



国家智库报告 2016 (36)  
National Think Tank

经 济

# “债务—通缩”压力 与债务风险化解

毛振华 阎衍 张英杰 著

DEBT-DEFLATION PRESSURES AND RESOLVING THE DEBT RISKS

中国社会科学出版社



国家智库报告 2016 (36)  
National Think Tank

经 济

# “债务—通缩”压力 与债务风险化解

毛振华 阎衍 张英杰 著

DEBT-DEFLATION PRESSURES AND RESOLVING THE DEBT RISKS

中国社会科学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

“债务—通缩”压力与债务风险化解 / 毛振华, 阎衍, 张英杰著.  
—北京: 中国社会科学出版社, 2016. 6

(国家智库报告)

ISBN 978 - 7 - 5161 - 8673 - 2

I. ①债… II. ①毛…②阎…③张… III. ①债务管理—研究  
IV. ①F830. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 182736 号

---

出版人 赵剑英  
责任编辑 王 茵  
特约编辑 张 潜  
责任校对 王 斐  
责任印制 李寡寡

---

出 版 中国社会科学出版社  
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号  
邮 编 100720  
网 址 <http://www.csspw.cn>  
发 行 部 010 - 84083685  
门 市 部 010 - 84029450  
经 销 新华书店及其他书店

---

印刷装订 北京君升印刷有限公司  
版 次 2016 年 6 月第 1 版  
印 次 2016 年 6 月第 1 次印刷

---

开 本 787 × 1092 1/16  
印 张 6.5  
插 页 2  
字 数 65 千字  
定 价 28.00 元

---

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话:010 - 84083683

版权所有 侵权必究

**摘要：**当前中国企业受困于劳动成本和融资成本双高的难题，而企业债务负担过重更是可能引发持续通缩甚至经济衰退的重要问题。本书在分析了中国所面临的“债务—通缩”压力及国内债务风险现状后，对当前各监管部门应对债务问题的政策进行了梳理与分析。在此基础上提出化解中国债务风险的对策，一是财税、货币政策托底，避免大规模违约、营造良好经营环境；二是加快资本市场改革，创新企业融资工具，拓宽企业融资渠道；三是发展违约风险对冲工具，提高债权人违约风险管理能力；四是转变经济增长方式。

**Abstract:** Currently, Chinese enterprises are struggling through high levels of labor cost and financing cost, while heavy debt burden may cause consistent deflation and even economic recession. This book discusses and elaborates on the Debt-Deflation pressures and domestic debt risk conditions China is currently facing, and provides a thorough sorting and analysis on the policies implemented by different regulatory agencies regarding the debt issues. With the above mentioned, in order to resolve China's debt risks, we propose the following suggestions: (1) creating a benign macroeconomic environment, and avoiding large-scale defaults with underpinning financial and monetary policies; (2) accelerating the reformation of capital market, innovation of financing instruments, and the expansion of financing channels; (3) developing instruments to hedge default risks and improving creditors' ability to control default risks; (4) transforming the economic growth pattern.

# 目 录

一 引言 .....	(1)
二 中国经济的“债务—通缩”压力 .....	(4)
(一)有效投资需求不足,企业亏损面持续扩大 .....	(5)
(二)企业受困劳动力成本、融资成本双高难题 .....	(7)
(三)产能过剩带来较大通缩压力 .....	(13)
(四)企业存量债务规模过大,加深“债务—通缩” 循环风险 .....	(14)
三 中国债务风险现状与问题分析 .....	(16)
(一)失衡的中国债务结构:信贷—投资增长模式下 企业部门积聚了较高的债务风险 .....	(17)

(二)高债务负担影响企业经营,限制新增投资,  
拖累宏观经济陷入“债务—通缩”循环 …… (27)

(三)债务风险由下向上逐步传导,金融机构  
持有资产风险飙升…………… (34)

#### 四 当前应对债务问题的政策梳理与分析…………… (47)

(一)应对债务问题的政策梳理 …… (47)

(二)政策实施条件分析与政策选择问题 …… (58)

#### 五 中国债务风险的化解之道…………… (64)

(一)财税、货币政策托底,避免大规模违约、  
营造良好经营环境…………… (66)

(二)加快资本市场改革,创新企业融资工具,  
拓宽企业融资渠道…………… (68)

(三)发展违约风险对冲工具,提高债权人违约  
风险管理能力…………… (80)

(四)转变经济增长方式是走出企业部门  
高债务困局的根本…………… (90)

## 一 引言

通货紧缩作为与通货膨胀相对应的概念，表现为一个经济体中大多数商品和劳务的价格连续在一段时间内的普遍下跌。宏观经济学中常采用消费价格指数（CPI）和生产者价格指数（PPI）两个指数来描述整个经济的价格水平，一般当CPI连续3个月负增长，就认为经济出现了通缩。与通货膨胀相反，通货紧缩的货币表现是货币的升值和购买力的提高，这看似对居民生活有利，但实际上如果经济持续通缩，物价普遍连续下跌，不仅企业利润会大幅减少，居民和企业持有的资产也将贬值，投资预期收益将会下降，消费和投资的需求都将不断降低，最终会导致工厂关停、企业倒闭、失业增加等严重问题。与此同时，无论是企业还是居民，债务负担都会相对增加，如果持续下去，不仅会增加银行坏账，还可能引发债务大面积违约甚至导致金融危机。因此，通货紧缩也往往伴随着经济衰退。

从历史经验来看，通货紧缩经常是凯恩斯经济学中对经济过度刺激的后遗症：大规模超发货币之后的紧缩



政策、经济刺激过度导致的供给过剩、债务负担过重、需求相对不足等因素都可能导致通缩的发生。对于中国当前的经济形势来说，产能过剩和需求不足带来的物价下行压力十分明显，企业受困于劳动成本和融资成本双高的难题，而目前企业债务负担过重更是可能引发持续通缩甚至经济衰退的重要问题。

企业部门高债务是困扰中国经济转型升级、走出本轮下行周期的难题之一。从宏观经济的角度看，高债务叠加通缩压力已经让中国经济站在费雪提出的“债务—通缩”恶性循环的边缘；从微观角度看，高债务压力不仅影响企业部门自身的经营，还让大量持有这些债务的金融机构资产负债表风险积聚，威胁金融稳定性。而金融系统的稳定运转对于整个经济的重要性不言而喻，因此让企业自身和金融机构双双走出这一困局对于经济的企稳尤为重要。正如我们在此前的文章中提到的观点，<sup>①</sup>宽松的货币政策是降低企业融资压力、对抗通缩的必要条件。但对于最终化解风险，改善实体经济的经营状况，

---

<sup>①</sup> 参见张英杰等《中国式QE：“债务—通缩”循环与非常规货币政策选择》，中国宏观经济论坛（2015年第三季度），此文中有较为详细的论述。文章部分内容刊载于《中国经济报告》2015年第11期，第50—52页。

宽松的货币政策必须要有积极的财政政策相配合。在这样一个风险高度聚集的特殊时期，短期内需要政策托底，拓宽企业融资渠道、避免债务的大面积违约，降低金融机构资产端的风险、增加违约风险管理工具，从而稳定经济。但从长期来看，只有加快转变投资驱动的增长方式，让企业部门提高自身竞争力，充分释放国内的消费需求，才是让中国经济进入新一轮上升通道的根本路径。

## 二 中国经济的“债务—通缩”压力

一般而言，在经济运行过程中温和的通胀更有利于经济增长，但纵观 2012 年第二季度至今的数据，可以看到 CPI 增速仅在 2013 年两次达到 3.2%，其他大部分月份均低于 3%。国家统计局发布的数据显示，整个 2014 年单月 CPI 涨幅均未超过 2.5%，全年累计增长仅为 2%，距离 3.5% 的控制目标有相当的距离。而自 2014 年 8 月以来 CPI 同比增速均在 2% 以下，12 月增速仅有 1.5%，通胀率已经进入“1 时代”。而与还在缓慢上涨的 CPI 相比，PPI 已经连续 34 个月同比下跌，12 月 PPI 跌幅进一步扩大至 3.3%，工业企业的困难程度进一步加剧。

中国经济新常态下，劳动力成本和企业融资成本双双上涨，实体经济面临的形式愈发严峻。另一方面，企业部门债务居高不下的债务水平遏制了企业的投资动力，银行惜贷导致资金难以进入实体经济，与此同时生产领域的通缩压力持续加大，中国经济面临着“债务—通缩”风险。本书这一部分首先分析中国企业发展现状，阐述劳动力成本上升背后的原因，并挖掘企业融资困难

的因素，接着说明中国经济面临怎样的“债务—通缩”循环风险。

### （一）有效投资需求不足，企业亏损面持续扩大

2015年，中国宏观经济在各类数据超预期回落中步入新常态的艰难期。在外需低迷、投资大幅度下滑的作用下，总需求收缩十分明显，经济下滑开始从过去“新常态”潜在增速回落主导的模式转化为“趋势力量”下滑与“周期性力量”回落并行的格局。政府前期刺激政策导致资本边际收益下降，工业品生产部门减速，进一步拉低基础设施投资的边际收益。作为衡量制造业景气程度的先行指标，财新制造业 PMI 终值在 9 月份创新低，此后虽有所回升，但仍在荣枯线以下持续徘徊，官方制造业 PMI 也自 2015 年 8 月以来一直处于荣枯线下方。总体而言，中国制造业运行出现了 6 年以来最显著的放缓，表明生产需求下降。

此外，企业绩效指标持续恶化。规模以上工业企业利润明显下滑，并自 2015 年 2 月转为负增长，直到 2016 年 2 月增速才恢复为正。与此同时，工业企业的亏损面在不断扩大，亏损企业的数量持续增加，且亏损总额增

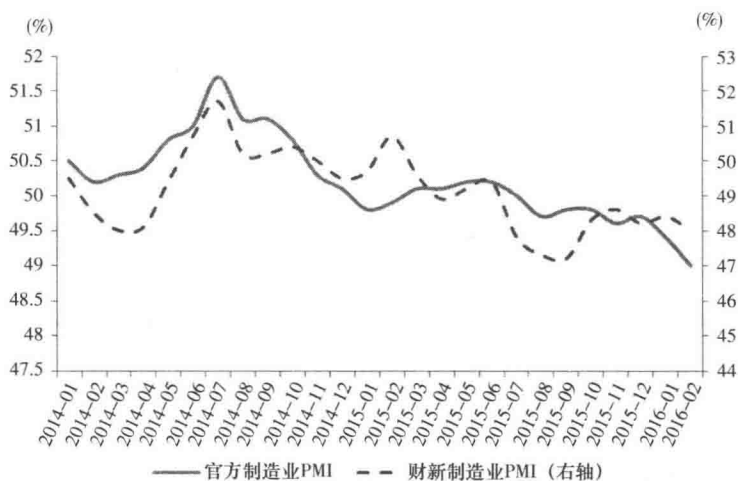


图1 2015年以来财新制造业PMI、官方制造业PMI双双下降，

已经在荣枯线下徘徊了半年以上

资料来源：恒生聚源，中诚信国际信用评级有限责任公司整理

速更快。其中，国有企业的亏损总额变化剧烈。民营企业破产数据虽然没有官方统计，但破产事件屡屡发生。根据民营经济发达的浙江省统计数据显示<sup>①</sup>，2015年期间，该省受理企业破产案件619件，审结312件，同比分别上升105%和47%。除了浙江省，全国经济发达的其他省市民营企业倒闭的数量也日渐增多。

<sup>①</sup> 参见 <http://www.chinacourt.org/article/detail/2016/01/id/1800166.shtml>。

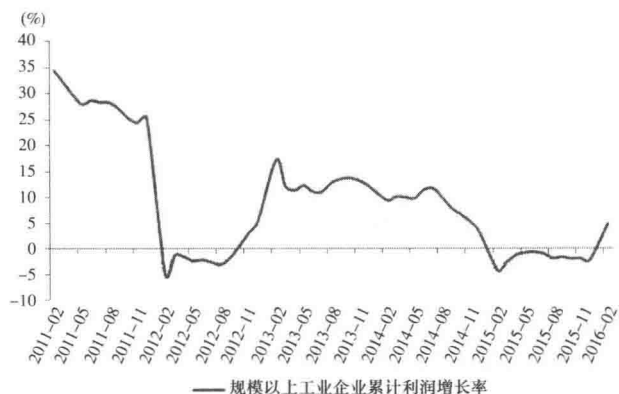


图2 工业企业利润增速持续下滑并由正转负，近期才恢复增长

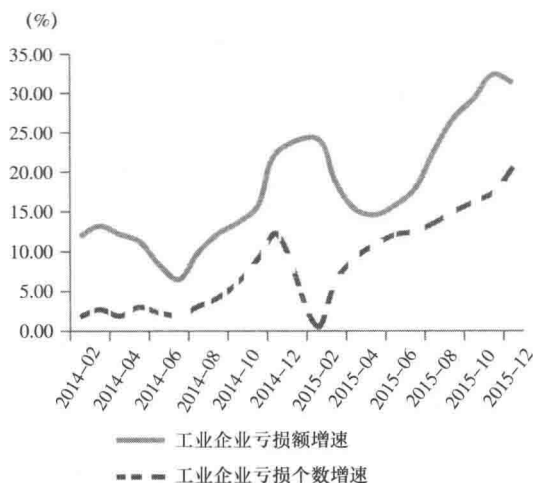


图3 亏损企业个数与亏损额增速逐步增长

资料来源：中诚信国际信用评级有限责任公司整理

## (二) 企业受困劳动力成本、融资成本双高难题

经济增长的方式是由其要素禀赋结构决定的，而经济增长的长期动力来源于资本积累、劳动力投入和技术

进步 (Lucas, 1988; Romer, 1990)。改革开放以来,中国利用人口红利优势,大力发展劳动密集型产业,积累了大量的物质资本。然而,近年来,随着经济社会发展与人口年龄结构变动等多种因素的影响,中国劳动力成本的优势正在减弱。

中国劳动力价格的上升有多种原因,主要包括以下三点:一是计划生育政策的实施导致就业人口总数逐渐下降;二是随着经济总量的增长,政策决定的最低工资水平逐渐提高;三是随着教育水平的提高,劳动力市场的供求不平衡日渐明显,尤其是制造业“用工荒、用工难”问题愈加突出。劳动力成本上升对经济发展来说是一把双刃剑,一方面,随着收入的增加,居民消费水平得到提高,促进经济向内需型转变;另一方面,劳动力成本的上升会增加企业成本负担,挤压企业的生产经营利润,抑制投资需求。受人口结构变化、居民收入增长需求等因素影响,劳动力成本上升趋势在相当一段时间内不可逆转。因此通过降低劳动力成本来减轻企业经营负担相对困难。

在劳动力成本快速上涨的同时,企业还面临融资难、融资贵的难题。近年来为了解决实体经济融资难问题,

监管层面已经出台了不少政策：（1）央行自 2014 年以来，已经实施了 8 次降准，其中 3 次为定向调控，4 次采取普遍与定向相结合的方式，最后 1 次为普遍降准，同期，央行实施了 6 次降息，一年期贷款基准利率累计下调 150bp。与此同时，央行还通过公开市场操作、SLF、MLF、PSL 等工具向货币市场投放资金，保持市场流动性，为实体经济提供资金支持。（2）各监管机构鼓励发展直接融资市场，例如 2014 年重启 IPO，近两年债券市场主要监管机构对债券市场发行交易进行流程简化等。

这些措施对于降低企业融资成本发挥了重要作用，在某种程度上也拓宽了部分企业的融资渠道，但由于利率传导机制不健全，通货紧缩压力、信用风险加深情况下金融机构“惜贷”等原因，企业整体“融资难”“融资贵”问题依然存在，资金进入实体经济面临重重阻碍。

1. 利率传导机制不健全，金融市场利率的下降难以降低实体经济融资成本。利率传导机制不健全，企业赖以生存的银行融资体系无法把金融市场的流动性向实体经济传导。这主要有几个方面的原因，一是货币市场、债券市场是割裂的，缺乏协调，无法相互影响。甚至规模较大的债券市场的定价机制也不健全，各债券品种之



间定价联动效应较弱，短期品种定价向长期品种定价传导性较弱，基础债券品种收益率曲线还不完善。二是证券市场和信贷市场是割裂的，银行间市场信用利差无法传导到信贷市场，央行只能通过合意贷款管理和其他非正规方式来调控。三是以银行为核心的信贷投放机制存在结构性问题。受中国经济体制和风险溢价因素影响，银行信贷投放偏重大型国有企业，中小微企业占有的信贷资源很少，导致中小微企业议价能力较低，融资成本居高不下。

2. 考虑通胀水平的实际利率高企。实际利率是指剔除通货膨胀后投资得到的真实回报。一般来说，实际利率等于名义利率减通货膨胀率。对于欧美发达国家来说CPI能反映其真实通货膨胀水平，而对于现阶段的中国，PPI更能反映生产领域企业面临的真实的通货膨胀水平。2012年3月至今，PPI同比增速持续为负，虽然2016年前两个月PPI降幅有所收窄，但降幅仍在5%左右，且随着供给侧结构性改革的实质推进，PPI同比增速短期内可能难以回升，通缩压力仍将持续一段时间，这就导致企业承受的实际利率仍然较高，如果再考虑到经营状况的持续恶化，企业经营已经十分艰难。