

The Revelation of Debt Crisis

—Debt Crisis, Quantitative Easing,
and the Implications for Chinese Local Government Debt

债务危机启示录

——债务危机、量化宽松及对中国地方政府债务问题的启示

| 范为 吴洵 ○ 著 |

放眼国际

回顾债务危机历史
思考货币政策在其中扮演的角色

关注国内

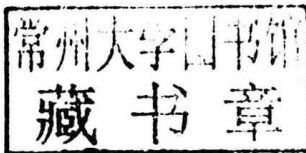
研究中国巨债问题
分析地方政府债务的成因与治理

 中国金融出版社

债务危机启示录

——债务危机、量化宽松及对中国地方政府债务问题的启示

范为 吴洵 著



中国金融出版社

责任编辑：吕楠

责任校对：孙蕊

责任印制：张也男

图书在版编目 (CIP) 数据

债务危机启示录——债务危机、量化宽松及对中国地方政府债务问题的启示 (Zhaiwu Weiji Qishilu: Zhaiwu Weiji、Lianghua Kuansong ji dui Zhongguo Difang Zhengfu Zhaiwu Wenti de Qishi)/范为, 吴洵著. —北京: 中国金融出版社, 2018. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9633 - 6

I. ①债… II. ①范… ②吴… III. ①债务危机—影响—地方政府—债务管理—研究—中国 ②货币政策—影响—地方政府—债务管理—研究—中国 IV. ①F812. 7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 141384 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11.75

字数 162 千

版次 2018 年 7 月第 1 版

印次 2018 年 7 月第 1 次印刷

定价 49.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9633 - 6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

特别鸣谢易见股份（股票代码：600093）的
出版资助。

推荐序（一）

在金融史上，债务违约与债务风险爆发是金融危机和经济体系动荡的重要原因之一。在国际金融危机与货币超发、我国也出现信用过度扩张的背景下，研究债务危机爆发的原因、产生的影响和相关的治理政策，既具有理论上的重要价值，也有着实践上的紧迫需要。

近年来，范为和吴洵两位年轻学者在清华大学公共管理学院的博士后和博士学习期间，对此问题进行了认真的研究，其主要思考反映在《债务危机启示录》一书中。

通过对债务危机的理论研究，他们指出，债务危机本质上是借债主体对未来信用的过度透支，直至出现不能支付本金或利息的“明斯基时刻”。美国次贷危机爆发的表面原因是当时美国住房抵押贷款利率快速上升，导致房屋贷款人还款压力迅速增大，进而违约。然而其深层次的原因是美国自20世纪80年代以来，一直放宽对金融业的限制，推进金融自由化和所谓的金融创新。欧债危机的爆发则是由于部分欧元区国家在次贷危机后自身经济发展放缓、财政收入下降，但在欧元区大伞的保护下，产生了信息不对称，经济发展、社会福利支出过度依赖债务，当债务融资不能持续时，这些欧元区国家的主权债务违约风险迅速上升并最终导致系统性风险爆发。本轮债务危机的深刻教训以及很多可以吸取的经验是，过去几十年铸就经济增长奇迹的动能逐渐递减：人口老龄化成为许多主要国家的长期趋势、高新技术突破重塑重

大产业尚待时间、逆全球化政策已成为必须面对的潮流。过度的金融创新并没有带来宏观经济显著回升，反而蕴藏着债务危机的风险。

作者认为，全球主要中央银行实施的量化宽松货币政策迅速稳定了几乎崩溃的金融市场，资本市场价格迅速反应；实体经济对量化宽松货币政策刺激的反应时滞明显缩短，但量化宽松货币政策对主要经济体的促进作用持续期也降低了，并不足以推动经济的长期稳定增长。与此同时，中国货币政策对通胀和产出变动的反应体现出典型的非线性特征，即在低增长和高增长时期，中国人民银行的利率调节更直接地体现为对实际产出变动的响应，将稳定产出视为当务之急；而在温和增长区域，货币政策才更趋向于对通胀的调节。这与人民银行“以稳定币值为首要责任”的经典理论并不完全符合。

中国地方政府债务问题，在近年来得到了极大关注。由于地方债务规模十分庞大，因此人们担忧债务违约会引发中国金融系统性风险。作者对中国地方政府债务问题进行了理论和实证两方面的研究。在全面讨论中国地方政府债务问题现状的基础上，作者通过建立理论模型说明了产生地方政府过度借债行为的原因。以往的文献多数强调地方政府单方面激励的原因，比如地方政府追求政绩等；而该理论模型指出，中央政府的政策目标和政策选择同样重要。中央政府为了规避债务违约造成的短期经济损失，对地方政府债务采取担保和救助，可能造成长期系统性风险的不断积累和最终爆发。地方政府高负债，是中央政府、地方政府与金融机构三方博弈造成的结果。

作者在阐述了地方政府高负债的原因后，进一步讨论了高负债的影响。由于地方政府债务资金大量来源于以银行为主的金融体系，因此地方政府债务违约可能引发系统性金融风险爆发。而

且，更关键的是，即便没有出现事实违约，经济环境恶化或者债务水平增长引发的未来债务违约预期概率上升，也会直接体现在当下。影响机制的核心是，违约或者潜在违约会降低银行净资产价值，导致银行收缩资产负债表，减少信贷供给，实体经济收缩，地方政府偿债能力进一步恶化，风险溢价进一步上升，形成恶性循环。有别于一般的金融风险，地方政府违约的风险可能引发整个金融体系和金融市场的崩溃，是典型的系统性风险。另外，对土地财政的分析表明，土地市场衰退也可能成为地方政府债务违约、系统性风险爆发的导火索。

《债务危机启示录》一书的作者围绕世界与中国的实际情况，对信用体系下债务危机的研究做了有益的尝试。希望作者在此基础上对这一重要问题继续进行探讨，特别是对债务与系统性风险管理、债务与政府治理方式等问题进行深入研究。

俞乔

**清华大学公共管理学院教授、
博士生导师、
学术委员会主席**

推荐序（二）

改革开放40载，我国充分发挥劳动力、市场及制度等比较优势，保持了经济高速发展，已成为世界第二大经济体，为经济增长、人类福祉做出了较大贡献。中国经济高速增长时期，正是全球格局、世界经济极其复杂多变的时代，远有东欧剧变，近有欧美债务危机，中国都通过自身的努力、有效的政策应对，最大限度地减少了对本国社会经济的负面冲击及影响。

十多年前，美国发生次贷危机、欧洲出现欧债危机，导致美欧国家均出台了人类历史上从未有过的量化宽松货币政策，其宽松程度甚至超过了第一次世界大战、第二次世界大战期间的货币政策，对全球经济格局、金融运行模式均带来了新的挑战，这期间也对中国的经济、金融发展产生了重大影响。

为了应对欧美债务危机的冲击，中国于2008年推出“四万亿元”经济刺激计划，并由此进入了为期十年的投资主导型经济模式，投资拉动背后也是融资推动。过去的十年，中国债务规模呈现较大幅度的增长，出现了本书所称的“中国巨债”问题，特别是地方政府债务及国有企业债务。

如今，中国经济发展进入了“新时代”——已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。切实加强债务风险防控，特别是地方政府债务管理，解决好地方政府债务问题，是防范化解重大风险、特别是防控金融风险的关键之策，是守住不发生系统性金融风险底线的重要一环。

我认识两位青年学者多年，他们在宏观经济领域，特别是债务风险研究方面多有建树，为国家承担过多项相关课题研究，为国家决策领导提出过多项有建设性的意见与建议。本书中，两位作者将以宽广的国际化视野、深邃的历史眼光和学者的责任担当，对国内外债务风险、量化宽松货币政策应对进行深入的研究，发表独到的见解；也将对中国地方政府债务问题进行透彻的剖析，并就治理地方政府债务问题提出了中肯的政策建议。相信本书对于决策者、政府官员、学者、企业家及关心中国经济发展的人士，都是开卷有益的！

刘宝璞

国家电力投资集团有限公司董事

前 言

债务，是近年来在国内外的经济金融领域最常被提及的关键词之一，无论是学术研究者、金融从业者还是政策制定者，都对债务问题十分关切。债务融资是经济活动主体进行经济资源有效跨期配置的重要途径。合理的举借债务，能够提升经济效率，使债务人和债权人分享经济活动的收益，促进经济体的福利最大化。与此同时，在市场经济环境下，债务的产生也必然伴随着债务的违约。过度举债不仅不会带来经济效率的提升，反而大规模债务违约，会给经济体带来负外部效应，对金融稳定和经济发展造成巨大冲击。

国民经济的三个部门（企业部门、居民部门、政府部门）都是借债的主体，它们的借债行为和违约后果在不同时间、不同环境下有所差异，又往往相互交叉影响。因此，债务问题影响着整个经济体的方方面面，其中有不少有趣的、值得深入探究的理论和现实问题。我们在攻读博士、博士后的过程中，对债务违约、债务危机等相关的经济金融问题产生了浓厚的兴趣，本书即是我们探索这个领域后的学术研究成果。

在漫长的历史中，曾经爆发过无数次或大或小的债务危机，有一些影响深远，促进了金融监管和经济体系的改革，引发了经济学与金融学研究的反思，这其中就包括了21世纪发生的次贷危机和欧债危机。在本书中，我们回顾了本轮债务危机爆发的具体过程，并站在历史长周期的角度去看待上述债务危机爆发的原因。

我们认为，在金融周期下，信用的扩张推动资产泡沫的膨胀，引发过度借债行为和大量债务违约事件产生，导致债务危机爆发，这与当前“纯纸币体系”与生俱来的痼疾密切相关。本轮债务危机发生后，全球的金融监管思路发生了重要转变，对系统性风险跨机构、跨市场的传染更加重视，宏观审慎监管成为许多国家监管制度的核心之一。与此同时，学者们也在创新经济学理论，例如在传统的宏观经济学模型中，引入金融机构的作用，更深刻地刻画经济实体与金融部门的相互影响机制；对中央银行在应对危机过程中采取的大规模资产购买计划，以及“零（负）利率”环境下货币政策的影响机制和效果，进行了具体的分析。

在研究全球债务危机的同时，我们也对中国的债务问题进行了思考，尤其是近年来增长较快的中国地方政府债务。中国经济目前正经历着从投资驱动向消费驱动转型的过程，结合经济的结构转型和增长前景，中国经济中期的潜在增速应该在6%左右。在经济潜在增长率逐渐下降的环境里，若继续通过传统的投资途径拉动短期经济增长，必然进一步导致大规模债务的积累。2017年，中国国内生产总值（GDP）为82.7万亿元，全社会存量债务规模保守估计在200万亿元以上，每年仅利息支出就超过10万亿元，而2017年新增的广义货币供应量（ M_2 ）仅为12.7万亿元。在本书中，我们将这一问题称为“中国巨债”。

在高负债率的背景下，过度借债不但没能推动中国经济发展，反而造成了经济效率低下、产能过剩、杠杆率高等一系列问题。地方政府债务是中国金融系统性风险的重要来源之一。特别是，在中国特有的政治经济环境下，在当前财政制度、金融制度亟待进一步健全的背景下，地方政府债务与隐性担保、信息不对称等问题交错在一起，债务的真实规模更难统计，违约风险更难识别、也更难处置。在过去几年里，对地方政府债务的监管逐步趋严，

并且中央政府也通过债务置换等方式，暂时化解了部分的地方政府短期违约风险。尽管如此，如何从更长远的角度，建立与健全地方政府债务融资的相关制度，仍然值得继续深入思考。

因此，对全球债务危机和中国债务问题的研究，具有重要的理论意义和现实意义，这也是我们写作本书的目的。

在本书的写作过程中，我们得到了许多专家学者的指点和关心。我们首先要感谢求学阶段的几位导师：俞乔教授、赵昌文教授、房四海教授、刘强教授，导师们博大精深的学识造诣、严谨认真的治学风范和敏锐的学术洞察力，使我们学到了精益求精、学无止境的治学风范与做人做事的高尚道德品质。特别鸣谢易见股份（股票代码：600093）的出版资助，感谢冷天辉先生在出版过程中的大力支持。此外，我们还要衷心感谢谭雍研究员、王有强教授、孟庆国教授、彭宗超教授、袁先智教授、王一鸣教授、陈剑波董事、刘宝瑛董事、郭克莎教授、李泽军先生、苏治教授、孟庆斌教授、朱鸿鸣研究员在本书写作过程中给予我们的大力支持与帮助。最后，特别感谢我们的家人，无论远近，他们都随时关心着我们的成长，他们的爱是我们在人生道路上前行的精神动力。

回顾我们博士、博士后的学习与研究历程，其中充满了诸多乐趣与感悟。对经济学和金融学的研究永无止境，我们很欣慰能够在债务问题这一学术研究领域中进行一些有价值的思考，并通过本书，记载我们对这个问题的研究成果。希望读者能够在阅读本书的过程中有所收获，并对我们的研究提出宝贵的意见和建议。

范为 吴洵
2018年3月

目 录

| | |
|---------------------------|---|
| 第1章 绪 论 | 1 |
| 1.1 本书的写作背景 | 1 |
| 1.2 相关问题的研究现状 | 3 |
| 1.2.1 关于债务危机的研究 | 3 |
| 1.2.2 关于量化宽松货币政策的研究 | 5 |
| 1.2.3 关于中国地方政府债务的研究 | 6 |
| 1.3 本书的写作目的 | 9 |

上 篇 债务危机与量化宽松货币政策

| | |
|--------------------------|----|
| 第2章 本轮债务危机的回顾与启示 | 13 |
| 2.1 债务危机 | 13 |
| 2.1.1 债务危机的本质、形成原因 | 13 |
| 2.1.2 全球性债务危机 | 15 |
| 2.2 次贷危机 | 16 |
| 2.2.1 次贷危机的概念 | 16 |
| 2.2.2 次贷危机的触发因素 | 17 |
| 2.2.3 次贷危机的主要过程 | 18 |
| 2.2.4 次贷危机的影响 | 19 |
| 2.3 欧债危机 | 20 |
| 2.3.1 欧债危机的概念 | 20 |
| 2.3.2 欧债危机的触发因素 | 20 |
| 2.3.3 欧债危机的主要过程 | 22 |

| | | |
|------------|-----------------------------------|-----------|
| 2.3.4 | 欧债危机的影响 | 23 |
| 2.4 | 本轮债务危机对我们的启示 | 24 |
| 2.5 | 本章小结 | 25 |
| 第3章 | 本轮债务危机的诱因与根源 | 27 |
| 3.1 | 次贷危机的诱因：住房抵押贷款证券化产品 | 27 |
| 3.1.1 | 住房抵押贷款证券化产品 | 27 |
| 3.1.2 | 住房抵押贷款证券化产品定价影响因素研究 | 29 |
| 3.1.3 | 基于 Monte-Carlo 模拟的住房抵押贷款证券化产品定价模型 | 34 |
| 3.1.4 | 对金融衍生品过度发展及定价的思考 | 37 |
| 3.2 | 本轮债务危机的根源：当前国际货币体系的痼疾 | 37 |
| 3.2.1 | 本轮债务危机与国际货币体系 | 38 |
| 3.2.2 | 国际货币体系演进 | 40 |
| 3.2.3 | 国际货币体系种类 | 43 |
| 3.2.4 | 当前国际货币体系的特点 | 45 |
| 3.2.5 | 当前国际货币体系的问题 | 49 |
| 3.3 | 本章小结 | 52 |
| 第4章 | 量化宽松与中国货币政策 | 53 |
| 4.1 | 量化宽松货币政策 | 53 |
| 4.2 | 量化宽松的政策效应 | 55 |
| 4.2.1 | 量化宽松的脉冲响应理论 | 55 |
| 4.2.2 | 量化宽松货币政策效应的模型与实证 | 60 |
| 4.3 | 中国货币政策的目标反应模型 | 67 |
| 4.3.1 | 货币政策目标反应的基本理论 | 67 |
| 4.3.2 | 货币政策目标反应的理论模型 | 69 |
| 4.3.3 | 货币政策目标反应的实证研究 | 72 |
| 4.4 | 本章小结 | 77 |

下 篇 中国地方政府债务问题

| | |
|---------------------------|-----|
| 第 5 章 中国地方政府债务问题概述 | 81 |
| 5.1 研究背景 | 81 |
| 5.2 中国地方政府债务分析 | 84 |
| 5.2.1 地方政府债务形成过程 | 84 |
| 5.2.2 地方政府债务规模及构成 | 85 |
| 5.2.3 地方政府偿债能力分析 | 87 |
| 5.2.4 地方政府债务形成根源 | 90 |
| 5.3 本章小结 | 92 |
| 第 6 章 地方政府债务与中央政府救助 | 93 |
| 6.1 模型含义和特点 | 93 |
| 6.2 模型与理论推导 | 95 |
| 6.2.1 模型设定与分析 | 95 |
| 6.2.2 中央政府政策的信号机制 | 101 |
| 6.2.3 借债策略与均衡 | 113 |
| 6.3 本章小结 | 118 |
| 第 7 章 地方政府债务与系统性风险 | 120 |
| 7.1 模型含义和特点 | 120 |
| 7.2 核心模型 | 122 |
| 7.2.1 模型设定 | 123 |
| 7.2.2 均衡的推导 | 127 |
| 7.2.3 模型结果 | 136 |
| 7.3 模型拓展：土地财政的影响 | 139 |
| 7.4 本章小结 | 144 |

| | |
|-------------------------|-----|
| 第8章 结论与政策建议 | 145 |
| 8.1 主要结论 | 145 |
| 8.2 治理地方政府债务的政策建议 | 147 |

| | |
|------------|-----|
| 参考文献 | 151 |
|------------|-----|

| | |
|-----------|-----|
| 后 记 | 163 |
|-----------|-----|

第1章 绪论

1.1 本书的写作背景

债务危机是经济学与金融学中一个永恒的话题。对近 800 年来经济金融史的研究发现：各国经济、金融危机的爆发有一半以上都是由各种债务风险和债务违约引发的，其中包括私人部门债务和公共部门债务。2007—2008 年由美国次贷危机引发的国际金融危机与经济衰退（The Great Recession）和 2010—2012 年的欧洲主权债务危机（The European Sovereign Debt Crisis），均与债务问题紧密相关。

研究危机旨在为避免犯同样的错误提供参考。美联储前主席伯南克在谈到金融危机史时，曾引述马克·吐温的名言“历史不会重复自己，但会押着同样的韵脚”。尽管现实并非过去历史的完全复制，但读史知未来，历史是我们认识并解决现实问题的重要参考。当前，中国政府部门以及企业部门均面临着严峻的债务压力，在此背景下，我们研究债务理论问题、量化宽松货币政策以及对债务问题的启示，无论是对学术理论界，还是对政府、企业等实务界，均具有一定的参考借鉴意义。

债务的本质是借债主体（如政府、企业）对其未来货币信用的透支，债务危机就是借债主体大量负债，超过了借款者自身的信用上限及清偿能力，造成无力还债或必须延期还债的情况。我们将探讨债务危机，特别是 21 世纪最大的全球性债务危机，包括 2007 年的次贷危机以及 2010 年的欧债危机，并研究引发次贷危机的元凶——住房抵押贷款证券化产品。通过对其进行深入研究，理解由于金融过度创新，衍生金融工具成为引爆债务危机的触发点与催化剂的原因。