



No. 2209

Working Paper

实体经济债务究竟如何影响金融体系稳定？

朱太辉

【摘要】 近年来，我国实体经济高债务与金融体系高风险并存，实体经济高杠杆已成为当前我国宏观金融脆弱性的总根源。这背后有待深入研究的问题是，实体经济债务究竟如何影响金融体系稳定？本文首先通过梳理分析了“金融不稳定假说”“债务—通货紧缩理论”“金融加速器理论”“资产负债表衰退理论”等经典理论，探析了实体经济的债务扩张、债务收缩、债务供给和债务需求影响金融体系稳定的理论机制和具体路径。在此基础上，本文尝试构建了一个实体经济债务影响金融体系稳定的债务周期解释框架，统筹考虑了实体经济债务的扩张时间（周期波长）、增长速度（周期波幅）、结构变化对金融体系稳定的影响。本文研究的政策启示是，实体经济去杠杆和金融体系防风险具有内在统一性，关键在于优化资金的配置结构和提高债务的利用效率。

【关键词】 实体经济债务，金融体系稳定，系统性风险，债务周期

【文章编号】 IMI Working Paper NO. 2209



微博 · Weibo



微信 · WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

实体经济债务究竟如何影响金融体系稳定？

——理论机制和解释框架

朱太辉¹

【摘要】近年来，我国实体经济高债务与金融体系高风险并存，实体经济高杠杆已成为当前我国宏观金融脆弱性的总根源。这背后有待深入研究的问题是，实体经济债务究竟如何影响金融体系稳定？本文首先通过梳理分析了“金融不稳定假说”“债务—通货紧缩理论”“金融加速器理论”“资产负债表衰退理论”等经典理论，探析了实体经济的债务扩张、债务收缩、债务供给和债务需求影响金融体系稳定的理论机制和具体路径。在此基础上，本文尝试构建了一个实体经济债务影响金融体系稳定的债务周期解释框架，统筹考虑了实体经济债务的扩张时间（周期波长）、增长速度（周期波幅）、结构变化对金融体系稳定的影响。本文研究的政策启示是，实体经济去杠杆和金融体系防风险具有内在统一性，关键在于优化资金的配置结构和提高债务的利用效率。

【关键词】实体经济债务，金融体系稳定，系统性风险，债务周期

一、引言

近年来，我国实体经济高债务与金融体系高风险并存，成为了我国经济发展和金融监管亟待解决的重大问题。金融体系是国民经济资金配置的中介部门，实体经济的过度负债对应着金融体系的信用扩张，金融体系潜在的系统性风险很大程度上是实体经济过度负债在金融体系的镜像。正因如此，我国政策层将实体经济高杠杆（高债务）视为了当前我国宏观金融脆弱性的总根源（周小川，2017）。对此，一个亟待研究厘清的问题是，实体经济债务究竟如何影响金融体系稳定？换言之，实体经济债务影响金融体系稳定的机制和路径到底有哪些？

当前学术界关于实体经济债务风险的研究与金融系统性风险的研究基本上是分立的，金融系统性风险评估和宏观审慎监管方面的研究对实体经济债务与金融体系风险之间的关系关注不够，而实体经济债务风险方面的研究又大多没有延伸至金融体系风险层面，因此实体经济债务变化对金融体系稳定的影响机制并不清楚。在金融体系风险方面，现有金融系统性风险评估方法（如系统性预期损失值方法 SES、系统性风险指标 SRISK、条件风险价值模型 CoVar）和宏观审慎监管政策（如基于“广义信贷/GDP”变化计提的逆周期资本、针对系统重要性金融机构征收的附加资本），主要是针对金融体系本身来设计的，并没有深入考虑金融体系与实体经济的关系（张晓朴和朱太辉，2014），更没有前瞻性地分析实体经济债务对金融体系稳定的影响（朱太辉和边卫红，

¹ 朱太辉，中国人民大学国际货币研究所研究员，经济学博士，国家金融与发展实验室特聘研究员

2018)。而在实体经济债务方面，中国人民银行杠杆率研究课题组（2014）、马利·奇瓦科等（2016）、李晚晴和田野（2016）、马建堂等（2016）、李扬等（2018）、朱太辉（2018）等对我国实体经济（或实体经济各部门）的债务水平和债务风险进行了测算，但没有分析实体经济高债务对金融体系稳定的影响。此外，虽有一些文章在测算我国实体经济债务风险的基础上，实证检验了实体经济债务与金融体系风险之间的关系，但并没有深入剖析这种实证关系背后的理论机制（张成科等，2018；黄剑辉和李鑫，2018）。

为此，本文将基于已有的经典理论，试图从理论上厘清实体经济债务影响金融体系稳定的机制和路径，并在此基础上尝试构建一个实体经济债务影响金融体系稳定的全面分析框架。后文结构安排如下：第二部分分析“金融不稳定假说”关于债务扩张对金融稳定的影响机制；第三部分分析“债务—通缩理论”关于债务收缩对金融稳定的影响机制；第四部分分析“金融加速器理论”关于债务供给因素对于金融稳定的影响机制；第五部分分析“资产负债表衰退理论”关于债务需求因素对于金融稳定的影响机制；第六部分从债务周期视角，构建一个实体经济债务影响金融稳定的全面分析框架；第七部分为结论与政策启示。²

二、债务扩张的影响：明斯基的“金融不稳定假说”

“金融不稳定假说”（Financial Instability Hypothesis）是明斯基（Hyman P. Minsky）于1982年和1993年两次提出，但其中的核心思想在其另外两本著作中也得到了体现：1975年的《凯恩斯〈通论〉新释》和1986年的《稳定不稳定的经济》。前者在吸收《通论》中“投资周期理论”的基础上，进一步研究了为投资而进行的融资过程，认为投资未来所产生的现金流的不确定性将会对资产负债表、进而对投资性融资的偿还产生重大影响，为此发展出了“投资融资理论”（Financial Theory of Investment），指出为投资进行融资是经济不稳定的重要来源（Minsky, 1975）。在后者中，明斯基根据经济主体的运营现金流—债务之间的关系，将经济主体的融资划分为三个类别：对冲性融资（Hedge Finance）³、投机性融资（Speculative Finance）和庞氏融资（Ponzi Finance）：对冲性融资是指，经济主体从资本资产或者投资中期望获得的现金流除了满足现在和未来的债务本息偿还外还有剩余；投机性融资是指，经济主体预期从营运资本中获取的现金流会在某段时期（特别是投资后的近期）少于债务的偿还承诺（比如可以偿还债务利息，却无力偿还本金），需要对他们的债务“滚动翻新”（roll over，即借新债还旧债，或者利用短期融资为其长期头寸融资）；庞氏融资则是指，经济主体的运营现金流不足以偿还债务本金或者利息，需要重新借债或者变卖资产才能履行债务合约，这种融资通常与边缘性的或者欺诈性的融资活动联系在一起（Minsky, 1986）⁴。在此基础上，明斯基重点分析了投资的融资结构发展演变及其对经济金融不稳定的影响

² 注：本文第二至第五部分是在作者前期的工作论文“信贷如何波动？——一个理论综述，中国人民大学财政金融学院工作论文《货币金融评论》，2010年第7、8期”的基础上修改完善而成。

³ 对于“Hedge Finance”，按字面翻译为“对冲性融资”，其内在的含义应该是稳健性融资或者安全性融资。

⁴ 明斯基的融资结构划分，很大程度上得益于熊彼特经济周期理论中的“正常信贷”与“非正常信贷”（Schumpeter, 1934）。在熊彼特信贷理论中，银行信贷被分为了“正常信贷”与“非正常信贷”。前者创造了对社会收益的要求权，代表着并可以被认为是已经提供服务及现存产品已经交付的证实；后者也创造了对社会产品的要求权，但由于

机制。

金融不稳定假说的一个重要前提是，经济发展是“融资（过去）—投资（现在）—盈利（未来）”反复循环的“资本积累”（Capital Development）过程，而非“给定资源在不同替代性用途之间的分配”。在注重“资本积累”的资本主义经济制度下，逐利本性使得资本主义经济容易出现投机繁荣，在利润“发动机”的牵引下投资不断扩张，债务规模随之扩大，整个经济的融资结构（债务结构）也随之从对冲性融资占据主导地位的融资结构向投机性融资和庞氏融资主导的融资结构跃进，债务风险不断积累。因为在扩张过程中，债务规模是持续地以快于名义国民生产总值增长的速度增长；当不断扩张的债务造成极高的通货膨胀时，政策当局实施紧缩性的货币政策，那么在投机性融资和庞氏融资主导的融资结构下，经济主体的净值很快地蒸发，经济发展和投资的利润预期会急速掉头下降，此时融资和债务规模便会以快于名义国民生产总值下降的速度收缩；现金流短缺的经济主体将会被迫出售资产来偿还债务，从而极有可能导致资产价值的崩溃，甚至引发金融危机。因此，在“金融不稳定假说”中，债务融资的不稳定是金融体系脆弱性的根源，而这种不稳定内生于资本主义经济制度。

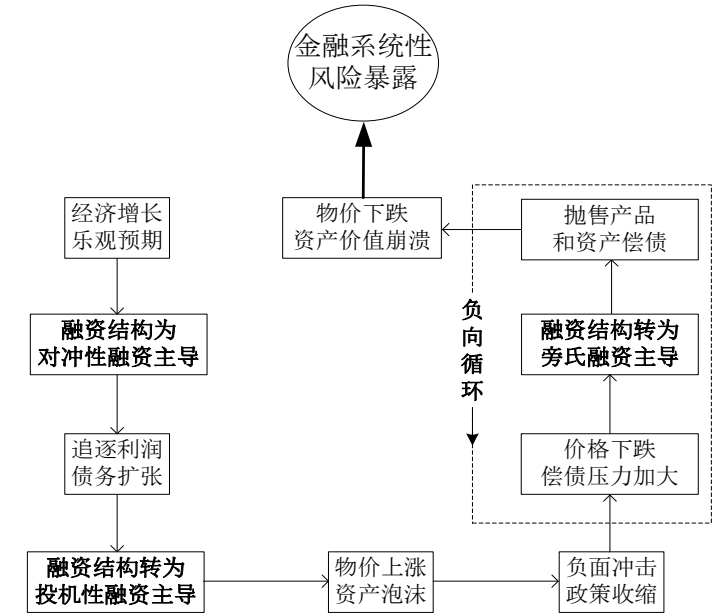
资本积累需要当前货币与未来货币之间的交换，投融资活动将过去、现在和未来联系在了一起：企业盈利依靠投资、投资依赖于获得外部融资、偿还债务依靠盈利。在明斯基看来，金融不稳定就是从这种投融资活动中演化出来的，其金融不稳定假说也由此包含两个基本命题：第一个是，经济在某些融资机制下是稳定的，而在另一些融资机制下却是不稳定的；第二个是，随着持久繁荣的结束，经济将会经历有利于系统稳定的金融关系转变成有利于系统不稳定的金融关系（Minsky, 1993）。这两个命题表明，资本主义经济有着内在和本质的不稳定性，而金融脆弱性的产生过程是天然的和内生的（Minsky, 1986）。

在金融不稳定假说中，经济发展是一个“融资→投资→盈利→偿债”按时序不断循环的过程，盈利预期诱使经济主体扩大投资，投资扩张寻求外部融资支持，同时未来盈利实现是偿还前期融资的保证，进而是上述循环不断持续的基础；当前期的盈利预期和未来的盈利实现出现落差时，前期融资偿还压力显现。这一方面使得贷款者的贷款意愿下降，另一方面使得借款投资/投机者偿还压力增大，从而被迫抛售投资资产，资本和商品价格由此进入“债务通货紧缩”式的下跌，投资者的财务状况和现金流由此不断恶化，情况严重时就会引发金融和经济危机。因此，在金融不稳定假说中，债务扩张影响金融稳定的关键在于债务结构的变化：经济长期繁荣发展→对冲性融资主导的融资结构^{追逐利润}→债务扩张，债务结构转为投机性融资主导→通货膨胀→政策收紧或负面冲击→价格下跌→债务收缩，债务结构转为庞氏融资主导→经济主体抛售资产抵债→资产价值崩溃、信贷瘫痪、爆发金融危机⁵（见图1）。其中在经济增长和债务扩张时期，资本的需求价格相对于投资产出的供给价格会上升，不仅增加了投资的利润，还会扩大经济主体从银行体系和金融市场的融资，借款人和银行都变得非常有信心，即使投资的现金流预测出现错误也很难被发现，在

缺少过去的生产性服务的基础，只能被看做是对未来的服务或者尚待生产的商品的证明。在熊彼特看来，“非正常信贷”至关重要，因为“正常信贷”只是一种单纯的购买力转移，保证了经济正常的循环流转；而“非正常信贷”则创造了新的购买力，在本质上是为了把购买力转移给企业家而进行的购买力创造，这为企业利用信贷重新组合生产资料促进经济发展提供了可能（Schumpeter, 1934）。

⁵ 被称作“明斯基时刻（Minsky Moment）”。

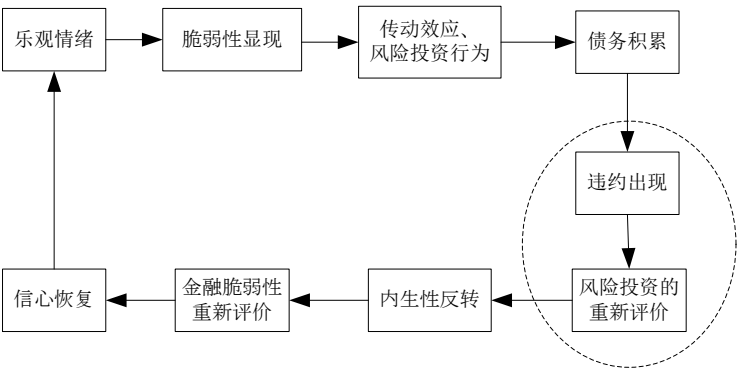
经济扩张期这种追逐利润的投融资行为会缓慢地侵蚀“安全边界（Margins of Safety）”（Kregel，1997），最终造成金融体系的脆弱性。由此可以看出，在明斯基看来，实体经济债务扩张对金融体系稳定的影响取决于：（1）经济的融资结构，即对冲性融资、投机性融资和庞氏融资的构成比例；（2）资产组合的流动性；（3）正在进行的投资资金有多少是来自债务融资（Davis，1992）。



资料来源：作者绘制。

图 1：“金融不稳定假说”下债务波动影响金融稳定的机制

此后，相关研究对融资—投资—危机之间的转变做了进一步的分析⁶，特别是乐观情绪、信心状况以及经济主体的融资行为如何引致金融脆弱性周期性地出现（见图 2）：乐观情绪会引导更多的风险投资，导致金融脆弱性显现以及违约；对风险投资的重新评价是金融脆弱性的一个转折点，如果信心恢复，那么乐观情绪又会重新恢复，进而导致下一个脆弱周期的发生。这些研究对明斯基金融不稳定假说中的形成机制，提供了有益补充。



⁶ Boyor et al.（2004）认为，要理解将来一系列危机的发展过程，起点认识非常重要：一是金融市场信息不对称的存在，这揭示了市场配置的无效率，并加强了不确定性；二是风险承担行为的顺周期性，这是最近大多数危机爆发的主要根源之一；三是财务因素，通过金融加速因子，这一因素在危机的形成机制中发挥了重要作用；四是银行体系在金融危机的形成机制中发挥了决定性的作用；五是严重的系统性危机可能与宏观经济体制不相干；六是要处理好国内金融机构与国际金融机构的兼容性；六是金融产品的创新和金融运营的国际化是决定金融不稳定转化的重要因素（摘自 Martha，2008，P11-12）。

资料来源：Martha（2008）。注：图中虚线圈覆盖的是脆弱性阶段。

图 2：“金融不稳定假说”中的融资—投资—危机转换机制

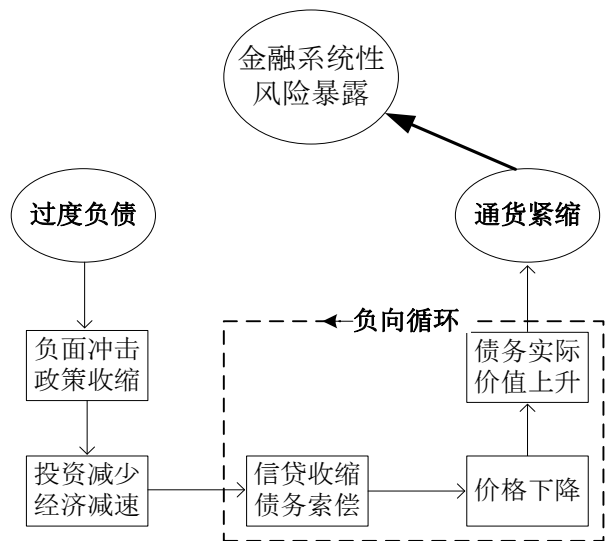
经济主体为什么会不断扩大债务规模和提高杠杆率，即融资结构逐渐从对冲性融资向投机性和庞氏融资主导？在明斯基看来，主要诱因是对利润的乐观预期，只要经济形势持续走好，未来的盈利会随着财务杠杆的提高而放大投资者获取的收益，从而促使投资者不断扩大财务杠杆以获取更大的投资或投机收益。而对于债务扩张和金融危机为什么会反复出现，明斯基认为原因主要有两个：一个是代际遗忘，即在逐利本性的驱使下，今天的贷款人忘记了过去痛苦经历；二是迫于竞争压力和市场份额的争夺，贷款人会做出许多不审慎的贷款决策，否则就会失去市场和盈利机会（Minsky，1982）。

三、债务收缩的影响：费雪的“债务—通缩理论”

基于“过度负债”（Over-indebtedness）和“通货紧缩”这两个核心概念，费雪 1933 年提出了“债务—通缩理论”（Debt-deflation Theory），认为“过度负债”和“通货紧缩”相互作用引发了信贷的扩张和收缩，进而导致了经济的周期性波动（Fisher，1933）。在对经济发展前景乐观预期的引领下，整个社会逐渐产生“新时代心理”，进而出现“过度投资”并诱发经济繁荣。投资的资金主要是通过银行信贷等债务融资筹集，信贷和债务扩张推动物价水平和资产价格不断上升，债务的实际价值因此慢于名义价值的上升，从而刺激企业不断借贷投资；“过度投资”在超过某一临界点以后，任意一个“意外冲击”或者政策收紧都有可能改变对经济前景的预期，导致企业盈利减少、资产价格暴跌。此时，“过度负债”的投资者不得不出售资产偿还信贷，同时由于资产净值的下跌，企业的信贷获取变得更加困难，信贷和债务不断收缩，而信贷和债务收缩与企业的产品抛售一起推动物价不断下降、企业盈利进一步减少，进而使得实际利率逐步上升，债务的实际价值不断增加，债务和经济进一步向下螺旋，出现“通货紧缩”。在费雪看来，这种恶性循环会一直持续到过度负债被消除，或者出台新的政策刺激经济和通货膨胀。一旦经济调整之后开始复苏，良好预期又会推动新一轮的信贷和债务扩张。

在费雪的“债务—通缩理论”中，“过度负债”发展到“通货紧缩”需要经过九个步骤：（1）债务清偿致使廉价抛售；（2）随着银行贷款被偿还，存款通货会收缩，货币的流通速度下降，由于廉价抛售导致的存款收缩和流通速度的下降导致（3）价格下跌，如果价格下跌没有受到再通胀或者其他政策的干预，那么必然会有（4）企业净值的进一步下跌和破产的加速，同时（5）企业的收益也会下降，那么在一个企业追逐利润的经济中，必然会导致企业的经营亏损，这会使得（6）企业削减产出、贸易和雇佣的员工，从而导致（7）悲观主义和信心丧失，而这反过来又会导致（8）窖藏货币的增加和货币流通速度的进一步下降。以上八种变化最终会导致（9）利率的复杂变化，即名义利率的下跌和实际利率的上涨（Fisher，1933）。由此可以看出，在“债务—通缩理论”中，实体经济负债影响金融体系稳定的机制是“过度负债”向“通货紧缩”的转变：乐观预期或者政策刺激→投资增加、经济增长→信贷扩张、债务积累→价格上涨、收益增加→债务实际价值减少、资产净值增加→持续的正向循环导致过度负债→负面冲击或者政策收缩→投资减少和经济下滑→

信贷收缩和负债偿付→价格下降、收益减少→债务实际价值增加、资产净值减少→持续的恶性循环导致债务通缩通货→金融系统性风险暴露，其中的重点是“负面冲击或者政策收缩”之后的过程（见图3）。



资料来源：作者绘制。

图3：“债务-通缩理论”下债务波动影响金融稳定的机制

费雪 1933 年提出的“债务—通缩”理论其实是对其先前相关研究的总结，特别是 1911 年出版的《货币购买力》和 1920 年出版的《稳定美元》（Fisher, 1911、1920）。在《货币购买力》中，费雪的经济周期理论可以表述如下：经济增长开始，存货减少，生产增加→萨伊定律在有效界限内，生产刺激需求→生产赶不上订单需求→银行扩大信贷支持生产扩张→贴现率降低，经济进一步扩张；在一些银行信贷扩张的基础上，其他银行的储备增长，信贷被进一步放大→萨伊定律失效，国民收入大于需求→存货大于正常需求，订单减少→企业不断偿还贷款，信贷不断收缩→资产价格下跌，存货价格下跌→债务偿还赶不上价格下跌步伐，债务偿还失败，经济发展不断减速或者陷入萧条。费雪在该书中明确指出，“债务人偿付的债务越多，他们所负担的债务就会越沉重。经济航船越是歪斜，它就越倾向于倾覆”（Tvede, 2006）；并强调指出，经济周期的关键在于银行信贷，原因在于银行能够创造和收缩货币。

四、债务供给的影响：伯南克等的“金融加速器理论”

尽管明斯基的“金融不稳定假说”分析了债务融资结构变化对金融体系稳定的影响，但其中并没有分析金融体系在债务融资结构中的作用。金融体系特别是银行体系的出现和发展，很大程度上是为了解决借贷双方由于信息不对称带来的逆向选择和道德风险问题。米什金（Mishkin, 1997）基于信息不对称的框架对金融脆弱性的引因和传导机制做了归纳，认为金融不稳定的根源在于信息流的断裂阻碍了金融市场的有效运行，而信息流的断裂具体表现为信息不对称引发的逆向选择、道德风险尤其是“搭便车”行为；在遭受不利因素冲击后，银行或非银行部门的资产负债表恶化，

资产净值下降，逆向选择和道德风险由此增加，银行减少信贷供给，甚至会出现银行体系崩溃和爆发金融危机。在米什金的分析框架中，银行信贷市场的波动是金融不稳定的关键环节，而主导信贷波动的则是信贷供求双方的财务状况。由于信贷约束通常会随着非银行经济主体净值的变化而变化，所以在信息不对称框架下，外部冲击或经济发展趋势的变化通常会内化为非银行经济主体信贷的约束条件。在信息经济学框架下，伯南克等建立的“金融加速因子”模型和清泷信宏

（Nobuhiro Kiyotaki）等建立的“信贷周期”模型，分析了信贷约束条件变化对债务扩张的影响，并进一步分析了金融体系的信用供给（债务供给）在经济金融波动中的作用，解释了经济发展中的“小冲击，大周期”⁷之谜。

Bernanke、Gertler and Gilchrist（1996）基于信息不对称这一假设，将金融市场纳入“真实经济周期模型”（RBC），对银行信贷对经济波动的放大作用进行了解释。他们认为信贷会促进初始小冲击的发展和放大实体经济遭受的冲击，并将初始冲击引起的信贷市场状况的改变进而放大初始冲击的这一过程称为“金融加速器”（Financial Accelerator）。由于信息不对称和信贷中介成本⁸的存在，逆向的外部冲击发生或者经济扩张的自然结束都会显著地降低企业和家庭的净值，提高他们在融资过程中的中介成本，损害它们获取信贷的能力，造成信贷的紧缩，进而导致需求和产出的双双下降；这一过程的不断循环，就会导致金融和经济危机。从理论渊源来看，金融加速因子是在信息经济学中信息不对称这一框架下创建的，是对 Stiglitz and Weise（1981）信息不对称情况下信贷配置理论的深化，将信贷市场的信息不对称可能引发的逆向选择、道德风险以及“搭便车”行为具体成了资产净值和信贷中介成本的影响。

在“金融加速器模型”中，资产净值和信贷中介成本的存在具有三方面的影响：第一，相对于内源融资，银行信贷等外源融资的成本更高，除非外部融资得到抵押资产的担保；第二，在融资额给定的情况下，外源融资支付的溢价（premium）随着借款者的资产净值（net worth）⁹波动；第三，借款者净值的下降，会提高其外源融资支付的溢价，并且增加需要的外源融资规模，从而会减少借款者的消费和生产。最后一点是金融加速因子的核心所在：在经济遭受负面冲击后，借款者的资产净值和贷款规模会随之减少，初始冲击对支出和生产造成的影响会随之被放大。在金融加速因子模型中，信贷的波动过程可以概括为：负面冲击→借款者的资产净值降低→信贷中介成本上升→银行信贷供给收缩→支出和生产收缩→借款者资产净值进一步降低→信贷中介成本进一步上升→银行信贷供给进一步收缩。在经济经历正向刺激后，信贷和债务供给扩张则与此相反。

Kiyotaki and Moore（1997a）同样基于信息不对称的分析框架，在一个信贷约束内生决定的经济体中，研究了对技术或收入相对较小的临时性冲击如何对产出和资产价格产生大的持续性冲击，进而如何引致信贷的扩张或收缩，提出了“信贷周期模型”。在信贷周期模型中，耐用性资产具有双重功能——生产要素和贷款抵押物；信贷波动与抵押资产之间存在着互动，借款者的信贷约束受抵押资产价格的影响，同时这些抵押资产的价格也受信贷约束（债务供给）的影响，两者之间互动使得初始冲击的效用持续、放大且溢出到其他部门。与金融加速器模型相同的是，信

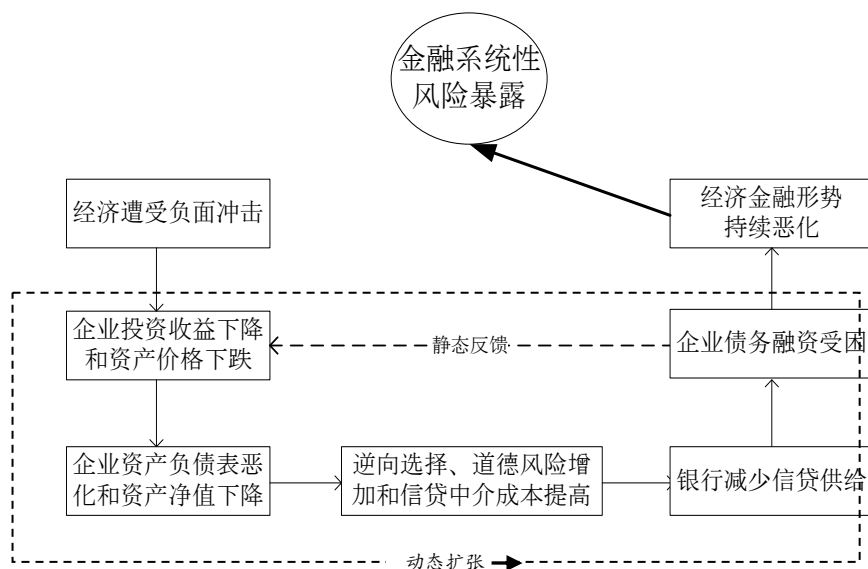
⁷ 即大规模的经济波动有时只是来源于一个非常小的冲击。

⁸ 在金融加速因子模型中，信贷中介成本（cost of credit intermediation）指的是将资金从最终存款人/贷款人手中引导到优良借款人手中所花费的成本，其中包括甄别成本、监督成本、会计成本以及不良借款人所造成的期望损失。

⁹ 此处定义的净值（Net Worth）=企业的内部资金（流动性资产）+非流动性资产的抵押价值。

贷周期模型也是分析信贷约束与“资产净值”的关系，但信贷周期模型将这种关系具体化为了企业抵押资产的价值与信贷约束之间的关系，而且将金融加速器模型描述的静态关系扩展为了动态发展机制，因此可以被称为“动态的金融加速器模型”。

在信贷周期模型中，Kiyotaki and Moore (1997a) 认为作为生产要素和贷款抵押物的资产与信贷供给之间存在着互动，这种互动的传导机制包括单期的静态乘数效应和跨期的动态乘数效应：静态乘数效应指的是，反向冲击降低了资产的价格，由于信贷约束企业存在较高的财务杠杆，企业的资产净值会极大地降低，从而使得它们可获取的信贷额度降低，资产投资减少，而同时为了保证资产市场的出清，资产价格会进一步降低；动态乘数效应指的是，企业在遭受冲击当期及之后各期对资产需求的下降，会降低企业下一期的净值，削减企业的可用信贷额，降低企业的资产需求，而这些又会促使资产价格的进一步下跌。静态乘数效应在冲击发生的时期将冲击放大，而动态乘数效应除了放大冲击外，还会在将来将冲击持续下去并且扩张到别的企业或者部门，其影响要远大于静态效应。¹⁰但值得一提的是，最终的总效应并非静态效应与动态效应之和，而是两者之积。这一乘数效应的产生和传播有赖于企业之间由于商品供给而形成的信贷链（Credit Chain）：企业之间由于相互的贸易往来彼此之间形成了复杂的供给链或供给网，并且存在着相互借贷（如应收债款），当一家企业遭受顾客违约时就有可能面临流动性短缺的问题，从而对它自己的供应商违约；这一系列的违约会通过供应链传播初始冲击，并最终放大初始冲击，因为随着违约链的不断发展，初始违约企业的顾客自身也会无能偿还他们的债务，从而会开始新一轮的违约（Kiyotaki and Moore, 1997b）。



资料来源：作者绘制。

图 4：“金融加速器模型”中债务波动影响金融稳定的机制

¹⁰ Kiyotaki and Moore (1997a) 将这种包含静态效应和动态效应的信贷周期形象简单地类比成“猎食模型（Predator-Prey Model）”，其中捕食者指的是遭受信贷约束的企业（未偿还信贷），而猎物指的是企业拥有的资产额。一方面，企业持有的资产量增加意味着他们将有更大的净值来借贷，这相当于猎物为捕食者喂食；另一方面，高额的债务会削减企业的可用资金，限制企业在资产上的投资，这相当于捕食者猎杀猎物。

在金融加速器模型和信贷周期模型中，银行信贷供给和实体经济债务变化对金融体系稳定的影响机制是：经济遭受外在冲击→资产价格下跌和企业收益下降→企业资产负债表恶化和资产净值下降→逆向选择、道德风险增加和信贷中介成本提高→银行减少信贷供给→企业债务融资受困→投资下降、资产价格进一步下跌→银行信贷供给进一步缩小→企业债务融资困难进一步加大，这一过程会不断强化和恶性循环，从而导致经济金融形势持续恶化，甚至引发金融危机和经济衰退（见图4）。信贷和债务供给扩展的过程则与此相反。

五、债务需求的影响：辜朝明的“资产负债表衰退理论”

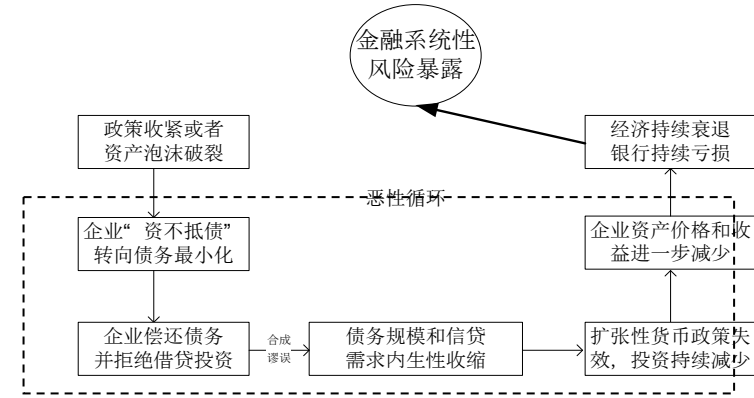
上述理论关于信贷和实体经济债务变化的具体影响机制存在差异，但有一个共同的潜在假设：需求方不论经济状况如何，都有着积极的信贷需求，而信贷收缩要么是需求方因资产净值下降后陷入借贷困境，要么是金融体系信贷供给的缩减。在此次国际金融危机爆发后，日本经济学家辜朝明（Koo, 2008）一改传统分析思路，提出了“资产负债表”衰退理论，认为实体经济遭受冲击后的债务收缩和长期的金融低迷是因为企业经营目标从“利润最大化”转为了“债务最小化”，信贷需求不足。

辜朝明（Koo, 2008）提出的“资产负债表”衰退理论认为，经济陷入衰退或者萧条的根源不在信贷和债务供给方，而在于信贷和债务的需求方。具体而言，在资本市场或不动产市场的泡沫破裂后，市场价格的崩溃会使得之前过度扩张的经济主体（主要是企业）的资产大幅缩水，负债大幅超出了资产的市场价值，企业在技术上破产；此时大部分企业的目标将会从传统理论所坚持的“利润最大化”转向“债务最小化”，主动地减少信贷需求和债务融资，以修复受损的资产负债表¹¹。企业的这种个体理性最终会造成“合成谬误（Fallacy of Composition）”，因为整个企业部门的信贷需求压减会造成信贷紧缩和流动性停滞，从而导致金融体系持续低迷和实体经济持续衰退。也就是说，在经济进入衰退后，企业目标的转变会造成银行信贷需求的相应下降，从而导致实体经济债务规模和银行信贷投放内生性收缩。Kliesen and Tatom（1992）对上世纪80年代末90年代初美国“信贷紧缩”的分析表明，在经济衰退期间，企业产品销售的下降会导致存货的不断积累，进而使企业调整生产、减少新增项目和设备的投资，以减少过剩的存货积累，最终减少了信贷和债务融资需求，并引发了信贷紧缩和去杠杆。

在“资产负债表”衰退分析框架下，经济波动具有“阴阳”周期性：（1）紧缩的货币政策或者自身过度膨胀导致泡沫破裂；（2）资产价格的暴跌使得企业资不抵债，进而迫使企业的经营模式从“利润最大化”转向“债务最小化”，经济陷入“资产负债表”式衰退；（3）企业等私营部门紧缩现金和信贷需求，货币政策失灵，政府依靠财政政策维持总需求；（4）企业逐渐完成债务偿还，“资产负债表式衰退”结束，但是债务抵触情绪的持续使得利率仍将低迷，不过由于企业此后可以将原本偿还债务的资金用于投资，经济会逐渐回升；（5）企业的借贷抵触情绪逐渐消退，开始积极的借贷；（6）私营部门的资金需求恢复，货币政策再次有效，而财政预算赤字开始产生挤出效应；（7）货币政策取代财政政策成为经济的主要调控工具；（8）经济日趋繁荣，私营恢复信心；

¹¹ Koo（2008）将企业的这种情形描述成患上了“债务抵触综合症”。

(9) 过度自信引发新一轮经济泡沫（见图 5）。其中，（1）到（4）阶段属于经济周期的“阴”极，而（5）到（9）阶段构成了“阳”极。“阴”极和“阳”极最主要的区别在于私营部门的财务状况，私营部门在“阳”极时资产负债表表现良好，信贷需求旺盛，资产价格高企；而在“阴”极时，面临资产价格暴跌带来的资产负债表问题，将会极力偿还和缩减债务以修复资产负债表（Koo，2008）。



资料来源：作者绘制。

图 5：“资产负债表衰退”理论中债务波动影响金融稳定的机制

从发生过程来看，辜朝明的“资产负债表衰退理论”和费雪的“债务通货紧缩理论”有着相同的要素，都包含有资产价格泡沫、过度借贷、价格紧缩、信贷紧缩等要素，但两者在实质上却存在着诸多不同。第一，两者虽然都以经济衰退作为分析的主要对象，但是辜朝明鲜明地指出企业此时的经营目标是“债务最小化”；而费雪默认了企业“利润最大化”的经营目标。第二，两者都以债务偿还作为出发点，但费雪认为企业的抛售行为造成的价格下跌才是问题的根源，价格的下跌造成了银行信贷供给的紧缩，而辜朝明则认为根源在于企业信贷需求的锐减。在辜朝明看来，费雪将偿债和抛售捆绑起来解释通货紧缩也缺乏现实支持，因为日本虽然在上世纪遭受了长达十多年的衰退，企业偿债无法避免，但是却并没有发生过抛售现象，甚至连抛售发生的理由都找不到（Koo，2008）。第三，在政策建议上，费雪由于认为货币紧缩和价格下跌造成了通货紧缩，所以主张实施宽松的货币政策以让物价再膨胀¹²；而辜朝明则认为，经济衰退和通货紧缩的根源有两种：信贷供给方行为转变和信贷需求方行为转变，而在信贷需求不足造成的经济衰退和通货紧缩下，货币政策是无效的，应该实施积极的财政政策，以帮助企业获取利润偿还债务，进而摆脱经济衰退（Koo，2008）。

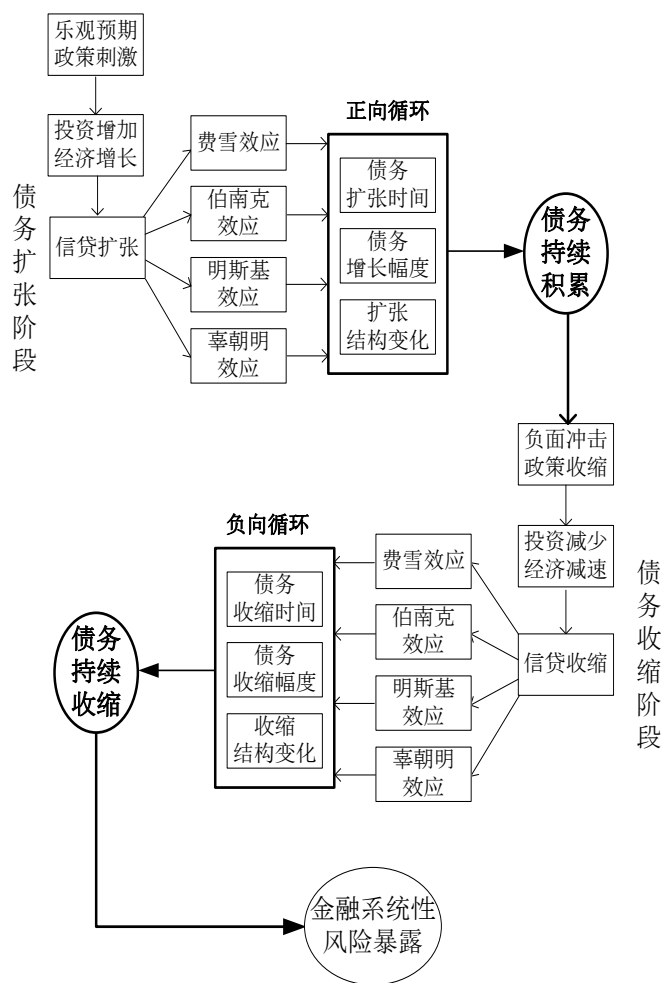
六、债务周期：一个新的综合解释框架

在实际经济金融发展中，实体经济债务变化对金融体系风险的影响是一个系统过程，既要考虑债务扩张阶段，也要考虑债务收缩阶段；既要考虑债务需求方的变化，也要考虑债务供给方的转变；既要考虑债务总量的变化，也要考虑债务结构的变化。考虑到实体经济债务扩张周而复始

¹² 要阻止这种衰退，“只要把价格重新提高到债务余额刚开始收缩时的平均水平，然后把价格维持在这个水平不变”（Tvede，2006）。

的出现以及金融危机的不断爆发，下文将借鉴费雪的“债务—通货紧缩理论”、明斯基的“金融不稳定假说”、伯南克等的“金融加速器理论”、辜朝明的“资产负债表衰退理论”关于实体经济债务波动影响金融体系稳定的解释，构建一个综合性的债务周期模型，概括解释实体经济债务变化对金融体系风险的影响机制（见图 6）。实体经济债务影响银行业系统性风险的综合债务周期模型包括三个关键要素：纵向演进——实体经济债务周期的波长；横向增速——实体经济债务周期的波幅；结构变化——实体经济债务周期的结构。具体而言：

纵向演进——实体经济债务周期的波长，关注的是整个债务周期中债务扩张阶段持续时间和债务收缩阶段持续时间的长短对银行业风险的影响。伴随着债务的周期性波动，实体经济主体会经历“资产负债表膨胀”——“资产负债表受损”——“资产负债表修复”的反复循环。从前文的理论分析可以看出，债务扩张阶段持续时间越长，实体经济主体资产负债表的膨胀程度越大，潜在的金融风险越大；债务收缩阶段持续时间越长，实体经济主体的资产负债表的修复时间越长，实体经济经济衰退和金融风险暴露越持久。在这方面，一些研究基于金融危机案例的统计分析提出了“5—30 经验规则”：指大型经济体在金融危机爆发前，其债务规模占 GDP 的比例通常会在 5 年内大幅上升 30 个百分点（张智威和陈家瑶，2013）。日本 20 世纪 80 年代末的金融危机、美国和欧盟的此次金融危机等，都印证了这一经验规则（朱太辉，2018）。



资料来源：作者绘制。

图 6：实体经济债务波动影响金融稳定的周期机制

横向增速——实体经济债务周期的波幅，关注的是实体经济债务变化速度相对于 GDP、国民收入变化速度的大小对银行业风险的影响。在债务扩张时间一定的情况下，实体经济债务增长速度相对于 GDP、国民收入增长速度越大，债务周期的波峰越高，即实体经济债务周期扩张阶段越陡。根据明斯基的金融不稳定假说，实体经济融资结构从对冲性融资向投机性融资和旁氏融资转变的速度越大，蕴含的金融风险越大。相应地，在债务收缩时间一定的情况下，实体经济债务收缩速度相对于 GDP、国民收入下降速度越大，债务周期的波谷越低，即实体经济债务周期收缩阶段越陡。根据费雪的债务通缩理论、伯南克等的金融加速器理论，银行业系统性风险爆发的速度也会更快，冲击更大。

结构变化——实体经济债务周期的结构，关注的是实体经济债务规模在各部门、各行业的分布以及各部门债务的占比变化对银行业风险的影响。在金融体系信贷供给和实体经济债务扩张阶段，Borio et al.（2015）、彭文生（2017）等的研究发现，实体经济的债务扩张具有较大的结构效应，由于房地产行业 and 基础设施行业具有较充分的抵押品，因此随着信贷扩张，这两个行业的债务规模占比和增长速度会上升，并对抵押物不足的制造业、R&D 等行业的信贷融资产生挤出效应¹³。而在债务收缩阶段，根据伯南克等的金融加速器理论，银行信贷收缩存在“质量逃亡效应”

（Bernanke and Gertler, 1989），即相对于大型企业，中小企业由于资产净值下降更快、抵押物不足等原因，银行信贷会从小型企业转向大型企业，结果使得中小企业的信贷和债务融资收缩的幅度更大、速度更快（Gertler and Gilchrist, 1993、1994）。此外，在我国当前的经济金融体制下，企业部门的融资获取和债务周期变化还存在较大的所有制差异（朱太辉等，2018；朱太辉，2019），国有企业在债务扩张阶段的债务增长速度更快，民营企业在债务收缩阶段的债务下降速度更快。

七、结论与政策启示

近年来，我国实体经济高债务与金融体系高风险并存，实体经济高杠杆已成为当前我国宏观金融脆弱性的总根源。本文基于费雪的“债务—通货紧缩理论”、明斯基的“金融不稳定假说”、伯南克等的“金融加速器模型”、辜朝明的“资产负债表衰退理论”等经典理论，探析了实体经济债务扩张、债务收缩、债务供给和债务需求影响金融稳定的理论机制和具体路径。这些理论机制和影响路径有助于政策层、金融业更好地认识金融体系与实体经济之间的关系，更好地把握实体经济债务与金融系统性风险之间的联系。

实体经济债务变化对金融体系风险的影响是一个系统过程，本文在理论探析的基础上，尝试构建了一个实体经济债务影响金融体系稳定的债务周期解释框架，统筹考虑了实体经济债务的扩张时间、增长速度、结构变化对金融体系稳定的影响。其中，实体经济债务周期的波长（扩张时间）关注的是整个债务周期中债务扩张阶段持续时间和债务收缩阶段持续时间的长短对金融体系风险的影响，实体经济债务周期的波幅（增长速度）关注的是实体经济债务波动速度相对于 GDP、国民收入增速的大小对金融体系风险的影响，实体经济债务周期的结构变化则关注的是实体经济

¹³ Borio et al.（2015）基于发达经济体的研究表明，私营部门信贷相对于 GDP 每上升一个百分点，接下来五年之内整体生产率的增长下降 0.08 个百分点，其中有 0.05 个百分点是由劳动力向低生产率部门转移导致的。

债务规模在各部门、各行业的分布以及各部门债务的占比变化对金融体系风险的影响。

当前我国正在协调推进实体经济去杠杆和金融体系防风险，本文研究结论对此具有较强的政策启示。实体经济的债务很大一部分直接对应着金融体系的资产，实体经济债务风险与金融系统性风险相互交织，实体经济去杠杆和金融体系防风险具有内在统一性。实体经济去杠杆的关键是要提高债务资金的使用效率和产出效率，这需要金融体系优化资金配置结构的支持；金融体系风险很大程度上是实体经济债务风险在金融体系的倒灌，金融体系防风险要前移至实体经济债务层面，根本在于与实体经济部门一块改善债务资金的配置结构和利用效率。从债务周期的视角来看，如果一味地简单地推动金融体系的信用扩张和实体经济的债务扩张来缓解经济下行压力，并不能有效地实现去杠杆和防风险的最终目的，实体经济债务（金融）周期的拉长拉大反而可能会导致债务资金的持续错配和金融风险的持续积累（朱太辉和黄海晶，2018）。

参考文献

- [1] Bernanke, B. and M. Gertler (1989): "Agency Cost, Net Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review*, 1989, 79(1), 14-31.
- [2] Bernanke, B., M. Gertler and S. Gilchrist (1996): "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", *The Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15.
- [3] Borio, C., et al. (2015): "Labour Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences", BIS Working Papers, No 534.
- [4] Cardoso-Lecourtois, M. (2004): "Chain Reactions, Trade Credit and the Business Cycle", *Econometric Society 2004 North American Summer Meetings No 331*, Econometric Society.
- [5] Coricelli, F. and I. Masten (2004): "Growth and Volatility in Transition Countries: The Role of Credit", *Festschrift in Honor of Guillermo A. Calvo*.
- [6] Davis, E. (1992), "Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk", Clarendon Press.
- [7] Fazzari, S., R. Hubbard, and B. Petersen (1988), "Investment, Financing Decisions, and Tax Policy", *American Economic Review*, 78(2), 200-205.
- [8] Fisher. I. (1920), "Stabilizing the Dollar", New York: The Macmillan Company.
- [9] Fisher. I. (1911), "The Purchasing Power of Money, Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises", New York: The Macmillan Company.
- [10] Fisher, I. (1933), "Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1 (4) , 337-357.
- [11] Getler M. and G. Hubbard (1988), "Financial Factors in Business Fluctuations", NBER Working Papers, No.2758 .
- [12] Getler M. and S. Gilchrist (1993), "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, 95(1), 43-64.
- [13] Getler M. and S. Gilchrist (1994), "Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 309-340.
- [14] Kiyotaki, N. and J. Moore (1997a), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- [15] Kiyotaki, N. and J. Moore (1997b), "Credit Chains", *Edinburgh School of Economics Discussion Papers*, University of Edinburgh.
- [16] Kliesen, K. and J. Tatom (1992), "The Recent Credit Crunch: The Neglected Dimensions", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September, 18-36.
- [17] Koo, R. (2008), "The Holy Grail if Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession", John Wiley & Sons (Asia).
- [18] Kregel, J. A., *Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility*, *Journal of Economics*, 1997, 31 (2) , 543-548.
- [19] Martha, L. (2008), "Indonesia's Poni Economy: Does Financial Crises Give a Lesson", *The 5th EuroSEAS Conference*, University of Naples 'L'Orientale', September, Italy.
- [20] Minsky, H. (1975), "John Maynard Keynes", McGraw-Hill.
- [21] Minsky, H. (1982) : "The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy", Hyman P. Minsky Archive. Paper 282.
- [22] Minsky, H. (1986), "Stabilizing an Unstable Economy", Yale University Press.
- [23] Minsky, H. (1993), "The Financial Instability Hypothesis", in "Handbook of Radical Political Economy", edited by Philip Arestis and Malcolm Sawyer, Edward Elgar: Aldershot.
- [24] Mishkin, F. (1997), "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", *Proceedings from Federal Reserve Bank of Kansas City*, 55-96.
- [25] Schumpeter, J. (1934), "Theory of Economic Development", Harvard University Press.

- [26] Stiglitz, J. and A. Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, American Economic Review, 71 (3), 393-410.
- [27] Tvede, L. (2006), “Business Cycles: History, Theory and Investment Reality”, John Wiley & Sons.
- [28] 黄剑辉和李鑫（2018）：《非金融企业部门杠杆率与银行业风险研究，金融监管研究》，《金融监管研究》，第2期。
- [29] 李晚晴和田野（2018）：《我国企业部门杠杆率及其债务风险的辩证分析》，《金融监管研究》，第2期。
- [30] 李扬等（2018）：《中国国家资产负债表（2018）》，中国社会科学出版社。
- [31] 马建堂等（2016）：《中国的杠杆率与系统性金融风险防范》，《财贸经济》，第1期。
- [32] 马利·奇瓦科等（2016）：《中国企业部门脆弱性评估》，《金融监管研究》，第2期。
- [33] 彭文生（2017）：《渐行渐近的债务周期》，中信出版社。
- [34] 张成科、张欣和高星（2018）：《杠杆率结构、债务效率与金融风险》，《金融经济学研究》，第3期。
- [35] 张晓朴和朱太辉（2014）：《金融体系与实体经济关系的反思》，《国际金融研究》，第3期。
- [36] 中国人民银行杠杆率研究课题组（2014）：《中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究》，《金融监管研究》，第5期。
- [37] 周小川（2017）：《守住不发生系统性金融风险的底线》，载《党的十九大报告辅导读本》，人民出版社。
- [38] 朱太辉（2018）：《中国实体经济债务：演变、风险与治理》，《东北财经大学学报》，第4期。
- [39] 朱太辉和边卫红（2018）：《如何从根源上改进金融系统性风险监管——基于实体经济债务视角的研究》，《金融评论》，第4期。
- [40] 朱太辉和黄海晶（2018）：《中国金融周期：指标、方法和实证》，《金融研究》，第12期。
- [41] 朱太辉（2019）：《企业融资难融资贵问题的根源和应对研究——一个系统分析框架》，《金融与经济》，第1期。
- [42] 朱太辉等（2018）：《如何协调推进稳增长和去杠杆？——基于资金配置结构的视角》，《管理世界》，第9期。

How Does Real Economy Debt Affect the Financial System Stability?

—— Theoretical Mechanisms and An New Explanatory Framework

Zhu Taihui

Absrtact: In recent years, China witnessed the accumulating debt of real economy and the increasing risk of financial system, and the high leverage of real economy has become the root of macro-financial vulnerability. Behind this lies a problem to be studied thoroughly, how does real economy debt affects the stability of financial system? Firstly, the paper analyses the classical theories such as "debt-deflation theory", "financial instability hypothesis", "financial accelerator theory" and "balance sheet recession theory", and explores the theoretical mechanism and specific path of the real economy's debt expansion, debt contraction, debt supply and debt demand affecting the stability of financial system. On this basis, the paper attempts to construct a debt cycle interpretation framework for the impacts of real economy debt on financial system stability, taking into account the impact of real economic debt expansion time (cycle length), growth rate (cycle amplitude) and structural changes on financial system stability. The policy enlightenment of this paper is that the de-leverage of real economy and the risk prevention of financial system have inherent consistency, and the key solution is to optimize the allocation structure of funds and improve the utilization efficiency of debt.

Key Words: Real Economy Debt; Financial System Stability; Systemic Risks; Debt Cycle



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn