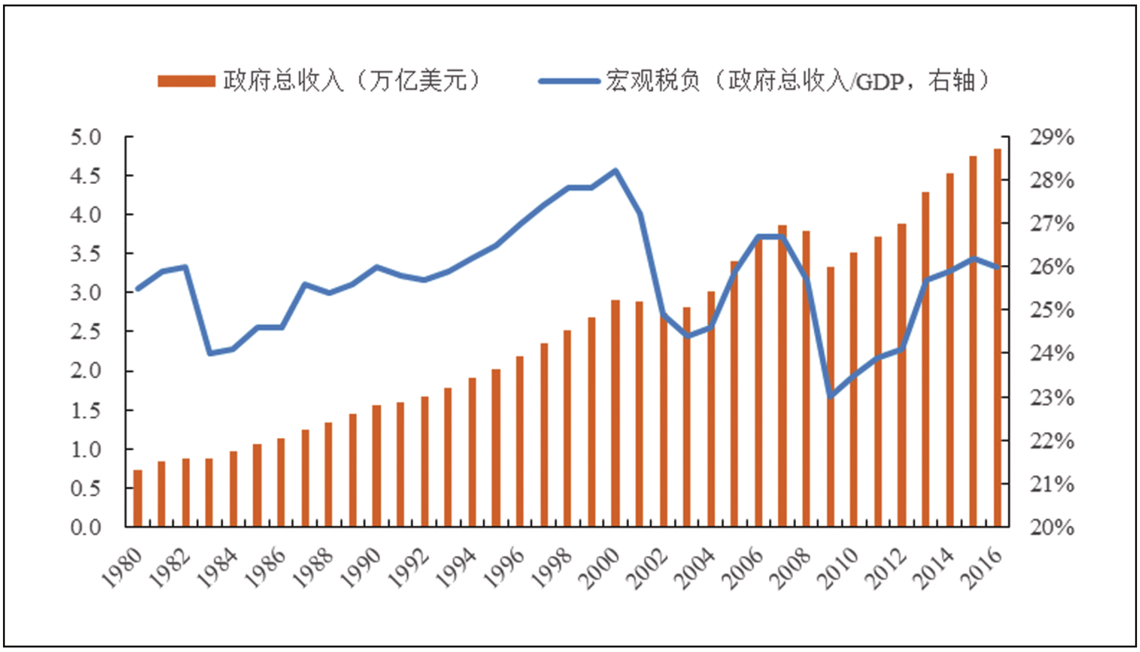


图 25　1980 年以来美国宏观税负的走势

3. 民间投资增速虽然短暂回升，但掣肘民间投资增长的核心因素没有发生本质性改善，需警惕民间投资增速再次下滑的风险

今年以来民间投资增速有所回升，前 5 个月同比增长 8.1%，增速比去年同期高 1.3 个百分点，比同期全国固定资产投资增速高 2 个百分点。据此测算，前 5 个月民间投资对全国固定资产投资的增长贡献率达到 80%左右，是支撑投资增长的核心力量。民间投资增长的改善一方面与企业家信心的回升有关，2018 年一季度企业家信心指数达到了 128，比去年四季度提高了 4.1 点，比去年同期提高了 4.3 点。另一方面，与 PPP 项目推进对民间投资起到了积极的促进作用有关。这突出表现为前 4 个月民间投资在铁路运输业、道路运输业、教育业等领域的增速较快，分别高达 67.7%、28.2%、28.7%，比去年同期增速高出 78.6 个、26.2 个和 20 个百分点。虽然短期内民间投资增长有所改善，但不容忽视的是掣肘民间投资增长的中长期主要因素并没有发生本质性改善，这很可能导致民间投资增速在短暂回升后重新回归下跌轨道。

一是，多数民营企业的经营生产成本依然偏高，没有得到有效改善。虽然

2018年以来工业企业整体经营成本有所下降，1—4月每百元主营业务收入中的成本为84.52元，同比减少0.21元，但不可忽视的是，各类企业的成本变化其实存在明显差异(图26)。分企业类型来看，2018年1—4月规模以上工业国有控股企业每百元主营业务收入中的成本为80.42元，同比减少0.73元。其中，大中型国企的成本更低，每百元主营业务收入中的成本仅为79.91元，同比减少0.83元。相比之下，规模以上工业私营企业每百元主营业务收入中的成本为88.52元，与去年同期持平。由此可见，当前大部分民营企业的经营成本不仅偏高，而且没有出现明显的下降。

不仅如此，今年以来在去杠杆导致融资环境收紧的情况下，民营企业的融资成本显著升高，突出表现利息支出增速的大幅上行。2018年1—5月规模以上工业私营企业的利息支出增速高达11.4%，比去年同期上升9.5个百分点。相比之下，规模以上工业国有控股企业与大中型国有控股企业的利息支出增速分别为8.3%和6.5%，仅比去年同期上升了5.4个和4.9个百分点(图27)。可见，去杠杆背景下民营企业一直以来所面临的融资难、融资贵问题正进一步加剧，这也会制约未来一段时期内的民间投资增长。

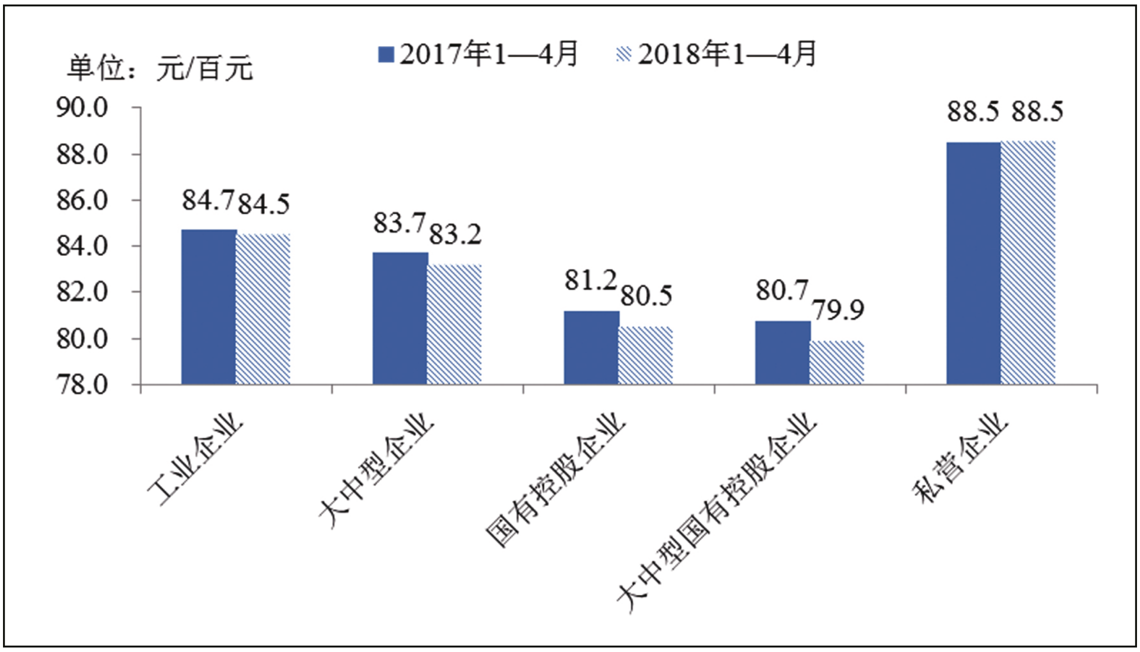


图26　各类企业每百元主营业务收入中的成本比较

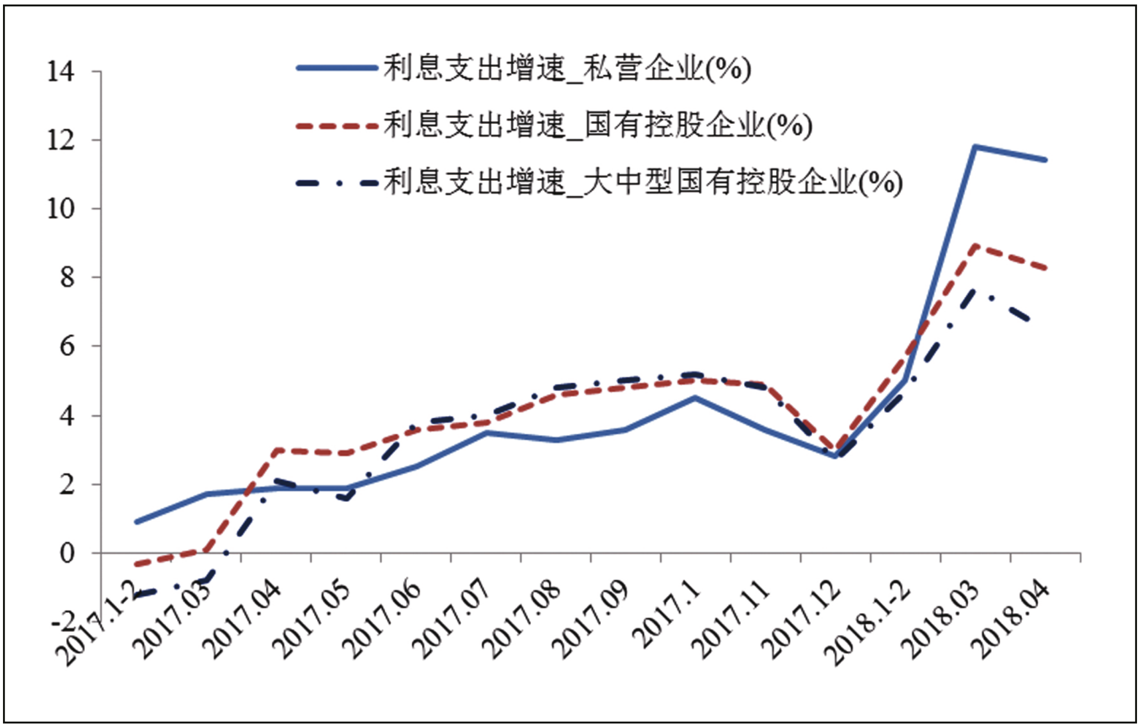


图 27　各类企业利息支出增速对比

二是，在宏观税负上升背景下，以民营企业为代表的小微企业税费负担的加重程度会更为明显。长期以来，我国小微企业相比于大型企业承担了较重的税负，《小微企业税收政策研究报告》的数据显示，2014 年大型上市公司纳税额占公司利润的比重为 28.4％，相比之下，小微企业纳税额占企业利润的比重为 35.8％，比大型企业高出 7％。造成小微企业税费负担过重的主要原因主要有如下三点（陈彦斌和陈惟，2017）。其一，小微企业相比大型企业面临较高的制度性交易成本。例如，企业在办理纳税事宜时需要遵从税法和税务机关的要求支付额外的人工成本、沟通成本等，这类费用被称为税收遵从成本。财政部下属的北京国家会计学院发布的《中小企业税收发展报告》发现，小微企业相比大型企业面临更高的税收遵从成本，高达 25.7％的小微企业税收遵从成本在 10 万元以上，税收遵从成本与企业规模之间呈负相关关系。其二，小微企业的税负转嫁能力较弱。由于小微企业所处的商品市场需求弹性较高，企业的议价能力较弱。在以流转税为主的税制结构下，难以与大型企业一样以提高商品价格的方式将税负部分转嫁给消费者，从而导致小微企业承担的流转税负担较重。其三，企业所得税减半、免征部分行政事业性

收费等一些针对小微企业的税费优惠政策落实不到位。《小微企业税收政策研究报告》调查了2014—2015年四项针对小微企业税费优惠政策的落实情况，结果表明，截至2015年，高达80%的小微企业表示没有享受到上述税费优惠政策。因此，在当前宏观税负上升的背景下，以民营企业为代表的小微企业税费负担的加重程度会更大，从而会对未来企业投资意愿产生影响。

三是，民间资本在部分行业领域面临的准入限制仍较强，由此民间投资进一步增长的空间依然受限。“玻璃门”、“旋转门”、“弹簧门”一直是制约民间投资增长的主要因素，反映的是民间资本在进入一些行业与领域过程中所面临的各种行政审批环节的阻碍和困难。尽管近年来中央先后出台了“民间投资36条”与“鼓励社会投资39条”等一系列政策文件，旨在改善民间投资环境以鼓励民间投资，但效果尚不明显。2017年的一项调查结果显示，在企业投资时是否存在因为民企身份被单独设置附加条件或被排除在外的问题上，8.5%表示被排除在外，29.6%表示有附加条件，28.5%的企业表示有隐性歧视存在，三项占比高达66.6%，这意味着多数民营企业在投资时仍然受到较明显的区别对待。[①] 2017年12月底召开的中央经济工作会议指出，“要支持民营企业发展，落实保护产权政策，依法甄别纠正社会反映强烈的产权纠纷案件。全面实施并不断完善市场准入负面清单制度，破除歧视性限制和各种隐性障碍”。由此也可以推知，当前民间投资仍然面临着不少市场准入限制。

4. 固定资产投资增速放缓势头明显，加上贸易摩擦加剧态势下出口增速可能出现的快速下滑，由此需警惕下半年经济增速出现超预期下滑的风险

固定资产投资方面，2018年以来固定资产投资增速逐月放缓，1—5月固定资产投资同比增速仅为6.1%，比1—4月下滑0.9个百分点。如果拆成单月来看，5月固定资产投资增速更只有3.9%，比4月下降了2.1%。不仅如此，下半年固定资产投资增速很难企稳回升，大概率还会进一步下行。

---

① 资料来源：http://epaper.southcn.com/nfzz/260/content/2017－06/13/content_172512845.htm。

一是，房地产开发投资作为支撑上半年投资的核心力量，其增速在下半年或持续回落。2018年前5个月，房地产开发投资超预期增长，同比增速达到10.2%，比去年同期上升1.4个百分点。相应地，房地产开发投资占整体固定资产投资的比重达到了19.2%，比去年同期上升0.7个百分点。据此测算得到，2018年前5个月房地产开发投资对整体固定资产投资增长的贡献率达到了31%。然而，房地产开发投资增速持续上升的态势难以为继，下半年或开始持续回落。具体而言，主要有以下几点理由。其一，在房地产市场调控持续升级的背景下，商品房销售面积与销售额增速回落态势明显，销售端的下滑会逐步传导至投资端，从而制约房地产开发投资增速的进一步增长。2018年1—5月份商品房销售面积与销售额同比增速分别为1.3%和9.0%，比去年同期下降14.4和11.1个百分点(图28)。其二，房地产企业的购地热情有所下降，从而也会对后续投资产生影响。2018年前5个月土地购置面积增速为2.1%，比去年同期下降了3.2个百分点。其三，在金融监管趋严的背景下，今年以来房地产企业的融资环境显著收紧，2018年前5个月的到位资金增速为5.1%，低于去年同期4.8个百分点。到位资金增速的下滑会在一定程度上制约下半年房地产开发投资的增长(图29)。

此外需要说明的是，5月份房地产企业的销售、到位资金以及土地购置面积等指标相较于4月份出现小幅反弹，但这并不改变下半年房地产开发投资增速将会回落的判断。房企销售与到位资金增速的改善，一方面与5月份部分地区爆发的“抢人大战”有关，如成都、天津等部分地区的市场需求均迅猛增加；另一方面则与房企加速推盘销售以帮助资金回流，从而缓解资金压力有关。这突出表现在1—5月房企到位资金增速中定金及预收款增速高达12.7%，国内信贷增速则同比下降2.8%。土地购置面积增速的小幅反弹，除了与销售与资金压力有所改善有关之外，还与去年同期的低基数效应有关。拆成单月来看，去年5月份是唯一一个土地购置面积同比增速为负的月份。因此，2018年下半年土地购置面积增速或又开始回落。

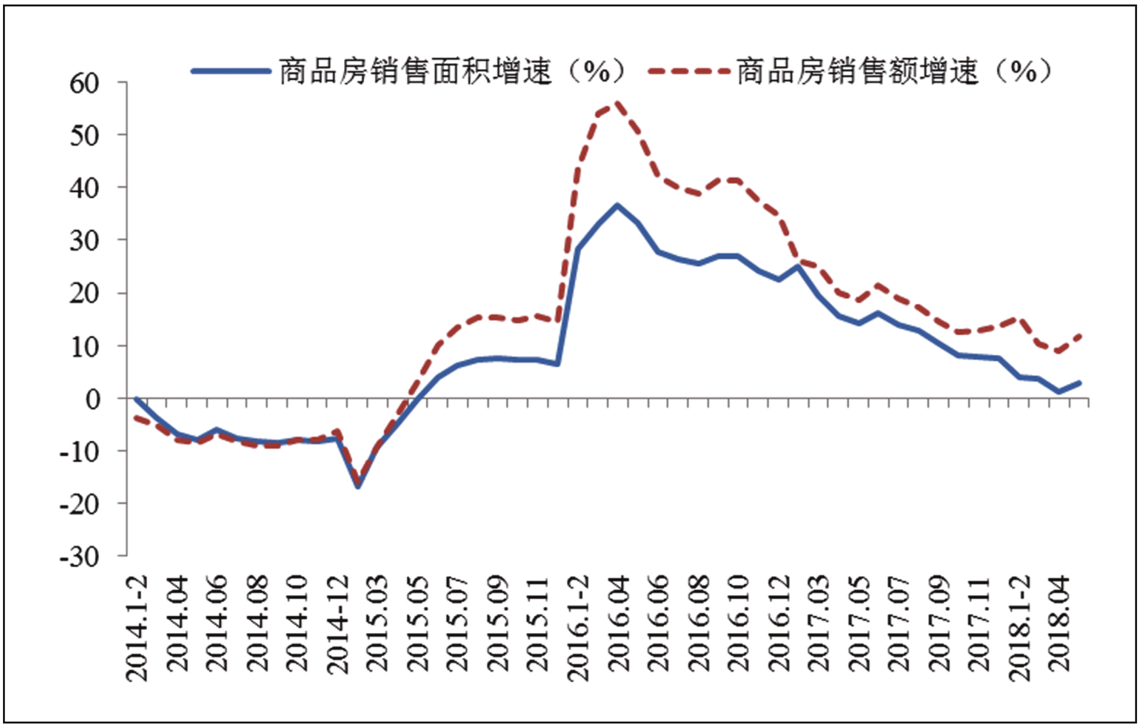


图 28　商品房销售面积与销售额增速趋势性回落

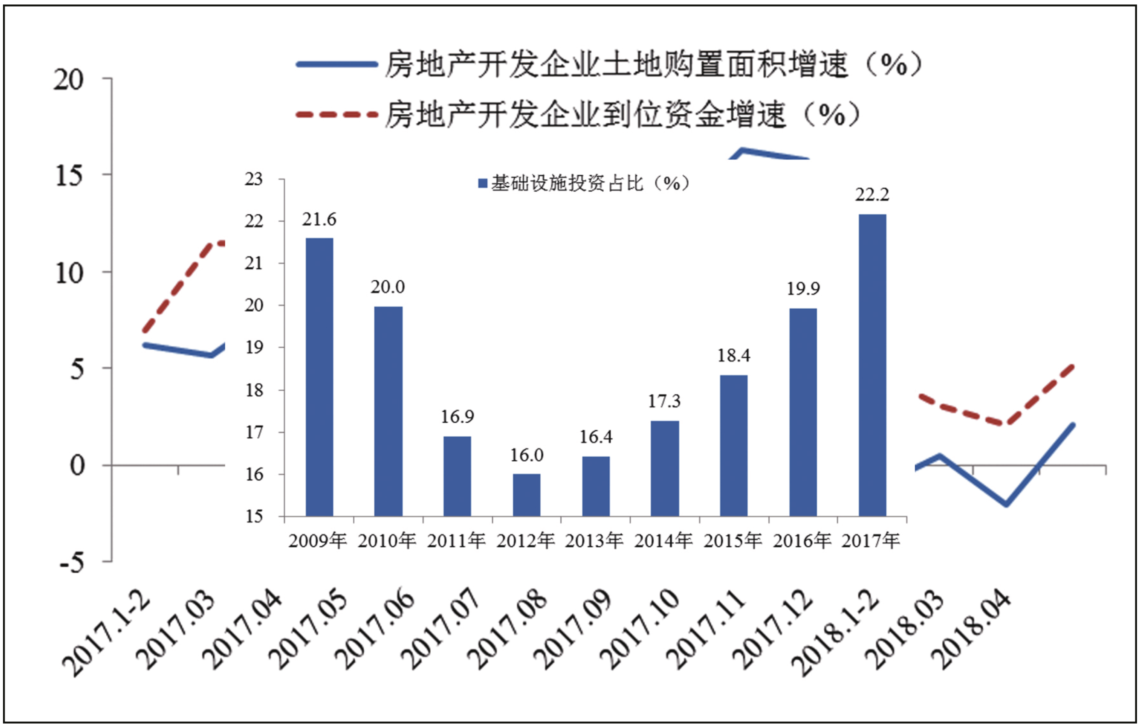


图 29　房地产开发企业土地购置面积与到位资金增速变化情况

二是，在地方政府债务管控力度加大的背景下，基础设施投资增速会继续下降，从而导致固定资产投资增速进一步下滑。2013—2017 年间，基础设施投资一直是拉动中国投资增长的重要力量。[①] 期间，基础设施投资的平均增速为 19.3%，显著高于同期固定资产投资的平均增速(13.2%)。基础设施投资占比也从 2012 年的 16%上升至 2017 年的 22.2%(图 30)，这一比重已经高于 2009 年“四万亿”时期的基础设施投资占比，也高于 2017 年房地产投资的占比。之所以基础设施投资在这一时期保持快速增长，主要是因为地方政府在经济下行时期将基础设施投资作为“稳增长”的核心手段，并通过显性和隐性的负债渠道募集大量资金。相应的代价就是政府部门债务规模迅猛攀升，导致政府部门杠杆率从 2012 年底的 34.4%上升至 2017 年末的 47.0%。

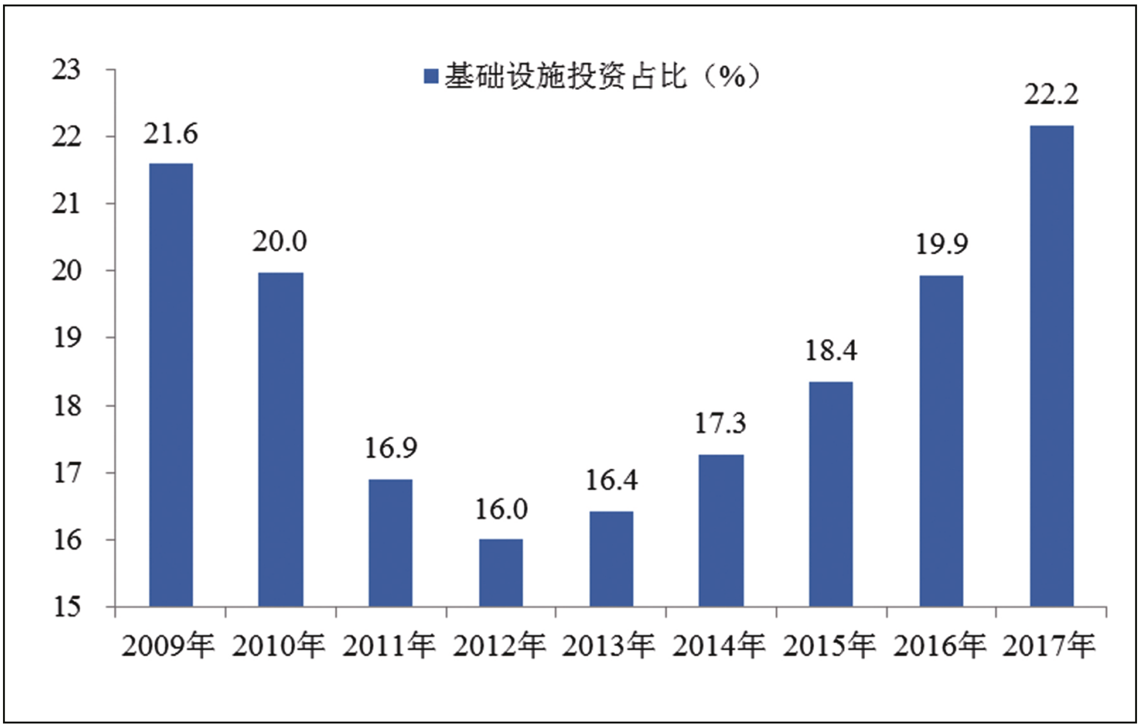


图 30　2012 **年以来基础设施投资占比持续攀升**

2018 年以来，中央对地方政府债务的防控明显趋严。财政部出台的财预 34 号文《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》对地方政府提出了 13 项重

① 与国家统计局的口径一致，基础设施投资是指第三产业的基础设施投资，不包含第二产业的电力、热力、燃气及水生产和供应业。

点要求，坚决制止和查处各类违法违规或变相举债行为。同时，财政部又出台了财金23号文《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》，重点对金融企业参与国有企业、地方政府、PPP以及政府融资平台的投融资行为进行了明确要求，直接限制了许多没有明确投资回报或投资回报很小项目的资金来源。受此影响，2018年以来基础设施投资增速持续下滑，1—5月份同比增长9.4％，比去年同期大幅下滑了11.5个百分点（图31）。由于基础设施投资所占比重较大，其增速的显著下滑也是上半年固定资产投资增速持续放缓的主要原因。

2018年4月2日召开的中央财经委员会第一次会议再次明确强调，要把“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”，可见，下半年中央对地方政府债务的把控力度可能还会继续趋严。不过，近期北京、广东、云南、陕西、湖北等多个省份的2018年省级财政预算调整方案的报告获得当地人大常委会批准，部分省份的新增债务限额有所上升，这会对全国基础设施投资增速起到一定支撑作用。因此，基础设施投资增速不会出现过快的下滑，但下行趋势短期内可能难以改变，从而导致下半年固定资产投资增速下行压力还会有所增加。

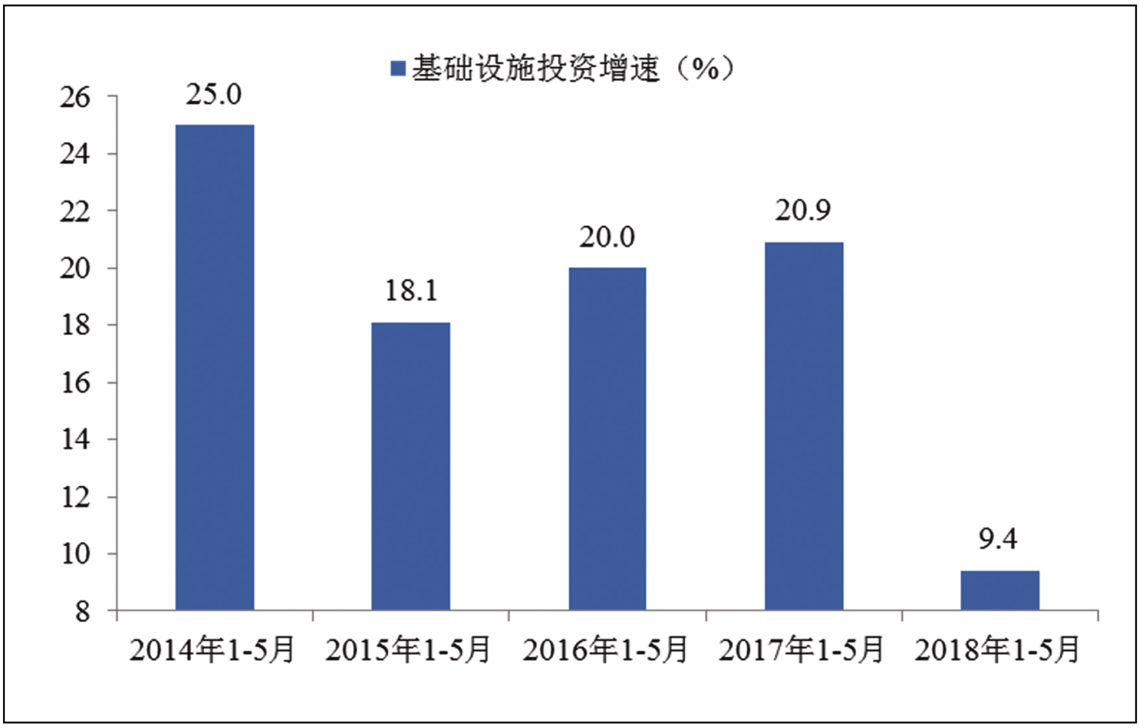


图31　2018年以来基础设施投资增速显著下滑

出口方面,2018 年以来中美贸易摩擦一直是影响中国出口的关键因素,这是因为,美国作为中国第一出口国(占出口总额的 20%左右),对其出口增速的变化势必会对整体出口增速产生影响。4 月份以来,中美贸易摩擦不断升级。4 月 4 日中美分别公布对对方进口商品加征关税的清单;4 月 16 日,美国商务部对向中国电信设备制造商中兴通讯发布 7 年“禁售令”;4 月 17 日和 20 日,中国商务部分别决定对原产于美国的进口高粱和原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕实施反倾销措施。虽然中美经贸磋商取得了一定的积极进展,但是 6 月 15 日美国政府又突然宣布将对从中国进口的约 500 亿美元的商品加征 25%的关税,再次挑起贸易战事端。随即,中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25%的关税,并且外交部作出声明“如果美方出台包括加征关税在内的贸易制裁措施,双方谈判达成的所有经贸成果将不会生效”。由此可见,下半年中美贸易摩擦很可能会进一步升级,从而对我国出口增速产生影响。

不仅如此,去年支撑我国出口高增长的两大因素,在今年也均呈现不同程度的减弱。**一是,全球经济增长势头开始有所趋缓。**2017 年,外部需求回升是我国出口实现高增长的重要基础。发达经济体与新兴经济体经济增长的同时加快,推动全球经济增速达到了 3.8%,是 2011 年以来的最高点。不过,根据 IMF 的预测,2018 年日本、英国以及欧元区中的多数国家经济增速均将重新出现下滑。事实上,2018 年以来 JP 摩根全球制造业 PMI 和 OECD 国家制造业信心指数等先行指标已经开始回落(图 32)。此外,伴随着美国等国家宽松货币政策的逐步退出,全球金融市场的波动有所加剧,全球经济下行的风险可能会进一步加大。**二是,2017 年下半年人民币汇率持续走高,对出口的抑制作用也会逐步体现。**2016 年人民币贬值对 2017 年的出口起到了一定的刺激作用,而 2017 年下半年人民币汇率则持续走高,由此会一定程度上影响到出口增长。国家统计局调查显示,2018 年 4 月份,有 13.6%的企业反映人民币汇率波动对企业生产经营带来一定影响,为 2017 年 3 月以来的高点。

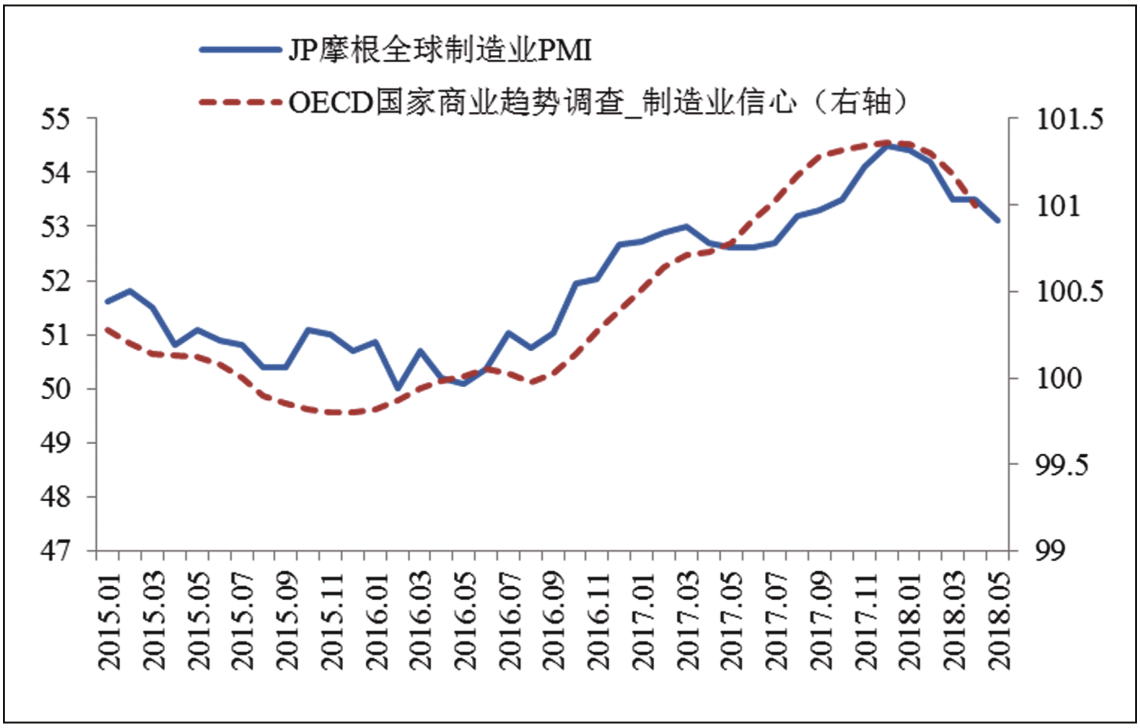


图 32　全球经济的增长势头开始趋缓

在中美贸易摩擦加剧与全球经济增长势头放缓等多重因素影响下，下半年中国出口增速的下滑幅度会进一步加大。而 2017 年我国经济增速的回升很大程度归因于货物与服务净出口的改善。根据测算，2017 年货物与服务净出口对 GDP 的贡献率为 9.1%，对 GDP 增速的带动作用为 0.6 个百分点（图 33）。[①] 相比之下，2016 年货物与服务净出口对 GDP 的贡献率为－6.8%，导致 GDP 增速降低 0.4 个百分点。因此，下半年出口增速下滑幅度的加大，将会对 GDP 增速产生显著的影响，与固定资产投资增速下滑影响叠加之后，不排除下半年中国 GDP 增速出现超预期下滑的可能性。

① 货物与服务净出口对 GDP 的贡献率数据来源于国家统计局。需要说明的是，2017 年出口高增长的同时，进口增速也显著加快，由此贸易顺差是大幅减少的。之所以在此情况下，货物与服务净出口对 GDP 的贡献率提升，是因为 GDP 核算当中要对进出口数据进行调整，剔除出口和进口价格因素从而以不变价增速计算，同时还会把货物贸易与服务贸易加总，因此计算得到货物与服务净出口对 GDP 的贡献率实际上是提高的。具体请参见：国家统计局新闻发言人就 2017 年一季度国民经济运行情况答记者问，国家统计局官网，http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201704/t20170417_1485191.html。

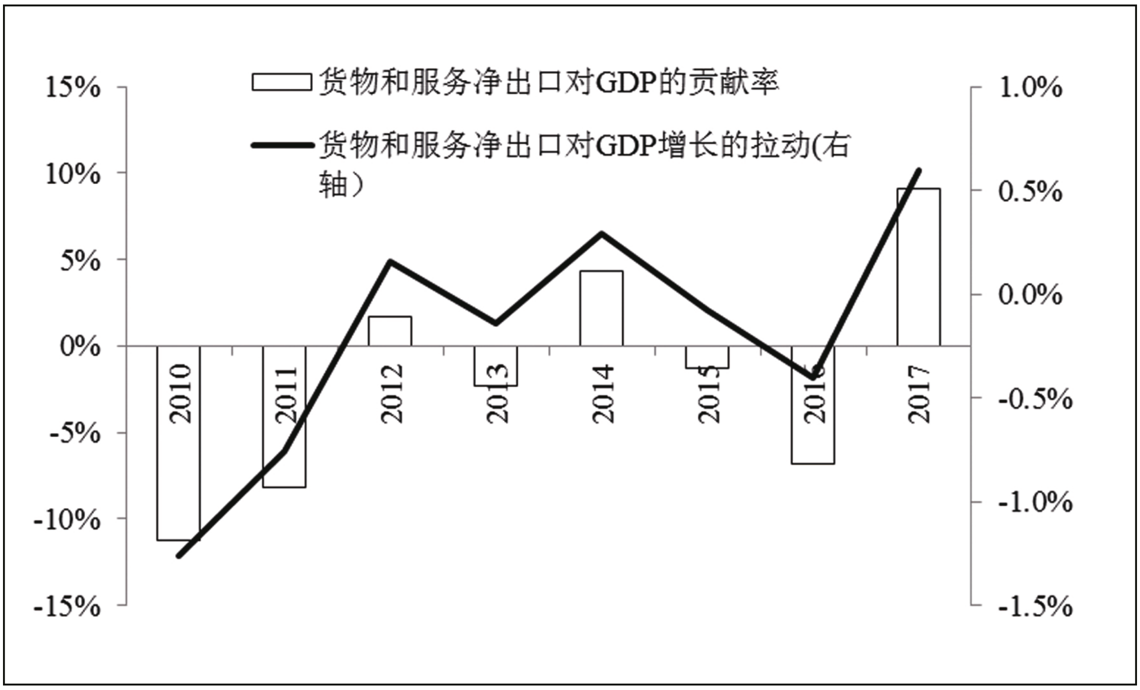


图 33　2010—2017 年货物和服务净出口对 GDP 增长的拉动作用与贡献率变化情况

5. 规模以上工业企业利润增速存在一定虚高，行业亏损面持续扩大，需警惕部分企业效益状况显著恶化的风险

2018 年 1—4 月，规模以上工业企业利润总额同比增长 15%，在去年全年利润增速达到 21%的基础上继续保持两位数以上的增长，这也被视为 2018 年以来经济平稳增长的重要微观基础。但实际上，规模以上工业企业利润增速存在一定的虚高。若以利润总额推算可以发现，2018 年 1—4 月，利润总额同比增速为－6.6%（图 34）。

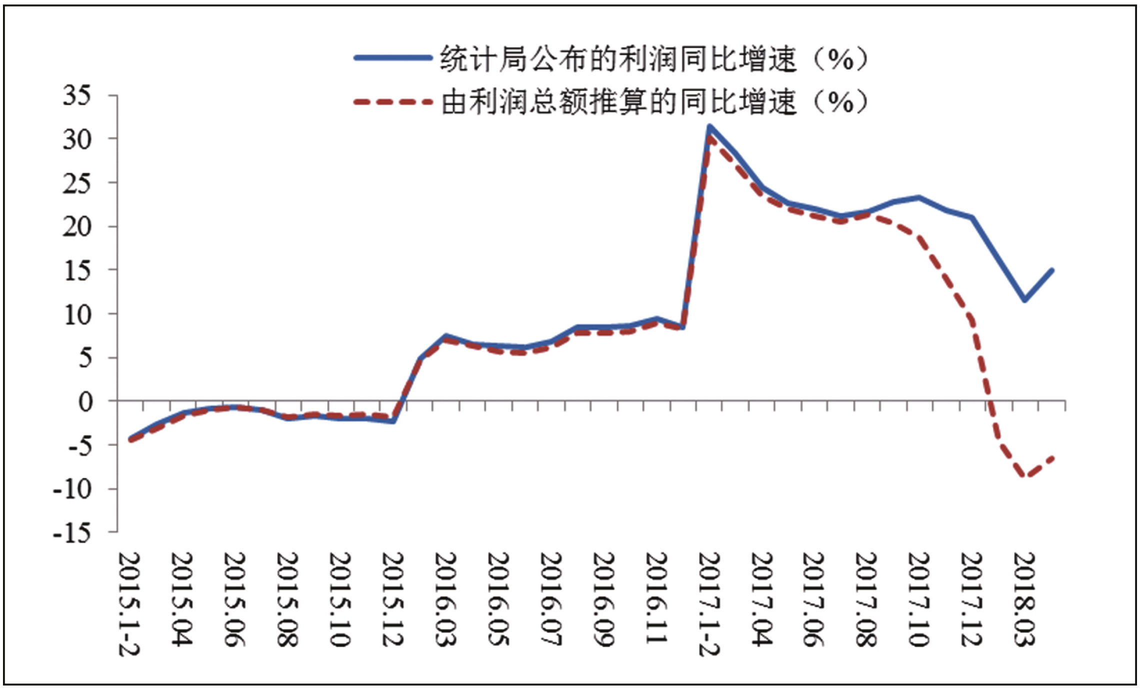


图 34　国家统计局公布的利润总额增速与由利润总额推算的同比增速存在明显差异

之所以国家统计局公布的利润总额增速与由利润总额推算的同比增速存在明显差异，主要是因为规模以上工业企业利润总额是统计年主营业务收入为 2000 万元及以上的工业法人单位，所以每年涵盖的企业范围与数量都在发生一定的变化。这可能会导致规模以上工业企业利润与整体工业利润情况存在一定偏差。举例来说，假如工业中共有 5 家企业，第一年全部企业收入均达到 2000 万元以上，利润总额均为 200 万元；第二年有 3 家企业收入下降至 2000 万元以下，同时这 3 家企业的利润总额降至 100 万元，其余 2 家企业收入依然在 2000 万元以上，利润总额均提高至 350 万元。由此，第二年整个工业企业的利润总额增速为 0％，但规模以上工业企业利润总额增速(第二年收入在 2000 万以上 2 家企业利润总额/第一年这 2 家企业的利润总额)则高达 75％。

现实中的情况也恰如此，2018 年以来规模以上工业企业的数量出现了近年来罕见的减少，截至 2018 年 4 月末规模以上工业企业总共有 37.24 万家，同比下降了 1.6％，这其实意味着工业整体的效益状况在下滑，越来越少的企业能够达到年收入 2000 万以上的门槛(图 35)。恰恰由于部分效益下降的企业被剔除在统计范围

之外，这反而导致规模以上工业企业利润增速依然能够保持较快增长。因此，今年以来规模以上工业企业利润增速存在一定虚高，难以切实反映工业企业的整体效益状况。

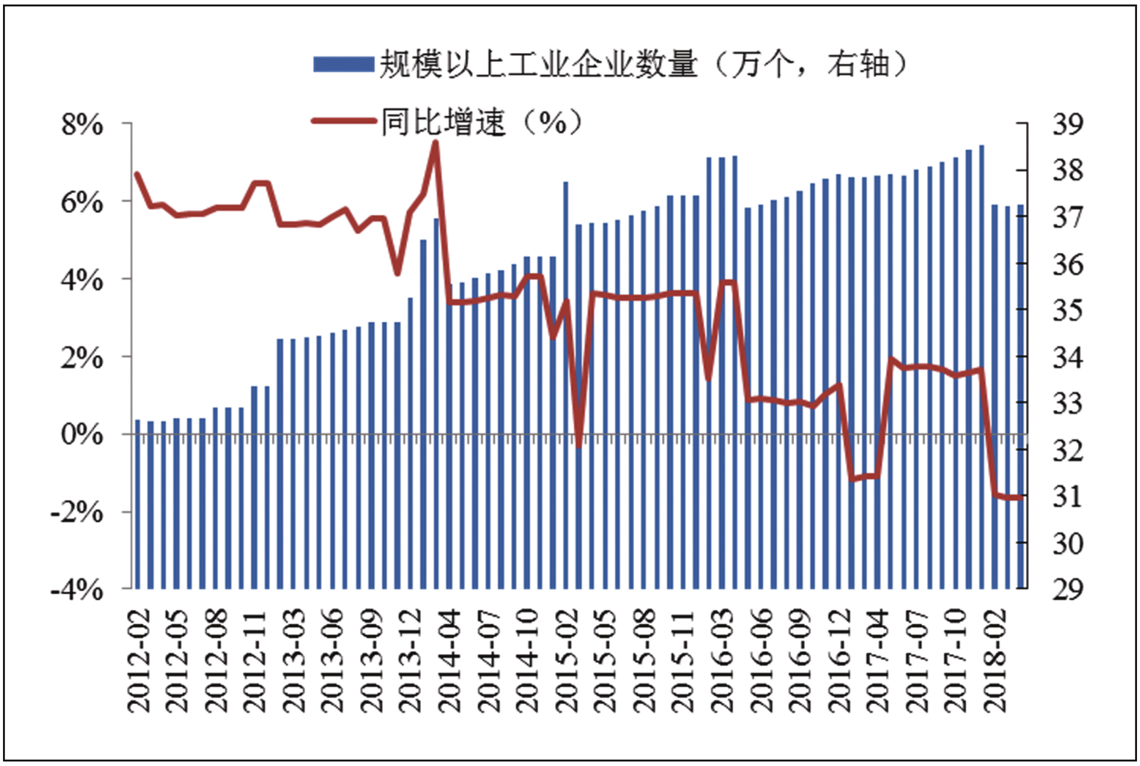


图 35　2018 **年以来规模以上工业企业数量显著减少**

此外，工业企业亏损面（亏损企业数量/企业总数量）的扩大，也同样表明企业效益状况不如国家统计局公布的利润增速所显示的那样乐观。截至 2018 年 4 月末，工业企业亏损面为 19.4%，比 2017 年同期扩大 3.6 个百分点，为 2011 年以来的同期最高点（图 36）。分企业类型来看，国有控股企业亏损面为 34.5%，比去年同期下降 0.2 个百分点；大中型国有控股企业亏损面为 34.8%，比去年同期下降 0.5 个百分点。私营企业亏损面为 15.9%，比去年同期扩大 3.9 个百分点。

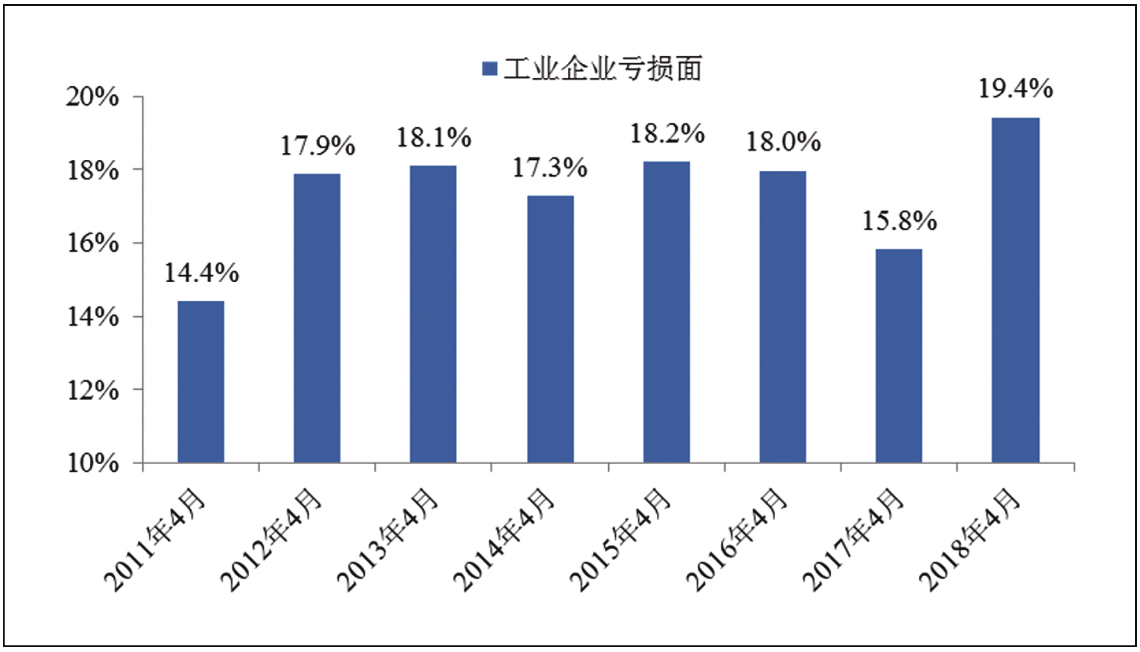


图 36　工业企业亏损面处于近年来同期最高点

分行业来看,在 41 个工业大类行业中,仅有 3 个行业的亏损面较去年同期所有下降,分别为石油和天然气开采业、金属制品、机械和设备修理业和烟草制品业,其余 38 个行业的亏损面均有所扩大(图 37)。上升幅度最大 5 个行业依次为黑色金属矿采选业(亏损面扩大 11.9 个百分点)、黑色金属冶炼和压延加工业(扩大 8.7 个百分点)、有色金属冶炼和压延加工业(扩大 6.1 个百分点)、文教、工美、体育和娱乐用品制造业(扩大 5.7 个百分点)和化学纤维制造业(扩大 5.7 个百分点)。由此可见,不能因为当前规模以上工业企业利润总额依然保持 15%的两位数增长,就忽视多数行业亏损面扩大的情况,需要警惕部分企业效益状况进一步显著恶化的风险。

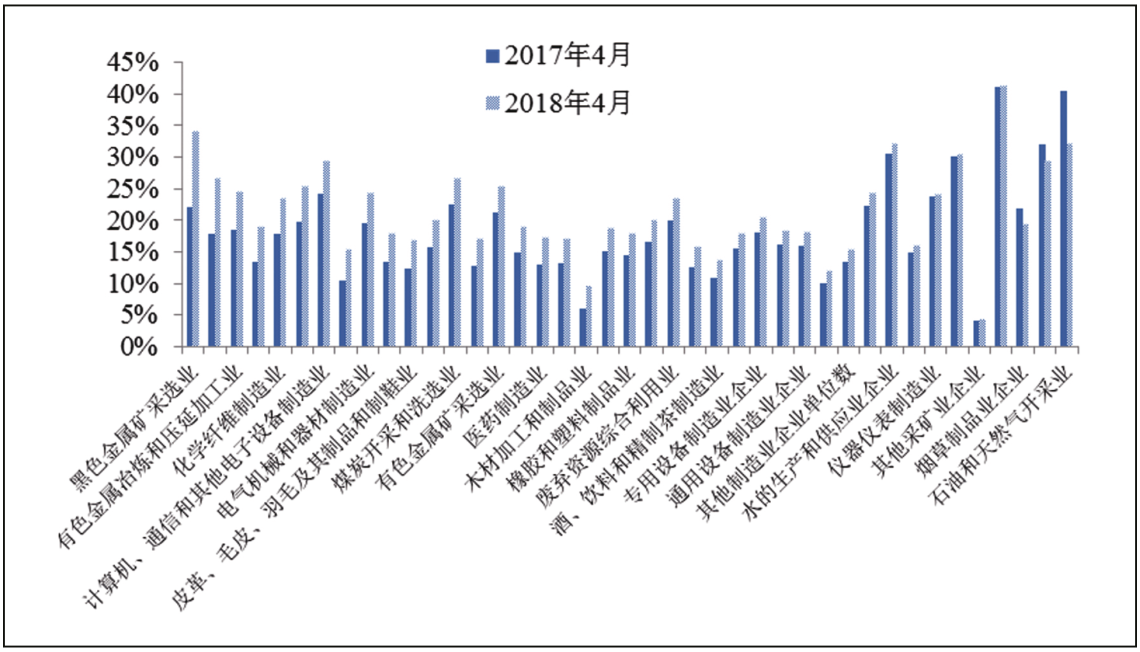


图 37　工业各行业亏损面变化情况

6. 融资环境收紧导致企业信用风险加速暴露，需警惕去杠杆过程中金融体系不稳定性加剧的风险

自 2015 年底中央经济工作会议明确“三去一降一补”的任务以来，去杠杆一直是我国经济的重要任务。2016 年和 2017 年，去杠杆主要针对于金融体系内部资金空转与嵌套问题，对投放于实体经济的信贷增速影响不大，因而这两年出现了 M2 增速下滑但社会融资规模增速保持稳定的现象。但 2018 年以来，去杠杆的影响则开始向实体部门扩散，这突出表现为 M2 与社会融资余额增速由前期的“一低一高”转变为目前的“双低”。截至 2018 年 5 月末，M2 增速为 8.3%，比去年同期下降 0.8 个百分点；社会融资规模余额增速为 10.3%，比去年同期下降 2.6 个百分点（图 38）。与此同时，金融机构一般贷款加权平均利率的持续上升，也反映了实体部门融资约束的收紧，2018 年一季度一般贷款加权平均利率为 6.01%，比 2017 年四季度上升 0.21 个百分点，比 2017 年同期上升 0.38 个百分点（图 39）。

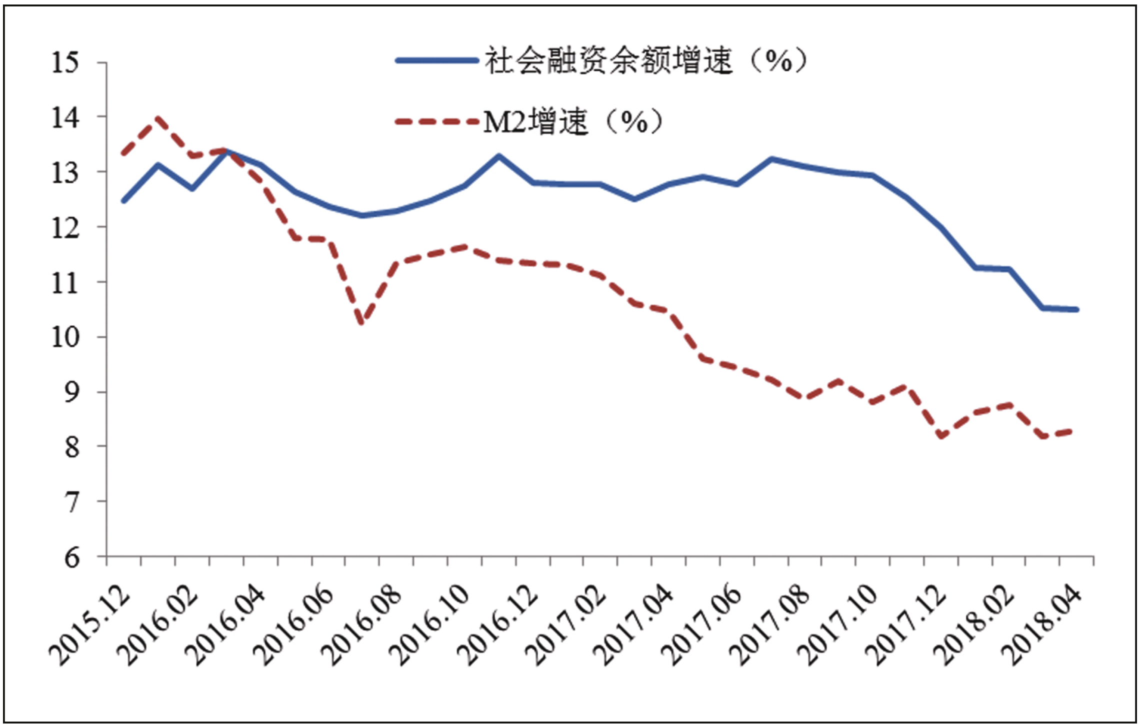


图 38　M2 与社会融资余额增速变化情况

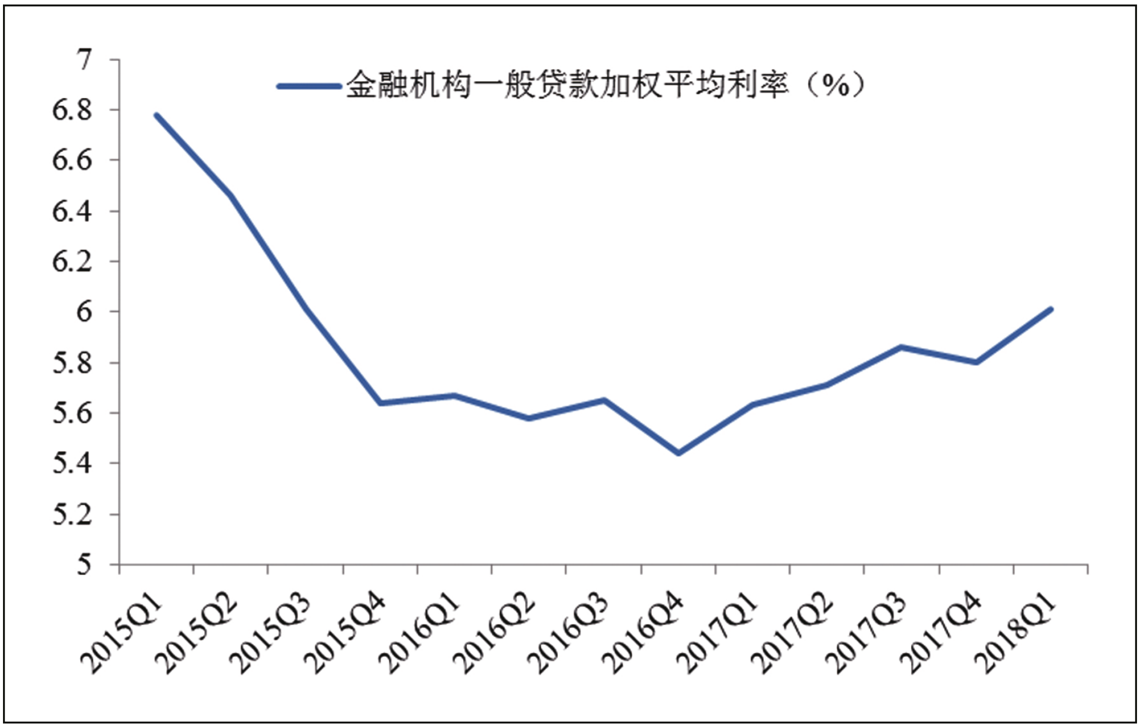


图 39　金融机构一般贷款加权平均利率变化情况

表 3　　　　　　　　　　　　　　2018 **年以来企业债券违约情况**

序号	债券名称	发行人	公司属性	发生日期	事件摘要
1	15 川煤炭 PPN001	川煤集团	地方国有企业	2018－01－09	到期兑付违约
2	12 川煤炭 MTN1			2018－05－22	到期未兑付本金
3	12 春和债	春和集团	民营企业	2018－04－24	到期兑付违约
4	16 大机床 MTN001	大连机床集团	民营企业	2018－01－15	交叉条款违约
5	15 机床 PPN001			2018－02－07	到期兑付违约
6	15 丹东港 PPN001	丹东港	中外合资企业	2018－01－15	到期兑付违约
7	16 丹港 01			2018－01－29	利息支付违约
8	15 丹东港 MTN001			2018－03－12	到期兑付违约
9	13 丹东港 MTN1			2018－03－13	到期兑付违约
10	16 中城建 MTN0	中国城建	民营企业	2018－03－01	利息支付违约
11	14 富贵鸟	富贵鸟	民营企业	2018－04－23	回售违约
12	16 富贵 01			2018－04－24	交叉条款违约
13	11 凯迪 MTN1	凯迪生态	民营企业	2018－05－07	到期兑付违约
14	11 柳化债	柳化股份	地方国有企业	2018－03－15	到期兑付违约
15	16 环保债	神雾环保	民营企业	2018－03－14	回售违约
16	16 亿阳 01	亿阳集团	民营企业	2018－01－27	回售违约
17	16 亿阳 03			2018－02－28	利息支付违约
18	16 亿阳 04			2018－05－07	利息支付违约
19	15 中安消	中安消	民营企业	2018－05－07	回售违约
20	17 沪华信 SCP002	上海华信	民营企业	2018－05－21	到期兑付违约

注:根据 Wind 数据库与中信建投等资料整理得到,时间截至 2018 年 5 月 25 日。

由于中国实体部门尤其是企业部门的杠杆率偏高,甚至不少企业只能依靠“借新还旧”方式来维持生存,所以一旦融资环境收紧有所收紧,将会加速信用风险的暴露。事实上,截至 5 月 25 日,2018 年违约债券的数量已经达到 20 只,涉及的违约公司包括川煤集团、大连机床、丹东港、亿阳集团、中国城建、神雾环保、富贵鸟、春和集团、中安消、凯迪生态、上海华信等 10 余家(表 3),累计的违约债券已超过

2017 年全年债券违约规模的 60%。而在 2018 年下半年,企业偿还债务的压力还将进一步增大。Wind 数据显示,2018 年中低评级信用债到期量占总到期量的比例达 33.81%,其中下半年中低评级信用债到期量占比更高,达到了 34.71%。由此可见,下半年的企业信用风险可能会加大,甚至不排除出现个别影响力较大的债务违约事件,这对金融体系以及经济运行的冲击不容小觑。

第三部分　中国杠杆率的总体情况与结构性特征

一、杠杆率的定义与测算方法

杠杆率原本是微观层面上的重要概念，用于衡量企业总资本与权益资本之间的比例关系，进而从资产负债表考察企业的财务状况。具体来讲，由于企业的总资本等于债务资本与权益资本之和，所以如果总资本与权益资本的比例越大，即杠杆率越高，就意味着企业运营中的债务风险越大。反之，杠杆率越低，则意味着企业的债务风险较小。对于微观主体的杠杆率的测算，除了总资本与权益资本之比的方式之外，还一般采用债务资本与权益资本之比或总负债与总资产之比等计算方式（马建堂等，2016；中国金融论坛课题组，2017）。本报告主要采用的是“总债务/总资产”来测算微观主体的杠杆率，也可称之为资产负债率。

杠杆率的概念在宏观层面上的广泛应用是在2008年全球金融危机之后，这次危机的爆发使各界深刻意识到债务对经济运行的重要影响。不过，对于如何测算宏观杠杆率，尚存在一定的分歧与争议。对微观主体的资产和负债进行加总从而得到整个国家或者分部门、分地区的杠杆率虽然是较为理想的方法，但是在实际操作中往往很难及时获得某个部门完整的资产负债表，会存在数据缺失、时滞较长等一系列问题。由此，以总债务/总资产的方式测算杠杆率的难度较大，更难以对各个经济体的宏观杠杆率进行横向比较（中国人民银行杠杆率研究课题组，2014）。因此，IMF、BIS等国际权威机构以及中国社会科学院等国内研究机构更多采用的是“总债务/国民总收入”或者“总债务/GDP”来测算宏观杠杆率。

不过有观点认为，债务是存量而GDP是流量，因此以总债务/GDP的方式来测算杠杆率，从而衡量一国的债务风险并不科学。但是，本报告认为以总债务/GDP的方法来测算宏观杠杆率是合理的。一是从历史经验来看，债务危机的爆发

一般不是源于资不抵债情形的出现，而是源于 Minsky（1986）提到的每期新增收入已不足以覆盖偿债支出的情形出现，即“明斯基时刻”。因此，相比于资产负债率，以债务收入比也就是“总债务/GDP”来测算宏观杠杆率，可以较好地反映债务的可持续性（李扬等，2015），从而能更早地预警债务风险。二是，资产价格具有显著的顺周期性，而且波动性远大于 GDP。一般而言，债务危机爆发前伴随着信贷规模的扩张，资产价格往往处于严重的泡沫状态，危机爆发之后资产价格则会出现大幅下跌。由此，债务危机前以“总负债/总资产”计算的宏观杠杆率可能处于合理区间，而危机爆发后杠杆率则会大幅上升。因此，虽然微观上以资产负债率来衡量企业财务状况是合理的，但是宏观上不一定合理，这也是 2008 年全球金融危机之后各界所广泛意识到的“合成谬误”问题。基于此，本报告认为可以采取“总债务/GDP”来测量宏观杠杆率。

具体到各部门的杠杆率而言，以“部门总债务/部门总收入”或“部门总债务/部门总资产”是更为合理的方式。但是，为了便于不同国家之间进行横向比较，本报告对各部门杠杆率的测算还是以部门总债务规模/GDP 为主，这也是 BIS、IMF 等国际权威机构通常采取的做法。当对本部门杠杆率的历史走势进行纵向对比等时候，本报告会辅以“部门总债务/部门总收入”或“部门总债务/部门总资产”的测算方式来更全面与清晰地展现各部门的债务状况。

二、中国杠杆率的总体概况

（一）近十年来中国杠杆率的变化情况

中国杠杆率的变化是以 2008 年全球金融危机的爆发为分水岭。2008 年之前，中国杠杆率的波动幅度不大，特别是 2002—2008 年间基本保持在 140%—150%的区间内波动。[①] 当然，从图 39 可以看到，这一时期中国债务规模的增速并不低，2002—2008 年间的平均增速达到了 18.0%。之所以杠杆率还能保持相对稳定，主要是因为在此期间中国名义 GDP 实现了高增长，平均增速高达 16.3%。而在 2008 年之后，中国杠杆率迅速上升，十年间从 2008 年末的 141.3%大幅上升至

① 如无特殊说明，本文杠杆率数据均采用 BIS 数据，以便与其他国家进行横向对比。

2017 年末的 255.7%。更进一步来看，这一时期中国杠杆率的变化可分为四个阶段。

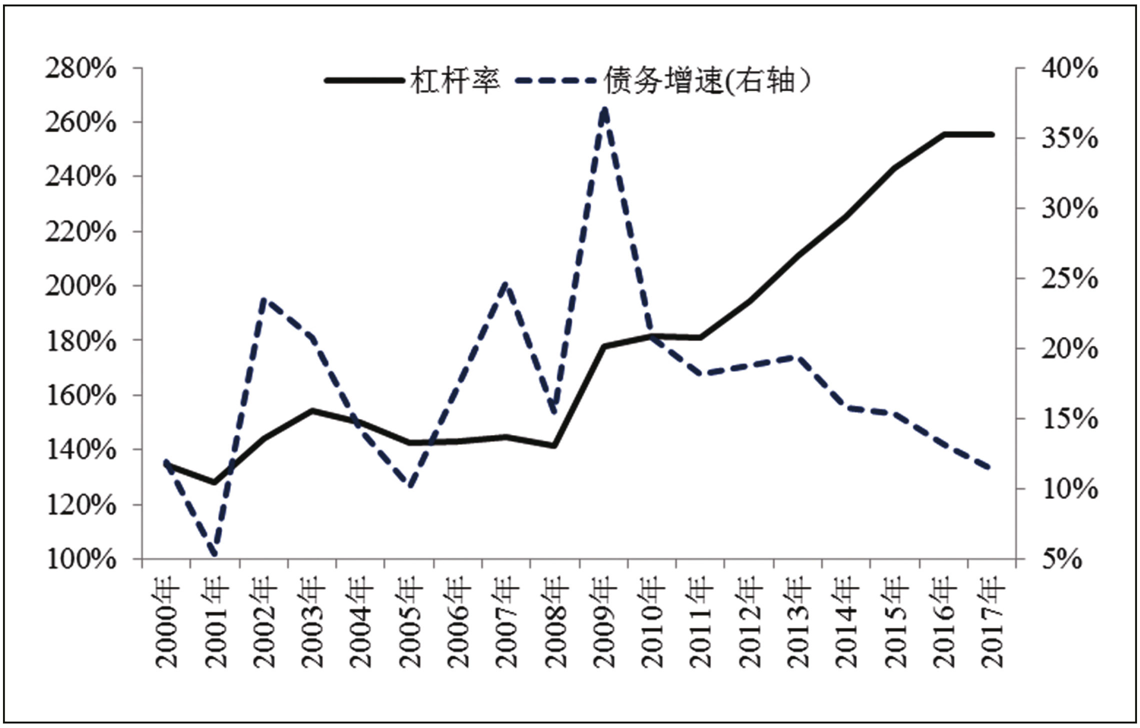


图 40　中国杠杆率的变化情况

第一阶段是 2008 下半年至 2009 年，“四万亿投资计划”等一系列刺激政策推动债务规模的大幅扩张，从而推动杠杆率的迅速上升。受 2008 年全球金融危机爆发的影响，中国外部需求显著萎缩，经济增速大幅下滑。GDP 增速由 2008 年前 3 季度的 10.6%下滑至第 4 季度的 7.1%，2009 年第一季度 GDP 增速更只有 6.2%，为季度增速数据公布以来的最低点。面对宏观经济形势的变化，政府迅速制定以“扩内需”来“保增长”的政策方针，2008 年 11 月 5 日制定了“四万亿投资计划”的大规模财政刺激计划。伴随着该投资计划以及其他一系列刺激政策的启动，2009 年中国债务增速出现了跃升，增速高达 37.3%。相应地，2009 年中国杠杆率相较于 2008 年提高了 36.5 个百分点，这是有记录以来中国杠杆率的最大年度增幅。

第二阶段是 2010—2011 年，通胀水平的大幅上升推动了名义 GDP 的快速增长，对冲了债务规模的快速扩张，从而使得杠杆率保持相对稳定。2010 年和 2011 年，中国债务增速尽管有所回落，但是依然保持了较高增速，分别为 20.8%和 18.

2%。不过,在此期间中国的杠杆率却没有显著上升,2011 年的杠杆率甚至较 2010 年有所下降。这是因为,在一系列大规模刺激政策出台的影响下,2010 年起中国通胀水平快速回升,CPI 由 2009 年的-0.7%大幅回升至 2010 年的 3.3%,PPI 由-5.4%上升到 5.5%。而在 2011 年,CPI 进一步上升至 5.4%,PPI 更是达到了 6%,从而出现较为明显的通胀风险。正因如此,2010 年和 2011 年中国 GDP 平减指数分别高达 7.7%和 9%,名义 GDP 增速分别达到了 18.3%和 18.5%,由此使得杠杆率的上升幅度较为温和。

第三阶段是 2012—2016 年,名义 GDP 增速下滑幅度大于债务规模增速,导致中国杠杆率进一步被动上升。2012 年起,由于高债务尤其是地方政府债务问题引起了政府与社会各界的高度重视,再加上货币政策逐步由"适度宽松"回归"稳健"定位等因素影响,中国债务规模的扩张速度有所放缓,由 2011 年的 18.2%逐步下行至 2016 年的 13.2%。但与此同时,中国经济也逐渐步入以"三期叠加"为核心特征的新常态,即增长速度换挡期,结构调整阵痛期与前期刺激政策消化期。在总需求不足与供给过剩等因素影响下,名义 GDP 增速呈现放缓态势,由 2011 年的 18.5%下滑至 2015 年的 7%,2016 年名义增速虽有所回升但也只有 7.9%。由于 GDP 增速的下滑势头更为明显,所以 2012—2016 年期间即使债务扩张速度有所放缓,但是杠杆率的上升幅度依然较为显著,从 2011 年的 181.1%大幅上升至 2016 年的 255.3%。

第四阶段是 2017 年至今,债务扩张速度趋缓叠加名义 GDP 增速回升,中国杠杆率有所趋稳。2017 年中国去杠杆举措取得一定成效,杠杆率较 2016 年仅上升 0.4 个百分点,是 2012 年以来的最小增幅。其中,非金融企业部门杠杆率更是出现了下降,由 2016 年的 166.4%回落至 160.3%。杠杆率的趋稳一方面源于金融监管加强、供给侧结构性改革促进企业盈利状况改善等因素影响下债务扩张速度的进一步放缓,2017 年债务增速为 11.4%,是 2006 年以来的最低点。另一方面则源于去产能与去库存等举措推动了生产领域价格水平回升,从而助推名义 GDP 增速的上升。2017 年名义 GDP 增速高达 11.2%,比 2016 年提高了 3.3 个百分点。当然,目前不能对于杠杆率的趋稳势头过于乐观,2017 年中国居民与政府部门的杠杆率势头依然较快,而在 2018 年上半年企业部门杠杆率又再次出现了上升的苗头。

从上述四个阶段来看,以通胀水平上升来拉动名义 GDP 的高增长,是以往中

国降低杠杆率的有效手段。不过需要认识到的是，提高通胀只能在短期内缓解杠杆率的上升趋势，在中长期内不仅难以缓解反而会加剧杠杆率的上升趋势。这是因为，制造通胀往往需要积极财政政策来扩大投资需求以及宽松货币政策释放流动性，而当期投资的增加会在下一期转化为生产的产能，宽松货币政策则会刺激债务规模进一步扩张。由此，中长期内供给过剩问题与债务膨胀问题会更为突出，从而拉低名义 GDP 增速并刺激债务规模进一步增长，进而导致杠杆率大幅攀升。

(二)杠杆率水平的国际对比

从杠杆率水平来看，中国杠杆率在主要经济体中处于中等偏上的水平，明显高于新兴经济体的杠杆率水平。截至 2017 年末，中国杠杆率为 255.7%，杠杆率在 BIS 统计的所有 44 个经济体中排在第 19 位，高于全球平均水平(244.4%)。杠杆率高于中国的国家主要是发达经济体，比如，日本杠杆率为 373.1%，英国为 283.3%，欧元区为 258.3%，发达经济体的平均杠杆率为 276.1%。之所以发达经济体的杠杆率水平普遍较高，一个重要原因是这些国家的金融服务体系较为完善，借贷主体面临的融资约束较为宽松，从而使得借贷活动更为频繁。相比之下，新兴经济体由于金融体系的发展尚不完善，存在较大的金融摩擦，因而杠杆率普遍偏低。[①] 2017 年末新兴经济体杠杆率的平均水平为 193.6%，明显低于全球和发达经济体平均水平，如果剔除中国的巨大债务规模，新兴经济体杠杆率的平均水平会更低。金砖国家中巴西杠杆率为 151.7%，南非为 125.9%，印度为 124.3%，俄罗斯为 81.0%。

从 2008 年全球金融危机之后的杠杆率增幅来看，中国杠杆率的增幅位居主要经济体的前列。新近的一些研究表明，相比于杠杆率水平的高低，杠杆率上升速度的快慢更能决定一个国家爆发债务风险的概率(野村证券，2013；马勇和陈雨露，2017)。[②] 2008 年全球金融危机爆发之后的十年间，中国杠杆率一共上升了 114.4

---

① 正因如此，以往研究中多以私人债务/GDP 作为衡量金融深化程度的变化（Turner，2015）。

② 比如，野村证券（2013）曾经提出过著名的“5－30”定律，该定律指出在 5 年的时间内，若以一国以“债务/GDP”测算的杠杆率水平增长幅度超过 30 个百分点，那么在此之后该国就很有可能会迎来一轮金融危机。 这一定律已被多次验证，如 1985—1989 年日本杠杆率的快速攀升引发了后续资产泡沫的破裂，导致经济陷入了长期衰退之中；2003—2007 年美国杠杆率的快速攀升引发了次贷危机的爆发，对全球经济产生了巨大冲击。

个百分点，在 BIS 所报告的 44 个国家或地区中位居第二位，仅次于中国香港。① 相比之下，2008 年全球金融危机之后的十年间，发达经济体杠杆率的平均增幅为 37%，其中日本杠杆率增幅为 55.5%，欧元区为 29.8%，英国为 32.5%，美国为 11.6%。新兴经济体杠杆率的平均增幅为 86.5%，表面上远远超过发达经济体杠杆率的上升幅度，但实际上很大程度受到中国杠杆率上升的影响。2008 年全球金融危机之后的十年间中国债务规模占新兴经济体整体债务规模的比重从 37.3%大幅上升至 60.2%。由此可见，剔除中国的影响，新兴经济体的杠杆率上升幅度并不大。巴西在过去十年间的杠杆率增幅为 31.6%，南非为 19.6%，俄罗斯为 19.0%，印度杠杆率反而下降了 4.4%。

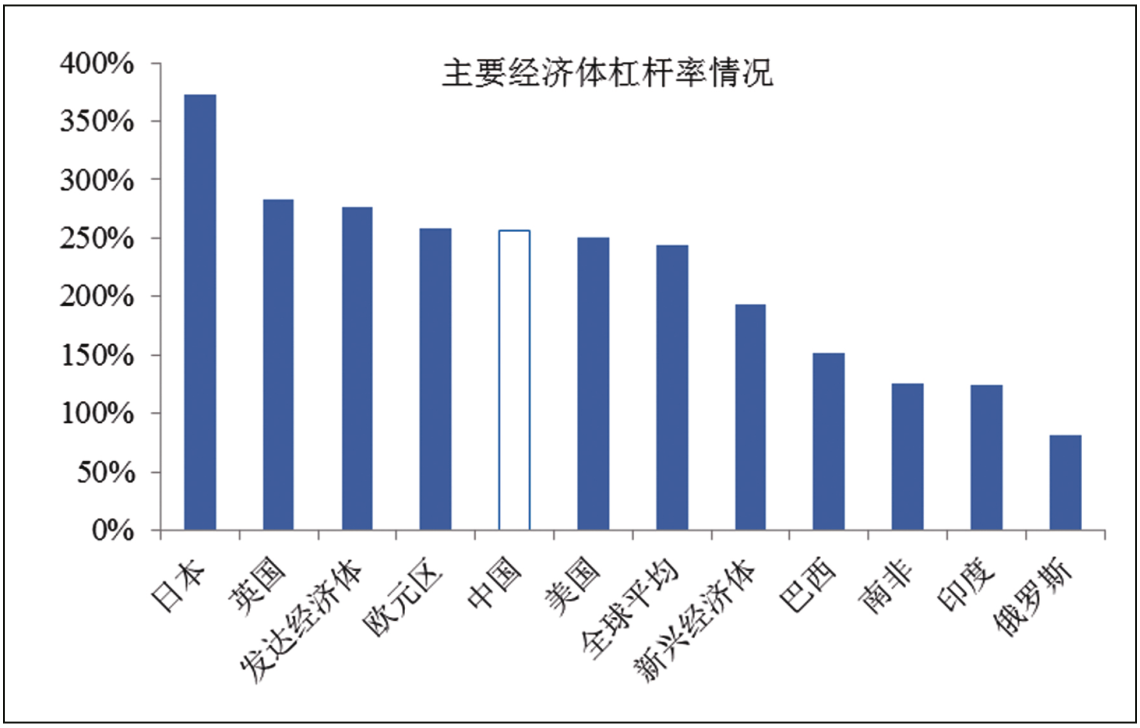


图 41　主要经济体杠杆率的横向对比

① 香港作为离岸金融中心具有一定的特殊性，与之类似，欧洲离岸金融中心卢森堡在 2008 年全球金融危机之后的杠杆率增幅排在第三位。

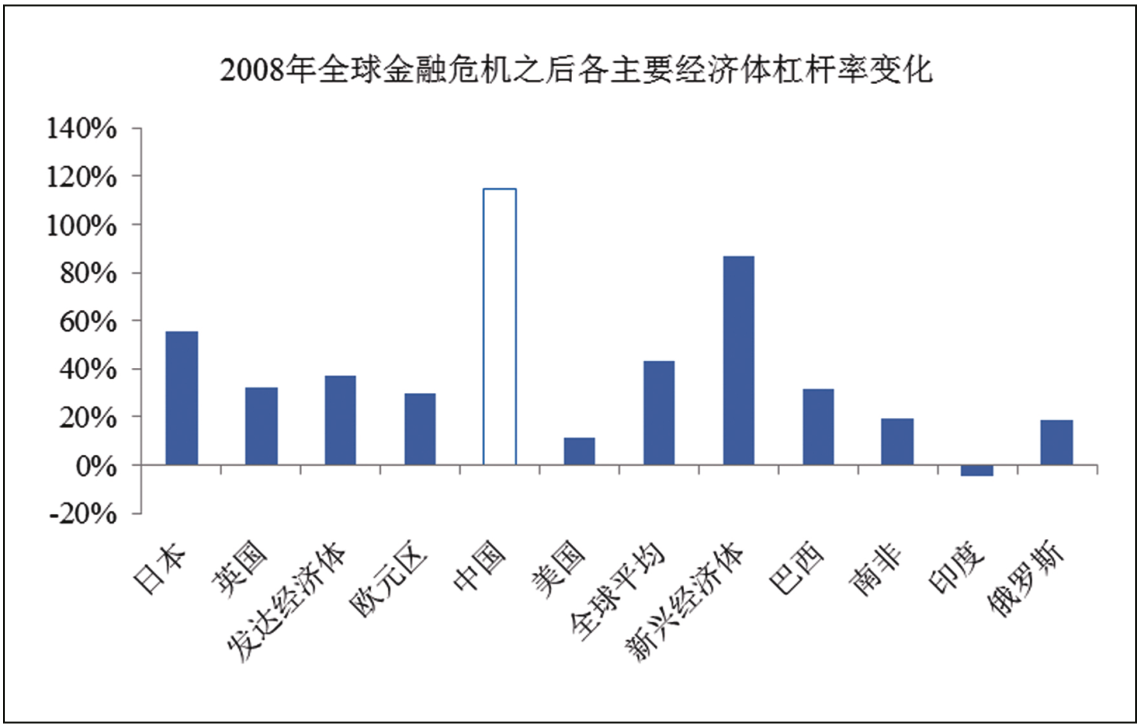


图 42　2008 年全球金融危机之后各主要经济体杠杆率的变化情况

总体来讲，针对于中国总体杠杆率情况，需要有两点清晰的认识。一是，不能因为中国杠杆率水平在主要经济体中只处于中等偏上水平就认为债务问题不严重，鉴于中国所处的发展阶段与金融体系的完备程度，还是应以新兴经济体的平均水平作为评判标准。而目前中国杠杆率已经明显高于新兴经济体的杠杆率水平。二是，不能简单地从 2008 年全球金融危机之后新兴经济体杠杆率平均水平增幅较大，就认为中国杠杆率的快速上升势头不是个案，而是新兴经济体的普遍趋势。事实上，如果剔除中国的影响，新兴经济体的杠杆率增幅并不大，甚至不及发达经济体。因此，无论是从杠杆率的水平还是从过去十年杠杆率的上升速度来看，中国的高债务问题已经不容忽视。

三、中国各部门杠杆率的结构性特征

1. 企业部门：整体杠杆率过高，位居主要经济体首位，其中国企与房地产企业债务问题最为严重

近年来，非金融企业部门（简称企业部门，下同）过高的杠杆率一直是各界关注

的重点。根据 BIS 的测算，截至 2017 年末，中国企业部门杠杆率为 160.3%，在主要经济体中位居首位。相比之下，发达经济体企业部门杠杆率的平均水平为 91.6%。其中，美国为 73.5%，德国为 54.5%，英国为 83.8%，日本为 103.4%，欧元区为 101.6%。新兴经济体企业部门杠杆率的平均水平为 104.6%，显著高于发达经济体，但这很大程度上源于中国企业部门的高杠杆率。中国企业部门债务规模占新兴经济体企业整体债务规模的 70%左右。其他新兴经济体中，印度企业部门杠杆率为 44.7%，俄罗斯为 49.3%，巴西为 43.9%，南非为 38.0%，均处于较低水平。

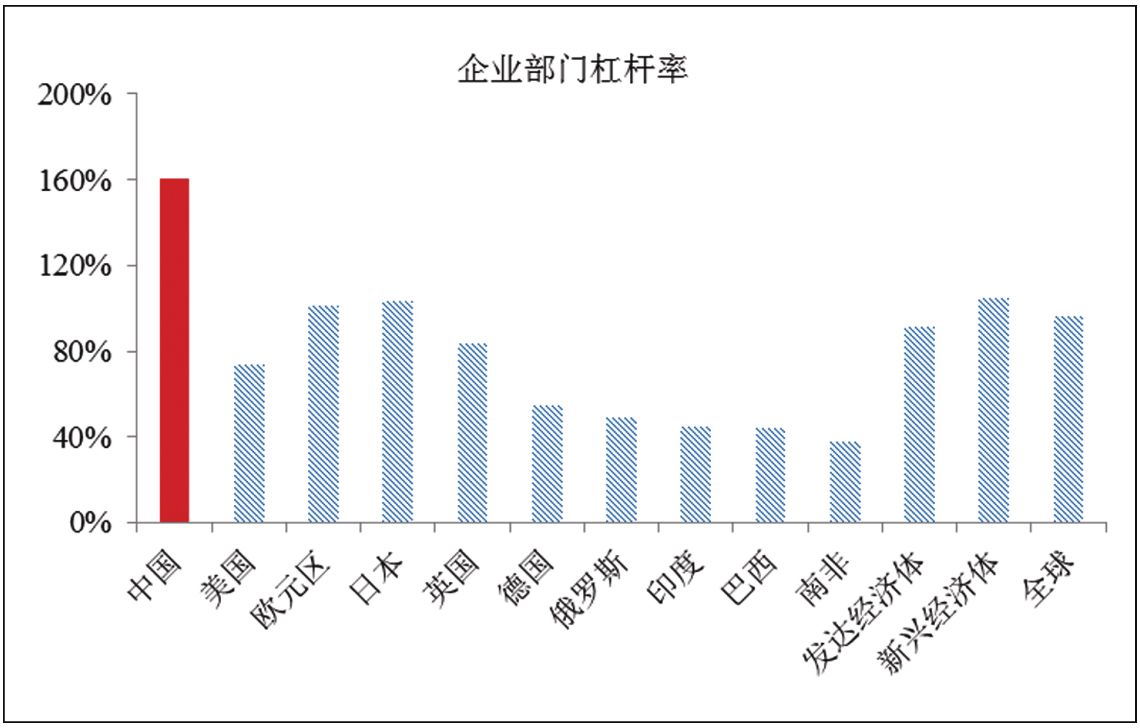


图 43　中国企业部门杠杆率在主要经济体中处于最高水平

分企业类型来看，国企债务占整个企业部门债务规模的 2/3 以上。一直以来，国有企业债务问题较为严重是社会各界的一致共识，但是在国企债务占整个企业部门债务具体比例的测算上却存在一定的差异。[①] 本报告对国企债务数据的选取以财政部公布的官方数据为准，企业部门整体债务数据则参考多家研究机构测算结果。2017 年财政部数据显示，国有企业的负债总额为 99.7 万亿元。结合 BIS、

① 国家金融与发展实验室测算结果显示，国企债务占企业部门的比例为 62%。2016 年年度中国宏观经济论坛报告指出国企债务占企业部门的比例为 70%左右。

国家金融与发展实验室以及中诚信等机构统计的数据来看，企业部门整体债务规模为 129.8—144.1 万亿元之间，由此测算得到国企债务占比至少在 2/3 以上，或已达到 70%左右。

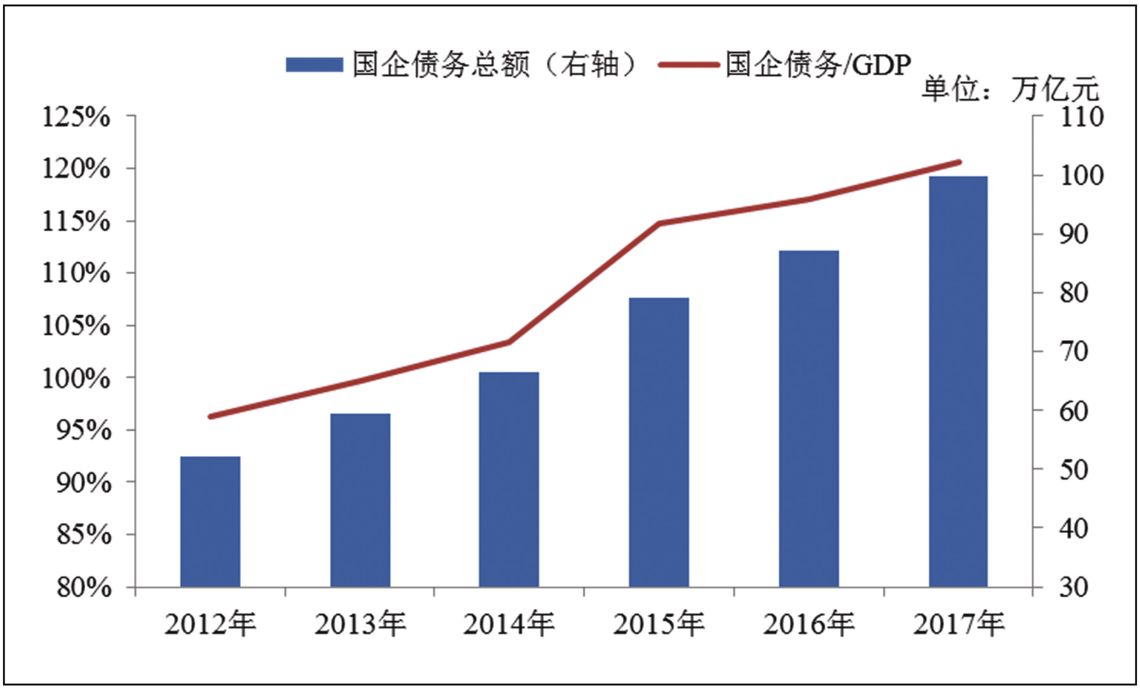


图 44　国企债务规模呈现持续扩张态势

需要注意的是，近年来以债务/资产和债务/收入计算的两种国企杠杆率出现了分化走势。一方面，2016 年以来以总债务/总资产测算的国企杠杆率开始回落，从 2015 年底的 66.3%下降至 2017 年底的 65.7%，2018 年一季度末则进一步下降至 65%。另一方面，以国企债务/国企营业收入测算的国企杠杆率仍在持续攀升。2017 年底国企债务/国企营业收入高达 191%，相比于 2015 年底上升了 17.1 个百分点，相较于 2016 年底上升了 1.4 个百分点。**由此，各界在国企是否已开启去杠杆的问题上存在一定争议，有观点认为国企已经开始去杠杆，债务风险开始下降。**

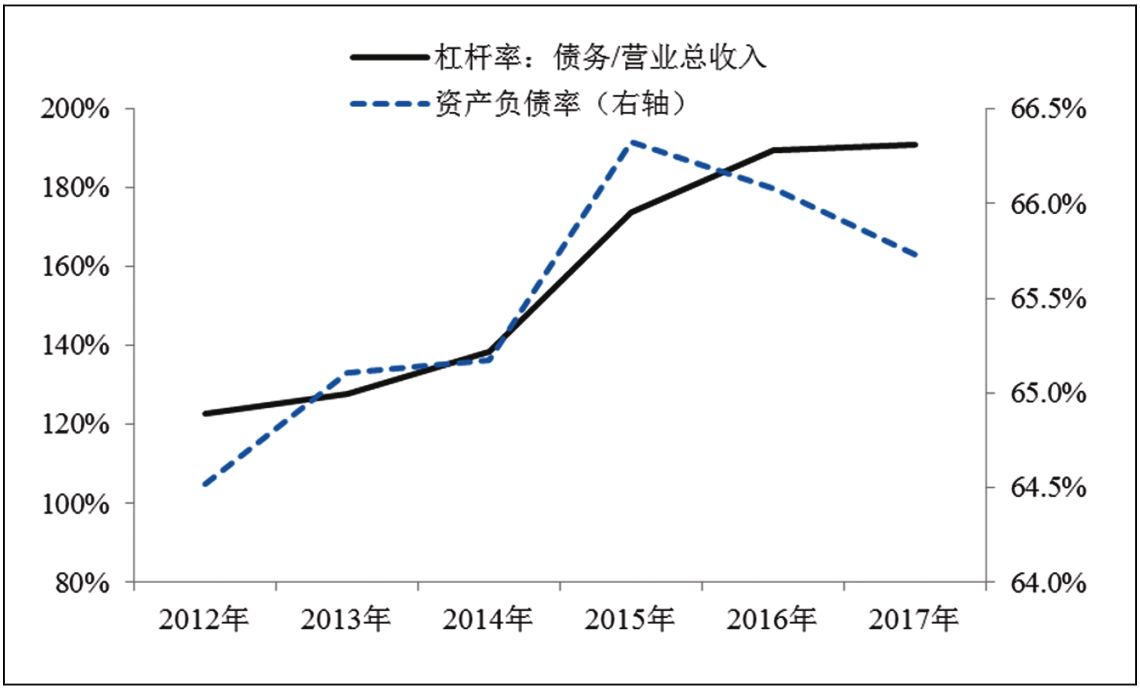


图 45　近年来国企资产负债率与杠杆率走势出现背离

本报告认为，之所以国企债务/资产和国企债务/收入两种杠杆率出现“一降一升”的现象，主要与近年来国企资产回报率持续下滑有关。具体来讲，我们可以对债务/收入测算的杠杆率进行如下拆解：债务/收入＝（债务/资产）/（收入/资产）。其中，收入/资产可视为企业的资产回报率。该等式意味着，当债务/资产测算的杠杆率基本不变或略微下降的时候，如果资产回报率下降，那么也会出现债务/收入上升的局面。事实上，近年来国企效益状况一直不太理想，根据财政部公布的数据测算，2011—2016 年间国企主营业务销售利润率持续下滑，由 2010 年的 6.55％下降至 2016 年的 5.04％。直至 2017 年，国企主营业务利润率才略有改善，回升至 5.55％。相应地，2017 年在债务/资产测算的国企杠杆率继续下降的情况下，以债务/收入计算的国企杠杆率上涨幅度也显著趋缓。

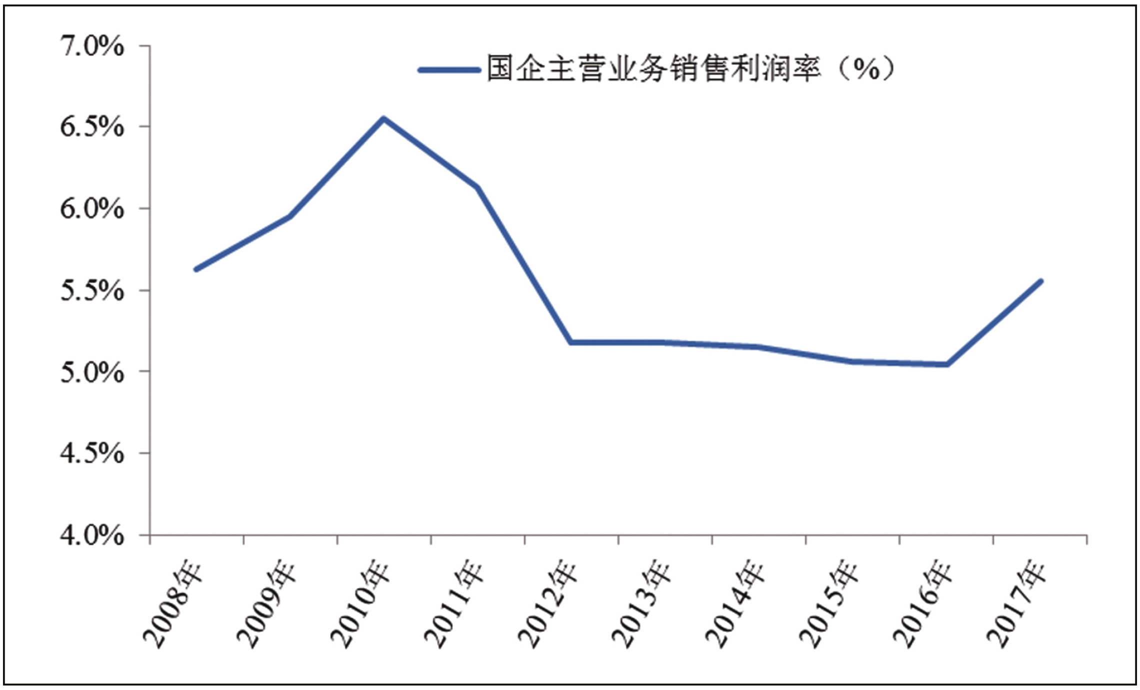


图 46　近年来国企效益状况一直较为低迷

此外，还存在两点因素会导致用资产负债率的下降来断定国企去杠杆已初现成效并不妥当。一是，由于资产价格上升会导致公允价值计价的投资性房地产与金融资产扩张，从而存在“价格上涨—资产上涨—资产负债率下降—借贷增加”的金融加速器效应，这很可能导致资产负债率的低估（纪敏和张翔，2016）。事实上，近年来因为实体经济较为低迷，企业尤其是国企资金“脱实向虚”倾向明显加大，更倾向于投资房地产与金融资产（张成思和张步昙，2016）。这突出表现为国企营业利润占利润总额比重的明显下降，2015 年和 2016 年规模以上国有控股工业企业的营业利润占利润总额的比重分别仅为 85.7％和 88.1％（图 46）。二是，国企存在较为广泛的“名股实债”问题，由此造成国企资产规模的虚高，从而掩盖了国企的真实债务风险（徐忠，2018）。**因此，不能因为债务/资产测算的国企杠杆率下降，就认为国企去杠杆已初见成效，当前国企债务风险依然较为严重。**

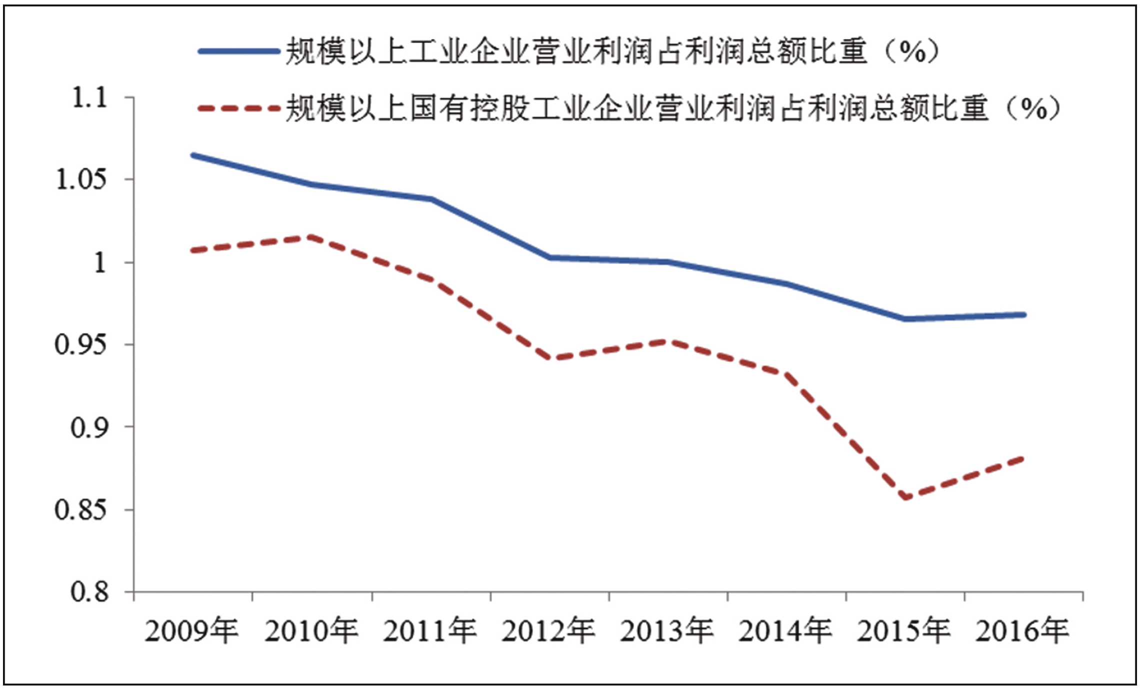


图 47　工业企业主营业务利润占利润总额比重变化情况

分行业来看，各行业杠杆率差异较大，其中房地产企业的债务问题较为突出。当前，各界更多是关注工业内部各行业杠杆率（债务/资产）的情况。根据国家统计局的数据显示，2017 年底规模以上工业企业杠杆率平均为 55.5％。具体到工业内部各行业，杠杆率最高的五个行业依次为：煤炭开采和洗选业（67.8％）；黑色金属冶炼和压延加工业（即钢铁行业，64.1％）；有色金属冶炼和压延加工业（63.3％）；石油加工、炼焦和核燃料加工业（63.3％），金属制品、机械和设备修理业（63.0％）。这五个行业基本均属于周期性行业，较高的杠杆率主要与近年来经济增速的显著放缓有关。杠杆率最低的五个行业依次为：酒、饮料和精制茶制造业（42.5％）；印刷和记录媒介复制业（42.4％）；木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业（41.0％）；医药制造业（40.4％）；烟草制造业（23.8％）。

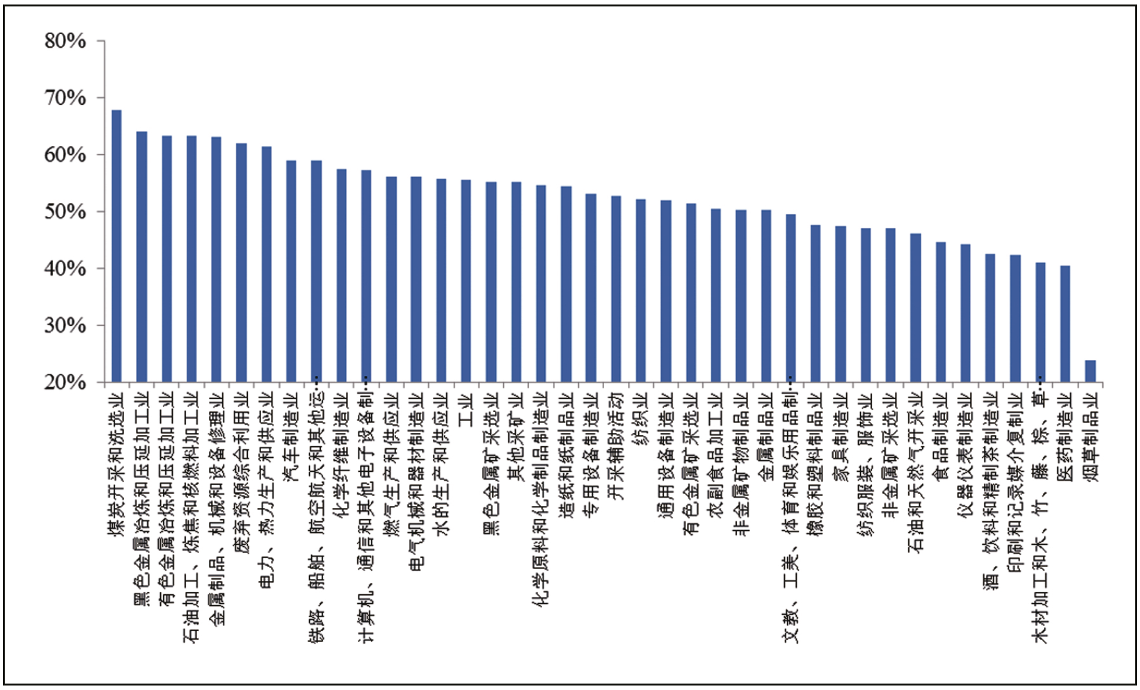


图 48　工业部门内部各行业杠杆率(债务/资产)情况

关注工业部门各行业杠杆率的同时,不容忽视的是第三产业中部分行业的杠杆率更高。由于国家统计局尚未公布第三产业内部各行业的杠杆率情况,所以本报告采用上市公司数据予以说明。根据 Wind 数据库相关数据测算可知,第三产业内部各行业杠杆率差距也十分明显。比如,信息传输、软件和信息技术服务业,文化、体育和娱乐业以及居民服务、修理和其他服务业的杠杆率较低,分别只有 41.5%、33.9%和 26.1%。交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业杠杆率水平适中,分别为 53.9%和 52.1%。房地产业与建筑业的杠杆率则较高,分别达到了 78.4%和 77.1%,明显高于其他行业。不过需要注意的是,建筑业高企的杠杆率更多与其本身的行业属性有关,2008—2017 年间建筑业上市企业杠杆率的平均水平反而下降了 3 个百分点。相比之下,2008—2017 年间上市房地产企业的资产负债率平均水平则大幅上升了 15.6 个百分点。由此可见,近年来房地产企业的债务压力在明显增加,债务风险值得警惕。

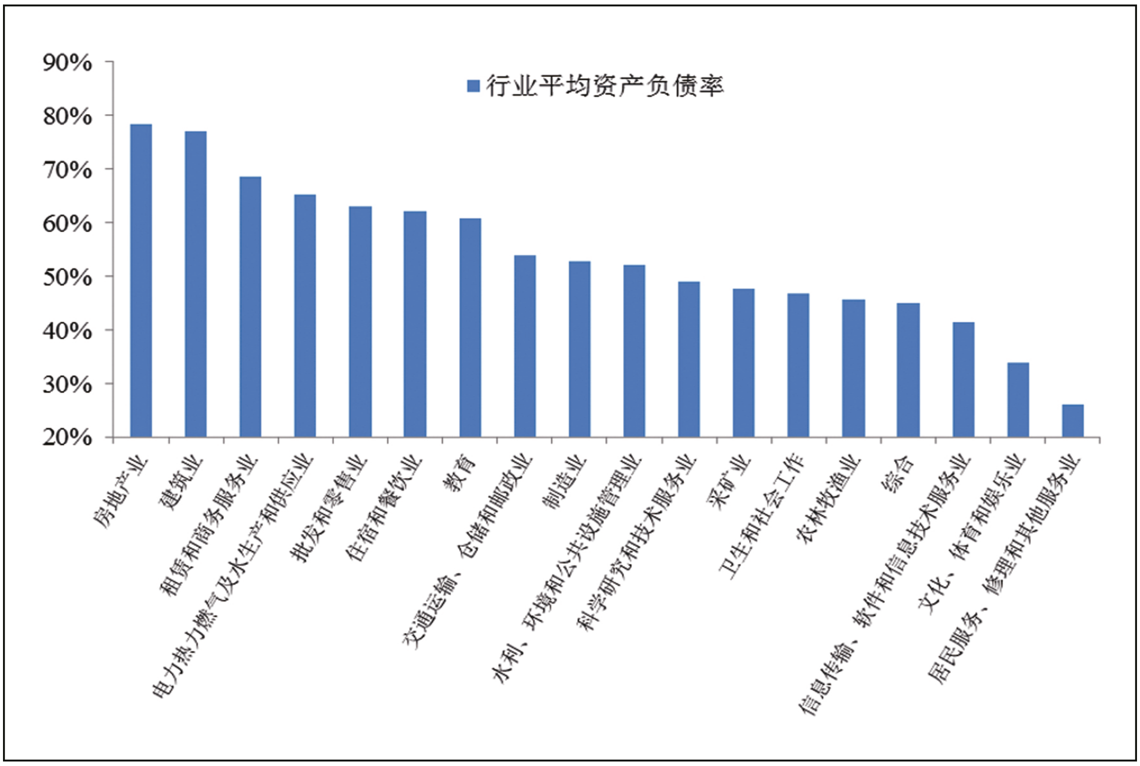


图 49　各行业上市企业杠杆率(债务/资产)平均水平对比

2. 家庭部门:虽然杠杆率水平不高,但实际的债务风险已较为严重

截至 2017 年末,中国家庭部门杠杆率为 48.4%。相比之下,美国家庭部门杠杆率为 78.7%,英国为 86.7%,日本为 57.4%,德国为 52.9%,欧元区为 58.0%,发达经济体平均为 76.1%,全球主要经济体的平均水平为 62.1%。由此,当前普遍观点认为中国家庭部门的整体杠杆率水平不高,甚至还存在一定的加杠杆空间。但实际上,从以下五个方面来看,中国家庭部门的债务风险已然不低,需要引起一定的警惕。

一是,中国家庭部门杠杆率明显高于大多数新兴经济体。考虑到中国目前所处的发展阶段以及金融体系完善程度等因素,将中国家庭部门杠杆率与新兴经济体进行比较更为合理。截至 2017 年末,新兴经济体家庭部门杠杆率的平均水平为 39.8%。如果剔除中国的影响,新兴经济体家庭部门杠杆率的平均水平则仅有 32.6%。其中,南非为 33.1%,巴西为 24.7%,俄罗斯为 16.2%,印度只有 10.9%。由此可见,与新兴经济体相比,中国家庭部门的杠杆率并不低。

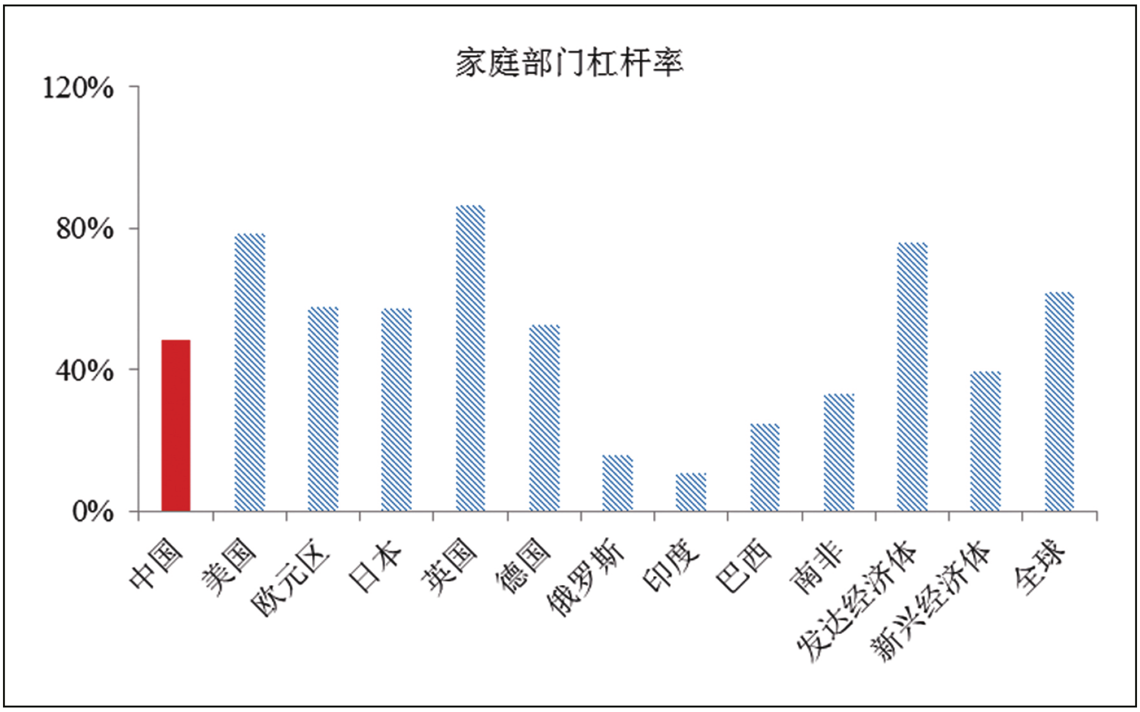


图 50　各主要经济体家庭部门杠杆率对比

二是，中国家庭部门杠杆率的攀升速度过快。如前所述，对于债务危机爆发概率的影响来讲，杠杆率水平的上升速度快慢比杠杆率水平的高低更为重要。更进一步地，历史经验表明家庭部门杠杆率的快速上升相比于企业部门杠杆率的快速上升更易于引发债务危机的爆发。Reinhart et al.(2011)曾对 36 个国家从 1951 年到 2010 年的债务和经济危机信息进行统计，研究发现，在 138 次危机中由家庭部门杠杆率上升过快所引发的危机占到 100 次，由企业部门杠杆率上升过快所引发的危机只有 38 次。[①] 截至 2017 年末，中国家庭部门杠杆率在过去 5 年上升了 18.7 个百分点。相比之下，2008 年金融危机爆发前，美国家庭部门杠杆率在 5 年之内的上升幅度也不过 18.8 个百分点。由此可见，近年来中国家庭部门杠杆率攀升速度过快，需要高度重视。

① 经济危机包括通胀、货币、股市、内债、外债以及银行危机六种，如果一国在一年发生以上六种危机中的一种或多种，则认为该国在那一年经历了一次经济危机。排除掉缺失值，样本中一共有 138 次经济危机能够追踪到危机前 8 年的债务数据。如果危机前 8 年，家庭债务增长率高于企业部门则定义此次危机为“家庭债务主导型”，反之为“企业债务主导型”。

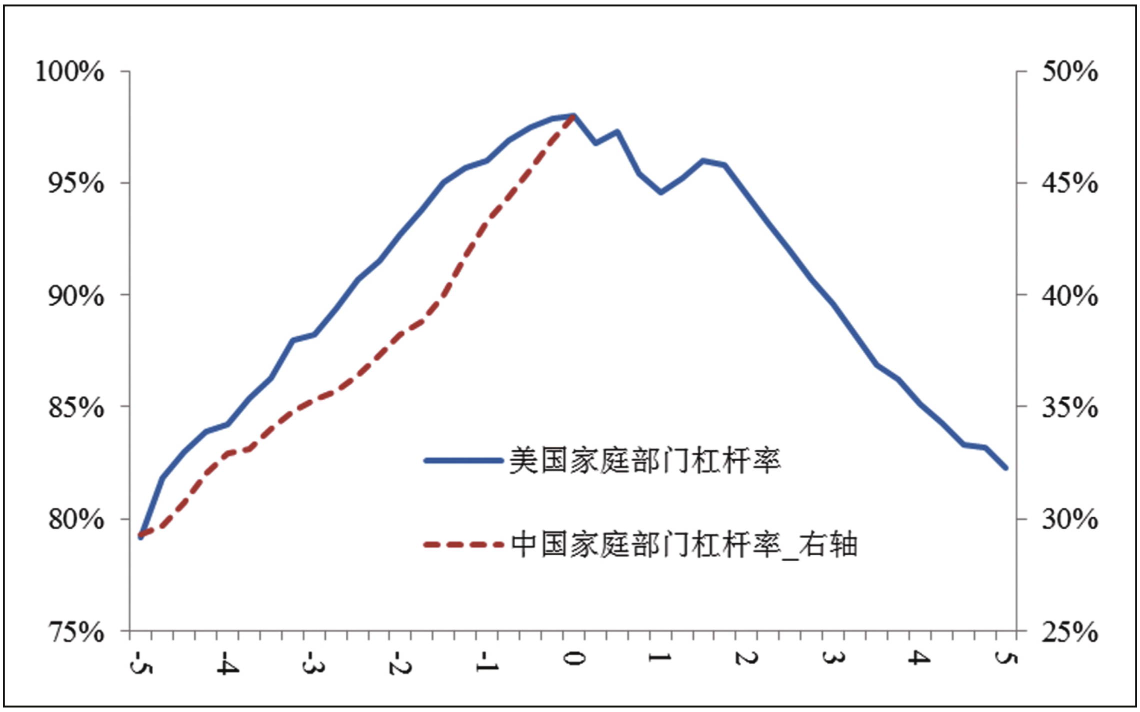


图 51　中美家庭部门杠杆率攀升速度对比

注:横轴中的 0 对应美国的时间点是 2008 年金融危机爆发的时点,即家庭部门杠杆率最高点;对应中国的时间点是 2017 年。—1 至—5 代表危机爆发之前的第一到第五年,1 至 5 代表危机爆发后的第一至第五年。

三是,由于中国居民收入占 GDP 比重偏低,所以家庭债务/GDP 的测算杠杆率方式会低估中国家庭部门债务问题的严重性。以家庭债务/家庭可支配收入测算,中国家庭部门杠杆率高达 110.9%,已经超越美国。改革开放以来的很长一段时间内,中国采取高投资带动高增长的发展模式,由此使得劳动报酬在国民收入初次分配中的比重持续下降,从而导致居民收入占 GDP 比重偏低。2017 年中国居民可支配收入占 GDP 的比重不足 45%,而发达经济体居民可支配收入占 GDP 比重一般在 60%以上。鉴于居民收入是衡量居民偿债能力的核心指标,因此用家庭债务与可支配收入之比来衡量家庭债务状况是更准确的做法。由此计算得到,截至 2017 年末,中国家庭部门的杠杆率高达 110.9%,甚至已经高于美国家庭部门的

杠杆率水平(108.1%)。[①]

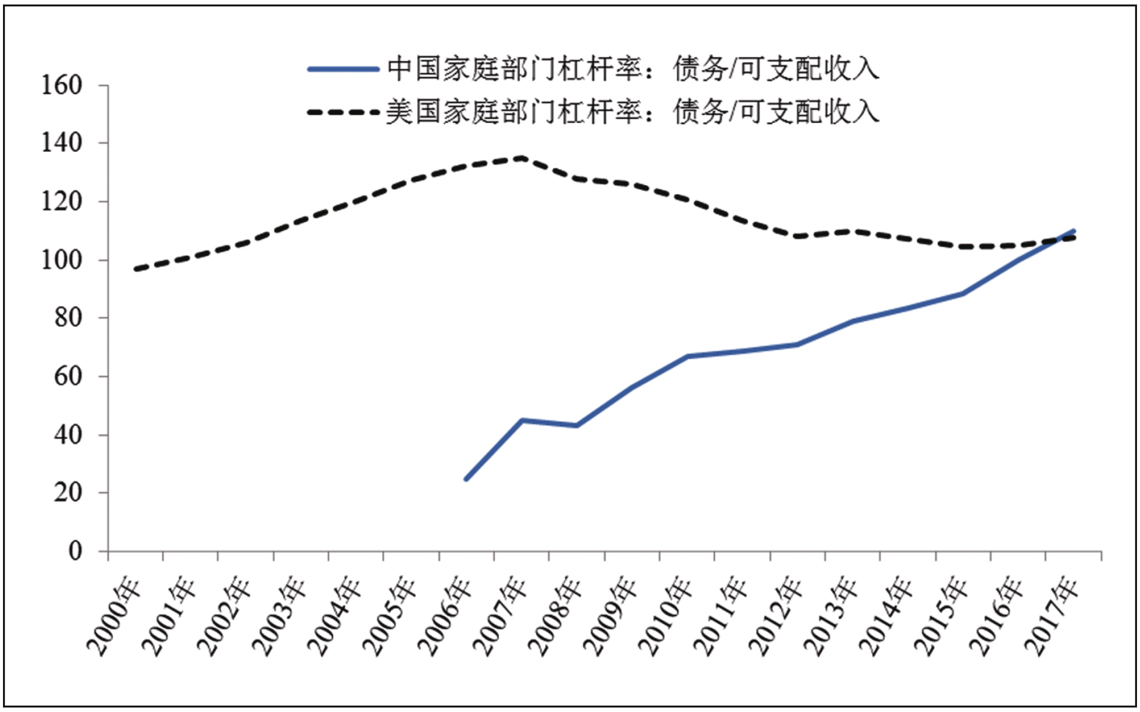


图 52　以债务与可支配收入之比来衡量的中美家庭部门杠杆率情况

四是,中国家庭部门债务分布不均,部分家庭的债务风险已经处于较为危险的水平。由于中国家庭部门债务主要以房贷为主(占比在 60%以上),而背负房贷的主要是城市家庭尤其是一二线城市家庭,因此对于中国家庭部门而言,很可能是较小一部分人群承担了绝大部分的家庭债务。李凤和路晓萌(2017)的测算也发现,尽管家庭负债的总体规模不高,但是高负债家庭(债务收入比大于 4)所占比重超过 1/3。

五是,中国家庭部门存在大规模的隐性债务,实际的债务风险更高。无论是以债务/GDP 还是以债务/可支配收入来测算的杠杆率,其分子只是统计了家庭部门从金融部门获取的信贷总额,而中国家庭还是以向亲戚朋友借钱的民间借贷为主。

---

① 这是因为,居民收入才是衡量居民偿债能力的核心指标,因此用家庭负债与可支配收入之比来衡量家庭债务状况是国际上通用做法。由于美国等发达经济体可支配收入占 GDP 能够达到 75%左右,所以可以采取家庭债务/GDP 的计算方式近似衡量家庭部门的债务压力。然而,中国居民可支配收入占 GDP 的比重不足 45%,需要采取家庭债务/居民可支配收入的计算方式才能切实衡量家庭部门的债务压力。

2015 年的《中国居民金融能力报告》的调查数据显示，超过 63.9%的家庭借钱首选是亲戚朋友，其次才是银行等其他融资渠道。因此，中国家庭部门的真实债务风险可能会显著高于杠杆率所反映的风险，已不容忽视。

3. 政府部门：中央政府杠杆率在国际范围内处于较低水平，但地方政府债务风险较大，突出表现在地方债务的区域性风险与隐性债务问题之上。

截至 2017 年末，中国政府部门杠杆率为 47.0%，相比之下，发达经济体中美国的政府部门杠杆率为 99.0%，欧元区为 98.6%，英国为 112.8%，日本更是高达 212.3%，发达经济体政府部门杠杆率的平均值为 108.5%。各新兴经济体的政府部门杠杆率之间存在较大差异，俄罗斯政府部门杠杆率仅为 15.5%，而印度政府部门杠杆率达到了 68.7%，巴西更是达到了 83.1%。总体而言，无论是与发达经济体进行比较比还是与新兴经济体进行比较，中国政府部门杠杆率并不高。

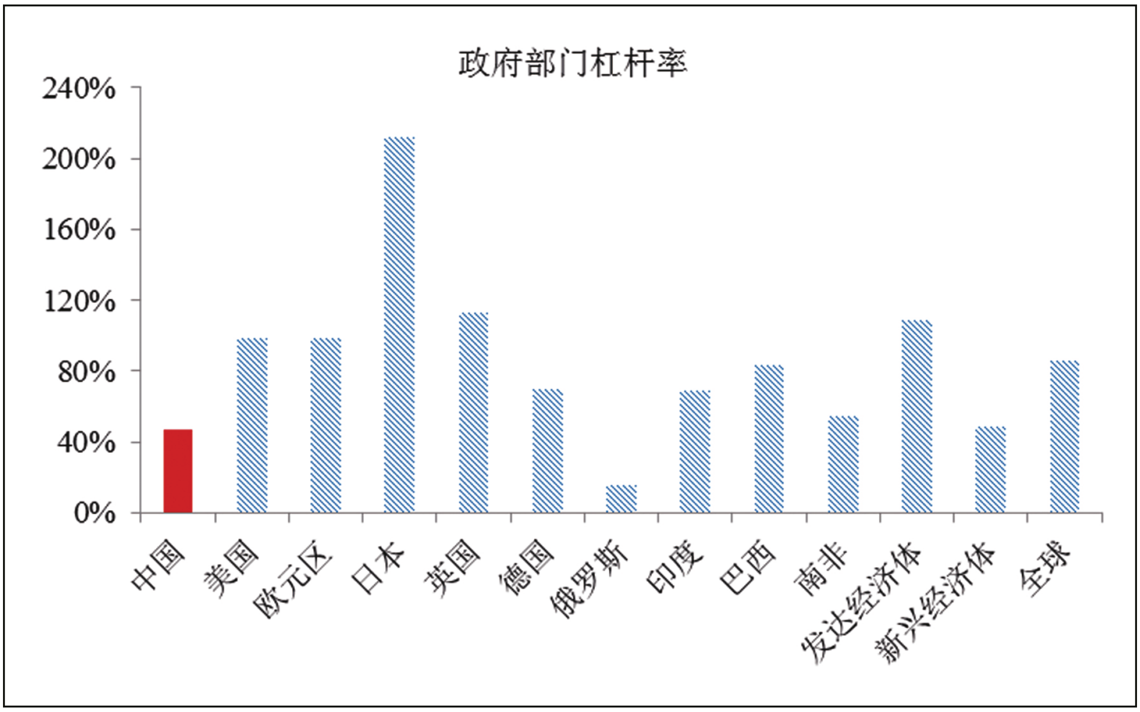


图 53　**各主要经济体政府部门杠杆率对比**

然而需要注意的是，与大多数经济体相比，中国政府部门债务的一个结构性特点是，中国中央政府债务压力较小，地方政府债务压力较大。这是因为，中国政府支出的事项责任更多被地方政府承担，而中央政府的支出压力较小且财力较为充

足。OECD数据库数据也显示，中国地方政府占总体政府债务的比例是各主要经济体中最高的(图53)，这也一定程度上造成了中央政府杠杆率偏低的局面。截至2017年底，中国中央政府杠杆率为16.3%。[①] 而美国、英国、法国等国家中央政府杠杆率都达到了90%—120%的水平，日本更是接近200%。[②] 不仅如此，我国中央政府债务中的外债占比极低，仅为1%左右，这进一步降低了中央政府的债务风险。[③]

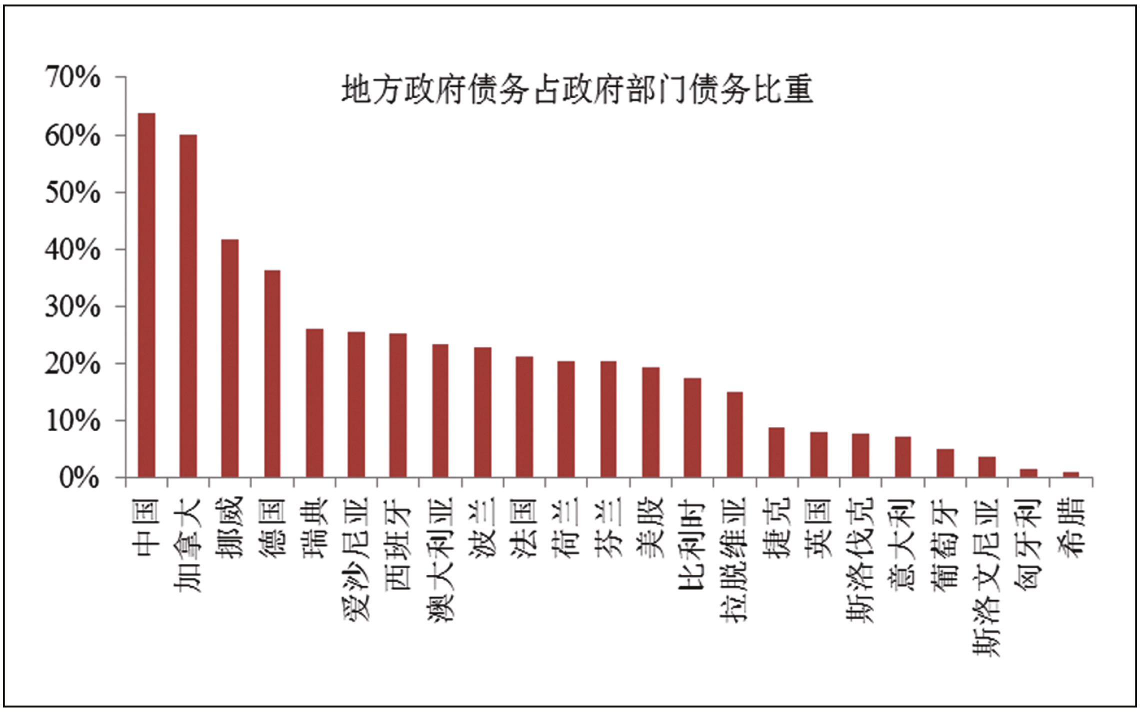


图54　各主要经济体地方政府债务占整体政府比重情况

因此，中国政府债务风险主要集中于地方政府债务，目前来看主要存在两点隐忧。**一是，地方政府债务隐性化问题依然较为严重，一定程度上掩盖了政府债务的**

① 中国中央政府杠杆率根据财政部公布的中央政府债务余额除以GDP得到。

② 由于BIS数据没有进一步区分中央与地方政府债务，所以这里采用OECD数据库数据。而且，OECD数据库统计的政府部门总杠杆率与BIS的相差不大。

③ 通常而言，一国政府对外债的把控能力要弱于对内债的把控能力，因为外债受汇率波动的影响较大，而且国外债权人通常会在债务国经济状况恶化的时候收缩借贷规模或者提前收回债务，这对债务国而言无疑是雪上加霜。爆发欧债危机的国家有一个共同特点，即政府债务中外债占比较高，希腊和葡萄牙政府债务中外债占比更是高达75%左右。相比之下，虽然日本政府债务远高于爆发欧债危机的国家，但是目前日本仍然没有爆发债务危机，很重要的一个原因就是日本政府债务主要是内债。

真实风险。地方政府债务隐性化近年来一直是中央高度关注的问题，早在2014年国务院就发布了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43号文），试图通过"开前门、堵后门"的方式使得地方政府债务透明化。但是至今，地方政府债务隐性化问题尚未得到妥善解决。根据财政部公布的数据测算，2017年底地方政府债务余额为16.47万亿元，杠杆率仅为19.9%，这显然没有包含城投债以及地方融资平台、政府指导性基金与专项建设基金所负担的债务。实际上，城投债与地方融资平台等主体之所以能够募集到大量资金，大多仍是依靠政府的隐性担保，资金也多流向地方政府主导的基础设施项目，因此这部分债务最终仍主要是由政府所承担。而且，近年来各地涌现的PPP项目热潮，更成为地方政府隐性负债的新渠道。

因此，虽然财政部官方测算的政府部门杠杆率仅有36.2%，但其他科研机构的测算结果明显高于官方测算结果。比如，BIS的测算结果为46.3%，IMF测算窄口径的政府部门杠杆率为47.8%，宽口径的则高达68.1%。瑞银测算的广义政府债务规模与GDP之比也达到了68%。中诚信的测算结果表明，考虑地方政府隐性债务规模之后，2017年政府部门杠杆率更是已经高达78.4%。

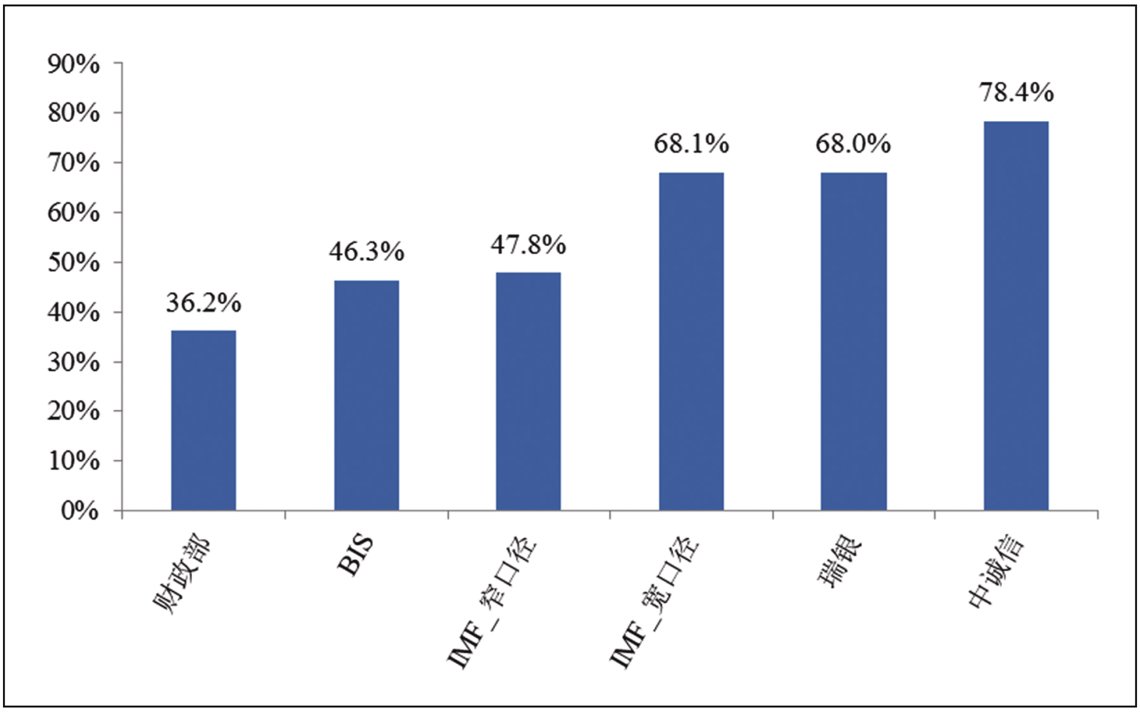


图55　官方与各机构测算的政府部门杠杆率对比

二是，中国地方政府债务的区域性风险突出，部分地区政府债务压力较大。根据中诚信的测算，如果仅考虑显性债务规模，各省份的政府杠杆率差异并不显著。截至2016年末全国只有贵州省政府杠杆率(政府债务/各省GDP)超过了国际上通用的60%警戒线，达到了74%。此外，还有2个省份(青海与云南)的杠杆率处于40%—50%，有4个省份(辽宁、宁夏、内蒙古、海南)的杠杆率处于30%—40%，其余23个省份或直辖市的政府杠杆率均在30%以下。然而，如果进一步考虑政府的隐性债务规模，各省份的政府杠杆率的差异则十分明显。贵州、青海、云南、新疆、广西、甘肃、四川、北京、重庆、天津等12个省份或直辖市的政府杠杆率超过了60%警戒线，其中贵州、青海、云南、北京、重庆、天津等省份或直辖市的政府杠杆率甚至达到80%以上。相比之下，广东、山东、河南、吉林、黑龙江等9个省份的政府杠杆率仍然低于40%。

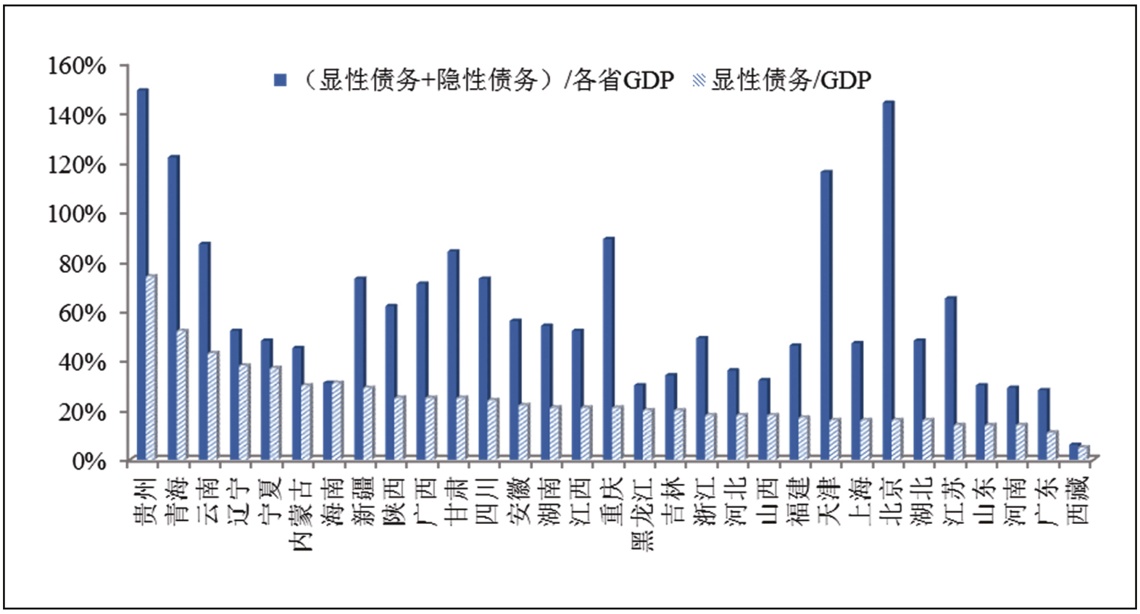


图56　各地方政府杠杆率(债务/各省GDP)情况

更进一步地，考虑到政府财力是影响地方政府偿债能力的核心因素，所以从综合财力[①]视角计算得到的债务率(债务/各省综合财力)更能客观地反映地方政府所面临的债务压力。通过计算可以发现，不少省份或直辖市的地方政府债务压力较

① 综合财力为财政收入、转移性收入、政府性基金收入及国有资本预算收入之和。

大。如果只考虑显性债务，宁夏（226％）、贵州（179％）、辽宁（169％）等 7 个省份的债务率已经超过了 100％警戒线。[①] 如果进一步考虑隐性债务，那么除了海南省（75％）、西藏自治区（4％）低于警戒线，其余 29 个省直辖市债务率均超过 100％警戒线。而且值得注意的是，当前辽宁、甘肃、天津等一些政府杠杆率较高的省份或直辖市正在经历经济增速的大幅下滑，这种经济发展水平与地方政府债务规模之间的不匹配将会带来更大的区域性地方债务风险与隐患。

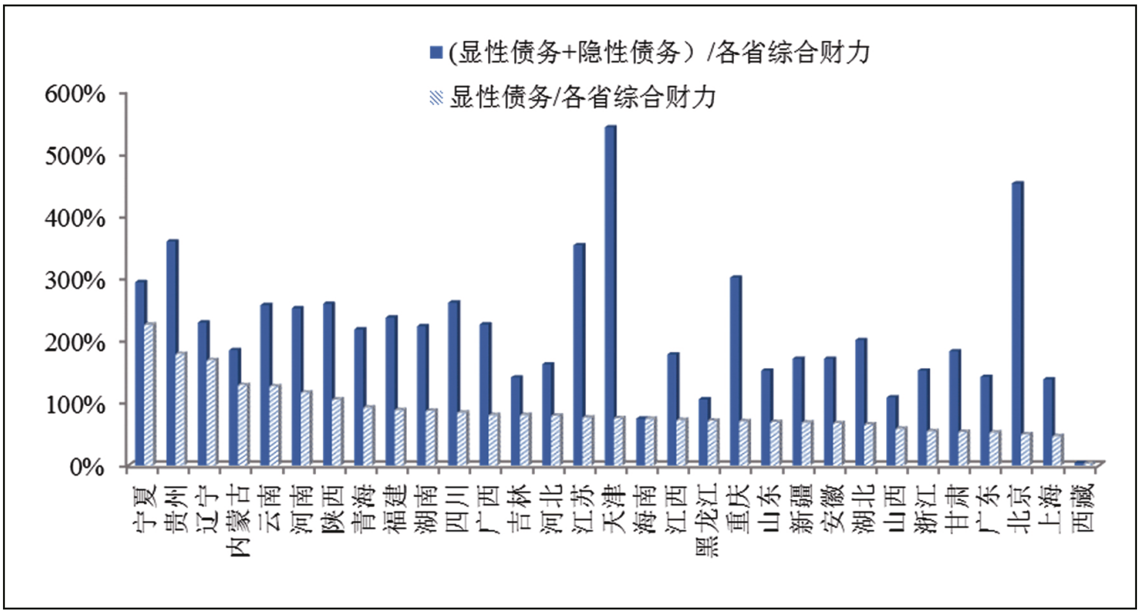


图 57　各地方政府债务率（债务/各省综合财力）情况

4. 金融部门：整体杠杆率过高，中小银行与非银金融机构的高杠杆问题更为严重

按照国际上的通用惯例，一国的杠杆率一般是指一国非金融部门的杠杆率，即政府、居民和非金融企业三个部门杠杆率之和。之所以不包括金融部门，是因为金融部门作为全社会的资金中介机构，其负债规模的测算与其他三个部门存在交叉

① 2015 年 8 月 29 日，全国人大常委会审议批准《国务院关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案》的决议将建立地方政府债务风险预警机制，拟将债务率不超过 100％的水平作为中国地方政府债务的整体风险警戒线，即全国地方政府债务余额最高不超过地方综合财力水平。

和重复，因此在衡量实体经济的杠杆率时一般予以剔除。[①] 但是，这不意味着不需要重视金融部门杠杆率过高的问题。从历次危机经验来看，债务危机的严重程度往往与金融体系能否保持稳定有关。如果金融部门杠杆率适度，那么面临实体部门一些债务违约情况的发生，金融市场可以通过自我调整来予以缓冲，防止债务风险的进一步蔓延与加剧。反之，如果金融部门杠杆率过高，那么即使温和的冲击也会被放大，从而对金融体系造成巨大的冲击，导致全局性金融风险的爆发。美国 2008 年金融危机的案例就表明，尽管次级贷款本身的损失并不多，但是之所以能够造成范围如此之广的影响，原因就在于当时美国金融机构的杠杆率过高（徐忠，2017）。

不同于实体部门杠杆率的测算方法，金融部门尤其是银行部门的杠杆率一般是采用资本充足率等指标来衡量，分子是金融机构的资本，分母是金融机构经风险权重调整后的资产（孙国峰，2017）。但是就中国实际情况来看，无论是商业银行的资本充足率还是从核心一级资本充足率，均难以准确反映中国金融部门的实际杠杆情况。从图 57 可以看到，近年来商业银行的资本充足率较为稳定且处于健康水平，[②]与现实中金融部门加杠杆的典型事实不符。这主要原因在于近年来不少商业银行通过同业往来业务和理财业务，进行期限转换、流动性转换、高杠杆和信用风险转移，以达到调节加权风险资产规模和结构、规避金融监管的目的，由此使得资本充足率等监管指标的准确性下降（陈超，2017）。事实上，由于同业存单近年来成为了金融部门加杠杆的主要手段（巴曙松，2017），所以我们可以从同业存单规模的增长态势，来侧面反映近年来金融部门加杠杆的迅猛势头。根据统计，同业存单期末余额则从 2014 年底的 0.6 万亿元暴涨至 2017 年底的 8.0 万亿元（图 59）。

---

① 比如，当一家企业借入一笔资金并将其存入银行，这笔融资就会产生两笔负债，分别是企业负债与银行的负债。 如果宏观杠杆率的测算包含金融部门，就会导致债务规模的重复计算，使得债务规模被高估。

② 根据银监会《商业银行资本管理办法（试行）》，中国大型银行和中小银行的资本充足率监管要求分别为 11.5％和 10.5％，而 2017 年末商业银行的资本充足率为 13.65％。

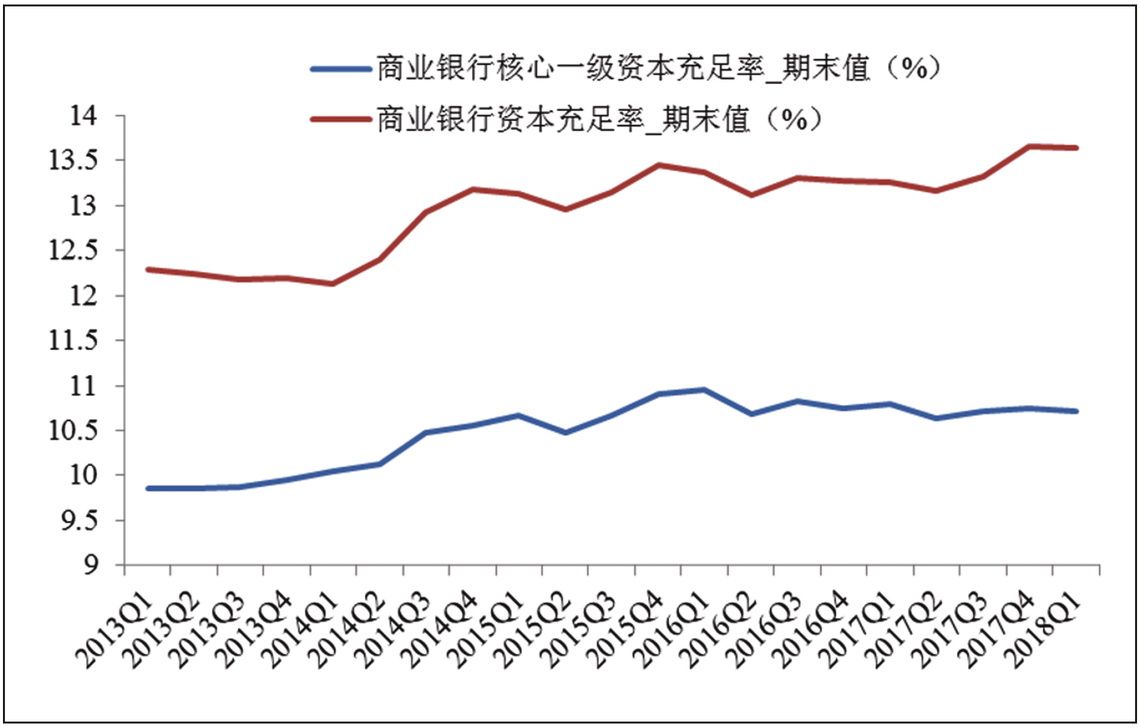


图 58　资本充足率难以切实反映金融部门杠杆率情况

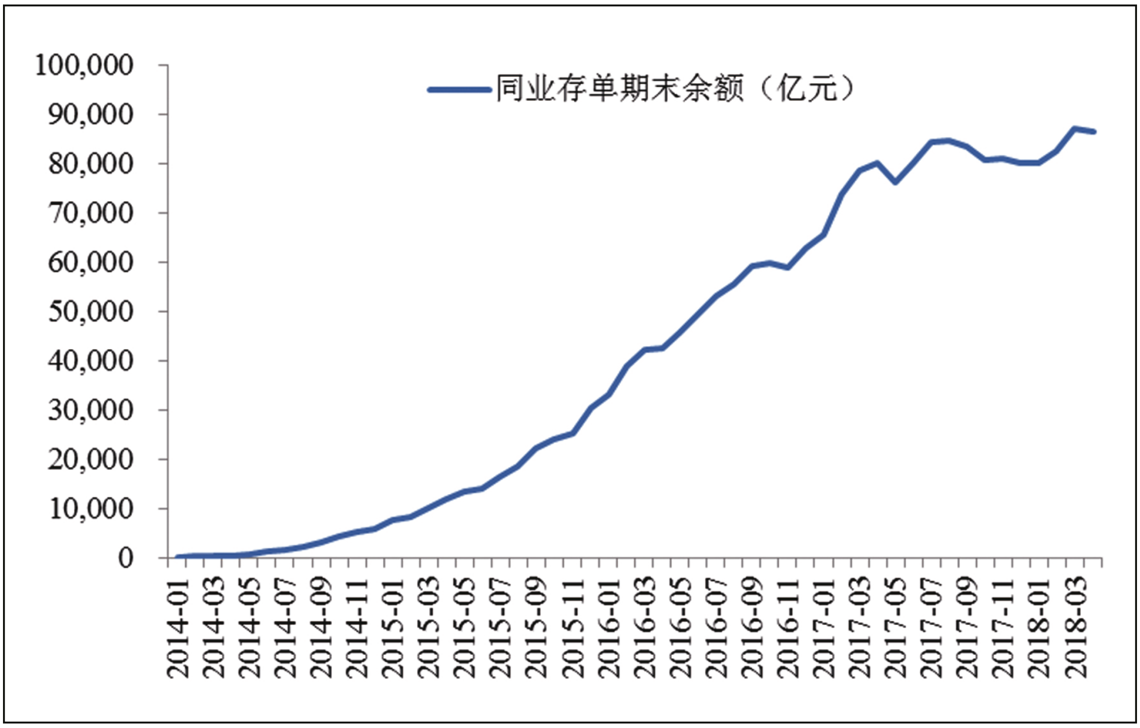


图 59　同业存单成为金融机构加杠杆的主要方式

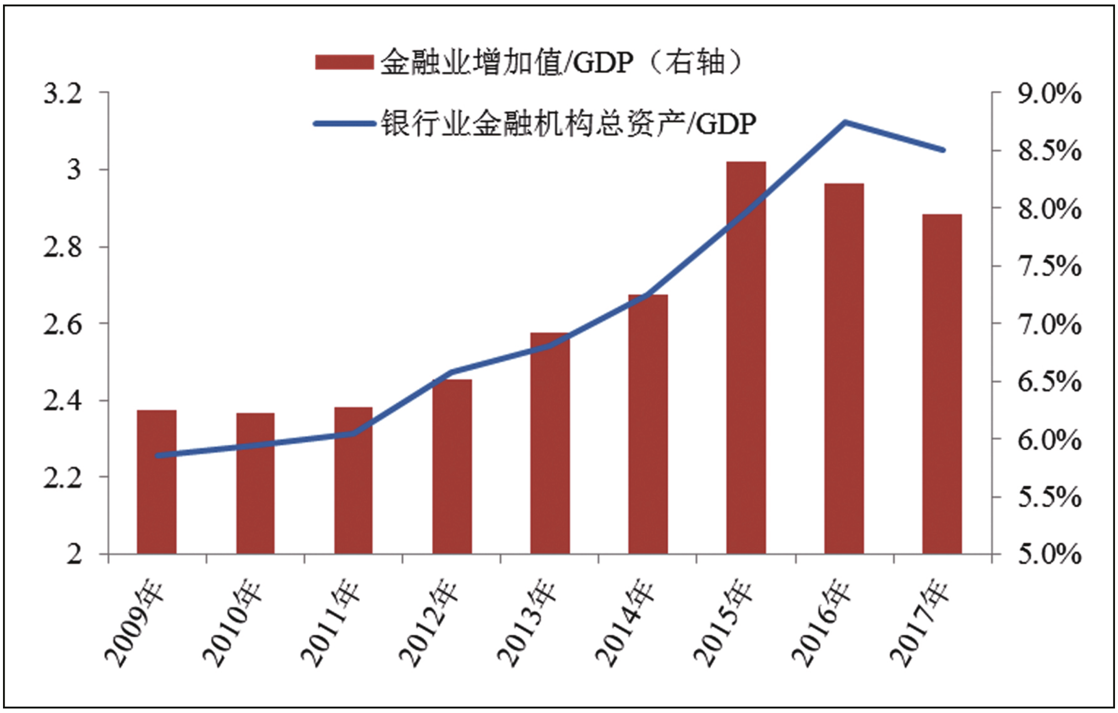


图 60　近年来金融部门呈快速扩张态势

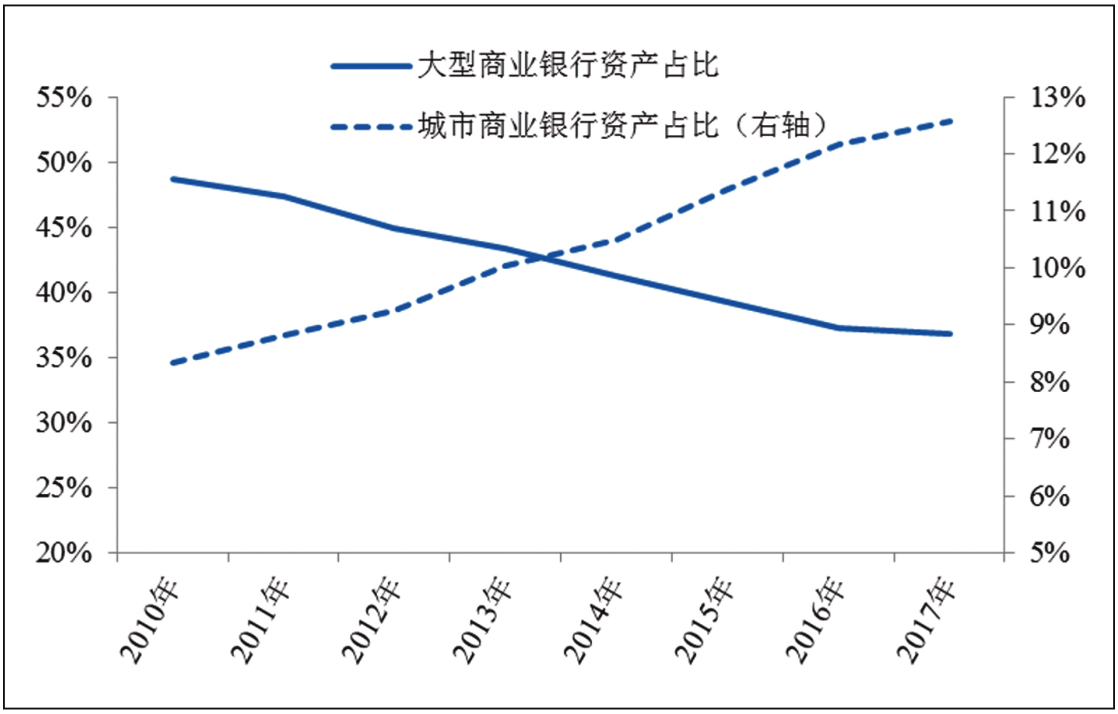


图 61　相比大型银行中小银行的扩张势头迅猛

由于金融加杠杆率本质上是资产负债表的扩张过程，所以金融部门杠杆率过高的突出表现就是金融部门脱离经济基本面支撑的自我快速膨胀。具体来讲，主要表现为两个方面。一是，金融机构资产规模/GDP 比重持续攀升，银行业金融机构总资产与 GDP 之比从 2013 年的 2.54 大幅上升至 2016 年的 3.12。2017 年这一比重虽有回落，但依然处于较高水平（图 59）。二是，GDP 增速下滑的同时，金融业增加值占 GDP 比重快速上升（图 60）。尤其是 2015 年和 2016 年金融业增加值占 GDP 比重分别高达 8.4％和 8.3％，处于历史最高水平。相比之下，美国这一比重的历史峰值不过为 2001 年互联网泡沫时期的 7.7％，而日本金融业增加值占 GDP 的比重则从未超过 7％。

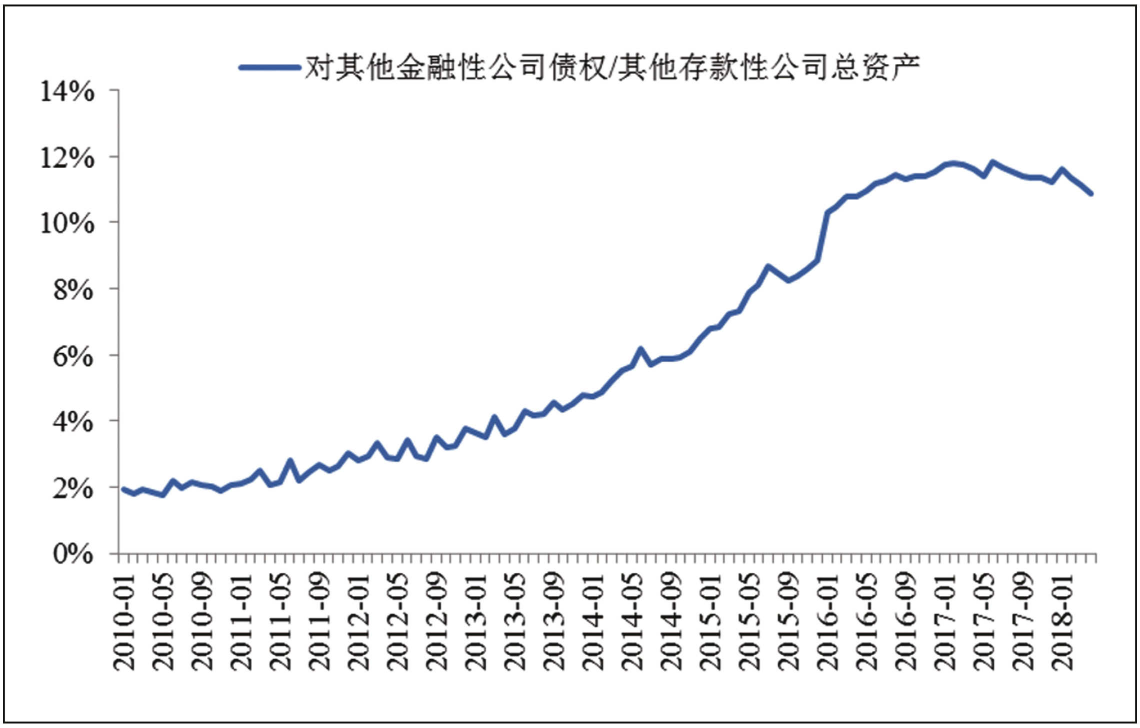


图 62　其他存款性公司对其他金融性公司债权占总资产比重显著上升

金融部门整体杠杆率偏高的同时，部门内部杠杆率的结构性问题也较为明显。一是，与大型商业银行相比，中小型商业银行的加杠杆激励更强，由此使得资产规模的扩张势头更为迅猛。银监会公布的数据显示，2013—2017 年间大型商业银行资产增速平均为 9.1％，相比之下，城市商业银行资产的平均增速则高达 20.8％；由此，大型商业银行占银行业金融机构总资产比重从 2012 年底的 44.9％下降至 2017

年底36.8%,而城商行资产占比则从9.2%升至12.6%(图61)。二是,与商业银行相比,非银金融机构的加杠杆激励更强。这突出表现在,近年来其他存款性公司(银行为主)对其他金融性公司(非银金融机构)债权占其他存款性公司总资产比重的大幅攀升(图62),表明非银金融机构拆入了大量银行资金。该比重在2017年6月的最高点时达到了11.8%,而在2014年之前该比重一直低于5%。随着2017年以来金融去杠杆力度的加大,可以看到其他存款性公司对其他金融性公司债权占总资产比重有所回落。不过,当前其他存款性公司对其他金融性公司债权占总资产比重仍处于相对较高水平,表明非银金融机构的高杠杆问题依然较为严重。

四、杠杆率过高不利于经济稳定与金融稳定

杠杆率上升的本质是信贷规模的扩张,从而使得微观主体可以获得更多资金进行消费、实物资本投资或者金融资产投资。因此在2008年全球金融危机之前,大多数研究往往认为杠杆率的上升或者金融深化(多以私人债务/GDP作为衡量指标)会放松借贷主体的融资约束与融资成本,从而会直接地或间接地带动经济增长(Rajan & Zingales,2004;Levine,2005),因而对债务规模过度扩张带来的负面影响重视不够。这很大程度上导致了2008年全球金融危机之前美国等多国政府对金融创新的大力支持与对金融监管标准的大幅放松。2008年全球金融危机爆发之后,各界逐渐认识到杠杆率的适度上升是有利于经济增长,但是杠杆率过高则会对经济与金融稳定产生较为严重的危害(Reihart & Rogoff,2010)。

就经济稳定而言,高杠杆下负债主体的偿债压力会显著加大,导致居民收入或企业利润中用于还本付息的资金占比提高,从而会挤出可用于消费与投资的资金比例,这就会抑制经济增长。不仅如此,杠杆率的不断攀升往往会伴随着资源错配问题的加剧,导致经济运行效率降低。这是因为,如果新增的信贷规模是投资于具有良好发展前景的投资机会,那么会相应地产生较高的回报,由此以债务/收入来衡量的杠杆率不会有显著的上升。反之,杠杆率的攀升则表明较大比重的信贷资源要么被过多配置到回报率较差的微观主体之上,要么过度地参与到金融部门的投机行为之中,从而不利于经济实现较快的增长。

就金融稳定而言,高杠杆意味着微观主体具有较为脆弱的资产负债表,抵抗冲

击的能力较差。此时即使较为温和的资产价格波动(或融资环境的收紧),在高杠杆的放大作用下都很容易对金融体系造成巨大的冲击,从而引发资产价格大幅下跌或债务违约潮的发生。事实上,Fisher(1932)的"债务一通缩"理论,Minsky(1986)的金融内在不稳定假说以及 Bernanke et al.(1999)的金融加速器等经典理论,均是聚焦于高杠杆下可能存在的资产抛售与债务违约增加等一系列恶性循环机制,对整个经济与金融体系的影响。

具体到中国,高杠杆对经济和金融稳定的危害已经显现。首先,伴随着杠杆率的攀升负债主体的偿债压力愈发增加,对经济增长的抑制作用开始显现。根据BIS 的测算,当前私人部门每期用于还本付息的资金已经占到收入的 1/5。其次,由高杠杆撬动的大量资金过多流向低效率企业以及金融和房地产市场,不仅使得大量僵尸企业得以继续存活,从而降低了经济运行效率,也导致近年来股价、房价等资产泡沫风险的接连出现。第三,高杠杆导致当前中国金融机构之间的资金嵌套与空转等问题严重,风险隐蔽性与关联性过高。由此,一些局部风险很容易演化为全局性金融风险,从而显著增加了金融体系的内在不稳定性。因此,如何妥善应对当前高杠杆问题,发挥杠杆对经济增长的积极作用并降低杠杆率对经济的负面作用,是当前中国亟待解决的重要问题。

第四部分　“结构性去杠杆”的内涵和具体路径

由于高杠杆已经影响到中国的经济稳定和金融稳定，因此去杠杆刻不容缓。不过，当前中国的杠杆率在企业部门、居民部门、政府部门和金融部门之间以及各个部门内部表现出明显的结构性特点，如果不考虑杠杆率的结构性差异，笼统地去杠杆可能难以起到良好效果。在此情形下，2018 年 4 月 2 日，中央财经委员会第一次会议提出了去杠杆的新思路——“结构性去杠杆”，要求分部门、分债务类型去杠杆。那么，究竟何为“结构性去杠杆”？具体如何推进“结构性去杠杆”？为了回答这些问题，本部分首先将传统去杠杆的方法和思路与“结构性去杠杆”新思路进行对比，从而把握“结构性去杠杆”的内涵和特征。在此基础上，我们结合各部门杠杆率的结构性特征、国际经验以及中央正在推行的政策，给出中国各部门“结构性去杠杆”的具体路径。

一、去杠杆的常见方法及其在以往去杠杆案例中的应用

根据杠杆率的计算公式：杠杆率＝总债务/GDP，可以将去杠杆的常见方法归纳为两大类。第一类方法的总体思路是减小杠杆率的“分子”，即降低债务规模。第二类方法的总体思路是增大杠杆率的“分母”，即提高经济增长率。

要想减小杠杆率的“分子”，通常可以采取如下几种方法。一是，债务清偿，即具有偿债能力的债务人通过使用自有资金或者出售资产等方式偿还债务。二是，债务重组，即在债务人无法按照原定契约偿还债务的情况下，对原定的借贷金额、借款期限、借贷方式等内容作出调整，帮助债务人更顺利地偿还债务。例如，可以考虑进行债务展期，延长偿债期限，还可以考虑调整债务利息结构，用低利率债务替换高利率债务。三是，债转股，即将债权人的债权转化为股权，在债权转为股权

之后，企业债务减少的同时注册资本会增加，杠杆率随之下降。[①] 四是，债务减记和坏账核销，即当债务人在规定期限内无法偿还债务，并且已经丧失偿债能力时，将部分或全部债务作为不良债务进行核销。此时，需要央行发挥最后贷款人的功能或者政府向银行注资，帮助银行进行坏账核销。五是，提高直接融资所占的比重。根据杠杆率计算公式可得，杠杆率＝总债务/GDP＝（总债务/投资）*（投资/GDP），其中第一个括号的内容与间接融资所占的比重高度正相关。当其他条件不变时，间接融资占比越高，杠杆率就越高。因此，可以考虑发展直接融资市场，提高直接融资所占比重，从而带来杠杆率的下降。

杠杆率的“分母”是名义 GDP，可以进一步拆分为通胀率和实际 GDP 两部分，因此要想增大杠杆率的“分母”，既可以提高通胀率，也可以提高实际 GDP 增速。具体来看，可采用如下几种方法从“分母”端去杠杆。第一，通过大量增发货币推高通胀率，从而达到稀释债务、降低杠杆率的目的。第二，通过积极的财政政策或者扩张性的货币政策刺激总需求，这既有助于提高通胀率，也有助于提高实际 GDP 增速，从而增大“分母”。第三，当常规货币政策和财政政策空间受限或者效果欠佳时，可考虑通过推高资产价格来增大“分母”。资产价格上涨不仅能够通过财富效应和托宾 q 效应拉动消费需求和投资需求，而且能够通过放松家庭与企业的融资约束使更多的信贷需求得到满足，从而激发经济活力。[②] 第四，通过进行深层次改革和经济结构调整等方式，激发经济活力，从而增大杠杆率的“分母”。

Dalio（2012）等研究对国际范围内较为经典的去杠杆案例进行了梳理，包括 1930 年代美国去杠杆、1990 年代日本去杠杆、2008 年金融危机之后美国去杠杆、2008 年金融危机之后西班牙去杠杆以及 1920 年代德国魏玛共和国时期去杠杆等案例。通过梳理和总结这些国家去杠杆过程中所采用的方法可知，它们通常既会

① 虽然债转股在短期内有助于降低企业的债务负担和杠杆率，但是长期而言并非企业的最佳选择。Mishkin（2016）指出，在筹资领域，债务合约比股权合约的应用范围更普遍，究其原因，股权合约之下债权人在任何情况下都拥有对公司利润的索取权，因此会导致较为严重的道德风险（委托—代理问题）。相对而言，债务合约之下债务人只需要向债权人定期支付固定金额的报酬，因此能够减弱道德风险，这也使得债务合约比股权合约更有吸引力。不仅如此，债转股之后，债权人需要以股东的身份参与公司治理，但是很多情况下债权人并不具备经营公司的能力，因此债权人转为股东之后可能会影响企业的长期发展。可见，债转股并非“免费的午餐”。

② 2008 年全球金融危机以来，美国等发达经济体确实将推动资产价格上涨作为提振经济的重要举措（Bernanke，2012；陈彦斌和刘哲希，2017）。

使用减小杠杆率“分子”的方法，也会使用增大杠杆率“分母”的方法。而且，这些国家去杠杆的过程大致可以分为三个阶段（参见表4）。第一阶段主要是减小杠杆率的“分子”。该阶段以高债务主体的债务违约和债务重组为主要特征，往往伴随着大规模的资产抛售、经济的大幅波动与债务绝对规模的下降。第二阶段主要是通过使用宏观政策来提高名义GDP增速，从而增大杠杆率的“分母”，达到去杠杆的目的。第三阶段同样是增大“分母”，不过该阶段主要通过深层次改革和技术进步，从而提高经济的中长期潜在增速，在增长中去杠杆。

表4　　传统去杠杆的三个阶段与主要手段

阶段	核心目标	主要手段
第一阶段	缩减债务规模，清理银行坏账（降低杠杆率的“分子”）	1.债务清偿，让回报率过低、资不抵债的企业退出市场。 2.债务重组与减计，如延长债务期限、降低债务利率等。 3.坏账核销，央行需要发挥最后贷款人作用，帮助银行进行核销（或政府注资）。
第二阶段	提高名义GDP增速，防止出现杠杆率越降越高的情况（增大杠杆率的“分母”）	1.通过扩张性货币政策推高通胀率。 2.货币政策与积极财政政策相配合，刺激经济增长。 3.刺激资产价格上涨。
第三阶段	提升中长期的潜在经济增速，使经济恢复活力（增大杠杆率的“分母”）	1.深化结构性改革 2.促进技术进步

资料来源：根据Dalio（2012）、Buttiglione et al.（2014）以及各国去杠杆的经验整理得到。

二、“结构性去杠杆”思路与传统去杠杆思路的主要联系与区别

2018年4月2日，中央财经委员会第一次会议首次提出了去杠杆的新思路——“结构性去杠杆”，会议提出要“分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下

降”。将中国“结构性去杠杆”的新思路与传统去杠杆思路进行对比可知，二者既有联系又有区别。

就联系而言，不管是“结构性去杠杆”还是传统去杠杆，所能选择的去杠杆的方法通常都是上文所述的降低杠杆率“分子”或者增大杠杆率“分母”的相关方法，而且“结构性去杠杆”将会更加巧妙合理地运用上述方法达到去杠杆的目的。就区别而言，二者主要存在如下两方面不同。

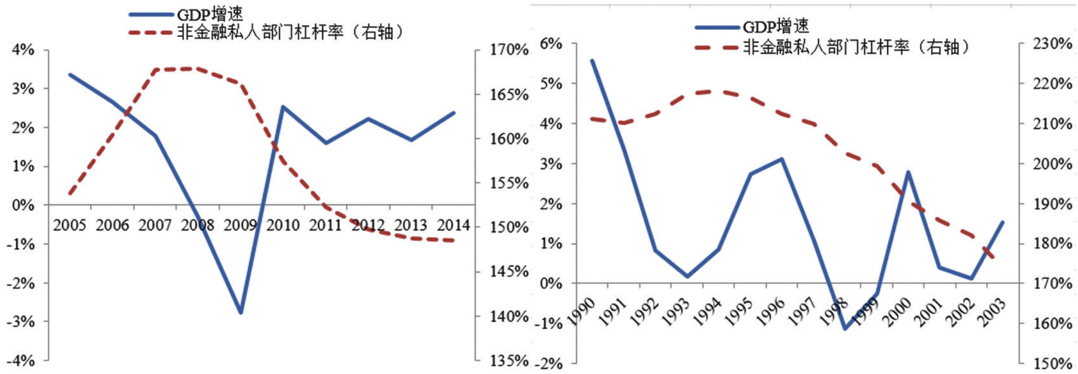
第一，“结构性去杠杆”更加注重各部门之间以及部门内部杠杆率的结构性差异，从而使得去杠杆操作更加精准。

传统去杠杆思路通常是以降低总体杠杆率为目标，没有专门聚焦杠杆率的结构性特点。日本上世纪 90 年代的去杠杆进程就是一个典型的案例。泡沫经济破灭之后，大量企业陷入资不抵债的境况，沦为“僵尸企业”。政府部门没有重视企业部门杠杆率的结构性特点，没有将优质企业和“僵尸企业”区分开来，而是继续鼓励银行向“僵尸企业”发放信贷，导致资源错配和经济结构失衡，最终使得去杠杆进程缓慢，效果不佳。相比之下，中国正在推行的“结构性去杠杆”充分考虑了企业部门、政府部门、居民部门等部门之间以及各部门内部杠杆率的结构性特点，并且将国有企业（尤其是“僵尸企业”）和地方政府确定为去杠杆的主要对象，从而大大提高了去杠杆操作的精准度，避免出现“该去杠杆的市场主体去不了杠杆、不该去杠杆的市场主体被动去杠杆”的局面。需要注意的是，本报告第三部分已经指出，除了国企和地方政府，居民部门债务风险已经不容忽视，金融业杠杆率偏高的问题也较为严重，它们也都应该被纳入“结构性去杠杆”的范畴并且重点关注。

第二，“结构性去杠杆”旨在避免去杠杆进程中可能引发的经济剧烈波动，从而实现杠杆率“稳定和逐步下降”。

历史经验表明，由于去杠杆初期会发生大量的债务减计、债务重组与债务核销等行为，推动坏账率骤然上升并且引发恐慌行为，进而引发资产集体抛售和资产价格大幅下跌的后果，再加上大量企业和金融机构破产，所以去杠杆初期难免会出现经济增长的显著下滑。以 2008 年金融危机期间美国去杠杆为例，已有研究普遍认为这是世界范围内成功去杠杆的经典案例之一，即便如此，去杠杆初期经济增速仍然出现了显著下滑。如图 63 所示，2008 年和 2009 年是美国私人部门债务调整的高峰期，同时也出现了经济负增长，这两年美国经济增速分别为－0.3％和－2.8％。

日本在去杠杆初期经济增速同样显著下滑，1990 年日本经济增速尚且处于 5.6% 的高位，1991—1993 年则持续快速降至 3.3%、0.8% 和 0.2%。



（a）美国　　（b）日本

图 63　去杠杆过程中美国和日本经济增速走势(单位:%)

中国推行“结构性去杠杆”的根本目的是，促进经济平稳运行并且实现“高质量发展”，从而“使人民获得感、幸福感、安全感更加充实、更有保障、更可持续”。如果去杠杆导致经济发生剧烈波动，那么显然与去杠杆的初衷是相悖的。正因如此，“结构性去杠杆”专门强调要实现杠杆率的“稳定和逐步下降”，体现了中央不希望杠杆率大幅波动从而导致经济大幅波动的总体思路，这也就成为了“结构性去杠杆”和传统去杠杆的又一主要区别。

三、“结构性去杠杆”的具体路径

本报告第三部分已经对当前中国杠杆率在企业部门、居民部门、政府部门和金融部门之间的结构性差异，以及同一部门内部不同市场主体之间的结构性差异进行了详细分析。接下来本报告秉持“结构性去杠杆”的总体思路，给出各部门去杠杆的具体路径。

(一)企业部门:国企去杠杆是重中之重

当前，中国杠杆率最高的部门是企业部门，而企业债务的 2/3 以上聚集在国

企，在“结构性去杠杆”这一新思路的指导下，企业部门去杠杆的主要目标是实现国企去杠杆。事实上，2017 年 7 月召开的全国金融工作会议就已经明确指出，“要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置‘僵尸企业’工作”。2018 年 4 月召开的中央财经委员会第一次会议再度强调，“企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”。

总体而言，国企去杠杆可以采取如下几种途径。第一，加速清理僵尸企业，加大兼并重组力度。日本去杠杆的教训表明，对僵尸企业的清理至关重要，中国在推进国企去杠杆的过程中要把处置“僵尸企业”作为重要抓手，尽快切断对“僵尸企业”的信贷等资源的提供，不能再为它们“输血续命”。[①] 第二，稳步推进国企债转股。事实上，国企债转股在中国并非新鲜事物，早在 1998 年“国有企业三年脱困”时就采用过债转股这一方式。当时的债转股取得了一定的成效，但是也有一些不足之处。比如，不少债务人认为债转股是“免费的午餐”，一些本应破产的企业没有及时破产，而是进行了债转股，但是最终还是以破产告终。新一轮债转股要严禁把“僵尸企业”作为目标企业，并且通过市场化方式完成债转股，帮助企业改善治理结构、恢复盈利能力，从而真正达到去杠杆的目的。[②] 第三，加强对国企举债行为的管控和约束。以往，由于国企面临预算软约束和刚性兑付，因此在借债时通常不会过多地考虑杠杆率或资产负债率的高低。加强对国企资产负债的约束不仅可以限制增量债务的产生，而且可以敦促国企加速化解存量债务，从而加快国企去杠杆的进程。[③]

需要强调的是，不同地区和不同行业国企的杠杆率也存在明显的结构性差异。就地区差异而言，如图 64 所示，截至 2016 年末，山西、吉林、河北、陕西等省份的国

① 2018 年 1 月银监会出台《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，将“违规将表内外资金直接或间接、借道或绕道投向股票市场、‘两高一剩’等限制或禁止领域，特别是失去清偿能力的‘僵尸企业’”作为 2018 年治理重点之一。

② 2018 年 1 月份国家发改委、央行等机构联合发布的《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》指出，“允许实施机构发起设立的私募股权投资基金与对象企业合作设立子基金，面向对象企业优质子公司开展市场化债转股”。2018 年 4 月份央行等部委发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》进一步指出，“鼓励充分运用私募产品支持市场化、法治化债转股”。

③ 为了强化国企降杠杆的动机，《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》明确提出，“将降杠杆纳入国有资产管理部门对国有企业的业绩考核体系”。2018 年 5 月中央全面深化改革委员会第二次会议通过了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要求建立和完善国有企业资产负债约束机制，促使国企资产负债率尽快回归合理水平。

企资产负债率超过 70%，在全国范围内处于较高水平，因此去杠杆过程中要将这些省份的国企作为重点对象。此外，天津、山东、河南、北京、云南、湖北、新疆、广西等省份(直辖市)的国企资产负债率也超过了 65%，同样需要高度重视。就行业差异而言，如图 65 所示，截至 2017 年末，煤炭开采和洗选业，黑色金属冶炼及延展加工业，有色金属冶炼及延展加工业，石油加工、炼焦及核燃料加工业，电力、热力的生产和供应业等行业的国企资产负债率超过 60%，在工业部门各行业中处于较高水平，因此在“结构性去杠杆”的过程中尤其要注意降低这些行业国企的杠杆率。

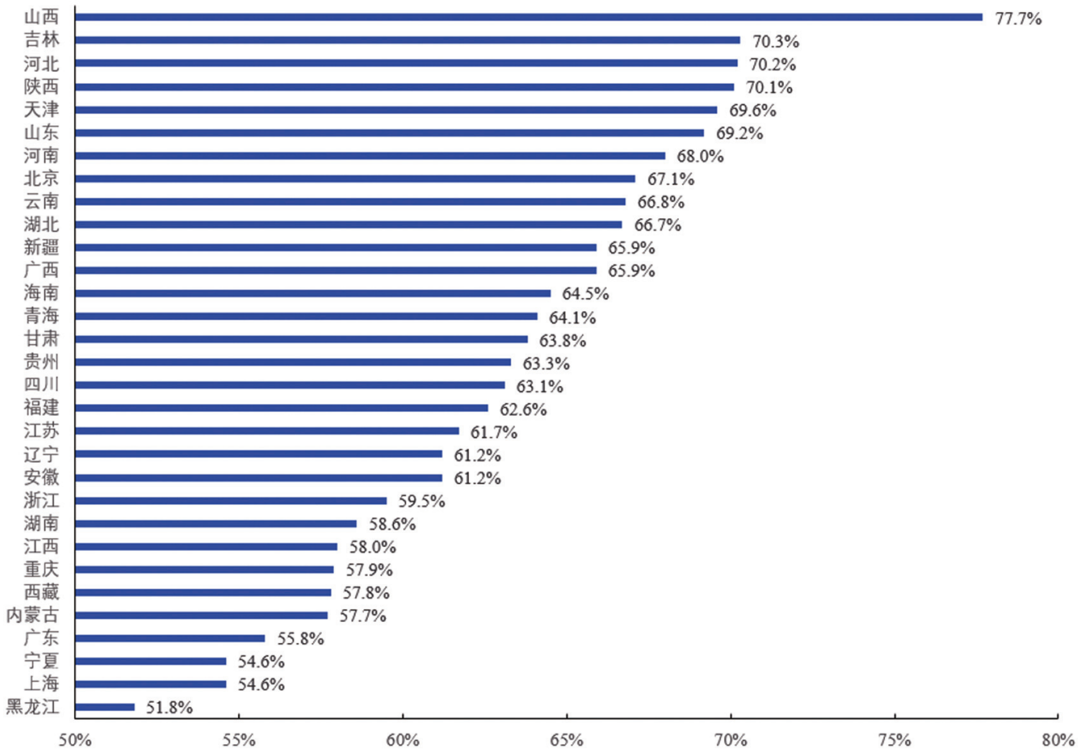


图 64　不同省份国企的资产负债率(2016 年)

数据来源：Wind 数据库。

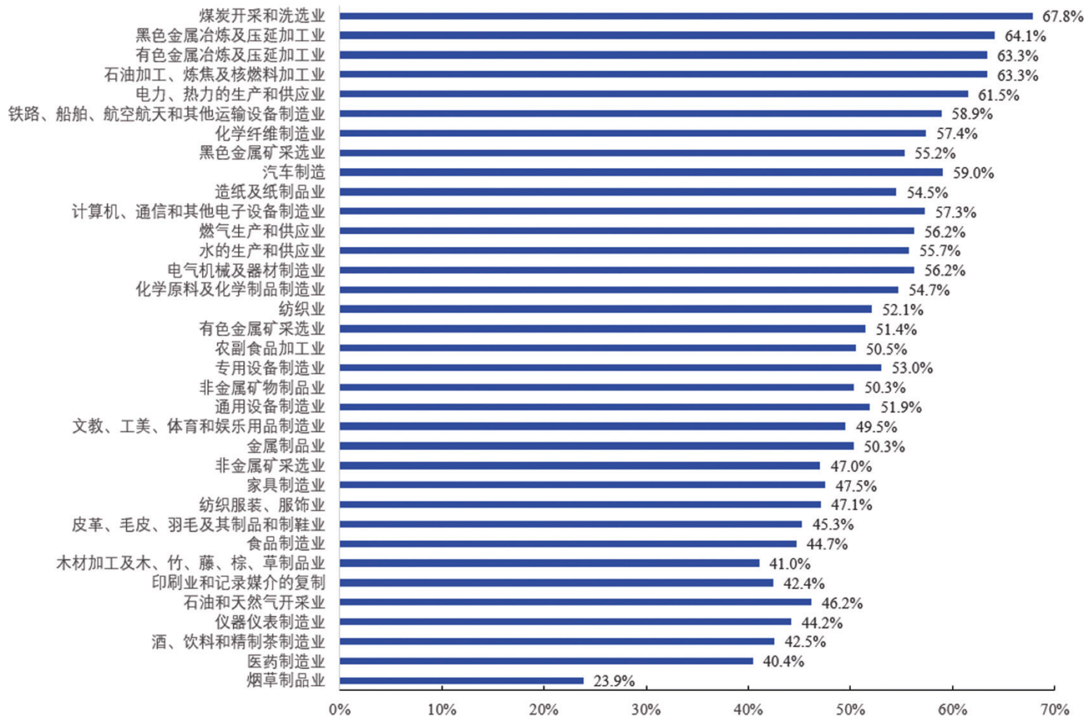


图 65　工业部门各行业国企资产负债率的对比(2017 年)

数据来源:Wind 数据库。

(二)居民部门:控制居民部门杠杆率过快上升的势头

由于居民部门杠杆率在过去几年间持续大幅攀升,而且居民部门债务分布不均,部分居民家庭的债务风险可能已经处于较高水平,因此相关部门开始高度重视居民部门杠杆率问题。2018 年 1 月 25—26 日召开的全国银行业监督管理工作会议提出,要“努力抑制居民杠杆率”,“重点是控制居民杠杆率的过快增长”。2018 年 4 月 3 日召开的中国银行保险监督管理委员会党委会议再次强调,要“有效控制居民部门杠杆率过快上升趋势”。

居民部门持续快速加杠杆的主要目的是购买住房,在常规性住房贷款受到限制的情况下,购房者不断寻找新的方式贷款买房。2015—2016 年不少居民家庭使用“首付贷”等方式贷款买房。随后,央行明确表态,使用“首付贷”买房是违法行为,并且加强对“首付贷”的监管力度。然而,这并没有从根本上消除信贷流向房地产的趋势。2017 年以来,新增贷款通过短期“消费贷”等方式隐蔽地流入房地产

市场。

有鉴于此,“控制居民部门杠杆率过快上升趋势”的核心是,防范信贷以各种隐蔽形式流向房地产市场。央行以及不少省份自去年以来陆续出台了相关政策,严查“消费贷”、“经营贷”、“信用贷”,防范信贷资金违规流入房地产市场。① 这些举措已经取得了一定成效,住户消费性贷款余额增速已经从 2017 年第一季度的峰值 32.9%下降到 2018 年第一季度的 23.4%,基本回归到 2015 年底的水平(图 66)。即便如此,住户消费性贷款余额增速仍然大幅高于企业经营性贷款余额增速和所有贷款余额增速,这也反映出信贷资金通过“消费贷”等方式违规流入房地产市场的现象仍然存在。为此,要继续严厉“打击挪用消费贷款、违规透支信用卡等行为,严控个人贷款违规流入股市和房市”。②

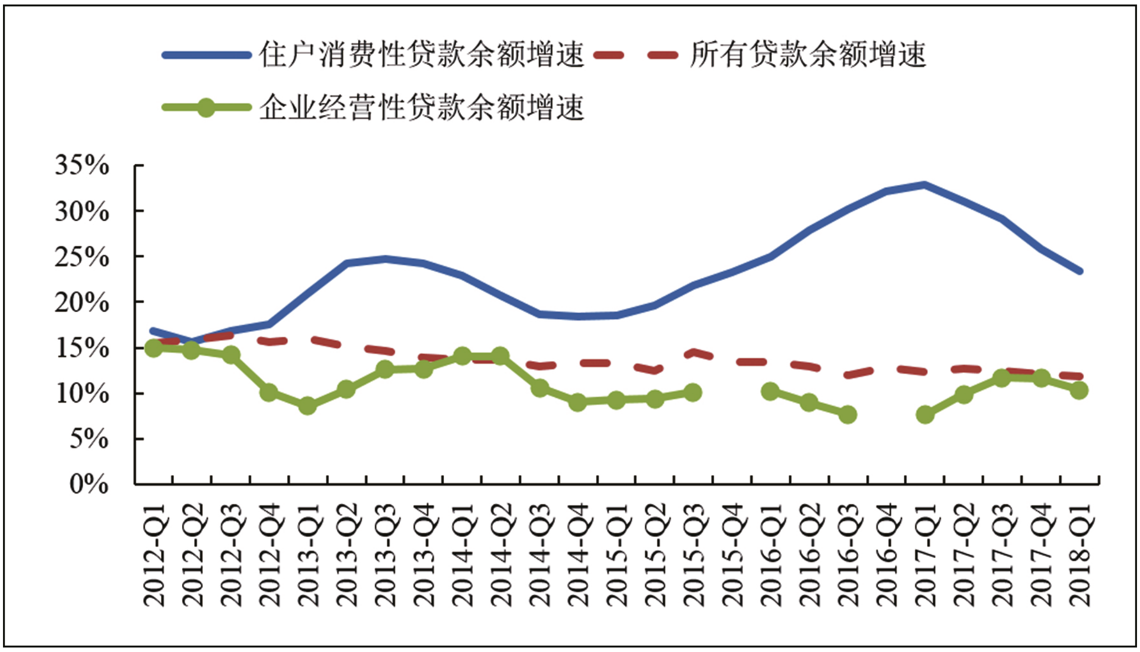


图 66　各类贷款余额同比增速走势

注:图中的各类贷款指的都是金融机构本外币贷款余额。

---

① 2017 年 9 月份,北京市银监局和中国人民银行联合印发《关于开展银行个人贷款资金违规进入房地产市场情况检查的通知》,重点检查消费信贷违规流入房地产的情况。 此后,广东、江苏、重庆、江苏、江西等省份也陆续出台了相关政策,严查消费贷违规流入房地产的问题。

② 资料来源:引自 2018 年全国银行业监督管理工作会议的报告。

(三)政府部门:重点是降低地方政府的杠杆率

“结构性去杠杆”思路在政府部门的具体体现是,中央政府适度加杠杆,地方政府着力去杠杆。中央政府债务负担仍然处于安全范围之内,不仅不需要去杠杆,而且还要考虑适度加杠杆。一方面,需要继续实施积极财政政策尤其是继续减税降费,鼓励企业投资和居民消费,为“结构性去杠杆”营造良好的宏观环境。另一方面,需要增加教育、医疗、社保等民生领域的财政支出。与之不同,地方政府的债务负担已经较重,如果再将隐性债务和未来的社保负担考虑在内,地方政府的债务负担将进一步加剧,因此,政府部门“结构性去杠杆”的主要任务是降低地方政府的杠杆率。

为了实现地方政府平稳去杠杆,需要做好如下几方面工作。第一,针对存量债务,继续进行地方债务置换,延长地方政府偿债期限并降低债务利息,减轻地方政府短期内集中偿债的压力以及债务利息负担。第二,针对增量债务,规范地方政府融资方式,尤其要限制地方政府以政府投资基金、专项建设基金、政府购买服务、PPP 等形式增加隐性债务(张晓晶等,2018)。2018 年 3 月份,财政部出台的《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》明确指出,“除购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资”,“不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金”,其主要目的就是防范地方政府以各种隐性方式继续举债。第三,切实改变地方政府考核体系,推动各级政府官员树立正确的政绩观,谨防地方政府为了晋升而大量举债“上项目、搞投资”。之所以地方政府违规举债的情形屡禁不止,很重要的原因之一就是地方政府热衷于通过基建投资等形式拉动经济增长,从而更好地实现职位晋升等目标。为此,应该尽快改变对地方政府官员的考核体系,将经济增长之外能够反映“高质量发展”的指标纳入考核体系,从而降低地方政府违规举债的激励。

值得注意的是,不同省份的地方政府杠杆率存在明显差异,因此地方政府去杠杆的过程中也要遵循“结构性去杠杆”的思路。根据中诚信的测算结果,综合考虑显性债务和隐性债务之后,贵州、青海、云南、新疆、广西、甘肃、四川、北京、重庆、天津等 12 个省份(直辖市)的政府杠杆率(政府债务/各省 GDP)超过了 60%警戒线,

其中贵州、青海、云南、北京、重庆、天津省份(直辖市)的政府杠杆率甚至达到80%以上。有鉴于此,地方政府去杠杆的过程中需要将这些地区作为重中之重。

(四)金融部门:加强监管以推动金融去杠杆进程,并且尽快从分业监管转向功能监管

2016年以来,银监会、保监会、证监会等部门明显加大了金融监管的力度,纷纷出台了大量政策文件推动金融去杠杆(参见表5),其中颇具代表性的是2017年3—4月份银监会密集出台的“三三四十”专项整治方案。① 这些监管政策的实施取得了一定成效,金融体系无序加杠杆的态势得到了初步遏制。② 然而需要注意的是,当前中国金融监管面临的根本问题并不是单个监管部门出台的监管政策不充分,而是分业监管与混业经营之间的矛盾。随着金融创新的不断增强,银行、证券、保险等金融机构业务之间的依存关系越来越强,行业之间业务的交叉、渗透融合也越来越深入。在此情形下,银监会、保监会、证监会等部门分业监管的模式不再适用。一方面,针对于同一类业务,不同监管部门存在“监管重复”,而且监管标准并不统一,进一步引发监管套利。另一方面,越来越多的新业务、新模式涌现出来,不同监管部门可能因为监管职责不清而出现“监管真空”。如果不从根本上解决分业监管与混业经营之间的矛盾,纵使各部门继续出台各类新的监管政策,也很难避免“监管重复”和“监管真空”等问题,导致监管成本高昂、效率低下。

---

① 具体而言,第一个“三”指的是“三违反”,即违法、违规、违章;第二个“三”指的是“三套利”,即监管套利、空转套利、关联套利;“四”指的是“四不当”,即不当创新、不当交易、不当激励、不当收费;“十”指的是“十乱象”,即股权和对外投资、机构及高管、规章制度、业务、产品、人员行为、行业廉洁风险、监管履职、内外勾结违法、涉及非法金融活动等十个方面的市场乱象。

② “三三四十”专项整治的处罚结果会在中国银行保险监督管理委员会的网站上予以公布。比如,2018年5月4日,中国银行保险监督管理委员会就发布了10项处罚决定,浦发银行、招商银行和兴业银行因为在信贷、票据、理财、同业、人事、违规出表、信用证等方面违反了相关规定而被处罚了1.8亿元。

表 5　　　　　　2016 年以来监管部门出台的部分金融监管政策

机构	政策文件
银监会	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》 《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》 《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》 《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》 《关于银行业风险防控工作的指导意见》 《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》
保监会	《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》 《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》 《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》 《关于开展保险资金运用风险排查专项整治的通知》 《关于组织开展人身保险治理乱象打击非法经营专项行动的通知》
证监会	《证券投资基金管理公司子公司管理规定》 《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引》 《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(修订版,征求意见稿)》

要想提高混业经营环境下的监管效率,应该尽快从分业监管转向功能监管。所谓功能监管,是指按照经营业务的性质来划分监管对象的金融监管模式,而不管从事这些业务经营的机构性质如何。与分业监管相比,功能监管既可以避免不同监管机构针对同一类业务的“监管重复”或者监管标准不统一的问题,又可以及时处理各个监管机构因为协调不畅而产生的“空地”以及金融创新过程中出现的新问题,避免出现“监管真空”,因此能够更好地推进金融去杠杆。2017 年 7 月份召开的全国金融工作会议提出要“加强功能监管,更加重视行为监管”,2018 年 4 月份银监会与保监会合并组建银保监会则是分业监管向功能监管迈进的重要一步。接下来,需要相关部门进行顶层设计,进一步明确和落实功能监管的细则,确定每一类业务的监管主体和监管标准,从而改善金融去杠杆的效果。

第五部分　“结构性去杠杆”的七大平衡术

一、虽然去杠杆在短期内会给经济带来一定冲击，但是在长期内有利于实现“高质量发展”，因此要在保证经济平稳运行的前提下坚定去杠杆的决心

短期内，去杠杆难免会给经济与社会带来一定的冲击。从美国和日本等国家以往去杠杆的经验来看，去杠杆初期阶段经济增速大都出现了较为显著的下滑。中国推进“结构性去杠杆”在短期内也难免会给经济与社会带来一定冲击。具体而言，以往当经济面临下行压力时，国企和地方政府是“稳增长”的重要力量，而当前“结构性去杠杆”的重点对象恰恰是国企和地方政府。伴随着国企去杠杆的推进，僵尸企业将会陆续退出市场，就业压力随之加剧。伴随着地方政府去杠杆的推进，短期内地方政府的融资能力将会受限，它们也就难以像以往那样通过带动基建投资“稳增长”。事实上，去杠杆对投资活动的影响已经开始显现，2018 年 1—4 月份，天津、山西、内蒙古、宁夏、新疆等省份的固定资产投资均出现了负增长，同比增速分别为－21.6％、－11.2％、－28.9％、－21.1％、－40.4％(图 67)。地方政府融资受限和 PPP 清理等因素导致的基础设施投资增速下滑是这些省份的投资出现负增长的重要原因。以天津市为例，2018 年 1—4 月份天津市基础设施投资增速仅为－55.9％。

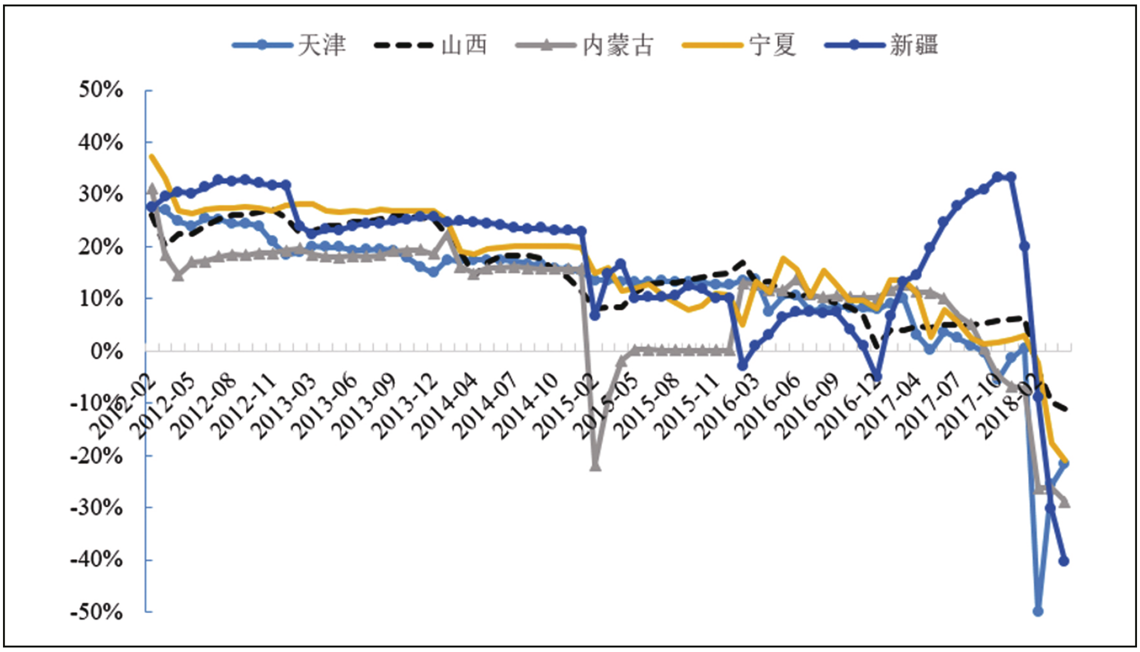


图 67　**部分省份固定资产投资累计同比增速**

长期而言,中国经济需要由"高速增长阶段"转向"高质量发展阶段",而要想实现"高质量发展",必须稳步推进"结构性去杠杆"。其一,去杠杆可以抑制市场主体的过度投机行为、提高银行等金融机构的资产质量和抗风险能力,从而防范和化解金融风险。其二,去杠杆将改变此前资金在金融部门空转以及资金"脱实向虚"等顽疾,并且显著缩短资金在金融体系中的传导链条以降低资金成本,从而使金融更好地服务于实体经济。其三,去杠杆通过"优胜劣汰",能够使得僵尸企业尽快退出市场,从而将信贷等资源更多地配置到生产效率较高的企业,有助于实现资源优化配置。其四,去杠杆可以帮助地方政府摆脱还本付息的困扰,将更多的财政资金用于教育、医疗和社保等民生领域,并且腾出更大的空间来减税降费,促进家庭消费和企业投资,增强经济内生增长动力。

因此,我们一方面要对去杠杆在短期内给经济带来的下行压力进行高度关注和密切监控,另一方面要切实把去杠杆作为当前和未来一到两年内的攻坚战,在保证经济平稳运行的前提下坚定"结构性去杠杆"的决心,降低经济运行所面临的金融风险,从而为实现"高质量发展"打下坚实基础。

可见,当前我们讨论的重点不应该是要不要继续推进去杠杆,而应该是如何将去杠杆所带来的短期冲击最小化。本报告认为,政府部门可以通过顶层设计,对各

个部门去杠杆的力度与进度进行合理规划，以降低去杠杆给经济带来的短期冲击。由于短期内集中性的债务减计、债务重组与债务核销等行为很可能引发资产集体抛售和资产价格大幅下跌等不良后果，因此要避免一哄而上去杠杆。政府部门可以考虑根据不同部门的实际情况，采取各个击破的策略。比如，针对最需要解决的国企和地方政府杠杆问题，可以在控制地方政府债务不继续扩张的前提下，首先清理国有企业尤其是僵尸企业的债务负担。等到僵尸企业债务清理的高峰期过后，再集中清理地方政府债务。这样能够防止不同部门去杠杆的压力集中爆发，实现平稳去杠杆。

二、既要重视债务占比高的“灰犀牛”风险，也要重视在三大部门中债务占比偏低的居民部门债务风险以及在企业部门内部债务占比偏低的民营企业债务风险等“黑天鹅”风险

“灰犀牛”风险指的是，发生概率较大，而且一旦发生将产生巨大影响的风险事件（Wucker，2016）。[①] 与之不同，“黑天鹅”风险发生的概率很小，容易被人忽视，但是一旦爆发同样会给经济体带来严重冲击。回顾历史可知，引发危机的既可能是广为人知的“灰犀牛”风险，也可能是被人所忽视的“黑天鹅”风险。日本 1990 年泡沫经济破灭之前，社会各界普遍认识到房地产泡沫风险已经非常高，政府部门也已经尝试采用抬升利率、收紧信贷等方式予以应对，然而还是不幸刺破了泡沫，并引发了严重的危机，这是典型的由“灰犀牛”风险引发的危机。与之不同，2008 年美国金融危机则是由占比并不太高、没有引起足够重视的次级贷款所引发，因此是由“黑天鹅”风险引发的危机。危机爆发前，美国次级抵押贷款规模的确出现了显著上升，[②]不过危机前未偿付的贷款中只有 13％属于次级抵押贷款，风险最高的可调

---

① Wucker（2016）指出，由于“灰犀牛”风险在发生之前的很长一段时期内就会出现一系列警示信号和迹象，通常难以判断事件发生的具体时间点，因此很多时候公众即便看到了“灰犀牛”，也会无动于衷。但是，Wucker 认为这一思路是不对的，面对“灰犀牛”风险不能“得过且过”，应该高度重视并且积极应对。

② 次级抵押贷款占抵押贷款总额的比重从 2001 年的 5.6％提高到了 2006 年的 21％（余永定，2008）。

整利率次级抵押贷款占未偿付贷款的比重更是只有 8%（Bernanke，2015）。[①] 出人意料的是，次级抵押贷款最终引发了席卷全球的系统性金融危机，不管是美日欧等发达经济体还是新兴经济体，普遍遭受重创。因此，“黑天鹅”风险同样需要引起高度重视。[②]

“结构性去杠杆”进程中，国企和地方政府债务风险是典型的“灰犀牛”风险。国企债务占据了企业部门债务总额的 2/3 以上，地方政府债务占据了全国政府总债务的 2/3 左右，如果将隐性债务考虑在内，地方政府的债务占比将更高。中央和相关政府部门已经充分察觉到这两大“灰犀牛”风险点，并将它们视为去杠杆的重中之重。除此之外，当前还存在两大“黑天鹅”风险点，同样应该引起高度重视。

第一个“黑天鹅”风险点是居民部门债务风险。表面上看，在企业部门、政府部门和居民部门等三大部门之间，居民部门债务占比并不高，而且中国居民部门的杠杆率与发达国家相比明显偏低。但是，中国居民部门杠杆率增速很快，而且如果将居民家庭向亲戚朋友的借贷等隐性债务考虑在内，居民部门杠杆率会进一步升高。国外已经爆发的危机中，大部分都是由居民部门高债务引发的（Reinhart et al.，2011），刚刚过去的 2008 年美国金融危机就是源自居民部门债务的过度扩张。因此，中国不应该任由居民部门盲目加杠杆。

第二个“黑天鹅”风险点是部分民营企业的债务风险。虽然与国有企业相比，民营企业的杠杆率偏低，但是决不能因此而忽视民营企业背后潜藏的债务风险。2017 年山东天信集团、齐星集团、长兴集团等大型地方民营企业债务违约事件的接连发生，暴露出目前一些地区较为严重的企业互联互保现象。[③] 虽然互联互保的贷款模式有利于缓解中小企业的融资难与融资贵问题，但是由于担保链条过长、企

---

① 伯南克在其著作《行动的勇气——金融风暴及其余波回忆录》中明确表示，他们低估了次贷危机可能引发的后果。究其原因，次贷危机爆发之前，美国经济的整体表现尚可，次级抵押贷款的市场份额相对较小，从表面看银行体系也保持着健康的运行态势，因此伯南克等人认为次级贷款问题不太可能引发大的损失。事实上，美联储曾经专门对次级贷款可能引发的损失进行过测算，结果表明，即便出现非常高的次级抵押贷款违约率，引发的经济损失也不会超过全球股票市场行情糟糕时一天的损失（Bernanke，2015）。

② 2008 年全球金融危机之后，宏观政策的反思之一就是，要重视尾部风险（米什金，2010），其本质就是要重视“黑天鹅”风险点。

③ 针对一些地区的企业互联互保问题，2017 年 4 月 6 日银监会办公厅专门印发了《关于进一步排查企业互联互保贷款风险隐患的通知》（52 号文），要求银监局排查各地企业互联互保贷款风险底数，列出“高风险”客户名单，由当地政府牵头，在各方参与下共同处置风险。

业之间的担保关系过于复杂，一家企业的债务违约将会导致互保企业承担连带责任，进而引发大面积集体债务违约风险（刘海明等，2016；董裕平，2017；刘哲希，2018）。除此之外，部门民营企业的杠杆率也已经偏高，甚至依靠"借新还旧"维持经营，其债务风险同样不容忽视。事实上，由于融资环境趋紧，2018 年以来富贵鸟股份有限公司、凯迪生态环境科技股份有限公司、中安消股份有限公司等多家民营上市公司已经相继出现债券违约。

总之，在践行"结构性去杠杆"这一新思路的同时，要避免简单化、机械化、绝对化的思维模式。不能简单地认为企业部门和政府部门杠杆率高、居民部门杠杆率低，就要给居民部门加杠杆。不能简单地认为国有企业杠杆率高、民营企业杠杆率低，就要给民营企业加杠杆。政府部门和社会各界一定要对各个部门、各类企业、各类家庭的债务风险进行更加深入的分析，谨防"黑天鹅"风险。

三、在注重降低杠杆率"分子"、提高"分母"的同时，还要谨防触发"分子"与"分母"之间的动态联动机制

在探寻去杠杆的路径时，已有观点普遍认为，既要从杠杆率的"分子"端发力，又要从"分母"端发力。对于前者，可以通过债务清偿、债务重组、债务减计等方式减少债务规模，从而降低杠杆率的"分子"。对于后者，可以通过深化改革、加快技术进步等方式促进经济增长，从而提高杠杆率的"分母"。当前，针对中国"结构性去杠杆"的理论探讨和政策实践，也基本上是按照上述思路进行的。[①]

然而，上述思路却在很大程度上将杠杆率的"分子"和"分母"割裂开来，忽视了二者之间的动态联动机制。理论上，杠杆率的"分子"和"分母"并不是相互独立的，二者之间存在密切联系。其一，从杠杆率"分子"端发力去杠杆的同时，将会减少企业投资和居民消费，从而给实体经济带来下行压力，导致杠杆率的"分母"（用 GDP 测度）下降。其二，由于债务人的负债和债权人的资产是一一对应的，因而高债务与资产泡沫也是紧密相关的，如果通过大幅收紧货币政策来降低杠杆率的"分子"，

---

① 一方面，国务院出台的《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和国家发改委出台的《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》侧重于从"分子"端去杠杆。另一方面，持续推进的供给侧结构性改革则侧重于从"分母"端去杠杆。

很可能引发资产价格的剧烈下跌，导致杠杆率的“分母”(用资产价值测度)显著下降。这意味着，压缩债务在降低杠杆率“分子”的同时很可能也会降低其“分母”，“分子”与“分母”之间的动态联动机制最终使得去杠杆的目标难以实现。以日本上世纪 90 年代去杠杆为例，房地产泡沫破裂之后，房价大幅下跌，导致私人部门资产严重缩水，并触发了杠杆率“分子”与“分母”之间的动态联动机制。其结果是，虽然从 1990 年开始日本非金融私人部门的债务增速持续快速下滑，但是杠杆率并没有下降，相反在去杠杆之初的几年里杠杆率不断走高。如图 68 所示，1994 年日本私人部门杠杆率达到峰值，与去杠杆前的 1989 年相比升高了 13.5 个百分点。[①]

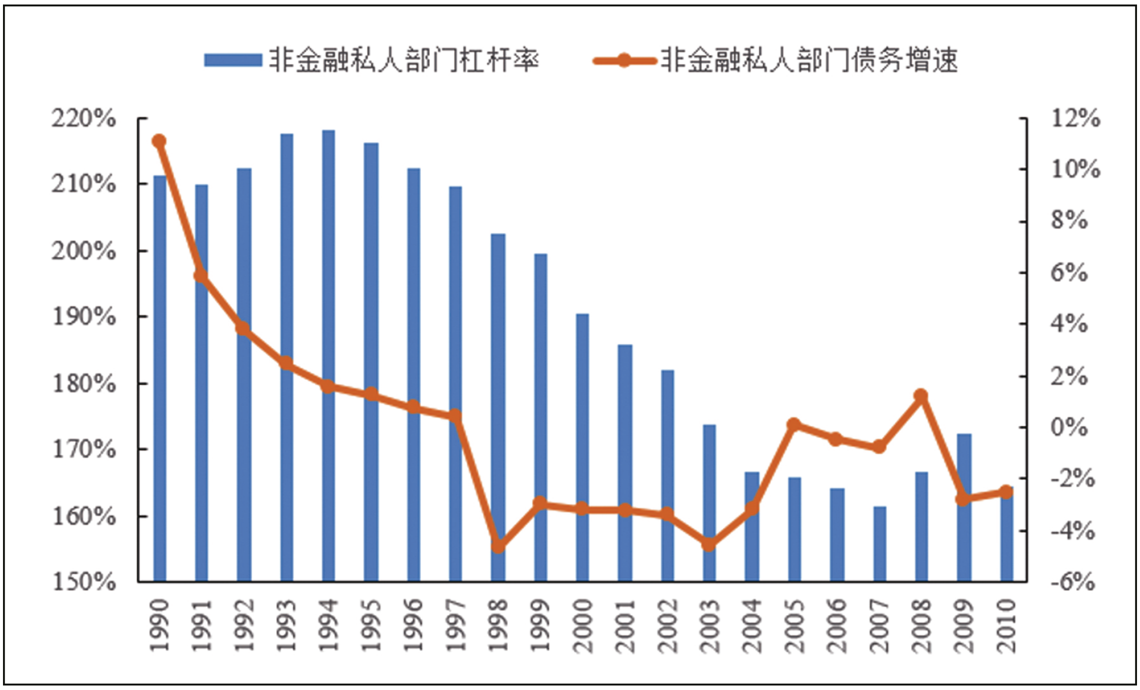


图 68　1990 年泡沫破裂之后日本非金融私人部门杠杆率和债务增速走势

具体到中国，去杠杆过程中同样可能触发杠杆率“分子”与“分母”之间的动态联动机制。一方面，如前所述，去杠杆过程中全社会投资增速放缓的迹象已经显现，部分省份的投资甚至出现了明显的负增长。另一方面，房产不仅是中国家庭财

① 美国 2008 年金融危机后去杠杆初期，杠杆率同样不降反升。BIS 数据显示，美国非金融私人部门杠杆率在 2007 年和 2008 年仍然处于上升趋势，分别达到了 167.7%和 167.9%，比 2006 年高出了 7 个百分点。

富最主要的组成部分，而且被广泛用于抵押贷款，[①]房价泡沫一旦破裂，家庭财产以及企业所抵押房地产的价值将大幅缩水，很可能导致债务清偿和资产廉价抛售的恶性循环。那样的话，经济增长将受到较大程度的冲击，杠杆率“分母”下降的幅度可能会超过“分子”下降的幅度，去杠杆的目的也就难以实现。可见，中国在“结构性去杠杆”过程中，要着重避免房价大幅波动，谨防触发杠杆率“分子”与“分母”之间的动态联动机制。

四、既要尽快清理僵尸企业，又要谨防“误伤”优质企业

僵尸企业生产效率低下、债务高企，早已丧失了继续生产经营的意义和价值。如果不及时清理僵尸企业，它们不仅会与优质企业抢夺信贷等资源，而且还会与优质企业抢夺市场，引发恶性竞争等不利后果。因此，“结构性去杠杆”必须要尽快处置僵尸企业，清理僵尸企业的存量债务。而这就需要加强金融监管，收紧僵尸企业的融资环境。例如，2018 年 1 月银监会出台的《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》就明确提出，要把“违规将表内外资金直接或间接、借道或绕道投向股票市场、‘两高一剩’等限制或禁止领域，特别是失去清偿能力的‘僵尸企业’”作为 2018 年治理重点之一。

需要注意的是，收紧融资环境、抬升融资成本等举措虽然有助于清理僵尸企业债务负担，但是也会对优质企业造成“误伤”。去杠杆带来的利率上行态势将会加重优质企业的债务利息负担和融资成本，从而侵蚀优质企业的效益，导致它们的现金流受损。优质企业要想扩大生产经营，就很有可能需要增加对外部债务的依赖，从而被动加杠杆。当前国企去杠杆初见成效的同时，私营企业已经呈现出被动加杠杆的迹象（图 69）。融资成本升高是重要的原因之一，截至 2018 年 4 月末私营企业利息支出累计同比增速达到了 11.4％，比 2017 年同期提高了多达近 10 个百分点。而且，融资成本升高等因素导致越来越多的私营企业陷入亏损，截至 2018 年 4 月末私营企业亏损比例达到了 15.9％，比 2017 年同期提高了 3.9 个百分点，处于 2015 年以来的高位。

---

① 据估计，目前银行贷款中多达 50％—60％与房地产相关。

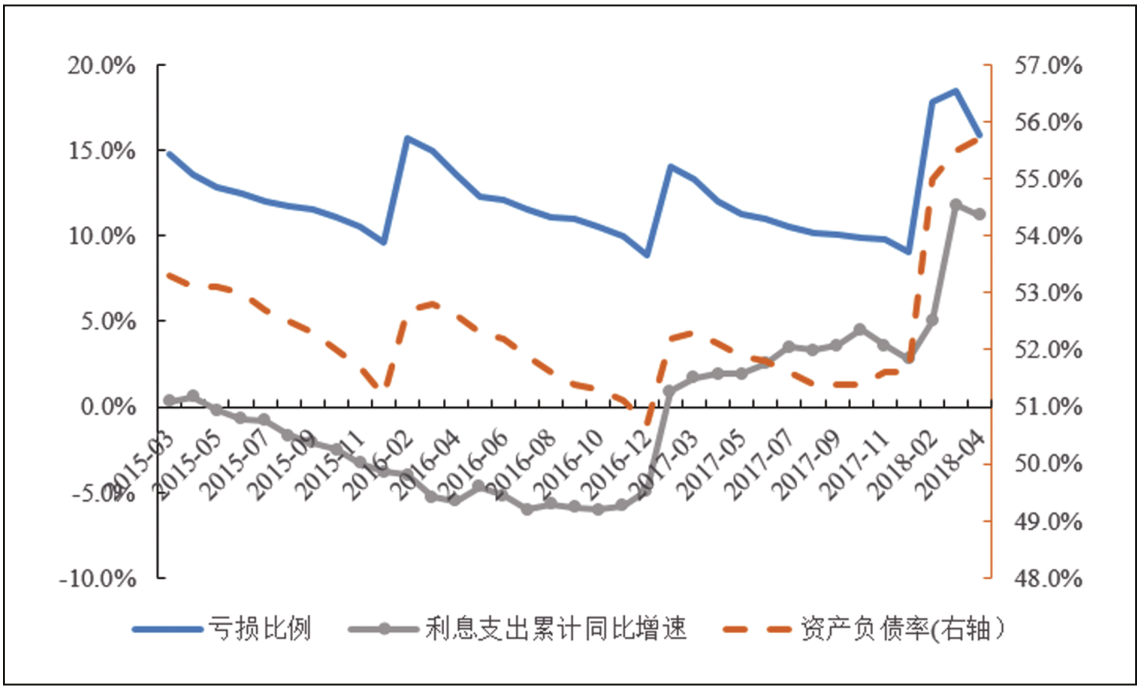


图 69　规模以上私营企业主要指标走势

可见,政府部门在加快清理僵尸企业债务的同时,还要注重改善优质企业的效益,谨防优质企业被动加杠杆。一方面,要帮助优质企业营造良好的融资环境,避免融资企业陷入融资难、融资贵的局面。2008 年金融危机爆发后,美国政府在帮助陷入困境的企业破产重组的同时,也非常注重扶持优质企业(尤其是创新型企业),它们通过中小企业管理局以信用担保的形式帮助优质企业融资。中国目前的资本市场发展尚不完善,企业融资渠道相对有限,这更要求政府部门帮助优质企业改善融资环境。另一方面,要加大减税降费的力度。虽然在过去十年间中央已经采取了结构性减税以及“营改增”等举措为企业减负,并且取得了一定成效,但是目前企业部门尤其是小微企业的税负感仍然偏重。[①] 在推行“结构性去杠杆”的同时,还要进一步落实减税降费政策,提高优质企业的绩效。

① 究其原因,一方面,减税降费政策降低了地方政府的财政收入,地方政府为了缓解财政收支矛盾,转而征收“过头税”以及各种非税收入,变相抬升了企业税负。另一方面,针对小微企业的很多税收优惠政策难以落实到位。例如,《小微企业税收政策研究报告》调查了 2014—2015 年中央出台的四项针对小微企业税费优惠政策的落实情况,结果发现高达 80%的小微企业表示没有享受到税费优惠政策带来的好处。

五、去杠杆过程中货币政策既不能大水漫灌，也不能过于收紧

要想推进“结构性去杠杆”，货币政策绝不能重回大水漫灌的老路。究其原因，其一，货币政策大水漫灌会引发债务规模进一步攀升，导致杠杆率的“分子”加大，因此不利于去杠杆。其二，宽松货币政策所释放的大量资金很可能继续配置到本应退出市场的高杠杆企业，进一步加剧资源错配，因此也无法通过增加杠杆率的“分母”去杠杆。其三，在房地产和金融部门杠杆率高企的情形下，过于宽松的货币政策会强化金融体系的风险承担激励，加剧房价等资产价格泡沫化风险。

不过，这并不意味着货币政策需要大幅收紧。其一，利率大幅上升会加剧债务者的偿债负担，引发债务总量进一步攀升，从“分子”端推高而非降低杠杆率。其二，利率大幅上升会抑制投资和消费需求，不利于经济增长，从“分母”端推高而非降低杠杆率。其三，货币政策骤然收紧容易导致金融体系出现流动性风险，进而引发债务危机。回顾美国和日本去杠杆的经验可知，在步入去杠杆阶段之前，两国的利率水平都曾出现过大幅升高，但是与之相伴的是杠杆率的持续攀升而非下降（参见图 70）。

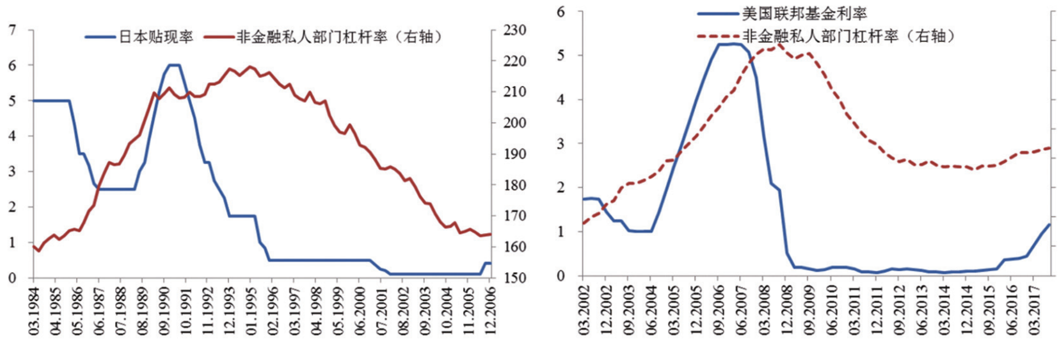


图 70　美国和日本在去杠杆前后利率和杠杆率走势对比（单位：%）

有观点认为，2017年中国整体杠杆率涨幅放缓的主要原因是货币政策有所收紧，[①]并据此认为应该继续收紧货币政策才能去杠杆。本报告则认为，2017年中国整体杠杆率涨幅放缓的主要原因并不是货币政策收紧，而是名义GDP的大幅攀升所致。去产能等供给侧结构性改革的持续推进使得PPI和GDP平减指数大幅攀升，从而显著推高了名义GDP增速。国家统计局数据显示，2017年名义GDP增速高达11.2%，比2016年高出了3.3个百分点之多。即便如此，整体杠杆率仍然比2016年上升了1.5个百分点，由此可以反推，货币政策收紧并不是杠杆增速放缓的主要原因。

根本而言，去杠杆主要应该依靠“强监管”政策而非货币政策，货币政策的主要目标不应该是去杠杆，而应该是为去杠杆提供稳定的宏观经济环境，谨防去杠杆过程中出现经济剧烈波动等不良后果。

六、足够力度的通货膨胀能够快速去杠杆，但是在收入分配格局不甚合理的背景下，高通胀会给经济与社会带来较为严重的后果，因此不应寄希望于借助通胀去杠杆

理论上，通过大幅推高通胀率，可以稀释债务，进而达到快速去杠杆的目的。德国魏玛共和国时期（1918—1923年）就曾借助于恶性通胀实现了去杠杆的目的。由于一战期间的巨额开支以及战后的巨额赔款严重超出了德国当时的实际支付能力，因此德国政府采取了大量增发货币的方式来削减债务。截至1923年底，德国货币流通量达到了战前的1280亿倍，物价水平更是达到了战前的1.4万亿倍（单宝刚，2016）。货币超发引发的恶性通胀，使得德国政府的实际债务负担几乎削减至零，成功实现了去杠杆的目的。中国在2010年和2011年时，虽然债务增速维持在20.8%和18.2%的高水平，但是杠杆率不升反降，也是主要得益于通胀率的大幅

---

① 从中央金融工作会议和货币政策执行报告等重要文件可见端倪。2017年中央金融工作会议指出，“要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系”。2017年四季度货币政策执行报告更是认为，“低一些的货币增速仍能够支持经济实现高质量发展，这也有助于在宏观上实现去杠杆”。央行针对银行家调查得到的“货币政策感受指数”明显下降，表明越来越多的银行家认为货币政策偏紧。2015—2016年该指数平均为58.3%，而2017年第一季度至2018年第一季度平均仅为40.3%。

升高。2009 年,CPI 和 PPI 分别仅为－0.7％和－5.4％,而 2010 年 CPI 和 PPI 分别升至 3.3％和 5.5％,2010 年 CPI 和 PPI 进一步升至 5.4％和 6.0％。

虽然足够力度的通货膨胀能够降低杠杆率,但是对全社会而言代价较大,通胀膨胀不仅会导致皮鞋成本、菜单成本等损失,还会加剧资源错配和贫富差距,恶性通货膨胀则会引发社会动乱和政治风险。德国魏玛共和国时期在使用恶性通胀去杠杆的过程中,就引发了居民的储蓄和债券等财富的大幅缩水、企业纷纷破产、工人大量失业、黑市猖獗等问题,从而经济和社会带来了灾难性打击。中国推进“结构性去杠杆”的根本目的是实现“高质量发展”,从而提高人民的获得感和幸福感,而过高的通胀率所带来的严重后果显然与之相悖。需要补充说明的是,虽然 2010—2011 年间 5％左右的通胀率(以 CPI 衡量)也起到了去杠杆的作用,但是给社会带来的不良后果不容忽视。由于中国居民家庭的贫富差距尤其是财产差距较大,富裕家庭所持有的房产等能够在通胀中起到保值增值的作用效果,而贫穷家庭的储蓄则会大幅缩水,因此哪怕是 5％左右的通胀率也会进一步拉大贫富差距,不利于社会稳定。正因如此,本报告认为中国不应寄希望于推高通胀去杠杆。

七、“结构性去杠杆”不仅要“治标”,更要通过深化改革来“治本”

债务重组和债转股等传统方法能够削减债务规模或者降低债务利息,从而在一定程度上起到去杠杆的效果。以债转股为例,上世纪 90 年代末推行的国企债转股在实施初期收到了显著成效,实施一年之后,相关企业的平均资产负债率从 73％大幅下降到了 50％以下,并且 80％的企业扭亏为盈(丁少敏,2003)。当前正在推行的新一轮债转股预计同样有助于降低国企的杠杆率。此外,当前正在推行的地方政府债务置换,将地方政府原有的短期、高息债务(银行贷款、理财产品等)换成中长期、低息的地方政府债券,既避免了集中偿债的压力,又降低了利息负担,因此亦有助于降低地方政府杠杆率。然而,国企和地方政府的高杠杆是由体制机制层面的深层次原因所导致的,使用传统方法只能“治标”而不能“治本”。国企债务负担产生的重要原因在于,国企承担着政治和社会功能,导致其治理结构不完善,并且面临预算软约束等深层次问题。而上一轮债转股并没有对国企的治理结构产生根本性影响,而且债转股也无法解决预算软约束问题,因此无法根治国企的

债务问题。调查结果显示，上一轮债转股实施一两年之后，部分国企的资产负债率就已经开始呈现上升的苗头，不少企业从盈利再度转为亏损。[①] 进一步地，从上一轮债转股到现在也不过十几年的时间，国企的资产负债率普遍高企，充分表明债转股无法从根本上降低国企的杠杆率。与之类似，长期以来地方政府充当着“增长型政府”的角色，通过大量基建项目拉动经济增长。面对 2008 年金融危机以来中国持续存在的经济下行压力，地方政府持续不断地通过“上项目、搞投资”来“稳增长”。这使得地方政府产生了大量的资金需求，然而在当前财税体制之下，地方政府的财权明显与事权不匹配，它们只能自己想方设法融资，由此积累了大量债务。如果不对体制机制加以完善，即便通过债务置换等方式减轻了地方政府偿债负担，当经济面临下行压力时，地方政府将会再度出现融资需求，而在既有的财税体制之下它们依旧需要自我融资，地方政府高债务问题将随之重现。事实上，近几年来地方政府已经开始通过政府购买服务和 PPP 等形式变相增加隐性债务。

要想“治本”，必须从体制机制入手深化改革。其一，消除政府对国企的隐性担保，加快完善国企的公司治理结构，从而减轻乃至消除国企预算软约束问题。其二，加快政府由“增长型政府”向“服务型政府”转变的模式，让地方政府将主要精力用于改善民生、完善社会保障，减少它们的投资冲动。其三，深化财税体制改革，一方面要适度减少增加中央政府的事权、地方政府的事权，另一方面还要尽快在全国范围内开征房产税，从而为地方政府开辟新的税源，增加地方政府财权，使得地方政府的事权与财权相匹配。

① 相关论述可参见丁少敏（2003）和胡玉明（2003）。

第六部分　政策建议

一、如果“结构性去杠杆”过程中经济下行压力过大，可考虑适当加大财政政策的力度，重点通过减税降费等方式降低宏观税负，以应对经济下行压力

下半年中国经济面临的下行压力可能有所加大，但是当前中国经济与社会难以忍受经济增速的显著下降。一方面，“到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”以及扶贫攻坚等重要目标的实现需要经济增速保持在 6.3%左右甚至更高的水平。另一方面，“结构性去杠杆”的推进需要较为平稳的经济增长环境作为重要前提和保障。有鉴于此，如果“结构性去杠杆”过程中经济下行压力过大，将影响结构性去杠杆的推进，所以财政政策有必要继续发力“稳增长”。

不过，财政政策要改变以往主要通过地方政府和国企“上项目、搞投资”来“稳增长”的模式，转而通过加大减税降费力度等方式来降低宏观税负，从而促进投资和消费。以往，积极财政政策“稳增长”的核心力量是地方政府和国企，在积极财政政策的驱动下，地方政府和国企主要通过拉动基建投资等方式来“稳增长”，这也是 2008 年国际金融危机之后地方政府和国企持续加杠杆的重要原因。由于“结构性去杠杆”的主要目标就是降低地方政府和国企的杠杆率，因此这就要求财政政策改变以往“稳增长”的主要模式，更多地通过减税降费来激励企业扩大投资。虽然近年来中央一直推行减税降费政策，但是宏观税负降幅有限，截至 2017 年底，不包括土地出让金的宏观税负为 27.5%，仅比 2015 年的峰值降低了 1.6 个百分点，如果将土地出让金考虑在内，2017 年宏观税负甚至比 2015 年还高出了 0.2 个百分点。而且，进入 2018 年之后，一般公共预算收入增速和政府性基金收入增速都有所加快，可能会引发宏观税负的升高，因此需要中央进一步加大减税降费政策的力度，着力

降低宏观税负，这样才能有效激励企业投资和居民消费，激发经济内生增长动力。

二、继续实施“稳健中性”的货币政策，通过降准等方式确保社会融资规模平稳增长并谨防融资成本继续升高，这既可以减轻经济下行压力，又能够为“去杠杆”创造良好的宏观环境

自2017年以来，为了防范金融风险以及配合去杠杆的进程，货币政策有所偏紧，而且进入2018年以来货币政策偏紧的态势仍在持续。就数量型指标而言，截至2018年5月末，M2同比增速只有8.3%左右，社会融资规模余额增速也已经下降至10.3%，分别比2017年同期下降了1.5和2.6个百分点之多。就价格型指标而言，截至2018年一季度末。金融机构人民币一般贷款加权平均利率已经升至6.01%，比2017年同期高出0.38个百分点，而且这也是最近10个季度以来的最高水平。然而，如上文所述，货币政策收紧并不利于去杠杆的推进。一方面，货币政策收紧之后，高债务企业所积累存量债务的利息成本将会加剧。另一方面，货币政策收紧将会对企业融资和居民消费产生负面影响，引发经济下行压力，甚至还可能刺破资产价格泡沫，触发杠杆率“分子”与“分母”之间的动态联动机制，导致杠杆率越降越高的局面。

事实上，货币政策趋紧对实体经济的影响已经开始显现出来，这既体现在各类企业融资成本的持续升高，又体现在民营企业融资约束收紧之后债券违约的大幅增加。有鉴于此，下半年货币政策应该在“稳健中性”的定位之下，根据经济发展的需要适时采取降准等操作，谨防M2和社会融资规模余额增速的进一步下降，保证贷款利率稳定，从而为市场提供必要的流动性并且减轻优质企业的融资难度。这样既可以应对经济下行压力，又能够为“去杠杆”创造良好的宏观环境。

需要强调两点，第一，虽然2018年以来美联储仍在继续加息操作，但是中国作为大国不应该跟随美联储加息，而应该根据国内宏观经济形势的需要来决定货币政策走向。当然，中国需要采取更加灵活的人民币汇率形成机制以及偏紧的跨境资本流动管理来防范外部金融风险的传导及内外金融风险的联动。第二，如果国内宏观形势需要央行再度降准，那么金融监管部门务必要加强监管，防范资金继续流向僵尸企业等低效率企业，引导资金更多地流向优质企业，从而激发经济增长的

活力。

三、“强监管”是“去杠杆”的关键，要想平稳“去杠杆”，不仅需要加强微观审慎监管，而且需要加强宏观审慎监管

要想顺利去杠杆，必须采取“强监管”政策。2008 年国际金融危机以来，不管是经济学界还是决策部门，都已经达成共识，即“强监管”既需要加强微观审慎监管，又需要加强宏观审慎监管。这样才能在降低单个金融机构运行风险的同时，防范金融风险的跨市场传染，进而避免系统性金融风险的发生。

近年来，中国在微观审慎监管和宏观审慎监管方面的政策力度都明显加强。就微观审慎监管而言，2016 年以来银监会、保监会、证监会等监管部门纷纷出台各类文件，以弥补此前的微观监管漏洞。不仅如此，中央开始通过顶层设计，从分业监管向功能监管转型，以应对分业监管与混业经营之间的矛盾，消除此前各监管部门之间的“监管重复”和“监管真空”等问题。就宏观审慎监管而言，央行从 2016 年开始建立宏观审慎评估体系（MPA），并且陆续将表外理财、同业存单等纳入 MPA 考核范畴，金融稳定发展委员会的成立为宏观审慎监管相关制度的制定和运行提供了进一步保障。

下一步，相关部门还要继续强化监管，确保金融去杠杆和实体去杠杆平稳推进。就微观审慎监管而言，银监会与保监会的合并为分业监管向功能监管的转型建立了良好开端，但是一定要谨防两个部门出现“貌合神离”的情况，要加快理顺两个部门对各类业务的监管分工，既要避免“监管重复”，也要防范“监管真空”，从两个层面发力来共同提高微观审慎的监管效率。就宏观审慎监管而言，要遏制影子银行的发展和房地产价格的进一步上涨，严防金融风险在不同部门和机构之间的传染，守住不发生系统性金融风险的底线。

四、产业政策应该尽快从选择性政策转变为功能性政策，并且将放松管制、促进竞争以及加强推动基础性研发作为产业政策的主要任务

产业政策包括选择性政策和功能性政策两种类型，选择性政策是扶持特定产

业以提升该产业的竞争力，而功能性政策对所有产业都起作用，旨在弥补市场失灵、完善市场功能，为所有产业和企业创造更好地发展环境。[①] 在过去的很长一段时间内，中国主要采用的是选择性产业政策，通过扶持、推动和振兴重点产业的方式来引导产业结构升级，并促进经济增长。选择性产业政策的实施对中国产业结构的升级起到了重要作用，但是也引发了一些不良后果。每当中央选定重点发展的产业之后，各级地方政府总会争先恐后的将大量资源投入到这些产业，由此很容易引发重复建设和产能过剩。

当前中国正在深入推进供给侧结构性改革，一方面要通过去产能和去杠杆将过剩的产能、效益低下的企业淘汰出局，另一方面还要培育出新兴产业和优质企业，激发经济的内生增长动力，而这就需要尽快将产业政策从选择性政策转向功能性政策，并且着重做好如下两方面的工作。第一，产业政策要摒弃以往扶持重点产业的做法，转而以放松管制和促进竞争为核心，促进民间投资的发展。在国企和地方政府去杠杆的大背景下，民间投资应该成为拉动投资的核心力量，然而当前仍然存在一些“玻璃门”、“弹簧门”和“旋转门”等门槛，限制了民间投资的发展空间，政府部门要进一步放宽市场准入限制，为民间投资创造更大的发展空间。第二，产业政策应该致力于推动基础性科学研究的发展，为企业研发提供良好前提。研发活动分为基础研究、应用研究和试验发展三大类。虽然企业主要进行的是应用研究和试验发展，但是基础研究是孵化器，没有基础研究，应用研究和试验发展将是无水之源。而且，基础研究具有极大的不确定性，需要耗费巨额前期投入，这就需要政府通过实施产业政策，推动基础性研究的发展，进而为企业的应用研究和试验发展提供良好的基础和保障，并且提升企业的创新能力。

五、扩大内需的关键是扩大居民消费需求，但是不应该通过居民部门快速加杠杆实现，而应该通过完善社会保障和提高居民收入等方式释放居民消费需求

当前有观点认为，与发达国家相比，中国居民部门杠杆率偏低，因此可以通过

---

① 关于这两类产业政策的更详细论述参见吴敬琏（2017）。

居民部门加杠杆来扩大内需。这在短期内可能是有效的，但是长期内不可持续，而且可能带来严重的居民债务风险甚至引发危机。以美国为例，二战以后美国经济实现持续增长的重要原因之一是家庭消费需求显著增长，而家庭消费快速增长的原因是当时家庭债务负担较轻，从而使得居民家庭可以“轻装上阵”、扩大消费。BIS 数据显示，20 世纪 50 年代初期，美国家庭债务占 GDP 的比重尚低于 30％，直到 1970 年也不过 43.4％。相比之下，到 21 世纪初期，美国家庭债务负担本来就已经偏重，2000 年时美国家庭债务占 GDP 的比重已经高达 70％，2000—2007 年间继续大幅提高了 28 个百分点，达到 97.9％的历史峰值。家庭部门快速加杠杆带来了严重的后果，引发了 2008 年的美国金融危机。可见，通过居民部门加杠杆扩大内需从而促进经济增长的方式是不可持续的。

当前，中国居民部门的杠杆率和债务风险已然不低，再加上居民部门加杠杆很容易引发大量资金流向房地产和股市，从而加剧资产泡沫化风险，因此不应再试图通过居民部门加杠杆的方式扩大内需。扩大内需的关键应该是扩大消费需求，为此，要尽快消除阻碍居民增加消费需求的障碍，使得居民能够顺利释放内需。第一，缩小贫富差距，着力提高居民尤其是中低收入群体的收入水平。由于高收入群体的消费倾向一般低于低收入群体，所以贫富差距的扩大会使得居民整体消费倾向趋于下降，从而减少全社会的消费。要深入贯彻十九大报告提出的“完善按要素分配的体制机制”、“履行好政府再分配调节职能”等举措来缩小收入差距，同时适时在全国范围内推行房产税、遗产税，着力缩小财产差距。第二，完善社会保障体系，减少预防性储蓄。“上学难、看病难、养老难”等问题迫使家庭进行预防性储蓄，从而限制了消费需求的释放。政府部门应该进一步完善社会保障体系，从而使居民减少预防性储蓄，更好地释放消费需求。第三，深化供给侧结构性改革，提高产品质量，满足居民潜在的高品质消费需求。中国居民对于高品质教育和医疗等民生产品与服务的需求日益增多，但是国内供给却明显不足，由此显著抑制了国内消费需求的扩张。[①] 有鉴于此，需要政府制定更高的产品质量标准和更严格的监管体系，并且鼓励民营企业等多元化市场主体进入教育和医疗行业从事生产经营，从而解决高品质产品和服务供不应求的现状。

---

① 越来越多的人群开始通过“代购”“海淘”等方式大量购买国外产品。据统计，2016 年中国跨境电商交易规模高达 6.3 万亿元，已经接近于国内居民消费的四分之一。

六、抓住六大突破口，加快推动中国经济实现“高质量发展”

党的十九大报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”。推动高质量发展具有重大意义，这不仅是“保持经济持续健康发展的必然要求”，而且是“适应我国社会主要矛盾变化和全面建成小康社会、全面建设社会主义现代化国家的必然要求”。要想加快推动“高质量发展”，需要把握好六大突破口。一是，加快创新和技术进步，从资本和劳动等要素驱动转向创新驱动。二是，深化市场化改革，让民间资本更好地参与到教育事业中，以提高教育质量和人力资本质量。三是，缩小贫富差距尤其是财产差距，增强消费对经济发展的基础性作用。四是，防范并化解金融风险，确保“守住不发生系统性金融风险的底线”。五是，优化财政支出结构，尤其要增加民生和社会保障支出。六是，治理污染，保护环境，从而提高居民的幸福感。

当然，也要认识到，“高质量发展”需要一个较长的过程，不是一朝一夕就可以完成的。为了推动“高质量发展”，还需要制定“指标体系、政策体系、标准体系、统计体系、绩效评价、政绩考核”以及“创建和完善制度环境”。这些工作都需要花费一定的时间才能完成，因此要做好打长期战、持久战的准备。

参考文献

[1]陈彦斌、刘哲希,2017:《推动资产价格上涨能够“稳增长”吗? ——基于含有市场预期内生变化的 DSGE 模型》,《经济研究》第 7 期。

[2]陈彦斌、陈惟,2017:《中国宏观税负的测算及启示》,《财经问题研究》第 9 期。

[3]董裕平,2017:《警惕地方企业债务违约风险》,《中国金融》第 11 期。

[4]丁少敏,2003:《国有企业债转股问题研究》,《中国工业经济》第 8 期。

[5]郭磊、周君芝,2017:《金融去杠杆:当前位置和未来趋势》,广发证券研究报告。

[6]洪朝伟,2018:《中国去杠杆可行性探讨——国际比较与对策研究》,《新金融》第 2 期。

[7]胡玉明,2003:《国有企业“债转股”政策:问题与对策》,《中国工业经济》第 12 期。

[8]李迅雷,2017:《日美去杠杆对中国的借鉴》,《新金融》第 6 期。

[9]李扬、张晓晶、常欣,2015:《中国国家资产负债表 2015——杠杆调整与风险管理》,北京:中国社会科学出版社。

[10]刘海明、王哲伟、曹廷求,2016:《担保网络传染效应的实证研究》,《管理世界》第 4 期。

[11]刘晓光,2018:《杠杆率与经济增长》,2018 年二季度宏观经济论坛分报告。

[12]刘哲希,2018:《宏观政策整体效果评价》,《经济研究参考》第 3 期。

[13]马建堂、董小君、时红秀,2016:《中国的杠杆率与系统性金融风险防范》,《财贸经济》第 1 期。

[14]马勇、陈雨露,2016:《金融杠杆、杠杆波动与经济增长》,《经济研究》第 6 期。

[15]单宝刚,2016:《魏玛德国与中华民国的恶性通胀——基于政治环境和政府承诺》,《北方经贸》第 2 期。

[16]吴敬琏,2017:《产业政策面临的问题:不是存废,而是转型》,《兰州大学学报》第 6 期。

[17]徐忠,2017:《去杠杆的标本兼治之策》,CF40 工作论文。

[18]野村证券,2013:《中国正在升起的金融风险》,研究报告。

[19]姚余栋、徐海年,2016:《中国债务如何走出高杠杆陷阱》,北京:中信出版社。

[20]余永定,2008:《美国次贷危机:背景、原因与发展》,《当代亚太》第 5 期。

[21]张晓晶、常欣、刘磊,2018:《结构性去杠杆:进程、逻辑与前景——中国去杠杆 2017 年度报告》,《经济学动态》第 5 期。

[22]中国金融论坛课题组,2017,《杠杆率结构、水平和金融稳定:理论与经验》,中国人民银行工作论文。

[23]中国人民银行杠杆率研究课题组，2014:《中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究》,《金融监管研究》第 5 期。

[24]Bernanke, B. S., M. Gertler, and S.Gilchrist, 1999, "Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", Handbook of Macroeconomics, Volume 1C, chapter 21, 1341—1393.

[25]Bernanke, B. S., 2012, Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference, September 13.

[26]Bernanke, B. S., 2015, The courage to Act: A Memoir of Crisis and its Aftermath. New York: Norton Press.

[27]Buttiglione L., P. Lane, L. Reichlin, V, Reinhart, 2014, "Deleveraging? What Deleveraging?", The 16th Geneva Report on the World Economy, 9—29.

[28]Dalio, R., 2012, "An In — depth Look at Deleveragings", Bridgewater Associates, LP.

[29]Fisher, I., 1932, Booms and Depressions, New York: Adelphi Company.

[30]Mian A, A. Sufi, 2011, "House Prices, Home Equity—Based Borrowing, and the US Household Leverage Crisis," American Economic Review, 101(5):2132—2156.

[31]Minsky, H. P., 1986, Stabilizing an Unstable Economy, New Haven: Yale University Press.

[32]Mishkin F S. 2016. The Economics of Money, Bank and Financial Markets. New York: Pearson Education.

[33]Wucker, M., 2016, The Gray Rhino: How to Recognize and Act on the Obvious Dangers We Ignore, St. Martin's Press.

分报告一

结构性去杠杆背景下的中国地方政府隐性债务风险研究

闫　衍　袁海霞　刘心荷　汪苑晖

摘要：改革开放以来，伴随我国财税体制变化与地方投融资模式变迁，我国宏观杠杆率与地方政府债务在不同经济发展时期呈现不同特点。1994 年《预算法》颁布及分税制改革后，融资平台成为地方政府财政收支矛盾下的融资代理人；2008 年金融危机后，四万亿政策推动下，融资平台实现第一轮扩张，地方政府债务快速增长，宏观杠杆率开始攀升；2014 年以来，地方债务进入规范发展，债务呈现隐性化特点，宏观杠杆率持续攀升并呈现边际放缓迹象。2018 年政府工作报告提出坚决打好三大攻坚战，中央财经委员会第一次会议提出“结构性去杠杆”，为“打好防范化解重大风险攻坚战”划定基本思路。结构性去杠杆背景下，防范地方政府债务风险是牢牢守住不发生系统性风险底线的必然要求，必须高度关注地方政府债务尤其是隐性债务所蕴含的风险。

当前各方对地方政府显性债务与隐性债务口径的界定并不一致。从法律的角度来看，显性债务是以特定的法律或者合同所带来的负债，而隐性债务则是基于市场预期、政治压力的政府责任。从现实的角度来看，地方政府隐性债务也是地方政府可能承担偿还、救助、担保责任但并未纳入其债务管理和统计的债务，但一旦发生危机尤其是存在系统性风险爆发可能性时，地方政府则不得不加以干预、承担责

任。融资平台是隐性债务的主要载体，贷款及信托是其存在主要形式。在本报告中，将地方政府直接债务作为显性债务，将负有一定救助责任的债务以及其他可能承担责任的或有债务作为隐性债务估算范围。同时也考虑 PPP、补充抵押贷款等可能形成的隐性债务。

当前我国地方政府显性债务规模在 16.47 万亿，风险总体可控；但隐性债务风险较为突出，隐性债务规模约 21－30.5 万亿，为显性债务的 1.4—2 倍。根据中诚信国际的测算，2016 年，以直接债务衡量的地方政府总体债务率（债务规模/财政实力）为 80.5％，低于国际通行警戒标准；全国政府政府债务的负债率（债务与 GDP 的比值）是 36.7％，低于欧盟 60％的警戒线，以直接债务为主的显性债务口径下我国地方政府风险水平相对较低。中诚信国际采用三种不同口径对我国隐性债务进行估算后得出，我国地方政府隐性债务规模在 21－30.5 万亿之间，约为显性债务的 1.4－2.0 倍。不同口径测算的地方政府隐性债务均保持在 20％以上的增长快速扩张。考虑隐性债务的政府负债率直接上升至 65％－78％，大幅高于发展中国家平均水平。

区域性债务风险需要关注。根据估算，若以显性债务为衡量，截至 2016 年底，贵州（74.0％）和云南（64.8％）两省负债率超过欧盟 60％警戒线，宁夏（225％）、黑龙江（211％）、云南（192％）、贵州（179％）、辽宁（161％）、湖南（161％）等 11 个省份债务率超过 100％警戒线。考虑隐性债务后，负债率超过警戒线的省份由原来的 2 个增加至 12 个，贵州省（149％）仍高居首位，次之为北京（144％）、青海省（122％）、天津（116％）等；从债务率来看，除海南省（80％）、西藏自治区（4％）债务率警戒线下外，其余 29 个省直辖市债务率均超过 100％警戒线，其中天津（526％）、湖南省（405％）、贵州省（359％）、江苏省（353％）等位居前列。

防范地方政府债务风险与融资平台转型的政策建议。鉴于防范地方政府债务风险与融资平台转型的密切关系防范地方政府债务风险必须从完善地方政府债务管理体制机制与动融资平台转型两方面综合考虑。从规范地方政府举债行为、完善地方政府债务管理体制方面来看，可以从健全财权与事权合理匹配的财税体制、提高地方政府债务管理的透明度、完善债务风险预警处置机制、着力贯彻落实好相关制度、提高地方政府债发行的市场化水平方面来考虑；从推动融资平台转型来看，则需妥善处置融资平台存量债务，推动融资平台完善公司治理和创新投融资模

式。此外，规范运用产业引导基金、PPP 等融资渠道，减少隐性债务形成。

引　言

伴随我国经济发展进入新常态，经济增速稳中趋缓，宏观调控重心由“稳增长”向“防风险”转变。十九大报告强调要更加自觉地防范各种风险，并将防范化解重大风险列入三大攻坚战之首，体现“把防控风险放在更加突出位置”的忧患意识和底线思维。4 月中央财经委员会第一次会议首次提出“结构性去杠杆”，为“打好防范化解重大风险攻坚战”划定基本思路。防范地方政府债务风险是牢牢守住不发生系统性及区域性风险底线的必然要求与推进结构性去杠杆的重中之重。2017 年以来，国家针对防范地方债务风险频频“亮剑”，在此前《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）等文件基础上，陆续出台《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号）、《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）、《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号）、《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34 号）、《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）等系列文件，对地方各类违法违规举债融资行为“围追堵截”。财政部在近期《关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况》的报告中，也再次强调坚决遏制隐性债务增量、打破政府“兜底”幻觉，体现当前国家坚决打好防范地方债务风险攻坚战的决心。

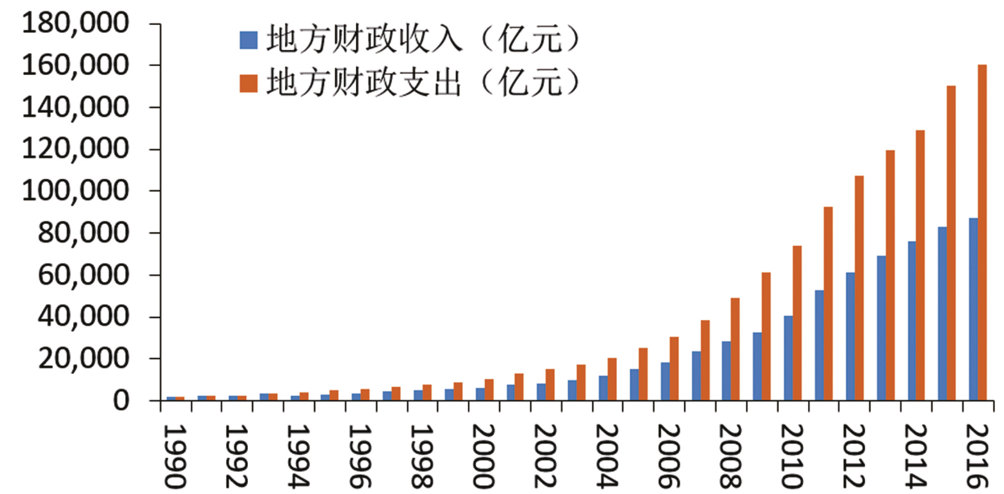
自 2014 年新《预算法》颁布以来，我国地方债务管理机制逐步成熟，地方债务限额管理、应急处置、监督问责等相关制度不断完善，地方债务风险总体可控，但对于未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务仍不容忽视，且该类债务风险易通过层层嵌套的资金链条快速扩散，是触发区域性风险与系统性风险的重要隐患。在近期监管政策密集出台及问责高压下，地方违法违规举债行为进一步明晰，融资平台、地方国企与地方政府的信用进一步剥离，责任边界进一步明确，隐性债务增量得到有效遏制。但对于存量债务中依托政府信用背书业已形成的隐性债务，目前市场各方尚未有明确统计及深入测算。对于隐性债务风险可知，方能做到可防、可

控。本报告即从我国宏观杠杆率与地方债务演化过程出发，从不同口径对我国地方政府隐性债务进行测算，并结合隐性债务重要举债主体融资平台转型进程，深入剖析我国防范地方债务风险的路径建议。

一、我国地方政府债务与宏观杠杆率演化

我国地方政府债务发端于上世纪 70 年代末，部分省及地级市开始尝试通过举债弥补资金缺口以更好履行政府职能，但受限于地方政府自主权，该阶段地方政府债务规模整体较小。此后，伴随我国财税体制变化、地方投融资模式变迁，宏观杠杆率与地方政府债务在不同经济发展时期呈现不同特点。

（一）阶段一：1994 年《预算法》颁布及分税制改革后，融资平台成为地方政府财政收支矛盾下的融资代理人



数据来源：choice，中诚信国际区域风险数据库

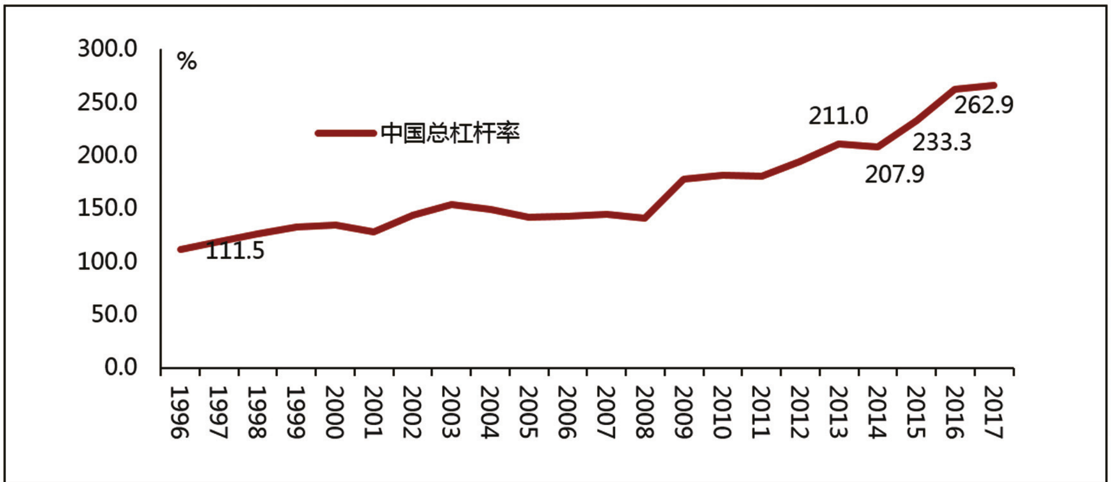
图 1　我国地方财政收支矛盾逐年扩大

数据来源：choice，中诚信国际区域风险数据库

1994 年《中华人民共和国预算法》审议通过，明确要求地方政府不列赤字，除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。在地方政府无法独

立举债的情况下,同年分税制改革则进一步加剧地方财政收支矛盾。地方政府在财权事权不匹配的情况下,有限财政收入约束及通过财政部代发代还债券获取的资金较为有限,无法满足地方发展所需资金,于是尝试成立各类城市投资公司作为融资平台,以独立企业法人形式代替政府进行直接或间接融资,从而弥补政府投资项目的资金不足。同时,以 GDP 为主导的政绩考核机制与政府竞争模式,促使地方政府往往重投资规模轻投资质量,粗放型的财政支出行为也一定程度上加速了融资平台这个地方政府融资"创新"渠道的快速发展。

(二)阶段二:2008 年金融危机后,融资平台债务扩张带动地方政府债务井喷式增长,宏观杠杆率开始攀升



数据来源：choice，中诚信国际区域风险数据库

图 2　我国地方财政收支矛盾逐年扩大①

数据来源:choice,中诚信国际区域风险数据库

为应对 2008 年全球金融危机的负面影响,国家出台"四万亿"刺激政策,其中地方政府配套资金 2.82 万亿元。2009 年 3 月,人民银行与银监会共同出台《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》,提出"支持有条件的地方政府组建投融资平台,发行企业债、中期票据等融资工具,拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道"。在四万亿配套资金需求、国家政策支持、地方

① 注:2014 年前的杠杆率数据来源为 BIS;2014—2017 年杠杆率数据来源于中诚信国际的测算

政府资金缺口等多因素推动下，地方融资平台呈现爆发式增长。2008 年上半年，全国融资平台约 3000 家，贷款余额约 1.7 万亿元。2010 年末，融资平台数量已升至 6576 家，审计署统计结果显示融资平台债务中仅纳入政府负有偿还责任的债务已达到 4.08 万亿元。金融危机后“四万亿”刺激政策带动下，2008 年后杠杆率结束前期平稳态势开始攀升，2009 年即较 2008 年明显上升 36.5 个百分点。

2011 年后，伴随前期四万亿政策的负面影响显现，经济下行压力加大，地方融资平台信贷风险引发关注，国家出台一系列政策对地方融资平台银行信贷进行规范。同阶段，国内利率市场化持续推进，存款脱媒促使大量资金流向影子银行，如信托、基金子公司、P2P 平台等，成为地方融资平台继银行信贷之后的重要融资来源。与此同时，商业银行为规避监管将表内业务转移出表，通过表外理财、银信合作等形式为地方融资平台提供资金支持。借助影子银行的“逆周期”扩张，融资平台呈现新一轮债务扩张，根据国家审计署统计，截至 2013 年 6 月底，全国融资融资平台债务余额达到 6.97 万亿元，较 2010 年底增长 40.22%。同期，伴随直接融资渠道快速发展，融资平台公开市场债券融资规模快速攀升，2012 至 2016 年城投债净融资额年均达到 1.18 万亿元。**此阶段地方融资平台数量与债务规模的翻倍式扩张，带动地方债务规模井喷式增长，政府部门杠杆率的快速攀升推升宏观杠杆率，杠杆率由 2008 年 141.3%增长至 2013 年 211%。**

（三）阶段三：2014 年以来地方债务进入规范发展期，但地方债务呈现隐性化特点，带动宏观杠杆率持续攀升并呈现边际放缓迹象

融资平台依托政府信用迅速扩张债务的同时，地方政府债务风险隐患持续积聚，地方政府“债务—投资”的驱动模式难以为继。以 2014 年新《预算法》与 43 号文出台为标志，地方债务进入规范发展期。一方面开前门，赋予地方政府举债权，并纳入全口径预算管理实行规模控制，并以 2013 年政府性债务审计结果为基础，对于企事业单位举借的政府负有偿还责任债务，通过发行地方政府债券进行置换；另一方面堵后门，明确政府与企业的责任边界，政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还。2017 年 50 号文、87 号文及 2018 年 194 号文、34 号文、23 号文等系列文件，对于各类违法违规举债行为进一步细化明晰，各类试图仍以政府隐性信用背书的融资行为得到有效遏制。

在疏堵结合的政策导向下，地方政府债务纳入规范化管理轨道，总体风险可

控,但未纳入地方债务审计范围的存量隐性债务风险仍未消除且不容忽视。一方面,地方政府存量债务中非政府债券形式债务均以2013年政府性债务审计结果为基础,但该次审计工作各省份融资平台及国有企业债务纳入政府负有偿还、担保及就救助责任三类的统计口径并不一致,或导致部分地方债务未显性化且被低估;另一方面,地方政府在财权事权不匹配且债务限额约束下,发行省级地方政府债券的“开前门”举措难以真正满足各层级地方政府的实际资金需求,融资平台及部分国企所承担的地方公益类项目融资职能难以真正剥离,中央关于划清地方政府与企业界线的政策要求在财政压力较大的地方较难落地。由此致使2015年至2017年,地方政府仍有依托融资平台及国有企业通过注入公益性资产、出具承诺函等形式、或利用政府引导基金、PPP、明股实债等渠道扩张债务并为该类债务提供隐性背书,呈现为此阶段部分地方债务的“隐性化”特点。根据中诚信国际测算,若考虑融资平台有息债务、政府付费型PPP等地方政府隐性债务在内,2015年至2017年我国政府部门杠杆率分别为46.18%、45.58%与46.07%,较以地方政府直接债务余额计算的政府部门杠杆率高7—9个百分点。考虑地方政府隐性债务在内,2015年至2017年宏观杠杆率分别为233%、263%与267%,宏观杠杆率虽仍保持增长态势,但增长幅度已呈现边际放缓。

表1　　2016年以来关于防范地方政府隐性债务风险相关政策文件

时间	政策名称	内容要点
2018/3/28	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(〔2018〕23号)	从资本金审查、还款能力评估、投资基金、资产管理业务、政策性开发性金融、金融中介业务、融资担保等十五个方面,进一步规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为,督促金融企业加强风险管控和财务管理。
2018/2/8	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金〔2018〕194号)	再次强调坚决遏制地方政府隐性债务增量,并重点就企业债券的具体事项进行规范,包括严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)、严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产、纯公益性项目不得作为募投项目申报企业债券等。

续表

时间	政策名称	内容要点
2018/1/18	《中国保监会财政部关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》(保监发〔2018〕6 号)	支持保险机构更加安全高效服务实体经济,防范化解地方债务风险。提出“妥善处理对地方政府的存量投资业务;规范投资融资平台公司行为;不得通过股权投资计划等创新方式违规形成地方债务;加强地方债务风险监测”等。
2017/12/23	《财政部关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	坚决遏制隐性债务增量,进一步完善地方建设项目和资金管理,管控好新增项目融资的金融“闸门”,强化中央企业债务融资管控;积极稳妥化解存量隐性债务,坚持中央不救助原则,坚决打消政府兜底“幻觉”。
2017/11/10	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金〔2017〕92 号)	进一步规范政府和社会资本合作(PPP)项目运作,防止 PPP 异化为新的融资平台。具体要求包括:审慎开展政府付费类项目,通过政府付费或可行性缺口补助方式获得回报,但未建立与项目产出绩效相挂钩的付费机制的不得入库等。
2017/6/6	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预〔2017〕87 号)	严格规范政府购买服务预算管理,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资。严禁将铁路、公路等领域的基础设施建设,储备土地前期开发,农田水利等建设工程作为政府购买服务项目;严禁将建设工程与服务打包作为政府购买服务项目等。
2017/5/3	《进一步规范地方府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50 号)	切实加强融资平台公司融资管理,明确要求地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司,不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源,不得以担保函、承诺函、安慰函等任何形式为地方融资平台提供担保。

续表

时间	政策名称	内容要点
2016/10/27	《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》(国办函〔2016〕88号)	建立健全地方政府性债务风险应急处置工作机制，坚持快速响应、分类施策、各司其职、协同联动、稳妥处置，牢牢守住不发生区域性系统性风险的底线，并加强对违法违规举债行为的责任追究。

数据来源：中诚信国际整理

二、当前我国地方政府隐性债务研究及测算

基于我国地方政府“隐性化”债务现状，本文从不同口径对地方政府隐性债务规模及区域风险进行了估算。从测算结果看，当前地方政府隐性债务呈现快速增长态势，且规模接近显性债务的2倍，同时部分地区负债水平过高，需重点关注隐性债务及区域性债务风险。

(一)关于地方政府债务分类及现有研究

地方政府显性债务与隐性债务的划分。关于政府债务，亚洲金融危机后，世界银行(Hana Polackova，1998)年提出了著名的“财政风险矩阵”(fiscal risk matrik)。从债务发生的可能性来讲，政府债务分为直接债务和或有债务；而从法律的强制性来讲，政府债务可分为显性债务和隐性债务。显性债务是以特定的法律或者合同所带来的负债，而隐性债务则是基于市场预期、政治压力的政府责任。将两种划分方法交叉，可得到四种债务类型：直接显性债务、直接隐性债务、或有显性债务和或有隐性债务。从现实的角度来看，地方政府隐性债务也是地方政府可能承担偿还、救助、担保责任但并未纳入其债务管理和统计的债务，但一旦发生危机尤其是存在系统性风险爆发可能性时，地方政府则不得不加以干预、承担责任。

表 2　　三类地方政府债务类型划分

		负债发生的可能性	负债的法律强制性	
一类债务	偿还责任	直接债务	直接显性债务	显性债务
二类债务	担保责任	或有债务	或有显性债务	隐形债务
三类债务	一定救助责任	或有债务	或有隐形债务	隐性债务

资料来源：审计署、中诚信国际区域风险数据库

根据财政部刘尚希、赵全厚等人(2012)[①]，隐性债务主要包含社会保证资金缺口、农村社会保证缺口、公共投资项目未来的资本性和经常性支出等直接隐形债务以及对金融机构支付危机的救助、国有企业为弥补的亏损、拖欠企业在职职工、农民工的工资等或有隐形债务。而根据审计署的分类，政府性债务包括地方政府负有偿还责任的债务、负有担保责任和可能救助责任等三类债务。政府可能承担一定救助责任的债务主要是地方政府通过融资平台、其他国有独资或控股企业、自收自支事业单位等主体为公益性项目举借，由非财政资金偿还的债务。根据审计署和财政部的相关文件(88 号文等)，举借主体主要包括五类：融资平台公司、政府部门和机构、经费补助事业单位、国有独资或控股企业(简称地方国有企业)以及自收自支的事业单位，其中前三位是政府负有偿还责任债务也就是显性债务的主要举借主体，而融资平台公司和地方国有企业是地方或有政府性债务同时也是隐性债务的主要举借主体。

基于数据的可获得性以及计算实现的角度，本文将地方政府直接债务作为显性债务，将负有一定救助责任的债务以及其他可能承担责任的或有债务作为隐性债务估算范围，显然这一口径要比刘尚希、赵全厚等人的口径要小。新预算法实施以后，地方政府发债主体地位被明确，但是新发债的额度非常有限，地方政府此前通过其他主体进行融资的渠道仍发挥作用，因此实际上地方政府隐性债务也主要是以融资平台作为主要载体[②]。根据 88 号文，或有债务中的担保债务，地方政府及

---

① 刘尚希、赵全厚、孟艳、封北麟、李成威，“十二五时期我国地方政府性债务压力测试研究”，《经济研究参考》，2012 年第 8 期，p3－11.

② 根据 2013 年的审计结构，尽管各个省份之间存在差异，但整体地方融资平台的债务纳入地方性债务的比例并不高，融资平台中债券纳入地方性政府债务的比重在 30％左右；贷款中的占比大约为 36％。

其部门仅依法承担适当民事赔偿责任,但最多不应超过债务人不能清偿部分的二分之一、担保额小于债务人不能清偿部分二分之一的,以担保额为限;或有债务中的存量救助债务,地方政府可以根据具体情况实施救助,但保留对债务人的追偿权。实际情况中这两类债务的认定相对复杂,而目前尚未有明确的标准认定,因而这部分的债务规模存在较大的不确定性,不同机构的测算也较不一致。从防范系统性风险的角度出发,地方国企或者融资平台出现违约是,政府可能会出于维护区域融资稳定等很多考虑去救助,只要有救助可能,均纳入隐性债务考量。

从隐性债务的形式来看看,贷款和信托贷款可能是其主要存在形式。从2013年的审计结果来看,融资平台9.7万亿的贷款,仅36%纳入了负有偿还责任的债务中,而64%均未纳入政府性债务,如果存在违规融资和担保,则大概率形成政府性隐性债务。与此同时,2014年以来,随着开前门堵后门等系列政策的实施,地方政府债务管理和发行相对规范[①];但存在部分地方政府通过融资平台以PPP、政府投资基金、政府购买服务、资管计划、明股实债等方式违法违规或变相举债,以贷款、信托等融资形式,尤其是2015年之后融资平台新增债务均不作为政府性债务统计的背景下,这些均加大隐性债务形成的概率。

从测算的角度来看,由于隐性债务属于预计负债范畴,且存在结构分散、隐蔽性强、透明度差等特点,获取这类数据十分困难。各家机构测算也不一致,本文在计算时从防范危机的角度考虑,将融资平台作为隐形债务的测算内容之一。考虑到PPP项目中政府付费和可行性缺口补助涉及财政资金参与,考虑87号文下发后,通过政府购买服务的融资渠道受限,政府付费型PPP将成为地方公益性项目的重要融资方式,该类PPP项目中的财政支出也应纳入政府隐性债务。与此同时,政府投资基金中,实际操作不规范,为吸引社会资本,一部分采用财政资金劣后或通过隐性回购方式变相进行保本和固定收益的保障,使基金变成政府的隐性债务。

(二)中诚信关于地方政府债务的估算

1.地方政府显性债务:相对平稳

根据前文分析,地方政府显性债务是建立在某一法律或者合同基础之上的政

① 闫衍、袁海霞、余璐等,《我国地方政府债务风险分析与债务危机防范》,工作论文。

府负债，以政府直接债务为主，包括各级地方政府债务（一般债务和专项债务）、外债等；具体包括财政部代发债券、地方财政部门发行的债券、政府统借统还资金以及预算法规定的支出（如签发行政事业单位人员工资及养老金形成的债务）；本文以财政部公布的政府性债务数据为准。

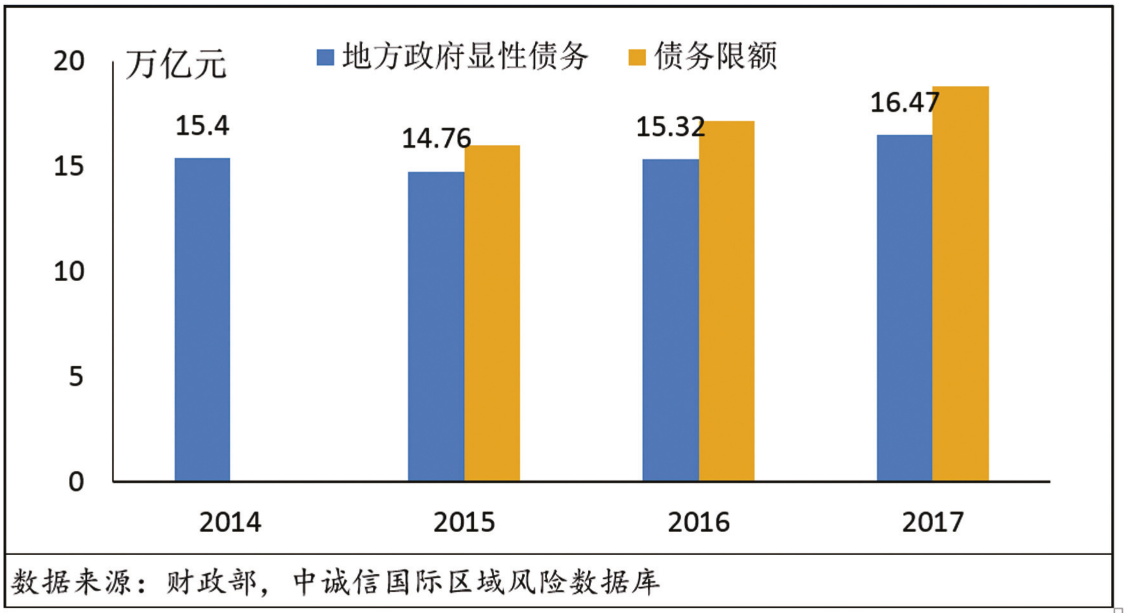
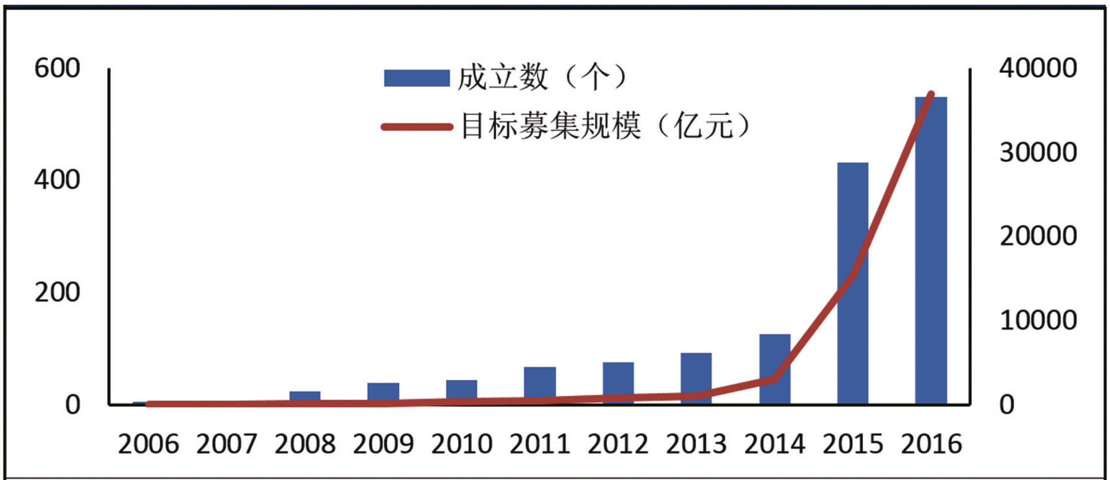


图 3　我国地方政府显性债务

数据来源：财政部，中诚信国际区域风险数据库

从数据来看，随着多方面规范地方政府发债行为、防范风险的举措落地，地方政府发债方式和管理逐步规范和市场化，以政府直接债务为主的显性债务余额总体平稳增长。2014 年至 2017 年，我国地方政府显性债务余额分别为 15.41 万亿元、14.76 万亿元、15.32 万亿元、16.47 万亿，2015 年、2016 年地方政府较 2014 年有所降低，2017 年增长略有加快。对比全国人大批准的地方政府限额规模来看，2015 年至 2017 年地方政府债务限额分别为 16.01 万亿元、17.19 万亿元和 18.82 万亿元，近三年地方政府直接债务余额均在限额规模内，且各年直接债务余额均较债务限额有一定剩余。

2.地方政府隐性债务：2016 年规模在 21—30.5 万亿之间，是显性债务的 1.4—2.0 倍 ，2017 年在 34.5 万亿左右

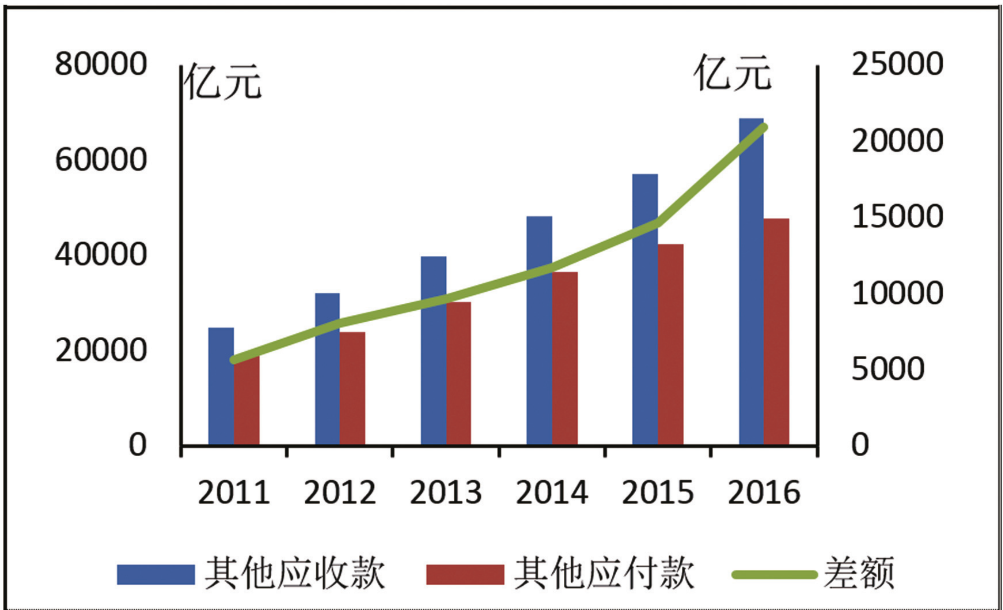


数据来源：清科数据库，中诚信国际区域风险数据库

图 4　快速扩张的政府投资基金

数据来源：清科数据库，中诚信国际区域风险数据库

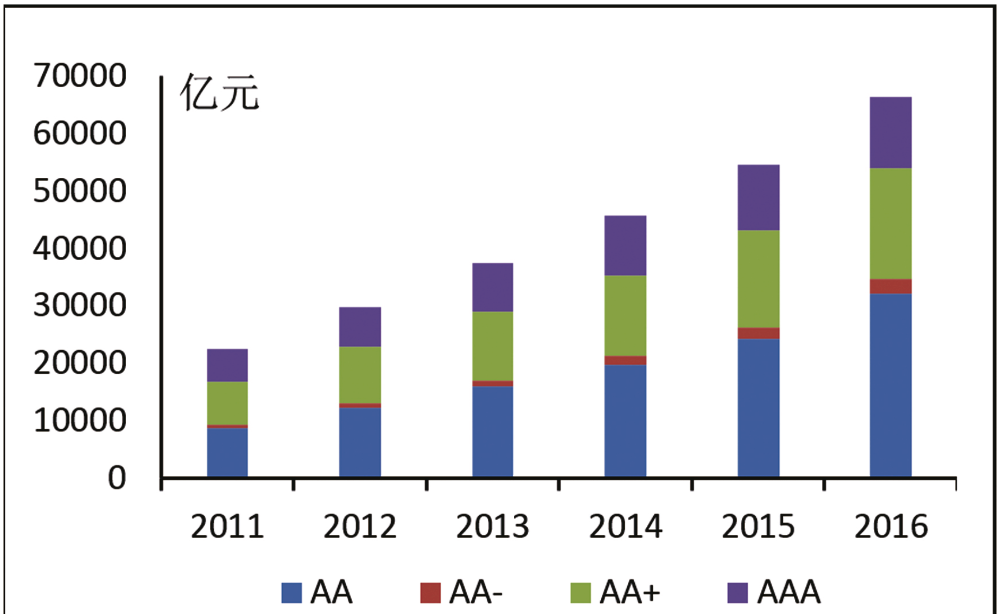
根据前文所述，本文地方政府隐性债务主要包括融资平台、地方国企的债务以及 PPP 项目中政府付费项目、政府投资基金等内容。虽然政府产业基金的规模不断扩大，其募集规模从 2014 年的 3031.35 亿元上升至 36961 亿元，但由于无法确定地方政府可承担部分，本文暂时不将其纳入测算范围。与此同时，从融资平台的资产负债表来看，其他应收款一般是当地政府或者财政部门借用了融资平台的资金，这部分资金可能并不一定需要付息，但当地政府负有偿债义务，很大可能成为地方政府债务。因此，将这部分债务也纳入隐性债务的估算范围。此外，考虑到抵押补充贷款主要针对棚改这一类公益性项目，或加大地方政府隐性压力，因此将抵押补充贷款这一指标也纳入估算范围。从数据来看，其他应收款，其他应收与应付的差额均呈现快速扩大的趋势，AA 及 AA＋更为明显。



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 5　平台其他应收与其他应付差额快速增长

数据来源：中诚信国际区域风险数据库



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 6　AA 及 AA＋融资平台其他应收增长明显

数据来源：中诚信国际区域风险数据库

根据数据的可获得性，将隐性债务的测算从三个角度考虑，由于没有包含政府投资基金以及样本口径等隐私，测算结果应该小于实际隐性债务：

表 3　　　2016 **年三个口径计算下的地方政府隐形债务规模**[①]**(单位:万亿)**

	隐性债务	显性债务	隐性债务/显性债务
口径一	27.14	15.32	1.77
口径二	30.45	15.32	1.99
口径三	21.01	15.32	1.37

口径一：融资平台贷款＋融资平台存量债券＋融资平台非标＋政府付费型PPP 投资落地(假设与融资平台不重合)＋抵押补充贷款余额(PSL)－纳入直接政府性债务的部分

口径二：融资平台有息债务(仅发债口径)＋PPP 相关(假设与融资平台不重合)＋抵押补充贷款余额(PSL)－纳入直接政府性债务的部分

口径三：纯平台[②]有息债务(仅发债口径)＋准平台其他应收款(仅发债口径)＋政府付费型 PPP 投资落地额[③]＋抵押补充贷款余额(PSL) - 纳入政府性债务的部分

根据估算，我国地方政府隐性债务规模在 21－30.5 万亿之间，是显性债务的1.4－2.0 倍之间。不同口径测算的地方政府隐性债务均保持在 20％以上的增长快速扩张。根据测算，按照上述三种方法，2016 年我国地方政府隐性债务规模分别为 27.1 万亿、30.5 万亿、17.7 万亿，其中，口径一、二测算下地方政府隐性债务规模分别较上一年增长了 27％、38％，均保持了较快增长。从内部构成来讲，口径一

① 口径三仅测算了 2016 年的数据

② 在本文中，将只承担融资功能而没有投资和经营功能的融资平台称为纯平台，将既承担一定的政府融资功能，又具备通过部分经营性资产获取经营收益，具备一定造血功能的平台称为准平台。 在实际操作中，将公用事业类、交通运营类（如港口、机场、航空、公交等）、省级收费公路投资、投控类平台纳入准平台进行数据估算，其余融资平台纳入纯平台进行数据估算。

③ 所有省（市、自治区）隐性债务的总和，其中，各省（市、自治区）隐性债务＝该省（市、自治区）纯平台企业（仅发债口径）所有有息债务＋该省（市、自治区）平台企业的其他应收款＋该省（市、自治区）政府付费型 PPP 投资落地额—纳入直接政府性债务的部分

中，融资平台的贷款和非标融资（包括信托、资管等形式）占比最高，分别占48%和24%；口径二中，融资平台有息债务规模、抵押补充贷款（PSL）和政府付费型PPP分别占比91%、7%和2%；从口径三来看，纯平台有息债务、准平台其他应收款、抵押补充贷款（PSL）和政府付费型PPP产生的债务分别占隐性债务的79%、10%、8%和3%。

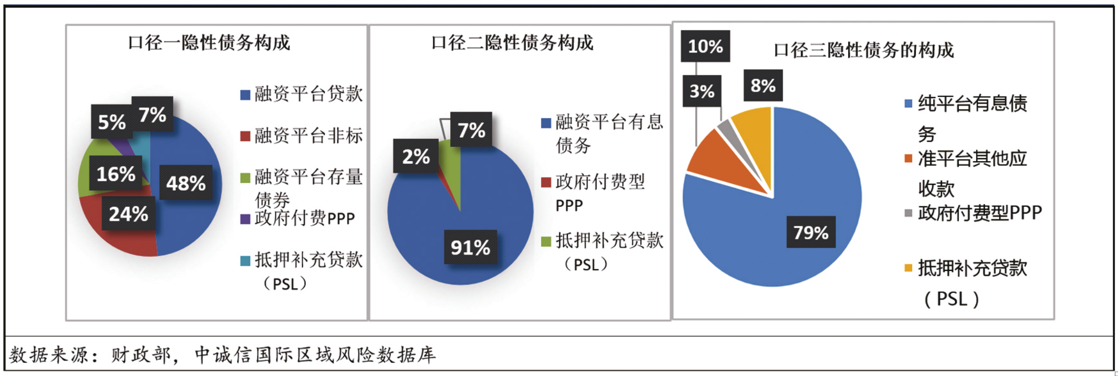


图7　三种口径的地方政府隐性债务结构

数据来源：财政部，中诚信国际区域风险数据库

三、我国地方政府债务风险及结构性风险分析

（一）显性债务风险总体可控，但隐性债务增长较快且偿还具有不确定性

我国地方政府显性债务风险总体可控。从偿债水平来看，以显性债务衡量的债务率和负债率均低于国际通行水平，政府债务风险总体可控。2016年，以显性债务衡量的地方政府总体债务率（债务规模/财政实力）为80.5%，低于国际通行警戒标准[①]。如果加上纳入预算管理的中央政府债务余额12.01万亿，全国政府债务余额27.33万亿，政府债务的负债率（债务与GDP的比值）是36.7%，低于欧盟60%的警戒线。对比主要国家的负债率水平，可以看出以显性债务衡量的负债率低于主要市场经济国家和发展中国家水平，显性债务口径下地方政府风险水平相

① 国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值为90～150%

对较低[①]。

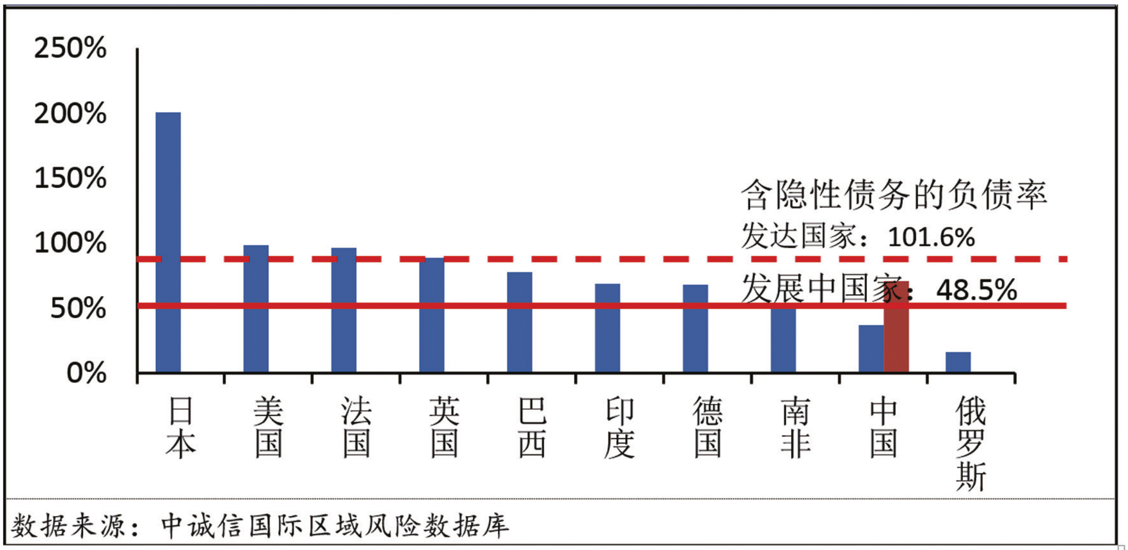


图 8　显性债务口径下中国政府负债率水平较低

数据来源：中诚信国际区域风险数据库

虽然当前我国地方政府显性债务风险总体可控，但仍面临较为突出的隐性债务风险，主要表现在隐性债务增速过快，且为避免监管而导致债务形成更为复杂及不透明。我国地方政府隐性债务与显性债务规模的比值接近 2 倍，若测算口径考虑地方政府的隐性债务规模，2016 年我国地方政府总体的负债率与债务率均有较大攀升。以口径一测算的 2015 年—2017 年我国地方政府隐性债务规模分为约 19.7 万亿元、27.1 万亿、34.5 万亿，近两年年均增长 27%。**考虑隐性债务的政府负债率直接上升至 65%—78%，大幅高于发展中国家平均水平。**隐性债务快速增长的背后则是地方政府的不规范融资行为。过去几年针对地方政府出现的各类违法违规举债行为，中央出台了一系列政策进行治理，但有些地方在财政收入放缓的背景下，地方政府违规融资的行为较多，亟待规范。相比显性债务，**隐性债务快速增长，同时偿还更具有不确定性，正逐渐成为我国地方政府面临的中长期风险。**

① 袁海霞，《多举并措防范和化解地方债务风险》，《审计观察》。

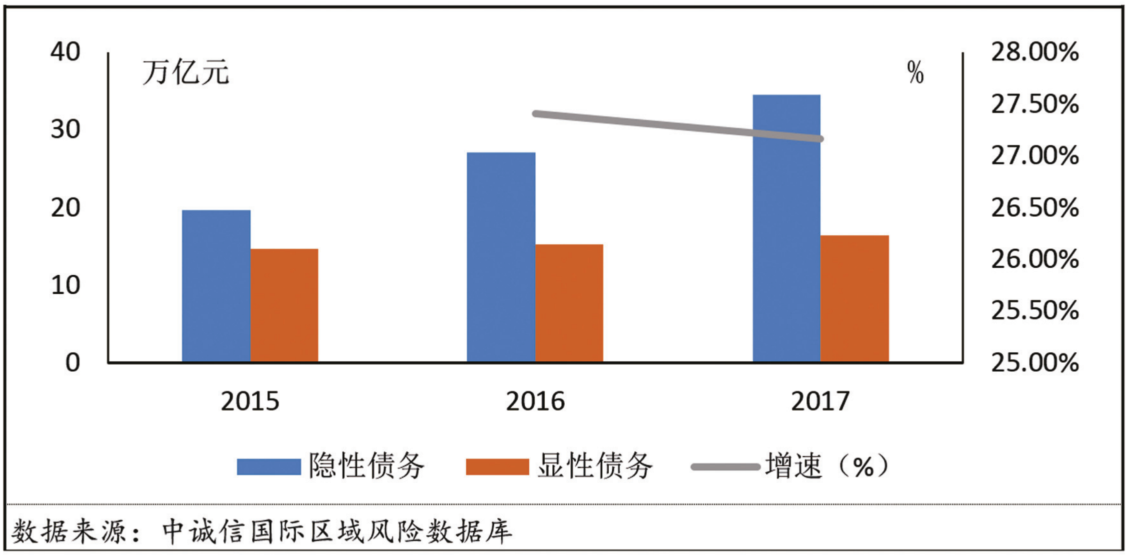


图 9　口径一下地方政府隐性债务规模与显性债务比较

数据来源:中诚信国际区域风险数据库

(二)部分省市债务风险凸显,需重点关注结构性风险

从区域来看,我国部分地区负债水平过高,区域性债务风险需要关注。从显性债务规模来看,截止到2016年底,江苏省政府显性债务余额高达10915亿元,连续位居榜首;而山东省、贵州省、广东省、辽宁省、浙江省5个省份的显性债务超过8000亿元;江西省、重庆等显性债务水平处于4000亿元以下。从隐性债务规模来看,江苏省、北京超过3万亿元,江苏省政府隐性债务规模仍为最高,接近4万亿元;天津、四川省、浙江省等隐性债务超过1万亿元;辽宁省、内蒙古自治区、吉林省等隐性债务水平处于4000亿元以下。

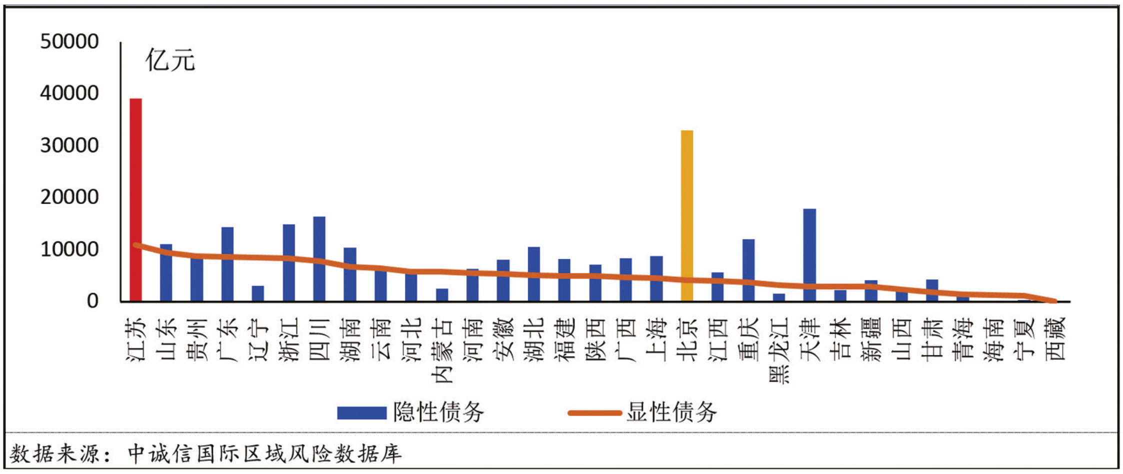


图 10　地方政府隐性债务规模与显性债务比较

数据来源：中诚信国际区域风险数据库

而从衡量偿债能力的负债率和债务率来看，区域性债务风险不容小觑。根据中诚信国际的计算，若以显性债务为衡量，2016 年全国 31 个省直辖市负债率（债务/GDP）超过欧盟 60％警戒线的是贵州省（74.0％），其次为青海省（52％）、云南省（43％）；其余省份负债水平均处于 40％以下。而从综合财力考量的债务率（债务/财政实力）来看，截至 2016 年底宁夏（226％）、贵州（179％）、辽宁（169％）等**7 个省份债务率已经超过 100％的警戒线。**

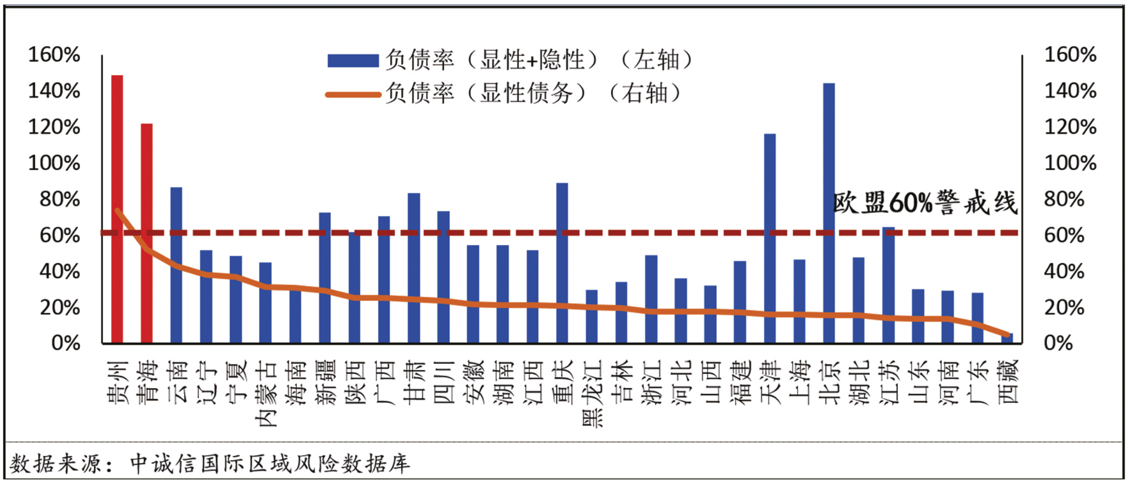
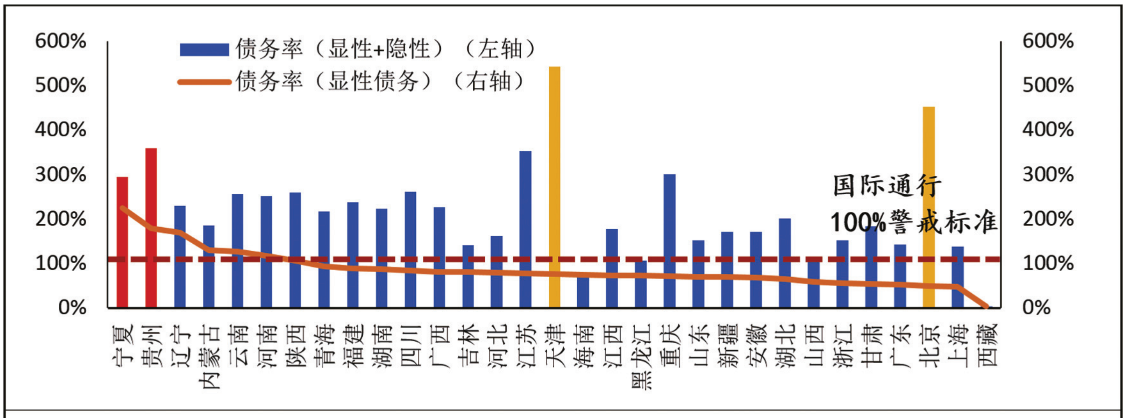


图 11　各省份负债率（分别在显性债务及隐形债务口径下）

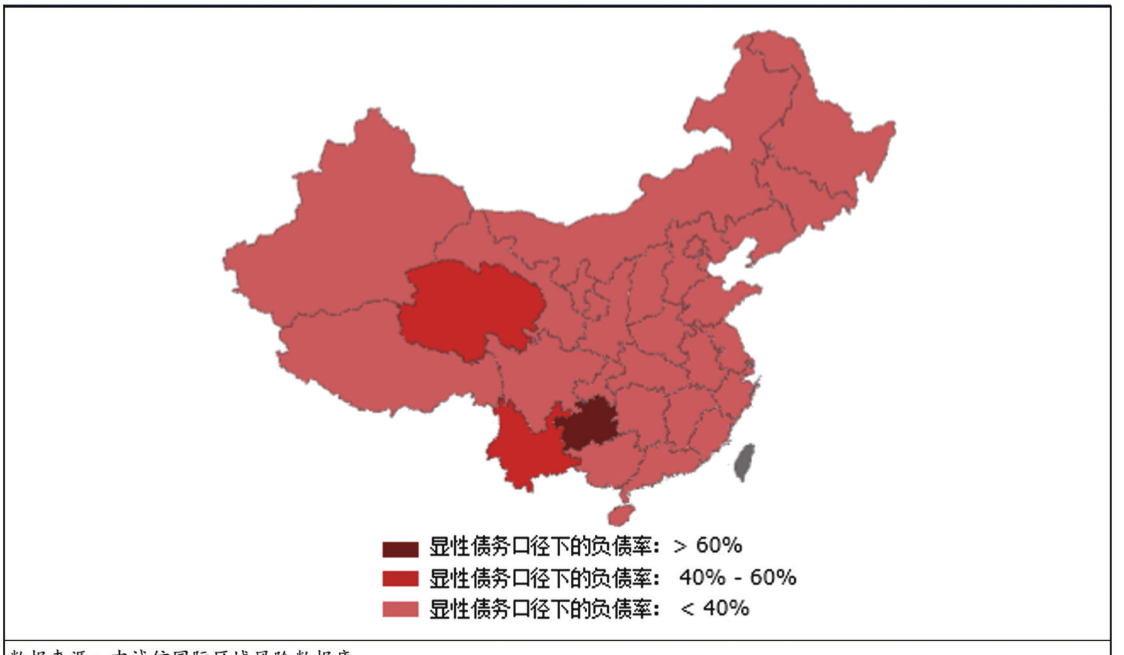
数据来源：中诚信国际区域风险数据库



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 12　各省份债务率(分别在显性债务及隐形债务口径下)

数据来源:中诚信国际区域风险数据库



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 13　显性债务口径下的各省份负债率

数据来源:中诚信国际区域风险数据库

若考虑加上隐性债务后的负债率及债务率，2016年省份负债率超过欧盟60%警戒线的有12个，较显性债务口径下的省份数量增加了11个，**贵州省(149%)仍高居首位**，次之为北京(144%)、青海省(122%)、天津(116%)等；负债水平位于40%—60%之间的有10个省份，如安徽省(54.6%)、湖南省(54.4%)、江西省(52%)等；其余省份负债水平均处于40%以下。而从债务率计算结果看，除了海南省(75%)、西藏自治区(4%)处于警戒线下外，**其余29个省直辖市债务率均超过100%警戒线**，与显性债务口径下的省份数量相比大幅增加22个，其中，天津(542%)、北京(452%)、贵州省(359%)、江苏省(353%)等位居前列。

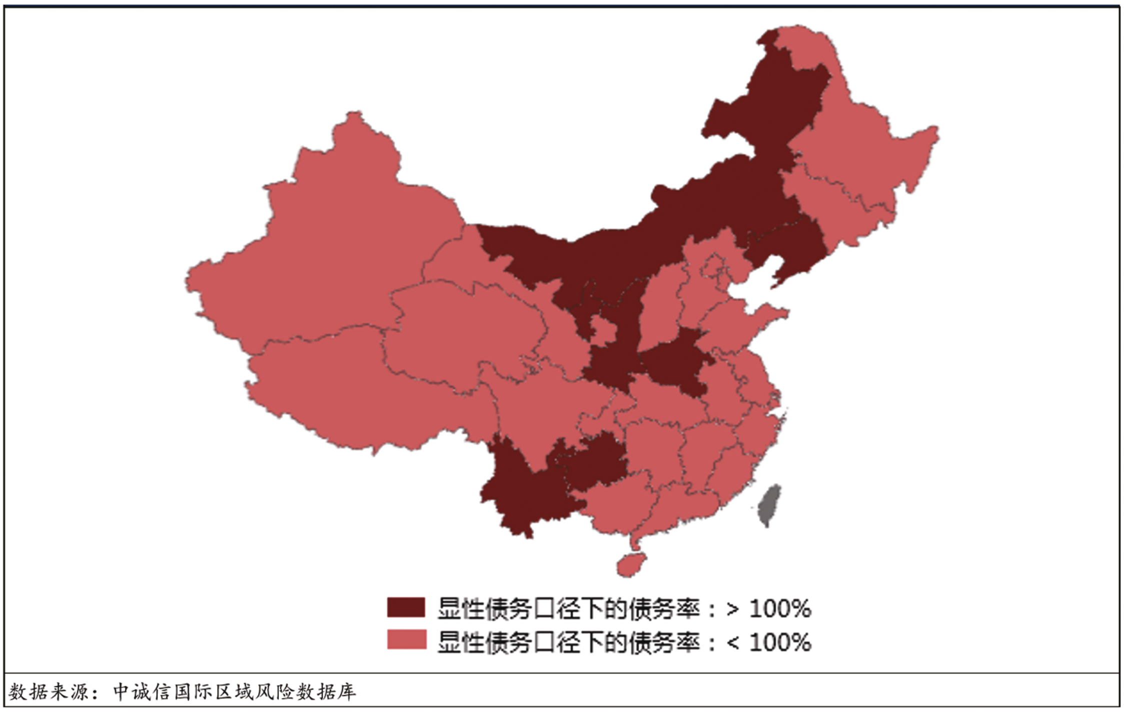
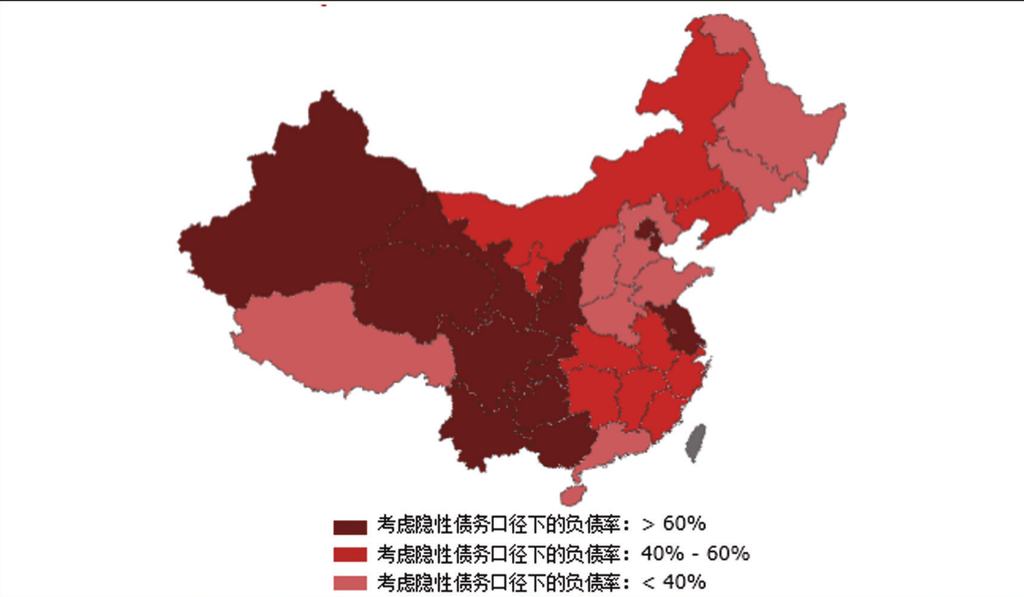


图14　显性债务口径下的各省份债务率

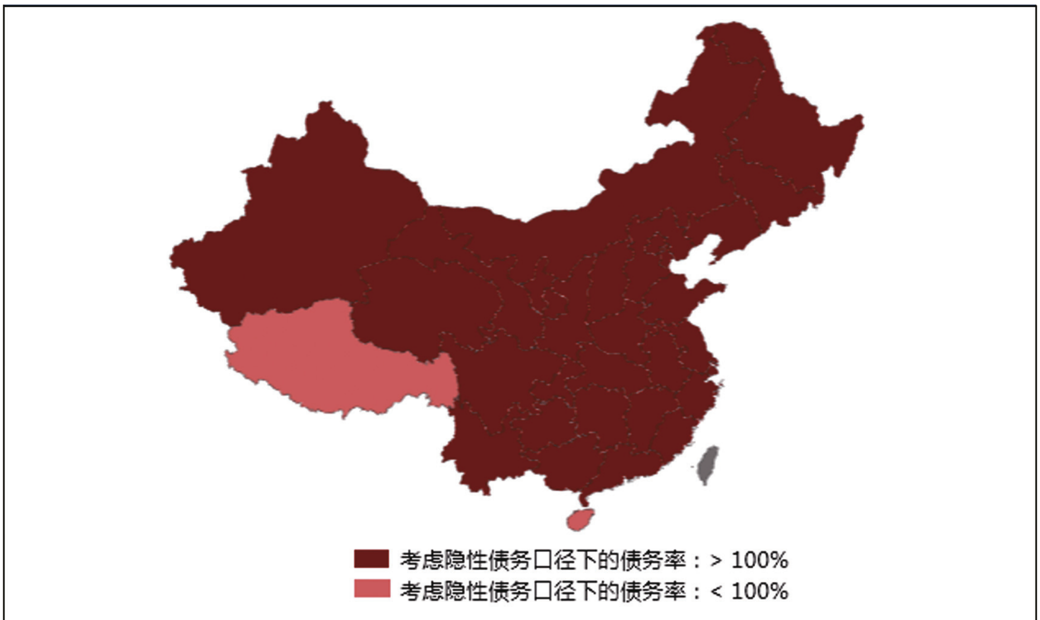
数据来源：中诚信国际区域风险数据库



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 15　考虑隐性债务口径下的各省份负债率

数据来源：中诚信国际区域风险数据库



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 16　考虑隐性债务口径下的各省份债务率

数据来源：中诚信国际区域风险数据库

（三）隐性债务形成及较快增长的原因分析

1.“开前门”举措尚难满足地方实际资金需求，地方政府对于平台企业的融资依赖仍在

地方融资平台作为我国特有财税体制及经济发展模式的产物，在地方经济发展过程中依托政府信用快速扩张债务，是当前地方政府隐性债务的最重要载体。2014 年新《预算法》及 43 号文出台后，国家出台一系列“开前门、堵后门”举措，划清地方政府与融资平台责任边界，剥离融资平台政府融资职能，明确政府债务不得由企业举借。但是在当前地方政府财权事权仍不匹配且债务限额约束下，发行省级地方政府债券的“开前门”举措难以真正满足各层级地方政府的实际资金需求。2015 年以来每年新增地方债券发行额较融资平台净融资仍有较大差距，2017 年融资平台城投债券部分净融资新增 6.45 万亿元，当年新增地方政府债券仅 1.59 万亿元，相差 4.86 万亿元，融资平台所承担的地方公益类项目融资职能尚难真正剥离。只有从源头处解决地方政府财权事权不匹配、并通过地方政府债券等“开前门”举措真正满足地方资金缺口，地方政府融资方能真正实现“去平台化”，从而真正遏制地方政府隐性债务扩张的源头。

2.“债务－投资”驱动的经济发展模式推升地方政隐性债务快速扩张

地方政府隐性债务快速扩张背后实是地方政府“债务－投资”驱动模式的不断强化，融资平台在地方经济发展中不仅是地方政府的融资代理人，更是其“债务－投资”模式的代理人。尽管在当前我国经济增速由高速向中低速转换的背景下，十三五规划与 2018 年政府工作报告均已弱化 GDP 增长考核，增强科技、环境、民生等约束性指标，但既有财税体制下，地方政府对于中央财政的依赖仍在一定程度强化地方投资驱动的行为模式，进而带动债务的相应扩张以满足投资资金缺口。在有效融资难以满足融资缺口的情况下，便导致通过融资平台、明股实债的政府投资基金等渠道扩张隐性债务，积聚隐性债务风险。

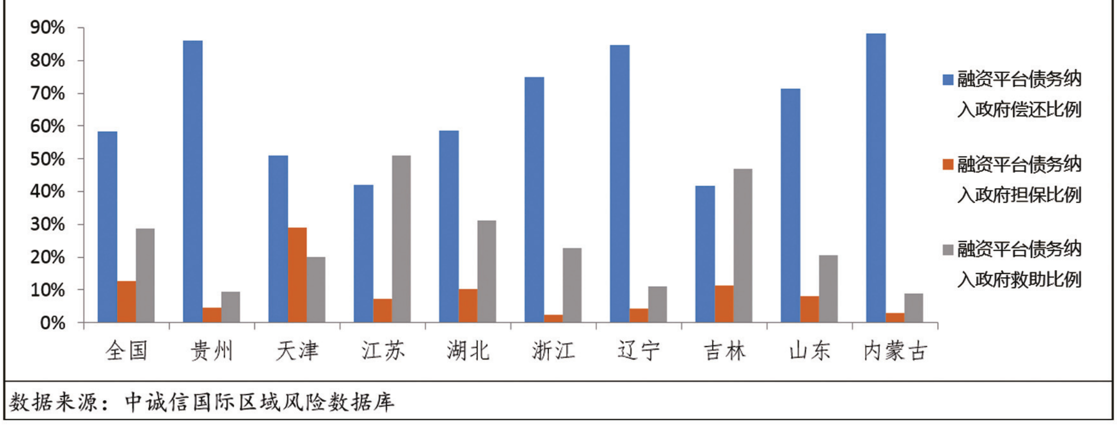
3.金融机构推波助澜、政府投资项目实施责任落实不到位等因素助推隐性债务增长

在地方政府隐性债务扩张过程中，金融机构对于政府投资项目广泛存在政府财政“兜底”幻想，从而放松风险管控要求，脱离市场化原则评估政府项目风险，为

融资平台等主体违规提供大量融资，并在提供融资过程中通过要求地方政府回购项目或保证项目最低收益等方式，助推地方政府变相违法违规举债。此外，地方政府对于部分投资项目审核把关不严，忽视项目市场前景和经济效益，超越地方财力搞建设，在助推债务规模的同时加剧债务风险隐患。

4.各地区地方债务审计口径不一致，致使部分地区存量融资平台债务转为隐性债务

目前各地区债务情况统计均以2013年政府性债务审计结果为基础，但该次审计工作中各省份融资平台及国有企业债务纳入政府负有偿还、担保及就救助责任三类的统计口径并不一致，如贵州、内蒙古2013年审计结果显示两省融资平台债务纳入政府负有偿还责任债务的占比均在80%以上，而吉林、江苏融资平台债务纳入政府负有偿还责任债务比例在50%以下，过半债务则纳入政府负有担保及救助责任债务。统计口径的不一致，使得部分地区融资平台存量债务并未充分显性化，而是转为隐性债务形式存在，加大了地方债务的不透明及处置的不确定性，也加剧了区域风险分化。



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图17　全国及部分省市融资平台纳入政府债务情况统计

数据来源：中诚信国际区域风险数据库

（四）考虑到国企以及地方政府资产，发生债务危机的可能性较小，但需警惕市场预期和信心不可控带来的冲击

当前我国地方债务风险总体可控，隐性债务虽增长较快，但地方政府及国有企

业雄厚资产规模为债务风险的妥善化解和处置提供了较强后盾。财政部数据显示，截至2017年底我国国有企业资产总额超过151万亿元，其中地方国有企业资产规模超过76万亿元，国有企业资产规模足以偿还现有负债。与此同时，地方政府还拥有规模庞大的矿产资源以及丰富的海洋及森林等资源，加上行政事业单位的资产和基础设施建设等资产，为妥善化解债务提供有力保障，发生系统性及区域性债务危机爆发的可能性较低，但是当前地方政府隐性债务由于其较难统计且披露不透明等特点，易引发市场广泛关注及猜测。借鉴欧债危机中因部分成员国债务危机初期未及时采取措施从而加剧债务风险扩散，并最终导致欧洲整体金融体系坍塌的教训，我国需警惕个别企业债务或个别区域债务处置不当所引发的市场恐慌及由此导致的市场预期及信心失控，加剧债务风险处置难度。

四、防范地方政府债务风险的建议

2014年以来，在持续的监管趋严下地方政府显性债务风险总体可控，但是在地方政府财权与事权不匹配的问题并未得到根本解决的大背景下，地方政府隐性债务快速增长，蕴藏了巨大的风险。未来，仍需进一步加强顶层制度设计，健全财权与事权合理匹配的财税体制，完善并贯彻落实各项监管制度，从多个角度防范地方政府债务风险。同时，考虑到城投平台是地方政府隐性债务的主要载体，防范地方政府债务风险必须与城投平台转型有机结合，同步推进。此外，还需进一步PPP、产业投资基金等新兴地方政府融资方式，避免地方政府违规使用这些融资方式新增隐性债务。

(一)多方举措防范地方政府债务风险

1. 财权与事权合理匹配的财税体制是地方债务风险管理的基础

1994年实行的“分税制”改革，彻底扭转了中央和地方的收入格局，解决了当年中央财政紧缺的情况，但是中央与地方财政事权和支出责任划分不尽合理，地方政府财政收入占全国财政收入的比重约为50%左右，但地方财政收入支出占全国财政支出的比例却高达80%以上。因此，要真正解决地方政府债务风险，必须真正建立财权与事权合理匹配的财税体制。2018年2月份，国务院印发《基本公共

服务领域中央与地方共同财政事权和支出责任划分改革方案》(下称《方案》),新时期财政事权与支出责任划分改革取得突破,后续仍需进一步出台其他细分领域的中央与地方财政事权和支出责任划分方案,形成全方位的权责明确的中央、地方财政事权和责任划分体系。与此同时,税收体系仍需进一步完善,形成“以共享税为主、专享税为辅”的中央和地方收入划分体系,适当提高地方的共享税分享比例,增加地方主体税收来源。值得一提的是,中央与地方对共享税的分享比例一旦确定,应在较长时期内保持稳定比例,以保证体制激励效果。

2. 加快推进地方政府债务信息公开,提高债务管理的透明度

2017 年以来,在加快地方政府债务信息公开方面取得了重要进展:2017 年 6 月,《全国和地方资产负债表编制工作方案》经中央全面深化改革领导小组审议通过,2018 年 3 月财政部发布《政府综合财务报告编制操作指南(试行)》(财库〔2018〕30 号);从 2017 年末开始,财政部逐月公布地方政府债券发行和债务余额情况。但从当前来看,我国地方政府债务信息公开仍有诸多不完善之处。一方面,财政部公布的地方政府债券发行和债务余额情况,仅是地方政府直接债务,但地方政府债务结构复杂,相当一部分债务以城投平台债务、国有企业债务、PPP 等隐性债务存在,信息高度不透明,隐藏着巨大的风险。另一方面,当前我国地方政府债务口径不统一问题依然存在,地方政府不同时期披露债务数据具有较大随意性,没有统一方式。在制度不完善的情况下,我国地方政府债务的信息涵盖与披露方式需要作出特别的设计,应根据我国的地方政府债务的实际情况,对隐性债务予以充分考虑,以更为准确的评估地方政府的实际债务水平。与此同时,债务信息的公开应形成完整的制度,有关部门及地方政府应按一定的时间频次、可比的统计口径持续进行债务信息公开,以合理引导和稳定各方预期。

3.完善债务风险预警机制,加大对高风险地区的约束和惩罚力度

国务院办公厅于 2016 年 10 月印发的《地方政府性债务风险应急处置预案》(国办函〔2016〕88 号)对地方政府债务信息报送及债务风险事件处置进行了详细规定。并明确“市县政府年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10%的,或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10%的,债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划”,并明确财政重整计划包括但不限于暂停除法律、行政法规和国务院规定的财税优惠政策之外的其他财税优惠政

策，压缩基本建设、政府公用经费等各项支出，控制人员福利等多项内容，并提出依法追究有关人员责任，等等。2018 年 3 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预〔2018〕34 号)，再次强调加大高风险地区债务风险防范力度，首次提出研究制定对高风险地区政府投融资行为的约束性措施。但值得一提的是，当前我国地方政府显性债务风险总体可控，而隐性债务风险较大且由于信息不透明，可控性依然不足，但隐性债务风险的爆发同样可能对地方政府信用和经济发展产生极为负面的影响。因此，在债务风险预警和防控体系中，尤其需要关注隐性债务风险，做好隐性债务摸底是进一步完善地方政府债务风险的前提，同时，对隐性债务风险较大的地区的相关人员的追责也需进一步加强。

4. 切实贯彻落实好已出台的系列政策，妥善解决存量债务风险，规范新增债务管理

43 号文以来，围绕“开前门、堵后门、修明渠、堵暗道”的规范地方政府债务管理以及投融资平台规范举债等方面的政策不断出台。2017 年以来，在“防风险”背景下，针对政府通过城投平台违规举债、明股实债、PPP 不规范等行为，相继出台了《进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(50 号文)、《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(87 号文)、《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(194 号文)、《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预〔2018〕34 号)等文件。这一系列政策如果能切实贯彻执行，实际上是可以妥善解决地方政府债务风险，规范投融资平台举债。但在实际操作中，在中央和地方财税关系没有根本改变的前提下，融资平台依然发挥着重要的基础设施建设智能，导致违规举债行为难以解决；同时，在隐性债务摸底尚未完成情况下，存量债务风险处置难以有的放矢；此外，市场依然存在一定的“兜底”幻觉。因此，要保证已出台的系列政策贯彻落实，一方面需持续推进央地财税体制改革，另一方面地方政府债务统计与信息披露工作仍需加大力度，同时加大督查问责力度确保新增债务严格遵守现有政策规范。此外，在当前地方财权与事权并未得到根本解决的情况下，地方政府也需充分发挥主观能动性规范税源监控，加强税源管理，多方面拓展税源，提升自身财税实力，减少对举债发展的依赖。

5.提高地方政府发行债券及其二级市场交易市场化水平，有效发挥其融资功能

自2014年《预算法》修正案规定地方政府可以直接发债以来，近年来为提高地方政府发债和其债权交易的市场化水平，政策方面做了不少努力。如财政部于如财政部于2017年2月20日发布的关于做好2017年地方政府债券发行工作的通知》(财库[2017]59号)就特别强调“提高地方债发行市场化水平”，积极探索建立续发行机制，进一步促进投资主体多元化，改善二级市场流动性，等等。但是，在当前我国地方政府缺乏完备清晰的资产负债表和财政收入支出表、债务信息并不完全透明的情况下，地方政府信用评级差异并不显著，地方政府债券发行市场化定价依然缺乏足够基础。要提高地方政府债券发行市场化水平，仍需做好顶层制度设计，加大政府财务信息公开是实现地方政府发债市场化的重要前置条件。与此同时，建议统一地方政府发债主体与资金使用主体，对于具备了条件的地市或县，可以允许它们直接作为发债主体直接发债。此外，提高地方债二级市场流动性，完善做市商制度，打通银行间和交易所市场，鼓励更多投资者进行二级市场交易。

(二)化解存量债务风险，促进投融资平台转型

1.妥善处置融资平台存量债务

当前融资平台部分债务存在一定偿还风险，对于该类存量债务的妥善处置，是妥善化解地方政府隐性债务风险与推进融资平台顺利实现转型的关键。对存量债务的妥善处理，需要厘清负债来源的项目性质，对于经营性项目所负债务，应主要依靠经营性收入保障偿还；对于公益性项目所负债务，可在政府的统筹协调支持下妥善处理，处置方式包括：第一、资产盘活，通过出售、转让、拍卖、租赁、资产证券化等方式将存量资产盘活，提升流动性，减轻债务负担，提高公司运营效率；第二、政府协调辖区内资源，将能够产生现金流优质资产、特许经营权等注入平台，增强融资平台实力，推进融资平台重组整合为国有资本运营公司，用市场化收入补贴其实施的公益性、准公益项目，逐步化解政府债务和风险；第三、引入社会资本进行债务重组，通过债权投资或债转股等形式为困难企业债务风险缓释赢得更多时间，并帮助融资平台利用债务压力缓解的喘息机会体制增项、加快转型。

2.完善公司治理，提升市场化竞争能力

一方面，优化企业资本结构。适度调整融资平台的国有股权比例，并推进债转股，允许部分国有资本转化为优先股，推进股权结构多元化。同时，伴随平台企业

转型发展，需根据企业所处阶段对其负债资本与权益资本比例进行动态调整，通过优化资本结构降低融资成本，激发企业经营活力，实现可持续发展。另一方面，实施融资平台政企分开，推动平台企业由行政管理向企业管理转变，提高其市场化经营意识，加大公司制改革力度，持续完善决策机制、用人机制、监督机制，健全公司法人治理结构，完善现代化企业制度。

3.运用多元化市场工具，创新投融资模式

对于已剥离政府信用、建立现代企业制度的平台企业，可作为社会资本方、或与其他社会资本方合作积极参与 PPP 项目建设运营，与地方政府形成新的良性循环合作模式。同时，对于进入运营期且有稳定现金流的资产，如高速公路、公交公司、污水处理等项目均可通过发行资产支持证券或资产支持票据的形式盘活存量，补充融资缺口，形成资产一资金的良性循环。同时，地方融资平台可积极探索境外债券、保险资金债权投资计划等创新工具拓宽融资渠道。

（三）规范运用产业引导基金、PPP 等融资渠道，减少隐性债务形成

虽然当前各方对我国地方政府存在巨量隐性债务存在共识，但隐性债务规模到底有多大、其中蕴藏多大风险则是众说纷纭，有关部门统计口径也不统一。当前亟需对已经形成的隐性债务进行摸底排查，以此为基础，有的放矢做好存量隐性债务的化解工作。与此同时，必须坚决遏制隐性债务快速增长的势头。2017 年以来，有关部门持续出台文件对产业引导基金、PPP 等融资方式进行规范，如果这些规范能得到贯彻落实，将对地方政府通过产业引导基金、PPP 等融资渠道违法违规举债产生较好的制约作用。但是，监管部门仍需持续关注，与时俱进改进监管方式，防范地方政府在融资压力下通过金融创新规避监管拓展其他融资渠道导致新增隐性债务。

分报告二

从高质量发展看国有企业结构性降杠杆

杨继东

摘要：2017 年中央金融工作会议提出“要把国有企业降杠杆作为重中之重”。本报告首先对当前国有企业债务情况进行简要梳理，加深对国有企业结构性降杠杆问题重要性的理解；其次，分析了 2008 年金融危机以来国有企业债务规模和杠杆率增加形成的主要原因与风险；第三，从结构性降杠杆的角度，对国有企业降杠杆的可持续性和可能路径进行讨论，并分析当前降低国有企业杠杆率的主要措施与成效；最后从高质量发展的角度，提出几点解决国有企业债务的策略。

关键词：国有企业　降杠杆　结构性去杠杆　高质量发展

一、坚持把国有企业降杠杆作为重中之重

改革开放以来，经过几轮国企改革后，国有企业仍然在经济中占有很大比重。2008 年金融危机以来，中国总体债务水平不断上升，特别是企业债务规模总量和负债率水平快速增长，其中，国有企业负债在企业部门负债中占比超过一半。伴随经济增速下滑，国有企业整体经济绩效下降，国企僵尸企业问题突出，国企企业债务风险问题引起广泛关注。化解国有企业债务风险成为防范重大金融风险的重要工作。化解国企债务风险的一个重要途径就是降低国有企业负债水平。然而，如何降低国有企业杠杆，国有企业降杠杆会带来哪些风险，国有企业降杠杆是否可以持续等问题成为社会各界关注的焦点。

5 月 11 日，中央全面深化改革委员会第二次会议召开。会议审议通过了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》。会议指出，加强国有企业资产负债约束，是落实党的十九大精神，推动国有企业降杠杆，防范化解国有企业债务风险的重要举措。

(一)当前国企杠杆在总体债务水平中占比较高

当前中国总体债务风险的一个主要特征是非金融机构负债水平过高。而非金融机构中国有企业在总体债务水平中占比较高。2009 年"四万亿"刺激计划以来，中国宏观杠杆率迅速攀升，从 2008 年底的 141%上升到 2016 年底的 254%，平均每年上升 14%。IMF 提供的数字是：2016 年底，我国债务占 GDP 的比重是 225%，家庭和政府分别占 40%，剩下 145%都是企业部门负债。国有企业又占企业负债的 55%。根据中国社科院的测算，截至 2015 年底，金融部门、居民部门、包含地方融资平台的政府部门以及非金融企业部门的杠杆率分别为 21%、40%、57%和 156%。另据官媒统计，2015 年末我国国有企业负债占非金融企业整体负债的比例约 70%。2017 年，国企资产负债率为 65.7%，较上一年下降 0.4 个百分点；国企债务占全部非金融企业部门 62%，较 2016 年增加 3 个百分点。

2018 年 3 月 10 日，国务院国资委主任肖亚庆表示，2017 年底中央企业的资产总额是 54.5 万亿，平均资产负债率是 66.3%，比上一年度下降了 0.4 个百分点。负

债总额 36.1 万亿，带息负债 14.4 万亿中，有银行贷款 9.6 万亿、其他的各类证券、短融、超短融 3.8 万亿。

然而，国有企业的产出只有经济的 22%。特别是金融危机以来，随着国有企业债务扩张，国有企业的经济绩效并没有随之增加。下图 1 描绘了工业企业中国有企业资产负债率与资产报酬率的时间变化，不难发现，2008 年以来，随着国企资产负债率上升，国企资产报酬率却在不断下降。因此，国有企业去杠杆成为化解国企债务风险的重要途径。

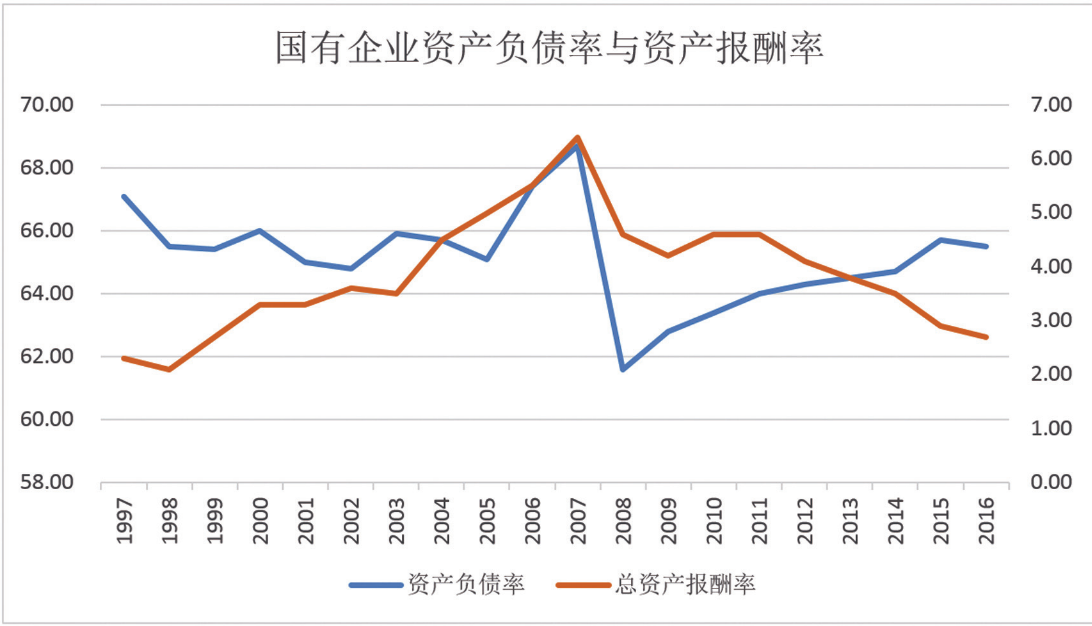


图 1　国企杠杆水平与资产报酬率的时间变化

(二)在多种因素影响下国企降杠杆难度大

国有企业长期处于较高负债经营状态。2008 年金融危机后，随着经济不确定风险上升，部分行业产能过剩严重，银行和国有企业间关系扭曲没有根本转变，随着债务总规模的上升和杠杆率的增加，国企债务风险不断增加。

根据财政部的数据，2015 年末时国有企业(全国国有及国有控股企业)的资产负债率为 66.3%，到了 2016 年末，这一数字为 66%，几乎持平。2017 年非金融企业部门杠杆率下降了 1.3 个百分点，非金融企业部门杠杆率由 2016 年的 158.2%回

落至 156.9%,这主要是由非国有企业实现的。

表 1　　　　　　　　　　　　　　　**国有企业负债统计**

时间	类型	资产(亿元)	负债(亿元)	资产负债率(%)
2018 年 2 月末	国有企业	1635750.2	1066819.2	65.2
	中央企业	769162.2	525332.1	68.3
	地方国有企业	866588	541487.1	62.5
2017 年 5 月末	国有企业	1391792.1	915312.1	65.77
	中央企业	726685.1	495062.8	68.13
	地方国有企业	665107	420249.3	63.19
2016 年 12 月末	国有企业	1317174.5	870377.3	66.08
	中央企业	694788.7	476526	68.59
	地方国有企业	622385.8	393851.3	63.28

(三)国企降杠杆牵涉广

国企降杠杆涉及政府、企业和银行关系的转变。国企降杠杆,首先涉及到政府与国有企业关系的调整,金融危机以来,政府融资动机不断增强,在政府发债等正式融资渠道受限情况下,政府把一定负债加在国企身上,导致国企负债上升,因此,降低国企负债需要调整政府与国企关系,这可能导致政府主导的投资受到一定影响。而国有企业的的特殊背景,又导致银行为国企增信,放大了国企杠杆水平,银行满足了国企融资需求,国企降杠杆也必然涉及银行和国有企业关系的重新调整。国际清算银行 BIS 所设计的指标体系,信贷比率缺口(Credit－to－GDP gap)即“非金融企业信贷规模与 GDP 之比率”与其长期趋势之间的差距,用作衡量一个经济体的信贷扩张程度,它可成为潜在银行危机的预警指标。一般来说,当这个缺口的差距超过 10%,银行就需要增加抗循环资本缓冲。

最后,国有企业还承担了一定的社会职能,国企杠杆水平下降,可能影响国有企业投资和就业增长,因此带来经济增长和就业波动的风险。根据财政部最新数据显示,2018 年 1－2 月,从国企债务总量看,国有企业负债总额已超过 106 万亿元,同比增长 9.3%。这样大规模的负债,降杠杆过程中可能产生一些联动效应。

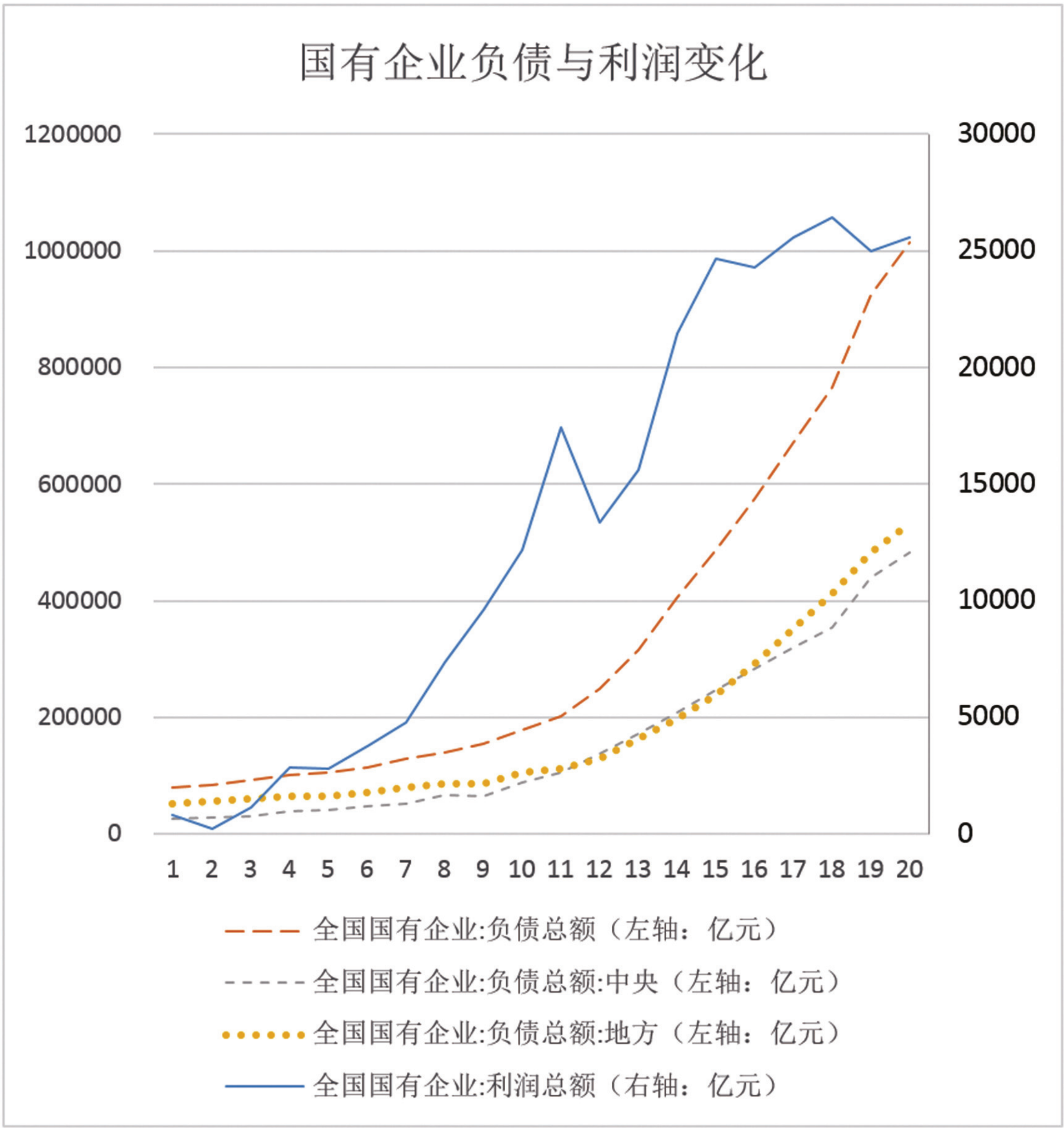


图 2　国有企业负债与利润变化

(四)坚持通过降杠杆化解国企债务风险

当前国企债务负担不仅影响了国有企业的盈利状况，而且带来较大的潜在金融风险。改革开放四十年来，国有企业仍然是社会经济发展的重要力量。虽然社会各界对国企以经济目标还是社会目标为主，追求微观效率还是宏观效率等问题，

存在认识商的差异，以及数据统计口径差异，以及不同类型国企的差异，这些差异性，导致目前关于国企债务问题的认识，也存在很多分歧。但是，基本的共识是，当前国企债务负担不仅影响了国有企业的盈利状况，而且带来较大的潜在金融风险。一个广泛关注的案例是“中钢事件”。2013 年末，中钢集团总资产 1100 亿元，总负债达 1033 亿元。2014 年 12 月中钢集团及所属 72 家子公司债务逾 1000 多亿元，其中金融机构债务近 750 亿元，涉及数十家银行。[①]

中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长李扬曾指出，中国的整体杠杆率在全世界算中等水平，但是问题在于非金融企业部门的杠杆率比较高，尤其是国有企业。“所有企业债务中，归于国企的占 65%，国企杠杆率过高是中国债务问题的一个关键所在。”

防范重大金融风险是我国当前经济工作的重要内容，而国企降杠杆被看作防范重大金融风险的一个关键。2015 年中国提出去杠杆的大方向，2016 年中央经济工作会议把“降低企业杠杆率作为重中之重”。2017 年 7 月 14 日至 15 日，全国金融工作会议在北京召开。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话。他强调，要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。

二、国有企业杠杆率快速增长的原因分析

(一)国企杠杆水平增长是应对金融危机的后遗症

为了应对金融危机，在政府发债受限的情况下，国有企业承担了部分增加政府支出的职能，本应政府加杠杆，但是最终加在了国有企业上。这是 2008 年以来国有企业高杠杆的一个重要原因。

2008 年应对金融危机，各国政府推出经济刺激计划。主要国家债务水平都显著增加。但是由于各国政治和经济体制的差异，各国在债务总水平增加的同时，债务结构存在差异。日本中央政府债务占 GDP 比重从 2008 年 140%上升到 200%，

① http://www.xinhuanet.com/fortune/2016－12/10/c_129398429.htm。中钢集团是国务院国资委主管的钢铁矿产行业大型央企。集团官网显示，集团主营矿产开采、生产和制造，钢材产品贸易物流以及钢铁设备制造。集团旗下拥有二级公司共计 65 家，境内 49 家，境外 16 家。2008 年至 2012 年，中钢集团资产负债率逐年升高，分别为 89.99%、90.65%、91.14%、96.22%和 98.10%。

美国则从 64%上升到 100%。

中国能迅速走出 2008 年金融危机的阴影,大规模经济刺激计划起了重要作用。在 2008 年 11 月国务院常务会议决定推出相应刺激计划后,GDP 增速由 2009 年 1 季度 6.2%的低点迅速反弹至 2010 年 1 季度的 11.9%。相比之下,中国中央政府债务在保持较低水平的同时,也保持了较低的增速。由于中国政府具有比较严格的债务发行限制,所以政府部门债务增长相对其他国家来说比较缓慢。但是,刺激经济是必然要求增加支出的,因此,国有企业承担了政府部门在经济危机时增加支出的部分职能,表现为企业负债规模和资产负债率水平大幅增加。刺激计划导致大量资金迅速流向国有企业,刺激国有企业投资迅速增长,基于国企渠道的引领投资增长是中国经济迅速走出危机的关键(Deng,et.al., 2011)。

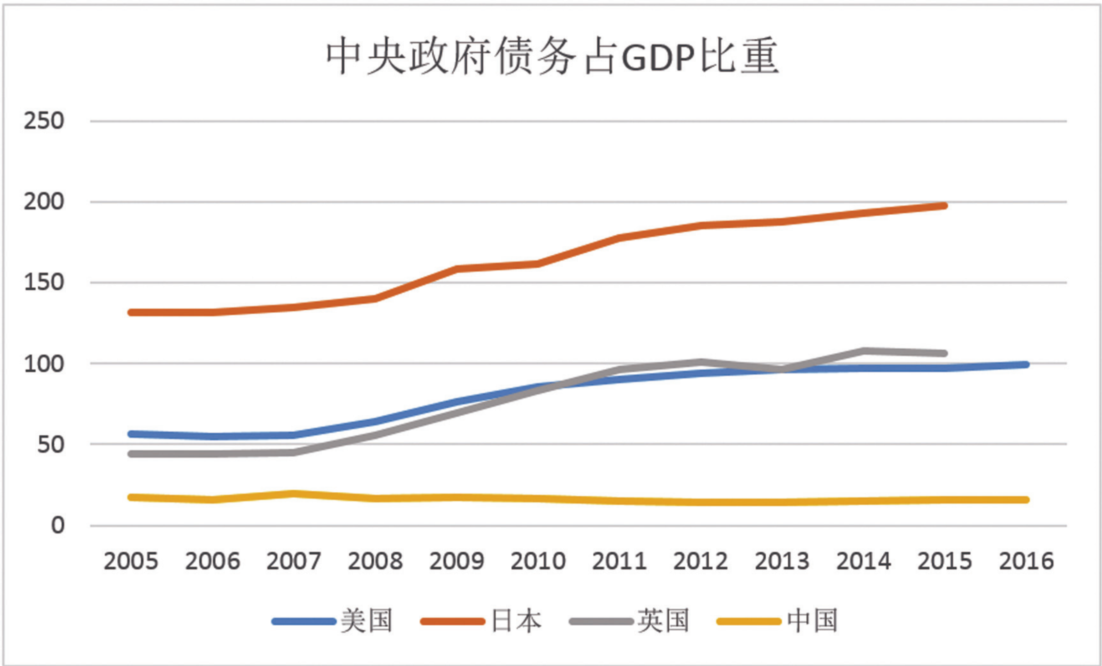


图 3　主要国家政府债务 GDP 占比

数据来源:世界银行和国家统计局

在中国特定的经济和政治背景下,刺激计划通过影响国有企业行为,特别是国有企业的投融资行为,最终影响整个宏观经济。Johansson & Feng (2013)利用上市公司数据发现,与民营企业相比,刺激计划后国有企业在资本结构和债务融资方面发生显著变化,刺激计划导致国企贷款显著增加。Huang (2011)甚至认为 90%的刺

激计划资金都流向了国有企业。Deng 等(2011)发现刺激计划后国有企业更容易获得贷款,并且贷款主要用于投资房地产,导致中国房产价格在危机后迅速飙升。

(二)间接融资为主的金融市场体系增加降杠杆的困难

长期以来,中国企业负债水平一直较高。企业的高杠杆率实际上凸显出中国当前的“资本结构错配”风险。经济主体过分依赖负债融资,而资本金或所有者权益在融资结构中的比例过低。

中国的融资体制是以银行为主导、以债务融资为主体的中国金融体系。毫无疑问,这使得中国的非金融企业的债务水平和杠杆率均处于相对较高的境地。在此融资过程中,由于国有企业软预算约束和地方政府担保,又加强了银行的非市场化动机,国有企业负债率上升是由于“非市场化”且资金供给的一个结果。

此外,目前国有企业的资本金注入不足。2016 年全国国有资本经营支出和中央国有资本经营支出中,用于补充国企资本金的分别只有 886 亿和 399 亿,2017 年这一指标又分别是 2016 年的 83%和 80.9%,逐年递减。国有企业杠杆率过高问题也反映了企业资本金不足,企业所有者(出资人)缺乏对企业的资本注入责任,导致企业很难把杠杆率稳定在一个合理水平。

(三)僵尸企业难以有效退出降低国企降杠杆的持续性

随着经济增长速度下降,企业盈利能力可能随之降低,在收入下滑的背景下,高负债率侵蚀企业,导致企业现金流存在断裂风险,企业生产面临停止,成为僵尸企业。通过重构政府、银行和企业问题治理体系,才能从根本上解决企业债务问题。

国有企业降杠杆,不是简单的降低资产负债率,否则企业债务很可能快速反弹。谭语嫣等(2017)采用 1998—2013 年中国规模以上工业企业数据,研究了僵尸企业对非僵尸企业投资行为的影响。实证结果表明,一省的僵尸企业比例越高,当地非僵尸企业的投资规模越小,且这一挤出效应对私有企业尤为明显,而对国有企业并不显著。基于 1998—2013 年间近 400 万个我国规模以上工业企业负债率的分析,钟宁桦等(2017)发现资金配置对于国有企业的偏向性越来越强;另一方面,负利润的“僵尸”企业更容易得到贷款的现象在 2008 年之前可能就存在了,而 2008 年之后更加显著。

三、国有企业如何实现“结构性”去杠杆

国有企业降杠杆，需要坚持有保有压，进行结构性降杠杆。《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》指出，要坚持全覆盖与分类管理相结合，完善内部治理与强化外部约束相结合，通过建立和完善国有企业资产负债约束机制，强化监督管理，做到标本兼治，促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平。

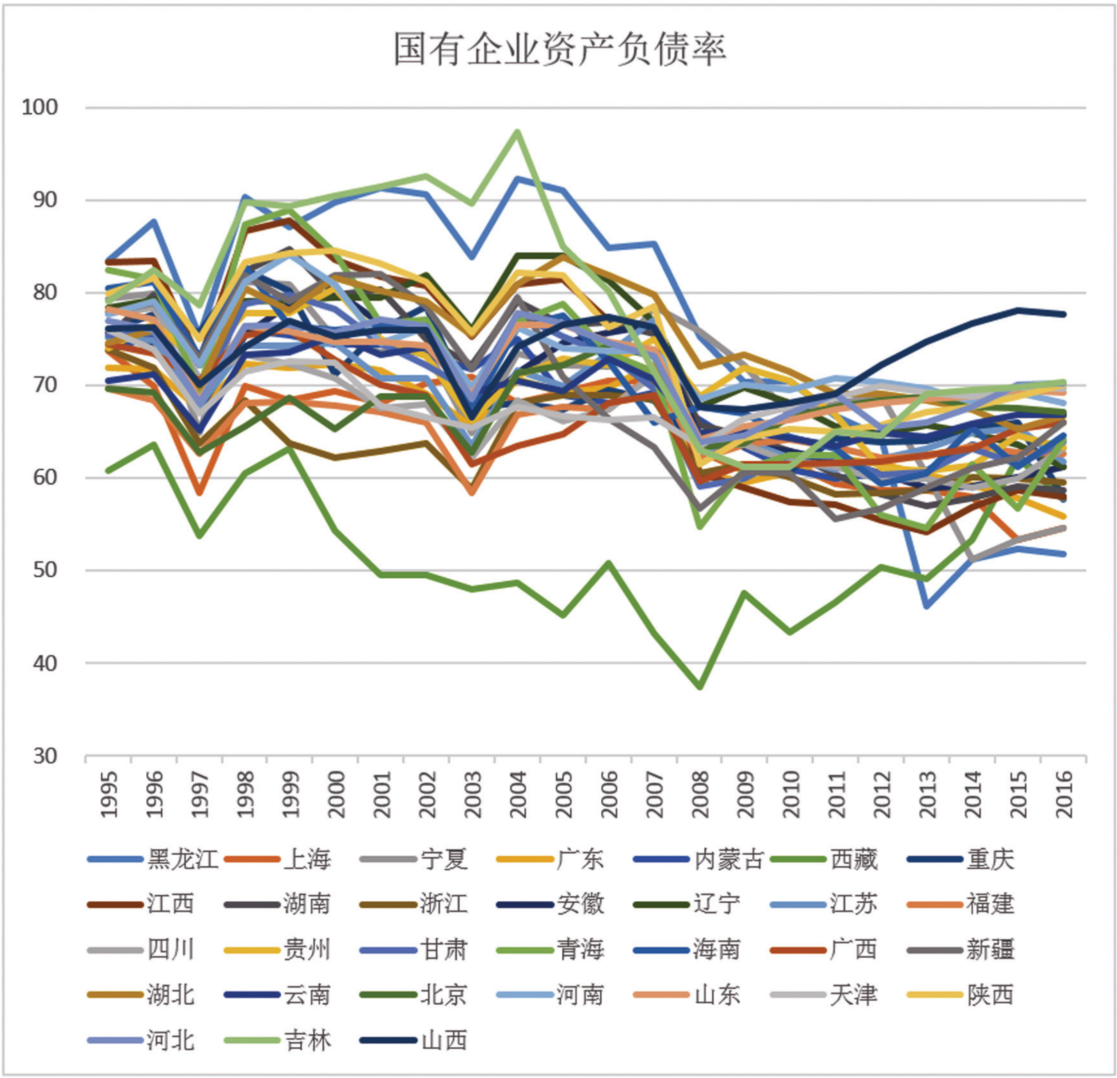


图 4　不同省份国有企业负债情况

（一）从不同地区角度看国企降杠杆

从地区差异看企业降杠杆。我们从 wind 数据中找到工业企业分地区资产负债率水平的月度时间变化数据。初始年份是 1999 年 2 月，截止 2018 年 2 月。如下图：首先，不同地区杠杆水平差异非常显著；其次，2008 年后，地区之间杠杆水平的差异显著放大。这说明，应该关注重点地区企业杠杆率水平。中西部地区省份国有企业降杠杆任务较重，其中山西，宁夏和青海国有企业资产负债率较高。

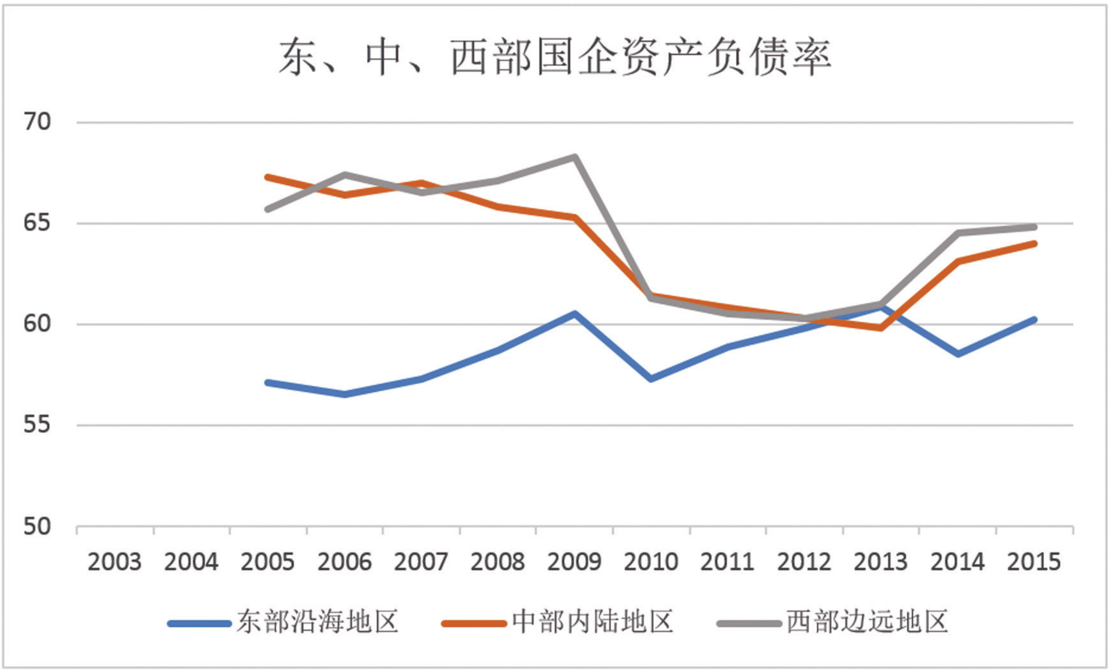


图 5　不同地区国有企业负债情况

（二）从不同行业角度看国企降杠杆

2018 年，石油加工、有色金属冶炼、黑色金属冶炼从初始年份相对较高的资产负债率水平，负债率水平进一步提高。这说明，应加大对产能过剩行业资产负债率的控制。分行业看，不同行业资产负债率存在显著的时间变化。图 8 是分行业资产负债率水平的月度变化。初始年份 1999 年资产负债率较高的行业，如纺织业 76％，到 2018 年下降为 56％。煤炭、石油加工和有色金属行业则相对较高。最近两年随着供给侧结构性改革力度的加强，这些行业的资产负债率水平已经有所下

降。根据基础性行业分类看，一般加工行业杠杆率有所增加。

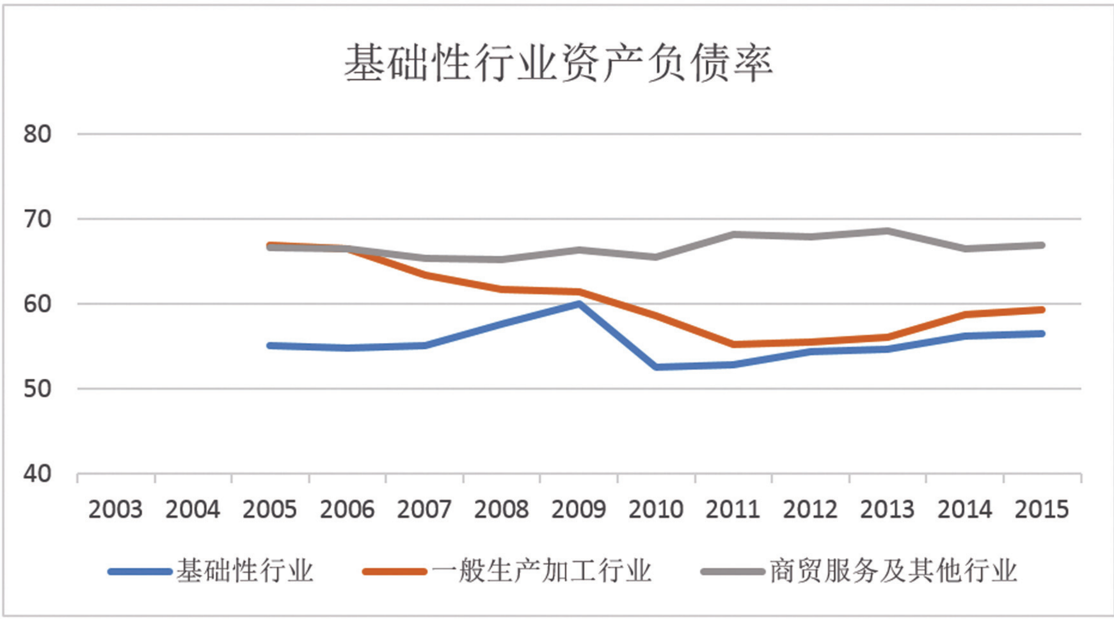


图 6　不同行业国有企业负债情况

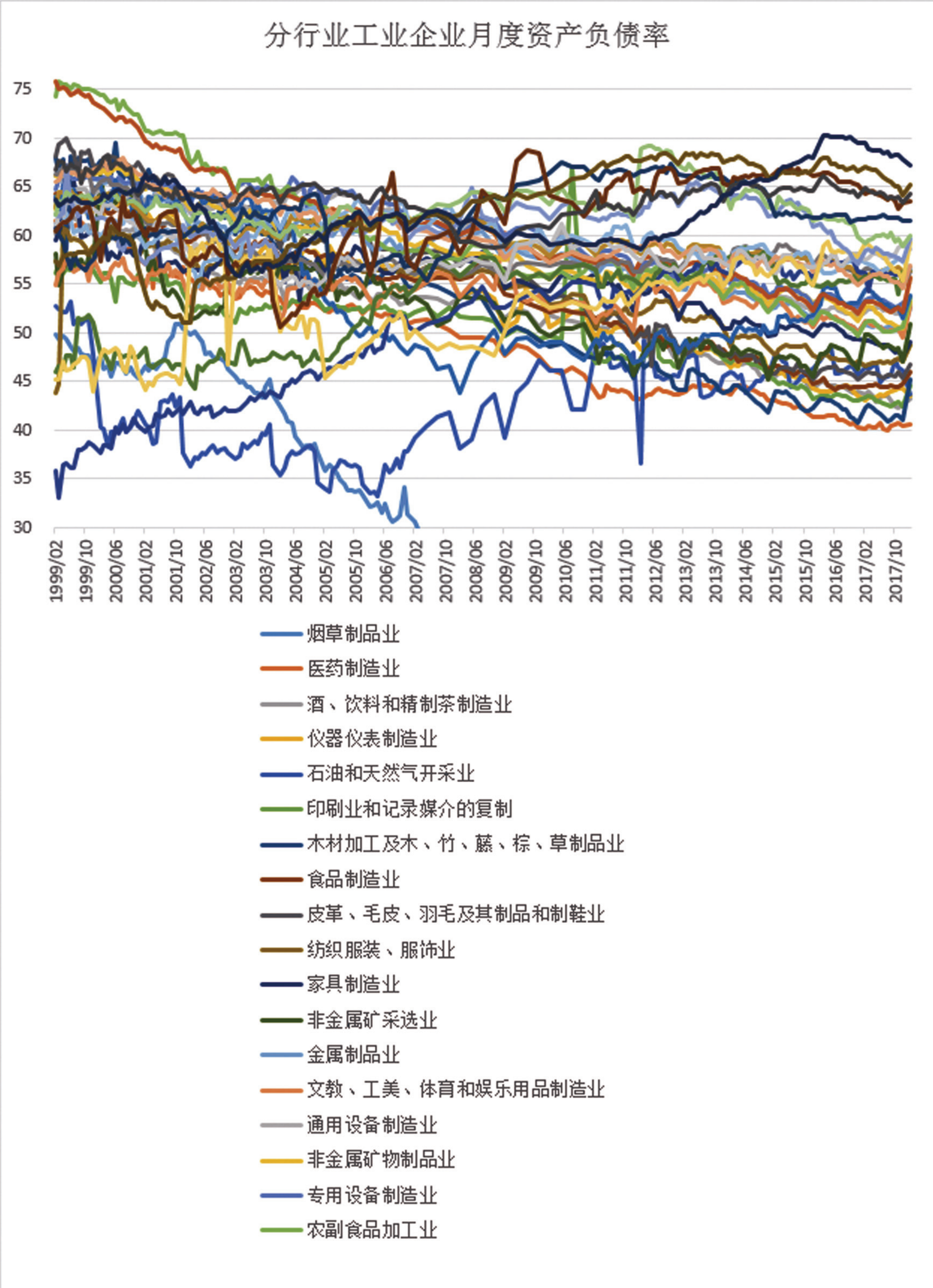


图 7　不同行业月度国有企业负债情况

（三）中央企业和地方企业

从中央国企与地方国企的对比看，地方国企负债率显著高于中央国企。结构性降杠杆的重点是关注地方国企杠杆率水平。但是，值得注意的是，近几年，中央企业资产负债率上涨较快。

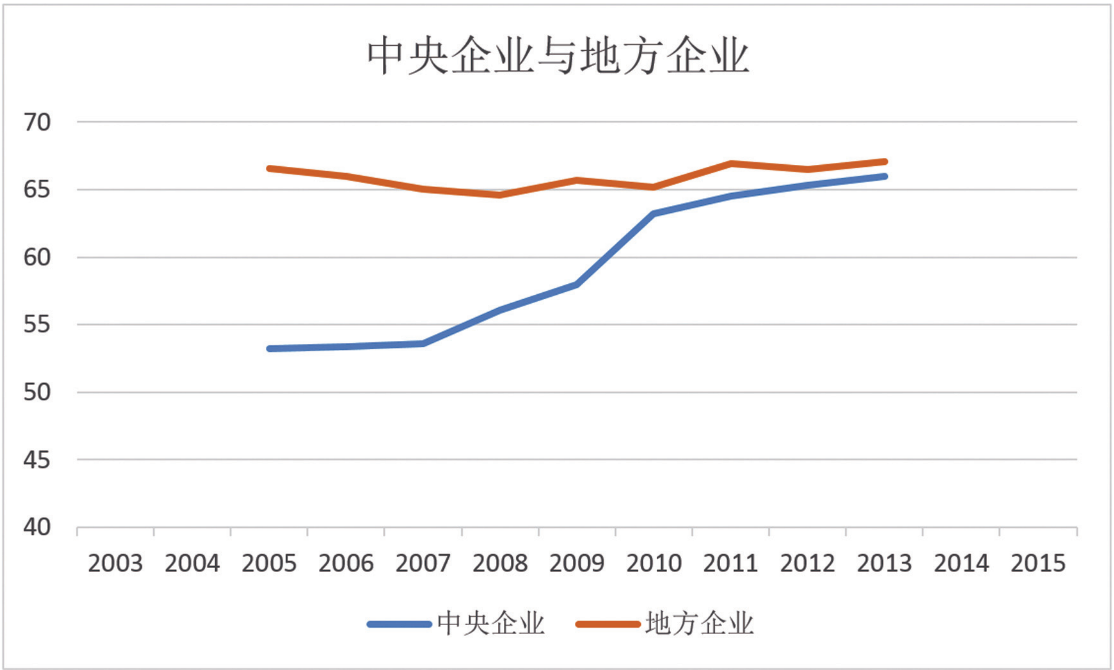


图 8　中央与地方国有企业负债情况

（四）严控大企业负债率增长

从债务规模看，大企业债务规模巨大。我们根据公开数据，统计了中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国石化和中国石油六大上市公司的情况。从债务规模看，六大上市公司总负债从 2006 年的 1 万亿，上升到 2017 年的接近 5 万亿。除了两大石油企业，其他四个公司的资产负债率水平也较高。

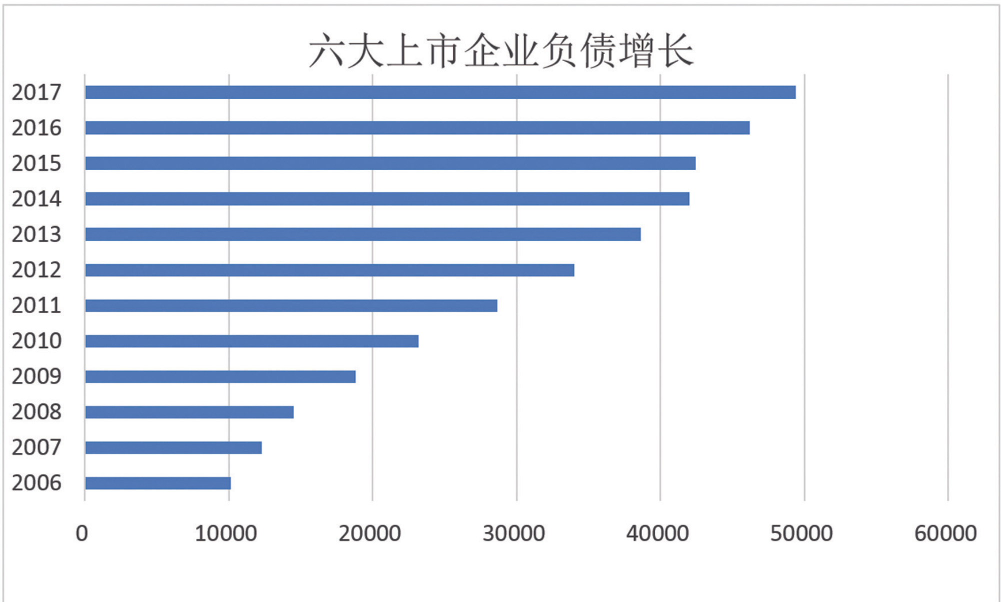


图 9　六大上市国有企业负债情况

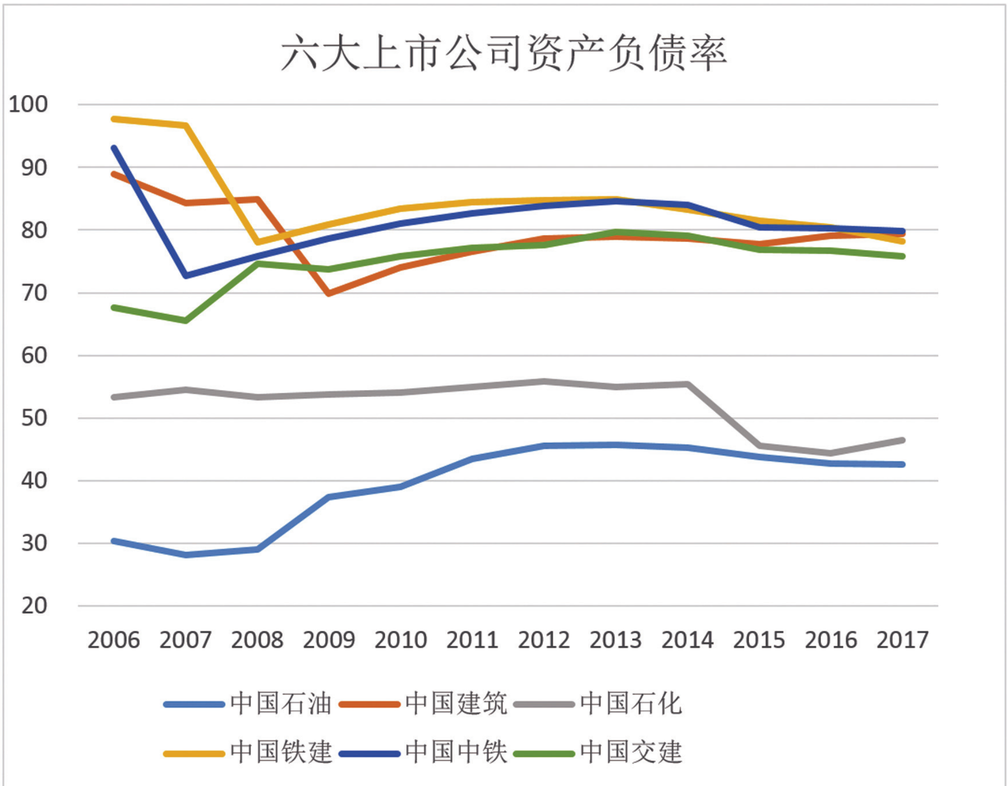


图 10　六大上市国有企业资产负债率

(五)管理类型与企业负债

我们按照管理类型,区分公司制企业、国有独资企业和国有控股企业。图 11 表明了不同类型企业的资产负债率。从管理类型看,国有控股企业资产负债率水平较高。图 12 对比国资委管理和地方政府管理企业,2008 年后,地方政府管理的国有企业资产负债率水平显著上升。这说明,从结构性降杠杆看,地方政府控制的国有企业降杠杆任务更重。

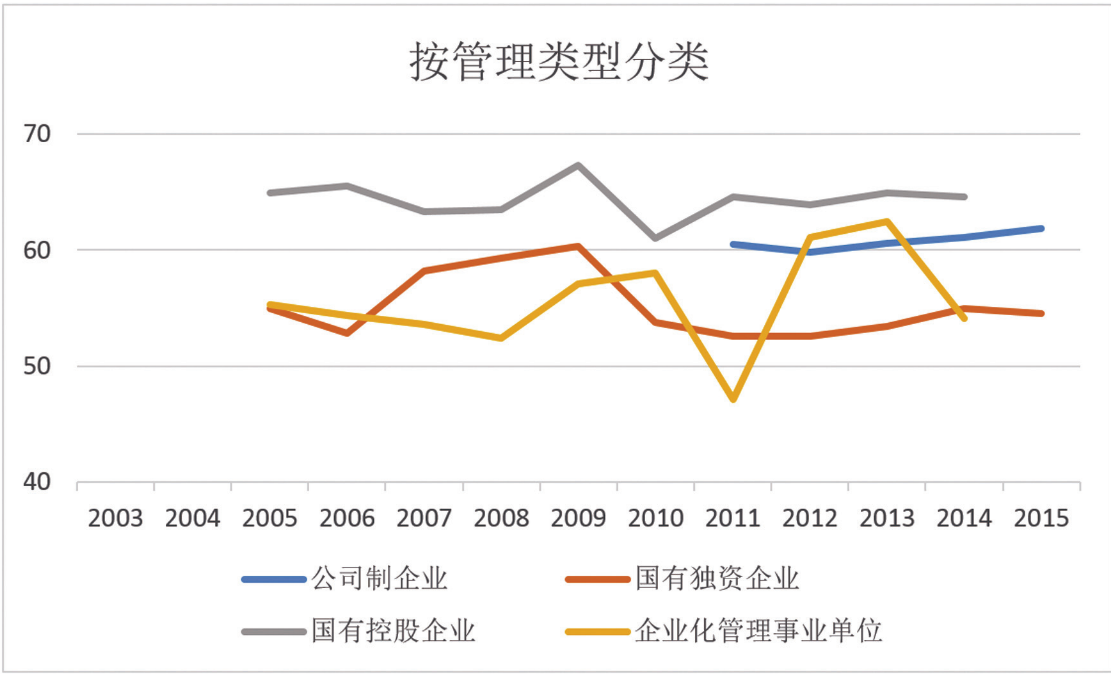


图 11　不同管理类型国有企业资产负债率

如果企业盈利能力比较高的话,杠杆率水平高一点也可以接受。但是,现在的问题是企业的盈利能力比较低,盈利能力下降与高杠杆率水平叠加在一起就容易产生问题。图 13 显示,亏损企业的资产负债率显著较高。

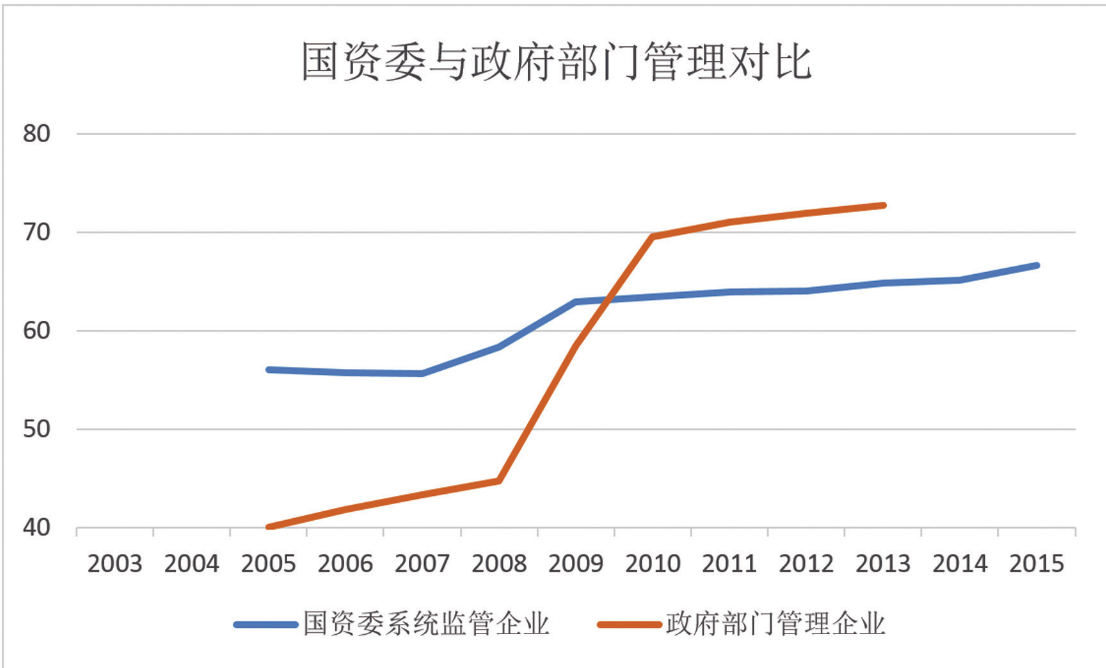


图 12　**国资委与政府部门管理国有企业资产负债率**

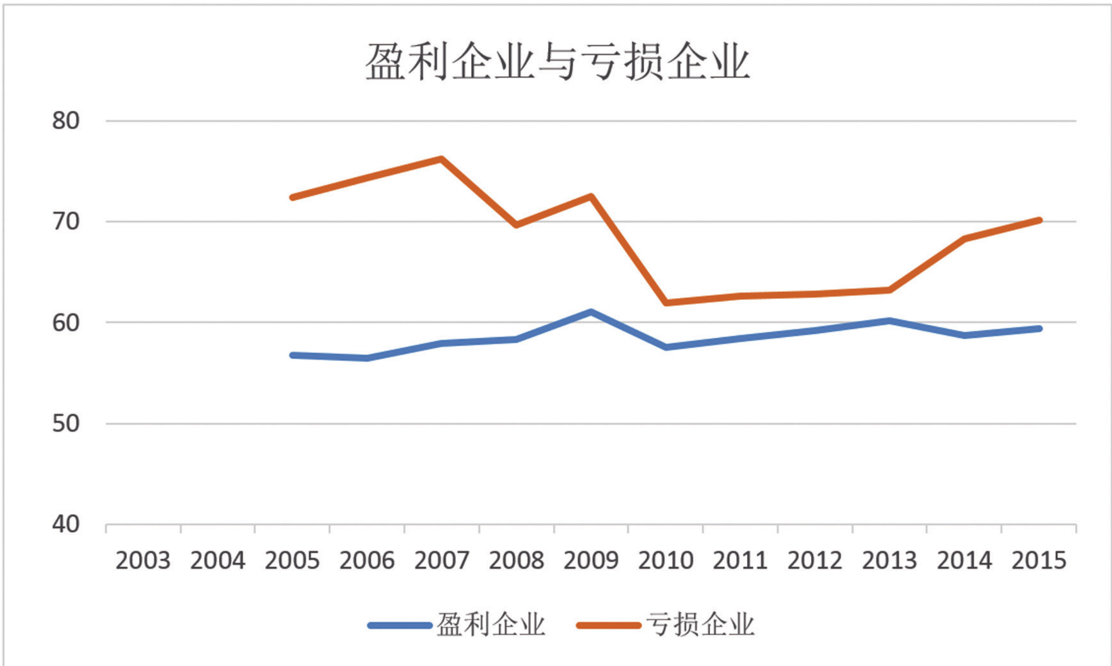


图 13　**盈利能力与国有企业资产负债率**

实际上，国资委从 2009 年开始，建立了债务风险管控体系，每年确定管控名

单,明确管控目标,纳入考核,实行负债率和负债规模的“双管控”。除了对高负债企业实施“双管控”,还通过预算、考核、薪酬、投资管理等方面联动,加大管控力度。然而,近几年国有企业债务仍然快速增长。

四、从高质量发展的视角看国有企业去杠杆

短期内,国有企业债务再平衡关系到重大金融风险防范问题;长期来看,推动国企降杠杆是新时代下推动中国高质量发展的必然要求。高质量发展意味着提高资源配置效率,通过创新驱动发展,更好地去解决发展过程中的不平衡问题。这要求政府、银行和国有企业应从提高资金使用效率,促进创新和平衡区域发展的角度,对国有企业债务进行再平衡。

(一)通过贯彻高质量发展要求推动国企去杠杆降杠杆

高质量发展有助于降低企业债务规模和资产负债率水平。企业的高负债,特别是国有企业高负债的形成,与各级政府追求经济增长的目标有关,在保增长的压力下,通过投资推动经济增长,间接导致了企业较高的负债水平。随着经济发展更加强调发展的质量,强调通过创新驱动发展,传统投资驱动增长的动力将会受到遏制,企业杠杆率快速扩张的趋势也必然得到扭转。因此,如果政府和企业能够全面坚持高质量发展要求,不仅能够通过增加企业盈利降低企业杠杆,而且能够有效抑制无效投资增长,达到结构性降杠杆的目标。

国企债务规模的快速增长,与国企高速增长背景下,各级政府和企业追求高速增长密切相关。国有企业追求高速增长,热衷上项目、铺摊子,做大企业规模,这种发展理念是导致国企债务快速增长的重要原因。然而,这种发展理念与高质量发展并不相符,也最终会导致债务依赖的恶性循环。所以,重新平衡国企债务负担,不仅仅是为了防范金融风险,更是为了服务高质量发展的经济大局。应从高质量发展的角度推动国有企业债务平衡。虽然国企债务引发系统性金融风险的概率很小,中央政府可以在政府、银行和企业之间进行债务协调。企业债务可以在一定程度上转给银行或政府。但是最终债务的化解仍然需要保持经济的持续健康增长。

推动高质量发展才是解决国企负债的根本之道。

(二)国企降杠杆也是坚持高质量发展的必然要求

降低国有企业杠杆,有助于推动高质量发展。高质量发展的一个方面是提高资源利用效率,国有企业高杠杆下,其背后是银企关系扭曲条件下,大量僵尸企业存在,而僵尸企业长期存在不利于推动高质量发展。大量只能靠政府或银行“输血”才能维持的僵尸企业,在经济活动中制造了大量的无效投资,浪费了财政补贴、银行贷款以及其他的实物和人力资源。相反,通过压缩企业杠杆水平,推动解决僵尸企业问题,将倒逼企业破产重组,部分僵尸企业退出市场,经济中的金融资本得到更有效率的运用,这会推动中国经济的高质量发展。为了推动高质量发展,必须同时解决政府、银行和企业在企业高杠杆中存在的问题。作为银行,应严格审查投资项目情况。作为企业,高杠杆企业应积极做好存量债务的转化、债转股等工作,降低企业偿付压力。作为各级政府,应减少对企业的担保,减少国有企业的软预算约束问题。

(三)企业贯彻国有企业降杠杆的具体措施

目前,决策层已经充分认识到国企高负债的危害。国资委作为国有企业监管部门,也把降低国有企业负债作为重要任务,制定了降低国有企业负债的具体措施。包括:第一,强化分类管控。针对工业企业、非工业企业和科研类企业,分别制定了70%、75%和65%的管控线;压缩产能,价格上涨,国企利润增加,缓和了企业资金状况,投资支出下降;以债转股为代表的金融举措。第二是加强考核约束。把降杠杆、减负债作为企业考核的一项主要内容。第三是要多渠道补充权益资本。鼓励企业通过IPO、配股等方式从资本市场融资,改善资本结构,支持企业开展资产证券化业务,推动企业通过存量的盘活,来筹集发展资金,尽量减少对负债的依赖。

这些具体措施的执行,核心是改革地方政府、国有企业和银行之间的关系。对地方政府而言,抑制地方政府的投资冲动,防止地方政府投资冲动转化成国有企业的实际负债;对国有企业而言,通过提高公司治理水平,健全投资决策体制,严控资

产负债率水平。企业投资要注重资产保值增长，坚持市场在配置资源过程中的决定性作用。对银行而言，参考财政部《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》，加大对企业投资的项目审查、资金审查，加强风险管控和财务管理，严格执行国有金融资本管理制度。

参考文献

[1]国家金融与发展实验室、国家资产负债表研究中心,2018:《中国去杠杆进程 2017 年度报告:总体稳杠杆 局部去杠杆》,《经济参考报》04—04(006)。

[2]谭语嫣、谭之博、黄益平、胡永泰,2017:《僵尸企业的投资挤出效应:基于中国工业企业的证据》,《经济研究》第 05 期。

[3]吴军、杨戈、陈丽萍,2018:《我国债务杠杆率问题研究:一个文献综述》,《广东社会科学》第 01 期。

[4]钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林,2016:《我国企业债务的结构性问题》,《经济研究》第 07 期。

[5]周艾琳,2016:《专访钟宁桦:从数据堆里解析中国企业巨债的秘密》,《第一财经》。

[6]Borst, Nicholas, 2013,"China's Credit Boom: New Risks Require New Reforms",? Policy Briefs PB13—24,Peterson Institute for International Economics.

[7]Deng, Yongheng, Joseph Gyourko and Jing Wu, 2012, "Land and House Price Measurement in China", NBER Working Paper No.18403.

[8]Huang, Yukon and Canyon Bosler, 2014,"China's Debt Dilemma: Deleveraging While Generating Growth", Carnegie Endowment for International Peace.

[9]Johansson, A. and X. Feng, 2013, "The State Advances, the Private Sector Retreats: Firm Effects of China's Great Stimulus Program", Stockholm School of Economics,Working Paper Series :2013—25.

[10]Maliszewski, Wojciech S. and Arslanalp, Serkan and Caparusso, John and Garrido, José and Guo, Si and Kang, Joong Shik and Lam, W. Raphael and Law, Daniel and Liao, Wei and Rendak, Nadia and Wingender, Philippe and Zhang, Longmei and Yu, Jiangyan, 2016,"Resolving China's Corporate Debt Problem",IMF Working Paper No. 16/203.

分报告三

地方政府债务风险与高质量发展

尹　恒

摘要：2008 年以后，中国地方政府债务呈现加速增长态势。目前地方政府债务规模已经超过中央政府债务，成为中国政府总债务的主要来源。2008 年以后地方政府债务急剧攀升的原因是什么？它对中国经济高质量发展提出什么要求？本报告从宏观角度审视这些问题。

对于地方政府债务急剧攀升的原因，本报告认为，政府主导型的债务一投资增长模式是其直接推动力，中国式财政分权制度为其提供财政基础，而中国特色的中央一地方政府关系是其根源。只有从这个角度理解当前地方政府债务风险，才能找到高质量发展的突破口。

因此，地方政府债务的风险点及隐忧也应该从这一视角加以考察。传统对地方政府债务风险的主要担心是未来地方政府拥有的公共资源不足以承担其偿付责任，从而可能使地方经济、发展和社会稳定受到损害。然而，中国是一个中央与地方单一制财政关系的国家，地方政府债务和中央政府债务都是政府债务的组成部分，其实两者没有本质区别，财政风险最终由中央政府埋单。整体层面看对地方政府不能偿还债务、或者被迫紧缩的担心是不存在的。在未来一个时期中国政府债务风险总体上是可控的。从短期宏观经济运行角度看，中国地方政府债务的风险

点主要集中挤压宏观调控政策的空间和挤出私人投资和消费两方面。从长期经济增长来看,中国地方政府债务的最大风险点,还是在于地方债务失控的可能性,及由此导致的政府经济职能越位和错位,最终削弱市场在资源配置中的基础性和决定性作用。地方政府债务风险的实质是中国传统"一管就死,一放就乱"的中央—地方关系死结在新环境下的表现。如果地方政府债务失控的风险不断加大,中央政府的唯一选择就是转向强化对地方政府和整个经济体系的管制和控制。这必然放大政府经济职能越位和错位的程度,甚至可能严重削弱市场在资源配置中的基础性和决定性作用,使改革开放以来社会主义市场经济体制建设的许多成果付诸东流。

2008年以来地方政府债务的迅速攀升表明,中国在处理中央和地方关系方面还有较长的路要走。中国中央与地方关系是根深蒂固、也是老生常谈的问题。本报告并不奢望提出毕其功于一役的解决方案。本报告与其说追求完整的政策建议,不如说强调地方政府债务风险揭示的央地关系问题对高质量发展的重要性。在某种意义上央地关系问题与政企关系问题是等价的。"一管就死,一放就乱"循环也是国有企业改革中极难解开的死结。在央地关系问题上,虽然不应该等同地界定地方政府的自主权,但在中央统一协调的前提下扩大地方政府的主观能力性、使地方政府成为一级公共风险主体是改革的大方向。对于现阶段关于地方政府债务风险和央地关系问题的具体政策选择,本报告提出可以从"开前门"和"堵后门"两方面努力,即:一方面,加快构建地方税体系、规范地方政府融资行为、防范和化解财政风险,加快财政体制与金融体制一体化改革、规范和拓宽地方政府融资渠道,创新地方政府债券产品、建设统一开放和竞争有序的政府债券市场体系,完善债务市场基础制度、提升地方政府债券的吸引力;另一方面应该加强制度建设,硬化地方政府预算约束,探索运用大数据技术,推进地方政府预算和债务透明化,建立地方政府债务风险预警机制。

一、2008年后地方政府债务的攀升

地方政府债务是地方政府(含政府部门、机构和所辖事业单位)直接向外界非政府机构(个体)借入或提供担保借入的债务,它包括三个部分:地方政府负有偿还

责任的债务,需由财政资金偿还;地方政府负有担保责任的债务,指由政府提供担保,当被担保人无力偿还时,政府需承担连带责任的债务;地方政府承担一定救助责任的债务,指政府不负有法律偿还责任,但当债务人出现偿债困难时,政府可能需给予一定救助的债务。后两类债务属地方政府或有债务。

图 1 列示了 1996 年以来第一个口径的地方政府债务,即负有债务还责任的地方政府债务。可以看到,无论从绝对量(金额)还是从相对量(地方政府债务率,即债务金额除以同期 GDP)看,2008 年都是一个分水岭。2008 年之前,地方政府债务水平比较低,相对规模也不算大。然而 2008 年(包括)后地方政府债务水平和相对规模都迅速增长。

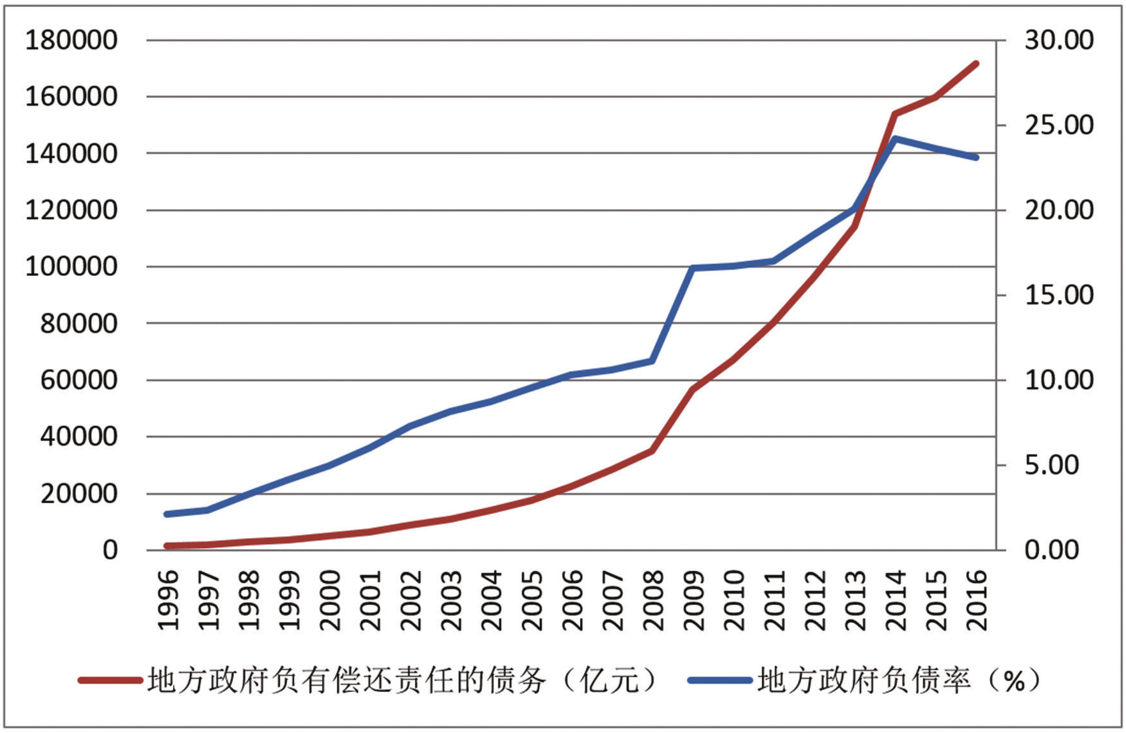


图 1　1996—2016 负有偿还责任的地方政府债务

资料来源:根据历年《中国财政年鉴》、《中国统计年鉴》和国家审计署的政府性债务审计报告整理。

地方政府债务规模 2008 年后的急剧攀升,也得到权威部门的证实。2011 年国家审计署动用 4 万多人,用 2 个月时间对省、市、县三级的全口径地方政府债务

进行了清查。这是改革开放我国第一次大规模地清查地方政府债务。结果表明，2010 年底地方政府债务余额为 10.7 万亿元，包括地方政府负有直接偿还责任的债务 6.7 万亿元、地方政府担保的或有债务 2.3 万亿元、可能承担一定救助责任的债务 1.7 万亿元。2013 年国家审计署再次清查地方政府债务。结果表明，2012 年底地方政府债务余额为 15.9 万亿元，包括负有偿还责任的债务 9.6 万亿元、负有担保责任的债务 2.5 万亿元、可能承担一定救助责任的债务 3.8 万亿元。2013 年 6 月底地方政府债务余额为 17.9 万亿元，包括负有偿还责任的债务 10.9 万亿元、负有担保责任的债务 2.7 万亿元、可能承担一定救助责任的债务 4.3 万亿元。

国家审计署的细致工作，摸清了全口径的地方政府债务规模。图 2 列示了 2010 年至 2014 年全口径的数据。同样可以看出，这一段时间地方政府债务绝对额和相对 GDP 的水平上升趋势都很明显。

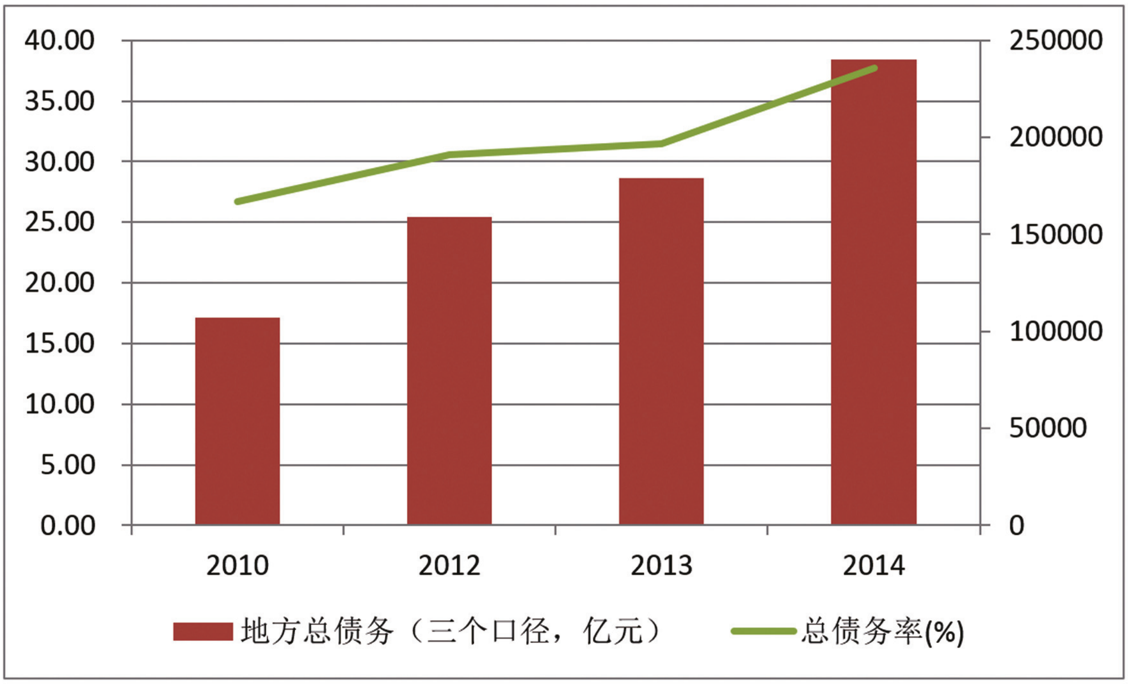


图 2　2010—2014 全口径地方政府债务

资料来源：2010 年数据来源于《全国地方政府性债务审计结果》(2011 年第 35 号公告)；2012 和 2013 年数据来源于《全国政府性债务审计结果》(2013 年第 32 号公告)；2014 年数据来源于《关于提请审议批准 2015 年地方政府债务的议案的说明》。

在中央地方财政关系上中国是一个单一制国家。地方政府债务和中央政府债务都是政府债务的组成部分，两者其实没有本质区别。不过，由于统计口径和资料限制，可比的地方政府债务和中央政府债务数据十分少见。财政部最近全面披露了中国政府债务的总体情况。截至 2015 年末，中国纳入预算管理的中央政府债务 10.66 万亿元，地方政府债务 14.76 万亿元；截至 2016 年末，中央政府债务 12.01 万亿元，地方政府债务 15.32 万亿元。如图 3，中国政府性总债务中地方政府债务的比重已经超出 50%，表明地方政府债务已经成为中国政府债务的主要来源。

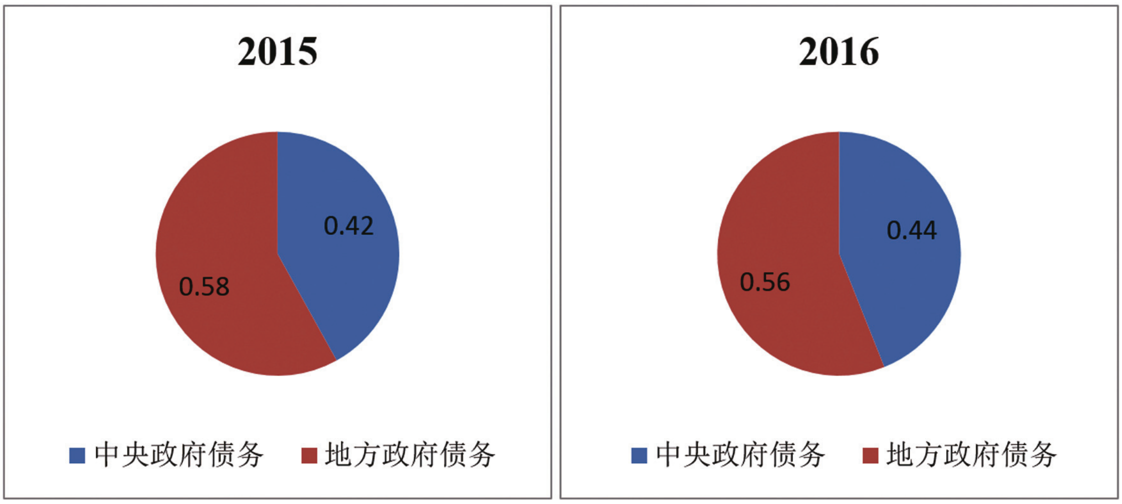


图 3　2015—2016 中央和地方政府债务对比

资料来源：财政部网站公开资料。

二、地方政府债务攀升的动因剖析

2008 年以后地方政府债务急剧攀升的原因是什么？本报告认为，政府主导型的债务—投资增长模式是其直接推动力，中国式财政分权制度为其提供财政基础，而中国特色的中央—地方政府关系是其根源。只有从这个角度理解当前地方政府债务风险，才能找到高质量发展的突破口。

1. 地方政府主导型债务—投资增长模式:地方政府债务攀升的直接推动力

2008年后地方政府主导型债务—基础设施投资增长模式,直接推动地方政府债务的迅速扩张。

2008年金融危机使各国经济都受到不同程度的冲击,为尽快走出金融危机阴影,各国都试图运用财政政策进而拉动经济增长。财政政策作为国家宏观经济调控的主要手段之一,主要是利用财政预算,以财政收支、借债水平等方面的调整来影响整个社会经济活动,从而达到经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡等目标的实现。这样,虽然各经济体恢复情况并不相同,但在这个过程中都无一例外的积累了大量政府债务,公共部门债务与名义GDP的比值已达到除世界大战期间外前所未有的高水平。

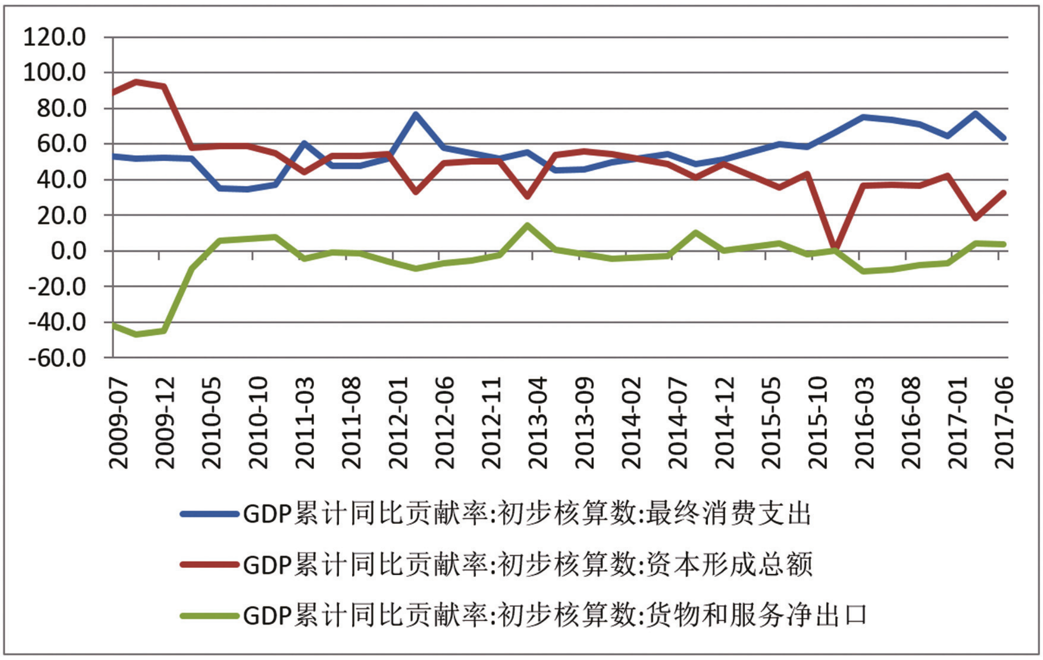


图4　投资是本轮经济增长的主要动力

资料来源:根据各年《中国统计年鉴》整理。

中国也不例外。2008年金融危机后,中国快速出台了大规模的经济刺激计

划,“中央财政资金先期进入,地方财政资金立即配套,商业银行贷款大幅跟进”,形成了当前的政府主导的“债务—投资”经济增长驱动模式。从图 4 可见,2009 年投资和资本形成对当年经济增速的贡献为 92.3%,贡献了 8.7%增长率 8 个百分点;2010 年,投资和资本形成贡献了 10.3%增长率 5.6 个百分点。

可见,中国采取投资驱动策略维持经济增长。如图 5,投资的主要部分是基础设施。它又主要是由地方政府主导的。基础设施既是一种生产性资产,又是一种消费性资产,直接用于消费过程。基础设施往往投资巨大,相比而言地方政府的当期财政投入只是杯水车薪。通过债务方式为基础设施建设融资,自然是理想的选择。基础设施建成之后的效益发挥的年限长达十几年甚至几十年,而债务还本付息期限也会在同样的期限,基础设施受益年限和债务还本付息年限之间无疑能够实现较好的“期限配比”。而且,地方政府债务融资投向的基础设施项目完工后会转变为公共资本,增加社会资本存量,提高私人资本的效能和边际产出,促进区域经济的长期增长。因此,地方政府主导型债务—基础设施投资增长模式是应对突如其来的金融危机的快速有效的做法,也是中央和地方政府都能接受,可以说是皆大欢喜的选择。

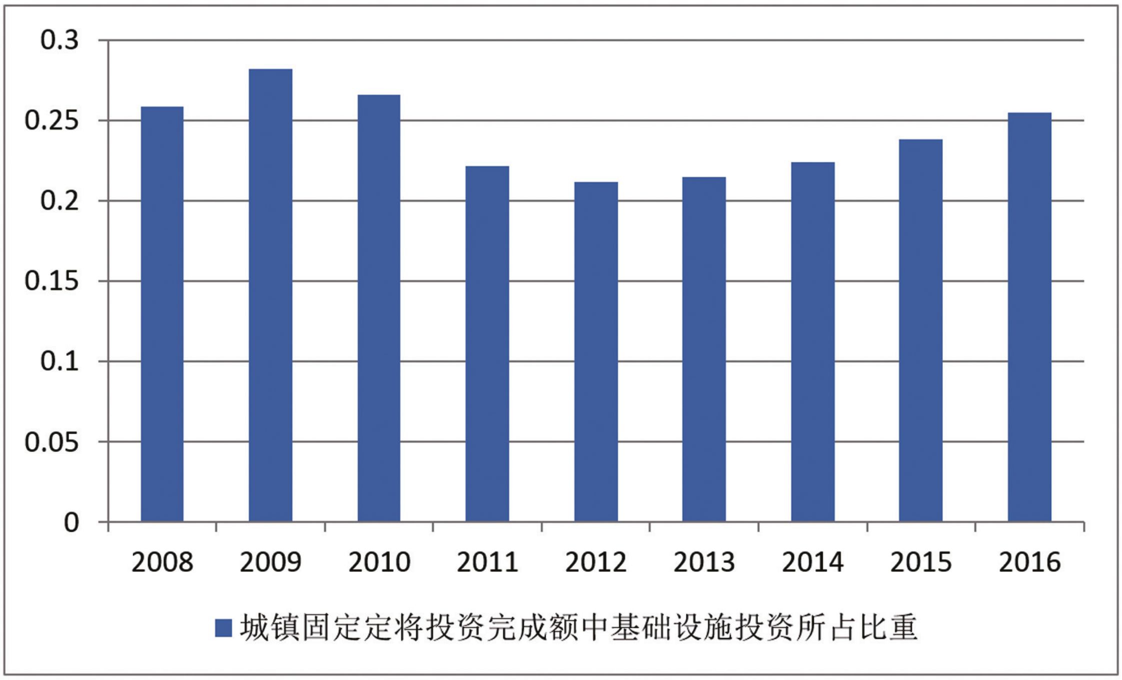


图 5　城镇固定资产投资完成额中基础设施投资占比

资料来源:根据各年《中国统计年鉴》整理。

确实,从市场经济多年发展的实践经验看,世界各国几乎无一例外要通过适度政府举债为基础设施建设、公共事业发展筹措财力,平滑处理公共工程支出负担,更好地改善民生,增强经济内生发展基础。不过只有在中国特色的财政分权制度和中央一地方关系下,地方政府的这种行为才有可能造成地方政府债务迅速攀升,使整个经济面临高杠杆压力和系统风险。

2.中国式财政分权制度:地方政府债务攀升的财政基础

中国现行的中央一地方财政关系的基本框架主要是1994年分税制改革确立的。其基本特征在于:地方政府财政财权和事权的不对称、地方政府对纵向转移支付的依赖形成实质上的财政软约束。

分税制改革造成的地方财政财权与事权不对称。自1994年我国实行分税制财政体制以来,中央与地方政府之间便形成了一种财权向上集中、事权向下分解的体制。尽管地方政府没有足够的财政收入,但是他们承担的责任却是刚性的。中央政府通过转移支付弥补地方政府收入和支出之间产生的缺口。地方政府的财政收入不断下降,严重依赖于中央和上级政府的转移支付和补助。这种财政分权特征客观上造成了在地方政府支出责任相对增加或不变的情况下,收入权利却相对降低,从而形成财政收支缺口。而地方政府对纵向转移支付的依赖导致预算软约束,加大了地方政府对中央政府的救助预期。加之中国地方预算管理透明度低,使地方的财政倾向于留下预算赤字和债务,很容易形成地方政府显性或隐性的债务。

当然,地方政府发展本地经济、特别是改善基础设施的热情至少在改革开放以来就一直存在,并不是近来才有的。分税制改革的问题早在1994年就存在了。从90年代初至今,地方政府的财政和事权的不对称和下级政府对转移支付的依赖一直是央地财政关系的焦点。为什么只是在近期它才表现为地方政府债务扩张?上世纪改革开放之初一直到90年代中期,中国经济资源严重短缺,中央政府实际上一直在严格控制地方政府的“投资饥渴症”。90年代末期亚洲金融危机和相应的“市场疲软”期间,中央政府曾经使用过靠发行政府债务刺激经济的财政政策,但主要是在中央政府严格控制之下。与此同时中央政府的另一个工作重点是金融体制改革,努力消化前段时期银行积累的坏账,让商业银行真正“商业化”,对地方政府

的举债和融资行为严加控制。本世纪初加入"WTO"给中国经济增长带来了强劲动力,对经济过热的担忧使得中央政府一直压抑地方政府的投资热情。这种情况到了 2008 年美国次贷危机发生后才改变。

3. 中央—地方政府的关系:地方政府债务攀升的根源

作为宏观调控的主体,中央政府要平衡"保增长"和"防风险"的双重目标。中央政府的目标具有阶段性特征,在 2008 年下半期以后"保增长"居于主导位置。地方政府官员要在 GDP"锦标赛"竞争中胜出,其首要或者说唯一的目标是为本地争取尽量多的投资、多上项目。而在中央与地方财政关系上中国又是单一制国家,财政风险最终由中央政府埋单。中国中央—地方政府特殊的博弈关系,是本轮地方政府债务迅速增长的根源。

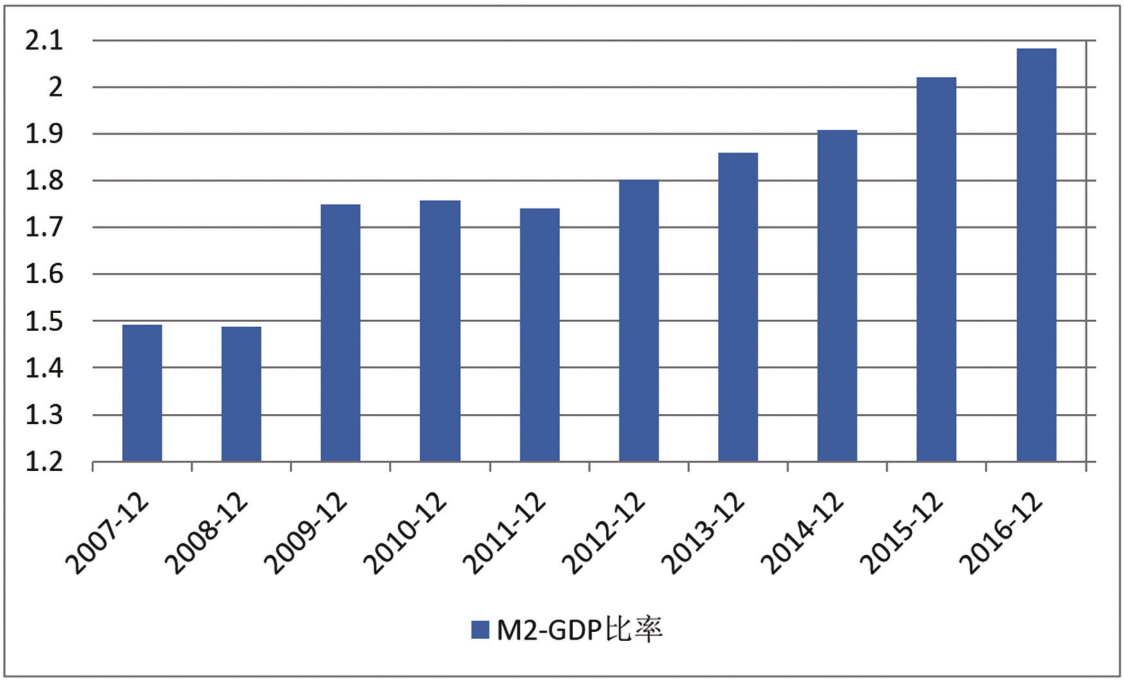


图 6　2007 以来银行贷款的扩张

2008 年下半期,为应对突如其来的国际金融危机,为保持高速增长,中央政府迅速导向扩张性财政政策,意欲刺激投资,扩大总需要。由于民间投资的扩张取决于民营企业家对利润的预期,不是政府所能完全控制的。而地方政府的扩张冲动,

中央政府是十分清楚的。因此,能够立竿见影的刺激总需要政策是释放地方政府的基础设施投资冲动。这便是中央推出“四万亿”、放松对地方政府行为约束的逻辑。

然而1995年实施的原《预算法》是一个制度约束。它明确规定,除国务院另有规定外,地方政府不得发行地方债券,举借债务。在博弈中地方政府的“制度创新”很快就是设立投融资平台公司等手段,规避《预算法》的约束。地方政府融资平台公司即城投企业,作为独立公司法人,它能够绕开地方政府不得开列赤字的限制,为当地基础设施项目筹措资金。2008年后各地方政府纷纷成立了总数约11000家的各类平台公司。由于此时“保增长”是主要矛盾,而中央政府对此采取默认的态度。成立之初这些地方政府平台公司的融资非常简单,即以土地作为资产进行抵押获取银行贷款,或者以与地方政府签订的回购协议作为政府信用背书,从银行募集资金。图6很清晰地表明,2008年后银行贷款迅速跃上一个新台阶。

随着中央政府“稳增长”忧虑的缓解,其对“防风险”的担心很快提上议事日程。由于地方政府融资平台资金运作不规范,中央政府从2010年起就开始重视地方债务风险,先后由财政部、央行、银监会等部门发文对地方政府融资平台进行规范和监管。自2010年起银监会对城投企业贷款实行名单制以加强风险监控,收紧了银行贷款渠道。地方政府和平台公司的博弈策略又是融资方式的创新。这些平台公司从对银行贷款的依赖,转向以土地作为资产进行抵押获取信托贷款;或以与地方政府签订的回购协议作为政府信用背书,从信托募集资金;或以城投企业为主体发行城投债进行融资。2010年以后,城投债发行规模急剧增长。2011年至2014年通过影子银行渠道带来的资产负债表扩张。短期几年,地方政府债务、特别是隐性债务变成一个全社会关注的焦点。这就是2011年国家审计署动用4万多人、用了2个月的时间,对省、市、县三级的全口径地方政府债务进行清查的背景。

虽然法律上不允许地方政府负债,但地方政府负债已是不争的事实。中央政府只能理顺地方政府债务的即成事实,作出相应的制度调整。事实上,早在2009年为应对国际金融危机,扩大地方政府投资能力,中央政府开始尝试允许地方政府发行债券,由中央代理发行,财政部代为办理偿还手续。此后至2013年,财政部通过年度地方政府自行发债试点办法一再对地方政府自行发债试点进行扩容。2014年,《预算法》得到重新修订,地方政府债务从隐形走向显性。

2014 年 10 月，中央政府还颁布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》(即 2014 年国发 43 号文)，意在剥离地方政府投融资平台公司的政府融资功能。其中最主要的措施就是将地方政府债务与地方融资平台债务区分开，进一步明确了地方政府只能通过政府债券方式进行举债。融资平台等表外融资受到了全面监管。这些措施尝试将地方政府债务纳入到更规范的预算管理，降低债务风险。然而由于强化了地方政府预算约束，高风险、不透明的融资活动一下受到遏制，很大程度上影响了地方政府资金来源，导致了 2014 年下半年政府财政支出增速的大幅下滑。与此同时，2014 年下半年全国土地出让收入出现断崖式下跌。中央政府“保增长”的目标受到严峻挑战。博弈的天平再次发生倾斜。2015 年 5 月财政部、人民银行和银监会联合下发了《关于妥善解决地方政府投融资平台在建项目后续融资问题的意见》，强调对投融资平台在建项目进行融资支持，放松了对投融资平台运作的资金约束。

地方政府债务正是在这种中央政府－地方政府的博弈中迅速积累的。

三、地方政府债务的风险点及隐忧

对地方政府债务风险的担心一般在于，地方政府未来拥有的公共资源不足以承担其未来应偿付的支出责任和义务，从而使地方经济、发展和社会稳定受到损害的一种可能性。然而在中国这个中央与地方单一制财政关系的国家，首先要明确一点，财政风险最终由中央政府埋单。从整体层面上看对地方政府不能偿还债务、或者被迫紧缩的担心是不存在的。地方政府债务和中央政府债务本质上完全一样，它们共同构成中国的政府债务。地方政府债务的影响和风险点，可以从政府总债务角度一并加以考察。

1.宏观经济理论对政府债务风险的分析

政府债务特别是内债到底有何影响，是经济思想史上一个古老的话题。早在 200 多年前英国古典经济学家曾就此展开过讨论。大卫·休谟 1750 年在谈到政府债务时明确指出“不必未卜先知，就能猜出即将发生的灾难，二者必居其一：不是国家毁了公共信贷，就是公共信贷毁了国家”(转引自布罗代尔，1996 年，第 574

页)。亚当·斯密视巨额政府债务为洪水猛兽,他认为:“巨额债务的增积过程,在欧洲各大国,差不多是一样的;目前各大国国民,都受此压迫,久而久之,说不定要因而破产!”(《国富论》第 474 页)。在 19 世纪初的拿破仑战争使得英国政府积累了巨额债务。李嘉图坚决主张一次性偿还所有公债,认为由于政府为支付公债利息而新征的税收会导致许多人不堪税负而逃往国外,这样下去会危及整个英国工业。马尔萨斯却更重视维持适当的需求,认为迅速偿还公债会造成严重的经济紧缩。不过这些古典经济学家的基本出发点是一样的,他们都认为政府的借款行为与个人或家庭完全是相同,个人收支的常识告诉他们靠举债来维持预算平衡是不可靠的,长期的预算赤字(或不断增长的政府债务)对经济会产生消极影响。

在经济史上每一次政府债务的迅速增长都会引发关于其影响的激烈争论,政府债务理论也在这些争论中得到发展。现代学者不再像古典经济学家那样把政府债务同私人债务作简单的类比,从中引申出反对政府举债的朴素观点。总的来看,当代关于宏观理论对于政府债务经济影响可以分成“有影响论”和“无影响论”,前者又可分为和“有害论”和“有益论”。

新古典理论认为政府债务对长期经济增长是有害的。其基本理论前提有三:第一,个人寿命是有限的,他们在有限的生命周期内优化消费配置;第二,资本市场是完善的,个人能够在市场利率下无限制地进行借贷,以实现最优消费配置;第三,商品市场每期能出清,不存在失业或资源闲置。这样,政府债务的增长(预算赤字)会使得税负转稼给后代从而提高了当代人的终身消费,也会提高当期消费。如果经济的资源已经得到了充分地利用,当期消费增加会减少储蓄、提高利率从而挤出私人资本积累。

凯恩斯突破了对财政的“政府出纳”的传统定位,赋予财政以通过调节政府收支来管理宏观经济的重要职能,这样,政府债务成为凯恩斯主义财政政策的一个重要工具。凯恩斯主义的理论前提是:第一,经济中存在大量短视的或面临流动性约束的个人,从而总消费对当期可支配收入的变化是很敏感的;第二,市场没有出清,存在一定程度的资源闲置。这样,暂时性减税、增加政府债务会提高人们当期可支配收入从而显著地增加当期总需求。如果当期存在失业,总需求增加的乘数效应会提高国民收入。可见增加政府债务能够刺激消费、增加国民收入。

政府债务增加意味着政府还本付息的负担增加,人们在未来的税收负担也会

相应增加。因此理性的个人会权衡这种不利影响，只有当政府债务的现值超过未来税收负担的贴现值时，它才有理由被视为一种净财富，政府债务的增加才会对人们的消费和储蓄行为产生影响。托宾在写于1952年的一篇论文中对传统凯恩斯主义的政府债务观提出了质疑："一个经济系统靠左手发债给右手的政策如何能创造净财富呢?"彪利(Bailey)在1962年进一步指出："在私人部门看来，政府靠征税和以债务融资完全可能是等价的，…… 如果目前政府债务融资中隐含的未来税收负担被充分地预见到，政府债务融资与政府平衡预算没有本质的区别。"确实，如果人们的寿命是无限的、或者通过某种机制(如巴罗的跨代利他)链接成无限寿命，他们在无限期限内配置资源的最优化行为，使得对于给定的政府支出序列，不同的税收及政府债务序列组合下的最优消费序列完全相同，也就是说在既定的政府支出序列下政府债务序列并不影响经济的实际均衡，这就是著名的李嘉图等价性命题。这说明政府债务只不过是推迟征税，无论是永久性政府债务还是暂时性政府债务都不影响消费、储蓄和产出等实质经济变量。

2.政府债务风险的常规看法

由于过度负债和高杠杆是历史上导致金融危机和经济大萧条的基本因素之一，政府债务规模的合理性及风险的传统讨论，都或隐或显地参照某个风险门槛，以避免发生系统性风险和经济金融危机。如经常用欧盟《马约》赤字率3%、债务率60%标准来推断会不会出现危机。然而，2010年欧债危机爆发时的希腊、意大利、葡萄牙、西班牙等国家的政府债务占GDP比重分别为146%、115%、96%及60%。同期日本政府债务占GDP比重为216%，但日本并没有爆发债务危机。同样，2008年金融危机以来，美国政府赤字占GDP比重曾经超过10%以上，美国政府债务与GDP比重也显著超过60%而达到了100%以上，但美国政府并未出现债务危机。这表明债务负担较高并非一定导致债务风险上升。

其实《马约》赤字率3%、债务率60%的参考是直接采用当时欧盟各国的平均数，而非经过科学的测算。这个标准没有说明为何不以其他国家的赤字率、债务率作为样本来测算平均水平、为何要选取1991年的平均值而不是其他年份的数值，而这些不同的参照将大大改变得门槛值。纵观全球，世界上仍然没有哪个国家或者哪位学者客观得出了简明扼要具有强可操作性的债务风险标准，中国也还没有

找到相关的标准。换句话讲,要客观分析中国政府债务风险,目前并没有什么统一的标准。

总体上看,中国政府债务规模并不算高,低于发达国家水平。截至2016年底,中央政府债务12.01万亿元,地方政府债务15.32万亿元,全国政府债务共计27.33万亿元,占GDP比重为36.73%。这个总债务率是比较低的。如2016年底美国的政府债务20万亿美元,占GDP比重为107%;日本政府债务为9.8万亿美元,占GDP比重为210%。2016年整个发达经济体政府债务占GDP比重为106%。2016年新兴市场和发展中经济体政府债务占GDP比重为47%,也这些国家相比中国的总债务率也是比较低的。

另一方面,中国政府有较为充足的偿债能力。当下,得益于经济持续的中高速增长,中国财政收入增速较快,财政收入规模可观。此外,中国政府还拥有相当丰厚的资产。按较窄口径估算,中国的主权资产净值为20万亿元左右。而且,中国拥有大量国企经营收入和较强的国有资产变现能力。例如通过国企改革就可以盘活存量国有资本,释放大量财政可用资金。初步估计非金融国企股权结构改革每年可盘活万亿存量资金。

中国政府也积累了丰富的处理债务问题的经验。其实改革开放至今中国出现过四次债务风险。早在改革开发之初的1978年中国就出现庞大的中央财政赤字。第二次是农村合作基金会债务问题。上世纪80年代全国普遍设立的农村合作基金会,至90年代各地普遍出现兑付问题,四川、河北等地甚至出现了较大规模的挤兑风波,并酿成了危及农村社会稳定的极端事件。第三次是上世纪90年代的“三角债”问题,当时的坏账规模约为2000亿元,严重影响了国民经济的健康运行和发展。第四次本世纪初的国有银行不良贷款问题,占银行资产总额的1/3以上,在银行改革中从四大国有商业银行剥离到资产管理公司的不良资产约有1.4万亿元。在处理这些债务风险时,中国政府通过财政补助、债务清算核销、剥离不良资产、国家注资、引人战略投资者、整体上市等方式成功化解了债务风险。

而且近年来中国积极采取措施规范地方政府债务管理,取得了阶段性成效。通过对地方政府债务实行限额管理,建立了控制地方政府债务规模的长效机制;通过发行地方政府债券置换存量债务,有效缓解了部分地方政府的偿债压力;将地方政府债务纳入预算管理,主动接受各级人大监督,建立了债务风险评估预警和应急

处置机制。

总之从常规角度看，中国政府债务风险不太，短期并不值得担忧。那么，中国地方政府债务的风险点何在？

3.需要关注的地方政府债务效应

尽管从理论上看地方政府债务这种“内债”并没有一个明确的上限，从规模上看目前中国地方政府债务的风险也不大，它仍然需要密切关注。过高的地方政府债务会妨碍宏观经济的健康运行、扭曲资源配置。

第一，挤压宏观调控政策的空间。财政政策和货币政策是宏观调控的主要工具。过高、增长过快且有失控风险的地方政府债务，会使得中央政府的货币政策操作空间受到很大限制。为了应对巨额地方政府债务可能导致的货币供应增长过快，需要采取收紧的货币政策；然而考虑到地方政府债务的可持续和还本付息负担，利率政策的操作空间大大压缩。另一方面，由于担心过高、增长过快的地方政府债务的失控风险，中央政府在财政政策的操作上顾虑较多，难以根据宏观经济状况自如地收放财政支出闸门。

第二，挤出私人投资和消费。毋庸置疑，地方政府发展经济的热情和努力是推动中国经济增长的核心力量之一。然而长期过分依赖地方政府举债和基础设施投资，会扭曲资源配置，损害中国经济的效率。上述李嘉图等价性命题是讨论政府债务影响的理论基础和出发点，然而它只是对现实世界的高度抽象。人口结构变化引起的代际再分配、资本市场不完善造成的利率升水、现实中的税收扭曲、政府借新债还旧债的可能性、收入不确定性带来的谨慎储蓄、人们的短视行为……这些因素都可能使得李嘉图等价性命题失效。在现实世界中，政府债务过多、增长过快可能会抬高实际利率，挤占消费与投资。也就是说，政府债务对私人消费和投资存在“挤出效应”。

然而，本报告认为**中国地方政府债务的最大风险点，还是在于地方债务失控的可能性，及由此导致的政府经济职能越位和错位，最终削弱市场在资源配置中的基础性和决定性作用。**

中国是一个大国。中央与地方的关系一直是事关国家长治久安、兴衰成败的一个根本问题。中国数千年的传统王朝，历史上“中央集权不足而产生地方分裂，

带来国家动荡”或“中央集权过度使得地方僵化，有损于国家实力”的现象屡见不鲜，中央与地方关系处理不当成为导致朝代循环的根本原因之一。新中国成立以后，依然面临着如何理顺中央与地方关系的难题，总是陷入“一放就活、一活就乱、一乱就收、一收就死”的怪圈。改革开放以来的改革一直强调中央与地方关系，强调两个积极性。有段时间发挥地方积极性，如 80 年代的放权改革；又有一段时间强调中央的能力建设，如 1994 年以来的分税制改革。“一管就死，一放就乱”的问题到至今还没有解决好。

在单一制中央－地方财政关系的国家里，地方并真正意义上对政府债务负最终责任。也就是说，地方政府缺乏内在的自我约束机制，其预算约束很容易软化。目前地方政府债务管理的透明度不高，也不利于中央部门和社会公众进行监督。而且技术创新、金融创新的加速，地方政府债务随时可能披上新金融工具、新融资方式的外衣，规避中央政府的约束，可能导致中央政府的监管政策失效，形成新的隐形债务。如果中央政府的控制稍有松弛，就可能发生全国范围内地方政府债务失控，严重影响整个经济运行。

2008 年以来地方政府债务的迅速攀升起初是得到中央政府的默认的。**地方政府债务风险的实质是中国传统“一管就死，一放就乱”的中央－地方关系死结在新环境下的表现。**当前中国经济社会发展暴露出的许多重大问题：公共服务、地区差距、地方保护、土地财政、房产泡沫、环境保护等，虽然各有各的表现、各有各的具体原因，但深究下去，都与中央与地方关系没有理顺密切相关。可以预料，**如果地方政府债务失控的风险不断加大，中央政府的唯一选择就是转向强化对地方政府和整个经济体系的管制和控制。这必然放大政府经济职能越位和错位的程度，甚至可能严重削弱市场在资源配置中的基础性和决定性作用，使改革开放以来社会主义市场经济体制建设的许多成果付诸东流。**

四、地方政府债务风险提出的高质量发展要求

应该看到，与很多发展中国家相比中国地方政府是比较有活力的，中央政府也是比较有能力的。与这些国家相比中国是一个成功的国家。但是 2008 年以来地方政府债务的迅速攀升表明，中国在处理中央和地方关系方面还有较长的路要走。

在中国，中央与地方关系是根深蒂固、也是老生常谈的问题。本报告并不奢望提出毕其功于一役的解决方案。本报告与其说追求完整的政策建议，不如说强调地方政府债务风险揭示的央地关系问题对高质量发展的重要性。中央与地方关系问题与许多重大问题交织在一起，如政府和市场的关系、政府的职能定位、社会发展的思路等等。

我们认为，**在某种意义上央地关系问题与政企关系问题是等价的。"一管就死，一放就乱"循环也是国有企业改革中极难解开的死结。**国有企业改革的终极目标是把国有企业（特别是竞争性国有企业）改造成为自主经营、自我约束、自担风险、自求发展的社会主义市场经济主体。在央地关系问题上，虽然不应该等同地界定地方政府的自主权，但**在中央统一协调的前提下扩大地方政府的主观能力性、使地方政府成为一级公共风险主体是改革的大方向。**

随着我国社会主义市场经济体制的逐步完善，政府应该找准自己的位置，既不"越位"也不"缺位"，与企业、居民并成为社会主义市场经济的三大主体。在公共财政体系基本健全的条件下，地方政府主要履行公共产品或服务的供给责任，也已成为真正的公共主体。然而，由于地方政府的风险主体责任的缺失，他们尚未成为真正的公共风险主体。地方政府有着一定的经济风险、社会风险责任意识，因为区域经济、社会风险的处置是地方政府考核的重要内容。但在财政、金融等风险方面，地方政府主要还是寄希望于中央政府。地方政府尚没有成为完整的公共风险主体。

完整的公共风险主体包括收入权、支出权、执行权与承担相应责任的义务等。加强方政府的公共风险主体地位，意味着赋予地方政府更多的匹配相应收入和支出的决策权及执行权，并承担决策带来的后果与风险。现阶段，地方政府的收入支出决策权、执行权来自于中央政府的赋权与放权，其承担的相应责任也应该由中央监督和问责。因此，在逐步赋予地方政府更大自主权限的同时，应该进一步健全政治、法律和行政问责机制，让地方政府在享有更大权限的同时，强化风险担当意识。只有成为真正的公共风险主体，地方政府才会在投入、收益与风险间做出更加积极的权衡，从而激励地方政府合理引导辖区居民预期，在辖区促发展与保民生之间、公共风险与财政风险之间做出更加合理的选择。

至于现阶段关于地方政府债务风险和央地关系问题的具体政策选择，我们认

为可以用“开前门”和“堵后门”来概括。

(一)开前门:透明化地方政府行为

中国仍处于快速城镇化、工业化中后期,城市道路交通、污水和垃圾处理、公共住房、社会保障、基础医疗、教育等基础设施及公共服务需要大量资金投入。地方政府作为基础设施和公共服务供给的主要承担者,面临巨大的资金压力。地方政府始终是基础设施建设和地方公共物品供给的主体。为此:

1.加快构建地方税体系,规范地方政府融资行为,防范和化解财政风险

出于防范和化解系统性风险的考虑,近年来中央对地方政府债务管理日趋严格。管控地方融资平台后,PPP 模式、政府购买服务和政府性基金成为地方政府融资的新的隐蔽形式。虽然中央又对新的违规举债模式进行了严格管理,但在地方政府财政收入增幅减缓、应对公共风险责任日趋增加的情况下,可能还会出现更加隐蔽的举债方式。后门堵上、前门有限,地方政府仍有着开侧门的需求。如果说债务管理主要是“堵”的话,地方税体系的建构就是“疏”,通过稳定的收入来源缓解地方政府的举债需求。

主体税种的确立对调动地方各级发展经济具有非常重要的作用。不仅中央要有主体税种,地方各级政府特别是市县政府也应有稳定、可持续的主体税种。地方分级主体税种的确立应与房地产税、消费税、资源税、环境保护税等税制改革结合起来。税制改革会带来税收增减和税源分布变动,调整政府间收入划分时应做好三方面工作:一是详尽测算改革可能引起的税收增减,在此基础上决定共享税比例的调整和税种划分的调整;二是全面分析税制改革引起的税源区域分布格局变动,以此为依据研究决定究竟把哪种税下放给地方;三是实施税制改革时,既要考虑如何构建地方税体系,又要考虑如何加固中央税体系。

2.加快财政体制与金融体制一体化改革,规范、拓宽地方政府融资渠道

从市场经济发展的历史经验看,各国几乎无一例外要通过适度政府举债为基础设施建设、公共事业发展筹措财力,平滑处理公共工程支出负担,更好地改善民生,增强经济内生发展基础。地方政府举债的根本目的是提供基础设施等公共物品,是在积累资产和财富,并不是纯粹的消费。地方政府的资金需求是客观的。以前融资渠道不通,一方面,本该由财政承担的责任交给了金融市场主体,政府通过

融资平台公司、国有企业从商业银行借款，形成隐性债务。另一方面，财政与金融关系不清晰，中央银行实际上成为“准财政”，而且通过释放流动性等操作为政府性债务融资提供便利，将政府性债务扩张的风险转移到了金融体系。因此，需要进行财政体制与金融体制一体化改革，疏通地方政府融资渠道，形成地方政府债务良性发展机制。

3.创新地方政府债券产品，建设统一开放、竞争有序的政府债券市场体系

按照分类管理地方政府债务、一般债券与专项债券相结合的原则，丰富地方政府债券品种。美国、日本等发达国家的地方政府融资体系都很发达，地方债务已经成为政府公债的重要内容，我们可以借鉴其成熟的资本市场运行模式和经验，在考虑我国经济发展特点的基础上，完善地方政府债务融资体系。例如可以创新项目收益专项债券产品，将债券品种拓展至公路、水利、电力、医院、机场、港口、水务等绝大部分具有稳定的现金流、且能够覆盖专项债券还本付息的基础设施和公共服务项目。

4.完善债务市场基础制度，提升地方政府债券的吸引力

机构投资者和个人投资者的积极参与是地方政府债券市场发展的源泉。目前地方政府债券发行上市、交易及信息披露的相关制度仍有待逐步完善。要加强地方政府债务管理，进一步提高地方政府债券透明度，规范地方政府债券发行，保护投资者的合法权益，从而提高地方政府债券对投资的吸引力。还可以加强第三方中介机构建设。例如，充分发挥中国信用评级机构的作用，从独立的第三方角度对地方政府债券、地方财政承受能力和债务风险进行评估。建立偿债准备金，作为保证地方政府按期偿还债务本息的准备金，在第三方机构专项储备、专户管理。设立政府债券担保基金，进一步分散地方政府债券的投资风险。

（二）“堵后门”：规范地方政府的举债行为

规范地方政府举债行为，强化地方政府的自我约束机制，是避免地方政府融资与债务陷入“一管就死、一放就乱”的恶性循环的关键，这包括：

1.加强制度建设，硬化地方政府预算约束

在建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央－地方财政关系的基础上，规范地方政府的发债行为，使地方债务走上法制化、规范化的轨道。将地方政府债务纳

入预算管理，是规范地方政府债务管理的核心措施。地方政府债务收支纳入预算，报本级人大或其常委会审查批准，并建立地方政府债务限额及债务收支情况随同预算公开的常态机制，能够有效地规范地方政府的举债行为。

2.探索运用大数据技术，推进地方政府预算和债务透明化

尽管技术创新和金融创新使地方政府债务有可能“隐形化”，归避现行制度的约束，但信息技术的发展同样有可能提高中央政府对地方政府债务的适时监控能力，让地方政府债务“显形化”。中央政府能够运用大数据技术有效地约束地方政府的收支行为，甚至有可能列出详尽的地方政府资产负债表，并加以适时监控。也就是说，在信息时代地方政府的预算和债务完全可以透明化。

3.建立地方政府债务风险预警机制

建立健全地方政府债务风险预警机制、应急处置机制和考核问责机制，有利于加强对地方政府债务动态监控，防范和控制债务风险。

分报告四

杠杆率与经济增长

刘晓光

摘要：构建包容金融深化和债务—通缩机制在内的统一分析框架，对全球179个国家1960—2015年大型跨国面板数据的实证分析发现，杠杆率变化对经济增长和衰退的影响为非线性，受杠杆利用效率与经济增长动态平衡关系的约束，且存在发展阶段和债务类型的异质性。高储蓄率和全要素生产率增长，显著降低了杠杆率提升对经济增长和波动的不利影响。打破杠杆率变化与经济增长动态平衡良性循环的触发紧缩机制临界值，显示了上述关系发生逆转的条件。由于中国经济增速可能超越了触发紧缩机制的临界值，在总量上"稳杠杆"、在结构上"降杠杆"、在效率上"优杠杆"，可能是中国目前实施去杠杆策略的占优选择。

关键词：杠杆率　债务率　经济增长　经济衰退

一、引言

2008年全球金融危机的爆发和随之而来的严重经济衰退，使得杠杆率对一国经济稳定的重要性受到越来越多的重视。近年来，随着中国杠杆率急剧攀升，引发了中国是否会发生债务危机和经济衰退的普遍担忧。根据中国社会科学院测算，2015年中国杠杆率（债务/GDP）达到249%，比1996年和2008年分别提高了136和79个百分点。[①]尽管决策层为降低杠杆率，不断加强调控力度，但杠杆率依然攀升，使得现实情况更为复杂棘手。[②]因此，杠杆率对一国经济增长的影响及其作用机制，不仅是一个重要理论问题，更成为一个重大现实问题。

现有理论关于杠杆率对经济增长影响的讨论存在一定的争议，且政策主张也存在较大差异，争论的焦点在于对杠杆率作用机制的不同理解，典型代表是金融深化理论和债务－通缩理论。金融深化理论认为，政府对金融的过多干预导致金融抑制，并影响金融发挥对经济增长的积极作用，造成经济落后的恶性循环。如果政府减少对金融活动的过多干预，则有助于实现金融发展与经济增长的相互促进。金融深化理论提出以后，金融信贷发展对一国经济增长的重要性日益受到重视。可以说在很大程度上，金融深化理论肯定了杠杆率上升对经济增长的积极效应。

与金融深化理论不同，债务－通缩理论认为，杠杆率高企不利于经济增长，且当杠杆率突破一定水平后，可能造成经济陷入“债务－通缩”的恶性循环，引发严重的经济衰退。很多研究认为，信贷增长和杠杆率上升常常是爆发经济危机的先行指标，成为影响经济稳定的一个重要政策目标。一些研究表明，经济波动不仅会降低经济增长，而且会恶化收入分配，并使得菲利普斯曲线外移，造成更多的产出和就业损失。

杠杆率的上升应视为金融深化的结果还是金融泡沫的产物，是促进经济增长还是预示经济衰退，现有理论研究之间存在明显的矛盾和逻辑断点，在很大程度上

① 李扬、张晓晶、常欣：《中国国家资产负债表2015》，北京：中国社会科学出版社，2015年。需要指出，本文讨论的杠杆率为宏观杠杆率，本质上是债务率，不同于企业层面以资产负债率衡量的微观杠杆率。

② 刘晓光、张杰平：《中国杠杆率悖论——兼论货币政策“稳增长”和“降杠杆”真的两难吗》，《财贸经济》2016年第8期。

仍然是一个有待检验的实证问题。然而,这方面的经验证据严重不足。有鉴于此,本文提出一个可检验的理论假说:杠杆率对于经济增长的影响是非线性的,且随经济发展阶段的不同而变化。本文构建含全球179个国家或地区1960—2015年杠杆率和经济增长情况的大型跨国面板数据,从以下几个方面实证分析杠杆率与经济增长的影响关系:(1)杠杆率对经济增长率的影响;(2)杠杆率对引发经济衰退概率的影响;(3)上述影响效应对不同发展阶段国家的异质性;(4)不同类型杠杆率的影响差异。

在已有文献基础上,本研究的进展主要体现在以下三个方面。首先,为现有关于杠杆率对经济增长影响的理论研究提供新的经验证据,有助于厘清理论分歧和修复逻辑断点。本文试图就杠杆率与经济增长之间的关系进行理论和实证研究,并构建包容金融深化和债务—通缩机制在内的统一分析框架。如果本文研究假说成立,未来有可能将金融深化理论和债务紧缩理论关于杠杆作用机制的分析,融入到同一个框架体系,而不再是割裂的两块。其次,本文研究提供了一个新的分析视角,并得到一些新的重要发现,特别是关于杠杆率影响效应的非线性以及发展阶段的异质性分析,丰富了现有理论研究的认识。本文关于杠杆率引发经济衰退概率的分析,也为经济波动影响分析提供了新视角。最后,本文研究结论具有较强的政策含义,特别是杠杆率上升对经济增长和引发经济衰退概率的具体测算,为杠杆率管理提供了决策参考,也为中国下一阶段“降杠杆”的思路调整提供了决策依据。

二、理论分析

杠杆率对一国宏观经济稳定的重要性日益受到重视。[①]金融深化理论阐释了信贷发展和外债融资,对一国经济发展的促进作用;而债务—通缩理论和金融不稳定理论,则聚焦于债务积累可能引发金融危机和经济衰退。基于现有理论争论,本文试图构建包容金融深化和债务—通缩机制在内的统一分析框架。

---

① 参见J. B. Berk, R. Stanton and J. Zechner, “Human Capital, Bankruptcy and Capital Structure,” Journal of Finance, vol. 65, no. 3, 2010, pp. 891—926.

(一)杠杆率“积极论”

McKinnon 和 Shaw 提出的金融深化理论认为,政府对金融活动的过多干预压制了金融体系发展,而金融体系的欠发展又阻碍了经济的发展,从而造成金融压制与经济落后的恶性循环;反之,则发展中国家货币金融和经济可形成金融改革与经济发展的良性循环。[①]信贷增长可以通过收入效应和投资效应等发挥对经济发展的积极效应。金融深化发展对一国经济增长的重要性,学界已达成基本共识,并常以“信贷/GDP”或“M2/GDP”等广义杠杆率指标,衡量金融发展程度。[②]在外债方面,Fisher 和 Frenkel 提出了债务周期理论,刻画了一国通过举债促进生产发展、产品竞争力提升和贸易地位改变的过程。[③]

在实证分析方面,大量经验研究发现,金融信贷发展能够有效促进经济增长。[④] Levine 及 Ang 提出,金融信贷发展通过促进资金配置、改善公司治理、控制风险、便利交易等渠道影响经济增长。[⑤]从周期性的角度出发,Mendoza 和 Terrones 发现,企业杠杆率上升经常与经济繁荣或衰退的周期相关。经济繁荣时信贷规模增加,企业杠杆率上升较快,银行脆弱性增加;经济衰退时信贷规模缩减,企业杠杆率

---

① R. I. McKinnon, Money and Capital in Economic Development, Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973; A. S. Shaw, Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press, 1973.

② 参见 R. Levine, “Finance and Growth: Theory and Evidence,” Handbook of Economic Growth, vol. 1, no. 2, 2005, pp. 865—934; 叶志强、陈习定、张顺明:《金融发展能减少城乡收入差距吗?》,《金融研究》2011 年第 2 期; 刘晓光、张勋、方文全:《基础设施的城乡收入分配效应》,《世界经济》2015 年第 3 期。

③ S. Fischer and J. A. Frenkel, “Investment, the Two—Sector Model and Trade in Debt and Capital Goods,” Journal of International Economics, vol. 2, no. 3, 1972, pp. 211—233.

④ 参见 R. G. Rajan and L. Zingales, “Financial Dependence and Growth,” The American Economic Review, vol. 88, no. 3, 1998, pp. 559—586; R. Levine, N. Loayza and T. Beck, “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes,” Journal of Monetary Economics, vol. 46, no. 1, 2000, pp. 31—77; T. Beck and R. Levine, “Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence,” Journal of Banking & Finance, vol. 28, no. 3, 2004, pp. 423—442.

⑤ R. Levine, “Finance and Growth: Theory and Evidence,” in Philippe Aghion and Steven Durlauf, eds., Handbook of Economic Growth, vol. 1, 2005, pp. 865—934; J. B. Ang, “A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth,” Journal of Economic Surveys, vol. 22, no. 3, 2008, pp. 536—576.

趋向下降，银行脆弱性减少。[①]不过，近期研究也开始关注金融深化是否存在过度的问题。Rousseau 和 Wachtel 认为，如果金融深化没有过度，则能够促进经济增长，反之，如果信贷过度扩张，可能导致金融深化的有效性降低，进而造成银行部门弱化和经济增长效应减弱。[②] Arcand 等则明确提出“过度金融化”论，认为当信贷比重超过一定水平，金融深化的负向影响将凸显。[③]

(二)杠杆率“消极论”

债务—通缩理论认为，杠杆率上升会阻碍经济增长，特别是当债务积累到一定程度，可能导致经济体陷入“债务—通缩”恶性循环，引发经济衰退。[④] Fisher 对债务紧缩过程作了经典刻画：一旦债务积累过多，债务约束条件收紧，企业就不得不减少生产和投资支出，并廉价出售资产以偿还债务，导致资产净值损失及其价格下跌，真实债务水平上升，形成高债务和通缩的恶性循环。[⑤]后续研究进一步指出，债务—通缩机制还会进一步抑制总需求，加剧经济衰退。[⑥]

Minsky 提出金融不稳定假说，阐述金融系统内在的不稳定性、债务—通缩的触发机制及其对经济的影响。经济系统在一些融资机制下是稳定的，经过一个长时繁荣期，市场主体的风险偏好上升，投机性融资和庞氏融资比重提高，经济逐渐

---

① E. Mendoza and M. Terrones, “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data,” NBER Working Paper, no. 14049, 2008.

② P. L. Rousseau and P. Wachtel, “What Is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth?” Economic Inquiry, vol. 49, no. 1, 2011, pp. 276—288.

③ J. L. Arcand, E. Berkes and U. Panizza, “Too Much Finance?” Journal of Economic Growth, vol. 20, no. 2, 2015, pp. 105—148.

④ 参见 I. Fisher, “The Debt Deflation Theory of Great Depressions,” Econometrica, vol. 4, no. 1, 1933, pp. 337—357; H. P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy, New Haven: Yale University Press, 1986; B. S. Bernanke, M. Gertler, and S. Gilchrist, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework,” in J. B. Taylor and M. Woodford, eds., Handbook of Macroeconomics, vol. 1, no. 1, 1999, pp.1231—1745.

⑤ I. Fisher, “The Debt Deflation Theory of Great Depressions,” Econometrica, vol. 4, no. 1, 1933, pp. 337—357.

⑥ 参见 J. Tobin, “Price Flexibility and Output Stability: An Old Keynesian View,” The Journal of Economic Perspectives, vol. 7, no. 1, 1993, pp. 45—65; J. Tobin, “Keynesian Models of Recession and Depression,” The American Economic Review, vol. 65, no. 2, 1975, pp. 195—202; M. King, “Debt Deflation: Theory and Evidence,” European Economic Review, vol. 38, no. 94, 1994, pp. 419—445.

从有助于稳定经济系统的融资关系，转向不利于稳定经济系统的融资关系，引致不确定性上升，风险偏好逆转和资产价格暴跌，触发债务—通缩机制。[①] Bernanke 等在信息不对称视角下，将债务—通缩理论发展成为金融加速器模型。即在信息不对称情况下，一旦触发债务—通缩机制，随着企业经营状况的恶化和不确定性的上升，信贷中介对贷款人的识别与监督成本上升。中介放贷意愿下降和风险溢价提高，会进一步加剧企业经营困难和资产负债表恶化，从而难以摆脱债务—通缩困境，陷入经济衰退。[②]一些文献还从其他的角度，讨论杠杆率对于经济增长和衰退的不利影响。例如，Berk 等认为，高杠杆增加了企业破产的风险成本，由此需要弥补性地支付更高的人力成本，进而弱化了企业的投资能力和经营绩效。[③]

实证分析方面，Reinhart 和 Rogoff 基于对全球 44 个国家的长期历史数据分析发现，当政府债务占 GDP 比重达到 90％以上时，经济增速的中位数将下降 1 个百分点，发达国家的经济增速均值下降 4 个百分点；当新兴经济体外债占 GDP 比重达到 60％以上时，经济平均增速将下降 2 个百分点。[④] Schularick 和 Taylor 基于主要发达国家 1870—2008 年长周期中货币、信贷和宏观经济主要变量的波动，认为信贷增长和杠杆率上升经常是金融危机发生的前兆。[⑤] Elekdag 和 Wu 基于历史上发达国家和新兴市场经济体的信贷繁荣期表现，也提出信贷增长和杠杆率上升有引发金融危机的可能。[⑥]国际货币基金组织（IMF）的研究认为，一国杠杆率增长太快容易引发金融危机，特别是在新兴市场国家。[⑦]

---

① H. P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy, New Haven: Yale University Press, 1986; H. P. Minsky, "The Debt Deflation Theory of Great Depressions," prepared for the Encyclopedia of Business Cycles, 1994.

② B. S. Bernanke, M. Gertler, and S. Gilchrist, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework."

③ J. B. Berk, R. Stanton and J. Zechner, "Human Capital, Bankruptcy and Capital Structure."

④ C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, "Growth in a Time of Debt," The American Economic Review, vol. 100, no. 2, 2010, pp. 573—78.

⑤ M. Schularick and A. M. Taylor, "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870—2008," The American Economic Review, vol. 102, no. 2, 2012, pp. 1029—61.

⑥ S. Elekdag and Y. Wu, "Rapid Credit Growth: Boon or Boom—Bust?" IMF Working Paper, no. 11/241, 2011.

⑦ International Monetary Fund (IMF), Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges Risks Rotating to Emerging Markets, IMF Global Financial Stability Report, 2015.

(三)杠杆率与经济增长关系的统一分析框架

基于已有文献讨论,本轮金融危机发生以后,越来越多的研究开始探讨杠杆率与经济增长之间的关系,但未就两者关系的具体形式和作用机制达成共识。[①]

本文认为,杠杆率背后的资金流向和利用效率,对于经济增长至关重要,可能表现为一种非线性关系。一方面,一国发展初期可能存在资本存量合意水平相对不足的情况,此时通过提升杠杆率实现较快投资,缩小现实资本存量与合意水平的差距,具有较大程度的经济合理性。在资金以较高比例流入实体经济的前提下,银行信贷发展能够通过加速物质资本积累和生产率提升来促进经济增长。[②]随着资本存量与合意水平差距的不断缩小,资本边际回报递减,不断接近信贷成本,杠杆率应逐渐放缓。如果出现杠杆率的惯性增长或者较快上升,信贷成本持续高于边际回报,将通过资产负债表效应,导致企业投资大幅降低,或形成大量信贷资金进入金融领域空转,最终对经济增长造成负面影响。另一方面,杠杆率足够高时会触发约束效应,通过费雪效应一通缩机制降低信贷、资产价格以及抵押资产的数量,导致产出水平下降。[③]当企业杠杆率高企时,银行倾向减少金融服务供给,影响生产率导向的长期投资,在降低潜在增速的同时加剧经济波动。[④]不仅如此,高杠杆会导致

① 参见 T. Beck, D. Hans and K. Christiane, "Is More Finance Better? Disentangling Intermediation and Size Effects of Financial Systems," Journal of Financial Stability, no. 10, 2014, pp. 50-64.

② 参见 F. Rioja and N. Valev, "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development," Economic Inquiry, vol. 42, no. 1, 2002, pp. 127-140; P. Aghion, G. M. Angeletos and A. Banerjee, "Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity-Enhancing Investment," Journal of Monetary Economics, vol. 57, no. 3, 2011, pp. 246-265; M. Jerzmanowski, "Finance and Sources of Growth: Evidence from the U.S. States," Journal of Economic Growth, no. 22, 2017, pp. 1-26.

③ 参见 E. G. Mendoza, "Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage," The American Economic Review, vol. 100, no. 5, 2010, pp. 1941-66.

④ 参见 R. G. Rajan, "Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt," Journal of Finance, no. 47, 1992, pp. 1367-1400; P. Aghion, G. M. Angeletos and A. Banerjee, "Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity-enhancing Investment"; P. Hsu, X. Tian and Y. Xu, "Financial Development and Innovation: Cross-Country Evidence," Journal of Financial Economics, vol. 112, no. 1, 2014, pp. 116-135.

经济金融环境更加复杂，加大宏观经济和金融风险。[①]随着杠杆率不断上升，风险不断积累，一旦杠杆率超过某个阈值，可能导致经济和金融危机。[②]信贷扩张因而成为金融危机的重要先行指标。[③]

基于上述考虑，一些实证研究试图在绝对水平意义上，确定一个杠杆率的风险阈值或拐点值，如上文提及的 Reinhart 和 Rogoff 的“90、60”标准；事实上，欧盟在实践中将 60%作为各成员国公共债务/GDP 比率的警戒线。[④]基于二次型关系的研究认为，在杠杆率到达某个临界点水平之前，金融杠杆的上升对经济增长有拉动作用，而当金融杠杆水平超过该临界点之后，金融杠杆的继续上升则会对经济增长产生拖累作用。[⑤]具体地，杠杆率和经济增长之间存在倒 U 型关系，即随着金融杠杆水平的提高，经济增速会先升高后降低。[⑥]但也有研究发现，杠杆率阈值在理论上具有不稳定性和实时变化特征。信贷发展与经济增长的关系受具体经济条件的影响。[⑦]对欧盟国家的分析也表明，各国杠杆率的警戒线并不完全相同且实时变化，取决于各国经济金融条件。[⑧] 尽管高杠杆可能引发系统性金融风险，但债务可持续性的差异使得杠杆率水平的风险阈值并不稳健，货币信贷扩张在经济发展不同阶段

---

① 参见 W. Wagner，“Diversification at Financial Institutions and Systemic Crises,” Journal of Financial Intermediation，vol. 19，no. 3，2010，pp. 373－386；L. Bencivelli and A. Zaghini，“Financial Innovation，Macroeconomic Volatility and the Great Moderation，” Modern Economy，vol. 3，no. 5，2012，pp. 542.

② 参见李扬等：《中国主权资产负债表及其风险评估（上）、（下）》，《经济研究》2012 年第 6 期、第 7 期。

③ 参见 C. Borio and M. Drehmann，“Assessing the Risk of Banking Crises：Revisited，” BIS Quarterly Review，March 2009；C. Borio，“The Financial Cycle and Macroeconomics：What Have We Learnt?” Journal of Banking and Finance，no. 45，2014，pp. 182－198；P. Gertler and B. Hofmann，“Monetary Facts Revisited，” BIS Working Paper，no. 566，2016.

④ 参见 C. M. Reinhart and K. S. Rogoff，“Growth in a Time of Debt，” The American Economic Review，vol. 100，no. 2，2010，pp. 573－78.

⑤ 参见 S. G. Cecchetti and E. Kharroubi，“Reassessing the Impact of Finance on Growth，” BIS Working Paper，no. 381，2012.

⑥ 参见马勇、陈雨露：《金融杠杆、杠杆波动与经济增长》，《经济研究》2017 年第 6 期。

⑦ 参见 C. Shen and C. Lee，“Same Financial Development yet Different Economic Growth：Why?” Journal of Money Credit & Banking，vol. 38，no. 7，2006，pp. 1907－1944.

⑧ 参见 C. Cuerpo et al.，Indebtedness，Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment，Belgium：European Commission，Directorate－General for Economic and Financial Affairs Publications，2013.

不同周期的作用并非相同，债务效率对债务可持续性和金融稳定具有重要影响。[①]

基于上述讨论，本文进一步认为，杠杆率与经济增长之间存在一种非线性关系，并且非一般意义上的静态非线性关系，而是一种受杠杆率与经济增长动态平衡关系约束的非线性关系。一方面，微观层面杠杆率的上升，既可能反映了企业信息和交易成本下降导致的融资成本下降，也可能来自国企预算软约束强化导致的道德风险和逆向选择；宏观层面杠杆率的上升，既可能源于高储蓄支撑的投资增长，也可能来自居民过度消费和高福利政策下的债务膨胀。[②]不同的杠杆率上升，带来不同的经济增长效果和债务风险。另一方面，杠杆率的增长拉动效应还会随着不同阶段的发展而变化。在一国生产性资本和研发资本存量相对合意水平不足的情况下，企业通过加杠杆实现债务融资，有助于其进行技术研发和创新，提高潜在经济增长率，同时，企业通过融资扩大投资和生产，有助于提高实际经济增长率。由此引发的企业杠杆率提高，有益于促进经济增长。只要产出增长率高于债务增长率，宏观杠杆率不仅能够保持稳定，甚至还会下降（中国在 2003－2008 年的情况正是如此）。但是，当经济走向过热形成非理性乐观预期时，企业会加速债务扩张，同时形成的资产价格泡沫更使企业易于获得过度债务融资，导致企业债务增速快于产出增速，进而造成杠杆率上升。此时，债务投资和边际产出效率下降，债务融资和生产成本提高，导致杠杆不可持续，对经济增长的负面效应凸显。

综上，杠杆率对经济增长的影响取决于二者之间的动态平衡，存在两种不同情景。一种情景下，杠杆率上升通过为经济运行提供更多资金，促进经济增长，经济增长通过提高还贷能力，反过来支撑杠杆率平稳运行。此时，杠杆率的上升可看作是金融发展的结果。另一种情景下，杠杆率在短期内过快上升，或杠杆率上升到相对于潜在经济增速过高的程度，由经济增长带来的还贷能力改善不足，从而失去对杠杆率的支撑作用。在这种情况下，杠杆率与经济增长之间动态平衡的良性循环被打破，杠杆率上升开始与经济衰退有关，甚至引发经济危机。本文阐述的核心机制表明，杠杆率上升对经济增长的影响，取决于其积极影响和消极影响之间的力量

① 参见纪敏、严宝玉、李宏瑾：《杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验》，《金融研究》2017 年第 2 期。

② 纪敏、严宝玉、李宏瑾：《杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验》，《金融研究》2017 年第 2 期。

对比，相对于杠杆率的绝对水平，杠杆率的效率才是问题的关键。基于上述理论逻辑分析，本文提出待检验假说和设定计量模型。杠杆率对于经济增长的影响非线性，随着经济增速及发展阶段的不同而变化，且受到杠杆率与经济增长动态平衡关系的约束。因此，杠杆率对经济增长的影响可能存在紧缩触发机制。即当经济增速低于一定的临界值时，杠杆率不利于经济增长，并提高发生经济衰退的概率，但当经济增速超过该临界值时，上述关系将发生逆转。

三、计量模型和数据

本文分析杠杆率对经济增长的影响，重点关注杠杆率对经济增长率以及经济衰退的影响，这是有关杠杆率研究的核心问题。根据本文研究目的，参考 Barro 和 Sala－I－Martin 以及 Acemoglu 等经典文献关于经济增长回归模型的设定，[①]本文设定如下计量模型：

$$g_{it}=\beta_0+\beta_1 * LR_{it}+\beta_2 * g_{it}\times LR_{it}+\beta_3 * X_{it}+\theta_i+\gamma_t+\mu_{it} \tag{1}$$

其中，下标 i 代表国家，t 代表时期。被解释变量 g_{it} 为 i 国 t 期的经济增长率，选取人均实际 GDP 增长率指标来衡量，以剔除人口因素和价格因素的影响；同时，出于稳健性的考虑，本文也选择了实际 GDP 增长率指标作为对比。LR_{it} 为 i 国 t 期的杠杆率水平，$g_{it}\times LR_{it}$ 为经济增长率和杠杆率的交叉项，以考察杠杆率的非线性影响。[②] X_{it} 为控制变量，主要包括：初始经济发展水平（$lngdppc_{it}$），选取滞后一期的人均实际 GDP 的对数值来衡量，以控制初始条件；投资率（$invest_{it}$），选取固定资本形成占 GDP 的比重来衡量；经济开放度（$trade_{it}$），选取进出口贸易总额占 GDP 的比重来衡量；产业结构（$industry_{it}$），选取工业增加值占 GDP 的比重来衡量。u_{it} 为 i 国 t 期的随机误差项，θ_i 为 i 国的个体效应，γ_t 为 t 期的年份效应。在

① R. J. Barro and X. Sala－I－Martin，Economic Growth，Cambridge，Massachusetts：MIT Press，2004；D. Acemoglu，Introduction to Modern Economic Growth，Princeton：Princeton University Press，2009.

② 本文引入经济增长、经济衰退与杠杆率的交互项的另一个好处是，可以更好地控制潜在的影响变量。 正如干春晖等在研究产业结构对经济增长和波动时指出的，现实中对于经济增长和波动的影响因素很多，很多文献会根据自己研究的需要选择控制变量，没有一定的标准。 为避免控制变量选择的随意性，一种办法是利用经济增长（或波动）与产业结构的交互项进行控制。 参见干春晖、郑若谷、余典范：《中国产业结构变迁对经济增长和波动的影响》，《经济研究》2011 年第 5 期。

具体的回归分析中，本文取滞后一期的解释变量，以克服由潜在的反向因果关系导致的内生性问题。

除了经济增长率水平，本文关心的另一个重要影响方面是经济衰退，即杠杆率上升是否会引发经济衰退。以往很多研究对此的分析是考察经济波动的影响，而非直接考察对引发经济衰退的影响，且如何衡量经济波动本身存在争议，各种处理方式存在一定局限性。为此，本文直接基于经济增速构建经济衰退的虚拟变量，研究杠杆率对经济衰退的影响。具体而言，将经济体当年出现负增长定义为 1，否则为 0。然后，采用面板 Logit 模型和 Probit 模型进行回归分析。这样做的好处在于：(1)被解释变量对经济衰退的度量直接且简洁，不会因复杂的计算过程和时期选择的任意性，出现测量误差；(2)由此采用面板 Logit 模型，可直接计算出单位杠杆率上升对引发经济衰退概率的影响。这对于政策制定者进行决策参考，具有重要价值。

根据本文研究目的，杠杆率对引发经济衰退概率影响的计量模型设定为：

$$Prob(Recession_{it}) = \beta_0 + \beta_1 * LR_{it} + \beta_2 * g_{it} \times LR_{it} + \beta_3 * X_{it} + \theta_i + \gamma_t + \mu_{it} \quad (2)$$

其中，$Recession_{it}$为 i 国 t 期是否发生经济衰退的虚拟变量，其他指标含义和处理方式同式(1)。

针对以上回归方程，本文在基准分析的基础上，根据发展水平的不同，将全体样本细分为高收入国家和发展中国家两个子样本，并将发展中国家进一步细分为低收入国家、中等收入偏下国家、中等收入偏上国家三组，分别进行分组回归。此外，本文也考察了公共债务和外债等不同类型杠杆率的影响差异。

本文的被解释变量和控制变量数据，来自世界银行提供的世界发展指标(WDI)数据库，核心解释变量数据来自世界银行提供的金融结构和发展(FSD)数据库。基于全球 179 个国家或地区 1960—2015 年面板数据，深入分析杠杆率与经济增长和衰退的影响关系。表 1 报告样本数据的描述性统计结果。[①]

---

① 解释变量之间的相关系数均未超过 0.6，方差膨胀因子检验的方差膨胀系数平均值也未超过 5，说明本文模型估计不存在严重的多重共线性问题。

表 1　　　　　　　　　　　　**主要回归变量描述性统计**

变量	观测值数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
GDP 增长率(%)	8,171	3.973	6.883	3.965	−64.05	189.83
人均 GDP 增长率(%)	8,168	2.130	6.672	2.227	−64.99	182.36
经济衰退 1	10,746	0.083	0.276	0	0	1
经济衰退 2	10,746	0.203	0.403	0	0	1
杠杆率(%)	7,278	46.428	38.453	35.800	0.140	399.11
人均 GDP 对数值	7,921	8.200	1.503	8.106	4.749	11.886
投资率(%)	7,398	23.155	10.599	22.280	−13.41	219.07
贸易开放度(%)	7,774	78.509	51.536	68.113	0.021	531.74
产业结构(%)	6,392	28.751	13.254	27.275	2.531	96.736
储蓄率	5,004	0.203	0.130	0.199	−2.339	0.807
全要素生产率增长率(%)	5,131	0.073	9.227	0.000	−79.67	309.66
股市率(%)	2,627	49.420	79.142	28.570	0.010	1086.5
公共债务率(%)	1,170	32.663	25.200	28.195	0.010	190.77
外部债务率(%)	2,446	19.814	32.735	9.185	0.030	384.55

数据来源:世界银行 WDI 数据库和 FSD 数据库。

四、实证分析

在基准分析中,本文同时采用随机效应模型(RE)和固定效应模型(FE)进行回归分析。原因在于:一方面,考虑到本文样本是对大量个体的随机抽样,即“大 N 小 T”的面板结构,样本可视为对总体关系的判断,采用随机效应模型(RE)回归可以提高估计效率;另一方面,考虑到不同国家的国情差异,为保证估计结果的一致性,需要采用固定效应模型(FE)进行回归分析。同时采用两个模型进行基准分析,在保证估计结果具有一致性的前提下,可提高估计效率。最后,考虑到处于不同发展阶段国家可能存在影响的异质性,本文在基准分析的基础上,对不同发展水平的国家进行分组回归。所有回归均控制了年份固定效应。

(一)杠杆率对经济增长的影响

本节首先分析杠杆率对经济增长率的影响,表 2 报告基准回归结果。结果显示,无论以实际 GDP 增长率还是以人均实际 GDP 增长率衡量经济增长,也无论采用随机效应模型还是固定效应模型,的估计系数均显著为负,的估计系数均显著为正,且较高。这说明杠杆率总体上会降低经济增长率,且该影响效应随着经济增长率的提高而减弱,随着经济增长率的降低而增强,即具有紧缩机制。特别地,当经济增长率高于一定的临界值时,杠杆率将对经济增长产生促进效应,而当增长率低于该临界值时,杠杆率将对经济增长率产生紧缩效应。鉴于当前全球平均增长率持续低于这一临界值水平,杠杆率过高在总体上不利于提升经济增长。这一发现还预示,杠杆率会在经济下行周期对经济增长产生较为严重的紧缩效应。即随着经济增速的下滑,杠杆率的负向影响效应进一步增强。此外,控制变量的估计结果也符合理论预期,初始人均实际 GDP 的回归系数均显著为负,投资率、贸易开放度和产业结构的回归系数均显著为正。

表 2　　杠杆率对经济增长影响的基准分析

变量＼样本	随机效应模型(RE)		固定效应模型(FE)	
	人均 GDP 增长率	GDP 增长率	人均 GDP 增长率	GDP 增长率
LR	−0.0127＊＊＊	−0.0169＊＊＊	−0.0163＊＊＊	−0.0200＊＊＊
	(0.0024)	(0.0025)	(0.0048)	(0.0049)
$g\times LR$	0.0043＊＊＊	0.0044＊＊＊	0.0037＊＊＊	0.0038＊＊＊
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0003)	(0.0003)
lngdppc	−0.161＊＊	−0.468＊＊＊	−3.740＊＊＊	−3.887＊＊＊
	(0.0680)	(0.0675)	(0.3060)	(0.3140)
invest	0.0536＊＊＊	0.0506＊＊＊	0.0394＊＊＊	0.0524＊＊＊
	(0.0088)	(0.0089)	(0.0105)	(0.0108)
trade	0.0073＊＊＊	0.0065＊＊＊	0.0244＊＊＊	0.0232＊＊＊
	(0.0017)	(0.0017)	(0.0038)	(0.0039)
industry	0.0131＊	0.0316＊＊＊	0.0060	0.0050

续表

样本 / 变量	随机效应模型(RE)		固定效应模型(FE)	
	人均 GDP 增长率	GDP 增长率	人均 GDP 增长率	GDP 增长率
	(0.0070)	(0.0070)	(0.0127)	(0.0131)
临界值(推断)	3.0***	3.8***	4.4***	5.3***
	(0.566)	(0.544)	(1.361)	(1.377)
个体效应	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是
R^2	0.167	0.178	0.160	0.158
观测值数	5,039	5,039	5,039	5,039
国家数	166	166	166	166

注:括号内为标准误差。***、**、*分别表示1%、5%和10%显著性水平。

(二)杠杆率对经济衰退的影响

本节分析杠杆率对发生经济衰退概率的影响,表3报告基准回归结果。结果显示,无论是基于人均实际GDP增长率还是基于实际GDP增长率定义的经济衰退,面板Probit模型和Logit模型的的随机效应回归与固定效应回归结果一致,的估计系数均显著为正,的估计系数均显著为负,且较高,说明杠杆率总体上提高了发生经济衰退的概率,并且在经济增长率较高时,该影响效应减弱,在经济增长率较低时,该影响效应增强,即具有紧缩机制。这一发现进一步揭示了杠杆率在经济下行周期中的紧缩效应,特别是当经济增长率下滑到较低水平时,可能会陷入债务紧缩的恶性循环。此外,其他控制变量回归结果也基本符合理论预期。

表 3　　**杠杆率对经济衰退影响的基准分析**

模型 变量	面板 Probit 模型		面板 Logit 模型			
	随机效应模型(RE)		随机效应模型(RE)		固定效应模型(FE)	
	人均 GDP 增长率	GDP 增长率	人均 GDP 增长率	GDP 增长率	人均 GDP 增长率	GDP 增长率
LR	0.0038***	0.0029**	0.0061***	0.0053**	0.0114***	0.0111***
	(0.0011)	(0.0013)	(0.0019)	(0.0025)	(0.0032)	(0.0040)
$g \times LR$	−0.0010***	−0.0009***	−0.0020***	−0.0018***	−0.0017***	−0.0017***
	(9.53e−05)	(0.0001)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
lngdppc	0.0245	0.126***	0.0434	0.251***	1.341***	1.586***
	(0.0327)	(0.0440)	(0.0563)	(0.0834)	(0.214)	(0.299)
invest	−0.0123***	−0.0004	−0.0207***	0.0009	−0.0181***	0.0019
	(0.0034)	(0.0042)	(0.0059)	(0.0079)	(0.0067)	(0.0089)
trade	−0.0015*	−0.0019*	−0.0026*	−0.0037*	−0.0089***	−0.0085**
	(0.0008)	(0.0011)	(0.0014)	(0.0019)	(0.0025)	(0.0033)
industry	−0.0031	0.0012	−0.0054	0.0014	−0.0074	−0.0052
	(0.0029)	(0.0037)	(0.0051)	(0.0070)	(0.0077)	(0.0097)
临界值(推断)	3.6***	3.1**	3.0***	2.9**	6.9***	6.3**
	(1.107)	(1.524)	(1.004)	(1.468)	(2.203)	(2.581)
个体效应	是	是	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是	是	是
Wald 统计量	535.74	300.88	491.92	288.49	623.99	363.19
观测值数	5,039	5,026	5,039	5,026	4,924	4,133
国家数	166	166	166	166	157	131

注:括号内为标准误差。***、**、* 分别表示 1%、5%和 10%显著性水平。在固定效应面板 Logit 模型回归中,Wald 统计量处报告的是 LR 统计量。

(三)进一步分析:分样本回归

考虑到上述影响可能会随着经济发展阶段的不同而存在差异,本文在全样本

分析的基础上，进一步按照经济收入水平的不同，进行分组回归。①从分样本回归初步结果看，上述影响效应在高收入国家显著存在，但在发展中国家并不显著。这说明高收入国家更容易受到债务紧缩效应的影响，而发展中经济体由于金融深化的积极效应与债务紧缩的负面效应大体相当，因而总体上没有产生显著的不利影响。进一步分析发现，在发展中经济体中，债务紧缩机制在中等偏下收入国家样本中显著存在，而在低收入国家以及中等偏上收入国家样本中不显著。原因可能在于，对于低收入国家而言，金融深化的积极效应大于债务紧缩的负面效应，从而更大地实现了杠杆的积极效应。对于中等偏上收入国家而言，一旦基本跨越“中等收入陷阱”，经济增速恢复至较高水平，将拥有丰富的高回报投资机会，信贷增长更多发挥了积极效应，超越紧缩临界值，因而突破了债务紧缩机制。当然，如果经济增速过高，可能表明经济趋热，信贷过快增长的负面效应也会显现。

表 4　　杠杆率对经济增长影响的分样本回归(双向固定效应模型)②

样本 / 变量	总体样本		发展中国家样本		
	高收入国家	发展中国家	低收入国家	中等偏下收入国家	中等偏上收入国家
LR	−0.0224***	−0.0108	0.0046	−0.0295**	0.0002
	(0.0061)	(0.0070)	(0.0303)	(0.0117)	(0.0091)
$g\times LR$	0.0035***	0.0038***	−0.0009	0.0050***	0.0041***
	(0.0003)	(0.0004)	(0.0015)	(0.0007)	(0.0005)
lngdppc	−3.816***	−3.854***	−3.575***	−3.375***	−5.245***
	(0.540)	(0.395)	(1.099)	(0.654)	(0.665)
invest	−0.112***	0.0621***	0.0981***	0.0389**	0.0726***
	(0.0211)	(0.0124)	(0.0315)	(0.0183)	(0.0213)
trade	0.0224***	0.0285***	0.0359**	0.0372***	0.0179**

① 本文分组依据世界银行的标准，按照一国目前的经济发展水平来进行分组。

② 与高收入国家不同，发展中国家杠杆率的估计参数并不显著，表明其可能能够通过更好的金融深化，在杠杆率上升的过程中促进经济增长。限于篇幅，本表仅报告基于人均实际 GDP 增长率定义的经济增长回归结果，基于实际 GDP 增长率定义和其他回归模型下的估计结果与本表一致。

续表

样本 / 变量	总体样本		发展中国家样本		
	高收入国家	发展中国家	低收入国家	中等偏下收入国家	中等偏上收入国家
	(0.0055)	(0.0051)	(0.0178)	(0.0074)	(0.0075)
industry	0.0487 * *	−0.0054	−0.0113	−0.0602 * * *	0.0790 * * *
	(0.0230)	(0.0159)	(0.0425)	(0.0223)	(0.0279)
临界值(推断)	6.5 * * *	/	/	5.9 * *	/
	(1.955)	/	/	(2.607)	/
个体效应	是	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是	是
R^2	0.332	0.143	0.127	0.204	0.219
观测值数	1,446	3,593	836	1,331	1,426
国家数	55	111	24	42	45

注:括号内为标准误差。* * *、* *、* 分别表示 1%、5%和 10%显著性水平。

关于经济衰退,同样考虑到杠杆率的影响效应可能会随着经济发展阶段的不同而存在差异,本文在全样本分析的基础上,进一步按照经济收入水平的不同,进行了分组回归。从分样本回归结果看,与全样本回归结果基本一致,上述影响效应在高收入经济体和发展中经济体呈现较为一致的显著性。

表 5　　　　杠杆率对经济衰退影响的分样本回归(面板 Probit 模型)

样本 / 变量	总体样本		发展中国家样本		
	高收入国家	发展中国家	低收入国家	中等偏下收入国家	中等偏上收入国家
LR	0.0043 * * *	0.0038 * *	0.0074 *	0.0024	0.0043 * *
	(0.0016)	(0.0016)	(0.0040)	(0.0034)	(0.0018)
$g \times LR$	−0.0013 * * *	−0.0009 * * *	−0.0003	−0.00168 * * *	−0.0010 * * *
	(0.0002)	(0.0001)	(0.0004)	(0.0003)	(0.0002)

续表

样本 / 变量	总体样本		发展中国家样本		
	高收入国家	发展中国家	低收入国家	中等偏下收入国家	中等偏上收入国家
lngdppc	−0.0212	0.147 * *	0.417 * *	0.567 * * *	0.627 * * *
	(0.105)	(0.0591)	(0.193)	(0.164)	(0.148)
invest	0.0219 * * *	−0.0179 * * *	−0.0210 * * *	−0.0233 * * *	−0.0119
	(0.0084)	(0.004)	(0.0078)	(0.0069)	(0.0073)
trade	−0.0026 * *	−0.0014	0.0005	0.0013	−0.0015
	(0.0012)	(0.0013)	(0.0036)	(0.0021)	(0.0017)
industry	0.0089 *	−0.0077 * *	−0.0090	−0.0068	−0.0049
	(0.0051)	(0.0039)	(0.0094)	(0.0072)	(0.0052)
临界值(推断)	3.3 * *	4.1 * *	/	/	4.5 * *
	(1.338)	(1.877)	/	/	(2.029)
个体效应	是	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是	是
Wald 统计量	232.59	373.15	114.82	184.48	179.43
观测值数	1,386	3,593	835	1,331	1,363
国家数	55	111	24	42	45

注:括号内为标准误。* * *、* *、* 分别表示 1%、5%和 10%显著性水平。

(四)进一步分析:公共债务和外债的影响

本节进一步分析公共债务和外债等不同类型的杠杆率,对经济增长和衰退的影响差异,回归结果见表 6。结果显示,国际杠杆率对经济增长和衰退的影响与总体杠杆率一致,并且存在紧缩效应和触发紧缩机制的临界值。相比之下,公共杠杆率对于经济增长或引发经济衰退的概率并没有显著负面影响。原因可能在于,外债比内债的约束条件更紧,国际投资者的情绪波动也更大;而国内公共债务则有更多的解决办法,极端情况下甚至可以通过央行购买国债的方式化解债务压力,这也

是日本公共部门杠杆率远高于欧元区国家，但主权债务危机却在欧洲率先爆发的原因之一。同时，公共部门杠杆率可能体现了积极财政政策产生的经济刺激作用，短期内提高了经济增速，降低了经济发生衰退的概率。当然，其中的深层逻辑和影响机理，特别是杠杆率结构的影响差异，将是未来的重点研究方向。

表 6　　公共债务和外债杠杆率的影响分析①

样本 / 变量	公共债务杠杆率		外债杠杆率	
	经济增长	经济衰退	经济增长	经济衰退
LR	0.0135＊	－0.0149	－0.0137＊＊＊	0.0149＊＊＊
	(0.00740)	(0.0093)	(0.0036)	(0.0035)
$g\times LR$	0.0079＊＊＊	－0.0062＊＊＊	0.0037＊＊＊	－0.0020＊＊＊
	(0.0008)	(0.0012)	(0.0005)	(0.0005)
临界值(推断)	/	/	3.7＊＊＊	7.3＊＊＊
	/	/	(1.124)	(2.542)
个体效应	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是
R^2	0.381	295.67	0.253	341.40
观测值数	1,023	982	2,025	1,920
国家数	52	50	102	91

注：括号内为标准误差。＊＊＊、＊＊、＊分别表示1％、5％和10％显著性水平。经济衰退回归中，R2处报告的是LR统计量。限于篇幅，控制变量的估计结果未予汇报，感兴趣的读者备索。

(五)进一步分析：作用机制或影响条件讨论

基于本文理论逻辑分析，本节进一步考察两条可能的作用机制或影响条件。一是通过引入储蓄率与杠杆率的交互项()，考察储蓄率对杠杆率的宏观经济影响

① 限于篇幅，本表仅报告基于人均实际GDP增长率定义的经济增长和衰退回归结果，其中经济增长回归分析采用双向固定效应回归模型，经济衰退分析采用固定效应面板Logit模型。基于实际GDP增长率定义和其他回归模型下的估计结果与本表一致。

作用。一个经济体的储蓄率越高，杠杆率的上升越可能是缘于高储蓄支撑的投资增长，故其所带来的经济增长效应也越高，同时由债务风险引发经济衰退的概率越低。二是通过引入全要素生产率增长率与杠杆率的交互项()，考察生产率进步对杠杆率的宏观经济影响作用。一个经济体的生产率增长率越高，越可能反映企业通过债务融资实现了技术进步和生产率提升。即企业的杠杆效率越高，越有利于促进经济增长和降低衰退风险。其中，储蓄率数据来自世界银行 WDI 数据库，全要素生产率数据来自宾州世界表(PWT)数据。

表 7 报告储蓄率机制的回归结果。从(1)—(2)列看，杠杆率的估计系数显著为负，而杠杆率与储蓄率的交互影响显著为正，说明杠杆率不利于经济增长，但储蓄率上升会显著降低杠杆率对经济增长的负面影响。从(3)—(5)列看，杠杆率的估计系数显著为正，而杠杆率与储蓄率的交互影响显著为负，说明杠杆率上升将提高发生经济衰退的概率，但储蓄率显著降低了杠杆率的负面影响。综合表 7 的结果，高储蓄率降低了杠杆率对经济增长和波动的不利影响。特别地，基于第(5)列临界值 0.4 的经济含义表明，当储蓄率超过 40%时，杠杆率对宏观经济的影响可能从提高经济衰退的概率，转为降低经济衰退发生的概率。

表 7　　杠杆率对经济增长影响机制分析(储蓄率)

模型 / 变量	经济增长		经济衰退		
	RE	FE	RE		FE
	(1)	(2)	(3)Probit	(4)Logit	(5)Logit
LR	−0.0241***	−0.0376***	0.0162***	0.0250***	0.00942***
	(0.00456)	(0.00629)	(0.00277)	(0.00414)	(0.00159)
S×*LR*	0.0437***	0.0643***	−0.0402***	−0.0401***	−0.0235***
	(0.0137)	(0.0167)	(0.00886)	(0.0116)	(0.00503)
临界值(推断)	0.552***	0.585***	0.403***	0.624***	0.400***
	(0.130)	(0.133)	(0.068)	(0.163)	(0.067)
个体效应	是	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是	是

续表

模型 / 变量	经济增长		经济衰退		
	RE	FE	RE		FE
	(1)	(2)	(3)Probit	(4)Logit	(5)Logit
Wald 统计量	509.56	0.156	354.09	501.65	383.36
观测值数	4,004	4,004	3,991	3,864	3,991
国家数	166	166	166	152	166

注:括号内为标准误差。＊＊＊、＊＊、＊分别表示 1%、5%和 10%显著性水平。第(2)列 Wald 统计量处报告的是模型的 R2 值。限于篇幅,控制变量的估计结果未予汇报,感兴趣的读者备索。

表 8 报告全要素生产率机制的回归结果,与表 7 结果基本一致。从(1)—(2)列看,杠杆率的估计系数显著为负,而杠杆率与全要素生产率增长的交互影响显著为正。这说明杠杆率不利于经济增长,但全要素生产率增长会显著降低杠杆率的负面影响。从(3)—(5)列看,杠杆率的估计系数显著为正,而杠杆率与全要素生产率增长的交互影响显著为负。这说明杠杆率上升将提高发生经济衰退的概率,但全要素生产率增长显著降低了杠杆率的影响。综合表 8 的结果,全要素生产率增长显著降低了杠杆率对经济增长和波动的不利影响。

表 8　杠杆率对经济增长影响机制分析(全要素生产率)

模型 / 变量	经济增长		经济衰退		
	RE	FE	RE		FE
	(1)	(2)	(3)Probit	(4)Logit	(5)Logit
LR	−0.00697＊＊	−0.0230＊＊＊	0.00439＊	0.0186＊＊＊	0.00268＊＊
	(0.00339)	(0.00541)	(0.00241)	(0.00394)	(0.00136)
Tfp×*LR*	0.00147＊＊＊	0.00143＊＊＊	−0.000675＊＊＊	−0.000610＊＊＊	−0.000346＊＊＊
	(0.000178)	(0.000177)	(0.000132)	(0.000132)	(7.09e−05)
临界值(推断)	4.731＊	16.037＊＊＊	6.502＊	30.425＊＊＊	7.737＊
	(2.427)	(4.438)	(3.981)	(9.745)	(4.445)

续表

模型 / 变量	经济增长		经济衰退		
	RE	FE	RE		FE
	(1)	(2)	(3)Probit	(4)Logit	(5)Logit
个体效应	是	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是	是
Wald 统计量	562.39	0.167	362.74	502.99	397.47
观测值数	3,447	3,447	3,436	3,360	3,436
国家数	112	112	112	106	112

注:括号内为标准误差。***、**、*分别表示1%、5%和10%显著性水平。第(2)列Wald统计量处报告的是模型的R2值。限于篇幅,控制变量的估计结果未予汇报,感兴趣的读者备索。

五、稳健性检验

为保证本文结论的稳健性,下面进行包括内生性问题、样本异常值处理、以及剔除特殊国家样本等一系列稳健性检验。

(一)内生性问题

以上分析采用滞后一期的解释变量,缓解反向因果关系导致的内生性问题,但仍然可能存在遗漏变量等问题所致的内生性问题。本节采用系统GMM回归分析方法,检验本文结论的稳健性。系统GMM方法通过引入内生变量的水平和差分滞后项作为工具变量,可以在很大程度上解决宏观变量回归常见的内生性问题(见表9)。[①] 结果显示,估计结果都与前文基本一致,说明本文结论稳健。

① 参见R. Blundell and S. Bond,"Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models," Journal of Econometrics, no. 87, 1998, pp. 115—143;鲁晓东、连玉君:《中国工业企业全要素生产率估计:1999—2007》,《经济学(季刊)》2012年第2期。

表 9　　　　　　处理内生性问题的稳健性检验结果(系统 GMM 回归)

变量＼样本	经济增长影响		经济衰退影响	
	人均 GDP 增长率	GDP 增长率	人均 GDP 增长率	GDP 增长率
LR	−0.0158＊＊＊	−0.0202＊＊＊	0.0012＊＊＊	0.0007＊＊＊
	(0.0028)	(0.0032)	(0.0003)	(0.0003)
$g\times LR$	0.0045＊＊＊	0.0043＊＊＊	−0.0003＊＊＊	−0.0002＊＊＊
	(0.0005)	(0.0005)	(3.72e−05)	(3.33e−05)
临界值推断	3.5＊＊＊	4.7＊＊＊	4.1＊＊＊	4.3＊＊＊
	0.595	0.537	1.062	1.305
AR(1)	0.001	0.001	0.001	0.001
AR(2)	0.344	0.347	0.170	0.492
Hansen	0.239	0.148	0.994	0.967
个体效应	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是
观测值数	5,028	5,028	5,029	5,029
国家数	165	165	166	166

注:括号内为标准误差。＊＊＊、＊＊、＊分别表示1%、5%和10%显著性水平。AR(1)、AR(2)、Hansen 依次报告了 GMM 一阶、二阶序列相关检验和 Hansen 检验的 p 值。限于篇幅,控制变量的估计结果未予汇报,感兴趣的读者备索。

(二)样本异常值处理

本节对潜在的异常值问题做相应处理,进行稳健性检验。以下同时采用两种处理方法:(1)“缩尾处理”,将样本前1%和后1%的观测值数据替换为1%和99%分位处的数值;(2)“截尾处理”,将样本前1%和后1%的观测值剔除。表10报告采用处理后的样本进行回归分析的估计结果。关键系数的估计结果均与前文一致,临界值推断结果也与前文一致,说明本文结论稳健。

表 10　　处理样本异常值的稳健性检验结果(缩尾处理和截尾处理)

样本 变量	经济增长		经济衰退	
	缩尾处理	截尾处理	缩尾处理	截尾处理
LR	−0.0164***	−0.0161***	0.0115***	0.0099***
	(0.0047)	(0.0049)	(0.0033)	(0.0037)
g×LR	0.0047***	0.0049***	−0.0021***	−0.0023***
	(0.0003)	(0.0003)	(0.0002)	(0.0002)
临界值(推断)	3.4***	3.3***	5.5***	4.3**
	(1.041)	(1.039)	(1.783)	(1.727)
个体效应	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是
R^2	0.170	0.170	636.31	578.38
观测值数	5,039	4,647	4,924	4,584
国家数	166	164	157	153

注:括号内为标准误差。***、**、*分别表示1%、5%和10%显著性水平。经济衰退回归中,R2处报告的是LR统计量。限于篇幅,控制变量的估计结果未予汇报,感兴趣的读者备索。

(三)剔除特殊国家样本

在跨国分析文献中,时常会根据研究需要,剔除一些特殊国家的样本,但在具体处理上并无统一标准。前文为了避免样本处理中的主观任意性,没有对特殊国家样本进行特殊处理,可能会对估计结果产生一定影响。为保证结论的稳健性,本节剔除了一些特殊国家样本,进行稳健性检验。具体为三组稳健性分析。第一组分析剔除百慕大群岛、开曼群岛、巴哈马群岛等“避税天堂”及小型金融中心。第二组分析剔除沙特阿拉伯、伊拉克、伊朗等石油输出国组织(OPEC)成员国。第三组分析剔除上述所有特殊国家样本,包括“避税天堂”及小型金融中心和OPEC成员国。剔除特殊国家样本的回归结果见表11。估计结果均与前文具有一致性,临界值的推断结果也与前文一致,再次说明本文结论稳健。

表 11　　　　**剔除特殊国家样本的稳健性检验结果**

变量 \ 样本	经济增长			经济衰退		
	剔除避税天堂及小型金融中心	剔除 OPEC 成员国	剔除所有特殊国家	剔除避税天堂及小型金融中心	剔除 OPEC 成员国	剔除所有特殊国家
LR	−0.0149＊＊＊	−0.0151＊＊＊	−0.0137＊＊＊	0.0118＊＊＊	0.0108＊＊＊	0.0111＊＊＊
	(0.0049)	(0.0048)	(0.0049)	(0.0032)	(0.0032)	(0.0033)
$g\times LR$	0.00387＊＊＊	0.0036＊＊＊	0.0037＊＊＊	−0.0017＊＊＊	−0.0016＊＊＊	−0.0016＊＊＊
	(0.0003)	(0.0003)	(0.0003)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
临界值(推断)	3.8＊＊＊	4.2＊＊＊	3.7＊＊＊	7.1＊＊＊	6.6＊＊＊	6.9＊＊＊
	(1.325)	(1.424)	(1.392)	(2.268)	(2.291)	(2.367)
个体效应	是	是	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是	是	是
R^2	0.160	0.158	0.158	612.90	572.31	560.61
观测值数	4,978	4,786	4,725	4,863	4,671	4,610
国家数	163	156	153	154	147	144

注:括号内为标准误差。＊＊＊、＊＊、＊分别表示1%、5%和10%显著性水平。经济衰退回归中,R2 处报告的是 LR 统计量。限于篇幅,控制变量的估计结果未予汇报,感兴趣的读者备索。

六、去杠杆的短期增长影响分析

基于本文基准估计结果,当经济增长率高于一定的临界值时,杠杆率将对经济增长产生促进效应,而当增长率低于该临界值时,杠杆率将对经济增长率产生紧缩效应。以表 2 第(4)估计结果为例,其临界值为 5.3%,而 2017 年中国 GDP 增速为 6.9%,2018 年一季度为 6.8%,在经济依然保持着超过临界值的中高速增长的情况下,降低杠杆率可能会对中国经济增长产生短期不利影响。下面根据本文估计参数型,的估计系数(−0.02),的估计系数(0.0038),设定三种不同的降杠杆情景,分析对经济增长的短期影响。

具体地,本文根据中国设施降杠杆的速度,设计了三种不同的情景分析,分别

考察在不同情景下，可能对短期经济增长产生的影响：一是基准情景，年均降低杠杆率 10 个百分点，持续 5 年，杠杆率从 250%降至 200%；二是温和情景，年均降低杠杆率 5 个百分点，持续 10 年，杠杆率从 250%降至 200%；三是激进情景，年均降低杠杆率 10 个百分点，持续 10 年，杠杆率从 250%降至 150%，回到金融危机前的水平。图 1 和图 2 清晰地展示了三种不同情景下的去杠杆对经济增长产生的影响；表 12 则具体汇报了各年的影响数据。

从模拟结果来看，在基准情景下，由于实施去杠杆，经济增长率将从 2017 年的 6.9%下降至 2022 年的 6.2%，即 GDP 增速下降 0.7 个百分点，年均下降 0.14 个百分点，对 GDP 的累计影响相当于 2017 年 GDP 的 5%。2023－2027 年，由于前期去杠杆形成的紧缩效应，GDP 增速继续缓慢下降，GDP 增速年均下降 0.09 个百分点，2027 年 GDP 增速为 5.8%。10 年累计对 GDP 的影响相当于 2017 年 GDP 的 43%。

在温和情景下，经济增长率先从 2017 年的 6.9%下降至 2022 年的 6.5%，然后继续下降至 2027 年的 5.9%，即 GDP 增速下降 1.0 个百分点，年均下降 0.1 个百分点。就对 GDP 的累计影响而言，前 5 年相当于 2017 年 GDP 的 2%，10 年合计相当于 2017 年 GDP 的 27%。

在激进情景下，经济增长率先从 2017 年的 6.9%下降至 2022 年的 6.2%，再继续下降至 2027 年的 5.6%，即 GDP 增速下降 1.3 个百分点，年均下降 0.13 个百分点。就对 GDP 的累计影响而言，前 5 年相当于 2017 年 GDP 的 5%，10 年合计相当于 2017 年 GDP 的 45%。

需要说明地是，以上分析主要是考虑去杠杆对经济增长产生的短期影响效应，而没有考虑去杠杆可能产生的经济结构改善而对经济增长产生的长期有利影响。从这个意义上讲，本文对于后期增长影响的分析可能存在一定程度的高估。此外，本文对于经济增长率的具体估算只是基于去杠杆率一个因素产生的影响，没有考虑其他影响中国经济中长期增长的趋势性因素的变化。从这个意义上讲，现实的经济增长率可能要低于本文估计。

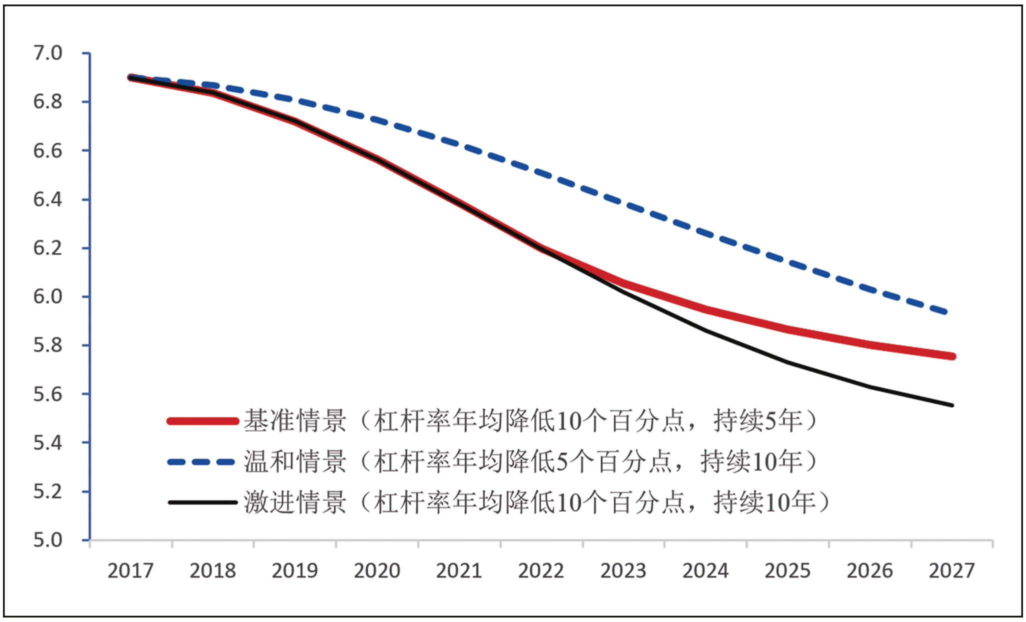


图 1　降杠杆的经济增长影响分析

数据来源：作者根据表 2 中关于影响参数的估计，基于不同的去杠杆情景进行的模拟分析。

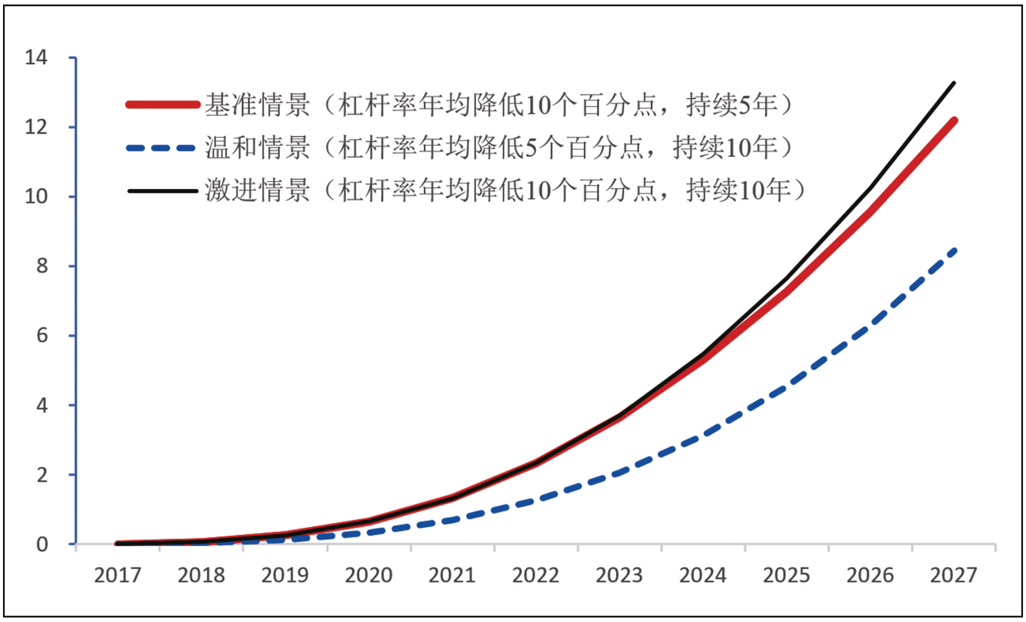


图 2　降杠杆对 GDP 的影响分析

数据来源：作者根据表 2 中关于影响参数的估计，基于不同的去杠杆情景进行的模拟分析。

表 12　　　　　　　　　　**去杠杆对经济增长的短期影响分析**

情景 年份	基准情景			温和情景			激进情景		
	杠杆率	增长影响	增长率	杠杆率	增长影响	增长率	杠杆率	增长影响	增长率
2017	250		6.9	250		6.9	250		6.9
2018	240	−0.06	6.8	245	−0.03	6.9	240	−0.06	6.8
2019	230	−0.12	6.7	240	−0.06	6.8	230	−0.12	6.7
2020	220	−0.16	6.6	235	−0.08	6.7	220	−0.16	6.6
2021	210	−0.18	6.4	230	−0.10	6.6	210	−0.18	6.4
2022	200	−0.19	6.2	225	−0.12	6.5	200	−0.19	6.2
2023	200	−0.14	6.1	220	−0.12	6.4	190	−0.18	6.0
2024	200	−0.11	5.9	215	−0.12	6.3	180	−0.16	5.9
2025	200	−0.08	5.9	210	−0.12	6.1	170	−0.13	5.7
2026	200	−0.06	5.8	205	−0.11	6.0	160	−0.10	5.6
2027	200	−0.05	5.8	200	−0.10	5.9	150	−0.08	5.6

数据来源：作者根据表 2 中关于影响参数的估计，基于不同的去杠杆情景进行的模拟分析。

七、结论和政策建议

本文试图就杠杆率和经济增长之间的关系进行理论和实证研究，并构建包容金融深化和债务一通缩机制在内的统一分析框架。随后构建的全球 179 个国家 1960—2015 年大型跨国面板数据的实证分析，对于杠杆率对于经济增长和衰退的影响，主要有以下发现。第一，杠杆率总体上降低了经济增长率，且该影响效应随着经济增长率的提高而减弱，随着经济增长率的下降而增强。即存在紧缩触发机制和临界值增速。该影响效应在高收入国家样本中更为显著，而在发展中国家样本中显著性降低，原因可能在于发展中国家存在较强的金融深化积极效应。第二，杠杆率总体上提高了发生经济衰退的概率，并且该影响效应随着经济增长率的提高而减弱，随着经济增长率的下降而增强。即存在紧缩触发机制和临界值增速。第三，与总体杠杆率的影响一致，国际杠杆率降低了经济增速，提高了发生经济衰退的概率，并存在紧缩触发机制。相比之下，公共杠杆率则没有显著的影响效应。

第四，高储蓄率和全要素生产率增长，显著降低了杠杆率对经济增长和波动的不利影响。

上述杠杆率的紧缩触发机制，系指杠杆率变化打破其与经济增长动态平衡的良性循环的机制。从趋势上看，杠杆率上升通过为经济运行提供更多资金，促进经济增长；经济增长通过提高还贷能力，反过来支撑杠杆率平稳运行。在这种情况下，杠杆率与经济增长维持着动态平衡的良性循环，杠杆率的上升可视为金融发展的结果。企业通过加杠杆实现债务融资，有助于其进行技术研发和创新，提高潜在经济增长率，同时通过扩大融资规模来扩大投资和生产，有助于提高实际经济增长率。此时，企业杠杆率的提高有益于促进经济增长。但如果杠杆率在短期内上升过快，或上升到相对潜在经济增速的过高程度，带来边际增长效应减弱，还贷能力改善不足，就会失去杠杆率提升对经济增长的支撑作用。当经济走向过热形成非理性乐观预期时，企业会加速债务扩张，同时形成的资产价格泡沫也使企业易于获得过度债务融资，企业债务增速快于产出增速，导致杠杆率上升并不可持续。在这种情况下，杠杆率与经济增长之间动态平衡的良性循环被打破，杠杆率上升可能引发经济衰退甚至危机。

本文研究的政策价值，可为宏观杠杆率管理提供决策参考，特别是为中国下一阶段“降杠杆”的思路调整提供决策依据。当经济增速超过一定的临界值时，杠杆率与经济衰退发生概率之间的关系就会发生逆转。因此，需要捕捉打破或维持杠杆率与经济增长动态平衡关系的临界值。如果杠杆率上升能提供更多资金促进经济增长，就需要通过充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，确保杠杆资金形成有效的资本积累，进而更好地夯实经济增长基础，并通过保持一定的经济增速实现“稳杠杆”，或杠杆率“稳中有降”。若杠杆率的上升得不到来自经济增长推动的还贷能力改善的支撑，伴随金融体系的杠杆性、关联性和复杂性不断提升，金融周期在一定程度上脱离经济周期运行，金融内在的不稳定性相应增大，此时需要加快推进完善防范系统性金融风险的支撑体系。一方面加强宏观审慎管理，另一方面建立集风险预警、指挥调度、应急处置于一体的安全保障体系。不同于成熟市场经济体，从中国国情出发，其部分经济领域存在较为明显的软约束和刚性兑付问题，这就使杠杆率易出现过快积累和上升。近年来国有企业杠杆率上升较快，而民营企业总体上在降杠杆，债务呈现结构分化特征。推动经济降杠杆，国有企业应是

重点。

针对中国目前情况，在经济依然保持着超过临界值的中高速增长的情况下，按照党的十九大、中央经济工作会议和全国金融工作会议要求，首先须控制杠杆率的过快增速并实现稳杠杆；其次须优化杠杆结构和企业融资结构，最终通过企业效益提升和稳增长实现降杠杆。从宏观层面看，稳健的货币政策保持中性，将为杠杆结构优化营造稳健的货币环境。加快多层次资本市场建设，有效提升直接融资比重，能为企业融资提供新渠道。从微观层面看，要以非金融企业部门调杠杆为核心，将国有企业作为重中之重。对于真正的僵尸企业，要坚决打破地方阻力和预算软约束，通过破产实现市场出清。还要防范居民部门盲目加杠杆，以及地方政府通过隐形债务加杠杆。与此同时，要正视现实经济运行中可能潜藏的金融风险，强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责，补齐监管短板，切实防范资金在金融体系内部循环、影子银行利用监管套利过快扩张等风险。提高预期管理能力，以基础性金融资产价格、利率和汇率之间联动关系的管理调整预期，进而调控全社会投融资行为。

总体来看，在总量上“稳杠杆”、在结构上“降杠杆”、在效率上“优杠杆”，通过保障杠杆形成有效的资本积累和研发创新，实现经济在较长一段时期维持中高速增长，可能是中国目前实施去杠杆策略的占优选择。

分报告五

衰退式资产泡沫研究

——基于含有高债务特征的 DSGE 模型

陈彦斌　刘哲希　陈伟泽

摘要：一直以来，资产泡沫基本均出现在经济稳定或者繁荣时期。但是，近几年中国却出现了经济增速持续放缓与资产泡沫风险不断加剧的衰退式资产泡沫新现象，给宏观政策调控带来了严峻挑战。通过构建含有资产泡沫与高债务特征的DSGE 模型，本文对衰退式资产泡沫的形成机制与应对政策进行了深入研究，主要得到以下三点结论。第一，衰退式资产泡沫的形成机制与传统资产泡沫存在显著差异。衰退式资产泡沫的形成不再依赖于乐观预期与信贷扩张两大要素，核心原因在于高债务下僵尸企业等负债主体过度依赖“借新还旧”方式来滚动债务，所导致的实体经济低迷与金融体系活跃的分化格局。第二，虽然“双紧”的货币政策与宏观审慎政策组合能够有效抑制传统资产泡沫，但并不适用于衰退式资产泡沫。“稳健偏宽松的货币政策＋偏紧的宏观审慎政策”是更有效的政策组合。第三，治理衰退式资产泡沫时，不应只注重抑制金融体系的过度繁荣，推进实体经济去杠杆以降低负债主体对“借新还旧”的依赖是更为重要的一环。因此，本文研究不仅完善了理论上对资产泡沫形成与应对的共识，也对于中国如何妥善应对衰退式资产泡沫的现实问题具有较好的借鉴意义。

关键词：宏观经济　资产泡沫　高债务　货币政策　宏观审慎政策

一、引言

中国经济步入新常态以来，一直面临经济增长放缓与资产泡沫风险加剧共存的局面。股票、债券与理财产品等金融市场以及与金融关系密切的房地产市场均先后出现了泡沫化趋势，由此，金融业增加值占 GDP 比重逆势上扬，2016 年已经高达 8.3%。相比之下，美国该指标的历史峰值不过为 2001 年互联网泡沫时期的 7.7%，日本则从未超过 7%。经济增长放缓下的资产泡沫风险得到了各界的高度重视，2016 年底的中央经济工作会议明确提出了既要"稳增长"又要"防控资产泡沫"，并且"要把防控金融风险放在更重要的位置"。不仅是中国，美国等主要经济体近年来也在经历经济增长低迷与资产价格不断上涨的分化格局。Summers(2013)与 Krugman(2013)等学者也指出，经济增长停滞与资产泡沫风险加剧的局面可能会长期存在，如何处理好两者之间的关系将会成为宏观经济政策面临的难题。

事实上，一直以来资产泡沫基本均出现在经济稳定或者繁荣时期。① IMF(2002)指出上世纪八九十年代主要经济体所出现的资产泡沫的一个典型特征在于均是发生在宏观经济稳定的环境下。Bordo & Wheelock(2004)通过研究 20 世纪以来的资产泡沫现象也发现，各国在资产泡沫化时期的经济增长速度均明显高于平均水平。Schuknecht & Jaegar(2004)以发达国家为样本的研究发现，实际资产价格与实际产出之间存在显著的正相关关系，而且相关系数由 1971—1985 年的 0.51 进一步上升到了 1985—2003 年的 0.64。Gorton & Ordonez(2016)以 34 个国家过去 50 年的历史为样本的研究结果表明，所有资产泡沫均发生在全要素生产率或劳动效率增长加快的阶段。图 1 展示了 20 世纪 6 个著名资产泡沫时期资产价格与宏观经济的运行情况，②其中图中阴影部分表明经济处于增长放缓时期，空白部分表明经济处于扩张时期。可以清晰地看到，资产价格的快速上涨均发生在经济扩张时期，而在经济增长放缓时期资产价格均呈现趋势性下行并处于较低水平，没

① 资产泡沫是指资产价格难以被基本面所解释的持续大幅上涨（Kindleberger，1978；Garber，2000）。最早的资产泡沫现象可追溯到 17 世纪 30 年代的郁金香泡沫，距今已有四百年的历史。

② 资产泡沫案例的选择是参考 Kindleberger（2005）和 Brunnermeier & Schnabel（2015）。

有出现资产泡沫迹象。由此可见，经济增长放缓下的资产泡沫风险是过去很少遇到的新现象，本文将这种新的资产泡沫现象称为衰退式资产泡沫。

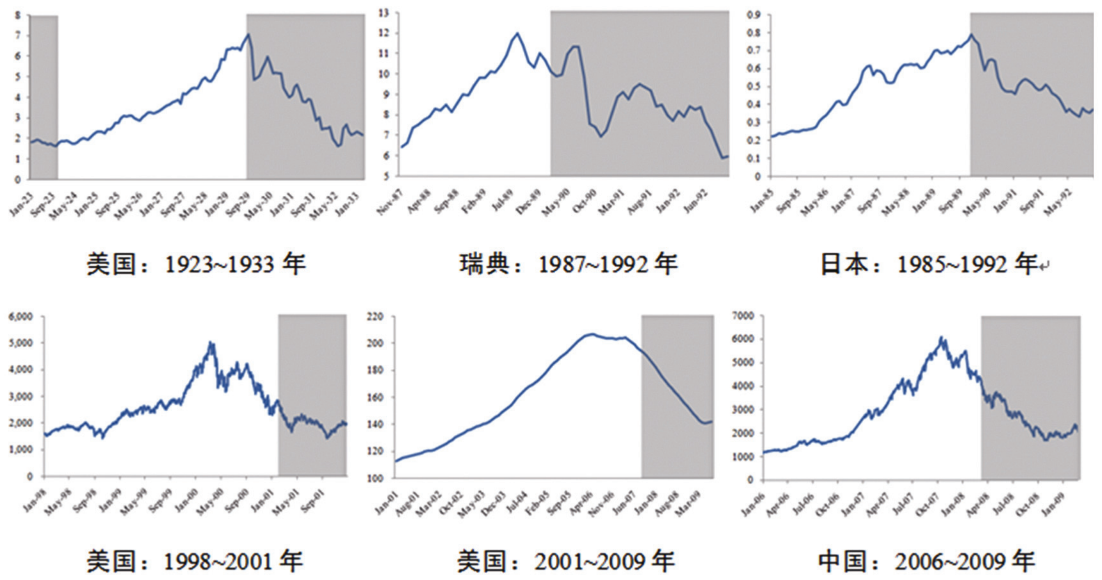


图 1　20 世纪的 6 个著名资产泡沫时期资产价格与宏观经济情况

注：(1)图中阴影部分为经济增长放缓时期，空白部分为经济扩张期。美国经济周期的划定源自 NBER；瑞典与日本经济周期的划定是根据 IMF 对产出缺口的测算；中国经济周期的划定是根据陈彦斌和刘哲希(2016)对潜在增速的测算，实际增速低于潜在增速时为经济增长放缓时期，反之为经济扩张时期。(2)第一排图中反映资产价格变化的指数均取自 Jorion & Goetzman(1999)的股票价格增值指数；第二排反应资产价格变化的指数从左到右依次为：美国纳斯达克指数、美国标准普尔/凯斯—席勒住宅价格指数、中国上证综合指数。

对于衰退式资产泡沫这种新现象而言，现有对资产泡沫形成机制所达成的理论共识或不再适用。Kindleberger(1978)最早借鉴 Minsky(1975)的思想将资产泡沫从产生到破裂的整个过程划分为五个阶段，即为突破性发展阶段、繁荣阶段、欣喜若狂阶段、实现获利阶段和恐慌阶段。这一框架得到了广泛的认可，后续研究无论是从理性与非理性预期还是信息不对称等视角出发，均主要试图为该框架的核心逻辑提供更坚实的理论基础(Brunnermeier & Oehmke，2013)。其中，突破性发展阶段和繁荣阶段属于资产泡沫的形成阶段。突破性发展阶段是指在新技术或金

融创新等冲击下，公众对经济增长或企业盈利前景的乐观预期增强，这是资产价格上涨的重要前提。[①] 繁荣阶段是指由信贷扩张等因素带来的大量流动性涌入，进一步加快了资产价格的上涨速度，从而促进资产泡沫的膨胀。由此概括而言，资产泡沫的形成需要两方面关键因素：公众对经济的乐观预期是关键前提；信贷的快速扩张是催化剂（Martin & Ventura，2012；Miao & Wang，2015）。由于经济稳定或者繁荣时期，公众更易形成乐观预期，而且基于金融体系风险承担激励更强等原因信贷容易出现快速扩张的现象（Borio，2014），所以这较好地解释了为什么以往资产泡沫基本均出现在经济稳定或者繁荣时期。相反，在经济增长放缓或者衰退时期，公众的乐观预期会明显减弱且经济活动萎缩会使得信贷规模收缩，因而按照理论来讲不会出现资产泡沫。

更为棘手的是，在如何应对衰退式资产泡沫的问题上，现有理论也难以提供行之有效的应对方案。2008 年全球金融危机之后，学界就宏观政策如何应对资产泡沫展开了全面系统的反思，并达成了一系列的共识（Mishkin，2011；Yellen，2014；Cecchetti，2016）。一是基于资产泡沫的形成机理，可将资产泡沫分为两类：非理性繁荣泡沫和信贷驱动型泡沫。由于前者对经济的危害远远小于后者，所以宏观政策只需要对信贷驱动型泡沫做出反应。二是在应对信贷驱动型泡沫时，宏观审慎政策应作为核心手段，是第一道防线。如果宏观审慎政策效果不佳，则需要加强货币政策的调控作用。三是无论货币政策是否发挥作用，都不应在资产泡沫时期处于宽松的状态。因为宽松的货币政策会从鼓励贷款人向冒险型借款人放款、助长金融机构寻找高收益产品动力等方面增强金融体系的风险承担激励，即 Borio & Zhu（2012）提出的货币政策风险承担渠道，进而推动资产泡沫的膨胀。概括而言，现有关于应对资产泡沫的共识是：要加强宏观审慎管理并适度收紧货币政策，即实施“双紧”的货币政策和宏观审慎政策组合。

由于以往资产泡沫一般出现在经济趋向扩张的时期，“双紧”的货币政策与宏观审慎政策组合在有效抑制资产泡沫的同时，可以较好地协调经济稳定和金融稳定两大宏观政策的核心目标。然而，在衰退式资产泡沫环境下，“双紧”的政策组合

---

① Kindleberger（2005）通过总结过去四百年的资产泡沫历史指出，虽然导致公众乐观预期形成的因素有很多，比如技术进步、金融创新等，但不论因素究竟是什么，它们具有的共同特征是冲击力度足够大、影响足够广泛，从而能够改变经济前景。

面临的突出问题是收紧货币政策会加剧经济的下行压力，从而恶化本已较为严重的经济增长放缓的局面，难以实现经济稳定的目标。因此，“双紧”的政策组合可能不再适用。但反过来，如果货币政策趋于宽松以应对衰退，Beau et al.(2011)以及王爱俭和王璟怡(2014)等研究结果表明，由于宽松货币政策与偏紧的宏观审慎政策方向相反，可能导致宏观审慎政策调控效果不佳，从而难以实现金融稳定的目标。由此可见，应对衰退式资产泡沫时，货币政策可能会陷入进退两难的困境。① 事实上，通过类比可以发现，宏观政策在衰退式资产泡沫上遭遇的困境与在上世纪七十年代的滞胀时期如出一辙：滞胀时期通胀率和失业率同步上升，取代了之前菲利普斯曲线所描述的两者此消彼长的关系，由此导致当时盛行的总需求管理陷入了顾此失彼的困境。借鉴于应对滞胀的经验，只有厘清衰退式资产泡沫的形成机理，才能对如何有效应对衰退式资产泡沫做出准确的判断，这也是本文的核心工作。

具体而言，本文从高债务视角出发，聚焦于讨论负债主体“借新还旧”行为与衰退式资产泡沫之间的关系。众所周知，高债务是2008年全球金融危机以来主要经济体普遍面临的主要问题，也是理解经济运行的重要视角。而且理论研究表明，高债务不仅会加剧负债主体的偿债压力从而不利于经济增长，还与资产泡沫紧密相关(Reinhart & Rogoff，2011；Jorda et al.，2015)，因而高债务下可能会出现经济增长放缓与资产泡沫膨胀的分化局面。本文之所以进一步聚焦到高债务下的“借新还旧”行为，主要出于两点考虑。第一，通常来讲，经济增长放缓时期伴随着部分负债主体债务违约等情况的发生，债务规模会有所缩减。然而，中国的负债主体主要是难以退出市场的僵尸企业和具有隐性担保的地方政府，两者均通过“借新还旧”的手段来滚动债务，这也是经济增长放缓时期高债务压力持续增大的主要原因(中国人民银行，2017)。第二，也是以往研究大多忽略的一点是，“借新还旧”能够避免大规模债务违约现象的发生，而由债务违约引发的资产抛售与风险溢价上升往往是导致资产价格暴跌的核心因素(Minsky，1986；Bernanke et al.，1999)。因此，“借新还旧”有助于在经济增长放缓时期保持金融体系的相对稳定，从而使得资产价格

① 2016年底的中央经济工作会议与2017年的政府工作报告强调要实施“稳健中性”的货币政策，试图在“稳增长”与“防控资产泡沫”之间寻找平衡，一定程度上反映出了货币政策的两难困境。

依然存在上涨的可能性。[①]

基于以上思路，本文构建了含有资产泡沫与高债务特征的DSGE模型，刻画了高债务下负债主体为避免债务违约而进行的"借新还旧"行为，深入分析衰退式资产泡沫的形成机理。研究发现，一方面，负债主体"借新还旧"行为的增多会挤占企业可用于实体经济投资的资金，尤其使得低效率的僵尸企业继续维持运营，从而加剧了资源错配程度，抑制了经济增长。另一方面，"借新还旧"虽然避免了债务违约的发生，但也导致更大比例的新增信贷资金（"借新"）最终又流回到金融体系之中（"还旧"），由此大量资金滞留于金融体系之中，助推了金融加杠杆等投机性行为从而推动了资产泡沫的扩张。在此基础上，数值模拟实验结果显示，应对衰退式资产泡沫，不能仅依靠偏紧的宏观审慎政策抑制金融体系的投机性行为，更不能实施"双紧"的货币政策与宏观审慎政策组合。既需要适度宽松货币政策以减轻企业的偿债压力，同时还需要降低实体经济债务率，尤其是清除僵尸企业部门的坏杠杆，从而提高经济运行效率。因此，协同推进"偏紧的宏观审慎政策＋稳健偏宽松的货币政策＋实体经济去杠杆"才能妥善处理衰退式资产泡沫局面。

本文的主要贡献在于两点。第一，本文是较早对衰退式资产泡沫展开深入分析的系统性研究，从高债务下负债主体"借新还旧"行为的角度出发，较好地论证了衰退式资产泡沫的形成机理，打破了以往研究主要从预期与流动性等视角研究资产泡沫形成机理的局限。第二，对于衰退式资产泡沫的治理，本文研究发现，既不能沿用应对传统资产泡沫时的货币政策与宏观审慎政策的"双紧"组合，也不能仅着重抑制金融体系的过度繁荣。应对衰退式资产泡沫时，需要实施"稳健偏宽松的货币政策＋偏紧的宏观审慎政策"的组合，并且要着力推进实体经济去杠杆。特别是对于"稳健偏宽松的货币政策＋偏紧的宏观审慎政策"而言，尽管货币政策与宏观审慎政策的作用方向相反，但不会产生现有研究普遍认为的政策冲突问题。由

① 之所以考虑"借新还旧"可以避免金融体系遭受冲击这一点很重要，是因为通过对比上世纪90年代的日本大衰退时期可以发现，虽然该时期同样出现了大量资不抵债的僵尸企业，债务压力持续存在，但是当时日本与目前中国的情况存在两点不同。其一，伴随着90年代初资产泡沫的破裂，日本僵尸企业已经发生了实质性的债务违约，对金融体系已经造成了巨大冲击。其二，日本僵尸企业并非主要采用"借新还旧"的方式滚动负债，而更多依靠经营所获得利润收入来偿还债务，由此导致信贷需求严重下降，金融体系运转不畅（Koo，2009）。

此可见，本文对于中国如何更有效地应对衰退式资产泡沫这一重要问题具有较好的借鉴意义。

二、典型事实

本部分重点阐述新常态以来中国经济的三个典型事实，从而为后文的理论分析提供现实基础。一是，高债务下负债主体尤其是僵尸企业的"借新还旧"行为显著增多；二是，债务率与投资率出现分化走势。三是，衰退式资产泡沫现象愈加明显。

（一）"借新还旧"行为显著增多

"借新还旧"也被称为投机性融资或庞氏融资，是企业与金融机构的一种融资模式，旨在应对某些短暂时期出现的偿债资金不足的局面。根据 Minsky（1986）提出的"金融不稳定性假说"，金融体系的运转可分为三个阶段，交替往复地影响着整个经济体的运行（参见图 2）。第一阶段以对冲性融资为主，负债主体借贷后所需偿还的本息和低于由借贷所能产生的经营收入。因此，企业的负债激励较强以试图获取更多利润。由此，债务压力会逐渐加大，导致金融体系逐步进入第二阶段。该阶段负债主体愈发难以通过常规的生产经营覆盖债务，更多是依靠投机性融资或庞氏融资，举借新债来偿还旧债，这会导致金融体系的内在不稳定性增加。一旦出现温和的外部冲击（如货币政策小幅收紧），就可能发生大规模债务违约的情况，爆发金融危机，即第三阶段。在此情况下，只能通过债务重组等手段将投机性融资或庞氏融资重新转化为对冲性融资，才能恢复金融体系的正常运行。

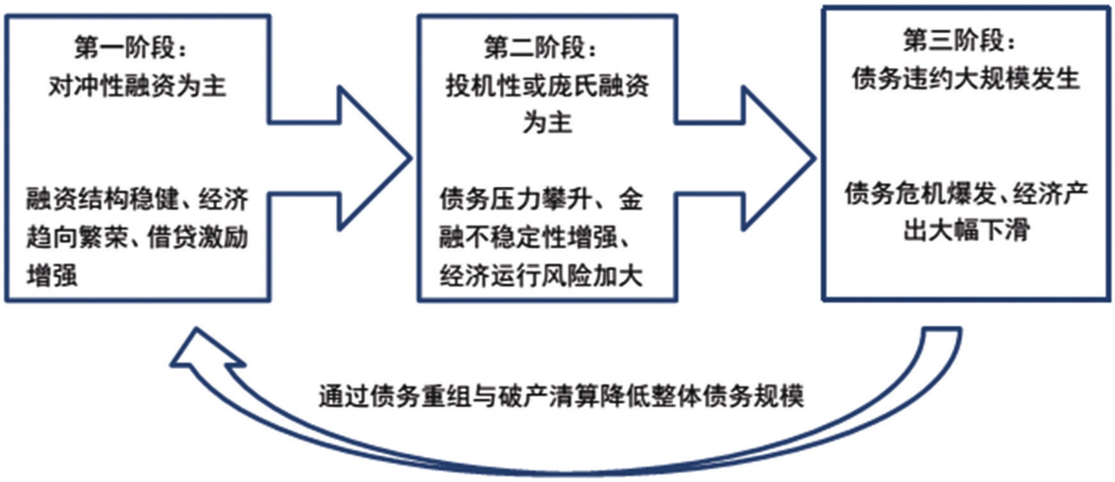


图 2 “金融不稳定性假说”示意图

然而在现实中，由于缺乏大规模的债务重组出清，2012 年以来中国金融体系的运转一直停留于第二阶段。负债主体对“借新还旧”的依赖程度不断增强，主要可以通过两方面数据予以体现。[①] 一是从微观层面来看，中国依靠“借新还旧”维持生存的僵尸企业占所有企业的比例自 2012 年以来呈现上升走势。比如，根据黄少卿和陈彦(2017)测算，上市企业中僵尸企业数量占比由 2011 年的 12.1%上升到 2014 年的 16.4%，资产占比则由 7.2%上升到 10.4%。IMF(2017)的最新测算结果也表明，中国僵尸企业持有的债务规模占企业部门的比重从 2011 年的不到 5%已经上升到 2016 年的 15%左右。二是从宏观层面来看，可以通过对比债务的利息支付规模和 GDP 增量两个指标的大小来反映负债主体对“借新还旧”的依赖程度(李扬，2017)，[②]如果 GDP 增量小于债务利息，就表明经济体中投机性融资和庞氏融资的比重在上升，负债主体对“借新还旧”的依赖程度在加大。通过计算发现，2000—2012 年间除了 2009 年受全球金融危机的短暂影响之外，GDP 增量均大于债务的

① 此外，还有一些其他证据能够证明负债主体对“借新还旧”的依赖程度在上升。比如，自 2015 年下半年发改委正式允许企业债用于“借新还旧”以来，企业债中用于补充流动性和偿还银行贷款的比例迅速飙升，由 2015 年的 8.6%上升到 2017 年上半年的 70.4%。再如，为应对较大的地方政府债务压力，2014 年起开启的总计规模已超过 10 万亿的地方债务置换，其本质也是“借新还旧”。

② 这是因为，根据 Minsky（1986）的界定，负债主体新增的可承兑收入无法覆盖债务的本息甚至利息，是经济体中投机性融资和庞氏融资比重上升的核心特征。

利息支付规模。[①] 恰是自 2012 年以来，GDP 增量开始明显小于债务的利息支付规模，并且一直延续至今（参见图 3）。由此可见，尽管“借新还旧”是一种常见的融资模式，但近几年负债主体对“借新还旧”如此高的依赖程度是以往没有出现过的。

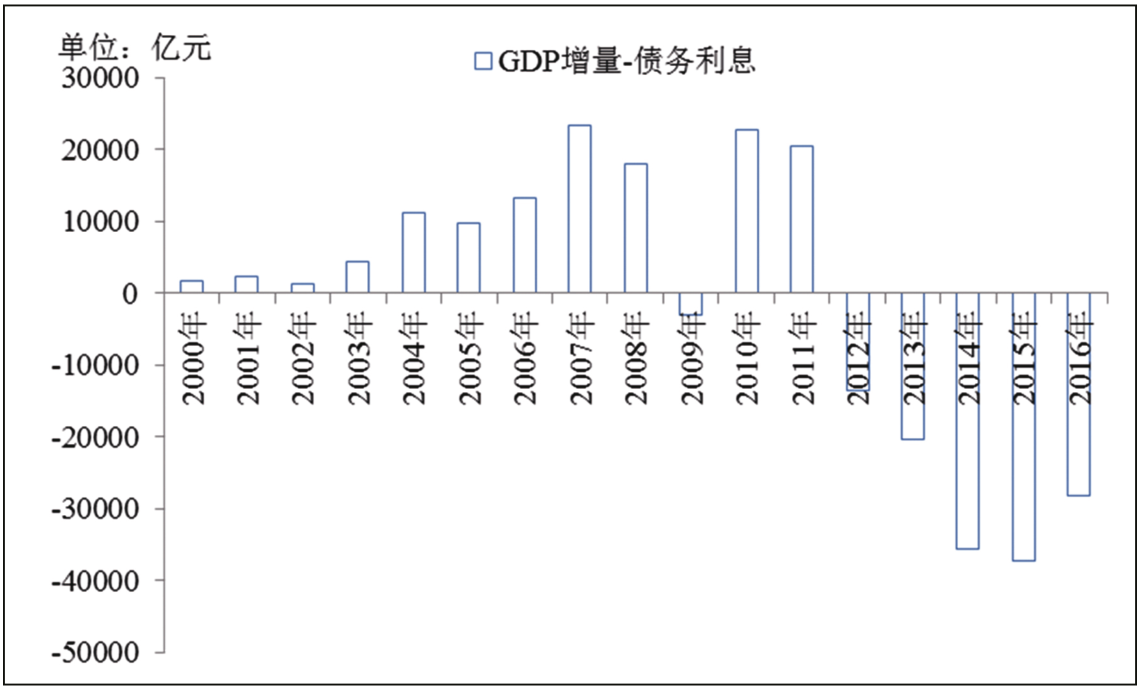


图 3　中国 GDP 增量与债务利息的差值变化情况

注：利息率为当年的一年期的贷款基准利率，如果一年之中贷款利率发生多次调整，则取平均值；债务规模是结合国际清算银行（BIS）发布的非金融部门债务率计算得到。本文进一步采取剔除居民部门和剔除中央政府与居民部门的非金融部门债务规模进行测算，结果表明 GDP 增量与债务利息差值的变化趋势不会发生改变。

（二）债务率与投资率的走势出现分化

理论上，债务率的攀升最终要么转化为实体经济投资率的上升，要么转化为资

---

① 另根据计算，亚洲金融危机期间（1997—1999 年）中国也曾出现债务的利息支付规模大于 GDP 增量的情况。但是当时，整个金融体系已经陷入危机之中，在进行坏账核销等举措，因此本质上已经进入第三阶段。事实上，在经历了债务重组核销后，2000 年开始金融体系又重新恢复正常运行，即第一阶段，为后续几年的经济快速增长打下基础。

产价格的上涨(Turner,2015)。从现实情况来看,中国作为2008年全球金融危机以来债务率上升最快的经济体之一,[①]2008—2011年期间债务的攀升主要推动了实体经济投资的高增长。在“四万亿”等刺激政策的影响下,中国非金融部门的债务规模迅猛扩张,债务规模占GDP比重由141.3%提高到180.6%,同期新增固定资产形成总额占GDP比重则由41.2%大幅上升至48%的历史最高水平。

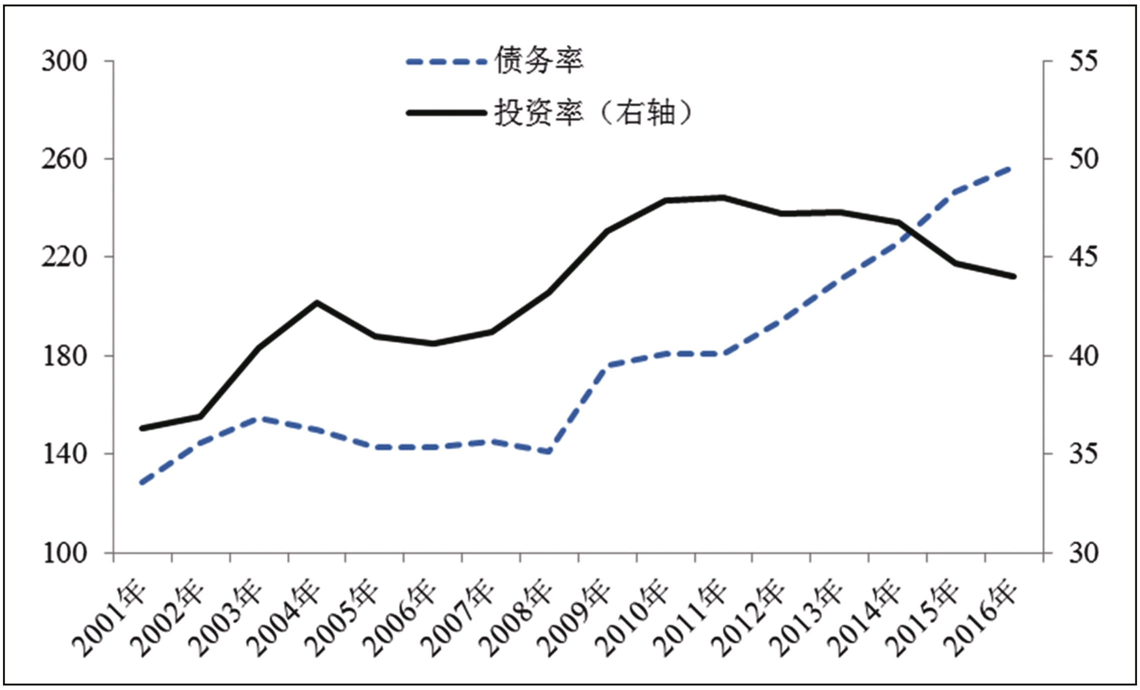


图4 中国经济的投资率与非金融部门债务率的变化情况(单位:%)

然而在2012年之后,债务率与投资率的走势出现分化。一方面,投资率开始呈现明显的下滑走势,从2011年的48%一直回落到2016年的44.3%;另一方面,债务率则延续了快速上升的势头,同期非金融部门的债务率从180.6%进一步提高到257%的历史高位(参见图4)。债务率与投资率的分化走势与之前所述的高债务压力下负债主体愈发依靠“借新还旧”的方式来滚动负债有关(纪敏等,2017)。因为在“借新还旧”背景下,更大比例的新增信贷资金(“借新”)因要偿还已有债务(“还旧”)从而又最终流回到金融体系之中,没有发挥推动实体经济经济增长的作

① 从BIS数据库和李扬等(2015)的测算结果来看,2008年之前的20多年中中国债务率一直保持在100%上下,较为稳定。但是2008年全球金融危机之后,中国债务率大幅上升,截至2016年中国非金融企业部门的债务率更是在主要经济体中位居首位。

用。相关数据也表明，新常态以来的新增广义信贷中有52%是用于实体经济主体的还本付息，只有较少部分新增信贷真正进入到实体经济之中。[①] 由此可见，在负债主体“借新还旧”行为增多的影响下，债务率的攀升更多会带动资产价格的快速上涨。

（三）衰退式资产泡沫现象愈加明显

2012 年起中国经济增速开始持续下滑，由 2011 年的 9.5%下降至 2016 年的 6.7%，增速已降至近二十多年来的最低点。与此同时，金融体系以及与之密切相关的房地产市场却表现得异常活跃。首先是在 2012 和 2013 年信托等非标资产规模快速膨胀，[②]以信托产品为例，其资产规模增速在这两年分别高达 55.3%和 46%。这一阶段的标志性事件是 2013 年年中发生的“钱荒”，[③]而在“钱荒”事件后金融机构投资非标资产的热情显著下降，加上监管力度的加大，非标资产的扩张速度明显下滑。随后，2014 年下半年至 2015 年上半年股市迎来了快速大幅上涨，期间上证指数涨幅高达 154%，创业板指数涨幅更是达到了 206%。但是，股价的快速上涨导致了后续历史罕见“股灾”的爆发，股市泡沫破裂。自此之后，资金又开始大量流入房地产市场，截至 2016 年底全国商品房销售均价上涨了 10.2%，深圳、南京等部分一、二线城市的涨幅更是在 40%以上。

此外，可以从宏观层面指标的变化来观察衰退式资产泡沫的膨胀情况。纪敏等(2015)和何德旭和王朝阳(2017)等研究一般采用金融业增加值占 GDP 比重来反映资本市场的资产泡沫程度。[④] 考虑到近几年房地产市场也十分活跃，因而本文采用金融业与房地产业增加值占 GDP 比重这一指标。从图 5 可以看到，2012 年以

---

① 具体请见： http://opinion.caixin.com/2016-04-13/100931420.html。

② 非标资产全称为非标准债权资产，主要包括信托贷款、委托债权、承兑汇票等以债权融资为目的的各类收益权。

③ 由于非标资产业务的主要问题在于“借短放长”的期限错配，所以随着非标资产泡沫的不断膨胀，金融机构对利率变化的敏感性显著上升。 当时央行为抑制非标资产的无序扩张，在季度末的考核期没有像过去一样适度放松流动性，由此导致金融机构应对不及，短期融资需求急剧上升，进而导致上海银行间隔夜拆借利率（SHIBOR）在 6 月 20 日飙升至史无前例的 13.44%。

④ 虽然相比于增加值占 GDP 比重，资产价值与 GDP 比重能够更好地反映资产泡沫的程度，但是一国的总资产价值是难以直接观测的，因此考虑到数据可获得性方面的因素，增加值占 GDP 比重是较好的衡量指标。

来在 GDP 增速下滑的背景下，中国金融业与房地产业增加值占 GDP 比重呈现逆势上扬的走势，已经从 2011 年的 12％提高到 2016 年的 14.8％，达到了历史的最高水平。[①] 这与中国的上一轮资产泡沫时期（2006—2007 年）形成了较为鲜明的对比。上一轮资产泡沫时期中国金融业与房地产业增加值占 GDP 比重由 8.5％快速攀升至 10.7％，但与此同时经济也保持了快速增长的态势，GDP 增速由 11.4％上升到 14.2％。因此，金融业与房地产业增加值占 GDP 比重与 GDP 增速分化的走势能够在一定程度证明衰退式资产泡沫现象持续存在且愈加明显。

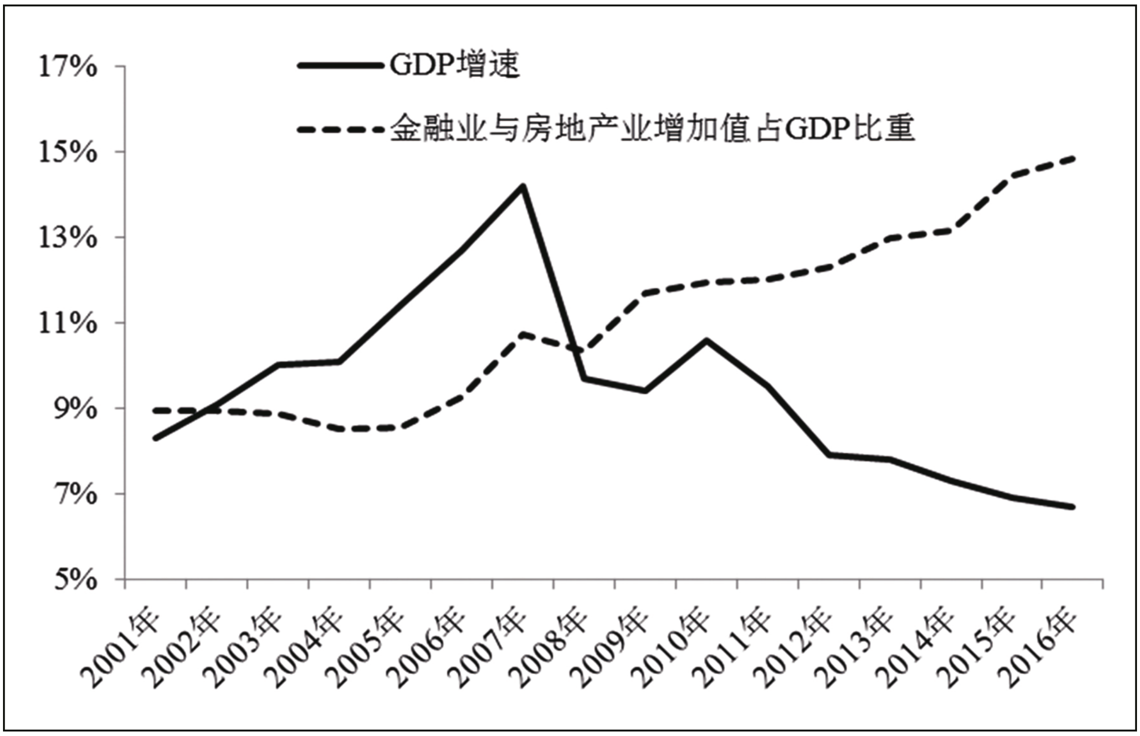


图 5　中国 GDP 增速与金融业和房地产业增加值占 GDP 比重的变化情况

① 不可否认，金融业增加值占 GDP 比重上升与金融体系的发展深化、中国经济结构转型之间有一定关系。但是作为金融强国，美国金融业增加值占 GDP 比重的历史峰值不过为 7.7％，日本这一比重历史上更是从未超过 7％。由此可见，近几年中国金融业增加值占 GDP 比重过高，并且呈现进一步上升的态势，主要是因为金融体系过度活跃，资产泡沫化趋势日益加剧。

三、基准模型

构建含有资产泡沫的定量宏观模型，一般是以 Samuelson－Diamond－Tirole 的 OLG 框架为基础，而非新凯恩斯框架。[①] 这是因为，资产泡沫出现的必要前提是利率低于经济增长率（Tirole，1985），如果在个体存活无限期的新凯恩斯模型均衡状态下存在资产泡沫，并且还要满足利率低于经济增长率的条件，那么意味着资产泡沫的当期贴现值将会是无穷大，从而不满足横截性条件（Santos & Woodford，1997）。相比之下，由于 OLG 框架存在动态无效率的可能性，能够形成利率低于经济增长率的均衡状态，从而使得模型中的个体有意愿交易资产泡沫。在以 Samuelson－Diamond－Tirole 的 OLG 框架为基准的相关宏观模型中，Martin & Ventura（2012）最具有代表性。[②]

为探究衰退式资产泡沫的形成机制与最优对策，本文在 Martin & Ventura（2012）基础上进行了三点针对性拓展。一是借鉴了 Minsky（1986）对企业融资方式的分类，刻画了高债务下企业部门两种不同类型的融资模式：对冲性融资与投机性融资。[③] 二是针对中国经济的实际情况，模型刻画了两类企业：生产效率较高的生产型企业；生产效率极低而只能依靠"借新还旧"维持生产的僵尸企业。三是加入了投资者家庭部门与金融杠杆，以模拟现实中个体或金融机构借助加杠杆等手段投资金融资产以追逐更多利润的行为。通过引入陈彦斌和刘哲希（2017）构建的市场预期内生变化的简化形式，模型还刻画了投机行为与资产泡沫规模之间的正向反馈机制。即资产泡沫规模越大，越会激励投资者的投机行为，从而进一步推动资产泡沫膨胀。

① Miao & Wang（2015）为代表的一系列文献开始了在新凯恩斯模型中纳入资产泡沫的尝试，但他们模型的设定较为复杂，目前适用性较窄。

② 陈彦斌等（2015）较早使用 Samuelson－Diamond－Tirole 框架，研究了房地产泡沫与货币数量论失效的关系，对本文也具有一定的启发意义。

③ 虽然 Minsky（1986）指出还存在庞氏融资的模式，即债务人预期从融资合同中获得的可承兑收入甚至无法覆盖利息，但是考虑到庞氏融资只会在极少数时期短暂的出现，并且核心特征与投机性融资相同，所以本文模型主要考虑对冲性融资和投资性融资两类。

（一）基本设定

假设一个包含家庭和企业部门的经济体，每个部门均由标准化为 1 的连续个体组成。沿用传统 Samuelson－Diamond－Tirole 框架的基本设定。第一，个体在模型经济中活动两期，即年轻期与成熟期，在成熟期期末退出经济。当成熟期个体退出后，会有相同数量的年轻期个体进入经济。第二，家庭在年轻期通过为企业提供劳动从而获得收入，但在成熟期没有劳动力禀赋，只能依靠年轻期积累的财富支付成熟期的消费。而企业没有劳动力禀赋，需要在年轻期通过借贷融资来获取要素禀赋，在成熟期偿还借贷并退出经济。第三，模型中金融资产不具有内在基础价值，仅包含资产泡沫部分的价值，因此资产价值上升等同于资产泡沫规模的膨胀。[①]第四，与 Martin & Ventura（2012）等模型的设定一致，模型假设所有个体均为风险中性，跨期替代弹性趋向于无穷大，由此效用函数为 Epstein－Zin－Weil 偏好的特殊形式：。[②]

（二）两种融资：对冲性融资与投机性融资

不同于 Martin & Ventura（2012）对融资抵押品类型的区分，由于本文聚焦讨论企业融资方式对整个经济运行的影响，所以模型刻画的重点是企业不同的融资方式。借鉴 Minsky（1986）的界定，本文模型设定企业部门主要存在两种类型的融资：对冲性融资与投机性融资。其中，对冲性融资是指债务人预期从融资合同中获得的可承兑收入能够覆盖利息和本金，也是一般 DSGE 模型所采取的关于企业融资方式的刻画。具体来讲，企业在年轻期得到贷款以进行资本投资，规模为 K_{t+1}，并预期在成熟期获得资本报酬 $E_t R^K_{t+1} K_{t+1}$，R^K_{t+1} 为资本的回报率。该报酬能够完全覆盖年轻期借贷资金 L^h_t 的本息和 $R_{t+1} L^h_t$，R_{t+1} 为信贷资金利率。因此，进行对冲性融资时企业面临的融资约束为：

$$E_t R_{t+1} L^h_t \leq \phi_{t+1}(K_{t+1}) E_t R^K_{t+1} K_{t+1}$$

① Martin & Ventura（2016）以及 Arisyan et al.（2016）等研究在文中明确指出，模型中资产泡沫的具体表现形式既可以为现实中的股票泡沫，也可以为房地产或债券泡沫。因此，本文模型不局限于针对股市泡沫，也适用于研究房地产、债券等其他形式的资产泡沫。

② 将经济体个体设定为风险中性便于降低模型求解的复杂程度。本文对比了经济个体为风险中性和风险厌恶的两种情况，结果表明风险中性的设定不会对模型的核心结论造成本质性影响。

在此设定下，进行对冲性融资的企业每期都能够偿还债务，从而不会一直背负债务负担。其中，$\phi_{t+1}(K_{t+1})\in[0,1]$为资本抵押比率，本文设定 ϕ_{t+1}为关于 K_{t+1}的增函数。一方面是因为，从理论上看，企业资本规模 K_{t+1}与 ϕ_{t+1}的正相关性符合 Bernanke et al.(1999)提出的金融加速器机制，即企业资本规模越大，外部融资成本越低。模型中企业实际的外部融资成本可看作 R_{t+1}/ϕ_{t+1}，由此外部融资成本与企业资本规模负相关。另一方面是因为，从已有实证研究来看，企业拥有固定的资本价值越大，其面临的融资约束也越小，表现为 ϕ_{t+1}越大（刘斌等，2015；钟宁桦等，2016）。

相比之下，投机性融资是指债务人预期从融资合同中获得的可承兑收入无法覆盖利息和本金，只能依靠再融资或增加债务的手段来履行支付承诺，本质上是通过不断地"借新还旧"来滚动债务。在本文模型框架下，可采取如下设定进行刻画。首先，进行投机性融资的企业同样是在年轻期得到借贷资金，但是与对冲性融资的企业不同的是，这部分借贷资金难以通过成熟期的预期可承兑收入予以偿还，而是将在下一期转化新的债务 D_{t+1}。因此，在进行投机性融资时企业面临的约束为：

$$E_t R_{t+1} L_t^s \leq E_t D_{t+1}$$

其次，由于企业的债务是通过"借新还旧"的手段予以滚动而并没有真正偿清，所以模型设定当企业在成熟期退出经济后，新进入的企业需要购买投机性融资部分，由此对应于现实中进行投机性融资的企业一直面临债务偿还压力的实际情况。

（三）两类企业：生产型企业与僵尸企业

之所以要刻画两类企业，是因为根据中国经济实际情况，"借新还旧"行为更集中在负债较高且效率较低的僵尸企业与地方政府之上（何帆和朱鹤，2016；中国人民银行，2017）。因此，模型中企业部门分为两类，一类是生产效率较高的生产型企业；另一类则是生产效率偏低的僵尸企业。[①] 两类企业最大化的两期效用均为：$U(C_{1t}^i)+\beta E_t U(C_{2t+1}^i)$。其中，$C_{1t}^i$和 C_{2t+1}^i代表企业家的两期消费，$\beta\in(0,1)$是主观贴现因子。

① 需要说明的是，由于本文主要关注僵尸企业与地方政府在高债务下的"借新还旧"行为，在此方面两者的特征是一致的，所以为了简化运算并增加模型的稳健性，模型中仅刻画了僵尸企业，不再刻画地方政府。

就生产型企业而言(由上标表示),其在年轻期通过借贷获取资金以用于生产,融资方式以对冲性融资为主,但必要时也可使用投机性融资进行短期过渡(一般情况下 $D^e_{t+1}=0$)。由此,生产型企业面临的融资约束为:

$$E_tR_{t+1}L^e_t=E_tR_{t+1}(L^{he}_t+L^{se}_t)\leq\phi_{t+1}(K_{t+1})E_tR^K_{t+1}K_{t+1}+E_tD^e_{t+1}$$

企业的生产函数为 $Y_t=A_tK^\alpha_t(X_tN_t)^{1-\alpha}$,$\{Y_t,A_t,K_t,N_t\}$分别表示企业的产出水平、全要素生产率水平、资本投入规模以及劳动投入规模。X_t 为劳动效率,其增长速度为 γ,$X_{t+1}=\gamma X_t$。模型中市场为完全竞争,所以资本回报率为 $R^K_t=\alpha A_tK^{\alpha-1}_tX^{1-\alpha}_t$。生产型企业面临的两期预算约束为:

$$C^e_{1t}=L^e_t-K_{t+1}-D^e_t$$

$$C^e_{2t+1}=R^K_{t+1}K_{t+1}+D^e_{t+1}-R_{t+1}L^e_t$$

就僵尸企业而言(由上标表示),为刻画较低的生产效率,本文假定僵尸企业不参与到生产当中,因而所积累的资本属于无效资本。由此,僵尸企业只能是依靠不断的“借新还旧”来维持生存,从而始终承担着债务偿还的压力。僵尸企业面临的两期预算约束与融资约束为:

$$C^z_{1t}=L^z_t-K^z_{t+1}-D^z_t$$

$$C^z_{2t+1}=\delta(K^2_{t+1})+D^z_{t+1}-R_{t+1}L^z_t$$

$$R_{t+1}L^z_t\leq D^z_{t+1}$$

其中,$\delta(K^z_{t+1})$为无效资本 K^z_{t+1}的市场价值,将其函数形式设定为 $\delta(K^z_t)=\tau R_t(K^z_t)^\delta(X_t)^{1-\delta}$。其中,$\tau(K^z_t)^\delta(X_t)^{1-\delta}$为成熟期僵尸企业持有的资本规模,①与 R_t 相乘就代表了资本的价值。与此同时,尽管僵尸企业所持有的资本不能参与到生产之中,但是仍需要积累一定的资本,因为其资产负债率不能趋于无穷大,需要满足:$D^z_t\leq\lambda K^z_{t+1}$,$\lambda$ 为僵尸企业的资产负债率上限。

(四)家庭部门

家庭部门分为储蓄家庭(由上标 w 表示)与投资者家庭(由上标 s 表示)两类,各自人口占总人口比重分别为 n^w 和 n^s,且 $n^w+n^s=1$。家庭部门财富有三种资产可以选择,从而将年轻期的财富转移到成熟期,分别是:储蓄 S、货币 M 和金融资

① 事实上,我们也可以将 $\tau(K^z_t)^\delta(X_t)^{1-\delta}$ 近似视为僵尸企业的生产函数,僵尸企业与生产型企业的生产效率差距体现在参数 τ 与全要素生产率水平 A 的差距之上。

产 B。为更好地刻画现实中家庭之间投资渠道存在显著差异的情况，模型设定每个代表性个体只能对上述三种资产中的两种进行投资。具体而言，储蓄家庭可以进行储蓄或持有货币，投资者家庭可以进行金融资产投资或持有货币。

家庭部门采用 MIU 的效用函数形式，最大化的效用函数为：

$$U(C_{1t}^{i}, C_{2t+1}^{i}, M_{t}^{i}/P_{t}) = U(C_{1t}^{i}) + \beta E_{t} U(C_{2t+1}^{i}) + \frac{X}{1-v}\left(\frac{M_{t}^{i}}{P_{t}}\right)^{1-v} X_{t}^{-v}$$

其中，C_{1t}^{i} 与 C_{2t+1}^{i} 分别表示家庭在年轻期与成熟期的消费。M_{t}^{i} 是家庭持有的货币数量，P_{t} 为经济体的价格总水平，M_{t}^{i}/P_{t} 表示家庭持有的实际货币余额，$1/v$ 为货币需求弹性。由于在成熟期家庭会将消费所有财产并且退出经济，实际货币余额在成熟期并不为家庭带来效用，因此效用函数中仅包含年轻期的实际货币余额。[①]

对于代表性储蓄家庭，其面临的两期预算约束为：

$$C_{1t}^{w} + S_{t}^{w} + M_{t}^{w}/P_{t} = W_{t} n^{w}$$

$$C_{2t+1}^{w} = R_{t+1} S_{t}^{w} + M_{t}^{w}/P_{t+1}$$

其中，$\{W_{t} n^{w}, S_{t}^{w}\}$ 分别表示储蓄家庭在年轻期的劳动收入和储蓄规模。模型中储蓄资金利率与信贷资金利率相等，因此 $R_{t+1} S_{t}^{w}$ 为家庭进行储蓄所获得的回报。

对于代表性投资者家庭，其面临的两期预算约束为：

$$C_{1t}^{s} + B_{t}^{s} + M_{t}^{s}/P_{t} = W_{t} n^{s}$$

$$C_{2t+1}^{s} = B_{t+1}^{s} + M_{t}^{s}/P_{t+1}$$

其中，$W_{t} n^{s}$ 表示投资者家庭年轻期所获得的劳动收入，M_{t}^{s} 为投资者家庭持有的货币量，可视为安全资产，B_{t}^{s} 为金融资产价值，可视为风险资产。由于现实中投资者不会把所有资金全部投资于风险资产，所以本文设定投资者家庭部门持有的风险资产规模，相对于安全资产规模存在一个最大比例。即投资者家庭持有的资产价值 B_{t}^{s} 需要满足 $B_{t}^{s} \leq \eta M_{t}^{s}$ 的约束条件，η 即为投资者部门的杠杆率。

（五）金融资产市场

正如 *Turner*（2015）所指出，现代金融体系中信贷资金不再只是用于实体经济中新增固定资本的投资，还会用于购买现存的金融资产。据此可知，涌入金融资产

① 此外，效用函数中之所以$(M_{t}^{i}/P_{t})^{1-v}$与 X_{t}^{-v} 相乘，是便于模型求解过程中去趋势环节的进行，相比于$(M_{t}^{i}/P_{t})^{1-v}$不与 X_{t}^{-v} 相乘的情况，模型的主要结论不会发生改变。

市场的资金共分为两个部分，一部分是代表性投资者家庭持有的资产价值 B_t^s；另一部分则是新增信贷 $L_t = L_t^e + L_t^z$ 中用于"还旧"的部分，即企业部门的投机性融资规模：$D_t = D_t^e + D_t^z$。因为这部分信贷资金是用于偿还债务，没有真正地进入到实体经济之中，因而最终又流回到金融体系之中。Binswanger(1999)将这种现象称为"金融窖藏"。窖藏于金融体系中的资金往往选择流向容易滋生泡沫的地方获取超额收益，由此，模型中将这部分由窖藏于金融体系的资金所导致的资产升值部分设定为 B_t^e，并且有：$B_t^e = D_t$。

由于模型中金融资产不具有内在基础价值，仅包含资产泡沫部分的价值，所以 t 期的资产泡沫价值为：$B_t = B_t^s + B_t^e$。t 期的金融资产会通过交易带入到 $t+1$ 期之中，获得资产收益率 R_{t+1}^B。同时，这里参照 Martin & Ventura(2016)设定，$t+1$ 期的资产泡沫价值会新增 B_{t+1}^N，且有 $B_{t+1}^N = B_{t+1}^{Ns} + B_{t+1}^{Ne}$成立。由此，资产泡沫的动态过程为：$B_{t+1} = R_{t+1}^B B_t + B_{t+1}^N$。其中，$B_{t+1}^N$分为两种情况：当资产得以继续交易时 $B_{t+1}^N = \xi R_{t+1}^B B_t$，$\xi > 0$。当资产不被继续交易时，资产泡沫破裂，$B_{t+1}^N$为负并使得 $B_{t+1} = 0$，即有 $B_{t+1}^N = -R_{t+1}^B B_t$。本文设定资产泡沫破裂概率为 q_{t+1}，因此，新增资产价值遵循以下过程：

$$B_{t+1}^N = \begin{cases} \xi R_{t+1}^B B_t, Pr = 1 - q_{t+1} \\ -R_{t+1}^B B_t, Pr = q_{t+1} \end{cases}$$

不同于以往模型大多将 q_{t+1} 设定为固定值，本文将资产泡沫破裂概率 q_{t+1} 设定为资产泡沫 B_{t+1}的增函数 $q_{t+1}(B_{t+1})$。陈彦斌和刘哲希(2017)基于市场预期内生变化视角对于二者的这一关系进行了详细的论述。概括而言，当市场交易者持有的金融资产价值越大时，资产泡沫破裂将会给他的财富带来更大的负向冲击。因此，市场交易者能接受的下一期资产泡沫破裂概率阈值越低，预期到下一期资产泡沫破裂概率大于所能接受的阈值的可能性就越大。一旦预期的破裂概率超过阈值，就会抛售资产，导致资产泡沫提前出现破裂。因此，B_{t+1}越高资产泡沫破裂的概率 q_{t+1}越大。

(六)货币政策与宏观审慎政策

货币政策方面，由于模型中货币是作为一种可替代储蓄或资产泡沫的资产，所以货币政策主要是通过改变经济体的实际货币需求，来影响整体经济的运行。具

体而言，货币政策宽松时通胀水平上升，经济体的实际货币需求下降。由此，个体将更多财富配置于金融资产与实物资本投资等领域，从而能够达到刺激经济的效果。由于本文研究的重点是货币政策操作对宏观经济的影响，不需要刻画货币政策对于经济变化的内生反应，因而不需要刻画货币政策所遵循的规则。这里，借鉴Asriyan et al.(2016)的设定，以经济体的通胀水平变化来反映货币政策操作的变化，由此设定通胀水平遵循以下过程：

$$\pi_t = \pi + \varepsilon_t$$

其中，π 代表通胀率的稳态水平，ε_t 代表货币政策冲击。当货币政策宽松时，ε_t 增加，继而通胀水平上升。采取这样的设定有两点好处。一是，可以避免中国货币政策究竟是遵循何种规则的争议，因为无论货币政策遵循何种规则，首要最终目标是要调控物价（周小川，2013）。二是，模型中货币政策的传导不再依赖于对价格粘性的刻画，从而使得模型框架更加简洁，传导机制更加清晰。

宏观审慎政策方面，宏观审慎政策的核心目的在于通过调节资本充足率、贷款价值比以及银行风险敞口等诸多手段，抑制金融体系的顺周期性，防止资产泡沫风险的进一步放大（Cerutti et al.，2015）。因为模型中起到放大资产泡沫风险的核心部门是投资者部门，所以本文设定宏观审慎是对投资者家庭的融资杠杆进行调节，目的在于防止大量的投机性资金流入金融资产市场，从而达到抑制资产泡沫的目的。因此，$\eta_t = \eta + \varphi_t$，$\varphi_t$ 代表宏观审慎政策冲击。

（七）动态均衡

模型的动态均衡系统由以下几部分组成。一是家庭与企业部门的一阶最优条件与预算约束。二是产品、劳动力、资本、货币与资产市场的出清条件。三是资产泡沫的预期收益率等于储蓄资金的预期回报率的无套利条件，$E_t R^B_{t+1} = E_t R_{t+1}$。通过标准化变量使得 $k_t = K_t / X_t$，$b_t = B_t / X_t$，$b^{ne}_t = B^{Ne}_t / X_t$，$b^s_t = B^s_t / X_t$，$m_t = (M_t / P_t) / X_t$，从而可以将动态均衡系统简化为：

$$
\begin{cases}
\gamma k_{t+1} = (1-n^s)(1-\alpha)A_t k_t^{\alpha} - m_t(1-n^s) - b_t^e \\
\gamma b_{t+1} = \begin{cases} (1+\xi)R_{t+1}b_t, & \Pr = 1-q_{t+1} \\ 0, & \Pr = q_{t+1} \end{cases} \\
b_t = b_t^e + b_t^s \\
R_{t+1} = \min\{R_{t+1}^K, \phi_t R_{t+1}^K + E_t b_{t+1}^{ne} / k_{t+1}\} \\
d_t^z = \gamma\lambda k_{t+1}^z \\
\delta_1(k_{t+1}^z, 1) = R_{t+1}(1-\xi\lambda) \\
b_t^s = \min\{n^s(1-\alpha)A_t k_t^{\alpha} - n^s m_t, \eta_t n^s m_t\} \\
\beta E_t \pi_{t+1}^{-1} + \chi(m_t)^{-v} = 1 \\
R_{t+1}^K = \alpha A_{t+1} k_{t+1}^{\alpha-1}
\end{cases}
$$

四、参数校准与模型求解

(一)参数校准

本文基准模型中需要校准的参数分为两类。一类依据已有文献或现实数据进行校准,主要包括$\{\beta, \alpha, n^s, v, \eta, \gamma, \pi, \lambda\}$。$\beta$为主观贴现因子,由于模型中一期为一年,[①]所以取值为0.98,与王国静和田国强(2014)等文献一致。α为资本份额,结合陈彦斌和刘哲希(2016)的测算结果与纪洋等(2016)等其他DSGE文章的设定,将其校准为0.4。[②] n^s为投资者家庭所占比重,参考陈彦斌和刘哲希(2017)的设定,将其设定为0.2。$1/v$为货币需求弹性,结合李治国和曾利飞(2007)和王宇伟(2009)的测算,将货币需求弹性设定为0.7。η为投资者家庭的杠杆率,从2015年股市暴涨暴跌的“自然实验”来看,该比例一般介于1到5之间。由于模型要模拟

① 与其他运用Samuelson—Diamond—Tirole框架的文献一样,本文意在利用OLG框架中隔代的交易者之间不能交易的重要特征,即个体在年轻期进入市场而在成熟期退出市场。因此,模型中的两期不再拘泥于传统OLG模型对于世代的设定,一期可以为一年或一个季度(Gali,2017)。

② 由于僵尸企业无效资本的市场价值函数$\delta(K_t^z) = \tau_t(K_t^z)^{\delta}(X_t)^{1-\delta}$与生产函数类似,本文将视为僵尸企业的资本份额。由于僵尸企业的资本份额一般高于政策企业,本文设定为0.5。

投资者家庭的投机性行为，所以基准模型中取最大值。γ 代表劳动生产效率的年增长率，采取以往高增长时期的平均增速水平，将 γ 取值为 1.1。[①] π 为通胀率的稳态值，采取 2012—2016 年通胀率的均值 1.02。λ 为僵尸企业的资产负债率上限，结合黄少卿和陈彦(2017)和谭语嫣等(2017)研究的测算结果，将其设定在 0.8。

另一类是根据模型的矩条件进行校准，主要包括$\{\xi, A, \tau, \chi\}$。对于 ξ，其代表新增资产泡沫占产出水平比重。模型均衡状态时有 $\xi=\gamma/R-1$。由于 γ 取值为 1.1，所以设定 $\xi=0.05$，使得均衡状态下模型中的实际利率水平为 4.9%，[②]与贺聪等(2013)、He et al.(2014)等研究估算的中国均衡实际利率相一致。对于 A，其代表全要素生产率的水平值，本文取 A 为 4.3 以使得模型中的资本形成率为 40%，从而与现实数据相匹配。τ 为僵尸企业无效资本市场价值函数的参数，均衡条件下 $k^z_{t+1}=[\tau\delta/(1-\lambda\xi)]^{1/(1-\delta)}$。本文将 τ 校准为 0.6，以使得基准模型中 K^z/K 为 5.2%，与黄少卿和陈彦(2017)等测算结果相一致。[③] 对于 X，由于模型中的货币等同于现实中流通的现金(M0)，且均衡状态下存在 $m/y=(X/(1-\beta\pi^{-1})^{1/v}/y)$，所以可通过匹配 M0/GDP 来校准。2012—2016 年 M0/GDP 比率约为 10%，加上给定了 π、β 和 v 的取值，测算得到 X=0.0158。

表 1　　模型主要参数校准结果

参数	参数含义	校准值	参数	参数含义	校准值
α	资本份额	0.4	β	主观贴现因子	0.98
A	*TFP* 水平	4.3	η	投资者部门杠杆率	5
γ	劳动生产增长率	1.1	ζ	新增泡沫占产出比重	0.05
$1/v$	货币需求弹性	0.7	λ	僵尸企业资产负债率上限	0.8
n^s	投资者家庭占比	0.2	τ	无效资本的市场价值函数系数	0.6
π	通胀率稳态值	1.02	χ	货币效用函数系数	0.0158

① 由于后文通过给予 A 持久负向冲击来模拟经济衰退环境，因此基准模型刻画的初始状态对于新常态之前的高速增长时期。

② $R=1.049$ 也满足模型中 $R\geq\beta^{-1}$的条件。

③ 需要说明的是，本文是将 K^z/K 校准在相关实证研究测算结果的下限值，以保证不会过高估计僵尸企业对整个经济的影响。

此外，对于 $\phi(k_t)$ 和 $q(b_t)$，因为面临可测度性问题，本文根据最少化参数校准的原则将其设定为线性函数，记为 $\phi(k_t)=\phi+\psi(k_t/k_{\max})$ 和 $q(b_t)=q+\theta(b_t/k_{\max})$。[①] 本文取 (φ,ψ) 为(0.42，0.72)使得基本模型的均衡状态下资产抵押比率 $\phi=1$，并且使得资本规模对企业负债率的半弹性为 0.46 个百分点，从而与钟宁桦等(2016)的实证结果相接近。同时，取 (q,θ) 为(－0.05，0.75)以使得稳态时资产泡沫破裂概率为 5% 左右，与 Goetzmann(2015)测算的现实中资产泡沫破裂概率相吻合。

(二)模型求解与拟合表现

本文对基准模型的求解采用的是政策函数迭代法。具体而言，首先通过猜解的方式求解各类市场参与者的决策函数，主要包括两类家庭的消费、储蓄和投资决策和两类企业的资本投资、借贷与生产决策。随后，根据均衡条件下资本存量、资产泡沫价值等状态变量的运动方程，迭代更新市场参与者的决策函数，直到收敛为止。

通过给予基准模型负向的全要素生产率冲击使其下降 1%，本文模拟了新常态以来中国经济的增长放缓情形。[②] 对比冲击前后的数值模拟结果可以发现，模型能够较好地拟合典型事实部分阐述的中国经济的三个主要特征。一是“借新还旧”行为增多，僵尸企业占比上升。冲击发生前后，模型中企业的投机性融资规模扩张了 63.9%，僵尸企业资本占比由 5.2%提高至 5.65%。二是债务率与投资率走势分化。模型结果显示，经济体的投资率下滑了 1.6%，但是债务率基本持平。[③] 三是出现了产出水平与资产泡沫规模分化的局面。其中，产出水平下滑 3.3%，资产泡沫规模反而扩张了约 5%。由此可见，本文的基准模型可以较好地模拟了衰退式资产泡沫环境，从而可以对衰退式资产泡沫的形成机制与对策进行深入分析。

① $k_{\max}$ 为模型经济中所能支撑的最大资本存量，$k_{\max}=(n^{w}(1-a)\mathrm{A}/\gamma)^{1/(1-a)}$。

② 根据陈彦斌和刘哲希（2016）等研究，从增长核算视角来看，全要素生产率水平的下滑是新常态以来中国经济增长速度放缓的主要原因。

③ 这里，债务率变化较小主要与本文设定的僵尸企业比例较低有关，如果适度提高僵尸企业比例，债务率的提高幅度将会增加。

五、数值模拟1:衰退式资产泡沫与传统资产泡沫形成机制比较

既然衰退式资产泡沫是一种新现象,那么其形成机制与传统资产泡沫到底有何区别,这是需要深入回答的问题。为此,本部分着重分析三点。第一,传统资产泡沫顺周期变动的核心机制是什么,为什么资产泡沫大多出现在经济繁荣时期,而很少出现在经济增长放缓或者衰退时期。第二,现有观点一般认为衰退式资产泡沫与传统资产泡沫本质上没有区别,不过是经济增长放缓下货币政策过于宽松,从而释放了大量流动性所致,那么这一观点是否正确。第三,本文之前着重强调的高债务下负债主体过多依赖"借新还旧"的行为,究竟在衰退式资产泡沫形成过程中起到了什么作用?

表2　　数值模拟实验的目标与设定

实验组	研究问题	情形设定	与基准模型相比所做的调整
第一组	传统资产泡沫顺周期变动的机制	正向全要素生产率冲击	全要素生产率水平提高1%+关闭"借新还旧"融资渠道($\phi=1,\lambda=0$)
		负向全要素生产率冲击	全要素生产率水平降低1%+关闭"借新还旧"融资渠道($\phi=1,\lambda=0$)
第二组	经济增长放缓下宽松货币政策的政策效果	负向全要素生产率冲击+正向货币政策	全要素生产率水平降低1%+通胀率上升1%+关闭"借新还旧"融资渠道($\phi=1,\lambda=0$)
第三组	"借新还旧"行为与衰退式资产泡沫之间的关系	负向全要素生产率冲击+"借新还旧"融资渠道	全要素生产率水平降低1%

针对于上述三点,本文基于基准模型设定了三组数值模拟实验(参见表2)。第一组数值模拟实验中,模型不包含基准模型中关于两种融资方式的设定,只包含

对冲性融资。相应地，模型也不再包含僵尸企业部门。由此，模型设定与以往含有资产泡沫的动态一般均衡模型的设定相近似。在此设定下，分别给予模型正向和负向的全要素生产率冲击，以观察传统资产泡沫顺周期波动的情况并分析顺周期波动的核心机制。第二组数值模拟实验是在第一组模型设定的基础上，同时给予模型负向的全要素生产率冲击与正向的货币政策冲击，从而模拟经济增长放缓下货币当局实施宽松货币政策的情形，以观察是否会出现衰退式资产泡沫情形。第三组则是沿用基准模型的设定，给予模型负向的全要素生产率冲击以及负向的全要素生产率冲击，从而考察衰退式资产泡沫的形成机理。

(一)传统资产泡沫顺周期变动的核心机制

从图 6 可以看到，第一组数值模拟实验结果较好地模拟了以往研究所强调的资产泡沫顺周期性(Borio，2014；Gorton & Ordonez，2016)，无论是在正向还是负向全要素生产率冲击的影响下，资产泡沫均是与产出水平同向变动。

就正向全要素生产率冲击而言，首先，正向全要素生产率冲击使得实体经济投资的预期回报上升，从而激发了企业的投资意愿，进而提高了企业的借贷激励，图 6c 中对冲性融资规模扩张了约 1%。其次，信贷增长又反过来刺激了经济增长的加快，表现为图 6a 和 6b 资本积累规模与产出水平分别上升了 2%和 0.8%。最后，经济的繁荣会增强投资者进行资产泡沫投资的意愿，图 6e 投资者持有的资产泡沫规模占其收入的比重从 50.5%上升到 52.1%，从而推动资产泡沫规模扩张了 4.1%。由此可见，图 6 所描述的乐观预期——信贷扩张——产出水平上升与资产泡沫膨胀这一过程，符合 Kindleberger(2005)等研究总结的资产泡沫形成的核心机制。而且，资产泡沫扩张之后往往会促进信贷的扩张，这又会进一步加快产出增长与资产泡沫扩张的速度(Martin & Ventura，2012；Jorda et al.，2015)。

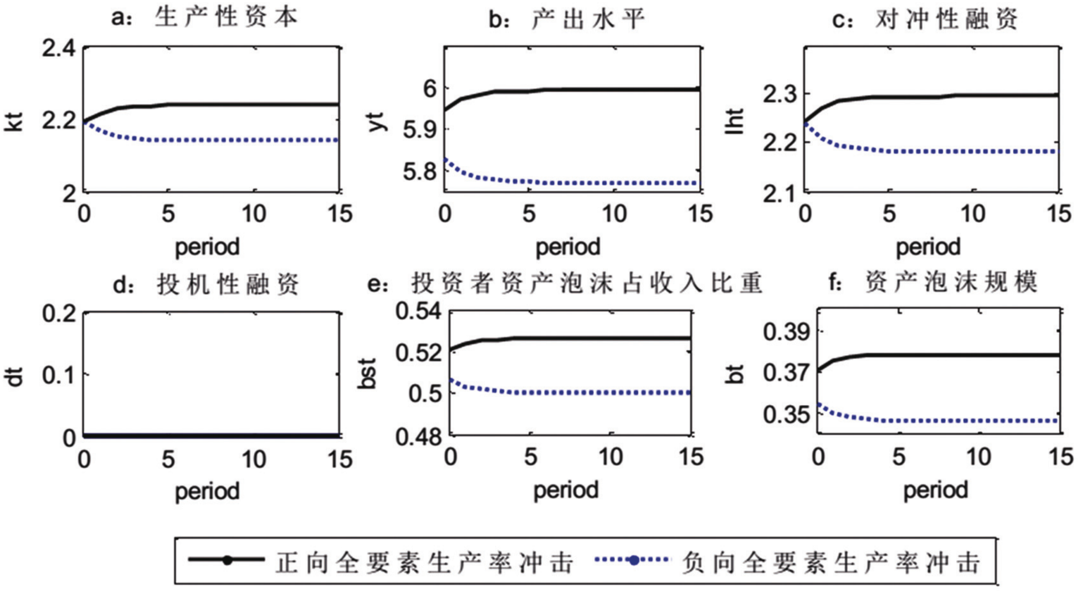


图 6　正向与负向全要素生产率冲击的脉冲响应结果(第一组数值模拟实验)

注:图中纵轴均为水平值,经济体在第 0 期受到全要素生产率水平下滑的冲击,下同。

就负向全要素生产率冲击而言,全要素生产率水平下降使得实体经济投资回报率下滑,一方面会导致企业投资意愿降低,如图 6a 中的虚线所示,生产性资本规模减少了 2.5%,更重要的另一方面是还会导致企业偿债压力加大。为缓解有所加重的债务压力,企业不得不开启去杠杆进程,从而降低自身的债务率,反映为图 6c 中对冲性融资规模的下降。与此同时,投资者部门的活跃度也有所减弱,投资者持有资产泡沫规模占其收入比重下降了 2%,从而致使资产泡沫规模缩小了 4.8%。可见,经济增长放缓时期负债主体为缓解增加的债务压力,不得不减少借贷规模来降低自身债务率,由此导致的金融体系活跃度下降是资产价格低迷的核心原因。事实上,这一机制十分类似于 Fisher(1932)提出的“债务—通缩”理论的核心机制。与以往宏观模型多从价格粘性角度讨论经济短期波动机理不同,“债务—通缩”理论是从高债务视角更好地解释经济增长和资产价格会同时陷入低迷的原因,只不过本文模型没有刻画价格水平下降对实际债务压力的进一步放大作用。

(二)宽松货币政策是衰退式资产泡沫产生的核心原因吗?

面对近年来资产泡沫风险不断加剧的局面,有不少观点将责任归咎于货币政策,认为在实体经济回报率下滑背景下货币政策处于较为宽松的状态,导致释放的流动性大量“脱实向虚”,是资产泡沫形成的核心原因(徐忠,2017;伍戈和高莉,2017)。但是,从图7展示的第二组数值模拟实验结果可以看到,如果仅考虑负向全要素生产率冲击和正向货币政策冲击带来的影响时,虽然宽松货币政策下资产泡沫规模会有所增加,但与此同时产出水平也上升了2.8%(参见图7b和7f),从而不会出现衰退式资产泡沫现象。这是因为,宽松的货币政策会降低企业的融资成本与债务压力,从而激发企业的融资需求,表现为图7c中对冲性融资规模的增加。这会使得企业拥有更多资金可用于实体经济的生产,因此经济体的资本积累规模和产出水平双双上升。事实上,经济增长放缓下货币当局实施宽松货币政策予以应对,是最基本的理论共识。货币政策通过推动资产价格上涨来刺激经济,也是货币政策的主要传导机制之一(Mishkin,2011)。

不仅如此,从现实情况来看,近年来中国货币政策也并没有处于过度宽松的状态。一是从货币数量来看,虽然2016年M2/GDP已提高至208%,但这不能完全归因于宽松的货币政策。因为M2是由基础货币和货币乘数两部分组成,前者由中央银行直接控制,后者更多是由金融体系的活跃度决定。自2011年中国货币政策定位由“适度宽松”转为“稳健”以来,基础货币的投放速度明显放缓,基础货币/GDP由2011年的46%下降至2016年的41.5%,而货币乘数由从3.6大幅上升至2016年底的5.0。二是从实际利率来看,2012年以来利率中枢明显上移。通过目前多数研究所使用的银行间同业拆借加权利率减去CPI当月同比涨幅的计算方式发现,2012—2016年间实际利率水平为0.63%,而2007—2011年间的实际利率水平为-1.53%。由此,结合本文的数值模拟实验结构与现实情况可知,不能将衰退式资产泡沫简单地归因为宽松的货币政策,更不能因此认为需要收紧货币政策以应对衰退式资产泡沫。

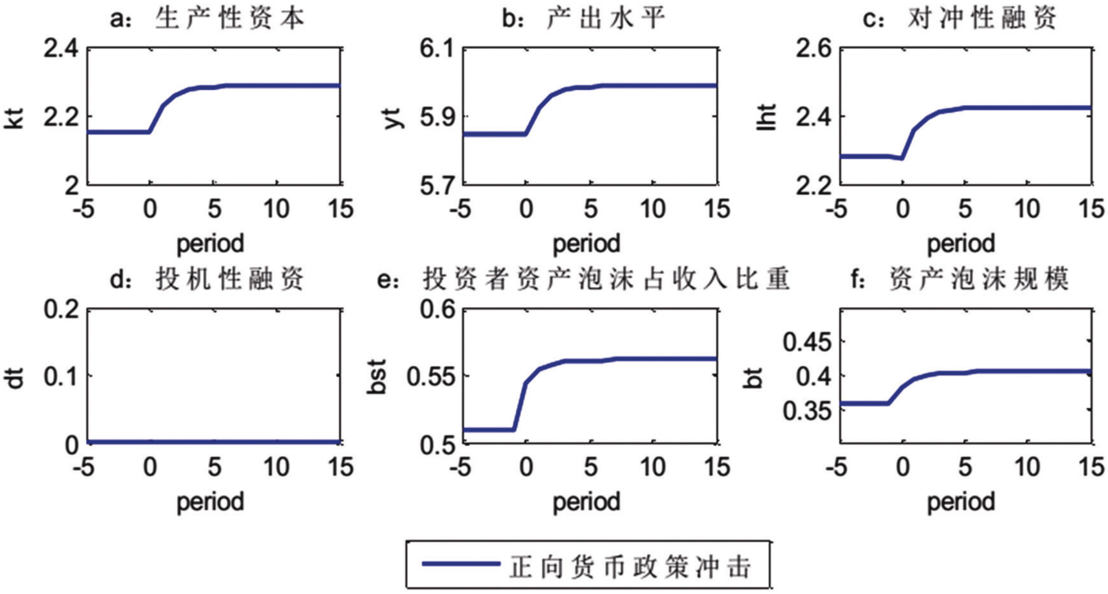


图 7　正向货币政策冲击的脉冲响应结果(第二组数值模拟实验)

(三)衰退式资产泡沫形成机理探究

第三组数值模拟实验的模型沿用了基准模型中企业可以通过"借新还旧"滚动债务的设定,同时继续给予全要素生产率水平负向冲击使其下降1%。从图8的数值实验模拟结果可见,考虑企业"借新还旧"行为之后,模型的运行机制与第一组实验发生了一点明显变化:虽然投资回报的下降依然会加大企业的偿债压力,但是如图8d所示,企业可以通过增加投机性融资的规模予以一定程度上的缓解。由此,负向冲击发生后第三组实验中企业部门的债务率(对冲性融资与投机性融资规模之和与产出水平的比值)基本保持不变,这与第一组数值模拟实验中企业只能通过去杠杆来降低债务率有明显不同,[①]与近年来僵尸企业与地方政府等负债主体不断通过"借新还旧"来滚动债务的现实情况相符合(中国人民银行,2017)。

与此同时,上述变化还带来了两方面的显著影响。一是,负债主体"借新还旧"行为的增多挤占了企业可用于实体经济投资的资金,尤其使得低效率的僵尸企业可以继续维持运营,从而加剧了资源错配程度,进一步抑制了经济增长。这突出表

① 第一组数值模拟实验结果显示,当发生负向的全要素生产率冲击后,企业债务率(对冲性融资与投机性融资规模之和与GDP比值)从38%下降至37.5%。

现为，图8f中僵尸企业资本所占比重提高了0.5个百分点，而且第三组实验的产出水平的下滑幅度也比第一组进一步扩大了2.5个百分点。二是，“借新还旧”行为的增多使得经济增长放缓时期企业融资活动依然保持相对活跃。特别是投机性融资规模的增加，使得更多的新增信贷资金(“借新”)是用于偿还已有债务(“还旧”)，从而导致更多资金在金融体系内部空转，为资产泡沫的滋生提供了土壤。因此，图8e中资产泡沫规模的扩张幅度达到了约5%。也正是因为以上两方面的变化，经济体中出现了资产泡沫膨胀而产出水平下滑的衰退式资产泡沫现象。

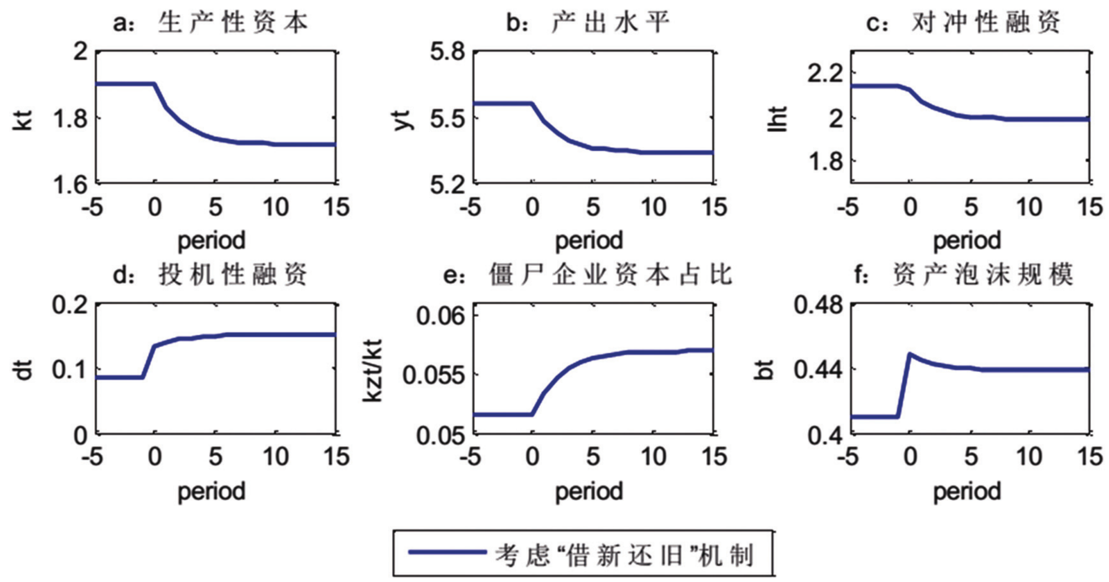


图8　考虑“借新还旧”机制后负向全要素生产率冲击的脉冲响应结果
(第三组数值模拟实验)

需要说明的是，本文数值模拟结果并不意味着“借新还旧”行为不可取，作为一种常用的融资方式，其可以平滑企业的偿债压力，真正的问题在于僵尸企业等低效率的负债主体过多地依赖于“借新还旧”手段。由于这部分本应在实体投资回报率下滑时期退出市场的企业依然存在，而且还需要不断地融资来滚动债务，就相当于一个楔子分割了实体经济与金融体系，造成了实体经济低迷与金融体系相对活跃的分化局面。由此，本来具有较高生产率的生产型企业进行实体经济投资的意愿也会下降，更愿意进行金融资产的投资，并利用金融资产的升值来获取更多资金以

进行更大规模的金融资产投资，本质上也会陷入到“借新还旧”的投机性融资状态之中。[①] 根据统计，中国A股上市企业经营活动净收益占利润总额比重已经从2011年的89.9%快速下滑至2015年的80.7%，表明企业更愿意进行金融资产投资等非主营业务。[②] 因此，尽管模型只将稳态下僵尸企业资本占比校准为5.2%，为现有不同测算结果的下限值，但是其“借新还旧”行为对宏观经济运行的影响依然显著。

总体而言，以上数值模拟实验的对比分析结果可概括为两点。第一，以往资产泡沫很少出现在经济增长放缓时期的核心原因在于，增长放缓时期负债主体偿债压力加大，从而会通过减少借贷等方式来降低自身债务规模，由此导致金融体系活跃度也相应地下降，资产泡沫规模萎缩。第二，衰退式资产泡沫与传统资产泡沫的形成机制区别在于，增长放缓时期僵尸企业等负债主体可以通过“借新还旧”来滚动债务，这不仅进一步挤占了企业可用于实体经济投资的资金，还使得金融体系避免了由去杠杆所引发的一系列调整，活跃度并未减弱甚至有所上升，由此出现了产出水平下滑与资产泡沫扩张的局面。

六、数值模拟2：衰退式资产泡沫与传统资产泡沫的对策比较

在厘清了衰退式资产泡沫与传统资产泡沫形成机制差异的基础上，本文进一步对两者在应对策略上的不同进行比较，主要是两个核心问题。第一，适用于应对传统资产泡沫的“双紧”货币政策与宏观审慎政策组合是否还适用于衰退式资产泡沫，如果不适用，货币政策与宏观审慎政策应该采取怎样的组合？第二，现有理论往往将抑制资产泡沫归为金融稳定范畴（Blanchard et al.，2010），核心在于抑制金融体系的过度繁荣，但之前分析表明高债务下“借新还旧”行为增多才是衰退式资产泡沫形成的主要原因。那么，降低实体经济债务率在应对衰退式资产泡沫方面能够发挥什么作用？本部分将通过数值模拟实验对这两个问题进行系统回答。

---

① 张成思和张步昙（2015）将这种现象称为经济金融化现象，并通过实证研究发现经济金融化显著降低了企业的实体经济投资率，但遗憾的是该研究并未对经济金融化的形成机制进行深入探究。

② 正如Minsky（1986）所指出的，“借新还旧”不仅包括通过借贷直接偿还已有贷款，还包括投资金融资产以依靠资产升值获取更多信贷等行为。因为这些借贷行为本质上没有创造实际的价值，只是用新债来掩盖旧债。

(一)货币政策与宏观审慎政策搭配方式的比较

无论是在应对衰退式资产泡沫还是传统资产泡沫时,通过实施偏紧的宏观审慎政策来抑制金融体系的投机性行为都是必要的手段。当前尚未达成共识的问题是,货币政策应该定位于“紧缩”、“中性”还是“宽松”,以更好地与宏观审慎政策相配合。

为模拟偏紧的宏观审慎政策,本文通过调整 φ_t 来改变投资者部门的杠杆率,使得政策实施后杠杆率下降至 $n_j\eta$,$n_i\in\{0.5,0.4,0.3,0.2,0.1\}$。当 $n_i=0.5$ 时,宏观审慎政策的力度最小,此时投资者部门的杠杆率为 2.5;当 $n_i=0.1$ 时,宏观审慎政策的力度最大,此时投资者部门的杠杆率为 0.5。为模拟货币政策力度,是通过调整模型货币政策冲击来改变经济体的通胀率,使得政策实施后通胀率为 $\pi+m_i$,$m_i\in\{-1,-0.8,-0.6,-0.4,-0.2,0,0.2,0.4,0.6,0.8,1\}$。$m_i$ 为负表明通胀率下降,意味着实施了紧缩的货币政策,且 $m_i=-1$ 时,货币政策紧缩力度最大;m_i 为正表明通胀率上升,意味着实施了宽松的货币政策,且 $m_i=1$ 时,货币政策宽松力度最大。

首先,本部分比较传统资产泡沫与衰退式资产泡沫下货币政策与宏观审慎政策“双紧”组合的政策效果。这里采用比较静态分析的方法,传统资产泡沫与衰退式资产的形成机制与上一节相同,不过由于生成传统资产泡沫的模型中不包含投机性融资模式与僵尸企业,所以初始状态与生成衰退式资产泡沫模型的初始状态有所差别。与此同时,设立了 5 组货币政策与宏观审慎政策的组合,(m_i,n_i)依次取$(-0.2,0.5)$,$(-0.4,0.4)$,$(-0.6,0.3)$,$(-0.8,0.2)$和$(-1,0.1)$,代表着“双紧”的政策力度由小到大。

从表 3 可以看到,面对传统资产泡沫时,因为资产泡沫规模扩张的同时产出水平也有所上升,所以实施“双紧”的政策组合能够很好地实现稳定增长与抑制资产泡沫的两项任务。特别是当(m_i,n_i)取$(-0.6,0.3)$时,产出水平能够重新回到初始状态中 5.7 的水平,而资产泡沫规模则相比于初始状态明显收缩,政策效果十分理想。当然,“双紧”政策力度不能过大,当(m_i,n_i)取$(-0.8,0.2)$和$(-1,0.1)$时,产出水平反而会低于初始状态,从而不利于实现经济稳定的目标。因此,以上数值模拟实验结果可以较好地佐证了 2008 年全球金融危机之后货币政策与宏观审慎

政策应当适度趋紧以应对资产泡沫的理论共识(Mishkin,2011)。

然而,面对衰退式资产泡沫时,“双紧”的政策组合则难以发挥较好的效果。无论(m_i,n_i)采取怎样的组合,在抑制资产泡沫的同时均会带来产出的较大损失,产出水平不仅低于初始状态,更是低于衰退式资产泡沫状态时的水平(如表 3 所示)。这是因为,收紧的货币政策会抬高企业的融资成本,加大企业本已较重的债务压力,从而进一步加剧经济的下行压力。不仅如此,数值模拟结果显示,由于紧缩货币政策下僵尸企业受到影响较小,更多是会拉紧高效率企业的融资约束,从而会导致资源错配加剧。从表 3 可以看到,当在衰退式资产泡沫环境下(m_i,n_i)取(−1,0.1)时,僵尸企业资本占比 K^z/K 会从 5.65% 上升至 6.12%。由此可见,“双紧”的货币政策与宏观审慎政策组合不是应对衰退式资产泡沫的最优手段。

表 3 传统资产泡沫和衰退式资产泡沫下货币政策和宏观审慎政策“双紧”组合的政策效果

变量 \ 情形	初始状态	传统资产泡沫	货币政策与宏观审慎政策“双紧”组合效果,				
			(−0.2,0.5)	(−0.4,0.4)	(−0.6,0.3)	(−0.8,0.2)	(−1,0.1)
产出水平	5.70	5.80	5.77	5.74	5.70	5.67	5.63
资产泡沫规模	0.33	0.35	0.27	0.23	0.17	0.12	0.06
变量 \ 情形	初始状态	衰退式资产泡沫	(−0.2,0.5)	(−0.4,0.4)	(−0.6,0.3)	(−0.8,0.2)	(−1,0.1)
产出水平	5.54	5.35	5.35	5.34	5.32	5.27	5.21
资产泡沫规模	0.40	0.43	0.39	0.37	0.27	0.21	0.15
僵尸企业资本占比	5.18%	5.65%	5.65%	5.68%	5.73%	5.90%	6.12%

注:模型中经济体的资产泡沫规模与产出水平的绝对数值不与现实中的具体数据相对应,但由于所有变量均经历了等比例转换,因而变量的变化幅度等相对值具有重要意义。模型中变量绝对值的量纲为“单位”,因此在论述中均进行了省略。

其次,本部分进一步比较衰退式资产泡沫下中性和宽松货币政策与偏紧宏观审慎政策搭配的效果。其中,中性货币政策对应于为 0,因此 5 组中性货币政策与

偏紧宏观审慎政策的组合，(m_i，n_i)依次取(0,0.5)，(0,0.4)，(0,0.3)，(0,0.2)和(0,0.1)。而5组宽松货币政策与偏紧宏观审慎政策的组合中，(m_i，n_i)依次取(0.2,0.5)，(0.4,0.4)，(0.6,0.3)，(0.8,0.2)和(1,0.1)，代表着方向相反的货币政策与宏观审慎政策力度同步加大。

从表5可以看到，当货币政策定位于中性而着重发挥宏观审慎政策作用时，资产泡沫规模能够得到明显抑制，因为宏观审慎政策能够抑制投资者部门的投机性行为。然而，宏观审慎政策对于产出水平的促进作用相对有限。虽然由于资产泡沫对资金的吸引力有所下降，会有一部分资金从金融体系回流到实体经济之中，但对产出水平的促进作用不大。即使将 n_i 调整为0.1，产出水平仅是由衰退式资产泡沫状态下的5.35上升至5.37，距离初始状态下的5.54相距较远。相比之下，当实施宽松货币政策与偏紧的宏观审慎政策相搭配时，政策效果可以得到进一步改善。一方面，偏紧的宏观审慎政策抑制资产泡沫的效果没有受到明显影响，资产泡沫规模均明显低于初始状态与政策实施前的衰退式资产泡沫状态，另一方面，在宏观审慎政策配合下，货币政策能够更加有效地降低高效率企业的融资成本，从而提升了投资的积极性，进而显著地提高了经济产出水平。当(m_i，n_i)取(1,0.1)时，产出水平比单独实施宏观审慎政策时提高0.7%。之所以强调宏观审慎政策的配合，是因为本文的数值模拟结果显示，如果不搭配宏观审慎政策而单独实施宽松货币政策($m_i=1$)时，产出水平相较于政策实施前的衰退式资产泡沫状态会下降2.2%，资产泡沫规模更会扩张30.7%。

由此可知，应对衰退式资产泡沫时，“双紧”的货币政策与宏观审慎政策组合不再适用，“偏宽松货币政策＋偏紧的宏观审慎政策”更为合适。这是因为，紧缩货币政策虽然在一定程度上有助于抑制资产泡沫，但同时会加大企业的融资成本与债务压力，导致经济产出更大幅度的下滑。相比之下，“偏宽松货币政策＋偏紧的宏观审慎政策”不仅能够抑制大量资金滞留于金融体系所引发的金融加杠杆等投机性行为，而且还能减轻负债主体的债务压力以激发经济活力。更为重要的是，两者并不会产生以往研究担忧的政策冲突问题(Beau et al.，2011；王爱俭和王璟怡，2014)。在宏观审慎政策配合下宽松货币政策对经济的刺激作用将会增强，且不会使宏观审慎政策效果明显减弱。

表 4　衰退式资产泡沫下中性和宽松货币政策搭配偏紧宏观审慎政策的效果比较

变量＼情形	初始状态	衰退式资产泡沫	中性货币政策与偏紧宏观审慎政策的政策效果,(m_i,n_i)				
			(0,0.5)	(0,0.4)	(0,0.3)	(0,0.2)	(0,0.1)
产出水平	5.54	5.35	5.35	5.36	5.36	5.37	5.37
资产泡沫规模	0.40	0.43	0.40	0.34	0.29	0.23	0.18
			宽松货币政策与偏紧宏观审慎政策的政策效果,(m_i,n_i)				
			(0.2,0.5)	(0.4,0.4)	(0.6,0.3)	(0.8,0.2)	(1,0.1)
产出水平	5.54	5.35	5.35	5.36	5.38	5.40	5.41
资产泡沫规模	0.40	0.43	0.41	0.40	0.32	0.28	0.24

(二)实体经济去杠杆的政策效果分析

由于高债务下负债主体过度依赖“借新还旧”是衰退式资产泡沫形成的核心原因,所以直观上,推进实体经济去杠杆以降低企业对“借新还旧”的依赖,是应对衰退式资产泡沫的有效手段。这与以往应对传统资产泡沫时往往聚焦于抑制金融体系繁荣有较大不同。为此,本文设立了两组实体经济去杠杆情形,定量评估实体经济去杠杆的政策效果。一组是把僵尸企业的资产负债率降至与正常企业水平相同,参照国家统计局公布的工业企业平均资产负债率,将由 0.8 下调至 0.56;另一组是彻底清除僵尸企业“僵而不死”的状态,不再允许其用“借新还旧”手段滚动债务,由此由 0.8 下调至 0。

从图 9 可以发现,当实体经济去杠杆与“宽松货币政策＋偏紧的宏观审慎政策”政策组合同步协调推进时,[1]能够进一步改善对衰退式资产泡沫的作用效果,主要表现为三个方面。一是,相比于不推进实体去杠杆的情况($\lambda=0.8$),当 $\lambda=0.56$ 和 $\lambda=0$ 时,产出水平的进一步提高,增幅分别为 0.2%和 1.1%。二是,资产泡沫规模的收缩幅度进一步扩大,虽然数值模拟中将投资者部门杠杆率降至 0.5 的宏观审慎政策对抑制资产泡沫起到了主导作用,但是推进实体经济去杠杆后资产泡沫规模依然较不推进去杠杆时又下降了 1.1%($\lambda=0.56$)和 7.2%($\lambda=0$)。三是,资源错配程度得到改善,经济运行效率提高。当 $\lambda=0.56$ 和 $\lambda=0$ 时,僵尸企业资本占比

① 这里“宽松货币政策＋偏紧的宏观审慎政策”选择的是组合。

K^2/K 由 $\lambda=0.8$ 时的 5.5%分别下降至 5.3%和 4.9%。

究其原因，僵尸企业杠杆率的下降可以减少其对“借新还旧”的依赖，一方面，不再挤占生产效率较高企业的信贷资金，能够提升实体经济活力，另一方面，实体经济活力的提升增加了资金的吸引力，从而减少了资金在金融体系内部空转的规模，由此抑制了资产泡沫的形成。因此，实体经济去杠杆可以从两个方面改善宏观政策应对衰退式资产泡沫的效果。结合之前本文所分析的僵尸企业等负债主体依赖于“借新还旧”是衰退式资产泡沫形成的核心原因的结论可知，实体经济去杠杆尤其是降低僵尸企业部门的坏杠杆是应对衰退式资产泡沫的重要一环。

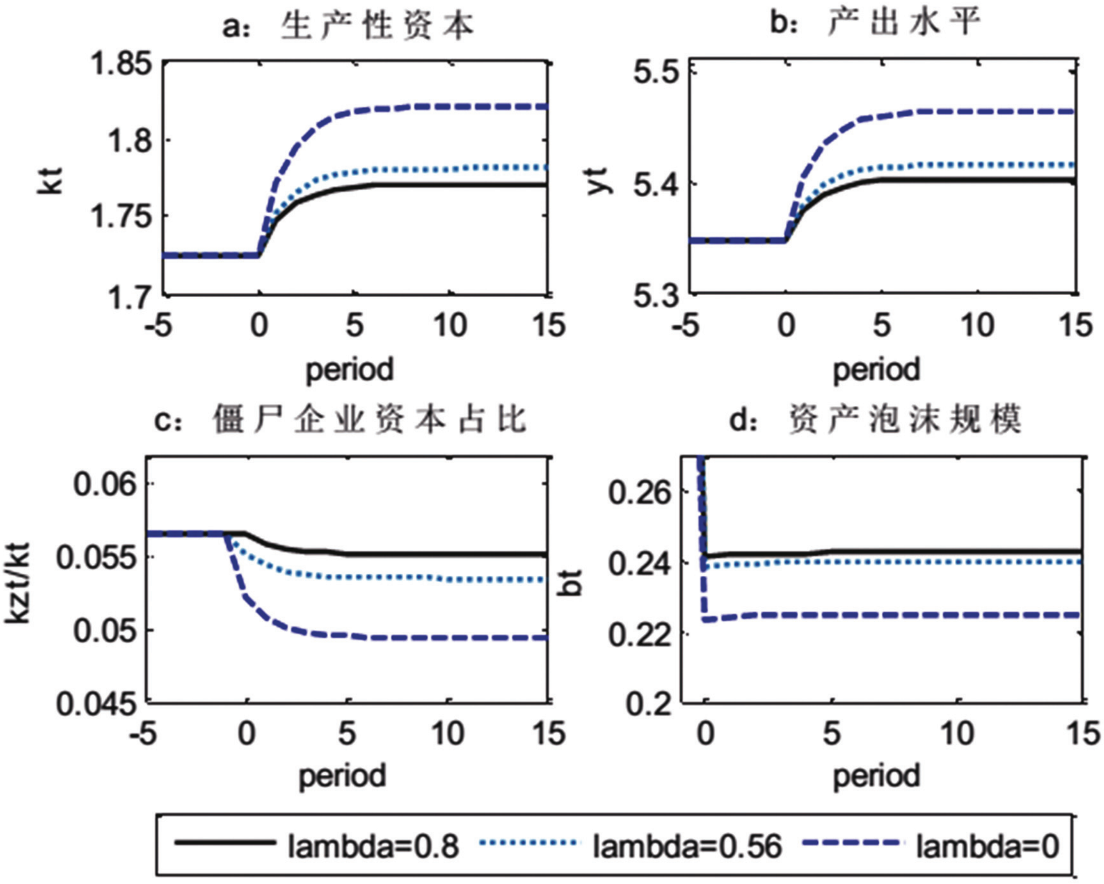


图 9　实体去杠杆与“宽松货币政策＋偏紧宏观审慎政策”搭配的效果分析

值得注意的是，尽管实体经济去杠杆举措十分重要，但单独推进时效果不佳。本文的数值模拟结果显示，当缺乏货币政策和宏观审慎政策配合时，单独推动实体经济去杠杆进程会导致经济下行压力的加大。$\lambda=0.56$ 和 $\lambda=0$ 时，产出水平会分

别低于初始衰退式资产泡沫状态 0.2%和 0.7%,与此同时,资产泡沫破裂概率会增加 1.7%和 6.9%。而历史经验表明,高债务背景下资产泡沫的破裂往往是“债务—通缩”危机爆发的导火索。一旦资产泡沫破裂,居民与企业的资产负债表会严重缩水,从而很可能出现大规模的债务违约与资产抛售情况,导致经济陷入严重的“债务—通缩”危机之中(刘哲希等,2016)。因此,实体经济去杠杆过程中必须需要发挥宏观政策的作用,通过“稳健偏宽松的货币政策+偏紧的宏观审慎政策”来实现经济与金融的双重稳定。

七、主要结论与未来研究展望

自 2012 年以来,中国一直面临着经济增速放缓而资产泡沫风险加剧的衰退式资产泡沫局面,引起了各界的高度关注。一是因为按照以往理论对资产泡沫形成机制所达成的共识,乐观预期与信贷扩张是资产泡沫形成的关键要素,由此资产泡沫基本只会出现在经济稳定或者繁荣时期。而在经济增长放缓或者衰退时期,公众的乐观预期会明显减弱且经济活动萎缩会使得信贷规模收缩,是不会出现资产泡沫风险加剧的现象。二是因为应对衰退式资产泡沫时,如果沿用应对传统资产泡沫时所采用的货币政策与宏观审慎政策的“双紧”组合,很可能会进一步加剧经济下行压力,从而难以完成“稳增长”的重要目标。但反过来,如果实施适度宽松货币政策,这又很可能会与偏紧的宏观审慎政策产生冲突,从而降低宏观政策的调控效率。由此可见,衰退式资产泡沫给宏观政策调控带来了严峻的挑战。

为此,本文构建了含有资产泡沫与高债务特征的 DSGE 模型,对衰退式资产泡沫的形成机理与应对政策展开了系统研究,主要得到以下三点结论。第一,衰退式资产泡沫的形成机制与传统资产泡沫明显不同,不需要再以乐观预期和信贷规模扩张为前提,根本上是源于高债务背景下僵尸企业等负债主体过度依赖“借新还旧”所导致的实体经济低迷与金融体系活跃的分化格局。第二,应对衰退式资产泡沫时,不应再沿用以往应对传统资产泡沫时的“双紧”货币政策与宏观审慎政策组合,否则会带来较大规模的产出损失。“稳健偏宽松的货币政策+偏紧的宏观审慎政策”组合虽然表面上作用方向相反,却是更为理想的政策组合。第三,相比于应对传统资产泡沫时重在抑制金融体系的过度繁荣,抑制衰退式资产泡沫时更为重

要的一点是要降低实体经济的债务率，从而减轻负债主体对“借新还旧”的依赖。这就需要加大实体经济去杠杆的力度，尤其是清理僵尸企业部门的坏杠杆。

虽然本文聚焦于讨论中国的衰退式资产泡沫问题，但是构建的核心分析框架也可以为近年来发达经济体经济持续低迷与资产价格持续上涨的局面提供一个较好的新解释视角。具体而言，尽管美国不存在具有隐性担保的僵尸企业利用“借新还旧”来滚动债务的问题，但其实相类似的是，2008 年全球金融危机之后美国等发达经济体实施的低利率与多轮量化宽松政策，也给予了大规模负债主体滚动债务的空间，从而避免债务违约的发生（Buttiglione et al.，2014）。[①] 由此，一方面，因为没有遭受到大规模债务违约所带来的巨大冲击，美国的金融体系在危机之后迅速恢复了正常运转，甚至在大量资金注入的情况下更加活跃，推动了资产价格的持续上涨。另一方面，由于负债主体的债务压力由于没有得到彻底解决，高债务依然是制约经济增长的重要因素。[②] 因此，美国经济一直面临经济增长低迷与资产价格持续上涨的分化格局。

最后，基于本文的分析，我们可以对衰退式资产泡沫问题的重要性有进一步的认识。以往理论研究主要关注的是，高债务下如何避免或应对债务危机的爆发，因而诞生了 Fisher（1932）的“债务－通缩”理论，Minsky（1986）的“金融不稳定”假说和 Bernanke et al.（1999）的金融加速器等一系列经典理论。这些理论研究让各界认识到保证金融体系稳定、防止大规模债务违约或资产抛售的发生，是避免债务危机恶化的重要一环，2008 年各国对金融危机的成功应对也印证了上述理论的重要性。然而我们会发现，尽管政府可以利用对企业进行隐性担保或发挥最后贷款人等手段避免大规模债务违约的发生，保证金融体系的稳定，从而在短时间内阻止债务危机的爆发，但是并不能因此而高枕无忧。高债务压力下负债主体持续地通过“借新还旧”等手段来滚动债务，使得经济体很可能会陷入另外一种以往很少关注的长期经济衰退之中，也就是本文所提出的衰退式资产泡沫局面。由此可见，如何理解与应对衰退式资产泡沫是一个新的重要的理论问题，目前对这一问题还知之甚少，希望本文为后续研究提供较好的启发与借鉴意义。

① 2017 年 IMF 发布的《金融稳定报告》估算，低利率使得总计有 4 万亿美元资产的美国企业（占美国公司总资产的 22%）避免了遭遇破产困境。

② Mian & Sufi（2014）认为，直接减免低收入负债者的债务压力，比向金融体系注入大量资金更能帮助经济摆脱衰退的困境。

参考文献

[1]陈彦斌、郭豫媚、陈伟泽，2015:《2008年金融危机后中国货币数量论失效研究》，《经济研究》第4期。

[2]陈彦斌、刘哲希，2016:《经济增长动力演进与“十三五”增速估算》，《改革》第10期。

[3]陈彦斌、刘哲希，2017:《推动资产价格上涨能够“稳增长”吗？——基于含有市场预期内生变化的DSGE模型》，《经济研究》第7期。

[4]贺聪、项燕彪、陈一稀，2013:《我国均衡利率的估算》，《经济研究》第8期。

[5]何德旭、王朝阳，2017:《中国金融业高增长:成因与风险》，《财贸经济》第7期。

[6]何帆、朱鹤，2016:《僵尸企业的识别与应对》，《中国金融》第5期。

[7]纪敏、牛慕鸿、张翔，2015:《泡沫形成的机理及对我国经济泡沫的判断》，《金融纵横》第9期。

[8]纪敏、严宝玉、李宏瑾，2017:《杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验》，《金融研究》第2期。

[9]纪洋、谭语嫣、黄益平，2016:《金融双轨制与利率市场化》，《经济研究》第6期。

[10]黄少卿、陈彦，2017:《中国僵尸企业的分布特征与分类处置》，《中国工业经济》第3期。

[11]李扬、张晓晶、常欣，2015:《中国国家资产负债表2015——杠杆调整与风险管理》，北京:中国社会科学出版社。

[12]李扬，2017:《经济恢复中最重要的是去杠杆》，《经济观察报》4月6日。

[13]李治国、曾利飞，2007:《微观货币需求函数与货币需求异质性:企业层面的证据》，《金融研究》第8期。

[14]刘斌、袁其刚、商辉，2015:《融资约束、歧视与企业规模分布——基于中国工业企业数据的分析》，《财贸经济》第3期。

[15]刘哲希、韩少华、陈彦斌，2016:《“债务－通缩”理论的发展与启示》，《财经问题研究》第6期。

[16]谭语嫣、谭之博、黄益平、胡永泰，2017:《僵尸企业的投资挤出效应:基于中国工业企业的证据》，《经济研究》第5期。

[17]王爱俭、王璟怡，2014:《宏观审慎政策效应及其与货币政策关系研究》，《经济研究》第4期。

[18]王国静、田国强,2014:《金融冲击和中国经济波动》,《经济研究》第 3 期。
[19]王宇伟,2009:《货币的加总方法对货币需求稳定性的影响——来自中国的经验证据》,《金融研究》第 3 期。
[20]伍戈、高莉,2017:《脱实向虚与脱虚向实》,《中国金融》第 6 期。
[21]徐忠,2017:《中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿》,《金融研究》第 1 期。
[22]张成思、张步昙,2015:《再论金融与实体经济:经济金融化视角》,《经济学动态》第 6 期。
[23]钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林,2016:《我国企业债务的结构性问题》,《经济研究》第 7 期。
[24]中国人民银行,2017:《中国金融稳定报告(2016)》,6 月 30 日。
[25]周小川,2013:《新世纪以来中国货币政策的主要特点》,《中国金融》第 2 期。
[26]Asriyan, V., L. Fornaro, V. Martin, and J. Ventura, 2016, "Monetary Policy for a Bubbly World", NBER Working Paper, No. 22639.
[27]Beau, C., L. Clerc, and D. Mojon, 2011, "Macroprudential Policy and the Conduct of Monetary Policy", Banque de France, Occasional Papers, No.8.
[28]Bernanke, B. S., M. Gertler, and S.Gilchrist, 1999, "Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", Handbook of Macroeconomics, Volume 1C, chapter 21, 1341—1393.
[29]Blanchard, O., G. Dell'Ariccia, and P. Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy", Journal of Money, Credit and Banking, 42(s1): 199—215.
[30]Binswanger, M., 1999, Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth, Edward Elgar Publishing.
[31]Bordo, D., and C. Wheelock, 2004, "Monetary Policy and Asset Prices: A Look Back at Past U.S. Stock Market Booms", Federal Reserve Bank of St Louis Review, 86(Nov):19—44.
[32]Borio, C., and H. B. Zhu, 2012, "Capital Regulation, Risk—taking and Monetary Policy: a Missing Link in the Transmission Mechanism", Journal of Financial Stability, 8(4): 236—251.
[33]Borio, C., 2014, "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt", Journal of Banking & Finance, 45(8):182—198.

[34]Brunnermeier，M. K.，and M. Oehmke，2013，“Bubbles，Financial Crises，and Systemic Risk”，Handbook of the Economics of Finance，Volume 2B，chapter 18，1221—1288.

[35]Brunnermeier，M. K.，and I. Schnabel，2015，“Bubbles and Central Banks：Historical Perspectives”，CEPR Discussion Papers，No. 10528.

[36]Buttiglione L.，P. Lane，L. Reichlin，and V. Reinhart，2014，“Deleveraging? What Deleveraging?”，The 16th Geneva Report on the World Economy，Sep 29th.

[37]Cecchetti，S. G.，2016，“On the Separation of Monetary and Prudential Policy：How Much of the Precrisis Consensus Remains?”，Journal of International Money & Finance，66:157—169.

[38]Cerutti，E.，S. Claessens，and L. Laeven，2015，“The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies：New Evidence”，IMF Working Paper，15/61.

[39]Fisher，I.，1932，Booms and Depressions，New York：Adelphi Company.

[40]Garber，P. M.，2000，Famous First Bubble：The Fundamentals of Early Manias，Cambridge：MIT Press.

[41]Gali，J.，2017，“Monetary Policy and Bubbles in a New Keynesian Model with Overlapping Generations”，Economic Working Papers，No. 1561.

[42]Goetzmann，W. N.，2015，“Bubble Investing：Learning from History”，NBER Working Paper，No. 21693.

[43]Gorton，G.，and G. Ordonez，2016，“Good Booms，Bad Booms”，NBER Working Paper，No. 22008.

[44]He，D.，H. Wang and X. Yu，2014，“Interest Rate Determination in China：Past，Present，and Future”，Hong Kong Institute for Monetary Research Working Papers，No.04/2014.

[45]IMF，2002，“Three Essays on How Financial Markets Affect Real Activities”，World Economic Outlook，Chapter 2.

[46]IMF，2017，Article IV Consultation with China，Aug 15th.

[47]Jorda，O.，M. Schularick and A. M. Taylor，2015，“Leveraged Bubbles”，Journal of Monetary Economics，76：S1—S20.

[48]Jorion，P.，and W. N. Goetzmann，1999，“Global Stock Market in the Twentieth Century”，The Journal of Finance，54(3)：953—980.

[49]Kindleberger, C., 1978, Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, New York: Basic.

[50]Kindleberger, C., 2005, Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, New York: John Wiley & Sons.

[51]Koo, 2009, The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession, New York: Wiley.

[52]Krugman, P., 2013, "Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers", New York Times, Nov 16th.

[53]Martin, A., and J. Ventura, 2012, "Economic Growth with Bubbles", American Economic Review, 102(6): 3033—3058.

[54]Martin, A., and J. Ventura, 2016, "Managing Credit Bubbles", Journal of the European Economic Association, 14(3): 753—789.

[55]Mian, A., and A. Sufi, 2014, House of Debt: How They(and you) Caused the Great Recession and How We Can Prevent It From Happening Again, Chicago: The University of Chicago Press.

[56]Miao, J. J., and P. F. Wang, 2015, "Bubbles and Credit Constraint", Working Paper, Boston University.

[57]Mishkin, F. S., 2011, "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", NBER Working Paper, No. 16755.

[58]Minsky, H. P., 1975, The Conventional Wisdom: The Standard Interpretation of Keynes, London: Palgrave Macmillan.

[59]Minsky, H. P., 1986, Stabilizing an Unstable Economy, New Haven: Yale University Press.

[60]Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff, 2011, "From Financial Crash to Debt Crisis", American Economic Review, 101(5): 1676—1706.

[61]Santos, M. S., and M. Woodford, 1997, "Rational Asset Pricing Bubbles", Econometrica, 65(1): 19—57.

[62]Schuknecht, L., and A. Jaeger, 2004, "Boom—Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior", IMF Working Papers, No. 04/54.

[63]Summers, L. H., 2013, "Why Secular Stagnation Might Prove to be the New Normal", The Financial Times, Dec 15th.

[64]Tirole，J.，1985，“Asset Bubbles and Overlapping Generations”，Econometrica，53 (6)：1499—1528.

[65]Turner，A.，2015，Between Debt and the Devil：Money，Credit，and Fixing Global Finance，New Jersey：Princeton University Press.

[66]Yellen，J. L.，2014，“Monetary Policy and Financial Stability”，the 2014 Michel Camdessus Central Bank Lecture，IMF，July 2th.