

分类号 F83/631  
U D C 0005818

密级  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 我国宏观杠杆率的可持续性 with 溢出效应研究

研究生姓名: 杨宏伟

指导教师姓名、职称: 王霞 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2024年06月03日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 杨宏伟 签字日期： 2024年6月2日

导师签名： 王霞 签字日期： 2024年6月3日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 杨宏伟 签字日期： 2024年6月2日

导师签名： 王霞 签字日期： 2024年6月3日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

# **Research on the sustainability and spillover effect of China's macro leverage ratio**

**Candidate : Yang Hongwei**

**Supervisor: Wang Xia**

## 摘要

近年来,我国经济增速出现了放缓的趋势,同时宏观杠杆率却持续攀升。在短期内,加杠杆能够有效激发投资与消费活力,从而加速经济发展进程。然而,高杠杆率不仅可能降低经济运行的整体质量和效率,造成债务不断累积,增加金融风险,甚至最终可能演变为债务危机,阻碍经济增长。目前,政府更加注重“保持宏观杠杆率基本稳定”与“稳中有降”的目标导向,旨在实现经济稳定增长的同时,有效遏制宏观杠杆率过快上升的趋势,从而确保经济运行的稳健与可持续。当前对于宏观杠杆率可持续性的研究,鲜有从结构性的视角深入探讨杠杆率问题,也缺乏综合多个部门对其可持续性及其溢出效应的全面研究。

本文采用 TVP-VAR 模型进行实证研究,不仅从经济增长的视角实证探究了宏观杠杆率的可持续性。而且,针对潜在风险层面,深入剖析了各部门杠杆率的现状,揭示了其内在特点和潜在问题。在此基础上,本文进一步聚焦于杠杆率变动在五部门间的溢出效应,通过实证研究,详细探讨了各部门间杠杆率的相互影响及其对经济系统的整体影响,并在研究溢出效应时创新性将地方和中央政府杠杆率分开讨论。研究结果显示,我国宏观杠杆率长期快速增加会使我国的资产价格产生波动,从而对金融系统的稳定性产生影响,最后影响到我国的经济增长。目前看来,居民、企业和政府部门的杠杆水平依然对经济增长有正向推动作用,具有较强可持续性。相比之下,金融部门杠杆的提升对产出的影响为负且会对资产价格波动会产生较大影响,可持续性较弱。此外,金融部门和非金融企业部门杠杆的提升将显著推动全社会杠杆率的攀升,中央和地方政府杠杆率的提升会挤出其他部门的杠杆率,即政府部门杠杆的增加可能会限制其他部门的融资空间。同时,居民部门的杠杆同样能在一定程度上分担非金融企业和地方政府部门过剩的杠杆压力。在短期内,地方政府杠杆率和中央政府杠杆率的增加会对彼此产生挤出效应。

因此,为了维护经济稳定与健康发展,当前我国应首要聚焦金融部门杠杆的调控,致力于减少资金在金融体系中的无效流转与套利活动。与此同时,还需确保政府部门、居民部门和非金融企业部门这三大部门的杠杆率总量维持相对稳定,从而推动经济结构的优化与风险的合理管控,特别要重点关注地方政府杠杆率,将其控制在合理水平,以维护宏观金融稳定。

**关键词：**经济增长 可持续性 资产价格波动 溢出效应 宏观杠杆率

## Abstract

In recent years, China's economic growth has slowed down, while the macro leverage ratio has continued to climb. In the short term, increasing leverage can effectively stimulate investment and consumption vitality, thus accelerating the process of economic development. However, high leverage ratio may not only reduce the overall quality and efficiency of economic operation, cause continuous debt accumulation and increase financial risks, but may even eventually evolve into a debt crisis and hinder economic growth. At present, the government pays more attention to the goal orientation of "maintaining the basic stability of macro leverage ratio" and "decreasing while maintaining stability," aiming to achieve stable economic growth while effectively curbing the trend of excessively rapid rise of macro leverage ratio, so as to ensure the stability and sustainability of economic operation. At present, there is little research on the sustainability of macro leverage ratio from a structural perspective, and there is also a lack of comprehensive research on the sustainability and spillover effects of multiple sectors.

This paper uses the TVP-VAR model for empirical research, which not only empirically explores the sustainability of macro leverage ratio from the perspective of economic growth. Moreover, in view of the potential risk level, this paper deeply analyzes the current situation of the leverage ratio of each department, and reveals its internal characteristics and potential problems. On this basis, this paper further focuses on the spillover effect of leverage ratio

changes among the five sectors, explores the mutual influence of leverage ratio among sectors and its overall impact on the economic system through empirical research, and creatively discusses the leverage ratio of local and central governments separately when studying the spillover effect. The results show that the long-term and rapid increase of China's macro leverage ratio will cause the volatility of China's asset prices, which will affect the stability of the financial system and ultimately affect China's economic growth. At present, the leverage level of residents, enterprises and government departments still plays a positive role in promoting economic growth, which is relatively sustainable. In contrast, the increase in financial sector leverage has a negative impact on output and a large impact on asset price fluctuations, which is less sustainable. In addition, the increase in the leverage of the financial sector and the non-financial corporate sector will significantly promote the increase in the leverage ratio of the whole society, and the increase in the leverage ratio of the central and local governments will crowd out the leverage ratio of other sectors, that is, the increase in the leverage of the government sector may limit the financing space of other sectors. At the same time, the leverage of the residential sector can also share the excess leverage pressure of non-financial enterprises and local government sectors to a certain extent. In the short run, increases in local government leverage and central government leverage have crowding-out effects on each other.

Therefore, in order to maintain the stability and healthy development of the

economy, China should focus on the regulation of leverage in the financial sector, and devote to reducing the ineffective circulation and arbitrage activities in the financial system. At the same time, it is also necessary to ensure that the total leverage ratio of the government sector, the residential sector and the non-financial enterprise sector remains relatively stable, so as to promote the optimization of the economic structure and the reasonable control of risks.

**Keywords:** Economic growth; Sustainability; Asset price volatility; Spillover effect; Macro leverage ratio

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
1.2 国内外文献综述.....	4
1.2.1 宏观杠杆率对经济发展作用的相关研究.....	4
1.2.2 宏观杠杆率可持续性的相关研究.....	6
1.2.3 部门之间杠杆率溢出效应的相关研究.....	8
1.2.4 文献评述.....	10
1.3 研究内容与研究方法.....	11
1.3.1 研究方法.....	11
1.3.2 研究内容.....	12
1.4 本文创新与不足之处.....	15
1.4.1 创新点.....	15
1.4.2 不足之处.....	15
<b>2 理论基础</b> .....	<b>16</b>
2.1 宏观杠杆率的可持续性内涵.....	16
2.2 相关理论.....	17
2.2.1 金融加速器理论.....	17
2.2.2 杠杆周期理论.....	18
2.2.3 债务—通缩理论.....	18
2.2.4 金融不稳定理论.....	19
2.3 宏观杠杆率的可持续性机理分析.....	20
2.4 宏观杠杆率间的溢出效应机理分析.....	22
<b>3. 我国宏观杠杆率的现状分析</b> .....	<b>26</b>
3.1 宏观杠杆率的定义与衡量.....	26
3.2 我国总体杠杆率发展现状.....	26
3.3 我国各部门杠杆率发展现状.....	28
3.4 小结.....	31
<b>4 我国宏观杠杆率的可持续性的实证研究</b> .....	<b>33</b>

4.1 TVP-VAR 模型的选取与构建 .....	33
4.2 变量与数据 .....	34
4.3 数据的平稳性检验 .....	36
4.4 滞后阶数确定 .....	37
4.5 模型估计 .....	38
4.6 脉冲响应函数分析 .....	39
4.6.1 我国总体杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析 .....	40
4.6.2 居民部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析 .....	41
4.6.3 政府部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析 .....	42
4.6.4 金融部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析 .....	43
4.6.5 非金融企业部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析 .....	44
<b>5 我国宏观杠杆率的溢出效应的实证研究 .....</b>	<b>47</b>
5.1 滞后阶数确定 .....	47
5.2 模型估计 .....	48
5.3 部门杠杆率之间的溢出效应分析 .....	48
5.3.1 居民部门杠杆率的溢出效应 .....	49
5.3.2 非金融企业部门杠杆率的溢出效应 .....	49
5.3.3 中央政府杠杆率的溢出效应 .....	51
5.3.4 地方政府杠杆率的溢出效应 .....	52
5.3.5 金融部门杠杆率的溢出效应 .....	53
5.4 小结 .....	54
<b>6 结论与建议 .....</b>	<b>56</b>
6.1 研究结论 .....	56
6.2 政策建议 .....	57
<b>参考文献 .....</b>	<b>59</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>64</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

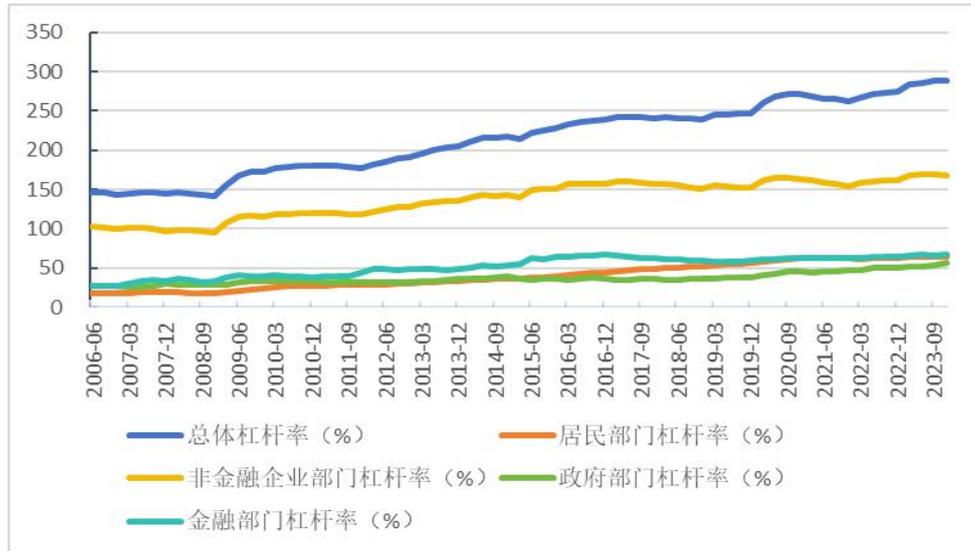
### 1.1.1 研究背景

近年来,全球经济增长显著放缓,我国亦不例外,经济增速呈现明显的下降趋势。从2018年的6.6%到2020年受疫情影响后的2.3%,我国GDP增速经历了显著下滑,尽管2021年后经济有所恢复,但总体增速仍然相对放缓,2022年增速仅为3%。更为引人关注的是,我国宏观杠杆率持续上升,根据最新统计数据,截至2022年末,我国实体经济部门的杠杆率已达到273.1%的高位水平,这一数值较2008年末增长了近一倍,高达1.93倍,并显著超过了新兴国家的平均债务水平。尤为值得关注的是,居民部门的杠杆率增长更为迅猛,其扩张幅度高达3.46倍。进入2023年,我国各部门杠杆率均呈现出较大幅度的增长,至第四季度末,总杠杆率已攀升至287.8%。这一趋势不仅揭示了我国经济面临的挑战,也凸显了宏观杠杆率管理的紧迫性(如图1.1)。一直以来,加杠杆被视为推动经济增长的一种有效手段,其潜在的正向溢出效应如投资增长、经济增长刺激以及就业率的提升等被广泛认可。然而在当前经济下行的环境下,是否继续采用加杠杆策略,无疑成为了一个亟待探讨的问题。高杠杆率的持续攀升可能伴随而来的是一系列不容忽视的风险与挑战,如债务违约风险的加剧以及金融不稳定性的上升等。因此必须审慎对待这一问题,全面评估加杠杆的利弊,以确保宏观杠杆率的可持续性与经济的平稳运行。

从宏观杠杆率的可持续性视角出发,张晓晶(2019)通过深入的对比分析,研究了我国与美国乃至全球宏观杠杆率水平,并最终得出结论:我国宏观杠杆率保持在可控范围内,但结构分布问题成为当前的主要挑战。这一结论不仅揭示了我国宏观经济的杠杆现状,也为未来优化经济结构、提升发展质量提供了重要参考。马亚明等(2019)进一步指出,非金融企业部门、政府部门以及居民部门在适度加杠杆的情况下,对经济增长仍具有积极作用,因此这些部门具备加杠杆的适宜性。然而,金融部门过度加杠杆则会带来显著的金融风险,因此并不适宜进一步增加杠杆。

关于哪个部门应承担更多债务的问题,其核心在于各部门的风险承受能力与潜在增长性。例如,基础设施建设领域因其较高的长期增长潜力,可能是一个适合加杠杆的领域。同时,居民部门杠杆率仍有上升空间,因此也具备一定的加杠杆潜力。然而,金融部门和房地产部门的高杠杆率会加剧金融风险和市场波动性,对整体经济稳定性构成潜在威胁,因此,这些部门并不适合进一步加杠杆。综上所述,在宏观调控中应审慎权衡各部门的债务承受能力,以实现杠杆率的优化和经济的平稳发展。其次,从宏观杠杆率间的溢出效应这一维度来看,金融部门加杠杆率的举措可能对其他部门杠杆率产生显著的正向溢出效应,这增加了潜在的系统性风险,因此金融部门不宜进一步加杠杆。相对而言,居民部门加杠杆能够挤出其他部门的杠杆率,有助于优化杠杆结构,因此居民部门在适当条件下更适合加杠杆。这一差异反映了不同部门在宏观杠杆率调控中的不同角色和效应,对于制定有效的宏观经济政策具有重要意义。

为实现去杠杆与稳增长的双重目标,必须将宏观杠杆率的研究聚焦于其可持续性与溢出效应之上,并深入考虑以下几个关键问题:在当前我国经济背景下,哪些部门适宜适度增加杠杆,以及调整单一部门杠杆率是否会引起其他部门杠杆率的波动,进而降低去杠杆效果,这些都是我们需要深入探讨的问题。同时,我们还需深入探讨实施去杠杆策略的有效手段,以最大限度地减少对宏观经济的冲击,对于结构性去杠杆的内在逻辑,更应进行深入的研究和分析。这不仅有助于我们更精准地把握去杠杆的实践路径,也有助于我们制定出更加精准有效的宏观经济政策,从而推动经济的稳健发展。



数据来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）

图1.1 2006Q2-2023Q4 我国宏观杠杆率水平

### 1.1.2 研究意义

在探讨金融风险防范的核心议题时，宏观杠杆率的结构化调控及其可持续性研究显得尤为重要。首先，从结构性的视角出发，为了更全面地掌握我国宏观杠杆率及其各部门的杠杆率现状结构，本文进行了深入的研究与分析。这不仅能揭示各部门杠杆率的实际情况，还有助于更好地把握整体经济的风险状况，为制定更加精准有效的政策提供有力支持，从而全面把握我国宏观杠杆率的可持续性。随后，将这四个部门的杠杆率置于统一的模型框架内，考察各部门在去杠杆过程中的相互溢出效应，以最小化“去杠杆”对经济的负面影响。这一分析有助于深入理解我国宏观杠杆率的可持续性以及不同部门杠杆间溢出效应的深层原因和内在逻辑。

综上，深入剖析我国宏观杠杆率的结构化调控及其可持续性，不仅可为经济发展提供坚实的理论支撑，还可为金融稳定提供宝贵的实践指引，兼具深远的理论意义和实践价值。当前，宏观杠杆率可持续性与溢出效应的理论研究正方兴未艾，且已逐渐转向结构性视角的探讨。本文首先对宏观杠杆率可持续性与溢出效应的概念进行了细致的辨析与讨论，此举有助于深化我们对这两个概念内涵的理解，为后续研究奠定坚实基础。其次，本文深入探讨了宏观杠杆率对经济增长与资产价格波动的影响效应，以期揭示其中的内在联系与规律，而揭示其可持续性

与溢出效应的内在机理。通过对杠杆率与经济发展和宏观金融稳定之间传导机制的深入探讨，不仅有助于深化对杠杆率作用机制的理解，还为杠杆率管理及金融监管等研究提供了坚实的理论支撑。通过这一系统性的分析，能够更全面地把握宏观杠杆率的运行规律，为相关政策制定提供科学依据。

从现实角度出发，本文深入探讨了我国宏观杠杆率的可持续性与溢出效应。该研究不仅为政策制定者提供了关于促进经济增长、保持金融稳定以及平衡结构性去杠杆的实用指导，同时也深化了对宏观杠杆率可持续性与溢出效应的理解。这种认识的提升有助于金融体系更为高效地服务于实体经济，更准确地落实中央政策导向，进而强化宏观调控的效能，并巩固金融稳定的基石。最终，这将对维护金融稳定、促进我国经济稳健发展产生积极而深远的影响。

## 1.2 国内外文献综述

### 1.2.1 宏观杠杆率对经济发展作用的相关研究

目前，学术界已对宏观杠杆率与经济发展之间的内在联系展开了广泛而深入的探讨，学术界尚未达成共识，主要形成了三种不同的观点。

第一种观点聚焦于宏观杠杆率与经济增长之间的联系，认为这两者之间存在正向关系，也就是说，宏观杠杆率的提升会对经济增长产生正面影响。Mendoza&Terrones（2008）则从经济周期的角度入手，深入探讨了非金融企业杠杆率的变化。他们发现，在经济景气时期，信贷规模会扩大，从而推动杠杆率上升，同时金融机构所承担的风险也会相应增大。然而，当经济步入衰退阶段时，信贷规模会缩小，导致杠杆率呈现下降趋势，相应地，金融机构的风险也会降低。Dewally（2012）对全球 49 个国家和地区进行了深入研究，他们发现非金融企业的杠杆率与经济周期波动呈现出显著的同步性。具体而言，这些非金融企业杠杆率的提升能够有效推动其资产规模的扩大。这一发现为理解非金融企业杠杆与经济周期之间的相互作用提供了新的视角。此外，田新民等（2016）也在其研究中指出，虽然短期内居民部门杠杆率的增加对经济增长具有积极的推动作用，但长期过度地增加杠杆则可能会对经济增长产生抑制作用。

第二种观点则持相反立场，认为宏观杠杆率的提升会对经济增长产生不利影

响。Reinhart&Rogoff (2010) 的研究表明, 宏观杠杆率的提升往往伴随着金融危机发生概率的增大, 从而给经济增长带来潜在风险。此外, Cochrane (2011) 详细分析了地方政府债务积累如何通过税收、利率和通货膨胀等机制抑制地方经济的增长潜力。类似地, 刘煜辉等 (2010) 的研究也发现, 地方政府债务水平过高会导致税费增加, 进而加重债务人负担, 对经济增长产生负面影响。马勇等 (2016) 则利用 GMM 估计方法进行研究, 结果揭示无论是金融部门杠杆率过低还是过高, 都会对经济增长造成不利影响。宋亚等 (2017) 通过门槛模型研究得出结论, 过高的杠杆率会抑制经济增长, 并削弱其增长动力。Sun (2018) 的研究也显示, 金融部门杠杆率的增长对经济增长具有不利影响, 相比之下, 政府部门的影响较小。桂文林和程慧 (2021) 也持类似观点, 强调高杠杆率对经济发展的不利影响。这些研究共同支持了宏观杠杆率提升对经济增长具有负向影响的观点, 为我们提供了深入理解和评估宏观杠杆率与经济增长关系的重要依据。

第三种观点主张, 宏观杠杆率与经济增长之间并非简单的线性关系, 而是呈现一种倒“U”型曲线特征。Lombardi 等 (2017 年) 通过面板 ARDL 模型进行了详尽的分析, 揭示了短期内居民部门杠杆率上升对消费的刺激作用, 进而对经济增长产生了积极的影响。然而, 在长期的时间框架内, 居民部门杠杆率的持续增长可能会成为经济增长的障碍。马勇等 (2017 年) 借助系统 GMM 估计技术, 对 1981 至 2012 年间 68 个国家的动态数据面板进行了详尽分析, 全面探讨了杠杆率对经济增长的影响机制。他们的重要发现揭示, 经济增长与金融部门杠杆率之间的关系呈现出一种鲜明的倒“U”型非线性特性。进一步地, 王学凯等 (2019 年) 将系统 GMM 估计技术与 Hansen 门槛面板模型相结合, 研究结果显示, 金融杠杆的增长速度与经济的波动率和增长率之间均存在显著的倒“U”型关联。此外, 张启迪等人 (2020 年) 基于 1980 至 2017 年间 43 个国家和地区的面板数据进行了深入研究, 并指出宏观杠杆率与经济增长之间存在明显的阈值效应。这些研究为我们理解杠杆率与经济增长之间的复杂关系提供了新的视角。具体来说, 一旦杠杆率超越某一关键点, 其对经济增长的助力将逐渐减弱, 甚至可能转变为抑制作用。这些研究为深入理解宏观杠杆率与经济增长之间的复杂关系提供了有力证据。

## 1.2.2 宏观杠杆率可持续性的相关研究

理论界将宏观杠杆率的可持续性视为对杠杆风险的一种综合性描述,用以评估经济体系的稳健性和潜在风险。接下来,本文分别从宏观杠杆率的可持续性的定义、测度、金融危机后如何衡量以及现有研究结论四方面进行研究分析。

关于宏观杠杆率可持续性的定义,杨萍(2002)从赤字经济学的角度出发,阐述了政府部门杠杆率的可持续性概念,即在保障债务政策对国民经济整体运行产生正面效应的前提下,政府所能维持的债务规模和赤字水平的最大值。彭清辉等(2010)则在政府债务控制系统的框架内深化了此概念,强调债务可持续性的核心在于在特定的赤字条件下,确保债务负担率不逾越某一关键阈值。以英国为例,其“可持续性投资制度”设定了杠杆率不超过40%的明确要求,旨在控制债务水平并保障经济的平稳发展。洪源等(2006)则提出,宏观杠杆率的可持续性关键在于是否能继续借入新债以偿还旧债,只要新债足以覆盖旧债,宏观杠杆率便被认为是可持续的。刘国艳等(2012)进一步指出,宏观杠杆率的可持续性与清偿债务能力的可持续性紧密相连,因此,债务负担率水平成为衡量一国宏观杠杆率是否可持续的关键性指标。这一观点强调了债务清偿能力在维持宏观杠杆率可持续性中的重要作用,并凸显了债务负担率水平作为衡量宏观杠杆率可持续性重要性的体现。

关于如何衡量宏观杠杆率的可持续性,Maffezzoli&Monacelli(2015)借助一个两阶段的抵押品限制模型进行了详尽的探讨。他们强调信贷需求与资产价格作为系统内部相互作用的要素,共同界定了可贷款项的上限。随着借款者风险偏好的提升,他们更倾向于利用新增贷款购买能作为担保的资产,从而借助推升资产价值来累积债务,从长远视角来看,抵押融资的限制逐渐放宽,这可能使得潜在的负债风险被忽视。然而,伏润民等(2012)提出了不同的见解。他们认为,单纯依据债务是否能得到偿还这一表面标准来评估杠杆的可持续性,在市场化程度较高的融资环境中可能具有一定的适用性。但考虑到我国政府部门和国有企业在融资方面仍保留有半行政化的特征,这一标准难以全面反映资金分配的真实情况。因此,在评估这些部门的杠杆可持续性时,需要更为深入和全面的考量。这表明,在评估我国宏观杠杆率可持续性时,需要充分考虑制度背景和融资机制的特殊性,以便更准确地把握风险。

金融危机爆发后,学术界对于宏观杠杆率可持续性的衡量逐渐深化,众多研究聚焦于其对经济增长与金融风险的影响机制。在经济增长方面,刘晓光等(2018)强调,资金流动与运用效率是决定杠杆率对产出非线性作用的核心要素。Goldsmith(1969)和Rajan和Zingales(1998)的研究均强调,适度的杠杆率能够促进社会资源的合理分配,从而对经济增长产生积极影响。然而,当债务与实体经济的关系失衡,转变为以投机或庞氏融资为主时,资产价格的波动性将显著增加,经济金融体系将变得极为脆弱。在这种情况下,一旦融资环境收紧,经济体很容易陷入“债务-通缩”的恶性循环中。为了明确杠杆率的适宜范围,实证研究致力于确定其对经济增长产生负面效应的临界点。例如,Arcandetal(2015)以及马勇和陈雨露(2017)利用跨国数据,验证了金融杠杆与经济增长之间呈现非单调的倒U型关系。Arcandetal(2015)的研究进一步指出,当私人部门杠杆率超过100%时,其进一步增加将对经济产生负面影响。这与Easterlyetal(2000)的研究结果相契合,后者通过点估计方法确定了杠杆率对产出波动产生正效应的拐点值。此外,Reinhart&Rogoft(2010)以及程宇丹和龚六堂(2014)也对政府债务的可持续水平进行了深入探讨。他们通过分析政府杠杆对经济增长的门槛效应,分别提出了“90-60”和“106.5%”的门槛值,为评估政府债务可持续性提供了重要参考。这些研究不仅深化了对宏观杠杆率可持续性的理解,也为政策制定提供了有力的理论支持。

在探讨宏观杠杆率如何冲击资产价格波动时,刘晓星和石广平(2018)在研究中揭示,宏观杠杆率与资产价格的变动之间存在明显的正相关联系。过度的杠杆化借贷行为和强烈的投机动机共同推动了资产价格泡沫的迅速膨胀。这些泡沫在杠杆效应的放大下更易破裂,进而触发广泛的违约事件,造成经济金融领域的严重不稳定。Schinasi(2003)进一步探讨了资产价格大幅波动的影响,指出这不仅是金融不稳定的内在原因,也是其外在表现。徐荣等(2017)运用SVAR模型进行的实证研究则发现,房价的波动通过财富效应和“托宾Q”效应对宏观经济产生广泛影响,加剧了系统性金融风险的发生概率。陈小亮和陈彦斌(2018)特别强调了在结构性去杠杆过程中,中国必须高度关注资产价格的大幅波动,以避免陷入由债务通缩引发的经济衰退。鉴于高杠杆率所伴随的高风险,刘勇和白小滢(2017)采用宏观金融网络分析方法,构建了风险传染乘数模型,模拟了不同部门去杠杆对金融资产价值造成的总体损失,为政策制定提供了重要参考。此外,

刘晓欣和雷霖（2017）以及郭新华等（2017）也借助SVAR模型，深入探讨了部门杠杆率对经济波动和资产价格波动的冲击效应，为评估杠杆的可持续性提供了重要依据。这些研究为我们深入理解宏观杠杆率与资产价格波动之间的关系提供了宝贵的见解。

最后，关于宏观杠杆率的可持续性，现有研究提供了丰富的结论。Camila Henao-Arbelaez&Nelson Sobrinho（2017）在他们的研究中，详细分析了借贷成本与债务危机风险性这两个核心要素，同时对资产的重要性进行了特别的考察和探究。他们认为，那些能够积累资产缓冲的国家，其市场和宏观杠杆率的可持续性前景更为乐观。在针对中国家庭债务问题的研究中，Fei Han等（2019年）对家庭调查数据进行了详尽的探究。他们通过评估家庭的偿付能力，揭示了收入与居民杠杆率可持续性之间的紧密联系。特别是对于那些收入较低的家庭而言，他们更容易受到不利因素的影响，从而增加了违约的风险。因此，强化家庭层面的宏观审慎监管措施显得尤为重要。阮健弘等（2020年）则采用了城镇调查数据，从理论和实证两个层面对我国居民部门的杠杆率和偿债能力进行了深入的分析。他们指出，我国居民部门债务问题的核心在于结构性的不平衡、分布的不均匀性以及部分群体过高的债务负担。这些发现为理解和管理居民部门债务提供了重要的见解。这些问题对于宏观杠杆率的可持续性构成了潜在的挑战，需要引起政策制定者的高度关注。金成晓等（2017年）通过构建SVAR模型，对我国债务状况进行了深入的实证分析。研究结果显示，我国政府部门债务存量较高，这一现实情况使得政府部门杠杆率的可持续性显得较为脆弱。因此，在制定扩张性财政政策时，我们必须格外谨慎，以防未来债务危机风险进一步加剧。这样的结论为我们提供了重要的政策参考，有助于我们更加科学地制定宏观经济政策，确保经济平稳健康发展。

### 1.2.3 部门之间杠杆率溢出效应的相关研究

在居民部门的溢出影响方面，关于居民部门，研究表明存在溢出效应。在居民部门的溢出影响方面，多项研究揭示了其显著的效应。张江涛（2018年）指出，在我国推进供给侧改革的过程中，非金融企业部门的杠杆出现了向居民部门迁移的现象。针对这一现象，刘哲希（2019年）从理论角度进行了深入探讨，

详细解析了居民部门通过增加杠杆来助力企业降低杠杆的具体机制。他认为，这一机制的核心在于调整居民的储蓄和消费行为，以实现杠杆的有效转移。同样值得注意的是，易纲（2017年）着重分析了中国高储蓄率对其他部门杠杆率的重要影响。而刘喜（2017年）则进一步论证了，居民部门通过提升杠杆并减少储蓄的方式，有助于显著降低其他部门的杠杆率，这样的杠杆转移对于优化和稳定整体经济结构具有重要意义。这些研究不仅丰富了我们对于杠杆转移机制的理解，也为政策制定提供了重要的理论依据。

在居民部门加杠杆的效应方面，伍戈（2018）提出，通过特定措施可以激发消费增长，进而对整体经济环境产生积极影响。李若愚（2016）则进一步阐释，提升居民部门杠杆率能为结构性去杠杆策略营造更有利的宏观经济环境。然而，关于居民部门杠杆增加的好处与风险，学界看法并不统一。刘哲希（2019）警示说，居民部门过度加杠杆可能会引发整体产出下滑，对经济稳定增长构成潜在风险。相较之下，周俊仰（2019）运用凯恩斯动态一般均衡模型进行研究，发现当非金融企业部门的杠杆向居民部门转移时，有望实现社会总福利的最大化。此外，黄少安和王伟佳（2019）构建了一个包含家庭部门和非金融企业部门的竞争均衡模型，揭示出相较于仅由单一部门承担去杠杆任务，企业与家庭部门协同作战能更有效地平抑经济波动。这些研究为深入把握居民部门杠杆在经济中的角色提供了宝贵视角。

在探讨政府部门的溢出影响时，学术界同样存在分歧。关于政府部门杠杆率对企业部门的影响，部分研究展现了其正面溢出效应，但另一些研究则警示其可能带来的负面挤出效应。马亚明（2019年）赞同先前观点，即政府部门杠杆率的提升有可能积极影响企业部门杠杆率的提高。不过，车树林则持相反立场，他认为随着政府部门杠杆的增大，可能会减少企业部门的举债空间。车树林（2019年）利用2005至2016年我国上市公司的数据，建立了一个旨在分析企业融资决策的模型，以此来检验他的这一论点。研究分析表明，不论是以市场的杠杆率还是以财务的杠杆率作为考量基准，非金融企业的负债与政府部门的负债都显示出了显著的负相关趋势。这表明政府部门的杠杆增加对于非金融企业的杠杆使用产生了显著的抑制作用，尤其在那些规模较大的企业中，这一抑制作用更为强烈。这一发现为深入理解政府部门杠杆率与企业部门杠杆率之间的相互作用提供了

重要视角。

在探讨非金融企业部门的溢出影响时，国内学者普遍关注到该部门杠杆率水平偏高且增速迅猛的现象。对于非金融企业部门杠杆率变动的的原因，深入分析后发现其背后影响因素错综复杂，因此研究视角也呈现出多样化的特点。李宏瑾（2019）着重指出，与其他经济主体相比，我国非金融企业的杠杆率仍然较高，这使得许多企业持续面临重大的挑战。Michael S. H. Shih（2010）通过实证分析进一步阐明了个人所得税对企业杠杆率的重要影响，这一发现为我们理解非金融企业杠杆率的变化提供了新的视角。而冯晓琪（2013）的研究则专注于我国制造业上市公司，揭示了其杠杆率受到银行依赖性、货币政策以及企业性质等多重因素的共同作用。此外，纪洋（2018）采用 Baker 等人（2013）提出的经济政策不确定性指标（EPU），并结合 2003 至 2014 年间上市公司的季度数据，进一步探讨了经济政策不确定性对非金融企业杠杆率的影响，为深入理解该部门杠杆率变动提供了有力的实证支持。

#### 1.2.4 文献评述

回顾文献可以发现，我国宏观杠杆率先后经历了整体杠杆率偏低、我国宏观杠杆率迅速增长、国家强调去杠杆以防范金融风险、我国开始关注结构性科学去杠杆四个阶段。已有多项研究基于经济增长与金融风险的双重维度，深入探讨了宏观杠杆率的长期可持续性，为我国当前实施的结构性去杠杆政策提供了坚实的理论支撑与重要参考。然而，考虑到不同经济体在经济发展阶段、金融结构以及制度设计方面存在显著差异，仅凭跨国宏观数据所确定的杠杆率风险阈值并不具有普遍适用性。麦肯锡全球研究院（MGI，2010）也明确指出，为了准确评估杠杆的可持续水平，必须对各部门的杠杆情况进行全面且深入的分析。这样的分析过程至关重要，它能够帮助我们更准确地理解不同经济体中杠杆作用的复杂性和多样性，从而为政策制定提供更为科学、合理的依据。因此，在制定和实施相关政策时，需要充分考虑不同部门的实际情况，以实现杠杆率的优化和风险的有效管理。

目前，我国在宏观杠杆率的可持续性研究方面，缺少将各部门杠杆率分别与经济增长和资产价格波动等因素置于同一模型的综合分析。在各部门杠杆率溢出

效应的研究领域，目前尚缺乏一个完整且系统的研究框架，尤其是将理论与实证相结合，深入探讨各部门之间相互溢出效应的研究仍显不足。因此，将二者统一于一个模型进行研究具有现实意义。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究方法

考虑到宏观杠杆率的可持续性与溢出效应已成为学术界广泛探讨的议题，本文采用多样化的研究方法，对我国宏观杠杆率的持久性以及不同部门间杠杆率的相互作用与溢出效应进行了系统分析。

(1) 文献参考法。了解国内外关于宏观杠杆率的可持续性与溢出效应的相关文献，在深入研究居民部门、政府部门、金融部门以及非金融企业部门的杠杆率问题时，本文首先结合金融影响经济的理论框架，系统查阅、筛选、分类并整理了相关文献资料。通过对这些资料的深入分析，全面界定了各部门的杠杆率，并探讨了杠杆率对经济增长和资产价格波动的影响因素。在充分储备了相关理论知识后，结合当前的社会经济背景，选定研究主题，并基于前人的研究成果，进一步深入探讨了杠杆率问题的内在机制和外在表现。这一研究过程不仅有助于深入理解杠杆率对经济发展的影响，也为政策制定提供了有力的理论支持。

(2) 定性分析和定量分析方法。首先系统探究了居民部门、政府部门、金融部门以及非金融企业部门的杠杆率如何作用于经济增长与宏观金融稳定，并对我国宏观杠杆率的可持续性进行定性分析。并搜集大量经济数据增加论文说服力，通过对四部门杠杆率是否以及如何影响经济增长和资产价格波动和五部门杠杆之间的相互溢出影响来对我国宏观杠杆率的可持续性与溢出效应进行定量分析。

(3) 实证研究和规范研究方法。本文采用计量经济学的方法，深入分析了总体杠杆率和四个部门杠杆率对经济增长及资产价格变动的时变影响特性。在经济增长与潜在风险的框架下，实证探讨了各部门杠杆率的可持续性，旨在全面理解部门间杠杆率的互动机制，为后续研究提供理论基础和实践指导。这样的研究方法不仅增强了研究的逻辑性和系统性，也为政策制定提供了更为准确和全面的参考依据。

### 1.3.2 研究内容

本文的第一章中，作为绪论部分，首先对国内外的的发展状况进行了全面的概述，从而凸显了研究背景的重要性。接着，从理论和现实两个角度出发，对本文研究主题的意义进行了深入的探讨和分析。随后，系统整理了学术界关于宏观杠杆率可持续性与溢出效应的文献，并进行了详尽的归纳。在深入研究并广泛阅读相关文献之后，本文详细地论述了所采用的研究内容和方法，确保其逻辑性和规范性符合学术论文的标准，并指出了本文的创新点以及尚待完善的不足之处。通过这样的逻辑安排，本文力求为读者呈现一个清晰、完整的研究框架。

第二章主要聚焦于我国宏观杠杆率的可持续性与溢出效应的理论研究。首先，明确界定了本文所探讨的宏观杠杆率可持续性的概念。接着，本文详细阐述了杠杆率的可持续性及相关溢出效应的理论基础。在可持续性方面，特别提及了 Bernanke、Gertler 和 Gilchrist (1996) 提出了著名的“金融加速器理论”，该理论深刻揭示了金融在经济周期中的放大作用，突显了金融因素在影响经济运行过程中的重要性。同时，John Geanakoplos (2010) 提出的“杠杆周期理论”也为理解杠杆率的周期性波动提供了有力工具。在溢出效应方面，Fisher (1933) 提出的“债务—通缩”理论揭示了债务累积与通货紧缩之间的恶性循环，而 Minsky (1993) 的“金融不稳定”理论则深入剖析了金融市场的内在不稳定性及其对实体经济可能产生的溢出效应。最后，分别分析了宏观杠杆率的可持续性与部门之间杠杆率的溢出效应的影响机理，为研究奠定理论基础。

第三章主要围绕我国宏观杠杆率的现状进行深入分析，其内容包括三个关键部分。首先，在第一部分中，本文对宏观杠杆率的定义及其衡量方法进行了全面梳理和总结，为后续分析奠定了理论基础。随后在第二章节中，全面梳理了我国总体杠杆率及其增长率的当前发展状况，并对其背后的深层次原因进行了深入剖析，从而明晰了我国宏观杠杆率的动态演变特征。在第三章节中，进一步聚焦我国居民部门、政府部门、金融部门以及非金融企业部门，对这些部门的杠杆率进行了详尽细致的测算，旨在更精确地揭示我国宏观杠杆率的风险分布状况，为政策制定提供有力的科学依据。通过这一章节的分析，可以全面、深入地了解我国宏观杠杆率的现状及其潜在风险，为下一章从结构性视角研究我国宏观杠杆率的可持续性与溢出效应的实证检验做准备。

第四章是我国宏观杠杆率的可持续性的实证研究，在本章中首先基于 SVAR 模型构建了 TVP-VAR 模型，并利用等间隔脉冲函数对我国宏观杠杆率的可持续性现状进行了深入的实证分析。通过分析总体杠杆率对经济增长变量和资产价格波动变量的冲击影响，总结出了目前我国宏观杠杆率的可持续性及其存在的问题。随后，本文进一步深入剖析了居民部门、政府部门、金融部门以及非金融企业部门杠杆率对经济增长与资产价格波动的影响机制，详细探讨了这些部门在特定时点冲击下的响应动态变化。从而更全面地揭示了各部门杠杆率与经济增长、资产价格波动之间的内在联系。

第五章是关于我国宏观部门杠杆率溢出效应的实证研究，在第四章建立 TVP-VAR 模型的基础上，将三部门杠杆率及中央和地方政府杠杆率纳入 TVP-VAR 模型框架内，考察不同部门杠杆率的相互溢出效应，以最小化“去杠杆”对经济的冲击。通过第四和第五章的研究，为我国宏观杠杆率结构性优化的选择提供依据。

第六章是对本篇文章的实证研究成果的详细解读和概括，同时也包含了结论和建议。通过系统梳理和归纳，本文得出了相应的结论，并基于这些结论，提出了具有针对性的建议，以期为我国宏观杠杆率的优化和风险防范提供有益的参考。

本文的技术路线图如图 1.2 所示。

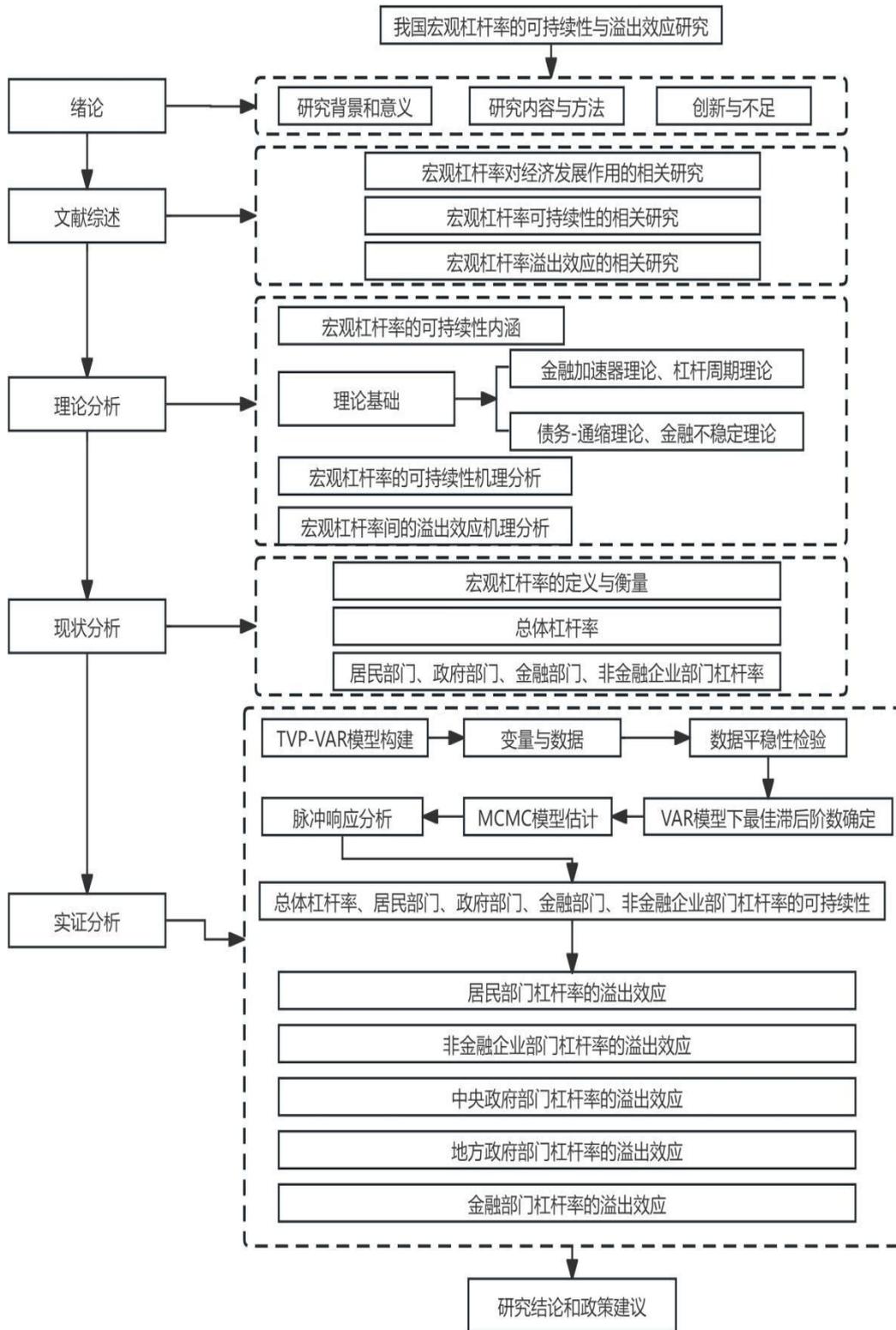


图 1.2 技术路线图

## 1.4 本文创新与不足之处

### 1.4.1 创新点

受上述研究成果的启发，本文主要创新点如下：（1）在理论分析中，对宏观杠杆率的可持续性内涵、可持续性机理及部门杠杆率间的溢出效应机理进行了整理归纳，为本文实证分析提供了理论基础；（2）在实证分析中，本文将宏观杠杆率的可持续性研究与溢出效应研究纳入同一模型中，详细分析了总体杠杆率和四部门杠杆率的可持续性，并且对部门杠杆率间的溢出效应进行了细致分析。以此，不仅对我国宏观杠杆率的风险分布有了更清晰的认识，而且为我国宏观杠杆率结构性优化的选择提供了依据。（3）创新性地对中央政府杠杆率和地方政府杠杆率的溢出效应进行单独研究，为我国平衡中央和地方政府杠杆率提供参考。

### 1.4.2 不足之处

本文的局限之处在于，由于数据的获取存在限制，导致样本规模相对较小，进而影响了理论分析的深度。具体而言，虽然本文采用了从2006年第二季度至2023年第三季度的季度数据，但这一时间跨度内的样本量并不充裕。其次，由于本人理论水平有限，对各部门杠杆率的可持续分析以及彼此间的相互影响的分析可能还不够全面。

## 2 理论基础

### 2.1 宏观杠杆率的可持续性内涵

宏观杠杆率的可持续性是指一个经济体在长期运营中，其各个部门(包括政府、企业和居民个人)的债务水平在合理范围内，并能够在未来维持可控的状态，从而不至于对整体经济运行和财政政策产生负面影响。理论界将杠杆风险概括性描述为杠杆率的可持续性且从不同角度进行了大量分析。Frenkel&Razin(1996)曾定义宏观杠杆率的可持续性为未来连续时间内不发生违约的状态。余永定(2000)详细阐释了债务稳定性的三层深刻内涵。首先他强调了政府需长期保持收支平衡的重要性；其次他指出在面临收支失衡的情况下，政府应具备通过持续发行债务来弥补赤字的能力；最后他进一步提出，政府收支应随着经济变量的变化而逐步趋向平衡或稳定的状态。而 Buiter(2002)则进一步指出，宏观杠杆率的可持续性关键在于各部门的持续融资能力，即在信用风险得到有效控制的前提下，各部门所能承受的杠杆率水平。彭清辉等(2010)在研究政府债务控制系统时指出，债务的可持续性关键在于，在既定的赤字前提下，债务负担率必须控制在特定的临界值之内。以英国的“可持续性投资制度”为例，该制度明确设定了公债与GDP之比的上限为40%，以确保债务的可控性。因此，宏观杠杆率的可持续性可总结为债务规模可控，对经济体的经济增长有正向影响且宏观杠杆率的增加不会给经济体带来巨大风险时的杠杆率水平。

当债务规模较小的时候，关注点在于预防宏观杠杆率不断上升并导致债务不可持续的问题。在这种情况下，需重点分析债务可持续性，采取预防措施以维持经济和财政的可控性。一方面，通过财政规划与控制确保政府财政收支平衡，避免赤字过大，防止过度借贷，维持政府财政的可持续性，避免债务积累带来的压力和风险。另一方面通过风险评估与管理对企业和个人的债务水平进行评估，规范金融市场，防止过度杠杆化。监管机构需要加强风险监测，确保宏观杠杆率在合理范围内，防止过度借贷引发系统性金融风险。

在面对债务规模庞大的情况时，必须警惕债务失控可能带来的连锁反应，这些反应可能严重干扰经济和财政的正常运转。因此，深入分析债务失控的传导机制显得尤为重要，只有明确了这一机制，才能针对性地采取补救措施，从而将公

共债务有效控制在合理水平，确保经济和财政的稳健发展。首先，应对债务失控可能带来的负面影响，通过适当的货币政策、财政政策等手段降低系统性风险，防止债务问题对整体经济造成过度冲击。其次，实施结构性调整，改善财政收支结构，提高财政收入和控制支出。这包括减少不必要的开支，优化税收制度，推动经济结构调整，以缓解债务压力。

综上所述，宏观杠杆率的可持续性不仅涉及到杠杆率本身的规模问题，更包括了对经济体整体运行和财政政策影响的考量。维持债务在可控范围内，确保其可持续性，是确保经济稳定和财政政策有效运作的关键所在。因此，对于不同规模的债务，都需要有针对性地分析和有效的控制手段来维护宏观杠杆率的可持续性。

## 2.2 相关理论

### 2.2.1 金融加速器理论

“金融不稳定”理论对融资模式演变进行了深刻分析，并验证了金融危机传播机制的存在性。然而，该理论在微观层面的应用相对不足。相较于其他理论，伯南克的“金融加速器”理论在理解金融与经济波动之间的联系方面，提供了至关重要的增补。此理论独具匠心地将金融要素纳入生产函数中，详尽地揭示了企业净值变动如何对代理成本产生影响，进而对债务主体产生作用，从而加剧了经济波动的机制；因此，该理论被贴切地命名为“金融加速器”。另一方面，明斯基基于1997年提出的“金融不稳定假说”则对债务融资结构的变化与金融稳定性之间的关系进行了深入探讨。他明确指出，在信贷市场中，由于摩擦和不完全信息的普遍存在，银行体系在获取企业项目信息时必须承担高昂的成本。这种情况导致企业的资产负债状况成为决定其获得贷款可能性的关键因素。同时，资本市场对融资溢价和融资杠杆系数的影响显著，两者的变化趋势与资本市场的波动保持一致，这进一步刺激了企业对资本需求的增长，并形成了杠杆效应的放大机制。此外，Bernanke等人（1996年）从信息不对称的视角出发，将金融市场融入“真实经济周期模型”中，揭示了银行信贷对经济波动的放大效应。他们的研究发现，金融加速因子进一步细化了信贷市场上由于信息不对称所引发的逆向选择和道

德风险问题，具体表现为资产净值对信贷中介成本的影响。这一机制不仅深化了我们对金融不稳定性的理解，也为政策制定者提供了重要的参考依据。

### 2.2.2 杠杆周期理论

在 2018 年 3 月召开的我国中央全面深化改革委员会会议上，结构性去杠杆被突出地强调为其重要性的讨论核心。会议深入探讨了杠杆周期与经济周期之间的相似性，即加杠杆与去杠杆的循环与经济繁荣与衰退的交替相呼应。这种周期的形成源于加杠杆与去杠杆的交替作用，在探讨加杠杆问题时，可将其细化为健康加杠杆与过度加杠杆两种类型。健康的杠杆运用通常指的是那些其未来现金流足以覆盖债务偿还的融资活动，此类融资方式以低违约风险和对冲特性为显著特点。然而，与之形成鲜明对比的是，过度的杠杆操作往往过分依赖未来资产价格的非确定性上涨，同时忽视了对未来现金流的充分考虑，因此蕴含了极高的违约风险，其特征与庞氏融资模式相类似。健康杠杆化的有效运用在构建稳健、可持续的投融资环境中起着至关重要的作用，为市场的稳定和长远发展提供了积极支持。推动经济健康发展；而过度加杠杆则可能扰乱经济稳定，甚至引发衰退风险。同样，去杠杆也可分为合理去杠杆与不合理去杠杆。合理去杠杆通常指能迅速实现去杠杆化，对经济各部门影响较小，同时经济复苏较快的杠杆周期。然而，去杠杆化的不合理过程可能呈现为两种情形：一是在经济危机背景下，市场因通货紧缩而被迫去杠杆；二是政府过度干预导致恶性通货膨胀，进而引发去杠杆。由于杠杆的周期性变动与金融市场的融资活动、市场间的同业拆借等紧密相关，因此，它构成了观察和调节经济发展态势的关键指标。通过深入理解杠杆周期的特征和影响因素，可以更有效地进行宏观调控，促进经济的稳健发展。

### 2.2.3 债务—通缩理论

1932 年，欧文·费雪 (Irving Fisher) 在其经典之作《Booms and Depression》中率先提出了引人深思的债务—通货紧缩理论，这一理论为经济学界带来了全新的思考维度。他从供给方和经济周期的独特角度为现实经济萧条现象提供了新颖的思考路径，从而为凯恩斯经济学理论注入了新的活力。值得强调的是，费雪的交易方程在债务—通货紧缩理论中占据着举足轻重的地位，为其提供了坚实的理

论基础。

$$M \times V = P \times T \quad (1)$$

在所提供的方程式中，P 代表商品的价格，T 象征商品与劳务的交换量，M 代表市场中流通的货币总量，V 则反映了货币的流通速率。考虑到交易量 T 主要受到市场供需关系的制约，这一因素在多数情境下是相对稳定的。同时，货币流通速度与交易量在短期内常呈现同步变化的趋势。当商品价格出现波动时，可以合理推断，这种波动在很大程度上是由货币流通量的变动所引起的，二者间存在显著的正相关关系。在现实中，货币供应量的调整对物价水平具有深远影响，这也是宏观政策调控的重要手段之一。在经济繁荣期，新兴事物及各部门对未来盈利的乐观预期常常刺激大量投机活动的产生。这些投机行为不仅推动了部门投资的增长，也带动了金融市场中信贷及贷款供应量的提升，从而促使债务规模不断扩大。然而，当过度负债问题逐渐凸显时，债务人和债权人开始警觉并启动债务清算过程。若经济遭遇不利因素冲击，信贷市场规模将相应收缩，债务人将努力减少债务，通常选择通过出售资产来清算。但清算过程往往导致资产难以出售，进而削弱了债务人的偿债能力，偿债压力持续累积，进而触发新一轮的资产甩卖。在激烈的市场竞争环境下，资产价格持续走低，最终触发了市场泡沫的破灭。这一背景导致货币乘数效应减弱，货币流通速率与商品价格水平急剧下滑，进而引发劳动力雇佣规模和企业产出的缩减。面对经济复苏前景的不确定性，人们信心受挫，更倾向于持有货币而非投资消费。这种清算机制迫使企业不得不以更低廉的价格抛售资产和产品，进一步抑制了物价水平，导致企业产出、进出口贸易量以及就业市场均遭受重创。反过来，这些因素又加剧了资产价格的进一步下跌和货币流通速度的进一步放缓，从而陷入了一个通货紧缩的恶性循环。若缺乏有效的政策干预，债务清算过程将导致实际利率攀升，债务人负担加重，进而促使资产和产品以更低价格被抛售，通货紧缩现象加剧，物价持续走低，债务压力不断累积。

#### 2.2.4 金融不稳定理论

经济学家明斯基 (Hyman P. Minsky) 在 1982 年和 1993 年先后提出了“金融不稳定假说”，其核心论点在于揭示投资融资活动如何成为引发经济不稳定的

关键因素。该假说对传统经济学中的“理性经济人”和信息完备性假设提出了挑战，同时吸纳了凯恩斯主义对于经济体系内在不稳定性的深刻见解。从微观层面来看，该理论深入探讨了借款人的个性特征如何深刻影响金融市场动态，详细剖析了商业银行信用创造机制在金融系统中的核心作用，以及金融体系中固有的不稳定成分。为我们理解和应对经济波动提供了新的视角和工具。

可以将借款人细致划分为三个类别。首当其冲的是抵补型借款人，他们因出色的抗冲击能力和稳定的经营表现而著称，违约风险几乎可以忽略不计。紧接着的是投机型借款人，他们的稳定性开始显示出波动，尽管目前看似运营正常，但在投资后期可能面临偿债困境，甚至不得不依赖借新还旧或资产出售来维持债务支付。最后，不得不提及庞氏型借款人，他们明显缺乏偿债能力，运营现金无法覆盖债务本息，只能依靠新的借贷来维持债务履行。这种分类不仅有助于更深入地理解借款人的特性，还能为预防和控制经济波动提供重要参考。这类借款人在面对冲击时几乎毫无抵抗力，一旦遭遇变故，破产风险极高。

在资本主义经济中，由于逐利的本性，投机行为频繁发生。随着时间的推移，融资结构经历了显著的变化，从最初的以对冲性融资为主要形式，随着时间的推移，融资方式逐渐演变，投机性融资和庞氏融资逐渐占据主导地位，成为市场中的主流趋势。在经济状况改善和复苏的阶段，经济主体在对未来前景持乐观预期的基础上，通常会倾向于扩大融资活动，进而促使债务规模快速上升。然而，一旦经济受到不利冲击，高负债企业往往面临维持正常运营的困难，这加大了触发通货紧缩风险的概率。因此，根据明斯基的“金融不稳定假说”（Minsky, 1986），金融体系脆弱性的主要根源被归结为债务融资的不稳定性。这一观点为我们深入理解金融体系的内在不稳定性 and 防范金融风险提供了重要的理论支撑。

### 2.3 宏观杠杆率的可持续性机理分析

宏观杠杆率的上升可能带来一系列的经济影响。合适的杠杆率可以帮助企业和个人获得资金，并支持经济增长。但当宏观杠杆率上升过快或过高时，可能导致潜在的经济问题。当宏观杠杆率较低时，通过增加债务，提高杠杆率可能会刺激经济增长，因为它可以增加企业和个人的借贷能力，促进消费和投资，从而扩大内需。这可能有助于提高国内生产总值(GDP)增长率和规模以上工业增加值，

推动经济增长。然而，高杠杆率也会带来风险。例如，居民部门杠杆率上升可能导致消费者面临更大的财务压力从而增加违约和债务问题。政府部门杠杆率上升可能削弱其财政调节功能，限制政府对经济的干预和支持。金融部门杠杆率上升可能加剧金融不稳定性，导致资产价格泡沫和系统性风险。非金融企业部门杠杆率上升可能促使企业在高风险环境下运营，增加违约风险。本文对其四个部门的影响机制分别进行分析（如图 2.1）。

当居民的杠杆率保持在较低水平时，若他们选择增加借贷，这一行为将直接增加其当期收入。此举不仅提升了居民的消费能力，还促进了支出的增加，从而有效刺激经济活力，但当居民部门增长率过高时，一方面，过度的借贷可能主要用于购房等需求，导致房地产市场出现价格泡沫。这可能会加剧金融风险，因为房地产泡沫破裂可能导致债务违约和银行系统受损，对金融稳定造成威胁。另一方面，当居民的债务水平很高时，他们需要支付更多的本金和利息。在居民收入保持稳定的背景下，他们可能面临必须削减消费支出的困境。

企业部门杠杆率较低时，提高企业的杠杆率意味着企业有更多资金用于投资。这有助于企业扩大规模、增加生产能力、提高创新和技术研发，从而促进实体经济的增长。适度的杠杆率可以帮助企业降低权益资本的约束，提高资本的使用效率。这使得企业有更多资金用于投资，并有效地提高了企业自身的盈利能力和偿债能力，随着企业违约风险的减少，金融稳定性在微观与宏观两个维度上都实现了增强。然而，企业可能因盲目扩张或过度多元化投资，甚至过度涉足金融领域，导致财务风险和经营风险显著增加。这使得企业资产管理的难度加大，进一步增加了企业经营的不确定性和风险，一旦企业经营不善或受到经济冲击，高杠杆率会加剧企业财务状况的脆弱性。在这种危机不仅局限于企业本身，更可能进一步蔓延至银行、股市和债市，导致整个金融系统出现不稳定。这种连锁反应凸显了债务危机对金融系统稳定性的潜在威胁，应引起高度关注和警惕。

当政府杠杆率较低水平时，增加债务可以帮助政府增加财政收入，提高其风险承受能力，并在一定程度上降低政府违约风险。这有助于维护金融稳定性，因为降低政府违约风险可以减少金融市场和整个经济体系的不确定性。当政府杠杆率攀升至某一临界点时，若政府过度依赖举债以推动地方经济发展，则债务增速可能超越经济增长速度及政府的偿债能力，进而引发债务风险的持续累积。因此，

必须警惕政府债务过度扩张所带来的潜在风险，确保债务规模与经济发展相协调，以维护金融稳定和经济可持续发展。融资平台的负债可能会使金融体系面临潜在的风险和不稳定性，进而对整个金融体系产生负面影响。

当金融机构的杠杆率保持在较低水平时，通过适度提升债务率，可以扩大对各经济主体的贷款投放，并增强对资本市场的投资力度。这有助于推动经济活动，提高金融机构的利润水平。合理的杠杆率有助于金融机构更好地应对市场风险和经济波动。然而，一旦金融部门的杠杆率攀升至某一临界值，继续提升杠杆率可能诱发金融机构过度发放贷款及进行投资。在此情况下，金融机构所面临的流动性风险与信用风险将大幅上升，这主要是因为它们可能难以有效管理并获取这些新增资产的合理回报。此外，当金融机构遭遇违约事件或金融资产价格暴跌等不利情况时，高杠杆率将使其面临严重的流动性短缺问题。这种情况下，金融机构可能不得不以低价抛售资产，进而导致相关资产价格进一步下跌。这种连锁反应不仅会影响其他持有同类资产的金融机构，还会加剧资产价格的下跌趋势，最终可能引发更为严重的金融动荡。

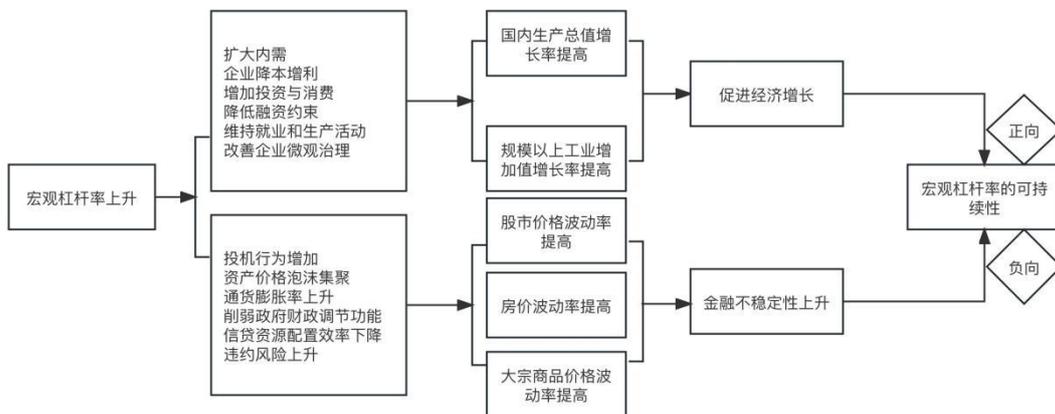


图 2.1 宏观杠杆率的可持续性机理分析传导图

## 2.4 宏观杠杆率间的溢出效应机理分析

理论上而言，居民部门对于其他三个部门的杠杆存在一种正向的溢出效应，这一效应主要通过以下途径产生：居民部门通过增加内需，有助于改善整体经济环境，进而对其他部门杠杆产生积极影响（伍戈，2018；李若愚，2016）；居民

部门减少储蓄的行为，实际上会对其他部门的杠杆率产生间接的降低作用，进一步稳定金融体系（刘喜和，2017；易纲，2017）。首先，居民杠杆率上升导致其减少储蓄，反过来促使政府通过发行债券等方式增加财政支出，以弥补居民消费减少的影响，促进经济增长。这可能会导致政府部门债务规模扩大提高其自身杠杆率，进而增加债务负担和财政风险。其次，居民部门若减少储蓄，可能倾向于通过银行等金融机构进行贷款，以满足其日益增长的消费需求。这一行为将直接导致金融机构的贷款需求增加，从而可能进一步影响金融市场的稳定与流动性。这可能对金融部门带来利润机会，提高了资金供给，但也增加了金融机构的风险暴露。最后，居民减少储蓄和增加消费可能带来内需的扩大，使得企业销售增加，有助于提高企业利润和盈余。然而，过度依赖居民部门消费可能增加了企业在市场波动时的脆弱性，一旦居民消费出现变化，可能对企业产生不利影响（如图 2.2）。

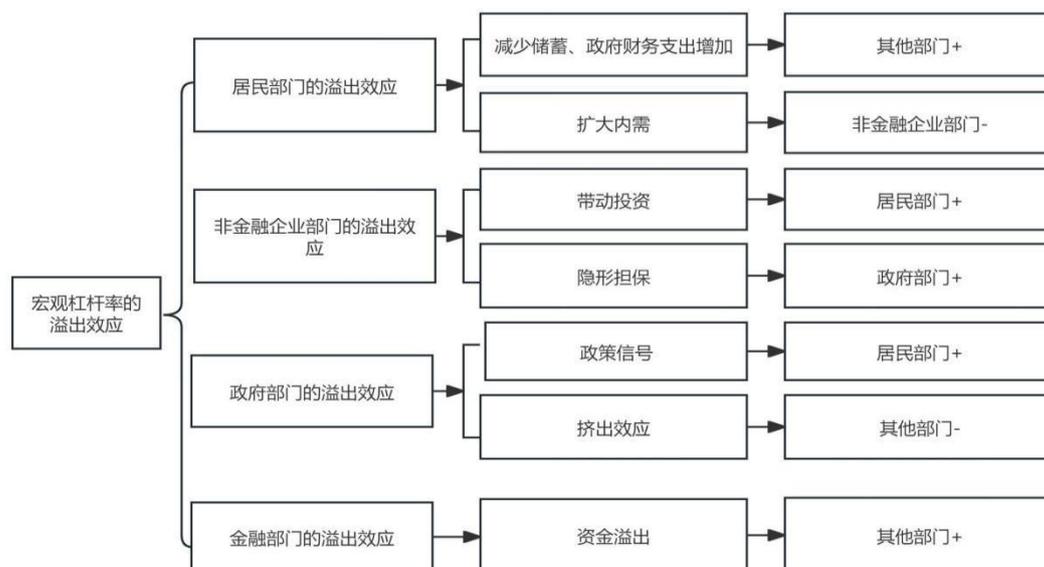
非金融企业部门杠杆率上升可能对其他三个部门产生多种溢出效应，首先，高杠杆率的企业往往依赖银行贷款和其他融资，如果这些贷款出现违约，政府可能会介入或承担一定的风险，因为某些大型企业在一定程度上被视为系统性重要机构，政府可能会为其提供救助，这增加了政府的财政风险。其次，非金融企业部门杠杆率上升意味着企业更多地依赖银行贷款和债务融资。这可能增加金融机构的贷款需求，提供更多融资机会，同时也增加了金融机构的风险敞口。如果非金融企业部门过度依赖债务融资，一旦企业出现经营问题或者债务违约，将增加金融机构面临的风险，可能导致贷款不良率上升。最后，非金融企业部门杠杆率上升可能带动了经济发展和就业增长，为居民创造了更多的就业和投资机会。然而，若企业遇到经营困难，可能导致失业率上升，对居民产生负面影响。

政府部门杠杆率一般分为地方政府部门杠杆率和中央政府部门杠杆率。地方政府和中央政府在财政运作上存在一定的关联和相互制约。中央政府负责国家整体财政运作和债务发行，而地方政府则负责区域内的基础设施建设、公共服务等支出。地方政府通常通过各种融资平台、地方政府专项债等渠道融资，形成地方政府债务。地方政府债务和中央政府债务之间的关系影响着整体政府部门杠杆率的构成。地方政府债务规模的扩大可能影响到整体政府部门杠杆率，而中央政府在一定程度上需要为地方政府的债务负责。地方政府债务与中央政府债务的相互

影响，需要在财政体制、财政管理和债务责任方面进行合理规划和协调。

政府部门杠杆率上升可能传递出经济政策信号，表明政府愿意通过债务支持经济增长和基础设施建设。这可能对非金融企业部门带来信号，鼓励其增加投资以利用政府支持带来的发展机遇。同时，政府债务增加可能会挤出私人部门的融资，尤其是在融资市场有限或利率上升的情况下。这可能会影响到企业的资金融通和融资成本，对企业的投资和发展产生一定程度的负面影响。其次，政府债务上升可能对金融部门造成影响，尤其是在政府需要借入更多资金来支付利息和偿还债务的情况下，可能增加金融机构的风险敞口，并影响到其资金供给和贷款需求。政府部门杠杆率上升也会对居民产生一定影响，尤其是如果政府债务过度增长导致财政压力和财政不稳定，可能影响到居民的信心和消费意愿。

金融部门在经济体系中扮演着关键角色，其资金供给能力和信贷政策对其他三个部门(政府、居民和非金融企业)产生重要影响。由于金融机构的信贷供给地位，它对其他部门的资金分配具有较大影响力。金融部门的资金倾向于向国有企业提供更多资金，因国有企业通常拥有更大规模、更高的信用评级，以及更多的隐性担保，这可能增加了金融部门与国有企业之间的资金往来，推升国有企业的杠杆率。一些民营企业也能获得隐性担保，尤其是较大规模的民营企业。这部分企业更容易从金融部门获得资金流入，支持其发展和投资，但可能不及国有企业得到的资金支持。其次，对于金融部门资金能否顺利流入居民部门，确实还需要研究。虽然一些国家的金融政策支持居民的消费和投资，但在部分情况下，金融部门的资金流向可能受制于国有企业和大型企业，导致居民部门获得金融支持的效果不明显。



注：“+”代表正向溢出效应，“-”代表负向溢出效应

图 2.2 宏观杠杆率间的溢出效应机理分析传导图

### 3. 我国宏观杠杆率的现状分析

#### 3.1 宏观杠杆率的定义与衡量

为了深入探讨杠杆在不同部门间的演变及其影响，首要的是深刻把握杠杆的核心本质——债务。杠杆可视为一种经济杠杆效应，它利用一定的资本量去撬动更大规模的资金流动，从而揭示了一个经济实体的负债程度。微观上，企业杠杆的概念相对清晰，衡量标准也较为一致，通常是通过计算总资产与净资产之间的比率来进行量化评估。在这种情境下，企业的总资产是由净资产和负债共同构成的，因此，杠杆比率实际上揭示了企业的财务结构，尤其是负债方面，进而反映了企业所面临的债务风险状况。然而，转向宏观层面时，尽管杠杆率在本质上与微观层面保持一致，但其在宏观经济调控和政策制定中的作用更为显著。这就要求我们采用更为细致和全面的方法，以评估各部门的债务风险，确保分析的精确性和科学性。

在对特定部门进行分析时，本文没有简单地采用传统的“某一部门总资产之和除以该部门净资产之和”作为衡量杠杆率的标准方法。而是本文引入了一个更为深入的指标，即“部门债务余额/名义 GDP”，来度量宏观杠杆率。在这个指标中，债务余额作为分子，直接反映了各部门的债务规模，而名义 GDP 作为分母，则提供了一个宏观经济的参照框架，用于更准确地评估债务风险。而名义 GDP 作为分母，则体现了各部门在当年所创造的经济总量。因此，这一指标不仅揭示了债务对经济增长的积极作用，还体现了部门债务的可持续性，即债务风险的控制能力。尽管该指标存在分子为存量、分母为流量的局限性，但其优势仍让我们决定采纳朱鸿鸣（2019）提出的观点，并优先使用“债务余额/名义 GDP”这一指标。相较于对部门总资产和净资产进行加总的的数据，该指标不仅显著降低了编制成本和计算复杂度，同时在实际应用中展现出更高的实用性。

#### 3.2 我国总体杠杆率发展现状

总体而言，从 2006 年第二季度至 2022 年第四季度，我国宏观杠杆率一直呈现稳步上升的趋势。然而，值得注意的是，张晓晶在《中国杠杆率进程 2018 年

度报告》中明确指出，我国宏观杠杆率首次出现了下降的拐点，这标志着一种趋势的转变。报告数据显示，自 2017 年至今，总体杠杆率出现了由 244.0% 至 243.7% 的轻微下降。这一细微却不容忽视的变化，主要归因于非金融企业部门杠杆率的显著减少。这一变化不仅反映了我国经济结构的调整，也预示着未来宏观杠杆率可能呈现新的变化态势。在本文中，采用国家资产负债表研究中心的数据来分析总体杠杆率的变化。数据显示，2017 年底总体杠杆率为 241.2%，而到了 2018 年底则降至 238.9%，下降了 2.30 个百分点（如图 3.1 所示）。由此可见，2017 年我国在降低杠杆率方面取得了显著的成效，这一成果为经济的健康发展奠定了坚实基础。

本文根据所得数据对我国宏观杠杆率的变化情况进行了深入分析。具体来说，在 2007 年第四季度之前，我国总体杠杆率水平呈现出稳步上升的趋势，最终达到了 144.9%。随后，其上升速度加快，至 2016 年第四季度已攀升至 238.6%。然而，自 2017 年起，总体杠杆率的增速得到了有效控制，并保持了相对稳定的状态，直至 2022 年第四季度，该数值为 274.33%。在增长率方面，自 2006 年第二季度至 2023 年第一季度，我国宏观杠杆率的增长率基本保持稳定态势。然而有一个时间点值得我们特别关注，即 2009 年第一季度，这一时期杠杆率增长率出现了显著的峰值，达到了高达 10.27% 的水平，尽管随后的第二季度增长率为 7.32%，以及 2020 年第一季度的 5.80%，但大部分时间内，这一增长率都在 -2% 至 4% 的范围内波动。分段观察，2008 年后的波动相较于之前略有增加，然而，自 2017 年开始，增长率趋于稳定。

总体而言，分析国内及国际数据后，得出的结论呈现出一致的趋势：2008 年之前，中国宏观杠杆率维持在一个相对稳定的，然而自 2008 年至 2016 年，该杠杆率经历了明显的攀升，但从 2017 年开始，中国政府已对宏观杠杆率实施了有效的调控，使其整体水平得到了控制，2017 年被视为去杠杆取得显著成果的关键节点，自此之后总体杠杆率的增长速度明显放缓，并步入自 2006 年以来相对平稳的发展阶段。这一趋势的转变不仅反映了我国宏观经济的稳健发展，也彰显了政策调控的有效性和前瞻性。

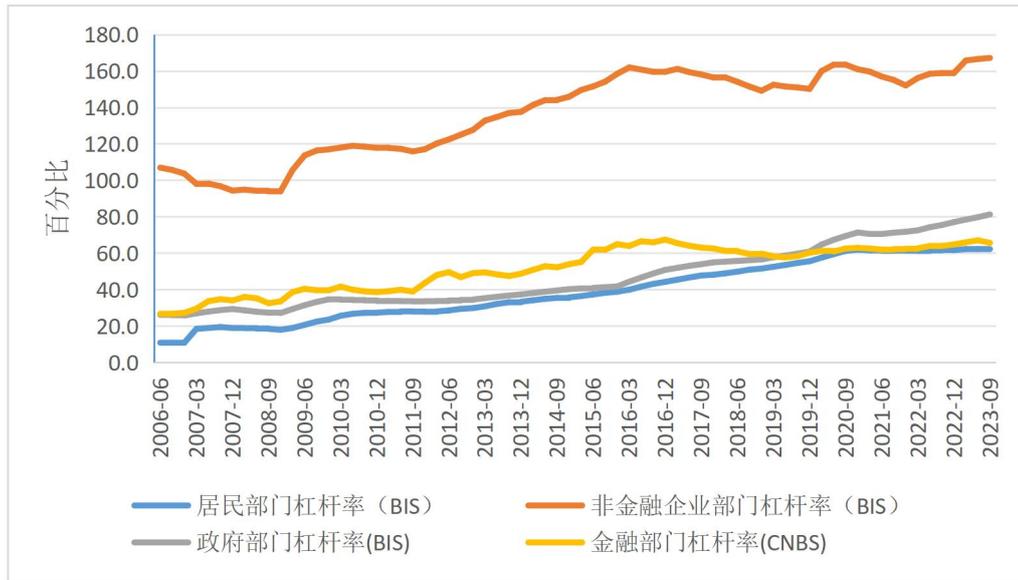


注：总体杠杆率是通过综合居民、政府以及非金融企业部门的杠杆率来计算的。

图 3.1 2006Q2-2023Q4 我国总杠杆率水平及增速

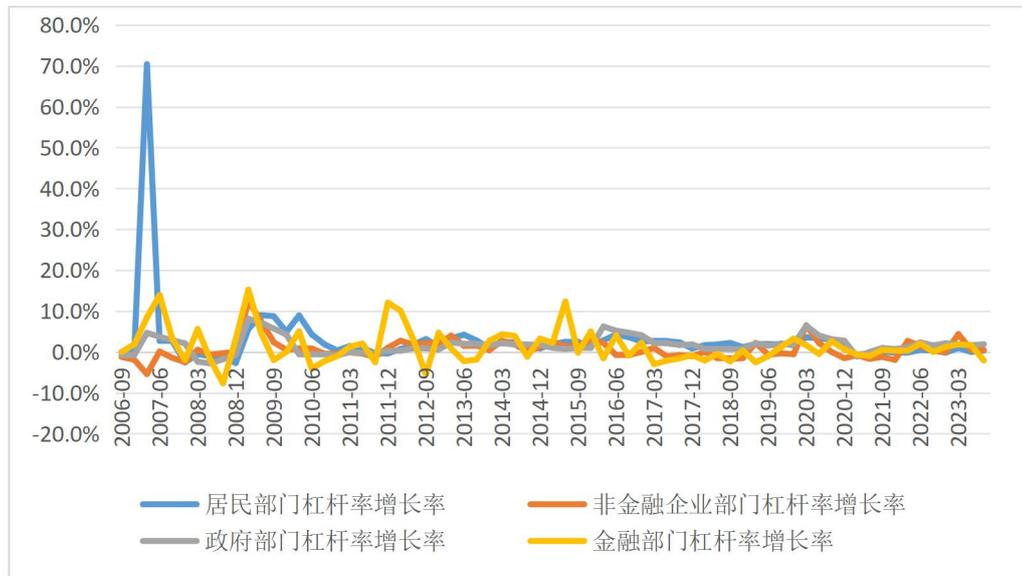
### 3.3 我国各部门杠杆率发展现状

我国宏观杠杆率的发展过程可以明确地分为三个重要阶段。首先，自 1995 年第四季度开始，一直到 2008 年金融危机爆发前夕，我国的经济呈现出强劲且迅速的增长态势。各部门杠杆率在此期间维持了相对稳定的态势。然而，随着 2008 年金融危机的爆发，我国经济面临严峻挑战，政府为应对这一经济困境，推出了“四万亿”救市计划。这一重大举措的实施，使得各部门杠杆率普遍攀升，并显著改变了部门间的影响机制。自 2015 年底确立去杠杆的目标后，特别是在 2017 年实施的一系列政策推动下，去杠杆工作取得了显著的成效。然而，需要指出的是，本文所获取的最新数据为 2023 年第三季度，这在一定程度上影响了分析的时效性。除了上述两大政府政策因素外，各部门还存在各自特有的影响因素，这些因素共同作用于宏观杠杆率的变动。



数据来源：BIS 、国家资产负债表研究中心

图 3.2 2006Q2-2023Q3 我国四部门杠杆率水平



数据来源：BIS 、国家资产负债表研究中心

图 3.3 2006Q3-2023Q3 我国四部门杠杆率增速

如图 3.2 和图 3.3 所示,我国居民部门的杠杆率演变呈现出明显的阶段性特征。在 2008 年之前,这一指标始终保持在较低水平,然而 2008 年第四季度这一趋势发生显著变化,杠杆率攀升至 17.90%。此后其增速明显加快,至 2017 年第四季度,已跃升至 48.10%。随后增速有所减缓,至 2022 年第二季度,杠杆率进

一步上升至 61.53%，我国历来以储蓄为传统，居民储蓄意愿强烈，早年间举债消费并非主流观念。自 1995 年起，随着居民生活品质的不断提升，消费观念逐步发生转变，举债消费的现象逐渐为社会所接受。自 21 世纪初以来，房地产市场经历了显著的发展，房价持续攀升。为了获取更佳的教育和医疗资源，众多居民倾向于利用房贷购买房产。当前，房贷已成为居民部门债务中的核心组成部分，对杠杆率的上升起到了重要推动作用。然而，房地产市场的过度活跃也引发了诸多风险，为此，政府相继实施了限购、限价等措施，以控制居民部门杠杆率的迅速增长。尽管国内学者普遍对居民部门杠杆率迅速上升的现象表示关切，但本文的数据分析显示，自 2015 年末开始推行的结构性去杠杆政策在平稳居民部门杠杆率方面已取得了明显成效。特别是在 2017 年之后，居民部门杠杆率的年均增速明显放缓，这充分证明了政策调控的有效性，有效缓解了市场过度杠杆化的风险。

我国政府部门杠杆率与居民部门杠杆率的变动趋势展现出显著的趋同现象，在 2008 年之前，两者均呈现出缓慢上升的趋势，至 2008 年第四季度，政府部门杠杆率仅为 27.10%。然而，2008 年之后，其上升速度明显加快，至 2016 年第四季度已攀升至 50.80%。随后，尽管杠杆率继续上升，但其增速得到了有效控制，至 2022 年第四季度达到了 77.70%。政府部门债务的变动深受我国政策的影响，尽管大部分债务受到政策的引导和调控，但仍有部分债务未能得到有效控制。从债务组成的角度来看，政府部门债务主要由中央政府债务和地方政府债务两大部分组成。在 2008 年金融危机之后，为了刺激和推动地方经济的发展，我国大力倡导地方政府建立投融资平台。然而由于当时监管体系还未完全成熟，地方政府债务在短时间内迅速增长，其规模曾一度超越了中央政府债务。针对地方政府债务过高的问题，自 2015 年起我国开始实施去杠杆政策，旨在有效化解这一问题。特别是在隐性担保和刚性兑付等难题上，政府进行了深入的治理和改革，以期实现债务管理的规范化与可持续化。

在 2008 年以前，我国金融部门的杠杆率呈现出逐步上升的态势，从 2006 年二季度的 26.70% 缓慢爬升至 2008 年四季度的 33.47%。然而，自 2008 年起，其增速显著加快，至 2016 年四季度已经达到 67.40% 的峰值。此后，杠杆率开始逐步企稳回落，到 2019 年二季度降至 57.60%，但随后又略有反弹，截至 2022

年四季度为 64.4%。在金融发展的初期，金融部门主要扮演信贷提供者的角色，以满足政策需求为主，其债务构成中政策性金融债占据主导地位。在杠杆率不断上升的过程中，除了受到“四万亿”经济刺激计划的影响外，金融部门自身的壮大也是一个重要的推动力量。特别是各类金融创新产品的涌现，为市场提供了丰富的信贷选择，其中影子银行的作用尤为显著。然而，由于影子银行在资金筹措和运用方面存在较高的隐蔽性，给监管工作带来了不小的挑战，因此它也被视为金融部门杠杆率风险管理的关键领域。考虑到本文的研究焦点在于部门间杠杆率的溢出效应，为了更精确地揭示各部门之间的相互影响和作用机理，我们必须深入挖掘债务的起源和流动路径。因此，本章所探讨的金融部门杠杆率特指其表内业务的杠杆率，用以反映金融部门在表内业务中所承担的债务水平。

总体来看，四个部门在杠杆率的变化过程中共同经历了三个明显阶段，即平稳上升、快速增长以及随后的政策调控。深入剖析各部门的演变脉络，可以看出政府部门的杠杆率变动趋势与居民部门呈现出一定的同步性，而非金融企业部门与金融部门在变动模式上则显现出较强的相似性。值得注意的是，当 2017 年我国进入去杠杆阶段时，金融部门比非金融企业部门提前两个季度开始显现出杠杆率的下降趋势。进一步从变化速度的角度来审视，可以观察到，在杠杆率上升的阶段，居民部门的增速相对较快，而政府部门的增速则显得更为稳健。然而，在进入去杠杆阶段后，非金融企业部门的杠杆率下降幅度非常显著，金融部门在去杠杆成效方面也表现得十分突出。这些差异化的变化深刻揭示了我国杠杆率变动的结构性特点，即各部门在杠杆率变动上展现出各自独特的规律和趋势。

### 3.4 小结

纵观历史各阶段，我国总体杠杆率的发展轨迹呈现出鲜明的时序性特征。2008 年前，杠杆率保持平稳增长；但自 2008 年起，其增速骤然提升。随着我国去杠杆政策的不断深化，至 2017 年已取得显著成效，杠杆率的过快增长得到了有力遏制。观察四个部门的杠杆率变动，可见在“四万亿”经济刺激措施与“去杠杆”策略的交织影响下，各部门历经了稳定增长、急剧攀升到有效控制三个主要阶段。各部门受各自特有因素驱动，杠杆率变动展现出多元化特点。特别地，金融部门杠杆率的增长波动尤为突出，相较之下非金融企业部门则呈现出较为平

稳的增长态势。回顾历史数据，从 2017 年第一季度至 2019 年第二季度，我国总体杠杆率的增长率维持了相对稳定的局面。但部门间存在显著差异，尤其是非金融企业部门，其杠杆率相较于居民和政府部门始终处于较高水平，这一现象值得我们深入探究。鉴于其对整体经济稳定和健康发展的重大影响，对非金融企业部门杠杆率的深入分析显得尤为重要。

因此，在探究我国杠杆率问题时，应紧密结合国情，并以坚实的理论基础为支撑。在制定合理的杠杆率水平时，决策者需充分考量我国经济的独特性，避免盲目与国际水平进行简单横向比较。同时，对非金融企业部门的杠杆率应保持高度关注，确保其在结构性去杠杆过程中维持在合理且可持续的范围内。这种全面而深入的分析将有助于更准确地把握我国杠杆率的动态演变，为未来政策制定提供坚实的科学依据。

## 4 我国宏观杠杆率的可持续性的实证研究

在先前的研究基础上,宏观杠杆率的可持续性可通过分析不同部门杠杆率对产出以及资产价格波动的影响程度来综合评估(刘晓欣、雷霆,2017)。研究结果显示,债务水平的变化并不总是与经济波动或资产价格波动呈线性关系。在不同时间段内,债务水平对宏观经济的影响可能有所转变,尤其受到金融体制改革和宏观经济发展态势的深刻影响。为了深入探究杠杆率与宏观经济变量之间复杂且可能随时间变化的关系,本文采纳了Primiceri(2005)所提出的TVP-VAR模型,以深入分析各部门杠杆率如何对经济增长与资产价格波动产生非线性的动态影响。在此之前,已有刘金全和陈德凯(2017)以及郭红玉和李义举(2018)等学者,借助该模型深入探讨了宏观杠杆率与货币政策、经济增长之间的时变性关系,同时也研究了金融杠杆与金融波动、经济增长之间的动态关联性。这些研究成果为我们理解杠杆率的动态作用机制提供了重要的参考依据。

基于这些研究,本文进一步构建了我国总体杠杆率、四部门杠杆率与资产价格波动和经济增长三者间的TVP-VAR模型。通过深入剖析等间隔脉冲与特定时点脉冲下的相互影响动态特征,我们能够更全面地揭示这些变量之间的内在联系,进而为政策制定提供更为精确和科学的依据。

### 4.1 TVP-VAR 模型的选取与构建

Sims于1980年引入了向量自回归模型(VAR模型),旨在探究经济变量间的动态相互作用。此模型采用联立方程的方式,刻画了内生经济变量间的线性关联。值得注意的是,VAR模型的核心并非回归系数的估计,而是着重考察扰动项如何影响因变量。在实际应用中,常借助脉冲响应函数来揭示经济冲击的动态效应。然而,VAR模型在应用中确实面临一些挑战。当变量数量增多时,待估参数的数量会急剧上升,这导致了所谓的“维度灾难”。为应对这一挑战,结构向量自回归模型(SVAR模型)被提出,它通过施加约束条件来优化VAR模型中的参数估计问题。然而在实际应用中,经济数据的生成过程常伴随着漂移性和随机波动冲击,这与SVAR模型中关于参数和扰动项恒定不变的假设存在明显的不符。

为了更细致地捕捉扰动项对因变量随时间变化的冲击影响特性,并深入剖析

时间序列经济变量间的非线性关系, Primiceri 于 2005 年以 SVAR 模型为基石, 创新性地提出了一种新的模型——时变参数向量自回归 (TVP-VAR) 模型。这一模型在保留 SVAR 模型优点的基础上, 通过引入时变参数, 更好地应对了经济数据生成过程中的动态性和不确定性, 从而为我们提供了更加深入且全面的经济分析视角。具体来说, TVP-VAR 模型通过引入时变参数和随机波动项, 使其更能适应现实经济数据的复杂性和动态性, 为深入研究经济变量间的动态关系提供了有力的工具。

典型 TVP-VAR 模型即为假定所有参数都时变, 则可得 TVP-VAR 模型表达式如下:

$$y_t = X_t \beta_t + A_t^{-1} \Sigma_t \varepsilon_t, \varepsilon_t \sim N(0, I_k)$$

参照 Primiceri (2005) 的文章, 为表示不同变量间时变在同期产生的响应关联, 将  $a_t = (a_{21}, a_{31}, a_{32}, \dots, a_{k,k-1})$  设定为 A 的对应位置相加的堆叠向量; 其次, 令  $h_{jt} = \log \sigma_{jt}^2$  推导出列向量  $h_t = (h_{1t}, h_{2t}, \dots, h_{kt})$ , 其中  $j = 1, 2, \dots, k; t = s+1, s+2, \dots, n$ , 表示外生随机冲击;  $\beta_t$  为变量的滞后时变影响。设参数  $\beta_t$ 、 $a_t$ 、 $h_t$  都遵循

$$\beta_{t+1} = \beta_t + \mu_{\beta t}, \quad a_{t+1} = a_t + \mu_{a t}, \quad h_{t+1} = h_t + \mu_{h t} \quad (t = s+1, \dots, n), \quad \text{且}$$

$$(\varepsilon_t, \mu_{\beta t}, \mu_{a t}, \mu_{h t}) \sim N(0, \text{diag}(I, \Sigma_{\beta}, \Sigma_a, \Sigma_h)), \quad \text{其中 } \beta_{s+1} \sim N(\mu_{\beta 0}, \Sigma_{\beta 0}),$$

$a_{s+1} \sim N(\mu_{a 0}, \Sigma_{a 0}), \quad h_{s+1} \sim N(\mu_{h 0}, \Sigma_{h 0})$  的随机游走过程, 假定待估参数  $\Sigma_{\beta}, \Sigma_a, \Sigma_h$  都为对角矩阵。

## 4.2 变量与数据

本文旨在深入剖析我国宏观杠杆率、资产价格波动以及经济增长之间的短期、中期和长期动态关联机制, 特别是针对我国杠杆率的可持续性展开研究。同时, 文章着重分析了三部门杠杆率与中央及地方政府杠杆率间的相互溢出效应。在数据收集的过程中, 本文主要依赖了国家资产负债表研究中心以及中国社会科学院所提供的信息资源。经过详尽的对比分析, 发现这两家机构在杠杆率数据上表现出了显著的一致性。不过在数据更新的频率上, 两者存在明显的差异。具体来说, wind 平台会定期公布来自国家资产负债表研究中心的杠杆率季度数据, 而中国

社会科学院则仅限于提供年度数据。为了更准确地揭示杠杆率的变化趋势，本文在选取国内数据源时，更倾向于采用国家资产负债表研究中心的统计信息。

在国际层面上，本文也着重关注了国际货币基金组织（IMF）、国际金融协会（IIF）以及国际清算银行（BIS）等机构发布的关于我国杠杆率的数据。通过综合这些国际机构的统计信息，能够更全面地了解我国杠杆率在国际背景下的变动情况。经过深入探究，发现 BIS 和 IIF 在政府部门负债率方面的数据实际上是直接引用了 IMF 的数据，因此这三者在数据上具有高度的一致性。鉴于 BIS 数据在 wind 平台上的易获取性，并结合数据的权威性和可获得性进行综合考虑，最终决定选择 BIS 数据库作为获取国外对我国不同部门杠杆率统计的主要来源。

在指标的选择上，如表 4.1 所示，本文的实证样本区间已明确界定为自 2006 年第二季度至 2023 年第三季度。为确保数据的精准性与可信度，采用季度作为数据的频率标准。随后，借助 Eviews 软件中的 X-12 方法，对各项指标进行了系统性的季节性调整，以确保数据的准确性和可比性，符合论文分析的严谨要求。通过这一系列的数据收集与处理流程，本文为后续深入的实证分析提供了坚实的基础，旨在更细致地探究我国宏观杠杆率、资产价格波动与经济增长之间的复杂互动机制。

表 4.1 变量的含义、符号、说明及数据来源

含义	符号	变量	数据说明	数据来源
经济增长	Y	GDP 增长率	经济增长的替代变量，为与杠杆率的分母相对应，采用季度 GDP 的累计同比增长率	国家统计局
	INDU	规模以上工业增加值增长率	规模以上工业增加值累计增长速度，指各年一至本月度工业增加值相对上年同期数的变动趋势和程度。按不变价格计算。	国家统计局
资产价格波动	SV	股市价格波动率	上证综合指数收盘值四季度移动标准差	国泰安数据库
	HV	房价波动率	居住消费价格指数四季度移动标准差	国泰安数据库
	CCPI	大宗商品价格波动率	大宗商品价格指数四季度移动标准差	wind 数据库
宏观杠杆率	L	总体杠杆率	为居民部门、非金融企业部门、政府部门杠杆率之和	BIS 数据库
	HL	居民部门杠杆率	居民部门债务/GDP:居民部门债务仅统计居民从银行获得的贷款余额	BIS 数据库

续表 4.1 变量的含义、符号、说明及数据来源

含义	符号	变量	数据说明	数据来源
	CL	非金融企业部门杠杆率	非金融企业债务/GDP; 债务口径包括: 非金融企业从银行获得的贷款, 通过非银行金融机构取得的委托贷款、信托贷款、国内债券市场发行的企业债、保险公司的补偿性支付、小微贷款公司和其它借款公司取得的贷款	BIS 数据库
	GL	政府部门杠杆率	广义政府部门 (中央和地方) 总负债/GDP	BIS 数据库
	FL	金融部门杠杆率	其他存款性公司对其他存款性公司负债、对其他金融性公司负债和债券发行总额之和与 GDP 的比值	国家资产负债表研究中心 (CNBS)
	CGLR	中央政府杠杆率	国债余额/GDP	国家资产负债表研究中心 (CNBS)
	LGLR	地方政府杠杆率	地方债和地方政府的其他债务/GDP	国家资产负债表研究中心 (CNBS)

### 4.3 数据的平稳性检验

鉴于 VAR 类模型对数据平稳性有着严格的要求, 数据的不稳定性可能导致模型出现伪回归现象, 从而极大地损害实证检验结果的准确性和可靠性。因此, 在构建 TVP-VAR 模型之前, 本文的首要任务便是确保所涉及变量的平稳性。通过进行 ADF 单位根检验, 如表 4.2 所示, 所有变量在经过一阶差分处理后, 均在 1% 的显著性水平下拒绝了原假设, 这表明它们已成功转化为平稳序列。这一关键步骤的顺利完成, 为后续 TVP-VAR 模型的构建提供了坚实的基础, 进而保证了模型的准确性和可靠性。

表 4.2 一阶差分后 ADF 单位根检验

变量	t 值	p 值	变量	t 值	p 值
DL	-3.8777	0.0036	DY	-7.1288	0.0000
DCL	-4.1199	0.0017	DINDU	-6.4839	0.0000
DFL	-5.3612	0.0000	DSV	-5.2167	0.0000
DGL	-3.8676	0.0037	DHV	-5.6931	0.0000
DHL	-4.2508	0.0011	DCCPI	-5.3982	0.0000
DCGLR	-4.1715	0.0015	DLGLR	-6.1655	0.0000

#### 4.4 滞后阶数确定

为了深入探究不同部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的影响,本文设计了五个 6 维 TVP-VAR 模型,旨在探究不同部门(总体、家庭、政府、金融以及企业)的杠杆率与经济增长指标(特别是总体经济增长和工业经济增长)以及资产价格波动指标(涵盖股票价格波动、房地产价格波动和大宗商品价格波动)之间的关联。通过结合这些指标,以揭示各因素间的内在联系和潜在影响。这一方法有助于更全面地理解杠杆率对经济增长和资产价格稳定的影响机制。通过这种方式,能够逐一分析不同部门杠杆率与经济增长及资产价格变动之间的动态关系,从而为政策制定提供更为精准和全面的依据。这些模型(模型 1 至模型 5)为后续研究提供了深入探究各部门杠杆率对宏观经济变量动态影响的工具。结果如下表 4.3 所示,通过对 SC 和 HQ 的对比可知,总体杠杆率和四部门杠杆率与经济增长变量和资产价格变量的 TVP-VAR 模型的最佳滞后阶数均为 1 阶。

表 4.3 TVP-VAR 模型最优滞后阶数准则

	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
模型 1	0	-981.5987	NA	1664598	31.35234	31.55645	31.43262
	<b>1</b>	-863.0727	210.713	121872.5	28.73247	<b>30.16122*</b>	<b>29.29440*</b>
	2	-828.6703	54.60686	132189.8	28.78319	31.43659	29.82678
	3	-795.6166	46.17033	157248.8	28.87672	32.75477	30.40197
	4	-742.072	64.59344*	105776.4*	28.31975	33.42245	30.32666
	5	-698.3195	44.44695	109860.3	28.07364*	34.40099	30.56221
	6	-670.3119	23.11742	227503.8	28.32736	35.87936	31.2976
模型 2	0	-875.3603	NA	57093.56	27.97969	28.1838	28.05997
	<b>1</b>	-759.4459	206.07	4541.413	25.44273	<b>26.87148*</b>	<b>26.00466*</b>
	2	-724.0948	56.11296	4779.709	25.46333	28.11673	26.50692
	3	-696.0498	39.1739	6665.731	25.71587	29.59392	27.24112
	4	-623.5817	87.42191*	2458.937*	24.55815	29.66085	26.56507
	5	-581.4075	42.84361	2685.094	24.36214	30.68949	26.85072
	6	-538.2964	35.58372	3442.506	24.13639*	31.68839	27.10663
模型 3	0	-905.0286	NA	146428.9	28.92154	29.12565	29.00182
	<b>1</b>	-788.6351	206.9217	11471.65*	26.36937	<b>27.79812*</b>	<b>26.93131*</b>
	2	-759.0981	46.8842	14520.99	26.57454	29.22795	27.61814
	3	-730.6962	39.6725	20022.64	26.81575	30.6938	28.34101
	4	-682.4276	58.22871*	15924.44	26.42627	31.52898	28.43319

续表 4.3 TVP-VAR 模型最优滞后阶数准则

	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
	5	-633.5437	49.65985	14052.98	26.01726	32.34461	28.50584
	6	-595.568	31.34502	21207.29	25.95454*	33.50654	28.92478
模型 4	0	-932.6721	NA	352169.9	29.79912	30.00322	29.87939
	1	-856.1482	136.0426	97822.17*	28.51264	<b>29.94140*</b>	<b>29.07458*</b>
	2	-826.2906	47.39308	122571	28.70764	31.36104	29.75123
	3	-801.157	35.1072	187488.1	29.0526	32.93066	30.57786
	4	-754.6977	56.04609*	157928.8	28.72056	33.82326	30.72748
	5	-708.9444	46.47956	153931.5	28.41093*	34.73828	30.89951
	6	-673.9024	28.92356	254971.5	28.44135	35.99335	31.41158
模型 5	0	-961.6605	NA	883931.9	30.71938	30.92349	30.79966
	1	-849.6934	199.0526	79697.47	28.30773	<b>29.73648*</b>	<b>28.86966*</b>
	2	-816.6005	52.52845	90113.46	28.40002	31.05342	29.44361
	3	-785.9188	42.85696	115580	28.56885	32.4469	30.09411
	4	-733.3357	63.43364*	80156.68	28.0424	33.1451	30.04932
	5	-686.4126	47.66789	75279.73*	27.69564*	34.02299	30.18421
	6	-656.3647	24.8014	146115.8	27.88459	35.43659	30.85483

## 4.5 模型估计

本文成功利用 MATLAB 软件，构建了涵盖六个变量（即 L、HL、GL、FL、CL 以及 Y、INDU、SV、HV、CCPI）的 TVP-VAR 模型。鉴于传统极大似然估计方法在处理高维度和时变特性的模型时面临的挑战，我们决定采用 Nakajima（2011）所提出的一种先进估计技术。该技术以贝叶斯推断为框架，并运用了马尔科夫链蒙特卡罗（MCMC）算法。通过特定的先验概率密度设定，该算法利用递归采样技术有效地评估了目标参数的联合后验分布，从而提升了估计的准确性和效率。为确保参数估计结果的稳定性和可靠性，我们进行了高达 10000 次的迭代抽样，并遵循常规做法，去除了前 1000 次的预烧抽样结果，从而确保了最终估计结果的准确性和可信度。经过这一严谨的处理过程，我们获得了文中的参数估计结果，为后续的分析提供了坚实的基础。

表 4.4 TVP-VAR 模型估计结果

参数	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4		模型 5	
	收敛诊断	无效因子	收敛诊断	无效因子	收敛诊断	无效因子	收敛诊断	无效因子	收敛诊断	无效因子
sb1	0.054	6.22	0.058	3.82	0.277	4.36	0.620	2.81	0.298	5.09
sb2	0.151	7.43	0.878	5.25	0.369	4.08	0.063	3.69	0.038	2.07
sa1	0.433	<b>126.63</b>	0.482	30.28	0.100	21.92	0.967	20.10	0.001	<b>167.68</b>
sh1	0.040	23.13	0.006	36.15	0.603	18.82	0.001	14.25	0.000	17.85
sh2	0.081	28.02	0.242	30.53	0.444	31.24	0.087	24.85	0.145	17.90

根据表 4.4 的估计结果，可以看到所有模型的概率值均低于 5% 显著性水平临界值 1.96，这充分证明了在 5% 的显著性水平下，MCMC 抽样结果收敛于后验分布的原假设是成立的，无法被拒绝。进一步观察五个模型的无效因子（Inef）发现其最大值分别为 126.63 和 167.68，但多数无效因子值均保持在较低水平。这一现象明确地显示了模型中无效因子的低水平，进而保证了在模拟过程中能够产生大量不相关的样本。基于这一点，可以有把握地断定这五个模型的参数估计均是有效的。综合上述分析可以明确地认为部门杠杆率与经济增长及资产价格波动之间存在着显著的时变关系。这一重要发现为深入探究部门杠杆率如何影响经济增长和资产价格提供了坚实的理论支撑。

## 4.6 脉冲响应函数分析

鉴于 TVP-VAR 模型具备时变特性，相较于传统的 VAR 模型，其脉冲响应函数在揭示变量间影响关系上展现出更大的灵活性。传统 VAR 模型的脉冲响应主要聚焦于单次冲击所产生的效应。TVP-VAR 模型因其独特优势，能够在任意选定的时点和间隔进行脉冲响应函数的计算，从而增强了分析的深度和广度。本文深入探讨了宏观杠杆率、经济增长、资产价格波动以及四部门杠杆率之间的相互影响。为了反映这些变量在短期、中期和长期内的动态变化，选取了等间距的脉冲响应，分别对应 2 期（短虚线，代表半年）、4 期（长虚线，代表一年）和 8 期（长实线，代表两年）的时间间隔。此外，为了探究特定经济时点下三者间的动态关联，选择了 2007 年第 3 季度、2011 年第 3 季度、2016 年第 3 季度和 2021 年第 3 季度作为关键分析点，分别对应 2015 年前后我国遭遇的大规模“股灾”的冲击；

在 2018 年我国经济迎来了结构性去杠杆的重大转折,而到了 2020 年新冠肺炎疫情的全面爆发,无疑再次为我国经济带来了前所未有的严峻挑战。通过这一综合分析方法,能够更深入地理解三者间的时变特征及其在不同经济背景下的动态关联情况。

#### 4.6.1 我国总体杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析

图 4.1 详细展示了总体杠杆率对 GDP 增长率、规模以上工业增加值增长率、股市价格波动率、房价波动率以及大宗商品价格波动率的等间隔冲击响应情况。具体来说,当总体杠杆率受到 1 单位的正向冲击时,GDP 增长率和规模以上工业增加值增长率呈现出相似的变化趋势。在中短期内,二者均对冲击表现出正向响应,但响应程度在时间上呈现出明显的三个阶段变化。这一发现为理解总体杠杆率对各经济指标的影响提供了重要的线索。特别是在 2008 年金融危机之前,总体杠杆率的正向冲击带来了经济增长变量的正向响应,这表明在那一时期,杠杆率的提升对经济增长具有积极的影响。在金融危机发生期间,可以很明显看到总体杠杆率对经济增长变量的冲击由正转负的过程,在此期间我国杠杆率的提升不利于我国的经济增长。随着金融危机后经济发展的恢复,我国总体杠杆率的增长对经济增长的影响由负转正且持续了较长时间,在 2019 年达到顶峰。2020 年受到突发的新冠疫情影响,我国经济与世界经济都陷入重大危机中,在疫情期间,因为我国经济受到重大打击,因此在此期间我国杠杆率的提升对经济增长的影响快速下降,直到疫情渐渐恢复,我国总体杠杆率对经济增长的影响才随之慢慢恢复。

其次,我们可以发现受到总体杠杆率 1 单位的正向冲击后我国股市价格波动率和大宗商品价格指数波动率在中短期内均为正,这表明我国总体杠杆率的上升对我国股市价格波动和大宗商品价格波动影响较大,其中股市价格波动尤为剧烈。因此,我们在杠杆率的调整中必须时刻关注其对我国股票市场 and 大宗商品市场的影响。而在资产价格波动中,我国总体杠杆率 1 单位的正向冲击对我国的房价波动率的影响除金融危机和疫情期间基本为负,这表明我国总体杠杆率的提升有益于我国房价的稳定,对我们房地产市场发展有所益处。

综上所述,从我国总体杠杆率与经济增长和资产价格波动变量的等间隔脉冲响应,我们可以清楚的了解我国目前总体杠杆率的现状为:在疫情结束后,我国总体杠杆率是可持续的,总体杠杆率对经济增长的正向影响虽然在短期内受疫情影响较为严重,但是,随着我国经济的持续恢复,我国杠杆率对我国经济在中长期依然有较为显著的正向影响。同时,值得重视的是在维持我国总体杠杆率可持续,推动我国经济健康发展时要特别重视杠杆率对我国金融市场的影响,提前防范金融风险。

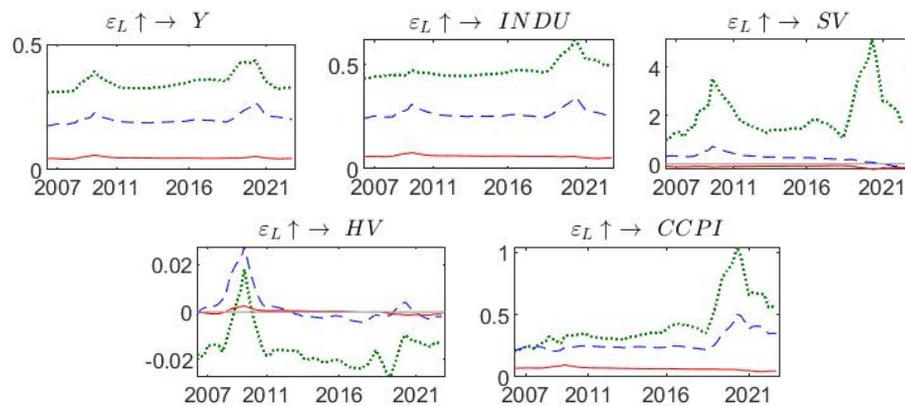


图 4.1 经济增长和资产价格波动对总体杠杆率冲击的等间隔脉冲响应

#### 4.6.2 居民部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析

图 4.2 清晰描绘了居民杠杆率在接受 1 单位正向冲击后,经济增长变量与资产价格波动变量的等间隔冲击响应结果,通过该图,我们可以观察到居民杠杆率变化对经济增长和资产价格波动的影响。当居民杠杆率受到 1 单位的正向冲击时,经济增长变量变化趋势基本一致,GDP 增长率和规模以上工业增加值增长率均为正向变动,表明居民杠杆率的增加可以通过提高消费和投资水平并且带动更多借款和投资活动,从而刺激了整体经济活动水平。同时,居民杠杆率提升有益于房价波动和股市价格波动的稳定。这是因为居民杠杆率增加会推动房地产市场和股票市场的健康发展。此外,大宗商品价格波动率在受到居民杠杆率的 1 单位正向冲击后有明显的正向影响。居民杠杆率的增加在短期内会引发市场的担忧从而抑制了短期内的房价波动。随着时间的推移,市场逐渐对杠杆率的变动产生了适应性,房价波动逐渐趋于稳定。最后,居民杠杆率增长冲击引发了市场对大宗商品

市场的投机行为,从而导致大宗商品价格波动幅度加大,但是,随着时间的推移,市场逐渐对杠杆率变动形成了更为理性的反应,大宗商品价格波动逐渐回归平稳。

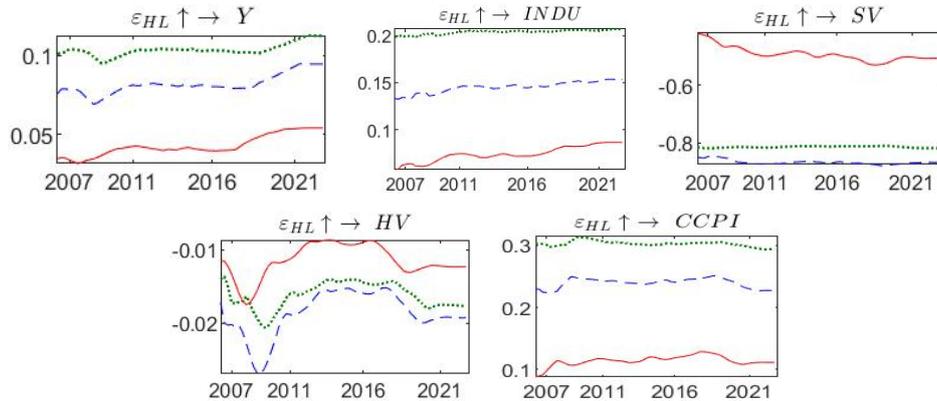


图 4.2 经济增长和资产价格波动对居民杠杆率冲击的等间隔脉冲响应

#### 4.6.3 政府部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析

图 4.3 详尽地描绘了经济增长与资产价格波动在受到政府杠杆率等间隔冲击后的反应状况。当政府部门为扩大内需、推动经济增长而实施财政政策时,政府杠杆率会相应上升。面对 1 单位的正向冲击,经济增长变量在短期内会展现出明显的正向响应,同时,除股市价格波动率外的资产价格波动变量也呈现正向变化。特别值得注意的是,经济增长和股市价格波动受到的影响非常突出,这表明政府部门杠杆率的提升对经济增长有积极影响,但也可能加剧金融风险。

鉴于我国的特殊土地政策和经济发展需求,政府部门高度依赖土地财政,这导致房价波动率在受到政府杠杆率冲击后的反应程度相较于股市更为剧烈。特别是在 2008 年金融危机期间,产出效应有所减弱,而房价波动率和大宗商品价格指数波动率经历了较大幅度的调整。随着政府部门杠杆率的增加,其对房价波动率的正向影响逐渐增强,达到一个峰值后,对产出增长的边际效应开始减弱。到了 2009 年,边际效应在达到顶峰后由正向转为负向。

为应对 2009 年金融危机带来的经济衰退,我国实施了大规模的信贷扩张政策,导致政府部门债务增速超过了产出增速,杠杆率迅速上升。然而,过高的政府部门杠杆率可能会削弱其反周期财政政策的效果,进一步加剧经济波动,如 WOO (2009) 所指出的那样。此外,毛锐等 (2018) 的研究也显示,在外部冲击

下,过高的政府部门杠杆率可能引发商业银行的挤兑和资产抛售等行为,破坏经济系统的稳定性,导致资产价格的非市场化波动和金融体系的脆弱性。

尽管当前政府部门杠杆率的上升仍对我国经济增长具有显著的正向效应,但我们必须警惕其潜在风险。随着政府部门杠杆率的持续上升,其对经济增长正向影响的边际增长开始减弱。同时,政府部门杠杆率增长对我国金融市场稳定的影响也不容忽视,其对房价波动率和大宗商品价格波动率的正向影响在减弱后趋于稳定。因此,我们需要密切关注政府部门杠杆率的变动情况,并采取适当的政策措施来预防和化解潜在风险。

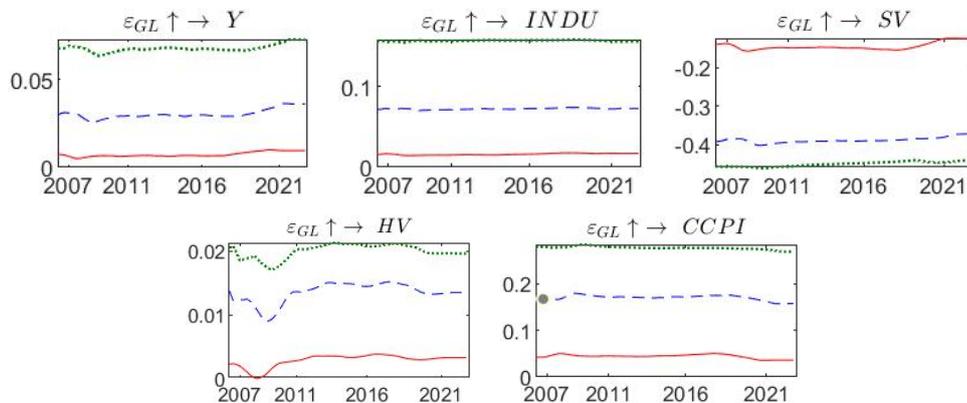


图 4.3 经济增长和资产价格波动对政府杠杆率冲击的等间隔脉冲响应

#### 4.6.4 金融部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析

图 4.4 详尽地描绘了当金融部门杠杆率上升时,经济增长与资产价格波动变量所呈现的等间隔冲击响应状况。随着金融部门杠杆率的增加,短期内可能会对经济增长带来轻微的负面影响。这主要是由于信贷资源配置效率的下降以及金融风险的潜在积聚所导致。与此同时,金融部门杠杆率的上升在短期内对股市价格波动率和房价波动率产生了正向冲击,尤其对股市价格波动的影响更为显著。这种资产价格的波动性不仅对市场稳定性构成挑战,也可能对经济增长的可持续性造成威胁。

通过深入分析这一现象,发现其背后存在多重因素的作用。实体经济投资收益率的下滑导致金融机构在信贷配给上表现得更为审慎,而政策的偏向性又使得国有企业更容易获得融资支持,相比之下中小企业则面临信贷限制,这进一步降

低了信贷资源的配置效率。此外在追求利润的动机驱使下，金融机构倾向于提高风险承担水平，推动同业业务的快速增长。这导致大量资金在金融体系内部进行空转套利，不仅助长了资产价格泡沫的形成，还推高了社会的融资成本。

综上所述，尽管金融部门杠杆率的提升在短期内可能对经济增长产生一定的积极作用，但其微弱的影响以及对资产价格稳定性的负面影响使其在长期内不具备可持续性。因此，在调节金融部门杠杆率时，必须采取谨慎的态度，充分考虑其时滞性和潜在风险，并及时化解风险点。这样才能确保金融市场的稳定与健康发展，并为经济增长提供可持续的金融支持。

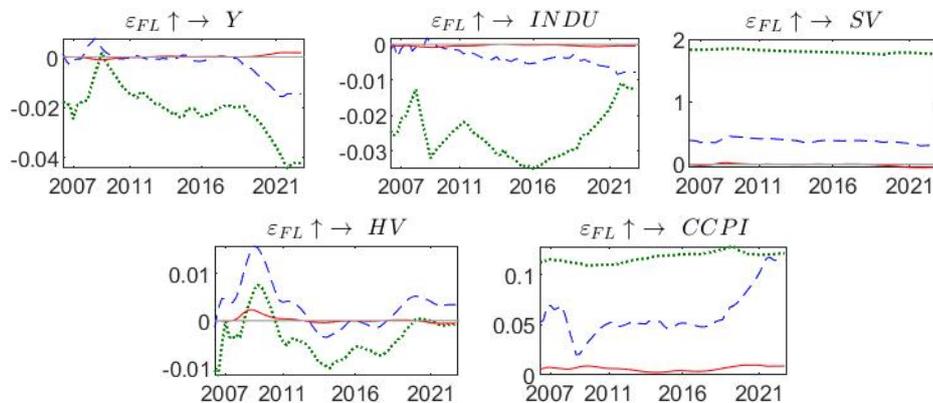


图 4.4 经济增长和资产价格波动对金融部门杠杆率冲击的等间隔脉冲响应

#### 4.6.5 非金融企业部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的脉冲响应分析

图 4.5 展示了当非金融企业部门杠杆率受到正向冲击时，经济增长与资产价格波动率所呈现的等间隔冲击响应情况。具体而言，当中短期内非金融企业部门杠杆率受到正向刺激时，经济增长普遍表现出积极的响应趋势。这一发现为深入理解非金融企业部门杠杆率对经济增长的影响提供了重要线索，表明在多数情况下，适度提升非金融企业部门杠杆率对经济增长具有积极的推动作用。然而，需要注意的是，在 2008 年金融危机和疫情期间，我国非金融企业杠杆率的增长对经济增长的效应有所减弱。但随着危机的解除，其对经济增长的正向影响逐渐恢复。在非危机时期，企业部门债务增速与经济增长保持同步，使得非金融企业部

门的杠杆率维持在一个相对稳定的水平,短期内对产出增长展现出显著的正向效应。

在这一时期,企业整体生产效率在投资和出口的共同推动下保持在较高水平。适度的企业部门杠杆增长有助于改善企业微观治理、提高投资效率,进而推动生产率的增长和创新发展。随着资金使用效率的提升,企业对产出的边际贡献也随之增强。同时,企业盈利状况的改善和资产规模的扩大通过乘数效应进一步推动了银行信贷政策的宽松。然而,需要警惕的是,随着资本存量逐渐接近理想的投资水平,企业的投资收益开始呈现递减趋势。经济过热和非理性繁荣可能诱导企业部门过度投资,这不仅会导致投资效率和收益进一步下滑,还可能引发非金融企业投机行为的增多。在这种情况下,非金融企业杠杆率对房价、股价和大宗商品价格波动率的影响逐渐加强,这是需要高度关注的问题。

因此,在维持适度杠杆的同时,也需警惕过度投资和非理性繁荣可能带来的风险。当前观察显示,非金融企业部门杠杆率的上升在短期和中期内对产出增长仍具有积极的促进效应。通过深入剖析三种资产价格波动对非金融企业杠杆率攀升的响应情况,可以发现股票市场是非金融企业部门杠杆资金投机的主要领域。非金融企业部门杠杆率的持续上涨可能加剧股市价格的波动,进而削弱其对产出的正向效应。同时,非金融企业部门杠杆率的增长对大宗商品价格波动的影响也日益显著,这对我国经济增长带来了一定的负面冲击。

综上所述,需要密切关注非金融企业部门杠杆率的变动情况,以有效防范潜在风险的产生。在制定相关政策时,应充分考虑非金融企业部门杠杆率对经济增长和资产价格波动的影响,确保金融稳定和经济增长的可持续性。

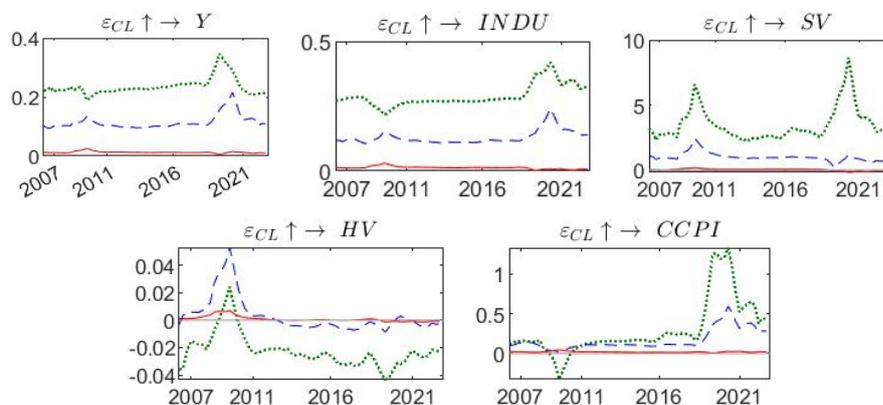


图 4.5 经济增长和资产价格波动对非金融企业部门杠杆率冲击的等间隔脉冲响应

经过深入探究四部门杠杆率与经济增长、资产价格波动之间的时变关系，我们得出以下结论：

首先，维持稳定的杠杆率对于促进经济增长和维护金融稳定至关重要。在2008年之前，由于各部门债务增速与经济增长速度相协调，杠杆率整体保持稳定。在这一时期，各部门的杠杆作用对产出增长产生了积极的推动效果，并且这种趋势逐渐增强。然而，一旦杠杆率增速失去控制，大量投机性杠杆资金将涌现，导致资产价格波动加剧，进而加剧金融的不稳定性。这最终会削弱杠杆率对产出增长的正面效应。特别值得注意的是，在杠杆率对资产价格波动的冲击达到高峰时，其对产出的正向边际效应将出现由增转减的明显拐点。

其次，当前四部门杠杆率的上升对经济增长的促进作用主要在中短期内显现。随着杠杆率的提升，资产价格波动的加剧在一定程度上削弱了其对产出增长的长期影响。具体而言，除了金融部门外，居民部门、非金融企业部门以及政府部门的杠杆率增加均对经济增长表现出较为明显的正向效应，并呈现出一定的可持续性。然而，金融部门杠杆率的增长不仅对经济增长产生影响，还会加剧资产价格波动，因此其可持续性存疑。

最后，在推进结构性去杠杆的过程中，我们必须审慎对待各部门的杠杆率变化。对于居民部门、非金融企业部门以及政府部门，其杠杆率仍存在一定的上升空间。然而，对于金融部门而言，其杠杆率必须得到严格控制，以防止其对经济增长和资产价格稳定造成不利影响。这一策略对于维护金融系统的健康和稳定至关重要。

## 5 我国宏观杠杆率的溢出效应的实证研究

通过系统地回顾相关文献,我们发现目前我国关于各部门杠杆率溢出效应的研究尚待完善,尤其是缺乏综合理论与实证的研究,全面探讨各部门间相互溢出效应的文献较为罕见。尽管马亚明(2019)在探索各部门溢出效应时提供了一些实证证据,但多数结合了实证与理论的研究仅聚焦于两个部门间的相互作用,未能将四个部门纳入统一的分析框架。鉴于此,本文创新性地运用 TVP-VAR 模型,将四部门杠杆率及中央与地方政府杠杆率置于同一模型中,旨在全面而深入地剖析三部门杠杆率与中央及地方政府杠杆率间的相互溢出效应,填补这一研究领域的空白。在本文的第四章,已对 TVP-VAR 模型的选取与构建、变量选择、数据来源和处理等进行了详尽的阐述。在构建 TVP-VAR 模型前,对三部门杠杆率及中央与地方政府杠杆率进行了平稳性检验。如表 4.2 所示,经过一阶差分处理后,所有变量均展现出平稳序列的特性,为后续分析提供了可靠的基础。因此,下文采用各部门杠杆率的一阶差分序列作为研究杠杆率间溢出效应的回归变量。

### 5.1 滞后阶数确定

本文采用 TVP-VAR 模型,将三部门杠杆率及中央与地方政府杠杆率纳入其中进行回归估计,旨在检验各部门杠杆率间的相互影响。特别地,我们构建了包含三部门杠杆率与中央和地方政府杠杆率相互间影响的 5 维 TVP-VAR 模型,即模型 6,以深入探究部门杠杆率之间的冲击效应。为了确定模型的最佳滞后阶数,本文对比了各个准则的结果。这些结果详细展示在表 5.1 中,如下所示:通过对 SC 和 HQ 的对比可知,三部门杠杆率以及地方与中央政府杠杆率相互影响的 TVP-VAR 模型的最佳滞后阶数为 1 阶。

表 5.1 TVP-VAR 模型最优滞后阶数准则

	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
模型 6	0	-371.3333	NA	0.106216	11.94709	12.11718	12.01398
	1	-283.0571	159.7378	<b>0.014290*</b>	<b>9.938320*</b>	<b>10.95886*</b>	<b>10.33970*</b>
	2	-270.7473	20.32094	0.021707	10.34118	12.21217	11.07705
	3	-253.6033	25.57994	0.028956	10.59058	13.31202	11.66094
	4	-221.1977	43.20739*	0.024687	10.35548	13.92738	11.76033

续表 5.1 TVP-VAR 模型最优滞后阶数准则

	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
	5	-192.3203	33.91957	0.024838	10.23239	14.65473	11.97172
	6	-161.9072	30.89587	0.025689	10.06054	15.33334	12.13436

## 5.2 模型估计

采用 MATLAB 软件构建了一个针对 HL、FL、CL、CGLR 和 LGLR 这五个变量的 TVP-VAR 模型，并进行了回归估计。为了获取模型中参数的估计结果，我们在 MATLAB 环境下，运用 MCMC 算法对这两个模型进行了总计 10000 次的模拟抽样。经过精心整理，详细的参数估计结果已经以表格的形式呈现如下，以便进行进一步的分析研究。

根据表 5.2 中提供的估计结果，可以观察到，在模型估计过程中，Geweke 收敛诊断的概率值均低于 5% 显著性水平下的临界值 1.96。这一发现意味着，在 5% 的显著性水平下，无法拒绝 MCMC 抽样结果收敛于后验分布的初始假设。因此，可以认为抽样结果是有效的，并且符合后验分布的特征。此外，模型六中的无效因子整体偏小，通过模拟过程生成的不相关样本数量充足，这充分展现了模拟的有效性。由此，可以认为这两个模型的参数估计均为有效估计，这进一步揭示了四部门杠杆率和中央与地方政府杠杆率之间存在的时变作用关系。

表 5.2 TVP-VAR 模型估计结果

参数	模型 6	
	收敛诊断	无效因子
sb1	0.976	4.73
sb2	0.514	5.00
sa1	0.797	10.88
sh1	0.955	17.88
sh2	0.094	30.78

## 5.3 部门杠杆率之间的溢出效应分析

随着我国金融深化程度的持续提高，经济体系内各部门通过资产负债关系构建的联结日趋紧密，呈现出日益增强的相互依赖性。这种紧密联系使得各部门之间的相互影响和互动变得更加显著，进一步推动了金融市场的深化和发展。

### 5.3.1 居民部门杠杆率的溢出效应

图 5.1 全面揭示了居民部门杠杆率上升对其他四个部门杠杆率所产生的等间隔冲击效应。具体而言，当居民部门的杠杆率受到正向外部冲击时，非金融企业部门在短期和中长期内的杠杆率均展现出了显著的负向反应。这进一步证实了居民部门杠杆率的提升会对非金融企业部门杠杆率产生负面的溢出影响。深入分析这一现象，我们可以发现，当居民部门面临日益加剧的财务压力时，企业部门由于融资难度的提高而缩减了借贷活动，从而对其杠杆率水平产生了影响。

与此同时，中央政府部门和金融部门在面临居民部门杠杆率冲击时，则表现出了正向的溢出效应，中央政府部门通过增加债务来支持居民部门的财务需求，进一步推动经济活动的进行。而金融部门则受益于居民部门杠杆率上升所带来的贷款和投资需求的增加。然而值得注意的是，地方政府部门杠杆率在受到居民部门杠杆率冲击后，却展现出了负向的溢出效应，这可能是由于地方政府在居民部门杠杆率上升时，采取了更为审慎的债务管理策略，以防范潜在的财务风险。此外过度杠杆在长期内会对金融部门的稳定性产生负面影响，增加金融不稳定性。因此，在居民部门杠杆率持续上升的背景下，金融部门应警惕过度杠杆的风险，并采取相应的风险管理措施。

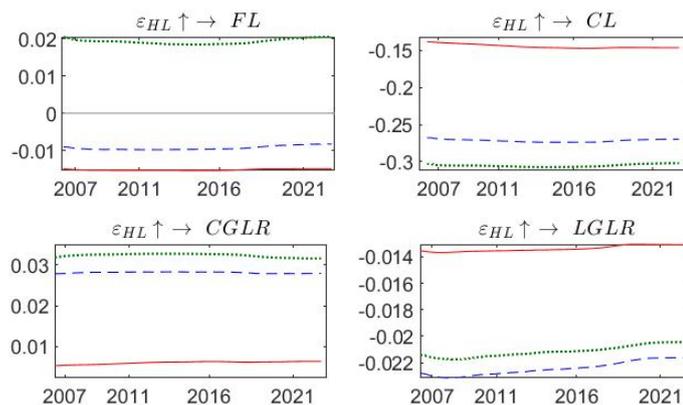


图 5.1 居民部门杠杆率对其他部门杠杆率的等间隔脉冲响应

### 5.3.2 非金融企业部门杠杆率的溢出效应

图 5.2 对非金融企业部门杠杆率上升对其他三个部门杠杆率的等间隔冲击

效应进行了详细剖析。从图中可见，自 2008 年以来，我国四部门杠杆率均呈现出明显的上升态势。尤为值得一提的是，当非金融企业部门杠杆率受到正向冲击时，金融部门、政府部门以及居民部门的杠杆率在中短期内均显示出显著的正向响应，这进一步揭示了各部门杠杆率之间的紧密联动关系。这一发现为深入理解各部门间杠杆率的相互影响机制提供了重要线索。首先观察到居民部门杠杆率在 2010 年后的正向响应逐渐降低。特别是在 2017 年我国实施去杠杆政策后，居民部门杠杆率的正向响应程度趋于稳定。这反映了去杠杆政策对居民部门债务水平的有效调控，政府加大了对居民部门杠杆率的监管力度，旨在维护金融体系的稳定。其次中央政府部门在面对非金融企业部门杠杆率的正向冲击时，其正向响应在 2011 年后显著提升。这表明中央政府在金融危机后，为稳定经济增长，积极满足非金融企业部门的融资需求，通过增加债务来支持企业部门的发展。然而随着时间推移，政府也意识到需要调整财政政策，以维持杠杆率的平稳增长。相比之下，地方政府杠杆率在 2011 年后的正向响应则有所降低。这可能是由于地方政府在面临隐性债务压力时，更加注重债务风险的控制，以防止发生金融风险。最后，值得注意的是，金融部门对非金融企业部门杠杆率上升的溢出效应在 2015 年后出现了大幅下降。到了 2022 年，这种溢出效应已经转变为负的。这充分反映了金融监管政策的收紧以及金融机构对风险管理的更加重视。近年来，监管部门出台了一系列政策，旨在规范金融机构的杠杆率，降低金融风险，金融机构也因此风险管理方面表现得更为谨慎。

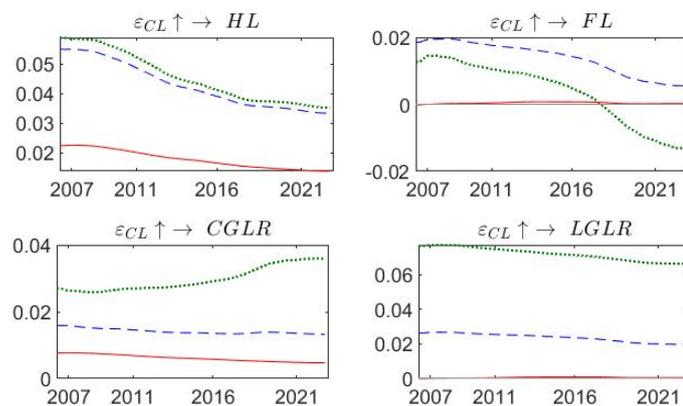


图 5.2 非金融企业部门杠杆率对其他部门杠杆率的等间隔脉冲响应

### 5.3.3 中央政府杠杆率的溢出效应

图 5.3 详细展示了中央政府部门杠杆率增加对其他部门杠杆率的等间隔冲击影响。当中央政府部门杠杆率上升时，我们观察到金融部门和非金融企业部门杠杆率在中短期内均呈现出负溢出效应。这意味着中央政府部门通过增加债务进行投资与支出，实际上在一定程度上转移了金融和非金融企业部门的融资压力，进而降低了这两个部门的杠杆率。具体来说，中央政府部门杠杆率的上升反映了政府在促进经济增长和满足社会需求时，通过债务融资的方式注入了更多的资金到经济体系中。这种资金的注入直接减少了金融和非金融企业部门为满足自身运营和投资需求所需的融资，因此它们的杠杆率呈现出负向的响应。

同时，中央政府部门杠杆率的上升在短期内也导致了居民部门杠杆率的降低，并且这种降低的趋势随时间逐渐减弱。这主要是因为中央政府部门增加债务，一方面直接提高了居民部门的当期收入，从而减少了其借贷需求；另一方面，政府通过增加社会福利和公共支出，间接减轻了居民部门的经济负担，进而降低了其杠杆率。此外，当中央政府部门杠杆率提升时，短期内对地方政府部门确实形成了一定的挤出效应。这是因为中央政府的债务融资活动会吸收大量市场上的资金，导致地方政府在融资市场上面临更高的成本或更严格的融资条件。然而，随着时间的推移，市场逐渐适应这种新的融资环境，金融市场的流动性和政策环境趋于稳定，这使得地方政府受到的挤出效应逐渐减弱。

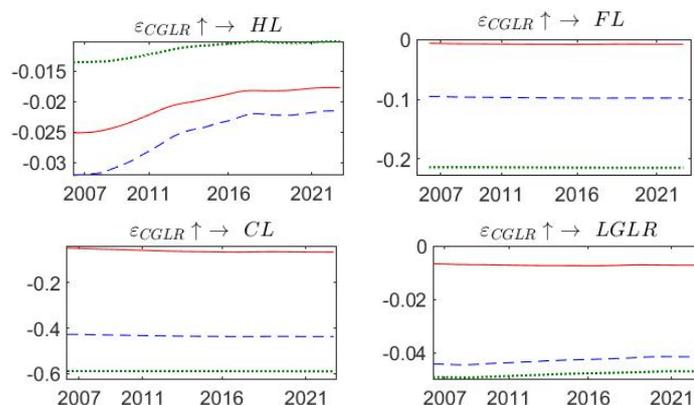


图 5.3 中央政府部门杠杆率对其他部门杠杆率的等间隔脉冲响应

### 5.3.4 地方政府杠杆率的溢出效应

图 5.4 展示了地方政府部门杠杆率上升时对其他部门产生的溢出效应。当地方政府部门杠杆率增加时，短期内对居民部门、金融部门以及非金融企业部门均产生了负的溢出效应，且随着时间的推移，这种效应有所减弱。

首先，地方政府部门杠杆率的上升在短期内对居民部门杠杆率产生负向影响。这主要是因为地方政府增加债务往往伴随着基础设施建设和公共服务投资的扩大，这些投资活动能够直接或间接地提高居民收入，降低居民部门的债务负担，进而在短期内减少居民部门的融资需求，降低其杠杆率。然而，随着时间的推移，这种效应逐渐减弱，可能是因为居民部门的收入增加和债务负担减轻达到一定程度后，其融资需求开始回升。

其次，地方政府杠杆率上升对金融部门也产生了短期的负溢出效应。这主要是因为地方政府债务的增加通常是通过金融市场进行的，这在一定程度上挤占了金融部门对其他经济主体的信贷资源。但随着金融市场的逐步适应和资金流动性的改善，这种挤出效应会逐渐减弱，金融部门对其他经济主体的信贷支持也将逐渐恢复。同样地，地方政府杠杆率上升对非金融企业部门也产生了短期的负溢出效应。地方政府通过债务融资进行基础设施建设和公共服务投资，有助于改善营商环境，降低企业运营成本，从而减少了非金融企业部门的融资需求。然而，随着地方政府债务规模的扩大和债务风险的累积，这种效应可能会逐渐减弱，非金融企业部门的融资需求可能会重新上升。

此外，地方政府杠杆率提升会在一定程度上挤出中央政府杠杆率。这是因为地方政府和中央政府在债务融资方面存在一定的竞争关系。当地方政府债务规模扩大时，可能会占据更多的融资资源，使得中央政府在债务融资方面面临更大的压力。同时，地方政府债务的增加也可能导致中央政府需要承担更多的隐性债务风险，进而限制了其债务规模的扩张。

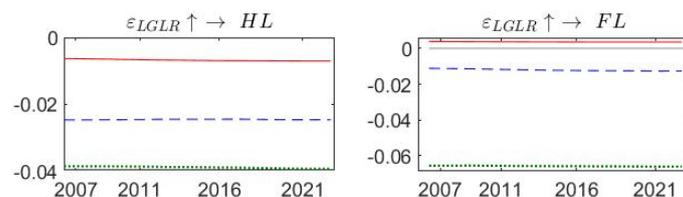
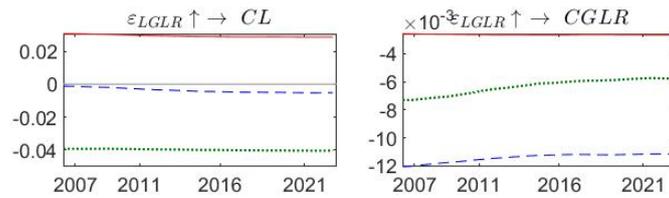


图 5.4 地方政府部门杠杆率对其他部门杠杆率的等间隔脉冲响应



续图 5.4 地方政府部门杠杆率对其他部门杠杆率的等间隔脉冲响应

### 5.3.5 金融部门杠杆率的溢出效应

图 5.5 详细描绘了金融部门杠杆率对各部门杠杆率的等间隔冲击影响。当金融部门杠杆率上升时，短期内对其他四个部门均产生了正向的溢出效应，这体现了金融部门作为经济体系中的资金枢纽，其杠杆率的变动对其他部门融资活动的重要影响。

首先，居民部门杠杆率的正向溢出效应在金融部门杠杆率上升后显著增强，但在 2011 年后有所下降并逐渐趋于稳定。这主要是因为金融部门杠杆率的增加使得金融市场的流动性增强，居民更容易获取贷款以满足消费和投资需求。然而，随着金融监管的日益严格和居民债务风险意识的提高，居民部门在债务积累上变得更加审慎，这导致了正向溢出效应的减弱。

其次，非金融企业部门杠杆率对金融部门杠杆率的上升表现出短期和中期的正向响应。这是因为金融部门杠杆率的增加为企业提供了更多的融资机会，降低了融资成本，从而刺激了企业的融资活动。然而，长期内，非金融企业部门可能因高杠杆带来的风险而开始调整自身融资结构，降低杠杆率，以适应经济环境的变化。

最后，金融部门杠杆率的上升在短期内还会提升中央和地方政府部门的杠杆率。这主要是因为金融部门杠杆率的增加使得金融市场资金供应更为充裕，中央和地方政府在债务融资方面面临的环境相对宽松，融资成本降低，从而有助于其债务规模的扩张。此外，金融部门杠杆率的上升也可能反映了整体经济活动的增加，这进一步推动了中央和地方政府在基础设施建设和公共服务等领域的投资，进而提升了其杠杆率。然而，需要警惕的是，虽然短期内金融部门杠杆率的上升可能有助于中央和地方政府债务的扩张，但长期内过高的杠杆率可能带来潜在的风险和不确定性。因此，在制定金融政策和债务管理策略时，应综合考虑各部门

之间的相互影响，确保金融部门的健康发展与其他部门的稳定增长相协调，以防范和化解潜在的债务风险。

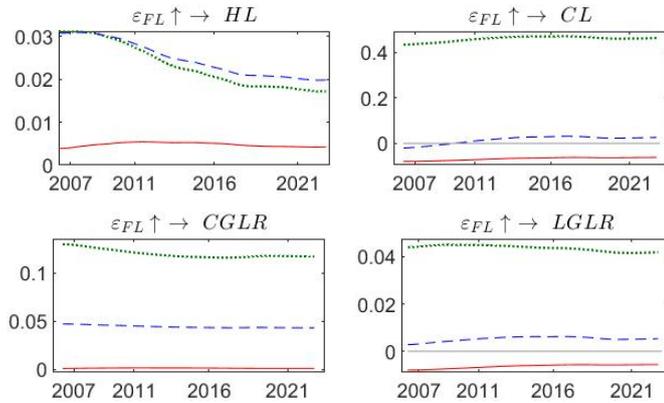


图 5.5 金融部门杠杆率对其他部门杠杆率的等间隔脉冲响应

## 5.4 小结

五部门杠杆率有着显著的溢出效应。这种效应不仅体现在各部门之间的直接影响，还涉及到整个经济体系的稳定与健康发展。首先，居民部门杠杆率的上升在短期内展现了一种杠杆转移效应。具体而言，随着居民部门通过增加债务进行消费或投资，其融资需求相应增强，这在一定程度上为非金融企业和地方政府缓解了融资压力，进而可能导致这两个部门的杠杆率呈现下降趋势。然而，居民部门杠杆率的提升也非毫无代价，它在一定程度上可能推动中央政府和金融部门杠杆率的攀升。这是因为，居民债务的增加可能激励政府为维持经济增长而扩大财政支出，同时，金融市场为满足居民部门的融资需求也不得不拓展其业务规模，进而提高自身杠杆率。

其次，非金融企业部门杠杆率的变动对全社会杠杆率水平具有直接且显著的影响。当非金融企业部门杠杆率上升，即企业债务规模扩大时，这会直接推高全社会整体的杠杆率水平。这是因为非金融企业作为经济活动的重要参与者，其债务规模的增减直接影响到整个经济体系的债务负担和杠杆率水平。

再次，中央政府部门杠杆率的变动也不容忽视。中央政府通过发行国债等方式筹集资金，其杠杆率的上升在一定程度上具有转移其他部门杠杆率的作用。这是因为中央政府的债务融资多用于基础设施建设和公共服务等领域，这些投资有

助于改善整体经济环境，从而降低其他部门（如非金融企业和地方政府）的融资难度和杠杆率。

最后，需要关注的是地方政府杠杆率提升对中央政府杠杆率的挤出效应。由于地方政府和中央政府在债务融资市场上存在一定的竞争关系，因此当地方政府增加债务时，可能会挤占中央政府的融资空间，进而对其杠杆率产生一定的抑制作用。这种挤出效应对政府部门的整体杠杆率稳定构成了潜在威胁，因此需要引起足够的重视和关注。

## 6 结论与建议

### 6.1 研究结论

本文运用 TVP-VAR 模型,深入探究了我国总体杠杆率以及居民部门、政府部门、金融部门和非金融企业部门杠杆率各自对经济增长和资产价格波动产生的时变影响,从而更全面地揭示了它们之间的动态关系。其次,将居民部门、金融部门、非金融企业部门杠杆率以及中央政府和地方政府杠杆率置于统一的框架之中,以便深入探究不同部门杠杆率之间的溢出影响。最终,结论如下:

第一,我国当前的杠杆率水平是可持续的。通过实证结果可知,目前,我国总体杠杆率及居民、政府和非金融企业部门杠杆率增长在短期内对我国经济增长都有较显著的正向影响。从中期来看,适度的杠杆率水平有助于推动我国经济的持续发展,提升经济活力和效率。

第二,杠杆率增速过快不仅会削弱其对经济增长的积极作用,而且会对经济金融稳定带来潜在风险。通过不同部门杠杆率对资产价格波动的冲击影响可看出,杠杆率的增加在推动经济增长的同时会在不同程度影响资产价格波动,总体杠杆率的变动对经济金融稳定影响较大,特别是在我国金融市场日益复杂和多元化的背景下,杠杆率的快速增长会对金融市场的稳定性产生冲击。高杠杆率会导致资产价格泡沫,增加金融体系的脆弱性,一旦市场出现波动,可能会引发连锁反应,对金融市场和实体经济造成严重影响。

第三,居民部门、政府部门、非金融企业部门杠杆率的可持续性较强,而金融部门杠杆率的可持续性较弱。通过进一步分析各部门杠杆率对经济增长的具体效应,我们发现政府部门、居民部门、非金融企业部门的杠杆率依然对产出增长有着显著的正向推动作用。然而相比之下,金融部门加杠杆对产出增长有较明显的负向影响。从潜在风险的角度来看,金融部门加杠杆对经济金融稳定性的影响最为显著,非金融企业部门次之,且这种影响通常伴随着一定的时滞效应。相对而言,政府部门和居民部门杠杆率对资产价格波动的冲击影响较小。

第四,金融部门与非金融企业部门杠杆率的攀升在短期内会对全社会杠杆率产生显著的推动作用,而地方和中央政府部门杠杆率的增加能够在一定程度上缓解其他部门的杠杆压力。具体而言,当金融部门和非金融企业部门的杠杆率上升时,这通常意味着这两个部门正在增加债务以支持其运营和扩张活动。由于金融

部门和非金融企业部门在经济中占据重要地位，它们的债务增加会直接导致全社会债务总量的增加，从而推高全社会杠杆率。其次，当政府部门增加杠杆以支持经济发展时，它们可能会通过发行债券或增加财政支出等方式来筹集资金。这些举措虽然有助于缓解其他部门的融资压力，但也可能导致政府部门自身的债务规模扩大，从而对其杠杆率的健康平稳发展产生影响。此外，政府部门杠杆率的增加还可能对其他部门产生挤出效应。由于政府部门的融资需求增加，可能会挤占原本属于其他部门的融资资源，导致这些部门在融资方面面临更大的困难。这种挤出效应可能会进一步加剧部门之间杠杆率的不平衡，从而对整体经济的稳定和发展产生不利影响。

第五，尽管目前政府部门杠杆率仍具有可持续性，但是地方政府部门杠杆率过快增长蕴含着巨大的金融风险。政府通过适度举债可以为经济增长提供必要的资金支持，推动基础设施建设和公共服务提升，进而促进经济增长。同时，政府杠杆率的适度提升也有助于稳定资产价格波动，维护金融市场的稳定。然而，通过对地方政府杠杆率和中央政府杠杆率的深入分析，我们发现目前地方政府杠杆率正在快速提升，并且其对中央政府及整体政府杠杆率都产生了较显著的影响。过高的地方政府债务可能加剧金融机构的风险暴露。一旦地方政府债务出现违约或偿付困难，将直接影响金融机构的资产质量和盈利能力，甚至可能引发连锁反应，导致金融风险跨市场、跨行业传递。此外，地方政府债务过高还可能影响金融稳定，增加金融体系的脆弱性，降低其抵御风险的能力。一旦地方政府债务风险爆发，将可能对金融体系的稳定运行产生严重冲击，进而影响实体经济的发展和社会稳定。

## 6.2 政策建议

在充分考虑前述分析的基础上，本文提出以下观点：为确保经济实现稳健发展并有效防范金融系统性风险的滋生，结构性去杠杆政策应当着重关注以下几个关键方面：

第一，通过调整我国各部门杠杆率，维持我国总体杠杆率处于适度水平。我国目前的总体杠杆率处于可持续水平，因此，需要保证未来各部门杠杆率适度。首先，居民部门其负债主要集中于住房贷款。目前房地产市场低迷的情况下，居

民部门杠杆率增长乏力，因此，只需避免居民过度负债即可。其次，非金融部门对经济增长的贡献最大且其杠杆率水平对经济增长仍然具有显著促进作用，应适当提高其杠杆率水平，以进一步激发市场活力和经济发展潜力。最后，针对政府部门杠杆率，应采取措施降低其杠杆率，特别是要化解地方政府部门债务，有效解决地方债和地方融资平台无序扩张问题，以防范财政风险。

第二，金融部门杠杆的过度积累不仅无益于经济增长，而且会影响金融稳定。因此，我们当前应将控制金融部门杠杆水平作为首要任务。具体而言，政府部门应该在监管政策、市场机制等多方面发力，切实加大对金融同业业务规模扩张的监管强度和力度。通过实施一系列针对性措施，如提高资本充足率要求、限制高风险业务等，有效遏制金融部门杠杆的过快增长。这将有助于减轻资金在金融体系内的无效流转和套利现象，优化金融资源配置效率，为实体经济的稳健发展提供有力支持。

第三，建立健全相关制度和机制，提升地方政府债务信息的透明度并加强对其的监管力度。一方面要及时公布地方政府的债务状况包括债务规模、结构、使用情况等关键信息，接受社会各界的广泛监督；另一方面要强化对地方政府债务的审计和监督工作确保债务资金使用的合规性和效益性。同时还应积极探索创新地方政府债务管理方式方法鼓励将部分符合条件的债务转为市场化的金融产品如地方政府债券等吸引更多社会资本参与投资促进地方政府债务的市场化和规范化发展。这些举措将有助于提升地方政府债务管理水平防范化解债务风险维护经济金融稳定。

第四，利用新兴技术手段对各部门杠杆水平进行有效监控，充分利用宏观审慎评估体系的优势，开展全面、深入且及时的监测工作。这一体系的建立可确保各部门的债务总量增速与经济增长速度保持动态平衡，从而避免杠杆率的过快攀升对经济稳定造成不利影响。通过实时监测各部门的杠杆水平，我们能够及时发现潜在风险，并采取相应措施进行预警和调控。此举不仅有助于稳定资产价格波动，提高杠杆利用效率，更是维护经济金融稳定、促进可持续发展的重要保障。

## 参考文献

- [1]Benedicte Baduel Robert Price. Evolution of Debt Sustainability Analysis in Low-Income Countries: Some Aggregate Evidence[J]. IMF Working Papers, 2012,12(167).
- [2]Benjamin Carton, Armand Fouejieu. Assessing Dutch Fiscal and Debt Sustainability [J]. IMF Working Papers, 2020, 20(269).
- [3]Bruce C, KHank. Growth in a Time of Debt[J]. American Economic Review. 2011(8):551-573.
- [4]Camila Henao-Arbelaez, Nelson Sobrinho. Government Financial Assets and Debt Sustainability[J]. IMF Working Papers, 2017, 17(173).
- [5]Chang, T. & Chian, G. The Behavior of OECD Public Debt: A Panel Smooth Transition Regression Approach[J]. Empirical Economics Letters, 2009, 8(1).
- [6]Cochrane JH. Understanding Policy in the Great Recession: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic[J]. European Economic Review, 2011(1):2-30.
- [7]E Mendoza, M Terrones. An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data [R]. NBER Working Paper Series No. 5287, 2008.
- [8]Elva Bova, Marta Ruiz-Arranz, Frederik Toscani, et al. The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset[J]. IMF Working Papers, 2016, 16(14):1.
- [9]Fei Han, Emilia Jurzyk, Wei Guo, et al. Assessing Macro-Financial Risks of Household Debt in China[J]. IMF Working Papers, 2019, 19(258).
- [10]Fisher, I. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions[J]. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1993: 337-357.
- [11]Gabriel Garber, Atif Mian, acopo Ponticelli, et al. Government Banks, Household Debt, and Economic Downturns: The Case of Brazil[J]. BIS Working Papers, 2020, 20(876).
- [12]Hall R E. The High Sensitivity of Economic Activity to Financial Frictions [J]. The Economic Journal, 2011, 121(552): 351-378.
- [13]Hamid R. Davoodi, Paul Elger, Alexandra Fotiou, et al. Fiscal Rules and Fiscal Councils: Recent Trends and Performance during the COVID-19 Pandemic[J]. IMF Working Papers, 2022, 22(011).
- [14]Henry Mooney, Constance de Soyres. Debt Sustainability Analyses for Low Income Countries: An Assessment of Projection Performance[J]. IMF Working Papers, 2017, 17(220):1.

- [15] Laura Jaramillo, Carlos Mulas-Granados, Elijah Kimani. The Blind Side of Public Debt Spikes[J]. IMF Working Papers, 2016, 16(2022):1.
- [16] Lombardi, M, Mohanty, M. & Shim, I. The Real Effects of Household Debt in the Short and Long Run [J]. BIS Working Papers, No. 607, 2017.
- [17] Lombardi, M. J., M. Mohanty and I. Shim, The Real Effects of Household Debt in the Short and Long Run, BIS Working Papers, 2017, No. 607.
- [18] M Dewally, Y Shao. Wholesale Funding and National Risk Attitude [J]. Journal of International Financial Markets Institutions and Money, 2012(2):179-195.
- [19] Michael S F. The Real Loss and Gain of Debt [J]. Social Science Review. 2012(4):245-296.
- [20] Romain Bouis, Ane Kathrin Christensen, Boris Coumde, 2013, Deleveraging: Challenges, Progress and Policies[J]. Economics Department Working papers . No.1077.
- [21] Stein J L. US Financial Debt Crisis: A Stochastic Optimal Control Approach [G]. Stochastic Optimal Control and the u.S. Financial Debt Crisis. 2012:134.
- [22] Vanessa Le Lesle. Bank Debt in Europe: “Are Funding Models Broken”[J]. IMF Working Papers, 2012, 12(299).
- [23] 边卫红, 张伊. 全球政府债务问题的困境及对新兴经济体的启示[J]. 金融监管研究, 2015, 2015(11):13.
- [24] 车树林. 政府债务对企业杠杆的影响存在挤出效应吗?——来自中国的经验证据[J]. 国际金融研究, 2019(01):86-96.
- [25] 陈沁园. 金融杠杆对区域金融稳定与经济增长的影响研究[D]. 厦门大学, 2019.
- [26] 陈英. 从“过剩经济”到“债务经济”——当今发达经济运行的新特征[J]. 当代经济研究, 2010, 2010(01):11-16.
- [27] 陈雨露, 马勇, 徐律. 老龄化、金融杠杆与系统性风险[J]. 国际金融研究, 2014, (09):3-14.
- [28] 程晋鲁, 方荣慧. 实体经济杠杆水平与经济增长的关系研究[J]. 金融理论与实践 2020, (07):33-41.
- [29] 符瑞武, 高波. 企业债务影响金融稳定和经济增长的时变冲击效应[J]. 郑州大学学报(哲学社会科学版), 2021, 54(01):59-64.

- [30] 苟文均, 袁鹰, 漆鑫. 债务杠杆与系统性风险传染机制——基于 CCA 模型的分析[J]. 金融研究, 2016, (03): 74-91.
- [31] 桂文林, 程慧. 杠杆率、资产价格与经济增长时变关联研究——基于混频 MS-VAR 分析[J]. 统计研究, 2021, 38(07): 47-63.
- [32] 郭敏, 安亚琼. 发达国家债务经济可持续性现状与趋势[J]. 现代国际关系, 2013, (10): 60-68.
- [33] 何炜君. 居民杠杆与经济增长的关系研究[D]. 浙江大学, 2021.
- [34] 黄少安, 王伟佳. 分部门去杠杆与宏观经济波动——基于预期与货币政策有效性视角[J]. 财经科学, 2019(01): 16-26.
- [35] 纪敏, 李宏瑾, 杨小玄. 杠杆率水平、经济结构转型与“债务—通缩”风险[J]. 宏观经济研究 2018, 2018(01): 15-27.
- [36] 李桂君, 田宗博, 宋砚秋. 地方政府债务对城市经济高质量发展的影响研究[J]. 中央财经大学学报, 2023, No. 425(01): 3-14.
- [37] 李若愚. 居民部门杠杆率的国际比较与启示[J]. 金融与经济, 2016(01): 23-27.
- [38] 李艳军. 宏观杠杆率、投资效率与经济增长——再论我国的宏观债务风险[J]. 金融监管研究 2020, 2020(08): 69-83.
- [39] 李优树, 张敏. 金融结构视角下杠杆率对经济增长的影响[J]. 统计与决策, 2021, 37(09): 147-151.
- [40] 刘晓光, 刘元春. 杠杆率重估与债务风险再探讨[J]. 金融研究, 2018, 458(8): 33-50.
- [41] 刘一楠, 王亮. 内生的杠杆阈值、金融加速器与宏观经济波动——基于动态随机一般均衡模型(DSGE)的分析[J]. 南方经济, 2018, No. 351(12): 57-77.
- [42] 刘哲希, 李子昂. 结构性去杠杆进程中居民部门可以加杠杆吗[J]. 中国工业经济 2018(10): 42-60.
- [43] 马亚明, 张洁琼. 杠杆率的持续性与溢出效应: 基于四部门的实证研究[J]. 南方经济 2019(02): 35-50.
- [44] 潘敏, 刘知琪. 居民家庭“加杠杆”能促进消费吗?——来自中国家庭微观调查的经验证据[J]. 金融研究, 2018, 454(4): 71-87.

- [45]阮健弘,刘西,叶欢.我国居民杠杆率现状及影响因素研究[J].金融研究,2020,482(8):18-33.
- [46]宋亚,成学真,赵先立,我国省域杠杆率及其对经济增长的影响——基于省级面板数据门槛模型[J].华东经济管理,2017,31(02):100-106.
- [47]田新民,夏诗园.中国家庭债务、消费与经济增长的实证研究[J].宏观经济研究2016,(01):121-129.
- [48]王冲.金融发展、金融稳定与经济增长的动态关系研究[D].华侨大学,2016.
- [49]王叙果,沈红波,钟霖佳,政府隐性担保、债券违约与国企信用债利差[J].财贸经济2019,40(12):65-78.
- [50]王艺璇,刘喜华.金融稳定、金融杠杆与经济增长——基于时变参数向量自回归模型[J].金融发展研究,2019,(10):22-30.
- [51]吴炎芳,张国栋.经济杠杆、金融稳定与经济增长效率耦合协调度发展研究[J].当代经济2020,(11):52-55.
- [52]肖崎,杜家欣.金融资产配置对企业杠杆率的影响——基于企业所有权异质性的分析L[J].金融发展研究,2021,(05):3-8.
- [53]徐文舸.我国居民部门稳杠杆之路任重而道远[J].中国经贸导刊,2020(21):67-69.
- [54]许弟伟.地方政府债务风险的传导机制与协同治理[J].宏观经济管理,2022(08):57-64.
- [55]杨晓龙.基于技术效率视角的欧元区国家主权债务危机原因分析[J].国际金融研究,2012,2012(12):47-57.
- [56]张启迪.宏观杠杆率与经济增长[J].财政研究,2020,(06):62-76.
- [57]张晓晶,常欣,刘磊.结构性去杠杆:进程、逻辑与前景——中国去杠杆2017年度报告[J].经济学动态,2018,(05):16-29.
- [58]支俊立,曾康霖,王宇.金融周期、经济增长与金融稳定性研究[J].南开经济研究,2020,(04):66-87.
- [59]中国人民银行杠杆率研究课题组,徐诺金,姜再勇.中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究[J].金融监管研究,2014,(05):23-38.

- [60]周海林,严超超,吴鑫育.经济政策不确定性、宏观杠杆率与金融稳定性——基于SVAR模型和门限模型的实证研究[J].大连海事大学学报(社会科学版) 2021, 20(04):69-78.
- [61]周俊仰,汪勇,韩晓宇.去杠杆、转杠杆与货币政策传导——基于新凯恩斯动态一般均衡的研究[J].国际金融研究, 2018(05):24-34.
- [62]朱鸿鸣,演岩.中国全社会及各部门杠杆率测算[J].重庆理工大学学报, 2016, 30(02):1-6.
- [63]陈舒悦,刘悦,张际.基于上市企业微观杠杆率的货币政策传导效率的研究——地方政府隐性债务视角[J].经济学(季刊), 2024, 24(01):237-253.
- [64]景鹏.社会保险缴费与企业杠杆率——“降成本”有利于“去杠杆”吗?[J].社会保障评论, 2024, 8(01):74-87.
- [65]赵晶晶,侯英健,王丽英.数字金融对中小企业杠杆率影响研究[J].价格理论与实践, 2023, (05):148-151.
- [66]葛晶,李翠妮.信贷扩张、逆向选择与企业杠杆率分化[J].数量经济技术经济研究, 2023, 40(08):178-199.
- [67]熊海芳,张倩.杠杆率的同行效应与公司债务风险——基于中证500指数的实证分析[J].山东社会科学, 2023, (04):77-85.
- [68]张甜迪,田莎.金融结构、非金融企业部门杠杆率与系统性风险——基于2008—2020年跨国面板数据的研究[J].金融发展研究, 2022, (12):49-59.
- [69]高西,高嘉璘.杠杆率监管政策对银行系统性风险的影响研究[J].价格理论与实践, 2022, (10):137-141.
- [70]张成思,贾翔夫,廖闻亭.金融化、杠杆率与系统性金融风险[J].财贸经济, 2022, 43(06):80-96.
- [71]崔婕,关诗焯.经济政策不确定性与企业部门杠杆率结构性特征研究[J].学习与探索, 2022, (06):132-140.

## 后 记

时光荏苒，毕业之际悄然而至，心中感慨万分。回首这段求学之旅，我满怀感激之情。

首先，我要衷心感谢我的导师。在整个论文撰写过程中，导师倾注了大量心血，从选题到开题，从初稿到定稿，每一步都离不开导师的悉心指导和耐心修正。导师不仅教会了我写作技巧，更培养了我的逻辑思维和独立思考能力。同时，导师的为人处世之道也深深影响着我，让我受益终身。

其次，我要感谢所有为我授课的老师。他们不仅传授给我丰富的专业知识，更教会了我如何发现问题、分析问题和解决问题。每一次的课堂讨论，都是一次思想的碰撞和灵感的迸发，让我收获颇丰。此外，我还要感谢我的同门师兄师姐、身边的同学朋友和我的同窗舍友们。他们在学术上给予我无私的帮助，在生活中给予我温暖的关怀。我们一起度过了许多难忘的时光，共同成长，共同进步。

最后，我要深深感谢我的父母和家人。他们一直是最坚实的后盾，给予我无尽的支持和鼓励。正是他们的默默付出，让我能够无忧无虑地追求学术梦想。

在这段漫长而富有挑战性的学术旅程中，感谢自己。感谢自己那份坚定的信念，让我在无数个困惑和挫折面前从未放弃。感谢自己那份不懈的努力，让我在无数个日夜里不断探寻知识的边界。正是这份对自己的信任和坚持，让我能够跨越重重困难，不断前行。毕业并非终点，而是新的起点。在未来的日子里，我将带着这份感恩和收获，继续努力前行，不断追求更高的目标。愿这段美好的求学时光成为我人生中最宝贵的财富，激励我不断前行，创造更加辉煌的未来。