

政府债务置换的宏观经济效应及其传导机制

——基于安全资产短缺的视角分析

付大利 耿智 孙宁华

经济学院 南京大学

dali_fu@smail.nju.edu.cn

2025年3月27日



目录

- ① 问题提出
- ② 文献综述
- ③ 特征事实分析
 - 政府债务规模及结构
 - 政府债券的投资者结构
 - 私人部门超额储蓄
- ④ 安全资产短缺理论的框架
 - 安全资产供给
 - 安全资产需求
 - 安全资产供给需求与总需求
- ⑤ 政府债务置换的传导机制与宏观经济影响
 - 债务置换增加安全资产供给
 - 安全资产的超额需求与安全利率下行
 - 政府债务置换的宏观经济影响
- ⑥ 结论与政策建议

问题提出

- 为什么中央和地方政府要进行债务置换？
- 地方财政不可持续，并造成了负面效应
 - ① 地方政府的财政不可持续，可能会滑入“债务陷阱”。
 - ② 地方政府的付息压力，造成了诸多负面影响。“远洋捕捞” VS “近海垂钓”
 - ③ “收缩效应”，公共投资乏力，阻碍经济可持续发展。
- 债务置换可能的好处是什么？
 - ① 结构优化
 - ② 隐性债务风险化解
- 提出问题
 - 债务置换如何影响这些金融机构的行为决策，从而影响到资本市场，进而影响到实体经济呢？

文献综述

① 政府债务置换的经济影响

- 正向影响：
债务置换能缓解欠发达地区的偿债压力，促进企业商业信用供给增加，提高债务负担地区的财政支出和总产出
- 负向影响：
债务置换会加剧地方政府的道德风险，融资平台新增城投债规模上升，对债务可持续性和经济增长产生双重不利影响，甚至可能会带来系统性金融风险上升的副作用。

② 研究评述

- 研究结论存在明显的分歧
- 多数研究中几乎都忽略了政府债券的安全资产属性

政府债务规模及结构

- ① 我国政府总体负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家。
 - 2023 年末 G20 国家平均政府负债率达 118.2%，G7 国家平均政府负债率达 123.4%；同期我国政府负债率为 67.5%，包括隐性债务在内的总体政府负债率为 84.38%。
- ② 负债结构上呈现中央政府负债低、地方政府的负债高，一般债券占比低、专项债券占比高的特点，利率结构上呈现一般债券利率高、专项债券利率低的特征。
 - 截至 2024 年 11 月末，国债托管余额 33.8 万亿，全国地方政府债券余额 46.33 万亿，其中一般债券余额 16.48 万亿元，专项债券余额 29.85 万亿元，加上非政府债券形式存量政府债务 1662.16 亿元，全国地方政府债务余额约为 46.50 万亿元，地方政府债券平均利率 3.08%，其中一般债券 3.12%，专项债券 3.05%。
- ③ 债务置换的操作空间充足，安全资产供给的潜力较大。

私人部门超额储蓄

- 储蓄总量增加，私人储蓄增加更大
- 预防性动机是私人储蓄增加的动因

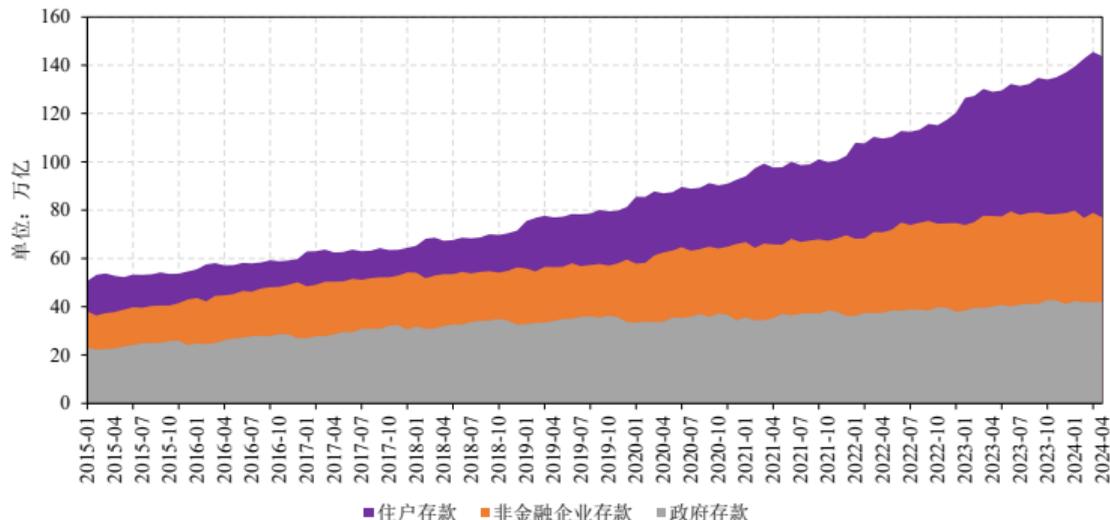


图 2: 2015-2024 年中国公共储蓄与私人储蓄

注：2019 年之后的政府存款根据财政存款与机关团体存款加总得到，数据来源于国泰安数据库

安全资产短缺理论

理论缘起与核心结论

- 资产短缺会抑制总需求

安全资产供给曲线 (Safe Asset Supply Curve)

$$V^s = \rho\mu^{-1} \frac{X}{\theta} \quad (1)$$

安全资产供给的影响因素

- 证券化能力 (ρ) $\nearrow \Rightarrow V^s \nearrow$
- 经济韧性 $\mu^{-1} X \nearrow \Rightarrow V^s \nearrow$
 - 潜在不利冲击的大小 (μ)
 - 潜在产出 (X)
- 人口结构 (θ) $\nearrow \Rightarrow V^s \searrow$
 - θ 为世代交叠模型中的老年人口死亡率
 - 也可以等价视为关于财富的边际消费倾向^a

^a在世代交叠模型中，死亡率影响着人口结构和财富积累，死亡率越高，人口老龄化程度越严重，由于死亡的个体会将持有的资产卖出以供消费，在模型中。因此死亡率越高，意味着安全资产的持有时间短，市场上流

安全资产需求

安全资产需求曲线 (Safe Asset Demand Curve)

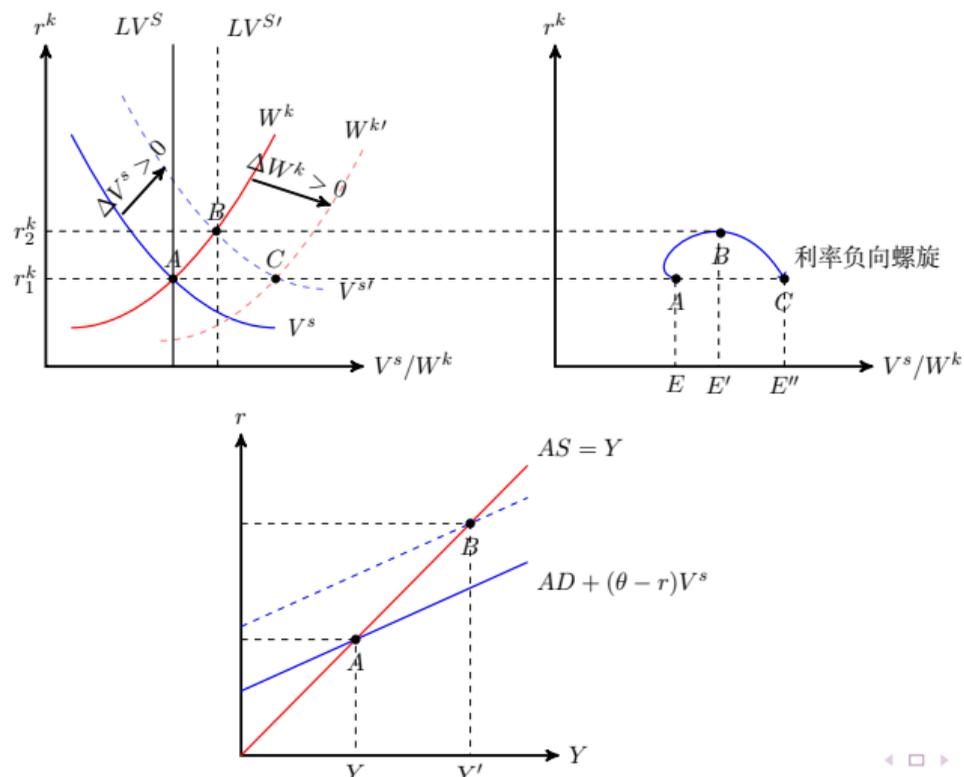
$$W^k = \frac{\alpha(1 - \delta)\xi X}{(\theta - r^k)} \quad (2)$$

安全资产供给的影响因素

- 风险厌恶程度 $\alpha \nearrow \Rightarrow W^k \nearrow$
- 安全资产回报率 $r^k \nearrow \Rightarrow W^k \nearrow$
- 人口结构 $\theta \nearrow \Rightarrow W^k \searrow$
- 经济周期 $(\xi X) \nearrow \Rightarrow W^k \nearrow$
 - $\xi \in (0,1]$ 是产能利用率，代表经济体利用现有生产能力的比率，如果，那么经济越景气
- δ 为股息在产出中的占比，即经济体产出中以股息形式分配给投资者的比例

安全资产供给需求与总需求

- 安全资产供给需求共同决定均衡利率（无风险利率）与总需求



安全资产供给需求与总需求

安全资产如何影响总供给与总需求：

总供给曲线 (AS)

$$AS(\xi X) = \xi X \quad (3)$$

总需求曲线 (AD)

:

$$\begin{aligned}
 AD(\xi X) &= \theta W^k + \theta W^N \\
 &= \underbrace{(1 - \alpha)(1 - \delta)\xi X}_N + \underbrace{\delta\xi X - r^k V^s}_N + \underbrace{\theta V^s}_K
 \end{aligned} \quad (4)$$

N:总劳动收入 N:净股息收入 K:消费需求

安全资产供给需求与总需求

- 安全资产供给变化会影响总供给与总需求的变动

-

$$\ln Y = \ln (\theta - r^k) + \ln V^S \quad (5)$$

- 财富效应渠道
- 挤出效应渠道
- 凯恩斯交叉: 边际消费倾向对总需求的影响至关重要
- 安全资产短缺理论: 风险厌恶投资者的比例 α 对总需求的影响同样重要。

债务置换增加安全资产供给

- 政府进行债务置换，本质上是安全资产的供给增加。
 - 相对意义上的安全资产的供给增加
 - 绝对意义上的安全资产的供给增加

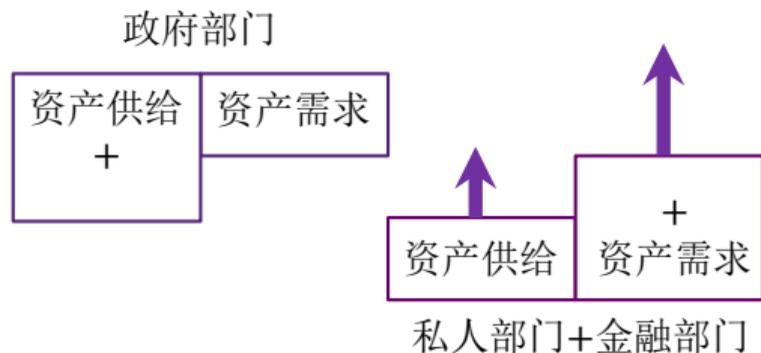


图 4: 债务置换视角下的安全资产供给与需求

注：政府部门创造安全资产（政府部门的负债）、私人部门创造风险资产（私人部门的负债）政府部门是安全资产的供给方，私人部门是安全资产的需求方，当政府部门发行更多的债务，或是公共债务的平均风险降低，对安全资产的供给会增加。当私人部门的**风险偏好发生变化**（更加厌恶风险）对**安全资产的需求会增加**

- 理论与现实相悖？

- 安全资产供给增加，安全资产供给曲线右移， r^k 应该上升，即政府债券的平均回报率应该增加。
- 美国等西方发达国家的经济数据表明，公共债务扩张、但是真实利率一直呈现下降趋势。

- 安全资产需求曲线的右移导致 r^k 下降，低利率环境

今日之中国，何种因素导致安全资产需求曲线的移动？

- 风险厌恶程度上升

- 宏观层面，风险溢价
- 微观层面，

- 二级市场上非法人产品转向标准债券
- 家庭层面，储蓄尤其是定期储蓄增加
- 经济下行：缺少投资项目

- 事件冲击：2018 年民企违约潮、中植系暴雷、金融监管新规、

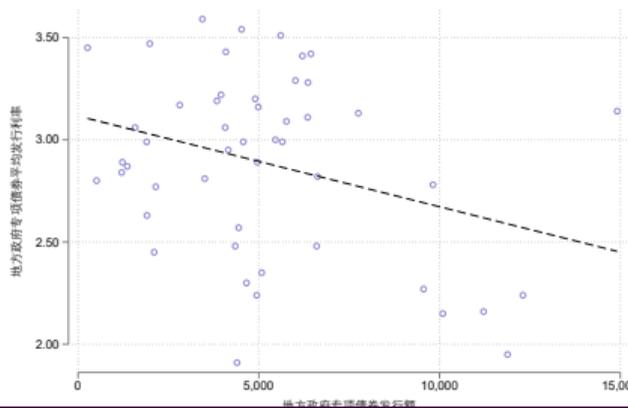
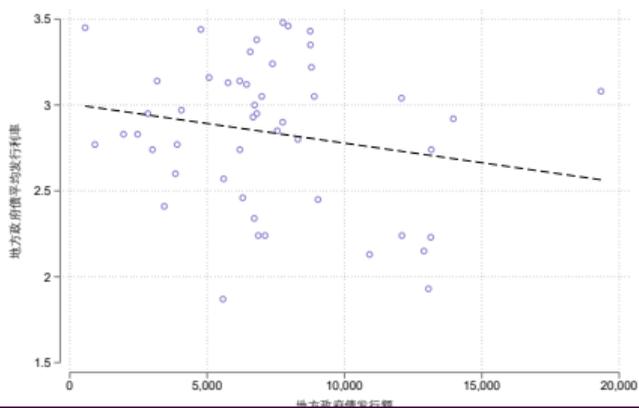
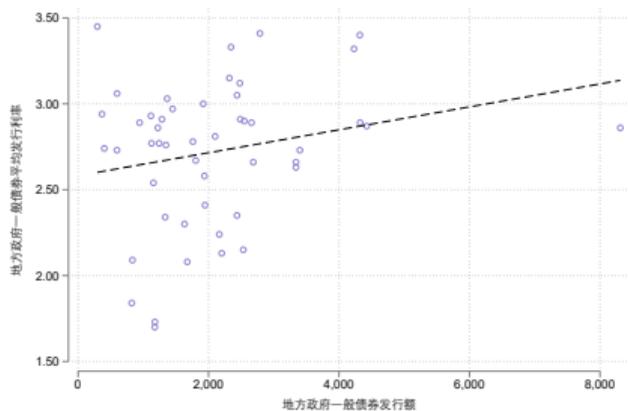
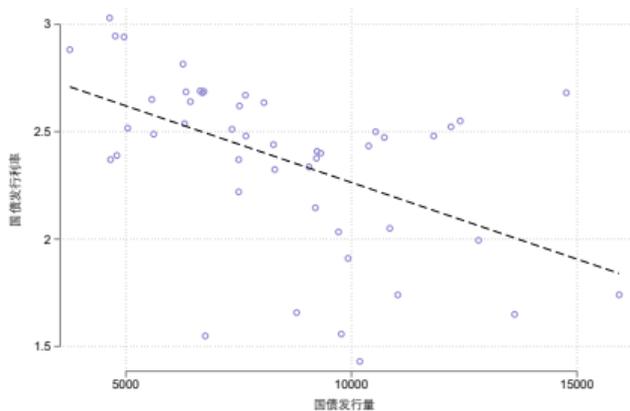
- 人口老龄化

- 经济周期下行

安全资产的超额需求与安全利率下行

- 中国早在 1994 年就进入资产短缺阶段，金融资产供需缺口一直未得到根本性转变。
 - 1994-2018：中国经济的持续快速增长和金融发展的严重滞后，是造成当前中国资产短缺的最重要因素。安全资产的供给不足。
 - 2018-至今，安全资产的超额需求是造成中国资产短缺的主因。

安全资产供给与发行利率



政府债务置换的宏观经济影响

- 政府债券供给的变化如何影响这些金融机构的行为决策，进而影响到资本市场，最终影响到实体经济呢？
- 安全资产短缺理论，**总产出会增加**。
 - 债务置换 \implies 安全资产供给增加 \implies 缓解资产短缺 \implies 增加总需求
- 家庭部门与金融机构的共同作用，放大了安全资产的总需求，**安全利率下降**
 - 避险情绪与风险厌恶程度 \implies 安全资产的超额需求 $\implies r^k \searrow \implies$ 长期安全利率下降（低利率环境）

低利率环境下潜在的宏观经济影响

- 安全（国债）利率下降的影响是什么？对于金融机构而言，他们的投资决策会有什么变化？
- 低利率环境下，政府债券供给的变化可能会导致规模异质性银行风险承担达到新的分离均衡。

2014-2024 年不同所有制银行不良贷款率 (%)

时间	大型商业银行	股份制商业银行	城商银行	农商银行	外资银行	民营银行
2014-9	1.12	1.09	1.11	1.86	0.69	
2015-9	1.54	1.49	1.44	2.35	1.19	
2016-9	1.67	1.67	1.51	2.74	1.41	
2017-9	1.54	1.76	1.51	2.95	0.76	0.60
2018-9	1.47	1.70	1.67	4.23	0.73	0.48
2019-9	1.32	1.63	2.48	4.00	0.83	0.99
2020-9	1.5	1.63	2.28	4.17	0.67	1.40
2021-9	1.43	1.40	1.82	3.59	0.59	1.31
2022-9	1.30	1.34	1.89	3.29	0.83	1.47
2023-9	1.27	1.30	1.91	3.18	0.94	1.64
2024-9	1.25	1.25	1.82	3.04	1.10	1.79

低利率环境下潜在的宏观经济影响

- 来自《资本论》的解释
- 资本积累和资本集中
- 利润率趋于下降规律

结论与政策建议

● 主要发现与结论

- ① 揭示了关于中国政府债务规模和结构、政府债券的投资者结构和私人部门超额储蓄的典型事实
 - 中国政府总体法定负债率较低，负债结构上呈现中央政府负债低、地方政府的负债高，一般债券占比低、专项债券占比高的特点，利率结构上呈现一般债券利率高、专项债券利率低的特征。债务置换的操作空间充足，安全资产供给的潜力较大。
 - 避险情绪上升导致非法人产品增持政府债券
 - 预防性动机增强导致私人部门超额储蓄增加
- ② 理论分析表明，中央与地方政府债务置换增加了安全资产供给；风险厌恶程度上升、避险情绪加剧，人口老龄化以及周期下行引发安全资产的超额需求，最终导致安全利率持续走低。
- ③ 政府债务置换能扩大总需求，增加总产出，同时也可能使经济进入低利率环境；
- ④ 低利率环境下，政府债券供应的变化会影响金融机构的决策行为，导致规模异质性银行风险承担达到新的分离均衡。

● 政策建议

- ① 从供给侧进一步增加安全资产的供给
- ② 从需求侧进行公共预期管理。
- ③ 加强宏观审慎监管，对不同金融机构风险进行分类监管，尤其需要关注欠发达地区中小规模银行的风险管控。
- ④ 要求商业银行低利率环境下服务转型。

Thanks!

◀ back