

一、研究背景

如果经济的下行波动已无法由常规的宏观稳定政策予以熨平，那么经济将爆发危机。经济下行的稳定机制包括经济本身存在的：价格调整、投资调整和政府的宏观稳定政策：常规的宏观稳定政策（管理需求）及非常规的宏观稳定政策。一般地，经济衰退（如果不是来自于有效需求的不足）通常都源于金融体系。研究表明，1870—2008 年间发达国家所遭遇的 176 次经济衰退中，有接近一半（78 起）均率先爆发了金融危机，其中有 42 起系统性银行业危机与 36 起全球性金融危机。也正因如此，本文将从金融危机的视角来研究经济危机。而金融危机背后都有一个共同特征：经济体存在着过度负债且债务大规模违约。

鉴于此，本文将对由国内债务违约所引发的经济危机进行探讨，研究债务的形成和发展过程、债务对宏观经济的影响和传导机制等。

二、研究思路与基本内容

（一）文献综述

1. “MM 理论”（Modigliani & Miller, 1958）

运用无套利原理得出：“企业价值和融资成本与其资本结构无关”（资本结构=债务/股权）然而，“MM 理论”显然不适用于现实世界存在诸多摩擦的不完美市场。

2. 金融不稳定假说 (Minsky, 1971)

由于投资所产生的现金流具有不确定性，企业的资本结构和资产负债表状况等因素会对实体经济与金融市场产生显著影响。

3. 状态查证成本 (Townsend(1979), Gale & Hellwig(1985))

在债务融资过程中，假定借贷双方是信息不对称的，金融机构会对高负债的借款企业要求更高的借贷利率以弥补其高昂的状态查证成本和可能的违约风险。

4. 金融加速器 (Bernanke et al, 1996)

将“状态查证成本”融入“委托—代理”模型，并据此提出“金融加速器”理论。该理论认为，借款企业的净值变化是经济波动的主要来源之一。

5. 金融冲击和金融结构的混乱

综上所述，当前的相关研究不仅否定了“MM理论”关于债务水平与企业价值和融资成本不相关的命题，同时也强调像债务之类的金融冲击在经济危机形成机理上所发挥的重要作用。不过，这些研究并没有揭示出金融体系从稳定到不稳定演变背后所存在的债务动态变化规律等共性的问题。

为此，本文在现有理论的基础上，通过构建一个融入债务变化的宏观动态模型(包括企业投资决策、金融机构贷款利率决定、两种债务状态等内容)，以揭示出为何金融体系会从稳定状态转向不稳定状态，以及在何种情况下经济将进入危机的加速轨道等，以便从债务的视角深入认识经济危机的本质。

(二) 企业投资决策

1. 生产函数

2. 以产能利用率所表示的生产成本

产能利用率对平均可变成本有正向影响，对平均固定成本有负向影响。可以证明，使平均生产成本最小的产能利用率同时也是边际成本和平均生产成本的交点，因此，微观经济学中的所有成本函数若以产能利用率来表示仍然适用。

3. 企业的投资决策

4. 企业投资决策问题的解

由此我们看到，高利率不仅会推升利息支出，同时高利率也造成了投资需求的下跌，产能利用率上升，并进而带动平均生产成本增加。特别是，当平均生产成本因高昂的利率而远大于 1 时，企业将不得不宣布破产。

（三）融入债务变化的宏观动态模型

在上一部分所讨论的代表性企业投资行为的基础上，下面接着构建总体经济模型。

3. 利率的决定

利率的决定来自两个方面：

（1）货币政策（货币政策决定基准利率，并且表现为逆周期，从而与总值增长率呈正相关）。

（2）商业银行基于对借款企业违约风险的考量：债务率越高，企业违约的风险也就越大，从而商业银行给出的贷款利率也就越高。

4. 动态分析

(3) 稳定性分析

由上述分析，可得如下命题：

(4) 债务非正常状态

三、主要结论

在债务正常状态下，负债率 $_$ 对经济没有反馈作用。当经济的运行对债务却有反馈作用。当经济增长率长期小于利率时，只要债务率大于临界值，债务有可能会随经济的增长而不断累积扩大，从而使经济体从债务正常状态转向非正常状态。

当经济进入债务非正常状态时，高负债率 $_$ 开始对经济的运行产生负反馈的作用：银行因担忧债务违约而惜贷或提升贷款利率，这就使得企业投资减少，从而使产能利用率上升，并进而导致平均成本高企，而当平均成本接近(或超过)1 时，企业将不得不破产倒闭。

本文所揭示的一个很重要的经济学启发是：债务危机的本源在于利率大于经济的增长率。因此，要使经济不发生债务危机，银行的贷款利率不能太高，不能高于经济增长率。

当债务处于非正常状态时，经济所面临的不仅仅是纯粹的需求波动，同时也面临着银行惜贷和企业违约风险的上升等。显然在这种情况下，以需求管理为目标的常规宏观稳定政策就会失效，唯有非常规宏观稳定政策才能帮助经济摆脱危机。

非常规宏观稳定政策实质上就是以政府直接购买债务的方式来缓解企业或金融机构的债务问题。显然，该政策与以需求管理为

目标的常规宏观稳定政策具有本质的区别。非常规宏观稳定政策所带来的问题：“动态不一致”及“道德风险”。

本文认为，政府采用非常规宏观稳定政策来应对由债务所引起的经济危机是必要的，但为了避免“动态不一致”等问题，政府救助必须辅以相应的惩罚，即本着“谁出事、谁负责”的原则，对相关当事人进行经济上的惩罚和法律上的起诉，这种既救助又惩罚的机制可称之为“惩罚性救助”。可以说，“惩罚性救助”是政府应对债务危机的根本之道。

四、汇报点评

本文首先介绍了经济危机的产生原因以及债务对经济的影响，进而从由国内债务违约所引发的经济危机进行探讨，研究债务的形成和发展过程、债务对宏观经济的影响和传导机制。其次，作者介绍了关于债务对经济产生波动的机制，随后指出企业投资所需的贷款是债务的主要来源，并讨论了代表性企业的投资行为，给出了利率和产能利用率之间的关系，并指出高利率不仅会推升利息支出，同时高利率也造成了投资需求的下跌，产能利用率上升，并进而带动平均生产成本增加。同时，作者在此基础上建立了总体经济模型，通过动态模拟分析，最终得出在债务正常状态下，负债对经济没有反馈作用；当经济进入债务非正常状态时，高负债开始对经济运行产生负反馈作用，进而导致经济危机的结论。最后，作者指出由债务所引发的经济危机通常无法由需求管理型的常规宏观稳定政策予以熨平，唯有非常规宏观稳定政策才

能帮助经济摆脱危机，即以政府直接购买债务的方式来缓解企业或金融机构的债务问题。不过，非常规宏观稳定政策会产生“动态不一致”和“道德风险”等问题。因此，政府救助必须辅以相应的惩罚，“惩罚性救助”是政府应对债务危机的根本之道。

经济危机始终是经济学研究的一个主要议题，经济下行发生后存在两种稳定机制：一种是经济本身存在的价格调整、投资调整，另一种是政府的宏观稳定政策。一般经济衰退源于金融体系，金融危机的背后都有一个共同特征，即经济体存在着过度负债且债务大规模违约的情形。因此，对于金融危机的研究本质上就转化为对债务问题的研究。尽管债务分为内债和外债，但是内债远比外债危机造成的后果更严重，所以本文对由国内债务违约所引发的经济危机进行探讨，研究债务的形成和发展过程、债务对宏观经济的影响和传导机制。

本文发现已有参考文献相关研究不仅否定了“MM 理论”关于债务水平与企业价值和融资成本不相关的命题，也强调像债务之类的金融冲击在经济危机形成机理上所发挥的重要作用。但是这些研究并没有揭示出金融体系从稳定到不稳定演变背后所存在的债务动态变化规律等共性的问题。为此，本文在现有理论的基础上，通过构建一个融入债务变化的宏观动态模型，揭示为何金融体系会从稳定状态转向不稳定状态，以及在何种情况下经济将进入危机的加速轨道等，以便从债务的视角深入认识经济危机的本质。

研究结果表明政府采用非常规宏观稳定政策来应对由债务所引起的经济危机是必要的，但为了避免“动态不一致”等问题，政府救助必须辅以相应的惩罚，即本着“谁出事、谁负责”的原则，对相关当事人进行经济上的惩罚和法律上的起诉，这种既救助又惩罚的机制可称之为“惩罚性救助”。本文揭示了一个重要的结论：债务危机的本源在于利率大于经济的增长率。因此，要使经济不发生债务危机，银行的贷款利率不能太高，不能高于经济增长率。否则任何一个债务冲击（如本文中使债务率从 0.2 上升至 0.3）将可能引发债务危机。遗憾的是，由于金融企业的贪婪，现实中贷款利率通常总是大于经济的增长率，从而经济体总是面临着债务危机的风险。

五、个人感想

本文从债务的视角研究了经济危机爆发的机制，并提出了政府面对经济危机应采取的应对政策措施。本文构建了严密的经济学数学模型推导，以企业的生产函数，成本函数，投资函数为基础，构建了企业债务滚动模型，另外，从金融的利率的角度，探讨了银行贷款利率与经济增长率之间的关系对经济的作用。

本文所给出的结论为现实经济危机爆发时政府采取的应对措施做出了相应的解释，也提供了应对经济危机的适应性非常规政策。