

基于债务视角的系统性金融风险治理

王学凯

[摘要] 债务风险是系统性金融风险的起源，经济主体的不同动机有着不同债务融资需求，处在不同经济周期也有不同债务选择，债务累积使得债务风险有可能演变为系统性金融风险。从机制看，债务风险传导的机制包括流动性机制、资产负债表衰退机制、“债务—通缩”循环机制。从实践看，系统性金融风险表现为提高经济主体的负债水平，降低经济主体的可持续性，增加金融体系的脆弱性。从路径看，治理系统性金融风险需要设置经济主体负债率阈值，健全债务风险监管体系，建立债务风险隔离机制。

[关键词] 系统性金融风险；债务逻辑；治理路径

[中图分类号] D63

[文献标识码] A

[文章编号] 1674-7453 (2024) 01-0022-10

党的十八大以来，我国金融工作取得显著成绩，但金融领域各种矛盾和问题相互交织、相互影响，表现在经济金融风险隐患仍然较多、金融服务实体经济的质效不高、金融乱象和腐败问题屡禁不止、金融监管和治理能力薄弱等多个方面。^[1]2023年中央金融工作会议19次提到“风险”，强调“牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”。从某种程度来说，债务风险是系统性金融风险的起源，从单个经济主体、单个部门的债务风险传导至多个经济主体、多个部门，便形成了系统性金融风险。

一、系统性金融风险的债务逻辑

金融即所谓资金的融通，两个经济主体之间一旦存在资金融通行为，便产生了债权债务关系。经济系统的多个经济主体形成错综复杂的债权债务关系，叠加金融产品创新放大了债务风险，单个经济主体、单个部门的债务风险就有可能诱发系统性金融风险。

（一）债务融资的动机类型

在现代经济模式下，每一个经济主体都无法

[基金项目] 国家社会科学基金青年项目“积极的财政政策加力提效研究”（23CJY002）。

[作者简介] 王学凯，中共中央党校（国家行政学院）马克思主义学院副研究员。

或不愿自行承担经济行为的成本，更倾向于通过债务融资或加杠杆的方式扩大资源可得性，根据不同动机，债务融资可分为三种类型。

第一种是对冲性债务融资。经济主体或多或少会面临一些临时的、短期的经营困难，这时就需要通过对冲性债务融资，获得一些资金来缓解压力，保持经济行为的持续性。对冲性债务融资属于好的加杠杆，经济主体的负债通常较少，采取债务融资是为了对冲短期风险，实现稳健的经营，并且未来现金流足以覆盖所举借的债务本金和利息。

第二种是投机性债务融资。经济主体为了在中长期大幅度地扩大经营，试图通过投机性债务融资方式，获得更多的资源控制权。投机性债务融资介于好的加杠杆和坏的加杠杆之间，经济主体的负债有较大幅度增加，采取债务融资是为了满足投机性的需求，稳健经营可能受到一定影响，未来现金流不一定能够覆盖所举借债务的本金和利息，甚至只能覆盖利息，而偿还本金则需要继续滚动举债，是一种“贷短用长”的融资行为，可持续性相对较差。

第三种是“庞氏”债务融资。经济主体出于欺骗、欺诈的目的，通过“庞氏”债务融资方式获得大量资源，但很少投入或并不投入经营，对债务形成的资源利用效率极低。“庞氏”债务融资属于坏的加杠杆，经济主体的负债高企，采取债务融资是为了偿还前期所举借债务的本金和利息（即“借新还旧”），经营极为不稳健，未来现金流或只能维持经济主体的基本经营，无法覆盖所借债务的本金和利息，如果经营稍微出现问题，只能通过变卖资产或新的再融资来偿还债务本金和利息。

对一个部门或国家而言，如果对冲性债务融资占比较高，说明整个部门或国家经济较为健康，金融较为稳健；如果投机性债务融资占比较高，整个部门或国家的金融风险会有所上升，是否会

爆发系统性金融风险取决于投机性债务融资是否可以持续下去；如果“庞氏”债务融资占比较高，说明整个部门或国家的经济、金融都处于风险之中，随时可能出现“明斯基时刻”，进而爆发系统性金融风险。

（二）债务风险的累积过程

债务周期与经济周期密切相关，一个完整的经济周期包括复苏、繁荣、萧条、衰退四个阶段，而每个阶段都对应着不同的债务融资类型和杠杆调整，形成债务周期。桥水基金创始人瑞·达利欧将债务周期分为短期和长期，短期债务周期是中央银行通过利率的“主动调节”，长期债务周期是债务人非理性加杠杆的“被动调节”。

复苏阶段，经济从上一个周期的衰退转向复苏，为满足不断增加的需求，经济主体采取对冲性债务融资，适当增加杠杆，确保经营现金流能够偿还所举借的债务本金和利息。当然这个阶段也存在投机性债务融资，只不过相较于对冲性债务融资其所占的比例更少。

繁荣阶段，经济形势持续向好，大大激发了经济主体的信心，风险偏好也不断提高。为了进一步扩大生产、赚取更多利润，经济主体除了采取对冲性债务融资，还会采取投机性债务融资，投机性债务融资所占比例快速上升，甚至可能超过对冲性债务融资的比例。在这个阶段，经营相对稳健，现金流勉强可以覆盖所借债务的本金和利息。资产价格攀升，使得投机性需求越来越大，投机性债务融资比例也不断提高，最终占据主导地位。随着资产价格进一步高涨，经济主体出现了“财富幻觉”，便开始采取“庞氏”债务融资，资产价格严重偏离经济基本面，经营也不稳健，极其容易受到冲击。

萧条阶段，“庞氏”债务融资吹大了资产泡沫，泡沫相当脆弱，极小的负面冲击便可能刺破这个泡沫。系统性金融风险是否显著积累的关键在于市场风险传染与资产抛售主体、个体抛售行为之

间的交互作用，^[2]当负面冲击引起资产抛售，资产价格便出现大幅度下跌，出于预防性和谨慎心理，资产持有者会加大抛售资产的规模，引起资产价格更大幅度下跌。对于举债的经济主体，资产背后往往对应着债务，当资产价格不足以覆盖对冲性债务、投机性债务和“庞氏”债务，就产生了债务危机。萧条阶段是债务风险爆发的阶段，在这个阶段，经济主体只想尽快抛售资产，防止陷入债务危机。

衰退阶段，经济持续下行，需求锐减，经营陷入困难，经济主体的债务融资需求也随之降低，不仅如此，复苏和繁荣阶段累积的债务，在萧条时如果未能及时化解，那么在衰退阶段还需要进一步去杠杆。对经济主体来说，衰退阶段的去杠杆无疑是“雪上加霜”。

（三）债务风险的传导机制

债务风险的传导有一个过程，不断累积、扩散，形成系统性金融风险，具体包括三个机制。

一是流动性机制。经济主体的流动性危机一般为短期危机，经营现金流出现了断裂，无法完全覆盖所举借债务的本金和利息，不得不采取变卖资产或再融资的方式予以缓解。单个经济主体的流动性危机影响的只是本身，多个经济主体的流动性危机就可能会有区域性、全局性的影响。2007年美国爆发的次级贷款危机，就是许多不具有贷款资格的购房者流动性出现问题，出现群体性“断供”，基于次级贷款的住房抵押支持证券（MBS）、资产支持证券（ABS）、担保债务凭证（CDO）和信用违约互换（CDS）等金融产品，都出现了恶化的、放大的连锁反应，最终导致金融系统的危机和经济系统的危机。

二是资产负债表衰退机制。单个经济主体抛售资产，对整个市场的影响极为有限，但如果是大量经济主体抛售资产或经济主体大规模抛售资产，那么将引起整个市场资产价格的大幅下滑，资产负债表开始衰退。当资产价格下降至实际价

值以下，资产负债率或杠杆率会攀升，叠加流动性危机的影响，经济主体很可能无法按期偿还所举借债务的本金和利息，这加剧了资产负债表的衰退。在这种状态下，经济主体放弃利润最大化的目标，转而追求债务最小化，竭尽可能地修复资产负债表。此时，银行等金融机构出于降低风险的目的，减少了信贷支持，即使银行等金融机构愿意继续提供信贷支持，但经济主体也不具备借债能力，造成事实上的信贷紧缩、流动性停滞。资产负债表衰退通常发生在资产价格下降或产能集中释放阶段，流动性的变化在很大程度上改变经济主体的资产负债表结构，以及损益表结构，资产负债表随流动性变化而出现“膨胀—收缩”“破坏—修复”的规律性变化。^[3]特别是如果考虑到金融开放，银行的资产负债表对资本流动的变化随着金融开放程度越高而越敏感，国内外风险冲击对投资和产出的负面影响也会越大。^[4]

三是“债务—通缩”循环机制。经济萧条时债务与通货紧缩是最主要的变量，其他诸如货币、流通速度、利率、利润、商业信心、资产净值等都是次要变量，只有当这些变量与过度负债、通货紧缩相结合，才会产生更加显著的影响。美国经济不景气（1873—1879年）、大萧条（1929—1933年）、欧洲主权债务危机（2008年国际金融危机期间）等，都是“债务—通缩”理论^[5]的印证。以经济处于“过度负债”的状态为起点，债务人与债权人都急于清偿债务。清偿债务可能引发连锁反应：第一环是导致债务人廉价出售资产，引发存款货币收缩，致使货币流通速度下降；第二环是货币收缩与流通速度下降，叠加资产廉价出售的影响，引发价格下降，并可能导致企业资产净值更大幅度下降，稀释企业利润；第三环是企业利润降低后，部分陷入亏损的企业会减少产出，并降低雇佣劳动数量；第四环是企业进一步亏损甚至破产，劳动者将失业，引发悲观情绪，过度丧失的信心激发货币贮藏行为，更进一步降低货

币流通速度，导致名义利率下降和实际利率上升。就这样，形成恶性循环。当然在实际通货紧缩中，连锁反应的过程可能不严格按照上述四个环节，某些环节会重复出现。

二、系统性金融风险的债务表现

从债务视角看，系统性金融风险的逻辑在于债务水平不断攀升，导致经济主体出现流动性风险、资产负债表衰退，进而出现“债务—通缩”循环。系统性金融风险在债务方面的表现，具体来说有三个。

（一）提高经济主体的负债水平

经济主体主要包括实体部门（政府部门、家庭部门、非金融企业部门）和金融部门，这些经济主体基于多重因素，不断提高负债率（债务与GDP 比值）水平。

从国际视角看，新兴经济体和发达经济体负债率水平都有不同程度提升（见图1）。总体看，新兴经济体实体部门负债率从2008年的112%

上升至2023年的227.2%，年均增加7.7个百分点，同期发达经济体实体部门负债率从238.8%上升至269.2%，年均增加2个百分点。发达经济体实体部门负债率一直高于新兴经济体实体部门负债率，但二者的差距越来越小，2008年前者较后者高126.8个百分点，到2023年前者只比后者高42个百分点，这说明在原有负债水平较低的情况下，为了促进经济增长，新兴经济体实体部门举借债务的规模较大、速度较快，而发达经济体实体部门本身负债率水平就比较高，考虑到债务可持续性，可以举借债务的空间也相对较小。分部门看，新兴经济体政府部门负债率从2008年的30.9%上升至2023年的67.4%，年均增加2.4个百分点，同期发达经济体政府部门负债率从76.5%上升至104.9%，年均增加1.9个百分点。新兴经济体家庭部门负债率从22%上升至48.4%，年均增加1.8个百分点，同期发达经济体家庭部门负债率从76.3%下降至73.4%，呈现降低负债水平的趋势。新兴经济体非金融企业部门负债率从59.1%上升至111.4%，年均增加

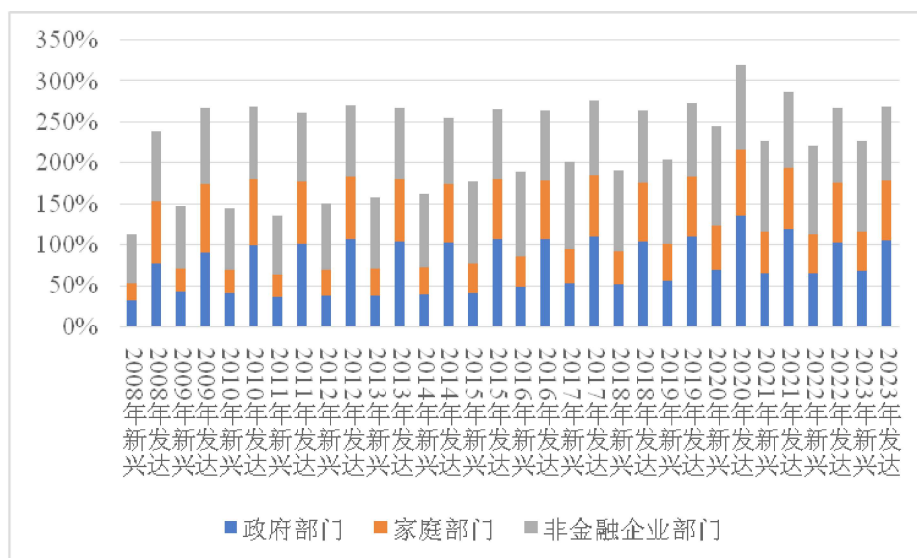


图1 2008-2023年新兴经济体和发达经济体负债率水平

数据来源：国际清算银行BIS数据库，其中2023年为截至3月的数据。

3.5个百分点，同期发达经济体非金融企业部门负债率从86%上升至90.9%，年均增加0.3个百分点。对比看，新兴经济体的政府部门、家庭部门、非金融企业部门都在提升负债水平，分别提高36.5、26.4、52.3个百分点，而发达经济体政府部门负债率提高28.4个百分点，非金融企业部门负债率提高4.9个百分点，家庭部门负债率却下降2.9个百分点，特别是新兴经济体的非金融企业部门负债率从2013年开始已经高于发达经济体的非金融企业部门负债率。

从国内视角看，中国负债率水平呈较快上升趋势（见图2）。总体看，中国负债率水平从1992年的113.6%上升至2023年的334.5%，尽管中间有个别年份负债率水平有所下降，但整体上仍保持正向增长，年均增加10.5个百分点。分部门看，政府部门负债率从1992年的8.3%上升至2023年的51.5%，年均增加2.1个百分点；家庭部门负债率从7.5%上升至63.3%，年均增加2.7个百分点；非金融企业部门负债率从90%

上升至167%，年均增加3.7个百分点；金融部门负债率从7.8%上升至52.7%，年均增加2.1个百分点。非金融企业部门负债率上升幅度较大，家庭部门次之，金融部门和政府部门紧随其后。对比看，中国非金融企业部门负债率相对较高，早在2003年就突破100%，2023年更是高达167%，基本高于同期新兴经济体非金融企业部门负债率，更高于同期发达经济体非金融企业部门负债率。

从背后原因看，经济主体举债原因有所差异。政府部门方面，举债主要是为了实现宏观调控目标。保持经济增长、平抑经济波动、提供社会保障是政府宏观调控的重要目标，政府部门举债尽管会对其他部门举债产生一定的“挤出效应”，但在经济下行压力比较大的情况下，家庭部门和非金融企业部门对举债都相对谨慎，政府部门举债可以发挥很好的主动性、引导性作用。横向对比看，发达经济体政府部门负债率高于新兴经济体政府部门负债率，这说明发达经济体相对更加

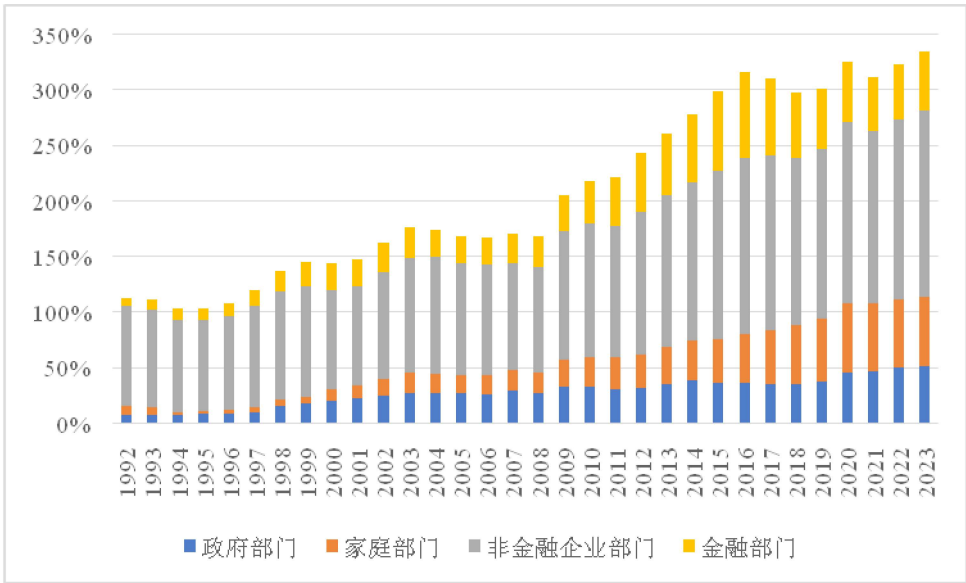


图2 1992-2023年中国负债率水平

数据来源：国家资产负债表研究中心（CNBS），其中2023年为截至3月的数据，金融部门从资产方统计为其他存款性公司对其他存款性公司债权和对其他金融机构债权。

依赖政府部门举债。家庭部门方面，举债主要是为了实现消费需求目标。家庭部门有各式各样的消费需求，但是中国家庭部门的消费需求主要为购置房产，中国人民银行调查统计司课题组 2019 年对城镇居民家庭资产负债调查显示，城镇居民家庭负债参与率高，负债结构相对单一，房贷是主要构成部分。非金融企业部门方面，举债主要是为了扩大生产经营。出于短期流动性考虑，或中长期发展考虑，非金融企业部门举借债务大多是为了扩大生产、稳定经营。横向对比看，新兴经济体非金融企业部门负债率基本高于发达经济体非金融企业部门负债率，这说明新兴经济体相对更加依赖非金融企业部门举债。金融企业部门，负债基本对应实体部门的部分资产。金融企业部门的负债即是实体部门的资产，当然金融企业部门还通过金融产品创新，撬动更大规模资金，放大负债风险。

（二）降低经济主体的可持续性

适度的负债水平确实增加了经济主体的灵活度，但“借钱是要还的”，经济主体举借的所有债务都有一定的期限约束、利率要求，过高的负债水平导致还本付息额增加，挤占了生产经营支出，进而可能导致债务违约，降低经济主体的可持续性。具体有三种类型的不可持续性。

第一种是狭义的不可持续性。经济主体需要用未来收入来弥补当前债务，这样才能形成动态有效的跨期预算约束。费雪的跨期消费决策模型表明，经济主体可以举债或储蓄，只要边际替代率和预算约束线的斜率相等，那么经济主体就达到跨期的最优决策，收入或利率变动都会对最优决策产生影响，一旦经济主体不随收入或利率变动调整行为，就有可能出现不可持续的状况。弗里德曼的永久收入的消费理论表明，经济主体的行为由永久收入决定，当永久收入出现较大的负向波动，或者被征收了永久性税收，如果经济主体仍然不调整行为，那

么也会出现不可持续的状况。

第二种是流动偏好型不可持续性。“流动偏好陷阱”指的是名义利率持续下降并接近于零，经济主体更倾向于持有货币而不愿增加消费和投资，积极的货币政策无法刺激总需求。当名义利率较高时，经济主体举借债务的成本较高，除非不得不举借债务，否则经济主体并不会主动提高负债水平。但是当名义利率下降甚至接近于零时，经济主体举借债务的成本非常低，即使没有举债需求，也可能会主动提高负债水平。在 1992—2011 年（“失去的二十年”）期间，日本的基准利率介于 0~0.5% 之间，长期处于低利率甚至零利率状态。但日本的商业销售额同比下降的年份有 12 年，最大降幅为 2009 年的 20.1%，同比上升的年份有 8 年，最大升幅不超过 2.5%，投资率从 1992 年的 32.5% 降至 2011 年的 22.1%，2004 年后比世界平均投资率还要低，而同期政府部门负债率从不到 90% 飙升至 187.7%。在家庭部门和非金融企业部门都谨慎举借债务的情况下，日本的政府部门主动提高负债水平，其可持续性面临风险。

第三种是增长约束型不可持续性。理论和实证表明，债务与经济增长或收益之间存在倒 U 型的非线性关系。以政府部门为例，当发达经济体政府部门负债率低于 90%、新兴经济体政府部门负债率低于 60% 时，政府部门债务与经济增长之间的关系较弱，或者说提高政府部门负债率会促进经济增长；当发达经济体政府部门负债率超过 90%、新兴经济体政府部门负债率超过 60% 时，经济增长将会有不同程度的下滑，或者说再提高政府部门负债率将抑制经济增长。^[6] 增长约束型不可持续在家庭部门、非金融企业部门同样存在。

（三）增加金融体系的脆弱性

债务表现为借贷、债券等多种形式，如果将借贷资产证券化，或本身就是债券，那么作为一种金融产品进入金融市场，债务风险可能通过三个链

条增加金融体系脆弱性。

第一个链条是从投资者集中度高、交易流动性低到银行资产损失。金融市场需要保持一定的活跃程度，而债券市场通常具有投资者集中度高、交易流动性低的特点。根据中国人民银行发布的 2022 年金融市场运行情况，非金融企业部门债务融资工具持有者共计 2172 家，前 50 名投资者持债规模占比 51.9%、交易规模占比 49.7%，主要集中在公募基金、国有大型商业银行、证券公司等，前 200 名投资者持债规模占比 82%、交易规模占比 83.1%。根据中国国债协会、中诚信国际信用评级有限责任公司合作推出的《中国地方政府债券发展报告（2021）》，商业银行持有超过 80% 的地方政府部门债券，规模超过 20 万亿元，主要以全国性商业银行为主，柜台市场投资人与境外机构仅持有 0.02% 的地方政府债券。和其他类型的债券不同，地方政府债券（现券交易量 / 托管总量）极低，2020 年只有 0.3 倍，而同期政策性银行债券、国债换手率分别为 2.85 倍、1.36 倍^①。单一经济主体债券违约不足以引起银行系统性风险，但多个经济主体债券违约，也会导致银行资产损失。

第二个链条是从银行资产损失到区域性金融风险。银行之间有着千丝万缕的关联，银行的资产损失可能波及到某个区域，特别是大量银行去杠杆或者存在银行破产现象会导致系统性风险呈现跳跃式上升趋势。^[7]以地方政府部门债务为例，除了直接的地方政府债务，还有以市场化运作的城投债，以及地方政府通过各种手段举借的隐性债务。城投债平台、隐性债务与地方金融机构深度绑定，一旦出现违约，以地方银行为主的金融机构将首当其冲，可能引发区域性金融风险。对中国而言，房地产部门是系统性金融风险的最主要来源，银行、证券和保险对系统性金融的影响紧随其后，这其中又以证券部门的风险溢出最大。^[8]一旦这些部门或行业出现风险，就有可能呈现“稳健而脆弱”的特征，即银行关联性具有风险传染效应和风险分担效应，^[9]

有可能演化为区域性金融风险。

第三个链条是从区域性金融风险到金融市场连锁反应。不同经济主体在债券市场的背书不同，信用评级也会有差异。但不论是有政府信用强力背书的政府部门债务，还是有资产抵押背书的家庭部门债务，抑或是有资产抵押和信用担保的非金融企业部门债务，都有可能因为各种原因出现违约。一定区域或范围内的债务违约会给金融市场传递信号，债权人的刚性兑付幻觉被打破，可能会采取一系列补救措施，可能对债券、股票等金融市场产生巨大冲击，进而引起金融市场一系列的连锁反应，甚至是系统性金融风险。

三、系统性金融风险的治理路径

2023 年中央金融工作会议对有效防范化解金融风险提出了三大原则性要求，即把握好权和责任的关系、把握好快和稳的关系、“四早”（对风险早识别、早预警、早暴露、早处置）。从债务视角看，治理系统性金融风险的路径主要有三条。

（一）设置经济主体负债率阈值

经济主体负债水平过高，是导致系统性金融风险的源头，要对实体部门设置负债率阈值，同时监管金融企业部门负债率变化，控制经济主体负债水平。

一是设置政府部门负债率阈值。欧盟对其成员国政府部门负债率有不超过 60% 的规定，但在实践中许多国家政府部门负债率已经超过 60%，对中国而言可设置三类阈值。第一类是地方政府负债率不超过 60%。中国地方政府负债率可参考欧盟的规定，根据中国地方政府债券信息公开平台的数据，2022 年青海地方政府负债率已经高达

^① 《蓝皮书：我国地方债超八成成为商业银行持有》，皮书网，2021 年 5 月 11 日，详见 <https://www.pishu.cn/zxzx/mtjj/566074.shtml>。

84.3%，贵州也达到了61.9%，超过了60%的阈值，吉林、甘肃、天津、海南、新疆的地方政府负债率分别为54.8%、54.3%、53%、51.1%、50.7%，距离60%的阈值也很接近，需要对这7个省区市的地方政府债务问题加以关注。第二类是中国政府负债率不超过国际清算银行样本平均值。2001年之后，国际清算银行开始公布包括发达经济体和新兴经济体（或地区）的政府部门负债率平均值，整体上在60%~110%之间波动，可取中间值85%作为阈值，即使中央和地方政府加杠杆，累加的地方政府负债率也应确保在这一平均值以内，截至2023年3月中国政府负债率为79.4%，距离85%的阈值已经较为接近。第三类是政府隐性债务阈值。我国政府债务的风险，更多来源于隐性债务，目前还无法完全掌握隐性债务的规模和结构，应严厉禁止地方政府通过PPP包装、违规政府购买的方式变相举债，严格规范地方政府担保举债。

二是设置家庭部门负债率阈值。根据国际货币基金组织的统计，当家庭部门负债率超过30%，该国中期经济增长将受到影响；当家庭部门负债率超过65%，金融稳定将受到影响。综合起来，可将家庭部门负债率阈值设置为65%。我国家庭债务面临攀升较快的风险，2006年我国家庭部门负债率仅为10.8%，但是到2023年3月已经高达62%，虽然家庭部门负债率低于65%的阈值，但这种上升趋势并未出现明显的扭转，未来家庭债务仍可能进一步上升。家庭部门负债结构中，中长期消费贷款占比超过50%，主要为房贷。房地产市场波动风险，将直接传导至家庭部门，影响家庭部门债务可持续性，需要加以警惕。

三是设置非金融企业部门负债率阈值。对于非金融企业资产负债率并无统一标准，一般认为40%~60%的资产负债率较为合理。上海证券交易所发布的《上市公司监管指引第8号——上市公司资金往来、对外担保的监管要求》规定，如果为资产负债率超过70%的担保对象提供担保，则

必须经过股东大会审批。可以此为参照，设置非金融企业部门资产负债率阈值为70%。万得统计的数据显示，2022年发布财务报告的A股上市企业的资产负债率算数平均值为42%左右，中位数为40%左右，整体上处于阈值之内。当然有些行业具有特殊性，比如房地产企业通常采用“高负债高周转”模式，资产负债率阈值可能会超过70%，根据万得统计，截至2023年6月，A股上市的114家房地产企业，排在前20位的房地产企业资产负债率都超过了80%，这些非金融企业的债务问题需要加以科学稳妥化解。

（二）健全债务风险监管体系

从债务人视角看，既有债务端，又有因债务形成的资产端，需要从债务端、资产端、资产负债端进行三重监管，不断健全债务风险监管体系。

一是从负债端监管。2014年国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》，引入债务率、新增债务率、偿债率、逾期债务率等指标，还可引入债务依存度、债务适应率、借新还旧占债务总额比和违约债务比等指标，对债务本身进行全方位监管。同时，对于具备发债资格的经济主体，实施发债“双评级”机制与严管合规制度。一方面，实施发债“双评级”机制。可由两个独立的信用评级机构，同时出具两份独立的信用评级报告，防止单一信用评级机构不能准确揭示风险的可能，并供投资者作比较。另一方面，严管信用评级机构的合规性。信用评级机构的合规性体现在遵守独立性与职业操守、规范信用评级流程与评级行为、信息披露三个层面，应从这三个层面，根据违规性质与违规的主客观角度，分类别实施高额罚款、暂停业务等严厉处罚。

二是从资产端监管。选择债务项目的投入产出比、具备自我偿债能力债务占总债务比、GDP增速与债务增速比、民间投资增速与债务增速比作为风险预警指标。根据不同的债务风险，银行可在综合评估之后，适当计提相应的损失准备金，一旦出

现经济主体的债务违约,可用这笔资金弥补,降低债务重组成本。

三是从资产负债端监管。经济主体举债是为了实现融资的目的,要从“负债端+资产端”着重改善资产负债表。负债端,以调整融资结构为主。夹层融资本质上是长期无担保的债券类风险资本,可推动实施“债转股”,应适当增加夹层融资;同时鼓励采用股权融资,综合采用股票市场的IPO与增发、商行贷投联动、信托与资管计划、股权投资基金、股权众筹等多种股权融资工具。资产端,以盘活融资存量为主。按照“真实出售、破产隔离”原则,积极开展以应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产或财产权益为基础资产的资产证券化业务。

(三) 建立债务风险隔离机制

系统性金融风险之所以有系统性影响,就在于单个主体、单个领域与其他主体、其他领域紧密相连、密切相关。如果能够建立风险隔离机制,将风险控制在单个主体、单个领域,那么就能有效防范系统性金融风险。

其一,严格控制债务到金融产品创新的链条。2007年美国次级贷款危机之所以发展为国际金融危机、全球经济危机,很重要的原因在于金融产品创新过多、链条过长,应严格控制债务到金融产品创新的链条。对于不具备资产证券化条件的债务,应严格限制其进行资产证券化。对于具备资产证券化条件的债务,应尽可能减少资产证券化层级、降低资产证券化嵌套,同时应构建资产证券化中风险隔离机制,将资产合格、特殊目的机构(SPV)合格、真实销售、重组增值、管理牵制和持续的信息披露等六个方面,作为“六道防线”,^[10]降低债务到金融产品创新的风险。

其二,制定债务风险处置方案。以处置“僵尸企业”为例,有多种国际模式可以借鉴。一是美国的“市场主导”模式。2008年金融危机期间,美国政府除了救助那些关乎国家安全的重要企业

外,其他僵尸企业主要依托市场机制,由企业通过破产、重组等方式自行出清。同时,还有一些配套措施,如银行、私募基金、并购基金等多元主体参与,发行垃圾债券、换股、债权收购等多种运作方式,以及引导金融机构出售抵押品、外包资产管理项目、资产证券化等消化不良资产等。二是日本的“政府主导”模式。2000年后,日本为处置僵尸企业,专门设立“产业再生机构”。该机构由政府牵头,财政出资,但运行具有一定的独立性和自主性。他们聘请经济、金融等领域权威人士,在3~6个月全面调查基础上,对僵尸企业是否应该救助进行科学评价,决策委员会需2/3以上同意方可救助。其流程是:对收购来的僵尸企业债权再重组,即先行折价收购,再从内部重组,然后出售退出。三是德国的“市场+政府”模式。20世纪中期,德国鲁尔区的煤钢行业出现大量僵尸企业,德国一方面采用市场化的并购重组,建立重组基金,对相关企业进行补偿;另一方面,政府实施再就业保障体系,为失业者提供基本保障,对雇佣失业者企业进行补贴,鼓励自主创业等。我国可采用“市场+政府”模式出清“僵尸企业”。市场层面,以并购重组为主,结合多种配套措施,包括对非重点行业或企业,有针对性地停止“输血”,实施破产清算,以达到对其他行业或企业的警示作用;对重点行业或企业,按行业重组企业,对产业集中度不高、同质化竞争严重的行业,鼓励龙头优质企业并购中小规模企业,形成重点行业的聚合力;鼓励跨区域、跨所有制并购重组,发达省份或城市,可跨区域对欠发达地区开展并购重组,引入民营资本实施混合所有制改革;成立并购重组基金,鼓励金融产品创新,可由政府、国有企业、参与并购重组的民营企业,共同出资成立并购重组基金,用于对企业或个人补偿,同时鼓励使用多种金融产品,尤其是资产证券化产品,扩大并购重组资金来源。政府层面,设立“僵尸企业”并购重组委员会,保障企业员工利益。并购重组委员会专门负责研究哪些僵尸企业需要破产清算、哪

些僵尸企业值得救助、提供多大程度的救助等问题；完善再就业保障体系，以当地最低工资标准为失业者提供基本生活保障，以税收优惠方式鼓励本地其他企业雇佣失业者，对自主创业实行多种便利，比如办公场地的租金优惠、银行信贷便利、税收优惠等。

其三，完善破产重整机制。针对经济主体破产重整问题，我国有国家层面的法律《中华人民共和国企业破产法》，也有地方层面的条例，如《深圳经济特区个人破产条例》，目前还没有针对政府的财政破产重整机制。美国俄亥俄州依靠严密的监测机制，从列入“预警名单”到列入“危机名单”，再到被宣布处于紧急状态，建立临时“财务筹划与监督委员会”，接管地方政府的财政管理权。我国虽然尚无政府破产的相关规定，但可由上级相关部门组织、建立临时“财政监管委员会”，全面监督、管理地方政府的财政收支，直至该地方政府的债务风险得到有效释放、财政状况出现明显好转。

【参考文献】

[1]中央金融工作会议在北京举行[N].人民日报,2023-11-01.

[2]周爱民,赵业翔.价格冲击、资产抛售与银行网络系统性金融风险[J].财贸经济,2023(10).

[3]吴念鲁,杨海平.经济金融风险传染的防范与治理——基于资产负债表视角的分析[J].西南金融,2016(2).

[4]温兴春,龚六堂.金融业开放、政府隐性担保与系统性金融风险防范[J].国际金融研究,2023(10).

[5]Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions[J]. Econometrica, 1933(4).

[6]Reinhart C M, Rogoff K. Growth in a Time of Debt[J]. American Economic Review,2010(2).

[7]方意,荆中博.外部冲击下系统性金融风险的生成机制[J].管理世界,2022(5).

[8]吕秀梅,熊笑笑.系统性风险跨部门溢出网络及突发事件对风险传染的影响——来自37家上市金融机构高频交易的证据[J].金融经济,2023(9).

[9]方意,刘江龙.银行关联性与系统性金融风险：传染还是分担？[J].金融研究,2023(6).

[10]张文强,赵会玉.论资产证券化中风险隔离机制的构建[J].当代经济科学,2008(1).

责任编辑：刘翠霞

The Governance of Systemic Financial Risk from the Perspective of Debt

Wang Xuekai

[Abstract] Debt risk is the origin of systemic financial risk. Different motivations of economic entities lead to different debt financing needs, and there are also different debt options in different economic cycles. Debt accumulation makes it possible for debt risk to evolve into systemic financial risk. From a mechanical perspective, the mechanisms of debt risk transmission include liquidity mechanism, balance sheet recession mechanism, and debt-deflation circulation mechanism. From a practical perspective, systemic financial risk manifests as increasing the debt level of economic entities, reducing their sustainability, and increasing the fragility of the financial system. From a path-oriented perspective, we need to set thresholds for economic entity debt ratios, improve debt risk supervision systems, and establish debt risk isolation mechanisms.

[Key Words] Systemic Financial Risk; Debt Logic; Governance Path