



异质性视角下的 杠杆率结构优化与 风险防范研究

Research on leverage structure
optimization and risk prevention from
the perspective of heterogeneity

李程 著

南开大学出版社

国家社科基金后期资助项目“异质性视角下的杠杆率结构优化与风险防范研究”（项目号：19FJYB009）研究的最终成果

异质性视角下的 杠杆率结构优化与风险防范研究

李程 著

南开大学出版社

天津

图书在版编目(CIP)数据

异质性视角下的杠杆率结构优化与风险防范研究 /
李程著. —天津:南开大学出版社, 2022.3
ISBN 978-7-310-06200-3

I. ①异… II. ①李… III. ①中国经济—研究②金融
风险—风险管理—研究—中国 IV. ①F12②F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2021)第 244829 号

版权所有 侵权必究

异质性视角下的杠杆率结构优化与风险防范研究
YIZHIXING SHIJIAO XIA DE GANGGANLÜ
JIEGOU YOUHUA YU FENGXIAN FANGFAN YANJIU

南开大学出版社出版发行

出版人:陈 敬

地址:天津市南开区卫津路 94 号 邮政编码:300071
营销部电话:(022)23508339 营销部传真:(022)23508542
<https://nkup.nankai.edu.cn>

天津泰宇印务有限公司印刷 全国各地新华书店经销
2022 年 3 月第 1 版 2022 年 3 月第 1 次印刷
238×165 毫米 16 开本 20.5 印张 2 插页 366 千字
定价:98.00 元

如遇图书印装质量问题,请与本社营销部联系调换,电话:(022)23508339

国家社科基金后期资助项目出版说明

后期资助项目是国家社科基金设立的一类重要项目，旨在鼓励广大社科研究者潜心治学，支持基础研究多出优秀成果。它是经过严格评审，从接近完成的科研成果中遴选立项的。为扩大后期资助项目的影响，更好地推动学术发展，促进成果转化，全国哲学社会科学工作办公室按照“统一设计、统一标识、统一版式、形成系列”的总体要求，组织出版国家社科基金后期资助项目成果。

全国哲学社会科学工作办公室

前言

经过将近三年的研究与写作，终于完成了国家社科后期资助项目并形成了此书。本书的写作背景如下：杠杆率的高低和调整已经成为中央决策者们关注的焦点，社科院定期发布相关的研究。我国的宏观调控政策主要目标是经济增长和金融稳定，杠杆政策也服从这两个大的目标。杠杆应该升还是应该降，必须着眼于促进经济增长和保持金融稳定，这里必然涉及对杠杆风险的判断问题，要根据不同领域、不同市场的金融风险情况采取差异化、个性化的办法来处理，这实际上是风险异质性问题，同时，各部门杠杆之间是相互联系的，这导致了风险关联性。风险特征的异质性和关联性使得杠杆的优化方向应该有所不同，各部门杠杆加减也有所不同。对此，本项目通过严谨的理论分析和详实的实证分析，从异质性角度挖掘不同部门杠杆的风险特征，以风险控制为视角剖析银行、企业、居民、政府和宏观杠杆率结构优化的方向，揭示出如何通过金融资源的有效配置优化杠杆率结构，形成杠杆分类监管体系，为防范系统性风险提供理论和经验支持。

本书主要有六部分核心内容：

第一，企业杠杆率结构优化与风险控制研究。此部分根据资本结构理论，测算企业是否过度负债，并研究实体经济投资回报率下降条件下的金融化趋势对异质性企业杠杆和风险形成的影响，并对企业杠杆阈值测算，以避免风险和促进增长为标准判断企业的杠杆是否合理，判断杠杆率结构优化的方向。

第二，居民杠杆率结构优化与风险控制研究。此部分计算不同类别的居民杠杆率，并区分出异质性居民的负债状况和成因，结合居民收入不确定性、房地产价格波动和金融投资收益率分析居民杠杆风险，根据居民的杠杆风险研究居民是否应该加杠杆，以及过度负债居民的去杠杆问题。

第三，政府杠杆率结构优化与风险控制研究。此部分主要研究中央和地方政府杠杆率对经济增长的影响，以及地方政府显性和隐性债务与影子银行的关系，并建立我国各省市的债务风险预警体系。

第四, 银行杠杆率结构优化与风险控制研究。主要研究不同银行杠杆率对个体信用风险的影响, 以及通过风险溢出对银行系统性风险的传导机制, 分析不同产权性质银行的杠杆监管策略。

第五, 风险关联与宏观杠杆率结构优化研究。杠杆联动表现在各个部门的资产负债表互动上, 而各部门杠杆作用于金融压力, 根据冲击效果的不同, 判断减缓金融压力的杠杆结构调整方向。本部门分杠杆关联性和金融压力两方面进行研究。

第六, 杠杆率结构优化的政策设计。从存量和流量两个方面研究杠杆率优化政策: 存量层面主要是探索资产证券化对资产盘活的作用机制, 研究资产证券化对企业融资方式改变和银行风险化解的影响; 流量层面主要探索利率市场化的深入改革对各部门杠杆率的影响。

经过研究, 本书认为各个部门的杠杆率调整思路可以参考如下:

其一, 企业微观杠杆率变化的影响因素中, 资本回报率下降起了重要作用, 资产证券化目前不利于企业杠杆率优化, 而金融化则会提高资产负债率, 并降低企业风险; 影响企业风险的是债务-利润比, 判断企业杠杆率合理性应该参考债务-利润比指标; 企业杠杆率波动有阈值, 既保证不发生资金链断裂, 也不引起经济衰退。

其二, 居民的支出中, 理财意愿提高杠杆率, 而根据房地产泡沫和杠杆率关系的研究, 居民杠杆率风险目前可控, 但已经在危险的边缘, 另外, 农村居民的信贷参与度相对较低。

其三, 中央政府杠杆率和地方显性杠杆率可以适度提高, 但地方政府隐性杠杆率应予以控制, 降低隐性债务风险, 并对各省市的债务风险分类监管。

其四, 银行去杠杆可能会提高风险承担, 资产证券化目前可能会推高银行风险, 银行杠杆率会通过风险溢出作用于系统性风险, 应该根据银行风险溢出状况进行分类监管。

其五, 我国金融压力表现出明显的三区制特征, 且样本区间内多处在中压力区制, 说明我国金融体系运行较平稳。房地产价格上升通过推高杠杆率增加金融压力, 但具有明显的非线性特征, 在一定时期降低居民杠杆率, 同时降低金融压力, 因此应该稳定房地产市场, 避免房价大幅度波动; 在一段时期内, 企业杠杆率上升会降低金融压力, 因此现阶段应稳定我国企业杠杆率水平; 居民杠杆率会推高金融压力, 居民杠杆率上升能够降低政府和非金融企业部门的杠杆率, 却将风险转移至自身, 提高系统性金融风险, 因此应该警惕居民杠杆率的提高。

本书全面且深入地剖析了银行、企业、政府和居民杠杆风险的异质性特征，厘清这四个部门杠杆率风险的异同，以及各个部门内部的风险结构，有利于对杠杆风险状况做出相对准确的评价；同时，以风险异质性和关联性为视角，研究如何优化杠杆率结构，不是简单地判断应该加杠杆还是减杠杆，而是对每个部门内部不同类型的微观主体的杠杆率风险累积和演化过程进行分析，并揭示出部门之间的杠杆联动关系，有助于判断杠杆率结构优化的方向；最后，在对杠杆率结构优化进行研究的基础上，从债务存量和流量两个方面探索杠杆优化政策和针对不同部门杠杆的监管政策，有助于改变单一的调控模式，为形成多层次、全方位的杠杆调控体系提供参考。

在完成此项目和撰写此书的过程中，得到了天津工业大学经济与管理学院各个领导的支持，经济与管理学院研究生刘嫒媛、赵一杰、卫晓露、王冠青，本科生刘天生、祝诗梦、林书帆、杨淋、张瑞、杨皓熙、杨盈、李茵琪、段一帆、赵艳婷等都参与了某些章节的写作，在此对他们的支持与付出予以感谢。此外，感谢南开大学出版社周敏编辑和申俊杰老师的认真修改与校对。由于水平有限，本书的研究水平还有待提高，欢迎读者对本书中存在的不足和问题向我反馈，以改进我的研究。最后，感谢国家社科基金后期资助项目（19FJYB009）对本书的支持。

李程

2022年1月30日

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究意义和基本范畴界定	1
第二节 研究内容、目标和重点、难点	2
第三节 研究框架和方法	10
第四节 本书的特色与创新之处	12
第二章 杠杆率结构优化、风险防范的理论基础和文献综述	14
第一节 相关理论基础	14
第二节 国内外研究综述	24
第三章 企业杠杆率结构优化与风险防范研究	30
第一节 实体企业资本回报率下降、杠杆率波动 与经营风险关系研究	30
第二节 实体企业金融化对杠杆率及风险的影响研究	42
第三节 我国工业杠杆率现状及波动阈值分析	62
第四章 居民杠杆率结构优化与风险防范研究	79
第一节 居民投资行为与杠杆率关系研究	79
第二节 基于房地产市场泡沫测算的居民杠杆风险研究	92
第三节 农村居民负债影响因素研究	109
第五章 政府杠杆率结构优化与风险防范研究	120
第一节 异质性视角下政府杠杆率对经济增长的非线性影响	120
第二节 影子银行与地方政府杠杆率结构性风险的关系研究	134
第三节 地方政府债务结构性风险测度与预警体系构建	147
第六章 银行杠杆率结构优化与风险防范研究	156
第一节 商业银行杠杆率影响因素及与风险承担关系研究	156
第二节 不良贷款资产证券化与银行风险承担	167

第三节 基于风险溢出的银行杠杆监管研究	176
第七章 宏观杠杆率结构优化与金融风险防范	194
第一节 宏观杠杆率变动对系统性风险的影响研究	194
第二节 杠杆、房地产价格与金融压力关系研究	206
第三节 我国实体经济各部门杠杆率与金融风险联动研究	222
第八章 金融改革视角下的杠杆率优化和风险控制研究	237
第一节 资产证券化与企业杠杆率结构优化机制和路径研究	237
第二节 异质性视角下资产证券化与商业银行风险承担 互动关系研究	251
第三节 利率市场化改革与杠杆率结构优化关系研究	265
第九章 结论与政策建议	281
第一节 本书主要结论	281
第二节 相关政策建议	285
参考文献	297

第一章 引言

第一节 研究意义和基本范畴界定

一、研究意义

面对我国经济增长速度下降与债务风险增加的现状，中央提出了“防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制”的攻坚目标，目前经济政策已经从去杠杆转为稳杠杆。杠杆的加减是和经济形势直接相关的，我国的宏观调控政策主要目标是经济增长和金融稳定，杠杆政策也服从这两个大的目标。杠杆应该升还是应该降，必须着眼于促进经济增长和保持金融稳定，这里必然涉及对杠杆风险的判断，要根据不同领域、不同市场的金融风险情况采取差异化、个性化的办法来处理，这实际上是风险异质性问题，同时，各部门杠杆之间是相互联系的，这导致了风险关联性。风险特征的异质性和关联性使得杠杆的优化方向应该有所不同，各部门杠杆的加减也有所不同。对此，政策层面应该关注杠杆率结构，探索杠杆率调整的合理方式，注意监管的节奏和力度，平衡好防范化解重大风险和改革、发展、稳定的关系。

本书的研究意义在于如下三个方面：第一，全面且深入地剖析银行、企业、政府和居民杠杆风险的异质性特征，厘清这四个部门杠杆率风险的异同，以及各个部门内部的风险结构，有利于对杠杆风险状况做出相对准确的评价；第二，以风险异质性和关联性为视角，研究如何优化杠杆率结构，不是简单地判断应该加杠杆还是减杠杆，而是对每个部门内部不同类型的微观主体的杠杆率风险累积和演化过程进行分析，并揭示出部门之间的杠杆联动关系，有助于判断杠杆率结构优化的方向；第三，在对杠杆率结构优化进行研究的基础上，从债务存量和流量两个方面探索杠杆优化政策和针对不同部门杠杆的监管政策，有助于改变单一的调控模式，为形成

多层次、全方位的杠杆调控体系提供参考。

二、基本范畴界定

杠杆率结构优化不能用简单的加杠杆或者去杠杆来表示，而是一个综合的金融资源优化配置过程，杠杆率结构本质上是债务结构，债务结构的变迁是信贷资源配置的结果，信贷资源配置是信贷供给方和需求方共同作用导致的，因此必然涉及金融机构和实体部门两个方面。杠杆率结构优化是信贷供求结构平衡的表现，宏观的衡量标准是促进经济增长和保持金融稳定，微观的衡量标准是最大化企业价值和居民财富，并避免金融风险。

需要进一步说明的是，杠杆率和杠杆是互为倒数的，杠杆率的计算有很多口径，本书沿用普遍的方法，实体经济部门用信贷/GDP 表示，银行则用巴塞尔协议 III 规定的一级核心资本/表内外资产总和来表示，其中，实体经济部门杠杆率下降称为去杠杆过程，而银行杠杆率上升则是去杠杆的反映，在提到去杠杆的时候，二者杠杆率的变动方向有所不同。

第二节 研究内容、目标和重点、难点

一、研究内容

本书共分为五个部分。第一部分研究企业杠杆优化方向和风险控制方法，判断目前企业过度负债状况，并根据当前金融化对企业杠杆的影响以及由此带来的风险，重点研究企业杠杆率合理波动区间，明确企业杠杆优化的方向；第二部分研究居民杠杆优化方向和风险控制方法，重点研究居民过度负债现状，分出不同群体，分析居民投资和消费行为对财务杠杆的影响，并以房地产泡沫测算为基础判断居民杠杆阈值和风险；第三部分研究政府杠杆优化方向和风险防范措施，分中央政府杠杆和地方政府杠杆两个层面进行分析，其中地方政府杠杆又细分为显性和隐性杠杆两个方面，基于对经济增长影响剖析它们的调整方向，基于其和影子银行关系探索风险特征，并对各个区域的债务风险进行测度，形成预警机制；第四部分分析银行杠杆优化方向及风险控制方法，重点研究银行杠杆对破产风险的作用，并研究银行间的风险溢出效应，剖析不同类型银行对系统性风险的影响；第五部分研究各个部门的杠杆关联性，测度风险联动效应，并研究各部门杠杆率变动对金融压力影响的动态路径，形成对宏观杠杆率结构优化

方向的判断；第六部分研究针对杠杆风险异质性的杠杆率结构优化政策，为宏观债务风险管理提供可参考的分析框架。

（一）企业杠杆率结构优化与风险控制研究

对于企业杠杆率的优化与风险的研究主要分为两部分：一是根据资本结构理论，测算企业是否过度负债，并研究实体经济投资回报率下降条件下的金融化趋势对异质性企业杠杆和风险形成的影响；二是企业杠杆阈值测算，以避免风险和促进增长为标准判断企业的杠杆是否合理，并以此为基础判断杠杆率结构优化的方向。

1. 投资回报率与企业杠杆率波动

去杠杆的关键是提升全要素生产率和资本回报率，而投资对全要素生产率的增长有重要影响。值得思考的是，近年来，中国区域内的资本回报率趋于下降，那么中国的高杠杆率是否得以有效地下降？政府去杠杆措施导致的金融杠杆波动是否与资本回报率的下降有直接关系？本书借鉴明斯基的理论，探讨了上市公司的资本回报率与微观杠杆率和经营风险之间的关系，利用我国上市公司分行业 18 个行业与制造业 29 个行业 2007—2018 年的面板数据，构建面板数据模型，实证检验了金融杠杆与资本回报率的关系。高杠杆行业多集中在传统制造业，所以本书以制造业为代表进行了研究。

2. 企业杠杆率合理波动区间测算

本书以上下限的测算为衡量标准，判断当前各类企业杠杆率结构是否合理，并以此为依据形成企业杠杆率监管政策。一方面，根据企业利润的不确定性，以企业收益流能够覆盖成本流为基准，以银行信贷风险有效控制为目标，测算工业各行业杠杆率的上限。本书借鉴张一林和樊纲治（2016）计算最优贷款利率的方法，在此基础上计算杠杆率上限。另一方面，基于国民收入循环流，以货币流量理论和存款准备率上限为基础，对我国工业各行业杠杆率的下限进行测算。本书借鉴高谦和何蓉（2012）研究中国存款准备金理论上限的方法，在其基础上推导并计算出杠杆率下限。

3. 企业过度负债及金融化的影响研究

随着我国实体企业金融化改革的不断推进，企业面对的财务风险也在逐渐显现。对此，本书以公司金融相关理论为基础，实证分析了实体企业金融化对微观杠杆率和风险承担的作用机制和效果。研究金融化是否对非金融企业充分利用资金、增加收益、调结构、降杠杆起到积极作用，金融化行为特征是“盈余效应”为主，还是“替代效应”为主。金融化和企业的杠杆是直接相关的，目前企业的经营内容和盈利方式中金融化的倾向是

很明显的,金融化对企业负债行为的影响是比较复杂的,可能存在非线性关系。本书按照是否过度负债、是否是国有企业和是否三年内平均利润率为负这三个异质性特征对样本企业进行分类分析,研究金融化对其杠杆和企业风险的作用机制,形成对企业金融化风险识别与监管的政策建议。

(二) 居民杠杆率结构优化与风险控制研究

此部分计算不同类别的居民杠杆率,并区分异质性居民的负债状况和成因,结合居民收入的不确定性、房地产价格波动和金融投资收益率分析居民杠杆风险,根据居民的杠杆风险研究居民是否应该加杠杆以及过度负债居民的去杠杆问题。

1. 居民投资行为与负债关系研究

本书利用根据《城镇储户问卷调查报告》整理的城镇居民意愿进行分析,对在低利率的条件下居民的投资意愿与居民财务杠杆问题进行研究。随着中国人民银行下调基准利率,我国处于一个实际利率为低利率甚至是负利率的利率环境,在这样的情况下,居民为了资产保值而选择储蓄以外的投资行为。为了进一步研究在低利率条件下的居民投资行为和财务杠杆问题,寻找相关理论从理论层面分析居民投资意愿和居民的财务杠杆率,作为本书的理论支撑,并选择门限自回归模型和 ARCH 模型进行实证分析,研究居民选择投资理财产品对居民投资行为和居民财务杠杆率的影响,以及居民投资行为和居民财务杠杆率之间的相互作用,为本书的结论提供数据支持。

2. 房地产泡沫与居民杠杆阈值及风险研究

居民贷款买房已经成为常态,伴随着居民杠杆的提高,本书意图判断当前房地产市场是否存在泡沫,如果存在,其又处于什么样的水平。同时,探索房地产泡沫与居民杠杆率的关系,并通过两者之间的这种关系,判断当前居民杠杆率处于什么样的水平,且上升空间有多少,从而能够对国内当前居民杠杆率和房地产泡沫进行宏观把控,以防范居民杠杆率过高、房地产泡沫破灭导致的经济危机。本书首先在艾伦和盖尔(Allen and Gale, 2000)信贷模型的基础上,加入杠杆率和财富因素,构建杠杆-泡沫模型,然后通过房价收入比的动态上限判断 2007—2017 年全国及 2006—2016 年各主要城市的房地产泡沫水平,并以此为基础对房地产泡沫和杠杆率的关系进行协整检验,得出居民杠杆率的阈值。

3. 农村居民信贷参与度问题研究

杠杆率和信贷参与是直接相关的,对于杠杆率,不能一味地认为应该降杠杆,针对农村居民信贷参与度较低的问题,基于对河北省唐山市农村居民的实地调研,从供给层面和需求两个层面研究农村居民信贷参与度的影响

因素,剖析农村金融市场不完善的原因,探讨如何适度地促进农村居民更多地参与到金融市场的活动中,通过有效的杠杆行为增进自身收入和福利。

(三) 政府杠杆率结构优化与风险控制研究

此部分主要研究中央和地方政府杠杆率对经济增长的影响,以及地方政府显性和隐性债务与影子银行的关系,并建立我国各省市的债务风险预警体系。

1. 政府杠杆率对经济增长的影响研究

首先运用 IS-LM 模型分析政府杠杆率对经济增长的影响,基于挤出效应和挤入效应的比较,揭示了中央政府债务和地方政府债务对经济增长的影响,并且根据我国实际利率情况,以实际利率为门限进行债务与经济增长关系的研究。对中央政府杠杆率采用时间序列门限模型,对地方政府杠杆率采用面板平滑门限模型,并对显性和隐性杠杆率分别进行研究,得出中央和地方政府杠杆率对经济增长不同影响效果的原因。

2. 政府杠杆率风险和影子银行的关系研究

首先以可偿债收入与应偿还本息额为指标,运用 KMV 模型进行测算,得出各地方政府的债务违约概率,然后通过建立变系数面板模型说明违约概率和影子银行之间的关系。为了体现出债务风险的结构特征,将地方政府债务的两个组成部分(显性债务和隐性债务)分别进行计算,得到显性债务杠杆率和隐性债务杠杆率,并使用 VAR 模型分别对显隐性债务杠杆率、影子银行规模和债务违约概率进行分析,得到三者之间的影响关系。

3. 地方政府债务风险预警研究

首先对我国 30 个省市的地方政府债务结构性风险问题进行了实证分析,以显性债务和隐性债务之和作为综合债务余额,利用 KMV 模型估算我国各地政府债务负担情况,并结合各地经济发展水平和财政收支状况,使用熵权法和 TOPSIS 分析法,构建出具有结构性特征的地方政府债务风险预警体系,对我国地方政府债务结构性风险进行分析。

(四) 银行杠杆率结构优化与风险控制研究

此部分主要研究不同银行杠杆率对个体信用风险的影响,以及通过风险溢出对银行系统性风险的传导机制,分析不同产权性质银行的杠杆监管策略。

1. 银行杠杆率对自身信用(破产)风险的影响研究

对我国上市商业银行杠杆率变化及影响因素进行实证分析,并定量研究银行杠杆与银行破产风险的关系。首先研究对比商业银行杠杆率现状,得出杠杆率差异原因;然后通过实证分析,研究杠杆率的影响因素;最后分析我国商业银行杠杆率与以 Z 值衡量的银行破产风险的关系,根据银行的异质性特征,采取变截距和变系数模型进行回归分析。为了检验各个因素与杠

杆率共同作用对银行破产风险的影响,引入交叉项来分析各个因素的边际作用;为了衡量不同银行杠杆率对风险的作用,进一步用变系数的面板模型进行检验,得出各个类型银行杠杆率变化对银行破产风险的作用效果。

2. 银行不良贷款资产证券化对杠杆风险的影响研究

使用 2005—2018 年 30 家国内上市商业银行的数据,运用倾向得分匹配方法(PSM)估计实施不良贷款资产证券化对我国商业银行风险承担的影响效应,从而对不良贷款证券化是否会增加商业银行风险承担问题做出回答,并运用门限模型对异质性银行的不良贷款资产证券化与风险的关系进行研究,从量化角度判断目前不良贷款资产证券化的影响效果,为不良贷款的有效处理提供政策参考和行动指南。

3. 基于风险溢出的银行杠杆率监管研究

本书通过分位数回归法以 14 家商业银行作为样本,选取了 2008—2017 年近 10 年来的数据,基于 CoVaR 与 CCA 模型,测度商业银行的风险溢出以及系统性风险,并研究商业银行杠杆通过影响银行风险溢出作用于系统性风险的传导过程。通过计算每个银行对银行整体的风险溢出,并通过或有权益分析法,计算出商业银行的整体风险,并在此基础上建立涵盖银行杠杆与风险溢出和宏观风险之间的关系,分析银行杠杆通过风险溢出效用传递至宏观金融风险的传导过程。

(五) 风险关联与宏观杠杆率结构优化研究

各部门杠杆是相互联系的,企业和居民的负债对应银行的资产,银行的信贷行为是企业和居民杠杆形成的直接原因,这三个部门的杠杆是联动的。杠杆联动表现在各个部门的资产负债表互动上,而各部门杠杆作用于金融压力,因此可以根据冲击效果的不同,判断减缓金融压力的杠杆结构调整方向。

1. 宏观杠杆率与金融部门系统性风险关系研究

从宏观杠杆率的变动趋势和系统性金融风险的关系,结合我国实际情况,通过实际的宏观杠杆率的变化分析对金融机构行业的系统性风险的影响。运用边际期望损失(MES)方法测度出三个金融部门对系统性风险的边际贡献,运用计量经济学分析方法判断宏观总体杠杆率、实体经济杠杆率和金融杠杆率变动对金融风险的影响。

2. 宏观杠杆率结构与金融压力

根据我国金融市场的实际发展情况,本书结合我国金融市场的实际情况,从银行业、债券市场、股票市场和外汇市场四个金融市场指标体系中选取具有代表性的变量指标,构建金融压力指数。采取马尔可夫转移向量

自回归 (MS-VAR) 的方法, 研究宏观及各个部门杠杆变化与金融压力的区制转移特征, 并刻画出各部门杠杆率与金融压力之间的非线性关系, 选择具有代表性的时点构建时变参数向量自回归 (TVP-VAR) 模型, 从居民和企业的角度分析变量间的动态传导效应, 探究不同时期各部门杠杆率对金融压力传导效应的时变特征。根据实证结果, 判断为了降低金融压力, 宏观及各个部门杠杆的加减方向。

3. 各部门杠杆风险关联性研究

本书研究各部门杠杆风险的关联机制。从资产负债表关联的视角下进行了实体经济各部门杠杆率联动对金融风险影响的理论分析, 基于总需求和总供给各个部门的资金循环, 将实体经济各个行业和金融行业构成一个信贷网络, 研究各个部门的风险关联性。构建包括实体经济主要行业、银行业和房地产业的信贷体系, 研究银行、企业和居民资产负债表之间的相关性, 以资产价格为核心将居民和企业的消费、投资、储蓄和借贷行为联系起来, 从资金循环角度分析各个部门杠杆率的联动效应。利用 CCA 模型和预期损失法测度了我国系统性风险, 并基于 VAR 模型刻画了实体经济杠杆率对系统性风险的动态影响, 以及实体经济杠杆率之间的联动现象。

(六) 杠杆率结构优化的政策设计

杠杆优化根源于经济结构的优化, 而经济结构的优化根源于技术创新, 因此, 解决杠杆风险问题, 最终要靠经济高质量增长, 提高实体经济资本回报率, 促进金融“脱虚向实”。对此, 本书针对信贷市场的不完善和高杠杆导致的流动性错配问题, 研究如何通过金融发展引导金融资源在微观主体之间合理分配, 提高经济效率。主要从存量和流量两个方面进行研究: 存量层面主要是探索资产证券化对资产盘活的作用机制, 研究资产证券化对企业融资方式改变和银行风险化解的影响; 流量层面主要是探索利率市场化的深入改革对各部门杠杆率的影响。

1. 企业资产证券化与杠杆率优化研究

为了优化企业杠杆结构, 使未来企业能够稳妥地应对及化解可能面临的金融风险, 本书从分析我国资产证券化对企业杠杆的作用机制入手, 探索资产证券化对企业杠杆结构的影响, 并在此基础上分析资产证券化优化企业杠杆结构的路径方法和资产证券化对企业价值的影响; 接下来运用双重差分法来实证分析我国资产证券化是推高还是降低企业杠杆, 并从不同角度进一步验证资产证券化对企业杠杆的影响情况; 然后运用固定效应模型分析资产负债率与企业资产回报率的关系, 进而论证资产证券化与企业资产回报率的关系; 最后提出资产证券化目前存在的问题, 以推动我国企

业资产证券化能够更好发展。

2. 银行资产证券化与风险承担关系研究

本书利用 2011—2018 年期间中国 62 家商业银行的相关数据,研究了资产证券化与商业银行风险承担的关系。理论上,从流动性需求、监管套利、业绩提升、风险转移和成本优势开发等角度对资产证券化的成本收益进行分析,然后进行实证研究。首先,从银行微观角度引入衡量银行风险承担的 Z 值,探讨资产证券化对银行风险的影响,接着将 Z 值的构成因素分解成三个部分,对每一部分与资产证券化的关系进行研究,深入分析引起银行风险变化的传递途径;其次,研究在当前政策背景下资产证券化对银行风险承担的影响;最后,对 Z 值构成要素进行分解,并详细探讨其影响机制,力图弄清资产证券化具体如何影响商业银行的风险承担。

3. 利率市场化改革与债务风险化解研究

构建理论模型研究利率市场化对债务风险的化解效果,采用时变参数和中介效应检验的方法研究利率市场化与杠杆率、债务风险的关系。研究当前债务约束下的利率市场化改革,即基准利率和市场利率并轨问题,并研究利率市场化改革对各个部门杠杆率的作用机制和路径。由于我国以间接融资为主,以及政府部门的特殊性,本书中只计算企业部门和家庭部门的债务。首先判断利率市场化改革对企业 and 家庭杠杆率的影响,然后定义一个表示“债务风险”的虚拟变量,即当有可能出现债务风险定义为 1,反之为 0,采用 Logit 模型,估计利率市场化通过杠杆率对发生债务风险概率的影响。

二、研究目标

本书的研究目标如下:通过严谨的理论分析和翔实的实证分析,从异质性角度挖掘不同部门杠杆的风险特征,以风险控制为视角剖析银行、企业、居民、政府和宏观杠杆率结构优化的方向,揭示出如何通过金融资源的有效配置优化杠杆率结构,形成杠杆分类监管体系,为防范系统性风险提供理论和经验支持。

三、重点、难点

(一) 如何从理论和实证上阐明各个部门的风险异质性

各个部门的风险特征有所不同,既有的文献大都是针对宏观的系统性风险进行研究,具体到部门风险的研究则相对较少。金融稳定要求控杠杆,但去杠杆可能对经济增长和金融稳定有负面影响。金融杠杆波动会产生金融和经济的负反馈循环效应,这显然有悖于去杠杆的初衷。因此,只有保