

过度负债如何影响经济：文献述评与理论反思

马勇 周笑涵

【摘要】 在全球范围内,随着世界各国的金融体系日渐发达,生产、投资、消费等基本经济活动越来越依赖于债务的推动,这导致了越来越高的债务水平,债务也相应成为现代经济中关联金融和实体经济的一个关键纽带。但到目前为止,我们对债务和经济之间关系的理解还非常不足。本文从宏微观相结合的角度,对相关文献进行了综合与反思,并在此基础上归纳了过度负债影响经济运行的机制和路径。本文认为,对债务问题及其可持续性的理解,最关键是要将其置于债务如何被决定、被分配和被运用的动态过程中,从债务所指向的生产(消费)主体及其活动来动态地理解债务的总量和结构如何最终引发了经济中供给和需求的不平衡,以及这种不平衡所导致的经济和社会后果。本文经过分析发现:从微观基础来看,宏观视角下的高债务率之所以会导致风险,其背后的原因是借款人群中“不靠谱”的借款人和投资项目比率的不断上升;从宏观角度来看,债务过度的本质是一方面在消费端创造了无效或者过度的需求,另一方面在生产端未能实现供给的有效增加,两相作用之下,过度(无偿还能力)需求和产能过剩所导致的债务违约就会大面积出现,最终演变为宏观层面的债务危机。

【关键词】 私人债务 公共债务 宏观经济 微观机制

【文章编号】 IMI Working Paper NO. 2405



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/>

过度负债如何影响经济：文献述评与理论反思

马 勇¹ 周笑涵²

【摘要】在全球范围内，随着世界各国的金融体系日渐发达，生产、投资、消费等基本经济活动越来越依赖于债务的推动，这导致了越来越高的债务水平，债务也相应成为现代经济中关联金融和实体经济的一个关键纽带。但到目前为止，我们对债务和经济之间关系的理解还非常不足。本文从宏微观相结合的角度，对相关文献进行了综合与反思，并在此基础上归纳了过度负债影响经济运行的机制和路径。本文认为，对债务问题及其可持续性的理解，最关键是要将其置于债务如何被决定、被分配和被运用的动态过程中，从债务所指向的生产（消费）主体及其活动来动态地理解债务的总量和结构如何最终引发了经济中供给和需求的不平衡，以及这种不平衡所导致的经济和社会后果。本文经过分析发现：从微观基础来看，宏观视角下的高债务率之所以会导致风险，其背后的原因是借款人群中“不靠谱”的借款人和投资项目比率的不断上升；从宏观角度来看，债务过度的本质是一方面在消费端创造了无效或者过度的需求，另一方面在生产端未能实现供给的有效增加，两相作用之下，过度（无偿还能力）需求和产能过剩所导致的债务违约就会大面积出现，最终演变为宏观层面的债务危机。此外，本文还对现有研究中一些亟待解决但尚未解决的问题进行了总结和反思。

【关键词】私人债务 公共债务 宏观经济 微观机制

一、引言：日益重要但未被充分理解的债务问题

自 2008 年金融危机以来，全球经济和金融运行中一个显著而令人担忧的现象是世界各国公共和私人债务的持续增长。根据 IMF 全球债务数据库的最新数据，2020 年全球债务规模激增至 226 万亿美元，上升了 28 个百分点，达到全球 GDP 的 256%，其中公共债务占全球债务总额的近 40%，是自上世纪 60 年代中期以来的最高占比，其占 GDP 的比例跃升至创纪录的 99%，同时非金融企业和家庭的私人债务也创出新高。根据国际金融研究所（Institute of International Finance, IIF）最近的一份报告，全球债务在 2021 达到近 300 万亿美元，相当于全球 GDP 的 356%。麦肯锡全球研究所（MGI, 2021）指出，对全球经济而言，每 1 美元的新投资就会产生近 2 美元的新债务。

持续攀升的债务负担不仅给世界各国财政的可持续性带了隐忧，而且对经济和金融体系的负面影响也引发了越来越多的担心。一方面，债务膨胀通常伴随杠杆推动型的资产泡沫以

¹ 马勇，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中国人民大学财政金融学院教授

² 周笑涵，中国人民大学财政金融学院

及由此导致的系统性金融风险；另一方面，巨额的债务也会直接损害实体经济，因为越来越多的资源（借贷资金）被投向了投机性的金融和非生产性的资产。在这种情况下，如果过度负债得不到有效处理，就会扼杀实体经济，并陷入不良债务不断增加、银行和金融体系功能失调的恶性循环，严重时可能引发系统性的经济和金融危机。

尽管世界范围内的高债务问题引发了越来越多的担心，但事实上少有经济学家能清楚地阐述过度负债如何影响经济，这使得人们很难知道该担心什么、为什么担心以及如何采取相应的措施。从理论上讲，大部分学者倾向于用一个国家债务总额与 GDP 的比率来衡量其宏观上的债务负担，并将该比率的持续或异常攀升（或超过一定的比率）视为某种危险的信号，但实际上，不同类型和性质的债务对经济和金融具有不同的影响，这种影响会直接关系到债务的可持续性。因此，在讨论债务风险和债务的可持续性等问题时，忽略债务的类型和性质，而仅仅试图从债务水平（比率）的高低来做判断是极具误导性的。事实上，正如本文所要力图表明的，理解债务问题的关键不是债务绝对水平的高低和变化，而是债务如何被使用。

此外，对债务如何影响经济这一问题的讨论，还不可避免地涉及到近年来货币金融领域一些重大理论基础问题的争论，正是这些长期未能解决的争论增加了问题在理论层面的复杂性，使得经济学家们至今未能形成一个可用于理解债务问题的共识性框架。为此，本文尝试在对已有文献进行系统梳理和整合的基础上，提炼出过度负债如何影响经济的一般性机理和路径，并指出已有理论的缺陷和未来可能的研究方向。尽管本文的讨论离最终问题的彻底解答还有很远的距离，但会在以下几个问题的理解上对已有文献形成有效补充：过度负债为什么会影响经济运行？如何影响经济运行？何时会成为经济运行的负担进而变得不可持续？

本文其余部分的结构如下：第二部分从微观到宏观的双重视角，全面综述国内外主流期刊上相关文献的观点和结论；第三部分通过对已有理论的综合与反思，概括出过度负债影响经济运行的机制和路径；第四部分针对现有研究中一些亟待解决但尚未解决的遗留问题进行简要的说明与评论；第五部分进行总结性的评论和反思。

二、关于债务问题的经典文献：简要回顾

从经济学的经典理论及其发展脉络可知，负债与经济的关系在历史上许多著名的危机案例中扮演了重要角色，因而是研究风险累积和危机爆发原因时绕不开的问题。比如，1929-1933 年的美国大萧条催生了著名的“债务—通缩”理论（Fisher, 1933）。这一理论认为，经济主体的过度负债和通货紧缩这两个因素会相互作用和彼此强化，最终导致经济衰退甚至引起严重的萧条。随后，Tobin（1975）等的研究进一步发现，由于债务人的边际消费倾向高于债权人，因此其财富的减少会对总需求产生更大的负面影响，弥补了 Fisher 理论对“债务—通缩”机制下经济总需求变动解释的不足。此外，Tobin（1993）还指出，债务人破产也会导致债权人财富损失，加剧需求总量的下降。在此基础上，Minsky（1986）将分析细化至企业

层面，他认为，普遍性的庞氏融资比例的上升会驱使经济陷入“债务—通缩”螺旋。

在 20 世纪 70 年代，随着信息不对称理论在金融学领域的发展，Bernanke (1983, 1989) 等学者提出了信贷中介成本理论和“金融加速器效应”。前者认为，“债务—通缩”螺旋加剧了金融市场的信息不对称，因为企业经营恶化通常会带来更严重的逆向选择和道德风险问题，迫使金融机构提高识别和监督成本，即信贷中介成本上升，从而遏制信贷活动。即使金融中介放出贷款，也会要求更高的风险溢价，体现为高利率和短期限等，进而加剧企业资产负债表的脆弱性。后者则指出，信贷中介成本理论中，实体经济与金融系统之间的反馈机制会使得经济愈发难以摆脱“债务—通缩”的泥潭，陷入更深的衰退。

进入 20 世纪六七十年代，Minsky (1963) 提出了金融不稳定假说，这一理论的思想渊源包括凯恩斯思想、早期“债务—通缩”理论以及熊彼特的货币信用观点等。金融不稳定假说的总体逻辑在于从宏观的视野去分析微观，即在经济全局形势下把握企业的财务结构及其变化中风险的形成，并关注企业的普遍变化对整体经济和金融系统的影响。具体而言，假说关注投资、利润和融资之间的相互作用，将经济主体的资产负债表分为套期保值、投机理财和庞氏借贷三类。其中，庞氏借贷下经济主体依靠滚动负债偿付本息，风险将不断积聚，最后引发债务危机，而大面积的庞氏骗局会造成系统性危机。结合经济周期来看，在上升期投资者、企业和金融机构等容易产生外推性谬误，过度自信使得他们的资产负债表逐步陷入庞氏借贷的模式，而不可持续的过度负债最终会带来危机和经济衰退。不过，该假说没有考虑到信息不对称的因素，同时也忽略了经济运行的内在矛盾，认为金融不稳定只是经济周期波动的结果。

到了 20 世纪 90 年代，针对日本泡沫经济的破灭机制，辜朝明在“债务—通缩”理论和金融加速器理论的基础上，提出了“资产负债表衰退”的概念。简单来说，这一理论认为，由于大量私人部门非理性地参与了资本市场和房地产市场投资等，导致了资产价格泡沫，而泡沫破裂后资产价格的下跌使其资产负债表受损，最终带来破产和风险的蔓延。如果政府救助不力或政策不当，系统性金融风险不能在短期内出清，那么负面影响将长期持续，使得私人部门的消费与投资难以提振。在这种情况下，居民与企业将大规模“去杠杆”，造成资产负债表普遍和持续的收缩，进而驱使物价走低，经济进入长期的低迷。进一步的研究发现，有时甚至不需要资产价格发生暴跌，只要私人部门在虚假繁荣期受到一定负面冲击，就可能引发大规模的去杠杆行为和资产负债表的衰退。除了 20 世纪 90 年代的日本衰退，2008 年的美国次贷金融危机也具有典型的资产负债表衰退特征。

此外，20 世纪 90 年代末出现的一系列金融危机事件，使得国家层面的过度负债，特别是开放经济下的高水平外债，成为了学者们研究的重点问题。例如，克鲁格曼和麦金农等基于 1997 年的亚洲金融危机，提出了第三代金融危机模型，即金融上层建筑的过度扩张会导致经济泡沫，泡沫的膨胀和崩溃将成为危机爆发的直接导火索，模型包括“过度借款综合征”、宏观经济稳健运行“假象说”和金融脆弱性的危机强化效应等。进入 21 世纪，土耳其和阿

根廷先后爆发严重的国际金融危机，两国经济长期陷入泥潭，克鲁格曼等学者分析其原因，提出了“资产负债表效应假说”，强调政府与央行依靠大规模举借短期外债的行为是不可持续的，偶然的国际短期资本流动冲击就会使国家内外部经济不均衡的问题彻底暴露，对金融体系和经济发展造成严重损害。

三、关于债务问题的新近文献：从微观到宏观

近年来，随着债务的持续攀升在很多国家成为一个越来越难以忽略的现实问题，不少新近的文献开始探索债务的适度性及其影响等问题。从已有关于过度债务如何影响经济的相关文献来看，总体上可分为微观和宏观两个层面的研究，前者具体分为家庭视角和企业视角的研究，而后者则主要是基于国家或政府视角的研究。本部分对上述两个层面、三个视角的研究进行简要的总结和梳理。

（一）家庭视角的研究

从家庭视角来看，已有研究主要从家庭消费与生活水平、总需求与总供给、经济和金融风险蔓延等角度讨论了过度负债的相关影响。总体而言，居民杠杆率的攀升会带来以下几大潜在风险（蔡萌浙，2018）：首先，如果居民资产高度集中在房地产和理财产品领域，那么一旦这些领域遭受不利冲击，家庭资产将大幅缩水，同时增大居民偿债压力，从而侵蚀消费和保障性支出，造成生活水平下降和社会矛盾激化。其次，家庭面临的财务困境会转移至金融系统，导致金融机构信贷资产恶化。最后，居民杠杆率的持续攀升一方面会增加银行吸储难度，限制了信贷投放，使实体企业无法获得充足资金，其生产经营在融资环境恶化下受创，进而阻碍经济增长；另一方面，居民在偿债压力下的消费减少会直接影响国民经济产出，即总需求疲软加剧了总供给的低迷。

从家庭自身所受影响来看，高债务水平会提高家庭对宏观经济条件变化的敏感度，导致其借贷、消费和投资行为的被迫调整和不稳定性（OECD，2012）。Pally（1994）提出，随着债务的不断积累，家庭需要偿付的本息在现金流支出中的占比也会持续提升，导致居民财富收入向债权人转移，从而挤出了消费支出，同时造成家庭债务的不可持续。同时，不少研究基于美国次贷危机的事实经验，证实了过度负债对家庭部门的危害。Dynan 和 Kohn（2009）认为债务的过度膨胀是 2008 年美国次贷危机爆发后家庭消费水平下降的主要原因，因为过度负债通过削弱财务自由度和家庭效用放大了收入波动造成的冲击和风险，特别是对于较为脆弱的家庭而言，他们需要更多的负债以满足现有消费和偿还过往债务。Dynan（2012）基于美国 PSID 微观家庭数据，研究发现房价暴跌导致了家庭负债占资产比重的大幅上升，因此在美国次贷危机期间高负债家庭消费水平的下降幅度比其他家庭更大，这说明过度负债能够引发消费疲软。

从家庭部门过度负债可能带来的外部效应来看，当家庭收入受到相同冲击时，负债水平

更高的家庭需进行更大幅度的支出调整,这意味着家庭部门的过度负债可能会对消费和总需求造成严重的挤出效应,同时放大收入波动等负面冲击,将风险传递到实体企业和金融部门,进而削弱企业的经营能力和增加金融系统的脆弱性(上海财经大学高等研究院课题组,2018)。Sutherland 和 Hoeller (2012)认为高水平的负债会造成家庭、企业和政府资产负债表的脆弱性,从而在全球经济层面上放大和传播宏观经济和资产价格冲击。经验证据表明,当私营部门,尤其是家庭部门的债务水平高于趋势水平时,经济衰退的可能性会随之增加,同时高债务水平下的经济衰退往往更加严重。殷剑峰和王增武(2018)基于对美国次贷危机的理论分析,认为金融自由化导致的过度负债会提高低收入家庭的杠杆率和违约率,同时居民部门普遍的、不断累积的负债会催生房地产泡沫、复杂衍生品和结构化融资等金融交易的过度繁荣,从而放大个别信用事件带来的冲击,诱发整个市场的流动性风险和信用危机,最终甚至会波及全球金融市场。

需要强调的是,有相当一部分研究针对过度家庭资金流入房地产行业这一问题进行了论述。首先,在房价上涨导致过度负债的背景下,家庭财务压力会大幅增强,迫使家庭去杠杆,并抑制居民消费和经济复苏。尤其是当家庭过于依赖住房抵押贷款时,一旦房价下跌或利率提高,居民就面临着巨大的风险,财务危机爆发后的高额债务负担将造成持续性的消费低迷(Lusting 和 Nieuwerburgh, 2005)。其次,居民杠杆率与房价之间还会产生相互作用,造成风险的放大与传播。比如贺星源等(2022)基于中国 2007-2020 年相关数据,验证了居民杠杆率、房地产价格和金融稳定之间存在显著的动态关系,居民杠杆率与房地产价格之间存在相互推动的增强循环效应,而两者在短期内的同时攀升又极易破坏金融稳定。就中国实际而言,由于居民缺乏金融选择权且追逐市场发展热点,因此房地产往往成为家庭投资的主要对象,而随着资产泡沫的累积,居民的债务负担持续加重,同时投入房地产的资金无法在短期内变现或转投,故一旦经济下行,家庭部门的流动性会迅速恶化,且流动性风险还将通过金融机构传导和扩散,威胁整体金融稳定(王永钦等,2016)。陈小亮和陈彦斌(2018)强调,由于居民部门杠杆率的迅速攀升、高额隐性债务的累积和大量私人资金违规流入房地产行业,中国居民部门潜在债务风险已经不容忽视。

(二) 企业视角的研究

从企业视角来看,已有研究主要从经济通缩、企业运营与投资效率、投入和产出等角度讨论了过度负债的影响。概括而言,企业的高负债水平增大了财务风险,从而可能引发企业资本成本提高、破产风险加大和盈利能力弱化等一系列严重后果,甚至威胁整个国家经济和金融的安全、稳定(DeAngelo 等, 2018)。Reinhart and Rogoff (2011)强调,企业和家庭等的过度负债通常预示着银行系统危机的到来,而政府在这一过程中的顺周期政策又会加剧债务扩张,从而加速危机的到来。具体来说,在过度负债带来的巨大债务困境压力下,企业违约的可能性大大增强,而一旦产生普遍的违约现象,金融中介的信贷功能就会遭到破坏,从而造成信用紧缩,带来消费和投资的下降,最终由于总需求的大幅减少而导致经济通缩

(Bernanke, 1983, 1989)。同时, 银行自身的过度负债、红利政策以及不利的信贷利差也会损害其资产负债表, 进而影响银行乃至金融系统的稳定性 (Mittnik 和 Semmler, 2013)。

从企业过度负债可能引发的宏观经济风险来看, 许多研究都基于 Fisher 提出的“债务—通缩”理论进行了分析和拓展。“债务—通缩”理论是指, 过度负债的企业在遇到外部冲击或财政转向时, 往往会通过抛售资产等方式清偿债务以迅速降低资产负债率, 这会导致资产和价格的下跌, 进而引发整体物价下行、资产净值缩水、企业利润减少、产出贸易减少和就业率下降等一系列后果。在上述环境下, 实际利率会随之升高, 强迫更多企业持续去杠杆, 同时急剧上升的违约率也侵害了银行的资产质量, 驱使其收紧信贷发放力度和加大催收力度, 进一步加大了企业的负债压力, 最终经济在恶性循环中走向大萧条 (Fisher, 1933)。Tobin (1975) 在此基础上提出, 公司过度负债带来的价格下跌将进一步导致工资和收入的下降, 同时提高债务本息占收入的比重, 这不仅增大了公司破产和违约的风险, 也限制了其再贷款的能力。当这种情况普遍存在时, 债务人的债务困境压力将传递给债权人, 即金融机构等借款人的流动性将遭受负面冲击, 从而加剧了借款和投资的萎缩, 诱发债务通缩的恶性循环。Minsky (1957, 1978, 1982, 1986) 则从总需求的角度出发, 认为企业倾销资产导致的价格下跌, 一方面会加剧资产货币价值的下降, 造成负债恶化和廉价倾销的恶性循环, 从而降低消费和投资, 减少总需求; 另一方面资产的损失也会通过财富效应降低消费和投资支出, 加剧了总需求的疲软, 导致经济通缩和衰退。Peter (2004, 2005) 针对“债务—通缩”的触发条件问题, 建立了一个包含企业、家庭和银行系统的三部门模型, 模型分析表明, 如果在为了清偿债务而倾销资产的同时, 经济主体采用了去杠杆策略限制债务水平或实行信用紧缩, 那么就会使资产均衡价格的下降过程不再稳定, 最终以恶性循环的方式导致债务通缩。从经验事实的角度来看, Wolfson (1996) 结合 1987 年股市崩盘等案例证实了 Minsky 对费雪债务通缩理论的扩展, 同时认为即使经济总体价格水平没有出现大幅度的下降, 企业倾销偿债造成的资产价格下跌也会加大债务偿付难度, 进而降低贷款意愿, 最终导致经济通缩。Mendoza 和 Smith (2006) 通过小型经济体的 RBC 模型, 证明了在高债务水平下, 经济受到的负面冲击可能引发企业资产的售卖螺旋, 进而导致价格水平和产出的同时下降。Jungherr 等 (2022) 研究发现商业信贷的增长比 GDP 增长滞后约 1 年, 这导致了经济衰退期的高杠杆, 同时经济繁荣时期公司积累的高水平债务只能在衰退时期缓慢减少, 使得高违约率与低投资之间形成了逆反馈循环, 进一步放大了衰退, 且缓慢的去杠杆过程延缓了经济复苏。特别地, 就金融部门而言, 其高负债水平会带来额外的脆弱性, 并将广泛影响整体经济。一方面, 银行资金越少依赖存款, 证券市场的作用就越大, 从而放大流动性突变和估值困难造成的影响; 另一方面, 交易对手风险实现的可能性加大, 而企业的违约和抛售会导致资产价格下跌, 进而损害金融机构权益 (OECD, 2012)。

从企业自身投资、融资、生产和管理等角度来看, 过度负债也会带来诸多负面影响。一部分研究认为过度投资会迫使企业减少投资, 比如 Myers (1977) 首次聚焦微观角度, 提

出过度负债会削弱企业的投资意愿，从而导致投资不足，同时企业投资回报中的很大部分会以债务本息的形式支付给债权人，进一步加剧企业投资率的下降。Koo（2009）强调企业由于过度负债而恶化的资产负债表是经济萧条或金融危机的重要根源，因为企业在濒临违约和破产时的生产函数将以负债最小化替代利润最大化，进而削弱投资，诱发债务通缩。Uysal（2011）研究发现，由于存在未来融资约束，所以处于过度负债状态的企业大概率不会进行大额并购，尤其不会选择现金收购的方式。同时，尽管过度负债会对企业的未来经营和投资产生约束和负面影响，但考虑到调整成本，企业可能也不会立即调整资本结构以达到目标负债率。另一部分研究认为过度负债不一定会削弱投资，但会降低企业的投资效率，并造成产能过剩等问题。比如 Jin 和 Zhao（2018）以中国上市公司为样本，首次在企业层面将过度负债定义为银行信贷金额超过其当年企业投资支出的情况，提出过度负债能够促进企业投资，且房地产的繁荣强化了这一促进效应，但过度信贷也削弱了企业的产能利用率，造成了中国的产能过剩问题。此外，还有一些研究提出，由过度负债率所驱动的债务杠杆与企业未来回报之间的负相关关系，很有可能是由于外部投资者普遍不能及时和准确地捕捉过度负债状态所提供的企业基本面信息（比如未来的财务困境和资产增长等）所导致的（Caskey 等，2012）。

在国内研究方面，一些文献将中国实际的经济、金融背景与理论相结合，阐述了过度投资引发经济下行或金融风险的传导机制。彭方平等（2017）首先基于非线性模型预测控制方法从理论上刻画了过度投资与经济下滑的内生机制，认为企业过度负债一方面会造成产能过剩，另一方面会使负债成本随着市场利率的上升而迅速提高，两方面共同驱使企业的资本回报率下降，企业被迫依靠融资维持运转，并通过“借新还旧”清偿债务，这导致了投资下降和经济下行，而实体经济下滑又进一步迫使企业提高负债率，从而形成恶性循环，经济陷入“债务陷阱”。接着文章又借助中国上市公司数据验证了上述理论分析，实证结果表明，中国在企业微观层面上来说，已经陷入了“债务陷阱”的困境。王红建等（2018）认为，在中国以利率为代表的资本要素价格机制尚未完全形成以及信贷资源存在错配的背景下，非金融私人部门的长期过度负债会提高其债务成本，造成企业破产风险加大和投资能力弱化，进而导致金融部门不良资产的激增，诱发债务风险的传染和蔓延。针对企业自身的投资、生产和管理等行为，邓路等（2017）采用中国 A 股上市公司作为研究样本，发现公司超额银行借款与过度投资之间存在显著的正相关，同时管理层的过度自信和自利行为（比如在职消费和商业扩张等）会加剧这种正相关关系，造成更严重的过度投资现象。此外，超额银行借款还增加了企业的诉讼风险。李志生等（2018）从企业决策者行为的角度切入，通过实证研究发现企业过度负债存在显著的地区同群效应，即一家企业的过度负债行为可能会带动地区内的其他企业加大杠杆，而过度负债的地区同群效应会造成过度投资，并削弱企业的偿债能力和盈利能力。张杰（2019）通过对 2001-2014 年中国工业部门数据进行实证研究，发现受到政策扶持的战略性产业等更易获得大规模的低成本银行贷款，且贷款主要用于购买先进设备，故高负债可以通过固定资产投资渠道促进企业生产率的提高。相反，劳动密集型或中小企业

容易被银行索取更高的贷款成本,因此高负债会通过利息成本负担渠道侵害企业的利润积累能力,导致其难以购买设备和研发创新,从而对生产率产生抑制效应。最后,还有部分研究聚焦中国国有企业特点,讨论了过度负债对不同性质的企业带来的影响。田利辉(2005)基于中国上市公司数据展开实证研究,指出随着银行贷款规模的增大,国家控股上市公司的管理费用、经理层公款消费和自由现金流规模也有显著上升,导致企业运营和投资效率以及企业价值的下降。陆正飞等(2015)基于中国 2004-2012 年 A 股上市公司数据进行实证研究,发现当企业过度负债时,国有企业产权性质背后的隐性担保降低了其债务违约风险对动态负债风险的负面作用。但如果国企在市场化改革下较大程度地失去政府隐性担保,其潜在的短期过度负债风险就会显现,进而损害未来的融资和经营水平。许晓芳等(2020)以中国 2007-2018 年非金融类上市公司为样本研究了过度负债与去杠杆之间的关系,相关结果表明,当实际负债水平超过目标水平时,企业更有可能表现出去杠杆行为,且过度负债程度越高,企业去杠杆的可能性和力度也越大,但这种关系在国企中的表现相对较弱。

(三) 国家(政府)视角的研究

从国家和政府视角来看,已有研究主要从宏观经济运行机理、金融活动和金融不稳定、财政和税收影响等角度讨论了过度负债的相关影响。概括而言,高债务水平会通过多种渠道影响宏观经济(OECD, 2012):一方面,高负债可能使家庭、企业和政府面临流动性不匹配和偿付能力减弱等问题,同时使经济更易受到资产价格变动的影响,即通过资产负债表的脆弱性放大或传递个别部门或市场遭遇的负面冲击,造成全面危机;另一方面,高负债削弱了家庭和企业平滑消费和投资的能力,也削弱了政府缓冲不利冲击的能力,破坏财政政策效果,增加经济继续衰退的可能性和严重程度。Feldstein(2013)认为高“债务—GDP”比率对任何经济都会造成以下五个方面的严重问题:第一,政府为了支付巨额利息会提高税收,从而损害其他激励措施和削弱增长;第二,如果政府需要向外国投资者偿还债务,会导致本币的流出与贬值;第三,高债务下的利率上升会提高投资成本,进而减少商业投资;第四,由于政府的必要性支出受国债规模的限制,所以过度负债减少了政府的回旋余地;第五,巨额国债增加了经济脆弱性,特别是对利率上升冲击的脆弱性。

从已有文献的具体分布来看,相当一部分研究认为,过高的债务水平会提升利率,挤出生产性投资,增加政府的财政破产风险,从而阻碍长期的经济增长。从经验事实来看,众多的经济研究表明,高债务水平是危险的,正常时期的巨额赤字和债务最终会提高长期利率,从而挤占私人投资,降低未来工资、经济增长和人们的生活水平(Boskin, 2013)。比如,Reinhart and Rogoff(2010)基于 44 个国家跨度约 200 年的数据进行实证分析,其研究结果表明,当一国公共债务占 GDP 的比重超过 90%时, GDP 平均增长率会出现明显下降;当一国外债规模占 GDP 比重超过 60%时,经济增长会显著恶化,如果这一比重持续增长,经济很可能进入衰退状态。Ziemann(2012)研究发现由债务推动的经济扩张通常持续时间更长,但最终也会导致更大规模的衰退:在高债务环境中,商业周期的波幅较大,反映出更高的宏

观经济波动性、更高的尾部风险和更严重的产出增长分配不对称,从而造成福利损失。Baum 等(2013)在欧元区主权债务危机的背景下研究了公共债务与经济增长之间的关系,发现当债务占 GDP 比率达到约 67%时,其对 GDP 短期增长的积极作用就不再明显;比率高于 70%时,长期利率会面临更大的压力;比率高于 95%时,额外债务将对经济活动产生负面影响。Brida 等(2017)采用 16 个国家 1977-2015 年的数据作为样本,研究发现公共债务与经济增长之间确实存在负相关关系,同时对于有相似债务占国内生产总值比率的重债国家而言,它们的经济动态表现趋于同步,且在经济上似乎受到这一比率的驱动。Karadam(2018)认为债务和增长之间的非线性关系主要取决于债务结构,而公共债务总额、短期外债和长期公共外债能够对增长产生更明显的阈值效应:随着债务水平的提高,公共债务对经济增长的影响由正向负平稳变化。此外,发展中国家的债务门槛低于工业国家,故此类经济体应当更加谨慎地对待其公共债务水平。Caner 等(2021)以 29 个 OECD 国家作为研究样本,发现当总债务占 GDP 比重超过 220%时,公共和私人债务及其相互作用会对经济增长产生显著的负面阈值效应。此外,如果去除公私债务的互动效应,私人部门债务的影响在很大程度上被低估了,同时作者将私人债务分解为家庭和公司债务,发现公私债务的相互作用更有可能通过家庭债务和公共债务的渠道发生。Cecchetti(2013)认为无论对于家庭、企业还是国家来说,债务只有保持在适度水平上才能成为增长引擎,过度负债将带来大额利息,提高债务人违约的可能性,这将进一步驱使贷方要求更高的利率,加剧债务人的风险和系统的脆弱性,陷入恶性循环。Koo(2013)认为由于公共部门管理不善造成的赤字的负面影响将很快通过挤出和资源分配不当体现出来,而私营部门如果在长期中走向普遍过度负债的状态,那么储蓄就会替代投资,即使利率被降到很低,经济也会不断失去相当于未借贷储蓄数量的总需求,进入通缩螺旋的衰退之中。程宇丹和龚六堂(2014)采用了增长核算理论来验证政府债务影响经济增长的路径,认为政府债务可能通过影响资本积累与全要素生产率来影响增长,即其一方面可能挤出私人投资,另一方面也可能提高公共投资,从而影响资本积累,并带来投资结构的变化,进而影响整体投资效率。接着,文章采用 113 个国家 1960-2010 年的数据为样本,实证检验了上述分析,发现发展中国家政府债务对全要素生产率和投资增长率有显著的倒“U”型影响,即政府债务占 GDP 比重超过一定阈值后,会对两个要素造成负面作用。

从金融角度来看,早期的经典理论以明斯基的“金融不稳定假说”为代表,该理论认为,经济主体的过度负债会提升市场利率和加大金融压力,最终导致资产价格的崩溃和金融危机的爆发(Minsky, 1957, 1978, 1982, 1986)。Sutherland 等(2012)认为高债务水平可能造成脆弱性,放大和传递宏观经济和资产价格的冲击,这不仅会阻碍家庭和企业平滑消费与投资的能力,还会削弱政府缓解不利冲击的能力。Galbraith(2013)提出,如果家庭、企业或政府需要向外举债,并需要通过赚取外部收入来还本付息,那么过度负债将可能导致流动性危机、违约、破产和崩溃,尤其当一国采用的是固定汇率制时。但如果作为用本币借贷、充分掌控本国利率、拥有浮动汇率以及在危机时刻受到投资者青睐的大国,则可以通过本币贬

值和通胀避免上述危机。Nakamae（2013）强调央行的信誉问题，即当政府过度负债时，如果央行通过印刷更多钞票来维持低利率，那么人们就会质疑银行存款和固定收益产品的可靠性，转向对冲通胀的资产，如房地产、股票、贵重商品和更强势的货币等，导致资本外逃和银行挤兑，进而长期债券收益率会急剧上升，形成恶性循环。Aslund（2013）认为除特殊情况外，高额公共债务会推动债券收益率和利率的上升，从而拖缓增长，也许具有成熟金融体系和大量储备货币的发达经济体可以更久地维持巨额债务，但是小型经济体或半发达国家很难管理超过 GDP 总量 60% 的公共债务。Penner（2013）认为早在主权债务危机爆发之前，巨额赤字就会削弱国民储蓄，侵蚀国家财富的增长，因为实物投资要么被挤出，要么通过向国外借款维持，更多的国内生产所得将用于支付利息与股息，而不是提高生活水平。张启迪（2017）基于中国实际提出同时适用于企业、居民和政府的“三部门债务通缩理论”，其中经济整体债务率较高就是触发“债务—通缩”的重要初始条件之一。当经济出现通货紧缩时，各部门债务负担加重，违约率上升，驱使银行系统收缩信用，导致居民消费、企业投资和政府支出的下降，从而进一步加剧价格水平的下跌，形成“债务—通缩”循环。纪敏等（2017）基于对微观和宏观杠杆率的理论研究，提出经济在低负债水平和低杠杆率的情况下，确实能通过货币和信贷扩张获得快速增长。但在长期中企业和投资者可能在非理性的乐观预期下持续扩大负债或为了偿还利息而“借新还旧”，从而滋生资产价格泡沫，而当债务投资效率和实体收益率进一步恶化时，企业被迫去杠杆，资产价格泡沫破裂，过度负债就会难以维系，大量不良贷款开始暴露，诱发潜在的金融风险。彭方平和展凯（2018）结合理论研究和对中国上市公司数据的实证分析发现，在金融压力较小时，负债会对投资产生显著的促进效应。但随着政府债务和经济整体债务的持续增长，金融压力会随之上升，从而提高利率，使企业无力偿还大幅增加的利息，同时政府支出也会出现不可持续性，造成投资的急剧下降，进而导致实体经济的下行甚至经济危机的爆发。

从财政和税收的角度来看，Callow（2013）基于 IMF 的一系列研究结论，强调过度负债对经济有重大影响，因为伴随着巨大的公共债务，政府不得不付出高昂的偿债成本，从而面临财政破产风险，特别是在需要实行财政紧缩政策时，高负债国家从一开始就处于不利地位，进而更难实现外部驱动的增长。此外，如果一国实行固定汇率制更会放大上述风险。Frankel（2013）认为高水平的负债一定会对国家产生不利的影响，经济将陷入债务陷阱，政府只能进行财政紧缩，尽管这会使经济衰退恶化，同时财政紧缩导致的产出下降甚至可能使债务占 GDP 的比例进一步飙升，造成更严重的后果。从税收角度来看，偿债额上升将带来预期税率上升，从而抑制增加未来收入的努力和投资，当收入没有增长时，良好债务也会面临违约风险，造成借贷成本中的违约或通胀溢价上升，进一步延缓增长（Reynolds, 2013）。Mckinnon（2013）认为，如果高额的政府债务来自失控的“平民财政赤字”，比如福利支出或税收僵局，那么其很可能导致未来增长的放缓；如果债务主要以外币计价，那么迫使政府突然采取紧缩政策的债务违约威胁将更快地发生。Malpass（2013）提出债务对一个国家的增长来说

至关重要，高水平的负债通常反映了政府支出快速增长以及难以抑制借贷的历史，这意味着未来税收增加的可能性很大，会造成私营部门投资和招聘的减少。OECD（2012）认为，政府债务高企会带来税收的增加，从而减少私人部门的消费和投资等，降低了财政政策在平滑经济波动方面的有效性，甚至使其被迫成为顺周期政策。Boskin（2020）研究发现，尽管在债务的规模控制等方面存在不确定性，但是巨额赤字和债务往往带来高税收、低收入、私人投资减少等一系列重大风险，在极端情况下会导致通货膨胀、金融危机以及严重的代际不平等问题。此外，Cochrane（2011）研究了2008-2009年及之后的财政货币政策，认为央行几乎无力避免通缩或通胀，最终的财政通胀可能在巨额赤字或货币化之前就已经到来，而且很可能伴随着停滞而非繁荣。

最后，还有一些研究认为，负债的影响应该视情形而定，不能一概而论。比如，Weidmann（2013）认为公共债务水平对经济的确切影响是难以确定的，一方面高债务会促使利率上升，从而挤占私人投资、抑制国外净资产头寸和资本流入，造成生产率降低、工资减少和货币政策压力加大等负面影响；另一方面，如果高债务更多地用于生产性公共投资而非消费，那么其对生产率的负面影响就没有那么重要，甚至有可能产生积极影响。Shapiro（2013）也认为，国家公共债务与经济增长率之间的关系是复杂的，且对许多外部条件具有高敏感性，并没有证据表明政府债务会以可预测的方式或在某个固定的阈值上减缓增长。在Fieldhouse（2013）的研究中，各国经济背景对负债和增长之间的关系有重要影响，故无法普遍量化公共债务积累到何种程度是有害的或会引发危机，比如当拥有独立央行的国家陷入流动性陷阱时，积累的公共债务可以起到总需求减震器的作用，阻止更严重的萧条。Eberhardt 和 Presbitero（2015）发现在一些国家中，公共债务与长期经济增长之间存在负相关关系，但并没有证据表明各国内部存在类似的债务门槛。Egert（2015）的实证研究认为，支持1946-2009年期间美国公共债务占GDP比率与经济增长之间存在负非线性关系的证据非常有限，公共债务与经济之间的负非线性关系可能随着不同时间、国家和经济条件而变化，并没有确切的阈值。马勇和田拓（2016）的跨国实证研究显示，经济增长和产业升级均有助于降低政府债务，且产业升级的作用要大于经济增长；同时，金融不稳定不利于政府债务削减，且会削弱经济增长和产业升级在削减政府债务中的积极作用。Chudik 等（2017）和 Lim（2019）的研究也得到了类似的结论。Swamy（2020）基于1960-2009年的跨国实证研究表明，政府债务与经济增长之间存在负相关关系，债务占国内生产总值的比率每增加10个百分点，平均增长率就会下降23个基点；同时，高负债水平对经济增长带来的长期影响在各国并非一致，主要取决于一国的债务制度和宏观经济状况。此外，还有部分研究认为，负债与经济增长之间并不存在明显的长期关系，如Eberhardt（2019）基于27个国家的长期数据进行实证研究，结果并没有发现支持债务与经济增长之间存在系统性长期关系的证据。Jacobs 等（2020）发现无论公共债务水平如何，债务和GDP的比率与GDP增长率之间都没有因果关系，反而是GDP增长率会对二者之间的比率产生影响，但如果金融市场认为一国公共债务水平是“不可持续”

的，那么长期实际利率会对公共债务水平的反应更加敏感，在这种情况下，公共债务的快速积累可能对经济增长产生不利影响。

在关于中国的研究中，比较受关注的一个核心问题是地方政府的高债务问题。龚强等（2011）基于理论梳理，提出地方政府投融资平台债务积累可能引发众多宏观层面风险，包括过度负债挤压政府宏观调控的政策空间、产业结构或发展方式调整的战略难以实施、加大国企改革难度、损害政府信用、威胁货币供给的主动性和稳定性等。吴盼文等（2013）利用 DSGE 模型分析了政府性债务对金融稳定性的影响，模型结果显示：首先，政府性债务扩张只能在短期拉动经济产出，而在长期属于对政府资源的超前使用，偿债负担还会削弱政府的未来支出能力；其次，政府性债务扩张在短期带来的产出、投资和收入上涨会提升货币需求，同时央行也会通过公开市场操作等手段增加货币供给，从而造成货币供应量的显著增加、资产价格泡沫的积累和通胀水平的上升；此外，信贷规模也会随着政府债务的扩张而膨胀。在上述过程中，政府性债务的可持续性不断降低，违约、通胀和不良贷款风险逐渐显现，对金融稳定性造成破坏。吕健（2015）通过实证研究发现，当每年新增的负债占 GDP 比重低于 6% 时，地方债务可以促进经济增长，但大规模的举债投资在长期会损害增长。就中国而言，在大量的地方债务到期时经济并不再处于快速增长期，于是政府被迫采用“借新还旧”的方式清偿债务，大量的流动性在此过程中被占用，从而无法投入实体经济形成有效投资，最终加剧经济增速的下行。文雪婷和汪德华（2017）对 2006-2013 年中国 179 个地级市的投资率、资本回报率的估计值和地方融资平台的负债规模展开实证研究，发现 2009 年后地方政府主导的投资大量增加，而其中大部分支出依靠债务融资，同时很多都属于官员以晋升为动机的盲目的竞争性扩张，以及受到预算软约束的地方政府往往着眼于投资规模而非质量，政府投资与民间投资之间不仅没有形成正反馈机制，大规模的借贷还反而挤出了私人借贷，降低了资源配置效率。因此，地方融资平台负债规模越大，投资率和资本回报率之间的负相关性就越强，即宏观投资效率越低。项后军等（2017）采用中国 2003-2013 年各省的数据研究了地方债务与经济波动的关系，发现地方政府的举债行为在一定程度上加剧了产能过剩的问题，从而对经济波动造成了负面影响，同时地方政府主要将土地财政作为偿债来源，故出让土地和“借新还旧”等现象普遍存在，埋下了不稳定的风险隐患。刘进财和戴金平（2018）研究了地方政府债务和经济通缩之间的关系，发现地方政府过度负债会通过三条路径诱发经济通缩：首先，地方政府严重依赖土地财政以获得偿债来源，从而导致房价高企，提高居民储蓄率和降低消费支出。其次，过度资金流入低效企业，一方面会挤占金融资本，恶化私人部门投融资环境；另一方面会引起产能过剩，进而降低资本回报率，加剧私人部门投资支出的减少，同时扩大无效供给。

四、对已有理论的综合：走向一般概括

从前一部分的文献综述可以看出，过度负债对经济运行的影响可以具体从家庭、企业和国家（政府）等角度予以考察和分析，但具体视角的各种结论往往较为零散，难以给我们提供更加一般和综合化的系统理解。为此，在本部分，我们尝试对已有理论进行必要的综合与反思，从而提炼出过度负债影响经济运行的一般性机理和路径。

（一）债务的性质与经济增长

债务可以根据其投向项目的性质，分为生产性债务和非生产性债务。一般来说，生产性债务可以推动经济增长，而非生产性债务则更容易对经济产生负面影响。根据经济学理论，资本的合理运用是协调资源高效分配和促进各类生产要素（如劳动、土地和技术等）有效利用的关键因素。其中“合理运用”主要是指，资本应该投向效率更高或潜力更大的生产性领域。具体而言，如今的法币作为一种信用货币，面值等完全由国家或地区法律所决定，在实质上并不具备内在价值。因此，仅仅是表面货币量或资产负债表上资产数额的上升，并不代表着社会财富的实际增加。只有当资金真正流入实体经济的生产之中，支持企业整合资源以更好地进行产品、服务创造或技术创新时，资本才能带来真正的经济增长，从而提升社会财富和人民生活水平。

同时，企业或项目所能创造的财富或价值，也体现了其偿债能力的高低，是银行等投资方评估该项目风险和投资价值的重要指标。从成本收益的角度来看，只有投资对象具备正的净现值，其所创造的价值才足以覆盖其所承担的债务负担。简而言之，拥有较强生产或创新能力的企业或项目往往能创造更多易于计量的实际价值，可以更充分地利用债务带来的资金，并为未来偿还本息提供保障。因此，支持生产性项目的债务一方面可以促进经济的实际增长，另一方面也拥有更稳定的偿还保证，发生违约风险的可能性相对较小。

但是，当经济中出现大量的非生产性债务时，往往意味着资本并没有得到合理运用，从而可能导致生产要素的低效利用和资源的紊乱分配，扭曲经济部门行为，甚至造成经济衰退或金融危机。首先，非生产性债务的发放通常以房产等固定资产的价值为基础，不再支持企业的生产和创新，并会挤出生产性投资，使实体企业的融资环境恶化，从而削弱经济产出和增长。其次，当大量资金投入非生产性领域时，资产价格就会被不断推高，形成超过实际价值的价格泡沫。价格泡沫一方面会继续营造经济繁荣的假象，提高非生产性领域的名义收益，吸引更多资金的投入，从而加剧生产性投资的挤出效应；另一方面会加大经济和金融体系的脆弱性，为泡沫破裂后的衰退埋下祸根。同时，非生产性债务看似依靠稳定安全的抵押物，但实际上房产等固定资产的价值也会随着市场情况而不断变化，特别是在债务上升停滞后的资产抛售阶段，其价值根本不能覆盖巨额的债务负担。此外，早在衰退或危机发生之前，实体企业就已深受过度的非生产性债务带来的不利影响，因此经济通常需要付出更长的时间和更大的代价才能完成产出恢复和整体复苏。

总结而言，债务性质与经济增长有密切关系，生产性债务可以促进实体经济增长，但过度的非生产性债务可能会带来衰退或危机。两者的根本区别在于，债务支持的项目是否能够

创造出实际且足够的产品或服务以偿还本息和增加社会财富。

（二）债务上升影响经济运行的机制

概括而言，债务上升可能通过以下四种机制对经济产生不良影响：收入转移、财务困境、价格泡沫和滞后作用。在上述机制发挥作用的过程中，不仅资源配置会在空间（不同部门之间）和时间（现在和未来）两个维度上被扭曲，而且必将导致不同经济部门和相关经济主体之间的财富再分配。简言之，过度负债会导致经济和社会的双重后果。

1.收入转移

收入转移是过度债务直接扭曲经济的途径，即当债务上升而导致事前供给和需求不平衡时，上述解决机制就会自动发挥作用，由此带来的调整成本的分配使得收入在各个私人或公共部门之间转移。但是，这种转移往往不是最优的——无论是通货膨胀激增或税收提高导致的资产价值和收入的下降，还是关税、本币贬值或贸易逆差给家庭和企业造成的收入损失，亦或是垄断或政府支出下降带来的相关企业利润减少，都可能意味着受益部门创造的产品和服务价值不足以覆盖需要偿还的贷款，同时另一些经济部门承担了债务费用但却没有获得债务创造的收益。因此，债务上升很可能引发次优的收入转移，从而降低资源的分配效率，并增加商业的不确定性，带来收入减少、消费和投资疲软、失业率提高等一系列后果，直接损害经济增长。

2.财政困境

当上述显性或隐性的收入转移存在足够的不确定时，各个经济部门通常会改变行为以保护自身免于承担债务的实际成本，而这些行为要么间接破坏经济增长，要么增强金融脆弱性，要么两者兼而有之。当经济主体察觉到供需不平衡的信号，预期通货膨胀、税收提高和货币贬值等情况将要发生时，家庭会将财富转化为动产或外汇，消费者会削减支出，企业会将业务转移到国外和推迟设备购买等。一旦这些行为普遍发生，经济中的生产、消费、投资和政府支出等都会被迫大幅削减，由此产生的资产价格下降使债务人更难偿还债务，同时债权人还会缩短债务期限，并要求更高的风险溢价，这会进一步加剧流动性风险，导致违约率上升。此外，一个部门的财务困境很可能不断加深并蔓延到原先杠杆率较低的上下游行业，最终造成整体经济下行或金融危机。

3.价格泡沫

债务的迅速上升还会导致价格泡沫和虚假繁荣。一方面，债务扩张与资产价格泡沫会相互促进。当股票和房地产等过度繁荣时，资产价格超过了其未来可能创造的商品和服务价值，而价格与基本预期的偏离则进一步助长了投机性购买。同时，高资产价格也通过财富效应让家庭感到更富有，从而减少储蓄和增加支出。另一方面，经济的过度负债使得更多的资金流向非生产性投资，进而夸大了经济创造的实际价值，并通过收入效应直接影响经济活动。但是，虚假繁荣无法永远维持，价格泡沫终将破灭。当债务停止上升并发生逆转时，家庭和企业就会感受到流动性的突然收缩，被迫以抛售资产等方式清偿债务，从而导致抵押品价值持

续大幅缩水，各经济主体也因此面临越来越大的偿债压力。总结而言，经济中资产的盈利能力与债务负担的高度不匹配无法通过“注销坏账”的方式简单加以消除，而过度负债和价格泡沫时期未被承认的损失一定会在未来发生并被明确分配，从而扭曲经济部门的行为，导致流动性危机和财务困境等诸多不利后果。

4. 滞后效应

随着均衡调整机制的发生，债务水平上升还会造成伴随着未来调整成本的滞后效应。比如，当政府过度负债引发金融危机后，各公共和私人部门都会被迫通过甩卖资产、降低消费、削减生产和投资等方式去杠杆，从而进一步导致经济陷入“债务—通缩”螺旋，经济需要付出极大的调整成本才能在长期中缓慢恢复。因此，金融危机并不是经济从过度负债状态中调整过来的唯一方式，甚至不是成本最高的方式，过度负债还可能使国家陷入长期的通缩泥潭或难以摆脱的政治危机，这些都意味着巨大的未来调整成本。

总体来看，当债务上升引发收入转移、财务困境、价格泡沫和滞后作用这四种反应中的一种或多种时，它就成为了不可忽视的问题，往往会扭曲经济主体正常的消费、生产和投资活动，从而损害经济增长和诱发金融危机。

（三）高私人债务为什么会对经济产生负面影响？

私人部门的过度负债会同时对自身和整体经济增长带来不可忽视的负面影响。概况而言，高额私人债务会通过削减消费、挤出投资、提高违约可能性、放大冲击和传播风险等方式损害经济发展，带来通缩螺旋等严重危害。

首先，高水平的债务会侵蚀企业的股本和利润，或降低家庭的实际收入和财富，从而扭曲私人部门的经济行为。随着债务负担的加重，企业和家庭被迫将更大比例的收入用于偿还本息，从而挤出生产创新和投资消费，从总供给和总需求两个角度共同给经济带来负面影响。同时，债务本息将财富从债务人转移至债权人的过程并没有创造实际的价值，而过度负债更会使大量资金空转或流入非生产性领域，造成资源的低效配置，进而损害经济增长。此外，在受到外部冲击时，过度负债的私人部门往往会为了清偿债务而选择倾销资产，从而造成资产和产品价格的持续下降，进一步带来利润和收入减少、破产率和失业率上升等严重后果，引发难以恢复的“债务—通缩”螺旋。

其次，私人部门的高额债务往往是不可持续的，且具有高度的负外部性。沉重的债务负担会使企业和家庭财务变得脆弱，并对宏观冲击更为敏感，比如利率的小幅上升可能造成债务本息的大幅上涨，或家庭收入的轻微波动可能带来巨大的流动性危机。对于已经发生违约的经济主体来说，他们会因为信誉受损而难以再次获得外部借贷机会，从而进入长期的财务困境。同时，随着私人部门偿债能力的下降和违约率的上升，银行等金融机构不仅更难找到高收益或低风险的投资机会，还更有可能因债务人的大规模违约而遭受资产质量恶化的冲击。因此，金融机构会要求更高的风险溢价，并进一步收缩信贷投资等，加剧私人部门的流动性危机和破产风险，从而使经济在风险的不不断蔓延和放大中陷入衰退。

（四）高公共债务为什么会对经济产生负面影响？

巨额且不断增长的政府部门债务会通过多种渠道在中长期对经济增长产生不利影响。概况而言，高水平的公共债务可能会提高长期利率、引发通货膨胀、提高税率扭曲程度、限制财政空间和降低政府信用，从而对资本存量积累和经济发展产生负面影响，导致经济波动性的增加和增长率的降低。许多实证研究也表明，公共债务与 GDP 比率的大幅上升可能带来更高的税收、更低未来收入、代际不平等以及社会矛盾激化等一系列危害。

首先，高水平的公共债务会对私人部门造成诸多负面影响。一方面，高额债务在资本市场上争夺资金，可能会提高长期利率，使私营部门面临更高的资本成本，抑制其生产和创新能力，从而降低企业利润、居民未来工资和生活水平，损害经济的未来增长潜力。另一方面，企业和投资者可能产生非理性乐观，盲目创造价格泡沫和进行非生产性投资，而一旦泡沫破裂，就可能引发系统性的经济金融风险。同时，政府很有可能增加税收以偿还债务，从而降低居民的可支配收入，减少消费和投资需求。当债务负担持续螺旋式上升时，不仅投资者会愈发质疑政府的偿债能力，进而要求更高的利率，加剧私人投资的挤出效应；企业和家庭的信心也会受到严重打击，引发资本外逃和银行挤兑等，进一步拖累生产投资和经济增长。

其次，政府过度借贷的另一个代价是挤出公共投资。不断积累的高额本息将消耗更大比例的政府预算，从而减少用于研发、基础设施和教育的公共投资。当债务问题更加严重时，政府甚至被迫以“借新还旧”的方式偿还债务，导致更多的流动性被无效占用而无法进行生产性投资。因此，政府债务可能同时挤出私人投资和公共投资，对社会流动性产生全面的不利影响，让居民购房、购车和支付学费等变得困难，而投资的减少、生产率和流动性下降也将持续削弱经济的增长潜力。

最后，政府过度负债还会损害其应对冲击和解决危机的能力。上述长期利率的提高和巨额本息的偿还义务不仅会挤出私人投资和公共投资，还会压缩政府的财政空间。一方面，伴随着偿债压力，政府投资长期项目的规划将受到较强的约束，同时用来稳定宏观经济的财政政策的有效性也会大幅降低，甚至在消费和投资整体低迷的环境中被迫成为顺周期政策。另一方面，政府的违约和发生财政破产风险的可能性也会随着债务积累而不断上升。同时，国家资产负债表的脆弱性不仅会打击私人部门信心，还会招致金融和国际收支方面的攻击，引发更严重的经济、金融和政治风险。

（五）对已有理论的一个简单概括

综合上文分析，我们可以得到如图 1 所示的逻辑示意图。总体来看，债务可分为生产性债务和非生产性债务。其中，生产性债务主要通过被投资企业或项目的高效生产创造实际的价值与财富，同时企业或项目新创造的现金流也能保障其还本付息的安全性，最终带来经济增长。相比之下，非生产性债务则会通过四种机制影响经济与金融体系：从收入转移的角度看，无论是公共还是私人部门的非生产性负债，都会造成社会收入或利润损失，并恶化投融资环境，从而削减消费与投资，同时也会降低资源分配效率；从财务困境的角度看，非生产性债

务同样会造成总支出的减少与偿付风险，甚至引发全面危机；从价格泡沫的角度看，非生产性债务会挤出实体投资并增强金融脆弱性。此外，收入转移或价格泡沫机制还可能导致或加强财务困境机制。最后，上述负面影响均存在滞后效应，由于隐患往往早已埋下，因此危机一旦爆发，经济体往往会面临长期且巨大的调整成本。

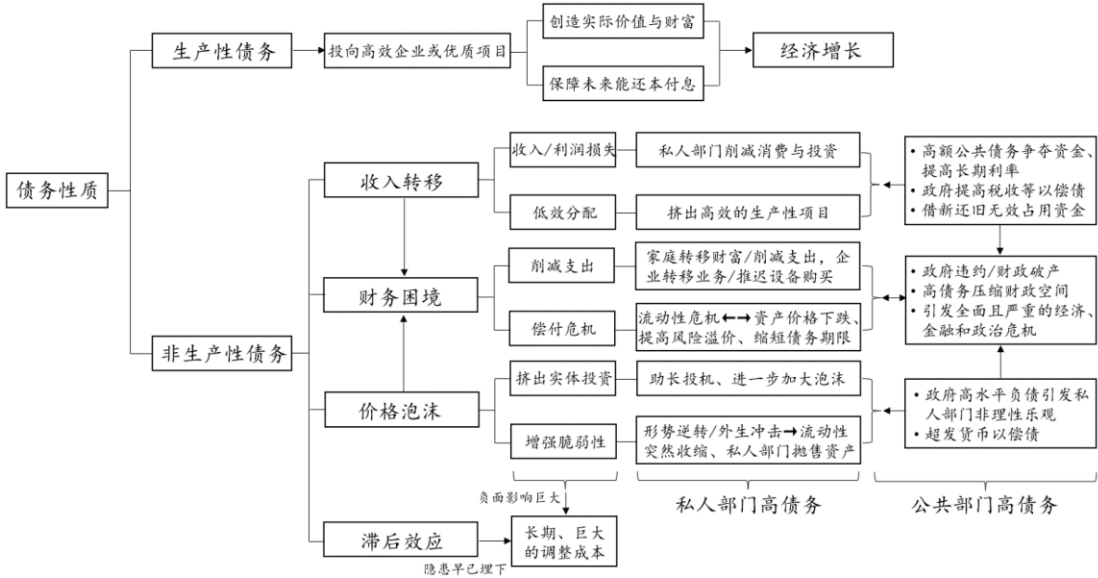


图1 债务影响经济运行的逻辑示意图

五、未来的路：一些尚待解决的关键问题

前文从文献梳理、提炼和概括的角度，对债务如何影响经济进行了初步的解读和综合，但从已有文献的相关发现和理论阐述来看，应该说，到目前为止，我们对债务如何影响经济的内在机理和过程的理解仍处于非常初步的阶段，不仅很多观点和结论未能达成一致，而且一些深层次的问题实际上尚未被触及，这些都在很大程度上妨碍了我们对相关问题的理解。概括而言，目前亟待解决而尚未解决的遗留问题主要包括以下几个方面：

一是宏微观两个层面的债务适度性标准问题。从现有文献来看，我们目前已经知道和达成共识的结论是“树不能涨到天上”——债务确实不能“过度”，否则很容易引发债务导致的各种危机，不管对微观市场主体还是宏观层面的国家债务而言都是如此。但对于什么是“过度”以及如何判断“过度”的问题，现有文献虽有触及，但结论随不同的样本对象、不同的观察期、不同的债务指标等存在很大差异，基本无法提供一致性的参考。尽管显而易见的是，对这一问题的讨论，必须结合特定的目标对象性质（如区分企业类型、家庭差异、国家特征等）及其所处的发展阶段而进行针对性的分析，但如何选择合适的债务评估指标和确定合理的“债务过度”量化标准，仍有大量的建模和数据分析工作需要完成。

二是债务与生产的动态关系问题。从理论上讲，债务之所以产生，是因为经济主体（政府）具有负债的需求，而负债的需求主要有两个驱动力量：投资和消费（政府支出属于公共

的投资和消费)。由于消费的前提是投资和生产出产品,因此,可持续的消费借贷需以可持续的生产为前提,于是问题最终化归为负债与投资的关系。从投资角度来看,投资者负债所获得的资金无论是投资于金融资产还是实体项目,从终极财富来源的角度,最终都会关联到实体经济中的真实生产行为。因此,从债务可持续的角度来看,负债的量、价(利率)、速度和还款周期,都应该最终与实体经济中对应项目的生产过程和产生收益的过程相匹配和关联。但这里的难点问题在于,生产过程是指向未来的,存在不确定性,而债务合约却是依据合同而确定的,这就产生了事前无法完成动态匹配的问题,这也是一切债务风险的最终根源。为此,经济学家需要构建出能够有效描述“债务——生产”动态关系的一般理论,才能从动态的角度理解债务的可持续性问题的。

三是债务的金融属性及其与货币的关系问题。这涉及到货币信用理论中持续至今的一些关键争论。比如,现代货币理论(MMT)的许多支持者认为,拥有货币主权(即可以生产自己的法定信用货币)的政府没有支出限制,这样的政府在通货膨胀激增之前,可以无限支出不必担心债务无法偿还的问题,其核心逻辑是:一个拥有货币主权的政府不会受到直接的支出限制,因为它总是可以创造货币或债务来为其支出提供资金,而无需首先获得资金。但是这一主张忽略了一个关键问题,即当货币被创造出来作为偿债手段时,仍然受到生产端的限制:如果资金未被投入到具有偿还能力的部门,那么随着项目破产所导致的预期财富落空和债务违约,增量货币最终会演变为长期的通胀压力。此外,政府支出无论其资金来自货币创造还是债务创造,都会自动增加某些经济部门的购买力,从而增加实际需求。在这种情况下,如果政府支出在增加需求的同时并没有直接或间接地增加相同数量的供给,就会引发供给和需求的事前不平衡,而这种不平衡必然会通过各种隐性或显性的转移来解决。这些转移会使一个或多个经济部门的购买力降低到足以使需求和供给之间的事前缺口减少至零为止——政府所拥有的随意创造信用货币的能力并不能改变这一点。在后续研究中,如何更好地理解债务的金融属性及其与货币的关系问题,将贯穿整个货币信用理论的始终。

六、简要的总结和反思

在全球范围内,随着世界各国的金融体系日渐发达,生产、投资、消费等基本经济活动越来越依赖于债务的推动,这导致了越来越高的债务水平,债务也相应成为现代经济中关联金融和实体经济的一个关键纽带。从理论上讲,尽管不断攀升的债务问题引发了各方越来越强烈的关注,但对债务问题的理解显然不是“是与非”或者“好与不好”的简单判断题,而是涉及到债务的性质和作用,以及债务在何种情况下被认为是必要、安全和合理的问题。

从微观角度来看,债务的产生通常源于负债者(家庭或企业)明确的负债需求,如消费、投资(包括金融投资)和生产等。由于消费、投资和生产都是消耗资源的过程,因此,负债的偿还最终需要有别的来源——可以是投资和生产所产生的收益,也可以是已有的存量财

富。不过，对于常见的正常情形而言，即在债务的实际利率为正的情况下，除非存量财富的预期收益率高于债务利率，否则借贷不会发生，这就意味着以下两种情况：（1）对于没有存量财富的经济主体而言，负债的偿还来源只能是增量财富，包括运用负债进行投资（生产）而产生的收益，或者出卖自己的劳动（即工作）而获得的收入（在债务被用于消费的情况下）；

（2）对于有存量财富的经济主体而言，负债的偿还来源是增量财富（负债进行投资或生产而产生的收益、劳动收入）或存量财富的损耗。在上述两种情况下，如果债务的使用（投向）不具有生产性（可以带来大于利息的增量财富），那么债务的偿还就只能靠消耗存量财富或劳动力价值来实现，这在宏观上会体现为债务攀升（无法被如期偿还而导致的债务滚动增加）、生产削减、收入下降和经济衰退。

更进一步，如果我们对该问题的理解从微观个体上升至宏观整体，那么决定一个经济体宏观债务水平及其可持续性的关键在于整个经济中无数债务投向的整体分布：如果一个经济中的绝大部分债务都被分配给了具有生产效率的借款人和能够产生良好收益的投资项目，那么这个经济体的债务运用就是健康和可持续的，因为债务运用的结果是社会增量财富以更快的速度上升，新创造的价值已经足以偿还借款的本息和。不过，在任何一个特定的时期内，由于“靠谱”（具有生产效率）的借款人和具有良好效益的投资项目通常只占整体借款人和全部项目的一个比例——该比率虽然不是恒定的，但更不是没有上限的——一旦贷款的对象和项目范围超过了该比例上限，借款无法被偿还的可能性就会上升。这也是我们在现实中会经常观察到如下现象的原因：当一个经济体的整体债务率超过一定比例之后，发生债务风险的可能性就会出现明显上升。从微观基础来看，宏观视角下的高债务率之所以会导致风险，其背后的原因正是借款人群中“不靠谱”的借款人和投资项目比率的不断上升。一个典型的例子就是自 1994 年分税制改革以来，地方融资平台成为了地方重要的筹资窗口，其背靠地方政府的“隐性担保”，往往能获得土地注入或国有股权等资产支持，从而更容易取得银行贷款，在资本市场中也可以凭借与其基本面相背离的低成本进行融资——这意味着大量资金流向了产能过剩甚至低效企业，导致风险在地方积聚，并恶化了整体市场的投融资环境。此外，如上文所述，当市场情绪高涨时，非理性的市场主体容易一味追求高收益而忽视高风险。在这种情况下，无论是个人、企业还是地方政府，都可能成为“不靠谱”的借款人，通过过度负债进行盲目投资，而此时银行等金融机构也倾向于更多地放款来“多分一杯羹”，但“树不能涨到天上”，虚假繁荣时期的高投资收益并不能永远持续，一旦形势逆转，偿还债务就会成为难题，而前期积聚的风险将很容易被放大并酿成金融危机。

从本质上看，债务创造（供给）过程是向经济主体提供投资和消费所需的资金，但作为债务的资金本身并不是财富，它需要在被使用的过程中转化为财富，而这种转化只能通过能够产生新价值的生产活动来实现。从这个意义上说，指向消费的债务比指向生产的债务天然具有更大的风险，也更容易变得不可持续，因为生产性借贷的风险主要在于投资（生产）失败的风险，而消费性借贷本身是一种消耗性的借贷，它的目的不在于创造新价值，而在于消

耗存量价值，而借贷所产生的债务本息必须通过其它的投资（生产）活动来偿还，这就创造了债务使用和财富创造之间的一种“隔离”，这种隔离使得消费性的借贷面临比生产性借贷更大的风险。从宏观角度来看，如果一个经济体的消费性借贷过多而生产性借贷太少，这意味着该经济体消耗财富的速度大于创造财富的速度，社会福利在长期中出现下降是不可避免的。因此，债务过度的本质是一方面在消费端创造了无效或者过度的需求，另一方面在生产端未能实现供给的有效增加，两相作用之下，过度（无偿还能力）需求和产能过剩所导致的债务违约就会大面积出现，最终演变为宏观层面的债务危机。具体而言，在消费端，各市场主体通常很难做到完全理性，而是会对自身未来的现金流入或投资项目的回报存在着各种各样的认知偏差（如过度自信等），从而出现盲目模仿他人决策和反应滞后等现象，这些都可能造成无效甚至过度的需求。此外，随着网络信息技术的发展，热点炒作与不良消费风气的传播也很容易引发个人和企业的非理性行为，且往往是群体现象。在生产端，如果获得资金的企业所生产的商品或服务并非人们所需要的，即在供给不能匹配需求的情况下，生产就会成为无效率的，而相应的债务也就变成了非生产性债务。企业由于产能过剩以及产能利用率极低，虽然有新建的机器厂房和囤积的原材料等，但却因为产品滞销而无法开工，从而其依赖借贷融资实现的“扩产”就不能顺利兑现为收入和利润，最终使得企业无力偿债，甚至陷入财务危机。

因此，对债务问题及其可持续性的理解，最关键的核心要点在于，需要将其置于债务如何被决定、被分配和被运用的动态过程中，从债务所指向的生产（消费）主体及其活动来动态地理解债务的总量和结构如何最终引发了经济中供给和需求的不平衡，以及这种不平衡所导致的经济和社会后果。

七、防范和治理过度负债的政策建议

综合上述理论与分析可知，过度负债特别是高水平的非生产性债务可能通过多种机制对私人或公共部门的生产和发展造成负面影响，严重时甚至酿成系统性的金融、经济和政治危机。为此，政策当局应当系统加强金融治理，有效约束各个部门的过度负债行为。为此，根据前文的相关分析结论，我们提出以下关于防范和治理过度负债的针对性政策建议：

（1）家庭部门过度负债的防范和治理。如前文所述，随着家庭部门债务系统重要性的不断上升，加强对家庭部门债务风险的评估与预警也十分必要。当前，我国在监测和评估家庭金融数据上还有很大的建设空间，可以借鉴其他国家或地区的经验，逐步搭建数据指标体系、评估模型和预警系统等。这也能为宏观调控和政策效果评估提供更准确、更全面的参考与反馈，让政策更好地服务于社会和民众。此外，还应当积极开展投资者教育，促进现代金融知识的普及，提高公众对金融产品的认识和债务风险意识，避免家庭部门非理性的过度负债。

(2) 企业部门过度负债的防范和治理。要坚持“金融服务实体经济”的目标,采取综合措施防范或化解企业的过度负债,并帮助企业实现高质量发展。首先,要深化金融体制改革,优化企业融资环境,让资金流向高效和优质的企业或项目,同时要优化营商环境,提升实业投资回报率,让实体企业有能力、有条件创造更多的经济价值与社会财富。其次,要特别关注主业不振企业的过度举债行为,遏制其无效占用资金或频繁进行金融投资等脱实向虚的倾向,同时还可以配合推动企业加强自身治理,例如对管理层进行有效的激励与监管等,防范其盲目举债和投资。

(3) 政府部门过度负债的防范和治理。目前的首要问题是稳步化解地方政府的债务风险。首先,要坚持推进财政整顿与改革,破除地方政府财政预算的软约束,防止地方向中央的财政风险转移,从根源上遏制地方政府过度举债。其次,要建立科学合理化解地方债务的长效机制,特别加强对隐性债务的监测与关注,遏制增量、化解存量,完善和推进“一揽子化债方案”,有效利用贷款置换、特殊再融资债券发行和债务重组等工具和手段。最后,要坚持推进供给侧改革和经济结构性转型调整,从根本上推动地方经济发展,进而增加地方政府收入,降低其负债率和债务中借新还旧的比例。

参考文献:

- [1] 蔡萌浙.居民杠杆率攀升之隐忧[J].中国金融,2018,(20):63-64.
- [2] 陈小亮,陈彦斌.结构性去杠杆的推进重点与趋势观察[J].改革,2018,(07):17-30.
- [3] 程宇丹,龚六堂.政府债务对经济增长的影响及作用渠道[J].数量经济技术经济研究,2014,31(12):22-37+141.
- [4] 邓路,刘瑞琪,江萍.公司超额银行借款会导致过度投资吗?[J].金融研究,2017,(10):115-129.
- [5] 龚强,王俊,贾坤.财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述[J].经济研究,2011,46(07):144-156.
- [6] 贺星源,易家权,李新.居民杠杆率、房地产价格与金融稳定——基于 TVP-VAR 模型的实证研究[J].宏观经济研究,2022,(05):48-59.
- [7] 纪敏,严宝玉,李宏瑾.杠杆率结构、水平和金融稳定--理论分析框架和中国经验[J].金融研究,2017,(02):11-25.
- [8] 李志生,苏诚,李好等.企业过度负债的地区同群效应[J].金融研究,2018,(09):74-90.
- [9] 刘进财,戴金平.地方政府过度负债与“债务-通缩”风险——基于省际面板 VAR 模型实证研究[J].财经科学,2018,(01):64-75.
- [10] 陆正飞,何捷,窦欢.谁更过度负债:国有还是非国有企业?[J].经济研究,2015,50(12):54-67.
- [11] 吕健.地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角[J].中国工业经济,2015,(11):16-31.
- [12] 马勇,田拓.如何有效削减政府债务:保增长、调结构与稳金融[J].经济理论与经济管理,2016,(11):5-15.
- [13] 彭方平,欧阳志刚,展凯等.我国落入债务陷阱了吗?--理论模型与经验证据[J].金融研究,2017,(02):70-83.
- [14] 彭方平,展凯.过度负债、金融压力与经济下滑:理论与证据[J].经济学(季刊),2018,17(04):1409-1426.
- [15] 上海财经大学高等研究院课题组.中国宏观经济形势分析与预测年度报告(2017-2018):风险评估、政策模拟及其治理——不平衡、不充分发展下的中国经济[R].上海财经大学出版社,2018.

- [16] 田利辉.国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J].管理世界,2005,(07):123-128+147.
- [17] 王红建,杨箬,阮刚铭等.放松利率管制、过度负债与债务期限结构[J].金融研究,2018,(02):100-117.
- [18] 王永钦,高鑫,袁志刚等.金融发展、资产泡沫与实体经济:一个文献综述[J].金融研究,2016,(05):191-206.
- [19] 文雪婷,汪德华.中国宏观投资效率的变化趋势及地方政府性债务的影响——基于地级市融资平台数据的分析[J].投资研究,2017,36(01):4-22.
- [20] 吴盼文,曹协和,肖毅等.我国政府性债务扩张对金融稳定的影响——基于隐性债务视角[J].金融研究,2013,(12):57+59-71.
- [21] 许晓芳,周茜,陆正飞.过度负债企业去杠杆:程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据[J].经济研究,2020,55(08):89-104.
- [22] 项后军,巫姣,谢杰.地方债务影响经济波动吗[J].中国工业经济,2017,(01):43-61.
- [23] 殷剑峰,王增武.分配差距扩大、信用扩张和金融危机——关于美国次贷危机的理论思考[J].经济研究,2018,53(02):50-64.
- [24] 张杰.负债率如何影响生产率——基于中国工业部门 U 型关系的一个解释[J].财贸经济,2019,40(03):68-83.
- [25] 张启迪.中国会出现债务通缩吗?——基于新债务通缩理论框架的预判和防范[J].世界经济研究,2017,(06):28-39+135.
- [26] Albuquerque, B. Debt Overhang and Deleveraging in the US Household Sector: Gauging the Impact on Consumption[J]. Review of Income and Wealth, 2017, 64(2), 459-481.
- [27] Åslund, A. A Modest Mistake by Reinhart and Rogoff Has Led to Absurd Claims[J]. International Economy, 2013, 27(2), 12-13.
- [28] Baum, A., Checherita-Westphal, C., & P. Rother. Debt and Growth: New Evidence for the Euro Area[J]. Journal of International Money and Finance, 2013, 32, 809-821.
- [29] Bernanke, B.S. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression[J]. The American Economic Review, 1983, 73(3), 257-276.
- [30] Bernanke, B.S., & M. Gertler. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations[J]. The American Economic Review, 1989, 79(1), 14-31.
- [31] Boskin, M. J. The Entitlement Cost-Driven Rise in U.S. Debt Could Slash Living Standards 20 Percent in a Generation[J]. International Economy, 2013, 27(2), 11-12.
- [32] Boskin, M. J. Are Large Deficits and Debt Dangerous? [J]. AEA Papers and Proceedings, 2020, 110, 145-148.
- [33] Brida, J. G., Gómez, D. M., & M. N. Seijas. Debt and Growth: A Non-Parametric Approach[J]. Physical A: Statistical Mechanics and Its Applications, 2017, 486, 883-894.
- [34] Callow, J. Excessive Public Debt Acts As a Deadweight on Economies[J]. International Economy, 2013, 27(2), 15-16.
- [35] Caner, M., Fan, Q., & T. Grennes. Partners in Debt: An Endogenous Non-Linear Analysis of the Effects of Public and Private Debt on Growth[J]. International Review of Economics & Finance, 2021, 76, 694-711.
- [36] Caskey, J., Hughes J., & J. Liu. Leverage, Excess Leverage, and Future Returns[J]. Review of Accounting Studies, 2012, 17(2), 443-471.
- [37] Cecchetti, S. G. Debt Is a Two-Edged Sword and Matters a Great Deal[J]. International Economy, 2013, 27(2), 18-19.
- [38] Checherita-Westphal, C., & P. Rother. The Impact of High Government Debt on Economic Growth and

- Its Channels: An Empirical Investigation for the Euro Area[J]. *European Economic Review*, 2012, 56(7), 1392-1405.
- [39] Chudik, A., Mohaddes, K., Pesaran, M. H., & M. Raissi. Is There a Debt-Threshold Effect on Our Growth? [J]. *The Review of Economics and Statistics*, 2017, 99(1), 135-150.
 - [40] Cochrane, J. H. Understanding Policy in the Great Recession: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic[J]. *European Economic Review*, 2011, 55(1), 2-30.
 - [41] DeAngelo, H., Goncalves, A. S. & R. M. Stulz. Corporate Deleveraging and Financial Flexibility[J]. *Review of Financial Studies*, 2018, 31(8), 3122-3174.
 - [42] Dynan, K. E., & D. L. Kohn. Changing Household Financial Opportunities and Economic Security[J]. *The Journal of Economic Perspectives*, 2009, 23(4), 49-68.
 - [43] Dynan, K. E. Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption? [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2012, 299-362.
 - [44] Eberhardt, M., & A. F. Presbitero. Public Debt and Growth: Heterogeneity and Non-linearity[J]. *Journal of International Economics*, 2015, 97(1), 45-58.
 - [45] Eberhardt, M. Nonlinearities in the Relationship Between Debt and Growth: (No) Evidence from Over Two Centuries[J]. *Macroeconomic Dynamics*, 2019, 23(4), 1563–1585.
 - [46] Egert, B. Public Debt, Economic Growth and Nonlinear Effects: Myth or Reality? [J]. *Journal of Macroeconomics*, 2015, 43, 226-238.
 - [47] Feldstein, M. High Debt-to-GDP Ratios Create Serious Problems[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 11.
 - [48] Ferguson, T. Reinhart and Rogoff Sold Us a Bill of Goods[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 16-17.
 - [49] Fieldhouse, A. There Is an Easily Quantified Rule for When Sovereign Debt Is Quite Productive[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 17-18.
 - [50] Fisher, I. The Debt - Deflation Theory of Great Depressions[J]. *Econometrica*, 1933, 1, 337-357.
 - [51] Frankel, J. Debt Matters, But the Time to Fix the Hole in the Rood Is When the Sun Is Shining[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 19.
 - [52] Galbraith, J. K. In Some Cases, Debt Doesn't Matter[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 14-15.
 - [53] Jacobs, J. P. A. M., Ogawa, K., Sterken, E., & I. Tokutsu. Public Debt, Economic Growth and the Real Interest Rate: A Panel VAR Approach to EU and OECD Countries[J]. *Applied Economics*, 2020, 52(12), 1377-1394.
 - [54] Jin, Y., & D. Zhao. Dose Over-credit Stimulate Corporate Investment? Evidence from Listed Companies in China[J]. *Frontiers of Economics in China*, 2018, 13(2), 281-311.
 - [55] Jungherr, J., & I. Schott. Slow Debt, Deep Recessions[J]. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2022, 14(1), 224-259.
 - [56] Karadam, D. K. An Investigation of Nonlinear Effect of Debt on Growth[J]. *Journal of Economic Asymmetries*, 2018, 18, 1-13.
 - [57] Koo, R. C. *The Holy Grail of Macroeconomics: Lesson from Japan's Great Recession*[J]. New York: Wiley, 2009.
 - [58] Koo, R. C. The Economics Profession Has Failed to Make the Distinction Between Those Budget Deficits Caused by Public Sector Mismanagement and Those Caused by Private Sector Mismanagement[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 21-22.
 - [59] Lim, J. J. Growth in the Shadow of Debt[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2019, 103, 98-112.
 - [60] Lustig, H. N., & S. G. Nieuwerburgh. House Collateral, Consumption Insurance and Risk Premia: An Empirical Perspective[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(3), 1167-1219.

- [61] Malpass, D. Debt Matters a Lot to a Country's Growth[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 20-21.
- [62] Mckinnon, R. Across Diverse Countries, There Exists No Single Number Beyond Which Growth Is Likely to Be Predictably Curtailed[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 23-24.
- [63] Mendoza, E. G. & K. A. Smith. Quantitative implications of a debt-deflation theory of Sudden Stops and asset prices[J]. *Journal of International Economics*, 2006, 70(1), 82-114.
- [64] Minsky, H. P. Monetary Systems and Accelerator Models[J]. *American Economic Review*, 1957, 47(6), 859-883.
- [65] Minsky, H. P. The Financial Instability Hypothesis : A Restatement[J]. *Thames Paper in Political Economy*, London, Thames Polytechnic, 1978.
- [66] Minsky, H. P. Can "It" Happen Again? [J]. M.E. Sharp Press, 1982.
- [67] Minsky, H.P. Stabilizing an Unstable Economy[J]. New Haven: Yale University Press, 1986.
- [68] Mittnik, S., & W. Semmler. The Real Consequences of Financial Stress[J]. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2013, 37(8), 1479-1499.
- [69] Myers, S. C. The Determinants of Corporate Borrowing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5, 147-175.
- [70] Nakamae, T. It All Comes Down to the Credibility of a Central Bank[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 22-23.
- [71] OECD. Debt and Macroeconomic Stability[R]. OECD Economics Department Policy Notes, 2012.
- [72] Penner, R. G. It May Take a While to Fall into a Sovereign Debt Crisis, But It Will Eventually Happen[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 13-14.
- [73] Pelly, T. I. Debt, Aggregate Demand, and the Business Cycle: An Analysis in the Spirit of Kaldor and Minsky[J]. *Journal of Post Keynesian Economics*, 1994, 16(3), 371-390.
- [74] Peter, G. V. Asset prices and banking distress: a macroeconomics approach[R]. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements, 2004.
- [75] Peter, G. V. Debt-Deflation: Concepts and a Stylized Model[R]. BIS Working Papers No.176, 2004.
- [76] Reinhart, C. M., & K. S. Rogoff. Growth in a Time of Debt[J]. *American Economic Review*, 2010, 100(2), 573-578.
- [77] Reinhart, C. M., & K. S. Rogoff. From Financial Crash to Debt Crisis[J]. *American Economic Review*, 2011, 101(5), 1676-1706.
- [78] Reynolds, A. A Large and Rising National Debt Raises the Risk of Higher Taxes[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 19-20.
- [79] Shapiro, R. In the 19th Century, Britain's Public Debt of 250 Percent of GDP Did Not Derail the Industrial Revolution[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 10-11.
- [80] Sutherland, D., & Hoeller, P. Debt and Macroeconomic Stability: An Overview of the Literature and Some Empirics[R]. OECD Economics Department Working Papers, No. 1006, 2012.
- [81] Sutherland, D., Hoeller, P., Merola, R. & V. Ziemann. Debt and Macroeconomic Stability[R]. OECD Economics Department Working Papers, No. 1003, 2012.
- [82] Swamy, V. Debt and Growth: Decomposing the Cause-and-Effect Relationship[J]. *International Journal of Finance & Economics*, 2020, 25(2), 141– 156.
- [83] Tobin, J. Keynesian Models of Recession and Depression[J]. *The American Economic Review*, 1975, 65(2), 195-202.
- [84] Uysal, V. B. Deviation from the Target Capital Structure and Acquisition Choices[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(3), 602-620.
- [85] Weidmann, J. The Impact of Debt on Growth is Case-Special and Might Change Rapidly[J]. *International Economy*, 2013, 27(2), 9-10.

- [86] Wolfson, M. H. Irving Fisher's debt-deflation theory: its relevance to current conditions[J]. Cambridge Journal of Economics, 1996, 20(3), 315-333.
- [87] Ziemann, V. Debt and Macroeconomic Stability: Debt and the Business Cycle[R]. OECD Economics Department Working Papers, No. 1005, 2012.



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