

No. 1906

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第二十四期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

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

目 录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观	- 1 -
1. 全球主要经济体经济走势分析	- 1 -
2. 2019 年汇率展望：美元或波动下行 人民币强势概率增加易升难贬	- 3 -
(二) 国内宏观	- 4 -
1. 经济：一季度 GDP 增速好于预期，3 月经济数据亮眼	- 6 -
2. 通胀：CPI、PPI 反弹	- 10 -
3. 金融：社融大超预期，宽信用效果进一步显现	- 11 -
(三) 商业银行	- 5 -
1. 银行理财的资管转型持续推进	- 14 -
2. 2019 年 3 月货币金融数据分析	- 14 -
(四) 资本市场	- 16 -
1. 股市：A 股展开拉锯，经济数据回暖	- 16 -
2. 债市：资金面紧张情绪加剧，央行重提“总闸门”	- 16 -
二、宏观经济专题：金融结构与非金融企业“去杠杆”	- 18 -
(一) 内容摘要	- 19 -
(二) 引言	- 23 -
(三) 数据描述和模型设计	- 23 -
(四) 实证结果	- 28 -
(五) 结论与政策建议	- 37 -
三、主要经济数据	- 41 -

图表目录

图 1：制造业驱动工业生产回暖	- 7 -
图 2：3 月出口金额大幅反弹	- 10 -
图 3：2002-2019 年 2 月 M1、M2 同比增速与剪刀差	- 13 -

表格目录

表 1：3 月 M2 增量的结构	- 16 -
表 2：经济数据一览	- 41 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

1. 全球主要经济体经济走势分析

IMF4 月份发布的最新的《世界经济展望》中提出，**预计全球经济增长将在 2019 年上半年趋于平稳，随后维持稳定，甚至温和回升。**预计 2019 年下半年的经济增长将取决于中国政策刺激的持续增强、全球金融市场情绪的改善、暂时拖累欧元区经济增长的因素的减弱以及包括阿根廷和土耳其在内的新兴市场经济体压力的逐步稳定。

具体来看，**发展中国家和发达国家表现分化：**新兴市场和发展中经济体的增长动力预计将持续到 2020 年。相比之下，随着美国财政刺激影响的减弱，发达国家的经济活动预计将继续逐渐放缓。同时，IMF 下调了美国、欧元区、日本等发达经济体 2019 年实际 GDP 增长率。同 2019 年 1 月份比较，2019 年美国实际 GDP 增长率预计为 2.3%（下调了 0.2 个百分点），欧元区实际 GDP 增长率预计为 1.3%（下调了 0.3 个百分点），日本实际 GDP 增长率预计为 1%（下调了 0.1 个百分点）。

(1) 美国经济增长放缓 通胀超预期回升

美国经济增长放缓：2018 年第四季度美国 GDP 增长速率为 2.6%，相较于 2018 年第三季度 3.4% 的增长率继续放缓。私人库存投资、个

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

人消费开支增速放缓是当季经济增长放缓的主要原因。数据显示，占美国经济总量约 70% 的个人消费开支增长 2.8%，低于前三季度 3.5% 的增速。从生产端看，美国 3 月制造业 PMI 上调，从 54.2 上涨 1.1 个百分点至 55.3。通胀超预期回升：3 月 CPI 超出预期（3 月 CPI 同比 1.9%，预测同比 1.8%），且高于前值（2 月 CPI 同比 1.5%）。3 月核心 CPI 为 2%，低于预期（2.1%）和前值（2.1%）。失业率维稳，非农人口变动远超前值和预期：3 月失业率为 3.8%，维持不变。3 月非农业就业人口增加 19.6 万，远高于前值（3.3 万）和预期（17.7 万）。美联储 2019 年 3 月 FOMC 会议美联储将联邦基金利率目标区间维持在 2.25%~2.5%，并下调了 2019 年的加息预期（从 2018 年 12 月预计的 2 次下调至 0 次）。同时美联储对经济看法更为悲观，下调了经济和通胀预期，上调了失业率预期。

（2）欧元区经济增速回升，通胀有所回落

欧元区经济增速回升：四季度 GDP 增速环比折年率为 0.9%，略高于第三季度经济增速 0.6%。从生产端看，欧元区制造业 PMI 指数有所回升，2019 年 4 月制造业 PMI 上涨至 47.8，服务业 PMI 下跌 0.8 个百分点至 52.5，不足以支撑欧元区经济增长。

通胀回落：3 月 HICP 为 1.4%，较上月下跌了 0.1 个百分点。核心 HICP 为 0.8%，较上月下降了 0.2 个百分点。失业率维持在历史低点：2 月失业率维持在历史低点 7.8%。

(3) 日本经济增速大幅回升，失业率有所回落

日本经济增速大幅回升：2018 年第四季度日本 GDP 增速环比折年率为修正为 1.9%，较三季度大幅提高。从生产端来看，3 月日本制造业 PMI 修正为 49.2，较 2 月份上涨了 0.3 个百分点，但仍处于 50 荣枯线以下。**通胀回升：**3 月 CPI 同比上涨 0.3 个百分点至 0.5%，核心 CPI 反弹至 0.8%。**失业率回落：**2 月失业率回落至 2.3%，仍处于历史低点。

2. 2019 年汇率展望：美元或波动下行 人民币强势概率增加易升难贬

(1) 美元：2019 年或波动下行

总体来看，驱动 2018 年美元上涨的因素有所走弱 2019 年美元或波动下行。2018 年推动美元上涨的因素在 2019 年均有所走弱（强劲的经济增长面临拐点+美联储加息周期结束+美欧利差缩窄下套利资金对美元需求有所减弱），叠加 2019 年美国债务压力来袭，美元全年有波动下行的趋势。欧洲经济是否有超预期变化是短期美元指数波动的来源。

经济因素：经济峰值已过。长期来看，美元本质是美国经济实力的综合定价，过去几年美元走势已经超调。短期来看，美元走势取决于主动贬值（美国自身因素）和被动升值（外部因素）之间的博弈。一方面，美国经济进入拐点期（前期刺激政策效果逐渐消退、中期选举后额外扩张的财政政策面临阻力、加息对实体经济的影响逐渐显现、房地产进入下行周期），美元有主动贬值动能。另一方面，年初以来

美元升值中近 70%来自于欧元的贬值。如果欧洲经济继续超预期下行，欧元有贬值压力，那么美元将有被动升值的动能，欧洲经济变化是美元短期的波动来源。

债务因素：债务压力来袭。长期来看，美国债务规模（国债总额/GDP 比例、国债增速）增长过快的时期往往带来美元走弱。短期来看，目前债务处于高位且增速较快（美国总债务占 GDP 比重超过 120%，过去十年的平均增速是 12.4%）快速增长的债务问题或将引发对美国债务可持续性的担忧，为美元带来贬值压力。

货币政策因素：加息周期结束。长期来看，本轮加息本质是回归常态化而非预防经济过热，因此在经济并非过热背景下的加息注定无法长远。短期来看，美债收益率曲线正在抑制美联储加息步伐（美国长短端利差已经收窄至 2007 年以来的最低水平，美债收益率曲线趋于倒挂），随着本轮加息周期结束，货币紧缩对美元的提振效果逐渐熄火。

交易因素：套利需求减弱。2018 年美元上涨受到套利资金的推动（美欧、美日利差扩大），随着美联储加息进入尾声，美国利率水平趋稳，套利资金对美元需求将有所减弱。

（2）人民币：强势概率增加 易升难贬

年初以来美元 96 震荡，人民币汇率主动升值 2%带动 CFETS 指数从 92 回升到 94，回顾过去三年，我们一直认为所谓的“维持一篮子稳定”的锚大概率在 94 左右，当下一篮子正好在锚值左右。

当下是汇率重要的观察时点。一篮子指数目前在 94 锚值左右，

仍属于超贬后的合理回升范围，一旦超过 95 仍持续冲高，如没有观察到明显的波动过滤和收盘推动，或有汇率主动引导的可能性。

2019 年汇率的因素排序或为中美>美元>结售汇基本面：经历三年人民币汇率目前波动率与 G7 货币基本同区间，因此个人企业与金融市场对汇率波动忍耐度明显提升，结售汇基本面即便在 2018 破 7 担忧时也没有发生明显恶化。因此前两个因素造成的银行间交易或更为重要。2019 美元由于经济压力增加+加息马达失火+美债利率回落面临中枢下移，利好汇率。中美，只要不是完全对抗情景，汇率易升难贬。详细观点请见【华创宏观交运轻工商社】汇率如何看？强势汇率的预期受益标的有哪些？

（二）国内宏观²

2019 年一季度国内 GDP 同比增长 6.4%，好于市场预期，与 2018 年四季度增速持平。3 月份我国经济、金融数据大都好于预期，其中 3 月份工业增加值同比增长 8.5%，房地产投资增速持续较高位表明我国经济韧性较强；3 月份新增社融 2.86 万亿，较上月多增 2.16 万亿，大幅超出市场预期；而从企业新增中长期贷款明显增加来看，去年四季度以来的一系列宽信用政策已经产生效应，实体经济融资条件改善明显。在 4 月 19 日召开的中共中央政治局会议内容中指出一季度经济“总体平稳、好于预期”，但同时又“经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力”可知短期

²撰写人：IMI 研究员孙超

的经济、金融数据改善并不代表国内经济已见底企稳。

1. 经济：一季度 GDP 增速好于预期，3 月经济数据亮眼

（1）消费支撑一季度 GDP 增速好于预期

2019 年一季度国内 GDP 同比增长 6.4%，好于市场预期，与 2018 年四季度增速持平。其中第一产业增加值 8769 亿元，同比增长 2.7%；第二产业增加值 82346 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 122317 亿元，增长 7.0%。第三产业增加值占国内生产总值比重为 57.3%，服务业成为经济贡献的主力。一季度 GDP 增速超出市场预期，主要是由于去年以来的积极的货币政策以及财政政策等逆周期调控效果显现。金融数据对实体经济具有领先性，我们认为二季度经济虽存在下行压力但仍不必过于担忧。

（2）工业生产显著改善

2019 年一季度，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，较 2018 年四季度有所回升，其中 3 月单月规模以上工业增加值同比 8.5%，较 1-2 月累计同比提升 3.2 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.2%，制造业同比增长 7.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 7.1%，工业生产改善主要由制造业贡献。分行业来看，3 月份水泥、橡胶、金属制品、通用设备等行业增加值同比回升明显，且越往上游增速提升幅度越明显。

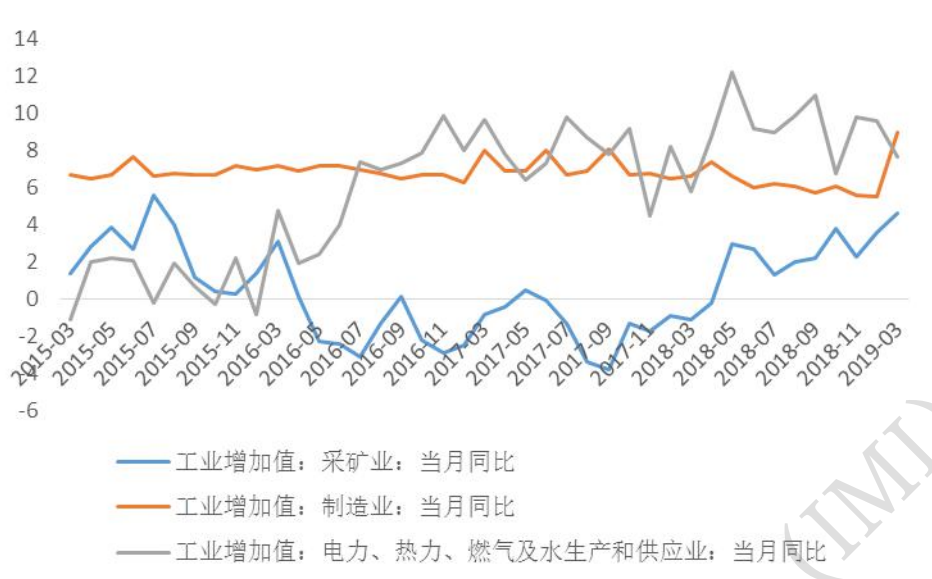


图 1：制造业驱动工业生产回暖

数据来源：Wind, IMI

（3）基建与房地产提振投资

1-3 月固定资产投资同比增长 6.3%，较 1-2 月继续保持缓慢回升的态势。其中基础设施建设和房地产的开发投资同比增速保持较好的上升势头，同比增长分别为 4.4% 和 11.8%，而制造业的固投累计同比增速出现下滑，前 3 月同比增速仅为 4.6%。基建投资增速反弹主要是受益于财政支出的增加以及地方政府专项债的发行，支撑基建投资回暖。

1-3 月房地产投资同比增长 11.8%，好于 1-2 月增速，主要受到开发商期缴土地购置费支撑和施工面积增速上升影响，其中开发企业房屋施工面积同比增长 8.2%，增速比 1-2 月提高 1.4 个百分点。春节之后，房贷利率持续回落，房地产销售超预期回暖，尤其是三四线城市房地产销售的韧性较强，房地产投资在低库存及高销售支撑下继续强劲。

1-3 月制造业投资增速 4.6%，较 1-2 月回落 1.3 个百分点，投资增速继续下滑，主要是受工业企业利润增长放缓影响。中观经济数据上看，化工、医药、电子制造等行业投资贡献较大；相反，下游的汽车、纺织，中游的通用设备、专用设备，以及上游的有色金属投资增速回落对制造业投资形成拖累。

未来随着政策的发力及今年提前发行的地方债的影响，预计二、三季度基建投资将持续反弹；而在 4 月 19 日政治局会议中强调“落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，房地产投资在“房住不炒”和“因城施策”的政策基调上或仍未保持平稳增长；制造业受新一轮减税降幅利好，企业盈利或有所改善，将缓解制造业投资下行压力。

(4) 多因素带动消费增长

3 月社会消费品零售总额同比 8.7%，较上月回升 0.5 个百分点，消费显现出回暖迹象。消费回暖除与 CPI 走高推动名义消费增速以外，还有两个主要原因：一方面与房地产销售回暖有关，3 月份房地产销售回暖带动房地产相关的家电、家具、装潢零售增速显著回升，分别回升 11.9、12.1、4.2 个百分点；另一方面是宽信用以及减税降费的财政政策刺激，企业盈利有所改善，失业率有所下降，3 月城镇调查失业率 5.2%，较上月回落 0.1 个百分点，居民人均可支配收入进一步提升，带动消费增长。而汽车消费仍在低位徘徊，同比降 4.4%，较上月回落 1.6 个百分点。

(5) 出口大幅反弹，进口持续收缩

按美元计价,2019年3月我国出口额1986.7亿美元,同比增14.2%,前值-20.7%;进口同比下降7.6%,前值-5.2%;贸易顺差326.5亿美元,同比增665.96%。

在2月份出口增速同比下滑20.7%的情况下,3月份出口增速超预期反弹,分区域来看,对不同区域出口均出现明显的回升态势。3月当月对美出口同比上升3.71%,由负转正,较上月大幅上升32.28个百分点;对欧盟、日本和东盟出口额同比增速分别大幅上升23.74%、9.61%和24.75%,增速由负转正,较上月分别大幅回升36.89、19.12和37.97个百分点。剔除春节效应,从一季度来看,一季度累计出口金额同比增长1.4%,增速较去年同期下滑明显,我国对欧盟、美国、东盟、中国香港、日本和韩国出口额同比增速分别为8.07%、-8.97%、9.14%、-6.73%、2.42%和5.26%。从一季度整体情况来看,出口难言改善。

进口来看,3月进口金额以美元计同比下降7.6%、以人民币计同比下降1.8%,剔除春节因素看整个一季度,一季度进口下降4.8%。从进口区域来看,3月份对美、日、韩和欧盟等主要贸易伙伴进口增速均出现下滑;分产品来看,石油、大豆、钢材、煤炭、汽车等进口额增速均为负,主要进口产品进口额低迷拖累进口增速。

后期来看,由于国际货币基金组织下调了2019年全球经济增长预期,海外经济仍不容乐观,中美经贸谈判虽在一定程度上缓解了我国出口压力,但受制于全球经济环境影响,出口或难明显改善;同时考

考虑到国内经济仍存下行压力，企业部门需求疲弱继续制约进口。

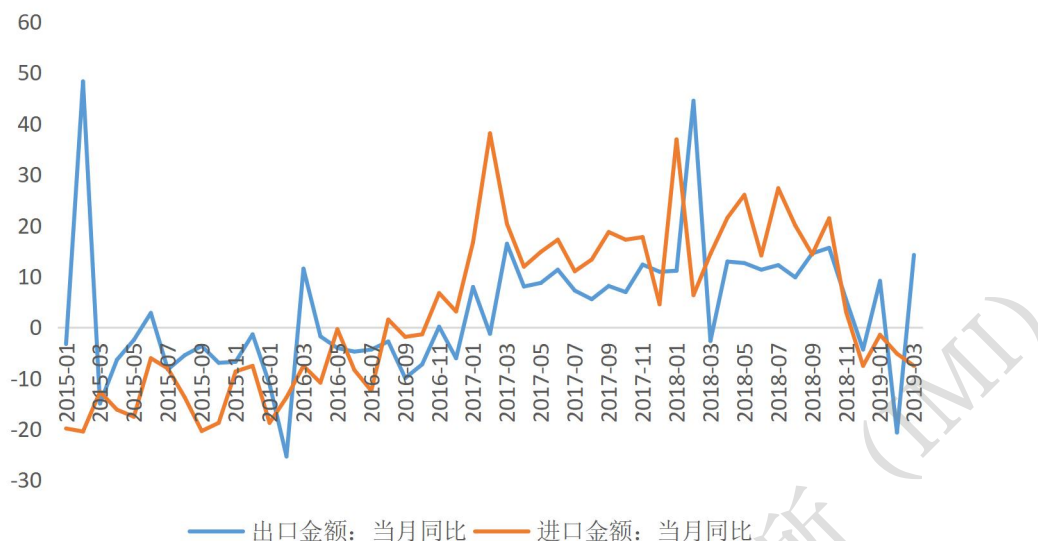


图 2: 3 月出口金额大幅反弹

数据来源: Wind, IMI

2. 通胀: CPI、PPI 反弹

(1) 猪肉价格驱动 CPI 反弹

3 月份 CPI 同比增长 2.3%，较上月反弹 0.8 个百分点，重回“2 时代”，环比下跌 0.4%，略高于历史均值。CPI 同比涨幅扩大除翘尾因素影响外，主要是由于蔬菜价格持续上涨以及猪周期以及猪疾病影响导致猪肉价格上涨。CPI 同比回升主要由食品项带动，CPI 食品项同比较上月回升 3.4 个百分点至 4.1%；非食品价格上涨 1.8%。往后看，预计二季度猪肉价格将在供给减少的支撑下持续上涨，从而对 CPI 产生较强的带动作用，预计二季度 CPI 同比增速还将维持在 2% 以上，或在二季度达到全年高点。

(2) 油价带动 PPI 反弹

3 月 PPI 同比 0.4%，较上月反弹 0.3 个百分点，其中，生产资料

价格同比由上月下跌 0.1% 转为上涨 0.3%，主要受到油价上涨与开工、复工回暖影响。生活资料价格同比由上月 0.4% 小幅上升至 0.5%，主要因食品分项价格上涨。根据南华工业品指数等高频数据，4 月工业品价格回升或仍将延续一段时间，预计 4 月 PPI 同比增速小幅上升。但在全球经济增长放缓、需求疲弱情况下，油价继续上涨空间较为有限，同时去年同期油价基数较高，因此预计二季度 PPI 仍存下行压力。因此整体来看对猪价及油价上涨造成的通胀无需过度担忧。

3. 金融：社融大超预期，宽信用效果进一步显现

(1) 社融增速大超预期

3 月份新增社融 2.86 万亿，较上月多增 2.16 万亿，较去年同期多增 1.28 万亿，社融增量大幅超出市场预期。贷款增加是社融超预期的主要因素，其中 3 月对实体发放的人民币贷款增加 1.96 万亿，同比增长 71.93%；同时 3 月企业债券融资 3275 亿元，保持平稳增长；表外融资转负为正，新增 824 亿元，比上月多增 4473 亿元，同比多增 3353 亿元。一季度社融规模累计增加 8.18 万亿，同比多增 2.35 万亿，明显好于去年，其中人民币贷款贡献 61%，地方政府专项债贡献 20%，企业债贡献 16%，表外三项非标融资贡献 8%。从结构上来看，一季度表内融资新增 6.31 万亿元，同比多增 1.42 万亿元；一季度表外融资新增 607 亿元，同比多增 1942 亿元。一季度表内、表外融资均有改善，社融或将企稳。

(2) 贷款结构明显改善

3 月末人民币存款余额 184 万亿元，同比增长 8.7%，维持平稳增

长的态势；3月新增人民币存款为1.72万亿元，同比多增2100亿元，环比多增4100亿元；从结构上看，新增存款主要来自居民存款和企业存款，分别新增8800亿元、19239亿元，而受减税降费以及政府加快财政支出影响，3月财政存款减少6928亿元。

3月末人民币贷款余额142.11万亿元，同比增长13.7%，增速维持缓慢增长的态势。3月新增人民币贷款1.69万亿元，较上月多增8042亿元，同比多增5700亿元。分部门来看，3月份居民新增贷款8908亿元，同比多增3175亿元，环比大幅多增9614亿元，其中增幅主要来自短期贷款，主要是受减税降费刺激居民增加短期消费影响，而居民长期贷款增加主要受一、二线城市地产销售回暖以及部分地区下调房贷利率，居民贷款购房意愿增加影响。3月份企业部门新增贷款10659亿元，同比多增5006亿元，环比多增2318亿元。其中中长期贷款增加明显，主要是前期一系列货币政策的刺激是宽信用已见成效，银行信贷投放意愿强，企业融资需求改善。3月信贷数据从数量及结构上均有明显改善。而从一季度数据来看，短期贷款和票据融资依然是支撑新增信贷的主力。说明当前尚处于信用修复初期，未来随着经济预期改善、基建项目加速落地，中长期贷款比例有望继续增长。

(3) M1 和 M2 剪刀差收窄

3月M2同比增长8.6%，增速较上月提升0.6个百分点。3月M1同比增长4.6%，增速较上月提高2.6个百分点。M1增速超预期反弹，一方面与股市和房市回暖带动居民存款转向企业存款，改善了企业现金流

有关；另一方面也是由于地方债提前发行，财政投放也相应提前有关。M2-M1剪刀差已由1月末的8%大幅收窄至4%，表明企业经营状况或将有所改善。后续来看，若在财政政策及货币政策发力下，企业数据有所改善，M1增速有望保持相对稳定。

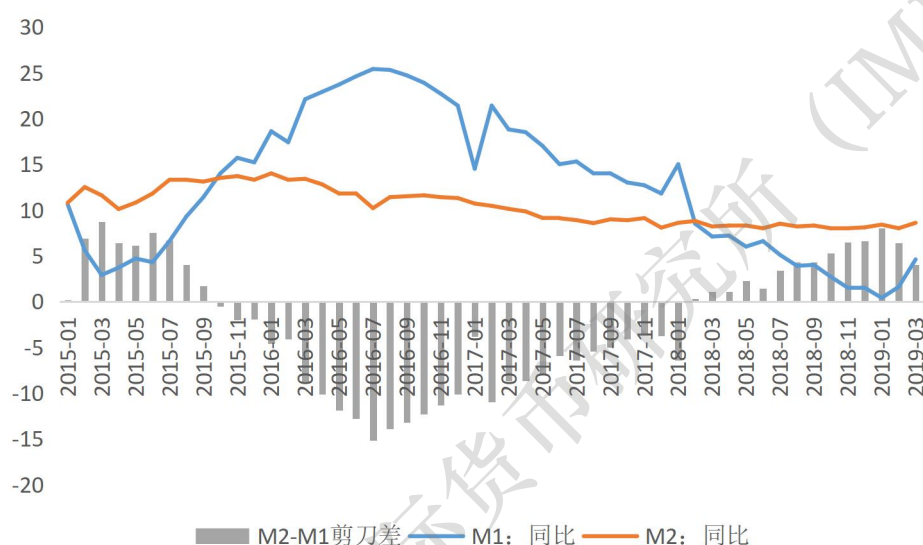


图3：2002-2019年2月M1、M2同比增速与剪刀差

数据来源：Wind，IMI

总体来说，3月金融数据明显超出市场预期，新增社融无论从数量还是结构上均有明显改善。而从企业新增中长期贷款明显增加来看，去年四季度以来的一系列宽信用政策已经产生效应，实体经济融资条件改善明显。而经济、金融数据的修复能否改善实体经济需进一步数据的验证。

（三）商业银行³

1. 银行理财的资管转型持续推进

3月29日，银行业理财登记托管中心与中国银行业协会联合发布《中国银行业理财市场报告（2018年）》。这是近年“资管新规”、“理财新规”、“理财子公司新规”颁布实施后的第一次理财行业年报，能够反映出一些监管转型之后的新现象。

一是整体规模保持稳定，但产品种类的结构有所分化。截止2018年底，非保本理财产品4.8万只，存续余额22.04万亿元，与2017年底基本持平。在多项监管新规的治理压力下，全行业理财余额竟然保持稳定。结果去年其他新闻数据来看，主要是新规实施后，有个别月份余额压缩，主要是不符合新规的老产品压降所致。但是，后续有些基本符合新规或符合过渡期要求的新产品开始发行，因此将整体规模重新提升至2017年底的水平左右。换言之，符合新规的产品的比例是在提高的。

二是同业理财占比下降。截至2018年底，全行业金融同业类产品存续余额1.22万亿元，同比减少2.04万亿元，降幅为62.57%；占全部理财产品存续余额的3.80%，同比下降7.21个百分点。同业理财业务受限，主要不是因为资管业务监管，而是因为同业业务的监管，尤其是很多小银行被要求慢慢退出同业理财业务。而个人理财业务目前成为主流。

³撰写人：IMI研究员王剑

其他方面的情况则与过去仍然类似，比如资产投向仍然以债券、非标为主，理财产品也以偏低风险品种为主。完全符合新规的理财产品也在发行，但发行难度大于老产品。

整体而言，银行理财业务在按照“资管新规”等系列文件要求下，正在推进转型，转型目标是真正意义的资管业。但由于存量规模巨大，转型进展仍较缓慢，新产品的市场接受度仍需培养，转型之路依然漫长。目前，离 2020 年末过渡期结束还有不到两年的时间，转型任务非常紧迫，但目前进展低于预期。况且，相关监管文件还没完全出台完毕，后续文件继续出台之后，转型压力仍然存在。

2. 2019 年 3 月货币金融数据分析

2019 年 3 月末，基础货币余额为 30.37 万亿元，全月略增 142 亿元。其中，现金（货币发行）因节后回存因素，减少了 6222 亿元，而银行的存款准备金增加了 6717 亿元。

受 MLF 的大量到期影响，全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币 7240 亿元。此外，缴税等财政因素投放基础货币 7109 亿元，央行的“其他资产”下降，也可能相应回笼基础货币 596 亿元。但由于缴税等财政因素一改此前回笼态势，3 月基础货币总体增加。

3 月末的 M2 余额为 188.94 万亿元，同比增速增至 8.6%，回升较为明显。按不含货基的老口径计，为 185.82 万亿元，3 月份净增 2.04 万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放（加回被置换的部分），派生了 2.21 万亿元 M2；同时财政缴款投放 M2 约 1.08 万亿元；

通过银行的 SPV 投资（投放非银、非标等）回笼 M2 约 1.06 万亿元；
外汇占款、债券等则影响不大。

表 1：3 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	-4,543	外占	130
单位活期	24,928	债券	-2,035
单位定期	2,305	贷款	22,116
个人	8,865	财政	10,763
非银	-11,159	其他（非银、非标等）	-10,578
合计	20,396	合计	20,396

（四）资本市场⁴

1. 股市：A 股展开拉锯，经济数据回暖

（1）A 股展开拉锯，结构性行情继续

进入 4 月解禁和技术层面的阻力带来一定的下行风险，结构性行情仍是值得把握的机会。行业方面，家电因格力混改计划超预期和地产后周期带动厨电等板块复苏同时预期回升，通信、电子、军工经过短暂调整后热度回归，消费股汽车、食品饮料，银行，采掘涨幅居前。总体看，市场在突破 3200 后展开拉锯，估值修复接近尾声，政策合力或将减弱。

⁴ 撰写人：IMI 研究员芦哲

(2) 经济数据回暖，企业盈利预期或将进一步改善

今年尤其应注重经济基本面预期差，3月经济数据回暖+社融总量超预期且结构改善，企业盈利预期或将进一步改善。2019年一季度GDP创6.4%，经济企稳态势初显。但与此同时整体宏观杠杆率在2018年以来上升4.7%，原因在于逆周期调节抬升了整体杠杆率。主要表现为对冲经济下行的两大主力——房地产企业和地方政府，在政策发力的同时其杠杆率也在显著提高。目前好消息是经济企稳、信用收缩风险得到控制乃至部分化解，坏消息是这种企稳源于房地产等，代价是宏观杠杆率继续提升，虚拟经济比实体经济更受益，政策对此容忍度较低，稳增长的隐性成本较高。

(3) 政策观望

近期不可忽视的一大变量是国企混改的预期升温，股市估值回升至历史中枢是国企混改实施的基础，而混改实施又将进一步降低风险溢价、推动估值修复。不难看出，经济与政策的组合已转变为经济企稳+政策观望。股市估值已修复到历史中枢附近，基本面和政策合力分化相互抵消，重申短期指数性行情弱化，重心转为结构性行情。长期看，金融资源在向转型和资本市场倾斜，机会仍存。

2. 债市：资金面紧张情绪加剧，央行重提“总闸门”

(1) 维持全年平年、震荡市的判断

近期较早提醒资金面和杠杆风险，但调整速度之快超预期。从各个驱动因子来看，除汇率和外部因素外，均回到了历史中枢附近，利

率水平向历史中枢靠拢可能也是合理选择。当然，经过风险集中释放之后，赔率有所改善，胜率还不高，短期交易空间较小。如果逐步反应猪周期和经济惯性影响，达到历史中枢附近（十年国债 3.55%、十年国开 4.1%）建议更为积极，在有安全垫的情况下重新博弈基本面和中美贸易谈判进展等预期差。

（2）资金面方面

资金面最宽松的时段已经过去，DR007 的中枢已经在向政策利率回归。一季度宏观经济数据大幅超预期，资金面紧张情绪加剧，央行降准落空叠加减量续作 MLF，政治局会议召开，这些利空因素的进一步释放加速了债市的调整。面对 MLF 到期，央行既没有选择降准，也没有等额续做，而是减量续作+逆回购投放。

（3）政策方面

当前政策组合下，债市面临的基本面、政策因素仍偏不利，但近期大幅调整后，利率开始进入价值区域，关注短期跌出来的配置价值和利空密集兑现后的喘息机会。货币政策经历了短暂的观望期，向稳健中性常态回归，危机预防模式褪去。央行例会上，货币政策措辞出现了边际变化，重提“总闸门”，并对国内外经济形势的表述更加乐观，其背后是宏观政策效果显现，货币政策重心的微妙变化。MLF 减量是对“总闸门”的呼应，逆回购操作是为熨平短期资金面波动。我们认为货币政策在前期承担了较多的救急任务，本质上是一种危机预防模式，近期已经重新兼顾其他传统目标，向稳健中性常态回归。

二、宏观经济专题⁵： 金融结构与非金融企业“去杠杆”

（一）内容摘要

本文运用 2000—2015 年 47 个国家和地区非金融上市企业的财务数据，采用双向固定效应面板模型研究了金融结构与企业杠杆率之间的关系。结果表明，金融结构与企业杠杆率之间呈现显著的负相关关系。平均而言，金融结构市场化程度每上升 1 个百分点，将使企业杠杆率下降 0.44 个百分点。同时，金融结构市场化程度增加在降低企业整体杠杆率的同时会增加企业债务期限。进一步的，这一关系会在不同国家、不同行业 and 不同企业间呈现显著异质性。具体来说，①一国经济增长对投资依赖程度越低、金融发展程度越高、监管质量越好、信息披露程度越高，金融结构市场化程度增加对企业降杠杆的作用越显著；②金融结构市场化程度增加对企业杠杆率的负向影响在创新型行业中表现得更为明显；③在那些高杠杆、大规模、低盈利、股权集中度较低以及政企关联较弱的企业，金融结构市场化程度的增强对企业降杠杆的作用更显著。为推动中国国有企业去杠杆，金融层面需要高度重视资本市场的发展，确保直接融资和间接融资结构均衡合理，同时宏观上需要转变经济增长方式，推动经济结构转型，加强监管，完善信息披露制度；微观上改善公司治理结构，降低政府对企业的干预程度。

⁵撰写人：中央财经大学谭小芬；中央财经大学李源；中央财经大学王可心。原载于《中国工业经济》2019 年第 2 期。

（二）引言

近年来，中国杠杆率的急剧攀升引发了中国是否会发生债务危机和经济衰退的讨论和担忧。Schularick and Taylor(2012)基于 1870—2008 年主要发达国家长周期中货币、信贷和宏观经济主要变量的波动，认为信贷增长和杠杆率上升通常是金融危机发生的前兆；国际货币基金组织(2015)也指出一国杠杆率的增长过快容易引发金融危机，特别是在新兴市场国家。高杠杆已然成为当前中国经济的主要风险因素之一，国内众多学者也纷纷对中国高杠杆的现状进行了较为充分的探讨，发现中国高杠杆问题主要集中于非金融企业，而企业部门的高杠杆问题则主要集中于大型国有企业与传统行业，特别是产能过剩行业和低盈利能力的“僵尸企业”(钟宁桦等,2016;谭小芬和尹碧娇,2016;谭语嫣等,2017)，但是，关于企业如何去杠杆还有待进一步深入研究。在这种背景下，探讨企业杠杆率的影响因素和企业去杠杆的政策路径及措施，对于有效化解中国国有企业债务风险和提高金融资源配置效率具有重要意义。

2015 年 12 月中央经济工作会议提出“三去一降一补”后，去杠杆成为供给侧结构性改革的五大任务之一。国务院总理李克强在 2017 年政府工作报告中提出：“要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重。” 2018 年 4 月中央财经委员会会议提出：“未来要以结构性去杠杆为基本思路，尽快把地方政府和企业特别是国有企业的杠杆降下来。”去杠杆的目标、原则和路径日益清晰。随着供给侧结构性改革的深入推进和经济转型升级步伐加快，2017 年企业部

门杠杆率比 2016 年小幅下降 1.40 个百分点，2011 年以来首次出现净下降⁶。企业去杠杆初见成效，开始进入稳杠杆阶段。然而，中国国有企业较高的杠杆率与经济增长方式、金融发展模式和公司治理机制等深层次因素密切相关，要彻底改观绝非朝夕之功。

关于如何积极稳妥地去杠杆，2017 年政府工作报告提出“发展多层次资本市场”的表述，表明多层次资本市场被赋予去杠杆的重要职能。一般而言，企业外部融资方式主要有两种：股权融资和债权融资。通过股权融资所获得的资金将作为企业权益资金进入企业资产负债表，有助于企业降低杠杆率；通过银行信贷等债权融资获得的资金将作为债务进入企业资产负债表，如果企业运用资金的效率不够高，将会导致企业杠杆率的上升。在中国社会融资规模中，银行贷款占据主导地位，然后是企业债券，而股权类融资规模相比前两项可以说微不足道⁷。这种典型的银行主导型金融体系被认为是中国国有企业杠杆率偏高的重要结构性因素(姚洋和范保军,2016)。2017 年政府工作报告也指出：“中国非金融企业杠杆率较高，这与储蓄率高、以信贷为主的融资结构有关。”因此，中国国有企业去杠杆的政策选项，只局限于实体企业范围内是不够的，还需要进行金融制度的供给侧改革，进一步深化金融体系改革，大力发展资本市场，推进资金供给结构的调整优化，减少企业对债务融资和信贷杠杆的依赖性。据此，2018

6 中国人民银行，《2018 年第二季度货币政策执行报告》，2018 年 8 月 10 日。

7 根据 2018 年第 2 季度中国人民银行发布的《货币政策执行报告》，2018 年 6 月末社会融资规模存量 183.3 万亿，股票融资仅 6.9 万亿，占比仅为 3.8%；2018 年上半年社会融资规模增量为 90972 亿元，股票融资仅为 2511 亿元，占比仅为 2.8%。另外，根据 Wind 数据显示，2015 年—2017 年资本市场股权融资家数分别为 1042 家、1052 家和 985 家，融资规模分别为 1.39 万亿元、1.87 万亿元和 1.51 万亿元；而各类债券发行数量分别为 15493 只、28225 只和 37307 只，各类债券融资规模分别为 23.17 万亿元、36.36 万亿元和 40.80 万亿元。

年中国国家发展和改革委员会等五部门联合下发国务院出台的《2018年降低企业杠杆率工作要点》(发改财金〔2018〕1135号)里进一步明确提出,要“深入推进市场化、法治化债转股”和“积极发展股权融资”。国内众多学者也纷纷建议发展多层次资本市场,提高直接融资比重,优化企业融资结构(陈卫东等,2017;纪洋等,2018)。

因此,总体来看金融结构与企业杠杆率之间确实存在负相关关系,但这并不意味着金融结构指数较高国家的企业杠杆率必然会低于其他国家,这一负向关系很可能还会受到其他因素的影响。图1只是对金融结构与企业杠杆率之间关系的一个直观描述。大力发展直接融资,提高金融结构市场化程度,是否有助于降低企业的杠杆率,以及这种作用是否会随其他因素而发生变化,需要进行更为严格的论证。为更好地回答上述问题,本文利用全球上市企业分析库中47个国家和地区2000—2015年的上市企业数据,从微观层面分析了一国金融结构与非金融企业杠杆率之间的内在联系,以及二者关系是否会随企业特征、行业特征和国家特征(宏观环境)的不同而表现出异质性。

相较于以往的研究文献,本文的边际贡献主要有以下三点:①以往文献在衡量金融结构时大多采用虚拟变量来区分一国金融结构,这导致样本国家的金融结构在样本期间内是固定不变的,但一国金融结构会随着时间的变动(Rajan and Zingales,2003)。基于此,本文采用Levine(2002)提出的金融结构测量方法,计算了各国时变的金融结构综合指数。②本文在证实金融结构市场化程度与企业杠杆率之间存在显著负向关系后,还分析了金融结构市场化程度对企业长期杠杆率和

短期杠杆率的影响差异,并进一步考察了金融结构对企业杠杆率的负向影响在不同国家特征、不同行业特征和不同企业特征下的异质性表现。③在深化供给侧结构性改革的过程中,企业去杠杆的重点是国有企业,其中重要的政策选项之一就是大力发展股权融资和多层次资本市场,提高直接融资比重,优化社会融资结构。本文发现中国非金融企业杠杆率较高与金融结构有关,为中国国有企业去杠杆政策选项提供经验证据。

本文余下部分内容安排如下:第二部分为文献综述与研究假设,第三部分为数据描述和模型设计,第四部分为实证分析和稳健性检验,第五部分为主要结论和政策建议。

(三) 数据描述和模型设计

为了考察金融结构对企业杠杆率的影响以及该影响在不同条件下的异质性,本文既需要金融结构的衡量指标,也需要不同国家企业的财务数据。为此,本文通过整合全球金融发展数据库(GFDD)和全球上市企业分析库(Osiris 数据库),最终得到 37473 家企业的数据,数据频率为年度,共 331009 个观测值⁸。

1. 上市企业财务数据

本文选取47个发达国家和新兴市场国家2000—2015年上市企业数据作为企业财务数据原始样本,所有企业数据均来自全球上市企业分析库(Osiris数据库)⁹。并对原始数据做以下处理:①剔除金融类行

⁸ 各国家企业数量和企业观测值占样本总量比例详见附件 1。

⁹ 本文在全球上市企业分析库中选择上市企业数量在 40 家以上的国家。

业以及杠杆率为负值的观测值；②只保留有至少连续4年观测值的企业；③为剔除异常值对回归结果的影响，本文对企业层面变量做上下1%的缩尾处理。

2. 金融结构的度量

参照Levine(2002)金融结构指标的构造思路和方法，本文把金融结构市场化程度的上升定义为股票市场相对于银行部门的较快发展，并参照其所提供的计算方法计算出47个样本国家金融结构的度量指标。所用数据全部来源于世界银行的全球金融发展数据库(GFDD)。Levine(2002)分别从股票市场和银行的相对规模、活跃度和效率三个维度对一国金融结构类型进行了衡量，并采用上述三个维度指标的第一主成分作为一国金融结构的综合指标。具体各子指标构造方式如下：

(1)金融结构规模指标。金融结构规模指标是对一国股票市场规模相对银行业规模大小的一种度量。其中，股票市场规模用股票市值除以GDP衡量；银行业规模则用银行信贷比例衡量，即银行给私人部门的信贷余额占GDP的比重，这一做法可以排除公共部门提供的信贷余额，如中央和地方政府等。金融结构规模指标等于股票市场规模除以银行业规模比例的对数值。该指标数值越大表明一国金融结构市场化程度越强。

(2)金融结构活跃度指标。金融结构活跃度指标是对一国股票市场相对银行活跃度大小的一种度量。其中，股票市场的活跃度用股票市场总交易额占GDP的比例进行衡量，该指标可以很好地度量市场交

易相对经济活动的流动性；银行业活跃度则与银行业规模的衡量方式相同，即用银行信贷比例衡量。金融结构活跃度指标等于股票市场活跃度与银行业活跃度比例的对数值，该指标越大表明一国金融结构市场化程度越强。

(3)金融结构效率指标。金融结构效率指标是对一国股票市场相对银行效率高低的一种度量。其中，股票市场效率与股票市场活跃度采用相同的衡量方式，即采用股票市场总交易额占GDP的比例进行衡量；而银行部门效率则用净息差衡量，该指标值越大表明银行体系对储蓄投资转化过程收取的租金越高，银行部门的效率越低。金融结构的效率指标等于股票市场总交易额占GDP的比例乘以银行净息差，该指标越高表明一国金融结构市场化程度越高。

根据Levine(2002)的思想，金融结构指数则是从以上三个维度对一国金融结构的综合度量，由规模指标、活跃度指标和效率指标的第一主成分构成。数值越大表明一国金融结构市场化程度越强。本文在后续研究中将采用该综合指数作为一国金融结构的代理变量，同时为了保证本文结论的稳健性，本文也分别采用三个子指标作为金融结构的代理变量进行回归以确保结论的稳健性。

3. 行业研发强度衡量

银行更倾向于向传统的低风险行业提供资金，而资本市场则倾向于向创新型行业提供资金。因此，一国金融结构市场化程度的增强对不同行业可用外部资金来源的影响是存在差异的。为了更好地考察金

融结构对企业杠杆率的影响在不同行业间的差异性,本文引入行业研发强度指数,对某一行业的研发性支出进行衡量。行业研发强度指数越高的行业,被认为越倾向于创新型行业,从而考察金融结构对企业杠杆率的影响在不同行业间存在的异质性。

本文借鉴Rajan and Zingales(1998)的思想和Binh et al.(2006)的方法,采用美国上市企业数据构造各行业的研发强度指数。采用美国上市企业数据对行业研发强度进行测算的原因在于,美国拥有最发达的金融市场及完善的法治与制度环境,企业面临的外部融资困难最小(Rajan and Zingales,1998)。因此,美国行业的特征反映的仅仅是某个行业纯粹的技术特征,基于美国非金融上市企业构建的行业研发强度指数受到其他非技术因素(如金融市场的摩擦、制度的不完善)的影响最小。本文在采用美国上市企业数据计算行业研发强度时采用全球行业分类标准(GSIC)中的三级指标划分行业,在剔除金融业后共得到56个行业的行业研发强度。具体构造步骤如下:①计算每家美国上市企业2000—2016年间的研发强度,并取样本期间的平均值,作为该企业的研发强度($RD_{i,s}$)。单个企业研发强度采用研发费用支出与销售收入之比进行衡量;②取某一具体行业中所有企业研发强度的中位数作为该行业的研发强度,形成行业研发强度变量(RD_s);③按照样本企业的三级行业分类代码,将由美国上市企业数据计算得到的行业研发强度赋值给样本企业。

4. 模型设计

与以往研究企业杠杆率决定因素的文献相一致 (Rajan and Zingales, 1995; Frank and Goyal, 2009; Graham et al., 2015), 基准模型构造如下:

$$Y_{i,s,c,t} = \alpha_0 + \beta_1 finstr_{c,t-1} + \delta_1 macro_{c,t} + \delta_2 industry_{s,t} + \delta_3 firm_{i,c,t-1} + \mu_i + \nu_t + \xi_{i,s,c,t} \quad (1)$$

其中, 下标*i,s,c,t*分别表示企业、行业、国家和时间。 $Y_{i,s,c,t}$ 为被解释变量, 包括: 企业杠杆率($lev_{i,s,c,t}$)、长期杠杆率($llev_{i,s,c,t}$)、短期杠杆率($slev_{i,s,c,t}$)和债务期限结构($debtqx_{i,s,c,t}$)。 $finstr_{c,t-1}$ 表示第*c*个国家在第*t*年的金融结构, 采用金融结构综合指数进行衡量。为避免可能存在的内生性问题, 本文对其进行滞后一期处理。 $finstr_{c,t-1}$ 取值越大表示一国金融结构市场化程度越强, 即一国金融市场发展程度相对银行业发展程度越高。 $macro_{c,t}$ 、 $industry_{s,t}$ 和 $firm_{i,c,t-1}$ 分别为国家宏观层面、行业层面以及企业层面各控制变量的总称。 $firm_{i,c,t-1}$ 中具体包含: 企业规模、固定资产占比、企业成长性、盈利能力和实际税率。同样, 为尽量缓解内生性问题, 本文将企业层面变量全部滞后一期; $industry_{s,t}$ 则采用行业一时间虚拟变量进行控制。 $macro_{c,t}$ 中具体包含: GDP实际增速、通货膨胀、广义货币增速、政府赤字、储蓄率、金融发展程度和制度环境。 μ_i 为企业固定效应, ν_t 为时间固定效应。

上述模型关注的是金融结构对非金融企业杠杆率的直接影响, 并没有考虑到这种影响在不同国家、不同行业 and 不同企业间所表现出的异质性。因此, 本文在模型(1)的基础上, 参考Rajan and Zingales(1998)

的方法构造如下模型：

$$lev_{i,s,c,t} = \alpha_0 + \beta_1 finstr_{c,t-1} + \beta_2 (finstr_{c,t-1} * External_{i,s,c,t}) + \beta_3 External_{i,s,c,t} + \delta_1 macro_{c,t} + \delta_2 industry_{s,c,t} + \delta_3 firm_{i,s,c,t-1} + \mu_i + v_t + \xi_{i,s,c,t} \quad (2)$$

其中， $External_{i,s,c,t}$ 是指描述不同国家特征、不同行业特征和不同企业特征的一系列变量。交互项 $finstr_{c,t-1} * External_{i,s,c,t}$ 用来衡量金融结构对非金融企业杠杆率的影响在不同国家、不同行业特征和不同企业间的异质性。其余变量定义与公式（1）相同。

（四）实证结果

1. 基准回归结果

本文首先运用基准回归方程(1)对金融结构与企业杠杆率之间的内在关系进行检验。结果显示金融结构指数与企业杠杆率之间表现出显著的负相关关系，即金融结构指数每增加1单位会使企业杠杆率下降约0.65个百分点。由已有研究可知，企业杠杆率会受到一系列企业因素、行业因素以及宏观因素的影响，因此为确保金融结构与企业杠杆率之间上述负相关关系是可信的，本文加入了企业、行业和国家层面的控制变量。可以看到，虽然金融结构指数对企业杠杆率的影响程度在加入控制变量后有所降低，但其仍然在1%的显著性水平上显著。在加入控制变量后，金融结构前的系数估计值下降为0.0044，即金融结构每增加1个单位会使企业杠杆率平均下降0.44个百分点，金融结构变量前的系数在1%的显著性水平上显著。从经济意义上讲，样本内金融结构的标准差为1.83，企业杠杆率的标准差为0.26，这意味着

金融结构每增加一个标准差会使企业杠杆率平均下降约0.81%，占到企业杠杆率标准差的3.12%。而企业规模的这一影响程度也仅大约为9.84%。因此金融结构对企业杠杆率的影响程度显然是不容忽视的。

进一步地，本文考虑了金融结构与企业杠杆率之间的关系在不同期限的杠杆率之间是否表现出异质性。结果表明，金融结构指数每增加1个单位将会使样本企业短期杠杆率平均下降0.74%，但却会使企业长期杠杆率平均上升0.30%。这意味着，尽管金融结构对企业杠杆率的影响在整体上呈现出显著的负相关性，但金融结构对企业不同期限杠杆率的影响是存在显著差异的。同时，金融结构与企业债务期限之间呈现出显著的正向关系，即金融结构指数每增加1个单位会导致企业债务期限增加0.71%。综合来看，金融结构指数的增加不仅有助于降低企业杠杆率的整体水平，同时还有助于企业优化债务期限结构，降低企业短期债务融资占比，从而有利于降低企业债务风险。

2. 国家特征、金融结构与企业杠杆率

尽管平均来看，金融结构市场化导向程度越高的国家或地区企业杠杆率越低，但金融结构市场化程度与企业杠杆率的关系在样本国家内并不是严格一一对应的，即具有较高金融结构市场化程度的国家或地区，其国内企业杠杆率并不一定低于其它国家。这意味着，金融结构对企业杠杆率的影响也许会依赖于国家特征的不同而不同。由于一国金融发展程度的不同，即便不同国家间金融结构指数相同或者相近，也很难说金融结构市场化程度的增加对企业杠杆率的影响在这些国

家间是无差异的。同样，不同国家间储蓄率和经济增长模式的不同也会对企业杠杆率造成显著影响，这也被认为是导致中国当前非金融企业杠杆率过高的一个重要结构性原因之一(纪敏等,2017)。另外，一国制度环境的不同也会对投资人对短期债务融资、长期债务融资和股权融资之间的选择产生显著影响(Wei and Zhou,2018)。因此，本文将进一步考察一国金融发展程度、储蓄率、经济增长模式以及制度环境四个方面对金融结构与企业杠杆率之间的关系的影响。为对上述问题进行检验，本文分别构造金融结构指数与一国金融发展程度、储蓄率、经济增长模式、制度环境的交互项。其中，本文采用金融发展程度指数($FD_{c,t}$)对一国金融发展程度进行衡量，该指数越高表示一国金融发展程度越高，数据来源于国际货币基金组织。本文采用固定资产投资对实际GDP增速贡献度($Invcon_{c,t}$)和总固定资产投资占GDP比例($GDPstr_{c,t}$)对一国经济增长模式进行衡量，变量取值越大表示一国经济增长模式越倾向于投资主导型。储蓄率则采用一国公共部门和私人部门储蓄占名义GDP比值来衡量。

金融结构($l.finstr_{c,t}$)以及金融结构和金融发展程度交互项($l.finstr_{c,t} * FD_{c,t}$)前的系数均显著为负。这意味着，金融结构与企业杠杆率的关系会显著依赖于一国金融发展程度，一国金融发展程度的增加会显著增强金融结构对企业杠杆率的负向影响。在其他条件不变的情况下，金融发展程度每增加1个单位会使金融结构指数对企业杠杆率的影响多增加0.28个百分点。金融结构和储蓄率交互项($l.finstr_{c,t} * save_{c,t}$)前的系数显著为正，说明金融结构对企业杠杆率

的负向影响会随储蓄率的升高而减弱。金融结构和经济增长模式交互项($l.finstr_{c,t} * GDPstr_{c,t}$)前的系数显著为正,这意味着一国投资导向经济增长模式的确会弱化金融结构与企业杠杆率之间的负向关系,即金融结构对企业杠杆率的负向影响在那些经济增长以投资为主导的国家会较弱。采用固定资产对实际GDP增速的贡献率作为经济增长模式代理变量的回归结果,同样的金融结构和经济增长模式交互项($l.finstr_{c,t} * Invcon_{c,t}$)前的系数显著为正¹⁰。上述实证结果意味着,一国较低的金融发展程度、较高的储蓄率和依赖投资的经济增长模式会抑制金融结构市场化程度增强对企业杠杆率的负向影响。

考察金融结构对企业杠杆率的影响是否会依赖于制度环境的不同而不同,本文采用世界银行全球治理指数对一国制度环境进行衡量。可以看到,金融结构与制度环境交互项前的系数并不显著。但考虑到不同制度方面的改善和提升也许会对企业债权融资和股权融资会造成不同的影响,从而使其对企业杠杆率的总效应出现了抵消,导致上述交互项并不显著。为此,本文进一步对制度环境(IQ)进行细分,以考察制度环境对金融结构与企业杠杆率之间关系的影响。

本文进一步选取了全球治理指数中监管质量、法律规范、腐败控制和政府效率四个子指标以及来源于世界银行数据库中的企业信息披露指数对上述问题进行了进一步考察,其中,监管质量($rqe_{c,t}$)描述的是一国政府制定和实施促进私营部门发展的政策和法规的能力。该

10 固定资产投资占GDP的比例和固定资产投资对实际GDP增速贡献率的数据均来源于EIU各国宏观数据。其中,前者为当前总固定资产投资占GDP增加值比例,后者为固定资产投资变动额占前一期GDP增加值比例。

指标数值越高表示一国政府监管质量越好，即该国制定有利于私营部门发展的政策和法规的可信度和可持续性越好。金融结构指数与监管质量交互项($l.finstr_{c,t} * rqc_{c,t}$)前的系数显著为负，意味着金融结构对企业杠杆率的负向影响在政府监管质量较高的国家中表现得更大，即一国政府监管质量的提升有助于促进企业在金融结构市场化程度增加时更倾向于进行股权融资。这主要是由于较高的监管质量表明该国政策和法规有助于私营部门的长期发展，从而促使企业家投入更多的资本金（股权）以及更容易获得股权融资。法律规范($rle_{c,t}$)描述的是一国代理人对社会规则的信任程度，特别是合同执行、财产权，该变量数值越高表示一国法律规范越好。金融结构与法律规范交互项($l.finstr_{c,t} * rle_{c,t}$)前的系数显著为正，意味着一国法律规范越好金融结构指数增加对企业杠杆率的负向影响会越小。主要原因可能是较好的法律规范意味着债权人可以得到更好的保护，会促进企业的债务融资。腐败管制($cce_{c,t}$)描述了一国对各种腐败形式的控制力度，指数越大表示腐败控制越好。金融结构与腐败管制交互项前的系数显著为正，意味着一国腐败控制越好，金融结构市场化程度对企业杠杆率的负向影响会越小。出现这一结果的原因主要在于，较高的腐败管制力度有利于降低债权人维权的成本，从而提升了杠杆率。金融结构与政府效率交互项($l.finstr_{c,t} * gee_{c,t}$)前的系数并不显著，表明政府效率对金融结构与企业杠杆率之间关系的影响并不明确。金融结构与企业信息披露程度交互项($l.finstr_{c,t} * hBUS_c$)前的系数显著为负，意味着金融结构对企业杠杆率的影响在企业信息披露程度更高的国家中更大。出现

这一结果的可能原因在于，在面临信息不对称问题时，相较于资本市场的投资者，银行可以通过与企业建立长期的信贷关系或者通过要求抵押物的方式来缓解所面临的信息不对称问题。因此，信息披露程度的改善会对资本市场产生较大的影响，从而相较于企业债权融资会对其股权融资产生较大影响。

综上，在那些监管质量较高、企业信息披露程度较高的国家，金融结构市场化程度的增加更有助于企业杠杆率的降低。而由于一国较好的法律规范和腐败控制，如法律或合约执行力度较强、债权人违约成本较低，会对债权人提供更好的保护，因此制度环境在这方面的完善则会弱化金融结构对企业杠杆率的负向影响。

综上所述，虽然金融结构与企业杠杆率之间呈现显著的负向关系，即金融结构市场化程度的增加会导致企业杠杆率的降低，但这一影响会随一国金融发展程度、储蓄率、经济增长模式和制度环境的不同而不同。具体来说，一国金融发展程度的提升、储蓄率的降低以及经济增长对投资依赖程度的降低将更有助于推动非金融企业杠杆率随金融结构市场化程度的升高而降低。同时，一国制度环境的完善也会对金融结构与企业杠杆率之间的关系造成影响，但不同制度方面的完善对二者之间关系的影响方向并不相同。一国监管质量的提升和企业信息披露程度的增加，有利于发挥金融结构市场化程度强化对降低企业杠杆率的作用。

3. 不同行业下的金融结构与企业杠杆率

本文进一步考察了金融结构对企业杠杆率的影响是否会随着行业的不同而变化。为对上述问题进行检验,本文通过行业研发强度指数(RD_s)对不同行业进行了划分,该指数越大表示该行业的研发支出占营业收入的比重越大,即该行业越倾向于为创新性或高科技行业。金融结构($l.finstr_{c,t}$)以及金融结构与行业研发强度交互项($l.finstr_{c,t} * RD_s$)前的系数均显著为负,表明位于行业研发强度较高行业中的企业,其杠杆率受金融结构的影响会显著高于其他企业。考虑到行业研发强度是通过美国上市企业财务数据计算得出,为进一步降低行业研发强度与企业杠杆率之间潜在的内生性问题,本文在实证分析中将美国上市企业数据剔除。在剔除美国上市企业数据后,金融结构与行业研发强度交互项($l.finstr_{c,t} * RD_s$)前的系数仍显著为负。在控制企业固定效应、年份固定效应、行业—时间效应的基础上进一步控制国家—时间效应后的回归结果,这些虚拟变量的使用不仅控制了企业固定不变的一些特征(比如,所有制或政治关联)对其负债率的影响,也控制了每年每个国家影响企业负债率调整的国家性因素(如:信贷情况、金融开放程度等),以及每年每个行业影响企业负债调整的因素(如:各行业当年的景气程度,行业平均杠杆率等)。通过控制这几组虚拟变量,本文也试图把企业杠杆率与控制变量之间的各种内生性降到最低,尤其是遗漏变量问题(钟宁桦等, 2016)。在控制国家—时间效应后,金融结构与行业研发强度交互项($l.finstr * RD$)前的系数仍显著为负,这进一步支持了上述结论。

综上,金融结构市场化程度的增加更有助于创新型行业中的企业降低杠杆率。这主要是因为相比金融中介机构,资本市场更适合、也更倾向于向科技创新行业提供资金(Allen et al.,2018)。同时,现有研究表明,股权融资是企业研发最重要的外源融资方式,一国股权融资越发达越能促进行业创新发展,而银行信贷繁荣则对行业创新存在抑制作用(Brown et al.,2012;Hsu et al.,2012)。因此,金融结构市场化程度的增加还会通过促进创新型企业的发展,加速科技创新成果向现实生产力的转化,进而增强经济活力,最终推动非金融企业部门宏观杠杆率的降低。

4. 不同企业特征下的金融结构与企业杠杆率

基于假设4,本文将从企业股权结构、杠杆率水平、企业规模和盈利能力四个方面考察金融结构对企业杠杆率的影响是否会在不同企业间呈现异质性。为描述企业股权结构,本文引入变量`central`和`government`,其中`central`表示企业股权集中度,按照全球上市企业分析库中对各企业股权集中度的划分进行赋值获得¹¹。`government`为0-1虚拟变量,用以描述企业与政府之间的关联度。当某一企业股权结构中政府所占份额高于样本中所有企业股权结构中政府所占份额的中位数时,`government`取值为1,否则取值为0。

金融结构与股权集中度交互项(`l.finstrct * central`)前的系数显著

11 全球上市企业分析库中所提供的有关企业股权集中度和各类股东所占股权份额的数据均为横截面数据,即各企业的股权集中度和各类股东所占股权份额是一个随企业变动但不随时间变动的数值。其中,股权集中度可分为四大类:“A+”、“A”和“A-”表明无直接或加总持股超过25%的股东;“B+”、“B”和“B-”表示无直接、间接或加总持股超过50%的股东,但有一个或多个直接或加总持股超过25%的股东;“C+”和“C”表示无直接持股超过50%的股东,但有一个加总持股超过50%的股东;“D”表示有一个加总持股超过50%的股东。本文则按照相应代码“A+”至“D”赋值为1-9以描述企业股权集中度。

为正,表明金融结构对企业杠杆率的负向影响在股权集中度较低的企业中表现得更为明显。原因在于,由于债务作为治理机制较其他直接干预的成本低,因此股东偏好于使用债务作为控制代理成本的机制。债务作为大股东施加压力的其他潜在纪律的补充,使股权集中度与债务比率正相关。金融结构与政企关联程度交互项($l.finstr_{c,t} * hgov$)前的系数显著为正,表明较高的政企关联度会弱化金融结构市场化程度增加对企业杠杆率的负向影响。金融结构与企业规模交互项前的系数显著为负,意味着金融结构与企业杠杆率之间的负向关系会随着企业规模的增加而增强;金融结构与企业盈利水平交互项前的系数显著为正,意味着金融结构与企业杠杆率之间的负向关系会随着企业盈利水平的增加而减弱;金融结构与企业杠杆率交互项前的系数显著为负,意味着金融结构与企业杠杆率之间的负向关系会随企业杠杆率的增加而增强,即高杠杆企业的杠杆率受金融结构的影响会显著高于低杠杆企业。其中,由于包含了因变量的滞后一期,所以模型中可能存在一阶自相关的问题。然而,Flannery and Rangan(2005)仔细讨论了各种计量模型,并得出结论:对于此项研究而言,序列相关问题并不严重(p.479),但控制企业固定效应以及年度虚拟变量是非常重要的。因此,本文参照他们以及后续研究(Cook and Tang,2010;钟宁桦等,2016),在方程中进一步加入了国家-时间虚拟变量后,使用面板固定效应进行回归。高杠杆率组别中金融结构项的系数不论是在显著性还是在水平值上均要优于低杠杆率组别¹²。

12 高杠杆率组别中金融结构前的系数估计值为-0.0052,置信区间为[-0.0066, -0.0038];低杠杆率组别中
中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 36 - <http://www.imi.org.cn/>

综上所述,金融结构与企业杠杆率之间的负相关关系在不同企业间会呈现显著异质性。具体来说,金融结构市场化程度的增加有助于大型企业、低盈利企业、过度负债企业(高杠杆企业)、较低的股权集中度和较弱的政企关联度的企业杠杆率出现更大幅度的降低。

(五) 结论与政策建议

本文采用2000—2015年47个国家和地区非金融上市企业的面板数据,研究了一国金融结构市场化程度的增加是否有助于降低企业杠杆率。实证结果表明,金融结构与企业杠杆率之间存在显著负相关关系,即金融结构市场化程度越高,非金融企业杠杆率越低。不过,金融结构对企业杠杆率的这一影响会在不同国家、不同行业 and 不同企业间表现出一定的异质性。从国家层面来看,金融结构对企业杠杆率的负向影响在那些金融发展程度较高、储蓄率较低、经济增长模式对投资依赖程度较低的国家中表现得更为明显。同时,一国国有企业信息披露程度和监督质量较高有助于增强金融结构对企业杠杆率的负向影响,而较好的法律规范和腐败控制则会弱化金融结构市场化程度增加对企业杠杆率的负向影响。从行业层面来看,金融结构对企业杠杆率的负向影响在研发强度较高的行业中表现得更为明显,主要是由于金融结构市场化程度的增加会通过资本市场的发展向创新型行业提供更多的资金,从而更大幅度的降低上述行业中的企业杠杆率。从企业层面来看,金融结构市场化程度的增加有助于大型企业、低盈利企

金融结构前的系数估计值为-0.0012,置信区间为 $[-0.0022, -0.00016]$,二者置信区间并不重叠,因此可以判断在统计上高杠杆率组别中金融结构前的系数要显著大于低杠杆率组别。

业和过度负债企业(高杠杆企业)杠杆率出现更大幅度的降低,但企业较高的股权集中度和政企关联度则会弱化这一效应。

上述结果对于中国国有企业“去杠杆”的政策讨论具有重要启示。本文研究发现,以资本市场直接融资为主的金融体系,相对于以银行贷款等间接融资为主的金融体系,更有利于企业降低杠杆率,这为当前中国将“积极有序发展股权融资,提高直接融资比重”作为企业去杠杆的政策路径提供了经验证据¹³。从金融结构来看,中国需要改革金融供给方式,优化融资结构,加大资本市场融资力度,减少对债务融资的依赖。具体来讲,一方面要支持企业市场化、法治化债转股,盘活存量资产;另一方面要加大股权融资力度,推进资产证券化,发展多层次资本市场,包括IPO、定增、新三板等交易所市场和风险投资、私募基金、天使投资、种子基金等区域性资本市场,为创新创业和转型升级提供不同层次的权益资本,满足企业在不同发展阶段的不同融资需求。

进一步地,本文的异质性检验表明,金融结构市场化程度的提高对于企业杠杆率的影响还会受到其他因素的制约。由于各个国家的经济增长模式、金融发展水平、经济结构、制度环境不一样,发展资本市场和扩大直接融资比重对降低企业杠杆率的效果也会有很大的不同,不能简单认为一国金融体系如果以资本市场直接融资为主导,其企业杠杆率就会比银行信贷间接融资为主的国家要低。要有效发挥资

¹³ 2017年7月全国金融工作会议指出:要把发展直接融资放在重要位置,形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系;要增强资本市场服务实体经济功能,积极有序发展股权融资,提高直接融资比重。

本市场降杠杆的功能，还需要其他政策措施的配合。

其一，转变经济增长方式。中国国有企业较高的杠杆率和负债水平，与当前的高储蓄和投资为主的经济增长模式密切相关。中国的储蓄率高达GDP的45%，高储蓄可以通过股权和债权方式进行投资，但是由于中国股权融资发展滞后，股权市场吸收的储蓄规模有限，更多的是通过银行信贷成为企业债权，造成企业杠杆率偏高。本文发现资本市场发展对企业去杠杆的作用会随着一国储蓄率和投资率的上升而减弱，这意味着，去杠杆的过程实际上也是转变经济发展方式和深化改革的过程。因此，去杠杆的配套政策，应包括淡化经济增长目标，改变高储蓄、高投资、高负债的经济增长方式，将经济增长动力由投资驱动为主平稳转变为消费驱动，完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用，这样才可能长期稳定的去杠杆。

其二，完善法律和制度环境，保障投资者权益。中国当前法律制度环境并不完善，如法律制度对债权人和股东特别是中小股东权益保护不足是导致当前中国非金融企业中过度负债企业、“僵尸企业”和“融资难”的企业并存的重要制度性因素。本文发现，较好的监管质量和较高的企业信息披露程度有利于增强资本市场的去杠杆功能。同时，完善的法律制度环境也是企业与外部投资人之间实现资金融通以及防范债务风险的重要制度保障。因此，在大力发展规范的股权市场时，还应不断完善相应法律制度，务实资本市场的基础制度建设。构建和完善多层次资本市场的规则与监管体系，推动建立区域性股权交易市场、全国中小企业股权转让系统和主板、创业板之间的转板、退

市机制，使各级市场之间真正建立起有机、密切和高效的联系。同时，改革金融监管体制，完善信息披露制度，健全投资者保护制度。

其三，深化国有企业改革，减少政府对企业的干预，完善公司治理结构和现代企业制度。中国国有企业部门的杠杆率相对较高，既有融资结构不合理的问题，也有企业运用资金效率(投资的效益和使用流动资金的效益)低下的问题。本文发现，较高的股权集中度和政企关联度会显著弱化资本市场发展对企业降杠杆的影响程度。因此，企业的去杠杆政策选择，除了大力发展股权融资和多层次资本市场，还应减少政府对企业的支持和直接干预，继续推动国有企业混合所有制改革，形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的企业治理结构。

三、主要经济数据¹⁴

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	18-Spt	18-Oct	18-Nov	18-Dec	19-Jan	19-Feb	19-Mar
CPI	同比	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3
PPI	同比	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4
制造业 PMI	同比	50.8	50.2	52.8	49.4	49.5	49.2	50.5
工业增加值	累计增长	6.4	5.9	5.4	5.7	5.3		8.5
规模以上工业企业利润总额	累计同比	14.7	13.6	11.8	10.3	-14.0		3.3
固定资产投资完成额	累计同比	5.4	5.7	5.9	5.9		6.3	
社会消费品零售总额	同比	9.2	8.6	8.1	8.2	8.2		8.7
进出口总值	当期值同比	19.8	18.9	9.1	-1.2	9.0	10.2	9.5
M2	同比	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6
社会融资规模	存量(百亿元)	19727	19789	19930	20075	20508	20568	20841
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	13800	6970	12494	10839	32289	8857	16943

¹⁴撰写人：IMI 助理研究员孟源祯

免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作, 仅供派发予特定收件人, 不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料, 但 IMI 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用, 而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文件所造成的一切后果, IMI 及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所 (IMI) 推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同, 本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中, 宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色, 主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析, 提高了本报告的学术内涵。本报告由 IMI 研究员倾力打造, 由各位资深学术委员倾情指导, 是 IMI 的主要学术产品之一。



编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1905	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 23 期)	IMI
IMI Report No.1904	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 22 期)	IMI
IMI Report No.1903	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 21 期)	IMI
IMI Report No.1902	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 20 期)	IMI
IMI Report No.1901	信用融冰：2019 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1820	2018 年第四季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1819	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 19 期)	IMI
IMI Report No.1818	政策“暖风”不断——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1817	“滞胀”或仅表象——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1816	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 18 期)	IMI
IMI Report No.1815	2018 年第三季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1814	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 16 期)	IMI
IMI Report No.1813	人民币国际化战略与未来展望	IMI
IMI Report No.1812	经济增长持续放缓，宏观政策有所调整	王彬
IMI Report No.1811	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 15 期)	IMI
IMI Report No.1810	2018 人民币国际化报告 (中文发布稿)	IMI
IMI Report No.1809	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 14 期)	IMI
IMI Report No.1808	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 13 期)	IMI
IMI Report No.1807	2018 年第二季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 12 期)	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 11 期)	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 10 期)	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 9 期)	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 8 期)	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715		



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