

# 系统性金融风险与预算软约束

厦门大学宏观经济研究中心 CQMM 课题组

**摘要:** 中国非金融企业的高杠杆率是整个国民经济杠杆率持续保持高位的主要推动力量。其中,非金融国有企业的杠杆率最高,是非金融企业中发生金融风险的主要所在。究其原因,非金融国企杠杆率高企在于:(1)充裕的流动性;(2)债务融资为主的融资结构;(3)影子银行规模的过度扩张;(4)国有企业的软预算约束和向国有企业倾斜的贷款分配机制。通过对不同领域的金融风险的表现分析,本文认为中国系统性金融风险的根源在于地方政府(国有企业)的预算软约束。在此基础上,本文通过中国季度宏观经济模型(CQMM),在国有企业预算软约束和预算硬约束两种不同情境下分别模拟分析逐步收紧货币供应量的数量型“去杠杆”政策可能产生的宏观经济效应。模拟结果显示,在国有企业预算软约束条件下降低M2增速无法实现预期的政策目标。基于上述政策模拟结果,课题组建议:必须转变以保增长为中心的发展思路;尽快建立现代财税制度,形成地方政府(国有企业)的预算硬约束;下决心从制度上消除土地财政;逐步收回超发的货币;合理控制货币总供应量,充分利用金融手段降低非金融国有企业的负债率;加大对影子银行的监管力度,回归金融的优化经济资源配置和利用职能。

**关键词:** 系统性金融风险; 预算软约束; 政策模拟

DOI:10.13658/j.cnki.sar.2017.06.009

本文执笔:李文溥、余长林、吴华坤。

**作者简介:** 李文溥,厦门大学宏观经济研究中心教授、博士生导师,教育部人文社科重点研究基地——厦门大学宏观经济研究中心主任;

余长林,厦门大学宏观经济研究中心副教授、博士生导师;

吴华坤,经济学博士,中国人民银行厦门市支行。

中图分类号: F062.9

文献标识码: A

文章编号: 1008 - 1569(2017)06 - 0065 - 13

2008年以来,为抵御国际金融危机,以“四万亿”财政刺激政策为标志,中国政府实施了多年的扩张性经济政策。它在抵御金融危机的冲击,使中国保持较高经济增长率的同时,也导致了非金融企业和政府部门杠杆率的整体快速上升。尽管与发达国家相比,中国目前的名义杠杆率并不高,但是潜在的风险却不小。一是表现为存在着较多的隐形债务,二是债务增长

**基金项目:** 国家社会科学基金重大项目“需求结构转换背景下提高消费对经济增长贡献研究”(项目编号:15ZDC011);中央高校基本科研业务费专项资金资助“中国实践背景现代宏观经济理论与政策”(项目编号:20720151037);教育部哲学社会科学重大课题攻关项目“地方债发行机制与监管研究”(项目编号:14JZD011);国家社会科学基金一般项目“知识产权保护对中国企业创新和企业绩效的影响机理及政策选择研究”(项目编号:17BJY086)。

较快。过去数年,过多的流动性所导致的金融投机行为在不同市场、不同领域和不同部门之间相互影响传递,表明中国经济已经进入金融风险高发期,系统性金融危机的风险在明显提高。2017年4月25日,中共中央政治局会议指出要坚定不移地推进经济结构战略性调整,确保不发生系统性金融风险。说明了这一问题的严重性。我们认为,防范系统性金融风险,关键在于找到金融风险源头,对症下药,从根本上消除产生系统性金融风险的病灶。

本文通过对不同领域的金融风险的表现分析,认为中国系统性金融风险的根源在于政府的预算软约束。在此基础上,我们通过中国季度宏观经济模型(CQMM),分析了在预算软约束和预算硬约束下逐步收紧货币供应量的数量型“去杠杆”政策可能产生的宏观经济效应,发现:在预算软约束条件下的“去杠杆”政策无法实现预期的政策目标。在政策模拟的基础上,本文讨论了从根本上消除产生系统性金融风险病灶的政策建议。

### 一、中国系统性金融风险的根源

当前,我国潜在的金融风险的一个重要表现是国民经济各部门的高杠杆率。<sup>①</sup>

(一) 非金融部门杠杆率剧增是诸多金融风险源中的重要风险点

在诸多潜在金融风险中,非金融企业的高杠杆率是整个国民经济杠杆率持续保持高位的主要推动力量。因此,有效降低非金融企业杠杆率尤其是非金融国有企业杠杆率是优化宏观总体杠杆率的核心,是防范和化解金融风险的关键所在。

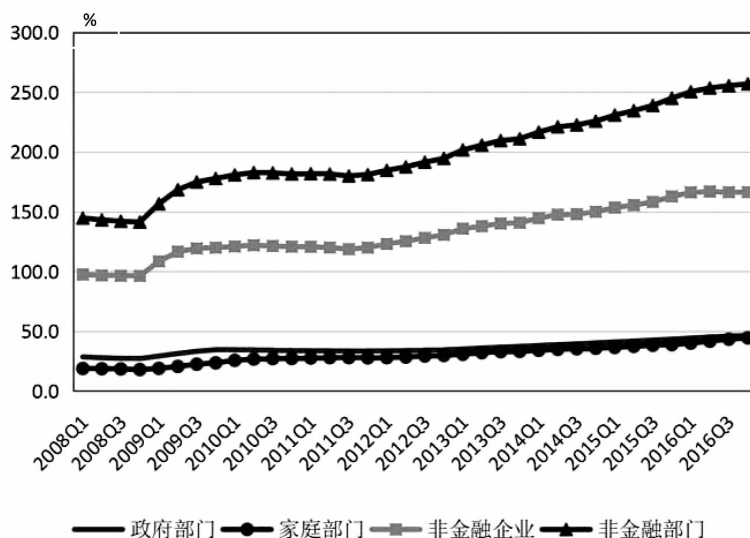


图1 中国非金融部门杠杆率的结构变化

资料来源: BIS。

非金融企业的高杠杆是非金融部门杠杆率上升的祸首。以国际清算银行(BIS)统计的总负债与GDP之比作为杠杆率的衡量指标,测算结果表明,中国非金融部门杠杆率自2008年开始快速增长:2008年第一季度为144.7%,2016年第四季度迅速升至257%,增幅为77.6%。

<sup>①</sup> 杠杆率是本轮金融危机后国际银行监管领域新设定的监管指标。典型意义上的杠杆率是指商业银行持有的一级资本与调整后的表内外资产余额的比率。在经济研究中,分析杠杆率可以从微观和宏观两个视角展开。微观上,杠杆率一般是指经济主体的资产负债数量关系;宏观上,杠杆率可以用国家的总负债/总资产来计算,也可以用总债务/GDP来计算。

其中,政府部门的杠杆率从28.5%升至46.4%,增幅为62.8%;<sup>①</sup>家庭部门杠杆率从18.8%升至44.4%,增幅为136.2%;非金融企业杠杆率从97.4%升至166.3%,增幅为70.8%(图1)。非金融企业杠杆率最高,政府部门居中,家庭部门最低。至2016年底,非金融企业杠杆率已经超过政府部门和家庭部门杠杆率之和。

横向比较,目前中国非金融企业的杠杆率不仅绝对水平而且增幅都明显高于其他国家和地区。从绝对水平看,截至2016年四季度,中国非金融企业的杠杆率为166.3%,而美国、欧元区、日本、英国和全球分别为72.5%、104.2%、95.5%、76.2%和91.4%,中国非金融企业的杠杆率水远远高于其他国家和地区。从增幅来看,2008年第一季度至2016年第四季度,中国非金融企业杠杆率增幅为70.8%,同期美国、欧元区、日本、英国和全球杠杆率增幅分别为2.7%、7.3%、-2.9%、-11.6%和8.6%,中国非金融企业的杠杆率增幅也明显高于其他国家和地区(图2)。

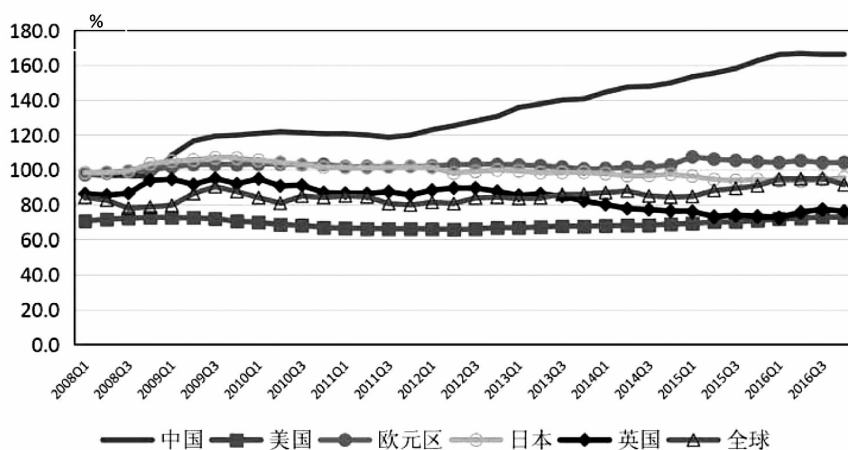


图2 部分国家和地区非金融企业杠杆率

资料来源: BIS。

值得注意的是,在中国的非金融企业中,国有企业的杠杆率最高,是非金融企业中发生金融风险的主要所在。BIS的数据显示:截至2016年底,中国国有企业的债务在中国全部非金融企业债务中的占比约为75%。进一步推算,非金融国有企业负债占GDP比重将高达124.7%。若去掉非金融国有企业的负债,则非金融非国有企业负债率只有41.6%。

观察微观层面企业的资产负债率,也可以发现同样的趋势。近十年来,工业企业整体的资产负债率自2008年以来呈现稳定下降趋势,从2008年的59.2%持续下降到2016年的55.8%。与此同时,国有企业的资产负债率却呈现出不断上升的态势:从2008年的61.6%升至2015年的65.7%,上升了4.1%。其中,大型国有企业的资产负债率甚至超过了70%。同期,私营企业的资产负债率呈现出不断下降的趋势,从2008年的56.4%持续下降至2016年的50.7%(图3)。由此可以看出,目前中国的非金融企业的债务率过高,主要是国有企业的负债率过高,相反,非金融非国有企业的负债率是逐步降低的,现在处于合理的水平上。两者的分化趋势,反映了金融部门融资的所有制歧视倾向,这也是导致国民经济范围投资效率下降,形成潜在系统性金融风险的重要原因。

<sup>①</sup> 目前中国政府部门杠杆率仍远低于欧盟60%的国际警戒线标准。2016年末,中国政府部门杠杆率为46.4%,而美国、欧元区、日本、英国和全球的杠杆率水平分别为100.8%、103.0%、212.9%、116.6%、83.9%,而2008年第一季度至2016年第四季度,美国、欧元区、日本、英国和全球的杠杆率的增幅分别为59.7%、51.7%、45.0%、164.4%、29.7%。

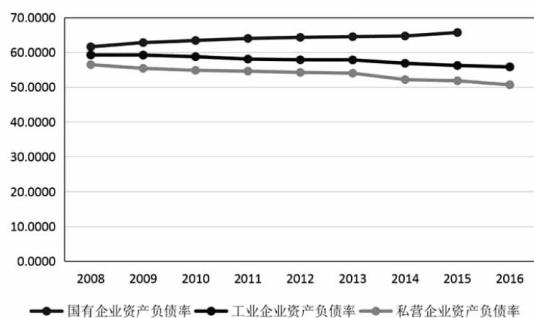


图3 国有企业、私营企业和工业企业资产负债率

资料来源: Wind 资讯, CEIC

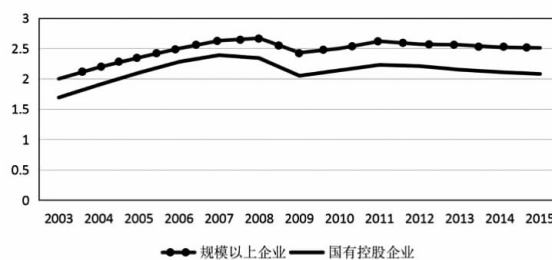


图4 2003—2015年工业企业流动资金周转率变化

资料来源: 国家统计局

此外,中国非金融国有企业的偿债能力也令人担忧。(1)据BIS估算,中国私人非金融部门(包括非金融企业和家庭部门)的债务偿付率(=到期需偿还的本息额/GDP)自2008年以来呈现快速上升趋势,从2008年第一季度的13.6%攀升至2016年第四季度的20.1%,位居主要经济体前列。(2)通过计算工业企业的利息备付率(=息税前利润/利息费用)发现,从2010年开始,国有企业和私营企业的利息备付率都出现了明显下滑。其中,在工业部门私营企业的利息备付率目前仍保持在8以上,但国有企业的利息备付率2014年已下降至2这一高风险区域。<sup>①</sup>(3)计算企业资金周转率可以发现,<sup>②</sup>中国工业企业流动资金周转率由2003年的2次逐步升至2008年的2.67次,而2009年大幅下降至2.43次,此后又升至2011年的2.62次,此后逐步下降至2.5至2.6的范围内。而同期国有控股企业的流动资金周转率一直处于相对较低水平(图4)。因此,如果说非金融企业的负债率过高,是中国潜在的系统性金融风险源之一的话,那么,需要高度警惕的是非金融国有企业的偿债能力。

### (二) 非金融国有企业杠杆率高企的主要原因

#### 1. 充裕的流动性

货币(M2)增速长期高于同期经济增长率,是中国经济多年来实行货币宽松政策的必然结果。2008年国际金融危机爆发之后,为了扩大内需保增长,中国政府扩大了货币投放以刺激经济增长。货币长期超发,导致了流动性不断攀升,经济的货币化率(M2/GDP)大幅度提高:从2008年的1.49上升到2011年的1.74,到2016年,更进一步攀升为2.08。为稳增长而注入经济的巨额流动性,以及向国有企业倾斜的信贷政策导向,为非金融国有企业的高负债提供了良好的货币条件。

#### 2. 债务融资为主的融资结构

由于直接融资市场不发达,中国的融资结构一直是以债务融资为主的,银行间接融资占比较高,提高了非金融部门尤其是非金融企业的资产负债率。<sup>③</sup>同时,国民储蓄主要转化为银行存款,推动了银行业的发展壮大,也使得银行业有充足的资金为非金融主体提供信贷支持,为非金融部门尤其是非金融国有企业加杠杆提供了便利。

就社会融资规模的结构来看,银行贷款等债务融资占比一直处于较高水平。2016年,中

① 一般而言,利息备付率的数值处于1~2属于高风险阶段,2~3以上才是正常水平。

② 资金周转率的高低反应了企业资金的利用效率,不仅会影响到利息备付率,而且还与杠杆率相关。

③ 在会计处理中,债务融资是企业的负债,而权益融资是企业的所有者权益,因此,债务融资会提高企业的资产负债率,而权益融资则不存在这一问题。

国社会融资规模中银行本外币贷款占新增社会融资规模的比例为 66.7% ,全社会的债务融资占比为 93% ,而以非金融企业境内股票融资为代表的股权融资在社会融资规模中的占比只有 7% (表 1) 。债务融资占比较高的融资结构提高了企业的资产负债率 ,势必导致企业的高杠杆率。同时 ,中国非金融企业税负较高 ,为了充分利用税盾效应<sup>①</sup> ,它们更偏好债务融资 ,也推动了企业提高杠杆率。

表 1 新增全社会融资规模与结构

单位: %

年份	总量 (万亿元)	人民币 贷款占比	外币 贷款占比	委托 贷款占比	信托 贷款占比	未贴现银行承兑 汇票占比	债权 融资占比	股票 融资占比
2008	7.0	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2009	13.9	69.0	6.7	4.9	3.1	3.3	8.9	2.4
2010	14.0	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2011	12.8	58.2	4.5	10.1	1.6	8.0	10.6	3.4
2012	15.8	52.1	5.8	8.1	8.1	6.7	14.3	1.6
2013	17.3	51.4	3.4	14.7	10.6	4.5	10.5	1.3
2014	16.5	59.4	2.2	15.2	3.1	-0.8	14.7	2.6
2015	15.4	73.1	-4.2	10.3	0.3	-6.9	19.1	4.9
2016	17.8	69.9	-3.2	12.3	4.8	-11.0	16.9	7.0

资料来源: 中国人民银行。

### 3. 影子银行的发展也推动了非金融部门尤其是非金融企业杠杆率的快速提高

根据国际评级机构穆迪估算方法对中国影子银行规模的测算结果显示(图 5) ,中国影子银行规模已从 2011 年的 19.2 万亿元升至 2016 年的 64.5 万亿元;影子银行规模占银行业表内总资产的比例从 2011 年的 18.3% 攀升至 2016 年的 29.8% 。而根据方正证券方法估算的广义影子银行规模(图 5) 2010 年中国影子银行规模为 15.5 万亿元 ,是银行业表内总资产的 16.1% 2016 年 95.9 万亿元 ,是银行业表内总资产的 41.6%<sup>②</sup> 。究其原因 ,金融创新、监管放松、货币宽松等增加了影子银行的通道、拉长了资金套利链条 ,也推高了金融机构间的杠杆水平 ,导致影子银行规模过度扩张。此外 ,高企的房价所带来的房地产高投资回报导致资金“脱实向虚” ,也加剧了影子银行的规模膨胀。

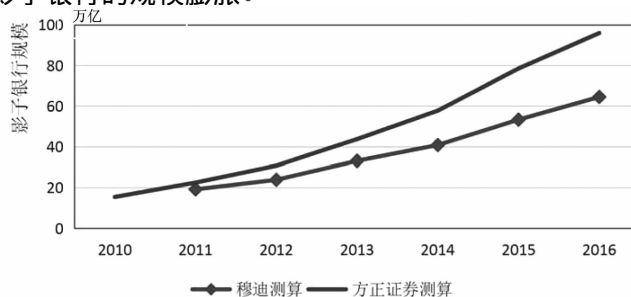


图 5 2010—2016 年的中国影子银行规模

资料来源: 作者整理。

① 根据中国的会计核算准则 ,如果考虑到税负问题 ,债务融资的利息支付可以抵扣应纳税额 ,也就是存在税盾效应 ,进而导致我国非金融企业更偏好债务融资。

② 2010 年以前 ,中国影子银行规模均在 8 万亿元以下 ,主要来源于银行非传统信贷业务资产。2010 年以后 ,随着非银行金融机构资产管理业务和其他融资类业务的迅猛发展 ,导致中国影子银行规模一路飙升。

尽管在目前中国的金融结构下,影子银行在一定程度上能满足部分实体经济的资金需要,有其存在发展的必要性,但是,在始终存在政府隐性担保的情况下,因2014年底开启的新一轮宽松货币政策而释放的资金,通过影子银行体系更多是支持了房地产企业、地方融资平台以及“两高一剩”的国有僵尸企业,进而全面推高了政府和国有企业的杠杆率。<sup>①</sup>

#### 4. 国有企业的软预算约束和向国有企业倾斜的贷款分配机制

长期以来,银行信贷资源分配始终存在着明显的所有制歧视。近十年来政府为保增长而超发的货币,多数转化成为对国有企业的贷款。由于政府对国有企业的隐性担保,使得国有企业融资被“过度润滑”,致使金融资源被低效率、大规模地配置到国有企业,国有企业对信贷资源的过度占用挤压了民营企业的融资。

国有银行承担着为国有企业融资的重任,再加上对国有企业提供贷款背后往往有政府信用背书,风险较低,银行业也偏好为其贷款。同时,由于在制造业中的国有企业主要分布在采掘、化工、建筑和交通运输等重资产行业,其本身也需要更多的资金支持。国有企业长期的预算软约束,也增大了企业主动负债的动机。加之刚性兑付及破产清算成本过高等问题,致使中国国有企业杠杆率较同类企业明显更高,甚至出现大而不倒的房地产企业。进一步,由于国有企业的资金利用效率不高,反而强化了其对贷款的需求。供求双方力量作用的结果是国有企业的杠杆率一向较高,负债率长期明显高于民营企业。随着国有企业杠杆率的提高,形成了金融部门和国有企业的双高杠杆率,成为金融与非金融部门的两大金融风险点。

#### (三) 非金融国有企业的高杠杆率向其他领域的转移

非金融国有企业获得的巨额贷款,相当部分成为各级政府保增长的工具,被投入到大量的非生产性工程项目中如基础设施、市政工程、房地产中去,<sup>②</sup>导致了国民经济投资效率迅速下降。同时,由于实体经济投资收益率较低,部分获得大量贷款的非金融国有企业一时无法找到合适的投资对象,便转手放贷,坐收利息,其行为对影子银行的发展和互联网金融投机起到了输血打气、推波助澜的作用。

综上,尽管金融风险存在于诸多市场、不同领域和不同部门,但是,金融部门与非金融国有企业的高负债率是引发其他潜在金融风险的两大诱因。两者相辅相成:金融部门的高负债率因非金融国有企业的高负债而生。消除了后者,前者也就自然降至正常。降低了非金融国有企业的高负债率,经济中其他部门的风险点也就失去了大部分风险资金的来源。

#### (四) 货币超发、地方政府(国有企业)的预算软约束是系统性金融风险的总根源

尽管非金融国有企业的高负债是国民经济各领域经济风险的主要诱因,但是,国民经济系统性风险的源头却不是国有企业,而是国有企业的所有者——各级政府,尤其是各级地方政府。政府主导型市场经济体制下,各级政府对经济运行有着巨大的把控能力。长期以来,这也是形成各种社会经济问题的重要原因。

在政府主导型经济体制下,经济增长是各级地方政府多年来追求的第一政策目标。追求经济发展,使许多地方政府在社会经济发展决策中并不是考虑有多少钱办多少事,而是先定发展目标,而后找米下锅,筹集投资资金。想办多大事,就筹多少钱。由于地方政府在社会经济发展中的领导地位,各级国有企业甚至央企其实只是各级政府手中的工具。在国有企业的高负债率、国民经济各领域的投机性行为的背后,都可以看到各级地方政府的身影。

<sup>①</sup> 也有相当一部分资金通过影子银行体系流入股市、债市和楼市等领域,推高了相关资产价格,造成资产泡沫;随着实体经济回报率下降,资产回报率降低,开始出现资金滞留在影子银行体系内空转的现象。

<sup>②</sup> 有一段时期,房地产国企成为推高各地土地拍卖价格的主力,对各地土地财政、房地产投机风潮的形成,经济脱实向虚,负有重要责任。

各级地方政府之所以成为目前潜在金融危机的源头,是由于长期以来,虽然建立了分级财政预算制度,但实际上中央与地方、各级地方政府之间并未真正分家,也并未建立独立的地方预算核算制度。各级地方政府不仅可以向上级政府申请拨款,以各种方式向银行贷款,利用各种政府融资平台借债;如通过土地招拍挂等获得土地财政收入,要求国有企业筹资实现其投资计划,以及通过PPP等动用国有企业甚至非国有企业的资金进行建设,等等。由于事实上各级地方政府不存在可以导致其破产的财政预算硬约束机制,因此,各级地方政府,不仅有突破预算约束的筹款能力,而且有突破预算约束的贷款欲望。两者结合,必然导致货币超发。长期的货币超发也成为了各类金融风险的总根源。

## 二、政策模拟与分析

根据上述分析思路,我们应用课题组开发的“中国季度宏观经济模型”进行政策模拟。<sup>①</sup>政策模拟思路是:为了从源头上控制系统性金融风险,需要控制货币投放。我们将在国有企业预算软约束和预算硬约束两种不同情境下分别模拟分析逐步收紧货币供应量的数量型“去杠杆”政策可能产生的宏观经济效应,以廓清结构因素与数量因素在“去杠杆”进程中相应的地位与作用,为全面、有效降低中国经济体系所存在的系统性金融风险提供政策参考。由于在CQMM模型中没有独立的政府变量,因此,在技术处理上,我们将上述分析所讨论的地方政府/国有企业预算约束简化处理为国有企业预算约束。鉴于地方政府相当规模的融资也是通过国有企业平台展开的,显然,这一简化不会使模拟偏离讨论的主题。

### (一) 模拟情景设计

#### 1. 关于M2增速的反事实假定

模型模拟期间选在2013年至2015年间,四个季度共计12期。在此期间,非金融国有企业的杠杆率持续不断上升,可为政策模拟提供一个良好的现实参照。我们假定,模拟期内,中国若采用收紧货币供应量增速的数量型“去杠杆”政策,即假设M2同比增速较实际值降低且降幅逐季度增加0.25个百分点,至期末降幅累计达到3个百分点。模拟期内M2增速的变动及其余额变化如图6所示。

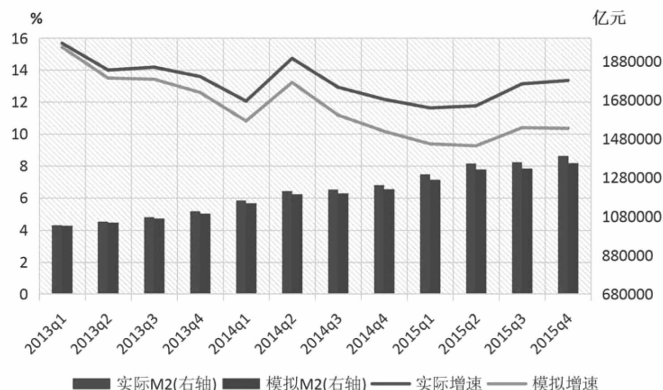


图6 2013年至2015年期间M2增速的反事实假定与基准对比

资料来源:作者计算。

<sup>①</sup> 关于中国季度宏观经济模型(CQMM),请参阅课题组《中国季度宏观经济模型的开发与应用》,《厦门大学学报(哲社版)》2007年第4期。

## 2. 关于非金融国有企业预算约束的反事实假定

对于非金融国有企业,在模拟期内,我们假定存在两种不同的预算约束机制:一种是现实中存在的“预算软约束”,另一种是反事实假定即“预算硬约束”。<sup>①</sup>在“预算软约束”下,国有企业的融资需求总是能够获得满足,其杠杆率可以不断上升;而在“预算硬约束”下,国有企业的融资需求将受其杠杆率的影响。当杠杆率超过一定阈值时,政府将收紧对国有企业的融资约束。<sup>②</sup>其最终实际获得的融资量由融资约束和融资需求两者的下限决定。

### (二) 政策模拟的经济传导机制

如图 7 所示,首先,国有企业投资和民间投资分别受到国有企业融资和非国有企业融资的影响,其中国有企业融资对非国有企业融资存在“竞争性抑制”作用——换言之,社会融资总是优先满足国有企业,剩余部分才流入非国有企业。其次,国有企业投资和民间投资共同构成全社会投资,决定资本形成,并内生地决定非国有企业投资占比。<sup>③</sup>第三,非国有企业投资占比将影响全要素生产率,后者将进一步影响经济产出。最后,经济产出相对于潜在产出的偏离又会影响地方政府通过国有企业加杠杆、促投资、稳增长的行为。

在上面两类反事实假定下,我们将模拟调低 M2 增速在情景一——国有企业具有“预算软约束”与情景二——国有企业具有“预算硬约束”两种不同情形下分别可能产生的宏观经济效应。

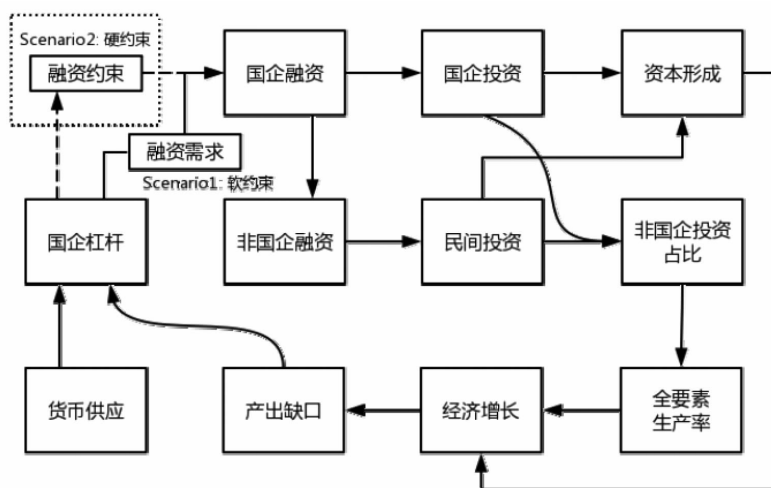


图 7 模型主要传导机制

### (三) 政策模拟结果

#### 1. 情景一：国有企业具有“预算软约束”

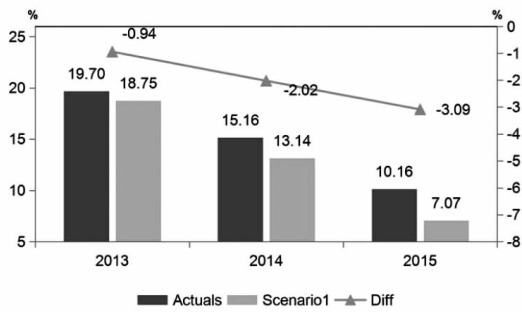
在国有企业具有“预算软约束”的情景下,下调 M2 增速所导致的资金面紧张会抑制国有企业及非国有企业的融资,国有和民间投资增速将双双下行,进而对全社会固定资产投资增速产生负面影响。由图 8 可见,模拟期内固定资产投资增速均较基准值有所下降,而且降幅持续扩大。

① 为便利起见,上文讨论的地方政府/国有企业预算约束简化处理为国有企业预算约束。鉴于地方政府相当规模的融资也是通过国企平台展开,这一简化不会使模拟偏离讨论的主题。

② 实际上呈现一个倒 U 形,倒 U 形拐点约为 62%。

③ 中国季度宏观经济模型课题组《中国宏观经济分析与预测——2017 年春季报告》。

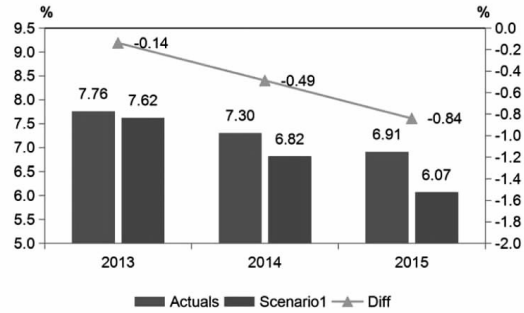




注: Actuals 表示模拟期内 M2 增速为实际值时投资增速; Scenario1 表示模拟期内情景一下调低 M2 增速后的投资增速; Diff 为模拟投资增速与实际值之差(右轴)。

图 8 社会固定资产投资增速变动模拟

资料来源: 作者计算。

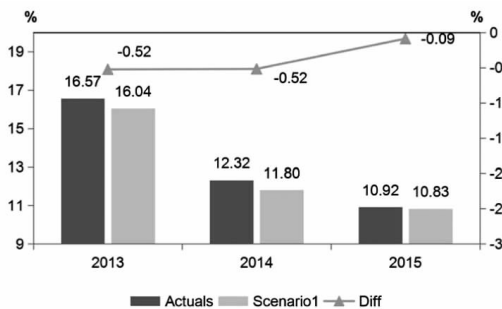


注: Actuals 表示模拟期内 M2 增速为实际值时 GDP 增速; Scenario1 表示模拟期内情景一下调低 M2 增速后的 GDP 增速; Diff 为模拟 GDP 增速与实际值之差(右轴)。

图 9 GDP 增速变动模拟

资料来源: 作者计算。

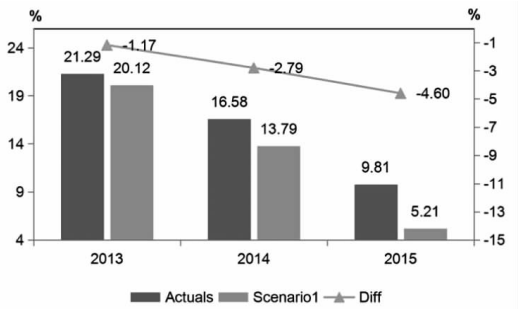
受投资增速下降的影响,GDP 增速也较基准值加速下行(图 9)。这可能会强化政府通过国有投资“稳增长”的动机。结果是,在 M2 增速下降后国有企业投资因为存在“预算软约束”,其投资增速下降的幅度相对较小,其杠杆率提高相对较快(图 10);但另一方面,民间投资由于本就紧张的资金被国有企业挤占,投资增速将大幅下滑(图 11)。随着国有企业投资所占比重的提高,国有投资较低的投资效率,将影响全要素生产率的提高,并对 GDP 增速产生负面影响。产出缺口的扩大,有可能引发新一轮的“稳增长”干预,国有企业的杠杆率将进一步提高。



注: Actuals 表示模拟期内 M2 增速为实际值时国有企业投资增速; Scenario1 表示模拟期内情景一下调低 M2 增速后的国有企业投资增速; Diff 为模拟投资增速与实际值之差(右轴)。

图 10 国有企业投资增速变动模拟

资料来源: 作者计算。



注: Actuals 表示模拟期内 M2 增速为实际值时民间投资增速; Scenario1 表示模拟期内情景一下调低 M2 增速后的民间投资增速; Diff 为模拟投资增速与实际值之差(右轴)。

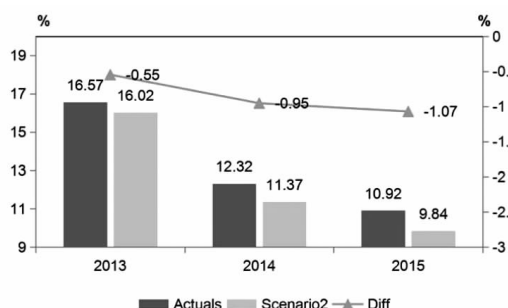
图 11 民间投资增速变动模拟

资料来源: 作者计算。

## 2. 情景二: 国有企业具有“预算硬约束”

在国有企业具有“预算硬约束”的情景下,下调 M2 增速之后,资金面的趋紧同样会抑制国有投资和民间投资的增长。但与情景一不同,由于国有企业面临“预算硬约束”,其无法通过持续加杠杆来获取投资资金;不仅如此,当国有企业杠杆率超过一定阈值,其授信额度将受到限制,对其的融资约束就会收紧。因此,国有企业投资增速在各年不仅低于实际基准值,也低于情景一的情形,而且投资增速的降幅还会逐年增加(图 12);而各期民间投资增速虽然低于

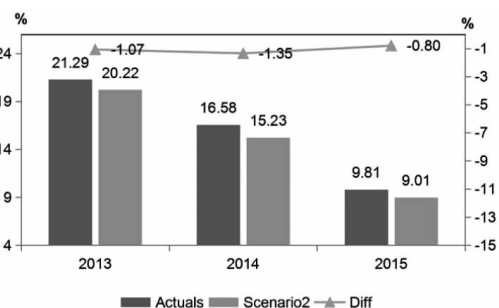
实际基准值,却高于情景一;同时,投资增速的降幅在模拟期末明显收窄(图 13)。



注: Actuals 表示模拟期内 M2 增速为实际值时国有企业投资增速; Scenario2 表示模拟期内情景二下调低 M2 增速后的国有企业投资增速; Diff 为模拟投资增速与实际值之差(右轴)。

图 12 国有企业投资增速变动模拟

资料来源:作者计算。

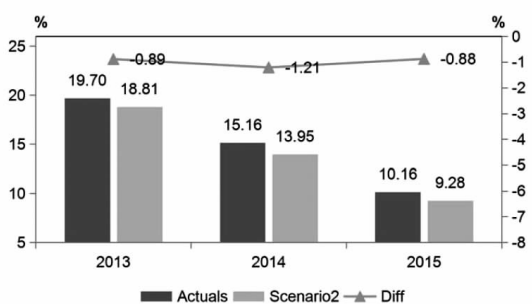


注: Actuals 表示模拟期内 M2 增速为实际值时民间投资增速; Scenario2 表示模拟期内情景二下调低 M2 增速后的民间投资增速; Diff 为模拟投资增速与实际值之差(右轴)。

图 13 民间投资增速变动

资料来源:课题组计算。

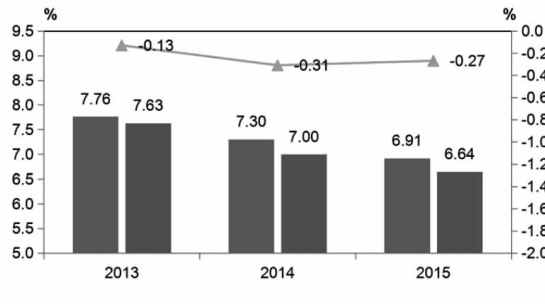
在情景二下,由于占比较高的民间投资增速下降的幅度相对较小,全社会固定资产投资增速下降的幅度也较小(图 14)进而投资增速下滑对 GDP 增速的影响也相继减弱。此外,由于国有企业投资占比难以像情景之一下大幅提高,因而 M2 增速下调对全要素生产率的影响也有限。结果,在模拟期内各年末 M2 增速分别较实际基准值下降 1 个、2 个、3 个百分点的情况下,各年 GDP 增速仅分别下滑 0.13、0.31、0.27 个百分点(图 15)。不仅如此,随着民间投资占比提升,投资效率逐步改善,全要素生产率不断提高,经济效率得到明显改善,更加具备可持续发展的潜能。



注: Actuals 表示模拟期内 M2 增速为实际值时的全社会固定资产投资增速; Scenario2 表示模拟期内情景二下调低 M2 增速后的投资增速; Diff 为模拟投资增速与实际值之差(右轴)。

图 14 全社会固定资产投资增速变动模拟

资料来源:作者计算。



注: Actuals 表示模拟期内 M2 增速为实际值时 GDP 增速; Scenario2 表示模拟期内情景二下调低 M2 增速后的 GDP 增速; Diff 为模拟 GDP 增速与实际值之差(右轴)。

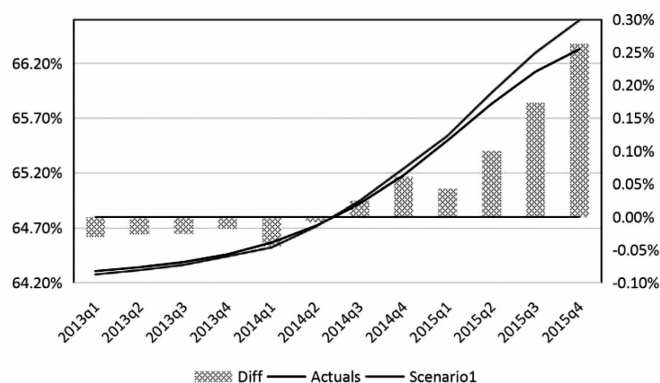
图 15 GDP 增速变动模拟

资料来源:作者计算。

上述基于 CQMM 的模拟表明,应对当前中国经济潜在的系统性金融风险,不仅要逐个地消除在不同市场、不同领域、不同部门形成的不同风险表现(如各级地方政府的债务危机、非金融国有企业的高杠杆率、金融部门的高负债率、房地产市场、股市、债市、互联网金融的投机乱象、影子银行、表外业务等等),而且必须通过深化体制改革,从体制上根除形成系统性金融

风险的总根源。

模拟结果表明,在地方政府(国有企业)存在“预算软约束”的情况下,单纯依靠降低M2增速、回笼货币并不能有效化解金融风险。其一,在政府主导型经济体制下,各级政府始终具有较强的“稳增长”动机,各级国有企业不过是各级政府手中的工具,各级政府一定会为它们争取到实现政府政策目标的信贷额度,国有企业的杠杆率易增难降。即使是在M2增速调低了3个百分点的情况下,模拟期末国有企业的杠杆率反而高于实际基准值0.25个百分点(图16)。其二,国有企业“预算软约束”实质上赋予其在资金紧缺时优先抢占资金的能力,从而将绝大部分信贷紧缩的压力转嫁给非国有企业,并回避“去杠杆”的“实锤”。这不但使民间投资增速受到较大冲击,出现“国进民退”,而且还会导致社会总体投资效率下降,从而对经济增长产生较强的负面影响,并进一步强化地方政府通过国有企业加杠杆增加投资以“稳增长”的动机。



注: Actuals 表示模拟期内 M2 增速为实际值时国企杠杆率; Scenario1 表示模拟期内情景一下调 M2 增速后的杠杆率; Diff 为模拟值与实际值之差(右轴)

图 16 国有企业杠杆率变化模拟

资料来源:作者计算。

### 三、政策建议

在改革开放以来的近 40 年里,2010 年前后是中国经济发展的一个转折点。2008 年,国际金融危机结束了中国自加入 WTO 以来,长达近 10 年的经济高速增长期。至 2010 年,中国的人均 GDP 已超过 5000 美元,成为中等偏上收入经济体。中国经济在发展中悄悄地进入了一个新阶段,这就是经济新常态阶段。<sup>①</sup>

然而,人们往往在经济发展阶段出现转换时懵懂不觉,仍然以旧的发展思路应对新阶段的到来。国际金融危机到来之际,外需大幅度下降,决策者的应对措施是用大规模的投资刺激计划扩大内需,是十大产业振兴计划,是力图通过 4 万亿的投资刺激计划将经济拉回到原有的增长轨道上去,是千方百计地“保八”,企图通过“保八”恢复危机前的高增长率。在强刺激难以奏效,严重地得不偿失,后难为继之后,仍不愿意放弃需求刺激,只是改用了微刺激,力图阻止增长率下滑,保证虽然低于 8% 但仍然是较高的增长率。

新常态意味着经济发展的新阶段。新阶段不仅在于经济增长率异于此前,而且在于新阶

<sup>①</sup> 有关分析,请参阅李文溥主编《走向经济新常态》,人民出版社 2017 年版。

段是建立在人均收入水平提高之后的需求结构转换基础上的。新的需求结构会使大量既有的生产能力缺乏需求,沦为过剩产能,不得不提前报废。同时,新的需求结构也在呼唤着新的生产能力。但是,新的生产能力并非新的需求出现便能自动产生。体制的障碍使投资难以顺畅地进入新的朝阳产业,使产能不足产业难以扩大其产能,改善其效率,增加产出以满足新的社会需求。新常态需要新的发展思路,需要相应的结构调整,需要进一步全面深化改革以解放相应领域的生产力。

因此,从某种意义上说,当前中国潜在的系统性金融风险,就其实质而言,是发展阶段转变之后,各级政府部门并未适时转变发展思路,调整结构,体制改革滞后而逐渐累积、凸显出来的风险。要防范和化解中国经济的系统性风险,必须从源头上做起,标本兼治。根本之策在于转变发展思路,调整结构,全面深化体制改革。具体而言:

#### (一) 必须转变以保增长为中心的发展思路

此前的分析指出,之所以导致中国目前的流动性过剩,经济的货币化率( $M2/GDP$ )大幅度提高,是由于长期的货币超发。而长期货币超发的根源正在于各级政府对高增长的追求。在短期而言,经济增长取决于投资、消费和净出口的增长。国际金融危机之后,国外需求缩减,出口难以拉动经济增长,居民消费又相对稳定,因而,各级政府要想拉动经济增长,惟有依靠扩大投资。在非国有企业投资意愿降低、投资能力不足的情况下,各级政府只能依靠国有企业扩大投资。为了扩大投资,势必要通过各类政府融资平台、国有企业筹措资金,倒逼央行增加货币投放。因此,要想杜绝货币超发,就必须给各级地方政府降压减负,在政绩考核中,不再以经济增长率论英雄。更进一步说,在市场经济中,政府自有其职能,政府如以经济建设为中心,势必以增长为目标。因此,从根本而言,在新形势下,必须尽快实现国家治理结构的现代化。其中之一,就是政府应当放弃以经济建设为中心,逐步转向以公共服务与公共管理为中心,让市场做市场的事,让政府做政府的事。

#### (二) 尽快建立现代财税制度,形成地方政府(国企)的预算硬约束

杜绝货币超发,不仅要放弃以保增长为中心的发展思路,还必须建立杜绝货币超发的体制机制。其根本在于建立各级政府和国有企业的预算硬约束机制。有人认为,在单一制(unitary government type)的国家结构形式下,地方政府不是独立的主体,不能实现地方政府的预算硬约束。这种说法是不正确的。因为,如果同意这一看法,也就意味着各级地方政府的预算是无法约束的,也就意味着,中国经济潜在的系统性金融危机是始终存在的。如果同意这一看法,就无法解释,为什么世界上有很多单一制国家都较好地解决了地方政府的预算硬约束问题。<sup>①</sup>因此,在通过有关文件对各级地方政府的非法、不规范融资行为进行急刹车,予以规范、制止的同时,还应当通过建章立制,推动地方财税制度的改革,实现国家治理体系与能力的现代化。实现地方政府(国有企业)的预算硬约束,是全面深化体制改革,从制度上根本杜绝系统性金融风险的重要制度性建设。政府部门要规范中央和地方财税关系,再造中央和地方政府的税收分成制度。建立地方财政收支激励相容机制,确立事权和财力相一致的政府间财政关系,建立规范的地方公债发行制度,解决地方财政预算软约束问题从而消除其扩大负债的能力。

#### (三) 下决心从制度上消除土地财政

实践证明,土地财政是导致地方政府预算软约束的重要环节。地方政府通过垄断土地拍

<sup>①</sup> 以日本为例,地方政府解决其当期收入与当期支出之间的不平衡,基本上是通过发行地方公债来解决的。相关法律规范了地方政府举债的条件和中央政府对地方债的管理权限。参阅:邓子基等著《公债经济学》,中国财经出版社1990年版;吴炳昌译《日本地方税法》,经济科学出版社1990年版。

卖权,获取了巨额土地拍卖收入,导致了城市房地产价格腾贵,将大量居民的毕生储蓄转化为一次性土地财政收入,改变了国民收入分配格局,抑制了居民消费,强化了以出口拉动、投资推动的粗放型经济发展路径;城市地价腾贵,导致了产业成本虚高,产业空心化,逼迫部分制造业过早地退出大中城市,甚至退出我国,严重缩短了产业生命周期;地价腾贵所导致的经济泡沫化,导致资金更多地流向金融投机,严重地抑制了自主创新与产业技术升级换代。要消除系统性金融危机的潜在根源,必须从制度上消除土地财政。应当从实现地方政府预算硬约束,建立地方政府稳定财政收入来源的角度,用房产税取代土地财政。

#### (四) 逐步收回超发的货币

长期货币超发所导致的流动性过多,是金融风险在不同的市场、不同领域和不同部门之间来回游走的重要原因。因此,要采取措施,逐步回收过多的流动性。通过完善法律法规,在充分保障国有资产不流失的前提下,可以采取公平竞争的方式,拍卖部分竞争性领域的国有企业,同时通过稳步推进国有企业混合所有制改革,推进自然垄断领域的竞争性环节及时向民营资本开放。在回收过多的流动性的同时,通过体制机制创新,实现国有资产管理从实物管理向资产管理的过渡,改变国有资产管理思路,创新国有资产管理方式,从而提高现有国有资产的经营效率。

#### (五) 合理控制货币总供应量,充分利用金融手段降低非金融国有企业的负债率

中国潜在的系统性金融风险与较长时间里过多的流动性投放有着直接关系,其根本问题在于货币政策的非中性,货币政策过多地服从保增长的需要,常常被动超发。因此,从长远看,中国货币政策目标应当有所调整,更多地服务于保持币值稳定,控制通货膨胀。货币政策应保持中性,严格控制货币供应量,并积极协调配合宏观审慎监管和金融稳定政策,以达到有效防控金融风险的目的。债务融资占比过高是造成非金融企业杠杆率较高的主要原因,因此,需要降低债务融资比例,发展好股权融资,利用股权融资来替代债务融资,降低非金融企业特别是国有企业的杠杆率。同时,改革金融监管体制,打破刚性兑付,充分发挥资本市场在降杠杆和优化资源配置中的功能;加强对商业银行的监管,杜绝其利用非银行金融机构为产能过剩行业提供贷款;积极开展市场化、法制化债转股,以此实现主动去杠杆的目的。

#### (六) 要加大对影子银行的监管力度,回归金融的优化经济资源配置和利用职能

结合宏观审慎评估体系(MPA)考核严控影子银行规模扩张,减少不受监管的融资行为,积极引导影子银行充分发挥服务实体经济的功能。过去近十年来,地方政府融资平台和房地产部门不断加杠杆,国有企业、地方政府融资平台等低效率部门借助隐性背书和刚性兑付加杠杆占用了过多资源,而民营企业、制造业、生产性服务业等高效率部门被挤出。因此,应继续调整税制,放松服务业管制,并加强金融监管协调,提升实体经济回报率,使金融系统中空转的资金回流实体经济,回归金融的优化经济资源配置和利用职能。

#### 参考文献:

- 马建堂、董小君、时红秀等《中国的杠杆率与系统性风险防范》,《财贸经济》2016年第1期。  
 纪敏、严宝玉和李宏瑾《杠杆率结构、水平与金融稳定——理论分析框架与中国经验》,《金融研究》2017年第2期。  
 金鹏辉、王莹和张立光《稳增长条件下的金融摩擦与杠杆治理》,《金融研究》2017年第4期。  
 娄飞鹏《非金融部门杠杆率现状与去杠杆建议》,《西南金融》2017年第7期。

## Systemic Financial Risks and Soft Budget Constraints

Research Team of CQMM

Center for Macroeconomic Research , Xiamen University

The high leverage ratio of non – financial enterprises in China is the main driving force that keeps the leverage ratio of the entire national economy at a continuously high level. The leverage ratio of non – financial state – owned enterprises remains at the highest level , which is the main reason for financial risks among other non – financial enterprises. The major reasons for the high leverage ratio of non – financial state – owned enterprises lie in: ( 1) abundant liquidity; ( 2) financing structure dominated by debt financing; ( 3) excessive expansion of shadow banking; ( 4) the soft budget constraint on state – owned enterprises and the allocation mechanism of loans in favor of state – owned enterprises. According to the analysis of financial risks in different fields , this paper insists that the source of systemic financial risks in China lies in the soft budget constraint on local government ( state – owned enterprises) . Based on the “China Quarterly Macroeconomic Model” ( CQMM) , the research team simulated the macroeconomic effects of quantitative deleveraging by tightening step by step money supply under the two scenarios of soft budget constraints and hard budget constraints on the stated – owned enterprises. Under the scenario of soft budget constraints , policy simulation shows that decreasing M2 growth rate fails to achieve the desired policy objectives. As such , the following policy recommendations are presented: transforming the development thinking that centers on maintaining growth; establishing a modern fiscal and taxation system to impose a budget hard constraint on local government ( the stated – owned enterprises) ; resolutely eliminating land finance based on institutional perspective; withdrawing the excess money supply gradually; controlling the total money supply reasonably and making full use of financial instruments to reduce the debt ratio of non – financial stated – owned enterprises; increasing the supervision of shadow banking to resume the functions of optimizing the allocation and utilization of economic resources.

## Moral Rectification of Psychologically – Driven Behavior under Uncertainty

——An Evolution from Classical Economics to Ethical Economics

Yu Xuefeng

The psychological changes in economic man under uncertainty will lead to unexpected behavioral changes. Hence , by rational reasoning of a “self – interest” motive , it is unlikely to explain many individual decisions and economic phenomena. So far the empirical evidence has demonstrated that morality is the most persistent and reliable factor that can constraint , limit and modify human behaviors and thus has become the most persistent and reliable factor for reducing uncertainty. Therefore , the behavior of economic man may be reasonably explained by examining a mechanism or law that can determine and influence behaviors from the perspective of the mind , emotion , preference and concept of economic man and by establishing a moral rectification model for individual behavior under the “environment – psychology – behavior” framework.