

债务理论

顺周期、
可持续和证券化

THE CHARACTERISTICS
OF OBLIGATION:
PRO-CYCLICALITY,
SUSTAINABILITY AND
SECURITIZATION

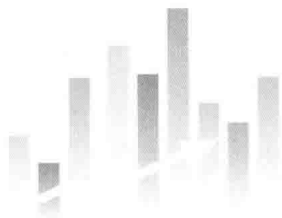
OBLIGATION

徐文舸 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

徐文舸
著



债务理论

· 顺周期、可持续
和证券化

THE CHARACTERISTICS
OF OBLIGATION:
PRO-CYCLICALITY,
SUSTAINABILITY AND
SECURITIZATION



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

债务理论：顺周期、可持续和证券化 / 徐文舸著

— 北京：社会科学文献出版社，2018.8

ISBN 978-7-5201-2889-6

I. ①债… II. ①徐… III. ①债务-研究 IV.

①F811.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 126155 号

债务理论：顺周期、可持续和证券化

著 者 / 徐文舸

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 高 雁 恽 薇

责任编辑 / 颜林柯 张 娇

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理分社(010)59367226

地址：北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编：100029

网址：www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心(010)59367081 59367018

印 装 / 三河市龙林印务有限公司

规 格 / 开 本：787mm × 1092mm 1/16

印 张：17 字 数：260 千字

版 次 / 2018 年 8 月第 1 版 2018 年 8 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5201-2889-6

定 价 / 79.00 元



本书如有印装质量问题，请与读者服务中心(010-59367028)联系

版权所有 翻印必究

前 言

债务是现代市场经济运行最为重要的基础之一，并直接关系到一国经济的繁荣和衰退。自 2008 年国际金融危机以来，全球经济又重新开启了新一轮的“加杠杆”过程，无论是发达经济体还是新兴市场经济体都纷纷落入“债务陷阱”之中。因此，不管是反思 2008 年国际金融危机，还是抑制爆发下一次金融危机的风险，这些议题都不能脱离债务的分析框架来展开讨论。对于中国经济而言，其过往的快速发展也伴随着债务水平的迅速攀升，特别是非金融企业与地方政府所隐含的债务风险更值得高度警惕。面对严峻且紧迫的债务问题，本书结合债务的分析框架，从债务理论和实践出发，深入探讨债务的三大特性——顺周期性、可持续性与证券化，并综合了国内现实和国际经验，具有十分重要的理论和现实意义。

在整体论述过程中，全书强调以结合中国现实为中心，以解决中国问题为基本点，并借鉴国际经验，尤其要突出中国当前的金融体系正处于“新兴加转轨”的发展阶段。其中，具体结构分别是将债务的顺周期性、可持续性与证券化这三大主要特性作为切入点，依次以银行信贷、政府债务与影子银行体系等作为具体载体进行相应的分析阐述。

一是对于债务的顺周期性，首先，从放大机制（或金融加速器）和中国特色的金融体系两个维度给出债务顺周期性的定义与概念；其次，利用宏观经济数据考察我国信贷周期与经济周期的数量性关系；再次，通过构建理论模型，从债务顺周期性的视角来研究债务的动态变化轨迹；最后，在自然实验的框架内，以中国人民银行 2010—2011 年的货币政策调控为研

究对象，给出债务顺周期性的微观证据。

二是对于债务的可持续性，首先，从跨期预算约束和宏观经济效应两个层面来界定债务可持续性的概念；其次，按国外和国内两个维度来依次回顾政府债务的历史演变过程；再次，基于中国现实，在跨期预算约束下分别对中央政府和地方政府债务可持续性的现状进行经验和实证上的考察；最后，借鉴国际经验，利用理论建模和计量方法，研究政府债务可持续性所具有的宏观经济效应。

三是对于债务的证券化，首先，给出债务证券化的定义，并详细阐述其运作模式以及影响金融市场与实体经济的传导机制；其次，介绍国际经验，考察全球影子银行体系的发展状况，特别是美国的证券化市场在 2008 年金融危机前后的发展变化所带来的启示；再次，构建融入债务证券化的理论模型并阐述其作用机理，即从债务证券化的视角研究“发起与证券化”（OTD）模式如何导致部分银行出现流动性危机的整个过程；最后，结合中国现实，实证分析影子银行体系所具有的宏观经济效应，尤其是其对货币政策传导机制的影响，并剖析产生这一现象的深层次原因。

基于理论与实证的研究，全书得出以下重要结论。

第一，在宏观层面上，信贷周期相对于经济周期的波动更为剧烈且持续性较短，与此同时，信贷周期与经济周期具有一定的顺周期性，并发挥着相应的引导作用；在理论层面上，债务的顺周期性容易导致金融体系从稳定状态转向不稳定状态；在微观证据上，紧缩性的货币政策调控将导致民营企业 and 中小企业的融资结构出现较为明显的调整，即外源融资占比与有息债务率均呈现下降的趋势，尤其是民营企业表现得更为显著，而对国有企业和大企业的融资结构变化则影响不明显。

第二，对于中央政府债务，当前处于较为健康的状态，其可持续性条件能够满足；对于地方政府债务，其规模正在不断累积，并且资金投向主要集中于市政公用基础设施建设领域，举债方式和举债主体均呈现此消彼长的变化态势，所幸的是总体制度安排正在逐步构建成形，可以预期该可持续性的风险将会不断降低，由此所引发的宏观经济风险也将得以控制。

第三，不断累积的政府债务对经济增长有非线性影响，即表现为先促

进后抑制的倒 U 形关系，而该临界点（或临界区间）恰好出现在负债率处于 90%—110%；对于削减高企的政府债务问题，财政基本盈余的改善与实际 GDP 增长率的上升是两大重要抓手，并且政务信息的透明与财政权力的集中也有利于政府有效控制负债率以及总债务水平。

第四，快速发展的影子银行体系已然成为金融市场不可或缺的重要组成部分，2008 年金融危机也只是暂时减缓其规模不断上升的趋势，尤其是影子银行体系的宏观经济效应日渐凸显；各国影子银行体系的发展也遵循着自身金融体系的现状与特殊性，美国和中国的证券化市场更是如此。

第五，尽管中国证券化市场起步较晚，但近年取得了较快的发展，尤其体现在以国有企业贷款作为基础资产的信贷资产证券化产品与以基建项目派生出的相关财产权利作为基础资产的企业资产证券化产品的增长上；不过，自 2008 年国际金融危机以来，影子银行体系却对传统的利率传导机制产生了显著影响，即利率水平对产出缺口的影响效力明显下降、影子银行体系对产出缺口的影响效力日益增强，而这一现象背后的主要原因在于市场利率变动对贷款创造的影响明显削弱。

第六，各国政府的实践表明，以货币和财政政策为代表的宏观稳定政策未能有效地应对债务危机与削减债务水平。为使经济体能真正走出债务积压的困境，短期内可借助公私分担型的债务重组方式，把积压的债务迅速降至可持续水平。在中长期，一是积极改善宏观基本面，尤其是财政基本盈余的好转和实际 GDP 增长率的上升，以及政务信息的透明与财政权力的集中等制度安排均有利于控制经济体的负债率以及总债务水平；二是要重塑金融体系，在宏观和微观层面上分别构建审慎政策框架，以激励相容的原则保证金融监管体系实现统一协调和规范运作，同时，也要求金融体系从以债务类融资方式为主转向以股权类融资方式为主，引入合理的机制设计（如风险共担式住房抵押贷款等），使整个体系变得更为稳健。

正如马克·吐温所言“历史不会重复自己，但会押着同样的韵脚”，为防止债务问题循环往复发生，笔者认为应将其置于宏观审慎政策框架内进行思考，并提出五点政策建议：一是构建宏观审慎政策框架，提高货币政策、宏观审慎管理和微观审慎监管三者应对债务问题的有效性；二是积

极发挥逆周期性的政策体系作用，降低顺周期波动带给经济的不利影响；三是提升数据统计和信息收集的能力，建立公开披露、监测分析与评估预警的集中统一体系；四是依法规范政府权力，正确激励官员，切实转变政府职能；五是改革金融管理体制，强化中国人民银行在金融发展和规制方面的主导作用。

目 录

第一章 导论	001
第一节 提出问题	001
第二节 研究框架	004
第三节 研究创新	009
第二章 理论概述	012
第一节 “债”和“债务”的概念	012
第二节 理论回顾	018
第三章 债务的顺周期性	035
第一节 关于顺周期性的定义	035
第二节 中国现实：关于信贷的顺周期性	044
第三节 关于债务顺周期性的理论模型	061
第四节 中国现实：关于债务顺周期性的微观证据	075
第五节 本章小结	097
第四章 债务的可持续性	099
第一节 关于可持续性的定义	099
第二节 关于政府债务的历史演变	103
第三节 中国现实：关于中央政府债务的可持续性	107

第四节	中国现实：关于地方政府债务的可持续性	116
第五节	国际经验：政府债务对经济增长的影响	129
第六节	本章小结	142
第五章	债务的证券化	144
第一节	关于证券化的定义	145
第二节	国际经验：全球影子银行体系概览	149
第三节	关于债务证券化的理论模型	168
第四节	中国现实：关于影子银行体系的宏观效应	173
第五节	本章小结	190
第六章	如何应对债务危机	192
第一节	常规的宏观稳定政策失效	192
第二节	短期对策：债务重组	200
第三节	中长期对策：改善宏观基本面	204
第四节	中长期对策：重塑金融体系	214
第七章	结束语	220
第一节	研究结论	220
第二节	政策建议	222
附 录		227
参考文献		234
后 记		255

Contents

Chapter 1	Introduction	/ 001
Section 1	The Proposal	/ 001
Section 2	Research Framework	/ 004
Section 3	Research Innovation	/ 009
Chapter 2	Theory Overview	/ 012
Section 1	The Concept of “Obligation” and “Debt”	/ 012
Section 2	Literature Review	/ 018
Chapter 3	The Pro-cyclicity	/ 035
Section 1	Definition	/ 035
Section 2	China’s Reality: Pro-cyclicity of Credit	/ 044
Section 3	Theoretical Model of Debt’s Pro-cyclicity	/ 061
Section 4	China’s Reality: Micro Evidence on Pro-cyclicity of Debt	/ 075
Section 5	Summary	/ 097
Chapter 4	The Sustainability	/ 099
Section 1	Definition	/ 099
Section 2	Historical Evolution of Government Debt	/ 103
Section 3	China’s Reality: Sustainability of Central Government Debt	/ 107

Section 4	China's Reality: Sustainability of Local Government Debt	/ 116
Section 5	International Experience: The Effect of Government Debt on Economic Growth	/ 129
Section 6	Summary	/ 142
Chapter 5	The Securitization	/ 144
Section 1	Definition	/ 145
Section 2	International Experience: An Overview of the Global Shadow Banking System	/ 149
Section 3	Theoretical Model of Debt's Securitization	/ 168
Section 4	China's Reality: Macroeconomic Effects on the Shadow Banking System	/ 173
Section 5	Summary	/ 190
Chapter 6	How to Deal with the Debt Crisis	/ 192
Section 1	Failure of Conventional Macroeconomic Stability Policy	/ 192
Section 2	Short-Term Countermeasures: Debt Restructuring	/ 200
Section 3	Medium and Long-Term Countermeasures: Improving Macroeconomic Fundamentals	/ 204
Section 4	Medium and Long-Term Countermeasures: Reshaping the Financial System	/ 214
Chapter 7	Conclusions	/ 220
Section 1	Conclusions	/ 220
Section 2	Policy Suggestions	/ 222
Appendix		/ 227
References		/ 234
Acknowledgement		/ 255

图目录

图 1 - 1	研究框架	/ 006
图 3 - 1	中国与其他国家的金融结构比较	/ 039
图 3 - 2	周期的四个阶段划分	/ 044
图 3 - 3	经济周期与信贷周期 (1979—2016 年, 实际同比年增长率)	/ 046
图 3 - 4	经济周期、信贷周期及其他 (1979—2016 年, 实际同比年增长率)	/ 048
图 3 - 5	经济周期与信贷周期 (1979—2016 年, 消去趋势的纯周期部分)	/ 049
图 3 - 6	经济周期、信贷周期与货币周期 (1996—2016 年, 月度数据)	/ 056
图 3 - 7	以产能利用率表示的各种成本函数	/ 064
图 3 - 8	经济系统的动态变化 ($\theta < \theta^*$ 情况)	/ 071
图 3 - 9	经济系统的动态变化 ($\theta > \theta^*$ 情况)	/ 071
图 3 - 10	债务率 d_t 的动态变化	/ 072
图 3 - 11	经济系统的动态变化 (债务非正常状态 $d_{t-1} \geq d^*$)	/ 074
图 3 - 12	人民银行数量型中间目标的增速 (2009—2013 年)	/ 080
图 3 - 13	企业融资结构变化的趋势分析 (以有息债务率为例)	/ 087
图 4 - 1	中国的债务发行与财政赤字 (1979—2016 年)	/ 113
图 5 - 1	两种运作模式的流程	/ 147

图 5-2	全球影子银行体系的规模（广义衡量法，2002—2015 年）	/ 151
图 5-3	非机构抵押贷款证券市场的未偿还余额（2000—2016 年）	/ 163
图 5-4	我国证券化市场历年发行规模（2005—2016 年）	/ 165
图 5-5	社会融资规模结构的变化趋势（2002—2014 年）	/ 175
图 5-6	产出缺口应对利率水平与影子银行体系的脉冲响应 （月度数据）	/ 182
图 5-7	产出缺口应对利率水平与影子银行体系的脉冲响应 （季度数据）	/ 187
图 6-1	美联储实施扩张性货币政策的实际效果（2007—2017 年）	/ 194
图 6-2	美国货币乘数的变化（2006—2012 年）	/ 195
图 6-3	美国商业银行超额准备金规模的变化（2007—2017 年）	/ 196

表目录

表 3-1	四大国有商业银行改制与上市前后的主要经营指标比较	/ 041
表 3-2	中国经济周期与信贷周期的年度透视 (1979—2016 年)	/ 047
表 3-3	Granger 因果性检验结果	/ 050
表 3-4	各宏观经济变量的单位根检验 (年度数据)	/ 052
表 3-5	各变量的标准差与自相关系数 (1978—2016 年)	/ 053
表 3-6	各变量与国内生产总值的截面相关系数 (1978—2016 年)	/ 054
表 3-7	中国经济周期的月度透视 (1996. 1—2016. 12)	/ 055
表 3-8	中国的信贷周期与货币周期月度透视 (1996. 1—2016. 12)	/ 057
表 3-9	关于季度数据处理方法的汇总	/ 058
表 3-10	各宏观经济变量的单位根检验 (月度数据)	/ 059
表 3-11	各变量的标准差与自相关系数 (1996 年第 1 季度至 2016 年第 4 季度)	/ 060
表 3-12	各变量与国内生产总值的截面相关系数 (1996 年第 1 季度至 2016 年第 4 季度)	/ 061
表 3-13	数值模拟所使用的结构参数的取值	/ 070
表 3-14	计算得到的稳定状态	/ 070
表 3-15	中国货币政策取向 (2009 年第 1 季度至 2013 年 第 4 季度)	/ 080
表 3-16	变量设置说明	/ 083
表 3-17	描述性统计结果	/ 085

表 3-18	分组均值的比较检验	/ 086
表 3-19	货币政策调控对企业外源融资占比的影响 (按所有制性质)	/ 088
表 3-20	货币政策调控对企业总债务率的影响 (按所有制性质)	/ 089
表 3-21	货币政策调控对企业有息债务率的影响 (按所有制性质)	/ 090
表 3-22	货币政策调控对企业外源融资占比的影响 (按企业规模)	/ 091
表 3-23	货币政策调控对企业总债务率的影响 (按企业规模)	/ 092
表 3-24	货币政策调控对企业有息债务率的影响 (按企业规模)	/ 093
表 3-25	稳健性检验 (以企业内源融资占比作为新的因变量)	/ 094
表 3-26	稳健性检验 (按企业规模的新分类)	/ 095
表 3-27	稳健性检验 (替换不同控制变量)	/ 096
表 4-1	近现代中国的政府债务之对外借款汇总 (1853—1949 年)	/ 105
表 4-2	近现代中国的政府债务之对内借款汇总 (1912—1944 年)	/ 106
表 4-3	中国政府债务可持续性的多角透视 (1981—2016 年)	/ 109
表 4-4	变量的单位根检验	/ 114
表 4-5	协整回归的估计结果	/ 114
表 4-6	单方程误差修正模型的结果	/ 115
表 4-7	中国政府性债务发生起始年的情况汇总	/ 117
表 4-8	中国地方政府性债务的规模	/ 119
表 4-9	中国地方政府债务的资金投向占比	/ 120
表 4-10	中国地方政府债务的举债内容占比	/ 120
表 4-11	各国在不同政府债务水平下的年均实际经济增长率	/ 129
表 4-12	描述性统计	/ 134
表 4-13	政府债务对经济增长影响的估计结果	/ 138
表 4-14	政府债务对经济增长影响的稳健性检验 (28 个 OECD 国家与多种估计方法)	/ 139
表 4-15	政府债务对经济增长影响的稳健性检验 (28 个 OECD 国家与替换不同变量)	/ 140
表 5-1	全球影子银行体系的规模 (狭义衡量法, 2011—2015 年)	/ 151

表 5-2	全球金融体系资产规模的比较 (2011—2015 年)	/ 152
表 5-3	各主要经济体影子银行体系的规模分布	/ 152
表 5-4	各主要经济体影子银行体系的相对规模 (2015 年)	/ 154
表 5-5	各主要经济体影子银行体系和国内生产总值的 年均增长率 (2011—2015 年)	/ 155
表 5-6	美国证券化市场的分类 (2002—2016 年)	/ 156
表 5-7	美国抵押贷款证券的分类	/ 158
表 5-8	抵押贷款证券发行量 (2000—2016 年)	/ 159
表 5-9	次级和次优级抵押贷款的发放情况 (截至 2007 年)	/ 162
表 5-10	我国证券化的多角透视	/ 164
表 5-11	我国证券化市场的细分类型 (2016 年)	/ 167
表 5-12	变量设置说明	/ 178
表 5-13	基准和扩展模型的估计结果	/ 180
表 5-14	平稳性检验结果	/ 181
表 5-15	VEC 模型的估计结果	/ 184
表 5-16	稳健性检验一的估计结果	/ 185
表 5-17	平稳性检验结果	/ 186
表 5-18	稳健性检验二的估计结果	/ 188
表 6-1	各国采用常规的宏观稳定政策应对大规模债务 违约的多角透视	/ 193
表 6-2	四大资产管理公司对国有商业银行不良贷款的 第一次剥离 (1999—2001 年)	/ 204
表 6-3	四大资产管理公司对国有商业银行不良贷款的 第二次剥离 (2004—2008 年)	/ 204
表 6-4	描述性统计	/ 207
表 6-5	影响政府债务变化因素的估计结果	/ 210
表 6-6	影响政府债务变化因素的估计结果 (按多种估计方法)	/ 211
表 6-7	影响政府债务变化因素的稳健性检验结果	/ 212

| 第一章 |

导论

第一节 提出问题

进入 21 世纪的头十年，全球经济经历了一系列前所未有的挑战，特别是在 2008 年的时候爆发了自 20 世纪 30 年代“大萧条”（the Great Depression）以来最为严重的金融危机。此次危机的波及范围之广、破坏程度之深令经济学家们惊呼“这次将不同于以往”（This Time Will be Different）（布拉佳、文斯利特，2014），以致多年后各大主要经济体仍未实现真正复苏。像国际货币基金组织（IMF）于 2015 年共四次下调全球经济增长率的预估值，从年初预估的 3.8% 不断下调至后来预估的 3.1%，而这一经济增长率的预估值创下了自本次危机爆发以来全球经济增速的最低纪录（IMF，2015）。

更为糟糕的是，在经济增长乏力的同时，全球经济又重新开启了新一轮的“加杠杆”（Leveraging）过程，全球总体的债务余额（包括居民、非金融企业和政府部门，但不含金融机构的债务）占全球 GDP 的比重仍保持不断增长的态势，2016 年达到 234.8%，创下历史新高，相较于 2008 年金融危机时期的水平（202.1%）大幅上升 32.7 个百分点，并且无论是发达经济体还是新兴市场经济体都纷纷落入“债务陷阱”（Debt Trap）之中。